

宏观深度报告

现代货币理论（MMT）再思考

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 新冠疫情以后，美欧实施了大规模财政刺激，“现代货币理论”（MMT）是其理论基础。该理论认为，在尚未实现充分就业的前提下，货币超发、政府举债和财政扩张不会引发高通胀，且即便有通胀也可以轻松地通过财政紧缩来解决。然而，这显然与当前美欧高通胀的现实发生背离。
- 一、MMT 思想对通胀问题的漠视。与货币数量论不同，MMT 否认了货币数量与通胀之间的密切关系。MMT 认为，从“财政货币化”到恶性通货膨胀，至少存在以下三重“门槛”：1）调动“闲置资源”可以促进供需平衡。2）货币供给的内生性可以抵消货币过度扩张。3）财政紧缩可以轻松控制通胀。此外，“经验主义”或是 MMT 支持者漠视通胀的重要原因：全球金融危机后，美欧日等发达经济体均实施了“量化宽松+财政扩张”，但长期保持“三低一高”（低通胀、低增长、低利率、高债务）格局。
- 二、美欧 MMT 失灵与通胀失控的原因。我们认为，MMT 漠视通胀的理由中，有三个重要前提假设对于美欧而言并不成立，使得财政和货币刺激引发通胀的风险被严重低估：一是，“充分就业”缺乏合理界定，对充分就业的误判是美欧财政和货币刺激过度的主因之一；二是，货币主权未必“独立”，美国货币宽松对全球产生外溢效应，最终“反噬”自身；三是，财政紧缩实操困难，难以起到管控通胀的作用。但外生性的供给冲击也是通胀的成因之一，MMT 不对通胀的恶化负“全责”。
- 三、辩证看待和使用 MMT。一是，正视过度财政刺激带来的通胀风险。过度的财政刺激，以及其衍生出的货币宽松需求，确有可能引发高通胀，尤其对于美欧等“资源利用已较为充分”的经济体。本轮美国财政刺激忽略了就业市场改善的滞后性与结构性问题。二是，不应忽视政策刺激的外溢效应。各国货币主权的独立性有强有弱，都需要在政策选择过程中重视外部环境与传导风险。三是，不应全盘否定 MMT 的思想。MMT 在应对重大经济金融危机的实践中是相对成功的。而且，本轮全球的高通胀现象不能全部归咎于 MMT：外生性供给冲击对通胀的影响客观存在；日本的经验亦表明，MMT 或不是高通胀的充分必要条件。四是，解决通胀问题或需货币和财政加强配合。“解铃还须系铃人”，财政应与货币同步紧缩，才可能令发达经济体的高通胀受控。五是，我国在财政和货币配合方面更加必要、可行。当前我国经济或正处于有效需求不足阶段，恰符合 MMT 思想中货币和财政配合的大前提。与欧美相比，我国在财政与货币配合方面具备独有优势：抵御输入性通胀风险的能力更强、货币政策更加独立、不存在类似西方财政受政治经济周期干扰的情况。美欧通胀失控的教训，不应成为我们放弃财政与货币加强配合的理由。

正文目录

一、 现代货币理论对通胀问题的漠视.....	4
1.1 现代货币理论的核心思想.....	4
1.2 MMT 漠视通胀的理论基础.....	5
1.3 “经验主义”夯实 MMT 信心.....	5
二、 美欧 MMT 失灵与通胀失控的原因.....	6
2.1 “充分就业”难界定.....	7
2.2 货币主权非“独立”.....	9
2.3 财政紧缩难操作.....	10
2.4 供给冲击助通胀.....	12
三、 如何辩证看待和使用 MMT?	14
3.1 正视财政刺激带来的通胀风险.....	14
3.2 不应忽视政策刺激的外溢效应.....	15
3.3 不应全盘否定 MMT 的思想.....	16
3.4 解决通胀问题或需货币和财政加强配合.....	17
3.5 我国在财政和货币配合方面更加必要、可行.....	18

