

No. 2523

研究报告

IMI

新时代全球财政债务管理如何破局？

Anoop Singh



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

新时代全球财政债务管理如何破局¹

我们正在目睹全球贸易的历史性再平衡。随着贸易一体化带来的扩大活动和生活水平提升的机会逐渐减少，国内政策将成为决定一个国家未来增长表现的差异化因素。因此，财政政策在促进国内需求以及塑造私营部门主导增长的环境方面发挥着关键作用。

然而，在全球债务水平飙升以及可持续性引发担忧的背景下，可供此类政策使用的财政空间极为有限。因此，财政政策在新时代的有效性将严重依赖于公共财政管理（PFM）体系的强度——这些体系涵盖了政府如何筹集、分配和监督公共资金的制度、实践和流程。

遗憾的是，各国的公共财政管理体系质量参差不齐。薄弱的公共财政管理会导致财政不透明、预算外支出、债务报告失真，最终失去市场信心。相比之下，健全的公共财政管理能够确保财政效率、透明度以及与长期发展目标的一致性。正如本文所示，加强公共财政管理框架对于使财政政策在当今全球挑战日益增加的背景下既有效又可持续至关重要。简而言之，国家公共财政管理框架的强度将决定财政的可持续性和宏观经济的韧性。

一、全球再平衡

我们目前正在见证的全球再平衡的象征是特朗普总统对全球其他国家施加的进口关税水平，这种关税水平自 1930 年代以来从未见过。这些关税构成了对可贸易商品和服务的税收，提高了成本并减少了需求。然而，从全球贸易作为增长主要催化剂的转变早在十年前就开始了，特别是当美国放弃了《跨太平洋伙伴关系协定》（TPP）的谈判时。这很快被特朗普政府初期的关税行动所跟进，随后是特朗普关税（特别是针对中国）的延续和扩展，以及拜登的《通胀削减法案》、《基础设施投资与就业法案》和《芯片法案》下引入的一系列工业补贴和国内含量规则。美国越来越倾向于通过放弃多边规则基础的贸易体系来促进国内工业化。这一趋势现在随着特朗普关税的实施而加速，这些关税削弱了多边贸易规则、机构以及战后贸易秩序。

各国经济正在通过提升自身国内需求并减少对美国消费者和金融市场的依赖来应对特朗普的关税。欧洲和中国已经开始通过更强有力的财政刺激来实现这种转变（欧洲特别关注增强国家安全的独立性），新兴市场正在评估其扩大财政操作的空间。因此，这些经济体在刺激国内需求以及引导公共财政支持私营部门投资和创造就业方面的有效性至关重要。

¹ 作者：Anoop Singh IMF 亚太部原主任、乔治敦大学兼职教授

各国的应对措施包括：

- 德国修正了其宪法，绕过了其历史性的“债务刹车”，放宽了对联邦预算赤字规模的严格财政规则，并启动了一项 1 万亿欧元的投资计划。对于一个财政正统观念一直是公共政策核心的国家来说，这是一个重大转变。它现在为政府预算提供了空间，以增加在国防、基础设施、研究、数字化和气候保护方面的支出——其中大部分现在被置于德国的“债务刹车”之外。

- 同时，大多数发达国家也在追随这一趋势，北约成员国寻求将其国防开支翻倍，而债务累累的日本正在讨论在长期债券收益率达到历史高位时削减销售税和引入新的现金补贴的选项。

- 中国正在寻找刺激国内消费的选项，这种消费的延迟已经很久了。这种对其储蓄-消费平衡的根本性重新定位是解决全球失衡的关键组成部分。对于中国来说，这将需要对其社会保障网、金融体系、对工业的过度支持以及其他制度和实践（如允许过度价格竞争的“内卷”）进行结构性改革。

二、全球债务展望

然而，依靠财政政策作为新的增长引擎的需求再不恰当不过。全球公共债务已升至历史新高，国际货币基金组织最近的预测显示，未来 5 年全球公共债务将显著增长（见图 1）。毫不奇怪，这伴随着向短期债务发行的转变，传统来源的债券需求下降，以及随之而来的债券收益率上升。这意味着，在许多国家，债务的平均利率已上升至与甚至高于其 GDP 增长率的水平。以印度为例，一般政府的利息支付现在已超过 GDP 的 5%，远高于关键发展优先事项的支出。

