

货币与财政关系：现代货币理论与正统经济学比较分析*

李黎力

摘要：2008 年“全球金融危机”以来全球货币与财政的大转向和“三低时代”的到来，导致当今主流经济学陷入广泛质疑和批判，同时催生了“现代货币理论”的广为流行和关注。现代货币理论的流行源自对货币与财政关系迥异于当今主流和正统经济学的理解。正统经济学综合了正统交易货币和稳健财政研究传统，遵循了实物货币与实物财政相结合的实物分析进路，在“政府预算约束”理论框架下来理解货币与财政之间的联系，分析主权政府的行为逻辑。与之不同，现代货币理论则综合了非正统债务货币和功能财政研究传统，遵循了信用货币与货币财政相结合的货币分析进路，从现代货币循环流转出发来理解货币与财政之间的关系，分析主权政府的行为逻辑。正统经济学对于货币与财政关系的理解本质上是消极、被动和狭隘的，因而存在缺陷。尽管现代货币理论同样存有不足，但却在一定程度上恰好可以弥补和克服正统经济学的缺陷，从而增进对货币与财政关系的理解。

关键词：现代货币理论 正统经济学 货币 财政

2008 年全球金融危机(Global Financial Crisis)以来，尤其是 2020 年全球新冠肺炎疫情暴发以来，随着全球各国量化宽松、零利率等非常规货币政策和大规模扩张性财政政策的“火力全开”，全球货币与财政迎来了激烈转向。二者之间的边界变得愈加模糊，“货币融资”或“财政赤字货币化”这些过去被视为传统“禁忌”和可怕“魔鬼”的实践和思想，开始被予以严肃的讨论和争鸣(沃尔夫,2014;特纳,2016;Gali,2019;刘尚希等,2020;Agur et al,2022)。在此过程中，与政府赤字、债务和货币供应量天量扩张相伴的，并非高利率、高通胀和政府破产风险的加剧，而是相反迎来了低增长、低利率和低通胀“三低时代”的到来。主流经济学关于货币与财政的传统框架因难以解释这种“高低悖论”而遭受了广泛质疑和批判(李黎力、沈梓鑫,2012)，^①货币与财政的关系问题的重要性于是上升到了一个全新的高度(Borio,2021;李扬,2021)。在此“大变局”时代，聚焦于货币与财政关系的“现代货币理论”(modern money/monetary theory,简称 MMT)开始登上了历史舞台，成为全球各界关注和争论的焦点，并构成当今宏观经济学理论和政策讨论当中至关重要乃至不可或缺——尽管充满争议——的一部分。

“现代货币理论”并非最近才产生的全新理论和流派，它产生自 20 世纪 90 年代，由对冲基金经理 Warren Mosler、美国经济学家 L. Randall Wray 和澳大利亚经济学家 William Mitchell 开创，后来发展至包括 Mathew Forstater、Stephanie Kelton(旧姓 Bell)、Scott Fullwiler、Pavlina R. Tcherneva、Eric Tymoigne 和 Fadhel Kaboub 等主要以后凯恩斯主义经济学家为主体的一个新兴的宏观经济学

* 李黎力，中国人民大学经济学院、中国人民大学中国经济改革与发展研究院，邮政编码：100872，电子邮箱：lilili810@126.com。基金项目：中国人民大学科研基金项目(中央高校基本科研业务费专项资金资助)(202230196)。本文初稿曾作为报告在“中国宏观经济论坛”(CMF)宏观经济理论与思想研讨会(第 4 期)上发布和讨论，感谢杨瑞龙、刘凤良、余永定、刘尚希、管涛和徐奇渊等专家学者提出的宝贵意见。感谢匿名评审人提出的修改建议，文责自负。

①2021 年全球通货膨胀的回归，导致该问题变得更为扑朔迷离，似乎终于印证了主流经济学的“传统智慧”。

流派。“现代货币理论”是一种基于对“现代货币”的理解和分析而产生的替代性宏观经济理论和政策框架。该理论从货币经济学的视角来构建现代宏观经济学,强调现代货币的主权属性,以及主权货币政府作为货币的发行者所衍生出来的政策含义和财政空间,将政府这种货币发行者置于货币体系的中心,聚焦于主权货币政府现实中的财政政策和货币政策操作及其对非政府部门或整个宏观经济的影响。因此,现代货币理论首要的是一种看待和描述现实世界的全新方式或视角,主要关注对主权货币体系运行的理解,以及基于这种理解而构建的政策框架。该理论大部分是描述性的,旨在解释主权货币如何运行,从中发现主权货币国家的政策空间;其次才是规范性的政策主张和建议。^①

在全球货币与财政步入新的十字路口的当下,本文试图比较和评析现代货币理论与正统经济学关于货币与财政关系的不同理解,为把握二者关系的未来走向提供历史启迪和思想养分。

一、货币和财政研究传统的演替

在经济思想几千年发展的“历史长河”中,存在着两种截然不同、历史悠久且长期并存的经济学研究传统之间的相互竞争和周期性演替,如同历史长河分叉出来的两条“支流”一样奔流不息(李黎力,2020b)。这两大传统在货币和财政领域体现得淋漓尽致,影响着当今主流经济学与现代货币理论对货币与财政关系截然不同的理解。

(一)货币两大研究传统的演替和对比

货币研究传统源自对货币本质的理解和认识。货币的本质是货币经济学的基本问题,是对“货币是什么”的一个基本界定。从历史上看,有关“货币”的真实起源已无从知晓。因此,后人是根据自身对“货币是什么”的界定去辨识货币,去推断货币的产生和演进;而反过来,这种“建构”的历史又被动用起来为这套货币理论辩护。换言之,货币本质观决定了对货币相关范畴的理解,包括货币的起源、演进、职能、价值、作用和供给过程,商业银行的角色,货币经济的性质,货币体系的构想,货币政策的目标和取向等,以及对先验假设、研究范式和分析进路等方法论的采用,从而形成了相应的货币研究传统,这些传统在历史上不断得到继承和发展。

在经济思想史上,大体存在两种截然对立的悠久货币研究传统(Goodhart,1998;李黎力、张红梅,2014)。一种是“基于交易”(barter-based)货币本质观的西方正统交易研究传统。这种交易传统最早可追溯至亚里士多德,经门格尔系统阐释,之后得到许多著名经济学家(如杰文斯、米塞斯、阿尔钦、诺思、萨缪尔森、清泷信宏和布鲁纳等)的支持以及正统经济学流派的沿袭和发展,并被写入流行的经济学教科书,成为深入人心的“常识”。该传统以“货币金属论”(metallism)为典型理论,将货币的本质视作是一种特殊的商品——人们普遍接受的交易媒介物,认为交易媒介是货币最为根本的职能,作为货币的定义和存在的根据,因而从该职能出发基于交易推断货币起源于私人部门,是人们在物物交换过程中为降低交易成本而自发产生的。货币因而表现为各种商品货币及其货币符号,体现的是私人交换关系。从演进逻辑上,是先有基于物物交换的市场和相对价格(商品市场决定),之后才产生货币和名义价格(货币市场决定)。在具体形态演进方面,货币遵循以物易物→商品货币→金属铸币→信用货币这种从简单到复杂的线性演进路径。在产生之后,货币只是作为实物经济的“面纱”,是中性的。作为一种商品,货币的价值由其特定商品的价值或与其相对应的各种商品的价值决定。从商品交换视角出发,这一传统主张货币数量论和货币政策规则,认为商品货币体系是理想的货币体系,央行应当也能够通过外生的基础货币控制,经由银行“存款创造贷款”的货币乘数而控制货币供应量来消除通胀压力。从国内基于纯粹市场交易的货币体系推广到国际上同样是一个中性的货币体系,出于交易成本的节约可以放弃一国货币主权,加入区域货币体系。在这一传统看来,现

