

风险偏好视角下居民风险偏好水平变动与货币政策宏观经济效应之间的关系

利皓天

新加坡管理学院 (Singapore Institution of management), 新加坡 · 999002

【摘要】自全球金融危机爆发以来,为我国市场经济的发展带来一定的波动和影响,机遇和挑战并存的趋势下,使得我国货币政策制定也面临着较大的挑战。工具作为能够有效调控宏观经济波动中十分重要的政策手段,在金融危机的这一大背景下,共调整了存款准备金32次。存贷款基准利率是由金融危机所造成的,我国宏观经济波动剧烈时,也导致了经济结构的严重失衡,而货币政策却对我国经济复苏并没有起到十分明显促进性的作用。早在2012年以后,国家经济进入到了一个新常态的发展阶段,幅度上升的潜在风险和不确定性,无形中影响了我国经济活动的进一步发展,而宏观经济风险因素和不确定的积累和上升,使得中长期的经济结构将面临着更多的挑战。可是,当人口老龄化以及生产率增速放缓,甚至是地缘政治冲突等一系列的问题爆发以后,也无形中加大了货币政策制定和实施的不确定性。因此,如何更好地防范并化解危险仍然是所要考虑的重点问题。而一般情况下,居民自身的风险偏好特征也与国家宏观经济发展密切相关。居民风险偏好是否会成为货币政策传导机制方面的重要一环,仍然会牵动着货币政策、宏观经济调控的方向。鉴于此,本文将着重分析基于风险偏好的视角下居民风险偏好水平的变动与货币政策、宏观经济效应彼此之间的关系,以实证分析的方法来了解彼此之间的关联性,并提出具体的建议和策略,旨在更好地促进我国货币政策的制定和颁布,惠及群众,造福社会。

【关键词】 风险偏好; 居民风险偏好; 货币政策

前言

根据当前我国央行所制定的货币政策时间而言,现阶段所采取的多种货币政策的工具能够实现一系列的经济发展目标。但是,这些工具一方面要涉及数量化的规则,另一方面也要涉及到价格画的规则,特别是在银行开始逐渐放弃使用以往单一传统货币政策来指导其货币政策时间以后,伴随着金融体制的创新,通过指导货币政策方法也逐渐增多,逐渐开始饮用价格型的货币政策。而在我国,经历了长期的利率市场改革步伐以后,虽然已经初现成效,但是仍然会受到以往计划经济体制的影响,对于利率以及经济资源方面的调节仍然有着较大的改革和上升空间,一系列不良因素纷纷阻碍着政策利率的有效传导。特别是在金融危机发展下,居民风险偏好的水平得到了较大的波动,也无形中影响了货币政策、宏观经济的调控^[1]。因此,通过构建一个模型,对于居民风险偏好所涉及的一系列宏观和微观的数据进行波动预测,并且了解彼此之间的关联性,为货币政策调控提供明确的依据,具有着现实意义。

1 居民风险偏好水平变动与货币政策宏观经济效应影响因素

在金融危机爆发以来,我国的货币政策所实施的环境复杂多变,风险和挑战并存,再加上居民风险偏好水平受到了较大的波动,也无形中会影响货币政策、宏观经济的效应变动。具体来讲,居民风险偏好水平的变动与货币政策、宏观经济效应之间的影响因素仍然会包括以下几方面。

第一点是利率渠道。基于宏观经济理论框架中利率渠道,其主要的性质仍然是货币政策的创造机制。具体来讲,是指给定某一固定价格粘性的程度,到名义的利率出现改变时,实际利率水平也会随之发生变化,从而对于资金使用者的资本变化造成一定的影响,所涉及到的其他资产价格也会相应发生改变,导致居民的收入以及投资水平出现波动,最终会影响总体的需求^[2]。因此,在这一传导机制时,居民风险偏好水平往往会起到关键性的

作用。通常,当利率水平发生变化时,货币当局会当众向公众释放出政府扩张或是紧缩的信号,影响甚至是指引居民风险偏好的方向,影响居民,却做出相应的决策行为。

第二点是财富效应。关于财富效应方面的传导路径更多是指在消费生命周期这一模型中所提出的。当居民自身的财富是消费支出的一种关键性、决定性的因素,是与货币政策彼此之间的关联性,可以通过货币资产的价格来发挥出应有的作用,而政策所导致利率上升会造成长期资产价值的下降。从而造成居民的正常财富价值水平失衡,也无形中影响其消费能力。除此之外,居民的风险平衡水平也会因为财富的效应而产生一定的波动。例如,当财富水平发生变化时,风险偏好水平也会相应的发生变化,彼此之间关联性较大,也进一步会反作用于消费影响的变动^[3]。

第三点是信贷渠道。基于广义的信贷渠道而言,资产价格往往会扮演着十分重要的角色,但是这种效果与财富机制中的资产效应也会存在着本质的区别。例如,在广义信贷渠道,重资产的价格对于企业以及居民实际的抵押资产价值的影响十分深远。例如,当政策改变而导致利率发生改变时,会无形中影响资产价值方面的变动,进而会影响信贷市场中的抵押资产价值受到改变,造成决策需要接受调整^[4]。再加上信息的不对称性以及资抵押资产价值的改变,往往也会造成借款人外部融资成本受到较大的影响。但在这过程中,居民风险偏好也仍然会发挥出因子的作用,主要是因为当经济主体的抵押资产价值改变,使居民的风险偏好会受到影响,进一步反作用于资产价格水平的波动,而货币政策影响方面的实际的投资变动也会被进一步放大^[5]。

第四点是货币的渠道。不可否认的是,居民风险的偏好与货币渠道息息相关,是一种正相关的传导效应,会直接导致资产相对持有数量的调整。主要是因为考虑到投资者投资组合中所涉及到一系列资产并非是可以代替的,而货币政策的变动是祸,势必会造成一系列资产组合的改变,导致原有价格的调整,进而影响投资水平的变动,再加上受到政策利率方面的调

整。身上主体的偏好水平会因此而受到影响,也进一步加剧了价格浮动的情况。

2 风险偏好视角下居民风险偏好水平变动与货币政策宏观经济效应实证分析

2.1 研究方法

本文针对风险偏好视角下居民风险偏好的水平波动与货币政策、宏观经济效应方面的研究,主要是为了考察在处于金融危机的期间,居民的效用函数中消费以及实际货币余额的可分性,不可分性的模型对于我国宏观经济的拟合效果,以及通货膨胀样本的预测情况,以及科幻模型中,实际上微观参数和参数演变的过程,并且最终分析货币政策方差分解的结果,探讨在处于风险偏好视角下货币政策、宏观经济效应的变化情况。而为了有效地解决上述问题,第一步需要明确研究样本区间方面的选择。由于当时美国金融危机处于2006年的春季,并在零七年迅速蔓延到其他发达国家,在2008年导致了全球化的金融危机。针对这一情况,本文将着重分析在2006年一月份到2009年四月份,这段时间金融危机下风险偏好对于货币政策宏观经济效应的影响情况。结合其趋势性的特征,将采用固定样本长度进行滚动估计,最终得到宏观、微观参数值及方差分解的结果来代表其经济变量的相关性和波动趋势的特征。具体来讲,这种方面可以视为一定时间范围内经济变量动态性的简化做法。通过对于滚动窗口长度的选取,目前学者并没有对其给出明确的标准。在对风险偏好的这一代还很想进行考察时,结合相关的一线以及金融危机的结算方式,可以结合出中国的产出、通胀、货币供应量以及相关的供应利率,也能够深入的考察,在这一特殊阶段的动态特征,再进行深入研究以后,也能更加模型分为居民效用函数可分级不可分的模型,并且可以在此基础上分别进行贝叶斯估计

2.2 模型及参数建立

根据当前宏观经济学在DSG这一模型中所涉及到的一系列标准,做法儿,本文也将给予完全信息的耶佩斯方法,对于参数模型进行估计。首先要明确待校验的参数及待估计的参数,可以分为两类,第一类是模型变量中稳态关系的行为参数,另一方面是关于动态关系中的结构性参数,其中前者可以由校准的方法而获得的,后者需要通过叶贝斯的方法来获得。通过分析整理相关文献中参数值的设定以后。根据参数理论含义,取值范围等于国内外学者的研究成果进行综合性的判定。具体来讲,在稳态条件下折现的银子往往取决于利率的水平,而当前可以将折现因子值设定为0.98。梳理相关文件中发现,关于居民劳动供给弹性的倒数取值,也可以控制在0.5到6之间。在阅读大量文献以后,最终可以将数值设置为三。而在不可分的模型下,在处于金融危机中,各类的微观参数及宏观参数往往会随着时间的变化,呈现出变化的趋势,在风险偏好系数发生在危机发生期间会明显的下降。但值得注意的是,当危机发生时态的规则中,利率平滑参数显著下降,时而通胀系数和产出缺口系数虽然有一定的震荡,但实际的波动幅度仍然是忽略不计的。而通过一系列参数的波动可以得出,在金融危机时期,居民的风险偏好系数会明显下降,而他的规则中利率平衡参数也会呈现出下降的趋势。这也说明金融危机不利影响逐渐发挥作用时,金融市场所出现的效力调并不会造成实际上投资主体经济行为十分恶劣的影响,甚至对于风险承担能力会明显上升,这也能够满足对于未来经济繁荣的心理预期。除此之外,

央行在金融危机事件利润平滑参数明显下降,也符合我国宏观经济运行的客观现实。

2.3 方差分解

在描述不可分模型中,一系列冲击对于宏观经济变量以及方差分析结果的变动趋势图如下图所示。通过方差分析的结果得知,一旦危机发生以后,货币政策往往会对于消除通货膨胀、利率等一系列的内容造成的作用效果处于大幅下降的趋势,并且对于货币的余额弹性、价格、实际货币的解释程度,在这种危机期间也会呈现出下降的趋势,甚至在2007年的第四季度达到了一种最低值的状态。但是整体来讲,货币政策的宏观经济效应整体变动幅度较大,下降趋势周期性较长,也导致了宏观经济变量的作用,效果变化较小,周期性较短,主要是因为金融经济发生的前期,技术性所造成的冲击,对于宏观经济变量的作用程度会在这一阶段处于上升的趋势。

3 结论与建议

本文以金融危机这一特殊的阶段,作为研究的大环境,基于风险视角下分析居民风险偏好水平变动与货币政策、宏观经济效应之间的关联性情况,了解了彼此之间的联动效应,在此基础上进行空间样本方面的拓展。它引入了一系列政策规则以后,深入分析彼此之间的关系,其中发现在金融危机事件,居民风险偏好系数下降,而货币政策主要对于宏观经济变量的作用,效果也明显下降,再不可分模型,对于我国宏观经济逆和效果中对于危机的发生相对敏感。针对这种情况,在未来我国也需要加强货币政策的改革力度,主要是,因为金融危机和常规下宏观经济的发展趋势仍然会存在本质上的区别,因此,货币政策的实施往往会随着经济周期的波动而变动,在制定货币政策决策时,也要充分的考虑到宏观经济的现实特征,并且预测未来的变动趋势,使得一系列的政策制定更加具有前瞻性和有效性。再加上当前我国正处于货币转型的关键时期,单一的传统货币的政策规则很难将其视为基准来指导货币政策的操作。而货币当局的政策调整过程中,也需要格外注重营造中性的货币金融环境,进一步去完善中央银行利率调控的体系,疏通货币政策朝向经济实体方面的传导渠道,提高货币政策传导的效率。特别是银行中央在实施一系列货币政策的过程中,需要时刻密切关注居民风险偏好的变动,以及一系列政策的制定实施最终的效果,在此基础上制定因地制宜的货币政策机制,促使其效果能够实现最优化,也确保即便是在风险偏好的大环境下,居民的风险偏好水平波动较小,对于货币政策、宏观经济效应的影响较小,使得我国货币政策的制定能够更好地符合当前经济新常态发展的需求,尽量地减少危机所带来的影响。

参考文献:

- [1] 庄子罐, 贾红静, 刘鼎铭. 居民风险偏好与中国货币政策的宏观经济效应——基于DSGE模型的数量分析[J]. 金融研究, 2020(9): 19.
- [2] 李鹏峰. 宏观经济政策与管理者风险偏好关系实证研究[D]. 大连理工大学, 2009.
- [3] 徐露纯. 中国宏观风险溢价与金融机构资产负债表的关系研究[D]. 南京财经大学, 2015.
- [4] 程晋鲁. 货币政策与宏观审慎政策的协调作用研究——基于商业银行风险偏好视角[J]. 公共财政研究, 2020(5): 16.
- [5] 陈菡. 公司投资决策的管理者风险偏好效应——基于货币政策环境影响视角[D]. 厦门大学, 2014.