

【消费瞭望录】

中外消费对比（一）：代际人口消费变迁与前瞻

事件描述

本文着重对比中国与日本的代际人口消费变化来阐述并预测中国消费走势，可重点关注中国未来的下沉市场消费、养老与大健康、单身经济。

事件点评

消费的变迁来源于经济基础、人口环境与消费逻辑，互相作用且决定了不同时代的消费走向。经济、文化、社会共同作用于消费个体，进而决定其价值观与消费观。一个消费个体的价值观受到一个国家的发展阶段、家庭环境、文化引导的影响非常大，进而影响到消费观，通常均在 18-22 岁左右定型，并具有一定的稳定性。

我们认为，不同的历史进程、差异化的文化及经济发展决定了不同国家的消费社会不可完全对标，在借鉴历史时务必求同存异。邻国日本在收入水平、人口结构、消费变迁上，与我国发展有一定的相似性，我们能够在合理范围内借鉴日本消费人群代际更替过程中的经验与规律，以此来洞察我国消费人群的未来消费变化趋势，为前瞻性的战略布局提供指引。

中国消费市场的显著特征在于分层，并非单一维度升级/降级。中国各消费时代特征叠加的情况较为显著，如第三、四消费时代特征俱有出现，并非简单线性变化。决定分层因素众多，本文重点讨论人口变迁带来的分层影响，而中国相较于日本，在多种因素之下各代际消费特征叠加的现象更为明显，“消费分层”的现象也更为明显。本文将从人口结构变化、城镇化率变化以及家庭结构变化来对比并阐述中国消费特征。

鉴于代际人口结构的显著变化，目前中国部分消费领域已经迈入日本第四消费时代的范畴，而大部分消费领域仍处于日本第三消费时代，并正处于向第四消费时代加速转变的关键阶段。基于此，我们能够从日本第三、第四消费时代的历史经验中汲取智慧，以前瞻性的眼光洞察中国未来消费市场的走向，进而积极谋划相关产业的布局，尤其要重点关注由代际变迁引发的消费倾向动态变化。

综上所述，我们提炼出中国代际人群发展的三个核心趋势：**老龄化进程加速且出生率持续下滑、单身群体占比稳步提升、下沉市场规模不断扩张**。针对这些趋势，我们应当高度关注与之相对应的消费赛道，包括但不限于**下沉市场消费的广阔潜力、养老与大健康产业**的蓬勃发展机遇以及单身经济所蕴含的独特消费需求与市场空间。

风险提示： 1、全球经济局势波动对相关产业的影响；
2、国内经济增长不及预期（出口收海外需求拖累、地产消费信心难以恢复、“稳增长”政策力度不及预期等）。

休闲服务

评级：看好

日期：2025.02.05

分析师 何晓敏

登记编码：S0950523110001

☎：(021) 6139 2631

✉：hexiaomin@wkzq.com.cn

行业表现

2025/1/27



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《2025 年消费展望：政策将加速托举需求回暖》(2025/2/5)
- 《【消费瞭望录】需求低迷与 OTA 主导格局的背离，何去何从？》(2025/1/15)
- 《补贴政策发挥长效作用，消费粘性显现》(2024/12/25)
- 《【消费瞭望录】连锁酒店投资框架：如何观测行业周期？》(2024/12/5)
- 《政策红利深度释放，消费市场迎来回暖黄金期》(2024/11/26)
- 《国庆出游点评：新“慢充式旅游”消费习惯正在形成》(2024/10/11)
- 《《黑神话 悟空》：耐心资本崛起的里程碑》(2024/8/22)
- 《线下零售边际修复 长线游成暑期热点》(2024/8/5)
- 《【消费瞭望录】梳理消费税改革三十年》(2024/8/1)
- 《【消费瞭望录】新消费格局：从商品迈向服务消费》(2024/7/12)

一、中国消费人群代际研究：单身经济&老龄化&下沉市场

1. 价值观&消费观&消费力

消费的影响因素较多，每个经济体所处阶段、各阶段时长不尽相同，我们横向来看将各阶段要素分为经济要素、人口环境与消费逻辑，具体来看可分为三个部分——经济基础、人口环境和消费逻辑。

经济基础决定上层建筑，决定了消费的供需，决定消费力；

人口环境决定消费群体的成长环境，进而决定了价值观和消费观，决定了消费偏好；

消费逻辑包括文化、历史、政治等因素，与经济基础和人口环境共同作用于消费走向。

经济、文化、社会共同作用于消费个体，进而决定其价值观与消费观。一个消费个体的价值观受到一个国家的发展阶段、家庭环境、文化引导的影响非常大，进而影响到消费观，通常均在 18-22 岁左右定型，并具有一定的稳定性。

