

# 非常规货币政策的分配效应研究新进展\*

郭 强 张 明 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。

**关键词：**非常规货币政策 投资组合渠道 工资异质性渠道

**JEL 分类号：**D31 E24 E52

## 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 and 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

---

\* 郭强，天津财经大学金融学院，副教授，经济学博士；张明，中国社会科学院金融研究所，副所长，研究员，博士生导师，经济学博士，国家金融与发展实验室，副主任；宋佳馨，中央财经大学金融学院，博士研究生。本文得到国家社会科学基金项目青年项目“美国摆脱经济长期性停滞的财政政策路径对中国的溢出效应研究”（17CGJ010）的资助。作者感谢匿名审稿专家的宝贵修改意见。

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<sup>①</sup>，前所未有的宽松货币政策<sup>②</sup>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）。作为非常极端的看法，Acemoglu and Johnson（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，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<sup>③</sup>。当中央银行维持零利率政策，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）。

---

<sup>①</sup>非常规货币政策又称为非传统货币政策，指的是在政策利率达到或者接近零时，常规的货币政策已经无效。在不能改变政策利率的情况下，中央银行实施前瞻指引政策与大规模的资产购买（即量化宽松）政策（董昀等，2015）。本文分析的非常规货币政策侧重于在政策利率达到或者接近零时，中央银行实施的量化宽松政策。

<sup>②</sup>包括美国、英国和欧元区在内的发达经济体的利率降至历史低点。这些国家的中央银行通过扩大资产负债表提供了额外的刺激，最常见的是通过量化宽松政策（QE）。十多年来，一些发达经济体的利率一直接近零下限，而 2019 年，美国、英国和欧元区等主要中央银行的资产负债表上仍有超过 10 万亿美元的大规模购买资产（Bunn et al, 2020）。

<sup>③</sup>收入应该等于资本及其收益率的乘积，比如劳动收入应该等于人力资本及其收益率的乘积，资本收入应该等于财富资本及其收益率的乘积，但是由于难以量化人力资本，而财富资本随资产价格的变化而波动相对剧烈，因此，通常单独研究收入不平等或财富不平等。

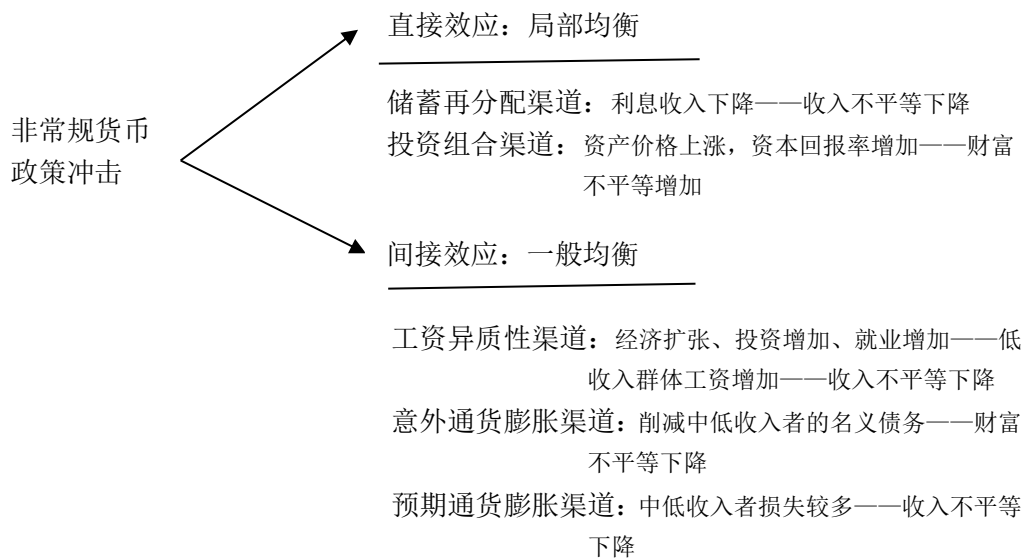


图 1 非常规货币政策影响不平等的渠道

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

考察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，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）。

但 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对实体经济的干扰，从这个角度来看，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，自然利率只存在于没有货币的假想世界。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发家庭支出和企业投资的变化，导致产出增长、就业增加、物价和工资上涨。根据家庭的收入来源和收入状况，货币政策对不平等的间接影响可能是不同的，在这种情形下，非常规货币政策对不平等的的影响至少有以下三种渠道。

#### 1. 工资异质性渠道

货币政策通过就业对不同人群的劳动收入或工资产生不同的影响，这种渠道被称为工资异质性渠道（Nakajima, 2015）。失业风险在不同人群中并不是均匀

分布，通过非常规货币政策对失业风险产生影响，导致收入再分配。Elsby et al. (2010) 研究了这一渠道在美国的两个事实。第一个事实是，年轻人和低学历者的失业率平均较高。例如，1982~2010 年间，16 至 24 岁的人的平均失业率为 12.6%，而 55 岁以上的人的平均失业率为 3.6%。在所有年龄段的具有高中以下文凭的人中，平均失业率为 8.8%，而那些至少有大学文凭的人平均失业率为 2.6%。第二个事实是，平均失业率高的群体的失业率波动更大。换言之，在经济衰退中，那些平均失业率已经高于全体劳动力的群体的失业率上升得更多。在 2007~2009 年，也就是大衰退时期，整体失业率从 4.6% 上升到 9.3%，增长了 4.7 个百分点。然而，在高中以下文凭的人群，失业率上升了 7.4 个百分点，而在至少有大学学位的人群，失业率仅上升了 2.6 个百分点。同期，16~24 岁人口的失业率上升了 7.0 个百分点，而 55 岁以上人口的失业率仅上升了 3.5 个百分点。

