

通货膨胀冲击的财产再分配效应

——基于中美两国的比较研究

肖争艳^a 程冬^b 戴轶群^b

(a: 中国人民大学统计学院, 北京, 100872; b: 中国人民大学经济学院, 北京, 100872)

摘要: 使用中国的奥尔多调查数据和美国的消费者金融调查数据, 本文研究了两国通胀冲击的财产再分配效应。本文首先详细记录了中美两国城镇家庭的净名义头寸持有状况, 然后在此基础上引入未预期到的通货膨胀冲击, 从而估算通胀冲击对家庭净名义头寸及其财产的影响。本文研究发现, 通胀冲击将侵蚀中国家庭部门的财产, 并进一步恶化家庭间的财产分布; 而美国的情况则有利于改善贫富差距。

关键词: 通货膨胀 净名义头寸 财产再分配 货币政策

一、引言

通货膨胀是许多国家宏观经济政策关注的核心问题, 其政策选取的理论基础来源于多个方面, 其中之一在于未预期到的通货膨胀会引起经济个体间任意的财产再分配。中国虽然也将保持物价稳定作为宏观经济政策的重要目标, 但改革开放以来的经济实践表明, 我国的货币政策具有明显的保增长特征, 并未给予通货膨胀问题以足够的重视。^①造成这种现象的一个重要原因, 当归结于我们对通货膨胀的危害还缺乏足够的认识, 特别是常常忽视通胀冲击可能引发的财产再分配效应。^②

事实上, 因处于经济体制转轨时期, 中国的通胀再分配效应不仅十分显著而且出现概率很高, 理应受到货币当局更多的关注。随着改革开放的不断深化, 中国不同家庭之间的资产组合状况逐渐形成非常明显的差异, 这同时反映在不同财产阶层和不同地区的家庭之间(陈彦斌, 2008; 李实、罗楚亮, 2007)。这种普遍存在的异质性, 使得未预期到的通货膨胀很容易在中国家庭之间引发广泛的财产再分配。与此同时, 改革开放以来中国通胀率的变动要远远高于发达国家的同期水平, 这意味着中国发生通胀冲击的概率很大, 进而出现通胀再分配效应的可能性也很高。更为重要的是, 通胀再分配效应是与财产分布问题紧密相关的, 因为通胀冲击不仅会改变家庭的绝对财产水平, 而且会改变家庭间原有的财产分布格局。当前, 中国的财产分布不平等问题正在引发日益广泛的关注(李实等, 2000; 陈彦斌等, 2009), 基于对这个问题的考量也要求中国的货币当局更加重视通胀再分配效应。

与中国货币当局不同, 作为发达国家货币当局的典型代表, 美联储在制定货币政策时已经充分考虑到通胀再分配效应的影响。上世纪 30 年代的经济大萧条, 使得美联储开始将保障就业作为货币政策的最高目标, 但它并未因此只关注就业问题而忽视对通胀问题的考量。实践表明, 美联储对通胀问题特别是通胀再分配效应进行过长期的定量研究, 并且一直把定量研究结果作为货币政策制定的重要依据(Doepke and Schneider, 2006)。为此, 将中美两国通胀再分配效应的定量结果进行比较研究将有助于我们加深对两国货币政策的认识, 同时

^① 不仅是政策界, 在国内学术界, 也有不少学者强调货币政策的经济增长目标而忽视通货膨胀问题, 例如厉以宁(1994)。

^② 通胀冲击是指实际发生的通货膨胀超过经济个体预期值的情形, 故我们将通胀冲击等同于未预期到的通货膨胀。另外, 本文所考察的通胀冲击的财产再分配效应主要包括两个方面, 一方面是家庭绝对财产水平的变化, 另一方面是家庭间财产分布的变化。为表述方便, 我们在后文将通胀冲击的财产再分配效应简称为通胀再分配效应。

有助于我们反思中国货币当局在制定货币政策时的缺陷。进一步讲,通过对中美两国通胀再分配效应的定量研究和比较分析,本文将能够回答如下问题:通胀冲击将给中美两国带来多大程度的财产再分配效应?两国间的财产再分配效应是否存在差异,这种差异对于认识两国货币当局近年来推行的货币政策有何意义?

目前,对通胀再分配效应进行定量研究的主流方法是考察家庭资产组合的实际价值的变化,即对家庭的名义头寸进行再定价。^①国外学术界早在上世纪 50 年代就开始探索这种定量研究方法,历经 50 多年的发展它已日趋成熟。Bach and Ando (1957) 和 Budd and Seiders (1971) 将美国高通胀前后的家庭财产状况进行比较,由此考察通胀冲击对家庭的财产再分配效应。然而,这种比较并不能在通货膨胀和财产再分配之间建立起严密的因果联系,因而也无法准确度量通胀再分配效应的大小。Brimmer (1971) 和 Blinder and Esaki (1978) 转而研究家庭收入变化与通货膨胀之间的经验关系,但是这种拓展却受到明显的限制,因为只有使用作为存量的财产才能够更好地解释家庭在通胀冲击下的经济福利变化。为此, Bach and Stephenson (1974) 开始从名义头寸再定价的角度来考察通胀冲击下从借出者到借入者的财产再分配效应。Doepke and Schneider (2006)、Meh and Terajima (2008, 2009) 和 Meh et al. (2010) 在再定价思想的基础上对家庭的名义资产和负债作进一步细分,并且将家庭的间接名义头寸也纳入分析框架之中,从而能够更加细致地考察通胀再分配效应。国内学术界因长期忽视通胀再分配效应,加之缺乏可供使用的微观调查数据,所以在这方面的定量研究还比较少。仅有的研究也只是着眼于收入分配和通货膨胀之间的经验关系(李若建, 1996); 即使考虑到财产再分配效应,其关注点也往往局限在部门水平而并没有具体到家庭水平(刘晓越, 1989)。^②综合考虑国外研究方法的最新发展和国内研究的不足,本文将采用 Doepke and Schneider (2006) 拓展后的名义头寸再定价方法来定量研究中美两国的通胀再分配效应。

具体而言,我们将按照以下两个步骤来定量研究中美两国的通胀再分配效应。第一步,分别以 2005 年和 2007 年为分析中美两国数据的基年,并利用北京奥尔多投资研究中心的家庭资产调查数据(后文简称奥尔多数据)和美国的消费者金融调查数据(SCF)来对两国城镇家庭的资产负债项目进行详细分类,由此记录城镇家庭的净名义头寸持有状况。^③国内以往对财产分布状况的研究多采用中国社会科学院经济研究所的调查数据(李实等, 2000, 2005; 赵人伟, 2007),但这些数据目前只更新到 2002 年。考虑到中国城镇家庭净名义头寸持有结构和财产分布状况在经济快速增长背景下的高变动性,本文将采用更新速度较快而且调查更为全面的奥尔多数据。对于美国家庭的资产组合状况,我们则利用最新一期的 SCF 数据进行记录。第二步,在给定基年净名义头寸持有状况的基础上,引入一个持续 10 年的 5% 水平的通胀冲击,并通过观察不同财产水平的家庭组在冲击下的财产变化情况来估计再分配效应的大小及其对财产分布的影响。为保证定量研究的合理性,我们同时进行两种类型的通胀冲击试验,即完全突然的通胀冲击和快速指数化的通胀冲击。^④它们将分别给出通胀冲击的上下界值,因而能为现实中的通胀再分配效应提供一个可置信的区间估计。

通过对中美两国通胀再分配效应的定量和比较研究,本文得到以下两个主要结果。第一,

^① 我们定义名义头寸为名义资产或者负债,因而在很多情形下可以将头寸看作是资产或者负债的同义词。

^② 也有一些国内学者从定性研究的角度来考察通胀的再分配效应,例如樊纲(1995),但这类文献的出发点多属于收入分配和通货膨胀之间的关系。

^③ 受基年选择的限制,对于中国我们只能采用 2005 年的截面数据,而 2005 年的奥尔多数据并未涉及农村家庭,因此我们只能将分析定位于通货膨胀冲击对中美两国城镇家庭的影响。

^④ 为表述方便,我们在后文将完全突然的通货膨胀冲击和快速指数化的通货膨胀冲击分别简称为完全冲击和指数化冲击。

总体而言，中国城镇家庭在通胀冲击中几乎都遭受到不同程度的损失，而美国绝大多数家庭却是从中获益。第二，中国的中产阶层在通胀冲击中损失的财产比重最大，穷人阶层次之，富人阶层最小；而美国城镇家庭的穷人阶层从通胀冲击中获益最多，富人阶层获益最少，且部分富人阶层的老年家庭已在通胀冲击中遭受到损失。从这两个结果可以看出，中国货币当局从 2007 年金融危机以来实际推行的扩张性货币政策将增加通胀冲击风险，从而使得中国城镇家庭部门在此过程中遭受损失，而且还会进一步恶化家庭间的财产分布不均状况。与之相反，在政策制定的考量上，美联储则明显优于中国央行，它同期推行的扩张性货币政策不仅有助于美国经济的复苏和就业的增加，同时也能有益于美国城镇家庭部门，并能在一定程度上改善家庭间的财产分布不平等状况。

本文余下部分的叙述结构安排如下。第二节使用微观调查数据建立中美两国城镇家庭的净名义头寸持有状况，并归纳其基本特征；第三节介绍计算通胀再分配效应的一般框架，并利用给定基年的家庭净名义头寸，计算出完全冲击和指数化冲击下不同家庭组的财产损益，同时比较中美两国的区间估计结果。第四节归纳得出本文的主要结论，并据此提出相应的政策建议。

二、中美两国城镇家庭的净名义头寸

在第二节，我们分别根据奥尔多数据和 SCF 来记录中美两国城镇家庭的净名义头寸持有状况。净名义头寸的建立是计算通胀冲击的财产再分配效应的基础，为此我们将详细介绍净名义头寸的记录方法并对中美两国城镇家庭的净名义头寸持有状况进行比较分析。

2.1 净名义头寸的记录方法

由于通胀冲击只降低名义资产和负债的实际价值，而不影响实际头寸，因此我们需要根据家庭的资产负债表重新构建名义头寸。资产负债表记录着家庭在某个时点的资产和负债状况，这里的资产和负债有实际和名义之分，我们定义名义资产和负债为用本国货币计价，并且没有经过通胀指数化的金融权益；而净名义头寸就是名义资产和名义负债之差。从持有形式来看，家庭的净名义头寸包括直接名义头寸和间接名义头寸两部分。其中，直接名义头寸是家庭直接持有的名义资产加上通过投资中介持有的名义资产再减去家庭直接持有的名义负债后的净值，而间接名义头寸则是指家庭通过股权或所有权的形式所持有的相应商业组织的净名义头寸。^①

对于直接名义头寸，我们通过加减相应的名义头寸项目很容易获取，而对于间接名义头寸，则需要更为复杂的方法来进行记录。家庭以股权或所有权的形式将资金投入商业组织，这部分投资形成家庭的权益 (Equity)，所有家庭的权益之和即对应于商业组织的净权益 (Net Equity)。一般而言，商业组织既持有名义头寸，也持有实际资产，这意味着家庭所持有的商业权益并非全部对应于净名义头寸。^②为计算出家庭权益所对应的净名义头寸，我们按照 Hall (2001) 和 McGrattan and Prescott (2005) 提出的方法，假设每单位家庭权益所对应的净名义头寸等同于每单位商业组织的净权益所对应的净名义头寸。进一步，我们定义商业组织的净名义杠杆率为每单位净权益所对应的净名义头寸份额，即全部商业组织所持有的直接

^① 这里的商业组织是一种广义概念，它包括我们通常所讲的企业单位或自主经营单位等。

^② 实际上商业组织的资产负债表除去股东权益外，还剩下三个部分，即名义资产，名义负债和实际资产。为表述方便，我们将名义资产和负债结合为净名义头寸。

名义头寸与商业净权益（Net Equity）之比。这样，根据净名义头寸的持有形式，我们就可以将家庭的净名义头寸通过两部分之和计算出来，其中一部分为直接名义头寸，另一部分为家庭权益乘以商业组织净名义杠杆率而得到的间接名义头寸。

根据奥尔多数据和 SCF 提供的中美两国城镇家庭的资产负债表，我们使用上述方法来记录城镇家庭的净名义头寸。第一步，对家庭资产组合的各项进行分类，即把所有资产和负债分为实际头寸、直接名义头寸、投资中介头寸和权益头寸四项。其中，实际头寸主要包括耐用品和其他一些经通胀指数化或用外币标价的项目。投资中介头寸是指家庭投入到投资中介里的资金，而投资中介则是将家庭、企业、政府等投资主体的资金汇集起来，并按照一定的投资组合进行投资的金融类机构，如共同基金等。因而家庭所持有的投资中介头寸，事实上按照一定的比例分配到了名义头寸、实际头寸和权益头寸。我们假定投资中介对投资者的每单位投入都按照相同的资产组合进行投资，这样就可以用投资中介投资组合的总体分布来拟合每个家庭在投资中介中的资金的流向。对于家庭投资于商业组织的资金，我们则将其归入权益头寸一项。权益是家庭对商业组织的股票和所有权之和，家庭通过权益来间接持有其名义和实际头寸。

第二步，将直接名义头寸（含投资中介头寸中的直接名义头寸部分）进一步划分为三类，即短期、抵押贷款和债券。其中，短期是指到期在一年或一年以内的金融资产和负债，主要包括现金、短期存款、短期票据和消费信贷等。抵押贷款是所有抵押贷款项目的总和，其主要构成部分是住房抵押贷款。债券则是到期在一年以上的非抵押贷款类头寸，包括各类债券、长期贷款和未经通胀指数化的养老金等。之所以要将直接名义头寸划分为这三类，主要是基于两个方面的考虑。其一，名义头寸的到期对于计算通胀冲击的财产再分配效应非常重要，它会直接影响财产净现值损益的大小。因此我们按照到期的差异，将短期头寸和债券头寸以及抵押贷款头寸区分开来。其二，抵押贷款是近几十年来全球发展最为迅速的贷款类项目，其在美国城镇家庭的财产结构中已占有十分重要的地位，且对中国城镇家庭资产组合的重要性也日益彰显。为此，我们将抵押贷款从债券头寸中分离出来进行单独考察。

第三步，将投资中介头寸中的权益头寸部分也归入第一步划分的权益头寸中，即把两者之和看作是间接名义头寸。整合后的权益头寸的净名义部分可以用家庭权益去乘以对应商业组织的净名义杠杆率得到。然而，对于中美两国我们都无法确定家庭权益所对应的具体商业组织。为此，按照前面所提到的方法，我们采用商业组织的净名义杠杆率，即全部商业组织的净名义头寸比重作为替代。也就是说，我们假定商业组织是否是股份公司制对于本文的分析并不重要。但需要指出的是，区分金融类商业组织和非金融商业组织却对我们确定间接名义头寸有着重要的影响。这是因为金融类商业的资产基本都是名义资产，而非金融类商业则持有很大比重的实际资产，所以整个社会中金融类商业的资金规模越大，城镇家庭持有的间接名义头寸就会越多。

2.2 净名义头寸的建立过程

在建立净名义头寸之前，我们需要确定截面数据的基年。对中国而言，北京奥尔多投资研究中心能够提供 2005—2009 年的《中国投资者行为调查问卷》数据库，考虑到 2005 年中国城镇通胀率（1.6%）最接近于正常年份的均值水平（1.42%），这意味着以 2005 年的截面数据为基础引入通货膨胀冲击最为合理，为此我们选取 2005 年作为分析中国数据的基年。^①

^① 对于 1978—2008 年中美两国城镇通胀率数据，我们定义高通胀阶段为通胀率连续两年超过 3%警戒水平的时期，而正常年份为除去高通胀阶段之外的剩余年份。

对于美国，SCF 每隔三年提供一次截面数据，最近的两个截面数据为 2004 年和 2007 年，其中 2007 年美国城镇通胀率（2.80%）最接近于正常年份的均值（2.47%），为此我们将 2007 年作为分析美国数据的基年。

采用 2005 年的奥尔多数据，我们可以根据前文介绍的记录方法逐步建立中国城镇家庭的净名义头寸。^①将调查数据中的资产和负债项目按照第一步和第二步进行重新划分，可以获得由实际头寸、直接名义头寸、投资中介头寸和权益头寸四类头寸构成的分类结果。其中，实际头寸统计有自有房屋、收藏品、外汇和期货。直接名义头寸由短期头寸、抵押贷款头寸和债券头寸组成。短期头寸统计有现金和短期银行存款；抵押贷款头寸则包括购房贷款、购房借款、购车贷款和购车借款；债券头寸项目最多，涵盖各种债券、借出款、住房公积金、保险金、其他理财产品、做生意贷款、做生意借款、教育贷款、教育借款、医疗借款、其他债务和长期银行存款。投资中介头寸对应于基金。权益头寸包括股票和自主经营资金。^②对于上述划分结果，我们需要作以下几点解释。第一，外汇因采用外币计价，不会受到本国通货膨胀的影响，所以属于实际项目。第二，根据中国期货业协会全国期货市场成交情况统计表，2005 年度中国三大期货交易所的交易品种全属于实物资产，故把期货归入实际项目。第三，住房公积金是单位及其在职职工所缴存的长期住房储金，这类类似于长期银行存款，因而归入名义项目。

在上述划分的基础上，我们需要再对投资中介头寸和股票头寸作进一步处理。对于投资中介头寸，我们将中国城镇家庭持有的基金分配到五项最终头寸中去。^③由于中国缺乏基金公司的总体统计数据，因此我们基于国泰安经济金融研究数据库中的 CFMRD 数据库（中国基金市场研究数据库），将样本公司的投资组合分布作为总体投资组合分布的替代。对于 2005 年的原始数据，我们将开放式基金和封闭式基金合并，然后可以统一计算各类投资占总资产的比重。从投资类型来看，开放式基金的投资类型较多，包括股票、债券、银行存款和清算备付金、权证、资产支持证券、买入返售证券以及其他资产七种；封闭式基金的投资类型相对较少，包括股票、债券、银行存款、权证和其他资产五种。根据各类投资到期性质和持有形式，我们进一步将其划分为短期头寸、债券头寸和权益头寸三类。^④其中，两类基金的股票归入权益头寸；两类公司的债券、权证和其他资产以及开放式基金的资产支持证券和买入返售证券归入债券头寸；两类基金的银行存款的长期部分归入债券头寸，相应的短期部分归入短期头寸。按照这种分类方法，我们就可以计算出基金公司的投资类型的总体分布。具体来讲，短期头寸占基金公司总资产的 12%，债券头寸占比 56%，余下的 32%为权益头寸。为此，我们将每个城镇家庭所持有基金的 12%归入短期头寸，56%归入债券头寸，剩余

^① 2005 年的奥尔多数据总共有 1026 份城镇居民调查问卷。借鉴陈彦斌（2008），我们对原始问卷作如下处理：剔除没有填写年龄信息的问卷；剔除没有填写月总收入信息的问卷；剔除没有填写所有资产和债务状况的问卷；剔除具有极端值资产和极端值债务的问卷；剔除最大和最小两个财富极端值的问卷（485 万元和负 75 万元）。经过处理后，总共得到 923 份有效问卷。

^② 中国城镇家庭的银行存款主要分为活期存款和定期存款两类。由于活期存款不规定存款期限，可以随时存取，所以属于短期头寸；定期存款包括三个月、六个月、一年、二年、三年和五年六种类别，我们将其归入债权头寸。中国人民银行的金融机构人民币信贷收支表显示，2005 年中国居民储蓄存款的总额为 159.29 万亿元。其中，活期存款 54.21 万亿元，占比 34%；定期存款 105.08 万亿元，占比 66%。由于无法准确调查每个城镇家庭所持有的银行存款的具体构成，因此我们按照全国的总量分布来进行分配，即将每个家庭银行存款的 34%归入短期头寸，相应的 66%归入债券头寸。

^③ 按照前文介绍的记录方法，实际上经过三个步骤的处理，所有的资产和负债项目都可以被划分到实际头寸、短期头寸、抵押贷款头寸、债券头寸和权益头寸中去。

^④ CFMRD 所统计的基金公司几乎都不持有实际头寸和抵押贷款头寸，因而我们把基金公司的所有资产负债项目划分为短期头寸、债券头寸和权益头寸三个最终项目。

的 32%作为权益头寸处理。

对于权益头寸，我们通过商业组织的净名义杠杆率来计算出股票和自主经营资金所对应的净名义头寸。^①由于中国缺乏完整的商业部门统计数据，因此我们基于国泰安经济金融研究数据库中的 CSMAR 数据库（中国上市公司年报财务数据库），将样本净名义杠杆率作为总体净名义杠杆率的一个替代性选择。根据提供的上市公司资产负债表，我们可以计算出中国商业部门的总体净名义杠杆率为-0.05，其中短期头寸的总体杠杆率为 0.12，债券头寸的总体杠杆率为-0.17。^②为此，我们将每个城镇家庭所持有的股票和自主经营资金的 5%作为名义负债归入权益头寸。

同样地，采用 2007 年的 SCF，我们可以建立起美国城镇家庭的净名义头寸。按照实际头寸、直接名义头寸、投资中介头寸和权益头寸进行分类，我们可以给出美国城镇家庭的资产和负债表项目进行重新划分后的结果。其中，实际头寸包含交通工具、首要住宅、住宅类房产、非住宅类不动产净权益、养老金计划；短期头寸涵盖支票账户、储蓄账户、活期账户、定期存款、短期国库券和信用卡余额；抵押贷款头寸对应于首要住宅的抵押贷款；债券头寸内容更为丰富，包括储蓄债券、直接持有债券（不包括短期国库券）、首要住宅的住房净值信贷、其他住宅抵押贷款、其他住房净值信贷和分期付款；投资中介头寸统计有货币市场共同基金、共同基金和终身保险（独立账户）；权益头寸由直接持有的股票和商业权益组成。对于上述划分，我们也需要就某些项目的归属做出解释。第一，美国的存款期限大多都在一年以内，故将其全部归入短期头寸。第二，由于美国大多数的养老金计划都是设置为退休时期工资的函数，而工资会随通货膨胀而提高，因而家庭的养老金收益事实上是经过指数化的（Scholz et al., 2006；De Nardi et al., 2010）。为此，我们将家庭的养老金看作是一种实际税收转移体系，由作为计划资助方的政府和企业支付实际的转移支付流，进而可以将家庭账户中持有的养老金全部作为实际头寸处理。第三，家庭的外国存款都被包含在定期存款账户中。根据美国经济分析局（BEA）的国际投资头寸数据，外国存款中有很高比重为欧洲美元。因此，我们不妨假设所有外国存款都是美元存款，而作为和其他定期存款一样的名义头寸处理。

在上述划分的基础上，我们对美国家庭的投资中介头寸、债券头寸和权益头寸作进一步处理。对于投资中介头寸，美国城镇家庭主要投向于货币市场共同基金、共同基金、人寿保险公司的独立账户等。^③货币市场共同基金和共同基金之间可能存在权益的交叉持有的情况，对此我们加以忽略。由于美国人寿保险公司也进行风险投资，因此我们也将其作为部分的投资中介，而不仅仅是商业组织。人寿保险公司用于风险投资的资产状况反映在美国寿险理事会（ACLI）所发布的《Life Insurers Fact Book》的独立账户中，而美联储基金流量账户（FFA）并没有区分人寿保险公司的一般账户和独立账户。基于 FFA 和《Life Insurers Fact Book》，我们可以给出美国各类投资中介的总体投资组合。其中，货币市场共同基金有 62.1%的资金投入短期头寸，诸如存款和短期国库券等；37.9%的资金投入债券头寸。共同基金主要投资于权益头寸，这占到其资产的 70.1%；另外有 5.4%的资金投入短期头寸，24.5%的资金投入公司和市政债券等债权头寸。人寿保险公司的独立账户也主要投资于股票市场，权益头寸占

^① 由于中国缺乏对自主经营单位的资产负债状况的统计数据，因此我们按照股票的方式来处理自主经营资金。

^② CSMAR 所统计的上市公司几乎都不持有抵押贷款头寸，同时我们忽略公司间相互持有权益的情形，这样就可以将商业部门的净名义头寸划分为短期头寸和债券头寸两个最终项目。

^③ 这里的共同基金包括股票共同基金、免税债券共同基金、政府债券共同基金、混合共同基金等，但不包括货币市场共同基金。货币市场共同基金在资产负债表中归入到货币市场账户，属于流动资产范畴。

其投资总额的 83.8%；余下资产分别投向短期、债券、抵押贷款和实际头寸，比重分别为 2.6%、12.1%、0.6%、0.8%。

对于债券头寸，美国城镇家庭购买的债券主要有国库券、抵押贷款支持债券、市政债券、公司债券等。其中，国库券中有到期一年以内的短期产品（Bills），我们需要将其归入短期头寸。芝加哥大学证券价格研究中心（CRSP）提供的国库券数据显示，2007 年的国库券为 55.31 亿美元，其中短期国库券 45.20 亿美元，占 81.7%。而 SCF 的家庭账户中，并没有将债券细分，因此我们使用 FFA 的家庭部门数据来计算持有债券中国库券的比重。我们通过计算发现，家庭部门持有国库券较少，只占其债券总额的 1.7%。因此，我们将债券中的 1.4% 作为短期国库券归入短期头寸。

对于权益头寸，我们根据 FFA 计算出商业部门的净名义杠杆率，这里的商业部门包括金融企业、非金融企业，人寿保险公司的一般账户和个人养老金计划等。^①将养老金计划作为商业组织考虑，是因为商业组织作为养老金计划的资助方承担了通货膨胀的影响。人寿保险公司的一般账户由 FFA 的综合账户减去《Life Insurers Fact Book》的独立账户得到。而基金公司账户中需要剔除外国基金公司的部分，外国基金公司的资产等于外国银行部门的杂项头寸减去基金公司的外国直接投资，其负债则等于平衡其资产负债的相应商业票据。整合商业组织的部门数据，我们就可以计算得到美国商业组织的总体净名义杠杆率为 0.04，其中短期、债券和抵押贷款头寸的杠杆率分别为 0.37、0.12 和-0.45。

2.3 净名义头寸的持有状况

通过净名义头寸的建立，我们可以给出中美两国城镇家庭的净名义头寸持有状况的具体结果。为区分不同类型家庭的净名义头寸持有状况，我们按照户主年龄和财产阶层对所有家庭进行分组。第一步，依据户主年龄将所有家庭划分为五个年龄组，即小于 30 岁、30-39 岁、40-49 岁、50-59 岁和 60 岁及以上。第二步，将每个年龄组划分为三个财产阶层，其中净财产最高的 5% 为富人阶层，月总收入最低的 25% 为穷人阶层，余下的 70% 为中产阶层。^②表 1 和表 2 分别给出 2005 年中国和 2007 年美国城镇家庭的净名义头寸持有状况，按照年龄和财产共划分为 15 个组，每个组的净名义头寸（表中简称为 NNP）及其分项所对应的数值都是相应名义头寸占该组平均净财产的百分比。^③

表 1. 2005 年中国家庭净名义头寸（单位：%）

	年龄组				
	<30	30—39	40—49	50—59	≥60
	全部家庭				
短期	11.51	9.24	8.49	8.09	6.75
抵押贷款	-16.48	-14.31	-9.16	-8.72	-3.23
债券	19.84	24.63	22.24	16.10	11.15
权益	-0.44	-0.47	-0.42	-0.30	-0.17

^① FFA 统计有 17 个商业组织的部门数据，即非金融企业的非农非金融公司制企业、非农非公司企业、农业企业；金融企业的美国特许商业银行、储蓄机构、信用社、人寿保险公司（一般账户）、其他保险公司、封闭式和交易所买卖基金、政府赞助企业、联邦相关抵押贷款组合、资产担保证券发行人、金融公司、房地产投资信托、证券经纪人和交易商、基金公司（不含外国基金公司）；个人养老金计划。

^② 在划分财产阶层时，我们综合考察家庭的净财产和家庭月收入，这样可以尽量避免穷人阶层出现平均净财产为负数的情况。

^③ 在计算中，我们发现美国某些家庭组的平均净财产很低，因此其净名义头寸某些分项的占比的绝对值会大于 100%。

NNP	14.43	19.10	21.15	15.18	14.51
穷人阶层					
短期	12.37	11.23	10.17	9.31	7.61
抵押贷款	-20.36	-17.66	-12.66	-10.15	-4.96
债券	20.73	23.29	21.80	16.89	12.13
权益	-0.41	-0.44	-0.39	-0.28	-0.16
NNP	12.33	16.43	18.93	15.76	14.62
中产阶层					
短期	11.23	10.98	9.68	8.85	6.05
抵押贷款	-16.75	-14.32	-11.23	-9.44	-3.68
债券	24.93	26.13	25.81	19.29	15.25
权益	-0.43	-0.49	-0.45	-0.33	-0.22
NNP	18.97	22.30	23.81	18.37	17.40
富人阶层					
短期	7.05	6.46	6.31	6.22	5.26
抵押贷款	-11.70	-7.45	-6.21	-5.16	-2.90
债券	14.89	15.93	15.47	12.73	10.90
权益	-0.38	-0.43	-0.39	-0.26	-0.14
NNP	9.86	14.51	15.18	13.52	13.11

表 2. 2007 年美国家庭净名义头寸 (单位: %)

	年龄组				
	< 30	30—39	40—49	50—59	≥ 60
全部家庭					
短期	5.7	4.5	4.6	4.8	5.8
抵押贷款	-43.8	-50.8	-20.4	-10.9	-4.3
债券	-18.8	-12.7	-1.7	0.4	3.2
权益	-2.2	-1.4	-1.5	-1.6	-1.5
NNP	-59.1	-60.4	-18.9	-7.3	3.2
穷人阶层					
短期	32.0	0.7	1.2	4.7	5.9
抵押贷款	-123.2	-51.4	-36.4	-24.6	-4.7
债券	-294.7	-24.8	-15.7	-7.3	-1.0
权益	-2.4	-1.3	-1.1	-0.8	-0.3
NNP	-388.3	-76.7	-52.0	-28.0	-0.1
中产阶层					
短期	13.1	5.1	4.3	4.4	7.5
抵押贷款	-128.5	-92.6	-35.5	-20.7	-8.2
债券	-59.8	-24.6	-6.6	-3.7	0.8
权益	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7
NNP	-175.9	-112.8	-38.5	-20.7	-0.5
富人阶层					
短期	2.9	4.2	5.0	5.1	3.7
抵押贷款	-14.5	-12.1	-7.2	-2.9	-1.7
债券	-1.9	-0.9	3.1	3.7	5.0
权益	-2.7	-2.1	-2.2	-2.4	-2.2

对于表 1 和表 2 所给出的结果，我们可以从多个角度进行理解。从全部家庭来看，表 1 显示出不同年龄组的中国城镇家庭的净名义头寸全都为正，也就是说按照户主年龄划分的不同家庭都是净名义借出者，其借出方式以债券头寸和短期头寸为主，这具体表现为中国多数城镇家庭都持有很大比重的银行存款和现金。同时，表 1 还显示出家庭净名义资产的比重随户主年龄增加而呈现出先增后减的变动趋势，即中年家庭的净名义资产比重大于年轻家庭和老年家庭。^①产生这种趋势的直接原因在于，处于财产积累时期的年轻家庭和中年家庭比已趋完成财产积累的老年家庭持有更多现金、银行存款、股票和基金等名义资产，同时年轻家庭因购房购车等经济需求会比中年家庭和老年家庭借入更大量的抵押贷款。这一点，从短期头寸、抵押贷款头寸和债券头寸三个分项的变动趋势也可以清楚地看出来，即短期头寸和抵押贷款头寸的绝对值随着户主年龄的增加而减少，同时债券头寸的绝对值随着户主年龄的增加而呈现先增后减的变化。与中国的情况相反，表 2 显示出按全部家庭进行划分的美国不同年龄组的城镇家庭多为净名义借入者，其借入方式主要为债券头寸和抵押贷款头寸，这具体表现为美国城镇家庭持有很高比重的住房抵押贷款和其他银行贷款。另外，表 2 还显示出家庭净名义负债随户主年龄的增加而单调递减的趋势（60 岁及其以上的老年家庭已开始持有净名义资产），这是因为美国年轻家庭在借入大量贷款的同时持有少量的现金和银行存款，而老年家庭在持有少量现金和银行存款的同时借入更少量的抵押贷款。因此，从按户主年龄划分的全部家庭可以推测中国城镇家庭部门在通胀冲击中会因为净名义资产的贬值而遭受损失，相反作为净借入者的美国城镇家庭部门则会因净名义债务的贬值从通胀冲击中获益。同时，中国的中年家庭在通胀冲击中遭受的损失将比年轻家庭和老年家庭更大，而美国的年轻家庭将从通胀冲击中获益更多，其户主年龄在 60 岁及其以上的老年家庭甚至会在通胀冲击中遭受损失。

进一步从不同财产阶层的家庭来看，表 1 显示出中国不同城镇家庭组的净名义头寸持有状况存在两个方面的显著特征。其一，每一个财产阶层与全部家庭的情况类似，不同年龄的家庭组都持有正的净名义头寸，同时净名义资产随着户主年龄增加而呈现出先增后减的变动趋势。其二，就相同的年龄组而言，中产阶层持有最大比重的净名义资产，穷人阶层次之，而富人阶层最小。举例来讲，户主年龄小于 30 岁的富人阶层的净名义资产仅占到其家庭组平均净财产的 9.86%，而相同年龄组的中产阶层高达 18.97%。相同年龄的不同财产阶层在净名义资产持有水平上的差异具体表现为，中产阶层持有比穷人阶层和富人阶层更大比重的债券头寸，如长期银行存款、债券和基金等，而穷人阶层持有比中产阶层和富人阶层更大比重的短期名义资产和抵押贷款，这意味着中产阶层由于大量长期储蓄和债券的持有而成为最高水平的净名义资产持有者。参照表 1 的分析视角，我们也可以从表 2 获取美国不同财产阶层的家庭组在净名义头寸持有状况上存在的两个显著特征。^②一方面，对每一个财产阶层而言，不同年龄的家庭组多持有负的净名义头寸，特别是户主年龄小于 30 岁的穷人阶层和中

^① 我们定义户主年龄小于 30 岁的家庭组为年轻家庭，30—49 岁为中年家庭，50 岁及其以上为老年家庭。

^② 由于基年选择的不同，本文记录的美国城镇家庭的净名义头寸持有状况与 Doepke and Schneider (2006) 存在一定的差别。他们采用 1989 年和 2001 年的 SCF 进行记录，发现穷人阶层和年轻家庭多为净名义借入者而富人阶层和老年家庭的情况相反，本文采用 2007 年的 SCF 进行记录却发现几乎所有美国城镇家庭都已转变为净名义借入者，而且穷人阶层和年轻家庭的借入比重远高于富人阶层和老年家庭。这种差别表明，美国家庭部门在 2001 年后进一步向净名义头寸借入者转变，可以预见这种转变将使得美国家庭部门从通胀冲击中获益更多而且家庭间的财产分布状况也可能会得到进一步改善。

产阶层，其净名义负债分别达到净财产的 3.9 倍和 1.8 倍。^①另一方面，穷人阶层持有最大比重的净名义负债，中产阶层次之，富人阶层最小（富人阶层的老年家庭已开始持有净名义资产）。产生这种差异的直接原因在于，美国城镇家庭的富人阶层往往持有大量的实际资产（如住宅和交通工具等）和少量贷款，而穷人阶层和中产阶层常通过大量的贷款和借款来购置规模较大的实际资产。综合不同财产阶层的家庭在这两个方面的特征，我们可以推测中国城镇地区的中产阶层和穷人阶层的中年家庭将在通胀冲击中遭受比富人阶层的老年家庭更多的损失，而美国城镇地区的穷人阶层和中产阶层的年轻家庭将从通胀冲击中获取更多的收益，其富人阶层的老年家庭甚至也将面临财产损失。

对于中美两国城镇家庭在净名义头寸持有状况上的特征性差异，我们可以从社会文化和金融市场发展等方面作进一步解释。总体而言，中国城镇家庭多是金融市场的净借出者，具有很高的储蓄率和储蓄水平；而美国家庭基本上都是持有大量贷款的负债者。造成这种差异的社会文化原因在于，中国家庭受传统消费理念的影响，往往会将一部分即期收入用于银行储蓄，而美国家庭受超前消费潮流的影响，常常出现借钱消费的情况。更重要的是金融市场方面的原因，中国当前的金融市场相比美国而言还处于欠发达阶段，家庭贷款渠道有限，社会保障体制尚未健全，这直接导致中国家庭较高的预防性储蓄动机；而美国高度发达的信贷市场，特别是抵押贷款市场的繁荣，推高了家庭的贷款规模。具体到不同财产阶层和户主年龄段，中国的中产阶层和穷人阶层的中年家庭由于正处于财产积累阶段，储蓄率和储蓄水平很高，即使部分借入抵押贷款来为家庭购置房屋、汽车等，也能维持很高比重的净名义资产；而富人阶层的老年家庭已经完成财产积累过程，并形成规模较大的实际资产，如自有房屋和股票权益所对应的实际头寸，因此持有较低比重的净名义资产。对于美国而言，信贷市场特别是抵押贷款市场的繁荣，刺激着穷人阶层和中产阶层的年轻家庭通过贷款来大量购买房屋等实际资产，因此其平均净财产水平往往很低，故持有很大比重的净名义负债；相反，富人阶层的老年家庭则因已完成财产积累过程而持有少量的抵押贷款，因此其平均净财产水平较高，并持有较小比重的净名义负债，甚至是较小比重的净名义资产。

三、通货膨胀冲击的财产再分配效应

在第三节，我们给出计算通胀财产再分配效应的一般框架，并基于中美两国的金融市场状况来确定净名义头寸的到期结构。在此基础上，就可以计算出两国城镇家庭在完全冲击和指数化冲击两类通胀冲击下的财产损益，我们将比较分析两国的计算结果并探讨产生差异的原因及其政策涵义。

3.1 财产再分配的计算框架

通胀再分配效应的大小取决于经济个体对通胀冲击所做出的反应，即经济个体如何调整其初始状态的通胀预期。详尽讨论各种类型的预期调整方式将使得本文的计算过程无法实现，为此我们依据经济个体的理性假设和债券市场的有效性假设来考察两种简化情形的通胀冲击（Meh and Terajima, 2008）。^②第一种情形是完全突然的通胀冲击，它假设经济个体是

^① 这两个家庭组的净名义头寸占其净财产比重很大的原因在于其平均净财产很小，其中户主年龄小于 30 岁的穷人阶层的平均净财产甚至仅有 673.02 美元。即是说，这两个家庭组主要通过在金融市场上借入名义资产来购买交通工具和住宅等实际资产。

^② 这里的市场有效性假设不同于金融经济学中的理论，我们仅以债券市场能否对通货膨胀冲击做出名义利

完全非理性的且债券市场是完全无效的，实际上为通胀再分配效应的规模提供了一个上界值。第二种情形称为快速指数化的通胀冲击，它假设经济个体是完全理性的且债券市场是完全有效的，相应地为通胀再分配效应的规模提供了一个下界值。可以看到，同时考察这两种通胀冲击能够为实际发生的通胀再分配效应提供一个区间估计结果。

在完全冲击的情形下，我们假定经济个体面对一个突然发生的持续若干年的通胀冲击不会做出预期调整，而且债券市场不会改变净名义头寸的名义利率。^①当价格水平突然上涨时，所有净名义头寸的现值都将按照一个相同比例降低。在指数化冲击的情形下，我们假定通胀冲击的时间路径在基年末能被每一个经济个体预期到，而且债券市场能够及时调整净名义头寸的名义利率。^②由于债券市场会将通胀冲击纳入到新的名义利率之中，因此净名义头寸的现值会因更高的贴现率而降低。不难看出，对完全冲击而言，经济个体所持有的净名义头寸的到期期限是无关紧要的，因为在整个完全冲击期间经济个体都不会预期到通胀冲击的发生。然而，对于指数化冲击而言，净名义头寸的到期期限却会产生重要的影响。当通胀冲击的时间路径能够被提前预期到时，经济个体若进行名义头寸的再投资就会完全规避通胀冲击的影响，因此持有更多到期期限小于指数化冲击期限的净名义头寸的经济个体受通胀冲击的影响会更小。

我们采用现值分析来量化通胀再分配效应的大小，并把这种现值分析应用于两种不同情形的通胀冲击。不妨假设在 t 时期有现值为 $V_t(\zeta)$ 的 ζ 年到期的净名义头寸^③，从 $t+1$ 时期开始突然发生一次持续 T 年的通胀冲击，且每期末预期到的冲击水平都为 ρ 。首先考虑完全突然的通胀冲击。由于市场的名义利率不会发生调整，所以面值 $V_t(\zeta)$ 的名义头寸的实际价值将因物价上涨而减少为：

$$V_t^I(\zeta) = V_t(\zeta) \cdot \exp(-\rho T)$$

于是其在完全冲击下的净现值收益或损失为

$$G_t^I(\zeta) = V_t^I(\zeta) - V_t(\zeta) = V_t(\zeta) \cdot [\exp(-\rho T) - 1]$$

这表明，完全冲击下的净现值收益或损失是与其到期期限 ζ 无关的，而只与通胀冲击的规模、持续时间及净名义头寸的初始现值有关。然后考虑快速指数化的通胀冲击。假设在基年末，通胀冲击的时间路径能够被每一个经济个体预期到，且市场能够对此做出迅速的调整。也就是说，对于到期期限为 ζ 年的名义头寸，经济个体能够在其到期后，将进行再投资的净名义头寸完全指数化。给定通胀发生前从 t 时期到 $t+1$ 时期的总名义收益率为 $\gamma_t^{t+\zeta}$ ，则可以把调整后的名义收益率记为 $\tilde{\gamma}_t^{t+\zeta} = \gamma_t^{t+\zeta} + \exp(\rho \max\{0, T - n\})$ 。按照新的名义收益率，我们可以得到名义头寸在指数化冲击下的实际价值为

$$V_t^{II}(\zeta) = V_t(\zeta) \cdot \exp(-\rho \min\{\zeta, T\})$$

进而，其在指数化冲击下的净现值收益或损失为

$$G_t^{II}(\zeta) = V_t^{II}(\zeta) - V_t(\zeta) = V_t(\zeta) \cdot [\exp(-\rho \min\{\zeta, T\}) - 1]$$

率调整而把债券市场划分为完全有效市场和完全无效市场。

^① “突然发生”可以理解为每一期的通货膨胀冲击都是突然的暂时性扰动，以至于经济个体无法预期到这种扰动会反复出现。

^② 假设通货膨胀冲击的时间路径在基年末能够为每一个经济个体预期到，实际上等价于假设存在一个可置信的政策制定者在基年末把通货膨胀冲击的时间路径告知于所有经济个体。

^③ t 时期即为本文选取的基年，对于中国， $t=2005$ ；对于美国， $t=2007$ 。

与完全冲击相比，指数化冲击显然取决于更多的因素，这包括通胀冲击的规模、持续时间、净名义头寸的初始现值以及净名义头寸的到期期限。

经济个体的理性假设告诉我们完全冲击和指数化冲击分别为通胀再分配效应提供了一个上界值和下界值。完全冲击除包含有指数化冲击外，还存在一个额外的损失或收益项，即 $\exp(-\rho(T-\zeta))$ 。这就意味着，处于完全冲击下的经济个体将面临更长时间的更大损失或收益。也就是说，家庭持有的不同到期的名义头寸，在完全冲击下有相同幅度的贬值；而在指数化冲击下，短期头寸较长期头寸的贬值幅度小。

3.2 净名义头寸的到期结构

从前面提及的计算框架可知，净名义头寸的到期结构会显著影响到财富损益的大小，为此我们需要根据中美两国的实情来确定城镇家庭所持有的净名义头寸的到期结构。我们借鉴 Meh and Terajima (2009) 的方法来确定净名义头寸的到期结构。

先确定中国的到期结构，对于短期头寸，我们设定其到期期限为 1 年。之所以这样设定，是因为现金、活期存款等名义头寸在当期就能够对通胀做出迅速反应。对于抵押贷款头寸，由于中国缺乏类似加拿大金融监管数据库 (CMF) 的统计数据，因此我们以四大国有银行 2005 年的抵押贷款分布作为替代性选择。根据四大国有银行 2005 年度年报，我们设定城镇家庭的抵押贷款头寸的 25% 为 2 年期，54% 为 4 年期，剩余的 21% 为 10 年期。^①对于债券头寸，我们利用国泰安经济金融研究数据库中的 CBMRD 数据库来确定其到期分布。2005 年，CBMRD 共收集有 37 个样本的到期信息，其到期期限共有 2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年和 20 年七种，相应期限的债券比重分别为 17%、8%、17%、25%、14%、12% 和 8%。为此，我们将相同的分布应用于城镇家庭的债券头寸就可以确定其到期结构，例如我们将 17% 的债券头寸的到期设定为 2 年。

美国城镇家庭所持有的净名义头寸的到期结构的处理与对中国相似。对于短期头寸，我们假设其到期均为 1 年。对于抵押贷款头寸，美国的住房抵押贷款主要有调整利率 (ARMs) 和固定利率 (FRMs) 两类。ARMs 利率在每年末根据现实通胀率进行调整；FRMs 主要以 30 年的长期抵押贷款为主，其平均到期期限为 29.4 年。根据联邦住宅企业监督管理办公室 (OFHEO) 发布的 2008 年年报，我们发现 2007 年美国 ARMs 共计 1529.9 亿美元，FRMs 共计 9724.1 亿美元。为此，我们假定家庭持有的抵押贷款头寸中有 13.6% 为一年期，86.4% 为 30 年期。对于债券头寸，我们需要分类说明。其中，对于储蓄债券和公司债券，我们设定其到期都为 10 年；对于长期国库券，我们采用 CRSP 提供的国库券数据库来确定其到期。CRSP 国库券数据库显示，长期国库券主要有 10 年以内、5 到 30 年、30 年三类到期形式，由于长期国库券在家庭的债券头寸中只占有 0.3% 的比重，因此我们将长期国库券的到期也设定为 10 年；对于市政债券，其到期一般更长而且在债券头寸中占比较大，因此我们设定其到期为 20 年。

3.3 财产再分配的计算结果

我们利用第二节记录的中美两国城镇家庭的净名义头寸状况和前文介绍的计算框架，来

^① 中国四大国有商业银行并未公布抵押贷款到期的详细数据，而是把抵押贷款分成三个层次，即 1—3 年、3—5 年和 5 年以上（主要是 5—15 年）。在这里，我们将三个层次的中位数设定对应层次的到期，即 2 年期、4 年期和 10 年期。为保证数据分析的稳健性，我们进行过敏感性分析，发现当每个层次的到期服从正态分布或均匀分布时，结果并无显著差异。

估算通胀对家庭绝对财产水平和家庭间财产分布的影响，并就中美两国的结果进行比较。由于中国高通胀时期与正常年份的通胀率均值之差要显著大于美国的情况，所以我们根据美国通胀率的现实数据来引入一个同时应用于两国的通胀冲击。考虑到美国从 1978 年开始的持续时间最长的高通胀时期与正常年份的通胀率均值相差 5%，为此我们引入一个 5% 水平的通胀冲击，即假定从给定的基年开始每年的通胀率都超过预期值 5%，且整个冲击总共持续 10 年。表 3 和表 4 是估算出的中美两国城镇家庭的通胀再分配效应，表中的数值都是相应家庭组财产损益占平均净财产的百分比。为体现出不同家庭组在不同类型冲击下的差异，我们依据年龄和财产状况分别给出完全冲击和指数化冲击下的估算结果。

表 3. 百分之五通胀冲击下中国城镇家庭的财产再分配状况（基年：2005 年；单位：%）

年龄组	穷人阶层		中产阶层		富人阶层	
	完全冲击	指数化冲击	完全冲击	指数化冲击	完全冲击	指数化冲击
< 30	-4.85	-2.46	-7.46	-4.14	-3.88	-2.10
30—39	-6.46	-3.54	-8.77	-4.82	-5.71	-3.04
40—49	-7.45	-3.97	-9.37	-5.24	-5.97	-3.15
50—59	-6.2	-3.10	-7.23	-3.82	-5.32	-2.68
≥ 60	-5.75	-2.70	-6.85	-3.65	-5.16	-2.62

表 4. 百分之五通胀冲击下美国城镇家庭的财产再分配状况（基年：2007 年；单位：%）

年龄组	穷人阶层		中产阶层		富人阶层	
	完全冲击	指数化冲击	完全冲击	指数化冲击	完全冲击	指数化冲击
< 30	152.8	152.1	69.2	66.1	6.4	5.8
30—39	30.2	24.8	44.4	40.1	4.3	3.1
40—49	20.5	16.4	15.1	13.3	0.5	0.1
50—59	11.0	9.4	8.1	7.1	-5.8	-1.4
≥ 60	1.3	0.9	0.3	0.1	-6.2	-1.9

