

全球失衡卷土重来？*

杨盼盼 徐建炜

新冠肺炎疫情暴发以来，全球失衡显著上升，对其未来走势的判断值得关注。本文基于全球失衡规模和集中度的测度，分析全球失衡在过去二十年中的演变历史。本文发现，全球失衡在逆差国的集中度始终高于顺差国，逆差国是驱动全球失衡的主力，顺差国间有较强的替代性为逆差国进行融资。以美国为代表的逆差国为应对新冠肺炎疫情出台了大规模救助措施，“双赤字”效应总体将加大美国经常账户逆差，居民部门对经常账户的支撑可能减弱，这意味着全球失衡在后疫情时代仍将凸显。顺差国在2008年全球金融危机后更加分散于欧洲、亚洲各国和石油输出国，中国承担顺差融资角色的压力有所减轻。综合判断，即便全球失衡再次持续出现，中国对全球失衡的贡献可能较全球金融危机后的阶段有所上升，但预计不会回到危机前水平，针对失衡的政策协调将由少数逆差国和较多顺差国共同参与，促进世界经济向多边主义发展。

关键词：全球失衡 集中度 经常账户 顺差国 逆差国

自2000年以来的相当长一段时间里，全球失衡都是国际经济领域中引人关注的话题之一。2008年全球金融危机之后，全球失衡问题日趋缓解，无论是顺差国还是逆差国的国际收支失衡都有所收窄。许多曾经对于全球失衡愈演愈烈的担忧，也在过去几年逐渐消退。然而，看似不断改善的全球失衡趋势，在2020年出现了逆转。2020年，中国和美国这两个世界主要顺差国和逆差国的外部失衡明显上升，美国的经常账户赤字占国内生产总值（GDP）的比重达到3.1%，而中国的经常账户顺差占GDP的比重也上升至2.0%。中国人民银行的2021年第3季度

杨盼盼系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，Email: pamelapanda@126.com；徐建炜系布鲁盖尔研究所（Bruegel）非常驻研究员，Email: xujianwei@gmail.com。

* 作者感谢匿名审稿人的建设性意见，当然文责自负。

《货币政策执行报告》也指出,“近年来我国国际收支运行呈现新特征,需要以全新的视角和逻辑进行分析”。在经常账户顺差和逆差规模再次显著上升的背景下,全球经济失衡现象是否正在卷土重来?中国的经常账户走势如何?

全球失衡具有外部和内部双重属性。从外部视角来看,全球失衡是世界各国商品、服务的贸易流以及资本、劳动产生的收入流的不平衡。其中,尤以前者引人关注,特别是随着近年来全球贸易政策的不确定性增强,外部失衡加剧会对全球宏观经济政策产生显著的影响。从内部视角来看,全球失衡是各国储蓄和投资不匹配程度的反映,也就是各国不同部门之间潜在的“储蓄过剩、投资不足”或“储蓄不足、投资过剩”的问题。这一问题可能是合理性因素造成,但也可能是扭曲性因素在发挥作用。若是后者,全球失衡上升是否意味着各国内部的资源配置未能实现最优状态,因此需要更多的国际经济政策协调?

以上问题既关乎一个国家的外部经济状态,也与一国内部经济结构调整有关。这就意味着,有必要对过去这段时间的全球失衡调整进行回顾,分析2020年出现的特定变化,以此为基础判断全球失衡的调整趋势。从对中国研究的视角出发,中国在2020年取代德国,重新成为以绝对规模统计的第一大经常账户顺差国。为了理解这一变化,有必要将之置于全球失衡这一大背景之下,进行更为全面的分析。

从一个逻辑推演的角度出发,本文希望对“全球失衡是否将卷土重来”这一问题做出判断。要回答这一问题,实际上可以把问题拆解为三步。第一步,是谁驱动了全球失衡上升?本文对于这一问题的回答使用了历史视角的分析范式,将失衡的来源区分为顺差国和逆差国,随后借助产业组织理论的测度方法,分析失衡的集中程度。本文的研究发现,逆差国的集中度始终较高,而顺差国则较为分散,其含义是逆差大规模集中于少数国家,而顺差则相对分散于较多国家。从这个视角出发,可以得出全球失衡是由少数逆差国驱动的判断。第二步,全球失衡还会进一步上升吗?失衡主要由逆差国推动,因此,对于失衡前景的判断主要应关注逆差国的情况,重点是关注主要逆差国——美国的政策以及其国内的储蓄—投资情况是否还会持续地支持逆差失衡上升。第三步,全球失衡是否可持续?需要关注顺差国的融资是否能够与逆差国的失衡需求相匹配,即顺差国是否有意愿和能力为逆差国进行融资,本文将针对顺差国整体以及作为重要顺差国之一的中国分别展开分析。

本文安排如下:对全球失衡研究的相关文献进行综述;总结21世纪以来全

球失衡的总体走势；提出失衡的集中度测算方法，分析顺差国和逆差国失衡的集中度，并基于此分析全球失衡的来源；分析逆差国——主要是美国的失衡调整；分析主要顺差国的失衡调整；在全球背景下重点讨论中国经常账户变迁以及在全球失衡中的作用；最后得出结论。

文献综述

全球失衡是传统经常账户失衡问题在全球范围内的延伸，反映了世界各国普遍存在的经常账户失衡问题。^[1]在早期的布雷顿森林体系时期，资本跨境流动受到限制，加上国际金融市场深度有限，经常账户失衡这一问题虽然引起关注，但是失衡规模较小。从20世纪70年代开始，随着国际金融市场发展以及资本跨境流动日益频繁，全球失衡逐渐成为世界经济不可忽视的一个问题。^[2]

诚如布兰查德和米勒斯-弗莱提指出的，全球失衡并非一定是“坏失衡”，其背后可能是资本全球配置的合理结果，^[3]但也可能是经济扭曲造成的不合理现象。^[4]分析全球失衡，需要针对背后的原因进行特定的分析，而并非仅就其规模本身做出判断。田丰等针对全球失衡的内在原因进行了较为详细的综述。^[5]具体而言，全球失衡可能由居民部门、企业部门以及政府部门的行为所造成。居民部门储蓄率之间的差别，对全球失衡的影响具有长期性，因而是造成全球失衡的根本原因之一。例如，少年抚养比迅速下降的国家会具有较高的储蓄率，因而容易

[1] Obstfeld M., “Does the Current Account Still Matter?”, *American Economic Review*, 102(3): 1–23, 2012.

[2] 杨盼盼、徐建炜：“‘全球失衡’的百年变迁：基于经验数据与事实比较的分析”，《经济学（季刊）》，2014年第2期。

[3] 他们指出“好失衡”是跨时、跨区有效配置资源带来的失衡，例如老龄化预期带来的储蓄上升、投资前景向好带来的国际融资以及发达金融市场吸引的资产配置等。

[4] Blanchard O. and Milesi-Ferretti G. M., “Global Imbalances: In Midstream?”, IMF Staff Position Notes 2009/029, International Monetary Fund, 2009.

