美国百年贫富差距

2021 年 03 月 31 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

报告要点：

■ ①美国百年贫富差距呈现 U 型，二战后 30 年间持续低位，1980 年以来差距持续扩大，特朗普任内继续走高。②真正有效缩小贫富差距的只有经济危机、战争，其他重要影响因素包括执政党更替、通胀、货币政策、财政税收、工会。③大类资产中，股票、房产、原油、黄金表现与贫富差距同向变化，国债走势与贫富差距背离。④贫富差距快速缩小时，美股消费相对收益更高，工业、房地产行业走低；贫富差距快速扩大时，科技相对收益较高，消费相对走低。⑤展望未来，若拜登有效控制贫富差距，美股消费行业有望复苏；若通胀进一步拉大贫富差距，科技受益。

正文摘要

■ **美国百年贫富差距：U 型变化，80 年代以来持续拉大。**①上世纪 20 年代美国贫富差距整体处于高位，之后进入阶段性下降区间。二战结束后美国贫富差距维持在较低水平，直到 80 年代初美国贫富差距又开始逐渐攀升。②本文选择美国最富有 10%人群收入/底层 10%人群收入和美国最富有 10%人群的收入占比作为主要的贫富差距观测指标，三个差距快速扩大区间：1999-2000 年、2003-2005 年和 2011-2012 年；三个差距快速缩小区间：2000-2001 年、2007-2009 年、以及 2012-2013 年。

■ **影响因素：仅战争及经济危机有效缩小差距，执政党更替、通胀、货币、财政税收、工会有重要影响。**①仅在经济危机和战争期间贫富差距会快速缩小。②政府：总统任期越长，贫富差距趋势的连续性越强。执政党更替时，贫富差距反向变化；③GDP 与通胀：经济增长较快时，贫富差距较小；通胀上行，贫富差距扩大。④货币：货币供应量增加对应贫富差距缩小。政策利率（联邦基金利率）与贫富差距并不存在明显关系。⑤财政：最高边际税率与贫富差距呈负相关。近年来贫富人群收入税差收窄，贫富差距明显拉大。⑥工会：美国工会权利和人数增加时，对应贫富差距呈缩小趋势。

■ **大类资产表现：普遍与贫富差距同向变动。**①股市、房产：作为美国高净值人群资产配置中最重要的两类资产，其价格表现与贫富差距显著正相关，牛市时贫富差距拉大，房价上涨时贫富差距扩大。②原油、黄金：贫富差距扩大时原油、黄金价格上涨。③国债：长期来看，贫富差距扩大过程中往往伴随着国债收益率下降。

■ **美股行业表现：贫富差距缩小消费占优，差距扩大科技更强。**①贫富差距快速缩小区间内，包括家庭耐用品、生物制药等消费行业的相对收益更高，而工业、地产表现相对较差。②在贫富差距快速上升区间，包括生物科技、互联网通信在内的科技行业相对收益更高，而汽车、生活必需品零售等消费行业表现相对较差。

■ **展望未来：高压经济均贫富或者通胀来袭扩大差距。**①假设 1：执政党交替、拜登上台后疫情得到控制、高压经济政策创造就业、富人/企业征税力度加大、工会议价能力提升，美国贫富差距或将缩小。预计消费板块迎来复苏，工业、地产走弱，而前期强势的科技行业面临下行压力。②假设 2：美联储超宽松货币政策不变，叠加经济强劲复苏预期使得通胀加速归来；疫苗的有效性、有效期和普及度仍待观察，未来疫情可能存在反复，贫富差距进一步扩大。在此假设下，预计科技行业继续强势，而消费板块仍将承压。

■ **风险提示：**全球疫情的不确定性；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格选择——市场温度计》2021-03-30
2、《论反弹的持续性：对业绩高增的因素拆分》2021-03-28
3、《东吴策略·行业风火轮——工业企业利润对 A 股盈利的前瞻判断》2021-03-27
4、《量化掘金：谁是次新股长期关键因子？——次新股系列 3》2021-03-25
5、《海外策略点评 20210325：如果美元指数持续走强，港股会怎样？》2021-03-25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 美国百年贫富差距 U 型变化，80 年代以来持续拉大 4
1.1. 百年贫富差距呈 U 型变化 4
1.2. 80 年代以来贫富差距被持续拉大 4
2. 有效缩小差距的手段有限，政治/货币/财政/工会有影响 5
2.1. 仅经济危机和战争可有效缩小贫富差距 5
2.2. 总统连任延续贫富差距趋势，执政党更替扭转方向 6
2.3. 经济高增贫富差距缩小，通胀上行差距拉大 7
2.4. 货币增发拉大贫富差距，政策利率相关性不大 8
2.5. 最高边际税率与贫富差距负相关 9
2.6. 工会议价能力提升将缩小贫富差距 11
3. 大类资产表现普遍与贫富差距同向变动 11
3.1. 美国股市表现与贫富差距显著正相关 11
3.2. 美国房产价格与贫富差距高度正相关 12
3.3. 原油价格与美国贫富差距同向变化 13
3.4. 黄金价格走势与美国贫富差距变化方向一致 13
3.5. 国债走势与贫富差距背离 14
4. 贫富差距缩小消费占优，差距扩大科技更强 14
4.1. 贫富差距缩小区间：消费走强，周期、地产走弱 15
4.2. 美国贫富差距上升区间：风格偏成长，科技行业走强，消费走弱 16
5. 未来展望：高压经济均贫富或者通胀来袭扩大差距 18
5.1. 假设 1：贫富差距缩小，消费行业走强 18
5.2. 假设 2：贫富差距扩大，科技继续强势 19
6. 风险提示 21

图表目录

图 1：美国百年贫富差距呈“U”型变化 4
图 2：1980 年代以来，各财富分配指标均显示出美国的贫富差距在逐渐扩大 5
图 3：经济危机和战争期间美国贫富差距快速缩小 6
图 4：总统连任会增强美国贫富差距变化趋势的连续性 7
图 5：经济增速较快时美国贫富差距较小，经济增长趋缓时贫富差距整体扩大 7
图 6：通胀上行往往伴随贫富差距扩大 8
图 7：货币增发伴随贫富差距扩大 9
图 8：政策利率与贫富差距无明显关系 9
图 9：美国最高边际税率与贫富差距水平呈现明显负相关 10
图 10：美国各阶层收入税差持续收窄 10
图 11：美国工会人数占比与贫富差距 11
图 12：美国股市表现与贫富差距显著正相关 12
图 13：美国房屋价格指数走势与贫富差距变化趋势相同 12
图 14：原油价格与美国贫富差距同向变化 13
图 15：黄金期货收盘价与美国贫富差距变化方向一致 14
图 16：美国十年期国债收益率与贫富差距变化方向背离 14
图 17：美国 2000-2001 年贫富差距快速下降区间各行业相对标普 500 超额收益 15
图 18：美国 2007-2009 年贫富差距快速下降区间各行业相对标普 500 超额收益 16
图 19：美国 2012-2013 年贫富差距快速下降区间各行业相对标普 500 超额收益 16
图 20：美国 1999-2000 年贫富差距快速上升区间各行业相对标普 500 超额收益 17
图 21：美国 2003-2005 年贫富差距快速上升区间各行业相对标普 500 超额收益 17
图 22：美国 2011-2012 年贫富差距快速上升区间各行业相对标普 500 超额收益 17
图 23：疫情爆发以来美国贫富差距被进一步扩大 18
图 24：2020 年 3 月至 5 月美联储大量增发货币 20
图 25：2009 年以来美国居民部门杠杆率持续下降 20
图 26：美国长期抵押贷款利率目前处历史极低水平 21
图 27：拜登支持者主要为金融科技及医药行业 21

表 1：拜登政策方针及主要主张 19

审视疫情对全球经济造成的中长期冲击，贫富差距扩大是无法绕开的话题，失业率高企、大量中小企业倒闭，科技巨头市占率提升、富人阶层资产上涨，疫情将全球贫富差距进一步拉大。

以远景视角反观全球政策，就不难理解拜登政府对通胀容忍度空前提升，意在使经济处于极端过热，扩大就业，解决特朗普留下的贫富差距烂摊子。欧盟讨论对跨国互联网科技巨头征收“数字税”。国内蚂蚁上市暂缓，强化金融监管与反垄断。