在这种情况下，如果由于实施非常规货币政策而导致资产价格上涨，进而增加企业净值，并降低融资成本，从而鼓励企业增加投资，能够降低收入和教育水平较低的个人的失业风险，提高所有部门的就业和工资水平，促进经济活动并减少收入差距 (Samarina and Nguyen, 2019)。另外，更高的商品价格和更低的资本成本鼓励企业增加生产和就业，并有助于工资上涨。这有利于以劳动收入为主要收入来源的工人阶级和中产阶级，而处于收入分配顶端的家庭的总收入对工资变化不太敏感，因此他们受货币政策的影响较小 (Coiboin et al., 2017)。因此，宽松的货币政策有助于提高劳动收入，降低收入不平等程度。

但是，由于劳动力市场刚性与工资粘性，工人工资的由于劳动技能不同而呈现分散性，扩张性货币政策也可能导致更高的收入不平等。Dolado et al. (2018) 运用双代理人新凯恩斯主义 (TANK) 模型对此给出了解释：如果资本与技能具有互补性，那么宽松的货币政策通过提高高技能工人的工资而非低技能工人的工资，来增加劳动收入不平等。由此可见，通过工资异质性渠道对分配产生的影响取决于劳动力市场状况和工人技能的异质性。

## 2. 意外通货膨胀渠道

货币政策的一个目标就是维持物价稳定，由于人们持有不同种类的资产或债务，如住房、股票、债券、固定利率抵押贷款或浮动利率抵押贷款，在一定程度上，这些资产的持有或债务的承担是基于人们对未来通货膨胀的预期，但是，通货膨胀并不一定完全符合预期<sup>①</sup>，当货币政策导致通货膨胀发生意外变化时，有些人可能会从意外通货膨胀中受益或遭受损失，可以称之为意外通货膨胀渠道 (Doepke and Schneider, 2006) 或者费雪渠道 (Auclert, 2019)。比如，如果名义资产按固定利率支付，由于意外的通货膨胀，会导致资产持有者的实际资产的回报遭受损失，而按固定利率支付名义负债的债务承担者受益，因此，意外的通货膨胀将财富从持有名义资产的家庭转移到承担名义债务的家庭 (Nakajima,

---

<sup>①</sup> 例如，在 1970 年代初期，当美国经济经历了高而剧烈波动的通货膨胀时，即使是专业预测家，都严重低估了实际通货膨胀率，在 1980 年代中期通货膨胀率急剧下降之后，他们却高估了通货膨胀率。

2015)。不同年龄结构的家庭倾向于持有的资产和债务的数量和类型差异很大。以美国为例，平均而言，户主年龄为 35 岁或者年龄更小的家庭拥有更多的名义债务，这是因为收入较低的年轻家庭倾向于借贷，主要是拥有抵押贷款等名义债务，这就是他们的金融净头寸为负并且数额较大的原因（Doepke and Schneider, 2006），因此，从意外通货膨胀渠道来看，当货币政策导致通货膨胀发生意外上涨时，有助于降低收入不平等。

### 3. 预期通货膨胀渠道

收入分配不但受到意外通货膨胀的影响，而且受到预期通货膨胀的影响。当非常规货币政策导致预期通货膨胀出现时，不同的家庭拥有不同数量的现金，持有现金固然便于交易，但由于现金不能赚取任何利息，其购买力往往受到预期通货膨胀的侵蚀，可将之称为预期通货膨胀渠道。由于低收入家庭倾向于用现金进行较大比例的交易，可能持有较大比例的现金资产，因此他们往往会因为预期通货膨胀而损失更多（Bennett et al., 2014）。从消费的商品篮子来看，与中等收入家庭相比，高收入家庭消费的商品更具有粘性，即使是预期通货膨胀上涨，相对而言，高收入家庭消费的商品价格也上涨较少（Cravino and Lan, 2020）。因此，从预期通货膨胀渠道来看，货币政策导致预期通货膨胀上涨，不利于降低不平等。

但目前来看，大多数国家的问题是通货膨胀率太低而非太高。近 10 年来，美国、欧洲和日本都没有达到通货膨胀目标，而从指数债券收益率来看，未来 10 至 20 年的平均通货膨胀率将远低于目标水平（Summers, 2017），各国中央银行已经发现，它们知道如何压低通货膨胀，但不太确定如何推高预期通货膨胀（Borio, 2019）。

在短期内，非常规货币政策直接影响资产价格，从而导致不同经济体之间、不同部门之间、各家庭之间的财富和收入的重新分配，通过投资组合渠道加剧财富不平等状况。中期来看，致力于维持物价稳定与金融稳定的扩张性货币政策通过间接影响可以实现积极的分配效应，最为重要的一点是，它可以减少失业，从而让贫困家庭受益（Draghi, 2016）。从美国的经验来看，2016 年至 2019 年间，前几年的工资增长模式发生扭转，使得低工资工人的工资增长比高工资工人的更快，从而缩小了最低收入四分位人群与其他群体之间的工资差距（Bhutta et al., 2020）。

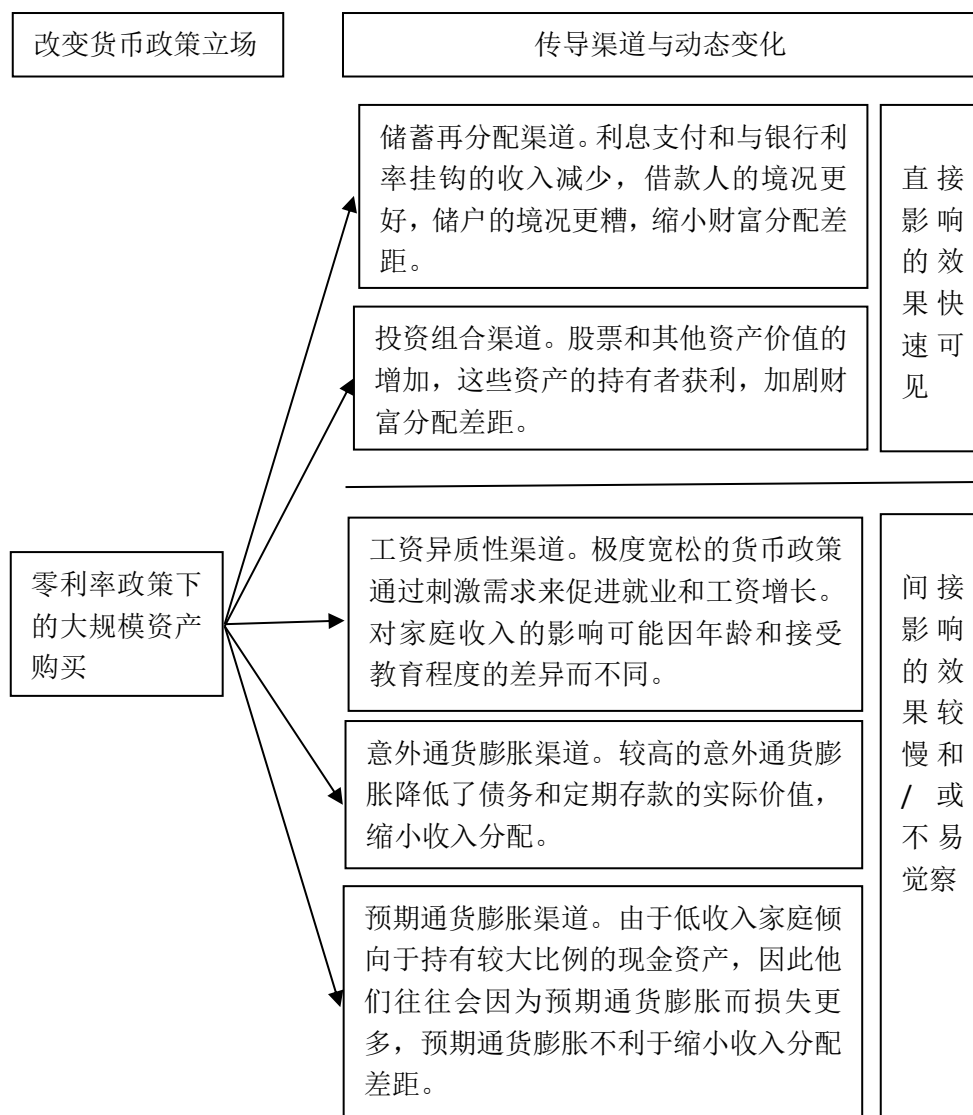


图 2 非常规货币政策对不平等影响的渠道及其效果

资料来源：作者根据文献整理。

综上所述，图 2 进一步总结了非常规货币政策对不平等影响的渠道及其效果。在文献中非常规货币政策分配效应的传导渠道通常被单独加以分析，这导致了在总体效应评估上的问题。如 Domanski et al. (2016) 认为，若仅仅关注自大衰退以来货币政策对家庭资产和负债的潜在影响，股票价格的上涨可能加剧了财富不平等，而低利率和债券价格上涨对不平等的贡献可能很小。重要的是，正如 Domanski et al. (2016) 所观察到的，无法考虑货币政策影响不平等的不同渠道，这是分析货币政策分配效应的一个关键约束。货币政策是影响收入和财富分配的钝工具，但其净效应是增加还是减少不平等并不清楚，需要更多的研究来理解货币政策的收入分配传导渠道和测量货币政策的分配效应 (Bernanke, 2015)。

### 三、非常规货币政策分配效应的实证研究及其结果

从上述关于非常规货币政策对不平等的影响渠道的分析来看，非常规货币政策对收入与财富不平等的影响是模糊的：它既有可能导致不平等程度增加，也有可能导致不平等程度减少。为了评估非常规货币政策的分配效应，一些学者转向实证研究，以评估货币政策是否对收入与财富不平等变化做出贡献，进而研究收入与财富不平等对非常规货币政策冲击的动态响应。现有的实证研究方法大致可以分为三种。第一种方法是使用时间序列计量经济工具（如 VAR）来估计非常规货币政策冲击对不平等产生的影响，这主要是一种自上而下的方法，使用加总数据或部分加总数据，这种方法不适合采用低频数据的研究。第二种方法使用详细的资产负债表数据，自下而上地估计非常规货币政策的变化对收入或财富分配的影响，运用微观数据进行模拟，以研究非常规货币政策分配效应的特定传导渠道。第三种方法是建立动态随机一般均衡模型（DSGE），进行数值模拟。

如表 1 所示，在对非常规货币政策的分配效应的实证分析或效果模拟上，往往采用向量自回归模型、半结构模型和卫星模型、局部均衡与动态随机一般均衡模型等方法，但是得出的研究结论分歧较大。整体来看，侧重于关注间接影响的研究表明，实施非常规货币政策有助于缩小财富分配与收入分配差距，而侧重于关注直接影响的研究表明，实施非常规货币政策会扩大财富分配差距，甚至扩大收入分配差距。



表 1 非常规货币政策分配效应的实证研究方法与研究结果

作者	研究对象	研究方法	研究结果	备注
Saiki and Frost (2014)	日本银行在 2002~2013 年期间的基础货币扩张	向量自回归	收入不平等增加	没有分析反事实情景与宏观经济调整效应
Mumtaz and Theophilopoulou (2016)	英格兰银行在 2009~2012 年期间的量化宽松			不考虑债券价格之外因素的影响
Bank of England (2012)		局部均衡	最富有的 5%家庭受益最多	量化宽松政策能让大多数人受益
Domanski et al. (2016)	法国、德国、意大利、西班牙与英国的资产价格的变化			
Adam and Tzamourani (2016)	欧元区资产价格变化			财富不平等增加
Bivens (2015)	美国 2007~2014 年的量化宽松政策		房地产价格上涨减少不平等；股票价格上涨加剧不平等，这两方面的影响很大程度上相互抵消	
Casiraghi et al. (2016)	意大利收入与财富的变化	半结构模型和卫星模型	收入和财富分配微小变化，资产价格上涨和较高就业率互相抵消而产生分配抵消效应	反事实情况模拟，但在模型中未捕获到一般均衡效应
Bunn et al.(2018)	英格兰银行 2008~2014 年期间货币政策	局部均衡	对收入不平等的影响非常小，降低财富不平等	
Hohberger et al. (2019)	欧元区量化宽松政策的分配效应	动态随机一般均衡模型 (DSGE)	量化宽松政策冲击往往会在短期内降低收入不平等，在中期内，降低收入和财富不平等	

资料来源：作者根据文献整理。

### （一）缩小财富与收入分配差距

如果中央银行没有实行量化宽松政策，大多数人的境况会更加糟糕，经济增长速度将会下降，并伴随着更高的失业率，更多的公司宣布破产，从而对储蓄者和养老金领取者以及社会中的其他群体产生严重的不利影响。对量化宽松政策效

果的所有评估都必须从这个角度来看待（Bank of England, 2012）。

持有类似看法的还有 Bernanke（2017），他认为宽松的货币政策并没有使不平等现象加剧。在他看来，在其他条件相同的情况下，更高的股票价格确实意味着更多的财富不平等，不过，宽松的货币政策同样会降低资产的收益率，从而使得资本收益低于由资产价格上涨带来的资本利得收入。从更广泛地意义上看，量化宽松政策其实抑制收入和财富分配差距，主要有四个原因：首先，量化宽松政策对房地产价格产生正向影响，而房地产则是中产阶级的主要资产；其次，低利率与高资产价格对债务人有利，比如住房拥有者，这可以促使其再融资以减少支付款额；再次，由于政府借款成本降低，且可能增收通货膨胀税，纳税人从中受益；最重要的是，宽松的货币政策对就业、工资、收入产生了正向影响。Bivens（2015）同样认为，在财富方面，提高房地产价格会减少不平等，因为房屋净值在中产阶级的财富中占有较大的份额；提高股票价格会加剧不平等，但是，这两股力量在对财富不平等的影响方面可以部分相互抵消。此外，量化宽松对资产价格的影响很可能随着信贷紧缩而消散。在收入方面，如果美联储在经济达到充分就业前紧缩信贷，这将伤害低工资和中等工资收入的工人，并加剧收入不平等。

与他们的观点略有不同的是，Casiraghi et al.（2016）的定量研究发现，与扩张性货币政策最相关的短期分配效应是，由于不富裕（the less well-off）人群的工作机会和工资收入对经济周期更为敏感，通过支持经济增长将对其收入产生更大的影响，而家庭财富对非常规货币政策的反应呈现 U 形特征，也就是说，资本受益的能力并不随净财富的变化而单调变化：由于持有金融资产的资本收益，较富裕的家庭的平均受益确实更多，但处于财富底部的家庭由于杠杆率较高也可以获得较大的收益。

## （二）扩大财富与收入分配差距

有的经济学家认为，实施非常规货币政策有助于加剧财富分配差距，甚至拉大收入分配差距，比较具有代表性的是 Adam and Tzamouranis（2016）以及 Mumtaz and Theophilopoulou（2017）。

Adam and Tzamouranis（2016）对欧元区的研究表明，债券价格和股票价格上涨带来的资本收益集中在相对较少的家庭中，而中等收入家庭则从房地产价格上涨中受益匪浅。债券价格上涨（相对于家庭净财富）带来的资本收益与家庭净财富并不相关。相比之下，股票价格的上涨在很大程度上有利于净财富（和收入）分配的收入的顶端，从而扩大了净财富的不平等。住房地产价格的上涨在净财富分配上呈现出驼峰形状，最贫穷和最富有的家庭受益最少，但整个欧元区国家存在相当大的异质性。

在对英国量化宽松政策的分配效应的测算方面，Mumtaz and Theophilopoulou（2017）考察了英格兰银行在 2009~2010 年间购买 2000 亿英镑资产的量化宽松政策，将 10 年期金边债券收益率下降了 100 个基点作为其代理变量，并利用一个反事实的实验来估计收入基尼系数的变化。他们得出的结论是，与常规货币政

策的结果相比，通过量化宽松政策来刺激经济会加剧收入不平等。

Saiki and Frost (2014) 对日本的研究结果显示，虽然非常规货币政策似乎正在发挥作用，但这种强有力的政策措施可能带来不希望的副作用：收入不平等加剧。由于日本已经存在高度的不平等和不断增加的相对贫穷，收入和财富分配的进一步两极分化对日本经济或整个社会来说可能是不可取的。收入不平等可能是人力资本和劳动努力程度存在差异的自然结果，反映了对社会有利的激励效应。然而，Saiki and Frost (2014) 注意到，由非常规货币政策造成的不平等，主要是通过金融财富而不是劳动收入渠道而导致的，可能会产生负面的社会和经济影响。这种现象值得政策制定者关注，同时也应考虑结构性改革以抵消非常规货币政策的负面影响。Saiki and Frost (2018) 的研究进一步证实，在过去 10 年，日本非常规货币政策加剧了收入不平等。

### (三) 暂时性缩小收入分配但扩大财富分配差距

国际清算银行的 Cœuré (2013) 的看法相对比较温和。在他看来，从短期来说，货币政策可能通过三个方面产生分配后果。首先，货币政策可能会影响收入分配的周期性因素，在经济收缩期间，收入分配差距可能会扩大，特别是如果劳动力市场运转不好，而且失业者不成比例地感受到调整的负担，这种收入分配的周期性模式意味着扩张性货币政策冲击也会导致收入分配的缩小；其次，通货膨胀意外飙升将降低名义资产和负债的实际价值，这往往会将财富从贷款人重新分配给借款人，由于大多数净借款人处于收入分配的最底端，扩张性货币政策冲击将有助于缩小收入分配；最后，货币政策冲击可能通过影响利率和预期来影响金融资产和实物资产的价格，分配结果取决于资产所有权模式，一般来说，收入分配排名靠前的家庭往往拥有更大的金融财富和更多的金融资产收入，如果扩张性货币政策导致金融资产价格上涨，就会导致财富分配差距的扩大。

不过，在 Cœuré (2013) 看来，这些影响都是暂时、间接和非预期的。从长期来看，货币政策可以控制通货膨胀，既可以控制通货膨胀的水平和波动性，也可以控制总需求的波动性。稳定物价可以通过多种渠道促进收入分配更加均衡：高通货膨胀会产生不确定性，抑制投资，伴随资本回报率下降，工资降低导致收入分配差距扩大；通货膨胀和宏观经济不稳定导致金融市场的不确定性和有效性降低，减少了对人力资本的投资；较贫穷的家庭进入金融体系的机会有限，无法在不利的收入冲击下平稳消费，通货膨胀和宏观经济不稳定可能对贫困家庭造成更大的伤害；较贫穷的家庭往往持有较大比例的现金，这意味着他们特别容易受到较高通货膨胀的影响；通货膨胀和宏观经济波动可能对某些经济部门造成更大的损害，例如制造业或出口导向型行业，而这些行业的工资往往相对较低。总的来说，以低通货膨胀和经济稳定为目标的货币政策最有可能在长期促进经济平等。

一方面，由于劳动力市场受到工会权力、劳动者技能等结构性因素的强烈影响，并且这些因素会随着时间的推移而发生变化 (Powell, 2020)；另外一方面，一些国家的企业现金如山，但是在有形资产投资方面一直疲软，就业率与工资增

长率迟滞不前，这两个方面的因素都会阻塞非常规货币政策的传导机制，使得实施非常规货币政策在增加总需求，进而增加就业与缩小收入分配差距方面的效力大打折扣。总而言之，中央银行将利率维持在较低水平以促进经济复苏：提高资产价格，尤其是股票价格，可能会在短期内加剧财富不平等，即使它可以通过支持就业和减少收入不平等带来了巨大的好处。但是，由此产生的跨期权衡构成货币政策制定的一个关键挑战（Bank for International Settlements, 2021）。

#### 四、非常规货币政策分配效应研究的不足

非常规货币政策实证研究面临的主要挑战是准确了解不平等状况，剥离出非常规货币政策对资产价格的冲击，而其中的重要困难则是非常规货币政策的分配效应存在时滞以及难以选择适当的潜在比较基准。

##### （一）家庭调查数据的局限性

对收入与财富不平等展开研究，首先需要了解不平等状况，而对不平等的摸底通常基于家庭调查数据。家庭调查数据是基于对家庭的调查，因此排除了没有住在家里的人，如学生、寄宿生和军人等住在机构里的人，以及住在医院、旅社、收容所、避难所或接待中心的人。家庭调查不包括住在养老院或疗养院的老人、孤儿院的儿童及流浪者。由于家庭调查没有覆盖的群体里有部分很可能集中在收入分配的下层，所以遗漏他们会严重影响调查结果。如果被抽取的样本并不能代表家庭成员而产生偏差，还会加剧由此产生的问题。

由于在绝大多数国家里人们都是自愿参加调查，他们可以拒绝调查邀约，所以家庭调查很难覆盖到所有人。在英国 2010/2011 年度的“家庭资源调查”中，无回复率为 41%，意味着 41%的情况从调查数据中无法掌握。美国的回复率要高得多，2013 年的无回复率略高于 10%，但是近年来无回复率也在攀升。在调查中，回复率非常重要，如果在与调查有关的特征方面，无回复者与受访者没有什么差别，那么即使回复率低的调查也可以具有代表性。然而在收入和财富问题上，有充分的理由认为，富人的无回复率要系统性地高一些。因此，有充分的理由推测，家庭调查没有充分代表财富分布右尾的情况（阿特金森，2016）。

家庭调查是不可或缺的数据来源，统计机构持续投资于这些调查的开展和推广，具有重大意义。它们提供的信息对于降低不平等的政策至关重要。然而，在大数据时代，必须谨慎地对待从调查中得出的发现，需要将家庭调查数据与政府数据等结合起来剖析，更为准确地把握不平等的情况与趋势。

##### （二）资产价格上涨的影响因素不只是非常规货币政策

对于收入不平等与财富不平等的大多数现有研究仅限于分析资产价格的变化及其对财富和收入分配的影响。一旦资产价格上涨或多或少地与非常规货币政策措施相关，货币政策便对财富不平等产生作用。不过，这并不是故事的全部内容，因为影响资产价格只是非常规货币政策对不平等产生影响的第一个环节，在

一定程度上反映了货币政策的预期效果，因为较高的资产估值源于货币政策的有效传导（Carstens, 2021）。非常规货币政策对不平等产生影响的第二个环节是，如果实施非常规货币政策促使资产价格上涨，带动投资增加、消费增加与净出口增加，那么将会有助于增加就业、消除宏观经济的不确定性和提振市场参与者的信心，从而可能缩小收入分配与财富分配差距。毕竟，收入不平等的一个主要驱动因素是劳动力市场上低技能贫困家庭的失业风险，严重的经济衰退通过对劳动力市场的影响，给低技能贫困家庭带来严重的福利损失。因此，降低失业风险的非常规货币政策措施在减少分配不平等方面具有很大的潜力。简单来说，如果非常规货币政策只是增加富裕群体的财富，但未能把财富增加与就业机会增加传递给其他经济群体，导致金融市场强劲反弹与实体经济脆弱复苏的局面，它就会加剧收入与财富不平等，反之则不是这样。

在另外一个方面，资产价格除了受到非常规货币政策的影响之外，还会受到经济基本面、市场需求、技术创新与扩散、投资者信心、公司治理等国际、宏观与微观因素的影响，在这些相互交织的因素中，如何剥离出非常规货币政策对资产价格的冲击是个学术难题。

### （三）非常规货币政策在金融市场与劳动力市场的分配效应存在不同时滞

非常规货币政策的分配效应不能在金融市场与劳动力市场同时实现。例如，股票价格几乎立即对货币政策措施的变动做出反应，而非流动资产的价格变化则需要经过相当长时间的滞后，对于通过消费、投资和就业产生的实际经济影响也是如此。非常规货币政策的分配效应也可能随着时间推移而变化，因此实施非常规货币政策最初似乎加大收入分配差距，而后来可能产生相反的效果（Deutsche Bundesbank, 2016）。

在理论上，根据“古典二分法”或“货币中立”的观点，从长期来看，无论用扩张或者紧缩的时间还是数量来衡量货币政策变化的对称性影响，货币政策应该是中性的，不会长期影响收入和财富的不平等。而实际上，从中长期来看，货币政策通过影响金融体系来发挥作用，由于金融周期可能导致永久性产出损失，货币政策可能并不是完全中性的（Malovaná et al., 2020），不当货币政策的暂时冲击会在经济体系中留下一些副作用，如失业迟滞，从而对收入不平等产生影响。

### （四）难以选择适当的潜在比较基准

非常规货币政策分配效应的复杂性源于经济不平等受到其他不断变化的经济变量的影响，而且重要的是，它们也受到收入和财富初始的分配的影响。从理论上讲，研究能够反映所有相关异质性的模型都很麻烦，而且从实证方面来说，很难解决诸如经济不平等与货币政策相互影响的问题。

基于历史与现实数据，实施非常规货币政策措施之前的状况往往是评估非常规货币政策分配效应的比较基准。然而，就分析采用非常规货币政策措施的分配效应而言，这是不全面的，特别是在充满不确定性的经济变化环境中，经济状况将由于不可预见的情况而出现突变。因此，分析非常规货币政策的分配效应的正

