

宏观深度报告

现代货币理论（MMT）再思考

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 新冠疫情以后，美欧实施了大规模财政刺激，“现代货币理论”（MMT）是其理论基础。该理论认为，在尚未实现充分就业的前提下，货币超发、政府举债和财政扩张不会引发高通胀，且即便有通胀也可以轻松地通过财政紧缩来解决。然而，这显然与当前美欧高通胀的现实发生背离。
- 一、MMT思想对通胀问题的漠视。与货币数量论不同，MMT否认了货币数量与通胀之间的密切关系。MMT认为，从“财政货币化”到恶性通货膨胀，至少存在以下三重“门槛”：1）调动“闲置资源”可以促进供需平衡。2）货币供给的内生性可以抵消货币过度扩张。3）财政紧缩可以轻松控制通胀。此外，“经验主义”或是MMT支持者漠视通胀的重要原因：全球金融危机后，美欧日等发达经济体均实施了“量化宽松+财政扩张”，但长期保持“三低一高”（低通胀、低增长、低利率、高债务）格局。
- 二、美欧MMT失灵与通胀失控的原因。我们认为，MMT漠视通胀的理由中，有三个重要前提假设对于美欧而言并不成立，使得财政和货币刺激引发通胀的风险被严重低估：一是，“充分就业”缺乏合理界定，对充分就业的误判是美欧财政和货币刺激过度的主因之一；二是，货币主权未必“独立”，美国货币宽松对全球产生外溢效应，最终“反噬”自身；三是，财政紧缩实操困难，难以起到管控通胀的作用。但外生性的供给冲击也是通胀的成因之一，MMT不对通胀的恶化负“全责”。
- 三、辩证看待和使用MMT。一是，正视过度财政刺激带来的通胀风险。过度的财政刺激，以及其衍生出的货币宽松需求，确有可能引发高通胀，尤其对于美欧等“资源利用已较为充分”的经济体。本轮美国财政刺激忽略了就业市场改善的滞后性与结构性问题。二是，不应忽视政策刺激的外溢效应。各国货币主权的独立性有强有弱，都需要在政策选择过程中重视外部环境与传导风险。三是，不应全盘否定MMT的思想。MMT在应对重大经济金融危机的实践中是相对成功的。而且，本轮全球的高通胀现象不能全部归咎于MMT：外生性供给冲击对通胀的影响客观存在；日本的经验亦表明，MMT或不是高通胀的充分必要条件。四是，解决通胀问题或需货币和财政加强配合。“解铃还须系铃人”，财政应与货币同步紧缩，才可能令发达经济体的高通胀受控。五是，我国在财政和货币配合方面更加必要、可行。当前我国经济或正处于有效需求不足阶段，恰符合MMT思想中货币和财政配合的大前提。与欧美相比，我国在财政与货币配合方面具备独有优势：抵御输入性通胀风险的能力更强、货币政策更加独立、不存在类似西方财政受政治经济周期干扰的情况。美欧通胀失控的教训，不应成为我们放弃财政与货币加强配合的理由。

正文目录

一、 现代货币理论对通胀问题的漠视	4
1.1 现代货币理论的核心思想.....	4
1.2 MMT 漠视通胀的理论基础.....	5
1.3 “经验主义”夯实 MMT 信心.....	5
二、 美欧 MMT 失灵与通胀失控的原因	6
2.1 “充分就业”难界定.....	7
2.2 货币主权非“独立”.....	9
2.3 财政紧缩难操作.....	10
2.4 供给冲击助通胀.....	12
三、 如何辩证看待和使用 MMT?	14
3.1 正视财政刺激带来的通胀风险.....	14
3.2 不应忽视政策刺激的外溢效应.....	15
3.3 不应全盘否定 MMT 的思想.....	16
3.4 解决通胀问题或需货币和财政加强配合.....	17
3.5 我国在财政和货币配合方面更加必要、可行.....	18

图表目录

图表 1	MMT 理论的核心观点	5
图表 2	全球金融危机后，美欧日实施“量化宽松+财政扩张”，并未引发高通胀	6
图表 3	2020 年以前，美欧日政府债务率扩张期间，通胀并未明显走高	6
图表 4	美国 M2 同比增速创 1960 年以来新高	7
图表 5	美国政府债务率创 1960 年以来新高	7
图表 6	当前美国失业率水平或远低于真实的自然失业率	8
图表 7	美国不同行业的就业恢复节奏不同	8
图表 8	美国劳动参与率始终与疫情前有约 1% 的缺口	8
图表 9	美国贸易差额随供需缺口不断扩大	9
图表 10	即便在低利率环境下，美债收益率也仍高于其他主要发达经济体，能够持续吸引海外资金流入	10
图表 11	2021 年下半年以来，外国投资者进一步增持美债	10
图表 12	美国货币和财政宽松令美元贬值、美国进口价格快速回升	10
图表 13	美国政府财政支出和赤字水平仍高于疫情前，且 2022 年以来重新扩张	11
图表 14	欧元区政府财政赤字和支出水平仍明显高于 2015-19 年水平	12
图表 15	美国就业复苏一度拖累制造业产出恢复	13
图表 16	美国供应链扰动下的二手车和卡车价格上涨	13
图表 17	截至 2022 年中，能源和食品在全球通胀中的贡献显著	13
图表 18	美国历史上的高通胀时期，均离不开供给冲击的影响	14
图表 19	2021 上半年失业率下降过程中的美国财政刺激可能过度	15
图表 20	贸易渠道的外溢性：新冠疫情后发达经济体进口需求高增	16
图表 21	金融渠道的外溢性：新冠疫情后发达经济体货币供给快速增长	16
图表 22	日本财政支出与通胀率相关性很弱	17
图表 23	当前美欧英政策利率已超过 2019 年水平，货币紧缩十分坚决，与财政紧缩上的犹疑形成鲜明对比	18
图表 24	IMF 预测，2023 年欧美财政赤字率水平整体仍将高于 2019 年，这一力度或不利于遏制高通胀	18
图表 25	当前，我国消费、就业增速弱于疫情前水平	18
图表 26	美国政府转移支付增加，居民消费快速复苏	18
图表 27	当前我国通胀走势与海外错位	19
图表 28	本轮人民币汇率的韧性相对更强	19

新冠疫情以后，美欧实施了大规模财政刺激，“现代货币理论”（MMT）是其理论基础。该理论认为，在尚未实现充分就业的前提下，货币超发、政府举债和财政扩张不会引发高通胀，且即便有通胀也可以轻松地通过财政紧缩来解决。然而，这显然与当前美欧高通胀的现实发生背离。那么，MMT 为何漠视通胀问题，其思想是否还有现实意义？

我们认为，MMT 漠视通胀的理由中，有三个重要前提假设对于美欧而言并不成立，使得货币和财政刺激引发通胀的风险被严重低估：一是，“充分就业”缺乏合理界定，对充分就业的误判是本轮美国政策刺激过度的重要背景；二是，货币主权未必“独立”，美国货币宽松对全球产生外溢效应，最终“反噬”自身；三是，财政紧缩实操困难，难以起到管控通胀的作用。但外生性的供给冲击也是本轮高通胀的成因之一，MMT 不对通胀的恶化负“全责”。因此，我们在更加重视财政刺激与通胀风险的同时，也不应全盘否定 MMT 之思想。我国在财政和货币配合方面天然具备更有利的基础，不妨更加积极有为！

一、现代货币理论对通胀问题的漠视

1.1 现代货币理论的核心思想

简言之，现代货币理论（Modern Monetary Theory, MMT）的核心思想是，只要市场尚未实现充分就业，货币和财政扩张就不会带来通胀的副作用，还可以有效刺激实体经济增长。

MMT 的思想可以追溯到现代宏观经济学创始人凯恩斯。与凯恩斯主义相似，MMT 的推演逻辑亦起始于“充分就业”假设，并认为在有效需求不足时，政府需采取扩张性政策。与传统凯恩斯思想的区别是，MMT 将货币和财政更加视为有机的整体，并认为在政府信用背书下，政府可以摆脱传统财政纪律束缚，极大拓宽扩张性政策的发挥空间。

该理论代表人物兰德尔·雷（L. Randall Wray）在其 2017 年出版的《现代货币理论：主权货币体系的宏观经济学》一书中，从货币本质、货币主权、政策选择以及对外贸易等方面阐述了其主要观点：

第一，关于货币本质。1) 货币是一种债务凭证，现代政府通过创造一种记账货币使社会债务标准化，确保债务、资产、商品价格都可以本国记账货币为单位进行计价；2) 政府支出必须先于纳税：政府通过财政支出创造货币，供应私人部门用于缴税和债务清算，然后通过征税来回收释放的货币，因此，政府征税的目的是推动货币的发行与流通；3) 政府发行债券是一种调节利率的手段：政府通过将债券卖给商业银行/中央银行，使利率趋于上行/下行。

