CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济国际专题报告（第2期）

MMT与宏观经济政策走向

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2022年6月

现代货币理论与中国宏观经济政策的选择
Modern Monetary Theory and the Choice of Macroeconomic Policy in China

贾根良

中国人民大学经济学院

2022 年 6 月 14 日

中国人民大學
RENMIN UNIVERSITY OF CHINA

1. 澄清与现代货币理论 (MMT) 有关的两个流行概念
   The clarification of the two main concepts related to modern monetary theory (MMT)

2. 举四个例子简要说明 MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义
   To give 4 examples which can briefly illustrate the great significance of MMT to China's macroeconomic policy choice

1. 澄清与现代货币理论 (MMT) 有关的两个流行概念
The clarification of the two main concepts related to modern monetary theory (MMT)
   1. 财政可持续性或财政空间到底是什么
   What exactly are fiscal sustainability and fiscal space?
   2. “财政赤字货币化”为什么是一个不恰当的概念
   Why is "fiscal deficit monetization" a wrong concept

2. 举四个例子简要说明 MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义
To give 4 examples which can briefly illustrate the great significance of MMT to China's macroeconomic policy choice

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

目前流行着三种衡量财政可持续性或财政空间的概念

- 武断的财政赤字率和债务门槛，如目前在中国仍占支配地位的所谓“3% 的财政赤字率红线”，Professor Wray 的 PPT 最后一页的图表以及本文后面的《中国部门收支余额平衡状态图》都已经说明了中国自 2015 年以来每年的财政赤字率都已超过 3%，但现在人们仍在坚持“3%”赤字率红线的教条。
- 将财政可持续性或财政空间视作国家可以动用或筹集的资金有多少，如中国人民大学宏观经济论坛在上个月 25 号召开的聚焦“积极财政政策下的财政空间”的会议主报告使用的就是这个概念。
- 债务利息支付的可持续性：例如美国著名的宏观经济学家 Blanchard 使用的就是这个概念。
- 这三个流行概念都是将主权货币国家的财政开支错误地类比于家庭预算的产物，完全不适合于具有通货发行垄断权的国家政府。

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

- 我在这里首先要问大家一个问题：如果国家政府是其通货的垄断发行者，其财政开支的资金来自哪里？许多人不假思索地回答说来自税收和借债。错！完全错了！大家想想：如果国家政府是其通货的垄断发行者，它会缺钱么？它需要收入和借债为其支出筹资吗？它还会用国家可以筹集的资金来定义其财政可持续性或财政空间吗？
- 如果您同意 MMT 这个观点，有可能还会提出这样：如果国家政府财政开支没有资金的限制，那么，是否它就没有限制了呢？限制还是有的，这就是实际经济资源的限制，其中最重要的是通货膨胀约束，这就是 MMT 的财政可持续性或财政空间概念，它用资源约束的方法替代了预算约束，用通货膨胀的约束替代了人为的 (收入) 约束。国家政府财政预算的核心是资源可得性的预算，并将通胀风险作为决策的重要指标，在做预算时，它要关注财政支出的结构，避免由于总需求过度、资源短缺和产能不足造成通货膨胀。

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

资源约束的财政预算存在着三个主要的限制因素：

- 首先，如果存在较大的闲置产能和较高的失业率，这说明政府支出不足，这就需要提高赤字率。
- 其次，所有支出包括私人支出如果导致名义总需求的增长速度快于经济吸收总需求的实际能力，都会引发通胀，公共财政支出也不例外。因此，如果达到了充分就业，就必须注意发生通货膨胀的危险，但即使达到了充分就业，如果私人部门增加储蓄的愿望（如外国强烈希望通过贸易顺差增加以本国通货计价的金融资产）仍然是强劲的，那么赤字增加仍是有必要的。对于如何应对通货膨胀问题，MMT 有一套理论仍需要介绍到国内来。
- 最后，传统的凯恩斯主义大水漫灌的刺激政策是有缺陷的，在没有达到充分就业之前，这种政策就有可能导致通货膨胀，因此，MMT 强调就业保障这种自下而上的、能够同时达到价格稳定和充分就业的财政政策。

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

- MMT 认为，财政赤字的大小主要是由市场所决定的，它取决于非政府部门的需求净储蓄的愿望，政府开支的自由裁量权在通常情况下只占到财政开支的 30% 左右，但即使是这种自由裁量权，一般也要适应私人部门净金融资产增长的需求。非政府部门支出越强劲，赤字就会越低，在某些情况下甚至可能会变成盈余。政府有责任确保其税收或支出设定在适当的水平，以确保通过政府总支出维持充分就业，做到既不发生通胀也不通缩，这就是勒纳的功能财政原理（1943）。
- 总之，MMT 认为，财政赤字重要，因为它不仅为非政府部门提供净金融资产（后面将说明），稳定私人部门的财务结构，而且更重要的是，它是实现非财政的政治经济目标如充分就业、提高生产率和保障民生的基本政策工具，但赤字率高低并不重要，它需要根据实际经济状况来决定。MMT 也从不主张无限期的赤字政策。与流行的看法认为 MMT 忽视通货膨胀问题恰恰相反，MMT 是关于物资保障和避免发生通货膨胀的经济学。

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

- 为什么主流经济学将国家财政类比于家庭预算是错误的呢？因为它没有区分主权货币制度与非主权货币制度。简单地说，只有在欧元这种非主权货币制度下，将国家财政类比于家庭预算才是成立的，对于欧元区各国来说，欧元不是本国发行的，等同于外国通货，欧元区各国只不过是通货的使用者而已，因此，国家支出就与私人部门的家庭预算一样受到收入来源的限制，这也就是说财政开支的资金来自税收和发行国债的筹资。当然了，在新冠疫情爆发后，欧洲央行推出紧急抗疫购债计划（PEPP），情况有点复杂，这里没时间展开说明了。

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

- 在金本位和布雷顿森林体系（金汇兑本位制）之下，国家政府的支出受到了“金箍”这种“紧箍咒”的制约。金本位制和布雷顿森林体系的崩溃都会使主权货币国家的财政能力得到极大的解放。简单地说，现代货币理论就是对布雷顿森林体系崩溃后主权货币运动规律的研究。
- 有关财政与货币制度演进的历史，请参见贾根良：《财政货币制度的革命与国内大循环的历史起源》，《求索》2021 年第 2 期；贾根良、何增平：《货币演进的历史观与货币创造的政治经济学——与孙国峰教授商榷》，《浙江工商大学学报》2020 年第 12 期。

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

- 对现代货币理论的种种错误理解，如财政赤字货币化、财经纪律、央行独立、债务上限等都是没有主权货币（国家货币）制度概念的宏观经济学教科书思维的产物。不同的货币制度在宏观经济政策上存在重大差别，请看下表

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

表 1: 不同通货制度的本质及其宏观经济政策含义

	非主权货币制度		主权货币制度
国家政府是否是本国通货的垄断发行者	不是，以欧元为例	是，以金本位为例	是，以美国、澳大利亚、日本等为例
净金融资产的表现形式和提供者	1. 非国家机构（如欧洲央行）2. 外国政府（货币局制度）3. 私人（中国明朝后期的白银）	1. 黄金和准备金（以金本位为例）2. 由私人控制（黄金生产资本家和控制黄金的银行家）	1、本国政府财政赤字（国债、通货和财政开支形成的准备金）2、由国家控制 3、服务于公共目的（包括提高生产力的核心技术创新）的财政赤字创造的净金融资产（广义货币）替代了“饥不能食，寒不能衣的金银（薛暮桥语，1945）”。
政府开支的资金来源	税收、发行国债	以黄金为基础创造的通货	通过贷记银行账户，凭空创造通货
财政可持续的限制因素和财政空间	前面提到的主流经济学的三种衡量方法	黄金储备数量和固定汇率	实际经济资源的限制（通货膨胀限制）
利率决定	市场	市场	中央银行
价格稳定和就业的决定因素	市场	主要是市场	财政部 + 就业保障

1、财政可持续性和财政空间到底是什么？

- 布雷顿森林体系是在 1971 年崩溃的，只有到了上世纪 90 年代中期，Wray、Mosler 和 Mitchell 才注意到它对宏观经济学和宏观经济政策的颠覆性影响，从而导致了现代货币理论学派的诞生。我将 MMT 的诞生称作“哥白尼革命”

表 2: 宏观经济学的“哥白尼革命”

	Mainstream Macroeconomics	Modern Monetary Theory' Macroeconomics
政府财政与私人部门的关系	公共开支的资金由纳税人和富人所提供	国家财政赤字为非政府部门提供净金融资产
对主权通货制度的认识	太阳绕着地球转（假象）	地球绕着太阳转(真相，主权货币运动规律)
Analogies to astronomy	Ptolemaic system	Copernican system（The Copernican Revolution）

1. 澄清与现代货币理论 (MMT) 有关的两个流行概念
The clarification of the two main concepts related to modern monetary theory (MMT)
   1. 财政可持续性或财政空间到底是什么
   What exactly are fiscal sustainability and fiscal space?
   2. “财政赤字货币化”为什么是一个不恰当的概念
   Why is "fiscal deficit monetization" a wrong concept

2. 举四个例子简要说明 MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义
To give 4 examples which can briefly illustrate the great significance of MMT to China's macroeconomic policy choice

2. “财政赤字货币化”为什么是一个不恰当的概念

- 在中国，“财政赤字货币化”是指央行通过购买国债为国家政府提供融资，简单地说，我国学者将中央银行在二级市场上购买国债支持财政的做法称为广义的财政赤字货币化，将在一级市场上购买国债的做法称为狭义的财政赤字货币化。
- 首先，在主权货币制度下，所谓“财政赤字货币化”是不可能发生的，因为国债的买卖不是政府自由决定的。
- 我们先看第一种情况，中央银行是否会从二级市场买入国债并不取决于政府部门，而是取决于私人部门的选择。在央行利率目标制下，如果私人部门对货币的需求上升，那么市场利率就会上升，为了维持目标利率，中央银行就会买入国债(逆回购国债)，从而满足私人部门对货币的需求。反之亦然，国债的买卖不是央行可以自由决定的。

2. “财政赤字货币化”为什么是一个不恰当的概念

- 我们再看第二种情况：如果央行直接从财政部购买了国债，而财政部花费了它提供的通货，那么财政部支出的结果将是银行系统中出现超额准备金，利率将会下降，直至降至零。在这种情况下，为了维持央行的目标利率，央行将不得不出售等量的国债以减少准备金。显而易见，即使是在央行直接从财政部购买国债的情况下，央行只不过是充当私人部门买卖国债的中介而已。

2. “财政赤字货币化”为什么是一个不恰当的概念

- 其次，这个概念本身就是不恰当的，它是主流经济学“健全财政”思维和家庭预算类比的产物。按照这种思路，国家支出要先使用税收，税收不够了就借债（二级市场出售国债），如果再不够的话，那就只能“印钞”了（央行直接购买财政部国债，这是主流经济学教科书对“财政赤字货币化”的定义），而“印钞”必然会导致通货膨胀。但实际上，作为通货的垄断发行者，主权货币国家的财政开支没有必要发行国债，中央银行通过调节超额准备金利率就可以达到维持目标利率的目的，正如美联储在 2008 年试验的，如果国家政府不再发行国债，央行通过购买国债为财政部提供融资的假象就完全消失了。因此，“财政赤字货币化”是非主权货币思维的产物，它是一个误读 MMT 的概念，MMT 不同意这个概念。

2. “财政赤字货币化”为什么是一个不恰当的概念

- 目前我国对 MMT 的误解比比皆是，但由于时间关系，我们只能澄清以上两个概念。为什么要澄清这些概念？目的就是为了理解现代货币理论，只有真正理解了 MMT，我们才能充分发挥“财政作为国家治理的基础和重要支柱”的作用，这不仅是目前应对疫情的需要，而且也是为了应对我国今后几十年所面临的许多重大经济社会问题的挑战。简单地举四个例子说明这个问题。

1. 澄清与现代货币理论 (MMT) 有关的两个流行概念
The clarification of the two main concepts related to modern monetary theory (MMT)

2. 举四个例子简要说明 MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义
To give 4 examples which can briefly illustrate the great significance of MMT to China's macroeconomic policy choice
   1. 对国内大循环的重大意义 The great significance to the domestic circulation
   2. 防范金融风险的真正含义 The real meaning of financial risk prevention
   3. 建议大幅度降低政府债券利率 It is suggested that the interest rate on government bonds be substantially reduced
   4. 实施就业保障计划 Implement the Job Guarantee scheme

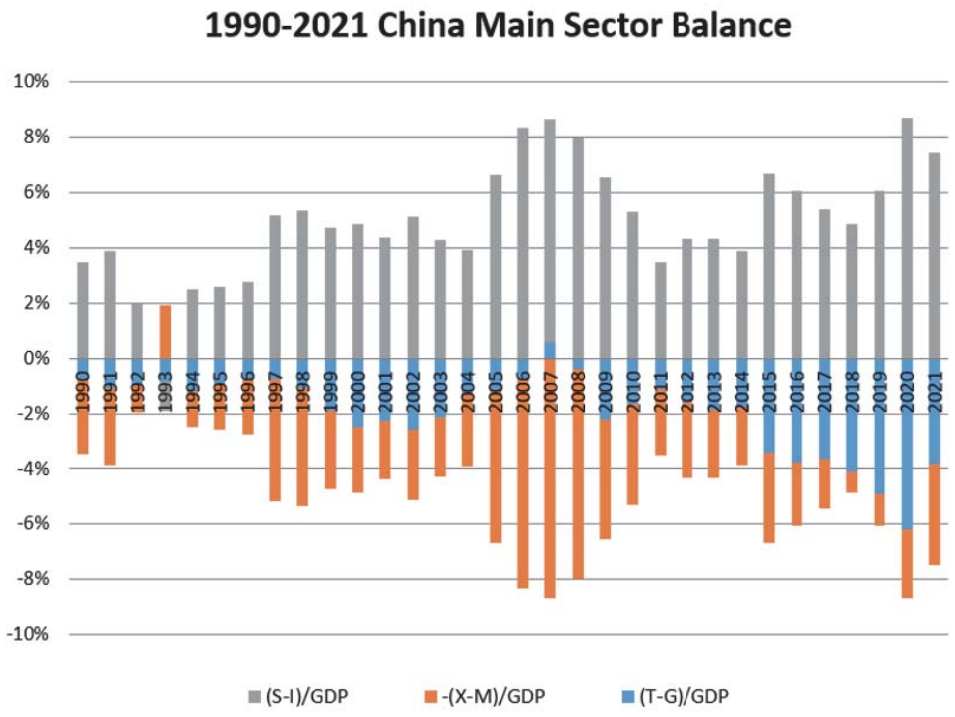
1. 对国内大循环的重大意义

- 首先问大家一个问题：在国际收支平衡或封闭经济条件下，一国私人部门作为总体，其金融资产净值的增加将来自何方？或者说私人部门作为一个总体，其净货币收入增长将来自何方？在私人部门内部，由于每一项金融资产的创造和持有都会被另一项负债所抵消，显而易见，本国私人部门自身无法产生其金融资产净值；同样，由于一个私人部门的货币收入等于另一个私人部门的货币支出，本国私人部门作为总体也无法产生自身的净货币收入增长，本国私人部门作为总体，其净货币收入增长或金融资产净值必定来自外部，在国际收支平衡或封闭经济条件下，这必定来自作为通货发行垄断者的国家政府。

1. 对国内大循环的重大意义

- 这也就是说，国家财政赤字为私人部门提供净金融资产，也就是：
  主权国家政府财政余额 = 非政府部门余额 = 国内非政府部门余额 + 国外部门余额，
  等式两边移项，国内非政府部门余额 = 主权国家政府财政余额 + 国外部门余额
- 对于目前的中国来说，国内非政府部门余额 = 中国政府财政赤字 + 贸易顺差，
  当贸易顺差为零时，国内非政府部门作为整体，其净收入、或净金融资产或利润的增加都必须由本国政府财政赤字来提供。请看下图：

1. 对国内大循环的重大意义



自2015 年开始，中国财政赤字率大幅度提高，这是外需下降、美元流入减少的必然结果。当贸易顺差增速下降时，如果国内私人部门净储蓄不减少，就必须增加本国政府财政赤字！

1. 对国内大循环的重大意义

- 随着逆全球化的进一步发展，在国外市场不断萎缩和各国都强调自给自足的情况下，我国必须转向内需，而内需的决定性条件就是非政府部门资本是否充裕，而要使得民间资本充足，必须稳定并加大国内财政赤字。
- 国内大循环最基本的战略就是用贸易平衡战略替代出口导向战略，其核心就是用增加本国政府财政赤字开支替代净出口。

——贾根良《国内大循环：经济发展新战略与政策选择》(2020)

1. 澄清与现代货币理论 (MMT) 有关的两个流行概念
The clarification of the two main concepts related to modern monetary theory (MMT)

2. 举四个例子简要说明 MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义
To give 4 examples which can briefly illustrate the great significance of MMT to China's macroeconomic policy choice
   1. 对国内大循环的重大意义 The great significance to the domestic circulation
   2. 防范金融风险的真正含义 The real meaning of financial risk prevention
   3. 建议大幅度降低政府债券利率 It is suggested that the interest rate on government bonds be substantially reduced
   4. 实施就业保障计划 Implement the Job Guarantee scheme

2. 防范金融风险的真正含义

- 我国私人部门特别是企业部门负债率（杠杆率）过高，存在较大范围金融风险，因为要去杠杆，所以不愿投资。如何解决这个问题的呢？我在 2016 年元旦提供给财政部的内部研究报告中就已提出：通过扩大（国家）政府赤字开支（加杠杆）降低非政府部门负债率（降杠杆）。
- 我们在前面已经指出，财政赤字 = 非政府部门净金融资产，因此，财政赤字率提高将降低非政府部门负债率。
- 如果理解了这个原理，我们就会明白为什么目前在我国流行的“宏观杠杆率”特别是“总杠杆率”概念存在缺陷（如中国人民银行调查统计司杠杆率课题组：《宏观杠杆率测算及分析》，《中国金融》2021 年第 17 期），“总杠杆率”这个概念将性质完全相反的“国家债务”与“私人债务”加总，发生这种错误的根源就在于它没有区分通货发行者与通货使用者。

2. 防范金融风险的真正含义

- 这直接对政策制定产生了影响，如 2021 年 3 月 15 日的国务院常务会议在确定该年政府工作报告的重点任务分工，要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。”这种做法无法降低金融风险。
- 前面的中国部门收支余额平衡状态图已经说明，随着中国贸易顺差占 GDP 比例进一步降低，甚至出现贸易逆差，中国只有通过提高政府赤字率即提高政府杠杆率，才能稳定非政府部门的收支盈余，即稳定非政府部门总现金流入以增强其偿债能力，降低负债率，才能而减少中国金融系统的结构性风险。

1. 澄清与现代货币理论 (MMT) 有关的两个流行概念
The clarification of the two main concepts related to modern monetary theory (MMT)

2. 举四个例子简要说明 MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义
To give 4 examples which can briefly illustrate the great significance of MMT to China's macroeconomic policy choice
   1. 对国内大循环的重大意义 The great significance to the domestic circulation
   2. 防范金融风险的真正含义 The real meaning of financial risk prevention
   3. 建议大幅度降低政府债券利率 It is suggested that the interest rate on government bonds be substantially reduced
   4. 实施就业保障计划 Implement the Job Guarantee scheme

3. 建议大幅度降低政府债券利率

- 在这里我只是评论一下某前财政部长在《财政研究》2021 年第 1 期发表的《面向 2035 的财政改革与发展》，这篇文章对政策制定部门具有广泛的影响，他说“(中国的) 财政困难不只是近期、短期的事情，中期也会非常困难。从债务上看，政府债务问题越来越成为影响未来财政稳定和经济安全的重要因素。……(利息支付) 在中央本级各项支出中排位第二。……大约四分之一的省级财政 50% 以上的财政收入将用于债务的还本付息。”
- MMT 告诉我们，作为主权货币发行的垄断者，国家财政不会发生困难，不存在因为财政所导致的经济是否安全的问题。

3. 建议大幅度降低政府债券利率

- 这篇文章提到政府债务利息负担过重问题，从 MMT 角度来看，这好解决。在目前的中国，降低政府债券发行利率（无论是国债还是地方政府债券利率）都是非常有必要的，近两年已经反映出这种趋势，地方政府债券平均发行利率已从 2019 年的 3.47% 下降到 2022 年 3 月的 3.14%，但债券利率仍过高，这不仅导致利息支出占政府支出的大头，而且使中小企业贷款难和贷款贵问题难以得到解决，不利于目前“保市场主体”的方针，此外，它也给国外投机者提供了巨额的套利投机机会（参看贾根良《外资购买中国债的真相》，2020）。

3. 建议大幅度降低政府债券利率

- 因为作为货币发行垄断者的主权政府不需要发行债券为自己融资，而且利率是由央行所决定的，债券发行只不过是给零利率准备金（现金）持有者提供的一种替代性的有利息收入的资产而已，因此，中国可以仿照美国和日本的经验，将政府债券平均发行利率降到 0.5-1.5% 之间，如果投资者不接受，那别无办法——他们只能持有零利率的准备金了。

1. 澄清与现代货币理论 (MMT) 有关的两个流行概念
The clarification of the two main concepts related to modern monetary theory (MMT)

2. 举四个例子简要说明 MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义
To give 4 examples which can briefly illustrate the great significance of MMT to China's macroeconomic policy choice
   1. 对国内大循环的重大意义 The great significance to the domestic circulation
   2. 防范金融风险的真正含义 The real meaning of financial risk prevention
   3. 建议大幅度降低政府债券利率 It is suggested that the interest rate on government bonds be substantially reduced
   4. 实施就业保障计划 Implement the Job Guarantee scheme

4. 实施就业保障计划

就业是中国目前和今后应对世界大变局都要面对的重大问题。

- MMT 认为，失业是一种货币现象，从劳动力的角度来看，非自愿失业的劳动力愿意为货币收入而工作，但无法获得货币工资；而从企业的角度来看，预期的成本和收益告诉它们多雇佣一个失业劳动力不能得到预期的利润，这就是凯恩斯 (1936) 提出的非自愿失业是对劳动力有效需求不足的产物。
- 因为劳动力通过为国家提供商品和服务来换取货币，非自愿失业的存在就说明了作为货币垄断发行者的政府货币支出不足，没有满足私人部门货币收入的需要。
- 因此，国家有责任增加货币支出雇佣所有愿意参加工作并有工作能力的非自愿失业劳动力。该计划将由中央政府出资，由地方政府实施，按照当地最低工资水平雇佣所有愿意工作的劳动者。

4. 实施就业保障计划

- 就业保障对于目前中国“保居民就业”、“保基本民生”、精准扶贫、解决相对贫困缩小收入差距具有重要意义。
- 2020 年 5 月，笔者撰写了“就业保障计划”试点工作的建议，该内参被采纳上报给了国务院，但最后没有下文。目前，由于受疫情影响，“就业保障计划”无法在较大范围内实施，但可以进行试点工作，通过试点积累经验，在疫情过后再在较大规模展开。

我现在讲完了 MMT 对中国宏观经济的四项建议，实际上，它对解决我国许多重大的长期经济问题都具有直接的借鉴价值。如：

- 现代货币理论对于应对气候变化、能源转型和人口老龄化都具有重大启发意义；
- 对于理解社会保障制度和单一付款人医保制度的可持续性，提出了与主流经济学截然不同的理解；
- 为我国运用使命导向型财政投资解决“卡脖子”技术和迎接下一次技术革命提供了新思路。但由于时间关系，我们在这里无法做出说明了。

Thanks!

现代货币理论：

Modern Money Theory: The Basics

基本概念

L. Randall Wray　L. 兰德尔·雷

Professor and Senior Scholar, Bard College and the Levy Economics Institute

巴德学院利维经济研究所

教授和高级学者

What is MMT?

- Framework for analyzing sovereign currency
  - National govt chooses a money of account
  - Issues its own currency denominated in the money of account
  - Imposes an obligation (today, tax) payable in its currency
  - If it issues other debt, payable in its currency
  - (Implies floating currency)
- Implication
  - Cannot run out of its own currency
  - Cannot be forced into involuntary default
  - Can make all payments as they come due
  - Is not financially constrained; faces resource constraints

什么是MMT？

- 分析主权货币的框架
  - 国家政府选择一种记账货币
  - 以记账货币为价值基础，发行其自身的货币
  - 施加一项以其本币支付的义务（即当今的纳税义务）
  - 若发行其他债券，则须以其本币支付
  - (这意味着浮动汇率货币)
- 其影响
  - 其自身的货币是取之不尽用之不竭的
  - 不会被迫陷入非自愿的债务违约
  - 需要支付时总能付清所有款项
  - 并不会受到财政金融的制约；而是受到资源的制约

How can we pay for it? In the foxhole, all find religion

- 2020 January vs March: what a difference 60 days makes!
  - January 2020: MMT is crazy talk!
  - March 2020 Claim: MMT found a new way to finance COVID response: central bank helicopter money!
  - Japan does MMT!
- But:
  - MMT is only for crisis!
  - Dangerous, inflationary, Zimbabwe!
- But!
  - MMT says there is only one way modern governments spend: central bank credits to bank reserves, with banks crediting deposits of recipients.
  - This is description, not policy recommendation.

我们如何找到钱为其买单呢？
在战壕里，所有人都开始求神拜佛了

- 2020年1月与3月的对比：60天内竟能产生如此大的变化！
  - 2020年1月：MMT就是一派胡言！
  - 2020年3月舆论：MMT找到了一种新的为抗疫措施融资的方式：央行坐直升机撒钱！
  - 日本践行了MMT！
- 但是：
  - MMT只适用于应对危机！
  - 它很危险，会导致通胀，看看津巴布韦！
- 但是！
  - MMT认为现代政府只有一种开支方式：中央银行先以银行储备金的形式给各大银行授信，各大银行再为接收方的存款授信。
  - MMT只是对现实情况的描述，而非政策建议

PAUL SAMUELSON:
I think there is an element of truth in the view that the superstition that the budget must be balanced….

Once it is debunked [that] takes away one of the bulwarks that every society must have against expenditure out of control…

One of the functions of old fashioned religion was to scare people by sometimes what might be regarded as myths into behaving in a way that the long-run civilized life requires.

We have taken away a belief in the intrinsic necessity of balancing the budget if not in every year, [then] in every short period of time

ORTHODOX VIEWS:

- Normal times: Tax then Spend
  - Limited borrowing may be OK in recession
    - Sustainability condition: g>r
    - Increasing gov't spending slows g and raises r
    - Burdens grandkids, who must pay it back
    - Result: secular stagnation
  - Money printing causes inflation
- **Samuelson**: Shhhh, can you keep a secret? The necessity of balancing the budget is that "old time religion" we use to scare politicians and the population to behave themselves.
- **Bernanke**: "It's not tax money… We simply use the computer to mark up the size of the account."
- **Greenspan**: "The United States can pay any debt it has because we can always print money to do that. So there is zero probability of default."

