

企业杠杆率、 债务期限与货币政策

□刘伟 □李连发

在基于投资生产的债务偿还模型中,本文发现,当企业债务偿还能力短期内较弱、企业发行债务期限较短时,出现两难困境不可避免:要么发行大量短期限债务,以出现不良债务的代价提高资源配置效率;要么举债规模不足以达到资源配置效率,但不出现不良债务。当资源配置效率被融资不足所制约时,货币政策强化产出目标,减少债务偿还目标的权重,同时延长债务期限,有利于使得产出与资源最优配置的水平保持一致。

关键词:企业杠杆率;债务期限;货币政策;产出

中图分类号:F820.3 文献标识码:A 文章编号:1003—5656(2018)10—0039—08

DOI:10.16158/j.cnki.51-1312/f.2018.10.006

引言

在对宏观政策进行评估和设计过程中,一国非金融企业的债务杠杆水平受到广泛地关注。中国人民银行2018年1季度发布的《中国货币政策执行报告》将非金融企业部门、政府部门、住户部门的债务余额与国内生产总值之比定义为宏观杠杆率,各部门负债被定义为通过金融市场或金融机构形成的负债,其中,非金融企业债务包括本外币境内贷款、国内公开发行的债券、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、对外债务等。报告指出,2017年之前的一段时期,我国宏观杠杆率上升较快。在2012—2016年期间年均提高13.5%。2017年,宏观杠杆率上升速度放缓,全年上升2.7%,达到250.3%,其中,非金融企业杠杆率为159%,比2016年下降了0.7%,这是2011年以来出现的首次下降,企业杠杆率在2012—2016年期间年均提高8.3%。另外,根据中国社科院国家金融与发展实验室编制的《中国国家资产负债表》,2016年12月底,我国企业债务是17.5万亿(窄口径)到21.3万亿(宽口径),占国民生产总值的比重分别为23%和28%^[1]。

企业负债规模与企业负债期限之间联系密切,债务期限短,企业短期内偿还的压力大,企业负债的规模通常会受到影响。根据Wind数据库,我国中长期贷款占比目前处于历史中间水平。截至2018年5月,我国人民币各项贷款余额为127.3万亿;其中,中长期贷款占比的最新值为37.9%(见图1),在中位值37.8%之上。将2004年12月—2006年12月的季度数据和2007年1月以来的月度数据连接共有146个观测值,处于(37.2, 39.3]的观察值为63个,占43.2%;所有观察值中,尚有28%的观察值(42个)高于39.3%。

当一国企业短期内的债务偿还能力不强时,企业应发行长期限的债务,短期无法改变的较弱的债

基金项目:国家社科基金重大项目“改革开放以来我国经济增长理论与实践研究”(152DA007);国家自然科学基金一般项目“国际资本流动、货币国际化与货币政策:基于中国的理论与经验研究”(71373011)

作者简介:刘伟,中国人民大学教授、博士生导师;李连发,北京大学经济学院教授、博士生导师。

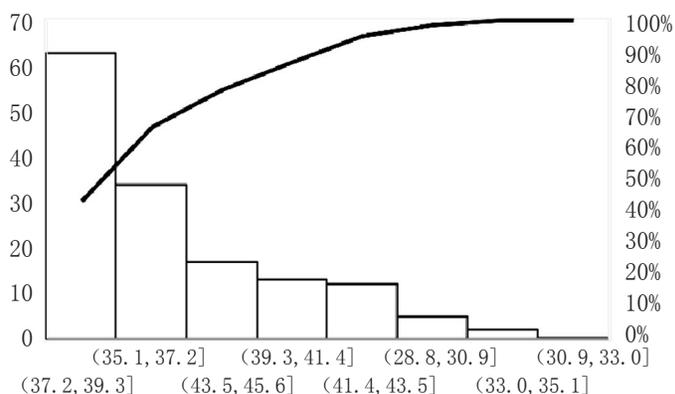


图1 中长期贷款占比的密度分布降序排列

数据来源: Wind数据库。

数据说明: 将2004年12月—2006年12月的季度数据和2007年1月—2018年5月的月度数据连接共有146个观测值, 处于(37.2, 39.3]的观察值为63个(由柱状图左轴表示), 占43.2%(由线状图右轴表示)。

