

专题报告

三重视角下的人口负增长

方正证券研究所证券研究报告

分析师

芦哲

登记编号: S1220523120001

联系人 占烁

相关研究

《如何看待本轮利润周期的强度与结构性变化》2024.01.11

《如何走出低通胀：中国历史启示》2024.01.06

《高频量化指数年度回顾——兼论基于 ECI 指数的 GDP 预测》2023.12.25

《美股回购镜鉴：制度、动因与现实——股票回购专题研究之二》2023.12.21

《重置中介目标、转向“通胀预期目标制”——2024 年货币政策展望》2023.12.20

《哪些行业可能出现产能过剩？》2023.12.13

1月17日，国家统计局发布2023年人口数据，总人口减少208万，连续两年负增长。如何理解人口负增长？我们建议从国内、东亚和全球三重视角来看人口问题。

一、国内视角：负增长时代还有哪些结构性亮点？

2023 人口形势：结婚增加、出生人数降幅收窄：2023 年，总人口减少 208 万，继上年减少 85 万后，降幅扩大了 123 万，其中 54 万是来自于出生人口的减少，69 万是来自于死亡人口的增加。尽管总人口减少，但 2023 年疫情对婚育的影响明显减退，结婚登记数量增加，出生率降幅收窄。2023 年前三季度，登记结婚的一共有 569 万对，较上年同期增加 24.5 万对；同时 2023 年出生人口减少 54 万人，是 2017 年出生人口持续下降以来的最低降幅，2020-2022 年出生人口年均减少 170 万人。

负增长后，人口城镇化是供给端和需求侧的新亮点

在总量见顶、年龄结构恶化之后，未来供给侧的产出提升来自于城镇化率的增长。从人均产出来看，2022 年第一产业只有第二产业的 22%、第三产业的 27%。过去几十年来，数亿人口从人均产出较低的初级部门，转移到人均产出更高的工业和服务业部门，城镇化带来了人均生产效率的大幅提升。2022 年我国仍有 4.9 亿人口在农村，从绝对规模来看，农村到城镇的人口转移仍有较大空间，这将持续带动人均产出效率的提升。2023 年，我国城镇化率达到 66.16%，较上年增长 0.94 个点，新增城镇人口从去年的 650 万增长至 1189 万，接近翻倍。

人口负增长对需求端的影响在实际中要复杂得多。一方面，人口负增长可能会带来总量层面的消费收缩。消费者总量的减少会带来总消费的收缩效应，并且越来越多的劳动年龄人口步入老年后收入大幅减少，也会导致消费随之减少。另一方面，负增长时代随着老龄化的加剧会带来储蓄的减少，在结构层面提高消费比重、降低投资比重，这一变化在我国得到了验证。

但中国和日韩等国最大的区别，是我们在城镇化进程中就提早迎来了人口负增长，这意味着总需求未必会随着人口负增长而下降。2023 年总人口减少 208 万，但城乡出现分化，城镇人口增加 1189 万，农村人口减少 1397 万。城镇人口的消费支出大约是农村的 1.8 倍，城镇化率的提高有助于在总量红利晚期继续释放结构性人口红利。但与供给侧相比，最大的区别在于，并不是人口从农村转移到城镇之后，其消费支出就会快速增长，这仍取决于收入状况。这一论断背后的政策含义是，需要进一步消除户籍差异，实现公共服务的均等化、进城农民工的市民化。

以房地产市场为例，得益于城镇化仍在持续，人口负增长目前和未来几年不会带来商品房市场需求的减少。按住房结构来看，2020 年七普数据显示，我国城市地区 46.5% 的家庭户居住在商品房中，农村地区只有 2.9%。可见，商品房市场不是全国性的城乡市场，而是一个城镇市场，农村住房在集体土

地性质方面就与城镇住房天差地别。以城镇人口来看商品房市场的居住需求不仅没有减少，反而在持续增长，商品房销售的下降另有其他原因。

二、东亚视角：人口转型与经济转型

东亚模式的特点是人口转型快，很快进入人口红利晚期。日本、韩国和中国的总和生育率分别在 70、80、90 年代降至 2 以下，在此期间快速完成了从“高出生、低死亡、高增长”到“低出生、低死亡、低增长”的人口转型，2020 年以来生育率均已经低于 OECD 国家水平。

从人口与经济的关系来看，东亚国家利用 40 年左右的人口红利窗口期实现快速腾飞。日本是 1963-2002 年，韩国是 1987-2028 年。利用 40 年人口红利窗口，日本的人均 GDP 从 700 美元左右快速增长到高点的约 44000 美元，韩国人均 GDP 从 3500 美元左右增长到高点时超 35000 美元。

