

MMT 理论对中国货币政策问题“药不对症”

摘要

- 金融危机之后全球货币宽松不断加码，但效果却日渐式微，宽松的货币政策并未将全球经济带入景气。面对货币政策已经进入极度宽松，而经济表现并不理想的情况，寻求更为有效的政策组合则成为新目标。而以财政政策来疏通货币政策传导的 MMT 理论则获得越来越多的欢迎。而近年我国同样出现了货币政策传导渠道不畅的问题，货币政策宽松与实体融资偏弱共存，也使得 MMT 理论在国内支持者增加。我们通过对 MMT 理论具体分析，来说明 MMT 能否解决当前全球面临的政策困境，以及是否适合于我国。
- **MMT 框架的三个组成部分：税收驱动货币、财政赤字货币化以及就业保障计划。**其核心观点包括以下 5 点：政府无需先通过税收、债券获得收入来为其支出融资，政府支出先于收入；政府可以创造货币购买本国计价的任何产品和服务，而不用担心违约风险；财政政策不能一味追求预算平衡或盈余，而要以充分就业、配合央行货币政策为目标；政府可以通过税收、债券回笼货币并控制需求推动的通胀；政府部门赤字为私营部门创造盈余。
- **日本是 MMT 的长期践行者，但成效并不明显，欧元区执行该理论却存在很强阻碍。**日本央行大量持有日本国债，以及日本在全球独一无二的政府债务率，均显示日本是 MMT 的长期践行者，但成效有限。欧元区国家没有“印钞”权，因而财政和货币政策难以有效配合。此外，欧元区国家也面临较严的财政纪律约束，对欧元区财政体制改革非一日之功，要想提高财政政策灵活性和空间的难度较大。因而欧元区政策转向宽松将继续在货币政策上做文章。
- **中国货币政策传导渠道不畅的原因与发达国家有本质区别，决定 MMT 理论在中国并不对症。**发达国家货币政策传导渠道不畅主要是实体经济融资需求不足，因而需要财政扩大支出来提升整体融资需求。而我国货币政策传导渠道不畅的主要原因是实体经济融资需求不足，特别是对地方政府和房地产等主要的融资部门融资限制，导致金融机构无法将资金有效投放给实体，形成银行间市场流动性堆积和实体资金供给有限的对立局面。**我国货币政策传导渠道不畅的原因和发达国家有本质区别，相应的应对方式也不同。无论是短期还是长期，MMT 理论都不是对症良药。相应的，短期放松行政管控，长期加快财税体制、国有企业、收入分配等改革才是疏通货币政策的治本之策。**
- **MMT 理论支持的财政货币化在长期会产生更大负面效应，并不适合中国。**MMT 认为在通胀可控下，鼓励政府更多的参与到经济事务中去，长此以往政府部门将必然积累更多的政府资产。而中国政府部门已深度参与经济事务，更大幅度的参与不利于经济结构向消费、创新转型。以后需要削弱政府部门参与经济的程度，将政府部门拥有的净资产更多向私营部门转移，这也符合十八届三中全会确定的改革方向。从这个角度来说，中国需要走“逆 MMT”过程。在应对短期货币传导不畅时，应该放松相应的融资管控。至于放松资金流向的扭曲，则是其它改革，而不是货币政策能够解决的。
- 风险提示：全球经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 突然的回升难持续，经济放缓压力依然存在 (2019-07-15)
2. 经济延续弱势，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-15)
3. 内外需均走弱，经济或继续放缓 (2019-07-13)
4. 短期社融增速或见顶，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-13)
5. 消费品通胀平稳，工业品进入通缩 (2019-07-10)
6. 长端利率下行为何步履蹒跚，还会继续下行吗？ (2019-07-08)
7. 如果增加自美进口，进口什么？影响如何？ (2019-07-04)
8. 回归偏弱的基本面——月度经济预测 (2019-07-01)
9. G20 会议成果与基本面的变化 (2019-06-30)
10. 企业盈利继续偏弱，反弹难持续 (2019-06-27)