相关政策与货币政策相关。基于对经济发展阶段的判断(处于初级阶段还是发达阶段)和企业负债期限给货币政策实施效果带来的影响, 货币政策可选择对政策目标(企业杠杆率和企业产出)设定不同的权重。给定其他条件不变, 对处于发展初期的经济而言, 企业负债期限能否延长常常成为能否实现资源配置效率的关键因素。当前有关企业杠杆率的讨论, 大多假设与企业负债期限相关的政策无须考虑经济发展阶段的特性, 不考虑在这些政策和市场设计方面有所创新的可能性, 使得货币政策的回旋余地变得有限。

通过构建基于投资生产的债务偿还模型, 本文考察以企业杠杆率(债务偿还)、负债期限和产出为对象的货币政策设计, 不同的货币政策设计意味着政策对待企业杠杆率和产出的权重不同, 不同债务期限下货币政策实施对宏观经济的影响效果也不同。

一般来说, 企业杠杆率与债务偿还情况密切相关, 过高的杠杆率意味着债务偿还情况不好, 金融机构的不良贷款增加, 反之, 债务偿还情况良好意味着杠杆率处于合理的区间。值得强调的是, 在债务期限较长的情况下, 短期内的债务偿还能力变得不重要, 债务最终到期时债务人的偿还能力才是决定杠杆率是否合理的标准。

在通胀相对稳定的经济环境中, 为着重考察产出、债务偿还与货币政策之间的内在联系, 货币政策设计类型被分为3种: 货币政策设计权重类型A, 既评估产出, 也评估债务偿还; 货币政策设计权重类型B, 只评估产出, 不评估债务偿还; 货币政策设计权重类型C, 不评估产出, 只评估债务偿还。

本文结构如下: 第一部分假设企业发行期限为1期债务; 第二部分允许企业在第1期和第2期均可发行债务, 并在考虑对企业自有资金投资“挤出效应”的多期模型中进行考察; 第三部分是结论和建议。

一、企业债务期限为1期的模型分析

模型的基本设定与刘伟和李连发(2013)^[3]、刘伟和李连发(2018)^[4]相同^②。本文采用的是局部均衡

^①除了本文考察的货币政策之外, 其他政策制定者自身的政绩政策设计也重视企业杠杆率的情况。2016年11月14日, 国务院发布的《企业性债务风险应急处置预案》提出, 在发生IV级(一般)以上企业性债务风险的省份, 省级政府应将企业性债务风险处置纳入政绩政策设计范围^[2]。

^②Cecchetti and Li(2008)^[5]采用不同的方法考察与本文类似的问题。

务偿还能力会限制企业负债。在经济发展的初级阶段, 必要规模的负债是与资源有效配置一致的。如果企业发行短期限的债务, 则避免不良债务的举债水平势必低于资源有效配置的水平。在无法通过创新手段扩大存贷款期限缺口的前提下, 将不可避免地出现两难困境: 要么过度发行短期限债务, 以出现不良债务的代价提高资源配置效率; 要么举债规模过低, 以牺牲资源配置效率的代价换得不出现不良债务。换言之, 对处于发展初级阶段的经济、金融部门基于期限缺口的流动性风险的控制, 可能带来资源配置效率方面的损失。

货币政策^①以产出和企业杠杆率(债务偿还)状态为目标, 意味着企业负债期限及其相关

的分析方法,一般均衡效应未加以展开讨论的原因是这些效应被认为对最终的政策建议不具有本质(非技术意义)上的重要性。除了模型技术性的常规假定外,本文做了以下设定:(1)举债人总有意愿发行长期限的债务;(2)举债的结果总是通过形成某种资本存量,有利于产出的增加;(3)资本的边际产出递减,不考虑规模效应不变的情况;(4)在举债人是否偿还债务无差异的情况下,举债人选择偿还债务;(5)举债人完全了解货币政策的权重设计,并根据这方面的知识来形成预期,调整自己的举债和期限选择行为;(6)货币政策关注产出和债务偿还;(7)至少在特定的被考察的均衡状态,价格水平和通货膨胀对结论的影响不显著。

