

现代货币理论的缺陷

—— 基于财政视角*

孙国峰

本文总结了现代货币理论的主要观点与政策主张，基于财政视角分析了现代货币理论的缺陷，指出现代货币理论税收驱动货币的模式与现实不符，错误地运用宏观会计原理，功能性财政势必引发严重通货膨胀，并总结了相关的历史经验与教训。

关键词：现代货币理论 税收驱动货币 财政赤字货币化 央行与财政关系

现代货币理论是在国家货币理论^[1]的基础上，将功能财政理论^[2]、金融不稳定假说^[3]等一系列理论组合形成的。新型冠状病毒引起的肺炎（简称“新冠肺炎”）疫情发生以来，西方主要发达经济体开启了“不惜一切”的救市模式。在政策空间有限的情况下，现代货币理论的财政观点及政策主张被当作解决财政问题的途径之一，引发热议。前期笔者已对现代货币理论的基本假设、核心结论、逻辑错误进行了批判^[4]，本文则从财政视角分析现代货币理论的缺陷。

孙国峰供职于中国人民银行货币政策司，Email: sguofeng@pbc.gov.cn。

* 本文得到国家社会科学基金重大研究专项“防范重大国际和地区金融危机冲击研究”（项目编号：18VFH005）的支持。

[1] Knapp, G. F., *The State Theory of Money*, London: Macmillan & Company Limited, St. Marin' s, 1924.

[2] Lerner, A. P., “Functional Finance and the Federal Debt”, *Social Research*, 10:38–51, 1943; Lerner, A. P., “Money as a Creature of the State”, *American Economic Review*, 37:312–317, 1947.

[3] Minsky, H. P., *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven and London: Yale University Press, 1986.

[4] 孙国峰：“对‘现代货币理论’的批判”，《中国金融》，2019年第15期，第42~44页；孙国峰：“现代货币理论的逻辑错误”，《比较》，2019年第6辑，第109~123页。

现代货币理论的主要观点和政策主张

现代货币理论本质上刻画的是古老的政府信用货币体系，是一种由财政主导的金融体系，强调税收驱动货币，推崇财政赤字，主张财政赤字货币化。

（一）税收驱动的货币体系

现代货币理论主张税收驱动的货币体系^[1]。该体系中政府是货币创造的主体，主权货币只与未来税收债权相对应，不与任何实物或其他货币相挂钩。税收驱动的货币体系可以简化为一个政府通过支出注入货币，再通过强制征税回收货币的简单循环体系。

该体系中税收并不是政府的资金来源，却是政府发行主权货币的根本保障。货币本质上是一种债务凭证，强制征税是使得该政府债务成为一般债务凭证的基础，据此政府才可以向其他部门（国内私营部门、地方政府或者外国政府）提供货币，成为主权货币政府，货币法偿才能确保这些货币得以偿还。

现代货币理论认为，税收承担了推动货币流通的重要职能，它只是通过回收货币调节货币供应量，并不能约束财政开支。而政府通过税收回收货币之前必须先创造货币，因此，政府“预算约束”本质上只是刻画了政府创造货币和回收之后的结果，是一个“事后恒等式”，而不是指导政府如何合理安排财政收支，故税收驱动货币的财政收支逻辑是“以支定收”。

（二）财政赤字更有利于金融稳定

现代货币理论认为，从货币循环流转看，只要国际收支平衡，政府部门赤字就等于私人部门盈余（储蓄）。在货币存量和流量的相互作用下，经济活动中各部门资产负债表会出现相应的变化，通过各部门的资产负债表可以观察到货币运行的轨迹。^[2]从宏观会计学原理来看，将各部门的资产负债表加总后，在国际收支平衡条件下，国内私人部门的净收入必然等于本国政府部门的净支出，私人部门所积累的货币（即储蓄）只能来自政府赤字。就此而言，政府赤字具有一定的被动适应性，它不完全对应政府主动的支出需求，而更多是私人部门净储蓄的意

[1] Bell, S. A., “Do Taxes and Bond Finance Government Spending?”, *Journal of Economic Issues*, 34: 603-620, 2000.

[2] Ritter, L. S., “An Exposition of the Structure of the Flow-of-Funds Accounts”, *Journal of Finance*, 18: 219-230, 1963.