对于表 3 和表 4，我们可以从家庭绝对财产水平和家庭间财产分布两个角度来考察中美两国的通胀再分配效应。从家庭绝对财产水平来看，表 3 说明通胀冲击会对中国城镇家庭造成相当规模的财产损失。以平均净财产最低的穷人阶层为例，户主年龄小于 30 岁的穷人阶层在指数化冲击下的财产损失大约为 1591 元，而在完全冲击下的财产损失将超过 3135 元。^①对于平均净财产最高的 60 岁及其以上的富人阶层而言，其在完全冲击下的财产损失更是高达 12.9 万元，这几乎相当于其初始财产的二十分之一。同样地，表 4 说明通胀冲击也会给美国城镇家庭带来相当规模的财产损益。以平均净财富最低的穷人阶层为例，户主年龄在 50—59 岁的穷人阶层将会从指数化冲击中获取 2501 美元的收益，而其在完全冲击下的获益将接近于 3000 美元。^②特别是，对于户主年龄在 30 岁以下的穷人阶层而言，指数化冲击将为其带来 1024 美元的收益，相当于其初始财产的 1.5 倍。而对于平均净财富最高的富人阶层，受影响最小的户主年龄在 50—59 岁的家庭其指数化冲击下的财产损失也将高达 12.7 万

^① 由 2005 年的奥尔多数据可知，户主年龄在 30 岁以下的穷人阶层的平均净财产为 64658.76 元，用平均净财产乘以指数化冲击下的财产损失比重（1.4%）即可得到 1590.605 元。其他家庭组的财产损益可以通过相同的方法计算出来。

^② 由 2007 年的 SCF 可知，户主年龄在 50—59 岁的穷人阶层的平均净财产为 26609.92 美元，用平均净财产乘以指数化冲击下的财产收益比重（9.4%）即可得到 2501.33 美元。其他家庭组的财产损益可以通过相同的方法计算出来。

美元。

就家庭间财产分布而言,表 3 和表 4 也能够为我们提供一些有关财产相对水平变动的直观信息。从表 3 的中国家庭来看,我们能够获取如下信息。第一,按照户主年龄观察,中年家庭在通胀冲击中将损失最大比重的财产,而 30 岁以下的年轻家庭在通胀冲击中损失的财产比重相对较低。第二,从不同财产阶层来看,相同年龄的中产阶层和穷人阶层在通胀冲击中所遭受的财产损失比重要大于富人阶层。第三,循户主年龄和财产阶层两个角度观察,持有大量现金、银行存款、债券和基金等名义资产的中产阶层的中年家庭是通胀冲击的最大受害者,而持有较少名义资产的富人家庭的年轻家庭损失比重最低。类似地,表 4 也能给出美国家庭在这些方面的信息。其一,户主年龄在 30 岁以下的年轻家庭在通胀冲击中获取的财产收益比重最高,50 岁及其以上的老年家庭在通胀冲击中获取的收益比重较低。其二,持有大量长期贷款的穷人阶层和中产阶层在通胀冲击中所获取的财产收益比重要显著高于持有少量贷款的富人阶层。特别是对于富人阶层的老年家庭而言,通胀冲击不仅没能给他们带来收益反而是造成了一定比重的财产净损失。其三,综合来看,穷人阶层的年轻家庭从通胀冲击的获取的财富收益比重最高,中产阶层的年轻家庭和中年家庭次之,而富人阶层的老年家庭已经转变为净财产受损者。

由于通胀冲击对家庭间财产分布的影响涉及到每个家庭的损益,因此我们不能仅仅满足于对表 3 和表 4 的直接观察,而是需要通过计算财产的基尼系数来准确地考察财产分布的变动状况。采用 Chen, Tsaur and Rhai (1982) 给出的调整后的基尼系数,我们可以分别计算出中美两国在完全冲击和指数化冲击前后的财产基尼系数。对中国而言,2005 年城镇家庭间的财产基尼系数为 0.58,在完全冲击和指数化冲击两种通胀冲击下,基尼系数将分别增加为 0.60 和 0.59;而对于美国,2007 年城镇家庭的财产基尼系数为 0.81,在完全冲击和指数化冲击两种通胀冲击下,基尼系数将分别减少为 0.79 和 0.78。^①基尼系数的变动状况表明,两类通胀冲击都将进一步恶化中国城镇家庭间的财产分布,而且完全冲击下财产分布的恶化程度会更加严重。相反地,两类通胀冲击将会改善美国城镇家庭间的财产分布状况,同时指数化冲击的改善状况会好于完全冲击。通过图 1 给出的财产分布洛伦兹曲线,我们将能够更加清楚地理解中美两国财产基尼系数发生此类变动的原由。由图 1 可知,中国城镇家庭的中产阶层和穷人阶层在通胀冲击中所遭受的财产损失比重会大于富人阶层,这将使得中产阶层和穷人阶层的财产占比减少,而富人阶层的财产占比增加,由于中产阶层的平均净财产更偏向于穷人阶层,因而通胀冲击最终会恶化财产分布状况。不同的是,美国城镇家庭的穷人阶层在通胀冲击中所获取的财产收益比重要大于富人阶层和中产阶层,而且部分富人阶层将出现财产损失,因此通胀冲击会改善其财产分布状况。

^① 与陈彦斌等(2009)相比,本文对中国数据剔除了更多缺乏户主年龄信息的调查样本,因而我们计算出的 2005 年中国城镇居民的财产基尼系数与该文计算出的 0.56 的结果存在差异。而美国数据不存在数据剔除上的差异,故我们计算出的 2007 年美国城镇居民的财产基尼系数与 Kennickell (2009)是一致的。

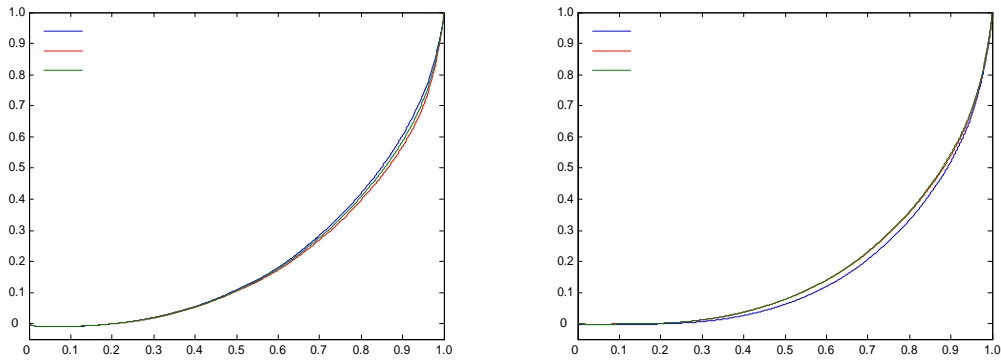


图 1 中美两国城镇家庭的财产洛伦兹曲线

基于前文对通胀再分配效应的考察，我们进而能够比较分析中美两国城镇家庭在持续 10 年的 5% 水平的通胀冲击下的财产再分配结果。就具体结果而言，通胀冲击对家庭财产的影响在中美两国间存在两个明显的差异。其一，几乎所有中国城镇家庭都是通胀冲击的受损者，而美国城镇家庭组基本上都是通胀冲击的获益者。造成这种差异的直接原因在于，中国城镇家庭多持有大量现金和银行存款，而美国城镇家庭多为各类贷款的借入者。其二，两类通胀冲击都将进一步恶化中国城镇家庭间的财产分布不平等状况，但却会在一定程度上改善美国城镇家庭间的财产不平等性。在两类通胀冲击中，中国城镇家庭因中产阶层和穷人阶层受损高于富人阶层，加之中产阶层的平均净财产更偏向于穷人阶层，因而贫富阶层之间的财产差距会进一步加大；而美国城镇家庭的穷人阶层和中产阶层因比富人阶层获益更多，从而有利于缩小其与富人阶层之间的财产差距。

将定量分析结果与中美两国近年来推行的货币政策相结合，我们还能够更为深入地理解两国货币当局在制定货币政策时的不同考量，以及反思我国在货币政策制定过程中的缺陷。从中国货币当局的行为来看，为减轻 2007 年金融危机对实体经济的冲击，中国人民银行在近几年都坚持推行扩张性货币政策。然而，根据前文的定量研究结果，扩张性政策引发的通胀冲击风险将使得中国城镇家庭部门遭受财产损失，并且会进一步恶化家庭间的财产分布。由此可见，近几年中国货币当局所推行的货币政策并未体现出其对通胀再分配效应的考量。与中国不同，尽管美国货币当局在此期间也推行扩张性货币政策，但是其政策选取的出发点将有益于美国家庭部门，而且还将改善家庭间的财产分布。两国间的这种差异表明，中国货币当局在实际推行货币政策的过程中并未充分重视通胀问题及其再分配效应，而美联储的实际做法却截然不同。究其原因，这实际上与我国长期以来推行的发展主义经济模式紧密相关。近代以来长期的贫困和落后，使得我国在改革开放以来始终将经济增长作为宏观政策的首要目标。在这种发展主义模式下，我国的货币政策不仅不能有效防治通胀，而且为了保证经济增长速度还往往采取与财政政策相适应的扩张性政策。例如，2010 年下半年出现的巨大通胀压力，就与 2008 年中国为抵御金融危机而采取的一系列扩张性政策有关。^①但是，本文的定量研究结果表明，这种一味追求经济增长而忽视通胀问题的货币政策导向，将致使中国家庭部门蒙受巨大的财产损失，并且进一步恶化家庭间的财产分布。

^① 2010 年下半年，中国人民银行因通货膨胀风险的显著增高，被迫开始收紧货币政策，这在一定程度上将有助于扭转 2008 年以来不合理的通胀再分配效应，但是这种政策转向并无法弥补前两年所造成的问题；而同期的美联储不顾世界各国的反对继续推行第二轮量化宽松货币政策，这实际上是美国货币当局在考虑到通胀再分配效应等问题的基础上继续推行着优化的货币政策。

四、结论和政策建议

本文采用 Doepke and Schneider (2006) 拓展后的名义头寸再定价方法来记录中美两国城镇家庭的净名义头寸持有状况, 并在此基础之上引入一个持续 10 年的 5% 水平的通胀冲击以估算出两国的通胀再分配效应。通过比较通胀冲击对两国城镇家庭的绝对财产水平及其家庭间财产分布的影响, 本文得到如下两点主要结论。

第一, 总体来看, 中国城镇家庭在通胀冲击中几乎都遭受到不同程度的损失, 而美国绝大多数家庭却从中获益。中美两国城镇家庭在财产损益上的差异是与其资产组合状况密切相关的。中国城镇家庭持有很大比重的银行存款、债券和基金等名义资产, 这使得其净名义头寸表现为较大的正值; 而美国城镇家庭往往通过借入大量贷款来购置住房等实际资产, 因此成为金融市场上的净名义借入者。如此, 则当通胀冲击发生时, 作为名义资产净借出者的中国城镇家庭会遭受损失, 而作为净名义负债持有者的美国城镇家庭则会获取收益。

第二, 对中国而言, 中产阶层在通胀冲击中损失的财产比重最大, 穷人阶层次之, 富人阶层最小。具体到不同的户主年龄段, 中产阶层的中年家庭受损最大, 富人阶层的老年家庭最小。这种再分配结果意味着, 通胀冲击会恶化中国城镇家庭间的财产分布不平等状况。相反, 美国城镇家庭的穷人阶层从通胀冲击中获益最多, 富人阶层获益最少, 且部分富人阶层的老年家庭已在通胀冲击中遭受到损失。因此, 通胀冲击实际上会使美国城镇家庭间的财富分布不平等状况得到改善。两国间之所以会出现这种截然相反的财产分布结果, 主要是因为中国城镇家庭的中产阶层持有比穷人阶层和富人阶层更大比重的债券头寸, 而穷人阶层持有比中产阶层和富人阶层更大比重的短期名义资产和抵押贷款; 同时, 美国城镇家庭的富人阶层往往持有大量的实际资产和少量贷款, 而穷人阶层和中产阶层常通过大量的贷款和借款来购置规模较大的实际资产。

基于中美两国通胀再分配效应的定量研究结果, 我们对两国货币当局近年来的货币政策进行考察, 可以发现美联储在制定货币政策时的政策考量要明显优于中国央行。受长期以来的发展主义模式的影响, 中国人民银行在制定货币政策的实际过程中常常一味地追求经济增长目标而忽视通胀问题; 而美联储在追求就业目标的同时并未放弃对通胀问题的关注。这一点, 也清楚地反映在两国货币当局近年来推行的扩张性货币政策当中。就中国央行而言, 当始于 2007 年的金融危机对经济增长速度造成潜在威胁时, 中国的货币政策迅速由稳健型转变为扩张型, 而这种转变完全未考量扩张性政策引发的通胀冲击风险对财产再分配的恶化效应。与此不同, 美联储虽然也在此期间推行扩张性政策, 但其政策选取将有益于美国家庭部门, 并能在一定程度上改善美国的财产分布不平等状况。因此, 通过本文对中美两国通胀再分配效应的定量研究和比较分析, 不难看出, 我国货币当局在制定货币政策时应充分考虑到通胀问题可能带来的诸如恶化财产分布状况等一些严重的后果。也就是说, 中国人民银行在推行货币政策的过程中, 不能一味地仅仅追求经济增长目标, 或受制于扩张性的财政政策, 而应该借鉴美联储的经验, 综合考量经济增长和由此可能引发的通货膨胀问题。

参考文献

- 陈彦斌, 2008: 《中国城乡财富分布的比较分析》, 《金融研究》第 12 期。
陈彦斌、霍震、陈军, 2009: 《灾难风险与中国城镇居民财产分布》, 《经济研究》第 11 期。
樊纲, 1995: 《通货膨胀与收入差距》, 《经济经纬》第 2 期。
李实、魏众、丁赛, 2005: 《中国居民财产分布不均等及其原因的经验分析》, 《经济研究》第 6 期。

- 李实、罗楚亮, 2007: 《中国城乡居民收入差距的重新估计》, 《北京大学学报》第 2 期。
- 李若建, 1996: 《通货膨胀对城镇居民收入的影响》, 《统计与预测》第 6 期。
- 厉以宁, 1994: 《就业优先, 兼顾物价稳定》, 《改革》第 2 期。
- 刘晓越, 1989: 《通货膨胀的再分配作用》, 《数量经济技术与经济研究》第 10 期。
- 赵人伟, 2007: 《我国居民收入分配和财产分布问题分析》, 《当代财经》第 7 期。
- Kennickell, A. B. 2009. "Ponds and Streams: Wealth and Income in the U.S., 1989 to 2007." *Finance and Economics Discussion Series, No. 13*, by Federal Reserve Board.
- Bach, G. L., and A. Ando. 1957. "The Redistribution Effects of Inflation." *Review of Economics and Statistics*, Vol. 39, No. 1, pp. 1-13.
- Bach, G. L., and J. B. Stephenson. 1974. "Inflation and the Redistribution of Wealth." *Review of Economics and Statistics*, Vol. 56, No. 1, pp. 1-13.
- Blinder, A. and H. Esaki. 1978. "Macroeconomic Activity and Income Distribution in the Postwar United States." *Review of Economics and Statistics*, Vol. 60, No. 4, pp. 604-609.
- Brimmer, A. F. 1971. "Inflation and Income Distribution in the United States." *Review of Economics and Statistics*, Vol. 53, No. 1, pp. 37-48.
- Budd, E., and D. Seiders. 1971. "The Impact of Inflation on the Distribution of Income and Wealth." *American Economic Review*, Vol. 61, No. 2, pp. 128-138.
- Chen, C., T. Tsaour, and T. Rhai, 1982, "The Gini Coefficient and Negative Income", *Oxford Economic Papers*, Vol. 34, No. 3, pp. 473-78.
- De Nardi, M., E. French., and J. B. Jones. 2010. "Why Do the Elderly Save? The Role of Medical Expenses." *Journal of Political Economy*, Vol. 118, No. 1, pp. 39-75.
- Doepke, M., and M. Schneider. 2006. "Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth." *Journal of Political Economy*, Vol. 114, No. 6, pp. 1069-1097.
- Hall, R. E. 2001. "The Stock Market and Capital Accumulation." *American Economic Review*, Vol. 91, No. 5, pp. 1185-1202.
- McGrattan, E. R., and E. C. Prescott. 2005. "Taxes, Regulations, and the Value of U.S. and U.K. Corporations." *The Review of Economic Studies*, Vol. 72, No. 3, pp. 767-796.
- Meh, C. A., and Y. Terajima. 2008. "Inflation Nominal Positions and Wealth Redistribution in Canada." *Mimeo*, Bank of Canada.
- Meh, C. A., and Y. Terajima. 2009. "Unexpected Inflation and Redistribution of Wealth in Canada." *Bank of Canada Review*, Spring, pp. 43-50.
- Meh, C. A., J. Ríos-Rull, and Y. Terajima. 2010. "Aggregate and Welfare Effects of Redistribution of Wealth under Inflation and Price-level Targeting." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57, No. 6, pp. 637-652.
- Scholz, J. K., A. Seshadri., and S. Khitatrakun. 2006. "Are Americans Saving 'Optimally' for Retirement?." *Journal of Political Economy*, Vol. 114, No. 4, pp. 607-643.