

Libra 的主要特点、机制矛盾和中国对策*

王国刚 方明浩 潘 登

【摘要】与比特币等相比,在组织、宗旨、性质、稳值、规模、技术、成本和覆盖面等方面,Libra 计划有着自己的特点,但它在货币机制、基金机制和治理机制等方面存在着内生矛盾,既不可能成为超主权货币,也不可能成为游离于主权国家法治之外的跨国金融产品。在现代信息技术快速发展的背景下,从中国货币金融的发展角度看,需要注意处置好金融体制机制与信息技术进步的关系、金融创新与去中心化的关系,完善金融监管与逃避监管的关系,依法运作与避免法治真空的关系,加强国际协调与信息技术国际化的关系。

关键词:Libra 机制矛盾 中国对策

JEL 分类号:E42 E52 F33

一、论题的由来

2019年6月17日,美国脸书(Facebook)平台向全球发布了“Libra”加密货币项目白皮书(此后简称“白皮书”),强调“Libra的使命是建立一套简单的、无国界的货币和为数十亿人服务的金融基础设施”,由此,以“一石激起千层浪”的涟漪效应掀起了一轮轩然大波,再次激活了世界各主要国家金融监管部门(包括货币当局)、商界(包括金融界)和学术界对数字货币的热议,各种观点众说纷纭,莫衷一是。

从金融监管部门看,美国众议院金融服务委员会主席玛克辛·华特斯和一些立法委员会于2019年7月3日向脸书公司的高管发出了一封公开信,认为Libra可能引起一系列严重的隐私、交易、国家安全和货币政策问题,它可能与美国的货币政策和美元对抗,因此,要求脸书暂停所有与Libra有关的开发工作,同时,要求金融服务委员会及其附属小组委员会举行听证会,弄清Libra如何运作并将采取哪些保护措施来保护用户隐私。7月10日,美联储主席鲍威尔向众议院金融服务委员会表示,Libra进入金融业将带来“许多严肃的问题”,在脸书能够详细解释和有效处理相关金融监管议题之前,Libra不应被允许发行。欧洲议会德国议员Markus Ferber认为,Libra的运作将使脸书成为一家拥有超过20亿用户的“影子银行”,监管机构对此应保持高度警惕,欧盟委员会应着手制定虚拟货币的监管框架。法国财长Bruno Le Maire强调指出,Libra不应被视为传统货币的替代品,主权货币必须掌握在国家手中,而不是迎合私人利益的私人公司手中。欧央行执行董事Benoit Coeure认为,监管机构允许企业在监管真空中开发新的金融服务和资产类别是不负责任的。与这些认识不同的是,英国央行行长Mark Carney表示,英国央行对脸书推进Libra的计划持“开放态度”,但并非“大门敞开”,一旦脸书通过Libra成功吸引用户,它就必须遵守最高标准的监管。

* 王国刚,中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心,教授;方明浩,中国人民大学财政金融学院,博士研究生;潘登,中国人民大学财政金融学院,博士研究生。本文是国家自然科学基金应急重大项目(项目批准号:71850009)的研究成果。

IMF 市场部主管 Tobias Adrian 则表示,IMF 更倾向于将 Libra 视为“电子货币”领域的一部分,这一领域规模已相当大,例如,微信和支付宝每年处理的交易量达 18.7 万亿美元。

从学术界看,诺贝尔经济学奖得主约瑟夫·E·斯蒂格利茨认为,只有“傻子”才会把自己的金融福祉托付给脸书,从事 Libra 的活动。哥伦比亚大学法学院教授 Katharina Pistor 强调,脸书推出的 Libra 是一种可以摧毁整个全球经济的加密货币支付系统的计划,该公司承诺一些其自身无法实现的东西(如保护货币的价值),对此,政府必须立刻予以叫停。7 月 9 日,在中国外汇研究中心的研讨会上,周小川指出,面对 Libra 可能带来的挑战,我们需要未雨绸缪,使人民币在国际化、全球化竞争中处于有利的地位,更好服务于我国经济发展和国家经济金融安全。国家金融与发展实验室理事长李扬认为,货币是一个国家的主权,大国绝对不会轻易放弃对货币主权的控制。Libra 的币值存在于两套系统中:一套类似于 SDR,将若干币种经某种权重加权来形成资产包;另外一套则是将它筹集的资金再投资于一系列传统上由中央银行投资的高流动性资产中,这类类似于货币市场基金。Libra 要成为一种货币还需走很远的路。谢平认为,Libra 一旦成功就是一种超主权货币,中国对此应有对策,应积极参加 IMF/BIS 等国际组织关于数字货币的监管活动,禁止人民币与 Libra 的兑换(买卖)。中国人民银行研究局局长王信认为,如果 Libra 能够更多地发挥货币职能,将对各国的货币政策、金融稳定乃至对国际货币体系都有可能产生重大影响。盛松成撰文认为:Libra 难以成为真正意义上的货币,一旦它投入运作,将对当下货币主权、金融稳定、货币政策、金融监管造成严重负面影响,因此,我们应充分认识数字货币带来的冲击和机会,也应理性思考先进技术与经济制度的关系。随着时间推延,脸书公司运作 Libra 计划展开过程中的各种变化,对 Libra 的各种认识还将进一步深化。

本文认为,与比特币等相比,Libra 计划虽然更加精巧,但其存在着诸多内在机制矛盾,既不可能成为超主权货币,也不可能成为游离于主权国家法治之外的跨国金融产品;在运用信息技术推进金融发展的过程中,不可忽视主权国家的法律制度、体制机制和市场规律等的内在要求,否则,一味唯技术论就将偏离方向,事与愿违。

二、Libra 计划的 8 大特点

2008 年 11 月 1 日,正当美国金融危机快速发酵之时,中本聪(Satoshi Nakamoto)提出了对数字货币的新设想,通过运用区块链技术,在去中心化的基础上,推出比特币。2009 年以后,比特币风生水起,似乎成为一种突破主权国家法定货币限制的超主权货币,又似乎成为一种突破主权国家金融监管的超主权金融产品,引致了各国信息技术界、货币当局、金融界和学术界的高度关注。与比特币相比,脸书推出的 Libra 计划具有 8 个方面的特点:

1. 组织。Libra 币是由 Libra 协会推出的。虽然最初由脸书牵头,但 Libra 协会本身一个独立的非营利性成员制组织,其总部设在瑞士日内瓦。这个协会目前只有 26 个创始成员,而根据“白皮书”提供的前景,它在 2020 年中期可能扩展到 100 个成员。协会的基本功能是协调和提供网络与资产储备的管理框架,牵头进行能够产生社会影响力的资助,为普惠金融提供支持。与此相比,推出比特币的中本聪究竟是一个自然人还是由若干个自然人组成的一个团体或是一个虚拟机构,迄今依然是一个迷。

有组织与无组织的区别主要有三:第一,行为主体是否可认知。现代市场经济是法治经济,每个主体都应履行对应的法律义务并承担相应的法律责任。在行为主体明确的条件下,这些法律界定是清晰的;但在行为主体不清楚的条件下,这些法律适用常常容易落空。第二,主体行为的可追踪性。在主体明确的条件下,相关各方(市场参与者、监管者和媒体等)可通过对主体的行为追踪

了解到行为主体的意图、取向和行为轨迹等,可依法要求行为主体披露相关信息,可预期这些行为的各方面效应,如此等等。但在行为主体不清的条件下,这些要求都难以实现。第三,建立信用机制。在行为主体清晰的条件下,通过对主体所拥有的资产进行评估、行为特征进行界定等可以逐步建立相关的信用机制,但在行为主体不清的条件下,资产、行为和信都难以评估和识别,也就不容易建立对应信用机制。由于有着这些“组织”差别,所以,“白皮书”披露了 Libra 计划以后,各个国家的各个相关部门对其关注程度和反应及时程度远超过了比特币。

2. 宗旨。“白皮书”开篇强调:“Libra 的使命是建立一套简单的、无国界的货币和为数十亿人服务的金融基础设施”。这一宗旨直接指出了 Libra 计划的两个目的:一是建立一套无国界的超主权货币;二是建立一套可为数十亿人服务的金融基础设施。2008 年美国金融危机以后,鉴于美元走弱,关于超主权货币的研讨就进入了货币当局和学术界的视野,与此相比,“金融基础设施”的内涵相对模糊。它既可以是指支付清算系统(即狭义的金融基础设施)也可以是指包括金融制度体系、金融监管体系、支付清算系统、金融交易登记系统、金融科技体系(包括各种设备和软硬件等)所构成的庞大系统(即广义的金融基础设施)。从“白皮书”披露的信息看,Libra 在五年左右时间内要建立的金融基础设施很可能是狭义范畴。

对一个机构而言,宗旨既是努力的方向和预期实现的目标也是凝聚社会力量(或资源)的旗帜。比特币因缺乏运行宗旨,使人们摸不清它的未来走势,也难以对它做出最基本的预期性判断。

3. 性质。比特币由于组织状况不清,也就难以界定它的组织性质。但比特币成为介入各方炒作以获取价差的对象,就此而言,它具有商业价值。脸书是一个商业性机构,由其牵头创设的 Libra 协会被界定为“独立的非营利性会员制组织”。“白皮书”强调,Libra 协会的成员“将包括分布在不同地理区域的各种企业、非营利组织、多边组织和学术机构。共同负责协会章程定稿,并在完成后成为协会‘创始人’”。首批创始成员包括了支付业(如 Mastercard、PayPal、Visa 等)、技术和交易平台(如 Booking Holdings、eBay 等)、电信业(如 Iliad、Vodafone Group)、区块链业(如 Anchorage、Bison Trails)、风险投资业(如 Andreessen Horowitz、Breakthrough Initiatives 等)以及非营利组织、多边组织和学术机构(如 Creative Destruction Lab、Kiva、Mercy Corps 等),由此,Libra 协会更像是一家公益性组织。但从“白皮书”披露的 Libra 协会使命看,它要将“全球货币和金融基础设施”作为一种公共产品来设计和管理,以推进数字货币和金融基础设施的结合,兑现“货币互联网”的承诺,这更像是一种公共性机构。

4. 稳值。比特币在问世后的交易价格长期波动不稳。早期时仅为几美元/枚到几十美元/枚,2017 年 12 月曾一度突破了 2 万美元/枚,但随后急速下跌,2019 年 7 月跌至 3000 美元左右/枚。币值是否稳定,不仅直接影响着市场参与者的利益得失,而且影响着人们对其接受程度(从而影响该货币的市场覆盖面)。脸书在推出 Libra 币的计划中,考虑到了比特币价格不稳引致的种种负面效应,将 Libra 币设计为一种稳值货币。它由一篮子真实的低波动性金融资产提供支撑,这一篮子金融资产主要包括“稳定且信誉良好的中央银行提供的现金和政府货币证券”。由此,与比特币相比,Libra 币有着明确的资产基础,既可能有效地取信于 Libra 币的持有者,又期待着保障币值稳定,避免重蹈比特币价格大起大落的覆辙。

面对着竞争性市场中的价格变化和法定货币在汇率市场中的价格变化,为了增强持有者对 Libra 币的信心,“白皮书”强调指出:“用户都可以相信他们持有的任何 Libra 币能够以高于或低于基础储备价值的窄幅价差兑换为法定货币。协会可能会不时根据市场形势的重大变化改变篮子的组成(例如,为了应对其中一个代表地区的经济危机),但目标始终是维持稳定的价值”。稳值并不意味着 Libra 币的币值持久不变,只是它的币值波动处于“窄幅”范围内,同时,持有者在持有 Libra 币和持有法定货币之间进行选择,这使得 Libra 币更加具有货币特征。

5. 规模。比特币设计为 2100 万枚,随着挖掘进度延伸,获得的困难程度不断增强。面对着不断扩大的商品、劳务和金融产品交易对货币需求的增加,客观上货币数量就应有着持续扩展的功能(如果追溯货币史,黄金退出货币范畴一个主要原因就在于数量的有限性)。这种数量限制是引致比特币不可能成为货币的一个重要原因。“白皮书”说,协会将“根据授权经销商的需求来‘制造’和‘销毁’Libra 币。用户无需担心协会在系统中引起通货膨胀或使货币贬值。如要制造新的 Libra 币,经销商必须按 1:1 的比例向储备中转入法定货币。通过与授权经销商合作,协会将自动在需求增加时制造新币,并在需求收缩时销毁它们。由于储备的管理将遵循被动原则,Libra 的任何升值或贬值仅取决于外汇市场的波动”。由此,Libra 币的数量与法定货币直接挂钩,用户在用法定货币购买 Libra 币时,Libra 币的数量对应增加,反之,用户在用 Libra 币兑换为法定货币时,Libra 币的数量对应减少。在这种条件下,Libra 币的数量与用户需求直接对应,既不会过多也不会过少。

