

经常账户研究的百年回顾： 均衡、暂时失衡与持续失衡

刘晓辉 任建武 张璟*

摘要：本文立足三个经常账户核算等式，回顾了过去一个世纪中经常账户决定的研究。本文认为，20世纪90年代中期之前的弹性分析法、吸收分析法、M-F模型、经常账户跨期均衡分析法和新开放经济宏观经济学方法等侧重考察暂时性的经常账户失衡，近年的研究则转向了经常账户持续失衡的讨论。研究发现，尽管经验证据并不普遍支持某种理论或理论假说，但预算盈余和实际汇率与经常账户余额分别呈现出统计上稳健的正相关和负相关关系，而近年来日益引起重视的金融发展、金融深化及人口结构因素与经常账户并没有表现出统计上稳健的相关性。本文最后对双赤字假说的经验检验及如何从人口结构和企业部门角度拓展已有研究提出了建议。

关键词：经常账户；汇率；贬值；贸易条件

一、引言

布雷顿森林体系崩溃后，尤其是20世纪80年代后，经常账户失衡成为全球经济发展的一个重要现象。以美国和英国为代表的国家出现了持续的经常账户逆差，而德国、日本、中国及石油出口国则出现了持续的经常账户顺差。20世纪90年代之后，经常账户失衡持续膨胀，到2007—2008年全球金融危机时达到顶峰，全球逆差规模占全球GDP比重达到2.5%，而顺差规模占比则接近3%。^① 尽管此后失衡规模收窄，但持续的经常账户失衡依然存在（IMF, 2019）。英美仍然是最主要的逆差国，而中国、德国、日本以及包括中国香港、新加坡、马来西亚和韩国在内的亚洲经济体则表现出了持续的经常账户顺差。

如何理解经常账户的持续失衡呢？由于经常账户代表了开放经济体的外部均衡状况，因此它一直是理论研究和政策制定者普遍关注的重要变量。如何利用经常账户交易实现跨期贸易收益的最大化，同时如何避免持续的经常账户逆差或顺差所可能导致的不利影响，一直以来构成了理论研究和政策制定者所关心的重要议题。而理解经常账户的决定和影响因素以及经常账户持续失衡的原因，无疑有助于政策制定者更好地实现这些政策目标。

理论上来看，关于经常账户决定的讨论已经持续了近一个世纪，先后出现了弹性分析法

* 刘晓辉，西南财经大学中国金融研究中心，邮政编码：611130，电子信箱：libyxiaohui@126.com；任建武，西南财经大学中国金融研究中心，邮政编码：611130，电子信箱：renjianwu_swufe@126.com；张璟，西南财经大学金融学院，邮政编码：611130，电子信箱：libyzhang@163.com。

本文受国家社会科学基金一般项目“我国环境规制对经常账户的影响与应对策略研究”（项目批准号：19BJL131）的资助。作者衷心感谢两位匿名审稿专家提出的宝贵建议，文责自负。

①根据世界银行发展指标库（WDI）计算，详细数据备索。

(20世纪20—40年代)、吸收分析法(20世纪50—60年代)、Mundell-Fleming模型(20世纪60—70年代,简称M-F模型)、经常账户跨期均衡分析方法(20世纪80年代,简称跨期均衡分析方法)和新开放经济宏观经济分析框架(20世纪90年代中期,简称NOEM)等理论思想和分析框架。这些方法尽管为我们理解经常账户的决定和失衡现象提供了理论指导,但难以解释近20年来持续的全球失衡现象,因此引出了从储蓄过剩、金融发展和金融抑制以及人口结构等角度理解经常账户失衡的新的理论假说。

理论上可以利用三个等式来分析经常账户:(1)经常账户等于净出口,即贸易余额,也即产出与吸收的差额。从这个角度看,汇率、国内外价格和收入等决定贸易余额、产出和吸收的因素也就是决定经常账户的因素。这是20世纪20—50年代弹性分析法和吸收分析法采取的研究视角。(2)经常账户等于储蓄与投资的差额。这个角度的研究重在考察影响储蓄和投资的因素,这些因素也因此成为决定和影响经常账户的因素。这是跨期均衡分析方法和NOEM框架采用的视角。最近20年来解释持续的全球失衡现象时,大多数的理论解释都采用了这种分析视角。(3)如果不考虑误差与遗漏项,那么经常账户余额等于负的资本与金融账户余额,因此决定和影响资本流动的因素也是决定和影响经常账户的因素。这是重商主义观点采用的分析视角。

本文从上述等式出发,回顾过去一个世纪中经常账户决定的理论和经验研究,为我们理解经常账户决定提供较为全面的理论梳理,也为理解当前的经常账户失衡现象提供思路。文章安排如下:第二部分讨论了20世纪20—70年代盛行的弹性分析法、吸收分析法和M-F模型框架下的经常账户决定理论;第三部分讨论20世纪80—90年代中后期盛行的跨期均衡分析方法和NOEM框架;第四部分回顾了最近20年来出现的新的理论观点;在前面三个部分理论文献的回顾基础上,第五部分回顾了20世纪20年代以来的经验研究,并着重考察和分析了20世纪90年代中期以来的经验证据;最后是结论和展望。

二、汇率、支出转换效应与经常账户

第一次世界大战期间,主要资本主义国家实际上已经放弃了金本位制度,并通过印制纸币弥补战争开支。随着不可兑换纸币的发行和流通,高度的汇率不稳定已不可避免,由此开启了外汇市场稳定条件的讨论。这个问题在资本流动受到管制的背景下,实际上等价于讨论汇率的变化在什么情况下可以改善或恶化经常账户或贸易账户,由此引出了20世纪20—40年代关于经常账户和贸易账户决定的弹性分析法。^①

(一)名义汇率、相对价格、支出转换效应与弹性分析法

弹性分析法通过考察汇率变化对相对价格的影响,进一步分析其对进出口商品供求的影响,以此决定贸易账户余额。假设国内外价格不变,那么本币贬值将导致本国和外国商品相对价格的变化:本国商品变得相对便宜,而外国商品则相对更加昂贵。这种相对价格的变化将引起支出转换效应(expenditure-switching effect):对本国出口商品的需求增加,而对外国商品的进口需求下降,由此导致净出口数量的上升。但同时本国为单位进口商品支付的

^①早期研究主要关注贸易收支,其主要原因是在当时资本流动受限的背景下,投资收益与经常转移(或初次收入与二次收入)等项下的收支很小。实际上,即便对今天的大多数国家来说,贸易账户余额仍然是经常账户最主要的构成部分。本文在该部分行文时交替使用经常账户和贸易账户。

