



**编者按：**2020年7月30日，中共中央政治局会议指出，要完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡；《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》进一步提出，要搞好跨周期政策设计。旨在加快推进跨周期政策设计和调节，逐步完善和优化宏观经济治理，有效促进经济总量平衡、结构优化、内外均衡。为此，本刊特约请有关专家学者进行了探讨。

## 宏观杠杆率与跨周期调节

张晓晶

**20**20年7月30日，中央政治局会议提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”。自此，跨周期调节开始进入人们的视野。跨周期调节在何种意义上是一种新思维？为什么说杠杆率政策凸显出跨周期调节的重要性？如何实现跨周期调节？笔者将围绕这些问题展开讨论。

### 跨周期调节新思维

自从凯恩斯革命以来，宏观调控就被赋予熨平周期波动的重任。不过，凯恩斯所关注的是短期波动，这与他的名言“长期而言，我们都将死去”是一致的。在凯恩斯主义经济学的鼎盛时期，周期波动或

者说短期宏观经济问题一度成为宏观经济学的唯一研究对象，关注短期问题成为宏观调控政策合法性的基础；与之相应地，需求管理被当做凯恩斯主义政策的法宝。尽管后来增长理论进入宏观经济学教科书并成为其中的重要内容，但与中长期增长相关的制度与政策安排，并未能纳入宏观调控政策的范畴；相反，属于供给侧的中长期问题、结构性问题的应对举措一律纳入改革的范畴。在学界的讨论中，也往往将一般宏观政策与（结构性）改革措施分开讨论，避免混为一谈。

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。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。

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，如果不防微杜渐、未雨绸缪，该出手时不及时决断，则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。

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（stabilization policy），但中长期问题则要借助结构性改革。

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，因为它会带来风险积累；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。

## 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。

国际货币基金组织发布的《全球金融稳定报告》显示：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（滞后两期就不再显著），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。正面经验是：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。反面教训是：各种手段一起上，有些不顾后果，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、中央银行独立性、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年并未能控制住，杠杆率仍大幅攀升11.5个百分点。究其原因，2016年第一季度GDP增长6.7%，创28个季度新低，政策当局在执行去杠杆政策时不坚决，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，比如企业的违约率明显上升，特别是民营企业受到了较大冲击。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。试想，如果没有始于2017年去杠杆的成效，2020年应对新冠肺炎疫情就会非常被动。2020年第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年第一季度160.4%的历史高点多了1.4个百分点。之所以如此，是因为经历了近三年的去杠杆，我国非金融企业杠杆率已由

2017年第一季度末的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。我们一般用边际资本产出比（ICOR）来衡量投资的效率，即多少个单位的增量资本带来1个单位的增量产出，该数值越高表明投资效率越低。2016年以来，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。

## 如何实现跨周期调节

### 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。受新冠肺炎疫情影响，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年我国GDP增长率将大幅反弹至8.1%，2022年回落到5.6%。这样的较大波动，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年第一季度经济下滑6.8%的基数效应，2021年第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年这三年平均来看，经济增长率不过5.3%，这才是政策调控的立足点，跨周期的含义也一目了然。

当前，经济在较快恢复中，但疫情影响仍然存在。从这个角度看，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”。当前，国内外形势的复杂多变，不确定性大大增强，要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。

### 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。从货币政策的效果看，由于传导机制不畅通，中央银行无论是降准或降息，达至中小企业的作用有限，于是出现了“结构性货币政策”。在此，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，在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，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；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”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。

### 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，在疫情冲击下，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个百分点，差不多是2008~2015年年均12.3个百分点增幅的两倍。其次，从国际比较看，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年第三季度末，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%。尽管我国第三季度末的宏观杠杆率低于发达经济体60个百分点。最后，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所节制的，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，较好地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的苦乐不均；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。

### 实施跨期预算平衡机制，更好发挥财政功能

如果说宏观杠杆率的基本稳定侧重于货币政策，那么跨期预算平衡则侧重于财政安排。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、监管环节进行跨期合理动态平衡的制度，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地方政府，要有中长期债务处置规划。■

作者系中国社会科学院金融研究所所长  
(责任编辑 许小萍)