



四川大学经济学院高水平学术著作（教材）出版基金丛书
SICHUAN DAXUE JINGJI XUEYUAN GAOSHUIPING XUESHU ZHUZUO (JIAOCAI) CHUBAN JIJIN CONGSHU



老龄化与金融稳定 基本框架及在中国的实证

LAOLINGHUA YU JINRONG WENDING
JIBEN KUANGJIA JI ZAI ZHONGGUO DE SHIZHENG

邹瑾·著



四川大学出版社



四川大学经济学院高水平学术著作（教材）出版基金丛书

SICHUAN DAXUE JINGJI XUEYUAN GAOSHUIPING XUESHU ZHUZUO (JIAOCAI) CHUBAN JIJIN CONGSHU

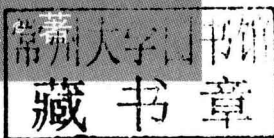


老龄化与金融稳定

基本框架及在中国的实证

LAOLINGHUA YU JINRONG WENDING
JIBEN KUANGJIA JI ZAI ZHONGGUO DE SHIZHENG

邹瑾



四川大学出版社

责任编辑:唐 飞
责任校对:杨 果
封面设计:璞信文化
责任印制:王 炜

图书在版编目(CIP)数据

老龄化与金融稳定:基本框架及在中国的实证 / 邹瑾著. —成都:四川大学出版社, 2017. 11
ISBN 978-7-5690-1346-7

I. ①老… II. ①邹… III. ①人口老龄化—关系—金融
融业—经济发展—研究—中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 291052 号

书名 老龄化与金融稳定:基本框架及在中国的实证

著 者 邹 瑾
出 版 四川大学出版社
地 址 成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发 行 四川大学出版社
书 号 ISBN 978-7-5690-1346-7
印 刷 郫县犀浦印刷厂
成品尺寸 170 mm×240 mm
印 张 11.25
字 数 214 千字
版 次 2017 年 12 月第 1 版
印 次 2017 年 12 月第 1 次印刷
定 价 58.00 元



版权所有◆侵权必究

- ◆读者邮购本书,请与本社发行科联系。
电话:(028)85408408/(028)85401670/
(028)85408023 邮政编码:610065
- ◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。
- ◆网址:<http://www.scupress.net>

前 言

近年来，人口老龄化问题已经成为我国经济社会发展面临的重大挑战。党的十八大报告强调指出要积极应对人口老龄化，大力发展老龄服务事业和产业。人口老龄化不但是重大社会问题，其对经济的影响也是宏观的和多方位的。为应对老龄化可能导致的经济冲击与社会动荡，长期以来，我国理论界与实务界展开了广泛的讨论，也实施了各种措施。但从我国采取的措施与研究成果看，关注更多的是养老体制改革模式，以及人口老龄化与养老体制改革的后果等人们最能直接感受到的老龄化效应。与此同时，人口老龄化对金融资产和金融市场，特别是对金融系统稳定的潜在冲击和持续影响等方面则是国内现有研究较为忽略的领域。

实际上，老龄化环境使得各国的宏观经济金融环境发生了深刻变化，老龄化正通过对资产价格、通货膨胀的影响，给货币政策的有效实施、金融稳定和宏观经济的持续发展带来诸多困境与挑战。一方面，资产价格作为重要的经济变量，是联系老龄化背景和经济持续发展的枢纽。房地产资产与金融资产在居民财富中占据突出地位，其价格波动不仅影响居民消费与企业投资决策，更与金融脆弱性内在联系。如果老龄化可能导致资产价格的极速变化，势必危及宏观经济与金融体系的平稳运行。另一方面，由于不同年龄层存在消费储蓄决策的差异，老龄化会影响通货膨胀和失业率，进而导致经济增长和当前经济体系的运行机制发生变化，使货币政策等宏观调控政策的最终目标与有效性发生变异。