除了总量的人口红利外，东亚经济腾飞离不开另外三个人口要素：①较高劳动参与率和工作时间；②重视教育和人力资本积累；③居民收入提高。

三、全球视角：全球人口红利拐点将在 2028 年到来

讨论单个国家的人口问题时，一定离不开全球人口转型，过去几十年的大背景是全球人口从“两高一低”（高出生、低死亡、高增长）走向“三低”（低出生、低死亡、低增长）。全球的总和生育率在 70 年代跌破 4、90 年代跌破 3 之后，2021 年仅为 2.3。按照联合国的预测，全球总和生育率将在大约三十年后的 2055 年降至 2.1，并在 2069 年降至 2 以下。当前正处于全球人口红利窗口期，全球人口抚养比正在经历的是先下降、后上升的 U 型底部，拐点将在 2028 年到来。

四、三重视角的人口启示

很多人口问题不是某国独有，而是全球性的，世界生育率下降的大趋势恐难逆转，未富先老更是后发国家都要直面的挑战。2022 年越南 65 岁以上人口占比已经达到 9.1%，人均 GDP 只有 4163 美元，我国在 2010 年人均 GDP 达到 4500 美元时，老龄化率只有 8.6%，还要低于越南。2022 年泰国 65 岁以上人口占比更是达到 15.2%，比我国高 1.5 个点，人均 GDP 为 6900 美元，大约只有我们的一半。

从先发的东亚国家来看，在人口红利晚期，需要通过提高居民收入实现人口角色从生产者向消费者转型，以此实现从外需依赖到内需主导的切换。日韩在人口红利早期，均依靠低成本战略实现了快速工业化。但在人口红利后期，都通过提高居民收入、抛弃低成本战略，实现了经济转型。

与其他先发国家相比，我国处于城镇化早期，仍然能通过推进城镇化来对冲总人口下降带来的经济拖累。2023 年我国城镇化率为 66%，农村还有 4.9 亿人口，如果未来城镇化率达到 70-75%，按年均 1 个百分点左右的增速，对应仍有 5-10 年的城镇化窗口期。因而短期内，总人口负增长并不会带来产出和需求的明显收缩。更重要的是在推进城镇化过程中，实现公共服务均等化，以释放转移人口红利。

风险提示：（1）出生人口降幅未能继续收窄；（2）结婚登记数据再次下降；（3）联合国和世界银行的人口数据与我国统计局人口数据有一定差异导致部分预测可能存在偏差。

正文目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1 国内视角：负增长时代还有哪些结构性亮点？ | 5 |
| 1.1 2023 人口形势：结婚增加、出生人数降幅收窄 | 5 |
| 1.2 负增长后，人口城镇化是供给端和需求侧的亮点 | 6 |
| 1.2.1 城镇化在供给侧带来人均产出效率的提高 | 6 |
| 1.2.2 城镇化在需求侧对消费、房地产等形成支撑 | 9 |
| 2 东亚视角：人口转型与经济转型 | 12 |
| 3 全球视角：全球人口红利拐点将在 2028 年到来 | 18 |
| 4 三重视角的人口启示 | 22 |
| 5 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 2023 年总人口减少 208 万 | 5 |
| 图表 2: 前三季度结婚登记回升 24.5 万对 | 6 |
| 图表 3: 出生率降幅收窄 | 6 |
| 图表 4: 劳动年龄人口在 2013 年见顶 | 6 |
| 图表 5: 就业人口在 2014 年见顶 | 6 |
| 图表 6: 人口红利两个拐点分别在 2010、2035 年 | 7 |
| 图表 7: 2022 年一产人均产出低于二三产 | 8 |
| 图表 8: 农村和一产仍有大量就业人口 | 8 |
| 图表 9: 2023 年新增城镇人口接近翻倍 | 8 |
| 图表 10: 城镇化进度和人员流动程度密切相关 | 9 |
| 图表 11: 人口抚养比变动影响储蓄、消费、投资 | 10 |
| 图表 12: 城镇人均消费支出是农村的 1.8 倍左右 | 11 |
| 图表 13: 商品房市场更多是城镇概念 | 11 |
| 图表 14: 总人口见顶并不会直接减少商品房居住需求 | 12 |
| 图表 15: 代表商品房市场需求的城镇人口仍在增长 | 12 |
| 图表 16: 日韩中总和生育率分别在 70-80-90 年代降至 2 以下 | 13 |
| 图表 17: 东亚国家人口自然增长率下降速度快 | 13 |
| 图表 18: 东亚国家的快速老龄化 | 14 |
| 图表 19: 日韩都有 40 年左右的人口红利周期 | 14 |
| 图表 20: 日韩在人口红利期实现经济腾飞 | 15 |
| 图表 21: 东亚国家 15 岁以上人口劳动参与率较高 | 16 |
| 图表 22: 我国女性劳动参与率较高 | 16 |
| 图表 23: 东亚国家工作时间较长 | 16 |
| 图表 24: 东亚国家重视人力资本 | 17 |
| 图表 25: 日本“小型企业工资/大型企业工资”比例上升 | 18 |
| 图表 26: 日本制造业时薪超过名义 GDP 增速 | 18 |
| 图表 27: 80 年代后期开始韩国居民收入和名义 GDP 增速差距缩小 | 18 |
| 图表 28: 全球出生率下降带来人口转型 | 19 |
| 图表 29: 全球总和生育率将在 2055 年降至 2.1 | 19 |
| 图表 30: 全球人口抚养比的拐点在 2028 年左右 | 20 |
| 图表 31: 2022 年各国家和地区的人口红利阶段 | 21 |
| 图表 32: 全球 65 岁以上老年人口占比 | 22 |
| 图表 33: 不同老龄化进度国家的数量 | 22 |

