

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：刘津含 中国银行国际金融研究所
电话：010 - 6656 4083

签发人：陈卫东
审稿：钟红 廖淑萍
联系人：梁婧 范若滢
电话：010 - 6659 4097

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

美国外债与通货膨胀关系研究*

外债是一国对外国的负债，适度的外债规模是一国合理利用国际国内两种资源的表现，可以为该国经济发展提供更多资金支持。2008年金融危机以来，在低利率环境的刺激下，同时为了给经济复苏提供更充足的资金支持，世界多国扩大了外债规模，但外债是一把双刃剑，高额外债可能超出该国的偿还能力，造成一系列经济问题。本文针对外债是否会引发通胀变化展开研究，通过国际案例研究发现：在非中心货币的主权货币国家，外债增加容易引发通货膨胀；在没有自主货币发行权的欧元区国家，外债增加反而容易引发通货紧缩；而美国拥有中心货币-美元的发行权，美国的对外债务多数以美元计价，高额外债可以通过增发美元偿清，增发的美元将被全世界生产力分担，所以美国高额外债尚未引发国内通货膨胀。外债与通胀的逻辑关系值得深入思考，对维护我国经济平稳发展具有借鉴意义。

美国外债与通货膨胀关系研究

外债是一国对外国的负债，适度的外债规模是一国合理利用国际国内两种资源的表现，可以为该国经济发展提供更多资金支持。2008年金融危机以来，在低利率环境的刺激下，同时为了给经济复苏提供更充足的资金支持，世界多国扩大了外债规模，但外债是一把双刃剑，高额外债可能超出该国的偿还能力，造成一系列经济问题。本文针对外债是否会引发通胀变化展开研究，通过国际案例研究发现：在非中心货币的主权货币国家，外债增加容易引发通货膨胀；在没有自主货币发行权的欧元区国家，外债增加反而容易引发通货紧缩；而美国拥有中心货币-美元的发行权，美国的对外债务多数以美元计价，高额外债可以通过增发美元偿清，增发的美元将被全世界生产力分担，所以美国高额外债尚未引发国内通货膨胀。外债与通胀的逻辑关系值得深入思考，对维护我国经济平稳发展具有借鉴意义。

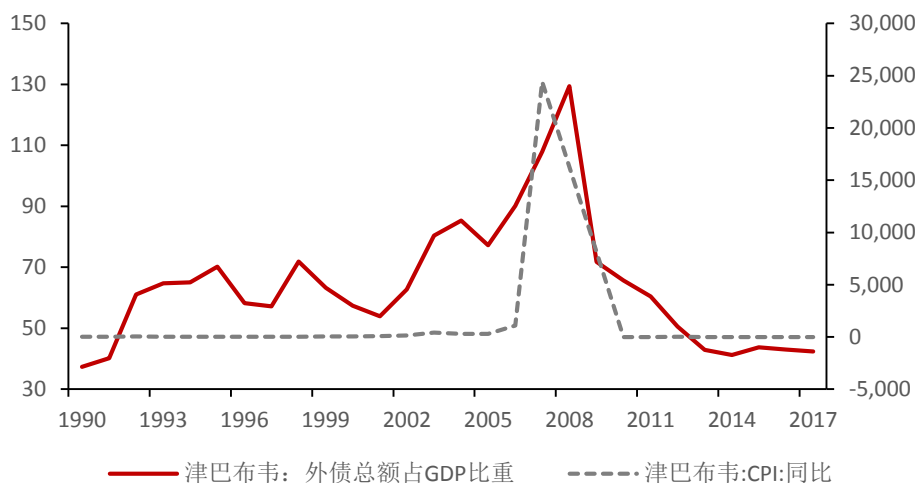
一、美国及典型国家数据对比

本文比较了美国、日本、俄罗斯、意大利、法国、印度、希腊等16个国家的相关数据，发现外债与通胀关系存在三种模式：①债务-通胀，②债务-通缩，③不明显相关。以下选取几个典型代表性国家进行详细阐述：

