

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》
- 《国别/地区观察》

作者：吕昊旻 中国银行研究院
赵雪情 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4016

签发人：陈卫东
审稿：钟红 边卫红
联系人：王梅婷
电话：010 - 6659 1591

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

超宽松货币政策与贫富极端分化

——基于美国的分析与启示*

新冠疫情暴发以来，美联储重新调整货币政策框架，通过一系列政策措施，向各部门注入巨额流动性。非常规宽松货币政策在短期内有助于经济恢复，但也增加了全球金融与实体经济背离的风险，加剧贫富分化等长期挑战。全面评估和反思非常规货币政策，有助于更好地推进经济均衡复苏，降低负面效应。

超宽松货币政策与贫富极端分化——基于美国的分析与启示

新冠疫情暴发以来，美联储重新调整货币政策框架，通过一系列政策措施，向各部门注入巨额流动性，有力地推动了美国经济复苏，但同时也给经济发展带来了一系列负效应，尤其是社会不平等问题。

一、货币政策框架演变是加剧贫富差距的重要原因之一

为了应对疫情冲击，美联储开启超宽松货币政策浪潮，货币政策框架、资产规模及结构、创新工具运用发生显著变化，加剧美国贫富极端分化。

（一）货币政策框架发生重大调整，对通胀容忍度提升

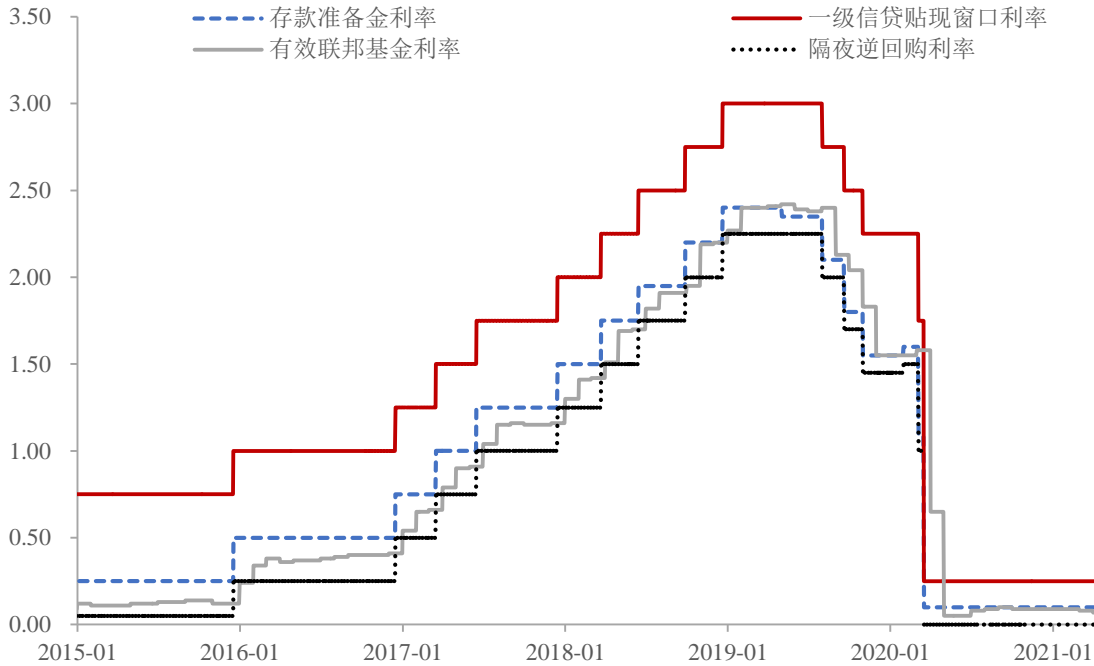
疫情以来，美联储货币政策框架转向“平均通胀目标制”。2020年8月，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布一致批准更新《长期目标和货币政策策略声明》（以下简称《声明》），标志着货币政策决策依据由“对最大水平的偏离程度”（即就业缺口）转向“对最大水平就业不足的评估”，货币政策最终目标由“双目标制”转向就业优先的灵活“平均通胀目标制（AIT）”。

货币政策向就业目标倾斜，并追求在一段时间内实现2%的平均通胀率，对通胀容忍度进一步上升。全球低利率环境导致利率政策受到有效下限约束而空间不足，菲利普斯曲线呈现扁平化特征，通胀与失业率的关系弱化，低失业率引发高通胀的风险较前期明显减弱。因而，美联储在努力消除与最大就业之间缺口的同时，使长期平均通货膨胀率保持在2%的水平，试图修复疫情下的经济生态。截至2021年8月，美国CPI同比增长5.3%，已连续第6个月超过2%平均目标水平。

（二）资产结构以国债和MBS为主，推高资产价格

低利率环境是资产价格攀升的导火索。新冠疫情冲击下，美联储紧急降息150个基点，下调联邦基金目标利率至0%-0.25%的历史低位，并维持至今不变。此外，美联储同步下调法定存款准备金利率、隔夜逆回购利率、一级信贷贴现利率分别至0.1%、0%和0.25%（图1），通过直接利率调控方式，为各类主体提供低成本资金与流动性支持，维护金融市场稳定。同时，低利率为美国政府激进的财政政策创造了环境，促使债务持续滚动管理成为可能，进一步在各种渠道作用下助推资产价格上涨。

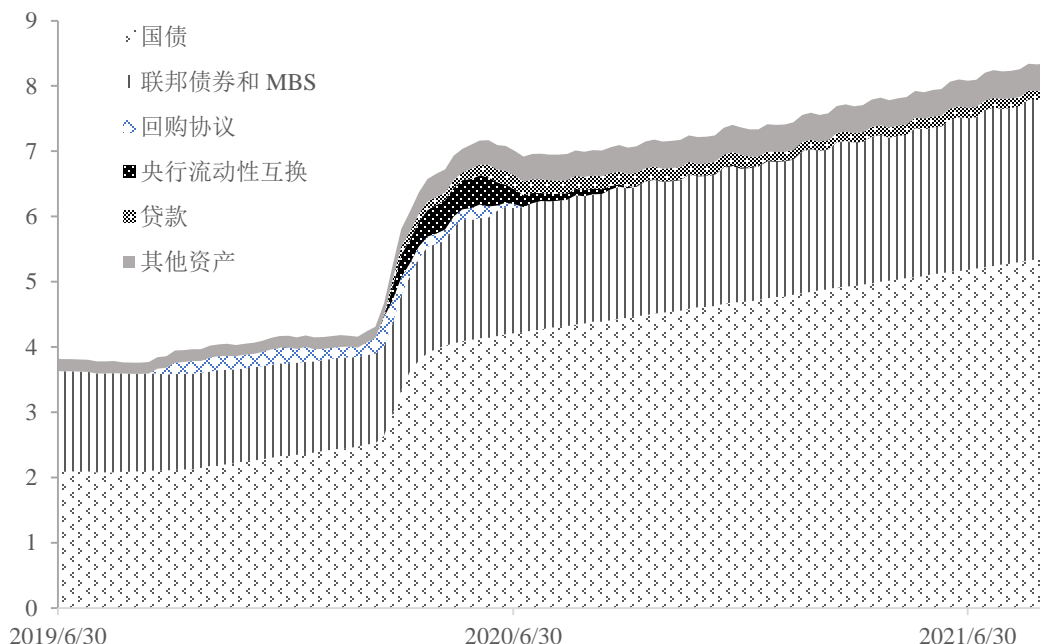
图 1：疫情前后美联储政策利率变动趋势（%）



资料来源：Wind

大规模资产购买计划促使美联储资产规模翻了一倍，结构以国债和 MBS 为主，刺激资产价格上涨。2020 年 3 月以来，美联储重启量化宽松政策（QE），通过在市场直接购买国债或者中长期债券的方式，增加基础货币供给，资产规模从 2020 年 3 月的 4.24 万亿美元扩张至 2021 年 9 月的 8.35 万亿美元，增长了 97%（图 3）。相比疫情前（2020 年 3 月），美联储资产规模翻了近一倍，在资产结构中，国债、联邦债券和住房抵押支持证券（MBS）增幅最大，分别高达 130.5%和 73.0%。

图 2：疫情前后美联储资产规模变动趋势（万亿美元）

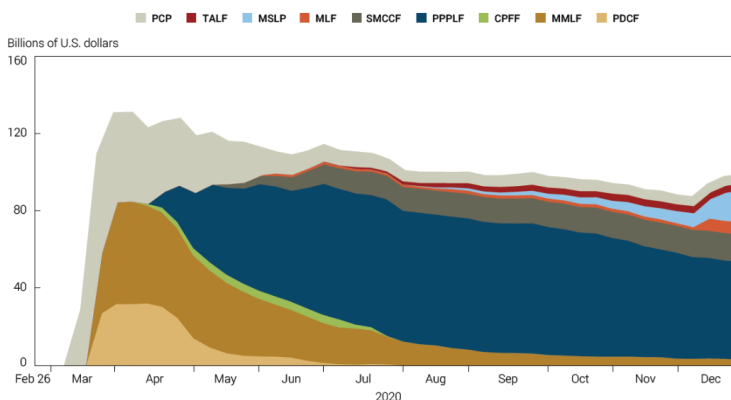


资料来源：美联储

（三）创新工具直接为资本市场注入流动性，央行角色转变

创新工具直接为资本市场注入巨额流动性，美联储由“最后贷款人”向“最后交易商”转变。2020年3月以来，为应对疫情对经济运行和金融市场的冲击，美联储重启多种创新工具，通过在资本市场直接参与交易，向金融市场提供流动性。从操作范围看，创新工具扩大流动性补充金融机构范围。针对交易商，美联储设立了一级交易商信贷便利（PDCF），在疫情期间对24家一级交易商提供为期90天的低息贷款。针对货币市场基金，美联储设立了货币市场共同基金流动性便利（MMLF），协助金融机构承接货币市场基金资产，为市场注入流动性（图3）。从操作效果看，创新工具有效促进金融市场稳定。PDCF推出后，未偿贷款的周平均水平在短期内维持在300-350亿美元，配合其他便利工具有效降低了企业债券、市政债券、资产支持证券（ABS）和商业票据等资产的波动幅度。MMLF使用量史无前例，直接为金融机构提供贷款，促使金融机构从货币市场共同基金购买优质证券，稳定金融资产价格。

图 3：疫情后美联储创新工具运用情况



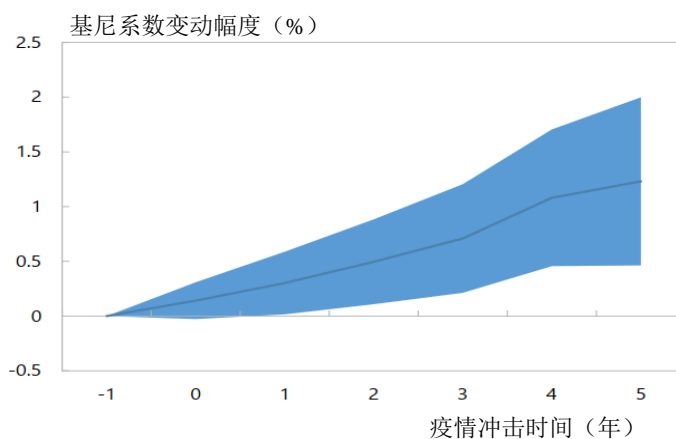
资料来源：美联储

二、超宽松货币政策通过收入构成和资产组合渠道加剧贫富分化

（一）货币政策对就业市场的结构调节功能有限

美国就业市场结构性失衡愈演愈烈。疫情下，美国失业率大幅攀升，在 2020 年 4 月一度高达 14.8%，导致以工资和薪酬收入为生活来源的家庭居民资产负债表恶化，尤其是年轻工人、妇女和低收入家庭，加剧了居民收入不平等（图 4）。

图 4：疫情冲击后的全球居民收入不平等变动趋势¹



资料来源：Furceri et al. (2020)，IMF

一方面，行业结构失衡严重，失业集中于劳动密集型行业。从行业结构看，疫情加剧了以从事体力劳动的低收入群体为主的行业失业率。根据美国劳工部数据，2020 年 6 月休闲酒店业、采矿业、其他服务业、运输及公用事业、批发零售业的失业率分

¹ Furceri et al. (2020) 研究了 SARS (2003 年)、H1N1 (2009 年)、MERS (2012 年)、埃博拉 (2014 年) 和寨卡 (2016 年) 五种流行病冲击后全球 175 个国家基尼系数平均值的演变趋势。

别飙升至 28.9%、17.8%、14.5%、12.9%、11.2%，随后缓慢降低，但仍高于其他行业（表 1）。劳动密集型行业由于无法通过远程操作完成，必须依赖接触性劳动提供服务，受疫情冲击最为严重。相反，资本密集型行业失业率波动最小。例如，金融业、专业和商业服务业，而高收入群体主要聚集于该行业。疫情冲击通过失业率的行业结构失衡对低收入群体的负面影响远高于高收入群体，收入差距被拉大。

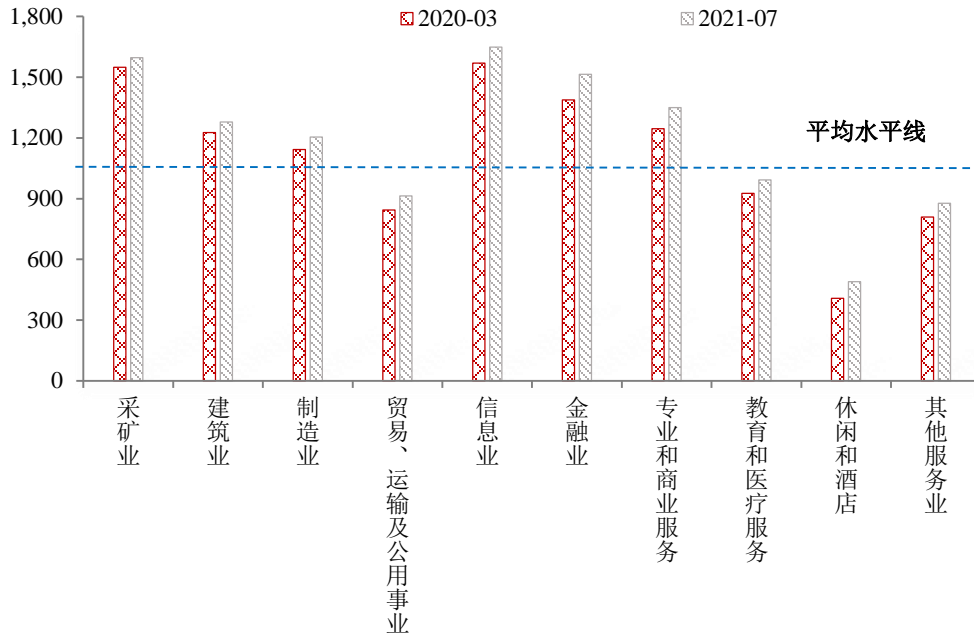
表 1：美国各行业失业率变动趋势（%）

	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	2021-07
采矿业	6.2	17.8	14.9	13.1	15.0	10.3	8.9
建筑业	6.9	10.1	7.1	9.6	8.6	7.5	6.1
制造业	4.1	9.1	6.2	4.3	5.2	5.4	4.2
批发零售贸易业	5.0	11.2	7.8	5.5	6.7	6.2	6.0
运输及公用事业	5.1	12.9	9.8	8.4	8.3	6.0	6.8
信息业	1.8	12.0	8.6	6.4	6.6	6.1	5.6
金融业	2.2	5.1	4.4	3.1	3.4	3.4	3.0
专业和商业服务业	4.7	8.6	6.7	6.1	6.7	5.2	5.1
教育和医疗服务业	3.1	8.6	5.1	4.1	3.8	4.4	4.4
休闲和酒店	8.1	28.9	19.0	16.7	13.0	10.9	9.0
其他服务业	3.9	14.5	9.2	7.4	6.7	5.4	4.9
农业及相关行业	8.3	5.4	5.0	11.0	7.3	7.5	7.6

资料来源：Wind，中国银行研究院

另一方面，薪酬结构失衡严重，穷者越穷、富者越富的“马太效应”愈发凸显。从薪酬结构看，劳动密集型行业平均周薪显著低于非农就业总体平均线（图 5）。特别是，休闲酒店业、其他服务业、贸易运输及公用事业的平均周薪最低。与疫情前（2020 年 3 月）相比，疫情后（2021 年 7 月）美国非农企业全部员工名义平均周薪上涨 3.1%，同期 CPI 涨幅约为 6.0%，非农企业员工实际平均周薪反而下降约 3%。依靠出卖劳动力为生的低收入群体在社会财富分配中所占比重下滑，贫富差距进一步拉大。

图 5：疫情前后美国私人非农企业各行业平均周薪（美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

货币政策主要是总量调控政策，具体作用于总需求的周期性波动，但对总供给，特别是就业市场的结构调节能力有限。疫情下，低收入群体所在的劳动密集型行业失业率高且薪酬水平低，而高收入群体所在的资本和技术密集型行业失业率低且薪酬水平高，宽松货币政策推动了经济的总体复苏，但难以对就业结构的失衡进行纠偏。

