

人大国发院十大核心产品系列

政 策 简 报

2022年5月 第8期 总第127期

货币与财政关系视域下的现代货币理论评析

刘凤良 李黎力 刘尚希 余永定 徐奇渊 管涛



—— 中國人民大學 ——
国家发展与战略研究院
National Academy of Development and Strategy, RUC

人大国发院简介

中国人民大学国家发展与战略研究院（简称“人大国发院”）是中国人民大学集全校之力重点打造的中国特色新型高校智库。现任理事长为学校党委书记张东刚教授，院长兼首席专家为校长刘伟教授。2015年人大国发院入选全国首批“国家高端智库”建设试点单位，并入选全球智库百强，2018年初在“中国大学智库机构百强排行榜”中名列第一。

人大国发院积极打造“小平台、大网络，跨学科、重交叉，促创新、高产出”的高端智库平台，围绕经济治理与经济发展、政治治理与法治建设、社会治理与社会创新、公共外交与国际关系四大研究领域，汇聚全校一流学科优质资源，组建跨学科研究团队，对中国面临的各类重大社会经济政治问题进行深入研究。

人大国发院以“中国特色新型高校智库的引领者”为目标，以“国家战略、全球视野、决策咨询、舆论引导”为使命，扎根中国大地，坚守国家战略，秉承时代使命，致力于建设成为“最懂中国的世界一流大学智库”。

地址：北京市海淀区中关村大街59号中国人民大学崇德西楼8楼

网站：<http://NADS.ruc.edu.cn>



人大国发院微信

作者简介（按发言顺序排序）

刘凤良，中国人民大学国家发展与战略研究院研究员、经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员。

李黎力，中国人民大学经济学院副教授。

刘尚希，中国财政科学研究院院长。

余永定，中国社会科学院学部委员。

徐奇渊，中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长。

管涛，中银国际证券全球首席经济学家。

欢迎媒体摘发、转载或采访。

媒体热线：张雯婷；办公电话：010-62625159

主办：中国人民大学国家发展与战略研究院（首批国家高端智库试点单位之一）

主编：刘青

编辑部主任：邹静娴

本期责编：邹静娴 张雯婷

摘要

在 2008 年全球金融危机和近年来新冠疫情的冲击下，各国开始推行超宽松宏观政策，货币政策和财政政策紧密配合，两者之间的边界也逐渐变得模糊。由于未能预见“三低”时代的到来，也难以解释所谓的“高低悖论”，主流宏观经济学陷入危机，现代货币理论逐步登上历史舞台。正统经济学与现代货币理论对于货币与财政关系的不同理解，来自过去货币、财政研究的不同传统，故而两种经济理论存在分析范式和理论框架的差异。两者的主要分歧在于债务可持续性、利率效应和通胀分析。正统经济学对财政与货币关系的理解较为消极和被动，存在一定缺陷。相比之下，现代货币理论提出了现代或主权货币体系框架，将货币与财政更好地联系起来。但是，现代货币理论自身仍然存在不足，尚待深入研究。探讨现代货币理论不能简单照搬，也不能简单否定。中国要结合自身实际情况，合理利用现代货币理论，更好地解决现实问题。

一、在“高低悖论”的背景下，现代货币理论迎来发展契机

随着 2008 年全球金融危机以来各国非常规货币政策与扩张性财政政策相结合的宽松宏观政策的出台，以及 2020 年新冠疫情暴发以来更大规模超宽松宏观政策的实施，全球的货币与财政政策出现了大转向。在应对危机和疫情的过程中，货币政策和财政政策紧密配合，两者之间的边界逐渐变得模糊。这种模糊具体表现在三方面：首先，

对于过去传统的政府赤字和债务上限这一红线，出现了上调乃至取消的呼吁；其次，英国央行等货币当局扩大了对财政部透支的规模；最后，货币融资或者财政赤字货币化等过去被看成“禁忌”的做法也开始被提及和严肃讨论。全球货币与财政政策步入新的十字路口，未来向何处去成为当今宏观经济的重要问题。

全球金融危机后，“低增长、低利率和低通胀”的“三低时代”随之到来，与之同时出现的是“高债务、高政府赤字、高货币供应量”等问题。主流宏观经济学基本没有预见到“三低时代”的到来，也难以解释所谓的“高低悖论”。原因在于宏观经济学通常认为量化宽松、政府赤字扩大以及公共债务积累会导致高通胀、高利率和政府破产风险加剧。在此背景下，主流宏观经济学陷入危机，这为过去长期被忽视的一些异端经济学流派带来了发展契机。