相对价格上升,这种价格效应将抑制贸易账户的改善。如果初始贸易余额为零,则当数量效应超过价格效应时(此时马歇尔-勒纳条件成立,简称M-L条件),贸易账户改善。

弹性分析法的局限在于:首先,经常账户和贸易余额的变动也会影响汇率变化,这导致经验研究难以识别汇率变化的影响;其次,弹性分析法尽管有助于解释短期中汇率变化对贸易余额的影响,但如果不与吸收分析法有效结合,那么它仍然难以解释长期中经常账户的变动。

(二) 汇率、收入与吸收

Alexander(1952)从贸易余额等于产出与吸收之差这一核算恒等式出发,考察了本币贬值对贸易余额的影响。在该分析框架下,本币贬值对经常账户的影响可分解为两个方面:贬值对收入的影响和贬值对自主性吸收的影响。Alexander(1952)认为,贬值主要通过资源闲置效应和贸易条件效应影响收入,但可通过现金余额效应、收入再分配效应和货币幻觉效应等影响自主性吸收。^①在多个影响机制下,本币贬值对经常账户的影响方向是不确定的。

尽管我们难以得到贬值对经常账户影响的明确结论,但这并不重要。重要的是,吸收分析法将汇率变化影响外部均衡这一问题引向了对消费、投资和收入等“内部”变量的分析,从而打开了分析经常账户决定因素的新的思路。因此,这个方法的开创性贡献在于,它表明隐藏在吸收背后的宏观经济因素(如储蓄和投资决策)才是经常账户和国际借贷模式的最终决定力量(Gandolfo,2016,第297页)。^②

(三) M-F 模型中的政策冲击与经常账户

20世纪60年代初,开放经济宏观经济学迎来了理论上的重要突破。M-F理论框架吸收了弹性分析法与吸收分析法的思想,为我们理解外生政策冲击对经常账户的影响提供了有力的分析工具。

我们首先讨论财政政策对经常账户的影响。在资本完全流动的小型开放经济假设下,固定汇率制度的经济体实行扩张性财政政策将推高本国利率,引起资金流入本国,本币升值。为了维持固定汇率,本国中央银行买入外币资产,投放本币。货币扩张的结果是在维持利率和汇率不变的前提下,扩张性财政政策通过乘数作用导致本国产出扩张,并因此引起引致性进口上升,经常账户恶化。而在浮动汇率制度下,扩张性财政政策推动总需求扩张,因此推高本国利率,导致本币升值。在M-L条件成立的前提下,这将通过支出转换效应导致本国经常账户的恶化。因此,不论固定还是浮动汇率制度下,扩张性财政政策都会导致经常账户的恶化。

我们现在说明货币政策的影响。首先应当注意的是,固定汇率制度下货币政策丧失了独立性,因此不会影响经常账户。而浮动汇率制度下,扩张性货币政策将导致本币贬值,从而通过支出转换效应改善经常账户。

因此,浮动汇率制度下,支出转换效应是各种政策冲击通过影响汇率进而影响经常账户的主要渠道。应指出的是,由于模型静态预期的假设,我们不用区分暂时性和永久性政策。但是,即使通过修改预期的形成机制而考察暂时性和永久性政策冲击的影响,上述定性结论仍然成立:暂时性和永久性货币政策扩张都会改善经常账户;而暂时性和永久性财政政策扩张都会恶化经常账户。之所以如此,是因为M-F模型忽略了经济人的跨期预算约束,而在

^①关于这些效应的详细讨论,参见 Alexander(1952)。

^②当时学界并没有认识到这个方法的重要价值和真正的创新所在(Gandolfo,2016,第297页)。

跨期均衡分析方法和 NOEM 框架下暂时性和永久性政策对经常账户将产生差异性影响。

三、NOEM:整合 M-F 模型和跨期均衡分析方法

(一) 跨期均衡分析方法

20 世纪 80 年代盛行的跨期均衡分析方法认为,私人的储蓄和投资行为是前瞻性的,这就在继承吸收分析法思想的同时,进一步补充和完善了这一思想,因此可将跨期均衡分析方法视为吸收分析法的拓展和延伸(Obstfeld and Rogoff, 1995b; Gandolfo, 2016)。

在弹性价格假设下,跨期均衡分析方法重在考察实际变量对经常账户的影响。这些实际变量包括生产率、贸易条件、政府支出、产出和投资等。同时,跨期均衡分析方法还注意并强调了暂时性冲击和永久性冲击对经常账户的差异性影响。当经济面临暂时性冲击时,经常账户可以发挥冲击吸收器的作用(Obstfeld and Rogoff, 1995a, 1995b)。假设一国面临暂时性的产出下降,此时跨期消费平滑的经济人借入国外资金,形成经常账户逆差,从而在暂时性产出下降时无需紧缩开支,实现消费的平滑。而当经济面临永久性产出紧缩时,经济人会同时紧缩支出,因此永久性产出紧缩对经常账户的影响并不确定。^①

可见,在跨期均衡分析方法框架下,经常账户的失衡是理性经济人进行消费跨期平滑的结果,经常账户的失衡没有什么可担心的,它也会如古典经济学家所宣称的那样,自动恢复均衡。然而与弹性分析法和吸收分析法等古典理论观点一样,跨期均衡分析方法也难以解释持续的经常账户失衡现象。^②

(二) NOEM 框架下的政策冲击、贸易条件与经常账户决定

尽管 M-F 模型是 20 世纪 60—90 年代国际经济学领域的主导性政策分析工具,但它忽略了跨期预算约束,因此它难以用于分析经常账户等动态经济现象(Obstfeld and Rogoff, 1995b)。并且, M-F 模型缺乏微观基础的缺陷也使该分析框架难以用于严谨的福利分析。而跨期均衡分析方法也并非没有缺陷:一方面它假设价格弹性,忽略了货币因素的作用;另一方面,该分析框架中企业部门是完全竞争的,这就意味着贸易条件的变动是外生的,经常账户的变化难以影响贸易条件。

Obstfeld 和 Rogoff(1995a) 开创的 NOEM 吸收了跨期均衡分析方法和 M-F 模型的合理思想内核,他们在垄断竞争的框架下,克服了上述缺陷,为我们理解经常账户的决定和汇率的动态特征提供了新的分析工具。本小节首先回顾 20 世纪 50 年代以来贸易条件对经常账户影响的研究,然后在 Obstfeld 和 Rogoff(1995a) 模型框架下,考察货币政策及由此引起的贸易条件变化对经常账户的影响。财政政策冲击对经常账户的影响则留在第四部分讨论双赤字假说时扼要说明。

