

人口结构转变视角下中国现代金融市场转型分析:国际比较与启示

□张 鹏

随着中国人口结构的快速转变,如何减缓老龄化冲击和发掘老龄化阶段增长潜力是中国经济向高质量转型的关键。本文首先从理论上分析了人口结构转变对金融市场的影响机理,然后使用CGSS2021年和CHFS2019年的微观调查数据从金融市场参与者角度分析了现阶段中国金融市场存在的问题与挑战,研究发现:中国各年龄段居民家庭资产主要集中于以房地产为代表的间接金融市场,较少参与以股票、债券为代表的直接金融市场,与美日等发达国家投资品类平衡、多元形成鲜明对比;此外资产和负债期限错配问题严重,久期差异会造成风险累积也加剧储蓄耗散和消费升级难题。因此,随着人口老龄化时代到来和储蓄耗散不断增加,建设现代金融市场体系不仅可以促进居民财富不断保值增值,还能减轻老龄化所致的养老金和公共财政压力。

关键词:人口结构转变;金融资产结构;现代金融市场

中图分类号:F832.5 文献标识码:A 文章编号:1003—5656(2024)02—0049—11

引言

党的二十大报告指出:“中国式现代化是人口规模巨大的现代化”。人口规模巨大是中国式现代化的重要特征,人口规模巨大不仅反映了中国人口数量众多,也暗示了中国人口结构嬗变的复杂性和机遇性。一方面,从可贷资金(储蓄)来源看,人口红利时期的过剩和充裕“储蓄”正转变为人口老龄化时期短缺和枯竭的“投资”来源,从资本供给角度看支撑经济高速增长的“投资”渠道逐步变窄。改革开放以来人口红利与资本或投资红利结合创造了中国史无前例的快速工业化奇迹。然而,随着工业化的完成,传统以房地产和基建为代表的物质资本回报率不断下降,研究显示中国资本回报率在不同的测算情形下与美日欧等主要发达国家相比已经相差不大^[1],昭示着单纯增加物质资本要素投入不会带来经济效率提高,而是创造债务包袱和过剩产能。显然,人口红利→劳动力增长→储蓄/投资增加→快速工业化的传统增长模式会随着人口结构转变遭遇“逆风”,持续增长驱动力不断递减。

另一方面,虽然人口转变具有不可逆转性,净储蓄趋于减少,但通过向现代金融市场体系转型,可以降低人口老龄化过程中储蓄耗散并促进居民财富保值增值,将人口转变中的“负担”转化为“机遇”,并为新发展阶段经济增长提供新的驱动力。就现阶段而言,第一,现代金融市场转型可以降低储蓄耗散冲击,增加金融市场流动性。虽然人口老龄化使得净储蓄减少,可贷资金供给相应降低,人口整体风险偏好也不断下降,建设功能完备、梯度合理的现代金融市场体系能够提高存量资金管理效率,并通过风险转移和价格发现为投资者提供合理的风险溢价和投资收益来增加金融市场流动性,这不仅有利于人口老龄化后整体社会风险偏好提高,也有利于促进企业家精神发挥,继续掘汲新的产业、新的投资渠

基金项目:国家社会科学基金一般项目“人口老龄化影响产业结构的机制、效应与对策研究”(20BRK026);国家社会科学基金重大项目“基于中国实践的经济增长理论创新研究”(22&ZD053)

作者简介:张鹏,中国社会科学院经济研究所副研究员,中国社会科学院大学经济学院副教授。

道,提高资本回报率,促进新的增长点和新的驱动力形成。第二,现代金融市场转型有利于人口转变后最大程度优化人力资源配置。应该说,现代金融市场是一个非常复杂的系统,现代金融市场体系建设本身就是人力资本密集型的,其发展壮大与中国庞大的人力资源状况相匹配,有利于加快存量劳动力优化配置。第三,现代金融市场建设能够为实体经济提供金融支持,促进人力资本向智力资本转化。智力资本按照 Quinn 等^[2]和 Ulrich^[3]等的研究主要指与人力资本形成互补机制的平台或能力。人力资本作为储藏或蕴含在个人身上的“资本”,释放劳动力的人力资本潜力需要良好的平台作为支撑,通过实体经济的壮大与升级为人力资本发挥创造平台支持。

综上,中国人口转变虽然具有必然性,但人口转变大势与向现代金融市场体系转型趋势相结合能一定程度上化被动为主动、化危机为机会。本文研究重心集中于上文第一点,即现代金融市场转型如何降低和规避人口转变带来的储蓄耗散冲击,促进居民财富不断保值增值,从而减少人口转变对经济增长的负面影响。

一、文献回顾

人作为生产者和消费者的统一体,在生命周期不同阶段所面临的投资决策和消费行为具有很大的不同,生命周期理论很早就注意到人在青壮年时期作为净储蓄者身份出现,而老年阶段则以负储蓄为特征,所以人的生命周期不同阶段储蓄(投资)行为的异质性必然对投资产品收益率产生差异性影响。从目前研究看,发达国家由于较早经历了人口和现代金融市场转型的全部过程,很多学者探讨了人口转型与现代金融市场发展的作用机理与经验证据。Poterba^[4]发现 1950 年至 2003 年美国标普 500 市盈率与 40 岁—64 岁劳动年龄人口占比走势高度一致,譬如 20 世纪 90 年代美国股市上涨与美国战后婴儿潮人口进入资产配置期高度相关,但随着婴儿潮人口逐渐退休,他们将从金融资产购买者(buyer)向金融资产出售者(seller)转变,资产抛售对金融市场下行将会起到推波助澜作用。Schieber 和 Shoven^[5]从资金流入角度讨论了人口老龄化对养老金市场的影响,人口老龄化将会使资金从净流入转变为净流出,推动资产回报率下降,同时人口老龄化还会对家庭金融资产持有结构产生重要影响,比如从股票投资更加偏向债券投资。Poterba^[6]在 OLG 模型中分析指出劳动年龄人口增长带来资产价格上涨,老龄化所致的劳动力萎缩导致资产价格下跌。由于该文将资本供给及储蓄率设为常数,与现实存在较大脱钩,后续一些研究对此进行了修正。Abel^[7]将资本供给设为可变并纳入 OLG 模型,发现婴儿潮冲击将会带来资产价格偏离稳态时水平,最终导致资产价格下跌。因此,出生于婴儿潮时期的同生群相比其他同生群将会面临更少的市场机遇,对其通过资本市场进行资产最优化配置产生了负面影响。Brooks^[8]发现婴儿潮冲击(人口红利冲击)会使得早期,即婴儿潮人口进入劳动年龄阶段,风险资产的风险溢价出现下降,而随着婴儿潮人口进入退休阶段,风险资产的风险溢价将会出现上升。Geanakoplos 等^[9]认为人口转变冲击对资产价格波动具有重要的解释力,这不仅体现在有风险资产收益率变动,无风险资产收益率变动中也包含人口转变因素。Gomes 等^[10]推导了生命周期型基金,将资金投资于股债混合型平衡型基金或生命周期型基金将会带来福利增进。Chai 等^[11]指出在面临市场负向冲击和婴儿潮人口老龄化时代到来之际,还是需要通过投资于投资型增长年金来提高收益,以减少退休后收支压力。Liu 和 Poonpolkul^[12]得出人口老龄化导致资本劳动比率上升,同时降低资本和债券两种资产的回报率。Amaral^[13]将不确定性纳入 OLG 框架分析得出,随着人口老龄化时代到来,安全资产投资比重将会上升,而风险资产比重将会下降。

从实证研究成果看,总体发现人口转变是影响金融市场趋势和走向的重要因素。Bakshi 和 Chen^[14]使用 90 年美国长周期数据分析发现人口老龄化将会带来居民风险偏好下降、风险溢价不断上升。Davis 和 Li^[15]使用 G7 国家 50 年长周期数据发现,中年人(40 岁—64 岁)比例增加将会提高金融资产价格,而随

着该同生群人口退出劳动力市场将会对资产价格产生压力并对养老金充足性形成负面冲击。Goyal^[16]则发现中年(45岁—64岁)劳动力人口增加能够提高风险溢价,而老年人口(65岁以上)和中青年人口(25岁—44岁)增加则降低了风险溢价。Brunetti和Torricelli^[17]发现20岁—39岁人口比重增加会提高股票和长期债券等风险资产的资产溢价,而40岁—64岁人口和65岁以上老年人口比重上升则不利于风险资产溢价上升,且这一结论在深度老龄化国家更加明显,例如意大利。Fagereng等^[18]指出随着户主逐渐接近退休年龄,家庭整体资产配置风格将会趋于保守,即不断减少风险资产配置而逐步转向安全资产。Singh^[19]使用25个发展中国家数据研究发现劳动年龄人口增加对房价和股价都有正向推动作用,但由于缺乏健全的社会保障以及强烈的遗赠动机影响,老龄化却不会对房价形成负面冲击。Francke和Korvaar^[20]发现人口结构变化是解释资产价格长期变化的重要因素,出生率上涨一个百分点将会使得房价在随后的25年—30年上涨4—5个百分点,但对债券和股票收益率影响不显著。

综上已有研究可以发现,第一,人口结构转变是影响金融市场运行的重要因素。由于人口转变镶嵌不同年龄段人口规模变化以及由此而来的行为异质性,因此不同年龄段人口收入和消费结构差异必然体现为储蓄结构差异,即可贷资金——投资资金来源结构差异,作为金融市场运行的资金供给方,人口转变必然对金融市场运行产生重要影响;第二,人口转变对金融市场产品结构产生异质性影响。不同年龄段人口储蓄结构差异会带来投资结构差异,具体表现在金融市场上就是金融产品选择存在不同,劳动年龄人口作为净储蓄者一般情形下会更加偏好风险资产,而老年人口作为净消费者将会更加偏好无风险——安全资产;第三,人口转变对金融市场不同产品收益率产生异质性影响。人口红利时期由于可贷资金供给增加,对不同资产投资需求增加导致资产收益率出现上涨,而人口老龄化时代到来可贷资金供给减少,将会减少对不同资产的需求并带来收益率下降。

二、人口结构转变对金融市场的影响机理分析

按照生命周期理论,个人的消费-储蓄决策主要是为了平滑其一生的消费水平,使个人效用达到最大化^[21]。假设个人生命周期分为三个阶段即青少年时期、中青年时期和老年时期,如图1所示。在第一个阶段,青少年没有收入或者刚刚进入劳动力市场获得较少收入,使得收入无法抵过支出,负储蓄特征明显;在第二个阶段,个人在中青年时期收入逐步提高并达到顶峰,而支出却由于相对刚性变化较小,收入远远大于支出,正储蓄开始出现,个人财富得以不断积累;在第三个阶段,个人进入退休阶段,收入大幅减少甚至到零而支出同样由于刚性,负储蓄又出现,个人财富也开始逐步减少。总结图1特征可以发现:(1)生命周期下个人收入遵循倒U型特征,即收入从生命周期早期逐步提高,在中青年阶段达到顶峰后不断下降。但消费支出曲线则较为平缓,反映出消费在人们生命周期不同阶段具有一定的刚性。正是消费支出刚性和收入波动性,使得人们处于不同生命周期时收入-消费,即储蓄存在差异,典型的青少年时期和老年退出劳动力市场后消费支出大于收入,为负储蓄阶段,而中青年时期收入大于消费支出,为正储蓄阶段;(2)各年龄段人口消费、支出等行为异质性导致不同年龄段人口储蓄也存在较大差异。由于储蓄是可贷资金的来源,使得不同年龄段人口参与金融行为也存在很大差异,相应地对金融市场也会产生重要影响。譬如,中青年阶段储蓄增加将会带来理财和财富保值增值需求,股票、长期债券等收益率将会上涨,而老年阶段负储蓄使得财富趋于减少,股票、长期债券等收益率也会下降。

根据Mason and Lee^[22]的经验研究,典型的个人将会在46岁时达到收入最大化,而后收入不断下降,在60岁—65岁前收入能够覆盖消费支出带来正储蓄,因此20岁—65岁阶段可以视为财富积累阶段。60岁—65岁后个体开始逐步退休,退休后收入将无法涵盖消费支出,收入小于支出必然带来储蓄流失,造成财富不断降低。我们依据图1的理论指导,使用CHFS2019年分年龄段家庭户主收入与消费支

出数据进行了模拟,如图2所示,中国居民收入与支出模式总体符合图1特征,青少年时期和老年时期收入较低,而中青年时期收入达到顶峰,负储蓄主要出现在青少年时期和老年时期,而正储蓄则主要出现在中青年时期。

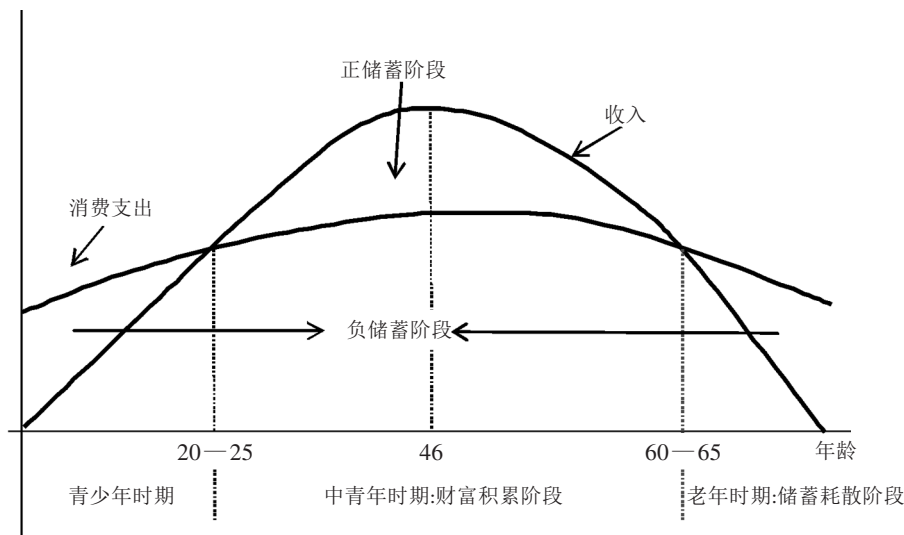


图1 生命周期下消费和收入差异

图1只是显示了静态视角下典型个体不同年龄阶段收入-消费的关系,即人口年龄结构与收入-消费的关系,而从动态视角看,随着人口年龄结构转变,人口转变必然通过总储蓄变化对金融市场运行产生重要影响。为了分析完整性,首先考虑各年龄人口储蓄率保持不变情况,参考 Poterba^[6]的分析框架,假设典型的个体在年轻时工作、老年时退出

就业,在假设不变储蓄率情况下,年轻时储蓄或投资总额必然与资本供给总额相等,即 $N_y \times S = p \times K$, 这里 N_y 即为劳动年龄人口数量, S 为储蓄率, p 为资本价格, K 为资本投资。显然,由于分年龄段人口储蓄率保持不变和资本投资保持不变,劳动年龄人口 N_y 的变化将会对资产价格 p 产生影响,劳动年龄人口增长将会带来资产价格上涨,而老龄化所致的劳动力萎缩将会导致资产价格下跌。由于储蓄率和资本投资保持不变,人口转变将会通过资产价格涨跌来全部映射金融市场变化,人口红利即劳动力充裕时期所投资的金融资产价格将会上涨,人们财富得以大幅增长,社会总储蓄规模 $N_y \times S$ 也会扩大,而随着老龄化时代到来,劳动人口减少,资产价格下跌,社会总储蓄规模 $N_y \times S$ 也会出现减少。因此,即使在各年龄段人口储蓄率保持不变情况下,人口转变通过储蓄规模变化对金融市场的影响仍然是巨大的,总储蓄-可贷资金耗散成为人口转变影响金融市场运行的重要机制。其次,考虑各年龄段人口储蓄率不断变化的情形,根据生命周期假说分年龄段储蓄率不断变化才符合基本常识,正如上文静态情形下分析,中青年时期储蓄率 S_y 较大,而老年时期储蓄率 S_o 较小,人口转变将使社会整体储蓄率从 S_y 向 S_o 过渡,这样与储蓄率不变情形下相异,社会总储蓄减少既来源于人口结构变化也来源于分年龄段储蓄率差异,人口结构老化从储蓄率降低和劳动人口减少两个方面导致社会整体储蓄规模降低,储蓄耗散问题更加严重。概言之,储蓄耗散是人口转变影响金融市场运行的核心机制,一方面老年人口比重上升最直接影响就是净储蓄趋于减少,金融市场流动性减少将会带动金融市场主要产品收益率下降,另一方面人口年龄结构趋于老化还会对金融市场产品结构产生影响,净储蓄减少也使社会整体风险偏好下降,投资产品结构趋于保守,相对安全性金融产品趋强而风险性金融产品趋弱,譬如债券类产品、保险投资类产品将会受到投资者特别是老年投资者欢迎,而股权类以及衍生品等风险较大产品则会走弱,金融市场上安全类产品规模也会高于股权类产品规模,这与欧美发达国家金融市场发展现实较为一致。

最后,需要指出的是,人口结构变化虽然从趋势讲不可逆转,但身处于这一大潮中的人们并不会等闲观之,比如人口红利阶段,中青年人口会提前意识到老龄化阶段到来后储蓄耗散压力,那么他们在中青年时期即净储蓄阶段,就可以通过多元化投资决策或者偏好股权类的积极投资策略实现财富不断保

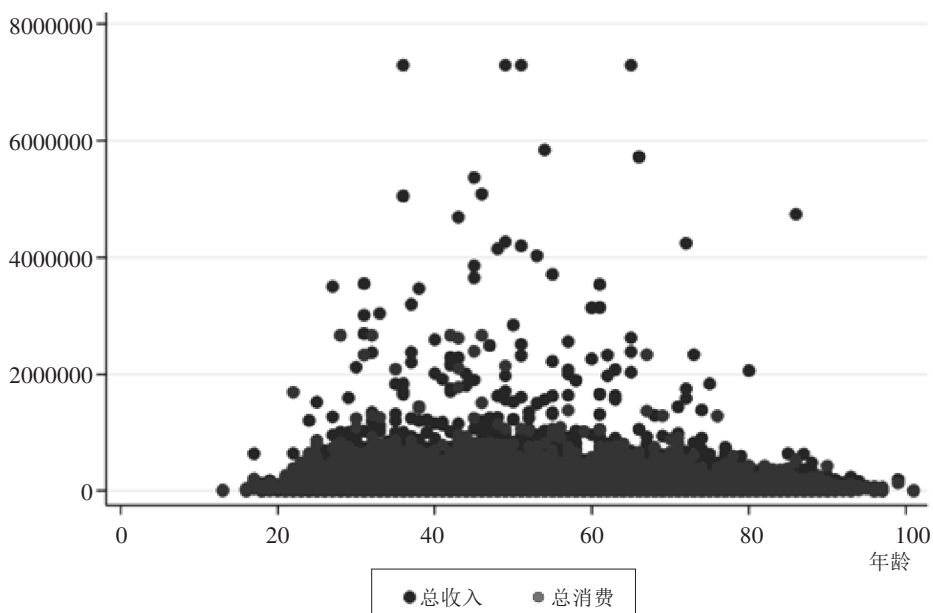


图2 2019年中国分年龄段居民收入和消费支出模式

丰富投资产品和服务可以使其投资多元化、安全化以及增值化,实现财富保值增值,是打破老龄化所致储蓄耗散对金融市场负面冲击的关键,同样也对经济高质量发展具有重要意义。

值增值,那么即使进入老龄化时代负储蓄阶段,仍然可以通过业已累积的财富和投资收益来实现消费支出不断增长,减缓储蓄耗散冲击对老年人生活的负面影响,同时也对金融市场运行产生正向反馈机制,阻断人口转变通过储蓄机制影响金融市场运行的路径。因此,现代金融市场建设就显得尤为重要,现代金融市场为人民提供的

三、人口结构转变背景下中国金融市场存在的问题与挑战

按照上文理论分析,在净储蓄阶段,劳动力投资渠道应该多元、投资品种应该多样、投资风险应该分担,这样才能充分利用金融市场优势实现个人财富不断保值增值,减轻进入老龄后储蓄耗散、财富损耗冲击。本文接下来将使用2021年CGSS调查数据和2019年CHFS数据对中国分年龄段人口参与现代金融市场的广度和深度进行分析,并与发达国家对比,从金融市场参与者行为差异视角考察中国金融市场发展的特征。随着中国经济向高质量发展转型,充分发挥现代金融市场功能,才能更好地适应人口老龄化时代居民财富增值、资产配置多元的需求,这不仅有利于降低储蓄耗散所致的流动性冲击,还有利于实现居民财富增值,减轻老龄化时代到来后养老金压力和政府财政压力。

典型化事实 I:从投资参与度看,中国各年龄段居民家庭资产主要集中于以房地产为代表的间接金融市场,较少参与与股票、基金为代表的直接金融市场,期货、权证等衍生品市场参与者更是寥寥无几,与美日等发达国家投资品类多元化形成鲜明对比。

CGSS2021调查问卷中提到“您家有几处房产”,我们将1处及以上设为有房产,而0设为没有房产,然后计算有房产的家庭占全部家庭的比例,问卷中还详细询问了被访对象如下问题:“您家目前是否从事下列投资活动(股票、债券,以此类推)”,我们将回答“是”的样本数量除以全部家庭而得到分年龄段居民家庭投资具体金融资产的比重。从表1可以发现:(1)中国居民家庭投资活动参与主要集中于以房地产为代表的间接金融市场。由于房地产投资资金来源中相当大的部分依靠银行抵押贷款,考虑到银行贷款对象主要针对法人单位,针对个人的长期贷款除了房地产抵押贷款外别无其他,因此可以将房地产作为中国居民参与间接金融市场的表征;(2)分年龄段居民家庭参与股票投资、基金投资比例较高,参与债券、期货、权证、外汇等交易门槛较高和投机性较强的金融产品的比例非常低;(3)分年龄段内部来看,除了房地产投资高度一致外,在股票、基金等参与率较高的品种中还存在较大差异。一般性

的规律是随着年龄增长,参与股票和基金投资的比例越低,主要原因在于随着年龄增长、风险偏好下降,投资股票和基金的意愿也会降低。

表1 中国分年龄段居民家庭持有金融资产参与率

年龄段	房地产	股票	基金	债券	期货	权证	外汇
34岁以下	92.24%	7.706%	14.311%	1.680%	0.406%	0.116%	0.521%
35岁—44岁	92.92%	10.570%	10.938%	1.471%	0.276%	0.092%	0.460%
45岁—54岁	95.29%	4.577%	3.620%	1.093%	0.342%	0.205%	0.205%
55岁—64岁	95.46%	3.791%	2.424%	0.435%	0.062%	0.000%	0.124%
65岁—74岁	95.34%	2.364%	1.445%	0.460%	0.000%	0.066%	0.000%
75岁以上	92.28%	1.762%	0.678%	0.407%	0.000%	0.000%	0.000%

表2和表3列示了日本和美国分年龄段家庭持有金融资产参与率,日本数据来源于日本统计局2019年全国家庭收入、消费和财富调查(National Survey of Family Income, Consumption and Wealth),美国数据来源于2019年消费者金融

调查(SCF)。表2中日本分年龄段家庭主要投资于存款、保险,证券投资的比例较低。虽然日本家庭金融资产结构也普遍偏好间接金融市场工具,但不可否认日本各年龄段家庭投资于证券等直接金融市场工具还是高于中国,参与比例普遍高于20%。表3中美国分年龄段家庭除了与表2偏好储蓄外,最大特征在于更大比例投资于股票,各年龄段家庭持有股票比例普遍在15%左右,如果考虑购买股票共同基金、多元化组合基金则参与股市的比例会达到50%以上,充分反映了美国金融市场中股权市场的发达,能够为投资者提供众多、安全的股权基金,此外从表3还可以发现美国分年龄段家庭投资金融资产参与率更加均衡和多元,无论短期还是长期、直接还是间接金融工具,参与比例普遍较高,既能实现资产的安全和风险分散,更能实现资产的保值增值。

表2 日本分年龄段居民家庭持有金融资产参与率

年龄段	活期存款	定期存款	人寿保险和非人寿保险	证券	其他金融资产
34岁以下	86.600%	40.600%	36.500%	11.300%	8.600%
35岁—44岁	87.300%	56.500%	54.400%	19.500%	11.700%
45岁—54岁	84.900%	67.500%	66.900%	22.500%	13.600%
55岁—64岁	88.700%	74.200%	65.400%	29.000%	7.600%
65岁—74岁	89.100%	78.300%	59.500%	33.000%	2.200%
75岁—84岁	86.700%	78.400%	52.700%	27.300%	1.000%
85岁以上	85.400%	73.400%	42.500%	20.400%	1.200%

表3 美国分年龄段居民家庭持有金融资产参与率

年龄段	交易账户	存款账户	储蓄型债券	家庭直接持有债券	家庭直接持有股票	共同投资基金	人寿保险价值	其他托管资产	退休账户	股票持有*
34岁以下	97.64%	3.41%	6.29%	0.33%	13.82%	4.78%	9.94%	1.12%	45.29%	47.78%
35岁—44岁	98.59%	4.55%	8.90%	0.26%	14.28%	7.04%	12.66%	2.08%	55.79%	56.08%
45岁—54岁	98.38%	4.35%	7.92%	0.59%	14.52%	9.56%	16.76%	2.38%	57.88%	57.46%
55岁—64岁	97.90%	8.50%	7.39%	1.53%	15.61%	10.60%	22.35%	7.07%	54.47%	54.92%
65岁—74岁	98.38%	11.79%	7.24%	1.70%	15.28%	13.25%	27.78%	12.52%	48.24%	51.54%
75岁以上	98.84%	18.38%	7.58%	2.73%	19.20%	10.84%	30.73%	14.59%	38.11%	47.01%

注:*股票持有是指直接持有股票、股票共同基金和多元化组合共同基金的权益总价值。

典型化事实Ⅱ:从金融资产结构构成看,中国居民主要以存款、金融理财产品等间接金融市场产品为主,股票、债券以及衍生品等直接金融市场产品投资比例较低;而反观美日等发达国家,居民投资金融资产较为平衡、多元,能够获得资产安全性的同时博取更高的增值收益。

表4根据CHFS2019年家庭调查样本计算的不同年龄段户主所在家庭持有的金融资产平均余额,具体来看:(1)不论任何年龄段,中国居民家庭都将储蓄集中投资于存款和理财两大产品,由于金融理财产品发行主体主要在银行,销售对象和支付收益方式都与传统银行存款高度类似,因此可以将其划为间接金融投资产品,如果进一步将居民持有的预防性现金储存以及对外借出资金与存款和金融理财统合在一起,类似于泛间接金融市场产品,中国居民家庭投资结构将更加集中。(2)细分年龄段看,存款账户余额、金融理财产品价值和现金余额都基本随着年龄增长出现不断下降,验证了人口老龄化会引致储蓄耗散问题。从股票市值看,股票平均市值基本上随着年龄增长而不断下降,符合风险偏好随着年龄增长而不断下降的实际情况,其他投资风险较大的金融产品普遍都有类似特征,诸如金融衍生品、互联网理财产品、黄金等等。

表4 中国分年龄段居民家庭持有金融资产平均余额(元)

年龄段	存款账户余额	现金余额	股票市值	债券市值	基金市值	衍生品市值	金融理财产品价值	互联网理财产品价值	非人民币资产价值	黄金价值	借出资金
34岁以下	58172	13049	3320	8	2020	177	14789	6538	161	291	12957
35岁—44岁	51240	13084	7137	434	2227	164	19043	4789	205	107	18871
45岁—54岁	44195	10083	5529	243	1289	31	13868	2214	9041	952	14787
55岁—64岁	40164	7454	4796	254	1028	0	13523	1037	95	93	9121
65岁—74岁	40820	5957	3891	507	1124	14	13464	554	42	18	8148
75岁以上	45346	4585	2590	598	1701	0	13261	476	33	37	4881

与中国相比,表5和表6中日本和美国分年龄段居民家庭金融资产持有余额有以下特点:(1)无论是存款、保险等安全型资产还是股权、基金、债券等风险类资产,随着年龄增长,都在稳步增长,没有出现储蓄耗散和财富减少问题。日美两国年龄较高家庭组别中都出现了财富稳步增长的趋势,安全型资产日本表现最为明显,而风险型资产美国表现最为明显,有效抵御了老龄化后储蓄耗散以及由此衍生的庞大养老金压力和公共财政压力,进一步推动资本市场活力,也减缓了老龄化的冲击。(2)日本和美国金融资产持有结构比较分散、多元,安全型资产和风险型资产组成比例较为合理,能够充分兼顾资产组合的安全性还能博取更好的增值收益奠定基础。日本分年龄段居民家庭持有金融资产组合虽然偏保守一些,但风险类资产仍然占有较高比例。美国分年龄段居民家庭持有金融资产结构更加积极一些,大部分收入都会投资于风险类资产,以博得市场高收益,背后仍然说明美国金融市场能够为投资者提供众多的金融产品和工具,投资风险能得到充分释放,投资收益也能不断增长。

表5 日本分年龄段居民家庭持有金融资产平均余额(千日元)

年龄段	存款	其中:活期存款	其中:定期存款	人寿和非人寿保险	证券	其他金融资产	年金型储蓄
34岁以下	2692	1802	890	497	254	168	83
35岁—44岁	4659	2521	2139	1615	782	361	312
45岁—54岁	6733	2727	4006	3410	1458	572	852
55岁—64岁	11375	3811	7564	4552	2481	372	1408
65岁—74岁	12170	3764	8406	3686	3654	99	827
75岁—84岁	12142	3412	8730	2704	3491	41	455
85岁以上	13751	4884	8867	2458	2623	65	445

表6 美国分年龄段居民家庭持有金融资产平均余额(千美元)

年龄段	交易账户	存款账户	储蓄型债券	家庭直接持有债券	家庭直接持有股票	共同投资基金	人寿保险价值	其他托管资产	退休账户	其他金融资产	股票持有
34岁以下	11.2	19.6	2.4	29.7	18.2	50.5	10.9	139.4	30.2	9.9	27.2
35岁—44岁	27.9	38.3	6.9	49.2	149.7	449.0	30.8	325.4	132.0	20.7	174.8
45岁—54岁	48.2	125.8	2.3	610.7	332.0	959.4	57.9	482.2	254.7	60.2	361.6
55岁—64岁	57.7	132.2	10.6	1046.5	472.8	1152.3	52.7	573.5	408.4	85.4	550.0
65岁—74岁	60.4	127.2	17.8	696.3	574.0	1140.2	43.6	600.4	426.1	193.0	670.6
75岁以上	55.3	99.5	14.7	485.9	580.2	769.1	33.5	456.5	357.9	111.0	590.0

典型化事实Ⅲ：从资产和负债匹配性角度看，资产和负债期限错配问题严重，久期差异会造成风险累积，加剧金融系统、经济系统内生不稳定性，也加剧了储蓄耗散和消费升级难题。

表7为中国分年龄段居民家庭持有负债情况，与表4持有金融资产相比，可以发现中国居民家庭持有的金融资产还是以相对短期的存款、现金和理财产品为主，而表7中负债则以房地产负债和工商业负债等长期负债为主，特别是34岁以下年龄组别房地产负债余额高达134564元，这样来看资产和负债的期限结构是高度错配的，较大的久期差异导致居民资产负债表结构性风险较高，加剧了金融系统和经济系统内生不稳定性。值得注意的是，房地产负债主要集中于45岁以下劳动力年龄组，将会导致这些年龄段劳动力储蓄相当部分用于负债清偿。当前各年龄段劳动力房地产负债清偿会更加加剧未来中国储蓄耗散问题，个人积蓄较少、“月光族”将会导致未来养老难题，考虑到未来中国老龄化趋重趋势，国家层面养老金压力、公共财政压力更大。此外，负债集中于房地产等高额、长期负债，按照持久收入假说，个人收入由于有长期负债约束将使得用于消费的动力大大减弱，从而影响消费规模扩大和消费结构升级。

表7 中国分年龄段居民家庭持有负债平均余额(元)

年龄段	金融负债	农业负债	工商业负债	房屋负债	商铺负债	汽车负债	教育负债	信用卡负债	医疗负债
34岁以下	134	3270	16083	134564	1512	4311	557	3071	1190
35岁—44岁	272	5198	23750	90367	1278	3697	924	2523	1998
45岁—54岁	59	4412	13168	38053	894	2170	2134	841	2192
55岁—64岁	58	2373	6725	21649	616	1247	573	458	2102
65岁—74岁	15	1854	1554	9054	71	619	260	128	1438
75岁以上	13	124	754	3271	0	230	173	88	717

四、中国金融市场转型分析

上文分析发现中国居民家庭金融资产持有普遍偏低，使得资产组合结构不够合理，风险无法得到合理定价、转移，财富增值增长空间较小，同时劳动力年龄段家庭房地产负债较高，资产和负债期限结构错配问题较为严重，加剧了金融风险累积，加快了居民家庭储蓄耗散，对消费结构、经济结构升级造成负面影响。究其原因，工业化时期以间接金融市场为主的传统金融市场体系限制了居民投资渠道选择，工业化时期房地产投资、消费惯性以及与传统间接金融系统的高度绑定客观也限制了居民投资渠道选择，这不仅造成居民资产持有结构高度集中、单一，风险无法释放，风险溢价也无法获得，还导致负债支出结构畸形，加剧了储蓄耗散、个人养老金账户欠账较多等问题。因此，传统间接金融系统越来越难满足人民越来越多样化的财富保值增值需求，也加剧老龄化时代到来后中国传统金融系统风险。

随着中国经济向高质量发展转型,现代金融市场体系是与高质量发展相辅相成、互相促进的。作为现代经济的核心,现代金融系统由资本市场以及与资本市场发展紧密相关的外汇交易市场和衍生品市场构成,而资本市场由股权市场和债券市场构成(见图3)。现代金融市场系统是各组成部分相互联系、相互促进的开放生态系统,资本市场处于现代金融市场的核心位置,通过与外汇交易市场和衍生品市场的互动为投资者和融资者提供多元化、多层次和多维度的金融工具,这里特别强调互动性意在说明现代金融市场的开放性、多元性和生态性特征,这也提示现代金融市场建设是系统工程,需要从投资端和融资端持续发力,从金融生态持续发力,从改革开放和制度建设持续发力,以现代金融市场系统提供的多元化产品、服务和开放的生态为居民和企业等市场主体供给多元化、有特色的投资、融资选择渠道,不断降低企业融资成本,提高资金配置效率,促进实体经济不断发展壮大,企业的成长最终必然反哺投资者,使投资者财富不断增长,降低老龄化后储蓄耗散冲击。

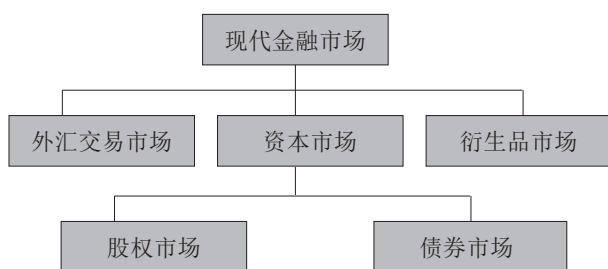


图3 现代金融市场系统构成

加上产业基金、PE/VC、天使投资形成了覆盖企业从萌芽、初创、成长和成熟等不同时期融资支持的渠道,多层次资本市场在支持经济转型中正发挥着越来越重要的作用。显然,当前中国资本市场建设更多强调对企业的融资支持,而对居民等广大投资者的投资支持却较少提及。“问渠那得清如许?为有源头活水来”,多层次资本市场体系发展繁荣的根本还在于投资者资金源源不断地供给,在加强多层次资本市场的“融资”功能建设的同时强调多层次资本市场的“投资”功能建设,就是要从投资端更好地改革目前中国居民参与资本市场积极性不高、信心不足、投机心态重等问题,形成融资端和投资端相互促进、共生共长的良好生态。随着中国老龄化时代的到来,支出多、储蓄少的格局要求我们要合理和科学用好存量资金供给,优化资金配置,以融资企业的高质量发展来回馈投资者,促进投资者财富保值增值,增强各年龄段人口特别是老年人口参与资本市场投资的信心。

(二)大力发展债券市场,适应老龄化时代居民风险偏好降低的时代需求

从发达国家资本市场结构看,债券市场一直是企业融资的重要方式,与股权市场融资相辅相成,债券也是投资者参与股权市场投资之外的重要投资渠道。相比股权市场,债券市场除能获得类似于股票价格波动的资本利得之外,还有定期获得利息和到期获得本金的法定权利,债券的“到期”属性使得投资者特别是中老年投资者比较偏好。从中国债券市场发展现状看,未来应着重做好如下三方面工作:一是降低居民个体参与债券市场的门槛。目前我国债券市场主要为银行间市场,投资者多为机构投资者,居民参与债券市场投资的主要渠道为购买债券类、偏债类和股债混合类基金,从上文发现美国居民家庭直接持有债券平均金额远远高于中国家庭,并且中老年群体债券投资远远高于股票,因此通过“开源”降低投资门槛可以吸引投资者特别是收入稳定和追求收益较高、本金安全的中老年群体,为债券市场发展引入增量资金。二是要加快形成以市场化为基础的国债收益率曲线形成,为各类债券市场化定价提供科学基础。各类债券市场化定价依赖国债收益率曲线,唯有此才能甄别各类债券的风险并为风险提供合理的风险溢价,为投资者提供与风险匹配的回报。三是要利用好人口老龄化后长期利率下降

(一)加强多层次资本市场体系投资端建设,厚植老龄化时代中国现代金融体系根基

现代金融市场系统中资本市场居于中心地位,无论是外汇交易市场还是衍生品市场,事实上都由资本市场衍生而来。因此,不断完善多层次资本市场体系是建立现代金融市场的关键环节,也是厚植老龄化时代中国现代金融体系的根基。当前,中国多层次资本市场体系初步建立,加

周期,为债券市场壮大创造条件。国内外很多研究都显示,人口老龄化后伴随着长期利率中枢持续下降,这不仅降低了企业融资成本,还有利于长期债券“牛市”形成,为债券市场壮大创造了条件。

(三)加快发展衍生品市场,为老龄化时代居民投资风险发现、转移和保值提供条件

相比于股权市场和债券市场,我国金融衍生品市场发展更晚,2006年9月中国金融期货交易所在上海挂牌成立,后续推出沪深300股票指数期货,标志着中国期货市场进入了商品期货与金融期货共同发展新阶段。2013年9月经历多年暂停和整顿后的国债期货正式交易,随后形成覆盖二年、五年、十年和三十年等不同期限和风险管理需求的国债期货体系,2019年12月沪深300股指期货正式上市交易,2022年7月中证1000股指期货挂牌交易,至此覆盖不同期限、涵盖期货与期权、满足不同风险管理需求的金融衍生品市场体系初步建立。衍生品由资本市场“衍生”而来,是资本市场健康发展的重要补充,也是现代金融市场体系的重要组成部分。大力发展衍生品市场,一方面能够为投资者风险发现创造条件,资本市场瞬息万变,单一的资本市场工具已经无法满足新时代风险管理需求,然而风险管理的前提是发现风险,发展衍生品市场恰恰能够提前为投资者交易现货市场提供价格潜在走势;另一方面衍生品市场还能投资为投资风险转移和资产保值增值提供便利,通过衍生品和现货的多元化投资组合,降低投资资产的波动性风险,为投资者获得安全和持续的回报奠定基础。老龄化时代到来,人们对投资的绝对收益和规避波动性的要求越来越高,而大力发展衍生品市场恰恰能为投资者特别是中老年投资者提供多元化的风险管理和套期保值工具,进而也提高投资者参与资本市场的信心和积极性。

(四)加快金融市场改革开放步伐,为现代金融市场体系建设提供制度溢价和增量信心

近年来,我国金融市场改革开放步伐蹄疾步稳,现代金融系统生态逐步建立,有力地支撑了经济高质量发展。未来更深层次的改革开放措施是进一步保障现代金融系统建立的关键。要不断降低交易门槛,为国内外投资者投资各类各层次金融产品提供便利。流动性是金融产品定价的关键,只有持续不断地吸引投资者加入市场交易系统,才能使产品合理定价和扩大交易范围。进一步完善做空机制等市场基础性制度建立,做空并不意味着对市场正常发展形成影响甚至干扰,做多和做空作为投资者对市场趋势的看法都是现代金融市场相对中性的表述,做空机制的引入必然促进金融产品回归价值本源,有效发挥现代金融市场良币驱逐劣币的优势,使存量的资金得到最有效最合理地配置。

参考文献:

- [1]李宏瑾,唐黎阳.全球金融危机以来的资本回报率:中国与主要发达国家比较[J].经济评论,2021(4):114-130.
- [2]QUINN J B,ANDERSON P, FINKELSTEIN S. Leveraging intellect[J].IEEE Engineering management review,1997,25(2):65-79.
- [3]JULRICH D.A new mandate for human resources[J].Harvard business review,1998(76):124-135.
- [4]POTERBA J.The Impact of Population Aging on Financial Markets[R].National Bureau of Economic Research, Inc,2004.
- [5]SCHIEBER S,SHOVEN J.The economics of US retirement policy: current status and future directions[J].Public policy toward pensions,1997:1-39.
- [6]POTERBA J M.Demographic structure and asset returns[J].Review of economics and statistics,2001,83(4):565-584.
- [7]ABEL A B.Will bequests attenuate the predicted meltdown in stock prices when baby boomers retire?[J].Review of economics and statistics,2001,83(4):589-595.
- [8]BROOKS R.Asset-market effects of the baby boom and social-security reform[J].American economic review,2002,92(2):402-406.
- [9]GEANAKOPOLOS J,MAGILL M,QUINZII M.Demography and the long-run predictability of the stock market[J].Brookings papers on economic activity,2004(1):241-325.
- [10]GOMES F J,KOTLIKOFF L J,VICEIRA L M.Optimal life-cycle investing with flexible labor supply: a welfare analysis

of life-cycle funds[J]. American economic review, 2008, 98(2):297-303.

[11] CHAI J, HORNEFF W, MAURER R, et al. Optimal portfolio choice over the life cycle with flexible work, endogenous retirement, and lifetime payouts[J]. Review of finance, 2011, 15(4):875-907.

[12] LIU W, POONPOLKUL P. Demographic Impacts on Life Cycle Portfolios and Financial Market Structures[R]. Centre for Applied Macroeconomic Analysis, Crawford School of Public Policy, The Australian National University, 2020.

[13] AMARAL P S. The demographic transition and the asset supply channel[J]. European economic review, 2023, 151: 104317.

[14] BAKSHI G S, CHEN Z. Baby boom, population aging, and capital markets[J]. Journal of business, 1994:165-202.

[15] DAVIS E P, LI C. Demographics And Financial Asset Prices in the Major Industrial Economies[R]. Economics and Finance Section, School of Social Sciences, Brunel University, 2003.

[16] GOYAL A. Demographics, stock market flows, and stock returns[J]. Journal of financial and quantitative analysis, 2004, 39(1):115-142.

[17] BRUNETTI M, TORRICELLI C. Demographics and asset returns: does the dynamics of population ageing matter?[J]. Annals of finance, 2010(6):193-219.

[18] FAGERENG A, GOTTLIEB C, GUISSO L. Asset market participation and portfolio choice over the life-cycle[J]. The journal of finance, 2017, 72(2):705-750.

[19] SINGH B. Demographic transition and asset prices: evidence from developing countries[J]. International finance, 2019, 22(1): 53-69.

[20] FRANCKE M, KOREVAAR M. Baby Booms and Asset Booms: Demographic Change and the Housing Market[R]. Available at SSRN 3368036, 2022.

[21] MODIGLIANI F, BRUMBERG R. Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data [J]. Franco modigliani, 1954, 1(1):388-436.

[22] MASON A, LEE R. Population aging and the generational economy: key findings[J]. Population aging and the generational economy: A global perspective, 2011: 3-31.

(收稿日期: 2023—10—23 责任编辑: 张 鹏)

An Analysis of China's Modern Financial Market Transition from the Perspective of Demographic Transition: International Comparison and Implications

Zhang Peng

Abstract: With the rapid change of China's population structure, how to mitigate the impact of aging and explore the growth potential in the aging stage is the key to China's economic transformation to high quality. This paper firstly theoretically analyzes the impact mechanism of demographic structure transformation on the financial market, and then uses the micro-survey data of CGSS2021 and CHFS2019 to analyze the existing problems and challenges in China's financial market at the present stage. The research finds that: Chinese household assets of all ages are mainly concentrated in the indirect financial market represented by real estate, and rarely participate in the direct financial market represented by stocks and bonds, which is in sharp contrast to the balanced and diversified investment categories of developed countries such as the United States and Japan. In addition, the maturity mismatch of assets and liabilities is serious, and the duration difference will cause the accumulation of risks and aggravate the problem of savings dissipation and consumption upgrading. Therefore, with the advent of the age of aging population and the increasing dissipation of savings, the construction of a modern financial market system can not only promote the continuous preservation and appreciation of residents' wealth, but also reduce the pressure on pensions and public finance caused by aging.

Key Words: Demographic Transition; The Structure of Financial Assets; Modern Financial Market