（一）债务-通胀型代表国家：津巴布韦、俄罗斯

1997-2008年津巴布韦的外债余额占GDP比重持续以较快速度上升，从2001年的53.9%上升至2008年最高点的129.4%，而通货膨胀率也从1997年的18.7%急速上升至2007年的24411%。2008年之后，随着外债率逐渐回落至40%左右的水平，恶性通货膨胀结束，CPI同比增速基本降至0.9%—3.9%的范围，若干年份还出现了负值。可见，津巴布韦从2002年开始陷入了“债务-通胀”状态，直至2010年才恢复正常。

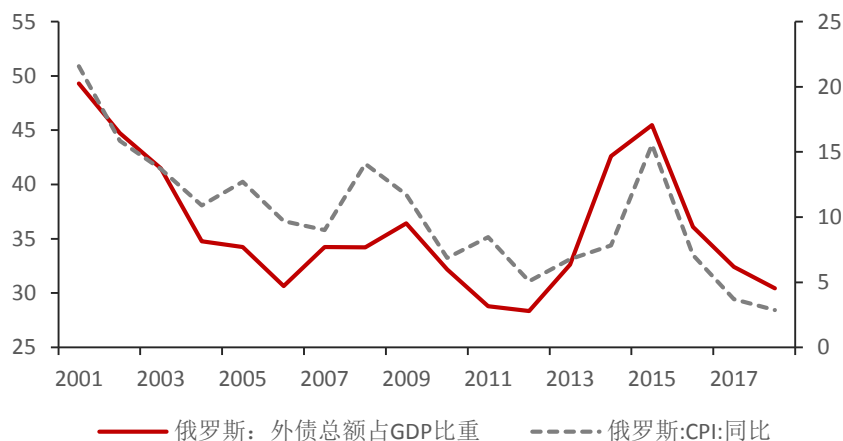
图1 津巴布韦负债率与通货膨胀率（1997—2017）（单位：%）



数据来源：Wind，中国银行国际金融研究所

俄罗斯的外债率多数时期处于30%-50%之间，处于较低水平。2001-2012年外债率从49.3%下降至28.4%，CPI同比增速则由2001年的21.6%下降至2012年的5.1%。2012-2015年俄罗斯的外债率由28.4%上升至45.5%，CPI同比增速由5.1%回升至15.6%。2015-2018年外债率由45.5%降至30.4%，同期的CPI同比增速也出现了同步变化，由15.6%下降至2.9%。由此可以看出，俄罗斯也属于“债务—通胀”型国家。

图2 俄罗斯负债率与通货膨胀率（2001—2018）（单位：%）

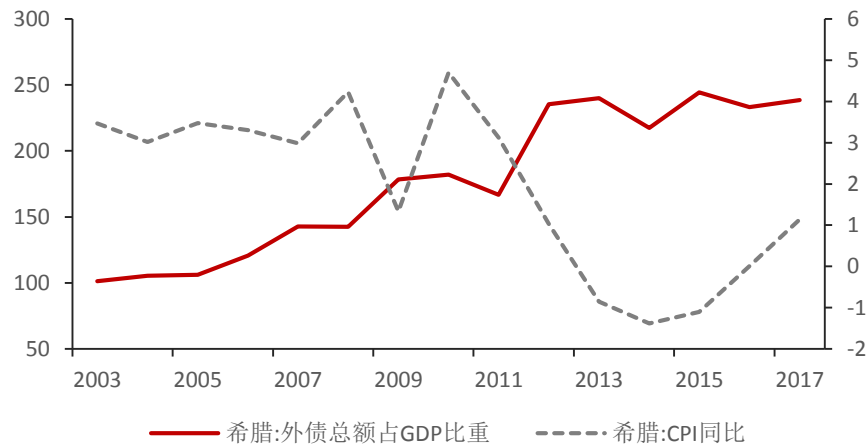


数据来源：Wind，中国银行国际金融研究所

(二) 债务-通缩型代表国家：希腊、意大利

希腊的债务中 85%以上的是外债。希腊的外债率从 2008 年的 142.4% 攀升至 2015 年的 244.3%，近几年外债率均保持在 200% 以上的极高水平。而希腊通货膨胀率的变动表现出较为显著的负相关性，在 2009-2014 年外债率快速上升期间，CPI 同比增速从 4.2% 快速下降至 -1.4%，经济在一定程度上陷入通货紧缩状态，显示出“债务-通缩”特征。

