

老龄黄皮书

YELLOW BOOK OF AGING

老龄政策理论研究 (2015)

LAO LING ZHENG CE LI LUN YAN JIU

全国老龄工作委员会办公室◎编

本书内容涉及养老保障、养老服务、老年长期照护、老年文化教育、老年人权益保障、老年宜居环境、老年人力资源等重要领域，提出了一系列政策性建议。这些课题研究报告视角新颖、内容丰富，对于深化老龄问题的理论研究，推动老龄政策创制，推进老龄问题的解决，加强对老龄工作的理论指导具有积极作用。



華齡出版社

老龄黄皮书

YELLOW BOOK OF AGING

老龄政策理论研究 (2015)

LAO LING ZHENG CE LI LUN YAN JIU

全国老龄工作委员会办公室◎编



华龄出版社

责任编辑：程 扬 李梦娇

责任印制：李未圻

图书在版编目（CIP）数据

老龄政策理论研究. 2015 / 全国老龄工作委员会办公室编.
—北京：华龄出版社，2016. 7

（老龄黄皮书）

ISBN 978 - 7 - 5169 - 0746 - 7

I. ①老… II. ①全… III. ①老年人—社会政策—研究
成果—中国—2015 IV. ①D669. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 148638 号

书 名：老龄政策理论研究（2015）

作 者：全国老龄工作委员会办公室 编

出版发行：华龄出版社

印 刷：环球东方（北京）印务有限公司

版 次：2016 年 8 月第 1 版 2016 年 8 月第 1 次印刷

开 本：787×1092 1/16 印 张：24. 75

字 数：540 千字

定 价：70. 00 元

地 址：北京市朝阳区东大桥斜街 4 号

邮编：100020

电 话：58124218

传真：58124216

网 址：<http://www.hualingpress.com>

出版说明

我国是世界上老龄形势最为严峻的国家之一。规模大、速度快、地区和城乡差异明显以及未富先老、未备先老是我国人口老龄化的显著特征。人口老龄化的快速发展，给我国养老保障、医疗保障、老龄服务、生活环境等带来巨大压力，并将对我国经济社会发展各个方面产生深刻和长远的影响。

积极应对人口老龄化需要很多理论创新成果，需要党政部门、科研机构和社会力量广泛参与。在此前提下，为鼓励学术科研机构重视和参与老龄科学研究，推动科研成果政策性转化，根据全国老龄办2015年度工作部署，全国老龄办政策研究部发布了全国老龄政策理论年度研究课题，面向社会征集老龄科学研究成果，得到了积极的回应。我们收到学术研究论文100余篇，涉及养老保障、养老服务、老年长期照护、老年文化教育、老年人权益保障、老年宜居环境、老年人力资源等重要领域，提出了一系列政策性建议。这些课题研究报告视角新颖、内容丰富，对于深化老龄问题的理论研究，推动老龄政策创制，推进老龄问题的解决，加强对老龄工作的理论指导具有积极作用。我们从中择优筛选出12篇，编入《老龄政策理论研究（2015）》，结集出版，并纳入“老龄黄皮书”系列，以供研究者和相关决策机构进行参考。

在课题发布和评审过程中，全国老龄办王建军常务副主任要求，要通过课题发布和评审工作，鼓励科研院所积极参与老龄政策理论研究，推动科研成果政策性转化。全国老龄办副主任朱耀垠具体指导了这项工作的开展。政策研究部主任张民巍亲自把关课题质量，审阅了上报的所有研究课题，并提出了相应的修改意见。具体工作由政策研究部政研处负责组织实施。

限于编者水平和时间问题，本书难免有不足之处，敬请广大读者提出宝贵意见。

编者
2016年8月

目 录

人口老龄化与居民财富构成：基于生命周期、人口结构的研究	柴时军 (1)
“十三五”时期城市老年宜居环境建设研究	
——以云南省为例	郭凯峰 (35)
中国老年交通：现状、问题与对策研究	程中兴 (70)
农村留守老年人关爱服务体系建设研究	李云新 (100)
我国老年人长期照护保险立法的法理与路径	李志强 (132)
老年人长期护理需求预测研究：以成都市为例	张崇巍 (153)
“十三五”时期老年教育事业改革发展研究	张明锋 (184)
网络新媒体环境下为老服务信息化平台构建研究	欧旭理 (226)
我国涉老法律制度研究	陈 曦 李学勇 张雪永 (257)
老年长期护理保险制度的理论建构及其实践探索	
——以长春市为例	李 元 高春兰 (284)
“十三五”时期老龄事业发展领域重大政策、重大项目和重大工程研究	
.....	崔 炜 (317)
老年人的健康风险、保险保障与健康服务模式的转型创新	杨一帆 (353)

人口老龄化与居民财富构成： 基于生命周期、人口结构的研究

柴时军

一、导论

（一）研究背景及意义

家庭的金融市场参与及其财富构成问题日益受到重视，在居民金融实践比较发达的欧美国家，家庭金融已逐步成为与资产定价、公司金融等传统金融研究方向并立的一个新的独立研究方向（Campbell, 2006）。与公司金融相比，家庭金融研究在不确定的环境下家庭如何运用各种金融工具达到资产配置的最优化。近年来，随着我国社会经济的快速发展和金融市场改革的不断深化，贫富悬殊、财富构成及高储蓄率等问题，引起了学者们对家庭金融的广泛关注，并已成为当前中国政府和学界深入开展的研究课题。

居民财富构成的老龄化影响是近年来经济学、社会学研究的热点领域之一。普遍认为，中国于2000年正式迈入“老龄化”社会，第六次全国人口普查统计数据显示，截至2010年底，中国60岁、65岁及以上老年人口分别达到1.78亿人和1.19亿人，占总人口的13.26%、8.87%，远在联合国世界人口组织对老龄化社会设定的10%和7%的临界值之上，并呈现出老龄人口规模庞大、快速老龄化向加速老龄化转变以及低龄老龄化向高龄老龄化转变等新的特征和趋势（中国人口与发展研究中心课题组，2011）。到2051年，我国60岁以上老龄人口将达到4.37亿峰值，届时会超过发达国家老龄人口总和以及美国总人口数，居全球之首（数据来源：全国老龄工作委员会办公室发布的《2007年中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》），在可预见的未来相当长的时期里，老龄化将是我国人口结构变化的一个主要趋势。

生命周期理论认为，在人们的金融市场参与及投资组合决策中，个体年龄方面的差异具有重要影响（Yoo, 1994；McCarthy, 2004），人们对资产的选择行为以及家庭资产配置随着人口年龄结构的变化也会随之改变，这种同质性变化最终势必对中国金融市场需求结构产生深刻的影响。中国是较早迈入老龄社会的发展中国家之一，随着人口老龄化在全国范围内持续推进，我们有理由相信，人口结构的变化将会对我国资本市场带来重大冲击。人口老龄化是工业经济发展到一定阶段的产物，同时也会对社会经济的发展造成一系列的壓力，其对家庭资产配置和财富构成的影响也一直是学界关心的重要话

题,研究人口老龄化对我国居民家庭财富构成的影响具有重要意义。

本课题的研究目的在于试图找出居民的生命周期、人口年龄结构状况与其家庭财富构成间的关系,相应的结论对更全面地理解老龄化背景下我国居民的金融资产选择特征以及合理引导居民投资行为是有帮助的,对深化资本市场改革、金融产品创新以及保险制度完善等方面也都有指导意义。研究人口老龄化对家庭的资产选择偏好及其财富构成的影响程度不仅有助于理解人口结构的变动对中国金融市场带来的重大冲击,而且也有助于政府设计和改革相关的金融政策、财政政策和社会保障制度。

(二) 研究方法、框架与内容

1. 研究方法

限于居民财富微观数据的可获得性,家庭资产配置、财富构成及相关问题的研究往往受到诸多限制且进展缓慢。本课题的研究将采用西南财经大学联合中国人民银行于2012年发布的“中国家庭金融调查(CHFS)”数据,对家庭资产组合选择的生命周期效应、人口结构效应进行实证研究。中国家庭金融调查(CHFS)涵盖范围广、样本量大、拒访率低,被认为是目前反映中国居民家庭基本财务状况的最权威微观数据。CHFS项目重点采集了家庭的实物资产和金融资产构成状况、家庭人口特征、消费与收入、家庭财富与负债状况等方面的微观信息,选取的样本具有很好的全国代表性。

本课题对家庭财富构成影响因素的实证研究主要按是否参与和参与程度两条线索展开。家庭是否参与决策,具体来说就是指居民家庭决定是否参与某项资产,比如房产、股票、基金、银行存款等。这是一个二元选择问题(Binary Choice),针对特定资产项目,家庭可以选择不参与投资或者参与投资,参与则赋值为1,不参与则赋值为0。鉴于被解释变量的二值虚拟变量属性,我们采用Probit模型及Logit模型来考察居民家庭资产项目参与决策的生命周期效应和人口结构效应。关于参与程度,即居民在确认参与的基础上,家庭资产在各资产项目中的参与比例,我们在对家庭投资房产、股票、基金以及风险性资产和非风险性资产的投资比例进行考察时,由于不是所有的家庭同时参与了所有的投资项目,各被解释变量涉及不同程度的数据截取问题(又称受限因变量问题),故本课题采用Tobit模型进行估计。Tobit模型很巧妙的用一个基本的潜变量 y^* 来表示所观测到的响应 y ,并通过构建极大似然函数估计模型参数,从而一定程度上解决了传统计量模型在处理截取数据中的选择性偏误问题,估计结果更为有效。

2. 基本框架与内容

本课题共分六章对家庭财富构成的生命周期效应、人口结构效应展开研究,具体内容及相应结论如下:

第一章为导论,主要阐述研究背景和研究意义、研究的对象、方法、思路以及研究的主要内容和本课题的主要创新与贡献。

第二章是居民资产选择理论发展评述。相对于国外学者的研究,早期国内学者对居民资产选择行为领域的研究范围比较窄,主要集中于储蓄资产及其宏观效应方面(高储蓄率现象),缺乏根据我国金融市场特征和微观居民资产数据对国内居民参与证券投资

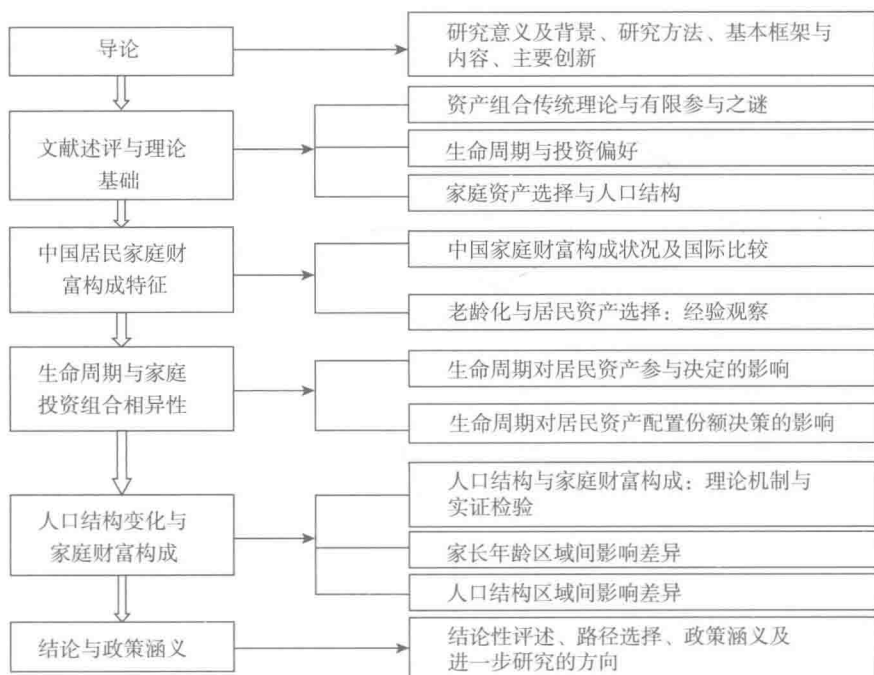


图1 研究框架

行为进行深入地理论研究与实证分析。在研究我国居民资产选择行为影响因素时，更多地强调人口统计特征及社会互动等因素对家庭投资行为的影响。实际上，除了这些因素，对于正处于转轨经济的我国居民家庭，经济金融环境的因素对居民资产选择行为的影响更为重要。国外学者从各个角度对居民资产选择问题进行了广泛研究，但是，研究方法与所得结论并不一定适用于我国这样的发展中国家。事实上，我国居民的资产选择的行为既有与国外类似之处，也在表现强度和某些特征上具有中国独有的特点。然而，目前尚没有文献将我国居民家庭的资产选择与国外进行比较研究并寻找其中的原因。

第三章先对我国居民家庭资产选择行为和财富构成进行统计分析，发现居民房产、银行储蓄分别在家庭非金融资产和金融资产中占据绝对地位，股票、基金、外汇、期货等风险性金融产品还只是少数中国居民的投资理财工具。同时，较之中青年居民，老龄居民的投资渠道逐步趋于单一化，其资产选择更倾向于安全资产，银行存款是其主要投资渠道，这一行为特征尤其体现在 65 岁以上居民身上。然后通过与西方发达国家居民的资产选择行为在房产参与、股票参与和基金参与三个方面进行对比研究，发现我国居民家庭资产选择呈现与发达国家不尽相同的异质性特征。

第四章考察家庭财富构成的生命周期效应。利用“中国家庭金融调查项目 (CHFS)” 25 省专项入户调研数据，从家长年龄对居民家庭各项资产参与可能性的影响和家长年龄对居民家庭各项资产参与程度的影响两个方面展开实证检验。研究发现，较之中青年家庭，老龄家庭随着家长年龄的递增，家庭对股票、基金以及风险资产的参与概率逐步降低，其显著性逐步增强；同时，老龄家庭对房产、银行储蓄的持有比重更

大,而对股票、基金等风险资产的持有比重更小。以上发现支持了个体投资决策的生命周期效应解释:可能受预期支出不确定性、财富约束、认知能力等诸多因素影响,老龄居民投资策略趋于保守,更倾向于持有安全资产,而对风险类资产投资避而远之。

第五章主要讨论人口年龄结构的变化对居民家庭财富构成的影响。我们以老龄人口比反映家庭人口结构状况,并以家庭总人数中60周岁以上人口所占比重对老龄人口比赋值,考察了家庭层面的老龄化程度及其对居民投资决策的影响。研究发现,在充分控制人力资本、背景风险以及家庭人口学特征等一系列因素影响的前提下,家庭老年人口比的提高,会显著降低家庭投资股票、基金、风险资产的参与概率;同时,在家庭各项资产参与程度方面,家庭老龄人口比的提高,会促进家庭银行储蓄和房产的持有比重,同时,会抑制家庭股票、基金等金融市场的参与程度。分区域来看,家庭层面的人口老龄化在中西部地区,对城镇居民家庭股票、基金投资行为的抑制效应要高于东部地区,对家庭房产投资的边际影响要低于东部地区,而在银行储蓄方面,老龄化的影响在区域间不存在显著差异。

第六章为结论与政策涵义。我国金融结构在人口老龄化背景下面临着较大的不确定性,总体而言,人口老龄化通过居民储蓄、金融工具选择以及房地产投资等途径,影响它们的资产配置和财富构成,并进一步影响我国金融体系的整体资产结构的稳定。人口结构变化对中国金融市场——尤其是风险资本市场的不良影响和冲击在将来相当长的时期内是可预见的趋势。据此,政府应该大力规范资本市场,增加信息的透明度,降低股票等风险市场的参与门槛,减缓信息成本和参与成本约束,避免由于老龄居民认知能力缺陷导致的“有限参与”现象;另一方面,借鉴国外成功经验,完善我国社会养老保险机制,这可以部分地(虽然不能全部)减轻老龄居民预期支出不确定性对其资本市场参与的抑制效应,帮助老龄居民无后顾之忧地利用各种金融工具来构造“近理性”的投资组合,减少福利损失。此外,金融产品积极创新,设计有针对性的适合老龄居民的投资理财工具(比如寿险、年金等)也是应对老龄化社会的金融政策的未来研究方向。

(三) 主要创新

传统文献关于我国老龄化影响下的居民投资决策研究,不论是对决定家庭财富总量的居民储蓄行为的讨论(袁志刚等,2000;贺菊煌,2002;董丽霞等,2011),还是对居民在投资房产、股票、基金、债券、银行存款及保险准备金等金融资产的选择偏好的考察(夏森等,2011;吴义根等,2012),大多是建立在宏观总量数据基础上的理论支持和实证检验。宏观总量数据分析微观个体居民的投资决策行为最大的缺点是难以有效区分不同质的投资者,通过对宏观数据进行量化来获得微观个体金融投资行为的变量,并不能完全代表居民真实的投资决策行为,结论难免存在样本选择偏倚。

有鉴于此,本课题采用“中国家庭金融调查(CHFS)”微观数据为样本,综合考察家庭层面的老龄化水平与居民资产选择、投资偏好之间的关系。与西方家庭伦理价值观不同,中国集体主义传统文化注重强调微观家庭是宏观经济社会的基本单元,以家庭为单位的投资决策模式是居民资产选择的典型模式(唐珣等,2008),家庭层面老龄化影

响的考察能在一定程度反映社会老龄化对居民资产选择偏好以及金融市场需求结构的积极或消极作用。

与已有研究相比，本课题的贡献主要体现在三个方面：第一，家庭人口年龄结构还没有被纳入到居民投资决策的决定因素的研究范畴，我们从年龄结构视角分析家庭在各金融资本市场参与概率和参与程度中表现出来的投资特征，这是对当前中国老龄化背景下居民资产配置结构特征这一重大问题研究的有益尝试；第二，利用家庭微观调查数据，系统检验了家庭层面的老龄化水平对居民的房产、股票、基金、银行储蓄以及包含股票、基金、外汇、期权期货等衍生品在内的风险资产等投资项目的影 响，弥补了已有文献普遍存在的经验研究中宏观数据分析微观个体行为导致的“可加性”缺陷；第三，我们构造了家庭老龄人口比和与中青年居民相对照的老龄户主年龄两个解释变量，分别反映家庭层面老龄化水平的广度和深度，从不同维度考察老龄化程度对居民资产选择偏好的影响，相应结论更为准确、稳健。

二、文献述评与理论基础

（一）家庭资产组合传统理论

经典的家庭资产组合理论主要围绕两个基本问题展开讨论：第一，家庭是否参与市场；第二，家庭资产在各资产项目中的参与比例。Markowitz（1952）最早利用均值-方差模型建立了一套完整的投资组合分析框架，奠定了现代资产组合理论的基石。研究发现，在不确定条件下依据投资者的收益及风险偏好状态在无风险资产以及风险资产组合的有效边界上进行资产配置是有效投资的最优选择。在此基础上，Tobin（1958）放宽了不允许卖空的严格假设，提出了著名的两基金分离定理：在均衡情况下，投资者的有效投资组合都可以是市场组合的有效边界上任意两个分离的点（代表不同的市场组合）的线性函数组合，即投资者的最优风险资产组合与其风险偏好无关。与 Markowitz 对个体投资者行为的局部均衡分析不同，Sharpe（1964）从整个资本市场的角度，通过建立 CAPM 模型（即资本资产定价模型），考察了证券资产风险-收益的一般均衡特征，认为金融市场风险包括系统性风险和非系统性风险，有效的资产组合能分散非系统性金融风险而在系统性市场风险面前无能为力。

传统模型很好地解释了个体的投资行为，并对于合理评价投资者的资产组合效果提供了完善的理论基础。然而传统模型都只是在单期静态环境下的理论演绎，没有考虑长期投资者以后若干期的可能情况（如年龄、劳动收入、健康风险的变化）对当期投资决策的限制或影响。Merton（1969）和 Samuelson（1969）利用多期的跨期资产定价模型，最早将最优投资组合决策问题扩展到多期，并提出了连续时间下投资风险资产与安全资产的决策模型。研究结果表明：投资者应该按财富的一定比例配置各项风险资产，且风险资产的最优组合是相同的；风险资产与安全资产的投资比例独立于年龄和财富的变化，仅取决于各自风险态度的差异。

然而,在大量的实证研究中,这些结论与居民家庭财富构成的现实选择是相悖的,家庭不仅没有配置所有投资项目,即居民投资组合存在“有限参与”现象,而且在金融工具的选择中,配置比例在不同家庭之间也各不相同。围绕经典传统理论与家庭财富构成现实选择之间的差距这一主题,在 Samuelson 和 Merton 的分析框架的基础上,学者们对理论模型进行扩展,并从环境异质性和家庭异质性或两者结合的角度对家庭资产选择行为展开了深入研究。

(二) “有限参与”之谜与行为金融

现实中,有限参与现象广泛存在 (Vissing et al., 2002),许多家庭的资产组合都非常之简单,仅包含少于五种资产 (McCathy, 2004)。在大多数国家,家庭投资的最重要资产就是房产。即使不考虑房产,典型家庭的流动性资产也主要集中于银行活期存款、定期储蓄、政府债券以及社会保险账户等无风险或低风险资产项目 (Bertaut et al., 2001)。关于不同家庭在家庭资产配置中存在的异质性选择行为及其影响因素,学者们从行为金融的角度展开了广泛的讨论,关注的焦点主要是人力资本、财富效应、生命周期及房产效应等方面产生的家庭人口学特征的影响。

人力资本方面,已有研究指出,人力资本水平的提高会使人们更容易理解股票并以更低成本参与金融市场 (Rosen and Wu, 2004; Guiso et al., 2008),但是,人力资本的影响可能不是直接的,而是通过人力资本所反映的学习和理解能力间接影响人们的投资决策。财富效应方面,由于金融市场参与是有固定成本的(如认知成本等),更多的家庭财富意味着人们有更多的资源和更强的能力来消费金融机构的产品和服务,因此可能与资本市场参与正相关 (Guiso et al., 2004; Devlin, 2005)。生命周期方面,随着年龄增加,人们趋于风险厌恶,但居民金融投资选择的生命周期影响可能还反映认知能力、财富积累等因素的作用 (Ameriks and Zeldes, 2004)。关于房产对家庭资产选择行为的影响,研究者发现,房产具有很强的不可分性,且转换资产形式时交易成本很高,因而房产投资会挤出股票等金融产品投资 (Flavin and Yamashita, 2000; 吴卫星等, 2007),这种效应对年轻人和穷人更加明显 (Cocco, 2004);而另一方面,房产对风险资产的风险有很强的分散作用 (Yao and Zhang, 2005),还是居民获得金融产品和服务时最理想的抵押品 (Cardak and Wilkins, 2009),所以房产对风险资产投资的影响存在不确定性。

(三) 生命周期与投资偏好

有关老龄化与居民投资决策的研究可追溯到早期的年龄效应理论 (Tobin, 1958; Merton, 1969; Samuelson, 1969),该理论利用多期的跨期资产定价模型,得出个体的投资决策与年龄无关的结论——个体的投资决策受时间的影响随投资时间跨度延长而递减,直至微乎其微。但是,年龄效应理论忽略了一些影响居民投资决策的重要因素。例如,居民可能考虑遗赠一部分财产给子女,而不以一生为时间跨度来寻求效用最大化 (余永定、李军, 2000)。更为重要的是,这种推测建立在市场有效的理性参与行为假设之上,完全市场的理性投资者假设本身也存在争议。

之后大量学者分别利用不同国别的数据,实证发现居民投资组合或投资结构随年龄的变化呈现出明显的生命周期特征,与年龄效应理论相悖。Yoo (1994) 根据美国消费者财务特征调查数据,指出年轻家庭在有限收入、购房置家、幼儿抚养等多方面约束下,很少投资于风险资产;之后才逐渐参与风险资本市场;随着年龄增加,居民会趋于风险厌恶,老龄家庭更偏好投资于低风险或无风险资产(如银行存款、债券等)。Guiso et al. (2000) 比较包括英国、德国、意大利在内的欧洲诸国家家庭资产组合的研究也表明,随着年龄的递增,居民家庭风险资本市场与无风险资本市场的参与比例分别呈现“钟型”和“U型”的分布特征。McCarthy (2004) 利用来自美国退休基金会的面板数据,实证检验了家庭股市参与和年龄的关系,发现居民股市参与随年龄变化呈现先升后减的“驼峰状”。

有关居民的金融决策行为的年龄差异的理论解释,后续文献对产生或维持这种生命周期效应的各种机制进行了广泛的研究,包括风险态度、认知约束、健康风险、未来收入预期以及劳动收入弹性等方面产生的个体背景特质的影响。一般而言,随着年龄增加,居民趋于厌恶风险 (McCarthy, 2004)。投资股票等风险金融工具有认知成本的,受教育程度的提高会使居民更容易理解并以更低成本来消费金融机构的产品和服务 (Guiso et al., 2008),我国老龄居民受政治历史因素影响普遍受教育水平偏低,面临更多的参与约束。健康状况越好的居民更愿意投资风险金融产品和进行借贷,健康状况差异可能导致总体金融财富变化 (Berkowitz and Qiu, 2006) 或居民支出的不确定性差异 (Coile and Milligan, 2009),老龄居民面临更大程度的健康风险,会更加注重资产使用的安全性和便捷性从而减少家庭对风险资产的需求。在未来收入预期方面,有工作收入的中青年居民有充分的时间享受工作收入不断递增的趋势,并依此弥补投资过程可能的损失,而处于退休阶段的老龄人则无法享受这种优势,这可能导致投资者放弃风险资产投资 (Jagannathan et al., 1996)。在劳动收入弹性方面,研究者把劳动收入弹性以及劳动收入风险纳入家庭的生命周期投资模型 (Bodie et al., 1992),提出投资者资产配置的生命周期理论 (life-cycle theory, 以下简称 LCH)。LCH 认为人们的劳动收入包括无风险劳动收入和风险劳动收入,劳动供给弹性反映个体在选择劳动时间长度、工作年限等方面的灵活程度,在心理偏好、财富效应等诱因下,风险劳动收入和劳动供给弹性在一定程度上会提升家庭风险资产的投资意愿,随着年龄的增长,风险劳动收入和劳动供给弹性是递减的,因此 LCH 预言老龄家庭可能更倾向于较为安全的固定收益类资产。

(四) 家庭资产选择与人口结构

居民投资决策的人口年龄结构影响方面,有研究表明,随着年龄结构的变化,人们对资产的选择以及家庭资产配置也会随之变化 (Bakshi et al., 1994; Blommestein, 2001; Davis, 2002),老龄化给资本市场带来的冲击会非常严峻 (Mankiw et al., 1989; Davis, 2002)。Bakshi 等 (1994) 较早开始了人口老龄化与居民投资组合及金融结构相关关系的研究,研究的焦点集中于人口年龄结构变化给金融体系和金融稳定带来的影响,认为人们对资产的倚重会随人口老龄化的持续推进发生巨大改变。Blommestein (2001) 基于生命周期中关于投资的假设,认为人口老龄化通过个人储蓄行为和家庭资

产配置的途径,使得契约式储蓄机构实现资源的时空转移成为可能,进而通过契约式储蓄机构间接进入股市,使资本市场获得较大发展。Davis (2002) 也有类似观点,他利用欧洲国家的宏观数据研究了人口老龄化给金融结构带来的影响,提出现行的 PAYG 养老模式应该向着基金式养老迈进以满足人口老龄化给社会提出的养老需求,同时带动欧洲基金市场的发展。Mankiw 等 (1989) 则具体研究了房地产市场在人口结构变化影响下的价格波动,并提出人们在生命的各个阶段对房产的需求偏好是存在显著差异的,但是受人口结构变化影响导致的房地产市场价格下跌小于人口增长率对房产价格的正面影响,老龄化不会导致所谓的资产大甩卖。

家庭层面的老龄人口比所反映的年龄结构可能从两个方面影响家庭投资决策模式。一方面,老年人更有可能成为家庭的经济决策者,其资产选择偏好更能代表整个家庭的投资倾向。首先,老年人拥有一个长时期的财富储蓄过程以及更丰富的社会经验积累,而经济基础和社会经验是决定家庭主导地位的主要原因 (王跃生, 2008)。其次,中国传统家庭价值观念对人们的家庭权力结构的影响不容忽视,传统儒家文化历来强调“长者权威”——年长者为尊,代表着整个家庭的决策意愿,子女或年幼者在家庭权力格局中则归属于弱势群体 (任文利, 2002)。长期以来,中国传统的父权制中最根本的规则就是“父为子纲”,其中尤其强调中老年男性在家庭中的绝对地位。

另一方面,有研究表明,中国现代家庭结构由于计划生育国策的推行导致子女这一稀有资源在家庭中地位的提升而出现了“子代偏重”现象 (李银河, 2011),同时父辈因遭遇“文革”大多丧失受教育机会以及新生代在现代信息社会更强的认知能力而出现的“文化反哺”现象又给“子代偏重”的存续注入了新的动力 (周晓虹, 2000),具有较高文化资本和认知能力的年轻一代在部分家庭事务中获得了发言权甚至决策权,削弱了老年人作为家庭中经济决策者的可能性。在这种情况下,老年人在家庭经济事务决策中依然发挥着重要影响。其一,家庭的投资行为不能简单建立在家长个体的资产选择偏好上而忽视了非家长成员对家庭投资决策的影响;其二,有研究表明,“敬老重孝”依然我国现代家庭代际伦理的主导价值观 (徐安琪, 2012),年轻人除了认同养亲和侍亲观以外,在家庭经济事务决策中也会参考或尊重老年人的意见 (杨慧等, 2008; 韦克难等, 2011)。因此,较之中青年家庭,更高程度老龄人口比的家庭投资决策可能参与更多老龄居民的投资偏好元素,投资行为趋于保守。

三、中国居民家庭财富构成特征

(一) 中国居民家庭财富构成状况

1. 数据样本

本文使用的数据来自西南财经大学联合中国人民银行 2011 年在全国范围内开展的“中国家庭金融调查”项目 (CHFS),该调查访问了四川、重庆、北京、上海、湖北、江西、辽宁、河南、河北、贵州、甘肃、山西、陕西等 25 个省 (直辖市) 的 80 个县 (区、

市)的3580个城镇居民家庭,采集了家庭的实物资产和金融资产配置、家庭人口特征、消费与收入、家庭财富与负债状况等方面的微观信息。删除异常值及关键变量缺失的样本后,最终获得3496个有效家庭样本数据。中国家庭金融调查(CHFS)涵盖范围广、拒访率低,采集的信息全面地反映了城镇居民家庭的基本状况,具有很好的全国代表性。

表1描述了城镇居民家庭资产-负债构成的基本情况。在西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心的调查问卷中,居民家庭的财富构成包括16种资产项目,分别是房产、自主工商业资产、银行定期存款、活期存款、汽车、现金、金融理财产品、债券、股票、基金、耐用消费品、收藏品、金融衍生品、借出款、货币黄金、其他资产。家庭在资产配置过程中的金融问题通常可以从实物资产和流动性资产两个方面来看,家庭实物资产主要是房产,家庭流动性资产主要是银行储蓄(包括银行定期存款、活期存款)、股票和基金,其他资产的户均值和占比均较低(表1)。

从表1可以看出,我国城镇家庭资产总额平均1459872元,其中非金融资产为1347802元,金融资产为112070元,分别占家庭总资产的92.32%和7.68%。这反映了我国金融市场还很不发达,居民家庭的金融市场参与程度较低。从家庭实物资产来看,房产和自主工商业资产占比分别为71.37%和18.78%,是家庭非金融资产的主要构成部分。家庭流动性资产以银行储蓄为主,占金融资产的54.12%,这说明我国家庭投资是趋于风险规避的,此外,基金和股票分别占金融资产的5.03%和19.36%,是家庭金融市场参与的另外两个重要渠道,债券、外汇以及期货期权等金融衍生品在家庭流动性资产中占比则非常低。家庭负债方面,样本家庭户均值为102985元,住房贷款是最重要的组成部分,占家庭总负债的71.97%;其次为自主创业过程中的经营负债,占17.30%;其他负债占比则非常低。

表1 中国城镇居民家庭资产-负债构成 (单位:元)

家庭非金融资产					
项目	户均值	占非金融资产 比重(%)	项目	户均值	占非金融资产 比重(%)
房产	961940	71.37	耐用消费品	18274	1.36
汽车	39411	2.92	收藏品	7684	0.58
自主工商业	253115	18.78	其他资产	67378	4.99
家庭金融资产					
项目	户均值	占金融资产 比重(%)	项目	户均值	占金融资产 比重(%)
银行存款	60446	54.12	债券	1439	1.29
现金	6941	6.21	理财产品	3627	3.25
股票	21621	19.36	外汇	1748	1.57
基金	5617	5.03	其他资产	10251	9.17

续表

家庭负债					
项目	户均值	占总负债 比重（%）	项目	户均值	占总负债 比重（%）
住房贷款	74118	71.97	汽车负债	943	0.92
经营负债	17811	17.30	信用卡负债	821	0.79
教育负债	2445	2.37	其他负债	6847	6.65

2. 异质性特征及国际比较

将中国居民家庭的资产配置与美国、德国、法国、意大利、荷兰等欧美发达国家进行比较（如图2），我国居民的资产选择的行为特征既有与国外类似之处，也在表现强度和某些特征上具有中国独有的特点。这既体现了居民资产选择行为跨文化的稳定性，也说明了居民资产选择行为在不同的居民内部因素和金融市场等背景下有着不同的表现。具体操作上，我们将股票、基金和房产分别作为家庭金融资产和家庭非金融资产的代表性资产，并从参与率和参与份额两个角度在不同国家间进行对比统计，均值统计结果如图2所示。从图2可以看出，平均而言，人们是更倾向于风险规避的，房产是人们持有财富的主要渠道，而股票、基金等风险性金融产品还只是少数居民的投资理财工具，这在各国家庭的资产配置行为中是一致的。

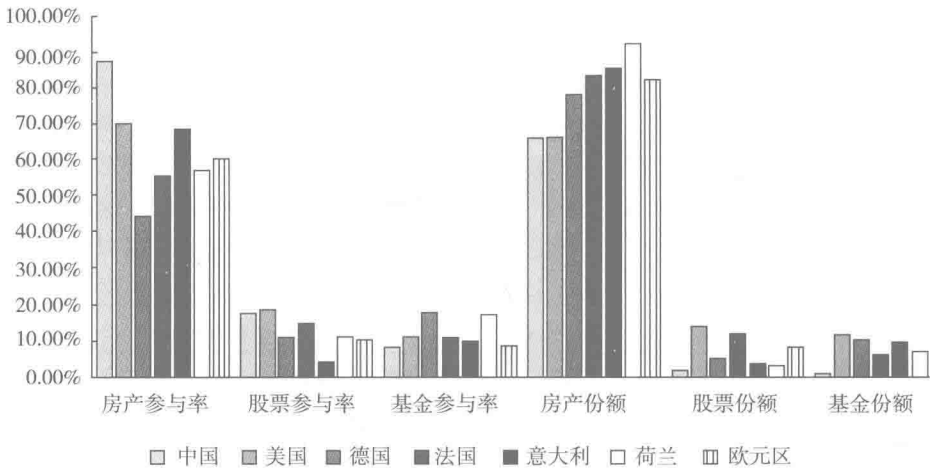


图2 各国家庭部分资产配置的特征比较^①

在中国家庭财富构成的异质性方面，由图2可见，中国有87.2%的家庭拥有房产，

^① 数据来源：中国数据来自西南财经大学中国家庭金融研究中心2011年CHFS调查项目（China Household Financy Survey）的数据；美国数据来自2009年SCF（Survey of Consumer Finances）的数据；欧元区国家的数据来自欧洲中央银行2010年HFCS（Household Finance and Consumption Survey）的数据，其中荷兰的数据是2009年的调查结果。

远高于欧美等发达国家，房产份额与美国的 66% 持平，而与德国的 78.1%、法国的 92.0%、意大利的 84.8%、荷兰的 83.1% 和欧元区平均的 82.0% 存在较大差异；中国家庭股票参与率高于意大利的 4.1%、德国的 10.5%、荷兰的 11.0%、法国的 14.7% 和欧元区平均的 10.1%，低于美国的 18.5%；较之欧美发达国家，中国家庭基金参与率较低，在很大程度上股票投资比重不足，尤其是通过间接持股的基金份额，远低于美国的 11.7%、德国的 10.4% 和意大利的 9.6%。造成中西方家庭在资产配置中所表现出的这一异质性特征的原因可能有：第一，中国与西方发达国家股票市场表现迥异，过去 27 年，美国股市每年的平均回报率 12.1%，而中国的股权溢价仅存在于 1997 年前，此后出现了显著的股权贴水（朱世武、郑淳，2003）。第二，当前，欧美等发达国家家庭金融投资已呈现出一些规律性特征：家庭金融资产选择风险化、家庭风险性金融资产持有方式中介化，相对而言，从一开始，中国金融市场就表现出明显的转轨特征和路径依赖特征，尤其是股票市场，呈现出其转轨阶段所固有的制度性缺陷（王聪、张海云，2010）。

（二）老龄化与居民资产选择：经验观察

图 3 和图 4 是依据样本数据的均值对相关变量之间的关系所绘制的图示。图 3 是家庭老龄人口比与各金融市场参与以及参与程度走势图，从总体上来看，随着家庭年龄结构老龄化程度的提高，居民对股票、基金、风险资产参与以及参与程度呈现大体一致的下降倾向。图 4 是家庭参与各金融市场以及参与程度随家庭户主年龄增长而变化的走势图，从图中可以看出，人们的资产组合表现出明显的生命周期特征，居民对风险金融产品（包括股票、基金等）投资呈现较长右拖尾的非对称型驼峰状，其峰值多集中在 40 岁至 45 岁之间，退休之后有一个显著的下降过程。

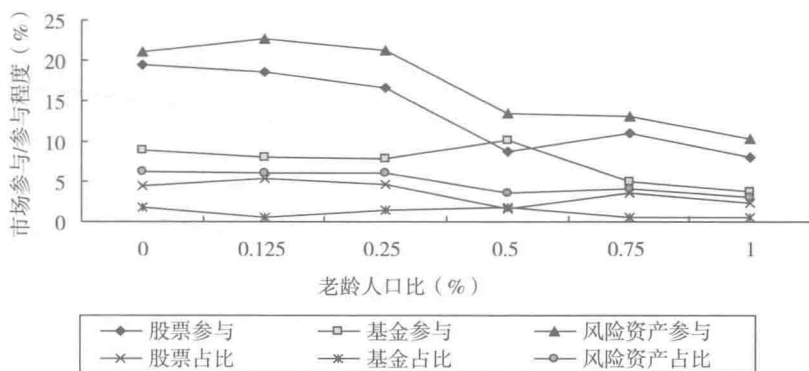


图3 家庭老龄人口比与市场参与/参与程度走势

表 2 提供了样本家庭按户主年龄分组的金融资产构成状况，与表 1 中均值统计数据不同，表 2 是按照样本家庭各项金融资产均值而不是金融资产比重的均值得出的数据。总体来看，中国城市居民家庭金融资产平均 112070 元，活期存款、定期存款、股票以及借出款构成当前城镇居民主要的金融资产，占家庭金融资产的比重分别为 26.23%、27.89%、19.36%、9.16%。表 3 提供了样本家庭按户主年龄分组的各金融市场参与率情况，其中，超过 5% 的参与率的金融资产包括现金、活期存款、定期

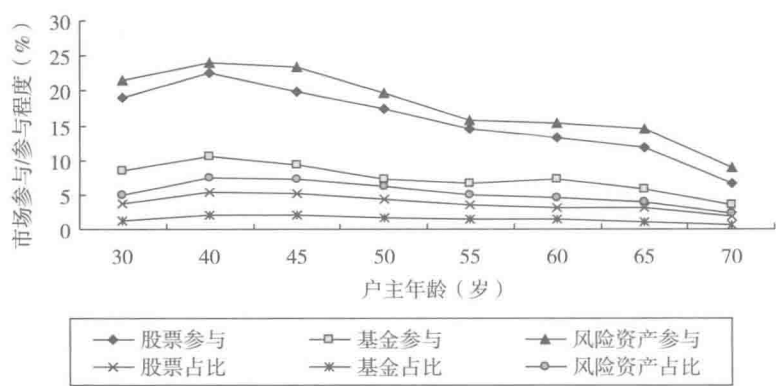


图4 户主年龄与市场参与/参与程度走势

存款、股票、基金以及借出款。

表2 家庭金融资产构成（按户主年龄分组）（单位：元）

资产项目	< 35 岁	35 - 50 岁	50 - 60 岁	60 - 65 岁	65 - 75 岁	> 75 岁	所有人
现金	9694	6968	3841	11064	3826	3049	6963
活期存款	40606	32190	15694	19491	15795	26713	29396
定期存款	17263	24357	33178	40474	44913	45612	31255
股票	23348	27396	17273	18346	6405	2356	21696
基金	4698	5819	6898	4674	4812	111	5636
债券	916	456	1469	1077	5289	1391	1444
理财产品	3985	2998	2398	5477	6040	0	3640
借出款	7723	11266	7441	29511	1743	656	10264
外汇	1982	992	296	3127	241	243	1153
货币黄金	284	883	782	239	7	76	600
衍生品	115	0	0	0	0	0	23

表3 家庭各金融市场参与率（按户主年龄分组）

资产项目	< 35 岁	35 - 50 岁	50 - 60 岁	60 - 65 岁	65 - 75 岁	> 75 岁	所有人
现金	98.44%	97.95%	99.03%	98.09%	98.34%	97.45%	98.26%
活期存款	81.48%	75.16%	73.79%	68.90%	73.09%	71.97%	75.20%
定期存款	21.05%	25.58%	36.12%	37.32%	45.85%	49.68%	31.16%
股票	21.64%	21.94%	16.12%	17.22%	9.97%	4.45%	17.50%
基金	11.69%	11.86%	9.32%	9.57%	6.64%	0.64%	7.89%
债券	1.17%	0.84%	1.17%	1.44%	3.32%	3.82%	1.45%
理财产品	3.31%	3.08%	1.17%	2.87%	2.33%	0.00%	2.49%
借出款	22.61%	16.53%	8.74%	8.13%	7.97%	3.83%	13.92%
外汇	3.90%	2.61%	2.14%	1.91%	1.33%	2.55%	2.57%
货币黄金	1.56%	1.49%	0.39%	0.48%	0.33%	1.27%	1.08%
衍生品	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%