

人口结构对资产价格的影响

投资要点:

➤ 人口结构对经济和资产价格存在长期影响

人口通过劳动力供应和消费者需求两个渠道对经济增长的长期趋势产生影响。当婴儿潮出生人口达到消费峰值年龄段时，供需释放推动经济繁荣。通常而言，出生人口的变化会滞后大约20年传导到劳动力市场，而劳动力人口在总人口中的比例上升大多会对宏观经济增长发挥积极作用。美国1965年至1981年、日本1960至1970年、韩国1968年至1990年以及中国自改革开放以后的30年经济高速增长在一定程度上都受益于阶段性人口红利。

关于人口结构对资产价格的影响，我们发现通常在劳动年龄人口占比上升期，当地股市的估值有较大概率迎来长期提升，但反之不一定成立。在人口红利褪去的情况下，能否通过提高劳动生产率、发展科技创新、调整产业结构等途径实现经济增长，是影响股市表现的关键。对比来看，房地产市场与劳动力人口占比的相关性比股市与人口的关系更为密切。

➤ 美国：人口周期对房地产影响大于股市

美国房地产周期与人口因素高度相关。美国婴儿潮一代进入劳动年龄时期，是美国1970年代住房价格上涨的关键，而回声潮一代则是驱动美国房地产进入世纪之交的新一轮房地产牛市的重要原因。

美国人口结构对股市估值的影响并不显著，在美国劳动年龄人口占比下行时期，股市估值经常呈现出向上的走势。这主要是由于20世纪90年代以来，美国主导了信息技术产业的发展，全要素生产率大幅提高。另外，随着经济全球化日益加深，美国大量跨国企业面向全球市场提供商品。

➤ 日韩：人口拐点后的经济发展规律和启示

日本劳动年龄人口占比在1991年达到峰值后逐年下滑。随着劳动年龄人口的减少，日本经济陷入长期低迷与通缩，日本的股市与房地产泡沫先后在1990年与1992年破裂，与其劳动力人口占比见顶几乎同时发生。

韩国劳动年龄人口占比在1968年至1990年持续提升，这一期间韩国经济迅速发展，在20多年内一跃成为世界发达国家，缔造了举世瞩目的“汉江奇迹”。韩国劳动年龄人口占比于2014年见顶，此后逐年下滑，经济增速也持续下降。韩国人口增长率自2019年以来快速下行，总和生育率已降至全球极低水平。2021年、2022年韩国人口负增长，房价也出现明显回落。

➤ 风险提示

历史经验不代表未来，经济复苏不及预期，优化生育政策效果不及预期，劳动力供需结构性失衡，技术进步放缓影响生产率。

团队成员

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 《2024年宏观经济展望：盈利回升，顺风而行》——2023.12.13
- 《美国大类资产50年：复盘与展望》——2023.12.13
- 《美日房地产时代顺周期板块表现》——2023.9.4

正文目录

1	人口结构对经济和资产价格的影响	1
1.1	人口经济学的基本理论	1
1.2	人口对资产价格的影响	2
1.3	全球人口概况与未来趋势	7
2	美国：婴儿潮对经济与股市的影响	11
2.1	美国的人口变动与经济发展	11
2.2	人口变化对美国房地产的影响	12
2.3	人口变化对美国股市的影响	13
3	日韩：人口拐点后的经济发展规律	14
3.1	日本的人口变动与经济发展	14
3.2	韩国的人口变动与经济发展	17
3.3	启示：从人口红利到人才红利	20
4	风险提示	22

图表目录

图表 1:	人口经济学的研究方向与主要内容	1
图表 2:	美国 1965 年至 1981 年经济增长受益于人口红利	3
图表 3:	日本 1960 年至 1970 年经济增长受益于人口红利	3
图表 4:	韩国 1968 年至 1990 年经济增长受益于人口红利	4
图表 5:	中国 1978 年至 2008 年经济增长受益于人口红利	4
图表 6:	2008 年以前美国房地产牛市与劳动年龄人口占比提高有关	5
图表 7:	1990 年代初日本劳动年龄人口占比与房价几乎同时见顶	5
图表 8:	全球人口增长率预计未来仍将持续放缓	7
图表 9:	1950 年以来全球主要经济体人口数量变化 (亿人)	8
图表 10:	1950 年以来全球主要经济体人口增长率变化	8
图表 11:	2020 年世界人口地区分布图	9
图表 12:	联合国预测 2050 年世界人口地区分布图	9
图表 13:	全球主要经济体 15-64 岁劳动年龄人口数量对比	10
图表 14:	二战结束至今美国人口数量经历了显著增长	11
图表 15:	二战结束至今美国经历了数次生育高峰期	11
图表 16:	2007 年以来美国劳动年龄人口占比持续下降	12
图表 17:	美国房地产周期与人口因素高度相关	13
图表 18:	美国劳动力人口对长期估值的影响不明显	13
图表 19:	日本 2009 年开始进入人口负增长阶段	14
图表 20:	日本出生人数自 1974 年开始持续减少	14
图表 21:	1991 年日本劳动年龄人口占比见顶	15
图表 22:	1991 年日本进入“后地产时代”	15
图表 23:	1991 年以后日本全要素生产率走势明显弱于美国	16
图表 24:	目前日本股市估值相较 1990 年代整体下台阶	16
图表 25:	1990-2020 年日本股市医药、科技、消费板块领涨	17
图表 26:	韩国人口增长率自 2019 年以来快速下行	17
图表 27:	韩国总和生育率已降至全球极低水平	18
图表 28:	韩国劳动年龄人口占比 2015 年见顶	18
图表 29:	1990 年韩国房价见顶后连跌 10 年	19
图表 30:	长期低生育率下的韩国股市板块分布	19

图表 31: 2022 年中国人口数量开始出现负增长	20
图表 32: 中国出生人口的两次高峰出现在 1963 年和 1987 年.....	21
图表 33: 中国 15-64 岁劳动年龄人口总数于 2015 年见顶.....	21

1 人口结构对经济和资产价格的影响

近年来，我国出生率和总和生育率逐年下滑，2022年人口增长率落入负值，人口数量迎来历史性拐点。预计未来我国人口老龄化程度将会持续加深，而目前劳动年龄人口中期来看仍然数量充沛。另外随着我国人口素质不断提高，人才红利新的优势将逐步显现。如何正确看待人口与经济的关系意义重大、影响深远，同时也对资本市场资产价格发挥巨大影响力。本文从人口经济学基本理论与美日韩三国的具体实践出发，总结了人口拐点后的经济发展规律以及人口变化对房地产、股市长期表现的影响，最后为我国在人口减量提质背景下的未来发展提供启示和借鉴。

1.1 人口经济学的基本理论

人是一切经济活动的主体，人口变化对于宏观经济和资本市场有着深远影响。人口经济学是研究人口与经济之间相互关系的学科领域，讨论了人口的数量、结构和迁移分布如何影响经济发展、经济结构、经济效益等客观规律。

图表 1：人口经济学的研究方向与主要内容

研究方向	主要内容
人口增长	研究人口增长对经济发展的影响。传统上，人口增长被认为可以刺激经济发展，但过快的人口增长可能导致资源紧缺和环境问题。现代经济学研究也关注人口增长对生产率、劳动力市场和消费市场的影响。研究生育率下降与少子化趋势也可以归于这一方向。
人口结构	研究人口的年龄、性别、教育水平和职业等结构对经济的影响。例如，人口结构的变化会影响劳动力市场、消费需求、储蓄率和社会福利支出等。研究人口老龄化对经济的影响也可以归于这一方向。
人口迁移	研究人口的流动对地区经济的影响。人口迁移可能导致劳动力和资源的重新配置，影响就业、房地产市场和地区经济增长等。国内人口流动主要表现为城市化，国际人口流动主要表现为移民，广泛的人口迁移正在重新塑造着新的经济格局。
人口政策	研究政府在人口控制、生育政策、教育政策和养老政策等方面的作用，以及政策对人口增长、劳动力市场和社会发展的影响。例如研究计划生育与鼓励生育的政策、养老金与医保政策、教育与就业政策对经济的影响。

来源：华福证券研究所整理

在过去几个世纪里，学术界对于人口因素在经济发展中的作用和重要性有过许多讨论。人口经济学的理论研究有助于了解人口变化如何影响经济系统，为政策制定提供指导，促进社会和经济的可持续发展。这些理论在解释人口变化对就业、消费、投资、福利和社会稳定等方面的影响方面提供了重要的理论基础。

17 世纪，英国经济学家威廉·配第强调了人口数量对一个国家经济实力的影响，并认为一个国家的繁荣程度可以通过其人口规模来判断，他认为人口是国家的财富，人口增长可以增加劳动力，从而提高生产力与创造更多的价值。

18 世纪末，马尔萨斯的著作《人口原理》正式出版，马尔萨斯提出了著名的“人口与食物增长的比例定律”，他认为在粮食充裕的地方，人口按几何级数增长，而粮食只能按算术级数增长，最终在人口自然调节机制（战争、疾病、饥荒）下达到一种平衡。马尔萨斯的人口学观点强调了人口增长与生活资料增长之间的平衡关系，并提出了人口制约、人口增殖和人口均衡等原理。

同样在 18 世纪，亚当·斯密在其著名的《国富论》中分析了人口增长和资本积累之间的关系。人口增长是社会分工的前提，社会分工是提高劳动生产率的重要手段，而劳动生产率的提高是资本积累的基础，因此，劳动力决定了资本积累的多寡，同时，劳动力增加也受资本积累影响，资本与劳动力的供求关系自发调节人口生产。他主张通过劳动分工、提高劳动生产率、增加人口来促进国家财富增长，同时关注人口质量、教育和培训对经济发展的影响。

20 世纪，西蒙·库兹涅茨强调了人口因素在经济发展中的重要作用，他认为人口增长与经济增长之间存在密切的关系，并通过对长期数据的分析，揭示了经济周期的存在。他还关注了人口年龄结构、人口转型和人口分布对经济增长的影响，对于理解人口与经济的关系以及制定相应的经济政策具有重要的参考价值。

同样在 20 世纪，加里·贝克尔主要从微观经济分析的角度对人力资本理论进行研究，强调人本身生产能力的积累对于经济发展的重要意义。他认为人力资本可以通过后天投资获得，并影响以后时期的生产率和收益，因此，用于物质资本的投资收益分析方法，也同样适用于人力资本研究。

