

DOI:10.20032/j.cnki.cn10-1359/f.2026.04.002

中国国际收支结构的重大变化：特征事实、驱动因素与政策涵义

张 明

内 容 提 要 近年来, 中国国际收支结构发生重大变化, 形成经常账户顺差与非储备性质金融账户逆差并存的“一顺一逆”的新格局, 经常账户顺差、非储备性质金融账户逆差、货物贸易顺差和证券投资逆差均迭创新高, 直接投资、证券投资及其他投资均呈现持续逆差态势。上述重大变化背后折射出多重国内外驱动因素, 主要包括中国货物出口持续保持强大的竞争力、国内需求相对低迷推动经常账户顺差回升、越来越多的中国制造业企业选择主动“出海”、中国居民与企业全球资产配置的意愿日益强烈、海外对人民币的融资需求显著上升等。基于上述分析, 本文认为中国应对未来严峻复杂的国际经贸环境保持清醒认识并做好应对预案, 全力扩大内需, 继续大力吸引外商直接投资, 进一步完善人民币汇率形成机制, 继续保持适当的资本账户管制, 以融资货币与负债型产品为抓手推动人民币国际化。

关 键 词 国际收支结构; 国际经贸; 人民币国际化

JEL 分类号 F32, F41

作 者 简 介 张明: 中国社会科学院世界经济与政治研究所 / 中国社会科学院 - 上海市人民政府上海研究院 北京市东城区建国门内大街 5 号 100732 电子邮件: zhangming@cass.org.cn。感谢匿名审稿人提出的宝贵意见, 文责自负。

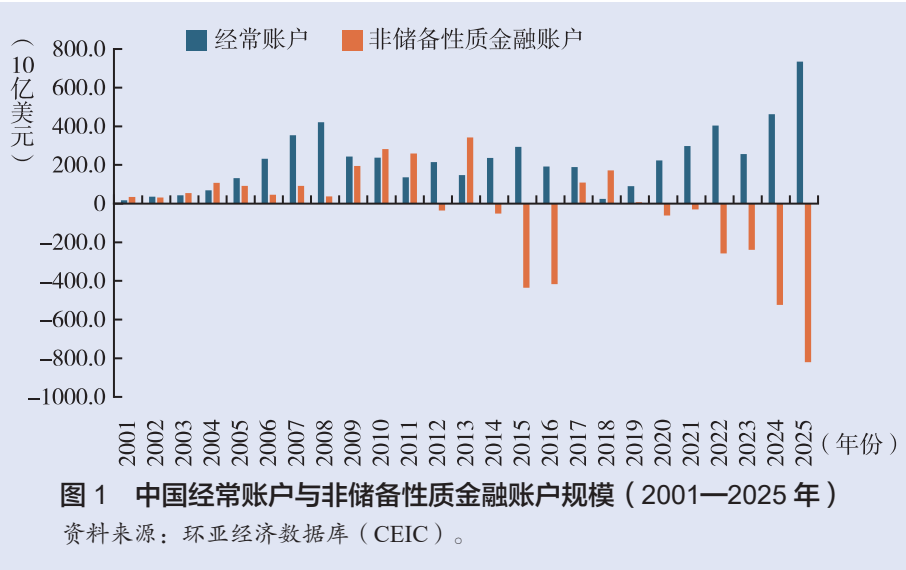
2026年3月底，国家外汇管理局公布了2025年的中国国际收支数据。数据显示：一方面，中国经常账户顺差、货物贸易顺差均达到历史峰值；另一方面，中国非储备性质金融账户逆差、证券投资逆差亦创下历史新高。此外，中国已连续三年出现直接投资、证券投资和其他投资同时逆差的局面。上述现象表明，中国国际收支结构正经历深刻调整，这既折射出全球与中国经济金融运行逻辑的动态演进，也具有重要的政策涵义。本文在系统梳理中国国际收支结构重大变化的基础上，重点剖析其背后的驱动因素，并提出相应的政策建议。

一、中国国际收支变化的特征事实

透过中国国际收支表年度数据的走势可以总结出中国国际收支运行的八大典型特征事实。

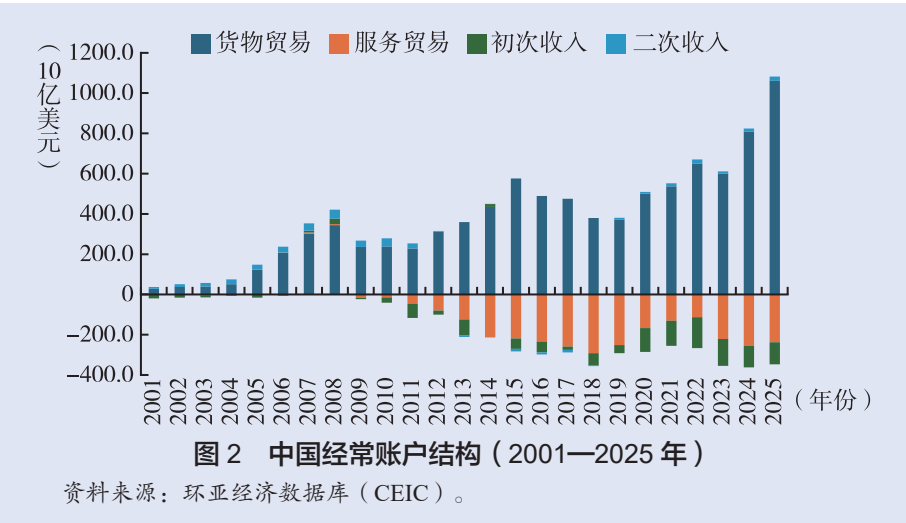
第一，从中国国际收支的总体结构来看，“双顺差”格局已经转变为“一顺一逆”格局。1978—1993年，中国经常账户在顺差与逆差之间频繁交替，其中有7年为经常账户逆差；1994—2025年，中国连续32年出现经常账户顺差。1978—1998年，中国非储备性质金融账户在顺差与逆差之间频繁交替，其中有7年为非储备性质金融账户逆差；1999—2011年，中国连续13年出现非储备性质金融账户顺差；2012—2025年，中国非储备性质金融账户有10年出现逆差，其中2020—2025年连续6年出现逆差。整体来看，1999—2011年，中国连续13年呈现经常账户顺差与非储备性质金融账户顺差并存的“双顺差”格局；2020—2025年，中国连续6年呈现经常账户顺差与非储备性质金融账户逆差“一顺一逆”的格局。如图1所示，2020—2025年，中国经常账户与非储备性质金融账户的绝

