

# 老龄化危机

发达经济体的老龄化可能会使货币政策效果差强人意

帕特里克·伊玛目

世界人口结构正在发生前所未有的巨大变化。人口老龄化日趋严重，尤其是在发达经济体。相关人士广泛研究人口老龄化对政府支出和税务（即财政）政策造成的影响，普遍认为应多管齐下，增加税收、减少养老金福利、延长工作年限，以解决人口老龄化造成的财政负担——尽管这样做会面临巨大的政治挑战。

但很少有人探究人口老龄化对货币政策的影响——央行对利率和货币供给进行调整，以推动实现稳定的通货膨胀水平、促进就业和增长。

根据生命周期假说，人们主要在年轻时期举债，积累资产和偿还贷款，直至退休，然后依靠其资产生活。这清晰地表明了货币政策有效性和人口结构之间的关系。经济学家很少探究这两者之间关系的部分原因是货币政策旨在对1—2年的短期冲击做出反应，却忽略了缓慢变化的因素，如人口结构的改变，而随着时间的推移，这些因素日益凸显出来。

虽然人口结构的改变是缓慢的、悄无声息的，但我的研究表明，其对发达经济体的货币政策产生了巨大影响，包括发达经济体近几年采取的非常规手段（如量化宽松）。从理论上讲，人口老龄化的影响尚不明确：各种货币政策变动通过不同渠道对老年人和年轻人所产生的影响是不同的。但总体来说，我发现老龄化社会削弱了货币政策的有效性。

## 突如其来的惩罚

货币政策有效地抑制和稳定了通货膨胀，进而促进了稳定增长，并大大减少了商业周期波动（自20世纪80年代中期以来，发达经济体的商业周期波动一直持续，直至2008年爆发全球金融危机）。为此，货币政策大受赞扬。分析显示，央行通过控制通胀预期，减少了左右投资决策和抑制消费的不确定性，并能够

对冲击做出灵活响应。1991年海湾战争后以及2000年互联网泡沫破灭后，各国迅速采取了宽松的货币政策，以恢复经济活动。由于当时通胀预期较低，因此能够迅速做出响应。

但2008年全球金融危机爆发后，人们对货币政策有效性的信心开始下降。自危机爆发以来，各央行发现很难支撑增长和价格，不管是日本、美国，还是欧洲。并且越来越多的证据表明，即使在长达约25年的所谓的大缓和时期（危机爆发前），货币政策也并非看起来那么无所不能。

## 货币政策也并非看起来那么无所不能。

新证据表明，自20世纪80年代中期以来，货币政策对可变因素（如失业率和通胀率）的影响已经减弱，有些正在减弱。按照利率变化对失业率和通胀率的影响来衡量，货币政策的有效性正在下降，这通常是由于更稳定的通胀和产出预期所致，而通胀和产出预期受利率变化的影响较小（Boivin、Kiley和Mishkin，2010年）。当通胀预期与央行的目标保持一致时，包括深度衰退时期（如近期的全球金融危机），通胀对周期性失业—产出缺口（在充分就业的情况下经济体的产出与实际产出之间的差距）的变化的响应程度较低（IMF，2013年）。许多经济学家认为，这些因素说明了为什么自2008年以来货币政策的空前扩张并没有对通胀或产出造成更大的影响。

研究人员从两个方面解释了货币政策有效性下降的原因。

经济结构转型，尤其是在信贷市场：一些经济分



析学家认为信贷市场上的制度变革是造成货币政策的有效性下降的原因。他们表示，过去几十年间放松了监管限制，信贷市场实现了自由化。新的借贷形式（如证券化，即将贷款转化为证券）使更多类型的机构在所谓的影子银行业部门提供信贷（见“什么是影子银行？”，《金融与发展》2013年6月号）。影子银行（包括如投资公司和保险公司等的实体）使人们更容易获得贷款，并且将大多数贷款提供给之前贷款困难的人们，尤其是那些低收入群体。从原则上来看，这些改变应该能够提高货币政策的有效性。但是，在信贷市场发生上述变化的同时，家庭资产负债表，尤其是房产价值，开始在消费决策中发挥越来越重要的作用。消费者发现他们可以通过对抵押贷款进行再融资，来利用房屋净值贷款。这就意味着标准的消费者借贷和利率变得不再那么重要，反过来降低了信贷渠道的重要性——其结果是，经济活动对货币政策的敏感度发生了变化。

货币政策影响经济活动参与者（如企业和消费者）的方式的改变：一些经济学家还认为，央行——由于其良好的信誉——越来越多地通过“公告操作”的方式运作，即仅通过公布其政策意图来管理市场预期，而不用像以前那样大幅调整利率。人们预期，如果产出偏离其潜在水平或通货膨胀偏离目标水平，各国将做出强烈的货币政策响应，这样的预期使收入和通胀预期更加稳定。这反过来意味着实际支出和通胀水平更加稳定，从而降低了利率变化的效果。

这些因素很重要，但它们不是造成货币政策有效性下降的唯一原因。在我研究过的5个主要发达经济体（加拿大、德国、日本、英国和美国）中，人口结构的变化在削弱货币政策有效性方面发挥着重要作用，

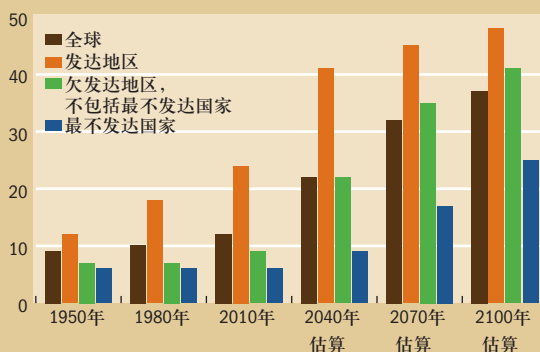
而这一原因尚未引起足够的重视。

各国人口结构的变化千差万别。德国和日本等国的人口老龄化速度快于其他国家，但每个国家都正在经历老龄化。其结果是，老年人与劳动适龄人口的比

### 日趋老龄化

一些国家的人口老龄化速度快于其他国家，但每个国家都正在经历人口结构的变化，从而导致老年人与劳动适龄人口之比上升。

（老年抚养比，百分比）



资料来源：联合国。

注：老年抚养比是指65岁以上的人口数量与15—65岁人口数量之比。2010年以后的数据是估计值。发达地区包括澳大利亚、加拿大、欧洲、日本、新西兰和美国。欠发达地区包括非洲、亚洲（日本除外）、拉丁美洲和加勒比地区以及美拉尼西亚、密克罗尼西亚和波利尼西亚（最不发达国家除外）的所有国家。49个最不发达国家包括：阿富汗、安哥拉、孟加拉国、贝宁、不丹、布基纳法索、布隆迪、柬埔寨、中非共和国、乍得、科摩罗、刚果民主共和国、吉布提、赤道几内亚、厄立特里亚、埃塞俄比亚、冈比亚、几内亚、几内亚比绍、海地、基里巴斯、老挝、莱索托、利比里亚、马达加斯加、马拉维、马尔代夫、马里、毛里塔尼亚、莫桑比克、缅甸、尼泊尔、尼日尔、卢旺达、萨摩亚、圣多美和普林西比、塞内加尔、塞拉利昂、所罗门群岛、索马里、苏丹、坦桑尼亚、东帝汶、多哥、图瓦卢、乌干达、瓦努阿图、也门和赞比亚。



例（即所谓的老年抚养比）上升（见图）。此外，由于各国的生育率在下降，全球老龄化速度加快。根据生命周期假说，在老龄化社会里，尤其是在发达经济体中，成为债权人的家庭占比较大，并且对利率变化不太敏感，当利率固定并且不随着通胀水平的变化而变化时尤为如此。在我所研究过的国家中，通常是这种情况。与之相反，在年轻化的社会里，成为债务人的占比较大，并且对货币政策引起的利率的变化高度敏感。换言之，除了结构改革和预期之外，人口结构在削弱货币政策对通胀率和失业率的影响方面发挥着一定的作用。

## 不同的方式

货币政策以不同的方式对不同的人群产生影响，这取决于货币政策面向的人群和传导渠道（见表）。货币政策通过调整利率引起行为变化（具体而言，其如何影响发达经济体的老龄化社会）的方式有很多，下文列举了几种：

**利率渠道：**根据生命周期假说，个人在其整个工作年限内获得房子、股票和债券等资产，并在其退休后出售这些资产。家庭的储蓄和消费模式都遵循有效路径，并且该路径随年龄的增长而发生变化。在生命周期的早期阶段，债务高企，然后开始下降（虽然与过去相比，近几年下降速度较为缓慢，这主要是由于受全球危机、教育及抚育成本的上升及其他因素所致）。年轻家庭通常为净债务人，对利率变化高度敏感，尤其是当房贷利率频繁变动时。相比之下，老年家庭通常不需要贷款，对利率渠道的变化不太敏感。这表明，如果在年轻家庭主导的社会里，货币政策在削弱或鼓励需求方面将比老龄化社会更加有效。

**信贷渠道：**信贷渠道影响所谓的外部融资升水，从而会凸显利率渠道的作用。外部融资升水是指家庭或企业利用其自有资金进行购买的成本与外部贷款

成本之间的差异。老年家庭的净值通常大于年轻家庭，并且老年家庭更有可能依靠自筹资金进行投资或消费。与此同时，老年人通常拥有大笔资产，可将其用作抵押，因此贷款风险溢价较低，外部融资成本也应该更低。老年人能够自筹资金并且贷款成本较低，这表明老龄化社会对于货币政策对信贷渠道的影响不太敏感。在发达经济体中，有许多老年人处于贫困状态，但他们通常不受货币政策变动的影响，因为无论在何种情况下，他们都无法获得贷款。

**财富效应渠道：**根据生命周期假说，预计人口结构变化会影响资产价格。一般情况下，年轻人拥有的资产较少，而老年人则较多。当一个家庭获得大额资产时，许多资产可以产生利息收入。这表明，与基本上没有生息资产的老年人相比，利率变化对拥有生息资产的老年人的收入影响较大。在老龄化社会中，财富效应很可能日益重要，这是因为财富往往集中在老年人手里（至少在发达经济体中是这样），并且老年人通常将其大量投资于利率敏感性固定收益产品（如银行存款或债券），而非股票。因此，人口结构变化将相对凸显财富效应渠道的重要性，从而增加货币政策的有效性。但自全球危机爆发以来，宽松货币政策通过财富效应渠道削弱了货币政策的有效性。宽松货币政策导致利率下降，而利率下降又造成从储蓄或年金中的收入减少，因此，老年人可能会增加储蓄，减少消费。不过，尚缺乏确凿的实证证据来支持这一观点。

相对于上述渠道，对其他渠道的研究较少，并且更难以辨别，但其他渠道可能会改变货币政策传导的途径，例如：

**风险承担渠道：**货币政策影响了个人和企业的风险认知。风险承担渠道鼓励人们寻求收益，从而影响风险承担。当利率下降时，金融机构会增加借款（增加杠杆）；当利率上升时，减少借款。老年人没有多少时间用来挽回损失，因此在老龄化社会中，风险规避型家庭可能较多，而整体风险承担型家庭则较少，即债券投资较多，而股票投资较少。由于在老龄化社会中，风险承担渠道的效力下降，货币政策有效性很有可能被削弱。

**预期渠道：**人口结构变化可能对预期的影响不大，这是因为预期更有赖于央行的信誉，而央行的信誉应该不会因社会老龄化而改变。但近期根据调研数据而进行的研究显示，如果所有其他条件相同，通胀预期会随着人们年龄的增加而上升，从而产生风险规避行为（Blanchflower 和 MacCoille, 2009年）。行为金融经济学家表示，老年家庭通常为债权人，并且如果通胀水平较高，老年家庭遭受的损失多于年轻家庭，而年轻家庭反而可能会从通货膨胀中受益，高风险规避行为应运而生。因此，实际上央行可以针对老龄化社

### 货币政策传导渠道

货币政策可通过多种渠道进行传导，并且人口年龄可能影响其有效性。

渠道	年轻化社会	老龄化社会	如何影响其有效性
利率	比较重要	不太重要	信贷需求：年轻成年人比老年人需要更多的贷款
信贷	比较重要	不太重要	外部风险溢价：年轻成年人更需要从外部获得贷款
财富效应	不太重要	比较重要	收入分配：年轻人掌握的财富较少，而老年人则较多，因此老年人对货币政策变动更敏感
风险承担	比较重要	不太重要	风险规避：老年人更倾向于规避风险，对货币政策变动的反应程度较小
预期	不太重要	比较重要	通胀预期：与年轻人相比，老年人对通货膨胀更敏感

会中对通货膨胀日益增长的担忧做出响应，并将重点放在维持价格稳定上。

为了估计人口结构变化的冲突效应对货币政策有效性的净影响，根据各国的人口结构，我将各国货币政策有效性的估计结果进行了一一对应。此项研究的重点是5大发达经济体，这5大经济体在1963—2007年间制定独立的货币政策。为了避免因全球经济危机导致任何困难，我研究了2007年的数据。通过比较上述5个国家的货币政策有效性随老年抚养比变化而变化的情况，并重点研究老龄化对利率敏感性变化的影响程度，我分析了货币政策变化对通胀率和失业率的影响。此项研究确定了人口趋势与货币政策有效性之间的强大关系。

## 除了大幅调整利率，老龄化社会将需要更激进的货币政策。

此项研究还证明了老龄化与货币政策有效性不足之间的关系，这种关系是长期的，并且不受商业周期等短期因素的影响。研究显示，如果老年抚养比上升1个百分点，那么货币政策对通胀率的影响能力将被削弱0.1个百分点，而对失业率的影响能力将被削弱0.35个百分点。以德国为例，预计未来十年内老年抚养比将上升10个百分点，在这种情况下，上述关系尤为显著。因此，在老龄化社会中，货币政策的有效性将被削弱，这一点会更加明显。

### 新的权衡因素

我的研究表明，人口结构变化是造成货币刺激政策没有产生较大效果的部分原因。如果老年家庭占多数的社会对利率变化不太敏感，那么在老龄化社会里，货币政策的效力将减弱。人口结构的变化意味着在很长一段时期内，发达经济体的政策利率将保持低水平（除非资产价值下降，从而使年轻家庭感觉比退休人员更加富有）。在经历人口结构向老龄化转变的社会中，将出现新的权衡因素，这些因素将有可能转变货币政策操作方式，以实现相同的效果。

首先，相对于产出稳定而言，对通货膨胀的偏好可能会改变，这是因为平均来说老年家庭拥有较多资产，因此会因意想不到的通货膨胀而遭受更多损失。越来越多的人规避通货膨胀，这可能导致降低最优通货膨胀目标。而各国央行将全面考虑这些权衡因素，并可能采取紧缩性货币政策，以使通胀率保持低水平，尽管这样做可能会造成产出波动较大。换言之，通胀

率可能会更低，但衰退率和复苏率会更高。

其次，如果在老龄化社会中货币政策效果不足，那么为了达到在年轻化社会中货币政策对通胀率或失业率的效果，央行将不得不大幅调整的利率，便于货币政策传导。这表明，25个基点（1个基点等于1个百分点的1%）的调整幅度——过去几十年中一直采用这个标准——可能不足（或者说，在多数发达经济体的当前环境下，利率已处于零水平，激进的量化宽松政策将成为常规工具的一部分，并且各国将更加频繁地使用这一工具）。除了大幅调整利率，老龄化社会将需要更激进的货币政策，以提高政策有效性。

再次，由于货币政策有效性下降，非货币政策（如税收和支出）将在稳定经济和金融体系方面发挥更大的作用。所谓的宏观审慎政策也可能是造成货币政策有效性下降的原因（见“整体性保护”，《金融与发展》2012年3月号）。宏观审慎政策使用审慎金融监管工具，如强制性贷款价值比、资本要求和资产负债表中现金类资产的限定水平，来解决对整体经济的担忧。例如，如果货币政策传导受阻，刺激（或减少）借贷的方法之一是调整那些审慎比率，同时维持金融稳定（Haldane，2011年）。

本研究主要专注于发达经济体，这是因为发达经济体最先经历人口结构的变化。虽然新兴市场和低收入经济体也将缓慢步入老龄化，但其对货币政策的影响不同于发达经济体，因为财富没有集中在老年人手中，并且整个社会可能会对利率变化更加敏感。■

帕特里克·伊玛目（Patrick Imam）是IMF货币与资本市场部的高级经济学家。

本文基于作者2013年的IMF工作论文13/191“Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness”。

参考文献：

Blanchflower, David, and Conall MacCoille, 2009, “The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for the UK,” NBER Working Paper No. 15388 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Boivin, Jean, Michael Kiley, and Frederic Mishkin, 2010, “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?” NBER Working Paper No. 15879 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Haldane, Andrew, 2011, “Risk Off” Bank of England Speech, August 18. [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf)

International Monetary Fund (IMF), 2013, “The Dog That Didn’t Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?” World Economic Outlook (Washington, April), Chapter 3, pp. 1–17.