

【策略专题】全球经济分化下的投资机会展望

分析师：徐驰

执业证书编号：S0740519080003

Email: xuchi@r.qlzq.com.cn

研究助理：张文宇

Email: zhangwy@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

■ 1、资本和劳动分化下“硬币的两面”

在疫情和族裔冲突叠加之下，美股本轮反弹却屡创新高，这其中，以FAANG（Facebook、Amazon、Netflix和Google/Alphabet）为代表的科技股龙头，股价已接近或超过历史最高点。单纯股价上看，似乎疫情、国内族裔冲突等对经济的影响均不存在。

我们发现，美国历史上五次规模最大的族裔冲突事件中：每次类似事件发生对美股的长中短期影响均甚微，更重要的是，事件均与美股上涨，特别是龙头股上涨相伴生。我们认为，产生五次大规模族裔冲突的共性在于：当资产价格与劳动力，特别是年轻劳动力的就业出现持续分化和偏离。

1) 从经济学角度看，贫富分化或是美国族裔矛盾的深层次原因。从一定程度上来说，宽松的流动性环境，助推了美股等资产价格走高。同时，资产价格的走高又使得富人财富快速增加。2) 年轻劳动力的就业市场失衡或是“硬币的另一面”。

■ 2、奢侈品爆发与“地摊经济”：疫情加速下全球资本与劳动的分化

IMF的研究以过去流行病案例为研究样本，发现：流行病对较贫穷和易受伤害的社会阶层造成的损失将恶化数倍。2020年本次疫情会加剧不平等现象，部分原因是它对低技能工人的影响不成比例。但是，疫情之后，奢侈品消费却爆发式增长，甚至远远好于去年同期没有疫情时的水平；这背后的原因或是疫情冲击之下，各国央行为稳定需求和缓和市场流动性风险，不遗余力的“放水养鱼”。但一方面，相对主要依靠劳动力和工资收入的穷人阶层，更加依赖资产端增值的富人阶层总是“近水楼台”。

受疫情冲击，降薪、裁员对居民部门，特别是中低收入阶层的需求影响或是较为长期和深远的。这或也是近期国家大力推进“地摊经济”，千方百计增加居民就业和收入的重要原因。

■ 3、“人口断崖”与“世代财富”传承：资本和劳动的分化或持续加大

从经济增长角度看，人口出生率的降低带来的年轻人口“断崖”，必然带来经济中长期增速中枢的不断下移，这意味着企业整体净资产收益率(ROE)亦将同步下行。这将减少就业需求，并使得劳动工资上涨速度放缓。而低利率带来的资本市场与实体经济的分化，使得富裕阶层财富更进一步增加的同时，财富效应下的学习效应，也会更进一步驱使富裕阶层将更多的资金投入资本市场及其他优质资产保值增值而不是实体再生产，故而进一步加大资本市场与实体经济的分化，并不断形成正循环。

■ 4、投资建议：拥抱“分化”，聚焦优质资产，应对波动率加大

1) 富裕世代“目前消费所呈现的高端化、品牌化倾向，或在未来不断强化，奢侈品、品牌烟酒等在中长期保持高景气度，同时，龙头消费品公司相对行业整体的溢价亦会不断突出；

2)”富裕世代”逐步老龄化后，将带来高端医疗、养老服务、保险等行业中长期新的增量机会；

3) 富裕世代财富传承及“人口断崖”下，95-00 后所拥有的财富和消费能力要远远强于其表观的薪资及收入水平，因此代表 95-00 后的“新消费”，如：新国货、社交平台、游戏、休闲食品等，以及能够创新产品及营销方式，积极顺应这一新消费趋势变化的传统消费品公司、电商平台等或将成为“新消费浪潮”下的“弄潮儿”。

风险提示：消费刺激政策落地不及预期，国内宏观经济超预期下行。

内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
一、资本和劳动分化下“硬币的两面”.....	- 5 -
1.1 贫富分化或是美国族裔矛盾的深层次原因.....	- 6 -
1.2 年轻劳动力的就业市场失衡或是“硬币的另一面”.....	- 7 -
二、奢侈品爆发与“地摊经济”：疫情加速下全球资本与劳动的分化	- 11 -
三、“人口断崖”与“世代财富”传承：资本和劳动的分化或持续加大	- 14 -
四、投资建议：拥抱“分化”，聚焦优质资产，应对波动率加大.....	- 16 -
风险提示：	- 17 -

图表目录

图表 1: 美国历史上发生的关于黑人的种族冲突事件	- 5 -
图表 2: 1960 年以来美国基尼系数不断创新高	- 6 -
图表 3: 美国最富有 0.1% 家庭财富占比约达到 20% 水平	- 7 -
图表 4: 1960 年代美国劳动人口比例大幅提升	- 8 -
图表 5: 1965-70 年美国 16-24 岁劳动参与率从 48% 降至 47%	- 8 -
图表 6: 美国黑人族裔冲突事件更容易发生在美国年轻人劳动参与率在阶段低位或快速下行期	- 8 -
图表 7: 2000-01 年美国制造业税后利润比重快速下滑	- 9 -
图表 7: 2008 年以来低收入家庭收入中值连续下降	- 10 -
图表 8: 2020 年以来疫情期间黑人或非洲裔群体的失业率 16.7%	- 11 -
图表 9: IMF 的研究流行病之后, 贫富之间的不平等差距会逐渐扩大	- 12 -
图表 10: 2018 年中等收入群体的分化也开始加剧	- 13 -
图表 11: 城镇及农村的可支配收入放缓后开始分化	- 13 -
图表 13: 中国 90 后、00 后世代人口规模连续萎缩	- 14 -
图表 14: 中国劳动力人口增速及劳动参与率不改逐年下滑趋势	- 15 -
图表 15: 人口断崖下的加剧的富人财富效应与穷人的收入放缓	- 16 -

一、资本和劳动分化下“硬币的两面”

2020年6月，非洲裔美国人乔治·弗洛伊德遭警察暴力执法而蔓延美国全境的黑人群体游行，大有愈演愈烈之势，目前已蔓延至全美近50个州，280个城市。特别是，当前欧美疫情新增绝对数量仍处于相对高位之下，美国多数州处于陆续复工的关键环节，人群大规模密集聚集、接触带来的疫情二次爆发风险。

然而，在疫情和族裔冲突叠加之下，美股本轮反弹却屡创新高，标准普尔500指数已经从3月23日触及的低点回升了38.57%，纳斯达克综合指数较3月份低点反弹42.65%。这其中，以FAANG(Facebook、Amazon、Netflix和Google/Alphabet)为代表的科技股龙头，股价已接近或超过历史最高点。单纯股价上看，似乎疫情、黑人族裔冲突等对经济的影响均不存在。

图表1：美国历史上发生的关于黑人的族裔冲突事件

时间	种族冲突	事件	持续时间	宏观经济背景	利率水平	失业率	CPI同比	美股道琼斯指数表现	前五大龙头股平均表现	△年化波动率
1967年7月23日	底特律暴动	底特律警方扫荡一间位于第十二街和克莱尔蒙特街交界的无牌照酒吧，逮捕了数十名黑人，引发了行人与警察的冲突。	7天	战后高速增长，婴儿潮带来的劳动供给突然增加的就业市场失衡，黑人平权运动兴起	4.87%-3.98%	3.9%-3.8%	3.5%-2.8%	6.13%	——	1.5
1968年4月9日	马丁路德金遇刺引发黑人暴乱	马丁·路德·金在演讲时遇刺身亡，触发了全国范围黑人暴乱和纵火	60天		4.6%-5.74%	3.7%-3.5%	3.6%-3.9%	3.44%	——	4.66
1992年4月29日	洛杉矶大暴动	警察逮捕黑人罗德尼·金的过程中实行强力殴打最后将其制服，警察殴打罗德尼·金的画面被人拍下并发送给了洛杉矶的KTLA电视台，KTLA电视台把录像删减成只有4名白人警察殴打黑人的68秒录像，并且向美国大众播出。	5天	1990年代初海湾战争爆发，美国国内消费及投资不足，整体处于宽松的货币环境对冲经济阶段性衰退	4.11%-3.81%	7.3%-7.4%	2.6%-3.2%	2.67%	2.39%	-1.53
2001年4月10日	辛辛那提市黑人暴乱	美国辛辛那提市黑人青年蒂姆·托马斯被执勤的白人警官史蒂夫·罗奇打死。托马斯被杀后的第三天，辛辛那提爆发暴乱。	8天	2000年互联网泡沫破灭拖累经济发展，制造业企业利润受到冲击，制造业企业降薪裁员多有发生	6.02%-2.5%	4.2%-4.4%	3.7%-3.3%	4.00%	18.16%	3.21
2013年7月13日	黑人马丁路德金引发的暴动	美国佛罗里达州桑福德市的社区协警乔治·齐默尔曼发现黑人青年特雷沃·马丁形迹可疑，打电话报警后一直尾随着他。其间，两人发生扭打，齐默尔曼开枪将马丁打死。齐默尔曼被指控二级谋杀，但在2013年7月13日，齐默尔曼被宣布无罪释放。消息传开后，美国各地出现反种族歧视的抗议浪潮，而在桑福德，抗议引发骚乱，有数辆警车被烧毁。	5天	2008年金融危机后，叠加欧债危机对全球经济的影响。美联储连续10次下调联邦基准利率，利率由5.25%降至0-0.25%区间以求刺激经济恢复。2010-13年，美国经济处于低速复苏阶段，但持续宽松的货币环境进一步加深了财富分化。大量低收入群体家庭收入停滞，收入占比反而比危机前更快速萎缩。	0.14%-0.09%	8%-7.3%	1.6%-2%	1.94%	2.27%	2.10
2014年8月9日	黑人布朗案引发的暴动	18岁的黑人青年迈克尔·布朗于9日在弗格森街头被白人警察威尔逊连击数枪身亡，据目击证人描述，布朗当时没有携带武器，并且在警察开枪前，已经举起了双手表示投降。这一事件在当地引发抗议并演变成骚乱，导致居民与警方严重对立。密苏里州州长尼克松16日宣布弗格森进入紧急状态，同时从零点到凌晨5点实施宵禁令。	105天		0.07%-0.09%	6.6-6.1%	1.6%-1.7%	8.03%	9.38%	1.35
2015年4月19日	巴尔的摩市暴乱	2015年4月12日，25岁的黑人青年格雷在街头被捕，2015年4月19日格雷在当地一家医院死亡，死因是脊柱严重受伤。由于对格雷的“非正常死亡”感到不满，众多巴尔的摩市民连日来走上街头，举行抗议示威活动。	15天		0.12%-0.12%	5.7%-5.4%	-0.1%-0.2%	2.10%	5.57%	4.07

来源：Wind，中泰证券研究所

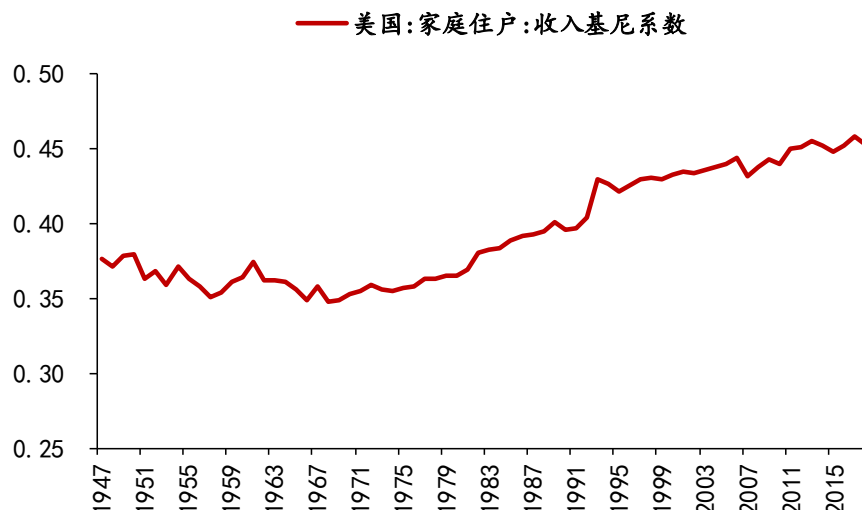
事实上，二战结束后，美国历史上五次规模最大的族裔冲突事件中：每次类似事件发生对美股的长中短期影响均甚微，更重要的是，事件均与美股上涨，特别是龙头股上涨相伴生。我们统计发现：每次事件发生后美股前十大龙头股表现均优于指数表现。其中，2001 年“辛辛那提市事件”中龙头股涨幅远超指数 14.16%，2014-15 年的种族冲突事件中龙头股涨幅表现也较股指高出 2-3%。