保罗 · 萨缪尔森：
我认为财政预算必须收支平衡这一迷信观点还是有一丝真实成分的……

一旦这一迷信观点被破除，每个社会也将失去一项防止政府开支失控所必备的保护机制……

这一过时理念的其中一项功能是利用这样有时被认为是迷思的理念吓唬人们，使其按照文明生活能长久延续所需要的方式行事。

而我们有时会刻意无视平衡财政预算的内在必要性，即便不是年年如此，也会每隔一小段时间就这么做。

主流观点：

- 正常情况下：先收税后花钱
  - 对政府借贷加以限制或许在经济衰退时没问题
    - 实现可持续性的条件：g>r
    - 增加政府开支会减缓g的增长并提升r
    - 负担留给子孙后代，他们必须偿还债务
    - 其结果：经济长期停滞
  - 印钱会导致通货膨
- **萨缪尔森**：嘘，你能保密吗？平衡财政预算的必要性是一种“过时理念”，我们用它来吓唬政治家和广大群众，以免他们肆意妄为。
- **伯南克**：“这不是税收的钱……我们只是用电脑增加了账户的规模。”
- **格林斯潘**：“美国能够偿还任何债务，因为我们总是能靠印钱来还款。因此债务违约的可能性为零。”

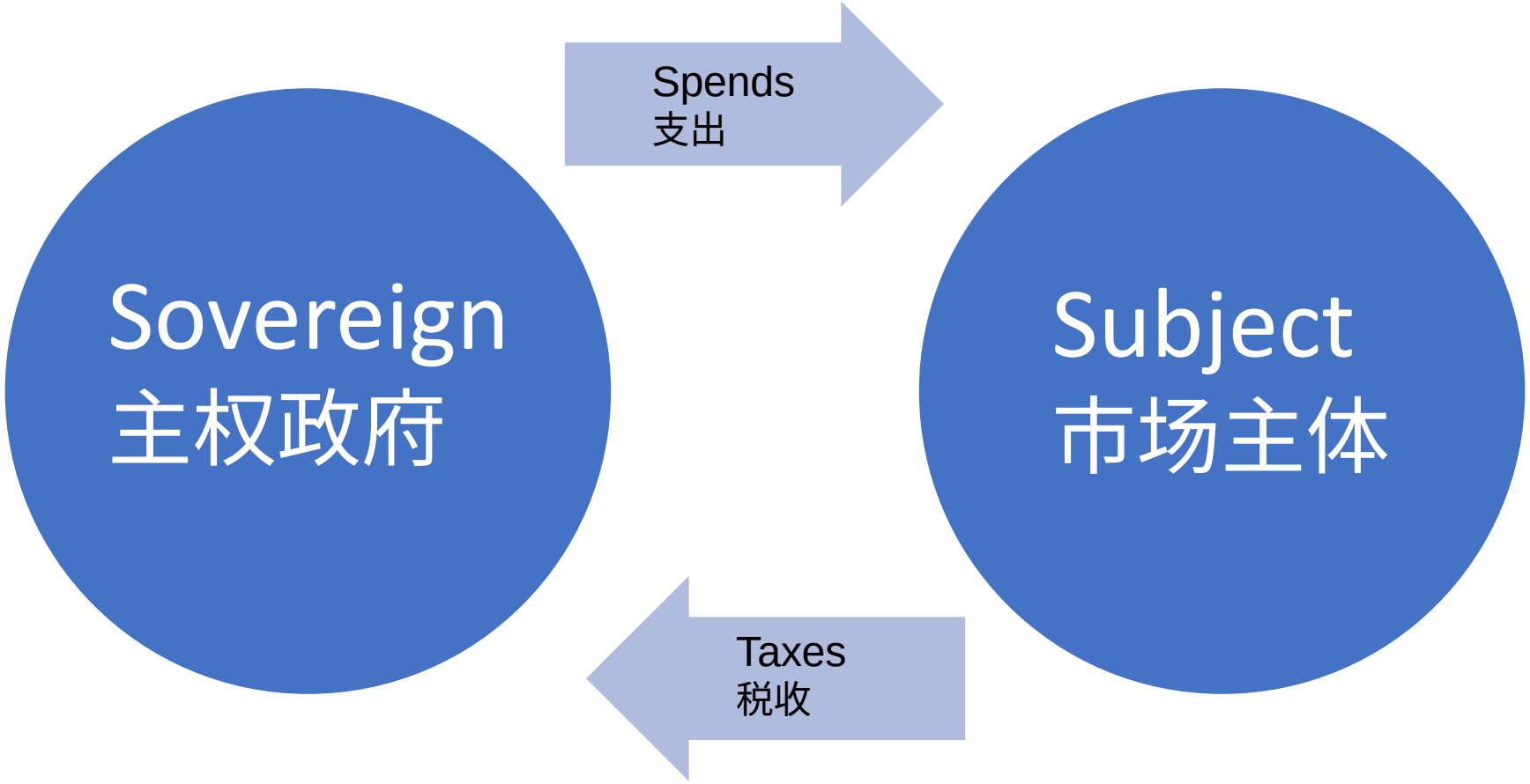
MMT: Spend then Tax

- You cannot take out what you have not put in!
- Taxes are paid by debiting bank reserves
- Only sources of reserves: Treasury spending, Central Bank purchases or lending
- Put those reserve rabbits in the hat!
- Injections → Leakages
- Investment → Saving
- Government spending → Tax revenue

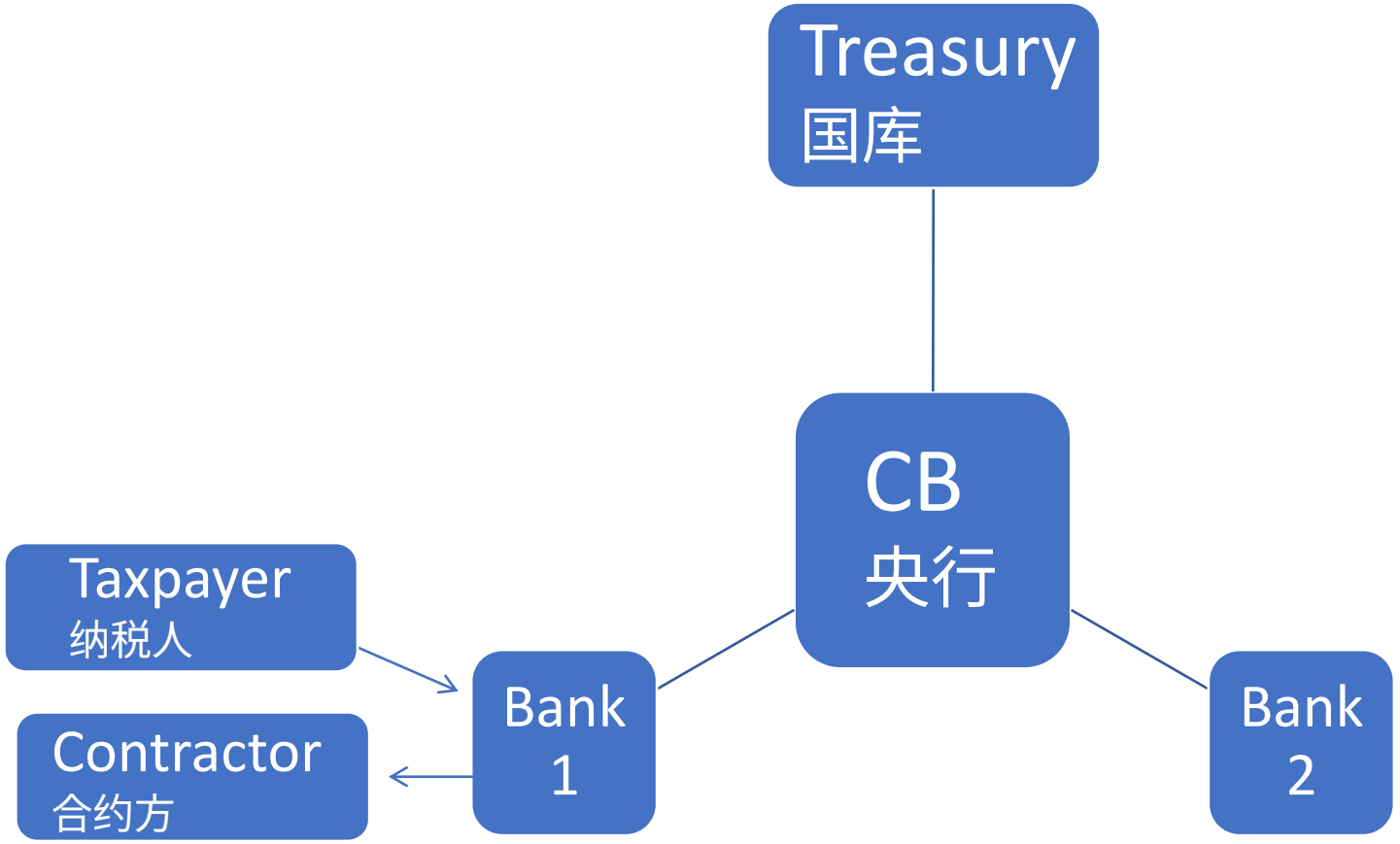
MMT: 先支出再收税

- 你无法取出你还没放进去的！
- 税金缴付是通过从银行储备金中扣款实现的
- 储备金仅来源于：国库支出、中央银行购债或者借贷
- 将这些储备金兔子装进帽子里！
- 注入 → 漏出
- 投资 → 储蓄
- 政府财政支出 → 财税收入

Simple Model: Sovereign Currency Issuer
简单模型：主权货币发行方



Sovereign Currency w/CB and Banks
主权货币在央行及各级银行间的运作



Central Bank

- CB facilitates payments by and to the state
- Payments by the state efflux money
- Taxes reflux M; they do not finance G
  - Taxes are for redemption
- Bonds do not finance the deficit; it is already financed by efflux of CB money
- The deficit is ex post, after the reflux of Taxes
- Bond issues are functionally part of monetary policy—not a borrowing operation
  - QE: remove bonds and pay interest on reserves

中央银行

- 中央银行为国家政府支出和收款提供支持
- 国家政府支出导致货币流出
- 税收回流到M；而并不会为G提供融资
  - 收税是为了赎回
- 发债并非为政府赤字提供融资；央行货币的流出量已经为政府赤字提供了融资
- 政府赤字是事后出现的，发生在税收回流之后
- 发行债券从功能上看属于货币政策的一部分——而不是一种借款操作
  - QE: 移除债券并根据储备金支付利息

The Danger is Excess Spending, NOT Excess Money

- Government spending takes one form only.
  - Congress/Parliament authorizes spending.
  - Treasury cuts checks; Central Bank clears them by crediting reserves.
  - Budgetary outcome is known only *ex post*.

- Cash Registers do not discriminate.
  - Too much spending, government or private, can cause inflation.
  - “True inflation” only occurs beyond full employment.
  - “Semi-inflation” can occur before full employment: bottlenecks, pricing power
    - Doubtful austerity is useful.

风险在于政府过度支出，而非货币供给过量

- 政府支出只会以一种形式出现
  - 由国会/议会授权的政府开支
  - 国库开具支票；中央银行通过给储备金授信进行兑现结算
  - 预算结果只能在事后知晓

- 收银机是不会对情况加以区分的
  - 过度支出，无论来自政府或是私营部门，都会导致通货膨胀
  - “真实通胀”只会在充分就业以后发生
  - 充分就业之前可能会发生“半通货膨胀”：发展瓶颈、定价权
    - 出于怀疑而采取的紧缩政策是有用的

Is Japan following MMT policy with its high deficits?

NO!

- MMT is NOT a proposal to ramp up “deficit spending”.
- It follows Abba Lerner’s “**functional finance**”:
  - Budgeting should be FUNCTIONAL: to pursue full employment, moderate inflation, sustainable growth, greater equality, environmental sustainability.
  - The budgetary outcome is *ex post*, not discretionary.

- The Japanese experience as well as US Covid Relief validates core MMT arguments concerning sovereign deficits and debt:
  - Deficits/debt need not lead to inflation.
  - Deficits not discretionary; increase in bad times
  - Govt deficit = nongovt surplus
  - Bond markets cannot force default.
  - Bond yields largely depend on CB policy.

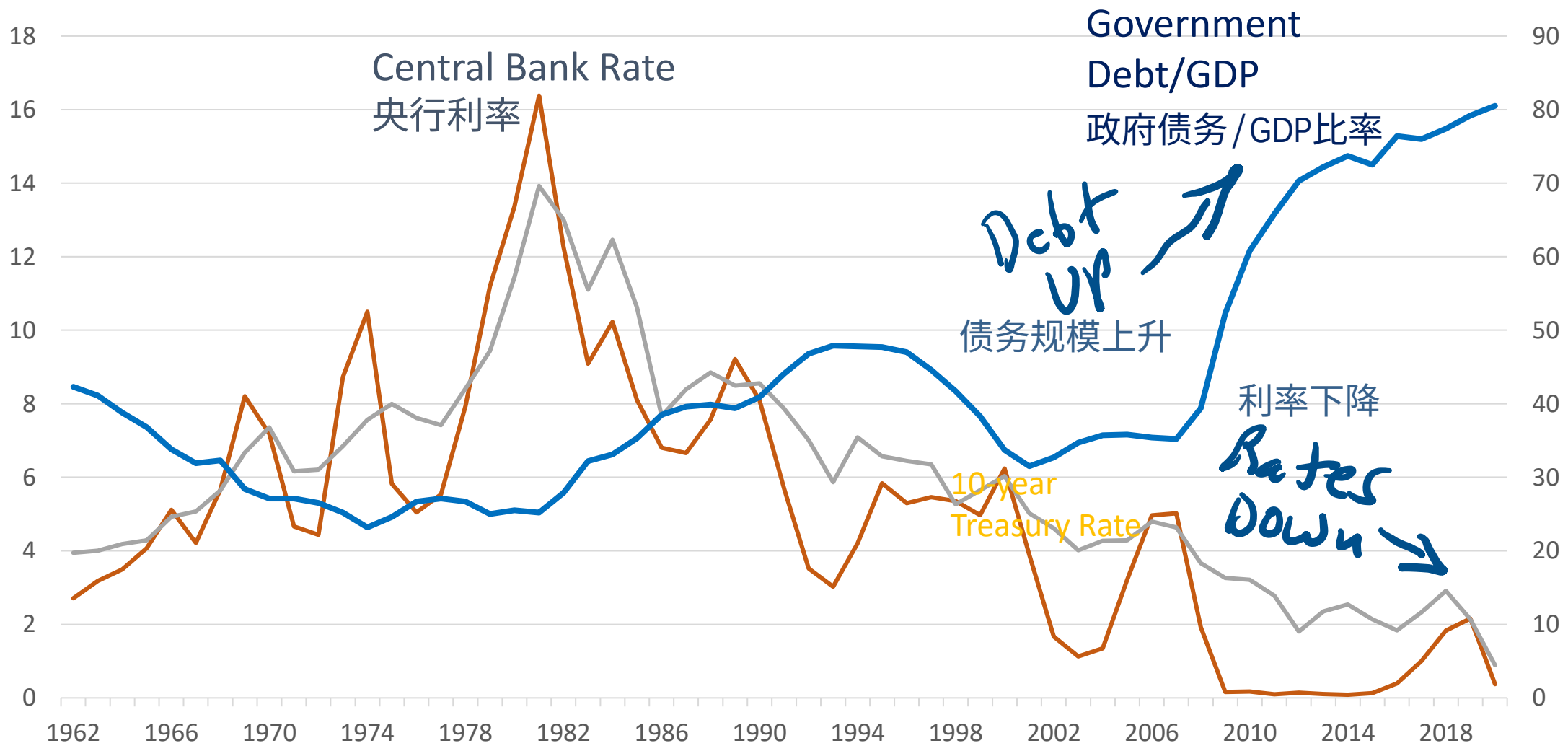
日本具有高额财政赤字，它是否遵循了MMT政策呢？

没有！

- MMT**并非**鼓励加大“赤字开支”的倡议
- 它遵循阿巴·勒纳的“**功能财政论**”：
  - 预算应当是**功能性**的：应追求充分就业、适度通胀、可持续增长、更大的平等、和环境可持续性
  - 预算结果是事后发生的，而不是可自由调配的

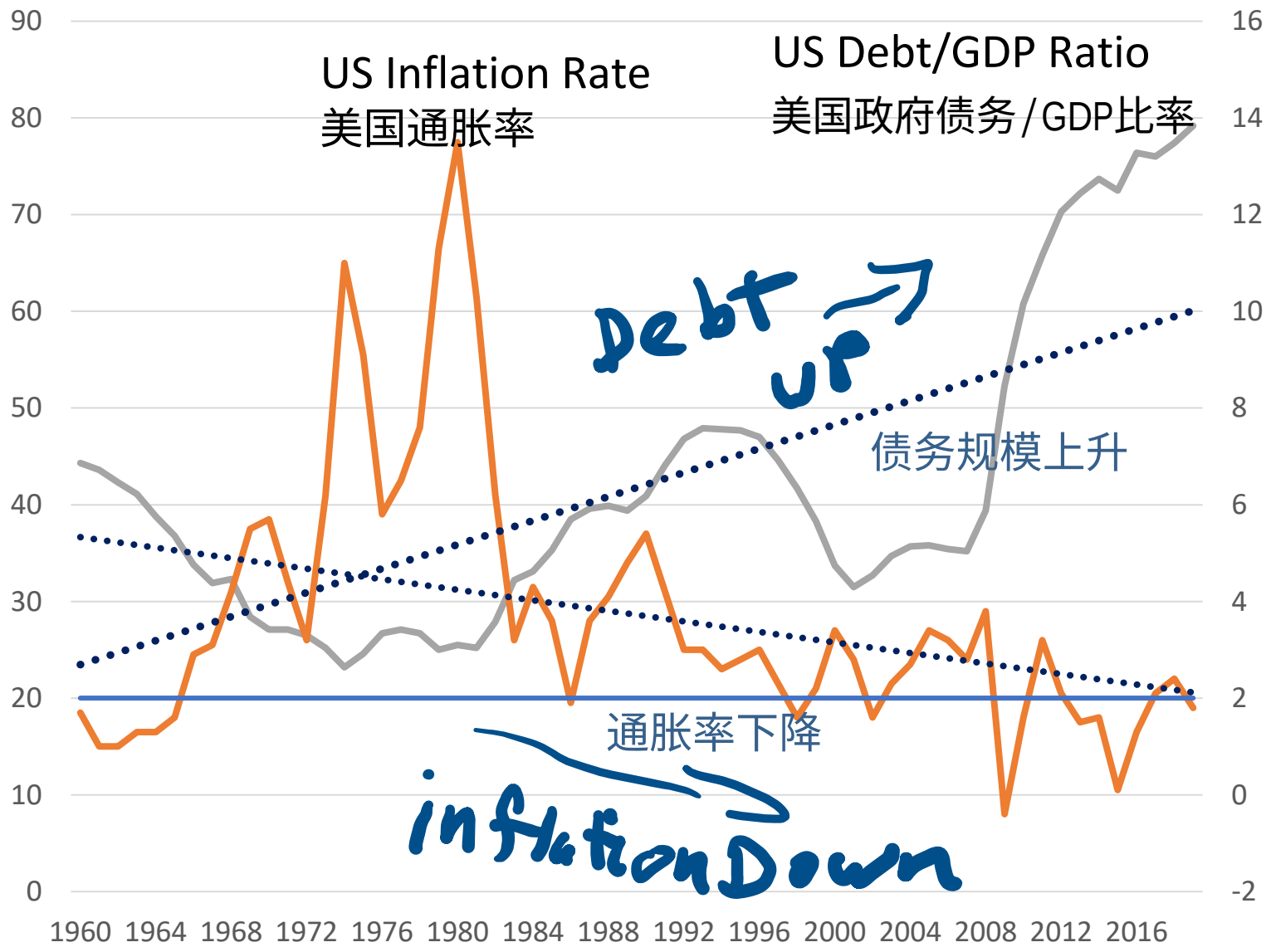
- 日本的经验以及美国新冠纾困救助法案都印证了与主权政府财政赤字和债务相关的核心MMT观点：
  - 财政赤字/债务并不一定会导致通货膨胀
  - 财政赤字并非可自由调配的；在年景不好时会有所增长
  - 政府财政赤字 = 非政府部门盈余
  - 债券市场无法迫使债务违约发生
  - 国债收益率很大程度上取决于中央银行的政策