第二，关于货币主权。货币主权需要满足以下五个条件：1) 中央政府选择记账货币；2) 中央政府以记账货币为单位向国民征税；3) 中央政府发行货币，并且接受其货币作为交税工具；4) 中央政府以本国货币作为计价单位举债，并且以本国货币作为偿还手段；5) 浮动汇率国家才能拥有货币主权。

第三，关于政策选择。1) 财政政策方面，发行主权货币的政府借入本币债务不会引发政府破产。因此，政府财政不受收支平衡的约束，财政政策的目标是保障充分就业；2) 货币政策方面：央行货币政策目标的实现必须依赖财政当局的配合。因为政府通过贷记银行准备金进行支出，通过借记银行准备金进行征税。因此，中央银行的货币政策并不真正具有独立性；3) 当出现高通胀时，政府可以通过征税、举债等方式将市场中多余的货币收回从而抑制通胀；4) 政府应该为那些想要获得工资和福利的人提供就业机会，建立政府作为“最终雇主”的就业计划。

第四，关于对外贸易。1) 出口即成本，进口即收益。当资源被应用与生产出口产品时，一方面，国内民众无法对该产出进行消费，或将其应用到进一步的生产中。国家承担生产成本，但并未得到好处；另一方面，进口国得到了产出却并不需要生产。因此，净出口意味着净成本，净进口意味着净收益；2) 经常账户赤字不等于“失衡”。因为国际收支账户始终是平衡的，经常账户逆差与资本账户顺差相对应。外资流入在资金属性上等价于货币宽松，可缓解财政融资和央行货币投放的压力。虽然资本账户顺差意味着外债积累，但只要债务以本币标价，外债与内债并无差别。

图表1 MMT 理论的核心观点

MMT 理论的核心观点	
货币本质	1、货币是一种债务凭证，现代政府通过创造一种记账货币使社会债务标准化
	2、政府通过财政支出创造货币，政府征税的目的是推动货币的发行与流通
	3、政府发行债券是一种调节利率的手段
货币主权	1、中央政府选择记账货币
	2、中央政府以记账货币为单位征税
	3、中央政府接受以其发行的货币作为交税工具
	4、中央政府以本国货币作为计价单位举债和偿债
	5、浮动汇率制国家才拥有货币主权
政策选择	1、财政政策：政府财政不受收支平衡的约束，财政政策的目标是保障充分就业
	2、货币政策：央行货币政策目标的实现必须依赖财政政策的配合
	3、通胀政策：政府可以通过征税、举债等方式将市场中多余的货币收回从而抑制通胀
	4、社会保障：政府需要为没有工作的人建立“最终雇主”计划
对外贸易	1、出口即成本，进口即收益
	2、经常账户赤字不等于“失衡”

资料来源：《现代货币理论：主权货币体系的宏观经济学》，平安证券研究所

1.2 MMT 漠视通胀的理论基础

与主流宏观经济学的货币数量论不同，MMT 否认了货币数量与通货膨胀之间的密切关系。MMT 认为，从“财政货币化”到恶性通货膨胀，至少存在以下三重“门槛”。换言之，只要满足其中一个前提假设，财政和货币刺激就不会引发恶性通胀。

首先，调动“闲置资源”可以促进供需平衡。MMT 认为，只要经济运行中存在闲置资源，财政赤字货币化便可以提高资源利用程度。例如就业率提高带来产出增长，最终需求和供给同时增长，使物价维持相对平衡。劳动力是经济增长的重要资源之一。MMT 认为，财政政策的目标是保证“充分就业”，而不是刻意追求维持财政平衡。尤其当经济下行，私营企业难以吸纳足够劳动力就业，出现严重失业时，政府的职责是发挥“最终雇佣者”的角色，为没有工作的人建立“最终雇主”计划，通过债务融资扩大基础设施投资和公共部门规模，以重新实现充分就业。

其次，货币供给内生性可以抵消货币扩张。MMT 认为，货币供给过程不是中央银行所能完全控制的。这是因为，货币创造无法独立于实体经济运行，而是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。继而，货币需求才能真正创造货币供给。例如，全球金融危机期间，美国企业投资意愿显著缩减，银行贷款的供给完全由需求驱动，经济主体的支出意愿决定了货币政策在实体经济中的效果。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，若准备金利率足够高，银行将更多持有准备金，而不是发放贷款。因此，在这些情况下，即使美联储大规模扩张基础货币，对货币供给总量的影响也有限，不会引发通货膨胀。

最后，财政紧缩可以轻松控制通胀。MMT 理论承认，通货膨胀是货币超发的限制因素。但是，其认为通胀是一个可以被轻松解决的问题。如前所述，MMT 认为，财政和货币是不分家的，财政支出是另一种形式的货币创造。因此，当通胀走高时，不仅中央银行可以收紧银根，政府也可以利用征税权力，通过增加税收抽走多余货币。甚至，MMT 认为税收的意义本就不在于支付政府开支，而在于确保人们接受法定货币，并在必要时控制通货膨胀。

1.3 “经验主义”夯实 MMT 信心

此外，“经验主义”或是 MMT 支持者漠视通胀的重要原因。2008 年全球金融危机后，美欧日等发达经济体均实施了“量化宽松+财政扩张”，财政与货币的关系更为紧密、界限更加模糊，可以说向 MMT 的实践更近一步。但直到新冠疫情爆发前，尽管主要发达经济体政府债务率显著攀升，但通胀率整体低于 2% 的目标水平，长期维持“三低一高”（低通胀、低增长、低

利率、高债务)的格局,这进一步强化了 MMT 支持者对通胀风险的漠视。

先看美国。2008 年秋,美国次贷危机引发全球金融危机。为稳定金融市场和复苏经济,美联储连续降息至零附近,并采取了非常规货币政策,在 2008-2013 年期间共实施了三轮量化宽松(QE),总资产增长了 3.1 万亿美元。到 2013 年底,美国政府债务率达到 104.6%,较 2008 年上升了 31.1 个百分点。2014-2019 年,美国逐步退出 QE,回归常规货币政策,政府债务率也从高速增长中走向平稳。美联储实施 QE 后,美国并未出现恶性通胀,2010-2019 年平均通胀率仅为 1.8%。

再看欧洲。2008 年全球金融危机后,欧洲经济还受到 2011 年主权债务危机冲击。尽管欧盟财政纪律较为严格,且统一的货币政策与分散的财政政策配合起来较为困难,但为应对危机,欧盟也不断向 MMT 的实践迈进。2008 年以后,欧洲央行曾连续降息 7 次,并于 2014 年步入“负利率”。同时,欧洲央行推出一系列非常规货币政策工具:一方面通过证券市场计划(SMP)和直接货币交易计划(OMT),直接在二级市场买卖成员国政府债券;另一方面启动并延长了多轮被称为“欧版 QE”的长期再融资操作(LTRO),其总资产规模在 2008-2013 年期间扩张了约 7600 亿欧元。截至 2013 年末,欧元区政府债务率达到 91.3%,较 2008 年扩张了 22.7 个百分点。但欧元区通胀率持续处于低位,2010-2019 年平均通胀率仅为 1.4%。

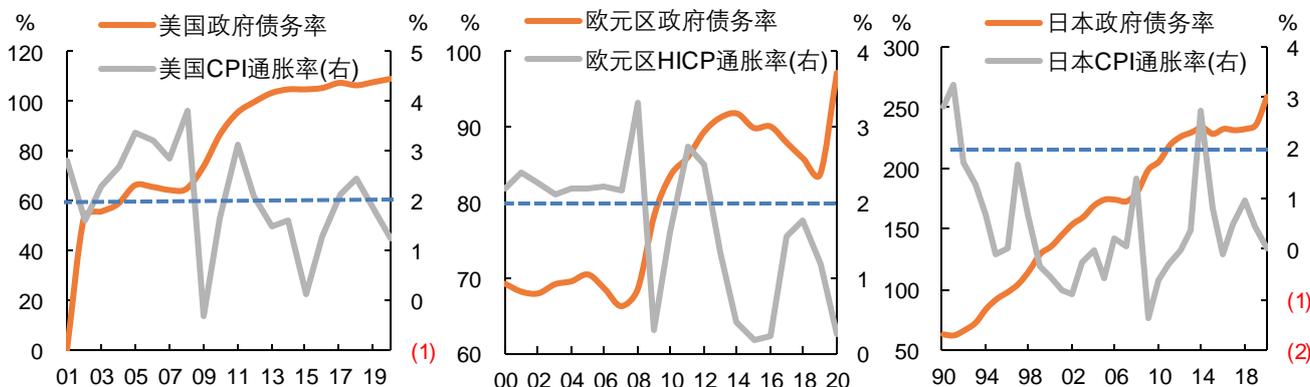
最后看日本。在股市和房地产泡沫破灭后,日本在 20 世纪 90 年代初就采取了“财政刺激+发行国债+央行买单”的政策组合。2008 年全球金融危机后,日本央行也跟随降息并重启 QE。2013 年日本前首相安倍晋三提出“三支箭”组合政策——激进的宽松货币政策、积极的财政政策以及促进增长的结构改革。其中,“第一支箭”和“第二支箭”带有强烈的 MMT 色彩:一方面,政府在高负债的情况下,实施更大规模的财政刺激;另一方面,央行实施了质化量化宽松货币政策(QQE),包括提高央行公债购买量、延长购买债券的期限、增加股票 ETF 和房地产 REITs 的购买等。截至 2013 年末,日本政府债务率达到 229.6%,较 2008 年扩张了 48.9 个百分点。但 2008 年以后,日本通胀率始终保持低位、基本徘徊在零附近。

图表2 全球金融危机后,美欧日实施“量化宽松+财政扩张”,并未引发高通胀

	美国	欧元区	日本
2008 年-2013 年央行资产扩张规模	3.14 万亿美元	0.76 万亿欧元	112.91 万亿日元
2008 年-2013 年政府债务率上升幅度(百分点)	31.12	22.70	48.91
2013 年末政府债务率(%)	104.58	91.30	229.63
2010-2019 年期间 CPI 年度通胀率最小值(%)	0.12	0.18	-0.62
2010-2019 年期间 CPI 年度通胀率最大值(%)	3.14	2.78	2.74
2010-2019 年期间 CPI 年度通胀率均值(%)	1.77	1.35	0.48

资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表3 2020 年以前,美欧日政府债务率扩张期间,通胀并未明显走高



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

二、美欧 MMT 失灵与通胀失控的原因

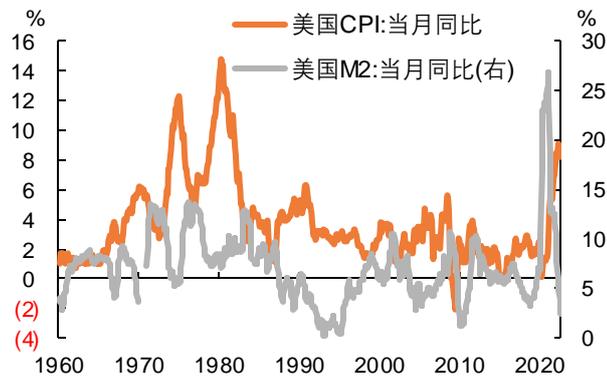
请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

新冠疫情以来，美欧普遍动用了1960年代以来力度最强的货币和财政刺激，通胀率也创下1980年代以来新高。货币宽松程度方面，2021年初，美国、欧元区和英国M2同比增速最高分别达到26.9%、12.4%和14.9%，为1960年以来最高水平。政府债务水平方面，2020和2021年，美国政府债务率分别为128.1%、137.2%，欧元区分别为102.61%、95.35%，英国分别为95.6%、97.2%，均是1960年以来政府债务率的最高水平。通胀方面，美国CPI通胀率在2022年6月达到9.1%的本轮高点，创下40年以来新高；截至10月，欧元区HICP通胀率和英国CPI通胀率均已创下两位数的历史最高水平。由此可见，美欧为应对新冠疫情冲击所采取的货币和财政刺激力度很大，这是高通胀的重要背景之一。

美欧为应对高通胀采取了大力度的货币紧缩，但截至目前效果有限。以美国为例，2022年3月以来截至11月，美联储连续六次加息、累计加息375个基点，创下自1981年以来最大密集加息幅度，同时于6月以来持续缩表。截至10月，美国CPI通胀率仅由9.1%的高点回落至7.7%。类似地，截至11月，欧央行和英国央行也已分别累计加息了200和290个基点，但欧元区和英国的通胀率仍在攀升。

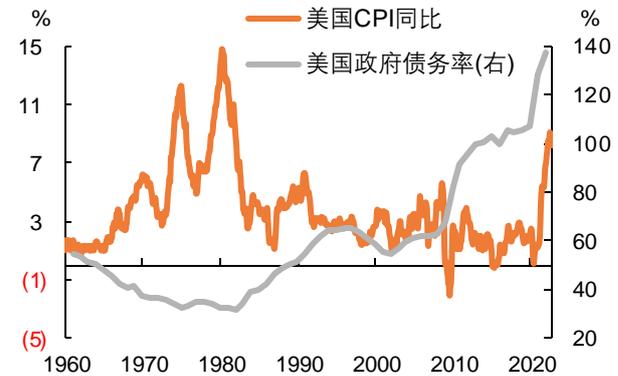
我们认为，本轮美欧MMT失灵与通胀失控的背后，主要有以下四方面原因：一是，“充分就业”缺乏合理界定，对充分就业的误判，是财政和货币刺激过度的主因之一；二是，货币主权未必“独立”，美国货币宽松对全球产生外溢效应，最终“反噬”自身；三是，财政紧缩实操困难，难以起到管控通胀的作用；四是，外生性的供给冲击也加剧了通胀压力。

图表4 美国M2同比增速创1960年以来新高



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

图表5 美国政府债务率创1960年以来新高



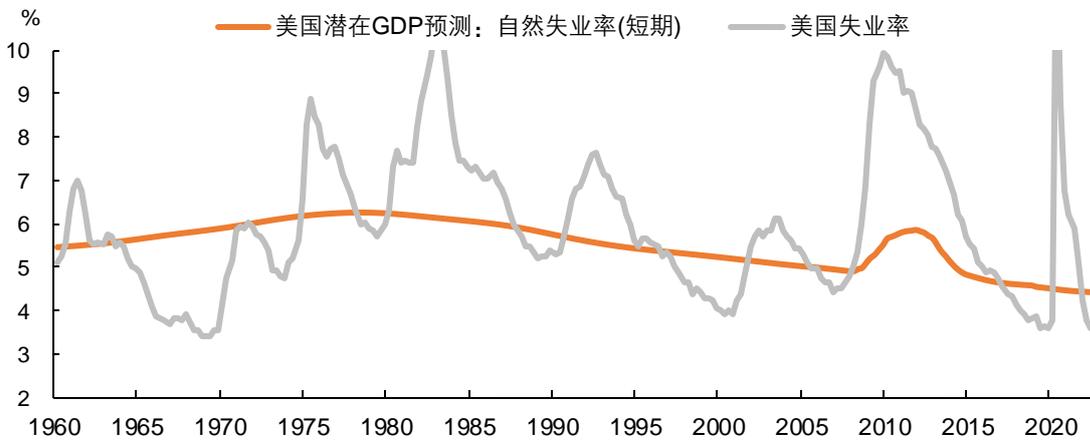
资料来源：iFinD, 平安证券研究所

2.1 “充分就业”难界定

MMT认为只要尚未实现充分就业，财政刺激就不会引发恶性通胀。然而，新冠疫情冲击对就业市场的扰动是空前的，这使得对“充分就业”的界定颇有争议：“自然失业率”如何界定、不同部门的充分就业如何分辨、劳动力基数变化的影响如何衡量等。因此，财政刺激的规模很难恰好控制在一个刚好达到充分就业的水平，财政扩张容易用力过猛、引发通胀风险。

首先，“自然失业率”本身就是一个较为模糊的概念，新冠疫情冲击更加大了判定难度。事实上，2010-2011年期间CBO曾短期上调“自然失业率”（即充分就业下的失业率）标准，以反映全球金融危机的影响。这说明充分就业的标准可以是灵活的。新冠疫情后，CBO并未做类似的上调，但真实的自然失业率可能比趋势水平更高。2021年初，拜登政府对疫情冲击后美国就业形势高度重视，迫切希望美国失业率能够快速下降到疫情前的水平，这也是其急于实施大规模财政刺激的背景。当时，美国失业率超过6%，而美国财政部和美联储认为美国的“自然失业率”在4.3-4.5%左右。2022年5月，美联储主席鲍威尔反思道，自然失业率在过去十年稳步下降的趋势可能被新冠疫情打乱，当前美国的自然失业率可能阶段性升高至5%。因此，美联储和美国财政部在新冠疫情后未能及时审视自然失业率的标准，或是货币和财政刺激过度的重要原因之一。