对规模均呈现持续上升趋势，并在 2024 年与 2025 年连续创下历史新高。

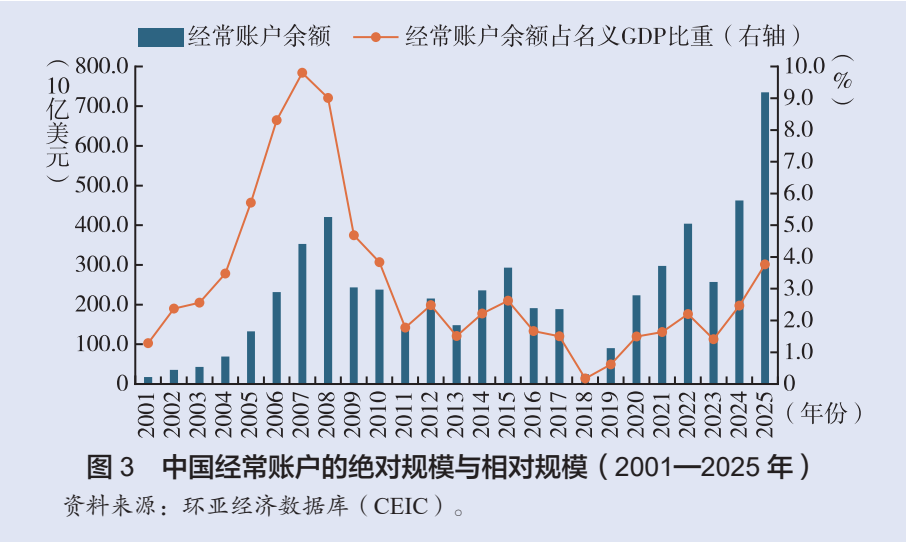


第二，中国经常账户绝对规模持续攀升，主要归因于货物贸易顺差屡创新高，而服务贸易逆差总体保持稳定。虽然中国经常账户相对规模仍处于较低水平，但在 2025 年显著上行。如图 2 所示，2022 年、2024 年和 2025 年，中国货物贸易顺差分别达到 6509 亿美元、8091 亿美元和 10606 亿美元，均创历史新高。尤其是 2025 年货物贸易顺差首次突破万亿美元，刷新全球贸易历史纪录。相比之下，2025 年中国服务贸易逆差为 2381 亿美元，与 2023 年、2024 年大致持平，仍明显低于 2018 年 2922 亿美元的峰值。近年来，中国服务贸易逆差没有持续扩大，与新冠疫情暴发、地缘政治冲突频发、大国博弈加剧等因素密切相关。值得一提的是，2025 年初次收入逆差达到 1095 亿美元，这主要是由于海外投资净收益为负所致。

2020—2025 年，中国初次收入逆差均超过 1000 亿美元，累计达到 7474 亿美元。对中国这样一个在 2025 年底拥有 4.07 万亿美元海外净资产的国际债权人而言，海外投资净收益持续为负，意味着明显的福利损失。

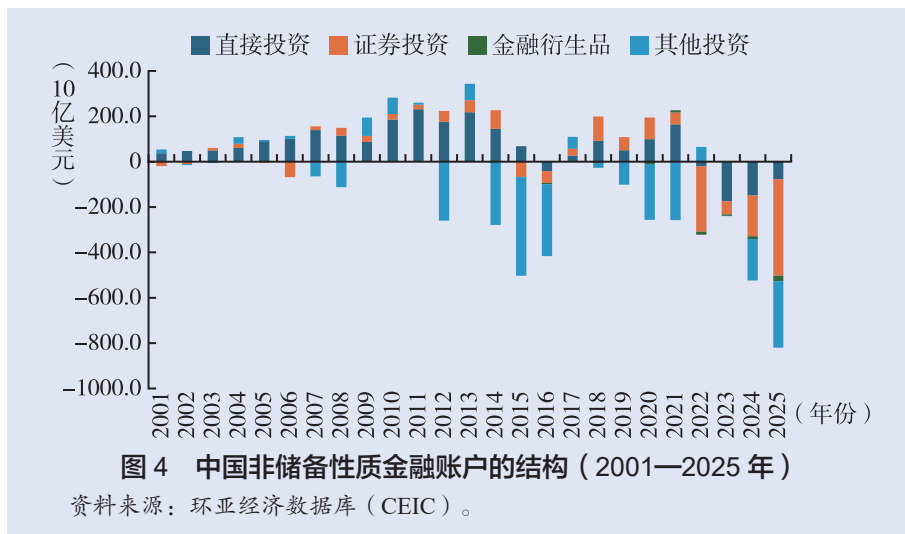


尽管 2025 年中国经常账户顺差的绝对规模创历史新高，但从其占当年名义 GDP 的比重来看，该比重为 3.8%，与 2010 年基本持平，依然显著低于 2005—2009 年的水平（2007 年该指标达到 9.8% 的历史峰值，见图 3）。考虑到该指标在 2011—2024 年持续低于 3%，2025 年较 2024 年提高了 1.3 个百分点，加上当年货物贸易顺差首次突破万亿美元，预计未来一段时间内，美欧等发达国家可能以此为借口，重新指责中国存在国际收支失衡问题，并施压中国政府通过人民币汇率显著升值来削减经常账户顺差。