更进一步地，在仔细研究了上述阶段宏观背景之后，我们发现，五次大规模族裔冲突的共性在于：当资产价格与劳动力，特别是年轻劳动力的就业出现持续分化和偏离。

1.1 贫富分化或是美国族裔矛盾的深层次原因

从经济学角度看，贫富分化或是美国族裔矛盾的深层次原因。在 1960 年代平权运动之后，黑人政治地位大幅提升，其也拥有了投票权、选举权在内的各项选举权力且在法律上亦享有各种保护。但经济上，不同族裔的处境和地位的分化却不断加剧。根据美国人口普查局 2012 年的报告，2011 年，黑人的贫困率为 27.6%，而白人仅为 12.8%，黑人 16-24 岁青年男性的贫困率为 34.5%，为全美贫困率的三倍，而其儿童的贫困率更是达到 38.2%，

图表 2：1960 年以来美国基尼系数不断创新高



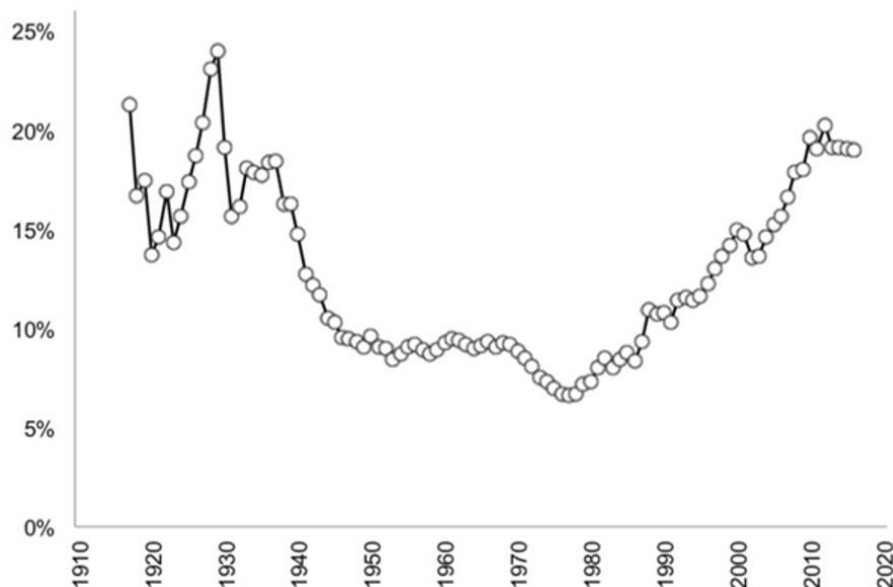
来源：Wind，中泰证券研究所

根据哈德逊研究所的报告，1995 年开始美国最富有的 1% 家庭持有财富占比超过底部 50% 家庭。2019 年前 0.1% 的富人家庭坐拥美国约 20% 的财富，前 10% 的富人持有高达 84% 的财富，仿佛即将“回到”1929 年大萧条之前水平。

因此，当资产价格与劳动力就业出现持续分化时，也就是中年白人财富与年轻黑人生存状况持续分化加速时，此时社会的不满将快速积聚，极

易引发美国社会所固有的深层次矛盾，如：种族问题等的集中爆发。

图表 3：美国最富有 0.1% 家庭财富占比约达到 20% 水平



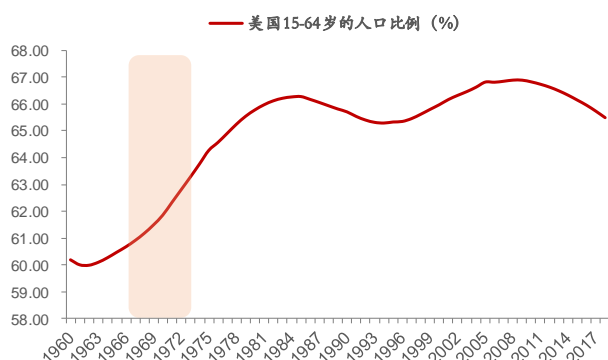
来源：Saez，中泰证券研究所

从宏观经济和流动性，五次大规模族裔冲突前后，以利率衡量的流动性环境亦处于宽松的环境之中，1967 年“底特律暴乱”联邦利率从 4.87% 下降至 3.98%，2013-15 年发生的三次族裔冲突背景都是处于 0.07-0.14% 市场低利率水平。从一定程度上来说，宽松的流动性环境，助推了美股等资产价格走高。同时，资产价格的走高又使得富人财富快速增加。

1.2 年轻劳动力的就业市场失衡或是“硬币的另一面”

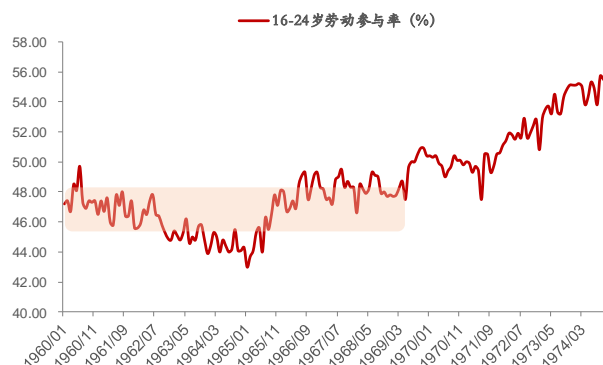
我们发现，年轻劳动力的就业情况，特别是特定族裔/群体年轻男性的就业情况，在每次族裔冲突事件前后均出现不尽如意之处，比如：60 年代中后期的黑人种族歧视事件爆发，经济整体虽然维持了战后的增长状态，但伴随战后婴儿潮一代（1945-50 年美国每年出生人口从战前 280 万飙升至 370 万）集体进入劳动力市场高峰，美国 16-24 岁劳动参与率却从 48% 下降至 47%，并无明显上升。

