

财富分化和资产配置：与“纸币”赛跑 ——海通宏观分析框架第 2 讲

投资要点：

- 贫富分化：百年的变局
- 资产配置：与纸币赛跑

Zhonghua Liang
zh.liang@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 贫富分化：百年的变局.....	4
2. 资产配置：与纸币赛跑.....	8

图目录

图 1	主要经济体可支配收入的基尼系数 (%)	4
图 2	主要经济体前 1%和 10%的居民持有的财富占比 (截至 2021 年, %)	5
图 3	游戏进行不同次数后的财富分布情况 (元)	5
图 4	美国前 1%的人的财富占比	6
图 5	美国前 10%的人的收入占比	6
图 6	提高个体获取收入概率后的财富变化情况 (元)	6
图 7	游戏进行不同次数后的财富结构变化 (%)	7
图 8	全球资本回报率和经济增速的对比	7
图 9	美国资产价格和工人工资走势 (1974 年=100)	7
图 10	英美前 10%的人的财富占比 (%)	8
图 11	全球化的历史循环 (%)	8
图 12	全球负利率债券的规模	9
图 13	欧洲和日本银行体系的超额准备金	9
图 14	已开采黄金存量走势	10
图 15	200 多年黄金价格走势	10
图 16	主要纸币对美元纸币的贬值幅度 (%) (时间区间为 1971 年至 2020 年)	11
图 17	美国通胀走势 (1860 年=100)	11
图 18	美国 CPI 同比走势 (%)	11
图 19	美国通胀的百年走势 (%)	12
图 20	纸币超发对资产泡沫影响较大	12
图 21	从货币超发到影响通胀 (%)	13
图 22	美国居民收入依然强劲 (%)	13
图 23	美国核心通胀水平 (%)	14
图 24	商品和服务通胀都在飙升 (%)	14
图 25	黄金价格仍有下跌压力 (美元/盎司)	14
图 26	买茅台相当于买黄金 (%)	15
图 27	深圳房价走势 (%)	15

在第一讲中，我们首先讨论了中国长期经济增长的分析框架，其中人口，尤其是劳动年龄人口对长期经济潜在增速影响较大。我们使用 Leslie 模型对中国未来人口增长趋势进行预测，并对人口问题背后的原因进行深入分析，从而对中长期人口与经济增长做出判断。

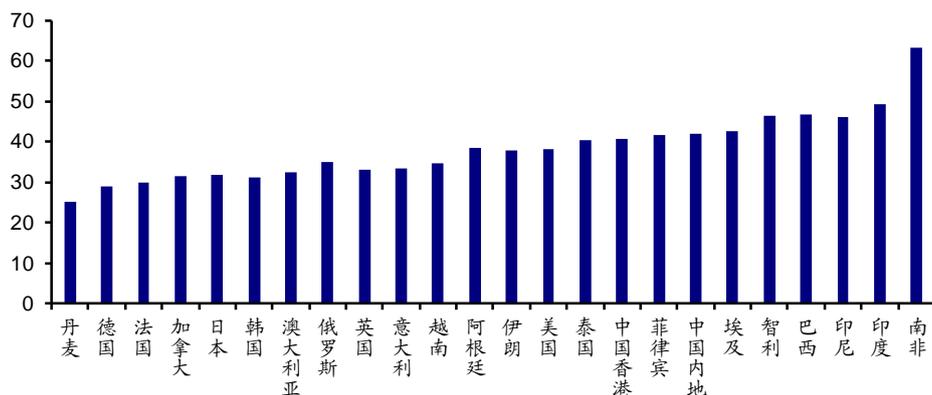
其次，我们对中国经济的短期波动进行了分析。中国经济的短期波动主要受融资影响，而融资与房地产的相关性较高。因此，我们回顾了近几年房地产市场的发展，并对未来房地产市场走向进行了判断，包括会怎样出清、出清过程中需要多少资金等。此外，我们将长期人口问题与短期房地产问题结合，对中国养老资产进行了探讨。

在第二讲中，我们首先将讨论下海外经济体面临的贫富分化问题，其次，我们将从货币的视角出发，结合贫富分化来分享我们对资产配置的一个视角。

1. 贫富分化：百年的变局

目前收入分化是海外面临的一个共同问题。刻画收入分化一般使用基尼系数（基尼系数为 0 表示绝对平均，相当于每人收入水平完全一致；基尼系数为 1 表示绝对不平均，相当于一个人获取了全国所有的收入）。当前主要经济体收入的基尼系数基本都在 0.3 以上，均属于中等以上级别的贫富分化。其中，南非接近 0.6，印度、巴西、印尼、智利、埃及等都在 0.4 以上，属于贫富极其分化的状态。

