

莫道桑榆晚，为霞尚满天

知日鉴中：中日人口结构的四点差异

- 第七次全国人口普查数据加深了市场对中国老龄化的忧虑。2020 年中国 65 岁以上人口占比（老龄化率）已达 13.5%（国际通常将 65 岁以上人口占比达 7%、14% 和 21% 依次定义为轻度、中度和重度老龄化），相当于 1993 年的日本。资本市场或希望通过对日本老龄化进程的研究，能够比证当下的中国。但需要指出的是，如忽视中日两国之间的差异，这类研究无异“按图索骥”。我们认为，若想全面且客观地挖掘相关投资机会，首先需要正视作为中国之鉴的日本与中国存在的差异。
- 将 2020 年的中国与 1993 年的日本相比，不同年代、科技水平、全球环境和国家内生的差异孕育了两国老龄化进程的差异。本文旨在通过对比中日人口结构变化的四个差异：宏观背景、区域结构、消费需求和劳动力供给，进一步丰富市场现有的针对老龄化和少子化领域的中日对比研究。
- 从投资角度出发，我们总结了三个细分投资机会：1) 日本在医药医疗、养老产业和保健食品等领域的潜力已被市场熟知，在关注中国的医疗和保健食品等领域发展机会的同时，未来养老产业标准化将带来更多医疗器械、商业养老保险等领域的投资机会。此外，上述的四点中日人口结构差异意味着：2) 中国老龄人口在消费领域的红利仍在可选消费和数字消费；3) 劳动力短缺将带来对 AI 和智能制造领域的刚需。

证券研究报告

2021 年 06 月 10 日

分析师

策略研究团队

宋劲

jin.song@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120002

高挺

ting.gao@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120006

莫道桑榆晚，为霞尚满天

知日鉴中：中日人口结构的四点差异

- **老龄化和少子化的市场影响逐渐增强。**自 2018 年中国出生率开始持续回落以来，市场对中国“少子化”和“老龄化”背景下人口结构变化的忧虑与日俱增。第七次全国人口普查（以下简称“七普”）数据的出炉更是加剧了这种担忧。作为邻国的日本已经历过当前中国的人口结构变化，且其部分特征与中国接近，因此成为了过去数年投资者研究的重要样本。
- **中日人口结构变化的相似之处。**国际上通常将 65 岁以上人口占比达 7%、14%和 21%依次定义为轻度、中度和重度老龄化。七普数据显示 2020 年中国 65 岁以上老年人口占比（老龄化率）达 13.5%，已接近中度老龄化；而日本的老龄化率于 1993 年突破 13%。2019 年中国出生率为 10.5%，与日本上世纪 80 年代末（1989 年：10.2%）相似。整体来看，中国当前的人口结构变化与日本于上世纪 90 年代初较为相似。日本老年人的消费特征包括医疗开支显著更高、自炊占比高、居家时间长和交际费用偏高等，其中有部分与中国老年人接近。同时，日本的三支柱养老体系与中国相似度较高，其在医疗开支、社保政策等领域的表现或对中国的未来具有较强的借鉴作用。
- **中日人口结构变化的四个差异。**然而，忽视中日人口结构变化的时代背景和结构差异，简单将“日本的今天”套用为“中国的明天”无异于刻舟求剑。本篇报告主要聚焦中国当前人口结构变化趋势与日本的四点差异，以期丰富投资者对中日比较研究中人口结构变化的了解。我们总结中日人口结构变化的四个差异有：1) 宏观背景差异：中国在老龄化加剧的同时面临更严重的全球老龄化，且中国的老龄抚养比较日本下滑得更剧烈；2) 区域结构差异：除老龄化的跨区域差异更大外，少子化仅为中国部分地区的现象，此外中国城镇化率在老龄化背景下仍有提升空间；3) 消费需求差异：中国老年人消费具有明显数字经济特征；4) 劳动力供给差异：中国的高劳动力供给将加大对 AI 和智能制造应用的需求。
- **中国人口结构变化的投资机会。**中日老龄化均带来更大的医疗保健及养老产业的投资机会，建议关注医药医疗和保健食品的相关细分行业。此外，与日本相比，中国在养老产业的服务标准化仍有待进步和完善，可关注相关养老器械、养老地产和养老保险类投资机会。结合其相较劳动人群更充裕的闲暇时间，“有闲有钱”的中国老年人群表现出明显的对社交消费的需求，可选消费和数字消费的相关领域如：社区团购、社交电商、网络社群、团体出游、社交游戏等在“银发经济”领域或具备更广阔的空间。出生率下降结合已经偏高的女性就业率等意味着中国较日本在老龄化过程中可能面对更严重的劳动力供应短缺压力，同时中国快速发展阶段累积的产能也因全球老化趋势的加剧和逆全球化而面临出海影响。我们认为中国将继续加大在 AI 和智能制造领域的投入，建议关注相关领域的投资机会。

证券研究报告

2021 年 06 月 10 日

分析师

策略研究团队

宋劲

jin.song@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号：S1720519120002

高挺

ting.gao@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号：S1720519120006

正文目录

序言.....	5
中日老龄化的宏观背景差异.....	7
中日人口结构变化的区域差异.....	11
中日不同年龄段的消费需求结构差异.....	15
中日劳动人口变化的差异.....	23
投资启示.....	27

图表目录

图表 1: 中日老龄化率.....	7
图表 2: 中日出生率.....	7
图表 3: 全球老龄化变迁.....	8
图表 4: 人口老龄化率.....	9
图表 5: 全球老龄人口贡献度（本国数/全球总数）.....	9
图表 6: 15-64 岁劳动年龄人口占本国总人口比例.....	9
图表 7: 15-64 岁劳动人口占比（本国数/全球数总）.....	9
图表 8: 日本 CPI 与 PPI（2005 年=100）.....	10
图表 9: 全球 CPI（2005 年=100）.....	10
图表 10: 七普全国人口年龄结构（2020 年）.....	12
图表 11: 日本老龄化过程中的区域差异.....	13
图表 12: 中国的城镇化率和老龄化.....	13
图表 13: 日本的城镇化率和老龄化.....	13
图表 14: 2020 年中国各地老龄与少儿人口占比.....	14
图表 15: 1995 年日本各地老龄与少儿人口占比.....	14
图表 16: 出生率与人均 GDP（2019 年）.....	14
图表 17: 日本户主年龄 29 岁以下家庭人均消费结构.....	15
图表 18: 日本户主年龄 70 岁以上家庭人均消费结构.....	15
图表 19: 2020 年日本不同年龄段家庭户均消费结构.....	16
图表 20: 日经 225 指数表现.....	17
图表 21: 日本土地价格指数（2010 年 3 月末=100）.....	17
图表 23: 日本分户主年龄段家庭总储蓄.....	17
图表 22: 日本两人及以上非农家庭收支.....	18
图表 24: 日本不同年代不同户主年龄段的月均消费金额.....	19
图表 25: 中国老年人轮椅需求量.....	20
图表 26: 中国养老服务机构数量.....	20
图表 27: 2017 年中国老年群体人均消费支出情况.....	21
图表 28: 中国 50 岁以上网民数量.....	21
图表 29: 2020 年银发人群的线上兴趣偏好.....	21
图表 30: 2020 年银发人群细分行业活跃渗透率.....	21
图表 31: 不同年龄段网民对网络购物的使用比例.....	22
图表 32: 不同年龄段网民通过社交电商购物比例.....	22
图表 33: 日本企业海外生产率 VS 劳动人口占比.....	23
图表 34: 日本部分行业的海外生产占比.....	23
图表 35: 中日劳动生产率比较（GDP/单位劳动力）.....	24
图表 36: 中日女性工作参与度.....	24
图表 37: 中日女性占劳动力之比.....	24
图表 38: 日本及美国净移民与劳动力人数.....	25

图表 39: 中国省外务工农民工人数25

图表 40: 中国高等教育毕业人数.....26

图表 41: 出国留学人数26

序言

世界贸易组织（WTO）和联合国将 65 岁以上老年人口占比达 7%、14% 和 21% 分别定义为社会老龄化程度的三个标准，我国通常冠之以轻度老龄化

（7%）、中度老龄化（14%）和重度老龄化（21%）。2020 年中国出生人口较 2019 年减少 175.5 万人，约下调 14.9%，市场对“少子化”和“老龄化”背景下其人口结构变化的忧虑与日俱增。第七次全国人口普查（以下简称“七普”）结果的公布更是加剧了这种担忧：数据显示中国老龄化率为 13.5%，逼近中度老龄化国家的门槛。作为邻国的日本已经历过当前中国的人口结构变化，且其部分特征与中国接近，因此成为了过去数年投资者研究的重要样本。

时至今日，“中日老龄化比较”类型的报告不胜枚举，多数投资者对日本的老龄化进程都已有了一定的了解。然而，需要指出的，忽视中日人口结构变化的时代背景和结构差异，简单将“日本的今天”套用为“中国的明天”无异于刻舟求剑，其引申出的投资指引亦如尾生抱柱。

本篇报告主要聚焦中国当前人口结构变化趋势与日本的四点差异，以期补充投资者对中日比较研究中人口结构变化的了解。人口结构的变化对于生产、消费等各类经济活动均存在较大影响，中国当前少子化和老龄化现象的提速也引发了更多的政策关注。与这些变化同时催生的是人口结构所带来的诸多投资机会。例如，在当前老龄化率高达 28% 的日本，虽然经济深陷人口结构变化的影响，但也诞生出了独特的银发经济、ACG（动画 Animation、漫画 Comics、游戏 Games 的总称）宅文化等消费特征。

除了对人口结构宏观政策的研判以外，本篇报告将在中国当前的人口结构变化的背景下，通过中日比对的四点差异，展望未来中国人口结构变化趋势以及其所带来的投资机会。我们认为，中日在人口结构变化的宏观背景、区域结构差异、消费需求差异和劳动力供给等四个方面均存在较大差异。

■ **宏观背景差异：**中国的老龄抚养比下滑速度可能较日本显著更快。随着全球医疗水平的提升、人均寿命的延长，相比 27 年前的日本，中国的老龄化率与世界老龄化率同步升高。并且，伴随中国的老龄化进程的加深，全球中长期通胀压力可能加剧。

■ **区域结构差异：**虽然均存在老龄化的区域结构差异，但中国的区域差异略高于日本。日本普遍存在的少子化现象在中国目前仅在部分地区出现，说明中国生育意愿的地域差异性较大。此外，日本的老龄化始于高城镇化率，而中国在老龄化率提高的同时，城镇化率仍有提升空间。

■ **消费需求差异：**虽然在医疗保健和养老等开支可能相似，但未经泡沫经济破裂影响的中国老人较日本或具有更强消费能力。日本老人的消费画像可能比中国更加“保守”。数字经济的普及也在改变中国老人的消费方式和消费意愿。

■ **劳动力供给差异：**中国的劳动力人口近年来负增长，预计老龄化将导致劳动力短缺问题更严峻，虽然中国对劳动力资源跨区域调拨的强能力可以在一定程度上缓解这个问题，但我们认为破局之道仍在 AI 和智

能制造的应用，而中国充沛的高素质劳动力（工程师红利）是 AI 和智能制造应用的前提。

在老龄化的同时，中国还面临区域性的少子化问题。结合中日人口结构方面的四个差异，我们总结前两点投资启示如下：

- **中国老年人具备更强的消费能力和对社交消费的需求：**与 90 年代初遭受泡沫经济破裂影响的日本老龄群体不同，中国老年人并未遭受如日本一般规模的资产泡沫破裂的影响。结合其相较劳动人群更充裕的闲暇时间，“有闲有钱”的中国老年人群表现出明显的对社交消费的需求，因此可选消费和数字消费的相关领域如（社区团购、社交电商、网络社群、团体出游、社交游戏等）在“银发经济”时代或具备更广阔的空间。
- **中国劳动力供应压力较大，对 AI 和智能制造领域存在刚需：**出生率下降和已经偏高的女性就业率等意味着中国较日本在老龄化过程中可能面对更严重的劳动力供应压力，同时中国快速发展阶段累积的产能也因全球老化趋势的加剧和逆全球化而面临出海影响。我们认为中国将继续加大在 AI 和智能制造领域的投入。

