

不平等的 利益



各国央行应就货币政策的分配
效应开展更好的政策沟通

妮娜·巴丁顿、奇亚拉·弗兰托、
丹尼兹·伊戈安、海伦·普瓦松

为应对新冠疫情所造成的经济影响，全球各国央行都采取了降息和资产购买等广泛的货币宽松政策。宽松的货币政策确实降低了新冠疫情的影响。但与此同时，也引发了一个备受争议的问题，即宽松政策是否加剧了不平等现象？人们认为，货币政策在一定程度上要为股市在疫情低迷后的上涨负责，而股市上涨主要使富人受益。即便如此，货币宽松政策依然具有缓和不等问题的作用；例如，低利率可以鼓励小微企业贷款，创造就业岗位。

那么，总的来说，宽松的货币政策究竟是加剧还是缓解了不平等呢？

桑普森一家

关于货币政策的讨论往往过于抽象，我们可以从更加个人的角度来考虑一下这个问题。当你国家的央行放宽货币政策时，对你个人意味着什么？它对你的财务状况有益还是有害？与他人相比，你的生活过的怎么样？基本上，这取决于你的收入、财富、储蓄和债务状况。

为了说明这一点，我们来介绍一下桑普森一家，这是我们假想出来的一个家庭，它的家庭成员包括丽莎，一个20出头的年轻女性；她的父母玛格丽塔和奥梅罗；以及她50多岁从事会计工作的叔叔阿图罗。货币宽松政策对他们一家产生了什么影响呢？

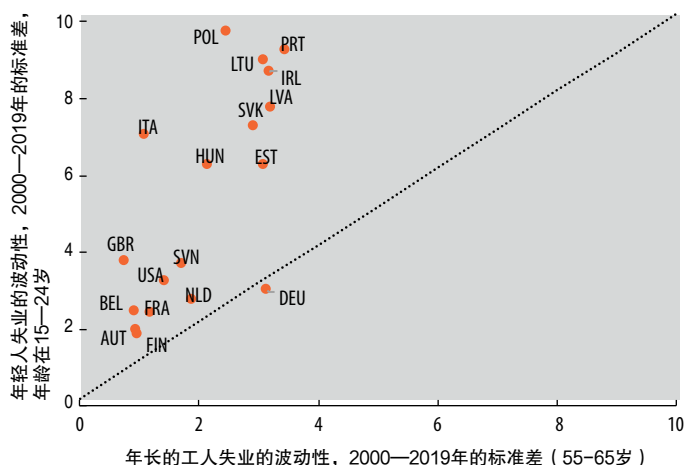
首先我们看一下丽莎，她是一名餐厅服务员，靠着这份收入，她可以攻读护理学学位。相比那些年长的、高技能的和经验丰富的工人（比如她的叔叔阿图罗），她目前是一名低技能工人，且收入较低，在经济衰退期内，丽莎也比那些年长的员工更容易失业（见图1）。

货币宽松政策削弱了经济衰退对失业的影响，对丽莎来说这是一个利好消息。通过这一劳动收入渠道，货币宽松政策刺激了经济活动，降低了失业率，且尤其使年轻、缺乏经验和低收入

图1

年轻人

年轻人比年长的人更容易失业



资料来源：Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.

注：通常，收入较低的年轻人面临的失业风险更高，因为，年轻人失业对经济周期更敏感。数据标签使用的是国际标准化组织的国家代码。

工人受益——在经济衰退期，最先承受失业打击的往往就是这批人。如果没有宽松的货币政策，她失业的可能性会更大，她和她叔叔之间的劳动收入差距会进一步拉大。即使丽莎能够找到一份新的工作，通常也会存在雇佣期短、福利差、不稳定等问题。

现在，我们来看一下阿图罗，他有工资收入，也有债券和股票投资等资本收益，并且，还持有一栋房产。低利率会增加他的资本收益；因此，阿图罗既能通过收入构成渠道，也能通过资产负债表渠道（债券、股票和不动产价格上涨）从货币宽松政策中受益。但由于丽莎未持有任何资产，因此，她无法直接从资本收益的增加以及资产价格的上涨中受益。

最后，让我们来看看玛格丽塔和奥梅罗的情况。他们现已退休，存了一辈子的积蓄，依靠退休金和存款利息生活。他们是净储蓄者。丽莎是



一个净借款者,有助学贷款和车贷。如果利率下调,丽莎欠银行的利息会减少,因为她的贷款利率会下降(如果是浮动利率),或者她可以重新申请低息贷款。但是,利率下调,玛格丽塔和奥梅罗的利息收入会下降(可能需要扣除通货膨胀因素,因为货币宽松政策会导致通胀水平上升),并因此蒙受损失。他们的退休金实际收益可能会下降。

在其他同等条件下,货币宽松政策通常会使得负债率低、有大量银行存款的人群受损,而让那些净借款人受益(欧克雷,2019年;查莫拉尼,2021年)。换句话说,它在储蓄者和借款者之间进行了再分配:这就是所谓的储蓄再分配渠道。

最终的赢家是

宽松货币政策对丽莎、她的父母和叔叔所产生的净效应取决于货币政策措施通过不同渠道所产生的综合影响。因为,他们可以通过一些渠道获益,但也会因其他渠道蒙受损失。

例如,丽莎可以通过她的劳动收入和偿债成本下降等渠道从货币宽松政策中受益,但她无法从资产价格的上涨中直接受益。

随着央行放宽货币政策,阿图罗的劳动收入和资本收益都会上涨,因此,他将从这两个渠道受益,但如果他是净储蓄者,他就会因为利息收

入的下降而蒙受损失。玛格丽塔和奥梅罗的住房增值可以抵消他们因储蓄利息收入下降而蒙受的损失,并且,如果货币政策能够帮助他们的女儿保住工作,他们就无需接济之前生活拮据的女儿。

不同渠道

根据桑普森一家的情况,我们可以看出,货币宽松政策的分配效应大小取决于不同渠道的相对重要性。而且,根据国情的不同,不同渠道的重要性也会不同。

例如,在金融普惠程度较高的国家,贫困家庭申请贷款的渠道更加畅通,更有可能办理按揭贷款、购置房产,因此,他们能够从降息中受益。而在其他国家,那些更愿意全款购房的群体无法从降息中受益。在有些国家,银行主导着金融体系,那些将储蓄存入银行而且没有负债的人,可能会通过储蓄再分配渠道蒙受货币宽松政策带来的损失。相比社保体系不健全的国家而言,在社保体系普及度较高的国家,由于货币宽松政策,低收入工人的失业风险会更低。

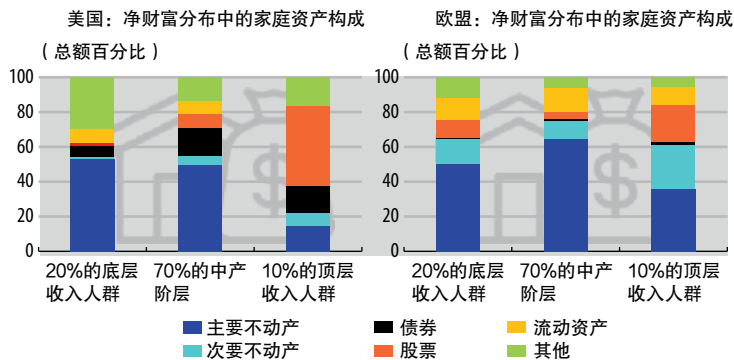
在欧盟和美国,资产负债表渠道对不平等的影响取决于人们所持有资产的类型。资本收益对最富有家庭的影响最大,因为他们持有更多的金融资产。在美国,这种现象尤其明显,其中,有10%的最富有家庭,他们三分之二的资产是债券(占16%)和股票(占46%)(见图2)。除这个群体外,欧盟和美国的绝大多数家庭持有的最大资产都是不动产。这意味着,货币宽松政策可能会通过房价而非资本收益产生更加公平的影响,而且,背有按揭贷款的人也会因偿债成本下降而有所受益。

综合上述几个渠道的研究结果——疫情前的研究成果,我们发现,暂时性的货币宽松政策总体净分配效应利弊兼有,经济影响往往可以忽略不计,但不同国家之间以及传统(利率)和非传统(资产购买)货币政策之间存在一定的差异。例如,在美国,在实行货币宽松政策之后,收入不平等问题加剧,同时消费不平等问题有所缓和,但影响很小,而且都是暂时性的(卡普兰、莫尔和维奥特朗,2018年)。

图2

关键是你所持有资产的类型

处于财富分布中不同位置的人们所持有的资产不同



资料来源: Household Finance and Consumption Survey (2016) for the European Union; Survey of Consumer Finances (2016) for the United States; and IMF staff calculations.

注: 欧盟成员包括奥地利、比利时、塞浦路斯、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、爱尔兰、意大利、拉脱维亚、立陶宛、马耳他、荷兰、波兰、葡萄牙、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚和西班牙。

更大的问题

多数国家都存在收入和财富差距的不断拉大和财政预算施展空间有限等问题，鉴于此情况，货币政策是否应当在解决不平等问题方面发挥更大作用？

问题在于货币政策工具过于粗放，无法有效地应对人口结构或者社会经济中的特定人群所面临的困境。此外，政府推出货币政策的初衷是为了维持价格平稳、经济产出稳定，而缓解不平等问题与这两项核心目标相悖，增加央行的调控目标，可能会削弱货币政策的效力。不平等这类的长期趋势性问题所产生的根源多为结构性因素，需要针对特定群体采用精细化的调控工具。有鉴于此，在解决不断加剧的不平等问题方面，其他参与者——特别是政府，才能发挥出更大作用。

央行可通过专注于自身主要职能来自由发挥专长：采取适当措施，在维持价格平稳的同时，对抗经济滑坡，保障就业。与此同时，央行应在现有政策框架内，通过对影响货币政策传导的收入和财富分配渠道进行建模和分析，更好地理解 and 考虑家庭之间的差异。

与此同时，支持性财政政策和结构性改革，加上宽松的货币政策，也可以改善宏观经济和分配的成果。有针对性的财政支持，加上有序的结构改革——比如积极的劳动力市场政策，包括求职协助和就业人员再培训等——都有很好的效果。这些政策对解决日益加剧的不平等问题、帮助那些被经济转型甩在后方的人有良好的效果。

在不平等问题的争论中——包括在新冠疫情疫情期间，央行的主要作用都是，就货币政策措施所产生的积极和消极的分配效应，多渠道开展透明的政策沟通，包括央行官员发表的讲话、官方报告、社区宣传活动等。央行要向全社会解释，货币政策措施是如何通过提高贫困人口的就业前景、减少消费不平等等现象来增加总体社会福利的。清晰的政策沟通对于维护央行信誉、澄清央行的主要职能有着至关重要的作用。

全球主要的央行已经开始明确讨论货币政策措施所产生的分配效应（卡尼，2016年；莱恩，2019年）。美联储近期修订了自身的主要职能，

强调了美联储将把就业最大化作为自身一个广泛的包容性目标，同时还会加强货币政策刺激给贫困人口带来的福利。

疫情之外的问题

新冠疫情产生了巨大的分配效应。社会上有关不平等的争论之声依然不绝于耳，包括对央行作用的有关讨论。如果新冠疫情对收入和财富分配的影响持续下去，货币政策对不平等问题发挥作用的多条渠道的相对重要性可能会发生改变。

尽管央行的首要目标仍然是维持宏观经济的稳定，但央行也可以通过传达、监测和分析货币政策所产生的分配效应来发挥作用。各国央行还应强调反事实，即尽管货币政策措施会产生一定的分配效应，但可以提高社会总体福利。最后，各国央行应让全社会认识到，不平等问题长期加剧、利率长期下行，其根源很大程度上在于结构性因素，这些因素只能通过政府出台其他政策来解决。FD

妮娜·巴丁顿，高级经济学家；海伦·普瓦松，国际货币基金组织战略、政策和审查部副处长；奇亚拉·弗兰托，国际货币基金组织西半球部经济学家；丹尼兹·伊戈安，国际货币基金组织研究部处长。本文基于国际货币基金组织近期发表的一份工作报告（《货币政策的分配效应》）编写而成，作者包括《货币政策的分配效应》的作者以及瓦伦蒂娜·博尼法乔、路易斯·布兰登·马奎斯、巴拉斯·琼托、菲利普·恩格勒、达维德·富尔切里、鲁伊·马诺、成田真知子穆拉德、敖默伟和葛乃恩·帕斯理查。

参考文献：

Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.

Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism." Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, UK, December 5.

Kaplan, G., B. Moll, and G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 108 (3): 697–743.

Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy." Speech at the Central Bank of Ireland/ECB Conference on Household Finance and Consumption, Dublin, December 16.

Tzamourani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households." *European Economic Review* 132 (February): 103643.