在模型中,企业生产函数的投入与产出为同一商品。假设企业杠杆债务 q 均转化为投资,与企业自有资金投资 k 一起进入生产函数,假设劳动力投入规模为1。生产函数 $f(k+q)$ 满足 $f' > 0$, $f'' < 0$ 。假设企业债务的利息可以忽略不计,企业自有资金投资和企业债务形成的投资边际成本均为1。

图2中的 DD' 曲线代表生产函数,纵轴是产出,横轴原点左边与生产函数的交点与原点的距离代表企业自有资金投资,横轴原点右边代表的是企业债务形成的投资。由于投资的边际成本为1,与45度线平行的切线与 DD' 曲线的切点 D 在横轴上对应的是社会最优的企业债务水平 q^* ;切点 D 对应的企业自有资金投资为 \tilde{k} 。切点 D 所表达的等式是:

$$f'(\tilde{k} + q^*) = 1$$

与企业杠杆率对应的债务偿还在图1中表现为虚线 GG' 曲线,具体代表企业债务的偿还曲线,假设与产出以固定比例 $t \in (0, 1)$ 相关联,即企业偿债规模为产出的一部分 $tf(\tilde{k} + q)$ 。虚线 GG' 曲线与45度线的交点 G 对应的是偿还的债务刚好等于债务的临界点 \tilde{q} ;如果债务小(大)于 \tilde{q} ,企业杠杆率正常,能够偿还债务(企业杠杆率过高,出现债务亏欠)。

图2给出的是 $\tilde{q} < q^*$ 的情况,对应的是企业债务偿还能力较弱的经济。45度线是企业存续期大于1期的债务偿还线。图2中 OG'' 线是企业预期可以仅偿还部分债务的债务偿还线,该线对应的债务偿还临界水平 q' 要高于全额偿还的债务偿还临界水平 \tilde{q} 。企业预期可以规避偿还的债务比例越大,就越可能超过社会最优水平和全额偿还的临界水平,出现过高杠杆率和过度举债。

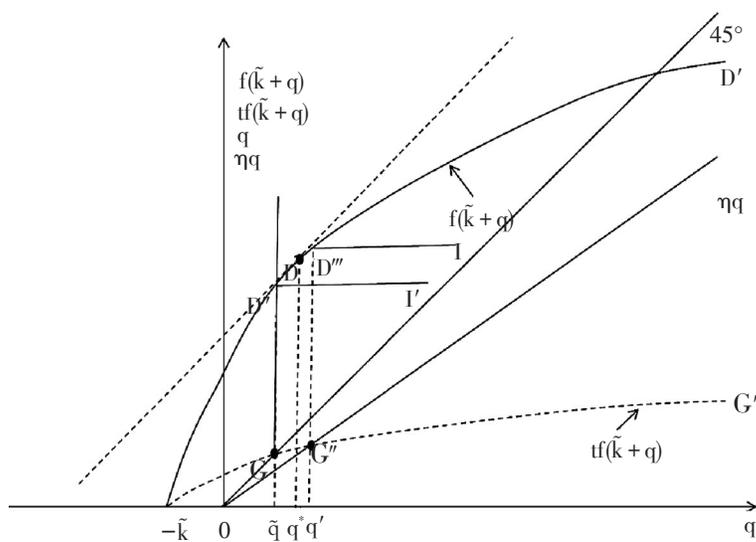


图2 债务期限为1期且 $\tilde{q} < q^*$ 的情况

会根据图2,在A类货币政策设计下,货币政策对产出的影响可以通过图2中水平实线来进行对比。如果企业同时考虑产出和预期自己需要偿还的那部分债务,则可能通过举债 q' 将产出推高到 D'' ,这样举债对应的水平实线是 $D''I$;如果要求全额偿还,举债对应的水平实线是 $D''I'$ 。

在B类货币政策设计下,企业不担心政府干预债务偿还,举债规模可能超过 q' 。在C类货币政策设计下,企业预期政策会干预过高的杠杆率,举债水平回归全额偿还的债务偿还临界水平,这对应图2中的垂直实线 GD'' ,使

