

第十五章 後金融海嘯之重要思維：明斯基的「金融不穩定假說」

李榮謙

壹、前言

此次全球金融海嘯的成因，與先前歷次的金融危機相較，的確有許多不同的影響因素；這些新的影響因素包括：創始並證券化的商業模式(originate-to-distribute business model)、投機氣焰濃厚的信用違約交換(Credit Default Swaps, CDS)，以及影子銀行體系(shadowing banking system)的創設^{註1}。此外，全球失衡(global imbalances)的發展，亦扮演重要的影響力量^{註2}。不過，即使存在這些新的影響因素，但肇致此次全球金融海嘯的根本原因，其實並未改變，那就是源自金融體系自我增強、不穩定的本質^{註3}。

已逝經濟學家明斯基(Hyman P. Minsky)^{註4}最早對金融不穩定的本質提出說明，他以凱因斯的論說為基礎，歷經多年的研究，於1986年發表「金融不穩定假說」(financial instability hypothesis)。此一假說，套用在近年影子銀行體

系、房市及總體經濟一步步邁向金融危機深淵的過程，精準得令人驚訝且佩服，就連美國舊金山聯邦準備銀行總裁Janet L. Yellen都公開表示推崇^{註5}。

鑒於金融海嘯爆發後已證明「效率市場假說」(efficient market hypothesis)的嚴重缺失，至於「金融不穩定假說」則普受支持，儼然成為後金融海嘯的重要思維，因此本文擬引介「金融不穩定假說」的重要內容，以及其所引申的政策涵義。

除此前言外，本文擬先介紹「金融不穩定假說」的要旨；接著說明美國影子銀行業的崩解，早在「金融不穩定假說」的意料之中；最後則比較「金融不穩定假說」與金融海嘯爆發前主要思潮的差異。

貳、金融不穩定假說的要旨^{註6}

明斯基「金融不穩定假說」的形成可溯至1963年，迨至1986年則有較完整版本的提出，這是他對總體經濟學的一大貢獻。他公開宣稱，此假說是「對凱因斯《就業、利息和貨幣的一般理論》(The General Theory of Employment, Interest and Money)要義的解讀」。明斯基對

凱因斯學說的補充其實相當簡單，不外乎為區分債務資本結構使金融體系趨向穩定或動盪，提供了一個條理分明的分析架構。迨至1992年，明斯基更彙整出一個邏輯完備的「金融不穩定假說」標準版本。

根據「金融不穩定假說」的標準版本^{註7}，經

濟循環不是歸因於外部衝擊，而是源自內在波動，亦即經濟循環波動是內生的；至於分析經濟內在波動的理論架構，則係強調金融於經濟中的核心角色，認為經濟的不穩定集中體現在金融的不穩定上。茲進一步說明如下：

一、區分三種不同類型的債務人

明斯基根據經濟單位(economic units)的收入與債務關係，將之區分為三種類型^{註8}：穩健型/對沖型(hedge)、投機型(speculative)與龐氏型(Ponzi)。

穩健型債務人有足夠的現金流量支應全部的償債義務；資本結構中股本融資的比重越高，越可能是穩健型債務人。投機型債務人的收入足以支付債務的利息，但不足以償還本金；此類債務人須借助一再的「展延」債務(亦即借新還舊)。至於龐氏型債務人的收入，不但不足以償還債務本金，就連償還利息都不足夠；他們可以透過出售資產或舉新債來償債，為了支付債務利息(甚或是股利)而借款或出售資產，會加重債務人的債務負擔，並降低股東的權益。

倘若穩健型融資的比重很高，經濟體系會趨向均衡狀態。相反的，透過投機或龐氏型等方式融資的比重越高，經濟體系越可能動盪不安，會傾向擴大衝擊的效應。「金融不穩定假說」的第一定理是：在某些融資結構的狀態下，經濟會穩定；在另一些融資結構的狀態下，經濟會不穩定。第二定理是：在漫長的繁榮期中，經濟體系中的融資結構關係會從有助經濟穩定的狀態轉向促使經濟動盪的狀態。

具體而言，經歷長期榮景時，資本主義經濟體的融資結構狀態傾向從原以穩健型為主，轉向投機型與龐氏型占很大比重的狀態。而且，若某一投機型融資比重頗高的經濟體處於資產價格膨

