

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。

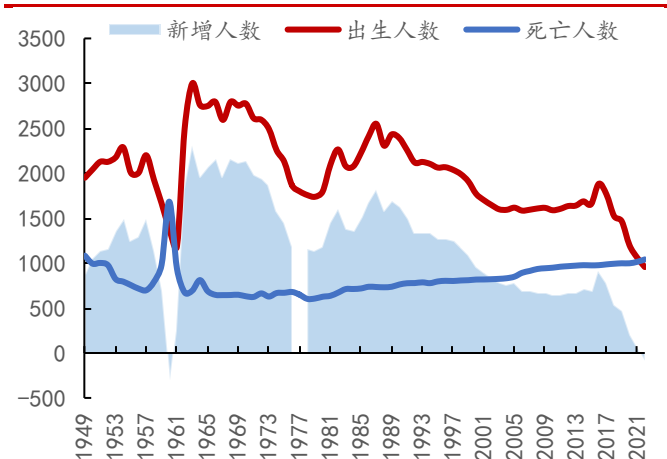
在我们看来，人口负增长作为社会经济发展的必然结果以及人口自身发展的客观规律，面对它的到来，不必悲观，也无需逃避，应该正确认识、积极应对。本篇报告从我国人口负增长原因、世界人口负增长趋势、人口负增长对经济的影响以及资本市场的结构性机会等四个方面展开，以期让市场对人口负增长有一个正确、客观的认识。

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。

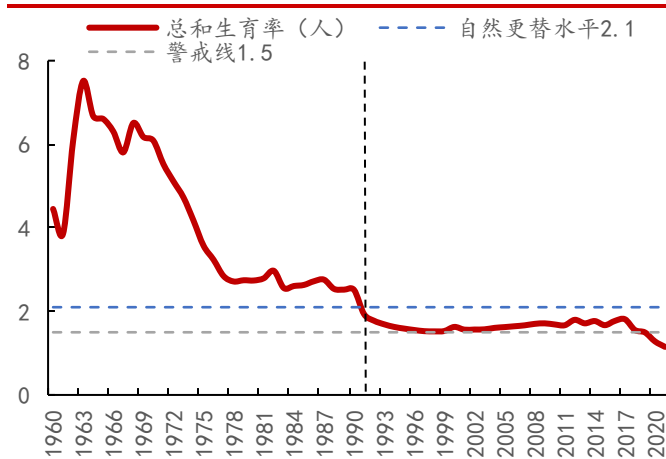
自1992年起，我国总和生育率²便开始低于2.1的自然更替水平，至今已有30余年。2020年第七次人口普查数据显示我国总和生育率降至1.3，正式跌破1.5的警戒线，2021年进一步降至1.15。长期的低生育率积累了大量的负增长惯性，人口负增长的出现几无悬念。

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。

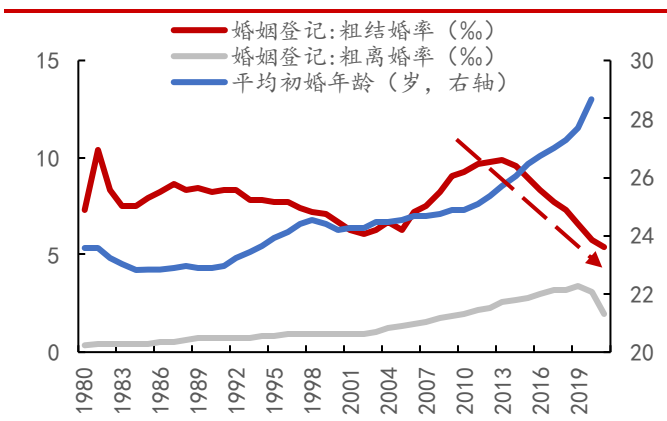
2 总和生育率是指平均每对夫妇一生中生育的子女数，国际上通常将2.1作为人口世代更替水平、1.5作为警戒水平。

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

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。

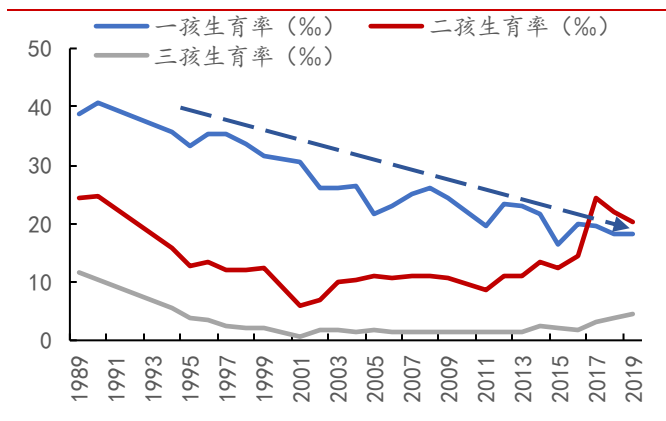
分孩次生育率中一孩生育率由于不受生育政策影响，也能较为准确的反应民众的生育意愿。国家统计局的抽样数据显示，自 1990 年以来，我国一孩生育率便持续下行，从 40.70% 下降至 2019 年的 18.11%，目前已经低于二孩生育率。这两个指标均表明我国育龄妇女的生育意愿在不断下降。

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

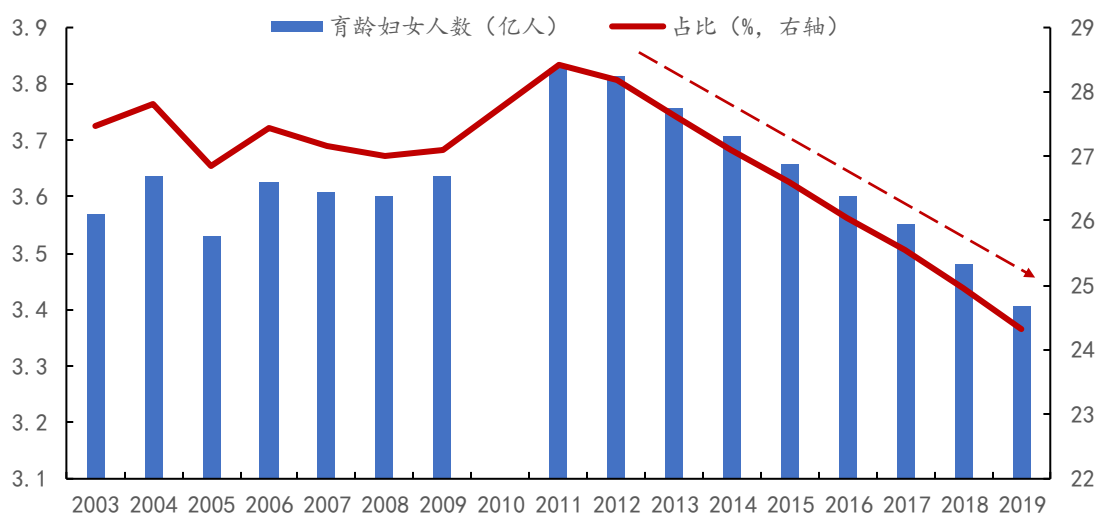


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

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。

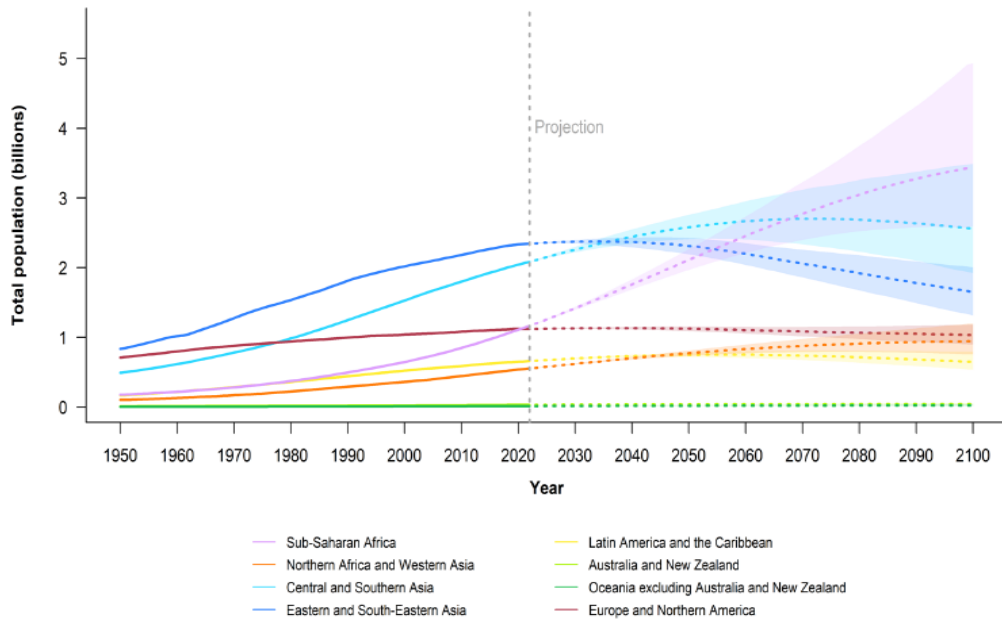
总体来看，我国人口负增长的出现并非突然而至，而是长期低生育率积累的人口负增长的惯性使然。不过当前我国尚处于人口负增长的初期，后续人口数量可能会呈现正负波动的状态，趋势性人口负增长或许还需时日。

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



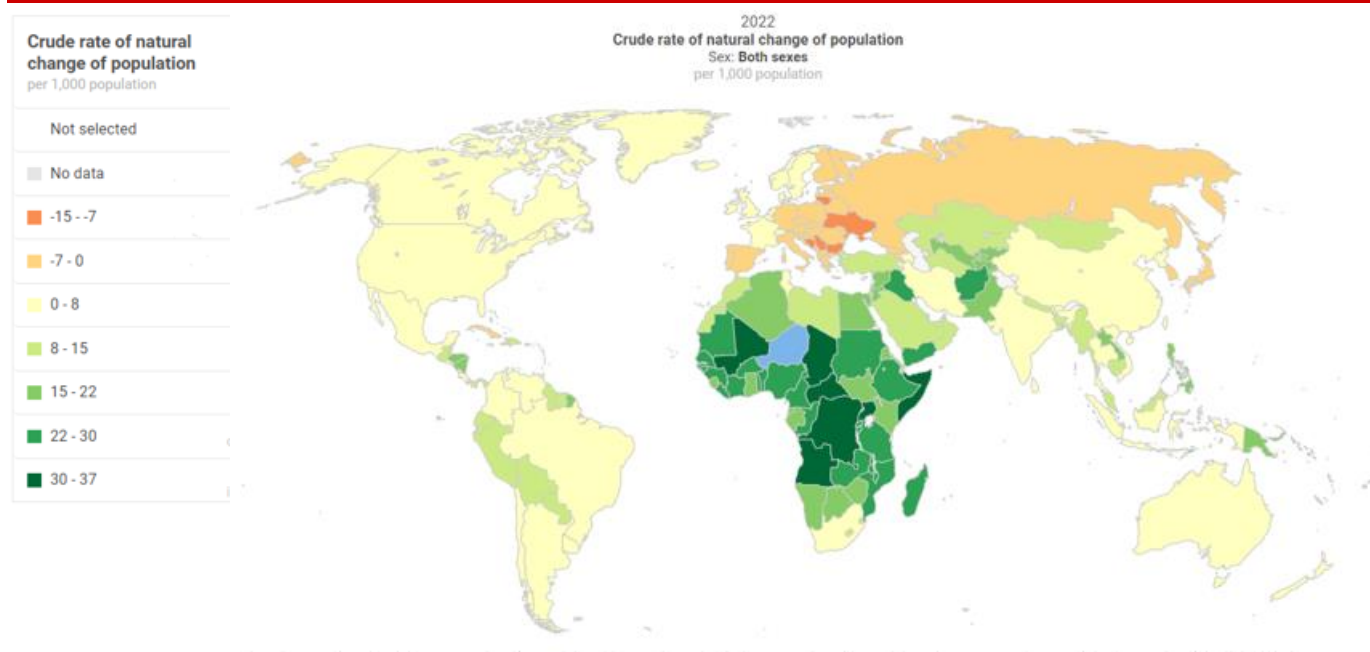
资料来源：联合国，华西证券研究所

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 (%)



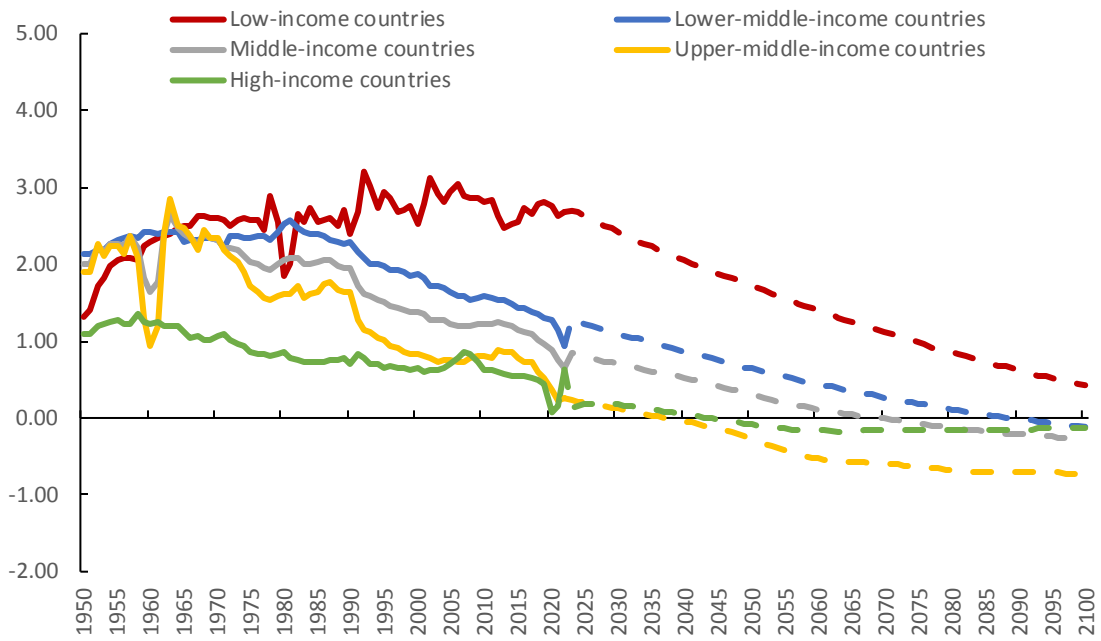
资料来源：联合国，华西证券研究所

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。

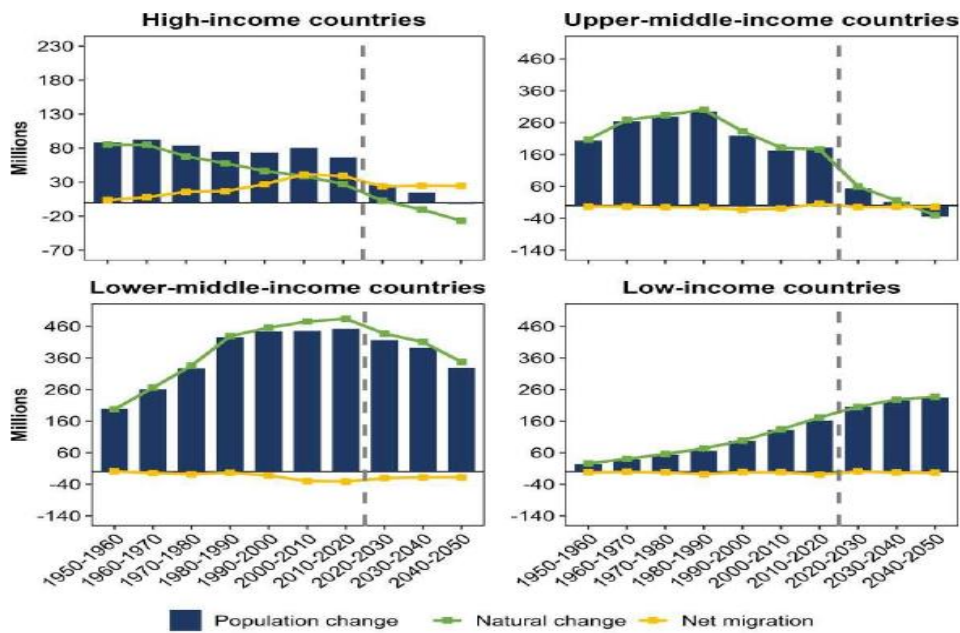
《世界人口展望 2022》的数据显示，在 1980-2000 年期间，高收入国家的人口增长主要是由自然增长（1.04 亿）贡献，约是国际移民对人口增长贡献（4400 万）的两倍以上。而 2000-2020 年，国际移民对人口增长的贡献（净流入 8050 万）超过了自然增长（6620 万），这一状态在未来几十年还将持续，移民将成为高收入国家人口增长的唯一动力。

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



资料来源：联合国《世界人口展望 2022》，华西证券研究所

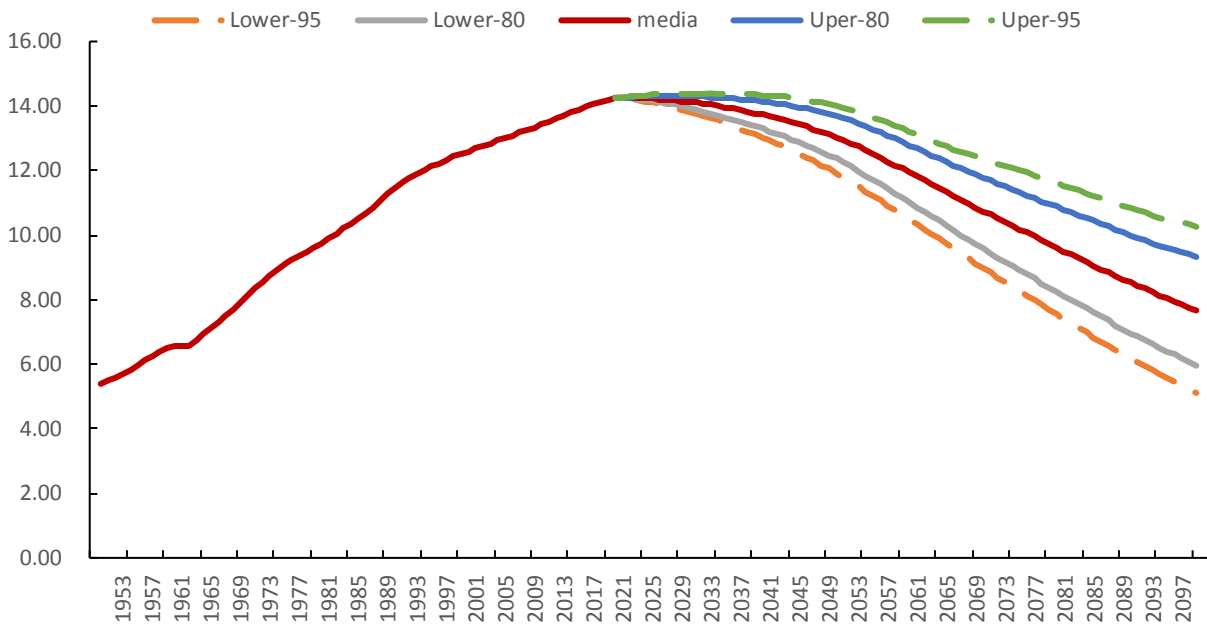
未来将有越来越多的国家进入人口负增长阶段。联合国《世界人口展望 2022》预计 2022-2050 年间，全球将有 61 个国家/地区人口将减少 1%以上，而保加利亚、拉脱维亚、立陶宛、塞尔维亚、乌克兰等国人口规模或将减少 20%以上。

3. 直面人口负增长:不必悲观，挖掘潜力

人口负增长难以改变我国人口规模巨大的基本国情。我国目前尚处于人口负增长的初期阶段，每年十万、百万的人口减少量与十四亿多的人口规模相比远不在一个数量级，人口自身的惯性使得我国人口规模巨大的基本国情仍会延续相当长的时间。

根据联合国提供的预测数据，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⁵。我国人口规模优势和超大规模市场优势将长期存在。