有鉴于此，积极应对老龄化、防范老龄化对我国经济持续健康发展可能造成的负面影响应成为必须认真面对的重要课题，特别是要在老龄化对金融稳定的影响及其政策效应方面深入分析。一方面，只有弄清楚人口老龄化如何影响金融稳定，方能对由此产生的负面影响予以前瞻性应对，保持经济金融的平稳运行。另一方面，面对人口年龄结构变迁对金融系统所导致的冲击和挑战，决策层需要在宏观经济政策层面考量如何在一个中长期内加以适应和调整。

本书正是基于上述现实焦点问题来研究人口老龄化对金融系统稳定的影响，希冀在对人口老龄化影响金融稳定的内在作用机理进行梳理的基础上来进行实证研究，预期达到如下目标：一是梳理人口老龄化对金融稳定影响的可能路径，将人口老龄化对金融稳定的影响分为三大类问题：一是人口年龄结构对资产市场、对通货膨胀率，以及对货币政策效力的影响。在整体框架下考察人口老龄化对金融稳定的影响。二是实证分析人口老龄化对金融稳定的影响程度，把握在中国国情下老龄化对资产价格的影响规律。三是提出应对的宏观经济政策建议。一方面通过密切关注金融系统演变的一般规律，区别对待老龄化对金融系统稳定的影响和经济发展自身波动对金融系统的冲击，提升经济决策的前瞻性，保持经济社会发展的平稳性；另一方面从老龄化与金融稳定的关系出发，借鉴国外成熟经验来推动我国金融创新发展，有力支持老龄化服务事业和产业的发展。

根据研究内容与研究思路的演进，全书共分9章。第1章概论，介绍本书的研究背景与意义、前期文献、研究思路和研究视角的选择。第2章人口老龄化的现状与挑战，旨在对当今全球，特别是中国老龄化问题进行分析，指出这一问题的普遍性、现实性和严重性。第3章金融稳定的理论渊源，旨在从金融稳定理论、金融系统性风险理论的角度梳理全书的理论基础。第4章老龄化影响金融稳定的基本理论，旨在构建一个人口老龄化影响金融稳定的基本框架，为后面的实证研究构造准备条件。研究框架将人口老龄化对金融稳定影响的渠道分为两类：经由资产需求与资产价格的影响，以及经由通货膨胀渠道的影响。第5章人口老龄化与房地产市场，旨在分析人口老龄化对房地产价格的影响。第6章老龄化与资产组合，将资产需求细化为房地产股票、债券和货币及货币等价物这四类资产需求，以似不相关模型实证人口年龄结构变化对他们的联合作用。第7章人口老龄化与通货膨胀，旨在探究中国人口老龄化是否以及如何对通货膨胀产生影响。第8章人口老龄化与货币政策效力。基于6个新兴市场经济国家和地区的数据，在用时变系数向量自回归方法（TVP-VAR）得到货币政策有效性的代表变量的基础上，研究老龄化对货币政策有效性的影响。第9章基本结论与政策建议，总结全书的基本观点与基本结论，从产业政策、货币政策、人口与社会保障政策等宏观政策层面提出对策建议，增强决策的科学性。

在本书研究和写作过程中，参阅了国内外大量文献资料，得到了很多领导、同事、老师、同学和朋友的帮助，在此向他们致以诚挚的谢意。由于著者水平和条件所限，书中谬误难免，恳请专家和同仁批评指正。

目 录

1 概论	(1)
1.1 研究背景与研究意义	(1)
1.2 文献综述	(3)
1.2.1 对房地产市场的影响	(3)
1.2.2 对股票和债券市场的影响	(4)
1.2.3 对货币市场的影响	(5)
1.2.4 对通货膨胀的影响	(6)
1.2.5 对货币政策有效性的影响	(7)
1.2.6 简评	(8)
1.3 研究思路	(9)
2 人口老龄化的现状与挑战	(13)
2.1 世界人口老龄化概述	(13)
2.1.1 人口老龄化的基本概念	(13)
2.1.2 世界人口老龄化趋势	(14)
2.2 发达国家人口老龄化	(16)
2.2.1 发达国家人口老龄化现状	(16)
2.2.2 发达国家的老龄化挑战	(18)
2.2.2.1 与老年人有关的支出负担加重	(18)
2.2.2.2 社会劳动力短缺、老化, 劳动力成本上升	(19)
2.2.2.3 阻碍产业结构调整	(19)
2.3 发展中国家老龄化	(20)
2.3.1 发展中国家人口老龄化现状	(20)
2.3.2 发展中国家面临的老龄化挑战	(22)
2.4 中国人口老龄化	(23)