6. 技术。比特币以区块链技术为加密货币的基础,Libra 币也以区块链加密技术为基础。但与比特币相比,Libra 区块链有了三方面改进:第一,设计和使用了 Move 编程语言。“白皮书”提出 Move 是一种新的编程语言。它是从迄今为止发生的与智能合约相关的安全事件中吸取经验而创造的一种编程语言,能从本质上令人更加轻松地编写符合作者意图的代码,从而降低了出现意外漏洞或安全事件的风险。另一方面,Move 从设计上可防止数字资产被复制。它使得将数字资产限制为与真实资产具有相同属性的“资源类型”成为现实:每个资源只有唯一的所有者,资源只能花费一次,并限制创建新资源。Move 将加快 Libra 区块链协议以及在此基础上构建的任何金融创新的演变。第二,使用拜占庭容错(BFT)共识机制。Libra 区块链采用了 BFT 机制来实现所有验证者节点就将要执行的交易及其执行顺序达成一致。这种方法可以在网络中建立信任,即使某些验证者节点(最多三分之一的网络)被破坏或发生故障,BFT 共识协议的设计也能够确保网络正常运行。同时,这类共识协议还可实现高交易处理量、低延迟和更高能效的共识。第三,采用和迭代改善已广泛采用的区块链数据结构。为了保障所存储的交易数据的安全,Libra 区块链中的数据受梅克尔树的保护,它可以侦测到现有数据的任何变化。同时,Libra 区块链是一种单一的数据结构,可长期记录交易历史和状态。这种方式简化了访问区块链的应用程序的工作量,允许它们从任何时间点读取任何数据,并使用统一框架验证该数据的完整性。简言之,Libra 区块链的技术更加安全可靠、快捷便利。

7. 成本。在现代信息技术的基础上,“白皮书”强调将以更低的成本更快捷的功效服务于用户,并列出了目前金融服务中存在的一系列高成本现象(例如,发薪日贷款的年化利率可能达到 400% 甚至更高,仅借贷 MYM100 美元的金融服务收费便可高达 MYM30 美元),以彰显 Libra 计划的优势,吸引用户。比特币在这方面则乏善可言。

8. 覆盖面。比特币并无明确的金融服务覆盖面,与此不同,“白皮书”直接宣称:Libra 的使命是为数十亿人服务。它认为,全球仍有 17 亿成年人未接触到金融系统,无法享受传统银行提供的金融服务,而在这些人中,有 10 亿人拥有手机,近 5 亿人可以上网,因此,除了目前脸书所拥有的 27 亿用户外,这些人有可能成为 Libra 的潜在用户。由此,Libra 的用户覆盖面可达 40 亿以上。在此背景下,Libra 可以高举“普惠金融”的旗帜与传统金融服务相较量。与人口覆盖面相对应,Libra 在地理上的覆盖面可达到几乎所有国家和地区,“白皮书”说道:“无论您居住在哪里,从事什么工作或收入怎样,在全球范围内转移资金应该像发送短信或分享照片一样轻松、划算,甚至更安全”。

从这些特点看,Libra 计划的设计充分利用了近 10 年来信息技术进步的成果,充分考虑到了克服比特币在实践中暴露出的种种缺陷,因此,对潜在客户和相关机构有着很强的吸引力。但

是,货币金融乃至市场经济并非只是一个技术范畴,它有着国家主权所规定的一系列制度、机制、程序和效应等方面的具体要求,由此,仅仅聚焦于信息技术的发展,很容易忽视各种内生的机制矛盾。

三、Libra 计划的货币机制矛盾

在当今的现实生活中,人们经常面对的货币是一国范围内的法定货币(简称“法币”)。它有着5个方面的基本规定:第一,它是由法律规定并由专门机构(通常是中央银行)发行的信用货币。例如,《中国人民银行法》第16条规定:“中华人民共和国的法定货币是人民币。以人民币支付中华人民共和国境内的一切公共的和私人的债务,任何单位和个人不得拒收”;第18条规定:“人民币由中国人民银行统一印制、发行”。这从法律上决定了,任何单位和个人不得印制和发行人民币,也不得印刷和发行人民币的代币票券,以代替人民币在市场上流通,禁止伪造、变造人民币。第二,各种商品、劳务和金融产品均以法币标价并且以法币为交易媒介。货币的基本功能是价值尺度和交易媒介,一国法币的覆盖范围是由其标价并实现交易的商品、劳务和金融产品的空间范围所界定的。这同时也就决定了一国范围内的各种价格体系是法币标识和实现交易的价格体系,一国范围内的市场机制、价格波动、就业(从而工薪收入)、投资(从而利润)、消费、财务活动、税收体系等等都以法币为基础。第三,货币政策的独立性和货币政策调控以法币为主要抓手。商业银行有着创造派生货币的功能,在银行信用发挥作用的条件下,它们通过存贷款机制以记账方式创造的货币属于法币范畴,一旦货币供应量过多就将引致通胀、货币供应量过少就将引致通缩,这些情形都不利于经济金融的稳定运行和国民经济的健康可持续发展,由此,央行就必须采取必要的货币政策举措展开对宏观经济运行态势的调控。在开放型经济中,宏观经济均衡既包括运用利率机制促成的国内商品均衡和货币均衡也包括运用汇率机制促进的对外经济均衡。在这些方面的调控中,不论对央行还是对其他经济主体来说,法币都是最基本的政策抓手,由法币所界定的各种价格都是最基本的调控信号。第四,政府财力支持是法币信用的基础。法币作为一国范围内的信用货币,其信用能力得到了政府财力的有力支持。政府财力支持,既包括每年的税收等财政收支的支持,也包括政府资产提供的担保。在政府信用支持下,法币的购买力得到社会各界的认可,使用法币成为社会共识,法币的功能成为公共品。第五,主权特征。法币属于一国主权范畴,直接影响着经济社会生活秩序的稳定、市场运行和各类主体的权益,因此,不仅不容侵犯,而且不容挑战。一个突出的现象是,一旦法币权威和法币覆盖面受到威胁,政府(和央行)就将立即采取法律的行政的和经济的措施予以制约。

