

2020年05月26日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

财政赤字货币化是否可行？

——为现代货币理论正名

相关报告

《《政府工作报告》点评：经济政策保底线，政治声明超预期》——2020-05-23

《2020年“两会”前瞻：略强于预期的投资刺激与减税救助》——2020-05-18

《4月份经济数据点评：金融宽松或便利企业存货投资》——2020-05-17

《《2020年1季度货币政策执行报告》点评：货币政策仍有宽松空间》——2020-05-11

《4月贸易数据点评：二季度出口超预期的可能性值得关注》——2020-05-10

事件：

近日来，关于中国是否应该进行财政赤字货币化的问题引发了各界的讨论，为财政赤字货币化又不引起通胀提供理论依据的现代货币理论（Modern Monetary Theory, MMT）也重回镁光灯下。虽然主流经济学者认为MMT离经叛道，但是我们认为，在MMT前提假设成立的条件下和在一定限度内，以财政主导稳定经济和价格水平的政策安排可能是自洽的。MMT对发达国家短期的经济刺激政策安排或有一定指导意义。

投资要点：

- **MMT提供了新宏观政策框架，在一定限度内可能是自洽的。**当前主流的财政货币安排以货币为主、财政为辅来调控总需求，并实现充分就业和价格稳定。MMT则提供了一套以财政为主导的新政策框架。如果严格的财政纪律可以坚守，在一定范围内同样可以维持需求和价格的稳定。
- **MMT框架虽然存在诸多的争议，但在一定条件下也有可取之处。**在关于政府的预算约束方面，质疑者认为私人部门预期改变及货币替代会导致恶性通胀；支持者则指出，MMT更适用于本币信用较强的国家和低通胀环境。在财政政策的灵活性方面，质疑者认为财政政策易受各方博弈影响，难以及时做出决策；支持者则提出可以设定一套自动执行的财政制度。有批评者认为财政主导有重归计划经济之嫌；支持者则认为政府只是支付最低工资，使得原本闲置的劳动力被利用起来，实则是提高效率。
- **MMT对发达经济体短期政策或有一定指导意义，但目前还不适用于中国。**当前世界主要发达经济体大都面临政策利率已达零或负利率，各部门杠杆率高企的局面。对于拥有储备货币的发达国家经济体而言，在短期内参考MMT的主张扩大财政支出并同时通过赤字货币化增加货币供给值得尝试。当然，恶性通胀、财政政策独立性低、资源配置效率低下等意味着赤字货币化的主张不宜长期化。此外，对于中国而言，由于目前并不具备实施MMT的前提条件，因此我们认为财政赤字货币化并不适用于中国。

风险提示：投资者预期突然变化，疫情扩散超预期

事件:

在近期有关中国是否应该进行财政赤字货币化的大讨论中,为财政赤字货币化又不引起通胀提供理论依据的现代货币理论(Modern Monetary Theory, MMT)重回镁光灯下,引发了广泛的关注。主流学者认为取消央行独立性、印钞为赤字融资还能不引发通胀完全是天方夜谭;我们以为这种看法过于简单化了。在 MMT 所特有的前提假设成立的条件下和在一定限度内,以财政主导稳定经济和价格水平的政策安排在逻辑上可能是自洽的。就短期而言,MMT 可能为深陷经济衰退、货币政策又受到零下限约束的发达国家经济体提振经济提供了值得尝试的政策思路。当然,如果 MMT 支持的财政赤字货币化长期化,潜在的风险不容低估。

评论:

1、 MMT: 新宏观政策框架的视角

MMT 是综合吸收多种经济货币理论发展的一套体系,属于后凯恩斯主义的一个分支,也并不是主流经济理论。MMT 受到关注最开始与一些华尔街投资者依据其理论在全球金融危机之后央行实施大规模“量宽”押注通缩而非通胀赚到钱有关;后来也有一些左翼的政治家试图依据这套理论实施更加激进的财政支出与社会福利计划。从政策实操的视角观察,我们认为 MMT 实际上提供了一套财政政策主导稳定就业和价格水平的新政策框架,与当前主流的财政与货币政策大致独立安排、货币政策更主导就业稳定和价格稳定的体系框架有着较大的差异。

