



2023 年 1 月 18 日

宏观专题

人口负增长如何影响经济和市场？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**2022 年我国人口减少 85 万，开始负增长，但短期内不必担心人口总量，据联合国预测 2035 年仍有 14 亿，2050 年仍有 13 亿。人口负增长会通过减少劳动供给和资本积累，减缓长期经济增速，此前“十四五规划”隐含到 2035 年实现年均 4.7% 的增长，面临挑战加大，需要付出更大努力。人口负增长会加快老龄化，从而对经济结构和资产价格造成较大影响。一是降低储蓄率、投资率，提高消费率，改变内需中消费和投资的结构；二是可能带来“过早去工业化”，对产业结构影响较大；三是养老支出加大财政压力，推高政府债务率；四是资产价格或倾向于“长期低利率、股市低估值”。
- **人口负增长与我国的生育形势：**（1）横向对比各省人口自然增长情况，我们发现：①2021 年自然增长率较低的主要是人口流出省份，典型的是东北和中部人口流出大省，自然增长率大多为负。②人口自然增速东北最慢、华南较快，2021 年黑龙江分别为 -0.5%、-0.3%、-0.4%，而粤桂琼分别为 0.5%、0.3%、0.4%。③2021 年 13 个自然增速为负的省市中，除东北三省外，其他省份均是 2020 年后才开始迎来自然增速的下降。
- **（2）低出生率带来人口负增长，四个因素导致低出生率：**一是养育成本高，住房、教育等相关育儿成本上升，影响了生育行为，中国大陆 2022 年房价收入比为 34.6，位居全球第四。二是育龄妇女人口十年减少近 6000 万。三是晚结婚、低结婚率和高离婚率。四是疫情冲击。
- **（3）人口总量展望：**联合国预测 2035 年我国总人口仍在 14 亿以上，2050 年仍在 13 亿以上，此后降幅加快，在 2078 年末左右跌破 10 亿。
- **人口负增长与老龄化如何影响经济：**我们认为（1）人口负增长时代，老龄化将进一步加速。我国老龄化具有如下特点：①老龄人口绝对数量庞大，超美欧日韩总和；②城乡和不同地区老龄化差异大，东北、川渝、苏沪等地老龄化严重；③未富先老的问题十分严峻，当前我国人均 GDP 水平相当于美日韩在同等老龄化程度时的 40% 左右。

- **(2) 人口负增长会通过减少劳动供给而导致长期经济增速放缓。**劳动年龄人口数量及其占比会直接减少，整体劳动参与率也会降低。因此，到 2035 年实现年均 4.7% 的增长（翻一番目标对应的增速），压力加大，需要付出更大努力
- **(3) 人口负增长和老龄化会降低储蓄率，带来两方面影响。**一是对于长期经济增长而言，储蓄代表着资本积累，长期增长的资本要素投入可能会减少，从而放缓经济增速。二是对于经济的需求结构而言，内需中消费相比投资的重要性提高。
- **(4) 可能带来“过早去工业化”：**供给侧，劳动成本上升、工业部门外迁；需求侧，养老相关产业大多属于服务业，服务消费的需求将超过商品消费，带动产业结构调整。
- **(5) 资产价格或倾向于“长期低利率、股市低估值”：**一方面，长期经济增速放缓或驱动利率较长时间走低，另一方面股票市场迎来系统性牛市的概率越来越低，A 股估值或在经济总需求不足的压力下进入低估值状态。
- **风险提示：**联合国与我国统计局人口数据有差异导致预测存在偏差；疫情之后人口形势变化，总人口可能短期内在增长与下降之间反复；其他因素扰动人口对储蓄和经济的影响。

内容目录

1. 人口负增长与我国的生育形势	4
1.1. 我国人口增长开启第五阶段.....	4
1.2. 人口负增长的原因	5
1.3. 人口形势展望：2035 年仍有 14 亿，2050 年仍有 13 亿	7
2. 人口负增长与老龄化如何影响经济	8
2.1. 人口负增长时代，老龄化将进一步加速	8
2.2. 如何影响经济？	11
2.2.1. 减少劳动供给，长期经济增速放缓	11
2.2.2. 降低储蓄率，同时影响经济增长和经济结构	12
2.2.3. “过早去工业化”与财政压力	15
3. 风险提示	18

图表目录

图 1: 我国人口增长的五个阶段（自然增长率，‰）	4
图 2: 2021 年各省人口自然增长率（‰）	5
图 3: 出生率是我国自然增长率的决定因素	6
图 4: 2022 年各国房价收入比	6
图 5: 育龄妇女人口大幅下降	7
图 6: 晚结婚、低结婚率和高离婚率	7
图 7: 1950-2100 年我国总人口	8
图 8: 2021 年我国老年人口绝对规模超美欧日韩总和	9
图 9: 2020 年各省 65 岁及以上人口占比（%）	9
图 10: 主要经济体老龄化与经济发展水平	10
图 11: 联合国对我国老龄化率（65 岁以上人口占比）的预测	11
图 12: 中韩老龄化速度将显著快于主要经济体	11
图 13: 我国 15-64 岁劳动年龄人口占比与数量	12
图 14: 联合国预测我国 15-64 岁劳动年龄人口占比与数量	12
图 15: 美国 15-64 岁劳动年龄人口占比与储蓄率	13
图 16: 英国 15-64 岁劳动年龄人口占比与储蓄率	13
图 17: 法国 15-64 岁劳动年龄人口占比与储蓄率	13
图 18: 德国 15-64 岁劳动年龄人口占比与储蓄率	13
图 19: 日本 15-64 岁劳动年龄人口占比与储蓄率	14
图 20: 韩国 15-64 岁劳动年龄人口占比与储蓄率	14
图 21: 各国劳动年龄人口比例与储蓄率整体成正比	14
图 22: 2010 年后加速老龄化带来劳动年龄人口占比下降和储蓄率下降	14
图 23: 2010 年以来劳动人口占比变动与投资率、消费率变化	15
图 24: 人口老龄化带来“过早去工业化”	16
图 25: 各主要经济体老龄化及相关财政支出	16
图 26: 老龄化加大我国财政压力	16

1. 人口负增长与我国的生育形势

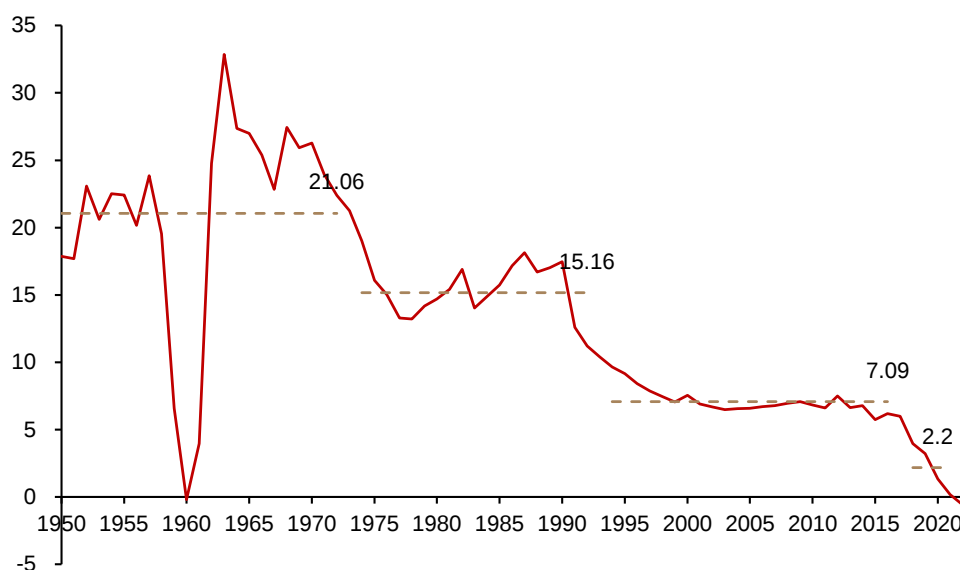
1.1. 我国人口增长开启第五阶段

根据联合国和国家统计局数据，1950年以来，我国人口增长经历了五个逐步减速的历史阶段，如图1：

- (1) 1950-1973年，人口自然增长率基本位于2%以上，平均值为2.1%；
- (2) 1974-1993年，降至1%-2%之间，年均1.5%；
- (3) 1994-2017年，降至0.5%-1%区间，年均0.7%；
- (4) 2018年-2021年，降至0-0.5%区间，年均0.2%；
- (5) 2022年-，开启人口负增长阶段，2022年自然增长率为-0.6%，减少85万人。

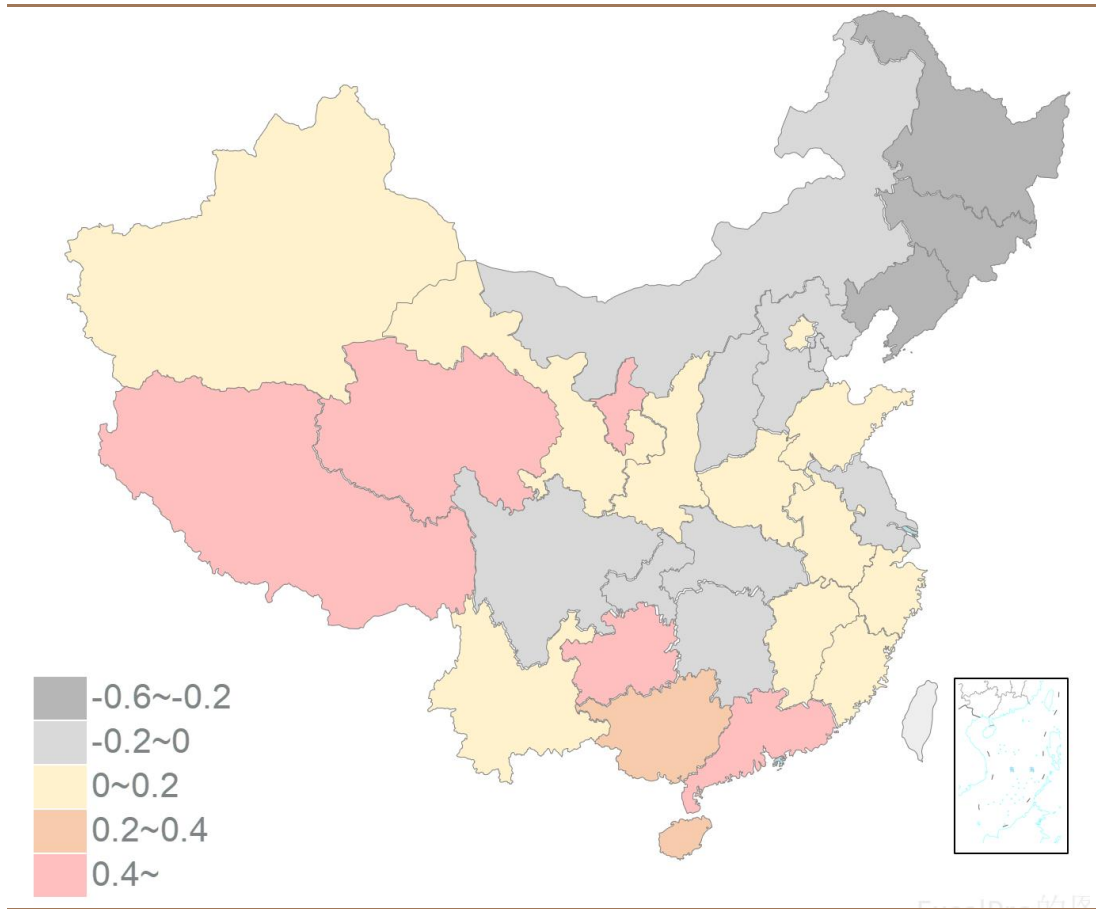
横向对比各省人口自然增长情况，我们发现三条结论：一是**2021年自然增长率较低的主要是人口流出省份**，典型的是东北和中部人口流出大省，自然增长率都为负；此外，华北的河北、天津也都是负增长；东部沿海省份中，只有上海、江苏负增长。二是**人口自然增速东北最慢、华南较快**，2021年黑吉辽分别为-0.5%、-0.3%、-0.4%，而粤桂琼分别为0.5%、0.3%、0.4%。三是**除东北三省外，其他负增长省份均是2020年后才开始迎来自然增速的下降**，2021年13个自然增速为负的省市中，辽宁在2011年最早迎来负增长时代，黑龙江、吉林分别从2015、2016年开始，内蒙古、上海、重庆、四川从2020年开始，天津、河北、山西、江苏、湖北、湖南从2021年开始。

图1：我国人口增长的五个阶段（自然增长率，‰）



资料来源：联合国，国家统计局，Wind，德邦研究所
注：1950-2021为联合国数据，2022年为统计局数据

图 2：2021 年各省市人口自然增长率（%）



资料来源：Wind，德邦研究所
注：不含港澳台

1.2. 人口负增长的原因

由于我国死亡率基本稳定，自 1970 年代以来稳定在 7‰ 上下波动，影响自然增长率的主要是出生率，如图 3。

近些年来，四方面因素导致了我国的低生育率，从而带来人口负增长。

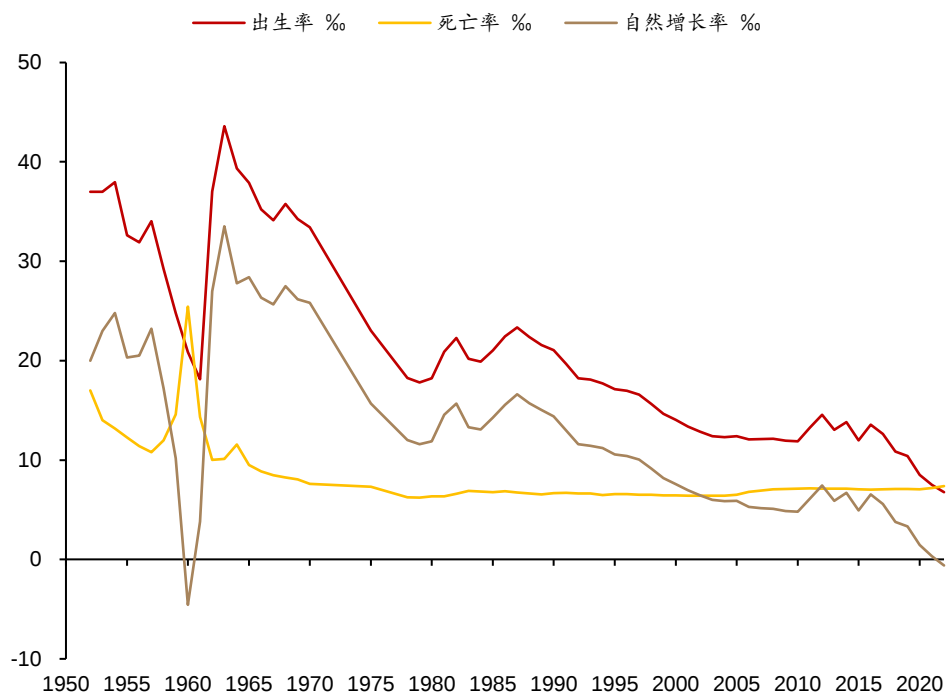
一是养育成本高，住房、教育等相关育儿成本上升，对生育行为有一定抑制作用。根据 Numbeo 统计数据，中国大陆 2022 年房价收入比为 34.6，即按平均收入算，需要 34.6 年的收入才能覆盖购房支出，位居全球第四，仅次于叙利亚、加纳、中国香港，如图 4。

二是育龄妇女人口十年下降近 6000 万。1982 年计划生育政策写入宪法以来，到 2016 年放开全面二胎，政策实施 34 年，有效控制了总人口过快增长，但也带来了一些意料之外的结果。15-49 岁育龄女性人口在 2010 年约为 3.8 亿，2020 降至 3.2 亿左右，减少了近 6000 万人。

三是晚结婚、低结婚率和高离婚率。晚婚晚育现象日益突出，2020 年平均初婚年龄已经上升至 28.7 岁。同时，结婚率下降、离婚率上升，2021 年婚姻登记的粗结婚率降至 5.4‰，仅为 2013 年的一半左右，粗离婚率在疫情前 2019 年达到 3.4‰ 高点。

四是疫情冲击。过去三年疫情显著降低了我国的出生率。

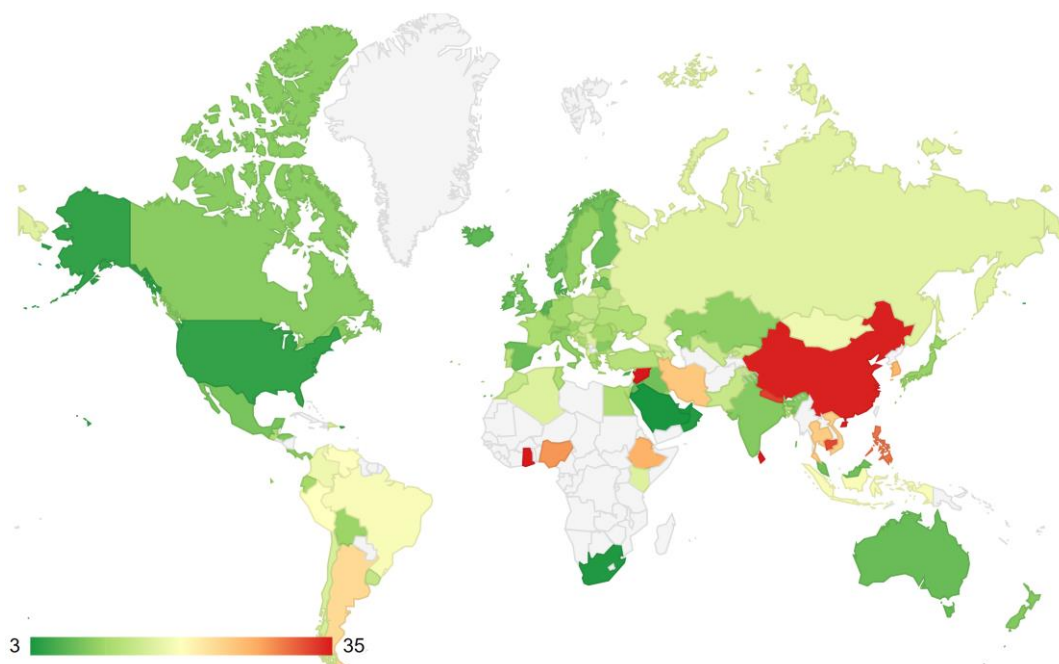
图 3：出生率是我国自然增长率的决定因素



资料来源：国家统计局，Wind，德邦研究所

注：统计局数据，与前文联合国数据存在差异，但趋势一致

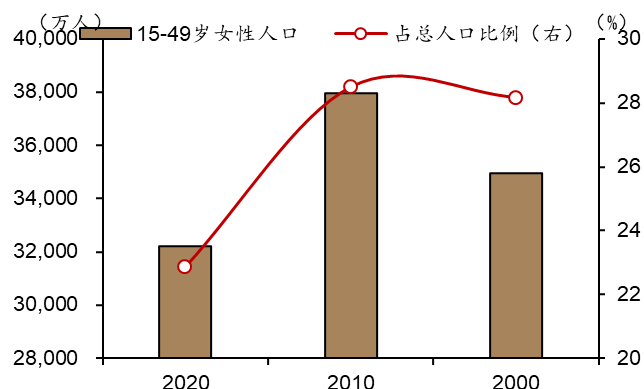
图 4：2022 年全球各地房价收入比



资料来源：Numbeo，德邦研究所

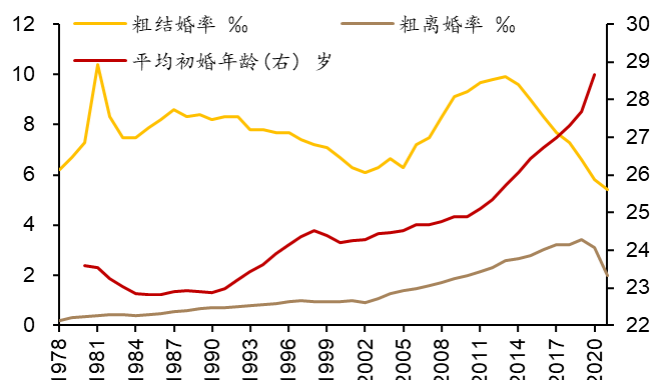
注：中国台湾省等地数据暂缺

图 5：育龄妇女人口大幅下降



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：晚结婚、低结婚率和高离婚率



资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. 人口形势展望：2035 年仍有 14 亿，2050 年仍有 13 亿

联合国的 World Population Prospects 2022 较为准确的判断了我国人口将于 2022 年末开始负增长，因此我们用这个数据库来看未来我国人口形势的展望。

联合国预计 2035 年我国总人口仍在 14 亿以上，2050 年高于 13 亿。2022 年进入负增长时代后，在当前约束条件之下，负增长在未来一段时期难以逆转。2023-2060 年，总人口下降呈现逐渐加速趋势，2060 年后，下降的速度逐步稳定下来。由于人口变动遵从队列规律，即当前人口队列决定了未来人口，因此 2050 年之前，总人口下降的速度较慢，年均降幅大致在 0.5% 以内。预计 2035 年总人口仍在 14 亿以上，2050 年仍在 13 亿以上，此后降幅加快，在 2078 年末左右跌破 10 亿。

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_51541