在B类货币政策设计下,企业不担心政府干预债务偿还,举债规模可能超过 q' 。在C类货币政策设计下,企业预期政策会干预过高的杠杆率,举债水平回归全额偿还的债务偿还临界水平,这对应图2中的垂直实线 GD'' ,使

得债务水平低于与资源配置效率一致的水平。

图2显示,对于企业债务偿还能力较弱的经济,强化产出指标,弱化债务偿还的货币政策设计权重,适度允许企业根据一定法定原则规避一部分债务,有利于使得企业债务水平与资源配置效率相一致。在图2对应的经济,债务偿还在货币政策设计中权重下降可能带来以下结果:导致企业债务趋于超过全额偿还的债务偿还临界,但这需要灵活看待,因为提高杠杆率举债是使得产出趋于资源配置最优水平所需要的。因此,A类或B类货币政策设计,加上允许企业适度规避部分债务偿还,有利于将企业债务保持在与资源配置效率一致的水平。

以下考察 $\bar{q} > q^*$ 的情况,对应的是企业债务偿还情况较好、杠杆率处于合理区间的情况。假定企业债务能完全形成当期投资,通过生产函数成为当期产出的一部分。企业生存期限和债务期限暂假定均为1期,债务偿还在企业存续期内完成。

在A类货币政策设计下,政策评估综合了企业债务偿还和产出两方面。虽然企业将债务偿还内部化,但是因为举债有助于提高产出,企业举债会超过社会最优水平,达到债务偿还的临界水平;如果超过债务偿还的临界水平,企业预期货币政策会干预,因为债务偿还的权重大于零。

在B类货币政策设计下,由于债务偿还的政策评估权重为零,为提高产出,企业可能举债超过偿还的临界水平;超过债务偿还的临界水平,企业预期货币政策不会干预,因为债务偿还的权重为零。

在C类货币政策设计下,淡化产出指标(产出指标的货币政策评估权重为零),债务偿还的政策设计权重为1;提升产出不会给政府带来政绩,反而是增加债务偿还可能给政府带来政绩,政府可能会要求企业降低杠杆率,增加债务偿还,从债务偿还临界水平向左移,使得举债水平接近社会最优水平。

假定企业预期在企业存续期内仅偿还债务的一部分,企业债务偿还直线则相当于45度线向下旋转;企业存续期越是短,存续期内债务偿还的比例越低,该企业的债务偿还线就向下旋转越接近正向横轴。假设企业存续期间债务偿还的比例为 $\eta \in (0, 1)$, 图2中 OG'' 直线是此类企业债务偿还线;该企业债务部分偿还的临界水平 q' 要高于全额偿还的债务偿还的临界水平 \bar{q} 。

在A类货币政策设计下,企业存续时间越短,就越可能超过社会最优水平和全额偿还的债务临界水平,出现过高的杠杆率和过度举债。此类企业如果预期政策仅重视产出和自己必须偿还的那部分债务(不考虑自己可以避免的那部分债务),则可能通过举债 q' 将产出推高到 D'' 。在B类货币政策设计下,企业不担心政策会干预债务偿还,举债规模可能超过 q' 。在C类货币政策设计下,企业举债水平虽然回归全额偿还的债务偿还临界水平,但债务水平依然高于与资源配置效率一致的水平。

对于企业债务偿还能力较强的经济,淡化产出指标、强化债务偿还的货币政策设计权重,发行短期限债务,全额偿还债务,有利于资源配置效率的提升。

综合以上的考察可以得出以下结论:对应的殷实经济,保持合理杠杆率与保持资源配置效率是一致的,而强化产出指标、允许企业规避部分债务偿还与保持资源配置效率是矛盾的;对此类经济,弱化产出指标、要求企业全额偿还债务有助于提升资源配置的效率。图2对应欠发达经济,增加产出的货币政策设计权重与保持资源配置效率一致;如果此时不灵活地看待杠杆率和债务,要求企业全额偿还债务,可能使得企业经济规模低于最优水平,不利于提升资源配置的效率。

二、多期模型中的企业债务与货币政策

考虑两期模型。企业债务可以有两种期限,1期或2期。第1期企业债务 q 均转化为投资,与企业自有资金投资 k 一起进入第1期生产函数 $f(k+q)$;每期生产函数相同,且满足 $f' > 0$, $f'' < 0$;第1期末规模

为 q 的企业债务不论是否到期,均将继续作为第2期生产函数的资本在没有折旧的假设下继续进入生产函数。第2期企业新发债 d 转化为第2期投资,与上期企业债务形成的投资 q 以及企业自有资金投资 k 一起进入第2期生产函数 $f(k+q+d)$ 。预计到第2期企业新发债 d ,企业在第1期会选择减少自有资金(“挤出效应”),企业自有资金投资规模为 $\tilde{k}-d/2$ ^[3]。

图3中的 aa' 曲线代表第1期生产函数,横轴是企业债务第1期债务和企业自有资金形成的投资,纵轴是产出。横轴原点左边与生产函数的交点与原点的距离代表企业自有资金投资 $\tilde{k}-d/2$,横轴原点右边代表的是企业第1期债务形成的投资。由于投资的边际成本为1,与45度线平行的切线与 aa' 曲线的切点 D'' 在横轴上对应的是第1期社会最优的企业债务水平 q^{**} ;切点 D'' 对应的第1期企业自有资金投资为 $\tilde{k}-d/2$ 。切点 D'' 所表达的等式是:

$$f'(\tilde{k}+q^{**}-d/2)=1$$

图3的 bb' 曲线代表第2期生产函数。横轴原点左边与生产函数的交点与原点的距离代表第2期企业债务形成的投资与企业自有资金投资之和 $\tilde{k}+q-d/2$,横轴原点右边代表的是企业第1期债务形成的投资。与45度线平行的切线与 bb' 曲线的切点 D' 在横轴上对应的是第1期社会最优的企业债务水平 q' ;切点 D' 对应的第2期企业自有资金投资为 $\tilde{k}-d/2$ 。切点 D' 所表达的等式是:

$$f'(\tilde{k}+q'+d/2)=1$$

图3虚线 aH 曲线代表企业第1期债务的偿还能力曲线,即企业第1期偿债能力为 $tf(\tilde{k}+q^{**}-d/2)$ 。虚线 aH 曲线与45度线的交点 H 对应的是企业第1期偿还能力刚好等于企业第1期债务的临界点 \hat{q} ;如果债务小(大)于 \hat{q} ,企业第1期杠杆率处于合适区间,债务偿还没有问题(杠杆率过高,出现债务亏欠)。

图3虚线 bI 曲线代表企业第1期债务如果在第2期偿还的债务偿还能力曲线,即企业第1期债务在第2期的偿债能力为 $tf(\tilde{k}+q'+d/2)$ 。虚线 bI 曲线与45度线的交点 I 对应的是企业第2期偿还第1期债务的能力刚好等于企业第1期债务的临界点 q' ;如果第1期债务小(大)于 q' ,企业第2期在偿还了第1期发生的债务之后尚有盈余(出现亏欠),杠杆率处于合适的区间(杠杆率过高)。

要求企业全额偿还债务使得企业举债的负面效应(还债)在企业存续期内加以内部化,加强了企业举债的自律性。允许企业预期债务需要偿还的比例是 η ,图3中 OI' 直线是允许企业部分偿还债务的债务偿还线;如果允许企业部分偿还债务,企业第1期(第2期)的债务偿还临界水平 $q''(q''')$ 要大于将债务全额偿还的债务偿还临界水平 $\hat{q}(q')$ 。

图3显示,如果债务期限为1期,企业第1期的债务必须在第1期全额归还,则企业能够偿还的债务为 \hat{q} ;如果债务期限为2期,第1期债务可以在第2期归还,则企业能够偿还的债务增加为 q' 。第2期企业债务偿还能力提高了,第2期企业能够偿还更多的债务,倒推到第1期企业能够发行更多的期限为2期的债务。

图3给出的是 $\hat{q}<q^{**}$ 和 $q'>q'$ 的情况,对应的是第1期企业债务偿还能力较弱、第2期债务偿还能力有所提升,第1期社会最优企业债务水平要大于状况好的第2期,即 $q^{**}>q'$ 的经济。

命题1:对于处于发展初期(第1期)债务偿还能力较弱、随后(第2期)债务偿还能力变强的经济,采用A类或B类货币政策设计,或者要求企业发行期限较长的债务,或者允许企业部分偿还债务,有利于发展初期的经济的企业债务与资源配置效率保持一致。当经济发展到一定水平、企业债务偿还能力变强之后,采用C类货币政策设计(企业产出指标权重为零),要求企业发行期限较短的债务,全额偿还债务,有利于企业债务与资源配置效率保持一致。对还债能力弱的经济,在货币政策设计中对企业举债规

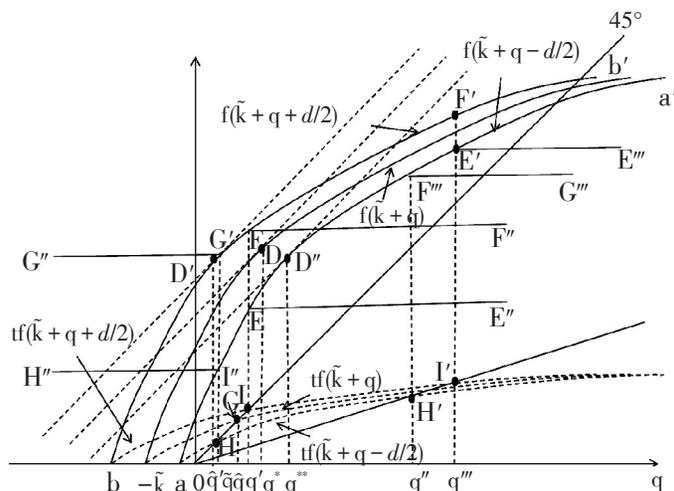


图3 第1期企业偿债能力不足、随后偿债能力变强的情况

(在不出现不良债务的情况下上限为 q') 所达到的产出水平要高于第2期资源效率配置的水平(而且,在第1期时,与第1期资源效率配置一致的债务水平 q^{**} 也更为接近)。企业发行期限为2的债务,在第1期时从当期的财务偿还来看,企业在第1期是无力偿还的,但这并不必然意味着在第2期企业仍然会无力偿还;在一个企业负债通过资本形成完全投入生产的经济中,债务偿还能力增加是债务偿还能力一开始比较弱的经济的必然发展方向。

对于经济发展初期、偿债能力起初不强的情况 ($q^{**} > \max(\hat{q}, q)$), 根据图3, 在A类货币政策设计、企业预期仅偿还 η 部分债务的情况下, 如果企业选择发行期限为1期、规模为 q' 的债务将提高产出(企业债务规模 q' 与第1期资源有效配置的债务水平 q^{**} 比较接近), 此时代表第1期产出的水平实线为 $F''G''$; 企业还可以选择发行期限为2期、规模为 q'' 的债务以更大幅度地提高产出, 此时代表第1期产出的水平实线为 $E'E''$ 。如果要求全额偿还债务, 期限为1期和期限为2期的债务带来第1期和第2期产出水平实线分别为 $(H''I'', G''G')$ 和 (EE'', FF'') 。

在B类货币政策设计下, 产出成为政府唯一关心的指标, 债务是否偿还并不重要。企业债务水平可能超过债务偿还的临界水平; 相比A类货币政策设计情况下, 此时有可能出现第1期和第2期产出均超出最优产出水平的情况, 这也说明, 货币政策需要适度关注债务偿还, 即使在经济发展的初期。在C类货币政策设计下, 如果仅发行期限为1期的债务, 货币政策设计同时又过分地将企业债务偿还作为唯一重要的指标, 没有能够允许企业灵活地运用债务工具, 使得企业债务在第1期无法接近资源有效配置的债务水平 q^{**} 。

图3没有考虑的另一情况是 $\hat{q} > q^{**}$ 和 $q' > \hat{q}'$, 对应的是企业债务偿还能力较强而且到第2期债务偿还状况更好的经济。对于经济发展到具备较强债务偿还能力的情况 ($\hat{q}' < \min(\hat{q}, q)$), 货币政策设计的做法也相似。货币政策设计中对企业债务的容忍度变小, C类货币政策设计、短期限债务和要求全额偿还债务成为首选。

命题2: 对于债务偿还能力较强的经济, 采用C类货币政策设计(产出指标权重为零), 要求企业发行期限较短的债务, 要求企业全额偿还债务, 有利于企业杠杆率与资源配置效率保持一致。

当经济发展到具备较强债务偿还能力的时候, 在A类货币政策设计下, 考虑企业预期仅偿还 η 部

模和杠杆率的容忍度应该大些。

越是债务偿还能力强的经济(第2期的偿还能力 q' 大于第1期的偿还能力 \hat{q}), 与资源配置效率一致的企业举债的规模(第2期与资源配置效率一致的举债水平 \hat{q}' 小于第1期与资源配置效率一致的举债水平 q^{**}) 越小。基于这一观察, 企业发行期限为1期的债务, 在1期结束的时候, 企业必须偿还, 而此时企业的偿还能力不强, 这导致企业通过举债(在不出现不良债务的情况下为 \hat{q}) 所达到的产出水平要低于资源效率配置的水平; 企业发行期限为2期的债务, 在2期结束的时候, 企业的偿还能力增加为 q' , 企业通过发行期限为2期的债务

分债务的情况。如果企业选择发行期限为1期、规模为 q'' 债务有利于提高产出,企业在第1期结束时仅偿还预期自己有责任偿还的 η 部分债务;如果企业选择发行期限为2期、规模为 q''' 债务有利于更大幅度地提高产出,企业在第2期结束时偿还自己有责任偿还的 η 部分债务。要求企业全额偿还债务,使得企业发行的期限为1期和期限为2期的债务分别减少到 \hat{q} 和 q' (小于允许企业部分偿还债务时的 q'' 和 q''')。如果在要求企业全额偿还债务基础上,进一步要求企业仅发行期限为1期的债务,企业债务进一步被固定为规模 \hat{q} ,距离资源有效配置的债务规模(第1期和第2期与资源有效配置的举债规模分别为 q^{**} 和 \hat{q}' ,均小于 \hat{q})最为接近。在A类货币政策设计下,产出动机将使得企业充分利用允许企业部分偿还债务、债务发行期限没有限制的方便,将企业债务推高到尽可能高的水平。如果允许企业部分偿还债务、债务发行期限没有限制,最高的债务水平可以是 q''' ;如果允许企业部分偿还债务、债务发行期限被限制为只能是1期,则最高的债务水平可以是 q'' ;如果要求企业全额偿还债务,债务期限没有限制,可以是2期,则最高的债务水平是 q' ;如果要求企业全额偿还债务,债务期限被限制为1期,则最高的债务水平是 \hat{q} 。A类货币政策设计的特点是既重视产出,也重视债务偿还,企业预期不偿还债务政府会干预。

当经济发展到具备较强债务偿还能力的时候,在B类货币政策设计下,产出成为企业唯一关心的指标,债务即使不偿还政府也不会干预。如果允许企业部分偿还债务、债务发行期限没有限制,最高的债务水平可以超过 q''' ;如果允许企业部分偿还债务、债务发行期限被限制为只能是1期,则最高的债务水平可以超过 q'' ;如果要求企业全额偿还债务,债务期限没有限制,可以是2期,则最高的债务水平可以超过 q' ;如果要求企业全额偿还债务,债务期限被限制为1期,则最高的债务水平可以超过 \hat{q} 。

当经济发展到具备较强债务偿还能力的时候,在C类货币政策设计下,企业债务偿还成为企业唯一关心的指标。最接近资源有效配置的债务规模是 \hat{q} ;第1期和第2期与资源有效配置一致的举债规模分别为 q^{**} 和 \hat{q}' ,均与 \hat{q} (对应的是要求企业全额偿还债务、债务期限限制为1期的情况)接近。

三、结论与建议

本文将企业债务偿还和债务期限放在一个以生产及其相关的资本形成为核心的经济分析框架中加以考察。在这个基于投资生产的债务偿还模型中,本文发现,当企业债务偿还能力短期内较弱、企业发行债务期限较短时,出现两难困境不可避免:要么过度发行短期限债务,以出现不良债务的代价提高资源配置效率;要么举债规模过低,以牺牲资源配置效率的代价换得不出现不良债务。

这一分析框架可以被拓展用于考察包括通过企业以外的其他个体举债形成人力资本或其他各类资本存量的更宽泛的情况。资本的边际产出递减的性质使得定义资源有效配置非常方便。债务偿还能力与基于资本存量的产出之间的联系虽然不是完全内生的,但本文比较全面地考察了可能出现的两种情况(分别对应两种不同本质的经济状况)。在这一框架中,期限越长的债务对应的资本存量越大,产出规模所支持的偿还能力越强;举债形成的资本存量越大,对自有资金形成的资本存量的“挤出效应”越大。在长期债务即将到期的时期,较强的债务偿还能力与较低的最优举债水平同时出现;即使是一开始债务偿还能力较低的经济,也有可能通过发行长期债务来实现债务的最终的全额偿还,并同时不仅在最终时期、而且在当中的未到期时期也能够更大程度地与实现资源配置效率保持一致。

作为政策建议,本文认为,如果脱离企业债务、债务期限和一定生产技术条件下的资源配置效率,单单在字面意义上讨论货币政策产出目标和通胀目标之间的选择,最终被选择的货币政策目标组合可能完全无法实现。就我国目前的经济状况而言,要使得货币政策产出目标能够得以实现,需要在健康的

生产部门保持期限相对较长的、规模不是太小的合理的企业债务水平。在选择货币政策产出缺口的目标时,潜在产出水平的定义是确定产出缺口的关键;潜在产出水平不仅指是否达到资源配置的效率,而且取决于企业债务允许被达到的规模和允许被实现的期限。企业债务无法达到合理的规模、企业债务无法达到合理的期限均可能带来扭曲,影响货币政策的实施效果。

广义的货币政策目标不应仅仅包括产出和通货膨胀等最终目标,而且也应将企业杠杆率和债务期限至少作为操作性的工具目标加以关注。货币政策对企业杠杆率的权重设计需要根据经济状况不同而调整。以降低非金融企业杠杆率为目标之一的货币政策,一般对应的是债务偿还能力较强的较为发达的经济状况;反之,当经济整体欠发达、债务偿还能力不足时,货币政策反而应加重在产出目标方面的权重(同时意味着降低企业杠杆率的权重),延长债务期限。最优杠杆率、是否要求全额偿还债务和最优的企业债务期限之间存在内在的联系。当企业具备超越资源有效配置进行扩张的融资基础时,强化产出指标就给企业债务过度扩张、过度提高杠杆率以借口,导致资源过度配置的扭曲。反之,当资源配置效率被融资不足所制约时,一味强化债务偿还、不设法延长债务期限的货币政策设计,使得企业不能运用手中的债务工具,使得产出无法到达潜在的资源最优配置水平。

参考文献:

- [1]李 扬. 对企业债务过快增长不能听之任之[J]. 山东经济战略研究, 2017, (7): 41-42.
- [2]刘红霞. 中央财政重整企业债务[J]. 小康, 2016, (28): 44-45.
- [3]刘 伟, 李连发. 企业融资平台举债的理论分析[J]. 金融研究, 2013, (5): 126-139.
- [4]刘 伟, 李连发. 地方政府债务、任期与考核[J]. 江淮论坛, 2018, (1): 1-10.
- [5]CECCHETTI, S.G. and LIANFA LI. Do Capital Adequacy Requirements Matter for Monetary Policy[J]. Economic Inquiry, 2008, 46(4): 643.

(收稿日期: 2018—08—16 责任编辑: 肖 磊)

Firm Leverage, Debt Duration and Monetary Policy

Liu Wei, Li Lian-fa

Abstract: In the debt repayment model based on investment production, this paper finds that when the debt repayment ability of the enterprise is weak in the short term and the debt issuance period is short, the dilemma is inevitable: On way is to issue a large amount of short-term debts, which are aimed at improving resource allocation efficiency, at the cost of bad debts. Or else, the scale of debt is insufficient to achieve resource allocation efficiency, but no bad debts. When resource allocation efficiency is constrained by insufficient financing, monetary policy strengthens the output goal, reduces the weight of the debt repayment target, and extends the debt maturity, which is conducive to making the output and resource optimal allocation level consistent.

Key Words: Corporate Leverage; Debt Maturity; Monetary Policy; Output