第三，中国直接投资、证券投资与其他投资项均出现持续逆差，其中证券投资逆差规模不断扩大，已成为中国非储备性质金融账户逆差不断扩大的直接原因。长期以来，中国非储备性质金融账户的典型结构为直接投资持续顺差、证券投资与其他投资在顺差与逆差之间交替波动（见图4）。然而在2023—2025年，直接投资、证券投资与其他投资三项连续出现同步逆差。其中，证券投资逆差分别达到578亿美元、1792亿美元和4256亿美元，占非储备性质金融账户逆差的比重由24%提高至34%，再到52%，呈逐年快速上升态势。2024年、2025年其他投资项也出现较大逆差，分别为1830亿美元与2932亿美元。值得注意的是，2012—2021年，其他投资一直是中国非储备性质金融账户逆差的主要来源（张明，2022），但从2022年开始，证券投资已逐渐取代其他投资成为该账户逆差的主要来源。

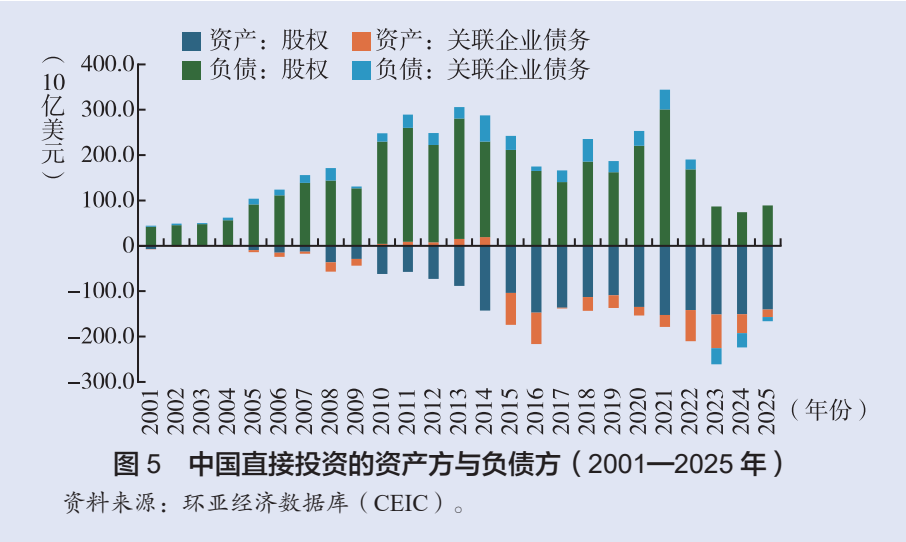
第四，对外直接投资（Overseas Direct Investment, ODI）持续保持较高水平，而外商直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）



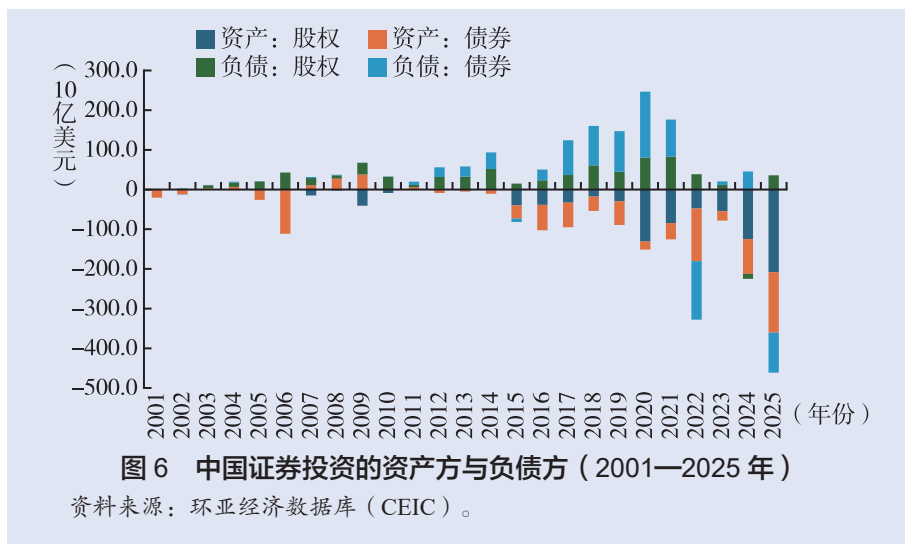
显著下降，两者共同构成近年来中国直接投资持续逆差的主要原因。中国直接投资在2016年首次出现逆差，达到2164亿美元，超过当年1747亿美元的外商直接投资。2022—2025年，中国持续4年直接投资出现逆差，一方面源于此间对外直接投资始终维持高位，分别达到2101亿美元、2257亿美元、1922亿美元和1572亿美元，反映出中国企业“出海”浪潮方兴未艾；^①另一方面则归因于同期外商直接投资规模明显萎缩。外商直接投资在2021年创下3441亿美元的历史峰值后，2022年降至1902亿美元，2023—2025年分别降

① 企业“出海”可分为被动型与主动型两类。被动型企业“出海”，是指在国际贸易摩擦的阴影下，为了绕开来自美国的关税壁垒，中国企业选择到一些与美国签有双边自由贸易协定的经济体（例如越南）投资建厂，再将子公司生产的产品出口到美国市场的做法。主动型企业“出海”，是指企业在利润最大化动机的驱动下，基于中国国内比较优势的变化，选择到海外进行绿地投资或采用兼并收购的做法，其目的是利用国外的丰富资源、廉价劳动力或者新型技术等比较优势。但无论是主动“出海”还是被动“出海”，均在国际收支表上反映为对外直接投资的增加。

至 513 亿美元、426 亿美元和 800 亿美元，显著低于 2001—2020 年 1738 亿美元的长期均值。从结构上看，外商直接投资流入可以区分为股权投资与关联企业债务。如图 5 所示，关联企业债务的波动性明显高于股权投资。2023—2025 年，中国外商直接投资出现关联企业债务连续负增长的情况。

