

人口年龄结构与金融结构^{*}

——宏观事实与微观机制

余静文 姚翔晨

中国经济增速自 2012 年起已连续 7 年低于 8%，其中连续 4 年低于 7%，潜在经济增速也处于下行区间，中国经济正从要素驱动型增长模式向效率驱动型乃至创新驱动型增长模式转型。人口年龄结构是影响宏观经济运行的重要因素，不仅能够通过“人口红利”影响经济增长，也可通过金融资产需求作用于金融结构。过去 20 年，中国人口年龄结构发生了巨大变化，未来的发展趋势也较为清晰。依据第六次人口普查提供的出生率、死亡率对分年龄人口数量进行预测，未来中国整体人口年龄结构将呈现蘑菇状，总抚养比进入上升渠道，人口红利逐渐减少，这将给中国经济的长期发展带来三个方面的挑战：劳动力供给下降、储蓄下降，以及养老负担加重。前两方面挑战将直接导致驱动经济增长的投入要素绝对数量下降。

如何应对人口年龄结构变化对经济的负面影响成为一个十分重要又具有实际意义的问题。在人口老龄化背景下，发展金融市场、提高资源配置效率是有效的应对措施之一。人口老龄化将导致要素投入减少。一方面，劳动力人口的绝对数量出现下降；另一方面，生命周期理论表明，

^{*} 原文刊载于《金融研究》2019 年第 4 期。

作者简介：余静文，经济学博士，副教授，武汉大学经济发展研究中心；姚翔晨，硕士研究生，香港中文大学商学院。

少年阶段和老年阶段为消耗储蓄的阶段，人口老龄化也将带来储蓄的绝对数量下降。此时，提高要素的配置效率、提高全要素生产率能够为经济发展带来新的动能。

人口年龄结构还会对金融市场的发展产生影响，金融市场的发展不仅依赖于金融资产的供给，还取决于金融资产的需求。一方面，老龄人口为消耗储蓄的群体，会售出金融资产以平滑消费，金融资产价格由此出现下降，对风险资产的需求也会下降。另一方面，微观主体的风险偏好也与年龄密切相关，老龄人口的风险偏好往往更低，即更厌恶风险，这也将影响金融资产的需求。人口年龄结构变化会通过金融资产需求的变化来影响金融市场和银行体系的相对发展程度，进而对金融结构产生影响。

在国民经济增长放缓、产业升级滞后、供需严重不匹配的背景下，党中央提出供给侧结构性改革，并根据国情进行阶段性政策调整。与此同时，中国人口老龄化问题日渐严重，人口红利带来的经济高速增长已成过去时。研究人口年龄结构转型在经济发展中的作用和影响，将为有关政策的执行和调整提供有益参考。

本文基于宏观跨国数据的研究表明，随着人口老龄化程度的提高，股票市值与私人信贷比重呈下降趋势，经济体更偏向银行导向的金融体系。从宏观风险偏好指标来看，随着人口老龄化程度的提高，股票市值与银行存款比重也呈下降趋势，宏观层面的风险偏好程度降低。

为了更加深刻地理解人口转型在经济增长模式转型中所扮演的角色及其对长期经济发展的影响，本文进一步考察微观家庭层面的人口年龄结构转型是否能够影响家庭的资产配置，从需求面对金融结构产生影响。基于微观家庭数据的研究表明，随着家庭层面的老年人口占比或老年人口抚养比的提升，家庭的基金参与度和股票市场参与度都会下降，家庭风险资产配置的比重降低，家庭层面的风险偏好程度也在下降。

宏观跨国证据与微观家庭证据的结合有效验证了人口年龄结构能够通过影响不同金融资产的需求,进而影响金融市场和银行体系的相对发展程度。相关政策启示如下:

首先,在家庭规模逐渐缩小、家庭养老负担逐渐加重的背景下,居民风险承担水平和风险资产需求均会受到负面冲击。政府在进行长期经济政策制定时应参考人口年龄结构的特点和变化趋势,在人口红利效应逐渐减弱的情况下,减少和预防养老负担加重对金融市场的冲击。在金融市场的发展中,有必要根据不同人口年龄结构特点来设计不同风险的金融产品。在人口老龄化背景下,应鼓励专业机构投资者的发展。

其次,由于持有不同类别资产的家庭具有不同的风险偏好,高风险偏好家庭更倾向于持有股票,低风险偏好家庭更倾向于持有债券、银行存款,政府在进行相关金融政策执行和市场调控时,可以根据不同区域人口年龄结构的特点(各个省份和地区间差异较大),采取差异化的政策,有效刺激不同类型家庭的投资需求,更好地助力实现区域经济的协调发展。

最后,理论上,债权融资中资金拆出方由于只能获得固定收益,往往不愿意承担创新的风险,从而没有动机去鼓励企业从事创新活动;而股权融资相对于银行体系的融资更能促进企业创新。但银行间的市场结构变化,如竞争程度提高,能够通过缓解企业融资约束这一渠道来促进创新。因此,人口老龄化程度提升与间接融资比例提升的关系并不意味着金融结构的变化不利于向创新驱动型经济增长模式的转型。