^①关于现代货币理论的历史和逻辑细节,可以参见该学派代表的原著(Wray,1998,2015,2018;Mitchell et al,2019;Kelton,2020),也可以参见国内的系统介绍(如李黎力、贾根良,2012;李黎力,2019,2020a,2021;贾根良、何增平,2018,2020;贾根良、兰无双,2019;贾根良等,2023)。

代货币经济本质上不过就是一种“物物交换经济”，故而应当遵循实物分析进路，关注货币“面纱”或“外衣”背后掩盖的实物“本质”。

另一种是“基于债务”(debt-based)货币本质观的西方非正统债务研究传统。这种传统最早可追溯至柏拉图，经克纳普和米歇尔—因尼斯系统阐释，主要更为各色边缘经济学家(如勒纳、明斯基、古德哈特、雷、赫德森、加尔布雷思等)尤其是后凯恩斯主义等异端学派所继承和发扬，并得到一些社会学家、人类学家和历史学家的支持。该传统以“货币国定论”(chartalism)和“货币信用论”(creditism)为典型理论，将货币的本质看作是一种特殊的债务——人们普遍接受的债务，认为记账单位是货币的首要职能，构成信用论研究货币的出发点，因而从该职能出发基于债务推断货币起源于公共部门，是它们出于量度债务的需要的有意发明。^① 货币因而表现为各种具有等级差异的债务形式，体现的是社会债权债务关系。从演进逻辑上，是先有记账货币和名义价格，之后才产生货币物、市场和相对价格。在具体形态演进方面，货币遵循信贷体系→金属铸币→以物易物(副产品)这种并非从简单到复杂的非线性演进路径。货币作为一种债务，在产生之后便成为实体经济的重要组成部分，其数量和质量都会对经济产生重要影响，其本身也不具有内在价值，而是源自外在所赋予的普遍接受性和相应的购买力。从信用关系出发，该传统反对货币数量论和货币政策规则，认为信用货币体系是理想的货币体系。央行在银行“贷款创造存款”的内生货币创造机制下无法控制货币供应量，应当与财政部协调配合，通过相机抉择确保经济稳定和可持续发展。如同一国国内货币体系一样，国际货币体系也是一个具有等级结构的非中性货币体系，因而应当坚持一国货币主权以保证国民政策的独立性和完整性。在这一传统看来，现代货币经济本质上是一种“货币生产型经济”，故而需要遵循货币分析进路，关注货币以及广义信贷在经济运行中的重要作用。

(二) 财政两大研究传统的演替和对比

财政研究传统源自对政府账户本质的理解和认识。政府账户的本质可谓是财政学的基本问题，是对“政府账户是什么”的一个基本界定。政府账户是从根本上不同于个人或私人企业账户，还是与它们之间没有本质的区别？对这一基本问题的界定和理解，决定了对财政一系列相关范畴的理解，也决定了对财政问题的实证和规范分析进路，包括财政目标、原则和判断标准，政府活动性质，政策立场，财政收支，公共债务和财政政策等，以及对研究视角、隐喻方式、分析进路和核心问题等方法论的采用，从而形成了相应的财政研究传统，在思想史上不断得到延续和发展。

在经济思想史上，大致存在两种大相径庭的悠久财政研究传统。一种是西方正统“稳健或健全财政”(sound finance)研究传统。这种健全传统最早或许可追溯至色诺芬，在斯密、李嘉图和萨伊等古典经济学家的阐释下形成了古典正统而延续至新古典经济学，并获得以巴罗、萨金特为代表的新的古典宏观经济学派和以布坎南为代表的公共选择学派等新自由主义学派的复兴和强化，成为当今广为人知的“常识”。该传统以著名的“财政部观点”“李嘉图—巴罗等价定理”“纯公共财政论”(Blanchard, 2022)和“扩张性(财政)紧缩论”(Alesina et al, 2019)为典型理论，预设政府账户在本质上与私人账户没有区别，因而将政府账户与私人账户进行实质性类比，从私人部门和个体主义视角出发采用“家庭隐喻”来刻画和分析政府的财政问题，侧重于市场主体对财政的反应和调整。在这种传统看来，政府行为同样面临如私人部门所面临的预算约束条件，需要通过征税和借款(发行债券)来为支出融资，以至于公共财政(public finance)等同于私人财务(private finance)，公共债务类似于私人债务(Buchanan, 2018)。面对这种无差别的“政府预算约束”，财政目标应当追求平衡预算以保持财政的可持续性，为此应坚持“稳健财政”原则，将财政收支状况稳健与否作为财政收支行为的评判标准。由于政府活动基本上具有非生产性，因而应当追求“小政府”，坚持自由放任或财政保守主义政策立场。从这种棱镜透视，政府开支增加和财政赤字往往被视作不负责任(有悖财政纪律)、有损经济(挤

^①详细的货币史记述，可以参见马汀(2013)和格雷伯(2011)。

出私人支出)和极其危险(引发通货膨胀)。其积累的公共债务被视为“抵押未来”,将会给社会带来沉重的代际负担,不仅会因为政府陷入违约和破产风险而危及社会稳定和繁荣,而且会由于降低国民储蓄、提升利率和损害经济效率而使经济陷入长期停滞(Gale, 2018)。因此,应践行财政紧缩和整顿来提振私人部门的信心,追求财政盈余来增加国民储蓄,提升未来财政空间。具体在财政政策上,更多着眼于供给导向,重视总供给增长,主张财政规则或粗调,注重税收刺激和效率,强调政策的配置和分配效应或职能(如减少税收扭曲、平滑代际成本),倡导间接引导和跟随市场,以及提升承诺技术来解决时间不一致性问题(Musgrave, 2018)。

