

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。

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/685101203322011042>