



刘元春：从中美中央与地方债务结构看中国破解债务软约束的新思路





一、中美政府权力约束差异导致财政债务率的差别

从现有公布的数据可以看到，美国的政府债务大部分集中在联邦政府体系（占政府总债务的 87%左右），而州及州以下政府（本文简称地方政府）的债务占比却相对较低。但是，中国呈现出一个相反的状态，我国中央财政的债务占比仅为 43%左右。地方债务占比已经超过中央政府占比 14 个百分点。与此相应的是美国联邦政府债务率达到了 124%，地方政府债务率仅为 19%，而中国中央政府的债务率仅为 20%，地方政府公开债务率达到了 26.6%。

导致这一状况的原因与中央政府和地方政府的权利分布有关，中美都

是强政府，但各级政府所面临的权力约束却呈现出不同的特点。对于美国来讲，美国财政部、美联储等美国宏观决策当局所面临的约束存在着严重的软约束。这种软约束主要来源于美国政府享有着超级金融中心的地位，它不仅是世界银行的银行，是全球基础货币发行的控制者，享有超级铸币权，同时它也是全球金融定价和金融资源配置的中心，享受着风险溢价的收益权。因此，美元的发行以及美元债务的货币化不会及时受到债务危机、银行危机和金融危机的强行约束，美联储和美国财政部可以通过发行美元来进行债务融资而不会受到严厉的惩罚。目前，美国联邦债务已经达到了28.5 万亿，达到了历史的最高点，这有它深刻的制度原因。

但是相反，对于发展中国家，中央政府始终面临“货币原罪”的问题。即害怕汇率浮动带来风险的暴露，害怕政府大规模举债导致大规模的国际收支赤字，害怕“双赤字”带来政府债务的透支和外汇透支，害怕在本币急剧贬值过程中用外币计价的债务大幅度上扬，从而导致汇率波动带来的货币危机和银行危机，从而导致社会危机和政府危机。从拉美一些国家的历史可以看到，发展中国家政府权力的颠覆很大程度上来源于货币危机引发的金融危机以及由此产生的政治危机。对于中国政府而言，也面临这种货币错配带来的市场压力。为了避免这些问题，中国政府在过去的40多年里在应对这个问题时展现出了高超技巧，通过外向型战略，积累了大量的外汇储备，全面推进国内金融的深化为中国在应对各种国际波动提供很好的储备空间。因此，中国政府通过贸易顺差、国际收支的顺差以及较强的中央政府预算体系保持货币和财政的稳定，避免了拉美简单开放进程中的

困境，但也为中央政府的举债给予了强烈的主权债务约束！主权债务产生的约束大小决定于主权国家在世界体系中的政治地位、在世界市场上的价值链控制地位和货币的地位。这也是决定中美财政体系最终约束的一个很重要的原因。

二、政府治理体系和市场契约约束的形成差异

美国的三权分立体系导致它要进行无限制的赤字化是很难的，财政部、国会预算办公室进行相应的预算必须通过国会的很多限制，参众两院对赤字会持不同的意见。如果从政治体系的角度来讲，美国中央政府面临的内部权力约束是很大的，但是这种内部权力约束不是产生限制债务的根本原因，限制债务最大的根本是它在国际货币体系、国际金融体系以及国际安全稳定体系中间的地位。这是中美在中央财政赤字率上、债务率上呈现出差别很重要的原因。反之，美国的地方政府州政府，最早是由 13 个殖民地经过关税契约所形成的，州与州之间相对具有强烈的独立性以及财政的约束性。因此，美国州政府的税收体系、收入体系是很明确的，其中很重要的一个就是对它的权力建立存在着很大的约束。

第二点就是报告里所谈到的市场契约性的约束。美国地方政府面临着这样的约束，因为它以市政债和不动产税作为最重要的收入来源。这两个来源都取决于地方政府在市场中的地位，在整个的债务市场上的契约精神。因此，美国地方政府所面临的约束反而是硬约束，如果地方政府不能有效偿还债务，联邦政府没有权力和义务进行救助，其只能采取破产。破产之

后地方政府体系再进行重构。从美国建国 200 多年的历史可以看到，它大量的地方政府宣告过财政破产，是一个常态化的现象，而地方财政的破产也不会引起系统性的震动。例如，美国第一大州加州，在历史上已经破产 4、5 次，这样的频率也没有引发美国整体性的财政危机和金融危机。它只是面临着整个州政府的重构和整个债务体系的重构。

反观中国，我们发现，中国地方政府却是一个高度软约束的体系。一是在分权体系下享有独立的权力体系，这个权力体系从 1994 年分税制之后得到提升，二是在住房体系改革、城市化改革以及土地制度改革之后，地方政府经济权力得到了全面的扩充。土地财政以及构建在土地财政基础上政府的投融资体制大幅度扩张了地方政府的类财政支配能力，并通过很多特定软约束关系得到进一步扩张。这种中国特色的地方软约束以往体现在“三角体系”之上。它包括地方政府、地方金融机构和地方国有企业构成，地方金融机构主要包括以地方政府参股的地方控制的中小金融机构，比如说城商行、农商行、信用社。这种传统的软约束在改革进程中随后又体现为政府建立的投融资平台和其他类平台的实体。因此，从分税制以后不仅是税收方面给予了地方政府的权力，更为重要的是地方政府以土地作

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_42435

