

地产政策松动对 A 股影响

2023 年 1 月 20 日 星期五

兴证期货·研发中心
金融衍生品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：杨娜：

电话：021-20370947

邮箱：

yangna@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

2022 年出生人数大幅回落，人口自然增长率四十年来首次为负。2022 年，出生人数为 956 万人，死亡人数为 1041 万人，自然增长率为-0.6%。人口老龄化与生育率走低过去以及未来一直是全球经济社会发展的重要关注点。数据显示，自 2017 年新出生人数就在持续减少，2016 年我国新出生人数为 1883 万人，此后约以 200 万人/年的速度减少，2021 年新出生人数为 1062 万人，2022 年跌破 1000 万人。

人口增速对于指数的影响相对较为复杂，不是单线程传导。一方面，人口数量与人口结构对经济产生重大影响，进而从企业的成本端和需求端产生影响，进而对上市公司业绩产生影响；另一方面，人口结构会从资金供给端改变整个 A 股走势。一方面，不同年龄段的人群，收入情况和风险偏好并不相同，且对于风险资产的偏好与持有也不尽相同，则人口变动对股市会形成较为复杂的影响。

就目前新增人口下行与人口老龄化趋势看，对于股市或将产生一些相对负面的影响，但教育升级与产业升级带来的企业利润增长或可以抵消人口红利消失带来的不利因素。

报告目录

1. 人口快速回落.....	3
2. 人口对经济变动有较大影响.....	4
3. 人口增速与指数变动.....	6

图表目录

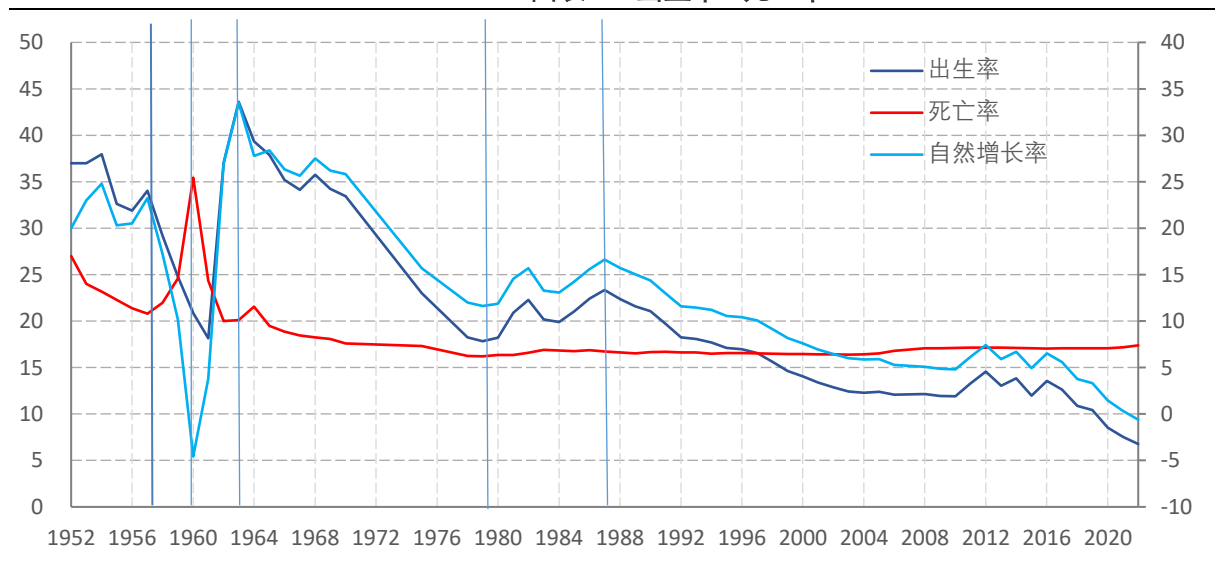
图表 1: 出生率&死亡率.....	3
图表 2: 生育率结构.....	4
图表 3: 生育率结构.....	4
图表 4: 人口结构占比.....	6
图表 5: 日本人口结构与美国人口结构.....	6
图表 6: 上证指数与自然增长.....	7
图表 7: 上证指数与出生率.....	7

1. 人口快速回落

2022 年出生人数大幅回落，人口自然增长率四十年来首次为负。2022 年，出生人数为 956 万人，死亡人数为 1041 万人，自然增长率为-0.6%。人口老龄化与生育率走低过去以及未来一直是全球经济社会发展的重要关注点。数据显示，自 2017 年新出生人数就在持续减少，2016 年我国新出生人数为 1883 万人，此后约以 200 万人/年的速度减少，2021 年新出生人数为 1062 万人，2022 年跌破 1000 万人。

