

相关研究

《美伊冲突不断，如何影响通胀？》

2020.01.13

《扩张与集聚：城市的未来之路——“城

镇化”系列之三》2019.12.30

《成功赶超：日韩如何兼顾效率公平？—

—收入分配系列之二》2019.12.24

美国百年历史轮回：市场也会失效，政府有效干预——收入分配系列之三

投资要点：

- **从选票看美国经济：贫富悬殊，增长放缓。**20年是美国大选年，特朗普能否连任备受关注。回顾16年，特朗普在民调中持续落后，但依靠低收入群体的支持，最终赢得了大选。16年的选票结构反映美国的贫富差距问题已经异常严峻，80-17年间，基尼系数从37.8%持续上行至45.5%，叠加近十年经济增速放缓的困境，低收入群体面临的经济压力更为凸显，现状亟待改变。
- **贫富差距缘何扩大：自由主义，去工业化，货币过松。**本轮贫富差距的扩大始于80年代，主要由三方面因素推动：一是思想层面，新自由主义下放松管制制度和税率累进制的弱化为主要原因。70年代美国进入严重滞胀期，凯恩斯政府刺激政策失灵，里根接任总统。新自由主义的放松管制和减税改革确实帮助美国经济重新恢复。但过度的放松管制会大幅削弱工会权利，抑制工人工资；经济恢复后继续减税就是放任了贫富差距的扩大。二是产业层面，制造业空心化造成了中产阶级的萎缩。市场自由竞争、全球化等因素使得美国制造业空心化加剧，大量中产阶级只能向餐饮、零售等低附加值的行业转移，收入较制造业企业骤减。三是政策层面，长期宽松环境也是贫富差距扩张持续至今的原因之一。为了抵御08年金融危机，美联储先后启动超低利率和QE政策。宽松货币环境下资产价格最为受益，富人的资产加速膨胀。
- **缩小差距成功经验：稳定生产，保障就业，调节分配。**而在上世纪20年代，美国也曾经历贫富差距扩大至历史顶点。1928年美国前1%人群的财富占比接近一半，为后90%人群财富占比的3倍。经济有效需求的不足，最终诱发了史无前例的大萧条。导致20年代末贫富差距的原因与80年代后有异有同。首先，20年代初开始的农业危机，是造成农业劳动者收入下降的直接原因。其次，与80年代后类似，同时期的政权体系提倡无为而治，使得资本战胜劳动，企业盈利的大部分转化为企业主的财富。此外，低税收政策偏袒富人，进一步引起收入分配失调。但30年代美国在罗斯福总统领导下走出了困境。首先是在生产方面，《全国工业复兴法》和《农业调整法》通过控制生产规模，稳定了产品价格，有效消除了产能过剩；其次是在需求方面，《全国工业复兴法》和《全国劳工关系法案》规定最低工资标准，帮助提高工人收入，政府通过兴建公共工程项目创造就业机会。最后是在分配方面，罗斯福政府出台《税收法》和《社会保障法》等，调节贫富差距，并创立了现代社保制度。
- **百年轮回经验启示：市场也会失效，政府有效干预！**回顾美国的百年历史，收入和财富差距的扩大或是缩小，主要取决于执政党的意识形态偏好和政治考量。20年代末美国也曾面临极为悬殊的贫富分化，并因此诱发了“大萧条”。罗斯福新政通过稳定生产、保障就业、调节分配，有效化解贫富分化难题，带领美国经济走出危机。然而，面对70年代的滞胀危机，主张政府干预的凯恩斯主义却失灵了。里根政府采用新自由主义改革，包括放松管制、减税等政策成功帮助美国经济走出“大滞胀”、步入“大稳健”。但此后老布什、小布什政府过度强化“大市场”，主张对富人减税，导致了巨大的财政赤字与悬殊的收入差距。因此不论是自由竞争市场、减税还是政府干预经济，虽然都曾带领美国走出危机，但政策选择不可能“毕其功于一役”。政府干预能够缩小贫富差距，但过度干预会使得经济失去活力；自由竞争市场能够有效刺激增长，但在长期发展下容易走向垄断主义，造成两级分化。“效率”与“公平”的平衡必须审时度势。平衡有效市场与有为政府，中国模式兼顾效率与公平。在经历了计划经济时代的教训后，我们明确把发展市场经济放在首要位置，贫富分化的隐患值得重视。而美国经济的百年轮回给我们提供了丰富的经验教训，仅靠市场经济解决不了贫富分化，市场也会失效，政府应当有效干预！而十八大以来的各项政府政策，尤其是三大攻坚战，其实都是为了实现更加公平的发展，未来我们有希望兼顾好效率与公平，实现可持续的经济发展！

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 从选票看美国经济：贫富悬殊，增长放缓	5
2. 贫富差距缘何扩大：自由主义，去工业化，货币过松	6
2.1 思想层面：新自由主义下的放松管制和累计税弱化	6
2.2 产业层面：制造业空心化，中产阶级萎缩	9
2.3 政策层面：宽松货币环境加速差距扩大	10
3. 缩小差距成功经验：稳定生产，保障就业，调节分配	11
3.1 似曾相识：自由市场助长差距，需求不足引发萧条	11
3.2 罗斯福新政：政府出手宏观调控，稳定经济缩小差距	14
4. 百年轮回经验启示：市场也会失效，政府有效干预！	16

图目录

图 1	19 年 12 月至今美国 6 次选举民调	5
图 2	美国 16 年大选结果地图	5
图 3	美国实际 GDP 增速与基尼系数	6
图 4	美国不同群体在各阶段收入平均值年复合增速 (%)	6
图 5	美国前 1% 人群收入及净财富占比 (%)	6
图 6	美国 PCE 同比及 GDP 实际增速 (%)	7
图 7	美国劳动生产率 (%)	7
图 8	美国经调整的企业利润和个人可支配收入同比增速 (%)	7
图 9	美国制造业实际平均时薪及劳动生产率变化	8
图 10	美国个人所得税最高边际税率及最高遗产税率 (%)	8
图 11	1970-2004 年美国各收入分位的联邦平均税率变化 (%)	9
图 12	美国收入法下 GDP 各分项收入占比变化 (%)	9
图 13	美国各行业增加值占比变化量 (%)	10
图 14	美国私人部门制造业和高附加值产业就业人数占比变化 (%)	10
图 15	美国联邦基金利率与基尼系数 (%)	11
图 16	美国道琼斯工业指数及收入 1% 人群的收入占比	11
图 17	美国收入前 10% 人群的收入占国民收入的比重 (%)	12
图 18	美国不同财富人群的财富占比 (%)	12
图 19	1920-40 年美国名义 GDP 与工业生产指数	12
图 20	1927-40 年实际国民收入与失业率	12
图 21	美国农业经济局农作物价格指数	13
图 22	农场净收入指数及农场产出占 GDP 比重	13
图 23	1920-29 年工资指数和生产指数变动情况 (%)	13
图 24	美国个人所得税最低与最高边际税率 (%)	14
图 25	美国 58 种农产品价格指数与农场经营者净收入	14
图 26	罗斯福新政主要法案文件	15
图 27	美国名义 GDP 和收入前 10% 人群的收入占比	15

表目录

表 1 罗斯福新政时期重要改革措施.....	15
------------------------	----

2020年，美国将再度迎来大选。我们回顾2016年的选票结构发现，当前美国经济“贫富悬殊、增长放缓”的局面仍未发生根本改变。本篇专题中，我们将重点研究：是什么导致了美国在过去40年间贫富差距不断扩大？100年前美国是如何走出分配不均困境的？对我们又有哪些借鉴意义？

1. 从选票看美国经济：贫富悬殊，增长放缓

大选民调再度落后。2020年是美国的大选年，特朗普能否连任备受关注。目前共和党内特朗普的支持率接近90%，而民主党内拜登支持率相对领先，是特朗普最大的对手。根据Real Clear Politics的统计，19年12月以来的6次大选民调中，拜登5次领先于特朗普，平均支持率为48.2%，超过特朗普的44.2%。但这并不代表特朗普一定会输掉本次选举，相反的，特朗普一直都是“落后的总统”。

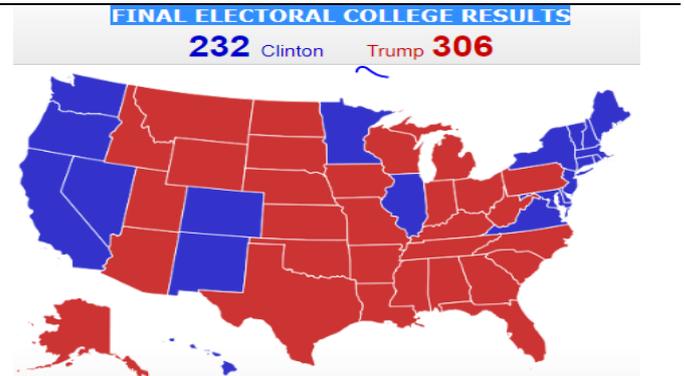
落后可以决定领先。回顾16年的大选，自从宣布竞选后，特朗普的民调几乎一直落后于希拉里，但最终赢得了大选。其主要原因是希拉里和特朗普的选票群体的明显分化。美国东部和西部都支持希拉里，东部有金融中心纽约、西部有科技中心加州。而中部都支持特朗普，中部地区主要是农业和工业州，经济相对更为落后，也就是说特朗普的支持者主要是低收入阶层，16年大选中美国人均GDP排后10名的州中有8个支持特朗普。但美国的选举制度并非一人一票制，而是给予了中低收入阶层更高的选票权重，因此特朗普最终得以胜出。

图1 19年12月至今美国6次选举民调

时间	民调机构	特朗普	拜登	领先幅度
1/3 - 1/11	IBD/TIPP	46%	48%	拜登 +2%
12/15 - 12/17	Emerson	48%	52%	拜登 +4%
12/12 - 12/15	CNN	44%	49%	拜登 +5%
12/10 - 12/14	USA Today/Suffolk	44%	41%	特朗普 +3%
12/8 - 12/11	FOX News	41%	48%	拜登 +7%
12/4 - 12/9	Quinnipiac	42%	51%	拜登 +9%
	平均	44.2%	48.2%	拜登 +4.0%

资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所

图2 美国16年大选结果地图

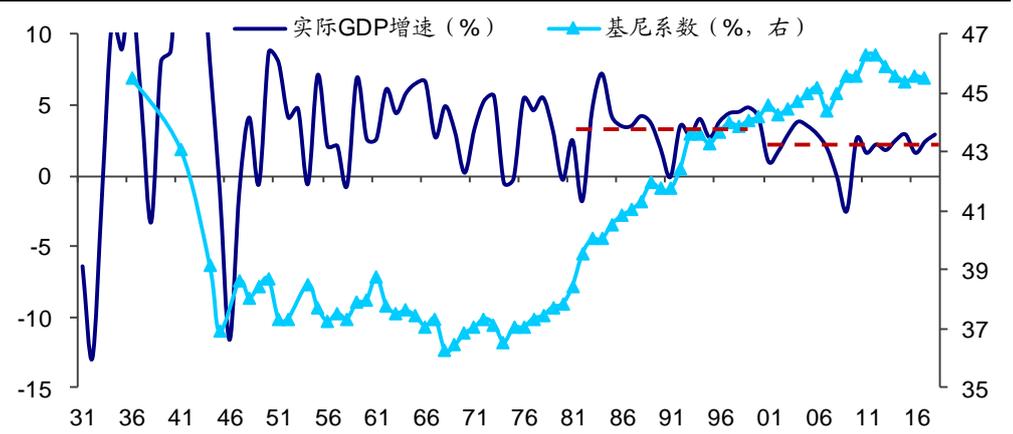


资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所

选票结构看美国：贫富两极，经济放缓。16年的选票结构体现了美国的贫富差距问题已经严峻异常。贫富差距的日益悬殊使得国内民粹主义情绪升温，因此以“使美国重新伟大”、“美国优先”为竞选口号，主张制造业回流美国、贸易保护的特朗普得以获得中部地区的更多支持，当选美国总统。具体来看，自80年代起，美国的贫富差距水平开始持续扩大，45-80年基尼系数保持在平均37.5%的低位，而后指标从80年的37.8%加速上行至17年的45.5%。

贫富差距扩大的同时，美国在近十年还面临着经济增速变低的困境。08-18年期间，美国平均经济增速仅为1.8%，也就是说，在“蛋糕”分配不均的同时，“蛋糕”也并没有明显做大，低收入人口面临更严峻的经济压力。根据美国国务院发表的《2018年美国的人权纪录》，2017年美国有约4200万贫困人口，约占总人口的13.4%。贫富严重分化叠加经济增速放缓的形势下，民众亟待特朗普能够改变现状。

图3 美国实际 GDP 增速与基尼系数

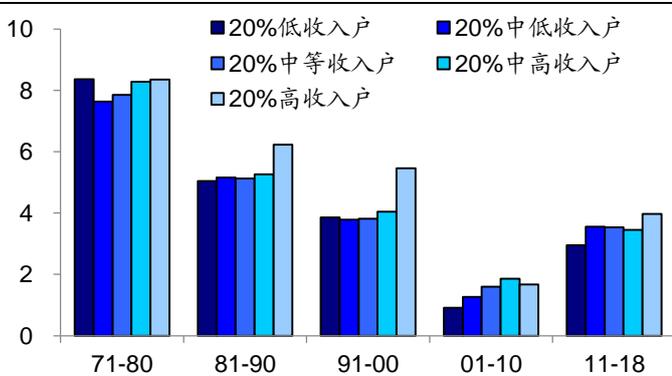


资料来源：WIND，The Chartbook of Economic Inequality，海通证券研究所

2. 贫富差距缘何扩大：自由主义，去工业化，货币过松

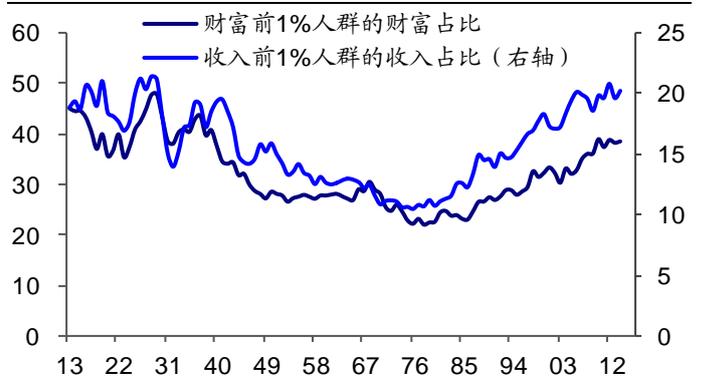
本轮贫富差距的扩大大约开始于 80 年代初。以 80 年代为界，美国按收入水平划分的前 20% 居民收入均值增速与其他 80% 群体的增速出现明显分化。在 81-90 年和 91-00 年间，前者的年复合增速平均高出后者 1 个百分点以上，而在 71-80 年，20% 的低收入户的收入增速反而最为领先。对比也曾出现贫富差距两极化问题的 30 年代，12 年收入前 1% 人群的收入占比达到 20.8%，接近 1928 年的峰值 21.4%。从财富的占比看，12 年财富前 1% 群体的财富占比达到 38.9%，虽尚未达到 30 年代的高位，也高达后 90% 人群的约 1.5 倍。

图4 美国不同群体在各阶段收入平均值年复合增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图5 美国前 1% 人群收入及净财富占比 (%)



资料来源：WID，海通证券研究所

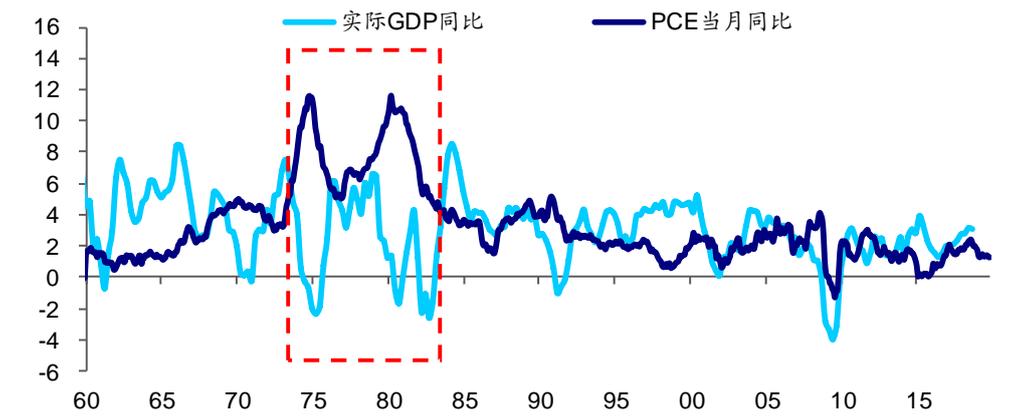
是什么导致了过去 40 年美国的贫富分化？政策选择又在其中扮演怎样的角色？

2.1 思想层面：新自由主义下的放松管制和累计税弱化

首先，在思想方面，新自由主义所提倡的绝对自由化是造成美国贫富差距扩大的主要原因。

70 年代遇严重滞胀，新自由主义站上舞台。受战后重建高投资需求的拉动，以及军备技术民用化带来的技术红利，美国经济保持了 20 多年的高速增长。而随着技术红利及劳动力红利等的消退，60 年代末美国经济内生增长动力明显放缓。为了托底经济，当时奉行凯恩斯主义的政府实施了扩张性的货币政策，但短期刺激并不能扭转长期经济增速中枢的下移，反而在 70 年代将美国带入了严重的滞胀期。其中，美国 PCE 在 74 年和 80 年均一度达到 11.6% 的高位，而同期的 GDP 增速均处于负增长区间。于是在 1981 年，凯恩斯政府下台而里根就任总统，经济政策全面朝新自由主义转向。

图6 美国 PCE 同比及 GDP 实际增速 (%)

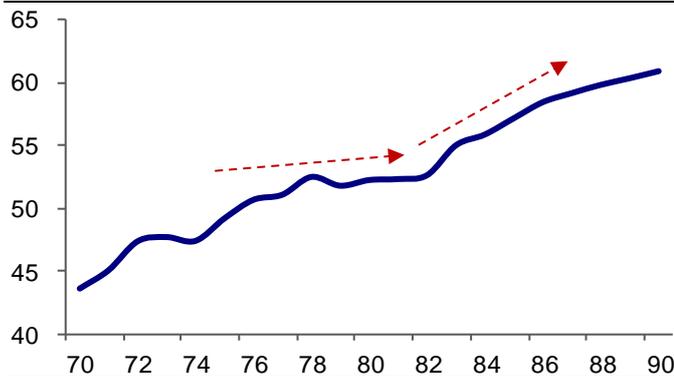


资料来源：WIND，海通证券研究所

紧缩抑制通胀，放松刺激增长。首先，面对高企的通胀，里根政府实行严格的紧缩政策，严控货币增长。叠加油价上涨影响的减退，美国通胀持续下行，PCE 同比从 83 年起保持低于 5% 水平。其次为了刺激经济增长，里根主要采取了放松管制和大幅减税两大改革。81 年起，里根政府先后放松了航空、铁路、电信、有线电视等行业的管制，并在 81 年和 86 年分别出台《经济复兴法案》和《税制改革法案》，大幅下调个人所得税、企业所得税等商业税率。

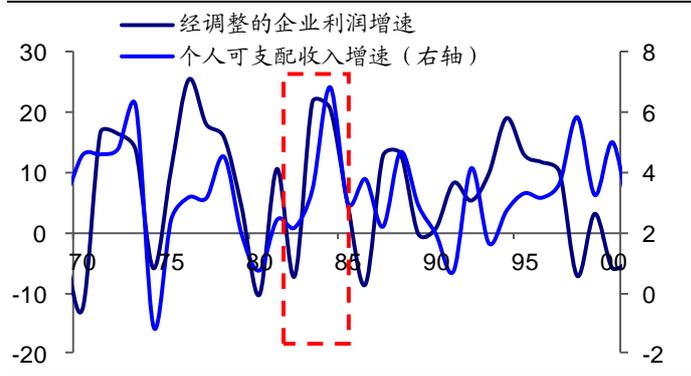
放松管制和减税确实帮助美国经济恢复。一方面，放松管制的改革使得生产率大大提高。美国的劳动生产率在 76-81 年年均增幅仅为 0.3 个百分点，而里根执政的 81-86 年该指标迅速升至 1.2 个百分点。另一方面，得益于大幅减税，微观层面的企业盈利、居民收入均出现了明显改善。83 年经存货计价和资本消耗调整后的美国企业利润增速由负转正，并持续两年保持在 20% 以上的高位。同期个人可支配收入实际增速从 80 年初的 0.7% 持续回升至 84 年的 6.9%，推动消费增速的走高。生产和消费的改善叠加货币紧缩通胀降低，推动美国经济增速自 83 年起成功企稳，进入稳定增长时期。

图7 美国劳动生产率 (%)



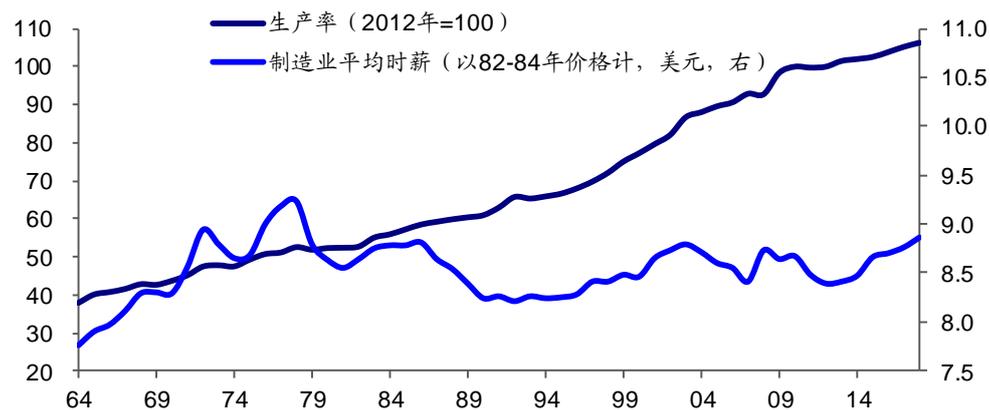
资料来源：Bureau of Labor Statistics，海通证券研究所

图8 美国经调整的企业利润和个人可支配收入同比增速 (%)



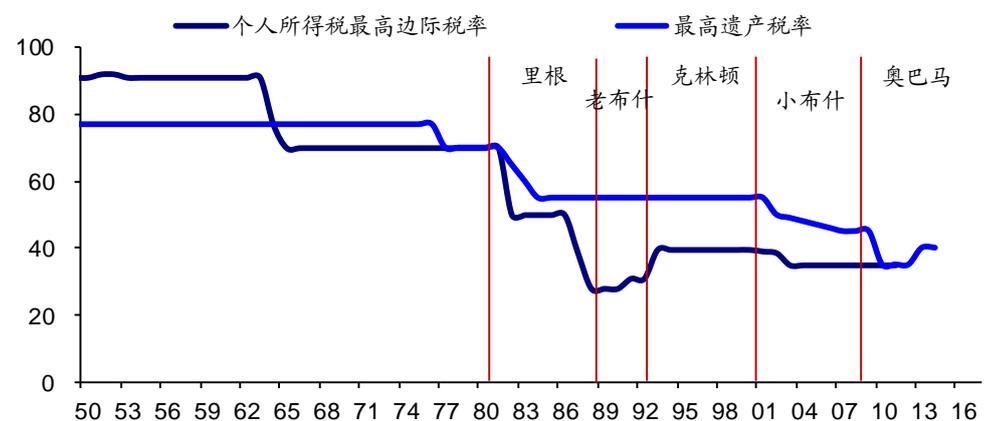
资料来源：WIND，海通证券研究所

长期放松管制，抑制工资增长。里根时期自由竞争的确促进了市场的活力和产业结构优化，但此后，如小布什政府等继续贯彻放松管制则放任了收入分化的扩大。具体来说，放松管制也会使得工会的权利大幅削弱，工会缺乏议价能力从而实际工资受到抑制。80 年代开始美国制造业工人实际工资的增长落后于生产率的增长，甚至在 80 年代后期出现明显下滑，也就是说，生产率的增长主要转化为了企业利润，而非工人的工资。与此同时，企业高管的巨额报酬却被视为正当行为。根据美国经济政策研究所发表的数据，1978 年，美国大公司的 CEO 平均薪酬约为普通工人工资的 35 倍，到 89 年该比例升至 71 倍，而后快速增长并在 2000 年达到 300 倍。

图9 美国制造业实际平均时薪及劳动生产率变化


资料来源: CEIC, Bureau of Labor Statistics, 海通证券研究所

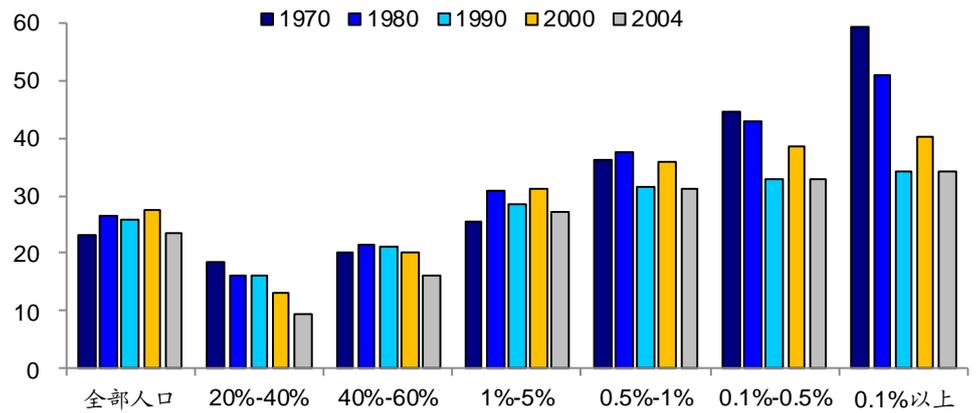
新自由主义的另一个体现则是税率累进性的明显弱化。80年代起,美国实施了数轮减税。其中,里根的两轮减税成功帮助美国走出滞胀阴霾,但此后老布什在任期间,继续延续了导致经济分配不公、贫富分化的经济政策。93年民主党人克林顿上台后,大胆提出增税计划及公平负担的原则,并将财政赤字转为盈余。而小布什上台后,继续实行利于富人的减税政策,突出表现在取消遗产税。根据 Tax Foundation 的数据,美国个人所得税最高边际税率从1980年前的70%,逐年下调至2010年的35%,最高遗产税率也从80年的70%下调至07年的45%。由于这类累进性质税率的明显弱化,因而在此过程中高收入人群更为受益。

图10 美国个人所得税最高边际税率及最高遗产税率 (%)


资料来源: Tax Foundation, White House, 海通证券研究所

各阶层的税率变化更直观地展现了累进性质的明显下降。从80-90年,美国中低收入群体的联邦平均税率基本保持不变,而收入前5%及以上的人群税率则呈现明显下降,其中收入前0.1%群体的联邦税率从70年到90年下降幅度高达24.8个百分点。90年代克林顿政府的政策对该趋势有所缓解,而到04年小布什政府又重新缩小了不同阶层的税率差距。1970年,0.1%人群与20%-40%人群的联邦平均税率之差高达40.6个百分点,而到04年,该差距已降至24.7个百分点。

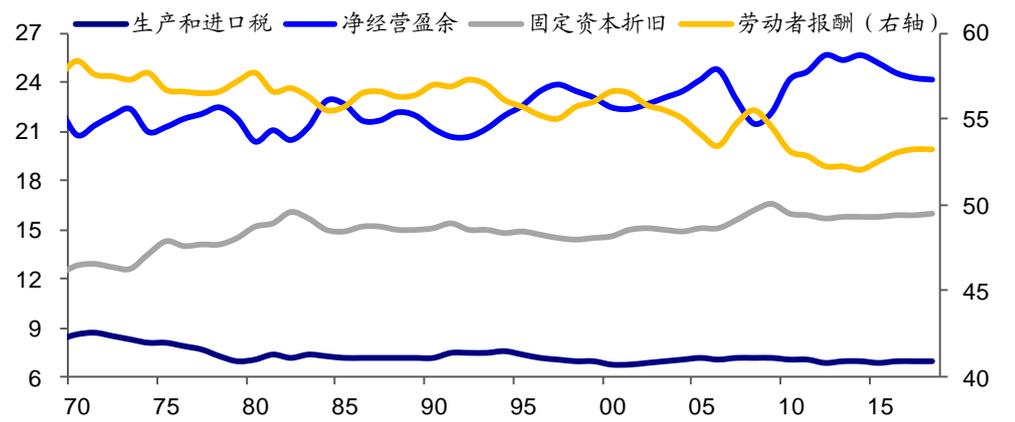
图11 1970-2004年美国各收入分位的联邦平均税率变化(%)



资料来源: Thomas Piketty, Emmanuel Saez, 《How Progressive is the U.S. Federal Tax System? A Historical and International Perspective》, 海通证券研究所

自由主义“亲资本”，劳动收入被压缩。收入法下 GDP 分项的占比变化也体现了新自由主义“亲资本”的特点。收入法的 GDP 拆分中，劳动收入就是劳动者报酬，而企业利润对应着净经营盈余和固定资本折旧。1992 年-2015 年劳动者报酬占 GDP 比重从 57.3% 下滑至 52.5%，而同期的净经营盈余和固定资本折旧之和占比则趋势性上行，意味着长期来看资本收益占据上风，而劳动者收入逐渐被压缩。

图12 美国收入法下 GDP 各分项收入占比变化(%)



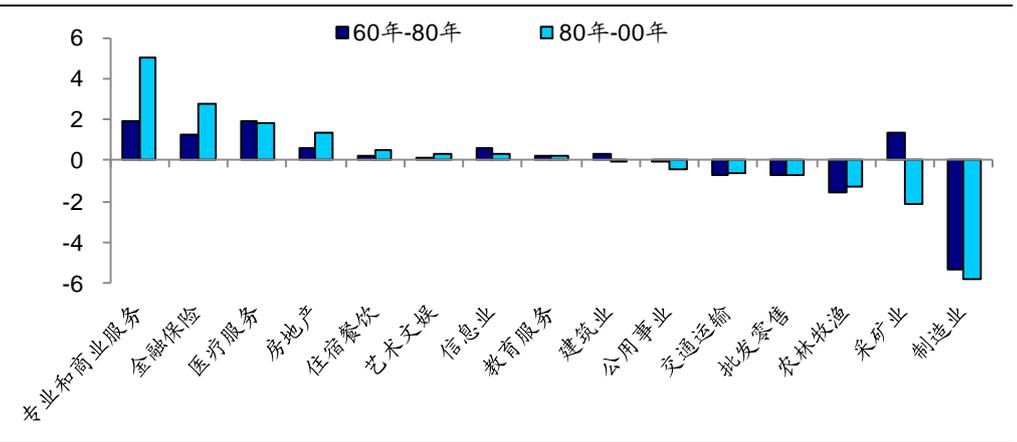
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2 产业层面：制造业空心化，中产阶级萎缩

其次，在产业层面，制造业空心化压缩了中下层人群的生存空间，贫富差距加大成为必然趋势。

去工业化趋势显著，高端服务快速崛起。市场的自由竞争、劳动力规模的收缩、全球化产业链的分工等因素相应地带来了美国产业结构的调整。其中传统生产性行业持续收缩，制造业增加值占比在 60-80 年和 80-00 年间分别下降了 5.3 和 5.8 个百分点，采矿业、农林牧渔业占比也在 80-00 年间显著下降。而 80 年代后高端服务业快速崛起。到 2000 年间增长最快的专业和商业服务业、金融保险业占比分别提升了 5 和 2.7 个百分点，同样呈现上升趋势的还有医疗服务业、房地产业等。

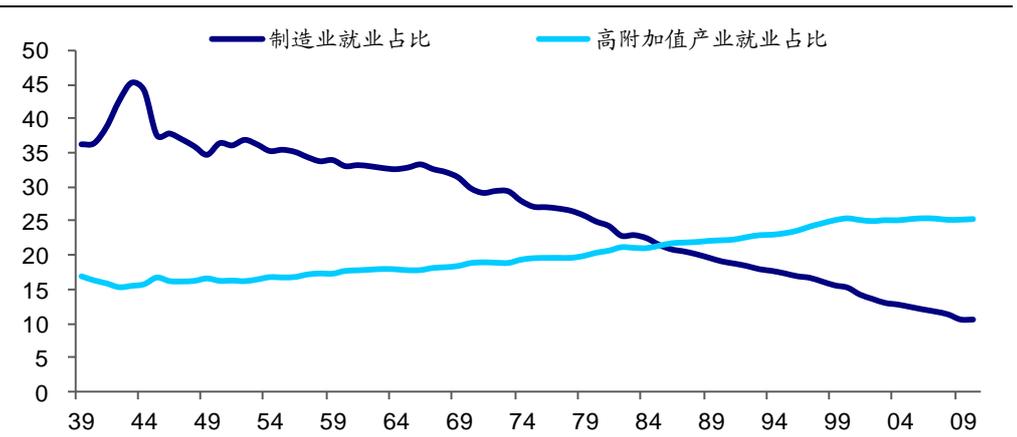
图13 美国各行业增加值占比变化量 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

制造业到低端服务, 中产阶级走向衰落。在产业空心化的趋势下, 制造业就业岗位不断萎缩。1950年-2010年, 美国私人部门制造业就业人数占比从37%持续下滑至11%。而具有高附加值的产业包括信息业、金融业及专业和商业服务业的就业占比虽逐步提升, 但整体规模仅占到25%左右。因此对于依赖传统行业生存的大量中产阶级, 只能向餐饮、批发零售等低附加值的行业转移, 而这类低端服务业提供的收入较制造业企业骤减。制造业空心化使得占多数人口的中产阶级加速衰落, 是两极化困境的重要根源。

图14 美国私人部门制造业和高附加值产业就业人数占比变化 (%)

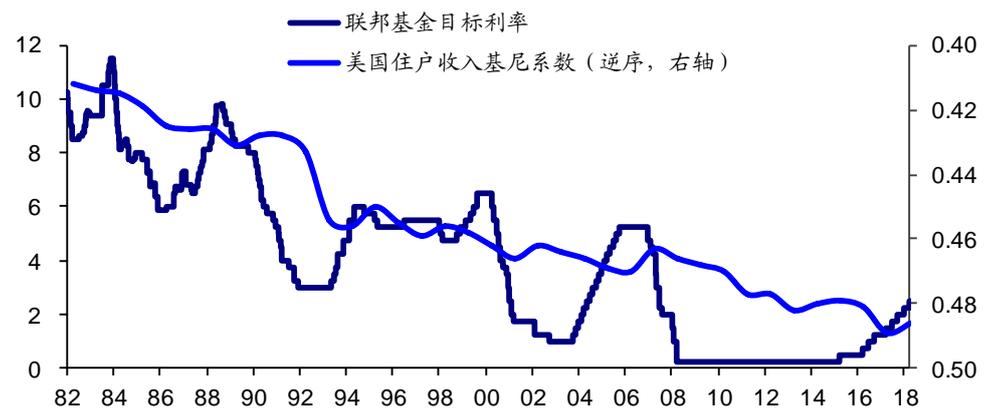


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 图中高附加值产业包括信息业、金融活动和专业和商业服务。

2.3 政策层面: 宽松货币环境加速差距扩大

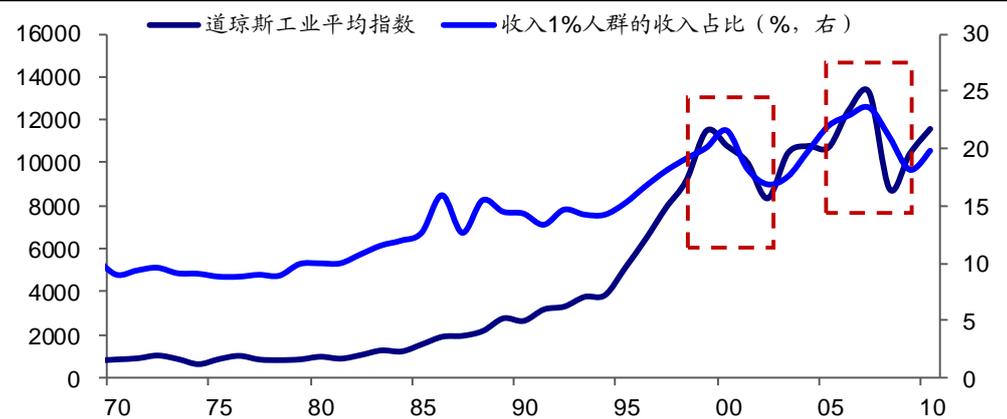
从货币政策看, 长期的宽松环境也在加速贫富差距的扩大。

联储货币宽松, 抵御金融危机。贫富差距的扩张至今仍在持续, 宽松的货币环境在其中也起到了重要作用。为了抵御08年金融危机, 美联储先后启动超低利率和QE政策。07年9月-08年12月联邦基金目标利率从4.75%迅速调降至0.25%。此后08年到14年, 美联储共实施了三轮QE。美联储资产负债表从08年9月的9600亿美元扩张至14年10月的4.5万亿美元。美联储向金融市场注入了大量流动性, 及时地避免了信用收缩, 由此在09年后经济重新开始复苏。

图15 美国联邦基金利率与基尼系数 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

资产价格受益宽松，收入两级分化加速。但宽松货币环境下，最为受益的是资产价格。80年代开始美国资本市场进入了长达40年的繁荣期，其中联邦基金利率的持续下行和资产负债表的大幅扩张起到了重要作用。从1980年到2018年，美国道琼斯指数上涨了26倍多。从而富人的资产加速膨胀，穷人则主要依靠工资收入，其增长相对缓慢。作为印证，前1%人群的收入占比在01年和08年出现了两次大幅下行，与股票市场的两次大波动基本重合，也就是说富人的收入与资本市场的发展息息相关，资本市场的繁荣是贫富差距进一步扩大的原因之一。

图16 美国道琼斯工业指数及收入1%人群的收入占比


资料来源：WIND，《21世纪资本论》，海通证券研究所

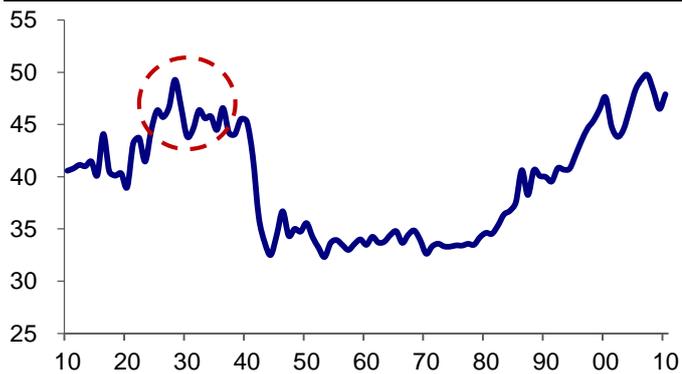
上世纪20年代，美国也遭遇过严重的贫富分化，并导致了29年的“大萧条”。此后罗斯福总统上台，“新政”帮助美国成功走出危机，并迎来了长达40年的贫富差距“低位期”。那么罗斯福总统主要做对了什么？对我们又有什么借鉴意义？

3. 缩小差距成功经验：稳定生产，保障就业，调节分配

3.1 似曾相识：自由市场助长差距，需求不足引发萧条

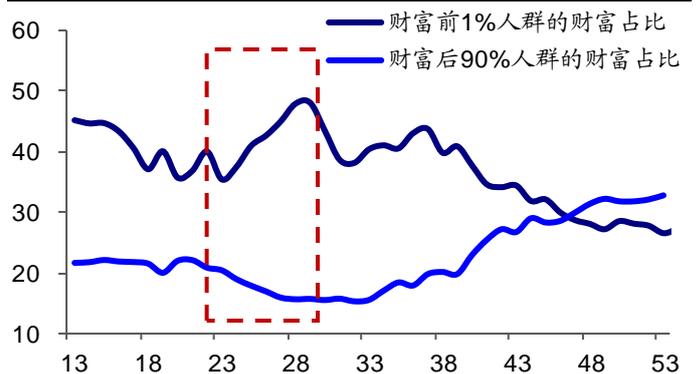
危机前贫富差距登顶。美国在上世纪20年代经历了一段高度繁荣和经济稳定增长期，而后1929年遭遇了史无前例的大萧条。这一时期，伴随着经济的快速增长，美国的贫富差距也达到了历史的顶点。根据WID统计，美国前10%人群的收入占国民总收入比重从20年的39%迅速提升至28年的49%，几乎等同于剩下90%人群的收入总规模。从资产角度看，金融市场的繁荣又加剧了财富的分化。20-28年，美国财富前1%的人群拥有总财富的比重从35.7%上升到47.8%，为同期后90%人群占比（15.6%）的三倍之多，财富集中极端化问题空前严峻。

图17 美国收入前10%人群的收入占国民收入的比重(%)



资料来源: WID, 海通证券研究所

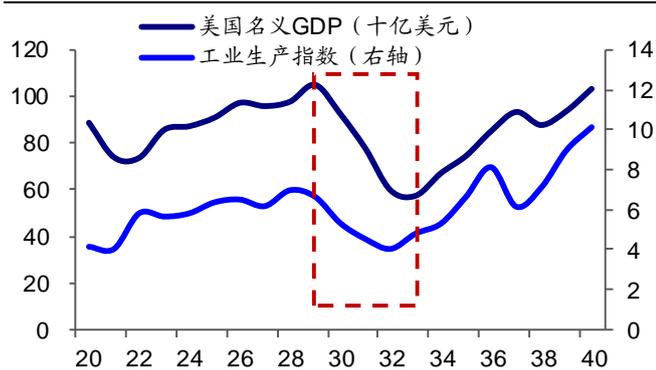
图18 美国不同财富人群的财富占比(%)



资料来源: WID, 海通证券研究所

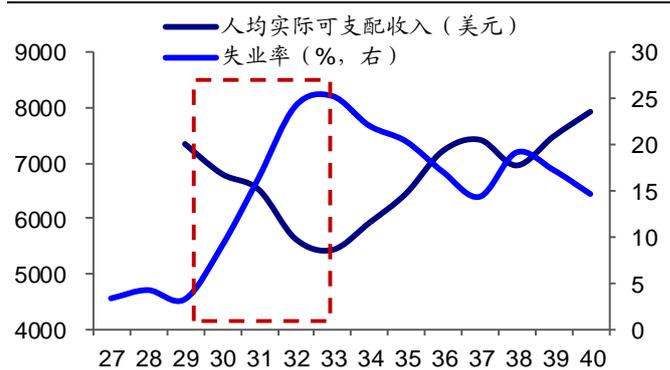
有效需求不足诱发危机。贫富差距最大的时点和危机出现的时间相重合并非偶然。通常来说,高收入群体的消费能力较强,但边际消费倾向低;而低收入者边际消费倾向高,但其消费能力受制于收入水平。因而在20年代末期贫富差距过大的情况下,中低收入者数量巨大,但收入水平却低增长甚至下滑,于是经济的总需求出现下降,最终使得美国在29年出现史无前例的大萧条。具体来看,1929-33年间美国国民生产总值从1046亿美元下降到572亿美元,萎缩了45%,1932年的工业生产指数较29年下滑了40%。危机期间美国有超13万家企业和近1万家银行倒闭,失业率从3.2%最高升至25%水平,全国人均实际可支配收入约减少26%。

图19 1920-40年美国名义GDP与工业生产指数



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 工业生产指数2012年=100

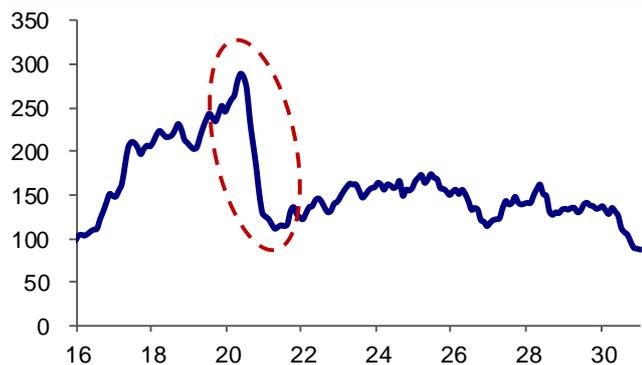
图20 1927-40年实际国民收入与失业率



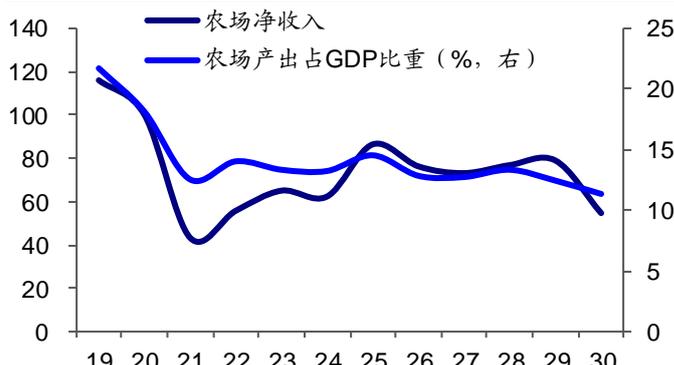
资料来源: WIND, BEA, 海通证券研究所

20年代末贫富差距如此悬殊,主要原因有哪些,与80年代又有何异同?我们认为主要有以下三个方面:

首先,农业危机是造成农业劳动者收入下降的直接原因。受一战影响,交战国对农产品的需求高涨,使得美国的农产品价格急剧上升,从而促进了农业产出规模的扩张。而随着战后恢复带来的交战国农产品需求大幅萎缩,1920年开始美国的农业形势急转直下。22年初较20年同期的农作物价格指数大幅下滑52%,且价格低迷一直延续至20年代末期。由于农产品价格的快速下行,农场净收入指数在20-22年间下滑了44.3%,农场产出占整体GDP的比重从19年21.7%持续下行至30年的11.3%。农业危机对美国约占总人口四分之一的农业人口收入产生了严重影响,本就为低收入群体的收入下滑明显。

