

现代货币理论与货币政策、财政政策协调配合的3.0版

闫坤¹ 孟艳²

(1.中国社会科学院财经战略研究院,北京 100028; 2.中财公私合作发展研究院,北京 100098)

摘要:现代货币理论主张财政赤字货币化,主张互换财政部和中央银行的角色,试图为发达国家推行债务驱动型经济增长模式提供理论辩护,因此受到美国政界人士的欢迎,同时,它关注到贫富差距对经济增长的制约作用,加之发达经济体零利率蔓延和政府债务攀升,一些市场参与者也认为该理论开启了财政政策与货币政策协调配合新版本。但是,主流经济学家认为现代货币理论离经叛道,理论逻辑含糊不清,政策建议和实践后果极其危险,一些拉美国家出现的恶性通胀和经济失序即为明证。我们认为,现代货币理论属于相对极端的宏观经济理论,其真正转化为财政货币政策协调配合的3.0版,还需要诸多前提和精心设计,寻求一个平衡点,未来需要关注发达国家财政赤字货币化倾向的内在逻辑与外在溢出影响。我国经济指标长期处于良好状态,现代货币理论不适合作为我国的宏观经济政策选择,仅在继续加大结构性政策力度,加强社会安全网建设方面有一定的启示。

关键词:现代货币理论;财政政策;货币政策;就业;政府债务风险

中图分类号:F820;F812 文献标志码:A 文章编号:1002-462X(2020)02-0101-10

近年来,现代货币理论(Modern Monetary Theory,简称MMT)在美国引起了激烈的政治和经济辩论。随着2020年美国大选的临近,它已经成为华盛顿特区的一个流行语。现代货币理论之所以受到热议,主要是因其主张“赤字对那些能够以本国货币借贷的国家来说是无关紧要的”,也就是说,由于美国可以用自己的货币借贷,当美国政府需要偿还债务时,通过印刷更多的美元就可以轻松解决,如果引起通胀,那么,只需提高税收就可以稳定物价^[1]。

现代货币理论的政策主张既可以满足特朗普政府扩大基建投资和减税的预算需求,又可以满足民主党绿色新政、全民医保等巨额财政支出提案,受到美国政界的普遍欢迎,但是,美联储主席鲍威尔对美国国会表示,现代货币理论“完全错

误”,主流经济学家强烈反对现代货币理论的观点,认为其理论逻辑含糊不清,政策主张后果非常危险。究竟现代货币理论因何兴起?有何观点?有何影响?众说纷纭之中其可圈可点之处又在哪儿?本文结合发达国家的财政、金融和经济运行现状,从货币政策与财政政策协调配合的角度展开探讨,并在此基础上简要分析现代货币理论对我国未来宏观政策组合的启示。

一、现代货币理论流行的原因:债务驱动型经济增长的内在诉求

“现代货币”的含义是法定货币(fiat money),法定货币只依靠政府的法令而成为合法通货,不同于金本位时期的金属货币,是不兑换为金银的纸币,其购买力依赖于政府的权威和信誉。现代货币理论不是一个新理论,产生于20世纪90年代,该理论以国定货币理论、内生货币理论、凯恩斯主义等为基础,主张财政赤字货币化、政府作为最后雇佣者通过债务融资保证充分就业等政府干预政策^[2]。为什么过去30年现代货币理论默默

基金项目:国家社会科学基金一般项目“教育阻断贫困代际传递的政策设计与评估研究”(18BJL123)

作者简介:闫坤,1964年生,中国社会科学院财经战略研究院党委书记、研究员,经济学博士;孟艳,1973年生,中财公私合作发展研究院研究员,经济学博士。

无闻,近年来备受瞩目呢?我们认为这与2008年以来美国等发达国家选择债务驱动型的增长模式密切相关。

2008年国际金融危机以来,为摆脱经济衰退,美日欧等选择了债务驱动型的增长模式。一方面政府通过发行巨额债务,扩大政府支出,支持陷于困境的金融机构或企业,刺激经济增长;另一方面央行开启长达近10年的量化宽松政策(QE),各国利率非常低,甚至有些国家低于0,为政府发债和扩大支出提供廉价的资金。在双宽松政策组合的大力刺激下,2016年左右发达经济体勉强回到经济正常增长的轨道,当然,付出的代价也非常高昂,政府债务迅速膨胀,占GDP的比例急速攀升。

美国政府债务占GDP的比重在1988—2007年这20年间一直在60%左右徘徊,而2007—2015年,该指标由64%急升至105%,已接近“二战”时期的水平。2007—2015年日本和欧元区政府债务占GDP的比重也明显上升,日本该指标由183%上升至248%,欧元区该指标由65%上升至92%,多个成员国陷入政府债务危机。^①

这种债务驱动型的增长并不稳定,美日欧的经济复苏之路多有波折。以美国为例,经过多年的政策刺激以后,2016—2018年美国终于取得了较为强劲的经济增长,但是自2018年以来,企业固定资产投资明显放缓,出口逐年萎缩,制造业活动指标也在减弱,2018年四季度的GDP增速回落至1.1%,2019年一季度反弹,二季度和三季度又回落至2%左右。^②

