

# 允许赤字货币化会导致 政府行为失范

◎刘元春

**摘要：**本文认为采取赤字货币化一般需要以下因素作为前提：货币政策处于流动性偏好陷阱中，财政政策缺乏扩张空间，市场利率很低（通常为零）以及修订各种法律或者启动例外条款。虽然在受到疫情冲击后中国经济出现停摆现象，但经济复苏需求对财政空间带来的挑战并未超越极限，并不存在实施赤字货币化的各种前提条件。当前，中国财政空间依然很大；货币政策工具没有失灵；政府债务发行不存在需求缺失的情况；此外，要采取赤字融资必须修改或暂停相关法律。我们必须深刻认识到，赤字融资会对经济治理体系和市场运行体系带来额外冲击：允许赤字货币化就是允许政府行为无纪律化，会导致政府行为失范，导致并意味着政府能力和治理体系能力的崩溃。此外，中国要跳出“谈刺激色变”的心理陷阱，要根据不同的冲击特性来安排相应的政策，选择恰当的政策工具，把握好政策的力度。

**关键词：**赤字货币化 刺激政策

---

作者刘元春系中国人民大学副校长。

## 一、赤字货币化必须要有边界的界定，不能泛化

近日有观点称“货币数量论”已经过时，以货币存量来衡量宏观杠杆率已经不合时宜，主张发行特别国债，推行财政赤字货币化。对于这个观点，我认为需要考量推行财政赤字货币化的前提条件。

首先，“货币数量论”在短期内发生一些偏离，这是正常的现象，不能简单化。在经济金融化的过程中，用货币存量描述杠杆率，用债务率衡量经济运行的状况的确存在一些问题，但这些问题并不意味着财政赤字货币化就是没有前提条件的理论假说或政策主张。在现代经济史上，财政赤字货币化并非十分罕见的现象，在央行独立性规则和财政纪律法规化之前，很多国家都经常采用这种政策手法来应对财政收支压力。严格杜绝财政赤字货币化在人类历史上的时间并不长。即使如此，在一些特殊时候，实行财政赤字货币化也有其必要性，因为任何政府的债务支出、社会的债务支出，最后都会转换成货币形态，只是看通过何种模式。

财政赤字货币化广义角度存在几种途径：第一，财政部门发行国债，中央银行通过二级市场购买国债，并持有国家债务，其目的是通过公开市场业务操作，以调整货币供应和债券收益率曲线，辅助其他货币政策工具完成稳定价格和实现充分就业的政策目标；第二，中央银行直接从一级市场购买国债，以帮助财政部门进行融资，并在中央银行资产负债表上体现为债务持有和现金发放的扩表；第三，通过债务减记，央行直接削减持有的政府债券规模，降低政府债务负担；第四，央行将持有的国家债券转换为零息永续债券；第五，央行通过发行货币现金，直接转移给财政使用；第六，各级政府通过各种融资工具的创新隐性将政府债务转换为货币信贷，并存在不补偿还债的意图和能力。

应当明确的是，理论和政策关注的财政赤字货币化主要是指第二种到第五种形态，第一种形态在本质上是货币政策公开市场业务操作，是货币政策调整的必然手法，中央银行不仅保持了货币政策的独立性，不受国债发行和

财政政策的影响，政府必须如期偿还政府债券的本金和利息。第六种形态在本质上是在隐形化和软约束化环境中的债务融资，比如2009年以后的各种投融资平台。在本轮疫情冲击下讨论的财政货币化以及“直升机撒钞票”主要是指中央银行直接到一级市场购买国债。

## 二、赤字货币化的实施有其前提条件，不能简单化

欧美等发达国家在本轮疫情经济救助中普遍采取了央行直接进入一级市场购买国债，以配合财政政策进行全面扩张。因此很多专家都认为目前西方国家已经全面实行现代货币理论（MMT），使赤字货币化常态化。这种认识太为表象，采取赤字货币化有很多严格的条件，是在经济危机、金融危机以及疫情超级冲击下采取的极端救助工具，一般需要以下几个因素作为其前提。

一是货币政策处于流动性偏好陷阱之中，难以通过极度宽松的货币政策来达到救助目的，必须通过财政政策的扩张来推进各种救助举措。二是财政政策扩张的空间已经没有，必须采取大规模的赤字政策，并且政府赤字扩展难以通过常态化的市场销售来完成。例如，国债的市场需求大幅度下降，国债很难以正常方式发行。再例如，常规的国债发行可能严重挤占市场流动性，反而导致强劲的挤出效应。这时中央银行直接进行国债一级市场购买，帮助进行赤字货币化。三是市场利率已经很低（通常为零），国家通过财政债务融资与央行进行货币发行融资的成本负担基本相当，利用央行发行现金的负债替代财政赤字负债具有等价功能。四是必须修订包括中央银行法在内的各种法律或启动各种例外条款，允许政府突破赤字上限并允许央行直接进入一级国债市场购买国债。例如欧洲中央银行和美联储都动用了例外条款。

因此，欧美发达国家目前采取的是非常时期的非常政策举措，而不是常态化的政策之举。我们不仅要关注这些政策出台的前提，同时还要关注在经济社会常态化之后，这些政策退出的方式和路径。一是在常态化时段这些政策实施的法律基础是否存在，即启动这些赤字货币化的例外条款是否适用，央行是否存在持续采取购买政府债券协助财政政策进行融资的权力。二是在

非常时期赤字化的债务政府是否进行偿还，通过央行资产负债表的保持或通过债务减记和零息永续债券使政府免除债务。三是央行是否保持自身独立性，按照市场规律进行央行资产负债表的收缩。

### 三、中国还没有处于必须推行财政赤字货币化的困境

正如上文所言，财政赤字货币化是有一定前提条件的，一般出现以下几种情况后才能推出财政赤字货币化。第一，在市场出现高度失灵，经济运行出现崩溃性变化的状况下，这时政府需要进行大幅度的财政扩张，但同时政府又没有相应的财政空间，可以适度推行财政赤字货币化。第二，货币政策出现了严重的问题，难以完成救助的目标，必须通过财政赤字货币化，使货币的扩张嫁接在财政的支出上，达到定向投放、体系救助的效应。

中国经济在疫情受到冲击后出现停摆现象，要全面启动中国经济，对冲外部经济体和供应链断裂所带来的冲击，需要财政政策更加积极，因此这对财政的空间提出了更大的挑战。但是从目前来看，疫情冲击下的经济复苏需求对财政空间提出挑战的压力并没有像欧美发达国家那样超越其极限，并不存在实施赤字货币化的各种前提条件：一是中国财政空间依然很大，中国从政府债务率和一般预算赤字空间都处于世界平均水平之下，不到60%的债务债务率和不到3%的年度一般预算赤字率使我们在当前疫情救助有足够的财政空间。二是中国货币政策工具没有失灵，其效果依然很好，同时中国也没有像欧美发达国家出现强劲的流动性偏好陷阱，货币政策的空间依然很大。目标高达2%左右的国债收益率与MMT理论所理解的零利率条件下的国债现金等价原理是不相吻合的。三是中国政府债务发行的市场空间依然很大，国债发行并不存在需求缺失的情况，大量商业银行和居民持有大量现金需要购买国债这种安全性资产，因此，国债发行并不需要央行直接进入一级市场进行购买。实际上，中国居民目前的金融资产占比还是太低，商业银行还有一定量的存款准备金，中国目前可以通过释放存款准备金来代替央行购买国债。四是《中华人民共和国中国人民银行法》第二十九条规定：“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。”第三十条规定：“中国人民银行不得向地方政府、各级政府提供贷款，不得向非银行金融机构以及其他单位和个人提供贷款，但国务院决定中国人民银行可以向特定的非银行金融机构提供贷款的除外。”因此，要采取赤字融资必须修改或暂停《中华人民共和国中国人民银行法》。五是必须深刻认识到赤字融资对经济治理体系和市场运行体系带来的额外冲击。

从历史来看，所有的超级通货膨胀的出现都是政府在各种压力下采取赤字货币化带来的产物。赤字货币化往往意味着政府治理体系的崩溃，意味着政府行为没有法定的财经纪律约束，意味着政府可以无限度进行举债并通过发行钞票来享受铸币税和通货膨胀税。因此，允许赤字货币化就是允许政府行为无纪律化，就会导致政府行为的失范，导致并意味着政府能力的崩溃和治理体系能力的崩溃。这种历史记忆往往会给市场主体一种直接的预期——赤字货币化等价于超级通货膨胀！这种预期会对市场运行带来超级扰动，即使政府在自我约束下很好地摆脱了赤字融资的困境。在当前超级疫情冲击下，虽然不会马上出现通货膨胀的预期，但是对于政府治理体系的担忧、对于非常规货币政策常态化的担忧以及对于未来政府权力进一步膨胀的担忧将对经济社会带来更深层的冲击。在中国政府治理体系和治理能力现代化建设进程中，简单推行赤字货币化十分危险。

#### 四、必须要跳出“谈刺激色变”的误区

在2008年，中国经济受到外部冲击，又加上房地产市场正在调整，那时出台四万亿元政策的战略定位是正确的。但之后我们进行政策效果评估时发现，四万亿元刺激政策带来了许多后遗症。这些后遗症主要不是由四万亿元刺激政策本身造成的，而是由于政策工具、政策组合模式以及实施的步骤可能存在的一些失误造成的。第一，四万亿元刺激政策以货币政策为主体，采取大水漫灌的方式，没有落实到具体的项目上，导致严重的脱实向虚，出现了很多问题。第二，中央出政策，地方来落实，财权与事权的不匹配导致地

方政府只能通过构建投融资平台来弥补地方财政资金的不足。这导致地方财政出现隐性的财政赤字货币化，大量地方投融资平台利用各种非规范性操作将银行信贷隐性地转化为政府资金，使得地方的债务高企、金融秩序受到了严重冲击。第三，以十大产业振兴计划为主体，对一些旧产业进行刺激，实际上造成了这些产业的产能过剩。

但我们必须认识到，四万亿元刺激政策在一些政策的组合以及政策工具的拿捏方面虽然存在问题，但并不意味着刺激政策本身的战略定位就有问题。我们不能因为在战术上出现了一些失控和后遗症，就否定刺激政策对于完成对冲冲击、防止经济崩溃的战略目标的作用。对于四万亿元刺激政策的评价可能要采取两分法，不能简单地说四万亿元刺激政策是完全正确的、恰当的，但也不能说刺激就是错误的。中国一定要跳出“谈刺激色变”的心理陷阱。如果经济下滑得很厉害，需要刺激，那就一定要刺激。有效需求不足，使经济循环受到了很大的伤害，资源配置出现了系统性的扭曲，我们就必须果敢地对经济进行刺激。但光简单地选择刺激政策、没有战略性地进行政策选择合政策组合，就不一定会达成最优的刺激效果。中国必须根据不同的冲击特性来安排相应的政策，选择相应的政策工具和把握一定的政策力度。刺激政策本身有很多细节需要把控，不是简单考虑需不需要刺激，而是考虑如何才能更加科学、有效地对经济进行刺激。我们要跳出“谈刺激色变”的误区，目前是经济发展的窗口期，我们必须尽快提出6.5万亿元的刺激方案，深入设计刺激方案。