我们认为，不同的历史进程、差异化的文化及经济发展决定了不同国家的消费社会不可完全对标，在借鉴历史时务必求同存异。对于中国宏观及微观消费的研究，日本 90 年代是个很值得对标的研究对象，中日两国有相近的消费环境，生活习惯、城市化率、经济发展周期等均有相似之处，因为日本也成为了研究未来中国消费演化的一面镜子。**因此，本文着重对比中日两国消费人群的演变与特征，进而从人口环境角度解释与预测中国消费走向。**

2. 以古为鉴，可知兴替——借鉴日本历史

日本三浦展先生著作《第四消费时代》广为流传，在中日对比研究中也常被引用，但未有相关内容将中国与日本消费社会分类深入到人口代际研究，**我们意在分析中日两国各个时期人口环境的同与不同之处，并寻找未来中国消费发展方向。**

三浦展先生的书《第四消费时代》中提出日本经历了四个消费时代，分别是：西方化的商业社会雏形、以家庭为单位的大众消费、一个人为单位的个人消费，以及追求内心平衡的个人消费时代。

(1) **城市化消费 (1912-1944)**：城市化加速扩张，如大城市中的东京人口比重由 6.6% 提升到了 10% 以上，城市中“摩登”的文化都被认为是好的，出现了西餐热潮、咖喱饭、炸猪排、可乐饼等等。

(2) **规模化消费 (1945-1974)**：城市化进程进一步加快，由一开始的东京等大城市扩大到全国范围，大城市消费倾向愈发明显；同时，居民倾向规模化消费，传统 3C 开始普及，消费者主力为小家庭和家庭主妇。

(3) **消费升级&品质化消费 (1975-1995)**：泡沫经济，人均 GDP 进入快速提升期，人口增长率和出生率均开始下行，消费者追求消费质量，个性化消费出现，消费主体由家庭变为单身者。

(4) **消费追求性价比&注重精神需求 (1996-)**：90 年代人口消费支出放缓，人口老龄化与家庭小型化更为显著，消费更加注重性价比，趋向于本土化和精神追求。

3. 为什么要分析日本？——人背后的消费变化，需要和宏观环境相结合

我们整理和拟合了三浦展先生《第四消费时代》的四个消费时代及日本不同时期各代际人群的生活环境、生存背景、消费观、价值观，意在寻找不同人群消费观念的变化趋势相似点，以便于更好的预测未来消费发展方向。

图表 1：日本消费人群变迁纵览

经济时代	消费社会大致划分	经济表现	指标	昭和世代 1926-1949 年出生	昭和世代 1950-1969 年出生	昭和世代 1970-1989 年出生	平成世代 1990-2019 年出生	令和世代 2020 至今出生
思想观念				重视国家	重视家庭	重视个人	重视理想	崇尚个性
昭和时代 (1926-1989)	第一消费社会	经济高速增长期	重视国家 大城市消费倾向	出生	出生	出生	出生	出生
	第二消费社会	GDP 增速约 8.32%	重视家庭及社会 大量消费、崇尚大的就是好的	青少年	青少年	青少年	青少年	青少年
	第三消费社会	GDP 增速约 3.71%	重视自我 个性化多样化消费	中年	青少年	青少年	青少年	青少年
平成时代 (1990-2019)	第四消费社会	经济泡沫 GDP 增速约 0.73%	经济泡沫 老龄化显现	中老年	中年	青少年	青少年	青少年
令和时代 (2020 至今)		经济低速 增长期	老龄化严重	老年	中老年	中年	青少年	青少年
消费观念				大量消费 城市化倾向	崇尚大的就是好的、家庭消费	重视自我&个性 追求	无品牌倾向 朴素倾向 本土&休闲倾向	/

资料来源：《第四消费时代》，五矿证券研究所

日本的第一消费时代始于 1914 年，随着城市化进程的加速，人口爆炸式增长，劳动人口激增，中产阶级家庭生活方式兴起，人们开始崇尚时尚文化，追求物质享受；第二消费时代伴随着第一次婴儿潮的到来，进一步刺激了家庭消费的增长，这一时期，以家庭为单位的大规模消费兴起，“大的就是好的”成为普片观念，大众消费观念形成；第三消费时代，日本经济进入“低增长期”，消费单位开始由家庭转向个人。人们更加向往富裕多元化的城市生活，强调个性化和差异化。千篇一律的大众已经消失，日本消费进入到个性化消费时代，追求品牌与差异化，对本土品牌文化自信，追求国外与奢侈品；进入第四消费时代，日本社会在经历了充分发展后，开始追求简朴生活，注重人际关系和共享概念。人们不再盲目追求物质财富，而是更加关注内心的满足和精神层面的富足。无印良品等简约风格品牌的兴起，正是这一消费观念的体现。

