

美联储货币政策和经济不平等的关系

陆晓明

摘要: 2008 年金融危机之后, 美联储的宽松货币政策在分配领域中的作用越来越受到各方面关注。这集中体现在该政策在经济不平等——收入和财富差距扩大中的作用方面。而在 2020 年疫情暴发后, 由于美联储采取了更宽松的货币政策, 这一问题也愈加凸显, 并再次成为人们关注的焦点。本文分析美联储宽松货币政策在扩大美国经济不平等中的作用及路径, 研究美联储货币政策在维持经济平等中应有的作用, 据此评估宽松货币政策对整体经济的利弊得失, 探讨美国未来在执行货币政策与防止经济差距进一步扩大之间维持平衡的主要措施。

关键词: 美联储货币政策; 收入不平等; 财富不平等

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、美联储宽松货币政策是否扩大了经济不平等

(一) 美国的经济不平等主要是财富和收入的差距确实存在, 并且在过去三十年中呈扩大趋势

统计表明, 2021 年年初, 美国家庭的整体财富(净资产)从 2010 年的 60.5 万亿美元增加到 129.5

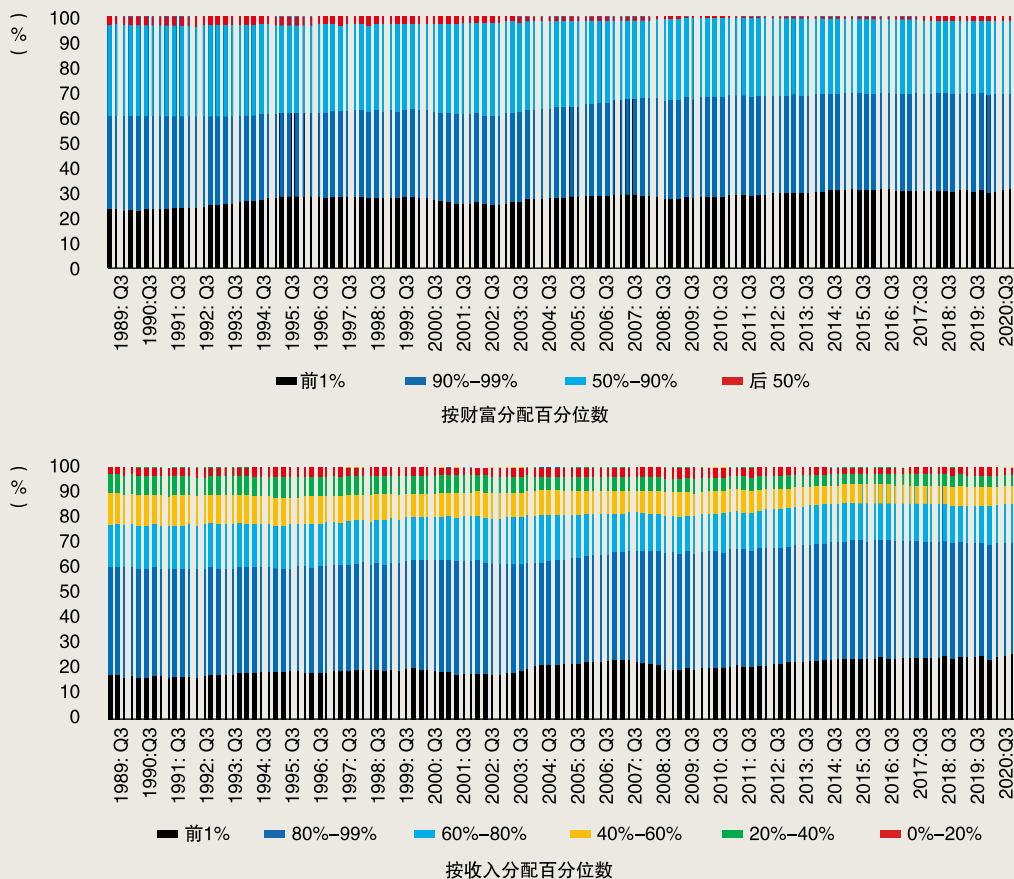
万亿美元; 其中, 最富有的前 1% 的家庭和最贫穷的 50% 的家庭财富都增加了, 但并不成比例: 最富有的前 1% 的家庭平均财富约为贫穷的 50% 的家庭财富的 750 倍; 同时, 最贫穷的 50% 家庭中很大一部分几乎没有财富。根据美联储数据, 1989—2021 年第一季度, 美国最富有的 10% 的家庭财富占全美全部财富的比例从 60.8% 升至 69.8%, 而最贫穷的 50% 家庭该占比则从 3.7% 降至 2%; 同期, 最富有的 20% 家庭该占比从 60.7% 升至 70.2%, 而最贫穷的 20% 家庭的这一比例从 2.9% 降至 2.7%(见图 1)。

(二) 美联储货币政策成为关注的焦点之一

2008 年金融危机之后, 美联储货币政策在分配领域中的作用越来越受到各方面关注, 这集中体现在该政策对经济不平等包括收入和财富不平等的影响方面。其发端则是美联储采用史无前例的宽松货币政策, 包括 0 利率和大量资产购买 QE 支持经济活动和降低失业率。由于伴随这一政策的现象之一是宽松货币政策推高资产价格的作用大于推进经济和就业增长的作用, 而资产价格上升的主要受益者是富裕阶层, 这意味着宽松货币政策在支持经济增长的同时也导致了贫富差距扩大。许多人据此指责

作者简介: 陆晓明, 中国银行纽约分行。

图1 美国家庭净资产占有率



资料来源：美联储

美联储对日益加剧的经济不平等负有不可推卸的责任。而在2020年疫情发生以来，由于美联储采取了更宽松的货币政策，这一问题也更凸显并再次成为人们关注的焦点。

（三）美联储宽松货币政策在扩大经济不平等中的作用

过去三十年间，推动美国经济差距特别是财富差距扩大的主要因素是经济结构性变化。例如，金融资产创新为高收入者提供了更多累积财富的途径，资产价格领先收入上升，财富分配与收入分配脱钩，全球化导致低端制造业外流，科技及自动化导致不同产业、不同教育程度群体之间的收入差距扩大，以及被动型投资基金大幅增长到数万亿美元等因素，均起到推高金融资产特别是股市价格的

重要作用。

当然不可否认的是，在2008年金融危机和新冠肺炎疫情期间美联储数万亿美金的资产购买、0利率等政策因素对于某些资产主要是股票、债券、房地产价格上升，确实起到重要作用。例如，美联储在疫情中购买某些公司资产提高了其价格，而QE导致长期利率下降则提高了公司特别是高科技公司的未来现金流现值，鼓励许多投资者大量投资这些公司股票，使得五大科技巨头股票涨幅在过去5年达到标普500指数的三倍多，其7万亿美元市值占整个指数的21%。同时，由于宽松政策对资产价格增长的作用高于实体经济，使得美国出现了明显的K型复苏。然而，货币政策只是推动某些资产价格上升的因素之一，并且只是起到助推作用，支撑资产价格上升的更主要因素则是经济复苏的基本

图2 美国个人利息收入和支出（季度平均）

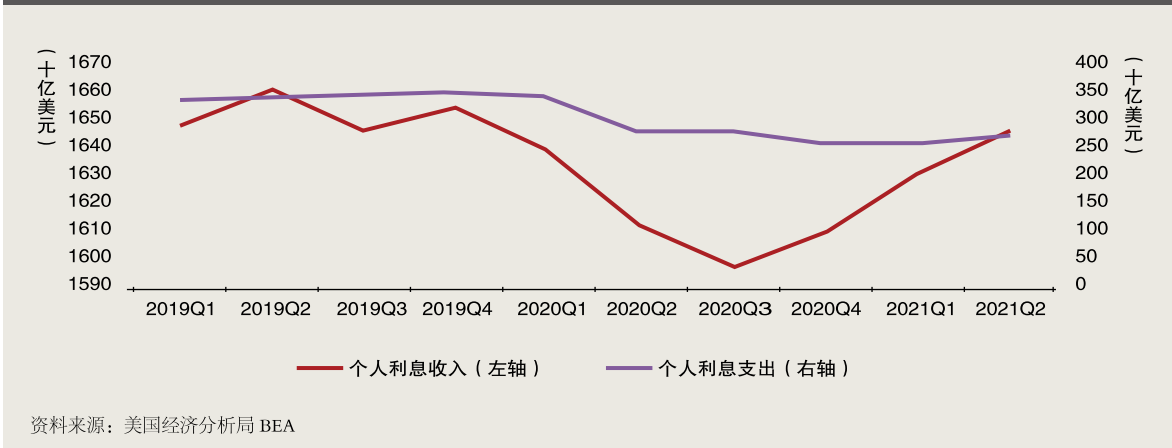
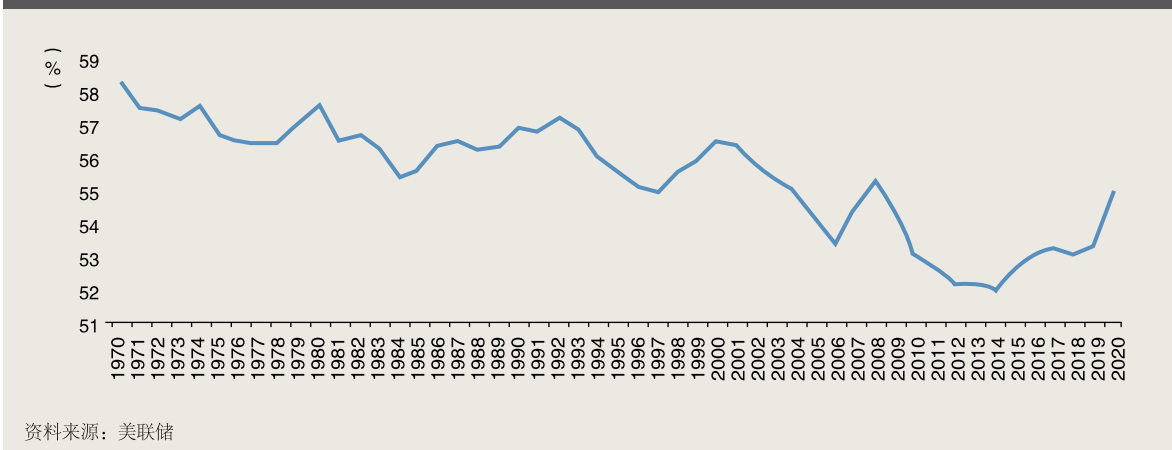


图3 美国的工薪收入/GDP比值（年均）



经济面，公司业绩特别是高科技类公司增长前景。这些因素导致投资者选择了股票市场。可作参照的是，欧元区和日本央行的货币政策远比美国更宽松，但由于其基本面因素弱于美国，其股市估值也远低于美国。

（四）美联储货币政策在经济不平等扩大中的作用路径

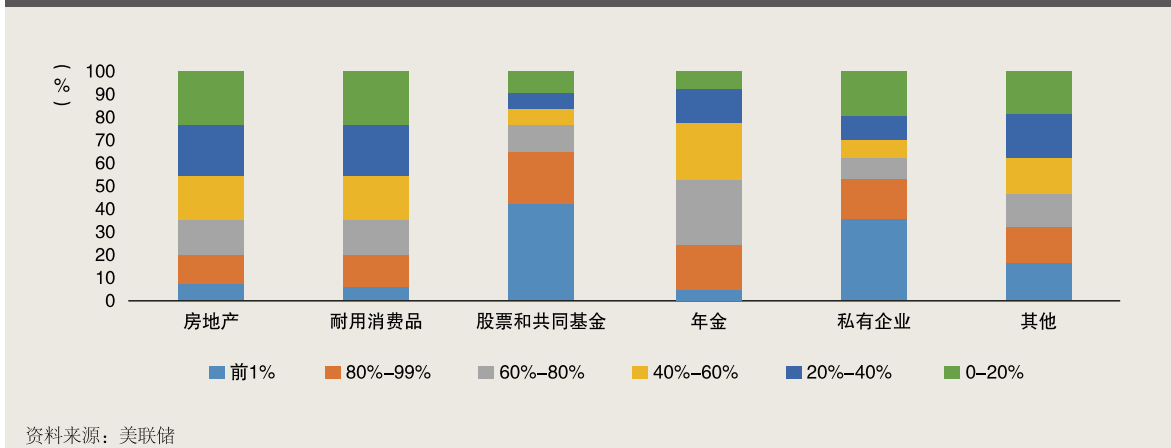
1. 收入路径

宽松货币政策增加了各阶层的收入，但由于各阶层的收入来源不同，货币政策的作用也各异。由于美国以中低收入家庭为主体，这类家庭又以工薪收入为主，所以货币政策的工薪收入路径的作用对他们的影响更显著，作用方向也更复杂。进而言之，由于中低收入家庭收入结构差异，货币政策的作用方向也可能不同。

降低不平等的因素有以下几方面。首先，失业对工薪阶层冲击最大。而宽松货币政策以就业增长为目标，得益最多的当然是中低收入家庭。其次，工薪阶层收入中存款利息收入占比也更大。疫情以来虽然利率下降，但由于个人存款大幅增长，个人利息收入总量却从2020年第三季度开始大幅增长，并且增幅领先于利息支出（见图2），这意味着中低收入者是主要受益者。

扩大不平等的因素有以下几方面。首先，中低收入者持有的流动性资产收入，例如，存款和货币市场基金利息收入占比更大，宽松政策减少了这些收入。例如，货币市场基金产生的收益曾高于股市指数基金，但长期低利率政策使其收益自2008年开始下降，一直降到目前的0.01%，低于股市指数基金1.28%。其次，从实际收入看，中低收入者的收入主要是固定收入，包括工薪、养老金和银行账

图4 美国家庭各类资产持有率（按收入分配百分位数，2021年第一季度）



户等，并且他们的消费倾向相对更高，因此，也更容易受通胀影响。而宽松政策推高了价格水平，所以对中低收入家庭的实际收入影响也更大。

综合看，宽松货币政策在美国中低收入家庭收入的增长及收入平等中的作用以正面为主。数据显示，美国工薪收入/GDP从20世纪70年代以来显现从历史高点58.4%下降的趋势。但2008年金融危机后，在宽松货币政策环境下该趋势并未恶化，相反在2014年触及历史低点52%后开始持续回升。疫情发生后的2020年，该趋势并未减缓，反而从2019年的53.4%继续上升到55%（见图3）。

2. 以净资产（包括金融和非金融资产）为主的财富路径

宽松货币政策提升资产价格对财富差距的影响，在很大程度上也取决于其对具体资产价格的作用，以及各收入阶层及群体的资产组合差异。

一般来说，家庭在收入分布中排位越高，其资产中股票占比越高，房地产、耐用消费品和流动性资产占比越低；而排位越低则股票占比越小，房地产、耐用消费品和流动性资产占比越高。2021年第一季度，美国收入排位最高1%家庭的各类资产中股票及共同基金占46%，房地产占12.2%，流动性等其他资产占17.6%，耐用消费品占2.1%；收入排位在80%~99%家庭的股票及共同基金占24.9%，房地产占23.1%，存款等流动性资产占17.2%，耐用消费品占3.5%；但中低收入家庭中收入排位20%~40%家庭的股票及共同基金仅占7.4%，房地产占39.2%，流动性资产占21.1%，耐用消费品占9.6%；收

入最低的20%家庭的股票及共同基金占11.1%，房地产占41.8%，流动性资产占20.2%，耐用品占8.9%（见图4）。

降低不平等的因素有以下几方面。2008年金融危机特别是疫情以来，美国房地产估值上升使中低收入家庭的财富及其在全部财富中占比均上升，有助于缩小整体财富分配差距。进而言之，利用低利率和宽松信贷条件通过负债投资房地产，也是中低收入家庭增加净资产的主要渠道。数据表明，自2012年房地产市场复苏至2021年第一季度，房地产在收入最低40%家庭资产中的占比从34.5%上升到40.5%（美联储2021）。而疫情以来房价仍持续上涨，其涨幅在2021年达到历史最高水平，例如，标普-席勒全国房价指数在截至2021年6月的一年里上涨了18.6%，为该指数自1987年开始发布以来最高年增长率。房价上涨带来的净资产增长的主要受益者是中低收入家庭。从负债方面看，利率下降也减少了居民的房贷和车贷等债务支出。例如，疫情以来随着利率下降大幅减少了个人利息支出，利息收入/支出比值从疫情前的4.8左右上升到6以上，说明利息收入作为个人净资产是增长的（见图2）。而由于中低收入家庭的负债需求比富裕家庭更多，在低利率环境下，其从负债支出减少方面的获益比富裕家庭也更大。此外，从间接影响看，股市等资产增长支持了公司业务发展也有利于增加就业机会从而惠及中低收入家庭。