[5] 田丰、徐建炜、杨盼盼、茅锐：“全球失衡的内在根源：一个文献综述”，《世界经济》，2012年第10期。

形成经常账户盈余。^[1]除此之外,预期寿命、^[2]性别比例、^[3]文化差异^[4]也会造成储蓄率的差别,进而导致不同国家经常账户失衡的差异。随着中国在21世纪初的储蓄率高企,一些新的研究也开始将关注点聚焦在企业层面,并从金融约束这一角度讨论企业储蓄的差别。例如宋铮等证明中国企业依赖内源融资会扩大企业储蓄,并造成中国经常账户盈余扩大。^[5]徐建炜和姚洋从国际分工的角度,指出金融业和制造业的相对发展趋势会影响全球失衡的趋势。^[6]政府部门的“双赤字”理论,则从财政视角解释经常账户失衡问题。^[7]从政策视角来看,余永定指出,中国的出口鼓励政策和结构性原因导致中国长期保持经常项目顺差,中国的引资优惠政策则导致中国的资本项目顺差,“双顺差”背后意味着福利损失和美元陷阱。^[8]上述研究分别从不同的角度进行分析,往往会对于某个特定阶段或者特定国家具有显著意义。不同时期的全球失衡是不同因素组合而共同决定的,故需要综合分析。

从失衡因素的性质来看,杨盼盼等、^[9]徐建炜等^[10]将分部门进行的分析加以整合,进一步指出经常账户失衡除了上述长期因素之外,还会受到短期波动的影响。这也客观上解释了为何全球失衡在短期事件(例如金融危机)出现的时候,会出现较为明显的变化。刘瑶、张明采用外部失衡评估(EBA)经常账户法研究2008年全球金融危机后全球失衡调整的驱动因素,发现结构性因素是加剧发达国家经常账户失衡的显著因素,周期性因素则是发展中国家经常账户失衡改善的显

[1] Higgins M. and Williamson J. G., “Age Structure Dynamics in Asia and Dependence on Foreign Capital”, *Population and Development Review*, 23(2): 261–293, 1997.

[2] Ferrero A., “Demographic Trends, Fiscal Policy and Trade Deficits”, Society for Economic Dynamics Meeting Paper, No.444, 2005.

[3] Du Q. Y. and Wei S. J., “A Sexually Unbalanced Model of Current Account Imbalances”, NBER Working Paper No.16000, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2010.

[4] Carroll C. D., Rhee B. and Rhee C., “Are There Cultural Effects on Saving? Some Cross-Sectional Evidence”, *Quarterly Journal of Economics*, 109(3): 685–699, 1994.

[5] Song Z., Storesletten K. and Zilibotti F., “Growing like China”, *American Economic Review*, 101(1): 196–233, 2011.

[6] 徐建炜、姚洋:“国际分工新形态、金融市场发展与全球失衡”,《世界经济》,2010年第3期。

[7] Kim S. and Roubini N., “Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the US”, *Journal of International Economics*, 74(2): 362–383, 2008.

[8] 余永定:“见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱”,《国际经济评论》,2010年第3期。

[9] 杨盼盼、马光荣、徐建炜:“理解中国2002~2008年的经常账户顺差扩大之谜”,《世界经济》,2015年第2期。

[10] Xu J. W., Yang P. P. and Ma G. R., “Why Has China’s Current Account Balance Converged after the Global Financial Crisis?”, *China & World Economy*, 29(1):109–129, 2021.

著因素。^[1]短期因素的变化在某些特定时期所带来的影响可能较大,甚至会超过影响全球失衡的长期因素。但是,从长期视角来看,经常账户余额的变化往往呈现出均值回归的特征,^[2]即短期冲击对经常账户失衡的影响往往会随着时间而逐渐消减。这意味着,针对经常账户失衡的分析和判断取决于研究者采用的时间框架。

在2008年全球金融危机爆发之后,学者们较多从全球失衡的原因和来源进行分析。有学者总结了以下四种代表性观点^[3]:第一,经常账户跨期视角,陈庚辛和李在宇使用结构向量自回归模型的方法,^[4]考虑经常账户和实际汇率的持续性和暂时性冲击,发现对于2004—2007年美国经常账户顺差的较大部分,无法使用传统的跨期因素进行解释;第二,财政政策和人口变迁,财政余额是解释发达经济体经常账户余额的重要指标,人口因素也通过储蓄和投资行为影响经常账户;^[5]第三,重商主义和外汇市场干预,这类研究主要关注出现较多顺差的东亚经济体,认为出口导向型的政策和抑制货币升值是顺差国积累大量顺差的重要原因;^[6]第四,全球储蓄过剩(Global Saving Glut)、安全资产和美元嚣张的特权,伯南克提出全球储蓄过剩的代表性观点,^[7]卡巴莱罗等指出在2008年全球金融危机之后,对于上述现象的解释最具代表性的原因是新兴经济体缺乏安全资产和具

[1] 刘瑶、张明:“全球经常账户失衡的调整:周期性驱动还是结构性驱动”,《国际金融研究》,2018年第8期。

[2] Taylor A. M., “A Century of Current Account Dynamics”, *Journal of International Money and Finance*, 21(6): 725–748, 2002.

[3] Chinn M., “The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record”, Paper Presented at Kansas City Fed Jackson Hole Symposium “Fostering a Dynamic Global Economy”, August 24–26, 2017.

[4] Chinn M. and Lee J., “Three Current Account Balances: A ‘Semi-Structuralist’ Interpretation”, *Japan and the World Economy*, 21(2): 202–212, 2009.

[5] Chinn M. D. and Ito H., “Global Current Account Imbalances: American Fiscal Policy versus East Asian Savings”, *Review of International Economics*, 16(3): 479–498, 2008.

[6] Bayoumi T., Gagnon J. and Saborowski C., “Official Financial Flows, Capital Mobility, and Global Imbalances”, *Journal of International Money and Finance*, 52(4): 146–174, 2015.

[7] Bernanke B., “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account”, Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, VA, March 10, 2005.

有对安全资产的需求,^[1]而美元嚣张的特权^[2]体现为美国能够以低成本在全球范围内进行融资,这也与安全资产理论密切相关。

在新冠肺炎疫情暴发后,全球失衡重新引起关注。这一时期对于经常账户较有影响力的分析来自国际货币基金组织(IMF)。IMF研究人员梳理了新冠肺炎疫情暴发以后出现的经常账户失衡扩大的现象,并利用出行减少(影响服务贸易)、石油价格暴跌(影响石油输出国家的顺差)、医疗用品贸易(影响货物贸易)、家庭消费转变(影响消费行为)四个因素来解释这段时间的经常账户余额扩大。^[3]但是,他们的分析针对特定的商品和服务流的影响,没有将这一时期的全球失衡纳入中长期框架进行分析,也没有从传统文献的“储蓄—投资”范式对主要逆差国和顺差国进行系统考察。分部门来看,疫情期间,对于住户部门的研究较多,疫情冲击会影响居民部门的消费决策和消费支出、^[4]消费者金融状况、^[5]储蓄行为,^[6]继而从居民部门储蓄的视角影响经常账户,但是,文献尚没有从企业、政府的储蓄—投资视角开展疫情对经常账户具体影响的研究。

本文遵循长期全球失衡的分析范式。从全球失衡规模的视角分析当前全球失衡所处的位置,随后从逆差国和顺差国失衡集中度的视角分析全球失衡的来源,对辨析全球失衡的来源提供了新的思路与方法;分析了新冠肺炎疫情发生之后的各部门储蓄和投资因素的变化,探讨全球失衡未来可能的演变路径,拓展了新冠肺炎疫情后全球失衡文献研究的视角;并就疫情应对政策对经常账户的影响展开探讨,分析了这一轮全球失衡背后财政因素的重要作用,指出全球失衡会在一段

[1] Caballero R., Farhi E. and Gourinchas P. O., “The Safe Assets Shortage Conundrum”, *Journal of Economic Perspectives*, 31(3): 29–46, 2017.

[2] Eichengreen B., *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, 2011; Gourinchas P. O. and Rey H., “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, 11–66, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2007.

[3] International Monetary Fund, “Divergent Recoveries and Global Imbalances”, External Sector Report 2021, 2021; Kaufman M. and Leigh D., “How the Pandemic Widened Global Current Account Balances”, IMF Blog August 2, 2021.

[4] Coibion O., Georgarakos D., Gorodnichenko Y., Kenny G. and Weber M., “The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Household Spending”, NBER Working Paper 28625, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2021.