图表6 当前美国失业率水平或远低于真实的自然失业率

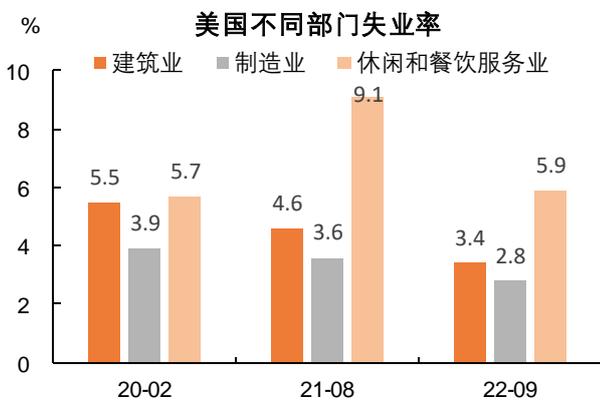


资料来源: iFinD, CBO, 平安证券研究所

其次，不同行业的就业恢复节奏不同，对财政刺激的精准性提出了更高要求。2021 年拜登政府的 1.9 万亿美元经济救助计划向大多数美国人直接提供 1400 美元的补助金，使得商品消费需求快速恢复甚至超过疫情前水平。2021 年 3 月美国零售和食品服务销售额已达 6.3 万亿美元，超过疫情前最高水平 6.1 万亿美元。同时，2021 年拜登政府增加了万亿级别的基建投资，使建筑业快速复苏。由于财政刺激主要支持了居民商品消费和基建，美国制造业和建筑业的失业率均于 2021 年 8 月回落至疫情前水平。然而，大水漫灌式的财政刺激并未对服务业的就业恢复起到立竿见影的作用，直到 2022 年 3 月美国休闲和餐饮服务业失业率才重新回到疫情前水平 6% 以下。

再者，“充分就业”的界定可能还需要考虑供给冲击，目前美国劳动参与率仍与疫情前水平存在差距。2021 年，美国政府疫后发放多轮大规模失业救济补贴，一度为符合条件的失业者提供每周 400 美元的救济金，可能干扰居民再就业的积极性，使劳动力市场恢复缓慢。此外，新冠疫情对劳动力市场的冲击具有长期性。2022 年以来，美国劳动参与率最高仅恢复至 62.4%，始终低于疫情前 1 个百分点左右，对应 300 万人左右的劳动力缺口。劳动力基数的变动，也进一步加大了“充分就业”的判定难度。

图表7 美国不同行业的就业恢复节奏不同



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表8 美国劳动参与率始终与疫情前有约 1% 的缺口



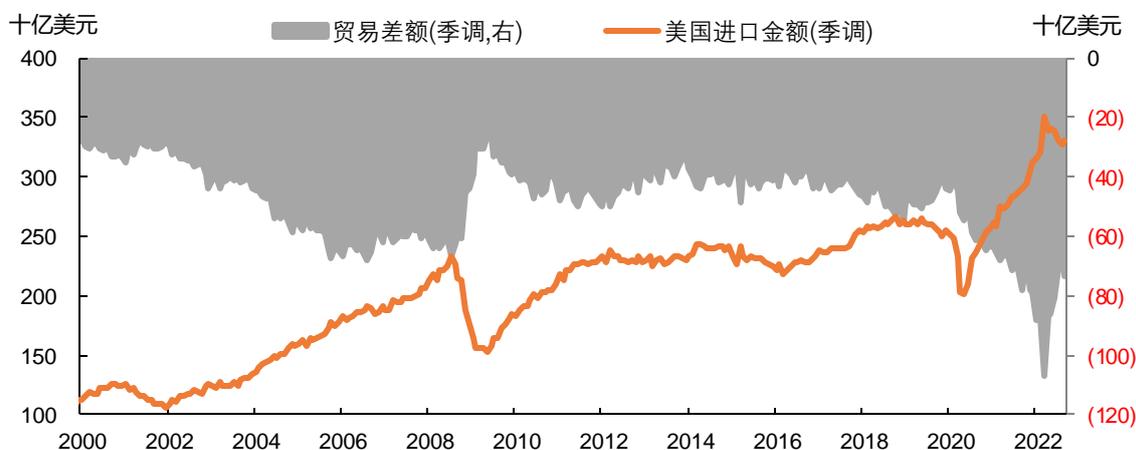
资料来源: iFinD, 平安证券研究所

2.2 货币主权非“独立”

MMT 成立的另一个隐含前提是，各国拥有绝对的货币主权、且政府只借入本币债务（外债不变），继而本国的货币和财政政策只对本国经济产生影响。然而实践中，以美国为代表的大型经济体，其货币和财政刺激具有很强的外溢性。对非美地区而言，其货币主权的独立性受到威胁；对美国而言，其政策刺激不仅破坏了全球物价稳定，也制约了货币紧缩抗击通胀时的效果。

首先，财政刺激助长的消费需求，能够通过贸易渠道外溢至全球。新冠疫情后，美联储一度“无限量 QE”，加上政府动用大规模财政刺激，使国内消费需求快速恢复，但生产力的恢复较为迟缓。继而，国内的旺盛需求通过贸易渠道外溢至国外。2020 年下半年开始，美国进口金额开始超过新冠疫情前水平，但出口金额恢复滞后，继而贸易逆差不断扩大。2021 年 2 月，美国进口金额同比增长 4.3%，出口则同比萎缩 6.9%。2021 年，美国贸易逆差全年累计达到 8591 亿美元，创下历史新高，同比增长 27%；2022 年 3 月，美国单月贸易逆差高达 1069.2 亿美元，继续刷新历史记录。

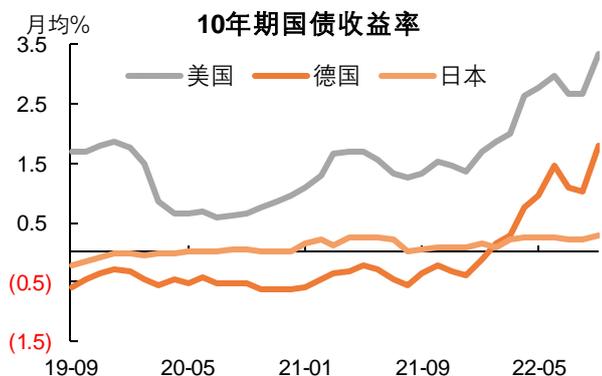
图表9 美国贸易差额随供需缺口不断扩大



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

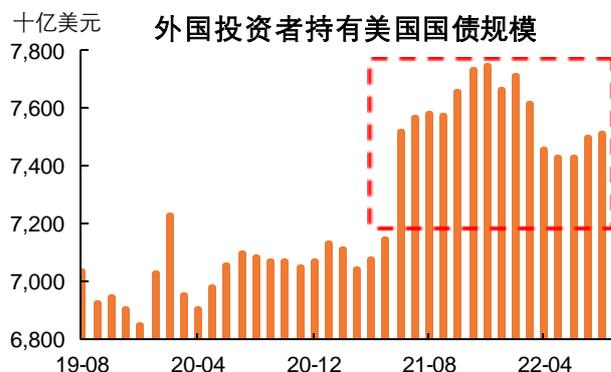
其次，美国货币和财政宽松吸引他国增加持有或发行美元债，继而通过金融市场产生外溢效应。一方面，美国采取货币和财政宽松后，欧洲、日本等其他经济体一定程度上采取“跟随”战略，继而使国际金融条件迅速转松，酝酿助推了通胀风险。另一方面，美国政策刺激的外溢性也体现在“便宜钱”的回流。美国财政和货币宽松之下，2020-21 年美国国债收益率一度下行，但仍高于德国、日本等主要发达国家市场。“利差”继而吸引外资增持美债：截至 2022 年 8 月，美国国债总额达到 30.9 万亿美元，外国投资者持有 7.5 万亿美元，占比为 24.3%，外国投资者较 2020 年初已累计增持了 4817 亿美元国债。

图表10 即便在低利率环境下，美债收益率也仍高于其他主要发达经济体，能够持续吸引海外资金流入



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表11 2021 下半年以来，外国投资者进一步增持美债

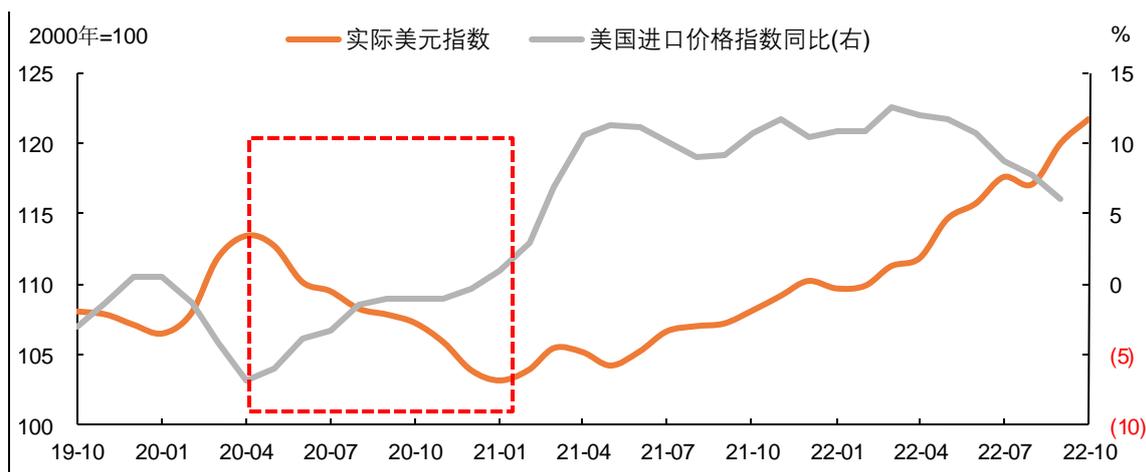


资料来源: iFinD, 平安证券研究所

最后，贸易渠道与金融市场渠道共振，加剧全球输入性通胀压力，最终“反噬”美国。一方面，2020年，美国货币和财政宽松力度较大，使美元迅速贬值，推升了以美元标价的国际商品价格；另一方面，旺盛的进口需求，进一步加剧了进口商品的稀缺性，也加重了国际供应链的负荷。最终，全球通胀压力转化为美国国内消费成本的上升，这体现在美国进口价格指数的快速反弹上。