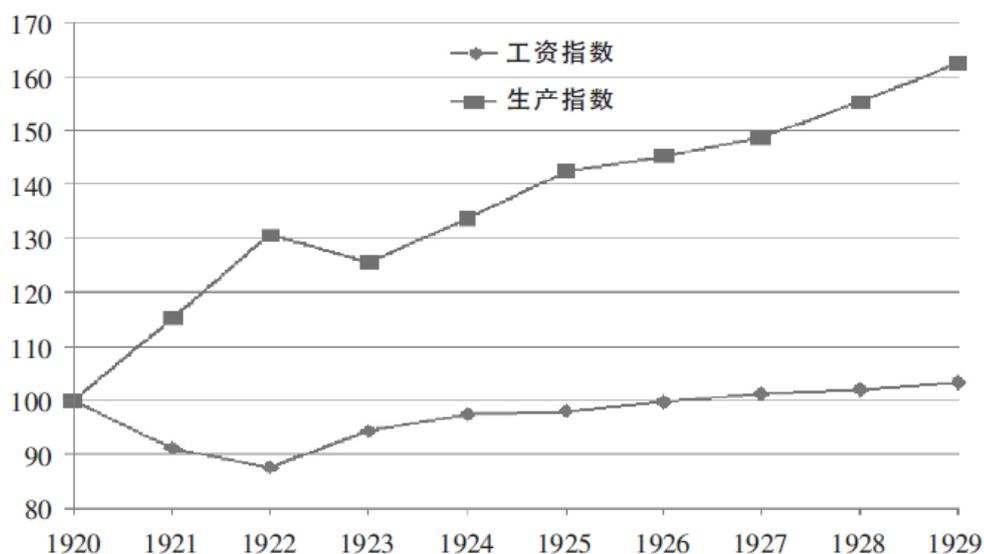
图21 美国农业经济局农作物价格指数


资料来源：NBER，海通证券研究所，1914年=100

图22 农场净收入指数及农场产出占GDP比重


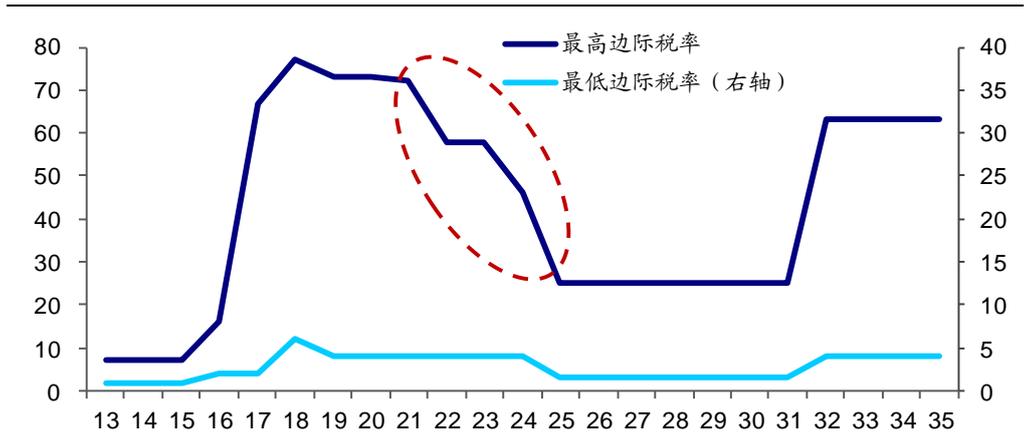
资料来源：休斯《美国经济史》，海通证券研究所，净收入指数 1920年=100

其次，同时期的政权体系也提倡无为而治，使得资本占领上风。与80年代开始主导的新自由主义类似，在20世纪20年代古典自由主义达到了高峰，时任美国总统柯立芝提倡“无为而治”，政府尽量避免干预市场，让市场自我发展、自我调整、自我纠偏。而其放任自由的政策，确实造就了美国经济的大繁荣，这段时期被历史称为“咆哮的20年代”。但在繁荣的背后，自由竞争的结果就是资本战胜劳动，企业所增加的利润大部分转化为企业主的财富，而没有成为工人的工资。1920年-29年的10年间美国生产指数提升幅度达62.5个百分点，而同期工资指数上涨幅度仅为3.3个百分点。

图23 1920-29年工资指数和生产指数变动情况 (%)


资料来源：刘巍、李杰《美国大萧条的逻辑起点：收入分配不公》，海通证券研究所

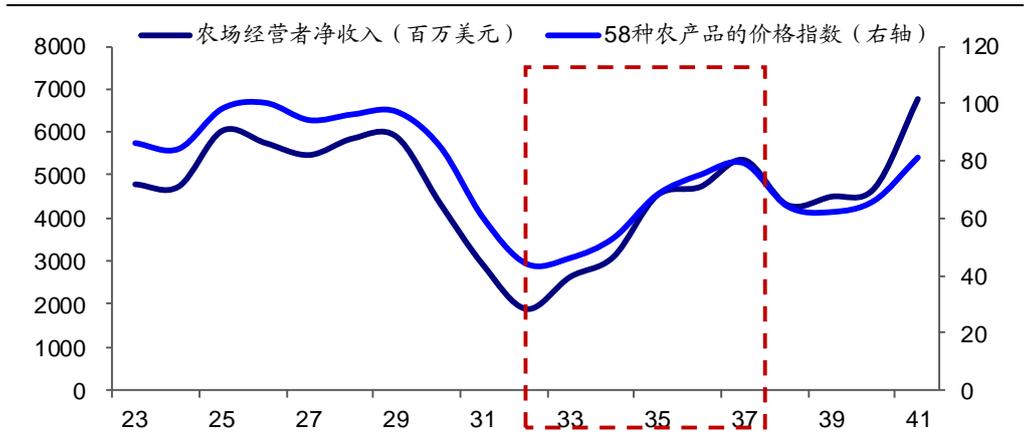
另外，低税收政策偏袒富人，进一步引起收入分配失调。为了鼓励工商业发展、刺激投资，政府主张降低个人收入所得税和公司利润所得税税率。时任财政部部长的铝业大垄断资本家梅隆，从维护垄断资本家和富人阶层的利益出发，敦促国会进行减税。从21年到25年美国个人所得税最高边际税率从72%大幅下降至25%，而相比之下最低税率仅在25年下调了2.5个百分点。最高边际税率的降低大幅增加了富人阶层的收入，是导致分配分化的一个重要原因。

图24 美国个人所得税最低与最高边际税率 (%)


资料来源：Tax Foundation，海通证券研究所

3.2 罗斯福新政：政府出手宏观调控，稳定经济缩小差距

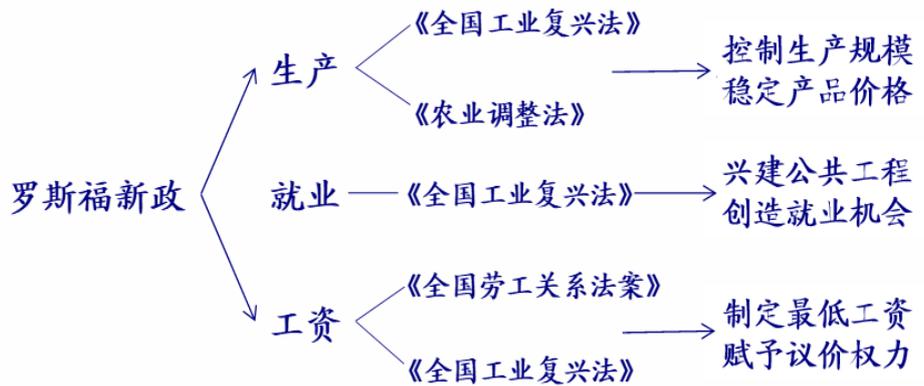
宏观调控稳定生产。那么 30 年代的美国是如何走出困境的？主要靠的是强有力的政府宏观调控。首先在生产方面，大萧条时期，美国的工业和农业均陷入了产能过剩而需求不足的危机。《全国工业复兴法》和《农业调整法》通过规定企业的生产规模、价格水平等，有效消除了产能过剩，稳定了农产品和工业品的价格。32 年到 37 年 58 种农产品价格综合指数大幅增长了 80%，从而农场经营者的净收入也从 32 年的 18.7 亿美元增加至 37 年的 53.3 亿美元，同比增长了 185%。

图25 美国 58 种农产品价格指数与农场经营者净收入


资料来源：NBER，海通证券研究所

就业增收支撑需求。其次，在需求方面，贫富差距扩大所导致的有效需求不足，是大萧条的主要原因，因而工人的就业和收入水平亟需恢复。一方面，《全国工业复兴法》规定了工人最高工作时数和最低工资限制，并通过《全国劳工关系法案》赋予工会与企业议价的权利，有效提高了工人收入。另一方面，生产的恢复有效防止了企业继续破产，稳定了就业形势。面对劳动力成本增加使得企业收缩就业岗位的问题，政府通过兴建大型公共工程项目创造就业机会来弥补。由此，到 1935 年，全国就业工人相较 1933 年增加了 400 万人，工人收入水平的恢复支撑了农产品和工业品消费，经济回到良性循环。

图26 罗斯福新政主要法案文件



资料来源：海通证券研究所整理

增税支撑财政，社保缩小差距。除此以外，新政时期罗斯福政府还出台了《税收法》、《社会保障法》等。《税收法》将税率提高到和平时期的最高水平，用以支撑较大规模的公共支出，也起到了调节贫富差距的作用。而《社会保障法》则初步创立了现代社会保障制度，主要包括失业保险、养老保险和社会救济等，直接起到了缩小贫富差距的作用。

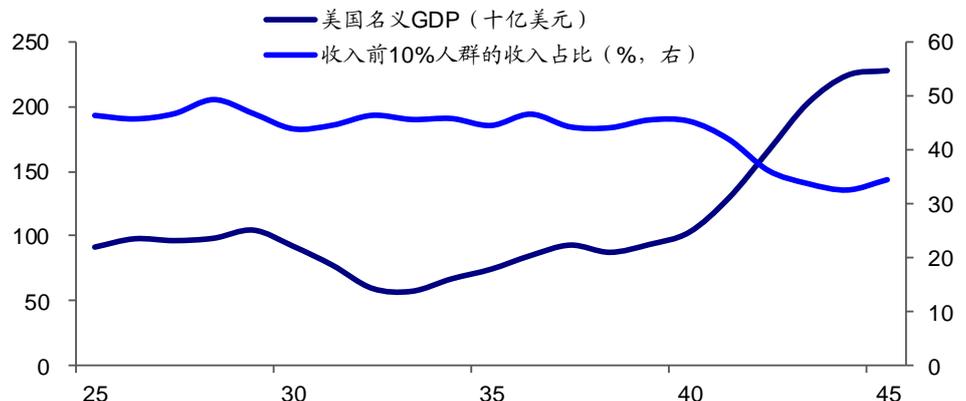
表 1 罗斯福新政时期重要改革措施

时间	相关法案	具体内容
1933 年 5 月	《农业调整法》	建立农业调整署 (AAA)，通过政府的奖励及津贴，缩减耕地面积和农产品产量，从而提高农产品价格和农场主收入，促进农业复苏。
1933 年 6 月	《全国工业复兴法》	加强政府对生产环节的调控，防止盲目竞争和生产过剩 ；制定最低工资标准，保障劳动权益；由国家举办各种公共工程，增加就业机会。
1935 年 7 月	《全国劳工关系法案》	雇员有组织工会、同雇主集体谈判的权利；雇主不得干预、压制雇员行使此种权利，不得禁止罢工，不得歧视工会会员；设立全国劳工关系局。 该法案提高了美国劳工的议价能力与平均工资。
1935 年 8 月	《税收法》	确立了历史上和平时期最高税率 ：最高个人所得税为 75%，财产税为 70%，公司收入税为 15%。
1935 年 8 月	《社会保障法》	由联邦政府而不是州、地方或私人团体对退休计划进行管理；允许联邦政府对财政困难的州政府给以特别拨款。 该法案标志着开始建立美国现代社会保障体系。

资料来源：美国国会，海通证券研究所

得益于罗斯福新政，美国经济不仅成功地走出了大萧条，而且贫富差距大幅缩小。在罗斯福逝世的 1945 年，美国名义 GDP 总量已经恢复到了 2280 亿美元，比 1932 年的 595 亿美元增长了近 3 倍；同时美国收入前 10% 人群的收入份额从 1932 年的 47% 降至 1945 年的 34%，重新降至历史最低水平，为美国战后的繁荣时代奠定了良好的基础。

图27 美国名义 GDP 和收入前 10% 人群的收入占比



资料来源：NBER, WID, 海通证券研究所

4. 百年轮回经验启示：市场也会失效，政府有效干预！

回顾美国的百年历史，其收入和财富差距的扩大或是缩小，最主要取决于执政党的意识形态偏好和政治考量。政府若过度提倡放松管制，任由市场决定收入分配，那么在资本与劳动“讨价还价”中资本自然成为强势方，贫富差距不可避免的扩大。而若政府选择在适当时机进行有效干预，则可以通过保障穷人收入来提振消费，走出内需危机。

80年代开始美国政策转向“小政府，大市场”，推动了贫富差距的重新扩大。一方面，放松管制制度下工会力量被不断削弱，资本的力量占到上风，从而收入分配不均重新加大。另一方面，与30年代不同的是，80年代后美国还出现了日益严重的制造业空心化问题，制造业的空心化导致了中产阶级的明显萎缩，也是造成悬殊贫富差距的主要原因之一。此外，08年后货币放水改善了经济增长，但却进一步助长了贫富差距的扩大。

而30年代罗斯福新政开启了政府职能扩大的时代，成功化解高企的贫富差距，带领美国走出危机。面对严重贫富差距问题导致的“大萧条”，罗斯福政府首先通过控制生产规模，稳定住了农产品和工业品的价格，从而恢复了生产并阻止了企业的继续破产。加上兴建公共工程“以工代赈”增加就业，提升工人的收入水平，从而支撑了内需和消费，与生产的复苏形成了良性循环，带领美国走出了危机。罗斯福上台后美国收入前10%人群的收入份额从32年的47%降至45年的34%，也印证了有为政府在“均贫富”中的重要性。

由此来看，政策的选择要审时度势，不可能“毕其功于一役”。对于29年的大萧条，政府宏观调控能够有效支撑内需，恢复生产。而面对70年代的严重滞胀危机，凯恩斯主义失灵，里根政府采用新自由主义改革，包括放松管制、减税等政策成功帮助美国走出滞胀危机、提高经济增速。但此后老布什、小布什继续强化“大市场”，主张对富人减税，进而导致了巨大的财政赤字与悬殊的收入差距。因此不论是自由竞争市场、减税还是政府干预经济，虽然都曾带领美国走出危机，但政策的选择不可能“毕其功于一役”。政府干预经济能够缩小贫富差距，但过度干预会使得经济失去活力；自由竞争市场能够有效刺激增长，但在长期发展下容易走向垄断主义，造成两级分化。“效率”与“公平”的平衡必须审时度势。

平衡有效市场与有为政府，中国模式兼顾效率与公平。我国的发展模式吸取了美国发展的经验教训，同时兼顾效率与公平。一方面，有了计划经济时代的教训，我们明确把发展市场经济放在首要位置，十八届三中全会指出“使市场在资源配置中起决定性作用”，市场经济给中国带来了翻天覆地的变化。但是经过多年发展之后，我们也出现了贫富差距问题。而靠市场经济解决不了这个问题，因而十八大也明确提出要“更好发挥政府作用”。十八大以来的各项政府政策，包括打赢三大攻坚战，三去一降一补，其实都是为了实现更加公平的发展。因此，我们有希望兼顾好效率与公平，实现可持续的经济发展。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 宏观经济研究团队
陈兴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyumiu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wj11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lggk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 朱耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金鑫(010)58067851 gjy12727@htsec.com
--	---	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com