

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。

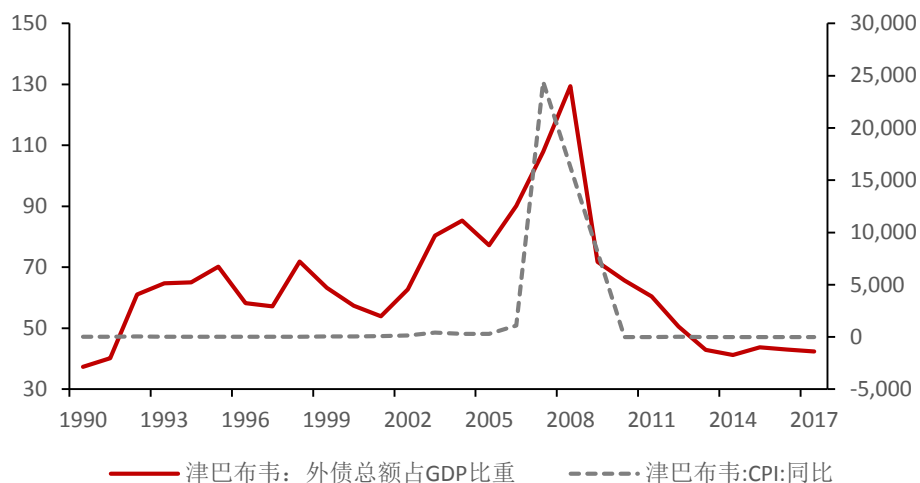
一、美国及典型国家数据对比

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。

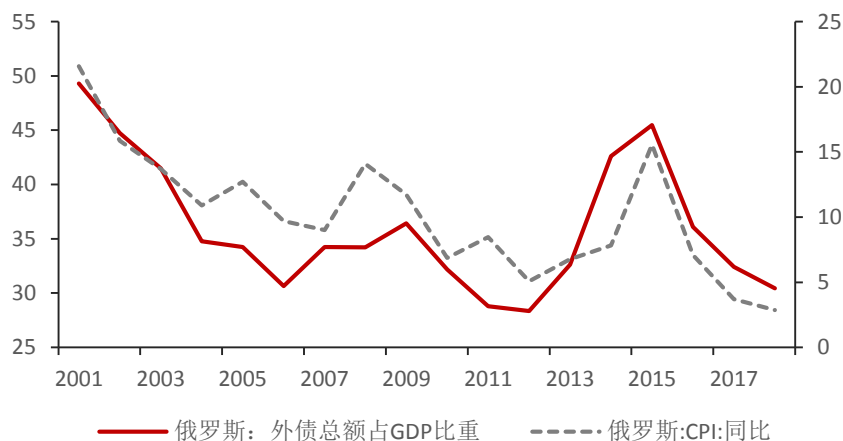
图 1 津巴布韦负债率与通货膨胀率（1997—2017）（单位：%）



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：%）

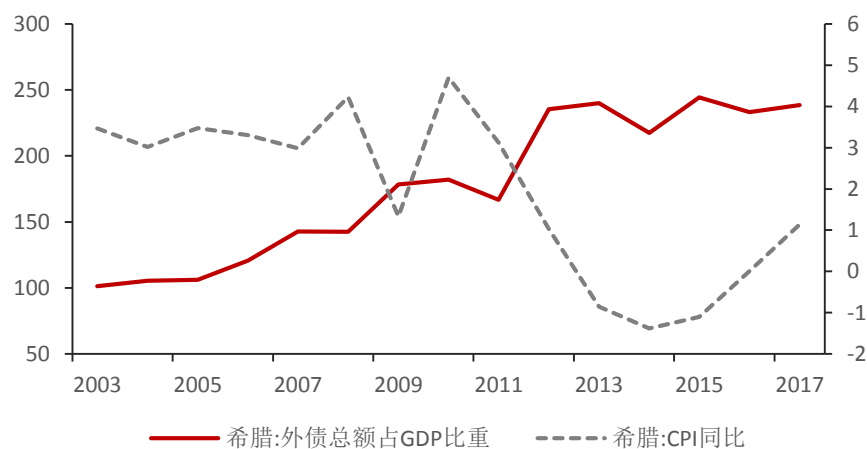


数据来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（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。

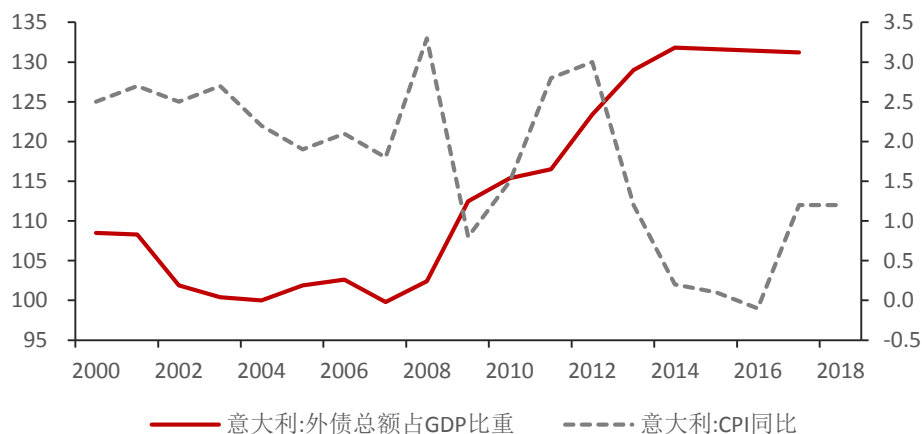
图 3 希腊负债率与通货膨胀率（2003—2017）（单位：%）



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：%）

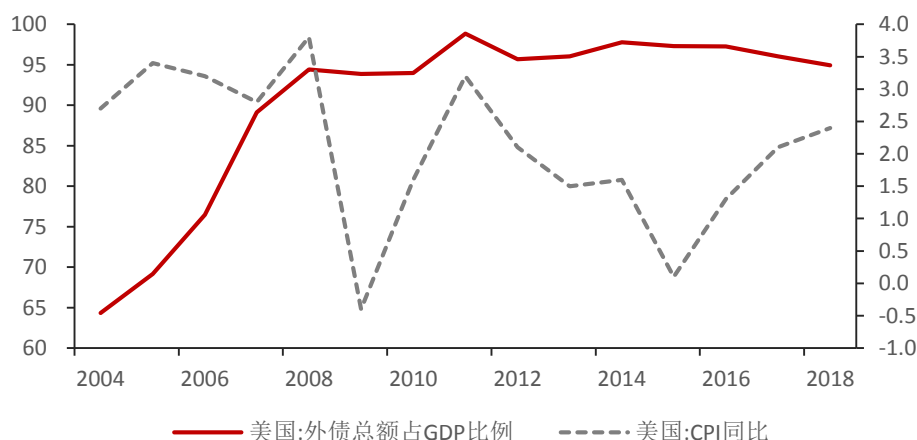


数据来源：IMF，Wind，中国银行国际金融研究所

（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。

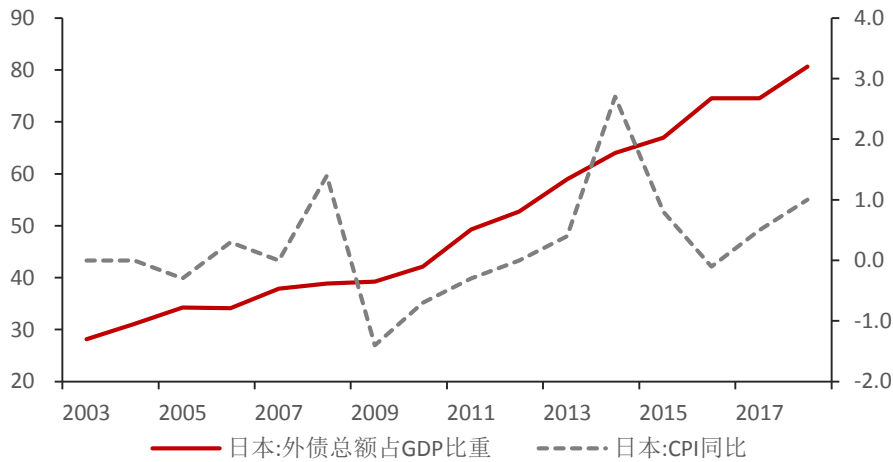
图 5 美国外债率与通货膨胀率（2004—2018）（单位：%）



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，

使经济陷入通货紧缩。在资产市场发生同构效应，这一影响机制还可能被放大。

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_11824