愿。

依据上述逻辑，现代货币理论进一步推导，财政赤字有利于金融稳定和经济增长。政府盈余增加必然伴随私人部门赤字增加，但是私人部门和政府部门的信用基础、负债能力差异很大，私人部门违约风险更高、过度负债会加剧金融脆弱性，并通过挤压消费来拖累经济增长。相反，私人合意储蓄水平下的政府赤字，既能确保满足经济发展的需要，也比私人负债更安全。因此，财政赤字对于兼顾稳增长和防风险是有积极意义的。

（三）财政主导的金融体系

现代货币理论主张功能性财政，即财政为主导的金融体系，由财政部门来承担实现充分就业和稳定通胀的职能。由于现代货币理论思想根植于政府信用货币体系，因此，其对功能性财政的理解核心在于财政赤字货币化，将财政和中央银行两个“钱袋子”合为一个，财政偿债不通过税收，也不通过发债，而是通过对中央银行的永久性透支。因此，财政名义上没有预算约束，只有实质上的通胀约束，然而，在实现充分就业前，增加货币供给也不会引发通胀，据此可以扩大政府债务上限。

相应地，宏观调控应实施相机抉择的财政政策和被动适应的货币政策。政府发债只是为了调节利率，当财政扩张或收缩吞吐基础货币形成利率扰动时，中央银行应通过买卖政府债券来控制利率。显然，财政政策是相机抉择的，对基础货币产生重大影响，中央银行则只能被动通过公开市场操作防御性地抵消这些影响。^[1]

现代货币理论的内在缺陷

现代货币理论自称“现代”理论，试图运用所谓的宏观会计学原理撼动现代银行信用货币体系不允许中央银行向财政透支的基石，希望为面临的政府债务上限问题拓展空间，实则与现代银行信用货币体系相悖，是建立在错误假设基础上、运用错误方法推导的错误学说，其政策主张势必带来严重通货膨胀。

[1] Bell, S. A. and Wray L. R., “Fiscal Effects on Reserves and the Independence of the Fed”, *Journal of Post Keynesian Economic*, 25:263–271, 2002.

（一）税收驱动货币的模式与现实不符

现代货币理论刻画的政府信用货币体系实则是古代货币体系，而税收驱动货币既不符合现实，也存在逻辑缺陷。从货币演进的历史脉络看，政府创造信用货币只存在于生产力低下、社会分工并不复杂的历史阶段和战争时期。^[1]工业革命激发生产规模极速扩张，货币的需求很难由税收自上而下驱动，只能由生产自下而上驱动。纳税并不是货币需求的主体，与生产相关联的货币需求才是主体。政府信用创造与生产脱节，难以满足工业时代的货币需求。取而代之的是银行信用货币体系，货币是由银行创造的，政府通过设立中央银行为银行供应基础货币提供间接支持。^[2]银行可以通过贷款创造存款货币组织生产，生产过程中的交易、支付和清算推动了货币流通与运行。^[3]这期间税收仍然具有强制性，企业和个人需要用银行的存款货币交税，但这体现的是存款货币为一般债务凭证的货币法偿特性，不能作为税收驱动货币流通与运行的佐证。

同时，想要通过灵活的税收操作以实现货币的投放与回笼也不可行。

首先，税收政策的调整与国家、经济和社会的稳定息息相关，随意调高税率会招致民意的强烈反对，动摇社会经济稳定的根基。

其次，财政政策的调节速度较货币政策时滞较长，财政政策逐级下达，无论是在政策制定上抑或是在技术实现上都需要较多时间，调节速度和灵活性远不如货币政策。

再次，忽略了纳税人行为会受到预期的影响。财政政策会引起理性预期的改变，人们在得知税收增加的时候会相应地减少对应的消费。至于减少的多少和方式则与实际的税种相关，在实际操作中的影响非常复杂，不利于建立有效的传导机制。

最后，由银行贷款创造货币，还清贷款的同时回收货币，货币创造与货币回收是对等的。但是由政府通过增发货币的方式满足支出需求，再通过税收进行货币回收，货币创造与货币回收是不对等的。