另一种是西方非正统“功能财政”(functional finance)研究传统。这种功能传统最早可追溯至重商主义,在“凯恩斯革命”后在勒纳(Lerner, 1943)的系统阐释下取代古典正统传统而成为主流,在 20 世纪 60 年代逐渐“失宠”和销声匿迹的情况下被明斯基等后凯恩斯主义经济学家延续,并自 20 世纪 90 年代以来得到现代货币理论学派的大力复兴和发展。该传统以著名的“功能财政原理”为典型理论,预设政府账户与私人账户具有本质性差别,因而力图破除政府账户与私人账户的实质性类比,从公共部门和整体主义视角出发采用一些“非家庭隐喻”来刻画和分析政府的财政问题,侧重于财政所带来的宏观经济总量变化。在这种传统看来,政府因具有一国主权货币发行权而并不面临私人部门所面临的预算约束条件,并不需要通过征税和借款(发行债券)来为支出融资,以至于公共财政不同于私人财务,公共债务有别于私人债务。鉴于免受“政府预算约束”束缚,财政目标应当追求平衡经济以保持经济的稳定和可持续发展,为此应坚持“功能财政”原则,将财政政策的经济效果作为财政收支行为的评判标准。由于政府活动也具有生产性,因而应当追求“大政府”,持有政府干预主义政策立场。从这种视角观照,政府开支增加和财政赤字往往被视为内生于经济运行表现,对应于非政府部门收入增加和有益于经济社会发展(挤入私人支出)。其积累的公共债务并不会给社会带来代际负担,反而不仅会因为带来社会金融财富和安全资产的增加而有助于金融和经济稳定,而且会由于提高国民储蓄、降低利率和提升生产率而促进经济长期发展。因此,应从一国宏观经济发展等公共目标需要出发执行财政政策,通过预算管理强化财政效能。具体在财政政策上,更多着眼于需求导向,重视总需求稳定,主张财政相机抉择或微调,注重政府支出和公平、稳定,强调政策的总需求效应或职能(如稳定总需求、维持潜在产出),倡导直接参与及调控和矫正市场来解决协调失灵问题(Colander, 2018)。

二、正统经济学关于货币与财政关系的理解

正统经济学对货币与财政关系的理解,在很大程度上正是上述正统交易货币研究传统与正统稳健财政研究传统的结合。

(一) 实物货币与实物财政

因循正统货币和财政研究传统,正统经济学对于货币与财政二者之间的关系采取了实物分析范式,将“实物或商品货币”与“实物财政”并立。无论是货币还是财政,其背后体现的均是稀缺的实物和资源。对于货币而言,它只是私人部门内部自发产生的便利交换的交易媒介,货币经济本质上就是一个物物交换的实物经济。作为一种特殊的商品,货币的数量从根本上也受制于且应受制于稀缺的商品数量。储蓄、投资、利率、资金和收入等相关范畴同样是从这种实物层面来理解和处理的。而对于财政,同样体现的是政府通过“实物性”贡赋和税收的攫取来进行“实物性”支出,因而其规模也受制于可获得的稀缺资源,财政的货币化并未改变这种“实物财政”的本质。因此,对货币和财政的分析,均可以在稀缺资源的优化配置这个正统框架中进行。

由于从实物层面看,货币与财政基本上不相交,对货币与财政的分析通常采用“两分法”,货币政策与财政政策一般被视为是相互独立的。这表现在财政货币化后的制度层面,中央银行与财政部各司其职,泾渭分明:中央银行负责一国货币事务和货币政策,财政部负责一国财政事务和财政政策。中央银行虽与财政部同属政府部门,但被视为介于市场和政府之间,只是代表政府的具有

独立性的机构。在分析上,它往往与商业银行作为“货币的创造者”,同财政部和居民这些“货币非创造者”,被区别开来进行分析。中央银行对于财政部的中介角色(公众与财政部之间的金融中介),正如同商业银行对于家庭或企业的中介角色(储蓄者与投资者之间的金融中介),只是充当后者的账户出纳和资金保管。即使意识到中央银行和商业银行的货币创造功能,财政部的财政收支也只是从中央银行发行的基础货币“资金池”中开展,恰如家庭和企业的收支活动在商业银行创造的信用货币“资金池”中开展一样,背后体现的无非是实物和资源的获得和使用。即便银行具有货币创造的“特权”,它们也必须以背后的实物商品作为“锚”,并受制于商品货币流通规律及其背后的实物定理。货币与财政二者之间的这种不相关,表现在国家层面自然而然就意味着货币主权与财政空间不相关。

(二)政府预算约束

上述实物分析产生了政府账户与私人账户的实质性类比,以及随之而来的政府预算约束假定和学说。古老的“家庭隐喻”被推广至企业,进而到一国政府,它们均适用同样的预算约束的逻辑。^①从逻辑上,任何经济主体(包括家庭、企业和政府)的开支,必须以先前存在的金融资源(收入、资金或储蓄)为前提,它们独立于当前开支,因而是收入决定支出。正如自由市场经济中的所有经济主体一样,政府必须为其得到的商品和服务付费。当税收收入低于政府支出(即处于赤字状态),政府必须通过其他途径来筹集资金(胡佛,2011)。因此,在正统宏观经济模型中,政府像家庭一样自身需满足均衡状态下的(跨期)预算约束(intertemporal budget constraint, IBC)条件,要么是常见的“支出=收入”或“政府赤字=债务融资+货币融资”的流量形式,如“货币主义算术理论”(Sargent & Wallace, 1981),要么则是“实际负债等于资产”的“存量或现值形式”^②,如“价格水平决定的财政理论”(FTPL)(Cochrane, 2021)。

正是政府预算约束将本来相互独立的货币(政策)与财政(政策)联系到了一起(Kocherlakota, 2018)。如下常见的政府预算约束方程(1)所示,该方程表明了政府支出或赤字的融资选择。将式(1)变换为式(2),方程左边反映的是财政政策——政府的收入、支出和债券发行,方程右边反映的是货币政策——基础货币的创造,等号表明了财政政策与货币政策紧密相关。货币政策变动影响政府通过货币创造而获得的收入,因而二者不可避免联系在一起。然而,货币政策在这种货币—财政联系纽带中所扮演的为财政赤字进行“货币融资”(或所谓“财政赤字货币化”)的角色,却通常被视作是非合意的和危险的,货币融资自古(表现为古时候的国王降低货币成色)就有一个不好的名声,被认为必然会导致货币贬值和通货膨胀。这也正是政府预算约束不同于私人预算约束条件的地方,货币融资在某种程度上使政府这种约束变成了“软约束”,因而应当将其“硬化”,于是货币融资就逐渐成为传统的“禁忌”或可怕的“魔鬼”,货币政策与财政政策之间唯一的纽带也因而被“理性地”忽视。其结果是,“阉割掉”货币融资乃至货币要素的政府预算约束与私人预算约束没有了本质差别。

$$G - T = \Delta B + \Delta MB \quad (1)$$

$$G - T - \Delta B = \Delta MB \quad (2)$$

正统经济学基本上是在这种从根本上适用于纯粹的实物经济的“政府(跨期)预算约束”框架下,来理解、讨论和“政治算术”政府收支过程、公共债务和财政政策及其影响。该约束假定被奉若神明,不仅将货币政策与财政政策潜在地联系在一起,而且还将当前政策与预期的未来政策联系在一起。认真对待政府预算约束,考虑政府当前政策的跨期含义,被认为可以颠覆有关政策效用普遍认可的

^①滥觞于古希腊的“经济学”一开始指的就是“家庭管理”,后来扩展演变至指代“政府财政管理”的“政治经济学”,到“富国裕民”的“政治经济学”,最后到众所周知的研究“资源配置”的“经济学”。

