



张明：非常规货币政策的分配效应研究新进展



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明、郭强、宋佳馨

摘要：不平等的加剧通常归因于全球化、技术进步、人口趋势以及劳动力市场等因素。传统观点认为，旨在降低通货膨胀和稳定总需求的货币政策有助于长期改善穷人的状况。但是，自从全球金融危机爆发以来，前所未有的宽松货币政策引起了各界对货币政策可能导致不平等的担忧。本文旨在梳理非常规货币政策对收入与财富不平等的影响渠道，实证研究方法与研究结果，以及指出现有研究的不足之处。



一、引言

在过去几十年，由于新兴市场国家经济强劲增长，国家之间的不平等程度正在减少，但是，国家内部的不平等正在加剧 (Kganyago, 2018)。主要发达经济体和新兴市场经济体内部收入和财富日益不平等引起各界对其产生原因、经济后果与社会后果的讨论。

收入与财富不平等的加剧通常归因于全球化、技术进步、人口趋势以及劳动力市场和体制变迁等因素 (Bernanke, 2015)。就货币政策的影响而言，中央银行家早就认识到货币政策具有分配效应 (Greenspan, 1998)。在 1960 年代，从法律上，西欧经济体的货币政策就具有明确再分配功能。例如，各国中央银行利用信贷控制措施来补充更为传统的政策工具，这些工具包括贷款利率的上限或控制银行向私营部门投放贷款的数量。当时人们认为，直接控制信贷可以更好地稳定经济周期和通货膨胀。然而，信贷控制也被用于其他政策目的，例如为政府债务提供低利率融资，或者将信贷分配给优先考虑的特定部门 (Cœuré, 2013)。

传统货币政策理论认为，货币政策有助于改善不平等状况。比较具有代表性的是 Romer 与 Romer (1999) 的研究，其研究表明，扩张性货币政策造成的周期性繁荣有助于暂时性减少贫困，但是，当失业率恢复到自然失业率，扩张性货币政策导致通货膨胀，高通货膨胀与宏观经济不稳定导致平均收入较慢增长与收入不平等加剧。从长期来看，低通货膨胀和稳定的总需求增长有助于改善穷人的福祉，因此旨在降低通货膨胀和稳定总需求的货币政策有助于长期改善穷人的状况，从而，扩张性货币政策

通常被认为可以减少收入不平等。

货币政策一直具有分配效应，但一旦政策力度达到前所未有的水平，分配效应就会变得异常显著（Borio，2019）。自从全球金融危机爆发以来，以美国为代表的发达国家实施非常规货币政策，前所未有的宽松货币政策引起了人们对货币政策可能加剧不平等的担忧，至少有两种原因支持这种担忧：首先，收益曲线的短端已经在零附近，长端已经被压低了相当长一段时间，对金融资产价格的影响大且具有持续性。其次，量化宽松政策明确指向调整资产价格，而资产价格的变化影响到财富的变化，让人质疑金融危机预防和应对措施是出于政治目的，毕竟量化宽松政策涉及到哪些部门或者企业可以获得政府资金，以及在满足什么条件下才能获得资金（Summers，2017），非常极端的看法是，Acemoglu 与 Simon (2012) 认为，美联储长期保持低利率是由于中央银行家被金融市场俘获，而为金融家服务，而中央银行家认为，非常规货币政策影响收入和财富分配的净效应是增加还是减少不平等并不清楚（Bernanke，2015），非常规货币政策即使造成暂时的、间接的和非预期的收入或者财富不平等的加剧，也不过是旨在确保价格稳定的战略的副产品（Cœuré，2013）。因此，在对非常规货币政策分配效应的认识上，中央银行经济学家与学院派经济学家存在着巨大的鸿沟，对非常规货币政策分配效应的讨论引起决策层与学术界的高度关注。

在这一背景下，本文旨在梳理非常规货币政策对经济不平等（收入与

财富两个主要维度)的影响渠道,非常规货币政策对收入与财富不平等影响的实证研究方法与研究结果,以及指出现有研究的不足之处。

二、非常规货币政策对不平等的影响渠道

在短期内,非常规货币政策能对收入与财富带来影响。当中央银行在维持零利率政策时,进行大规模购买资产时,不同部门和家庭之间的金融头寸不同,会使得他们的金融收入重新分配。在中长期内,对非常规货币政策分配效应的综合评估还应纳入对更为缓慢变动的宏观经济影响的考虑(Draghi, 2016)。如图1所示,非常规货币政策对收入不平等与财富不平等造成直接影响与间接影响(Samarina and Nguyen, 2019)。

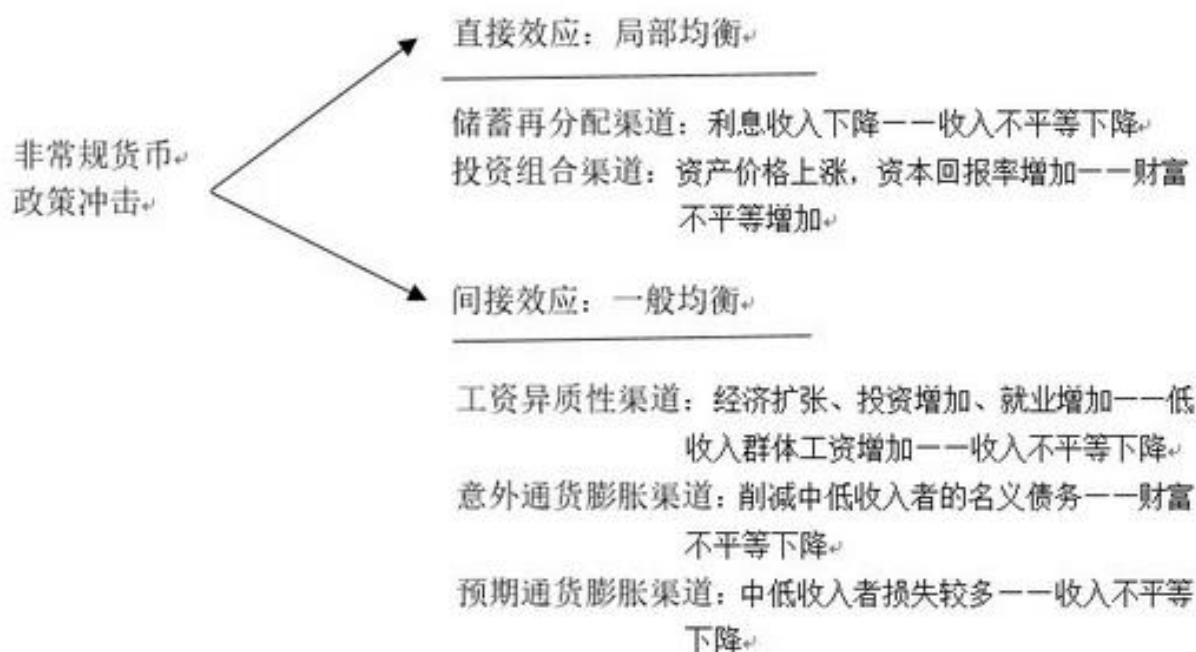


图1 非常规货币政策影响不平等的渠道

资料来源：作者根据文献整理。

(一) 非常规货币政策对不平等的直接影响

非常规货币政策对财富分配产生直接影响。首先，收益曲线的短端已经在零附近，长端已经被压低了相当长一段时间；其次，量化宽松政策明确指向资产价格，而资产价格的变化影响到财富的估值，因此非常规货币政策可以通过储蓄再分配渠道与投资组合渠道对财富不平等产生直接影响。

1. 储蓄再分配渠道

考查非常规货币政策对不平等的直接影响采用局部均衡的分析方法，假定家庭就业、价格和工资固定不变，由于家庭资产负债表在金融净头寸方面存在差异，通过政策利率变化对家庭储蓄和借贷以及金融净收入和债务产生影响，可以称之为储蓄再分配渠道 (Dolado et al, 2018)。超低的政策利率降低了存款和其他生息资产的利息收入，这不利于高收入家庭的收入，因为其收入的很大一部分来自存款之类生息资产的收入，而缺乏金融资产的中低收入家庭不会受到这一政策变化的直接影响，因此，从这个角度来看，降低利率可能会减少收入不平等 (Samarina and Nguyen, 2019)。

而 Bindseil et al (2015) 在这个问题上具有不同的看法，对储蓄者来说，重要的是储蓄的中长期实际回报率，而中长期实际回报率不能被中央银行的货币政策操纵。中长期实际回报率是由生产要素的可得性、要素生产率和家庭的时间偏好等实际因素决定的。糟糕的货币政策可能是经济的冲击来源，因此会对资源的使用产生负面影响，但货币政策不能人为地影响实际回报率。旨在防止通货紧缩的低利率有助于避免货币领域成为对

实体经济的干扰,从这个角度来说,低利率有助于经济增长和实际回报率,有助于储蓄者提高收入,进而加剧收入不平等。

Bindseil et al (2015) 的分析是基于自然利率的视角,但是,自然利率只是存在于不存在货币的假想世界。如果考虑到金融周期中市场利率的作用,情况会有所不同。市场利率由中央银行和市场参与者的行为共同决定:中央银行通过传达政策意图和购买金融资产来设定短期名义利率并影响长期利率;反过来,市场参与者根据他们对中央银行将做什么以及经济将如何发展(包括增长和通货膨胀)的预期,调整投资组合,共同决定市场利率。然后,通过从名义利率中减去预期通货膨胀率确定实际利率。从长期来看,连续几个金融周期的不对称政策——未能抑制金融扩张,但在衰退期间,持续地放松货币政策,在一定程度上还有财政政策——可能导致一系列严重的金融压力、政策弹药损失和债务陷阱。使得利率具有下降的趋势,在某种程度上,在不损害经济的情况下很难提高利率,持续低利率导致的债务积累以及生产和投资模式的扭曲,阻碍了利率回到更正常的水平(Borio, 2017),降低生息资产的收入,进而减少收入不平等。

2. 投资组合渠道

家庭的总收入不仅包括工资,还包括金融收入,如股票、债券、房地产或其他资产的回报,由于不同的家庭有不同的投资组合,并且由于非常规货币政策倾向于增加资产所有者持有的债券和股票的价值,因此货币政策分配效应的总体效果将因家庭的投资组合而不同,这种再分配渠道可被

称为投资组合渠道 (Hohberger et al, 2019)。

由于家庭的金融产品投资组合存在异质性, 当货币政策变化时, 导致各种资产的收益率不尽相同。通过投资组合渠道可能会使得宽松的货币政策对收入不平等产生直接影响, 资产价格的变化对家庭产生不同的影响, 这取决于他们的金融投资组合的构成, 资产价格 (特别是股票价格) 上涨, 可能会加剧财富不平等, 另一方面, 更高的股票价格导致金融中介机构获得更大的资本收益, 以及改善公司的资产负债表, 由于利润增加, 公司可以增加奖金和股息支付 (Brunnermeier and Sannikov, 2012; O' Farrell et al, 2016), 这种情况往往有利于拥有大量金融资产的高收入家庭 (Samarina and Nguyen, 2019), 进而加大收入不平等与财富不平等差距。

(二) 非常规货币政策对不平等的间接影响

考查非常规货币政策对不平等的间接影响采用一般均衡的分析方法, 即非常规货币政策对产出、物价、劳动力需求和收入产生影响的一般均衡效应。从货币政策传导机制来看, 维持零利率或者实施量化宽松政策会引

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34552

