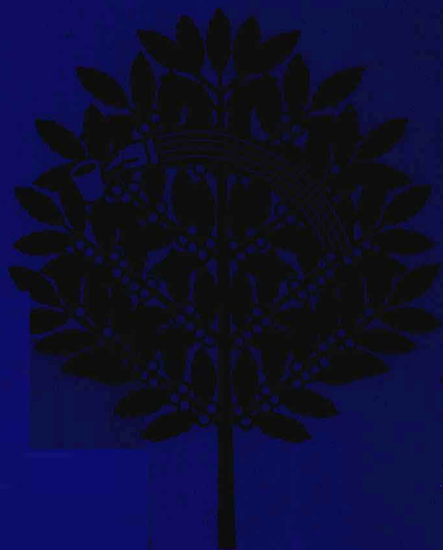


魏 玮 著

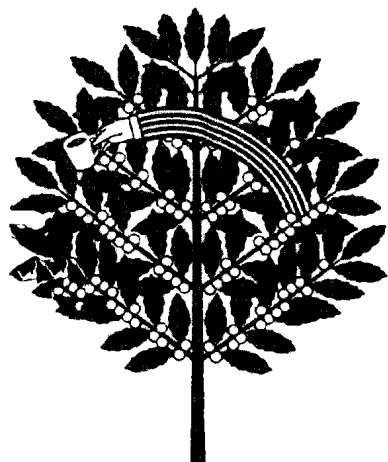
华·东·政·法·大·学·金·融·学·重·点·学·科·建·设·成·果



# 货币政策对房价波动的 区域异质性研究

 华东政法大学出版社

魏 玮 著



# 货币政策对房价波动的 区域异质性研究

复旦大学出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

货币政策对房价波动的区域异质性研究/魏玮著. —上海:复旦大学出版社,2011.6  
华东政法大学金融学重点学科建设成果  
ISBN 978-7-309-08517-4

I. 货… II. 魏… III. 货币政策-关系-房价-研究 IV. ①F821.0②F293.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 208110 号

**货币政策对房价波动的区域异质性研究**

魏 玮 著

责任编辑/孙程姣

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

常熟市华顺印刷有限公司

开本 787×960 1/16 印张 10.75 字数 147 千

2011 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-08517-4/F·1768

定价:25.00 元

---

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

# 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| <b>第一章 导论</b> .....                  | 1  |
| 第一节 选题背景 .....                       | 1  |
| 第二节 国内外研究现状及评述 .....                 | 4  |
| 第三节 研究目标、研究方法与技术路线 .....             | 15 |
| <b>第二章 货币政策对房价波动区域异质性的理论分析</b> ..... | 22 |
| 第一节 宏观调控与房地产经济周期波动原理 .....           | 22 |
| 第二节 我国货币政策传导机制与货币政策区域异质性 .....       | 28 |
| 第三节 货币政策对房价波动的利率传导机制 .....           | 38 |
| 第四节 货币政策对房价波动的信贷传导机制 .....           | 48 |
| 第五节 货币政策冲击下的区域房价动态调整模型 .....         | 57 |
| <b>第三章 货币政策对我国房地产市场的宏观调控历程</b> ..... | 65 |
| 第一节 货币政策调控房地产市场阶段划分及调控重点 .....       | 65 |
| 第二节 房地产市场利率政策分阶段演变及效应分析 .....        | 68 |
| 第三节 房地产市场信贷政策演变过程及效应分析 .....         | 72 |
| <b>第四章 我国房价波动区域异质性的经验证据</b> .....    | 85 |
| 第一节 计量模型与研究方法选择 .....                | 87 |
| 第二节 数据说明与变量平稳性检验 .....               | 88 |
| 第三节 房价波动异质性的实证分析                     |    |
| ——来自全国、区域及省市层面的证据 .....              | 92 |