面对经济增长前景的不确定性,美联储再次回归更加宽松的货币政策。在利率上,2019年8月份、9月份、10月份各降息1次,联邦基金利率的目标区间下调至1.5%至1.75%。在资产负债表操作方面,比既定时间提前2个月结束了货币政策正常化的进程,不再进行缩表的操作,从2019年8月1日起,对持有的机构债券和抵押贷款证券到期后进行本金再投资,大约每月购买200亿规模的国债,期限上大致匹配已发行国债的到期构成,通过重启购买操作,一方面可以继续保持美联储资产负债表的规模,另一方面也符合

美联储主要持有国债的长期目标。同时,考虑到9月中旬货币市场的“美元荒”问题,当时,由于企业纳税和财政部债券拍卖等因素导致回购市场隔夜利率一度飙升至10%,货币市场资金极为短缺,美联储从2019年10月15日开始以每月大约600亿美元的初始速度购买国库券。尽管美联储一再解释这一购买行为绝对不是量化宽松措施,只是为了增加货币市场的流动性,避免再次出现利率大幅度波动,但是,美联储为国债发行“保驾护航”,控制借贷成本的目的也是一目了然。

财政政策方面,政府债务上限不断上调,特朗普政府的减税政策使联邦政府收入增长低迷,政府融资更加依赖于债务发行。2008年以来,美国国会已经上调联邦政府债务上限10余次,以满足联邦政府借款的需要。2019财政年度,联邦政府债务规模已经突破22.7万亿美元,是2008财政年度联邦政府债务规模的2倍多,增长非常迅速。按照美国联邦政府预算案,2020财政年度末期联邦政府债务规模将继续创新高,达到24万亿美元。预计到2024财政年度,联邦政府债务规模将接近29万亿美元(见下页图)。

如果再考虑州政府和地方政府债务,2019财政年度,美国政府债务为25.88万亿,占美国同期GDP的121.6%。随着债务规模的攀升,美国联邦政府的利息支出负担逐年加重,2019财政年度的利息支出为3935亿美元,相当于当年联邦政府赤字规模的36%^[3]。

未来几年,发达经济体仍会延续债务驱动型的增长模式,而且扩张性财政政策的增长效应不断递减,需要更强的刺激力度,人们普遍担心,这最终会带来政府债务的不可持续,引发通货膨胀或债务危机。现代货币理论则另辟蹊径,认为政府债务不是经济增长的负担,而是经济繁荣的必需品,更让政府部门欣慰的是,巨额财政赤字和政府债务还不会引起通货膨胀。这些观点一定程度上可以调和刺激经济增长与政府债务不可

① 数据来源:世界银行数据库, <https://tradingeconomics.com/united-states/government-debt-to-gdp>。

② 数据来源:美联储。

持续之间的矛盾,为债务驱动型经济增长提供了理论辩护,这也是现代货币理论从默默无闻中脱

颖而出的原因所在^[4]。

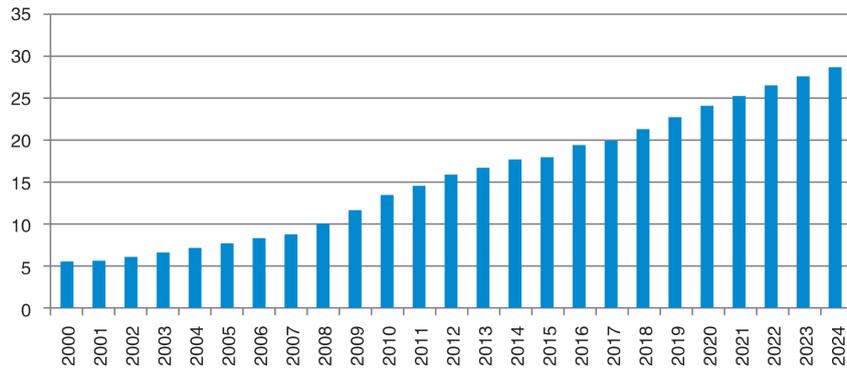


图 2000—2024 财政年度美国联邦政府债务规模(单位:万亿美元)^①

二、现代货币理论的政策主张及新目标

在宏观政策的选择方面,现代货币理论高度重视财政政策,认为政府不应依赖央行通过利率来管理经济,相反,他们应该通过政府支出和税收来管理经济,同时,也不需要税收来“支付”政府开支,税收只需要确保人们接受法定货币,并在必要时控制通货膨胀^[5]。就美国而言,美国财政部应该控制通货膨胀,美联储应该通过购买政府债券,将实际利率降至零,如果长期均衡利率为零,那么增长的经济体中利率低于 GDP 增长率,政府债务就不会出现爆炸性增长。

现代货币理论主张财政赤字货币化,为政府债务辩护^[6]。

(一) 财政赤字促进经济繁荣

财政赤字对应的是非政府部门的盈余,可以促进经济繁荣。现代货币理论认为政府赤字会增加私营部门的净金融资产。私营部门各方之间产生的金融资产完全被金融负债抵消,对公共金融资产没有净影响,而财政赤字增加了公众的金融财富总额,从而增加收入并刺激支出,带来更大的实际投资,促进经济繁荣。由于现代货币理论把政府债务与货币视为非常接近的替代品,他们认为增加政府债务与增加货币供给的作用相似,可以降低利率,从而刺激经济增长。

