



# 社科院张晓晶：妥善平衡宏观杠杆率，以“稳增长”促“稳预期”



## 意见领袖 | 中国财富管理 50 人论坛

近日，由中国财富管理 50 人论坛（CWM50）举办的“2022 中期宏观峰会——稳增长与实现路径”在京成功召开。峰会以今年上半年国内外局势变化为背景，就下半年经济形势展望、宏观政策调整优化、助力我国经济稳增长等问题进行深入探讨，以期为我国下半年宏观经济形势研判与政策制定提供决策参考。中国社会科学院金融研究所所长张晓晶出席峰会并在“财政货币政策如何助力稳增长”高峰论坛上发言。

张晓晶认为，我国宏观杠杆率仍处于上升周期，但由于前期趋紧的政策导向，居民部门杠杆率整体下降，企业部门资产负债接近衰退边缘，为保障今年下半年我国经济稳增长目标，政府部门在宏观杠杆率方面还应表现得更加积极。张晓晶提出，需要通过“稳增长”来促成“稳预期”，第一，需要把增长的态势放在“东升西降”的大背景下思考；第二，需要把经济建设和经济增长相结合，保证有一定的经济增长速度；第三，需要分部门调整宏观杠杆率，激活民间投资，从而激活市场活力。



以下文正文：

我以当前我国经济增长压力持续加大为背景，讨论一下宏观杠杆率的问题。

### 一、关于“增长”内涵的界定

一般情况下，我们认为要通过“稳预期”来实现“稳增长”。但就当前我国经济情况而言，我们现在可能需要通过“稳增长”来促成“稳预期”。

对于“增长”这个概念，不能停留在过去的思维定式之中，应该把增长放在“东升西降”的时代背景下来讨论。这就意味着，我国在过去近四十年里的经济增速接近美国的 4 倍，今后一段时期内，我国经济增速是否可以保证达到美国的 2 倍这个水平？基于现状分析，要实现这样的目标仍

需克服包括宏观政策在内的诸多困难。

## 二、关于“以经济建设为中心”的思考

去年底的中央经济工作会议重申，我国发展要以经济建设为中心，我认为这个信号有两层含义：第一层含义是坚持搞经济建设，第二层含义是需要经济保持一定速度的增长。今年一季度发布了分省的 GDP 数字，我认为还是需要将各省的 GDP 拿出来比较，来检查各省是否真正践行了“以经济建设为中心”，是否千方百计地把经济建设搞好了，还是说在疫情防控和经济建设两个目标之间失去了平衡。虽说近些年我国发展不再以 GDP “论英雄”，但也并非完全不考虑 GDP。如果没有一定的经济增长速度，我们就无法实现“东升西降”的既定预期。

## 三、关于宏观杠杆率的讨论

“十四五”期间，由于经济增速下滑，导致杠杆率阶段性攀升，我认为这意味着经济发展进入了上升周期。我将这一客观情况概括为“内外交困”：外部因素包括俄乌冲突、疫情这些最大的不确定性，还有中美博弈这一持久问题；内部因素包括我国人口结构的变化，也就是蔡昉老师提出的人口加速老龄化以及人口峰值提前到来的问题，对我国潜在增长带来很大压力。鉴于此，若在保证经济增长，就得在政策上加力，即“加杠杆”。所以，一方面我们会把“分子”不断地提高，另一方面我们会把“分母”不断地下调，推动杠杆率进入上升周期。

居民部门杠杆率曾一度保持平稳增长，只是在近一两年趋于平缓。在过去，居民部门杠杆率一直表现最为积极，尽管增幅有时不如企业部门，但这的确是经济稳步上升的重要驱动力，这一情况在将来可能会发生变化。

去年年中，我国宏观杠杆率大概为 263.8%，今年上半年升至 273.1% 左右。大家有可能开始担心，上半年同比上升了近 9.3 个百分点，那么下半年是否会上升 10 个百分点？我认为不可能，因为上半年上升的主要原因是 GDP 下滑太严重，尤其在二季度，而下半年 GDP 一定会上升，或者至少表现好于上半年。所以全年的宏观杠杆率将大概维持在 273%~275% 这个区间，下半年杠杆率的上升幅度非常有限。

#### 四、对我国宏观杠杆率的具体分析

第一，总债务水平并不高。在实体经济总债务方面（即总杠杆率的分子），总债务水平大概在 10%，其相比过去平均水平并不高，甚至还略低。一般来说，比较高的水平大概要到 12% 左右，而 9%~10% 基本上还属于总债务的增长阶段。也就是说我国总债务水平其实还不是特别高，前期政策并没有形成所谓“大水漫灌”。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_44671](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44671)