目 录

1 MMT 框架：从货币起源说起	1
1.1 MMT 基本框架	1
1.2 MMT 理论下财政与货币政策的互动：作为货币政策的财政政策	2
1.3 关于 MMT 的异议	4
2 日本是 MMT 理论的成功案例么	5
3 欧元区应用 MMT：道阻且长	7
4 MMT 对中国的启示	9
4.1 中国财政政策如何影响货币政策：从量价两个维度理解	10
4.2 对中国货币政策传导困境来说，MMT 理论并不对症	12

图 目 录

图 1: MMT 理论框架	1
图 2: 经济中各部门的平衡	2
图 3: 中国各部门收支余额情况	2
图 4: 财政政策本质上是货币政策——MMT 观点	3
图 5: 美联储每年给财政部上缴的净收入规模	3
图 6: 财政赤字带来准备金和政府债券的增加	3
图 7: MMT 主要观点及其存在的争议	4
图 8: 日本政府债务规模不断攀升利率则逐步走低	5
图 9: 进口价格指数增速略领先日本 CPI 增速	5
图 10: 日本国债持有者结构（截止 2017 年）	6
图 11: 日本 QE、QQE 与负利率对其商业银盈利造成侵蚀	6
图 12: 日本银行信贷增长出现停滞，货币乘数降至历史低位	6
图 13: 欧元区经济增速分解	7
图 14: 中国 PMI 略领先欧元区出口	7
图 15: 负利率对银行信贷存在刺激作用	8
图 16: 欧央行进一步降息空间有限	8
图 17: 欧央行购买国债对国债利差的影响空间收窄	8
图 18: 欧元区通胀总体疲弱	9
图 19: 欧元区边缘国家失业率依然处于高位	9
图 20: 银行金融市场部向资产负债表的传导依然不畅	10
图 21: 基础货币变动分解	11
图 22: 近年央行财政存款中枢保持平稳	11
图 23: 财政存款增速对 10 年国债利率走势有一定的指示意义	11
图 24: 财政存款变动与短端利率之间的关系	11
图 25: 大部分发展中国家政府部门净资产/GDP 比例要高于发达国家（截止 2016 年）	12
图 26: 中国政府部门拥有的净资产远高于发达国家（截止 2016 年）	12
图 27: 政府部门负债增速和资产增速已有所回落，而且基本相当	13
图 28: 居民净资产在国家净资产中的占比依然有上升空间	13
图 29: 中国政府部门主要靠地方政府加杠杆	14
图 30: 日本政府部门依靠中央政府加杠杆	14

1 MMT 框架：从货币起源说起

1.1 MMT 基本框架

MMT 即现代货币理论（Modern monetary theory），发轫于 20 世纪 90 年代，美国密苏里大学堪萨斯城分校与利维经济研究所的一些经济学家是该理论的主要推动者，包括兰德尔、沃伦、米切尔等。兰德尔在 1998 年出版的《理解现代货币：充分就业和价格稳定的关键》一书中对 MMT 进行了早期的全面阐述。

MMT 是关于财政政策与货币政策如何协调配合的理论，它认为通过货币为政府赤字融资是能够实现非通胀充分就业的。MMT 综合了多种理论，其支持货币受税收驱动的观点源自 Knapp 国家货币理论，其认同财政政策要以促进就业和配合央行货币政策目标观点则是源自 Lerner 的功能财政，其关于政府赤字等于私营部门盈余的观点源自 Godley 的部门均衡理论。虽然 MMT 综合了多种理论，但在理念上与主流经济学也存在不少争议，比如 MMT 认为政府支出先于收入，因此政府无需先通过税收、债券获得收入才能进行支出，这种观点并未得到主流经济学的认同。

MMT 理论由货币起源、财政赤字货币化以及就业保障/最终雇主计划这三部分构成。首先，MMT 认为是税收驱动货币。货币本质上是政府创造的一种借据，不论是纸币还是金属货币，之后便可以作为交易媒介流通。私营部门之所以会接受主权政府的货币（借据），是因为可以用其发行的货币缴税。因此，是税收驱动货币，政府征缴税收的权力赋予政府创造货币的能力，私营部门因为要缴税而必须获得货币，从而产生了对货币的需求。因此主权国家可以直接创造货币，并可以购买以本币计价的任何产品和服务。

