

2021 年 09 月 23 日

深度报告

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

“共同富裕”之路的机遇与风险

——站在 2025 年看中国经济系列（三）

相关报告

《专题报告：专项债跨年使用对流动性影响几何？》——2021-09-06

《降准替换 MLF 改善货币、信用供给的渠道：“稳字当头”的货币政策如何实现宽松？》——2021-08-20

《2021 年下半年宏观经济展望：汇率弹性，金融周期与联储货币政策正常化》——2021-07-09

《基于宁波地区出口调研成果：中国出口部门新动向》——2021-05-18

- 中国居民可支配收入贫富差距水平已经在世界主要经济体居于前列，决策层释放共同富裕信号引人关注。从官方公布的可支配收入基尼系数来看，中国在 G20 国家中仅次于巴西和南非，甚至高于在发达国家中被普遍认为收入分配较为不均的美国；中国财富基尼系数也持续扩大。考虑到中国官方收入的基尼系数或存在低估，而公共服务分配也并不均衡，实际贫富差距形势可能更加严峻。根据我们的估计，2019 年中国最高 1% 人群（1400 万）的平均可支配收入达 49,828 元/月，获得了近 12% 的居民可支配收入，而最低的 7.1 亿人人均收入不足 2000 元/月，仅占全部居民可支配收入 14%。中央财经委员会 8 月 18 日再度研究推进共同富裕引发社会广泛关切。
- 市场与政府谁该担责改善收入分配？一些板块出现调整是否意味着负面影响？存在争论。审慎评估近期政府举措和政策指引之后，我们认为虽然在操作层面未必尽善尽美，当前施政框架大体还是针对引发中国收入分配失衡的根源在“对症下药”。从贫富差距的根源来看，除了天赋、财富的继承之外，劳动力、农村土地等生产要素受户籍、土地性质管制等因素影响市场化程度不足，垄断、信贷约束等市场失灵，以及公共服务投入不足、分配不均、收入再分配调节力度不够、乃至地方政府的激励扭曲等政府失灵都是中国贫富差距较大的重要原因。近期政府的重拳出击尽管不是完美无缺，大体还是基本围绕着上述痛点采取措施来推动一次二次和三次分配改革。当然，投资者始终需要对可能出现的政策干预超越合理市场与政府的边界而造成负面后果的风险保持警惕；但是中国陷入“发展陷阱”的可能性总体较低。
- 共同富裕的国策会对未来五到十年中国的宏观经济和行业发展产生深远影响。从行业层面看，消费行业出现长期利好，教育预算支出占 GDP 比例可能明显上升也孕育着投资机会，医药、传媒、互联网等商业模式可能发生变化，数字要素的产权、安全与交易机制的设定可能对大数据和人工智能行业产生深远影响。就宏观而言，虽然政策短期打压了总需求和风险偏好，我们预计在中期市场对政策预期稳定之后，风险偏好会逐步回升。长期而言，共同富裕国策的推进可能扭转中国总需求不足的困境，带动中国乃至全球利率和通胀的回升，也会有助于化解杠杆率上行的压力，缓解金融风险。

风险提示：过度牺牲效率换取公平，既无公平也无效率，政策慢于预期

内容目录

引言：追逐共同富裕的三类情形.....	4
1、 中国贫富差距的现状.....	6
1.1、 中国居民收入的贫富差距已经较大	6
1.2、 财富的贫富差距高于收入.....	9
1.3、 中国居民的收入与财富分配图谱.....	10
2、 贫富差距的原因:市场 VS 政府	13
2.1、 先天因素与外部冲击的影响	13
2.2、 市场失灵的影响.....	14
2.3、 政府失灵的影响.....	15
2.4、 转轨经济体：一些领域市场化不足的影响	17
2.5、 从收入不平等到财富不平等	17
2.6、 有关共同富裕的讨论：效率 VS 公平	18
3、 共同富裕的政策选择：回顾与展望	20
3.1、 中国大概率可以避免“发展陷阱”.....	20
3.2、 未来政策展望	21
4、 共同富裕对于各个行业的影响	25
5、 “共同富裕”政策的宏观影响.....	30
6、 北欧模式的经验与教训	31
6.1、 北欧模式的成功是尊重经济学规律的结果	31
6.2、 “北欧病”的教训	33
7、 风险提示	34