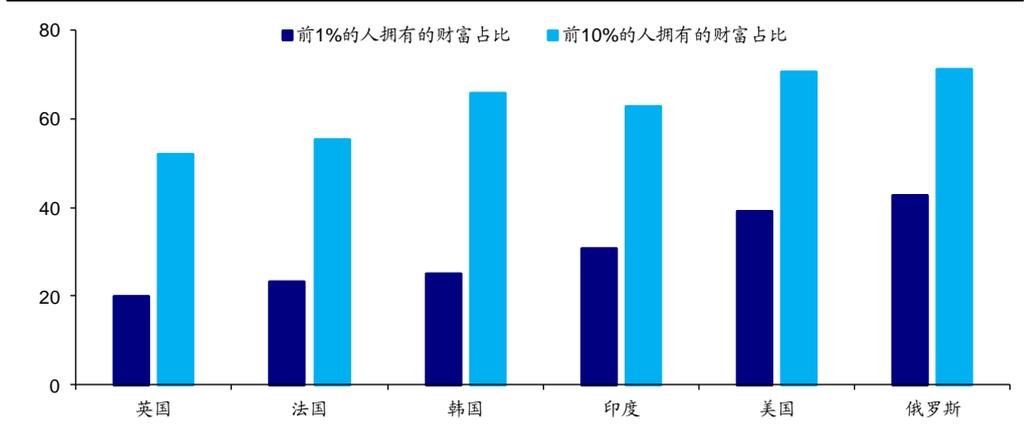
图1 主要经济体可支配收入的基尼系数（%）



资料来源：SWIID，HTI，数据为 2012 年

海外其它经济体的财富分化更加剧烈。由于收入只占财富的一小部分，所以收入分化的影响还相对较小，而全球居民财富的分化更加剧烈。根据 Piketty and Saez 项目的专业测算，主要经济体中，财富前 1% 居民持有的财富占社会总财富的比重都在 20% 以上。其中，俄罗斯的比重高达 43%，美国接近 40%，印度为 31%。前 10% 的居民持有的财富总量占比大多超过了 50%，其中俄罗斯、美国在 70% 以上，韩国和印度也都在 60% 以上。

图2 主要经济体前1%和10%的居民持有的财富占比（截至2021年，%）

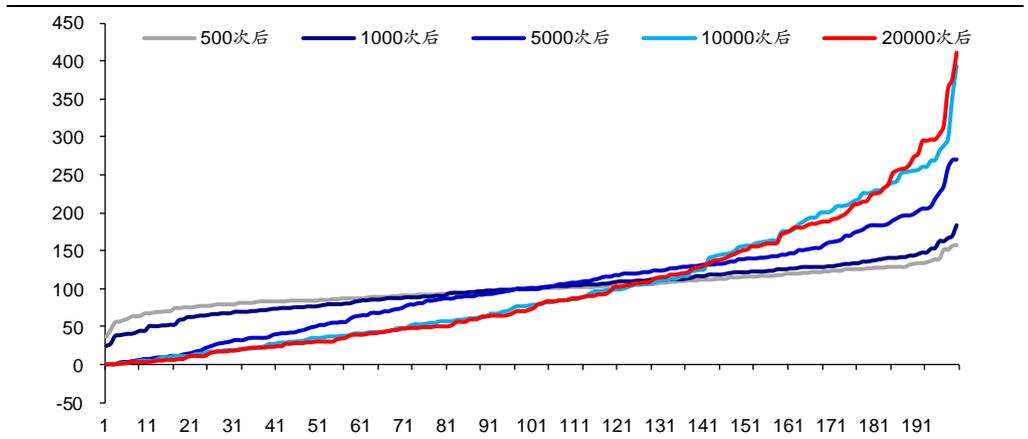


资料来源：World Inequality Database, HTI

了解完现状，我们来分析为什么会产生贫富分化？**原因一：公平的规则下也会产生不平均的结果。**我们用一个游戏模拟市场交易：假定有200人参与游戏，每人初始财富值都是100元，即绝对的平均分布。在每一次游戏当中，每人将自己的1元钱随机送给另一个人，并且每人获得钱的概率相同，然后重复这个游戏2万次。最后我们发现，随着游戏次数的增加，财富在人群当中的分布会变得越来越不平均。当游戏进行到2万次的时候，财富最多的20%的人基本上占有了50%的社会总财富。

