



处理好“做蛋糕”和“分蛋糕”的关系

核心观点

“分蛋糕”首先需要正视目前我国居民客观存在的收入差距。目前，我国具有数量庞大的中低收入人群，约占人口比重70%。并且高收入人群收入及增长速度远高于其他群体，疫情期间这一情况更加严重。按照我国基尼系数来看，从2003年到2019年，年均基尼系数在0.48，2019年基尼系数为0.47，这在一定程度上说明我国收入分配制度过于倾向高收入群体，亟需调整。

客观看待居民收入差距背后多层次原因。收入差距扩大的理论解释：地方政府锦标赛。以GDP为核心的考核指标加大了不同省份之间收入差距；劳动力自由流动受到限制，导致城乡出现同工不同价现象；税收制度存在缺陷，使得收入差距加大；房地产价格快速上涨导致了居民财产性收入进一步不均衡。

复盘经济转型期间政策变化对行业影响。如三聚氰胺事件爆发后，我国快速出台规定，促使我国奶粉行业正常化。政策发力使得行业进行大规模整顿，乳企集中度提升。为应对国产奶粉竞争力下降的状况，国产奶粉正在逐步高端化，2019年国家发改委联合7部门发布《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，提出要将乳粉自给水平稳定在60%以上，政策端对于奶粉行业的指导注重长期性和有效性。

八项规定对白酒行业影响深远。在八项规定出台之后，政府对干部查处力度大，根据Wind的数据，截止至2021年6月累计查处问题数590908件，其中地厅级干部问题数达4440件，省部级干部有29件。在八项规定之后，我国行政成本大幅降低，中央本级公务接待费决算费用从2010年的15.28亿直降至2018年的2.75亿。且去公务消费对白酒行业转型也起到了重要作用，白酒行业从异常高价回落转向大众消费。

供给侧结构性改革提升了传统行业产能利用率以及ROE。供给侧结构性改革首次提出是在2015年11月10日，改革的重要手段是降低过剩产能，因此一大批低效率且存在过剩产能行业都成为了供给侧结构性改革重要目标。供给侧结构性改革成功降低了钢铁、煤炭等大宗商品供应，中国PPI也开始自2011年之后下跌趋势转为上涨。由于供给侧结构性改革政策限制了市场上多余产能，导致产能向头部企业集中，整个行业产能利用率得到了比较大提升。行业中生存下来企业由于产能利用率得到提升，进而其盈利能力也变得更强大。持久且较高盈利能力使得原材料相关行业在供给侧结构性改革时期跑赢大盘。

投资建议

关注经济转型过程中主题性投资机会。下半年经济步入常态化，疫情导致低基数效应告一段落，修复行情基本结束，海外扰动因素增加，关注存量博弈下资本市场风格切换。规避课外辅导、在线教育、平台垄断企业和房地产等强监管行业，建议投资者重点关注碳中和、三孩配套政策、绿色信贷、国产替代等政策相关主题性投资机会。

风险提示

国内疫情失控风险；政策落实不及预期风险。

报告作者

作者姓名	郑嘉伟
资格证书	S1710521020001
电子邮箱	zhengjw@easec.com.cn

相关研究

《经济转型的经验与启示：德国模式》2021.08.16
《Delta病毒对下半年经济复苏影响》2021.08.09
《中央政治局会议释放多重信号，配套产业迎来发展机会》2021.08.02
《下半年专项债发行节奏加快，提振政府性基金支出》2021.07.28
《需求侧改革成为下半年政策亮点》2021.07.19

