

# “现代货币理论”政府发行货币 支出思想分析

李 翀 冯冠霖

**摘 要：**“现代货币理论”特指的是后凯恩斯学派的货币理论，它的核心思想是“政府发行货币支出”，即政府可以通过发行货币进行支出。该理论认为，政府之所以要发行货币支出是因为赤字财政，赤字财政之所以必要是因为：只有政府部门赤字，私人部门才能有盈余；政府要实现充分就业的政策目标。政府之所以能够发行货币支出，是因为政府可以发行货币，拥有主权货币的政府不存在财政约束。然而实际上，并非只有政府部门赤字，私人部门才有盈余；政府部门没有赤字，私人部门也可以有盈余。另外，虽然政府部门和私人部门的某些行为会导致流动性的变化，但决定货币净发行的主体是中央银行。如果政府发行货币支出，那么将不可避免地涉及中央银行独立性、发行货币支出的方式、发行货币支出的后果等问题，遗憾的是现代货币理论对这些重要问题并没有提供一个清晰的分析结构。

**关键词：**现代货币理论 资产负债恒等式 赤字财政 发行货币支出 中央银行 通货膨胀

## 一、现代货币理论“政府发行货币支出”的思想

### （一）问题的提出

现代货币理论（modern money theory，简称 MMT）是一种特指的货币理论，它是后凯恩斯经济学在 20 世纪 90 年代以来形成的货币理论。在经济思想史上，二战后凯恩斯学派包括新古典综合派和后凯恩斯学派。前者的学说被称为后凯恩斯主流经济学，后者的学说被称为后凯恩斯经济学。

---

[作者简介] 李翀，北京师范大学经济与工商管理学院，邮政编码：100875，电子信箱：sebalich@bnu.edu.cn；冯冠霖，北京师范大学经济与工商管理学院，邮政编码：100875。

现代货币理论的核心思想是，在财政赤字的情况下，政府可以发行货币支出（government spending by issuing money）。现代货币理论倡导者兰德尔·雷（L. Randall Wray）指出，政府发行本国货币，其支出行为是研究的重点（雷，2017：55）。在各国政府普遍出现财政赤字的情况下，现代货币理论引起人们的关注，成为经济学界争论的一个热点。雷（2017：I—II）引用美国经济学家沃伦·莫斯勒（Warren Mosler）的预言，认为现代货币理论将经过三个发展阶段：第一阶段，被嘲笑；第二阶段，遭到强烈反对；第三阶段，不言自明。果真如此吗？我们拭目以待。

## （二）政府发行货币支出的核心思想

2012年，雷出版了名为“现代货币理论：主权货币体系的宏观经济学”的专著。2016年，威廉·米切尔（William Mitchell）、雷和马丁·沃茨（Martin Watts）又合写了名为“现代货币理论与实践：一个导论性的文本”的教科书，较为完整地表达了现代货币理论思想和主张。笔者以这两部文献为依据，对现代货币理论关于政府发行货币支出的思想进行逻辑和事实验证。

现代货币理论认为，在不考虑外部经济的条件下，只有政府部门出现赤字，私人部门才有盈余，因此政府应该实行赤字财政的政策（雷，2017：12—54）。另外，现代货币理论重申美国经济学家阿巴·勒纳（Abba P. Lerner）在20世纪40年代提出的“功能财政”（functional finance）理念（Lerner，1943）：第一，反对在一段时期内保持预算平衡的原则，在总支出过低时用政府支出调整总支出，在总支出过高时用税收调节总支出，以消除失业和通货膨胀；第二，调整公众持有的货币、政府债券、政府借入或偿还债务，以达到能够产生最合适的投资水平的利率（Mitchell，Wray，and Watts，2016：301）。

现代货币理论指出，保证私人部门盈余和发挥功能财政作用，将会导致财政赤字和政府债务的增加，但是政府可以发行货币支出。拥有主权货币的政府能够在到期前偿还所有的债务，它是不会破产的（雷，2017：264—267）。尽管政府可以发行货币支出，但并不意味着政府可以无节制增加支出。政府过度支出会带来一系列问题，如通货膨胀、损害私人部门利益、本币汇率贬值等（雷，2017：252—261）。

现代货币理论借助加尔布雷思模型 (Galbraith, 2011) 指出, 政府财政赤字导致债务增加, 从而导致利息负担增加。但是, 政府财政赤字增加也会导致产值和收入的增加, 从而导致税收增加。只要利率低于国内生产总值增长率, 政府财政赤字就可以持续。如果没有满足这个条件, 政府债务就会增加, 但是政府不可能无法偿还债务, 它可以发行货币偿还。私人部门赤字无法持续, 政府部门赤字可以持续 (雷, 2017: 82—87)。

现代货币理论还认为, 严重的通货膨胀是由需求增长过快造成的, 不能仅用货币太多来解释。大多数发达国家都存在高额的财政赤字, 它们实际上都是依靠发行货币维持支出, 但是它们并没有发生恶性通货膨胀。虽然发生恶性通货膨胀的国家货币制度的特征相同, 但恶性通货膨胀是由它们国内政治、经济、社会的具体情况造成的 (雷, 2017: 334—341)。

许多经济学者读到“在财政赤字条件下政府发行货币支出”, 都会联想到“财政赤字货币化”, 这种理解不无道理。现代货币理论倡导者米切尔等人指出, 在政府发行的主权货币不是钉住外国货币以及政府不为外币债务担保的条件下, 政府总是能够用它的货币购买任何东西, 政府没有收入或融资的约束 (Mitchel, Wray, and Watts, 2016: 13)。雷 (2017: 271) 也指出, 一个主权政府通过“敲击键盘”来发行货币, 因此永远不会面临财政约束。但是也有经济学者反对这种表达, 例如贾根良、何增平 (2020) 认为, 现代货币理论不等于财政赤字货币化。为了避免无谓的争论, 笔者采用现代货币理论倡导者自己的表述, 即“政府发行货币支出”。

### (三) 经济学界的讨论情况

近年来, 国内外经济学界对现代货币理论展开讨论。从搜寻到的国内研究文献来看, 大多数文献探讨了现代货币理论的渊源, 介绍了现代货币理论的内容, 并把现代货币理论与主流经济学进行比较, 也有部分文献对现代货币理论本身进行了分析。这些研究是有意义的, 有助于增进人们对现代货币理论的认识。

但是, 笔者对于把现代货币理论与主流经济学进行比较有所质疑。何谓主流经济学? 现代货币理论是后凯恩斯学派的经济理论, 如果把它与主流经济学进行比较, 那么应该是与新古典综合派的经济理论进行比较。但是, 新古典综合派经济学现在未必是主流经济学, 目前新凯恩斯主义和新古典主义似乎是主流经济学。然而, 新凯恩斯主义和新古典主义又是差异很大的两个

经济学流派，哪个学派的经济学才是主流经济学呢？因此，如果要把现代货币理论与“主流经济学”进行比较，建议说明“主流经济学”是指哪一种经济理论。

从搜寻到的国外报道和研究文献来看，大多数中央银行官员和经济学者对现代货币理论持反对态度。美国联邦储备委员会主席杰尔姆·鲍威尔（Jerome Powell）曾指出，对于那些可以用本国货币借贷的国家来说，赤字无关紧要的看法是不对的（Rogoff, 2019）。美国联邦储备委员会前主席珍妮特·耶伦（Janet L. Yellen）、美国前财部长劳伦斯·萨默斯（Lawrence H. Summers）、国际货币基金组织前总裁克里斯蒂娜·拉加德（Christine Lagarde）、国际货币基金组织首席经济学家吉塔·戈皮纳特（Gita Gopinath）、国际货币基金组织前首席经济学家肯尼思·罗格夫（Kenneth Rogoff）、美国经济学者保罗·克鲁格曼（Paul R. Krugman）等人都持相似的批评意见。但是，也有部分政治家对现代货币理论持支持态度，如美国参议员伯尼·桑德斯（Bernie Sanders）、美国众议员亚历山德里亚·奥卡西奥-科尔特斯（Alexandria Ocasio-Cortez）等（Edwards, 2019）。

笔者无意追溯现代货币理论的来龙去脉，本文的目的是对现代货币理论的核心思想“政府发行货币支出”进行分析。从国内外研究文献可以发现，人们在评价一种经济理论时往往带有价值取向或者主观偏好。在笔者看来，对各种经济理论的评价只有两个标准：逻辑和事实。不合逻辑的经济表述不是经济理论，不符合事实的经济理论不是正确的经济理论。

## 二、只有政府部门赤字，私人部门才有盈余吗？

### （一）宏观经济的会计学基础及其争论

现代货币理论“政府发行货币支出”的前提是赤字财政，而政府实行赤字财政的理论依据是宏观经济的会计学基础。宏观经济的会计学基础是现代货币理论倡导者根据美国经济学者温·戈德利（Wynne Godley）的研究成果提出来的（Godley, 1996）。现代货币理论倡导者雷十分重视宏观经济的会计学基础，他认为在某种意义上，这是理解现代货币理论的基础（雷，2017：55）。

现代货币理论认为，如果把国内经济分为家庭、公司和政府三个部门，那么一个部门的金融资产就是另一个部门的金融负债。例如，家庭存款是家

庭的资产，却是银行的负债。家庭或公司持有的政府债券是家庭或公司的资产，却是政府的负债。因此，如果把各个部门的金融财富净值看作金融资产减去金融负债之差，把家庭和公司看作私人部门，那么，私人部门金融财富净值 + 政府部门金融财富净值 = 0。