1.1、 主流宏观政策安排与 MMT 政策框架

当前主流的财政货币安排在调控总需求和稳定价格方面大致遵循着央行为主,财政为辅的分工。中央银行通过投放高能货币的多少决定政策利率的高低,并且通过利率影响总需求,使得总需求与总供给相匹配,并且大致实现充分就业和价格稳定。财政政策的收缩和扩张虽然也会对于就业和价格有影响,但是央行的操作通常会把财政政策与企业居民部门的行为放在一起通盘考虑,决定货币政策。

MMT 则提供了与此完全不同的、财政主导的一套政策框架。MMT 主张财政部门决定财政支出与赤字的规模,而财政赤字全部由中央银行购买(赤字完全货币化)。这样财政政策也就同时决定了高能货币的投放和货币政策——央行成为了财政部的附属。在经济萧条期,财政赤字扩张一方面会直接刺激总需求,一方面也会增加货币供给推动总需求走强;反过来,一旦出现通胀上升的压力,财政赤字可以减少甚至(我们认为)可以出现财政盈余,在这种情况下高能货币供应增长会放缓乃至下滑,财政货币的双紧缩可以遏制通胀。考虑到财政主导的政策安排既可以导致通胀,也可能导致通缩,理论上讲总有一个位置可以实现就业与价格的稳定。

1.2、MMT 的一些推论

MMT 有几个有意思的推论：首先，由于政府的债务完全由中央银行印钞购买并以私人部门持有存款的形式间接持有，而本币又永远不需要偿还，这意味着政府债务永远不会有偿还风险。决策者因此可以不考虑政府债务水平的高低而只需要考虑就业与通胀的状况决定财政政策（赤字）的安排——也就是政府赤字没有预算约束而只有通胀约束。其次，税收并不是为了支撑政府的收支平衡，而存粹是为了调控总需求的一种手段，例如高税收可以抑制私营部门的需求，同时也能减少财政赤字，减少货币发行。最后，与常规情况下财政赤字推高利率不同，政府财政赤字的扩张可能因为推动了货币供应的增加而带动利率的下行。

虽然在新框架下财政赤字的规模和总需求的关系、均衡利率水平、市场主体在新政策框架之下的预期及基于预期的行为都可能存在相当多不稳定的因素，但是我们认为，如果严格的财政纪律可以得到保障，财政主导在理论上也同样可以维持总需求和价格水平的稳定。从总需求调控的角度，MMT 在一定限度内可能是自洽的。

2、对 MMT 的批评以及对批评的反驳

我们注意到，对 MMT——包括其前提假设和推论——也存在许多质疑，而针对这些质疑，MMT 的支持者也提出了反驳的理由。

2.1、政府是否有预算约束

首当其冲的质疑是在 MMT 框架下，政府是否确实没有预算约束。由于政府没有预算平衡的概念，也就是没有真实资源支撑其债务偿还，私人部门被政府借走盈余的本质就是没有任何实际购买力账户上的货币数字。伴随着政府债务上限的不断上升，私营部门意识到自身所持有货币资产的实质、要求挤兑的可能性也会不断上升——对物资的抢购可能在一夜之间推升通胀。特别是，如果存在货币替代的可能——如本币持有者想把本币转化为美元、黄金，政府债务过高引发的货币超发会通过汇率贬值、进口产品价格上涨、产生通胀预期等方式使信用问题以恶性通胀的方式展现出来。

当然，MMT 的支持者称，MMT 更多还是适用于本币信用较强，例如拥有国际储备货币的国家——包括美国，欧元区和日本，而且使用的环境是低增长、低通胀，就业不足的场景。从现实中日本政府债务占 GDP 比重超过 250%和日本央行是日本国债主要持有者来看，起码目前也还没有引发任何危机。

2.2、财政政策是否灵活及时

对 MMT 另外的一个批评在于财政政策是否做到足够灵活和具有约束。考虑到社会运转的政治博弈，即使是当前体系之下货币政策的独立性都会受到各方面因素

的影响,更何况是传统上与收入分配更紧密、政治博弈更激烈的财政政策。而且,考虑到财政政策的安排受到各方角力的影响,其灵活性与货币政策的灵活性恐怕不能同日而语,难以及时对通货膨胀做出反应,尤其是需要紧缩和加税的时候。MMT 支持者对这个问题的看法是,可以设定一套自动执行的财政制度而不需要依赖政治家的决定。

2.3、 财政主导是否降低资源配置效率

对 MMT 第三个主要批评在于财政主导有回到计划经济之嫌。财政主导总需求和价格稳定肯定会导致一个庞大的公共部门,考虑到公共部门和私人部门在资源配置方面效率的差异,从长期看 MMT 会影响资源配置的效率和潜在经济增速;而货币主导的框架则有利于私人部门发挥作用,市场机制发挥作用。MMT 的支持者则称政府支出稳定就业创造的就业机会仅会支付最低工资;一旦私营部门有更好的工作岗位,这些人会自动离职。在这种情况下,政府的雇佣使得本来在萧条期间处于闲置的劳动力被利用起来,其实改善了资源配置的效率。

此外,我们认为 MMT 支撑的宏观调控框架还有一个不足:宏观政策的灵活性下降。例如在传统的政策框架下,财政与货币政策的安排存在四种不同的组合:货币财政双扩张,货币财政双收缩,货币扩张、财政收缩,和货币收缩、财政扩张。而在 MMT 的框架下,则只剩下了前两种。如果面对如经济低迷但是资产价格偏高的一些比较特殊的经济环境,政府在调控的灵活性上可能会有所欠缺——当然,这还谈不上是一个根本的缺陷。

3、 MMT 对发达国家经济体短期的经济刺激安排或有一定指导意义

3.1、 MMT 对发达经济体或有可取之处

在当前世界主要发达经济体都因为人口老龄化、贫富差距扩大、技术进步迟缓等因素面临总需求不足,政策利率已经达到零利率或者负利率,各部门杠杆率不断上升,政府赤字和债务水平创出新高的局面下,量化宽松政策推动央行大规模购买政府债券增加货币供给却并没有出现明显的通胀上升,似乎在一定程度上验证了 MMT 理论的可取之处。

我们认为,就短期而言,拥有储备货币的发达国家经济体适度地采用 MMT 的主张增加财政支出并通过赤字货币化扩大货币供应有可取之处,不失为一种值得参考的政策思路。然而,从长期来看,如果政府债务不断上升,私人部门预期改变导致恶性通胀的风险始终存在,不可不防。而且,自动设定财政政策不需要政治议程的说法不切现实,财政政策做到类似货币政策的独立性难度较高。此外,庞大的政府部门一旦形成,想要缩小一般而言困难重重。MMT 不宜作为长期政策的指导依据。

那么从长期而言应该如何应对总需求不振、通胀低迷，就业不足的经济环境呢？我们认为发达国家经济体推动结构性改革、减少贫富差距、鼓励技术创新提振总需求应该是上策；继续沿用现有的政策框架但是通过数字货币等安排打破利率零下限进一步实施负利率可能是中策；而依靠财政持续扩张维持就业并将赤字货币化的各类潜在风险不低，属于下策。

3.2、 财政赤字货币化并不适用于中国

对于中国而言，实施 MMT 的前提条件完全不具备。首先人民币不是储备货币，货币替代并引发汇率贬值的风险始终存在；其次，财政的软约束在当前政策框架下都不容易受到管制，更何况转向财政主导框架；此外，中国还远没有达到通胀低迷、政策利率为零的常规政策困境。中国对于财政赤字货币化当然应该敬而远之。

风险提示：投资者预期突然变化，疫情扩散超预期

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4936