批评者认为,现代货币理论过分强调了政府

债券的财富幻觉,没有意识到未来增税的预期可能会影响人们对财富的看法,如果人们把政府债券与未来的税收相联系,那么,李嘉图等价定理还是会发挥一定作用的,财政赤字未必会带来收入增加^[7]。另外,增加政府债务可以降低利率的观点与现实经济并不相符。

(二) 财政赤字货币化不会引起通货膨胀

现代货币理论认为满足三个条件之一,财政赤字货币化就不会引起通货膨胀,即出现严重失业,政府利用税收控制通货膨胀,银行系统货币供给的内生性可以抵消货币扩张。

1. 出现严重失业

严重的失业一般出现在经济危机或严重衰退时期,例如,国际金融危机之后 2008—2012 年连续五年美国失业率都在 8% 左右,2010 年高达 9.6%。现代货币理论提倡功能性财政政策,认为财政政策目标是保证充分就业而非维持财政平衡,尤其当私营部门就业吸纳能力明显下降、出现严重失业时,政府的职责是雇佣每一个愿意工作的人,为他们提供可供生活的工资,通过债务融资扩大基础设施投资和公共部门规模,保障充分就业,发挥最后雇佣者的角色。政府债务融资所需要的资金由中央银行创造货币来满足。这时,由

^① 数据来源: <https://www.usgovernmentdebt.us>,

2020—2024 财政年度为预测数据。

于经济运行中存在闲置资源,财政赤字货币化可以提高资源利用程度,就业率的提高带来产出增长,起到抑制通货膨胀的作用^[8]。

批评者认为,现代货币理论的观点只是简单描述了菲利普斯曲线中失业率与通货膨胀率之间的替代关系,没有考虑政府广泛扩大雇佣计划对私营部门劳动力市场和经济效率的干扰,也没有考虑劳动者对政府雇佣计划的参与意愿。

2. 政府可以运用税收来控制通货膨胀水平

现代货币理论提出其实并不需要税收来支付政府开支,税收的意义在于确保人们接受法定货币,并在必要时控制通货膨胀。当通胀过高时,政府可以利用征税权力,通过增加税收抽走多余货币^[9]。

批评者通过梳理财政部与中央银行之间的资金往来情况,分析中央银行资产负债表,认为现代货币理论过于简单化。过去一个多世纪以来,美国联邦政府从未通过征税来减少或调节基础货币的规模。当财政部通过税收来筹集资金时,它最终会将这些资金存入其在美联储的国库账户,这些资金很少长期存在国库账户之中,为满足财政收支活动的需要,财政资金不断进出美联储的国库账户,该账户的资金规模总是在一定范围内波动,根据美联储季报,2019年7月,该账户余额为1780亿美元,处于相对低位。但是,这些国库资金余额作为美联储的一种负债必然对应着某种资产,美联储和商业银行一样,通常会重新发行存放在美联储的大部分资金,其中包括财政部经常性的资金余额,美联储会把这些资金用于购买金融资产或向金融机构发放贷款,因此,这些资金仍然直接回到了流通领域,投入经济运行之中。如果这些国库资金余额作为负债,不对应着某种资产,那么,只能冲减美联储资本账户,目前,资本账户只有390亿美元的规模,现实中,美联储不可能接受一个负资本账户。

另外,从改变货币流通速度的角度来看,现代货币理论认为税收可以控制通货膨胀的说法难以令人信服,在增加税收会带来财政盈余预期的情况下,会降低货币流通速度,但是现代货币理论并不主张财政盈余,而是倡导扩大财政赤字。再者,

增税在政治上是否可行也是需要加以考虑的重要因素。

3. 货币供给的内生性发挥作用

存款货币的创造过程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,货币供给过程不是中央银行所能完全控制的,中央银行有能力也无法扩大货币供给量。例如,在国际金融危机期间,美联储通过量化宽松政策实现了前所未有的基础货币增长,通货膨胀并没有像许多人预测的那样迅速上升,这是因为经济衰退时期,获利机会减少,风险加大,企业投资意愿显著缩减,银行贷款的供给完全是需求驱动的,另外,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,如果准备金利率足够高,可以诱使银行持有准备金,而不是发放贷款,因此,在这些情况下,即使美联储大规模扩大基础货币,对货币供给总量的影响也有限,不会引发通货膨胀。这时,只有政府借贷才能从普通民众闲置的现金余额中提取资金,增加社会投资,避免经济继续衰退。

现代货币理论内生货币供给抑制通货膨胀的观点有一定道理,但是,内生货币供应量抑制通胀的能力是有局限的,毕竟,随着基础货币供给的不断增加,当人们预期通货膨胀时,会变得不愿意持有现金,货币需求的变化使货币流通速度加快,物价上涨,政府也必须印制更多的货币来支付一定数量的实际资源,从而引起通货膨胀。