图表目录

图表 1	MMT 理论的核心观点	5
图表 2	全球金融危机后，美欧日实施“量化宽松+财政扩张”，并未引发高通胀	6
图表 3	2020 年以前，美欧日政府债务率扩张期间，通胀并未明显走高	6
图表 4	美国 M2 同比增速创 1960 年以来新高	7
图表 5	美国政府债务率创 1960 年以来新高	7
图表 6	当前美国失业率水平或远低于真实的自然失业率	8
图表 7	美国不同行业的就业恢复节奏不同	8
图表 8	美国劳动参与率始终与疫情前有约 1% 的缺口	8
图表 9	美国贸易差额随供需缺口不断扩大	9
图表 10	即便在低利率环境下，美债收益率也仍高于其他主要发达经济体，能够持续吸引海外资金流入	10
图表 11	2021 年下半年以来，外国投资者进一步增持美债	10
图表 12	美国货币和财政宽松令美元贬值、美国进口价格快速回升	10
图表 13	美国政府财政支出和赤字水平仍高于疫情前，且 2022 年以来重新扩张	11
图表 14	欧元区政府财政赤字和支出水平仍明显高于 2015-19 年水平	12
图表 15	美国就业复苏一度拖累制造业产出恢复	13
图表 16	美国供应链扰动下的二手车和卡车价格上涨	13
图表 17	截至 2022 年中，能源和食品在全球通胀中的贡献显著	13
图表 18	美国历史上的高通胀时期，均离不开供给冲击的影响	14
图表 19	2021 上半年失业率下降过程中的美国财政刺激可能过度	15
图表 20	贸易渠道的外溢性：新冠疫情后发达经济体进口需求高增	16
图表 21	金融渠道的外溢性：新冠疫情后发达经济体货币供给快速增长	16
图表 22	日本财政支出与通胀率相关性很弱	17
图表 23	当前美欧英政策利率已超过 2019 年水平，货币紧缩十分坚决，与财政紧缩上的犹疑形成鲜明对比	18
图表 24	IMF 预测，2023 年欧美财政赤字率水平整体仍将高于 2019 年，这一力度或不利于遏制高通胀	18
图表 25	当前，我国消费、就业增速弱于疫情前水平	18
图表 26	美国政府转移支付增加，居民消费快速复苏	18
图表 27	当前我国通胀走势与海外错位	19
图表 28	本轮人民币汇率的韧性相对更强	19

新冠疫情以后，美欧实施了大规模财政刺激，“现代货币理论”（MMT）是其理论基础。该理论认为，在尚未实现充分就业的前提下，货币超发、政府举债和财政扩张不会引发高通胀，且即便有通胀也可以轻松地通过财政紧缩来解决。然而，这显然与当前美欧高通胀的现实发生背离。那么，MMT 为何漠视通胀问题，其思想是否还有现实意义？

我们认为，MMT 漠视通胀的理由中，有三个重要前提假设对于美欧而言并不成立，使得货币和财政刺激引发通胀的风险被严重低估：一是，“充分就业”缺乏合理界定，对充分就业的误判是本轮美国政策刺激过度的重要背景；二是，货币主权未必“独立”，美国货币宽松对全球产生外溢效应，最终“反噬”自身；三是，财政紧缩实操困难，难以起到管控通胀的作用。但外生性的供给冲击也是本轮高通胀的成因之一，MMT 不对通胀的恶化负“全责”。因此，我们在更加重视财政刺激与通胀风险的同时，也不应全盘否定 MMT 之思想。我国在财政和货币配合方面天然具备更有利的基础，不妨更加积极有为！

一、现代货币理论对通胀问题的漠视

1.1 现代货币理论的核心思想

简言之，现代货币理论（Modern Monetary Theory, MMT）的核心思想是，只要市场尚未实现充分就业，货币和财政扩张就不会带来通胀的副作用，还可以有效刺激实体经济增长。

MMT 的思想可以追溯到现代宏观经济学创始人凯恩斯。与凯恩斯主义相似，MMT 的推演逻辑亦起始于“充分就业”假设，并认为在有效需求不足时，政府需采取扩张性政策。与传统凯恩斯思想的区别是，MMT 将货币和财政更加视为有机的整体，并认为在政府信用背书下，政府可以摆脱传统财政纪律束缚，极大拓宽扩张性政策的发挥空间。