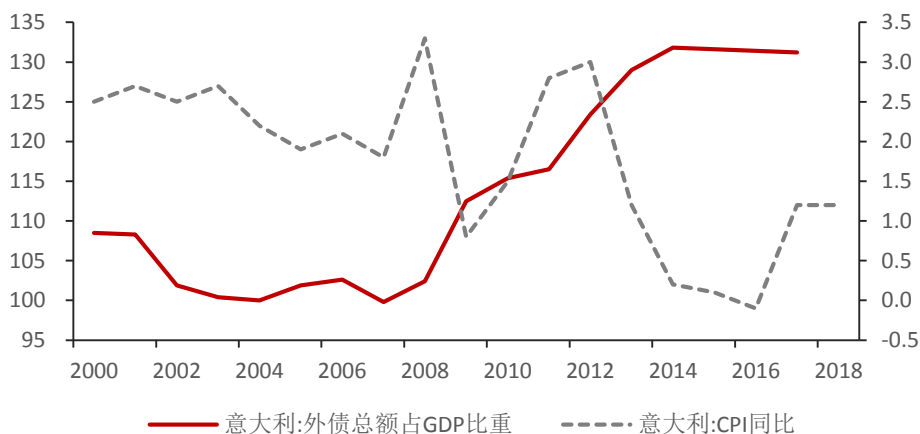
图 3 希腊负债率与通货膨胀率（2003—2017）（单位：%）



数据来源：IMF，Wind，中国银行国际金融研究所

意大利的情况与希腊较为类似，也属于“债务-通缩”状态国家。意大利 2000-2008 年外债率在 99.8%-108.5% 的高位波动，2008-2014 年外债率进入快速上升通道，从 2008 年的 102.4% 迅速攀升至 2014 年的 131.8%，之后保持在 130% 以上的较高水平。而意大利的通货膨胀率表现出一定的负相关性，在 2008-2014 年外债率快速上升期间，CPI 同比增速从 3.3% 下降至 -0.1%，陷入了零附近的通货紧缩状态。