图表 2：中国消费人群变迁纵览

时代	经济时代	婴儿潮一代 (1950-1954 出生)	X 世代 (婴儿潮二代: 1962-1973 出生)	Y 世代 (婴儿潮三代: 1986-1995 出生)	Z 时代 (1995-2005 出生)
思想观念		传统守旧	注重理想	崇尚个性	追求精神
第一消费社会 (1949-1985)	经济起步	出生 生于大家庭，条件艰苦			
	改革开放	青少年 经历动荡、改革开放等	出生 生于大家庭，条件艰苦		
第二消费社会 (1985-2015)	经济高增	中年 努力奋斗、见证繁荣	青少年 放开高考，改革开放，城镇化率增速快	出生 生于计划生育政策下的独生子女，家庭消费能力增长	
	全球第二	中老年 和子女同住	中年 组件核心家庭；物质主义，消费欲望强	青少年 互联网兴起，向中心城市迁移	出生 生于互联网时代，物质富足
第三消费社会 (2015-今)	增速趋稳	老年 和子女同住	中老年 夫妻居住，一二线城市重点积蓄在买房	中年 房价高，购房压力大，未婚倾向出现	青年 独立与单身倾向高，追求精神发展，对物质欲望减弱，注重品质
第四消费社会 (2023-今)	增速放缓				
消费观念		节俭消费	品质消费、追求物质主义	注重外观、个性化、品质消费，精细化赛道显现	小众化、精神化、注重品质、追求性价比

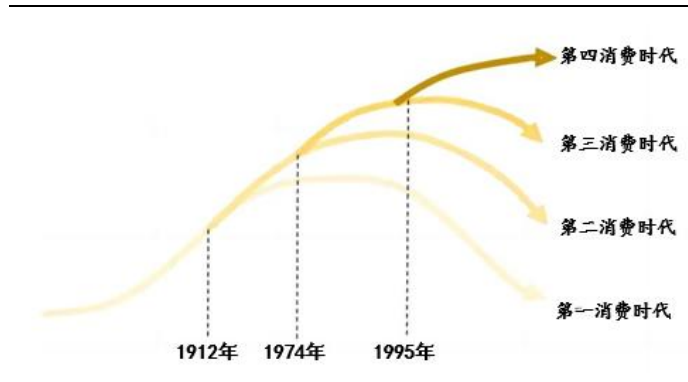
资料来源：五矿证券研究所

尽管中国与日本的第一消费时代在时间上存在差异，但消费观念的变化却有着惊人的相似性。在中国的第一消费阶段，中国也经历了类似的快速城市化进程，随着居民收入水平的提高，消费能力显著增强，从基本的生活必需品到更多享受型产品，消费者的需求日益多样化，在改革开放后进入第二消费阶段，中国经济快速增长，家庭收入大幅提高，家电、汽车等耐用消费品迅速进入千家万户。这一时期，中国企业通过规模化生产满足了庞大的市场需求，实现了从“短缺经济”向“过剩经济”的转变。第三消费时代，随着中产阶级的崛起和年轻一代成为消费主力军，个性化、差异化需求日益增长。消费者不再满足于千篇一律的产品，而是追求能够体现自我风格和品味的商品和服务。这种趋势促使企业不断创新，以满足消费者日益多元化的需求。中国虽然尚未完全进入第四消费时代，但部分一线城市和新时代消费者已经开始表现出与日本类似的消费趋势。他们不再仅仅追求品牌和奢华，而是更加注重产品的实用性和环保性。同时，共享经济在中国的快速发展也反映了消费者对于共享概念的认同和接受。

因此，消费时代划分主要在于消费人群分层，非简单的消费升级或降级。三浦展先生在书中强调，到了下一个消费社会，前几个消费社会的特征也依然会多层重叠存在，形成如下所示的消费社会。我们认为分析中国消费社会时也应注意这一点，中国的消费人群定义更加清晰，因此可以用相似的图示表示消费代际变迁情况。