正文目录

1. “分蛋糕”首先需要正视目前我国居民客观存在的收入差距.....	4
1.1. 我国居民收入差距存在多个层次.....	4
1.2. 客观看待居民收入差距背后多层次原因.....	5
1.3. 居民收入差距的国际比较.....	8
2. 复盘经济转型期间政策变化对行业影响.....	11
2.1. “三鹿奶粉”事件对国产奶粉行业影响.....	11
2.1.1. 政策端：国家出台多项行业规范.....	11
2.1.2. 供给端：乳企集中度提升，将重心转至上游奶源建设.....	12
2.1.3. 需求端：对国产奶制品信心重建缓慢，消费向高端奶倾斜.....	13
2.2. 八项规定对白酒行业影响深远.....	14
2.2.1. 重塑党的优良作风从八项规定开始.....	14
2.2.2. 八项规定一度重创白酒行业.....	16
2.3. 供给侧结构性改革对“两高一剩”产业格局影响.....	18
2.3.1. 供给侧结构性改革背景.....	18
2.3.2. 供给侧结构性改革提升了传统行业产能利用率以及 ROE.....	20
3. 投资建议.....	23
4. 大类资产观察（2021.08.16-2021.08.22）.....	23
4.1. 股票市场.....	23
4.2. 债券市场.....	24
4.3. 外汇市场.....	24
4.4. 大宗商品市场.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

图表 1. 2003-2019 年全国居民收入基尼系数.....	4
图表 2. 中国可投资资产达 1 千万以上的人群.....	4
图表 3. 高净值人群持有财富占 GDP 比值逐渐增高.....	5
图表 4. 城镇和农村居民财产性收入差距日益扩大.....	5
图表 5. 地域差距导致居民人均财产性收入扩大.....	5
图表 6. 我国农民工人数始终保持在两亿以上.....	6
图表 7. 城乡收入差距不断扩大.....	6
图表 8. 具有收入均衡调节功能的个人所得税仅占比较小的比例.....	7
图表 9. 我国房价不断上涨.....	8
图表 10. 城镇居民财产性收入快速增长.....	8
图表 11. 中国个人所得税对于收入不均衡调节作用较小.....	9
图表 12. 发达国家对于社会保障支出较高.....	10
图表 13. 财产税是发达国家重要税收来源.....	10
图表 21. 八项规定显著降低了各部门公务接待费.....	15
图表 22. 八项规定具体内容.....	16
图表 23. 八项规定以来查处力度大.....	16
图表 24. 八项规定以来查处特定问题情况.....	16
图表 25. 白酒产量同比增长与中国 GDP 同比增长趋势相近.....	17
图表 26. 申万白酒行业指数变化.....	18
图表 27. 白酒行业收入与利润均下降.....	18
图表 28. 城市求职者平均年龄有增大的趋势.....	19

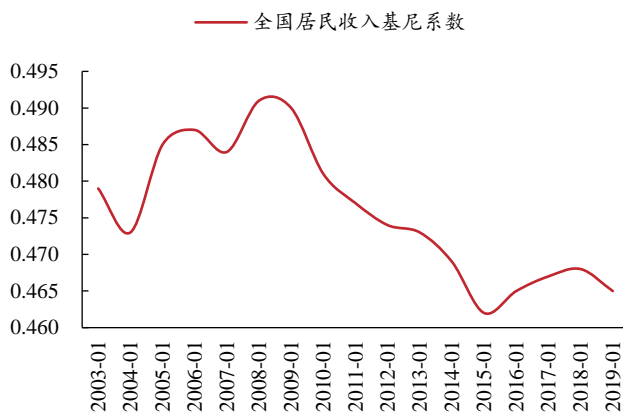
图表 29.	农民工数量已经开始减少.....	19
图表 30.	农民工平均年龄逐渐增加.....	19
图表 31.	2010-2014 国内生产总值及产业结构情况.....	20
图表 32.	供给侧结构性改革使得钢铁和焦炭价格上涨.....	21
图表 33.	供给侧结构性改革改变了 PPI 走势.....	21
图表 34.	2008 年年底中国整体杠杆率迅速上升.....	21
图表 35.	供给侧结构性改革后相关工业产能利用率提升.....	22
图表 36.	供给侧结构性改革后相关行业 ROE (%) 提升.....	22
图表 37.	供给侧结构性改革时期申万钢铁行业市场表现总体优于大盘.....	22
图表 38.	供给侧结构性改革期间申万钢铁行业区间涨跌幅 (%) 优于大部分行业.....	23
图表 39.	供给侧结构性改革长久提升了行业的产能利用率.....	23
图表 40.	供给侧结构性改革长久提升了钢铁行业 ROE 水平 (%).....	23
图表 41.	发达经济体主要资本市场表现.....	24
图表 42.	新兴经济体主要资本市场表现.....	24
图表 43.	中债国债到期收益率 (%) 曲线.....	24
图表 44.	美国国债到期收益率曲线.....	24
图表 45.	美元指数与人民币汇率.....	25
图表 46.	日元、欧元、英镑兑美元汇率.....	25
图表 47.	原油期货价格指数(美元/桶).....	25
图表 48.	黄金价格指数(美元/盎司).....	25
图表 49.	南华商品涨跌幅度.....	26
图表 50.	南华农产品涨跌幅度.....	26
图表 51.	南华能化涨跌幅度.....	26
图表 52.	南华工业涨跌幅度.....	26
图表 53.	南华金属涨跌幅度.....	26
图表 54.	南华贵金属涨跌幅度.....	26

