光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

总量研究

延迟退休，能否释放二次人口红利？

——《人口峭壁》第六篇

要点

引言：

随着“建国一代”退休潮的到来，我国人口老龄化进程明显加速，人口红利正渐行渐远。在此背景下，渐进式延迟退休政策的推出，能否开启二次人口红利，值得我们深思。我们以日本作为观察对象，重点分析其在实施 65 岁延迟退休政策后，劳动力市场、经济基本面变化。

核心观点：

老龄化加速背景下，实施渐进式延迟退休政策，将有效避免大规模“退休潮”出现，我们预计退休人口峰值对应下降 1 亿人。在缓解养老金支付压力外，更重要的是能否通过促进低龄老年人再就业，释放二次人口红利。从日本经验看，延迟退休政策落地后，老年人口劳动参与率明显提升，带动储蓄率和投资率上行。但居民消费仍较为疲弱，劳动生产率也并未得以提振，释放二次红利的效果总体有限。

国际上看，延迟退休年龄已经成为应对人口老龄化的主流选择。

迫于老龄化和财政支出的双重压力，美日欧等发达国家，先后在 20 世纪 80-90 年代和 2010 年、2020 年前后分阶段延迟本国的退休年龄。相较于国际情况，我国现行退休年龄偏低、男女退休年龄差距较大、退休制度缺乏灵活性，较难适应当前人口结构老龄化、人均寿命延长的客观情况。根据 OECD 数据，2020 年，我国平均退休年龄为 57.5 岁，远低于同期发达国家退休年龄（65-67 岁）。而同期我国人均预期寿命为 77.1 岁，对应接近 20 年的领取养老金年限，远高于欧美等发达国家（美英德三国平均为 13.6 年），与日韩较为接近。

2020-2035 年，我国老龄化进程提速，加速步入重度老龄化社会。

“十四五”期间，“建国一代”开始集中迈入 60 岁阶段。1962 年-1975 年间，我国年平均出生人数高达 2600 万人，共计 3.7 亿人，将在 2020-2035 年内，推动一轮庞大的“退休潮”。 2022 年，我国已经接近中度老龄化社会，我们预计将在未来 15 年内加速步入重度老龄化社会。

实施渐进式延迟退休政策将有效避免大规模“退休潮”的出现。根据我们的测算，2022 年，我国退休人口总数为 3.4 亿人。若 2025 年-2055 年期间，实施 65 岁渐进式延迟退休，则退休人口峰值将自 5.1 亿人（2053 年）下降至 4.1 亿人（2039 年），对应峰值下降 1 亿人次。

促进低龄老年人口再就业，有助于释放二次人口红利。对比海外情况，我国老年人就业意愿较低，就业行业多集中于农林牧渔业，基本处于闲暇状态，未来老年人再就业空间较大。2015 年，我国 60-64 岁人口就业率仅为 42.8%，远低于发达国家水平，多数介于 60%-70%之间。2015 年，我国 60 岁以上人口就业中，有 86.2%集中于农林牧渔业，服务业占比仅为 6.5%，而在发达国家中，服务业就业占比均在 60%以上。

从日本经验看，延迟退休后，释放二次人口红利的效果有限。

1998 年之后，日本劳动年龄人口持续下降，人口老龄化加速，劳动参与率随之回落，此后日本消费增速走低、储蓄率下行、投资率回落。2013 年，日本将延迟退休至 65 岁规定为企业义务化，此后老年群体就业意愿明显增加，劳动参与率触底回升。

老年人口再就业，60-69 岁家庭收入得以提升，消费倾向保持稳定，总体储蓄明显增多。但是，青壮年群体由于养老负担、税负加重，消费倾向普遍性回落，储蓄也小幅增加。因此，日本延迟退休后，居民储蓄率回升，促进投资率上行，但居民整体消费仍较为疲弱，劳动生产率也并未得到提振。

风险提示：老年人再就业意愿不强；出生率持续低迷。

作者

分析师：高瑞东
执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘星辰
执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebscn.com

相关研报

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

疫情感染高峰已过，Q1 经济修复或超预期——《经济复苏追踪系列》第二篇（2023-01-14）

从部委工作会议看 2023 年经济重点——经济复苏系列报告第一篇（2023-01-05）

为什么是服务型结构性通胀？——光大宏观周报（2022-12-25）

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望（2022-12-20）

本轮扩大内需战略与历史几轮有何不同？——光大宏观周报（2022-12-18）

战略全局出发，提振信心入手——2022 年中央经济工作会议精神学习（2022-12-17）

智能制造如何助力高质量发展？——《产业视角看中国式现代化》系列第一篇（2022-11-29）

高质量发展是中国式现代化的首要任务——《二十大报告》精神学习第二篇（2022-10-17）

十二行业集体学习二十大报告之安全发展思想——《二十大报告》精神学习第一篇（2022-10-16）

三大周期视角看 2022 年中报里的宏观线索——《见微知著》系列第九篇（2022-09-20）

目 录

1、 近年来发达国家涌现“延迟退休潮” 4
2、 中国“退休潮”来袭，老龄化进程加速 5
3、 从日本经验看，延迟退休政策，能否释放二次人口红利？ 9
4、 风险提示 13

图目录

图 1：2020 年各国平均寿命与退休年龄 5
图 2：2020-2040 年，老龄化进程明显加快 6
图 3：建国后，我国经历了两轮“婴儿潮” 6
图 4： 2020-2035 年，我国养老负担快速增加 6
图 5：近年来，企业职工基本养老金中，保费支出大于保费收入 6
图 6：适龄生育妇女人数逐步下降 7
图 7：我国 20-40 岁青壮年劳动力数量正快速回落 7
图 8：渐进式延迟退休下，我国退休人口峰值下降 1 亿人 8
图 9：延迟退休政策，有助于劳动力市场供需平衡 8
图 10：中国及部分发达国家 60 岁以上老年人就业率 8
图 11：中国及部分发达国家 60 岁以上老年人就业行业分布 8
图 12：2013 年以来，日本 60-69 岁人口劳动参与率明显提升 9
图 13：2013 年起，日本 60-69 岁人口就业率大幅提升 9
图 14：2021 年，日本 65 岁以上老年人的就业行业分布 10
图 15：2021 年，日本 65 岁以上老年人的就业形态 10
图 16：日本各年龄阶段的家庭年收入分布 10
图 17：2013 年起，日本 60-69 岁家庭收入稳步增长 10
图 18：2013-2017 年，日本 60-69 岁家庭消费支出增加，50 岁以下家庭消费支出减少 11
图 19：2013 年起，日本老年人消费倾向稳定或上升，青壮年消费倾向下降 11
图 20：日本各年龄阶段的家庭消费支出分布（2021 年） 11
图 21：2013-2017 年，日本 60 岁以上家庭储蓄明显增加 11
图 22：日本各年龄阶段的家庭负债分布（2021 年） 11
图 23：2013 年起，日本 60 岁以上家庭储蓄快速回升 11
图 24：2013 年之后，日本劳动参与率持续回升 12
图 25：2013 年后，日本消费短期反弹后走稳，仍处在较低水平 12
图 26：伴随劳动参与率提升，日本家庭净储蓄率转为上行 12
图 27：日本储蓄率回升后，消费率下行、投资率上行 12
图 28：日本少子老龄化持续推升社保负担 13
图 29：2013 年后，劳动参与率回升，但并未提振劳动生产率 13