值得一提的是，美国政策刺激的外溢性，也使得各国在现阶段抗击通胀的过程更加艰难。对于非美地区而言，美联储加息、美债收益率攀升后，其持有的美债存量的总价值缩水，进一步加剧了非美货币和资产贬值，造成额外的通胀压力。对美国而言，美联储宽松以及财政扩张时期热钱的流出，形成“蓄水池效应”。在美联储紧缩后，这些海外资金回流美国，一定程度上补充了国内的货币供给，部分冲销了货币紧缩对通胀的遏制效果。

图表12 美国货币和财政宽松令美元贬值、美国进口价格快速回升



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

2.3 财政紧缩难操作

MMT 认为，财政紧缩可以实质上减少货币供给，继而能够轻松应对通胀走高。然而，目前美欧抗击通胀主要依赖货币紧缩，

财政紧缩的力度较为有限，继而抗击通胀的进展缓慢。其背后原因，可能既包括政府主观上忽视了财政紧缩的必要性，也包括受美欧政治体制的客观掣肘。

新冠疫情冲击冷却后，美欧财政刺激的退出是循序渐进的，与前期的财政快速扩张不具有对称性。美国政府为抑制通胀采取的财政紧缩政策，与前期的财政扩张政策相比，力度明显更小。从政府支出看，当前美国的财政支出水平虽比最高峰（2020年三季度和2021年中水平）有所下降，但仍明显高于新冠疫情后的趋势增长水平。从赤字水平看，当前美国赤字远低于峰值水平，且2022年以来月度赤字水平一度逼近零，但整体仍保持一定规模的赤字。而且，2022年5月以来赤字又开始扩大，重回趋势增长水平。

图表13 美国政府财政支出和赤字水平仍高于疫情前，且2022年以来重新扩张

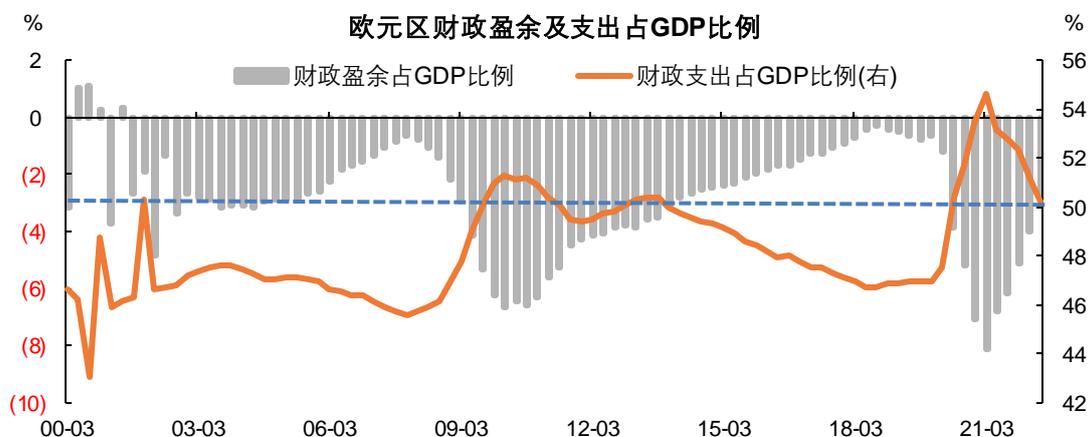


资料来源：iFinD, 平安证券研究所

一方面，高通胀对居民和企业形成冲击，使财政支持难以退出，甚至还需要财政加码。这在欧洲体现得最为明显。2022年俄乌冲突引发欧洲能源危机，迫使政府加大对能源生产和消费的补贴力度。新冠疫情后，欧盟宣布暂停履行《稳定与增长公约》义务，允许成员国政府债务率突破60%、财政赤字率突破3%的“红线”；2022年5月，为应对能源危机，欧盟宣布再度延期上述财政约束至2023年。这使得当前欧元区的财政支出与赤字水平仍明显高于2015-19年水平。

今年英国政府的“减税风波”，也凸显了高通胀与弱消费下，财政调整的两难境地。2022年9月，英国前首相特拉斯“新官上任三把火”，公布了一项成本超千亿英镑的财政救助计划，以帮助英国家庭和企业支付能源账单。但市场却认为，大规模减税计划缓解危机效果有限，且与抗击通胀的目标背道而驰，并将给英国政府带来巨大的财政负担（无法相应地大规模减支）。这把火一度引发英国国债和汇率暴跌，最终以特拉斯辞职、减税计划搁浅而告终。

图表14 欧元区政府财政赤字和支出水平仍明显高于2015-19年水平



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

另一方面，紧财政的实施还可能受到政治因素制约。首先，财政紧缩的决策过程比较缓慢。在美国，美联储每1-2个月都会定期开会，所以货币紧缩可以快速、定期响应。但财政紧缩往往依托于大型法案，其制定过程需要“闯关”国会，至少需要耗时数月。其次，在紧缩性财政法案的制定过程中，还可能被“夹带私货”、纳入扩张性的财政举措。比如拜登的《通胀削减法案》，其中夹带了增加新能源支出的条例，显然削弱了财政紧缩的力度。

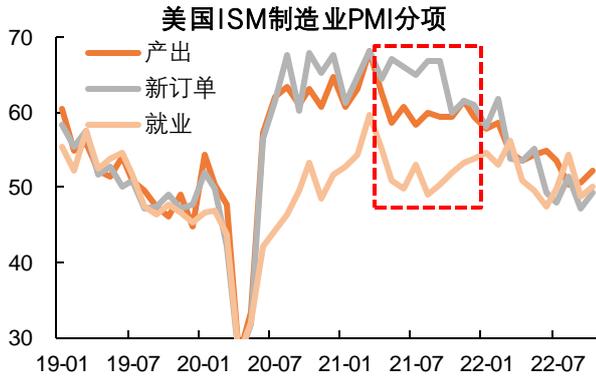
此外，美欧政治周期通常伴随财政扩张，毕竟“发钱”是讨好选民的方式之一。以美国中期选举为例，1950年以来的经验显示，中期选举后的一年里，无论选举结果如何，美股大概率都会加速上涨（平均涨幅15%左右）。一个重要原因在于，各党派议员通常为赢得选票而承诺实施扩张性财政政策，并于大选后兑现。因此，2022年中期选举后，不排除美国财政重新加码，继而站在遏制通胀的对立面。

2.4 供给冲击助通胀

MMT认为，历史上的恶性通胀往往由特定事件驱动，实质上承认了供给冲击会引发通胀问题，只不过并没有给出有效的应对方案。2020年以来的新冠疫情与2022年俄乌冲突，非常直接地加剧了全球通胀压力。如果说外生性的供给冲击也是高通胀的推手之一，那么MMT就不应对通胀的恶化负“全责”。

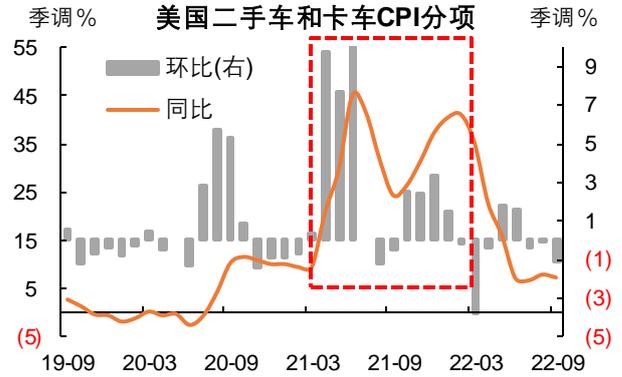
新冠疫情的冲击主要体现在，美欧生产恢复迟滞与国际供应链紊乱。例如，美国IMS制造业PMI指数显示，2021年新订单指数保持高位的同时，由于就业受新冠疫情影响，就业指数持续疲软，拖累产出增长、产出指数受到压制。又如，2021年美国二手车价格快速上涨，从2021年4月到2022年5月，美国二手车CPI同比增速均为两位数，最高达45.3%。这不只因为居民出行需求的恢复，更反映了供给冲击的影响。由于国际供应链紊乱、芯片供应短缺、新车产能不足等原因，二手车市场更加供不应求。