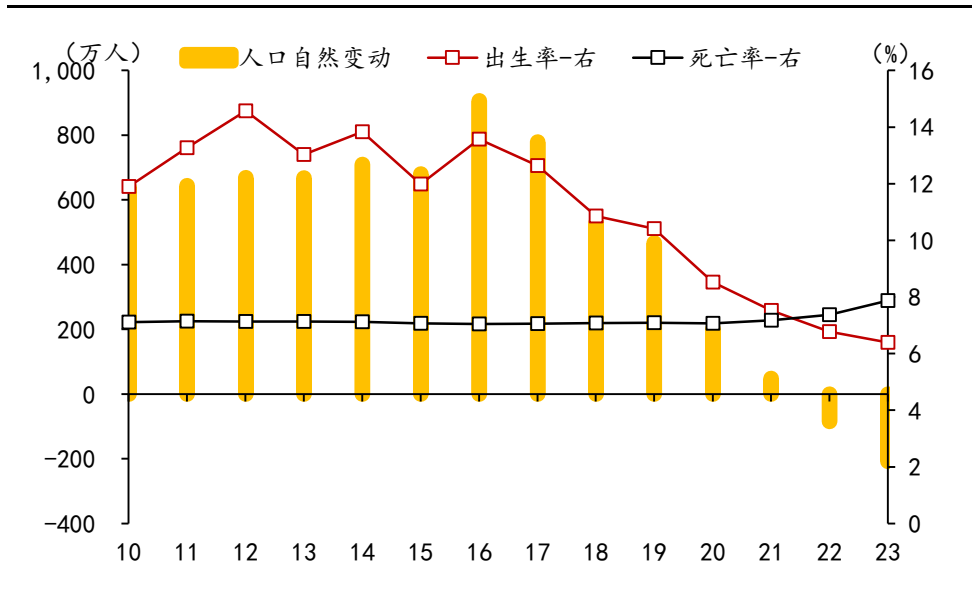
1月17日，国家统计局发布2023年人口数据，总人口减少208万，连续两年负增长。如何理解人口负增长？我们建议从国内、东亚和全球三重视角来看人口问题。

1 国内视角：负增长时代还有哪些结构性亮点？

1.1 2023 人口形势：结婚增加、出生人数降幅收窄

2023年，总人口减少208万，继上年减少85万后，降幅扩大了123万，其中54万是来自于出生人口的减少，从956万减至902万；69万是来自于死亡人口的增加，从1041万增至1110万。

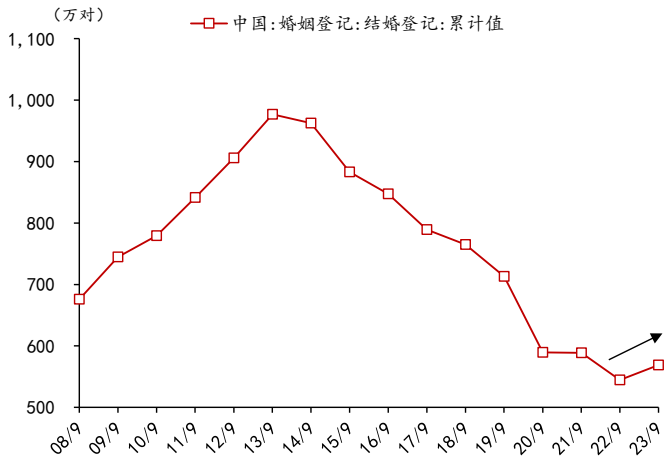
图表1:2023年总人口减少208万



资料来源: Wind, 方正证券研究所

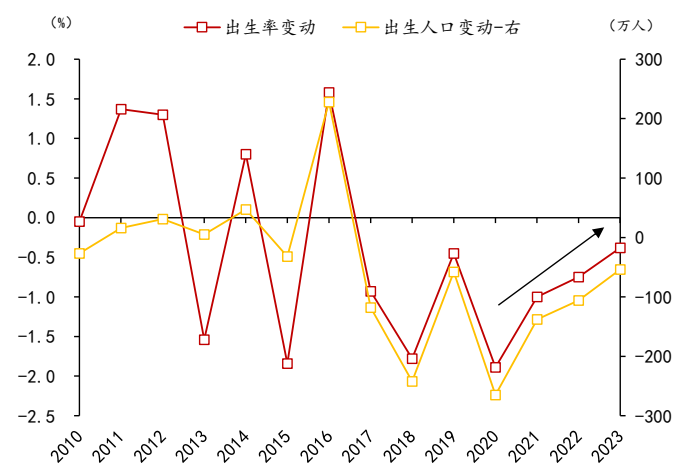
尽管总人口减少，但2023年疫情对婚育的影响明显减退，结婚登记数量增加，出生率降幅收窄。2023年前三季度，登记结婚的一共有569万对，较上年同期增加24.5万对，但仍比2021年同期低19.6万对。这说明疫情对结婚的影响在褪去，但仍较难回到此前水平，大趋势尚未改变。结婚回暖也传导到了生育端，2023年出生人口减少54万人，是2017年出生人口持续下降以来的最低降幅，2020-2022年出生人口年均减少170万人。

图表2:前三季度结婚登记回升 24.5 万对



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表3: 出生率降幅收窄



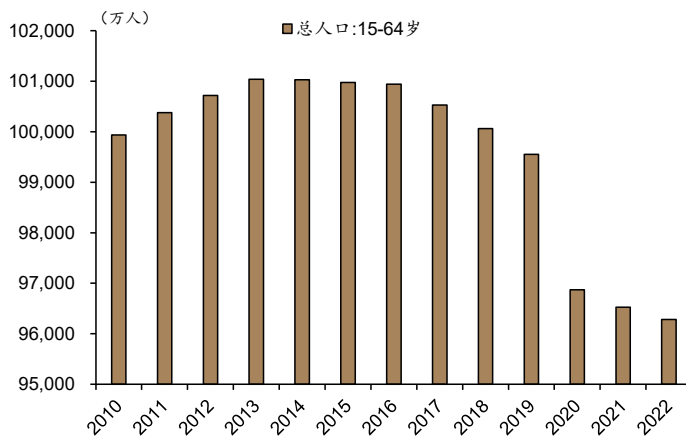
资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.2 负增长后, 人口城镇化是供给端和需求侧的亮点

1.2.1 城镇化在供给侧带来人均产出效率的提高

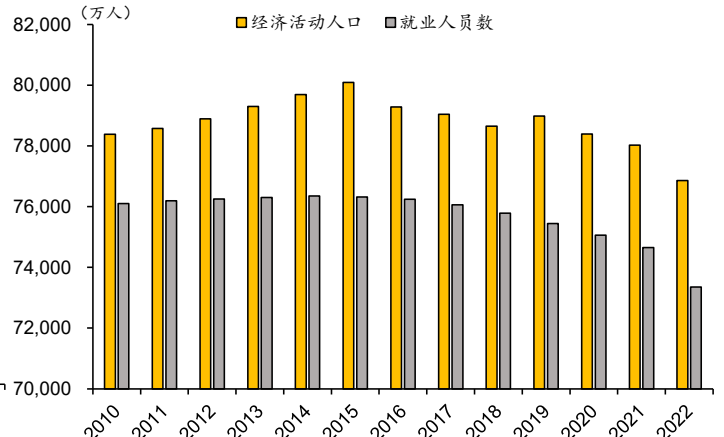
从供给角度来看, 人口负增长会拖累经济增速。首先, 嵌入生产函数的劳动要素是劳动力人口, 而非总人口; 其次, 直接参与生产的是劳动人口中的就业人口。从前一个含义来看, 15-64岁劳动力人口的负增长从2014年就已经开始, 2022年较2013年减少了4760万人。从后一个含义来看, 就业人口从2015年开始下降, 2022年较2014年减少了2969万人。

图表4: 劳动年龄人口在2013年见顶



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表5: 就业人口在2014年见顶

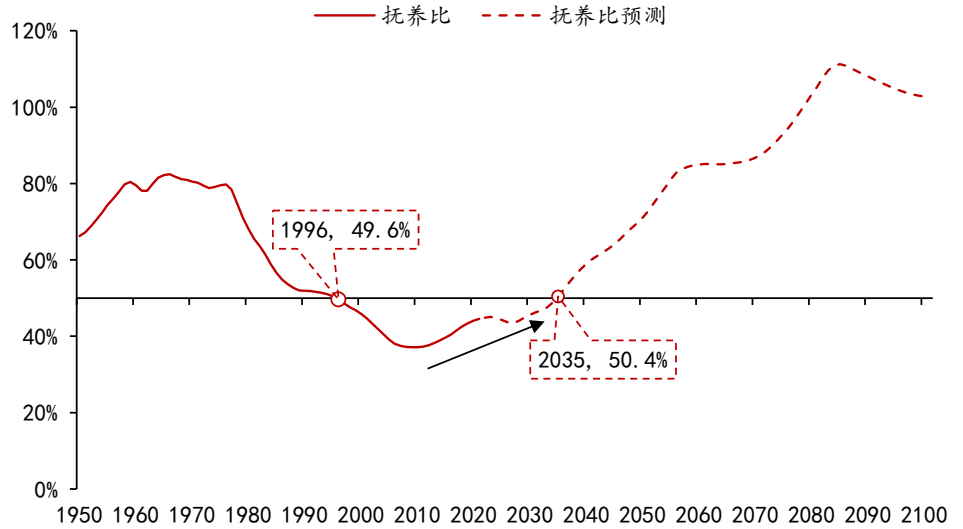


资料来源: Wind, 方正证券研究所

2010年是人口红利的第一个拐点, 2035年是第二个拐点, 2022年开始的人口负增长对生产的影响弱于两个拐点。根据联合国的预测, 中国人口抚养比大约在1996-2035年位于50%以下。其中, 又可以以2010年为界限分为人口红利早期和晚期, 1996-2010年劳动年龄人口占比仍在增加, 抚养比下降至低点; 2010年后劳动年龄人口占比开始下降, 抚养比回升, 但直到2035年前的这25年间, 抚养比都位于50%以下, 整个社会劳动力人口大幅多于少年和老年人口, 生产性人口多于非生产性人口, 抚养压力较小。因此, 从人口红利的角度来看,

