



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2020.5.31(Y-Research RN160)

作者：第一财经研究院

www.cbnri.org

研究简报 热点

现代货币理论（MMT）的时代到来了吗？ | 一财智库 全球观察

摘要

YRI 研判及点评：

1. 如同我们在 3 月 30 日的“一财智库全球观察 NO.6”——全球启动战时财政应对新冠衰退”中所提及的那样，考虑到各国在短期内难以偿还因应对新冠疫情而产生的巨额财政赤字（预计规模将达全球 GDP 的 10%，见表 1），西方学界出现了关于“赤字货币化”的提议和热烈讨论，与此相关的“现代货币理论（Modern Monetary Theory）也成为关注热点。最新数据显示，OECD 国家今年因应对疫情所新增债务将达到 17 万亿美元，占 GDP 的比重将从 109% 上升到 137%。

2. 赤字货币化近来在国内引发热议。我们认为，国内的大部分讨论混淆了国际学者的提议和各国政府的实际政策操作，在概念定义和政策

框架分析等方面都存在不同程度的误读。事实上，截至目前，西方主要国家均未出现财政货币化/赤字货币化（即央行直接在一级市场购买不付息政府债券）的实际行为，一个接近货币化的案例是英格兰（英国央行）4月重启2008年金融危机期间使用的工具——财政部在英国央行的透支账户筹款便利（W&M facility, Ways and Means Facility），由英国央行直接为政府支出需求提供暂时性资金，政府绕过债市融资直至疫情结束。由于这是一个生息的账户，严格来说也并非赤字货币化，更多是一个现金管理工具。也有经济学家将央行资产负债表的永久扩张定义为“财政赤字化”，但从主要央行的政策取向来看，在恰当的条件下“缩表”并回复常态，仍是政策首选。

表1 各国财政余额占GDP比重（%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	预期值 2020
全球	-3.8	-2.9	-2.9	-3.3	-3.4	-3.0	-3.1	-3.7	-9.9
发达经济体	-5.5	-3.7	-3.1	-2.6	-2.6	-2.3	-2.6	-3.0	-10.7
美国 ¹	-8.0	-4.6	-4.0	-3.6	-4.3	-4.5	-5.7	-5.8	-15.4
欧元区	-3.7	-3.0	-2.5	-2.0	-1.4	-0.9	-0.5	-0.7	-7.5
法国	-5.0	-4.1	-3.9	-3.6	-3.5	-2.8	-2.3	-3.0	-9.2
德国	0.0	0.0	0.6	0.9	1.2	1.2	1.9	1.4	-5.5
意大利	-2.9	-2.9	-3.0	-2.6	-2.4	-2.4	-2.2	-1.6	-8.3
西班牙 ²	-10.7	-7.0	-5.9	-5.2	-4.3	-3.0	-2.5	-2.6	-9.5
日本	-8.6	-7.9	-5.6	-3.8	-3.7	-3.1	-2.4	-2.8	-7.1
英国	-7.6	-5.5	-5.6	-4.6	-3.3	-2.5	-2.2	-2.1	-8.3
加拿大	-2.5	-1.5	0.2	-0.1	-0.5	-0.1	-0.4	-0.4	-11.8
其他发达经济体	0.4	0.2	0.2	0.1	0.7	1.4	1.4	0.0	-5.3
新兴市场 and 中等收入经济体	-0.9	-1.5	-2.5	-4.4	-4.8	-4.1	-3.8	-4.8	-9.1
除MENAP之外的石油出口国	-1.9	-2.3	-2.7	-4.0	-4.4	-4.0	-4.0	-5.0	-9.0
亚洲	-1.6	-1.8	-1.9	-3.3	-3.9	-4.0	-4.5	-6.0	-9.9
中国	-0.3	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.8	-4.7	-6.4	-11.2
印度	-7.5	-7.0	-7.1	-7.2	-7.1	-6.4	-6.3	-7.4	-7.4
欧洲	-0.7	-1.5	-1.4	-2.7	-2.9	-1.8	0.4	-0.7	-6.1
俄罗斯	0.4	-1.2	-1.1	-3.4	-3.7	-1.5	2.9	1.9	-4.8
拉丁美洲	-2.9	-3.2	-5.0	-6.8	-6.2	-5.4	-5.2	-4.0	-6.7
巴西	-2.5	-3.0	-6.0	-10.3	-9.0	-7.9	-7.2	-6.0	-9.3
墨西哥	-3.7	-3.7	-4.5	-4.0	-2.8	-1.1	-2.2	-2.3	-4.2
MENAP石油出口国	5.6	3.9	-1.5	-6.5	-9.6	-5.8	-2.9	-3.8	-9.8
沙特阿拉伯	11.9	5.6	-3.5	-15.8	-17.2	-9.2	-5.9	-4.5	-12.6
南非	-4.4	-4.3	-4.3	-4.8	-4.1	-4.4	-4.1	-6.3	-13.3
低收入和发展中经济体	-2.0	-3.3	-3.2	-3.8	-3.7	-3.6	-3.8	-4.1	-5.7
尼日利亚	0.2	-2.3	-2.1	-3.2	-4.0	-5.4	-4.3	-5.0	-6.4
石油生产国	1.6	0.4	-1.1	-4.2	-4.6	-2.6	-0.6	-1.0	-7.6
附注									
全球产出（%）	3.5	3.5	3.6	3.5	3.4	3.9	3.6	2.9	-3.0