Government Debt Does Not Push Up Interest Rates
政府债务不会推高利率

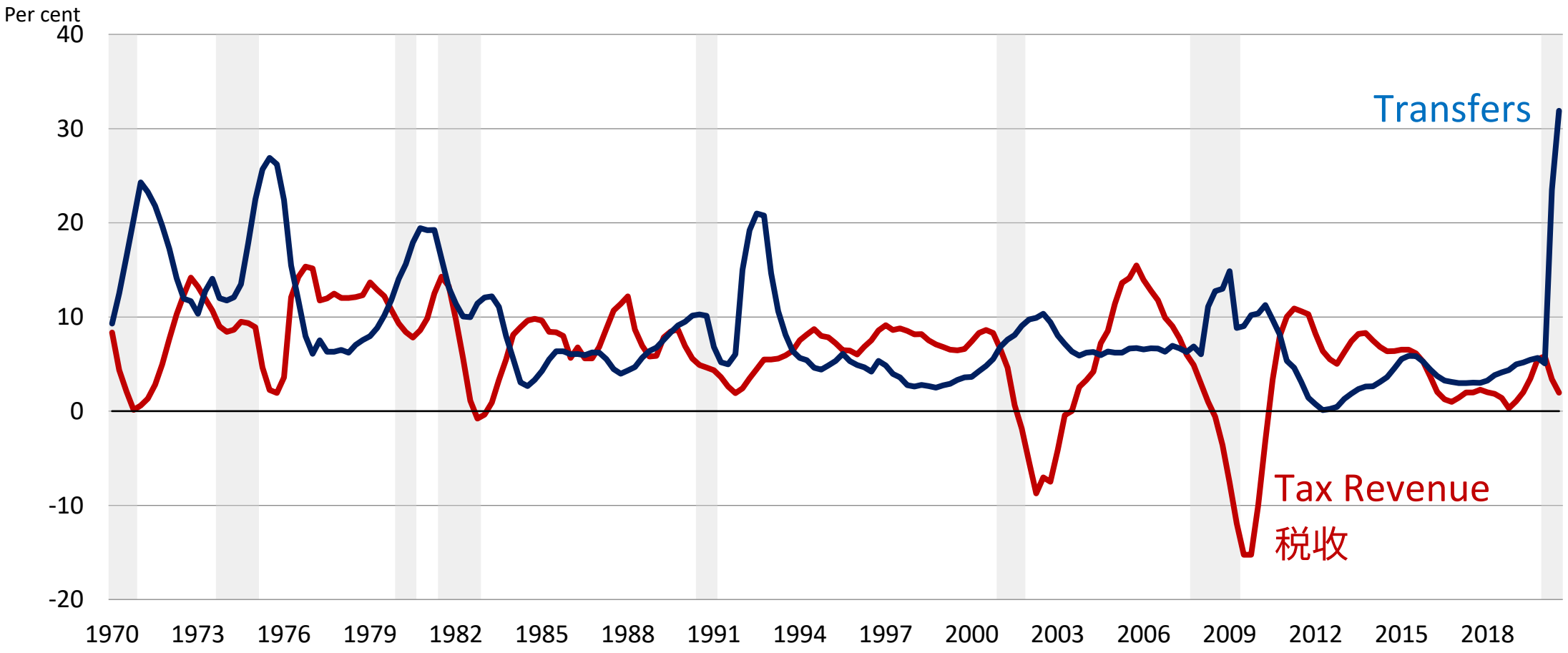


Government Debt Need Not Cause Inflation

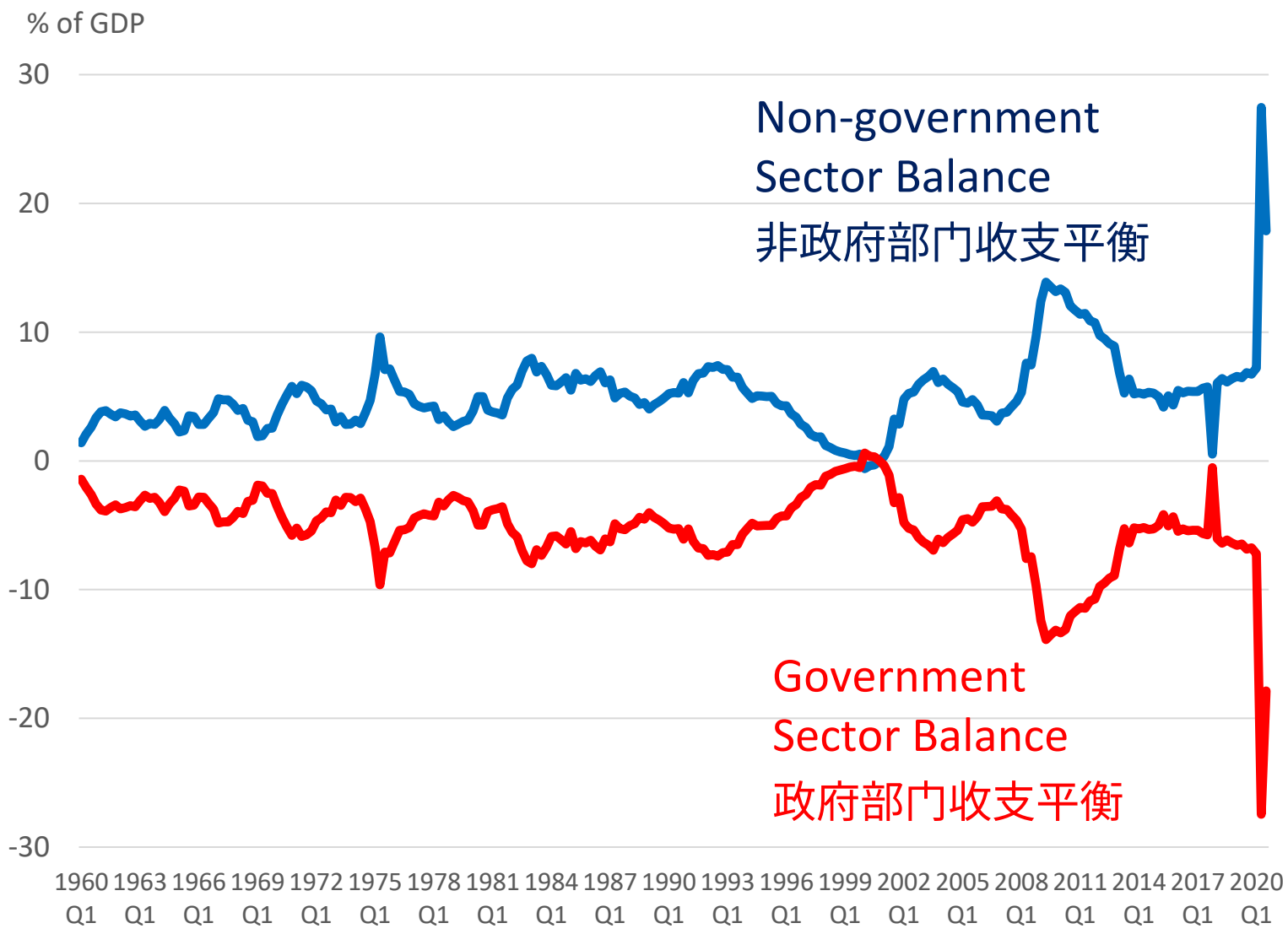
政府债务并不一定会导致通货膨胀



Deficits Go Up in a Recession; reduces the pain
经济衰退时，政府赤字将会上升；有助于减轻经济阵痛

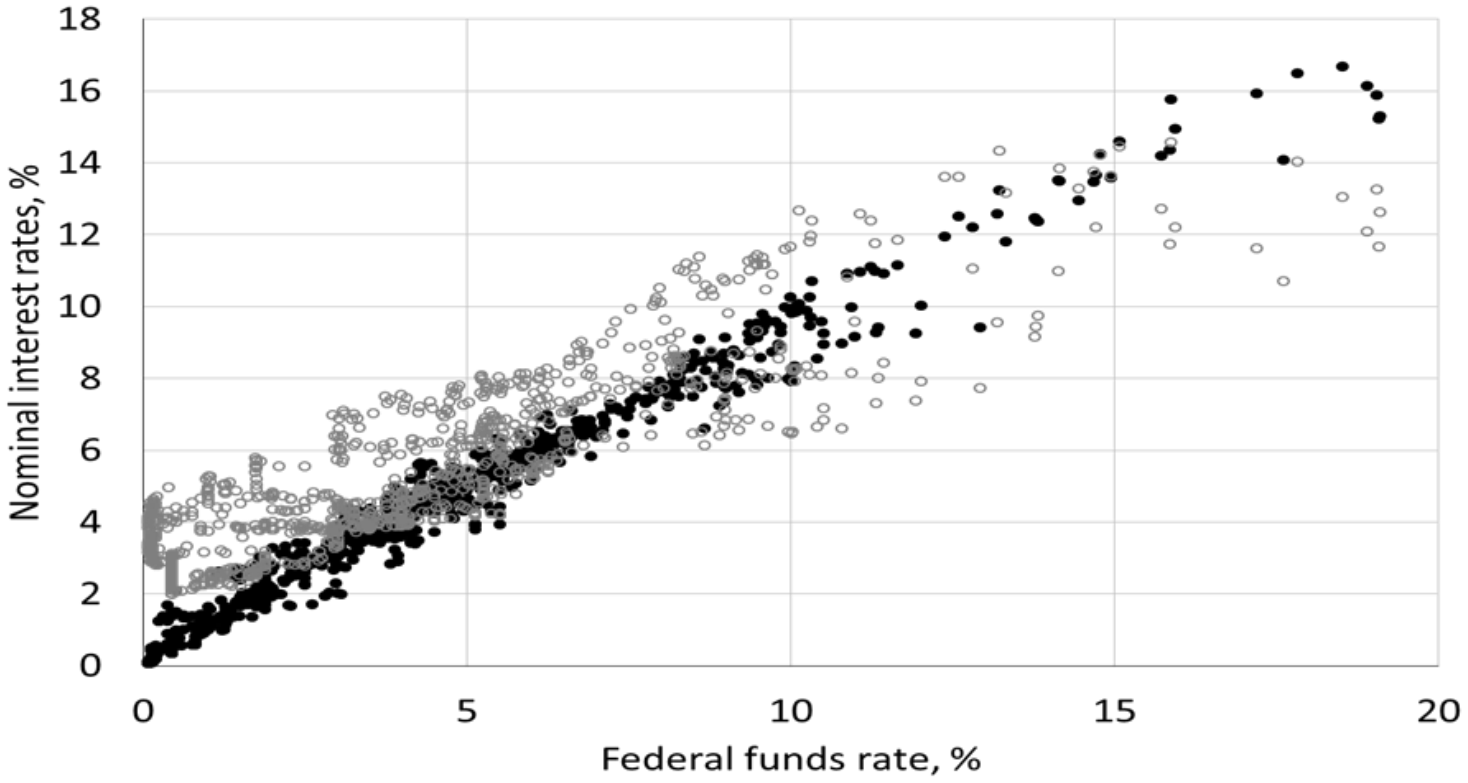


Government Deficit = Non-government Sector Surplus
政府赤字 = 非政府部门盈余



But Bond Vigilantes?
但是债券市场卫士怎么办？

Central Bank determines both short and long rates
短期和长期利率都由中央银行决定



• Average short-term rate (r = 0.9892) ◦ Average long-term rate (r = 0.8827)

联邦基金利率，%

● 平均短期利率（r = 0.9892） ✧ 平均长期利率（r = 0.8827）

But What About Current Inflation?

Too Much COVID Relief?

Central Banks must raise rates to fight inflation?

- Unusual: Pandemic recession began as collapse of supply, morphed to collapse of demand
- Covid relief spending: first round paid bills and increased saving; second round restored spending
- But facing continuing supply side pressures: Supply chains, Price gouging, War and sanctions
- But: no W-P spiral (yet) with wages only playing catch-up; expectations of inflation remain anchored; surveys show businesses are not facing abnormal demand (capacity utilization still far below previous peaks); inventories are rebounding
- Still: hiking rates is the wrong medicine. Need to ramp up investment, increase domestic capacity, replace long and fragile supply chains

但是当前的通货膨胀怎么办？

新冠纾困救助会不会过度？

中央银行对抗通胀必须提高利率吗？

- 不同寻常的局面：疫情导致的经济衰退始于供应侧的崩溃，随后转变为需求侧的崩溃
- 新冠纾困救助支出：第一轮用于支付账单和提高储；第二轮恢复了支出
- 但供给侧面临持续不断的压力：供应链紧张、哄抬物价、战争和经济制裁
- 但是：尚未出现工资-物价螺旋上涨，工资只是在追赶物价；通胀预期仍处于锚定状态；问卷调查显示各家企业并未面临异常需求（资本使用量仍远低于此前峰值）；库存水平有所反弹
- 即便如此：提高利率是错误的药方。需要提振投资、增加国内产能、更换冗长和脆弱的供应链

Remember Stagflation?

- Inflation spiked in early and late 1970s. Caused by Oil, Food (grains), Shelter. ***Just like today***.
- Fought by austerity, both fiscal and monetary.
- Generated ***stagflation***: high unemployment and high inflation. Clearly not a problem of excess demand
- Volcker given credit: hiked rates above 20%. Led to deep recession, deep financial crisis, followed by Developing Country debt crisis and then Big Bank crisis.
- Probably more credit should be given to deregulation of natural gas. Relieved pressure on oil prices.
- ***Tackling supply-side problems by attacking the demand side could reproduce stagflation.***

Remember Stagflation? 还记得滞胀吗？

- 通货膨胀在上世纪70年代初和70年代末达到顶峰。那是由石油、食品（粮食）、房价上涨造成的。**今时今日的情况也是这样**。
- 针对该情况，政府采取了财政货币双双紧缩的政策。
- 从而产生了**滞胀**：高失业率和高通胀率并存。很显然，这并不是需求量过大的问题。
- 解决滞胀的功劳算在了沃尔克身上：将利率提高到20%以上，并导致了深度经济衰退、严重的金融危机，随后爆发了发展中国家债务危机和大银行危机。
- 或许应当归功于对天然气的去监管。这一举措有效减缓了油价带来的压力。
- **在需求侧下功夫解决供给侧的问题有可能再次导致滞胀。**

Resources, Not Finance, is the True Constraint

- Tackling multiple pandemics comes down to mobilizing unemployed resources, shifting those already employed, and creating new ones.
- How to shift? Taxes, Postponed Consumption, Patriotic Saving, Rationing, Regulations.
- Spending allocates resources as desired to achieve public purpose.
- Taxing releases resource for pursuit of the public purpose.

资源才是真正的制约因素，而非财政资源

- 要应对多重危机需要调动尚未动用的资源、转移那些已经动用的资源，并创造新的资源
- 如何转移？税收政策、延迟消费、爱国储蓄、物资分配、加强监管
- 政府支出使资源以实现公共目的所需的形式进行分配
- 征税能够释放资源，从而更好地追求公共目的

Bloomberg: China's Economists Are Getting Into Modern Monetary Theory

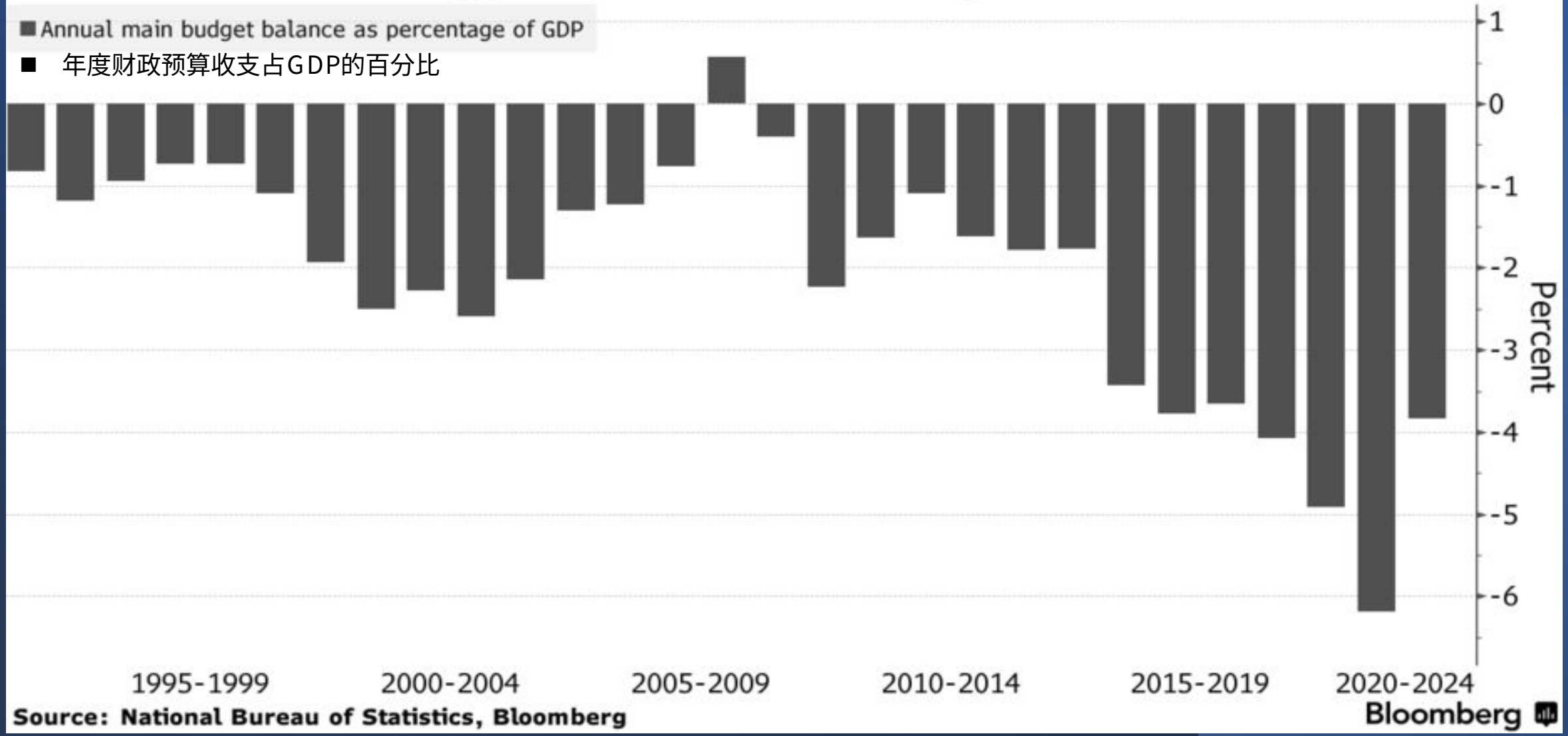
- China needs to "liberate" itself from traditional ideas that fiscal and monetary policy must be kept separate and that government deficits are bad, according to ***Liu Shangxi***, head of the Chinese Academy of Fiscal Sciences, a think tank under the Ministry of Finance.
- "MMT is an important point of reference for China in strengthening the linkage between fiscal and monetary policy," ***Guan Tao***, a former official at the State Administration of Foreign Exchange, said.
- Central banks should print money to pay the debt interest, proponents say.
- The deficit cut reflects old-fashioned financial thinking that the government should aim to balance its budget, but in reality China is already transitioning to ***functional finance***, where fiscal spending is set based on the economy's need instead of expected revenue, Liu said.

彭博社：中国的经济学家正逐渐进入现代货币理论

- 财政部下属的智库机构、中国财政科学研究院院长**刘尚希**认为，中国需要从财政、货币必须分离和政府赤字不好的传统思想中“解放”出来。
- 国家外汇管理局前官员管涛说：“MMT理论对于中国来讲有很重要的借鉴意义，就是我们要加强财政货币政策的联动，提高财政货币政策的有效性。”
- MMT理论支持者认为，中央银行应当印钱来偿还债务利息
- 刘尚希认为，削减赤字反映了政府应当平衡财政预算的过时财政理念，但实际情况是中国已经开始向**功能性财政理论**转型，在该理论中财政支出是基于经济需要而设定的，而不是根据政府的预期收入而定。

Functional Finance 功能性财政

China has embraced a bigger fiscal deficit in recent years 近年来，中国接受了更大规模的财政赤字



数据来源：国家统计局，彭博社

MMT Conclusion:

How to Pay for Response to Multiple Pandemics

- No change of procedures is required: authorize spending and the Central Bank and Treasury know how to “finance” it.
  - No “money printing” required. No “central bank printing of money to pay interest on debt”.
  - CB ***always*** makes payments for Treasury.
- Interest rates are determined by CB policy, not markets.
- Ultimate constraint is resources, not finance.
- Budgetary outcome is neither discretionary nor worrying.
- Inflation can be avoided by policy focused on mobilizing resources and releasing them as necessary.

MMT总结:

应对多重危机的各项举措该如何融资支付？

- 无需更改操作流程：先授权政府支出，然后央行和国库知道该如何进行“ 融资 ”
  - 不需要“ 印钱 ”。不需要“ 由中央银行印钱以支付债务利息 ”
  - 央行**始终**会为国库进行付款
- 利率是由央行政策决定的，而不是由市场决定的。
- 最终的制约因素是资源，而非财政。
- 预算结果既不是自由调配的，亦不至于令人担忧。
- 通过聚焦调动资源和在必要时释放资源的政策，可以避免通货膨胀。

聚焦“MMT 与宏观经济政策走向”，CMF 经济学家对话 MMT 创始人之一 Randall Wray

6 月 14 日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济国际研讨会（第 2 期）于线上举行。**百度财经、网易财经、新浪财经、财经、WIND、证券时报、南都直播、财联社·鲸平台、凤凰网财经、中国网、搜狐财经、中证金牛座**等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近**三十万**人次。本期论坛由中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘凤良**主持，**聚焦“MMT 与宏观经济政策走向”**，国内外知名经济学家**杨瑞龙、毛振华、刘尚希、邵宇、贾根良、Randall Wray、Yan Liang、Yeva Nersisyan** 联合解析。陕西师范大学国际商学院金融系教授**刘新华**对本期国际会议给予特别支持。

论坛第一单元，MMT 创始人之一，美国后凯恩斯主义主要代表人之一，美国巴德学院、利维经济研究院（Levy Economics Institute）教授、高级学者 Randall Wray 以及中国人民大学经济学院**贾根良**教授做主旨发言。

Randall Wray **首先做主旨发言。**

Randall Wray 首先阐述了主权货币的分析框架，他指出，政府选择一种记账货币，以此为基础发行自身的货币，并以该货币征税。并且如果发行其他债券，需要以本币计价和支付。将这些因素综合到一起，这意味着该国货币汇率可以浮动，而是否采取浮动汇率取决于政府意愿。主权货币国家的货币取之不尽，用之不竭。所以 MMT（现代货币理论）才有如下理论意义：**首先主权货币国家并不会陷入非自愿债务违约的状况，国家有支付意愿总能付清所有款项。除此之外，制约他们的并不是财政资源，而是真实资源。**

目前对 MMT 的研究已经超过 25 年，**但是人们对于这一理论的态度在 2020 年 1-3 月有了重大转变：**从早先的认为这一理论是一派胡言，到后来提出 MMT 为抗击新冠疫情

带来了新的融资方式，也就是所谓的“直升机撒钱”。很多学者认为日本很好地践行了MMT这一理论，其他国家在面临全球公共卫生危机时可以采取同样的方法；同时他们认为这一理论只适用于应对危机，并且在践行过程中有可能带来通货膨胀的风险。**但是MMT并非如此，它认为现代政府只有一种开支方式：那就是中央银行先以银行准备金的形式给各大银行授信，各大银行再为接收方的存款账户授信。而这种观点并非政策建议，只是对现实情况的描述。**

在主流观点中，政府应该先收税再花钱。如果债务不断增长，而经济增速放缓，杠杆就会失去控制。此外，政府持续以财政赤字运营，将会把债务负担留给后代，最终结果是造成经济的长期停滞。另一方面，“印钱”又会导致通货膨胀。相较于主流观点，1974年萨缪尔森对MMT表示支持，**并称强调平衡财政预算的重要性是为了避免有关部门肆意妄为；**前美联储主席伯南克和格林斯潘赞同MMT的绝大部分观点，前者认为2008年美国救市花费的29万亿美元只是将电脑中的账户规模做大，后者则认为美国总能靠“印钱”来还款，债务违约的可能性为零。

现代货币理论则认为，实际情况是政府先支出再收税。如果货币没有通过支出投放到经济中去，就无法通过税收收回。在**现代经济中，税收是通过银行准备金扣款实现的，准备金来自三个方面：国库支出、中央银行购债或者贷款。**央行为政府的支出和税收提供资金和清算支持，政府支出是通过**央行贷记商业银行账户、而商业银行再贷记政府支出接受者的存款账户进行的；纳税过程则相反。**这其中也体现着一种基本逻辑：先支出再纳税。

在这一逻辑下，国家政府支出导致货币流出，进而通过税收方式流回。**所以税收并不是为政府提供融资，而是为了所谓的赎回。**在这种情况下，为何政府还需要发行债券，是为了借款？**MMT认为政府通过债券进行借贷并非为赤字融资，因为央行货币的流出已经为政府赤字提供了融资。**而赤字发生在税收回流之后，是事后发生的。**所以这样看来，发行债券从功能上看是货币政策的一部分，而不是借款的操作。**至于QE（量化宽松），更多是为了回购债券并给由其等量增加的准备金支付利息。

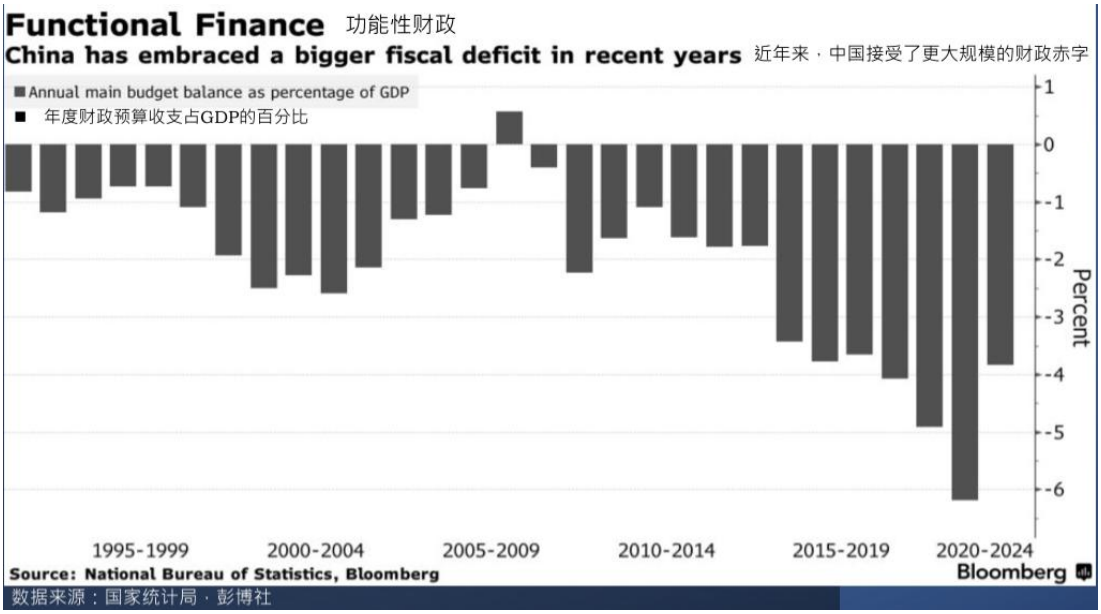
在这种情况下，风险不在于政府缺钱，而在于政府支出太多导致通胀。在年底收回税之后，才能衡量政府是否支出太多，这也就是所谓的赤字在事后出现。但是，无论政府部门还是私人部门，过度支出都会导致通胀。对于通胀问题，凯恩斯指出真正的通胀只会在实现充分就业之后才会发生。充分就业之前的价格上涨或者定价权问题，凯恩斯称之为半通货膨胀。在过去两年，供应链受到干扰等瓶颈问题已经导致了充分就业之前的半通货膨胀出现。**但是对于半通货膨胀，紧缩政策是不可取的。**

由于日本长期处于高赤字状态，所以很多人认为日本很好地践行了 MMT。**但实际上赤字是事后发生，并不能自由调配，而 MMT 并非鼓励加大“赤字开支”。**美国经济学家 Abba Lerner 提出功能财政论，**认为预算是功能性的，是为了追求充分就业、适当通胀的增长，有关部门需要关心的预算目标能否实现。**另外日本的经验和美国等其他国家在应对新冠疫情方面的支出，实际上都印证了 MMT 的核心观点：

第一，政府赤字和债务并不一定会导致通货膨胀。例如美国在 2008 年金融危机之后的一段时间内在赤字增加的同时，通胀处于下降态势。**第二，**财政赤字并非能自由调配，在年景不好时将会有所增长，它是作为一种自动稳定器发挥作用的。在美国经济衰退时，政府收入会急剧下降，通过减少税收并增加转移支付的方式帮助经济渡过难关。这种情况下赤字也自然会上升。**第三，**政府的财政赤字等于非政府部门的盈余，也就是说政府一旦处于赤字，非政府部门就会处于盈余，而这个盈余也是一件好事。**第四，**证券市场没有办法迫使债务违约发生。**第五，**国债收益率很大程度上取决于央行的政策，而不是赤字的大小。

就目前情况而言，政府赤字增加、债务率提高，并且伴随着较为严重的通货膨胀，这是一个不同寻常的局面。**但是通过分析可以看出，这次通货膨胀是由疫情导致的。**经济的崩溃始于供应侧，随后供应侧崩溃又转变为需求侧的崩溃。政府第一轮支出用于帮助人们支付账单提高储蓄，第二轮纾困救助的开支恢复了人们的需求。**如果未来能够有效解决供应链问题，就能缓解通胀的情况。**对于美联储提高利率的做法，Randall Wray 认为这是错误的“药方”，**而是应该提振投资、增加国内产能，更换掉冗长和脆弱的供应链。**

在现代货币理论中，资源才是真正的限制因素，而非财政。当前新冠疫情的防控需要动用资源，气候变化也需要有关资源进行应对。所以应该应用好已经动用的资源，甚至需要创造新的资源。这种资源的转移需要通过税收政策、延迟消费、爱国储蓄、物资分配和加强监管来实现。**政府支出能够使这些资源以实现公共目的所需的形式进行分配。**征税能够释放资源，从而能够更好地追求上述公共目的。



对中国而言，MMT 已经进入中国学界的视野当中。MMT 理论对于中国来讲有很重要的借鉴意义，要加强财政货币政策的联动，提高财政货币政策的有效性。上图表明，中国的财政赤字近年来规模逐渐扩大，这就意味着中国正逐渐突破原来的政府财政赤字率红线。就操作而言，MMT 不需要“印钱”，也不需要由中央银行“印钱”支付债务利息，所以不需要改变操作流程，这对中国也是适用的。**而这其中的关键是确保我们有合适的资源来实现政策目标。**

在此之后，**贾根良**教授代表论坛发布 CMF 中国宏观经济国际专题报告。

报告主要包含两大部分内容：**澄清与现代货币理论（MMT）有关的两个流行概念；举例讨论 MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义。**

一、澄清与现代货币理论（MMT）有关的两个流行概念

1、财政可持续性或财政空间到底是什么？

目前流行着三种衡量财政可持续性或财政空间的概念：第一，武断的财政赤字率和债务门槛，如目前在中国仍占支配地位的所谓“3%的财政赤字率红线”。**第二，**将财政可持续性或财政空间视作国家可以动用或筹集的资金有多少。**第三，**债务利息支付的可持续性。**可以说这三个流行概念都是将主权货币国家财政开支错误类比于家庭预算的产物，不适合于具有通货发行垄断权的主权货币政府。**

如果国家政府是其通货的垄断发行者，那么其财政可持续性以及财政空间就不能定义为国家可以筹集的资金。现代货币理论认为，主权货币国家财政开支的限制在于实际资源，因而，MMT 用**资源约束替代了资金约束，用通货膨胀约束替代了人为的(收入)约束。**在做预算时，政府要关注财政支出的结构，避免由于资源短缺和产能不足造成通货膨胀。

MMT 认为，财政赤字的大小主要是由市场所决定的，它取决于非政府部门净储蓄的愿望。财政赤字是非常重要，因为它不仅为非政府部门提供净金融资产，稳定私人部门的财务结构；而且更重要的是，它是实现非财政的政治目标如充分就业、提高生产率和保障民生的基本政策工具。但赤字率高低并不重要，它需要根据具体情况来决定，MMT 也不主张无限期的赤字政策。

MMT 与主流经济学对财政空间不同理解的原因在于两方面。**一方面，主流经济学将国家财政类比于家庭预算是错误的。**原因是它没有区分主权货币制度和非主权货币制度，只有在欧元这种非主权货币制度下将国家财政类比于家庭预算类才是成立的。对于欧元区各国来说，欧元不是本国发行的，等同于外国通货，欧元区各国只不过是通货的使用者而已，因此，**在非主权货币制度下国家支出就与私人部门的家庭预算一样受到收入来源的限制。**

表 1 不同通货制度的本质及其宏观经济政策含义（简表）

	非主权货币制度		主权货币制度
国家政府是否是本国通货的垄断	不是，以欧元为例	是，以金本位为例	是，以美国、澳大利亚、日本等为例

发行者			
净金融资产的表现形式和提供者	1、非国家机构（如欧洲央行） 2、私人（如中国明朝后期的白银）	1、黄金和私人银行券 2、由私人控制（黄金生产资本家、控制黄金和银行券的私人银行家） 3、主要服务于富人	1、本国政府财政赤字（国债、通货以及财政开支形成的准备金） 2、由国家控制 3、服务于公共目的
政府开支的资金来源	税收或发行国债	以黄金为基础创造的通货	通过贷记银行账户，凭空创造通货
财政可持续的限制因素或财政空间	前面提到的主流经济学的三种衡量方法	黄金储备数量和固定汇率	实际经济资源的限制（通货膨胀限制等）
利率决定	市场	市场	中央银行
价格稳定与充分就业的决定因素	市场	主要是市场	财政部+就业保障

另外一方面，**在金本位和布雷顿森林体系两种货币制度下，国家支出因为受到金本位这种“紧箍咒”制约，**国家财政能力受到很大的限制。**金本位和布雷顿森林体系的崩溃都使主权货币国家的财政能力得到极大的解放，**直到上世纪 90 年代中期，Wray、Mosler 和 Mitchell 才注意到它对宏观经济学和宏观经济政策的颠覆性影响，这导致了现代货币理论学派的诞生。

2、“财政赤字货币化”为什么是一个不恰当的概念？

在中国，**“财政赤字货币化”是指央行通过购买国债为国家政府提供融资，**简单地说，我国学者将中央银行在二级市场上购买国债支持财政的做法称为广义的财政赤字货币化，将在一级市场上购买国债的做法称为狭义的财政赤字货币化。首先，从理论上来讲，**这个概念是不恰当的，它是主流经济学“健全财政”思维和家庭预算类比的产物。**

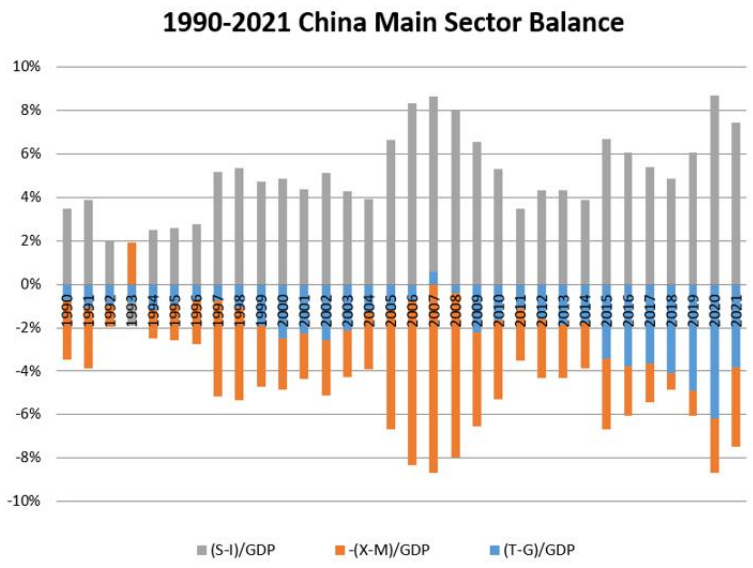
其次，在主权货币制度下，所谓“财政赤字货币化”是不可能发生的，因为国债的买卖不是政府自由决定的：对于第一种情况，在央行利率目标制下，如果私人部门对

货币的需求上升，那么市场利率就会上升，为了维持目标利率，中央银行就会买入国债，从而满足私人部门对货币的需求。反之亦然。国债的买卖不是央行可以自由决定的。

对于第二种情况，如果央行直接从财政部购买了国债，而财政部花费了它提供的通货，那么财政部支出的结果将是银行系统中出现超额准备金，利率将会下降，直至降至零。在这种情况下，为了维持央行的目标利率，央行将不得不出售等量的国债以减少准备金。显而易见，即使是在央行直接从财政部购买国债的情况下，央行只不过是充当私人部门买卖国债的中介而已。

二、MMT 对中国宏观经济政策选择的重大意义

第一，对国内大循环有重大意义。随着逆全球化的进一步发展，在国外市场不断萎缩和各国都强调自给自足的情况下，**我国必须转向国内大循环，而国内大循环或内需的决定性条件就是非政府部门资本是否充裕。**在现代货币理论中，政府部门赤字等于非政府部门的盈余，**稳定并加大政府财政赤字是适应非政府部门盈余需求的结果，下图反映了这种变化的趋势（灰色代表国内非政府部门盈余，蓝色代表本国政府财政赤字，橘黄色代表贸易顺差）。**



中国部门收支余额平衡状态图

第二，弄清防范金融风险的真正含义所在。我国私人部门特别是企业部门负债率过高，存在较大范围的金融风险。根据 MMT 中“财政赤字=非政府部门净金融资产”，**中国只有通过提高政府赤字率即提高政府杠杆率，才能稳定非政府部门的收支盈余，**即稳定非政府部门总现金流入以增强其偿债能力，降低负债率，**才能减少中国金融系统的结构性风险。**

第三，建议大幅度降低政府债券利率。在《面向 2035 的财政改革与发展》一文中，作者指出大约四分之一的省级财政 50%以上的财政收入将用于债务的还本付息。**从 MMT 角度来看，在目前的中国，降低政府债券发行利率非常有必要，**中国可以仿照美国和日本的经验，较大幅度降低国债和地方政府债券发行利率。

第四，建议我国实施就业保障计划。MMT 认为失业是一种货币现象，**非自愿失业的存在就说明了作为货币垄断发行者的政府货币支出不足。因此，国家有责任实施“就业保障计划”，**通过增加货币支出雇佣所有愿意工作并有工作能力的非自愿失业劳动力。就业保障对于目前中国“保居民就业”、“保基本民生”、精准扶贫、解决相对贫困和缩小收入差距都具有重要意义。

本报告根据现代货币理论对中国宏观经济提出了以上四项政策建议。本报告还认为，它对解决我国许多重大的长期经济问题都具有直接的借鉴价值。例如：现代货币理论对于应对气候变化、能源转型和我国人口老龄化都具有重大启发意义；对于理解社会保障制度和单一付款人医保制度的可持续性，提出了与主流经济学截然不同的理解；为我国运用使命导向型财政投资解决“卡脖子”技术和迎接下一次技术革命提供了新思路。

论坛第二单元，结合Randall Wray、贾根良教授所做的主旨发言以及现代货币理论的相关内容，各位专家围绕“当前宏观经济形势下MMT对全球经济政策选择的意义”展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长**毛振华**从中美两国货币政策的分化对MMT进行分析。**今年以来，与中**

国宽货币、宽信用的政策基调相反，以美国为首的全球不少主要经济体的货币政策均出现边际收紧态势。中美货币政策的分化，是两国央行基于本国国情的自主选择，与两国经济基本面、政策空间密切相关。

毛振华认为，虽然中美两国货币政策走势表面分化，**但综合来看，两国货币政策均向着“超常规的扩张性政策”收敛，二者实际上“殊途同归”。**而中美货币政策分化或将是对MMT理论的一个验证：2020 年为应对新冠疫情冲击，美国出台的超级量化宽松政策已接近于MMT的政策措施。但是，美国经济当前却面临着前所未有的通胀压力，如果联储不能尽快控制通胀，至少证明MMT在避免物价过快上涨方面是乏力的。从中国来看，如果中国延续宽松的货币与财政政策稳定经济的同时，又能使得CPI保持在低位，似乎又能继续证明MMT的有效性。**所以中美两国的货币政策，对于验证现代货币理论理论是一个非常有价值的观察窗口。**

美国制度思想学会主席、威拉姆特大学经济学教授、Peter C. and Bonnie S. Kremer主席、国际研究主任Yan Liang首先分析了MMT在中国的适用性。她认为中国日渐自由的汇率政策和较好的外债偿还能力使得中国具备较好的货币主权，**所以MMT的一些政策建议与中国也是非常相关的。**此外，由于央行是财政的代理银行，其负债表上对政府的债

券和存款的波动会影响到银行准备金及利率，所以在中国仍然需要财政与央行的合作。

Yan Liang最后分析利用MMT对中国经济进行指导时要注意的问题。要看到推动企业借债、投资时货币政策的局限性，应该以财政政策为主导。除此之外，**利用财政政策对贫困人口进行现金补助，通过工资资助促进小微企业复工复产，**都是非常有益的措施。从中长期来看，要**增加一些社会型支出，包括教育、医疗、养老等方面的投入。**并且要进一步推动新能源发展，促进城镇化水平。

中国财政科学研究院院长**刘尚希**提出了四点看法。**第一，财政是金融的基础，也是资本市场的基础。**具体来说，国债和国债收益率曲线就是资本市场的基础设施，而中国国债收益率曲线的基础设施还需要进一步完善。**第二，以支定收是现代预算的基本思维和程序。**财政收支的运行过程已经嵌入到了央行货币发行和收回的过程，财政支出的过程就是货币发行的过程，征税的过程就是货币收回的过程，两者是紧密契合的。而且从政府承担公共责任、化解公共风险角度讲，政府规模是在扩大的。**第三，赤字是一种常态。**一方面，政府在面对有效需求不足时需要通过赤字扩大需求，赤字成为政府的政策工具。另一方面，现在的赤字越来越多地成为提供金融工具的渠道和途径，以发行国债的方式提供无风险的金融资产，为资本市场定价提供基准。**第四，赤字是否导致通货膨胀是不确定的。**在赤字规模与通胀的关系中，资源约束是一个条件，此外还有一个重要的条件就是宏观不确定性和风险防控的问题。

美国富兰克林与马歇尔学院经济学副教授、利维经济研究院研究员Yeva Nersisyan指出，为应对新冠疫情，美国政府推出退出了 5 万亿美元的救助计划。然而税收是无法满足如此庞大的开支，这也就在一定程度上印证了现代货币理论：对于主权政府来说钱不是问题，政府可以创造出需求。**需要意识到真正的挑战不是找到钱，而是找到资源，资源的定义可以拓展到技术等“无形的资源”。**例如，能源短缺时怎样提高能源产能，或者以其他的方法来解决这项资源的短缺，这才是我们用来应对通货膨胀的方法。

实际上MMT并不倡导大水漫灌式的撒钱，而是建议通过采取精准的政府支出来解决经济中存在的问题。在设置具体的目标之后，要考虑如何加大投资突破瓶颈。**主权货币**

国家要考虑的并非是财政或金融资源够不够，而是真实资源是否可以支撑。例如为应对气候变化，把这部分生产化石燃料的产能转移到其他行业中去，这有助于释放资源，创造更多产能。所以政府在推动这些项目时，不仅不会加剧通胀，甚至还能够减缓通胀。

东方证券首席经济学家**邵宇**认为MMT本质是需求扩张，主要强调财政和货币的资产负债表之间的结合。**但它有两个明显的约束条件，分别是通胀和资产泡沫。**如果是非储备型的货币，还有外部债务的风险。**MMT的成功实践需要很多配合条件，特别是供给方面的条件，不同的经济体情况也有所不同。**

总体而言，MMT确实提供了一种有别于主流经济学的世界观或者叙事，非常有助于我们从全局的视野把握经济运行的结构。**但是从深层次看，MMT和凯恩斯主义一样着眼于危机后有效需求的不足，**通过大型基建投入、新兴领域的投资来弥补这样一种不足。但是我们要警惕积极的政策可能会扭曲价格信号，导致产能过剩、资产泡沫和下一次危机的爆发。除此之外，数字货币、比特币等可能会对主权货币造成冲击，**这种货币非主权化可能会影响MMT的实行。**

中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席**杨瑞龙**对这一问题表达了三点看法。**第一，MMT理论的出现反映了经济学思潮的演变。**特别是最近两年来新冠疫情冲击，导致了全球经济比较大的波动。在这一背景下，MMT的理论出现不是偶然的，它与当前经济形态变化有很大关系，也反映出新自由主义思想本身存在比较大的缺陷。**第二，现代货币理论对中国宏观经济政策制定确实有借鉴意义。**多重因素叠加导致了我国当前面临的经济发展形势较为严峻，在这一背景下国务院出台了 33 条稳定经济发展的政策，而这些政策也在一定程度上体现出MMT的思想。**第三，当用MMT指导中国宏观经济时，要做到理论与实践的结合。当经济发展中存在闲置、失业率比较高时，也就是与中国当前发展环境类似，这时MMT具有比较好的适用性；**但如果是持续性使用，政府又缺乏自我约束的话，还是要保持谨慎。那样可能会因为大规模货币投放导致通胀和资产价格泡沫化的问题，并且可能会导致一些腐败现象。

在此之后，各位专家讨论了MMT对主流经济学的冲击以及对未来宏观经济学发展所

产生的影响。

毛振华表示不同时期出现了不同的理论，这对经济学和当时经济发展的贡献都非常大，对于扭转经济生活中出现的困局都起到很大的作用。MMT理论应运而生，对我们有很多的启发。**但从理论角度讲，MMT的实践是否有一个区间值，**或者它是否只在某一个区间值内有更好的表现，还需要进一步观察。

Yan Liang认为相较于以收定支的传统观念，**MMT非常具有颠覆性，这也推动很多人去了解这一理论。**此外，在MMT践行过程中要做好自我约束，代表人民的需要和国家的经济利益。最后，发展中国家有自己独特的国情，要借助MMT推动经济转型、结构调整以及长远发展。

邵宇指出在理论的应用性方面，MMT是非常奢侈的。如果应用到**中国，存在着更为明显的约束条件，MMT的践行很可能使我们出现类似日本的状况。**要在研究和实施这一理论时做好风险把控。

Yeva Nersisyan分析了当前对于现代货币理论的一些误解，**首先MMT并不等于印钱；其次MMT是对经验现实的一种描述，而不是“药方”，**这一理论要求我们真正对资源进行规划，去处理经济发展中存在的问题。

论坛最后，Randall Wray对各位嘉宾的讨论进行了总结。

Randall Wray再次强调了MMT是一种描述性的理论，主权货币国家需要关注的是能否找到足够的资源。**而在政策建议方面，MMT所倡导的是目前央行已经在采取加大货币供应量的方法，而非不负责任地进行赤字货币化。**MMT支持政府做好预算工作，但是要确保政策目的与当前所拥有的资源匹配。面对当前部分国家出现的通胀形势，要了解需要什么样的资源实现政策目标，要释放资源、调动那些未充分利用的资源。

Randall Wray ：MMT 的基本理念及核心观点

Randall Wray MMT 创始人之一，美国后凯恩斯主义主要代表人之一，美国巴德学院、利维经济研究院（Levy Economics Institute）教授、高级学者

以下观点整理自 Randall Wray 在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 2 期）上的发言

一、MMT的基本概念和理论意义

MMT 是用来分析主权货币的理论框架。其核心思想为：国家政府选择一个记账单位，以此计价发行自身的货币（债务），同时施加一项以其本币支付的义务（即当今的纳税义务），并要求税务的缴纳需要使用政府发行的货币，如此确保了主权政府货币发行的需求和价值。当然主权政府发行债券，则须以其本币支付。当然根据各国政府的意愿，浮动汇率制度选择会给主权政府更多的宏观政策空间和选项。

MMT 有如下的理论意义：主权货币国家的货币是取之不尽，用之不竭的，并且不会陷入非自愿的债务违约情况，因此他们想要支付时总能付清所有款项，**不存在财政金融的约束，但存在真实资源的约束。**

我们致力于研究 MMT 已经超过 25 年时间，这个理论很有意义和创新。尤其是在 2020 年 1 月到 2020 年 3 月期间，大家对 MMT 的观点发生了巨大的转变。当时有很多重磅经济学家认为 MMT 是胡言乱语、一派胡言，但到了 2020 年 3 月突然间大家对 MMT 的观点来了 180 度的大转弯，认为 MMT 为我们对抗新冠疫情带来了新的融资方式：央行“坐直升机撒钱”。也有人认为日本是践行了 MMT，因为近 30 年来日本赤字是最高的，到现在我们为了应对疫情采用了和日本同样的办法。但是，很多观点认为，采用 MMT 只是因为面临着新冠疫情全球公共卫生危机，它很危险，如果导致高幅通胀，就可能像津巴布韦一样出现高通胀的恶果。MMT 认为现代政府进行开支就是货币发行，这个货币发行表现

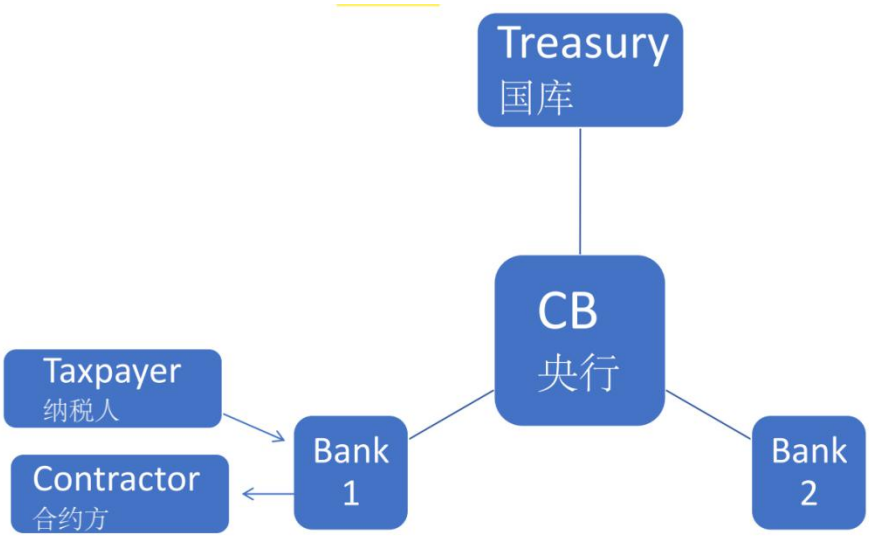
为：中央银行贷记商业银行的准备金账户，商业银行贷记存款客户的存款账户。**MMT 认为这并不是一种政策建议，而只是对现代经济中货币运行的方式提供描述而已，其实经济长久以来就是这样运行的。**

二、MMT理论的核心观点

主流观点认为，在正常情况下要先收税再花钱，意味着我们应该致力于确保政府收支平衡。当然在经济衰退的时候，我们要提振经济，可能会打破一定的平衡。所以，用 g 来表示经济增长率，r 表示债务杠杆率，g >r 是实现债务可持续性的条件。如果债务不断地增长，而经济增长速度放缓，最终杠杆率就会失控，这样就很有可能出现不可持续的后果。另一方面，如果政府是持续地赤字，会将这些债务负担留给子孙后代，他们必须偿还这些债务，最终结果就是造成经济的长期停滞。但如果政府不需要借钱，政府可以印钱，印钱则会导致通货膨胀。但是我们来听听很多主流经济学家对这个问题的观点，1974 年，保罗·萨缪尔森在一次采访中提到，平衡财政预算是一种过时理念，但是它非常重要的原因是用来“吓唬”政治家和广大群众，从而避免他们肆意妄为。伯南克和格林斯潘是前任的美联储的主席，他们绝大多数是赞同 MMT 的观点，说政府不可能没有钱。伯南克说，美联储 2008 年花这么多钱救市，一共 29 万亿美元，这些钱并不是税收的钱，而是直接在电脑上按下回车键，中央银行的准备金就进入银行体系了，银行的存款人也会相应收到货币，这样货币就发行了，因此，美国的中央银行总可以“印钱”，债务违约的可能性是零。偶尔，我们也可以听到经济学家和央行的人承认说，我们不可能缺钱，但是我们不能让政府和百姓知道这个真相，想要吓唬吓唬他们，不能让他们知道政府是不会缺钱的。

现代货币理论（MMT）认为，政府是先支出再收税。如果说货币没有事先投放到经济体中，是没有办法通过税收再收回来的。现代经济中的税金缴付是通过银行体系的准备金扣款实现的，准备金来自三个方面：财政支出、央行购债或者央行贷款。1936 年，凯恩斯就提到了，需要要先向经济中注入资金才会有资金的漏出。按照 MMT 的说法是，政府的支出就是注入，税收就是漏出。政府要先支出才能够去收税，先花钱再收税。再到 150 年前甚至 200 年前，主权政府总是先花钱铸币，把金币或者钱币印出来，再来收

税，所以，支出是在收税之前的，没有货币就没有办法去交税。在现代社会中经济情况可能更复杂一些。例如：现代化经济体系中包括中央银行和商业银行，如图银行 1 是合同方和纳税人的银行，那现代政府是怎么花钱呢？财政部支出，体现为中央银行负债方财政部账户的准备金较少，与此同时商业银行在中央银行账户中的准备金增加，银行再贷记合同方的账户；而纳税者缴税的时候，纳税人银行账户的存款减少，商业银行准备金账户的准备金减少，这样资金回流，货币消失。这跟最简单的情形是一样的，只是在中间加了央行和私人银行。所以，现在关系没有这么明朗了，因为纳税人和合同方跟财政部没有直接关系，但是财政支出就是货币创造，而税收导致货币回笼的逻辑依然是存在的，因而财政必须首先支出，纳税人才可以纳税。

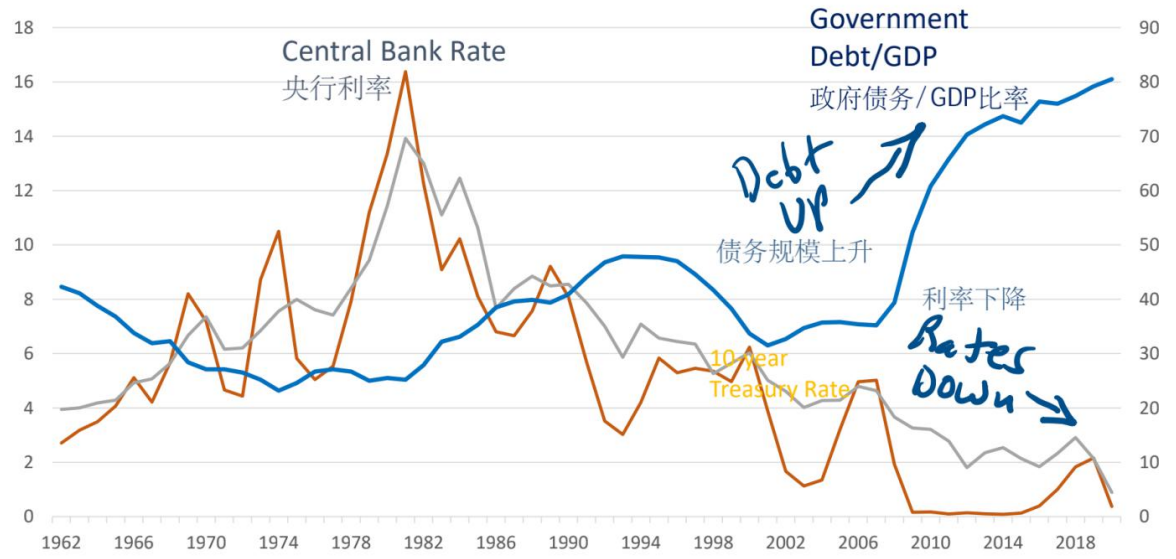


所以，央行为政府的支出和税收提供资金和清算支持，中央政府支出导致货币进入经济体，而纳税是货币的回笼，但它并不是为政府提供融资，而是一种中央政府债务的赎回。财政部发债并不是为赤字融资，中央政府的支出导致商业银行在中央银行账户的准备金增加，银行体系内流动性增加本身就是一种“自我融资”，而中央政府赤字是在事后才出现的。因为年底的时候，如果整个政府的支出向经济注资超过了收到的税量就是政府赤字，赤字是中央政府支出和税收的一个结果。当这个结果为正，证明中央银行准备金净流入到经济体系中，从而导致银行间的利率水平下降，那么**发行债券就可以回流经济体系内准备，从而保证货币政策目标利率的实现，因此从功能上看债券发行是**

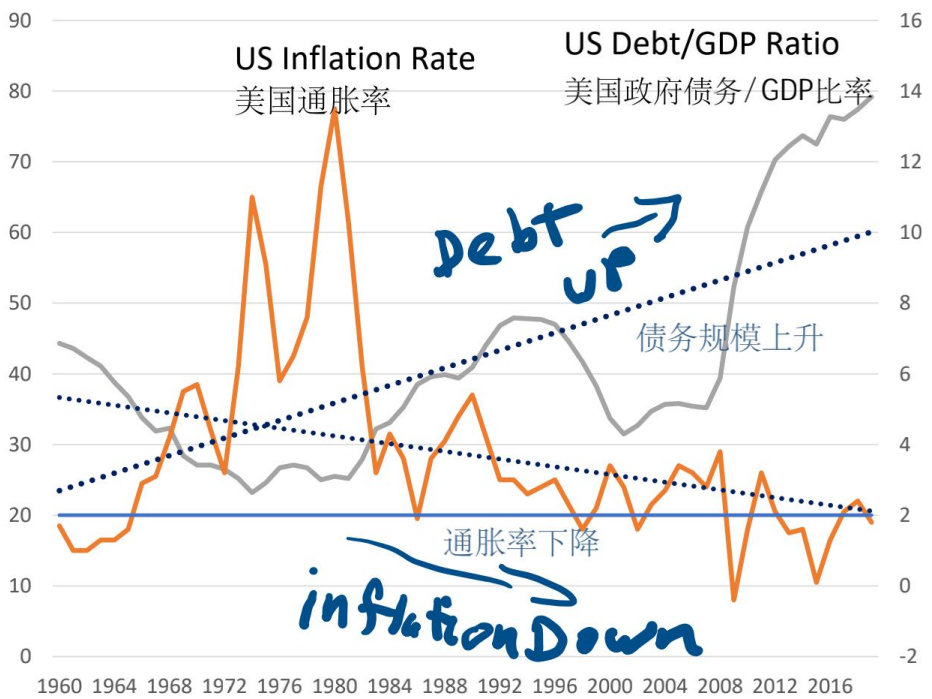
货币政策的一部分，而不是财政部像中央银行借款。20008 年金融危机后，世界各地的很多央行都在做量化宽松 QE，本质上就是要从银行系统中把那些次级债券给移除，把流动性最强的中央银行准备金注入经济体。现在美联储在缩表，正在反向操作。

目前最大的问题不在于政府是否缺钱，而是政府是否会过度支出，从而会导致通胀。现实中中央政府的支出只有一种形式：即首先由国会或议会授权的政府支出，财政部开出支票，其次，中央银行清算财政部支票导致财政部在中央银行准备金账户的准备金较少，而银行体系的准备金增加。最后，预算结果只能在事后知晓。由于进入到经济体系的货币**是不能够被严格区分的，不管是政府部门还是私人部门的过度支出都会导致通胀。**按照凯恩斯的思想，真正的通胀只会在实现了充分就业以后才会发生，那才叫做真正的通胀。但是，在充分就业之前价格可能就会上涨，可能会有一些发展瓶颈问题或者定价权的问题，凯恩斯把它叫做“半通货膨胀”。在过去两年，我们看到很多瓶颈问题，很多供应链受到干扰的问题，还有很多其他问题，所以在到达充分就业之前就已经有通胀了，但这两种不同的通胀的应对办法是不一样的。**真正的通胀可以通过紧缩政策去加税、减少支出来应对，但想要通过减少支出应对充分就业之前发生的半通货膨胀，可能会导致失业率进一步攀升。**