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



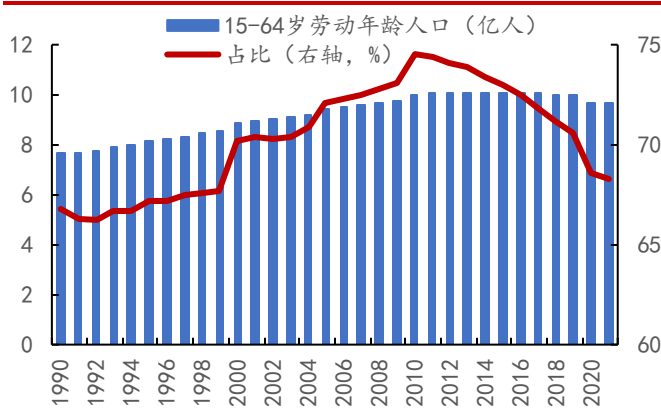
资料来源：联合国，华西证券研究所

我国劳动年龄人口仍然相当充裕。国际社会一般将 15-64 岁之间的人口视为劳动年龄人口。我国劳动年龄人口在 2014 年达到峰值 10.10 亿，随后开始回落，截至 2021 年我国劳动年龄人口规模仍有 9.65 亿，比所有发达国家人口总和还要多。

随着人口负增长的延续，我国劳动年龄人口数量肯定也会随着减少，但是体量依然庞大。根据联合国提供的预测数据，中性情境下，2037 年我国劳动年龄人口仍有 9 亿以上，2050 年仍有接近 8 亿，即使到 2100 年也有将近 4 亿劳动年龄人口，比当前美国人口总量还要多。

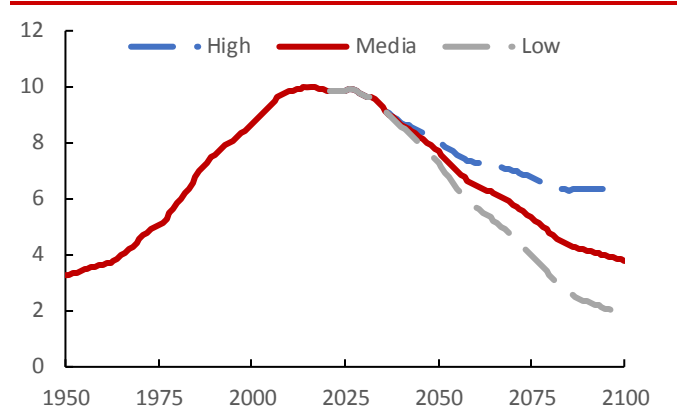
5 公开资料显示，2021 年美国人口 3.33 亿，欧盟人口 4.47 亿。

图 11 劳动年龄人占比在 2010 年开始回落



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 15-64 岁劳动年龄人口预测 (亿人)

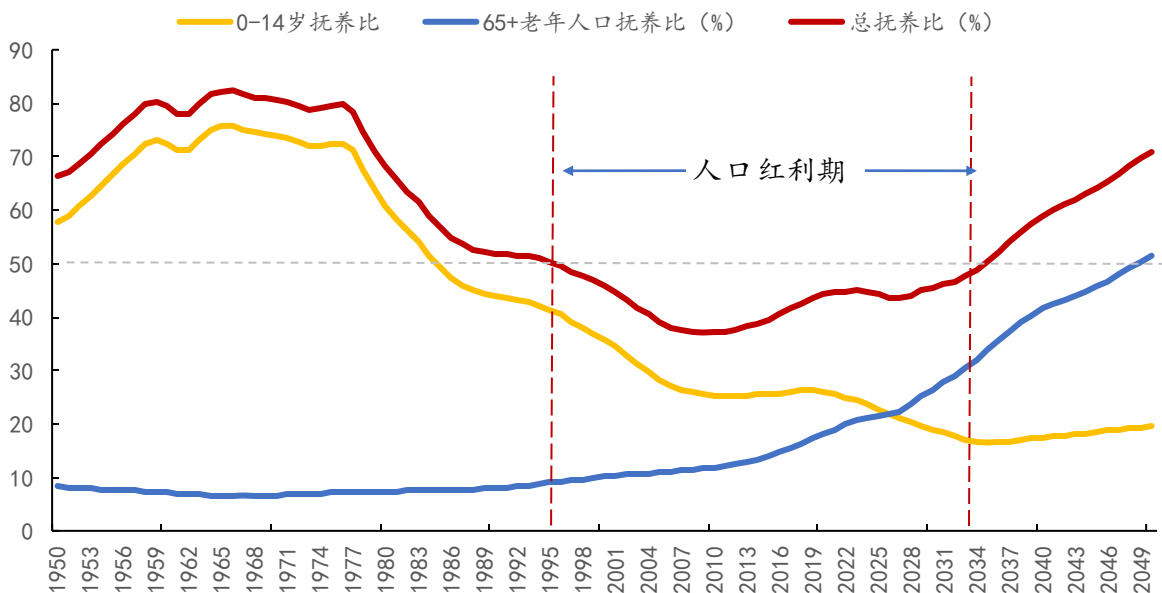


资料来源：联合国，华西证券研究所

传统人口红利并未结束，二次人口红利潜力巨大。传统的人口红利期是指人口总抚养比⁶低于 50%的阶段，这一阶段抚养负担相对较轻，劳动力较为充足，能够为经济发展提供有力的人口条件；而当人口抚养比超过 50%时，人口负担开始加重，老龄化日益加深，人口红利逐步消退。

我国的人口抚养比自 1980 年开始逐步下行，1995 年降至 50%以下，进入传统的人口红利期，并且在 2010 年附近到达阶段性低点 37.1%，随后逐步回升。2021 年总人口抚养比已经升至 46.4%。根据联合国预测，2035 年附近我国人口抚养比将超过 50%，达到 50.4%。因此，按照传统的定义，我国人口红利仍未结束，并且会延续至 2035 年左右。

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



资料来源：联合国，华西证券研究所

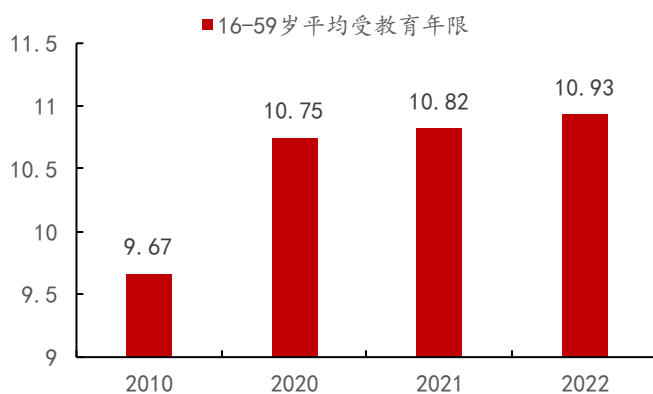
6 抚养比是指 0-14 岁少年儿童以及 65 岁及以上老年人口占 15-64 岁劳动年龄人口的比重。

传统的人口红利重点聚焦在人口数量，而忽略了人口“质量”，这也是二次人口红利的潜力所在。

一方面我国劳动年龄人口受教育程度逐年提升，人力资本将发挥更大作用。2022年我国16-59岁劳动年龄人口平均受教育年限为10.93年，较2010年增加了1.26年。按照十四五以及2035远期规划目标，2025年我国15-64岁劳动年龄人口平均受教育年限将升至11.3年，2035年升至12年⁷。劳动人口素质的提升可以在较大程度上抵消劳动人口数量下降带来的负面影响。

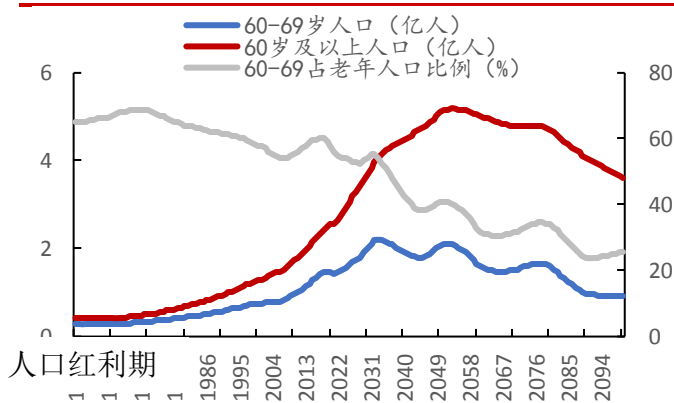
另一方面，我国低龄老年人口占比较大，存在较大人力资源开发空间。2022年我国60岁及以上老年人口2.8亿，这其中60-69岁低龄老年人口占比接近55%，意味着我国老年人口中超过一半是低龄老人，而目前这部分老年人口的劳动参与率较低，程杰（2022）的研究指出⁸我国退休人口的劳动参与率仅为4.2%，远低于主要发达国家，开发空间相当大。

图 14 16-59 岁受教育年限逐年递增（年）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 15 我国人口老龄化以低龄为主



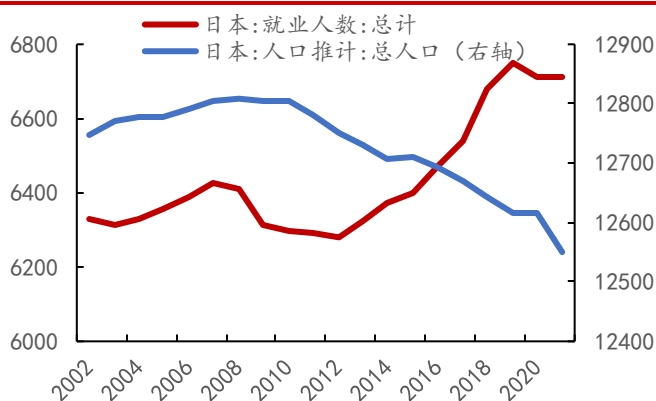
资料来源：联合国，华西证券研究所

以日本为例，其人口总量出现负增长之后，就业人口之所以还能增加，很大一部分要归功于低龄老年人力资源的开发。2010年日本正式进入人口负增长阶段，但是其就业人口数量确不降反升。简单拆分一下其不同年龄段的就业人口就能发现，日本65岁及以上老年就业人口数量在2010年之后出现了明显的抬升，贡献了相当一部分就业人口的增量。

7 16-59岁人口平均教育十四五及2035远期规划 https://www.ndrc.gov.cn/fggz/fzzlgh/gjzfzgh/202112/t20211225_1309656.html

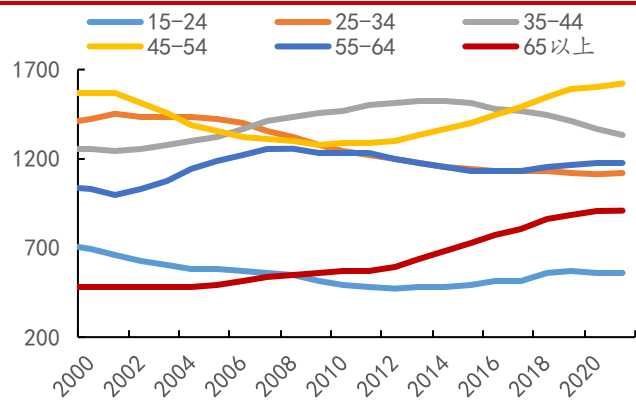
8 程杰，李冉. 中国退休人口劳动参与率为何如此之低？——兼论中老年人人力资源开发的挑战与方向[J]. 北京师范大学学报(社会科学版), 2022, (02): 143-155.

图 16 日本总人口与就业人口出现背离 (万人)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 17 日本 65 岁以上老年就业人口增加明显 (万人)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

人口负增长并不必然带来经济下行。当前市场担忧我国人口负增长会对经济产生较大负面影响,背后的逻辑是人口负增长将导致有效需求下降,储蓄和资本积累也将减少,同时伴随人口负增长而来的劳动力规模缩减以及老龄化程度加深都将对经济产生不利影响。

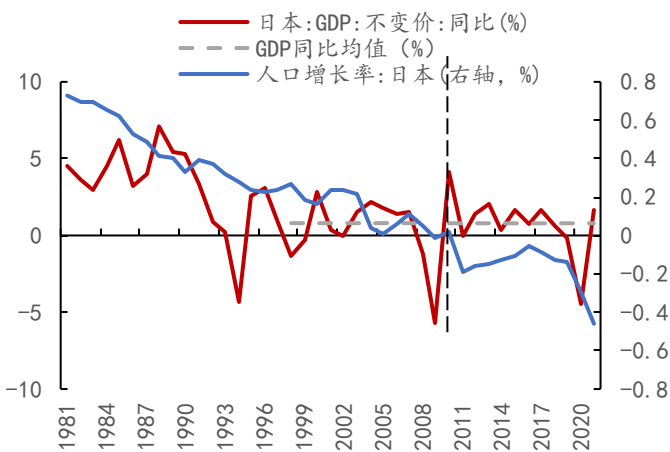
不过我们认为的确需要重视人口负增长,但却不必过于悲观。虽然人口是经济发展的重要因素,但却不是唯一因素,而且人口规模是经济增长的充分非必要条件,也即庞大的人口规模可以为经济增长提供有力条件(例如我国),但是经济增长也不是必然需要大规模的人口(例如美国)。

并且人口负增长对于经济也有正面促进作用,劳动力的减少、人力成本的上升会迫使企业加快从劳动密集型向资本、技术密集型转换,进而带动经济增长。经典的索罗模型也证明只有技术进步才是经济增长的唯一动力。

从目前已经经历人口负增长的典型国家来看,在人口负增长之后短期之内经济增速并未出现明显下行,有些甚至还高于此前水平。

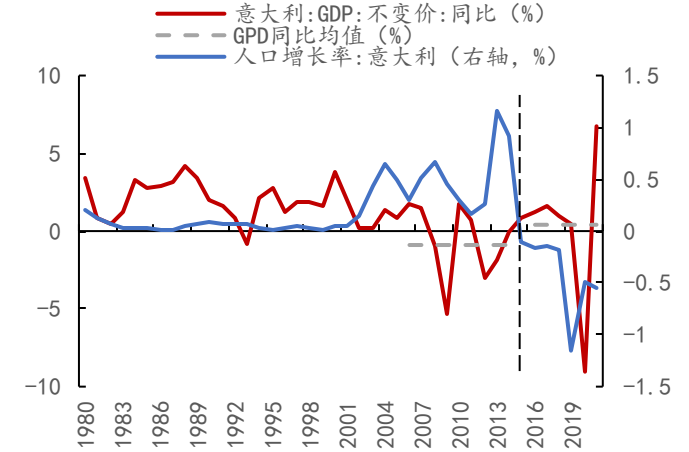
日本 2010 年人口增长率正式转负,而其前后经济增速并没有明显差异,年均 GDP 增速稳定在 1%左右;意大利 2015 年人口增长率开始转负,而其 GDP 增速则不降反升,从之前的-0.9%升至 0.4%;俄罗斯、波兰 GDP 增速也在人口负增长阶段保持了较高水平。由此可见,人口负增长并不必然带来经济下行。

图 18 日本人口负增长之后经济增速并未明显下滑



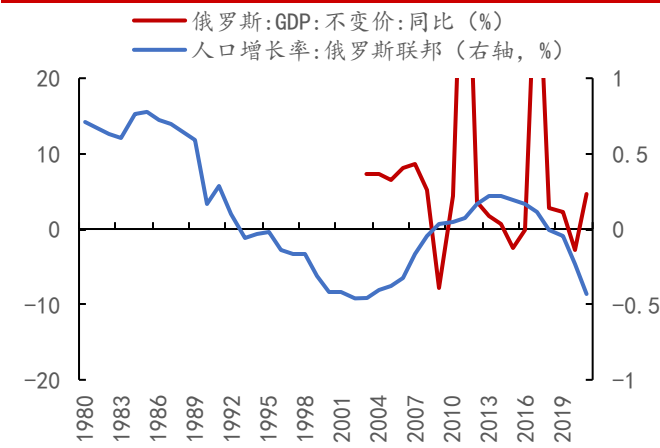
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 19 意大利人口负增长之后经济增速还略有回升



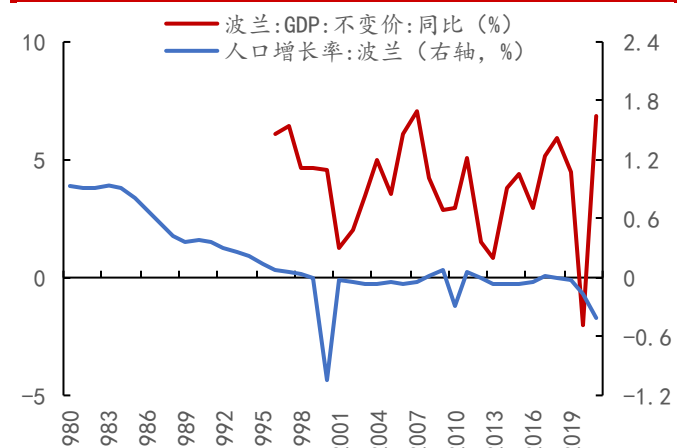
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 20 俄罗斯人口负增长阶段 GDP 同样取得了较高增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 21 波兰人口负增长阶段 GDP 同比维持高位



资料来源：WIND，华西证券研究所

4. 人口负增长下的大类资产配置选择

(1) 权益市场关注医药、科技、高端制造等领域

人口负增长下，老龄少子化问题会越来越突出，并且可能会对我国产业结构产生长远影响。

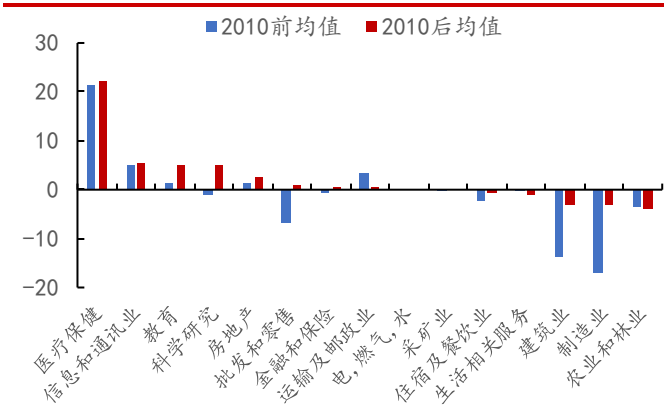
生产端：人口老龄化加速了“刘易斯拐点”的到来，劳动力成本将会不断提升，进而倒逼经济发展从劳动密集型生产方式向技术、资本密集型生产方式转变；

消费端：随着老龄化的不断加剧，老年人口针对医疗保健、养老服务等相关的需求将大幅提升，规模效应的产生也会促使相关产业转型升级。

日本近年来的产业发展路径也印证了这一逻辑，以 2010 年日本人口负增长元年为界，前后 10 年各行业就业人口同比均值对比结果显示，日本医疗保健业、信息与通信业、教育、科研等行业就业人数同比增加明显，反映了相关行业在加速扩张。

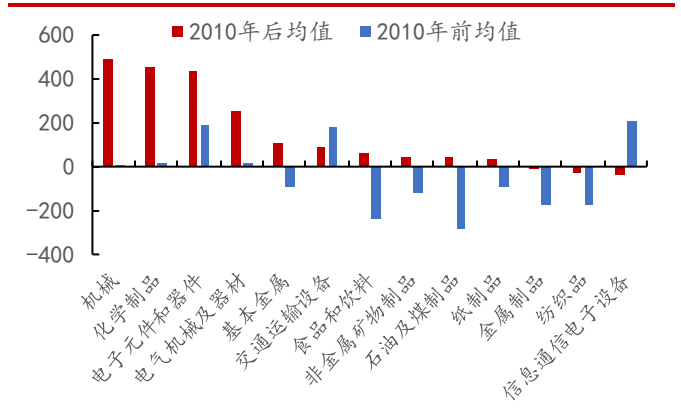
制造业 GDP 方面，2010 年人口负增长前后，日本以机械、化学制品、电子元器件等为代表的高端制造业增长迅猛，而传统的纺织品、金属制品、纸制品等则出现了明显的负增长。

图 22 2010 年前后日本各行业就业人口同比均值 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

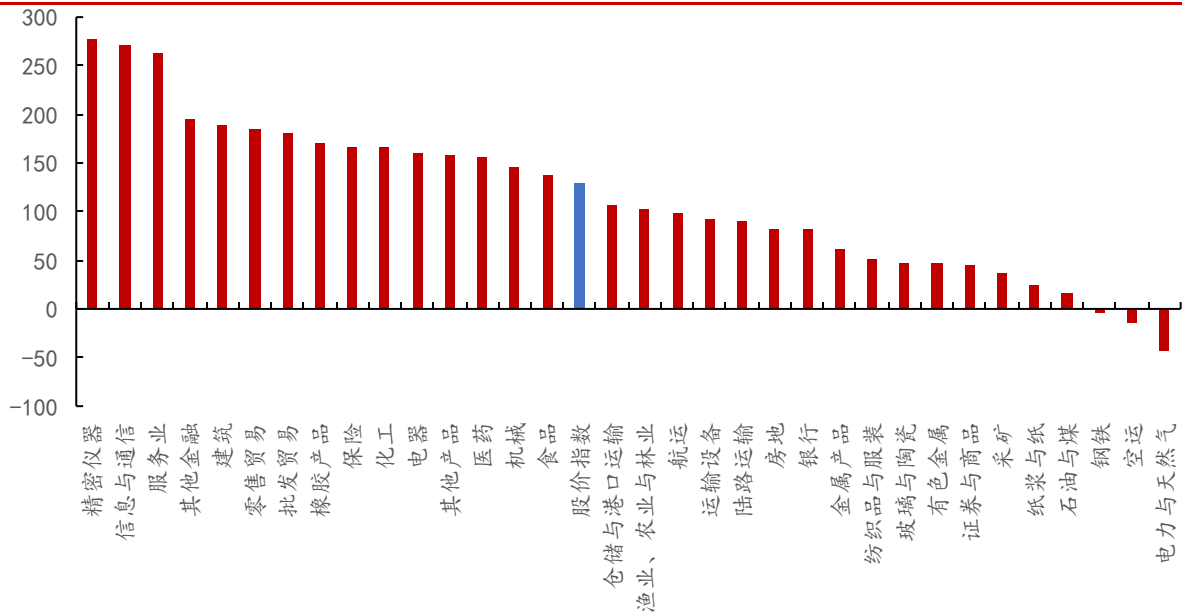
图 23 日本各制造业 GDP 同比均值变动 (10 亿日元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

日本股票市场的表现也与产业变动情况基本吻合，我们统计了 2010 年以来日本各个板块指数表现情况，发现精密仪器、信息与通信等科技板块以及橡胶、化工、机械等高端制造业板块收益率明显高于平均涨幅；另外服务业、零售贸易、保险、医药等板块也取得了不错的涨幅；不过钢铁、石油、电力等传统行业则表现相对较弱。

图 24 日本 2010 年以来各板块收益率情况 (%)



资料来源：彭博，华西证券研究所

(2) 债券利率长期将继续下行

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。按照生命周期理论，青年时期，由于收入水平相对较低，又面临结婚生育、买房置业等客观原因，对于资金的需求量较大，因而青年人口占比越高，社会资金的需求也就越旺盛，从而推动利率上行；

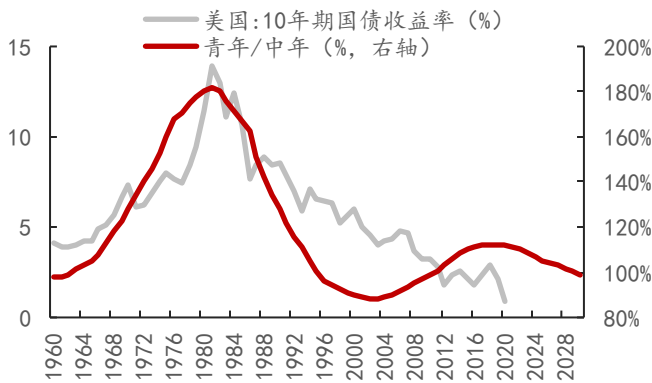
中年时期，是个人一生中储蓄的主要阶段，一方面收入水平较青年时期有了大幅提升，另一方面中年时期普遍面临“上有老下有小”的局面，往往会因为抚养子女、赡养老人等进行预防性储蓄，因而中年人口占比越高，社会资金供给也就越多，推动利率下行。

而到了老年时期，由于风险偏好的大幅下降，进入了资金供需两弱的状态。现有学术文献大多以青/中年的比例衡量人口结构，我们参考陈国进等(2013)⁹对于中青年的划分，将20-29岁人口定义为青年人口，将40-49岁人口定义为中年人口，以考察中青年人口比重对利率的影响。

全球主要国家的长期利率与人口结构均呈现青年/中年占比越高利率越高，占比越低利率越低的规律。我们选取了OECD的主要国家，考察了青年/中年占比与长期利率之间的关系（部分国家由于国债时间较短，以贷款利率代替），发现基本符合青年/中年占比越高利率越高，占比越低利率越低的规律。

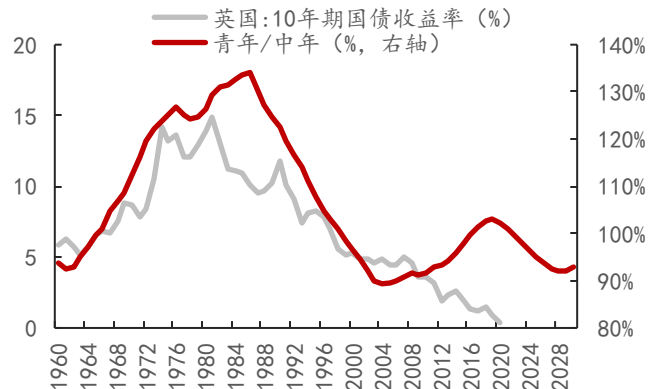
按照OECD的预测，我国青年/中年占比在未来10年仍然会继续下行，从2020年的85%下降至2030年的70%，因此可以预计未来我国长期利率将会继续下行，对债券市场形成一定利好。

图 25 美国人口结构与 10 年期国债收益率关系



资料来源：OECD，WIND，华西证券研究所

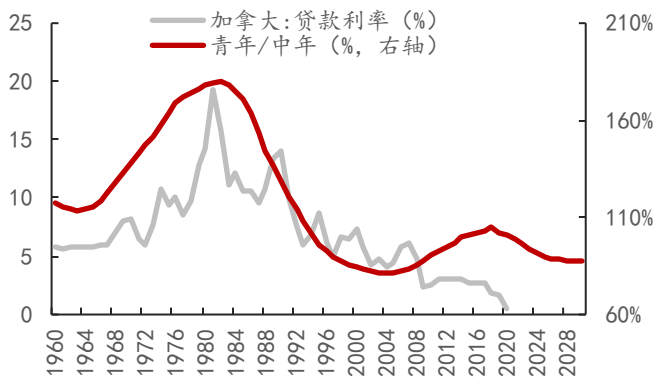
图 26 英国人口结构与 10 年期国债收益率关系



资料来源：OECD，WIND，华西证券研究所

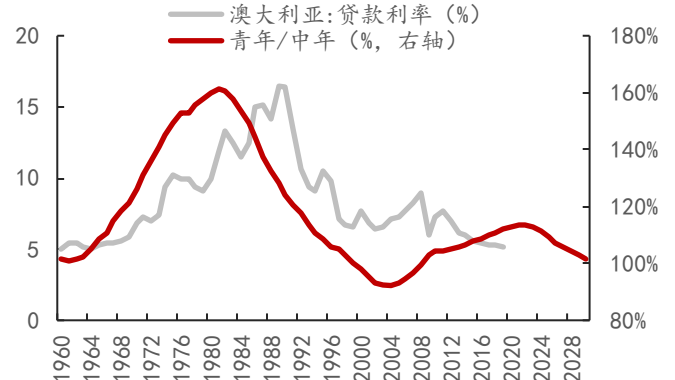
9 陈国进, 李威. 人口结构与利率水平研究[J]. 中国人口科学, 2013, (05): 68-77.

图 27 加拿大人口结构与贷款利率



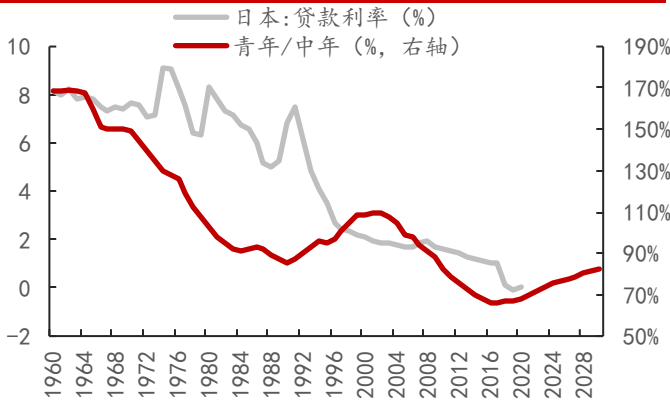
资料来源：OECD，WIND，华西证券研究所

图 28 澳大利亚人口结构与贷款利率



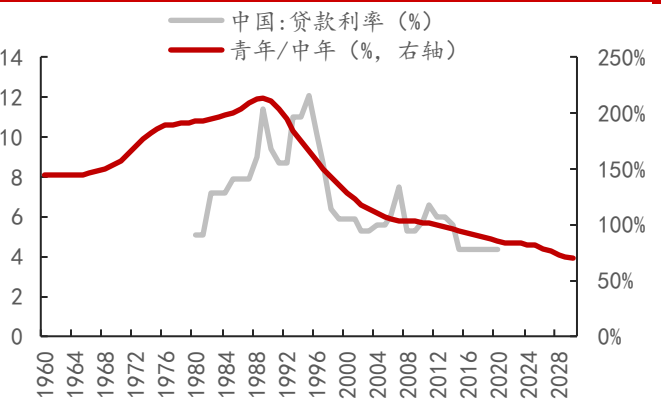
资料来源：OECD，WIND，华西证券研究所

图 29 日本人口结构与贷款利率



资料来源：OECD，WIND，华西证券研究所

图 30 中国人口结构与贷款利率



资料来源：OECD，WIND，华西证券研究所

(3) 房地产需求或将逐步下降

供需关系是影响房地产的核心因素，根据我国人口周期判断，2025 年之后房地产需求或将逐步下降。

新中国成立以来，我国共经历了两波“婴儿潮”，分别是 1962-1973 年和 1982-1993 年。按照生命周期理论以及我国平均结婚年龄推算，25-35 岁是购房置业的主要时期，因此可以推算出我国地产需求旺盛的两个阶段集中在 1987-1998 年和 2007-2018 年。

第一个阶段由于我国尚未完成住房分配货币化改革，福利分配仍然占据较大比例，所以需求的扩张对于房价的影响相对有限；

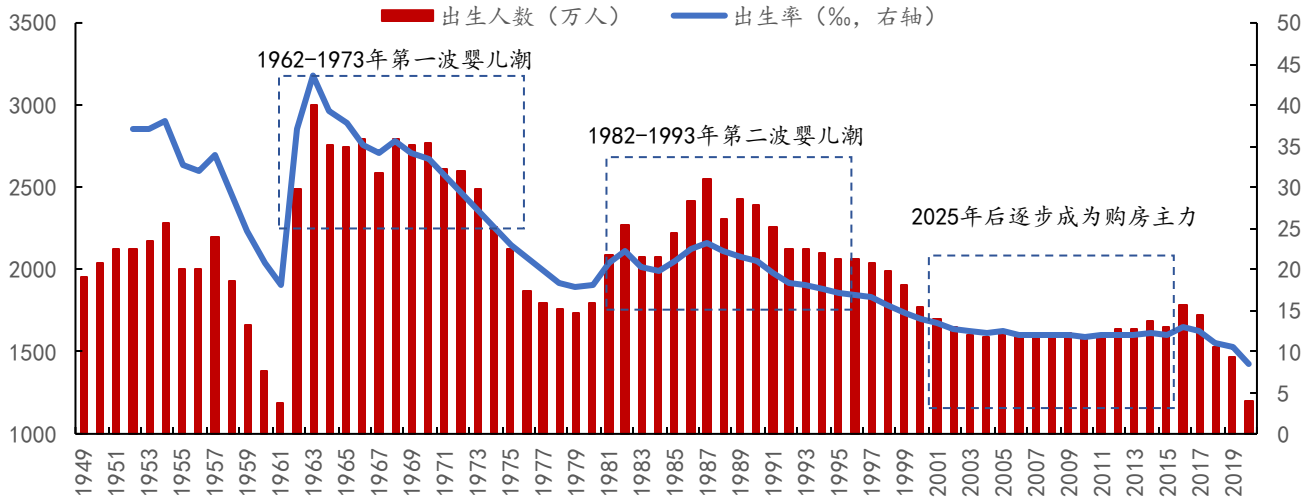
第二个阶段，平均每年新增 2200 万购房黄金期人口的巨大需求使得中国房地产迎来了相当长时间的繁荣期，这批人口也是当前房产购买的主力军。

不过由于受到我国计划生育政策的影响，本应在 2002-2013 年（1982-1993 第二波婴儿潮进入生育阶段）出现的第三波“婴儿潮”并未出现，出生人口反而有了一个较为明显的下滑。

2000-2015 年，我国平均每年出生人口 1600 万左右，较第二波“婴儿潮”时期平均每年 2200 万左右的出生水平下降接近 30%。而按照时间推算，2000-2015 年出生的人口将在 2025 年左右进入购房黄金期，可以预见的是出生人口的大幅减少将会使得房地产需求逐步下降，并且在相当长的一段时间内得不到有效改善。

未来中国的房地产市场将会迎来大幅分化，人口持续流入的城市群、都市圈房地产需求将会得到有效支撑，而人口持续流出的地区则会更多的承担需求下滑带来压力。

图 31 2025 年之后房地产需求或将逐步下降



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

5. 风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。