此外，中日的老龄化也存在诸多相似之处，主要体现在老年人口对医疗保健和养老服务等存在较高需求，我们总结第三点投资启示如下：

- **中日老龄化均带来更大的医疗保健及养老产业的投资机会：**相关医药医疗、养老服务和辅助生殖等领域的投资机会已被市场熟知。对中国而言，我们认为日本的医保控费经验和 GPIF 对社保基金的管理经验具备较强的政策研判价值。在行业领域，关注医药医疗和保健食品板块的相关细分投资机会。此外，与日本相比，中国在养老产业的服务标准化仍有待进步和完善，关注相关养老器械、养老地产和养老保险类投资机会。

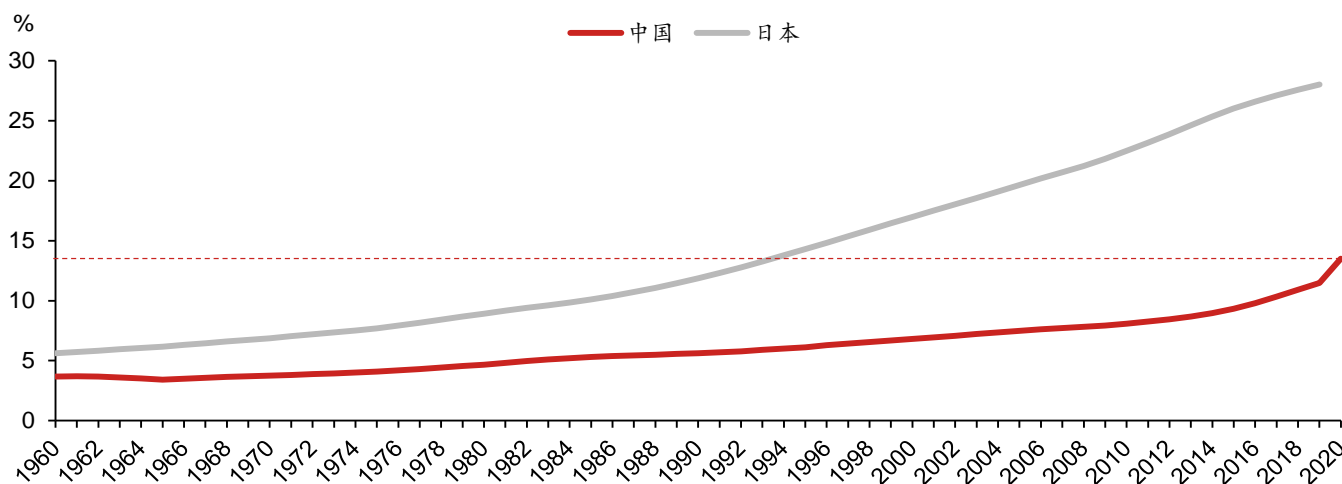
中日老龄化的宏观背景差异

相对而言，中国的老龄化进程较日本晚了约 30 年，期间全球人口结构和经济结构均发生了较大的变化。相较日本，因为中国之前的独生子女政策的影响，中国的老龄抚养比下滑速度可能会比日本快一倍。此外，由于全球老龄化的加深，中国的快速老龄化进程可能将带来更严峻的中长期通胀压力。

中国人口结构与日本 90 年代初类似

七普数据显示 2020 年中国老龄化率达 13.5%，而日本的老龄化率于 1993 年突破 13%。结合 2019 年中国出生率 10.5% 与日本上世纪 80 年代末（1989 年：10.2%）接近这一点，我们认为中国当前的整体人口结构与日本于上世纪 90 年代初较为相似。

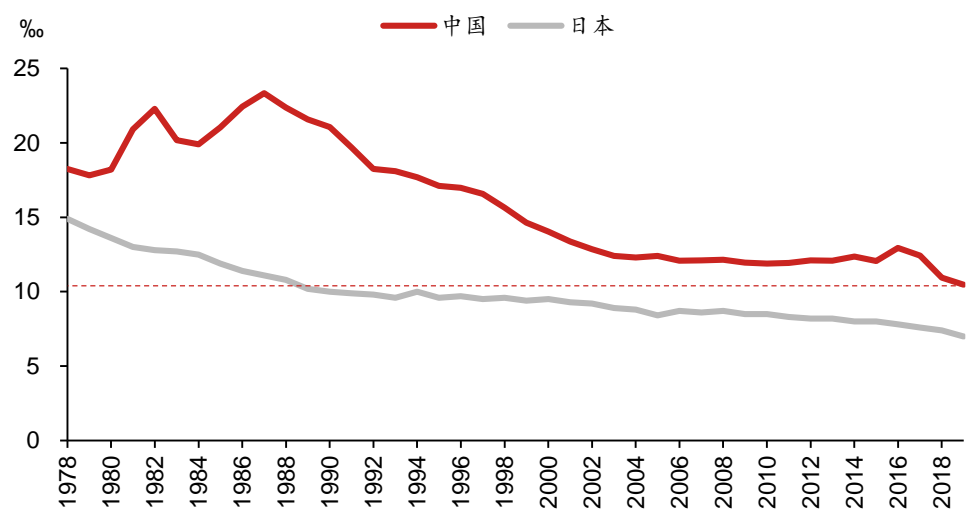
图表 1：中日老龄化率



资料来源：世界银行、野村东方国际证券

注：红虚线为中国第七次全国人口普查数据，全国老龄化率达 13.5%。

图表 2：中日出生率



资料来源：Wind、野村东方国际证券

注：红虚线为中国国家统计局公布的 2019 年中国人口生育率（10.48%）。

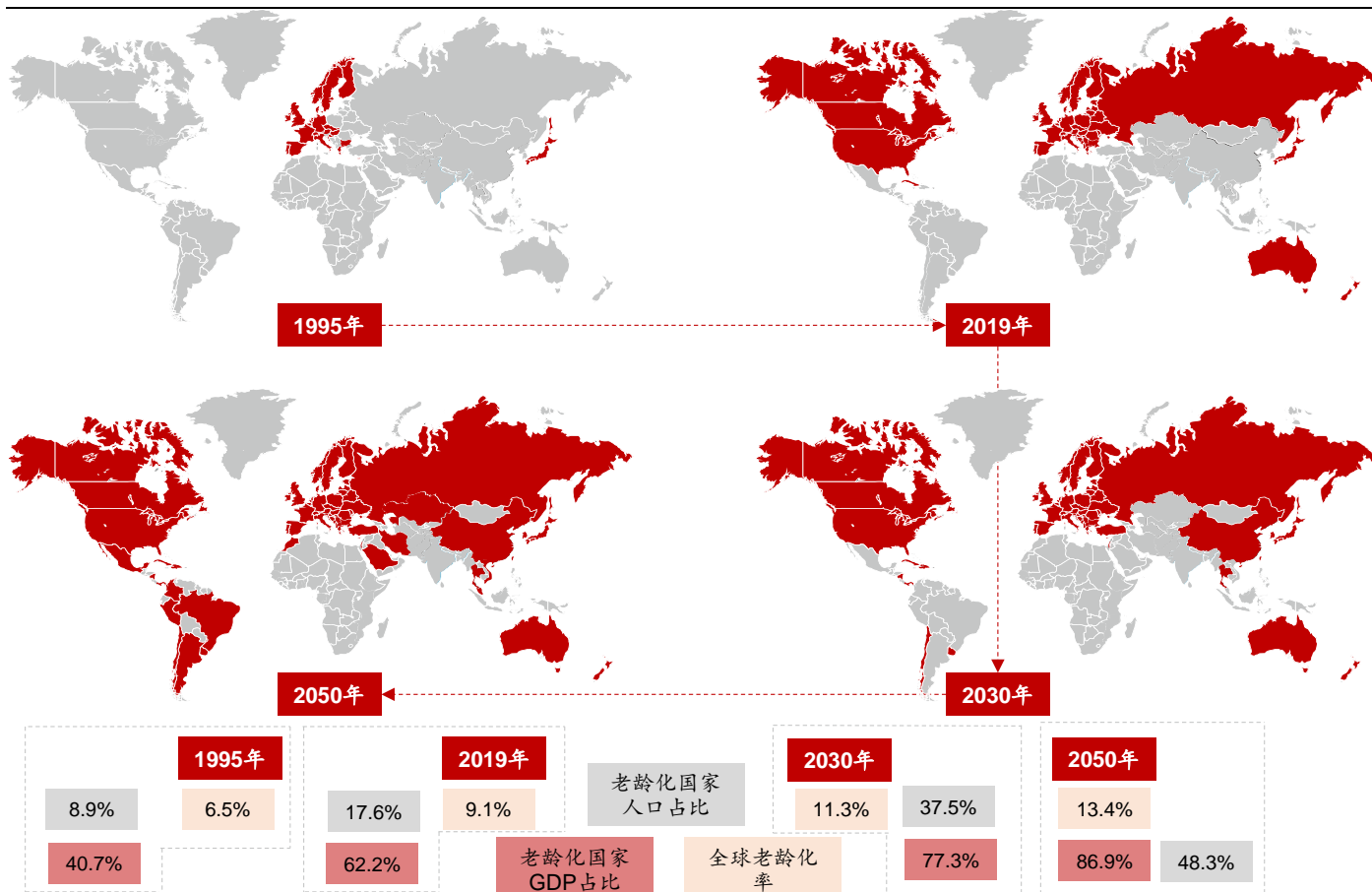
全球难找出“第二个中国”

但中国和日本人口结构变化也存在诸多差异。第一个差异来自于跨度近 30 年的时代背景。1971 年日本老龄化率突破 7%，进入轻度老龄化社会，而中国比日本晚了 31 年才达到这个水平（2002 年：7.1%）。1993 年日本老龄化率突破 13%，比中国（2020 年）早了 27 年。此后，日本分别于 1995 年（老龄化率 14.3%）和 2008 年（老龄化率 21.2%）进入中度和重度老龄化国家的标准。从经济总量来看，1995 年全球老龄化率超过 14% 的国家的 GDP 占全球比重合计为 40.7%，而 2019 年却增加至 62.2%。从全球人口角度来看，1995 年全球老龄化率为 6.5%，到 2019 年却已达 9.1%。据联合国预测，2030 年全球老龄化率将达到 11.3%，按照 2019 年的全球 GDP 数据，届时全球 GDP 总量的 77.3% 将来自中度老龄化国家。中国的老龄化进程将伴随着全球更加严重的老龄化压力。

1995 年日本迈入中度老龄化国家之时，中国的老龄化率仅 6.1%，中国 15-64 岁劳动年龄人口数量占全球总劳动年龄人口的 22.9%。日本的老龄化所带来的通胀压力很大程度上被全球化及中国改革开放带来的增量供给所冲抵。

时至今日，在中国整体逼近中度老龄化国家的门槛时，全球人口结构较为“年轻”国家的人口数占比显著更低，意味着全球产业链向劳动力更充裕国家迁徙、从而提升供给的难度更大。即使是人口大国印度的劳动年龄人口占全球总人口的比例目前也仅为 18.14，低于 1995 年的中国。同时，中国劳动年龄段人口的减少将带来劳动力成本的上升，并加剧中长期通胀压力。全球来看，已难找出具有充足劳动人口的“第二个中国”去冲抵中国老龄化对本国乃至全球的通胀压力。