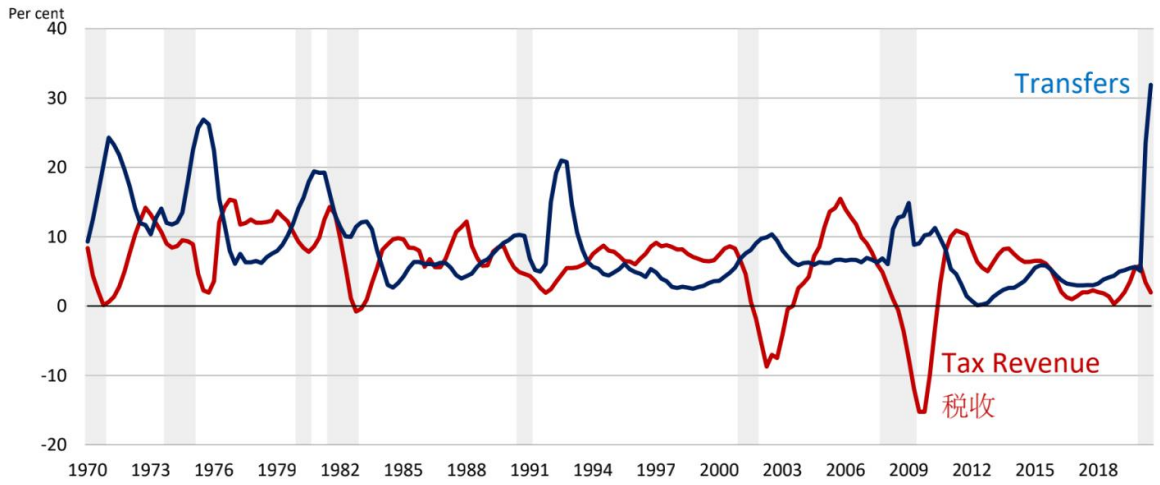
很多人说日本很长时间以来都在践行 MMT，证据是日本的赤字很高。**美国经济学家阿巴·勒纳 70 年代提出了“功能财政论”的观点，认为预算是功能性的，追求充分就业、适度通胀、可持续增长、更大的平等和环境可持续等等，预算的结果是事后发生的，而不是可自由裁定的。**另外日本的经验和美国等其他国家在应对新冠疫情方面的纾困救助法案，实际上都印证了与主权政府财政赤字和债务相关的 MMT 核心观点，**例如政府赤字和债务并不一定会导致通货膨胀；财政赤字并非可自由调配，年景不好的时候可以有所增长；政府的财政赤字等于非政府部门的盈余；债券市场的卫士们没有办法迫使债务违约发生；国债的收益很大程度上取决于央行的政策，而不是取决于赤字的大小。**



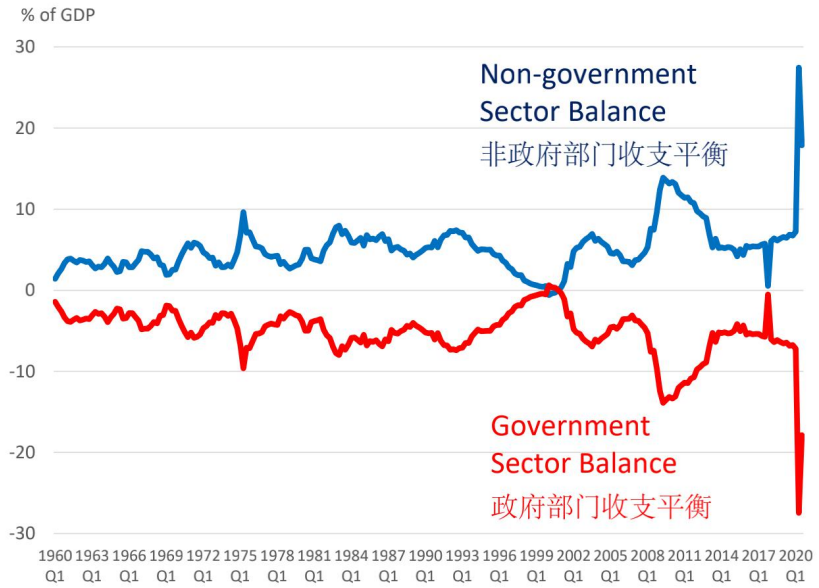
我用美国的例子来证明上述观点。这是美国的数据，红线是央行的基准利率和，灰色的线是国债的 10 年期利率，蓝色的是政府债务占 GDP 的比率，自上世纪 70 年代以来，除了在 2007 年、2008 年全球金融危机过后有急剧上升之外，其他的时间段还是比较平稳的。虽然在全球金融危机以来的债务 GDP 比例大幅上升，但是利率确是下降的，包括国库券的利率等等这些利率都是下降的，**这说明政府债务规模扩张并不会提高利率。**



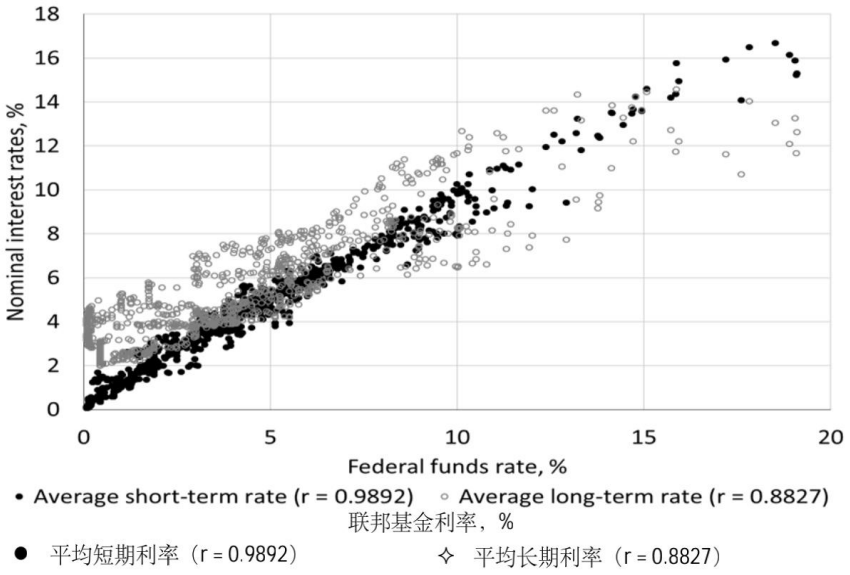
如果赤字上涨的话，对通胀是什么样的影响呢？同时，我们看到趋势还是一样的，赤字上涨同期的美国通胀率还是下降的，所以**政府赤字规模上涨并不一定会导致通货膨胀**。



在经济衰退的时候，政府赤字上升将有助于减轻经济阵痛。深蓝色这条线代表是经济的走向，红线则是税收的情况。灰色的区域都是美国经济衰退的时期，我们看到每一次政府的税收收入都会急剧下跌。所以，当经济不好的时候，政府通过减税减少从经济中回收的货币量，帮助经济渡过难关，并且还有一些转移支付。在这些时期当中或之后，都会增加转移支付的项目，也就是增加政府开支将更多的货币通过财政政策注入经济当中，帮助整个经济渡过难关，也包括当下的疫情危机。所以当经济增速放缓或者经济状况不佳的时候，政府赤字自然而然就会上升。这种转移支付的规模通常和之前整个经济不会出现巨大的反差，规模不会特别大。但是因为新冠疫情是很特殊的，所以会出现其他情况。并且税收降低也减少了经济中回流的货币量，所以给整个经济注入活力更快地从经济衰退中走出来。



这张图展示出了政府赤字等于非政府部门盈余。在疫情袭来之前，政府赤字接近于零，已经接近达到收支平衡的状况。蓝色这条线则是美国家庭、美国企业以及全球其他各国相对于美国的收支平衡。除了两个例外情况，其他都是在红色之上的。也就是说把所有的非政府部门盈余等于美国政府的赤字，政府部门赤字和非政府部门的盈余总是相等的。所以，政府一旦处于赤字，非政府部门就肯定处于盈余，而这个盈余是有利“民生”的一件好事。



有人说，增加政府赤字，不会推高利率，不会导致通胀，但是利率上涨的话，债券市场上的卫士们会抛售债券？实际上，长期债券的利率其实非常密切地追踪了联邦基金利率，也就是美国国库券的利率，这两者之间的相关性是很强的。**因此，短期利率和长期利率都是紧盯着美国联邦债券的利率，这意味着这些债券卫士的市场行为并不会决定利率走向，平均短期利率和长期利率都是由中央银行决定的。**

所以，我认为政府赤字和高债务比率并不一定会导致通货膨胀，但是现在看到政府赤字确实上涨，并且债务率提高了，也有严重的通胀。这是一个不同寻常的局面。这次通货膨胀是由疫情导致，疫情首先导致了经济衰退，而这个衰退先是始于供应侧的崩溃，随后又转变为需求侧的崩溃，因为人们会主动或是因为防控政策被动减少自己的需求，而新冠纾困救助的支出会有效避免情况进一步恶化。例如，美国的第一轮“纾困”财政支出用于帮助人们支付日常账单，提高储蓄。而第二轮纾困救助的开支政策恢复了人们的消费，恢复了需求能力，否则经济还会进一步恶化。所以，现在主要是由于供应链出现了问题，供应链的压力不断紧张，哄抬物价，还有战争、经济制裁，所以这些都是供给侧不断面临的压力。另一方面，我们尚未出现工资-物价的螺旋上涨，工资的上涨只是在追赶着物价的幅度，所以，问题是美国是否会更严重的通胀，这也是有可能的，但如果我们能够更有效地解决供应链的问题，就能够有效地缓解通胀的情况。**因此，我认为现在美联储做的提高利率是错误的“药方”，并不能解决问题，而应该要提振投资，增加国内产能，要更换掉冗长和脆弱的供应链。因为在需求侧下功夫解决供给侧的问题有可能再次导致滞胀。**

MMT 认为资源才是真正的制约经济增长的因素，而非资金问题。**应对多重危机需要动用尚未动用的资源，并且转移已经动用的资源，甚至需要创造新的资源。**怎么转移？通过税收政策、延迟消费、爱国储蓄、物资分配、加强监管。政府支出能够使这些资源以实现公共目的所需的形式进行分配，征税能够释放资源，从而能够更好地追求公共目的。

MMT 其实在中国已经进入了学界的视野当中。财政部下属的智库机构中国财政科学研究院院长刘尚希认为，中国需要从财政和货币必须分离和赤字不好的传统思想当中

“解放”出来。国家外汇管理局前官员管涛认为，MMT 理论对于中国来讲有很重要的借鉴意义，就是要加强财政货币政策的联动，提高财政货币政策的有效性。也有人认为，削减赤字反映了政府应当平衡财政预算的过时理念，但实际情况是中国已经开始向功能性财政转型了，而该理论当中，财政支出是基于经济需要而设定的，而不是根据政府的预期收入而定的。所以，我们可以看到，中国的财政赤字近年来规模逐渐扩大，这就意味着中国正逐渐突破原来政府财政赤字是有红线的这个固化的思想。**因此，MMT 不需要印钱，也不需要由中央银行印钱支付债务利息，所以不需要改变操作流程，这对中国也是适用的。**

贾根良：MMT 及其对中国宏观经济政策制定的重要意义

贾根良　中国人民大学经济学院教授

以下观点整理自贾根良在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 2 期）上的发言

国际金融危机爆发后以及为了应对新冠疫情，发达国家采取了创纪录的财政赤字稳定其经济的措施，导致了人们对国家财政支出的限制因素和公共债务的可持续性问题产生越来越大的兴趣，2019年在我国引发了“财政赤字货币化”的大讨论，但MMT（现代货币理论）在我国的传播过程中产生了严重的误解。本报告首先澄清与现代货币理论有关的两个概念，然后举四个例子简要说明现代货币理论（MMT）对中国宏观经济政策制定的重要意义，并提出相关政策建议。

一、澄清与现代货币理论有关的两个概念

（一）财政可持续性或财政空间到底是什么？

目前流行着三种衡量财政可持续性或财政空间的概念。第一种是武断的财政赤字率和债务门槛，如目前在中国仍占支配地位的所谓“3%的财政赤字率红线”。本文后面的《中国部门收支余额平衡状态图》说明了中国自 2015 年以来每年的财政赤字率都已超过 3%，但现在人们仍在坚持“3%赤字率红线”的教条。第二种是将财政可持续性或财政空间视作国家可以动用或筹集的资金有多少，如中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）在 2022 年 5 月 25 日召开的“积极财政政策下的财政空间’”的会议主报告使用的就是这个概念。第三种是债务利息支付的可持续性，美国著名的宏观经济学家 Blanchard 使用的就是这个概念。

上述流行概念都是将主权货币国家的财政开支错误地类比于家庭预算的产物，是自我强加的限制，不适合于具有通货发行垄断权的国家政府。为什么这样说呢？这涉及

到一个最基本的问题：如果主权货币国家是其通货的垄断发行者，其财政开支的资金来自哪里？许多人不假思索地回答说来自税收和借债。错！如果主权货币国家是其通货的垄断发行者，它会缺钱吗？它需要收入和借债为其支出筹资吗？它还会用国家可以筹集的资金来定义其财政可持续性或财政空间吗？

如果您同意上述观点，仍然有可能会提出疑问：如果主权货币国家财政开支没有资金的限制，那么，是否它就没有约束了呢？约束当然是有的，这就是实际经济资源的限制，其中最重要的是通货膨胀约束。**这就是 MMT 的财政可持续性或财政空间的概念，它用资源约束替代了资金约束，用通货膨胀约束替代了人为的收入约束。主权货币**国家财政预算的核心是资源可得性的预算，并将通胀风险作为决策的重要指标，在做预算时，它要关注财政支出的结构，避免由于总需求过度、资源短缺和产能不足造成通货膨胀。资源约束的财政预算原则及其限制因素主要有以下三点：

首先，如果存在着较大的闲置产能和较高的失业率，没有实现充分就业，这说明政府支出不足，政府就需要提高赤字率。其次，传统的凯恩斯主义大水漫灌的刺激政策是有缺陷的，在没有达到充分就业之前，这种政策就会导致通货膨胀。因此，MMT 强调财政预算要特别注重支出结构，避免资源瓶颈和结构性短缺，其最重要的创新就是提出和发展了就业保障这种能够同时达到价格稳定和充分就业的宏观经济管理框架。最后，所有的支出包括私人支出如果导致名义总需求的增长速度快于经济吸收总需求的实际能力，都会引发通胀，公共财政支出也不例外。因此，如果达到了充分就业，就必须注意发生通货膨胀的危险，但即使达到了充分就业，如果私人部门增加储蓄的愿望仍然是比较强劲的，那么，赤字增加仍是有必要的。至于如何应对通货膨胀问题，MMT 有一套理论仍需要整理并介绍到国内来。

MMT 认为，财政赤字的大小主要是由市场所决定的，它取决于非政府部门净储蓄的愿望。政府开支的自由裁量权在通常情况下大约只占到财政开支的 30%左右，但即使是这种自由裁量权，一般也要适应非政府部门净金融资产增长的需求。非政府部门支出越强劲，赤字就会越低，在某些情况下甚至可能会变成盈余。政府有责任将其税收或支出水平设定在适当的水平，以确保通过政府总支出维持充分就业，做到既不发生通胀也不

通缩，这就是勒纳在 1943 年提出的功能财政原理。

总之，MMT 认为，**财政赤字重要，因为它不仅为非政府部门提供净金融资产，稳定私人部门的财务结构（见后面），而且更重要的是，它是实现非财政的政治经济目标如充分就业、提高生产率和保障民生的基本政策工具，**但赤字率高低并不重要，它需要根据实际经济状况来决定，MMT 也从不主张无限期的赤字政策。**与流行的看法认为 MMT 忽视通货膨胀问题恰恰相反，MMT 的重点是关于物资保障和避免发生通货膨胀的经济学。**

那么，现代货币理论为什么认为将国家财政类比于家庭预算是错误的呢？为什么主流经济学犯了这种错误呢？最重要的原因是它没有区分主权货币制度和非主权货币制度。简单地说，只有在欧元这种非主权货币制度下将国家财政类比于家庭预算才是成立的。对于欧元区各国来说，欧元不是本国发行的，它等同于外国通货，欧元区各国只不过是通货的使用者而已，因此，国家支出就与私人部门的家庭预算一样受到收入来源的限制。在新冠疫情暴发后，欧洲央行推出了紧急抗疫购债计划（PEPP），情况变得有点复杂，但由于时间关系，我们在这里无法讨论了。

在金本位和布雷顿森林体系（金汇兑本位制）这两种货币制度下，国家支出因为受到金本位的“金箍”这种“紧箍咒”的制约，所以，国家财政能力受到很大的限制，金本位和布雷顿森林体系的崩溃都会使主权货币国家的财政能力得到极大的解放。**简单地说，现代货币理论就是对布雷顿森林体系崩溃之后主权货币运动规律的研究。**

有关财政货币制度的历史演变及其理论问题的中文文献，请参见以下两篇文章：贾根良：《财政货币制度的革命与国内大循环的历史起源》，《求索》2021 年第 2 期；贾根良、何增平：《货币演进的历史观与货币创造的政治经济学——与孙国峰教授商榷》，《浙江工商大学学报》2020 年第 12 期。

对现代货币理论的种种错误理解，如财政赤字货币化、财经纪律、央行独立、债务上限等都是没有主权货币（国家货币）制度概念的宏观经济学教科书思维的产物。主权和非主权货币制度在本质上是不同，其宏观经济政策含义存在重大差别，请看表 1。

表 1　不同通货制度的本质及其宏观经济政策含义（简表）

	非主权货币制度		主权货币制度
国家政府是否是本国通货的垄断发行者	不是，以欧元为例	是，以金本位为例	是，以美国、澳大利亚、日本等为例
净金融资产的表现形式和提供者	1、非国家机构（如欧洲央行） 2、私人（如中国明朝后期的白银）	1、黄金和私人银行券 2、由私人控制（黄金生产资本家、控制黄金和银行券的私人银行家） 3、主要服务于富人	1、本国政府财政赤字（国债、通货以及财政开支形成的准备金） 2、由国家控制 3、服务于公共目的
政府开支的资金来源	税收或发行国债	以黄金为基础创造的通货	通过贷记银行账户，凭空创造通货
财政可持续的限制因素或财政空间	前面提到的主流经济学的三种衡量方法	黄金储备数量和固定汇率	实际经济资源的限制 （通货膨胀限制等）
利率决定	市场	主要是市场	中央银行
价格稳定与充分	市场	主要是市场	财政部+就业保障

就业的决定因素			

图表来源：作者自制

表 1 简单地对比了主权货币制度与和非主权货币制度的不同，其中一个重要的标准就是国家政府是否是本国通货的垄断发行者。但这只是必要条件，并非充分条件，如果国家政府承诺其通货可以兑换为贵金属或外国通货，并实行固定汇率制度，那么，即使它是本国通货的垄断发行者，那么，其货币制度也不是主权货币制度，如金本位和布雷顿森林体系。

从表 1 可以看出，主权货币国家的财政赤字创造的净金融资产（广义货币）替代了私人生产的“饥不能食，寒不能衣的金银（薛暮桥语，1945)”，主权货币政府的财政赤字“一举两得”：政府在服务公共目的的开支上从不会“缺钱”，非政府部门也因政府的财政赤字增加了资金或储蓄，这与主流经济学教科书的理论截然相反。表 1 也比较了不同货币制度在宏观经济政策其他方面的不同含义。

布雷顿森林体系是在上世纪 70 年代崩溃的，但迄今为止，主流经济学仍没有注意到这种重大历史变革与经济理论的关系。在上世纪 90 年代，因为机缘巧合与经济思想史中异端经济学传统等因素的交互作用，Wray、Mosler、Mitchell 才注意到它对宏观经济学和宏观经济政策的颠覆性影响，从而导致了现代货币理论学派的诞生，我将 MMT 的诞生称作“哥白尼革命”。

表 2　现代货币理论的“哥白尼革命”

	主流宏观经济学	**现代货币理论的宏观经济学**
政府财政与私人部门的关系	公共开支的资金由纳税人和富人所提供	国家财政赤字为私人部门提供净金融资产

对主权通货制度的认识	太阳绕着地球转（假象）	地球绕着太阳转（真相，主权货币运动规律）
与天文学类比	托勒密体系	哥白尼体系（哥白尼革命）

图表来源：作者自制

表 2 只用了“政府财政与私人部门之间的关系”这一点简单地说明 MMT 的“哥白尼革命”：主流经济学认为公共开支的资金是由纳税人和富人提供的，新自由主义政治家撒切尔夫人的名言“只有私人货币，没有公共货币”就突出地反映了主流经济学的这种观念，但是在主权货币制度下，实际情况却是现代货币理论所阐明的国家财政赤字为非政府部门提供净金融资产，对于主流经济学和现代货币理论这两种不同的经济学范式和理论体系来说，这两者的关系是完全颠倒的。就像人们看到早晨太阳从东面出来、晚上从西面落山，因而凭“经验”得出太阳绕着地球转一样，主流经济学所谓“公共开支的资金是由纳税人所提供的”这一理论也是通过家庭预算这种日常经验和直觉得出的。而现代货币理论就像一个透镜一样，从现象深入到本质，揭示了主权货币的运动规律。与天文学相类比，如果说目前大学中讲授的宏观经济学和财政学教科书是“托勒密体系”，那么，MMT 的宏观经济学就是“哥白尼体系”，正是从这种角度上，我们可以说它是经济学的一种“哥白尼革命”，它对宏观经济学等许多学科将产生颠覆性影响，许多问题需要重新认识。

（二）财政赤字货币化为什么是一个不恰当的概念？

在中国，“财政赤字货币化”是指央行通过购买国债为国家政府提供融资，简单地说，我国学者将中央银行在二级市场上购买国债支持财政的做法称为广义的财政赤字货币化，将在一级市场上购买国债的做法称为狭义的财政赤字货币化。

我首先要说明的是，在主权货币制度下，所谓“财政赤字货币化”是不可能发生的，因为国债的买卖不是政府自由决定的。

我们先看第一种情况，中央银行是否会从二级市场买入国债并不取决于政府部门，而是取决于私人部门的选择。在央行利率目标制下，如果私人部门对货币的需求上升，那么市场利率就会上升，为了维持目标利率，中央银行就会买入国债，释放流动性，从而满足私人部门对货币的需求。反之亦然。由此可见，国债的买卖不是央行可以自由决定的。

我们再看第二种情况：如果央行直接从财政部购买了国债，而财政部花费了它提供的通货，那么财政部支出的结果将是银行系统中出现超额准备金，利率将会下降，直至降至零。在这种情况下，为了维持央行的目标利率，央行将不得不出售等量的国债以减少准备金。显而易见，即使是在央行直接从财政部购买国债的情况下，央行只不过是充当私人部门买卖国债的中介而已。这两种情况都说明了在主权货币制度之下，国债的买卖实际上是一种货币政策，它只不过是维持利率目标的一种政策工具而已，没有融资的功能。

最后，从理论根源上说，这个概念本身是不恰当的，它是主流经济学“健全财政”思维和家庭预算类比的产物。国际金融危机爆发后，美联储在 2008 年对其一部分准备金没有采取发行国债的惯常做法，而是给其提供购买国债相当的利率，这就说明了作为通货垄断发行者，主权货币政府的中央银行通过调节超额准备金利率就可以达到维持目标利率的目的，没有必要发行国债。假如主权货币政府不再发行国债，那么，央行通过购买国债为财政部提供融资的假象不就完全消失了吗？现代货币理论认为“财政赤字货币化”是一个不恰当的概念，从来不使用这个概念，如果用这个概念来理解现代货币理论就是严重的误读。

有关 MMT 与“财政赤字货币化”概念的关系，请参看何增平、贾根良：《财政赤字货币化：对现代货币理论误读的概念》，《学习与探索》2022 年第 4 期。

我国现在对 MMT 的误解比比皆是，但只能澄清以上两个概念。澄清的目的是为了理解 MMT，只有真正理解了现代货币理论，我们才能充分发挥“财政作为国家治理的基础和重要支柱”的作用，这不仅是目前应对新冠疫情的需要，而且也是为了应对我国今后

几十年所面临的许多重大经济社会问题的挑战。

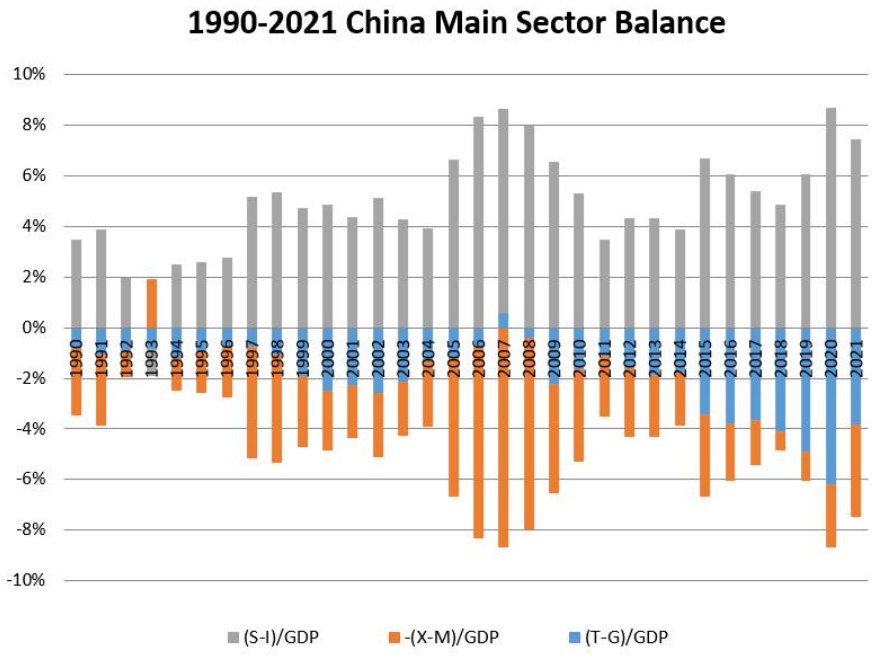
二、MMT对中国宏观经济政策制定的重要意义

（一）对国内大循环的重要意义

假设在国际收支平衡或封闭经济条件下，试问：一国私人部门作为总体，其金融资产净值的增加将来自何方？或者说私人部门作为一个总体，其净货币收入增长将来自何方？在私人部门内部，由于每一项金融资产的创造和持有都会被另一项负债所抵消，显而易见，本国私人部门自身无法产生其金融资产净值；同样，由于一个私人部门的净货币收入等于另一个私人部门的净货币支出，本国私人部门作为总体也无法产生自身的净货币收入增长，本国私人部门作为总体，其净货币收入增长或金融资产净值必定来自外部，在国际收支平衡或封闭经济条件下，这必定来自作为通货发行垄断者的主权货币政府。**这也就是说，国家财政赤字为私人部门提供净金融资产。**用 MMT 的公式表示：主权国家政府财政余额=非政府部门余额，又等于国内非政府部门余额+国外部门余额，MMT 把国外部门看作非本国政府部门，等式两边移项后就可以看出，国内非政府部门的余额等于本国政府部门余额+国外部门余额。