现代货币理论由此得到一个重要结论：赤字创造金融财富。如果政府部门没有赤字，即不是负债大于资产，则私人部门不可能有金融财富净值。如果把这个原理推广到外部经济，那么，私人部门金融财富净值 + 政府部门金融财富净值 + 国外部门金融财富净值 = 0。如果国外部门没有赤字，即不是负债大于资产，则国内部门不可能有金融财富净值。因此，在经常账户结余为零的条件下，政府部门的赤字将等于私人部门的盈余。除非一个国家出现连续的经常账户盈余，否则政府的财政预算需要持续出现赤字，以创造私人部门的盈余（雷，2017：12—54）。

现代货币理论的宏观经济会计学基础引起了争论。陈道富（2021）认为，现代货币理论的部门资产负债分析的前提存在问题，因为它隐含了不存在技术进步和垄断等非均衡因素产生的超额利润以及经济始终处于完全竞争的均衡状态的假设，所以需要考虑隐含假设与现实是否相符合的问题。

刘磊（2019）认为，现代货币理论的部门资产负债分析方法具有启示意义，它与国际货币基金组织倡导的国家资产负债表研究方法具有异曲同工之妙。一个完整的资产与负债相对应的国家资产负债表可以展示出传统主流经济学没有反映的一些经济特性，尤其是在表现政府和私人部门净财富相对地位方面更有实际意义。

孙国峰（2020）对现代货币理论的部门资产负债分析提出了批评，他指出：一方面，该理论没有把作为货币创造主体的银行与其他经济主体区分开来，而两者资产负债表的特征是不一致的，不能简单加总以求平衡；另一方面，货币有层次之分，由中央银行创造的基础货币和由商业银行创造的存款货币不能混为一谈。因此，现代货币理论将资产负债表简单加总得出的政府部门赤字等于私人部门盈余的结论势必是错误的。

李黎力（2020）对孙国峰（2020）的上述看法提出反驳，他指出：现代货币理论运用的部门收支分析，正是从货币流通这个层面来分析不同部门之间货币流量的循环流转以及与之相对应的资产负债存量勾连变化的，因而对任何经济单位和部门的分析均需将其资产负债表和资金流量表结合起来；根

据宏观经济学的核算原则，总支出必然等于总收入，一方的支出必然构成另一方的收入，一个部门的赤字必然对应于另一个部门的盈余，一个部门的金融负债必然对应于另一个部门的金融资产。

## （二）对宏观经济会计学基础争论的回应

首先，现代货币理论的资产负债分析反映的是各个部门之间的资产负债关系，并不包含陈道富（2021）所说的不存在技术进步和完全竞争等前提条件。即使在技术进步和非完全竞争条件下，按照现代货币理论对各个部门资产和负债所下的定义，各个部门的金融资产净值确实为零。

其次，刘磊（2019）提及的国家资产负债表应该是指国际投资头寸表。一个国家对外经济往来的记录有两个表：一是国际收支平衡表，它与企业的资产负债表相似；二是国际投资头寸表，它表示一个国家对外资产负债情况。不可否认，现代货币理论研究各个部门之间的资产负债关系是有意义的。

再次，孙国峰（2020）认为各部门的资产负债表不能加总，李黎力（2020）则认为可以结合。目前各国没有编制家庭资产负债表和政府对内资产负债表，金融机构和企业的资产负债表也有很大的差异，但现代货币理论提出的各大部门的资产负债表并不是由相关各小部门资产负债表简单加总或结合而成的。编制各大部门资产负债表需要采集相关各小部门资产负债表中的某些数据，按照能够反映各大部门相互之间资产和负债关系的原则进行编制。因此，孙国峰（2020）所说的不能加总和李黎力（2020）所说的可以结合，均不够准确。但是，按照现代货币理论对资产和负债所下的定义，三个部门金融财富净值之和为零则是可以预期的。另外，资产负债分析与收入支出分析是两类不同的分析，似不应混为一谈。

## （三）对宏观经济的会计学基础的分析

笔者认为，现代货币理论所谓宏观经济的会计学基础反映各个部门相互之间某个时点横向资产负债关系，就其本身来说没有什么问题。但是，现代货币理论倡导者用它来证明必须用政府部门的赤字来创造私人部门的盈余就有问题了。从这个角度看，宏观经济的会计学基础存在下述缺陷。

第一，宏观经济的会计学基础并不能反映各个部门金融财富的纵向积累的情况。举例说明如下：假定在年初私人部门的资产和负债均为 10000 亿美

元，政府部门的资产和负债均为 5000 亿美元，私人部门金融财富净值与政府部门金融财富净值之和为零。在其他条件不变的情况下，本年度私人部门把储蓄转化为投资，增加物质资本 300 亿美元，增加雇用劳动力 200 亿美元，生产了 600 亿美元的产品。这意味着家庭部门增加了 200 亿美元的工资收入，公司部门补偿了 300 亿美元的物质资本损耗，增加了 100 亿美元的利润。如果他们都按照收入的 20% 向政府部门缴税，则私人部门向政府部门共缴纳 60 亿美元的税收。<sup>①</sup>

按照现代货币理论宏观经济会计学基础的分析，在年末家庭部门把 200 亿美元工资存入银行，家庭部门增加了 200 亿美元资产，银行增加了 200 亿美元负债；公司部门把 100 亿美元利润存入银行，公司部门增加 100 亿美元资产，银行增加 100 亿美元负债；私人部门向政府缴纳 60 亿美元的税收，政府部门把 60 亿美元税收存入银行，政府部门出现 60 亿美元资产，私人部门出现 60 亿美元负债，私人部门金融财富净值与政府部门金融财富净值之和仍然为零。

从这个例子可以清楚看到，现代货币理论关于只有政府部门赤字才能产生私人部门盈余的看法是错误的。即使政府部门有盈余（60 亿美元税收），私人部门也可以有盈余（200 亿美元工资 + 100 亿美元利润 - 60 亿美元税收）。<sup>②</sup>显然，在年末核算各个部门资产和负债关系的时候，虽然私人 and 政府部门金融财富净值之和为零，但是各个部门资产和负债的数量均发生了变化。现代货币理论只注重期末各个部门资产和负债存量的关系，忽略了各个部门在这个期间资产和负债流量的变化。因此，宏观经济的会计学基础可以说明家庭、公司和政府之间事后的横向的金融财富的关系，但不能反映经济社会纵向金融财富创造情况。

第二，资产负债等式与国民收入核算等式是不同的等式，现代货币理论

① 现代货币理论讨论了私人部门、政府部门和国外部门之间的资产负债关系，但核心内容是国内部门，现代货币理论也主要讨论国内部门的资产负债关系。在讨论私人部门和政府部门的资产负债关系时，加入国外部门不会带来实质性变化，但会导致分析复杂化。为了简单起见，这里假定国外部门不存在净资产或者净负债。

② 从资产和负债的角度分析，政府部门和私人部门的资产增加了，负债没有变化，因而均出现盈余。从收入和支出的角度分析，政府部门收入增加了，支出没有变化，因而出现财政盈余。私人部门则是产值增加，产值的增加从需求方面看是支出增加，从供给方面看是收入增加，从生产方面看是增加值为正数。这意味着从收入和支出的角度分析，即使政府部门出现财政盈余，私人部门的增加值也可以增长。

倡导者把资产负债分析与公认的国民收入核算联系起来，目的在于增进资产负债分析的“科学性”。雷（2017：53）断言，资产负债宏观等式是：私人部门结余 + 政府部门结余 + 国外部门结余 = 0，国民收入核算等式是：（储蓄 - 投资） + （税收 - 政府支出） + （进口 - 出口） = 0，两者可以得到较为合理的近似值。

国民收入核算等式是事后对产值进行核算的结果，它体现了事前的理论分析即约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）的国民收入决定理论的事后结果。在经济思想史上，英国经济学家凯恩斯对国民收入决定的分析被称为“生理学”的研究，他解释了国民收入是如何决定的；美国经济学家西蒙·库兹涅茨（Simon S. Kuznets）对国民收入核算的研究被称为“解剖学”的研究，他说明了国民收入是如何分解和核算的。按照凯恩斯的国民收入理论并引进外部经济因素，可以得到国民收入的均衡条件：国民收入 = 消费支出 + 投资支出 + 政府支出 + 出口 - 进口。等式左边可以理解为总供给或总收入，等式右边可以理解为总需求或总支出，而国民收入可以分解为用于消费的收入、储蓄、政府税收。对国民收入均衡条件进行调整，就可以得到：（储蓄 - 投资） + （税收 - 政府支出） + （进口 - 出口） = 0。

但应该注意的是，这是事后核算的结果，事前各种支出均为期望支出。即使政府没有财政赤字（税收 = 政府支出），如果在某段时期开始时私人部门期望的消费支出和投资支出增加，国民收入就会增加，从而导致各个部门的收入增加。如果在这段时期结束以后进行核算，依然可以得到：（储蓄 - 投资） + （税收 - 政府支出） + （进口 - 出口） = 0，但是各部门的收入和支出均发生了变化，因而同样不能说明在政府部门没有财政赤字的情况下私人部门的产值就不能增长。

国民收入核算与资产负债核算是两种不同的核算。国民收入核算等式反映某个时期总收入和总支出的关系，资产负债宏观等式反映某个时点各部门资产和负债关系。前者是流量，后者是存量。现代货币理论倡导者也认识到资产负债核算的是存量，但认为国民收入核算的是流量和存量（雷，2017：27—30）。实际上，国民收入核算等式的各个变量均为流量。存量和流量这两种不同的变量如何会有雷所说的近似值？

另外，资产和负债、收入和支出，是两组不同的变量，属于不同的范畴，收入并不一定是资产，支出并不一定是债务，两组变量不存在简单的对应关



系。例如，在不考虑外部经济的条件下，经济在上一个期末形成均衡，储蓄 + 税收 = 投资支出 + 政府支出。假定本时期其他因素不变而投资支出增加，收入和支出分析并不涉及投资支出的来源，投资支出的增加可能来自公司内部资金积累如折旧费和公积金，也可能来自公司外部的资金融通如银行贷款和发行债券。假定社会资源没有被充分利用，投资支出的增加在乘数效应的作用下导致产值增加，从而导致总收入和总支出的变化。在这个过程中资产或负债也会发生变化，上一个期末的资产负债存量与本时期资产负债增量的代数和构成本期末的资产和负债存量。在这个过程中，这两组不同的变量如何会有雷所说的近似值？

从上面的分析可以看到，现代货币理论的会计学基础并没有反映国民收入的创造过程，也没有反映国民收入创造以后各项收入和支出的关系，它只反映国民收入创造以后各个经济部门之间形成的资产负债关系。现代货币理论的资产负债宏观等式本身没错，但现代货币理论用此来证明政府部门必须有赤字私人部门才能有盈余就错了。

现代货币理论的论证不仅在逻辑上不能成立，而且也违反客观事实。以美国为例，据美国白宫管理和预算办公室的统计数据，在从 1789 年到 1849 年共 61 年间，以及在除了 1917—1919 年以外的从 1901 年到 1930 年共 27 年间，美国政府总体上是财政盈余，但这根本不影响美国私人部门的财富积累和经济增长。根据库兹涅茨的估算，1800—1840 年，美国国内生产总值大约以平均每 10 年 52.3% 的速度增长（Kuznets, 1971: 13）。又如，从 1998 年到 2001 年，美国政府部门出现高额财政盈余，分别为 693 亿美元、1256 亿美元、2362 亿美元和 1282 亿美元（The White House, 2021），但这同样不影响美国私人部门的财富积累和经济增长。美国同期国内生产总值增长率分别为 4.5%、4.7%、4.1%、1.0%，其中前三年的增长率是 1985 年到 2020 年间的最高增长率（Bureau of Economic Analysis, 2021a）。

### 三、政府财政赤字的积累带来什么？

#### （一）在勒纳之后赤字财政理念的演变

现代货币理论“政府发行货币支出”的前提是赤字财政，而政府要实行

赤字财政的另一个原因是政府要实现充分就业。

赤字财政的理念是凯恩斯在 1936 年出版的《就业、利息和货币通论》中提出来的。他在政府举债支出的附注中说明，举债支出是一个很方便的名词，包括一切政府举债净额，不论政府举债是为兴办资本事业，或为弥补预算不足。前者增加投资，后者增加消费倾向（凯恩斯，1963：110）。现代货币理论所推崇的功能财政的理念是勒纳在 1943 年提出来的，它与凯恩斯的赤字财政理念基本上是一致的。按照勒纳功能财政的理念，对于政府来说，重要的不是保持预算平衡，而是保持经济平衡。

在美国，赤字财政的理念在勒纳之后发生了两次变化。第一次是美国经济发展委员会于 1947 年提出充分就业盈余的理念。按照充分就业盈余的赤字财政观，政府要做到的不是经济周期中某个阶段的财政收支平衡，而是要争取做到整个经济周期的财政收支平衡。这就是说，财政赤字不应常态化。第二次是以沃尔特·赫勒（Walter W. Heller）为主席的美国总统经济顾问委员会于 20 世纪 60 年代提出潜在国民生产总值水平上的预算平衡的思想。这意味着只要实际的国民生产总值低于潜在国民生产总值，就应该使用扩张性的财政政策来刺激经济。只要在潜在国民生产总值水平上达到预算平衡，财政赤字就可以常态化。

20 世纪 70 年代，美国发生了停滞膨胀，人们对赤字财政的效果产生怀疑。美国经济学者保罗·萨缪尔森（Paul A. Samuelson）在 1976 年出版的《经济学》中曾经这样表达，除了下面两个要点以外，政府已经没有什么财政原则可以选择：第一，政府预算必须避免浪费和提高效率；第二，以民主的方式决定政府使用多少资源和如何使用资源。这就是说，经过国会和政府博弈决定的财政赤字，就是可以接受的财政赤字了（萨缪尔森，1979：514）。

## （二）在勒纳之后财政赤字实践的变化

不论赤字财政理念如何演变，主要发达国家政府的财政实践是财政赤字常态化。但是值得注意的是，主要发达国家政府的财政实践在 20 世纪 80 年代以后出现下述两个动向。

第一个动向是财政政策中性化。以美国为例，从里根政府开始，美国政府已经不是频繁使用支出和税收去解决宏观经济问题了。尽管里根政府、小布什政府和特朗普政府三次大规模减税造成了财政赤字，但减税的目的不是

为了刺激总需求，而是激发总供给。拜登政府在2021年提出的3万亿美元的政府支出计划，已经是几十年来从未有过的政府支出计划。

第二个动向是财政的经济功能在减弱，财政的社会功能在加强。所谓财政的社会功能是指政府把更多的财政收入用于教育、医疗、保健、社会福利等社会项目。以美国为例，美国政府对经济事务的支出在政府支出中所占的比例已经从1959年的10.22%降低到2019年的5.26%（Bureau of Economic Analysis, 2021b）。所谓经济事务支出包括运输（公路、空运、水运、铁路）、空间、其他（劳工、农业、能源、自然资源、邮政等）。

尽管主要发达国家财政政策出现中性化的倾向，但是政府的财政赤字却愈演愈烈，不断刷新纪录。以美国为例，从里根1981年就任美国总统开始到特朗普2021年卸任美国总统结束，只有克林顿担任总统时期中的4个年份是财政盈余，其余年份均为财政赤字。2020年，加上新型冠状病毒肺炎疫情暴发，美国财政赤字占国内生产总值的比例达到15.2%，远高于国际公认的3%的财政赤字率警戒线。

主要发达国家政府发生财政赤字只能依靠向公众发行国债弥补，政府债务不断增加。政府债务增加又导致还本付息数额的增加，政府只能发行更多的国债来偿还过去的债务和筹措未来的支出，结果政府债务急剧膨胀。根据国际货币基金组织的统计数据，到2019年底，日本、意大利、美国、法国、英国政府债务占国内生产总值的比例分别为238%、135%、109%、98%、85%（International Monetary Fund, 2021），远高于国际公认的60%的政府债务率警戒线。

### （三）现代货币理论赤字财政理念的问题所在

笔者无意比较现代货币理论的赤字财政观与其他赤字财政观的优劣，笔者只是试图说明，现代货币理论是在上述赤字财政理念演变以及政府财政实践变化的背景下重提20世纪40年代勒纳的财政赤字观，要强化财政的经济功能。在财政赤字的情况下，凯恩斯的建议是举债支出，主要发达国家的政府70多年以来的财政实践也是举债支出，现代货币理论则建议政府发行货币支出。笔者认为，在存在严重失业和经济衰退的情况下，赤字财政是必要的，但必须正视由此带来的问题。如果举债支出，将带来沉重的政府债务；如果发行货币支出，将带来严重的通货膨胀。因此，赤字财政存在“度”的问题。

尽管现代货币理论认为政府不应过度支出，但它又强调拥有主权货币的政府是不会破产的。如果政府可以向中央银行无限透支，那么政府就没有偿还不了的债务。然而，问题的关键不在于政府会不会破产，而在于由此带来什么经济、政治、社会后果。例如，津巴布韦政府发行货币支出导致恶性通货膨胀，从而造成社会动荡，民不聊生。津巴布韦政府是否破产并不重要，重要的是造成的经济和社会后果。正因为如此，各国中央银行都把稳定价格水平作为货币政策的首要目标。

美国经济学者托马斯·帕利（Thomas I. Palley）指出，现代货币理论过分简化了实现非通货膨胀充分就业的挑战，忽略了菲利普斯曲线分析所指出的困境，忽略了这种困境对开放经济和金融稳定带来的挑战。现代货币理论存在的主要问题是：未能解释如何在保持价格稳定的情况下创造充分就业，另外缺乏可靠的通货膨胀理论（Palley, 2015）。

美国经济学者沃伦·科茨（Warren Coats）指出，现代货币理论没有揭示扩大赤字并且不推高通货膨胀的方法。该理论希望将货币政策的管理从中央银行转移到财政部，这忽视了数十年来将货币政策与财政政策分开的努力。另外，尽管现代货币理论的支持者主张用财政政策而不是货币政策来维持价格稳定，但他们对保持价格稳定没有什么兴趣，也没有提出明确的方法（Coats, 2019）。