脹狀態時，當局試圖藉緊縮性貨幣政策來抑制，則投機型融資會變成龐氏型，而原本的龐氏型債務單位的淨值則會快速蒸發。在此狀況下，現金短缺的債務人將被迫拋售資產以結清部位。這很可能導致資產價格崩跌。

二、穩定會孕育不穩定的結果

穩健型/對沖型、投機型與龐氏型這三種債務人，是明斯基金融不穩定假說的主角。此假說的精髓是：穩定會衍生不穩定，因為資本主義者有一種集體傾向，會將眼前的穩定視為永久狀態，因此在債務結構上會冒越來越高的風險，包括承作大量龐氏型融資，這自然會損害經濟穩定。

人們冒險後能獲利的時間越長，對承擔風險的態度就會變得越輕忽。這是一個自我助長的過程：當大家都傾向承擔更多風險時，風險溢酬因素發酵，抵押資產的價值升高，舉債的能力增強，遊戲便可一直玩下去。人性自然傾向順循環(pro-cyclical)，這基本上就是明斯基的核心論點。他稱：「資本主義經濟體不時會出現看似可能失控的資產價格膨脹與債務緊縮(debt deflation)。在這些過程中，經濟體系對經濟變動的反應有推波助瀾的效果。換句話說，資產價格膨脹會助長資產價格膨脹，債務緊縮亦會助長債務緊縮^{註9}。

三、明斯基經濟旅程：前進與反向^{註10}

在明斯基的理論中，經濟循環可視為以下三類債務單位的進退發展過程(McCulley稱之為「前進旅程」(forward)與「反向旅程」(reverse)^{註11})：穩健型債務人，有足夠的現金流量償還本息；投機型債務人，現金流量僅夠付息；以及龐氏型債務人，現金流量不足以還本也不足以付息，必須仰賴資產價格持續上漲才能避免破產。

在此次金融海嘯的「明斯基前進旅程」中，

金融市場的風險胃納日益擴大，次級房貸、結構型投資工具(Structured Investment Vehicle, SIV)與影子銀行體系的其他有疑慮之融資工具過度流行。初期的穩定狀態衍生更高風險的債務安排，進而促成資產價格泡沫。資產價格泡沫最終必以破滅收場，爆破的這一刻稱之為「明斯基時刻」(Minsky Moment)。McCulley認為，此次前進旅程的「明斯基時刻」應是在2007年8月爆破^{註12}。

「明斯基時刻」後，經濟旅程就進入「明斯基反向旅程」：先前的情況一一逆轉，資產價格下滑、風險貼水升高、財務槓桿降低，經濟成長率亦滑落。明斯基理論中的龐氏債務單位須靠舉債買進的資產升值才能生存。當資產價格下滑(一如美國房市之前狀況)時，明斯基告訴我們，先前風險胃納日益擴大的過程將逆轉反撲，而我們亦將承受「明斯基核心熔毀」(Minsky

Meltdown)的全部後果。

最近這次「明斯基時刻」標誌著三個泡沫的破滅：房地產的價格(美國)、房貸放款(主要也是美國)，以及影子銀行體系(美國及世界各地)。這三個泡沫爆破後，所有的風險都必須重新定價，這對所有風險資產的價格均有不利影響。如明斯基所宣稱，這些發展會危及系統的穩定性。換句話說，在該體系中，糾正資本主義過度行為的過程並非一個自我修正的療程，而是一場自我助長的病症，稱之為「債務緊縮」(debt deflation)。

McCulley (2009)指出：「只要我們有適度解除管制的市場、複雜且具創新的金融體系，就會有明斯基前進與反向旅程，兩者是以明斯基時刻為轉捩點。這是我們無法改變的現實。重要的是保持理智，建立反循環(counter-cyclical)的監管機制，確保人性中的投機傾向不致於失控。」

參、美國影子銀行業步入明斯基反向旅程^{註13}

美國房市泡沫破滅後步入明斯基反向旅程，龐氏型債務單位將從人間蒸發，投機型債務單位將變成龐氏型債務人，不陣亡也會受到慘重教訓；即便是穩健型債務人也會受到衝擊。

影子銀行體系急速萎縮，因資金來源遭擠兌迫使業者降低財務槓桿，而這會壓低資產價格，損害資產品質，迫使影子銀行業者進一步降低槓桿。在此「擠兌」是指影子銀行發行的商業本票到期時，投資人拒絕展期，令影子銀行出現流動性危機，需要動用原先備用的正規銀行提供的信貸額，或是以「跳樓大拍賣」(fire sale)拋售資產套現；這對影子銀行體系的衝擊特別嚴重。正規銀行則正處於戒慎狀態，對影子銀行業放款可免則免，絕對不會主動出手援助，反而可能緊縮信

貸。因此，在Fed的流動性源頭與亟需流動性的影子銀行體系之間，出現了難以跨越的鴻溝。

每況愈下的困境自我助長，一如泡沫膨脹時自我膨脹一樣。一切都順勢得令人難以置信，連金融監管當局的反應亦復如此。泡沫膨脹時監管無比寬鬆，泡沫破滅後監管則急於收緊。最重要的是，在泡沫打回原形的過程中，會發生「去槓桿化的矛盾」(paradox of deleveraging)，一如凱因斯「節約的矛盾」(paradox of thrift)。就個別金融機構(影子銀行或甚至是真正的銀行)而言，降低槓桿很可能是明智之舉，但如果每一機構都同時去槓桿化，那是不可能成功的。

明斯基並非認為金融監管當局能有效掌控金融市場為追求短期獲利而層出不窮的業務創新。

事實上，他認為實情恰恰相反：

「在商人與金融中介機構積極牟利的世界中，創新者將永遠領先監管者一步，當局將無法防止資產組合的結構出現轉變。當局能做的，是藉由制定各類資產的最低淨值要求，將銀行業者的資產/淨值比率控制在適當水準。當局若能約束銀行業，並清楚了解邊緣銀行業者與其他冒進的

金融機構之所作所為，則比較有機會減緩經濟失序膨脹傾向之衝擊。」^{註14}

明斯基在1986年即寫下了這些話！多年之後，我們只能感嘆世人忽視了他的睿智先知，而我們則經歷了影子銀行體系—亦即明斯基筆下的「邊緣銀行業者與其他冒進的金融機構」—的爆炸性膨脹與萎縮。

肆、金融海嘯前後盛行思潮的差異

信念帶來後果，而壞的信念通常帶來壞的後果。2007年開始襲捲全球的金融海嘯已逐漸退去，各國在收拾殘局之際，除了指責直接造成這場大災難的華爾街外，更將矛頭指向金融海嘯爆發前的主流信仰：「效率市場假說」。2001年諾貝爾經濟學獎得主Joseph Stiglitz、2008年得主Paul Krugman，以及美國白宮國家經濟會議主席Lawrence Summers等均認為，金融海嘯的形成與坐大，「效率市場假說」要負很大的責任，因為華爾街這些聰明的菁英多年來迷思於此一假說^{註15}。

比利時魯汶大學著名經濟學家Grauwe (2009)更直接表示，吾人需徹底整頓總體經濟學。過去總體經濟學家盲目認為效率市場會自行調整，所以模型分析並未考慮金融市場及銀行部門，這是一項重大的錯誤。

Cooper (2008)除大力抨擊「效率市場假說」的謬誤之外，並盛讚明斯基的「金融不穩定假說」早已正確預知金融危機會一再重演的根源^{註16}。由於「金融不穩定假說」清楚預示了全球金融體系過去幾年來令人目眩的過程，因此儼然成為後金融海嘯的重要思維。以下擬比較金融海嘯前後盛行思潮的重大差異。

一、金融市場穩定與否？^{註17}

金融海嘯爆發前，華爾街的主流信仰是「效率市場假說」。此一假說所傳達的主要訊息是，資產價格永遠能充分反映所有訊息，因此無論進行何種交易策略，投資人皆無法獲取超額報酬；換言之，資產泡沫並不會形成，就算真的出現，也不會持久。至於「效率市場假說」成立的一個重要前提為，所有人都是理性的。

「效率市場假說」與明斯基的「金融不穩定假說」，其關鍵的不同處是：在金融市場變動的情況下，是什麼因素決定資產價格？就「效率市場假說」而言，認為市場的波動會自然朝向唯一均衡點，在達到均衡後市場就會一直保持靜止狀態，除非是有新的、不可測的、外部性的事件所帶來衝擊的改變，其特別強調，外部力量的介入係造成金融市場變動的主因。相反的，明斯基的「金融不穩定假說」則主張金融市場源自內部的力量，引起信用擴張與資產價格膨脹，接著而來的則是信用緊縮與資產價格萎縮。換言之，資產價格的大起大落(boom and bust)完全是內生的。