[1] 孙国峰：“货币创造的逻辑形成和历史演进——对传统货币理论的批判”，《经济研究》，2019年第4期，第182~198页。

[2] 孙国峰：“信用货币制度下的货币创造和银行运行”，《经济研究》，2001年第2期，第29~37页。

[3] 孙国峰：“贷款创造存款理论的源起、发展与应用”，《国际金融研究》，2019年第11期，第3~11页。

（二）错误地运用宏观会计原理

20世纪90年代以来，以雷（L. Randal Wray）为代表的现代货币理论研究人员将内生货币方法和部门收支分析等要素错误地运用在宏观分析上，将经济活动中各部门的资产负债表简单加总以求平衡。^[1]这种平衡并不符合货币创造的动态过程与内在机制，而仅仅是国民经济核算账面上的平衡，现代货币理论自诩创新的“宏观会计学原理”只见树木不见森林。一方面，没有区分作为货币创造主体的银行与其他经济主体。二者资产负债表特征不一致，银行资产负债表是资产创造负债，其他经济主体是负债创造资产，因此二者会计记账存在本质区别，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。正确的分析方法是，用资产负债表的方法分析中央银行和商业银行的货币创造，用收入支出表的方法分析居民、企业和政府的活动，只有这样才能正确刻画动态的、内在的经济金融运行机制。

综上，中央银行和财政资金运用的内涵不一致，不能将二者合并为一个“钱袋子”。中央银行的资金运用体现在中央银行资产负债表的存量上，这意味着中央银行的资金运用存在偿债约束，需要更多关注资产质量和经济效益，避免出现坏账损失，影响中央银行信誉。而财政的资金运用主要体现在财政收支的流量上，财政根据各级政府部门承担的经济和社会事权，划分财政支出责任和配置财权。工资福利、家庭企业补助、购买商品和服务等财政支出不会形成资产负债表，财政主要需要综合考量支出的经济性、政治性和社会性因素，并进行支出管理和财政绩效评价来提高资金使用效益。在现代经济金融体系中，中央银行和财政关系更多体现为分工明确、相互合作、相互制衡的关系。

（三）功能性财政势必引发严重通货膨胀

“功能性财政”最早由阿巴·勒纳于20世纪40年代提出^[2]，但是现代货币理论所主张的功能性财政只是借鉴其概念，内核则是倡导由中央银行直接购买政府债务来供给货币的财政主导货币创造模式，政府通过增发货币的方式满足支出需

[1][美]L. 兰德尔·雷著，张慧玉、王佳楠、马爽译：《现代货币理论》，中信出版社，2017年，第12~19页。

[2] Lerner, A. P., “Functional Finance and the Federal Debt”, *Social Research*, 10:38–51, 1943.

求，再通过税收进行货币回收。即财政支出逆周期，税收顺周期。这并非“功能性财政”，而是通往通货膨胀的、“教科书”般的“铸币税”过程。而试图通过增加税收避免通胀，只会造成对私人部门更大的剥夺。

政府和私人部门都通过名义货币交换实际经济资源。而政府通过对中央银行透支发行货币等同于中央银行创造的增量货币全部由政府独占，且并未对应任何实际经济资源。由于货币总量的扩大稀释了每单位货币对应的实际经济资源数量，又因为新注入的货币为政府独占，尽管私人部门流通货币总量不变，但其拥有的实际经济资源数量却会下降，相当于政府通过增发货币，将私人部门的资源据为己有，此为典型的“铸币税”过程。因此，中央银行无限对财政透支便会不断稀释流通货币，实际经济资源相对越来越稀缺导致整体价格水平上升。因此，一旦开了财政赤字货币化的口子，就会导致通胀预期脱锚，引发恶性通胀。这一机制下，现代货币理论主张通过增加税收来降低通胀可能适得其反。因为，税收实际上是在私人部门的实际经济资源被政府增发货币隐性转移一次之后的显性二次剥夺，由于征税后私人部门掌握的可流通货币变少，对应的实际经济资源相应更少。

以通胀约束为前提的财政预算缺乏可信的制度安排，解决不了动态不一致问题。财政的首要目标是满足社会公共需要，还要兼顾对国民收入、财富和社会福利进行再分配以及宏观政策调节。防控通胀可算作财政宏观政策功能中的目标之一，但不可能成为财政的最主要目标，更不可能成为财政的唯一目标。以防控通胀为最主要法定目标的现代中央银行制度尚且要受到诸多挑战，通胀就更不可能成为财政的硬约束。当财政满足社会公共需要等主要目标受到影响时，必然不会顾及通胀。因此，财政不可能公开承诺以防通胀为首要目标，即使这样宣布，也是不可信的。

历史经验与教训

（一）“以支定收”的政府预算难以持续

国家财政的目标主要是为了实现“治国理财”的职能，但要兼顾好功能性与可持续性。对于类目繁多的政府预算而言，“以收定支”可以确保预算合理、债务有度和财政可持续。如果采取“以支定收”这样事后报账的做法，那么会让财政陷入无度和难以持续的困难境地。政府财政支出的无序扩张最终会将政府变成

“利维坦”一样的怪兽，导致主权信用危机。

古代史上，“以支定收”的税制改革导致了罗马帝国衰落。在奥古斯都的统治下，罗马实现了四十年持续的和平与繁荣，史称“罗马和平”，这主要得益于其建立了良好的税收制度，支撑了军队与国家的建设。奥古斯都的核心税收思想在于建立广征薄赋、稳定税率和“以收定支”的税收体系，国家仅承担税收可以维持的事务。公元3世纪，蛮族入侵不断，罗马帝国局势陷入紊乱，国家开始征收与奥古斯都“以收定支”思想相违背的临时税和特别税，稳定税率不复存在。戴克里先掌权后决定改革税制为“以支定收”，国家所需的经费由皇帝决定，并以税收形式强制征收，这与奥古斯都税收思想背道而驰。^[1]“以支定收”的税制给国民带来了沉重负担，激发了国民不满，导致大量居民逃税，为此要扩增官僚机构，而这进一步增加了居民的税收负担，形成恶性循环。正如当时的人们感叹，收税的人比交税的人多。戴克里先统治后期平民不断起义，罗马帝国从此走向衰落。

现代史上，美国政府预算制度的实践再次证明了“以支定收”的不合理性。在20世纪之前，纽约市政府一度采用“以支定收”的预算方式，这导致纽约市在1898年的财政支出超过美国所有州支出的1.33倍，是美国联邦政府支出的1.14倍。纽约市政府的债务超过了美国其他州债务的总和。由于预算管理的问题，1907年纽约市遭遇了严重的市政公债兑付危机，引发社会严重动荡。随着1920年《古德法案》的通过，美国预算制度才逐步趋于规范，在随后的时间里维持了政府预算的平稳。

（二）殖民地的反抗与战争金融的破产

历史上，殖民地的反抗与战争金融的破产早已宣告通过发钞替代发债解决财政赤字不可行。17世纪末，为扩张殖民地，战争金融兴起，为筹措巨额军费欧洲各政府都开始财政赤字货币化，在殖民地建立起了典型的政府信用货币体系。通过在殖民地强制征税来驱动本国货币流通，实现货币体系的殖民。为维护主权货币的地位，殖民国也会采取措施禁止殖民地通过开办银行发行钞票，防止政府发行的钞票被取而代之。事实上，即使禁止开办银行，当殖民地人民意识到欲壑难填的殖民政府发行的钞票越来越多，但是能买到的东西却越来越少时，就没有人愿意持有这种货币了。由此衍生的“抵制赋税”情绪随着货币体系的殖民扩张

[1][日]盐野七生著，麋玲译：《罗马帝国的最后一搏》，中信出版社，2013年，第83页。

而不断高涨，这是美国人民摆脱英国统治的明显特征之一^[1]，也是政府信用货币体系破产的前兆。

魏玛政府破产也源于政府印钞还债。1919年，在第一次世界大战中战败的德国魏玛政府，被动地签订了巨额赔款条约。但巨额赔款根本无法通过税收收入负担，形成了巨额的财政赤字，而魏玛政府选择了通过财政透支来弥补，引发了德国历史上最为严重的通货膨胀。这次史无前例的恶性通货膨胀造成了巨大的经济损失，破坏力要远远超过战争。因此，魏玛政府的案例理应成为财政赤字货币化永远的训诫。恶性通货膨胀使得魏玛政府再也无法通过印钞还债。为了弥补赤字，魏玛政府采取了现代货币理论所主张的“增加税收”措施，不仅通胀没有得到抑制，加重的税负还激起了民众的反抗。1923年底，魏玛政府主动宣布原有货币体系破产，证明了政府通过向中央银行透支来偿还债务、投放货币的政府信用货币体系势必在通货膨胀中走向灭亡，而增加税收只会加速灭亡。

（三）治理通货膨胀的关键在于强化财政的预算约束

以新中国治理通胀的成功经验为例。中国人民银行于1948年12月在石家庄成立后，巨额军费支出和建设开支造成的财政赤字主要靠人民银行直接发钞票弥补，造成了货币总量的急剧攀升。财政赤字货币化势必引发通货膨胀，1948年12月人民银行成立当月货币总量是185亿元，1949年12月增至2.89万亿元，短短1年时间货币总量增长超过了155倍，物价涨了75倍。恶性通货膨胀不仅对经济的伤害很大，也可能动摇政府的执政根基。