对于目前的中国来说，国内非政府部门余额等于中国政府财政赤字+贸易顺差，因为我们过去三十年一直是贸易顺差，今后几年甚至相当长时间仍有可能是贸易顺差。但是，当贸易顺差为零的时候，国内非政府部门作为整体，其净收入、或净金融资产或私人部门作为整体净利润的增加都必须由本国政府财政赤字来提供。这是现代货币理论揭示的一个基本经济规律。

图 1　中国部门收支余额平衡状态图



上图是 1990 年-2021 年的三部门收支部门平衡图，在该图中，灰色的部分是国内非政府部门盈余，它是由蓝色的国家财政赤字和桔黄色的贸易顺差提供的，当贸易顺差为零的时候，国内非政府部门的盈余都要由国家财政赤字来提供。从图中可以看出，自 2015 年开始，中国财政赤字率大幅度提高，这是外需下降导致贸易顺差减少等因素的必然结果。当贸易顺差增速下降时，如果国内非政府部门净储蓄仍保持增长，就必须增加本国政府财政赤字。

随着逆全球化进一步发展，在国外市场不断萎缩，各国都强调自给自足的情况下，我国必须转向国内大循环。国内大循环的关键性因素就是非政府部门的资本是否充裕，要使其充裕就必须稳定并加大政府财政赤字。2020 年，我在《国内大循环：经济发展新战略与政策选择》这本著作中提出，国内大循环最基本的战略就是用贸易平衡战略替代出口导向型经济发展战略，其核心就是用增加本国政府财政赤字开支替代净出口。

（二）防范金融风险的真实含义

我国非政府部门特别是企业部门负债率（杠杆率）过高，存在较大范围的金融风险，因为要去杠杆，所以不愿投资。如何解决这个问题呢？我在 2016 年元旦提供给财政部的内部研究报告中就已提出：通过扩大（国家）政府赤字开支（加杠杆）降低非政府部门负债率（降杠杆）。

我们在前面已经指出，财政赤字=非政府部门净金融资产，因此，财政赤字率提高将降低非政府部门负债率。

如果理解了上述原理，我们就会明白目前在我国流行的“宏观杠杆率”特别是“总杠杆率”概念存在缺陷（如中国人民银行调查统计司杠杆率课题组：《宏观杠杆率测算及分析》，《中国金融》2021 年第 17 期），其中**“总杠杆率”将性质完全相反的“国家债务”与“私人债务”加总，发生这种错误的根源就在于它没有区分通货发行者与通货使用者。**

“宏观杠杆率”等观念对经济政策制定产生了直接的影响，例如，2021 年 3 月 15 日的国务院常务会议在确定该年政府工作报告重点任务分工时，要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。”这种做法无法降低金融风险。

前面的中国部门收支余额平衡状态图已经说明，随着中国贸易顺差占 GDP 比例进一步降低，甚至出现贸易逆差，中国只有通过提高政府赤字率即提高政府杠杆率，才能稳定非政府部门的收支盈余，即稳定非政府部门总现金流入以增强其偿债能力，降低负债率，从而减少中国金融系统的结构性风险。

（三）建议大幅度降低政府债券利率

中国地方政府债务问题是人们一直关心的一个重要问题。我在这里要说，要辩证地看待地方政府债务问题，它使得我国避免了西方国家在 2010 年后几年所发生的破坏性很大的财政紧缩，对我国自国际金融危机爆发后到 2013 年的高速增长做出了重要贡献。

作为单一制国家，中国 2021 年末全国政府债务余额（中央政府加地方政府）是 52.8

万亿元，政府总负债率为46.2%，沿用传统思维对其评论说“低于国际通行的60%警戒线，风险总体可控”是错误的。

2021年，日本政府负债率为257%，美国联邦政府（不包括地方政府）负债率超过120%，不存在财政风险，在2021年之前很长时间也没有发生通货膨胀。美国和全球在过去十二个月的通货膨胀主要是由于大封锁导致的供给不足、垄断和俄乌战争等因素导致的。

在这里我只是简要评论一下某前财政部长在《财政研究》2021年第1期发表的《面向2035的财政改革与发展》，这篇文章对学术界和政策制定部门产生了广泛的影响，他说“（中国的）财政困难不只是近期、短期的事情，中期也会非常困难。从债务上看，政府债务问题越来越成为影响未来财政稳定和经济安全的重要因素。……（利息支付）在中央本级各项支出中排位第二。 ……大约四分之一的省级财政50%以上的财政收入将用于债务的还本付息。”

MMT告诉我们，作为主权货币发行的垄断者，国家财政不会发生困难，不存在因为财政所导致的经济是否安全的问题。

但这篇文章提到政府债务利息负担过重的问题，从MMT角度来看，这好解决。在目前的中国，降低政府债券发行利率（无论是国债还是地方政府债券利率）都是非常有必要的，近两年已经反映出这种趋势，地方政府债券平均发行利率已从2019年的3.47%下降到2022年3月的3.14%，但债券利率仍过高，这不仅导致利息支出占政府支出的大头，而且由于抬高了利率的总体水平，使中小企业贷款难和贷款贵问题难以得到解决，不利于目前“保市场主体”的方针，此外，它也给国外投机者提供了巨额的套利投机机会（参考贾根良《外资购买中国债的真相》，2020）。

因为作为货币发行垄断者的主权政府不需要发行债券为自己融资，而且利率是由央行所决定的，债券发行只不过是给零利率准备金（现金）持有者提供的一种替代性的有利息收入的资产而已，因此，中国可以仿照美国和日本的经验，较大幅度降低政府债券平均发行利率，例如将政府债券平均发行利率降到1%-1.5%之间，并同时采取抑制房地

产和证券投机的措施。在这种情况下，如果投资者不接受，那别无办法——他们只能持有零利率的准备金了。

（四）实施就业保障计划

就业问题是我国目前和今后应对世界大变局都要面对的重大问题。

MMT 认为，失业是一种货币现象，从劳动力的角度来看，非自愿失业的劳动力愿意为货币收入而工作，但无法获得货币工资；而从企业的角度来看，预期的成本和收益告诉它们多雇佣一个失业劳动力不能得到预期的利润，这就是凯恩斯在 1936 年提出的非自愿失业是对劳动力有效需求不足的产物。因为劳动力通过为国家提供商品和服务来换取货币，非自愿失业的存在就说明了作为货币垄断发行者的政府货币支出不足，没有满足私人部门货币收入的需要。**因此，国家有责任实施“就业保障计划”，通过增加货币支出雇佣所有愿意工作并有工作能力的非自愿失业劳动力，该计划将由中央政府出资，由地方政府实施，按照当地最低工资水平雇佣所有愿意工作的劳动者。**

“就业保障计划”不仅是实现充分就业的手段，而且也是稳定物价的宏观经济稳定器。因为作为通货的垄断发行者，国家享有为其所获得的商品和服务定价的特权，但是国家不需要设定所有的价格，只要固定具有关键性影响的商品和服务的价格，就可以固定其货币的价值。由于劳动力存在于所有商品和服务的创造过程中，因此，通过就业保障来调节劳动力价格就可以稳定本国经济中所有商品的价格，实现物价稳定，这是 MMT 在反通货膨胀的同时实现充分就业的基本理论。其基本原理是：在工资存在上升压力的时候，劳动者就从就业保障计划部门流向私人部门；在工资存在下降压力的时候，劳动者从私人部门流向就业保障计划部门，因此，就业保障计划起到了稳定工资、进而稳定物价的作用。

现代货币理论在就业保障的理论和实践问题上有大量的研究文献可供我国借鉴。近年来，我国城镇调查失业率一般在 5%以上，今年 4 月达到 6.1%，一个适当的“就业保障计划”就可以将城镇调查失业率降低到 2%左右。就业保障计划对于目前中国“保居民就业”、“保基本民生”和预防通货膨胀具有重大意义，对于我国精准扶贫、解决相对

贫困和缩小收入差距也具有重要意义。

2020 年 5 月，我提交了一份关于就业保障试点工作的内参给国务院，但最后没有下文。目前由于受疫情影响，“就业保障计划”没办法在较大范围实施，但可以进行试点工作，通过试点积累经验，在疫情过后再在较大规模展开。

以上举了四个例子，简单介绍了 MMT 对中国宏观政策制定的重要意义，并提出了相关的政策建议。在最后，我们有必要指出，现代货币理论对解决我国许多重大的长期经济问题也具有直接的借鉴价值。例如：现代货币理论对于应对气候变化、能源转型和我国人口老龄化具有重大启发意义；对于理解社会保障制度和单一付款人医保制度的可持续性，提出了与主流经济学截然不同的理解；为我国运用使命导向型财政投资解决“卡脖子”技术和迎接下一次技术革命提供了新思路。

杨瑞龙：MMT 理论对中国宏观经济政策制定有借鉴意义，但要关注具体国情

杨瑞龙　中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席

以下观点整理自杨瑞龙在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 2 期）上的发言

一、MMT 理论的出现反映了经济学思潮的演变

在上世纪 20 年代大危机前，大家都相信一个充分有效的市场机制能够自动出清市场，只要让市场发挥作用，那个世界是很美好的。上世纪 20 年代大危机打破了这样一个教条，让我们看到了市场其实在很多情况下不可能自动出清，所以，这时候凯恩斯的《通论》就出现了，随着凯恩斯《通论》的出版，国家干预主义思潮影响了各个国家的宏观经济政策，使得我们看到大危机后凯恩斯的国家干预主义一定程度上影响了各个国家的政策制定，国家干预主义开始大行其道，由此让我们熟知了财政政策、货币政策。

随着上世纪 60 年代以后出现滞胀问题，我们开始怀疑国家干预主义思潮，后来自由主义和新自由主义思潮开始一浪高过一浪，货币主义、供给学派、新古典综合派、合理预期学派、新制度经济学等等这样的一些理论开始影响各个国家的政策制定。新自由主义成为最近二十年非常流行的一种经济思潮。但是，2008 年美国次贷危机后出现了全球性金融危机，特别是近两年来新冠疫情冲击导致全球经济出现了比较大的波动，甚至出现了一些危机。如何解决需求不足问题，如何刺激经济增长，理论界又开始相信政府在经济活动中的作用。在这个背景下，MMT 理论的出现不是偶然的，它反映了新自由主义思想本身存在比较大的缺陷。市场本身未必能解决长期增长问题，政府在实现经济持续增长时所具有的作用。所以，国家干预主义的学术思想又开始出现。我们越来越相信，这样一种思潮的出现和当前的经济形势的变化有很大关系。MMT 理论所体现的正是国家干预主义的思潮。我们重新来阅读以 Wray 教授为主的 MMT 思想，对当下无论是中

国也好，美国也好，世界也好，在经济政策选择上都是有比较大的借鉴意义的。

二、MMT 理论对中国宏观经济政策制定有借鉴意义

MMT 理论告诉我们，当经济出现比较严重的萧条时，特别是存在着资源的闲置，存在着比较严重的失业现象时，财政开支不必量入为出，赤字货币化对于恢复经济有比较重要的作用。我们可以通过赤字货币化更大程度上促进就业，促进民生，从而推动经济的恢复，推动经济恢复进一步就具有税收基础，通过政府征税回笼货币，实现经济可持续发展。

MMT 理论指出，财政开支不必量入为出，这一观点和传统经济学有很大的不同，也引起了学术界很大的争议。其实，该观点是以他对货币的一些特别看法为前提的。MMT 理论告诉我们，主权货币由政府发行，政府赤字创造了货币供给，税收相当于收缩货币供给。第二，MMT 理论认为储备货币和国债同为主权债务，相当于一种提供不同的流动性、期限和利率的货币工具。第三，该理论认为随着政府消费，国债会转化为储备货币，最后央行可以通过公开市场操作来协助国债和货币转化，来实现所谓的目标利率。基于以上的基本观点，该理论认为财政开支不必量入为出，赤字货币化未必会导致通货膨胀，未必会导致资产价格泡沫化。所以，这个理论对当下中国还是有一定借鉴意义的，因为大家知道，中国经济从 2011 年以来进入了持续的下行过程，经济下行具有结构性因素，即支撑中国经济增长的传统增长要素发生了衰减，其中包括改革红利、全球化红利、工业化红利、人口红利等等发生了衰减所导致的结构性经济下行，同时又有很强的由投资、消费等需求不足所导致的周期性经济下行，这样两个因素交织在一起导致市场主体预期转弱。最近一段时期，又有两个非常重要的外生冲击，一是俄乌战争导致国际经济格局演变，传统全球化发生逆转；二是中国目前受到比较强的疫情冲击，所以最近几个月经济下行的速度还是比较严重的。在这样的背景下，国务院出台了 33 条政策来避免经济过度下滑。对照 MMT 的理论，不能说接受了 MMT 理论，但在国务院出台的一些财政和货币政策中，我们看到了 MMT 理论的影子。在经济出现严重下行的时候，更大程度上需要依靠财政政策来刺激经济，由此可以放大赤字来恢复经济。这个理论特别强调了以财政政策为主刺激经济，需要财政政策和货币政策相结合来刺激需求，保就业，保民生。

三、当借鉴 MMT 理论来制定宏观经济政策时，还是要看到：理论是一回事，实践又是另一回事

MMT 理论强调财政开支不必量入为出，它认为赤字财政化未必会导致通货膨胀，未必会导致资产泡沫化。但这一推论创立有很多条件，其中非常重要的一条就是政府有较强的自我约束能力，其自我约束体现在税收原则中。该原则强调政府应该通过税收来回收一定的货币，来维持主权货币的购买力从而维持物价稳定；税收可以作为再分配的手段，对富人征税来救助穷人；政府可以通过制定与实施一系列的产业政策来消除负外部性，鼓励正外部性；用预算作为一种监督政府效率的工具，在政府在制定预算时能自我约束，提高政府开支的效率，以实现既定的宏观政策目标。

如果政府通过税收原则可以实现自我约束，存在闲置资源和失业率比较高的情况下，财政开支不必量入为出，赤字货币化可以有效刺激经济，解决失业与民生问题，未必会导致通货膨胀和资产泡沫化。但我们看到以上四条原则在实践中做到是很困难的，比如征税原则是否能够刺激效率，是否能够真的向富人征税救助穷人呢？产业政策的制定和实施，是不是真的能够有效地解决负外部性呢？产业政策制定过程中，会不会存在一系列的寻租行为呢？政府通过赤字货币化进行开支时，财政开支能否直达基层、直达穷人、直达民生呢？比如政府的预算环节，政府能否做到自我约束呢？在实践中都存在一定的疑问。假定政府不能够自我约束，赤字货币化是有可能导致通胀，导致资产价格泡沫化的。

我们看到，在市场发育不太健全，特别是政府干预经济的能力比较强的情况下，一旦政府自我约束存在问题，政府财政开支不是量入为出时，有可能会导致一系列的负效果。转型中的国家的市场发育是不够健全的，政府相对来说有更强的干预经济的能力，政府不仅自我约束能力不太强，可能有自我强化的倾向。因此，MMT 理论可能比较美好，但在实际应用中，可能与理论的推导未必一致。因此，还是要考虑其适用性问题，特别是关注具体的国情，否则一旦政府不能够自我约束，政府开支无节制，不是量入为出的政策主张还是可能产生不良的后果。所以，我的看法是，在经济出现比较严重的衰退时，特别是在存在闲置资源、失业率比较高的背景下（这比较符合中国现在的状况），这个

理论是可以借鉴的。但如果是持续性使用，政府如果缺乏自我约束，还是要谨慎，否则可能会导致大规模货币投放引起的通胀和资产价格泡沫化问题，特别是可能会导致寻租行为出现，导致腐败现象的产生。

毛振华：中美货币政策分化或有助于检验现代货币理论

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 2 期）上的发言

一、今年以来，中美货币政策呈现明显的分化走势

今年以来，中国宏观政策尤其是货币政策坚持“以我为主”，针对经济下行压力，进一步宽货币、宽信用，加大对实体经济的支持力度，这与以美国加息缩表的货币政策出现明显分化，与金融危机以来中美货币政策长期“共振”的情况有着明显不同。

中国货币政策在坚持总体稳健基调同时边际宽松，更加主动应对内外部压力及不确定性。在总量政策方面，央行 1 月下调 MLF 利率和公开市场逆回购操作利率各 10 个基点，4 月全面降准 0.25 个百分点，为实体经济提供有力支持；在结构性政策方面，再贷款类型不断丰富，规模持续增加，并针对房地产市场低迷的情况，于 5 月宣布首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点；除此之外，货币政策与财政政策也加强协调联动，3 月 8 日央行公告称，将向中央财政上缴结存利润，总额超过 1 万亿元，截至 5 月底已上缴 8000 亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。5 月 25 日，全国稳住经济大盘电视电话会议强调“把稳增长放在更加突出位置”，后续中国货币政策或将进一步边际放松。

与中国宽货币、宽信用的政策基调相反，以美国为首的全球不少主要经济体的货币政策均出现边际收紧态势。5 月 4 日，美联储会议决定将美国联邦基金利率上调 50 个基点，同时宣布从 6 月开始启动缩表计划，初始阶段美国国债的缩减规模将为每月 300

亿美元，3 个月后每月减持规模将扩大至 600 亿美元；6 月 9 日，欧洲宣布计划 7 月加息 25 个基点，并从 7 月 1 日起停止净资产购买；此外，今年以来，澳大利亚、韩国等央行也采取了加息措施。这与中国宽货币、宽信用的政策走势出现明显分化。

二、中美货币政策分化存在多重原因

中美货币政策的分化，是两国央行基于本国国情的自主选择，与两国经济基本面、政策空间等密切相关。具体分析，中美货币政策分化主要有以下三方面的原因：

一是中美两国经济基本面走势分化。疫情对经济的负面影响趋于缓和，就业压力趋缓，但前期大规模的经济刺激政策导致通胀压力大幅飙升，是美联储开启加息缩表的主因——当地时间 6 月 10 日美国劳工部公布数据显示，美国 5 月 CPI 同比升 8.6%，创 1981 年 12 月以来新高。与美国的情况恰恰相反，受稳价保供及终端需求疲弱影响，中国 CPI 虽有所上涨但仍处于 3%以内，通胀压力相对可控，稳增长、稳就业的压力相对突出。从中国经济运行来看，今年以来，受疫情反复和俄乌冲突影响，中国经济发展所面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大，全年实现 5.5%的预期目标难度加大。在经济下行、微观主体修复面临多重困难的背景下，国内就业压力明显加大，4 月份全国调查失业率攀升 0.3 个百分点达到 6.1%的高点，高于美国等发达经济体的失业率，其中 16 至 24 岁年龄段的青年群体的就业压力尤为突出，其调查失业率高达 18.4%。两国经济基本面的分化是两国货币政策取向不同的最为直接的原因。

二是 2020 年中国应对疫情的量化宽松政策相对克制，为当前货币政策调整预留了相对充足的空间。2020 年，为了对冲新冠疫情的负面疫情，全球主要经济体均采取了一系列政策措施稳定经济，美联储迅速将联邦基金利率降至 0%-0.25%的低位，并开启了开放式的量化宽松计划，美联储资产负债表大幅扩张，2020 年资产同比增长接近 80%（77%），2021 年扩表幅度有所放缓，但在上年高基数的背景下同比增幅依然接近 20%（19%）。中国也采取了一系列措施稳增长，如出台了“赤字率提高至 3.6%以上”、“新增地方专项债额度增加至 3.75 亿元”、“发行万亿特别国债”等一系列财政组合拳，半年之内累计三次降准释放长期资金 1.75 万亿元，下调逆回购利率、MLF、TMLF 等政策

利率，并创设了普惠小微企业信用贷款支持计划等政策工具助力宽信用。但相比之下，中国量化宽松政策相对较为克制，在二季度经济出现修复势头之后，货币政策在全球率先向常态化回归。受此影响，中国央行资产负债表扩张幅度有限，2020-2021 年两年央行资产同比增速均未超过 5%（分别为 4.5%、2.1%）。从利率调整来看，2020 年美国联邦基金利率下行幅度接近 150BP，而中国 LPR 下行幅度未超过 30BP。2020 年中国相对克制的量化宽松政策为今年以来加大宽货币力度预留了政策空间，而美国经过前两年的强刺激，通胀压力凸显，刺激政策已经难以持续。

三是受中国经济实力提升等因素影响，中国货币政策自主性增强。自改革开放尤其是中国加入 WTO 以来，中国经济保持了长时间的高速增长，占全球 GDP 的比重从 2000 年的不足 4%逐步攀升，到 2020 年末已经超过了 17%。虽然近年来中国经济增长平台有所下移，但中国依然是全球增长较快的主要经济体。中国经济实力的提升和广阔的发展前景使得中国对国际资本具备持续的吸引力，近年来中国的资本流出压力基本可控，长期稳定且充足的外汇储备也支撑了较强的对外偿付实力。受此多重因素支撑，中国宏观政策自主性较强，事实上，近年来中国的宏观政策主要关注国内经济基本面和宏观风险状况，形成了具有中国特色的稳增长、防风险“双底线”思维。今年以来，尽管受全球主要经济体量化紧缩影响，中国资本流出压力略有加大，人民币汇率有所走贬，但总体来看，中国跨境资本流动基本平稳，加之中国资本与金融账户当前并未完全放开，资本外流压力依然可控，外汇储备也始终处于较高水平。在此背景下，在美国等经济体量化紧缩的同时，中国货币政策仍然能做到“以我为主”，坚持国内优先，适度注重国内外协调。

三、中美货币政策虽从共振走向分化，但本质上殊途同归

虽然中美两国货币政策走势表面分化，但若将扩张性政策按照强度划分为无限量的扩张性政策、超常规的扩张性政策以及常态化的扩张性政策，当前中美两国货币政策实际上均向着“超常规的扩张性政策”收敛，二者“殊途同归”。

从美国货币政策走向来看，是从无限量的扩张性政策转向超常规的扩张性政策。疫

情冲击下美联储采取了无限量的扩张政策，联储总资产从 2020 年 2 月的 4.1 万亿美元上升到 2022 年 2 月的 8.9 万亿美元，两年内美联储的总资产扩张增量，已经超过了有数据统计以来美联储的历年资产积累总额。按照当前联储的缩表节奏，需要花上 5 到 10 年的时间回到疫情之前的资产规模。这意味着，美国在今后一段较长时间内依然将保持相对宽松的货币供给。因此，虽然当前美国货币政策边际收缩，绝对水平依然是扩张性的货币政策，不过是从无限量的扩张性政策向超常规的扩张性政策回归。

从中国货币政策走向来看，是从常态化的扩张性政策转向超常规的扩张性政策。2020 年初，中国因应对疫情而采取了降准降息、加大信贷投放、提高赤字率以及增发特别国债等一揽子超常规的逆周期政策。但 2020 年下半年开始，中国的货币政策逐步向常态化的扩张政策回归，2021 年没有继续调降公开市场操作利率，M2 增速显著回落，仅在当年年中与年末进行了两次降准操作。但是，超常规宽松政策的过早退出，叠加房地产下行等因素影响，2021 年下半年开始中国经济增长下行的压力变大，特别是今年二季度经济下行压力明显加大，中国货币政策继续重回到超常规的扩张模式。

四、中美货币政策分化或将有助于检验现代货币理论

MMT（现代货币理论）认为，超级宽松的财政与货币政策对于经济是有益的且是可持续的，特别是当有效需求不足时，“直升机撒钱”可以带来产出增加和就业扩张，这实际上是说，债务和通胀不会形成对于经济运行的压力和约束。疫情发生之前，日本、欧盟多年来高债务和低通胀并行，2008 年次贷危机使得美国家庭的资产负债表大幅收缩、需求疲软，当时宽松的货币政策也并没有将通胀水平推到过高的位置，MMT 理论日益受到重视。2020 年为应对新冠疫情冲击，美国出台的超级量化宽松政策已接近于 MMT 的政策措施，财政赤字货币化带来大量资金直接投放给居民和企业，市场需求迅速反弹，但是美国经济当前却面临着前所未有的通胀压力，这使得传统货币理论提出的通货膨胀是一个货币现象，即更多的货币追逐同样多的商品时就会带来通货膨胀，重新回到大众视野，特别是在联储采取加息缩表之后，美国 CPI 还在持续上扬，如果联储不能尽快控制通胀，则至少证明 MMT 在避免物价过快上涨方面是乏力的。但从中国经济的表现来看，情况则有所不同。金融危机以来，中国也经历了长期的量化宽松过程，且当前宽松的货

币与财政政策仍然持续，但当前中国以 CPI 衡量的物价水平仍保持在 3%以内的相对温和水平，从这个意义上来说，MMT 在当前的中国似乎依然有效。

可能的一个解释是，MMT 或许仅在需求低迷的条件下有一定效果。2008 年次贷危机使得美国家庭的资产负债表大幅收缩、需求疲软，因此当时宽松的货币政策并没有将通胀水平推到过高的位置。而美国疫情以来的财政赤字货币化将大量资金直接投放给居民和企业，使得市场需求迅速反弹，则最终有可能带来“工资—价格”推动下的通胀长期化。考虑到当前中国经济总体仍处在产能过剩、需求疲弱的阶段，对于房地产采取的“挤泡沫”措施也带来房产等资产价格下行，因此短期看通胀压力不会成为中国实施宽松政策的障碍。但是，在多年的稳增长政策影响下，中国央行也向市场投放了大量的流动性，M2 增速长期高于 GDP 增速与 CPI 增速之和，未来中国经济是否也会面临通胀上行压力？在更长的时间段内，MMT 能否经受住检验?让我们拭目以待。

刘尚希：关于 MMT 的四个观点

刘尚希 中国财政科学研究院院长

以下观点整理自刘尚希在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 2 期）上的发言

一、财政是货币、金融的基础

征税权产生了国家信用，国家就可以开“空头支票”，即依托国家信用，可发行信用货币，没钱也可以花钱。唯一可以开空头支票的就是国家，而个人和公司都不行，这是因为国家信用在主权货币条件下是无风险的，而个人和公司的信用都存在风险。国家财政提供无风险资产，国债就是无风险的金融工具，这当然也是给私人部门提供金融财富（一种不同于实物资产的财富载体）。国债作为无风险的金融工具为资本市场提供基准，比如国债收益率曲线对资本市场的定价是极其重要的，金融投资者会去观察一个国家短期、长期国债收益率曲线，比如美国十年期国债收益率曲线就成为许多世界投资者关注的参照物，它的变化都会影响资本的流动。从这一点来看，无风险资产，资本市场定价基准是财政提供的，这不管财政有没有赤字，其实它都需要为金融市场提供这种无风险的流动性工具。**从这个意义上讲，财政是金融的基础，也是资本市场的基础，具体来说，国债就是资本市场的基础，国债收益率曲线是资本市场的基础设施。在发达经济体中，都是如此。**当然，中国国债收益率曲线的基础设施还不够完善，还要进一步去打造好。