该理论代表人物兰德尔·雷（L. Randall Wray）在其 2017 年出版的《现代货币理论：主权货币体系的宏观经济学》一书中，从货币本质、货币主权、政策选择以及对外贸易等方面阐述了其主要观点：

第一，关于货币本质。1）货币是一种债务凭证，现代政府通过创造一种记账货币使社会债务标准化，确保债务、资产、商品价格都可以本国记账货币为单位进行计价；2）政府支出必须先于纳税：政府通过财政支出创造货币，供应私人部门用于缴税和债务清算，然后通过征税来回收释放的货币，因此，政府征税的目的是推动货币的发行与流通；3）政府发行债券是一种调节利率的手段：政府通过将债券卖给商业银行/中央银行，使利率趋于上行/下行。

第二，关于货币主权。货币主权需要满足以下五个条件：1）中央政府选择记账货币；2）中央政府以记账货币为单位向国民征税；3）中央政府发行货币，并且接受其货币作为交税工具；4）中央政府以本国货币作为计价单位举债，并且以本国货币作为偿还手段；5）浮动汇率国家才能拥有货币主权。

第三，关于政策选择。1）财政政策方面，发行主权货币的政府借入本币债务不会引发政府破产。因此，政府财政不受收支平衡的约束，财政政策的目标是保障充分就业；2）货币政策方面：央行货币政策目标的实现必须依赖财政当局的配合。因为政府通过贷记银行准备金进行支出，通过借记银行准备金进行征税。因此，中央银行的货币政策并不真正具有独立性；3）当出现高通胀时，政府可以通过征税、举债等方式将市场中多余的货币收回从而抑制通胀；4）政府应该为那些想要获得工资和福利的人提供就业机会，建立政府作为“最终雇主”的就业计划。

第四，关于对外贸易。1）出口即成本，进口即收益。当资源被应用与生产出口产品时，一方面，国内民众无法对该产出进行消费，或将其应用到进一步的生产中。国家承担生产成本，但并未得到好处；另一方面，进口国得到了产出却并不需要生产。因此，净出口意味着净成本，净进口意味着净收益；2）经常账户赤字不等于“失衡”。因为国际收支账户始终是平衡的，经常账户逆差与资本账户顺差相对应。外资流入在资金属性上等价于货币宽松，可缓解财政融资和央行货币投放的压力。虽然资本账户顺差意味着外债积累，但只要债务以本币标价，外债与内债并无差别。

图表1 MMT 理论的核心观点

MMT 理论的核心观点	
货币本质	1、货币是一种债务凭证，现代政府通过创造一种记账货币使社会债务标准化
	2、政府通过财政支出创造货币，政府征税的目的是推动货币的发行与流通
	3、政府发行债券是一种调节利率的手段
货币主权	1、中央政府选择记账货币
	2、中央政府以记账货币为单位征税
	3、中央政府接受以其发行的货币作为交税工具
	4、中央政府以本国货币作为计价单位举债和偿债
	5、浮动汇率制国家才拥有货币主权
政策选择	1、财政政策：政府财政不受收支平衡的约束，财政政策的目标是保障充分就业
	2、货币政策：央行货币政策目标的实现必须依赖财政政策的配合
	3、通胀政策：政府可以通过征税、举债等方式将市场中多余的货币收回从而抑制通胀
	4、社会保障：政府需要为没有工作的人建立“最终雇主”计划
对外贸易	1、出口即成本，进口即收益
	2、经常账户赤字不等于“失衡”

资料来源：《现代货币理论：主权货币体系的宏观经济学》，平安证券研究所

1.2 MMT 漠视通胀的理论基础

与主流宏观经济学的货币数量论不同，MMT 否认了货币数量与通货膨胀之间的密切关系。MMT 认为，从“财政货币化”到恶性通货膨胀，至少存在以下三重“门槛”。换言之，只要满足其中一个前提假设，财政和货币刺激就不会引发恶性通胀。

首先，调动“闲置资源”可以促进供需平衡。MMT 认为，只要经济运行中存在闲置资源，财政赤字货币化便可以提高资源利用程度。例如就业率提高带来产出增长，最终需求和供给同时增长，使物价维持相对平衡。劳动力是经济增长的重要资源之一。MMT 认为，财政政策的目标是保证“充分就业”，而不是刻意追求维持财政平衡。尤其当经济下行，私营企业难以吸纳足够劳动力就业，出现严重失业时，政府的职责是发挥“最终雇佣者”的角色，为没有工作的人建立“最终雇主”计划，通过债务融资扩大基础设施投资和公共部门规模，以重新实现充分就业。

其次，货币供给内生性可以抵消货币扩张。MMT 认为，货币供给过程不是中央银行所能完全控制的。这是因为，货币创造无法独立于实体经济运行，而是受到存款货币银行持有准备金的意愿、贷款意愿、企业借款需求、居民储蓄倾向等多方面的影响。继而，货币需求才能真正创造货币供给。例如，全球金融危机期间，美国企业投资意愿显著缩减，银行贷款的供给完全由需求驱动，经济主体的支出意愿决定了货币政策在实体经济中的效果。为应对危机，美联储开始支付商业银行在美联储的存款准备金利息，若准备金利率足够高，银行将更多持有准备金，而不是发放贷款。因此，在这些情况下，即使美联储大规模扩张基础货币，对货币供给总量的影响也有限，不会引发通货膨胀。

最后，财政紧缩可以轻松控制通胀。MMT 理论承认，通货膨胀是货币超发的限制因素。但是，其认为通胀是一个可以被轻松解决的问题。如前所述，MMT 认为，财政和货币是不分家的，财政支出是另一种形式的货币创造。因此，当通胀走高时，不仅中央银行可以收紧银根，政府也可以利用征税权力，通过增加税收抽走多余货币。甚至，MMT 认为税收的意义本就不在于支付政府开支，而在于确保人们接受法定货币，并在必要时控制通货膨胀。

1.3 “经验主义”夯实 MMT 信心

此外，“经验主义”或是 MMT 支持者漠视通胀的重要原因。2008 年全球金融危机后，美欧日等发达经济体均实施了“量化宽松+财政扩张”，财政与货币的关系更为紧密、界限更加模糊，可以说向 MMT 的实践更近一步。但直到新冠疫情爆发前，尽管主要发达经济体政府债务率显著攀升，但通胀率整体低于 2% 的目标水平，长期维持“三低一高”（低通胀、低增长、低

利率、高债务)的格局,这进一步强化了 MMT 支持者为通胀风险的漠视。

先看美国。2008 年秋,美国次贷危机引发全球金融危机。为稳定金融市场和复苏经济,美联储连续降息至零附近,并采取了非常规货币政策,在 2008-2013 年期间共实施了三轮量化宽松(QE),总资产增长了 3.1 万亿美元。到 2013 年底,美国政府债务率达到 104.6%,较 2008 年上升了 31.1 个百分点。2014-2019 年,美国逐步退出 QE,回归常规货币政策,政府债务率也从高速增长中走向平稳。美联储实施 QE 后,美国并未出现恶性通胀,2010-2019 年平均通胀率仅为 1.8%。

再看欧洲。2008 年全球金融危机后,欧洲经济还受到 2011 年主权债务危机冲击。尽管欧盟财政纪律较为严格,且统一的货币政策与分散的财政政策配合起来较为困难,但为应对危机,欧盟也不断向 MMT 的实践迈进。2008 年以后,欧洲央行曾连续降息 7 次,并于 2014 年步入“负利率”。同时,欧洲央行推出一系列非常规货币政策工具:一方面通过证券市场计划(SMP)和直接货币交易计划(OMT),直接在二级市场买卖成员国政府债券;另一方面启动并延长了多轮被称为“欧版 QE”的长期再融资操作(LTRO),其总资产规模在 2008-2013 年期间扩张了约 7600 亿欧元。截至 2013 年末,欧元区政府债务率达到 91.3%,较 2008 年扩张了 22.7 个百分点。但欧元区通胀率持续处于低位,2010-2019 年平均通胀率仅为 1.4%。

