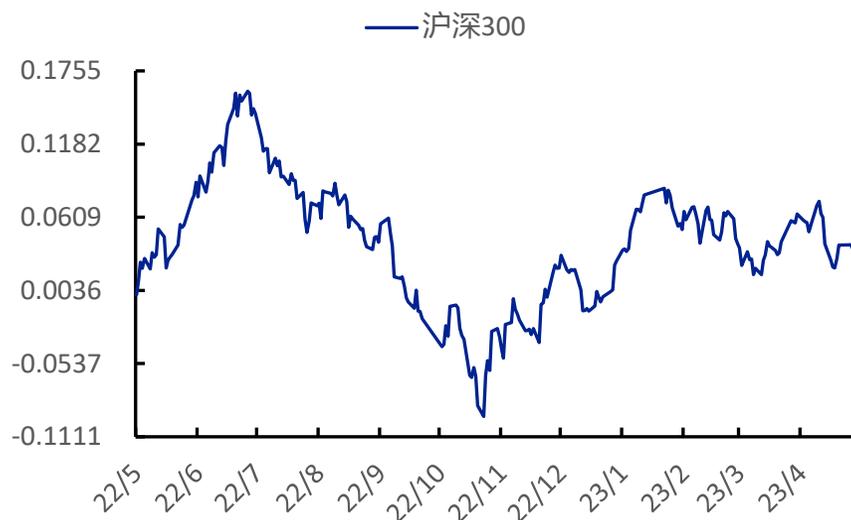


日本人口达峰后产业及消费趋势的变化对我国的启示

胡国鹏(证券分析师)
S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn

陈婉妤(联系人)
S0350121090037
chenwy01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
沪深300	-2.1%	-3.0%	0.2%

相关报告

《A股盈利能力仍待修复，下游板块业绩率先改善—2023年A股一季报业绩分析*胡国鹏》——2023-05-04

《加仓TMT，减持大金融——2023Q1基金持仓分析*胡国鹏》——2023-04-26

《美联储加息幅度如期收窄，全球权益市场情绪改善—流动性与估值洞见第30期*胡国鹏》——2023-02-05

《海外衰退担忧加剧，避险资产价格上涨—流动性与估值洞见第29期*胡国鹏》——2023-01-08

《周期下行，成长分化——行业景气跟踪双周报系列（二十八）*袁稻雨，胡国鹏》——2023-01-07

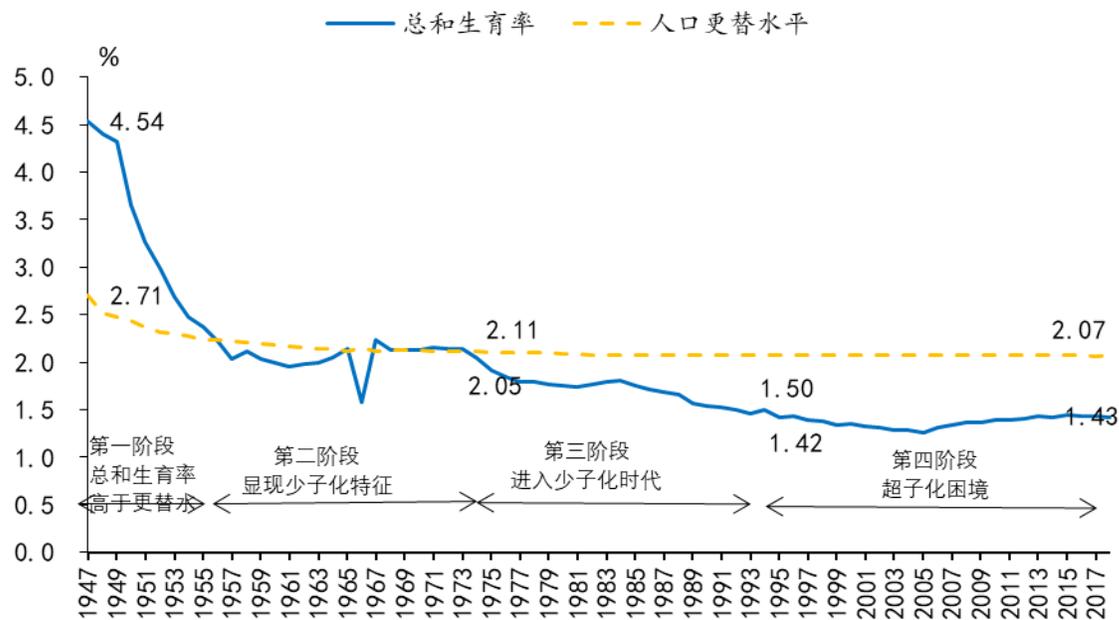
- ◆ 日本人口在“超少子化”阶段中经历了劳动力人口达峰以及人口总量的达峰，对于宏观经济的影响主要在于公共投资和地产投资的回落，制造业和消费呈现出结构性变化。截至2023年，日本总人口达峰（2009年）已有14年，劳动力人口占比达峰（1992年）已有31年，在这期间，日本面临的主要社会问题在于少子老龄化与社保支出的结构，并在这两方向上出台了大量应对政策。日本投资回落的同时，制造业结构上，运输设备、高端机械设备和化学制品产出占比扩张。消费结构上，服务业与耐用品消费的占比加速提升。
- ◆ 日本人口达峰后的生产端中，高端制造产业保持了扩张趋势，其中工业机器人与半导体设备全球优势凸显，汽车产业出口逐渐超过内销，值得注意的是，汽车内销结构上微型车销量提升。消费端中，银发经济和单身经济的趋势对应了医疗及护理、加工食品、宠物消费，便利店等销售额的抬升。
- ◆ 人口达峰后日经指数走出了业绩驱动的慢牛，结构性行情显著，行业主线与产业及消费趋势高度一致。在制造业高端化转型和服务业兴起的背景下，日本股票市场中精密仪器、服务业、化工、机械等行业表现亮眼。个股层面看，涨幅较高的个股集中在科技制造和消费两大领域，具体包括半导体设备、IT、机械、汽车以及消费中的制药和医疗保健。
- ◆ 中国人口达峰对经济与社会的冲击大概率会弱于日本。参考两国人口达峰时点的各项数据来看，一方面我国政府杠杆率和社保支出的负担显著低于日本，在投资拉动经济增长的动能上限制较轻，另一方面，我国经济增长中枢、居民储蓄率、老龄化程度以及家庭结构皆优于日本，依然存在较大消费潜力。
- ◆ 长周期视角来看，中国人口达峰可以对应三大投资机会，一是生产端降本增效带来的产业趋势，二是消费端的“银发经济”与“单身经济”，三是应对人口达峰的政策红利领域。产业上，人工智能、工业机器人等科技以及高端制造的发展将带动中国技术水平和资本投入弹性的提升。消费方面，疫情影响下部分城市已出现“类第四消费时代特征”，长期而言消费趋势将上向文娱、个护消费以及医疗保健等新消费赛道倾斜。为应对人口达峰，国内政策将持续在提高生育率、促进高质量就业等方向发力，受益行业如辅助生殖、养老机构等有望迎来投资机会。
- ◆ 风险提示：相关数据仅供参考部分公司指标未能完全刻画该行业整体趋势变化；中国与国际同行（市场）并不具有完全可比性；历史数据不能反应未来行业变动趋势；经济失速下行；国际政治经济环境变化风险；疫情再度导致全球封锁等。

目录

- 日本人口达峰前后的宏观经济变化与政策应对
- 日本人口达峰后的三大产业趋势与两大消费趋势
- 日本人口达峰后的行情：分化的市场，集中的主线
- 对标日本，中国人口达峰后A股市场的投资方向

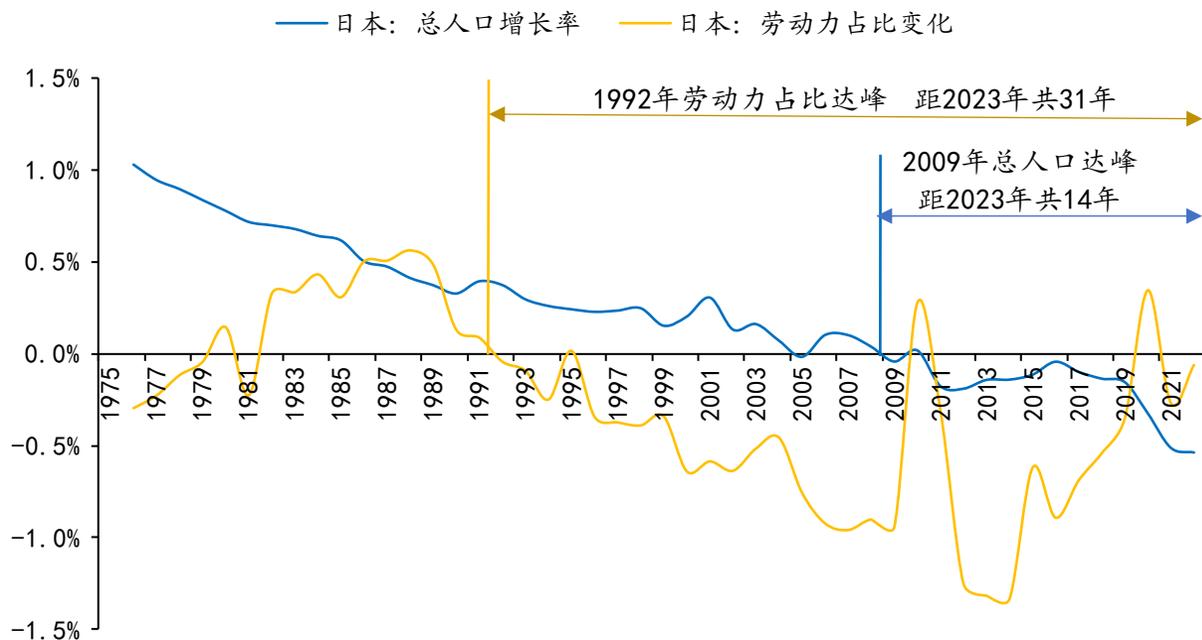
日本自1995年后一直处于“超少子化”困境中

图表：日本人口演进大致可以分为四个阶段



资料来源：日本国立社会保障、人口问题研究所，国海证券研究所

图表：当前日本总人口达峰已有14年，劳动力人口达峰已有30年

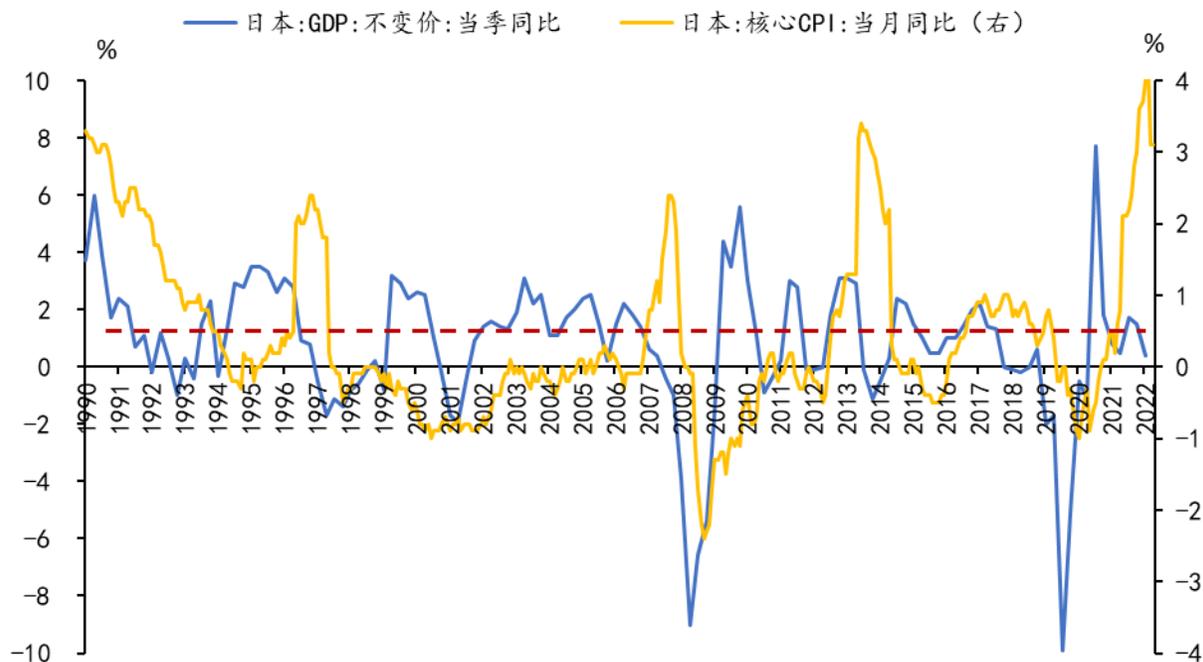


资料来源：Wind，国海证券研究所

➤ 日本人口演进大致可以分为四个阶段，在“超少子化”阶段中，日本经历了劳动力人口达峰以及人口总量的达峰。根据王伟学者《日本少子化进程与政策应对评析》，人口达峰的第一阶段为1947—1955年，期间生育率下降，但在人口更替水平之上；第二阶段为1956—1973年，期间生育率低于人口更替水平，大体稳定在2附近；第三阶段为1974—1994年，日本正式进入少子化时代；第四阶段为1995年以后，日本陷入超少子化困境，此后的1996年，劳动年龄人口达峰；2009年总人口达峰，就目前日本总和生育率而言，日本是超低生育率、超少子化国家，并深陷“低生育率陷阱”之中。

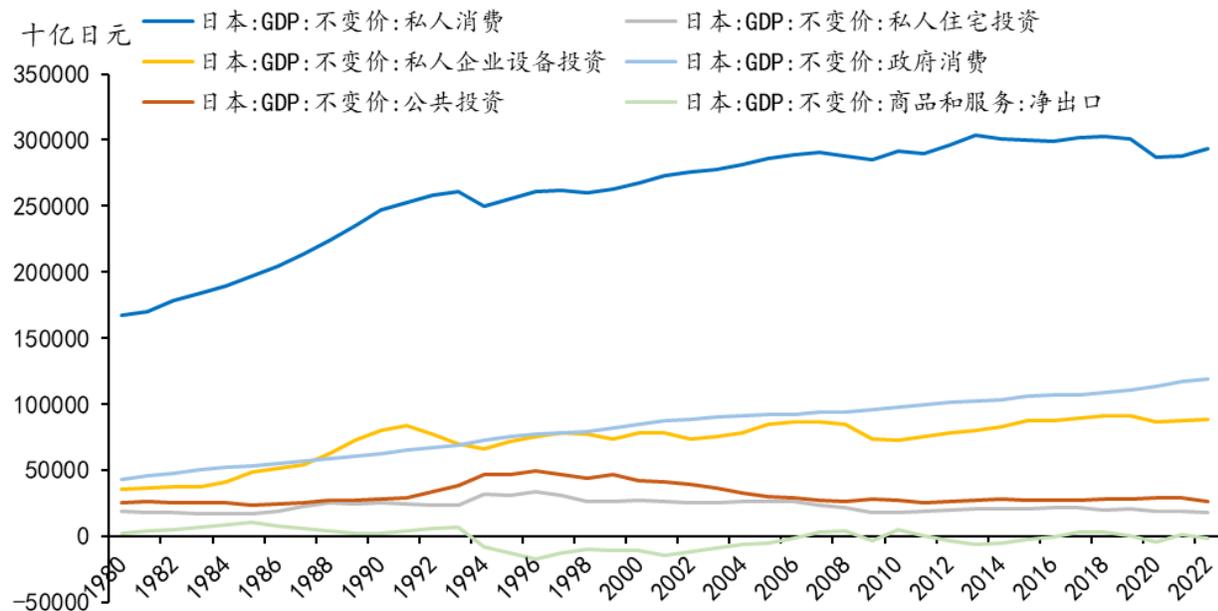
日本总人口达峰前后宏观经济有哪些变化？

图表：地产泡沫后，日本GDP增长中枢维持在1%



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：人口达峰后，日本公共投资和私人住宅投资出现下滑

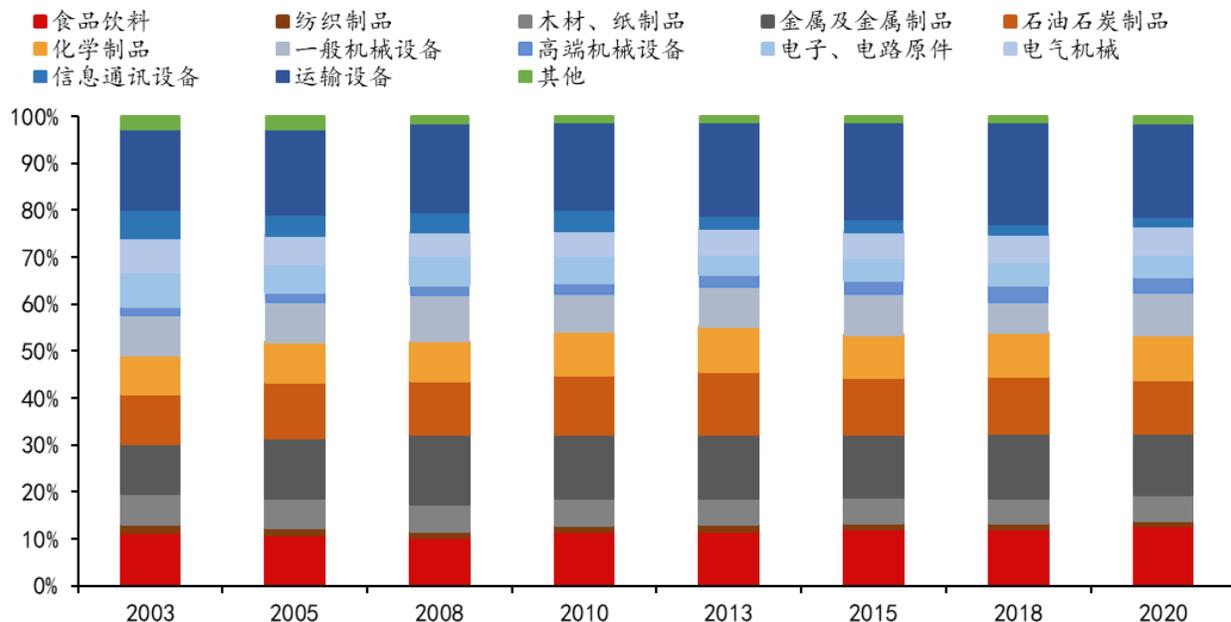


资料来源：Wind，国海证券研究所

- **人口总量达峰前后增长与通胀中枢并无明显趋势性变化。**自1992年劳动年龄人口占比达峰后，日本经济增长中枢始终保持在1%左右，通胀中枢保持在0.5%，增长与物价围绕中枢呈现周期性波动。
- **结构上，公共、地产投资领先总人口达峰下滑态势明显。**劳动年龄人口达峰至总人口达峰阶段，参考日本GDP分项的不变价，公共投资和私人住宅投资总额和增速在1996-2000年期间下行趋势明显，2008年后趋于平稳，而私人 and 政府消费、企业设备投资以及净出口在1996年后仍以稳定中枢持续提升。

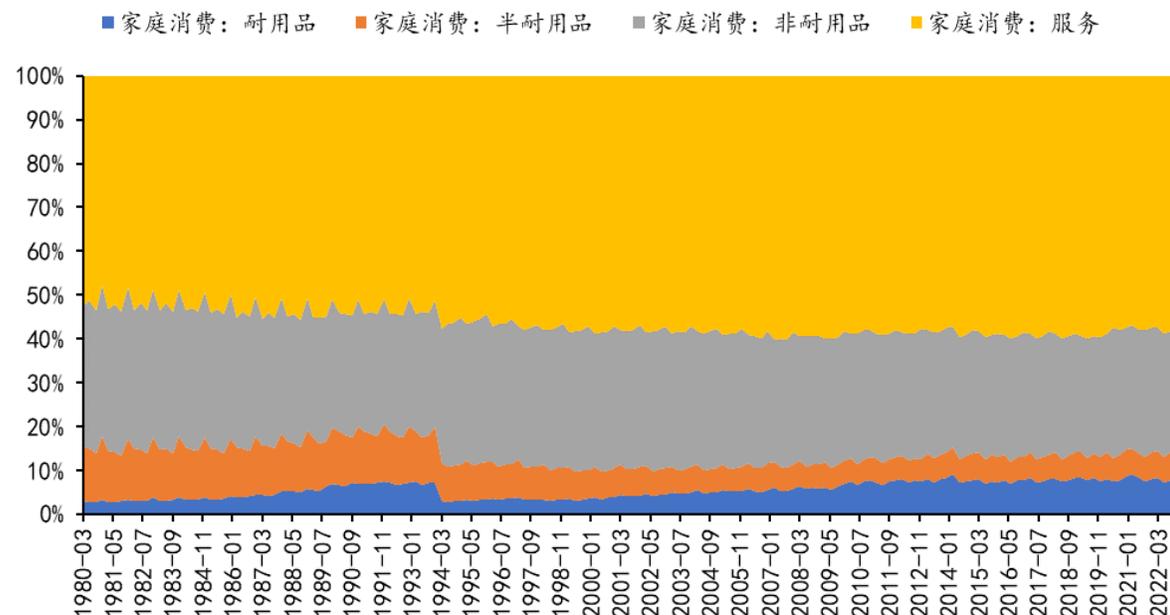
日本总人口达峰前后宏观经济有哪些变化？

图表：制造业结构上看，日本高端制造业占比扩张趋势变缓



资料来源：日本经济产业省，国海证券研究所

图表：消费结构上，日本服务业和耐用品总量与占比持续提升

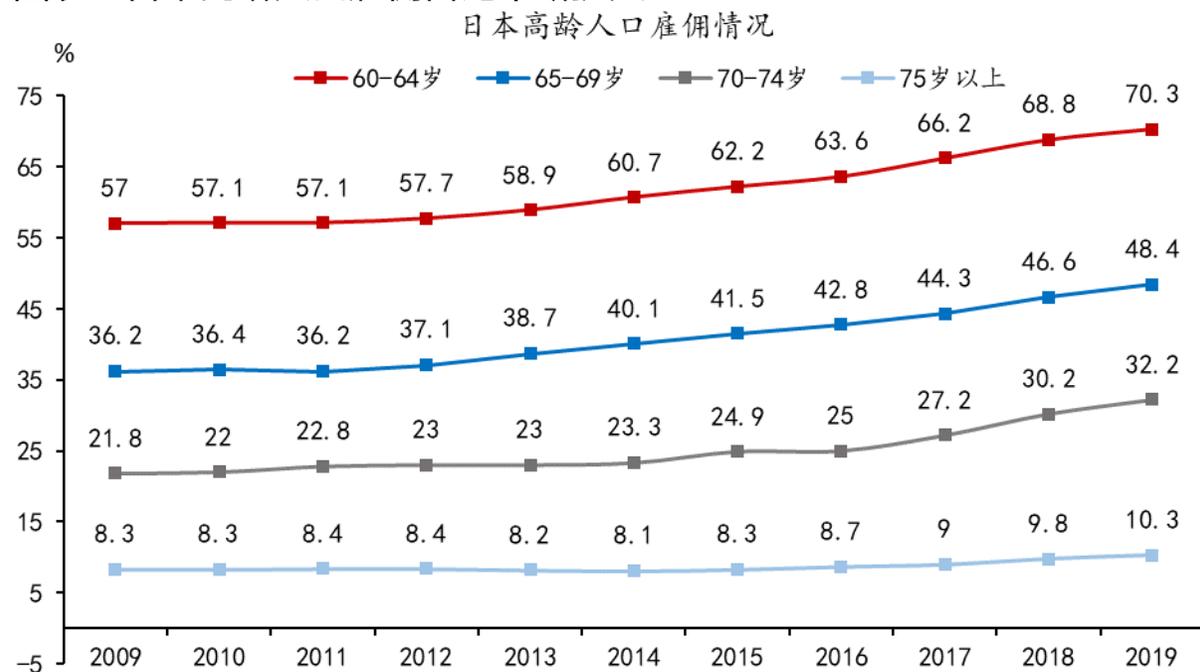


资料来源：Wind，国海证券研究所

- 制造业结构上，运输设备、高端机械设备和化学制品产出占比扩张。2010年后，信息通讯设备、电子电路元件在制造业产出占比缩窄，运输设备、高端机械设备和化学制品产值占比逐年增加，电力设备在2015年电力改革后回升。
- 消费结构上，总人口达峰后，服务业与耐用品消费的占比加速提升。相比70-80年代日本消费升级阶段，人口达峰后，服务业消费占比延续前期扩大趋势，而耐用品消费占比在2008年后的边际抬升值得重视，这一趋势在消费升级阶段并未体现。

人口达峰的主要社会影响：少子老龄化与社保支出缺口

图表：日本高龄人口雇佣占比不断扩大



资料来源：第一财经，日本总务省《高龄社会白皮书(2020版)》，国海证券研究所

图表：日本社会保障给付与社会保险收入差额持续扩大，增加国家和地方财政负担

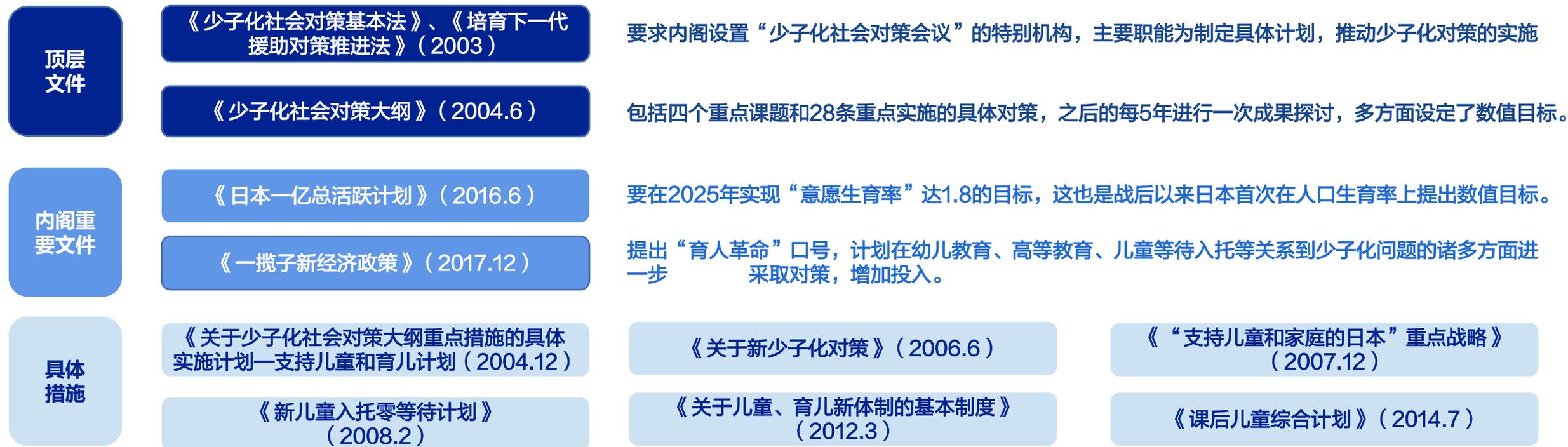
2021年度 社会保障支付费用预计129.6万亿日元（相当于GDP的23.3%）					
支付	年金		医疗		福利及其它
	年金58.5万亿日元（45.1%） 相当于GDP的10.5%		医疗40.7万亿日元（31.4%） 相当于GDP的7.3%		福利及其它30.5万亿日元（23.5%）， 相当于GDP的5.4%
负担	保险费72.4万亿日元（58.6%）		公债51.3万亿日元（41.4%）		公积金收入
	其中受保人缴纳38.6万亿日元（31.2%）	其中企业主缴纳33.8万亿日元（27.3%）	中央财政35.7万亿日元（28.8%）	地方财政15.6万亿日元（12.6%）	

资料来源：《日本社会保障与税收一体化改革回顾及成效分析》田香兰，国海证券研究所

- 随着人口少子老龄化的不断加剧，在日本劳动力人口中高龄劳动力人口所占的比例不断上升。2019年，从65岁以上各年龄段劳动力人口占比情况来看，65—69岁为48.4%，70—74岁为32.2%，75岁以上为10.3%。同时，高龄劳动者的就业率也在增多。2019年，60—64岁、65—69岁、70—74岁年龄段的就业率比2009年分别增加了13.3pct、12.2pct、10.4pct。
- 社会保障费是日本财政支出中最大的项目，日渐加剧的少子老龄化导致社会保障支出增加，国民负担加重。据田香兰《日本社会保障与税收一体化改革回顾及成效分析》，预计到2025年，日本年金、医疗、护理等社会保障费将急剧增加，社会保障给付将达到150万亿日元（占GDP的25%）。

日本应对少子化的政策体系较为完整，且仍是当前重要目标

图表：日本少子化体系由顶层法规到目标与细则较为完善



资料来源：《日本少子化进程与政策应对评析》王伟，国海证券研究所

- 日本应对少子化政策已基本形成了一个较为完整的体系。法律法规位于体系的顶端，内阁决议制定政策大纲，明确政策应对的重点问题和主要应对措施。由内阁成员构成的“少子化社会对策会议”则制定更为具体的计划，推动相关政策的实施。
- 2023年首相岸田文雄的施政方针演说中表明应对“少子化”将是政府最重要的任务。相关政策的紧急程度甚至高于在先前备受关注的国防预算之上。