来源: IMF

3. 我们在“一财智库全球观察 NO. 6”——全球启动战时财政应对新冠衰退”中还提及学者建议欧元区发行无需偿还的“新冠债券 (Corona bond)”，迄今为止，“无需偿还”也没有正式出现在政策讨论中。不过，事态如同我们所预期的方向演化，欧元区财政一体化出现了重大突破，德国上周令人意外地提出 5000 亿欧元复苏基金将以拨款 (grant) 而非信贷方式发放，尽管“富裕四国 (奥地利、丹麦、荷兰和瑞典)”仍对此持有不同意见。

4. 回到新冠疫情导致的巨额政府债务和赤字，我们认为，赤字消化最终将以以下几种方式中的一种或几种组合实现：**A. 经济增长的税收收入偿还； B. 通货膨胀； C. 注销债务或债务重组； D. 赤字货币化。**赤字货币化和现代货币理论 (MMT) 虽然有类似政策安排，但二者不可简单等量齐观。

5. MMT 有其理论框架和政策体系。MMT 认为，在不引起通胀的情况下，政府不存在财务预算限制，因为公共部门永远可以通过印钱来偿还债务和利息，公共部门的赤字等于私人部门的盈余。简而言之，MMT 是在利率到达零下界 (Zero lower bound)，利率工具失灵的背景下，货币政策完全让渡给财政政策的一种极端政策组合。**其最重要的设定在于将利率固定在 0%，并通过财政手段来严格控制通胀。**

6. 我们认为，MMT 理论和政策建议在当前经济系统中难以运行的核心障碍包括：

--MMT 主要以封闭经济体为基础，简化了财政货币化对于通胀和汇

率的影响。在开放经济条件下，大幅货币扩张会导致汇率快速下跌。

--MMT 忽略了长时期的货币扩张及低利率政策对国内金融稳定的影响，MMT 可能导致金融过剩并造成灾难。

--MMT 破坏了政府的预算赤字决策与私人部门愿意认购赤字之间的联系，而这个联系是市场对政客施加的最重要的纪律。一旦财政纪律被抛弃，不负责任的财政政策大门将被打开。