图表 3：全球老龄化变迁



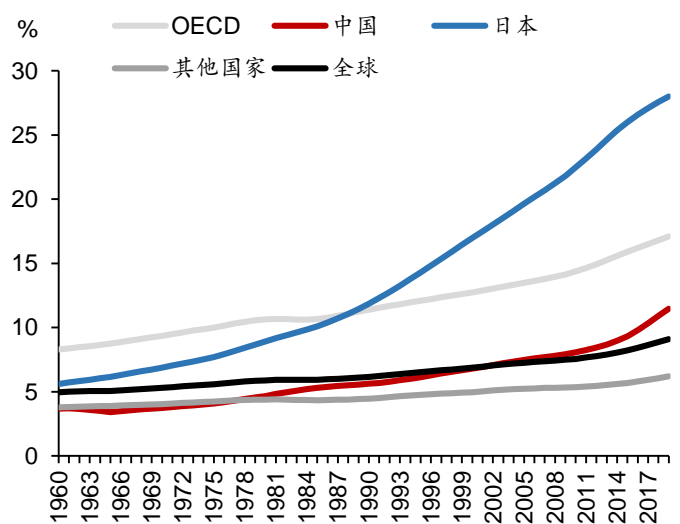
资料来源：世界银行、国家统计局、Wind、野村东方国际证券

注：地图上的红色区域表示老龄化率 14% 以上的地区。

计生政策加速老龄人口抚养比下降

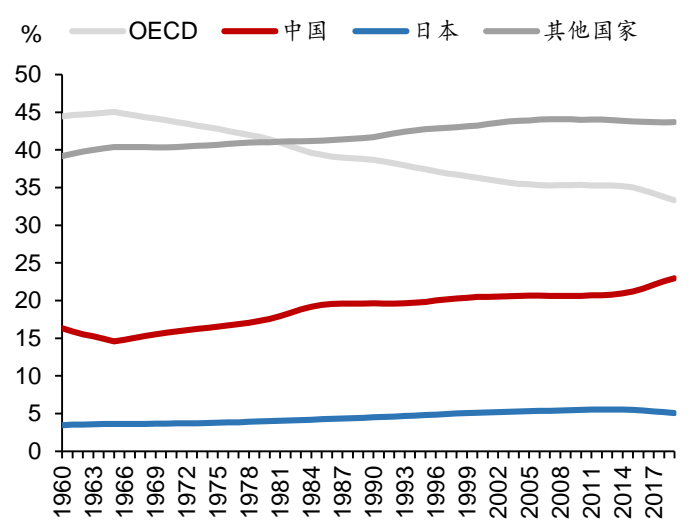
日本 1971 年迈入轻度老龄化国家之时，其国内老龄人口占全球老龄人口之比仅 3.7%；1995 年迈入中度老龄化国家之时，该比率仅 4.8%。而 2002 年中国迈入轻度老龄化国家时，其老龄人口占全球老龄人口之比已高达 20.5%，到 2019 年更是高达 23.0%。在不考虑产业链全球化的背景下，中国当前 15-64 岁劳动人口占全球劳动人口比重约 20.3%，低于中国老人占全球老人的比例。按照七普数据计算，2020 年中国 15-64 岁人口对 65 岁以上人口的抚养比已从 2010 年（六普）8.4 的水平下降至 5.1（即平均 5.1 个劳动年龄人口抚养 1 个老人）。日本 1990 年和 1995 年的 14-64 岁人口对 65 岁以上人口的抚养比为 4.9 和 4.0（日本 2015 年水平为 2.3）。但值得注意的是，日本老龄人口抚养比从 8.7（1975 年）下降至 4.9（1995 年）共耗时 20 年，而中国老龄人口抚养比的类似降幅（从 8.4 下降至 5.1）仅用了 10 年，之前的人口生育政策使得中国的抚养比面临更加严峻的问题，且劳动年龄人口的减少速度可能较日本当年更快。

图表 4：人口老龄化率



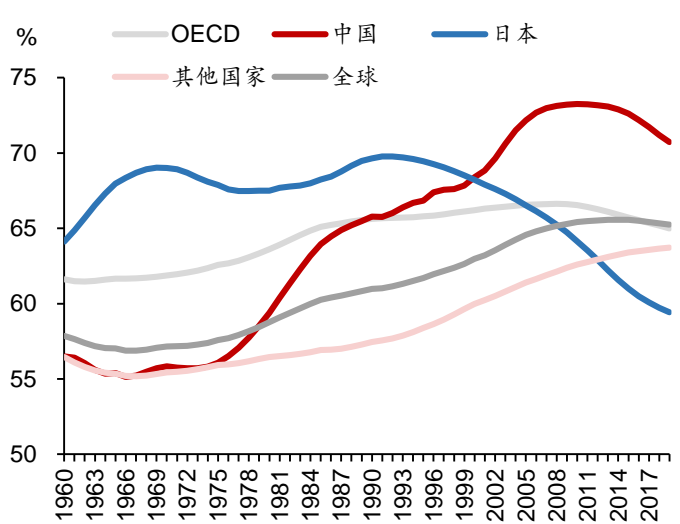
资料来源：世界银行、野村东方国际证券

图表 5：全球老龄人口贡献度（本国数/全球总数）



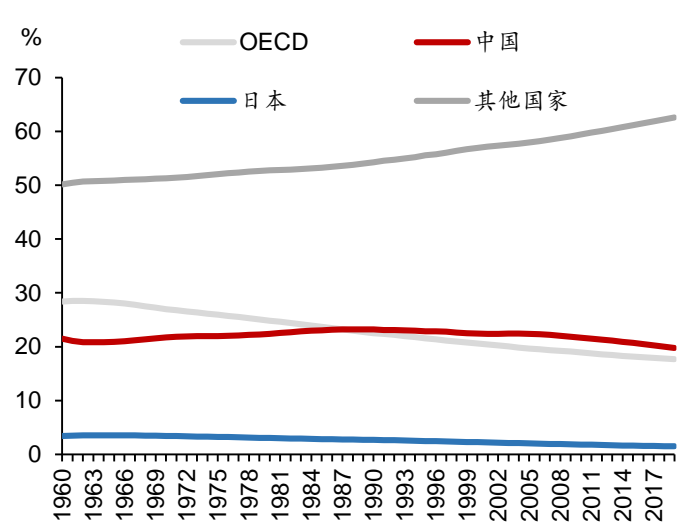
资料来源：世界银行、野村东方国际证券

图表 6：15-64 岁劳动年龄人口占本国总人口比例



资料来源：世界银行、野村东方国际证券

图表 7：15-64 岁劳动人口占比（本国数/全球数总）

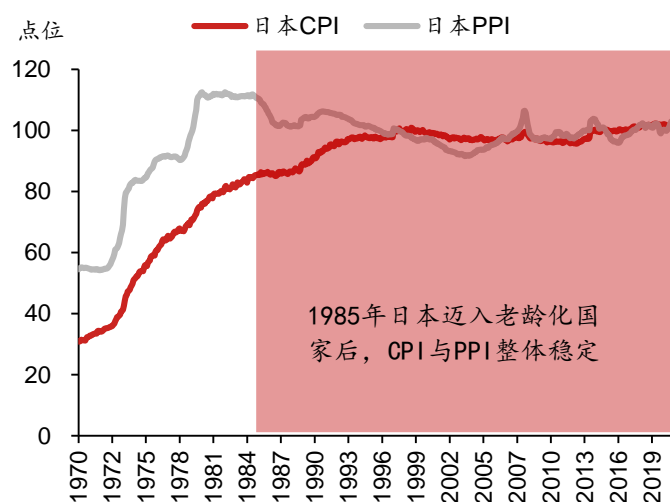


资料来源：世界银行、野村东方国际证券

中国老龄化可能带来更高的全球性通胀压力

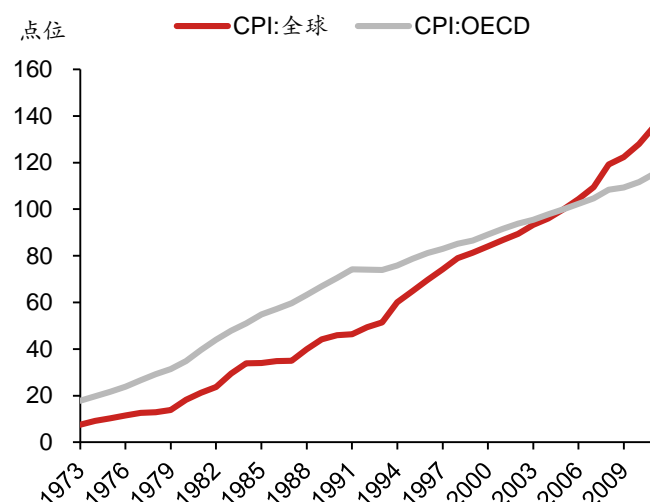
受日元升值和后续资产泡沫破裂的影响，日本并未伴随国内老龄化的加剧而出现通货膨胀。同时受益于加速铺开的海外产能带来的供给提升，日本整体的供需情况得到了较大幅度的缓和（我们将在后文“中日劳动人口变化的差异”章节详细分析）。然而中国并未发生资产泡沫破裂的现象，同时考虑到当前逆全球化的外部投资环境和全球老龄化加深的背景，国内老龄化带来的通胀压力可能将成为不可忽视的长期宏观变量。

图表 8：日本 CPI 与 PPI（2005 年=100）



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 9：全球 CPI（2005 年=100）



资料来源：Wind、野村东方国际证券

中日人口结构变化的区域差异

各国的老龄化进程往往伴随着严重的地域分歧，这与区域经济发展不一等因素相关，中国和日本也不例外。不过，即使进入中度老龄化社会之后，中国的城镇化率仍伴随老龄化率提升而提升，这一点与日本存在较大差别。我们预计未来城镇化率的提升将在一定程度上冲抵老龄化对经济的负面影响。此外，在进入老龄化社会后，中国各省份之间的生育意愿差异颇为悬殊，少子化看起来仅是中国部分地区所面临的现象，这一点与日本有较大不同。

中国和日本均出现了老龄化的地域差异

中国与日本在老龄化进程中同样出现了较大的区域差异。从七普数据看，中国各区域间的人口结构差异颇为悬殊，例如 2020 年人口大省广东的 65 岁以上人口占比仅 8.6%，而上海 65 岁以上人口数高达 16.3%，且其 0-14 岁人口数占比仅为 9.8%（广东：18.9%）。我们总结中国当前人口结构的区域差异特征如下：

- **12 个省及直辖市已迈入中度老龄化，但各省之间差异较大：**全国 31 个省及直辖市中，老龄化率突破 14% 的有 12 个。全国 15 个人口数在 4000 万以上的省份平均 65 岁以上人口数占比 13.7%，平均 0-14 岁人口数占比 18.4%。人口大省中仅广东老龄化率不到 10%；重庆和辽宁的老龄化率更是超过了 17%。
- **老龄化严重地区通常伴随更严峻的少子化压力：**2020 年全国老龄化率 13.5%，但超过这一水平的省份和直辖市合计 13 个，其总人口数占全国的 49.5%，却拥有全国 57.1% 的 65 岁以上人口。此外，这 13 个省市的 0-14 岁少儿人口数仅占全国少儿人口的 45.3%。
- **超过半数省份并未面临少子化问题：**2020 年全国 0-14 岁人口总比重为 18.0%，超过这一水平的省份和直辖市共有 17 个，其中包括老龄化压力超过全国平均水平的 4 个省份（河北、湖南、安徽和山东）。虽然从趋势来看出生人口数量存在下降的隐患，但从存量人口结构来看，少子化对全国劳动力人口的影响可能较市场预期的更为温和。
- **各地区人口结构变化的趋势存在较大差异：**从现有数据来看，不乏一些省份在老龄化压力大的同时，仍具有较强的生育意愿。虽然近年来出生率数据也陆续出现下滑，但截止 2019 年，山东（出生率 11.8‰）、河北（10.87‰）和安徽（12.0‰）这些老龄化率高于全国平均水平的省份的出生率仍高于全国平均（10.5‰）。

图表 10：七普全国人口年龄结构（2020 年）

地区	0—14 岁人口占比	15—59 岁人口占比	60 岁以上人口占比	其中：65 岁及以上人口占比
全 国	17.95	63.35	18.70	13.50
北 京	11.84	68.53	19.63	13.30
天 津	13.47	64.87	21.66	14.75
河 北	20.22	59.92	19.85	13.92
山 西	16.35	64.72	18.92	12.90
内 蒙 古	14.04	66.17	19.78	13.05
辽 宁	11.12	63.16	25.72	17.42
吉 林	11.71	65.23	23.06	15.61
黑 龙 江	10.32	66.46	23.22	15.61
上 海	9.80	66.82	23.38	16.28
江 苏	15.21	62.95	21.84	16.20
浙 江	13.45	67.86	18.7	13.27
安 徽	19.24	61.96	18.79	15.01
福 建	19.32	64.70	15.98	11.1
江 西	21.96	61.17	16.87	11.89
山 东	18.78	60.32	20.90	15.13
河 南	23.14	58.79	18.08	13.49
湖 北	16.31	63.26	20.42	14.59
湖 南	19.52	60.60	19.88	14.81
广 东	18.85	68.80	12.35	8.58
广 西	23.63	59.69	16.69	12.20
海 南	19.97	65.38	14.65	10.43
重 庆	15.91	62.22	21.87	17.08
四 川	16.10	62.19	21.71	16.93
贵 州	23.97	60.65	15.38	11.56
云 南	19.57	65.52	14.91	10.75
西 藏	24.53	66.95	8.52	5.67
陕 西	17.33	63.46	19.20	13.32
甘 肃	19.40	63.57	17.03	12.58
青 海	20.81	67.04	12.14	8.68
宁 夏	20.38	66.09	13.52	9.62
新 疆	22.46	66.26	11.28	7.76

资料来源：国家统计局、野村东方国际证券

中国与日本的老龄化率同样存在较悬殊的区域差异

七普数据显示 2020 年中国老龄化率最高和最低省份相差 11.7 个百分点（辽宁：17.4%；西藏：5.7%），与日本在 1995 年的差值（11.6 个百分点）类似。彼时日本老龄化率为 14.6%，略高于中国当前水平（13.5%）。这说明在老龄化的过程中，两国都出现了悬殊的区域差异。

图表 11：日本老龄化过程中的区域差异

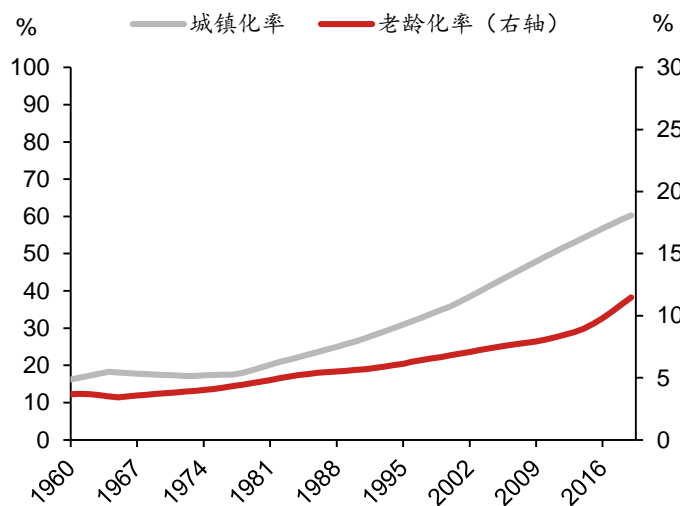
普查年份	65 岁以上人口占比				15 岁以下人口占比			
	全国 (%)	各地最高值 (%)	各地最低值 (%)	最大差值 (pp)	全国 (%)	各地最高值 (%)	各地最低值 (%)	最大差值 (pp)
1960	5.7	8.5	3.8	4.7	33.4	41.6	23.2	18.4
1965	6.3	10.1	4.3	5.8	28.3	38.9	20.4	18.5
1970	7.1	11.4	4.7	6.8	25.3	34.8	21.0	13.8
1975	7.9	12.5	5.3	7.2	24.6	31.4	21.4	9.9
1980	9.1	13.7	6.2	7.5	23.3	29.4	20.6	8.8
1985	10.3	15.3	7.2	8.2	21.4	27.4	18.0	9.4
1990	12.1	18.2	8.3	9.9	18.4	24.7	14.7	10.0
1995	14.6	21.7	10.1	11.6	15.8	22.1	12.8	9.3
2000	17.4	24.8	12.8	12.0	14.0	20.2	11.8	8.4
2005	20.2	27.1	16.4	10.7	12.8	18.7	11.5	7.2
2010	23.0	29.6	20.2	9.3	12.0	17.8	11.4	6.4
2015	26.6	33.8	22.7	11.2	11.4	17.4	10.5	7.0

资料来源：日本统计局、野村东方国际证券

中国老龄化加深的同时，城镇化进程尚未完结

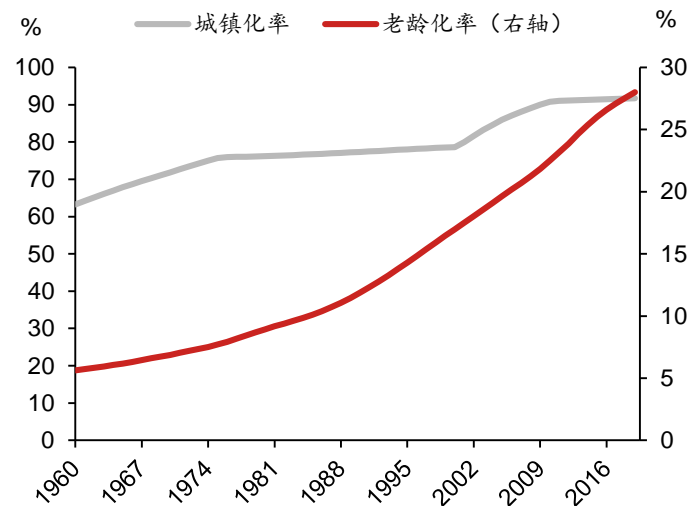
在中国迈入轻度老龄化国家的 2002 年，中国的城镇化率仅 38.4%。截止 2019 年末，中国城镇化率也仅为 60.3%。反观日本，其老龄化进程则是在城镇化率已较高的基础上演变的：1971 年日本老龄化率 7.0%，同期城镇化率已高达 72.7%，在老龄化率突破 14% 的 1995 年城镇化率更是高达 78.0%。与日本不同，中国的老龄化进程将伴随城镇化率的提升，后者有望在一定程度上冲抵老龄化对经济产生的负面影响。

图表 12：中国的城镇化率和老龄化



资料来源：世界银行、野村东方国际证券

图表 13：日本的城镇化率和老龄化



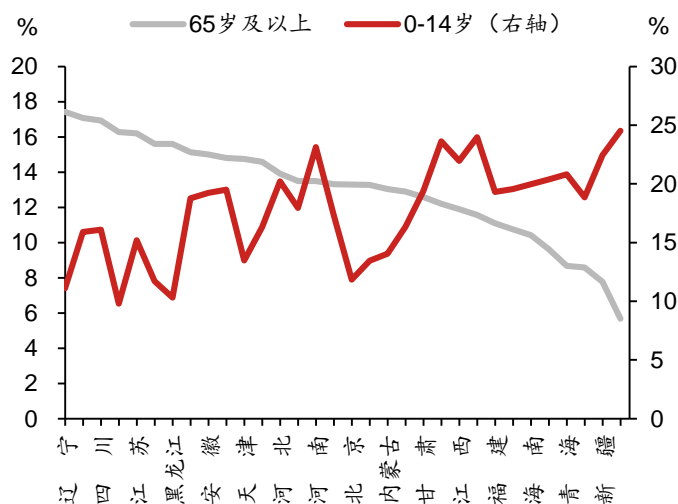
资料来源：世界银行、野村东方国际证券

中国区域间的少子化差异显著超过日本

2020 年中国老龄化率达到 13.5%，日本则是在 1993 年突破了 13%。因日本普查数据缺失，我们选择 1995 年的日本（老龄化率 14.6%）各地数据与中国进行对比，结果显示中国不同省份间的生育差异较日本更为悬殊。我们认为，

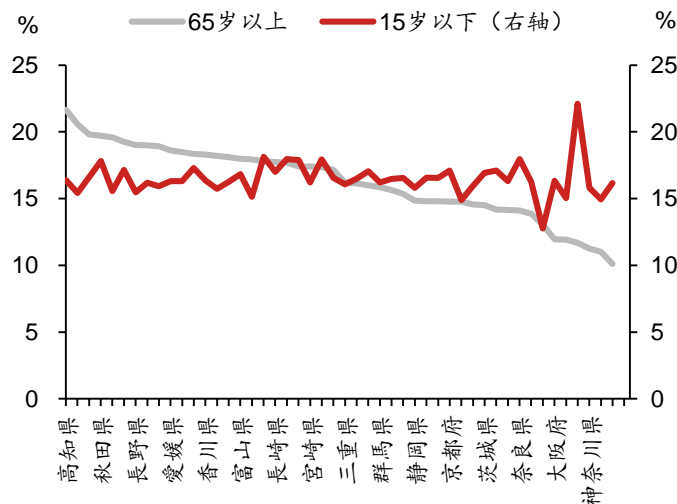
造成这一现象的原因主要是中国不同地区的传统生育观念的差别较大。由于各地民俗的差异性以及宗教等因素的影响，中国不同省份之间的生育意愿差异极大，这一点与日本存在悬殊差别。

图表 14：2020 年中国各地老龄与少儿人口占比



资料来源：国家统计局、野村东方国际证券

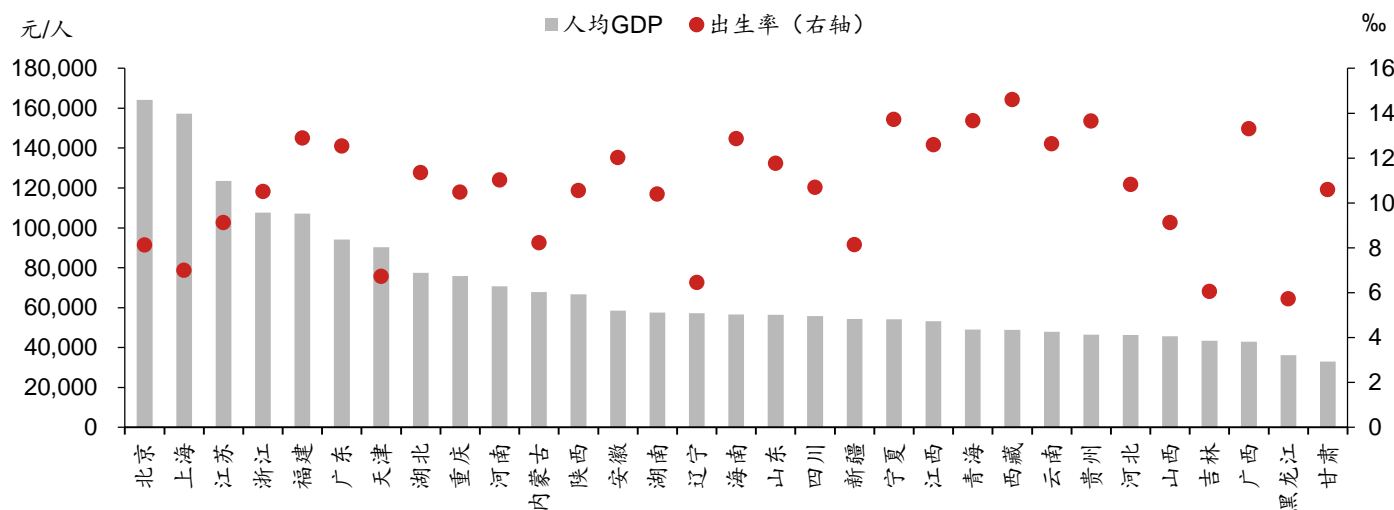
图表 15：1995 年日本各地老龄与少儿人口占比



资料来源：日本统计局、野村东方国际证券

从人均 GDP 与出生率的各省数据来看，两者并无相关性。不少投资者往往倾向通过抚养压力、社会发展和贫富差距等因素来解释各地出生率的下滑。但如前文所述，抚养压力的差别并不是人口结构变化的决定因素，老龄化率较高的省份（如山东、安徽和河北等）及生活成本较高的省份（如广东）仍有较强的生育意愿便是例证。此外，从人均 GDP 角度来看，各省 2019 年出生率与当地的经济的发展看起来也并无显著的相关性。

图表 16：出生率与人均 GDP（2019 年）



资料来源：Wind、野村东方国际证券

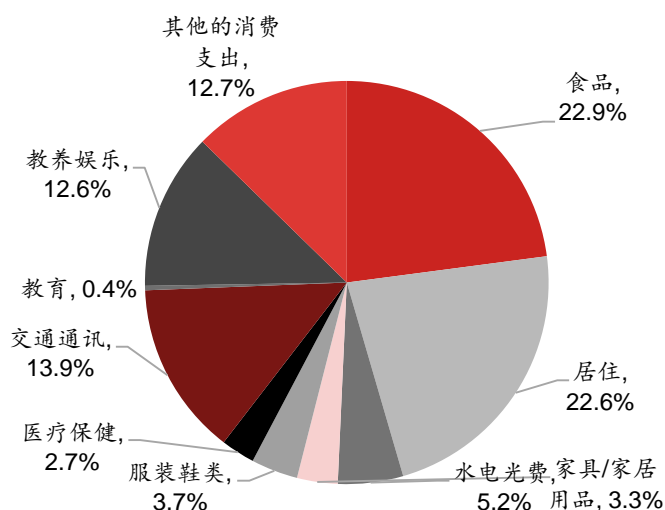
中日不同年龄段的消费需求结构差异

知日鉴中：日本老龄化下的消费偏好

不同年龄段人群存在不同的消费偏好，这些微观层面的偏好不仅反映在本国人口结构的变化中，还会直接驱动本国产业的变化，从而催生中长期的消费投资机会。当前市场多以日本的老年人消费偏好作为中国未来消费结构特征的借鉴，我们也总结了日本老年人的消费特征表现，具体为以下五点：

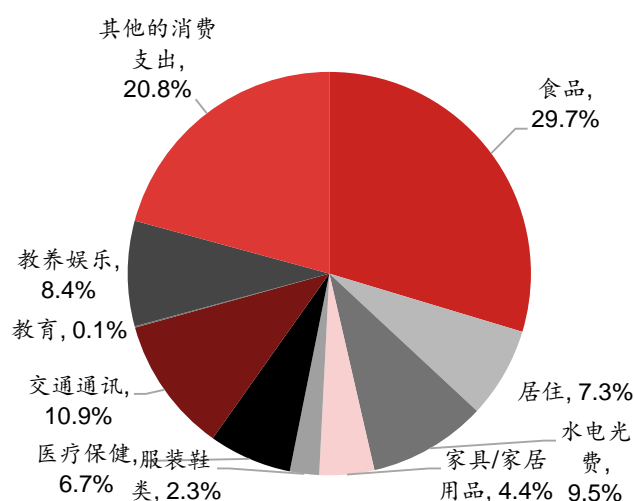
- **医疗开支显著更高：**根据统计，户主年龄在 70 岁以上日本家庭的人均医疗开支占比达 6.7%（6959 日元），远高于户主年龄 29 岁以下家庭（2.7%；3363 日元）。日本老龄化压力也驱动其财政、政府基金和医药行业的变革，并成为中国近年来政策效仿的对象（有关中日医保控费对比详见报告《大浪淘沙，沉者为金》，2020 年 3 月 2 日）
- **自炊费用超过外出餐饮消费：**日本老年人的食品消费和燃气费金额均明显高于年轻人。食品开支的细分项中，除外出就餐、熟食和饮料消费外，老年人的其他食品相关类开支均高于年轻人。
- **居家时间长：**自炊占比高可能与老年人居家时间更长有关。从电费、水费及排污费来看，日本老年人的居家时长显著超过年轻人。这也意味着老年人消费活动的时间成本显著更低。
- **居住压力小：**户主年龄 29 岁以下家庭的消费结构中约 22.6%（27956 日元）为居住开支，这个比例远高于其他五个年龄段（其余 30 岁以上年龄段的人均居住开支占比仅 7.81%）。从统计样本中看，户主年龄 29 岁以下的家庭需要支付租金或住房按揭贷款的比例为 83.6%，而 70 岁以上年龄段的这一仅为 8.8%。若扣除居住开支，70 岁以上年龄段的支出为 9.7 万日元，与年轻群体的 9.6 万日元差异不大。
- **交际费用偏高：**与普遍认知不同的是，日本老年人的交际费用显著高于年轻人，可能说明老年人消费中较为强烈的情感需求。70 岁以上年龄段的交际费用占比 9.03%（9436 日元），远高于 29 岁以下的 4.42%（5473 日元）。

图表 17：日本户主年龄 29 岁以下家庭人均消费结构



资料来源：日本统计局、野村东方国际证券

图表 18：日本户主年龄 70 岁以上家庭人均消费结构



资料来源：日本统计局、野村东方国际证券

图表 19：2020 年日本不同年龄段家庭户均消费结构

家庭人均消费	户主年龄段 29 岁以下	户主年龄段 30~39 岁	户主年龄段 40~49 岁	户主年龄段 50~59 岁	户主年龄段 60~69 岁	户主年龄段 70 岁以上
消费金额（日元/月）	123,835	81,528	91,407	112,538	113,977	104,516
食品	28,375	21,647	23,794	28,043	31,143	30,997
主食	1,805	1,678	2,065	2,341	2,625	2,672
海鲜	720	964	1,309	1,804	2,759	3,221
肉	1,781	2,099	2,576	2,813	2,977	2,767
牛奶蛋类	922	1,065	1,194	1,336	1,644	1,811
蔬菜、藻类	1,626	1,879	2,241	2,898	3,925	4,520
水果	337	444	584	831	1,373	1,867
油、调味料	895	931	1,127	1,320	1,587	1,606
甜食点心类	1,978	1,953	2,163	2,196	2,437	2,274
熟食	4,958	3,204	3,390	4,454	4,618	4,571
饮料	2,174	1,565	1,656	2,022	2,108	1,904
酒类	825	884	1,070	1,600	1,845	1,338
外出就餐	9,895	4,979	4,412	4,425	3,243	2,446
餐厅服务费	458	1	8	7	1	0
居住	27,956	9,755	6,502	6,805	7,603	7,593
水电光费	6,472	5,725	6,358	7,941	9,127	9,905
电费	3,025	2,790	3,188	3,924	4,486	4,798
燃气费	2,003	1,426	1,381	1,800	1,939	2,235
其他光电费	56	132	185	371	646	744
水费和排污费	1,388	1,377	1,604	1,847	2,056	2,127
家具/家居用品	4,035	3,659	3,729	4,499	5,368	4,602
服装鞋类	4,642	3,256	3,551	3,969	3,166	2,451
医疗保健	3,363	3,190	3,381	4,658	6,537	6,959
处方药/治疗费	483	439	563	917	1,323	1,423
维持健康的摄入品*	205	144	179	394	594	911
保健医疗仪器	1,244	1,026	1,054	1,051	1,039	1,055
保健医疗服务	1,431	1,581	1,586	2,297	3,581	3,570
交通通讯	17,269	12,602	13,956	17,468	16,405	11,368
教育	441	2,061	6,381	6,545	933	113
教养娱乐	15,574	7,697	8,720	9,643	10,447	8,815
其他的消费支出	15,708	11,936	15,035	22,966	23,249	21,711
杂项开支	9,323	6,968	7,404	9,346	10,564	9,459
小零花钱 （及使用不明类）	580	1,336	2,296	3,342	2,900	2,006
交际费用	5,473	2,662	3,383	5,933	8,123	9,436
汇款	332	969	1,951	4,344	1,661	810

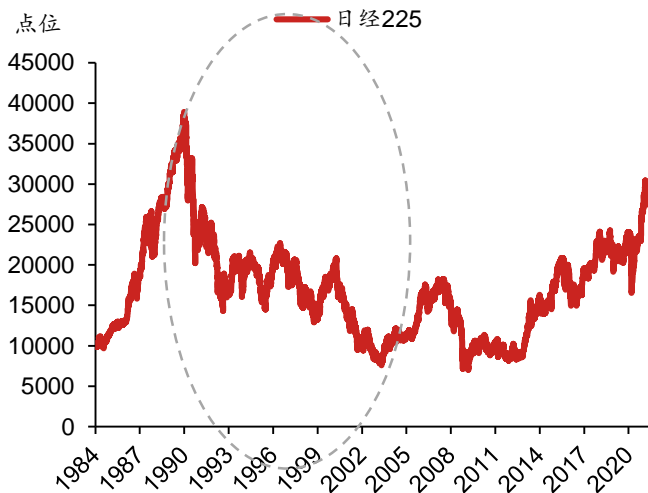
资料来源：日本统计局、野村东方国际证券

90 年代初的泡沫经济破裂明显影响了当时日本老年人的消费

日本老年人并不存在因年龄导致的消费总量缩减。从日本的数据来看，老年人与年轻人除居住外的消费开支总额相似。从人均消费金额来看，70 岁以上年龄段为 10.5 万日元，29 岁以下为 12.4 万日元。但若扣除居住开支，70 岁以上年龄段则为 9.7 万日元，与年轻群体的 9.6 万日元差异不大。

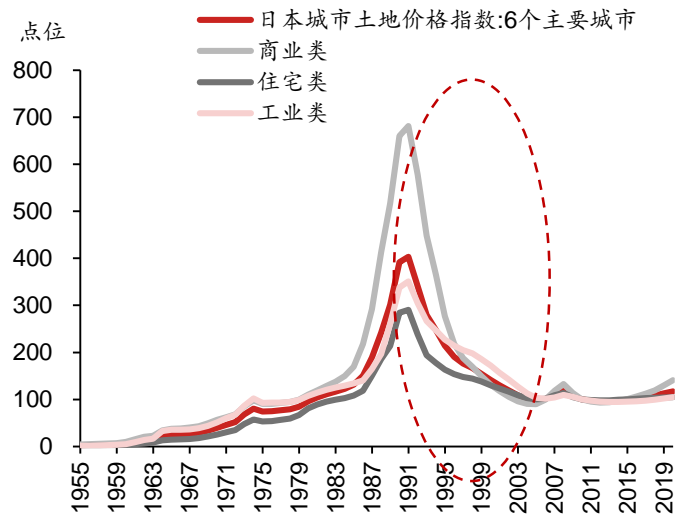
对于日本过去三十年宏观消费特征变化的研究需考虑除人口结构因素外的其他变量，我们认为过去三十年对日本经济和社会影响最大的是 90 年代末资产泡沫的破裂。

图表 20：日经 225 指数表现



资料来源：Wind、野村东方国际证券

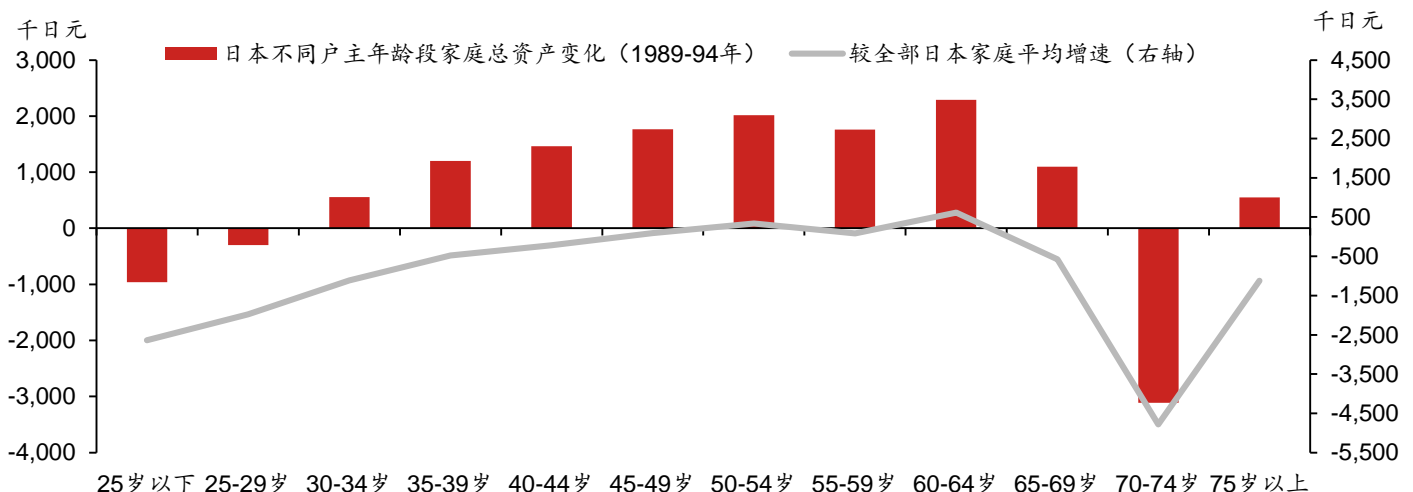
图表 21：日本土地价格指数（2010 年 3 月末=100）



资料来源：Wind、野村东方国际证券

比较 1989-94 年日本不同年龄段家庭的总储蓄数据可知，除 45-64 岁的年龄段之外，剩余年龄段家庭的总储蓄增速均远逊色于同期的全日本家庭平均储蓄增速。泡沫经济破裂后日元汇率仍持续升值直至 1994 年，1989-94 年间累计升值 44.2%。扣除步入职业生涯后期、薪资收入较高的中等年龄段日本家庭（新增年收入增速最高的阶段），年收入较少的年轻人和对存量资产依赖较高的老年人均受到了泡沫经济破裂的较大影响，尤其是 1989 年处于 65-69 岁年龄段的日本老人。

图表 22：日本分户主年龄段家庭总储蓄

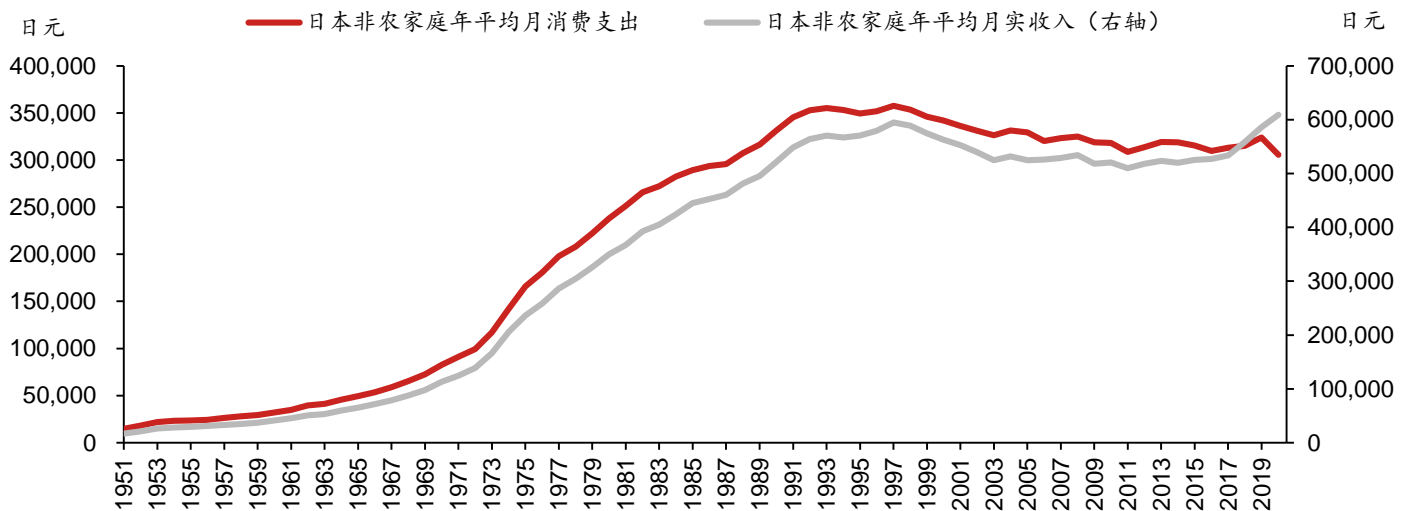


资料来源：日本统计局、野村东方国际证券

资产泡沫破裂后，90 年代初日本社会各群体中受创最严重的是有产者。日本学者三浦展曾将日本消费的变革归纳为四个“消费时代”，其中从第二时代（批量消费和虚荣消费）向第三消费（低物欲高内涵价值消费）的转型很可能描述的就是泡沫破裂后的日本居民消费变化，即受到资产泡沫破裂影响后，日本有产者中的部分人群消费降级。

包括日本老人在内的全年龄段日本居民消费均在泡沫经济破裂后受到冲击。虽然泡沫破裂后居民消费仍存在上涨的惯性，但在 1993 年后日本家庭的平均月支出增速显著放缓，并持续下滑至 2010 年前后。按不同户主年龄段家庭来看，除医疗和教育开支在每个年龄段均有上涨之外，1994-1999 年期间其他开支均出现了下滑。对于 65 岁以上的日本老年人而言，仅必需消费品（医疗保健、水电光费和汽车维护成本）的消费金额有所提升，其余可选消费类（如纺织服饰、家具、娱乐和其他）的支出均出现了显著的下滑。

图表 23：日本两人及以上非农家庭收支



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 24：日本不同年代不同户主年龄段的月均消费金额

品类	年份	30 岁以下平均	30-49 岁平均	50-64 岁平均	65 岁以上平均
食品	1989	18,202	20,197	23,621	22,686
	1994	27,301	22,074	26,947	27,900
	1999	17,015	20,530	26,609	27,490
	2004	15,698	18,587	24,513	26,510
居住	1989	10,861	3,590	3,954	4,467
	1994	19,626	5,987	5,726	8,762
	1999	14,138	5,837	6,501	7,880
	2004	12,699	5,594	5,298	7,682
水电光费	1989	3,880	3,743	4,830	4,866
	1994	4,848	4,705	6,351	7,149
	1999	4,825	5,063	6,727	7,304
	2004	4,375	4,952	6,637	7,507
家具/家居用品	1989	2,660	2,685	4,058	3,578
	1994	3,189	2,918	4,625	4,870
	1999	2,492	2,636	4,118	4,246
	2004	2,687	2,296	3,609	3,870
服装鞋类	1989	5,204	5,054	6,996	5,385
	1994	8,129	5,235	7,517	6,179
	1999	4,317	4,257	6,006	4,998
	2004	4,036	3,753	4,769	4,356
医疗保健	1989	2,625	1,895	2,706	3,261
	1994	2,374	2,379	3,376	5,170
	1999	3,882	2,678	3,687	5,319
	2004	3,401	2,973	4,248	6,409
交通通讯	1989	11,014	7,680	10,132	7,436
	1994	16,768	9,755	12,312	9,356
	1999	13,071	10,359	13,711	9,728
	2004	16,636	12,639	15,392	11,587
教育	1989	653	4,355	3,190	1,189
	1994	736	5,647	3,947	801
	1999	1,255	5,768	4,476	805
	2004	1,170	6,292	5,078	661
教养娱乐	1989	6,042	6,576	7,865	8,526
	1994	16,142	8,701	10,548	12,261
	1999	6,511	8,187	10,423	11,706
	2004	6,731	8,566	10,244	12,358
其他的消费支出	1989	16,243	16,247	30,172	21,464
	1994	17,920	19,118	38,229	29,243
	1999	14,678	17,441	35,392	26,050
	2004	16,392	16,228	32,610	26,678
合计	1989	74,102	68,885	92,884	79,410
	1994	117,034	86,519	119,579	111,691
	1999	82,185	82,757	117,650	105,525
	2004	83,825	81,880	112,398	107,617

资料来源：日本统计局、野村东方国际证券

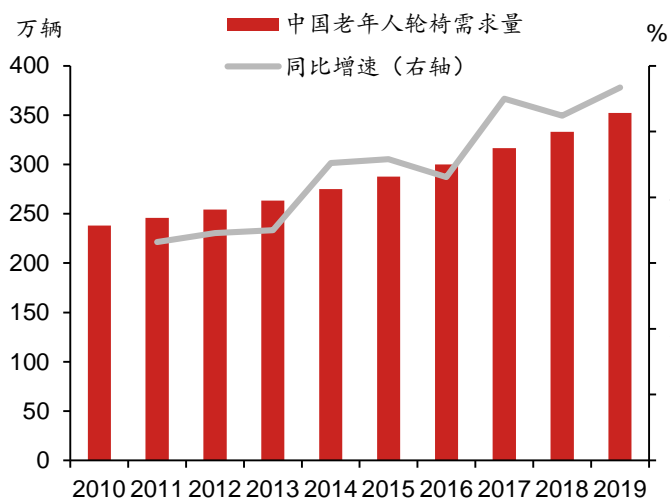
中国老年群体的消费特征：数字消费、有钱有闲

由于中日相同老龄化率的年份间隔 27 年，考虑到购买力平价的变化等宏观背景，直接对比当时日本和现在中国老年群体的财富总额的难度较大。但日本在 90 年代经历的泡沫经济破裂并未在中国发生，因此我们预计中国老年群体不会出现 1995 年后日本老年人的消费总量下滑等现象。

相较已广为人知的保健品消费和医疗消费领域的潜力，我们更关注目前尚未被资本市场充分意识到的中国老年人群的消费偏好。由于中国缺乏全面的分年龄段消费数据，我们从部分产业及微观数据进行汇总，尝试描绘中国老年人群的消费现状。

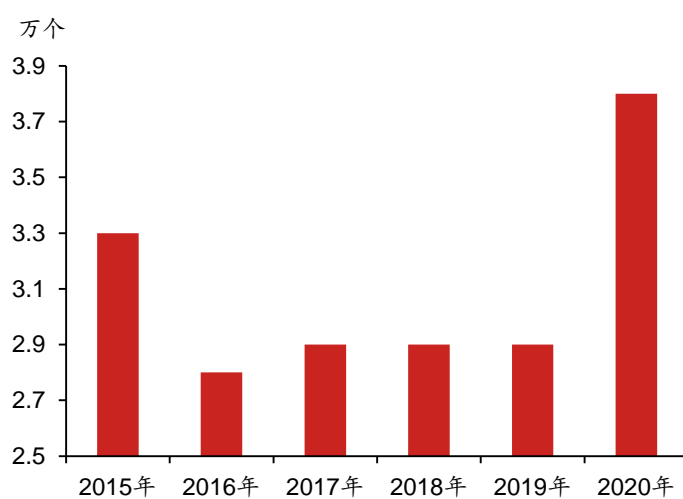
在近年来关注度颇高的“银发经济”中，医疗保健、养老服务等板块固然占比极高且市场空间广阔，但日本的相关养老产业（医疗、食品、地产、服务消费等）也带给了中国颇多借鉴。在老龄化加深的背景下，我们相信中国老年人的医疗及养老开支也将持续增长。

图表 25：中国老年人轮椅需求量



资料来源：中国老龄化协会、IBISWorld、野村东方国际证券

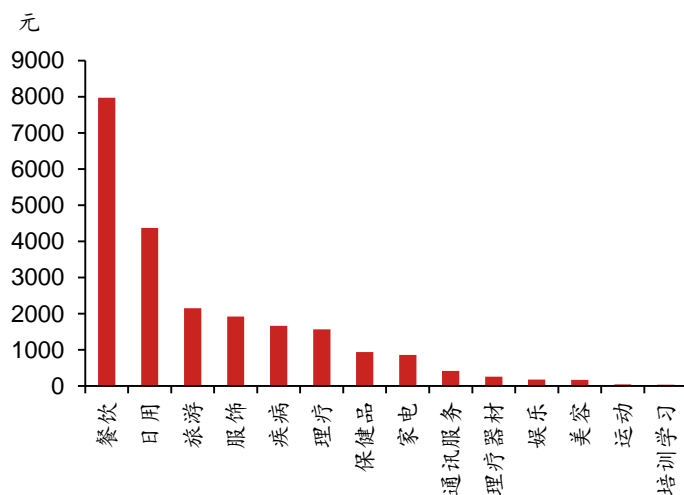
图表 26：中国养老服务机构数量



资料来源：民政部、野村东方国际证券

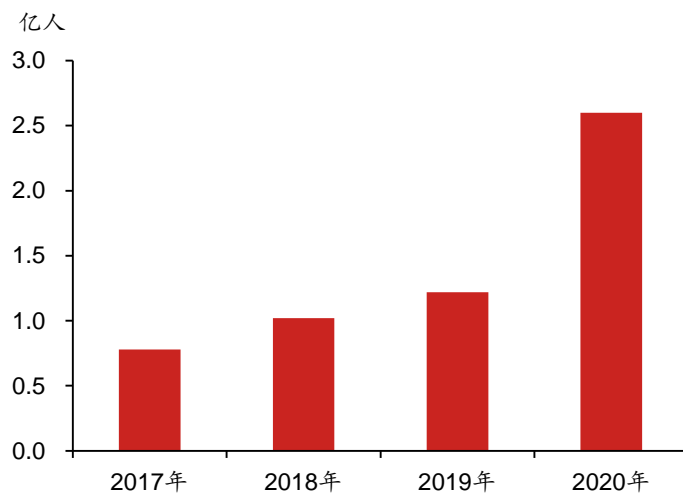
除了医疗保健等偏刚性的开支需求外，老年群体可选消费市场的潜在空间同样广阔。互联网的普及也是中国当前老龄消费与日本 1993 年老龄消费的一大差异。据中国互联网络信息中心，截止 2020 年中国 60 岁以上人口的互联网普及率已达 60%。相较未成年人群，老年人拥有更丰厚的储蓄额；相较劳动年龄段人群，老年人享有更充裕的闲暇时间。考虑到老年群体“有钱有闲”的消费特征，数字经济在银发群体中的消费空间可能超过其他年龄层。

图表 27：2017 年中国老年群体人均消费支出情况



资料来源：中文互联网数据资讯网、野村东方国际证券

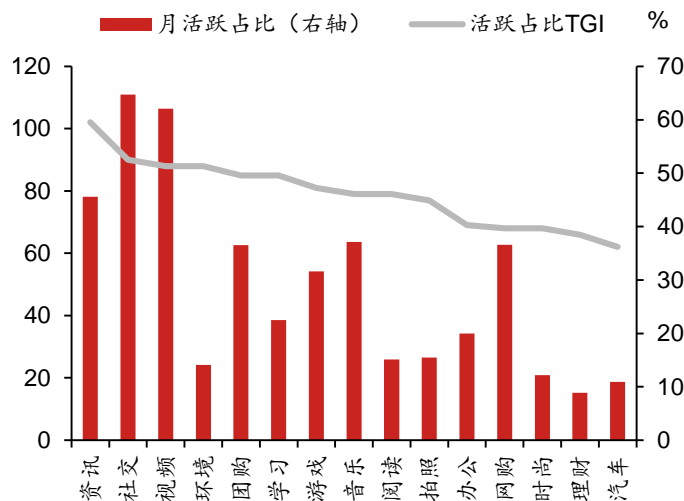
图表 28：中国 50 岁以上网民数量



资料来源：中国互联网络信息中心、野村东方国际证券

根据趣头条联合澎湃新闻发布的《2020 老年人互联网生活报告》，截止 2020 年 6 月，中国 9.4 亿网民中，60 岁以上老年人占比 10.3%，意味着中国互联网上老年人使用者约为 9680 万。以趣头条单个 APP 的流量数据为基础，60 岁及以上老年用户日均使用趣头条 App 的时长 64.8 分钟，高于全部网民的平均水平。Quest Mobile 的 TGI 指数（Target Group Index；衡量目标人群在特定研究领域相对整体的强弱水平）显示，老年人在资讯、社交和视频使用上活跃度最高。

图表 29：2020 年银发人群的线上兴趣偏好

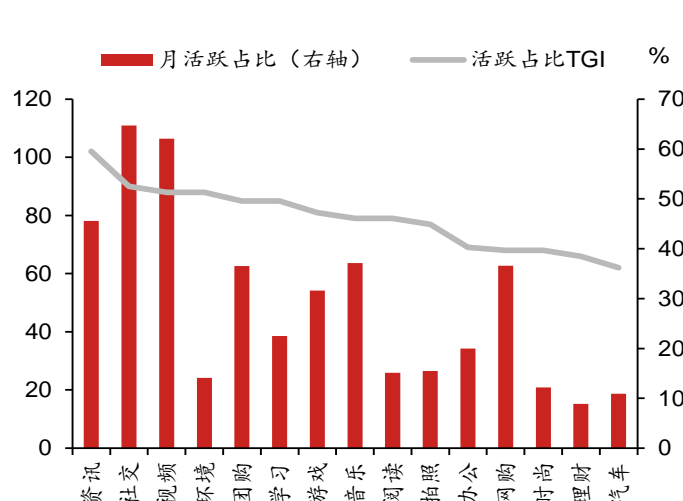


资料来源：Quest Mobile、野村东方国际证券

注：活跃占比TGI = 目标人群某个标签属性的月活跃占比/全网具有该标签属性的月活跃占比。

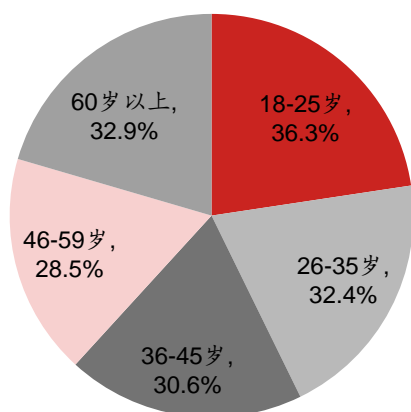
社交属性是老年人网络消费的偏刚性需求。据央视财经的调查显示，不同年龄段网民对网络购物的偏好度差异并不大，但 60 岁以上网民使用社交电商的比例高于其他各年龄段。在中国老年人的消费体验中，时间利用率更低、更易缓解孤独感的社交属性看起来更加重要。

图表 30：2020 年银发人群细分行业活跃渗透率



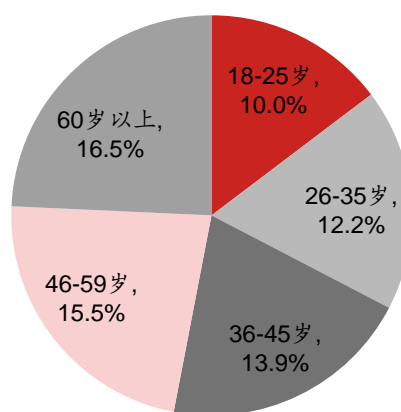
资料来源：Quest Mobile、野村东方国际证券

图表 31：不同年龄段网民对网络购物的使用比例



资料来源：央视财经《中国美好生活大调查 2020-2021》、野村东方国际证券

图表 32：不同年龄段网民通过社交电商购物比例



资料来源：央视财经《中国美好生活大调查 2020-2021》、野村东方国际证券

中日劳动人口变化的差异

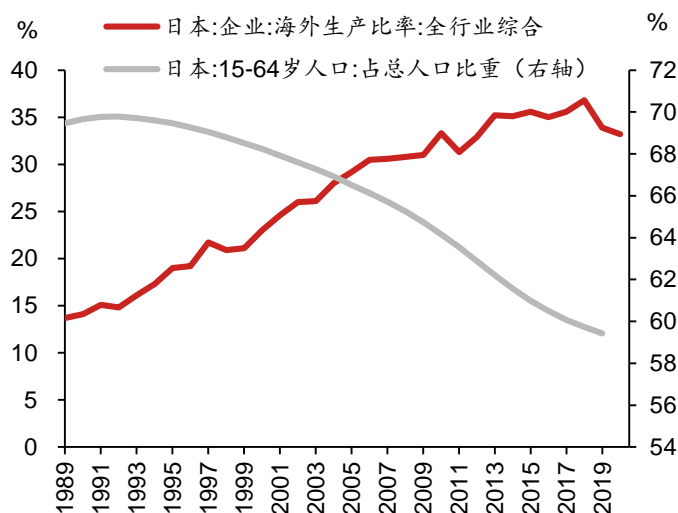
正如前文所述，老龄化压力除了导致更高的抚养比外，还会影响全社会的生产率和供需关系。中日两国的人口结构同样面临老龄化的影响，参照日本经验，中国也面临劳动人口下滑的挑战。考虑到中国之前实施的人口生育政策、当前更加严峻的全球老龄化问题、以及中国已经偏高的女性参与劳动率，我们预计中国劳动人口所面临的下滑趋势将更加严峻。

科技为全球制造业和服务业带来了更高的生产效率。AI 和智能工厂等技术的运用也在影响劳动生产率。中国当前的工程师红利预计将带来未来劳动生产率的大幅提升，并在一定程度上冲抵老龄化的影响。然而，当前逆全球化和制造业向发达国家回流等趋势也为未来的发展带来更多的不确定性。

人口结构变化迫使日本推动海外生产基地扩张

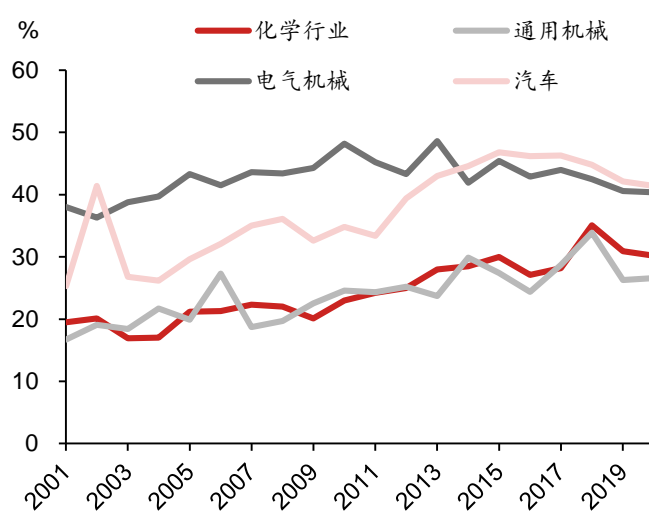
高龄化和少子化的人口结构变化驱使日本的劳动人口数量下滑，并在一定程度上推动了日本在 90 年代后持续进行产业和产能的海外扩张。日本企业的海外扩张始于经济转型期，并在 80 年代后期伴随日元升值而大幅加速。但其真正扩张的时期正处日本老龄化率加速的 90 年代和本世纪初。1989 年日本企业在海外的生产占比仅 13.7%，到 2010 年迅速提升至 33.3%，期间日本老龄化率从 11.1% 上升至 22.5%（1989-2010 期间的年化增速 1.2 个百分点；而 1971-1989 期间年化增速仅 0.8 个百分点）。老龄化的提速和加深迫使日本企业加大海外产品生产供给，同期包括中国在内的东亚和东南亚发展中国家贡献了“年轻”的劳动力资源。

图表 33：日本企业海外生产率 VS 劳动人口占比



资料来源：日本统计局、日本国际协力银行、野村东方国际证券

图表 34：日本部分行业的海外生产占比



资料来源：日本国际协力银行、野村东方国际证券

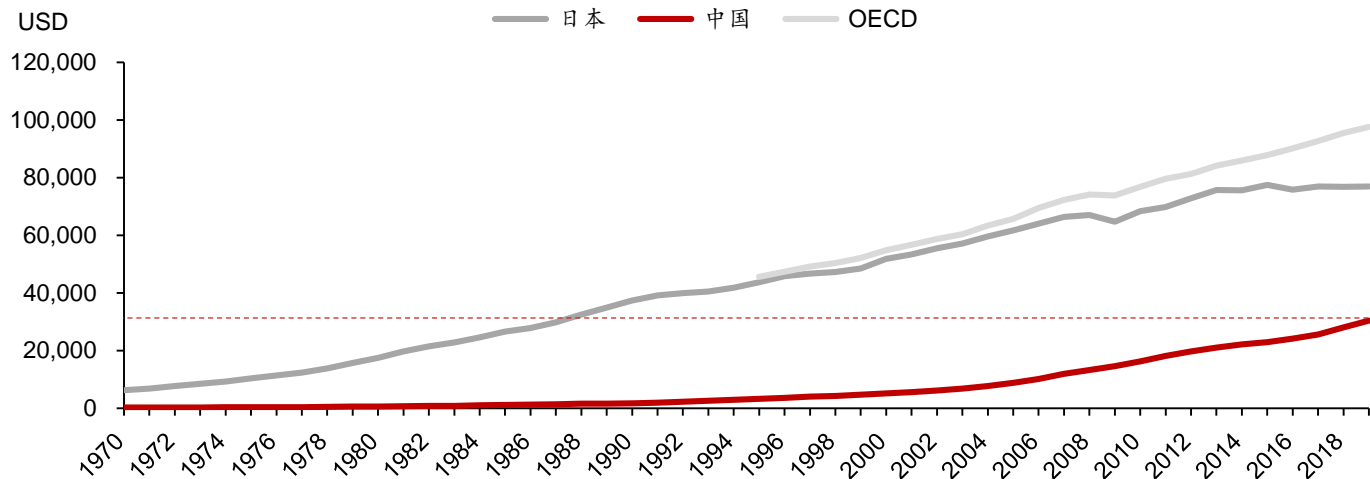
中国当前寻找海外新生产基地的难度较高

单从经合组织（OECD）提供的劳动生产率指标来看，2019 年中国单位劳动力 GDP 突破 3 万美元，而日本则是在 1988 年突破这一水平。但鉴于当前全球超过 9% 的老龄化率（1988 年为 6.1%），这意味着中国在海外寻求年轻、高性价比劳动力的难度可能更大。

此外，后疫情时代更加割裂的全球政治环境也使得全球化面临更多困难。

虽然彼时日本的出海政策在实施过程中也同样面临了政治因素的困扰，但当前全球政治环境的不确定性远高于上世纪，且中国与欧美发达国家还存在文化与制度方面的潜在矛盾和冲突。因此，中国企业的海外扩张不单要考虑经济利益，还要顾及政治因素所造成的不确定性，难度更大。

图表 35：中日劳动生产率比较（GDP/单位劳动力）



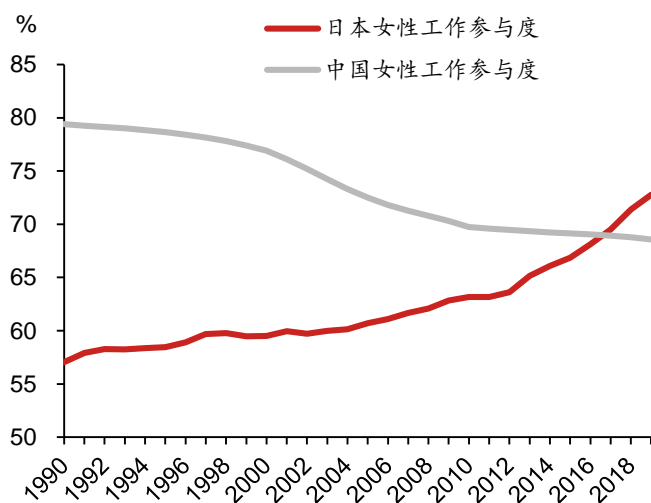
资料来源：OECD、野村东方国际证券

注：红色虚线代表中国 2019 年劳动生产率，为 30364 美元/单位劳动力。

相较日本，中国的女性参与劳动率在老龄化前已达到较高水平

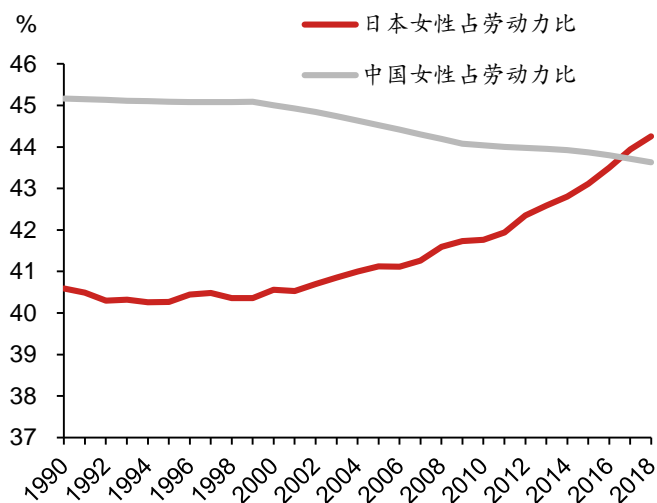
在 1993 年日本老龄化突破 13% 时，日本的女性就业比例相对偏低，仅 58.2% 的日本女性参与就业。而在泡沫经济破裂后，日本女性工作意愿的提升在一定程度上改善了老龄化对日本国内劳动力的负面影响。反观中国，2000 年至今女性工作参与度虽然不断下滑，但仍处于较高的水平。在目前老龄化率突破 13% 的中国，在老龄化深化的过程中，除非像日本一样出现重大经济挫折，否则我们预计女性工作参与率很难进一步提升。就此而言，中国的劳动人口下滑压力可能将高于日本同等阶段的水平。

图表 36：中日女性工作参与度



资料来源：日本统计局、Wind、野村东方国际证券

图表 37：中日女性占劳动力之比

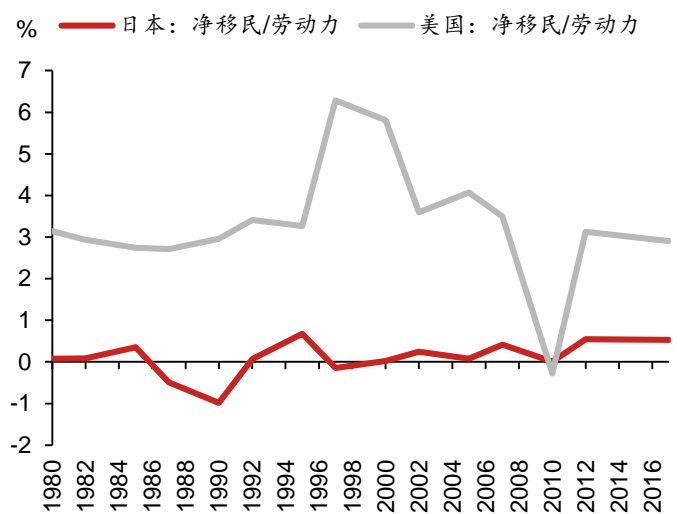


资料来源：日本统计局、Wind、野村东方国际证券

广阔的区域差异使中国具备更强的劳动力资源调拨能力

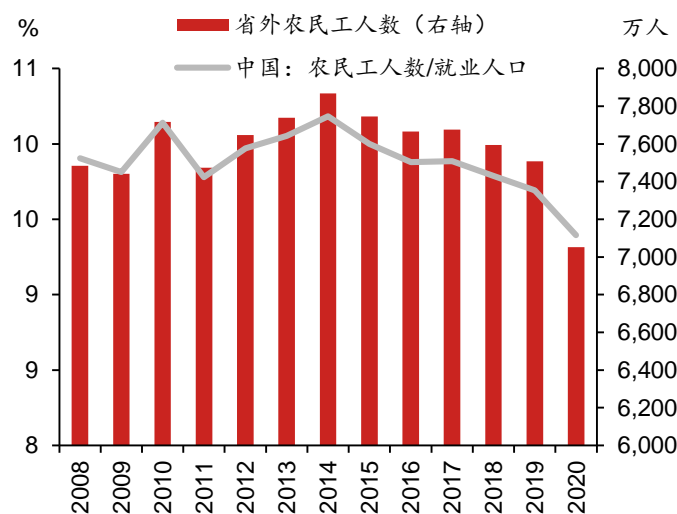
在中国，劳动力的跨省调拨较为频繁，仅农民工人数便有 2.9 亿人次（2020 年），约占总就业人数的 38%。其中，跨省务工的农民工人数超 7000 万，占全部就业人员的 9.4%。由于国土资源与劳动力的区域性差异较大，中国在省域范围内具备更强的劳动力资源的调拨能力。这在过去 18 年来很大程度上缓和了东部沿海地区的老龄化压力。换言之，在东部沿海地区逐渐深入老龄化的过程中，来自外省的劳动力流入缓和了该地区老龄化的影响，区域差异和偏低的城镇化率在中国老龄化进程中支撑起了经济活力。相较而言，日本的就业市场较为僵化，未如美国一般通过移民等方式缓解国内的劳动力短缺压力。

图表 38：日本及美国净移民与劳动力人数



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 39：中国省外务工农民工人数



资料来源：Wind、野村东方国际证券

AI 与智能制造有望成为老龄化的破局关键

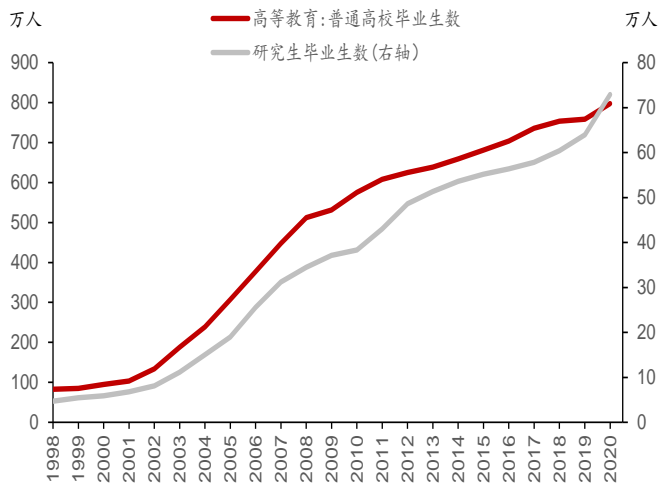
在中国步入老龄社会之际，鉴于计划生育带来的人口年龄结构“大起大落”等劳动力结构问题的“内因”和全球性老龄化等因素带来的“外因”，我们认为中国的劳动人口总量和结构的恶化可能会比日本更为严重。

但与 1993 年的日本不同的是，迅猛发展的科技浪潮在过去 27 年间改变了社会的生产、生活和分工，大幅改善了生产率并提升了资源配置效率。同时，中国的义务教育和高等教育为科技进步在中国的落地孕育了温床。

2020 年中国有 797.2 万大学毕业生，同时有 72.9 万研究生毕业。2015 年后每年有超过 40 万留学生学成回国（考虑到新冠疫情的冲击，预计 2020 年这一水平可能更高）。大量接受过高等教育的人才为中国带来了全球最充沛的工程师红利。

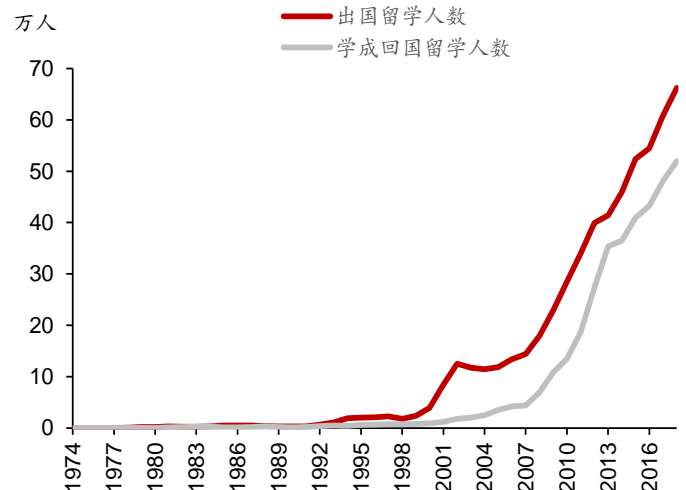
高素质的劳动力使得 AI 与智能制造的落地成为可能。我们相信，AI 对脑力劳动的补充以及智能制造对体力/脑力劳动的补充和替代是缓解人口老龄化带来的中长期劳动力供小于求局面的破局之道。在人口老龄化的过程中，我们认为惟有加大对 AI 和智能制造领域的投入，才是中国在劳动力供应端对抗人口结构影响的关键。同时，劳动力供给下降也将带来更多对 AI 和智能制造的需求，从而加速相关行业的发展和落地。

图表 40：中国高等教育毕业生人数



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 41：出国留学人数



资料来源：Wind、野村东方国际证券

需要注意的是，AI 与智能制造在大幅提升中国劳动者生产率的同时，也可能降低全球供应链对廉价劳动力的额外需求，而后者往往是过去产业链向劳动力富裕国家迁移的推动力。AI 和智能制造放大了劳动者素质的作用，增质减量，实际上也减小了产业链回迁发达国家的难度。在当前错综复杂的逆全球化思潮之下，可能会对未来的全球产业链造成额外的不确定性。

投资启示

中日人口结构的变化存在较大相似之处，老龄化率已达 28% 的日本对中国的未来颇有借鉴意义。但此类对比需同时明确中日之间的差异，方能更全面和客观地推导出有意义的投资指引。

中日在人口结构变化的宏观背景、结构差异、消费需求差异和劳动力供给等四个方面均存在较大差异。中国在老龄化的同时，仅部分地区面临少子化问题。结合中日人口结构问题的四个差异以及中日老龄化的相似之处，我们总结了三点投资启示如下：

- **中国老年人具备更强的消费能力和对社交消费的需求：**与在 90 年代初遭受泡沫破裂影响的日本老龄群体不同，中国老年人消费具有更明显数字经济特征，结合其相较劳动人群更充裕的闲暇时间。“有闲有钱”的中国老年人群表现出明显的对社交消费的需求，可选消费和数字消费的相关领域如：社区团购、社交电商、网络社群、团体出游、社交游戏等在“银发经济”领域具备更广阔的空间。
- **中国劳动力供应压力较大，对 AI 和智能制造领域存在刚需：**中国之前执行的计划生育政策和已经偏高的女性就业率等意味着中国较日本在老龄化过程中可能面对更严重的劳动力供应压力，同时全球老龄化趋势的加剧和逆全球化现象也在影响中国产能的出海。我们认为对劳动力和生产率快速提升的刚需将推动中国加大在 AI 和智能制造领域的投入。
- **中日老龄化均带来更大的医疗保健及养老产业的投资机会：**相关医药医疗、养老服务等领域的投资机会已被市场熟知。我们认为日本的医保控费经验和 GPIF 对社保基金的管理经验对中国具备较强的政策研判价值。在行业领域，关注医药医疗和保健食品的相关细分投资机会。此外，与日本相比，中国在养老产业的服务标准化仍有待进步和完善，建议关注相关养老器械、养老地产和养老保险类投资机会。

附录

相关研究

《A 股市场周报：均衡配置应对市场躁动期》	2021.06.05
《A 股市场周报：预计市场风格将回归均衡》	2021.05.29
《A 股市场周报：风格切换未改市场短期反弹趋势》	2021.05.22
《主题报告：直击日本碳中和》	2021.05.13
《2021 年二季度 A 股展望：走出疫情，回归均衡》	2021.03.29

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraai-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraai-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraai-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraai-sec.com	王盛 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraai-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraai-sec.com
庞舒然 +86 10 56329370 shuran.pang@nomuraai-sec.com	朱研 +86 21 66199057 yan.zhu@nomuraai-sec.com	
沈云霞 +86 21 66199080 yunxia.shen@nomuraai-sec.com		

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询职业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。特别的，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息

不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。

野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。