提高生育率的重点围绕五方面进行

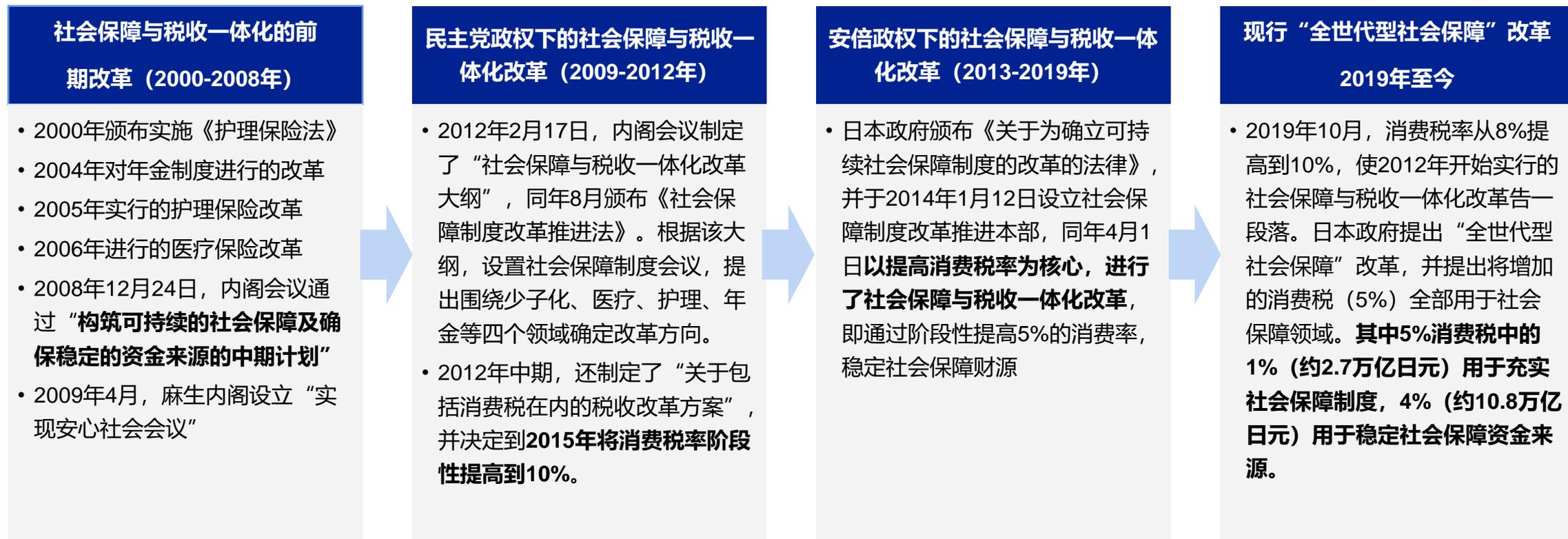
图表：日本应对少子化、提高生育率的五大政策方向及具体措施

直接经济援助	扩充婴幼儿保育服务	工作方式改革	促进工作与生活协调	为年轻人结婚生子创造条件
<ul style="list-style-type: none">•直接向家庭发放补贴•帮助家庭支付食品、医疗、教育等费用	<ul style="list-style-type: none">•增加托儿所、幼儿园数量；•完善课后儿童俱乐部；•推动开展“支持兼顾工作、育儿事业”（企业主导型保育事业），鼓励企业为职工提供婴幼儿保育服务，政府给予财政资助。	<ul style="list-style-type: none">•推动企业实施年度带薪休假；•设立补贴制度，对积极休假的企业给予补助；•对督促男性员工育儿休假的企业给予补助；•推动“同工同酬”	<ul style="list-style-type: none">•完善育儿假期制度，推动育儿休假的普及；•禁止企业对因妊娠、生育等情况休假的职工采取不公正待遇和歧视；•对积极致力于员工育儿休假和产后恢复工作的企业给予补贴；•提供多样化的工作方式选择；•加强对企业的监督指导，支持女性生育后重新回到工作岗位。	<ul style="list-style-type: none">•稳定年轻人就业；•鼓励老一代对年轻一代的经济援助，免征赠予税；•减轻年轻人的经济负担，公营住房选定入住人优先考虑育儿家庭；•支持地方自治体和企业旨在促进年轻人结婚的活动，设立补贴制度。

资料来源：《日本少子化进程与政策应对评析》王伟，国海证券研究所

➤ 根据《日本少子化进程与政策应对评析》王伟总结，提高生育率政策重点集中在5个方面，分别是经济援助、扩充婴幼儿保育服务、推动工作方式改革、促进工作与生活相协调与为年轻人结婚生子创造条件。当前岸田政府提出的应对少子化三大措施，同样围绕这五方面进行，其中核心措施是扩大儿童补贴，增加给付额，取消或降低领取补贴家庭的收入门槛，第二大措施是增强学童保育、病童保育和产后护理，为育儿家庭提供更多服务。第三大措施是改革劳动方式。除了为女性创造更容易生育和养育的工作环境外，还着眼于推动男性休育儿假和增加休育儿假期间的工资给付。

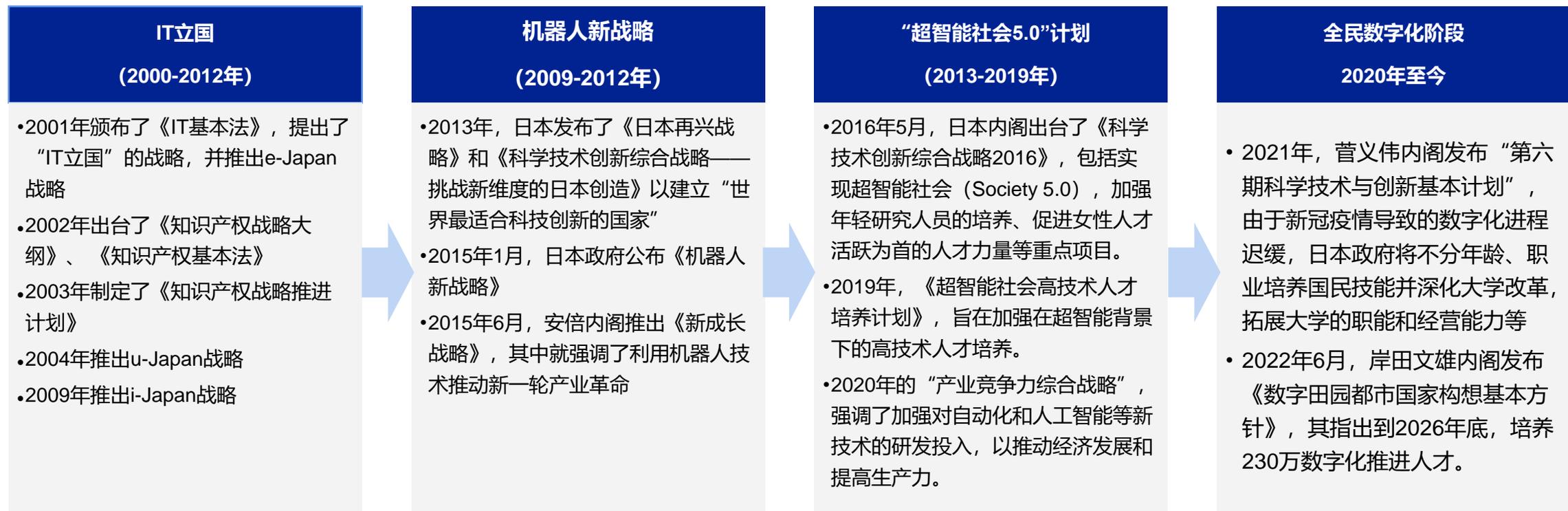
图表：日本社会保障与税收一体化的演进过程主要分为四个阶段，以消费税充当社会保障资金来源



资料来源：《日本社会保障与税收一体化改革回顾及成效分析》田香兰，国海证券研究所

➤ 为应对财政压力的加大以及劳动力的短缺，日本自21世纪以来实施了社会保障与税收一体化改革。日本社会保障与税收一体化改革是以消费税充当社会保障资金来源为前提进行的，田香兰《日本社会保障与税收一体化改革回顾及成效分析》一文中，将日本社保与税收改革分为了四个阶段，改革的主要目的在于增加财政收入以及改善社保支出结构，同时兼顾促进高龄就业与减轻就业负担。

图表：劳动力人口持续下滑的背景下，日本持续加强科技创新以提高生产力



资料来源：人民邮电报，国际经济法网，日本国首相官邸网，中国物联网，中国电子报，科技政策与资讯快报，经济预测部，央视网，中国科学院科技战略咨询研究院，人民网，国海证券研究所

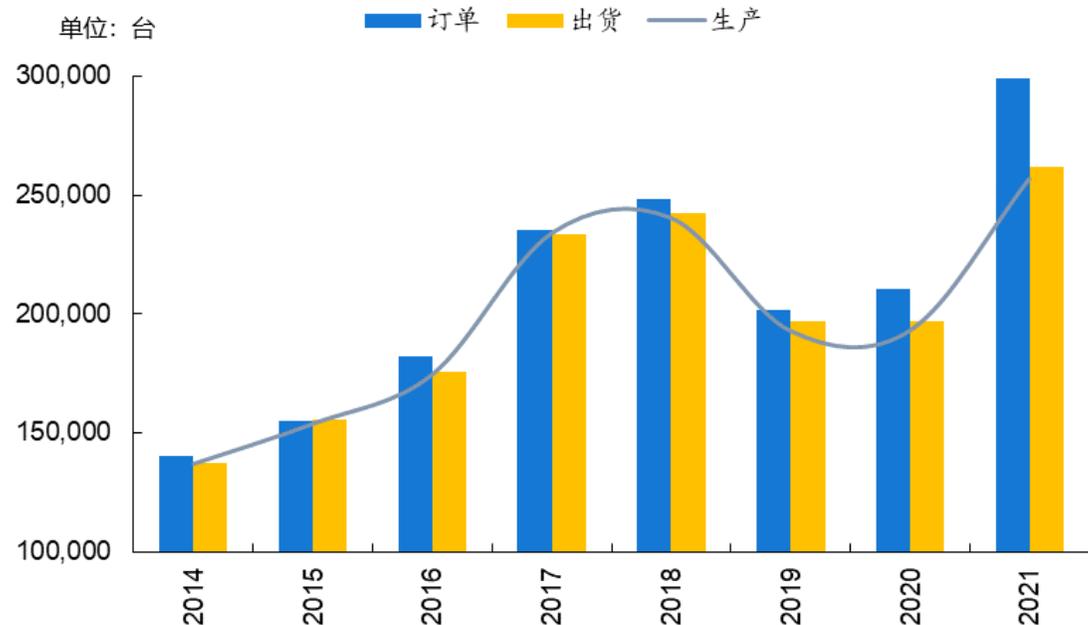
➤ 在应对劳动力人口下滑方面，日本依靠科技创新推动生产力的提升。一系列经济政策如“未来投资战略”“产业竞争力综合战略”中强调了加强对自动化和人工智能等新技术的研发投入；同时在自动化和人工智能等领域的研发投入大幅增加，“社会5.0”计划，旨在将信息技术与制造业、医疗保健等领域相结合，以实现高度自动化和高效率；此外，日本政府和企业加强了对相关人才的培训和教育，旨在培养掌握自动化和人工智能等技术的专业人才。

目录

- 日本人口达峰前后的宏观经济变化与政策应对
- 日本人口达峰后的三大产业趋势与两大消费趋势
- 日本人口达峰后的行情：分化的市场，集中的主线
- 对标日本，中国人口达峰后A股市场的投资方向

产业趋势I：劳动力缺口带来工业机器人快速增长

图表：日本工业机器人的订单、生产、出货量迎来快速增长



资料来源：日本机器人工业协会，国海证券研究所

图表：日本汽车、电子行业对工业机器人需求较大

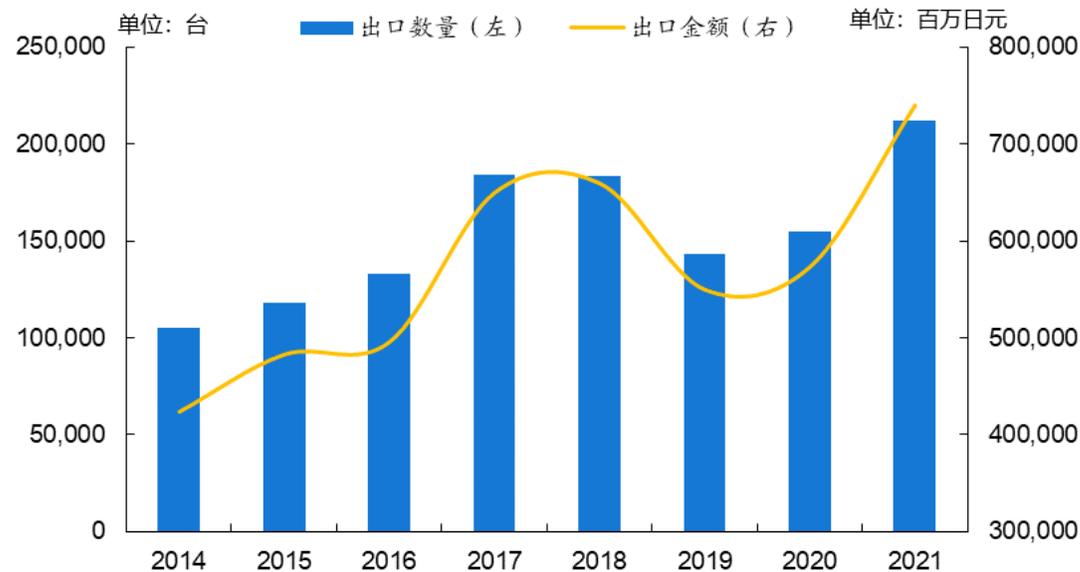
应用领域	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
1.金属制品	1459	1972	1881	2571	3544	3315	2080	2376
2、机械与设备	1551	2875	3287	3895	4987	4048	3588	4229
3、电子	10169	13584	13904	18707	20619	18338	15466	18737
4、精密仪器	361	488	477	523	751	506	313	320
5、汽车及其配件	10666	11432	14498	14650	17889	17481	12226	13515
6、其他运输设备	218	315	305	236	286	292	154	345
7、食品饮料及烟草制品	762	663	839	865	1243	1017	931	847
8、化学制品	400	277	411	319	441	415	376	356
9、塑料制品	2786	1147	1274	1264	1418	1295	1066	2111
10、其他行业	3747	4795	5533	5854	7466	3677	2622	2933
11、非制造业	155	155	214	287	318	426	388	441

资料来源：日本机器人工业协会，国海证券研究所（单位：台）

- **工业机器人进入快速增长期。**日本已发展成为全球工业机器人最大生产商，同时日本工业机器人企业诞生了多家大市值企业，其中FUNAC以超过300亿美元市值的体量位居第一。
- **分行业看，电子和汽车是日本工业机器人最大的应用领域。**据日本机器人工业协会，2021年日本电子行业需求量为18737台，汽车行业对工业机器人需求量为13515台，机械与设备行业需求量为4229台。

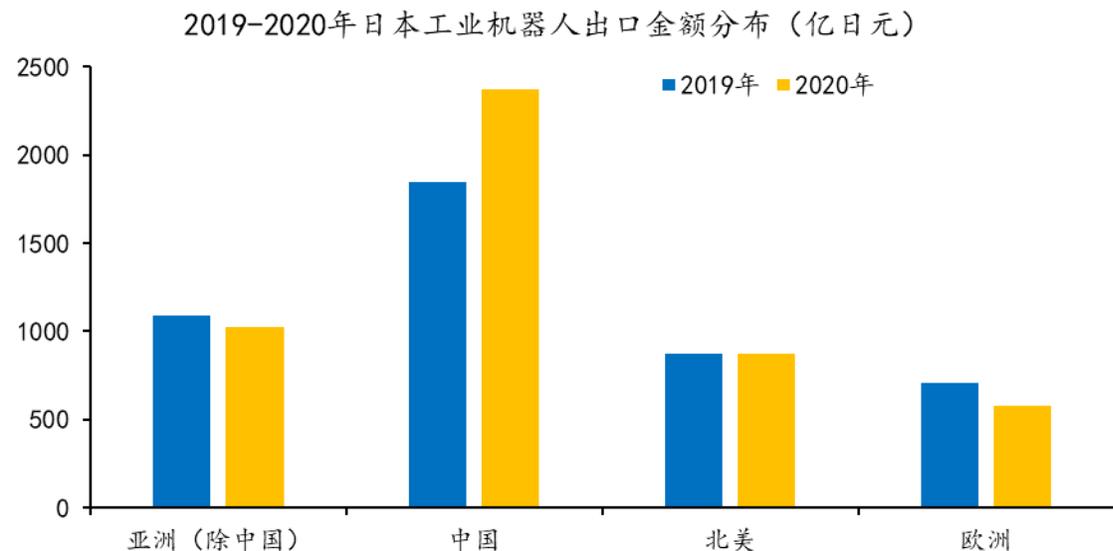
产业趋势I：日本工业机器人已成为全球绝对优势产业

图表：2014-2017年日本工业机器人出口增速快速增长



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国已成为日本工业机器人第一大出口国

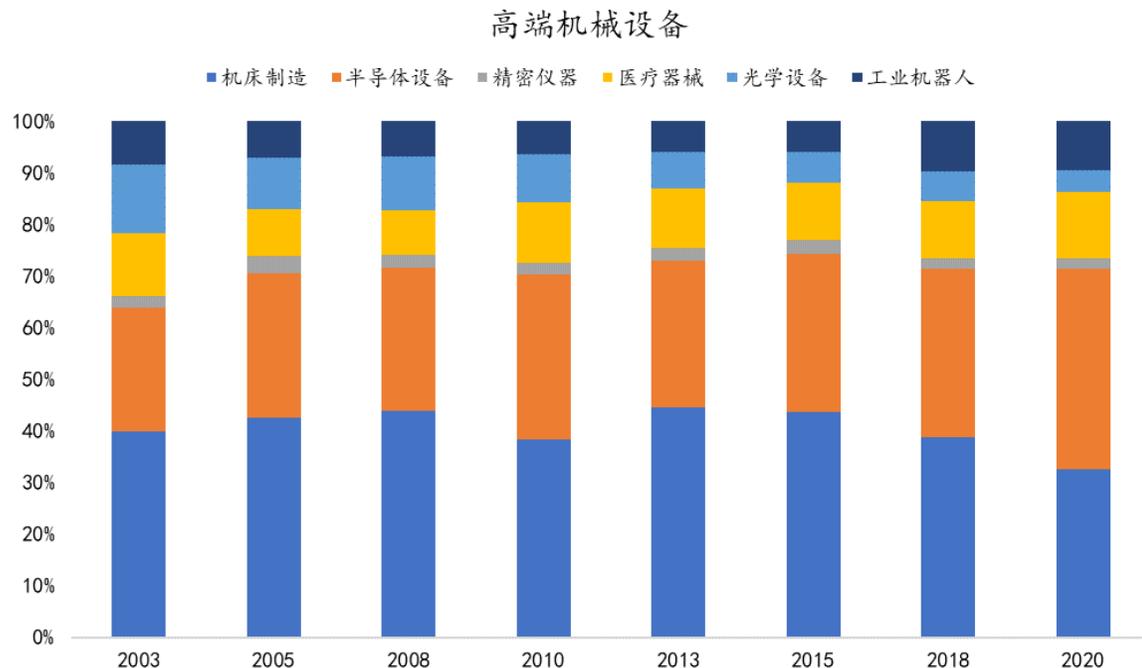


资料来源：Wind，国海证券研究所

- 日本已成为世界第一大工业机器人制造商，工业机器人占全球供应量的45%，出口比例超过70%。人口达峰过后，机器人供应商的产能大幅提升，2020年出口比例升至78%。
- 当前中国已成为日本工业机器人最大的出口国。日本机器人和自动化技术36%的出口来源于中国，与其他国际机器人供应商一样，日本制造商也直接通过其在中国的工厂为中国市场服务。2020年日本工业机器人出口至亚洲（除中国）1024.6亿日元，出口至中国2368.4亿日元，出口至北美871.1亿日元，出口至欧洲581.5亿日元。

产业趋势II：日本半导体设备已成为全球比较优势产业

图表：日本人口达峰后，高端机械设备中半导体设备产出份额持续扩张



资料来源：日本经济产业省，国海证券研究所

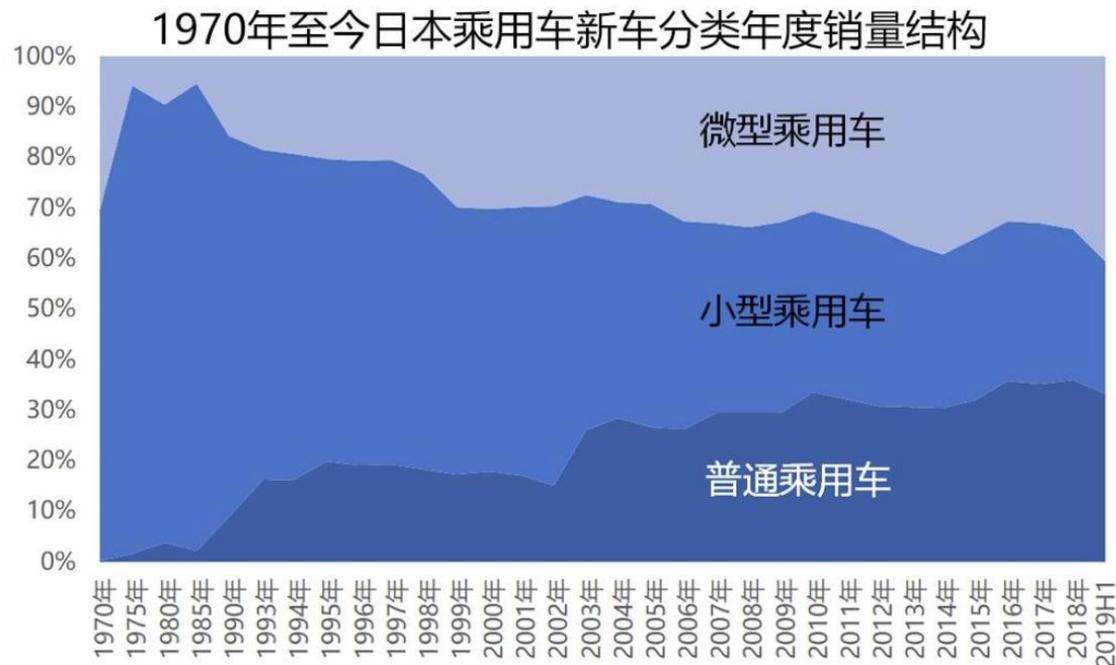
图表：日本半导体设备在全球具有比较优势



资料来源：半导体行业观察公众号，国海证券研究所

- 日本人口达峰后，产出份额显著扩张的高端机械设备产业内部，半导体设备产出份额也在持续扩张。2020年，半导体设备在日本高端制造业构成中占比达到26%，超过机床制造成为第一大高端制造产业。
- 日本半导体设备在全球具备比较优势。据半导体行业观察测算，2021年日本企业占比较高的设备主要有，涂覆显影设备（Coater Developer）（91%）、热处理设备（95%）、单片式清洗设备（61%）、批量式清洗设备（91%）、光罩检测设备（44%）、测长SEM（69%）等。

图表：1990年后日本微型乘用车销量占比持续提升



资料来源：日本汽车工业协会，国海证券研究所

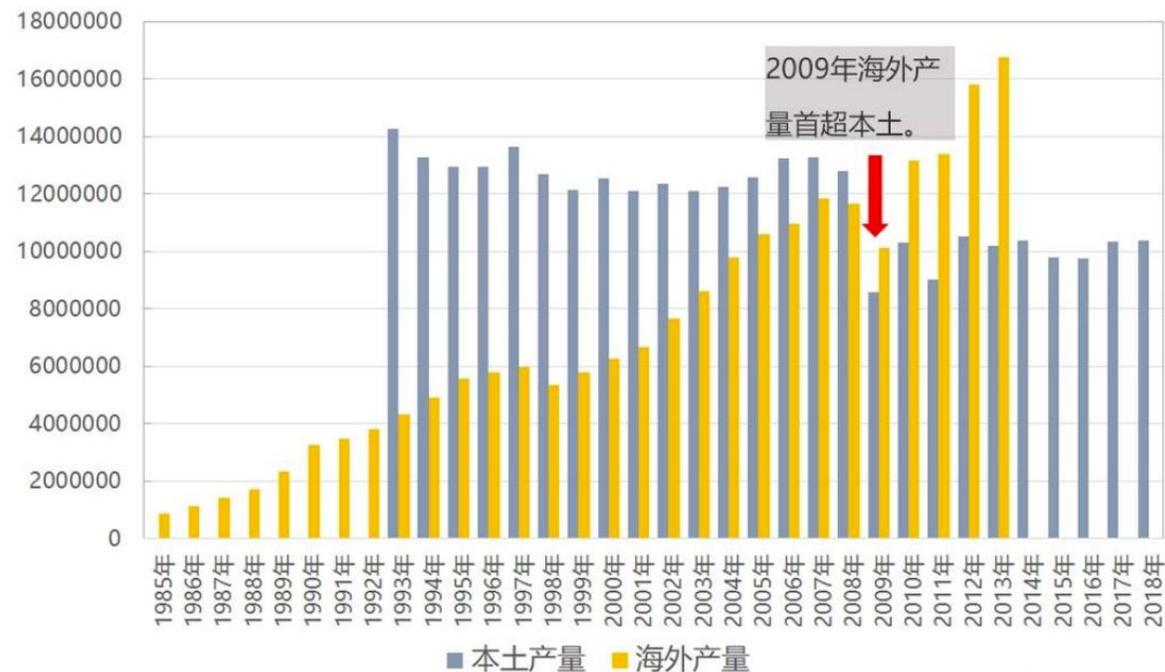
图表：日本K-Car的法规发展逐步往高性能提升

日期	最大长度	最大宽度	最大高度	最大排量		最大功率
				四冲程	二冲程	
1949年7月	2.8米 (9.2英尺)	1.0米 (3.3英尺)	2.0米 (6.6英尺)	150毫升	100毫升	不适用
1950年7月	3.0米 (9.8英尺)	1.3米 (4.3英尺)		300毫升	200毫升	
1951年8月				360毫升	240毫升	
1955年4月				360毫升		
1976年7月	3.2米 (10.5英尺)	1.4米 (4.6英尺)		550毫升		
1990年1月	3.3米 (10.8英尺)		660毫升			
1998年10月	3.4米 (11.2英尺)	1.48米 (4.9英尺)				

资料来源：易车，国海证券研究所

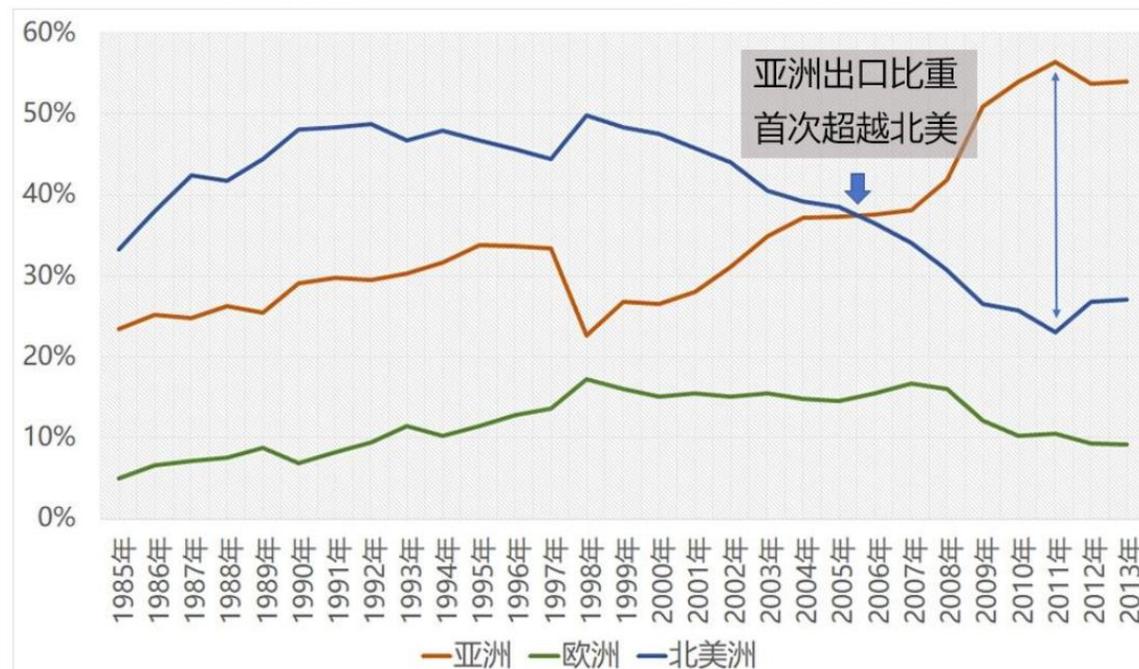
- 汽车消费结构持续变化，人口老龄化催生微型车需求，微型乘用车销量占比持续提升。微型乘用车在日本也称为“K-car”，可将空间利用到最大化，同时享有各种优惠政策，采用的是黄色和黑色车牌，与普通汽车有所区别。这类车型还有严格的尺寸和动力限制，目前是以1998年颁布的法规为准。2018年，K-car在日本的保有量占比36%，使用者通常是家里的女性或老人。而日本人口的老龄化也让K-car的销量快速增长，超过三分之一的购买者平均年龄为50岁，低于29岁的只有13%。