--债务不可能无限积累。从极限来看，总负债不能持续超过总财富。

7. 在过去，人们习惯了灵活的利率调整和相对迟缓（经过民意辩论和立法程序）的财政调整，在 MMT 的政策框架下，利率将被固定，财政政策的调整将更为灵活，新产生的赤字将被货币化。经济学家们认为，MMT 若能有效实施，必须满足一系列先决条件：

--MMT 的决策应交由无政治意图的专业人士决定，而非政客；

--任何财政开支都应公开透明；

--通过 MMT 所融到的钱应首先使用于公共基建之类的资本项目，这会提升经济的生产潜力，最终这些项目可以部分卖回给私人部门。

--财政货币化应首先得到法律支持，并且限定时间和金额，例如 3 年内 3%GDP。新增债务在必要的情况下可以延期，但其期限仍应是有限的。

--政府在实行 MMT 的同时还可以宣布一系列持续数年的结构性改革，这也将帮助后续的经济扩张更为持久。

--应使用宏观审慎政策来解决市场的过度繁荣问题。

--收入和财富不平等现象需要被监控，在必要的情况下与其他补充

政策一起执行。

8. 到这里不难看出，“修正版的 MMT”其实又回到了目前宏观经济政策的框架之中，政府支出需要财政纪律、只有结构性改革才能解决经济体系多年累积的根本问题。目前，MMT 更受左派（社会主义）政客的青睐，因为左派政客通常倡导全民医保、减免学生贷款、积极应对气候变化等需要大量财政开支的经济政策。我们认为，在目前美国由于民粹主义导致需要妥协的民主制度陷入“政策死结”的背景下，MMT 更像是一个绕过系统失败的融资方案。

9. MMT 受到关注的大背景是 2008 年全球金融危机叠加新冠疫情导致的持续大衰退，低利率和通缩成为常态。然而，从经济长周期来观察，无论衰退持续多久，经济最终都会走向复苏和扩张的常态，无论其起点是战争将过大的财富分配差距抹平，或者通过其他方式。需要区分正常经济时期和特殊经济时期，例如当下的新冠衰退。因此，需要警惕为了短期之“术”，在基本宏观经济框架的构建上选择了错误的道路。

10. 特别需要警惕的是，从形态来看，赤字货币化和 MMT 非常类似中国在计划经济时代，金融系统被定义为财政系统“出纳”的财政金融体系。这也许解释了中国学者更容易接受 MMT 的深层次情结。事实上，中国依旧行进在转轨进程之中，作为现代国家治理的“现代财政框架”远未建立，抵达公开透明、有纪律、有制衡、强调效率这些核心目标还任重道远。按照 IMF 和世行的评估，中国财政系统在透明度方面的全球排名十分靠后，一个典型的例子是中国的官方赤字率远低于 IMF 测算的“加总赤字率”，政府融资平台、特别国债等等都未计入赤字规模。而

当下“赤字货币化”讨论的起点即是将赤字置于央行的资产负债表之上，而非经过人大授权的公开透明，以及各方监督制衡实现效率，仅停留于找到资金来源的“技术处理”和类似思维的“雕虫小技”之上，中国会面临和透明、制衡、效率为核心的现代财政系统渐行渐远的更大风险。

正文

新冠疫情以来，各国政府的大规模财政刺激和流动性支持政策使现代货币理论（Modern Monetary Theory, MMT）这一边缘理论再次回到人们视野中。前联邦德国政府经济顾问博芬格（Peter Bofinger）在VoxEu的网络研讨会上称“现在是MMT时刻”，将新冠疫情作为实践MMT的最佳背景。

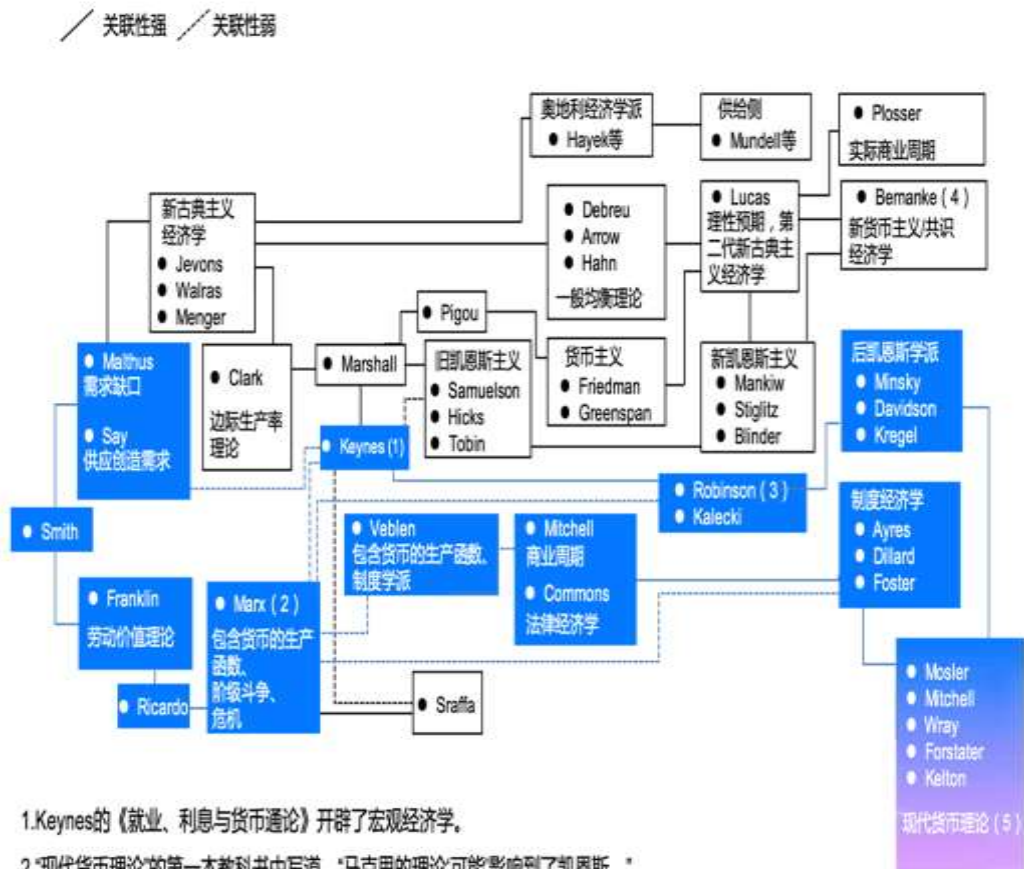
Modern Monetary Theory (MMT) 这个概念最早由澳大利亚纽卡斯尔经济学教授 William Mitchell 所发明，并受到巴德学院经济学教授 L. Randall Wray 以及石溪大学教授 Stephanie Kelton 等人的推崇。

目前，MMT 在美国主要受到左派政客的青睐。例如，Stephanie Kelton 曾是偏向社会主义的民主党参议院 Bernie Sanders 的经济顾问，而 Sanders 的经济政策就包括全民医保、核销学生贷款和医疗贷款等；民主党议员 Alexandria Ocasio-Cortez 则提出“绿色新政”，即解决气候变化和经济不平等的政策，所面临的最主要问题就是财政支持，而 MMT 声称可以放松政府对于支出的限制。此外，MMT 所倡议的“就业保障（Job Guarantee）”同样受到一些政客的支持。

一. MMT 的理论基础：部门收支余额

MMT 的理论和政策框架并非无中生有，其中有明显来自于斯密、马克思、马歇尔、凯恩斯等人理论的片段，同时也和明斯基、伯南克等人的政策主张有重合之处。

图 1 现代货币理论来源脉络图



1. Keynes的《就业、利息与货币通论》开辟了宏观经济学。
- 2.“现代货币理论”的第一本教科书中写道，“马克思的理论可能影响到了凯恩斯。”
3. Robinson探究了雇佣者是如何以低于劳动者价值的方式来支付酬劳。
4. 这是在中央银行和主流大学占主导地位的学派。
5. 货币发行方不受财政约束。