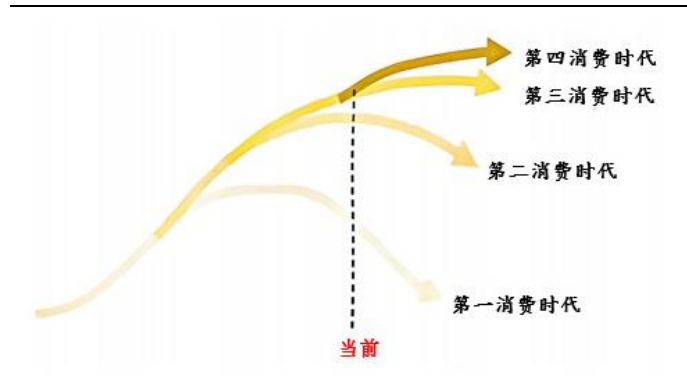
我们认为中国现在处于第三消费时代，并逐渐向第四消费时代过度的阶段。

图表 3: 日本消费时代变迁



资料来源:《第四消费时代》, 五矿证券研究所

图表 4: 中国消费人群变迁



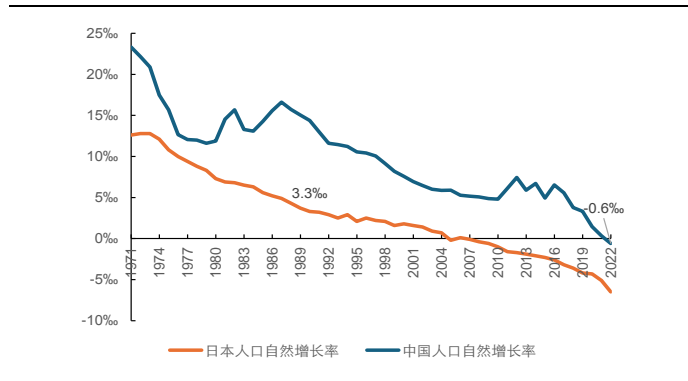
资料来源:《第四消费时代》, 五矿证券研究所

4. 代际人群变化背后的三大消费趋势

宏观经济周期对个人消费能力与消费观念均会产生长期影响。每一个国家的宏观经济周期的影响会传导到不同代际人群的消费能力与观念, 每个代际人群都是叠加演变的, 不同时期都会有不同代际的人群存在, 因此, 消费力也并非跳跃式发展, 综合代际人口环境变化, 我们总结出三个要趋势: 老龄化加剧&出生率下降、单身率提升、下沉市场扩张。

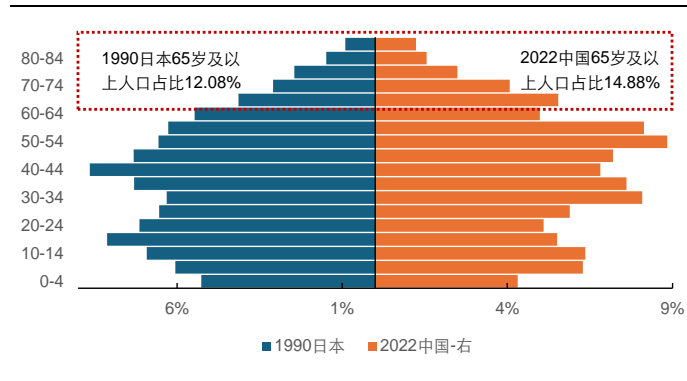
(1) 相似的年龄结构: 老龄化加剧及出生率持续下降带来的消费变化

图表 5: 中国与日本人口自然增长率



资料来源: 日本厚生劳动省, 国家统计局, 五矿证券研究所

图表 6: 中国 2022 年与日本 1990 年人口金字塔对比



资料来源: 日本统计局, 国家统计局, 五矿证券研究所

中国于 2022 年人口到达增长拐点。日本 1990 年人口自然增长率为 0.33%, 中国 2023 年人口自然增长率-0.15%。日本于 21 世纪初进入人口负增长时代, 中国于 2022 年人口开始进入负增长时代, 因此对比 1990 年的日本, 中国人口提前进入负增长时代。

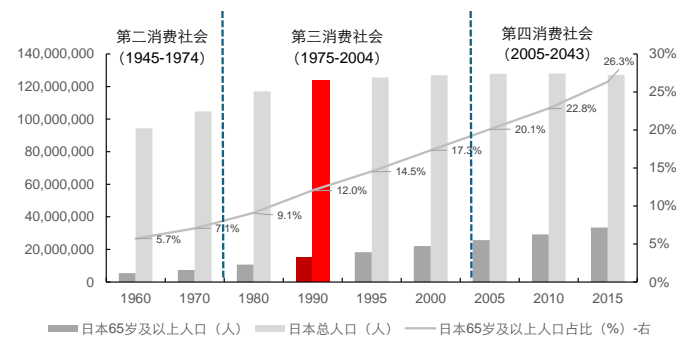
中日于相似时间经历两波:

日本第一波婴儿潮 (团块世代, 1947-1949 年出生): 二战结束后脱离家庭的人回到本土, 社会稍微稳定, 大家渐渐开始安居, 于是生孩子成了人类必须的选项, 他们为了改善生活而辛勤劳动, 紧密地聚在一起; 日本第二波婴儿潮 (1968-1973 年出生): 第一代婴儿潮人群成年到达生育年龄, 日本经济此时已到达相当的高度, 于是人们乐于孕育后代, 这一时期出生的人群多生于大城市, 从小成长环境优越。

中国于相近时间段经历第一、二次婴儿潮, 1949 年新中国成立, 中国鼓励生育, 一个家庭孩子

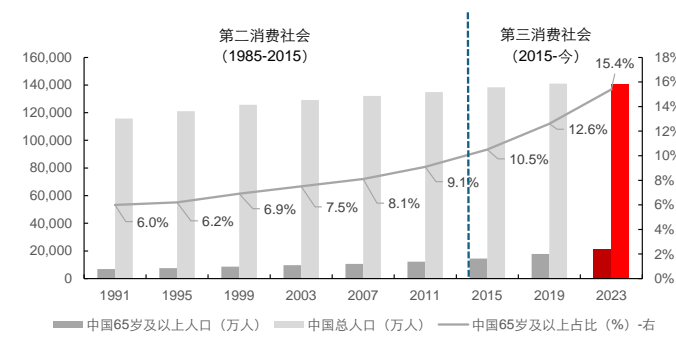
众多，家庭人数众多，1962-1973 年经济由弱转强，补偿性生育导致第二次婴儿潮，1986-1990 为第二次婴儿潮人群到达生育年龄，1982 年开始计划生育。现在的中国，婴儿潮一代步入老年，婴儿潮二代进入中老年，婴儿潮三代为社会消费中坚力量，随着第三代婴儿潮生育意愿降低，社会面临严峻老龄化风险。

图表 7：日本人口老龄化趋势



资料来源：日本统计局，五矿证券研究所

图表 8：中国人口老龄化趋势



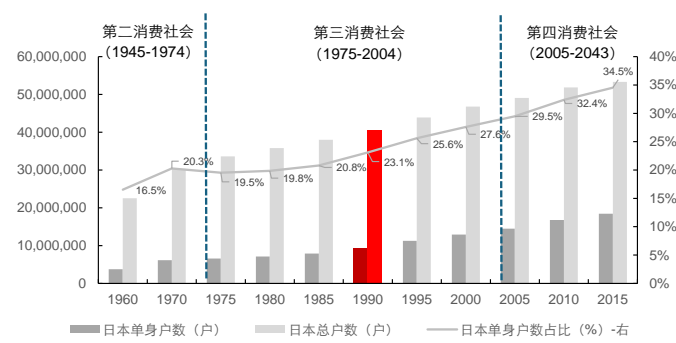
资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

中国人口老龄化超越日本 90 年代。对比中日人口年龄结构，中国现老龄人口 (65 岁及以上) 占比 15.4%，超越日本 90 年老龄人口占比 12.0%。日本 90 年代人均 GDP 为约 18.8 万人民币 (以世界银行 2023 年 12 月 31 日汇率为基准)，1975-1995 平均 GDP 增速为约 3.7%；中国 2023 年为约 8.9 万人民币，增速为 4.7%，相较日本，中国属于“未富先老”。

(2) 相似的家庭结构：城市消费拥抱单身经济

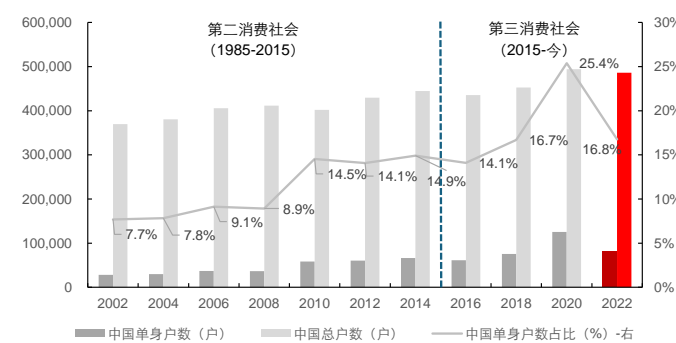
家庭结构的变化与社会发展变化是紧密联系的。在日本第一消费社会，人口增长与城市化率上升，以家庭为单位往大城市迁移；在经济高度增长的第二消费社会，多人口家庭增长，同事单身居住人群也在快速增长；在第三消费社会，大家庭数量大幅减少，单身家庭快速增长。

