

未来的人口变化会对经济带来什么影响？

2020年04月16日

宏观经济 深度报告

——人口系列专题报告之三

首席分析师	王宇鹏 电话：010-665541151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	

投资摘要：

根据联合国人口展望预测，我国将面临较为严峻的人口老龄化和劳动力持续缩减的问题。根据联合国2019年人口展望中对我国人口增长和结构做出的预测，未来10年中国劳动人口年龄占比将从61.6%降至55.9%，2050年后预计将稳定在47.7%左右；从绝对人口数量来看，未来10年劳动年龄人口将从8.82亿减少至8.18亿，未来将持续减少。65岁以上老年人口占比将从12.4%上升至16.9%，预计2060年后65岁以上老年人口稳定在30%左右，15岁以下少儿人口占比将从17.6%降至15.8%，即使放开计划生育、出台鼓励生育政策，也难以明显扭转总和生育率向下的趋势。

人口结构变化首先影响经济潜在增速。人口年龄变化通过劳动力供给数量、人力资本积累、物质资本投入等角度来影响经济增长；首先在劳动参与率稳定的假设前提下，劳动年龄人口占比和绝对值下降直接影响劳动力数量，从而改变产出和经济增长速度。其次，随着人均收入水平提高，居民教育水平得到提升，从而促进人力资本的积累，提高劳动生产率和产出水平。此外随着总和生育率下降，老年抚养比上升，家庭倾向增加教育时间和教育支出，日本、希腊、意大利及其他OECD国家数据显示劳动年龄人口中接受高等教育的人口比例随时间直线增长。最后，人口抚养比的上升不利于储蓄率和储蓄总额的增长，挤压物质资本投资，从而影响经济增长。少儿和老年人口为纯粹的消费人口，而劳动年龄人口参与生产反而可增加产品和服务库存，因而在老年人口劳动参与率不变的假设下，老龄化国民储蓄率降低，挤压资本形成，削弱经济潜在增速。当然以上结论基于技术创新或技术进度速度较慢的前提。

人口年龄结构变化改变工资、利率趋势，加剧通缩风险。根据生产出清的条件，资本、劳动的价格，利率和工资水平一般分别等于资本边际报酬率和劳动边际报酬率；随着未来国内年龄结构的变化，劳动力供给减少，企业有动力通过增加资本投入抵消劳动力减少的损失，即人均资本的不断深化，K/L上升，从而资本边际报酬率降低，劳动边际报酬率上升，实际利率水平下降，实际工资水平上升。一些实证研究显示老龄化将降低通货膨胀率，老年人对通货膨胀容忍度较低，货币政策调控会更加注重对通胀的调整。

人口年龄结构变化恶化国际收支结构，增加政府财政压力。消费人口增加，拉动进口；工资率提升，物价提升，出口产品竞争力下降，长期来看人口年龄结构变化带来经常账户顺差的恶化；较低的利率水平、资本存在向外流动的动力，较高的工资水平下，生产存在向国外转移的风险。在资本和金融账户开放的前提下国际资本流动或将转为逆差。老龄化加剧财政压力，老年人口占比增长，财政支出中医疗保障、养老金和其他福利支出压力较大，而由于劳动年龄人口的减少，经济增长速度下降，政府税基缩减，税收收入增长下滑，财政赤字压力较大。

风险提示：人口结构变化超预期，退休年龄延迟，65岁以上老年人劳动参与率提高，部分国内生产向海外转移

目 录

1. 劳动年龄人口减少削弱经济增长动力	3
1.1 老龄化下人力资本投资增加	6
1.2 人口结构变化或将改变中国高储蓄现象，挤压资本形成	7
2. 人口年龄结构变化将加剧通缩风险	9
3. 人口年龄结构变化恶化国际收支结构	11
4. 老龄化将提升财政收支压力	12
6. 相关报告汇总	14

插图目录

图 1: 中国各年龄段人口占比预测（中等情况，%）	4
图 2: 中国各年龄阶段人口绝对数量预测（中等情况，万）	4
图 3: 劳动年龄人口中年龄结构占比预测（中等情况，%）	4
图 4: 劳动年龄人口中各年龄段人口数量预测（中等情况，万）	4
图 5: 世界上主要国家及地区 gdp 增速及人口增速散点图（2007-2017）	4
图 6: 世界上主要国家 GDP 增速与 65 岁及以上年龄人口比例散点图（2007-2017）	5
图 7: 日本 gdp 增速与 15-64 人口比例（%）	5
图 8: 日本 gdp 增速与人口增速（%）	5
图 9: 希腊 gdp 增速与 15-64 人口比例（%）	6
图 10: 希腊 gdp 增速与人口增速（%）	6
图 11: 全球各国高等教育水平不断提升（2007-2017）	7
图 12: 日本人口抚养比与国民储蓄率变动情况	7
图 13: 中国人口抚养比与国民储蓄率变动情况	8
图 14: 中国人口抚养比与国民储蓄率变动情况	8
图 15: 中国 15-64 岁年龄人口占比及资本形成率	9
图 16: 老龄化国家实际利率水平不断下降	10
图 17: 日本 CPI 增速	11
图 18: 希腊 CPI 增速	11
图 19: 日本社会保障支出及其构成占 GDP 比重	12
图 20: 日本政府财政赤字率（%）	13
图 21: 日本政府部门负债率（%）	13

表格目录

未找到图形项目表。

1. 劳动年龄人口减少削弱经济增长动力

未来 10 年我国劳动年龄人口占比和绝对数量继续下降；2011 年以来我国 15~59 岁的劳动年龄人口绝对数量与占比逐年递减，总人口抚养比逐年上升。即使采用国际通用的标准将 15~64 岁作为劳动年龄人口，2010 年中国的劳动年龄人口占比也达到了峰值，2013 年劳动年龄人口绝对数量逐年递减。根据联合国 2019 年人口展望中对中国人口增长和结构做出的预测，未来 10 年中国劳动人口年龄占比（15-59 岁）将从 64.5% 降至 59.4%，2050 年后预计将稳定在 50% 左右；从绝对人口数量来看，未来 10 年劳动年龄人口将从 9.32 亿减少至 8.70 亿，未来将持续减少。未来 10 年 65 岁以上老年人口占比将从 12.4% 上升至 16.9%，预计 2060 年后 65 岁以上老年人口稳定在 30% 左右，15 岁以下少儿人口占比将从 17.6% 降至 15.8%，即使放开计划生育、出台鼓励生育政策，也难以明显扭转总和生育率向下的趋势。

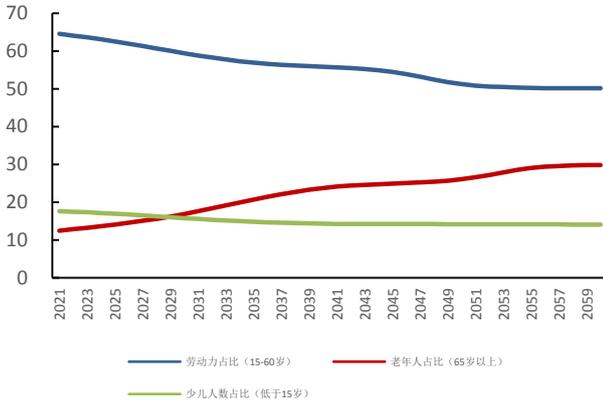
劳动力内部结构趋向老化；具体来看劳动年龄人口的构成，我们将劳动年龄人口分为 15-24 岁，25-49 岁，49 至 59 岁三组，即青中老年三个阶段，较为明显的是 25-49 岁中年劳动力人口占比及绝对数量将在未来 10 年甚至 50 年内一直呈下降趋势，老年劳动人口占比呈现波动趋势，绝对数量在未来 10 年则逐年下降，而一般我们认为中年劳动力的生产效率更高。

劳动年龄人口是劳动力的源泉，80% 以上的劳动年龄人口是现实的劳动力。考虑到残疾等非自立人口、在校生等，劳动年龄人口与现实生活中劳动力数量存在差别。不过劳动力占劳动年龄人口总体的比重是稳定的；因此我们简单以劳动年龄人口变化趋势替代劳动力供给变化趋势来展开分析，即假定劳动参与率保持稳定。

从经济增长理论来，人口红利消失、劳动年龄人口占比降低将削弱经济增长动力。经济增长理论可以大致分为古典增长理论及现代增长理论。古典增长理论强调劳动力与劳动效率对经济增长的重要性：亚当斯密的《国富论》指出增加国民财富与促进经济增长主要通过增加劳动力数量以及通过分工提高劳动效率来实现的。大卫李嘉图强调，国民财富是一国所生产的产品的总量，财富的增加可以通过提高劳动者数量与劳动生产率两种途径来完成。穆勒的经济增长理论提出：推动经济增长的因素主要包括人口、资本、技术与自然资源。现代经济增长理论通过建立经济增长模型，对经济增长动力进行分析，其中，哈罗德-多马模型指出，在均衡增长条件下，一国总产出增长率等于劳动力增长率加劳动生产率的增长率。在索洛模型中，在均衡增长路径上人均产出的增速取决于技术进步的速度，而总产出的增长率等于人口增长率与技术进步速度之和。内生增长理论则认为技术创新是经济增长的源泉，而专业化人力资本的积累又决定了技术创新水平高低。

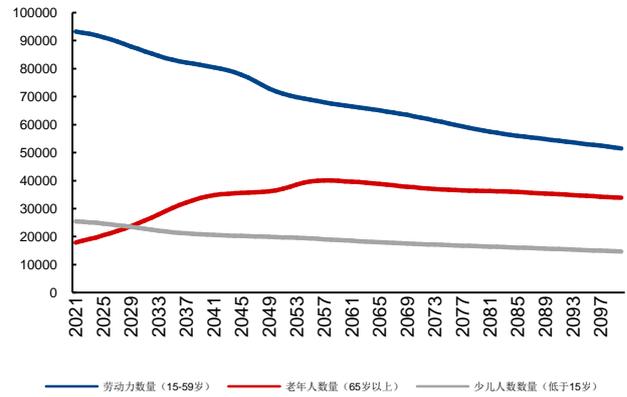
潜在经济增长率可由劳动力数量、人力资本、物质资本和全要素生产率共同决定，因此人口年龄结构变化对经济的影响主要通过以下几种途径实现：首先，劳动年龄人口下降，劳动力供给数量下降，直接影响社会生产水平和经济增速。其次，人口结构的变化伴随着经济增长和人均收入的上升，育龄妇女总和生育率稳定，社会及家庭越来越重视对子女的教育，从而增加了人力资本的积累，提高了劳动生产率；此外，人口结构变化通过改变资源分配结构对经济增速产生影响。随着劳动年龄人口减少，人口出现老龄化现象，人口抚养比上升，老年人和儿童在经济中属于“消费型”人口，本身并不创造产出，人口抚养比上升降低了社会储蓄水平，从而对资本积累产生了“挤出效应”，随着资本积累的下降，经济增长能力实际被削弱。最后人口年龄结构变化对技术增长也会产生不同的影响；一方面老年人口增加，其知识更新速度较慢，创新意识较弱，掌握新技术和新科技的能力相对较低，故人口老龄化一定程度上不利于技术进步，但另一方面，劳动力稀缺，人力资本投资增加，而技术进步则依赖于劳动力的平均人力资本水平，更高的人力资本水平更有可能产生好的技术，利好技术进步。而从我国实际出发，暂时还未看到人口红利消失利好技术进步的明显证据。（田雪原，2013）

图1：中国各年龄段人口占比预测（中等情况，%）



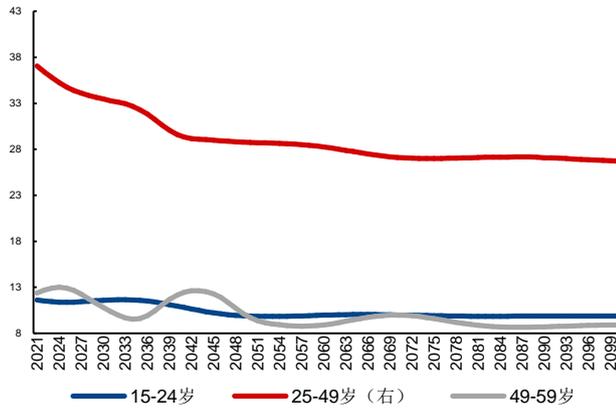
资料来源：联合国，东兴证券研究所

图2：中国各年龄阶段人口绝对数量预测（中等情况，万）



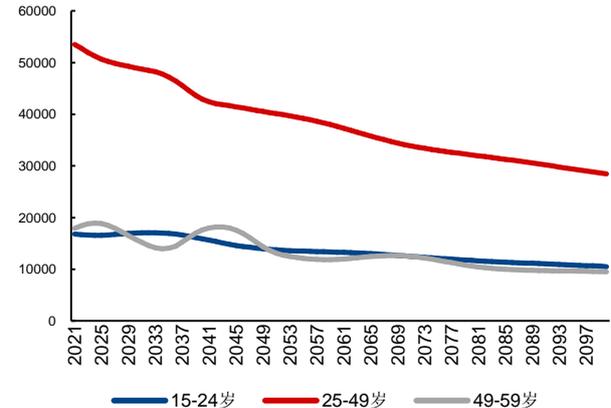
资料来源：联合国，东兴证券研究所

图3：劳动年龄人口中年龄结构占比预测（中等情况，%）



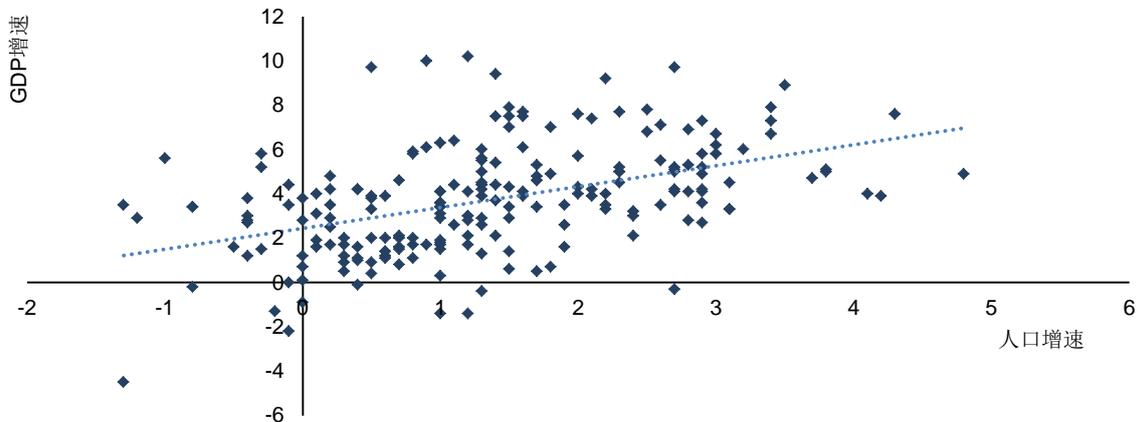
资料来源：联合国，东兴证券研究所

图4：劳动年龄人口中各年龄段人口数量预测（中等情况，万）



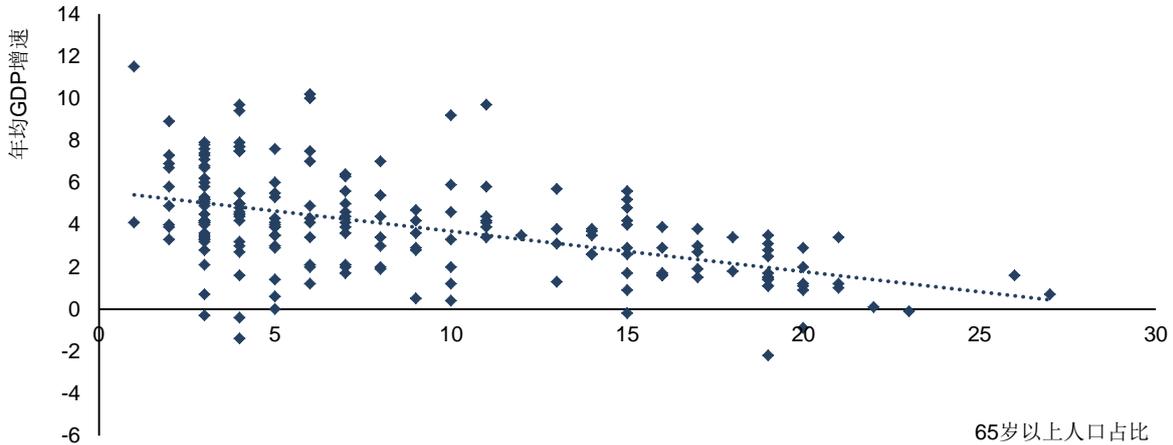
资料来源：联合国，东兴证券研究所

图5：世界上主要国家及地区 gdp 增速及人口增速散点图（2007-2017）



资料来源：wind，东兴证券研究所

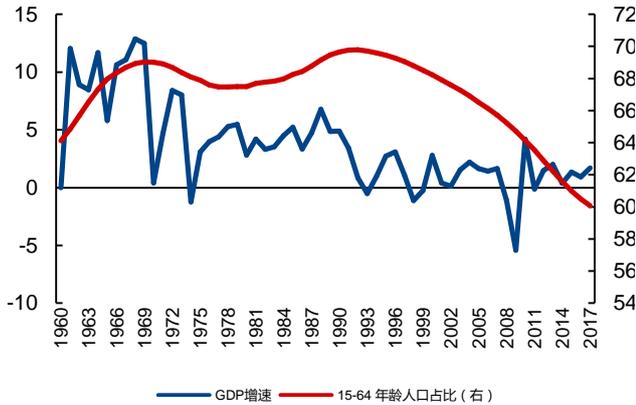
图6：世界上主要国家 GDP 增速与 65 岁及以上年龄人口比例散点图（2007-2017）



资料来源：wind，东兴证券研究所

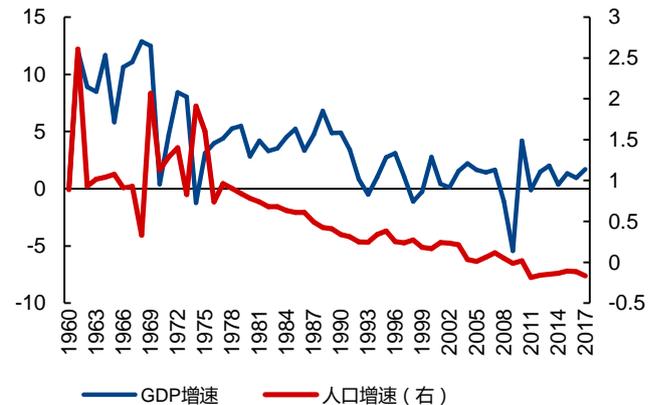
结合全球各地区数据来看，人口增长速度越高、老龄化程度越低，经济增长速度越高。从横向数据来看，可以发现人口与经济增速大体存在这样的规律：首先是 GDP 增速与人口增速呈正相关，人口增速越快的国家，GDP 增速往往也越快。反之，人口增速较为缓慢，GDP 增速也会较为缓慢。其次是人口结构也会对经济增速产生影响，65 岁及以上人口比例越小，GDP 增速越快。这一年龄段人口比例越大，GDP 增速相对较慢。人口老龄化较为严重的几个国家，如日本、意大利、希腊以及德国等，经济增速普遍放缓，甚至出现了负增长。而人口老龄化不明显的印度、卡塔尔等国家增速普遍较快，2010-2017 年年均增速分别实现 7.5% 以及 11.5%。

图7：日本 gdp 增速与 15-64 人口比例 (%)



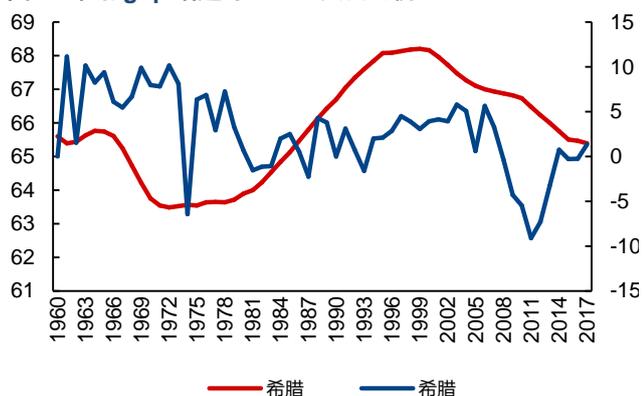
资料来源：世界银行，东兴证券研究所

图8：日本 gdp 增速与人口增速 (%)



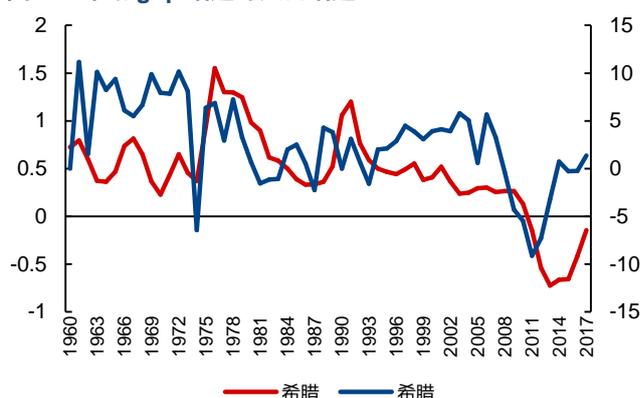
资料来源：世界银行，东兴证券研究所

图9：希腊 gdp 增速与 15-64 人口比例 (%)



资料来源：世界银行，东兴证券研究所

图10：希腊 gdp 增速与人口增速 (%)



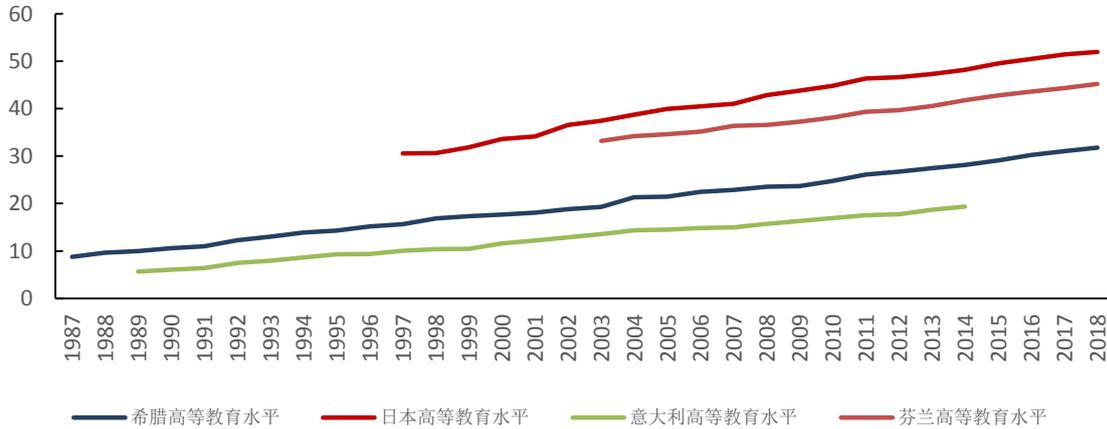
资料来源：世界银行，东兴证券研究所

从纵向来看，可以发现一个国家在人口高速增长，劳动力比例提升的“黄金年代”，经济增速往往较强，随着出生率下降，经济体逐渐步入老龄化社会，经济增速也逐步放缓。日本的老龄化最早开始于 20 世纪 70 年代，随着逐步进入老龄化时代，日本经济增长中枢明显下行，70 年代之前，日本经济增速基本维持在 10% 左右的高增长水平，随着人口老龄化的发展，人口增速以及劳动力比率出现下降，GDP 增速也逐渐趋缓，截至 2018 年，日本 GDP 增速同比只有 0.8%。从希腊的发展经验来看，希腊人口的拐点发生在 2000 年前后，2000 年之后，希腊的劳动人口比例转为下行，2006 年后希腊 GDP 增速也逐步下行，2008 年至 2016 年持续负增长；可以发现，随着人口拐点的出现，希腊的经济增速也是走低的。

1.1 老龄化下人力资本投资增加

低生育率下，劳动年龄人口往往面临较高的抚养比，但预期寿命的改善刺激人们增加教育投入，即人们有动力积累教育人力资本，而知识技能的提升能有效改善劳动生产率，反而有助于提高潜在的经济增长速度。国内学者张秀武、赵昕东（2018）通过理论分析、实证检验得出结论：人口年龄结构变化，即老年人口比例上升，儿童抚养比减少，使得家庭趋向于增加子女教育时间、增加教育投资、提高教育人力资本，从而促进潜在经济增长。发达国家较早经历了人口年龄结构的变化，因此在人口年龄变化对人力资本积累和劳动生产率的研究上更为成熟，Fougère 和 Merette(1999)发现老龄化程度的加深，预期寿命的增加，将会给后代带来更多的人力资本投资机会，促进人力资本积累，刺激了经济增长，从而缓解了老龄化对经济增长的负效应。此外人力资本投资在很大程度上会受到要素回报率变化的影响，人口年龄结构转变将会显著地提升工资率水平，促进人力资本积累。

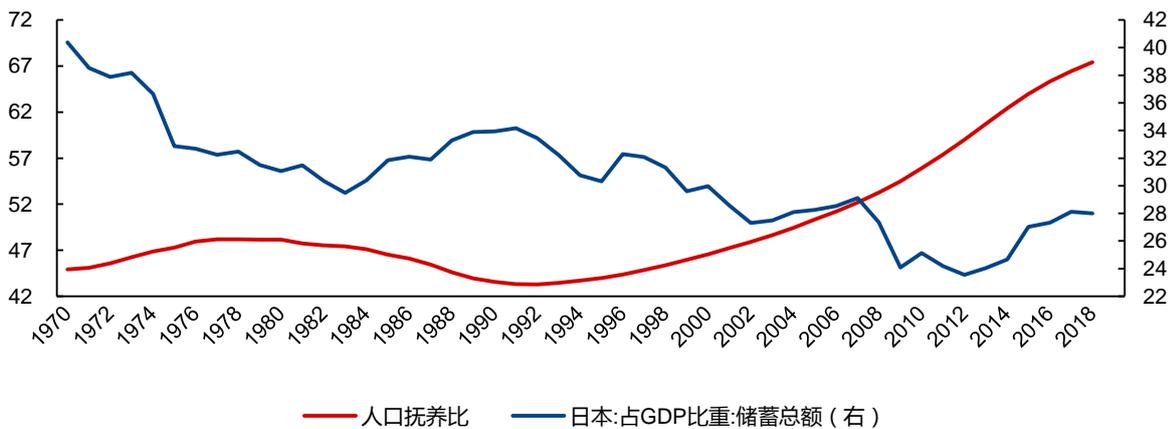
我们以高等教育人口占比来衡量教育人力资本的变化，发现即使不考虑总人口生育率、人口年龄结构的变化，随着社会进步和人均 GDP 的增长，大部分国家居民教育水平均在不断提高，越来越多的人接受高等教育，实现人力资本的积累，从而有效的提升了单个劳动力的生产率，利好经济增长。我们选取老龄化较为严重的日本、希腊、意大利、芬兰等发达国家数据，从上世纪 80 年代至今各国劳动年龄人口中接受过高等教育的人口比例直线上升，各国教育人力资本水平不断提升。

图11：全球各国高等教育水平不断提升（2007-2017）


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 人口结构变化或将改变中国高储蓄现象，挤压资本形成

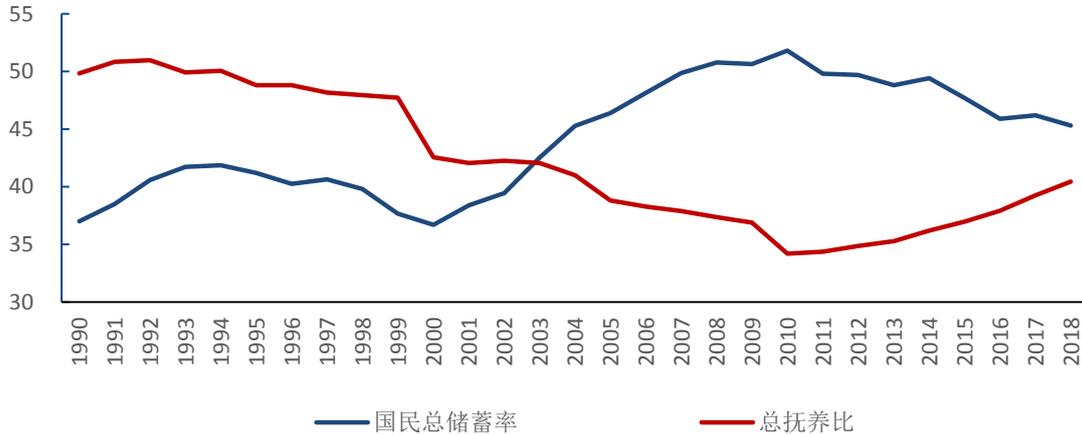
老龄化加剧会降低国民储蓄率，对资本形成产生“挤出效应”。根据生命周期理论，储蓄率会随被抚养人口的比例上升而下降，随劳动者人口比例上升而上升。从宏观的角度来看，15岁以下少儿人口、老年人口属于经济中的“纯消费型人口”，本身并不创造产出，随着人口老龄化的发展，人口抚养比随之上升，这意味着经济中消费型人口比重增加了，进而会提升整个社会的消费占比，储蓄率随之下降。不过人口抚养比对储蓄率的影响会随着人均收入增长逐渐减弱，也会因为各地区文化差异导致居民储蓄习惯不同而存在差异。

图12：日本人口抚养比与国民储蓄率变动情况


资料来源：世界银行，东兴证券研究所

以日本为例，可以看到，随着日本社会老龄化，日本的国民储蓄率也随之下降，20世纪70年代起，日本开始步入老龄化社会，截至到2015年，日本老年人口比重达到了26.3%，步入了重度老龄化社会。而随着日本老龄化程度的加深，日本也从一个高储蓄国家转变为正常储蓄国家。1970年，在日本刚刚步入老龄化社会时，日本的国民储蓄率为40.37%，远高于世界平均水平，是典型的高储蓄国家，随着日本老龄化加快，日本的国民储蓄率进入了下行区间，截止2016年，日本的国民储蓄率为28%，与IMF预测的世界平均水平26.73%差异不大。

图13：中国人口抚养比与国民储蓄率变动情况

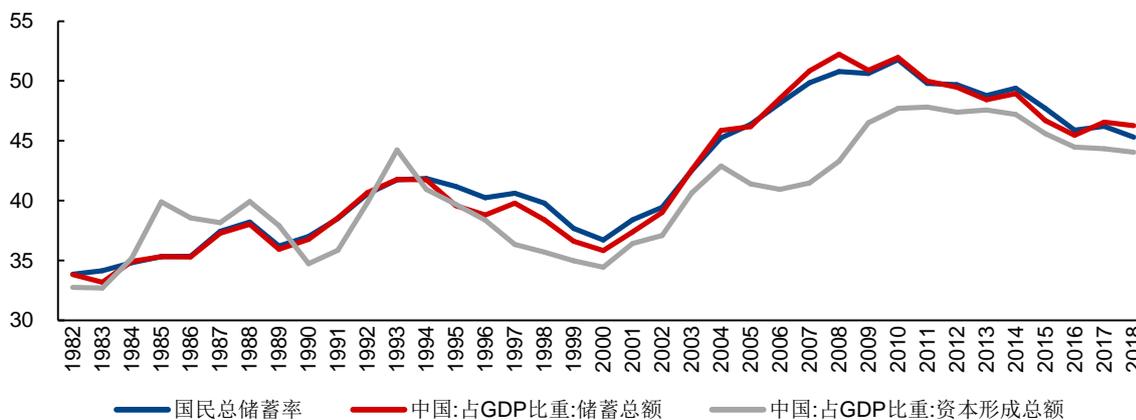


资料来源：世界银行，东兴证券研究所

我国老龄化的转折出现在 2000 年前后，但从总抚养比的角度来看，我国总抚养比的拐点是在 2011 年前后出现的，与国民储蓄率出现拐点的年份基本一致。在 2011 年前，随着总抚养比降低，我国的国民储蓄率逐渐增加。在 2008 年前后达到了 51.54% 的高点，2011 年后，总抚养比转为上行，国民储蓄率也出现了下降。截止 2018 年，我国国民储蓄率为 45%，仍处于一个较高的水平，但可以预见，随着老龄化的发展，总抚养比将继续上升，中国的国民储蓄率也将逐步下降，可以预见随着社会保障体系的完善和人口抚养比上升，中国的高储蓄现象在未来或将不复存在。有学者估计了中国的储蓄函数，并研究了人口结构的变化对储蓄的影响，结果证实中国的储蓄率和老年人抚养比率以及未成年人抚养比率存在反向变动的现象，储蓄率和老年人抚养比率的负相关性更强。¹

经济中的资本形成和企业投资资金来源即国民储蓄，因而储蓄水平决定了资本投入的天花板，国内数据也验证了以上结论，资本形成总额占 GDP 与储蓄总额占 GDP 比例、国民储蓄率高度相关，随着人口结构变化不断拉低国民储蓄率，预计生产端的资本投入和形成将会受到一定影响，从而影响经济增长速度。

图14：中国人口抚养比与国民储蓄率变动情况

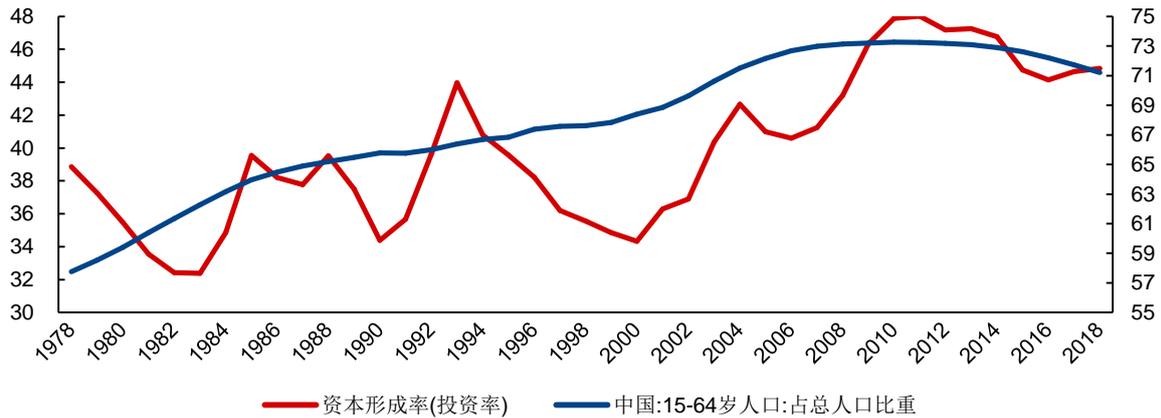


资料来源：世界银行，东兴证券研究所

¹ Wakabayashi 和 Mackellar (1999)

老龄化将对投资造成负面影响。从投资的需求端来看，当投资产生后，主要用于两部分，一部分用于资本的深化，即提高人均资本存量，另一部分会用于资本的广化，即为新增人口提供平均资本。当经济体处于人口老龄化进程中，新增劳动力减少，用于资本广化的这部分需求减少了，国内投资需求也会下降。此外，从资本回报率角度，老龄化趋势下劳动力数量下降，意味着生产过程中资本的占比增加，受边际报酬递减的影响，资本的报酬率是下降的，也不利于吸引更多投资加入。

图15：中国 15-64 岁年龄人口占比及资本形成率



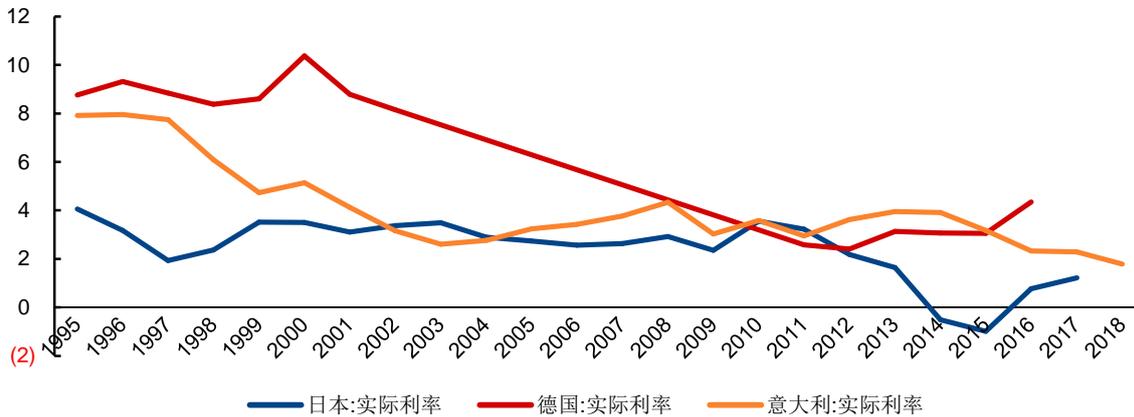
资料来源：wind，东兴证券研究所

从我国的投资率与劳动人口的关系中，我们可以看出，我国的投资率基本可以分成两个阶段，在 2010 年以前，我国投资率总提升随着劳动人口占比的提升而增加，在 2010 年达到了 47.9% 的高点，此后，随着我国劳动力人口转为下行，投资率也逐步下降，截止 2017 年，我国投资率为 44.4%。随着劳动人口比率的进一步下降，我国的投资率下降的趋势或将持续下去。

2. 人口年龄结构变化将加剧通缩风险

长期人口结构变化改变劳动与资本价格趋势；工资率是劳动力供给及需求的均衡价格，同时在均衡条件下也等于劳动的边际报酬率，劳动力供应的减少提高劳动者议价能力，从而使得实际工资水平上升，从劳动的边际报酬率角度来看，劳动力供应下降，人力资本深化，劳动边际报酬率必上升。在货币中性的假设前提下，实际利率水平是储蓄与投资的均衡价格，此外根据企业生产出清的条件，实际利率同时等于资本的边际生产率，人口结构变化也会间接影响实际利率，随着劳动力供应的不足，企业更倾向于增加资本投入以弥补劳动力不足带来的损失，从而出现人均资本的深化，即 K/L 不断提升，资本边际报酬率降低，资本回报即实际利率也降低。日本、德国、希腊和意大利等首先进入老龄化的国家均或多或少面临实际利率水平下降的困扰。（其中希腊 2011-2014 年高利率水平受到主权债务危机扰动）

图16：老龄化国家实际利率水平不断下降



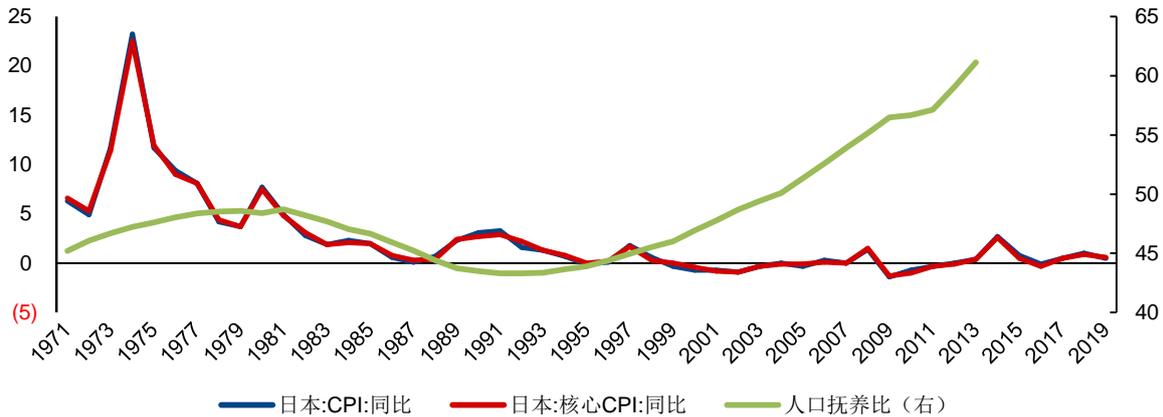
资料来源：wind，东兴证券研究所

老龄化给经济带来通缩的风险。陈卫民、张鹏（2013）对国内数据实证分析后认为少儿比重上升有利于推升通货膨胀，而劳动年龄人口和老年年龄人口比重上升则会降低通货膨胀率。结合未来 10 年我国人口结构变化，虽然同时存在劳动年龄人口下降、老年人口占比上升、少儿人口占比降低，但从绝对数量和占总人口比重上来说，65 岁以上老年人口变化幅度最为显著。因为我们认为未来十年老龄化是人口年龄结构变化中对通胀影响最大的因素，即未来通货膨胀率存在下降的压力。

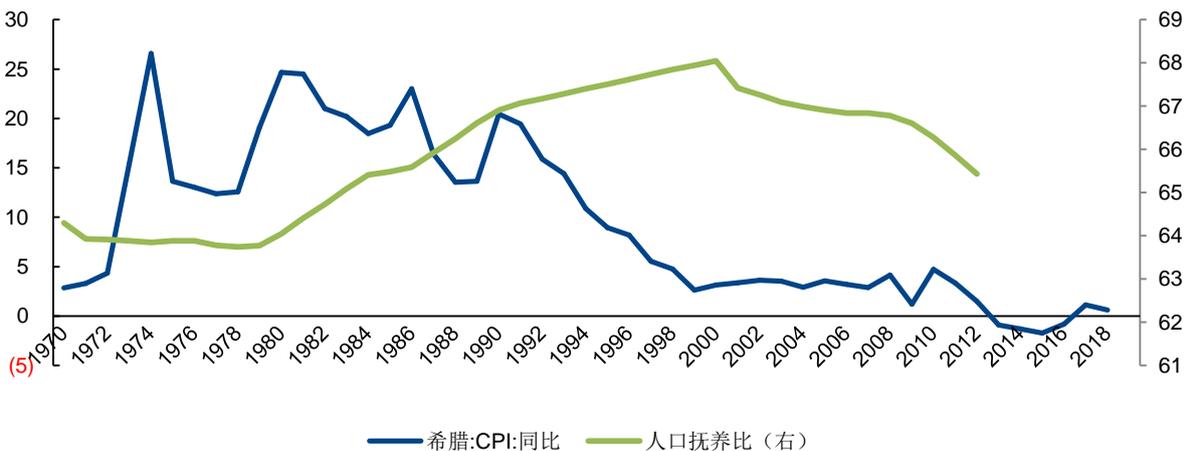
其次在人口老龄化的社会，人们对通胀的容忍度降低，经济中代表通货膨胀与失业率的选择关系的菲利普斯曲线会更加扁平（高见，2010），因此在政策调控上，会偏好选择低通胀的目标。从收入角度，老年人群主要收入为固定的养老金及企业年金等，从资产配置角度，老年人群更加厌恶风险，倾向于选择固定收益类金融产品，这意味着老年人对通货膨胀问题会更加敏感，随着老龄化的发展，整个社会对通胀的容忍度在降低，对于低通胀有着更高的诉求，中央银行在进行货币政策调控时，会倾向于给予物价稳定更大的权重。

第三，在老龄化社会，政府面临较大的财政收支压力，在财政收支平衡的要求下，政府更加倾向于采取提高税率，并削减政府开支的政策组合。在这种政策组合下，社会的总需求实质上受到削弱，进而给总体价格水平带来下行的风险。此外，在老龄化社会，政府通过财政政策来刺激消费的难度加大了，根据李嘉图等价原理，老龄化下的经济体，政府财政负担已经较大，如果为了刺激消费采取了减税等积极地财政政策，必将导致财政政策的进一步恶化，而财政政策的进一步恶化预示着未来的高税率，当消费者预期到这一点时，在政策的刺激下也不会采取增加消费行为。

老龄化还会通过影响人们的预期对实际价格水平造成影响，在老龄化背景下，经济增长的动力被削弱了，在这种情况下，企业预计未来经济的低增长，从而会减少投资行为，消费者预期到自身收入水平增速放缓，从而倾向于提前减少自身消费。经济增速放缓的预期实质上抑制了社会总需求，从而对整体价格水平造成影响。

图17：日本 CPI 增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

图18：希腊 CPI 增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

老龄化程度较为严重的国家，如日本、希腊等，普遍经历着通缩的压力，以希腊为例，希腊的 CPI 增速在 2013 年之后出现了负的增长，2016 年希腊 CPI 增速为-0.83%。从日本的经验来看，2000 年以来，日本的 CPI 增速基本维持在 0 附近上下波动，2014 年日本通缩压力有所缓和，但很快又出现下降，2019 年日本 CPI 同比增速为 0.6%，仍没有摆脱通缩的压力。

3. 人口年龄结构变化恶化国际收支结构

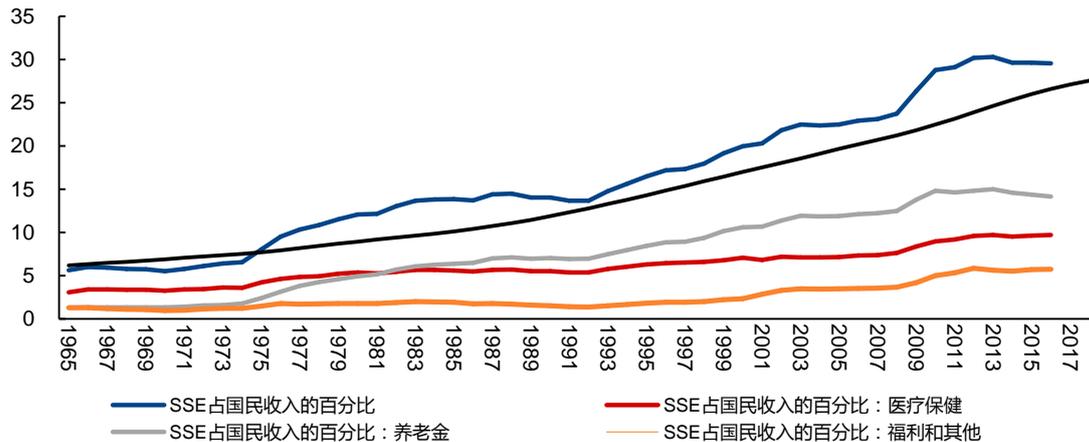
从经常账户来看，老龄化、出生人口下降导致的人口红利消失将导致经常账户的恶化，一方面，老龄化下，国民储蓄率下降，总体消费水平增加，这将对进出口产生不利影响，另一方面，随着人口老龄化，劳动力数量下降造成劳动力成本提升，将削弱一国出口产品的竞争力。实证研究也表明，年龄结构与经常项目负相关，其中 Taylor(2002)² 指出，人口老龄化常常带来经常项目的恶化，Brooks(2006)³ 表明，随着婴儿潮迈入老龄阶段，欧盟与美国将产生巨大的经常账户赤字。

从国际资本流动来看，正如上文所论述的，老龄化带来内部投资需求降低，并且资本报酬率下降，在这种情况下，资本倾向于向投资需求旺盛，资本报酬率较高的国家或地区流动。其中 Turner(1998)指出，OECD 国家的人口老龄化将带来内部投资需求的降低，为提高资本报酬率，老龄化国家的资本将流向人口老龄化更加缓慢或根本没有发生老龄化的国家或地区。

4. 老龄化将提升财政收支压力

老龄化会提高财政收支压力；老龄化对财政的影响主要体现在两个方面，从支出端来看，随着老龄化的发展，劳动力占比下降，老年人口增加，与老年人口相关的养老金支出、医疗卫生服务等支出将增加，政府财政支出压力加大。另一方面，从收入端来看，随着老龄化的发展，经济增速放缓，税基缩减，造成财政收入减少。在财政收支压力加大的情况下，政府倾向于提高税率或者通过发行国债的方式进行融资，进而造成政府部门的负债水平不断提升。

图19：日本社会保障支出及其构成占 GDP 比重



资料来源：OECD，东兴证券研究所

我们可以看到，随着老龄化的发展，日本社会保障支出压力逐步加大，从社会保障支出占国民收入比重来看，1965年日本社会保障支出仅占国民收入的3.05%，截止2016年，这一比重已经提升至29.57%。从社保支出的结构来看，在社会保障支出中，养老金支出与医疗保健支出是占比最高的两个部分，2016年，养老金支出与医疗保健支出占GDP比重分别达到了14.15%以及9.71%，两者合计占比高达23.86%。

图20：日本政府财政赤字率（%）


资料来源：wind，东兴证券研究所

图21：日本政府部门负债率（%）


资料来源：wind，东兴证券研究所

从财政赤字角度来看，日本的财政赤字处于一个较高水平，2010年，日本财政赤字率最高达到了11%，近年来，日本政府赤字率水平基本维持在6%至7%之间，2017年的赤字率为6%，远高于3%的国际警戒线。在政府赤字水平较高的情况下，日本政府部门的负债率也在飞速提升，从1997年至2017年，日本政府部门负债率增长了132%，截止到2017年，日本政府债务水平已达到GDP的212.3%。可以说日本的高赤字率与高负债与人口老龄化有一定的关系。

风险提示：人口结构变化超预期，退休年龄延迟，65岁以上老年人劳动参与率提高，部分国内生产向海外转移

6. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
深度报告	东兴宏观：全球生育意愿的趋势性下降可逆转吗？	2020-04-08
深度报告	东兴宏观：鼓励性生育政策对逆转生育意愿下降有帮助吗？	2020-04-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

研究助理简介

研究助理：杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院，2019 年加入东兴证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526