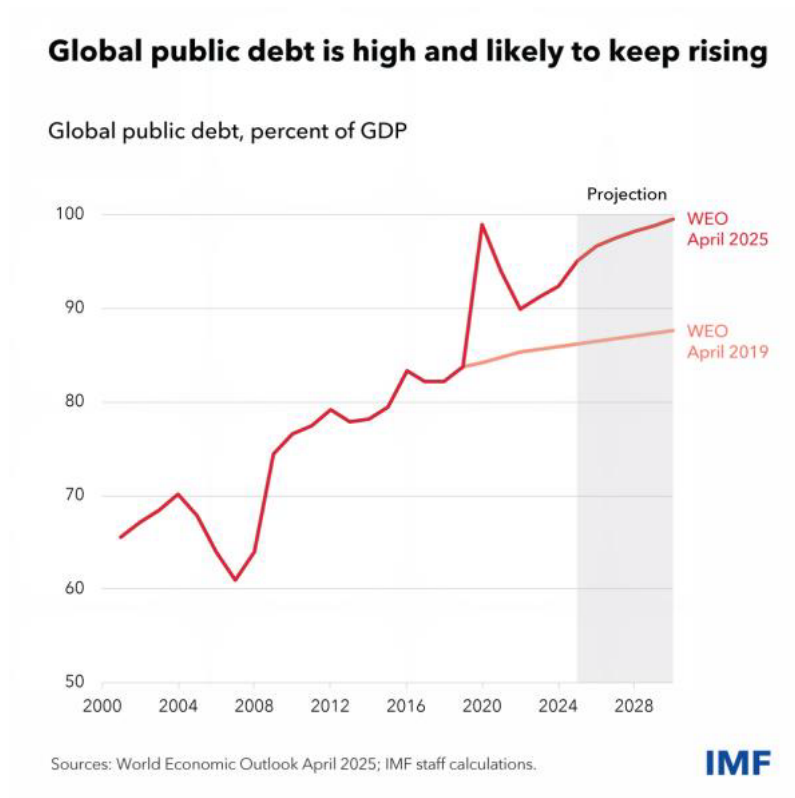


图 1：全球公共债务较高，且在持续上升

（来源：《世界经济展望》2025 年 4 月版）

这使得全球债务前景严峻：

- G7 国家的财政赤字平均约为 GDP 的 6%，使其公共债务远超 GDP 的 100%。
- G20 国家的公共债务在过去十年中翻了一番。
- 许多国家的债务约束已经具有约束力，债务利息的增加挤出了必要的支出，财政主导对中央银行带来了再融资风险，并阻碍了回归通胀目标。

- 大量低收入国家和新兴市场国家已经面临债务困境的风险。

这一次，公共债务的增加是广泛的。美国（US）和中国这两个主要经济体是全球债务水平上升的关键参与者，其全球影响如下所述：

- 在美国，一般政府公共债务，按正确衡量，现在已超过 GDP 的 120%。这是过去 20 年的翻倍，而所有增加都归因于联邦政府。随着人口老龄化，债务可能会进一步增加。
- 全球美元计价资产的供应实际上取决于美国的财政能力。这一能力受到美国债务上限危机、美国国债市场对关税不确定性的反应以及所谓的“一大笔美丽法案（OBBA）”的压力——这是一个包罗万象的财政方案——在美国接近充分就业时提供了顺周期的财政刺激。

- 因此，我们看到了美国国债市场的频繁流动性事件，这些事件反映了经纪交易商中介市场的间歇性不愿、债务水平的显著增加而市场结构没有相应变化、美国机构的感知侵蚀以及随着储备管理者寻求从美国资产多元化，美元作为全球储备货币的地位再次受到质疑。

