



邵宇：现代货币理论 (MMT) 批判与吸收



意见领袖 | 邵宇 (东方证券首席经济学家)、陈达飞 (东方证券宏观研究员、财富研究中心总经理)

摘要: 2020 年初, 受新冠肺炎疫情的冲击, 西方国家纷纷采取了财政、货币双宽松的政策, 这被认为是现代货币理论 (MMT) “财政赤字货币化” 的实践。国内也出台了减税降费、货币 (或信用) 宽松等支持政策。由于财政压力较大, 学术界开始呼吁在中国应用 MMT。支持与反对的声音都有, 但以反对为主, 原因包括: 政策还有足够的空间; 通胀压力; 损害央行独立性; 或中国尚不具备实施 MMT 的条件等。两年后, 大通胀时代回归, 重新讨论 MMT 或许会有新的启示。本文从货币起源和本质的两种叙事谈起, 这是 MMT 逻辑成立的起点; 其次介绍 MMT 的方法论基础: 存量-流量一致 (SFC) 模型, 借此将资金流量表 (FoF) 和国民收入账户 (SNA) 体系联系起来, 这是 MMT 的描述性工具; 第四部分介绍 MMT 的政策主张 “最后雇佣者” 计划, 及其对国际收支、汇率制度选择的看法; 最后阐述 “财政赤字货币化” 的不可能三角, 即债务货币化、美联储独立性和美元信用之间是不能兼备的。

关键词: MMT; 存量-流量一致性; 最后雇佣者; 债务可持续性; 美元信用

目 录:

一、引言

二、货币的本质与起源：税收驱动货币与货币金字塔

三、存量-流量一致（SFC）分析法：SNA 与 FoF 的嵌套关系

四、政府的双重职能：“最后借款人”和“最后雇佣者”

五、财政赤字货币化的“不可能三角”

六、结语

.....未完待续，下篇为 MMT 实践及其效果的比较研究。脚注省略

一、引言

2008 年全球金融危机之后，西方世界陷入“公共债务陷阱”。政府债务杠杆率都达到了二战结束以来的峰值——远超马斯特里赫特条约所认定的 60% 可持续水平，但是，却并未发生主权债务危机。在应对新冠肺炎疫情冲击时，政府更加积极。

根据国际货币基金组织（IMF）的统计，2020-2021 年全球财政赤字率合计分别达到了 10% 和 8%。在主要经济体中，美国的财政支出规模最大，从 2020 年 3 月到 2021 年 3 月，四轮财政救助计划合计达 5.9 万亿美元，占 2021 年 GDP 的 26.9%^[2]（2008 年《紧急经济稳定法案》和 2009 年《美国复兴与再投资法案》支出总额为 GDP 的 10.3%），2020 和 2021 年的赤字率分别为 15% 和 11%。关于财政可持续性、债务货币化及其与通货膨胀的关系再次成为热点话题。如同持续的低通胀为宽松的货币