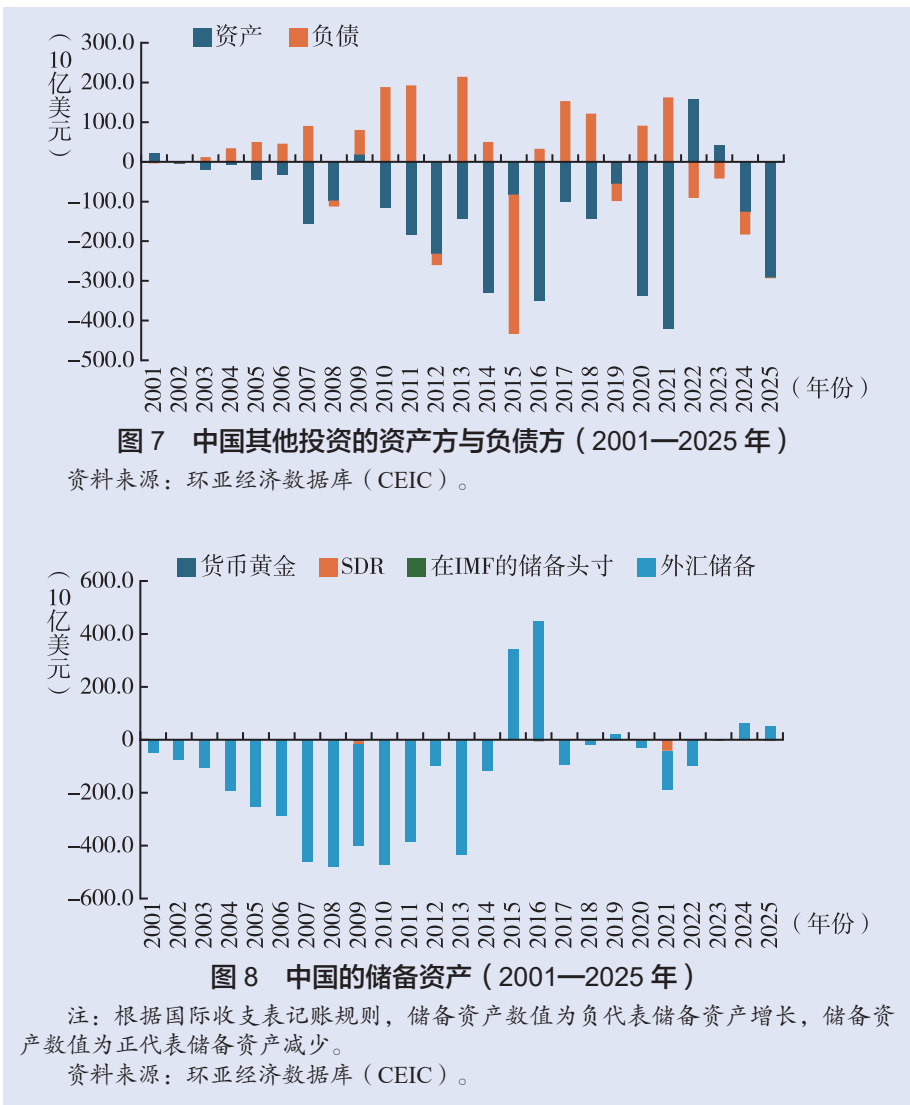


第五，对外证券投资不断增长，外国来华证券投资明显收缩，两者共同构成近年来中国证券投资持续逆差的主要原因。2022—2025 年，中国连续 4 年出现证券投资逆差。其中，2023—2025 年中国对外证券投资规模分别为 781 亿美元、2121 亿美元与 3606 亿美元，外国来华证券投资规模分别为 203 亿美元、329 亿美元与 -650 亿美元。如图 6 所示，一方面，2024 年、2025 年，中国对外证券投资规模均创下历史新高；另一方面，2022 年和 2025 年，外国来华证券投资规模出现大规模回撤，回撤规模分别达到 1474 亿美元和 1008 亿美元。



第六，外国来华其他投资持续回撤，成为近年来中国其他投资持续逆差的主要原因。在2015年“811汇改”前后，其他投资逆差达到历史峰值，2014—2016年分别为2788亿美元、4340亿美元和3167亿美元，成为当时中国资本外流的最重要渠道。2022年、2023年，其他投资项分别出现648亿美元顺差与2亿美元逆差。2024年、2025年，其他投资逆差分别扩大至1830亿美元与2932亿美元。如图7所示，2022—2025年，外国来华其他投资持续回撤，回撤规模分别达到910亿美元、420亿美元、576亿美元和24亿美元。其他投资项主要刻画一国跨境信贷资金流动的情况，外国来华其他投资的持续回撤在较大程度上与同期中国利率显著低于美国利率有关。

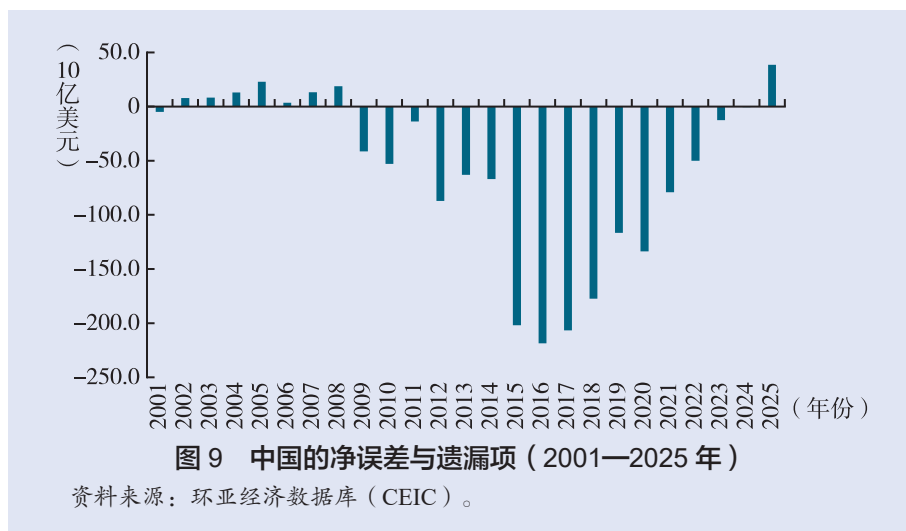
第七，中国的储备资产项从2017年起持续收窄，近年来大致围绕零值小幅波动（见图8）。2017—2025年，中国储备资产项有6年增长、3年回落，9年累计增长3004亿美元。其中，2007—2014年，中国储备资产年均增长3557亿美元；而2022—2025年，中国