图表 9：日本单身人口占比



资料来源：日本统计局，五矿证券研究所

图表 10：中国单身人口占比



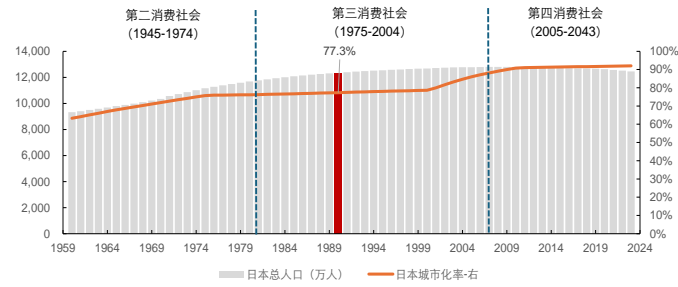
资料来源：国家统计局，第一财经，五矿证券研究所

(3) 相似的人口数量与城镇化进程：关注下沉市场消费增长

日本在第一、二消费社会都经历了人口的快速增长，在第三消费社会增长趋缓，在第四消费社会出现了人口负增长。在第一、二消费社会，伴随着人口增长的是城镇化率的增长，人口往大城市迁移，开始追求西方化消费、大量消费，第三消费社会城镇化增长率趋缓。反观中国，婴儿潮一代、X 世代与 Y 世代出生与成长的时代也同样伴随着城镇化率的提升，中国 2023 年城镇化率为 66.2%，日本 90 年代为 77.3%，中国城镇化发展稍慢于日本 90 年代，

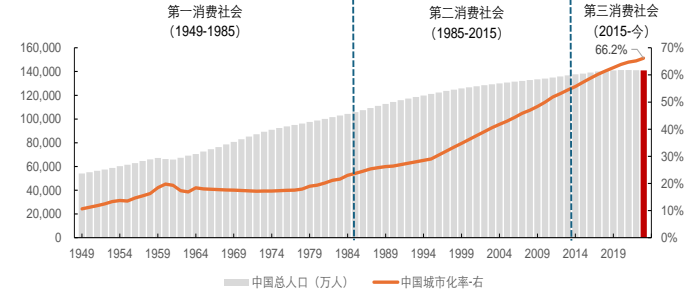
仍有提升空间。

图表 11：日本人口与城镇化率



资料来源：世界银行，联合国贸发会议，五矿证券研究所

图表 12：中国人口与城镇化率



资料来源：国家统计局，同花顺金融，五矿证券研究所

综合以上数据来看，我国老龄化程度超越日本 90 年代，但单身户率较低。其中的原因包括以下几点：

- 1) 家庭观念和文化差异：**中国的家庭观念深厚，强调家庭团聚和多代同堂，在大多数家庭中，即使儿女已经成年也不会脱离父母独自居住。日本虽然也重视家庭，但在现代化进程中，个人主义趋势更为明显，单身和独居的生活方式更易被接受，更加鼓励成年儿女独自居住。
- 2) 住房政策和市场：**中国住房市场和政策集中于家庭住房，单身人士租房、购房的选择有限。日本住房市场相对成熟，单身人士的选择更多。
- 3) 社会保障体系：**中国的社会保障体系有待完善，老年人更依赖家庭支持。日本社会保障体系较为完善，包括养老、医疗等，使得老年人更倾向于独立生活。
- 4) 人口政策：**中国虽然已经放开二胎，但过去的计划生育一定程度上影响了人口结构，加快人口老龄化的趋势。日本没有类似的人口控制政策。因此相较日本而言，中国老龄化速度快于单身户增长速度。
- 5) 教育水平：**中国的教育水平正在提高，但由于地域辽阔，教育资源不均，综合来讲与日本相比仍有差距，而教育水平的提升通常与单身户率的提高相关，这一定程度上导致了较慢的单身户率提升速度。

二、1990 年日本股市表现

自 1990 年经济泡沫破裂以后，日本股市经历了长达十年之久的震荡下跌。其中 1990 年日本股市最为惨淡，经历了从 20 世纪 80 年代初到 21 世纪初最大幅度的回撤。东京证交所指数和日经 225 指数均下跌近 40%，整个消费板块中各行业跌幅均在 30%-40%左右，其中零售贸易跌幅甚至突破 40%，成为消费板块中跌幅最多的行业。

1999 年日本股市整体表现较好，东京证交所指数和日经 225 指数分别经历了近 60%和近 40%的回调。其中消费板块和科技板块表现较为突出，在消费板块中，涨幅尤为可观的行业为服务业和批发贸易，分别为 200%和 181%。

1999 年日本股市经历一定程度上的回升，这有一部分归功于日本于 1996 年 11 月开始启动的“日本版大爆炸式”金融体制改革。本次改革包含了放宽市场准入、促进业务自由化、推动利率市场化、鼓励金融产品创新、加强监管改革、解决银行不良贷款问题、改革会计准则等措施，对日本股市有一定的积极影响，一定程度上提振了消费者信心。

图表 13: 日本股市整体及行业年度涨跌幅

日本股市整体及行业年度涨跌幅	1984-2000	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
东京证券交易所指数	40.5%	24.8%	14.6%	49.2%	10.4%	36.6%	22.2%	-39.8%	-1.1%	-23.7%	10.1%	8.3%	1.2%	-6.8%	-20.1%	-7.5%	58.4%	-25.5%
日经225指数	19.4%	16.7%	13.3%	43.9%	14.6%	39.9%	29.0%	-38.7%	-3.6%	-26.4%	2.9%	13.2%	0.7%	-2.6%	-21.2%	-9.3%	36.8%	-27.2%
医药	121.9%	57.3%	-7.3%	61.5%	-2.5%	4.1%	9.3%	-30.3%	-1.7%	-6.5%	-4.5%	2.6%	3.4%	18.1%	0.5%	18.4%	2.3%	43.6%
服务业	172.7%	19.3%	47.5%	44.5%	10.3%	21.9%	53.1%	-37.6%	-13.8%	-25.5%	8.9%	8.8%	5.0%	1.1%	-0.8%	-11.2%	200.2%	-53.4%
零售贸易	101.3%	15.4%	20.8%	56.6%	5.0%	42.1%	42.2%	-42.9%	3.2%	-25.4%	25.9%	3.7%	1.6%	-6.7%	-15.2%	8.7%	82.1%	-45.1%
批发贸易	14.3%	8.8%	5.2%	31.7%	7.8%	42.3%	53.1%	-39.5%	-9.3%	-29.3%	10.9%	16.6%	-1.1%	-8.8%	-34.3%	-9.0%	181.1%	-53.9%
食品	40.8%	23.4%	18.3%	60.7%	29.7%	3.9%	25.0%	-39.3%	7.4%	-16.9%	0.6%	-1.6%	-1.9%	-4.9%	-17.5%	14.6%	-11.8%	5.4%
纺织品与服装	-26.1%	32.5%	18.5%	17.3%	23.1%	20.1%	36.5%	-36.6%	-9.1%	-22.9%	-7.2%	19.1%	-4.5%	-5.9%	-34.9%	4.6%	-15.0%	3.5%
科技&高端制造等	71.4%	0.9%	-5.1%	23.0%	2.7%	21.8%	19.4%	-33.6%	-9.4%	-20.6%	21.1%	17.0%	2.1%	1.9%	-3.6%	-6.2%	135.3%	-34.4%
信息与通信	-4.6%	93.0%	27.7%	16.7%	21.8%	-13.4%	-11.5%	-37.2%	-20.5%	-25.5%	31.3%	14.0%	-4.1%	-0.1%	-4.9%	-13.6%	252.0%	-55.5%
精密仪器	50.1%	5.8%	-2.0%	-0.7%	-1.1%	28.5%	30.4%	-37.0%	-0.4%	-14.6%	10.0%	14.7%	16.8%	4.1%	-14.7%	6.3%	59.1%	-21.4%
机械	15.3%	0.2%	0.0%	8.2%	27.9%	41.5%	59.8%	-38.2%	-9.6%	-24.5%	-0.2%	30.2%	-2.2%	-6.2%	-27.2%	-7.9%	18.5%	-7.7%
有色金属	25.2%	30.3%	-0.9%	18.6%	9.8%	29.4%	36.1%	-39.8%	-8.7%	-26.4%	17.2%	17.4%	-7.8%	0.3%	-20.6%	-23.2%	16.7%	50.4%
航空	-3.2%	-6.6%	4.0%	19.5%	37.1%	92.7%	60.3%	-58.5%	6.4%	-32.3%	0.2%	22.9%	-11.4%	-18.5%	-40.1%	-3.5%	6.0%	13.0%
空运	6.2%	72.8%	69.3%	50.8%	23.9%	21.0%	20.3%	-41.7%	0.8%	-33.0%	5.9%	9.5%	-4.8%	-12.3%	-42.7%	-18.4%	-13.1%	48.9%
运输	132.8%	-4.2%	3.4%	34.3%	8.1%	64.3%	19.5%	-38.4%	-3.9%	-15.1%	13.9%	20.5%	-0.2%	24.6%	-7.3%	-15.2%	31.0%	-10.6%
石油与煤	-25.5%	-8.9%	7.2%	51.3%	-1.4%	53.2%	30.5%	-47.0%	19.7%	-24.1%	9.3%	1.6%	-7.8%	-8.6%	-49.7%	-4.2%	-7.3%	15.7%
金属产品	32.3%	17.7%	45.0%	33.1%	27.3%	30.3%	59.6%	-23.9%	-8.3%	-19.0%	6.0%	-4.4%	-0.6%	-10.0%	-44.7%	10.6%	-13.1%	-4.7%
钢铁	-27.9%	-0.4%	-2.6%	15.4%	79.6%	127.4%	7.5%	-44.9%	-14.2%	-22.3%	-3.0%	24.0%	-5.1%	-11.1%	-50.3%	-9.7%	-0.7%	-12.0%
建筑	-2.5%	4.1%	47.6%	89.8%	8.8%	22.4%	47.0%	-32.1%	0.6%	-32.1%	-0.7%	-1.9%	5.2%	-17.8%	-53.1%	17.9%	-20.3%	3.2%
采矿	-60.1%	8.6%	-0.6%	-5.4%	28.8%	31.6%	98.3%	-45.1%	-12.2%	-31.5%	-0.7%	11.9%	-2.7%	-7.4%	-53.8%	-10.4%	-4.5%	-3.4%
证券与商品	44.5%	40.5%	28.4%	137.0%	-5.7%	40.6%	-0.5%	-51.8%	-11.0%	-21.7%	28.4%	15.9%	7.1%	-30.2%	-36.6%	-31.7%	154.1%	-12.5%
房地	44.3%	11.2%	88.0%	77.7%	-20.3%	55.5%	15.9%	-52.5%	5.6%	-35.5%	7.5%	3.7%	12.4%	-8.5%	-5.0%	-27.7%	-8.4%	26.0%
保险	52.1%	57.5%	29.9%	71.6%	-1.7%	48.8%	22.1%	-41.4%	-0.2%	-19.1%	-2.6%	1.8%	2.2%	-18.0%	5.7%	-8.2%	-8.4%	9.2%
银行	-13.7%	123.4%	23.3%	40.6%	37.0%	32.1%	17.7%	-38.2%	6.9%	-27.0%	10.8%	2.7%	2.4%	-18.6%	-35.8%	-24.5%	31.1%	-19.6%

资料来源: Bloomberg, 五矿证券研究所

三、基本结论

1. 中日人口增长、经济提升的阶段均伴随着城镇化进程的加速，但中国现今城镇化进程慢于日本 90 年代，在互联网普及的当今社会，二、三线城市处于二级消费时代但同时已开始接触第三消费时代。因此可关注下沉市场消费升级趋势
2. 中日的第二次婴儿潮都是人口出生率最高的阶段，现在中国老龄化进程快于日本 90 年代，人口自然增长率呈现陡式下跌。在医疗水平发达，人均寿命延长的时代下，日本老龄化已十分严峻，中国现在与未来将面临更严重老龄化问题。因此可关注养老与大健康消费
3. 家庭小型化、单身率攀升是日本于中国第三消费时代出现的重要现象。因此可关注单身经济

因代际人口变化，中国部分消费领域已进入日本第四消费时代，大部分仍处于日本第三消费时代并正在向第四消费时代转变，因此，我们可以借鉴日本消费在第三、四消费时代的历史，前瞻中国未来消费走向，积极布局相关产业，重点关注代际变迁所导致的消费倾向变化。

风险提示

1. 全球经济局势波动对相关产业的影响；
2. 国内经济增长不及预期（出口收海外需求拖累、地产消费信心难以恢复、“稳增长”政策力度不及预期等）。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。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。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司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。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,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。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 邮编:100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010