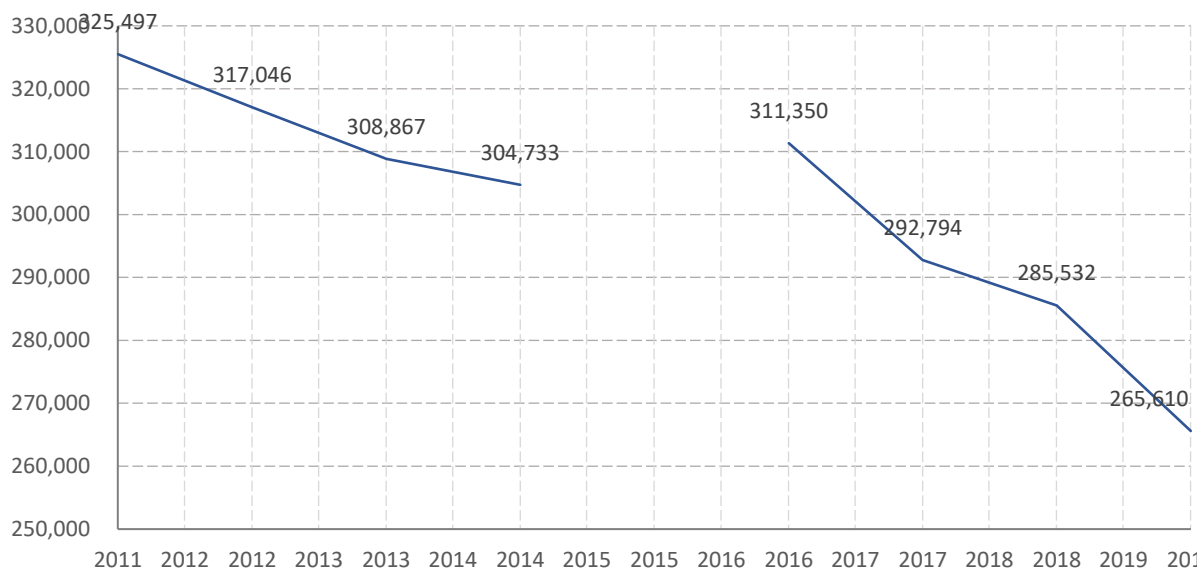
依据国家统计局公布的数据，国内育龄妇女人数和生育率数据双双出现下滑。除去 2015 年异常值外，育龄妇女人数连续 9 年下滑。2017 年至 2019 年育龄妇女人数由 29.28 万人回落至 26.56 万人。生育率在 2011 年至 2016 年徘徊在 35%左右，2017 年跳升至 47%后出现回落。2017-2019 年生育率下降明显，生育率从 2017 年的 47.03%下降至 2019 年的 42.8%。结构数据显示，25-44 岁生育率明显下降，仅低龄生育率有小幅提升。

图表 1：出生率&死亡率



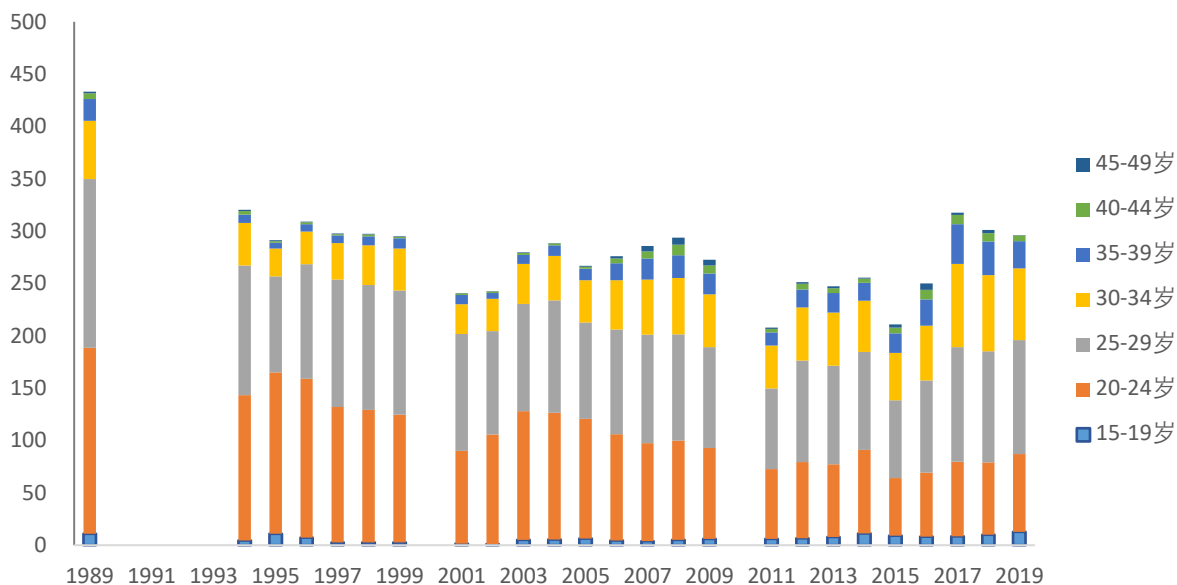
数据来源：公开市场整理，兴证期货研发部

图表 2: 生育率结构



数据来源: 公开市场整理, 兴证期货研发部

图表 3: 生育率结构



数据来源: 公开市场整理, 兴证期货研发部

2. 人口对经济变动有较大影响

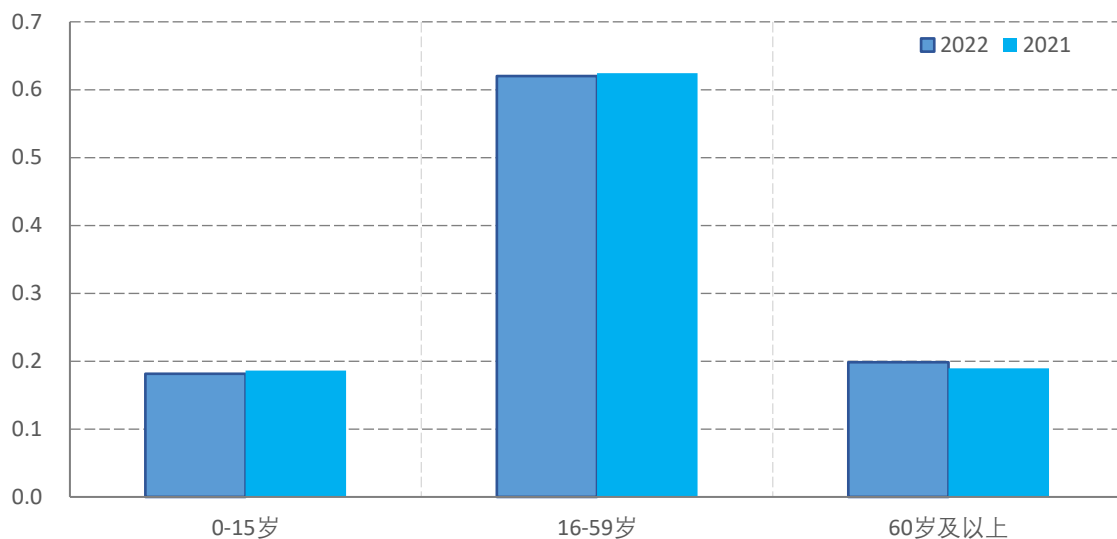
人口是经济中的关键变量，在经济增长、资产配置、消费、投资、储蓄等诸多宏观变量中都是重要的影响因素。在过往的中国全面实行改革的背景中，人口红利更多的来自于人口结构的改善，一方面，在城市化的过程中，大量农村劳动力向城市涌入，形成人口红利；另一方面，随着国内教育质量的不断提高，劳动力素质提高，生产效率有效改善。

依据人口统计学经验，依据出生率、死亡率和自然增长率，可以将过去 70 年分为六个阶段，各阶段对应不同的年龄结构，对经济产生影响，也受到经济的反身性影响。第一阶段，高出生率，低死亡率和高自然增长率；第二阶段，出生率快速回落，死亡率回升，自然增长率回落；第三阶段，出生率上升，死亡率回落，自然增长率上升；第四阶段，出生率回落，死亡率维持低位，自然增长率回落；第五阶段，出生率和死亡率均维持低位；第六阶段，出生率缓慢回落，死亡率基本稳定。