图4 意大利外债率与通货膨胀率（2000—2018）（单位：%）

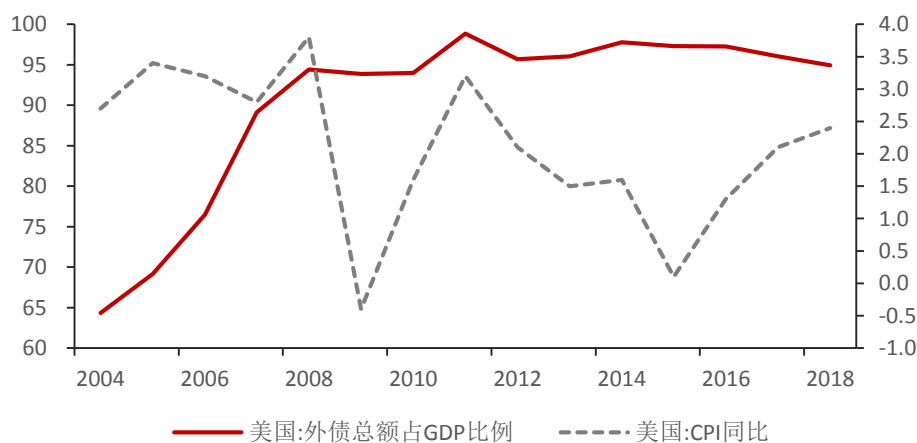


数据来源：IMF，Wind，中国银行国际金融研究所

（三）债务与通胀无明显关系代表国家：美国、日本

美国 2004—2018 年外债总额占 GDP 的比重持续上升并保持在极高水平，从 2004 年的 64.3% 迅速上升至 2011 年 98.9% 的区间最高水平，之后年份保持在 94.9%—97.8% 的高位。同一时期，美国通货膨胀率除 2009 年为 -0.4% 外，其余年份均在 0.1%—3.8% 的范围内波动。美国通货膨胀率的变动总体较为平稳，即使在外债水平快速上升时期也保持相对稳定，出现较大波动的时期大致对应的是美国经济基本面恶化的时期。从数据上可以初步判断，美国通货膨胀率的变动较少受到外债率变动的影响。

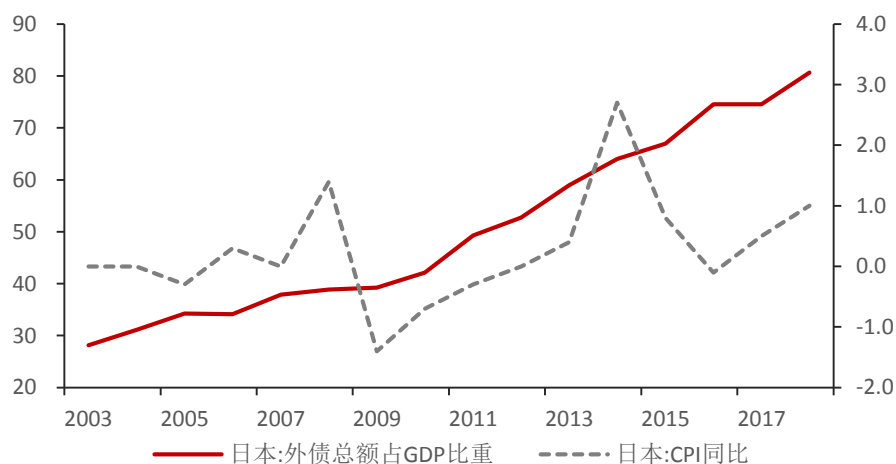
图5 美国外债率与通货膨胀率（2004—2018）（单位：%）



数据来源：Wind，中国银行国际金融研究所

日本 2003-2018 年外债总额占 GDP 比重由 28.14% 一路攀升至 80.66%，而 CPI 同比变化率却相对有限，除 2008、2014 年日本的 CPI 同比增速达到 1.4%、2.7% 之外，其他时间的 CPI 同比增长率一直保持在 -1.4% 至 1% 之间，多数情况下处于较低通货膨胀甚至通货紧缩的状态。很显然，日本的通货膨胀率并没有随着外债率的增加而出现明显的走高或者走低。

图 6 日本外债率与通货膨胀率（2004—2018）（单位：%）



数据来源：Wind，中国银行国际金融研究所

为了更好的证明上述 6 个国家外债与通胀的关系，本文对数据进行了计量回归测算，计量结果统计如下：

表 1 基本回归结果

国家 \ 指标	津巴布韦	俄罗斯	希腊	意大利	美国	日本
debt 回归系数	187.3402	0.6087	-0.0465	-0.0549	-0.0463	0.0219
P 值	0.0000	0.0002	0.0000	0.0008	0.1091	0.1145
调整 R ²	0.4829	0.6032	0.6231	0.4515	0.1227	0.1683

结果证明，津巴布韦、俄罗斯、希腊、意大利的外债与通胀的变化存在明显的相关性，其中津巴布韦和俄罗斯数据的回归系数为正值，说明这两个国家的外债与通胀

存在显著的正相关性；希腊和意大利数据的回归系数为负值，说明这两个国家的外债与通胀存在明显的负相关性。而美国和日本由于 P 值显示均超过了 0.1，说明这两个国家的外债与通胀并不存在明显的相关性。