[5] Christelis D., Georgarakos D., Jappelli T. and Kenny G., “Heterogenous Effects of Covid-19 on Households’ Financial Situation and Consumption: Cross-country Evidence from a New Survey”, Vox: CEPR Policy Paper, June 8, 2021.

[6] Dossche M. and Zlatanos S., “COVID-19 and the Increase in Household Savings: Precautionary or Forced?”, *European Central Bank Economic Bulletin Issue*, 6, 2020.

时间内维持比疫情前更高的水平。此外,本文还从中国的角度出发,分析中国在未来全球失衡中扮演的角色。

全球失衡的总体走势:2000—2020年

本部分构建量化指标来描述和分析21世纪以来全球失衡规模的主要变化,重点关注2008年全球金融危机后和2020年新冠肺炎疫情后全球失衡的走势。为分析全球失衡的总体规模,使用全球每个经济体经常账户余额的绝对值之和占全球GDP的比重衡量全球失衡的规模。^[1]具体的公式为:

$$GI_s = \frac{\sum_i |CA_i|}{\sum_i GDP_i} \quad (1)$$

其中, CA_i 是第*i*个经济体的经常账户余额, GDP_i 是第*i*个经济体的GDP。 GI_s 越高,表示全球失衡规模越高; GI_s 越低,表示全球失衡的规模在降低。这一失衡规模的公式假定,无论是经常账户顺差还是逆差,都是失衡的一种表现,它反映全世界总外部失衡的绝对水平占全球总产出的比重。指标测算中使用的经常账户和GDP的数据来源是IMF世界经济展望(World Economic Outlook, WEO)数据库(2021年4月),其中经常账户使用的是美元值,GDP为美元名义值,样本包含了数据库中可得的所有国家,数据跨度为2000—2020年。

图1展示了全球失衡规模在2000—2020年的变迁。自2001年开始,全球失衡持续上升,并在2006年达到历史高点,以全球各国经常账户规模绝对值之和衡量的全球失衡规模占全球GDP的比重达到5.5%。然而,2008年全球金融危机爆发之后,全球失衡的规模大幅度下降,从2008年的5.3%迅速下降至2009年的3.6%,并且再未回到此前高点。近年来全球失衡的态势总体平稳并略呈下行态势。尽管在2015—2016年,全球金融危机和欧债危机的冲击逐渐过去,全球失衡在少数国家又呈现上行之势,引发研究人员再度关注^[2],但是从事后的数据来

[1] 文献中关于全球失衡规模的测度可参见:Blanchard O. and Milesi-Ferretti G. M., “Global Imbalances: In Midstream?”, IMF Staff Position Notes 2009/029, International Monetary Fund, 2009。

[2] 杨盼盼、常殊昱、熊爱宗:“危机后全球失衡的进展与国际协调思路”,《国际经济评论》,2019年第4期;Chinn M., “The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record”, Paper Presented at Kansas City Fed Jackson Hole Symposium “Fostering a Dynamic Global Economy”, August 24–26, 2017。

看，全球失衡仍处于一个下行区间。2019年全球失衡水平为2.9%。因此，规模维度的指标与直观判断基本相符，即全球失衡规模在2008年全球金融危机中就出现大幅度下降，而这一趋势在过去几年仍然得以延续，尽管下降幅度有所变缓。

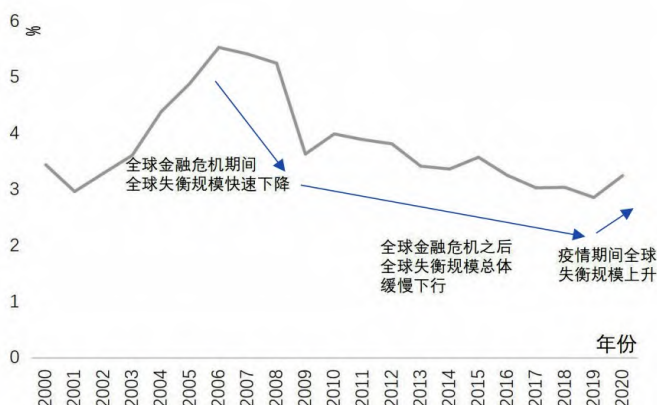


图1 全球失衡规模 (2000—2020年)

数据来源：IMF WEO 数据库 (2021年4月)，作者计算。

全球失衡的这一缓和态势在2020年出现了明显反转。由于新冠肺炎疫情造成的冲击，全球经济出现了剧烈的波动。更重要的是，世界主要经济体史无前例的货币和财政政策扩张，造成政府部门赤字激增。上一轮全球金融危机前，私人部门资产负债表恶化（尤其是住房抵押贷款大规模扩张）导致经常账户赤字扩大，危机的冲击使得这一部分的赤字显著下降。然而，本轮应对新冠肺炎疫情的纾困政策使得私人部门尤其是居民部门的资产负债表得以保全乃至改善。但是，与之相对应的是各国都开始大规模增加财政赤字来支撑经济，政府部门赤字上升引致了更高的经常账户赤字水平。全球失衡趋势又呈现出重新上升的趋势。从全球失衡的规模来看，各国经常账户盈余和赤字之和占全球GDP的比例从2019年的2.8%上升至2020年的3.2%。

总体来看，21世纪以来，全球失衡出现的第一个转折点是2008年全球金融危机，而目前的调整又是一次新的开始。当然，考虑到2020年经济周期性调整较为明显，这一时期的全球失衡变化究竟是暂时性的还是趋势性的，全球失衡在未来一段时间内是否会卷土重来，仍然有待进一步的判断。接下来，本文将按照三步法，对上述问题进行回答。

全球失衡的来源：基于逆差国和顺差国失衡集中度的分析

（一）测算方法

全球失衡文献存在一个重要分歧，即失衡究竟来源于逆差国，还是顺差国？这对于回答新冠肺炎疫情后全球失衡是否会卷土重来非常关键。本文尝试从全球失衡集中度^[1]的视角回答这一问题，借鉴产业组织理论中测算市场集中度的赫芬达尔-赫希曼指数（Herfindahl-Hirschman Index, HHI），提出全球失衡的集中度指标^[2]：

$$GI_c = \sum_i \left(\frac{|CA_i|}{\sum_i |CA_i|} \right)^2 \quad (2)$$

GI_c 指数衡量各国经常账户余额占全球所有经常账户余额绝对值之和的百分比的平方和，集中度的取值区间为（0，10000），数字越大表明全球失衡越集中于少数经济体，越小则越分散。本文进一步将国家区分为顺差国和逆差国，得出顺差国和逆差国的集中度指标 GI_{cs} 和 GI_{cd} ：

$$GI_{cs} = \sum_{\forall i, CA_i > 0} \left(\frac{|CA_i|}{\sum_{\forall i, CA_i > 0} |CA_i|} \right)^2 \quad (3)$$

$$GI_{cd} = \sum_{\forall i, CA_i < 0} \left(\frac{|CA_i|}{\sum_{\forall i, CA_i < 0} |CA_i|} \right)^2 \quad (4)$$

借鉴 HHI 指数分析全球失衡的来源是基于如下考虑。经常账户反映一国对外净资产的变化，经常账户顺差国是资金的净借出者，逆差国是资金的净借入者，

[1] 对于失衡集中度分析的相关文献可参见杨盼盼、徐建炜：“‘全球失衡’的百年变迁：基于经验数据与事实比较的分析”，《经济学（季刊）》，2014年第2期；Chinn M., “The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record”, Paper Presented at Kansas City Fed Jackson Hole Symposium “Fostering a Dynamic Global Economy”, August 24-26, 2017。

[2] 在产业组织理论中，HHI 是被最广泛使用的测度市场集中度的指数，是市场集中度的综合体现。尽管近年来对于产业集中度的测算有了更加多元和微观的测度方法，但当难以获取微观主体的定价、交易策略时，HHI 仍不失为衡量市场集中度的重要方法，在学界仍被广泛使用。

全球市场的资金价格取决于资金借贷双方的市场结构。由此,可以将顺差国和逆差国扮演的角色类比为企业在市场中的角色,而这个“市场”的“产品”是国际融资的资金,“价格”则为在国际市场的融资成本。如果顺差国和逆差国均较为分散,那么资金的借贷市场是充分竞争的,全球失衡将由顺差国和逆差国共同贡献。如果顺差国较为分散,而逆差国相对集中,那么将有较多的顺差国有意愿借出资金为逆差国融资,资金借出市场呈现较为充分的竞争格局,顺差国为价格的接受者,而在资金需求端,由于逆差国较为集中,顺差国借出资金后所持有的资产来源将集中于少数逆差国,逆差国的定价权将显著上升。在这种情况下,全球失衡将由逆差国主导,因此,应当重点关注逆差国作为失衡来源的特征;反之亦然。

(二) 全球失衡集中度的非对称性

图2反映了由公式(3)和(4)测算的顺差国和逆差国的失衡集中度在2000—2020年的变化。可以看出,逆差国的集中度始终显著高于顺差国,顺差国的失衡持续分散于较多国家,而逆差国则相对集中。

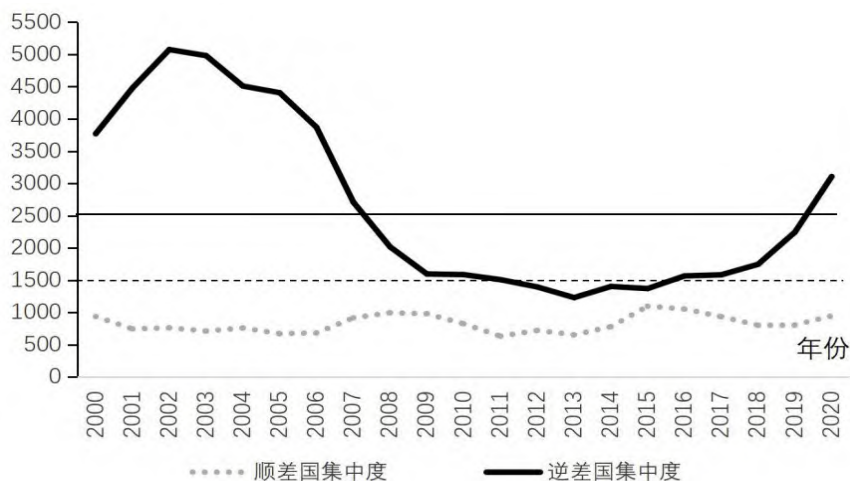


图2 全球失衡集中度(2000—2020年)

注:图上辅助线中的虚线对应的 GI_c 指数值为1500,实线对应的 GI_c 指数值为2500,参考美国司法部和联邦贸易委员会(2010年)的标准^[1],分别对应竞争、低垄断和高垄断市场。

数据来源:IMF WEO数据库(2021年4月),作者计算。

[1]U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, “2010 Horizontal Merger Guidelines”, 2010, [https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010#5c\[2022-02-20\]](https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010#5c[2022-02-20]).

分时间段来看,在2008年全球金融危机之前,逆差国的集中度非常高,全球金融危机在逆差国的爆发和演进,是全球失衡集中的反映。在全球金融危机爆发后,许多学者更是将“全球储蓄过剩”以及国际宏观经济协调中未能就“经济再平衡”达成一致视为造成危机的诱因之一。全球金融危机之后,全球失衡在顺差国的集中度保持基本稳定,而逆差国的集中度则显著下降,这显然有利于控制全球失衡的负面影响。然而,2017年之后,逆差国的集中度又上升,2019年时的水平大体相当于2008年全球金融危机时的水平,虽然其水平仍显著低于危机前的高位。新冠肺炎疫情出现之后的2020年,逆差国的集中度又出现较为明显的上升,其集中度水平与2007年的水平大致相当,顺差国的集中度则保持相对稳定。这意味着,全球失衡曾经出现的隐忧再次浮出水面。

作为参考,图2也给出了判定行业集中度的辅助线。如果参照行业垄断程度的标准,那么顺差国始终处于竞争状态,而逆差国在全球金融危机之前和近期处于高垄断状态。

(三) 失衡来源的国别机制

2008年全球金融危机爆发之后,逆差国的集中度较为显著地下降,但是新冠肺炎疫情以来,逆差国的集中度水平又出现了较为显著的上升。这意味着,逆差国的失衡更加集中在少数几个国家,考虑到美国是最重要的逆差国,美国因素显然是理解全球失衡的重要聚焦点。而在顺差国端,失衡则相对而言较为分散,集中度随时间变化也不大。这表明,与较为集中的逆差国互为镜像的是,始终有较多顺差国为逆差国提供相应的融资支持。

为进一步分析全球失衡集中度背后的国别信息,表1列出了2000年以来全球以经常账户绝对规模衡量的十大顺差国和十大逆差国(括号中为绝对规模占该国GDP的比重),从而展示了国家层面的经常账户规模变迁,以更好地反映全球失衡集中度背后顺差国和逆差国的变化。从主要失衡来源国的情况看,逆差国排名第一的国家始终是美国,这是逆差国集中度较高的主要原因。在2008年全球金融危机后,美国的经常账户赤字占比有所下降,从危机前的5%下降至2%左右,但新冠肺炎疫情后上升至3%。另一个重要逆差国是英国,在多数时间,其逆差规模位居第二。顺差国中排名第一的国家则在过去二十年中不断变化。21世纪初,最大的顺差国是日本。2005—2009年最大的顺差国是中国,这一时期也是“全球失衡”讨论最为火热的时期。2008年全球金融危机后,德国成为第一大顺差国,中国的顺差国地位则有所下降,排名逐步下降至第二(2010—2014年)、

第三（2015—2019年），德国和日本的顺差增加部分抵消了中国顺差的下降。

表1 全球前十大顺差国和逆差国（2000—2020年）

十大顺差国					十大逆差国				
2000— 2004年	2005— 2009年	2010— 2014年	2015— 2019年	2020年	2000— 2004年	2005— 2009年	2010— 2014年	2015— 2019年	2020年
日本 (3%)	中国 (8%)	德国 (7%)	德国 (8%)	中国 (2%)	美国 (4%)	美国 (5%)	美国 (2%)	美国 (2%)	美国 (3%)
俄罗斯 (9%)	德国 (6%)	中国 (2%)	日本 (4%)	德国 (7%)	英国 (2%)	西班牙 (8%)	英国 (4%)	英国 (4%)	英国 (4%)
中国 (2%)	日本 (3%)	沙特阿 拉伯 (17%)	中国 (1%)	日本 (3%)	西班牙 (4%)	英国 (3%)	巴西 (3%)	加拿大 (3%)	法国 (2%)
瑞士 (10%)	沙特阿 拉伯 (21%)	日本 (2%)	韩国 (5%)	荷兰 (10%)	澳大利 亚 (6%)	澳大利 亚 (6%)	印度 (3%)	巴西 (2%)	土耳其 (5%)
德国 (1%)	俄罗斯 (6%)	荷兰 (9%)	荷兰 (9%)	韩国 (5%)	葡萄牙 (9%)	意大利 (2%)	加拿大 (3%)	印度 (1%)	加拿大 (2%)
挪威 (13%)	荷兰 (7%)	瑞士 (10%)	俄罗斯 (4%)	意大利 (4%)	墨西哥 (2%)	希腊 (12%)	土耳其 (6%)	澳大利亚 (3%)	伊拉克 (15%)
沙特阿 拉伯 (11%)	挪威 (14%)	俄罗斯 (3%)	新加坡 (17%)	新加坡 (18%)	巴西 (3%)	土耳其 (4%)	澳大利 亚 (3%)	土耳其 (3%)	尼日利 亚 (4%)
荷兰 (4%)	瑞士 (9%)	科威特 (39%)	瑞士 (8%)	澳大利 亚 (2%)	希腊 (6%)	葡萄牙 (10%)	意大利 (2%)	印度尼西 亚 (2%)	阿尔及 利亚 (10%)
加拿大 (2%)	科威特 (37%)	挪威 (11%)	意大利 (2%)	俄罗斯 (2%)	波兰 (4%)	波兰 (5%)	法国 (1%)	阿尔及 利亚 (13%)	沙特阿 拉伯 (2%)
新加坡 (17%)	新加坡 (21%)	新加坡 (19%)	泰国 (8%)	瑞士 (4%)	土耳其 (3%)	印度 (2%)	波兰 (4%)	墨西哥 (2%)	希腊 (7%)

注：排名以经常账户余额绝对规模计算，括号中的占比为该国经常账户余额绝对值占该国GDP的比重，均四舍五入至个位。

数据来源：IMF WEO数据库（2021年4月），作者计算。

针对全球失衡的主要顺差贡献国的历史回顾可以给出两方面的启示。第一，尽管在全球失衡的讨论中，中国是一个重要的对象，但实质上在过去的二十年中，中国仅在很短的时间里是第一大顺差国，而在其他时期，主要是德国和日本

扮演这样的角色。第二,对于赶超型中等强国,保持经常账户顺差仍然有必要。近年来,德国经常账户占GDP的比重大约为6%~8%,日本则为3%~4%。日本经常账户顺差的重要来源是对外资产的收益,而欧盟一体化和贸易竞争力是德国保持经常账户顺差的来源。

从位于前十大顺差国和逆差国中的其他国家来看,处于顺差国地位的国家相较于处于逆差国地位的国家更为稳健。在二十年间,除了中日德三大顺差国外,瑞士、荷兰、新加坡和俄罗斯均持续处于前十大顺差国之中。瑞士和新加坡均为区域内小型开放经济体,是区域内的金融中心,转口贸易也较多;荷兰属于欧洲的创新和制造业强国,特别是光刻机的制造处于全球领先地位;俄罗斯是大宗商品出口国,包括石油、天然气等在内的矿物燃料是其出口的最大部门。2008年全球金融危机后,2015—2019年新出现的顺差国主要反映了两个特征:一是东亚和东南亚区域价值链的作用提升,韩国和泰国进入全球十大顺差国;二是欧债危机之后重债国家的国际收支显著调整,意大利由前十大逆差国成为前十大顺差国。意大利的这一变迁实质上也是以“欧猪四国”(PIGS)为代表的欧元区重债国在危机之后的调整路径。从前十大逆差国的调整情况来看,在2008年全球金融危机之前,“欧猪四国”均位列前十大逆差国,而在危机之后,2015—2019年葡萄牙、意大利、希腊和西班牙均已不在前十大逆差国之中。除了美国和英国两个最大逆差国之外,澳大利亚和同属于北美贸易区的加拿大和墨西哥也在较多时期位列前十大逆差国。^[1]新冠肺炎疫情暴发以来,从前十大经常账户顺差国和逆差国2020年的情况来看,主要逆差国的经常账户规模呈扩大之势:美国的经常账户赤字占GDP的比重从2019年的2.9%上升到2020年的3.1%;英国的经常账户赤字占GDP的比重从2019年的3.1%上升至2020年的3.9%。顺差国则有差异:中国的经常账户顺差占GDP的比重同期从0.98%增加至2.0%,顺差总规模在所有国家中位列第一;德国2020年的经常账户顺差占比同2019年保持一致,为7.1%,仍处在高位;日本同期的经常账户顺差占比受疫情影响有所缩窄,从3.7%下降至3.3%。

总而言之,在逆差国中,美国持续保持最主要逆差国的状态,而在顺差国中,东亚国家、东南亚国家、石油输出国和欧元区国家则在不同时期扮演了程度各异的顺差国角色。如果将全球失衡视为一个由顺差国和逆差国提供资金和进行

[1] 澳大利亚的长期经常账户逆差是国际经济领域中一个显著案例。参见杨盼盼、徐建炜:“‘全球失衡’的百年变迁:基于经验数据与事实比较的分析”,《经济学(季刊)》,2014年第2期。

融资的市场运行结果，那么集中度的差异背后反映的是：美国所处的逆差国阵营是一个近似于垄断的格局，这可被视为美元嚣张特权的一部分；而较为分散的顺差国则是一个近似于完全竞争的格局，各顺差国为逆差国融资的替代性较强。因此，从集中度角度出发探讨全球失衡来源可以发现，以美国为主的逆差国是全球失衡的主要来源。要分析新冠肺炎疫情后的全球失衡走势，需要首先分析美国等逆差国的经常账户赤字是否会进一步扩大。

赤字国的政府公共赤字调整与家庭资产负债变化

本部分关注全球失衡的主要逆差国。全球失衡在21世纪初达到顶峰的诱因之一，是以美国为首的部分国家的经常账户逆差达到高峰，因而客观上需要顺差国利用额外的储蓄对其提供融资。然而，在经历了次贷危机、全球金融危机、欧债危机的震荡之后，全球主要赤字国的融资需求显著下降，直至新冠肺炎疫情暴发。

在这一过程中，作为全球最大的经常账户赤字国，美国的经常账户赤字大幅度降低，经常账户赤字占GDP的比例下降至约2%的水平。美国经常账户有所改善，主要得益于其家庭部门的资产负债表逐渐改善，即居民的净储蓄增加。事实上，在次贷危机之后，美国的非常规量化宽松政策扩大美联储的资产负债规模，为美国市场提供了更加充裕的流动性。存量融资规模增加又有力地支持了美国家庭部门持有资产。美国居民的消费行为日趋谨慎，也使得美国家庭部门的储蓄率显著提高，在过去的多数年份都达到10%左右的水平。与此同时，美国针对房地产市场的金融政策日趋稳健，美国家庭部门的投资率也降到5%~6.5%的水平。尽管美国政府部门的储蓄投资赤字规模有所扩大，但家庭部门的储蓄投资改善明显（见图3）。通过这一系列经济调整，美国的储蓄投资缺口值整体上升，最终促成美国经常账户赤字在过去十年得到显著改善。除美国之外，主要逆差国中澳大利亚的经常账户逆差也有所改善，其经常账户逆差占GDP的比重逐渐下降到约3%的水平。

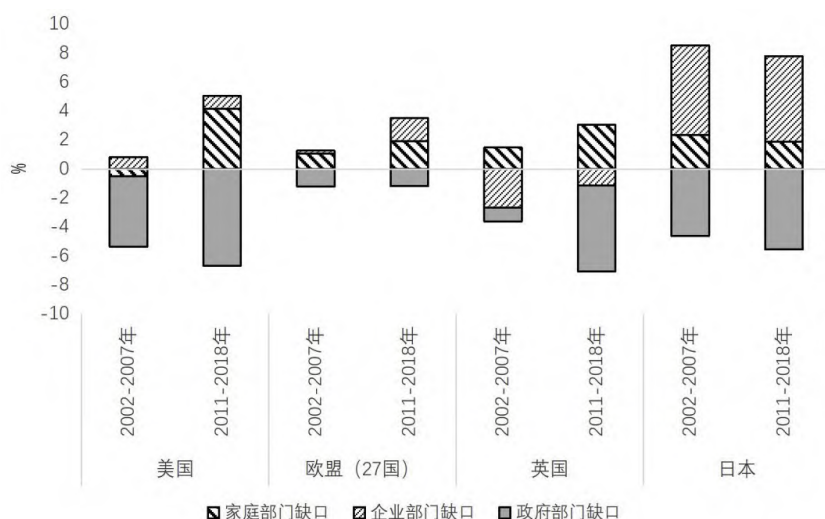


图3 代表性经济体经常账户的分部门分解（占GDP之比）

数据来源：OECD统计，作者测算。

值得注意的是，并非所有主要国家的经常账户余额在过去十年都得以改善。例如，英国经常账户赤字占GDP的比重在次贷危机之后有所上升，达到GDP的约4%的水平。尽管英国家庭部门的资产负债状况也不断改善，但是政府部门的赤字却显著扩大，最终后者的效果更加显著，使得英国的经常账户赤字继续增加。由于英国的经济规模整体远小于美国，所以它带来的经常账户逆差扩大远小于美国经常账户逆差缩小。因此，并没有改变全球失衡缩窄的整体格局。