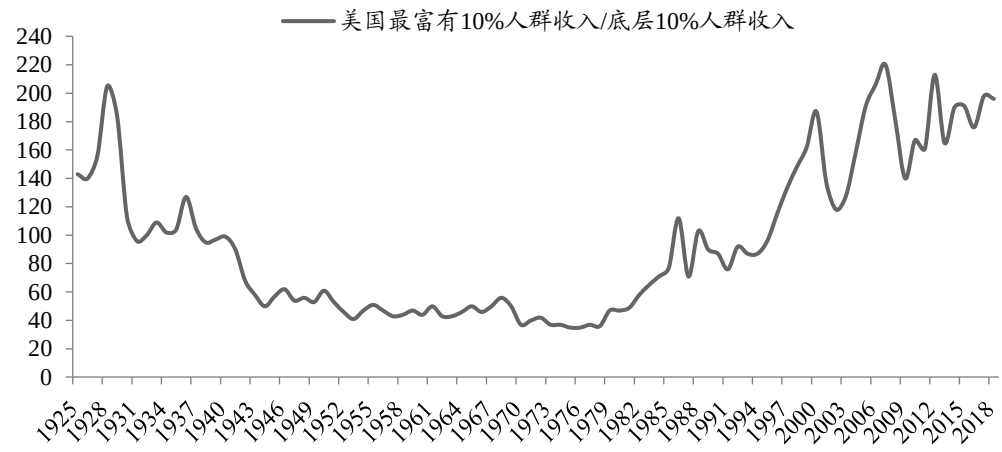
本专题我们取他山之石，回顾美国过去百年的贫富差距变化，分析影响贫富差距的关键因素，讨论不同阶段大类资产和行业的表现。

1. 美国百年贫富差距 U 型变化，80 年代以来持续拉大

1.1. 百年贫富差距呈 U 型变化

美国近百年贫富差距呈“U”型变化。美国在上世纪初一战期间发了战争财，随后贫富差距不断扩大，到 1928 年美国最富有 10%人群收入/底层 10%人群收入（以下简称“收入比”）达到 205 的高点。1929 年爆发大萧条，此后二战爆发，美国贫富差距进入下降区间。1945 年二战结束到 70 年代末，美国贫富差距维持在较低水平，收入比稳定在 40 左右。80 年代至今，美国贫富差距又开始逐渐攀升，收入比从 1980 年 47 上升至 2018 年 196。

图 1：美国百年贫富差距呈“U”型变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

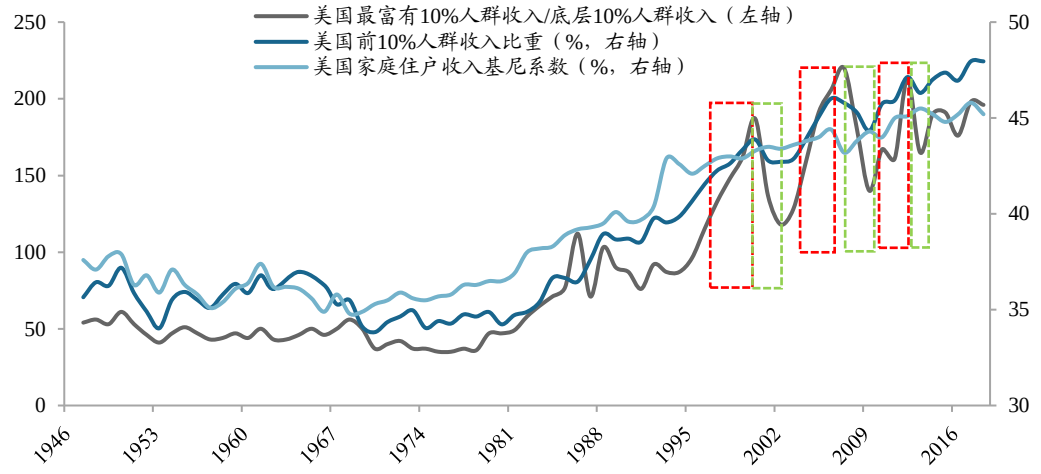
1.2. 80 年代以来贫富差距被持续拉大

20 世纪 80 年代以来，各财富分配指标均显示出美国的贫富差距持续扩大。基尼系数是国际通用的衡量贫富差距的关建指标，从“0”到“1”代表收入分配从平等到不平

请务必阅读正文之后的免责声明部分

等，并把 0.4 作为收入分配差距的“警戒线”。美国自 1989 年开始家庭住户收入的基尼系数已经超过 0.4，并在 2018 年达到 0.45；这表明美国家庭住户之间的收入出现了较大差距。但是，由于基尼系数的整体波动不大，并且无法反映美国不同阶层的贫富状况，因此本文选择美国最富有 10%/底层 10%人群收入和美国最富有 10%人群的收入占比作为主要的贫富差距观测指标（两项指标均与基尼系数趋势一致）。**可以发现过去 40 年美国三个贫富差距快速扩大区间：1999-2000 年、2003-2005 年、2011-2012 年。三个快速缩小区间：2000-2001 年、2007-2009 年、2012-2013 年。**

图 2：1980 年代以来，各财富分配指标均显示出美国的贫富差距在逐渐扩大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

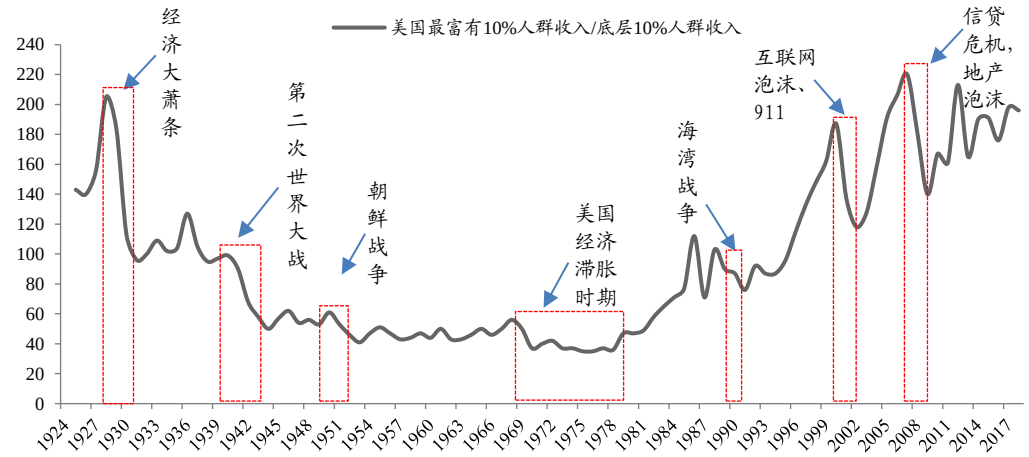
2. 有效缩小差距的手段有限，政治/货币/财政/工会有影响

2.1. 仅经济危机和战争可有效缩小贫富差距

百年经验显示：快速缩小贫富差距的宏观因素只有经济危机和战争。1929-1933 年美国陷入经济大萧条，股市下跌，企业破产，富人资产大幅缩水，贫富差距迅速缩小，收入比从 1929 年 184 下降至 1931 年 96；70 年代石油危机叠加传统产业衰落，美国经济进入滞胀期，经济停滞，通胀严重，大量企业倒闭，贫富差距处于较低的水准，收入比维持在 37 左右低位；2000 年互联网泡沫破灭导致科技股快速走跌以及大量互联网公司破产，美国富人阶层财富严重缩水，贫富差距迅速缩小，收入比从 2000 年 187 降至 2002 年 118；2007 年次贷危机席卷全球，美国股市大跌，多家大型金融机构破产或被政府接管，贫富差距进一步降低，收入比从 2007 年 220 降至 2009 年 140。除经济危机外，战争也是影响贫富差距的重要宏观因素，战争破坏了全球经济增长和稳定预期，造成了直接财产破坏，对富人阶层财富影响更大，因此战争期间往往伴随着贫富差距快速缩小。1939-1945 年第二次世界大战期间，美国收入比从 97 下降至 57；1950-1953 年朝鲜战争期间，美国收入比从 61 下降至 41。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：经济危机和战争期间美国贫富差距快速缩小



数据来源：Emmauel Saez，东吴证券研究所

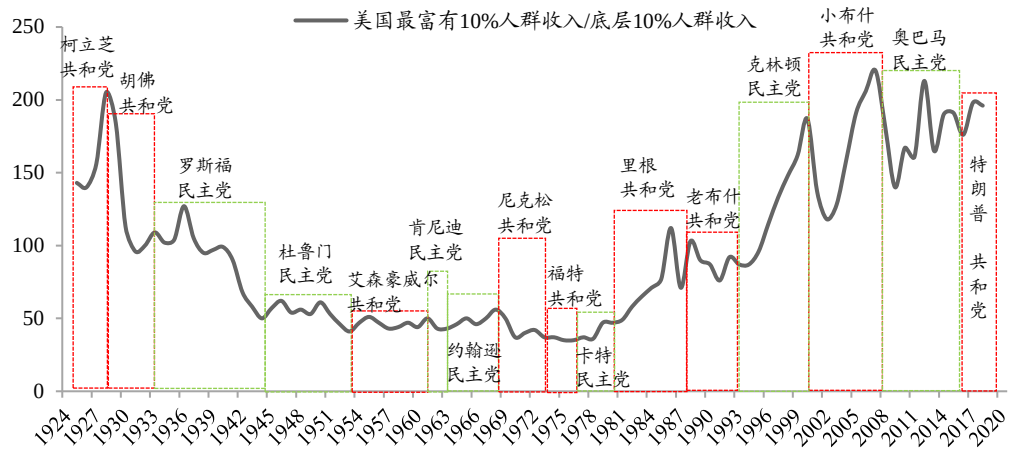
2.2. 总统连任延续贫富差距趋势，执政党更替扭转方向

总统任期越长，贫富差距单一趋势越强。罗斯福于 1933 年至 1945 年任美国总统，任期长达十二年，其新政几乎涉及美国社会经济各方面，连任期间美国贫富差距大幅收缩，收入比从 1933 年 109 降至 1945 年 57。1951 年美国宪法第二十二条修正案规定，任何人担任总统职务不得超过两届，此后连任总统政策连续性和稳定性明显更强，贫富差距单一趋势越强。里根 1981-1989 连任美国总统，期间美国贫富差距持续扩大，收入比从 49 持续升至 103；克林顿 1993-2001 年连任美国总统，收入比从 76 一路升至 187；小布什 2001-2009 年连任美国总统，收入比从 118 升至 181；奥巴马 2009-2017 年连任美国总统，收入比从 140 波动上行至 198。

