

# 人口结构对 资本市场影响不容忽视

人口老龄化将带来长期利率的走低，以股票为代表的风险资产有望在居民资产配置中获得更大份额。

文 | 宋雪涛



近年来，我国出生人口数量持续回落，人口增速持续放缓，老龄化和少子化正在加速成为现实。最新公布的第七次全国人口普查数据显示，2020年我国65岁以上人口占比13.5%，距联合国定义的深度老龄化社会标准只差0.5%，老龄化程度进一步加深；育龄妇女总和生育率为1.3，远低于维持人口数量平衡所需的2.1，考虑到育龄妇女规模的持续下降，“十四五”期间出生人口的继续回落几成定局。

## 长期经济发展的重要变量

人口增速的回落和人口结构的变化是未来宏观经济最重要的影响因素之一。在缺乏重大技术进步显著推升全要素生产率（人均GDP增速）的情况下，人口增速的回落将在中长期拉低经济的潜在增速，按照新古典增长理论的思想，这是从外生性因素对经济增长进行考察。从内生性因素进行考察，人口年龄结构也对宏观经济有重要影响，而且这种影响是多渠道的。

第一，老年人口抚养比上升加重财税系统负担，不利于经济增长。老年人口对生产的贡献降低，对养老医疗社保等福利系统的需求升高，社保福利系统的运行以财政支出为依托，因此人口老龄化会加大财税系统的压力。

以我国国内为例，从2013年开始，除去财政补贴之外的社保收支即出现赤字，且赤字规模至今加速扩大。因此，财政对社保的补贴金额也在逐年加速增加，且增速明显高于财政收入增速，2019年补贴金额已经接近2万亿，占一般公共预算收入的10.2%。按照中国当前的人口结构走势，未来中长期人口老龄化的趋势几乎不可逆，社保所面临的收支缺口也将持续扩大，因此对财政资源的消耗也将持续增多。

老年人口抚养成本的持续上升意味着在财政可持续的要求下，财政资源对经济增长的支持力度将有所减弱。总的来说，长期的人口老龄化将对经济增长产生负面影响。

## 社保对财政体系的压力与日俱增

（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
社保收入	28622	31992	36110	39024	46086	62226	61451
社保支出	28744	33681	39118	43605	48653	67381	74989
收支差额	122	1688	3008	4581	2567	5155	13538
财政补贴	7372	8447	10244	11089	12352	16777	19393
社保结余	44884	51635	58893	65425	75349	89377	94027

> 资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，劳动年龄人口的储蓄倾向更高，儿童和老年人的储蓄率为负，因此当人口老龄化、劳动年龄人口占比降低时，国民储蓄率也会降低。2011年我国15~64岁人口数占比开始下滑，老年人口抚养比持续上升，同期国民储蓄率也开始见顶回落。

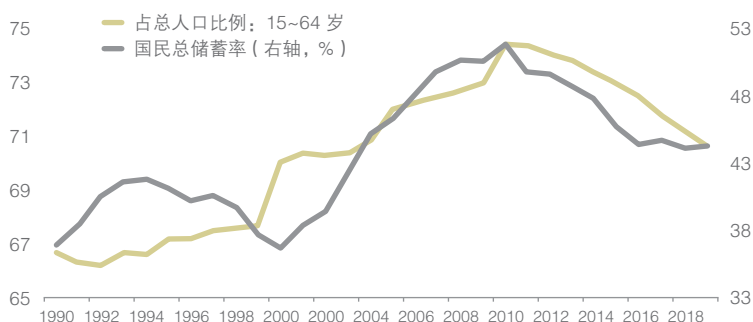
根据国民经济恒等式，储蓄率回落一般意味着投资率也将回落，这将对中间投入需求较高的第二产业产生不利影响，一大部分传统制造业逐渐进入存量时代，少数作为高技术制造业继续扩张。另外，储蓄率回落意味着消费率可能上升，这将有利的中间投入少、生产过程相对简单的第三产业。因此，人口年龄结构会在一定程度上影响经济结构。

第三，中国人口年龄结构变迁对通胀方向的影响尚不明确。一般来说，儿童人口比重上升有利于通胀提升，劳动年龄人口和老年人口比重上升有利于通胀降低。近年来我国的状态是：儿童人口比重基本不变，因此劳动年龄人口比重和老年人口比重基本呈反向等量变化，故而对通胀的影响不明确。

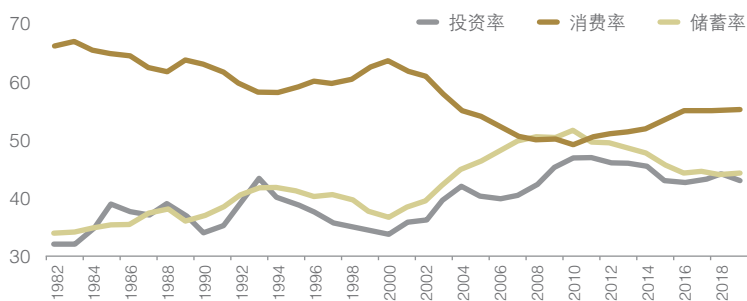
第四，老龄人口的城乡倒置将带来城镇化进程的放缓。从世界各国的城镇化进程来看，农村人口向城镇的迁移一直都是城镇化的主要动

人口增速的回落和人口结构的变化是未来宏观经济最重要的影响因素之一。

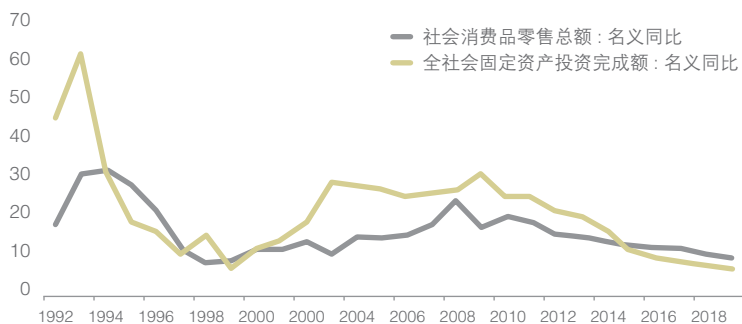
### 储蓄率随人口老龄化而降低



### 储蓄率与消费率负相关，与投资率正相关



### 投资增速在 2015 年后开始低于消费增速



> 资料来源：Wind，天风证券研究所

力。但 2020 年我国农村 65 岁以上人口比例高达 17.7%，比城镇高出 6.6%。农村劳动力供给能力明显下降，城乡人口老龄化倒置突出，未来以农村人口迁移为驱动的城镇化模式将难以为继。

### 对资本市场的影响

对于资本市场而言，人口增速和人口结构的直接、间接影响主要可以分为以下几个方面。

第一，第二产业趋弱和第三产业走强的结构性变化将给行业基本面带来深刻影响。

第二产业包括工业和建筑业，主要对应制造业、基建和房地产业，三者 in 固定资产投资完成额中的占比在 80% 以上，是投资增速的主要贡献因素。如果老龄化过程中的投资率下降伴随潜在增速的中枢下移，则投资增速的趋势性回落不可避免，这一势头在 2015 年之后已经初现端倪。中长期来看，与建筑业需求相关性更高的传统制造业的景气度将整体趋于回落，行业集中度提升，少数龙头企业的价值逐渐凸显，拥有不错的增长率和现金流，但也伴随着大量企业的边缘化。

对于消费，居民的消费支出要以收入为基础，收入则大多以工资为主，工资增速又与企业利润乃至经济增速正相关。因此，在潜在增速长期下行的情况下，消费增速不会逆势而上而是与经济增长同步回落，但消费率的提升将使得消费增速以相对于投资更缓慢的速度回落，与消费需求相关性更高的部分制造业可能保持更高的景气度。比较典型的是医药产业，其消费属性受益于人口老龄化，且拥有一定技术壁垒；必需消费的增长相对稳健，主要是行业集中度提升的逻辑。

三产中受益于消费率提升的主要是部分消费服务业。20 世纪 90 年代至今，三产增速经历了低于二产、与二产基本持平，再到超越二产的变化，预计三产增速高于二产的格局还将在中长期保持，部分受益于产业趋势和人口老龄

化的方向如信息技术服务、家庭服务、医疗保健服务、文化旅游服务等可能会有更高的增长。

第二，人口结构对产业通胀的差异化影响可能导致行业净资产收益率中枢产生差异。

从通胀的角度，虽然人口年龄结构对中国中长期通胀方向的影响尚不明确，但其对产业结构的影响可能带来不同产业通胀的差异化，例如代表居民服务类消费价格的消费者价格指数（CPI）服务项的中长期中枢要高于代表工业品价格的生产者价格指数（PPI），这可能导致不同行业企业的净资产收益率中枢产生差异。

2011年以前，CPI服务项中枢大多数时间低于PPI；2011年之后形势出现逆转，多数时间CPI服务项中枢高于PPI，可能已经对这一趋势性变化有所反应。

第三，人口老龄化将带来长期利率的走低，以股票为代表的风险资产有望在居民资产配置中获得更大份额。

人口老龄化是拉低经济潜在增速的内生性因素，而潜在增速中枢下移意味着全社会整体的资本投入产出效率下降，企业和居民所能承受的融资利率也将下降，这将带来广谱利率的下移，期间政策利率将长期趋于回落，对应无风险利率水平也逐渐下移。以美国为例，其基准利率水平从1982年至今保持震荡回落态势，从高点11.25%回落至目前的0.25%；我国国内的情况也类似，1989年至今基准利率震荡回落，2011年至今开始单边回落。

在通胀整体保持平稳的情况下，无风险利率中枢下移将压低名义利率，低利率水平可能会在中长期提升居民对风险资产的偏好。尤其是在国内逐渐打破各类刚兑的大趋势下，传统“固定收益”类理财的风险收益比将有所降低，“房住不炒”这一政策导向和人口老龄化带来的需求减弱又逐渐弱化了过去二十年房价暴涨的预期，以股票为代表的风险资产有望在居民资产配置中获得更大份额。

### 美国：人口老龄化是长期利率走低的重要原因之一



> 资料来源：Wind，天风证券研究所

### 技术进步是解题方向

面对人口增速和生育率的不断下滑，推动实现适度生育水平是重中之重。要支持有生育意愿的家庭实现生育，不仅放开生育指标，还要完善生育支持配套政策，做好诸如发展婴幼儿照护、学前教育、义务教育等服务体系，创造“生育友好”的职场环境，降低家庭养育成本，提升家庭收入水平，完善多层次住房供给体系等工作。

但是，政策的见效是慢变量。近年来放开二胎等生育政策的中期效果并不明显，参考海外主要经济体如日本、欧洲，生育率也都长期无法提升，因此国内儿童人口比重能否提升、何时提升、提升速度如何都还有很大不确定性。

要对冲人口增速下滑对经济潜在增速的负面影响，提高劳动生产率是中期内的必要选择。在大规模投资拉动经济增长的模式运行了十余年后，现阶段资本要素的边际产出率已经相当低，叠加全球化红利的日渐消退、宏观杠杆率的快速上升，要保持劳动生产率增速不快速下滑，只能寻求提升全要素生产率增速，实质上是对技术进步速度的迫切追求。□

（作者系天风证券首席宏观分析师）

要对冲人口增速下滑对经济潜在增速的负面影响，提高劳动生产率是中期内的必要选择。