二、理论分析

关于通货膨胀的发生机理，存在不同的理论解释。弗里德曼认为，通货膨胀发生在货币量增加速度超过产量增加速度的情况下，而且每单位产品所配合的货币量增加得愈快，通货膨胀的发展就愈快。如果货币量的增长不快于产量增长，那就不可能发生通货膨胀。凯恩斯则认为，通胀变化主要与市场有效需求有关，政府应选择温和的通胀政策，以刺激企业家投入资金，实现利润的增长，从而实现经济繁荣和就业增长。在现实情况中，造成通货膨胀或紧缩的因素非常复杂，外债率通常只是解释物价水平变动的部分因素，一国外债率长期持续居高不一定会导致总体物价水平剧烈波动，但确实积累了极大的潜在风险，因此，有必要对外债率影响物价水平的机制进行讨论。

当一国外债增加时，国内金融机构持有的资金会更加充裕，可以将更多资金投向居民和企业，促进生产和消费。这既可能引发通胀，也有可能引发通缩。当居民和企业将获得的资金主要用于市场消费，较少用企业扩大再生产时，消费市场上的货币流动性增大，将导致商品需求大于供给，引发通货膨胀；当居民和企业将获得的资金主要用于扩大再生产和购买各类债券，较少用于市场消费时，市场上的货币流动性紧缩，将导致商品供给大于需求，引发通货紧缩。

当外债增加后，政府选择如何应对，也会影响通胀水平。当外债水平上升，甚至面临主权债务危机时，政府通常的应对措施包括削减财政预算、削减赤字、调整税收政策、重建财政管理框架、出售政府资产、量化宽松、扭曲操作、向国际组织寻求帮助等。但此类措施对物价水平造成的影响，在不同类型国家中可能存在显著差异。可以大致分为货币中心国家和非货币中心国家两类来讨论：

（一）非货币中心国家外债与通胀的关系

对于非货币中心国家，物价水平变动可能存在两种趋势：一是出现“债务一通

胀”，尚航（2016）¹认为在财政限制下若通过货币政策的被动调节来稳定政府债务，货币政策将无法控制通胀；周陈曦（2016）²认为政府将债务货币化导致了通货膨胀。若一国外债状况严重恶化，政府已无力支付外债，可能被迫实施极度扩张的货币政策，一方面降低以本币计算的债务的实际价值，另一方面利用汇率变动的窗口期兑换外币用于偿还部分外币债务（当然，随着信息化和市场效率提高该窗口期日益缩小乃至关闭）。这一做法将造成严重的后果，主权货币信用受损，市场形成极高的贬值预期，货币扩张速度可能赶不上贬值速度，政府被迫继续扩张货币，形成恶性循环。

例如，1997-2007年津巴布韦恶性通胀的主要原因：一是连续4年的旱灾导致粮食短缺，二是政府实施土改计划征收白人土地安置黑人农民，引起英美等西方国家的经济封锁，并要求其尽快偿还外债，三是为了偿还外债和迎合国内政治需求，政府多次大量超发货币。2012-2015年俄罗斯通货膨胀的主要原因是经济增速放缓和制度转轨后财政赤字恶化，为解决这些问题俄罗斯也选择了大肆举借外债的方式，为了偿还巨额债务和利息，俄罗斯政府不得不增加卢布的供应量，引发了国内的高通胀。

二是出现“债务—通缩”，Fisher（1933）³首先提出债务通缩理论，认为经济过度负债将引发债务清偿时价格下跌，进而导致净值缩水、利润减少、生产下降，最终造成大萧条；刘进财和戴金平（2018）⁴发现政府债务持续过度扩张将导致物价水平下降并抑制经济增长。若一国外债率持续较高，将面临较大的债务清偿压力，可能以较低价格迅速变现部分资产用于偿债。但该廉价销售行为将带动资产价格普遍下降，使政府资产的货币价值下降，进一步恶化债务状况，同时通过财富效应影响消费投资，使经济陷入通缩状态。在资本市场发达国家，这一影响机制还可能被放大。

例如，希腊和意大利并不能通过增发欧元来缓解外债问题，因为希腊和意大利均属于欧元区成员。欧元区货币发行由欧洲央行统一负责，各成员国只能在货币发行量分配方面进行争取。因此，欧元区国家并没有自主的货币发行权，只能通过财政政策

¹ 尚航. 财政限制下政府债务与通货膨胀研究[J]. 财经理论与实践, 2016, 37(05): 94-99.

