

收入不确定性、资产配置与货币政策选择

上海交通大学安泰经济与管理学院 许志伟；上海对外经贸大学金融管理学院 刘建丰

毫无疑问，中国经济增长已进入新的阶段，经济走势充满不确定性，GDP 增速出现近 20 年以来的首次结构性放缓。这种不断加大的经济不确定性如何影响微观个体的决策乃至整个宏观经济的运行？面临高度不确定的经济形势，如何有效提升实体消费和投资增速，是政策制定者面临的巨大挑战之一。货币政策研究，尤其是理论和定量分析，需要立足现实；忽视当前重要的宏观背景会导致政策分析出现偏误。鉴于此，本文将家庭面临的不确定性引入宏观分析框架，定量评估货币政策效果。

微观调查数据表明，上世纪 80 年代以来，中国家庭的收入不确定性出现了持久而大幅的增加。经济不确定性，尤其是收入的不确定性变化（二阶矩的波动）会直接影响微观个体的消费和储蓄行为。经典的储蓄理论表明，在效用函数满足标准的正则条件下，家庭在面临收入不确定性增加时，会倾向于减少消费、增加预防性储蓄。传统研究收入不确定性（或风险）的宏观文献，在研究不确定性对消费和储蓄行为的影响时，通常假设家庭仅持有一类资产如生产性物质资本，因而忽略了多种资本市场的联动效应。这类模型意味着较高的不确定性将通过一般均衡渠道提高生产中的实际资本以及宏观经济，但这与实证结果不一致。事实上，收入不确定性的升高不仅仅会影响家庭的储蓄（以及消费）水平，更会影响家庭对不同流动性资产的配置决策。当面临流动性约束时，家庭会倾向于持有更多的流动性资产（如货币资产），这种对流动性的需求使得预防性储蓄动机尤为突出。更为重要的是，增加的流动性资产需求会对风险资产（如生产性物质资本）市场的供给产生挤出效应，因而导致整个经济的资源利用效率降低；在一般均衡机制下，进一步导致总投资下降、总需求减弱，最终对整个经济造成不利影响。

基于上述思想，本文将收入异质性模型引入标准的新凯恩斯动态随机一般均衡（DSGE）框架中，定量研究收入不确定性的宏观效应。模型中家庭的可支配收入每期受到一个个体异质（idiosyncratic）的收入冲击影响，该冲击在不同家庭和不同时期服从独立同分布；进一步假设收入冲击的方差具有时变特征，从而表现为收入不确定性冲击。为刻画家庭的资产配置行为，考虑货币、无风险债券以及生产性风险资本三类资产。为刻画家庭对流动性资产的需求，参照 Wen（2015）引入流动性约束，即家庭在每一期的货币持有必须是非负的。由于收入具有不确定性，尽管持有货币并不产生利息收入，但每个收入较高的家庭仍会有动机持有一定量的货币（流动性）。因此，本文在刻画货币需求时，与标准的货币模型，如货币现行约束（CIA）或货币效用（MIU），有本质区别。理论表明，当收入不确定性增加时，给定其他条件不变，家庭面临流动性短缺的风险会增大，因而倾向于持有更多的货币以平滑消费路径。这种预防性储蓄会降低消费支出。与此同时，高的流动性需求反映了更高的流动性溢价（liquidity premium）。货币与债券市场的无套利条件表明，名义利率（持有货币的机会成本）也相应地升高。家庭对流动性资产的更高需求会挤出生产性资本的供给，因而降低了总投资。收入不确定性上升引致的总需求下降（消费+投资）会造成通货紧缩，这又进一步降低了企业对物质资本的需求，因而在生产性资本市场上，需求与供给同时下降，最终造成投资水平的大幅减少。由此可见，微观家庭的资产配置为收入不确定性冲击提供了关键的传导机制。

以上仅是从理论角度给出定性的传导机制分析，为了进一步定量评估收入不确定性的宏观效应，我们利用中国季度产出、投资、通胀与货币流速序列对模型进行贝叶斯结构估计。结果表明，收入不确定性冲击导致中国经济的总体波动较大，约占产出和投资波动的 45%。由于货币流速序列对收入不确定性冲击非常敏感，进一步利用卡尔曼平滑技术提取的收入不确定性冲击序列很好

地反应了现实中的重大经济事件。例如，在 2008 年全球金融危机期间，中国家庭的收入不确定性在很短时间内出现了大幅上升，而在 2009 年中央政府实施 4 万亿财政刺激计划后（至 2011 年底），该不确定性又呈现了大幅回落，这表明逆周期的大型财政刺激计划能够显著降低经济不确定性。以上分析表明，收入不确定性冲击是我国经济波动的重要来源之一，它对于理解流动性约束下的中国经济具有重要的意义。

本文试图回答的另一个重要问题是，货币政策是否能稳定由收入不确定性造成的经济波动？为此，我们着重比较了以货币增速为工具的数量型规则和以利率为工具的价格型（泰勒）规则。脉冲反应显示，价格型的货币政策能够更好地稳定经济。这是因为泰勒规则直接控制名义利率来锚定通胀和产出缺口，因而较之数量型规则更为精准和有效。脉冲反应显示，泰勒规则在收入不确定性上升时，通过大幅提高货币增速有效地控制了无风险债券名义利率的上升幅度和风险资本名义收益率的下降幅度。市场充足的流动性使得预防性货币需求不再挤出生产性资本的供给以及消费水平。收入不确定性对总需求的不利影响得到了有效缓解。由此可见，“新常态”下，经济走势不确定性加大的关键时期，以利率规则为主导的货币政策具有更好的稳定性，因而利率市场化等一系列金融市场改革至关重要。