二、以支定收是现代国家预算的基本思维和程序

以支定收是现代预算的基本思维和程序，先考虑支出，再考虑收入。现代国家很少有这样的情形：先考虑收入再考虑支出，有多少钱办多少事，钱少少办事，没钱就不办事。作为现代国家要承担公共责任，要防范化解社会的、甚至世界的公共风险是不可能这么做的。所以，现代国家基本上都抛弃了农耕时代的以收定支，有多少钱花多少钱，有多少钱办多少事，现在都是倒过来，先考虑支出，然后再考虑收入。之所以能够这么

做，是因为国家信用衍生出了信用货币，并垄断了信用货币的发行权，并随着经济交易的货币化程度、社会财富的金融化程度的提高，风险社会对无风险的国家信用衍生品，如货币、国债等的需求越来越大。

央行代理国库，没有税收也可以花钱。从实际运行过程来看，并不等于要收到一笔税收后财政才可以花钱。尤其是在风险救援的紧急情况下，可以打破财政存款的约束，不少发达国家都是如此。因为财政收支的运行过程已经嵌入到了央行货币发行和收回的过程，也可以说，财政支出的过程就是货币发行的过程，是基础货币的投放，而征税的过程就是货币收回的过程，因为货币回到了央行，实际上收回的是基础货币。从央行国库出来的财政支出，实际上是在发行基础货币，它还会产生货币乘数，产生派生存款。从这一点来讲，其实财政收支和货币运行紧密联系在一起。只是我们从部门角度看，认为财政是一个部门，央行是一个部门，好像两者不搭界。从预算来看，预算有收与支，央行有资产负债表，似乎预算表和央行的资产负债表没有关联，这是一个表象，实际上两者是紧密契合在一起的。**从央行资产负债表来观察，资产方有对政府的债权，如国债；而负债方有财政存款，政府的收入支出都嵌入在这里面了，所以，从这一点来讲，预算执行的过程和基础货币的投放收回的过程是紧密联系的。**

从政治的角度来观察，预算的一个重要作用就是通过预算来约束公共权力，“规定政府活动的范围和方向”（毛泽东）。现代国家预算这方面的作用越来越显现，而约束政府财力来源方面的作用在弱化，税收融资、货币融资都是选项之一，故而预算的重心转移到了支出和政策方面。在亚当·斯密那个时代，是小政府，意味着政府要少花钱，不去干预市场。而多花钱就意味着干预市场，那就变成大政府了。但是现代社会的政府，远不是亚当·斯密时期的政府了，世界各国财政规模占 GDP 的比例都在上升，这就是瓦格纳定律。为什么都在上升？这与发展阶段有关，因为要提供更多的公共服务，以对冲社会的公共风险水平上升，政府的公共责任就是为老百姓遮风挡雨，提供确定性，因为公共风险是一种纯风险，而对普通老百姓和市场来说无法化解和无法转移。从这个角度来说，政府要给老百姓提供确定性，免除他们在生存方面的风险，这样一来，政府的财政规模就越来越大了。瓦格纳定律描述了这个现象，但没有解释为什么财政规模越来越大，这里有福利国家观念的推动。其实，从实践来看，更重要的是政府公共责任由公共

风险在推动扩大，因为公共风险无法交给私人部门，只能是由政府来防范化解。从公共风险的角度可以解释政府财政规模为什么在扩大。中国这几年财政规模，从税收来看是急剧下降的，税收只占 GDP15.2%。这里有一些社会因素，比如老百姓对税收的态度，这些年来一直在减税，与老百姓认为税收越少越好的态度是有关的，当然也与经济下行有很大的关系。**从这一点来讲，预算约束从历史角度看，更多是去约束政府的权力，所谓央行的独立性，货币政策的独立性，所谓不让政府向央行透支，也是考虑怎么去约束公共权力。当然**这里还有一层经济上的考虑，就是担心政府透支引发通货膨胀。现在实践中的一些做法其实和现代货币理论有很多东西是相通的。只是我们观念上、概念上是另一种表述，实际操作与观念上的表达是有背离的，有时候我们不愿意去承认，但是不由自主地在这么做。就像美国财政货币政策的一体化，很显然是在实践 MMT 理论，但政府不一定表态，大家也不一定去说这件事，尤其是在美国消费物价达到历史新高的情况下，更不愿与 MMT 挂钩。

三、赤字是一种常态

赤字是一种常态。无论从中国来看，还是从外国来看，近几十年来几乎很少有国家能够保持收支平衡，甚至还有盈余的。凯恩斯理论说，赤字是宏观调控的一种工具，当社会总需求不足的时候，需要政府搞赤字预算，扩大赤字以扩大需求。赤字已经变成一种常态，是不是因为需求长期不足呢？从中国的情况看也不是这样。过去搞赤字的时候，有时候经济还是过热的。把赤字和有效需求不足唯一地挂钩，在逻辑上也说不通。用传统的周期性赤字、结构性赤字的逻辑也难以解释。

按照 MMT 理论，财政支出就是货币发行的过程，不言而喻，赤字也是货币发行的过程，只是这个货币发行的过程比较隐蔽，在央行资产负债表中的变化不那么明显。赤字已经常态化了，过去从财政角度来说，赤字是预算执行中被动产生的一种结果，收不抵支，支出有缺口，称之为预算赤字，接近周期性赤字的看法。还有一个赤字的概念，就是凯恩斯理论产生之后，政府干预经济，比如社会总供需失衡，有效需求不足，通过在预算中主动编列财政赤字，以扩大有效需求，作为一个政策工具来使用的赤字，接近结构性赤字的观点。这些年来大家在这些方面谈得比较多，一旦经济不景气，大家就觉得

要扩大赤字，刺激需求，刺激经济增长。所以，这是作为一个政策工具来看的赤字。其实还有一个角度，就是为提供金融资产、提供金融工具而产生的赤字。现在的赤字越来越体现金融属性，作为提供无风险金融资产，或金融工具的渠道和途径，或者说赤字本身就是为了生产金融工具。刚刚我在前面也谈到了，出现赤字，财政就可以发行国债，就可以提供无风险的金融资产，为资本市场定价提供基准。这既可以被动实现，也可以主动来做。从这个意义上讲，为金融市场提供金融资产也可以说是为私人部门提供金融资产，会越来越成为一种需求，因而赤字成为一种常态，或者说是赤字产生的更主要的原因，而与财政收支是不是平衡的这种因果关系越来越淡了。当然，我们在观念上仍基于传统观念，一看到赤字就被解释为收支不平衡导致的。其实，在美国克林顿时期曾经出现过财政盈余，导致市场流动性不足，发行了无赤字的国库券，没有赤字，为金融市场也必须发行国债。所以，**发行国债，编列赤字，与现在经济金融化程度的提高是直接相关的，因为经济金融化的提升改变了传统宏观经济运行的逻辑。就此而言，MMT 理论也是在经济金融化程度提高的背景下产生的。**

现在对赤字常态化至少有三种解释，为提供金融工具而产生的赤字，这种解释是与经济金融化相吻合的。赤字的规模应当有多大呢？赤字规模理论上等于国民储蓄与投资的差额，即理论上的赤字规模在封闭经济或两部门的条件下，就是剩余储蓄。这是应当有的赤字的规模，不然，市场不能出清。在三部门的情况下，通过贸易顺差可以消化一部分过剩储蓄，实现国内的平衡。但是，对外的贸易顺差其实是很难由我们去自主控制，当然，中国这些年贸易顺差比较大，通过贸易顺差输出了中国的一部分储蓄，降低了过剩储蓄导致市场难以出清带来的压力，这种情况下，赤字规模相应就会减少。**公共部门的赤字等于私人部门的盈余，在消费不变的条件下，储蓄与投资的差额，就是赤字在理论上的规模。**

四、赤字未必会带来通货膨胀

赤字是否导致消费物价上涨（以通货膨胀代指）是不确定的。资源约束是一个条件，还有一个重要的条件就是宏观不确定性和公共风险。这是在同样货币存量条件下是否会引发通胀的一个重要条件。

货币既有数量概念，也有状态概念。它在宏观状态下有三种状态，一种是固态，一种是液态，一种是气态。当货币存量不变的情况下，如果变成了气态，意味着货币的运行速度会加快，在这种情况下就可能容易出现通胀。如果经济不景气，货币存量可能就会冻结，就会从液态变成一种固态，或半冰半水的状态，这时候流动性就会就紧张。最典型的就是在中国 2008 年上半年还是过热，经济增长 10.4%，CPI 上涨 7.9%，还要防通胀，防经济过热，下半年就急转直下，出现了通货紧缩，经济下滑，出台 4 万亿的一揽子经济刺激方案。而货币存量并没有发生明显变化，所以上半年、下半年冰火两重天，下半年大量注入流动性，以此维持经济运转。这就是货币状态发生了变化，它已经向固态方向、半冰半水的状态转变，很难流动了。这时候大家更愿意持有这种货币资产，不愿意持有流动性低的其他资产，这种情况下不会出现通胀，反而出现紧缩。

所以，赤字是否导致通胀是不确定的，不能一概而论。过去我们有点想当然，一谈到赤字就像谈虎色变，会带来通货膨胀这个老虎。回头看，对通胀机理的认识是有偏差的。现在经济在金融化的条件下，货币本身就是资产，当货币作为一项资产的时候，与其他的资产之间的关系从“购买”变成了“置换”。这种情况下货币需求是增加的，更不会导致通胀。所以，财政通过赤字给私人部门提供更多的金融资产，能否带来通胀要看具体条件。至于资产价格上涨，是不同资产之间比价关系的变化，是收益与风险匹配性变化导致的。

当前美国的消费物价上涨，与其说是美国的赤字、债务和货币总量多了，倒不如说是全球供应链的问题。这种“供应链通胀”主要不是货币现象，也不是产能不足，而是各种非经济因素导致的供应链危机，是美国逆全球化遭受的反噬。

邵宇：MMT 的成功需要诸多条件配合，特别是供给条件

邵宇 东方证券首席经济学家

以下观点整理自邵宇在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 2 期）上的发言

MMT 是非常时髦的理论，但其实 MMT 既不现代，因为赤字、货币融资这件事情不是现代的事情，也不是关于纯货币，它更多的是关于财政，当然也关于财政货币的关系。说到理论，大部分是来自于后凯恩斯主义，特别是大部分理论和模型的框架都是在，流量和存量一致模型中的资产负债表和现金流量表中所获得的理论。MMT 本质是需求扩张，最主要强调财政和货币的资产负债表可以放在一起看。但它有明显的约束，这个约束条件现在看起来有两个，一是通胀，还有一个是资产泡沫。当然如果是非储备型的货币，还有外部债务的风险第三个约束。但实际上这三个因素特别是前两者是密切结合在一块的，**所以，MMT 要成功有很多的条件要配合，特别是供给方面的条件，不同的经济体下有不同的供给条件。**

一、美国

如果把联邦财政赤字和美联储资产负债表同时上升视为 MMT 一种实践指标，至少美联储回头看 100 年来有四个案例，也只有四个案例：一战，二战，2008 年次贷危机和最近的新冠疫情。这四个样本中只有 2008 年持续十年左右没有带来明显通胀压力，其他三次都有通胀，这次通胀再度来临。

为什么 2008 年作为 MMT 实践没有引发通胀？我们理解就是那时候有一个比较好的供给条件，特别是当时全球供应链比较稳定，中国的出口关税很低，也没有贸易战。相对而言能源价格有一段时间高启，但是替代能源特别是危机后的页岩使能源稳定，所以，只有这么一段小小的“甜蜜的时光”。所以，如果只是看需求扩张而忽略了供给条件，

可能会犯比较大的错误，这次大家看到，最近通胀又刷新了 8.6%。按泰勒规则计算，美联储如果仍然把 2%作为目标水平，利率加到 9-10%的水平才能满足泰勒规则的约束，这会使市场上又出现一次沃克时刻，如同 70 年代末、80 年代初保罗·沃克执掌美联储时的状态。其实现在的通胀如果折算回来，未必比当时低很多，更不用说欧洲国家因为地缘冲突所带来的巨大的风险。

当然我们也知道 MMT 的拥护者会反驳是供给侧原因，但必须承认 2020 年这一轮货币投放从资产负债表净投放来看相当于 2008 年十年的投放同样的量级。所以，同样有供给缺口，但是需求刺激也是通胀的一个重要的因素。在此基础上会加深资产价格剧烈波动而导致新一轮衰退。这时候我们要反省，MMT 是解决了问题还是创造了更多的问题，如同是过度货币投放引发一场危机或“大火”，但所有救火队员带来的是更多的货币。

二、日本

总体而言，日本陷入到中长期停滞的因素并不在于货币扩张不够，当然它可能有一点对于赤字方面的过滤，但总体而言它的央行和国债规模都在不断增长。但有趣的一点是，它的国债大部分购买是通过它的央行完成的，它对外部世界的需求是比较少的。同样做货币扩张，当然这种扩张并不一定让 MMT 的拥护者完全满意，但更多来自于它的供给，就是它的老龄化以及全球化把产业链转给中国或东盟，以及资本外流构成了它的通缩力量的一个来源。**所以，不同的 MMT 以及结合当时供给条件所带来的最终效果完全不可同日而语。**

三、中国

如果用广义 MMT 更新中国发展的叙事，反而让我们耳目一新，有不同的见解。中国财政赤字增速不低，中国的财政赤字不光看中央部门，还要看地方财政，特别是地方融资平台，也就是最近大家讨论非常多的中国公众部门杠杆迅速上升。其实我们私营部门的杠杆以及企业部门的杠杆上升也都不低，特别是 2008 年这次危机以来。我们名义产出高达 15%的 30 年发展历程中，我们的经济增长了非常强劲的比如 200 多倍，这是中国奇迹的来源，但可以视为财政的一个积极政策的结果。再看货币，广义货币增速 M2

增长速度突破 1000 倍，同样用 MMT 这样一个角度衡量，我们正是全力执行了货币和财政双方相互刺激政策，导致了良好的经济产出，通胀水平维持在 4-5%左右。它的供给条件非常支持，因为我们是发展中经济体，迅速刺激了劳动力、土地和其他生产要素包括全球产业链转移。所以，某种意义上，可以说中国是 MMT 良好应用的新版本。

但这里有非常奇怪的一点，中国的基础货币在很长一段时间中并不是由中国国债，也就是说国内债务发行供给基础货币再生成广义货币 M2，而是来自于外汇储备，更准确地说是来自于美国债务，这可能是全球化的一个关键秘密。现在讨论的财政和货币关系的争论，使得在中国更像是一个原教旨的 MMT 理论的应用场景——逐渐的外汇储备的下降，使得内生的来自于国债和其他形式的债务反而成为了基础货币扩张的一种重要来源。

回到开放经济体的前提下，考虑 MMT 使用的另外一个约束条件——国际债务危机。除美国之外其他国家没有那么好的运气，因为它的外溢性会影响其他国家，但其他国家特别是发展中经济体，它的货币是一个风险资产，很可能被债务挤兑，包括欧盟都会出现类似希腊这样的问题，所以 MMT 适用性要求非常高。我们每天都想用，但如果真用的话，成为日本的概率可能比成为美国的概率更大，我们的约束条件更为明显。我们也做了尝试，但除非我们的货币能再成为储备货币中的一员，否则还是要更多考量约束条件。

总结一下，MMT 确实提供了一种有别于主流经济学的世界观或者叙事，非常有助于我们从全局的视野把握经济运行的结构，但是，深层次看，MMT 仍然在重复凯恩斯和哈耶克当时的争论，MMT 同凯恩斯一样着眼于危机后有效需求的不足，或者类似中国这样一个发展中经济体，他认为政府应该采取扩张的财政货币政策，通过公共的比如大型基建，很多新兴领域的投资来弥补这样一种不足，但不要忘记哈耶克的忠告。哈耶克强调危机前的原因，正是因为积极的政策可能扭曲价格信号，导致产能过剩，资产泡沫和下一次危机的爆发。当然，因为所有现在主要政府都是凯恩斯性质的，都采用了有所作为的这样一个政策。同时，我们也知道在新时代下的 MMT 也面临新挑战。比如在哈耶克提出的货币非主权化，数字货币、比特币、稳定货币，这就废掉了所谓主权货币合法性来源，如果都没有主权货币其实 MMT 就失效了。所以，这是一种新的竞争的货币对手。虽

然大家看到在 MMT 在弥补短期产出缺口方面有动力，但受制于通胀、资产泡沫和外部冲击。而且可能最重要的挑战还是货币并非中性。货币在短期、中期、长期都不是中性的，最终会导致贫富分化和长期后续债务的压力，所以还是要跟供给方面的条件，以及它的三个约束条件并行考虑，MMT 才能发挥它最大的功能，避免它可能造成的后遗症。

Yan Liang：MMT 对中国的适用性及其对当前经济政策的启示作用

Yan Liang 美国制度思想学会主席，威拉姆特大学经济学教授、Peter C. and Bonnie S. Kremer 主席、国际研究主任

以下观点整理自 Yan Liang 在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 2 期）上的发言

一、MMT对于中国有一定适用性

在 MMT 研究群体中，有一种说法：MMT 只能对发达国家尤其是美国，日本适用，对中国等发展中国家是不适用的，因为他们没有主权货币。因为很多国家有固定的汇率政策，举外债，有流动的资本账户，所以无法运用一些 MMT 推荐的政策。如果政府增加支出，可能会让本国的货币更多地流入外国居民手中，导致货币贬值。这样就会与固定汇率政策冲突，从而导致财政政策被限制。所以，这种理论只能为发达国家服务，发展中国家主权货币受限制，MMT 提倡的政策是没有办法实践的。

我们要理解一点，中国的货币主权程度实际上是非常高的。首先，中国的资本账户管制是非常有效的，外商直接投资是主要的外资流入方式，这对防止资本无序进出是很帮助的 （图一）。尽管近年来资本账户变得更松动些，但同时，中国汇率政策也从原来的固定和美元挂钩的政策逐步放宽（图二），这样又会为中国争得一些货币主权的空间。再者，我国是有丰富的外汇储备（图三），这也能够为主权货币空间起到一定的巩固作用。最后，中国有非常低的外债，外债占 GDP 比重 14.5%，外债偿还占出口收入的比重为 8%（图四），外债偿还能力比起中国出口挣外汇的能力来讲是不值一提的。**所以，中国有很大程度上的货币主权，MMT 有些政策建议对中国还是非常适用的。**

我国中央银行有很多货币政策的工具。比如我们的确有公开市场操作，但不像美国那样，这不是我们唯一的主要的调整汇率的手段。因为我们还有准备金的调整，我们还有各种借贷便利，SLF、SLO、MLF、PSL 等各种借贷便利都会起到影响利率的作用。央行也发

债券，不只是财政发债券，尤其之前为了调节外汇时发行和买卖了很多央行债券。所以，有一些学者认为，我们不像美国那么需要财政和央行进行合作，我们可能不需要像美国那样赤字货币化。**但是，实际上看中国银行的资产负债表（表一），可以看到央行是财政的代理银行，它在负债表上有对政府的债权，也有政府的存款，这些项目的波动会影响到银行准备金，也会影响到利率。为了利率目标，也为了银行系统有一定的流动性，保持支付系统清算畅通，财政和央行必须合作，财政和央行实际上也是一直在合作的。所谓央行独立性在政策执行方面其实是假命题。即便央行不直接买政府债券或者不允许央行“透支”，但实践上，财政支出自我融资。财政支出时，央行增加私人部门账户的准备金。财政和货币政策总是相互相关的，财政支出总是“货币化”的，这与赤字与否，央行独立与否无关。**

二、货币政策有一定局限性，现阶段应让位于财政主导

如上所述，财政税收不受税收或举债限制，财政总能支出，财政支出能够为私人部门增加准备金，如果储备金过多就会把利率降低到目标值以下，财政会发行，出售债券减少准备金，从而达到利率目标。当然，这并不意味着政府就能无限制地支出，政府的支出应该以经济需要为主导，如果过度支出引起资源短缺或者有资源限制而造成通胀，政府是需要减少支出的。**所以，MMT 并不代表无限制支出，而是应该考虑到实体资源的限制，也就是通货膨胀的问题。**

政府财政支出很大程度上是受经济影响的。比如当经济下行时，财政收入减少，支出增加，导致赤字。而这种自动机制造成的赤字为经济提供一个缓冲，减少私人部门经济的下行压力。赤字提供私人部门的盈余。根据部门平衡原则，公共、私人和对外贸易三个部门不可能同时有盈余。公共赤字和外贸盈余为私人部门提供盈余机会（图五）。另外，根据克拉斯基方程 （Kalecki Equation），毛利润=企业的投资加上政府支出减去收入加上经常项目盈余（出口-进口），减去工资中的储蓄部分 （工人储蓄会减少毛利率）。由此可见，政府赤字可以提高毛利润。中国之所以有那么高的储蓄率，不光是因为私人家庭储蓄，也是因为很多企业部门能够有利润，那些利润可以成为企业的盈余。所以，从这一点看，政府支出对私人经济、市场经济是有助无害的。

货币政策有一定的局限性，货币信用其实是内生的，如果企业不想投资不想借贷，我们是没有办法让他们借贷的，所以货币政策对刺激经济是有局限性的。同时，就算我们降低利率和准备金率，减少信用成本，私人部门愿意增加借贷，这也有局限性。因为当前私人部门已经有太高的债务，家庭也好，企业也好，他们已经负债太多了 （图六）。我们近年来一直在强调减杠杆，我们不希望私人部门继续举债，抬高杠杆。所以，财政政策应该放在主导的地位。

三、财政政策短期刺激消费，长期应转向结构性的产业政策

当前五年计划的宏大目标是到 2035 年经济总体能够比 2020 年翻一倍。国家已经推出了很多重大的政策举措，比如中国制造 2025、国家创新体系、共同富裕、加强市场监管、加强对数据保护来发展电子经济等等。但是现在西方学术界的主流看法是中国经济有不少内在的下行因素：人口红利逐渐减少；投资消费不平衡导致投资效率降低，债务高筑；改革开放放缓；中国要发展绿色经济，所以宁愿牺牲一些短期的高速增长，把增长变得更持续化。当然还有其他各种的因素，比如经济不平等、国际不稳定，比如俄乌冲突，还有美国对中国的一些不友好的政策等等，这些都会影响中国的发展速度。这些下行压力有的很显著，有些并不然，但无论如何，我们需要有策略性地运用宏观经济政策来保证经济持续稳定发展。而 MMT 能提供有价值的政策启示。

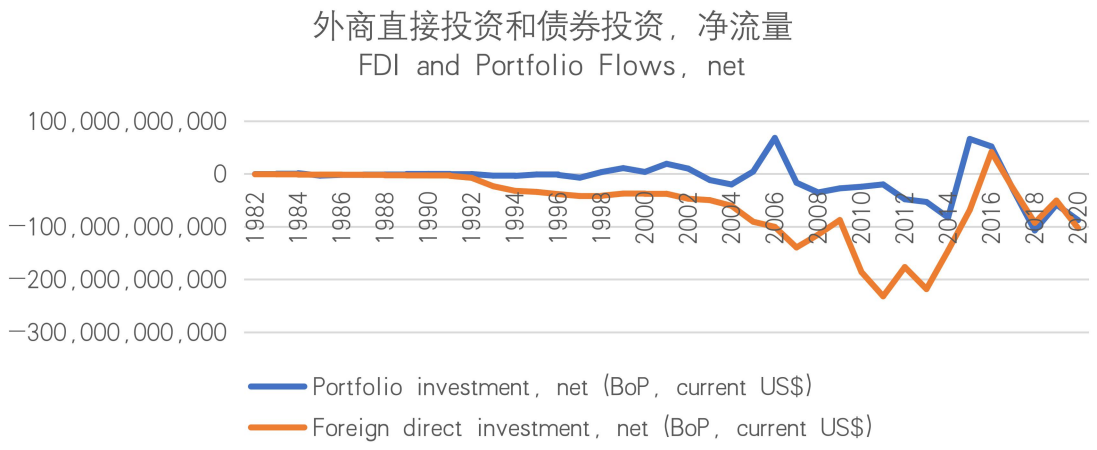
短期内我们要利用财政政策振兴疫情后的经济。首先，我们需要为广大群众提供现金补助，保证他们能交房租，付水电，买食物等等，保证基本需求。对无业人口和贫困人口的现金补助尤为重要。当然很多人担心，如果像美国一样给大家发钱会不会影响通胀？我们的国情和美国不一样，供应链是比较完整而且一直在比较正常地操作。美国很多供给性问题造成了现有的通胀，所以，我们不用太过担心给居民发一点钱就会引起通胀。第二，我们可以给私人企业、中小微企业一些工资补助，帮助他们把工人留下，能够在疫情好转解封时马上开工。这不但能保就业，还能保消费。如果人们知道他们的工作和收入保住了，他们会更愿意，更敢于消费，这对重振需求很重要。第三，基础建设国家已经非常强调了，有学者认为我们基建搞得太多了，比如交通和房地产方面已经投资过度了。但实际上现在我们还是有很多有益的基建项目，比如电子基建，公益住房，

智能城市，还有新能源基建等等。第四，中央政府财政转移非常重要，很多地方政府因为很多原因财政支出很高，收入因为疫情的关系而减少，所以，地方政府债务提高（图七），我们需要帮助地方政府从而支持地方经济。最后，公共就业计划也是值得推荐的，尤其在教育方面，我们缩减了私人课后辅导行业后，现在教育领域有很多失业人员，但我们又需要在教育方面投资更多，所以可以在这方面提供更多的公共就业机会。我们还有很多其他领域需要发展，环境保护、养老、农村建设等等私人企业无力或不愿投资的行业，政府投资和就业能起到很有效的作用。

中长期来看，MMT 提议的政策能帮助促进经济结构转型。首先，社会型支出应该增加，教育、医疗、养老等。比如中国花在教育上的支出占 GDP4.1%，低于大多数 OECD 国家水平。这些支出不但能大大提高人民的生活水平，也可以让人们更放心地花钱，刺激消费。第二，对把工业产业支持继续做得更好。目前中国在产业政策上的可比性支出占 GDP1.48%，远远高于其他 OECD 国家（图八），这也是中国在过去短短数十年能大大提高工业生产水平和科研水平的原因。第三，税收分配也可以改善。MMT 认为税收的目的不是为政府提供收入，税收是为了调节需求和资源分配，促进公平再分配，以及鼓励或阻止一些经济行为。中国的税收结构过于侧重增值税，个人所得税太低，不利于公平分配（图九）。所以我们可以改善税收结构来增强公平分配。最后，我们要支持发展再生能源，发展智能化，可持续城镇化。过去十几年，中国在防止全球变暖，环境保护方面取得长足发展，比如在再生能源领域，2009 年，美国的风力和太阳能发电分别是中国的两倍和五倍，而目前中国已经反超，中国的风力和太阳能发电分别是美国的两倍和三倍。这些成就和财政支出、投资以及其他政府政策法规是分不开的。