所以我们会发现，哪怕是在最公平的规则下，也会带来财富分化的结果。这种财富集中分布的状况叫做帕累托分布，以著名经济学家帕累托（Vilfredo Pareto）名字命名。早在1896年帕累托就指出，意大利20%人口拥有了80%土地。

图3 游戏进行不同次数后的财富分布情况（元）

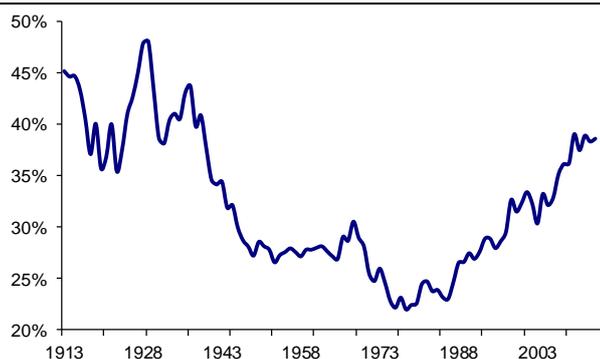


资料来源：HTI 测算

对照游戏，我们可以得出以下结论：由于经济在发展过程中会牵涉到各种各样的交易，即使每个人获得收入的机会完全相同，随着交易次数的增多，最终财富的分布也将越来越分化。也就是说，财富分化其实是和经济发展伴随的结果。

但我们并不能将财富差距扩大视为市场化和全球化的结果。因为市场化程度低的经济体贫富差距未必就小。财富分化的关键变量并不是市场化和全球化，而是经济增长过程中是否通过一定措施进行收入和财富的平衡和调整，从而在公平和效率之间寻求平衡。

图4 美国前1%的人的财富占比



资料来源：WID, HTI

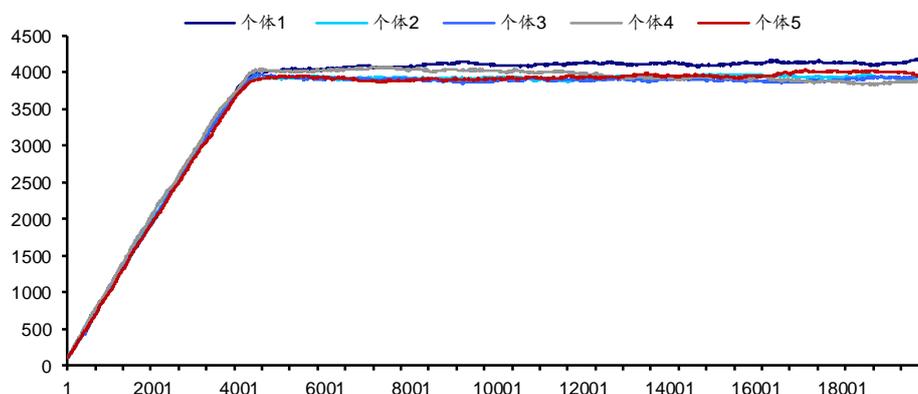
图5 美国前10%的人的收入占比



资料来源：WID, HTI

分化原因之二：机会并不相同。若我们将游戏规则稍作修改，假设这200个人当中有5个人，每一轮获得收入的概率都比其他人要高一倍，则结果显示，只需经过4000轮游戏，几乎所有的资产就都集中到了这5人手中。这说明如果提高一部分人获取收入的概率，财富会更加集中。

