



路石文庫



# 人口老龄化对我国 货币政策传导机制的影响研究

The Influence of Population Aging on  
the Monetary Policy Transmission  
Mechanisms in China

刘泉 著



西南财经大学出版社  
Southwestern University of Finance & Economics Press

路石文庫

# 人口老龄化对我国 货币政策传导机制的影响研究

The Influence of Population Aging on  
the Monetary Policy Transmission  
Mechanisms in China

刘泉 著



西南财经大学出版社  
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

人口老龄化对我国货币政策传导机制的影响研究/刘泉著. —成都:西南财经大学出版社,2016. 4  
ISBN 978 - 7 - 5504 - 2352 - 7

I. ①人… II. ①刘… III. ①人口老龄化—影响—货币政策—研究—中国  
IV. ①C924. 24②F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 053698 号

人口老龄化对我国货币政策传导机制的影响研究

RENKOU LAOLINGHUA DUI WOGUO HUOBI ZHENGCE CHUANDAO JIZHI DE YINGXIANG YANJIU  
刘泉 著

责任编辑:向小英  
封面设计:杨红鹰  
责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	<a href="http://www.bookcj.com">http://www.bookcj.com</a>
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	155mm × 230mm
印 张	12
字 数	170 千字
版 次	2016 年 4 月第 1 版
印 次	2016 年 4 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2352 - 7
定 价	68.00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

# 《路石文库》总序

市场经济时代，少了些对理想和精神的执着，淡了些对社会与国家的思索，多了些愤慨，多了些麻木，多了些自我，多了些“搭便车”的心态。现实与理想的冲突让我们陷入了沉思：当我们想搭便车的时候，我们是否想到谁来开车？当我们仰望天空的时候，我们是否感到心灵坦然？正是基于这样的沉思，我们创建了路石律所。

路石人不奢求引领社会，更不奢求改变社会，但是路石人却流淌着先哲与先烈一样的血液，对民族怀着深沉的爱恋。作为法律人士，我们希望能为中国法治进程与社会进步贡献自己的微薄之力，甘做一颗颗小小的铺路石。我们希望人们在前行的路上，能够感受到这些小小石头的坚韧，感受到它们五彩的斑斓。正是基于这样的情怀，我们决定创建《路石文库》。

秉承路石核心文化《路石铭》中“待财稍余，即资穷困以解潦倒，更举刊社以播思想”的办所理念，在路石律所成立八周年之际，《路石文库》翻开了第三页。

《路石文库》开创了国内律师事务所出版综合性系列丛书的先河。文库采取不定期陆续推出的方式，面向全球征集稿件，不求作者名气与身份，唯求图书质量与价值。凡有助中国法治进程、有益中国社会进步之佳作，皆属文库编辑委员会遴选之对象，皆有入选文库之可能。应征稿件经文库编辑委员会审订后，择优推荐给出版社，一经采用，即由路石基金资助出版。

我们相信：善良的人们内心永远有着对公平正义与民主法治的渴望，善良的人们内心永远有着对国家富强与文化复兴的向往。我

们相信：集民间智慧，聚众沙成塔，我们的社会将不断进步。诚如斯，孔子所鄙视的“不义而富且贵”的社会终将成为过去，这是路石律所的希望和追求，也正是《路石文库》创办的目的。

路石律师事务所

2016年3月于成都

# 摘要

凤凰网评论专栏作家俞天任说过,老龄化社会是无解的,除了尽力推迟其到来之外没有其他办法。2013年年底,全世界210个国家和地区中,有95个已进入老龄化社会,毋庸置疑,老龄化已成为全球性现象,越来越多的国家开始面临老龄化带来的一系列问题。2000年年底我国65岁及以上人口达到8913万人,占总人口比例的7.01%,标志着我国迈入老龄化国家行列。因此,老龄化对我国经济社会发展的影响已成为当前乃至今后相当长时间内学术研究的重点和热点问题。

