



**NIFD**  
国家金融与发展实验室  
National Institution for Finance & Development

# 金融专报

2021年第11期 总第100期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2021年3月17日

## 宏观杠杆率与跨周期调节

张晓晶

- 跨周期调节是一种新思维，政策视野由短期扩展为中长期，既看到经济的短期波动，也看到结构性力量所决定的中长期趋势，并针对不同问题采取相应的政策安排，其调控目标是实现稳增长与防风险的长期动态均衡。
- 宏观杠杆率的演进动态凸显了跨周期调节的重要性。快速加杠杆短期效应显著，但动态来看，积累了较大风险；去杠杆短痛难免，但跨周期的积极效应也非常明显。
- 实现跨周期调节不仅仅是政策理念的转变，更重要的是在调控的方式方法、体制机制上有根本性的转变。其一，宏

观政策不能急转弯，要保持可持续性；其二，供给侧结构性改革要贯穿于宏观调控全过程；其三，保持宏观杠杆率的基本稳定；其四，实施跨期预算平衡机制，更好发挥财政功能。

## 一、跨周期调节新思维

将短期与中长期对立，将周期波动与结构性问题对立，将需求侧与供给侧对立，将宏观调控与改革举措对立，是过去一段时间我国宏观经济政策框架的基本叙事，也是导致宏观调控效果不彰甚至弊端重重的主要根源。“宏观调控跨周期设计和调节”或者说“跨周期调节”，正是针对这些问题所提出的。

相较于传统的政策理念，跨周期调节是一种新思维。

首先，从时间维度上看，跨周期调节将时间轴拉长，政策视野由短期拓展到中长期。也就是说，宏观调控当局不能只关注当期，还要关注下一期以及更长期，是一种动态的视角，是全过程的考察。

其次，从形与势的辩证关系看，跨周期调节不能囿于一个周期内的起起伏伏，而是要能够“穿越”（跨越）经济周期，既看到经济的“形”，即短期的波动，也要看到经济的“势”，即结构性力量所决定的中长期趋势。从增长角度看，“势”往往指的就是潜在增长，而“形”则是经济对潜在增

长的偏离或者说产出缺口。形与势之间常常会相互转化。一方面，不防微杜渐、未雨绸缪，该出手时不及时决断，短期的波动容易演化为长期的破坏力；另一方面，如果没有对大趋势的前瞻性与定力，则往往会频频出手干预经济而形成进一步的扰动。

第三，从波动源与对策上看，跨周期调节强调宏观不稳定的来源既有短期的周期因素，也有中长期的结构性因素，从而，在跨周期的设计和调节上，就要考虑到针对不同问题的政策安排。比如周期性问题采用稳定化政策，但中长期问题则要借助结构性改革。

第四，从调控目标上看，跨周期调节明确将稳定增长与防范风险作为统一的目标，要实现二者的长期动态均衡。因此，对于刺激政策须谨慎使用，它会带来风险积累；而防风险政策（如去杠杆）也要注意其负面效果，谨防出现“处置风险的风险”。相较于暂时的宏观稳定局面，长期动态均衡才是跨周期调节所追求的目标。

## 二、宏观杠杆率的演进动态凸显跨周期调节的重要性

跨周期调节的重要目标就是实现稳增长与防风险的长期动态均衡。宏观杠杆率是衡量风险的综合性指标，高杠杆率是金融脆弱性的总根源。正是基于宏观杠杆率的演进动态，才“发现”了跨周期调节的重要意义。

国际货币基金组织的旗舰刊物《全球金融稳定报告》的

经验结果表明：宽松的金融条件指数（这往往与杠杆率的攀升相关）在边际上能显著降低经济下行风险，但这一效果不可持续，在中期内会显著减弱。该结果强调了“跨期替代效应”：即宽松的金融条件在短期内提高经济增长并减少经济波动，但由于内生的脆弱性不断积累，中期经济增长的波动会加大。这和笔者近期的研究发现是一致的：即以债务增速反映的新增债务流量会显著刺激经济增长，但这种刺激作用是短期的，而以宏观杠杆率反映的债务累积存量则会抑制未来的经济增长。这实际上揭示了债务驱动经济效果的复杂性，并凸显了跨周期调节的意义。

自 2008 年国际金融危机爆发，我国进入快速加杠杆阶段。从 2008 年底的 141.2% 上升到 2015 年的 227.3%，共攀升了 86.1 个百分点，年均增幅为 12.3 个百分点。面对危机，加杠杆是一种不得已的选择。今天来看，危机应对及当时的“四万亿计划”有正反两方面的经验教训。正面经验就是：面对危机，政策出台“快准狠”，提振信心，中国经济率先复苏，这也是对世界经济的贡献。反面教训就是：各种手段一起上，有些不计成本，不顾后果，特别是对于好不容易建立起来并努力坚守的风险监管原则、央行独立性、财政纪律等制度，均有较大“突破”，并带来诸如产能过剩、僵尸企业、融资平台债务积累、影子银行扩张，以及房地产业作为刺激经济工具的使用等问题。换言之，快速加杠杆短期效应显