² 周陈曦. 政府债务扩张导致通货膨胀的若干路径探究[J]. 时代金融, 2016(06): 105-106.

³ Irving Fisher. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions[J]. *Econometrica*, 1933, 1(4): 337-357.

⁴ 刘进财, 戴金平. 地方政府过度负债与“债务-通缩”风险——基于省际面板 VAR 模型实证研究[J]. 财经科学, 2018(1): 64-75.

安排和寻求援助等方式来应对外债问题，从而容易陷入“债务—通缩”状态。

当然，除以上两种情况外，非货币中心国家还存在一些像日本这类外债变化不会引起通货膨胀明显变化的国家。日本发生这种情况的根源是长期大规模公共投资导致日本巨额国债负担，长期经济低迷、民间投资不足和零利率政策，诱使银行资本和保险资金流入国债市场，逐渐形成了脱离实体经济的资本循环。同时，日本长期保持较高的制造生产能力，物资充沛，社会总体处于供大于求的状态，这导致日本外债水平较高，国内通胀却长期保持在较低水平。

（二）货币中心国家外债与通胀的关系

对于货币中心国家，目前而言即为美国，由于美元是世界最主要的结算、清算和交易货币，在国际货币体系中形成了美元的“霸权地位”，外债水平对通货膨胀的影响机制显著不同。

第一，美国外债率水平较高是现行国际货币体系的客观结果。美元作为现行国际货币体系的核心，很大程度上承担了为世界经济增长提供充裕流动性的职能。这里就出现了一个矛盾，一方面其他国家希望美元坚挺以维持全球经济运行，美国也希望以“硬”美元维持货币体系霸权，另一方面美国自身经济运行对流动性及扩大出口的需求，则要求扩大货币发行、美元适度贬值。而且，美国消费型经济结构导致经常账户巨额逆差，美元大量流向出口国，美国国内流动性紧张，有较强的扩大货币发行的需求和倾向。为了维持现行国际货币体系正常运转，其他国家，特别是国际贸易顺差国家，在向美国出口产品赚取美元外汇后，不得不将贸易获取的较大部分美元借给美国，以维持美国国内流动性适度充裕而避免增发美元带来的贬值损失。因此，其他国家外债水平较高可能是严重的国际收支问题，而美国外债率水平较高是美元主导的国际货币体系下，各国利益均衡的必然结果，两者之间存在根本性差异。

第二，理论上美国可以通过增加美元发行而解决所有对外债务问题。由于美元是世界最主要货币，许多国家的对外债务主要是以美元计价，美国 80% 以上的债务以美元计价。不同于其他国家，美国对外债务是以本国主权货币来计价，理论上美国可以

直接增发美元来清偿全部外债，然而为了维持美元在国际货币体系中的主导地位，美联储和美国财政部不会轻易扩大流动性。按照弗里德曼的解释，通货膨胀的实质是信用货币的发行速度超过了同时期相应的物质产品增长速度，导致信用货币计价的物质产品价格上涨。一般国家增发货币并不能在国际市场购买更多物质产品，也就不能转化为实际购买力，只能导致通货膨胀率提高；而美国增发美元能在一定程度上转化为实际购买力，增发的美元部分流向国外，从其他国家购买物质产品，使得美国国内信用货币数量增加有限，而且有物质产品流向美国，最终美国国内信用货币数量与物质产品基本实现再平衡，物价水平基本保持稳定。