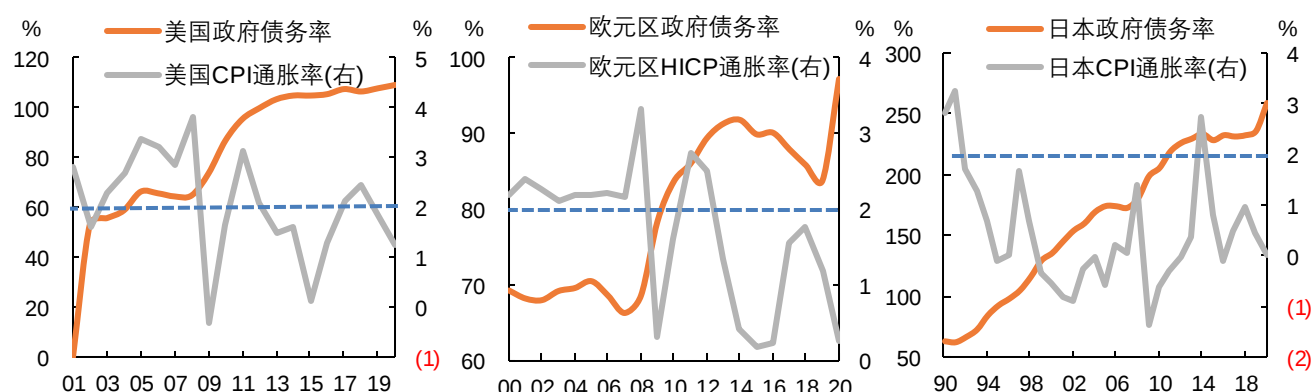
最后看日本。在股市和房地产泡沫破灭后,日本在 20 世纪 90 年代初就采取了“财政刺激+发行国债+央行买单”的政策组合。2008 年全球金融危机后,日本央行也跟随降息并重启 QE。2013 年日本前首相安倍晋三提出“三支箭”组合政策——激进的宽松货币政策、积极的财政政策以及促进增长的结构性的改革。其中,“第一支箭”和“第二支箭”带有强烈的 MMT 色彩:一方面,政府在高负债的情况下,实施更大规模的财政刺激;另一方面,央行实施了质化量化宽松货币政策(QQE),包括提高央行公债购买量、延长购买债券的期限、增加股票 ETF 和房地产 REITs 的购买等。截至 2013 年末,日本政府债务率达到 229.6%,较 2008 年扩张了 48.9 个百分点。但 2008 年以后,日本通胀率始终保持低位、基本徘徊在零附近。

图表2 全球金融危机后,美欧日实施“量化宽松+财政扩张”,并未引发高通胀

	美国	欧元区	日本
2008 年-2013 年央行资产扩张规模	3.14 万亿美元	0.76 万亿欧元	112.91 万亿日元
2008 年-2013 年政府债务率上升幅度(百分点)	31.12	22.70	48.91
2013 年末政府债务率(%)	104.58	91.30	229.63
2010-2019 年期间 CPI 年度通胀率最小值(%)	0.12	0.18	-0.62
2010-2019 年期间 CPI 年度通胀率最大值(%)	3.14	2.78	2.74
2010-2019 年期间 CPI 年度通胀率均值(%)	1.77	1.35	0.48

资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表3 2020 年以前,美欧日政府债务率扩张期间,通胀并未明显走高



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

二、美欧 MMT 失灵与通胀失控的原因

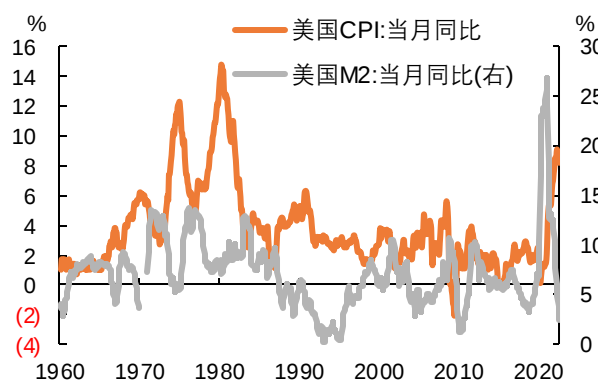
请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

新冠疫情以来，美欧普遍动用了 1960 年代以来力度最强的货币和财政刺激，通胀率也创下 1980 年代以来新高。货币宽松程度方面，2021 年初，美国、欧元区和英国 M2 同比增速最高分别达到 26.9%、12.4% 和 14.9%，为 1960 年以来最高水平。政府债务水平方面，2020 和 2021 年，美国政府债务率分别为 128.1%、137.2%，欧元区分别为 102.61%、95.35%，英国分别为 95.6%、97.2%，均是 1960 年以来政府债务率的最高水平。通胀方面，美国 CPI 通胀率在 2022 年 6 月达到 9.1% 的本轮高点，创下 40 年以来新高；截至 10 月，欧元区 HICP 通胀率和英国 CPI 通胀率均已创下两位数的历史最高水平。由此可见，美欧为应对新冠疫情冲击所采取的货币和财政刺激力度很大，这是高通胀的重要背景之一。

美欧为应对高通胀采取了大力度的货币紧缩，但截至目前效果有限。以美国为例，2022 年 3 月以来截至 11 月，美联储连续六次加息、累计加息 375 个基点，创下自 1981 年以来最大密集加息幅度，同时于 6 月以来持续缩表。截至 10 月，美国 CPI 通胀率仅由 9.1% 的高点回落至 7.7%。类似地，截至 11 月，欧央行和英国央行也已分别累计加息了 200 和 290 个基点，但欧元区和英国的通胀率仍在攀升。

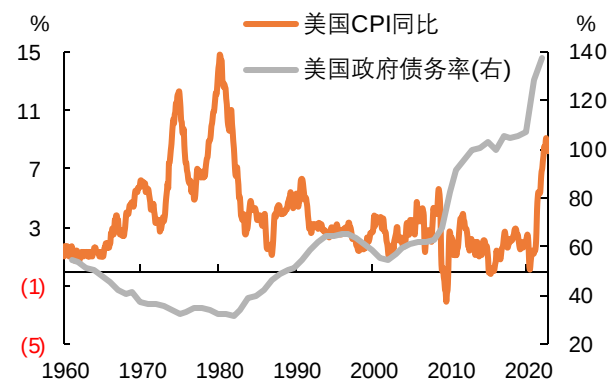
我们认为，本轮美欧 MMT 失灵与通胀失控的背后，主要有以下四方面原因：一是，“充分就业”缺乏合理界定，对充分就业的误判，是财政和货币刺激过度的主因之一；二是，货币主权未必“独立”，美国货币宽松对全球产生外溢效应，最终“反噬”自身；三是，财政紧缩实操困难，难以起到管控通胀的作用；四是，外生性的供给冲击也加剧了通胀压力。