著，但动态来看，所积累的风险直到今天还处在“消化”阶段。

2015年10月中央提出降杠杆任务，我国进入强制性去杠杆阶段。从去杠杆进程来看，2016年未能控制住，杠杆率仍大幅攀升11.5个百分点。究其原因，2016年一季度GDP增长6.7%，创28个季度新低，这让政策当局在去杠杆时产生顾忌，有“放水”之嫌，仅2016年第一季度杠杆率增幅就达到5.4个百分点。但2017年杠杆率仅增长2.4个百分点，2018年出现首次下降，降幅为1.9个百分点。至此，宏观杠杆率的攀升态势得到了有效抑制，初步实现了去（稳）杠杆的目标。值得指出的是，去（稳）杠杆过程并非没有负面效果，如企业的违约率明显上升，特别是民营企业“哀鸿遍野”，受到了较大的冲击。不过，“跨周期”看，去（稳）杠杆的积极作用不容忽视。一是去（稳）杠杆降低金融脆弱性，创造了政策空间。2020年一季度的企业杠杆率大幅攀升近10个百分点，达到161.8%，但仅比2017年一季度160.4%的历史高点多了1.4个百分点。之所以如此，是因为经历了将近3年的去杠杆，我国非金融企业杠杆率已由2017年一季度末的160.4%，降至2019年末的151.9%。这表明过去几年的稳（去）杠杆政策客观上为当前的扩张创造了条件。二是去（稳）杠杆政策提高了投资效率。2016年以来，边际资本产出比（ICOR）出现了下降，换句话说，投资效率有所提高，而这一变化与2015年10月中央提出降杠杆的时间点是

完全吻合的。概言之，去杠杆短痛难免，但跨周期的积极效应也非常明显。

### 三、如何实现跨周期调节

实现跨周期调节不仅仅是政策理念的转变，更重要的是在调控的方式方法、体制机制上有根本性的转变，这样才能将跨周期调节真正落到实处。

#### （一）宏观政策“不急转弯”，保持可持续性

面对外部不确定性的冲击，跨周期调节更显重要。受新冠疫情影响，我国2020年的经济增长率仅为2.3%；国际货币基金组织预测：2021年增长率将大幅反弹至8.1%，2022年又回落到5.6%。这样的大起大落，如果仅从年度或季度看，宏观政策必然作出过度反应。比如，由于2020年一季度经济下滑6.8%的基数效应，2021年一季度的增长率或将达到两位数，超出潜在增长率很多。那么，政策需要对这样的经济“过热”马上作出反应吗？事实上，只看见季度增长的跃升是不够的，如果看全年则要低得多。并且，从2020-2022这三年平均来看，增长率不过是5.3%，这才是政策调控的立足点，跨周期的含义也一目了然。

2020年百年不遇的疫情冲击，政策层面的反应也是超常规的。当前经济在较快恢复中，但疫情影响仍然存在。从这个角度，针对疫情的一些权宜安排，也不可能完全退出，政策正常化需要有一个过程。因此，政策要有连续性、稳定性，

不能急转弯。从跨周期角度，政策还需要保持可持续性。相比于主要发达经济体，无论是政府的赤字率、债务占比、宏观杠杆率、利率水平，还是政府的家底，我国的政策空间都相对充裕。但这并不意味着我们可以“挥霍”。考虑到国内外形势的复杂多变，不确定性大大增强，保持宏观政策的可持续性，最重要的就是政策要留有余地，子弹不能一下子打光。

## （二）供给侧结构性改革贯穿宏观调控全过程

跨周期调节意味着不能把需求管理与供给侧改革对立起来，供给侧结构性改革要贯穿于宏观调控全过程。

首先，宏观调控效果不彰根本问题在于体制和结构。中国当前的问题是周期性、结构性、体制性问题和矛盾的叠加。因此，宏观调控必须要将改革贯穿其中。以去杠杆为例。杠杆问题自然与周期相关，但背后却有着深层的体制原因，即公共部门杠杆以更快的速度扩张（典型的是国企与融资平台），其占比越来越高。这样一来，去杠杆就需要在结构上、在公共部门改革上做文章，比如取消隐性担保、硬化预算约束、纠正金融机构的所有制偏好等等。再如货币政策的效果。由于传导机制不畅通，央行再发力，无论是降准或降息，作用可能都到不了中小企业，于是出现了“结构性货币政策”。从根本上说，结构性货币政策是不得已而为之，重要的是通过改革，打通货币政策传导机制的梗阻。

其次，要用改革的办法稳定总需求。扩大总需求、稳定

总需求，一般想到的就是用刺激政策。但需求问题并不是从需求侧就能解决的，往往需要通过供给侧，需要从体制机制上解决。所以，要用改革而非简单刺激的办法稳住总需求。消费方面，注重调整收入分配格局，壮大中等收入群体，释放消费潜力；从供给侧入手，推进服务业开放，提升服务业质量，满足社会对于高质量服务的需求，着力提高服务业消费，促进服务产业与服务消费“双升级”；增加社会性支出，构筑社会安全网，减少消费的后顾之忧。投资方面，侧重于补短板、惠民生的有效投资，这包括脱贫攻坚、城镇老旧小区改造、与城市群发展相关的基础设施建设以及产业链供应链韧性的增强等；引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，进一步推进市场开放以及政府与社会资本合作（PPP），给民营经济以更大的发展空间，激发民间投资的活力；推进私有产权保护，稳定预期，给民营企业以信心。外需方面，进一步提升对外开放水平，深化规则制度型开放；坚持市场化、法治化、国际化原则，不断改善营商环境；继续推进“一带一路”倡议建设，推动双边与多边贸易协定的达成，拓展国际合作空间和国际市场；努力保持对外学习通道，赢得新的全球化红利。

### **（三）保持宏观杠杆率的基本稳定，实现稳增长与防风险的动态平衡**

保持宏观杠杆率的基本稳定，是实现稳增长与防风险动

态平衡的根本要求，也是实施跨周期调节的关键环节。

首先，疫情冲击下，2020年我国宏观杠杆率有了快速的攀升。从2019年末的246.5%增至270.1%，杠杆率年度增幅达到23.6%，差不多是2008-2015年年均12.3个百分点增幅的两倍。

其次，国际比较看，我国宏观杠杆率已经处在较高水平。根据国际金融协会（IIF）的数据，截至2020年三季度末，发达经济体宏观杠杆率为304.2%，新兴经济体为208.4%，全球（全部报告国家）杠杆率为268.4%。尽管我国三季度末的宏观杠杆率低于发达经济体，接近全球水平，但仍高出新兴经济体60多个百分点。

第三，宏观杠杆率变动体现出政府的克制和跨周期调节的意图。2020年我国宏观杠杆率攀升了23.6个百分点，不但低于我国2009年31.8个百分点的杠杆率增幅，也低于发达经济体2020年前三季度30.7个百分点的增幅。这反映出我国面临百年不遇的疫情冲击，政策当局的扩张与扶持政策仍是有节制的，不搞“大水漫灌”，既考虑到潜在风险的积累，也给未来发展留有政策余地，较好体现了跨周期调节的意图。

未来看，既要保持杠杆率的基本稳定，又要充分发挥杠杆率对增长的支撑作用，必须在杠杆率的结构上做文章。政府部门加杠杆，特别是中央政府继续加杠杆，部分接替地方

政府的隐性债务扩张；企业部门去杠杆，但要体现竞争中性，防止国企民企在去杠杆过程中苦乐不均；居民部门稳杠杆，尤其需要通过房地产的基本稳定促进居民杠杆率的基本稳定、略有上升。

#### **（四）实施跨期预算平衡机制，更好发挥财政功能**

所谓跨期预算平衡，就是为了实现一个更长周期内的预算平衡，允许收入与支出在短期内（比如半年、一年）不等。事实上，赤字财政就意味着年度预算的不平衡，是跨期预算平衡的直接体现。跨期预算平衡机制是财政在预算编制、执行、监管环节进行合理跨期动态平衡的制度，内容包括预算编制跨期平衡、规范超收的使用和短收的弥补、弱化收入预算考核、加强支出政策和支出预算的审查、硬化支出预算约束。正是由于长期以来年度预算缺乏持续性、前瞻性以及不能与经济周期紧密结合，跨期预算才有了现实意义。

跨期预算平衡机制基于一种长期的、动态的理念管理预算，既坚守预算平衡的内在约束，也赋予了预算管理相对灵活的弹性空间。特别是，将政府债务规模与赤字规模的增减与宏观经济周期密切关联，一方面，“该出手时就出手”，不被赤字教条所束缚（如在疫情冲击下赤字率突破3%）；另一方面，财政纪律是紧箍咒，时时约束着政府行为。跨期预算平衡立足于中长期，把握增长大势；因此对财政政策空间的理解并不囿于当期的赤字和财政状况，从而能更好发挥财政

功能。与此同时，政府要构建债务风险的预警与处置机制，全面把握债务规模、期限结构以及财政运行态势，建立起政府综合财务报告制度，动态跟踪债务风险变化；已经面临债务风险预警的政府，要有中长期债务处置规划。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳

蔡 真

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 梁永臻

联系人：陈双莲

电子邮箱：[chensl@gzhu.edu.cn](mailto:chensl@gzhu.edu.cn)

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

## 国家金融与发展实验室学术成果系列

### 正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

### 非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）