2.4.1	中国老龄人口的现状及特征	(23)
2.4.2	人口老龄化面临的挑战	(26)
2.4.2.1	老龄化使社会抚养比特别是老年抚养比持续上升, 青年 人群养老负担重, 养老保障形势更加严峻	(26)
2.4.2.2	医疗卫生支出压力日益沉重	(27)
2.4.2.3	新的社会服务需求急剧膨胀	(28)
2.4.2.4	劳动年龄人口比重下降, 经济发展受到一定阻碍	(29)
3	金融稳定的理论渊源	(30)
3.1	金融稳定的基本内涵	(30)
3.1.1	金融稳定的界定	(30)
3.1.1.1	直接界定	(30)
3.1.1.2	间接界定	(32)
3.1.2	金融稳定的评价与预警	(33)
3.1.2.1	国际上有关金融稳定的评价框架	(33)
3.1.2.2	中国的金融稳定评价框架	(34)
3.1.2.3	与金融稳定相关的宏观要素	(35)
3.1.2.4	与金融稳定相关的微观要素	(37)
3.2	系统性风险的基本内涵	(38)
3.2.1	系统性风险的基本概念	(38)
3.2.1.1	系统性金融风险的定义	(38)
3.2.1.2	系统性风险的生成原因	(39)
3.2.1.3	系统性风险的影响	(42)
3.2.1.4	系统性风险的特征	(43)
3.2.2	系统性风险的形成机制	(45)
3.2.2.1	系统性风险的辨识	(45)
3.2.2.2	系统性风险的传导	(49)
3.2.2.3	系统性风险的放大	(53)
4	老龄化影响金融稳定的基础理论	(56)
4.1	老龄化背景下的生命周期理论	(56)
4.1.1	生命周期储蓄理论的基本思想	(56)
4.1.2	生命周期储蓄理论的演进	(59)
4.1.3	老龄化对金融稳定的影响	(62)

4.1.3.1 老龄化对储蓄率的影响	(62)
4.1.3.2 老龄化对通货膨胀的影响	(66)
4.2 老龄化社会的资产组合理论	(71)
4.2.1 资产组合理论的基本思路	(71)
4.2.2 资产组合理论的演进	(74)
4.2.2.1 单一风险资产的权重选择	(74)
4.2.2.2 多种风险资产的权重选择	(75)
4.2.2.3 含有劳动收入的资产组合	(75)
4.2.2.4 劳动收入者进行单期投资的资产组合	(76)
4.2.3 老龄化对资产组合的影响	(76)
4.2.3.1 老年人配置资产组合的影响因素	(76)
4.2.3.2 人口年龄结构演变对居民投资偏好的影响	(80)
5 人口老龄化与房地产市场	(82)
5.1 相关文献	(82)
5.1.1 国外相关研究	(82)
5.1.2 国内相关研究	(83)
5.1.2.1 中国人口替代迁移的特点	(83)
5.1.2.2 替代迁移与老龄化的关系	(84)
5.1.2.3 老龄化、替代迁移与房价的关系	(84)
5.1.3 简评	(85)
5.2 人口老龄化对住房价格的影响	(86)
5.2.1 基本模型与变量说明	(86)
5.2.1.1 基本模型	(86)
5.2.1.2 数据说明	(88)
5.2.2 动态面板模型估计	(88)
5.2.2.1 面板单位根检验	(88)
5.2.2.2 动态面板模型估计	(90)
5.2.3 面板协整误差修正模型估计	(93)
5.2.3.1 面板单位根与面板协整检验	(93)
5.2.3.2 面板误差修正模型估计	(95)
5.2.4 实证结果分析	(99)
5.2.4.1 总结性分析	(99)
5.2.4.2 基于微观层面的剖析	(101)

5.2.5 小结	(102)
5.3 老龄化、人口流动与住房价格	(104)
5.3.1 理论模型	(104)
5.3.1.1 住房需求方程	(104)
5.3.1.2 住房供给方程	(106)
5.3.1.3 一般均衡解	(106)
5.3.2 计量模型与数据说明	(107)
5.3.2.1 基本计量模型	(107)
5.3.2.2 数据说明	(108)
5.3.3 实证分析	(109)
5.3.3.1 总样本回归结果	(109)
5.3.3.2 分级别城市子样本回归结果	(111)
5.3.3.3 稳健性检验	(113)
6 老龄化与资产组合	(116)
6.1 相关文献	(116)
6.1.1 国外相关文献	(116)
6.1.2 国内相关文献	(118)
6.1.3 简评	(119)
6.2 实证分析	(120)
6.2.1 最小二乘法回归分析	(120)
6.2.1.1 变量选取与数据处理	(120)
6.2.1.2 回归结果	(121)
6.2.2 似不相关回归	(123)
6.2.2.1 模型设定与检验	(123)
6.2.2.2 回归结果分析	(125)
6.3 小结	(126)
7 人口老龄化与通货膨胀	(128)
7.1 研究现状述评	(128)
7.2 人口老龄化对通货膨胀影响的实证分析	(129)
7.2.1 变量选取及数据处理	(129)
7.2.2 回归分析	(132)
7.2.3 实证结果剖析	(134)

7.3 结论与政策启示	(138)
7.3.1 基本结论	(138)
7.3.2 政策启示	(139)
8 人口老龄化与货币政策效力	(140)
8.1 研究现状述评	(140)
8.2 货币政策效力的时变特征	(143)
8.2.1 时变系数向量自回归模型	(143)
8.2.2 数据与实证说明	(144)
8.3 人口结构对货币政策效力的影响	(148)
8.3.1 计量模型与平稳性检验	(148)
8.3.2 全样本估计结果	(150)
8.3.3 子样本估计结果	(152)
8.4 小结	(153)
9 基本结论与政策建议	(155)
9.1 基本结论	(155)
9.2 政策建议	(158)
参考文献	(160)
后记	(170)

1 概论

1.1 研究背景与研究意义

老龄化已成为世界各国面临的共同挑战，这一形势对中国来说更加严峻。首先，中国人口老龄化增长速度相当快，中国老年人口抚养比的增长速度明显高于世界和其他欠发达地区的平均水平，至2016年末，我国65岁及以上老年人口已达1.5亿，占总人口的比例为10.8%，远远高于其他发展中国家的平均水平，如图1-1所示，体现出与其经济社会发展水平并不匹配的特征。其次，我国当前快速发展的城镇化也在深刻改变不同地域的人口年龄分布。同时，中国二元经济结构、福利政策、经济发展的不均衡导致老龄化问题存在结构性特征。总之，在我国经济转型的大背景下，人口老龄化问题成为我国经济均衡、稳定发展面临的一大严峻考验。

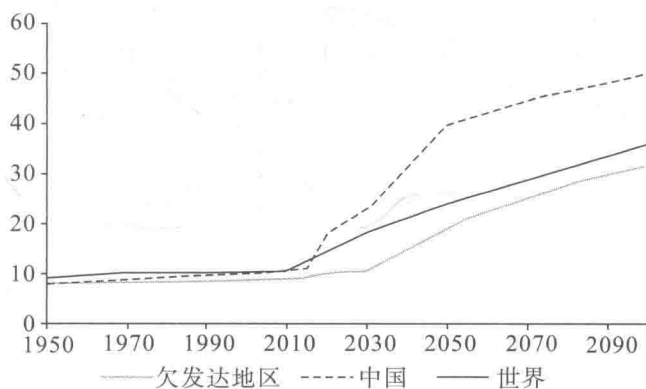


图 1-1 老年人口抚养比增长速度

数据来源：联合国经济社会事务部

老龄化对我国经济的潜在冲击是多方位的,为应对人口老龄化对我国社会经济可能造成的各种影响,学界与实践界开展了大量研究并提出了各种针对性措施。但当前关注更多的是养老体制改革模式,以及人口老龄化与养老体制改革的后果等,关注人口老龄化对金融稳定的潜在冲击和持续影响的却不多。

事实上,老龄化正深刻改变着原有经济和金融发展模式的资源配置关系,进而影响经济社会发展的各个方面。放眼世界,当前发达国家不断出现的金融债务危机,固然是银行系统、政府运作失误直接引发,但是都可归结为一个基础性的重要背景,即人口老龄化下金融资产和金融市场的波动与振荡。因此,老龄化对金融稳定的影响,是联系人口老龄化背景和经济金融运行变动的枢纽,其具体研究价值如下:

首先,全面理解老龄化对经济体系所造成的影响必须要认真研究老龄化与金融系统稳定的关系。金融领域作为一个重要的经济部门,影响经济生活的方方面面。如果老龄化对金融领域的影响较小,那其对经济体系和社会稳定的冲击也就较小。但如果老龄化可能导致金融系统的崩溃,则必将危及中国经济安全,影响社会的稳定与和谐。

其次,老龄化会影响金融模式的演变。老龄化会导致投资者选择金融服务的结构发生变化。各金融机构所提供的金融服务类型是差异化的,一方面,各金融机构为了适应市场,在保持自身优势的同时会向新的金融领域扩张,其所提供的金融功能也会发生变化;另一方面,投资者行为的变化对金融机构的冲击是非均衡的,在老龄化的影响下,金融机构会形成此消彼长的竞争关系,进一步引发金融结构的重大变化。

第三,大力发展老龄服务事业和产业离不开各类资产市场的支持,因此必须深入认识老龄化与资产价格的关系。人口老龄化会不会引起各类资产价格的剧烈波动或者单边下降,直接影响我国房地产市场与资本市场的交易行为,进而影响各资产种类的发展与相应的产品创新。

第四,从政策层面看,一方面,只有弄清楚人口老龄化如何影响金融稳定,才可能对由此产生的负面影响予以前瞻性应对,保持经济金融的平稳运行;另一方面,人口老龄化会直接影响通货膨胀率等一些或宏观或微观的经济要素,导致货币政策等宏观经济政策的最终目标发生变异。总之,面对人口年龄结构变迁所导致的政策环境变化,货币政策等宏观经济政策需要考量如何在一个中长期内加以适应和调整。

1.2 文献综述

简而言之,老龄化可以通过影响资产价格、通货膨胀等多种途径影响金融稳定。随着 20 世纪世界各国不同程度地步入老龄化社会,老龄化对这些渠道的影响已成为国外研究的热点,并在近年来开始受到我国学界的广泛关注。已有文献围绕老龄化对资产市场(房地产市场、股票、债券市场及货币市场)、通货膨胀,以及货币政策有效性的影响展开了大量研究。

1.2.1 对房地产市场的影响

20 世纪 80 年代,文献开始关注人口结构与住房市场的关系,因人口结构主要通过影响需求作用于房市,大部分文献偏重于需求面的分析。Mankiw 和 Weil (1989) 开创性地指出婴儿潮与出生低谷是美国住房需求变化的关键,指出老龄化会降低居民住房总需求,认为房地产市场中存在“资产消融效应”(Asset Market Meltdown Hypothesis)。Brooks (2002) 首次构建代际模型刻画了二者关系,代际迭代模型被后续研究广泛使用。迄今,尽管老龄化影响房市已成共识,但其影响方向和影响程度却在国别研究中存在争议。如 Neuteboom 和 Brounen (2007) 发现荷兰住房需求反而会随老龄化上升;在我国,徐建炜等 (2012) 与陈国进等 (2013) 测定了人口抚养比对房价的影响,结果发现老年抚养比与房价呈正向关系;陈彦斌和陈小亮 (2013) 指出,中短期内人口老龄化不会导致中国城镇住房需求大幅降低。李超等 (2015) 则认为出于投资和投机性需求,中长期中国住房需求的总体走势将呈现“倒 U 形”特征。

对上述争议,研究者引入了一些宏观、微观及供给面因素进行解释,部分研究开始重视其结构特征。宏观上,主要考虑经济金融制度的影响。如 Ang 和 Maddaloni (2003) 认为老龄化对住房市场的影响,会受到养老金等社会保障体系因素的制约。Siegel (2005) 则指出在开放经济条件下,国外资本的净流入会抑制老龄化所导致的房价下跌。同时,一些研究开始控制供给面的作用,Lindh 和 Malmberg (2008) 从住房投资角度出发指出在快速老龄化时代住房市场将逐渐暗淡;杨华磊等 (2015) 则指出在控制需求和供给弹性后,人口结构的改变对住房市场需求具有实质性的影响。从微观上,则加入了对个体

异质性的考察。Lindenthal 和 Eichholtz (2014) 通过控制人力资本等微观变量后,发现老龄化并未导致住房需求下降,只有居民年龄在生命周期末端时住房需求才明显下降。此外,一些研究开始引入结构化的视角,如 Bitter 和 Plane (2012) 引入导致人口迁移的个体异质性因素来考察老龄化与房价的关系,认为不同年龄层人口的流动偏好会改变不同区域的老龄化结构,导致其对美国住房价格的影响存在地区差异。

1.2.2 对股票和债券市场的影响

大量文献从生命周期的储蓄、投资特征以及实体经济传导视角分析了人口年龄结构对股票市场和债券市场的影响。Yoo (1994) 基于代际迭代模型最早研究了人口结构对资产市场的影响,认为人口年龄结构变化会影响储蓄率进而影响资产收益率,发现中年人口比例与股票、长期债券和国库券的收益率呈负相关。Abel (2000) 在 Diamond 模型基础上对人口随机增长、消费品转化为资本品涉及的调整成本和社会保障制度三方面进行了修正,认为婴儿潮人口会提高总储蓄,从而推高股价,而当他们进入退休年龄后则会拉低股价。Bakshi (1994) 提出了生命周期投资假说与生命周期风险厌恶假说,认为一方面,青年时期因组建家庭的需要,房地产需求会上升;随年龄的增加,住宅需求会趋于稳定并下降,而金融资产需求会上升。另一方面,风险厌恶程度会随着年龄上升而增加,即股票占总财富的比例会随着年龄结构的增長呈倒 U 形。此外,部分研究还从人口结构变化影响实体经济,进而影响资产价格的角度进行了探讨。如 Brooks (2002) 在真实经济周期模型中引入了四时期的代际迭代模型,认为当出生高峰人群进入工作后会导致资本/劳动比例下降,股票溢价上升,而出生低峰人群会导致相反的影响。需要指出的是,尽管上述研究都认为人口价格会导致资产价格变动,但并不是所有实证文献都认同这一观点。如 Poterba (2001) 认为,人口结构与股票、长期债券和国库债的收益率的关系并不明确。

国内研究老龄化对股票、债券市场影响的文献尚在起步阶段,研究结果存在争议。如吴义根和贾洪文 (2012) 基于生命周期理论,分析了老龄人口与金融资产需求结构的相关性,认为我国老龄人口与居民股票持有量之间呈正向关系,与居民债券持有量之间呈反向关系。但是,也有学者持相反观点,崔惠颖 (2015) 实证发现我国人口年龄结构对股票和债券市场均不存在显著影响。柴时军和王聪 (2015) 利用“中国家庭金融调查”(CHFS) 数据,分析了老龄

化对中国城镇居民家庭资产配置的影响,结果发现老龄人群的投资渠道较单一,更加呈现出风险厌恶型投资者的特征,更倾向于银行存款等低风险资产,认为随着老龄化的深化,股票与债券市场的社会参与度可能进一步降低。

1.2.3 对货币市场的影响

在关于人口年龄结构变动与货币市场关系的研究中,一般以储蓄来代表货币需求,其理论基础是生命周期和持久收入假说。其基本思想是理性经济人会将一生的收入在生命周期进行合理分配以实现一生效用最大化,因此会导致工作阶段正储蓄,少年和老年阶段负储蓄的现象,即老龄人口与储蓄之间呈负相关关系。但这一假说在实证检验中,并没有一致的结论。如 Leff (1969)、Higgins 和 Williamson (1996, 1997) 等指出,人口老龄化与储蓄存在负相关关系;如 Kelley 和 Schmid (1996) 等发现,在不同的时间段,二者关系的显著程度存在明显差异;而 Ram (1982) 和 Yasin (2008) 等则认为二者并无显著的相关关系,甚至可能呈现正相关关系 (Chamon 和 Prasad, 2008; Song 和 Yang, 2010)。针对这种有悖于生命周期理论实证结果,Schults (2005) 提出可以用人口转变内生模型进行解释。他认为生命周期理论忽略了人口结构的内生性,而人口结构是存在内生性特征的,经济增长可能导致私人 and 公共健康投资行为,居民储蓄与消费行为,以及家庭生育行为发生变化,这些都可能使得老龄化与储蓄率的关系与生命周期理论不符。

近年来,中国的高储蓄率一直是学界关注的焦点,部分研究试图从人口年龄结构出发予以解释,采用了不同的数据结构和研究方法,结论尚未达成共识。一些学者从宏观数据出发讨论了老龄化指标和储蓄率之间的关系,但与前述国外文献一样,并没有符合生命周期假说的明确结论,有的发现二者的关系并不显著 (Kraay, 2000; Li 等, 2007),有的甚至发现二者之间呈现正相关关系 (如 Modigliani 和 Cao, 2004; 汪伟, 2012)。一些研究则从微观数据出发进行了探讨,如胡翠和许召元 (2014) 基于中国家庭收入项目 (CHIP) 调查数据,采用混合截面和虚拟面板考察了人口老龄化对城镇和农村家庭储蓄率的影响,发现其存在显著差异,人口老龄化会导致农村家庭储蓄率下降,城镇家庭储蓄率上升。另一些研究则引入了人口结构内生性的因素进行了分析,如赵文哲和董丽霞 (2013) 在内生人口转变框架下利用跨国面板数据分析了人口结构对储蓄率的影响,结果发现在不同的经济增长阶段,二者的关系呈现不同的趋势。此外,陈彦斌等 (2014) 基于国际经验,预测了未来二十年中国人口

老龄化对国民储蓄率的影响,认为老龄化会拉低中国国民储蓄率,但无法转变中国的高储蓄率特征。

1.2.4 对通货膨胀的影响

人口老龄化对通货膨胀的影响是近年来国内外研究的焦点之一。就国外文献而言,研究者们进行了大量的研究,提出了多种研究方法,并得出了比较丰富的结论。Lindh、Malmberg (2000) 将人口结构划分为五个层次来分析人口结构如何影响通货膨胀,结果认为 15~29 岁以及 65~74 岁的人口比例的增加将会加重通货膨胀,而 30~64 岁以及 75 岁及以上的人口比例的增加则会抑制通货膨胀。Mattias Bruér (2002) 利用瑞典的时间序列数据研究了人口结构与通货膨胀的关系,发现老龄人口数量的增加将会抑制通货膨胀。Faik (2012) 利用德国数据发现,人口结构的老龄化将会抑制通货膨胀。Juselius 和 Elod Takats (2015) 在研究人口老龄化与通货膨胀和货币政策的关系中,采用 22 个国家 1955—2010 年的面板数据进行了一系列的回归分析和稳健性测试,得出结论认为人口抚养比例(包括幼年 and 老年人口)越高,通货膨胀率就会越高;而劳动人口比例越高,通货膨胀率就会越低。和大多数其他研究结论不同,他们指出老年人口比例的增加会推动通货膨胀。