明斯基的觀點隱含金融市場並不會自己達到最適化，或是穩定狀態，也一定不會達到最佳的資產配置。總之，明斯基的論證抨擊了自由主義

經濟學派的基本教義，就如同凱因斯之前對古典經濟學派的抨擊。

二、金融影響經濟的途徑^{註18}

在金融海嘯爆發前的主流思潮中，金融係扮演傳播波動(propagation)的作用，研究金融的作用是用來解釋為什麼波動是真實存在的，亦即與實質經濟活動有關。

過去部分主流經濟學的研究，係將資訊不對稱(information asymmetry)而產生的資本市場不完全(capital market imperfections)此一因素，加進新一代實質景氣循環模型(real business cycle model)；在模型中放進金融部門是因為金融影響資本和投資的數量，進而影響經濟的產出能力。另外，在關於貨幣政策的信用傳遞管道的研究中，金融部門在總體經濟中是扮演金融加速器(financial accelerator)的作用，也就是金融部門充當了衝擊的傳播機制的角色。

值得說明的是，根據明斯基的「金融不穩定假說」，金融不僅傳播經濟波動，而且本身就是製造經濟波動的源頭。

三、導致景氣循環波動的原因^{註19}

明斯基與過去主流經濟學家對景氣循環波動的解說有很大的歧見。明斯基「金融不穩定假說」的核心思想是資本主義經濟具有本質上的不穩定性，景氣循環源自內在波動；而過去主流經

濟學認為景氣循環源自外部衝擊，這當中，貨幣學派認為景氣循環是外生的貨幣供給量波動所造成的，實質景氣循環理論則認為是外生的技術變動所造成。

四、政府應扮演的角色^{註20}

為抑制經濟不穩定，明斯基提出了“大政府”(Big Government)與“大銀行”(Big Bank)的概念，這也與金融海嘯爆發前主流經濟學的觀念有所不同。

“大政府”指的是財政政策，過去主流經濟學家忽視財政政策，或許是因為財政政策不若貨幣政策那般可獨立行使，而須經過國會的批准，歸因於此，財政政策無法像貨幣政策那樣，可以對經濟的下滑快速作出反應。

“大銀行”指的是中央銀行的最後貸款者行動，過去主流經濟學家不贊成最後貸款者的救援行動，理由是最後貸款者的行動會帶來道德風險；反之，明斯基則沿襲凱因斯的觀點，認為如果不實施最後貸款者的救援行動，經濟將陷入大蕭條的困境。