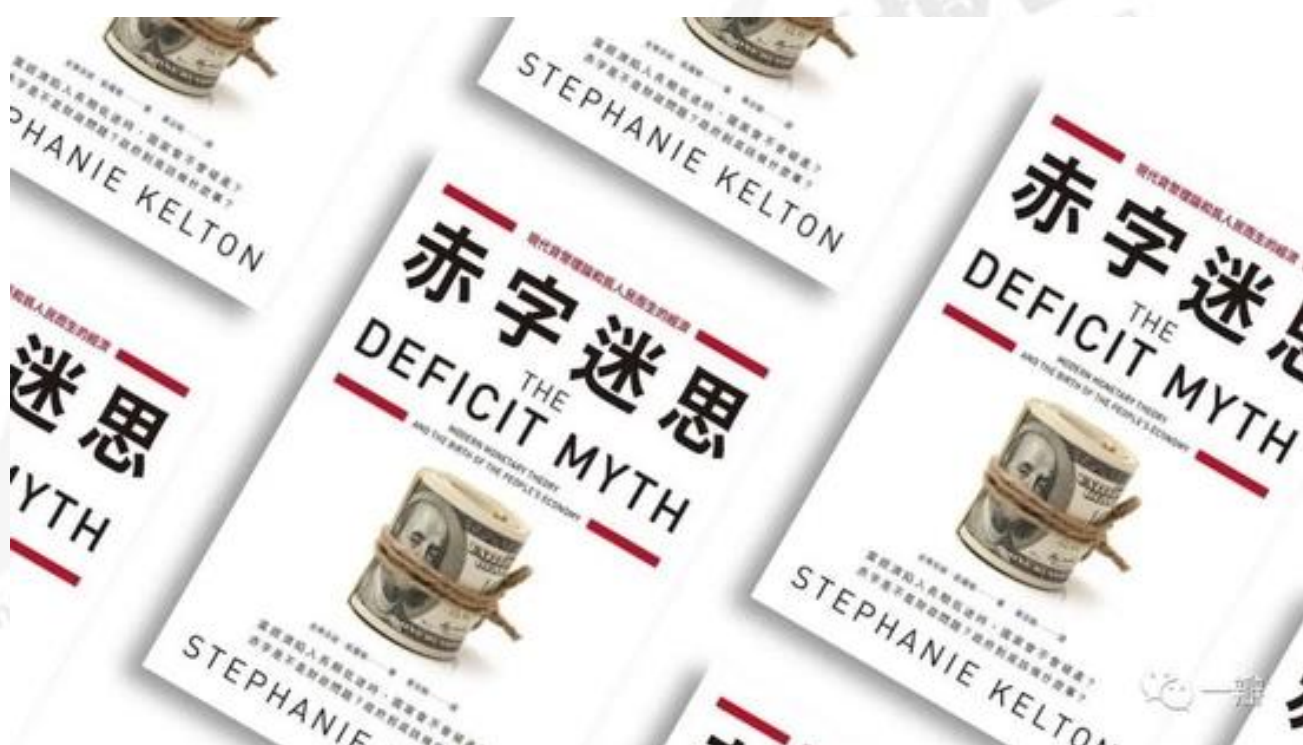
政策创造了空间一样，零利率或负利率也提高了积极财政政策的可持续性。两者形成了一个闭环，为现代货币理论（Modern Monetary Theory, MMT）及其政策主张——“财政赤字货币化”提供了现实依据。



芝加哥布斯商学院 IGM 论坛曾对 50 位最受人尊敬的学术经济学家进行调查，发现没有一个受访者同意 MMT 关于财政赤字、债务货币化或通货膨胀的核心主张，像萨默斯和克鲁格曼这样的左倾凯恩斯主义经济学家也激烈地谴责 MMT 的主张是“危险的”和“明显站不住脚的”。但在政治上，MMT 却颇受青睐。在美国，进步民主派就旗帜鲜明地支持 MMT。

左翼民主党代表伯恩·桑德斯、“绿色新政”（the Green New Deal）的旗手沃伦（Warren）、国会众议员科特兹（Ocasio-Cortez）都是拥护者。2016 年桑德斯竞选总统时就聘用了 MMT 支持者、美国石溪大学教授 Stephanie Kelton 作为经济顾问。在 2020 年总统大选中，由于受到新冠疫情的冲击，政府需要为扩大财政赤字或提高债务上限寻找理论支持。MMT 因此名声大噪。MMT 是目的导向的，从目的正义反推工具理性，其逻辑与政治或道德意识形态运动更有共同之处。MMT 遵循的并不是经济学当中约束条件下的最优决策范式，而是首先抛出“政治正确”的政策目标：为所有人提供工作；为所有人支付大学学费；以及保障全民基本收入（UBI）等等，而后再论证政策可行性。

通向所有目标的道路都是由货币（即印钞）铺就的。所以，MMT 首先需要回答的问题就是：货币是什么，从哪里来？



作者：Stephanie Kelton

二、货币的本质与起源：税收驱动货币与货币金字塔

关于货币的起源与演化有两种叙事：经济学和人类学。经济学叙事中的货币演化史强调的是交易媒介职能，关注的是货币的物理形态的演化——从有价值的实物商品、金属到可兑换的纸币，再到不可兑换纸币和数字货币，背后的逻辑是降低交易成本。这也是教科书里讲的故事。人类学叙事完全不同。由于考古上没有发现物物交换存在的证据，人类学家认为，货币起源的“物物交换”说纯属虚构（格雷伯，2021；马汀，2014）。反而大量考古证据证明，货币最原始的职能是记账单位，而非交易媒介。一言以蔽之，货币是一种可转让的信用记录工具，类似于“千克”、“米”等重量或长度单位。所以，人类学的叙事是，货币从起源上就是虚拟的而非实物的。