现代货币理论（Modern Money/Monetary Theory, MMT）产生自上世纪90年代，但一直鲜少受到关注。直至2019年，在美国关于绿色新政改革的政治讨论中，部分议员以这一理论为其忽略高债务和高赤字问题的政策背书，现代货币理论才引起了人们的关注。起初，各界对这一理论多持批判态度，但2020年新冠疫情蔓延之后，各国为应对危机纷纷采取刺激政策，人们对现代货币理论的看法出现转变。在主流宏观经济学陷入危机之际，现代货币理论因其对财政货币转向以及“高低悖论”作出回应，从而成为当今不容忽视的异端经济学流派。部分国外媒体宣称当前已经进入现代货币理论时代，国内也有学者发起了著名的“财政赤字货币化”讨论，这都使得现代货币理论的

热度急剧上升。

从思想渊源和谱系方面来看，现代货币理论与后凯恩斯主义学派密切相关，都主张政府干预。从逻辑框架来看，现代货币理论并非纯粹的货币理论，对它最佳的解释是“现代货币的理论”而非“现代的货币理论”。其主要内容包括三方面：新货币国定论、部门收支分析以及功能财政与最后雇佣者计划。现代货币理论构建在现代货币体系的基础上，提出了一套刻画现代宏观经济运行的框架。

二、货币和财政研究传统的演替

货币的研究传统源自对货币本质的认识，从而引申出对货币问题的不同理解。对货币的研究存在两大研究传统：一是西方正统交易研究传统，这一传统基于交易的货币本质观，以货币商品论、货币金属论和货币数量论为典型理论，遵循实物分析；二是西方非正统债务研究传统，基于债务的货币本质观，以货币名目论、货币国定论和货币信用论为典型理论，遵循货币分析。

财政方面同样存在两种不同的研究传统，这种传统源自对政府账户本质的看法，即政府账户和私人部门有无本质差别。一方面，西方正统稳健财政或健全财政研究传统，基于健全的政府账户本质观，以财政部观点、李嘉图—巴罗等价定理和纯公共财政论为典型理论，遵循实物财政分析；另一方面，西方非正统功能财政研究传统，基于功能的政府账户本质观，以功能财政原理、财政的货币理论和新货币国定论为典型理论，遵循货币财政分析。

三、正统经济学主张货币与财政之间相互独立，将货币

融资视为禁忌

正统经济学认为，正统的交易货币传统应该与正统的稳健财政或健全财政传统相结合。从研究范式来看，这种结合主要体现在实物的层面。货币是特殊的商品，而财政则是先收取一些实物，再进行支出，所以二者之间相互独立。在这一范式指导下，财政部和央行基本相互独立，各司其职。财政部负责财政事务和财政政策，央行负责货币事务和货币政策。既然从实物的角度看，货币和财政互不相关，那么货币主权与财政空间同样不相关。

按照健全财政或稳健财政的传统，政府同样面临预算约束。政府支出取决于三种融资的方式，即税收、债务和货币融资。政府预算约束将本来相互独立的货币（政策）与财政（政策）联系到一起，但作为这种潜在联系的“货币融资”“软约束”却被正统经济学视作传统“禁忌”或可怕“魔鬼”而被理性地忽视和回避。正统经济学适用于在纯粹实物经济的“政府（跨期）预算约束”框架下，理解政府收支过程、公共债务和财政政策影响。一方面，政府赤字和债务积累意味着政府占有社会稀缺的资金，进而导致利率上升，产生挤出效应；另一方面，政府在未来需要更高的税收偿还政府赤字，亦会产生李嘉图等价效应。

正统经济学的政策原则是将健全货币与健全财政相结合，明确货币与财政政策之间的边界，用健全货币来约束健全财政。在货币主导体制下，财政政策从属于货币政策。国家要维持央行独立性，禁止货币融资，强调财政政策的可持续性，追求财政盈余，为财政开支提供

所谓健全货币，并重视财政政策规则与财政纪律。

四、现代货币理论强调货币与财政的内在联系，主张政府并非面临像私人部门那样的预算约束

现代货币理论坚持广义的货币分析范式，强调货币的重要性。这一理论认为，货币是经济的组成部分，不能先研究实物经济而后把货币嫁接进去。对于财政同样如此，现代货币理论认为财政的货币化已经改变了财政的运行，所以必须从货币流通和循环的角度来研究财政的运行。对于货币与财政，该理论没有采取二分法，而是认为二者存在内在联系。中央银行与财政部关系密切，而且这种关系完全不同于商业银行与家庭或企业的关系。

在现代货币理论看来，由于主权货币政府具有货币垄断发行权，因而并未面临像私人部门那样的预算约束。所谓政府预算约束方程并非事前约束，而只是事后的会计恒等式。在这一前提下，该理论使用国民经济核算和部门收支分析框架，讨论不同部门因货币循环流转所形成的，在存量和流量上的对应关系。现代货币理论具体讨论央行和财政部的制度和实践，强调资产负债表的会计操作，以此揭示货币与财政之间的关系。

五、正统经济学与现代货币理论的比较、评价与启示

正统经济学与现代货币理论对于货币与财政关系的不同理解，来自过去货币、财政研究的不同传统，故而两种经济理论的分析范式和理论框架存在差异。其中，二者的主要分歧在于债务可持续性、利率效应和通胀分析。正统经济学认为，赤字债务累积会引发政府违约和

破产，抬升利率，出现挤出效应，而货币融资必然会导致通胀。但是，现代货币理论认为赤字和债务累积并不会引发政府违约和破产，而且如果发行的债务都是用本币标价，那么利率会被压低而非抬升，货币融资也不一定会导致通胀。

正统经济学对财政与货币关系的理解较为消极和被动，存在一定缺陷：一是在分析货币与财政联系纽带方面较为狭隘，将货币融资视作“禁忌”；二是未能刻画主权货币政府行为的特殊性，忽视了货币主权与财政空间之间的联系；三是其关于利率效应的结论与现实不一致。

相比之下，现代货币理论提出了现代或主权货币体系框架，将货币与财政更好地联系起来。这一理论认识到主权货币政府的特殊性，即其并不面临如同私人部门一样的预算约束。但是，现代货币理论自身仍然存在不足，尚待深入研究：首先，这一理论在刻画主权政府行为时缺乏通俗易懂的理解框架，对政府行为边界的问题需要进一步研究；其次，该理论对于市场主体的预期重视不够；最后，对于主权货币政府是否应当抛弃传统政府预算约束这一问题，还需要进一步研究。

在金融危机和新冠疫情的冲击下，主流宏观经济学向现代货币理论逐步靠近。现代货币理论对中国的启示，主要体现在国家治理与宏观经济治理上的“三个统筹”：第一，重视货币主权和人民币国际化，充分利用和拓展政策空间，统筹中央与地方；第二，吸收功能货币与功能财政思想，发挥党领导下货币与财政的分工协作的作用，统筹货币与财政；第三，正视并统筹政府债务与私人债务治理、财政创造货

币与银行创造货币，统筹有效市场与有为政府。

六、如何正确看待现代货币理论

（一）重点不是追求十全十美的理论，而是要用理论解决现实问题

中国财政科学研究所所长刘尚希指出，当前不是要追求一个理想的、十全十美但又脱离现实的理论，而是要用理论来解决现实问题。之前我国一些现实问题的解决，其实也是可以在一定程度上通过现代货币理论（MMT）加以解释的。例如：1997年由财政部门来发行国债，筹集资金再注资到四大银行，提升其资本充足率。这一操作是很典型的货币融资、赤字货币化。实际上，诸如四大行注资以及中投公司成立时所采取的类似政策都没有带来明显的负面效应，更多的是正面效应。现在我们面临的地方债务问题和中小企业融资问题等，迫使我们去思考财政和货币的关系。现代货币理论至少为我们解决这些难题提供了一丝光明，在这个问题上可以进一步探讨。过去认为禁忌的东西，实际上可以通过理论创新，来解决当下中国发展中面临的问题。所以探讨现代货币理论不是简单地照搬，也不能简单地否定。

（二）结合自身实际情况，合理利用现代货币理论

中国社科院学部委员余永定梳理了我国改革开放以来关于治理通货膨胀、财政赤字问题的一系列思想观念变化。改革开放初期，财政赤字带来了严重的通货膨胀，这使得央行从财政系统中独立出来。在经历2008年通货膨胀之后，我国在相当长时间内处于低通胀阶段。通过回顾历史也可以得出以下四点结论：第一，中国对通货膨胀的治

理一直比较成功，政府出于经济实际情况办事，并未完全照搬经济理论；第二，中国通胀治理的指导思想来源于自己的实践；第三，上世纪 80 年代中后期货币主义对中国宏观经济的调控，对于中国宏观经济政策的制定产生了巨大影响；第四，2002 年之后我国经济发展告别短缺经济，进入现代经济时期。

通过研究我国经济发展历史和实际情况可以发现，MMT 的很多观点具有参考价值，但是从整个理论体系来看，仍然存在一些比较极端的情况。我们要结合自身的实际情况，合理利用这一理论，而没有必要把许多政策主张与 MMT 联系到一起。

（三）中国宏观政策还有很大的空间，能够为经济平稳运行提供有力支撑

中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长徐奇渊从四个方面阐述了自己的观点：第一，MMT 本身也存在一种悖论。以日本为例，日本推行 MMT 相关政策，需要将经济环境维持在低利率、低通胀状态，这一前提一旦被打破，MMT 就无法持续。第二，对于是否在中国推行 MMT 相关政策，需要考虑我国与欧美之间不同经济环境。具体看来，在进入 MMT 政策区间时，欧美日政府债务占 GDP 比例都已经接近或达到 100%，而货币政策低利率使它的财政赤字空间、政府债务空间能够大幅提升。但是中国的财政政策本身，特别是中央政府的财政政策本身还是有相当大的空间的。第三，从长期看，MMT 使广大研究人员对债务上限理论进行反思。我们不能被那些过时的、教条的理论所束缚，要看到我们的宏观政策还有很大的空间，完全能

够为经济平稳运行提供有力支撑。第四，财政和货币政策之间有一定界限，同时又有连接点，尤其在国债市场层面，两个部门合作协调的空间是很大的。

（四）要加强财政货币政策联动，提高财政货币政策的有效性

中银国际证券全球首席经济学家管涛结合之前专家的发言进行了总结：首先，目前全球重回高通胀、高利率时代可能破坏了 MMT 实施的基础；其次，卷土重来的高通胀让我们有机会重新反思 MMT，这也告诉我们要敬畏市场、敬畏规律；最后，货币超发不一定有通胀，但通胀一定是货币超发所致。

对于中国而言，首先需要总结自身经验。前期在疫情防控比较有效的情况下，我们的财政和货币政策都比较克制，这也避免了过度刺激带来的通胀压力。对于央行用储备投资收益上缴财政的实践，管涛认为这并不是 MMT，也不是财政向央行透支和赤字的货币化，而是财政政策的措施之一。但不可否认的是，MMT 对于中国有很重要的借鉴意义，启发我们要加强财政货币政策联动，提高财政货币政策的有效性。

七、赤字能否货币化，央行与财政是否一体

刘尚希表示凡事应该有度。现实中一直都有赤字、一直都有债务。但是这并不等于赤字和债务可以无限扩大，也并不等于现在必须要回到收支平衡、消灭赤字和债务传统的时代。现在赤字债务的空间到底有多大，和货币的关联性到底在哪里，这个问题还是需要进行新的理

论创新。其实任何理论都是有一定的历史场景或者历史条件的，不能脱离这种历史场景和历史条件去谈一个理论的正确与否，没有任何理论放之四海皆准或者永远正确。在社会科学理论的研究上，不应该像自然科学那样追求从过去到现在永远正确的一个理论，所以赤字问题、债务问题不是不重要，而是需要判断其在什么条件下重要，不能抽象地谈赤字债务本身。

余永定分析了财政赤字可持续性以及通货膨胀的相关问题。他指出，对于财政赤字可持续性问题，有一个非常简单的公式。如果一个国家的债务对它的 GDP 比值不断上升，那么这种状况就是不可持续的。因此，应该关注一个国家财政赤字占 GDP 的比值能否维持在一个比较小且稳定的数额上。另外，要看这个国家的经济增长速度到底是高还是低。对于通胀问题，除了关注实体经济供需之间的缺口，也要关注货币供应情况，美国近期的通胀问题就是很好的例证。

李黎力表示，MMT 的目的是揭示现代货币运行的规律，而并不在于提出任何具体的政策主张。仅凭全球通胀的回潮就认为 MMT 被证伪了，这个看法值得进一步厘清和分析。最后，从现在通胀背景来看，MMT 似乎生不逢时，但是不妨碍它成为我们认识和应对当今世界经济形势的一种视角。

【注：本文根据中国宏观经济论坛（CMF）讲座速记稿整理。】

供稿：中国人民大学国家发展与战略研究院。所有权利保留。任何机构或个人使用此文稿时，应当获得作者同意。如果您想了解人大国发院其他研究报告，请访问 <http://nads.ruc.edu.cn/more.php?cid=425>