1、 近年来发达国家涌现“延迟退休潮”

国际上看，延迟退休年龄已经成为应对人口老龄化的主流选择。20 世纪 70 年代以后，随着西方各主要经济体的经济增速减缓和老龄化程度的不断加深，福利国家的社会保障制度普遍出现了危机，其中养老金的可持续性问题尤为突出。 基于现实背景，欧洲、日本、美国等发达国家，先后在 20 世纪 80-90 年代和 2010 年前后分阶段延迟本国的退休年龄。

2020 年以来，迫于老龄化和财政支出的双重压力，多国提出进一步延长退休年龄。例如，美国计划在 2027 年将退休年龄自 66 岁推迟至 67 岁；法国计划自 2023 年至 2030 年将退休年龄自 62 岁分阶段推迟至 64 岁；德国计划于 2029 年将退休年龄延长至 67 岁；英国计划在 2035 年将法定退休年龄提高到 68 岁；韩国政府拟到 2033 年，将退休年龄从 60 岁分阶段推迟至 65 岁；日本在 2020 年更是提出，“企业有义务达成雇佣劳动者工作到 70 岁”。

表 1：主要发达国家延迟退休政策

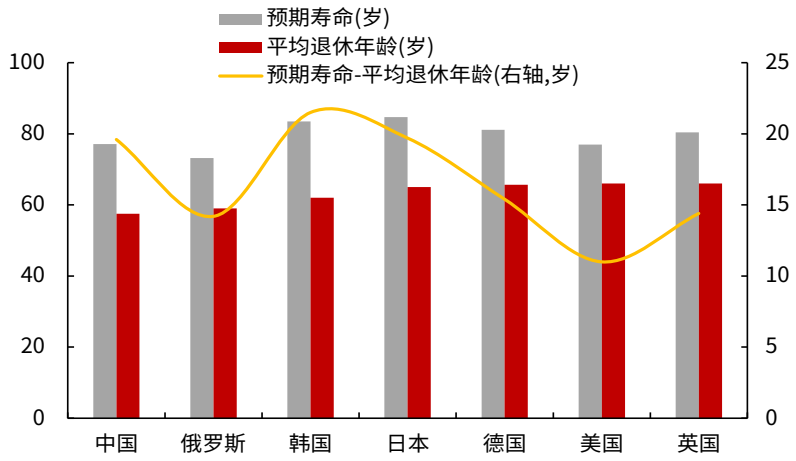
国家	延迟退休时间/年龄	主要内容
德国	2001 年/65 岁；2029 年/67 岁	1992 年，《养老金改革法》规定，2000 年开始将退休年龄延迟到 65 岁。 2007 年提出，2012 年开始到 2029 年，逐步将领取养老金的最低年龄由 65 岁提高到 67 岁。
法国	2010 年/62 岁；2030 年/64 岁	从 2023 年 9 月开始，法定退休年龄将每年延迟 3 个月。最终目标是到 2030 年，法定退休年龄从目前的 62 岁延迟至 64 岁。
美国	2009 年/66 岁；2027 年/67 岁	1983 年，决定将法定正常退休年龄由 65 岁提高到 67 岁，从 2003 年开始正式执行，每几年提高 1 岁，直到 2027 年完成。美国实行弹性退休制度，并设定了三个法定退休年龄：正常退休年龄，最早可提前退休年龄（62 岁），最大可奖励延迟退休年龄（70 岁）。
日本	1998 年/60 岁；2013 年/65 岁	1994 年，明确规定了企业有雇佣员工到 60 岁退休的义务，并从 1998 年开始正式实施。 2004 年，提出自 2006 年开始，阶段性地推迟退休年龄，直至 2013 年延长至 65 岁。 2020 年，提出了“企业有义务达成雇佣劳动者工作到 70 岁”。
韩国	2016 年/60 岁；2033 年/65 岁	2013 年，规定法定退休年龄不得低于 60 岁，并于 2016 年起开始实施。2019 年，据新加坡《联合早报》报道，韩国政府拟到 2033 年，将退休年龄从 60 岁分阶段推迟至 65 岁，目前尚未颁布新规。

资料来源：日本总务省、美国社保局、新华社、中新网，光大证券研究所

相较于国际情况，我国现行退休年龄偏低、男女退休年龄差距较大、退休制度缺乏灵活性，较难适应当前人口结构老龄化、人均寿命延长的客观情况。

根据 OECD 数据，2020 年我国平均退休年龄为 57.5 岁，远低于同期发达国家退休年龄（65-67 岁）。而同期我国人均预期寿命为 77.1 岁，对应接近 20 年的领取养老金年限，远高于欧美等发达国家（美英德三国平均为 13.6 年），与日韩较为接近。

图 1：2020 年各国平均寿命与退休年龄



资料来源：OECD，光大证券研究所

2、中国“退休潮”来袭，老龄化进程加速

“十四五”期间，我国明确提出渐进式延迟退休政策。早在 2013 年，党的十八届三中全会，正式提出“研究制定渐进式延迟退休年龄政策”。2021 年 3 月，“十四五”规划，明确提出了将按照“小步调整、弹性实施、分类推进、统筹兼顾”等原则，逐步延迟法定退休年龄的内容。2022 年底的中央经济工作会议，进一步提出适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策。

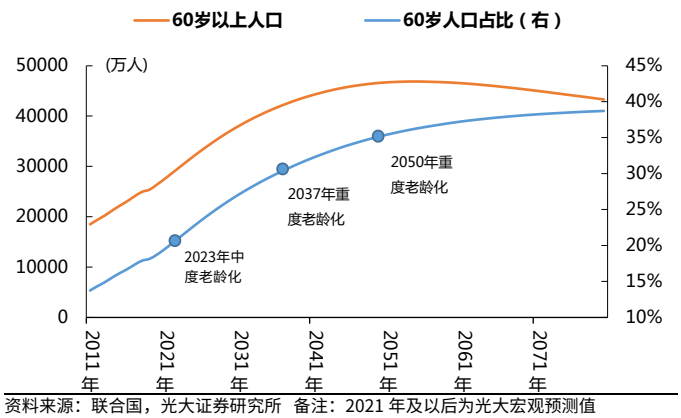
延迟退休政策的提出，背后与老龄化提速密切相关。

我们在 2021 年 3 月 23 日发布的人口峭壁系列第一篇报告《出生率下滑无法逆转，90 后将直面人口峭壁》中提到，**“十四五”期间，中国的 50 后 60 后“建国一代”开始集中迈入 60 岁阶段，未来三个五年规划期间，中国老龄化率将进入加速上升期。**

2022 年，我国已经接近中度老龄化社会，并将在未来 15 年内加速步入重度老龄化社会。根据国家统计局数据，2022 年，我国 60 岁及以上人口为 2.8 亿人，占比为 19.8%，接近 20%。我们预计在 2037 年，我国 60 岁及以上人口为 4.2 亿人，步入重度老龄化，即 60 岁以上人口占比 30%；2050 年，我国 60 岁及以上人口为 4.6 亿人，步入深度老龄化社会，即 60 岁以上人口占比 35%。

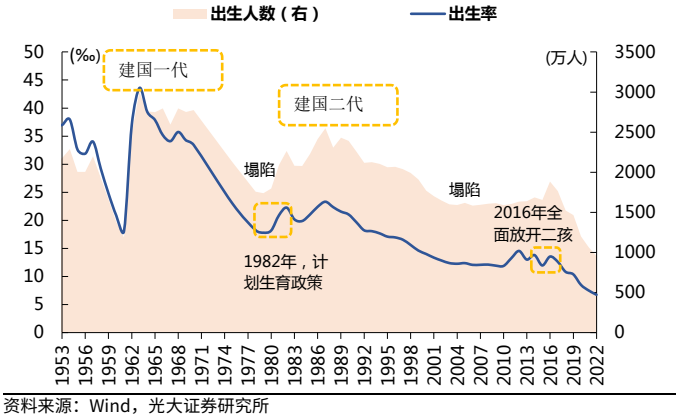
我国老龄化进程的加速，背后正对应着“建国一代”推动的“退休潮”。1962 年-1975 年间，我国年平均出生人数高达 2600 万人，共计 3.7 亿人，将在 2020-2035 年内，推动一轮庞大的“退休潮”。此后，由于 1976 年至 1980 年出生人口“塌陷”，年平均出生人数锐减至 1800 万人，叠加 1985 至 1997 年的“建国二代”婴儿潮的高度明显低于“建国一代”（年平均出生人数为 2200 万人），使得后期老龄化进程出现放缓。

图 2：2020-2040 年，老龄化进程明显加快



资料来源：联合国，光大证券研究所 备注：2021 年及以后为光大宏观预测值

图 3：建国后，我国经历了两轮“婴儿潮”



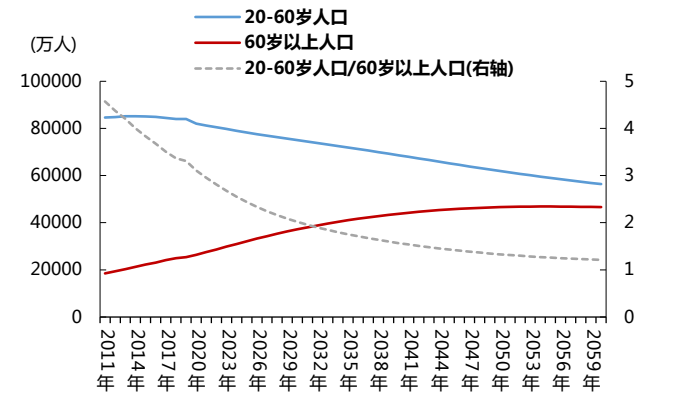
资料来源：Wind，光大证券研究所

在我国现收现付的养老金机制下，即“下一代人养上一代人”，随着退休人口增加、劳动年龄人口减少，养老金收不抵支的情况将愈加严重。

根据我们的测算，20-60 岁人口自 2020 年之后开始步入负增长时期，对应缴纳养老金人口基数将不断减少，而提取养老金的退休人口在快速增加。若以 20-60 岁人口/60 岁以上人口的比例，作为简单刻画养老金收支平衡的指标，这一指标在 2020-2035 年间快速回落，自 3.1 倍降至 1.8 倍，对应养老金支出压力持续加大。

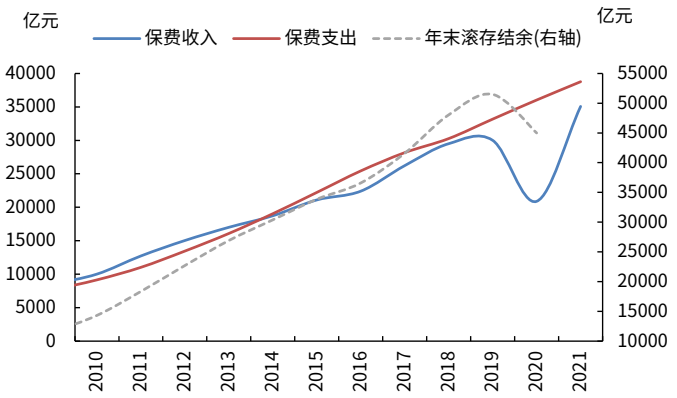
按照 2019 年社科院发布的《中国养老金精算报告 2019-2050》，在保留现在财政补贴机制情况下，2028 年养老金当期收支出现缺口，累计结余到 2027 年将到达顶点，到 2035 年累计结余耗尽。

图 4：2020-2035 年，我国养老负担快速增加



资料来源：联合国，光大证券研究所 备注：2021 年及以后为光大宏观预测值

图 5：近年来，企业职工基本养老金中，保费支出大于保费收入

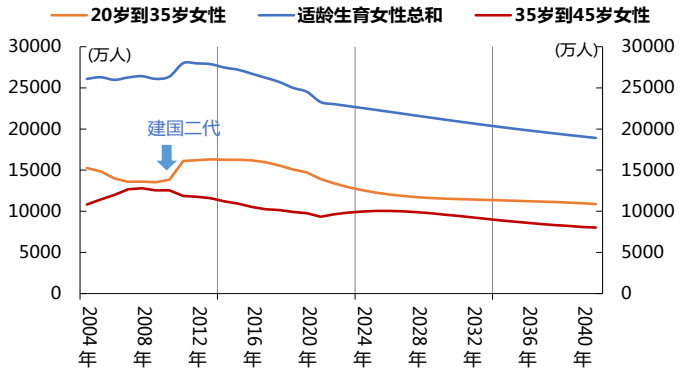


资料来源：Wind，光大证券研究所

此外，当前我国劳动年龄人口峰值已过，低生育率和育龄女性人口的下降，进一步导致新增劳动力减少。“退休潮”加速到来，意味着未来劳动力市场将从供过于求逐步转向供不应求。我们参考联合国对于生育率、死亡率的假设，使用队列要素法预测我国的人口结构变动趋势。在中性情景下，我国人口峰值基

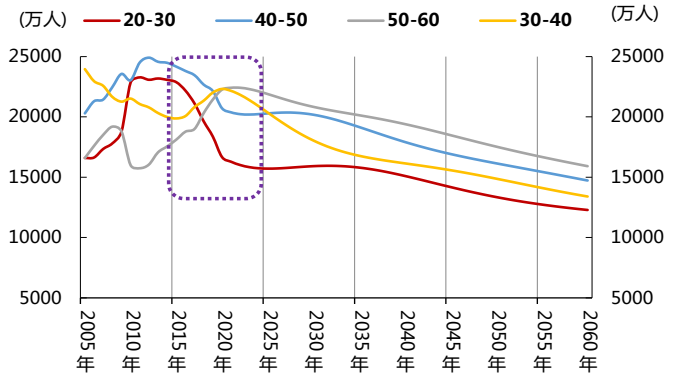
本在 2022 年见顶，为 14.13 亿人。其中，20-30 岁、30-40 岁劳动力人口接连于 2013 年、2020 年见顶并加快回落，劳动年龄人口步入负增长时期。

图 6：适龄生育妇女人数逐步下降



资料来源：联合国，光大证券研究所 备注：2021 年及以后为光大宏观预测值

图 7：我国 20-40 岁青壮年劳动力数量正快速回落



资料来源：联合国，光大证券研究所 备注：2021 年及以后为光大宏观预测值

因此，延迟退休政策，除了针对性缓解养老金负担之外，也在有意提高老年人口就业意愿，释放二次人口红利。据我们预测，2022 年-2050 年，我国 60-64 岁人口平均为 9600 万人，如果其中一部分人口重新进入劳动力市场，无疑是对适龄劳动人口的补充，有利于提升全社会的人力资本总量。

人口红利主要通过劳动力供给、储蓄率、人力资本等三个渠道影响经济增长。传统人口红利，是在人口转变期内，高比例劳动年龄人口与低抚养比带来的经济利益，形成高储蓄、高投资和高增长局面。随着人口老龄化加剧、劳动年龄人口比重下降，人口红利逐步消退。一些学者提出了“第二次人口红利”的概念，强调在“低生育率和低死亡率”模式下，劳动者人均资本增加和个人养老储蓄动机增强带来的人口红利。

第二次人口红利并非自然形成的，需要政策的系统性牵引。例如，在供给侧领域，通过发展教育和培训，加强人力资本投入，尤其是利用老年人的成熟经验和劳动年龄的延长，形成人力资本红利。在需求侧领域，通过提高老年人劳动参与率，提高其消费、储蓄水平[1]。

简单测算，渐进式延迟退休政策对我国退休人口、劳动力的影响。

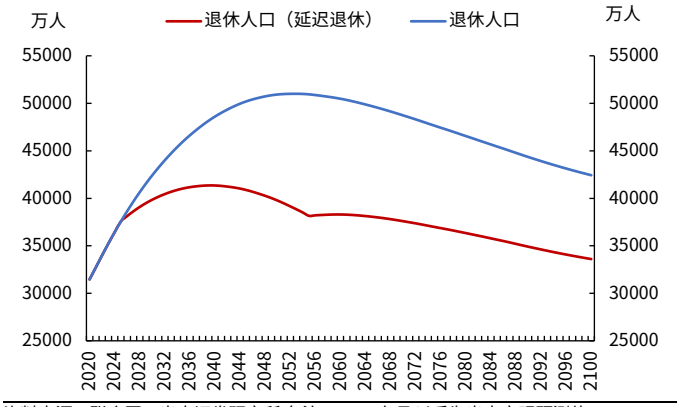
基准假设：延迟退休政策自 2025 年正式实施，初始退休年龄女性为 55 岁，男性为 60 岁，按照每年退休年龄提高 4 个月、2 个月的方式，直至 2055 年男女同时于 65 岁退休。

延迟退休政策将有效避免大规模“退休潮”的出现。根据我们的测算，2022 年，我国退休人口总数为 3.4 亿人。若 2025 年-2055 年期间，实施渐进式延迟退休，则退休人口峰值将自 5.1 亿人（2053 年）下降至 4.1 亿人（2039 年），对应峰值下降 1 亿人次。

[1] 蔡昉，如何开启第二次人口红利？，《国际经济评论》2020 年第 2 期

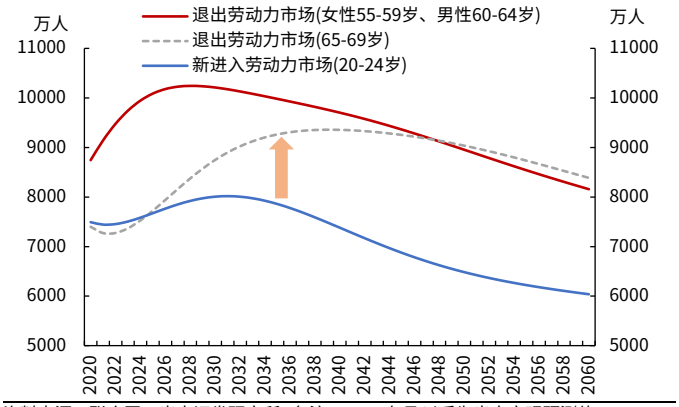
此外，考虑到 2020-2030 年，退休人口数量快速上升，而新进入劳动市场人口（20-24 岁）增长缓慢，**若退休人口延后退出劳动力市场，有助于阶段性维持劳动力市场供需平衡。**

图 8：渐进式延迟退休下，我国退休人口峰值下降 1 亿人



资料来源：联合国，光大证券研究所 备注：2021 年及以后为光大宏观预测值

图 9：延迟退休政策，有助于劳动力市场供需平衡

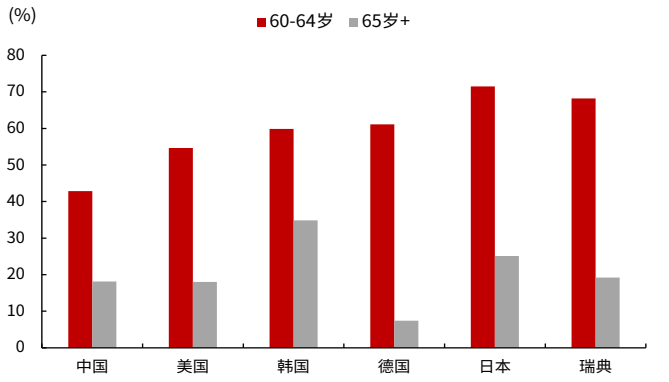


资料来源：联合国，光大证券研究所 备注：2021 年及以后为光大宏观预测值

对比国内外情况，我国老年人就业意愿较低，就业行业多集中于农林牧渔业，基本处于闲暇状态。从就业率看，根据 OECD 统计，2021 年，在美国、韩国、德国、日本、瑞典，60-64 岁人口就业率分别为 54.7%、59.9%、61.1%、71.5%、68.2%。根据《中国城乡老年人生活状况调查报告（2018）》，2015 年，我国 60-64 岁人口就业率仅为 42.8%，远低于发达国家水平。从就业行业分布看，2015 年，我国 60 岁以上人口就业中，有 86.2%集中于农林牧渔业，服务业占比仅为 6.5%。而 2017 年，日本、韩国、美国、新加坡，其 60 岁以上人口就业行业分布中，服务业占比分别为 66.6%、63.7%、82.4%、87.1%。

由于我国 60-69 岁低龄老年人，多数受到过较为良好的教育，大多具备知识、经验、技能的优势，在身体状况允许的情况下，发挥余热的潜力较大。因此，**未来在延迟退休政策牵引下，通过行政立法、财政补贴等方式，促进老年人再就业空间较大，有助于释放二次人口红利。**

图 10：中国及部分发达国家 60 岁以上老年人就业率



资料来源：OECD，《中国城乡老年人生活状况调查报告 2018》，光大证券研究所
注：中国数据为 2015 年，美国、韩国、德国、日本、瑞典数据为 2021 年

图 11：中国及部分发达国家 60 岁以上老年人就业行业分布

行业	中国	日本	韩国	美国	新加坡
农林牧渔	86.2	13.1	21.9	5.3	0.0
制造业	3.8	11.4	7.9	7.1	7.6
建筑业	3.5	8.9	6.5	5.2	5.3
批发零售	2.3	15.5	10.4	14.3	18.3
个人服务杂项	3.1	18.3	7.4	9.8	6.8
公共管理/教育/健康/社服	0.0	12.5	15.6	27.5	10.5
住宿餐饮	0.5	6.8	7.2	3.2	12.8
交运仓储	0.5	4.6	7.1	4.4	11.4
金融保险	0.0	1.0	0.9	4.2	3.8
信息通讯	0.0	0.6	0.4	1.5	1.0
房地产	0.2	7.3	14.7	17.5	22.5

资料来源：《Elderly employment: latest developments in Hong Kong and policies in international perspective》，《中国城乡老年人生活状况调查报告 2018》，光大证券研究所 注：中国数据为 2015 年，日本、韩国、美国、新加坡数据为 2017 年；单位为%

3、 从日本经验看，延迟退休政策，能否释放二次人口红利?

作为东亚福利国家和老龄化国家的代表，日本一直走在延迟退休的前列，先后进行了 60 岁、65 岁和 70 岁三个时段延迟退休制度的改革。早在 1971 年，日本便提出延迟退休至 60 岁的目标，自 1998 年正式实施。而自 1998 年开始，日本 15-64 岁劳动年龄人口持续回落，老龄化率快速上升，导致后续退休年龄进一步推迟。自 2000 年起，日本再次提出将退休年龄推迟至 65 岁，历经 13 年，于 2013 年将延迟退休至 65 岁规定为企业义务化。2020 年，日本进一步鼓励企业将退休年龄推迟至 70 岁。

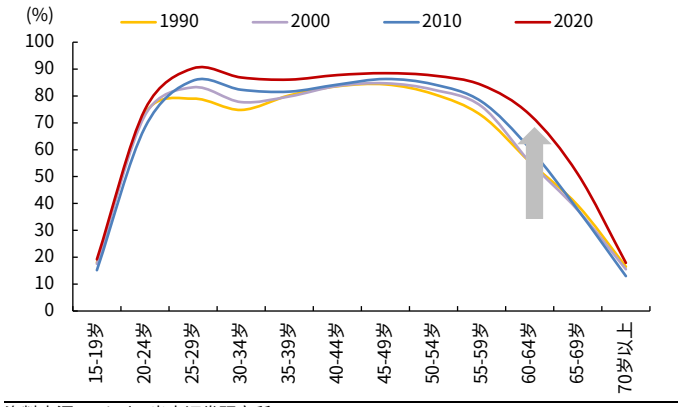
可以看出，为应对人口红利下降，日本采取多次延迟退休政策，其政策效果究竟如何，能否释放二次人口红利？我们重点观察 2013 年以来，日本进行 65 岁延迟退休改革后，其劳动力市场和经济基本面的变化。

总体而言，**日本延迟退休政策出台后，积极促进老年群体就业意愿，增加老年群体消费水平，对于提高全社会劳动参与率、增加劳动力供给、稳定经济增长，起到一定积极作用。**

劳动力方面，日本 60 岁-69 岁人口就业意愿较强，劳动参与率明显提升。

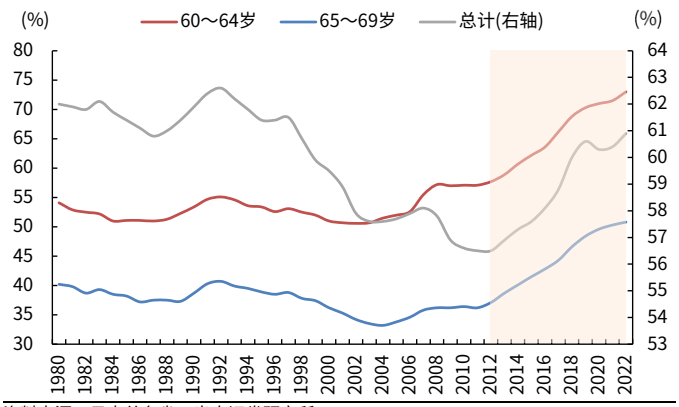
早在 2000 年，日本便修改《安定法》，提出了企业有义务努力实现雇佣员工到 65 岁，并且提出了雇佣确保措施的努力义务化。2004 年，明确规定用人单位必须确保对 65 岁以下老年人的雇佣。此后 60-64 岁就业率开始触底回升，但上升幅度较低。随着 2013 年日本将 65 岁延迟退休确定为企业义务化之后，60-64 岁人口就业率快速上行。2022 年，60-64 岁人口就业率达到 73%，远高于 2012 年的 57.7%。同期 65-69 岁人口就业率也明显提升，自 2012 年的 37.1%提升至 2022 年的 50.8%。

图 12：2013 年以来，日本 60-69 岁人口劳动参与率明显提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 13：2013 年起，日本 60-69 岁人口就业率大幅提升



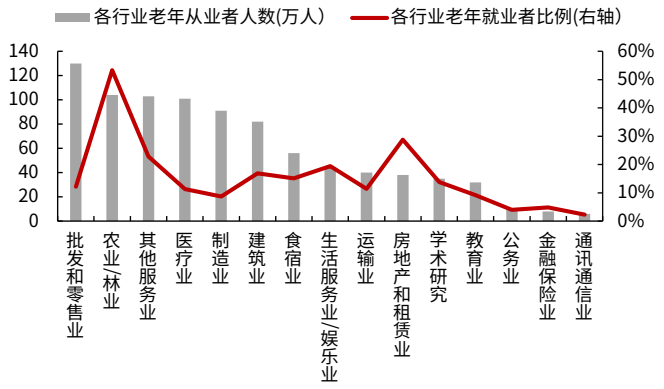
资料来源：日本总务省，光大证券研究所

从行业分布看，日本老年人就业多集中在高劳动力需求、低附加值的生活类服务业。根据日本总务省披露的数据，2021 年，日本 65 岁以上老年人就业在第一、二、三产业的分布比例分别为 11.8%、19.7%、68.5%。服务业中，老年人就业行业以批发零售、医疗、食宿、娱乐等生活性服务业为主，运输、教育、金融保险、信息通信等生产性服务业分布较少。

从工作职位看，老年人就业中，正式雇佣关系较少，多以个体户、兼职为主。根据日本总务省披露的数据，2021 年，日本 65 岁以上老年人的就业形态中，雇员占比 57.6%、个体户和家庭从业占比 30.1%、管理人员占比 12.4%。雇员

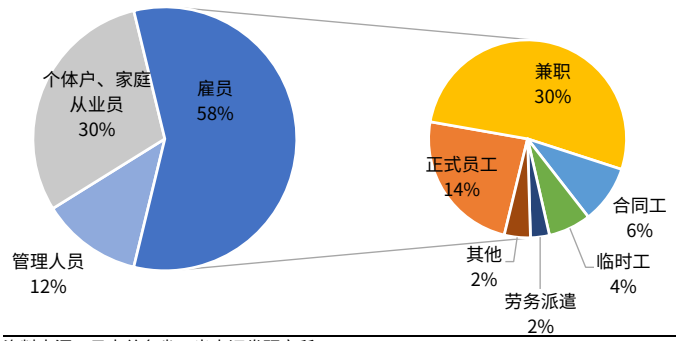
中，正式员工占比仅为 13.8%，其余为兼职、合同工、临时工和劳务派遣等形式。

图 14：2021 年，日本 65 岁以上老年人的就业行业分布



资料来源：日本总务省，光大证券研究所

图 15：2021 年，日本 65 岁以上老年人的就业形态

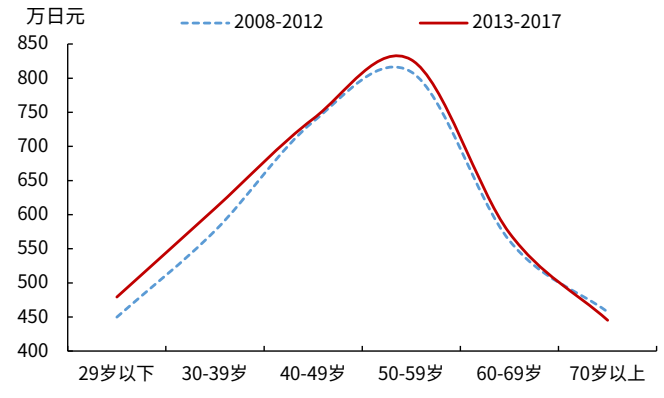


资料来源：日本总务省，光大证券研究所

从日本各年龄段家庭调查数据看，2013 年延迟退休政策实施后，60 岁-69 岁老年人口收入稳定增加、消费倾向相对稳定，总体储蓄明显增多。而青壮年群体由于养老负担、税负加重，消费倾向普遍性回落，多数储蓄也小幅增加。

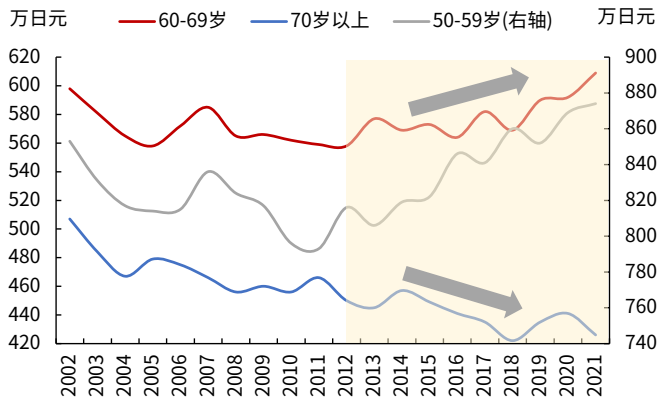
家庭收入方面，2013 年延迟退休政策实施后，日本 60-69 岁居民收入稳步上升。2012 年至 2019 年共计上涨 6%，收入增幅高于同期 50-59 岁居民收入增幅 4%。相比之下，未采取延迟退休的 70 岁以上群体，其收入则有所回落，表明延迟退休政策有助于稳定和提振居民收入。

图 16：日本各年龄阶段的家庭年收入分布



资料来源：日本总务省，光大证券研究所

图 17：2013 年起，日本 60-69 岁家庭收入稳步增长



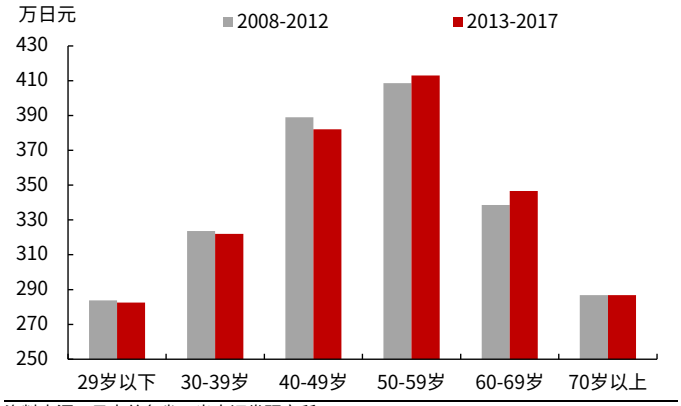
资料来源：日本总务省，光大证券研究所

家庭消费方面，相较于 2008-2012 年，2013 年-2017 年间，60 岁-69 岁家庭消费支出小幅增长，70 岁以上家庭消费支出保持不变，而同期 50 岁以下家庭消费支出均出现回落，指向延迟退休政策促进老年人消费水平。

从消费倾向来看，青壮年群体由于养老负担、税负加重，消费倾向普遍性回落，尤其是 29 岁以下家庭，其消费倾向回落速度最快。而老年群体由于收入得以保障、消费刚性支出占比较高，消费倾向相对稳定。例如，2021 年，70 岁以上家庭中，食品、水电暖费、医疗等刚性支出占比达到 47%，远高于同期 29 岁以下家庭刚性支出占比 34%。因此，随着老龄化程度的加深，70 岁以上家庭的消费倾向呈现上升趋势。

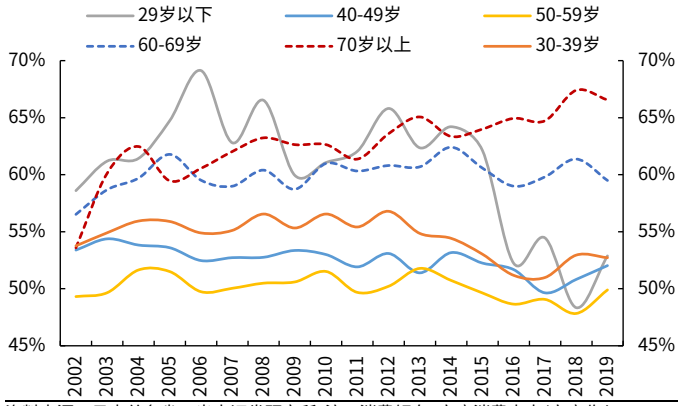
家庭储蓄方面，60 岁以上老年人由于负债少、消费支出水平偏低，一直以来都是居民储蓄的主要贡献群体。在 2013 年实施延迟退休政策后，由于收入相较于消费增长更多，60 岁以上家庭储蓄水平明显提升，增幅高于其他年龄群体，带动总体储蓄上升。

图 18：2013-2017 年，日本 60-69 岁家庭消费支出增加，50 岁以下家庭消费支出减少



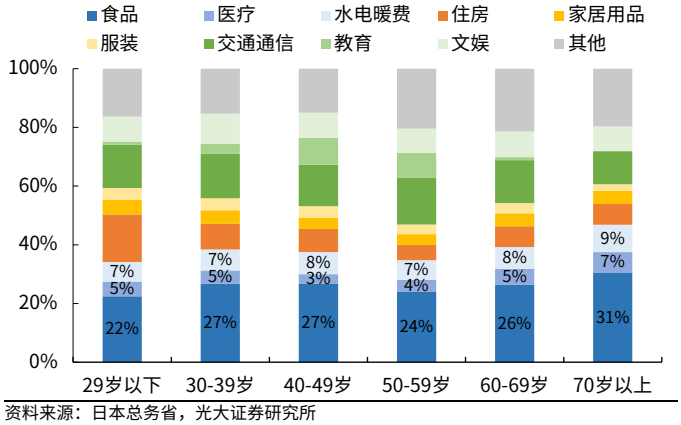
资料来源：日本总务省，光大证券研究所

图 19：2013 年起，日本老年人消费倾向稳定或上升，青壮年消费倾向下降



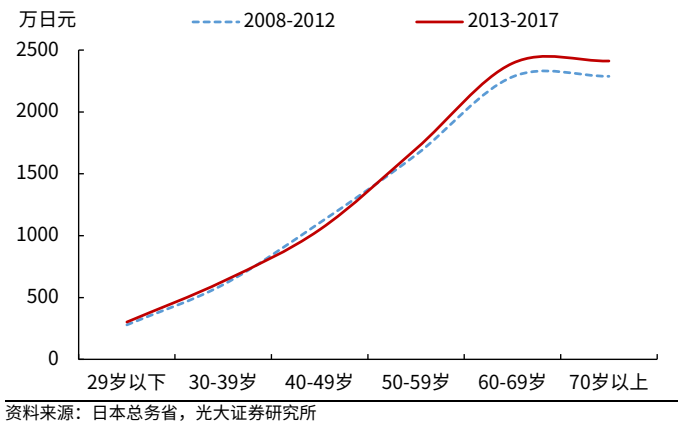
资料来源：日本总务省，光大证券研究所 注：消费倾向=家庭消费支出/家庭收入

图 20：日本各年龄阶段的家庭消费支出分布（2021 年）



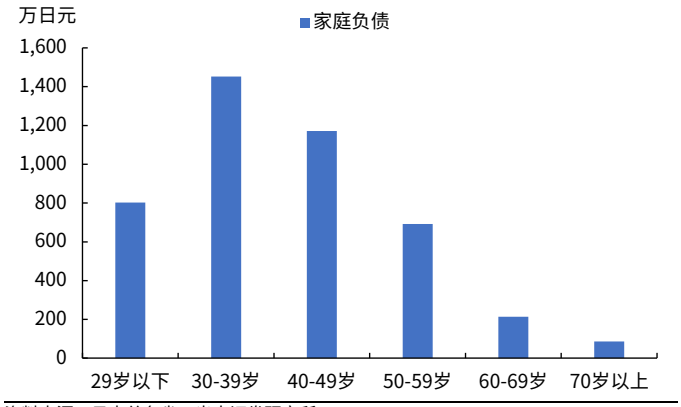
资料来源：日本总务省，光大证券研究所

图 21：2013-2017 年，日本 60 岁以上家庭储蓄明显增加



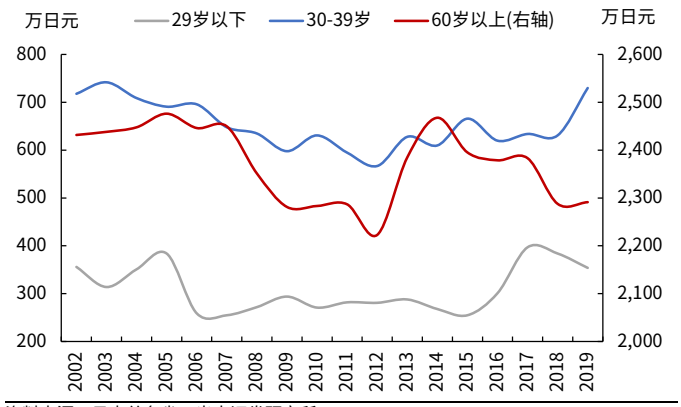
资料来源：日本总务省，光大证券研究所

图 22：日本各年龄阶段的家庭负债分布（2021 年）



资料来源：日本总务省，光大证券研究所

图 23：2013 年起，日本 60 岁以上家庭储蓄快速回升



资料来源：日本总务省，光大证券研究所

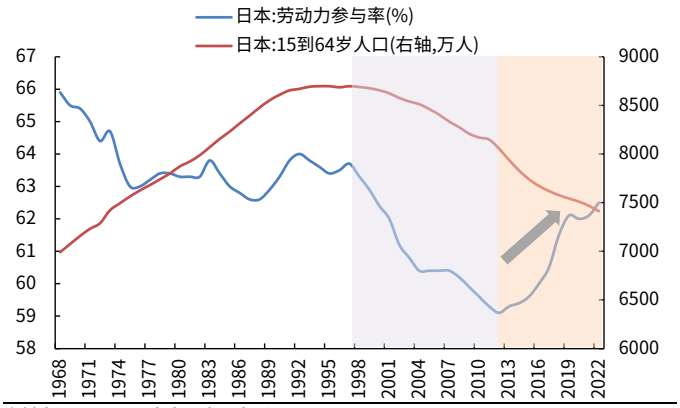
从经济基本面来看，日本延迟退休后，储蓄率、投资率上行，但消费仍较为疲弱。尽管劳动参与率回升，但劳动生产率并未得到提振，说明其释放的二次人口红利效应相对有限。

1998 年之后，日本 15-65 岁劳动年龄人口持续下降，人口老龄化加速，使得劳动参与率也随之回落。老龄化程度的加深，导致此后日本消费增速走低、储蓄率下行、投资率回落。

但在 2013 年延迟退休政策实施后，日本劳动参与率逐步走出低谷。随之而来的是，储蓄率回升、投资率上行。但在延迟退休后，青壮年群体由于养老负担的加重，消费倾向明显下降。同时日本政府为了支付社会保障费用，2014、2019 年两次提高消费税税率，导致消费增速仍处在较低水平。

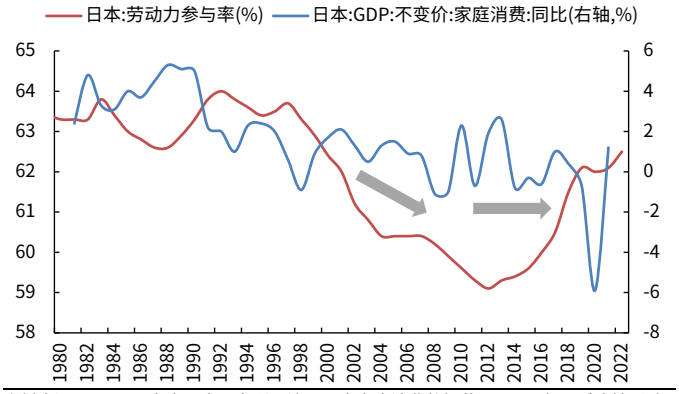
此外，日本延迟退休后，劳动参与率的回升，并未提振日本劳动生产率。2013 年-2017 年，日本劳动生产率稳定在高位，2018 年之后逐步回落。

图 24：2013 年之后，日本劳动参与率持续回升



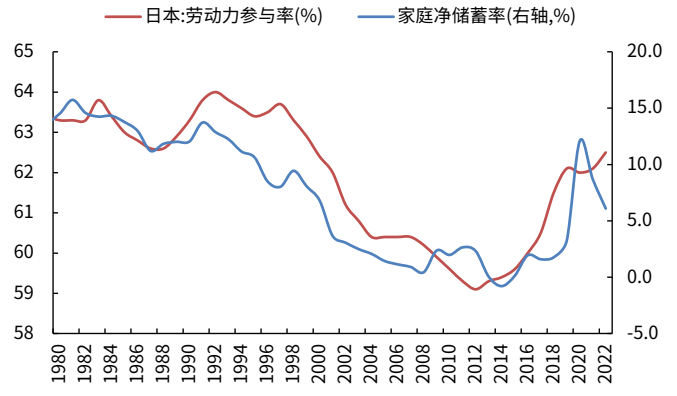
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：2013 年后，日本消费短期反弹后走稳，仍处在较低水平



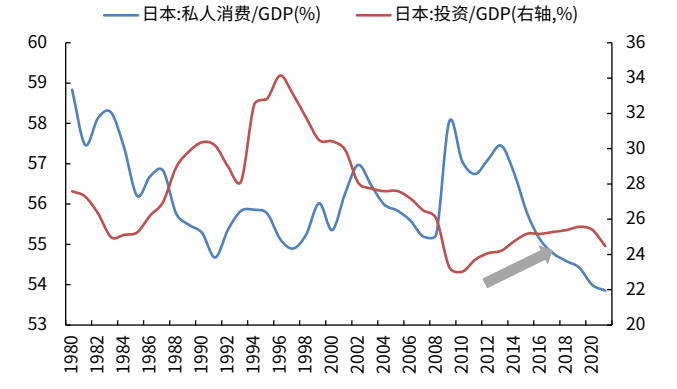
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：日本家庭消费数据截至 2021 年，受疫情影响其 2020 年读数较低。

图 26：伴随劳动参与率提升，日本家庭净储蓄率转为上行



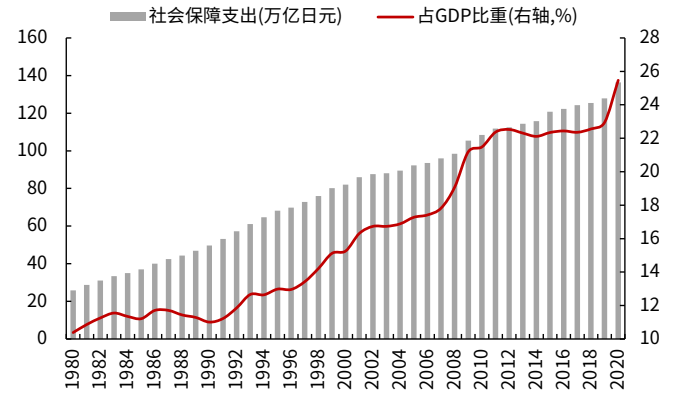
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：受疫情影响，2020 年日本家庭净储蓄率读数较高。

图 27：日本储蓄率回升后，消费率下行、投资率上行



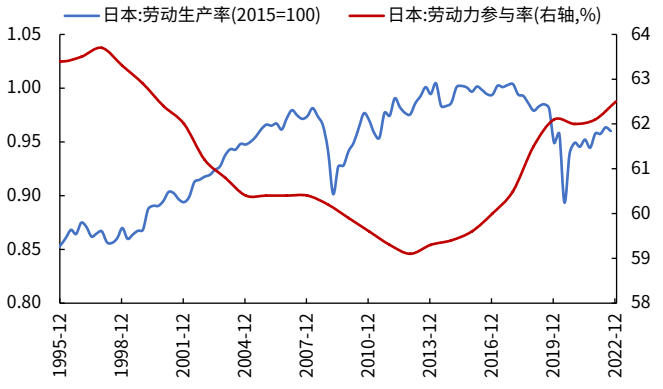
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：日本少子老龄化持续推升社保负担



资料来源：日本总务省，光大证券研究所

图 29：2013 年后，劳动参与率回升，但并未提振劳动生产率



资料来源：CEIC，Wind，光大证券研究所 注：截止日期为 2022 年 12 月

4、 风险提示

老年人再就业意愿不强；出生率持续低迷。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE