

货币政策、消费品和投资品通货膨胀^{*}

——基于金融加速器视角

林东杰 崔小勇 龚六堂

货币政策如何在短期内影响产出和通货膨胀一直是宏观经济周期理论关注的核心问题，也是中央银行通过货币政策进行总需求管理时所要考虑的问题。然而长期以来，相关研究大多集中在货币政策如何影响消费品价格水平（CPI），较少有研究讨论货币政策对其他产品价格水平的影响机制。投资作为GDP的主要组成部分一直是影响中国宏观经济运行的重要因素。目前中国经济正处于结构转型的重要阶段，中央银行在实施货币政策的过程中更加关注不同部门的结构性差异。本文的研究有助于理解消费品和投资品部门的内在差异，从而使货币政策可以根据不同部门和行业的特征作出有针对性的调整。

通过对比中国消费品和投资品的环比季度通货膨胀可以发现，2011年之前，消费品和投资品通货膨胀的变动趋势基本相同，但从数量上看，投资品通货膨胀的波动幅度更大，消费品通货膨胀的波动则比较小。在2008年国际金融危机期间，投资品通货膨胀有较大幅度的下降，消费品通货膨胀下降幅度相对较小。自2011年开始，投资品通货膨胀和消费品通货膨胀的变化趋势出现分化，表明投资品和消费品的价格缺口在扩大，

* 原文刊载于《金融研究》2019年第3期。

作者简介：林东杰，博士研究生，北京大学光华管理学院；崔小勇，经济学博士，副教授，北京大学经济学院；龚六堂，数学博士，教授，北京大学光华管理学院、数量经济与数理金融教育部重点实验室。

投资品相对消费品的价格水平在下降。由此可见，消费品和投资品的价格变化存在较大差异。那么货币政策对这两个部门的产出和通货膨胀有何影响？这两个部门的货币政策传导机制的差异如何？影响这两个部门的通货膨胀动态的主要因素是什么？通过研究这些问题，不仅可以从理论上更好地理解消费和投资在宏观经济波动中的不同表现，也有助于为货币政策的制定提供政策建议。

本文首先基于中国宏观经济经济季度数据进行实证分析，提炼经验事实，利用宏观计量模型考察了货币政策的改变对消费品和投资品部门的产出和通货膨胀的影响。研究结果表明，当货币政策扩张时，两个部门的产出和通货膨胀都呈现上升趋势。然而，投资品部门的产出和通货膨胀上升幅度比消费品部门更大。

为解释经验事实，本文建立包含消费品和投资品生产在内的一般均衡模型，并引入金融加速器以分析货币政策对消费品和投资品通货膨胀的影响机制。在金融加速器机制下，企业的资产负债表状况会内生地影响企业外部融资成本，从而影响企业的投资行为。本文利用贝叶斯方法对模型进行估计，使模型能够拟合实际数据的特征。在此基础上，基于理论模型进行模拟得到货币政策扩张对两个部门产出和通货膨胀的影响与实证分析得到的经验事实相一致。

产品的价格水平由该产品的需求和供给一同决定。基于理论模型的估计结果表明，两个部门的供给曲线（菲利普斯曲线）结构特征十分接近，因此两个部门需求结构的异质性是解释货币政策对两个部门影响差异的关键。货币政策作为一种需求管理的工具，主要通过刺激需求对经济产生影响。本文理论分析表明，货币政策对两个部门需求刺激的效果存在较大差异。

一方面，消费品部门的需求方主要是家庭，然而家庭存在跨期消费平滑的动机且消费具有习惯性，这使家庭消费波动比较平稳，因此消费需求对货币政策的反应较小。另一方面，投资品部门是经济中的上游部门，

生产出来的产品被用于制造新的资本品，因此，投资品的需求方是企业。货币政策扩张使利率下降，首先，通过利率传导增加了企业对资本的需求，进而增加投资。其次，由于存在金融加速器机制，资本需求增加使资产价格上升，进而增加了企业的资产价值，降低了企业杠杆率，使外部融资溢价下降。因此，货币政策通过企业资产负债表进一步增加企业对投资品的需求。金融加速器机制将会放大货币政策对投资品需求的影响效果。由于货币政策扩张对投资品需求刺激效果更加显著，从而解释了货币政策扩张时，投资品部门产出和通货膨胀率上升幅度比消费品部门更大。方差分解结果表明，加总技术冲击、投资边际效率冲击和货币政策冲击是经济波动的主要来源。

本文对现有文献的贡献在于构建了一个较为完整的理论模型，对影响消费品和投资品部门的需求和供给两方面的因素都进行了刻画。通过引入金融加速器机制对企业投资行为进行刻画，更好地反映货币政策对消费品和投资品需求面影响的差异。运用贝叶斯方法对模型参数进行估计和识别，发现货币政策对两个部门需求面影响的差异是解释两个部门通货膨胀异质性的关键。传统货币理论则更多的从供给面的差异（菲利普斯曲线）解释部门通货膨胀的异质性变化。

本文的研究对于中央银行制定和实施货币政策有一定的启示。首先，货币政策对于消费品和投资品部门的产出、通货膨胀和企业投资的影响机制有较大差异，投资品部门对货币政策变化的反应更加敏感。因此，中央银行在制定和实施货币政策时除了关注经济总量的变化，还应综合考虑不同部门的异质性特征。对不同部门采取有针对性的货币政策有利于更好地维持宏观经济稳定。其次，企业的融资状况是影响货币政策效果的重要因素，金融市场借贷环境的变化不仅影响企业投资，还会影响不同部门产品相对价格的变化。因此，中央银行可以根据金融市场的变化调整货币政策，从而使货币政策对产出和物价的调节更加有效。