图6 提高个体获取收入概率后的财富变化情况（元）

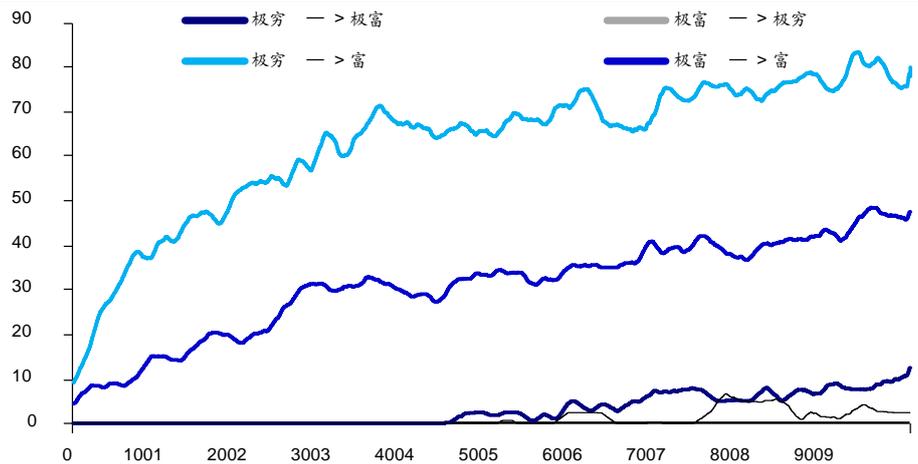


资料来源：HTI 测算

而在现实当中，每个人获取收入的能力并不完全一致。受运气、能力或社会资源等因素影响，一些人获取收入的概率会比其他人高很多。所以，如果获取收入的机会存在差异，那么贫富分化会来得更快。这也让我们联想到封建社会的地主，可以分为两类，一类为身份性地主，即通过自身特权或身份地位获取财富；另一类为非身份性地主，其可能在最开始时没有特权，但由于善于经商或务农，每年收入除了自身消费外还有剩余，就会形成储蓄。在古代重农抑商的环境中，储蓄只能去投资农业，即不断购买土地，久而久之就成为了地主。因此，获取收入的概率不同，也会加剧分化的速度。

分化原因之三：财富的路径依赖。在之前的游戏当中，我们假定每个人的初始财富完全一致。但在现实中，由于代际的传承，每个人的初始财富并不完全相同。在这种情况下，我们会发现财富分化具有一定的路径依赖。财富最少的人群如果想跳到财富最高的群体，从概率学上来说是非常低的，反之亦然。也就是说，财富经过一段时间的积累以后，分化格局一旦形成，都会有路径依赖，而且会不断的加强。

图7 游戏进行不同次数后的财富结构变化 (%)

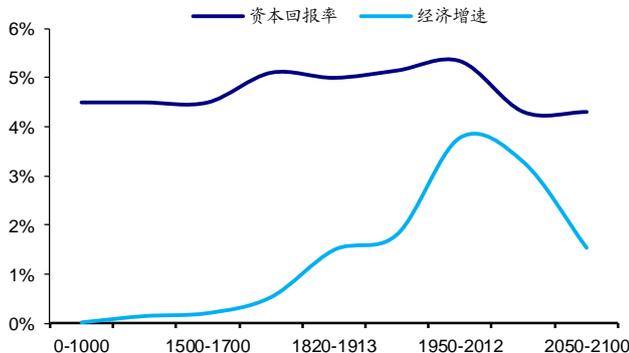


资料来源：HTI 测算

现实中有很多因素也会强化贫富差距的惯性。如 Thomas Piketty 在《21 世纪资本论》指出，资本回报率总是倾向于高于经济增长率，导致资本所有者获得的收入比劳动者获得的收入要多很多。也就是说，如果原始财富不一样，每一期获得收入的机会也是不一样的，这是全球贫富差距扩大的重要原因。

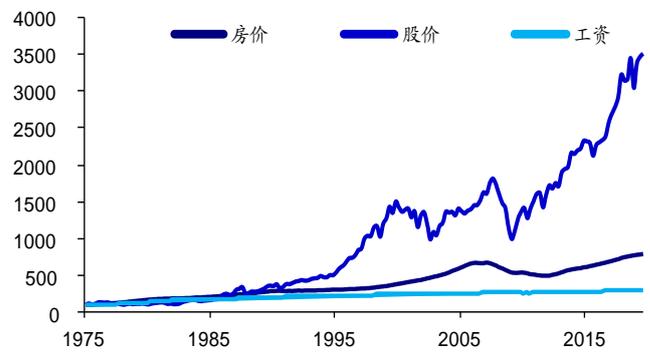
再比如，70 年以来，美国股票和房地产等资产的价格涨幅远远大于工资，资本所有者的资产升值速度比劳动者收入增长快。通俗来说就是，美国富人的财富投资到房产和股票上，升值越来越快，而穷人本身就没有多少财富，享受的财富升值收益很少，而工资的收入也赶不上房价和股价的涨幅。

图8 全球资本回报率和经济增速的对比



资料来源：Capital in the 21st Century, HTI

图9 美国资产价格和工人工资走势 (1974 年=100)

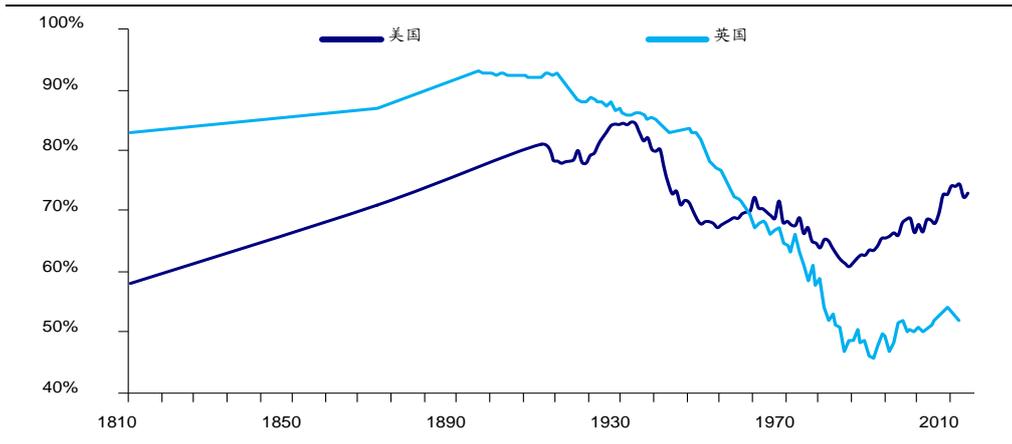


资料来源：WID, WIND, HTI

综上，我们通过数字模拟的小游戏来分析海外贫富分化产生的原因。首先，经济市场化发展本身就会带来一定的分化，同时每个人获取收入的概率并不完全一致，另外每个人的初始财富也不完全相同，所以就会产生贫富分化的结果。

拉长时间看，历史是公平和效率的轮回。工业革命后的一百多年内，经济快速增长，贫富分化逐渐加剧，美国和英国的贫富分化水平都在不断提高，在 20 世纪初达到了顶点。之后全球各个国家内部出现较多社会矛盾，整个社会环境也并不平和。随后，在经历了两次世界大战、欧美大规模贸易争端、以及发达经济的“大萧条”后，贫富差距在财富再平衡、再分配下逐渐缩小，并在 20 世纪 70 年代达到最低点。之后，随着全球经济再度增长，贫富分化又开始扩大，目前处于阶段性的高点。

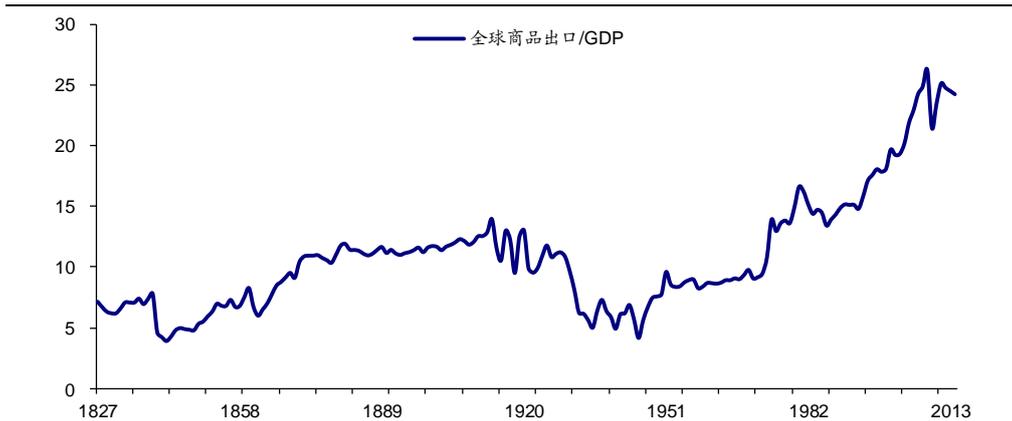
图10 英美前 10% 的人的财富占比 (%)



资料来源: Capital in the 21st Century, HTI

贫富差距扩大到一定程度后,会带来内部的不稳定,同时也很容易发生把内部问题向外部转移的现象。例如美国发起对中国的贸易摩擦,特朗普的上台本质上也是美国贫富分化的结果。而全球化的进程也会面临挑战。过去两百年中,全球化和贫富差距的变化趋势较为一致。工业革命后,全球化快速提高,之后各国关系开始变得紧张,全球化进程被一战打破,进入下滑期;二战以后,贫富分化达到低点,开启了再一次的全球化。所以从贫富分化的角度来说,我们认为现在可能处在全球化的最高点上。

图11 全球化的历史循环 (%)



资料来源: Fouquin and Hugot (2016), HTI

2. 资产配置: 与纸币赛跑

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_45704