（二）工资相对资产收入受通胀的影响更强烈

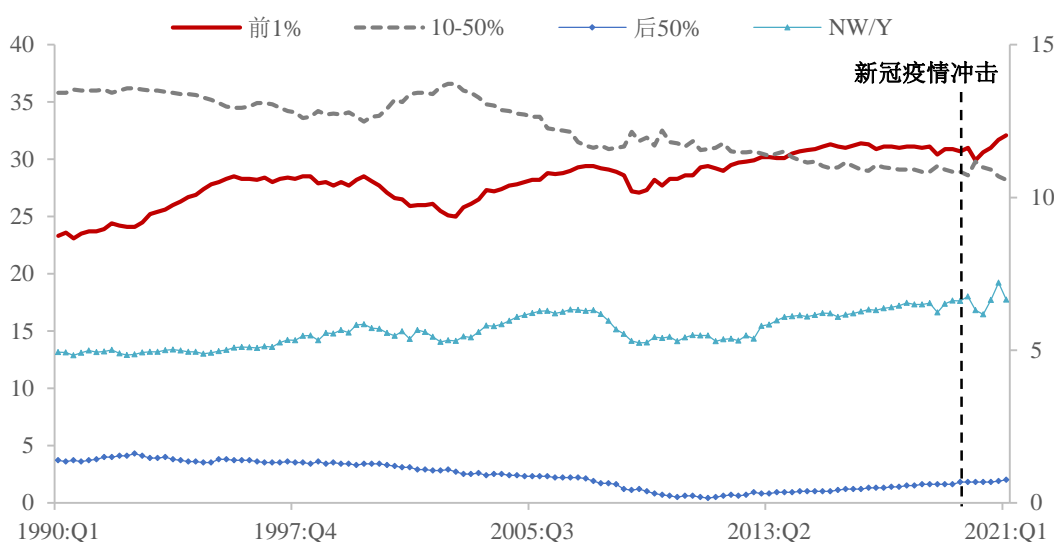
对于居民家庭而言，不同收入群体的居民收入构成存在巨大差异。宽松货币政策对工资收入和资产收入呈现非对称影响，导致居民收入不平等。

居民工资收入占比越高，受宽松政策刺激下的通胀影响越强烈。在低收入家庭，工资和薪酬构成占总收入的比重高于 50%，而资产收入占比较低。低利率与超宽松货币政策背景下，住房和商品等必需品价格持续上涨，导致与疫情相关的通胀加剧了最底层 10% 的家庭压力，低收入人群的财务压力陡升。而富有家庭收入渠道更加多元化，工资收入占比较低，而资产收入占比较高。低利率水平虽然降低了存款和其他生息资产的利息收入，表面上看不利于高收入家庭，但实质上高收入家庭通过灵活的资产配置规避了低利率的潜在负面影响，甚至通过持有海外资产，使财富免受国内货币贬值冲击，一定程度规避了通胀引致的收入缩水。

资产估值的快速上升，促使资产收入占比更高的家庭更富有。比较顶层 1%、前

10%-50%和底层 50%家庭的财富份额与资产净值相对于收入的估值比率²发现，顶层 1%家庭的财富与 NW/Y 比率一起剧烈变动，呈现正相关性（图 6）。相比之下，底层 50%家庭的财富份额变化几乎没有对估值指标的变化作出反应。美联储超宽松货币政策推高了资产价格，促进资产估值上升，导致前 10%家庭财富份额上升，扩大了财富差距。截至 2021 年第一季度，美国顶层 1%家庭财富占社会总财富比重上升至历史高位 32.1%，而底层 50%财富占比仅为 2%。

图 6：美国各收入群体财富份额与估值比率走势（%）



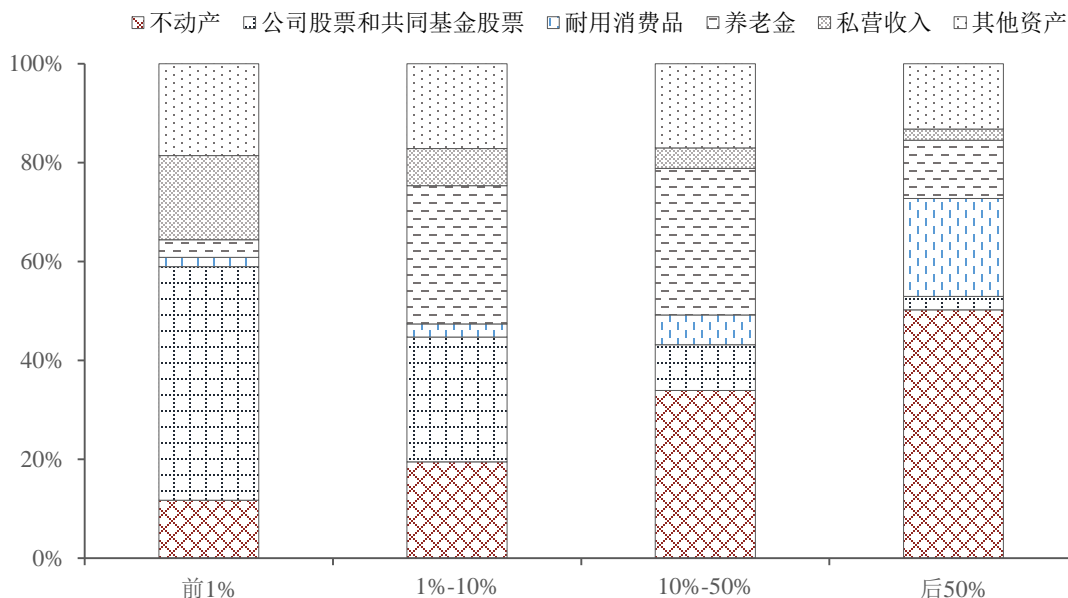
资料来源：美联储，Wind，中国银行研究院

（三）股票相对房产价值增长更快

一方面，超宽松背景下股票估值比房地产价值增长更快，加剧贫富分化。从资产组合的具体结构看，2021 年第一季度美国顶层 1%家庭的投资组合几乎有一半是公司股票和共同基金，仅有 12%为房地产；而底层 50%家庭的股票资产只占极小份额，房地产却占其财富的一半以上（图 7）。2020 年 3 月疫情暴发至今，美联储低利率和量化宽松政策助推资产价格不断上涨，促使美国股票估值不断攀升，道琼斯工业指数累计上涨 32.1%，远高于同期美国 20 个大中城市房地产价格平均涨幅 20.0%，股票估值相对于房地产估值的更快增长，导致宽松货币政策的财富不平等效应加剧。

图 7：美国各阶层家庭财富的资产组合

² 资产净值/收入（NW/Y）比率衡量了给定时间的资产估值水平，定义为家庭资产扣除负债后除以个人可支配收入。该比率反映了范围广泛的、一系列资产的估值，包括债券、股票和房地产，按家庭持仓的比例加权计算。



资料来源：美联储，中国银行研究院

另一方面，底层 50%家庭的房地产价值与债务负担同步攀升，财富净值相对保持不变，导致与前 10%家庭的贫富分化加剧。从房地产的资产负债全貌看，在超宽松货币政策刺激下，房地产估值不断上涨，对于顶层 1%、前 1-10%和前 10-50%家庭来说，杠杆率稳定保持在低位，但底层 50%家庭的杠杆率稳步上升，这一群体严重依赖债务融资，其房地产资产和负债的同步扩张，导致财富或净值相对保持不变。因此，房地产提供的资产净值贡献，实际上对底层 50%家庭财富份额的提振效应有限。

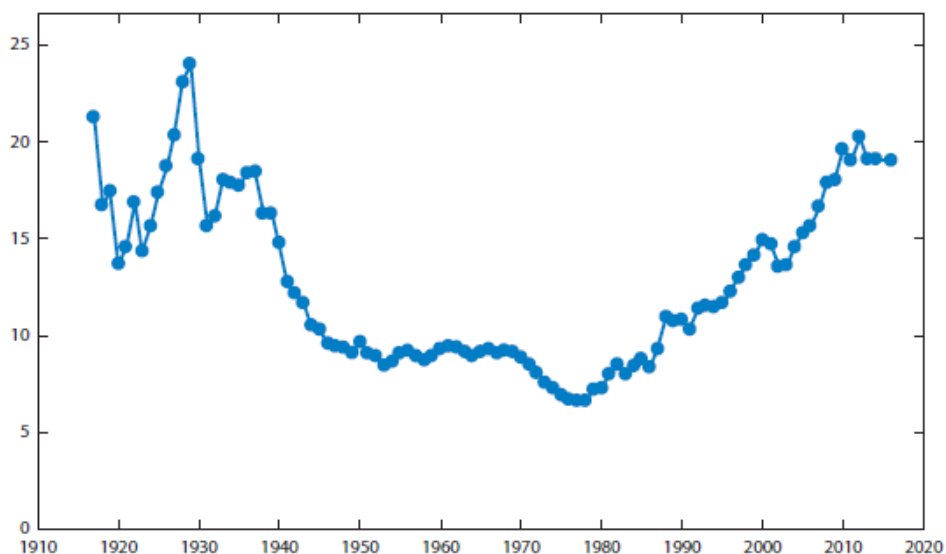
三、贫富极端分化的负面效应显著

本轮货币政策具有显著的财富不平等效应，对于经济社会发展的长期危害不容忽视。

一是陷入有效需求不足的恶性循环。大量研究表明，相较于低收入群体，高收入群体的边际消费倾向较低，收入差距过大会直接拉低平均消费倾向，抑制总体消费需求。货币政策过度扩张，人为扭曲了市场配置，带动金融资产价格攀升与通胀高企，进一步蚕食了居民实际消费能力，长期抑制有效需求。货币政策的目的在于通胀和就业，归根结底为了保障经济运行，极限扩张的货币政策加大了收入差距，压制了有效需求与经济增长，形成实体低迷、金融膨胀、贫富差距扩大的恶性循环，可能诱发严重危机。根据测算，当前美国前 1%收入群体的资本收入占比已超过 40%，达一战前水平；前 0.1%收入群体的财富占比约 20%，逼近大萧条前水平（图 8）。此外，从劳动力

供给视角来看，收入差距过大，还会抑制人力资本投资与生育决策，长期影响劳动力质量和经济增长。

图 8：美国前 0.1%收入群体财富占比（%）

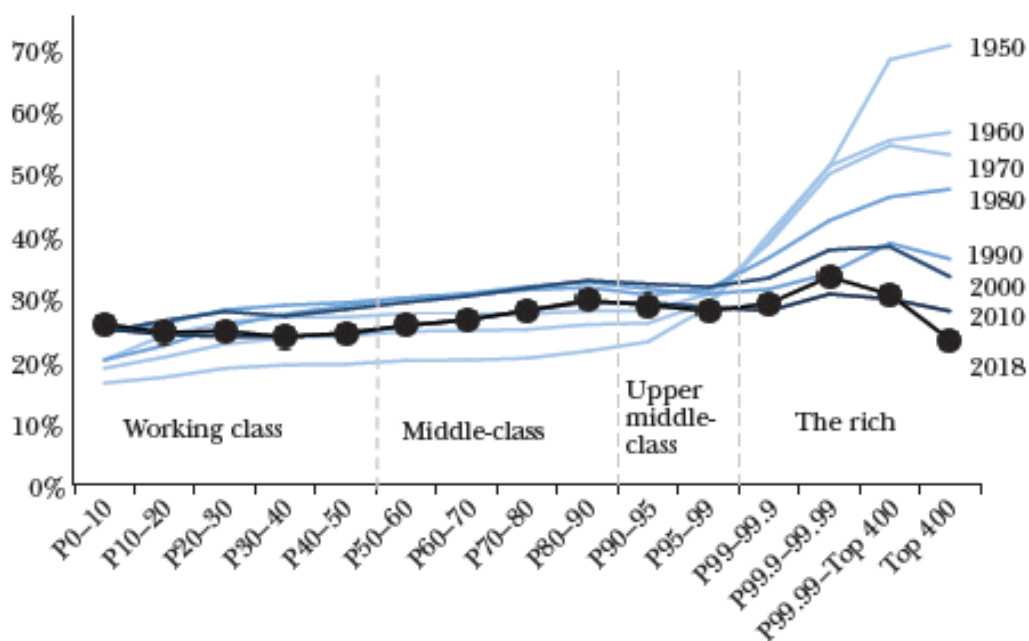


资料来源：Gabriel Zucman（2019）³

二是财政助长资本膨胀扩张。财政政策本应是调整收入分配、支撑低收入群体需求的重要手段，但其功能正在失效。一方面，财政支出高度依赖货币扩张。货币非中性，具有坎蒂隆效应，即货币增加对经济的影响，取决于货币注入的时间、方式、渠道以及新增持有者。疫情期间，美国推出一系列抗疫纾困计划，甚至直接向居民发放现金补贴，保障民生支出与消费需求，但其资金来源高度依赖政府债务与货币扩张，反而进一步加剧了金融膨胀与收入差距。另一方面，不公正的税收制度向资本倾斜。美国实行累进税收制度，过去数十年实施效果欠佳，资本征税普遍较低，且容易规避逃脱。美国亿万富翁缴纳税收在过去 100 年中首次低于钢铁工人、教师和退休人员。从图 9 可以看出，美国 400 个最富有家庭平均实际税率为 23%，比美国底层 50%家庭的税负还低。税收调节收入分配的功能已荡然无存。

图 9：美国各收入群体平均税率

³ Gabriel Zucman, Global Wealth Inequality, Annual Review of Economics, 2019, vol. 11:109-138



注：p0-10 表示前 10 个最富有家庭，其他类推。

资料来源：Emmanuel Saez and Gabriel Zucman(2020)⁴

三是加剧政治与社会动荡。贫富差距过度激化，严重影响社会与政治稳定，进而加剧总体经济损失，当代收入分配理论对此进行过大量的研究与探讨。当居民收入差距增大时，阶层不满情绪蔓延，社会结构与秩序失衡，政治经济环境的不确定性上升，甚至危害战略决策与国家安全。近年来，贫富差距分化，扭曲了固有秩序与政治诉求，美国乃至全球范围内民粹主义上升，反全球化、反建制风潮盛行，政治博弈与意识形态对抗加剧，成为全球经济低迷的诱因之一。

四、启示

非常规宽松货币政策在短期内有助于经济恢复，但也增加了全球金融与实体经济背离的风险，加剧贫富分化等长期挑战。全面评估和反思非常规货币政策，有助于更好地推进经济均衡复苏，降低负面效应。

一是美联储货币政策正常化面临挑战，遗留问题负效应长期化。非常规货币政策是中央银行在危机时期受制于利率零下界约束的特殊操作，虽然对经济复苏产生积极作用，但只在特殊历史阶段发挥作用，不具备可持续性。随着经济状况企稳复苏和市

⁴ Emmanuel Saez and Gabriel Zucman, The Rise of Income and Wealth Inequality in America: Evidence from Distributional Macroeconomic Accounts, Journal of Economic Perspectives, 2020, 34(4):3-26

场功能逐步恢复，美联储货币政策必将逐步回归正常，但仍面临诸多挑战。在短期，美联储在沟通方面陷入“两难”。一方面，有必要提供足够的保证，以避免在市场驱动下先发制人地收紧金融环境。另一方面，强调政策的可预测性一定程度上限制美联储行动，使其无法及时调整。权衡取舍下，超宽松货币政策的负效应将持续影响经济。在中长期，公共债务大幅上升、利率维持低位和央行资产负债表扩张等疫情的遗留问题将进一步显性化。

二是新兴经济体应当保持货币政策操作空间，警惕发达经济体政策转向的外溢效应。对于新兴经济体，一方面，非常规政策是在极端情况下稳定宏观经济的特殊手段，会产生一系列负效应。例如，不平等问题。新兴经济体央行应当吸取美联储经验教训，珍惜正常的货币政策空间，不要轻易实施非常规货币政策。另一方面，警惕美联储货币政策转向的外溢效应。发达经济体货币政策正常化将对全球金融市场、资本流动和货币汇率形成冲击，引发金融市场估值调整，可能增大部分新兴经济体资本流出和汇率贬值压力，导致其债务偿付和再融资风险上升。

三是货币政策与财政政策有效协同是解决不平等问题的关键。宽松货币政策可以缓解经济衰退并加速复苏，但需要平衡的货币与财政政策组合，以防止中央银行“独木难支”。一方面，财政政策可以减轻中央银行的负担，减弱衰退对不平等的影响。但必须审慎地执行财政政策，防止其成为宏观经济不稳定的根源。另一方面，财政政策需要更具针对性，通过与货币政策合理搭配协调，以更好地服务教育、产权、健康、竞争和贸易等方面发展，实现更稳健的均衡复苏。