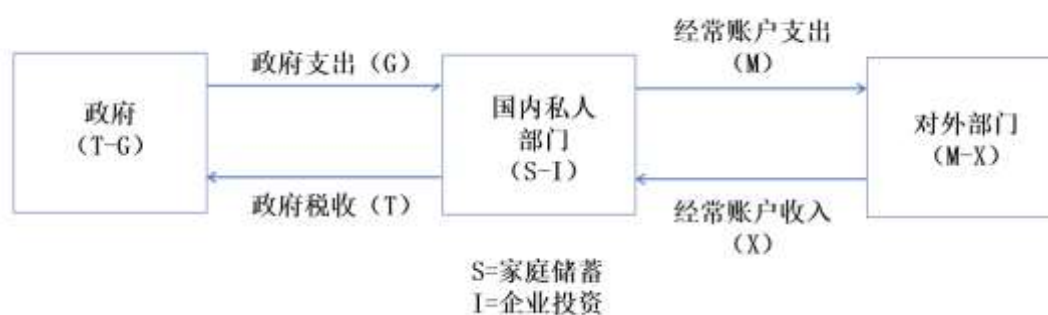
来源：Bloomberg Businessweek, 财经智识

MMT 的核心理论包括国家货币理论、功能财政理论以及三部门收支均衡理论。

国家货币理论认为税收驱动货币，即税收足以创造货币需求，只要税收基础足够广泛，货币就将被普遍接受。在此情况下，政府可以创造货币购买本币计价的任何产品和服务，而不用担心违约风险。

功能财政理论认为财政支出先于收入，财政政策要促进就业和配合央行货币政策目标。在上世纪 30 年代至 40 年代，英国经济学家勒纳（Abba Lerner）提出，如果由中央银行直接为财政赤字融资是促进总需求以及使实际产出与潜在产出一致的唯一手段，那么政府就应该积极有力地实施这些措施。不过，凯恩斯（John Maynard Keynes）对此明确反对，他认为功能财政更适合作为教学工具而非政策计划，他认为勒纳缺乏对实际经济活动的判断，并且忽视了大众“对于极端措施过敏（allergy to extremes）”。

图 2 三部门收支均衡理论



来源：第一财经研究院整理

三部门收支均衡理论由国民经济核算衍生而来。在西方经济学部

门收支的分析框架中（sectoral analysis），当政府部门拥有赤字时，非政府部门（私人部门和对外部门）则拥有盈余，政府、国内私人部门以及对外部门三者的现金流应处于平衡状态。

二. MMT 的核心论点

利韦林咨询公司（Llewellyn Consulting）在《MMT：旧瓶装新酒还是“伏都教经济学”？》一文中，对 MMT 的核心论点进行了总结：

--拥有主权货币的国家或政府（Monetary Sovereign Government）不存在单纯的财务预算限制，因为公共部门永远可以通过印钱来偿还债务和利息。

--政策赤字与私人部门盈余两者相互抵消。

--在经济衰退时期，货币政策相对无效，财政政策成为更为强大的工具。

--政府可以购买商品和服务，而无需收税或发行债务。

--通过货币创造，可以限制利息成本。大量的持续性的预算赤字可以用较低的成本或零成本进行融资。

--政府支出和货币创造的界限仅在于就业变得“过满(over-full)”并且触发了过高的通胀。

--一旦发生通胀，政府可以通过提高税收或发行债券来减少过量流动性。

不难看出，MMT 理论在一系列议题上都与主流凯恩斯经济学存在分歧（表 2）。MMT 认为政府可以直接创造货币，发行债券是为了减少流动性而非弥补财政赤字，政府可以通过税收等财政工具来促进就业、缓