此次金融海嘯期間，雖然各國大抵採用“大政府”與“大銀行”的策略，但未來一旦經濟步入正軌，政府扮演的角色會如何轉變，則仍待進一步觀察。

附註

- (註1) 影子銀行業的活動如同銀行業一般，係進行以短支長的業務；這些機構至少包括投資銀行(如Bear Sterns及Lehman Brothers)、貨幣市場基金、保險公司(如AIG)、對沖基金、私募股權基金，以及資產負債表外的實體等，它們仰仗到貨幣市場借入短期需不斷展期的資金，然後進行貸放或投資到較長期限或流動性較差的資產，然而卻又不像銀行業吸收存款那般，須受到較嚴格的資本、流動性等管制規範。截至2007年第2季，美國影子銀行業的鼎盛期，其資產規模與銀行業相較，約超過4兆美元。詳見United Nations (2009)、Adrian and Shin (2009)。
- (註2) 雖然全球失衡與全球金融海嘯的關聯性仍存在若干爭議，不過一般認為，全球失衡確實為全球金融海嘯的重要成因。歷經此次全球金融海嘯後，由於美國家計部門儲蓄率的提高、亞洲出口導向經濟成長模式的調整，全球失衡的狀況已較金融海嘯爆發前舒緩。詳見Obstfeld and Rogoff (2009)、Blanchard and Milesi-Ferretti (2009)及Astley et al. (2009)。
- (註3) 關於金融體系自我增強、不穩定的本質，Minsky (1982)、Kindleberger (1996)有清楚的說明。
- (註4) 明斯基是哈佛大學經濟學博士，曾任教布朗、柏克萊及聖路易華盛頓大學，1990年退休後，繼續在利維經濟研究中心(The Levy Economics Institute)著述與講學，1996年以78歲之齡辭世。該中心現在每年均舉辦研討會，紀念這一位偉大的經濟學家。
- (註5) Yellen (2009)。
- (註6) 主要取材自McCulley (2009)。
- (註7) Minsky (1992)。
- (註8) 對沖型債務人，其與對沖基金(hedge fund)無關。至於龐氏型債務人，在此係援引龐氏騙局(Ponzi scheme)的稱謂。龐氏騙局得名於Charles Ponzi，Ponzi於1903年從義大利移民到美國後，一直從事龐氏騙局的投資欺詐。典型的龐氏騙局，又稱為金字塔型騙局(pyramid scheme)或老鼠會，它是一種投資欺詐的形式，以不正常的高額回報來騙取投資者加入，而投資者的回報並非來自真實的商業業務，而是來自新加入投資者投入的資金。龐氏騙局中的報酬率一定很高，這樣才能引誘新投資者加入；一旦新加入的投資者減少或停止，龐氏騙局就會崩潰。
- (註9) 同(註7)。
- (註10) 主要取材自McCulley (2009)。該文原出處標題為Minsky's Economic Journey: Forward and Reverse。
- (註11) 同(註6)。
- (註12) McCulley (2009)另指出，2007年8月的前、後3個月亦可視為此次旅程的明斯基時刻。
- (註13) 同(註6)。
- (註14) Minsky (1986)。
- (註15) 詳見Fox (2009)及Krugman (2009)。
- (註16) 此外，White (2009)亦盛讚明斯基的「金融不穩定假說」，認為當代總體經濟學須回頭正視明斯基的觀點。
- (註17) 主要取材自Cooper (2008)。
- (註18) 主要參考Fazzari (1999)。
- (註19) 同(註18)。
- (註20) 同(註18)。

參考文獻

- Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009), “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” *Financial Stability Review*, Bankque de France, Sep.
- Astley, Mark, Julia V. Giese, Michael James Hume and Chris Kubelec (2009), “Global Imbalances and the Financial Crisis,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 49, Issue 3, pp. 178-190.
- Blanchard, Olivier and Gian Maria Milesi-Ferretti (2009), “Global Imbalances: In Midstream?” SPN/09/29, IMF, Dec. 22.
- Cooper, George (2008), *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Harriman House, Aug..
- Fazzari, Steven M. (1999), “Minsky and the Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism?” Working Paper No. 278, Aug..
- Fox, Justin (2009), “The Myth of the Rational Market,” *Time*, June 22.
- Grauwe, Paul De (2009), “Economics Is in Crisis: It Is Time for a Profound Revamp,” *Financial Times*, July 21.
- Kindleberger, Charles P. (1996), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, Wiley Investment Classics, NY, John Wiley & Sons.
- Krugman, Paul (2009), “School for Scoundrels,” *The New York Time*, Aug. 9.
- McCulley, Paul (2009), “The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey,” *PIMCO : Global Central Bank Focus*, May.
- Minsky, Hyman P. (1992), “The Financial Instability Hypothesis,” *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 74, May.
- Minsky, Hyman P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Minsky, Hyman P. (1982), “Can ‘It’ Happen Again?: Essays on Instability and Finance,” Armonk, NY, M.E. Sharpe Inc.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2009), “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes,” Prepared for the FRBSF Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, Nov..
- United Nations (2009), “Chapter III: Learning from the Crisis: Policies for Safer and Sounder Financial Systems,” in UNCTAD, *Trade and Development Report, 2009*.
- White, William (2009), “Modern Macroeconomics Is on the Wrong Track,” *Finance & Development*, IMF, Dec..
- Yellen, Janet L. (2009), “A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers,” Presentation to the 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, Meeting the Challenges of the Financial Crisis, April.

(本文完稿於民國99年3月初，作者李榮謙為中央銀行業務局研究員；本文撰寫期間承蒙黃麗倫專員惠予協助，初稿並蒙本行多位匿名審閱同仁的惠賜卓見，在此一併致謝。)