|                                                  |     |
|--------------------------------------------------|-----|
| <b>第五章 货币政策对房价波动区域异质性的存在性检验</b> .....            | 98  |
| 第一节 数据说明与模型设定 .....                              | 98  |
| 第二节 货币政策对区域房价动态冲击效应的测度 .....                     | 102 |
| 第三节 货币政策工具对房价冲击的区域异质性分析 .....                    | 107 |
| <b>第六章 货币政策对房价波动区域异质性的产生原因</b> .....             | 112 |
| 第一节 货币政策对房价波动区域异质性产生原因之一：<br>来自房地产业经济结构的解释 ..... | 112 |
| 第二节 货币政策对房价波动区域异质性产生原因之二：<br>来自居民消费行为的解释 .....   | 123 |
| 第三节 货币政策对房价波动区域异质性的产生原因之三：<br>来自金融成长空间的解释 .....  | 129 |
| <b>第七章 研究结论、政策建议与未来展望</b> .....                  | 141 |
| 第一节 主要研究结论 .....                                 | 141 |
| 第二节 实行适度差异化的货币政策协调区域间房市发展的<br>建议 .....           | 143 |
| 第三节 未来研究方向 .....                                 | 149 |
| <b>参考文献</b> .....                                | 151 |
| <b>图表索引</b> .....                                | 164 |



# 第一章 导 论

## 第一节 选题背景

我国自 1998 年停止住房实物分配,逐步实行住房分配货币化以来,房地产市场爆发出惊人的潜力。2000 年后的房地产开发投资额以每年超出 20% 的速度增长,房地产销售额也以年平均超过 27% 的速度增长。根据国际经验数据,当一个产业的增加值占 GDP 的比重达到 6%~8% 时就已成长为支柱产业。2002 年我国房地产业对 GDP 的贡献率就已达到 6.47%,因此在次年的“国 18 号文”中首次明确将房地产业确立为国民经济的支柱型产业。此后,房地产开发投资额占全国 GDP 比重逐年攀升,至 2008 年年底已达到 10.17%,房地产业在国民经济中的支柱地位日益稳固。<sup>①</sup> 此外,与房地产的开发生产、交换、分配、消费各环节直接和间接关联的产业部门非常多,包括建筑、建材、装潢等,由此便决定了房地产业的产业关联度高、产业前瞻效应、后续效应和旁侧效应极为突出。房地产市场的巨大发展始终离不开金融行业的资金支持。目前我国房地产金融的主要形式仍是银行信贷,商业银行通过住房消费贷款、房地产开发贷款、建筑企业流动资金贷款和土地储备贷款等各种形式的信贷资金基本参与了房地产开发的全过程。2007 年年底,全国商业性房地产贷款余额已达 4.8 万亿元,同比增长 30.6%,占同

---

<sup>①</sup> 广东省房协市场分析课题组:《2008 年度广东房地产市场分析报告[EB/OL]》,广东房地产网站: <http://www.gdfdc.com/manag/HtmlUploadFile/2009213171311806.doc>。



期金融机构中长期贷款的 36.6%。<sup>①</sup>

正是由于房地产业资金集聚度高、产业链长的特点,使其成为各国政府在通货紧缩或通货膨胀阶段进行宏观调控所首先指向的重要产业之一。我国的人民银行从防范和化解金融风险、促进房地产市场健康发展的角度,一直对房价波动问题都给予了高度关注。20 世纪 90 年代以来,我国共进行了三轮较大规模的房地产市场调控,货币政策的实施也经历了紧缩—松动—紧缩的周期性变化。国家利用多种货币政策工具对房地产市场实行了反周期或顺周期的宏观调控:(1) 在 1993—1997 年,为了打击局部地区房地产市场投资过热,政府实施了坚定的货币紧缩政策,通过紧缩银根控制投资者的资金来源、直接干预房地产信用的信贷限额和信贷质量,很快抑制了房地产开发领域投资的过快增长。(2) 1998 年我国遭遇通货紧缩,国家实施了住房货币化改革,力图将住宅建设培育成为新的经济增长点。此时,货币政策放松了对于房地产开发贷款的要求以支持房地产市场的发展,同年,央行对商业银行的规模管理转变为资产负债比例管理,进一步加大住房信贷投入,并规定所有商业银行对购买自有普通住房的消费者都可以发放个人住房贷款,对个人住房信贷执行优惠利率。由于货币的超量发行( $M2/GDP$ )比率居高不下和人民币汇率的微小上调以及过去出台的刺激房地产需求的政策作用逐渐释放,造成这一时期全国各地房价一路攀升。(3) 2003 年以来部分地区房价持续过快上涨引起了央行的警觉,为了平抑房价,有效规范房地产市场的运行,政府以信贷供应控制和利率调整为突破口,逐步取消对于住房的优惠政策,控制社会资源流向房地产领域。2007 年一年内央行更是 10 次上调存款准备金率,13% 的存款准备金率达到了 1987 年以来的最高点。

然而对于全国一致性的货币政策,房地产市场的即期反应却显现出了一定的区域异质性。以近期的一轮宏观调控为例,2007 年内,央行通过 10 次上调存款准备金率,使得全国年末房价的整体涨幅得到有效



<sup>①</sup> 中国人民银行货币政策分析小组:《2007 年第四季度中国货币政策执行报告[EB/OL]》,中国人民银行网站: <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengce/huobizhengcezhixingbaogao/>。

抑制,10—12月,全国房屋销售价格环比涨幅分别为1.6%、0.8%、0.2%,呈逐月回落态势。东部一些代表性城市的房地产市场在越来越紧缩的货币政策调控环境中,年底均出现较明显降温。如2007年10—12月,上海市内环以内和内外环间的新建商品住房价格涨幅分别约为3%和2%,较6—9月涨幅分别回落6个百分点和9个百分点<sup>①</sup>。中部地区代表性城市的房价总体上对宏观调控的反应较温和,如郑州全年房屋销售价格环比涨幅基本保持在6个百分点,呼和浩特全年房屋销售价格基本保持水平。而西部地区一些城市的房价却在年底出现了逆势上扬的情况,如西安11月份的房屋销售价格环比指数达到了全年最高的涨幅3.7%,而兰州和西宁的环比价格指数也在10月份出现全年最高增长,分别为2.4%和2.3%。<sup>②</sup>

根据蒙代尔(1961)<sup>③</sup>的最优货币区理论,区域市场参与主体、区域金融结构以及通货膨胀率等因素的差异会导致货币政策调控效力的差异。房地产市场是典型的区域性市场,就直观而言,区域因素至少可以从以下两方面使货币政策对房地产市场的作用效力产生差异:首先,货币政策发生前各地区房地产市场的初始经济条件不同;其次,不同区域市场参与主体对货币政策反应的敏感度因区域不同而不同(Carlino and DeFina, 1999)。我国地域辽阔,东、中、西部地区参与房地产市场的市场主体的投资动机和风险承担能力的巨大异质性,在不同的房地产子市场上,金融运行规律也都有巨大的差异。但长期以来,学者们研究货币政策传导机制对房地产市场作用,均是以区域经济的同质性为理论前提的,并没有考虑区域发展差异对货币政策调控房地产市场效力的影响。那么,上述我国在紧缩货币政策环境下房价波动的区域异质性,究竟是由于各地房地产市场对货币政策反应的非平衡性所致,还只是受其他噪声干扰所表现出的某种巧合?在宏观调控过程中,央行往

① 中国人民银行营业管理部货币政策分析小组编:《2007上海区域金融运行报告》,2008。

② 数据来源:2007年9—12月份70个大中城市房屋销售价格指数表,国家发展与改革委员会网站, <http://www.sdpc.gov.cn/xwfb/>, 2008。

③ Robert A. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, 1961, 51(4): 657-665.



往会同时采用多种货币政策工具,那么,不同区域的房地产市场对不同货币政策工具的反应时间、速度、幅度又有何异同之处?造成我国不同区域房地产市场上,货币政策效力及其传导效率差异的深层次原因又有哪些?针对区域货币政策传导渠道效率的不同,是否能实施某种程度上的货币政策以达到房地产市场宏观调控的目标?为了更好的协调区域房地产市场间的发展,减少货币政策执行效率的损失,基于我国货币政策对区域房地产市场的效力异质性研究就成为迫切需要解决的现实和理论问题,本书旨在使用严谨的理论及实证分析方法对这些问题作出尝试性的回答。