和不平等问题等。稳定通胀的任务不再由货币政策承担，而成为税收政策的目标。在自动稳定器的相关工具中，MMT 增加了衰退时期的就业保障（job guarantee）。

表 2 主流经济学与 MMT 在主要议题上的分歧

议题	主流凯恩斯主义经济学	MMT
政府支出的融资	利用税收和发行政府债券来融资	直接创造货币；强调税收和发债不是必要的
税收的目的	为政府支出进行融资并通过二次分配解决不平等问题	通过税收防通胀以及解决不平等问题
达到充分就业	货币政策	财政政策；通过扩大财政赤字来促进完全就业
控制通胀	货币政策	财政政策；政府通过加税或者发债收紧私人部门盈余
利率设定	货币政策	通过创造货币增加银行准备金来降低利率
政府赤字的影响	当充分就业时，政府赤字高会挤出私人投资	通过创造货币降低利率会鼓励私人部门进行投资
自动稳定器的功能	失业保险和食品券作为“稳定器”，在经济下行期间增加赤字	除常规“稳定器”外，在经济下行期间增加就业保证（job guarantee）

来源：第一财经研究院整理

桥水基金创始人达里奥（Ray Dalio）从货币刺激的直接程度以及货币刺激对象这两个维度对和MMT相关的财政政策和货币政策工具进行分析（图2）。他认为，从货币政策角度来看，MMT的货币刺激程度最为直接，表现为央行直接为政府印钞；而MMT的作用对象也完全是公共部门，这将MMT与作用于私人部门的“直升机撒钱(helicopter money)”区分开来。

图3 各类货币政策工具特征



来源：Dalio（2019）

MMT的最主要倡议者Stephanie Kelton在近期接受《英国金融时报》访问时用如下例子来定义MMT的作用：在新冠疫情的背景下，人们因为

要社交隔离而无法外出工作，这时的就业可以被政府定义为“待在家并帮助抚平疫情曲线”，政府付钱让民众待在家中以挽救更多生命。因此，Kelton 认为在疫情背景下的今天，政府可以通过 MMT 来吸收就业、保障收入，并且没有时间限制。

三. MMT 争议与缺陷

MMT 自推出以后的争议不断。

● Larry Summers 称其为“边缘经济学家所推销的疯狂主张”，他认为 MMT 不仅会导致恶性通胀，并且由于其忽略了美国经济的外部约束，还有可能会导致美元货币崩溃。

● Paul Krugman 曾与 Stephanie Kelton 就 MMT 进行过激烈对战。Krugman 驳斥了 Kelton 提出的主张，即政府可以通过设定合适的赤字规模来达到充分就业。Krugman 认为，当央行不处于零利率下限的情况下，政府所能实行的赤字规模受到与货币政策互动结果的影响。例如，当政府扩大财政赤字时，央行也会因为通胀上升而相应抬高利率，政府财政支出扩大与私人部门利率提高之间存在权衡（tradeoff）。

● Baldwin 认为，在当下疫情期间，MMT 似乎非常具有诱惑力，但从长期看，MMT 的效应将递减。

● 利韦林咨询公司的报告认为 MMT 过度简化了在实际操作和政治决策中的复杂性。具体表现在：

--MMT，与功能财政类似，都是基于封闭经济体的模型。这导致 MMT 忽略了大幅货币扩张导致汇率快速下跌的可能性。

--MMT 忽略了长时期的货币扩张及低利率政策对国内金融稳定

的影响，MMT 可能导致金融过剩并造成灾难。

--MMT 的追随者忽视了失业的结构性，而结构性失业通常对需求刺激政策的反应有限，反而容易导致通胀。

--MMT 较少提及财政货币化下的财富分配问题。

--MMT 忽略了新发行货币是商业银行在央行持有的准备金这一事实，这意味着央行仍然需要支付给商业银行利息，因此即使完全财政货币化的赤字也会导致公共部门债务上升。

--MMT 忽略了道德风险引发的复杂问题。MMT 破坏了政府的预算赤字决策与私人部门愿意认购赤字之间的联系，而这个联系是市场对政客施加的最重要的纪律。一旦这个纪律被抛弃，那么不负责的财政政策的大门就会打开。

--债务不可能无限积累。从极限来看，总负债不能超过总财富，并且债务的增加会诱使投资者要求更高的回报。这一动态取决于债务利率与经济可持续增长率之间的高低，若政府债务利率低于经济增长率，那么债务增加的后果相对不是那么严重；若政府债务利率高于经济增长率，那么债务将像雪球般积累。

四. MMT 政策框架修正

利韦林咨询公司的报告认为，MMT 是长期需求不足背景下的政策组合。在强大的制约平衡制度（checks and balances）到位的情况下，MMT 政策才可能有效，且不会导致灾难性后果。具体包括：

●MMT 有清晰的通胀、物价或名义 GDP 目标框架，并且政策应公开透明。

● MMT 的最终决策应由独立的中央银行政策委员会制定，而非政府。

● 财政货币化应首先得到法律支持，并且限定时间和金额，例如 3 年内 3%GDP。新增债务在必要的情况下可以延期，但其期限仍应是有限的。

● 与其用 MMT 对容易提升政府形象的减税或补贴进行融资，不如用 MMT 集中对一系列资本项目进行融资，例如公共基础建设，这会提升经济的生产潜力并最终这些项目可以部分卖回给私人部门。

● 应使用宏观审慎政策来解决市场的过度繁荣问题。

● 收入和财富不平等现象需要被监控，在必要的情况下与其他补充政策一起执行。

● 为了展示信心，政府在实行 MMT 的同时还可以宣布一系列持续数年的结构性改革，这也将帮助后续的经济扩张更为持久。

到这里不难看出，“修正版的 MMT”其实又回到了目前宏观经济政策的框架之中，政府支出需要财政纪律、只有结构性改革才能解决经济体系多年累积的根本问题。目前，MMT 更受左派（社会主义）政客的青睐，因为左派政客通常倡导全民医保、减免学生贷款、积极应对气候变化等需要大量财政开支的经济政策。我们认为，在目前美国由于民粹主义导致需要妥协的民主制度陷入“政策死结”的背景下，MMT 更像是一个绕过系统失败的融资方案。

MMT 受到关注的大背景是 2008 年全球金融危机叠加新冠疫情导致的持续大衰退，低利率和通缩成为常态。然而，从经济长周期来观察，

无论衰退持续多久，经济最终都会走向复苏和扩张的常态，无论其起点是战争将过大的财富分配差距抹平，或者通过其他方式。需要区分正常经济时期和特殊经济时期，例如当下的新冠衰退。

因此，需要警惕为了短期之“术”，在基本宏观经济框架的构建上选择了错误的道路。尤其需要警惕的是，从形态来看，赤字货币化和 MMT 非常类似中国在计划经济时代，金融系统被定义为财政系统“出纳”的财政金融体系。这也许解释了中国学者更容易接受 MMT 的深层次情结。

事实上，中国依旧行进在转轨进程之中，作为现代国家治理的“现代财政框架”远未建立，抵达公开透明、有纪律、有制衡、强调效率这些核心目标还任重道远。按照 IMF 和世行的评估，中国财政系统在透明度方面的全球排名十分靠后，一个典型的例子是中国的官方赤字率远低于 IMF 测算的“加总赤字率”，政府融资平台、特别国债等等都未计入赤字规模。而当下“赤字货币化”讨论的起点即是将赤字置于央行的资产负债表之上，而非经过人大授权的公开透明，以及各方监督制衡实现效率，仅停留于找到资金来源的“技术处理”和类似思维的“雕虫小技”之上，中国会面临和透明、制衡、效率为核心的现代财政系统渐行渐远的更大风险。