储备资产累计增长仅 78 亿美元。这一趋势表明中国央行对外汇市场的干预已经显著减弱，人民币汇率更大程度上由市场供求来决定。此外，在 2009 年和 2021 年，储备资产中的特别提款权 (Special Drawing Rights, SDR) 分别增加了 111 亿美元和 416 亿美元，主要是为了应对全球金融危机与新冠疫情。IMF 在 2009 年与 2021 年也

分别实施了大规模 SDR 分配。

第八，中国的净误差与遗漏项流出已显著收窄。如图 9 所示，2009—2024 年，中国连续 16 年面临持续的净误差与遗漏项流出。尤其是 2015—2020 年，净误差与遗漏项流出累计达到 10545 亿美元，年均 1758 亿美元。2022—2025 年，净误差与遗漏项流出持续改善，由 2022 年 501 亿美元的净流出转为 2025 年 385 亿美元净流入，四年间净流出累计仅为 248 亿美元。长期以来，净误差与遗漏项流出被视为反映中国地下渠道资本流动的重要指标。尽管过去中国实施了较为严格的资本管制，但资金仍可通过地下钱庄等非正规渠道流出。这类资本流动反映出国内主体试图规避监管，将资金转移出境或投资海外金融市场的意愿。从统计上看，此类资本流动会导致国内外汇储备减少，但却不会计入经常账户或非储备性质金融账户，因此会体现为净误差与遗漏项的变动。净误差与遗漏项流出的收窄主要有两种解释：一是随着中国资本账户的逐渐开放，以前通过地下渠道流出的资本更多选择通过合法渠道流出；二是中国央行对灰



色资本流动的管理能力明显增强。过去净误差与遗漏项一直是观察中国国际收支异常变动的重要窗口，但未来这一窗口的作用很可能会明显弱化。非储备性质金融账户的余额与结构将会更好地反映中国跨境资本流动的总量与结构特征。

综上所述，本文认为，“一顺一逆”的国际收支新格局、对外直接投资持续高位运行、对外证券投资规模不断增长与外商直接投资规模明显下降、储备资产项持续收窄、净误差与遗漏项持续收窄等现象，均属于中国国际收支的结构性变化，这些变化与中国比较优势和产业结构的变化、中国居民全球资产配置的意愿不断增强、中国央行对外汇市场干预的逐步退出，以及有关部门对地下资本流动管理能力的持续提升等密切相关。相比之下，中国经常账户顺差屡创新高、非储备性质金融账户三大子项同时为负、外商来华证券投资规模显著下降、外资来华其他投资持续回撤等现象，则更多地体现中国国际收支的周期性变化。这些现象主要与中国经济周期、美国以及全球经济周期的相对错位有关。以利率为例，当前中国长期利率显著低于美国长期利率，是导致外资来华证券投资与其他投资规模显著回落的重要原因。

二、中国国际收支结构发生重大变化的驱动因素

中国国际收支结构之所以出现上述重大变化，是由多个层面、多个维度因素共同作用的结果。具体而言，可从以下五个方面加以阐释。

（一）中国货物出口始终具备强大的竞争力

如图 2 所示，自 2001 年中国加入 WTO 以来，货物贸易顺差总体呈现持续上升态势。在这一过程中，尽管国内要素价格变化受国

内要素成本上升以及人民币汇率升值等因素影响，一些传统行业的比较优势有所弱化，但持续的技术进步与产业升级不断催生新的行业比较优势，推动中国出口结构持续迭代升级。

从出口行业结构来看，中国货物贸易顺差的主要来源已发生根本性转变。过去，“三来一补”的加工贸易曾是顺差的主要来源，而当前，顺差的主要来源已转向国内制造环节更丰富、附加值更高的各类行业，涵盖消费品与资本品、最终产品与中间产品多个领域。典型的案例是汽车行业，中国曾主要是发达国家车企的加工装配基地，如今，其自主研发生产的新能源汽车正畅销全球。郑玉等（2025）研究表明，中国的出口增加值结构已经呈现出以“创新密集型制造业”为绝对主导，以“劳动密集型制造业 + 区域生产型制造业”为辅助的基本格局。马涛和王楠倩（2023）也指出，在中国单位出口增加值中，资本和高技能劳动力的贡献总体呈现持续上升态势。

从出口市场来看，过去中国出口的对象主要是欧美发达国家，但现在中国对发达国家市场的依赖程度明显减弱，对“一带一路”沿线国家、RCEP 区域内国家的出口增长迅速。中国出口地理结构的转变是中国要素结构快速调整、产业结构持续升级、比较优势相应变化产生的必然结果（屠新泉等，2024）。此外， also 与国际经贸环境的变化有关。例如，自 2018 年 3 月中美贸易战爆发至今，中国对美出口占总出口的比重显著下降。

尽管近年来国际经贸摩擦与新冠疫情接连冲击，但中国的货物贸易顺差总体上仍在不断上升。当前中国制造业增加值已经占到全球的 1/3 以上，充分说明中国货物出口始终具备强大且动态的竞争优势。郎丽华等（2025）指出，中国出口在全球产业链中的深度嵌

入与技术演进，为其全球市场份额的持续增长奠定了坚实的基础。即使在全球供应链加速重组的背景下，中国出口仍然展现出强大的韧性和不可替代性。

（二）国内需求低迷导致国内储蓄投资缺口扩大，推动经常账户顺差回升

从国民收入会计恒等式来看，一国经常账户余额等于国内储蓄与国内投资的差额。如图 3 所示，中国经常账户顺差占名义 GDP 的比重之所以由 2007 年的 9.8% 下降至 2018 年的 0.2%，根本原因在于该时期国内需求增长持续强劲，储蓄投资缺口不断收窄。而该比重之所以由 2018 年的 0.2% 回升至 2025 年的 3.8%，则主要归因于同期国内需求相对低迷，尤其是自 2021 年以来房地产市场持续下行，既通过财富效应压低消费增速，也通过冲击房地产投资拖累投资增长。社会消费品零售总额同比增速已由新冠疫情前的 8%~9% 下降至当前的 2%~3%；2025 年固定资产投资增速仅为 -3.8%，其中房地产投资增速更是低至 -17.5%。当然，国内需求低迷还受居民收入增速放缓与消费者信心下降、地方政府债务高企造成基建投资增速回落等多重因素影响。居民消费增长乏力，导致很多制造业产能利用率不足，进而加剧行业内价格竞争，甚至催生“内卷式”恶性竞争现象。