确比较基准不只是在实施措施之前的分配情况，更应该考虑如果没有实施非常规货币政策，将会出现的分配效应。确定反事实的潜在比较基准需要做出一系列准确的假设或者进行自然实验，只有对比分析现实状况与反事实场景的不平等状况，才能得出更加令人信服的研究结果。

## 五、总结与展望

全球金融危机爆发之后，发达国家实施非常规货币政策，政策力度达到前所未有的水平，其分配效应引起各界高度关注。基于关注政策周期的不同阶段，中央银行家与经济学家对非常规货币政策分配效应的观点出现分歧。利率的变化总是会造成分配效应，短期来看，长期维持零利率政策确实会损害储蓄者，直接影响拥有大量货币资产的家庭，即减少来自货币资产的收入，然而，中长期来看，零利率也可能对所有其他家庭一样，通过宏观经济渠道而产生间接影响，即失业率的下降和劳动收入的增加，使储蓄者受益。

尽管中央银行家有充分的理由宣称，量化宽松政策的影响并没有让收入不平等的情况恶化，甚至可能还带来了一定改善，即使造成暂时的收入或者财富不平等加剧，也是一种无意识的副作用，但他们的批评者们认为，中央银行故意实施宽松的货币政策来加剧财富不平等。现实的问题是，较年轻的家庭倾向于持有更多对利率敏感的负债，而较年长的家庭倾向于持有更多对利率敏感的资产。由于较富裕的家庭也往往年龄较大，更多地依赖利息收入，人们会预期长期维持超低利率使得利息收入下降，从而降低经济不平等，但是，这只是货币政策对收入与财富分配的第一轮影响。随着家庭调整其投资组合使得金融资产价格上涨，企业运用资金价格更低的信贷，总体实际活动会得到改善并影响工资等类型的收入，因此，货币政策的分配效应是模糊的。

非常规货币政策分配效应的复杂性还源于这样一个事实，即它们不仅依赖于不断变化的经济变量，如就业状况，同样重要的是，它们也依赖于收入和财富的初始分配情况以及审慎、财政和结构性政策实施状况。从研究的角度来看，刻画能够反映异质性的经济模型非常复杂，而且从实证方面来说，很难解决内生性问题，尽管如此，现有文献和证据的研究表明，通过将利率维持在极低水平并大规模购买金融资产的好处并没有被所有人平等地分享，非常规货币政策能够产生或大或小的分配效应。

未来的研究需要关注非常规货币政策对财富不平等与收入不平等的综合影响，尤其是以下几个方面的问题：长期维持超低利率一方面减少债务人的利息负担，但是另一方面刺激资产价格上涨，对于潜在购买住房的人群而言，债务负担将会加重，考虑货币政策传导的时滞因素之后，资产价格做出反应，能否影响耐用消费品消费、有形资产与无形资产投资，进而影响到就业与收入，如果能够产生影响，影响有多大，随着时间的变化，这些影响是如何发生演变的；在降低货

币政策造成财富不平等的前提下，如何完善货币政策的传导机制，提高中低收入群体的劳动收入；运用家庭调查数据，实证检验中国货币政策的分配效应及其渠道；货币政策如何与财政政策、结构性政策等搭配，减少财富与收入不平等。

#### 参考文献

- 阿特金森，安东尼（2016）：《不平等，我们能做什么》，中信出版集团。
- 董昉、郭强、李向前（2015）：《美国的非传统货币政策：文献述评》，《金融评论》第5期。
- Acemoglu, D. and S. Johnson (2012): “Who Captured the Fed?”, *Economix blog*, <http://economix.blogs.nytimes.com/2012/03/29/who-captured-the-fed/>, March 29.
- Adam, K. and P. Tzamourani (2016): “Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area”, *European Economic Review*, 89, 172-192.
- Auclert, A. (2019): “Monetary Policy and the Redistribution Channel”, *American Economic Review*, 109, 2333-2367.
- Bank of England (2012): “The Distributional Effects of Asset Purchases”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 52, 254-266.
- Bank for International Settlements (2021): “Annual Economic Report 2021”, <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2021e.pdf>.
- Bennett, B., D. Conover, S. O’Brien and R. Advincula (2014): “Cash Continues to Play a Key Role in Consumer Spending: Evidence from the Diary of Consumer Payment Choice”, working paper, Federal Reserve Bank of San Francisco, [https://www.frbsf.org/cash/files/FedNotes\\_Evidence\\_from\\_DCPC.pdf](https://www.frbsf.org/cash/files/FedNotes_Evidence_from_DCPC.pdf).
- Bernanke, B. (2015): “Monetary Policy and Inequality”, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/06/01-monetary-policy-and-inequality?rssid=Ben>.
- Bernanke, B. (2017): “Monetary Policy for a New Era”, paper prepared for “Rethinking Macroeconomic Policy”, a conference held at the Peterson Institute for International Economics.
- Bhutta, N., J. Bricker, A. Chang, L. Dettling, S. Goodman, A. Volz, J. Hsu, K. Moore, S. Reber and R. Windle (2020): “Changes in U.S. Family Finances from 2016 to 2019: Evidence from the Survey of Consumer Finances”, *Federal Reserve Bulletin*, 106, 1-42.
- Bindseil, U., D. Clemens; and Z. Jörg (2015): “Critique of Accommodating Central Bank Policies and the ‘Expropriation of the Saver’ - A Review”, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No.161.
- Bivens, J. (2015): “Gauging the Impact of the Fed on Inequality During the Great Recession”, <https://files.epi.org/2015/quantitative-easing-and-inequality-josh-bivens.pdf>.
- Borio, C. (2017): “Secular Stagnation or Financial Cycle Drag?”, Speech delivered at National Association for Business Economics, 33rd Economic Policy Conference.
- Borio, C. (2019): “Central Banking in Challenging Times”, *BIS Working Papers*, No.829.
- Brunnermeier, M. and Y. Sannikov (2012): “Redistributive Monetary Policy”, *Policy Forum of the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole*, September 2012, 331-384.
- Bunn, P., A. Haldane and A. Pugh (2020): “Has Monetary Policy Made You Happier?”, *Bank of England, Staff Working Paper*, No. 880.
- Bunn, P., P. Alice and Y. Chris (2018): “The Distributional Impact of Monetary Policy Easing in the UK between 2008 and 2014”, *Bank of England, Staff Working Papers*, No. 720.
- Carstens, A. (2021): “Central Banks and Inequality”, Remarks at the Markus' Academy, Princeton University's Bendheim Center for Finance.
- Casiraghi, M., E. Gaiotti, L. Rodano and A. Secchi (2016): “A ‘Reverse Robin Hood’? The Distributional

Implications of Non-standard Monetary Policy for Italian Households”, Bank of Italy Economic Working Papers, No. 1077.

Cœuré, B. (2013): “Monetary Policy in a Fragmented World”, Speech delivered at the 41st Economics Conference of the Central Bank of the Republic of Austria.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng and J. Silvia (2017): “Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality”, *Journal of Monetary Economics*, 88, 70-89.

Cravino, J., T. Lan and A. Levchenko (2020): “Price Stickiness along the Income Distribution and the Effects of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 110, 19-32.

Deutsche Bundesbank (2016): “Distributional Effects of Monetary Policy”, Monthly Report, September, 13-36.

Doepke, M. and M. Schneider (2006): “Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth”, *Journal of Political Economy*, 114, 1069-1097.

Doepke, M., M. Schneider and V. Selezneva (2015): “Distributional Effects of Monetary Policy”, Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Working Paper, No. 14.

Dolado, J., G. Motyvovszki, and E. Pappa (2018): “Monetary Policy and Inequality under Labor Market Frictions and Capital-skill Complementarity”, CEPR Discussion Papers, DP12734.

Domanski, D., S. Michela and Z. Anna (2016): “Wealth Inequality and Monetary Policy”, BIS Quarterly Review, March.

Draghi, M. (2016): “Stability, Equity and Monetary Policy”, Text of the 2nd DIW Europe Lecture at the German Institute for Economic Research (DIW).

Elsby, M., H. Bart and S. Aysegul (2010): “The Labor Market in the Great Recession”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 41, 1–69.

Furceri, D., L. Prakash and Z. Aleksandra (2016): “The Effects of Monetary Policy Shocks on Inequality”, IMF Working Papers, No.16/245.

Greenspan, A. (1998): “Income Inequality: Issues and Policy Options”, Remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City.

Hohberger, S., R. Priftis and L. Vogel (2019): “The Distributional Effects of Conventional Monetary Policy and Quantitative Easing: Evidence from an Estimated DSGE Model”, Bank of Canada Staff Working Papers, No. 2019-6.

Kganyago, L. (2018): “Inequality and Monetary Policy in South Africa”, Public lecture at the Nelson Mandela University.

Lenza, M. and S. Jiri (2018): “How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality? Evidence from Quantitative Easing in the Euro Area”, ECB Working Paper Series, No. 2190.

Malovaná, S., J. Bajžík, D. Ehrenbergerová and J. Janků (2020): “A Prolonged Period of Low Interest Rates: Unintended Consequences”, Czech National Bank Research and Policy Notes, No. 2020/02.

Mumtaz, H. and A. Theophilopoulou (2017): “The Impact of Monetary Policy on Inequality in the UK. An Empirical Analysis”, *European Economic Review*, 98, 410-423.

Nakajima, M. (2015): “The Redistributive Consequences of Monetary Policy”, *Business Review Issue*, Q2, 9-16.

O’Farrell, R., Ł. Rawdanowicz and K. Inaba (2016): “Monetary Policy and Inequality”, OECD Economics Department Working Papers, No. 1281.

Powell, J. (2020): “New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review”, Speech delivered at “Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy”, An economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City.



Romer, C. and D. Romer (1999): “Monetary Policy and the Well-being of the Poor”, *Economic Review*, 84, 21-49.

Saiki, A. and J. Frost (2014): “Does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan”, *Applied Economics*, 46, 4445-4454.

Saiki, A. and J. Frost (2018): “Japan’s Unconventional Monetary Policy and Income Distribution: Revisited”, TCER Working Paper, No. E-126.

Samarina, A. and A. Nguyen (2019): “Does Monetary Policy Affect Income Inequality in the Euro Area?”, Lietuvos Bankas Working Papers, No. 61 / 2019.

Summers, L. (2017): “Central Bank Independence”, <http://larrysummers.com/2017/09/28/central-bank-independence/>.

(责任编辑: 程 炼)