第三，美国的短期外债比重较低，外债清偿压力不大。相关研究发现，一国对外债务的期限结构等特征可能影响对外债务的风险水平，例如易千（2013）⁵发现美国的短期政府债务比重低于欧洲发生主权债务危机国家。短期债务所占比例偏高，将加大一国清偿对外债务的压力。如前所述，政府为了应对主权债务风险所采取的不同措施，会对通胀水平产生不同影响，当政府短期外债占比偏高时，政府迫于短期还债压力不得不选择销减财政预算、出售政府资产、增发货币等极端措施来解决眼前的短期债务问题，由此引发通货膨胀或通货紧缩，而当政府的短期外债占比相对较低时，政府可以自由选择调整财政预算、调节税收政策、重建财政管理框架等多重手段配合使用，缓解对本国经济和物价水平的直接冲击。

三、结论及政策建议

美国作为货币中心国家，凭借美元在现行国际货币体系中的主导地位，能够在外债水平长期较高的情况下保持经济正常运行。美国消费型经济结构导致大量美元外流，国内美元流动性紧张，而大量商品流入美国，贸易顺差国将赚来的美元又借回给美国，造成了美国作为主权货币国家独特的优势，高负债却能保证良好的通胀水平。此外，美国的外债绝大部分以本币计价，美国可以通过增发货币清偿全部债务，而增发的美元具有实际购买力，可以直接流入国际市场由全球生产力分担。

⁵ 易千.主要发达国家政府债务规模和风险问题研究[D].财政部财政科学研究所,2013.

其他国家与美国在这一问题上存在根本性差异，持续较高的外债水平将使经济运行累积大量风险，一旦经济形势不利，除非政府能极其稳妥地实施相关政策对经济进行调控，否则多数国家将不得不面对国内市场动荡。通常情况下，具有主权货币发行权利的国家会选择增发货币以提振经济、缓解外债压力，但容易引发恶性通货膨胀，反而对本国经济造成了更大伤害。欧元区成员国不具有主权货币的发行权，无法通过增发欧元来缓解外债问题，只能通过财政政策安排和寻求援助等方式来应对外债，这种方式阻碍本国经济的发展容易引发通货紧缩。

与上述国家相比，近30年中国的外债余额占GDP比重一直保持在8%-16%的较低水平，CPI同比变化率除1993、1994、1995年分别高达13.61%、24.18%、17.07%外，其余保持在-1.4%到5.9%范围内，可以看出，过去这段时间中国的低外债水平与国内通货膨胀的变化不存在显著的相关性。中国的M2同比变化率有三年超过30%，分别是1992年31.3%、1993年37.3%、1994年34.5%，这三年滞后一年期正好对应的是中国通货膨胀率最高的三年，说明中国的货币增量与通货膨胀率存在明显正相关。但中国的短期债务占外债余额比重较高，尤其从2011年至2018年一直保持在61.7%-76.7%之间的较高水平，短期外债占比偏高增加了我国的债务风险。

基于上述研究，提出针对性政策建议：一是继续保持外债合理规模。目前我国的外债水平较低，减轻了经济运行的负担，未来仍需要控制外债规模，将外债规模保持在合理范围内，保持国内经济平稳可持续发展。二是严格管控外债结构。近几年我国短期外债占总外债的比重偏高，长期百分之七十以上的水平远超国际警戒线，需要预防短期债务引发的风险。相对于中长期外债，短期外债通常更具有不稳定性，一旦国际收支形势发生变化，短期外债项下的资金极易发生逆转，给国家经济金融安全带来风险和隐患。应适当调整债务结构，避免国家过度承受短期还债负担，导致经济运行困难。三是严明货币发行纪律。不少研究发现，高外债引发恶性通胀的直接导火索是货币滥发，中国历史上也曾多次发生货币供给过多引起的恶性通货膨胀。中央银行必须严格控制社会信用投放总量，综合采用数量和价格工具，强化公开市场操作工具的政策效果，以GDP增长速度为基础，适当考虑通胀因素和货币流通速度，综合决定广义货

币供给的增长速度。四是推动人民币国际化。美元作为世界最主要货币，极大地强化了美国在外债问题上的主动权。外债以本币计价可以使一国经济免受汇率波动等影响。因此在未来的外债管理中，可以考虑扩大以人民币计价的外债比例，降低汇率波动造成的偿债压力。