上述帕利和科茨的评论是有道理的，现代货币理论倡导者可以提出任何主张，但必须正视并分析由这些主张带来的问题，但是他们对这些问题并没有给予清晰的回答，这就是现代货币理论的问题所在。

## 四、政府赤字支出会导致货币发行吗？

### （一）赤字支出导致货币发行的讨论

#### 1. 赤字支出导致货币发行的一个范例

现代货币理论认为，政府赤字支出会导致货币发行，因此政府可以发行货币支出。

Mitchel, Wray, and Watts (2016) 举了一个例子试图证明三个问题：政府部门赤字形成私人部门盈余，中央银行并非自主决定货币发行，政府赤字支出会导致货币发行。

米切尔等人的例子如下：假定政府支出为  $G$ ，政府债务为  $B$ ，债务利率为

i, 政府税收为  $T$ , 政府以购买私人部门商品的形式赤字支出 ( $G - iB - T$ ) 100 美元。私人部门把 100 美元存入私人银行, 私人银行把 100 美元存入中央银行, 中央银行和私人银行的资产负债表发生了如表 1 所示的变化。

表 1 中央银行和私人银行的资产负债表变化

中央银行		私人银行	
资产	负债	资产	负债
政府债务 0	私人银行储备 + 100 美元 政府存款 - 100 美元	储备 + 100 美元 政府债务 0	私人银行存款 + 100 美元

资料来源: 作者根据 Mitchel, Wray, and Watts (2016) 整理。

私人银行在中央银行出现超额储备, 假定法定储备率 (现代货币理论称之为杠杆率) 是 10%, 私人银行将在银行同业市场贷款 90 美元, 从而导致银行同业拆借利率的下降。中央银行为了保持银行同业拆借利率稳定, 将向私人银行出售 90 美元政府债券以吸收超额储备, 中央银行和私人银行的资产负债表发生了如表 2 所示的变化。

表 2 出现超额储备的中央银行和私人银行的资产负债表变化

中央银行		私人银行	
资产	负债	资产	负债
政府债务 - 90 美元	私人银行储备 + 10 美元 政府存款 - 100 美元	储备 + 10 美元 政府债务 + 90 美元	私人银行存款 + 100 美元

资料来源: 作者根据 Mitchel, Wray, and Watts (2016) 整理。

假定私人银行希望得到 20 美元的现金, 这将导致私人银行资产负债表的变化和私人部门持有货币的变化。如果用  $B$  表示政府债务存量,  $M_b$  表示基础货币存量, 那么可以得到:  $G - iB - T \equiv \Delta B + \Delta M_b$  (Mitchel, Wray, and Watts, 2016: 283—286)。

## 2. 赤字支出导致货币发行的另一个范例

雷 (2017) 以拍卖国债为例, 说明政府在财政赤字情况下支出以后, 货币被创造出来。根据雷的分析, 财政部要进行赤字支出可以通过如下六个步骤实现。

第一，联邦储备系统与一级市场的承销商达成回购协议（联邦储备系统从一级交易商手中购买国债，并且承诺在特定的日期，它将会卖回给交易商），<sup>①</sup> 以保证有充足的储备结余来应对国债的拍卖，并保持利率稳定。第二，在国债拍卖结算后借记银行储备账户，贷记财政部账户，借记交易商在银行的账户。第三，财政部将结余注入到它在银行开设的“税收和贷款账户”（tax and loan account），从而贷记“税收和贷款账户”的银行的储备账户。第四，在回购协议到期时，出现与第一个步骤反向的操作，联邦储备系统把国债卖回给一级交易商。第五，财政部在支出前进行与第三个步骤相反的操作，从银行的“税收和贷款账户”调入资金。第六，财政部通过借记它的联邦储备系统的账户进行赤字支出，从而导致银行在联邦储备系统的储备增加和收款者在银行账户的余额增加。这样，政府赤字支出增加了收入方的银行存款，银行储备即货币被创造出来（雷，2017：131—133）。

围绕政府赤字支出导致货币发行的问题，国内经济学界产生了争论，具有代表性的是孙国峰和李黎力的争论。孙国峰（2019）指出：现代货币体系是银行信用货币体系，而非现代货币理论所倡导的政府信用货币体系；现代货币理论由中央银行直接创造信用货币来购买政府债券创造货币的主张，实际上混淆了银行信用货币制度下货币创造的层次；基础货币由中央银行创造，银行之间可以在银行间市场交易基础货币，而个人和企业所持有的存款货币则只能由银行创造。李黎力（2020）对此进行反驳：当财政部进行财政支出时，不仅会使银行持有的准备金增加，即基础货币增加，同时还会使商品和服务销售者在银行的存款增加，即广义货币创造；政府才是存款货币的创造者。

美国经济学家马克·拉沃伊（Marc Lavoie）<sup>②</sup> 指出，现代货币理论的支持者促使后凯恩斯主义学者关注结算系统的细节，并考虑政府在支付系统中的作用。在此之前，后凯恩斯主义学者几乎只关注商业银行与中央银行之间的关系或商业银行与私人借款者之间的关系。从这方面来说，现代货币理论无疑是一种进步。但为了让更多的经济学家相信他们的分析是正确的，现代货币理论倡

---

① 关于回购与逆回购的表述，美国联邦储备系统与中国人民银行相反：先买进国债再卖出国债在美国称为回购，在中国称为逆回购；先卖出国债再买进国债在美国称为逆回购，在中国称为回购。之所以出现差异，是因为美国中央银行从交易商的角度理解这两项操作，中国人民银行从中央银行的角度理解这两项操作。

② 亦有译为马克·拉沃。

导者应该放弃那些与政府和中央银行虚拟合并有关的逻辑 (Lavoie, 2013)。

美国经济学者布雷特·菲比格尔 (Brett Fiebiger) 等人认为,把财政部的资金支出描述为直接的货币创造是毫无意义的,“财政部支出等于货币创造”的结论需要非常严苛的假设,要么财政部在支出时没有借记在中央银行的账户,要么下面定律不再适用:一笔贷记私人账户大于另一笔借记财政部账户的差额等于货币创造 (Fiebiger et al., 2012)。

## (二) 赤字支出导致货币发行分析的缺陷

### 1. 对上述赤字支出导致货币发行争论的回应

笔者认为,孙国峰(2019)的看法是正确的。现代货币理论反复证明在中央银行不购买政府债券的条件下政府支出也可以导致货币发行,孙国峰指出了现代货币理论在论点上的错误,但是似还应该进一步说明现代货币理论在论证上的错误。

笔者认为,李黎力(2020)的反驳是不对的。首先是概念有误,存款货币是“狭义货币”而不是“广义货币”;更重要的是论证错了,这种说法没有考虑政府支出的资金来源。如果政府支出从税收而来或者向公众举债而来,那么在政府支出以前,公众的银行存款就已经减少,政府支出增加导致公众存款增加只是补充以前减少的银行存款,并没有导致货币发行。只有政府向中央银行举债支出,才会导致基础货币的发行。但是,在世界主要国家中,政府不能随意向中央银行举债支出。如果可以不管资金来源,那么私人也能创造基础货币:某人把100美元存进银行,银行把100美元存入中央银行,100美元基础货币被创造出来了,私人是否也成为基础货币的创造者?

拉沃伊(Lavoie, 2013)的评论比较客观,现代货币理论引导人们去关注政府支出和货币市场关系的细节,这是有意义的。但是,笔者后面将会证明,即使关注政府支出和货币市场关系的细节,政府支出也并非一定导致基础货币的净发行。另外,现代货币理论把财政部和中央银行合并进行分析脱离现实,前提脱离现实必然导致结论也脱离现实。菲比格尔等人(Fiebiger et al., 2012)说的有道理,现代货币理论关于政府支出创造货币的分析建立在脱离实际的假设的基础上。

### 2. 对上述米切尔等人范例的评论

米切尔等人(Mitchel, Wray, and Watts, 2016)用他们的范例证明政府

部门赤字导致私人部门盈余，这没有问题。但是，即使政府部门没有赤字，私人部门也可以有盈余。关于这个问题在本文第二部分已经做了充分的讨论，在这里就不再赘述了。

米切尔等人还用范例证明政府赤字支出导致货币发行，但遗憾的是这个范例是为得到想要的结果而人为设计的，它存在下述逻辑缺陷。

首先，米切尔等人假定财政部在中央银行有足够的存款用于支出，但是他们的范例的前提条件是赤字支出，财政部在中央银行的账户里怎么还有存款？因此，政府在财政赤字的条件下购买私人部门商品的 100 美元是向中央银行透支的，表 1 中的中央银行资产负债表也说明这一点。这个论证存在两个问题：第一是违反事实，主要国家一般不允许政府向中央银行透支，只有部分主要国家在紧急状态下才允许政府向中央银行透支，这个范例把部分主要国家的紧急状态变成全部主要国家的一般情况了；第二是不合逻辑，把要论证的结论作为前提了。这个范例本来要论证政府赤字支出会导致货币发行，现在变成中央银行发行货币提供给政府支出，显然财政部用于支出的中央银行支票不论是纸质的还是电子的都是货币。另外，这个范例本来要证明中央银行发行货币不是自主的，但在前提上中央银行已经不能自主发行货币，它必须允许政府透支。

其次，米切尔等人提出私人银行的超额储备在银行之间贷放导致银行同业拆借利率下降，也是为想要得到的结果而人为规定的环节。私人银行得到 100 美元存款产生超额储备后并非一定要在银行之间发放贷款，它们一般会向公众发放贷款，即使退一步说公众不借款，它们也可以存放在中央银行以超额储备的形式获取利息。按照米切尔等人的假定，各家银行已经保留法定储备，银行之间又如何产生拆借的需求？没有拆借的需求又如何产生拆放的供给？

再次，即使按照现代货币理论这个不合逻辑的环节演绎下去，中央银行卖出 90 美元政府债券意味着它的货币（负债项）和政府债券（资产项）均减少 90 美元，这部分政府债务的债权人从中央银行变成私人银行。中央银行由于财政部透支投放了 100 美元基础货币又收回 90 美元，净投放基础货币 10 美元。这不是政府赤字支出创造的货币，而是中央银行创造的货币。

从上面的分析可以看到，如果政府向中央银行透支支出会导致货币发行，如果政府向公众举债支出则不会导致货币发行，这显然是中央银行创造货币，



而不是政府支出创造货币。虽然米切尔等人的论证不符合事实，但是他们提出的赤字支出等式  $G - iB - T \equiv \Delta B + \Delta M_b$  则是一种常识。该等式说明政府赤字支出有两个来源：政府要么向公众举债支出，要么向中央银行举债支出。例如，在米切尔等人的范例里，政府向中央银行透支支出 100 美元，私人部门持有国债为零，中央银行发行货币产生 100 美元基础货币， $100 = 0 + 100$ ，赤字支出的等式成立。到这个时候，政府赤字支出已经完成，后面发生的事情如买卖政府债券以及转换现金与这个等式已经没有直接关系。

### 3. 对上述雷的范例的评论

雷（2017）的范例主要说明，在美国政府拍卖政府债券的时候，交易商对资金的需求大量增加，联邦储备系统为了保持利率的稳定，通过回购的方式向货币市场注入货币，政府发行国债支出导致了货币发行。但是，这个范例存在下述问题。

首先，美国财政部定期拍卖国债，拍卖时间是已知和确定的，有投标意愿的交易商会提前准备资金，它们未必在结算前因匆忙借入资金而导致市场利率波动。

其次，即使交易商资金不足，它们也可以借助财政部“税收和贷款账户”来缓和资金暂时短缺问题。“税收和贷款账户”是财政部设在银行的用于存放税款的账户，它也是银行在购买国债时用于调节短期资金不足的一种制度安排。如果某银行希望买进 1 亿美元的国债但资金不足，它可以在账面上贷记“税收和存款账户”，同时把买进的国债存入联邦储备银行作为抵押，只要银行在财政部动用这笔款项前补充这笔资金就可以这样操作。

再次，即使部分交易商临急借入资金导致市场利率波动，联邦储备系统将会像雷所描述的那样通过回购投放货币，但是回购也是短期的，联邦储备系统在回购到期的时候必须进行反向操作，发行出去的基础货币在短期内又被收回。因此，在雷的范例里，联邦储备系统用回购的方法主要是调节流动性的余缺，并没有出现基础货币净发行，财政部支出的资金来源并不是中央银行发行的基础货币，而是公众购买国债提供的资金。

上面的分析表明，雷的范例将“可能”变为“必然”，把事情绝对化了。另外，即使联邦储备系统用回购的方式调节流动性的余缺，政府也是举债支出而没有发行货币支出。实际上，私人部门某些行为也会对货币发行造成影响。例如在股票市场或者房地产市场泡沫形成的时候，私人资金大规模流进

股票市场或者房地产市场，中央银行也可能通过回购的方式来调节流动性的余缺，显然不能由此得到私人支出创造基础货币的结论。

应该指出，基础货币和货币是不同的概念，如果把货币看作是各国狭义货币供给量  $M_1$ ，那么基础货币进入银行体系以后会创造数倍的货币。中央银行用回购的方式投放和回收的是基础货币，投放和回收的基础货币是相等的，但由此导致的货币扩张和收缩不一定相等，有可能导致货币的净增加也有可能导致货币净减少。然而，即使出现货币的净增加，它也不是政府赤字支出的资金来源。

#### 4. 现实经济中的政府发行货币支出

政府并非不能发行货币支出，但政府发行货币支出需要通过中央银行来实施。不管中央银行体制如何，不管中央银行的独立性如何，当一个国家的经济发生衰退时，或者政府与中央银行协商，或者政府给予中央银行指导，在政府向公众出售国债以扩大支出的同时，中央银行在初级市场或二级市场上买进国债投放货币以刺激总需求，<sup>①</sup> 中央银行便为政府赤字支出融通了资金，这就是现实经济中发生的政府发行货币支出。

例如，在 2020 年美国新型冠状病毒肺炎疫情暴发以后，美国经济衰退，美国政府和联邦储备系统对经济的认识一致，美国政府赤字支出，联邦储备系统购买国债投放货币，美国政府通过发行货币增加部分支出。2020 年，美国政府的债务增加了 45466 亿美元，联邦储备系统持有的国债增加了 19996 亿美元，如果忽略两者该年度到期国债数量不一致导致的误差，这意味着 2020 年美国增加的支出中有 44% 是通过联邦储备系统发行基础货币的方式筹措的（Board of Governors of The Federal Reserve System, 2021a）。

但是，中央银行购买国债投放基础货币以后会产生乘数效应，货币供给量会发生数倍于基础货币的增加，中央银行通常持谨慎态度，至少在主要国家中不会出现中央银行买下全部国债的情况。因此，在现实的经济里，政府在财政赤字的情况下主要不是通过发行货币支出，而是通过向公众发行国债支出。以美国、中国和日本三大经济体为例，根据这三个国家中央银行和财政部的统计数据，客观事实是：在 2020 年末，美国、中国、日本中央银行持有的国债占政府债务的比例分别是 20.75%、7.30%、39.69%。这意味着从

① 大部分主要国家只允许中央银行在二级市场上购买国债。

这个时点来看,美国 79.25%、中国 92.70% 和日本 60.31% 的赤字支出都是向公众举债支出,而不是通过发行货币支出。

从现代货币理论的等式  $G - iB - T \equiv \Delta B + \Delta M_b$  的角度分析,政府赤字支出并非必然导致  $\Delta M_b$  为正数,只有政府向中央银行出售国债支出的时候,或者政府向中央银行透支支出的时候, $\Delta M_b$  才是正数。现代货币理论的倡导者应该清楚中央银行购买国债是政府发行货币支出的主要途径,但是他们却非要论证不是中央银行决定货币发行,而是财政支出主导货币发行,结果漏洞百出。

现代货币理论倡导者反复指出,政府发行货币支出是描述而不是处方 (Mitchell, Wray, and Watts, 2016: 307),它不是一种建议而是现实 (雷, 2017: 337)。但是上面的分析清楚表明,政府赤字支出创造货币不是客观事实,它只是现代货币理论的一种主张。其实,现代货币理论主张发行货币支出本身没有什么问题,但它必须阐明与这个主张相关的各种问题,如中央银行的独立性、如何发行货币支出、发行货币支出的界限等问题。

## 五、中央银行独立性的本质是什么?

### (一) 关于中央银行独立性的讨论

米切尔等人曾指出,现代货币理论认为财政部和中央银行是结为体的两个政府部门,许多教科书都告诉学生中央银行独立于政府,现代货币理论的宏观经济模型将证明,如果货币体系要平稳运转的话,这两个政府部门独立运行是不可能的 (Mitchell, Wray, and Watts, 2016: 13)。

另外, Mitchell, Wray, and Watts (2016) 第 15 章第 9 节讨论了中央银行独立性的问题,但没有什么实质性内容。米切尔等人指出,在法律上澳大利亚、新西兰、加拿大和英国并不禁止中央银行在初级市场上购买国债;但在实践上除了加拿大以外的其他国家都限制中央银行在初级市场上购买国债。但是,这种限制是很容易逃避的,可以由私人银行在初级市场上购买国债然后在二级市场上卖给中央银行。另外,主流经济学者们相信中央银行应该对财政部的支出实行某些直接控制,但实际上这是不会发生的 (Mitchell, Wray, and Watts, 2016: 328—329)。

2018年，贾根良等人在《政治经济学评论》上发表了一篇题为“为什么中央银行独立是伪命题”的论文，他们指出无论中央银行独立与否，在一个主权货币体系下，主权国家总可以通过创造货币的方式进行支出（贾根良、何增平，2018）。

美国经济学者科茨指出，正是过度依赖货币金融的悲惨历史经验和代价高昂的货币贬值，导致了世界范围内中央银行走向独立（Coats，2019）。

美国经济学者法拉赫·奥姆兰（Farah Omran）等人指出，人们通常认为现代货币理论主张印钞而忽略任何通货膨胀后果，这在很大程度上是把它政治化的结果，也是对它不正确的理解。与常见的误解相反，现代货币理论认为政府赤字至关重要，并认为需要遏制通货膨胀。但问题是它没有认识到一个独立的中央银行对通货膨胀的显著管控能力。尽管在当前利率接近于零的环境下，更大程度地依赖财政政策来增加总需求是适当的，但货币政策和中央银行仍有一个独立的任务以实现既定的通货膨胀目标（Omran and Zelmer，2021）。

笔者无意讨论中央银行独立性的优劣，也无意讨论应该增强还是减弱中央银行的独立性，笔者只是依据客观事实说明中央银行独立性的本质及其对现代货币理论主张的政府发行货币支出的影响。

奥姆兰等人指出，人们误解现代货币理论只顾发行货币而不顾通货膨胀，现代货币理论确实也表示反对过度支出，并认为过度支出会导致通货膨胀，但是如何既发行货币支出又防止出现通货膨胀是现代货币理论没有阐述清楚的问题，这个问题留待后面分析。奥姆兰等人和科茨所说的“中央银行的独立性为过去痛苦经历所导致的制度性变革的结果”是历史事实，不过这并不妨碍现代货币理论用新的论证去推翻以往实践的结论，因而有必要考察现代货币理论的论证逻辑。

贾根良等人批评主张中央银行独立的人预设前提，但遗憾的是其在自己的分析中也是预设前提。他们首先假设现代货币理论是正确的，然后用现代货币理论证明中央银行从来不是独立的。这个论证实际上延续了本文第四部分提及的现代货币理论关于政府赤字支出创造货币的论证，下面来讨论他们引述的论据是否成立。

贾根良等人借助后凯恩斯经济学列举的第一个论据是：政府支出10万美元购买电脑，电脑厂商在银行增加了10万美元存款，结果10万美元的货币就

被创造出来了。但是，这个论证遗漏了一个前提：政府的10万美元从何而来？如果政府向公众出售国债筹措资金支出，那么购买国债的公众的银行存款减少了10万美元，这意味着银行存款以前减少10万美元现在增加10万美元，货币并没有被创造出来。如果政府向中央银行出售国债筹措资金支出，那么这10万美元的基础货币是中央银行创造的而不是政府创造的。这一引述的错误与前面提及的李黎力（2020）分析的错误是一样的，他们均忽略了政府支出的资金来源。

贾根良等人借助雷（2017）列举的第二个论据是：政府收支将通过中央银行负债项的变化导致货币供给的变化。中央银行资产负债表的“负债项”包括银行储备和政府的存款，政府税收和发行国债会导致政府存款增加和银行储备的减少，并导致银行同业拆借利率的上升。在这种情况下，中央银行为了保持利率的稳定将购买国债投放货币以增加银行储备，所以政府的财政行为导致货币的发行。

笔者利用真实的中央银行资产负债表来说明这个问题。2021年4月8日美国联邦储备系统主要负债项的情况是：联邦储备券21012亿美元、逆回购协议2721亿美元、存款性机构的存款39441亿美元、财政部的存款9550亿美元、外国官方存款322亿美元、其他负债3027亿美元等，其中存款性机构的存款是法定储备和超额储备之和（Board of Governors of The Federal Reserve System, 2021a）。

实际上，并不是只有政府存款项对银行储备有影响，所有中央银行的负债项对银行储备都有影响。但是从上面真实的中央银行的资产负债表可以看到，财政部存款是一个大项。美国政府的税收高峰是在每年2—4月，美国政府的支出相对而言比较均匀，政府税收确实会导致短期流动性不足的问题。当然，银行为了应对这种情况会保留较多的超额储备。因此，当财政部存款发生较大规模变化的时候，在中央银行负债项中首先发生调整的是存款机构的超额储备，接着发生调整的是逆回购协议。如果仅发生超额储备的调整，则基础货币没有变化；如果发生了逆回购协议的变化，则基础货币先扩张后收缩。

笔者收集了美国1959—2020年基础货币变化的月度数据进行分析，发现美国基础货币在大多数年份的3月会出现增加，环比增长率一般不超过邻近月份1个百分点，这说明联邦储备系统主要用回购方法来调节流动性暂时短缺。

只要联邦储备系统不改变货币政策，回购在开始时表现为投放基础货币，在到期时表现为收缩基础货币，它就不会导致基础货币净发行。因此，虽然政府收支会对短期基础货币变化造成影响，但它不会导致基础货币的净发行。

贾根良等人借助雷（2017）列举的第三个论据是本文第四部分提及的国债拍卖的例子，关于这个论据在前面已经进行了详细的分析，在这里就不再赘述了。

如果把财政部的某些行为导致中央银行调节流动性余缺理解为中央银行从来没有独立于政府，那么私人部门的某些行为也会导致中央银行调节流动性余缺，是否也可以理解为中央银行从来没有独立于私人部门？况且，中央银行用回购的方式调节流动性余缺只是导致基础货币供给短期变化，并没有导致基础货币的净发行。显然，中央银行是决定基础货币变化的主体，但这并不排斥中央银行与政府协商或者在政府的指导下发行基础货币。

现代货币理论在讨论中央银行货币政策的时候，总是指出中央银行货币政策的目标是保持银行同业拆借利率的稳定，几乎以此为前提来讨论各种范例。实际上，中央银行只有在经济处于稳定状态下才会保持利率相对稳定，而在经济出现通货膨胀情况下会收缩货币推高利率，在经济出现衰退时会投放货币压低利率。

以美国中央银行为例，联邦储备系统十分重视利率这个工具，它明确指出利率政策的目标是可持续的最大就业、低和稳定的通货膨胀率、合适的长期利率。以近年联邦储备系统的操作来说，联邦储备系统从2018年6月到12月不断提高联邦基金利率以预防通货膨胀，从2020年3月开始又大幅度压低联邦基金利率以应付衰退。联邦基金利率从2020年3月3日的1.59%骤降到3月25日的0.10%，下降幅度达到94%（Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021b）。

因此，保持银行同业拆借利率的相对稳定只是中央银行多种利率行为的一种，不应把它绝对化并作为讨论中央银行在任何时期和任何情况下货币行为的前提。如果银行同业拆借利率的变化方向符合中央银行的意图，那么中央银行不会去调节利率。

## （二）中央银行独立性的本质及其对发行货币支出的影响

所谓中央银行的独立性，不是根据政府支出能否短期影响货币发行来定

义的,而是根据中央银行体制以及中央银行与政府资金融通关系来定义的。各国中央银行体制有三种模式:独立于政府、从属于政府独立于财政部、从属于财政部。例如,美国采用第一种模式。根据美国1913年的《联邦储备法》,美国联邦储备系统不对政府负责而对国会负责,它不接受政府的指令而独立作出货币政策的决策。又如,中国采取第二种模式。1995年《中国人民银行法》规定:中国人民银行在国务院领导下依法独立执行货币政策,不受各级政府部门干涉;中国人民银行不得对政府财政透支,不得直接认购、包销国债和其他政府债券。在世界范围内,主要国家采取前两种模式,其中以采取第二种模式居多。

因此,所谓中央银行的独立性是以法律形式确定下来的制度安排,它不意味中央银行排斥与政府的合作。在美国的模式下,中央银行会与政府磋商以决定货币政策。在中国的模式下,中央银行在国务院的指导下决定货币政策。确实,在从属于政府的中央银行模式中,政府可以要求中央银行绕过直接认购国债的法律限制来间接认购国债。然而,之所以要作出中央银行相对独立这样的制度安排,在本质上是要提出一种警戒或者约束,告诫政府首脑、财政部和中央银行:中央银行应该根据经济的实际需要发行货币,而不能根据政府支出的需要发行货币。这样的制度安排在有的国家约束性强一些,在有的国家约束性弱一些。即使在同样的制度安排下,有的国家的政府自我约束强一些,有的国家的政府自我约束弱一些。例如,中国在制度安排上的约束弱于美国,但是中国政府自我约束较强,中国的中央银行为政府支出融通资金的比例远远低于美国。

中央银行独立性的程度对现代货币理论主张的“政府发行货币支出”产生重要影响。例如,美国联邦储备委员会为了预防通货膨胀,于2017年10月启动渐进式“缩表”,即通过减少资产负债平衡表中的资产和负债的方式收缩货币,这个过程于2019年9月结束。尽管特朗普总统在此期间一再对联邦储备委员会提出批评,要求停止收缩货币并降低基准利率,但联邦储备委员会仍然违背美国总统意愿坚持实行收缩性的货币政策。从2017年10月到2019年9月,美国政府债务增加了21675亿美元,而联邦储备系统持有的国债却减少了3567亿美元(Board of Governors of The Federal Reserve System, 2021a)。显然,在中央银行对经济的看法与政府不一致的情况下,在中央银行独立于政府的制度安排下,政府无法通过发行货币进行支出。

由于中央银行的独立性在经济现实中客观存在，政府赤字支出对货币发行并没有产生决定性影响，现代货币理论以财政部和中央银行合二为一作为前提来讨论政府发行货币支出脱离实际。既然现代货币理论主张政府发行货币支出，那么它就不能回避这样的问题：中央银行是否不应该具有独立性？例如，美国是否应该取消独立于政府的中央银行体制而实行从属于财政部的中央银行体制？又如，中国等其他主要国家的政府是否应该取消政府不得向中央银行透支的法律规定，或者政府是否应该责令中央银行绕过法律的规定为政府支出融通资金？

## 六、政府如何发行货币支出？

### （一）政府可以向中央银行发行国债支出吗？

现代货币理论主张发行货币支出，但是政府如何发行货币支出？雷（2017）经常用“敲键盘”来表达政府发行货币支出，但是对“敲键盘”可以有多种理解，政府动用在中央银行的存款是敲键盘，政府直接向中央银行透支也是敲键盘，雷的表达含混不清。

如前所述，在现实经济中各国通行的政府发行货币支出的方法是，在财政政策和货币政策协调实施的情况下，中央银行直接或间接购买国债为政府支出融通资金。但贾根良等人否认这种现实经济中的实践，他们认为中央银行通过购买国债的方式投放货币存在两个问题。第一，国债是否转化为货币取决于私人部门的选择而非政府的选择。如果私人部门对货币的需求上升并导致市场利率上升，中央银行为了稳定利率会买入国债（逆回购）；如果私人部门对货币的需求下降并导致市场利率下降，中央银行为了稳定利率会卖出国债（回购）。<sup>①</sup>因此，中央银行是否买入国债取决于私人部门的选择。第二，政府通过发行国债来收回自己的负债时，政府的资产不会增加，它所做的不是融资，而是销毁自己的负债（贾根良、何增平，2020）。

<sup>①</sup> 贾根良、何增平（2020）关于逆回购和回购的表述是中国人民银行的表述，美国联邦储备系统的表述与之相反。



先来讨论贾根良等人提出的第二个问题。政府发行国债可能是筹措现在的支出,也可能是偿还过去的债务。如果是前者,则政府是为现在的支出融通资金,未来要偿还这笔债务;如果是后者,则政府为过去的支出融通过资金,现在要偿还这笔债务,两者的本质是一样的。不论是现在融资将来偿还,还是过去融资现在偿还,在政府没有足够财政收入的情况下,只能通过发行新的债务偿还。政府借新债还旧债当然不会增加现在的资产,但它在过去曾经因借债而增加了资产。政府借新债还旧债不是销毁自己的债务,而是延续自己的债务,或者是部分延续自己的债务。

再来讨论贾根良等人提出的第一个问题。中央银行的公开市场操作并非只有回购和逆回购,<sup>①</sup>还有单向买进和卖出国债。回购没有导致中央银行净买进国债,只有单向买进国债才导致中央银行净买进国债。另外,如前所述,维持市场利率相对稳定并非中央银行唯一的利率行为,中央银行根据经济情况将会压低市场利率或者推高市场利率。如果中央银行用回购的方法调节流动性的余缺,那么结果并未导致基础货币净增加,也没有为政府支出融通资金。如果中央银行用扩张性的货币政策配合政府扩张性的财政政策,那么不论中央银行在初级市场还是在二级市场上购买国债,实际上都以发行基础货币的方式为政府支出融通资金,这并不取决于私人部门的选择。如前所述,联邦储备系统2020年以购买国债的方式为美国政府的赤字支出大规模融通资金,并没有受到私人部门的约束。

贾根良等人的分析存在的问题是把经济中存在的某种情形绝对化和普遍化了。在中央银行保持一定独立性的条件下,如果现实经济的变化不适合投放货币,政府当然难以把国债转化为货币。但是,如果现实经济的变化需要货币政策与扩张性的财政政策相互配合,那么政府就可以通过向中央银行发行国债来筹措支出,这是现实经济中政府发行货币支出的主要途径。

## (二) 政府可以向中央银行透支支出吗?

如果现代货币理论主张的政府发行货币支出的方法不是现实经济中各国政府通行的方法,那么又应该采用什么方法呢?贾根良、兰无双(2019)是这样表述对现代货币理论看法的:从操作上来说,政府支出是通过开出

<sup>①</sup> 本文讨论美国中央银行的操作,所以对回购和逆回购采用联邦储备系统的表述。

以中央银行为付款人的支票来完成的，中央银行绝不会拒付政府的支票。政府向私人机构开出支票，私人机构将支票存入银行，私人机构在银行的存款账户被贷记，这个过程独立于任何以前的收入。他们还指出：政府支出前在账户必须有一个余额，这个规定对于很多人来说具有误导性。从事后来看，政府支出确实来自这个账户；从事前来看，政府支出独立于以前的收入。

笔者认为，贾根良、兰无双（2019）引述的这段话没有说明政府向中央银行透支是“实际如此”还是“应该如此”。如果是“实际如此”，那么这段话没有说明是主要国家如此还是某些发展中国家如此？如果是主要国家如此，那么这段话没有说明是在什么情况下如此。从现代货币理论的两部论著来看，现代货币理论的倡导者总是用隐晦的说法来表达政府发行货币支出，而没有明确地表达政府是否应该向中央银行透支支出。

政府向中央银行透支在部分主要国家中是存在的，但必须是在紧急状态下才能透支，而且透支只能是短期的。例如，英格兰银行在1694年建立之初就设立了被称为“筹款便利”（ways and means facility）的政府透支账户，规定政府必须在紧急状态下才能透支，透支额不能超过规定的上限，一年内必须偿还。进入21世纪以后，英国政府只有两次使用“筹款便利”账户：一次是2008年美国金融危机激化，另一次是2020年英国新型冠状病毒肺炎疫情大规模暴发。这就是说，政府在遇到紧急情况来不及发行国债筹措支出的情况下才能透支。2020年4月5日，英格兰银行行长安德鲁·贝利（Andrew Bailey）明确表示，英格兰银行不会有长期支持政府支出的“货币融资”（monetary financing）行为。

在世界主要国家中，日本法律规定中央银行可以向政府提供短期贷款，美国法律规定允许中央银行在紧急情况下经过国会批准向包括联邦政府在内的一定范围的行政机构和私人机构提供无抵押贷款，欧元区法律禁止欧洲中央银行直接向任何公共机构发放贷款，中国法律禁止政府向中央银行透支。

如果贾根良、兰无双（2019）所引述的内容是现代货币理论具有代表性的主张，那么这是政府发行货币支出最彻底的方法，政府可以在任何情况下不受数额和时间限制向中央银行透支，这样现代货币理论就必须讨论政府发行货币支出的界限在哪里。

## 七、政府发行货币支出的界限在哪里？

### （一）现代货币理论对通货膨胀的看法

与政府发行货币支出不可避免地相联系的一个问题就是通货膨胀。按照现代货币理论的定义，通货膨胀是指价格水平的持续上升。Mitchel, Wray, and Watts (2016) 在第 14 章第 3 节讨论了通货膨胀问题。归纳起来，现代货币理论关于通货膨胀的看法如下。

第一，相对于保持价格水平稳定来说，充分就业是主要的政策目标。经济学者们很难发现低于 40% 的年通货膨胀率对经济有什么明显的不利影响，问题是民众不接受这样的通货膨胀率。

第二，现代货币理论认为货币主义关于货币过多造成价格水平上升的分析过于简单，货币流通速度并不是稳定的。导致通货膨胀的是总支出，而政府支出未必会导致总支出过大，日本的事例证明了这一点。

第三，魏玛共和国和津巴布韦发生恶性通货膨胀并不是简单地由于政府发行太多的货币支出造成的，还与这些国家政治和社会动乱、生产能力的崩溃、以外国货币标价的外债的偿还有关。

第四，尽管不像货币主义说的那么简单，但财政赤字、货币供给和通货膨胀相互之间确实存在联系。从紧的财政政策有助于减轻严重通货膨胀的压力，但它不能消除供给方面的原因 (Mitchell, Wray, and Watts, 2016: 283)。

国外关于现代货币理论的研究文献普遍认为，发行货币支出超过一定的限度就会导致严重的通货膨胀。智利经济学者塞巴斯蒂安·爱德华兹 (Sebastián Edwards) 用实践证明现代货币理论的分析是有缺陷的：1970 年至 1973 年的智利、1985 年至 1990 年的秘鲁、2003 年至 2015 年的阿根廷、1999 年以来的委内瑞拉，都由于发行货币过多导致严重的通货膨胀和经济衰退 (Edwards, 2019)。

### （二）对现代货币理论关于通货膨胀看法的评论

笔者认为，现代货币理论关于恶性通货膨胀原因的看法是有道理的，恶性通货膨胀的原因不仅是货币发行过多，还有政治、经济、社会等方面的因

素。另外，现代货币理论认为货币数量对价格水平传导机制不像货币主义说得那么简单也是有道理的。根据笔者的研究成果，即使从长期来看，货币供给持续以高于国内生产总值增长率的速度增长未必导致价格水平上升。例如，2000—2019年，日本货币供给量（ $M_1$ ）的年均增长率是5.80%，国内生产总值年平均增长率是0.19%。如果按照货币学派的现代货币数量论，日本的价格水平上涨率应该较高。但在实际上，日本的价格水平异常稳定，居民消费价格指数（CPI）年均增长率只有0.29%（Statistics Bureau of Japan, 2021）。

在笔者看来，有三个因素在货币数量对价格水平传导机制中发挥作用。第一个因素是人们对价格水平上升的预期。如果人们对中央银行的信任度很高，认为中央银行能够有效地控制价格水平上升，他们就不会恐慌性增加消费支出和投资支出，从而不会导致价格水平大幅度上升。第二个因素是货币流通速度下降。货币流通速度并不像经典的货币理论所认为或假定的那样是稳定的，货币流通速度是易变的，它是货币供给和货币需求的调节机制，正是货币流通速度的下降抵消货币供给增加的影响（李翀，2019）。第三个因素是社会资源被利用的程度。在失业较为严重的条件下，货币供给增加对价格水平上升的推动力较小；在接近充分就业的条件下，货币供给增加对价格水平上升的推动力较大。<sup>①</sup>

笔者认为，讨论的重点不应该是恶性通货膨胀，如果一个国家发生恶性通货膨胀，这个国家经济就处于崩溃的边缘。就严重通货膨胀而言，不论货币数量对价格水平的传导机制如何，货币发行过多肯定会造成通货膨胀，这已经不是理论问题，而是被许多国家实践证明的问题。既然现代货币理论也承认财政赤字、货币供给和通货膨胀存在联系，这样就产生一个问题：政府发行货币支出的界限在哪里？

### （三）发行货币支出的界限何在

米切尔等人曾指出，如果批评政府发行货币支出必然导致严重通货膨胀或者恶性通货膨胀的意见是正确的，那么就算不是恶性通货膨胀，大多数发达国家也都发生了严重的通货膨胀，因为它们都是“敲键盘”支出的（Mitchell, Wray, and Watts, 2016: 307）。

<sup>①</sup> 第三个因素是匿名审稿人的正确意见，在此表示感谢。

笔者认为，发行货币支出是否必然导致严重的通货膨胀，取决于如何发行货币支出。如果政府可以无节制地发行货币支出，那么必然导致通货膨胀。另外，米切尔等人反证主要国家发行货币支出并未造成通货膨胀是错误的，因为主要国家是举债支出，而不是发行货币支出。在主要国家中，中央银行持有的国债只是政府发行的国债的小部分，当然没有发生严重通货膨胀。

本文前面在阐述现代货币理论核心思想的时候曾指出，在现代货币理论看来，尽管政府可以发行货币支出，但也并不意味着政府可以无节制增加支出。政府过度支出会带来一系列问题，如通货膨胀、损害私营部门利益、本币汇率贬值等。由此可见，现代货币理论一方面主张政府发行货币支出，另一方面又反对政府过度支出，那么政府发行货币支出的界限应该是没有发生严重的通货膨胀。既然政府发行货币支出存在界限，那么就带来了一系列理论和实践问题。例如，多高的通货膨胀率属于严重的通货膨胀？又如，对于政府和中央银行来说，应该设立什么样的制度安排或者约束机制来防止政府发行货币支出超过界限？这些问题本应是现代货币理论重点研究的问题，但是人们从现代货币理论中找不到这些问题的清晰答案。

## 八、简短的结论

现代货币理论主张政府发行货币支出源于主张赤字财政，现代货币理论主张赤字财政又源于两个依据：一是只有政府部门出现赤字，私人部门才能有盈余；二是政府要实现充分就业。第一个依据是不能成立的，政府部门赤字会导致私人部门盈余，但不是只有政府部门出现赤字，私人部门才会出现盈余。第二个依据是可以成立的，但应该考虑赤字财政的实施程度以及所带来的后果，还应该权衡充分就业和价格稳定两个政策目标。另外，现代货币理论主张政府发行货币支出的实践依据是政府支出导致货币创造。实际上，不论是政府部门还是私人部门的某些行为都会导致流动性的变化，中央银行用回购或者逆回购的方法来调整流动性的余缺，但这并未导致货币的净发行，影响货币发行的主体是中央银行。

理论需要实践来检验。现代货币理论倡导者反复说明他们表达的是事实，但是前文分析表明他们不但不是表达事实，而且在多个方面歪曲事实。然而，这并不意味着现代货币理论倡导者不能提出新的理论主张，他们完全可以提

出新的“政府发行货币支出”的理论主张，再让这些理论主张接受未来实践的检验，但是这些理论主张必须合乎逻辑。遗憾的是，正如前面分析所指出的，现代货币理论倡导者对必须涉及的一系列重要问题模棱两可和含糊其辞，如中央银行独立性问题、发行货币支出的方法问题、发行货币支出的后果问题、发行货币支出的界限问题等，人们看不到他们对这些重要问题清晰的逻辑推导和明确的理论结论。

### 参考文献：

- 陈道富，2021，《“熬过”与“回归”：现代货币理论的现实约束与适用边界》，《探索与争鸣》第1期。
- 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、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。
- 贾根良、何增平，2020，《现代货币理论大辩论的主要问题与深层次根源》，《中国人民大学学报》第5期。
- 凯恩斯，1963，《就业、利息和货币通论》，徐毓柝译，商务印书馆。
- 雷，L. 兰德尔，2017，《现代货币理论：主权货币体系的宏观经济学》，张慧玉、王佳楠、马爽译，中信出版社。
- 李翀，2019，《货币流通速度易变性的验证与货币理论的重构研究》，《北京师范大学学报（社会科学版）》第4期。
- 李黎力，2020，《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。
- 刘磊，2019，《从货币起源到现代货币理论：经济学研究范式的转变》，《政治经济学评论》第5期。
- 萨缪尔森，1979，《经济学》（上），高鸿业译，商务印书馆。
- 孙国峰，2019，《对“现代货币理论”的批判》，《中国金融》第15期。
- 孙国峰，2020，《现代货币理论的缺陷——基于财政视角》，《国际经济评论》第5期。
- Board of Governors of the Federal Reserve System. 2021a. “Factors Affecting Reserve Balances.” Accessed October 25, 2021. <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. 2021b. “Selected Interest Rate.” Accessed October 25, 2021. <https://www.federalreserve.gov/releases/h15/>.
- Bureau of Economic Analysis. 2021a. “National Economic Account.” Accessed October 25, 2021.

<https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey/>.

Bureau of Economic Analysis. 2021b. “National Economic Account.” Accessed October 25, 2021.

<https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey/Aug.2,2021>.

Coats, Warren. 2019. “Modern Monetary Theory: A Critique.” *Cato Journal* 39 (3): 563–576.

Edwards, Sebastián. 2019. “Modern Monetary Disasters.” *New Europe*, May 17. Accessed October 24, 2021. <https://www.neweurope.eu/article/modern-monetary-disasters/>.

Fiebiger, Brett, et al. 2012. “Modern Monetary Theory: A Debate.” Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst Working Papers No. 279.

Galbraith, James K. 2011. “Is the Federal Debt Unsustainable?” Economics Policy Note Archive No. 11–02, Levy Economics Institute.

Godley, Wynne. 1996. “Money, Finance and National Income Determination: An Integrated Approach.” Economics Working Paper Archive No. wp167, Levy Economics Institute.

International Monetary Fund. 2021. “IMF Data Mapper.” Accessed October 25, 2021. [https://www.imf.org/external/datamapper/GG\\_DEBT\\_GDP/](https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP/).

Kuznets, Simon. 1971. *Economic Growth of Nations: Total Output and Production Structure*. Cambridge, Massachusetts: Belknap Press of Harvard University Press.

Lavoie, Marc. 2013. “The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique.” *Journal of Economic Issues* 47 (1): 1–32.

Lerner, Abba P. 1943. “Functional Finance and the Federal Debt.” *Social Research: An International Quarterly* 10 (1): 38–51.

Mitchell, William, L. Randall Wray, and Martin Watts. 2016. *Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text*. Scotts Valley: CreateSpace Independent Publishing Platform.

Omran, Farah, and Mark Zelmer. 2021. “Deficits Do Matter: A Review of Modern Monetary Theory.” CD Howe Institute Commentary No. 593.

Palley, Thomas I. 2015. “Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A Critique of Modern Monetary Theory.” *Review of Political Economy* 27 (1): 1–23.

Rogoff, K. 2019. “Modern Monetary Nonsense.” *The New Times*, March 5. Accessed October 24, 2021. <https://www.newtimes.co.rw/opinions/modern-monetary-nonsense/>.

Statistics Bureau of Japan. 2021. “Consumer Price Index.” Accessed October 25, 2021. <http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/index.html/>.

The White House. 2021. “Office of Management and Budget.” Accessed October 25, 2021. <https://www.whitehouse.gov/omb/historical-tables/>.

# Understanding Modern Money Theory: An Analysis of the Opinion of Sovereign Governments Spending by Issuing Money

*Li Chong and Feng Guanlin*

(School of Economics and Business Administration, Beijing Normal University)

**Abstract:** The core idea of the Modern Money Theory (MMT) proposed by the post-Keynesian School is that a sovereign government can finance its spending by issuing money. According to MMT, a government issues money because of deficit financing. There are two reasons for deficit financing: firstly, only with a government in deficit can the private sector record a surplus; secondly, the government has the policy goal of full employment. MMT believes that a government can finance its spending by issuing money because it owns its sovereign currency and is not subject to fiscal restraints. However, MMT's opinion that the private sector has surplus only when the government is in deficit is invalid. As a matter of fact, the private sector can have surplus even if the government is not in deficit. In addition, even though certain behaviors of the government and the private sector could result in fluctuations in liquidity, it is still the central bank that determines the net issuance of money. When a government finances its spending by issuing money, it will inevitably induce questions like how it does this, what implications this has, and issues such as central bank independence. Unfortunately, MMT has failed to provide a clear framework for analyzing and understanding these important issues.

**Keywords:** Modern Money Theory (MMT), Accounting Identity of Macro Economy, Deficit Financing, Governments Financing Spending by Issuing Money, Central Bank, Inflation

**JEL Classification:** B00, E42, E44, E62

(责任编辑: 王姣娜)