（三）受国际贸易摩擦与比较优势变化影响，越来越多的中国制造业企业选择主动“出海”

迄今为止，中国企业出现过两轮“出海”热潮（见图 5）。第一轮是 2014—2016 年，中国对外直接投资由 730 亿美元增加 2164 亿

美元，并在 2016 年首次超过外商直接投资，成为直接投资净输出国。在此轮“出海”热潮中，中国企业对外直接投资的动机主要包括获取战略性资产（例如矿产资源）、引入先进技术以及进入东道国市场等。黄益平（2013）指出，中国企业对外直接投资存在一个“生命周期”，即随着经济发展阶段的演进，其投资动机逐步从获取战略资产转向提高生产效率，再到占领当地市场。王永中和赵奇锋（2016）的研究进一步表明，中国对外直接投资总体上具有明确的市场寻求和资源寻求动机以及一定程度上的战略资产寻求动机，但效率寻求动机相对不足。

第二轮“出海”浪潮发生在 2020—2025 年。此间，中国对外直接投资年均规模达到 1863 亿美元，累计投资 11176 亿美元。此轮“出海”热潮更多与规避贸易壁垒、顺应新冠疫情后全球产业链供应链重构趋势有关。一方面，发达国家跨国公司在“中国 +1”战略下，着手在全球产业链布局中国的替代节点，部分企业甚至将制造环节迁出中国；另一方面，中国企业加速在海外建立新的生产基地，以寻求在全球范围内优化资源配置，并有效规避发达国家针对中国设置的关税壁垒。蔡伟毅等（2026）指出，对外直接投资能够通过扩大海外营收规模、强化海外技术布局和增强企业外源融资能力等渠道，促进受美国《出口管制改革法案》限制的中国企业的技术创新，且这种促进作用对技术密集型企业或进行技术寻求型对外直接投资的企业更为明显。杨志浩和张其仔（2025）认为，当前全球产业链重构呈现“慢全球化”“再中心化”“超敏感性”三大特征，中国在全球产业链中的位置正由下游向上游延伸，嵌入模式从产品“出海”模式转向产能“出海”，嵌入空间则从全产业链远岸化向异质性产业链差异化方向演变。

（四）中国居民与企业全球资产配置的意愿日益强烈

随着 QDII、沪港通、深港通、债券通“南向通”、跨境理财通等管道型资本账户开放渠道相继开通，加之相关投资规模不断扩大，近年来中国对外证券投资增长迅速。2020—2025 年，中国对外证券投资年均规模达到 1846 亿美元，累计 11074 亿美元，其中股权投资累计 6513 亿美元，债券投资累计 4561 亿美元。一方面，这反映出随着储蓄不断增长，中国居民通过对外投资实现全球资产配置的意愿愈发强烈；另一方面，这也意味着中国外汇资产“藏汇于民”的战略取到了良好成效。相较于过去以外汇储备为主的对外投资格局，“藏汇于民”不仅有助于提升投资回报率，也有助于降低受到以美国为代表的发达国家金融制裁的风险。2025 年，证券投资已经取代其他投资与直接投资，成为中国非储备性质金融账户逆差的最大来源。

（五）受中美金融周期差异影响，海外对人民币的融资需求显著增加

2022 年，中美 10 年期国债收益率利差由正转负。2023 年下半年以来，该利差持续走阔并维持高位。截至 2026 年 4 月 27 日，中美 10 年期国债收益率分别为 1.76% 与 4.31%，息差高达 255 个基点。对贷款者而言，以美元放贷要比以人民币放贷更具吸引力，这也正是 2022—2025 年外国对华其他投资持续回撤的根本原因。对借款者而言，以人民币借款要比以美元借款成本更低，这是近年来人民币负债型产品在国际市场广受欢迎的重要原因。无论是点心债、熊猫债还是离岸人民币贷款，其规模均在迅速扩大。^① 截

① 狭义的点心债是指在中国香港发行的以人民币计价的债券，广义的点心债是指在中国境外发行的以人民币计价的债券。熊猫债是指境外主体在中国境内发行的以人民币计价的债券。

至 2026 年 4 月，点心债存量已经突破 2 万亿元人民币，熊猫债存量突破 5000 亿元人民币。此外，特朗普政府发动的贸易战、金融制裁与军事冲突，显著削弱了国际投资者对美国国债作为全球安全资产的信心，国际投资者正积极寻找新的安全资产，高信用等级人民币债券（例如人民币国债与金融债）的潜在需求非常旺盛。

三、中国国际收支结构发生重大变化的政策涵义

（一）应对未来中国面临的国际经贸环境的严峻复杂性保持清醒认识，并提前做好政策预案

尽管当前中美贸易摩擦出现阶段性缓和，但在未来较长一段时期内，贸易投资摩擦依然是中国外部经贸环境的主旋律。一方面，关于全球失衡的讨论在 2026 年再度升温，并成为即将在美国召开的 G20 峰会的核心议题；另一方面，在全球贸易增长放缓的背景下，中国货物贸易顺差规模空前，易引发逆差国的关注与不满。具体而言，面临三重风险。其一，除美国外，欧盟等其他发达经济体也可能发起针对中国商品的新一轮贸易制裁。中国政府需要通过多方努力，尽量避免出现主要发达国家联合对华实施贸易制裁的不利局面。其二，特朗普政府高度重视中国通过东盟、墨西哥等第三方国家对美国转口贸易，未来这些间接贸易渠道可能遭遇封堵。其三，中国企业“出海”目的地的选择应尽量避免过度“扎堆”，以防成为美国等国家针对与反制的重点对象。未来如果国际经贸环境持续恶化，中国的货物贸易顺差与经常账户顺差可能显著收窄，相关部门应提前做好政策预案。

如果未来随着欧美贸易保护主义加剧，中国经常账户顺差显

著收窄，但非储备性质金融账户仍保持较大规模逆差，那么，人民币汇率将面临显著的贬值压力（张明、刘瑶，2022），国内资产价格波动性将明显增大（张明、刘瑶，2021），央行货币政策操作难度也将明显上升（刘瑶、张明，2022）。历史上，外汇占款曾是中国央行投放基础货币的主要渠道。但随着外汇占款规模持续下降，央行不得不寻找新的基础货币投放方式，例如通过再贷款、再贴现，以及在二级市场上购入国债等方式。参照国际经验，在二级市场上买卖国债大概率将成为中国央行调节基础货币规模的主要手段。

（二）全力扩大内需

对中国这样一个 GDP 已经达到 20 万亿美元的大型经济体而言，依赖出口来拉动增长的发展模式是注定难以为继的。当务之急是重新激活消费与投资。在消费端，关键在于提振居民收入与消费者信心。提振居民收入的重要抓手是提高中低收入家庭的收入，例如通过扩张性财政政策提高农村居民的社保收入。在提振消费者信心层面，一方面应多措并举提高名义 GDP 增长率，名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速，正是当前中国宏观经济数据与居民微观感受之间出现“温差”的关键成因；另一方面应着力稳定资产价格，包括促进房地产价格止跌回稳，稳定和增强资本市场信心，促进股票市场持续健康发展等。在投资端，要更好地实现“投资于人”与“投资于物”有机结合，加大教育、医疗、养老等民生领域的基础设施投资力度。同时，应确保“十五五”时期重大投资项目及时落地，进一步推动科技创新与产业升级。除提振消费与投资外，加快构建全国统一大市场至关重要。全国统一大市场建设有助于消除要素在国内

自由流动的障碍，促进资源在全国范围内优化配置，进而推动东部产业向中西部有序转移，避免出现类似部分发达经济体产业空心化的现象。换言之，构建全国统一大市场是持续扩大内需的重要制度保障。

（三）继续大力吸引外商直接投资

近年来，受多重因素影响，流入中国的外商直接投资规模明显下降。与外资企业开展合作，是推动中国经济深度融入全球化、加速国内技术进步、促进国内企业良性竞争以及更好满足人民群众需要的重要途径。因此，外商直接投资对中国经济未来的高质量发展依然具有重要意义，中国政府应继续大力吸引外商直接投资。过去一段时间，吸引外商投资主要依托便宜的生产要素、地方政府提供的土地与财政补贴，以及廉价的银行信贷。面向未来，吸引外资企业的关键因素将转向广袤的国内市场、巨大的消费潜力、完备的配套产业体系、强大的制造能力和充足的人才供给。只要中国经济能够保持持续较快增长，那么中国对外商投资企业的吸引力仍会不断增强。中国政府应致力于对所有在中国经营的企业（包括国有企业、民营企业与外资企业）实施同等待遇，让各类企业在同一规则框架下公平竞争。

有观点认为，一国只有同时存在储蓄投资缺口（国内储蓄小于国内投资）与外汇收支缺口（出口创汇能力低于进口需求）时，才有必要通过引入外资来弥补这两大缺口。据此推论，既然中国并不存在上述缺口，则无须大规模引入外资。然而，本文认为这种观点有失偏颇。最重要的原因在于，发展中国家或新兴市场国家引入外资的首要目的，并非是弥补资金缺口，而是借助利用外资带来的先

进技术实现国内产业结构升级，或者依靠外资所产生的“鲶鱼效应”激发本土企业竞争力。这就解释了为什么中国在保持经常账户持续顺差的情况下，依然大规模引入外商直接投资，并成功助推国内产业发展与经济增长。从这一角度看，当前中国仍有必要继续吸引外商直接投资。

（四）进一步完善人民币汇率形成机制，尤其是提高汇率变化的透明度与可预期性

从当前“一顺一逆”的国际收支格局以及近年来储备资产项并未显著增加或减少来看，人民币汇率水平并未出现明显的高估或低估，而是大致围绕均衡水平双向波动。自2015年“811汇改”以来，人民币汇率形成机制的市场化程度已经显著提升，但以“收盘价+篮子汇率+逆周期因子”为核心的三因素中间价定价机制，对市场而言依然缺乏足够的透明度，使得市场主体难以准确预期未来汇率的走势，从而不利于人民币远期外汇市场与外汇期货市场的发展。随着中国经常账户顺差绝对规模迭创新高、相对规模重新上升，美国财政部可能会再度指责中国政府操纵人民币汇率（U.S. Department of Treasury, 2026）。1994年至今，人民币汇率形成机制大致每10年改革一轮，代表性节点包括1994年的汇率并轨、2005年的“721汇改”与2015年的“811汇改”（张明、陈胤默，2022）。本文认为，人民币汇率形成机制最终必然走向清洁浮动（Free Floating），但受各种国内外现实因素的掣肘，汇改难以一蹴而就。在过渡期内，建议实施人民币有效汇率的年度宽幅目标区机制，以更好地兼顾汇率的灵活性与稳定性。

（五）继续保持适当的资本账户管制

尽管中国的经常账户顺差在 2024 年、2025 年屡创新高，分别达到 4623 亿美元与 7350 亿美元，但同期非储备性质金融账户却出现更大规模的逆差，分别达到 5238 亿美元与 8201 亿美元，同样创出历史新高。此外，2023—2025 年，直接投资、证券投资、其他投资三个子项目均呈现持续逆差，这一格局前所未见。换言之，中国的资本外流抵消了经常账户顺差，这是近期人民币汇率并未显著升值的直接原因。尽管净误差与遗漏项流出近年来明显收窄，但灰色资金流出很可能通过加密货币等更加隐秘的渠道进行。考虑到当前国际政治经济环境波诡云谲、国内经济潜在增速下行趋势尚未改变、国内系统性金融风险尚未充分化解，中国仍应保持适当的资本账户管制。资本账户管制能够有效阻断持续的资本外流与显著的人民币汇率贬值之间相互强化的恶性循环，是防范化解系统性金融风险的最后一道防火墙，不能轻易拆除（张明，2016）。当然，在保持适当资本账户管制的前提下，可以对资本账户管制手段进行优化，例如，引入税率随资本流动规模动态调整的托宾税，强化对金融机构的外汇宏观审慎监管（潘松李江、张明，2025）等。

（六）以融资货币与负债型产品为抓手推动人民币国际化

由于中国利率持续且显著低于美国利率，使得人民币成为备受欢迎的国际融资货币。中国应加大力度推动人民币负债型产品的国际化，强化人民币全球融资货币的角色（张明，2026）。其一，应加大在离岸市场发行不同期限人民币国债的力度。这一方面可以为国内扩张性财政政策提供资金支持，另一方面可以为国际投资者提供替代性安全资产选择。更重要的是，持续发行不同期限的人民币国

债有利于构建完善的离岸人民币国债收益率曲线，进而成为其他人民币负债型产品的定价基准。其二，应大力发展点心债与熊猫债的二级市场交易，推动人民币负债型产品成为高流动性的人民币计价资产。具体举措包括：在上述债券市场建立做市商制度、提供可对冲各种风险的衍生产品、推出不同类型的债券指数以吸引被动投资者参与等。

参考文献

蔡伟毅、孟小淇、秦思佳、邓明：“美国出口管制改革、中国对外直接投资与企业创新”，《经济学（季刊）》2026年第2期。

郎丽华、宋萍、王晓星：“技术升级驱动下的中国出口增长演化研究——兼论全球供应链再分配背景下的出口增长可持续性”，《经济问题》2025年第9期。

刘瑶、张明：“经常账户冲击、资本账户管理与中央银行货币政策操作”，《金融研究》2022年第12期。

马涛、王楠倩：“中国出口内涵要素结构与外贸高质量发展路径”，《南开经济研究》2023年第9期。

潘松李江、张明：“中国外汇宏观审慎政策：框架塑造、政策实践与经验启示”，《国际金融》2025年第5期。

屠新泉、李智、李建桐：“中国出口地理结构的转变及其动因分析”，《国际经贸探索》2024年第9期。

王永中、赵奇锋：“风险偏好、投资动机与中国对外直接投资：基于面板数据的分析”，《金融评论》2016年第4期。

杨志浩、张其仔：“全球产业链重构与中国制造业比较优势的培育”，《改革》2025年第9期。

张明：“中国资本账户开放：行为逻辑与情景分析”，《世界经济与政治》2016年第4期。

张明：“跨境资本流动新特征与资本账户开放新讨论”，《财经智库》

2022 年第 1 期。

张明：“世界经济格局动荡调整下人民币国际化的推进策略再调整”，《山东社会科学》2026 年第 2 期。

张明、刘瑶：“经常账户恶化是否会加大国内资产价格波动？——基于 G20 数据的作用机制及时变效应研究”，《国际金融研究》2021 年第 5 期。

张明、刘瑶：“经常账户变动对实际有效汇率的非对称影响及潜在渠道探析”，《经济学（季刊）》2022 年第 5 期。

张明、陈胤默：“人民币汇率制度的结构性演进：历史回顾、经验总结与前景展望”，《财贸经济》2022 年第 12 期。

郑玉、杨继军、姜青克：“中美出口国内增加值演化及驱动因素比较分析”，《兰州财经大学学报》2025 年第 2 期。

U.S. Department of Treasury, 2026, Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Report to Congress, January.

（责任编辑：老 刀）

in transactions characterized by multi-stage interdependence. The process reveals the internal mechanism through which the government-led platform continuously enhances comprehensive transaction efficiency via a positive-feedback loop of “cost reduction–scope expansion–data accumulation–governance upgrading.” The study provides a platform-economy paradigm with Chinese characteristics for theoretical exploration of the relationship between government and market and for the high-quality development of county economies in the digital era.

Key words: Platform Economy, Government-Led Trade Platform, A Well-Functioning Government

JEL: L59

Major Changes in China's Balance of Payments: Stylized Facts, Driving Forces and Policy Implications

ZHANG Ming (Institute of World Economics and Politics, CASS, 100732)

Abstract: China's balance of payments is undergoing significant changes, including a new mix of a current account surplus alongside a financial account deficit, a sharp increase in both balances, and the simultaneous emergence of deficits in direct investment, portfolio investment, and other investment. These trends are driven by the following factors: the sustained strength of China's export competitiveness, a rebound in the current account surplus stemming from relatively weak domestic demand; a growing tendency among Chinese enterprises to invest abroad; strong incentives for Chinese households and enterprises to make portfolio investment globally; and surging offshore demand for RMB-denominated financial assets. The corresponding policy implications are wide-ranging, including preparing for potential international trade and investment

conflicts, stimulating domestic demand, attracting foreign direct investment, improving the RMB exchange rate formation mechanism, maintaining necessary capital account controls, and advancing RMB internationalization through RMB-denominated financing.

Key words: Major Changes in BOP, International Trade, RMB Internationalization

JEL: F32, F41

Structural Changes in the International Monetary System, Drivers, and Risks

CAO Shengxi (Development Research Center of the State Council, 100010)

Abstract: The international monetary system is undergoing its most profound structural adjustment since the end of the Cold War. This paper develops a comprehensive analytical framework to explain the driving structure behind this transformation, comprising three propulsive forces and one binding constraint. The three propulsive forces are the geographic reconfiguration of the global trade network, the reassessment of trust in reserve assets triggered by geopolitical shocks, and the technological transformation of payment and clearing infrastructure. Together, they loosen from different directions the preconditions on which the self-sustaining power of the dollar network rests. The single binding constraint is the structural bottleneck in the global supply of safe assets, which delimits the effective boundary of what the first three forces can achieve. The paper further analyzes the endogenous interaction between these propulsive forces and the constraint. It shows that the transmission of these forces exhibits a pronounced speed gradient across different layers: change is fastest at the level of trade settlement, moderate at the level of reserve management, and most entrenched in the deep