Libra 计划强调,它无意于挑战法币,只是要创造一种全球性的数字原生货币。这种全球性数字货币“能够集世界上最佳货币的特征于一体:稳定性、低通货膨胀率、全球普遍接受和可互换性”。Libra 币的目的在于“帮助满足这些全球需求,以期扩展货币对全球人民的影响”。这种设想事实上就是在挑战各国和地区的法币,也就决定了 Libra 币在实施过程中不仅将遇到来自法币的严重抵抗,而且在货币机制矛盾中预期难以如愿落地。Libra 币的内生矛盾主要表现在五个方面:

第一,缺乏合法性。在各国(和地区)通行法币的背景下,Libra 币作为一种非法币要获得各国(和地区)的央行乃至政府认可,并与法币争夺商品、劳务和金融产品等市场几乎是不可能之事。一个前车之鉴是,号称“超主权货币”的比特币已被全球许多国家禁止,成为一种可用法币(如美元)交易的金融资产。

第二,货币交易功能难以有效发挥。交易媒介是货币的最基本功能。要能够履行交易媒介的

功能,货币就首先需要发挥价值尺度(即计价)的功能。各种商品、劳务和金融产品的价值千差万别,这决定了货币要发挥价值尺度的功能,将这些价值表现为不同的价格,就必须有着明确的货币标准。但 Libra 币与比特币相同,都缺乏由货币等分所构成的货币标准。这一瑕疵,虽然容易解决,但也不是无足轻重的;最重要的是,在当今世界格局中,几乎所有的商品、劳务和金融产品都已有各国(或地区)法币标价和由法币作为媒介交易,各国(和地区)之间时常因货物、服务、投资和借贷等引致的国际收支不平衡产生纠纷。Libra 币要挤占这些由法币所构成的市场空间,必然遭到所在国(或地区)的强烈反对。换句话说,不会有任何一国(或地区)的法币拱手让出市场空间,令 Libra 币横行天下,扰乱该国(或地区)的经济运行秩序和社会生活秩序。如果不挤占这些由法币所覆盖的市场空间,Libra 币又难以再找到足够规模的未由法币发挥作用的的市场,因此,Libra 币必然处于进退两难的选择中。

也许网上购物(包括网上跨境购物)给了 Libra 币以启迪,但有三个要点值得重视:一是网上购物均以法币标价为前提,因此,它的发展通常不会对法币使用造成冲击;二是网上购物(包括网上跨境购物)都遵守着相关国家(或地区)的法律规定,同时使用法币依法纳税(包括关税),因此,它一般不会对法币的使用范围产生负面影响;三是网上购物中的款项支付通常使用法币支付系统,因此,它处于当事国(或地区)的金融监管之下。鉴此,一旦网上购物法币机制受到 Libra 币的冲击,相关当事国(或地区)必然要采取应对举措予以消解。

第三,货币供应量难以增加。法币的供应量建立在银行信用基础上,既由央行发行的货币也由商业银行等金融机构创造的派生货币所构成,其数量一方面要满足各种消费品(包括劳务等)的交易需要和价值贮藏(包括金融产品)需要,另一方面要满足各种资本品交易的需要,再一方面要满足国际交易的需要(对国际货币而言)。Libra 币的发行建立在客户运用法币认购的基础上,为了回避法币的创造机制,在创始成员中不包括商业银行等金融机构,由此,它的供应量最大值只能局限于客户认购数量的范围内。其次,从交易流程看,与法币相比,Libra 币的流通速度可能是相当低的。以 G 代表法币, W 代表商品, L 代表 Libra 币,在法币流通的条件,商品流通的交易流程为“G→W→G→W→…”,即同一枚法币可连续多次地与商品交换,从而,有着较高的流通速度;在 Libra 币流通的条件下,商品流通的交易流程为“G→L→W→L→G”,即客户 A 用法币购买 Libra 币,再用 Libra 币购买商品,出售商品的客户 B 获得 Libra 币以后,将 Libra 币兑换为法币。最后,从货币创造看,“存款创造贷款、贷款创造存款”是法币创造的重要机制。各国实践中,由商业银行等金融机构创造的信用货币数额数倍(乃至数十倍)于央行发行的货币量。2019 年 12 月底,中国的 M_0 为 77189.47 亿元, M_2 为 1986488.82 亿元, M_2/M_0 为 25.74 倍。与此相比,Libra 币的资产池不具有这种货币创造功能,这决定了 Libra 币的数量是难以与商品、劳务和金融产品在数量上的增加相匹配的。

第四,币值稳定难有保障。货币的币值依其购买力而确定。为了维护法币的币值稳定,央行(乃至财政当局和政府)可以采取货币政策、财政政策、行政机制等诸多举措,但即便如此,法币的币值稳定也还屡屡面临严峻挑战。一个突出实例是,诸多国家(或地区)将每年 CPI 增长率低于 3% 列入宏观调控指标范畴。所谓 CPI 增长率,从币值角度看,实际上就是法币的贬值率。Libra 币的币值稳定被寄希望于资产池的价值稳定。“白皮书”指出:“在 Libra 储备中都有相对应价值的一篮子银行存款和短期政府债券,以此建立人们对其内在价值的信任。Libra 储备的目的是维持 Libra 加密货币的价值稳定,确保其不会随着时间剧烈波动。”首先,这一篮子法币的价值稳定是靠不住的。假定这一篮子法币由美元、欧元、英镑、日元等构成,且不论它们分别在资产池中的权重,就以近年来走势强劲美元为例:在布雷顿森林体系安排中,1 盎司黄金 = 35 美元。1971 年 8 月 15 日,美国政府单方面宣布美元与黄金脱钩,此后,国际市场中按照美元计价的黄金价格一路上

行,到2019年7月3日,1盎司黄金达到1430.2美元(买入价),是35美元的40.86倍。这意味着,与1971年8月15日之前相比,到2019年7月3日,1美元的含金量仅剩2.5美分。其次,在汇率波动中资产池的货币构成难以应对挤兑。在国际市场上汇率每天都在波动,一旦汇市投资者对某一币种(如美元)升值预期强烈,要求用手中持有的Libra币集中兑换此种法币,就可能因资产池中该币种数额不足引致资产池穿仓,Libra币也就失去了币值稳定的基础。再次,以法币购买Libra和以Libra兑换法币之间,法币的币种对称和数量平衡并非常态现象,很可能出现前者的法币(如美元)与后者的法币(如欧元)的不对称,由此,引致Libra币的资产池中法币结构的持续调整,同时,这种调整又处于汇价持续变化之中,导致资产池的价值稳定难以得到保障。最后,不履行保持币值稳定的义务。保持币值稳定是各国(和地区)货币政策的基本目标,但“白皮书”强调“协会不会制定自己的货币政策”,这实际上意味着作为Libra币管理者的协会并不承担履行维护Libra币值稳定的职责。

第五,缺乏足够的财力支撑。货币作为一国(或地区)经济体系中的核心要素,牵连着千家万户的生计和千厂百店的经营,直接影响着政府部门的运转,还关系着各项政策的落实和经济的可持续发展等诸多经济社会问题,鉴此,一旦法币不稳,政府部门(包括央行)就将采取各种举措尽力予以维护,提升社会各界对法币的信心。与此相比,Libra币虽然有着创始成员提供的有限资金形成的资产池,但这些资金要支撑起规模宏大的“超主权货币”还只能是沧海一粟,难有作为。无数的事实证明,缺乏财政支持的货币只能是软货币,难以成为硬通货。软货币缺乏攻坚入市力度,既难以为社会各界所接受,也难有良好的发展前景。

四、Libra计划的基金机制矛盾

“白皮书”说道:Libra协会是一个负责管理Libra储备的实体,掌控着Libra经济的稳定和成长。“只有当授权经销商投入法定资产从协会买入Libra币以完全支持新币时,Libra币才会被制造。只有当授权经销商向协会卖出Libra币以换取抵押资产时,Libra币才会被销毁”。另一方面,在回答Libra储备金的来源时,“白皮书”又说道:“储备金有两种来源:各投资代币的投资者和Libra用户。协会将向创始人支付Libra币奖励,以鼓励用户、商家和开发者使用它们。作为奖励分配的Libra币资金将非公开配售给投资者。对用户而言,如需创造新的Libra币,则必须使用法定货币按1:1比例购买Libra,并将该法定货币转入储备。因此,储备将随着用户对Libra的需求增加而增加。简而言之,对投资者和用户而言,只有一种方法可以创造更多的Libra,即使用法定货币购买更多的Libra并增加储备”;“由于储备资产为低风险、低收益,早期投资者只有在网络取得成功和储备规模大幅增长的情况下才会获得回报”。这些情形与货币市场基金中的资金^①运作有着三个方面的相似之处:第一,初始资金。货币市场基金的初始资金由发起人投入,而Libra币的初始储备金由创始人提供。第二,客户加入或退出的机制。在货币市场基金中,客户可随时按照公布的资产净值购买基金单位也可随时按照当时公布的资产净值赎回投资于基金单位的资金;在Libra币中,客户可随时运用法币购买Libra币或卖出Libra币收回法币。第三,投资回报。在货币市场基金运作中,如果基金单位的资产净值增加,则投资者可能获得投资收益;如果基金单位的资产净值为负,则投资者将承担投资损失。在Libra币运作中,投资者的回报需要依网络运作取得成功时

^① 李扬认为:“Libra在发行过程中形成的‘资产池’被投资于若干国家的银行存款或高流动性政府债券,反过来,Libra币的价格则由这个资产池的市场价值锚定。在这个意义上,Libra又极为接近货币市场基金”。引自李扬《必须重视Libra的挑战》,《中国外汇》2019年第15期。

才能获得。但如果用货币市场基金的机理进行衡量,则可发现 Libra 币运作中存在五个方面的机制矛盾:

1. 主体性质不一致。在货币市场基金中,不论是基金管理者还是基金投资者都是以获得盈利为目标的经济主体;但 Libra 协会是一个独立的非营利性成员制组织,由此,它的运作目标与证券投资基金有着实质性区别。

2. 投资对象不同。在货币市场基金中,根据基金的市场定位,可投资于货币市场中金融产品(如国债、公司债券等)也可按比例投资于股票等资本市场中的金融产品;但 Libra 协会为了保障 Libra 币能够成为一种数字货币,客户购买 Libra 币的资金局限于购买一篮子法币中的货币和短期国债等金融产品(在较大程度,具有外汇投资基金的特色),由此,也就严重限制了 Libra 币在国际金融市场中可选择的投资对象。

3. 权益不同。在货币市场基金中,基金持有人大会是最高权利机构,它可决定基金的投资对象、基金运作的组织方式、基金管理人的变更、基金的存续和解散等重大事项。在公司型投资基金(如美国的共同基金)中,基金的资金由管理人负责管理,通过公开招标方式委托专业机构进行投资运作;在信托型投资基金中,基金的资金直接由管理人展开投资运作。但不论何种类型,基金资产归基金持有人所有,他们享有基金的投资收益,同时,承担基金投资运作的风险。与此不同,“白皮书”并未就 Libra 计划中的资产归属做出明确说明,也未明确 Libra 储备资产的盈亏做出明确安排,只是说道:“由于储备资产为低风险、低收益,早期投资者只有在网络取得成功和储备规模大幅增长的情况下才会获得回报”。这些早期投资者实际上由提供 Libra 币的初始储备金的创始人构成,因此,与客户并无直接关系。换句话说,客户拥有的权益低于这些创始人。

4. 缺乏信托机制。货币市场基金中贯彻着信托机制,投资者作为委托人将资金交付给作为受托人的管理者团队进行投资运作,管理者必须忠实于委托人,既不可违反信托协议的规定展开投资运作,应尽力为委托人争取最好的投资收益,同时,应及时完整地向委托人公开披露投资运作的相关信息,接受委托人的监督和咨询。与此不同,Libra 币中储备资产不贯彻信托机制,储备资产的管理者没有义务向 Libra 币的客户公开披露储备资产的相关信息,也不接受客户的监督和咨询。

5. 缺乏监管机制。在任何国家(或地区),为了有效保护投资者的权益,货币市场基金都处于金融监管之下,不仅相关金融监管部门依法严格监管着货币市场基金的各方面投资运作和信息披露,而且托管人、金融中介(如律师事务所、会计师事务所、资信评级机构等)和媒体也有着重要的监督作用。与此不同,Libra 协会拟注册于瑞士日内瓦,在直接关系上,它只接受瑞士的金融监管和金融中介、媒体的监督,但它业务的主体部分却跨出了瑞士国界,遍布于全球,不接受瑞士金融监管,由此,很容易进入一种无监管的境地。

由上可见,Libra 币运作中的机制安排与货币市场基金的运作机制相差甚远。在这种差异中再嵌入“超主权货币”的内生机制矛盾,使得 Libra 币更加深陷金融机制不协调的系统性矛盾之中。但 Libra 币的内在机制矛盾还不仅于此,治理机制矛盾是这一计划实施中必须面对的又一矛盾。

