

2021年02月02日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

“K”型复苏与富人经济

——美国新任财长耶伦就职信点评

相关报告

《1月PMI数据点评：季节和疫情因素对PMI数据造成影响》——2021-01-31

《1月美联储议息会议点评：继续传递鸽派信号》——2021-01-29

《12月财政数据点评：财政收入高增长》——2021-01-29

《四季度经济数据点评：经济超预期复苏》——2021-01-19

《12月进出口数据点评：外部需求继续保持较高增长》——2021-01-15

事件：

1月26日，美国新任财政部长耶伦在就职信中提到了大众对新冠疫情之后美国经济“K”型复苏的忧虑；“K”型指的是一种贫富分化更趋加大的不均衡的复苏。事实上，K型经济在美国由来已久，上世纪80年代来对于自由市场机制的推崇持续拉大了美国贫富差距。修正“新自由主义经济”政策的思考已经开始，但有力举措尚在路上。短期而言，还是应该关注“富人经济”的投资机会。

投资要点：

■ 美国经济复苏呈明显“K”型。

耶伦在就职信中提到了人们对于“K型复苏”的担忧。K型复苏主要指的是经济复苏在不同财富水平人群间的存在差异——这是美国当前经济不平衡复苏中最具代表性的方面。由于央行为刺激经济释放的流动性更容易流入资本市场，有资产、有机会参与到资本市场的人群更容易在宽松货币政策与股市上涨中获益，甚至可能比疫情前更为富有；而资产较少的人群，参与资本市场机会匮乏，更多地承受了疫情带来的损失——特别是在受到疫情冲击的餐饮、旅游服务等低端劳动力市场。贫富差距就此进一步拉大。

2020年美国三、四季度的经济数据也显示出了这样的K型结构：私人住宅投资恢复势头迅猛，甚至大幅高于往年水平——能买起房的当然起码是中产阶级或者以上。而个人消费中，服务消费需求则持续疲弱，相关就业受到的冲击可想而知。哈佛大学的研究团队也验证了这一点，截至2020年第三季度，美国的高薪就业岗位已经基本恢复到疫情前的水平，对于高收入人群来说，疫情带来的收入危机已经结束，而年收入低于2.7万美元（后1/4分位）的低薪岗位较年初减少了20%，且尚未出现明显的恢复迹象。

■ 美国“K”型经济由来已久。

事实上，疫情之前的美国经济已经受到K型发展的困扰。从家庭收入的基尼系数来看，贫富差距扩大的源头原则上应该追溯到上世纪八十年代初。当时，里根政府的上台终结了长达50年的强政府干预时代，推崇自由市场机制的“新自由主义经济”通过减少政府干预、

减税、放松管制、全球化等措施刺激微观主体改善供给，减少了“大锅饭”与“公地悲剧”导致的效率损失，解决了当时困扰人们已久的“滞胀”，并在之后的几十年促进美国的经济增长，带来了新一轮的繁荣——里根也被许多美国人视作是最伟大的美国总统之一。

然而，“新自由主义经济”政策在改变社会分配制度，刺激经济发展的同时，也加大了美国社会的贫富分化。以减税政策为例，虽然所有人都能从减税政策中获益，但富有阶层获益最多，在工资、股票期权、利息和资本所得等方面，富人获得了更大幅度的税收减免。以基尼系数为衡量标准的美国贫富差距持续扩大自然也不足为奇。

■ 反思已经开始，措施尚在路上

历史总是趋于轮回。“蛋糕分配”可能促进“蛋糕做大”，也可能成为“蛋糕做大”的限制。2008年全球金融危机的重要根源之一就是贫富差距过大，总需求不足而货币过度宽松。危机结束之后对于分配问题的讨论便不绝于耳。

发表之后就引发广泛关注和巨大争议的《21世纪资本论》指出，美国的不平等程度已经超过了历史最高水平，而由于资本回报率倾向于高于经济增长率，自由市场经济中贫富差距将不断扩大，需要政府采取一定手段逆转这一趋势。这一观点正在受到越来越多的认同。2016年特朗普的意外当选及其后的逆全球化政策，也体现了美国社会对“新自由主义经济”政策的修正思潮，而疫情下的“K”型复苏以及美国财政的就职信对这一问题的关注显然也意味着特朗普的下台并没有改变美国社会需要新的改变的诉求。

在上一轮自由经济和贫富差距扩大的过程的尾声出现了1929年的“大萧条”。随后的罗斯福新政以及二战期间建立起的高税收和相对而言的大政府体制在随后几十年显著缩小了美国的贫富差距——一直到“里根革命”为止。然而当前美国政府想要重复罗斯福总统的举措恐怕并不容易。

一方面，拜登虽在竞选中主张对富人加税，将企业所得税率由21%提升至28%，个人所得税率最高档提高回39.6%。但这一主张的实现时间和实际力度都可能不及预期。首先，拜登不支持在疫情期间加税，加税政策大概率需等到疫情结束后才能推进。同时，由于加税涉及到立法层面，需国会批准通过，虽然民主党掌控参议两院大大减少了市场预期的加税阻力，但仍需较长时间推进相关政策。市场普遍预期，加税政策的推出需等到2022年中期选举。

另一方面，在全球化背景下，富人有更多的办法可以逃避税收征管，包括更换国际，将财产转移到维尔京群岛等避税天堂，主权国家的权力大大的被削弱了——这与二战前差异极大。如果一个国家单方面选择加税可能更多地导致本国的人才和财富外流，而非社会内的财富再分配。例如，2013年法国政府宣布向高收入人群征收的“富

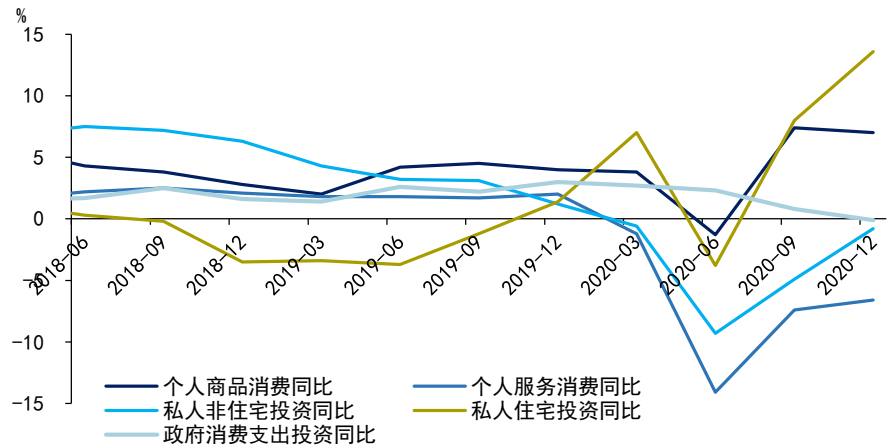
人税”，两年间来共有近 600 名理应缴纳“富人税”的高收入者逃离法国。2015 年法国政府被迫取消了这项措施。

■ **富人经济值得关注。**

贫富差距的扩大对于当今世界的各个国家、各种体制都构成了新的挑战。如何应对这一挑战将考验各个国家的治理能力。尽管我们对于中长期人类社会仍将能够解决这个问题仍然保持信心，但是短期而言贫富差距的持续扩大显然意味着富人经济——以富人为目标客户的商品和服务——更有可能是资本市场追逐的焦点。

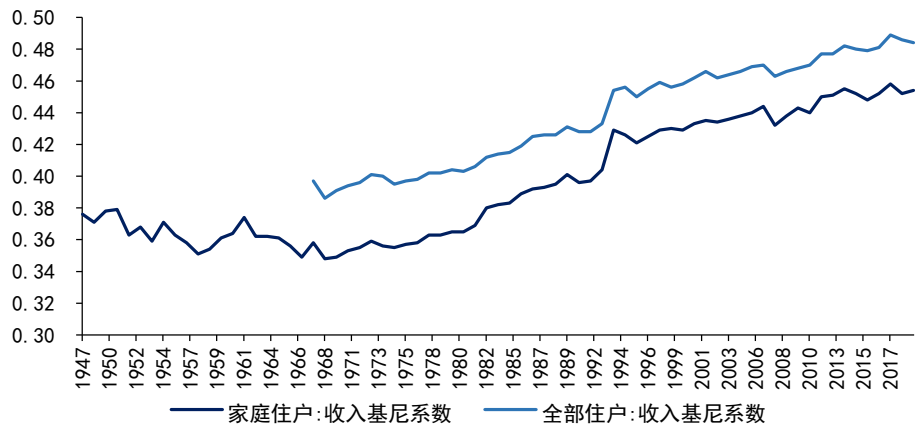
■ **风险提示：经济、政策不及预期，国内外疫情、中美关系持续恶化**

图 1: 美国 2020Q3-Q4 经济恢复呈现明显的“K 型结构”



资料来源: 美国国家经济分析局, 同花顺, 国海证券研究所

图 2: 美国基尼系数持续高速增长



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18253



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>