图 1：MMT 理论框架



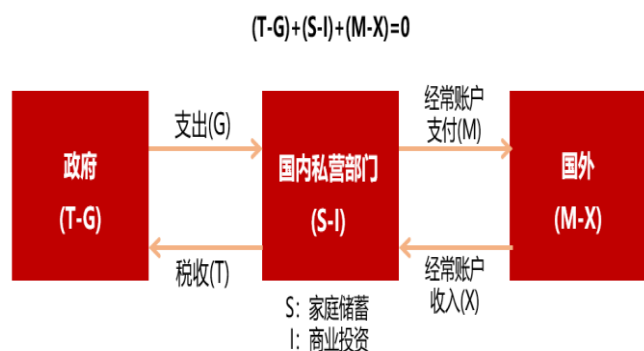
数据来源：兰德尔，《现代货币理论》，西南证券整理

其次，税收驱动货币意味着政府可以直接创造货币，由此引申的重要推论是，政府无需税收来为支出融资，政府支出先于财政收入。因此，理论上政府在财政上不受约束，这也是关于预算赤字货币化的宏观经济学观点。正如美联储前主席格林斯潘所言，“美国可以偿还它所拥有的任何债务，因为我们总是可以印钞票来偿还”。政府可以创造货币，无需有收入才能支出。税收的功能在于将政府支出的货币回笼，从私营部门抽离资金，以管理总需求。这类似于银行不需要先有存款才能贷款，而是由贷款驱动存款，进而派生货币。

最后一个重要的观点是政府应建立“就业保障/最终雇主”计划，该计划可以在不引发通胀的情况下追求充分就业。该计划要求政府充当最终雇主为任何想工作的人提供工作。这一观点是来自勒纳的功能财政思想，勒纳认为在经济达到充分就业之前，政府应实施扩张性的可自由支配的财政政策。就业保障计划的目标是建立一个“自动稳定器”，使保障就业规模在经济衰退时增加，在经济扩张时缩减，以熨平私营部门就业的波动。就业保障计划实行统一的最低工资将在经济繁荣时降低通胀压力，在衰退时减缓通缩压力。通过实行劳动力缓冲准备与统一最低工资，可以让政府在加大支出时，不用担心会有高通胀的风险。

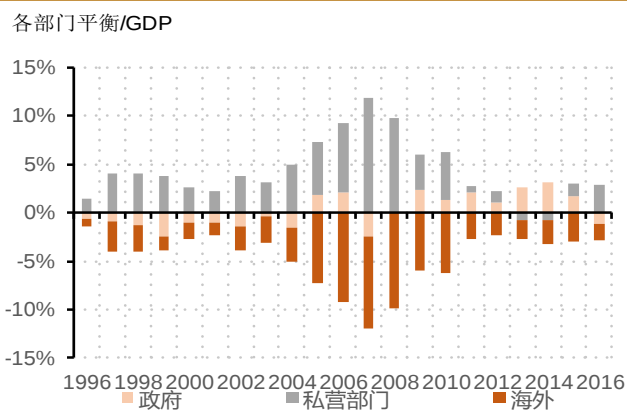
MMT 理论不赞成一味追求财政平衡或盈余，财政政策财政要以稳定就业、配合央行的货币政策为目标，也即认同“功能财政”的观点。政府部门的盈余对应的是私营部门的赤字，政府累计盈余将造成私营部门不断累计债务，而私营部门没有发行货币清偿债务的能力，从而会积累风险。2008 年金融危机即是由于私营部门大量累计债务杠杆率不断攀升造成的。MMT 理论认为财政的目标应当是促进充分就业，增加私营部门收入水平。

图 2：经济中各部门的平衡



数据来源：维基解密，西南证券整理

图 3：中国各部门收支余额情况



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 MMT 理论下财政与货币政策的互动：作为货币政策的财政政策

MMT 的主要贡献之一是解释了为什么主权政府有一个非常灵活的财政政策空间。一般认为只有在经济陷入衰退，发生金融危机时才需要政府通过增加赤字刺激需求来稳定经济。在正常年份政府需要追求财政平衡或盈余，严格遵守财政纪律。但 MMT 理论持“功能财政”的主张，也即财政政策需要更加灵活的使用，以调节总需求，协助央行调控货币政策目标。

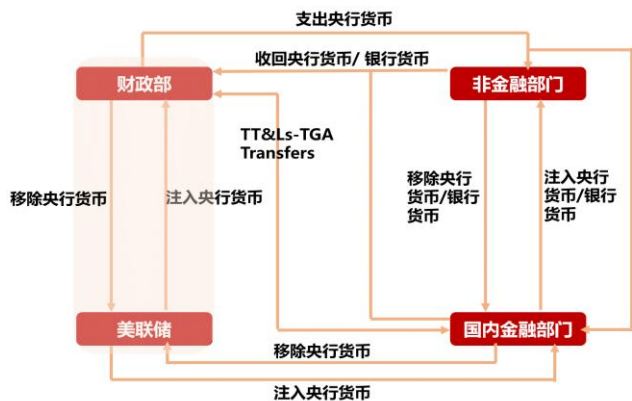
作为货币政策的财政政策。在现实世界中，绝大多数政府均不允许央行直接购买国债或者直接为财政提供贷款，以保持央行的独立性。在美国，除了上述要求外，还规定在财政支出时需要将财政在银行缴税账户中的资金转移至财政在央行的账户，必须从央行的账户中支出。虽然存在这些制度上的限制，但是实际上央行仍然间接为财政运作提供资金。央行不能为财政直接融资，并不能改变本质，也即央行账户上的财政存款是来自于央行。央行独立性存疑，财政政策本质上也是货币政策。

以美国政府财政与央行的互动来进一步说明这一问题。联储在私人银行 (TT&Ls) 和联储 (TGA) 上均有账户，但只能使用 TGA 进行支出，也即财政部只能使用央行货币，包括基础货币和国债，而不能使用银行货币，即财政在私营银行的存款。考虑到财政支出前，需要在 TGA 上有正的余额，因此需要通过税收或者发债获得资金补充 TGA。

财政支出直接消耗央行货币，为了补充央行货币，联储要么给私营银行注入基础货币，要么从私营银行购买金融资产。这两种情况提供的央行货币最终都会被传递至财政部，因此央行间接为财政部支出提供资金。

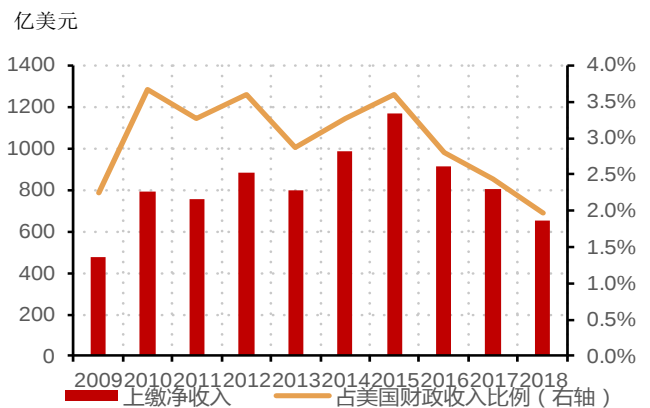
此外，联储每年将净收入上缴财政部，直接为财政提供资金，也即财政赤字货币化。美联储通过国债、MBS 以及政府支持机构的债务实现利息收入，并将扣除准备金利息、营运费用后剩余的净收入上缴财政。2018 年联储上缴财政收入 654 亿美元，占当年财政收入的 2%。

图 4: 财政政策本质上是货币政策——MMT 观点



数据来源：兰德尔，《Modern Money Theory: A Reply to Critics》，西南
证券整理

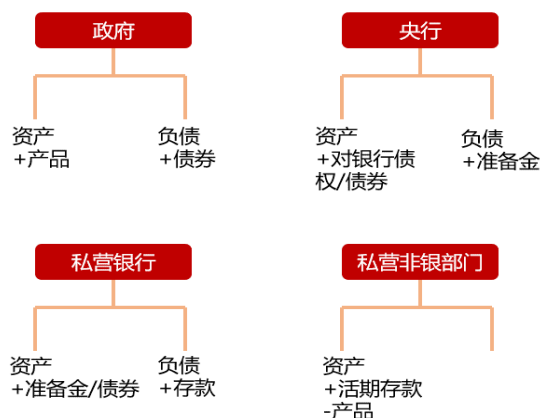
图 5: 美联储每年给财政部上缴的净收入规模



数据来源：美联储，西南证券整理

MMT 认为政府发行国债的目的并不是为了赤字融资，而是配合央行的货币政策目标。政府赤字增加对应的是准备金、现金和国债数量的增加。如果增加的银行准备金数量超过了银行所需规模，则银行会在联邦基金市场贷出资金，这会压低央行的隔夜拆借利率。因此需要政府发行国债来为银行多余准备金提供相对高收益的投资产品。**发行国债是为银行的准备金提供可替代的资产选择，以协助维持央行的隔夜利率目标。**如果本国利率过高，政府便需要提供更多以准备金形式存在的“货币”来协助降低利率。

图 6: 财政赤字带来准备金和政府债券的增加



数据来源：兰德尔，《现代货币理论》，西南证券整理

在 MMT 理论框架下，财政政策本质上是货币政策，财政支出最终靠央行提供资金。政府发行国债则是协助央行完成货币政策目标。政府收税则涉及到货币回笼。财政可以通过征税和发债获取其在央行账户的存款。因为税收和债券发行消耗了央行货币，作为央行货币的唯一提供方，央行不得不提供资金。财政在央行账户上的存款最终来自央行。

1.3 关于 MMT 的异议

MMT 在学术界和资本市场均引发了不小的争议。批评的声音主要集中在货币起源、通胀控制、政府赤字可持续性等方面。MMT 继承了国家货币理论的观点，认为是税收驱动货币。但经济学家 Eladio Febrero 认为，现代货币的价值在于能够清偿银行的债务，而不是缴税。诺贝尔经济学奖得主保罗·克鲁格曼认为，MMT 过度支持政府预算赤字，忽视了在经济增长时维持预算赤字所带来的通胀压力。后凯恩斯主义经济学家托马斯·帕利认为，MMT 缺乏一个可信的通胀理论。

MMT 认为不用担心政府赤字，主权政府总可以创造货币为其债务融资。马斯·帕利认为，MMT 在很大程度上是对凯恩斯主义经济学的重述，但它倾向于过分简单化的分析，低估了其政策含义的风险。MMT“回避了财政货币冲突问题”，即制定支出预算的政府机构如国会，可能拒绝与控制货币供应的政府机构如美联储的合作。MMT 提出的政策将导致严重的金融不稳定。对永久性零利率可能导致的金融不稳定缺乏认识，夸大政府创造货币的重要性。帕利的结论是，MMT 没有提供关于货币理论的新见解，而是对宏观经济政策提出了未经证实的主张。帕利进一步指出 MMT 最近受到关注，因为它是“萧条时期的政策论战”。美联储主席鲍威尔也认为“由于政府能够以本币借债、所以赤字不重要的观点是错误的，必须减少支出或提升收入”。