扩大不平等的因素有以下几方面。由于高收入家庭持有更多股票等金融资产和住房，这两项均得

益于宽松政策。而中低收入家庭资产以住房、流动性资产和耐用品为主，其中，住房得益于宽松货币政策，流动性资产则受损于宽松政策，而耐用品如汽车、家具等本身无增值和收入功能，基本上不受货币政策影响。所以虽然各收入群体的财富均得益于宽松政策而增长，但由于股市增长领先房地产和流动性资产，所以拥有更多股票的富有家庭财富增长领先于中低收入家庭。进而言之，从净资产角度看，由于中低收入家庭购房资金来源更多是贷款，因此，这些家庭的净资产增长更滞后于收入最高的家庭。这些是近年来美国财富不平等扩大的重要原因。

总之，美联储的每次货币政策调整都会在不同群体之间重新分配收入和财富，并且同样的货币政策对不同的收入阶层具有不同并可能互抵的影响。因此，货币政策对不平等的总体影响很难确定，需根据各阶层及群体收入和财富构成与货币政策的影响渠道对应分析。通常而言，宽松货币政策会普遍增加所有家庭的收入和财富，但同时可能扩大差距。

二、美联储货币政策在维持经济平等中的作用——对宽松货币政策的整体评估

（一）宽松货币政策确实具有两面性，但利大于弊

公正全面评估美联储货币政策在维持经济公平中的作用并非易事，不同群体从不同角度出发可能得出完全不同的结论。然而，评估美联储货币政策的功能和效果的核心标准是其法定目标——价格稳定和充分就业。同样分析评估美联储维持宽松政策对经济平等、贫富差距的作用及影响，也必须基于该目标，分析比较维持和不维持宽松政策对经济整体的利弊得失，以及该目标与其他目标之间的冲突，才能做出全面公正的评估。

维持价格稳定与充分就业不仅是货币政策能够且必须控制的因素与目标，它和维持收入和财富平等也具有逻辑和实际的一致性。原因在于，通胀、失业和经济衰退是形成美国经济不平等的主要周期性经济因素，货币政策在维持经济平等方面的真正作用和渠道正是维持价格稳定、就业和增长。例如，

在疫情发生之初，美联储迅速采取宽松货币政策及其他救助方案阻止了金融市场下跌，并促其迅速复苏，在支撑资产价格回升的同时也帮助了金融市场稳定和经济复苏。在此过程中难免因为推高资产价格而导致财富差距扩大，然而，如果不这样做则可能造成更大的经济不平等，因为经济衰退对中低收入者及处境最不利群体的冲击更大，时间更长，这类群体就业复苏所需时间也 longer。历史证明，失业率在各类家庭、种族和族裔之间的差距与总失业率高度相关，这些差距通常随总失业率下降而缩小，失业率越低，弱势群体失业率下降越快，与其他群体之间差距也越小，近二十年来，这一现象更加突出。

典型案例是新冠肺炎疫情中低收入者最先被解雇并且更难重新就业。所以这次美联储也更强调其货币决策需关注收入和就业的平等性和包容性。美联储在2020年8月宣布的货币政策新框架特别是其中的就业目标对劳动力市场的差异给予了更多关注，也更具有广泛性和包容性。美联储还阐明了实现这一目标的新战略：在决定是否提高利率时注重最大程度解决就业问题，而不是关注就业是否偏离其预设目标。这成为美联储持续维持宽松政策的新依据，也标志着美联储评估充分就业的方式转变。数据显示，自2020年春季以来随着总失业率持续下降，非洲裔、西班牙裔失业率也持续下降。美联储也一向否认其货币政策造成贫富分化。

政策是造成贫富分化的原因。伯南克曾指出，不平等主要是多年经济结构变化，包括全球化、技术进步、人口趋势及劳动力市场和其他地方的体制变化的结果；与这些长期因素相比，货币政策对不平等的影响是温和短暂的，其长期影响是中性的（伯南克，2015）。鲍威尔也曾表示，美联储为应对疫情而采取的非常措施绝不会加剧财富不平等，并认为美联储无法影响财富不平等，但可通过支持为低端群体创造就业机会来缩小收入不平等（鲍威尔，2020）。

从美联储法定目标看，这些说法可能并不完整。完整评价应该是：宽松货币政策具有缩小收入不平等的作用；它支持了资产价格上升，其结果是富裕者和中低收入者财富都增长，但由于中低收入者财

富增幅滞后，导致贫富差距扩大。相反，若不采取宽松政策，资产价格上升有限，富人财富增加会更有限，但失业率也会更高，中低收入者不仅财富而且收入增加都会更有限，其结果是收入及财富差距都可能更大。总之，宽松政策在维持各阶层收入和财富增长中的作用大于财富不平等的副作用。

（二）货币政策解决经济不平等作用有限，副作用较大

上述分析论证了维持宽松货币政策在实现其法定目标的同时具有减少经济不平等的作用，但同时也具有扩大财富分配不平等的副作用。然而，实际上宽松货币政策在扩大财富不平等的同时还可能衍生出另一个可能带来的经济不平等的更大副作用——金融不稳定。

过去三十年来，随着商业周期性质变化，低通胀在美国已成为常态，美联储也因此有更多空间长期维持宽松政策以支持增长和就业。但同时发生的另一个变化则是金融因素在经济周期中作用上升，经济衰退也常伴随着金融危机。这一现象使宽松货币政策在经济平等中的作用更复杂，挑战也更大。因为宽松政策可能推动金融资产价格过度上升，使金融失衡积累，并带来金融不稳定，特别是在政策转向时市场可能发生较大动荡，从而使收入及财富不平等状态更加恶化。

典型案例是疫情发生后，美国股、债和房价已随美联储极度宽松货币政策大幅上升。这些资产均对货币政策十分敏感。2021年9月，美联储表示可能比市场预期更早缩减资产购买和升息，10年国债利率随即大幅上升到1.5%以上，同时，股市特别是科技类股则大幅下跌，而利率上升会提升房贷利率并冲击房屋市场。这再次预示了货币政策转向对市场的冲击。

三、美联储货币政策在应对经济平等问题中面对两个挑战

（一）货币政策很难针对性地解决经济不平等

实践已不断证明货币政策具有总量和周期性，

而经济不平等主要是微观和结构性问题，货币政策很难针对性地解决这些问题。这提示货币政策在专注于通胀和就业目标的同时，需要其他政策配合应对经济不平等问题，才能在更有效发挥货币政策作用的同时限制其副作用。应对经济不平等更多是国会和政府职权范围。例如，在经济衰退和失业率上升时，主要采取财政转移支付、增加失业保险等纾困计划来弥补中低收入者损失；制定更严格税收和监管政策应对富人偷税漏税及向海外转移资产问题。此外，科技进步特别是自动化及供应链全球化等也是促成美国不平等加剧的重要因素，而针对这些更有效的方法是改善职业教育，增加中低收入者再就业技能，促使制造业回流等劳工和产业政策。进而言之，不同群体在就业上的差距是美国长期以来的结构性问题，需要对体制、政策和观念的结构性改革，创造真正的机会均等。

（二）货币决策中并未考虑金融稳定因素

金融稳定并非货币政策法定目标，而是美联储和其他监管机构宏观审慎监管目标，美联储在货币决策中也并未真正考虑金融稳定因素。例如，在2008年及2020年衰退发生后，美联储都力图降低安全资产回报，以增加投资者风险偏好，鼓励对高收益资产投资；美联储也理解这样做可能会产生资产泡沫并影响金融稳定，但不这样做的经济成本可能更高。因此，美国需要让货币政策专注于通胀和就业目标，同时，更多采取更严格的宏观审慎监管以配合宽松货币政策，减轻货币政策副作用。

参考文献：

[1]Andrea, C., Anna, S., Jakob, de H. Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey[J]. Journal of Economic Surveys, Volume 33, Issue, 2019(3)

[2]Renuka, D., Evgeniya, D., Thomas, M. Effects of Asset Valuations on U.S. Wealth Distribution[R]. Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 2021(24)

（责任编辑：冯天真）