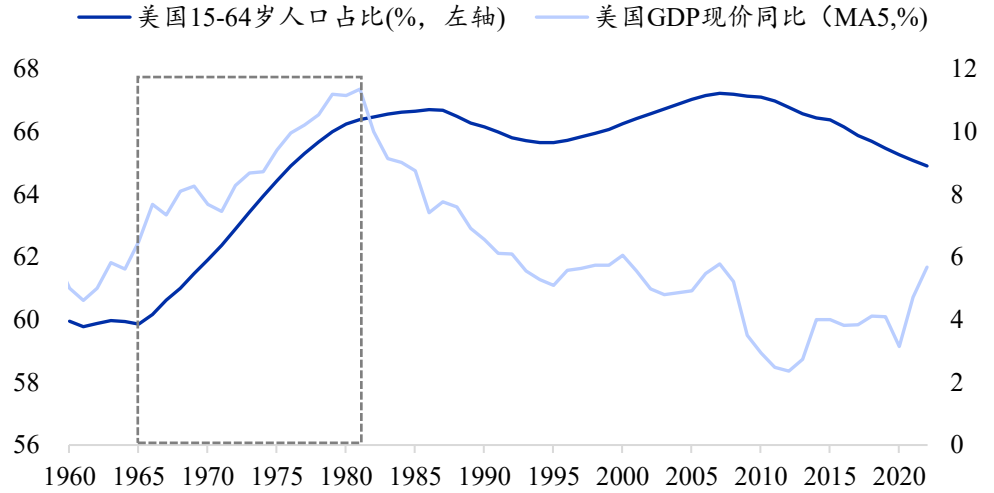
1.2 人口对资产价格的影响

任何单一变量都很难完全解释资产价格的变化，宏观经济增速、行业生命周期、利率与货币供应量、市场预期与风险偏好等都可能影响资产价格。从人口经济学的历史实践来看，我们发现人口结构特别是劳动力人口占总人口的比例是影响经济增速和资产价格的重要长周期因素。

通常而言，人口世代规模的增加和减少的滞后效应会传导到大约 20 年后的劳动力市场，而劳动人口在总人口中的比例上升大多会对宏观经济增长发挥积极作用，

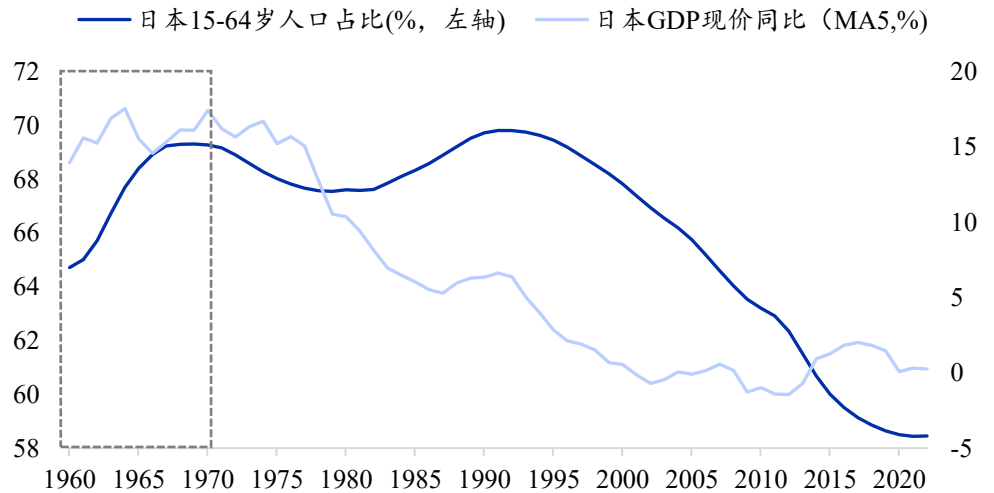
也就是众所周知的人口红利期。美国 1965 年至 1981 年、日本 1960 至 1970 年、韩国 1968 年至 1990 年以及中国自改革开放以后的 30 年经济高速增长在一定程度上都受益于阶段性人口红利。

图表 2：美国 1965 年至 1981 年经济增长受益于人口红利



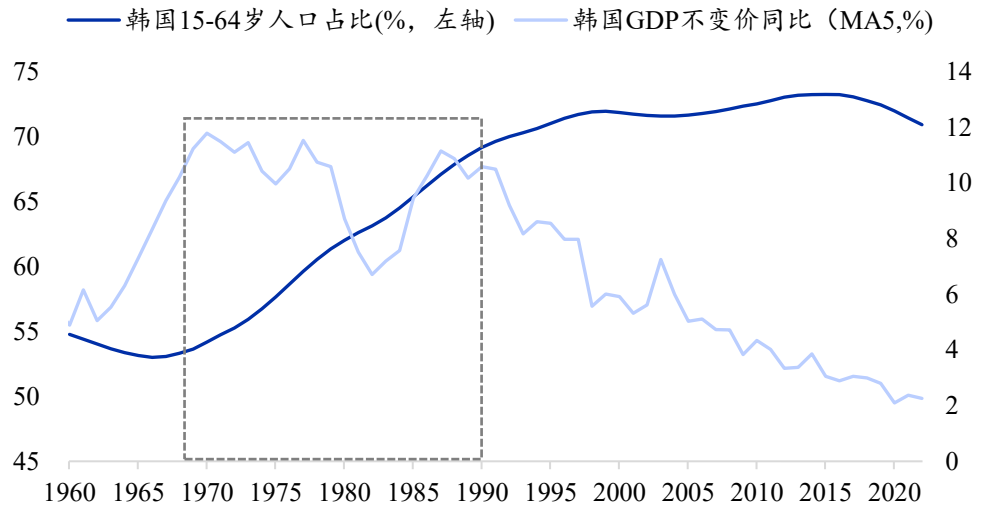
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 3：日本 1960 年至 1970 年经济增长受益于人口红利



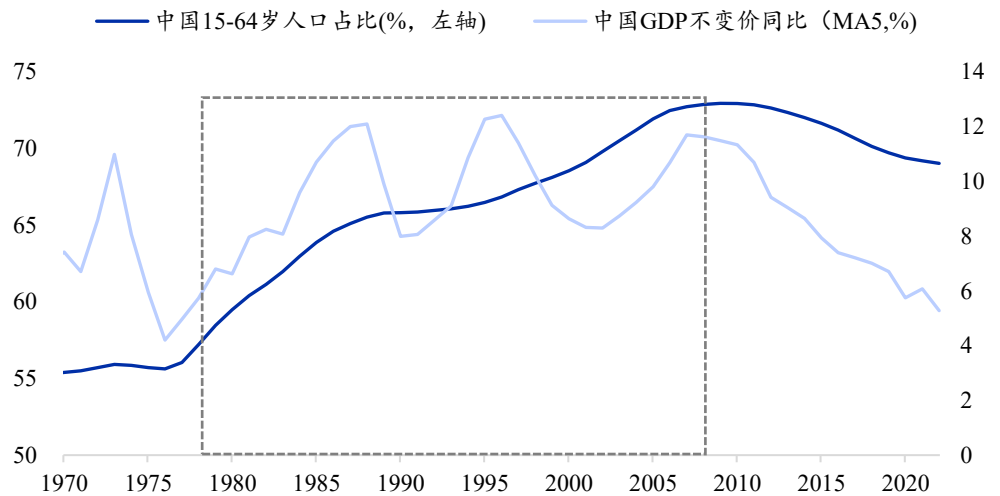
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 4：韩国 1968 年至 1990 年经济增长受益于人口红利



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 5：中国 1978 年至 2008 年经济增长受益于人口红利



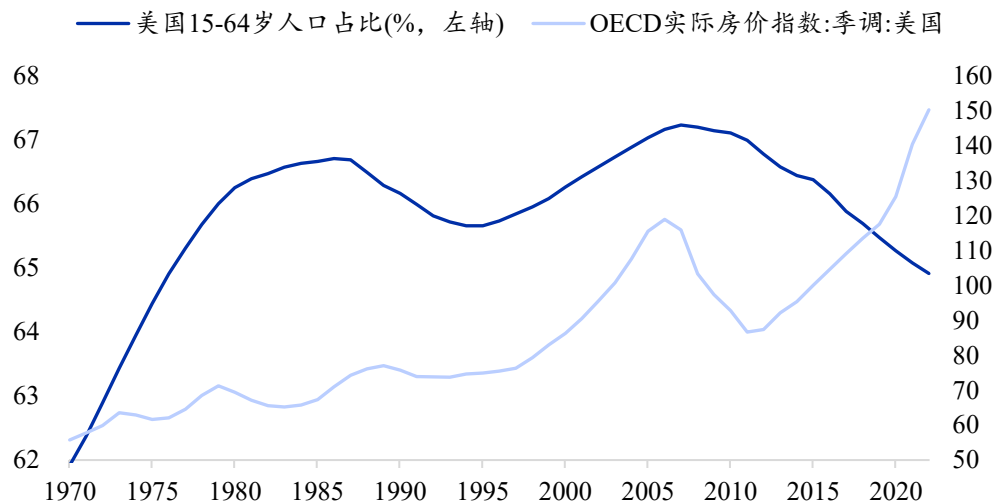
数据来源：wind，华福证券研究所

人口结构变化对于经济增长的影响，涉及到供需两端。供给方面主要是人口红利和城乡二元经济下的剩余劳动力转移，而需求方面主要受到生命周期消费理论的影响。人口世代通过劳动力供应和消费者需求两个渠道，对经济增长的长期趋势产生影响。当婴儿潮世代达到消费峰值年龄段时，供需两个方面都会得到较大释放，从而推动经济繁荣。然而，随着生育低谷世代进入劳动力和消费市场，经济将陷入萧条和衰退。因此，人口周期往往会对经济周期产生滞后影响，并对国家的房地产市场和资本市场等产生冲击。

人口结构变化对于房地产市场价格具有重大影响。通常随着“婴儿潮”一代步入劳动力市场和进入婚姻市场，将对住房产生巨大需求，而一旦住房供给不足，则极易引起房价上涨。根据我们的统计，2008 年以前 OECD 实际房价指数与当地 15-64 岁劳动年龄人口占比高度相关，2009 年以后相关性走低可能与零利率、量化宽松等非常规货币政策有关。