图 7：MMT 主要观点及其存在的争议

主题	MMT	争议
货币起源	继承了国家货币理论的观点，认为驱动货币。	现代货币的价值来自于其偿还银行债务的能力，而不是为了缴税。
设定利率	利率目标不是一个有效的政策。政府可以选择通过完全不发行债券来维持零利率政策。	主流凯恩斯经济学认为是在美联储的管理下，实现了就业最大化和物价稳定的“双重使命”。
通胀控制	政府增加税收或发行债券从私营部门回笼资金；就业保障还提供了一个自动稳定器；二者均能稳定通胀。	克鲁格曼认为，MMT 过于支持政府预算赤字，忽视了在经济增长时维持预算赤字所带来的通胀影响。
预算赤字对利率的影响	赤字支出可以压低利率，鼓励投资，从而“挤入”经济活动。	新凯恩斯经济学认为在充分就业的情况下，更高的预算赤字会“挤出”投资。奥地利学派经济学家罗伯·墨菲认为，削减政府赤字只会侵蚀一部分私人储蓄，而不是投资。
政府赤字的可持续性	不用担心政府赤字，主权政府总可以创造货币为其债务融资。	后凯恩斯主义经济学家托马斯·帕利认为 MMT“回避了财政货币冲突问题”，即制定支出预算的政府机构可能拒绝与央行合作。MMT 的支持者对永久性零利率可能导致的金融不稳定缺乏认识；夸大政府创造货币的重要性。

数据来源：维基解密，《现代货币理论》，西南证券整理

2 日本是 MMT 理论的成功案例么

不久前 MMT 在日本政坛引发了不小的讨论。安倍、黑田以及日本财长麻生太郎都对 MMT 理论给予了否定的看法。4 月 4 日，在日本国会的一次听证会上，麻生表示利用政府支出为主要政策工具，以提振就业和刺激通胀的思想，对于已经债台高筑的日本来说，这样做的结果将适得其反。日央行行长黑田东彦在听证会上也认同麻生的观点，黑田表示称 MMT 的想法是不可接受的，因为它没有考虑到巨额财政赤字的风险。安倍晋则否认日本按照 MMT 的方针实施财政政策，其目标实降低政府杠杆率。重振财政纪律。日本将在今年 10 月将消费税税率由之前的 8% 上调至 10%，这也体现了安倍控制政府债务规模的意图。

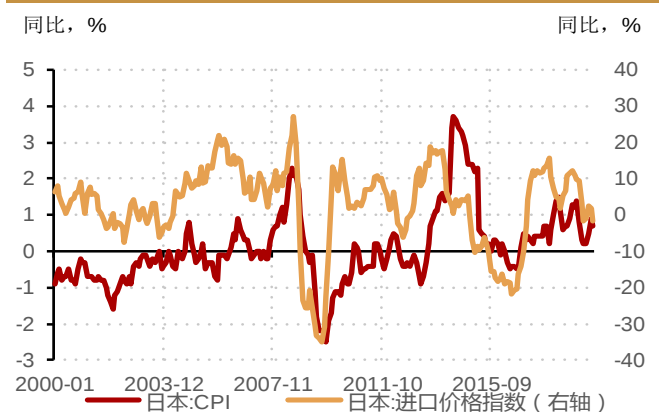
但在 MMT 的支持者眼中，日本是践行该理论的成功案例。日本在主要发达国家中拥有最高的政府部门杠杆率。但日本并没有出现高通胀，反而长期被通缩困扰。政府部门的巨额债务也没有带来利率的上升，日本央行将政策利率维持在 -0.1%，10 年国债收益率与政府债务呈现负相关关系，并于 2016 年 3 月首次跌落负区间。此外，日本失业率已经回落至 90 年代的偏低水平，截止 2019 年 5 月日本失业率仅为 2.4%。这些均被 MMT 支持者视为该理论的成功运用。

图 8：日本政府债务规模不断攀升利率则逐步走低



数据来源：BIS, Wind, 西南证券整理

图 9：进口价格指数增速略领先日本 CPI 增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

日央行是日本国债的主要购买者，日本财政赤字货币化程度非常高。按照 MMT 理论，财政政策本质上是货币政策，财政支出的资金最终来自央行发行的基础货币。日央行在金融市场购买国债来实现其收益率曲线控制的 QQE 政策，也是间接在给财政融资。截止 2019 年 6 月，日本央行持有的国债规模达到 175.3 万亿日元，占日本央行总资产的 81.0%，日央行也

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_11325