本书参考国际上有关货币政策与房地产市场关系研究演进和实际发展,一方面吸收凯恩斯学派、货币学派和金融中介学派中合理的货币政策传导机制观点,分解出货币政策对房地产市场的影响渠道及作用机理;另一方面,将最优货币区理论和房地产市场供求理论有机结合,对货币政策在房地产市场上效力的区域差异进行大胆的推测和严密的演绎,是国内较早从区域房地产市场非均衡、最优货币区角度来研究货币政策对房地产市场的调控效力。此外,顺应社会科学研究的最新趋势,运用 HP 滤波法、VAR 模型、脉冲响应、方差分解等多种计量分析方法,从货币政策对区域房地产市场的冲击深度差异和冲击速度差异两个方面,验证货币政策对房地产市场效力区域异质性的存在。并在紧密联系中国房地产市场的区域发展特质的基础上,构建 Panel Data 模型挖掘造成房地产市场上货币政策传导效力区域差异的深层次原因,为该领域的研究思路和方法上作出一些前沿性的思考和探索。本书研究所用到的理论模型与定量分析方法有助于对货币政策对房价的传导机制理论与房地产微观主体行为理论的拓展。

## 第二节 国内外研究现状及评述

随着各国金融改革的深化,房地产及其上下游产业对金融体系的依赖度日益增强,有关货币政策效力、房地产市场方面的研究引起了



众多学者的关注。这主要是因为：首先，对房地产市场相关模型的构建已成为宏观经济预测的一个核心过程，它使人们能够了解房地产投资行为、房地产周期与公共政策之间的关系；其次，世界许多家的金融市场处在转轨改制的阶段，经过一系列放宽管制，提高市场化举措之后，货币政策究竟通过何种货币传导机制影响房地产市场的方方面面是值得重点研究的。相对而言，国外学者针对房地产市场和货币政策效力研究的经济学理论依据较为充分，分析架构的系统性较强，实证分析方法也比较新颖。而中国从 90 年代后期才开始关注货币政策对房地产市场的影响，初期主要倾向于宏观调控的研究及对国外研究的介绍和借鉴，近年的实证分析也较为丰富。下面就一些有助于系统地认识房地产市场、货币政策效力及区域经济的文献内容进行简要的梳理，以期为本书相对深入的理论研究与实证分析做好铺垫。

## 一、货币政策与房价波动关系研究

### （一）国外相关研究

国外有关货币政策对房地产市场影响的研究开展较早，理论与实证分析结合紧密。学者们大都从货币政策传导机制理论出发，定量测度货币政策对房地产市场的效力大小。在对实证结果的解释方面，较注重挖掘市场微观经济基础因素对货币政策效力的影响，如金融市场结构、房地产企业行为及个人偏好行为等。下文将按在文献中所使用的货币政策工具变量对其进行分类总结。

#### 1. 货币供给量与房地产市场关系的研究

William D. Lastrapes(2002)<sup>①</sup>利用美国 1963.1—1999.8 的月度数据表明，货币供给量 M1 的正向冲击会造成房价和房屋销售量短期的上升，随后，他们用了—个基于资本需求的住宅市场动态一般均衡模型来解释这一现象。

<sup>①</sup> William D. Lastrapes, The Real Price of Housing and Money Supply Shocks: Time Series Evidence and Theoretical Simulations, *Journal of Housing Economics*, 2002(11).

## 2. 利率与房地产市场关系的研究

Bernanke 和 Gertler(1995)<sup>①</sup>分析得出,房地产投资对短期利率冲击反应通常强烈而且持续,但是对于长期利率动态反应却不是这样,而长期利率实际上应该是促进房地产消费的主要因素。房地产投资对长期利率的反应比对短期利率的反应小,而且恢复很快。Matteo 和 Raoul(2003)<sup>②</sup>通过 VAR 模型分别研究了芬兰、瑞士和英国的货币政策冲击在房产价格波动中的作用,结果表明,在金融自由度越高的市场上,房价对利率冲击的反应越大而且越持久。Hafmann(2003)<sup>③</sup>考察了 16 个国家的 Panel 数据得出了短期银行贷款与房价有双向因果关系的结论。

## 3. 信贷与房地产市场关系研究

Matteo 和 Raoul(2003)利用 VAR 模型分析了芬兰、德国、挪威和英国的房地产市场后得出结论,信用传导渠道的有效性与房地产市场的结构特征相关。他们的跨国比较研究同时表明,信用渠道(银行借贷)与房地产市场的融资效率和借贷机构的形态有关。他们还分析了金融自由化对货币政策和房产价格之间联系的影响,建立了一个在信用约束下小型开放经济的简单模型,该模型显示金融自由度越高,利率对房产价格的冲击就越大。Gergely Kiss 和 Gabor Vadas(2005)<sup>④</sup>利用匈牙利的面板数据进行实证研究结果表明房价的财富效应很明显,货币政策通过信贷渠道对房价产生了影响。

### (二) 国内相关研究

从国内看,中国从 90 年代后期才开始关注货币政策对房地产市场的影响。近几年的实证分析较多,但均是侧重于对某一货币政策传导

① Bernanke. Ben S., Gertler Mark, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives*, 1995(3).

② Matteo Iacoviello, Raoul Minetti, The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence from the Housing Market, Boston College Department of Economics, *Boston College Working Papers in Economics* 541, 2003.

③ Hofmann, Boris, Bank Lending and Property Prices: Some International Evidence, *HKIMR Working Paper*, No. 22, 2003.

④ Gergely Kiss, Gabor Vadas, The Role of The Housing Market in Monetary Transmission, *The Magyar Nemzeti Bank's Background Paper*, 2005(2).

渠道的研究,较缺乏系统性。皮舜(2004)<sup>①</sup>在中国 1997—2003 年间房地产市场与银行信贷市场的月度数据基础上,建立了两个市场之间相互作用的误差修正模型(ECM 模型),发现中国房地产市场的发展与银行信贷市场的发展在长期和短期都存在着双向线性因果关系,得出房地产市场与银行信贷市场具有一定程度的共生性的结论。孙力军、孙力彬(2006)<sup>②</sup>通过对 2000 年第 1 季度至 2006 年第 1 季度的广义货币供给量 M2 和房价之间关系的考察,认为央行当前调控货币供应量的政策措施将在 9 个月到 12 个月后对房价产生影响。张涛、龚六堂等(2006)<sup>③</sup>运用协整方程,研究了 2002—2005 年中国房地产均衡价格,他们的结论表明按揭贷款实际利率每上升 1%,房价则下降 0.024%。

但并不是所有学者都对货币政策调控房地产市场效果持肯定态度。Qi Liang, Hua Cao(2007)<sup>④</sup>使用高阶自回归分布滞后(ARDL)模型对我国 1999 年第 1 季度—2006 年第 2 季度的数据分析表明,利率并非调控房价的有效工具。易宪容(2004)<sup>⑤</sup>认为,传统的中央银行的信贷收缩货币政策无法从根源上解决投资过热问题;央行难以通过推动利息调整来纠正房地产扭曲的资金价格。

## 二、货币政策区域异质性研究

货币政策是以调节总需求和总供给的宏观政策,但在一个大的经济体中,由于区域经济发展水平和微观主体构成的异质性,使得统一的货币政策在各地区的执行过程,可能产生不同的效果。国际上从 20 世纪四五十年代就开始关注货币政策对不同区域的影响差异。而关于统一货币政策执行效果的地区性差别的讨论,最多的是与欧元区 and 欧洲

① 皮舜:《中国房地产市场与金融市场的 Granger 因果关系分析》,《系统工程理论与实践》,2004 年第 12 期。

② 孙力军、孙力彬:《我国货币政策调控房价的效果分析》,《济南金融》,2006 年第 10 期。

③ 张涛、龚六堂、卜永祥:《资产回报、住房按揭贷款与房地产均衡价格》,《金融研究》,2006 年第 2 期。

④ Qi Liang, Hua Cao, Property Prices and Bank Lending in China, *Journal of Asian Economics*, 2007(18).

⑤ 易宪容:《银行加息对抑制投资过热的有效性分析》,《财经理论与实践》,2004 年第 7 期。



中央银行联系在一起。

### (一) 国外相关研究

#### 1. 货币政策区域异质性的存在性检验

国外从 20 世纪四五十年代就开始关注货币政策对不同区域的影响差异, Scott<sup>①</sup> 早在 1955 年就通过图示比较了不同行政地区和不同组别银行的自由储备的时间变动, 结果表明公开市场操作在从中心市场向周边其他地区传导的过程中存在重要的时滞现象。19 世纪 70 年代中期以后, 伴随着信息经济学、制度经济学的发展, 理论界对货币市场不完美性在货币政策传导过程中所起的作用有了新的理解, 国外出现了研究货币政策区域异质性的热潮并取得了丰硕的成果。Garrison 和 Chang(1979)、Beare(1976)、Mathur 和 Stein(1980)、Garrison 和 Kon(1983) 等学者, 运用圣路易斯模型回归居民收入(或就业)与政府税收、政府支出以及联邦货币, 来分析货币政策的区域影响。Carlino 和 DeFina(1996, 1998a, 1998b)<sup>②</sup> 的研究中, 用 SVAR(Structural Vector Autoregression Models) 对美国 48 个州 1958 年 1 季度—1992 年 4 季度的数据进行了分析, 他们选择各州的实际个人收入作为被解释变量, 把联邦基金利率作为衡量货币政策的指标。统计结果表明, 联邦基金利率 1 个未预期到的百分点增加, 各州实际收入趋于下降, 最大的响应出现在政策冲击后的第 8 个季度。但是, 各州对货币政策反应的差异是明显的。响应最大的密歇根州要比响应最小的奥克拉哈玛州超出 2.73%, 而各州平均响应程度是 1.16%。大湖地区的各州对货币政策冲击的响应最大, 而西南地区各州的响应最不灵敏。Owyang 和 Wall(2003)<sup>③</sup> 通过对美国 8 大经济区的分析表明, 各地的生产总值、个人收入、失业率和通货膨胀率面对同一货币政策做出的反应及其程度存在显著差异。

随着欧洲经济与货币联盟的发展, 学者们对欧洲中央银行统一的

① Scott. William A, Reliability of Content Analysis: The Case of Nominal Scale Coding, *Public Opinion Quarterly*, 1955(19).

② Carlino. Gerald and DeFina. Rober, The Diferential Regional Effects of Monetary Policy — evidence From the U. S. States, Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Working paper*, 1998.

③ Owyang, M. T., H. J., Wall Regional Disparities in the Transmission of Monetary Policy, FRB St Louis, *Working paper*, 2003.

货币政策是否会在成员国产生不同效果进行了思考。Huchet(2003)<sup>①</sup>对欧洲货币联盟(EMU)中各国经济对单一货币政策反应进行了研究,结果发现,只有未预期到的单一货币政策冲击才会对欧洲各国的经济产生影响,而扩张货币政策与紧缩货币政策的冲击存在地理上的非对称性。法国、德国、西班牙和奥地利对未预期到的紧缩货币政策反应更加敏感,而比利时和意大利则对未预期到的扩张货币政策反应更加敏感。由于使用线性(Linearity)与非线性(Non-Linearity)两种分析方法得出的结论不同,对荷兰与芬兰的分析则是不确定的。

学者们还证明了货币政策区域异质性不仅在大国内部存在,在一些小国家的内部也同样存在。Arnold. J. M. 和 E. B. Vrugt(2002)<sup>②</sup>对荷兰的研究也表明了货币政策存在区域异质性差异的问题。Fielding 和 Shields(2005)<sup>③</sup>对南非共和国 9 个省 1997—2005 年的研究表明,购买力平价理论(PPP)不太可能对同一个货币区不同地区的所有商品都成立,货币政策变化会对各地区的相对价格水平产生巨大且持续的影响。

## 2. 对货币政策区域异质性产生渠道的研究

国外有关货币政策区域异质性产生原因的研究在规范和经验研究两方面都在不断发展过程中,尽管不同的学派采用了不同的理论基础和分析方法,但是其中的原因分析都集中表明货币政策区域异质性与货币政策的传导渠道密切相关。

根据货币政策传导渠道的不同,我们将其分为三类进行总结:第一,利率渠道对货币政策区域效力的解释。Britton 与 Whitley(1997)<sup>④</sup>承担的英格兰银行的一项研究表明贷款利率渠道的趋同与否对统一货

① Mariyne Huchet, Does Single Monetary Policy Have Asymmetric Real Effect in EMU?, *Journal of Policy Modeling*, 2003(25): 151-178.

② Ivo J. M. Arnold, Evert B. Vrugt. Regional Effects of Monetary Policy in the Netherlands, *International Journal of Business and Economics*, 2002, 1(2).

③ Fielding, David and Shields, Kalvinder, The Impact of Monetary Union on Macroeconomic Integration; Evidence from West Africa, *Economica*, 2005, 72(288).

④ Britton, Erik, John Whitley, Comparing the Monetary Transmission Mechanism in France, Germany, and the United Kingdom: Some Issues and Results, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 1997(37).

币政策的非对称效力将产生根本性的影响。针对 EMU 成员国的多项研究证实了利率渠道对各国的冲击存在明显的异质性这一理论观点。第二,信贷渠道对货币政策区域效力的影响。Kashyap 和 Stein(1997)<sup>①</sup>等人认为货币政策传导的微观机制差异是造成单一货币政策效力差异的主要原因,他们通过对 EMU 各国金融中介的差异、企业和居民户的负债水平和结果等因素导致欧元区各国单一货币政策的信贷传导渠道的国别差异进行了分析,发现信贷传导渠道在意大利较为显著,而在法国、德国和荷兰等国的作用却相对不那么明显。Owyang 和 Wall(2003)对美国 8 大经济区的研究表明利率渠道和信贷渠道都对美国货币政策区域异质性有一定的解释力。第三,汇率渠道对货币政策区域效力的影响。Gergopoulos(2001)<sup>②</sup>对加拿大中央银行货币政策区域异质性进行了实证研究,发现也存在区域异质性。但是无论是存在小样本偏差问题的小样本检验,还是采用省级月度就业数量的大样本分析,都没有证实利率渠道、信贷渠道和汇率渠道对货币政策区域异质性的解释能力。

目前,国外有关货币政策传导渠道对房地产市场的区域异质性的研究还很少,Michael 和 Scott(1999)<sup>③</sup>通过建立 HAVAR 模型,证明了地区异质性在货币政策对地区房地产市场影响中的重要性。模型将全国性的货币政策与区域房地产市场结合分析,并对货币政策的时滞性做出了解释。

### 3. 货币政策区域传导渠道效率的影响因素研究

Carlino 和 DeFina(1996,1998a,1998b)<sup>④</sup>的研究表明货币政策区域异质性和制造业产值份额正相关,小企业的集中程度对其没有显著的

① Kashyap, Anil K, Jeremy C. Stein, The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implication for European Union, *Economic Perspectives*, 1997.

② George Georgopoulos, Measuring Regional Effects of Monetary Policy in Canada, *International Advances in Economic Research*, 2001(7).

③ Michael Fratantoni, Scott Schuh, Monetary Policy, Housing Investment and Heterogeneous Regional Markets, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?Abstractid=214870>, 1999(10).

④ Carlino G. erald and DeFina. Rober, The Diferential Regional Effects of Monetary Policy — evidence From the U. S. States, Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Working paper*, 1998.

影响。而小银行的集中程度会降低各州对货币政策冲击的反应灵敏性。Owang 和 Wall (2003)<sup>①</sup>对比研究了美国 1960—2002 年以及 1983—2002 年的两组样本发现,在由货币政策引起的经济衰退中,经济衰退深度(Depth)的区域差异和银行部门的集中度相关,而经济衰退总成本的区域差异和工业构成(制造业比重)相关。Ivo J. M. Arnold 和 Evert B. Vrugt(2004)<sup>②</sup>运用 VAR 模型和 IFR 实证检验了德国 1970—2000 年利率冲击对地区产出的影响。他们发现在德国,货币政策的区域异质性与产业的组成结构相关,而和企业规模和银行规模不相关。此外,他们还考察了荷兰 1973—1993 年货币政策的区域异质性。运用地区 and 行业相结合的方法(Region Sector Combinations)证实了荷兰各地区之间存在的货币政策区域异质性和工业构成相关,而利率系数的差异主要是由行业效应造成的。此外,他们还从欧盟最大的 5 个成员国中选择了 58 个地区,研究发现这些地区之间存在显著的区域异质性,这种效应和区域的产业构成高度相关。

## (二) 国内相关研究

对于货币政策效果的地区差异研究,国内还处在对差异现象的归纳总结阶段,实证研究还很少。学者们的定性研究主要涵盖了以下三方面内容:(1) 对中国货币政策区域异质性的产生原因的分析与总结。覃道爱(2004)<sup>③</sup>认为中国货币政策效应地区差别是基于以下几个原因:各具特色的经济体系和经济发展水平的差异、居民收入水平和企业组织规模的差别、各地金融机构经营状况、金融服务组织体系的完善程度、金融市场的发育程度以及经济货币化程度和对资金吸纳能力的不同。周孟亮、王凯丽(2006)<sup>④</sup>认为投资、消费利率敏感性、经济开放程度、企业融资结构、微观主体金融努力度等的区域差异是我国货币政策

① Owang, M. T., H. J., Wall Regional Disparities in the Transmission of Monetary Policy, FRB St Louis, *Working paper*, 2003.

② Ivo J. M. Arnold, Evert B. Vrugt, Firm Size, Industry Mix and the Regional Transmission of Monetary Policy in Germany, *German Economic Review*, 2004. 5(1).

③ 覃道爱:《货币政策效应在欠发达地区有弱化的趋势》,《海南金融》,2003 年第 9 期。

④ 周孟亮、王凯丽:《货币政策传导机制理论中的结构因素及其应用分析》,《中央财经大学学报》,2006 年第 1 期。



传导过程及其效果区域差异化的主要影响因素。(2)对特定区域实施一定差别的货币政策的必要性、可行性的论证。如,张志军(1999)<sup>①</sup>指出,随着我国东西部经济转轨不同步性状况的加剧,统一的利率政策与存款准备金政策等不利于地区经济的协调发展,因此有必要对其进行调整。孙天琦(2004)、田雨(2005)从统一货币政策如何关注区域经济发展不平衡的角度,提出了在货币政策统一性前提下,货币政策工具部分内容区域差别化处理的可能性与必要性。(3)对如何实施区域异质性货币政策的措施建议。如,李成和赵鹏(2002)、周立和王子明(2002)、肖建国(2004)、周好文和钟永红(2004)等国内学者均认为我国货币政策需要向欠发达地区倾斜。骆玉鼎(1998)<sup>②</sup>以最优货币区理论为基础,认为在我国这一区域经济发展非均衡的统一货币区域内,必须借助于政府的宏观调控手段,例如用行政手段规定非政府信用的流向和流量,直接利用政府信用弥补非政府信用的缺口,或者为非政府信用的定向投放提供某种诱导和担保。

在实证研究方面,王剑、刘玄(2005)<sup>③</sup>根据1997年1月—2004年8月的样本数据对货币政策传导的地区差异问题作实证研究,结论表明东部地区在货币政策传导速度和深度上都大大优于中西部地区。丁文丽(2005)<sup>④</sup>使用了基于菲利普斯-罗利坦的动态分布滞后模型,协整关系检验和因果关系检验表明我国各区域之间的信贷供给量与经济增长、物价稳定之间的影响关系确实存在着较为显著的差异,从而证实了货币政策存在区域异质性。宋旺和钟正生(2005)<sup>⑤</sup>以最优货币区理论为基础研究了货币政策区域异质性,使用了M2为货币政策衡量指标的VAR模型和IFR检验,从静态和动态两个角度对此进行的定量分

① 张志军:《中央银行应注意金融调控的地区差别性》,《理论研究》,1999年第6期。

② 骆玉鼎:《区域经济发展不平衡与货币总量调控的局限性——最适货币区理论对宏观政策选择的启示》,《中央财经大学学报》,1998年第3期。

③ 刘玄、王剑:《货币政策传导地区差异:实证检验及政策含义》,《财经研究》,2006年第5期。

④ 丁文丽:《转轨时期中国货币政策效力的区域差异研究》,中国社会科学出版社2005年版。

⑤ 宋旺、钟正生:《我国货币政策区域异质性的存在性及原因——基于最优货币区理论的分析》,《经济研究》,2006年第3期。