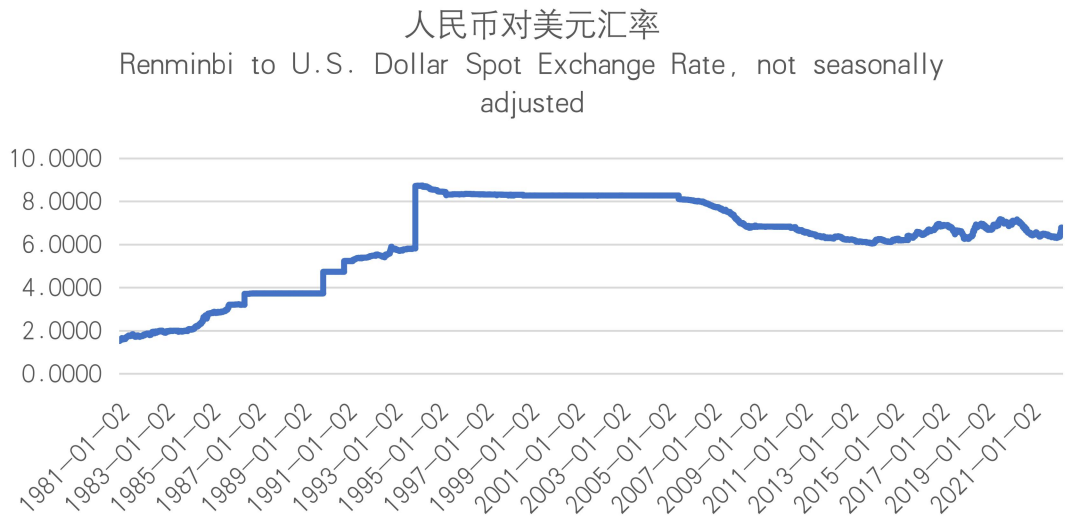
综上所述，MMT 的核心表述包括以下几个部分：第一，MMT 描述了货币主权国家的财政和货币政策执行手段和过程，这对中国有重要的借鉴作用。第二，MMT 不是量化宽松，也不是赤字财政货币化。有主权货币的政府，其支出是自我融资的，政府支出不存在融资限制，但有政府支出是有实体资源限制的。第三，政府支出和税收是为了调动和利用资源，为公共利益服务，这包括全就业，稳价格，公平分配，产业技术升级，和环境持续化。政府需要制定政策来决定如何以及为了什么目的来实施支出和税收。

图一



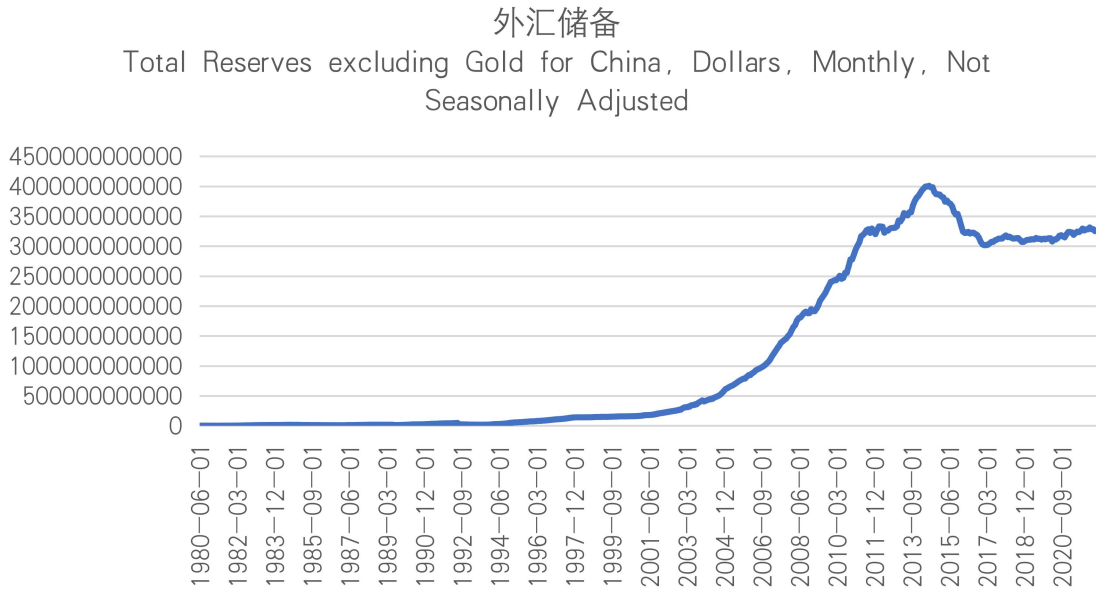
数据来源：IMF（2022）

图二



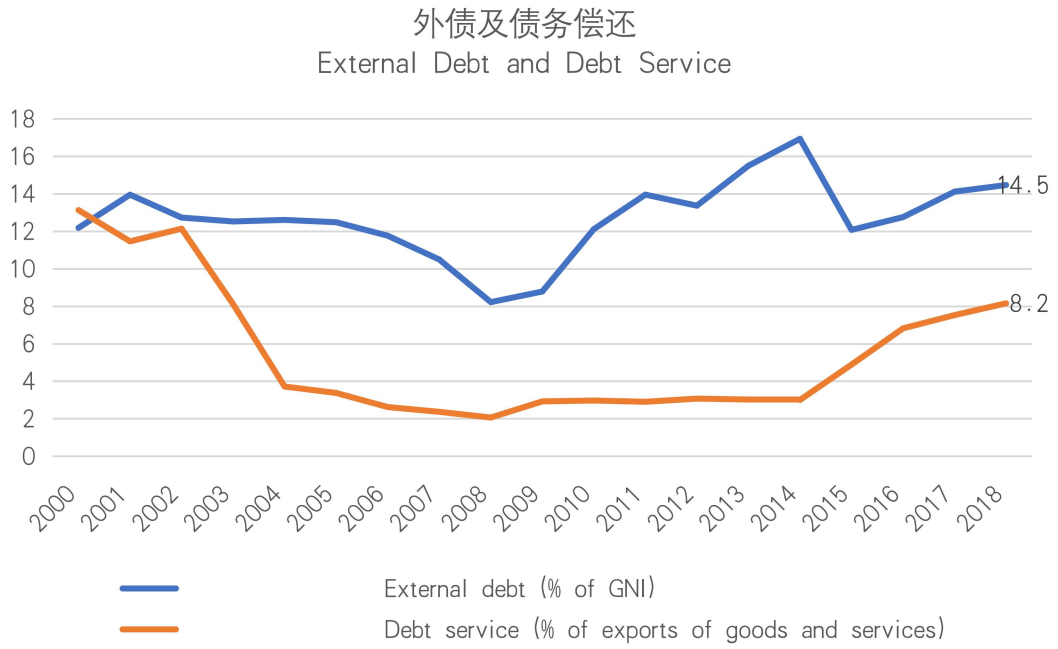
数据来源：IMF（2022）

图三



数据来源：IMF（2022）

图四



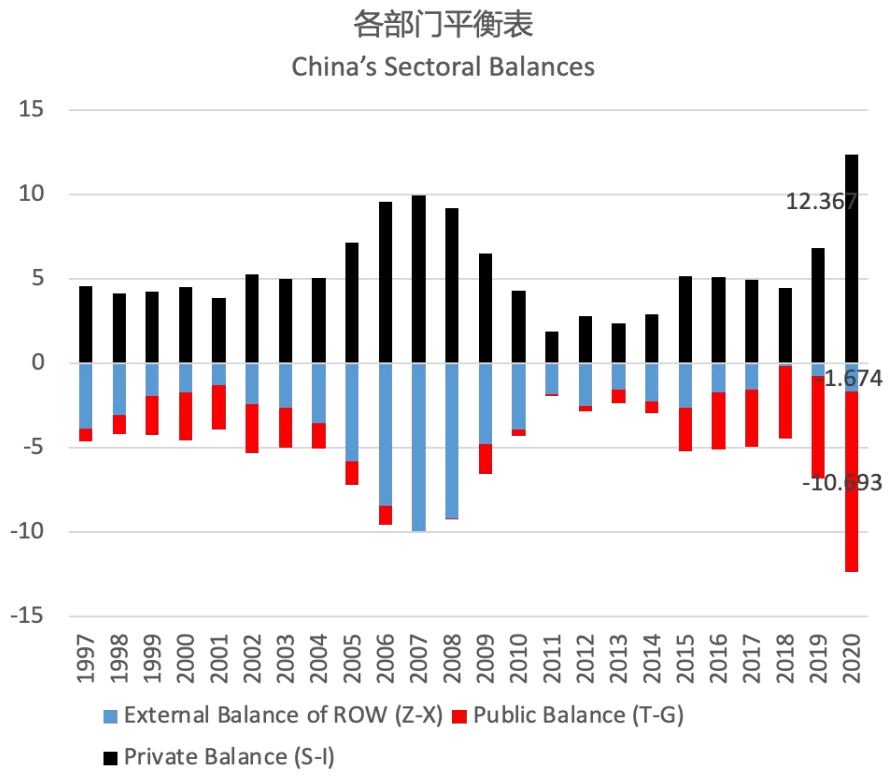
数据来源：IMF（2022）

表一：央行资产负债表

	人民币亿元	
项目 Item		
国外资产 Foreign Assets	22626.76	
外汇 Foreign Exchange	2,1331.852	
货币黄金 Monetary Gold	285.563	
其他国外资产 Other Foreign Assets	1009.345	
对政府债权 Claims on Government	1524.068	
其中：中央政府 Of which: Central Government	1524.068	3.90%
对其他存款性公司债权 Claims on Other Depository Corporations	12016.02	
对其他金融性公司债权 Claims on Other Financial Corporations	411.928	
对非金融性部门债权 Claims on Non-financial Sector		
其他资产 Other Assets	2354.827	
总资产 Total Assets	38933.603	
储备货币 Reserve Money	32682.344	
货币发行 Currency Issue	10085.654	
金融性公司存款 Deposits of Financial Corporations	20613.442	
其他存款性公司存款 Deposits of Other Depository Corporations	20613.442	
其他金融性公司存款 Deposits of Other Financial Corporations		
非金融机构存款 Deposits of Non-financial Institutions	1983.248	
不计入储备货币的金融性公司存款 Deposits of financial corporations excluded from Reserve Money	732.134	
发行债券 Bond Issue	9.5	
国外负债 Foreign Liabilities	118.655	
政府存款 Deposits of Government	4332.96	11%
自有资金 Own Capital	21..975	
其他负债 Other Liabilities	950.535	
总负债 Total Liabilities	38933.6	

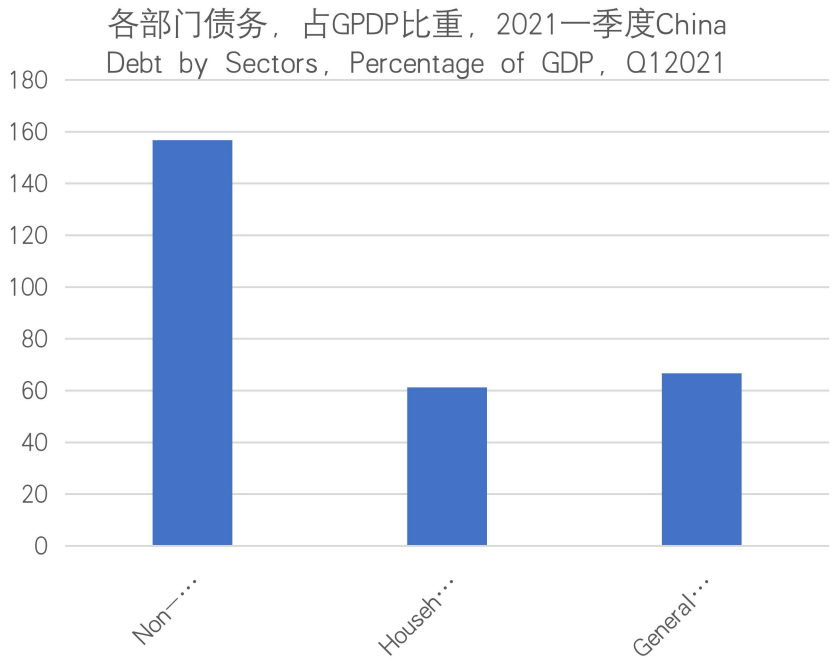
数据来源：中国人民银行。

图五



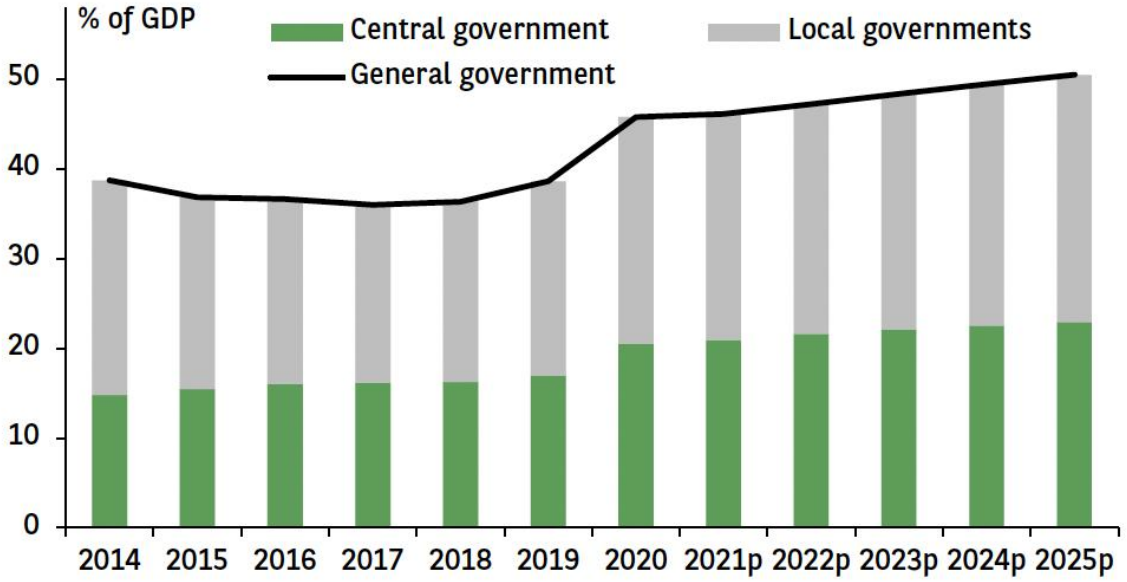
数据来源：IMF（2022）

图六



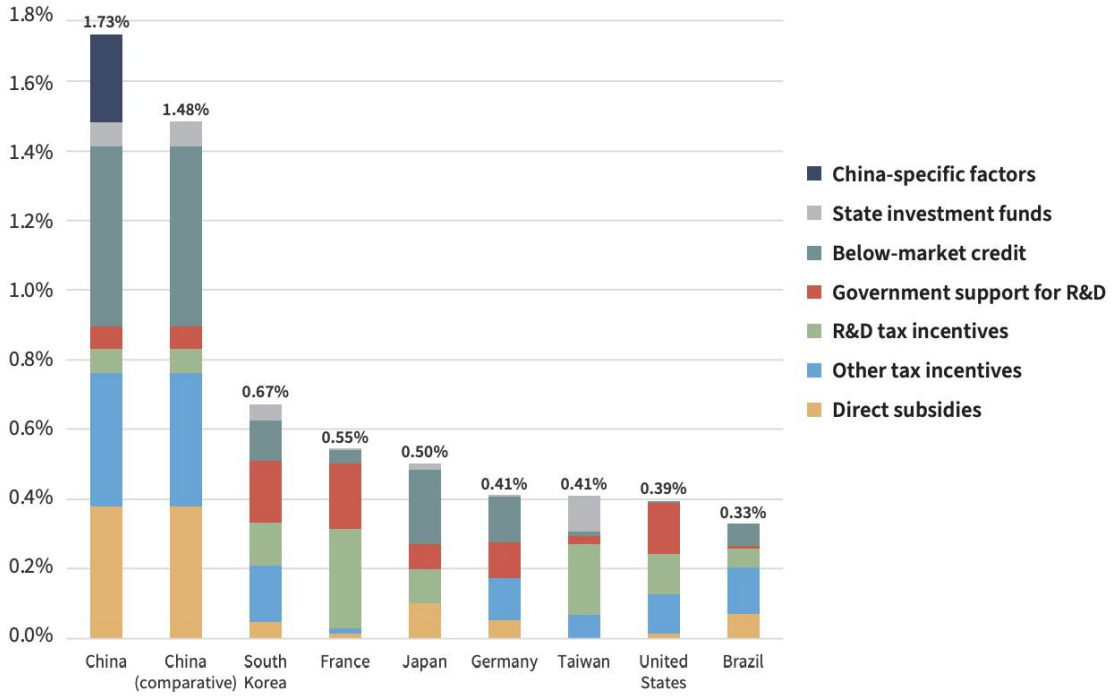
数据来源：OECD（2022）

图七；中央及地方政府债务占 GDP 比重



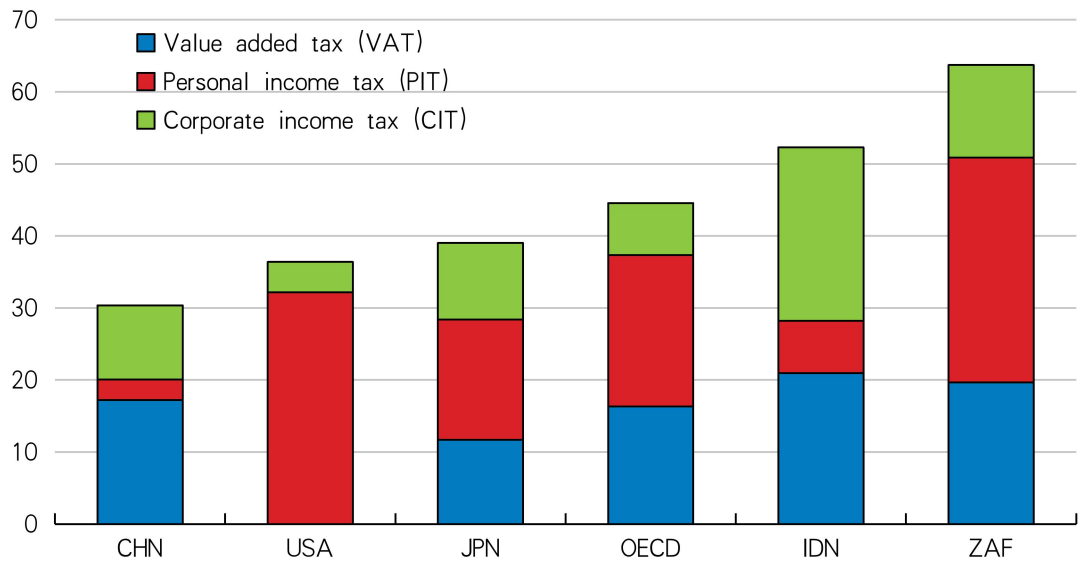
数据来源：BNP Paribus (2022)

图八：中国及他国产业政策支出，2019



数据来源：CSIS（2022）

图九：中国税收种类占总税收收入比重



引用文献：

Center for Strategic and International Studies.2022. “Red Ink: Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective.” https://www.csis.org/analysis/red-ink-estimating-chinese-industrial-policy-spending-comparative-perspective

IMF. 2022. World Economic Outlook Database. https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April Accessed on June 2, 2022.

OECD. 2022. China Survey: 2022.https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-china-2022_b0e499cf-en

People’s Bank of China. 2022. Balance Sheet Statement, April 2022. https://www.pbc.gov.cn/ Accessed on June 2, 2022.

Yeva Nersisyan：主权货币国家的约束：财政还是真实资源

Yeva Nersisyan 富兰克林与马歇尔学院经济学副教授，利维经济研究院研究员

以下观点整理自 Yeva Nersisyan 在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 2 期）上的发言

一、疫情期间真正的挑战是资源短缺

美国新冠疫情期间，国会推出了 5 万亿美元的应对计划。如果对比一下 2008 年全球金融危机，当时政府的救市计划只有 8000 亿美元，到底钱从哪里来的问题这次没有人提出质疑，政府都知道这次必须要行动，必须要救市来拯救经济。这 5 万亿的救助需要大约一年内花费完，这是拜登政府上台后批准的法案。另外花费在绿色能源，包括重建基础设施、儿童福利、加强学校幼儿园等建设，所有这些重建未来美好法案中涉及的政府开支是 4.1 万亿美元，这是一个八年的计划，所以平均 0.5 万亿和一年 5 万亿相比之下是相对少了很多的。所以对于这些政府的计划和方案，政府应该怎样筹到足够的钱来花呢？

显然每年的税收是远远无法满足这些计划所需花费的巨额资金的，这些就是现代货币理论（MMT）政策的发力点，当然疫情期间很多政府救助计划都印证 MMT 理论的正确性和必要性。目前**应对疫情的政策清晰地表明，对于主权货币政府来说钱不是问题，“花钱”就是“印钱”，而且需求总是被创造出来的，即使私营部门没有足够的需求，政府是可以帮助创造出需求的。**

J.Fagg Foster 认为，如果是在技术上可以实现的事情，财政上也是可能的。所以，即使政府的钱是不可能被花完的，但能买到的东西却是有限的。疫情期间，我们可以看到，口罩、呼吸机、芯片荒等问题，能源方面石油也出现短缺等等。所以，真正能买到的真实资源是有限的，是可能出现供给短缺的，但钱是花不完的。真正的挑战不是找到

钱，而是能否找到可供给的资源。这些资源不仅仅是实际的资源，也可以拓展到技术等“无形的资源”。因此，**能源短缺时怎样提高能源产能，或者以其他的方法来解决这项资源的短缺，这才是我们用来应对通货膨胀的方法。**所以，在疫情期间，对政府来说，钱不是问题，需求总是能被创造出来的，政府的钱是花不完的，但如果真实资源有限，这才是问题的关键。

美国也存在类似的质疑，批评人士认为现在政府出台了太多的经济刺激政策，包括经济刺激支票等，这些都会导致经济中出现高通胀。**但实际上，MMT 并没有倡导大水漫灌式地撒钱，也就是非精准性的公共开支。与**上世纪 60 年代在美国所采取的刺激性政策不同，“放水”让私营部门来决定拿到的钱怎么做，这样非精准的公共开支政策的确会诱发通胀，但经济中不同行业的增长率是不一样的，各个国家的情况也不一样，例如：有些行业面临的是劳动力短缺问题，有些行业面临的是失业问题，对于即将到达或已经到达充分就业的行业来说就会出现通胀。所以，这也是为什么 MMT 始终建议政府应该采取精准支出来解决这些问题，比如出台就业保障计划（Job Guarantee）来解决失业的问题，而不是一味的大水漫灌式地加大政府开支。当然就业保障计划一方面要促进充分就业，另一方面也需要涵养“潜在劳动力”，从而预防劳动力短缺的问题。现实中，劳动力短缺情况也会经常出现。因此政府的就业保障计划不但要确保在尚未达到充分就业时，那些有工作意愿，但还没有就业，政府出台的政策来调配这些资源支持那些劳动力短缺行业。政府可以通过出台工作保障计划使工作者保持和劳动力市场的联系，以防在经济繁荣的时候出现劳动力短缺的情况。

同时，MMT 认为我们要根据政策目标设定支出，不管是提高就业还是应对疫情总是有政策目标的，而不是相反的逻辑，即先考虑怎么找到钱再说我们能干什么样的事。设定目标之后，我们接下来要考虑如何加大投资突破瓶颈。例如：现在芯片是一个问题，芯片是用于各项工业制造产品的制造当中，汽车、高端器械等，所以，要通过加大投资，突破瓶颈来增强充分就业。**因此，主权货币国家进行支付或者是否负担得起不是问题，金融资源或财政资源也不是问题，问题的关键是要考虑真实资源是不是足够。**所以，MMT 认为政府不要算“有没有钱”的账，而要算“真实资源”够不够的账。比如，为了应对气候变化，投资要减少对化石燃料的使用，所有的这些资源原本用于生产化石燃料

的资源需要逐渐地、慢慢地释放到用于生产和其他方面上，把这部分生产化石燃料的产能转移到其他行业中去。因此，政府推动这些项目，不仅不会加剧通胀，相反会有助于释放资源，创造更多产能，甚至还能够减缓通胀。所以，它不但能够给经济创造足够的发展空间，而且能够释放更多资源，用于其他行业创造更多产能，从而减缓通胀。例如，凯恩斯的著作“谁来为战争买单”就认为二战期间，政府都不会考虑有没有足够的钱，相反，政府考虑的是石油、粮食及武器弹药哪里来。但是虽然人们的收入工资水平在提升，但“有钱”也不一定能够买到相应的商品，因为可能这些燃料包括其他资源都要优先供应到战争所涉及的部门中去。可以看出，这都是和政策目标紧密挂钩的。

MMT 是如何理解税收的呢？Beardsley Ruml 认为这是政府能够实现其各项经济目标的另外一个重要政策工具。Beardsley Ruml 认为：**征税作为一种政府收入来源的说法已经过时了，相比通胀来说，我们通过税收将投放到私营部门的需求转移到政府公共项目，这样**通过税收，释放更多的经济发展空间，让政府的支出“有的放矢”。所以目前的通胀环境下，功能性税收就变得非常关键了，具体的做法例如：对非常有钱的富人的征税提升几个点，就可以释放更多的资源用于政府公共开支项目。所以，在设计税收体制和具体税收政策时要考虑其功能性。

二、中央银行货币政策的局限性

过去几十年来，美国始终依赖货币政策来解决失业和通胀的问题。MMT 认为，中央银行和货币政策并不适合化解通胀，金融危机以来的低利率政策并未解决失业问题。可见，仅仅依靠货币政策是不够的。

如果仅依靠货币政策来应对通胀，例如，提升利率的直接影响就会导致经济减速，从而可能会引起更大的失业率，出现通胀和失业并存的“滞胀”问题。目前，面对由于供给侧制约因素来导致的通胀，不应该提高利率来抑制通胀。更应该通过投资加大建设未来产能，通过增加供给侧，缓解供给侧的紧张和制约因素来解决通胀的问题。

关于金融稳定性，我认为单方面的提高利率也不是正确的工具，因为操控利率将直接影响和加剧金融的不稳定性。因此大部分 MMT 经济学家都会认为加强金融稳定性尤其

重要，特别是资产价格的稳定，央行要充分扮演最后贷款人的角色。可以看出，现行的通过操控利率的方法来稳定金融的做法反而会加剧金融体系的不稳定性。面对现在在全球范围内的多重危机，相信中国也是一样的，要应对气候变化、提振经济、疫情等等危机，因而仅仅通过调节利率或者存款准备金率的货币政策显然无法奏效。

总之，当 MMT 没有得到应有的关注和认可的时候，人们觉得“钱”是一个问题，但现在通过 MMT 基于经济现实的理论分析，我们发现钱不是问题，而没有足够的真实资源来解决这些问题。美国的政策制定者也逐渐认识到 MMT 在后疫情时代发挥作用的“潜能”，它是一种“超常规”的经济理念和思维方式，也让政府通过一些手段来实现公共利益最大化，为实现政策目标提供了更大的政策空间和潜能。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：