概括而言,主流经济学家认为现代货币理论对上述三个条件约束通胀的效果过于乐观,或者忽视了条件本身的局限性,或者不清楚将如何具体实施,经不起深入推理,财政赤字货币化可能将利率推升至不可持续的水平,长期赤字会削弱对美元的信心,最终会带来通货膨胀。正如保罗·克鲁格曼所言,“任何试图从铸币税(印刷货币)中榨取太多(可能超过GDP的百分之几)的做法,都会导致通胀无限上升。实际上,货币是被摧毁的”。

(三) 财政政策与货币政策协调配合 3.0 版的新目标: 调节贫富差距

尽管现代货币理论存在诸多问题,受到主流经济学家的强烈反对和批评,认为其本质目的是

为政府扩大支出和财政赤字进行辩护,但是,仍有一批经济学家和市场参与者非常认可它。例如,现代货币理论的代表人物之一美国经济学教授兰德尔·雷(L.Randall Wray)认为现代货币理论将经历三个舆论阶段:首先,它会被嘲笑;其次,它将遭到强烈反对;第三,也是最后一点,它将被认为是不言而喻的^[10]。桥水基金创始人雷·达里奥也是现代货币理论的坚定支持者,他认为第一代和第二代货币政策都已失效,在货币政策失效的情况下,如何促进经济增长和增进社会福利,就只有依靠第三代货币政策——现代货币理论,其核心是货币政策与财政政策深度协调配合,政策制定者别无选择,只能接受现代货币理论,按照现代货币理论的思路推行高度配合财政政策的货币政策。

在主流宏观经济学的分析框架下,财政政策与货币政策的协调配合遵循基本蒙代尔—佛莱明的研究范式,倡导通过货币政策与财政政策松紧搭配实现宏观经济的内外均衡,在经济衰退时期,采取“双松”的政策组合,财政政策通过减税和扩大政府支出刺激经济增长,货币政策选择利率工具,降低利率一方面刺激经济增长,与财政扩张形成政策合力;另一方面减轻政府扩大支出的成本和政府债务负担,这种模式可称之为财政政策与货币政策的协调配合 1.0 版。

2008 年,美国次贷危机引发国际金融危机和经济大衰退,扩张性财政政策和量化宽松的货币政策成为应对措施,之所以采取量化宽松货币政策,是因为 2007 年 9 月至 2008 年 12 月,美联储连续降息 10 次,联邦基金利率从 4.75% 大幅调降至 0%,在不采取负利率的情况下,利率已经没有下降空间。2008 年底开始,美联储通过购买“两房”及相关银行的抵押贷款资产(MBS)、从市场上购买长期国债等方式,扩大自身资产负债表,直接增加基础货币供给,直接为金融机构和实体经济注入流动性,对抗通缩和刺激经济增长。量化宽松货币政策本质上属于危机管理工具,但是,由于美国经济复苏艰难,应急政策常态化,QE 政策实施了 6 年之久,先后推出三轮,美联储资产负债表也因此膨胀 5 倍,从 9000 亿美元至 4.5 万亿美

元,在此过程中,联邦基金利率一直维持在接近于 0 的水平,中长期利率也被压至历史低点,政府债务成本明显降低,为美国政府推行扩张性财政政策提供了宽松的货币金融环境。这可以看作是货币政策与财政政策协调配合的 2.0 版本。

达里奥认为上述第一代货币政策和第二代货币政策都是有利于高收入群体的。有评论家指出,应对国际金融危机的过程中,美联储最后贷款人的权力只被用来让富有的银行家发财,让其他人负债累累,这是一种寄生的、不可持续的做法。同时,量化宽松政策所投入的货币供给相当高的比例都流向了金融市场,推高有价证券、艺术收藏品等价格,并没有充分流向实体经济而转化为就业和收入的增长,资产价格的膨胀有利于金融资产的拥有者,而不利于低收入人群。这些以货币政策为主导的宏观经济政策成为扩大收入分配差距的助推器,未能有效地管理财富分配,世界上大多数发达国家的收入不平等问题持续加剧,财富和收入分配不平等激增。达里奥认为,美国在解决收入不平等问题上效率低下,问题非常严重,“无论从任何维度来说,我们面临的是 20 世纪 30 年代以来最严重的贫富差距,在美国,最富裕的 1% 人口拥有的财富和最贫穷的 90% 人口的财富几乎一样多,这也造成了如今美国政治上左派与右派极度的两极分化。”^①

贫富差距扩大已经成为制约全球经济增长的主要问题。在收入分配两极分化的情况下,投资、消费、教育等诸多领域都存在结构性脱节,不能形成经济社会发展的良性循环。例如,在投资领域,一方面富有的投资者不知道这么多的资金要用来干什么,与此同时,一大部分人手上没钱。再以教育领域为例,教育本质上是一种社会调节器,为全体社会成员提供平等的流动的机会,对低收入者而言,教育是改变贫穷现状、打破贫困恶性循环的一条根本途径,但是,目前,教育投入的差距进一步拉大,美国最富裕的 40% 人口平均花在子女教