本书立足我国金融发展和货币政策的实际,研究了人口老龄化对货币政策利率传导机制、信贷传导机制、汇率传导机制和资产价格传导机制的影响,分析了货币政策传导机制的各个影响因素,提出了改革我国货币政策传导机制的政策建议。

本书以人口转变理论、生命周期假说和凯恩斯主义货币政策传导理论为理论基础,并使用单位根检验、Johansen协整检验、Granger检验、向量自回归模型对人口老龄化对货币政策传导机制的影响进行实证研究,通过理论分析得出结论,从而形成了基础理论—文献综述—现实问题—实证检验—政策建议的逻辑体系。

本书介绍了我国人口老龄化的现状并归纳出人口老龄化的新特点与新趋势,分析了老年人口独特的金融行为,以及人口老龄化与金融创新、人口老龄化与金融风险的关系,正是因为人口老龄化对金融创新与金融风险的影响,人口老龄化对货币政策传导机制的影响才有了前提与基础。

关于人口老龄化对货币政策利率传导机制的影响方面。梳理了货币政策利率传导机制的主要理论,即货币数量论、凯恩斯主义的IS-LM模型以及货币主义学派利率传导理论,分析了利率传导机制作用于市场主体的经济行为和我国利率传导机制的体系与特征,并就货币政策的利率传导机制并嵌入人口年龄结构的影响进行了文献回顾,采用2002—2012年人口老龄化、货币供应量、利率、消费、经济增长等变量指标进行实证研究,结果表明人口老龄化对货币政策利率传导机制有一定的影响,但效果不显著;中央银行通过制定扩张或者紧缩性货币政策,将引起市场利率的变化,但市场利率的变化不能引起投资和消费的显著变化,因而对经济发展的影响不明显,利率传导机制在我国有一定实效,但不太明显。

关于人口老龄化对货币政策信贷传导机制的影响方面。厘清了货币政策信贷传导机制的发展脉络和理论基础,分析了信贷渠道传导货币政策的主要途径,对人口老龄化对我国货币政策信贷传导渠道的影响机制进行了探讨,采用2002—2012年人口老龄化、财政赤字、货币供应量、通货膨胀、银行贷款等变量指标实证分析了人口老龄化对我国货币政策的信贷传导影响,研究表明我国人口老龄化对货币政策信贷传导机制有效,我国货币政策信贷传导机制是货币政策传导的主渠道。

关于人口老龄化对货币政策汇率传导机制的影响方面。分析了货币政策汇率传导机制的主要理论,包括购买力平价理论、利率平价理论和蒙代尔-弗莱明模型,介绍了成熟市场经济下的汇率传导机制,分析了我国当前汇率制度下的汇率传导机制,并梳理了影响国内外汇率传导机制的相关文献,分析了人口老龄化对货币政策汇率传导机制影响的作用机理,采用2002—2012年人口老龄化、货币供应量、人民币实际有效汇率、净出口和经济增长等变量指标进行实证研究,研究发现人口老龄化对货币政策汇率传导机制有一定的影响,但效果不显著,货币供应量的变化将很难引起实际有效汇率的变化,短期来看实际有效汇率的变化对净出口变化有影响,但长期对经济发展的影响不明显,说明我国汇率传导机制的有效性存在阻滞。

关于人口老龄化对货币政策资产价格传导机制的影响方面。介绍了货币政策资产价格传导机制的主要理论和美国、日本的资产价格货币政策传导经验，分析了我国资产价格传导机制的影响因素并就相关问题进行文献梳理，分析了人口老龄化对货币政策资产价格传导机制影响的作用机理，采用2002—2012年人口老龄化、货币供应量、资产价格、消费和经济增长等变量指标进行实证研究，研究认为人口老龄化对货币政策资产价格传导机制影响微弱。中央银行通过制定扩张或者紧缩性货币政策，通过货币供应量能传导到股票市场和房地产市场，房地产价格能引起消费的显著变化，并对经济增长产生影响，但不能通过股票市场传导到消费市场并促进经济增长。我国资产价格传导机制有一定效果，其中货币政策通过房价传导到消费的效果明显强于股票市场价格。