五、Libra 计划的治理机制矛盾

治理机制是一个经济主体(如公司等)为实现预期目标依据相关法律规定在机构设置、业务模式、财务关系、权益协调和风险处置等方面所做出的制度安排。“白皮书”对 Libra 币运作中的治理机制做出了一些描述,其中包括设立独立的非营利性成员制组织、Libra 的使命、创始人的义务和责任(如创始人享有相同的权利并承担相同的义务和财务责任)、创立受监管的子公司 Calibra(以确

保社交数据与金融数据相互分离,同时代表其在 Libra 网络中构建和运营服务)、技术保障(如 Libra 将以许可型区块链的形式起步;Libra 区块链都将向所有人开放,任何客户都可以使用 Libra 网络以实现增值)、提供具有稳定性、低通货膨胀率、全球普遍接受和可互换性的数字加密货币(即 Libra 币)、建立储备资产的安全性保障机制(如 Libra 储备中的资产将由分布在全球各地且具有投资级信用评价的托管机构持有,以确保资产的安全性和分散性)、Libra 币的制造和销毁的机制安排等等。从治理机制的系统性完整性角度看,这些安排过于粗糙简略,存在着诸多内在矛盾。主要表现在以下几个方面。

1. 协会定位不清。在经济社会活动中,“协会”有着多种界定,既可以是一个自律组织(如行业协会)也可以是一个松散组织(如联合会等)还可以是一个行使某些行政权的准政府部门(如中国的某些协会)。在美国,《经济学百科全书》指出:行业协会是“一些为达到共同目标而自愿组织起来的同行或商人的团体”。在英国,行业协会应是为保护和增进全体成员的合法利益而由一些独立经营单位所组成的一种组织。在日本,行业协会被认为是“以增进共同利益为目的而组织起来的事業者联合体”。Libra 协会属于哪种界定?从“白皮书”披露的信息中难以找到直接的答案。从对比角度看,Libra 协会不太可能是一个具有自律特色的行业协会(因国际上迄今尚未成立以数字货币为主要业务内容的行业协会),也不太可能是由政府授权从而拥有某些行政权的协会,更可能的是带有松散特点的联合会,由此,治理机制的建立将面临四个难题:

第一,会员的权利。在股份公司中,股东按照投资入股的数额享有对应的权利、履行对应的义务和承担对应的责任;在会员制组织中,会员按照一人一票制享有投票权、履行义务和承担责任。由于“一人一票”与“一股一票”之间存在着明显的机制差异,所以,会员对增大投资通常缺乏足够的热情,由此,将严重制约储备资产的数额。

第二,会员的义务。在股份公司中,股东出于对股本效益的关心,有着关心公司经营运作成效的天然要求,也就有着履行股东义务的内在动机。在会员制中,出于共同利益,会员可能会关心事业的前景和效果;一旦议决事项与其利益关系不大,会员就可能以各种理由不参加会议;如果议决事项与会员意愿不一致的情形多次发生,一些会员可能退出协会。换句话说,会员制中缺乏足够的约束机制促使会员履行义务。

第三,管理层。在股份公司中,管理层由股东大会选举产生和任免,日常事务主要由董事会、高管人员等负责。即便如此,也还有信息不对称、内部人控制等诸多问题,从而有着 20 世纪 80 年代以后的强化公司治理的一系列举措。在会员制中,会员大会是最高权利机构,具体的日常事务还得由高管人员负责处置,但这些高管人员如何产生并拥有哪些权利?“白皮书”中没有披露。

第四,法律规范。迄今,法人机构的法律规范基本局限于一国(或地区)范围内。《公司法》规范着股份公司和有限责任公司的各种行为,美、英、德、法、日等国的协会分别由专门法律予以规范。在此背景下,在瑞士设立的一个 Libra 协会(即由瑞士专门法律规范的法人机构)如何能够依法直接横行于世界各国和地区,成为一家“超主权”机构?

2. 禁止竞争性业务。美英等发达国家的《公司法》都明确规定,股东不得与它投资入股的公司之间存在竞争性业务。在 Libra 协会的会员构成中,有着 Mastercard、PayPal、Visa 等支付机构。按照“白皮书”披露的计划,Libra 币将利用这些支付机构的路径来实现其销售、支付和兑换,由此,难免引致两类情形发生:第一,挤占支付机构的业务空间。Mastercard、PayPal、Visa 等支付机构的通道容量是有限的,一旦 Libra 币的销售、支付和兑换等业务规模扩大,Mastercard、PayPal、Visa 等的通道容量必然受到挤占,由此,将严重影响 Mastercard、PayPal、Visa 等的正常业务活动(且这种影响是难以从 Libra 协会中获得补偿的)。为了能够保障自己的利益(维护公司股东权益)和公司的未来发展,这些支付机构在业务受到影响的条件下,很可能选择“消极怠工”乃至退出 Libra 协会。如果

这些支付机构退出 Libra 协会, Libra 币就失去了支付通道, Libra 计划也就失败了。第二, 挑战法币的支付市场。目前世界各国和地区的支付系统均为法币支付系统, 它主要由各国央行建立。Mastercard、PayPal、Visa 等支付机构完全依托于这些法币支付系统展开它们各自的支付业务。Libra 币试图借助 Mastercard、PayPal、Visa 等机构在全球的支付能力来挑战法币, 与法币争夺市场, 一旦相关国家或地区的央行限制或暂停了 Mastercard、PayPal、Visa 等机构在该国或地区的支付业务活动, Libra 币的扩展空间就将受到严重压缩, 其发展前景就将陷入堪忧境地。

3. 财务安排模糊。财务安排是任何机构治理中不可或缺的内容, 但 Libra 计划中缺乏对财务安排的各方面具体内容, 从而留下了一系列后期棘手的难题: 第一, 亏损。经营运作中, 财务亏损是时常需要考虑到现象。Libra 币在运行中, 一旦利息收益不足以抵付各项管理费用, 就可能出现经营性亏损; 一旦资产池中贬值的法币比重上升或短期债券的市场价格走低也可能出现操作性亏损。但在 Libra 计划中缺乏对这些亏损的财务安排。第二, 负债。虽然在 Libra 计划中没有借债的安排, 但这并不意味着在 Libra 币运行中不会发生负债的情形。一旦 Libra 币的销售额小于客户的兑换额, 负债就将发生; 一旦某个国家或地区的政府对 Libra 币或协会征收惩罚性税收, 负债就将发生。这种情形延续下去, 资不抵债并非不可预期。第三, 资本。创始成员提供的资金属于什么性质? Libra 计划中没有明确论及。尽管实行会员制, 每个会员的权益与其提供的资金数额并不对称, 但这不等于这些会员对自己提供的资金数额以及与此相关的权益可以忽略不究。一旦协会经营运作发生亏损或发生负债, 资本的规模和效应就将浮出水面。第四, 财务信息披露。机构的财务状况应当定期向投资者(或股东)披露, 这是最基本的规矩, 但“白皮书”对此没有论及。第五, 解散处置。任何机构有设立的时间也就有解散的时间。机构解散有着多种成因, 但总需要对资产进行清算, 由此, 财务上从一开始就必须将解散时的资产处置做出制度安排, 但 Libra 计划对此丝毫没有论及。

4. 运作风险缺失。准确恰当地评估运作风险, 是治理机制的重要内容, 也是治理机制有的放矢的重要方面。“白皮书”中宣传了 Libra 计划的优势, 但没有充分披露这一计划实施中的种种风险。即便暂不考虑在法币运行受到冲击的条件下, 各国和地区的央行禁止 Libra 币使用的情形, Libra 币的运作也至少存在三方面严重风险: 第一, 市场竞争。在市场经济中, 每项事业都有着多家机构从事经营运作, 竞争也就必然发生。机构的治理机制中必须充分考虑到竞争对手的状况, 以寻求合适的治理举措予以应对。在 Libra 计划中缺乏对潜在竞争对手的评估, 造成了 Libra 协会的运作处于一种完全垄断的市场格局的错觉。事实上, 一旦 Libra 币能够顺畅进入经济金融运行体系, 类似于脸书的机构(如谷歌、微软等)也将组成新的联盟, 推出与 Libra 币相似的加密数字虚拟货币, 由此, Libra 币的市场空间将在竞争中受到压缩。第二, 技术风险。“白皮书”对 Libra 币的技术做了较为充分的描述, 提出将使用 Move 编程语言来保障 Libra 系统的安全可靠程度。但在信息技术加速发展的背景下, Libra 协会很难保证竞争对手不会有更加先进的信息技术, 使 Libra 币的信息技术相形见绌。同理, 在各国和地区央行加强对数字货币研究的背景下, Libra 协会也很难保证法币的信息技术不会超过 Libra 币。第三, 制度风险。法币的运行是在一系列制度安排下展开的, 其中包括法律、经济、政治、社会和文化等诸多因素。这些制度经历了几百年的历史补充完善, 不仅相对成熟, 为社会各界所接受, 而且通常有着较高的效率。Libra 币的运行要重构这些制度, 绝非易事。一旦某项或某个制度出现漏洞引致客户集体提出诉讼, Libra 币运行中的制度风险就将大大凸显; 一旦跟不上法币的制度性调整, Libra 币的运行也将面临制度性风险的冲击。

Libra 计划的治理机制矛盾与货币机制矛盾、基金机制合为一体, 实际上已经意味着这一计划的实施将处于困难重重之中, 相比后期将付出的代价和引致的纷乱, 也许“胎死腹中”是一个可以庆幸的结果。

六、Libra 计划的中国应对

Libra 计划是借助现代信息技术快速发展在国际货币体系中掀起的一朵浪花。它虽然引起了各国和地区的热议,但对现存的国际货币体系尚未形成海啸式的冲击。从中国货币金融的发展角度看,在应对中需要注意处置好五个方面关系:

第一,金融体制机制与信息技术进步的关系。现代信息技术进步给货币金融的运行带来了一系列重要效应,其中包括货币载体的变化(从纸币走向了电子货币)、货币支付方式的变化(如互联网支付、手机支付等)、金融业态的变化(如离柜率快速提高)和货币金融效率的提高等等。但不应过分夸大信息技术进步的功能,以至于忽略体制机制对货币金融发展的决定性作用。进入 21 世纪以后,在网络经济、互联网金融和金融科技等热浪中都有人提出了“颠覆金融”的观点,甚至认为只要对这些信息科技的新生事物在实践中的野蛮生长提出非议就属大逆不道,但结果是,在过分夸大信息科技功效的泡沫中得到了一次次的教训。

在货币金融发展中,把握并有效运用现代信息技术无疑是重要的。但货币金融体系并非仅由信息技术所构成,即便是金融基础设施也并非仅由支付清算系统的技术因素构成。制度体系、体制机制是金融基础设施的主体性构成部分。在法定货币、法治金融的条件下,制度体系、体制机制的基本要求、稳定运行和完备程度具有决定性意义。一个突出的实例是,在比特币盛行之时,面对比特币对金融运行秩序的冲击和金融监管的挑战,包括中国在内的诸多国家运用体制机制的力量,直接禁止比特币的交易,由此,它的金融颠覆效应也就云消雾散。Libra 计划虽然构思奇妙,但缺乏相关体制机制的配套保障,也恐只是一枕黄粱。

第二,金融创新与去中心化的关系。2008 年以后,随着比特币的问世,区块链技术受到人们的关注。因区块链具有去中心化的特点,一些人将其延伸到了货币金融体系,认为法币由央行发行的中心化机制将在区块链技术的运用下瓦解,金融监管由金融监管部门履职的情形也将在区块链技术的拓展中消解。现代信息技术中的去中心化与人类社会管理中的中心化属于两个不同的范畴,但并非一对矛盾。在现代社会,只要有管理机制的存在就必然有中心化的存在,用现代信息技术中的去中心化来否定经济金融运行中的管理的必要性,只能得出荒谬的结论。一个可供对比的史实是,20 世纪 90 年代以后,随着家用电脑的发展,一些人预言到众人可在家中操作电脑办公,由此,大型企业将消失,集中办公的现象将成为历史。但时至今日,这一预言依然没有成为现实。

Libra 计划也强调去中心化,但它实际上要“去”的是各国和地区法币形成的货币金融中心,如央行发行法币、商业银行创造派生货币、金融市场交易各种金融产品等等,同时,用更大空间中的中心化(如超主权货币)来取代一国范围内中心化,因此,“去中心化”是假,形成以 Libra 币机制的新中心是真。

