



# 年龄与 通货膨胀

迈克尔·尤塞里斯、艾洛德·塔卡兹

20世纪70年代，通货膨胀长期处于高位，而现在却持续处于低位。随着多个发达经济体婴儿潮一代从青春期成长到就业年龄，这一转变与所谓的婴儿潮一代的成长节奏相同。

传统经济理论认为，这两个缓慢移动的趋势没有关联：婴儿潮一代应该不会影响通货膨胀，因为通货膨胀是一种货币现象，可以由货币政策控制。但是我们的研究发现，趋势通货膨胀——若干年内物价上涨的平均速率——与人口年龄结构密切相关。

具体来说，我们发现，青年和老年人口在总人口中占的比例越高，通货膨胀就越高。换句话说，如果劳动适龄人口越多，就带来通货紧缩影响。年龄和通货膨胀的关联在任何时候均适用于大多数国家。

这些影响很大，足以说明大部分趋势通货膨胀的原因。例如，婴儿潮一代导致美国1955年至1975年间的通货膨胀增加了约6个百分点，而1975年至1990年间在婴儿潮一代就业后，将通货膨胀降低了5个百分点。因为年轻人比重减少抵消了老年人比重增加的影响，趋势通货膨胀目前处于低位，而且稳定。

既然通货膨胀是一种货币现象，为什

么央行未能抵消人口年龄变化带来的通胀压力？至少有两个合理解释。首先，政治压力可能促使央行迎合主流年龄群体的通货膨胀偏好。其次，通胀—年龄结构模式可能反映央行未能预测均衡实际利率——导致稳定通胀的利率——的变化情况。但这两个解释都不能很好地说明我们从数据中得出的发现。

虽然尚不完全清楚为什么经济体的年龄结构会影响通货膨胀，但是两者之间的密切关系有一些引人注目的实际意义。首先，它削弱了预期在通货膨胀形成方面发挥了重要作用这个论点，该论点源于20世纪60年代和70年代的通货膨胀经验。其次，年龄结构和物价上涨率之间的关系确实可以预测潜在的趋势通货膨胀。我们的估算表明，除非延长婴儿潮一代的工作时间，否则他们退休后最终会引发通货膨胀。

## 探索通胀趋势

过去，通胀难题促进了各种经济观点的形成。例如，当20世纪60年代在活动变化没有被证明的情况下，通货膨胀开始加剧，寻找这一解释的经济学家假定了预期在通货膨胀的形成中发挥作用。前瞻性

婴儿潮一代加入劳动力大军后会抑制通货膨胀，但在他们退休后则会加剧通货膨胀

消费者或生产者不会一直被旨在刺激经济增长的货币扩张所欺骗，并且将更高的通胀预期纳入考量，比如说，在工资要求和贷款合同中。因此，持久的货币扩张将产生更高的通货膨胀，但是不会带来持久的产出收益。过于宽松的货币政策似乎解释了通货膨胀的原因，20世纪80年代再次确定了这个观点，当时，在央行开始打击通货膨胀后，通胀开始缓解。

但通胀难题仍会再出现。继始于2008年的全球金融危机之后，经济体开始复苏时，通货膨胀并没有加剧。确实，似乎早在21世纪初，通货膨胀率就缓慢下降至央行通胀目标之下，而不是贴近央行通胀目标。这一低通货膨胀是央行在这个年代前五年压低利率的原因之一。但这也表明，货币政策之外的其他因素在幕后抑制着通货膨胀。

当大多数发达经济体人口开始老龄化而且婴儿潮一代处于收入高峰期时，就会长期处于低通胀阶段。由于不同年龄群体的消费储蓄决策不同，这会长期影响通货膨胀压力。例如，人们往往在年轻时愿意借贷（或者家长代表他们借贷），工作时开始储蓄，到了老年时依靠积累的资产生活。随之而来的结果就是年轻人和老年人（只消费但几乎不产出的人）的比例相对于劳动适龄人口（产出超过消费的人）过大时，通胀压力高，反之亦然。但是传统分析表明，央行原则上可以通过提高或降低利率来抵消这种压力。在这种情况下，老龄化会影响实际（扣除通胀后）均衡利率，但不影响通货膨胀。

## 通胀难题仍会再出现。

对于为何老龄化会影响通货膨胀，央行的一些资深人士最近提出了一种解释——这是因为老龄化会影响货币政策的实施。例如，选民偏好影响着央行通胀目标，圣路易斯联邦储备银行行长詹姆斯·B. 布拉德（James B. Bullard）对这个观点进行了有力辩护（Bullard、Garriga 和 Waller, 2012）。布拉德说，年轻人是借款人，喜欢高通货膨胀，因为这减少了年轻人的实际债务负担，而老年人喜欢低通货膨胀，以实现资产保值。如果布拉德的论点对的而且央行屈服于这一政治压力，那么年轻人口占主导地位时通货膨胀率将会上升，而老年人口占主导地位时通货膨胀率会下降。古德哈特、普拉丹和帕德什（Goodhart、Pradhan 和 Pardeshi, 2015）提出另一个观点，他们认为年龄结构会改变均衡实际利率。如果央行忽视这些变化，那么通货膨胀就会接踵而来。

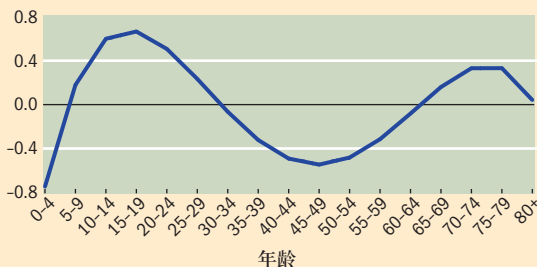
### 关联性

我们使用来自22个发达经济体1955—2014年间的估算了整个年龄结构——而不只是老龄化——对通货膨

图1  
通货膨胀的影响因素

年轻人（5—29岁）和老年人（65—79岁）促进通货膨胀，而30—64岁的人群在大多数国家大多数时期则会产生相反的效果。

（通货膨胀影响，百分点）



资料来源：作者的计算。

注：结果基于1955—2014年间22个发达经济体的数据。

胀的影响，发现通胀和年龄结构密切相关。

不同年龄群体的影响遵循一个U形模式：年轻人（5—29岁）和老年人（65—79岁）会引起通货膨胀，但是最佳工作年龄群体可以抑制通货膨胀（见图1）。这一U形模式很稳健，即使将其他可能与通货膨胀相关的变量——如产出缺口、油价上涨、实际利率、人口增长以及财政政策——考虑在内，也不会消失。即使在不同时期使用不同国家样本，将全球因素考虑在内，这个关系仍然存在。另一方面，婴幼儿（5岁以下）以及高龄老人（80岁以上）人数稀少，也不容易确定这些人的影响。

年龄—结构是造成大部分趋势通胀和约1/3的通货膨胀整体变化的原因。图1的U形模式值乘以相应年龄群体的人口比例，可以计算出每一年的影响，而且其影响很大：例如，其导致了20世纪70年代末到21世纪初，各国平均通货膨胀率下降了约5个百分点，这是整个时期内长期通胀率下降幅度最大的一次（见图2，左轴）。此外，人口结构变化似乎也说明了国家之间存在差异的原因。例如，美国趋势通胀波动比德国大，主要反映了美国人口结构变化更大（见图2，中图和右图）。

### 难题仍然存在

建立了年龄结构和趋势通胀之间的稳健关系之后，我们开始寻找证据来支持生命周期消费或投票者偏好的解释。

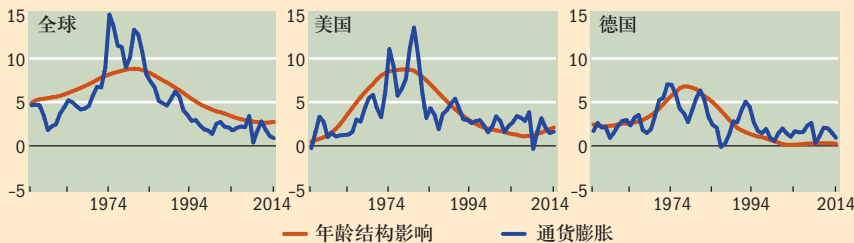
我们没有找到多少证据来证明这两种解释。U形模式打破了投票者驱动型解释的一个主要前提。我们发现，虽然很多年轻人还没有达到投票年龄，但是年轻人确实有巨大影响，我们还发现，老年人也会影响通货膨胀。这与现有政治经济模型背道而驰，因为现有政治经济模型认为老年人可以抑制通货膨胀。之所以得出老年人抑制通货膨胀的实证结果，是因为在分析中错误地忽略了年轻人的影

图2

### 通胀率波动

人口年龄结构,包括美国和德国的人口年龄结构,说明了20世纪70年代末到21世纪初平均通货膨胀率下降的主要原因。

(通胀率)



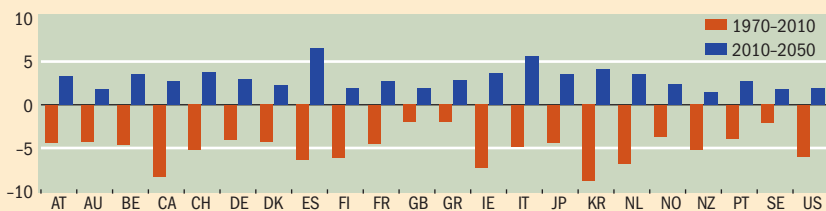
资料来源:作者的计算。

图3

### 转变

1970—2010年,人口年龄结构抑制了多个国家的通货膨胀,但是预计在2010—2050年将加剧通货膨胀。

(年龄影响的变化,百分点)



资料来源:作者的计算。

注:AT=奥地利,AU=澳大利亚,BE=比利时,CA=加拿大,CH=瑞士,DE=德国,DK=丹麦,ES=西班牙,FI=芬兰,FR=法国,GB=英国,GR=希腊,IE=爱尔兰,IT=意大利,JP=日本,KR=韩国,NL=荷兰,NO=挪威,NZ=新西兰,PT=葡萄牙,SE=瑞典,US=美国。估算结果来自于估算年龄群体对通胀的影响的模型以及联合国人口预测。橙色条柱反映了相对于1970年的通胀压力,2010年年龄结构造成的通胀压力变化(百分点)。蓝色条柱反映了2010年至2050年间的年龄影响。

响。欧元区小国的人口结构也会对通胀产生影响,因为这里的选民偏好不大可能影响全区货币政策。

如果年龄—结构的通胀效应不是对货币政策施加的政治压力的结果,这可能反映了央行没有完全注意到生命周期消费决策对均衡实际利率的影响。例如,随着婴儿潮一代的需求增加,20世纪60年代和70年代的均衡实际利率可能上升了——而且如果央行未将名义利率提高到足够的水平,那么结果就是当时的通货膨胀率高。然而,如果年龄结构代表了均衡实际利率,那么其本身就不会影响通货膨胀;只有偏离实际利率才会产生影响。然而,即使不考虑实际利率,通胀—年龄结构效应也存在。换句话说,均衡实际利率似乎并没有解释为什么人口年龄结构与通货膨胀和通货紧缩时期有关。

## 现实意义

尽管尚不清楚年龄—结构效应的起源,但是这个效

应确实存在,并且具有直接的现实意义。首先,它降低了基于市场的预期在通胀形成中的重要性。即使不考虑预期,我们也可以解释20世纪60年代和20世纪70年代末的通货膨胀以及随之而来的通货紧缩发生的部分原因。为了测试这一结果,我们估算了年龄结构对来自共识经济学公司(Consensus Economics)的次年通胀预测的影响,发现与图1的U形模式完全一致。

第二个相关意义是,因为年龄结构本身可以预测,所以趋势通货膨胀也可以预测。除非发生灾难,我们将知道未来20年将有多少人进入劳动力市场,因为这些人已经出生了。我们的估算结合了联合国人口结构预测,暗示年龄—结构效应将导致未来几十年仍处于通货膨胀的状态(见图3),或者更确切地说,必须提高实际利率来控制压力。我们估计,未来40年,在其他条件不变的情况下,受老龄化的影响,通货膨胀率将平均提高约3个百分点。虽然各国通胀上升幅度不同,但是所有国家都将面临着从通货紧缩压力到通货膨胀压力的变化。

人口年龄结构与趋势通货膨胀之间存在着密切联系,从而出现了一个现有理论无法完全解释的难题。

但是,这个难题必须解决。最早那批婴儿潮一代已经退休,一大波婴儿潮一代即将退休,这可能导致未来几年将会出现具有挑战性的通货膨胀环境。

迈克尔·尤塞里斯(Mikael Juselius)是芬兰银行高级经济师,艾洛德·塔卡兹(Elöd Takáts)是国际清算银行高级经济师。

本文基于2015年国际清算银行工作报告“Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?”

参考文献:

- Bullard, James, Carlos Garriga, and Christopher J. Waller, 2012, “Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation,” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December, Vol. 94, No. 6, pp. 419–39.
- Goodhart, Charles, Manoj Pradhan, and Pratyancha Pardeshi, 2015, “Could Demographics Reverse Three Multi-Decade Trends?” Morgan Stanley Global Research, September.