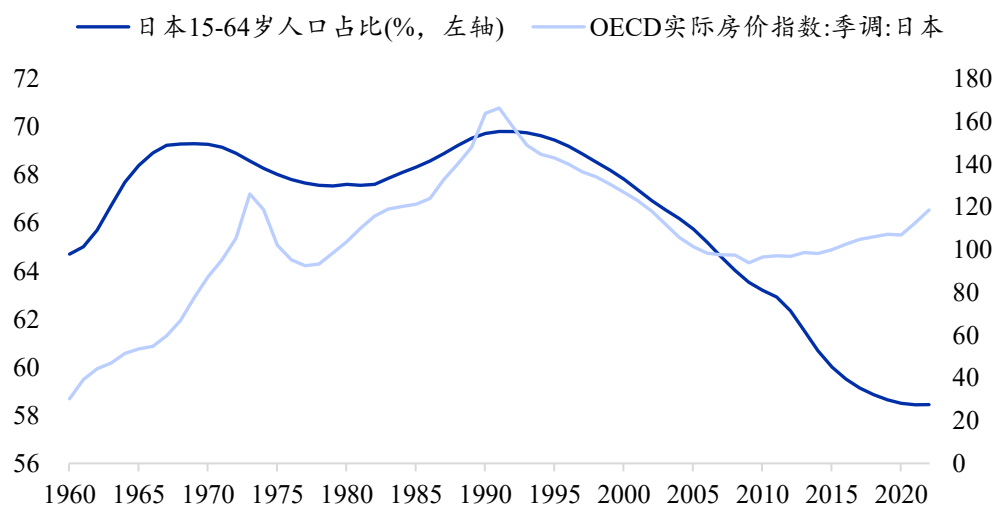
具体来看，美国婴儿潮一代（起始于 1946 年）步入购房年龄，是美国 70 年代住房价格上涨的关键。而后随着生育低谷一代进入住房市场，引起 1990 年代初期美国房屋需求增长缓慢。再接着美国回声潮一代（起始于 1976 年）进入劳动力市场后，带动美国房地产进入新一轮房地产牛市，直至次贷危机爆发。

图表 6：2008 年以前美国房地产牛市与劳动年龄人口占比提高有关



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 7：1990 年代初日本劳动年龄人口占比与房价几乎同时见顶



数据来源：wind，华福证券研究所

人口结构变化对于金融资产价格的影响相对不明显，可以从需求和供给两个角度进行思考。从需求角度考虑，人口结构对资产价格的影响包含以下几点：

(1) 储蓄：伴随着人们年龄的增长，其储蓄率的变化曲线呈现出倒U型。年轻时收入水平较低，储蓄率低；中年时收入上升，较高的劳动报酬催生了高储蓄率；退休后由于收入迅速下降，储蓄回到较低水平。可见，劳动年龄人口占比的上升会促使储蓄率的提高。而人口老龄化程度的加深则导致储蓄规模急剧收缩，同时引起投资需求与资本积累锐减，对资产价格产生负面影响。

(2) 投资：刚刚迈入工作阶段的青年群体出于刚性需求角度考虑，其资产配置主要集中在房地产及其耐用消费品；中年群体出于迅速获取较高收益的目的偏好投资股票等金融资产，激增的需求刺激股票价格上涨；而老年群体的养老与医疗负担较大，因此较高的老年人口占比会减少股票等金融资产的需求，导致该类资产价格下跌。因此，投资行为差异可能影响到对不同资产种类的需求。

(3) 风险偏好：风险偏好随着年龄发生变化对投资者的资产组合产生了一定影响。具有固定收入的劳动年龄人口偏好高风险、高收益的资产，而老年人倾向于流动性强、安全性高的资产配置，要求更高的风险溢价。不同年代的人有不同的风险厌恶度和投资组合偏好，使他们需求的资产种类有所差异。

从供给角度考虑，人口结构对资产价格的影响包含以下几点：

(1) 劳动力供给：当劳动年龄人口占比增加，劳动力成本降低有利于企业扩大生产，企业上市意愿增强有望推动股票等资产供给增加。此外，劳动力人口规模增长对于促进创新发挥了巨大影响，当青年劳动力的供给增加时，创业热情促使其创办新企业上市，增加了股票等金融资产的供给。

(2) 代际资本流动：随着人口老龄化加深，新增老年人口退休后会将其金融资产卖给规模较小的下一代年轻人，金融市场上供大于求使得资产价格承受向下的压力。

(3) 国际资本流动：资本出于追逐利润的目的会在世界范围内流动。一般来说，劳动力人口数量庞大、劳动力人口占比较高的国家需要大量的资本展开建设，因此这些国家投资回报率较高，吸引着来自全球的资本尤其是老龄化程度较高的国家。国际资本流动在一定程度上会减弱人口结构变化对资产价格产生的影响，但具体影响大小由双方金融市场的开放水平与成熟程度决定。

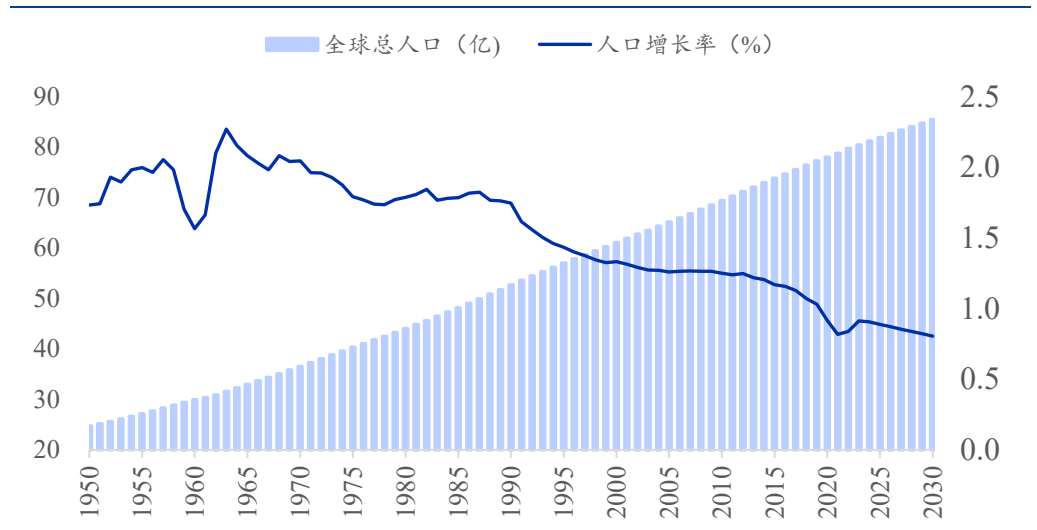
综合海外实践来看，我们发现通常在 15-64 岁人口占比上升期，当地股市的估值有较大概率迎来长期提升，但反之不一定成立。在人口红利褪去的情况下，有可能通过提高劳动生产率、科技创新、产业结构调整等途径实现经济增长，从而支撑股市表现。对比来看，房地产市场与劳动力人口占比的相关性比股市与人口的关系更为密切。

1.3 全球人口概况与未来趋势

目前全球人口呈现出生育率和出生率下降、人口增速中枢下行、人口老龄化程度加深等特征。20 世纪 70 年代，部分发达国家率先完成工业化之后生育率不断下降，部分国家甚至陷入人口负增长。进入 21 世纪后，越来越多的国家生育率显著下降，出生率也呈现出梯次下降特征。人口出生率下降和预期寿命延长导致老龄人口比重增加，全球 60 岁以上老人占比持续提高，其中日本为全球老龄化最严重的国家，欧美等发达国家的人口老龄化问题也非常严重。

从人口数量来看，全球人口于 1962-1965 年期间快速增长，平均每年增长 2.15%。此后由于生育率下降，人口增长率减慢了一半以上。2020 年人口增长率首次降至 1% 以下。根据联合国《世界人口展望 2022》报告预测，预计人口增长率在未来几十年将继续放缓。到 2030 年，预计全球人口可能达到 85 亿左右，并在接下来的二十年中继续增加 11.8 亿，即 2050 年世界人口预计将达到 97 亿。

图表 8：全球人口增长率预计未来仍将持续放缓

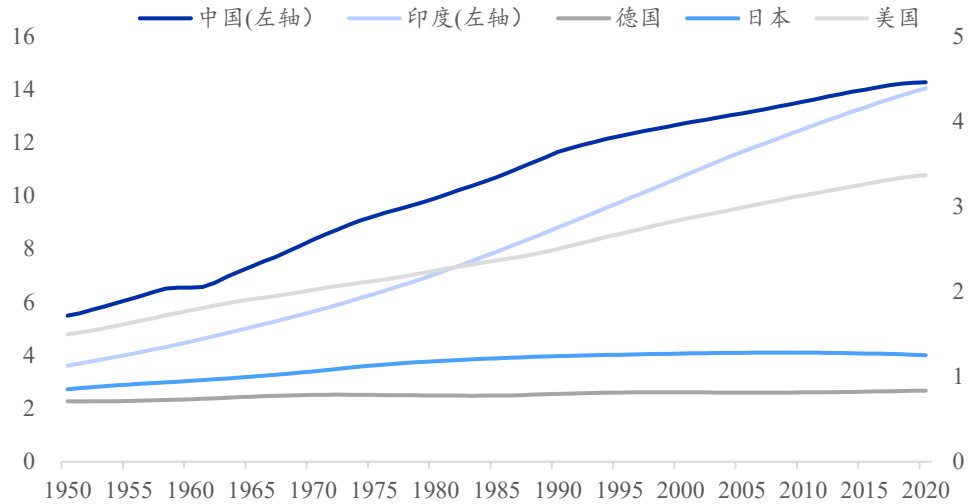


数据来源：联合国《世界人口展望 2022》，华福证券研究所

注：2022 年及以后人口数据为预测数据

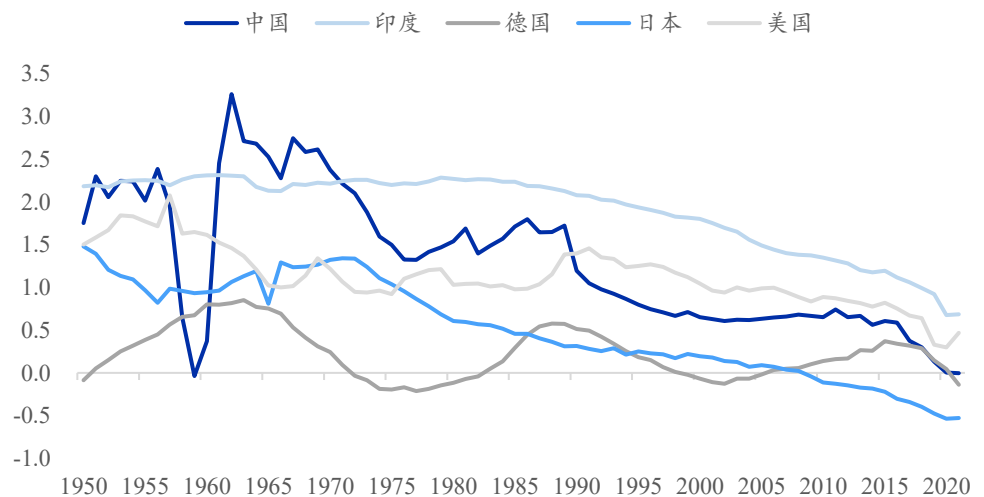
2023年4月，印度超过中国成为全球人口最多的国家。按照联合国对印度的生育率预测，印度总人口达到峰值的年份是2064年，峰值人口为17亿。另外，德国于1970年代曾出现人口负增长，而后在移民影响下人口数量反弹企稳，日本于2011年开始出现人口负增长，而后人口数量持续缩减。

图表 9：1950 年以来全球主要经济体人口数量变化（亿人）



数据来源：联合国《世界人口展望 2022》，华福证券研究所

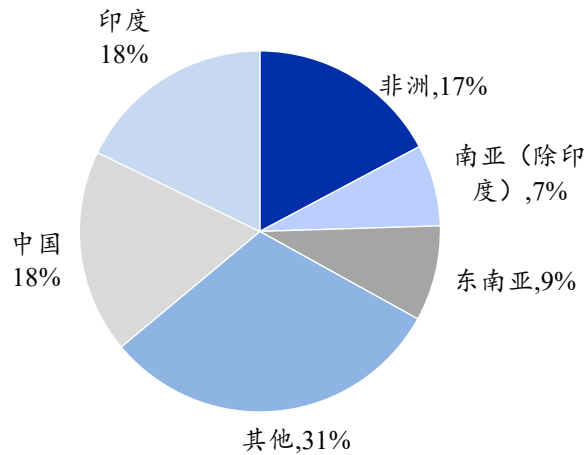
图表 10：1950 年以来全球主要经济体人口增长率变化



数据来源：联合国《世界人口展望 2022》，华福证券研究所

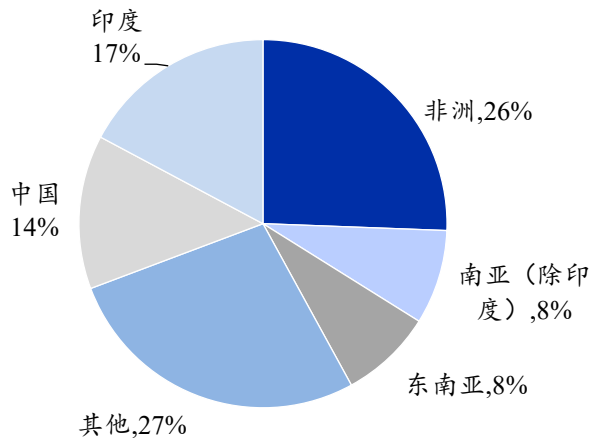
分人口地区分布看，2020 年世界人口分布较多国家或地区有中国、印度、非洲，占比在 18%左右。2022 年非洲总人口为 14.1 亿，与中国总人口基本相当。按照联合国预测，2050 年非洲人口将接近 25 亿，占全球人口比例约 26%。此后非洲的人口增速将会放缓，但仍将是世界人口增长最主要的来源。到本世纪末，非洲占世界人口的比例约 38%。2022 年至 2050 年，全球人口一半以上的增长预计将集中在刚果（金）、埃及、埃塞俄比亚、印度、尼日利亚、巴基斯坦、菲律宾和坦桑尼亚八个国家。其中包含 5 个非洲国家、3 个亚洲国家。

图表 11：2020 年世界人口地区分布图



数据来源：联合国《世界人口展望 2022》，华福证券研究所

图表 12：联合国预测 2050 年世界人口地区分布图

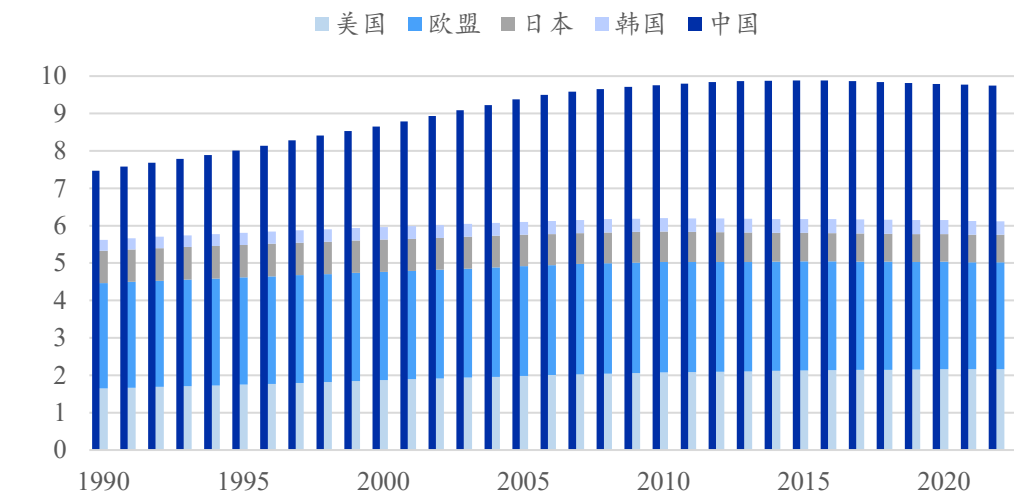


数据来源：联合国《世界人口展望 2022》，华福证券研究所

人口趋势变化直接影响了劳动力市场结构。老年人口劳动参与率低，平均受教育年限不断提高，以及部分群体就业意愿下降等，成为劳动参与率下降的重要原因。鼓励生育有助于解决人口老龄化难题，但人口政策具有滞后性，人口趋势难以在短期内出现根本性逆转。移民尤其是高技术移民是短期内优化人力资源结构的重要力量，一些国家具有地广人稀的资源禀赋，逐步形成吸引移民的文化传统。未来随着全球劳动力素质不断提高，重视人力资本和提升人口素质成为保持经济增长的关键。

从劳动年龄人口数量来看，近年来我国劳动年龄人口数量有所下降，但仍然将在未来较长一段时间保持总量充沛。目前我国劳动年龄人口数（9.7 亿）超过美国（2.2 亿）、欧盟（2.9 亿）、日本（0.7 亿）、韩国（0.4 亿）四个发达经济体劳动年龄人口数量的总和。

图表 13：全球主要经济体 15-64 岁劳动年龄人口数量对比



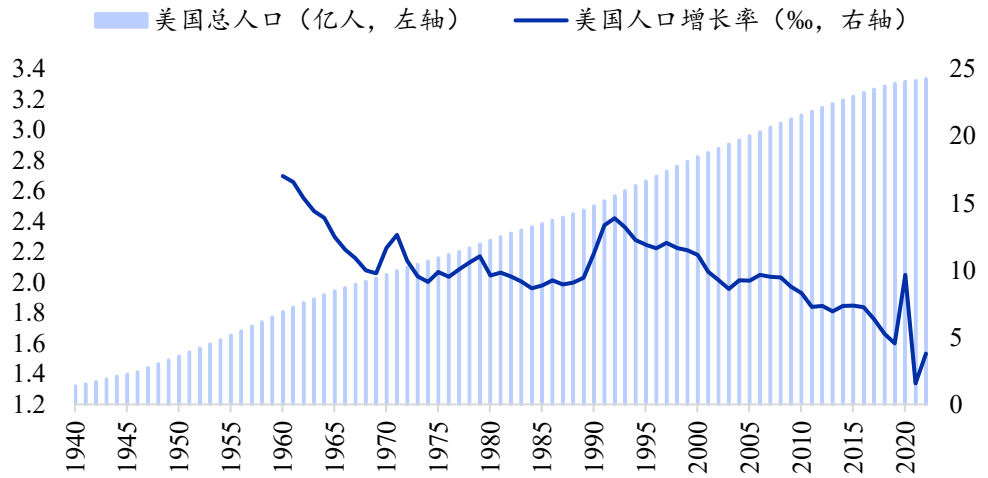
数据来源：wind，华福证券研究所

2 美国：婴儿潮对经济与股市的影响

2.1 美国的人口变动与经济发展

二战结束以来，美国人口数量经历了显著增长。根据美国经济分析局数据，1945年美国人口约为1.4亿，而在2022年，这一数字增长到了3.34亿。由于美国每年吸收大量外国移民，同时总和生育率在发达国家中相对属于较高水平，因此联合国预测美国总人口数量在未来30年仍有望保持正增长。

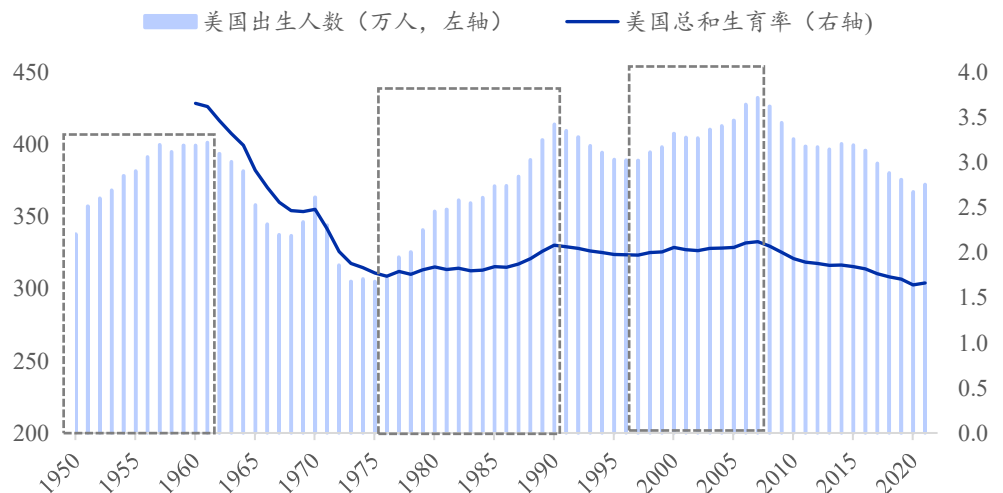
图表 14：二战结束至今美国人口数量经历了显著增长



数据来源：wind，华福证券研究所

二战结束至今美国经历了数次生育高峰期。最具代表性的是1946年至1964年间的“婴儿潮”，婴儿潮一代对美国经济和资产价格产生了深刻影响。1964年以后，美国总和生育率快速下降，从1964年的3.19降至1976年的1.74，以后美国总和生育率长期低于人口学要求的2.1的更替水平（2006年、2007年略高于2.1）。

图表 15：二战结束至今美国经历了数次生育高峰期

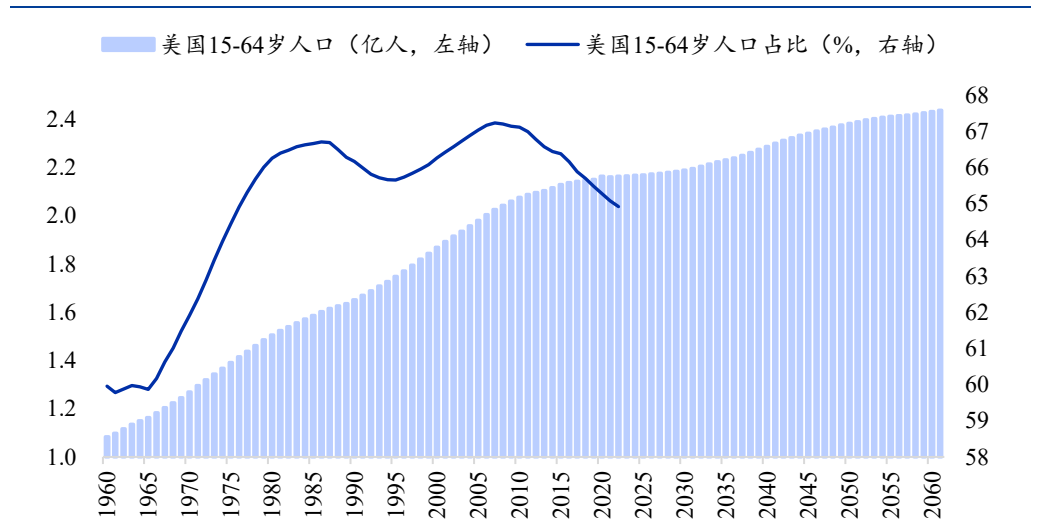


数据来源：wind，联合国《世界人口展望2022》，华福证券研究所

从劳动年龄人口数量来看，美国 15-64 岁劳动年龄人口数量持续增长，根据 OECD 预测，美国劳动年龄人口数量有望在 2060 年以前保持增长。自 2007 年以来，美国劳动年龄人口占比逐年下滑，劳动力市场紧张，可能对未来经济发展特别是劳动密集型产业产生负面影响。市场劳动力供应不足使得人力成本攀升，可能给美国的通胀水平造成一定压力。

不过美国每年都有大规模的新增移民人口不断涌入，国际移民流入可以有力地填补生育率下滑后劳动力的减少幅度。另外，美国正在积极发展信息技术与人工智能产业，以保持在全球科技竞争中的领先地位。信息技术与人工智能的发展提高了生产效率和自动化程度，使得企业在生产过程中可以更多地使用资本而不是劳动力。因此，新增劳动力的贡献在经济中的比重逐渐下降，而资本的贡献则相对上升。

图表 16：2007 年以来美国劳动年龄人口占比持续下降

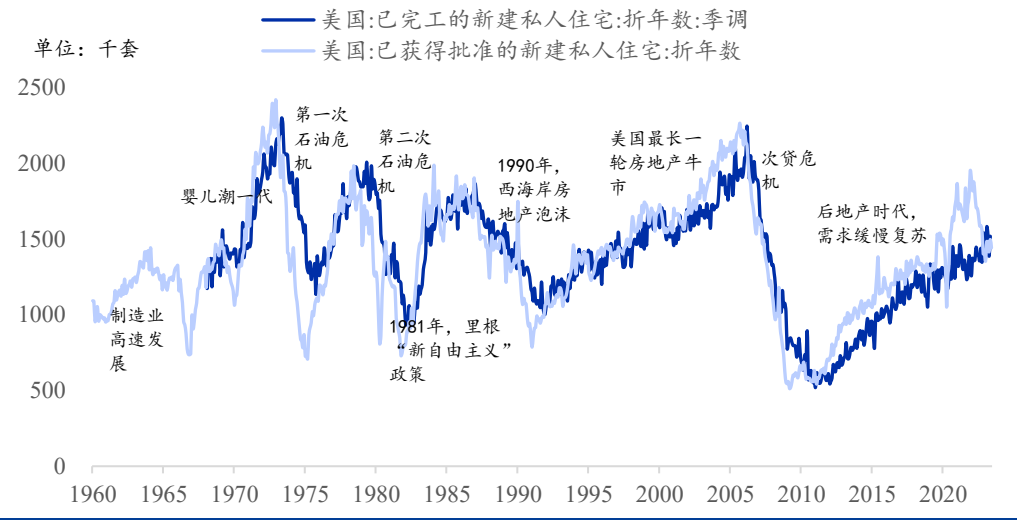


数据来源：wind，华福证券研究所
注：2023-2061 年 15-64 岁人口数据采用 OECD 预测值

2.2 人口变化对美国房地产的影响

美国房地产周期特征显著，时间分布呈现出略微偏向“慢牛快熊”的特征，而这种特征与美国人口变化有着高度的相关性。二战结束后的一段时间，随着美国制造业的发展，国家经济也进入高速发展阶段，民众住房需求随之而来。上世纪 70 年代初，美国战后婴儿潮一代进入置业期，住房问题紧张，政府积极解决住房问题，房地产行业的发展出现了一个空前的高潮。2006 年次贷危机后，美国房地产市场经历了大幅调整。但 2010 年便开始进入到持续恢复期，2020 年 OECD 实际房价指数突破历史大顶，2022 年房价再创新高。

图表 17: 美国房地产周期与人口因素高度相关

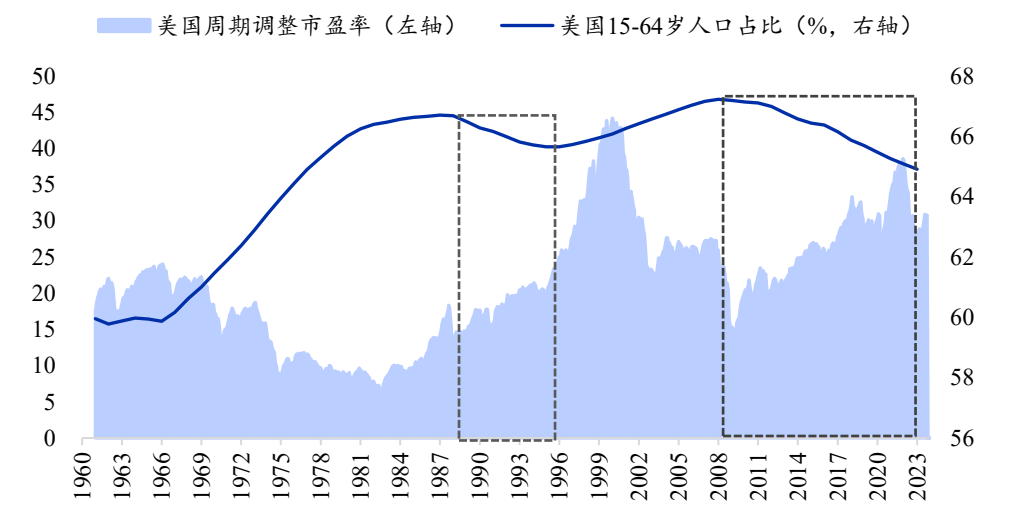


数据来源: wind, 华福证券研究所

2.3 人口变化对美国股市的影响

长期来看, 美国人口结构对股市估值的影响并不显著, 美国劳动年龄人口占比下行阶段, 股市估值却经常呈现出向上的走势。20世纪90年代以来, 美国主导了信息技术产业的发展, 全要素生产率大幅提高。另外, 随着经济全球化日益加深, 美国大量跨国企业面向全球市场提供商品。因此在研究的主要经济体中, 美国劳动年龄人口占比下降时期, 美国股市估值中枢并未持续下降。

图表 18: 美国劳动力人口对长期估值的影响不明显



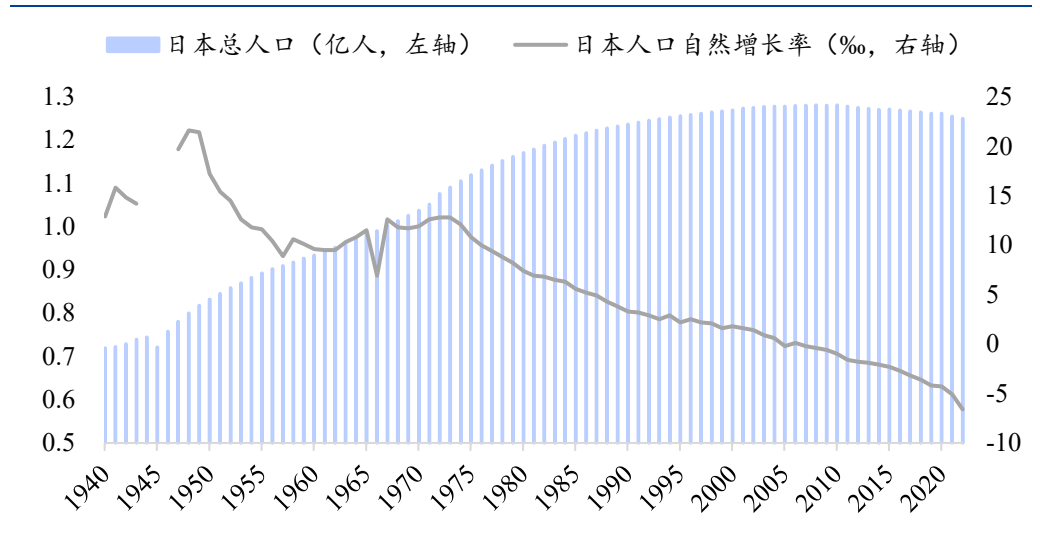
数据来源: wind, Robert Shiller 网站, 华福证券研究所

3 日韩：人口拐点后的经济发展规律

3.1 日本的人口变动与经济发展

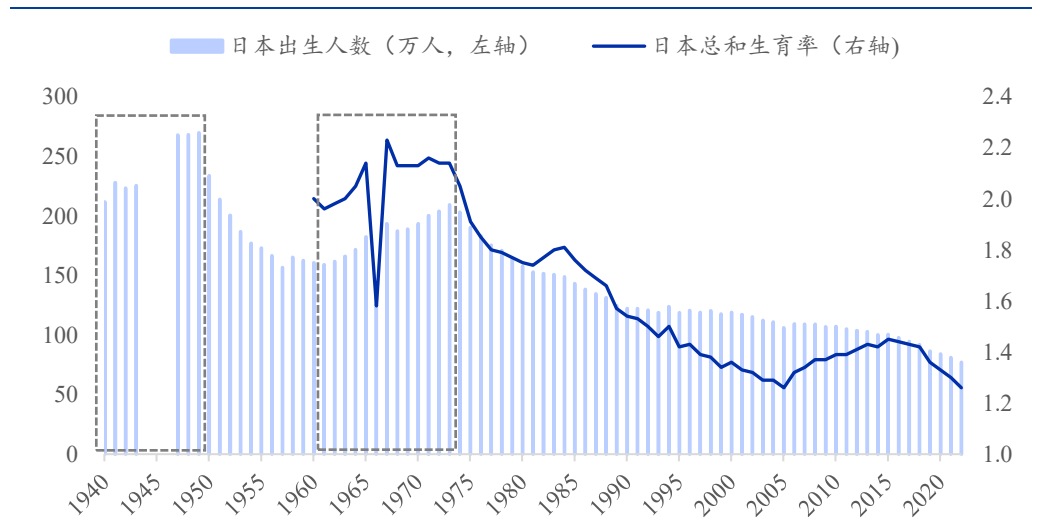
日本人口问题较为严重，总人口数自 2009 年开始进入负增长阶段，此后人口总数持续减少。人口负增长和人口老龄化可能导致消费需求和市场规模缩减，给日本劳动力市场和社会保障支出带来压力。2022 年日本出生婴儿数只有 77 万人，较前年降低 4 万人，这是日本 1899 年开始统计以来首次跌破 80 万人，总和生育率为 1.26。据联合国发布的数据显示，2022 年日本净移民人数为 10 万人，移民成为日本解决劳动力不足问题的重要手段。

图表 19：日本 2009 年开始进入人口负增长阶段



数据来源：wind，华福证券研究所

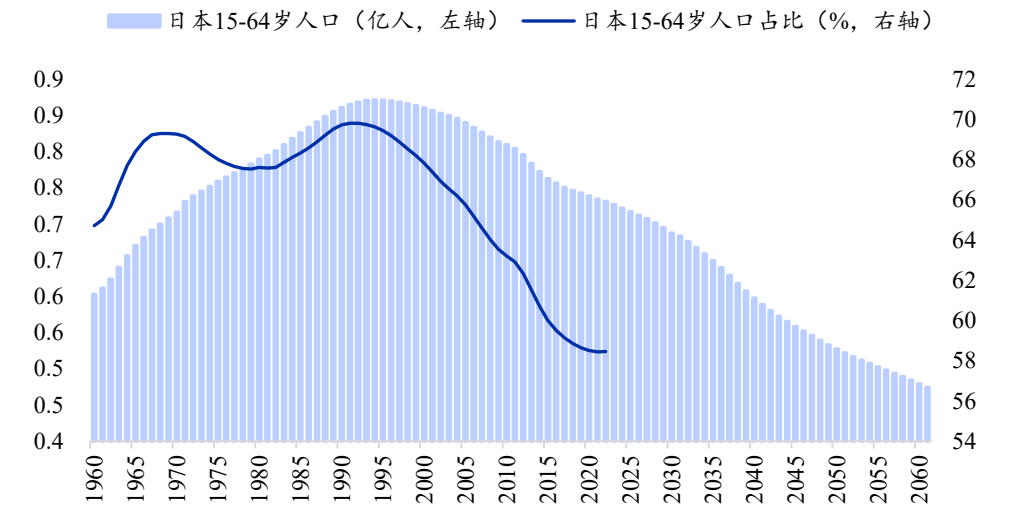
图表 20：日本出生人数自 1974 年开始持续减少



数据来源：wind，华福证券研究所

日本劳动年龄人口占比在 1991 年达到峰值后逐年下滑。随着劳动年龄人口的减少，日本经济陷入长期低迷与通缩，日本的股市与房地产泡沫先后在 1990 年与 1992 年破裂，与其劳动力人口占比见顶几乎同时发生。

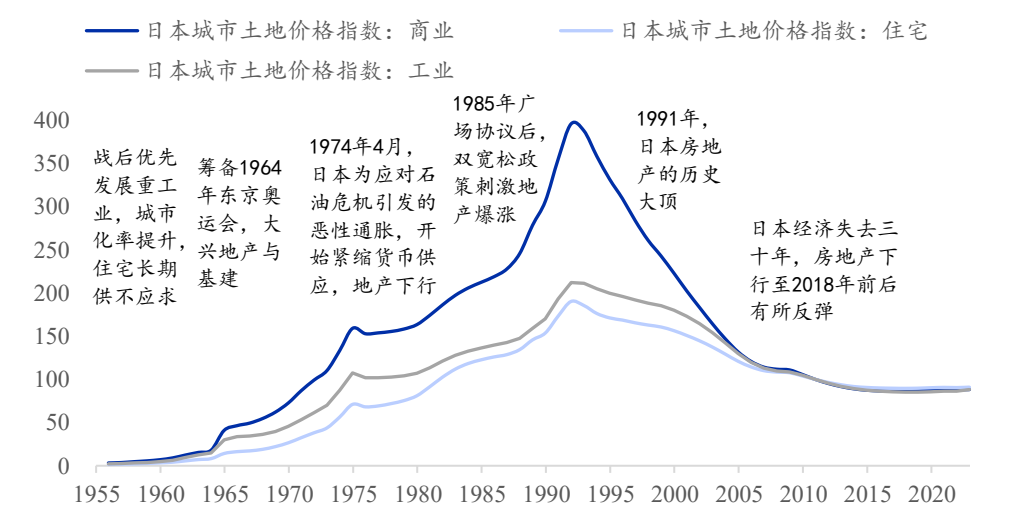
图表 21：1991 年日本劳动年龄人口占比见顶



数据来源：wind，华福证券研究所
注：2023-2061 年 15-64 岁人口数据采用 OECD 预测值

继股票市场 1990 年初泡沫破灭之后，1991 年日本房地产行业迎来历史大顶，日本劳动年龄人口占比见顶回落一定程度上导致住房需求减少，工商业、住宅土地价格陆续开启大幅下跌。回顾日本房地产历史，二战后日本将有限的资金优先用于发展重工业，住宅建设相对靠后，住宅长期面临短缺压力。随着日本经济崛起，制造业支柱产业在日本几大都市圈快速发展，人口涌入推动着日本各个城市的房价不断走高。1991 年地产泡沫破灭后，日本的房地产市场经历了相当长一段时间的低迷。

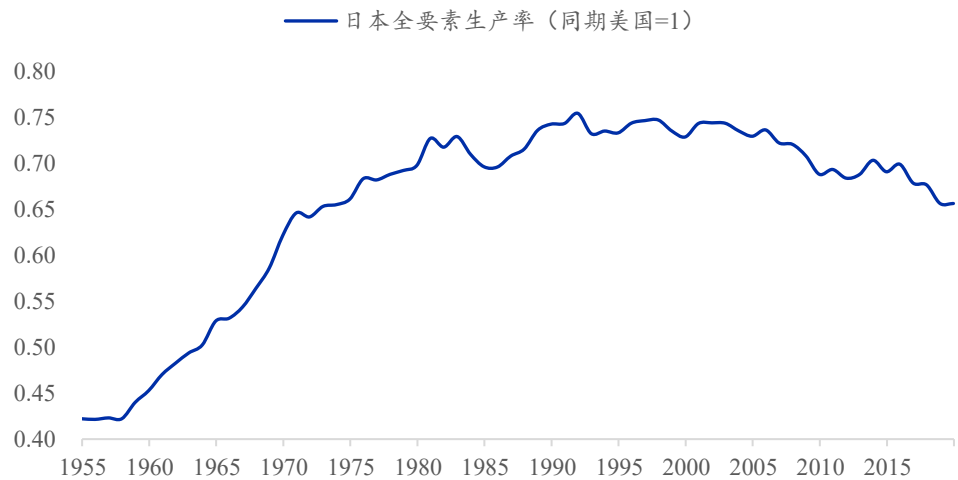
图表 22：1991 年日本进入“后地产时代”



数据来源：wind，华福证券研究所

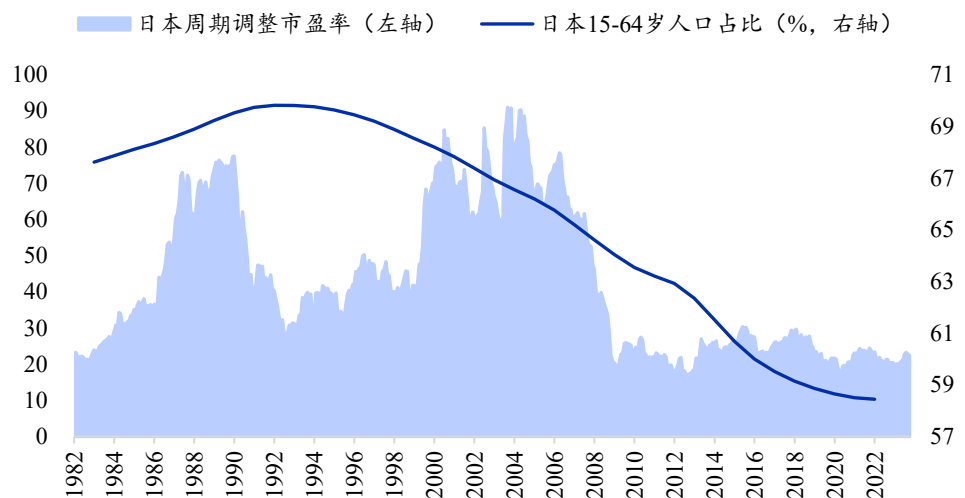
与美国不同的是，日本劳动力人口占比对股市估值影响较为显著。日本在1960-1975年的经济腾飞中积累了大量的技术优势，但在泡沫经济破灭后，技术创新的速度相对较慢。同时其他国家技术进步迅速，使得日本在全球竞争中面临了越来越大的压力，无法保持较高的全要素生产率增长。由于在新一轮科技创新周期中缺乏优势，随着劳动力人口占比走低，日本经济陷入低迷，长期来看，日本股市估值也下了一个台阶。

图表 23：1991 年以后日本全要素生产率走势明显弱于美国



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 24：目前日本股市估值相较 1990 年代整体下台阶

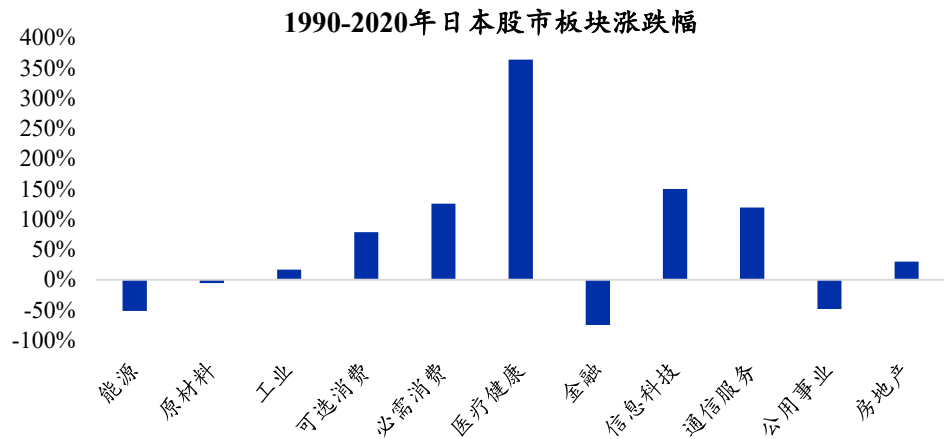


数据来源：wind，华福证券研究所

日本人口结构变化对股市板块表现也有影响。从股市表现来看，1990-2020年日本股市医药、科技、消费板块领涨，其中医疗健康板块涨幅突出超350%，这一现象

可能与日本的人口老龄化现状和以创新药为代表的企业成功出海有关，老年人口比例的增加使得社会更关注于身体健康，同时在全球化背景下医疗健康行业迎来巨大市场需求。通信服务、可选消费同样取得不错涨幅，金融、能源、公用事业、原材料等表现严重落后，经历 30 多年股价仍未能回至 1990 年泡沫巅峰水平。

图表 25：1990-2020 年日本股市医药、科技、消费板块领涨

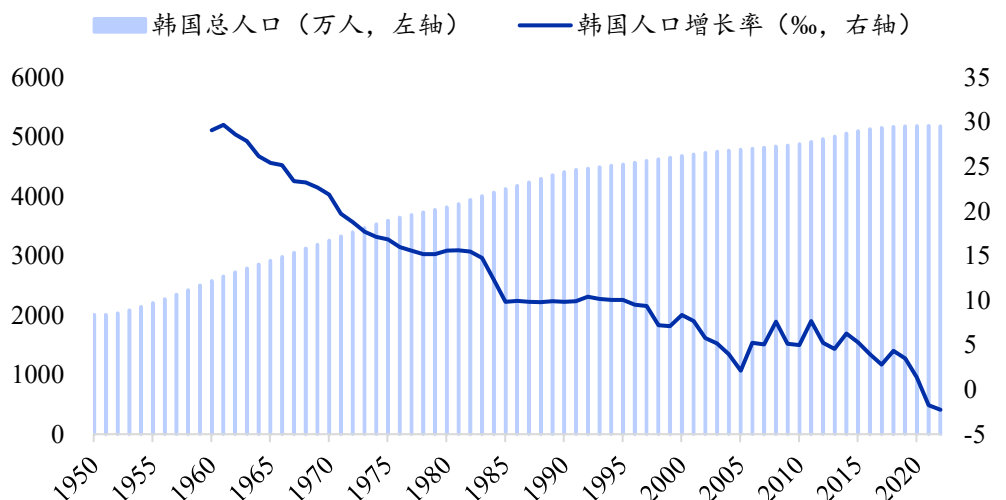


数据来源：彭博，华福证券研究所

3.2 韩国的人口变动与经济发展

韩国人口增长率自 2019 年以来快速下行，极低生育率导致人口开始负增长。一般来说，生育率降低可能加重社保负担，影响市场消费需求总量和消费结构，限制经济发展动能。2022 年，韩国人口约为 5182 万，这是自 1949 年开始相关统计以来，韩国人口首次连续两年减少。其中出生人口 24.9 万人，死亡人口 37.3 万人，总人口“自然减少”12.4 万人，总和生育率只有 0.78，已降至全球极低水平。

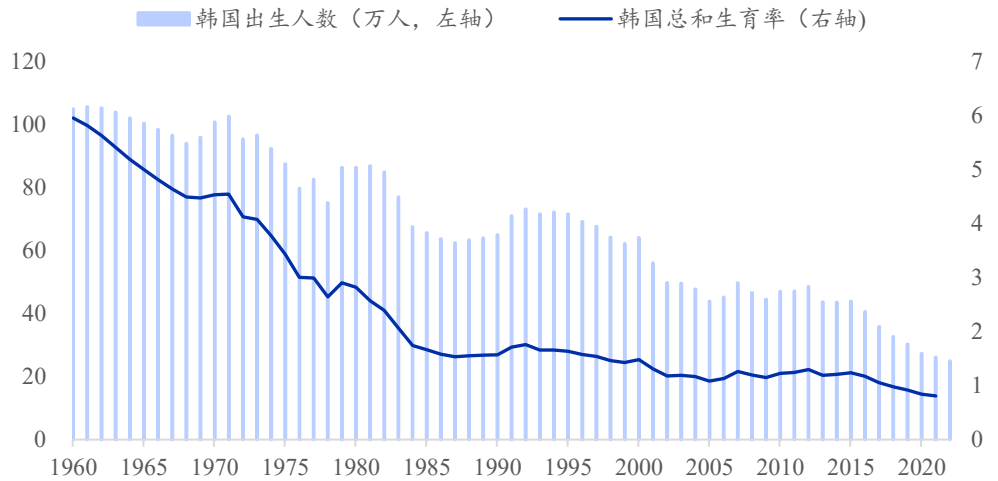
图表 26：韩国人口增长率自 2019 年以来快速下行



数据来源：wind，华福证券研究所

根据韩国统计厅 2023 年 12 月 14 日发布的《2022 年至 2072 年人口形势展望》报告，预测今后 50 年韩国总人口恐远低于 4000 万，老年人口也几乎过半，届时韩国将进入超老龄化社会。

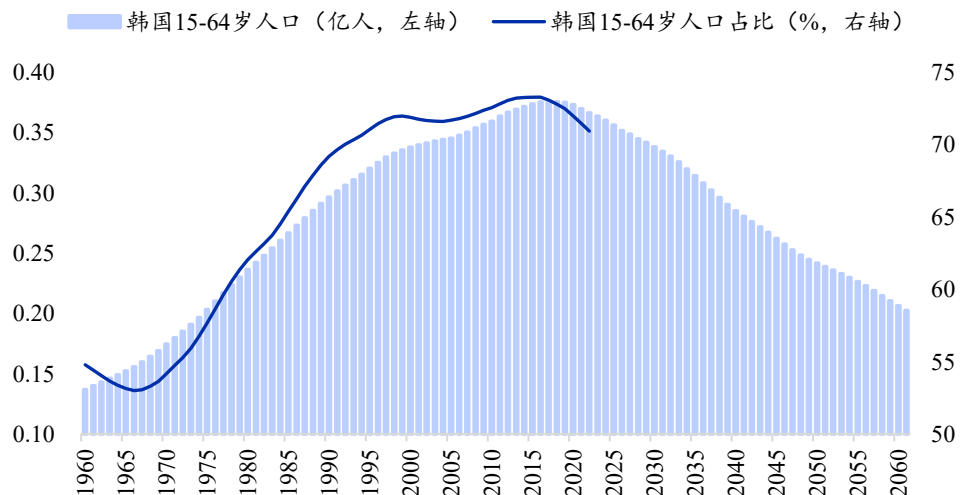
图表 27：韩国总和生育率已降至全球极低水平



数据来源：wind，华福证券研究所

朝鲜战争结束后，韩国国内出现一轮生育高峰。随着这一代婴儿潮人口陆续达到劳动年龄，韩国 15-64 岁人口占比持续提升，进入到 1968 年至 1990 年的人口红利期。这一期间韩国经济迅速发展，在 20 多年内一跃成为世界发达国家，缔造了举世瞩目的“汉江奇迹”。韩国劳动年龄人口占比于 2015 年见顶，达到最高点 73.3%，2016 年后逐年下滑。韩国劳动年龄人口由 1960 年的 0.14 亿人增至 2018 年的 0.38 亿人，随后见顶回落并持续下降至今。据 OECD 预测，2023-2061 年韩国劳动年龄人口将继续减少。

图表 28：韩国劳动年龄人口占比 2015 年见顶

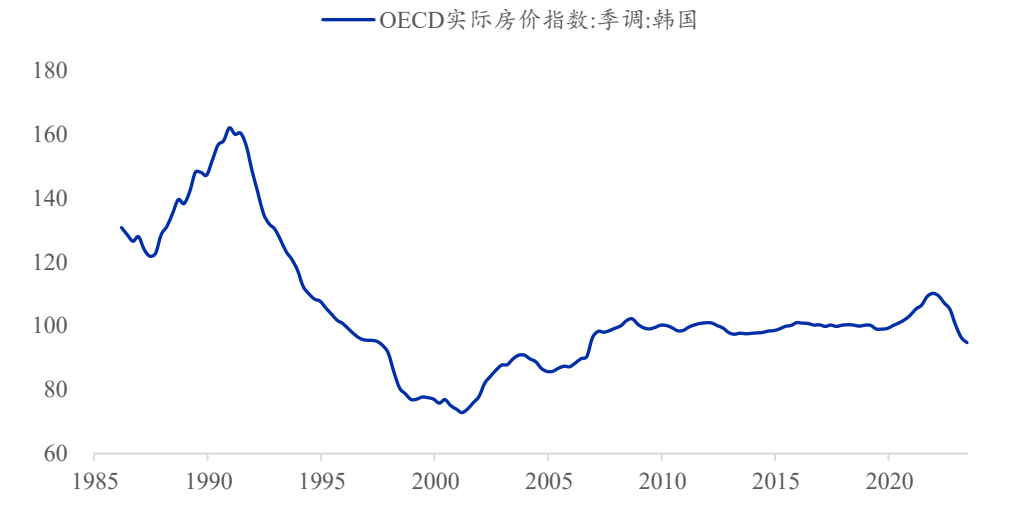


数据来源：wind，华福证券研究所

注：2023-2061 年 15-64 岁人口数据采用 OECD 预测值

房地产行业方面，韩国表现与日本有一定的趋同性。韩国房价 1990 年底达到历史大顶后快速回落，连续下跌近 10 年。2021 年、2022 年韩国人口开始负增长，房价也出现明显回落。

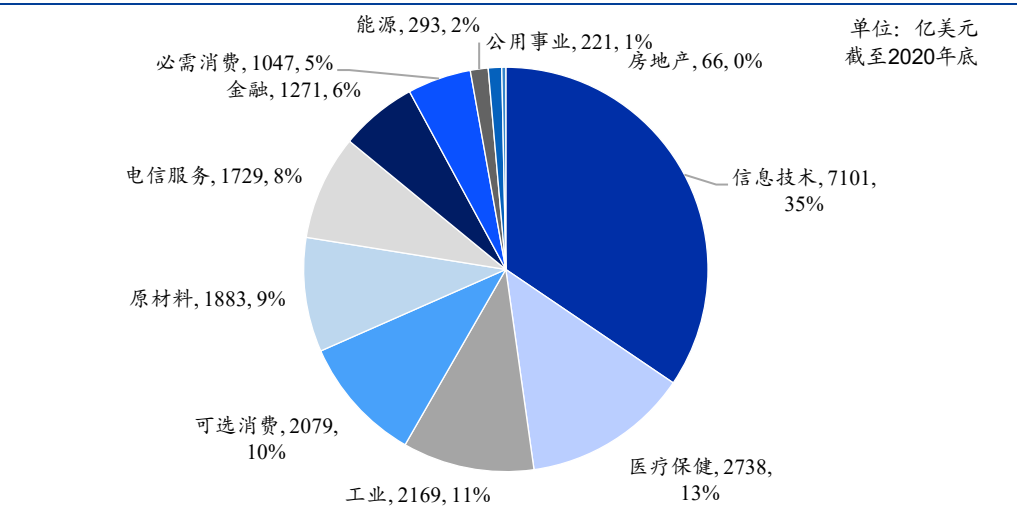
图表 29：1990 年韩国房价见顶后连跌 10 年



数据来源：wind，华福证券研究所

在长期低生育率的背景下，韩国股市也呈现出一些特点，其中最为显著的特征是技术密集型行业表现突出。截至 2020 年底，韩国行业板块中，信息技术板块占比最高，其市值为 7101 亿美元，占比高达 35%。房地产板块市值占比最低。医疗保健、工业、可选消费板块市值相近，市值占比均处于 10%至 13%之间。

图表 30：长期低生育率下的韩国股市板块分布



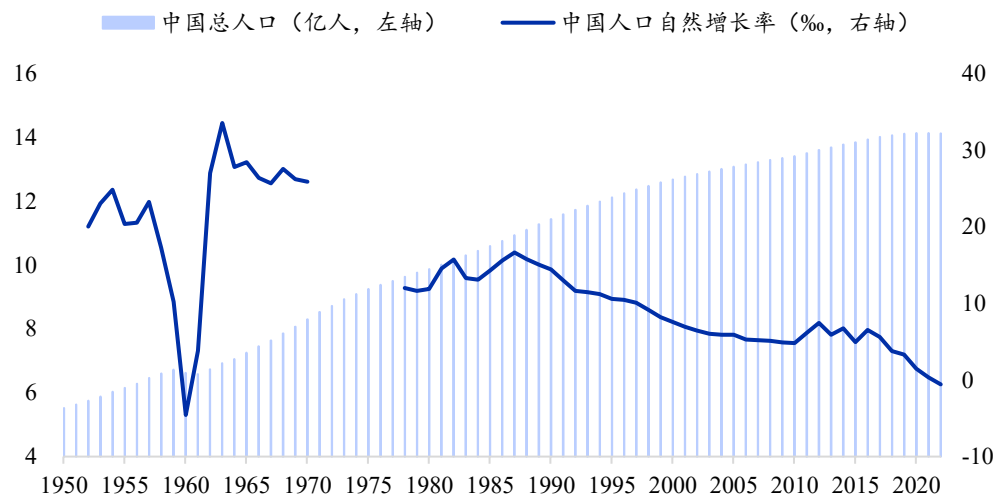
数据来源：彭博，华福证券研究所

3.3 启示：从人口红利到人才红利

随着全球各国逐渐进入工业化和城市化的时代，新出生人口数量持续减少。这主要是由于以下几个原因：一是工业化和城市化使得大量农村人口涌入城市，劳动人口数量不再是家庭中最重要生产要素。二是工业化推动了社会分工的细化，提高了劳动力的效率，同时也增加了人们的工作压力和生活成本，导致家庭规模变小，生育率下降。三是城市化提高了人们的生活质量，但同时也增加了养育子女和照顾老人的经济压力，在高度分工的社会结构下，生育行为可能导致女性在职场上受到歧视、减少收入甚至职业中断等问题，进一步降低了女性的生育意愿。

近年来，中国出生率和生育率逐年下滑，2022年中国人口正式进入负增长阶段。2022年中国总人口为14亿1175万人，比上年末减少85万人。由于生育意愿持续下降，总和生育率低迷，叠加疫情影响，2022年中国出生人口为956万人，创历史新低。同时由于新中国成立初期的“婴儿潮”一代人口开始接近平均预期寿命，未来数十年我国的人口负增长趋势难以改变，这将对未来中国经济社会发展产生极为深远的影响。

图表 31：2022 年中国人口数量开始出现负增长

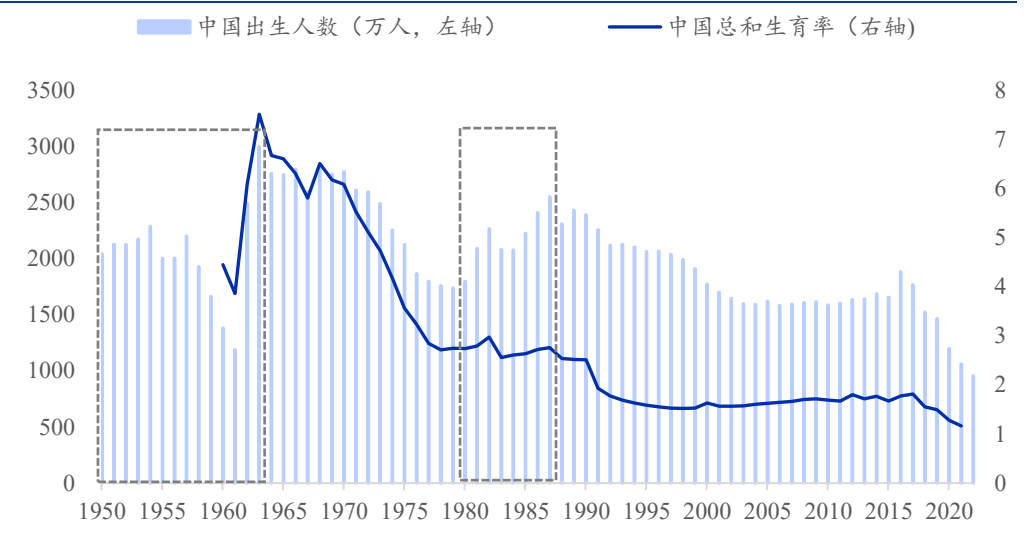


数据来源：wind，华福证券研究所

回顾历史，新中国成立初期国家鼓励生育，人口数量快速增长。1970年代宣传“一个不少，两个正好，三个多了”，总和生育率明显下行。1980年代为解决人口激增问题，开始推行以“一胎政策”为主的严格的计划生育。从历年出生人数可以看到，中国出生人口的两次高峰出现在1963年（3000万人）和1987年（2550万人）。按照代际规律，预计2012年前后将出现第三次出生人口高峰，但第三轮出生潮最终缺席。后开始陆续推行“单独二胎”、“全面二胎”政策，2021年宣布实施三孩政策

并提供配套支持措施，促进人口长期均衡发展。

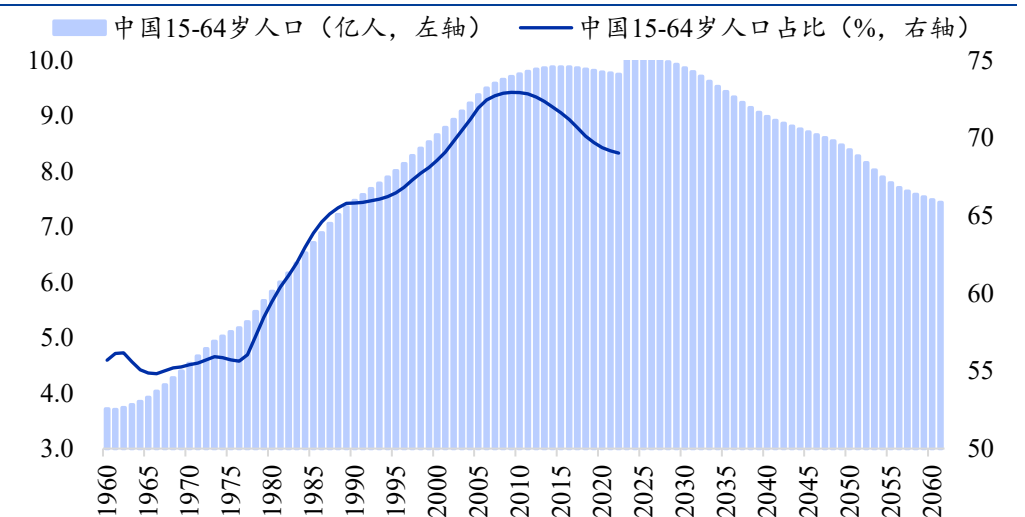
图表 32：中国出生人口的两次高峰出现在 1963 年和 1987 年



数据来源：wind，华福证券研究所

中国劳动年龄人口占比 2009 年见顶，劳动年龄人口总数 2015 年见顶。根据经济合作发展组织预测，未来我国劳动年龄人口数量将持续下降，老龄人口占比将继续提高，人口老龄化程度将进一步加深。虽然人口结构改变不一定导致经济断崖式下跌，但可能长期而缓慢地影响经济增速和资产价格。为应对低生育率问题，政府和社会各界应采取综合措施，通过优化生育政策、经济支持和社会保障，营造有利于生育的环境，提高家庭的生育意愿。同时全社会要共同关注性别平等和女性权益，破除传统文化束缚，实现生育观念的现代化。通过一系列改革和创新，在促进国家经济发展的同时，实现人口长期均衡发展。

图表 33：中国 15-64 岁劳动年龄人口总数于 2015 年见顶



数据来源：wind，华福证券研究所

注：2023-2061 年 15-64 岁人口数据采用 OECD 预测值，2023 预测值与 2022 实际值因统计口径区别存在一定差异

未来相当长一段时间，我国的劳动力总量仍然充沛，超过美欧日韩的总和。目前我国人口问题的主要矛盾为劳动力供需的结构性失衡以及劳动生产率低下，体现在低端市场劳动力以及高端行业人才不足。一方面，政府和企业应加大对职业教育和培训的投入，积极发挥职业教育的作用，消除户籍制度等限制劳动力流动的壁垒，建立健全劳动力市场信息系统，促进劳动力合理流动和配置。另一方面，要继续深化人才发展体制机制改革，加强人才培养和引进，优化人才发展环境，以释放人才红利，为国家经济社会发展提供源源不断的人才支撑。未来驱动我国经济蓬勃发展的新动力将来自于科技创新和优质人力资本的积累。

4 风险提示

历史经验不代表未来，经济复苏不及预期，优化生育政策效果不及预期，劳动力供需结构性失衡，技术进步放缓影响生产率。

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn