

2020 年 01 月 23 日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

奶粉 VS 早教孰弱？医疗 VS 养老谁强？

——站在 2025 年看中国系列：人口与需求结构

投资要点：

相关报告

《2020 年中国宏观经济展望：出清之痛》——2019-12-08

《证监会放松定增业务监管影响几何？：A 股定增规模有望显著恢复》——2019-12-08

《中国经济如何摆脱房地产依赖？：大幕开启》——2019-10-30

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（五）：降准能如何缓解包商事件带来的信用紧缩？》——2019-09-16

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（四）：非银机构的流动性紧张何时结束？》——2019-09-04

- 未来十年出生率仍将下滑而老龄化将加速。伴随着中国第三次人口高峰（1985-1991 年）出生年龄女性逐步走过黄金生育年龄，中国未来十年的人口出生率可能仍将持续下滑。而伴随着中国第二次人口高峰（1963-1972）出生人群逐步步入老龄阶段，未来 5-10 年中国老龄化的进程可能显著加速。数据显示与日韩等文化类似的国家在经济增长相似阶段的表现相比，中国面临的未富先老压力偏大。这意味着中国人口出生下滑的背后不能简单的用人均收入提升、女性受教育程度提升造成育儿机会成本上升的因素来解释，可能还与长期实施计划生育引发的低生育意愿以及相关社会公共服务相对欠缺、房价高企导致育儿成本偏高等多方面因素有关。老龄化也会对财政、社保的可持续性带来额外压力。
- 然而，对 2025 年人口年龄结构的变动的分析可能意味着中国潜在经济增速的下行将有所放缓。从 2020 年到 2025 年，中国的青年人口会下降 14.4%，不仅仅会对年轻劳动力需求较多的行业，也会导致社会的活力下降。但是，未来 5 年中年人口虽然会显著上升，其中存在因就业存在困难而主动退出劳动力市场的 40-59 岁人口的数目反而下降。这可能意味着未来 5 年中国劳动参与率的下行程度可能较过去十年明显放缓，潜在经济增速下行的速度可能也会放缓。
- 人口年龄结构也影响多个行业的潜在需求。我们的人口模型显示，从现在到 2025 年，新出生人口下行对于相关行业的冲击是早教>婴幼儿奶粉>玩具行业。到 2025 年，啤酒的主力消费人群和汽车的首购人群数量都会显著下行。此外，如果主要考虑人口的年龄结构变动，老龄化对房地产行业的冲击可能在 2024 年左右显现出来；而养老产业未来五年需求的上升速度可能比医疗产业需求的上升速度更快——占全部人口权重较大的较年轻人口下降拖累了医疗的需求。
- 人口政策调整短期利好早教、婴幼儿奶粉、玩具等行业。鉴于人口老龄化的严峻形势，我们建议投资者密切关注政府在生育政策方面可能的潜在调整。就 5 年的时间维度上来看，如果政策调整且有一定成效，早教、婴幼儿奶粉、玩具等行业首当其冲有望受益。

风险提示：生育政策不达预期，经济下行超预期，中美关系恶化

内容目录

1、 中国出生人口持续下降	4
1.1、 我国人口出生率大幅下行	4
1.2、 生育意愿下行的更深层次原因	7
2、 持续低生育率带来的压力和挑战	9
2.1、 人口负增长、劳动力供给下降与老龄化社会到来	9
2.2、 影响经济增长与社保、财政的可持续性	10
3、 生育政策进一步调整	12
4、 2025 年的人口结构：基准预测	14
4.1、 人口出生率可能会继续降低	14
4.2、 婴幼儿数量走过拐点	14
4.3、 青年劳动力人口加速下降	15
4.4、 中年人口增加，但劳动参与率的下行可能放缓	16
4.5、 人口老龄化速度明显加快	19
5、 人口因素对相关产业需求的影响：基准预测	20
5.1、 2025 年婴幼儿奶粉基础消费人群有轻微下滑	20
5.2、 早教行业也面临着潜在消费市场有所萎缩的风险	20
5.3、 玩具行业的需求仍能保持平稳	21
5.4、 人口因素对于房地产需求的冲击可能在 2024 年前后显现	22
5.5、 青年人口数量下降影响汽车首购客群规模	23
5.6、 啤酒行业消费主力人口数量不断下降	24
5.7、 医药行业长期增长潜力仍在	24
5.8、 银发产业正在迎来高增长	26
6、 进一步调整生育政策后的预测	28
7、 风险提示	30

图表目录

图表 1: 中国出生率、死亡率和自然增长率	4
图表 2: 中国、美国、印度人口规模对比变化图 (1960-2100)	5
图表 3: 总和生育率预测值汇总	5
图表 4: 2000 年到 2015 年育龄妇女人数	6
图表 5: 我国出生人口的三个高峰 (单位: 万人)	6
图表 6: 东亚国家以及新加坡的总和生育率	7
图表 7: 中日韩人口抚养比 (%) 的对比	8
图表 8: 中国劳动年龄人口及增速 (2013-2025)	9
图表 9: 中国经济活动年龄人口	9
图表 10: 未来我国老年人口总量与结构变化趋势	10
图表 11: 一些国家鼓励生育的代表性政策	12
图表 12: 2011-2018 年实际出生率以及 2020-2025 年预测出生率 (千分比)	14
图表 13: 0-4 岁、5-9 岁人口数量 (万) 对比: 2010, 2020 及 2025	15
图表 14: 15-34 岁青年人口数量 (万) 对比: 2010-2025	15
图表 15: 我国部分年龄段失业率 (六普数据)	16
图表 16: 我国部分年龄段就业率 (六普数据)	16
图表 17: 中国 1990-2018 年劳动参与率	17
图表 18: 2013-2018 年非经济活动人口数量、高中与高等教育在校人数	18
图表 19: 2010 年 40-59 岁年龄段劳动参与率 (百分比)	18
图表 20: 中国 40-59 岁劳动年龄人口、非经济活动人口数量 (2010-2025)	18
图表 21: 中国 0-3 岁婴幼儿人口数量 (2010-2025)	20
图表 22: 2010-2025 年中国 0-6 岁早教年龄人口数量 (万人)	21
图表 23: 中国 0-14 岁玩具消费者人口数量 (2010-2025)	21
图表 24: 人口年龄与住宅需求: 城乡整体	22
图表 25: 人口结构与住宅需求: 城镇地区	22
图表 26: 2017 年城镇居民各个年龄段人均住房面积 (平方米/人)	22
图表 27: 维持 2017 年各年龄段对应住房标准假设: 中国新增住宅需求 (2000-2030, 亿平米)	23
图表 28: 中国 25-29 岁汽车首购年龄人口 (2010-2030)	24
图表 29: 中国 20-49 岁啤酒消费主力人口 (2010-2030)	24
图表 30: 2010 年各个年龄段的分年龄人均年度医疗支出	25
图表 31: 人均医疗费用维持在 2010 年水平时人口因素对于医疗费用的影响 (2020-2025)	25
图表 32: 各年龄段医疗费用维持在 2010 年水平中国总医疗支出预测 (2010-2050, 亿元)	26
图表 33: 中国 60 岁以上人口数量 (2010-2030)	27
图表 34: 2020 年到 2025 年的生育率 (%) 预测	28
图表 35: 0-3 岁的婴幼儿数量: 基准预测 VS 政策调整	29
图表 36: 0-6 岁的人口数量: 基准预测 VS 政策调整	29
图表 37: 0-14 岁玩具消费人群数量: 基准预测 VS 政策调整	30

1、中国出生人口持续下降

近十年来,人们对于中国人口规模和结构的讨论焦点已经由规模世界第一转移到低出生率、老龄化程度日益加深上来。特别是,在生育意愿不断下滑的情况下,我国第三次生育高峰的女性进入到生育黄金期后并未在 2015 年前后带来新的生育高峰——甚至在政策放开二胎的情况下。这意味着除非政策转向大幅鼓励生育,未来我国的人口出生率很可能会持续走低。

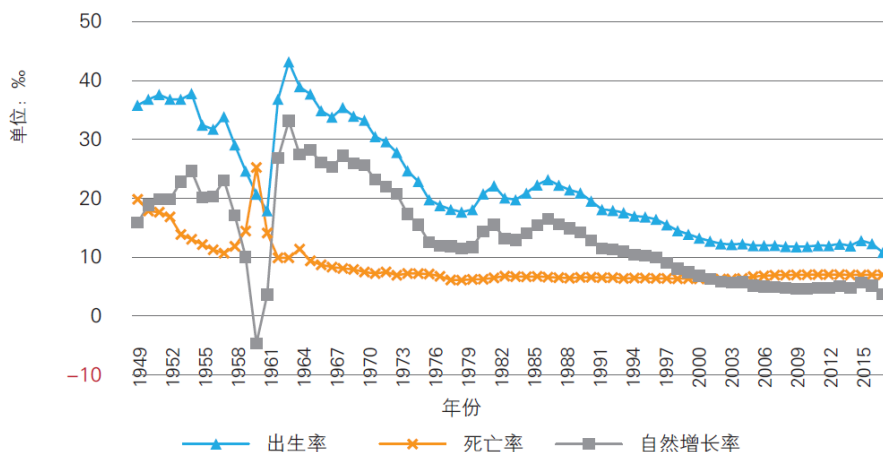
1.1、我国人口出生率大幅下行

1970 年以前,我国人口规模处在前所未有的高速度膨胀时期,除了三年自然灾害时期,人口自然增长率¹,均达 20‰以上。与计划生育政策的实施等多方面因素有关,1970-1987 年自然增长率虽然有波动,但整体下行。1987 年之后自然增长率则连续降低,于 1998 年跌破 10‰,彻底告别了两位数高速增长阶段。2013 自然增长率降至 4.92‰,此后虽然随着单独二孩和全面二孩政策的出台,增速曾有一段小幅回升,但仍于 2018 年触及了 3.81‰这 1961 年以来的最低水平²。

中国人口自然增长率的下降很大程度上与出生率³下滑有关。

人口自然增长率等于出生率和死亡率⁴之差,1970 年以前,我国人口呈现出明显的“高出生率、高死亡率、高自然增长率”的三高特征,出生率达 30‰以上。此后出生率逐步下滑,且人口死亡率在近些年稳定在 6‰-7‰左右,人口自然增长率自然降低。2018 年人口出生率降至 10.94‰,与人口增长率一起跌入低谷。

图表 1: 中国出生率、死亡率和自然增长率



资料来源:《新中国 70 年: 我国人口规模变迁》, 国海证券研究所

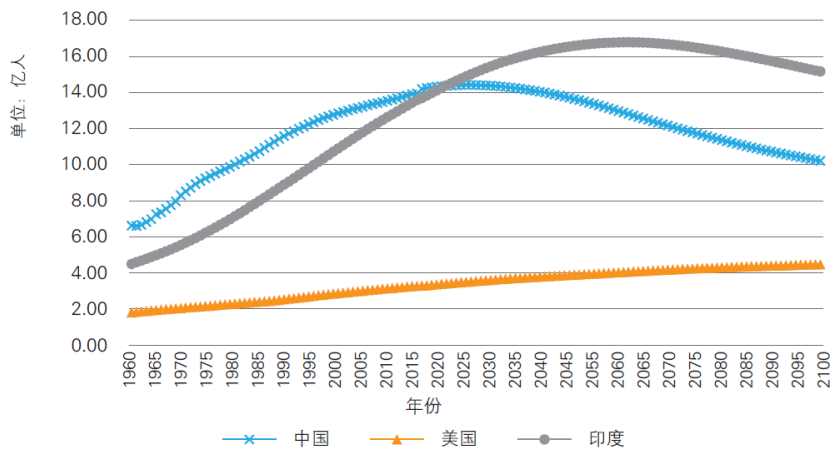
¹ 人口自然增长率指一定时期内 (通常为一年) 人口自然增加数 (出生人数减去死亡人数) 与同期平均总人口数之比。