最早的考古证据可追溯到公元前 3100 年前后美索不达米亚的乌鲁克城，人们在泥板上记录了大量关于宫殿与庙宇的借贷和交易行为。后世类似的证据还有英国政府自中世纪开始发行的财政部符木 (tally)，以及发生在太平洋雅浦岛上的“费币 (Fei)” 的故事。实际上，经济学的两位巨擘凯恩斯和弗里德曼都分别在《货币论》和《货币的祸害》中研究了雅浦岛的费币，并认为“记账货币” (Money of Account) 才是货币的本质属性。这等于说，货币起源于借贷行为，记账单位才是货币的本质属性，今天的数字货币和银行账户、清算体系与 5,000 年前的乌鲁克城并无本质

区别。

MMT 对货币的起源或本质的认识符合人类学叙事。MMT 认为，是否具有实际价值并非货币的必要条件。货币的物理属性在持续变化，但本质都是发行者的借据，流通中的货币都是这种借据的“代币”。从这个意义上讲，MMT 既“现代”，也“古老”。

演化至今，货币与主权已紧紧绑定在一起——一个国家（或区域），一种货币。在理论上，MMT 对货币的认识来源于“货币国定论”（Chartalism，又称“名目主义”），由德国经济学家格奥尔格·弗里德里希·克纳普（Georg Friedrich Knapp）在 1905 年出版的《国家货币理论》（The State Theory of Money）一书中首次提出。克纳普对主流的“货币金属论”（Metallism）提出了质疑，认为“货币是国家的产物”，充当一种票券式（chartal）支付手段，源于国家管理经济活动的需要。在没有货币自主权（或货币政策不独立）的国家（或地区），MMT 的政策主张是无法实施的，这必然要求其持有“名目主义”的观点，因为以金本位制为代表的商品本位在本质上是固定汇率制。

“货币国定论”回答了货币的供给问题，没有回答的是：货币的需求来自哪里？即人们为什么需要没有内在价值的货币？MMT 代表人物兰德尔·雷（雷，2017）认为，国家的立法强制并不足以让人们接受没有内在价值的货币。人们之所以需要货币，是因为国家规定了货币的用途，几乎所有的交易行为和债务清偿行为都需要用货币，其中一些行为是强制性的，

如纳税。在所有这些需求中，税收是最重要的机制，即税收驱动货币——政府只有先将钱花出去，人们才有钱纳税。雷甚至认为，这是税收的主要功能，而不是为财政支出融资。逻辑很好理解，既然政府垄断了货币发行权，唯一需要思考的就是如何创造货币需求，因为这直接决定着政府可以花多少钱——相当于“木桶”的短板。所以，通货膨胀或货币贬值才是 MMT 的“软肋”，因为人们总是想尽快把货币换成实物，进而形成“通胀螺旋” [3]。按照这个逻辑推演，政府加税的直接目的也不是创收，而是创造更多的货币需求，即所谓的“补短板”。

在债务金字塔结构中，信用最高的政府债务处于金字塔的顶端。它不仅是央行发行货币的基础，也是银行和非银行机构发行债务的基础，是金融市场中折扣率 (haircut) 最低的抵押品。在“充足准备金”框架下，债券利率比准备金利率更高，于商行而言，用准备金置换国债是有利可图的。债务金字塔也对应着货币金字塔 (图 1) ——货币就是央行的债务。央行负债侧的“高能货币” (现金和准备金) 层级最高。综合而言，政府债务和主权货币都是稀缺的安全资产。MMT 想用这种等级结构来说明，在税收机制之外，市场对政府债务和货币的需求是真实存在的，它们是公共资产。

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_40874