当时主持中财委工作的陈云指出，解决财政收入有征税、借债、发行钞票三种办法，公债的办法比发行钞票好。为此，陈云提出发行“人民胜利折实公债”，由居民和工商业购买，将公债面值与面粉、大米、小米、布匹、煤炭等物资挂钩，人民银行每周公布一次兑换牌价。发行“人民胜利折实公债”就是向老百姓承诺，政府借钱是要还的，本质上是强化因为财政赤字货币化而被僭越的预算约束，恢复政府的公信力。1950年1月发行“人民胜利折实公债”，3月通货膨胀很快就消退了。

（四）中央银行和财政分离是历史选择的结果

一个无限发钞的政府，最终会丧失货币的信用，因此，财政政策和货币政策

[1][美]约翰·肯尼斯·加尔布雷思著，苏世军、苏京京译：《货币简史》，上海财经大学出版社，2010年，第79页。

之间的边界划分是长期实践的选择。作为现代中央银行鼻祖，1694年成立的英格兰银行初衷就是为了将货币发行权与王权分离。但早期中央银行与财政没有完全隔离，经常出现财政向中央银行透支的现象。英格兰银行最初的职责是根据黄金储备情况发行印钞，但在18世纪频繁因战争等因素被财政透支，被迫暂停黄金兑换并引发通胀。美联储自成立后的首要职责是为政府融资提供资金支持，最终导致了通货膨胀和政治纷争。^[1]1951年3月4日《美联储—财政部协议》（*FED-Treasury Accord*）正式出台，美联储发布公告称将避免“政府债务货币化”。在此之后，政府债券管理政策和货币政策得以真正完全分离，美联储开始着手调节货币供应以保持经济稳定运行。从英美等发达经济体中央银行发展的历史看，中央银行早期的定位主要是为政府融资服务，在经历了长期摸索试错并付出巨大社会成本后，最终才促成了对中央银行与财政关系的深入反思和严格隔离，形成了中央银行与财政各司其职的现代中央银行制度。

中国人民银行从财政体系分离，是社会主义市场经济发展的一项重大变革。在改革开放之前，中国实行“大一统”的财政金融体制，人民银行与财政部一度合署办公，仅对外保留人民银行的牌子，银行也“只是算账、当会计，没有真正起到银行的作用”。1978年，人民银行和财政部正式分开办公，开始履行宏观调控的职能；1983年，经国务院批准，工商银行从人民银行剥离，承接此前的信贷和储蓄业务，而人民银行则开始专门行使中央银行职能，初步确定了现代中央银行和财政制度的基本框架。但当时财政与金融体系之间的防火墙尚未完全筑牢，信贷资金财政化使用的现象仍较为普遍，出现了1984年、1988年和1993年三次严重通货膨胀。1995年《中国人民银行法》公布，规定“中国人民银行不得对财政透支，不得认购、包销国债和其他政府债券”“中国人民银行不得向地方政府、各级政府部门提供贷款”，从法律上明确了人民银行不得对财政“透支”的制度安排。1995年《中国人民银行法》公布之前的中央财政向人民银行的历史借款1663.57亿元于2003年10月经全国人大常委会同意转换为标准的国债。此后，中国宏观调控有效性明显增强，再也没有发生严重通货膨胀，经济、物价运行的平稳性不断提高，金融体系持续完善，守住不发生系统性金融风险底线的能力得以增强。

[1] 孙国峰：“Libra的货币性质、潜在影响与演变方向”，《经济学动态》，2019年第12期，第15~26页。

厘清中央银行与财政关系并不意味着财政失去赤字空间、不能发挥积极的财政功能。恰恰正是通过阻断财政对金融的无序透支、硬化财政预算约束，才有利于最大限度地减少政府对市场资源的直接配置，更好地发挥政府作用，增强各类经济主体的活力和竞争力，并从根本上提高财政可持续性。

结 语

从财政视角分析，在理论上，政府以税收驱动发行货币和现代经济体系格格不入；在制度上，以通胀约束为目标的财政预算制度是不可能实现的；在实践上，财政赤字货币化均酿成了严重通货膨胀的恶果。因此，现代货币理论存在无法克服的逻辑缺陷。扩张的财政政策、中央银行购买国债、量化宽松货币政策都是现代宏观经济学的应有之义，并不是从现代货币理论引申得出的，其效果也与现代货币理论无关。因此，现代货币理论危害较大，难言贡献。■

（责任编辑：崔秀梅）