图表目录

图 1: 委内瑞拉民众面临前所未有的崩溃	5
图 2: 全国居民收入基尼系数.....	6
图 3: G20 主要经济体可支配收入基尼系数	7
图 4: 调查获得的居民可支配收入 VS 资金流量表居民可支配收入占 GDP 比重	7
图 5: 中国小学生生均教育经费	8
图 6: 美国二次收入分配收入占比 (2019 年)	8
图 7: 中国二次收入分配收入占比 (2019 年)	8
图 8: 中美政府直接资源配置占 GDP 的比重 (2019 年)	9
图 9: G20 主要经济体财富基尼系数排名	10
图 10: 前 50%的居民拥有的个人净财富占比持续上升	10
图 11: 中国家庭人均月可支配收入的分布	11
图 12: 中国可支配收入最高 10%, 1%, 以及 0.1% 的人群的收入门槛和平均收入	11
图 13: 不同收入分位数中国家庭收入占全部居民可支配收入的比重	12
图 14: A 股制造业上市公司的税前利润净资产回报	14
图 15: 美国收入不均等会导致机会不均等	15
图 16: 财政教育经费占 GDP 比重国别比较	16
图 17: 公司利润占 GDP 比例与实际利率背离	18
图 18: 美国非金融上市公司的 ROIC (除商誉)	18
图 19: 中国政府实施的与共同富裕相关的政策与制度安排	20
图 20: 限制竞争行为的列表	22
图 21: 政府消费占 GDP 的比重	23
图 22: “共同富裕”相关政策和制度安排变革对各行业的潜在影响 (我们只是列出了可能性)	25
图 23: 中国 10 年期国债利率	30
图 24: 社会公共福利支出占 GDP 比重	32
图 25: 西方主要国家工会密度	33

引言：追逐共同富裕的三类情形

2021年8月18日，中央财经委员会第十次会议研究扎实促进共同富裕问题。总书记在会上发表重要讲话强调，“共同富裕是社会主义的本质要求，是中国式现代化的重要特征，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕。”中国决策层推动实现“共同富裕”的政治信号以及近期采取的包括整顿教培行业，对互联网公司开出高额罚单、宣布强制性的996工作制违法等举措引发了广泛关注，但也存在一些争论和疑虑。有些人乐观地认为低收入人群翻身的机会可能要来了，也有人担忧“共同富裕”的目标可能反而会导致一些负面的后果——如虽然收入更加均等了，但是经济增长乏力，难以摆脱发展中国家的水平，陷入“发展陷阱”。

最近几十年以来，全球都出现了贫富差距持续扩大的现象，并且引发了社会撕裂和总需求不足等一系列问题。但是为了应对这一问题，不同国家却有着完全不同的结果。

以丹麦、瑞典、芬兰为代表的北欧国家被视作实现共同富裕国家的典范。这些国家不仅仅人均GDP在世界排名中靠前，是典型的富裕国家，在涵盖了人文发展、社会进步等方面因素的联合国人类发展指标的排名中也基本居于前十的位置，而反映贫富差距的基尼系数在这些国家反而处于较低的水平，社会整体也比较和谐。北欧国家较好的平衡了公平与效率的取舍，其在共同富裕的方面的经验值得借鉴。

查维斯治下的委内瑞拉则成为了追逐共同富裕失败的反例。委内瑞拉上世纪九十年代出现了严重的贫富分化。查维斯举着停止私有化、再国有化、医疗免费、教育免费等均贫富的旗帜成为委内瑞拉总统。当选之后，他首先将最重要的石油工业国有化，又在电力、水泥、钢铁、银行、超市等行业实行国有化，赶走了外国和私人资本。恰好赶上全球油价大涨，查维斯利用石油收入提供了免费的公共医疗、廉价住房、工作保险、生育补贴。委内瑞拉国内的油价因为财政补贴甚至一度只有0.01美元/桶。然而大规模国有化、市场扭曲和缺乏对权力的监督使得官商共同腐败成为常态，生产效率也非常低下。从电力到手纸的生产，委内瑞拉各行各业产出下滑，政府机构臃肿，经济日益依赖石油。过度的福利也使得国家债台高筑，甚至维持石油产出的资本开支都没有获得充足预算，石油产量从2007年到2017年下降了三分之一。2014年查维斯去世之后，国际原油价格大跌，整个国家一下子落入窘境。纵然委内瑞拉今天是全球石油储备排名第一的国家，超过80%的国民陷入贫困，数十万国民被迫离开本国，国内政治也一片混乱，成为了典型的失败国家。

图 1: 委内瑞拉民众面临前所未有的崩溃



资料来源：百度，国海证券研究所

美国的经济政策则似乎在偏重效率和偏重公平之间来回摇摆。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，但是在后期也因为政府管制过多，导致供给效率低下并引发了经济滞胀。上世纪 80 年代初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，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。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。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，与 1929 年的危机类似。此后，奥巴马政府的对富人加税，特朗普政府的民粹主义倾向，以及拜登政府的一些扩大公共福利的主张似乎显示美国的政策选择又从效率优先转向了公平优先。

在追求共同富裕的道路上，为什么有些国家成功有些国家失败？中国收入分配的恶化是市场化过度造成的吗？到底应该坚持市场导向还是需要加强政府干预？促进公平会牺牲效率吗？如何避免“共同富裕”走向“发展陷阱”？如何评价当前中国的决策层采取的推动共同富裕的措施？这些推动共同富裕的政策又会对中国的宏观经济和行业投资造成哪些影响？中国能够战胜通往“共同富裕”道路上的挑战吗？我们将在本文中对此进行详细探讨。

1、中国贫富差距的现状

当前，中国的贫富差距不容乐观。贫富差距可以通过可支配收入¹衡量，也可以通过财富衡量。从官方公布的可支配收入基尼系数来看，中国已经是世界主要经济体中收入差距较大的国家，而官方的基尼系数还存在低估。中国财富基尼系数在主要经济体中排名虽然好于收入基尼系数，但是上升压力明显。我们根据经过调整之后的数据估算，2019 年中国家庭人均月收入低于 2000 元人民币的低收入群体仍然高达 7.1 亿，这些超过一半人口仅占全部居民可支配收入的 14%，而最富裕的 1%（1400 万人）人群的家庭人均月收入则达到了近 5 万元，占可支配收入的比重达到了 12%。公共服务均等化不足还使得实际收入差距更大。

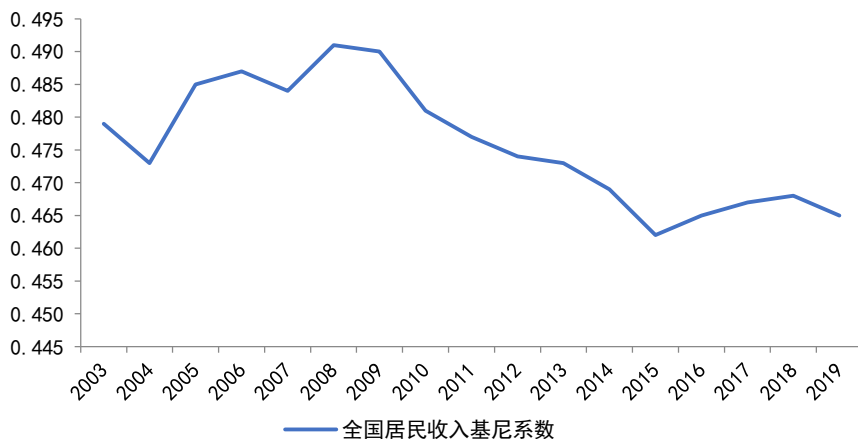
1.1、中国居民收入的贫富差距已经较大

中国居民的收入分配差距已经在主要经济体中处于较高的位置，而公共服务均等化的不足使得实际的收入分配差距可能更加恶化。

1.1.1、中国收入的基尼系数存在低估

可支配收入在居民之间的分配是衡量贫富差距的基础指标。收入的基尼系数被广泛用于衡量一个经济体的贫富差距。中国官方公布的收入基尼系数在 2010 年前后达到顶点，此后虽有回落，但近两年又有所反弹。在 G20 国家中，中国的基尼系数仅次于拉美的巴西和非洲的南非，甚至高于在发达国家中普遍认为收入不平等的美国，已经是全球贫富差距较大的国家。

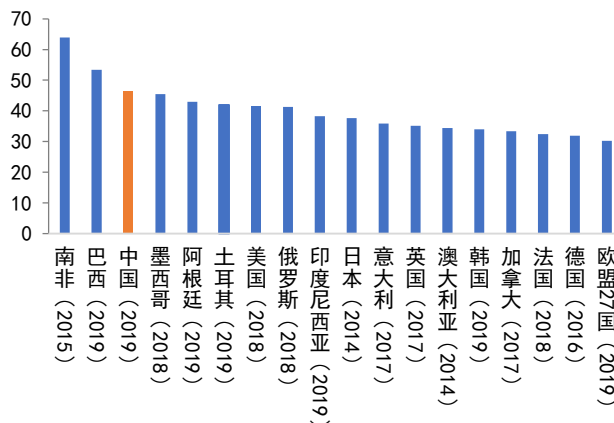
图 2：全国居民收入基尼系数



资料来源：Wind，国海证券研究所

¹税后工资、税后财产收入加上收到的社保转移扣除房贷利息等资本性费用。

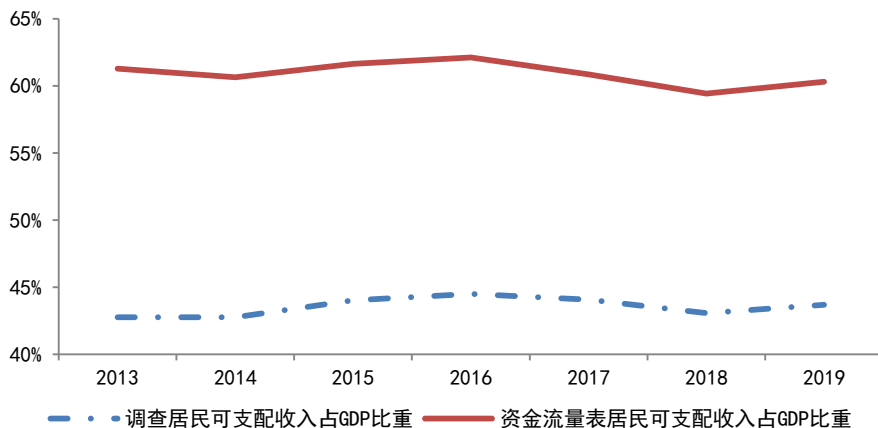
图 3: G20 主要经济体可支配收入基尼系数



资料来源: 世界银行, 金砖国家联合统计手册 2020, 厚生劳动省, Statista, 欧盟统计局, 国海证券研究所

即使如此, 我们认为官方公布的收入基尼系数可能还存在低估。该基尼系数是通过统计局调查公布的人均可支配收入估算的²。但是通过统计局调查获得的人均可支配收入乘以人口计算的居民部门可支配收入总量显著的低于统计局通过资金流量表公布的居民部门可支配收入总量; 一个重要的原因可能是高收入阶层可能瞒报收入。从 2013 年以来, 两个数据的差异超过 GDP 的 15%。在这种情况下, 中国真实的基尼系数可能高于统计局公布的数值。实际上学术界一直对于中国官方的基尼系数有质疑³。