和国外研究相比,由于我国迈入人口老龄化的阶段比西方发达国家更晚,所以关于人口老龄化与通货膨胀关系的研究起步也比较晚,相关研究不如国外丰富。陈卫民,张鹏(2013)采用中国 30 个省份 1990—2010 年的面板数据,利用基准回归、分地区回归和稳健性分析等方法分析了我国的人口结构与通货膨胀之间的关系,结果发现少年人口比例的增加将提高通货膨胀率,而劳动人口及老年人口比例的增加则会降低通货膨胀率。中国人民银行天津、福州课题组(2013)利用我国的省级面板数据,得到了与陈卫民等(2013)相似的结论。蒋伟(2015)利用 52 个国家 1991—2011 年的跨国面板数据分析人口老龄化是否抑制了通货膨胀,结果认为老年人口比例的上升确实抑制了通货膨胀。池光胜(2015)利用包括 OECD 和非 OECD 在内的 151 个国家自 1971 至 2010 年的大型跨国面板数据进行计量分析,得出结论认为劳动人口比例的增加将会带来通货膨胀,老年人口比例的增加则会带来通货紧缩,但这种结论由于不同国家国情的不同而分别适用于非 OECD 国家和 OECD 国家。

1.2.5 对货币政策有效性的影响

近年来,国外文献围绕人口老龄化对货币政策有效性的影响展开了大量研究。目前主要有两种观点。

第一种是认为人口老龄化对货币政策有效性的影响不确定。Miles (2002) 采用代际迭代模型分析认为,老龄化对货币政策的影响方法并不明确。这是因为,一方面,老龄化的环境会使社会财富更集中,根据财富效应,货币政策会随着财富的增长而变得更加有效;另一方面,货币政策的其它途径却可能削弱其有效性。比如,若养老金系统很完善,则老年人会受到较少的信贷约束,当老年人比例过大时,货币政策通过信贷渠道传导的有效性就会大为降低。Bean (2004) 指出人口老龄化的过程是缓慢而又长期的,因此对货币政策有效性的影响是不明显的。Kara 和 Thadden (2010) 在一个小型 DSGE 模型中嵌入了人口结构变量,选取了欧元区近二十年的数据作为样本,最终得出结论,人口老龄化会对均衡利率产生缓慢而长期的负面效果,但是由于货币政策制定的周期相对于该过程来说属于短期期间,因此不足以影响货币政策的有效性。

第二种观点则是认为人口老龄化会对货币政策的有效性产生影响。Fujiwara 和 Teranishi (2007) 构建了一个基于家庭结构和生命周期理论的动态新凯恩斯模型来模拟人口结构对货币政策有效性的影响,最终发现两者之间的确有必然的联系。他们同样指出了财富效应会使老龄化的社会与更年轻的社会在货币政策的有效性上有着很大的不同。Imam (2015) 则通过对美国、加拿大、英国、德国、日本五个发达国家的实证认为,老龄化的社会中,货币政策的效果会变小。

随着我国的老龄化进程的不断加速,国内文献也开始聚焦于老龄化对货币政策有效性的影响问题上,但相关研究并不多,观点存在分歧,主要有两种观点。第一种观点认为老龄化借助其他经济因素而间接影响货币政策的有效性。如,张德勇 (2007) 通过定性和定量的方法分别针对老龄化对我国社会的储蓄投资和消费,养老金制度以及资本市场的资金流动三个方面的影响进行研究,进而得出这三个方面影响货币政策有效性的结论。第二种观点则是认为老龄化通过对货币政策传导途径的作用来影响货币政策的有效性。如,高海燕、吕晓 (2015) 通过分析老龄化对货币政策传导机制有效性的影响进而得到了老龄化对货币政策有效性的影响。他们将货币传导机制分成利率渠道、资产价格渠