

耐用品、投资专有冲击与 货币政策福利^{*}

石 峰 王 忤

货币政策的主要目标是熨平经济波动,保障国民经济稳定运行,但不同外生冲击的传导机制和对货币政策的影响存在显著差异。因此,有效识别各种冲击的来源及性质,成为货币政策部门需要解决的首要问题。在实际经济周期研究中,中性技术冲击被视为驱动经济波动的主要因素。基于新凯恩斯模型的货币政策文献也同样关注技术冲击对货币政策的影响。

但实证研究发现,中性技术冲击对产出和就业波动的解释程度较低,经济波动更有可能源于其他冲击:投资专有冲击、劳动供给冲击、实际利率冲击、消费冲击,以及住房需求冲击等。其中,投资专有冲击与经济波动的关系逐渐成为宏观经济的研究重点。投资专有冲击刻画了未预期到的投资专有技术变动。投资专有技术是一单位投资品转化为厂商生产资本的效率。当投资专有技术进步时,一单位的资本品积累能够转化成更多的生产资本,家庭的储蓄动机上升,进而影响家庭消费、厂商的实际边际成本及中央银行的货币政策选择。

^{*} 原文刊载于《金融研究》2019 年第 5 期。

作者简介:石峰,经济学博士,助理研究员,北京大学光华管理学院;王忤,经济学博士,讲师,中央财经大学金融学院。

现有文献表明，投资专有冲击是经济波动的重要驱动因素。例如，投资专有冲击能够解释第二次世界大战后美国总产出波动的 30%。在引入工资黏性和可变资本利用率等其他名义摩擦后，投资专有冲击对产出波动和投资波动的解释程度分别上升至 50% 和 80%。国内学者也关注到投资专有冲击在我国经济波动中的作用。研究发现，投资专有冲击对产出、投资和资本波动的解释程度分别为 90%、62% 和 66%。当采用混频数据对参数进行估计时，与投资相关的外生冲击能够解释我国总经济波动的 30% 以上。

虽然投资专有冲击是经济波动的重要来源，但与货币政策相关的研究仅关注中性生产技术的作用，而忽略了投资专有冲击的影响。有必要考虑投资专有冲击的传导机制，并分析投资专有冲击与中性技术冲击对货币政策的影响存在哪些差异。

本文构建一个包含耐用品和非耐用品的两部门模型。其中，非耐用品只能用于消费，耐用品既可以作为耐用消费品进入家庭消费，又能够形成资本用于厂商生产。之所以选择耐用品与非耐用品两部门模型进行分析，是因为在实证研究中，投资专有技术进步时，家庭消费和投资会同步上升，二者呈现出显著的正向协动特征（图 1）。但在仅包含非耐用品的单部门模型中，投资专有技术进步时，家庭增加当期投资及下一期资本存量，降低消费，意味着投资挤出了家庭消费，消费与投资反向波动。将单部门模型（仅包含非耐用品）推广到两部门模型（包含耐用品与非耐用品），能够有效地解决这一问题。这是因为在两部门模型中，投资专有技术进步时，家庭投资需求上升，推升耐用品相对价格。家庭用非耐用品消费替代耐用品积累，非耐用品需求及产出上升，家庭消费与投资同向波动。本文在两部门模型中引入投资专有冲击，分析中央银行的货币政策选择问题，研究发现：

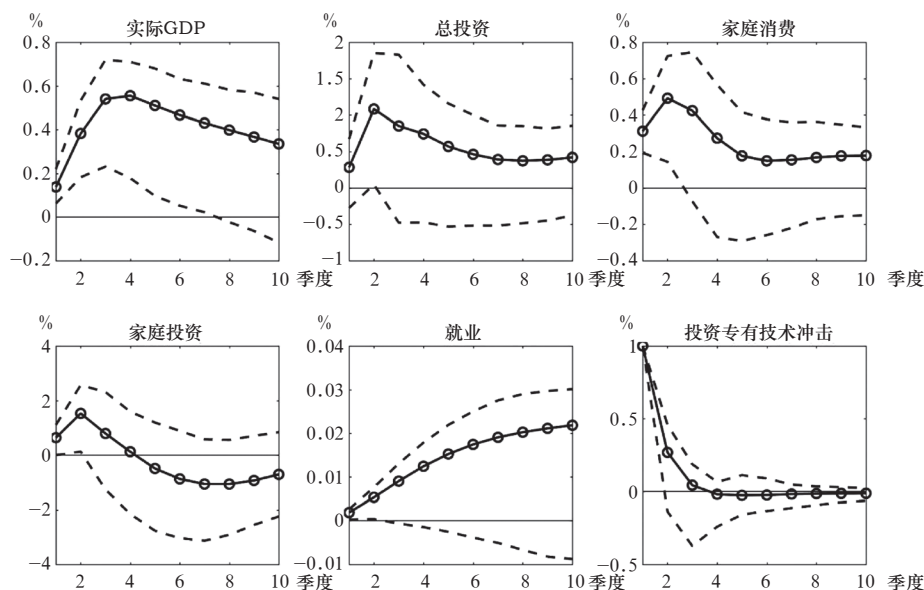


图 1 投资专有技术冲击的脉冲响应函数^①

第一，即使耐用品价格不存在价格黏性，最优货币政策也无法同时稳定价格和实际 GDP，与仅考虑中性技术冲击时的结论明显不同^②。在基准模型中，耐用品相对价格缺口波动率的上升虽然增加实际 GDP 波动，却能够有效地降低投资专有技术对边际成本的冲击，稳定价格。所以两部门投资专有冲击时，中央银行倾向于稳定价格水平。与其相反，在单部门投资专有冲击或两部门生产技术冲击时，最优货币政策应降低耐用品相对价格缺口波动，稳定实际 GDP。

第二，虽然最优政策描述了投资专有冲击对货币政策权衡的影响，却无法给我国中央银行提供相应指导。由于泰勒规则成功刻画了多数国

① 样本数据包括：实际 GDP、就业、家庭消费、家庭投资、总投资和投资专有技术，时间跨度为 1996 年第一季度到 2016 年第四季度，数据来自中国宏观经济数据库。其中，总投资为社会固定资本形成总额，消费是支出法中的总消费，就业为季度平均就业水平。将投资品相对消费者价格指数的实际价格取倒数，衡量投资专有冲击。

② 在考虑中性技术冲击的两部门经济中，如果只有一个部门存在价格黏性，而另一个部门价格灵活，最优货币政策仅需稳定价格黏性部门的价格指数，就能够同时稳定价格与产出。

家中央银行的货币政策，本文也对比了钉住非耐用品 PPI、钉住两部门加权平均 PPI，以及钉住 CPI 三种形式的泰勒规则。结果表明，无论何种外生冲击，钉住非耐用品 PPI 的社会福利水平最优，钉住加权平均 PPI 最低，钉住 CPI 则介于二者之间。就具体数值而言，投资专有冲击的福利损失是中性技术冲击的 2 倍，意味着投资专有冲击加剧了货币政策在稳定价格与实际 GDP 间的权衡，恶化社会福利。敏感性分析表明，当耐用品折旧率、家庭消费特征，以及劳动供给行为等关键参数改变时，上述结论依然成立。

本文研究结论对我国货币政策实践具有如下启示：（1）在多部门经济模型中，中央银行应关注部门间相对价格在稳定价格水平与实际 GDP 中的作用，并通过相对价格的合理波动，改进货币政策的操作空间；（2）在制定并实施货币政策前，中央银行需构建更加贴合现实的经济模型，识别不同冲击在当前经济波动中的地位和作用，并关注主要驱动因素的传导机制和对社会福利的影响。