执政党派更替，贫富差距朝相反变化。美国历史上一般由民主党和共和党两党轮流执政，美国民主党和共和党分别代表了不同的执政理念及政策导向。通常来说，民主党一般主张国家干预的凯恩斯主义及扩张性的经济政策，以减少社会阶层之间的收入不平等为经济增长的主要目标；共和党则主张自由放任的保守主义及紧缩性的经济政策，制定经济政策一般优先考虑使企业和投资者受益。但实际并未发现民主党执政期间贫富差距有明显缩小，政策方针更多是宣传作用。不过我们发现，执政党发生更替后，贫富差距变化在短期内往往会与原来的方向相反，这主要因为美国不同的社会阶层有着不同的利益诉求，两党争夺总统职位时为了获取选票会使其政策与一部分人的利益保持一致，所以必然会有阶层倾向，最直观的体现就是不同阶层人群收入的变化情况。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：总统连任会增强美国贫富差距变化趋势的连续性

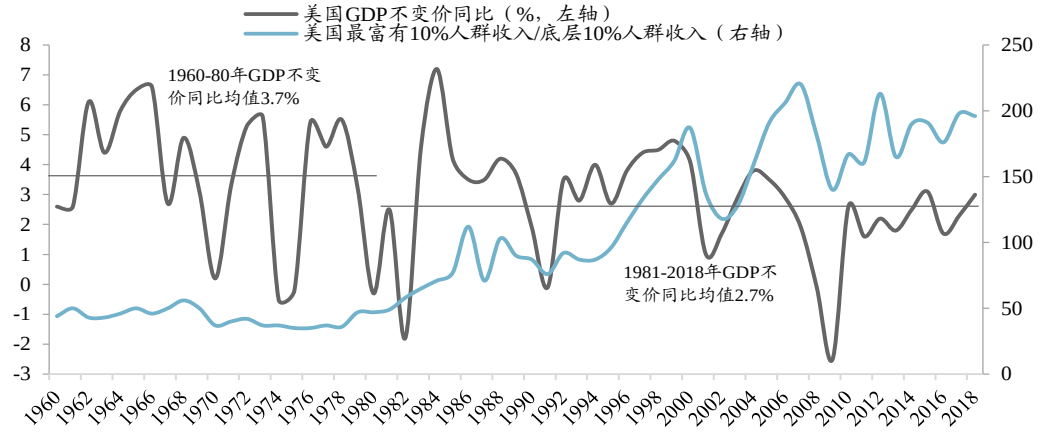


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 经济高增贫富差距缩小，通胀上行差距拉大

经济增长较快时，美国贫富差距较小；经济增长趋缓，贫富差距整体扩大。以 1980 年为界，我们将美国经济发展划分为两个阶段。第一阶段，面对各种危机与“滞涨”，经济发展弊端显露，GDP 虽整体增长较快，平均接近 4%，但波动较大，收入差距总体维持在较低的水平。第二阶段，通过调整政策，经济持续稳定发展，90 年代进入新经济时代，GDP 整体增长率降低至 3%以下，除 2008 年金融危机引发的震荡外，整体趋于平稳。当发展已达到较高水平，经济增速会不可避免地出现减缓，这对世界上任何国家来说都一样。我们可以直观地看出，在 1980 年以来的第二阶段，随着美国总体经济发展水平的提高，GDP 增速放缓，贫富差距有一个较大的上升。同时，短期内贫富差距的变化与 GDP 增速的变化基本呈正相关关系，且贫富差距的变化略滞后于 GDP 增速变化。

图 5：经济增速较快时美国贫富差距较小，经济增长趋缓时贫富差距整体扩大

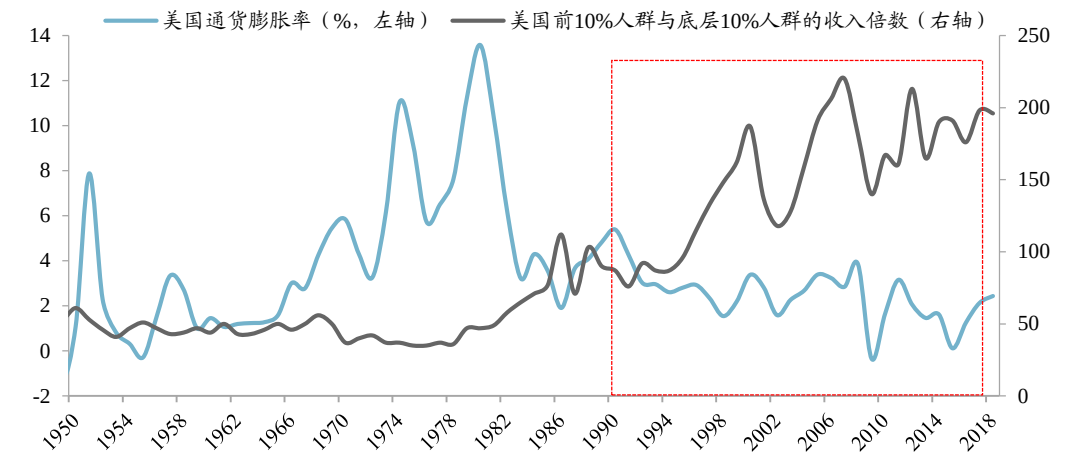


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中短期来看，通胀上行，贫富差距扩大。根据美国劳工部公布的核心通货膨胀率数据显示，在贫富差距快速扩大区间，1999-2000 年、2003-2005 年、2010-2012 年间通货膨胀率分别上涨 54pct、49pct 和 26pct；而在贫富差距快速下降阶段，2000-2001 年、2007-2009 年、2012-2013 年间通货膨胀率分别下降了 16pct、112pct 和 29pct，其变化与贫富差距的变化基本一致。原因在于，在通胀快速上行的阶段，低收入阶层受影响的程度通常大于高收入阶层。一方面是因为低收入阶层的消费支出占其收入的比重较大，消费品价格的上涨会大幅度增加其消费支出，从而增加财务负担；另一方面，在通货膨胀的环境下，高收入阶层往往有更多的渠道来增加收入，因此其名义收入的增长有可能超过通货膨胀率的增长，而低收入阶层增加收入的可能性较小，因此实际收入降低的可能性更大。在 90 年代之前，美联储的货币政策核心目标更多是利率而非通胀，所以高通胀往往伴随的是经济停滞、市场失灵，与贫富差距变化的关联性有限。

图 6：通胀上行往往伴随贫富差距扩大

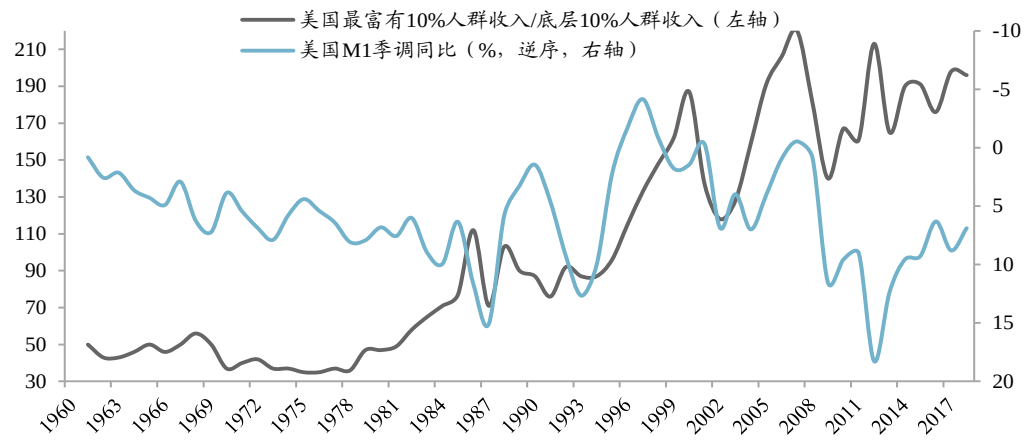


数据来源：美国劳工部，东吴证券研究所

2.4. 货币增发拉大贫富差距，政策利率相关性不大

货币增发往往伴随着美国贫富差距扩大。从 1961 年到 1985 年美国一直维持高增速的货币供给，宽松货币政策加剧滞胀，贫富差距保持较低水平。随着里根总统（1981-1989 年）稳健的货币政策和减少政府干预等财政措施使美国逐渐走出经济滞胀时期，1990 年以来美国货币供应量与贫富差距的相关性逐渐显现。货币供应量大幅增加时，通胀上行，富人资产膨胀，贫富差距扩大。

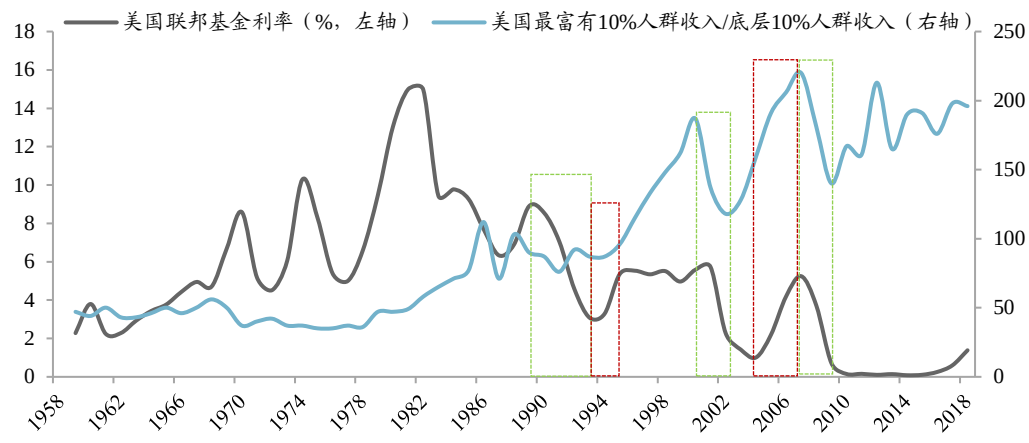
图 7：货币增发伴随贫富差距扩大



数据来源：Wind，Emmauel Saez，东吴证券研究所

政策利率与贫富差距长期看并不存在明显关系。比如 1989-1993 年美国联邦基金利率从 8.9%降至 3.1%，同期贫富差距并没有显著变化；2000-2002 年美国联邦基金利率从 5.6%降至 2.3%，同样贫富差距未见明显扩张；2007-2010 年为应对经济危机，联邦基金利率从 5.3%降至 0.2%，收入比从 220 降至 167，贫富差距缩小主要是由于危机下高风险资产的下跌。

图 8：政策利率与贫富差距无明显关系



数据来源：Wind，东吴证券研究所

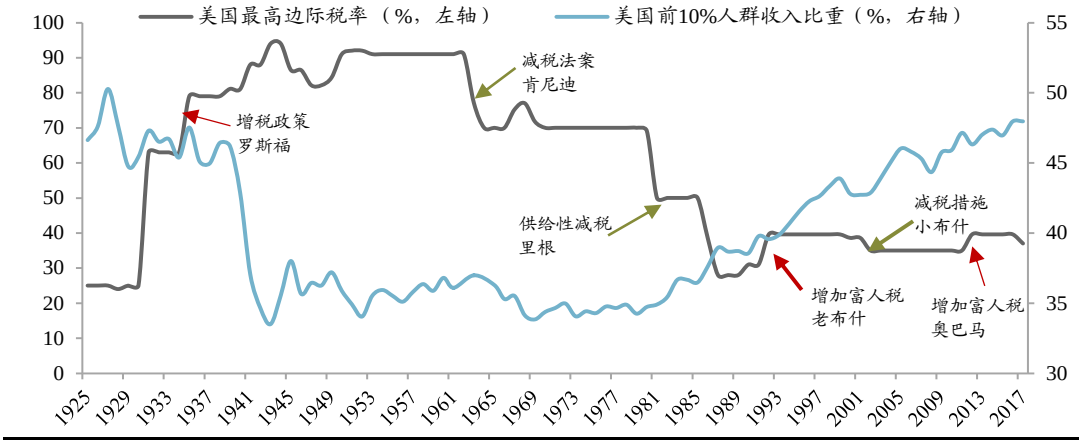
2.5. 最高边际税率与贫富差距负相关

最高边际税率与贫富差距水平呈现明显负相关。最高边际税率是对最富有的人群征收的个人所得税税率，因此当最高边际税率调高时，富人财富将受损缩水，从而降低了贫富差距。1933 年罗斯福上台后推行“新政”来应对大萧条，美国最高边际税率从 1933 年 63%一路上调至 1944 年 94%，同期美国收入前 10%人群收入占比从 46.5%降至 33.5%，贫富差距明显缩窄。同样当下调最高边际税率时，贫富差距将被拉大。1980 年代为了应

对“滞胀”危机，里根政府在 1981 年推出《经济复苏法案》，其中减税政策主要包括：降低个人所得税、企业所得税、资本利得税。美国最高边际税率从 1981 年 69%逐级降至 1988 年 28%，同期贫富差距被拉大，收入前 10%人群收入占比从 34.7%升至 38.9%。

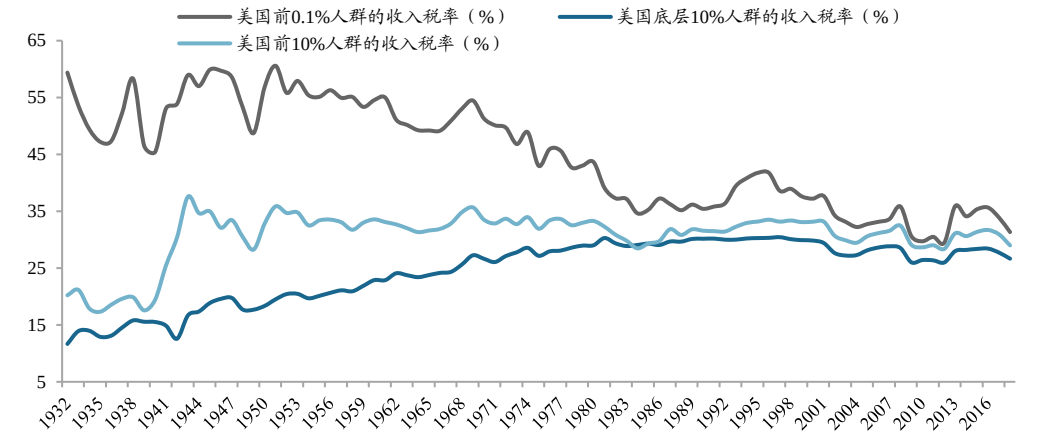
近年来贫富人群收入税差收窄，贫富差距明显拉大。回顾美国不同阶层百年来收入税率，富人实际税率不断降低而底层人群税率上行，贫富人群收入税差不断收窄，贫富差距明显扩大。1980 年以来，美国最富有的前 10%人群收入税率从 33.3%降至 2018 年 29.0%，而底层 10%人群收入税率从 29.0%降至 26.7%，收入税差从 4.3%收窄至 2.3%，同期贫富差距拉大，收入比从 47 升至 196。

图 9：美国最高边际税率与贫富差距水平呈现明显负相关



数据来源：Piketty Saez Zucman，东吴证券研究所

图 10：美国各阶层收入税差持续收窄



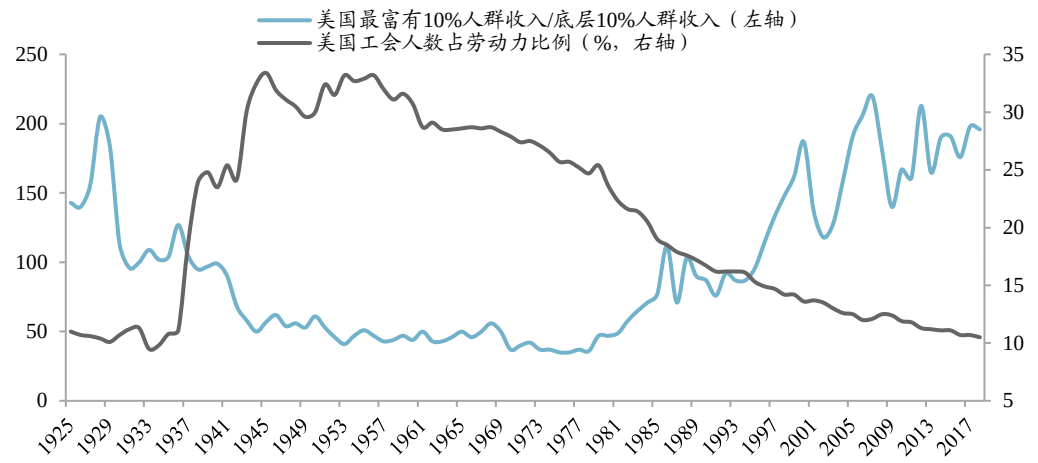
数据来源：Piketty Saez Zucman，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.6. 工会议价能力提升将缩小贫富差距

美国工会权利和人数增加，贫富差距呈缩小趋势。大萧条的爆发造成了严重的社会危机，为缓解紧张的劳资关系以及稳定日渐动荡的社会秩序，1935 年罗斯福总统通过《国家劳工关系法》，赋予工会代表工人谈判的权利，这一规定使得工人的工资得以大幅改善。1935-1946 年美国工会人数占劳动力比例从 10.8%增加至 33.4%，同期贫富差距呈明显缩小趋势，收入比从 127 降至 54。然而随着 1980 年代美国工会运动受到政治和经济上的双重打击，美国工会权利日渐下降，工会人数占劳动力比例从 1980 年的 24%下降到 2018 年 11%，同期贫富差距明显拉大，收入比从 47 增加到 196。

图 11：美国工会人数占比与贫富差距



数据来源：Wind，Emmauel Saez，东吴证券研究所

3. 大类资产表现普遍与贫富差距同向变动

大类资产表现与贫富差距变化相关，美国富人主要投资房产和股票。回顾美国百年历史，大类资产表现往往和贫富差距的变化有着紧密关系。莱坊 2020 年发布的《财富报道》显示，高净值人群资产配置中最大的两类投资是是房产（27%）和股票类投资（23%），这两类资产的收益表现在很大程度上与贫富差距的水平相关。

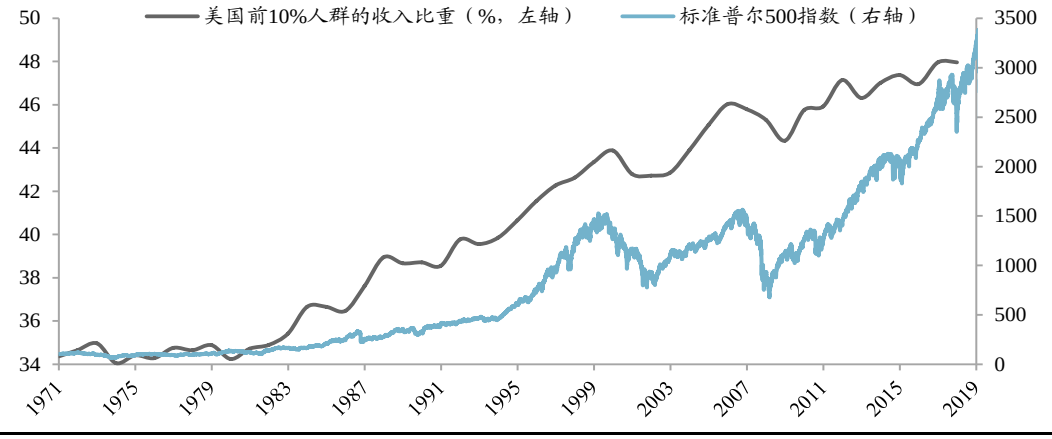
3.1. 美国股市表现与贫富差距显著正相关

美国股市表现与贫富差距显著正相关，牛市时贫富差距拉大。由于股票资产在美国富人的资产配置中占很高比例，因此股市的强势表现会给富人带来可观的收益，而相比富人，底层人群能用来投资股票市场的财富不多，因此当股市走牛时，贫富差距往往被拉大。回顾美股长牛，标普 500 指数从 1971 年底 102 点持续升至 2018 年底 2486 点，期间贫富差距被大幅拉大，美国前 10%人群收入占比从 1971 年 34.4%升至 2018 年 48.0%。而阶段性的熊市往往会使富人财富缩水，从而缩小贫富差距，2007 年金融危机下，标普

请务必阅读正文之后的免责声明部分

500 从 2007 年底 1478 点下跌至 2009 年中低点 677 点，这一阶段贫富差距小幅收窄，美国前 10%人群收入占比从 45.8%降至 44.3%。

图 12：美国股市表现与贫富差距显著正相关

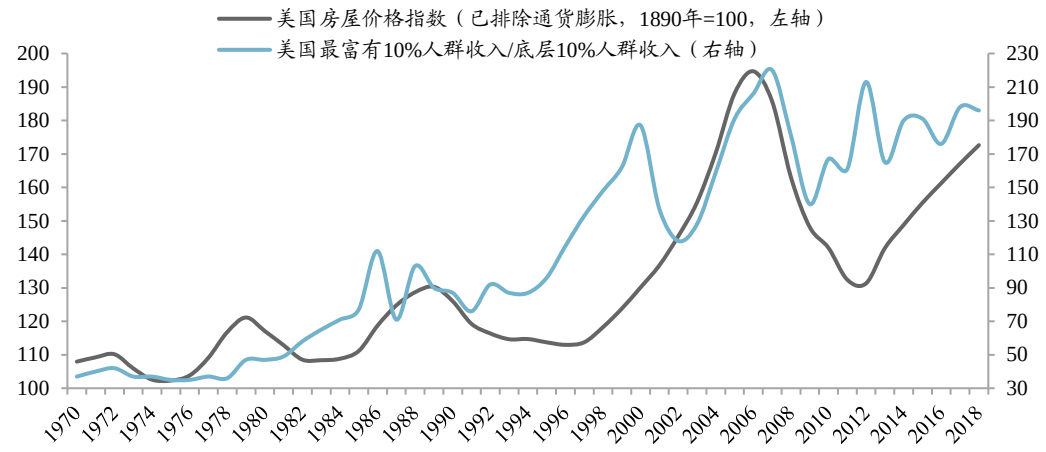


数据来源：Wind，Piketty Saez Zucman，东吴证券研究所

3.2. 美国房产价格与贫富差距高度正相关

美国富人高配房产，房价上涨时贫富差距扩大。莱坊 2020 年发布的《财富报道》显示，房产是美国高净值人群资产配置中占比最大的资产，房屋价格上涨会给富人带来财富的积累，而对底层人群来说，随着房价的上涨，人们越来越难以承担高昂的房价。历史上美国的房产价格与贫富差距表现出高度的正相关性：在贫富差距快速扩大区间：1999-2000 年美国 Robert Shiller 房屋价格指数上涨了 5%，2003-2005 年上涨了 21%，2011-2012 年间上涨了 7%；在贫富差距快速缩小区间：2007-2009 年间房屋价格指数下降了 20%。根据美国商务部数据，虽然 2020 年美国受新冠疫情影响严重，但房屋销售表现强劲，新屋销售当月同比从 4 月-18.8%升至 10 月 45.5%，房屋价格指数较 19 年同期上涨了 15%，我们认为这也是疫情期间美国贫富差距扩大的原因之一。

图 13：美国房屋价格指数走势与贫富差距变化趋势相同



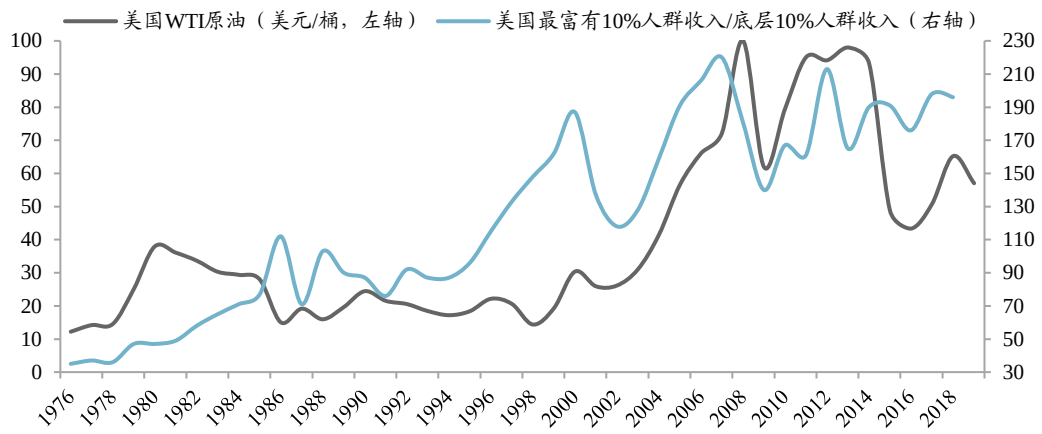
数据来源：Robert Shiller，Emmauel Saez，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.3. 原油价格与美国贫富差距同向变化

油价上涨贫富差距扩大。从整体上看，除了上个世纪 80 年代，石油输出国组织（OPEC）在全球石油市场占有绝对定价权的阶段以外，原油价格走势与美国贫富差距呈现同向变化的特点。在贫富差距快速扩大区间：1999-2000 年 WTI 原油价格上涨 57%、2003-2005 年上涨 82%、2010-2012 年上涨 18%；而在贫富差距快速收窄区间：2000-2001 年 WTI 原油价格下降了 15%，2008-2009 年下降了 38%，2012-2014 年下降了 0.9%。石油需求主要由经济发展水平和替代能源的应用等因素决定，长期看石油价格与经济增速明显正相关，在经济复苏和繁荣期，贫富差距扩大的同时，原油价格进一步走高。

图 14：原油价格与美国贫富差距同向变化



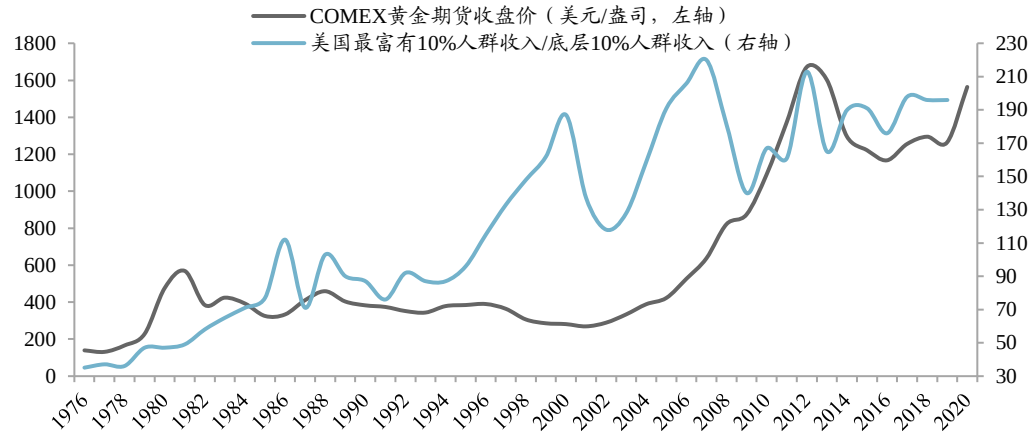
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 黄金价格走势与美国贫富差距变化方向一致

长期来看，贫富差距逐渐扩大时，黄金价格上升。从整体上看，黄金价格长期走势与美国贫富差距变化方向一致，1980-2018 年，美国最富有 10%人群收入/底层 10%人群收入从 47 大幅提升至 196，同期 COMEX 黄金期货收盘价从 477 美元/盎司上涨至 1296 美元/盎司。通常情况下，黄金价格的走向与通货膨胀相关，通胀上行区间，人们的持币意愿降低，更倾向于购入黄金，进而对黄金价格构成支撑。由于短期内贫富差距与通胀正相关，因此贫富差距拉大时往往伴随黄金价格上涨。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 15：黄金期货收盘价与美国贫富差距变化方向一致

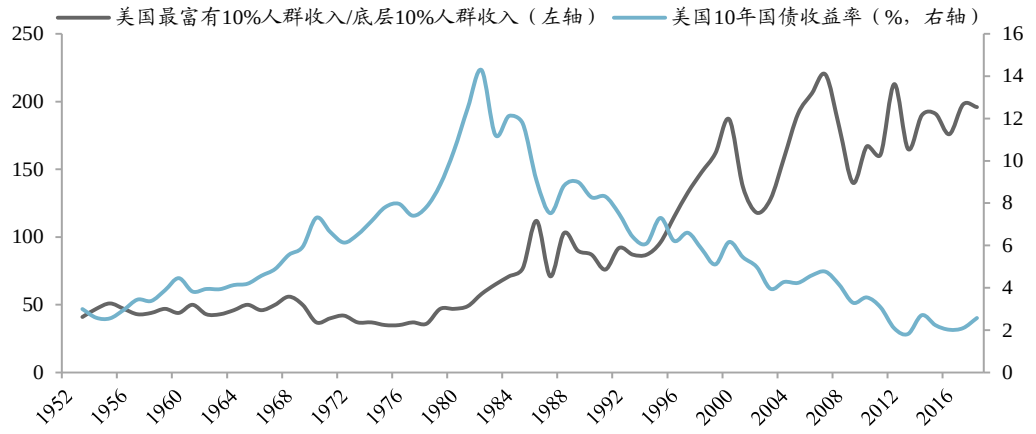


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.5. 国债走势与贫富差距背离

长期来看，贫富差距扩大过程中往往伴随国债收益率下行。前文分析，美国政策利率（联邦基金利率）与贫富差距并不存在明显关系，但美国国债收益率走势与贫富差距整体呈现背离。从大趋势看，1980-2018 年，美国最富有 10%人群收入/底层 10%人群收入从 47 大幅提升至 196，同期 10 年期国债到期收益率从 10.5%持续下降至 2.6%。

图 16：美国十年期国债收益率与贫富差距变化方向背离



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 贫富差距缩小消费占优，差距扩大科技更强

贫富差距快速缩小区间，消费走强；贫富差距快速扩大时，科技行业表现更强势。根据标普全球行业分类系统（GICS）的三级分类标准，我们选取了每个区间内相对标普

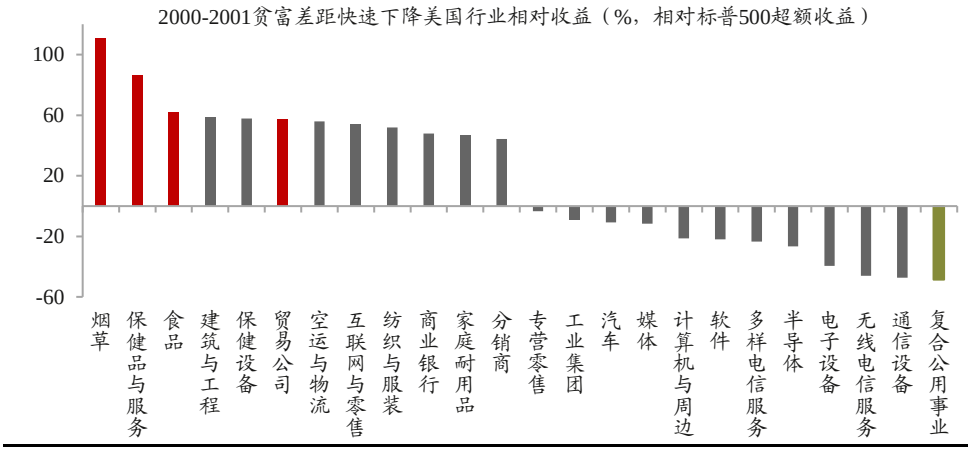
请务必阅读正文之后的免责声明部分

500 指数超额收益最高及最低的各 12 个行业进行分析（共 68 个行业）。在贫富差距快速缩小区间（2000-2001、2007-2009、2012-2013），消费行业相对收益更强；而在贫富差距快速扩大区间（1999-2000、2003-2005、2011-2012），高新技术行业相对收益更强。

4.1. 贫富差距缩小区间：消费走强，周期、地产走弱

贫富差距快速缩小时，消费行业相对收益更高，工业、房地产行业走低。贫富差距缩小往往对应着富人财富缩水，中低阶层消费能力相对有所提升，因此在我们统计的三段贫富差距快速缩小区间内，包括家庭耐用品、生物制药等消费行业的相对收益更高，而工业、地产表现相对较差。其中 2000-2001 年贫富差距快速缩小区间，相对标普 500 超额收益最高的三个行业分别：烟草（111%）、保健品与服务（86%）、食品（62%）；最低的三个行业：复合公用事业（-49%）、通信设备（-47%）、无线电信服务（-46%）。2007-2009 年超额收益最高的三个行业：互联网零售（147%）、计算机（55%）、建筑与工程（49%）；最低的三个行业：抵押金融（-74%）、综合金融（-45%）、无线电信（-40%）。2012-2013 年超额收益最高的三个行业：互联网零售（103%）、生物科技（93%）、建筑产品（71%）；最低的三个行业：金属与矿业（-62%）、多样化消费服务（-53%）、电力公用事业（-48%）。

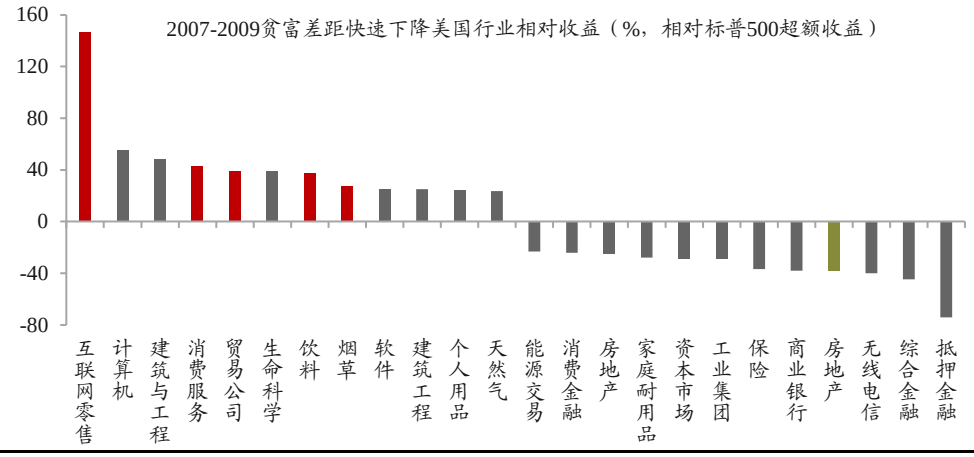
图 17：美国 2000-2001 年贫富差距快速下降区间各行业相对标普 500 超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

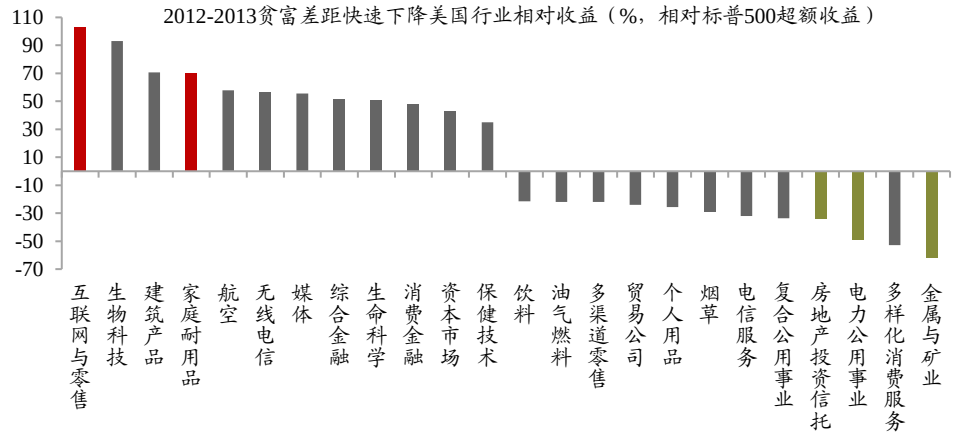
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 18：美国 2007-2009 年贫富差距快速下降区间各行业相对标普 500 超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19：美国 2012-2013 年贫富差距快速下降区间各行业相对标普 500 超额收益



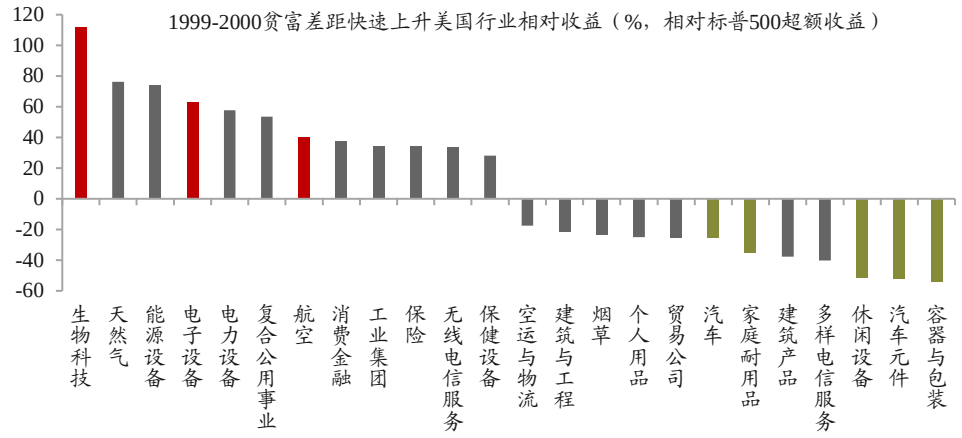
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 美国贫富差距上升区间：风格偏成长，科技行业走强，消费走弱

在贫富差距快速上升区间，科技行业相对收益较高，消费相对走低。在我们统计的三段贫富差距快速扩大区间内，包括生物科技、互联网通信在内的科技行业相对收益更高，而汽车、生活必需品零售等消费行业表现相对较差。其中 1999-2000 年贫富差距快速扩大区间，相对标普 500 超额收益最高的三个行业分别：生物科技（111%）、天然气（76%）、能源设备（74%）；最低的三个行业：容器与包裹（-54%）、汽车元件（-52%）、休闲设备（-52%）。2003-2005 年超额收益最高的三个行业：无线电信服务（142%）、建筑与工程（126%）、互联网与零售（114%）；最低的三个行业：汽车（-64%）、消费服务（-52%）、医药（-51%）。2011-2012 年超额收益最高的三个行业：生物科技（55%）、无线电信服务（51%）、保健技术（51%）；最低的三个行业：金属与矿业（-50%）、抵押金融（-40%）、航空（-35%）。

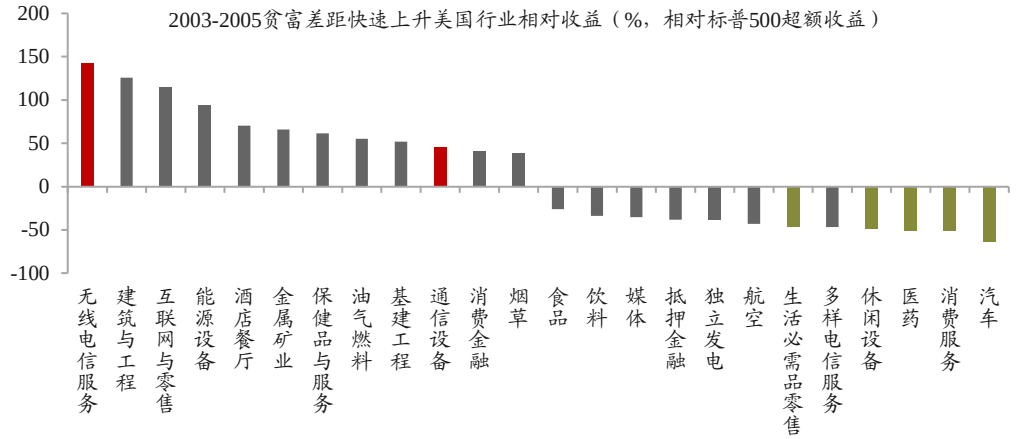
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 20：美国 1999-2000 年贫富差距快速上升区间各行业相对标普 500 超额收益



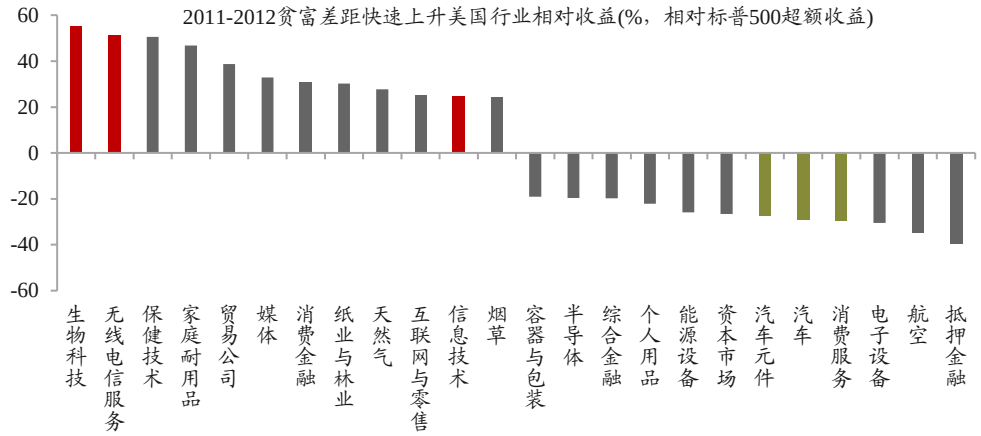
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：美国 2003-2005 年贫富差距快速上升区间各行业相对标普 500 超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：美国 2011-2012 年贫富差距快速上升区间各行业相对标普 500 超额收益



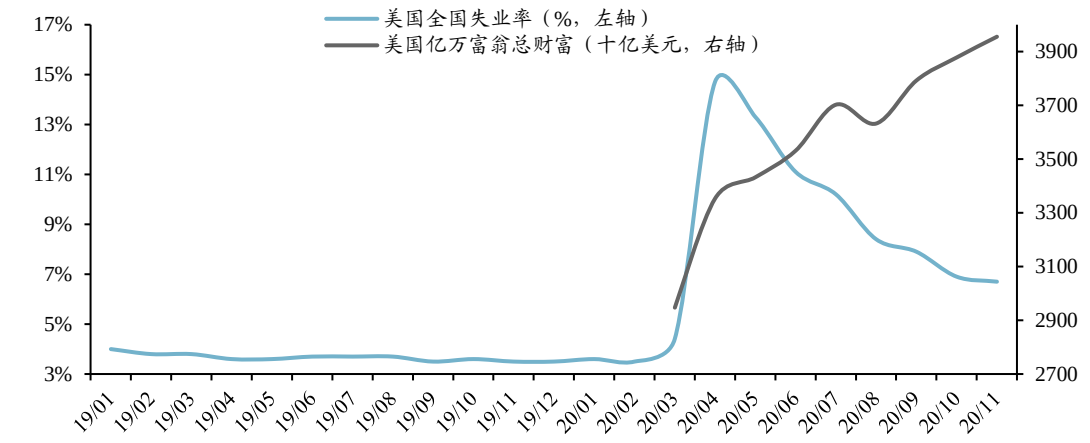
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 未来展望：高压经济均贫富或者通胀来袭扩大差距

疫情冲击下，美国贫富差距进一步扩大。疫情爆发以来，美国失业率高企、大量中小企业倒闭，而科技巨头股价持续上行、富人财富屡创新高，贫富差距进一步拉大。受疫情影响，2020 年 4 月美国全国失业率达到 14.7%，虽然目前已下降至 7%左右，但较疫情前 3.6%仍处于较高水平。与之相对的是美国富人阶层的总财富在疫情期间快速上升，截至 2020 年 11 月，美国亿万富翁总财富接近 4 万亿美元，自 2020 年 3 月以来增长超过 1 万亿美元，其中近 20%由 Top5 富豪的财富增值带来。

图 23：疫情爆发以来美国贫富差距被进一步扩大



数据来源：Forbes，Department of labor，东吴证券研究所

5.1. 假设 1：贫富差距缩小，消费行业走强

根据前文分析，目前诸多变化或将缩小美国贫富差距，具体包括执政党交替、拜登上台后疫情得到控制、高压经济政策创造就业、富人/企业征税力度加大、工会议价能力提升。在此假设下，预计消费板块迎来复苏，工业、地产走弱，而前期强势的科技行业也可能面临下行压力。

执政党更替有望缩小贫富差距。拜登政府上台，美国执政党从共和党更替为民主党，根据前文研究结果，总统未获连任的情况下贫富差距单一趋势走弱，执政党发生变更后贫富差距变化往往会与之前方向相反，因此从政府因素看，后续美国贫富差距有望缩小。

美债隐含经济强劲预期，拜登高压经济助推就业。美债 10 年期利率自年初突破 1%关键点位后快速走高，目前升至 1.7%附近，长端利率上升快于短端，收益率陡峭化更多隐含市场对于经济强劲复苏的预期。①疫苗加快接种，截至 3 月 28 日美国新冠疫苗接种总数已超 1.3 亿剂，接种率约为 39%，3 月以来平均每日接种 230 万人，按此进展推测，2021 年夏天美国有望实现群体免疫。②拜登高压经济政策持续注入“强心剂”。3 月 11 日拜登签署 1.9 万亿疫情纾困法后，再次提出追加 3 万亿基建投资计划，同时 3

月 17 日美联储表态将维持超宽松货币政策，财政货币两宽旨在将经济推至极度过热状态，从而创造就业岗位，吸引去年因疫情永久退出劳动力市场的人群重返就业，从而缩小贫富差距。

加大富人/企业征税力度，提升工会影响力。按照拜登的竞选主张，未来将会加大对富人和企业征收所得税，并为低收入阶层提供福利补贴。拜登提议从 2021 年开始将企业所得税从平均 21%提高到 28%;将个人所得税的最高税率从 37%恢复至特朗普上台前的 39.6%，并向年收入超过 40 万美元的人群加征社会保障税，向年收入超过 100 万美元的家庭加征与个税同等水平的长期资本利得税，而对低收入群体和小企业进行税收抵免。此外，对于作为民主党传统票仓的各行业工会，拜登政府承诺将通过多种途径给予帮助，并出台更多法律保护工人权利。根据前文研究，工会影响力提升，有利于缩小贫富差距。

表 1：拜登政策方针及主要主张

	主要内容
疫情控制	1、让科学家负责全部有关安全性与有效性决定；2、公开发布 FDA 批准的任何疫苗临床数据；3、提高公众的抗疫意识；
货币政策	1、更多注重充分就业，纠正过去过于担忧低失业引起高通胀而忽视总需求低迷的消极影响的错误； 2、美联储独立性或将增强，货币政策决定权或将回归到美国经济基本面；
财政政策	1、对个人：增加高收入群人税收及征收力度；增加税收抵免，尤其针对弱势少数群体；2、对企业：提高企业税率；降低房地产税收优惠；减少对逃税和外包的激励措施，确保企业支付应有的份额；“美国制造”激励公司将分支转移回国内，并进行税收抵免；为小企业提供税收抵免；鼓励对绿色投资进行税收抵免，并帮助陷入困境的制造业社区；给下岗人数众多企业提供制造业社区税收抵免；
社会政策	1、增加对黑人大学的投资，给少数群体更多的财政支持； 2、经济衰退期间将补充营养援助计划福利增加 15%，为低收入家庭提供每月 100 美元营养支持； 3、将联邦最低工资由 7.25 美元上调至 15 美元；给所有公共部门雇员建立工会组织和集体议价的联邦权力；

数据来源：美联社、BallotReady、Politico.com、东吴证券研究所

如果美国贫富差距缩小，消费板块可能迎来复苏，工业、地产或将走弱，而前期强势的科技行业也可能面临下行压力。前文研究中我们提到，贫富差距缩小往往对应着富人财富缩水，中低阶层消费能力相对提升，居民消费水平将有整体提升。目前疫情防控预期上升，此前受损最严重的餐饮、旅游等消费行业可能迎来复苏；而工业、房地产相对收益或将下降;同时，前期表现强势的科技行业受税收政策影响也可能面临下行压力。

5.2. 假设 2：贫富差距扩大，科技继续强势

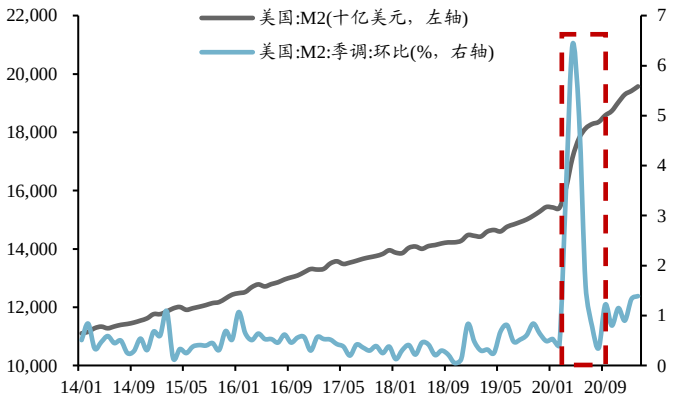
美联储超宽松货币政策不变，叠加经济强劲复苏预期使得通胀加速归来；疫苗的有效性、有效期和普及度仍待观察，未来疫情可能存在反复，贫富差距可能进一步扩大。在此假设下，预计科技行业继续强势，而消费板块仍将承压。

通胀上行，贫富差距拉大。2020 年四季度至今主要大宗商品价格均出现较大幅度

上涨，全球通胀预期持续发散，原因在于流动性宽裕及需求复苏。流动性方面，为应对疫情冲击，美联储大量释放流动性冲高各类商品价格，并修改货币政策框架，将充分就业放在首位，意味着其对通胀的容忍度将提升，全球继续维持宽松货币环境。需求方面，美国地产有望迎来新周期，一方面居民部门杠杆率自次贷危机后持续回落，目前已处于健康水平，且面临历史极低水平的按揭利率，居民部门具有较强的加杠杆意愿；另一方面美国 20-49 岁（购房年龄段）人口在 2017-2026 年持续上升，提供地产需求的长期支撑。根据前文研究，通胀上行阶段，贫富差距将被进一步拉大。

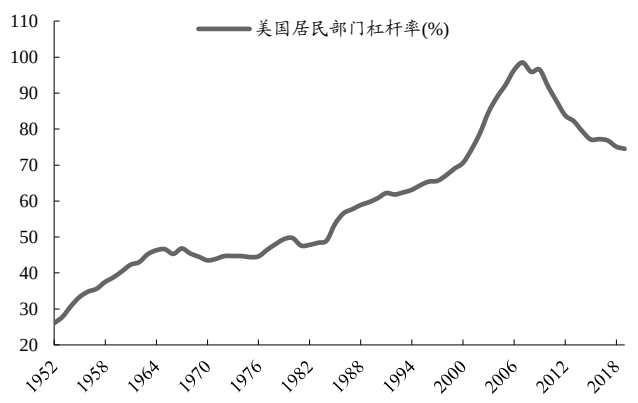
有效缩小贫富差距的手段有限，拜登面临较多掣肘。从历史经验看，能有效缩小贫富差距的手段仅有战争及危机，其本质在于重塑社会秩序，影响面较大。拜登计划实施的缩小贫富差距政策可能也面临众多阻碍。①加税，拜登竞选捐赠者中多以金融、科技及医疗行业为主，而拜登针对高收入人群加税的计划大概率受到其背后金主者反对，推进难度较大；②涨薪，拜登承诺增加就业岗位并提高最低工资以改善低收入人群生活水平，而这将引起企业劳动力成本上升，同样可能引发其支持者不满。此外，考虑到疫苗的有效度、有效期和普及度仍有待观察，未来疫情仍可能存在反复，这样的背景下美国贫富差距可能进一步拉大。

图 24：2020 年 3 月至 5 月美联储大量增发货币



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：2009 年以来美国居民部门杠杆率持续下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

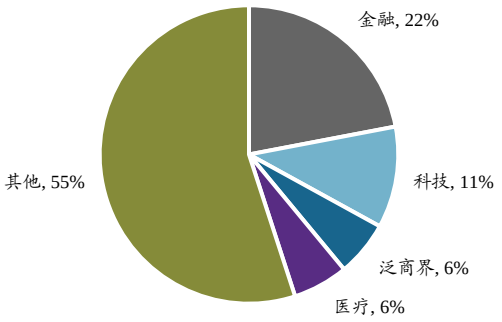
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 26：美国长期抵押贷款利率目前处历史极低水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27：拜登支持者主要为金融科技及医药行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

如果未来美国贫富差距进一步扩大，成长风格将继续占优，科技板块将继续强势表现，而消费行业继续承压。前文研究中我们发现，贫富差距快速扩大区间内，包括生物科技、互联网通信在内的科技行业相对收益更高，而汽车、生活必需品零售等消费行业表现相对较差。因此如果出现贫富差距被进一步扩大，成长风格将继续占优，疫情中受益的科技板块或将继续强势表现，而消费行业可能走弱。

6. 风险提示

全球疫情的不确定性；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