图表：2009年日本汽车海外产量首次超过本土产量



资料来源：日本汽车工业协会，国海证券研究所

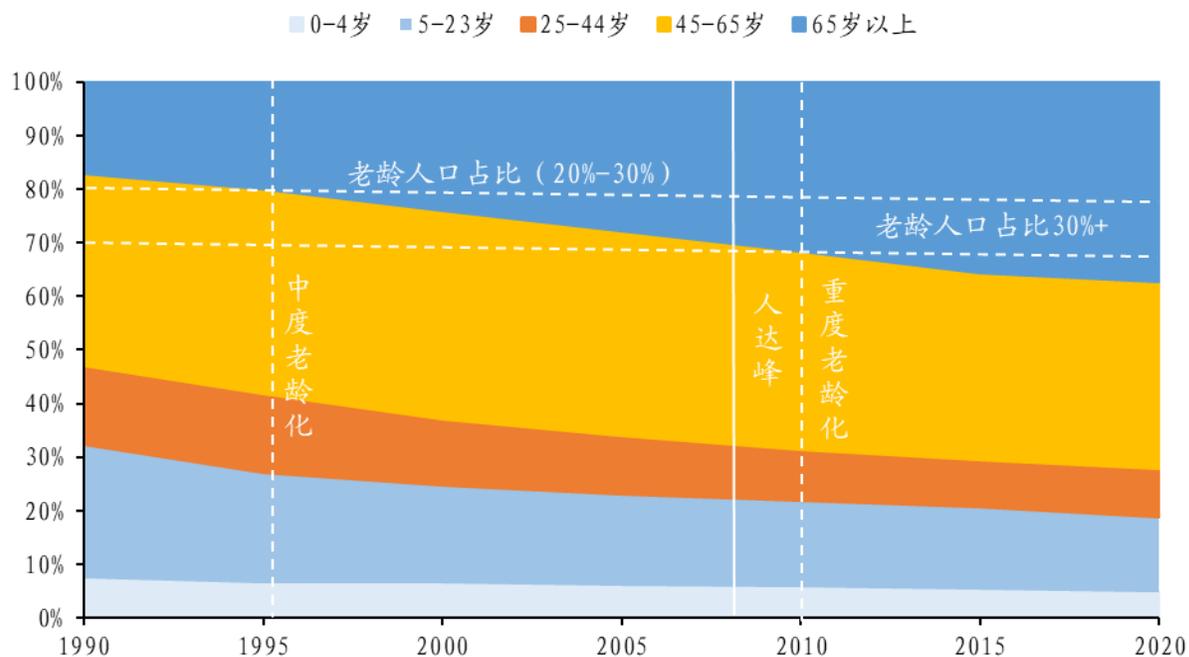
图表：2006年日本汽车对亚洲出口比重超过北美



资料来源：日本汽车工业协会，国海证券研究所

- 2009年日系车在本土外的产量达到1011.8万辆，首次超过当年本土市场的产量，并在此后持续提升。日本汽车工业协会的统计数据公布到2013年，日系车的海外产量是1675.6万辆。
- 2006年以来，日系车海外市场格局发生变化，亚洲市场超越了北美市场，且市场规模在日系车出口占比中持续提升。2006年，北美市场产量占日系车海外总产量的36.5%，而亚洲市场的比重占到37.64%，首次超过北美市场。亚洲新兴市场的需求为日系车提供了强大的动力，北美市场和欧洲市场与亚洲市场份额的差距持续加大。

图表：人口达峰后日本向重度老龄化社会迈进



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：从家庭消费支出看，日本医疗保健支出占比增大，烟酒消费有所减少

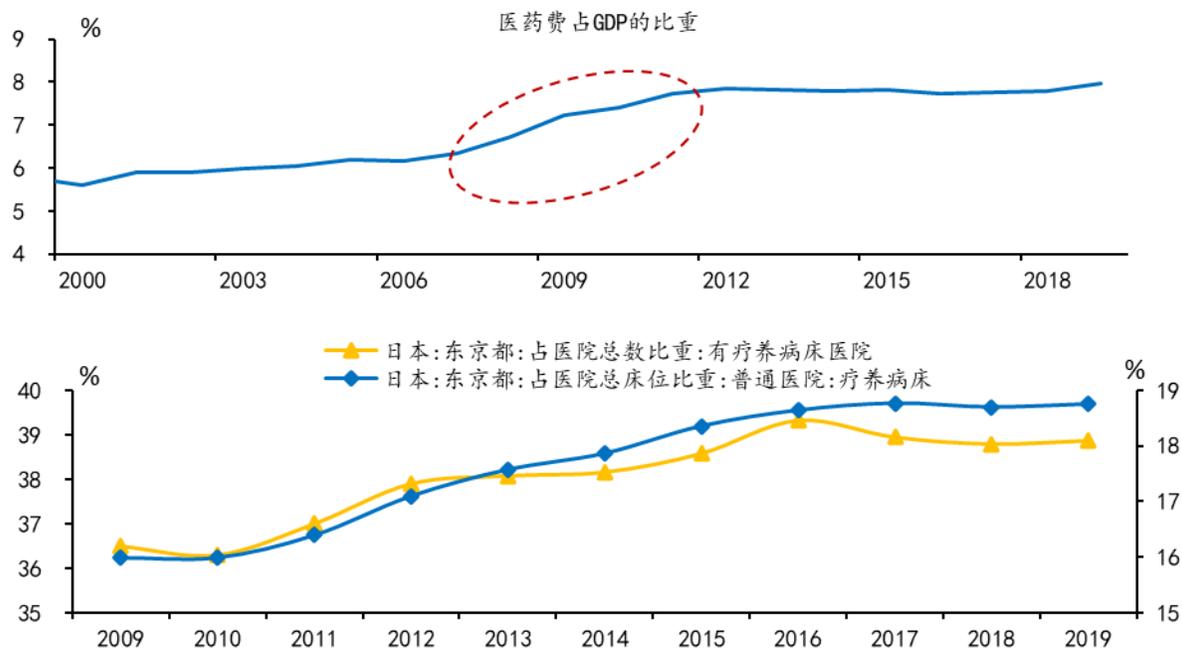
	通讯	个人护理	私家车	医疗保健	水光电热	文化和娱乐	食品饮料
2000-2008年 平均支出占比	3.69%	2.52%	6.81%	4.28%	7.16%	9.99%	24.11%
2009-2019年 平均支出占比	4.47%	3.03%	7.82%	4.75%	7.77%	10.71%	25.47%
趋势	↑	↑	↑	↑		↑	↑
变动	21.10%	19.89%	14.91%	11.11%	8.49%	7.21%	5.62%
	住房	教育	烟酒	公共交通	衣服和鞋类		
2000-2008年 平均支出占比	6.22%	3.83%	1.63%	2.12%	5.16%		
2009-2019年 平均支出占比	6.14%	3.72%	1.55%	1.85%	4.26%		
趋势	↓	↓	↓	↓	↓		
变动	-1.40%	-2.90%	-5.01%	-12.70%	-17.49%		

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 从人口年龄结构看，人口达峰后日本老龄人口占比超30%，逐步迈向并处于重度老龄化社会。从年龄结构的角度看，人口达峰后老龄人口（65岁+）的占比进一步增加，2010年日本老龄人口比例达31%，根据联合国标准（30%），日本正式进入重度老龄化社会。
- 家庭消费支出占比中的医疗保健支出增加，以青年、中年为主要消费群体的烟酒类支出有所下降。从日本家庭消费看，人口达峰后，医疗保健的年平均支出占比较人口达峰前增加11.11%，以青年、中年为主要消费群体的烟酒类支出占比有所下滑。

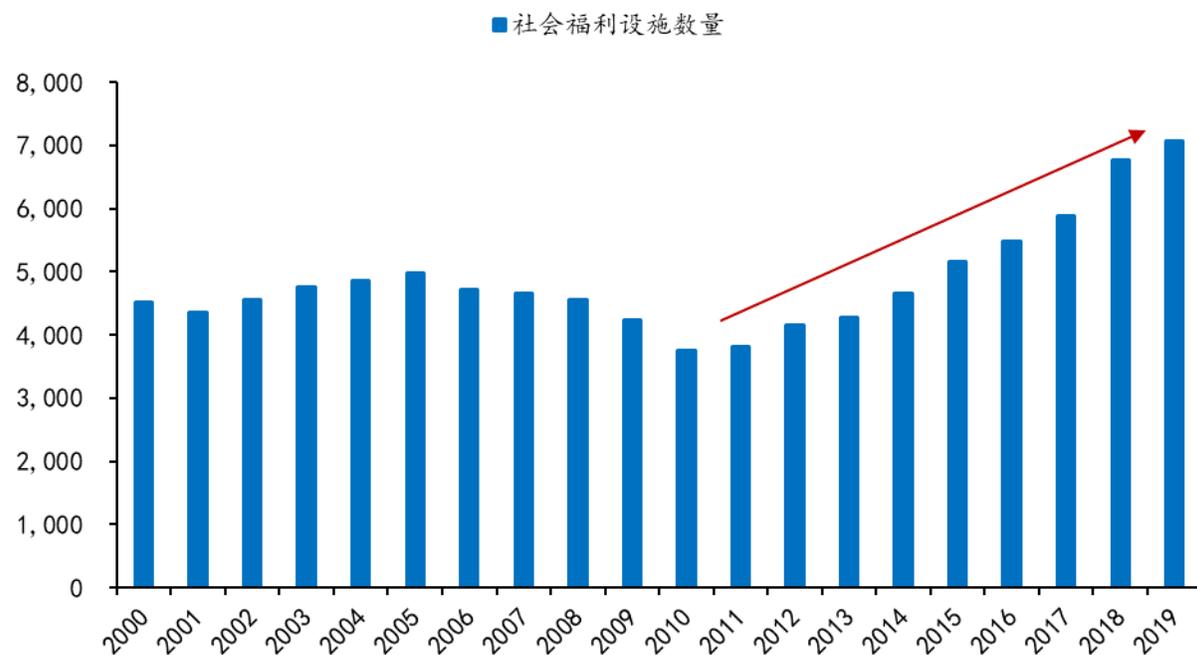
日本消费趋势I：银发经济、养老经济

图表：老龄化驱动社会医药费负担加重，日本疗养病床占比加速抬



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：人口达峰后日本养老院数量持续增长，侧面反映护理领域的需求抬升

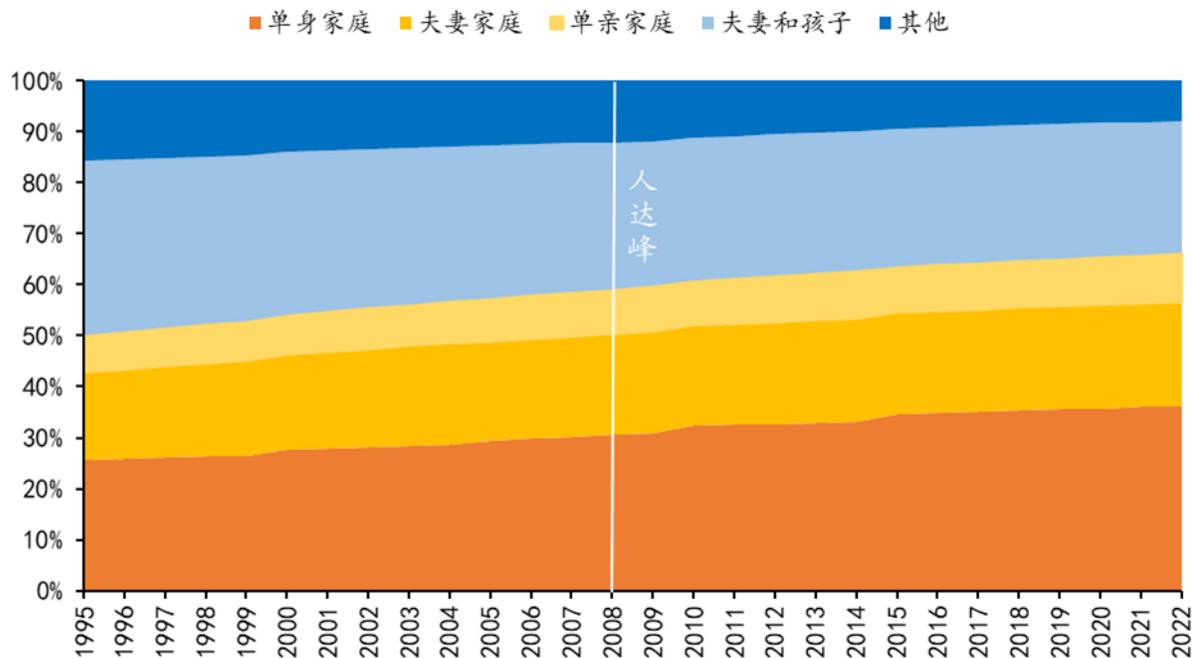


资料来源：Wind，国海证券研究所

➤ 消费趋势I：银发经济、养老经济下医疗及护理需求抬升

- 医药费用方面，2012年后医药费占GDP的比重在人口达峰后加速抬升至8%左右，老龄化给社会的医药负担进一步加重。
- 在医疗保障方面，人口达峰后医院疗养病床的占比、社会福利设施（养老院）的数量持续增加，从侧面反映出医疗护理领域的需求增加。

图表：人口达峰后小型户、单身户成为日本的主流家庭



资料来源：Wind，国海证券研究所

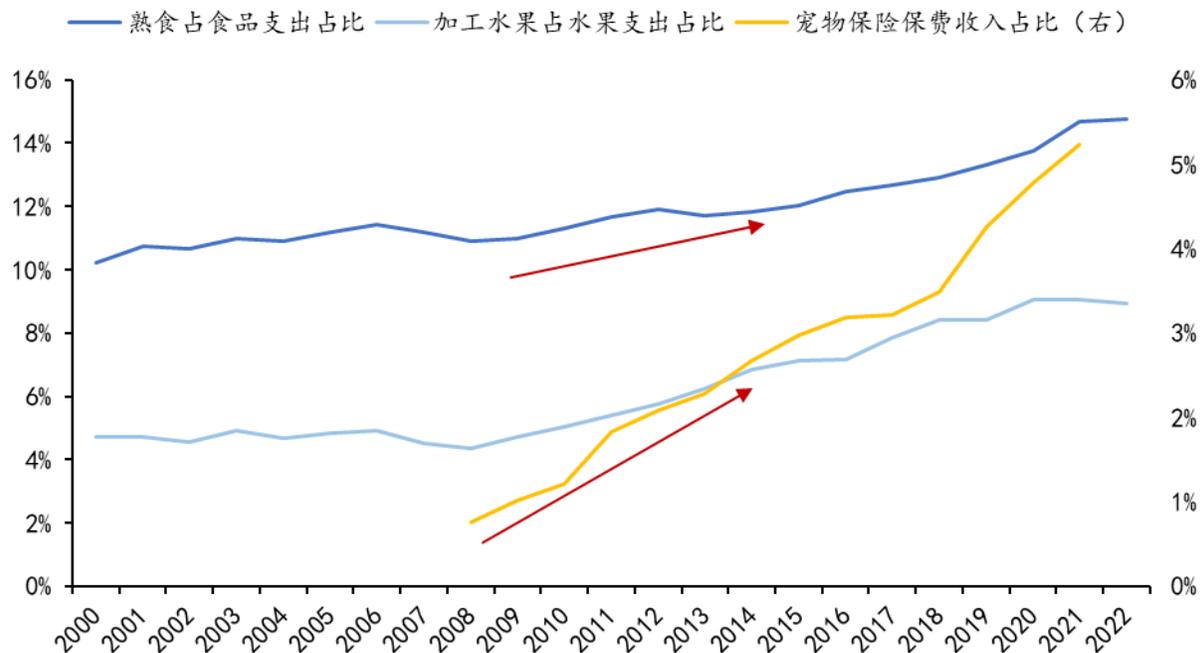
图表：从家庭消费支出看，日本家庭小型化伴随着“个人享受型”支出增加

	通讯	个人护理	私家车	医疗保健	水光电热	文化和娱乐	食品饮料
2000-2008年 平均支出占比	3.69%	2.52%	6.81%	4.28%	7.16%	9.99%	24.11%
2009-2019年 平均支出占比	4.47%	3.03%	7.82%	4.75%	7.77%	10.71%	25.47%
趋势	↑	↑	↑	↑		↑	↑
变动	21.10%	19.89%	14.91%	11.11%	8.49%	7.21%	5.62%
	住房	教育	烟酒	公共交通	衣服和鞋类		
2000-2008年 平均支出占比	6.22%	3.83%	1.63%	2.12%	5.16%		
2009-2019年 平均支出占比	6.14%	3.72%	1.55%	1.85%	4.26%		
趋势	↓	↓	↓	↓	↓		
变动	-1.40%	-2.90%	-5.01%	-12.70%	-17.49%		

资料来源：Wind，国海证券研究所

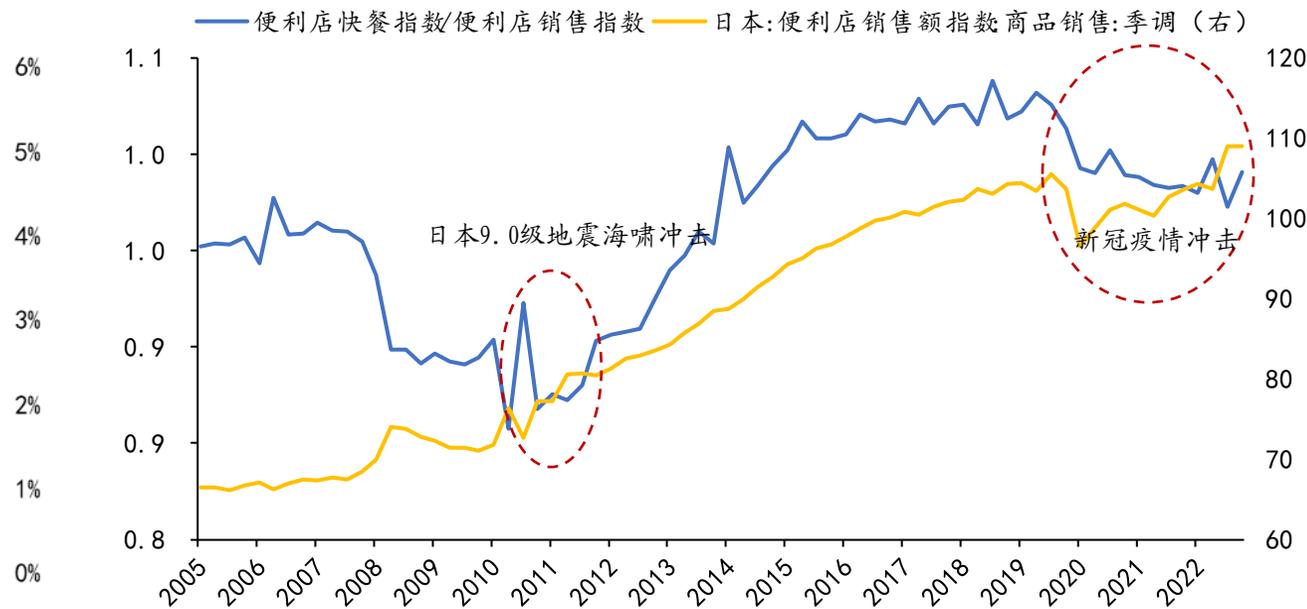
- 从家庭结构看，人口达峰后小型户、单身户成为日本的主流家庭。人口达峰后日本1-2人家庭户（涵盖单身、夫妻、单亲家庭）的占比逐渐超越60%，小型户成为日本的主流家庭，单身家庭的占比进一步增加到30%，且在所有家庭户型中占比最高。
- 个护、文娱等“个人享受型”支出增加，教育类“抚养型支出”占比下降。相应地，从家庭消费看，人口达峰后个护、文娱“个人享受型”的年均支出占比较达峰前分别增加19.9%、7.2%，教育（不含成人教育）类的“抚养型支出”占比小幅下降。

图表：日本单身经济加工食品支出占比提升，宠物相关消费增加



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：日本便利店成为重要消费场所，快餐消费占比有所抬升



资料来源：Wind，国海证券研究所

➤ 消费趋势II：单身经济催生加工食品、宠物消费，便利店成为重要消费场所

- 从家庭消费支出的细分项看，人口达峰后熟食占食品大类支出的比例、加工水果占水果大类支出的比例均有所抬升，由于小型家庭的做饭成本更高，小型户成为核心家庭消费群体催生便利食品（熟食、加工水果）的消费增加，而宠物保险收入占比的抬升反映单身户的“陪伴”需求。
- 从便利店销售额指数看，2008年后指数加速抬升，且便利店快餐指数也相对抬升，进一步证实了人口达峰后日本的食物消费向便利化转型，便利店在线下零售场所的地位进一步提高。

目录

- 日本人口达峰前后的宏观经济变化与政策应对
- 日本人口达峰后的三大产业趋势与两大消费趋势
- 日本人口达峰后的行情：分化的市场，集中的主线
- 对标日本，中国人口达峰后A股市场的投资方向

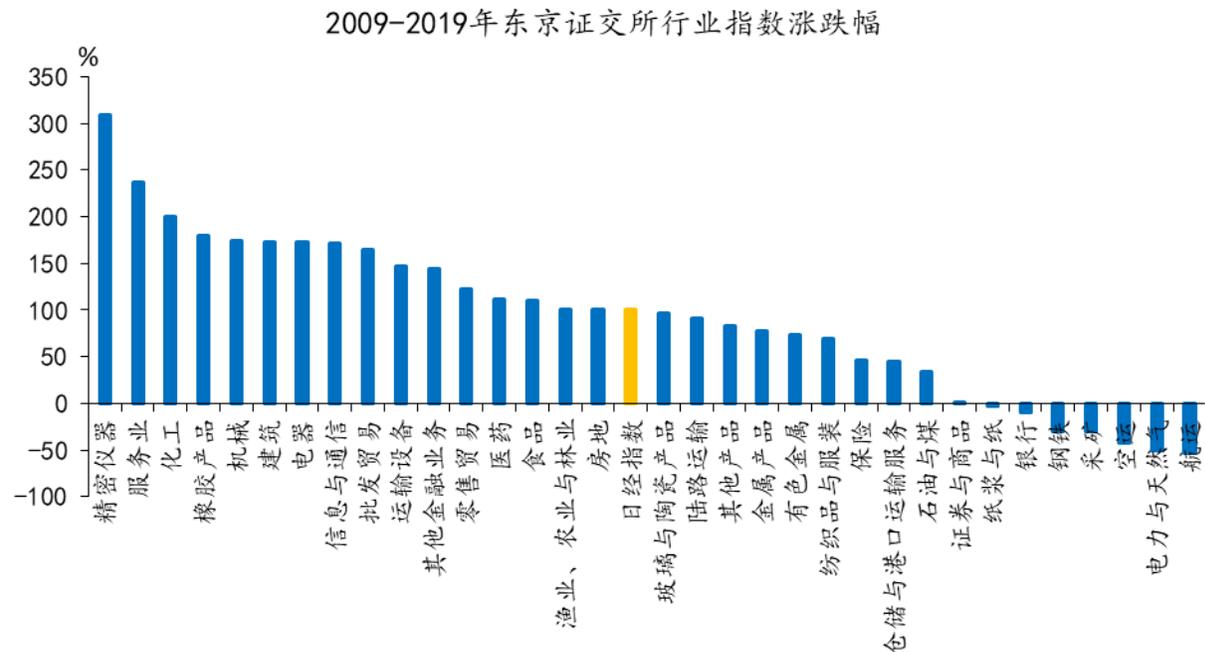
人口达峰后日本市场转向长牛，行业表现与产业转型方向高度一致

图表：自2009年起日经225指数走出长牛行情



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：人口达峰后日本行业表现与产业消费趋势高度一致



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（时间覆盖2009.1.1-2019.12.31）

- 从市场走势看，2009年后日经指数走出长牛行情。1990年日本股市泡沫破灭后一路下行，经历金融危机后2009年初正式企稳，此后日经指数走出业绩驱动的慢牛行情，2009年1月5日至2019年12月30日期间，日经指数涨幅达162%，市盈率由2009年初的24.9倍降至2019年年底的18.9倍。
- 人口达峰后，日本行业表现与产业转型方向高度一致。从2009年至2019年的日本行业表现看，在制造业向高端化转型和服务业兴起的背景下，日本在精密仪器、服务业、化工、机械方面表现出色，从长期角度看，行业表现与产业转型方向高度一致。

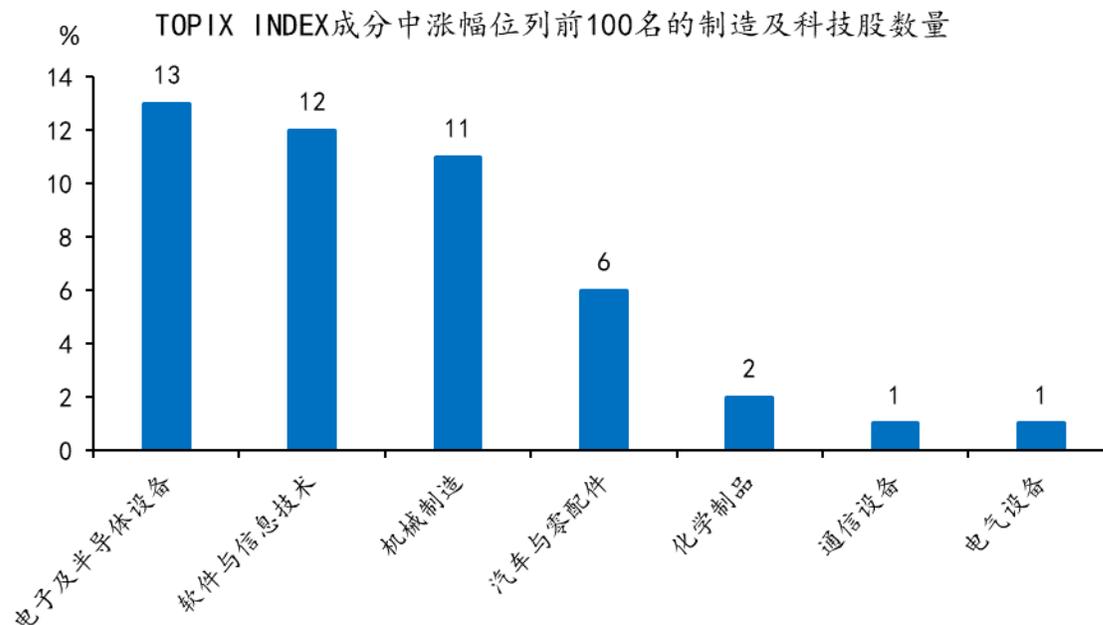
科技与制造业板块中，半导体设备、机械、IT板块个股涨幅居前

图表：涨幅前100的日本科技制造个股中，汽车、制药、耐用消费板块领涨

科技制造细分板块	指数驱动	TOPIX INDEX成分中涨幅位列前100的个股
汽车与零配件	11.85%	丰田、本田、普利司通、日本电装、斯巴鲁、日产汽车
电子及半导体设备	4.78%	东京电子、山一电子、Disco、Japan Material、基恩士
机械制造	1.45%	安川电机、Takuma、大福集团、三住集团
电气设备	1.31%	日本电产
软件与信息技术	0.54%	福井计算机、Systema、电通国际情报服务公司、OBIC
化学制品	0.42%	JCU公司、日本涂料控股
通信设备	0.06%	日立国际电气

资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（时间覆盖2009.1.1-2019.12.31）

图表：涨幅前100的日本科技制造股中，制药、汽车、医疗保健的个股数量居前

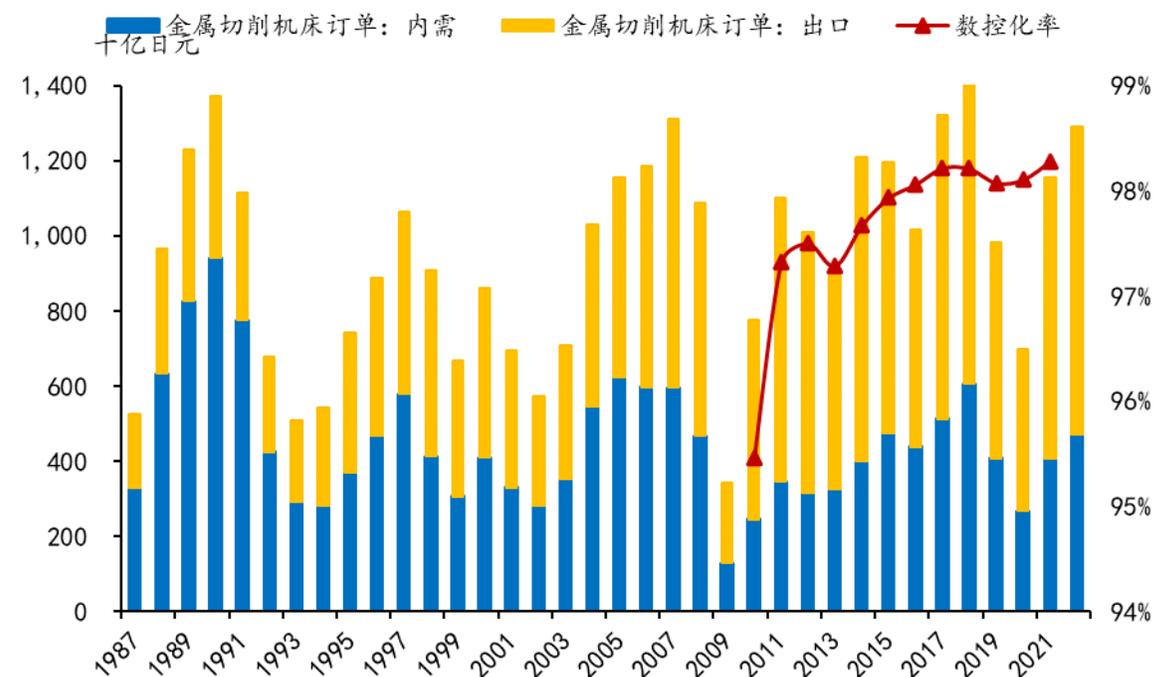


资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（时间覆盖2009.1.1-2019.12.31）

- 涨幅前100的科技制造领域个股中，汽车、电子及半导体设备、机械、IT板块涨幅居前。从人口达峰后（2009-2019年）TOPIX指数涨幅前100的个股看，日本在汽车、半导体设备、工业自动化方面具备全球领先优势，行情表现上，2009年至2019年各板块对TPX指数的股指驱动分别达11.85%、4.78%、1.45%。
- 从位列TPX涨幅前100的个股数量看，各板块均诞生优质股。其中，电子及半导体设备、IT服务、机械制造应用范围广，长尾效应凸显，2009-2019年位列TOPIX涨幅前100的优质股分别达13、12、11个，汽车板块则龙头聚集，优质股相对较少。

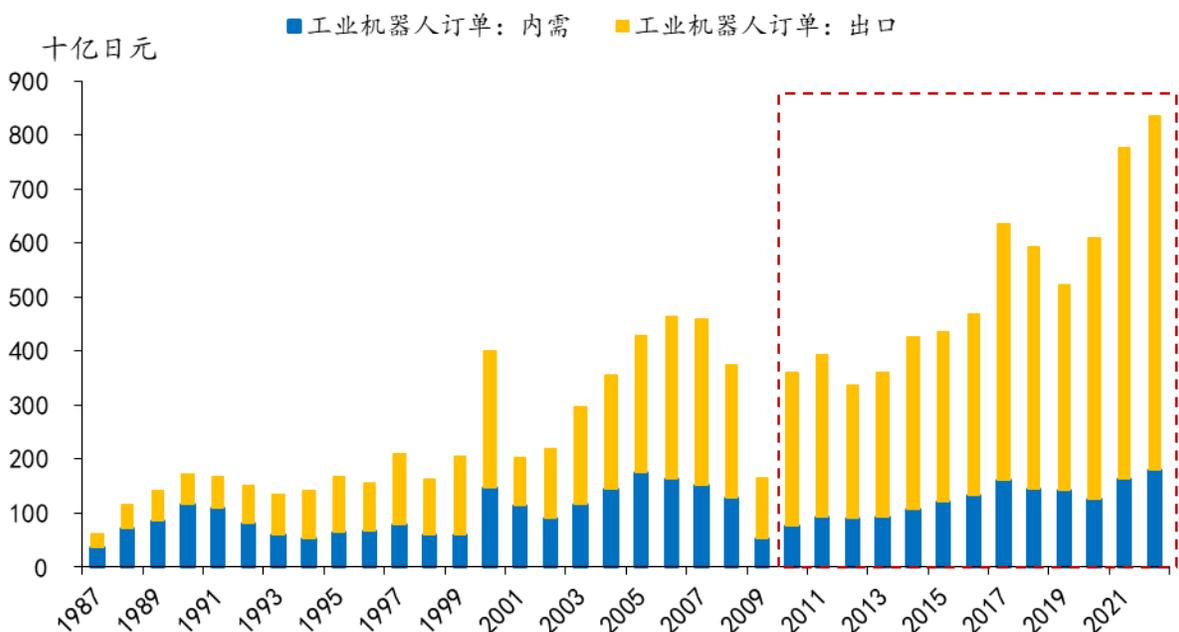
机械赛道：工业自动化转型成功，高端设备迎来出海放量机遇

图表：2011年起日本机床数控化率稳定在98%左右



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2010年起，日本工业机器人外海出口比例显著增加

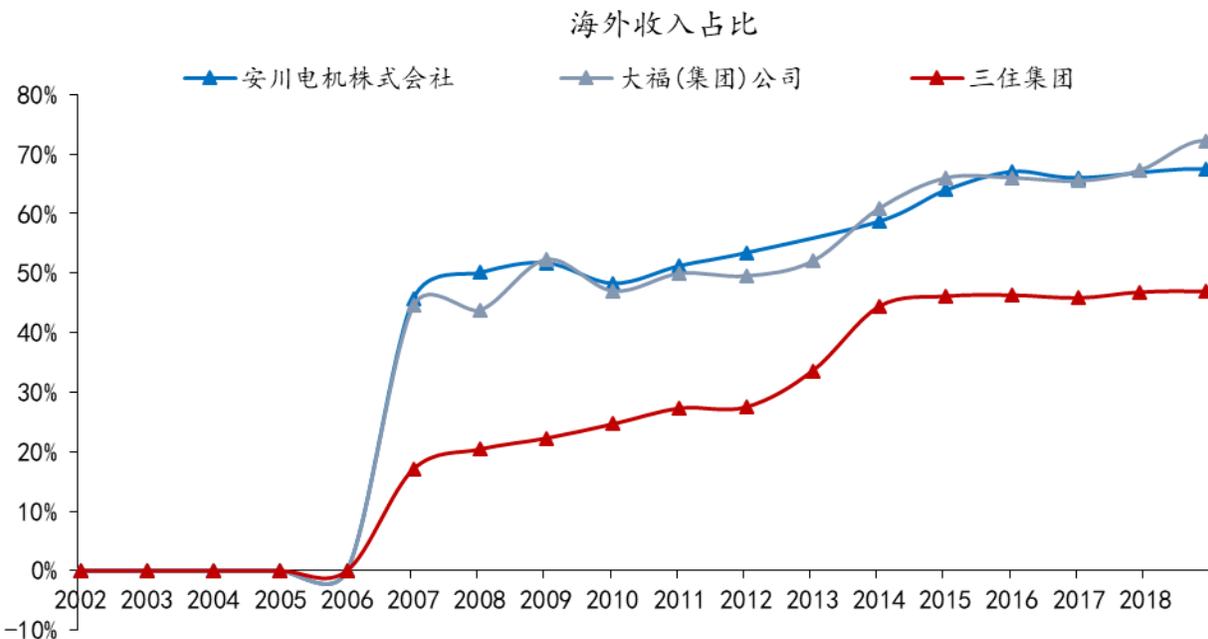


资料来源：wind，国海证券研究所

- 在老龄化加剧的压力下，日本制造业的高端转型较为成功，2010年后高端机床、工业机器人的海外出口比例显著增加。人口老龄化与劳动力生产率下降相伴相生，传统制造业亟需向资源密集型的高端制造业转型。自二十世纪七十年代起，日本布局产业转型，2010年起凭借技术优势和海外增量需求，以金属切屑为代表的高端机床和工业机器人海外出口比例显著增加，且出口订单占据主要地位，工业机床实现高端化转型，数控化率自2011年起稳定在98%左右。

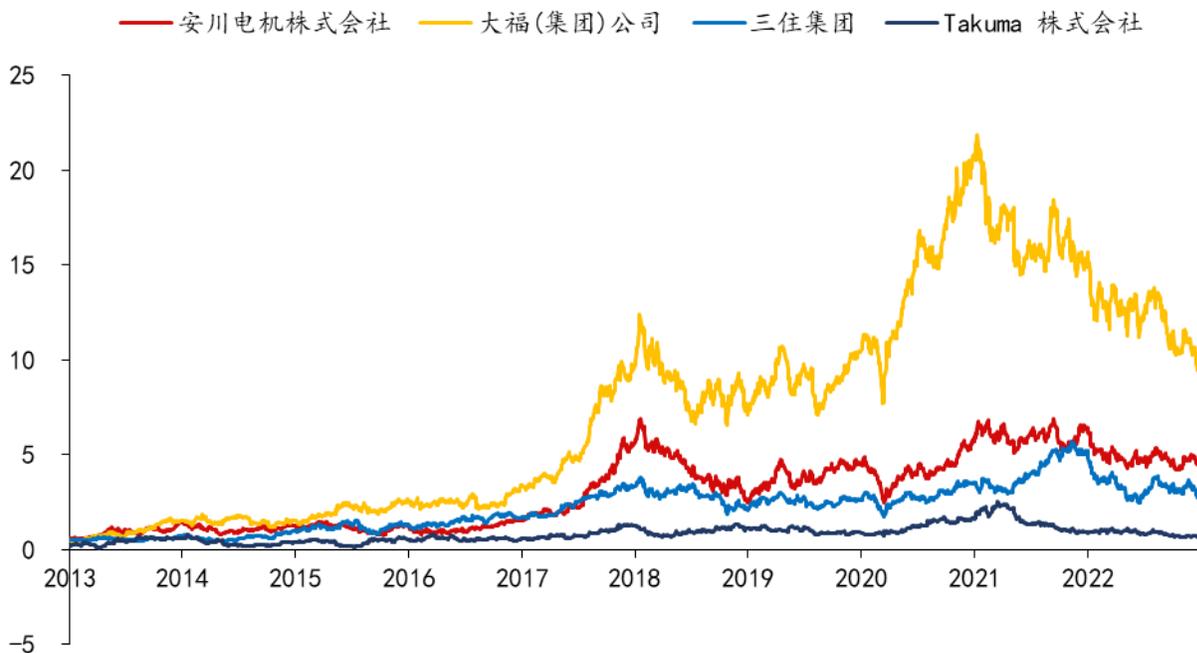
机械赛道：海外收入显著增加，龙头企业迎来行情主升期

图表：自2006年日本自动化机械设备龙头起海外收入显著增加



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：2013年起日本各自动化机械设备龙头纷纷崛起



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（图为相对东证指数收益，以2000年为基准标准化）

- 以安川电机、大福公司、三住集团为首的自动化机械设备企业凭借技术优势向海外拓展，海外放量逻辑下各企业行情表现优异。2009年-2019年期间，安川电机、大福公司、Takuma在工业生产设备、物流系统、环保领域的自动化转型取得突出成就，三住集团作为上游工厂自动化零件供应商同样表现不俗。2006年起各企业海外收入占比显著增加，凭借技术优势和海外增量工业需求，2013年海外收入占各企业的50%以上，海外放量逻辑下自动化机械设备企业迎来行情主升期。

半导体设备赛道：智能手机催生上游需求，半导体设备乘势而上

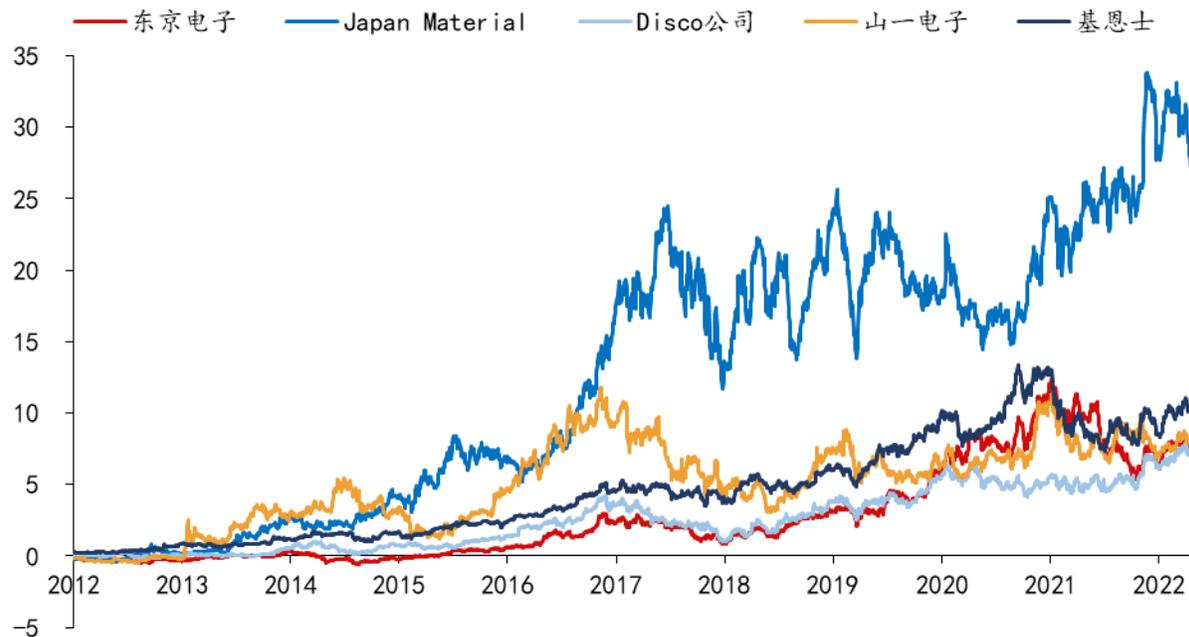
图表：日本半导体设备市占率不敌20世纪90年代，但龙头企业在主营领域仍保持全球领先份额

半导体设备公司	主营业务
东京电子	全球少数产品覆盖半导体生产四个关键环节的制造商，并且占据了EUV光刻涂布/显影设备近100%的市场份额
Disco公司	DISCO 圆晶切割设备占全球的市占率为70%-80%
Japan Material	少数为半导体和LCD工厂提供全面设备维护和基础设施支持的公司，提供半导体制造所必需的气体、超纯水、特种化学品、电力等综合供应管理
山一电子	日本知名的电子连接器供应商，主要提供连接器测试解决方案、半导体测试产品解决方案
基恩士	传感器、测量系统、激光刻印机、显微系统及单机式影像系统的国际化综合供应商



资料来源：东京电子、Disco、山一电子、基恩士公司官网，wind，国海证券研究所

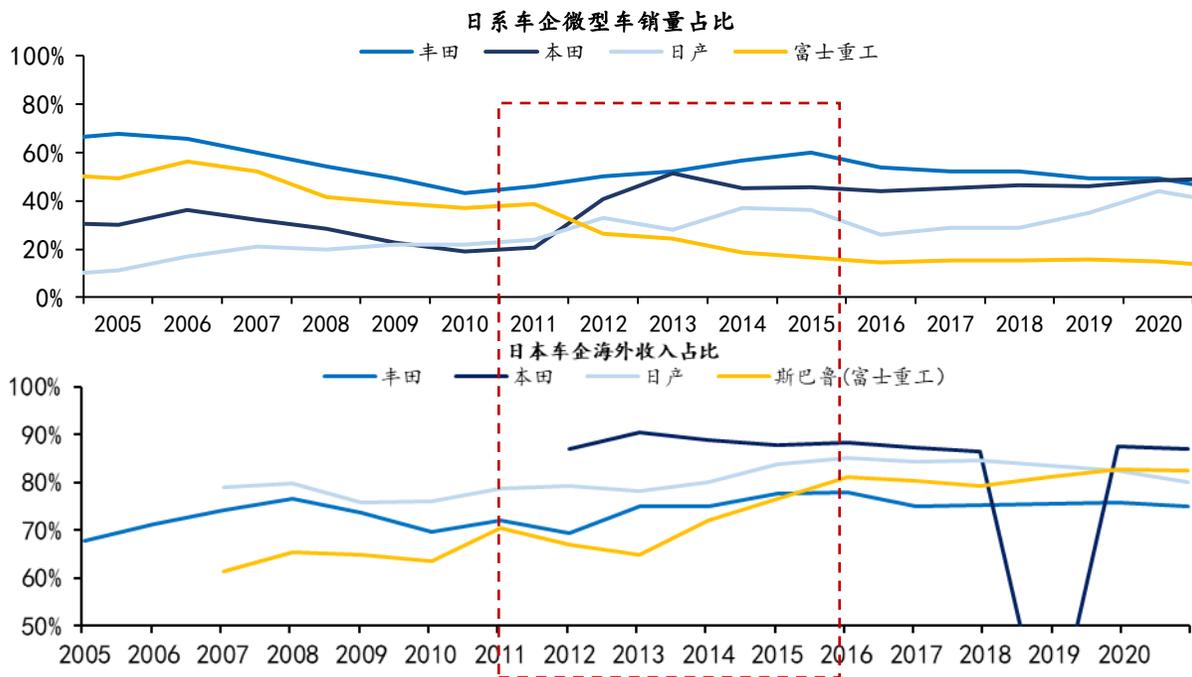
图表：2010年后日本半导体设备龙头乘势而上，行情表现出色



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（图为相对东证指数收益，以2012年3月14日为基准标准化）

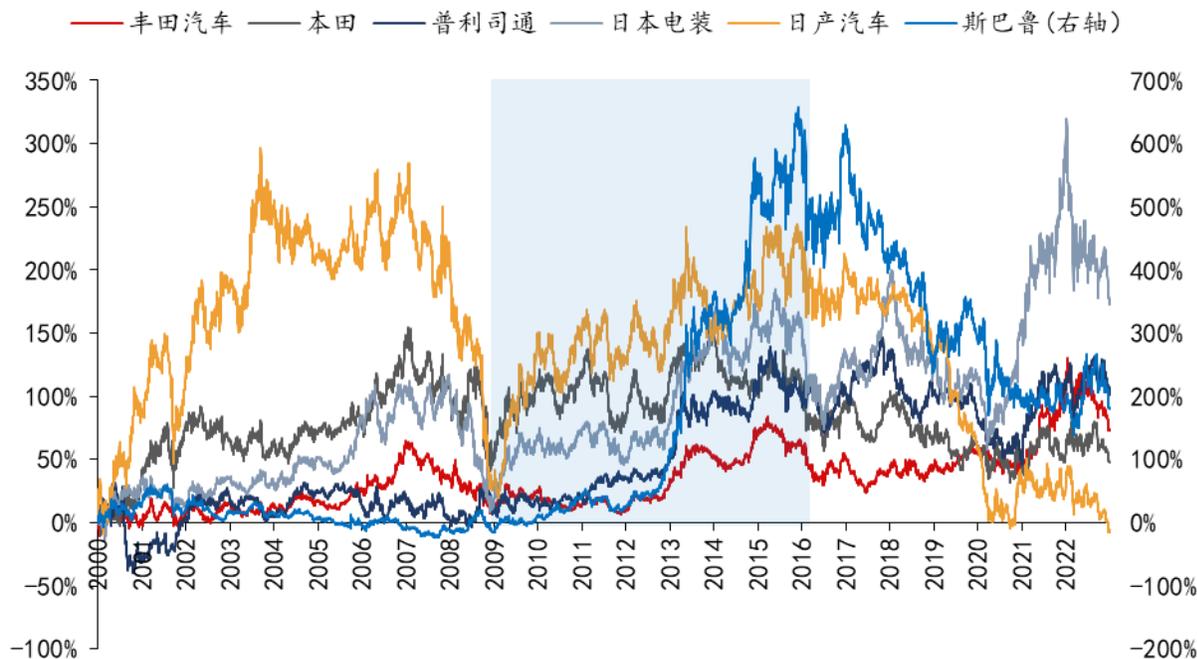
➤ 2010年智能手机产业催生新一轮半导体产业周期，半导体设备龙头乘势而上，行情表现出色。继个人电脑和传统功能手机支撑全球半导体需求后，2010年智能手机产业催生新一轮半导体产业周期。从销售额看，2012年起日本半导体设备的销售额逐年增加；从市占率看，彼时北美、韩国、中国台湾在半导体设备制造领域相继崛起，日本半导体设备市占率虽不敌20世纪90年代，但东京电子、Disco、山一电子等龙头企业凭借技术优势仍保持全球领先份额，乘势而上行情表现出色。

图表：日本龙头车企微型车销量以及海外收入持续抬升



资料来源：wind，国海证券研究所

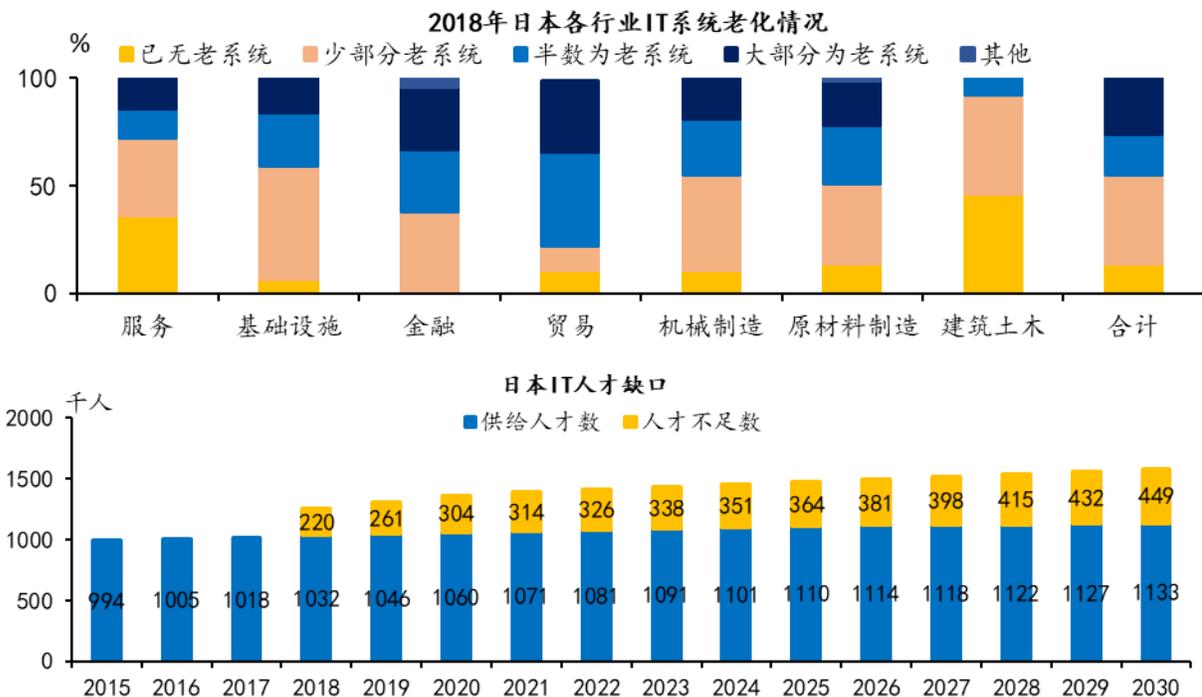
图表：2009-2016年日本汽车及零部件厂商的行情迎来反弹回升



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（图为相对东证指数收益，以2000年为基准标准化）

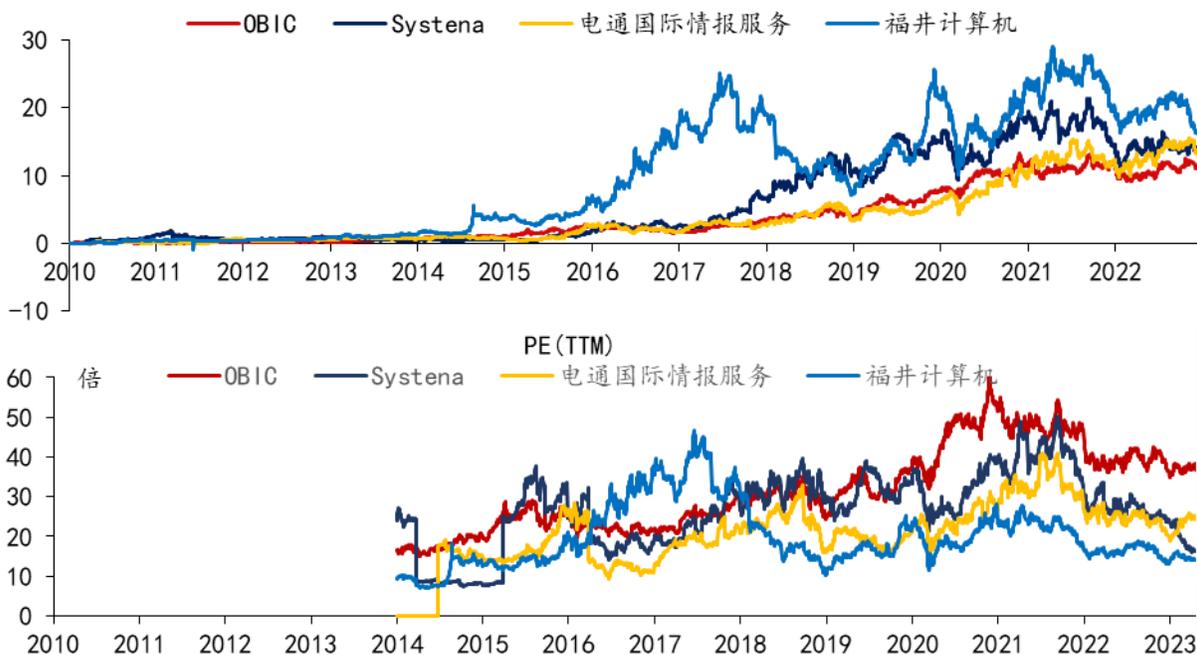
➤ 在人口老龄化及家庭小型化背景下，微型商用车占据日系车主要的消费市场，龙头车企微型车销量以及海外收入持续抬升。2010年以丰田、本田、日产为代表的车企微型车销量占比持续增加，丰田、本田微型车销量占比均超过50%；除此以外，2010年各日系车企海外收入持续抬升，亚洲成为主要的出口目的地。在此背景下，2009-2016年日本汽车及汽车零部件厂商在金融危机冲击后迎来反弹行情。

图表：日本IT人才缺口加大，金融、贸易行业IT系统老化程度高



资料来源：日本经济产业省，国海证券研究所

图表：2014-2019年日本软件公司行情主要受估值驱动



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（上图为相对东证指数收益，以2010年为基准标准化，下图为市盈率）

- 伴随老龄化日益加剧，IT人才缺口加大，金融、贸易行业IT系统老化程度高。日本老龄化加重对信息技术产业的冲击尤为严重，体现在IT人才短缺和行业IT系统老化两方面。据日本产业省测算，2018年日本各行业的IT系统中，金融、贸易行业据大部分都为老系统，日本IT行业依赖海外外包服务，IT人才短缺严重，2030年日本IT人才缺口将达到45万人。
- IT产业政策驱动软件赛道的估值行情。为应对老龄化带来的负面冲击，日本IT产业政策开始发力，IT立国战略到u-Japan、i-Japan战略，2016年起日本加大IT 补贴专项预算，受政策驱动，日本各软件公司迎来估值行情。

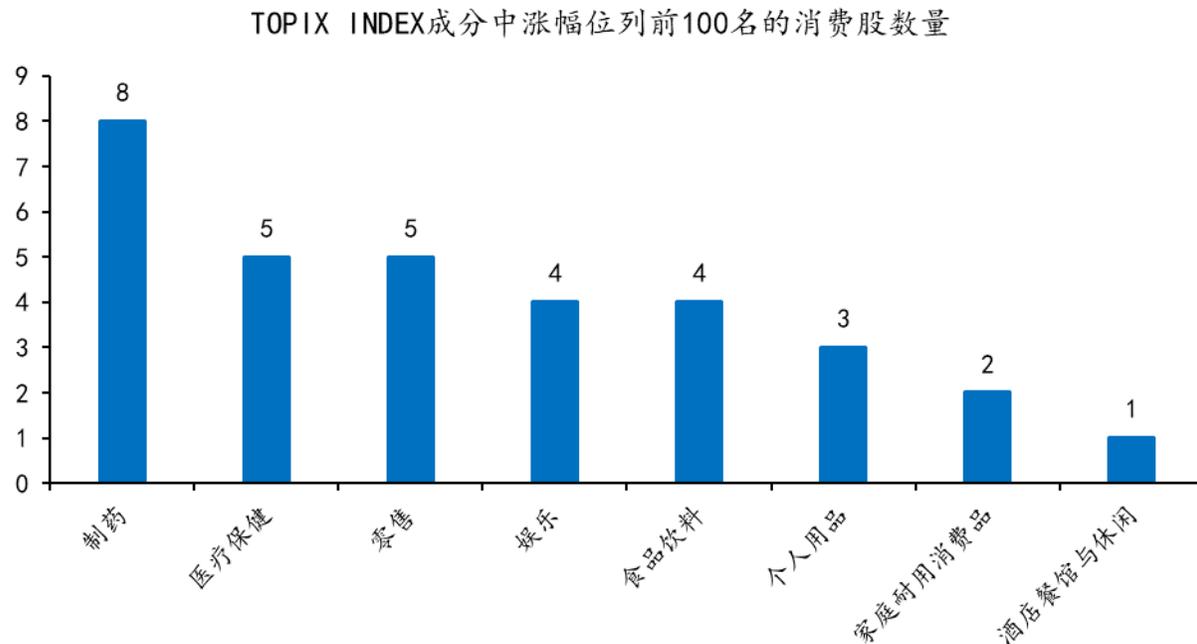
消费板块中，制药、医疗保健板块个股涨幅居前

图表：涨幅前100的日本消费股中，汽车、制药、耐用消费板块领涨

消费细分板块	指数驱动	TOPIX INDEX成分中涨幅位列前100名的消费股
制药	6.33%	第一三共、安斯泰来制药、中外制药、武田药品工业、卫材、盐野义制药、大塚控股、小野药品工业
医疗保健	3.95%	Hoya、奥林巴斯、泰尔茂、M3、希森美康
家庭耐用消费品	3.60%	索尼、积水建房
个人用品	3.00%	花王、资生堂、尤妮佳
零售	2.63%	Seven & I 控股、迅销、日本永旺、NITORI 控股、泛太平洋国际控股
娱乐	2.12%	万代南梦宫、岛野、雅马哈、任天堂
食品饮料	2.02%	龟甲万、明治、朝日集团控股、麒麟控股
酒店餐馆与休闲	1.25%	东方地产

资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（时间覆盖2009.1.1-2019.12.31）

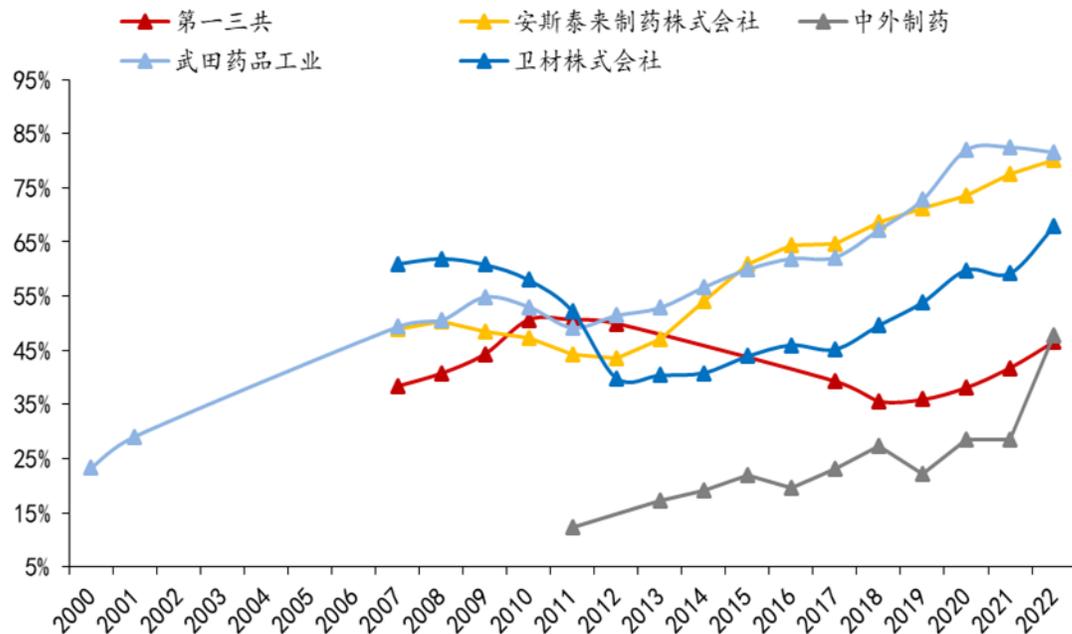
图表：涨幅前100的日本消费股中，制药、汽车、医疗保健的个股数量居前



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（时间覆盖2009.1.1-2019.12.31）

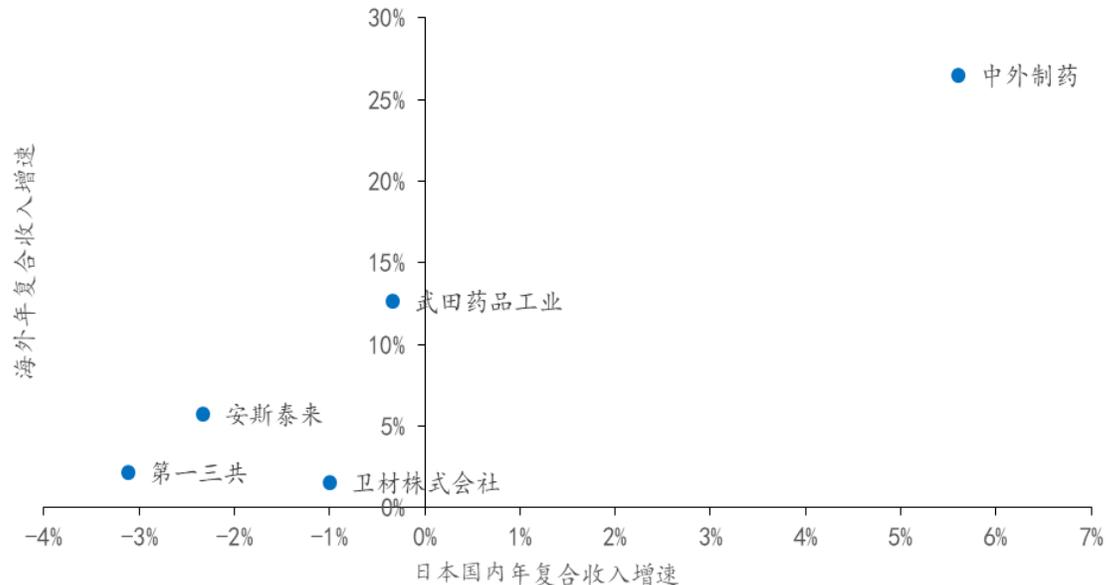
➤ 涨幅前100的消费股中，制药、医疗保健、零售无论从对TPX 指数驱动看，还是从优质股数量看均位数前列。从2009年至2019年日本人口达峰后领涨个股的表现看，制药、医疗保健板块诞生的优质股最多，对TPX指数驱动分别达6.33%、3.95%，位居消费股行业前列；除此以外，在此期间日本零售领域诞生的优质股较多，Seven&I控股便利店、迅销旗下优衣库、永旺旗下的大型购物中心均为海内外熟知。

图表：日本制药龙头公司拓展海外出口规模，海外收入占比提升



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：日本制药龙头的收入结构大多呈海外放量、国内收缩的格局

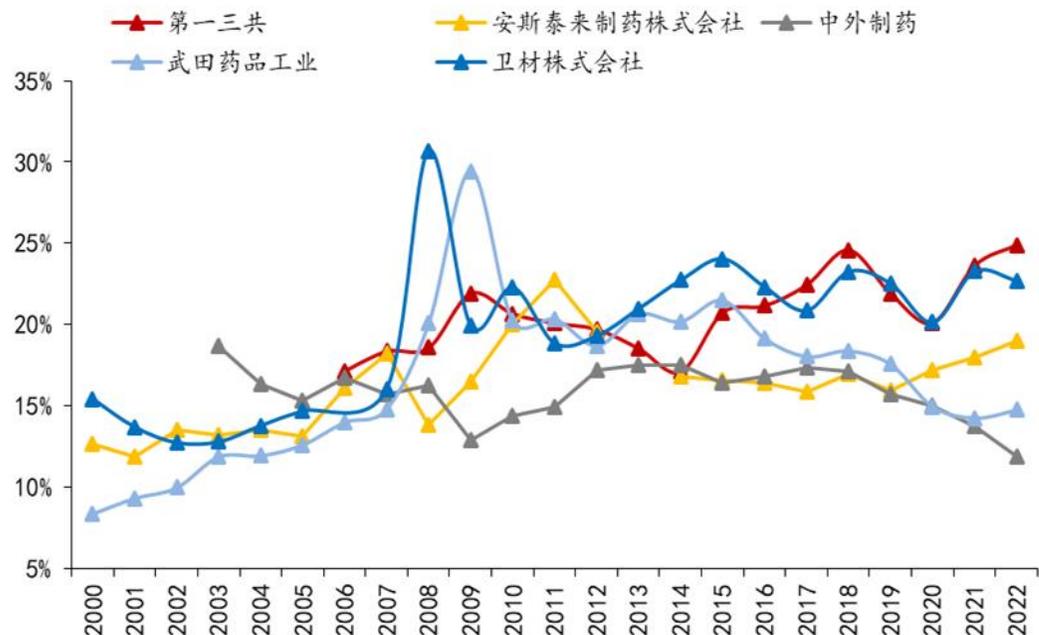


资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

➤ 制药股龙头的营收结构大多呈海外放量、国内收缩的格局，国际化趋势明显。人口老龄化下财政医疗负担加重，医保控费成为各国在保证社会福利的基础上缓解财政压力的主要措施，其对医疗板块的影响相当。第一三共、中外制药、安斯泰来、武田、卫材的主营业务均为创新药研发生产领域，在国内药费支出总体下降的压力下，创新药龙头纷纷拓展海外增量市场。

创新药：靠研发专利和海外拓展构筑护城河

图表：日本创新药龙头研发费用占比大多提升



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：08年后日本创新药龙头的超额收益基本实现翻倍增长



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（注：图为相对东证指数收益）

- 涨幅靠前的创新药企通过高研发投入、向海外拓展市场构筑盈利护城河。从研发费用占营收的比重变化看，创新药龙头的研发投入大多呈上升趋势，头部药企凭借专利优势纷纷于2008年后走向国际化道路，2008年-2020年期间，各创新药龙头的超额收益基本实现翻倍增长。

仿制药：政策红利驱动后续上涨行情，补贴退坡后行情难以持续

图表：2008年后日本仿制替代原研政策由前期的主激励走向制度性成熟

时间	日本政策/计划	内容
1997年	仿制药一致性评价	确立仿制药品质监管体系
2003年	引入DPC支付制度	DPC基于病人的分类按床日付费:根据住院天数,医院按照一定的比例得到支付,住院天数越长,支付的比例越低。采用DPC后病人的平均住院时间有所缩短,通过加强对医院成本控制的认识,间接推行仿制药。
2007年	《仿制药安全使用促进行动计划》	要求把仿制药的市场份额从2007年9月的18.7%提高到2012年的30%。
2008年	引入“仿制药药方奖励机制”和“仿制药使用奖励机制”	在处方中添加“不选择仿制药”的选项。如果医生在处方中对该选项进行勾选,药剂师有权用仿制药代替原研药,并对使用仿制药的处方等进行额外的奖励。
2010年	实施医院住院导入仿制药额外加成制度	全面推进仿制药在医保支付端改革,提升仿制药比例。
2013年	制定推广仿制药使用的路线图	计划到2018年3月底将仿制药的销量份额提高至60%或更高。
2014年	对“配药系统补偿”进行修订	要求具有DPC系统的医院加入仿制药指数功能,要求医师用通用名开方,如患者不接受仿制药,可能要完全自掏腰包。

资料来源：医药经济报、央广网、药融云、JGA新闻，国海证券研究所

图表：政策红利下，日本仿制药龙头在2002-2010年迎来大行情



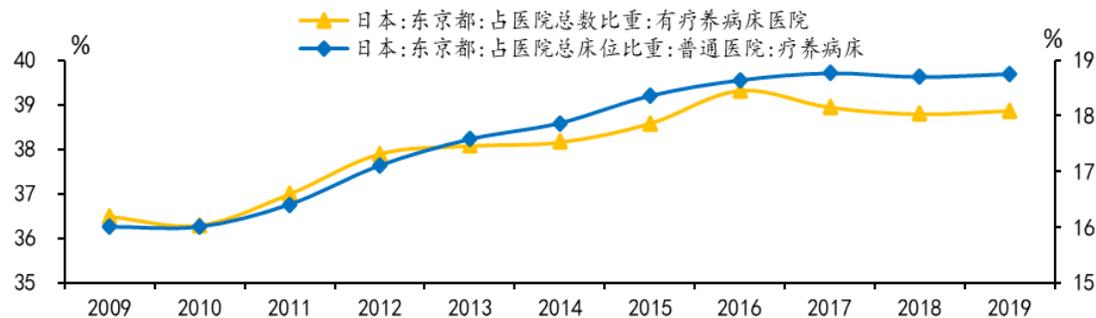
资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（注：图为相对东证指数收益）

➤ 仿制替代原研政策给仿制药企带来规模红利，2016年后随着补贴退坡、市场竞争激烈，仿制药行情难以持续。仿制药替代原研药是日本政府医保控费的措施之一，1997年的仿制药一致性评价给仿制药研发制定标准并奠定仿制药的发展基础；2000年-2007年仿制药政策的方向主要为间接激励性政策，2008年后医院诊疗、住院相继实施仿制药加成制度，给药剂师自主选择仿制药的权利和激励，仿制药市场开始迅速扩大，仿制药企凭借政策上的规模红利取得超额收益，但2016年后，伴随补贴退坡、竞争加剧，仿制药企盈利下滑，行情难以持续。

医疗赛道之护理：介护险出台催化医护设备及服务领域崛起

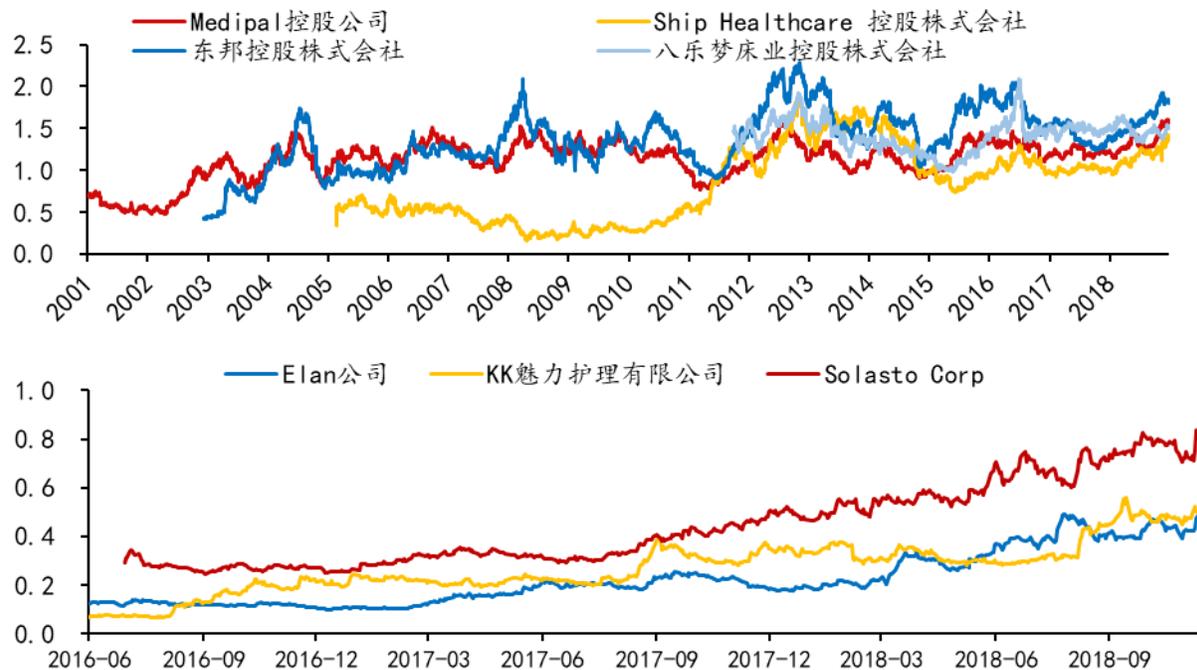
图表：日本以介护险推出为开端，政策推动医疗设施改善效果明显

时间	日本政策/计划	内容
2000年	《护理保健法》	强制所有国民从40岁开始缴纳介护保险费。该保险可以为65岁以上需要护理的老人以及40岁以上未及65岁因特定疾病而需要护理的居民提供照顾和护理服务
2005年	修订《护理保险法》	提出“地域综合照护体系”概念，把社会养老向居家养老方向调整。该理念提出以老人住宅为中心，构筑在30分钟内可达的日常生活区域内，老人可接受综合医疗、护理、预防、生活支援等服务的体系，实现有护理、医疗、预防等专门服务和附带服务功能的住宅以及生活支援福利服务相辅相成，支撑老年人居家生活。
2012年	修改《护理保险法》	推动从强化护理保险服务、强化与医疗合作、推进护理预防、确保生活支援服务和完善居住环境等方面入手，完善地域综合照护体系，构建新的居家养老模式。
2014年	“诊疗报酬”制度	为缓解医院床位紧张的压力，该制度为紧急出诊业绩较多的医疗机构增加了报酬，并大幅度削减医院的重症患者床位，推动医疗体制向着“偶尔住院、基本在家接受医疗服务”的方向转型。



资料来源：客观日本、人民网，齐鲁晚报，国海证券研究所

图表：日本的医护设备及医护服务领域相继崛起

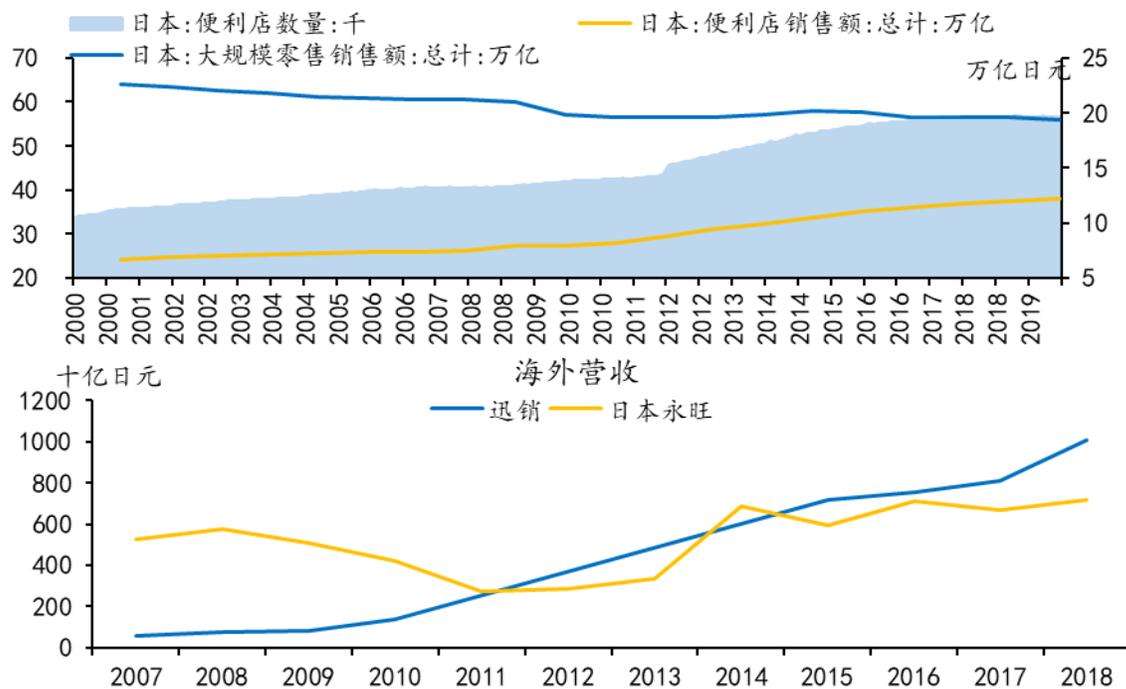


资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（注：上、下图分别为医护设备、医疗服务领域企业，均为相对东证指数收益）

➤ **长护险制度落地促进医疗护理设施的商业化落地，医护设备、医护服务领域相继崛起。**2000年护理保险制度（介护险）出台对于医疗护理板块具有里程碑式的意义，长护险的保费收入用于医护产业投资给医护领域带来发展机遇和盈利前景。日本东京设有疗养病床的医院比重及疗养床位的比重逐年上升，医护设备相应取得超额收益，硬件设施的完善也进一步推进了医护服务产业的行情。

零售赛道：消费趋势变革后便利店迎来蓝海市场，传统零售转型出海

图表：便利店销售在日本快速扩张，大型零售店向海外市场拓展寻增量



资料来源: wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图表：日本便利店及零售龙头在2010年后取得不俗的超额收益



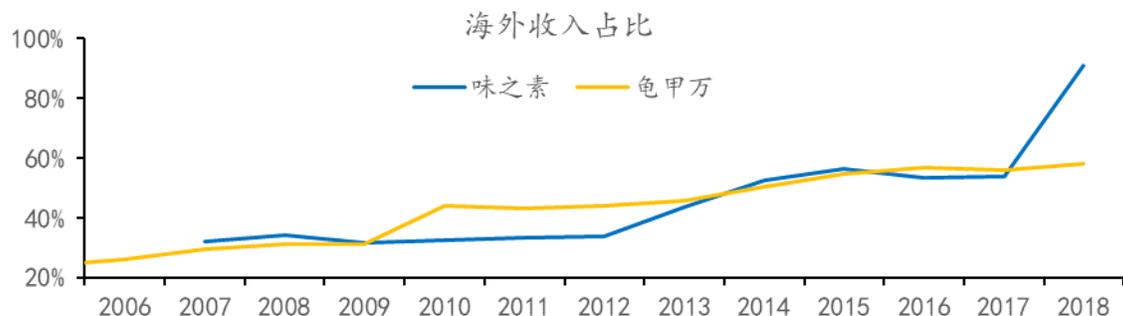
资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所 (注: 图为相对东证指数收益)

零售赛道中，涨幅靠前的个股聚集于便利店及大型零售领域，前者顺应日本国内的消费趋势，后者在国内业务低迷后寻求海外增量市场，均取得了不俗的超额收益。从日本便利店数量和零售额看，日本单身经济下消费趋势向便利化转型，2010年后便利店数量和销售额明显抬升，而传统的大型零售商受便利店新型消费场所的挤压处于下行区间；从传统零售商的海外营收看，2011年后迅销、永旺集团海外营收持续增长，日本传统零售商能够凭借转型出海优势规避国内零售市场的负面冲击，取得不俗的营收增速和市场表现。

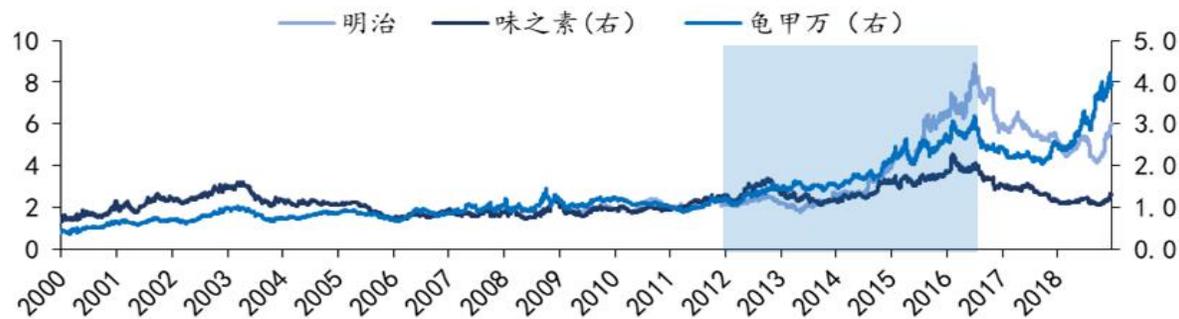
食品赛道：调味品、乳制品向健康、便利化转型

图表：日本食品及调味剂龙头纷纷迎合健康消费趋势，海外收入占比有所提升 图表：产品转型、海外拓展双重驱动下，日本食品龙头行情表现出色

企业	时间	健康领域的拓展
味之素	2011年	AjiPro®-L在北美上市，通过氨基酸改善奶牛的营养和生产力。
	2015年	与长谷川株式会社结盟从事发酵衍生的天然香料业务，旨在在未来几年内推出发酵衍生的天然香料并在全球发展业务。
明治	2009年	发布使用乳酸菌1R-1073的明治益生菌R-1。
	2011年	发布优质健身人士蛋白粉系列产品（蛋白质含量高、口感清爽）。
	2013年	明治利用在牛奶、奶粉的研发经验，推出「明治运动牛奶」。
	2015年	明治通过自主研发的“速攻吸收制法”，推出了蛋白质吸收更快、口感清爽的水果味新产品「SAVAS MILK」。
龟甲万	2016年	通过酿造技术的创新开发含有高浓度降血压肽的酱油。



资料来源：明治、龟甲万官网，亚洲化学产业信息，好运日本行，Bloomberg，国海证券研究所

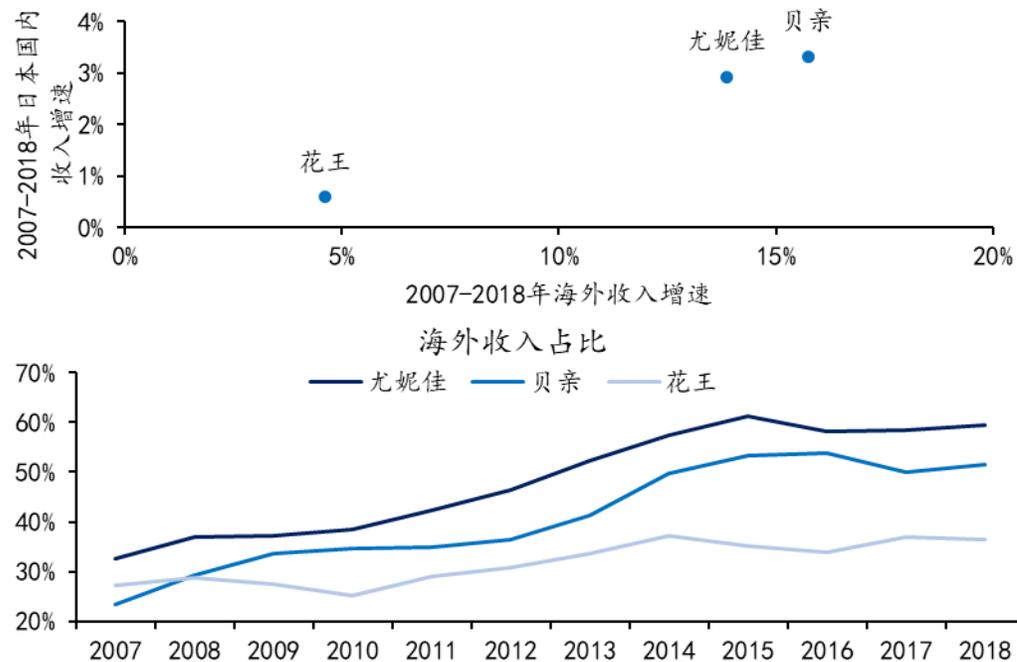


资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（注：上图为相对东证指数收益，下图为市盈率）

- **2012年食品赛道行情受消费趋势转型和海外出口放量共振驱动。**人口达峰后健康、便捷的生活方式成为日本民众的首要追求，2010年后味之素、龟甲万及明治等食品龙头相继研发更健康、便捷的新食品，各品牌拓展海外市场走向国际化，味之素、龟甲万海外收入占比明显抬升。

母婴个护赛道：母婴个护企业向海外寻求增量市场，涨幅明显

图表：日本母婴个护龙头的海外收入占比持续提升，且增速高于国内收入



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：日本母婴个护在2008年后走出长牛行情



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（注：上图为相对东证指数收益，下图为市盈率）

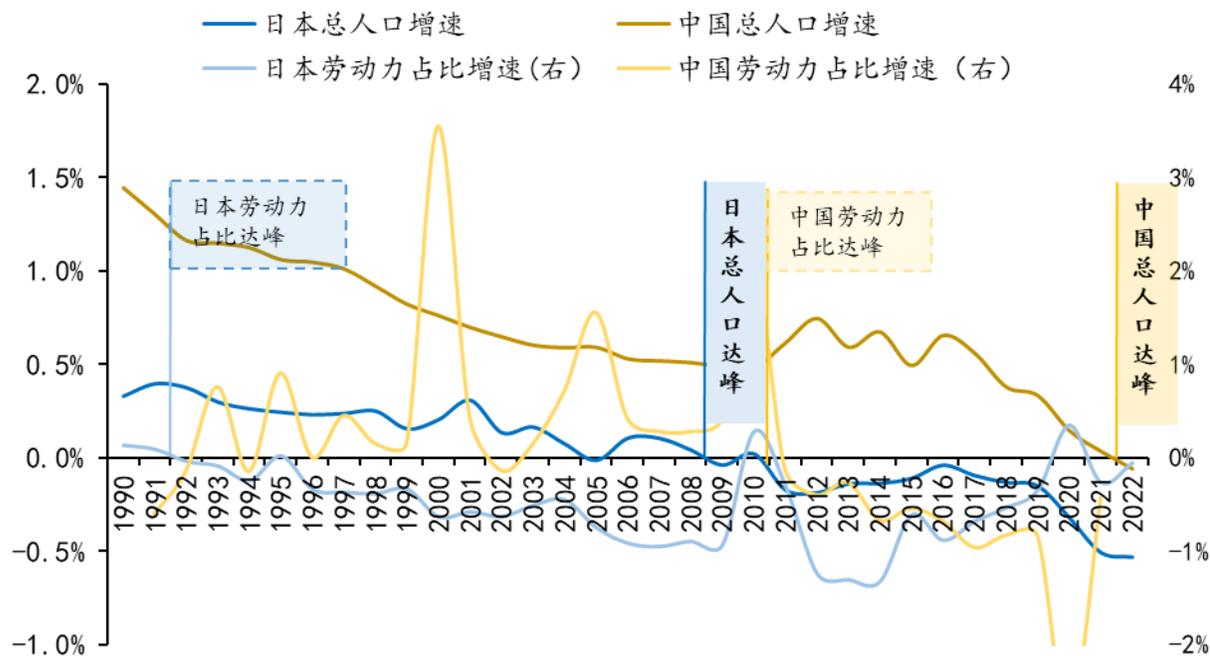
➤ 在日本国内生育率低迷的背景下，母婴品牌通过横向拓展产品品类、向海外寻增量市场维持增长。花王、贝亲、尤妮佳是日本母婴用品龙头，人口达峰从需求端对国内母婴用品厂商造成冲击，日本传统的母婴品牌的转型方向来源于两方面，一是拓展产品品类；二是向海外寻增量市场，2007年-2018年期间，花王、尤妮佳、贝亲的海外收入占比持续提升，且海外收入增速明显高于日本国内的收入增速。

目录

- 日本人口达峰前后的宏观经济变化与政策应对
- 日本人口达峰后的三大产业趋势与两大消费趋势
- 日本人口达峰后的行情：分化的市场，集中的主线
- 对标日本，中国人口达峰后A股市场的投资方向

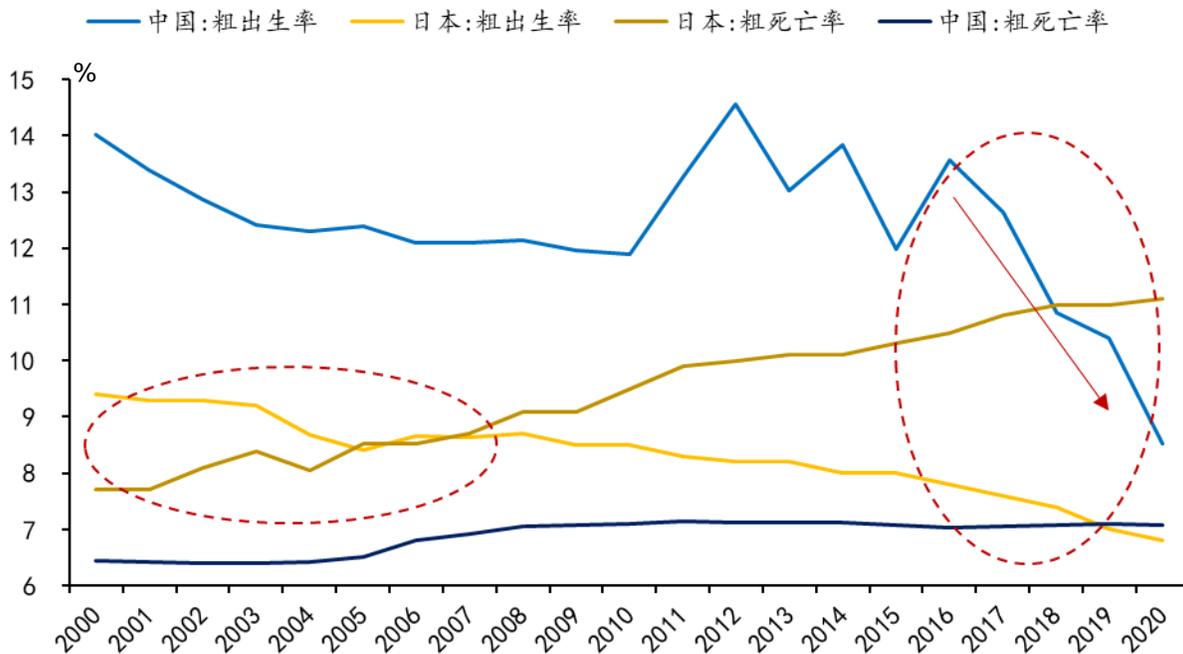
2022年我国总人口开始负增长，人口达峰正式确立

图表：中国继2010年劳动力人口占比达峰后，2022年总人口开始负增长



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国的人口出生率自2017年起急速下滑

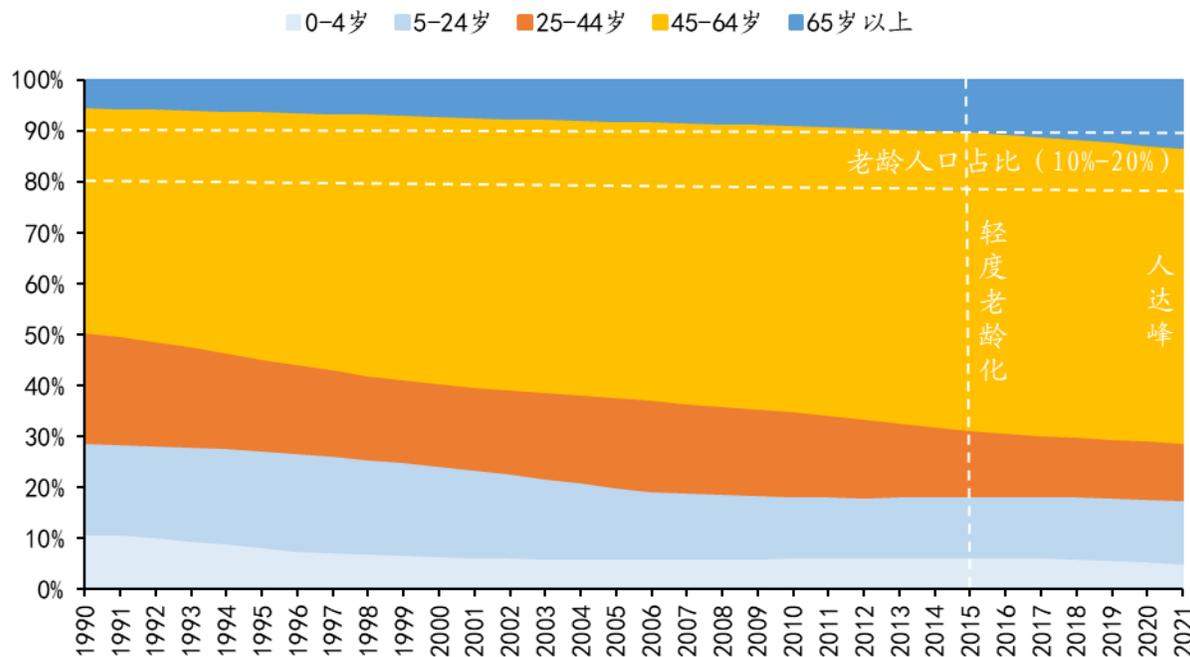


资料来源：Wind，国海证券研究所

- 劳动力人口占比达峰、总人口达峰是人口达峰的两个重要阶段，后者对经济的冲击在于需求端。劳动力人口占比达峰是人口老龄化的第一阶段，与人口红利消失、劳动参与率降低相伴相生，对于经济的冲击主要在于供给端；总人口达峰是人口老龄化问题的第二阶段，与消费结构变化相伴相生，对于经济的冲击在于需求端。
- 中国的人口出生率自2017年起急速下滑，生育意愿降低或是中国人口达峰进程加速的核心原因。对比中日人口达峰的进程，中国的人口出生率自2017年起急速下滑，死亡率并无明显增长。因此，生育意愿降低或是中国人口达峰进程加速的核心原因。

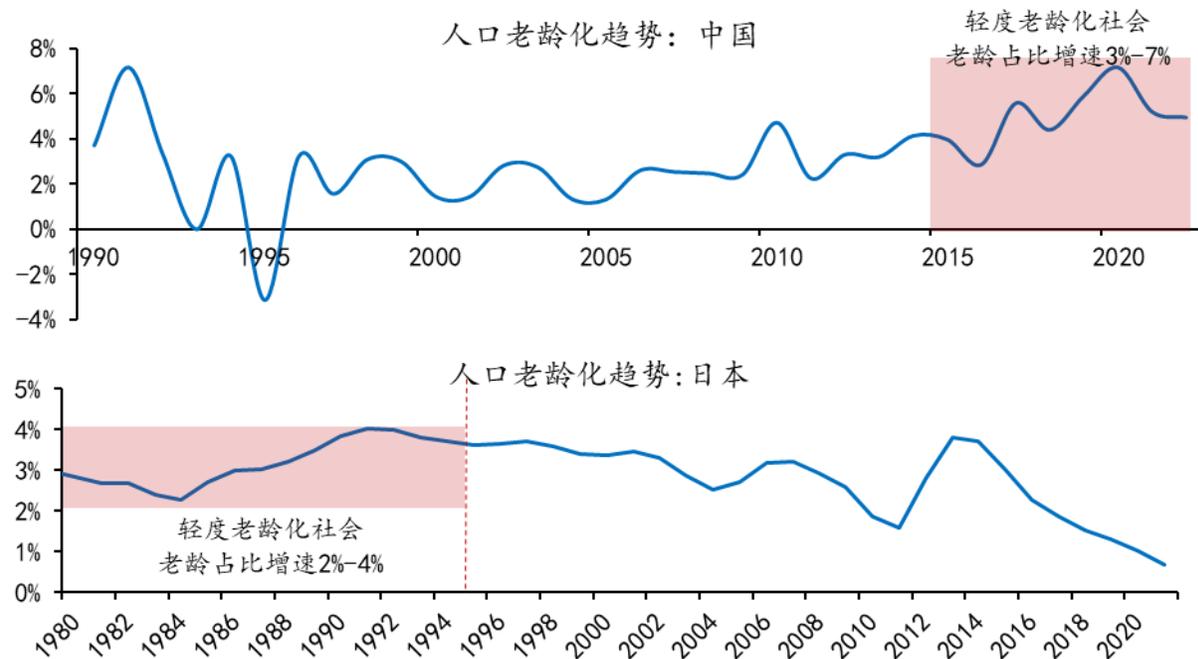
中国的老龄化程度较日本人口达峰时更轻，但老龄化趋势更为迅速

图表：当前中国的老龄化程度较日本人口达峰时更轻



资料来源：Our World in Data，国海证券研究所

图表：中国的老龄化趋势相比日本更为迅速

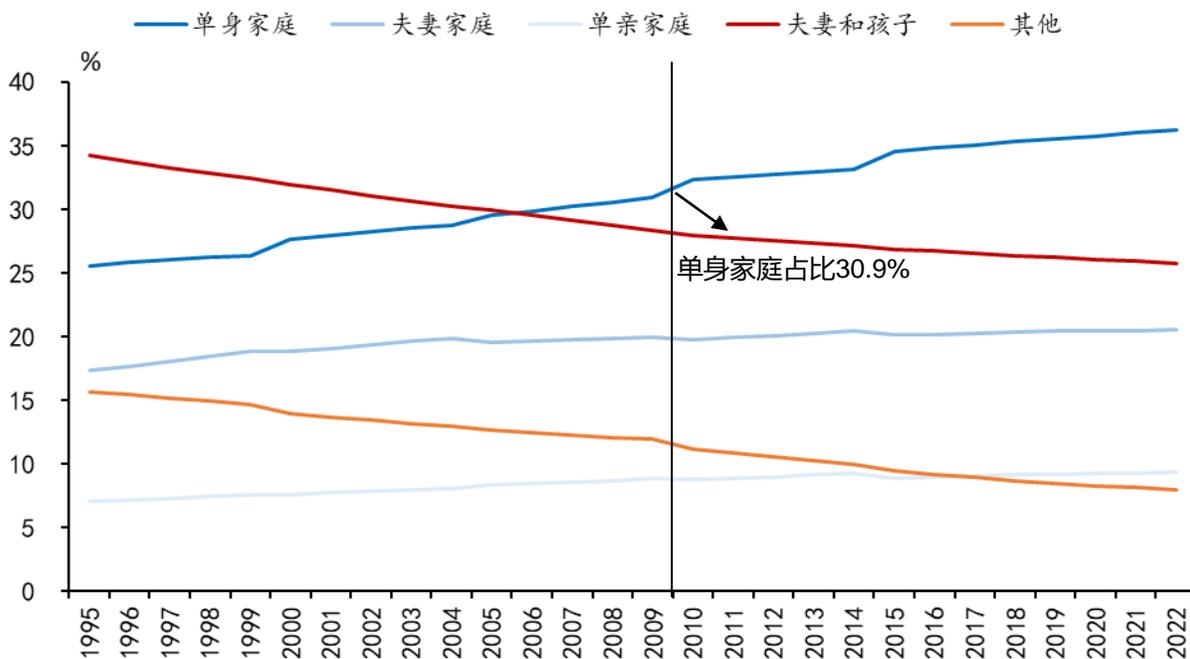


资料来源：Wind，国海证券研究所（老龄化趋势以65岁以上人口占比同比增速表示）

- 中国的老龄化程度较日本人口达峰时更轻，但老龄化趋势更为迅速。2021年中国人口达峰时老龄人口占比为14.2%，依照联合国标准，我国正处于轻度老龄化社会。但从老龄化趋势看，日本在轻度老龄化时期（65岁以上人口占比10%以上）老龄人口占比增速在2%-4%的区间，而当下中国的老龄人口占比增速位于3%-7%的区间，且斜率更为陡峭，因此中国的老龄化趋势更重，中国将更快步入中度老龄化社会。

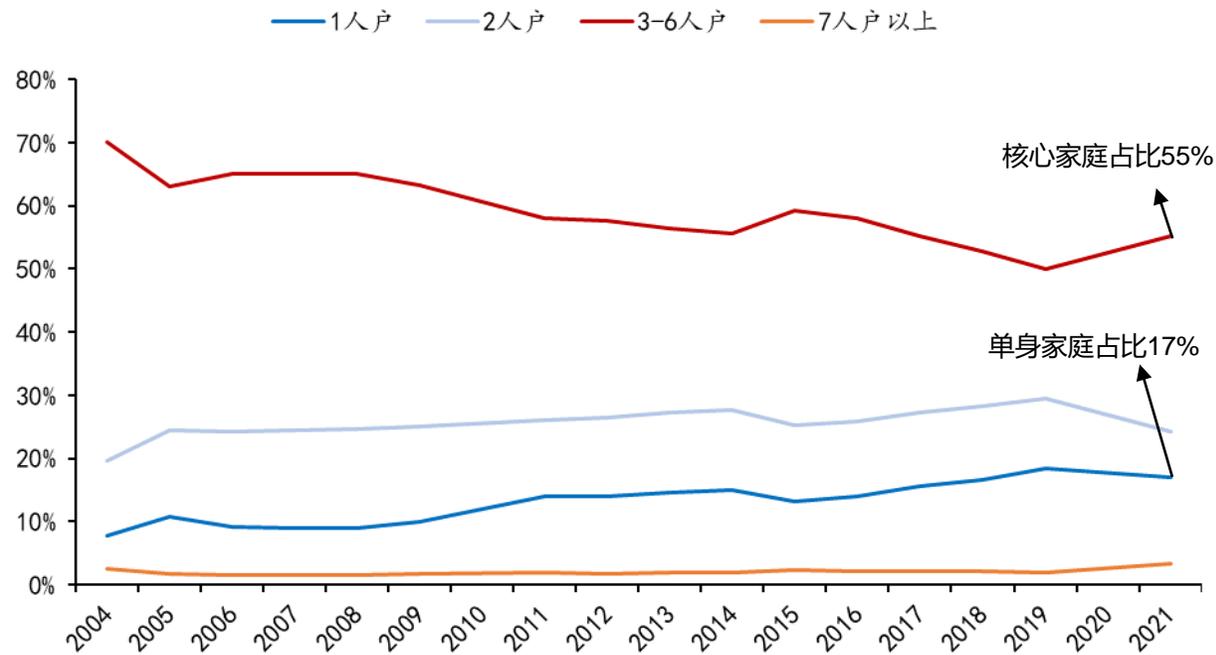
中国的家庭结构仍以“核心家庭”为主

图表：日本人口达峰后，家庭结构以“单身族”为主



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国的家庭结构向小型化发展，但仍以“核心家庭”为主



资料来源：Wind，国海证券研究所

➤ 中国的家庭结构面临小型化、单身化趋势，但与日本以小型户为主体不同，中国的家庭结构仍以“核心家庭”为主。日本人口达峰时期（2009年）单身家庭占比为30.9%，为主要的家庭结构；与日本不同，中国当下仍以3-6人的核心家庭为主。从趋势上看，中国的家庭结构向小型化、单身化方向发展。

图表：中国、日本人口达峰时点的异同

	中国（2022年）	日本（2009年）
经济增速、通胀中枢	5%/1.8%左右	1%/-0.5%左右
人口结构	2021年老年抚养比为20.8%；分地区看，华南、西北地区仍然保持人口正增长。	2009年老年抚养比为36.5%，劳动力人口占比更小。
家庭结构	3-6人核心家庭结构占比更高	单身家庭占比更高
国民储蓄率	46.2%	25.4%
居民杠杆率	61.3%	60.3%
政府杠杆率及财政压力	2022年政府杠杆率为71.3%，2021年社保支出占GDP比重为8%，财政补贴占社保收入的23%。	2009年政府部门杠杆率为145.1%，社保支出占GDP比重达18.6%，政府财政负担加重。
OECD房价	根据OECD房价指数，中国2022年Q3房价指数为134，达到历史峰值，地产周期缓慢下行趋势确认。	日本自1991年房价泡沫破灭后，截至2009年Q2，OECD房价指数从1991年峰值的168跌至93，随后缓慢上行。

资料来源：Wind，国海证券研究所

- **中国人口达峰对经济与社会的冲击大概率会弱于日本。**从经济增速和增长潜力看，2019年至今我国的GDP增速中枢尚在5%，居民储蓄率达46.2%；从人口、家庭结构看，与日本相比我国老龄化程度更低，社保支出等财政负担相对更小，经济贡献较大的华南地区人口仍保持正增长；我国家庭规模以3-6人为主，家庭住房、出行需求对大宗消费有所支撑。
- **人口达峰的带来的负面影响仍然不能忽视。**参照日本，劳动力缺口与社保压力的影响或将逐渐增大。

图表：人口达峰背景下，劳动弹性系数的重要性在提高

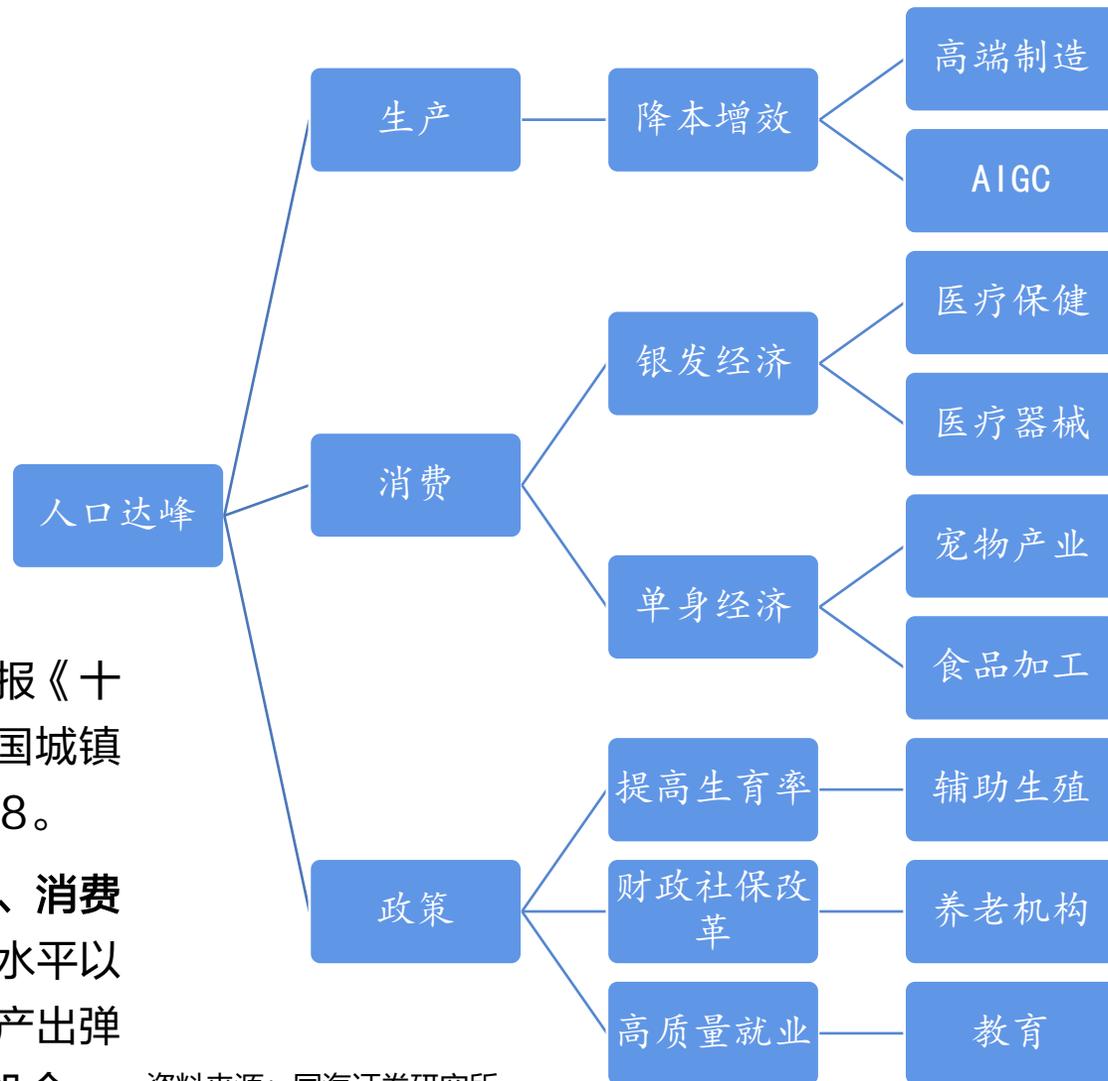
$$Y = A(t) L^\alpha K^\beta \mu$$

- A_t =综合技术水平
- L =投入的劳动力数
- K =投入的资本
- α =劳动力产出的弹性系数
- β =资本产出的弹性系数
- μ =随机干扰的影响

资料来源：国海证券研究所

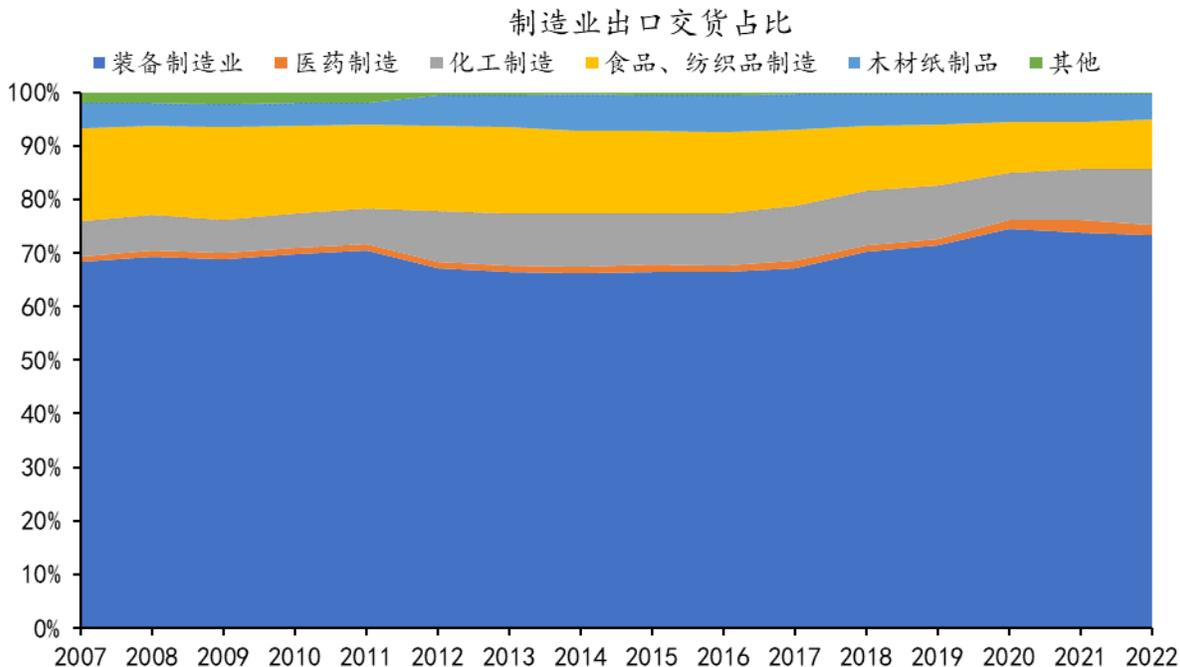
- 人口达峰背景下，劳动弹性系数的重要性在提高。根据光明日报《“十四五”时期如何实现更加充分更高质量就业》，2016年，我国城镇就业弹性系数为0.376；到2019年，就业弹性系数下降到0.318。
- 参考柯布-道格拉斯生产函数，关注三大领域投资机会（生产、消费与政策）。生产方面，关注能实现降本增效的产业对综合技术水平以及资本投入及其弹性的贡献，政策方面，关注提高劳动力及其产出弹性的领域，消费方面需把握人口结构变化带来的细分领域投资机会。

图表：参考日本，中国人口达峰的方向与投资逻辑梳理



资料来源：国海证券研究所

图表：中国当前制造业出口交货结构



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：疫情影响下全球贸易保护主义渐浓

地区	政策	主要内容
日本	“供应链改革计划”	增强国内生产能力、开拓多元生产基地、防止重要技术流失与建立供应链国际互补机制。
欧盟	《欧洲芯片法案》	加强半导体生态系统、提高供应链弹性和安全、减少外部依赖的紧迫性，并重申到2030年将全球半导体生产份额提高到20%的目标。
美国	《2022年美国竞争法案》	加速美国关键半导体芯片的生产，加强本土制造业和供应链，推进科学研究和技术创新，以及支撑引进国际人才，批准了近3000亿美元的投资，以全面提升美国的全球竞争力。

资料来源：新浪财经，中科院网信工作网，中科院技术战略咨询研究院，国海证券研究所

- **长期来看，高端制造是经济增速中枢下台阶时的必要增长极。** 上世纪70年代美国与日本皆依靠产业结构转型度过经济增速中枢下台阶的阵痛期，产业结构上实现由资本密集型向高附加值产业的转变。日本人口达峰后，高附加值产业份额仍在持续提升。从我国出口交货值看，以运输、电气、电子等高端设备为代表的装备制造业出口比重逐年提高，产业结构高端化转型的趋势确认。
- **全球贸易保护主义渐浓的情形下，产业链完备是抵御风险的压舱石。** 发达经济体在紧缩的同时也不断在寻求核心供应链的回归，而当前美国对国内的技术限制也在不断加码，2022年10月美国商务部工业和安全局（BIS）通过《联邦公报》网站正式宣布对其出口管制措施进行一系列有针对性的更新，以限制中国购买和制造某些用于军事应用的高端芯片的能力。

全球产业主要趋势：AIGC

图表：每一轮人机交互的变革都会带来产业级投资机会



资料来源：国海证券研究所

➤ 人工智能步入新发展阶段，逐步迈向AGI；AIGC拥抱人类，创造人机交互新变革，将迎来更多新机遇。人工智能从理论发展分为四个阶段：规则导向、机器学习、深度学习、自主学习阶段，目前处于深度学习阶段；从应用成熟度可分为三个阶段：弱人工智能阶段（ANI）、强人工智能阶段（AGI）、超人工智能阶段（ASI），目前处于ANI阶段；从应用类型可分为四种：感知式AI与分析式AI应用较成熟，决策式AI近年来发展迅速，生成式AI迎来突破。

国内消费趋势：第三与第四消费时代

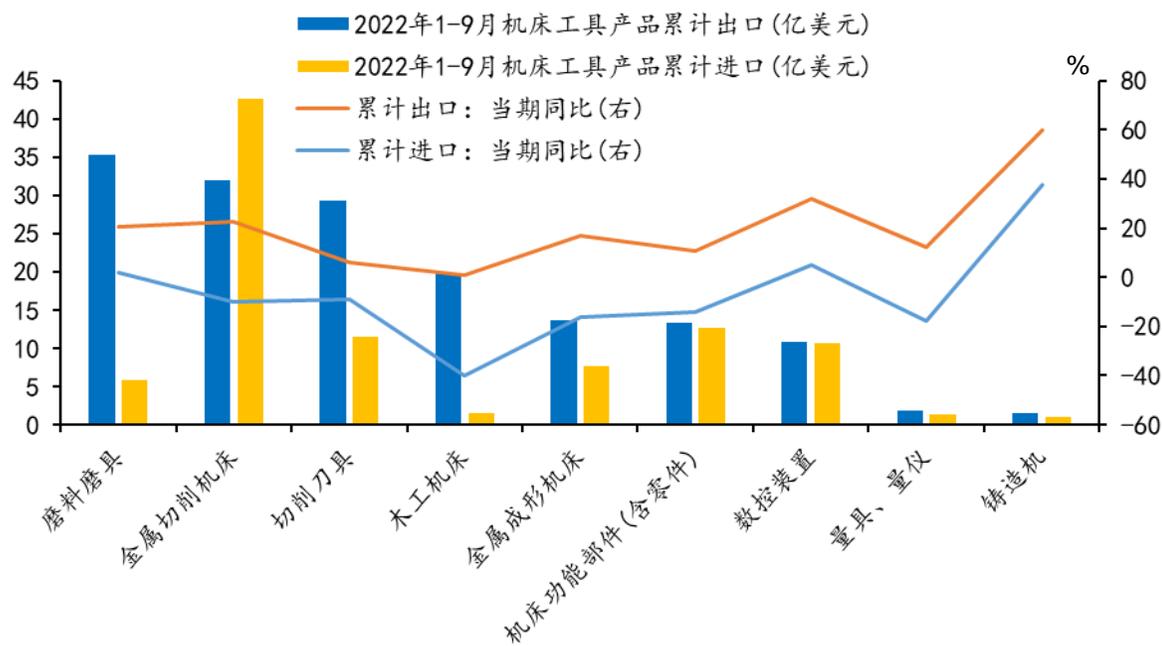
图表：从结构上看，除了必选的食品饮料零售，汽车、住房、服装等偏个性化、品质化的支出居前

中国	汽车	石油制品类	食品饮料	住房	服装	药类	日用品	文化娱乐	烟酒	通讯类	金银珠宝类	化妆品
社零细分领域 年均占比	28.93%	15.92%	11.63%	10.51%	10.14%	5.24%	4.04%	3.92%	2.93%	2.72%	2.19%	1.83%
年复合增速	-0.2%	-2.4%	2.1%	-0.8%	-1.3%	-2.8%	2.8%	2.1%	0.6%	10.3%	-1.2%	4.9%
日本	食品饮料	文化和娱乐	水光电热	私家车	住房	衣服和鞋类	医疗保健	教育	通讯	个人护理	公共交通	烟酒
家庭消费支出 年均占比	24.08%	9.97%	7.15%	6.79%	6.21%	5.15%	4.27%	3.83%	3.66%	2.52%	2.12%	1.63%

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：图表覆盖中国（2010-2021）、日本（2000-2008）人口达峰前时期）

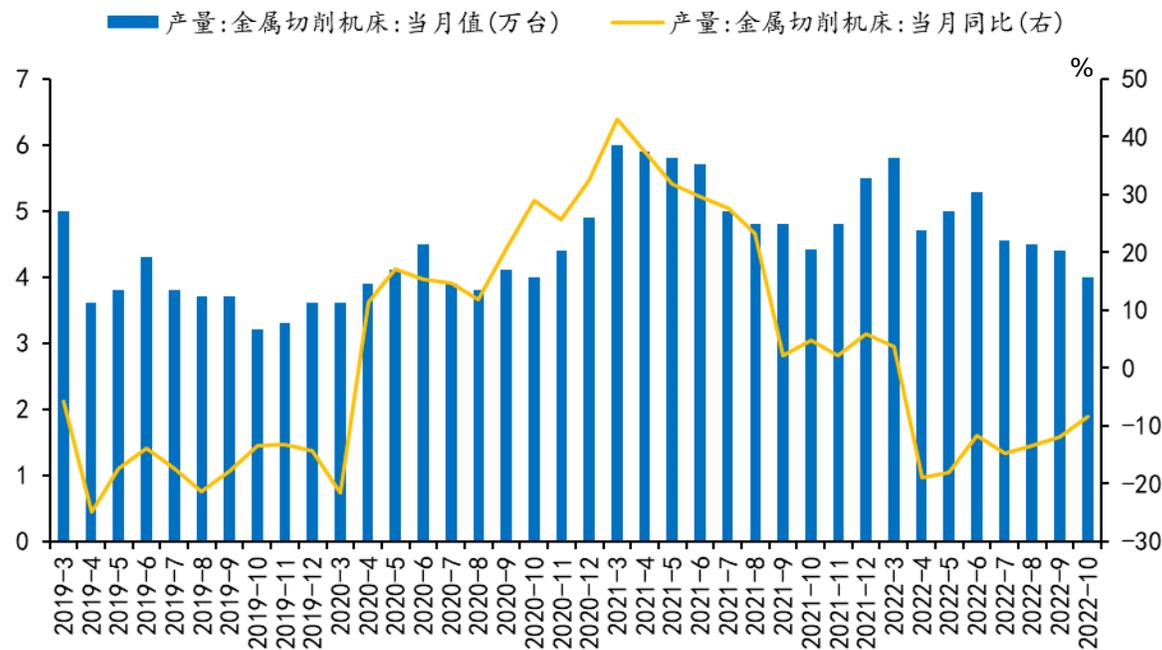
- 以细分社零的年均占比衡量中国人口达峰前的消费结构，当下中国仍处于第三消费时代。与日本以食品、文娱为主的消费结构不同，中国在汽车、住房、服装等重个性化、品质化的消费支出上居前，当下的中国仍处于第三消费时代。
- 从中国消费结构的变迁看，当下的消费趋势正向第四消费时代过渡。以2000年-2021年社零占比的年复合变动看中国的消费结构变化，比重较高的汽车汽油类、住房、服装均呈下降趋势，文娱、个护类用品支出从未位增长，反映消费趋势正向第四消费时代“理性消费、低炫耀消费”过渡。

图表：2022年1-9月机床进口总体下降，出口大幅增长



资料来源：中国机床工具工业协会，国海证券研究所

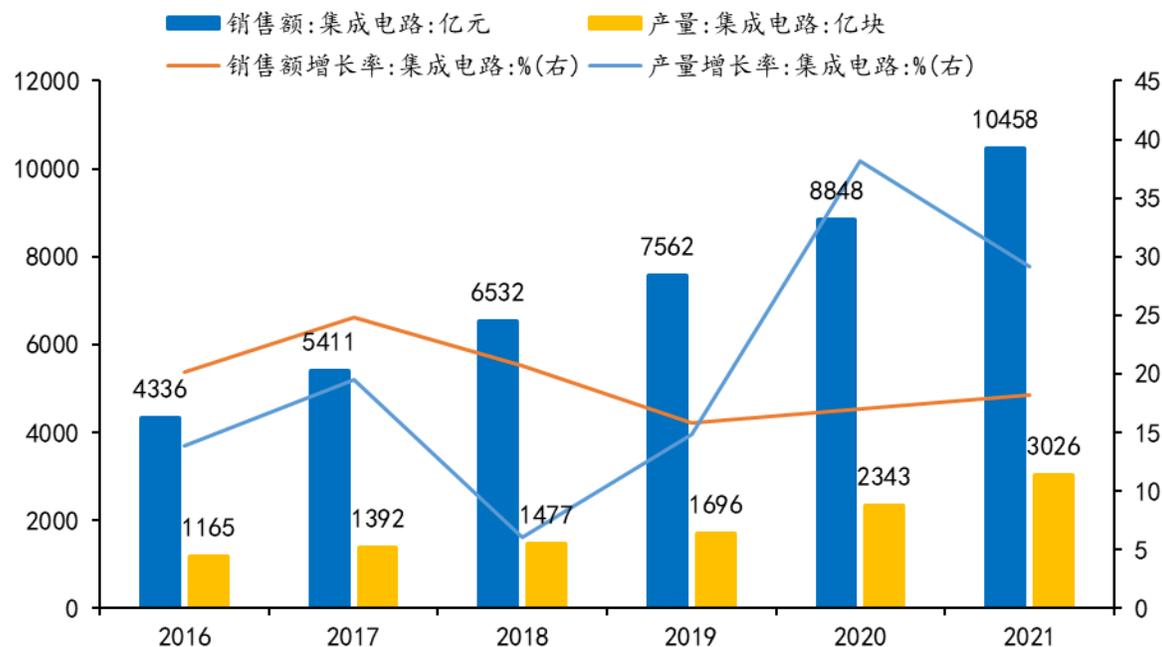
图表：2022年以来我国金属切削机床产量呈现底部回升态势



资料来源：Wind，国海证券研究所

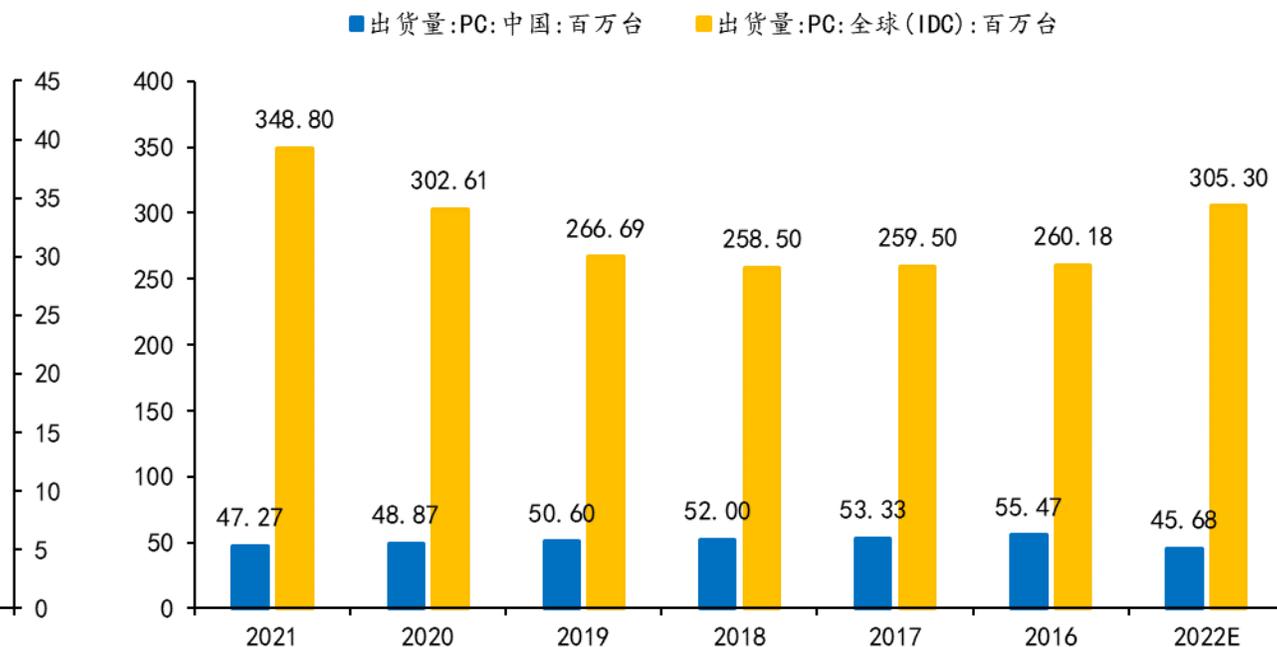
➤ **国家政策补贴驱动，工业母机高端化和国产替代步伐加速。**工业母机是高端制造的基础，2021年全球机床行业产值同比上升20%，2022年1-9月金属切削机床累计出口同比上升22.62%，产量当月同比连续多月上行。作为整个工业体系产业链的核心环节，数控机床的发展水平关系到我国制造业的综合竞争力。2022年9月在“大力发展高端设备制造业”发布会上工信部发言人表明，“下一步将继续做好工业母机的顶层设计工作，统筹产业、财税、金融等各项政策”。预计2023年我国工业母机产业体系的完整度和技术层次有望得到进一步提升，高端机床设备及核心零部件的国产替代步伐加快。

图表：2016年以来我国集成电路产量和销售额逐年上升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：我国CPU国产出货量仍有较大提升空间

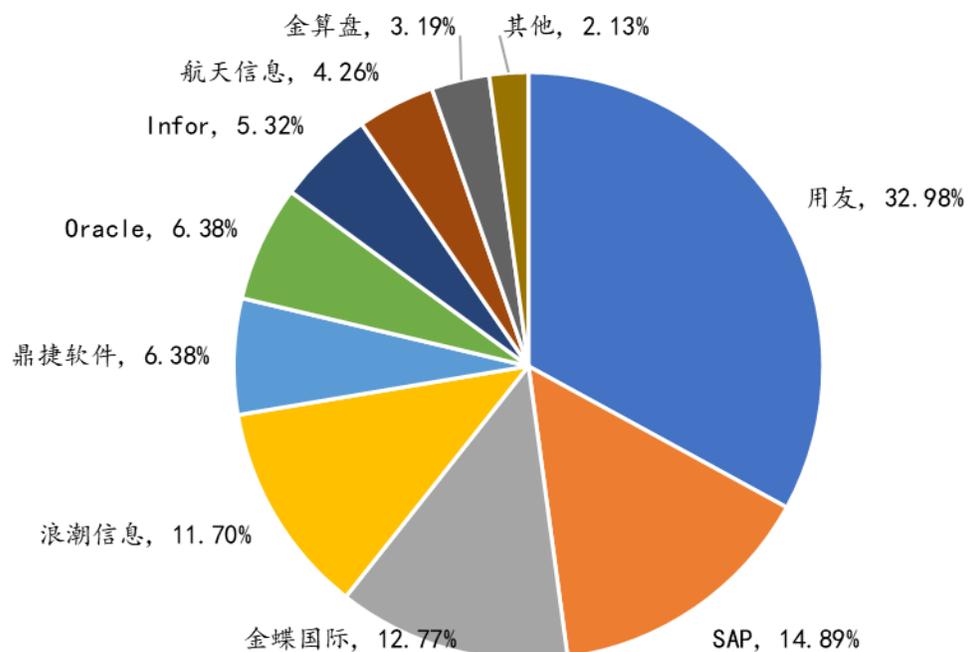


资料来源：Wind，国海证券研究所

- **在国家政策支持下，我国集成电路产业正处在高速发展时期。**近年来我国集成电路产量和销售额逐年上升，2021年销售额首次突破万亿元。2018年至今，各部门相继出台近20项集成电路产业扶持政策，从行业技术规范、产业集群发展和人才培养等方面优化产业发展环境。目前我国集群化区域带动效应明显，技术研发稳步推进，产业有望保持快速平稳增长态势。
- **中国硬件发展加速，市场替换空间较大。**我国计算机用户基数庞大，疫情防控期间线上办公需求较大，国家对企业研发的技术引导和财政优惠政策支撑起CPU下游PC和服务器需求持续高涨。信息安全和国际贸易环境的不确定性催生了强烈的国产替代需求，当前我国国产出货量占比仍有较大提升空间，国家高度重视核心技术攻关，信息化大环境拉动市场前景广阔。

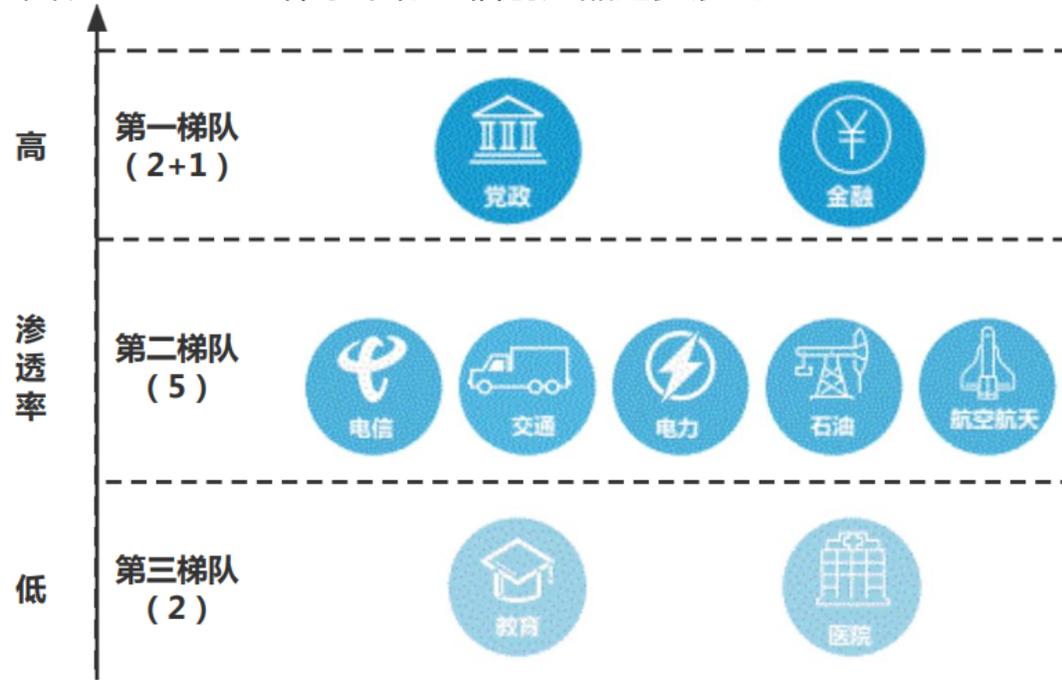
制造强国：信创产业链生态逐步建立，国产份额初显优势

图表：2020年国产ERP厂商超过国外，占据主要市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

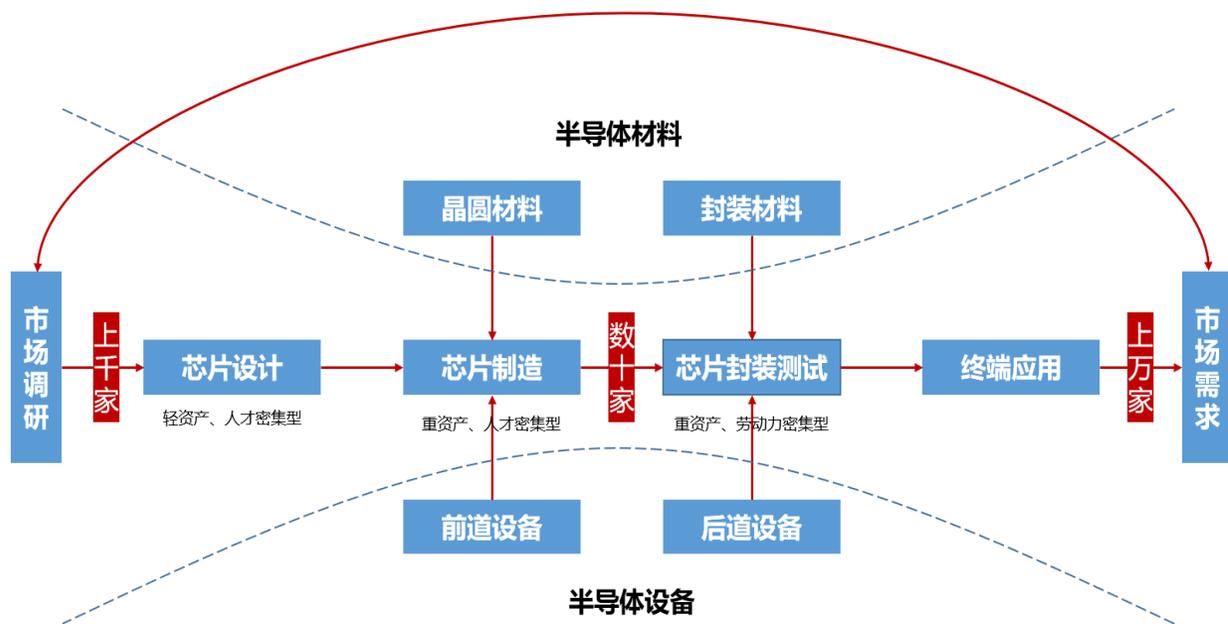
图表：“2+8”体系下行业信创产品逐步渗透



资料来源：《2020-2021年信创发展研究报告及60强企业》，国海证券研究所

- **操作系统生态建立，国产ERP渗透率持续提升。**信创政策“2+8”体系下国产软件系统加速替代，党政领域信息化渗透率较高，领跑第一梯队，教育和医疗信息化正逐步推进。2020年国产ERP厂商市场份额首次超过SAP，当前，我国部分国产操作系统厂商已拥有从芯片到系统集成的全产业链生态。
- **数据库规模保持较快增速，国产化前景向好。**我国关系型数据库高速发展，根据中国信通院统计数据，预计我国市场规模5年年复合增速将达到23.4%。2022年11月17日中国信通院组织召开“搜索型数据库”技术研讨会，讨论认为我国在搜索型数据库领域存在取得全球领先地位的可能性，我们预计未来随着行业信创的逐步推进，国产数据库厂商将迎来较大发展机遇。

图表：穿越景气周期的国产替代聚焦半导体材料与设备



资料来源：国海证券研究所

图表：半导体材料主要上市公司

半导体材料主要上市公司			
硅片 沪硅产业 立昂微 中环股份	掩膜 清溢光电	靶材 江丰电子 有研新材	封装材料 切割材料 岱勒新材 彤程新材 封装基板 深南电路 兴森科技 芯片粘料 飞凯材料 联瑞新材 宏昌电子
电子气体 金宏气体 杭氧股份 凯美特气 正帆科技 华特气体	光刻胶及配套 晶瑞股份 彤程新材 雅克科技 南大光电 华懋科技 江化微	CMP耗材 鼎龙股份 安集科技	
		刻蚀设备硅电极 神工股份	

资料来源：国海证券研究所

➤ BIS新规实施以及国产化意愿下，设备产商加速研发，材料产商国产份额加速提升。中美贸易竞争不断加码的背景下，半导体产业链关键环节的国产替代需求持续增强，国产化斜率有望加大。从产业链上下游竞争格局来看，自主可控链条里，半导体设备与半导体材料是逆周期扩产领域业绩相对存在确定性的板块。

图表：通过贴图变换生成服饰、武器皮肤



资料来源：手游那点事公众号

图表：网易《故土》角色风格化头部模型生成

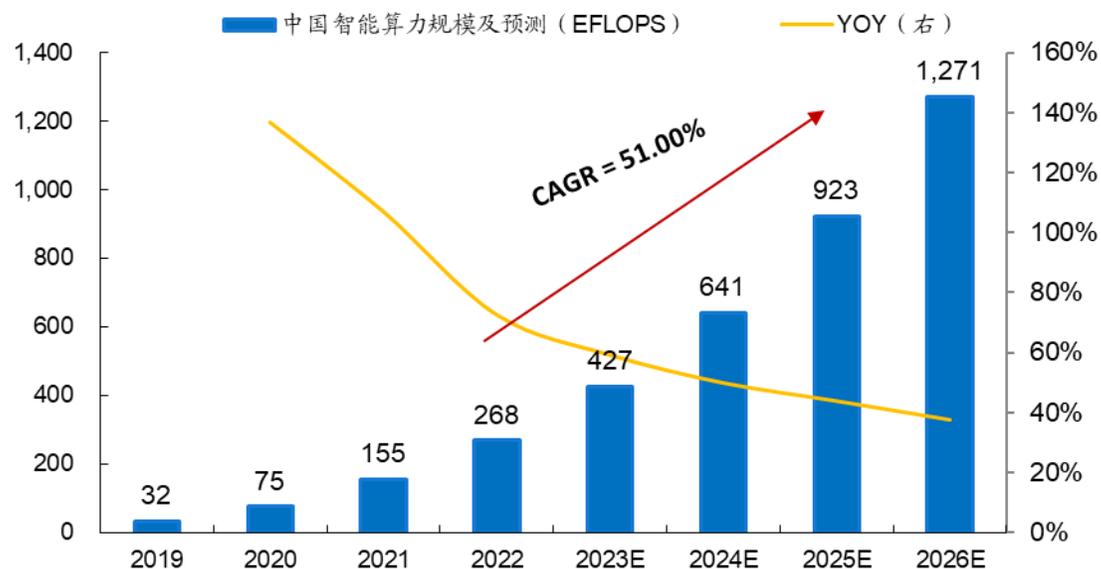


资料来源：手游那点事公众号

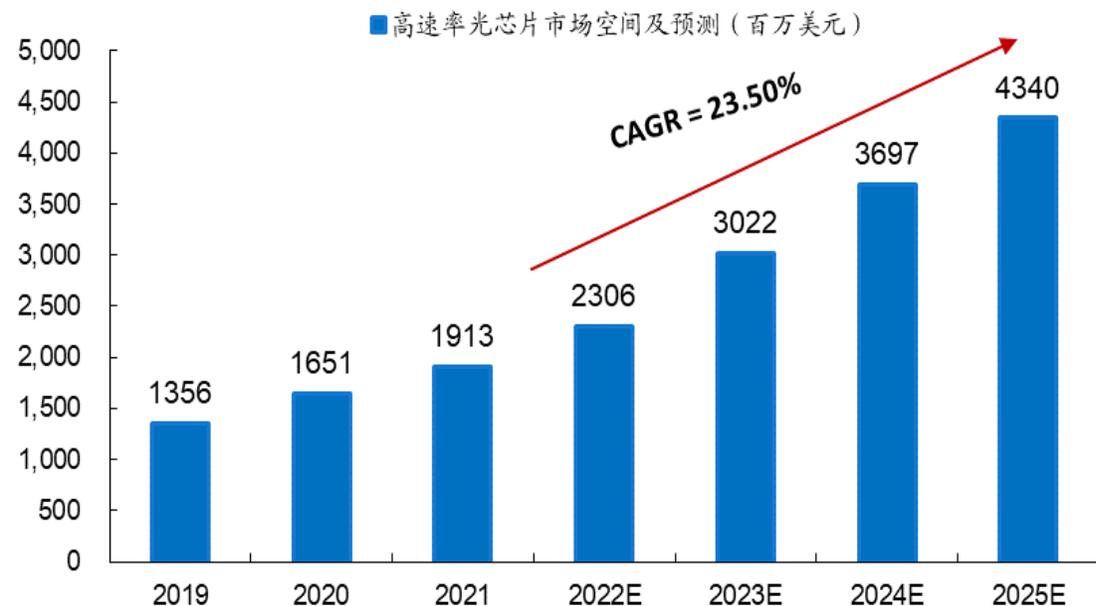
- AI技术赋能游戏研发，促进游戏高效&精细化生产与重制。主要包括，语言驱动嘴型动画技术（已落地）；面部动捕技术；风格化头部模型生成技术；动捕去噪技术；视频动捕技术：通过动作迁移技术；贴图变换技术；自动抽帧技术；资源超分技术。
- AI技术提升游戏体验，带给玩家丰富&多样化选择与感受。主要包括：优化匹配机制；自动捏脸；语言交互功能；基于音乐的舞蹈生成；文本生成；语言合成；音色转变；平衡性测试；AI换脸；游戏环境监控平台；AI综合技术打击外挂。

AIGC：光模块等算力投入带来通信板块投资机会

图表：根据IDC预测，2022年至2025年中国智能算力规模CAGR为51.0% 图表：2022年至2025年光模块整体市场空间CAGR为23.5%



资料来源：IDC，国海证券研究所



资料来源：Omda，国海证券研究所

- AI技术扩散有望拉动云厂商算力投资，架构升级光模块需求提升。光模块属于数据中心重要组件，是一种高效光通信设备，可将电信号转换成光信号进行传输，应用于数据中心、通信网络等领域，用于连接服务器与交换机等，实现传输高速、稳定、可靠的光纤传输。根据LightCounting的数据，2022年全球数据中心光模块市场规模将达到50.50亿美元，2025年将增长至73.33亿美元，2022-2025年CAGR为13.2%。在高速率模块光芯片方面，根据Omda对数据中心和电信场景激光器芯片的预测，2022年至2025年整体市场空间将从23.06亿美元增长至43.40亿美元，CAGR为23.5%。

图表：金山办公上线WPS AI



资料来源：搜狐网

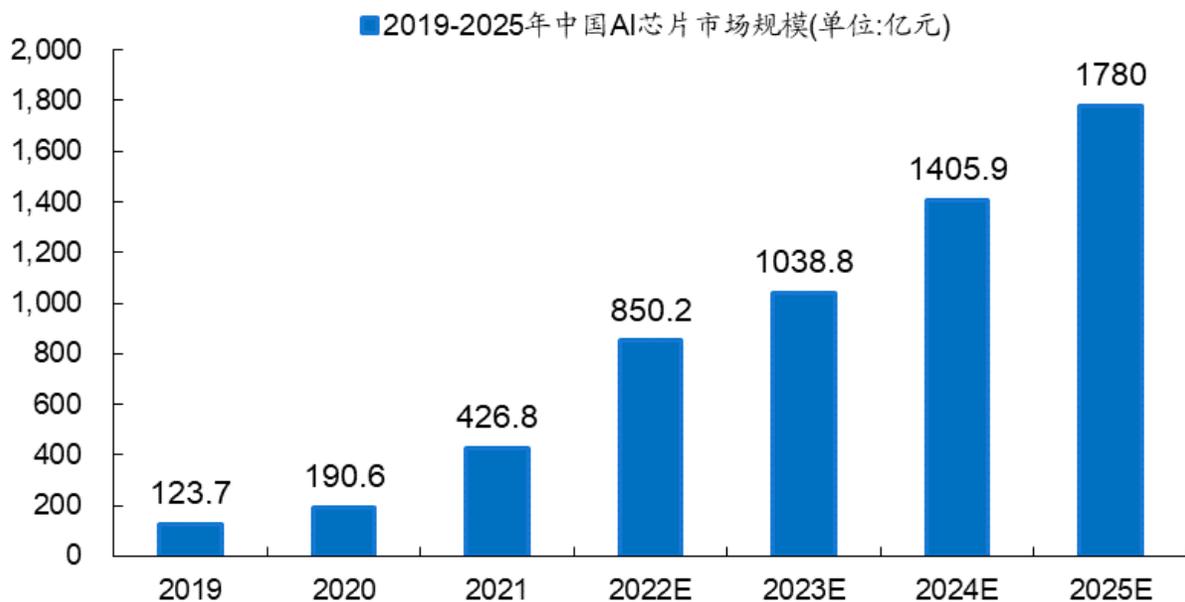
图表：钉钉接入千问大模型，宣布全面智能化



资料来源：搜狐网

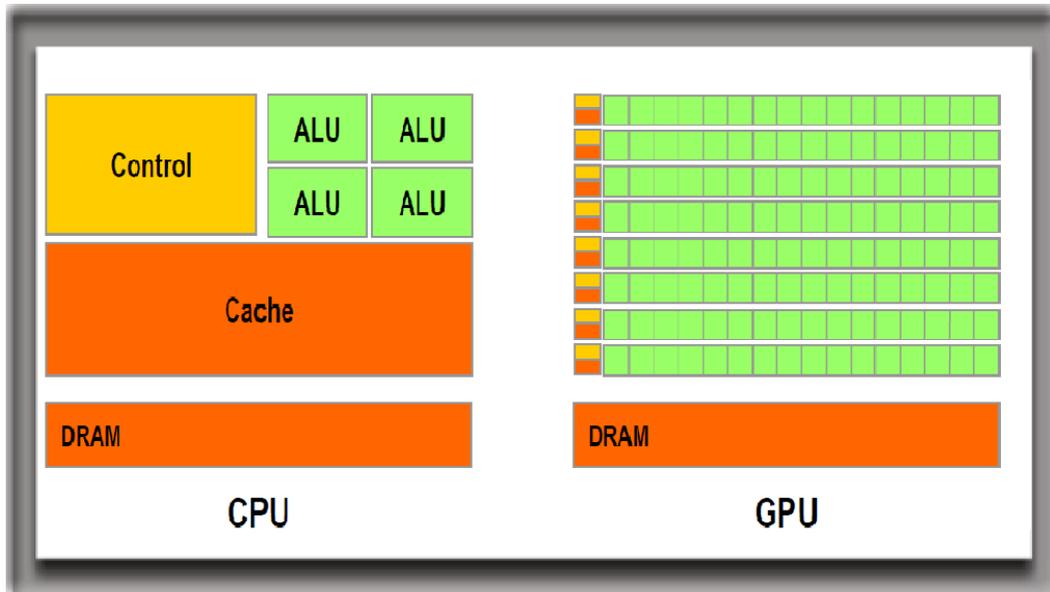
- 当AIGC新时代来临，在办公场景打开新入口后，协同办公软件作为连接员工和企业中后台应用的门户，正在展现出新潜力。据亿欧智库的市场研究报告，中国数字办公行业在最近几年都保持了较为稳定的规模增长。2022年中国数字化办公市场规模达到了973.89亿元，今年市场将正式突破千亿元的大关。近期，金山办公上线了WPS AI；飞书也在上周公布了专属智能助手My AI。此前，还有得到了GPT-4赋能的微软Microsoft 365 Copilot“智能副驾驶”等巨头的重量级产品领跑。国内外厂商蜂拥而上，大模型正在成为智能办公产品的标配，行业新潜力正在焕发。

图表：2022至2025年AI芯片市场规模CAGR为28%



资料来源：亿欧智库，国海证券研究所

图表：GPU不涉及CPU通常遇到的复杂的分支运算，成为AI芯片的最优选择

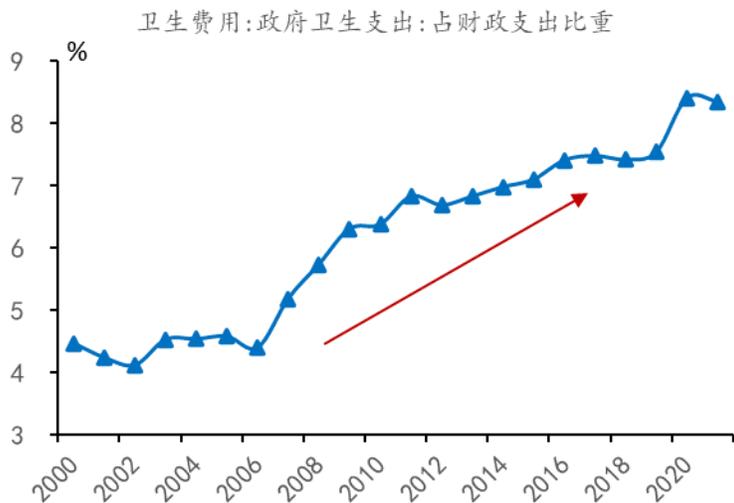


资料来源：Ofweek

➤ **ChatGPT引爆全球龙头公司军备竞赛，国产厂家加速追赶。** AI芯片被称为AI加速器或计算卡，即专门用于加速AI应用中的大量计算任务的模块（其他非计算任务仍由CPU负责），以GPU、FPGA、ASIC为代表的AI芯片，是目前可大规模商用的技术路线，是AI芯片的主战场。英伟达A100和H100是目前最为稀缺的战略物资，3月以来英伟达开始明显加单。国产加速卡目前的能力还无法为大模型提供高效的训练能力，但未来大规模部署时需求量更大的是推理卡，推理卡相较训练卡的要求大幅降低，国产厂家有入局机会。

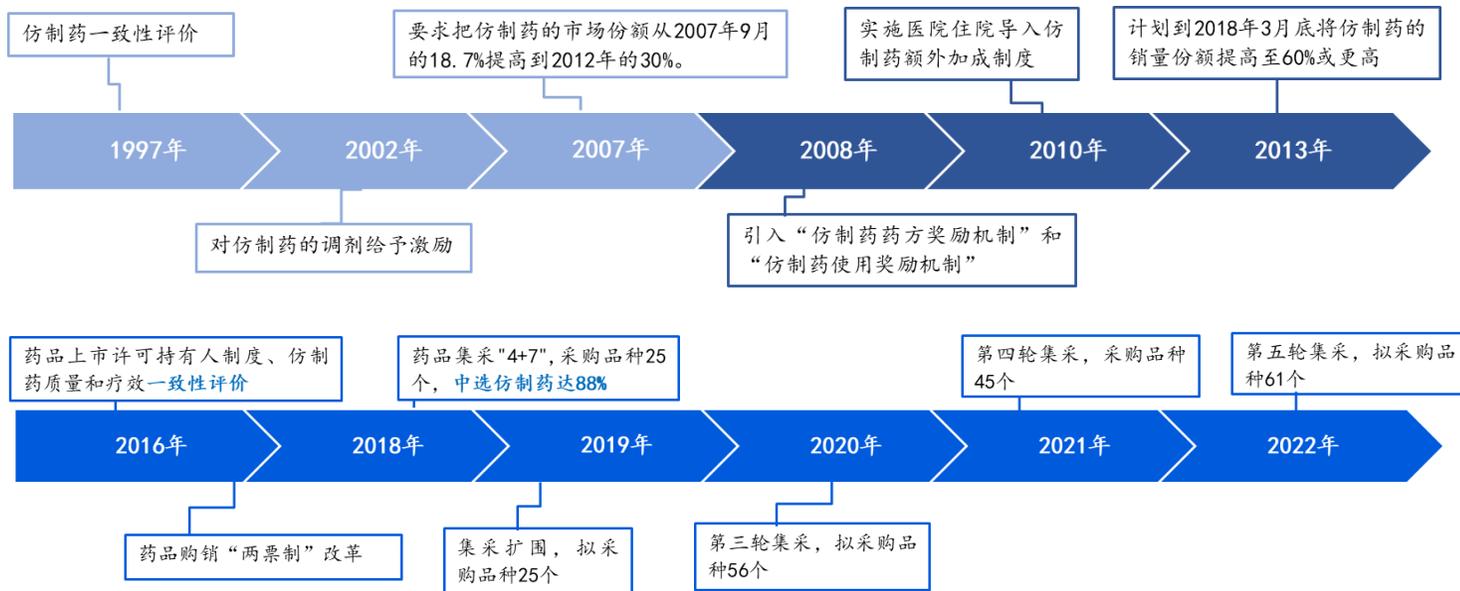
第四消费时代：医药控费政策加力更大，利好制药龙头

图表：中国医疗财政负担加重催生医药控费政策发力



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：对标日本，中国“集采”政策对医药降价更加迅速、直接

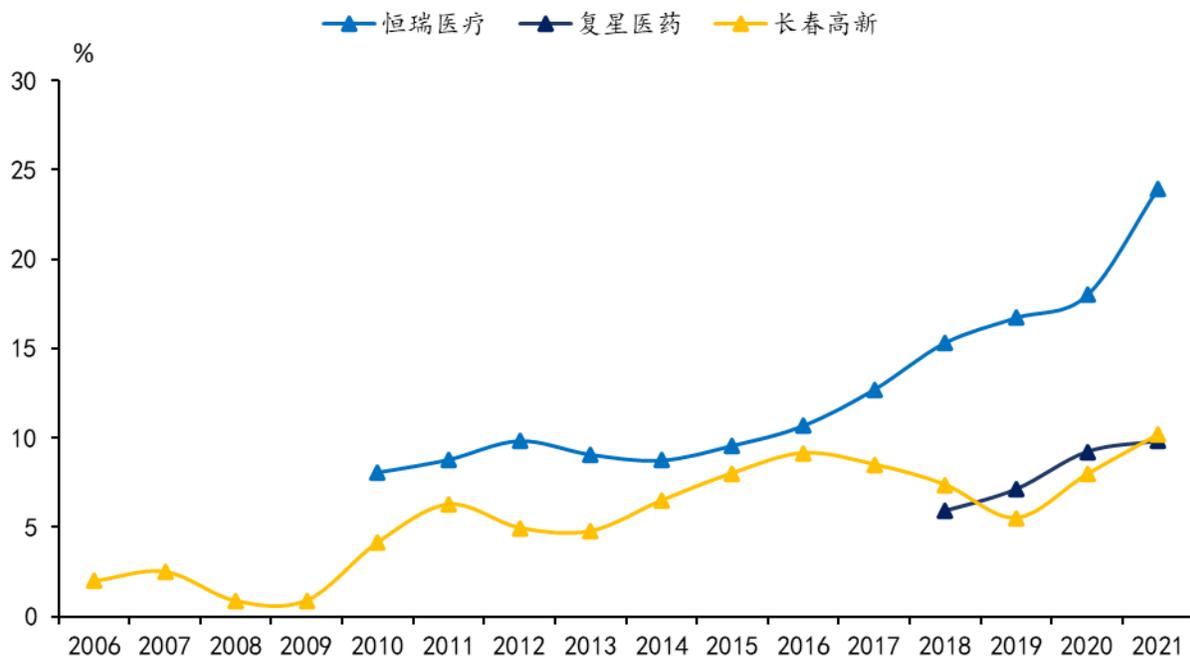


资料来源：医药经济报，智研资讯，Insight数据库，新华网，国务院办公厅，搜狐，环球网，人民日报，国海证券研究所

- 对标日本医疗控费，中国“集采”政策发力更加迅速、直接，行业洗牌利好制药龙头。日本的医疗控费从20世纪90年代开始，2000年后采用仿制药替代政策加大降费力度，而中国公立医疗体系下的“集采”政策同时实现仿制药替代和医药控费，第一批集采中选仿制药高达88%，医药政策加力更利好抗压能力强，研发基础高的制药龙头企业。
- 医药降费挤压仿制药替代对于仿制药市场的政策红利，叠加市场竞争更为激烈，中国的仿制药的行情相对日本会更加平稳。

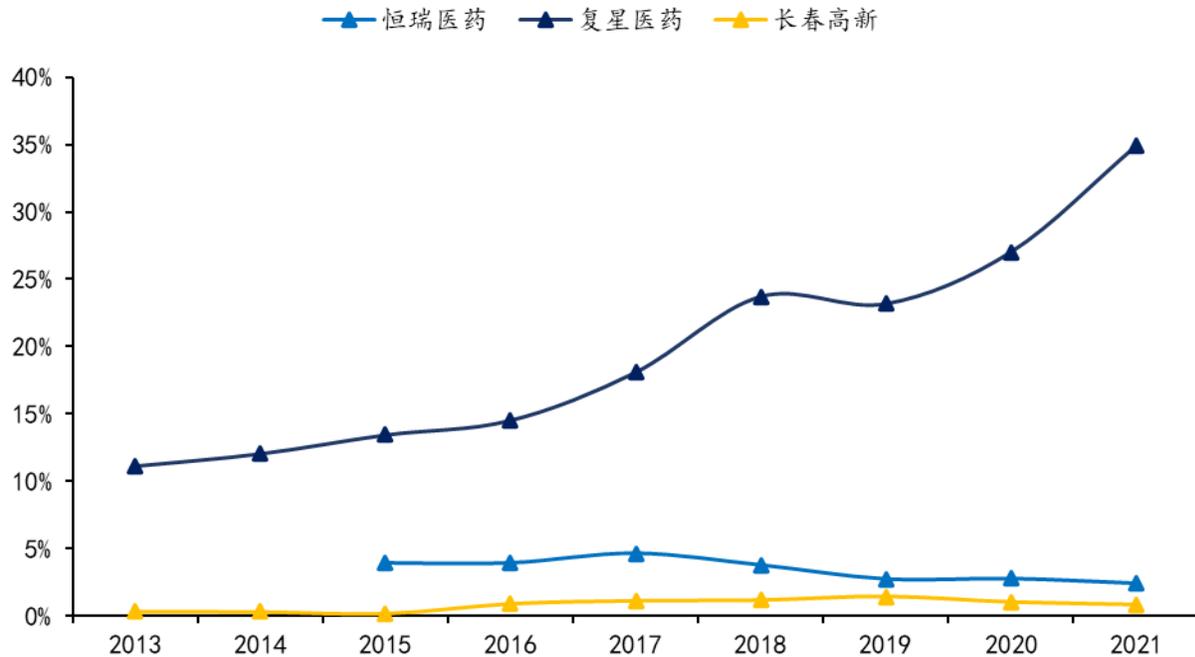
第四消费时代：制药企业在研发、出海均处于起步阶段

图表：2018年后，各制药龙头的研发占比均快速抬升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国制药龙头海外收入占比较小，仍处于起步阶段



资料来源：Wind，国海证券研究所

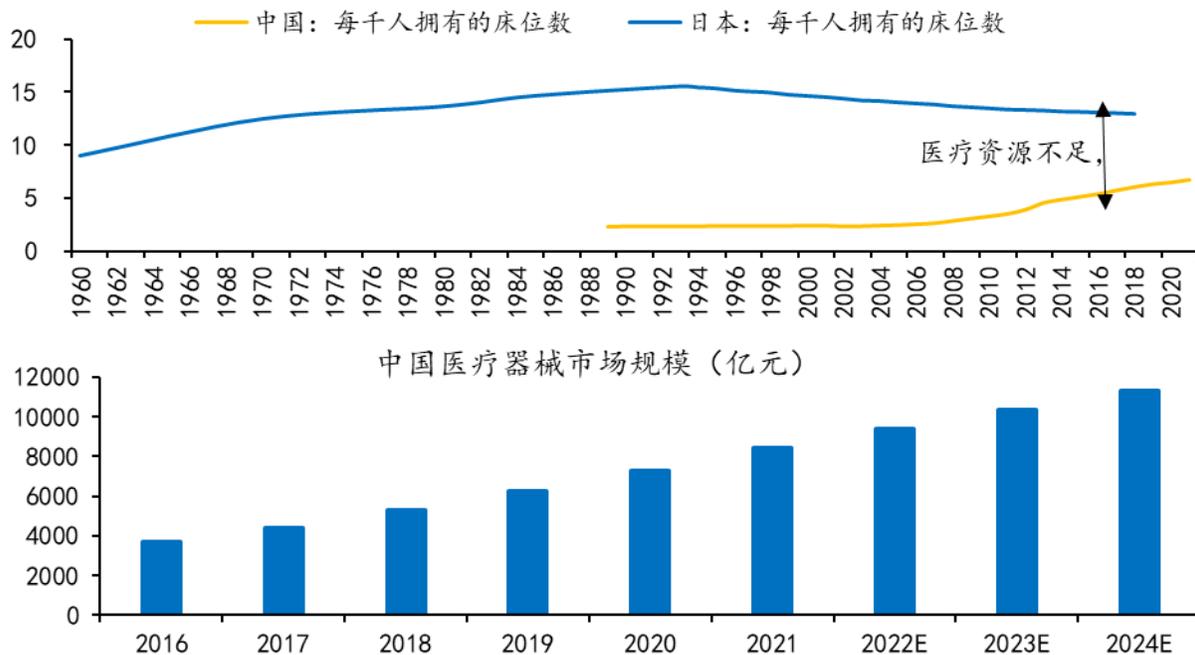
➤ 对标日本，中国的创新药刚刚起步，创新药龙头的研发投入仍处于发力初期、海外收入占比仍有空间。

仿制药：一致性评价推动仿制药行业破旧立新，但仍面临激烈竞争。

创新药：创新药重研发高毛利更具备长期发展潜力。

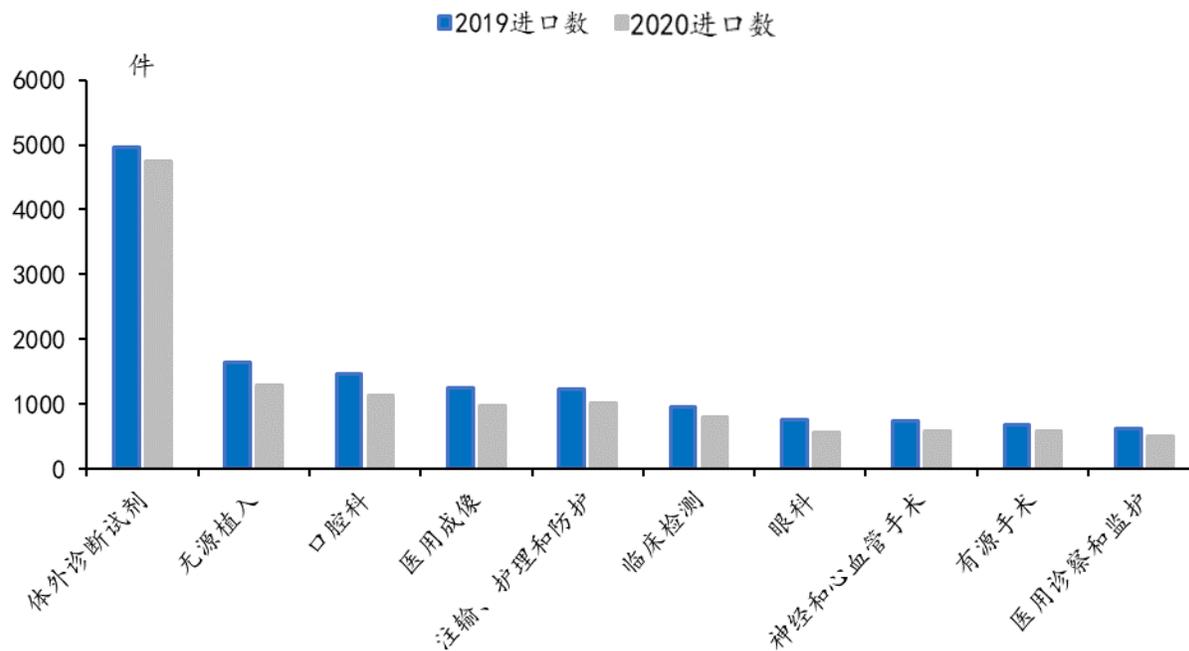
第四消费时代：老龄化加速催生国内需求，国产替代利好高端医疗器械

图表：老龄化加速后的医疗资源需求空间大，医疗器械市场规模稳定增长



资料来源：Wind，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

图表：国产替代催化高端医疗器械进口下滑



资料来源：众成医械研究院，国海证券研究所

- 从需求角度看，中国人口老龄化加速抬升，医疗资源对比日本明显不足，未来医疗器械国内需求空间足。
- 从政策驱动看，国产替代政策催化高端医疗器械行情，高端医疗有望逐步打破进口企业在高端器械领域的垄断地位。政策的大浪淘沙将倒逼国产医疗器械厂商提升自主研发、创新发展能力，国产医疗器械行业向高端制造升级，逐步打破进口企业在高端器械领域的垄断地位。未来创新能力将成为医疗器械企业脱颖而出，发展壮大的长期核心竞争力。

图表：中国个人养老金刚刚实施，长护险仍处于试点阶段，对医疗服务领域的商业落地留有政策空间

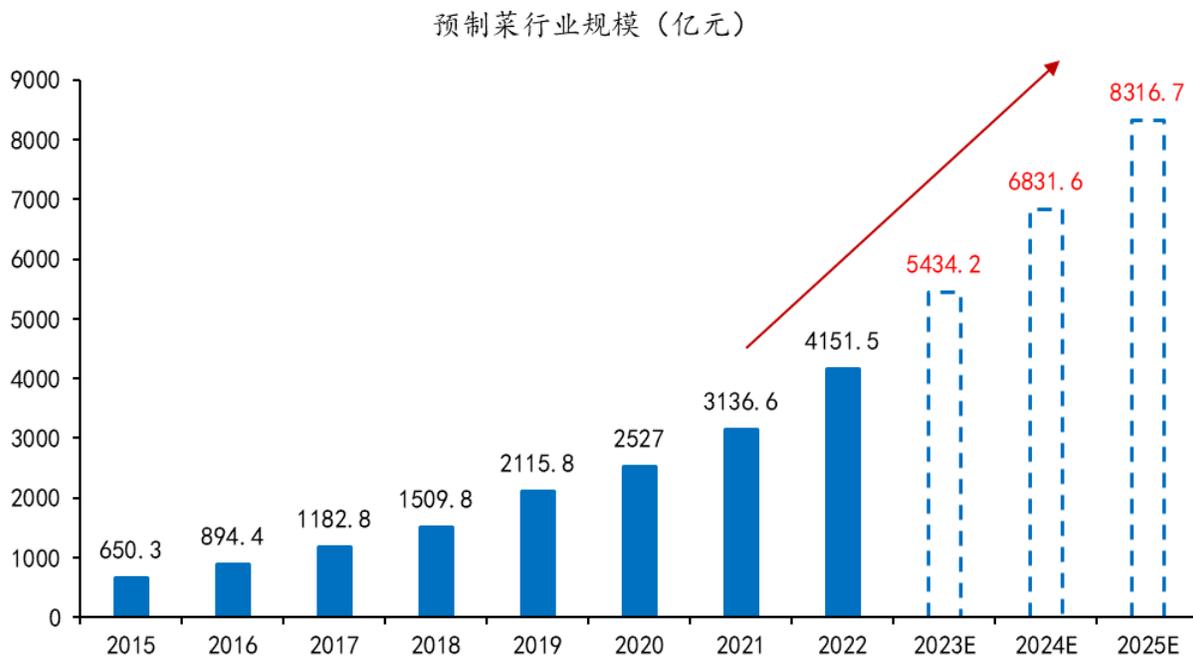
时间	医疗保障领域政策
2016年	长期护理险开始试点，以长期处于失能状态的参保人群为保障对象，重点解决重度失能人员基本生活照料和医疗护理所需费用。
2020年9月	《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》提出长期护理保险试点城市增至49个。
2021年9月	《“十四五”全民医疗保障规划》提出推动多层次医疗保障制度体系、医疗保障协同治理体系、医疗保障服务支撑体系的体系建设，进一步推进医疗保障高质量发展。
2021年6月	《医疗保障法》公开征求意见，加快形成与医疗保障改革相衔接、有利于制度定型完善的法律法规体系。
2022年2月	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》对养老保险、长期护理保险以及保险资金入局养老产业给予高度关注，提出“十四五时期”养老服务供给不断扩大，进一步“支持建设专业化养老机构”、“深入推进医养结合”，并要求到2025年，养老机构普遍具备医养结合能力。
2022年3月	《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》宣布专属商业养老保险试点区域扩大到全国范围，在原有6家试点公司允许养老保险公司参加专属商业养老保险试点。
2022年11月	《个人养老金实施办法》提出以账户制为基础，发展养老保障“第三支柱”。
时间	十四五规划
2022年2月	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》对养老保险、长期护理保险以及保险资金入局养老产业给予高度关注，提出“支持建设专业化养老机构”、“深入推进医养结合”，并要求到2025年养老机构普遍具备医养结合能力。

资料来源：人民日报、国务院办公厅、新华网、Insight数据库、中国医疗保险搜狐号，环球网，国海证券研究所

- **医疗护理器械为医护服务的落地应用铺路，长护险的推动是医疗服务领域商业化落地的关键。**对标日本，医疗行情多受政策驱动。中国人口达峰后政策上有望加速推动介护险落地，进而推动养老金入局医疗产业建设，我国国内医疗护理器械正处于上行期，医疗器械日渐成熟或将带动医护服务产业发展，因此医护服务板块是长期看好的赛道。

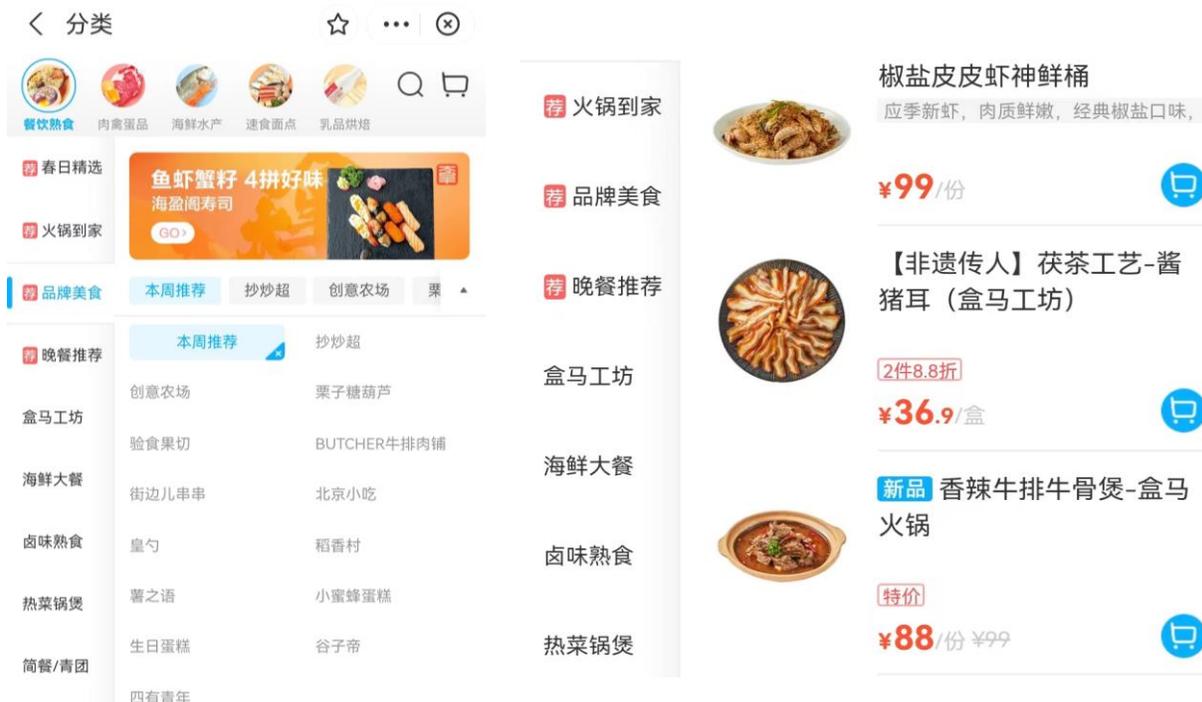
第四消费时代：预制菜符合当下消费趋势，政策利好加速产业渗透

图表：预制菜行业规模持续增长



资料来源：NCBD，国海证券研究所

图表：盒马、叮咚与预制菜厂商合作，零售渠道具备优势



- **家庭结构小型化趋势、消费者对便捷美味的食物追求推动预制菜需求，盒马、叮咚新零售为主要销售渠道。**对标日本奶制品、调味料龙头为迎合健康、便利消费趋势进行产品转型，并搭乘便利店零售渠道取得长期收益，中国的预制菜复合当下主流消费群体的需求，盒马、叮咚作为新零售渠道解决预制菜的营销难点。
- **政策利好驱动行业加速渗透。**《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》“中央一号文件”明确提出培育发展预制菜产业，各地方政府相继出台政策扶持预制菜产业发展。

➤ **相关数据仅供参考部分公司指标未能完全刻画该行业整体趋势变化**

报告分析观点主要来源于对部分龙头企业的指标分析，可能无法完全刻画行业特征，相关数据仅供参考

➤ **中国与国际同行（市场）并不具有完全可比性**

报告对国内和国外龙头企业和市场进行了对比特征分析，因为市场环境和发展历史模式的不同，并不具有完全可比性

➤ **历史数据不能反应未来行业变动趋势**

市场受到事件、情绪等因素的影响，基于历史数据的对未来的分析预测可能存在偏差

➤ **经济失速下行**

进出口总值同比下滑，全球主要经济体增长乏力，预期较弱抑制需求，存在经济“失速”风险

➤ **国际政治经济环境变化风险**

俄乌冲突等地缘政治局势动荡，加剧能源危机和粮食危机，欧美高通胀的持续性超出预期，引发经济衰退和资本市场动荡

➤ **疫情再度导致全球封锁等**

疫情管控虽已放开，但存在病毒感染反复风险，严重可能导致全球封锁，或一定程度影响居民消费需求。

策略小组名称

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，12年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

陈婉妤，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

陈鑫宇，帝国理工学院风险管理与金融工程硕士，侧重专题研究、大类资产配置研究等。

崔莹，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

分析师承诺

胡国鹏，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 策略研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597