1. “分蛋糕”首先需要正视目前我国居民客观存在的收入差距

1.1. 我国居民收入差距存在多个层次

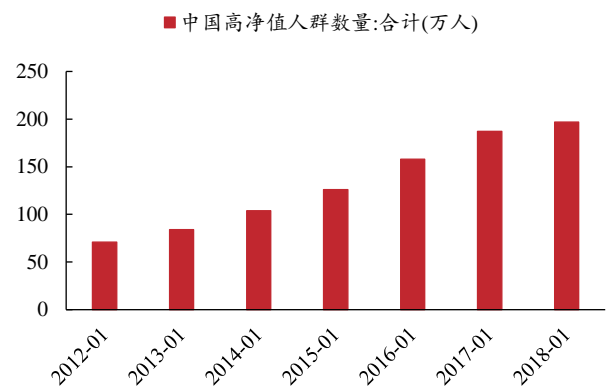
我国收入分配不平等，贫富差距日益扩大。改革开放四十多年来，我国经济经历了快速增长阶段，目前在“做大蛋糕”的同时，我国经济进入转型阶段，需要从前期的“做蛋糕”向转型期的“分蛋糕”转变。目前，我国具有数量庞大的中低收入人群，约占人口比重 70%，并且高收入人群收入及增长速度远高于其他群体，疫情期间这一情况更加严重。按照我国基尼系数来看，从 2003 年到 2019 年年均基尼系数在 0.48，2019 年基尼系数为 0.47，这在一定程度上说明我国收入分配制度过于倾向高收入群体，亟需调整。根据 Wind 数据统计，2018 年我国可投资资产超过 1 千万人民币人数达 197 万人，占总人口 0.14%，可投资资产多达 61 万亿，占当年国内生产总值 73%，凸显了我国目前财富分配极度不均衡。

图表1. 2003-2019 年全国居民收入基尼系数



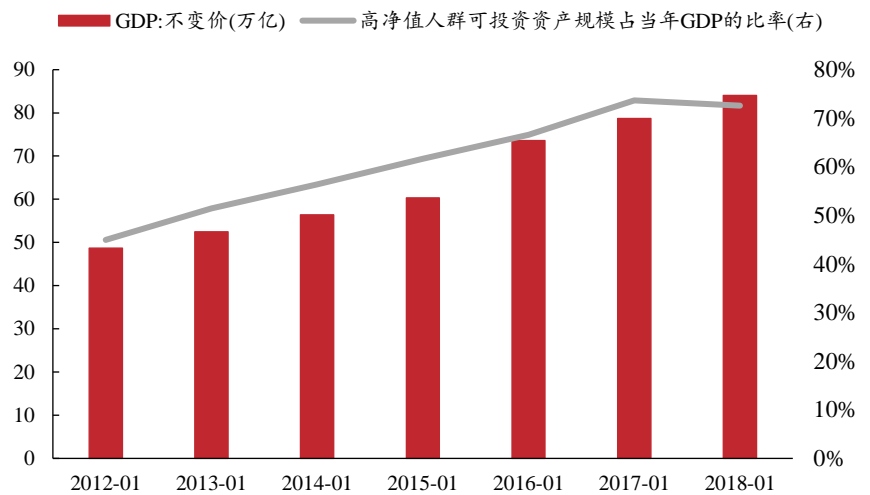
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表2. 中国可投资资产达 1 千万以上的人群



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

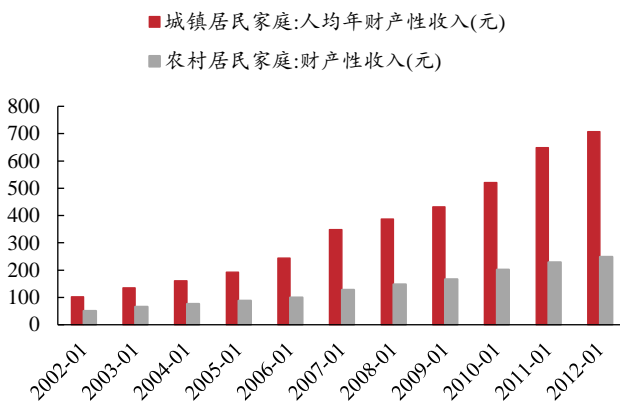
图表3. 高净值人群持有财富占 GDP 比值逐渐增高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

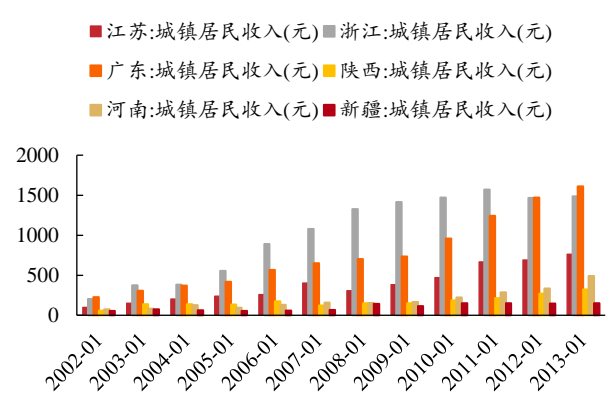
居民收入差距既来自于城市内部，也来自城乡之间，财产性收入差距过大。改革开放初期，居民收入差距主要存在于工农“剪刀差”；随着住房制度改革和产业升级，城乡差距扩大，居民通过积累的财产进行再投资获得财产性收入差距已经超过传统的劳动收入，成为居民收入差距的主要来源。由于财富增长速度和原始投入有关，财产差距越大则财产性收入差距越大，收入差距又造成财产积累差距，因而居民贫富分化不断拉大。财产性收入差距一方面源于城镇和农村居民收入、财产价值不同，另一方面来源于不同地域收入、资产价值如房产价值不同。城镇居民财产性收入大于农村居民财产性收入，沿海发达省份城镇居民财产性收入大于中西部城镇居民财产性收入。

图表4. 城镇和农村居民财产性收入差距日益扩大



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表5. 地域差距导致居民人均财产性收入扩大



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

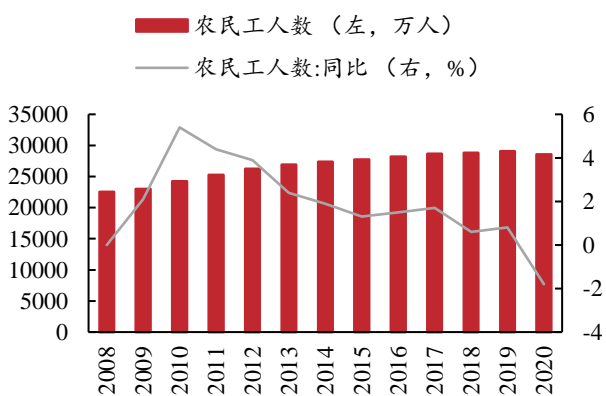
1.2. 客观看待居民收入差距背后多层次原因

收入差距扩大的理论解释：地方政府锦标赛。改革开放之后，东部地区利用自身的区位优势和资源禀赋优先发展，各经济区之间呈现发展差距较大迹象。进入 21 世纪之后，国家先后针对中部、西部、东北部地区提出

了针对性发展计划，如“西部大开发”、“中部崛起”、“振兴东北老工业基地”等战略，意在促进全国各地之间均衡发展。由于地方政府锦标赛激励机制存在，就区域内部而言，根据库兹涅茨理论，如果地方政府选择符合本地产业结构、要素禀赋等，有助于提高区域经济以及居民收入，并且随着要素在区域内不同地区之间进行流动，同一区域不同省份之间收入差距会呈现先增大后减小“倒U型”曲线。反之，如果地方政府选择了与本区域经济基础不符合发展战略，则会导致要素配置扭曲，阻碍产业升级，进而降低区域内经济增速，也会扩大区域内各省份之间贫富差距。因此在地方政府锦标赛为核心激励机制下，各个区域内部省份出现资源要素配置扭曲现象，最终导致不同区域、不同省份之间收入差距逐步扩大现象。

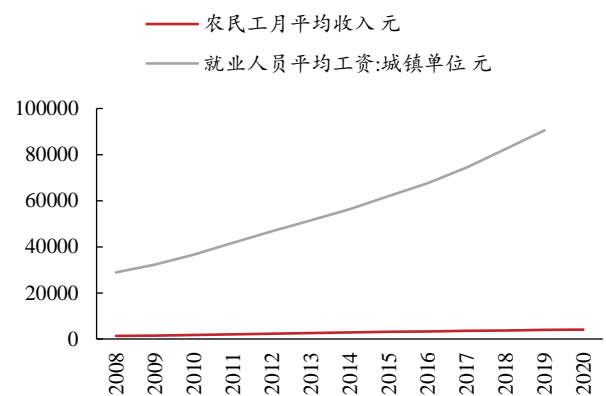
产业升级引起的劳动力需求变动，尤其是一地区从以农业为主的农业经济向工业经济转变过程，城乡收入差距扩大。根据国家统计局公布数据显示，我国流动人口数量从2015年2.47亿人增长到了2020年3.76亿人，其中2020年农民工数量为2.86亿人，巨大农民工数量成为影响城乡收入差距重要因素。从经济学角度来看，由于生产要素边际回报是递减的，城市实际工资会随着就业人数增加而减少，最终达到均衡，即迎来“刘易斯拐点”。同一类型工作在农村获得实际工资与农业生产率相符，同一类型工作在城市收入与工业生产率相符，由于收入决定机制差异，城市一般会获得更高实际收入，这使得城市居民收入与农村收入出现了背离。同时新兴产业大多是资本密集型企业，对技术人员给予更高工资水平，由于劳动力异质性，导致了更高城乡收入差距。

图表6. 我国农民工人数始终保持在两亿以上



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表7. 城乡收入差距不断扩大

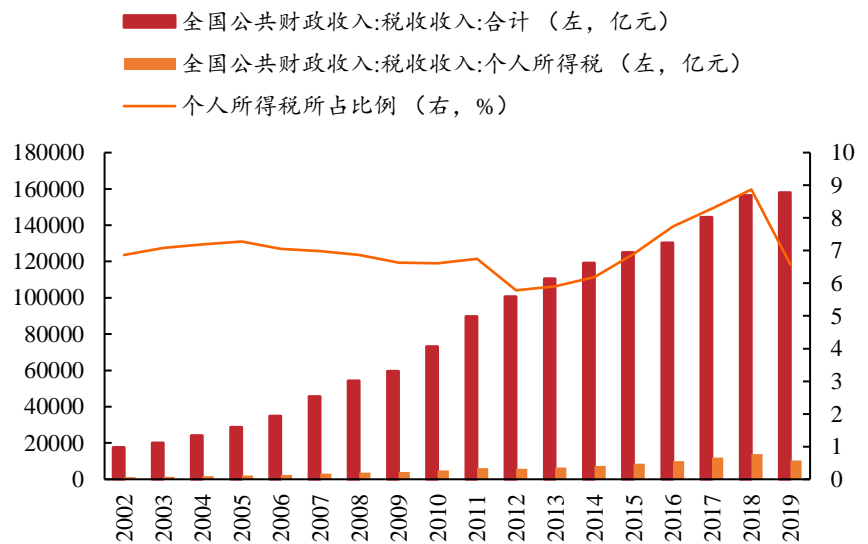


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

税收制度的缺陷使得收入差距加大。按照税负是否可以转嫁，我国的税种可以分为直接税和间接税，直接税的征收对象是居民和企业，即个人所得税和企业所得税。间接税是对销售商品和提供劳务征税，如营业税、消费税和增值税等。当税率随着收入的提高而增加时（累进税），则有助于缩小居民的收入差距。个人所得税累进特征较为明显，因此有助于缩小贫富差距。但是企业所得税的累进特征相对来说更不明显，这是由于企业可