第三,完善金融监管与逃避监管的关系。信息技术发展是一个不以人的意志为转移的必然趋势,它不可避免地将引致货币金融运行中诸多运作现象发生新的变化。对此,从金融监管角度看,是任其野蛮生长还是依法监管,需要认真厘清。第一,需要深化货币金融基础理论的研究,从机理角度深入研讨信息技术进步背景下出现的新的金融工具、操作方式和运作业态,看看哪些是符合货币金融机理的(因此,有着良好的发展前景)、哪些属于新条件下的沉渣泛起(因此,应予以严格限制乃至禁止)。在此基础上,以去伪存真、由表及里地落实金融监管。第二,需要充分利用现代信息技术进步的最新成果推进金融监管技术手段的完善,在功能监管的过程中,将各种金融活动(包括非金融机构的金融行为)纳入金融监管范畴,实现金融监管全覆盖。第三,遵循经济金融运行的内在规律和特点,展开金融创新,推进对新生金融业态和金融操作的监管,现代信息技术所推进的

货币金融新形态新现象不应在金融监管之外,应做到金融监管的全覆盖。从近年国际领域中加密货币(实则跨国金融资产)的甚嚣尘上看,尤其是要避免诸如比特币之类的虚拟加密货币成为金融监管之外的大赌场情形发生^①。

第四,依法运作与避免法治真空的关系。现代市场经济是法治经济,各种经济金融活动应在法治框架中展开。以金融创新为名,逃避法治,是各种跨国金融产品和虚拟货币惯用手法,也是各种与此相关的犯罪活动的口实和幌子。2019年7月,韩国政府公布的数据表明,近两年来与加密货币相关的犯罪活动造成了近2.7万亿韩元(约合23亿美元)的损失^②。在这个过程中,一些机构的“超主权”“国际化”金融运作,在很大程度上,是借助现代信息技术的互联互通机制,寻求主权法治之外的非法操作空间。面对信息技术的跨国发展和法治的国别局限性,一方面在一国范围内应进一步完善各项法律和法治机制,使其能够跟上信息技术进步的步伐,另一方面应加强各国和地区之间的法治协调,避免在跨国领域出现法治真空。

第五,加强国际协调与信息技术国际化的关系。现代信息技术进步是一个国际性现象,它不仅依赖于国际协作和跨国供应链,也不仅仅依托于互联网、大数据、云计算和人工智能等科技的发展,而且以各种名义创造出了几千种跨国交易的“币”(实则为跨国性金融产品),突破了以主权国家(或地区)为特点的法治框架,寻求着一种“无中心、无法治、无监管”的市场环境,给各国和地区的货币金融运行带来了不容小觑的挑战。虽然从主权机制出发,一国政府(或央行等金融监管部门)可以运用权力和法治对这种依托于现代信息技术平台上的跨国性金融活动予以限制乃至禁止,但这还不是根本性举措(即禁得了一时禁不了一世),更不用说,现代信息技术的跨国发展在推进经济金融的全球化进程和区域经济一体化进程中有着无可替代的作用。要弱化和避免这种跨国性经济金融活动的负面效应,有效的机制不是简单的“堵”而是“疏”,由此,强化各国和地区之间的货币金融监管合作就成为公约数较高的选择,也是最有可能建立国际间联合监管长效机制的选择。这种国际货币金融协调合作的具体内容相当广泛,至少应当包括:国际间货币金融监管的信息共享和及时沟通、相关事件和情势的共同研讨、国际规则的共同探究、联合行动的共同磋商、相关风险的共同管控等等。

参考文献

- 黄步添、蔡亮(2016):《区块链解密——构建基于信用的下一代互联网》,清华大学出版社。
 李扬(2019):《必须重视 Libra 的挑战》,《中国外汇》,第15期。
 罗明雄、唐颖、刘勇(2013):《互联网金融》,中国财政经济出版社。
 盛松成、蒋一乐、龙玉(2019):《Libra 项目为何会被叫停?》,《中国金融》,第15期。
 万建华(2013):《金融 e 时代——数字化时代的金融变局》,中信出版社。
 姚前、陈华(2018):《数字货币经济分析》,中国金融出版社。

(责任编辑:程 炼)

^① 参见努力·埃爾·魯比尼《加密货币领域已成为一个不受监管的大赌场》,载《第一财经日报》2019年7月30日。

^② 参见《韩国加密货币犯罪升温》,载《参考消息》2019年7月27日。

Libra's Characteristics, Mechanism, and Implication to China

WANG Guogang FANG Minghao PAN Deng

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872, China)

Abstract: Compared with bitcoin, Libra has its own characteristics in terms of organization, purpose, nature, stability, scale, technology, cost and coverage. However, there are endogenous contradictions in its monetary mechanism, fund mechanism and governance mechanism. It is neither possible to become a super currency nor a transnational financial product free from the monetary authority of sovereign countries. In the context of the rapid development of modern information technology, China needs to pay attention to the relationship between financial innovation and regulation and prevents regulatory arbitrage through the latest technologies from becoming the sauce of financial instability.

Key Words: Libra; Monetary Theory; Mechanism

JEL Classification: E42; E52; F33

Regional Imbalance of Local Government Debt in China

Yin Jianfeng^[a] WANG Jiangjiang^[b] MAI Lisi^[c]

(School of Banking and Finance, University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China^[a,c];

National Institution for Finance and Development, Beijing, 100020, China^[b])

Abstract: Based on statistics of local government bonds and local government financing vehicles' corporate bonds, we calculate local government debt (LGD) of provinces and municipalities from 2005 to 2018, and then analyze LGD's distribution features, determining factors, economic effects and sustainability. We find there's a remarkable regional imbalance in LGD; the lower the region's income per capital, the higher the region's LGD leverage and less efficient the LGD's economic effect. Forecast based on existing LGD shows that all regions will enter into high debt repayment status in the next few years, with the low-income regions suffering the most if measured by fiscal own revenue. Regional imbalance of LGD is directly related to the imbalance of local fiscal revenue and expenditure as low-income regions often have lower fiscal own revenue but higher fiscal expenditure. It is also caused by fiscal vertical imbalance between central and local governments which causes LGD far exceeds debt of central government. To mitigate the problem of regional imbalance of LGD, it needs to solve the problem of fiscal vertical imbalance and strengthen fiscal discipline of local governments. Furthermore, various financing mechanisms can be adopted for regions with different development levels, fiscal own revenue or expenditure efficiency.

Key Words: Local Government Debt; Regional Imbalance; Fiscal System

JEL Classification: H72; H74; H77