² 尹德挺, 孙萍, 张锋, 《新中国 70 年: 我国人口规模变迁》, 《人口与健康》2019 年第六期

³ 人口出生率指某地在一个时期之内 (通常指一年) 出生人数与平均人口之比, 它反映出人口的出生水平, 一般用千分数来表示。

⁴ 人口死亡率指某地在一个时期之内 (通常指一年) 死亡人数与平均人口之比。

图表 2: 中国、美国、印度人口规模对比变化图 (1960-2100)



资料来源: 尹德挺等《新中国 70 年: 我国人口规模变迁》依据联合国人口数据库等测算, 国海证券研究所

出生率下滑的背后一方面是育龄妇女生育意愿的下滑。

我国妇女总和生育率水平 (育龄妇女⁵一生生育子女总数的平均值) 从 1970 年之前的 6 左右, 迅速下降至 1980 年的 2.63, 并在 1991 年降至更替水平⁶2.19, 从此后, 生育率水平一直在更替水平之下并逐渐下降, 目前对我国总和生育率的估计在 1.45-1.75 之间⁷, 存在陷入“低生育陷阱的风险”⁸。

图表 3: 总和生育率预测值汇总

作者	论文发表年份	2000-2010年TFR估计值
周长洪、潘金洪	2010	最高1.648
郭志刚	2011	低于1.5
朱勤	2012	均值1.48
蔡泳	2012	低于1.5
李汉东、李流	2012	1.57左右
杨凡、赵梦晗	2013	1.6~1.7
王金营、戈艳霞	2013	1.45~1.75
陈卫	2014	1.5~1.7
翟振武、陈佳鞠、李龙	2015	1.63~1.66

资料来源:《现阶段总和生育率究竟是多少?》、国海证券研究所

另一方面, 近两年来出生率的下降与育龄妇女数量的下降可能也有密切的关系。

下图显示, 2015 处于最佳育龄期 25~34 岁年龄组的女性比 2010 年增加 1588 万; 但是相对于 2010 年普查来说, 2015 年 15~24 岁年龄组的女性减少了 2849 万。

⁵ 育龄妇女一般指 15-49 岁年龄女性。

⁶ 指维持人口稳定的水平, 一般在 2.1 左右; 我国由于性别比例失调, 可能需要 2.2 左右的总和生育率才能保持代际人口的稳定。

⁷ 学术界普遍认为卫计委公布的 1.8 左右的总和生育率存在比较明显的高估。

⁸ 低生育陷阱指总和生育率低于 1.5, 一般而言社会在这个生育水平上经常会陷入低生育率会自我强化, 如同掉入陷阱, 扭转生育率下降趋势将会变得很困难甚至不可能的境地。王广州等, 低生育陷阱: 中国当前的低生育风险及未来人口形势判断, 《青年探索》, 2018 年第 5 期。

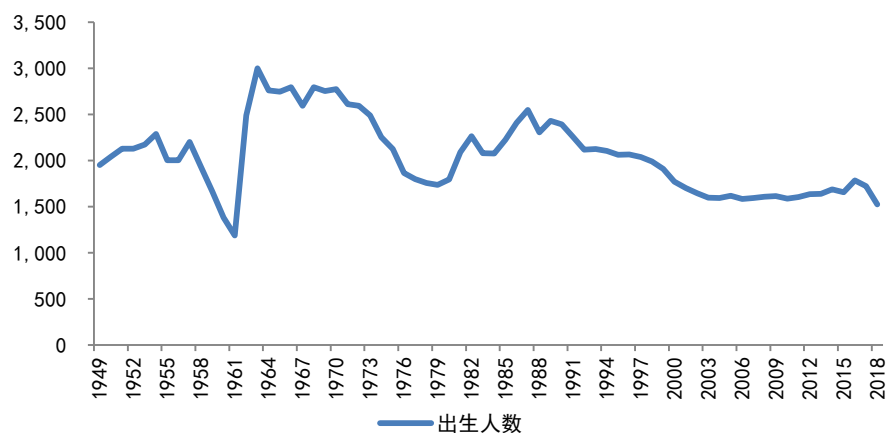
图表 4: 2000 年到 2015 年育龄妇女人数

年龄组	育龄妇女人数 (万人)			
	2000	2005	2010	2015
15-19	5015.30	5347.92	4798.43	3477.79
20-24	4663.54	4131.89	6340.39	4811.17
25-29	5737.15	4393.40	5017.68	6350.74
30-34	6195.38	5661.73	4761.64	5017.36
35-39	5300.59	6459.35	5763.49	4769.93
40-44	3899.98	5714.04	6114.53	5759.66
45-49	4158.14	4406.48	5181.81	6089.57
总计	34970.09	36114.81	37977.97	32676.22

资料来源: 人口普查及人口小普查,《低生育陷阱: 中国当前的低生育风险及未来人口形势判断》, 国海证券研究所

这意味着最近 10 年的生育高峰期很有可能会出现在 2015 年前后, 因为当 2020 年 20~24 岁的女性人口队列步入 25~29 岁生育黄金年龄段后, 作为生育率分母的育龄妇女数量锐减会使得整个指标出现难以逆转的降低⁹且这种降低可能要持续 10 年以上。这波生育黄金年龄女性人口的下降与出生于我国第三次人口出生高峰期¹⁰的女性逐步走过生育黄金年龄有关。

图表 5: 我国出生人口的三个高峰 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

事实上, 2015 年全面二孩政策实施后, 即使有过去积累的补偿性生育的需求, 但生育率水平对政策调整的反应却非常“温和”。在两年左右的补偿性生育高峰¹¹过去之后, 2018 年的出生人数仅 1523 万人, 仍然创下了 1961 年以来出生人数的最低纪录。

⁹王广州等, 低生育陷阱: 中国当前的低生育风险及未来人口形势判断,《青年探索》, 2018 年第 5 期。

¹⁰建国以来我国经历过三个出生高峰, 1953 前后, 1963-1972 年, 1985-1991 年。分别对应建国以来, 大跃进结束的人口补偿出生, 第二次人口高峰人口进入生育年龄引发的生育上升。从目前看, 第三次人口出生高峰并未能有效产生第四次人口出生高峰, 固然与第三次人口出生高峰上升相对平缓有关, 其它方面的因素可能也不容忽视。

¹¹尽管三年困难时期后的补偿生育与 2015 年全面两孩补偿生育的性质完全不同, 但对比以往的补偿生育、“全面两孩”政策下的出生人口规模, 显然, 2015 年放开生育政策, 人口的补偿生育也不会持续很长时间, 集中堆积释放或补偿生育时间目前看也是两年左右。参见王广州,《新中国 70 年: 人口年龄结构变化与老龄化发展趋势》,《中国人口科学》2019 年第 3 期。

从生育黄金年龄女性人数可能仍将在未来十年持续大幅下行来看，除非生育意愿出现非常明显的反弹，否则人口出生率可能仍面临较大下行压力。

1.2、生育意愿下行的更深层次原因

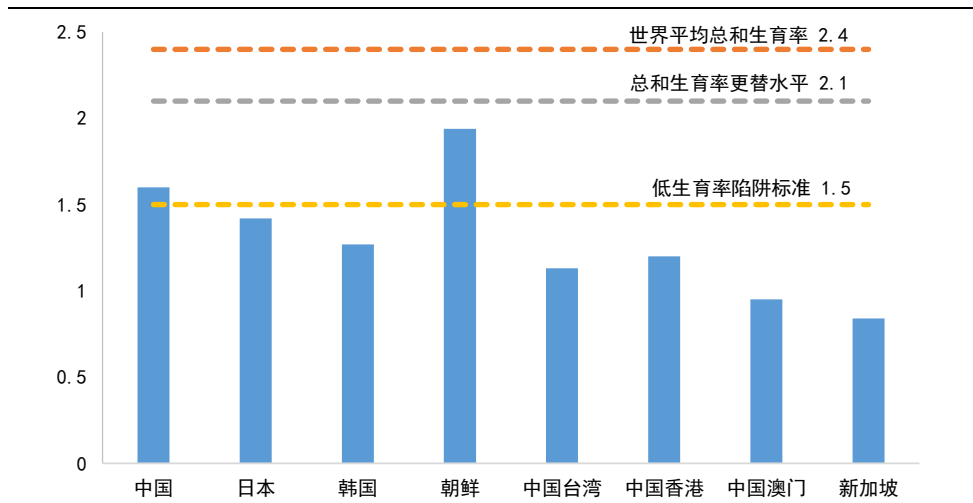
一般而言，伴随着收入水平的上升和女性受教育程度的改善和社保体系的健全，生育孩子的机会成本会上升，而依靠孩子保障老年生活的需求会下降，人均 GDP 的增长会带来总和生育率的下降，也会带来老龄化等问题。“富而后老”是高收入国家的一个相对普遍的现象。

然而，与生育问题处理的较好的国家例如美国、澳大利亚、德国¹²、法国等国家相比，中国的人均收入水平虽然仍然大幅低于这些国家，但是生育率的水平的下降却已经相当显著，甚至有滑入低生育陷阱的风险。中国面对的“未富先老”的压力背后的一些特殊因素值得关注。

这些因素中间有一些与文化、历史因素有关。例如，东亚国家的生育率普遍较低，无论是日本、韩国，还是我国的台湾、香港地区，乃至于华人为新的加坡，总和生育率都处在全球较低的水平上。

此外，大量研究表明我国的计划生育政策虽然已经在逐步放松，但是在过去数十年实施过程中所形成的导致人们生育观念的转变、形成新型低生育文化，也对计划生育逐步放松后提振中国生育率的努力产生了负面影响¹³。

图表 6：东亚国家以及新加坡的总和生育率



资料来源：CIA, The World Factbook 国海证券研究所

除此以外，我国当下存在的女性就业歧视、社会保障（幼儿园、托儿所等）不健全导致的养育成本高企、高房价等多方面因素也是生育意愿下降的主要原因。

例如，一些研究表明，生养孩子的直接成本与机会成本是非常昂贵的，不仅需要家庭让渡本可以购买其它消费品的支出，而且还要挤占人们的闲暇时间。在中国

¹² 德国一度跌入“低生育率陷阱”——总和生育率低于 1.5，但是目前经过多方面努力回升到了 1.5 以上。

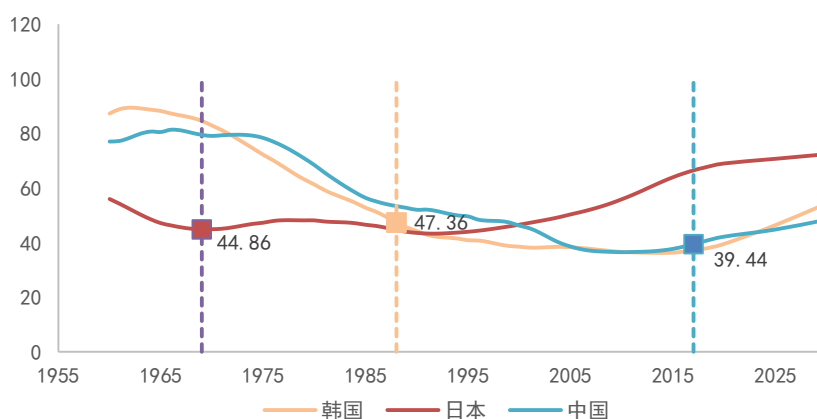
¹³ 穆光宗，*大国人口观之重建* [N]，学习时报，2012-05-28。

工资的涨幅远低于房价涨幅的情况下,为了维持生活品质,孩子很有可能成为“不必要的负担”¹⁴。

整体而言,中国面临生育下降、未富先老的压力不仅仅比欧美等发达国家严峻,甚至比文化传统和我国类似的日本、韩国还要严峻¹⁵。

例如,如果从不变美元来看,中国 2017 年的人均 GDP 与日本 1969 年以及韩国 1988 年类似(参见《中国如何摆脱房地产投资依赖》2019 年 10 月 29 日)。日本的人口抚养比¹⁶在 1969 年之后又维持在低位降近 20 年才开始上行,韩国在 1988 年之后人口抚养比甚至还下行了二十五年。但是中国 2017 年已经处于人口抚养比趋势性上升的曲线之上了。

图表 7: 中日韩人口抚养比(%)的对比



资料来源:世界银行,联合国人口数据库,国海证券研究所

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7568