更重要的是 2010、2035 这两个拐点，2022 年开始的人口负增长不改变劳动力变动趋势和年龄结构，在供给侧的实质影响相对有限，负增长带来的影响更多在需求侧。

图表6: 人口红利两个拐点分别在 2010、2035 年



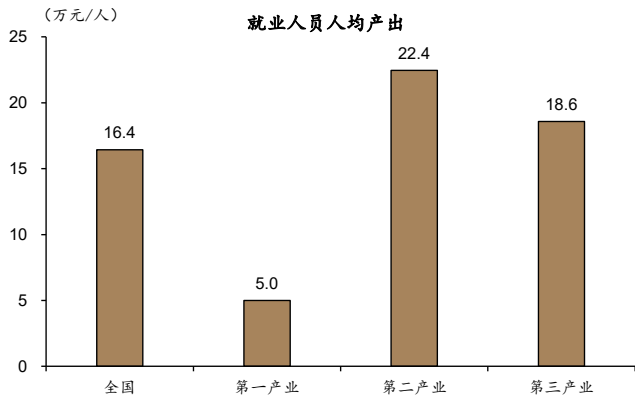
资料来源：联合国，方正证券研究所

从人口角度来看，在总量见顶、年龄结构恶化之后，未来供给侧的产出提升来自于城镇化率的增长。从人均产出来看，2022 年第一产业只有第二产业的 22%、第三产业的 27%。过去几十年来，我国经济快速发展的动能之一，就是农村人口进城。数亿人口从人均产出较低的初级部门，转移到人均产出更高的工业和服务业部门，城镇化带来了人均生产效率的大幅提升。2022 年我国仍有 4.9 亿人口在农村，占总人口的 35% 左右；农村就业人员 2.7 亿，占总就业人员的 37% 左右。从绝对规模来看，农村到城镇的人口转移仍有较大空间，这将持续带动人均产出效率的提升。

从 2023 年数据来看，此前被疫情打断的城镇化趋势开始重新恢复，新增城镇人口接近翻倍。2023 年，我国城镇化率达到 66.16%，较上年增长 0.94 个点，新增城镇人口从上年的 650 万增长至 1189 万，接近翻倍。我国新增城镇人口在“十三五”期间年均 2183 万，2020 年降至 1794 万，2022 年一季度降至 650 万，只有“十三五”的三分之一。

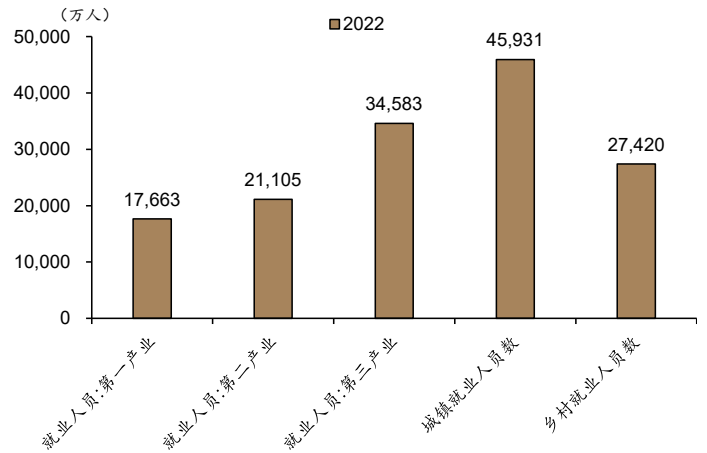
2023 年城镇化进程回升最大的意义，在于确认了我国城镇化动能仍然存在。也就是说前三年的新增城镇人口下降更多是来自于疫情冲击，而非城镇化动能的大幅减速。疫情结束后，城镇化率仍能保持每年约 1 个点的增长水平，对应超千万的增量城镇人口。旅客周转量的数据也能验证这一结论，近几年来旅客周转量和增量城镇人口变动基本一致，2023 年都实现近乎翻倍的反弹，这代表在正常的人员流动之下，城镇化进程仍会持续。

图表7:2022年一产人均产出低于二三产



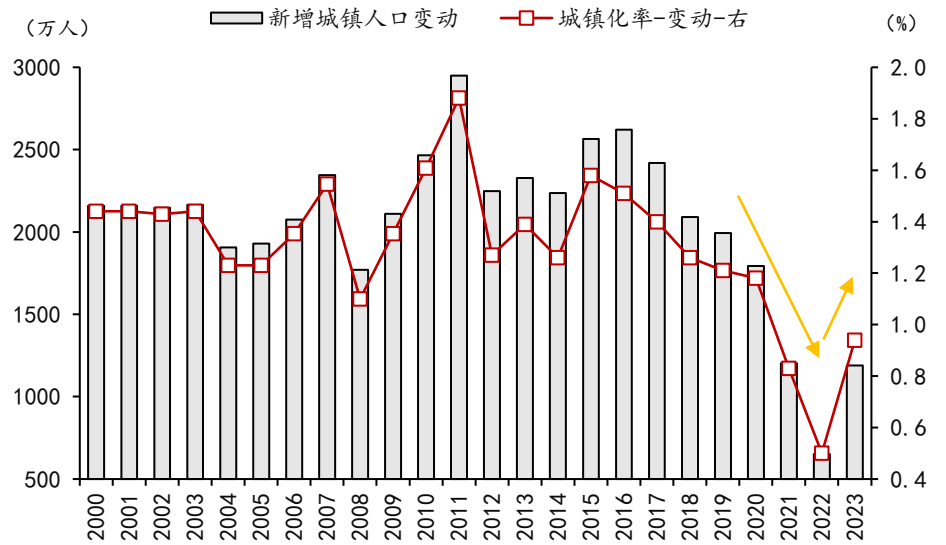
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表8:农村和一产仍有大量就业人口



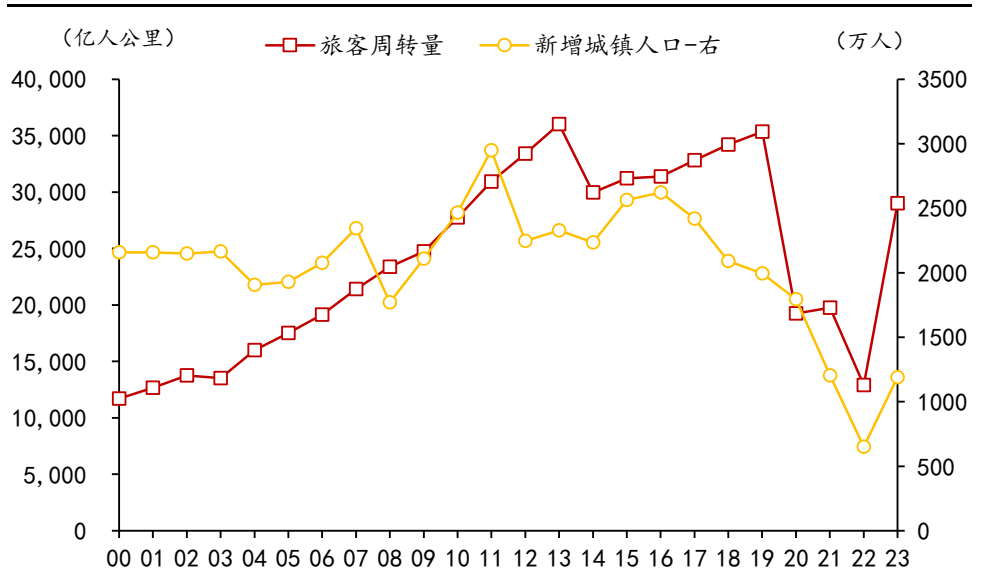
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表9:2023年新增城镇人口接近翻倍



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表10:城镇化进度和人员流动程度密切相关



资料来源: Wind, 方正证券研究所; 注: 2023 年全年旅客周转量数据根据前 11 个月外推得到

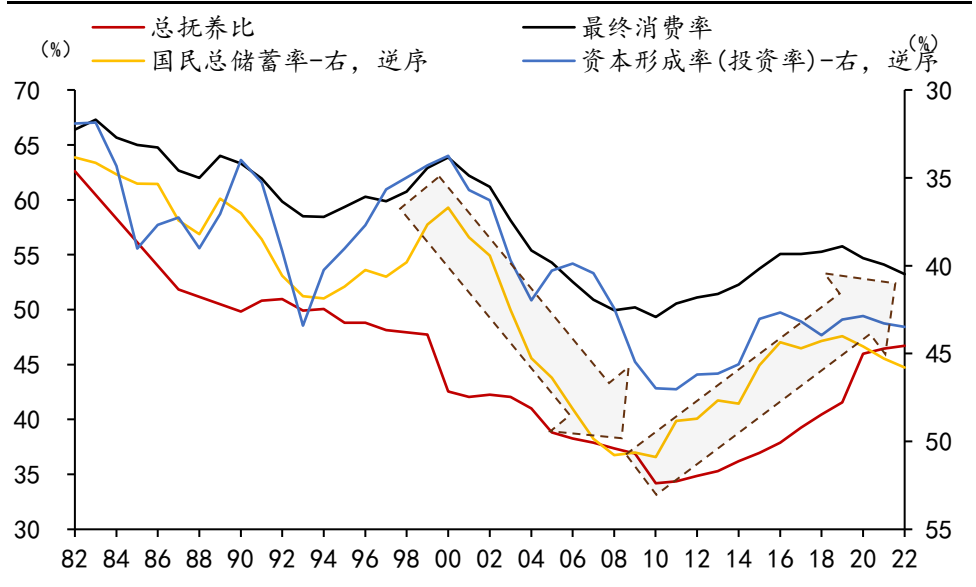
1.2.2 城镇化在需求侧对消费、房地产等形成支撑

人口负增长对需求端的影响在实际中要复杂得多。一方面，人口负增长可能会带来总量层面的消费收缩。消费者总量的减少会带来总消费的收缩效应，并且越来越多的劳动年龄人口步入老年后收入大幅减少，也会导致消费随之减少。我国城镇企业职工基本养老保险的替代率为 45% 左右¹，即退休后领取养老金收入相当于退休前工资平均水平的 45%。

另一方面，负增长时代随着老龄化的加剧会带来储蓄的减少，在结构层面提高消费比重、降低投资比重。生命周期理论认为，在少儿时期，人口消费将大于其收入，为负储蓄；进入青年和中年（劳动年龄阶段），将通过工作而积累财富，到老年再消耗财富。因此，在该理论框架下，随着人口抚养比升高，积累储蓄的人口占比下降、消耗储蓄的人口占比上升，将带来储蓄率的下降。由于储蓄是消费的反面，储蓄率下降会带来总需求中消费相对于投资的比重增加。过去四十年，抚养比变动带来的储蓄、消费和投资变动，基本在我国得到了验证。

¹ https://www.cnfin.com/hb-lb/detail/20221103/3735455_1.html

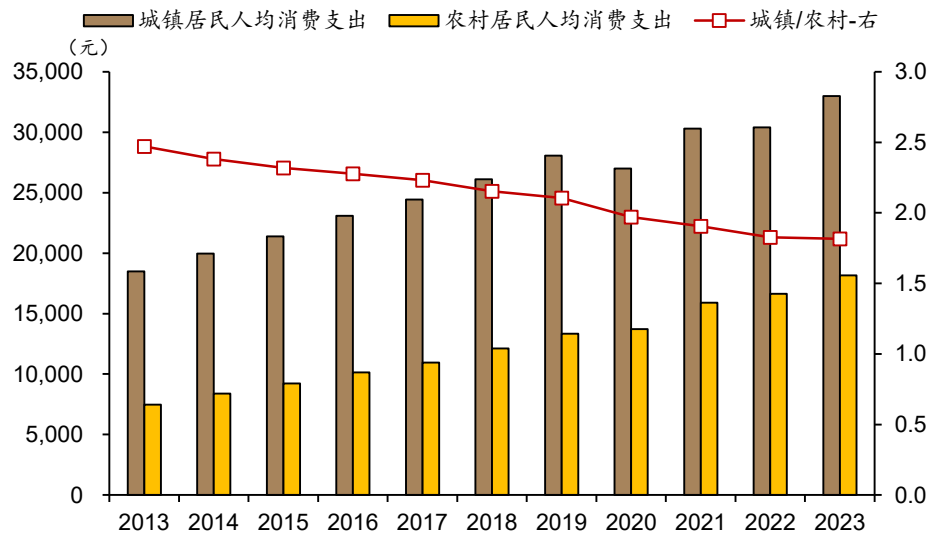
图表11:人口抚养比变动影响储蓄、消费、投资



资料来源: Wind, 方正证券研究所

但中国和日韩等国最大的区别, 是我们在城镇化进程中就提早迎来了人口负增长, 这意味着总需求未必会随着人口负增长而下降。2023年总人口减少208万, 但城乡出现分化, 城镇人口增加1189万, 农村人口减少1397万。与供给侧的逻辑相同, 城镇人口的消费支出大约是农村的1.8倍, 城镇化率的提高有助于在总量红利晚期继续释放结构性人口红利, 即人口流动带来消费支出的增长。但与供给侧相比, 最大的区别在于, 并不是人口从农村转移到城镇之后, 其消费支出就会快速增长, 这仍取决于收入状况。这一论断背后的政策含义是, 需要进一步消除户籍差异, 实现公共服务的均等化、进城农民工的市民化。这样, 我们才能充分释放城镇化所带来的消费红利, 从而对冲总人口负增长带来的需求下降。

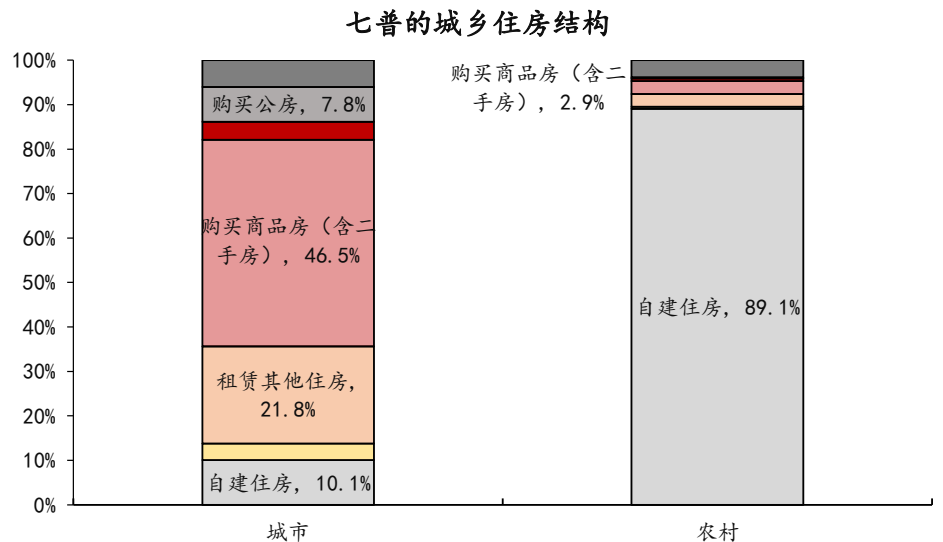
图表12:城镇人均消费支出是农村的 1.8 倍左右



资料来源: Wind, 方正证券研究所

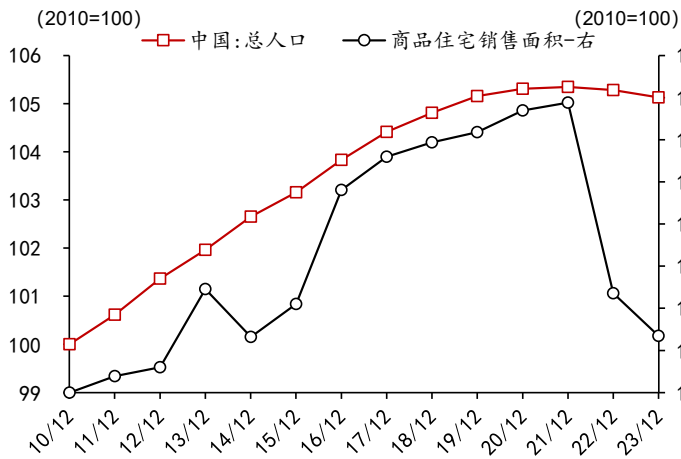
以房地产市场为例，得益于城镇化仍在持续，人口负增长目前和未来几年不会带来商品房市场需求的减少。按照住房结构来看，2020年七普数据显示，我国城市地区46.5%的家庭户居住在商品房中，而农村地区只有2.9%。可见，商品房市场不是全国性的城乡市场，而是一个城镇市场，农村住房在集体土地性质方面就与城镇住房天差地别。因此，2023年总人口相比2021年高点减少了293万人，但城镇人口增加了1840万人，商品房市场的居住需求不仅没有减少，反而在持续增长，商品房销售的下降另有其他原因。

图表13:商品房市场更多是城镇概念



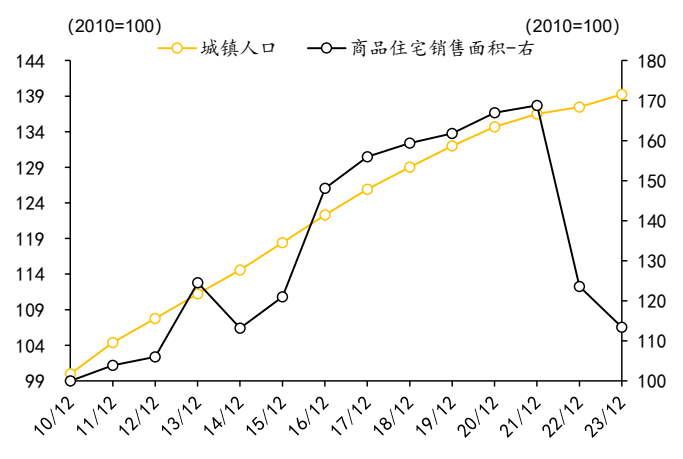
资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

图表14:总人口见顶并不会直接减少商品房居住需求



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表15:代表商品房市场需求的城镇人口仍在增长



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2 东亚视角: 人口转型与经济转型

东亚模式的特点是人口转型快, 很快进入人口红利晚期。日本、韩国和中国的总和生育率分别在 70、80、90 年代降至 2 以下, 在此期间快速完成了从“高出生、低死亡、高增长”到“低出生、低死亡、低增长”的人口转型, 2020 年以来生育率均已经低于 OECD 国家水平。按自然增长率来看, 日本在 70 年代跌至 1% 以下, 2005 年开始负增长; 韩国在 80 年代首次跌至 1% 以下, 后几年有所反弹, 90 年代再次跌破 1%, 2020 年开始负增长; 中国在 90 年代跌破 1%, 2022 年开始负增长。

人口转型完成后, 东亚国家快速步入老龄化。按照图表 18 的老龄化曲线来看, 日本的老龄化水平在全球遥遥领先, 65 岁以上人口占比接近三分之一; 韩国老龄化率目前已超过 17%, 中国老龄化率达到 13.7%, 而与中韩处于相近老龄化起点的印度、马来西亚, 2022 年分别为 6.9% 和 7.5%。当然, 东亚地区人口转型和老龄化并非都是自然变迁的结果, 如中国和韩国都采取了一定的生育控制政策。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/516154140051010035>