以通过提高产品价格将税收负担转嫁给消费者，或是通过压低劳动力价格将负担转嫁给工人，因而企业本身承担的税负比例较小，其税收的累进性被削弱，从而导致企业所得税对于收入分配的调节作用有限。间接税则具有较明显的累退性，这是因为其征收对象的主体不明确，税收负担往往都转嫁到了消费者身上。由于低收入者往往具有较高的边际消费倾向，因此其会面临较高的平均税率。因此，间接税不仅无助于调节收入结构，反而会扩大居民的收入分配差距。**我国长期以来一直执行的是以间接税为主体的税制结构。**2019 年对收入调节功能较强的个人所得税仅占全部税收的 6.58%，而其他税种甚至会促进收入的不均衡状态。因此在这种以间接税为主体的税制结构中，税收体系对于缩小居民收入差距基本是无法起到正向作用的。

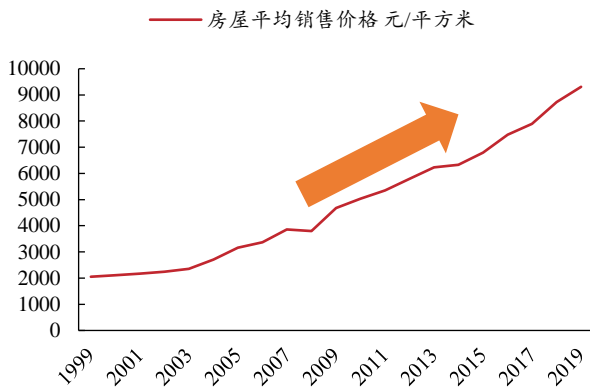
图表8. 具有收入均衡调节功能个人所得税仅占比较小的比例



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

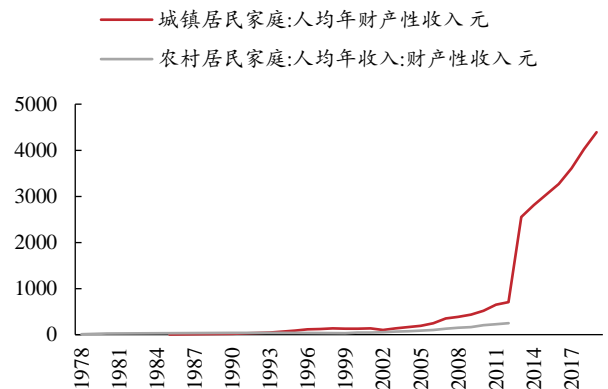
房地产价格的快速上涨也导致居民的收入不均衡。在居民的收入提升、需求提升、货币政策以及财政政策的多方位刺激下，我国的房价在 2008 年以后出现了快速的上涨。由于城镇房价相对于农村房价来说涨幅更大，因此带动了城镇居民的财产性收入，也导致了城镇以及农村居民收入差距的不断扩大。

图表9. 我国房价不断上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表10. 城镇居民财产性收入快速增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.3. 居民收入差距的国际比较

税收体系有助于调节居民收入差距。大多数发达经济体在调节居民收入差距时,逐步形成了以个人所得税为主体,以财产税、遗产税和赠予税、社会保障税和消费税为辅税收调节体系,充分发挥不同税种相互协调配合的整体调节功能,有效地缩小了居民收入差距。由于个人所得税税负由纳税人直接承担,税收归宿较为明确,对个人收入能起到直接调节作用;且大多数发达经济体个税税率均为超额累进税率,即居民税负随着收入增加而上升,这也可以有效地调节居民之间收入不均衡问题。根据天津外国语大学的研究,发达经济体税前基尼系数均大于税后基尼系数,说明发达国家个税确实一定程度上缩小了其居民收入差距。相比之下,我国个税总体再分配调节力度很小,税后基尼系数下降幅度均小于1%。1999—2011年期间,我国税前和税后收入基尼系数平均值分别为0.3079和0.3060,我国个税仅仅使基尼系数平均下降了0.60%^{错误!未找到引用源。}。未来我国有待进一步完善税收制度,尤其是建立财产税、遗产税和赠予税等,避免收入差距的代际传递。

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_26717



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn