

一、研究背景

人口结构变化具有长期性、覆盖性和趋势性的特点。如果年龄能够影响风险态度，风险厌恶将作为中间渠道，使得人口年龄结构系统性影响金融市场风险结构。如果这种联系得以确立，其重要性体现在可以通过人口结构变化预测未来金融市场风险结构，“人”的因素甚至对未来金融产品市场和金融服务供给特征均产生深远影响。

主流经济模型的常数风险厌恶假设忽视了经济主体风险感知随年龄而变的可能性，可能导致刻画人口结构影响宏观经济的机制和效应偏差。因此本文致力于验证风险厌恶的时变性，并试图发现其在生命周期中的变化规律，从而提供金融市场风险结构调整的前瞻性信息。

二、研究思路与基本内容

本文试图研究风险厌恶的时变规律，搭建人口年龄结构与金融市场风险结构之间的桥梁。首先，建立理论模型刻画风险厌恶的时变特征。我们从微观主体决策中建立风险厌恶的时变函数，寻找影响风险厌恶变化的因素。其次，建立微观和宏观实证模型探寻风险厌恶时变特征的变化规律。微观层面我们运用 2011 年中国家庭金融调查(CHFS)数据，从主观、风险市场参与和投资组合构造三个角度刻画风险厌恶，通过建立有序 Logit 模型和 Tobit 模型分析并发现年龄与风险厌恶的关系，并通过半参数模型绘制年龄与风险厌恶函数。宏观层面运用世界银行世界发展指标数据库(WDI)、全球金融发展数据库(GFD)、健康营养与人口统计数据库(HNPS)数据讨论风险厌恶与年龄、人口年龄结构的关系，从宏观金融和行为视角重新审视常数风险厌恶假设。接着，我们更换数据库、采用分位数回归、更换特定金融危机时期样本进行稳健性检验。最后，进一步验证风险厌恶时变规律关于金融资产收益率的一个推论。

三、主要结论

实证研究发现风险厌恶在生命周期内也表现出时变特征。微观视角下风险厌恶受年龄正向影响，且影响程度单调上升；宏观视角下，平均年龄与风险厌恶同向变化。进一步考虑宏观人口年龄结构与风险厌恶发现，少年人口占比负向影响风险厌恶，中年和老年人口占比降低风险偏好，风险态度趋于保守。此外，金融资产收益率可以获得人口学角度的解释，少年人口占比将推高金融资产收益率，中年和老年人口占比则存在负向影响。这也同时验证了风险厌恶的时变规律。

四、汇报点评

该文运用微观和宏观数据，刻画和验证经济主体风险厌恶在生命周期中的时变特征。然而，本文数据较为片面，结论具有特殊性。在对风险态度的影响方面，年龄也许只是一个表

象的因素，藏在年龄背后的有知识水平的因素。而在中国而言，知识水平高低和年龄的这种相关关系比较明显，老年人不投资高收益率资产往往是由于不具备知识门槛，而不是厌恶风险。因此，文章应当对模型中的解释变量进行更严格的划分。