在我国人口老龄化背景下，本书根据我国金融改革的实际，提出了改革货币政策传导机制的具体措施和政策建议。

**关键词：**人口老龄化 货币政策传导机制 利率政策 信贷政策 汇率政策 资产价格



# Abstract

“There is no other solution to the aging society, except for delaying its approaching.” said Yu Tianren, columnist of Phoenix New Media. By the end of 2013, 95 of the 210 countries and regions in the world have entered aging society, demonstrating that aging has grown into a global phenomenon vexing a growing number of countries. In China, 7.01 percent of the population (totaling 89.13 million people) was 65 and over till 2000, marking that China has stepped into the list of aging society. Hence, the impact of aging on our economic and social development has proved to be the focus and hot issue of our academic research now and for quite a long time in the future.

Based on the financial development as well as monetary policies of China practically, this present thesis is directed toward the impact of population aging on the interest rate transmission mechanism, the credit transmission mechanism, exchange rate and asset price transmission mechanism of monetary policy, analyses various influential factors to and puts forward political proposals on the reform of our monetary policy transmission mechanism.

On the theoretical basis—the demographic transition theory, life-cycle hypothesis and Keynesianism’s monetary policy transmission theory, this thesis adopts empirical research on the impact of population aging on monetary policy transmission mechanism by virtue of unit root test, Johansen cointegration test, Granger test, vector autoregression model

(VAR). Then, after drawing a conclusion by means of theoretical analysis, a logical system: basic theory – literature review – practical problem – empirical test – policy proposals, is shaped.

This thesis describes China's current population aging, summarizes further the new features and new trends of it, and analyses the connection between population aging and financial innovation, population aging and financial risks. It is the impact of population aging on financial innovation and on financial risks that serves as a premise and basis for aging's impact on monetary policy transmission mechanism.

On the impact on the interest rate transmission mechanism of monetary policy, this present thesis sorts out the principle theories of interest rate transmission mechanism, namely the quantity theory of money, Keynesianism's IS-LM model and interest transmission theory of Monetarist school, discusses the acting on market players by interest rate transmission mechanism as well as systems and characteristics of China's interest rate transmission mechanism. Furthermore, the author employs literature review on the impact on interest rates transmission mechanism concerning population age structure, and empirical research measured by variables and indicators from the year 2002 to 2012, involving population aging, money supply, interest rates, investment, consumption, economic growth. The results demonstrates that certain but inconspicuous influence is exercised by population aging over interest rate transmission mechanism of monetary policy; although fluctuation on interest rate is bound to be caused, due to the expansionary or tightening monetary policy implemented by central bank, this volatility will not result in remarkable changes in investment and consumption, so as to in China's economic development. Thus the interest rate transmission mechanism due boasts of some affects in China, but lacks obviousness.

On the impact on the credit transmission mechanism of monetary policy, this thesis clarifies the development course and rationale for the credit transmission mechanism, analyses main approaches, in terms of credit, to

transmitting monetary policy, and discusses the impact mechanism of population aging on credit transmission channel. By adopting variables and indicators, namely population aging, budget deficit, money supply, inflation, bank loans, investment on fixed asset, economic growth from 2002 to 2012, the author empirically analyses the impact of population aging on China's credit transmission mechanism of monetary policy. The study reflects that population aging plays a role in credit transmission mechanism of monetary policy, which serves as the major channel of monetary policy transmission accordingly.

On the influence on the exchange rate transmission mechanism of monetary policy, this thesis analyses the main theories for exchange rate transmission mechanism of monetary policy, including the theory of purchasing power parity, interest rate parity theory and Mundell - Fleming Model, and describes the exchange rate transmission mechanism in a mature market economy. Besides, analyzes on exchange rate transmission mechanism under the current exchange rate regime is conducted, as well as the clarification of the relevant records essential to exchange rate transmission mechanism both in domestic and overseas markets. Moreover, the author analyses the impact mechanism of population aging on exchange rate transmission mechanism. Assisted by variables and indicators, including population aging, money supply, the RMB real effective exchange rate, net exports, and economic growth from 2002 to 2012, the research finds slight influence is generated by population aging on exchange rate transmission mechanism, and an evident change of practical and effective exchange rate is unlikely to occur on condition that the money supply changes. Over the short term, changes in net exports volume are in accordance with changes of practical effective exchange rate. However, the impact on economic development is unnoticeable on a long - term basis. The findings above indicate that effectiveness of China's exchange rate transmission mechanism undergoes retardant.

On the effect on the asset price transmission mechanism of monetary policy, this thesis introduces the main theories of asset price transmission

mechanism of monetary policy and experience of the United States and Japan in monetary policy transmission of asset price, discusses the influential factors of asset price transmission mechanism and clarifies literature of concerning problems, and analyses the mechanism of population aging on asset price transmission mechanism. Additionally, the author employs variables and indicators from 2002 to 2012, containing population aging, money supply, asset prices, consumption, investment and economic growth, and finds out that population aging exerts scarcely any influence on asset price transmission mechanism of currency policy. The change of money supply, caused by Central Bank through carrying out expansionary or tightening monetary policy, can be transmitted to the stock market and real estate market, while real estate prices can greatly affect consumption, and have bearing on economic growth. Nevertheless, this case is inapplicable to stock market. China has achieved a certain results in asset price transmission mechanism, in which real estate outstrips stock market price in its influence on consumption, transmitted from monetary policy.

In the context of China's population aging, this thesis, in view of actual status of China's financial reform, puts forward specific measures and political proposals, aiming at reforming China's monetary policy transmission mechanism.

**Key words:** Population aging, Monetary policy transmission mechanism, Interest rate policy, Credit policy, Exchange rate policy, Asset price

Impact of population aging on the monetary policy transmission mechanism

Study on the transmission mechanism of monetary policy the aging of the population

**Key words:** Population aging, Monetary policy transmission mechanism, Interest rate policy, Credit policy, Exchange rate policy, Asset price

# 目 录

## 1 绪论 / 1

### 1.1 问题的提出 / 1

#### 1.1.1 选题的背景 / 1

#### 1.1.2 问题的提出 / 3

#### 1.1.3 研究的意义 / 4

### 1.2 研究的方法、主要内容和框架结构 / 6

#### 1.2.1 研究方法 / 6

#### 1.2.2 研究边界 / 6

#### 1.2.3 技术路线 / 7

#### 1.2.4 主要内容与框架结构 / 7

### 1.3 创新点与不足 / 9

#### 1.3.1 书稿的创新点 / 9

#### 1.3.2 研究的难点和不足 / 10

## 2 理论与研究综述 / 11

### 2.1 重要概念界定 / 11

2.1.1	老年人口及人口老龄化 /	11
2.1.2	老龄化的衡量指标 /	12
2.2	人口老龄化影响货币政策传导机制的理论基础 /	13
2.2.1	人口转变理论 /	13
2.2.2	生命周期假说 /	15
2.2.3	凯恩斯主义货币政策传导理论 /	18
2.3	人口老龄化对货币政策传导机制影响的研究综述 /	19
2.3.1	人口老龄化对货币政策传导机制的影响研究 /	19
2.3.2	研究总结与评述 /	25
3	人口老龄化及老年人口的金融行为分析 /	28
3.1	人口老龄化现状及特点 /	28
3.1.1	人口老龄化现状 /	28
3.1.2	我国人口老龄化的新特点 /	31
3.2	老年人口的金融行为分析 /	34
3.2.1	行为金融学与老年人口的金融行为 /	34
3.2.2	老年人口的金融行为特征分析 /	35
3.3	人口老龄化催生特殊的金融创新 /	38
3.3.1	金融创新对货币政策的影响 /	38
3.3.2	人口老龄化与金融创新 /	41
3.4	人口老龄化催生特殊的金融风险 /	43
3.4.1	金融脆弱性 /	44
3.4.2	金融危机 /	47
3.4.3	人口老龄化与金融风险 /	50

4	人口老龄化对货币政策利率传导机制的影响 /	56
4.1	货币政策利率传导机制的理论分析 /	56
4.1.1	货币政策利率传导机制的主要理论 /	56
4.1.2	利率传导机制作用于市场主体的经济行为分析 /	58
4.2	货币政策的利率传导机制及其嵌入人口年龄结构的相关文献回顾 /	60
4.3	我国利率传导机制的体系与特征 /	62
4.3.1	我国目前的利率体系 /	62
4.3.2	我国目前利率体系的特征 /	62
4.3.3	我国利率市场化改革的进程及阻碍因素 /	63
4.4	人口老龄化对货币政策利率传导机制影响的理论模型与实证研究 /	65
4.4.1	变量选择 /	65
4.4.2	数据处理与检验 /	66
4.4.3	VAR 模型的建立和最优滞后期的选取 /	69
4.4.4	Johansen (约翰逊) 协整分析 /	72
4.4.5	Granger (格兰杰) 因果关系检验 /	74
4.4.6	小结 /	75
5	人口老龄化对货币政策信贷传导机制的影响 /	77
5.1	货币政策信贷传导机制的理论基础和发展脉络 /	77
5.2	信贷渠道传导货币政策的途径分析 /	78
5.2.1	银行贷款渠道 /	79

5.2.2	资产负债表渠道 /	80
5.3	人口老龄化对我国货币政策信贷传导渠道的影响机制 /	81
5.3.1	信贷渠道传导理论在我国的实践 /	81
5.3.2	目前我国信贷传导渠道存在的问题 /	82
5.3.3	人口老龄化对信贷传导渠道的影响机制 /	85
5.4	人口老龄化对我国货币政策的信贷传导影响的实证分析 /	86
5.4.1	变量选择 /	86
5.4.2	数据处理与检验 /	87
5.4.3	VAR 模型构建和最优滞后期的选取 /	88
5.4.4	Johansen (约翰逊) 协整检验 /	92
5.4.5	Granger (格兰杰) 因果关系检验 /	93
5.4.6	小结 /	94
6	人口老龄化对货币政策汇率传导机制的影响 /	96
6.1	货币政策汇率传导机制的理论分析 /	96
6.1.1	货币政策汇率传导机制的主要理论 /	96
6.1.2	成熟市场经济下的汇率传导机制 /	98
6.2	我国当前汇率制度下的汇率传导机制 /	99
6.2.1	我国汇率政策的演变 /	99
6.2.2	我国当前汇率制度下的汇率传导机制 /	100
6.2.3	我国汇率传导机制阻滞的因素分析 /	101
6.3	国内外汇率传导机制的影响分析: 相关文献 /	103
6.4	人口老龄化对货币政策汇率传导机制影响的作用机理 /	105



6.5	人口老龄化对货币政策汇率传导机制影响的实证分析 /	107
6.5.1	变量选择 /	107
6.5.2	数据处理与检验 /	108
6.5.3	VAR模型的建立和最优滞后期的选取 /	109
6.5.4	Johansen (约翰逊) 协整分析 /	111
6.5.5	Granger (格兰杰) 因果关系检验 /	112
6.5.6	小结 /	113
7	人口老龄化对货币政策资产价格传导机制的影响 /	115
7.1	货币政策资产价格传导机制的理论分析 /	115
7.1.1	货币政策资产价格传导机制的主要理论 /	115
7.1.2	资产价格的货币政策传导: 美日经验 /	118
7.2	我国资产价格传导机制的影响因素分析 /	119
7.2.1	资本市场的规模问题 /	119
7.2.2	货币市场与资本市场的一体化程度 /	120
7.2.3	金融结构的影响 /	121
7.2.4	居民的财富效应和流动性效应 /	123
7.3	国内外资产价格传导机制的影响分析: 相关文献 /	123
7.4	人口老龄化对货币政策资产价格传导机制影响的作用机理 /	125
7.5	人口老龄化对货币政策资产价格传导机制影响的实证分析 /	127
7.5.1	变量选择 /	127