图表15 美国就业复苏一度拖累制造业产出恢复



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

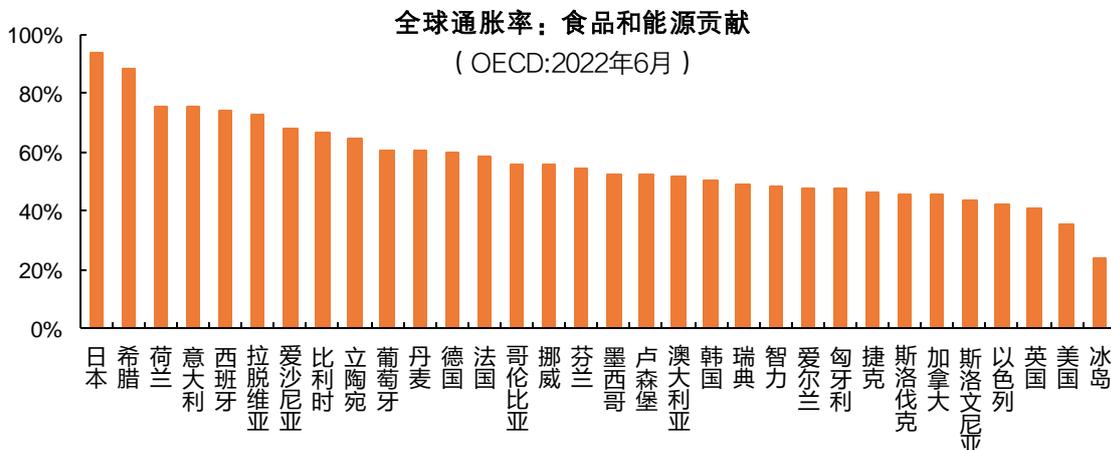
图表16 美国供应链扰动下的二手车和卡车价格上涨



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

俄乌冲突的影响体现在，抬升国际能源和农产品价格，加剧了全球性通胀压力。2022 上半年，俄乌冲突的爆发以及围绕俄罗斯的制裁措施，冲击了全球能源供给，进一步抬升了原已处于高位的国际能源价格。同时，俄乌冲突也影响了以玉米和小麦为代表的全球粮食供给，驱动国际粮价大幅攀升。据经合组织（OECD）2022 年 6 月发布的报告，食品和能源对美国、英国、德国和日本 CPI 通胀率的贡献分别达到 36%、41%、60%和 94%。可以说，俄乌冲突对国际能源和食品市场的冲击，非常直接地抬升了大部分地区的通胀水平。

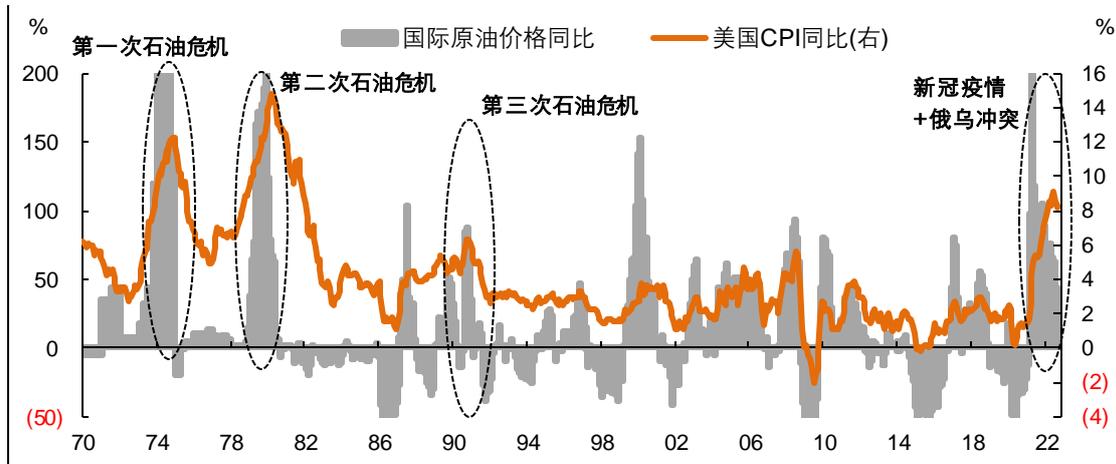
图表17 截至 2022 年中，能源和食品在全球通胀中的贡献显著



资料来源: OECD, 平安证券研究所

值得一提的是，历史上大部分地区出现恶性通胀，几乎都直接或间接地受到供给冲击的影响。美国 1970 年代以来的三次高通胀都与石油危机密切相关，石油供给减少使得油价飙升、推升美国通胀。日本 1970-80 年代的高通胀也与两次石油危机密不可分。石油危机引发了极度的社会不安，不仅涉及石油相关商品，其余各种生活必需品的价格也不断走高，造就了日本的“狂乱物价”时期。1980 年代拉美债务危机后，拉美国家普遍出现恶性通胀，原因不仅包括财政透支、债务（外债）高企与货币超发，也离不开石油危机背景下美联储紧缩与拉美货币贬值。换言之，供给冲击也间接地影响了拉美通胀。

图表18 美国历史上的高通胀时期，均离不开供给冲击的影响



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

三、如何辩证看待和使用 MMT？

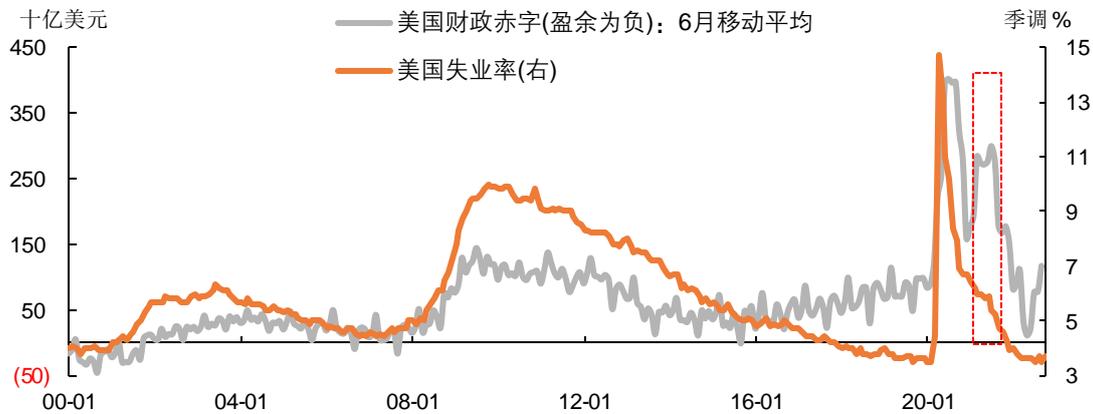
MMT 诞生后曾被主流的新自由主义学派不屑一顾，但 2008 年全球金融危机的爆发以及 2020 年新冠疫情的冲击，使得 MMT 重新受到经济学界的关注。2021 年以来，美欧政策刺激不幸引发了高通胀，似乎又证明了 MMT 的脆弱性。站在当下，我们应避免陷入“经验主义”的陷阱，更加辩证地看待和使用 MMT。

3.1 正视财政刺激带来的通胀风险

MMT 主张将财政支出视为维护经济稳定和促进经济发展的重要手段，认为财政应以充分实现就业和促进社会经济发展为目标。其批评以平衡预算为特征的“稳健财政”原则是一种教条主义，认为财政赤字不应成为政府支出的硬约束。全球金融危机后，美欧均实施了较大力度的量化宽松政策和财政刺激政策，其后长时间的低通胀似乎证实了 MMT 的合理性与可行性，为美欧政客动用财政力量、漠视财政纪律提供了良好的借口。

但是，新冠疫情后的经验表明，过度的财政刺激，以及其衍生出的货币宽松需求，确有可能引发高通胀，尤其对于美欧等“资源利用已较为充分”的经济体。如前所述，充分就业很难界定，自然失业率应该处在何种水平本身就存在很大争议，不同部门不同行业也存在较大差别，财政刺激究竟到何种程度才能恰好达到充分就业的水平呢？如果紧盯个别参考指标，很容易“刻舟求剑”，最终导致财政刺激过度。历史上，美国财政赤字水平与失业率走势有较强相关性，说明适当的财政刺激可以帮助经济复苏。但是，2020 年 12 月（“特朗普遗产”）至 2021 年上半年（“拜登新政”）的财政刺激，虽然都是在失业率较高时实施的，但彼时失业率已经开始快速下降。这两轮政策显然忽略了就业市场改善的滞后性与结构性问题，继而刺激过猛、催生通胀。更深层次的原因可能是，MMT 高估了“需求创造供给”的能力，忽视了影响供给的其他因素，也忽略了人性中的“惰性”。这为我们敲响警钟：财政政策的选择需要更加慎重、更加精准。

图表19 2021上半年失业率下降过程中的美国财政刺激可能过度



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

3.2 不应忽视政策刺激的外溢效应

MMT 认为, 在发行主权货币且货币政策有自主权的国家, 政府的清偿能力是无限的。这仅从债务可持续的角度, 支持政府进行大规模融资。但问题在于, 各国货币主权的独立性有强有弱。在全球经济和金融体系高度联结的当下, 以美国为代表的大型经济体, 其货币和财政刺激具有很强的外溢性。因此, 各国难以“独善其身”, 无论是政策的实施者还是被动接受者, 都需要在政策选择过程中更加重视外部环境与传导风险, 避免“搬起石头砸自己的脚”。

对于被动承受他国政策刺激影响的地区, 应警惕输入性通胀风险。例如, 新冠疫情后, 非美地区货币主权并非绝对独立, 在很大程度上受到了美国政策的影响: 首先, 非美国家承接了美国外溢至他国的消费需求, 但也相应加重了国内供应负担; 其次, 非美国家一定程度上跟随美国实施财政货币宽松, 提升了通胀风险; 最后, 在美国实施紧缩政策后, 其持有的美债价值缩水, 非美货币与资产贬值。因此, 非美国家在被动承受美国财政货币政策刺激后, 造成了额外的通胀压力。

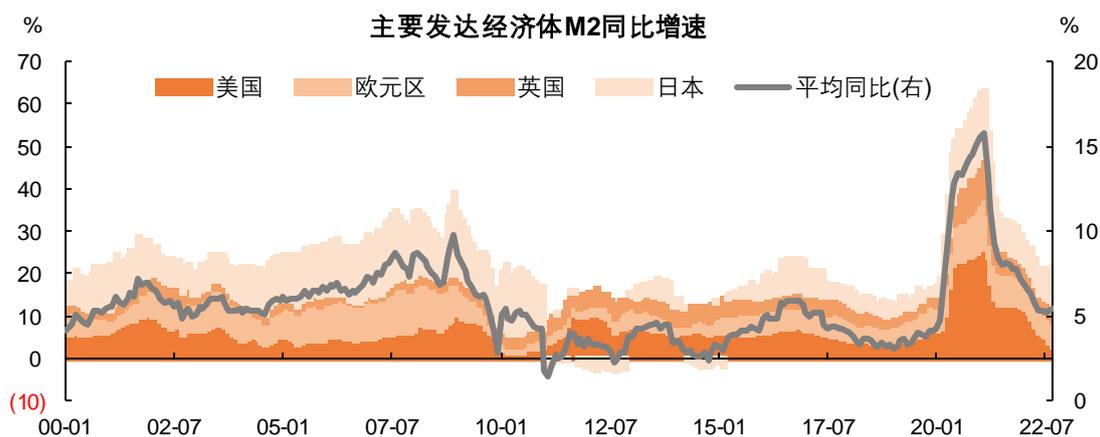
对于主动实施政策刺激的地区, 应重视政策的外溢性与反向传导风险。这种外溢性体现为三个层次: 一是, 扩张的内需通过贸易渠道外溢。事实上, 不仅美国, 本轮欧洲、日本等发达经济体的货币和财政刺激, 也显著增加了进口需求, 实际 GDP 中的进口商品和服务增速均明显超过疫情前水平。二是, 扩张的流动性通过金融市场渠道外溢。新冠疫情后, 低利率与量化宽松的政策组合, 使发达经济体货币供给高增, 美欧日 M2 同比增速水平均创下本世纪新高。三是, 贸易渠道与金融渠道“共振”, 加重了全球供应链的负荷, 也造就了大宗商品涨价周期, 形成全球性通胀压力。

图表20 贸易渠道的外溢性：新冠疫情后发达经济体进口需求高增



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

图表21 金融渠道的外溢性：新冠疫情后发达经济体货币供给快速增长



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

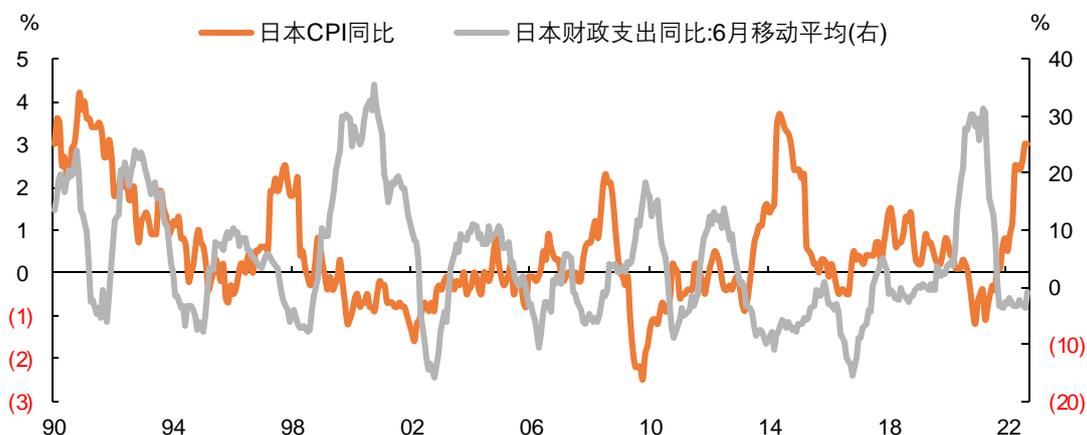
3.3 不应全盘否定 MMT 的思想

首先，需要肯定的是，MMT 在应对重大经济金融危机的实践中是相对成功的。2008 年全球金融危机以来，主要发达经济体实施超宽松货币政策和扩张性财政政策，政府债务水平持续攀升，且利率水平保持低位，经典理论难以解释长时间的“宽货币、低利率、低通胀”现象。在这一方面，MMT 部分弥补了经典理论的缺失。MMT 坚定指出，在尚未实现充分就业前，政府债务攀升和流动性扩张不会引发恶性通胀。或明或隐地基于这一思想，面对 2020 年新冠疫情先后引发的美元流动性危机与经济衰退，美欧国家才更有勇气选择阶段性地摆脱传统财政束缚，强化货币与财政的配合，快速冷却了全球金融危机、帮助经济快速复苏。

其次，本轮全球的高通胀现象不能全部归咎于 MMT。一方面，如前所述，外生性供给冲击对通胀的影响客观存在。另一方面，日本的经验亦表明，MMT 或不是高通胀的充分必要条件。日本自 20 世纪 90 年代初房地产泡沫破裂至今，高财政赤字率、高政府债务杠杆率、超宽松的货币政策、与低通胀率（甚至通货紧缩）长期共存也是不争的事实。我们测算，1970 年以来，日本财政支出与通胀率相关性很弱，相关系数仅为 0.019，说明日本财政刺激大多起到逆周期调节的作用，并未引发高通胀。MMT 着眼于解决危机后有效需求不足的问题；而日本因人口老龄化、产业链外迁、通缩预期稳固等原因，终端需求

持续低迷，恰符合 MMT 适用的条件。因此，即使这一次美欧迈向 MMT 的过程中遭遇了高通胀，也不应该全盘否定 MMT 的思想，将财政和货币配合视为“洪水猛兽”。在面对经济危机、有效需求明显不足时，加大财政和货币刺激力度和配合程度仍是值得考虑的选项。

图表22 日本财政支出与通胀率相关性很弱



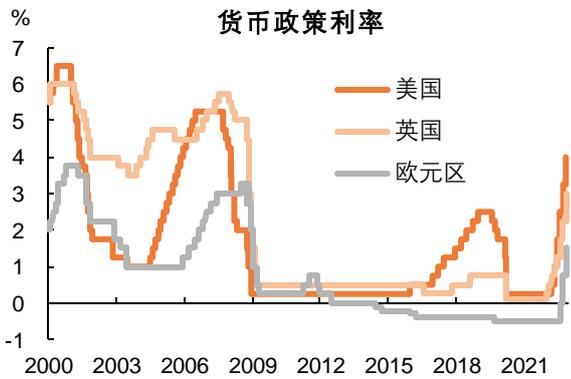
资料来源：iFinD, 平安证券研究所

3.4 解决通胀问题或需货币和财政加强配合

MMT 思想并非无用，其恰恰强调了货币和财政配合的重要性。MMT 将货币和财政更加有机地统一起来，形成合力。这一思想有其可取之处，尤其在传统货币政策空间日渐逼仄的时候。正如桥水基金创始人达里奥的观点，继“第一代货币政策”（政策利率）和“第二代货币政策”（量化宽松）后，MMT 所倡导的财政和货币深度配合，可能带来“第三代货币政策”的变革，继而拓宽了我们对货币本质的认知。此外，有关中央银行独立性的担忧，与财政货币配合并不矛盾：面对逆周期调控的需求，货币和财政的方向是统一的，二者配合的意义应强于拘泥于“独立性”的意义。同样地，面对遏制通胀的需求时，货币和财政或许也应该同步紧缩，方能起到对称于同步扩张性政策的效果。

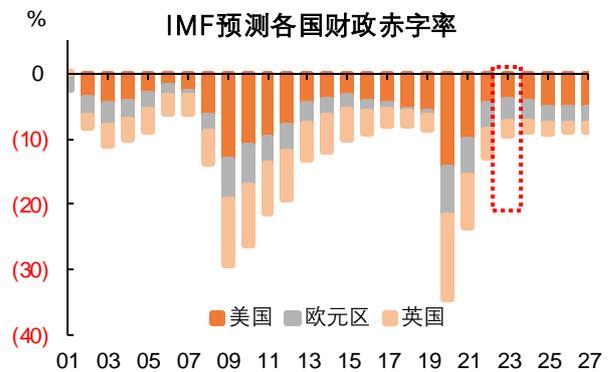
“解铃还须系铃人”，当前美欧通胀问题的解决，很难仅仅依靠货币紧缩，或需要更大力度的财政紧缩。MMT 认为，当通胀走高时，政府可以利用征税权力，通过增加税收抽走多余货币。然而，实践证明，美欧紧财政的实施力度明显不足，继而抗击通胀的效果暂时有限。新冠疫情后，美欧在政策刺激时秉承了 MMT 的逻辑，使财政货币同步宽松；但在现阶段遏制通胀时，似乎“倒退”回传统货币主义和“沃尔克时代”，货币政策全然肩负起物价稳定的责任，财政政策却“隔岸观火”——这显然存在隐患。具体来看，当前美欧英政策利率早已超过 2019 年水平，然而 IMF 预测 2023 年美欧英财政赤字率可能仍略高于 2019 年疫情前水平，货币紧缩的坚决与财政紧缩的犹疑形成鲜明对比。如前所述，本轮美欧财政紧缩行动迟缓，一方面是过度服务于取悦选民的政治诉求，另一方面亦是缺乏对财政紧缩的足够重视。未来一段时间，如果美欧财政紧缩仍不够积极（甚至重新扩张），其能否真正遏制通胀，仍存在不确定性。

图表23 当前美欧英政策利率已超过2019年水平，货币紧缩十分坚决，与财政紧缩上的犹疑形成鲜明对比



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表24 IMF预测, 2023年欧美财政赤字率水平整体仍将高于2019年, 这一力度或不利于遏制高通胀

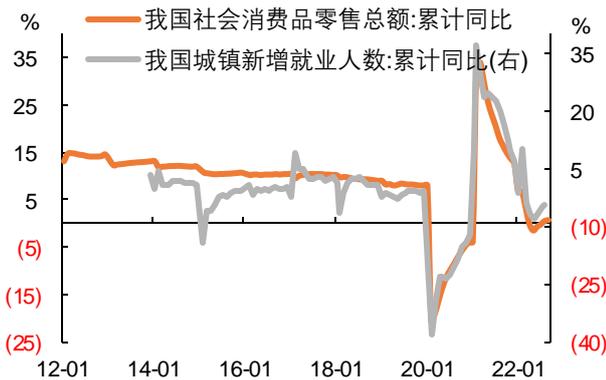


资料来源: iFinD, 平安证券研究所

3.5 我国在财政和货币配合方面更加必要、可行

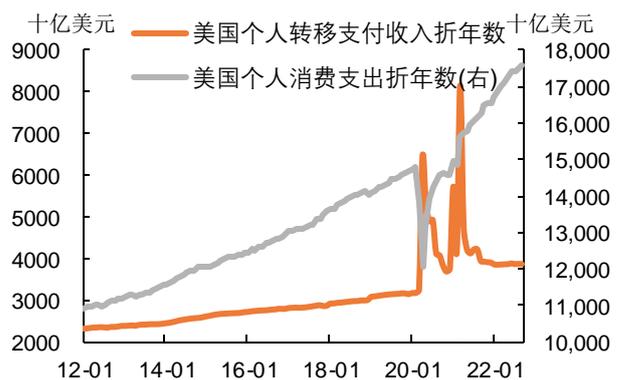
当前, 中国经济或正处于有效需求不足阶段, 恰符合 MMT 思想中货币和财政配合的大前提。2020 年以来, 新冠疫情、俄乌冲突等外生冲击, 叠加国内经济周期性下行, 使我国面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。我国 2022 年前三季度实际 GDP 累计同比为 3%, 处于潜在增长水平之下。尤其是, 我国消费、就业增速明显弱于疫情前水平, 凸显了有效需求和充分就业不足的压力: 截至 2022 年 10 月, 我国社会消费品零售总额同比-0.5%, 时隔四月再度转负; 1-10 月城镇新增就业 1001 万人、累计同比-4.2%。MMT 主张, 当有效需求明显不足时, 财政开支对于恢复经济可发挥重要作用。由于我国与西方国家基本国情存在明显区别, 美欧通胀失控问题不应成为我们放弃财政与货币配合的理由。我国或不需要如同美国一般的政策刺激力度, 但适当加大财政角色, 在托底消费方面或许有益。辩证来看, 本轮美国的财政刺激对消费的支撑效果显著: 美国疫情后政府转移支付增加, 增厚了居民收入, 继而消费快速复苏。

图表25 当前, 我国消费、就业增速弱于疫情前水平



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表26 美国政府转移支付增加, 居民消费快速复苏



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

与美欧相比, 我国在财政和货币配合方面具备独有优势。

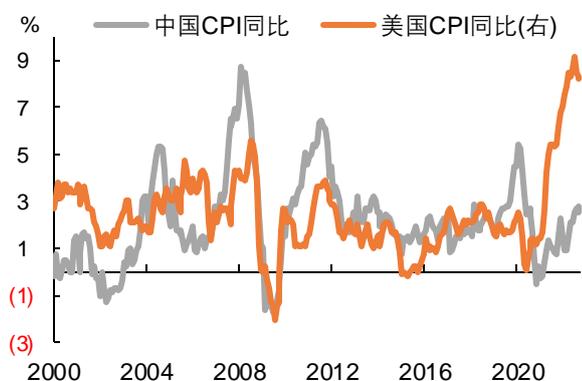
首先, 得益于我国保供稳价、产业链供应链完备稳健的优势, 我国抵御输入性通胀风险的能力更强。与海外相比, 我国粮食市场运行总体平稳, 即使不考虑进口的补充和充裕的库存, 仅人均粮食产量就已超过国际上公认的 400 公斤的粮食安全线; 能源自给率始终保持在 80% 以上, 为高质量发展提供了强大的能源保障; 完整的工业体系、齐全的工业门类、丰富的产业链

条，大大增强了我国供应链的抗风险能力。正因如此，面对海外通胀压力，当前我国通胀风险更加可控。

其次，我国充裕的外储、适当的外汇管制及允许人民币汇率更多浮动，使我们具备较强的货币政策独立性。截至今年10月末，我国外汇储备规模为3.2万亿美元，远超IMF认定的浮动汇率制度下的合意规模（2.6万亿美元）。今年以来，美联储紧缩背景下，欧元、英镑、日元等货币大幅贬值，而人民币汇率呈现出相对韧性。当前，人民币一篮子汇率仍位于2016年以来最强水平，不仅为应对外需收缩、资本流出等风险提供了有力保障，也进一步强化了抵御输入性通胀的能力。

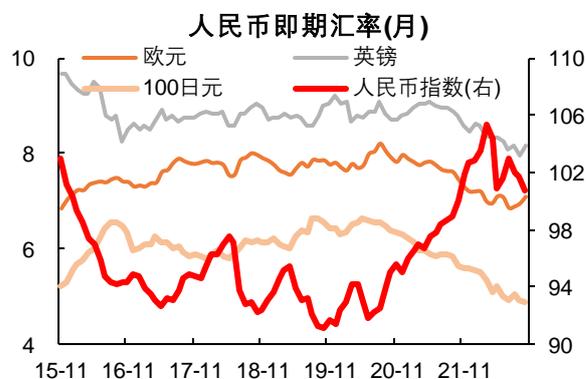
最后，我国财政和货币政策的协同配合不断改进，且不存在类似西方财政受政治经济周期干扰的情况。在欧美国家，由于中央银行与财政政策制定者的政策目标存在差别，可能导致两个部门政策选择的合力影响宏观经济和社会福利。与欧美国家不同，我国财政部与中国人民银行同属国务院组成部门，两个部门在党中央和国务院的领导下共同服务于实体经济，制度优势决定了我国财政政策与货币政策更易协同配合，在政策制定和执行方面也更加高效。若通胀压力上升，我国的财政和货币政策更容易统一采取紧缩性行动，在稳定物价方面更显游刃有余。

图表27 当前我国通胀走势与海外错位



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

图表28 本轮人民币汇率的韧性相对更强



资料来源：iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033