^②其一般形式为 $\frac{B_t}{P_t} = t$ 期实际财政盈余的现值。

观点,导致短期可能有效的政策在中长期归于无效(Leeper & Nason,2018)。根据这一框架,政府通过三种融资方式(税收融资、债务融资和货币融资)筹集资金来支付开支。由于货币融资方式被视为“禁忌”,政府开支在依靠另外两种替代性的融资方式时并不创造货币,而是有赖于“外部的”或“他人(纳税人)的”货币,正如私人开支一样,因而政府收支余额也就像私人经济主体的收支余额一样,在金融上是有意义的。财政盈余就如同企业留存收益或利润,扮演相同的角色,可以增加国民储蓄,提升未来的开支空间。而财政赤字则反过来,如同家庭或企业赤字那样是不好的,会降低国民储蓄,通过可贷资金效应(资金需求上升)而抬升利率,进而对私人支出产生“挤出效应”,不利于经济发展。而因赤字累积的公共债务,不仅会像私人债务一样会产生债务可偿付性和可持续性问题,滋生政府违约和破产风险,而且会因潜在的“李嘉图等价效应”而降低财政支出的刺激效果,意味着未来更高的税收而给子孙后代带来负担。公共债务的可持续性、私人代表性个体预期的显著作用、政策的可信性和政府的信誉,以及政府的承诺和政策的时间不一致问题,于是成为正统财政政策分析框架主要关注的问题,经济政策实际上成为政府与一帮聪明人较量的重复博弈(贝纳西-奎里等,2010)。

(三)健全货币与健全财政

按照实物分析进路和政府预算约束研究框架,正统经济学得出了“健全货币”(萨勒诺,2010)与“健全财政”的政策原则和主张。从实物层面上看,货币与财政并不相交,互不影响;但在现实制度层面,政府预算约束却使货币与财政产生了潜在的联系,威胁着二者本应有的独立。这种潜在的相互联系意味着,如果中央银行的货币政策从属于协助政府融资(即“货币融资”或“财政量化宽松”(fiscal QE))的目标(一般被称为财政主导体制),那么不仅导致财政行为不负责任(威胁民主政治),而且也危及长期货币稳定(Selgin,2020)。从长期来看,只有在财政政策可持续或者中央银行享有独立性的情况下,才能割断货币与财政之间的联系,货币政策才能完全独立于财政政策。为此,应坚持“健全货币”与“健全财政”原则,明确货币政策与财政政策之间的边界,采取货币主导体制,应用“健全货币”约束“健全财政”,在国际层面甚至可以放弃一国货币主权(即采用单一货币)来约束一国财政。一方面,应追求和维持中央银行的独立性,禁止央行为财政开支进行货币融资,依靠货币政策规则来稳定价格和调控宏观经济运行(Bordo & Levy,2021)。另一方面,应追求财政盈余和财政政策的可持续性,从而为政府提供足够多的健全货币来为长期均衡的社会需要提供融资,并诉诸财政政策规则和财政纪律约束政府行为。

至于短期内货币政策与财政政策之间的协调问题,尽管正统经济学内部有协调论者主张需要二者相互协调,以更好地影响总需求(如常见的IS-LM框架中的政策组合分析),但反对者却指出,政策协调从本质上来说威胁着央行的独立性,认为赋予货币政策以完全的独立性就可以解决货币政策与财政政策的博弈问题。^① 财政部与中央银行各司其职,坚持各自明确的政策理念,可以为市场参与者提供充足的、清晰的信息,以便他们进行最优化决策。超出了信息沟通之外的任何协调,被认为都会有模糊决策者目标的风险,而其带来的好处又不甚明了(贝纳西-奎里等,2010)。

三、现代货币理论关于货币与财政关系的理解

相比之下,现代货币理论对货币与财政关系的理解,则在很大程度上是上述非正统债务货币研究传统与非正统功能财政研究传统的结合。

(一)信用货币与货币财政

遵循非正统货币和财政研究传统,现代货币理论对于货币与财政二者之间的关系采取了货币分析范式,将“信用或债务货币”与“货币财政”联系起来分析。就货币而言,作为一种体现社会债权债

^①关于中央银行与财政部之间的协调,美联储更为支持事前协调。英国赋予了政府领导央行的作用,但欧洲中央银行和其他央行,比如德国央行,因考虑央行独立性问题而拒绝协调(贝纳西-奎里等,2010)。

务关系的特殊债务,它的产生便与公共部门的财政活动密切相关,它的普遍接受性也与税收驱动息息相关。通过一个具有债务金字塔结构的弹性货币体系,货币构成了货币生产型经济当中至关重要的一部分,其数量和质量取决于经济体中债务的创造和接受,并不受任何实物资源的制约。储蓄、投资、利率、收入和支出等相关范畴均被视作是一种“货币现象”,因而均从货币层面来理解和处理。而对于财政,货币经济与国家的货币化相伴相生,改变了政府运行的逻辑,意味着政府通过货币创造来获取资源,而不再是依靠实物贡赋的攫取(Parguez,2002)。因此,对货币和财政的分析,并不囿于传统的稀缺资源配置框架,而是更侧重于资源的利用和创造。

由于从货币分析层面看货币与财政内在相联,现代货币理论对货币与财政的分析采取了货币循环流转“一分法”,甚至为了简化起见而采用“合并假说”,将财政部与央行合并为“政府部门”进行分析(Wray,2015)。因为在它们看来,货币政策与财政政策本来就相互交织,表现在制度层面,中央银行参与财政政策,财政部也参与货币政策,二者之间一直存在着内部的协调和配合,因而中央银行并非具有通常意义上的独立性。现代货币理论致力于破除将财政部的财政政策操作与央行的货币政策操作天然地分离开来的流行的“错觉”或“幻想”。在具体分析上,财政部与中央银行构成主权政府作为“货币的发行者”,而非政府部门作为“货币的使用者”,被区别开来进行分析(李黎力,2020a)。中央银行作为“政府的银行”和“国家的银行”,它对于财政部的角色,本质上不同于商业银行对于家庭或企业的角色。^① 财政部的政府支出归根结底是依靠中央银行的货币创造而“自我融资”的,由于中央银行创造货币的能力是无限的,因而主权政府理论上并不缺钱。货币与财政二者之间的内在相关,表现在国家层面自然而然就意味着货币主权与财政空间密切相关,享有货币主权国家的政府拥有非常灵活的政策空间。

(二)国民经济核算与部门收支

上述货币分析产生了政府账户与私人账户的根本性区分,以及随之而来的(现代或主权)货币循环理论和部门收支分析学说。古老的“家庭隐喻”尽管简单、通俗易懂,但对主权货币政府却具有误导性、并不适用。像家庭和企业这样的私人部门作为“货币的使用者”,的确面临内在的经济意义上的预算约束;但主权政府作为“货币的发行者”,具有垄断货币的特殊性,因而它们并不面临像私人部门那样的预算约束。它们不仅可以发行自己的货币,偿还以该货币计价的债务,而且还可以改变规则,绕过任何对其预算操作施加的自我约束。预算约束是立法者通过的预算,而非家庭那样的收入预算。换言之,政府开支并不需要像私人开支那样必须筹钱融资来支付,筹钱支付的逻辑并不适用于主权货币政府,并不符合经济逻辑。为此,现代货币理论提出了诸如家庭票券、记分牌分数、仙女教母和垄断性企业等替代“家庭隐喻”的各式隐喻来刻画主权政府的行为逻辑(Mitchell et al,2019)。

根据式(3)所示,在现代货币理论看来,所谓的“政府预算约束方程”其实并非事前的预算约束,而是事后的会计核算恒等式。政府开支“融资”总是采取贷记银行准备金的形式,并非“选择”利用税收、借款(债券)还是货币,它们是事后的结果,与预算是否赤字无关。并没有特殊的“赤字融资”这回事,政府在开支时便自我“融资”了,赤字只是事后的记录和核算。在此过程中,财政部及财政政策与中央银行及货币政策之间必然存在着内在紧密的协调和配合。现代货币理论集中阐释了其中两大典型方面:一方面,为了保障整个支付体系和金融体系的稳定,中央银行势必会适应财政部的开支需要,不会允许出现财政部支付失败或支票无法兑现的局面,因而作为政府的银行与银行的银行,它并不具有超然的独立性;另一方面,为了实现利率目标制,财政部势必与中央银行协调配合,通过调控财政部新债券的发行和央行二级市场债券的买卖(公开市场操作)维持基准利率的稳定。现代货币理论强调,财政部无法直接从央行获得借款并不意味着它们无法从中间接获得借款,其原因在于央行可以在市场上购买的债券数量是没有限制的,如果财政部需要为庞大赤字融资,央行便会在货币

^①例如,财政部通常是央行的受益所有人,央行的利润应上缴中央财政(Buiter,2021)。

市场创造条件以使借债得以顺利完成,因而事实上通过货币市场间接地为财政部融资。总之,无论以何种方式,财政部都会从央行获得融资。

$$G - T \equiv \Delta B + \Delta MB \quad (3)$$

现代货币理论因而跳出“政府预算约束”这个传统框架,在国民经济核算与部门收支平衡这个本质上货币循环流转的框架下,来理解和讨论政府收支过程、公共债务和财政政策及其影响。通过考察财政部和中央银行的财政与货币运作的相关制度和实践(资产负债表会计操作),财政政策与货币政策被联系在一起,而政府部门与非政府部门则通过部门收支分析而被联系起来。根据这一框架,政府并非通过征税和发行债券融资来支付开支,而是通过贷记商业银行准备金会计操作开展政府支出,因而必然意味着货币创造和投放;而征税和发行债券对应着货币回笼和堙灭,故而并没有为政府带来可用于开支的收入。政府开支于是在逻辑和操作上皆先于征税和发行债券,只有先开支注入货币,才能征税和借债回收货币。征税旨在创造对货币的需求,通过“税收驱动货币”机制足以确保货币的普遍接受性。政府借款(发行债券)是一种维持利率目标的操作,央行藉以买卖债券调节利率。政府收支余额在金融上没有意义,既无法单方面外生决定(取决于经济表现和非政府部门收支),本身也无好坏之分。一方面,财政盈余并没有为政府带来像企业留存收益那样的“收入”而增强未来的支出能力,提升未来的支出空间,反而对应着非政府部门赤字和金融财富的减少,抑制了经济的总需求;另一方面,财政赤字必然对应着货币净创造,不一定导致物价上涨和通货膨胀(尤其在产能闲置时),但会通过“准备金效应”导致利率下降,结合“利润效应”对私人部门产生“挤出效应”。赤字累积的公共债务,从本质上类似于货币,对应着非政府部门的金融财富和安全资产,因主权货币政府永远能够偿付而并不会像私人债务一样产生可偿付性和可持续性,滋生政府违约和破产风险,反而有助于金融和经济稳定。政府的赤字开支和债券并不依靠未来的征税来融资和偿还,依靠的是“自己的货币”或“公共的货币”来“自我融资”,因而并不意味着未来更高的税收,不会给子孙后代产生负担,也就不会因潜在的“李嘉图等价效应”而降低财政支出的刺激效果。

(三)功能货币与功能财政

根据货币分析进路和部门收支平衡研究框架,现代货币理论提出了“功能货币”与“功能财政”的政策原则和主张。从现代货币运行来看,货币与财政本来就存在着重要的内在联系,货币政策与财政政策内在地相互协调配合,以共同服务于合意的宏观经济目标。因此,现代货币理论首先正视和揭示了二者之间实际存在的千丝万缕的联系,并强调一国货币主权对财政空间的重要意义,然后在此基础上主张政府应有效而协调利用“公共货币”与“公共财政”,从功能而非健全意义上促进充分就业、价格稳定和经济增长等理想宏观经济目标的实现。一方面,作为具有垄断地位的“货币发行者”,主权政府应充分利用这种“公共货币”去实现“公共目标”,统筹政府法定货币创造与私人银行货币创造,发挥“功能货币”的强大作用。另一方面,依托“货币发行者”垄断地位,主权政府在开展“公共财政”活动时不应以财政收支本身为目标,而应坚持“功能财政”原则,根据财政收支各自的功能和效果来设计和评估具体的政策方案。

将“功能货币”与“功能财政”有机结合,主权政府并不面临任何预算和财政约束,而是会受到资源约束的制约,从而可能导致通货膨胀。当经济趋于充分就业时,无论是政府开支还是私人开支,无论是政府法定货币创造还是私人银行货币创造,都会滋生通货膨胀风险。为此,可以采取财政政策、就业政策和收入政策等多措并举来防范和应对通胀。对于财政政策而言,正确的做法不是从金融上追求政府开支与税收收入之间的收支平衡和匹配,而是从资源使用影响的实物上追求政府开支增加所产生的额外资源需求与税收增加所释放的资源需求之间的平衡和匹配(Wray, 2021)。对于就业政策而言,现代货币理论提出了“就业保障”(job guarantee)或“最后雇佣者”(employer of last resort, ELR)计划来同时实现充分就业和价格稳定(李黎力, 2018)。

四、比较、评价与启示

由上可见,现代货币理论与正统经济学对货币与财政关系的理解是大相径庭的。下面我们对这两种理解进行总结性对比和概要性评价,并简要探讨其对当今中国的启示和借鉴。

(一) 两种理解的总结和对比

表 1 较为具体地对比了上述现代货币理论与正统经济学对于货币与财政关系的不同理解。如表中所示,其中正统理解以“货币主义算术理论”(monetarist arithmetic theory, MAT)(Sargent & Wallace, 1981)和“价格水平决定的财政理论”(fiscal theory of price level, FTPL)(Cochrane, 2021)为典型代表,而现代货币理论则以“新货币国定论”(neo-chartalism)(李黎力、贾根良, 2012)和“财政的货币理论”(monetary theory of public finance)(Parguez, 2002)为典型代表。现代货币理论与正统经济学对于货币与财政之间关系的理解歧异,源自二者继承了思想史上截然对立的货币和财政研究传统及其分析进路。正统经济学综合了正统交易货币和稳健财政研究传统,遵循了实物货币与实物财政相结合的实物分析进路,在“政府预算约束”这个框架下来理解货币与财政之间的联系,分析主权政府的行为逻辑。与之不同,现代货币理论则综合了非正统债务货币和功能财政研究传统,遵循了信用货币与货币财政相结合的货币分析进路,从现代货币循环流转出发来理解货币与财政之间的关系,分析主权政府的行为逻辑。

鉴于二者从迥乎不同的理论框架和分析进路来理解和分析货币与财政的关系问题,现代货币理论自然而然得出了如表 1 中所示与正统经济学大相径庭的研究结论。其中,最大的分歧便在于财政赤字和公共债务方面,主要涉及债务的可偿付性和可持续性、利率效应和潜在的通货膨胀风险。正统经济学认为,公共债务同样面临可偿付性和可持续性问题,主权政府依然面临违约和破产风险,政府赤字和债务激增将会抬升利率产生各种“挤出效应”最终降低经济增长率导致债务不可持续,而“货币融资”或“财政赤字货币化”会导致通货膨胀。而在现代货币理论看来,主权货币政府永远有能力偿付以其货币计价的公共债务,因而并不会面临债务可偿付性和可持续性问题(只会产生债务质量问题),政府赤字和债务激增不会抬升利率,反而倾向于带来利率下行压力,其变化在很大程度上取决于央行的货币政策,货币融资并不必然就会导致通货膨胀,尤其在经济低迷、有效需求不足时期。在这些方面,全球金融危机之后十多年(2008—2021 年)的历史经验,大体上支持了现代货币理论判断。

表 1 现代货币理论与正统经济学关于货币—财政关系理解的简要对比

思维方式 维度	正统的理解	现代货币理论的理解
代表性理论	货币主义算术理论 价格水平决定的财政理论	新货币国定论 财政的货币理论
分析进路	实物分析 实物/商品货币+实物财政(本质上不相交) 稀缺+资源配置	货币分析 信用货币+货币财政(本质上内在相联) 充裕+资源创造
中央银行与财政部	各司其职(货币与财政政策分立) 泾渭分明(央行独立性) 通过政府预算约束联系在一起 注重央行—商业银行之间关系 货币创造者(央行、商业银行)VS 货币非创造者 (财政部与居民) 财政部本质上从央行发行的基础货币池中 获取收入开支 一国货币主权与财政空间不相关	内在协调(货币与财政政策交织) 分工协作(央行非真正独立) 通过货币循环流转联系在一起 注重央行—财政部之间关系 货币发行者(政府(财政部+央行))VS 货币使用者(非政 府部门) 央行本质上为财政部的开支提供间接融资(透支) 一国货币主权与财政空间密切相关

思维方式		正统的理解	现代货币理论的理解
维度			
主权政府的行为分析(实证与规范)	基本逻辑	遵从和适用于市场/私人行为逻辑 货币发行者=货币使用者 公共财政=私人财务/理财 公共债务=私人债务	不同且不适用于市场/私人行为逻辑 货币发行者≠货币使用者 公共财政≠私人财务/理财 公共债务≠私人债务
	约束条件	政府(跨期)预算约束 预算约束方程	不受预算约束 事后核算恒等式,非事前经济约束
	行为过程	通过三种融资方式获得资金支付开支 政府支出通常不创造货币 征税获得收入以用于支出 借款旨在获得收入为支出融资 货币融资(财政赤字货币化)会导致通胀,应予避免(软约束硬化)	通过贷记会计操作开展政府支出 政府支出创造货币 征税回收货币,未获得“收入” 债券发行旨在为央行调节利率 政府赤字必然对应着货币净创造,不一定导致通胀(尤其在产能闲置时)
	收支余额	金融上有意义(如同私人部门) 财政赤字不好、盈余好 赤字导致利率上升(可贷资金效应) 挤出效应 财政盈余增加了国民储蓄 可自由决定 赤字鹰派、鸽派	金融上无意义(不同于私人部门) 财政收支结果本身无好坏之分 赤字导致利率下降(准备金效应) 挤入效应(乘数作用) 财政盈余减少了非政府部门金融财富 无法单方面自由决定 赤字猫头鹰派
	公共债务	本质上等同于私人债务 面临可偿付性和可持续性问题 政府同样面临违约和破产风险 社会代际负担 危及社会稳定和繁荣 降低储蓄,催升利率	本质上等同于货币 面临债务质量问题 主权政府并不面临违约和破产风险 社会净财富和安全资产 有助于金融和经济稳定 提高储蓄,降低利率
	行为原则	稳健财政,平衡预算	功能财政,平衡经济
	政策举措	自由放任主义政策 货币政策主导、优先 货币对财政施加约束 货币政策应对通胀	政府干预主义政策 财政政策主导、优先 货币和财政服务于宏观经济需要 财政、收入和就业政策应对通胀
政府与市场关系		市场主导 前瞻性市场主体对政府行为的预期、跨期反馈和约束 关注政府失灵(财政政治学) 政府需要市场的/他人的货币	政府主导 政府部门对市场行为的预期、规制和调控 关注市场失灵 市场需要政府的/公共的货币

(二)两种理解的评价

首先,正统经济学对于货币与财政关系的理解是存在缺陷的,这种理解本质上是消极、被动的,因而也是狭隘的。第一,正统经济学分析的出发点“政府预算约束”假定存在问题,当通过这座“桥梁”认识到货币与财政之间存在潜在的联系之后,却因将“货币融资”(财政赤字货币化)视作导致通货膨胀和危及央行独立性的“魔鬼”而有意“敬而远之”,以至于割裂和忽视了货币与财政之间的纽带(Bordo, 2018)。堵住“货币融资”缺口而被“硬化”约束的“政府(软)预算约束”,于是被等同于私人部门一般意义的“预算约束”。2008年全球金融危机之后,尤其是在2020年新冠疫情发生之后这几年,正统经济学内部开始有学者试图打破“货币融资”这一“禁忌”,实证分析该融资方式对于财政政策所带来的影响(Gali, 2019; Agur et al, 2022)。第二,由于从这种“阉割掉”货币融资的不完整的“政府预算约束”出发,正统经济学忽视了货币主权权力对于一国主权政府的重要意义,从而将主权货币政府

视同于一般性的市场经济主体进行刻画和分析。但事实上,主权货币政府作为市场活动的战略性大参与者,与作为众多小参与者的其他行为主体是不一样的,正统经济学所使用的动态竞争均衡框架无法恰当地捕捉和刻画政府的这种特殊角色(Bassetto,2018)。第三,正统经济学未能从货币流通视角来理解政府的财政行为,而本质上是在一个无货币的物物交换经济中来刻画宏观经济的运行,因而在一些方面与现代货币的运行不相一致。例如,最典型的例子就在于上述政府赤字和债务的利率效应。正统经济学往往基于古老的实物可贷资金理论来分析:储蓄是资金或金融的来源,作为一种稀缺的资源,它通过利率来配置和调节。政府赤字和债务意味着争夺稀缺的储蓄,导致资金需求上升,因而带来利率上升。而该结论却与政府赤字因对银行体系带来准备金增加而对利率产生下行压力这一货币分析相悖。

其次,现代货币理论恰恰在上述方面可以弥补和克服正统经济学的缺陷,从而增进我们对货币与财政关系的理解。第一,现代货币理论构建了一套现代或主权货币体系的理论框架,凸显了货币主权政府行为逻辑的差异,将货币主权利与一国财政空间联系起来,从积极、主动意义上来试图理解和探讨货币与财政之间的内在密切关联。第二,现代货币理论从中引申出的核心命题大体上是正确的,即具备货币发行权的主权政府并不面临像私人部门那样的预算约束或财政约束,它其实并不缺钱。全球金融危机期间的银行救助行为和全球新冠肺炎疫情发生之后的救助计划的出台,均表明所谓的预算约束(例如债务上限和赤字红线)是人为施加的外在政治约束,而非自然而然的内在经济约束,因而是可以改变乃至取消的。第三,现代货币理论所运用的货币循环流转和部门收支分析是十分有价值的,它们为理解货币、财政和宏观经济运行提供了一种系统观,而其深入一些国家中央银行、财政部和商业银行内部运作和实践的制度分析,则打开了现代货币与财政的“黑箱”,有助于真正理解当今宏观经济的运行。其中,现代货币理论在货币创造层面对政府法定货币创造和私人银行货币创造的比较和综合,增进了对现代货币运行的分析(Li et al,2020)。

最后,尽管现代货币理论在上述方面有助于弥补正统经济学分析的缺陷,但在一些方面也存在不足而亟待深入研究。第一,对于主权政府行为的刻画缺乏一个像“家庭隐喻”那样通俗易懂的隐喻和类比来理解,替代性隐喻的缺失造成人们无法真正把握政府行为的特殊性及其与一般性市场主体的普遍性。第二,消解“预算约束”这种货币约束,仅仅着眼于“资源约束”这种真实约束,似乎难以划分和确定政府行为的边界,衡量和评判政府项目的效率。第三,在分析政府部门对非政府部门的影响和作用时,对市场行为主体的预期和反馈重视不够,从而在分析政府债务质量和通货膨胀等方面“力有未逮”。^① 第四,是应当完全摒弃传统的政府(跨期)预算约束框架,还是应对该框架进行修正和拓展,将政府预算约束内生,以将各种相关因素纳入考察政府预算约束的弹性及其财政空间的大小,是一个值得深入考量的研究路径选择。

(三)未来展望和启示

自全球金融危机以来,尤其是自新冠肺炎疫情暴发以来,全球的货币与财政之间的边界逐渐变得模糊,现代货币理论也开始被作为危机或非常规时期适用的特例,被视作一种“新的”政府开支“货币融资”方法,其中,中央银行与财政部紧密配合,协调开展危机抑制、防范或刺激经济的工作。不少正统经济学家和政策制定者开始试图打破“货币融资”的传统禁忌,改变对财政政策的传统看法,认为依靠货币融资的积极的、协调的财政刺激可以有效地应对危机和疫情,减少公共债务累积所带来的政策效果有限问题。他们普遍从“ r (实际利率) $<g$ (实际经济增长率)”这对核心关系出发,根据当前债务的可持续性来判定财政政策存在财政空间,并在正统货币政策框架下发现,财政政策刺激还可通过催升自然利率放松中央银行面临的有效下限利率约束而恢复和提升货币政策空间(Blanchard,2022)。而反过来,中央银行的货币政策(尤其是量化宽松)所创造的“铸币税”收入,则同样有

^①而这些预期和反馈又恰恰取决于市场经济主体对政府行为逻辑的理解。究竟是按照正统经济学的传统理解,还是现代货币理论的反常理解,在很大程度上决定了市场的运行。

助于放松政府跨期预算约束,提升财政政策空间。然而,他们却并没有接受现代货币理论的逻辑框架,也没有认可现代货币理论的核心命题,而是依然在上述货币与财政“两分法”的“政府预算约束”框架下思量政策问题。财政收支余额仍然是政策关注的焦点。公共债务的累积依然被认为会制约财政政策的空间,为了能够提高未来危机时期政策的灵活度或相机抉择程度,在正常时期应实行更为紧缩的财政规则。在他们看来,亟待考虑危机后的退出战略,结束货币政策与财政政策二者界限模糊不清的状态,推进二者关系的正常化,重新建立安全边界。哪怕当前公共债务因低利率而具有可持续性,这种局面也被视作不正常、不可持续,政府应该趁机减少债务,提升未来政策空间,改进债务可持续性。相反,模糊货币政策与财政政策的界限会增加不稳定陷阱的风险,威胁央行的独立性,危及财政政策的可持续性(Borio,2021)。

由上观之,尽管2008年全球金融危机以来,尤其是全球新冠肺炎疫情以来,现代货币理论已经对西方宏观经济学产生了重大影响,无论是在思想理论层面,还是在政策实践方面,当今主流宏观经济学都显示出向现代货币理论靠近的趋向;但不可忽视的是,近来学界同样形成了一股回归正统、回归正常化的潮流。展望未来,现代货币理论将进一步对西方宏观经济学产生更为深远的影响。第一,虽然在短期内,正统的基于政府(跨期)预算约束的政府行为分析框架难以被取代,但该框架势必会获得修正和发展,以刻画主权货币政府行为的特殊性,如内生化的政府预算约束及其财政空间(Bossone,2021;Buiter,2021),或从博弈论角度分析其战略性大参与者的角色。第二,货币政策与财政政策之间的相互作用会获得更多重视和研究,二者可以相互创造政策空间——财政政策可以为货币政策创造空间,货币政策也可以为财政政策创造空间。第三,政府赤字和债务上限这些人为的约束将会被予以重新审视和放松乃至取消,财政政策将会扮演更多的角色。第四,长期来看,将有望进一步回归和发展凯恩斯揭示和奠定的有别于微观经济学逻辑的宏观经济学逻辑,整合货币分析范式与实物分析范式。

面对这种情况,我们该如何对待“现代货币理论”这种新兴的宏观经济思想流派呢?面对当今百年未有之大变局,我们需要解放思想、实事求是,需要摒弃成见、打破传统禁忌,正视和重视现代货币理论所提出的一些重要的真知灼见。第一,现代货币理论将一国货币主权与财政空间联系起来的分析颇具洞见,所提出的主权货币政府并不面临传统的预算约束观点也可资借鉴。我国应重视货币主权,积极推进人民币国际化,破除赤字和债务上限等人为约束,扩展国内政策空间,促进中央政府事权与财权相匹配,从根本上化解地方政府债务风险。第二,现代货币理论所坚持的“功能货币”与“功能财政”相结合的政策原则具有启发性。我国的中央银行与财政部归根结底是在党的领导之下共同服务于国家治理和宏观经济治理需要,应从功能和效果出发统筹和协调中央银行和财政部的政策。一方面,我国的财政政策应摆脱传统“稳健财政”的窠臼,根据宏观经济稳定需要更好地发挥财政政策的总需求效应和稳定职能。另一方面,从“功能货币”角度着眼,统筹中国人民银行的货币创造与财政部的货币创造(财政创造),更好地利用央行资产负债表的扩张。第三,现代货币理论所区分和综合的政府债务和法定货币创造与私人债务和银行货币创造的剖析富有启发性。我国需要正视和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之间的关系,从而统筹有效市场与有为政府之间的关系。总之,现代货币理论对于我们统筹政府与市场、货币与财政以及中央与地方具有重大启示和借鉴意义,为我们深入研究国家治理和宏观经济治理问题提供了新的视角。

参考文献:

- 阿格尼丝·贝纳西-奎里 贝努瓦·科尔 皮埃尔·雅克 让·皮萨尼-费里,2010:《经济政策:理论与实践》,中国人民大学出版社2015年中译本。
- 大卫·格雷伯,2011:《债:5000年债务史》,中信出版社2021年中译本。
- 凯文·胡佛,2011:《应用中高级宏观经济学》,中国人民大学出版社2015年中译本。
- 菲利克斯·马汀,2013:《货币野史》,中信出版社2014年中译本。
- 约瑟夫·萨勒诺,2010:《货币:健全与非健全》,上海人民出版社2021年中译本。

- 阿代尔·特纳,2016:《债务和魔鬼:货币、信贷和全球金融体系重建》,中信出版社2016年中译本。
- 马丁·沃尔夫,2014:《转型与冲击:马丁·沃尔夫谈未来全球经济》,中信出版社2015年中译本。
- 贾根良等,2023:《现代货币理论在中国》,中国人民大学出版社。
- 贾根良 何增平,2018:《为什么中央银行独立是伪命题?——基于现代货币理论和经济思想史的反思》,《政治经济学评论》第2期。
- 贾根良 何增平,2020:《现代货币理论与通货膨胀》,《学术研究》第2期。
- 贾根良 兰无双,2019:《现代货币理论的财政赤字观与西方主流经济学的谬误》,《教学与研究》第3期。
- 李黎力,2018:《明斯基经济思想研究》,商务印书馆。
- 李黎力,2019:《现代货币理论的历史与逻辑》,《政治经济学季刊》第3期。
- 李黎力,2020a:《政府、银行与现代货币——现代货币理论真的将财政与金融混为一谈了吗》,《学术研究》第2期。
- 李黎力,2020b:《经济学两大研究传统视野下的明斯基思潮》,《经济思想史研究》第2辑。
- 李黎力,2021:《危机经济学:现代货币理论的思想误区和学理破解》,《探索与争鸣》第1期。
- 李黎力 贾根良,2012:《货币国定论:后凯恩斯主义货币理论的新发展》,《社会科学战线》第8期。
- 李黎力 沈梓鑫,2012:《经济学向何处去——金融危机以来的经济学反思》,《经济理论与经济管理》第7期。
- 李黎力 张红梅,2014:《基于交易与基于债务的货币本质观之比较》,《当代财经》第10期。
- 李扬,2021:《货币政策和财政政策协调配合:一个研究提纲》,《金融评论》第2期。
- 刘尚希 盛松成 伍戈 余永定 张明 张斌,2020:《财政赤字货币化的必要性讨论》,《国际经济评论》第4期。
- Agur, I. et al(2022), “Should monetary finance remain taboo?”, IMF BLOG, February 22. <https://blogs.imf.org/2022/02/22/should-monetary-finance-remain-taboo/>.
- Alesina, A. et al(2019), *Austerity: When It Works and When It Doesn't*, Princeton University Press.
- Bassetto, M. (2018), “Fiscal theory of the price level”, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.
- Blanchard, O. (2022), *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, MIT Press.
- Blyth, M. (2013), *Austerity: The History of A Dangerous Idea*, Oxford University Press.
- Bordo, M. (2018), “Monetary policy, history of”, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.
- Bordo, M. & M. Levy(2021), “Do enlarged fiscal deficits cause inflation? The historical record”, *Economic Affairs* 41(1):59-83.
- Borio, C. (2021), “Monetary and fiscal policies at a crossroads: New normal or new path”, Panel Remarks, Latvijas Banka Economic Conference 2021, virtual 20 September.
- Bossone, B. (2021), “Global finance and effectiveness of macro-policies”, *World Economics* 21(2):135-164.
- Buchanan, J. (2018), “Public debt”, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.
- Buiter, W. (2021), *Central Banks as Fiscal Players: The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space*, Cambridge University Press.
- Cochrane, J. (2022), *The Fiscal Theory of the Price Level*, Princeton University Press.
- Colander, D. (2018), “Functional finance”, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.
- Gale, W. (2018), “Budget deficits”, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.
- Gali, J. (2019), “The effects of a money-financed fiscal stimulus”, CREI, Universitat Pompeu Fabra and Barcelona GSE, Working Paper, No. 1441.
- Goodhart, C. A. E. (1998), “The two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas”, *European Journal of Political Economy* 14(3):407-432.
- Kelton, S. A. (2020), *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, Public Affairs.
- Kocherlakota, N. (2018), “Monetary and fiscal policy overview”, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.
- Leeper, E. M. & J. M. Nason(2018), “Government budget constraint”, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.

- Lerner, A. P. (1943), "Functional finance and the federal debt", *Social Research* 10(1):38—51.
- Li, L. et al(2020), "Government finance and money creation in China: An MMT perspective", *Chinese Economy* 53 (4):329—341.
- Mitchell, W. et al(2019), *Macroeconomics*, Red Globe Press.
- Musgrave, R. A. (2018), "Public finance", in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.
- Parguez, A. (2002), "A monetary theory of public finance", *International Journal of Political Economy* 32(3):80—97.
- Sargent, T. & N. Wallace(1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(3):1—17.
- Selgin, G. (2020), *The Menace of Fiscal QE*, Cato Institute.
- Wray, L. R. (1998), *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Edward Elgar.
- Wray, L. R. (2015), *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Palgrave Macmillan.
- Wray, L. R. (2018), "Modern money theory", in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 3rd edition, Palgrave Macmillan.
- Wray, L. R. (2021), "What is MMT's state of play in Washington?", Levy Institute e-pamphlet, Annandale-on-Hudson, Levy Economics Institute of Bard College.

The Monetary and Fiscal Nexus: Comparative Analysis of Modern Money Theory and Orthodox Economics

LI Lili

(Renmin University of China, Beijing, China)

Abstract: The major shift in global monetary and fiscal nexus and the arrival of the "Three Low Era" since the 2008 Global Financial Crisis, have led to the widespread questioning and criticism of today's mainstream economics, and given rise to the widespread popularity and discussion of "modern monetary theory" (MMT). The popularity of MMT stems from a vastly different understanding of the relationship between money and finance from today's mainstream and orthodox economics. Orthodox economics combines the orthodox research traditions of barter-based money and sound finance, and follows a real analysis approach that integrate physical money and physical finance. It examines the relationship between money and public finance and analyzes the behavioral logic of sovereign governments within the theoretical framework of "government budget constraints". In contrast, MMT combines the unorthodox research traditions of debt-based money and functional finance, and follows a monetary analysis approach that combines credit money and monetary finance. It examines the relationship between money and public finance, and analyzes the behavioral logic of sovereign governments from the perspective of modern circulation of money. The understanding of the relationship between money and public finance in orthodox economics is essentially negative, passive and narrow, and is therefore flawed. MMT, though equally deficient, can to some extent compensate for and overcome the shortcomings of orthodox economics, thereby enhancing our understanding of the relationship between money and public finance.

Keywords: Modern Money Theory; Orthodox Economics; Money; Public Finance

(责任编辑:何伟)

(校对:刘新波)