早在 20 世纪 50 年代初,一些研究即考察了贸易条件变化对经常账户的影响。这些研究将贸易条件的改善视为实际收入的上升,由此引起储蓄上升、用于商品和服务的支出减少。在不考虑投资和政府支出的情况下,储蓄变化即对应着经常账户的变动,因此贸易条件的改善将导致经常账户的改善。这种贸易条件变化所引起的经常账户变动被称为

^①具体影响方向取决于模型参数。Glick 和 Rogoff(1995) 在具体的函数设定下,构建了一个经常账户决定的理论模型。他们的研究发现永久性生产率的上升在推动产出扩张的同时,恶化了经常账户。

^②但这个方法可用来研究长期中的经常账户波动现象(Miyamoto and Nguyen, 2017)。

Harberger-Laursen-Metzler 效应(简称 HLM 效应)。

这个效应在后续弹性分析法和吸收分析法的讨论中发挥了很重要的作用(Alexander, 1952)。例如,Alexander(1952)在吸收分析法中也明确提出了汇率变化通过贸易条件对经常账户产生影响。Alexander(1952)认为,贬值通常会引起贸易条件的恶化,从而降低本国实际收入,在边际吸收倾向小于1的假设下,这意味着因贬值而导致的贸易条件恶化会带来经常账户的逆差。这与 HLM 效应的结论是一致的。在其后的 20 世纪 60—70 年代,在讨论国际经济周期的传递和石油价格的影响时,这个问题一度成为学界关心的重要议题,基本结论也大多与 HLM 效应一致(Svensson and Razin, 1983)。

到了 20 世纪 80 年代初,HLM 效应遇到了挑战和批评。Obstfeld(1982)在代表性经济人跨期最优化框架下的研究表明,贸易条件的恶化会导致储蓄的上升和经常账户的改善。这与 HLM 效应是完全相反的。Svensson 和 Razin(1983)则进一步注意到并区分了贸易条件影响经常账户的渠道,即财富效应和替代效应。前者指贸易条件变化会引起财富的变化,由此引起跨期消费平滑的经济人的行为调整;后者则指贸易条件变化导致经济人在同一时期内在不同商品之间和在不同时期的商品之间进行消费替代的行为。此外,Svensson 和 Razin(1983)还强调了暂时性和永久性贸易条件变化的差异性影响。暂时性贸易条件的不利变动将恶化经常账户,但永久性贸易条件的不利变化对经常账户的影响方向则取决于效用函数的强跨期可分性(Obstfeld, 1982; Svensson and Razin, 1983)。

Obstfeld(1982)及 Svensson 和 Razin(1983)引发了大量在动态最优化框架下考察 HLM 效应的研究,但是,一方面,这些研究和后来的跨期均衡分析方法通常都假设企业部门是完全竞争的。在这种设定下,小国开放经济中进出口产品价格通常可视为外生的,因此,贸易条件的变化在很大程度上可视为外生的政策冲击。但是,正如 NOEM 所假设的那样,如果一国企业部门在国际贸易中具有一定的垄断能力,那么经常账户的变化也会反过来通过国际间的财富再分配效应影响贸易条件(Obstfeld and Rogoff, 1995b)。另一方面,这些研究与跨期均衡分析方法类似,大多假设了价格弹性,因此难以捕捉到短期中贸易条件的变化。这两方面的缺陷在 NOEM 框架中得到了纠正。

我们以 Obstfeld 和 Rogoff(1995a)模型中永久性货币扩张为例,扼要说明该政策对贸易条件和经常账户的影响。在该模型中,永久性货币扩张在短期带来了本币贬值,由此刺激了产出扩张。为了跨期平滑消费,经济人提高消费,但消费的变动幅度低于产出变动幅度,由此改善经常账户。根据 Obstfeld 和 Rogoff(1995a)的假设,短期中价格是提前一期设定的,因此,本币贬值即对应短期中贸易条件的恶化。换言之,在 Obstfeld 和 Rogoff(1995a)分析框架下,短期中贸易条件和经常账户都是内生的,扩张性货币政策导致了二者的同时变化。但是,经济上的逻辑则是,扩张性货币政策导致了本币贬值,由此引起短期贸易条件的恶化。而本币贬值(同时也意味着贸易条件恶化)改善了经常账户。这与 HLM 效应是相悖的。

在 Obstfeld 和 Rogoff(1995a)的分析框架中,永久性货币供给扩张虽然恶化了短期贸易条件,但却会改善长期贸易条件。原因在于,扩张性政策导致的本币贬值改善了经常账户,由此导致本国财富增加。在两国模型框架下,这实际上就意味着经常账户的变化产生了国际间的财富再分配效应。而长期中财富的增加将导致本国居民享受更多闲暇,本国产出因此相对下降,最终导致本国产品相对价格上升,贸易条件改善。

四、全球失衡与经常账户决定

实际上,暂时性的经常账户顺差或逆差正是开放经济进行跨期贸易的结果,也是开放经济提高经济福利的重要手段,因此,暂时性经常账户失衡无需特别关注。但是,持续的经常账户顺差或逆差却可能是一国经济结构性失衡、宏观经济扭曲和金融脆弱性的反映,可能引起严重的负面经济后果(IMF,2019)。这才是政策制定者和理论研究所应关注的重要问题。从前面的分析来看,已有的讨论主要集中于暂时性失衡问题。^①但是,近年来,随着经常账户持续失衡问题变得越来越严重,新的解释经常账户决定的理论或理论假说不断涌现。

Chinn 和 Ito(2019)将近年来讨论经常账户决定的文献分为四类:跨期均衡分析方法、储蓄过剩和安全资产短缺假说、储蓄-投资视角的财政与人口因素论以及重商主义观点。我们遵循他们的划分方法,一一讨论 20 世纪 90 年代中期以来出现的上述诸种理论假说。

(一)全球储蓄过剩假说

全球储蓄过剩假说包括四种观点。第一种观点认为,东亚国家的高储蓄导致了全球的储蓄过剩,从而导致资本流入美国,并带来实际利率的长期低迷。那么东亚国家为什么储蓄率相对较高呢?一种解释是东亚国家的社会保障体系不够完善,覆盖面不广(Eugeni,2015)。Eugeni(2015)指出,相对美国来说,东亚国家现收现付的社会保障体系(pay as you go system)仅仅覆盖了 44.1%的劳动力和 31.3%的工作人口,而美国这两个比例分别是 92.2%和 71.4%。因此,出于养老等预防动机,东亚国家倾向于更多储蓄。

第二种观点认为人口因素、货币危机和石油价格是导致全球储蓄过剩的重要原因。一方面,部分发达经济体(如德国和日本等)因人口老龄化导致储蓄增加、投资减少,因此出现了经常账户的顺差;另一方面,20 世纪 90 年代中期发生的一系列危机使很多发展中国家和新兴市场经济体出于预防性目的而增加储备资产的积累。同时,受石油价格上涨的影响,俄罗斯与委内瑞拉等国家以及中东和非洲的很多石油出口国也积累了大量的经常账户顺差。这三个因素导致了全球的储蓄过剩。过剩的储蓄则流入美国,形成了美国的经常账户逆差。

第三种观点认为,新兴市场经济体所面临的安全资产短缺才是全球储蓄过剩的重要影响因素。这种观点认为,储蓄过剩假说只注意到了顺差国家存在的资产普遍性短缺,但没有注意并区分安全资产短缺问题(Caballero et al.,2017)。^②这种观点进一步认为,新兴市场经济体在面临安全资产短缺时会通过经常账户顺差来满足对安全资产的需求(Caballero et al.,2008,2017)。

最后一种观点认为,金融发展或金融抑制程度的下降可降低预防性储蓄,从而降低储蓄率。因此,金融发展程度越高的经济体越可能积累国外负债,形成经常账户逆差(Mendoza et al.,2009)。

(二)人口、财政赤字与经常账户

1.人口结构与经常账户失衡

根据分析经常账户的第二个等式,即经常账户等于储蓄与投资的差额,任何影响储蓄和

^①跨期均衡分析方法一定程度上也能解释经济周期频度中的经常账户变动,但它难以解释经常账户的持续失衡和趋势性变动。

^②安全资产是一种简单的债务工具,在发生不利的系统性事件时,这类资产能保持价值稳定(Caballero et al.,2017,第 29 页)。

投资的因素都可能影响经常账户余额。这是从人口结构角度考察经常账户持续失衡的研究所采取的研究视角。由于性别和年龄是人口结构最基本的两个构成,因此大多数文献集中关注这两个人口结构因素对经常账户的影响。一部分文献考察了性别比对经常账户的影响。研究认为男性会提高储蓄率以增加其在婚姻市场上的竞争力,因此,男女性别比的上升会提高储蓄率,从而改善经常账户(Wei and Zhang, 2011)。另一部分文献考察了人口抚养比或人口年龄结构对经常账户的影响。一方面,少儿抚养比和老年抚养比上升会提高居户支出,降低储蓄率,形成经常账户逆差;另一方面少儿抚养比上升也可能导致家庭预防性储蓄的上升,由此改善经常账户。因此,人口年龄结构对经常账户的影响方向难以确定。

不难发现,人口结构主要是通过储蓄渠道影响经常账户的。这个思想实际上可以追溯到 Coale 和 Hoover(1958)的研究。他们较早注意到并分析了人口结构因素对储蓄的影响(但他们没有分析人口结构对经常账户的影响)。他们认为,高生育率导致的高抚养比会带来储蓄率下降(Coale-Hoover 假说,简称 C-H 假说)。逻辑上来说,如果该假说成立的话,那么人口结构因素就可能因此影响经常账户。这实际上是 20 世纪 90 年代后从人口结构角度考察经常账户决定的研究的理论源头。

2. 双赤字假说:财政政策与经常账户失衡

20 世纪 80 年代前半期,美国持续的经常账户赤字和财政赤字并存的现象引起了经济学家的关注,由此产生了解释经常账户失衡的双赤字假说(twin deficits hypothesis,简称 TDH)。我们可以从三个角度说明 TDH 的理论基础。首先,可以从简单的国际收支等式来说明双赤字现象。由于经常账户可表示为私人部门储蓄和政府部门储蓄之和与投资的差额,因此,在财政赤字降低政府部门储蓄的同时,如果私人部门储蓄和投资不受影响的话,那么从统计恒等式来看,财政赤字与经常账户赤字将相伴而生。但是,这种理解双赤字现象的角度缺乏严谨的理论基础,它仅仅表明政府财政赤字与经常账户逆差之间存在正相关关系,但不能说明财政赤字对经常账户是否具有经济上的因果影响。

其次,关于 TDH 严谨的理论分析至少可以追溯至 M-F 模型的分析结论。第二部分对 M-F 模型的讨论已经表明,不论是固定还是浮动汇率制度,扩张性财政政策都会导致经常账户的恶化:固定汇率制度下,在维持本国利率和汇率不变条件下,扩张性财政政策将通过乘数效应推动产出扩张,由此导致进口扩张和经常账户逆差;而浮动汇率制度下,财政扩张将导致本国利率上升、本币升值,从而通过支出转换效应导致经常账户恶化。

最后,我们利用 NOEM 框架扼要说明赤字财政政策是如何引起经常账户恶化的。在 Obstfeld 和 Rogoff(1995a)模型中,由于税收的扩张是暂时性的,因此暂时性财政扩张所导致的消费的降低低于政府开支,因此造成经常账户逆差,这符合 TDH 的预测;但永久性财政扩张在一定条件下将导致经常账户的改善,这与 TDH 相悖。^①

^①上述分析忽略了财政扩张可能带来的贸易条件变化的影响,这就引出了改进的 TDH 假说(refined twin deficit hypothesis, Corsetti and Müller, 2006)。Corsetti 和 Müller(2006)认为,如果政府开支主要用于对本国商品的消费,那么财政扩张将改善本国贸易条件。这将提高来自本国投资的实际收益率,促进投资扩张,因此会抵消浮动汇率制度下财政扩张通过提高利率而产生的对投资的挤出效应。因此,财政扩张对经常账户的影响取决于这两个效应的大小,而这又取决于经济体的开放程度。当开放程度较高时,财政扩张的挤出效应小于贸易条件改善带来的投资扩张,TDH 假说成立;当开放程度较低时,财政扩张则会改善经常账户。Kim 和 Roubini(2008)将财政赤字改善经常账户的现象称为双分离假说(twin divergence)。感谢审稿人的宝贵建议。

(三) 货币操纵、储备积累与经常账户失衡

Dooley 等(2003)认为,通过币值低估、资本管制和储备资产积累等手段维持的出口导向型经济积累了对中心国家(如美国)的债权。Bayoumi 等(2015)进一步发挥了这种观点。他们认为,美国的一些贸易伙伴(主要来自亚洲)积极干预外汇市场保持币值低估,并以此获得竞争力、促进增长。这种干预是导致美国经常账户逆差的原因。这种解释与全球储蓄过剩的观点并无本质分别。储蓄过剩假说即认为,正是由于东亚发展中国家和新兴市场经济体的外汇干预,使这些经济体的储蓄由私人部门转移到负责干预的货币当局手中,再由货币当局购买美国发行的资产使本国的储蓄资金流入美国,导致了美国的经常账户赤字。

这个观点实际上是从第三个等式来理解经常账户的,即经常账户等于负的资本与金融账户余额。如果进一步将资本流动区分为私人资本流动和官方资本流动,那么经常账户还等于净官方资本流动与净私人资本流动之和,因此,讨论经常账户决定和影响因素其实等价于讨论是哪些因素影响了净资本流动。Bayoumi 等(2015)及 Chinn 和 Ito(2019)正是在这个视角下讨论了官方资本流动对经常账户的影响。

但是,上述分析视角存在两个问题:第一,上述等式仅仅是统计恒等式,它并不具备因果关系的解释,因此,既可能是储备资产积累影响了经常账户,也可能存在相反的因果关系,即经常账户的顺差带来了储备资产的积累。因此,这个理论假说的难点在于如何识别储备资产积累对经常账户影响的因果关系,这不外乎寻找合适的工具变量(Chinn and Ito, 2019)。第二,这个式子成立的前提是不存在统计误差的影响,即不考虑误差与遗漏项。但是,一方面,现实中很多国家的误差与遗漏项不仅绝对数值很大,而且在国际收支中的占比也很大;另一方面,2007—2008 年全球金融危机之后,全球作为一个总体,其误差与遗漏项出现了根本性的逆转,由之前的长期负值转为持续增加的正值。因此,采用这种分析视角考察经常账户的决定可能面临严重的、系统性的统计误差的影响。

五、经验证据

本部分首先扼要回顾 20 世纪 20—90 年代中期的经验研究,然后集中讨论 20 世纪 90 年代中期以来关于经常账户决定的经验研究。

(一) 经验证据

1.20 世纪 20—90 年代中后期的经验研究回顾

这个时期的经验研究可粗略分为两个时期。第一个时期(20 世纪 20—80 年代)主要利用单方程模型等方法估计进出口弹性系数,以此检验 M-L 条件是否成立。第二个时期(20 世纪 80—90 年代中后期)侧重检验跨期均衡分析方法。我们在此扼要分析第一个时期的研究,第二个时期的研究可参见 Obstfeld 和 Rogoff(1995b)的讨论。

第一个时期的研究侧重关注 M-L 条件是否成立。首先,就研究结论来看,该时期的研究结论不外三类:进出口需求价格弹性之和大于 1(M-L 条件成立)、等于 1 与小于 1;其次,经验研究一定程度上形成了比较一致的看法:短期中,进出口需求价格弹性之和常常小于 1,但长期中 M-L 条件成立。

这个时期的实证研究有两点值得注意:第一,研究样本集中在发达经济体;第二,一些研究发现,美国进口需求的收入弹性与其他发达国家基本相同,但其他国家对美国出口产品需求的收入弹性却非常低。Houthakker 和 Magee(1969)最早发现了这个现象,因此,这被称为

Houthakker-Magee 收入不对称效应。美国进出口商品需求收入弹性的这种显著差异是导致美国 20 世纪 60 年代贸易收支持续恶化的重要原因(Houthakker and Magee, 1969),也是解释美国经常账户赤字的一个重要理论假说。

2.20 世纪 90 年代中期以来的经验研究:什么决定了经常账户?

据我们所知,经常账户决定的经验研究在 20 世纪 90 年代中后期才开始起步。我们结合 20 世纪 90 年代中期以后发展起来的各种理论假说回顾这些经验研究。^①

(1)跨期均衡分析方法的经验研究结论。跨国经验研究通常以经济发展程度和经济增速以及贸易条件三个指标反映跨期均衡分析方法的理论预测。从回归结果看,经济发展程度和经济增速对经常账户的影响并没有取得一致结果。但是,贸易条件的回归结果较为一致:给定其他条件不变,贸易条件的改善会改善经常账户(Lane and Milesi-Ferretti, 2012)。这里存在两个问题:首先,单方程回归中,我们常常难以区分暂时性和永久性的经济冲击;其次,很多研究中贸易条件是以波动值而非水平值进入回归的(Chinn and Prasad, 2003; Chinn and Ito, 2007, 2008; 李兵、任远, 2015),这与理论分析并不一致。

(2)全球储蓄过剩假说的检验。首先,引入石油出口国虚拟变量回归的绝大多数结果表明,该虚拟变量回归系数显著为正(Chinn and Prasad, 2003; Chinn and Ito, 2007, 2008; 朱超、张林杰, 2012; Chinn et al., 2014; Bayoumi et al., 2015; Chinn and Ito, 2019),这支持全球储蓄过剩的第二种观点。

其次,如果聚焦金融发展对储蓄和经常账户的影响来验证第四种全球储蓄过剩假说,那么既有经验研究并不支持这个假说。一方面,不同的经验研究中,金融发展和金融深化指标对经常账户的回归系数或者为正(Chinn and Prasad, 2003),或者为负(谭之博、赵岳, 2012; 李兵、任远, 2015; Allen, 2019),或者兼而有之(茅锐等, 2012; 姚斌、李建强, 2014; Tan et al., 2015; Unger, 2017)。另一方面,很多研究将储蓄过剩假说狭义地理解为金融发展程度不高或金融抑制的经济体的储蓄率相对较高,从而形成经常账户顺差,并立足这一狭义理解对储蓄过剩假说进行经验检验。例如,Chinn 和 Ito(2008, 2019)通过引入金融发展与制度因素和金融开放的交乘项方式经验检验了储蓄过剩假说,但这一系列研究并没有得出明确结论:Chinn 等(2014)发现了支持储蓄过剩假说的证据,但他们早前和后续拓展研究却推翻了这些结论(Chinn and Ito, 2008, 2019)。

(3)人口结构与经常账户的经验检验。人口结构因素也难以解释经常账户的跨国差异。包括少儿抚养比、老年抚养比和总抚养比在内的各种人口结构变量在回归中都没有取得一致的结果。首先,就少儿抚养比的回归结果来看,尽管很多研究发现少儿抚养比的回归系数显著为负(如,Chinn and Prasad, 2003; Chinn and Ito, 2007, 2008; Allen, 2019),意味着少儿抚养比的上升会恶化经常账户,但朱超和张林杰(2012)、王伟等(2018)及朱超等(2018)则发现少儿抚养比的影响在统计上显著为正。其次,使用老年抚养比和总抚养比指标进行回归的经验研究也得到了类似的不一致结论。

经验研究为什么存在如此大的分歧呢?我们认为这可能有两个原因。首先,抚养比对储蓄率的影响并不确定。如前所述,人口结构对经常账户影响的理论源头可以追溯至 C-H 假说,该假说认为高抚养比会导致储蓄率下降。据此推理,那么高抚养比则会导致经常账户

^①我们制表总结了这些经验研究(共 36 篇)。限于篇幅,本文没有提供该表(备案)。

的恶化。但是,问题在于经验证据并不能一致支持 C-H 假说。该假说提出后引发了大量的经验研究工作。Leff(1969)是支持 C-H 假说较早的经验研究,但一些经验研究又推翻了 Leff(1969)的结论。后续研究就此问题展开了进一步的讨论,结论并不一致(Krueger and Ludwig,2007)。

其次,经验研究并没有注意到人口结构的内生性。不论是理论研究还是经验研究大多假设人口结构是外生的,忽略了推动人口结构变化的两个主要因素——生育率和死亡率——的影响,因此也忽略了控制和影响生育的政策也可能会进一步通过影响生育率而影响人口结构变化(De Silva and Tenreyro,2017)。例如,生育率的变化本身也会影响储蓄和消费决策,从而可能影响经常账户;同样,预期寿命的延长既可能影响生育决策,进而影响生育率,也会直接影响支出决策。

(4)财政政策、实际汇率与经常账户。我们发现,预算盈余和实际汇率两个指标对经常账户的回归结果是比较稳健的。^①首先,在几乎所有的经验研究结果中,预算盈余的回归系数为正且统计上显著,这是支持 TDH 的初步证据。但是,对这个初步证据应持审慎态度。第一,一些研究表明,财政赤字并不能充分解释经常账户的变动(Ferrero,2010);第二,已有经验研究没有考虑到可能存在的反向因果关系所导致的内生性。^②因此,与其说已有研究中预算盈余的回归结果支持了 TDH,还不如说这些结果表明,预算赤字和经常账户赤字是相伴而生的;第三,尽管一些基于国别时间序列的研究发现 TDH 是成立的(如田磊、杨子暉,2019),但不少基于美国的时间序列研究发现该假说不成立,而双分离假说成立,即财政赤字会改善经常账户(Corsetti and Müller,2006;Kim and Roubini,2008;Enders et al.,2011)。

其次,在引入实际汇率的经验研究中,实际汇率的回归系数基本为负,且统计上显著不异于 0(Chinn and Prasad,2003;谭之博、赵岳,2012;Das,2016)。这部分印证了传统的观点,即实际汇率的升值会恶化经常账户。但同样我们难以说明究竟是实际汇率影响了经常账户,还是经常账户影响了实际汇率,因为单方程回归中实际汇率也存在很强的内生性。

要言之,尽管预算盈余和实际汇率在 20 世纪 90 年代中期以来的跨国经验研究中表现出了回归结果的基本一致性,但经验研究仍然不能告诉我们究竟是哪些因素决定和影响了经常账户。一方面,预算盈余和实际汇率的回归结果面临因果关系颠倒而导致的内生性;另一方面,其他理论假说所涉及的经常账户的决定和影响因素在回归中难以得到一致稳健的结果。

(二)进一步讨论

目前经验研究主要采用的参数估计方法有混合 OLS 估计(包括截面数据 OLS 估计,简称 OLS 估计)、固定效应(组内估计量,简称 FE)、用于动态面板的差分 and 系统广义矩估计方法(分别简称为 FD-GMM 和 SYS-GMM)。这可能引起三个方面的问题。

首先,FE 估计方法实际上强调了经常账户在时间上的变化,而 OLS 估计则强调了国家之间的差异在解释经常账户中的作用,主要关注的是经常账户的发展趋势。因此,使用 OLS 估计方法时最好使用能降低经济周期波动影响的低频数据进行识别。这也就意味着此类经

^①IMF(2019)也得出了同样的结论。

^②以 Chinn 和 Prasad(2003)、Chinn 等(2014)以及 Chinn 和 Ito(2007,2008,2019)为代表的一系列研究尽管特别关注或检验了 TDH,但这些研究都没有充分考虑反向因果可能引起的内生性问题。

验研究实际上关注的是中长期的经常账户决定问题。

其次,随着时间的变化,人口因素(如少儿抚养比、老年抚养比、总抚养比、性别比以及决定人口结构因素的生育率和预期寿命等)的变动是相对缓慢的^①,因此,采用FE估计方法的经验研究如果控制了这些因素,那么这意味着FE估计得到的结果可能并不有效。这可能是人口结构因素的回归结果统计上不显著或不稳健的另一个重要原因。此外,使用FE估计得到的结果仅能反映人口结构因素在时间序列上对经常账户的影响,难以反映国际间经常账户的差异。

最后,很多研究采用了动态面板数据,这带来至少三个方面的问题。第一,由于采用动态面板,因此导致样本量大幅度减少;第二,为了估计动态面板,部分研究采用了SYS-GMM方法。然而,SYS-GMM估计方法要求扰动项不存在序列相关,并且不可观测的个体效应与被解释变量(经常账户余额)的变化不相关。但是,这个假设在经常账户决定的经验研究中常常难以满足,并且也难以检验。就经常账户的研究来说,诸如一国的地理特征、历史、制度和和文化因素以及其他一些不可观测的个体特征等都可能影响经常账户余额的变动(Tan et al., 2015)^②,因此使用SYS-GMM估计方法的研究通常得到的也是有偏且不一致的估计结果。

第三,使用动态面板数据进行经验研究时,我们应仔细区分考察的究竟是经常账户的决定还是经常账户的调整。理论上来说,经常账户决定和经常账户调整并不是同一个问题,二者不可混为一谈(Chinn and Wei, 2013; Ghosh et al., 2019)。经验研究中经常账户的决定讨论的是某一个或某些解释变量能否解释经常账户的变化,关心的是这些解释变量的回归系数及其显著性;经常账户调整关心的是经常账户的一阶自回归系数在统计上是否显著,其数值大小则反映了经常账户的调整速度或均值回归速度。如果采用动态面板模型考察经常账户的决定,那么我们仍然关心的是某一个或某些解释变量的回归系数,而不是这些变量与滞后一期经常账户的交乘项的系数。我们在应用动态面板模型研究经常账户的决定问题时,应正确解释我们的回归结果。

六、结论和展望

长期以来,奉行古典主义思想的经济学家认为,经常账户的失衡并不重要,经济内在的力量会使得经常账户自动地趋于均衡。然而,即便在资本自由流动、古典思想占统治地位的金本位盛行时期(1885—1913年),很多发达经济体却依旧存在持续的大规模经常账户失衡现象(Obstfeld and Rogoff, 1995b)。20世纪70年代以来,以美国、德国和日本等为首的主要发达经济体、部分新兴市场经济体和发展中国家以及全球作为一个总体,都表现出持续的经常账户失衡特征,这已经成为全球经济发展过程中的重要现象。

^①我们计算了146个经济体(1980—2018年)少儿抚养比(15岁以下人口/15—65岁人口)、老年抚养比(65岁以上人口/15—65岁人口)、总抚养比(少儿抚养比与老年抚养比之和)、性别比(男性/女性)和出生时预期寿命五个人口结构指标的组内和组间标准差。结果表明,各指标组间标准差与组内标准差之比分别为2.4、3.1、2.0、2.7和2.4。这说明人口结构指标随着时间的变化变动缓慢。数据来自世界银行发展指标库(WDI)等,详细结果备索。

^②值得指出的是,汇率制度可能是影响经常账户调整的重要因素(Gervais et al., 2016; Ghosh et al., 2019)。这说明采用动态面板模型考察经常账户决定的研究如果不控制这一变量,那么其参数估计将是不一致的。但是,已有使用动态面板的研究基本上都没有控制汇率制度。

是什么因素决定了经常账户?对这个问题的回答有助于我们理解持续的经常账户失衡现象。但是,不论是早期的吸收分析法和吸收分析法,还是后来的 M-F 模型、跨期均衡分析方法以及 NOEM 分析框架,都主要着眼于暂时性的经常账户失衡问题^①,因此难以充分回答这个问题。自 20 世纪 90 年代中期以来,理论研究更多地着眼于寻找长期的、结构性的因素来解释持续失衡现象,因此提出了储蓄过剩假说、TDH 和从人口结构等长期因素的角度来解释经常账户持续失衡的理论假说等。但既有经验证据表明,迄今为止的这些努力还难以充分解释经常账户的持续失衡现象。

后续研究应在如下方面进一步拓展。首先,既然经验研究表明财政赤字与经常账户赤字之间存在稳健的正相关关系,但既有研究又普遍忽略了反向因果关系可能导致的内生性问题,那么寻找工具变量以识别财政赤字对经常账户的因果性影响并进一步检验 TDH,应构成后续研究的一个重要议题。

其次,经验证据并不普遍支持人口结构影响经常账户失衡的理论假说。我们认为,可能的原因在于人口结构因素其实是由生育率和死亡率等更根本的人口因素所决定的。这有两个方面的问题值得进一步思考:第一,抚养比不过是生育率和预期寿命等影响经常账户的一个中介变量;第二,近 40 年来,全球出现了显著的预期寿命延长、死亡率下降和生育率下降的事实,并且全球范围内各种影响生育的政策和措施正日益普遍(De Silva and Tenreyro, 2017)。这些事实表明,预期寿命的延长和各种控制和影响生育的政策可能会进一步影响生育率,并通过生育率进一步影响个体和家庭的消费及储蓄行为,最终影响经常账户。这应该构成后续研究的另一个重要方向。

最后,从经常账户等于储蓄和投资差额这个统计等式来看,近年来的理论解释集中在储蓄层面,讨论各种可能影响居户、企业和政府部门储蓄的因素对经常账户的影响。这忽略了两个问题:第一,既有研究主要考察的是居户和政府部门的储蓄行为以及影响其储蓄行为的结构性因素,但忽略了对企业部门储蓄行为的分析。^② Allen(2019)的研究发现,企业和政府部门的储蓄行为能解释发达经济体大部分的经常账户失衡,而既有研究重点关注的居户部门储蓄行为则并不能解释大部分的经常账户失衡现象。第二,由于既有研究主要关注居户部门储蓄行为,因此,既有研究缺乏从投资角度来理解和解释经常账户的决定。是投资层面的国际差异不存在吗?还是这种差异虽然存在但不足以解释持续的经常账户失衡呢?从中美两国来看,这种差异不但存在,而且差异显著。例如,中国的投资率(投资/GDP)从 1991 年的 35% 上升至 2018 年的 44%,而同期美国则基本维持在 16% 左右。因此,立足投资的角度来解释经常账户失衡应是后续研究值得尝试的方向。^③

参考文献:

1. 李兵,任远,2015:《人口结构是怎样影响经常账户不平衡的?——以第二次世界大战为工具变量的经验证据》,《经济研究》第 10 期。

^①这些理论提出之时,全球性的经常账户失衡还没有成为常态。

^②跨期均衡分析方法就是典型的代表,它集中关注居户部门的储蓄行为,而忽略了企业的储蓄行为(Allen, 2019)。

^③IMF(2019)也发现,企业部门的储蓄-投资余额在经常账户顺差的经济体中出现了趋势性的上升。这实际上也说明,仅仅立足储蓄层面来解释经常账户失衡问题,可能忽略了投资的重要作用。

- 2.茅锐、徐建炜、姚洋,2012:《经常账户失衡的根源——基于比较优势的国际分工》,《金融研究》第12期。
- 3.谭之博、赵岳,2012:《银行集中度、企业储蓄与经常账户失衡》,《经济研究》第12期。
- 4.田磊、杨子晖,2019:《“双赤字”还是“双重分叉”?——开放经济环境下中国积极财政政策冲击效应研究》,《经济学(季刊)》第18卷第3期。
- 5.王伟、杨娇辉、王凯立,2018:《不确定性规避、长期导向与中美经常账户不平衡》,《管理世界》第7期。
- 6.姚斌、李建强,2014:《城镇化进程与国际收支格局的定位——以经常账户为“锚”的分析》,《金融研究》第3期。
- 7.朱超、余颖丰、易祯,2018:《人口结构与经常账户:开放DSGE模拟与经验证据》,《世界经济》第9期。
- 8.朱超、张林杰,2012:《人口结构能解释经常账户平衡吗?》,《金融研究》第5期。
- 9.Alexander,S.S.1952.“Effects of Devaluation on a Trade Balance.” *IMF Staff Papers* 2(2): 263–278.
- 10.Allen,C.2019.“Revisiting External Imbalances: Insights from Sectoral Accounts.” *Journal of International Money and Finance* 96(3): 67–101.
- 11.Bayoumi,T.,J.Gagnon,and C.Saborowski.2015.“Official Financial Flows,Capital Mobility,and Global Imbalances.” *Journal of International Money and Finance* 52(3): 146–174.
- 12.Caballero,R.J.,E.Farhi,and P.O.Gourinchas.2008.“An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates.” *American Economic Review* 98(1): 358–393.
- 13.Caballero,R.J.,E.Farhi,and P.O.Gourinchas.2017.“The Safe Assets Shortage Conundrum.” *Journal of Economic Perspectives* 31(3): 29–46.
- 14.Chinn,M.D.,B.Eichengreen,and H.Ito.2014.“A Forensic Analysis on Global Imbalances.” *Oxford Economic Papers* 66(2): 465–490.
- 15.Chinn,M.D.,and E.S.Prasad.2003.“Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration.” *Journal of International Economics* 59(1): 47–76.
- 16.Chinn,M.D.,and H.Ito.2007.“Current Account Balances,Financial Development and Institutions: Assaying the World ‘Saving Glut’.” *Journal of International Money and Finance* 26(4): 546–569.
- 17.Chinn,M.D.,and H.Ito.2008.“Global Current Account Imbalances: American Fiscal Policy versus East Asian Savings.” *Review of International Economics* 16(3): 479–498.
- 18.Chinn,M.D.,and H.Ito.2019.“A Requiem for ‘Blame It on Beijing’: Interpreting Rotating Global Current Account Surpluses.” NBER Working Paper 26226.
- 19.Chinn,M.D.,and S.J.Wei.2013.“A Faith-Based Initiative Meets the Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment?” *Review of Economics and Statistics* 95(1): 168–184.
- 20.Coale,A.J.,and E.M.Hoover.1958.*Population Growth and Economic Development in Low-Income Countries*. Princeton,New Jersey: Princeton University Press.
- 21.Corsetti,G.,and G.Müller.2006.“Twin Deficits: Squaring Theory,Evidence and Common Sense.” *Economic Policy* 21(48): 597–638.
- 22.Das,D.K.2016.“Determinants of Current Account Imbalance in the Global Economy: A Dynamic Panel Analysis.” *Journal of Economic Structures* 5(8): 1–24.
- 23.De Silva,T.,and S.Tenreyro.2017.“Population Control Policies and Fertility Convergence.” *Journal of Economic Perspective* 31(4): 205–228.
- 24.Dooley,M.P.,D.Folkerts-Landau,and P.Garber.2003.“An Essay on the Revised Bretton Woods System.” NBER Working Paper 9971.
- 25.Enders,Z.,G.Müller,and A.Scholl.2011.“How Do Fiscal and Technology Shocks Affect Real Exchange Rates? New Evidence for the United States.” *Journal of International Economics* 83(1): 53–69.
- 26.Eugeni,S.2015.“An OLG Model of Global Imbalances.” *Journal of International Economics* 95(1): 83–97.
- 27.Ferrero,A.2010.“A Structural Decomposition of the U.S. Trade Balance: Productivity, Demographic and Fiscal Policy.” *Journal of Monetary Economics* 57(4): 478–490.
- 28.Gandolfo,G.2016.*International Finance and Open-Economy Macroeconomics*.Berlin: Springer-Verlag.
- 29.Gervais,O.,L.Schembri,and L.Suchanek.2016.“Current Account Dynamics,Real Exchange Rate Adjustment, and the Exchange Rate Regime in Emerging-Market Economies.” *Journal of Development Economics* 119(3): 86–99.
- 30.Ghosh,A.R.,M.S.Qureshi,and C.G.Tsangarides.2019.“Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility.” *Economic Journal* 129(617): 408–438.
- 31.Glick,R.,and K.Rogoff.1995.“Global versus Country-Specific Productivity Shocks and the Current Account.” *Journal of Monetary Economics* 35(1): 159–192.
- 32.Houthakker,H.S.,and S.P.Magee.1969.“Income and Price Elasticities in World Trade.” *Review of Economics*

- and Statistics* 51(2): 111–125.
33. IMF. 2019. “Global Imbalances.” IMF Staff Note, G–20 Finance Ministers and Central Bank Governors’ Meetings, June 8–9, Fukuoka, Japan.
34. Kim, S., and N. Roubini. 2008. “Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the U.S.” *Journal of International Economics* 74(2): 362–383.
35. Krueger, D., and A. Ludwig. 2007. “On the Consequences of Demographic Change for Rates of Returns to Capital, and the Distribution of Wealth and Welfare.” *Journal of Monetary Economics* 54(1): 49–87.
36. Lane, P. R., and G. M. Milesi – Ferretti. 2012. “External Adjustment and the Global Crisis.” *Journal of International Economics* 88(2): 252–265.
37. Leff, N.H. 1969. “Dependency Rates and Savings Rates.” *American Economic Review* 59(5): 886–896.
38. Mendoza, E.G., V. Quadrini, and J.V. Rios – rull. 2009. “Financial Integration, Financial Development and Global Imbalances.” *Journal of Political Economy* 117(3): 371–416.
39. Miyamoto, W., and T. Nguyen. 2017. “Business Cycles in Small Open Economies: Evidence from Panel Data between 1900 and 2013.” *International Economic Review* 58(3): 1007–1044.
40. Obstfeld, M. 1982. “Aggregate Spending and the Terms of Trade: Is There a Laursen – Harberger – Metzler Effect?” *Quarterly Journal of Economics* 97(2): 251–270.
41. Obstfeld, M., and K. Rogoff. 1995a. “Exchange Rate Dynamics Redux.” *Journal of Political Economy* 103(3): 624–660.
42. Obstfeld, M., and K. Rogoff. 1995b. “The Intertemporal Approach to the Current Account.” In *Handbook of International Economics*, Vol. 3. Edited by G. M. Grossman and K. Rogoff, 1731 – 1799. Amsterdam: Elsevier Science B.V.
43. Svensson, L.E.O., and A. Razin. 1983. “The Terms of Trade and the Current Account: The Harberger–Laursen–Metzler Effect.” *Journal of Political Economy* 91(1): 97–125.
44. Tan, Z.B., Y. Yao, and S.J. Wei. 2015. “Financial Structure, Corporate Savings and Current Account Imbalances.” *Journal of International Money and Finance* 54(6): 142–167.
45. Unger, R. 2017. “Asymmetric Credit Growth and Current Account Imbalances in the Euro Area.” *Journal of International Money and Finance* 73(2): 435–451.
46. Wei, S.J., and X.B. Zhang. 2011. “The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China.” *Journal of Political Economy* 119(3): 511–564.

A Century Review on Current Account: Balances versus Temporary and Sustained Imbalances

Liu Xiaohui¹, Ren Jianwu¹ and Zhang Jing²

(1: Institute of Chinese Financial Studies, Southwestern University of Finance and Economics; 2: School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: Based on three current account identities, the paper surveys the literature on current account in the 20th century. It finds that the approaches before mid–1990s—elasticity approach, absorption approach, M–F model, intertemporal approach, and new open macroeconomics etc. – primarily focus on the temporary imbalances of current account. However, recent literature has shifted its focus to the sustained imbalances. It also finds that although empirical evidence does not support any theories or hypotheses, budget surplus is positively and real exchange rate is negatively correlated with the current account. While financial development, financial depth and demographic factors, which have attracted increased focus in recent years, fail to correlate with the current account statistically robustly. Lastly, this paper gives suggestions to test the twin deficit hypothesis and extend current research from the perspectives of demographic structure and firm department.

Keywords: Current Account, Exchange Rate, Devaluation, Terms of Trade

JEL Classification: F30, F40

(责任编辑:彭爽)