除了人口总数，人口结构对经济变动也有较大意义。一方面，不同年龄段人口对应的劳动生产率不同，另一方面，不同年龄段人口的消费习惯、投资习惯和储蓄率都呈现出不同特征。年轻人以消费为主，中青年是重要的劳动部门，而老年人不再参与劳动，而且消耗储蓄。则在一个出生率下滑、劳动人口收缩、老龄人口增长的阶段下，经济增速承压，物价有上行动力。2022 年，青年（0-15 岁）、中年（16-59 岁）和老年（60 岁以上）人数占比分别为 18.14%，62.02%和 19.84%，与 2021 年相差不大。由于海外数据只到 2021 年，有对照日本，青年（0-15 岁）、中年（16-59 岁）和老年（60 岁以上）人数占比分别为：11.66%，53.62%和 34.72%。对照美国，青年（0-13 岁）、中年（14-64 岁）和老年（65 岁以上）人数占比分别为：16.90%，66.20%和 16.81%。目前中国的人口结构与美国相类似。

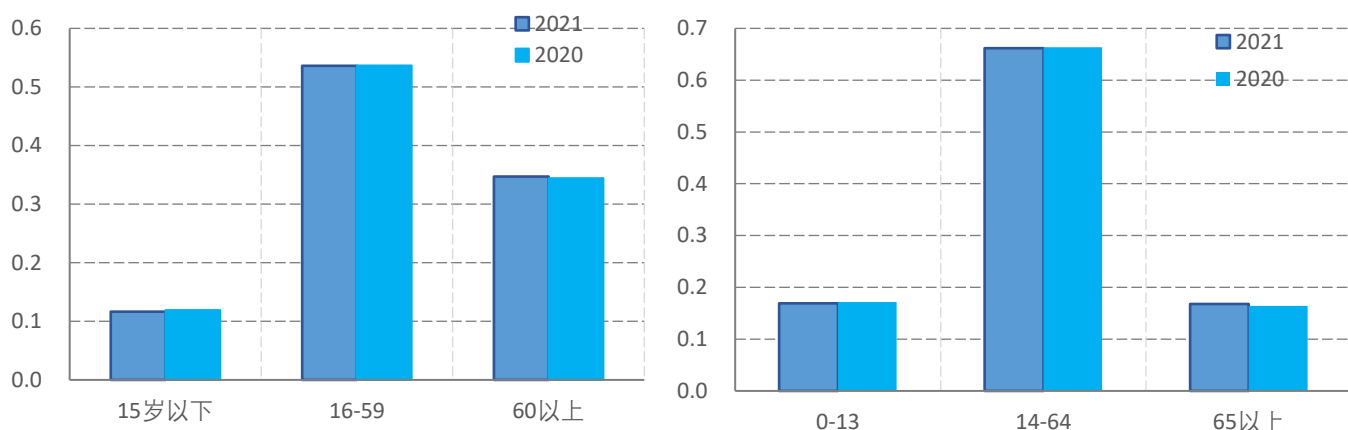
对照日本，因为低生育率导致通缩，日本的通缩与日元升值、资产负债表衰退、需求减少及全球人口红利都有关系。老龄化对物价影响仍有待观察，由于技术进步、全球化等因素，人口结构因素缓解。

图表 4: 人口结构占比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 5: 日本人口结构与美国人口结构



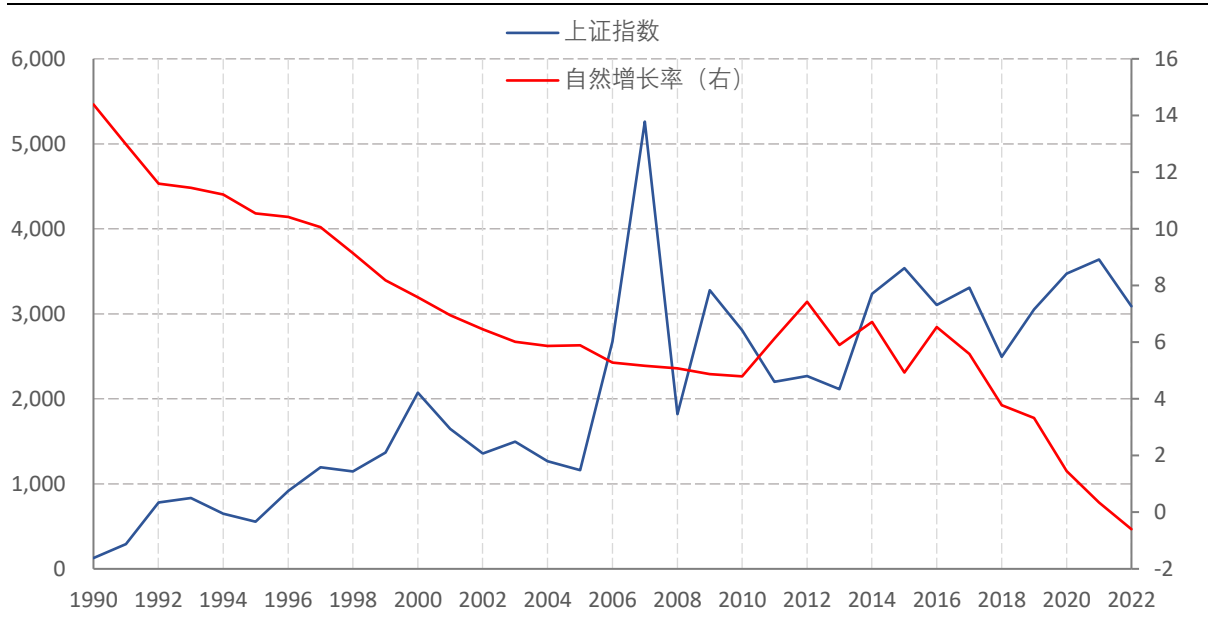
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 人口增速与指数变动

人口增速对于指数的影响相对较为复杂，不是单线程传导。一方面，人口数量与人口结构对经济产生重大影响，进而从企业的成本端和需求端产生影响，进而对上市公司业绩产生影响；另一方面，人口结构会从资金供给端改变整个 A 股走势。一方面，不同年龄段的人群，收入情况和风险偏好并不相同，且对于风险资产的偏好与持有也不尽相同，则人口变动对股市会形成较为复杂的影响。

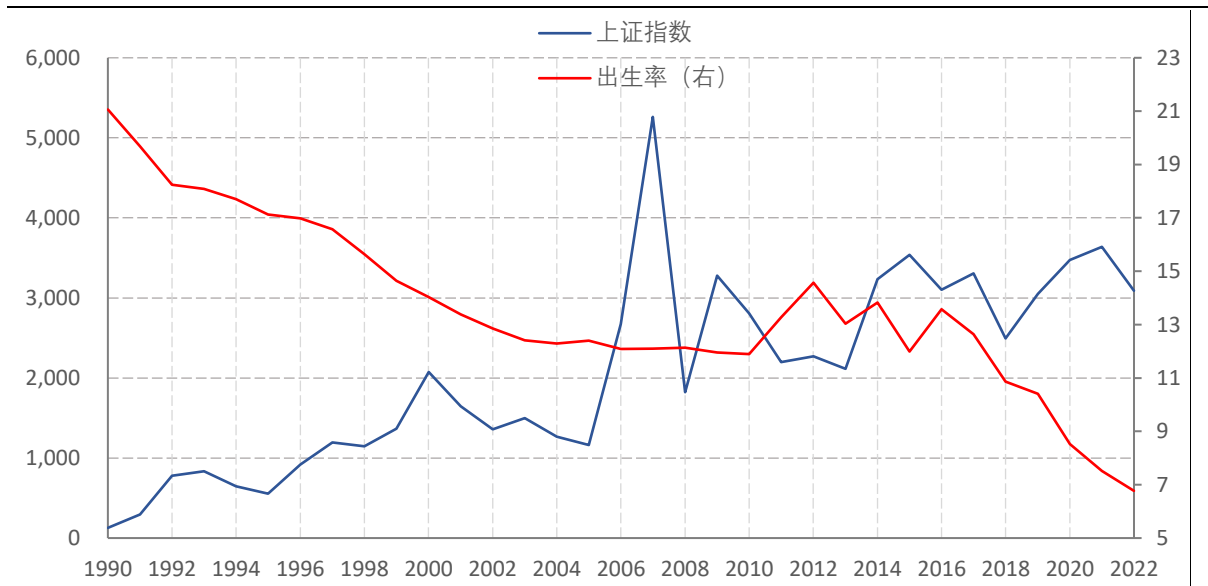
就目前新增人口下行与人口老龄化趋势看，对于股市或将产生一些相对负面的影响，但教育升级与产业升级带来的企业利润增长或可以抵消人口红利消失带来的不利因素。

图表 6: 上证指数与自然增长



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 7: 上证指数与出生率



数据来源: wind, 兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。