

风险资产配置与货币政策规则^{*}

——黏性价格均衡下的宏观资产配置模型初探

余 粤

尽管市场实践中通常根据通胀预测政策利率变动并相应调整投资组合，很少有研究形式化地讨论在给定货币政策框架下进行资产配置的问题。从理论的角度，尽管宏观政策制定所基于的动态新凯恩斯模型和微观资产配置随机动态模型的基础均源于古典增长模型，其关注点不同导致了两类模型形式和求解方法存在差异。本文探索在连续时间黏性价格一般均衡下进行资产配置的模型，并研究在内生宏观经济动态和货币政策规则下进行资产配置的含义。

一方面，众所周知，目前许多中央银行所采用的通胀目标制是由动态新凯恩斯框架所支持的，而在这个经济中通胀目标制货币政策符合中央银行最大化代表性行为人跨期效用的目标。此外，一个基于规则（如泰勒规则）的货币政策可以避免相机抉择政策的不一致性。然而，投资者可以利用中央银行基于规则这一点进而改进投资组合的表现。

具体地，通过构建一个在基准动态新凯恩斯经济中进行资产配置的连续时间模型并讨论其数值求解方法，本文指出在最优配置策略下，投资者的 Arrow-Pratt 相对风险偏好随无风险名义利率增大而单调减小，而随通胀率的变化呈“U”型。这说明在通胀目标货币政策规则下，投资者

* 原文刊载于《金融研究》2019年第3期。

作者简介：余粤，经济学博士，中国工商银行博士后科研工作站、金融市场部。

在通胀偏离稳态幅度较大时由于对政策名义利率调整的预期增大，配置风险资产的相对意愿将会提高。进一步，在由一个无风险资产（iBoxx 美元国债指数）和两个风险资产（iBoxx 美元高收益债指数和道琼斯工业指数）构成的一个投资组合中检验上述配置策略。结果显示，上述策略在次贷危机前优于不考虑货币政策的传统模型，而在次贷危机后则较差。一个可能的解释是，次贷危机前美国的货币政策可以较好地由泰勒规则拟合，与本文的前提假设相符；而在量化宽松政策推出后，不仅无风险利率无法由泰勒规则近似，而且中央银行也将金融市场和金融机构纳入考量范围。这一点可以由现实中市场参与者的风险偏好证实：危机后市场风险厌恶指数与通胀偏离稳态的幅度由危机前的反向波动转为同向波动。

另一方面，由于投资者可以使用风险资产进行跨期资源配置，且其效用包含了持有风险资产损益带来的额外影响，需要重新考量货币政策以一般价格水平为目标的最优性。本文使用上述模型讨论了投资者收益最大化行为对经济反作用这一宏观审慎问题。初步结果显示，经济中存在风险资产可以产生类似金融加速器的效应，这为早先货币政策信用传导渠道研究中引入的楔形效应和差异化风险偏好给出了另一个可能的解释。

当然，得出上述结论的部分假设是否合理还有待商榷。例如，本文风险资产价格过程为外生给定，采用泰勒规则的假设也与危机后各国中央银行货币政策的实际操作不同。此外，由于本文采用的数值求解方法复杂度随着状态空间维数指数增加，将风险资产动态和中央银行最优行为内生化将使贝尔曼方程维度大幅增加以至于难以求解，因此更有效的求解算法是扩展模型的关键。从货币政策制定的角度看，尽管基于规则的政策有助于管理预期、避免相机抉择的不一致性，但同时也可能带来套利机会。因此，设计激励相容的宏观审慎监管框架，避免投资者过度承担风险也是未来需要研究的方向。