图 4: 调查获得的居民可支配收入 VS 资金流量表居民可支配收入占 GDP 比重



资料来源: 统计局, Wind, 国海证券研究所

1.1.2、公共服务的分配也是影响居民实际收入分配的重要因素

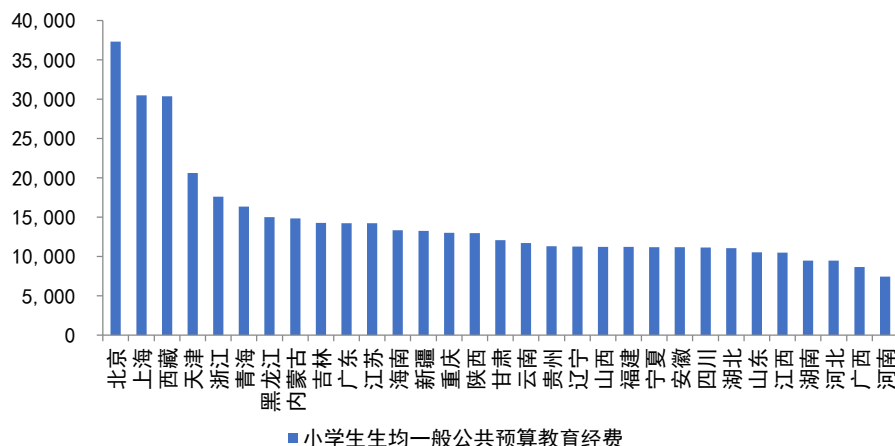
此外, 虽然居民可支配收入的差异被普遍用于衡量一个社会贫富差距的水平, 但是造成实际贫富差距还包括不同居民享有 (转移支付之外的) 公共服务的不同。例如, 政府为不同省份的小学生支付的公共教育经费就存在明显差异, 这意味着

² 《国家统计局公布基尼系数数据来源和测算方法》, 2013 年 2 月 1 日, <http://news.10jqka.com.cn/20130731/c532647642.shtml>

³ <http://www.ifengweekly.com/detil.php?id=869>

即使居民的可支配收入完全相同，他们实际享有的福利水平也会存在差异。

图 5：中国小学生生均教育经费



资料来源：教育部，国海证券研究所

与美国对比，中国政府以及与政府密切相关的具有公共服务职能的国有企业直接支配的资源占 GDP 的比重更高，原则上说，其对公共产品的供给与分配对于居民实际贫富差距的影响可能更大。

首先，中国政府（含财政支持的事业单位）可支配收入占 GDP 的份额 17.8% 比美国 10.8% 更高。

图 6：美国二次收入分配收入占比（2019 年）

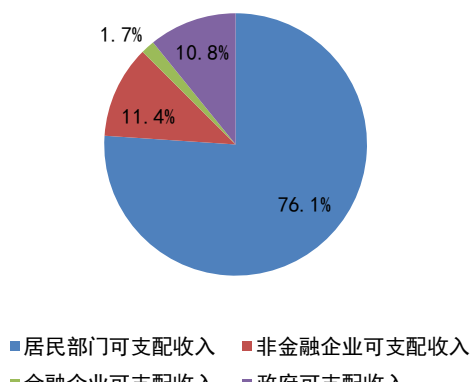
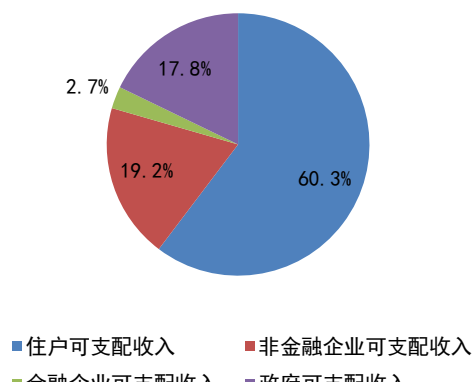


图 7：中国二次收入分配收入占比（2019 年）



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_26806