展望未来，过去十年的这一格局可能又会因为新冠肺炎疫情的出现，再次发生结构性逆转。以美国的情况来看，新冠肺炎疫情暴发后，美国政府采取了一系列大力度的经济救助措施，造成财政赤字规模大幅度上升。新一届的拜登政府更加注重美国的基础设施投资，客观上也对美国后续的财政状况产生压力。在“双赤字”的效应之下，这一政策方向的改变总体会上加大美国的经常账户逆差。在过去一段时间内，财政赤字的效应尚没有充分体现，主要是因为大规模财政支持政策维持了居民收入的相对稳定，加之服务性消费受到疫情的影响，因此家庭储蓄率反而上升，在某种程度上缓解了经常账户赤字的扩大。随着后疫情时代财政救助政策逐渐退出以及美国居民消费攀升，居民部门对于美国经常账户余额的支撑可能会减弱。如果美国政府在退出财政刺激计划方面的速度较为缓慢，或者仍然重点发展基础设施建设，那么经常账户赤字的压力仍然可能延续。与美国类似，

英国的财政赤字在“脱欧”之后可能会增加，从而会对其经常账户赤字产生影响。

在这一背景下，以美国为代表的全球传统逆差国家的经常账户赤字规模可能会比疫情前的十年有所增加，因而从外部视角上对来自顺差国的融资有更大的需求，继而造成全球失衡规模扩大。

全球融资的义务花落谁家

诚然，中国在2008年全球金融危机前的“大缓和”时期曾经是世界上最重要的顺差国，而在疫情暴发的2020年，中国又成为第一大顺差国。但这是否意味着中国会在将来继续扮演为全球逆差融资的主要角色呢？答案是未必。事实上，2010—2019年，以德国、荷兰、瑞士为主的欧洲国家已经替代中国，成为全球最重要的经常账户顺差来源区域，承担着对逆差国进行融资的工作。这一方面得益于较好的财政纪律，欧盟国家将政府部门赤字基本控制在GDP的1%~2%。此外，欧洲的家庭和企业部门的资产负债都有适度改善，推动其经常账户盈余进一步扩大。

随着亚洲经济稳健发展，部分亚洲国家也保持着较为良好的经常账户顺差格局。2015—2019年，日本的经常账户顺差余额占GDP的比重虽然略小于2007年之前的年份，但是下降的速度远远低于中国。日本政府部门逆差比例的变化幅度也不大，因此其在这一时期的经常账户顺差超过中国，成为仅次于德国的全球第二大顺差国。除日本之外，部分东亚和东南亚经济体也保持着较好的经常账户顺差格局。例如，新加坡的经常账户顺差在2010—2014年和2015—2019年分别占到GDP的19%和17%，韩国的经常账户顺差占比在上述两个时间段分别为3.8%和5%，马来西亚分别为6.7%和2.8%。

除此之外，石油输出国依靠大量能源带来的顺差，在某些特定的时期，也会对全球的逆差国进行较为明显的融资。2010—2014年，得益于石油价格高企，沙特阿拉伯和科威特的经常账户顺差分别占到GDP的17%和39%，它们成为这一期间全球排名第三位和第八位的主要顺差国。不过，由于顺差规模高度依赖石油价格，这些国家的顺差规模的波动性也较大。2015—2019年，随着石油价格相对回落，上述两个国家已经不再是全球失衡的主要顺差来源国。

值得注意的是，在新冠肺炎疫情暴发之后，主要经济体出口的市场份额发生

了较为显著的变化（见图4）。主要经济体中，2020年出口市场份额比2019年上升的经济体中，除中国大陆之外，还有东亚和东南亚地区的经济体；美国、英国、欧盟和亚洲其他经济体的出口市场份额则有所下降。出口市场份额的变化以及疫情带来的内需调整，使得上述经济体的经常账户受到一定的影响，但其调整的方向并不一致。法国经常账户赤字占GDP的比重受疫情影响有所扩大，从2019年的0.7%上升至2020年的2.3%；欧债危机之后开启再平衡进程的意大利则在2020年保持顺差，经常账户占GDP之比较上年进一步上升，从3.0%上升至3.6%。在东亚和东南亚经济体中，新加坡的经常账户顺差占GDP的比重上升，从2019年的14.3%上升至2020年的17.6%，马来西亚同期也从3.3%上升至4.4%，韩国从3.6%上升至4.6%，泰国的经常账户顺差占GDP的比重则缩窄，从7.0%下降至3.3%，越南从3.8%下降到2.2%。

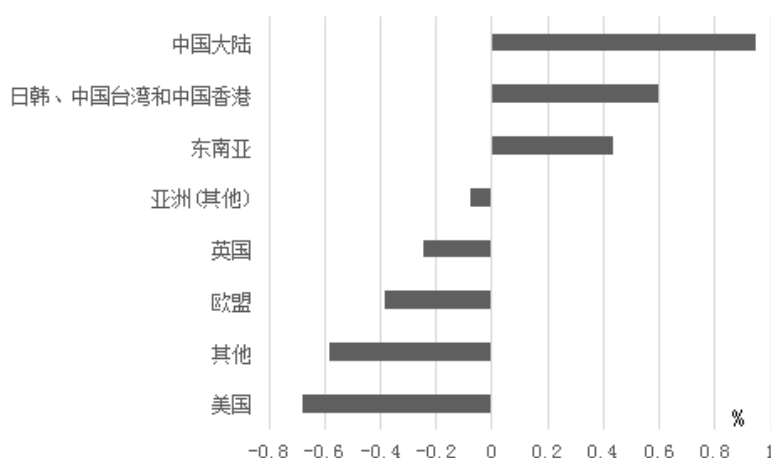


图4 主要区域经济体2020年出口市场份额相较于2019年的变化情况

注：亚洲（其他）是指除日本、韩国、中国大陆、中国台湾、中国香港和东南亚之外的经济体（包含印度），其他包括除英国和欧盟外的欧洲国家、加拿大、墨西哥和拉美国家等。

数据来源：WTO数据库；崔晓敏：“出口超预期增长动因及展望”，《经济导刊》，2021年第2期。

展望后疫情时代欧洲和亚洲经济体的经常账户前景，预计这些经济体仍将如疫情前一样，继续扮演为全球逆差融资的角色，但这一角色的分量可能较疫情前有所减弱。疫情在欧洲总体得到控制，且欧洲从第一轮开始就受到疫情冲击的影响，疫情对经济的冲击呈递减态势。由于欧洲国家全面推动疫苗接种，欧洲经济

出现了较为广泛的复苏。因此,预计包括德国、荷兰、瑞士、意大利在内的欧洲国家,仍将继续成为全球最重要的经常账户顺差来源国。相较而言,东南亚国家的复苏与欧盟成员国存在时间差。东南亚国家在2020年受新冠肺炎疫情的影响较小,但2021年除新加坡以外的主要经济体受德尔塔病毒的冲击较为严重,生产遭受疫情冲击,继而侵蚀顺差规模。因此,东南亚国家承接顺差的能力将相对较慢地得以恢复,继而使得相关国家为全球逆差融资的作用被削弱。因此,若全球失衡再度出现,至少从短期来看,中国可能仍将承担为经常账户逆差国融资的较多任务。

中国经济迅速复苏与服务贸易赤字的逆转

中国能否承接上述角色?在这一部分,我们将在全球背景下聚焦中国,针对中国经常账户在过去十余年间的变化,对经常账户各个细项的变动及各部门储蓄投资情况进行分析,尝试回答这一问题。

从外部视角来看(见图5),中国经常账户的重要组成部分——货物贸易,在2008年全球金融危机后虽然经历了波折,但是总体而言并不弱。全球金融危机之后的2009—2011年,中国的货物贸易余额出现了较大幅度的萎缩,但在2012—2015年,货物贸易再度出现两位数的正增长,2013年货物贸易余额超过了2008年时的高峰水平。造成中国在2008年全球金融危机后经常账户顺差大幅下降的一个原因是服务贸易逆差大幅度扩大,在2008年及之前年份,中国服务贸易规模总体较小,在2005—2008年还出现了小幅度的顺差。但2008年全球金融危机之后,中国服务贸易的逆差规模迅速扩大,并在2018年达到逆差的峰值,而也正是在那一年,中国的经常账户余额达到历史低值。服务贸易逆差背后的主要原因是旅游贸易的大规模逆差。此外,初次收入(以投资收益为主)也呈现出多年支大于收的格局。

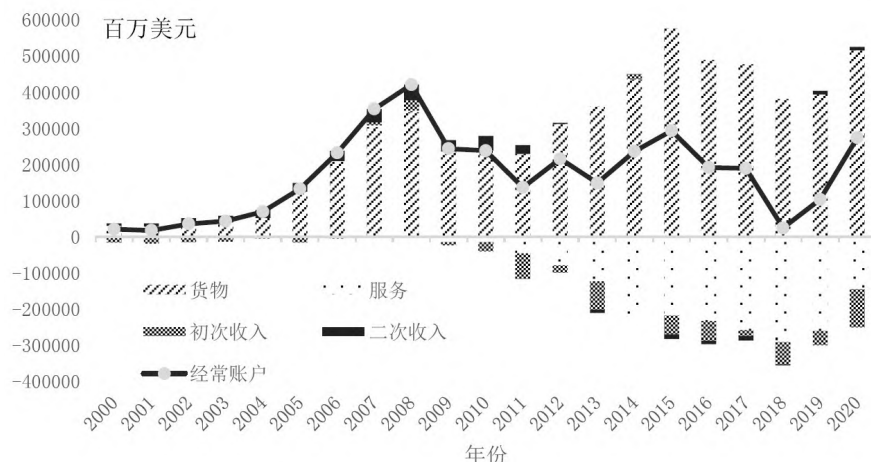


图5 中国经常账户结构（2000—2020年）

注：图中为经常账户及各分项的余额数。

数据来源：CEIC。

2020年，中国快速复工复产，经济迅速复苏，中国的生产填补了他国因为隔离措施带来的生产中断，中国产品在全球出口市场的份额迅速上升，货物贸易出口快速扩张，这使得2020年中国经常项下货物贸易顺差出现较大幅度的回升。而边境封闭措施使得出境旅游受限，导致服务贸易逆差大幅度下降。两项因素叠加，使得中国的经常账户顺差在2020年显著上升。但是，未来中国的经常账户顺差能否保持在相对较高的水平取决于货物贸易和服务贸易的后续变动。中国的货物贸易出口规模在疫情期间达到高点，之后可能会逐渐放缓，但是货物贸易顺差下降的幅度可能相对有限。一方面，由于疫情仍然起伏反复，在这个过程中出口订单出现回流；另一方面，疫情之前货物贸易已经到达一个低点（2018年），总体仍在上行区间内。而从服务贸易的角度来看，如果疫情得到有效控制，跨境旅游逐渐恢复，旅游业的逆差就可能出现爆发式扩大，使得服务贸易逆差再度上升。但是受到疫情反复和各国政策不一的影响，旅游业的逆差可能短期难以恢复。此外，服务贸易逆差在疫情之前已经开始缩小，2019年相较2018年同比负增长10.6%。货物贸易顺差仍具备向上的支撑以及服务贸易逆差短期较难扩大决定了中国在未来的一段时期内仍将保持经常账户顺差，但顺差幅度将不及2020年强劲。

接下来，本文对经常账户调整的内部结构进行分析。经常账户的变化取决于

居民、企业和政府部门的储蓄—投资缺口变化，其中居民部门的储蓄率是经常账户变动的趋势性变量，而企业和政府部门的储蓄—投资缺口则是影响经常账户的周期性变量。自2020年以来，三个部门的内部调整较为明显。第一，中国居民部门的储蓄在疫情后迅速上升，居民的储蓄倾向上升明显，这充分反映了在疫情冲击之下，居民部门预防性储蓄的动机上升。在2021年第二、三季度，储蓄倾向虽然有所下降，但是距离疫情之前的水平还有一定的距离。在全球疫情没有完全得到控制的情况下，居民部门的消费信心完全恢复尚需时日，但是可能会逐渐接近疫情前的水平。第二，从企业部门的情况来看，反映企业储蓄的企业利润累计同比增速在2020年出现了较为明显的下滑，但是同期企业投资也出现了较为明显的下降，企业利润和企业投资的同步性使得企业部门的储蓄和投资缺口变动可能相对比较缓慢。不过，从目前的短期趋势来看，随着中国在经济转型的过程中对科技、教育等行业的监管力度逐渐加大，投资面临长期的结构性调整，尤其是中国愈加重视负债的风险，会使得整体投资更加有的放矢。因此，企业部门的储蓄—投资缺口可能会在短期内进一步扩大，对经常账户顺差形成支撑力量。第三，政府部门的投资大于储蓄，是赤字的贡献者之一，中国的财政赤字率在2020年达到6.2%，较2019年上升了1.2个百分点。不过，中国应对疫情的宏观经济政策总体稳健，赤字的扩大程度预计有限。总体而言，短期来看，中国居民和企业部门的净储蓄仍然有一定的支撑，部分抵消政府应对疫情的潜在赤字，因此中国经常账户的顺差还将持续一段时间。但是，从长期来看，如果居民储蓄回落，则需要观察企业部门的储蓄（即利润或收益）是否能摆脱疫情的不利影响而顺利回升，以弥补居民储蓄的不足。此外，企业投资和政府主导型的投资是否会上升，也是决定后续中国经常账户走势的关键因素。

从外部和内部视角来看，中国的经常账户顺差在未来一段时间仍有支撑，但总体而言进一步调整的幅度可能有限。换言之，尽管中国经济的规模体量决定其对全球失衡仍然有举足轻重的影响，但是中国的内部结构调整在过去多年的变化有助于减少失衡幅度。因此，即便全球失衡再次出现并持续一段时间，中国对全球失衡的贡献将上升，但预计不会回到2007年之前的高水平。

结 论


新冠肺炎疫情冲击之下，全球失衡规模较此前有所上升，这是否意味着全球

失衡卷土重来？本文尝试对这一问题作出回答。历史经验表明，2000年以来，全球失衡在逆差国的集中度始终高于顺差国，即全球失衡在逆差国端集中于少数国家——主要是美国、英国等金融市场较为发达的国家，但是承担为失衡融资的义务则分散在诸多的顺差国（例如中国、德国、日本等）。这意味着在全球范围内，为逆差国的失衡进行融资的顺差国之间有较强的替代性。

在新冠肺炎疫情出现之后，以美国为代表的发达国家采取了大规模救助措施，积累了大量财政赤字，“双赤字”效应总体加大美国的经常账户逆差。在一段时间内，由于大规模财政支持政策维持了美国居民收入的相对稳定，加之服务性消费受到疫情的影响，所以家庭储蓄率反而上升，在某种程度上缓解了美国经常账户赤字扩大的问题。但是，随着后疫情时代财政救助政策淡出及美国居民消费支出上升，居民部门对于美国经常账户余额的支撑可能会减弱。这就使得美国经常账户赤字的压力在此后一段时间将延续，因而客观而言，从外部视角来看需要顺差国提供融资，这便造成了全球失衡规模上升。应对新冠肺炎疫情的政策存在一定的扭曲特征，其导致的失衡上升也较难被归为“好失衡”。乌克兰危机对美国经常账户失衡的影响相对不确定，尽管从历史角度来看，大宗商品价格上涨会导致经常账户赤字增加，但是美国对俄罗斯油气的依赖相对较低，同时通货膨胀将同时影响分子和作为分母的GDP的扩大，因而最终的占比可能未必会那么快扩大。换言之，在后疫情时代，全球失衡可能会卷土重来，虽然其规模将不会达到2006年的水平。

谁能够为逆差国的资金需求融资？顺差国相对分散的历史表明，在为逆差国融资这个角色上，顺差国之间存在着较强的替代关系。从疫情前的情况来看，2010—2019年，以德国、荷兰、瑞士为主的欧洲国家已经替代中国，成为全球最重要的经常账户顺差来源区域，承担对逆差国进行融资的工作。随着亚洲经济稳健发展，部分亚洲国家也保持着较为良好的经常账户顺差格局。除此之外，石油输出国依靠大量能源带来的顺差，在某些特定的时期，也会对全球的逆差国进行较为明显的融资。后疫情时代，预计这些国家仍能继续扮演为全球逆差国融资的部分角色，但其承担的规模仍取决于后疫情时代的具体情况，在不同时期各类型国家承担的任务也不尽相同。例如，受到乌克兰危机等冲击的影响，俄罗斯作为主要顺差国的顺差地位有所增强；大宗商品价格上行背景下，其他大宗商品出口国的顺差地位也有望进一步增强；而对应地，由于欧洲对于俄罗斯天然气和石油的依赖度较高，这会缩窄欧洲的经常账户顺差。

在这一背景下，中国是否有能力及意愿承担为逆差国融资的部分角色？通过对中国经常账户各细项变动的外部视角以及各部门储蓄和投资变动的内部视角分析，本文认为，中国的经常账户顺差在未来一段时间仍有支撑，但是进一步上升的空间可能相对有限。中国经济正在进行结构性调整，以消费为代表的内需扩大会降低净储蓄，这一点在消费倾向逐渐恢复之后会更加明显。从承接意愿上来看，绿色发展目标和经济转型目标也可能制约传统出口上升的空间。换言之，尽管中国经济的规模体量决定其对全球失衡仍然有举足轻重的影响，但是中国的内部结构调整在过去多年的变化仍然是趋向于减少失衡幅度的。因此，即便是全球失衡再次出现并持续一段时间，中国对全球失衡的贡献可能会比2019年之前的阶段有所上升，但预计不会回到次贷危机以前的极高水平。

针对后疫情时代的全球失衡，还需要关注一种特定的情况，即逆差国的失衡迅速上升和顺差国的融资意愿之间的不匹配。与2008年全球金融危机前的全球失衡不同，近些年全球化进程受阻，全球产业链布局愈发从效率导向转为效率与安全并重，离岸外包行为有向“近岸”“友岸”重塑之势，但上述这些转变的进程仍具有不确定性，进而加大了不匹配的可能性。顺差国的分散程度可能进一步上升，此时，顺差国与逆差国的经济政策协调将不再集中于少数大国之间，而是需要少数逆差国与大量顺差国共同参与处理问题，从而促进世界经济进一步向多边主义方向发展。展望未来，多重冲击下全球经济放缓的趋势，可能会对全球需求产生影响，近期供应链受到的冲击也促使全球化进程调整，这些都可能是影响经常账户的新因素。

（责任编辑：邱静）

Paths to Capacity Improvement for China's Food Security under the Dual-Circulation Pattern

Zhao Xia, Tu Zhengjian and Zhang Jiuyu

74

China's national food security is faced with the dilemma of domestic resource and environmental constraints and the uncertainty of international food trade. It is necessary to ensure the effective supply of food, which should be the essential policy goal, cope with major external risks through pursuing a higher level of opening-up to the outside world, promote the interaction between the internal and external circulations to stabilize prices and supply, and effectively improve the nation's capacity to guarantee food security. Therefore, this article, based on the inherent mechanism of improving the national food security capability under the dual-circulation pattern and the analysis of many constraints China faces, suggests that domestic grain planting be stabilized on the basis of the dual-circulation pattern, the grain reserve system be optimized, and international grain supply for the domestic market be guaranteed, to strengthen China's capacity to ensure grain supply; it is also suggested that the market circulation channels be unblocked under the dual-circulation pattern, and the domestic and international grain markets be well connected to enhance China's ability to secure stable grain supply; and attention should be paid to both improving domestic supply capacity and opening-up to the outside world to improve China's competitiveness in the major links of international grain trade and enhance the competitiveness of the domestic grain industry.

Global Imbalances Strike Back?

Yang Panpan and Xu Jianwei

91

Since the outbreak of the COVID-19 pandemic, global imbalances have risen significantly, and the trend of global imbalances deserves special attention. Based on the measurement of the scale and concentration of global imbalances, this article analyzes the evolution of global imbalances during the past two decades. Global imbalances are always more concentrated in deficit countries than in surplus countries. Deficit countries are the main drivers of global imbalances. There are strong substitutions among surplus countries to finance deficit countries. The deficit countries, led by the US, have issued large-scale bailout measures to combat the COVID-19 pandemic. The "twin deficit" effect will generally worsen the current account deficit in the US, and support for the current account in the household sector is likely to weaken. This means global imbalances will remain prominent in the post-pandemic era. Since the global financial crisis, surplus countries have become more dispersed among European,

Asian and oil-exporting countries. China's role in financing deficit countries as a major surplus country has weakened. Overall, even if global imbalances strike back, China's contribution to global imbalances may rise from the post-global financial crisis era, but is not expected to return to pre-crisis level. Policy coordination aiming to reduce global imbalances will involve a small number of deficit countries and more surplus countries, which will promote the evolution of the world economy towards multilateralism.

Background, Pathways and Implications of SDR Channeling

Jiang Xufeng

113

The largest-ever allocation of IMF Special Drawing Rights (SDRs) has taken effect, which brings to the fore the effective use of the sizeable inventory of SDRs to enhance its vitality. This article first reviews the history of the creation of SDRs, their characteristics, and their role in IMF's daily operations. The article provides an analysis of four feasible options for SDRs channeling, namely enlarging SDRs' support for PRGT, establishing the Resilience and Sustainability Trust, increasing the use of SDRs in other international organizations, and creating the SDRs substitution account. The article also goes through the repercussions of these four options for SDR channeling, including strengthening the systemic importance of the IMF, improving global economic governance, easing the burden for countries with high debt levels, and facilitating international monetary system reforms.

China's Overseas Lending and Africa's Debt Sustainability: Reality and Prospects

Liu Chen and Ge Shunqi

134

The impact of the COVID-19 pandemic has triggered widespread international attention to the debt sustainability of Africa. In the context of the continuous improvement in China-Africa financing relations, some studies have wrongfully argued that China's overseas lending is the external factor of Africa's "debt trap". This article attempts to outline the scenario of China's lending to Africa and analyze its possible impact on Africa's debt problems through a comprehensive analysis of relevant data and information. It finds that, in terms of the scale of loans, China's lending to Africa has grown rapidly in recent years, making it one of the important creditors of the continent; in terms of debt ratio, China's lending to Africa remains lower than that of commercial creditors and multilateral creditor institutions, and since the lending has been concentrated in a small number of African countries, it has had a very limited