- 在中国，“增强型”一般政府债务在过去十年中也翻了一番。中国的阿喀琉斯之踵在于地方政府和国有企业（SOEs），以及各级政府不同层次的预算外融资工具的泛滥。然而，到目前为止，这些资金已被引导至非生产性投资，而不是帮助中国实现其所需的长期向消费主导型增长的再平衡。

简而言之，今天的债务状况意味着我们正处于危机点附近——在多边体系缺乏有效的债务解决工具，且努力达成紧急债务重组措施受挫的时期。

三、为什么债务历史会重演？

距离上一次债务危机的克服仅仅过去了几年时间，当时在经历全球金融危机后，发达国家清理了债务，新兴经济体和部分欧元区经济体进行了债务重组，低收入国家也通过多边倡议获得了债务减免。国际机构曾承诺在其监督中更加关注宏观经济（包括债务）风险和脆弱性，然而债务水平却不断上升，随之而来的是全球脆弱性的增加。

关于我们是如何走到这一步的解释之一是普遍存在的——由于不透明性和故意掩盖真实状况，导致债务和财政负债的报告不足（见图 2）。这是本文集中文章的一个主要主题。

近期历史表明：

- 债务统计的事后向上修正通常较大，尤其是在高风险且能力薄弱的国家更是如此。
- 以金融支持措施（FSMs）为驱动的危机应对计划通常具有不透明性，并且是在传统预算和财政报告范围之外进行的，降低了其透明度和公共监督。

- 欠商业和双边债权人的债务最有可能出现向上修正。
- 问题尤其来自未公开的国内债务，各国的数据缺口不断增大，本文还回顾了印度在额外预算交易方面的持续经历。

- 商业银行和双边贷款人的非上市债务工具也容易被低估，因为它们不在集中市场交易，可能包含保密条款，使其超出法律债务定义的范围。

- 由于使用了不同的报告方法，以及缺乏国内债务的国际认可数据库，这种情况进一步恶化。

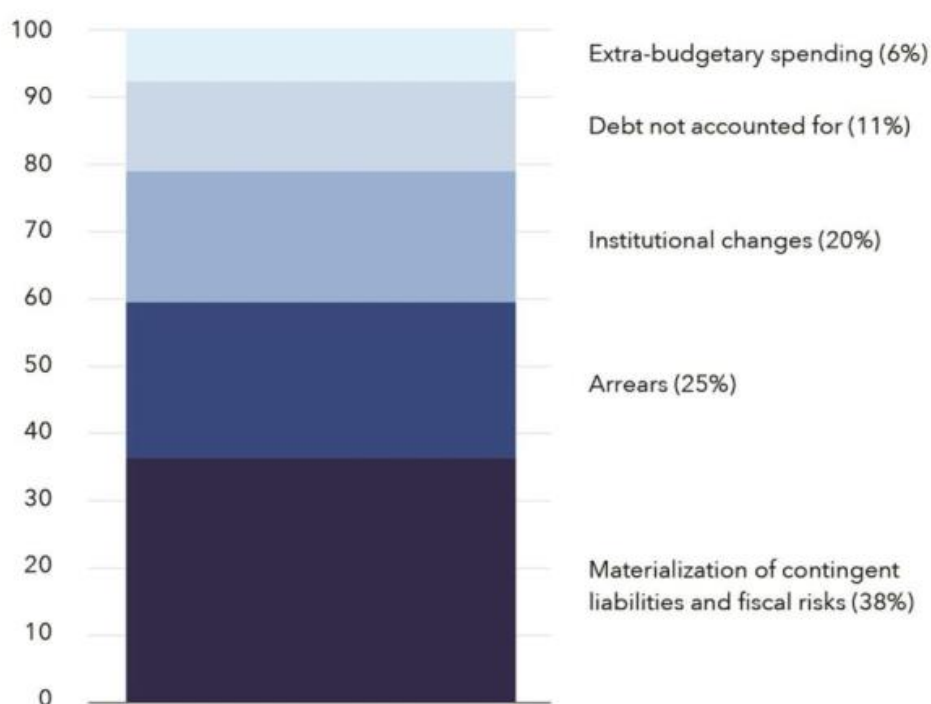
- 同样，各国的法律债务框架需要与国际债务标准保持一致，并在联邦制国家的所有

政府层级中保持一致

- 在印度，各州在公共债务中纳入和报告预算外借款的立法差异，以及在执行方面的差异，造成了各州报告财政健康状况的重要差异。

Multiple sources contribute to unidentified debt buildup

Share in percentage, 2010-2023



Sources: IMF staff calculations, based on reviews of IMF Country Reports, and World Economic Outlook database.

IMF

图 2：多种来源共同导致了未识别债务累积

（来源：国际货币基金组织国家报告的审查与世界经济展望数据库）

更广泛而言，债务报告及其立法范围未能跟上更复杂的借贷格局、新的债务工具、中央银行互换额度的使用、非债券债权人以及更广泛的借款人实体的步伐。如今的债务格局包括未公开的借贷条款，如抵押品化以及非债券外部债权人的“隐藏违约”问题，例如中国。

围绕债务的透明度缺失，尤其是预算外借款，是各国财政数据缺口的一个主要解释：

- 国际货币基金组织最近的研究证实，许多 FSMs 是在传统预算和财政报告约束之外进行的，这反过来降低了透明度并引发了治理问题。这些 FSMs 需要有更强大的制度框架和

约束，以更好地量化和报告它们所涉及的或有财政成本和风险。

- 在中国，如上所述，不同层级政府的预算外财政支出新渠道已经发展起来。一般政府与国有企业（SOE）之间还存在大量的交叉持股和信贷联系，以及准财政公共实体的使用增加。这使得理解公共部门资产负债表的真实性质和杠杆水平变得非常困难。

- 预算纪律在发达国家也是一个强有力的问题。例如，在德国，否则财政保守的政府通过设立众多名为 *Sondervermögen* 的特别基金来规避宪法债务刹车（限制联邦一般预算赤字）。这些基金拥有自己的资产负债表外收入来源和借款权，允许将支出和债务移出政府资产负债表。

- 印度也长期存在数据缺口问题，特别是来自预算外借款以及各州不同会计实践的数据缺口。这些在本文中得到了仔细审查。印度缺乏全面标准化的会计和报告框架，也限制了跨州和中央-州的比较。尽管如此，连续的财政委员会仍建议改善财政报告的覆盖范围、及时性、一致性、质量和完整性，但仍未得到实施。尽管如此，各州经常性地低估报告收入支出（如补贴）和预算外融资，以及高估报告资本支出的做法，使得评估印度公共财政的战略作用变得复杂。

四、建立保障措施

为了确保财政政策能够以最有效的方式支持增长，现在需要建立保障措施：

- 最重要的是提高财政状况的透明度和可信度。政府需要有深思熟虑的财政计划，这些计划要在可信的中期财政框架和现代公共财政管理体系内制定，以锚定其调整路径并减少财政政策的不确定性。需要更强有力的独立财政监督和审计，以增强政府的可信度并锚定市场对未来财政政策轨迹的预期。

- 通过避免未识别债务来加强财政治理。报告或有负债，包括与国有企业相关的或有负债，并密切监测它们，在这方面至关重要。加强支出控制和积极的现金管理可以帮助限制超支和不合理的债务累积。政府还应向公众提供关于债务的透明、详细和及时的信息，包括债权人和工具的构成以及对风险的暴露。

- 尽管全球转向应计制会计，但很少有政府已将其完全整合到其规划、预算编制、财务报告 and 财政管理过程中。大多数政府——新西兰是一个显著的例外——很少依赖应计制会计和净值数据作为决策的基础，因此未能达到所需的会计标准。这种弱点通常反映了维护现状和反对准确财务报表所能带来的透明度和问责制的既得利益。因此，即使是世界上最先进

的经济体，仍然依赖于以现金为基础和以债务为导向的公共财政方法。

五、管理气候转型

公共财政管理也是气候政策的核心，并在将财政战略与气候目标对齐方面发挥基础性作用。健全的公共财政管理框架允许政府以支持长期环境结果的方式设计、跟踪和调整支出，同时保持财政的可持续性。如果没有运转良好的公共财政管理系统，与气候相关的支出可能会变得分散、目标不明确或监督不足。

为了实现雄心勃勃的气候目标，全面的法律和制度框架将至关重要。财政政策以及一个国家的公共财政和投资管理实践对气候因素的准备情况和评估能力是关键。

本文集中审查的国际经验清楚地强调，为了调动所需的私人气候资金，各国必须采用可信的国内气候政策框架，包括碳定价、绿色投资激励措施以及具有约束力的国家气候法。没有私人资本，大多数已经面临增长-债务僵局的国家无法满足气候转型的支出和融资需求。

本文集中的章节为印度提供了一个路线图，以在全国三级政府中整合气候行动，从国家气候法开始，并建立机构和实践，这些机构和实践将优先考虑并引导稀缺的公共资源以实现战略目标，通过提高支出透明度、效率以及事后审计和审查来实现。

任何潜在框架还必须赋予各州权力并促进透明治理。一个分散但统一的方法，由国家气候法支持，具有正式的协调机制、精心设计的激励措施、碳定价系统（包括贸易拍卖中的绝对定价）以及各级政府之间的必要透明度和问责制，将增强印度应对气候挑战的能力，同时确保可持续发展。

六、建立绿色公共财政管理（PFM）

为了将气候目标纳入印度的财政战略，需要将气候因素整合到现有的预算管理中。通过这样做，它将有助于优先考虑并引导稀缺的公共资源用于应对气候问题的政策，并更好地与其他战略目标保持一致。

我们的章节推荐的整合包括：

- 气候响应预算：扩大气候标签和支出审查，以使资源与减缓和适应目标保持一致。
- 跟踪和监测绿色支出：利用工具高效跟踪环境支出。
- 将气候风险纳入公共投资：将气候适应和减缓标准纳入公共投资管理。

印度在这一领域已经取得了显著进展：

- 绿色预算：奥里萨邦和阿萨姆邦等邦率先开展了气候响应预算实践，将资源导向灾害管理和绿色基础设施。

- 能力建设：位于斋浦尔的国际环境审计与可持续发展中心(iCED)已成为区域中心，负责在印度主计审计长的领导下，对气候相关支出进行审计能力建设。

这些成功为在全国范围内扩大绿色公共财政管理实践提供了坚实的基础。

通过建立新的国家气候法，借鉴邦级进展，并将绿色公共财政管理实践纳入公共财政管理和预算规划，印度可以创建一个协调一致且有效的气候治理结构。

七、国际社会的作用

最后，也是最重要的一点，财政数据缺口已经成为一种系统性的全球风险。不幸的是，世界上缺乏一个有效的债务报告系统，让债权国和债务国可以核对他们的债权债务。一个全球公共债务登记处将允许贷款人和借款人访问债务数据，并更好地了解风险和脆弱性在哪里。这将大大有助于提高债务透明度，加强债务管理，减少债务困境的风险，并改善融资渠道。

所有这些都使得各级政府的财政数据的全面可用性成为一种公共产品。这也凸显了 G20 领导人建立一个新的数据缺口倡议的重要性，以使财政统计数据更广泛、更详细、更及时，并包括各级政府的国际可比财政数据。

印度长期存在财政数据缺口的问题，这对财政政策和经济增长有着严重的含义。

例如，正如前面讨论的，围绕预算外借款和支出的透明度缺失是印度数据缺口的一个主要例子。印度（以及其他地方）对过去、现在和未来公共财政状况的公共报告的全面性、清晰性、可靠性、及时性和相关性将是有效财政管理和问责制的关键。一个现代的报告和统计系统将有助于确保政府对其财政状况有一个准确的了解，因此可以更好地权衡他们正在考虑的政策变化的相对成本和收益。

印度已承诺在 G20 数据缺口倡议下编制并传播国际可比的政府财政统计数据（GFS），按季度进行，涵盖整个政府——包括中央、州和第三级的所有政府层级。但印度尚未达到这一目标。印度是其他未按 GFS 标准报告完整一般政府（GG）数据的 G20 国家之一。现在是印度在这方面提升自身财政实践的时候了。中央已经采取行动朝这个方向发展，并依据印度宪法第 293 条，中央现在要求各州报告其通过国有实体进行的预算外借款，这现在被等同于州政

府自身的债务，尽管它并不一定被公开记录并受到中央审计审查。在印度，如同在所有联邦制国家一样，问题在于如何与各州合作并使它们完全参与进来。

最后，G20 已经加大了通过其数据缺口倡议的第三阶段增强气候相关数据的透明度和质量的努力。这一阶段涉及采取具体步骤更好地将气候数据与宏观经济统计数据整合。如果没有这种整合，将难以衡量经济活动的环境影响以及气候政策的有效性。向低碳经济的转型需要公开数据，以告知更广泛的社区气候相关改进是如何在各行业和经济体中展开的。这种数据的可用性是 G20 数据缺口倡议第三阶段的关键目标。它也将对动员私人资本以帮助为气候转型融资至关重要。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2522	稳定币的风险、挑战与中国对策	邓建鹏
IMI Report No.2521	现实世界中的货币流动性分析	王剑
IMI Report No.2520	地缘经济风险与全球产业链供应链格局再调整	IMI
IMI Report No.2519	人民币国际化指数（RII）：最新走势与世界货币格局变更	IMI
IMI Report No.2518	地缘经济风险对人民币国际化的深刻影响	IMI
IMI Report No.2517	金融制裁、地缘经济风险与全球支付体系	IMI
IMI Report No.2516	2025 人民币国际化课题成果发布稿：不断深化的地缘风险	IMI
IMI Report No.2515	银行报价基准利率的未来：基于 LIBOR 弃用的反思	IMI
IMI Report No.2514	提振消费如何发力扩内需	王微
IMI Report No.2513	贸易融资为中小企业融入全球供应链赋能	IMI
IMI Report No.2512	中国财富管理机构公募类产品保有规模指数报告 2024	IMI
IMI Report No.2511	《人民币国际化报告 2024》系列九：信息时代的供应链稳定与跨境支付安全性挑战	IMI
IMI Report No.2510	《人民币国际化报告 2024》系列八：跨境支付三“新”举措，有效支持供应链数字化发展	IMI
IMI Report No.2509	《人民币国际化报告 2024》系列七：跨境支付体系变革应对全球供应链变动：逻辑与路径	IMI
IMI Report No.2508	《人民币国际化报告 2024》系列六：资金融通与全球供应链的挑战和对策	IMI
IMI Report No.2507	《人民币国际化报告 2024》系列五：贸易融资如何促进中小企业融入全球供应链？	IMI
IMI Report No.2506	《人民币国际化报告 2024》系列四：对外投资：中国企业国际化的互利共赢之路	IMI
IMI Report No.2505	《人民币国际化报告 2024》系列三：供应链金融助力全球供应链参与度	IMI
IMI Report No.2504	《人民币国际化报告 2024》系列二：外部冲击下金融支持对供应链及全球经济的影响	IMI
IMI Report No.2503	《人民币国际化报告 2024》系列一：国际货币金融体系如何提升全球供应链包容性和韧性？	IMI
IMI Report No.2502	数据资产入表	IMI
IMI Report No.2501	日本企业出海	中国人民大学财政金融学院课题组
IMI Report No.2415	跨境人民币观察报告（2024 年第 1 季度）	马勇
IMI Report No.2414	中国货币政策取向及前瞻	贾俊雪、刘勇政
IMI Report No.2413	中国财政政策：演进、逻辑与取向	中国人民大学国际货币研究所课题组
IMI Report No.2412	跨境人民币观察报告（2024 年第 3 季度）	IMI 中国数字金融合作论坛
IMI Report No.2411	中国财富管理行业如何做好数字金融大文章——中国财富管理行业趋势报告（2024 上）	中国人民大学 交通银行



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn