

中国货币政策的要素收入分配效应研究 ——基于劳动力市场与金融市场双重摩擦视角

范志勇 安戈洋 杨怡璇

长期以来，货币政策研究主要关注政策对通胀、产出等宏观总量指标的影响，对其产生的分配效应关注不足。2008 年国际金融危机后，由于各国普遍采取非常规宽松政策导致资产泡沫和通货膨胀风险加剧，货币政策的收入分配效应开始受到重视。相关研究大多立足发达经济体，从家庭的资产负债结构异质性出发揭示货币政策通过资产价格和债务成本渠道对不同财富群体产生的非对称影响，对货币政策如何影响国民收入在资本与劳动两大要素间分配（即要素收入份额）的研究相对欠缺。而这恰是实现“十五五”规划战略目标所应关注的核心问题之一。与发达国家居民收入中财产性收入占比较高不同，中国居民收入仍以工资性收入为主，故提高劳动收入份额对于缩小收入分配差距、提升人民群众的获得感、提振消费与内需具有重要意义。当前，外部环境更趋复杂严峻，为更好地巩固我国经济持续回升向好的基础，我国货币政策立场坚持“适度宽松”立场。这充分反映了中国特色宏观治理体系下逆周期调节与跨周期设计、稳增长与调结构的动态平衡关系。因此，深入研究宽松货币政策冲击对劳动收入份额的影响，对于认识货币政策在结构效应上可能存在的治理边界、打好政策组合拳具有积极意义。

基于上述背景，本文从劳动力市场与金融市场双重摩擦视角，研究货币政策对劳动收入份额的影响。首先构建了一个包含劳动力市场与金融市场双重摩擦的动态随机一般均衡模型，考察货币政策对劳动收入份额变化的动态影响，以及劳动力市场和金融市场摩擦在上述影响过程中所扮演的角色。模型模拟结果表明：若不存在劳动力调整成本，宽松的货币政策能够迅速激发劳动力需求，劳动力

调整幅度高于投资调整幅度，企业在生产过程中更加密集地使用劳动要素，从而提高劳动收入份额；当引入劳动力调整成本后，劳动力需求调整幅度落后于投资，企业在生产过程中更密集地使用资本进行生产，宽松的货币政策反而会降低劳动收入份额。此外，货币政策对劳动收入份额的影响幅度还与企业面临的金融市场摩擦程度有关，信贷约束更强的企业在冲击后劳动收入份额下降更多。

基于 2007 - 2023 年中国 A 股非金融上市公司数据，本文在理论模型基础上，采用动态因果推断方法展开实证研究。首先，使用高频识别法缓解货币政策冲击的内生性度量问题；其次，采用工具变量局部投影法估计货币政策对劳动收入份额的动态影响；最后，检验其传导机制。实证结果发现：第一，在样本期间内，宽松的货币政策冲击降低了企业的劳动收入份额。冲击发生后的第一年，利率预期外降低 1% 将使得企业劳动收入份额降低约 0.17%。冲击发生后第二年货币政策对企业劳动收入份额的影响达到峰值，预期外利率降低 1% 将使得企业劳动收入份额降低约 0.62%。第二，宽松货币政策冲击会导致企业更加密集地使用资本要素进行生产，进而推高其劳均资本存量。此外，宽松货币政策对劳动收入份额的影响幅度与企业面临的劳动力调整成本有关，劳动力调整成本更高的企业在宽松货币政策冲击后劳动收入份额下降更多。第三，货币政策冲击降低企业劳动收入份额的效应在面临信贷约束更严重的企业（固定资产占比更低的企业以及民营企业）中更为明显。

相较于已有文献，本文的边际贡献有以下三点：第一，构建了货币政策通过影响企业劳动雇佣、投资决策进而影响劳动收入份额的理论模型框架，并研究了劳动力市场摩擦与金融摩擦对货币政策的收入分配效应所产生的影响；第二，提供了货币政策影响企业劳动收入份额的动态经验证据，丰富了关于货币政策影响收入分配的微观证据；第三，对劳动力市场摩擦、金融摩擦视角理论模型中所提出的机制进行了实证检验，对模型设定提供了实证支持。

根据上述研究结论，本文提出以下三方面政策建议。

第一，坚持适度宽松的货币政策立场，把握好货币政策的“度”，避免搞“大水漫灌”的强刺激。建议积极发挥货币政策的逆周期调节功能，为经济企稳回升提供良好的货币金融环境；同时避免宽松政策实施幅度过大、持续时间过长可能带来的结构性问题。

第二，推动货币政策与财政政策、就业政策、分配政策等协同发力，打好政策组合拳。货币政策的强项在于其总量调节效应，建议实施宽松货币政策的同时，通过税费减免、稳岗补贴等切实提高一线劳动者、中低收入群体劳动收入。

第三，加大对民营企业、中小企业的支持力度，促进民营企业、中小企业吸纳就业。一方面，提高民营企业、中小企业雇用应届毕业生的招聘补助，鼓励其吸纳就业；另一方面，加强职业技能培训和岗位转换支持，提升劳动者与新技术、新设备的适配能力，促进资本深化与就业扩容、劳动收入增长相协调。

存款保险制度、显性储蓄安全与金融稳定

王 擎 姚 帅 苏育洲

金融安全关乎国民经济全局。作为金融安全网的核心支柱，显性存款保险制度是强化金融稳定保障体系的重要抓手，保障公众储蓄存款安全是其基本目标。我国储蓄率较高且经济韧性较强，这既构成了抗风险能力的基础，也凸显了通过显性存款保险制度保障公众储蓄安全的重要性。

储蓄的概念有广义和狭义之分，广义储蓄指经济概念中的国民收入中未被消费的部分，狭义储蓄指金融概念中的居民在银行或其他金融机构的储蓄存款。本文的显性储蓄安全从狭义角度进行定义，指在特定时间和制度框架下，储户将以货币形式度量的储蓄委托给金融机构转化为存款后，储蓄权益的本金完整性、预期稳定性与兑付确定性得到显性的事前保障，不会因个体行为、破产事件或