

从资产收入分配效应看转型期货币政策选择

中国金融 40 人论坛特邀成员 纪敏

摘要

本文从过去一个时期房地产等资产价格持续上涨而通胀率相对稳定这一现象出发，探讨了这一现象与经济转型过程中结构性矛盾上升的内在联系，以及对收入分配带来的重大影响。指出在我国经济转型过程中，货币政策应关注房地产等资产价格持续较快上涨带来的收入分配扭曲，以及对经济转型的重大不利影响。建议在坚持实施稳健中性货币政策、加大结构性政策工具力度的同时，加快健全人地挂钩、双轨并行的住房调控机制，有效打破房地产市场和信用扩张的扭曲循环，校正货币政策传导的信用基础，推动中国经济转型向纵深发展。

关键词：货币政策、资产价格、收入分配、结构性改革

货币政策是重要的宏观经济政策。传统意义上，货币政策作为总量政策，主要调节总需求变化，对经济结构、收入分配结构的影响关注较少。尤其是上世纪 80 年代中期以来，直到 2008 年国际金融危机爆发，全球经济经历了战后持续

时间最长的黄金 20 年——高增长、低通胀的大缓和时代，更是弱化了以往高通胀时期，对货币政策收入分配效应的关注。但是，伴随 2008 年国际金融危机的爆发，以及随后大量推出的非常规货币政策，资产价格涨幅长期明显超过就业和工资增长，货币政策的收入分配效应再次受到广泛关注。诸多研究文献显示，非常规宽松货币政策促进就业带来的收入分配均衡效应，可能远远赶不上资产占有差异对收入分配的恶化效应，消费能力由此受到削弱，通胀水平也受制于消费不足长期偏低。这一背景下，一方面货币政策得以摆脱通胀羁绊不断宽松，另一方面又会不断吹大资产泡沫，恶化收入分配弱化经济增长，货币政策不断陷入增长放缓—宽松加码—资产价格上涨——收入分配恶化——增长放缓的恶性循环，效果大打折扣，同时收入分配恶化引发的各种社会冲突不断上升，反全球化、贸易保护等也随之而起。

过去一个时期，我国坚持实施稳健中性的货币政策，尽管经济增速合理放缓，但居民收入增长总体高于经济增长，收入分配不均衡程度有所下降。但同时要看到，随着经济转型向纵深推进，在实体经济供求结构矛盾上升的同时，也出现了房地产过度金融化等问题，不仅降低了实体经济投资回报率，而且通过资产和债务两个途径，恶化了收入分配，对企业投资和居民消费的负面影响正逐步显现。随着外部环境发生重大变化，出口导向型增长日趋严峻，投资增长也越来

越受到消费升级制约，货币政策实施中的结构性失衡和收入分配扭曲，需引起高度关注。

一、从通胀异化看货币政策对收入分配的重大影响

传统观点认为，通胀尤其是恶性通胀，将侵蚀实际收入，由此在不同收入人群之间形成再分配效应。但从过去较长一个时期看，CPI 通胀水平持续走低，资产价格持续走高，货币政策收入分配效应，主要受资产价格而非 CPI 影响。以美国为例，在经历了上世纪 80 年代的通胀后，CPI 中枢水平基本稳定在 2% 左右，但与此同时房价、股价持续上涨，尤其是 2008 年国际金融危机爆发后，随着大量非常规宽松货币政策的实施，美国股指过去 10 年涨了 3 倍，过去 20 年涨了 5 倍，房价在经历了危机短暂冲击后也恢复到危机前高位。

理论上，工资性收入由就业和 CPI 决定，财产性收入由资产持有数量和资产价格决定。如果资产价格上涨长期大幅超过经济增长，居民收入中财产性收入占比必然上升；对货币政策而言，不论其主观目标是否盯住资产价格，但客观上资产价格对利率、流动性等货币政策信号更为敏感，货币政策必然在实体经济工资报酬和资产市场财产性收入之间产生分配效应。尽管过去 10 年美国失业率不断下降，创下历史新低，但由于资产价格持续大幅上涨，居民收入分配反而在恶化。达里奥的报告指出，过去 10 年，美国最富裕的 10% 家庭拥有的财富占比，上升近 10 个百分点，达到近 80%。

收入最高的 0.01% 人群，其收入 70% 来自资本而非劳动报酬，收入最高的 1% 人群，其收入仅有 60% 来自劳动报酬，这主要还是跨国公司高管、金融家和超级明星(索洛, 2015)。

《资本论》作者皮凯蒂 (Piketty, 2017) 认为，资本主义制度下，资本回报率长期高于经济增速，与资产价格上涨高于经济增速关系密切，结果是长期财富代际继承下的贫富差距不断扩大。2014 年美国最富有的 10% 人群，拥有全部资本的 70%，其中一半为最富有的 1% 人群拥有；在 10% 人群之下的中部 40% 人群，拥有全部资本的 25%（其中很大部分是房产），剩下 50% 的底部人群，只拥有全部资本的 5%。

持续大幅度的货币宽松，一方面会吹大资产泡沫，加剧收入向少数资产富裕者集中，另一方面，也会减少穷人的相对收入并刺激其借贷。2019 年 5 月 23 日美联储发布的抽样调查报告显示，在遇到紧急意外情况需要支出 400 美元时，有 39% 的被调查者无法以现金、储蓄或者信用卡方式支出，其中 27% 的被调查者需要向他人借款或出售物品，才能应付区区 400 美元的紧急支出，剩下 12% 被调查者则完全无法应对。截至 2016 年，美国仍未清偿的 4,330 万学生助学贷款总计超过 1.3 万亿美元，超过 40% 的学生贷款人拖欠或违约，这一比例在过去几年上升了数倍（桑德斯, 2018）。在通胀日益异化为资产价格上涨的背景下，中央银行非规货币政策的直接受益者，往往是有机会参与金融市场或房地产市

场的富裕群体，而负债方扩张或资产方出现的损失，则由公众承担，其间蕴含着巨大的收入分配效应 (Prasad, 2014)。其危害不仅严重威胁金融稳定，更是引发收入分配严重失衡以及社会冲突的重要根源。对货币政策本身而言，随着资产泡沫越吹越大，不得不在宽松的道路上渐行渐远，资产市场以及金融稳定，正在更大程度上“绑架”货币政策，货币政策稳定币值促进实体经济增长的重要作用，正面临严峻挑战。

二、我国经济转型中的收入分配失衡同样值得关注

我国经济正从高速增长向高质量发展转型，结构性矛盾也逐渐上升。2017年中央经济工作会议指出，实体经济供需结构失衡、金融和实体经济失衡、房地产和实体经济失衡，是当前结构矛盾的主要表现。三大失衡相互作用，互为影响。其中，房地产与实体经济失衡，既是加剧居民收入分配扭曲的关键因素，也在很大程度上加剧了其他两大失衡。

(一) 经济转型中结构性矛盾的上升

随着人均 GDP 上升到 1 万美元中高水平，我国经济结构正在发生重大深刻变化。表现在需求结构上，就是外需和投资占比持续下降。从外需看，经济项目顺差占 GDP 比重，已从 2007 年的近 10%，下降到 2018 年不到 1%。这一变化固然有外部环境变化等影响，但归根到底，是我国人均 GDP 上升到一定阶段后的客观规律。随着消费升级展开，进口需求将持续上升，加之服务贸易中的“进口”，进口增长

将不断减少贸易顺差。同时，人均 GDP 上升对生活质量特别是环境质量要求明显上升，加之人口因素的影响，出口成本持续上升，减速同样不可避免。投资放缓也有其必然性，根本上也源于消费升级对投资适配性要求的增强。近年来制造业投资增速中，新旧部门差距明显扩大，投资回报率和杠杆率一降一升。2007-2017 年，边际资本产出率（每产出 1 个单位 GDP 所需的资本投入）从 3.5 个单位拉高到 6.7 个单位（黄益平等，2019），几近翻番，与之对应的宏观杠杆率上升约 1.5 倍。对收入分配而言，一方面投资回报率下降制约劳动报酬增长，另一方面杠杆率上升制约净收入增长，名义总收入的边际消费倾向下降，货币政策传导效率必然受损，金融稳定也会面临挑战。

（二）房地产等资产价格持续上涨严重加剧了收入分配扭曲

在实体经济供求结构失衡上升的背景下，过去一个时期，房地产、金融资产增速与实体经济增长的差距也持续扩大。2008-2017 年，名义 GDP 增长近两倍，CPI 累计上涨约 22%，金融业增加值占比上升较快，房地产市价总值增长 5.8 倍，居民部门杠杆率显著上升。据人民银行调统司数据，2017、2018 年居民部门杠杆率分别上升 4.5 和 3.8 个百分点。2018 年居民住房贷款新增 3.9 万亿元，比 2010 年增长 196.2%。2017、2018 年居民部门向其他部门净输出储蓄 2.7、3.7 万

亿元，还不及 2010 年的 3.8 万亿元。住户购房占其总储蓄比例，从 2009 年的 45.9%，上升至 2016 年的 59.6%，2017、2018 年这一比例还在继续上升。比较而言，2017 年美国住户购房支出占其储蓄之比为 23.9%，低于我国。

从收入分配角度看，尽管房价上涨同时增加居民部门资产和债务，且房地产总资产增长远快于与住房相关的居民总债务增长，但房地产资产和相关债务在不同收入人群分布严重不均，人数众多的低收入人群，其净收入仍会严重恶化。根据 IMF 的分析，2010 年以来，中国各收入群体的债务与收入比 (DTI) 均明显上升，其中按收入情况 5 等分的最低收入家庭 DTI 上升幅度最大，由 2010 年的不到 30%，上升到 2016 年的 60% 以上，而收入最高家庭的 DTI 则仅由 10% 左右上升至约 15%。西南财经大学中国家庭金融调查数据显示，2015 年至 2017 年，新购房有负债家庭中，最低收入人群的 20% 组别，其债务收入比为 13.7，高出最高收入人群 20% 组别近 8 倍，如果将民间债务计算在内，则最低 20% 收入组别家庭债务收入比高达 14.8 倍，即使将全部收入用于偿债，需要近 15 年。为追赶过快上涨的房价，一方面年轻人不得不动用储蓄，储蓄的财产性收入机会下降；另一方面，财富水平较高家庭的投资性住房需求，也会挤占普通家庭的消费性住房需求，住房财富的不平等由此加剧(陈彦斌、邱哲圣，2011)。

三、房地产过度膨胀对经济转型的制约逐渐显现

房地产具有居住和投资双重属性，其居住（消费）属性连着实体经济，投资属性连着金融。正因如此，房地产的过度膨胀，能同时加剧其他两大失衡。一方面，房地产过度膨胀侵蚀消费基础，挤出有效投资，加剧实体经济供求结构失衡；另一方面，房地产过度膨胀又是金融资产过度扩张的重要支撑，极易引发资金虹吸效应，加剧金融脱实向虚，制约经济转型升级。

（一）房地产对消费的挤出效应逐渐显现

房价持续较快上涨，对消费可能同时产生方向完全不同的财富效应和挤出效应。一方面，房价上涨将强化家庭资产负债表，通过抵押品约束渠道和金融加速器机制，增强家庭借贷能力；同时资产价格上升也会刺激家庭支出和消费增加，从而推动经济增长。另一方面，如果房价长时期持续较快上涨，将大大降低住房投资投机的风险，刺激住房投资投机。相对于住房财富增长对消费的刺激效应，住房投资带来的财富效应要大得多，居民间的收入和债务分配失衡同时反向加剧，富人财富越来越多，穷人债务越来越多，长期以往必然对消费稳定带来负面影响。我们的测算表明，与购房相关支出在（贷款本息）在城镇居民收入结余（可支配收入减去消费性支出）中的比重，从2004年的40.9%持续提高到2018

年 83.6%¹。房地产销售额与社会消费品零售总额同比增速的相关系数，与房价走势关系密切。房价上涨较缓或下跌时，相关系数为正，房价上涨较快时，相关系数为负（图 1），显示房地产销售并不一定促进消费。近年来，全国居民消费支出实际增速持续下降，2019 年 1 季度已降至有数据以来最低值 5.4%。尤其是，汽车销售增长率一改前几年的持续高增，近年来转负。其中 10 万级经济型轿车 2019 年上半年销售额同比下降-23.8%²，下滑尤甚。经济型轿车主要是三四线城市、乡镇的低中收入家庭购买，保有率低，也无限购，反而降幅最大，是否与房价上涨、负债上升削弱购买力有关，值得持续关注。

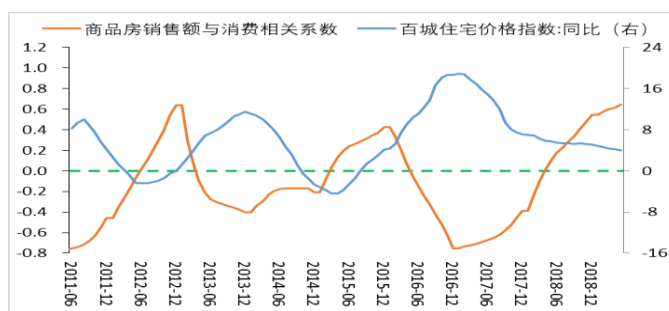


图 1 房地产销售与消费相关性波动

数据来源：根据国家统计局数据计算。

（二）房地产过度膨胀损害资源配置效率

尽管房地产业产业链长，但总体上属资金而非技术密集型行业，可拉动经济增长但对全要素生产率提升贡献不大。

¹ 贷款本金设定为房地产销售的 30%，利率设定为 6%。城镇居民收入、城镇居民消费性支出、房地产销售额数据均来自国家统计局公布数据。

² 数据来源转引自刘世锦《宏观经济走势与增长新动能》演讲 PPT，PPT 中数据来源为中国汽车工业协会。

陈斌开等 (2015)经验研究表明, 房价上涨 1%, TFP 将下降 0.045%。Chen, etal.(2017) 利用中国上市公司和 369 个城市的工业、商业和住宅土地价格数据, 发现土地价格上涨 1 个百分点产生, 全要素生产率降低 5-8 个百分点。我们的研究也表明, 过去五年房地产价格上涨 50%, 全要素生产率平均下降近 12%。

观察房地产投资与制造业投资的相关性, 2005 年至今, 大体经历了由正转负的变化 (图 2)。其中, 与房地产投资关系密切的制造业, 如家具、化学纤维、金属等, 其相关性仍然为正但趋于下降; 与房地产投资关系不紧密的食品、计算机、医药等, 2017 年以来相关系数已经为负 (图 3)。

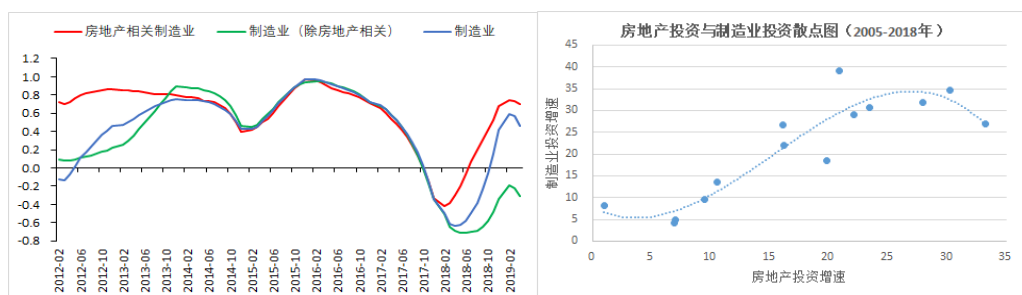


图 2 房地产投资与制造业投资相关性下降

图 3 房地产投资与制造业投资相关性分化

数据来源: 万得资讯, 作者计算。

房地产投资对制造业投资相关性下降, 是房价长时期较快上涨的必然结果。虽然新建房屋和装修对上下游带动作用较大, 但随着房价持续较快上涨, 部分热点城市二手房交易数量已远超新房, 二手房抵押贷款占比也明显上升, 不仅上下游行业拉动效应显著弱化, 也会加剧脱实向虚。尤其是,

在现行住房供地制度下，地价上涨往往快于房价上涨，土地购置在房地产投资中的占比持续上升，一些热点城市住宅甚至超过七成，建筑安装投资占比不足三成，房地产投资的实物工作量并没有名义投资额那么大，对相关产业投资和生产的拉动作用自然大打折扣。

(三) 房价持续上涨扭曲风险定价，加剧融资难融资贵

过去 20 多年里，我国房价基本呈单边上涨走势，房价只涨不跌的预期不断得到强化，事实上已成为金融信用扩张的重要支撑。2011—2018 年间，主要金融机构个人住房贷款余额增速与全国商品住宅价格增速相关系数高达 0.83，且两者互为因果。正是房价持续稳定上涨，个人贷款不良率在 1%以下，房企开发贷款（2017 年末）不良率也仅为 1.1%，均明显低于制造业贷款不良率（2017 年为 4.2%）。尽管个人住房贷款利率低于平均利率，但由于不良率低，风险调整后的实际利率明显高于其他贷款，且期限长并能借助证券化再融资，银行能从中获得持续稳定的较高收益。开发商贷款或发债更是在高房价支撑下，能够承受高利率大量融资，房地产行业融资成本一般在 7%-10%，高于 5-5%的贷款平均利率，负债率一般在 75%-80%，明显高于 55%左右的企业平均负债率。在房价持续上涨的低风险高收益支撑下，近几年人民币新增贷款中，居民部门占比都超过 50%，2018 年在严控下仍高达 45.5%。房地产信贷余额占全部贷款的比重，

已由2004年的不到15%，上升到2019年1季度的约30%。如果包括以房地产为抵押以及房地产关联行业信贷，则占比更高。相反，2013年以来，工业企业中长期贷款占比持续下降，目前增量占比已远低于房地产。分地区看，通过观察不同地区90万制造业企业的年度面板数据，量化分析当地房地产繁荣（可追溯到土地供应变化）与本地企业融资成本的相关性。结果表明，一个城市的房地产价格上涨50%，企业借贷成本每年上升近1个百分点，在银行有信贷存量的企业贷款份额平均减少9%（Chen, et al.2017）。

四、经济结构转型背景下的货币政策选择

经济转型中结构性矛盾上升，以及由此产生的收入分配失衡，是中国经济迈向高质量发展的重大挑战。中国经济长期向好潜力的释放，关键是消费可持续增长。货币政策在促进经济增长的同时，更需关注结构失衡尤其是房地产过度金融化对收入分配的重大影响，在确保总量稳定的同时，综合施策，着力优化结构，突破关键环节改革，为推进我国经济向消费主导转型创造条件。

首先是总量稳定。结构性矛盾的上升，首先会加剧总量平衡难度。尤其是房地产过度膨胀产生的资金虹吸效应，更会抑制总量政策空间。总体而言，以往货币总量增速在名义GDP增速基础上再加2-3个百分点的经验公式，需要调整为与名义GDP增速保持大体同步。这一数量原则的确定，与

工资收入增长与劳动生产率以及经济增长保持同步，具有内在一致性，符合经济结构转型过程中潜在增长率合理放缓的一般规律，也有利于缓解房地产过度膨胀带来的收入分配失衡。

其次是结构优化。尽管传统意义上，货币政策的结构调整效应，主要是在总量适度前提下，由市场机制自身实现结构性传导。但在房地产等过度膨胀等结构性矛盾突出、货币政策结构传导效率受损背景下，仍需采用一些结构性工具。过去一个时期，央行等部门通过创新应用准备金、再贷款、再贴现以及流动性便利等多种工具，对小微企业等薄弱环节提供了有效支持，成效较为明显。在做加法的同时，针对房地产等信用扩张，完善MPA考核等机制，做减法同样有其必要。在把握好度的前提下，双向结构性调控效果优于单向。当然，结构性货币政策也有其局限性，使用得当，能校正市场失灵；如政策力度过大、范围覆盖过宽，也会影响公平竞争、风险定价等市场规律，甚至滋生道德风险。

关键仍是加快改革创新。我国经济转型中的结构性失衡，既是转型一般规律使然，更是体制性障碍的集中反映。房地过度金融化等问题，表面上是房价上涨和货币信用扩张的互动循环，符合金融规律，但现行土地、财税等制度安排，更是信用扩张偏好房地产的根本。解决这一问题，包括使用结构性工具在内，货币政策只能治标，使用过多还会有其他

负作用。有效突破房地产调控中的两难，关键是落实中央人地挂钩、多渠道多主体增加供给、租购并举的改革思路。根据人口净流入状况，多渠道多主体增减住房土地供给，人随地走，因城施策，真正打破土地供给的体制瓶颈。在此基础上，加快健全双轨并行、健康可持续的住房投融资机制。所谓双轨并行，指保障性和商品性住房投融资机制适当分离，所谓健康可持续，指住房融资的信用基础，主要以真实居住的使用者付费而非房价上涨的现金流收益为基础。近中期看，在落实住房土地制度改革有效增强土地供给弹性的同时，住房投融资改革可通过以下路径实施。一是加快落实中央要求，健全政策性住房金融，对符合政策要求的低收入人群基本居住需求，提供低息长期贷款，支持其租、购住房。资金来源由政府信用提供支持，贷款发放享受政策性金融机构资金、税收等待遇。二是对低收入人群已购首套经济型住房，也要视其住房市场总价和利率，由财政对利息支出比照新购住房给予补贴。三是积极发展房地产信托基金 (REITS) 等专业机构投资者。尤其在我国，一方面住房居住需求巨大，另一方面广大居民对住房升值又缺乏投资渠道，个人炒房比较严重，大力发展集住房供给和投资功能于一身的 REITS 等专业机构投资者，意义重大。参照国际经验，REITS 等专业投资机构大规模、可持续发展的关键，是在税收中性原则下，仅对个人投资者投资 REITS 所得收益照常征税，不再对仅作为个人

投资接受渠道的 REITS 机构本身重复征税，以此保障机构投资者将物业经营收益充分返还投资者。此外，为增强 REITS 投资能力，承接更多物业用于出租，也允许其通过发债、上市等途径融资，同时没有多余住房的个人投资者，也可通过投资 REITS 受益凭证、股票等，获得稳定收益，逐步减少住房市场上少数有钱人炒房获益巨大、多数穷人买单利益受损的收入分配扭曲。**四是**健全商业性房地产开发融资的宏观审慎管理，有效控制房地产企业的整体杠杆率。

展望未来，尽管外部环境正在发生深刻变化，但中国经济更面临消费转型升级的巨大机遇。近年来，内需特别是消费对 GDP 贡献的持续显著上升，正是中国经济转型成效的集中体现。充分发挥党的集中统一领导这一最大制度优势，攻坚克难，勇于突破房地产市场扭曲等制约供给侧结构性改革深化的关键障碍，是增强货币政策效果，改善收入分配充分释放消费潜力，实现中国经济高质量发展的唯一正确选择。

参考文献

1. Chen, T., L. Liu, W. Xiong, and L. Zhou, 2017, "The Speculation Channel and Crowd Out Channel: Real Estate Shocks and Firm Investment in China", *Princeton University Working Paper*.
2. Domanski, D., Scatigna, M. and Zabai, A., 2016, "Wealth Inequality and Monetary Policy", *BIS Quarterly Review*.
3. Luetticke, R., 2015, "Transmission of Monetary Policy with Heterogeneity in Household Portfolios", *Bonn University Working Paper*.
4. Mersch, Y., 2014, "Monetary Policy and Economic Inequality", *Keynote Speech by*

Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB.

5. Ostry, J. D., Berg, A. and Tsangarides, C. G., 2014, “Redistribution, Inequality, and Growth”, *IMF Staff Discussion Notes* 16(30): 53-81.
6. Piketty, T., 2014, *Capital in the Twenty-First Century*. Goldhammer, A. (Trans.), Fellows of Harvard College.
7. Piketty, T., Yang, L. and Zucman, G., 2017, “Capital Accumulation, Private Property and Rising Inequality in China, 1978-2015”, *NBER Working Papers* No.12410.
8. Prasad, E. S., 2014, "Distributional Effects of Macroeconomic Policy Choices in Emerging Market Economies", *IMF Economic Review* 62(3): 409-429.
9. Rajan, R. G., 2011, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.
10. Solow, R., 2015, “Secular Stagnation: Fluent Economies Stuck in Neutral”, *Finance and Development*, 51(3): 16.
11. Federal Reserve Board, 2019.5.23, Report on the Economic Well-Being of U.S. Households.
12. 陈斌开、金萧、欧阳滢非, 2015, 《住房价格、资源错配与中国工业企业生产率》, 《世界经济》第4期。
13. 伯尼·桑德斯, 2018, 《我们的革命》, 江苏凤凰文艺出版社。
14. 瑞欧·达里奥, 2018, 《理解债务危机》, 中信出版社。
15. 中国人民银行调查统计司, 《我国融资结构和融资效率的思考》, 2019年。
16. 西南财经大学《中国家庭金融调查报告》(2018)。