

正视人口负增长：趋势已然，积极应对

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

投资要点：

► 我国人口负增长的原因分析

1) 出生人口数的下降以及死亡人口数的增加共同造成了我国人口负增长的出现。不过由于死亡人口的增加相对平缓，所以出生人口的下降成为造成人口负增长的主要驱动力。

2) 我国人口负增长的出现并非突然而至，而是长期低生育率积累的人口负增长的惯性使然。不过当前我国尚处于人口负增长的初期，后续人口数量可能会呈现正负波动的状态，趋势性人口负增长或许还需时日。

► 全球人口负增长的形势研判

1) 人口负增长的国家并不少见。2022 年，全球已经有 41 个国家/地区人口增长率出现负值，如果不考虑移民因素，自然增长率为负的国家有 44 个。

2) 未来将有越来越多的国家进入人口负增长阶段。联合国《世界人口展望 2022》预计 2022-2050 年间，全球将有 61 个国家/地区人口将减少 1%以上，而保加利亚、拉脱维亚、立陶宛、塞尔维亚、乌克兰等国人口规模或将减少 20%以上。

► 直面人口负增长：不必悲观，挖掘潜力

1) 人口负增长难以改变我国人口规模巨大的基本国情。根据联合国预测，中性情境下，2035 年我国人口总量仍会在 14 亿以上，2050 年仍会在 13 亿以上，即使到本世纪末 2100 年也还有近 8 亿人口，与当前美国+欧盟的人口体量大致相当，我国人口规模优势和超大规模市场优势将长期存在。

2) 传统人口红利并未结束，二次人口红利潜力巨大。传统人口红利以 50%的抚养比为界，低于 50%便处于人口红利期，根据联合国预测，2035 年之前我国抚养比都将保持在 50%以下，传统人口红利并未消失。另外以人口素质提升以及低龄老年人力资源开发为主的二次人口红利潜力巨大。

3) 人口负增长并不必然带来经济下行。我们考察了日本、意大利、俄罗斯以及波兰等四个经历人口负增长的典型国家，发现在出现人口负增长之后经济增速并未出现明显下行，有些甚至还高于此前水平。

► 人口负增长下的大类资产配置选择

股票市场：人口负增长下，老龄少子化问题将会越来越突出，或将倒逼产业结构升级，进而提升相关上市公司竞争优势。以日本为例，其人口负增长之后，高端制造、科技、医疗、服务等行业表现较好。

债券市场：人口负增长带来的人口结构的变动对于利率也会产生一定影响，参照 OECD 国家的情况，青年/中年比例的下降或将带动长端利率进一步下行。

房地产市场：出生人口数的下降自然会使得房地产的需求减弱。距离最近的一波需求下滑或将出现在 2025 年。因为 2000-2015 年出生的人口较前一波下降近 30%，而他们将在 2025 年左右进入房地产购买黄金期。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 我国人口负增的原因分析.....	3
2. 全球人口负增长的形势研判.....	5
3. 直面人口负增长:不必悲观，挖掘潜力.....	9
4. 人口负增长下的大类资产配置选择.....	13
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1 时隔 61 年再度出现人口负增长（万人）.....	3
图 2 自 1992 年起，我国总和生育率便低于 2.1.....	3
图 3 结婚率下降、离婚率上升.....	4
图 4 一孩生育率持续下滑.....	4
图 5 育龄妇女数量和占比趋势性下滑.....	5
图 6 除撒哈拉以南非洲地区外，全球其余地区人口或都将在本世纪陆续见顶回落.....	6
图 7 2022 年自然增长率为负的国家有 44 个（%）.....	7
图 8 高收入、中高收入国家率先进入人口负增长（%）.....	8
图 9 2000 之后国际移民对于高收入国家人口的贡献超过了自然增长.....	8
图 10 中性情境下，2035 年我国人口仍会在 14 亿以上，2050 年仍会在 13 亿以上.....	9
图 11 劳动年龄人占比在 2010 年开始回落.....	10
图 12 15-64 岁劳动年龄人口预测（亿人）.....	10
图 13 中性情境下，2035 年我国人口仍会在 14 亿以上，2050 年仍会在 13 亿以上.....	10
图 14 16-59 岁受教育年限逐年递增（年）.....	11
图 15 我国人口老龄化以低龄为主.....	11
图 16 日本总人口与就业人口出现背离（万人）.....	12
图 17 日本 65 岁以上老年就业人口增加明显（万人）.....	12
图 18 日本人口负增长之后经济增速并未明显下滑.....	13
图 19 意大利人口负增长之后经济增速还略有回升.....	13
图 20 俄罗斯人口负增长阶段 GDP 同样取得了较高增速.....	13
图 21 波兰人口负增长阶段 GDP 同比维持高位.....	13
图 22 2010 年前后日本各行业就业人口同比均值（%）.....	14
图 23 日本各制造业 GDP 同比均值变动（10 亿日元）.....	14
图 24 日本 2010 年以来各板块收益率情况（%）.....	14
图 25 美国人口结构与 10 年期国债收益率关系.....	15
图 26 英国人口结构与 10 年期国债收益率关系.....	15
图 27 加拿大人口结构与贷款利率.....	16
图 28 澳大利亚人口结构与贷款利率.....	16
图 29 日本人口结构与贷款利率.....	16
图 30 中国人口结构与贷款利率.....	16
图 31 2025 年之后房地产需求或将逐步下降.....	17

2023 年 1 月 17 日，国家统计局公布我国最新人口数据，2022 年全国人口为 14.12 亿人，比 2021 年减少 85 万人，这也是 61 年来中国首次出现人口负增长，引发市场广泛关注，其中不乏过度悲观的声音。

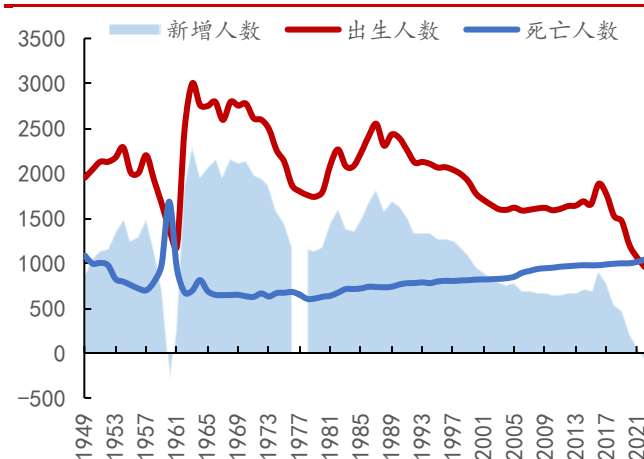
在我们看来，人口负增长作为社会经济发展的必然结果以及人口自身发展的客观规律，面对它的到来，不必悲观，也无需逃避，应该正确认识、积极应对。本篇报告从我国人口负增长原因、世界人口负增长趋势、人口负增长对经济的影响以及资本市场的结构性机会等四个方面展开，以期让市场对人口负增长有一个正确、客观的认识。

1. 我国人口负增的原因分析

冰冻三尺，非一日之寒，我国人口负增长早有预兆。出生人口数的下降以及死亡人口数的增加共同造成了我国人口负增长的出现¹。不过由于死亡人口的增加相对平缓，所以出生人口的下降成为造成人口负增长的主要驱动力。

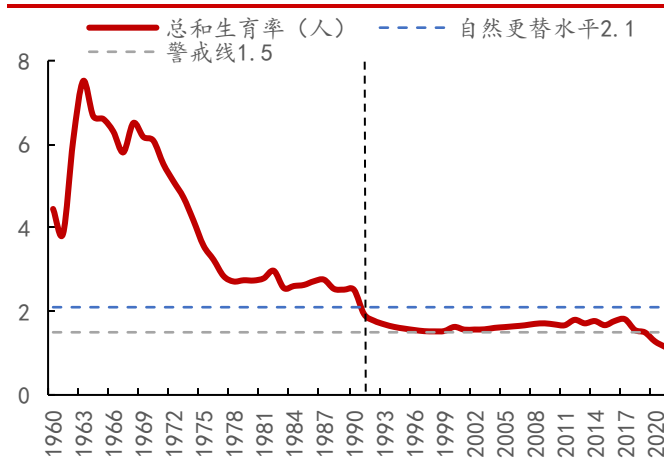
自 1992 年起，我国总和生育率²便开始低于 2.1 的自然更替水平，至今已有 30 余年。2020 年第七次人口普查数据显示我国总和生育率降至 1.3，正式跌破 1.5 的警戒线，2021 年进一步降至 1.15。长期的低生育率积累了大量的负增长惯性，人口负增长的出现几无悬念。

图 1 时隔 61 年再度出现人口负增长（万人）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 自 1992 年起，我国总和生育率便低于 2.1



资料来源：WIND，华西证券研究所

生育意愿下降、育龄妇女数量减少是生育率降低主要原因。通过简单拆解可以将出生率公式转化为生育意愿与育龄妇女占比的乘积。

1 人口规模的变动其实还包括迁移人口，只不过我国当前净迁移人口相对有限，人口规模更多的受出生、死亡人口数影响。

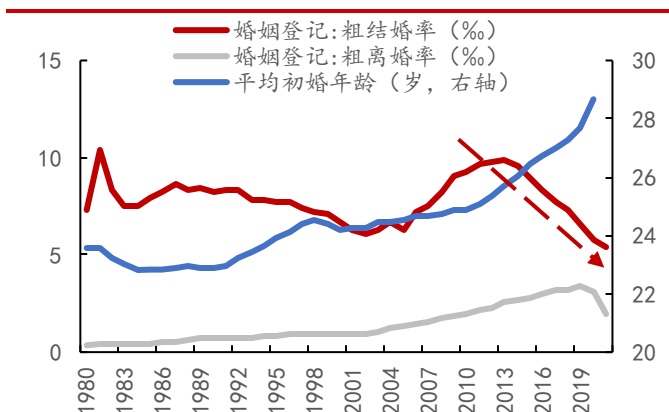
2 总和生育率是指平均每对夫妇一生中生育的子女数，国际上通常将 2.1 作为人口世代更替水平、1.5 作为警戒水平。

$$\begin{aligned}\text{出生率} &= \frac{\text{出生人口数}}{\text{总人口数}} = \frac{\text{出生人口数}}{\text{育龄妇女人数}} \times \frac{\text{育龄妇女人数}}{\text{总人口数}} \\ &= \text{生育意愿} \times \text{育龄妇女占比}\end{aligned}$$

生育意愿方面，粗结婚率和一孩生育率大幅下行。由于我国婚外生育的比例极低（CGSS2017 数据显示，仅有不到 3% 的比例未婚生育），因此可以将结婚率作为生育意愿的近似指标。自 2013 年以来，我国粗结婚率明显下行，从 9.92% 下降到 5.40%，降幅高达 46%。而离婚率则是一路上扬，从 2002 年的 0.90% 最高上升至 2019 年的 3.40%。除此之外，平均初婚年龄也逐年抬升，2020 年已升至 28.67 岁。

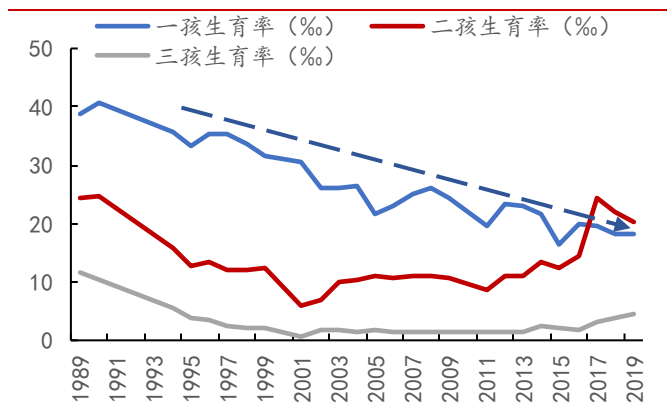
分孩次生育率中一孩生育率由于不受生育政策影响，也能较为准确的反应民众的生育意愿。国家统计局的抽样数据显示，自 1990 年以来，我国一孩生育率便持续下行，从 40.70% 下降至 2019 年的 18.11%，目前已经低于二孩生育率。这两个指标均表明我国育龄妇女的生育意愿在不断下降。

图 3 结婚率下降、离婚率上升



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 一孩生育率持续下滑

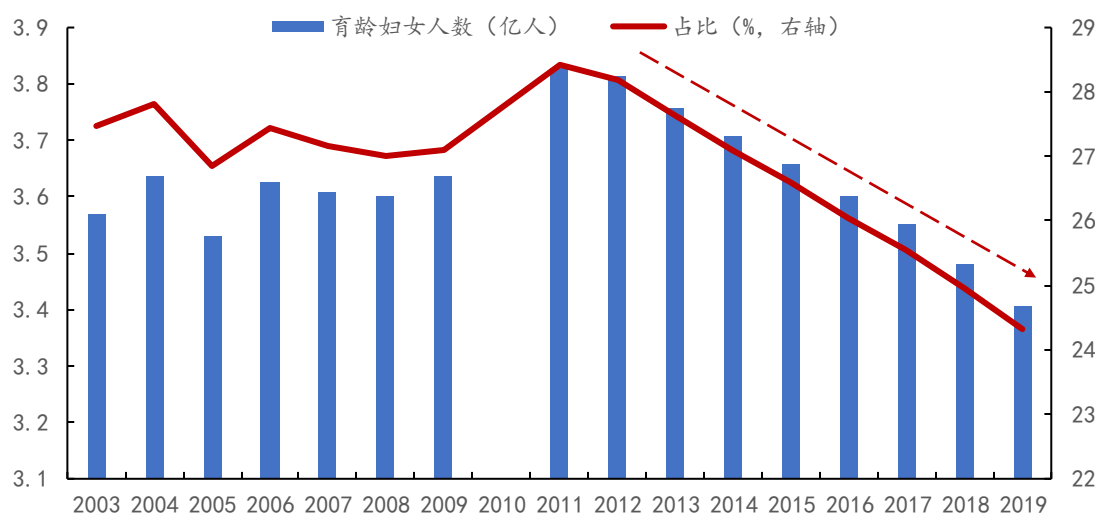


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

育龄妇女方面，数量和占比均呈趋势性下滑态势。我们根据国家统计局公布的 15-49 岁育龄妇女抽样人数及抽样占比推算出 2003-2019 年育龄妇女数量。可以看出自 2011 年之后，我国育龄妇女数量便呈现出趋势性下滑态势，从 2011 年的 3.83 亿人下降至 2019 年的 3.41 亿人，减少了约 4000 万，累计降幅约 10.4%。并且近年来仍以每年 500 万左右的规模缩减³。

3 2022 年育龄妇女较上年减少 400 多万 http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202301/t20230118_1892192.html

图 5 育龄妇女数量和占比趋势性下滑



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

除此之外，疫情扰动也对人口形势造成了短暂影响。疫情影响下，我国经济承压，居民对于未来不确定性的预期增加，在一定程度上降低了生育意愿。不过这种影响偏短期，随着疫情影响的消散，我国经济也将重新步入正轨，居民预期得到修复，生育意愿也将回归原有趋势。

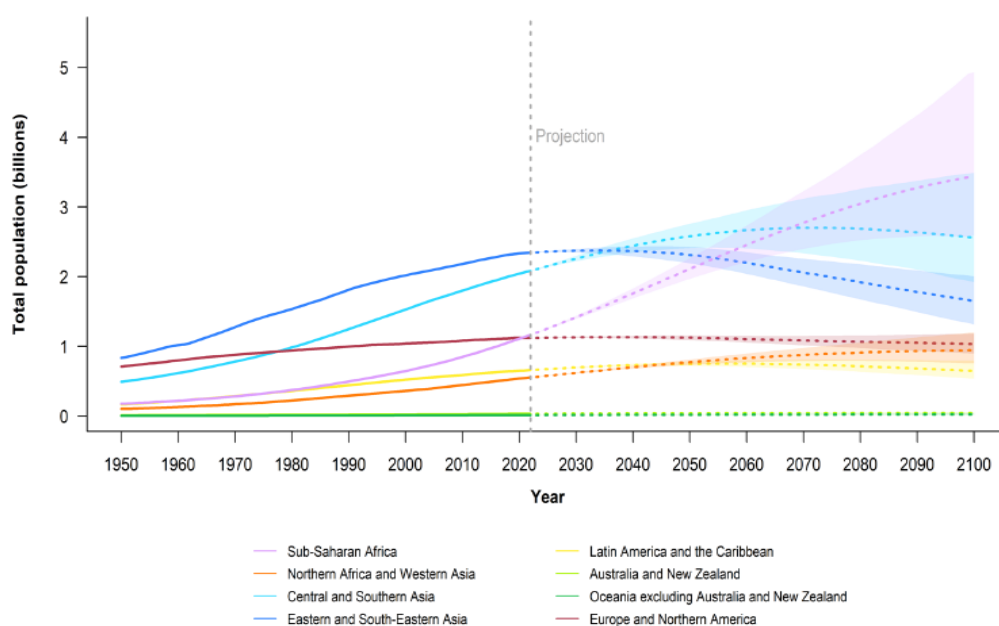
总体来看，我国人口负增长的出现并非突然而至，而是长期低生育率积累的人口负增长的惯性使然。不过当前我国尚处于人口负增长的初期，后续人口数量可能会呈现正负波动的状态，趋势性人口负增长或许还需时日。

2. 全球人口负增长的形势研判

除撒哈拉以南非洲地区外，全球其余地区人口或都将在本世纪陆续见顶回落。联合国《世界人口展望 2022》给出了全球 8 大地区 2022-2100 年人口变动情况预测，未来全球人口增长的大部分都将由撒哈拉以南非洲地区贡献，2060 年该地区将成为八个地理区域中人口最多的一个，而其余地区的人口则会陆续见顶回落。

其中东亚和东南亚地区人口将在 2034 年左右达到 24 亿的最大人口规模；中亚和南亚地区人口将在 2072 年左右达到 27 亿的峰值；欧洲和北美保持相对稳定，在 2038 年左右到达 11.3 亿峰值；拉丁美洲和加勒比地区人口预计在 2056 年左右达到峰值 7.52 亿。

图 6 除撒哈拉以南非洲地区外，全球其余地区人口或都将在本世纪陆续见顶回落



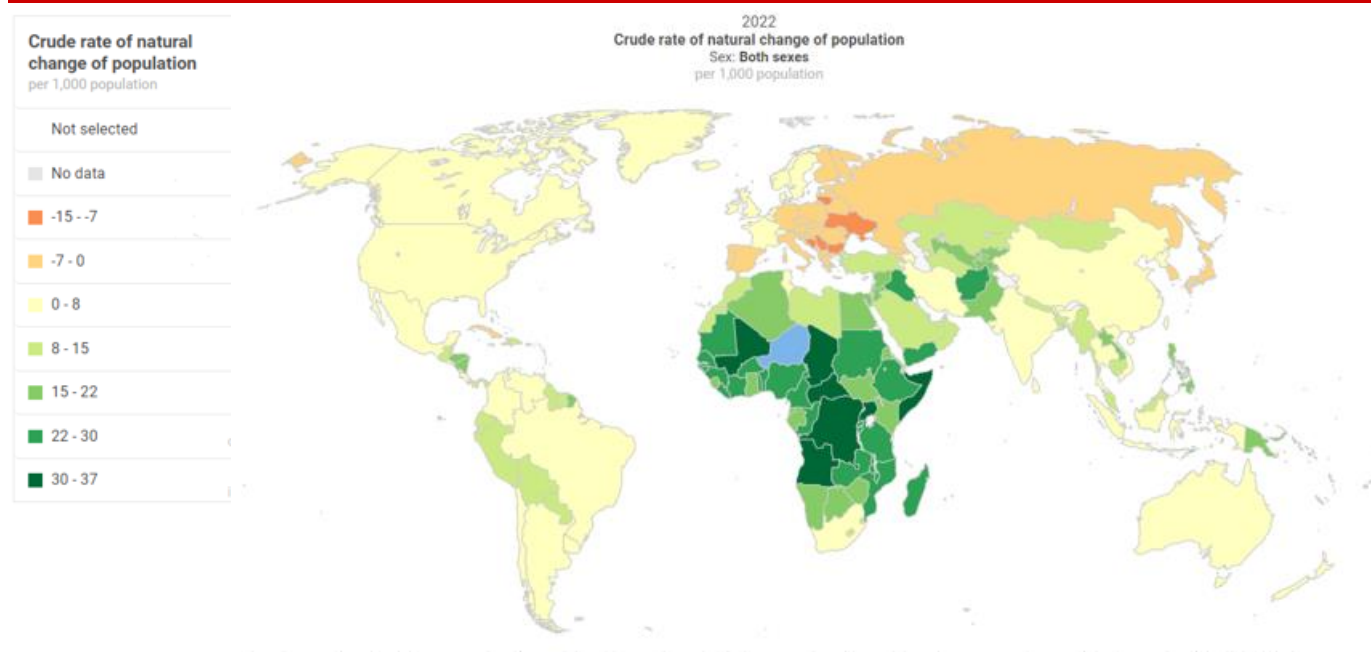
资料来源：联合国，华西证券研究所

2022 年全球已经有 41 个国家/地区人口出现负增长。根据联合国公布的全球人口数据，2022 年，全球有 41 个国家/地区人口增长率出现负值，如果不考虑移民因素，自然增长率⁴为负的国家有 44 个。

从区域分布来看，人口负增长的国家主要集中在东欧，东亚则是中、日、韩三国。其中乌克兰、保加利亚、摩纳哥等国人口自然增长率都在负的千分之 10 以下；塞尔维亚、立陶宛、俄罗斯、罗马尼亚、日本、匈牙利等国人口自然增长率在-10%— -5% 之间；而意大利、德国、葡萄牙等国人口自然增长率在则是在-3%左右。

4 自然增长率是指一定时期内（通常为一年）人口自然增加数（出生人数-死亡人数）与同期平均总人口数之比。

图 7 2022 年自然增长率为负的国家有 44 个 (%)



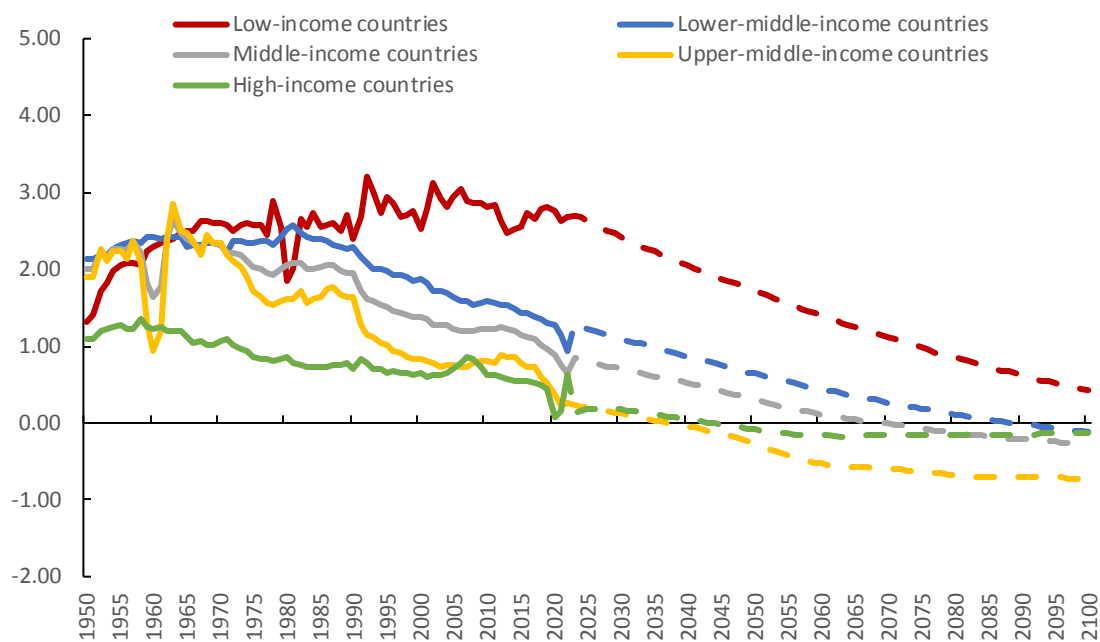
资料来源：联合国，华西证券研究所

从收入水平来看，中高收入、高收入国家率先进入人口负增长阶段。根据联合国《世界人口展望 2022》预测的数据，中高收入国家 2038 年人口增长率或将转负，而高收入国家人口增长率也将在 2044 年转负；中低收入国家则是在 2090 年才会转负，而低收入国家在本世纪都不会出现人口负增长现象。

高收入国家人口增长率转负时间之所以晚于中高收入国家，主要与移民补充有关。从自然增长率来看，高收入国家要低于中高收入国家，不过其净移民数量确明显高于其他收入分组国家，成为影响其人口增长的主要变量。

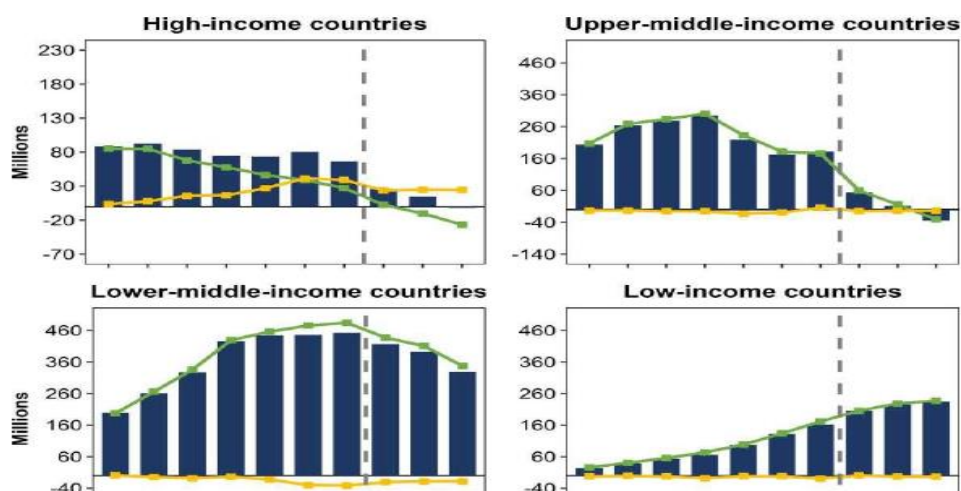
《世界人口展望 2022》的数据显示，在 1980-2000 年期间，高收入国家的人口增长主要是由自然增长（1.04 亿）贡献，约是国际移民对人口增长贡献（4400 万）的两倍以上。而 2000-2020 年，国际移民对人口增长的贡献（净流入 8050 万）超过了自然增长（6620 万），这一状态在未来几十年还将持续，移民将成为高收入国家人口增长的唯一动力。

图 8 高收入、中高收入国家率先进入人口负增长 (%)



资料来源：联合国，华西证券研究所

图 9 2000 之后国际移民对于高收入国家人口的贡献超过了自然增长



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_51668