图表4 美国 M2 同比增速创 1960 年以来新高



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

图表5 美国政府债务率创 1960 年以来新高



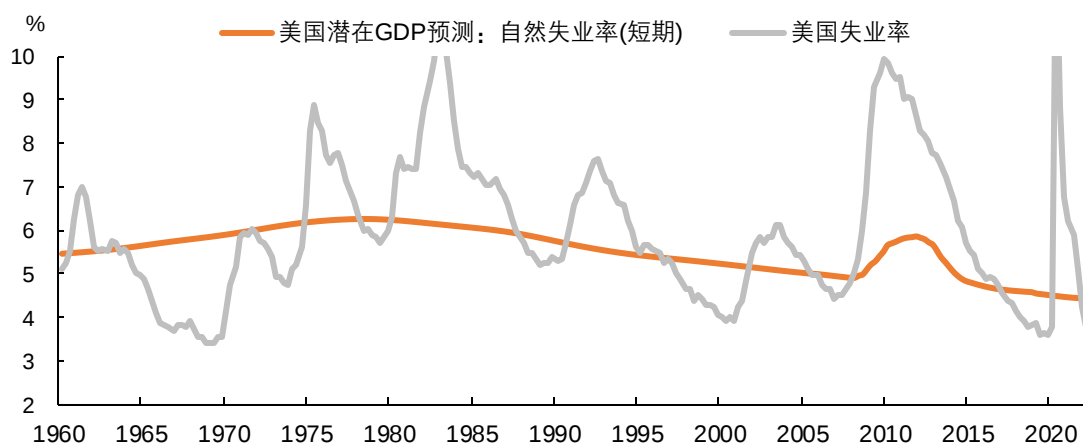
资料来源：iFinD, 平安证券研究所

2.1 “充分就业”难界定

MMT 认为只要尚未实现充分就业，财政刺激就不会引发恶性通胀。然而，新冠疫情冲击对就业市场的扰动是空前的，这使得对“充分就业”的界定颇有争议：“自然失业率”如何界定、不同部门的充分就业如何分辨、劳动力基数变化的影响如何衡量等。因此，财政刺激的规模很难恰好控制在一个刚好达到充分就业的水平，财政扩张容易用力过猛、引发通胀风险。

首先，“自然失业率”本身就是一个较为模糊的概念，新冠疫情冲击更加大了判定难度。事实上，2010-2011 年期间 CBO 曾短期上调“自然失业率”（即充分就业下的失业率）标准，以反映全球金融危机的影响。这说明充分就业的标准可以是灵活的。新冠疫情后，CBO 并未做类似的上调，但真实的自然失业率可能比趋势水平更高。2021 年初，拜登政府对疫情冲击后美国就业形势高度重视，迫切希望美国失业率能够快速下降到疫情前的水平，这也是其急于实施大规模财政刺激的背景。当时，美国失业率超过 6%，而美国财政部和美联储认为美国的“自然失业率”在 4.3-4.5% 左右。2022 年 5 月，美联储主席鲍威尔反思道，自然失业率在过去十年稳步下降的趋势可能被新冠疫情打乱，当前美国的自然失业率可能阶段性升高至 5%。因此，美联储和美国财政部在新冠疫情后未能及时审视自然失业率的标准，或是货币和财政刺激过度的重要原因之一。

图表6 当前美国失业率水平或远低于真实的自然失业率

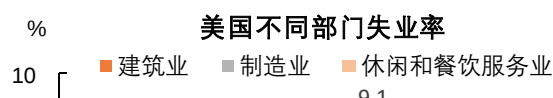


资料来源: iFinD, CBO, 平安证券研究所

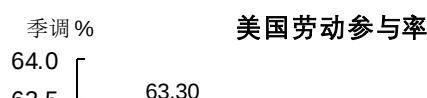
其次，不同行业的就业恢复节奏不同，对财政刺激的精准性提出了更高要求。2021 年拜登政府的 1.9 万亿美元经济救助计划向大多数美国人直接提供 1400 美元的补助金，使得商品消费需求快速恢复甚至超过疫情前水平。2021 年 3 月美国零售和食品服务销售额已达 6.3 万亿美元，超过疫情前最高水平 6.1 万亿美元。同时，2021 年拜登政府增加了万亿级别的基建投资，使建筑业快速复苏。由于财政刺激主要支持了居民商品消费和基建，美国制造业和建筑业的失业率均于 2021 年 8 月回落至疫情前水平。然而，大水漫灌式的财政刺激并未对服务业的就业恢复起到立竿见影的作用，直到 2022 年 3 月美国休闲和餐饮服务业失业率才重新回到疫情前水平 6% 以下。

再者，“充分就业”的界定可能还需要考虑供给冲击，目前美国劳动参与率仍与疫情前水平存在差距。2021 年，美国政府疫后发放多轮大规模失业救济补贴，一度为符合条件的失业者提供每周 400 美元的救济金，可能干扰居民再就业的积极性，使劳动力市场恢复缓慢。此外，新冠疫情对劳动力市场的冲击具有长期性。2022 年以来，美国劳动参与率最高仅恢复至 62.4%，始终低于疫情前 1 个百分点左右，对应 300 万人左右的劳动力缺口。劳动力基数的变动，也进一步加大了“充分就业”的判定难度。

图表7 美国不同行业的就业恢复节奏不同



图表8 美国劳动参与率始终与疫情前有约 1% 的缺口



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_49092