^① 达里奥:央行救场为时已晚贫富差距阻碍全球增长 http://www.sohu.com/a/348191966_100015575, 2019-11-10。

育上的费用是最贫穷的 60% 人口的 5 倍,在学区制的情况下,一个地区的教育质量取决于当地税收情况,收入差距扩大的情况下,富人区与穷人区公立学校的资金来源差距继续扩大,造成了教育的进一步不平等,再度扩大了贫富差距。

面对严峻的贫富差距形势,达里奥认为美国最终将采用一种经济理念,即利用零利率为政府大规模支出提供资金,以实现更广泛的增长。虽然现代货币理论仍然存在一些不完善的地方,但是,该理论的政策主张符合上述经济理念,有利于解决美国贫富差距悬殊,在下次经济衰退中,量化宽松和降息的刺激效果都会降低,第三代货币政策演进的方向必然是现代货币理论。现代货币理论本身就是零利率条件下货币政策与财政政策高度协调配合,两大政策连续发挥作用的宏观经济组合政策,货币政策提供充裕资金,财政政策充分用好资金,不仅要为经济运行注入货币,还要保证这些货币或资金交到花钱人的手中,由政府将资金投向教育、基础设施、研发、小企业等好的投资项目。如此看来,财政政策与货币政策的协调配合也将进入 3.0 版,未来版的协调配合不仅有关刺激经济增长,还将关系社会财富分配状况的调整。

三、财政政策与货币政策协调配合 3.0 版的平衡术

主流经济学家,无论是凯恩斯主义,还是货币主义,都强烈批评现代货币理论,认为现代货币理论不仅缺乏严密的理论论证,逻辑含糊不清,而且政策建议极度危险,会给一国经济社会运行带来灾难性后果。因为一旦中央银行失去独立性,通过发行货币为政府赤字融资,用于支付基础设施项目投入和高额的公共部门工资,那么,印制更多的货币就会成为容易上瘾的政策选项,公共债务的限额必然会不断被突破,政府预算也会失效,赤字持续货币化的最终结果必然导致恶性通货膨胀,甚至经济崩溃和社会动荡。拉美国家的宏观经济民粹主义实践已经证明利用零利率为政府巨额支出融资会导致恶性通货膨胀^[11]。

研究拉美经济的专家塞巴斯蒂安·爱德华兹

(Sebastian Edwards) 通过逐项对比研究现代货币理论与拉丁美洲宏观经济民粹主义者的政策建议,发现两者高度相似,不谋而合,因此,现代货币理论的政策建议,至少是该理论的某种变体,已经在实践中实施过,其真实效果通过拉美国家的案例清晰可见。在拉丁美洲,几乎所有由中央银行资助的大规模财政扩张试验都是在民粹主义政权统治下进行的,无一例外的是结果都很糟糕。爱德华兹以智利(1970—1973 年)、秘鲁(1985—1990 年),以及委内瑞拉(1998 年至今)为例展开具体说明^[12]。

上述三个国家在不同时期都推行了宏观经济民粹主义,由中央银行为财政扩张政策提供资金,实施类似于 MMT 的政策,此后,这些国家宏观经济运行都经历了多恩布什和爱德华兹所划分的四个发展阶段:第一阶段中央银行独立性降低,政府依靠央行印钞和消耗外汇储备,扩大对公共部门和基础设施投资,带来工资增长和经济增长;第二阶段过度扩张受到瓶颈制约,经济运行失衡,物价上涨,本币贬值,为应对物价上涨,政府采取指数化措施,提高工资,央行继续向公共部门提供融资;第三阶段经济失衡加剧,价格调整更加频繁,政府支出按照指数化增加,而税收收入仍按照滞后的收入标准征收,财政赤字急剧扩大,出现恶性通货膨胀,本币大幅度贬值;第四阶段政府债务违约,民粹主义政权倒台,经济发展水平严重倒退。

现代货币理论描述的理想状态仅仅停留于第一阶段,但是实践中财政赤字货币化很容易就会突破实体经济所需适宜货币供给量的“阈值”,在预算软约束和中央银行缺乏独立性的情况下,经济运行最终会滑向第四阶段。现代货币理论所宣称财政赤字货币化不会引发通货膨胀与现实完全相悖,1973 年智利通货膨胀率超过了 500%;秘鲁的通货膨胀率最高接近 800%;而根据国际货币基金组织的预测,到 2019 年年底,委内瑞拉的通货膨胀率将接近 1000000%。

爱德华兹通过分析历史事件为现代货币理论的支持者提出了警示。同时,他还指出,现代货币理论最致命的理论缺陷是它忽视了货币需求在宏观经济结果中所扮演的角色。MMT 认为,由于税

收必须以本国货币支付,因此对本国货币的需求不会急剧下降,但是,事实并非如此,如果通货膨胀严重,公众对本国货币失去信任,对本币的持有需求会迅速下降,尽快抛售本币,购买美元,历史上拉美国国家美元化的现象即为证明,此时,本国货币流通速度急剧加快,根据费雪方程式 $MV=PY$,即使在货币供给量不变的情况下,物价水平也会进一步急升,更何况货币供应量也在增加,其结果必然是恶性通胀。

毋庸讳言,主流经济学家一方面认为现代货币理论从观点到建议再到实践都是非常糟糕的;另一方面,针对全球经济低迷和贫富差距扩大等现实问题,主流经济学家也没有提出有效的理论观点和政策方案,从推理到模型都很完美的宏观经济学面对现实问题无法奏效,主流经济学严重脱离现实同样是很糟糕的事情。

正如“罗默(Paul M. Romer)所言‘宏观经济学家所言与事实不相一致并不那么严重,真正严重的问题是其他经济学家并不关心这些宏观研究者不理睬现实的状况。’也就是说,第一,宏观经济学与现实不符;第二,对于这样一个事实,很多追随者们却视而不见(或者说并不在意)。这才是要命的……直面现实、问题导向一直是经济学发展的基本动力和方向。”^[13]

目前,全球经济运行面临诸多严峻的、突出的、共性的现实问题。

一是经济低迷。自2018年二季度以来,全球经济增长一直乏力,国际货币基金组织预计,2019年全球经济增速为3%,已放缓至国际金融危机以来的最低水平,制造业和全球贸易在全球范围内大幅放缓,发达经济体2019年和2020年的经济增长率预计将下降至1.7%。^①

二是人口老龄化。整个21世纪是人口老龄化的世纪,全球人口正以前所未有的速度老龄化,目前65岁及以上人口占全球总人口的8.5%,预计到2050年这一比例将达到17%。发达国家人口老龄化问题更为严重,例如,2020年美国、英国、德国、日本65岁以上人口占总人口的比例将分别达到16.6%、18.7%、21.7%、28.4%。^②人口老龄化的趋势会遏制总需求,国际货币基金组织预

测,受此影响,在中期内,发达经济体的经济增长预计将持续低迷;同时,与年龄相关的养老和医疗等社会保障支出会大幅攀升,对公共财政带来巨大压力;人口老龄化还可能使未来数十年的利率都保持在低水平。

三是贫富差距悬殊。据国际慈善组织报告,2017年全球82%的财富流向了最富有的1%的人口,而处于财富底层50%的人口几乎没有收益。如前所述,发达国家的贫富差距扩大的趋势尤为明显。

四是利率持续走低,负利率蔓延。目前,三大储备货币中,日元和欧元的基准利率已经处于零或零以下。日本中央银行于2016年推出负利率,目前引导短期利率在-0.1%、10年期国债收益率维持在零左右,试图通过控制短期和长期利率来刺激物价增长。欧洲中央银行从2016年3月以来一直把基准利率维持为零,目前存款便利利率为-0.50%,边际贷款利率为0.25%。国际清算银行报告显示,全球负利率债券规模一度达到历史峰值17万亿美元,约占全球GDP的20%,2/3的欧洲债券到期收益率是负数。

上述这些周期性问题与结构性问题交织在一起,形成了极为复杂的局面,为促进经济增长,宽松的货币政策已经成为一个普遍的选择,低利率甚至负利率的环境为发达经济体奉行赤字财政政策提供了便利,解决社会保障、贫富差距、教育不公平等结构性问题也需要财政政策发挥更大的作用,因此,在放松货币政策空间有限的情况下,运用货币政策为财政政策融资,以刺激需求的现代货币理论似乎越来越有市场。

当然,现代货币理论的政策建议真正转化为财政货币政策协调配合的3.0版,形成系统化的

^① International Monetary Fund, World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019>, 2019-11-10。

^② 世界实时统计数据(Worldometers), Demographics, <https://www.worldometers.info/demographics/>, 2019-11-10。

政策安排,还需要很多探索和尝试,在刺激经济增长、改善贫富悬殊状况的最佳结果与出现恶性通货膨胀的坏结果之间寻求一个平衡点。达里奥虽然认可现代货币理论的政策方向,但他也强调第三代货币政策的治理权和决策权需要精心设计,如果不负责任地使用,也会对经济发展带来破坏性后果。

四、美国预算赤字之路史无前例:可能的方向与影响

现代货币理论究竟是未来的必然选择?还是一个会引发通货膨胀和金融崩溃的危险想法?目前,并没有一个统一的结论。

在实践中,一些学者认为日本是推行现代货币理论的成功典范。20世纪90年代日本泡沫经济破灭以后,一直运用扩张性财政政策刺激经济复苏,早在2008年国际金融危机爆发前就推行了量化宽松货币政策,目前,日本政府债务大约是GDP的2倍,日本一直依赖日本央行承担近一半的政府债务,不过,日本通胀水平长期在零水平左右波动,日本国债的利率约为全球最低,2019年2月至今,10年期国债收益率一直在零以下徘徊,最低曾达到-0.294%。日本央行行长黑田东彦否认日本依靠现代货币理论,他表示一旦物价接近目标,日本央行就会讨论退出宽松政策,日本政府已经承诺将财政政策回归到正常轨道。