图表 4：1960 年代美国劳动人口比例大幅提升



来源：Wind，中泰证券研究所

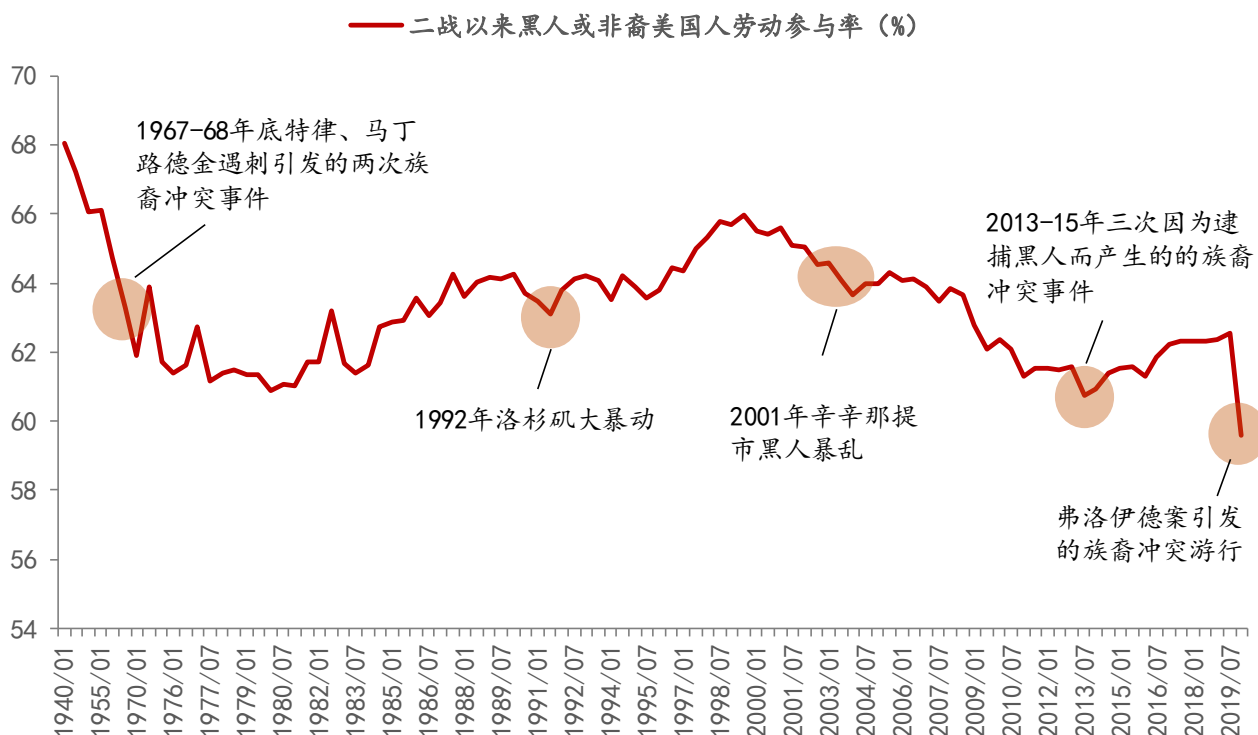
图表 5：1965-70 年美国 16-24 岁劳动参与率从 48% 降至 47%



来源：Wind，中泰证券研究所

考虑到二战后伴随妇女平权运动兴起下，大量女性首次进入劳动力市场，年轻男性劳动参与率实际上在 60 年代一直呈现快速下滑态势：从 75% 到 70%。叠加战后南部农业州年轻黑人大量迁移至北部工业区，相比其他族裔，黑人年轻男性劳动参与率下降更快。“婴儿潮”之下黑人年轻男性就业与生存的困难与低利率推升资产价格上升下，白人财富快速增加形成鲜明对比，是造成 60 年代中后期，黑人平权运动、反主流运动乃至大规模反馈种族歧视事件层出不穷的，经济上的重要原因。

图表 6：美国黑人族裔冲突事件更容易发生在美国年轻人劳动参与率在阶段低位或快速下行期

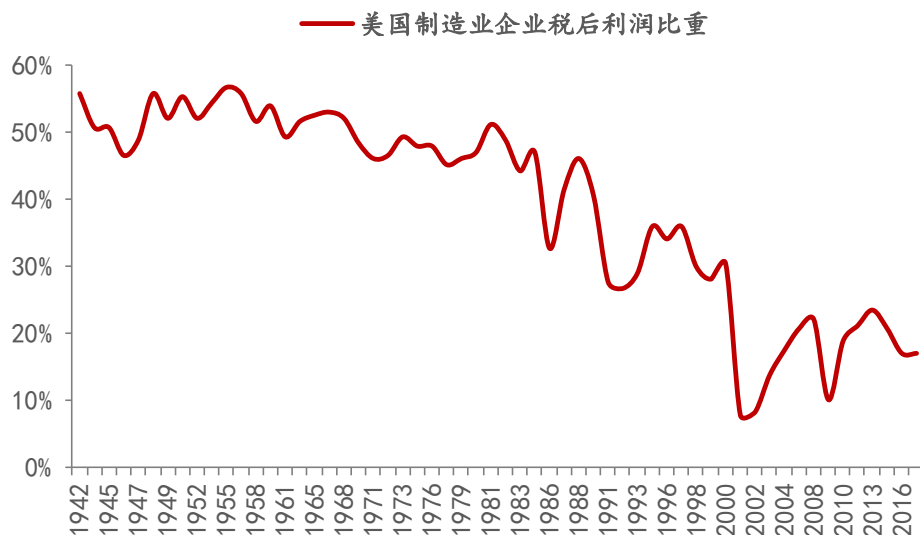


来源：Wind，中泰证券研究所

从劳动供求角度看，60年代黑人族裔冲突主要原因是婴儿潮带来的劳动供给突然增加带来的劳动就业市场供给的失衡，90年代及00之后的几次族裔冲突事件，则主要是制造业空心化及外生冲击下，需求降低带来的失业率走高。比如：

- 1990年代初海湾战争爆发，美国国内消费及投资不足，整体处于宽松的货币环境对冲经济阶段性衰退，1992年社会失业率上升至7%，远高于1950-70年3-6%的波动区间。同时，15-24岁年轻人平均收入占总人口平均收入的比重开始不断下滑。
- 2001年美国刚刚经历互联网泡沫，美联储2001年1月开始连续降息，将联邦基金利率从6.5%下调至2.0%。同时，2000年互联网泡沫破裂拖累经济发展，制造业企业利润受到冲击，制造业企业降薪裁员多有发生，低收入群体收入增速快速放缓。

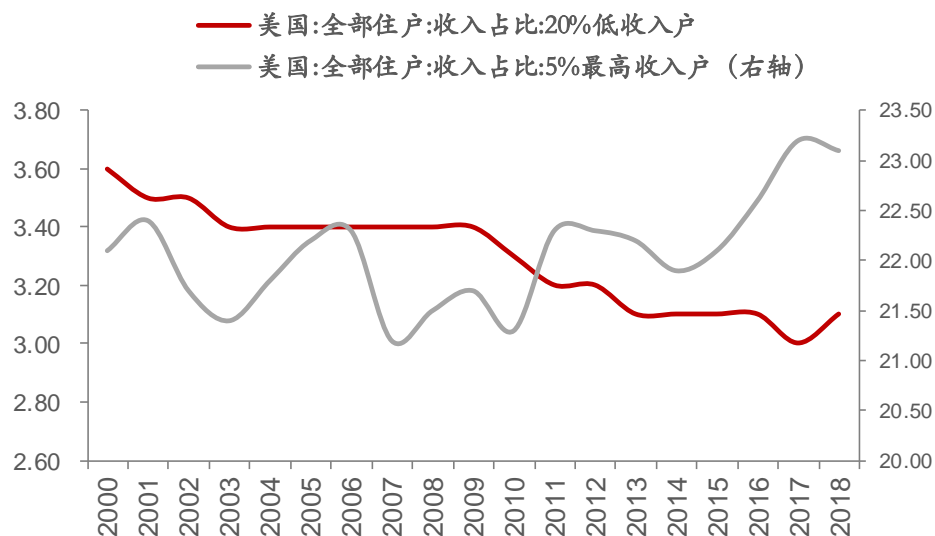
图表 7：2000-01 年美国制造业税后利润比重快速下滑



来源：Wind，中泰证券研究所

- 2013-14 年：1) 2008 年金融危机后，叠加欧债危机对全球经济的影响。美联储连续 10 次下调联邦基金利率，利率由 5.25% 降至 0-0.25% 区间以求刺激经济恢复。2) 2010-13 年，美国经济处于低速复苏阶段，但持续宽松的货币环境进一步加深了财富分化。低收入家庭收入中值连续下降。大量低收入群体家庭收入停滞，收入占比反而比危机前更快速萎缩。2012 年美国家庭收入中值比 2007 年的衰退前峰值低了 8.3%，虽然经济开始弱复苏，家庭收入连续第五年下降。

图表 8：2008 年以来低收入家庭收入中值连续下降



来源：Wind，中泰证券研究所

因此，纵观历史，美国族裔冲突常伴随着资产价格与劳动力就业的分化，即以白人为代表的富人阶层的财富和以黑人为代表的穷人阶层的处境持续分化。美股的节节升高和族裔冲突蔓延本身就是这种现象“硬币的两面”，并不会影响富人的消费能力和资产继续向股市配置的能力。

1.3 美股波动率上升隐含的经济深层次结构性问题

但是，资本市场是实体经济的晴雨表。社会的动荡不安与资本市场的歌舞升平的反差最终会如何反映呢？我们统计发现，平均下来黑人族裔冲突年份波动率大都出现一定程度走高。比如：

- 1967-68 年两次黑人族裔冲突事件后美股波动率从 9.7 提升到了的 1969-70 年 14.29;
- 2013-14 年的两次族裔冲突事件后美股波动率从 10.85 提升至 2015 年的 14.92;

我们认为，这种波动率升高反映的除了族裔冲突本身的社会冲击外，更重要的是，某种意义上相当于社会的警报器，代表着经济深层次结构性问题亦愈发成为“不可承受之重”。这背后的深层次原因或在于：疫情加速了本已长期存在黑人与白人间的贫富分化，而乔治·弗洛伊德之死仅仅是点燃疫情期间积累的社会怒火的“导火索”。

首先，从美国疫情情况看，疫情对黑人的惨烈冲击远远高于白人：1）截止到 6 月 1 日，美国因为疫情死亡人数已经突破十万大关，美国黑人在美国总人口占比约 13%，但是死亡黑人占比却高达 23%。2）根据美国疾病控制与预防中心的数据，在密歇根州，黑人占了总人口的近 14%，

但是死于新冠肺炎的黑人占了新冠肺炎死亡总数的近 39%。在路易斯安那州,黑人占总人口的近 33%,但死于新冠肺炎的黑人比例却高达 54%。

另一方面,伴随疫情期间,美联储再次量化宽松的货币政策,美股纳斯达克等指数已收复疫情以来全部跌幅,创出历史新高。更重要的是,白人居住于生活条件较好,密度较为稀疏的乡下,患病率低;且白人中由于职位以大公司为主,多转为线上办公。根据经济学人调查:

- 3/4 的工资和工作稳定性较低的岗位因为疫情停滞行业的平均工资不及专业人士平均工资的一半
- 而专业人士远程工作享受全额工资,有不方便但疫情不对其生活质量造成威胁。
- 年轻的低收入者或成为疫情的“最大受害者”。25 岁以下的有 30% 的人在停滞行业工作,而 25 岁以上的只有 13%。

这样的分化,既驱动了本次大规模黑人族裔冲突,亦助推了美股,特别是以 Facebook,Google 为代表的线上经济龙头的不断创新高。然而,考虑到历史上族裔冲突下的美股规律,要谨防之后美股波动率显著放大的风险。

图表 9: 2020 年以来疫情期间黑人或非洲裔群体的失业率 16.7%



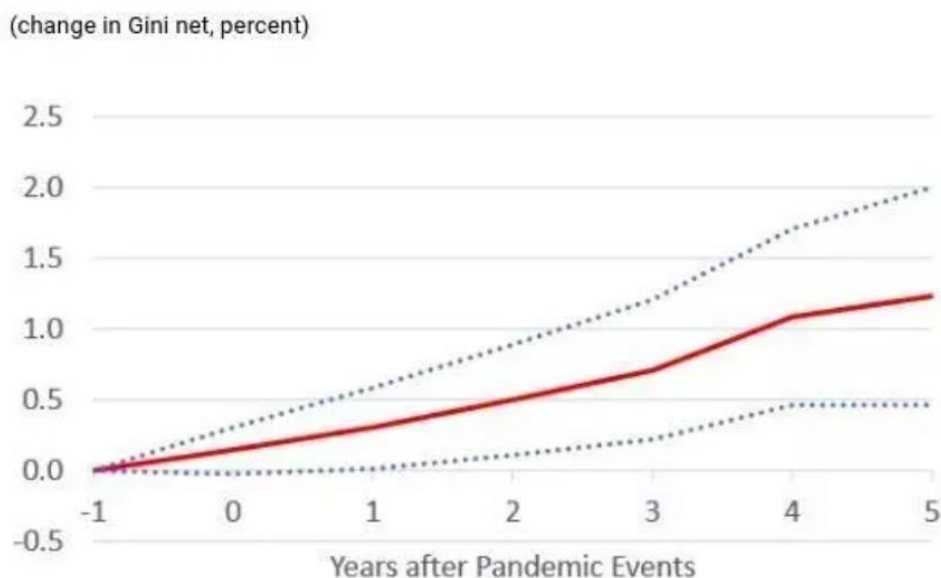
来源: FRED, 中泰证券研究所

二、奢侈品爆发与“地摊经济”: 疫情加速下全球资本与劳动的分化

这种分化不仅体现在美国,事实上,根据 IMF 数据预测,疫情后,全球贫富分化数据将在未来进一步加剧: IMF 的研究以过去流行病案例为研

究样本，发现：流行病对较贫穷和易受伤害的社会阶层造成的损失将恶化数倍。2020 年本次疫情会加剧不平等现象，部分原因是它对低技能工人的影响不成比例。

图表 10: IMF 的研究流行病之后，贫富之间的不平等差距会逐渐扩大

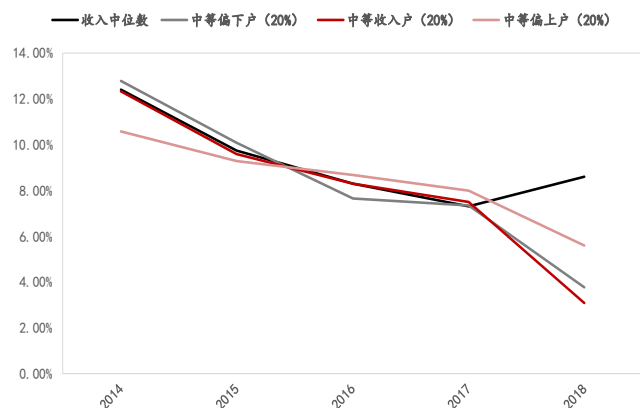


来源：IMF, 中泰证券研究所

以我国为例，进入存量经济时代后，社会各阶层分化持续加大。疫情作为经济趋势的加速器，加速了这一趋势。以控制疫情最快速的中、韩等东亚国家为例，疫情之后反映全社会消费及购买能力的社会零售品销售总额增速（特别是扣除短期受政策扰动较大的汽车后）一直较为疲弱，我国 4 月社会消费品零售总额同比下降 7.5%，扣除汽车后下降 8.3%，2020 年 1-4 月扣除汽车的消费品零售额下降 15.5%。

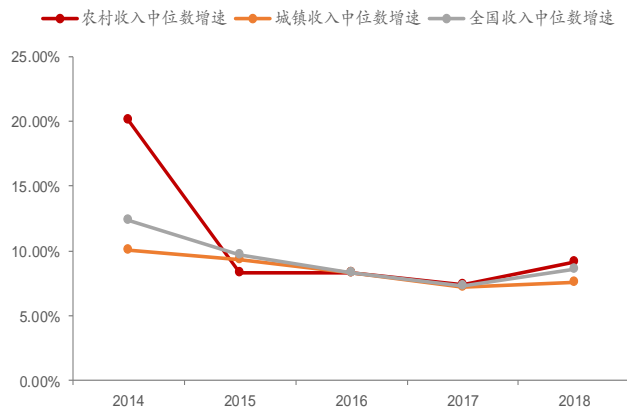
同时，PMI 中需求类细分的绝对水平明显低于生产类，也验证了疫情后居民消费能力的疲弱。这背后的原因可能是，受疫情冲击，降薪、裁员对居民部门，特别是中低收入阶层的需求影响或是较为长期和深远的。这或也是近期国家大力推进“地摊经济”，千方百计增加居民就业和收入的重要原因。

图表 11: 2018 年中等收入群体的分化也开始加剧



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 城镇及农村的可支配收入放缓后开始分化



来源: Wind, 中泰证券研究所

但另一方面, 疫情之后, 奢侈品消费却爆发式增长, 甚至远远好于去年同期没有疫情时的水平: 在疫情的影响下, 全年的 (全球个人奢侈品消费量) 整体下跌幅度在 20%-35% 之间。但中国奢侈品市场与全球奢侈品行业销售额萎缩近三成的现状形成强烈反差, 从 3 月中下旬起, LVMH 旗下品牌在中国的大多数门店销售出现同比增长, 4 月份势头更猛, 有些品牌甚至超过了 50%; 再比如 6 月 1 日, 京东 6·18 开场 1 个小时, 奢侈品成交额同比增长 400%。

这一现象不仅体现在我们国家, 作为疫情控制速度仅次于我们的韩国, 其在复工过程中也体现出了同样的分化: 2020 年 4 月韩国进口消费品下降近四成, 但 5 月初, 韩国国内奢侈品的销售额比去年同期增长了 30%。

这背后的原因或是疫情冲击之下, 各国央行为稳定需求和缓和市场流动性风险, 不遗余力的“放水养鱼”。但一方面, 相对主要依靠劳动力和工资收入的穷人阶层, 更加依赖资产端增值的富人阶层总是“近水楼台”。另一方面, 在全球疫情尚未彻底缓解之际, 企业家为了回避实体风险, 将得到的信贷资金投入流动性更好的金融资产而不是扩大生产线; 疫情隔离期间, 全国乃至全球新增开户人数快速上升所反映的“全民炒股”热情, 亦加速了资产价格的快速回升。

从 Yodlee 披露的数据来看, 美国政府针对疫情推出收入补贴法案, 以允许人们在由于冠状病毒而被迫经济停工期间继续支付账单, 而消费者反过来又用大量的钱在股市进行投机。数据显示, 年收入在 35,000 至 75,000 美元之间的人们在收到收入补贴后, 股票交易量比前一周增加了 90%。年收入在 100,000 美元至 150,000 美元之间的美国人的交易量增加了 82%, 而收入超过 150,000 美元的美国人的交易频率则增加了约 50%。

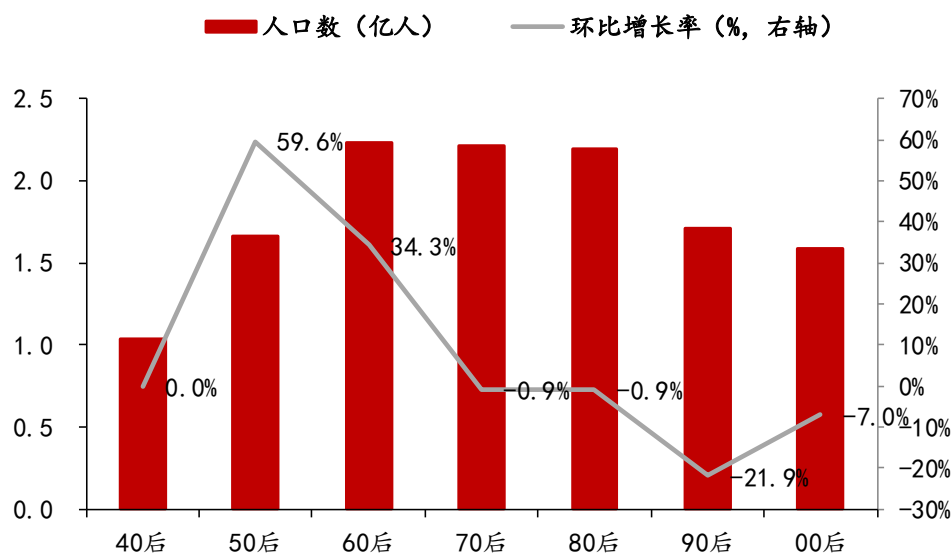
但资产实际回报率的上升,反过来,又增加了实体投资的潜在机会成本,使得企业家更加不愿意增加向实体的投资,这某种程度上,对就业和劳动收入形成新的抑制,并形成推高资产价格泡沫新的循环。

三、“人口断崖”与“世代财富”传承：资本和劳动的分化或持续加大

但对于经济本身而言,政策更多改变的是短期斜率,而非长期趋势。从中长期角度看,人口是决定长期经济增长最重要的变量。我们认为,人口结构决定了这种资本与劳动或者富人“财富效应”与穷人“收入放缓”的分化或仍将持续。

“后浪”一词最近成为最火的网络用词,寓意为:中国新一代的年轻人,“后浪”们多元化的生活特征在互联网时代璀璨耀眼。然而多元化的背后也是差异加大的体现,这种差异的背后还是在于相同世代人群的“财富分化”。

图表 13: 中国 90 后、00 后世代人口规模连续萎缩



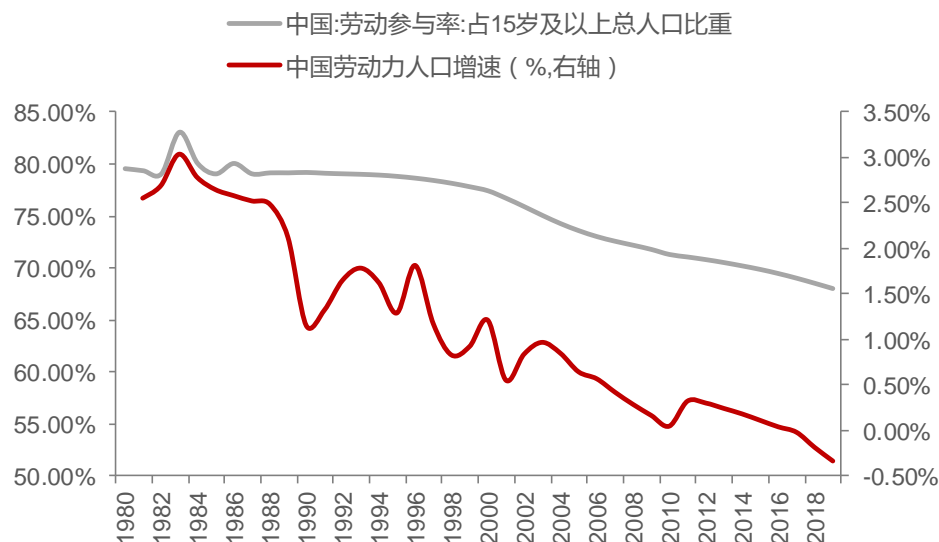
来源: Wind, 中泰证券研究所

1) 从人口代际的数量上来看, 90 后人群比 80 后人群规模缩减 21.9%, 00 后又在 90 后的基础上下降 7%; 年轻世代人口数量萎缩仿佛产生“人口断崖”(美国财经学家哈瑞·丹特指出生率下降和老龄化加剧同时出现的现象叫做人口断崖)。

2) 2019 年中国人口出生率 10.48‰, 创近 30 历史新低。老龄化加深伴随中国劳动人口增速连续下滑。

3) 从财富效应来看, 年轻世代的旺盛的消费力主要来自父辈的“财富传承”, 比如: 00 后逐渐成为奢侈品消费的主力, 57%的资金来源是来源于父母的资助。但一脉相承的是, 上个世代内部贫富差距也会在这种“财富传承”中进一步加深。

图表 14: 中国劳动力人口增速及劳动参与率不改逐年下滑趋势



来源: Wind, 中泰证券研究所

需要指出的是, 这种“人口断崖”与“世代财富”的分化并非我们的特色, 在全球主要经济体中都体现的比较明显。日本、韩国都在 90 年代进入高老龄化、低生育率的“人口断崖”, 2018 年日本、韩国的总和生育率仅为 1.42 及 0.98。而不得不采取了放开移民、增加女性劳动率、打造“不退休社会”等措施来弥补劳动人口下滑的冲击。究其原因, 现代化过程, 大幅推升了受教育年限和妇女参与率, 进而客观上形成了晚婚晚育, 人口出生率不断降低的趋势。

从经济增长角度看, 人口出生率的降低带来的年轻人口“断崖”, 必然带来经济中长期增速中枢的不断下移, 这意味着企业整体净资产收益率 (ROE) 亦将同步下行。这将减少就业需求, 并使得劳动工资上涨速度放缓。

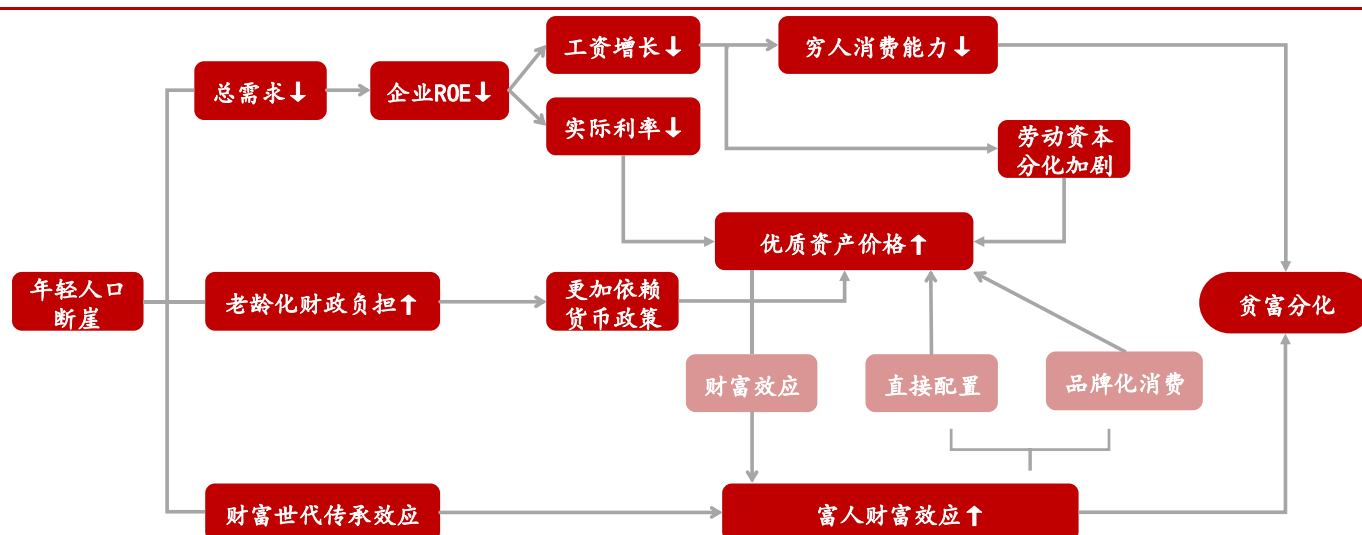
在经济增量相对不足的情况下, 中老年人群中的富裕阶层在经济高速增长过程中积累的“财富效应”越来越明显。这不仅意味着, 其本身的社会阶层日趋巩固, 及其代表性的高端消费会维持强势, 也即奢侈品消费与一般消费品的分化趋势会持续。

考虑到“人口断崖”, 年轻世代人群数量要远远小于年老世代, 这意味着

富裕人群的子女（如：我国 95-00 后人群）继承到的财富数量及其消费能力或比年老一代的富裕人群本身更强。也就是说，由于财富传承效应，年轻世代的贫富分化亦会更加强化。

从政策角度看，利率在中长期的决定因素是企业净资产收益率。伴随“人口断崖”下，企业净资产回报率下行，中长期货币政策亦需不断宽松，使得利率与企业净资产收益率相匹配。同时，由于“年轻人口断崖”下老龄化的快速提升，养老负担日趋加重带来的财政收支不匹配将在未来限制财政政策空间。故货币政策也将越来越成为政府调控经济的主要手段。在实体回报率下行和货币政策的“近水楼台先得月”效应，资本市场、优质资产与实体经济的分化在中长期亦会成为常态。这又将进一步增加以资产增值为主的富人阶层与依靠劳动报酬为主的中低收入阶层间的分化。

图表 15：人口断崖下的加剧的富人财富效应与穷人的收入放缓



来源：Wind，中泰证券研究所

这种低利率带来的资本市场与实体经济的分化，使得富裕阶层财富更进一步增加的同时，其给富裕阶层带来的财富效应，又会增加富裕阶层高端化、品牌化的消费趋势，这将进一步加大龙头消费品企业与一般消费品企业的分化。财富效应下的学习效应，也会更进一步驱使富裕阶层将更多的资金投入资本市场及其他优质资产保值增值而不是实体再生产，故而进一步加大资本市场与实体经济的分化，并不断形成正循环。

四、投资建议：拥抱“分化”，聚焦优质资产，应对波动率加大

如前文所分析，低利率环境下全球经济结构中固有的分化趋势：资本与

劳动的分化，富裕阶层与中下阶层财富的分化，资本市场与实体经济的分化，高端奢侈品消费与社会整体消费的分化，龙头品牌企业与中小企业的分化等，被疫情对实体经济的冲击和疫情下各国央行的放水所大大加速。

展望未来，在“人口断崖”与“世代财富”因素的驱动下，这一趋势在全球或仍将持续。从投资及资产配置角度看：一方面，从大趋势上看，优质资产价格相对实体经济的溢价或仍将强化，建议积极拥抱优质资产；

另一方面，也要看到，参考历史，资本与劳动分化所反映的经济体深层次结构性问题，会被全球市场波动率放大所反映。对于投资者而言，应尽快适应今年以来波动率放大的全球市场“新常态”。应构建均衡化组合和以类似“定投”的更加理性化投资策略，以应对全球市场波动率的放大。

从结构上看，既然“富裕世代”及阶层的“财富效应”日趋强化或是未来最确定的主线之一。那么作为投资者就应“拥抱”这种分化。围绕这一分化进行积极布局：

- 1) 富裕世代“目前消费所呈现的高端化、品牌化倾向，或在未来不断强化，奢侈品、品牌烟酒等在中长期保持高景气度，同时，龙头消费品公司相对行业整体的溢价亦会不断突出；
- 2) 富裕世代”逐步老龄化后，将带来高端医疗、养老服务、保险等行业中长期新的增量机会；
- 3) 富裕世代财富传承及“人口断崖”下，95-00后所拥有的财富和消费能力要远远强于其表观的薪资及收入水平，因此代表95-00后的“新消费”，如：新国货、社交平台、游戏、休闲食品等，以及能够创新产品及营销方式，积极顺应这一新消费趋势变化的传统消费品公司、电商平台等或将成为“新消费浪潮”下的“弄潮儿”

风险提示：

消费刺激政策落地不及预期，国内宏观经济超预期下行。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。