目前,按照美联储的表述,美国经济形势良好,失业率接近半个世纪以来的最低水平,但是,2019年7月份以来,连续三次降息、重启国债购买等货币政策操作表明美联储在小心翼翼地维护美国经济增长,积极应对前景风险,尽力为经济运行创造一个宽松的货币金融环境。由于三大储备货币中,欧元和日元基准利率都已处于小于等于零的状态,只有美元基准利率维持零以上,而且美联储主席表态美国未来无意实施负利率政策,全世界各主要国债市场中,只有美国债市既有利率收益又有足够的市场规模,大量的欧洲资金涌入美国债券市场寻求正收益,美国国债对全球资金仍然具有吸引力,美国联邦政府债务和财政赤字并无近忧,推行现代货币理论的政策建议,继续扩

大财政赤字仍然存在空间。

不管美国是否采取现代货币理论的政策建议,美国的预算赤字螺旋式飙升是不争的事实。美国国会预算办公室预计,美国年度预算赤字将从2018年占GDP的3.8%激增至2028年的7.1%和2038年的10.5%,在这20年里,公众持有的联邦债务占GDP的比例将由78%增至148%^[14]。

历史上,从来没有一个像美国这样的大国在经济实力强劲的时候,任性地无限制地扩大赤字支出。其可能的后果有三种情况:一是国债利率和抵押贷款利率上升,债务泡沫破灭;二是出现日本式的经济陷阱,美联储成为美国主要的债务持有者,经济衰退;三是美国依靠“万能的美元”,为不断攀升的美国国债提供资金,经济增长强劲,解决了“婴儿潮”人口的养老和医疗支出,但是,最终仍然会削弱美元信誉,导致美国国债利率突然飙升和经济危机。

总而言之,现代货币理论在理论逻辑上有诸多含糊之处,似是而非;从现实状况和发达经济体政府对扩大预算赤字的偏好来看,现代货币理论有一席之地,而且其分析触及收入分配差距扩大等社会问题,有其深刻的一面,美国政客也在呼吁美国国会举行针对现代货币理论的专门听证会,不能低估现代货币理论对未来政策的影响。未来对发达经济体宏观政策的研究不仅需要关注财政政策、货币政策本身,更要关注财政政策与货币政策之间的深度协调配合情况,注重研究发达国家可能的财政赤字货币化的内在逻辑与外在溢出影响。

五、现代货币理论政策建议对中国的启示

如同多数宏观经济学流派一样,现代货币理论的政策目标也是围绕着充分就业和经济增长展开的;针对的经济运行背景是经济衰退或经济萧条,以及政府债务负担面临不可持续的风险;在宏观政策选择上更倚重于财政政策和促进就业的结构性政策,货币政策处于辅助地位,以零利率为特征,主要作用是提供极为宽松的流动性;现代货币理论最大的政策风险是恶性通货膨胀和经济失序;可取之处在于关注社会收入分配状况,注重增

加低收入人群的就业。

目前,从我国经济运行情况来看,现代货币理论不适合作为我国的宏观经济政策选择。2018年,我国GDP增速为6.6%,同期,全球GDP平均增速为3.6%,发达经济体GDP平均增速为2.3%,新兴市场和发展中经济体GDP平均增速为4.5%。^①2019年,即使在全球经济增速普遍下调的情况下,我国前三季度GDP仍然保持了6.2%的中高速增长。2019年10月,全国城镇调查失业率从9月份的5.2%下降到5.1%。^②在政府债务负担方面,近年来,地方政府债务增长较快,2018年末,地方政府债务余额达到18.39万亿元,同期,中央政府债务余额14.96万亿元,两者合计考虑,我国政府债务余额与GDP的比例仅为37%,^③低于国际通行的60%的警戒线,更是远低于前述发达国家的水平,维持了良好的政府债务可持续性和财政稳健度^[15]。因此,我国经济增长、就业、政府债务等方面指标都处于良好区间,与发达国家面临的困境有着诸多差异,根本无需借助于现代货币理论这种相对极端的宏观经济政策组合。

近年来,我国宏观经济政策组合可以大致表述为:稳健的货币政策、积极的财政政策以及以“六稳”“三大攻坚战”等为特征的结构性政策。“六稳”包括稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期,其中,稳就业处于最为优先的地位;“三大攻坚战”则包括防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大目标,稳就业、打赢脱贫攻坚战、完善社会保障制度等等这些结构性的政策都有利于改善经济下行时期中低收入者境遇,有效地发挥着对经济增长和社会稳定的支撑、托底作用。仅从收入分配的视角来看,现代货币理论之所以倡导财政政策为主导,政府发挥最后雇佣者的作用,也是为了通过就业改善低收入者的收入水平,缩小贫富差距,因此,在某种程度上,现代货币理论的可取之处已经在我国宏观经济政策安排中有所体现,我国宏观经济政策已经充分预估到经济下行对低收入者和社会收入分配状况的不利影响,并且取得了阶段性成果。

展望未来,在全球经济同步放缓的国际环境

中,外部不确定因素增加,我国经济下行压力也在持续加大,这种情况下,更需要审慎选择宏观经济政策组合,既要发挥反周期调节的作用,促进经济保持一定增速,又需要加强社会安全网的建设,支持低收入群体,避免贫富两极分化。在这方面,可以从现代货币理论的政策建议和实践效果中汲取一些启示。

首先,经济下行期政府通常采取扩张性财政政策,运用财政赤字推动经济复苏已经成为一种非常普遍的做法,为避免出现现代货币理论在拉美实践的后果,非常关键的一环就是需要同步提高债务管理水平,硬化预算约束和绩效管理,使财政资源切实发挥支持经济增长的作用,依靠经济增长提高政府偿债能力;同时,深化货币政策与财政政策的协调配合,为经济增长提供较为宽松的货币金融环境;注重运用货币政策与财政政策相结合领域的政策工具,例如,可以充分发挥政策性金融体系对经济薄弱环节和关键领域的规范支持作用,解决结构性问题。

其次,坚持推行“六稳”、“三大攻坚战”、完善社会保障制度等结构性政策,加大对就业、教育等领域的财政投入,为中低收入者改善收入状况提供有利条件,进一步完善养老、医疗和社会福利等方面的制度建设,更好地发挥社会安全网对民生的托底作用。从全球范围看,在数字经济时代,社会财富必然会继续向科技企业集中,但是,科技企业所创造的就业岗位通常远低于传统工业和服务业,贫富悬殊和社会分层的现象呈现日益加剧的趋势,在这种情况下,政府提供良好的教育条件和

① 国际货币基金组织,《World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers(October 2019)》, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019>, 2019-11-20。

② 国家统计局,国家统计局新闻发言人就2019年10月份国民经济运行情况答记者问, http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201911/t20191114_1709195.html, 2019-11-14。

③ 财政部预算司,2018年地方政府债券发行和债务余额情况, http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/sjt/201901/t20190123_3131019.html, 2019-1-23。

社会保障制度,对于避免社会阶层固化,为中低收入阶层提供向上流动的机制尤为重要,有利于促进社会公平和实现共同富裕的目标。

第三,继续加快科技创新和城镇化发展,增强我国经济增长的内生动力。全球范围内经济低迷的态势既有周期性原因,也与全球科技领域缺乏突破性进展有关,未来全球经济进入新一轮的增长周期,最终还是需要依靠新一轮科技革命和产业革命的引领,即使对发达国家而言,现代货币理论所建议的财政货币政策协调配合的3.0版也仅仅是渡过经济萧条的权宜之计,科技创新能力始终是各国经济实力竞争的制高点和经济增长的可靠源泉。同时,我国作为发展中大国,与发达国家相比,在提升城镇化程度方面还有很大的潜力,与之相关的投资、消费、就业需求以及城乡之间的资源互动都可以成为经济增长的推动力。因此,在未来宏观经济政策的支持领域中,科技创新在城镇化发展中具有重要作用。

参考文献:

- [1] 宗涛《现代货币理论探析》,《中国外汇》2019年第6期。
- [2] 姜超《一文看懂现代货币理论的基本内容》,《金融界》2019年第5期。
- [3] Board of Governors of the Federal Reserve System, Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments, August 2019, <https://www.federalreserve.gov/publications/default.htm>.
- [4] Jeffrey Rogers Hummel, Interpreting Modern Monetary Theory, The Library of Economics and Liberty, <https://www.econlib.org/library/Columns/y2019/Hummelmonetarytheory.html>.
- [5] Scott Sumner and Patrick Horan, *How Reliable Is Modern Monetary Theory as Guide to Policy?* the Mercatus Center of George Mason University, March 2019.
- [6] 张晓晶、刘磊《现代货币理论及其批评——兼论主流与非主流经济学的融合与发展》,《经济学动态》2019年第7期。
- [7] 斯坦利·L.恩格尔曼、罗伯特·E.高尔曼《剑桥美国经济史(第三卷):20世纪》,北京:中国人民大学出版社2008年版。
- [8] 罗伯特·希勒《金融与好的社会》,束宇译,北京:中信出版社2012年版。
- [9] L. Randall Wray, What are Taxes for? the MMT Approach, <http://archive.economonitor.com/lrway/2014/05/15/1856/> .html.
- [10] Yeva Nersisyan, L. Randall Wray, How to Pay for the Green New Deal, “Levy Economics Institute of Bard College”, *Working Paper*, No. 931, May 2019.
- [11] 贾根良、兰无双《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》2019年第3期。
- [12] Sebastian Edwards《现代货币理论:来自拉美的警示》,《上海金融与法律研究院思想库报告》, <https://mp.weixin.qq.com/s/s4pCy1UhwXu2lvItJzTMQw>.
- [13] 李健《当代西方货币金融学说》,北京:高等教育出版社2006年版。
- [14] Jed Graham, The U.S. National Debt Spiral Has Begun: How This Will End, <https://www.investors.com/news/us-national-debt-spirals-washington-budget-deficit-spending/>, December 2018.
- [15] 刘国旺《做大分母做优分子——地方政府专项债券偿债机制研讨会综述》,《中国财经报》2019年12月10日。

[责任编辑:房宏琳]