

基于金融生态环境主体 异质性对货币政策区域效应的分析

王东明 黄飞鸣*

摘要:金融生态环境中微观主体的异质性和主体所处环境的差异决定了货币政策存在区域效应。依据新、后凯恩斯主义和新制度经济学的相关研究,本文以信贷渠道为切入点,从地区间金融生态环境的差异和银行、企业的异质性视角,探析区域效应的微观形成机理,并运用SVAR模型实证检验了1985-2008年中国货币政策区域效应的存在性和形成原因。实证研究表明:金融生态环境中政府对经济的主导以及制度与诚信环境和各地区货币政策的产出脉冲响应峰值相关系数最高,股份制商业银行所占比重和法治环境指数相关性也较高,表明金融生态环境差异和银行异质性是我国货币政策区域效应形成的重要因素,前者尤为显著。此外,地区间企业特征差异也是导致区域效应的因素。

关键词:异质性 货币政策 区域效应 金融生态环境

一、引言

在单一货币区内,由于区域间经济结构差异等因素会导致货币政策的区域效应,对此相关研究基本形成共识。如Campa和Gonzalez(2002)对欧元区的研究、Uhlig(2009)对美国的研究、Fielding和Kalvinder(2005)对南非的研究;宋旺和钟正生(2006)、卢盛荣和李文溥(2009)对中国的研究均证实了区域效应的存在性。

货币政策区域效应问题的争议主要在其形成原因上。概括起来,主要有两种解释:一是从宏观层面出发,以最优货币区理论或者货币政策有效性理论为基础,认为区域效应的形成原因是区域间在经济一体化水平的差异或地区总供给与总需求曲线的差异,具体表现为区域间经济结构(或经济周期)的差异(Berben, et al., 2004; 宋旺、钟正生, 2006);二是从微观层面出发,以新、后凯恩斯主义相关理论为基础,认为区域间银行(金融)结构的差异是区域效应产生的主要原因(Rodriguez - Fuentes and Dow, 2003; 卞志村、杨全年, 2010)。两种观点均认为区域效应问题的分析应从货币政策传导机制的差异入手,前者相对重视对导致利率传导渠道有效性差异的影响因素分析,后者着重分析货币政策信贷传导渠道效率差异的影响因素。最优货币区理论将区域效应归于区域间经济一体化水平的差异,但缺乏对微观经济个体行为的分析,使得货币政策自身的作用得不到体现,否定了研究本身的意义;新、后凯恩斯主义强调了信息不完全条件下银行在货币政策传导中的作用,并从微观基础出发分析区域效应问题,强调了微观主体——银行以及借款人的异质性对货币政策的重要影响,但其研究缺乏一般均衡分析,尤其是后凯恩斯主义的相关理论缺乏统一的分析框架,内部尚存在分歧,也忽视了其他部门对货币政策的影响,如制度因素的重要性等。

*王东明,上海立信会计学院金融学院,邮政编码:201620,电子信箱:wangdongming408@126.com;黄飞鸣,江西财经大学金融学院,邮政编码:330013,电子信箱:feimhuang@gmail.com。

本文受国家自然科学基金项目“金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究”(项目编号:71263017)、教育部人文社会科学研究青年基金项目“中国经济动态效率检验与扩大居民消费需求研究”(项目编号:11YJC79063)、国家自然科学基金项目“银行信贷资源配置对我国经济增长效率和稳定性的影响机理研究(项目编号:71363017)”、上海高校青年教师培养资助计划“上海市银行业结构与信贷资金配置研究”(项目编号:ZZLX13005)的资助。感谢匿名审稿人的建设性意见。当然,文责自负。

所以,本文依据新、后凯恩斯主义和新制度经济学的相关研究,并结合我国货币政策主要传导渠道是信贷渠道的现实情况,在强调信息不完全和不确定性环境的重要性基础上,从金融生态环境差异、银行异质性等因素来对货币政策区域效应进行研究。本文结合货币传导的“上游”和“下游”——商业银行和企业的微观特征,先从理论上分析货币政策区域效应的微观形成机理。在此基础上,利用SVAR模型估计了1985—2008年^①期间金融生态环境、银行异质性和企业状况等因素对我国货币政策区域效应的影响程度,实证检验了金融生态环境差异和银行异质性在区域效应形成过程中的重要性,最后提出缓解区域效应的现实选择和长期出路。

二、文献综述和理论分析

Kashyap 和 Jeremy (1997) 以及 Woodford (2010) 的研究指出,影响货币政策信贷渠道效率的因素有三个:(1)不同类型银行(例如不同商业银行在资本约束、存款依赖度等方面的差异)抵消冲击对贷款影响的能力;(2)不同借款人(企业)对银行融资的依赖度;(3)借贷双方达成交易的可能性。因此,银行和企业及其所处的金融生态环境将会影响信贷渠道传导效率及其在不同区域的最终效果。

(一)金融生态环境与信贷渠道有效性

金融生态环境是指与金融机构实现利益和规避风险密切相关的经济环境、政策环境、法律环境、信用环境等,这些因素相互联系,共同构成一个有机系统。金融生态环境中,最基本的规则是信用、法律制度,它包括完善有效的法律体系、健全的信用体系(李扬等,2005)。而货币政策的有效性不在于货币政策本身,而取决于其发挥作用的环境和条件,这决定着货币政策传导渠道是否畅通。因此,除了关注中央银行、商业银行和企业等主体行为外,法律制度、信用和政府政策行为等环境因素也是影响货币政策有效性的重要因素。

法律制度对信贷的影响机制在于,在银行和企业发生纠纷时,能够保证债权人有效地执行契约,减少银行的损失,从而降低信贷配给水平,增加信贷规模,提高货币政策的有效性。若一个国家或地区法律保护较差,会降低银行信贷规模、缩短贷款期限和提高利率(Bae and Goyal, 2009)。法治质量的提升,会降低居民和企业的信贷成本,增加居民的信贷可得性,并有助于降低企业的信贷约束以及获得更多的信用贷款(魏锋、沈坤荣, 2009),进而提高银行的贷款意愿。所以,不同区域法制环境的差异会使得货币政策最终效果不同。具体到区域效应问题,La Porta 等(1998)等人指出,由于司法制度的差异,信贷配给的可能性会有所差异。法国式司法制度下信贷权利的重组和流动相对较难,而德国则相对更有效。因此,信贷配给在这些国家发生的可能性相比德国要大些,货币政策冲击效应也比德国强。Cecchetti (1999)在指出欧元区货币政策传导机制的差异来源于金融结构的差异的同时,认为其金融结构的差异是由于其法律体系的不同。只要法律体系的差异存在,金融结构和货币传导机制的差异就将会一直存在。

与发达国家不同,对法律等正式制度尚不健全的发展中国家而言,信用等非正式制度的影响尤为重要,正式制度的缺陷可以通过非正式制度的运行得到弥补。完善的信用体系可以减少经济中的摩擦,降低交易成本,并有助于信贷合约的达成。此外,完善的信用体系有助于减少机会主义行为,减少不确定性,降低银行的甄别成本和监督成本,扩大信贷供给。因此,在信息共享条件下,信用本身具有价值,从而成为社会资本,使得(中小)企业的信用水平和企业社会资本具有较为明显的正相关关系(贺学会等, 2008;陈晓红、吴小瑾, 2007)。具体到信用在信贷渠道是否发挥作用,涉及银行信用与商业信用之间的关系。虽然学者们对银行信用与商业信用之间是存在互补关系还是替代关系有不同见解,但多数研究则表明它们之间是此消彼长的替代关系。

此外,地方政府作为相对独立的经济利益主体,对货币政策传导有着重要影响。出于自身绩效考虑,地方政府会通过“属地型干预”、“诱逼型干预”和“控制型干预”来影响商业银行的信贷量,促使当地经济目标的实现,并将国有银行分支银行视为“第二财政”,从而在“干预”货币政策传导中获取利益。这种干预是蕴含着深刻的政治和经济原因的,并且地方政府“干预”货币政策传导具有长期性。由于受政府梯度发展战略等因素的影响,我国不同地区经济市场化程度存在明显差距,而这种差距的存在导致不同地区的政府和非政

^①由于2009年至2010年的“四万亿”刺激计划,信贷和货币供应量均为非常态增长,故研究样本区间截止到2008年。

府主体参与经济体制变迁的市场激励程度不同,从而其对货币政策传导过程的干预程度存在不同,成为区域效应的一个诱因(王爽,2009)。

(二) 银行异质性与信贷渠道传导效率

不同类型的银行对货币政策的反应存在差异,规模小、流动性差、资本化程度较低的银行往往受政策冲击较大,进而地区间的商业银行异质性会导致区域效应问题。Owyang 和 Wall(2003)发现银行的规模是导致美国八大经济区的货币政策效应差异的因素之一。Dow 和 Montagnoli(2007)也认为不同区域金融条件的差异是导致英国区域效应差异的原因,具体表现为区域的金融结构、银行行为,尤其是信贷市场的差异。延续这一思路,索彦峰和陈继明(2008)对我国进行了实证检验,发现紧缩性货币政策能减少商业银行贷款供给,但不能有效地约束商业银行的信贷扩张,不同银行的贷款下降幅度均没超过 1%。不同类型的银行在货币政策传导过程中有着差异化作用,其中规模特征是影响银行信贷对货币政策异质性反应的重要因素(徐明东、陈学彬,2011;王毓、胡莹,2011)。刘胤和张宗益(2013)利用 System-GMM 方法考察我国城市商业银行特征差异对贷款决策的影响,并重点分析了银行各项特征变量在城市商业银行应对货币政策负面冲击中所起的作用。因此,商业银行发展阶段和结构差异等原因会使得货币政策的实际效果出现区域差异。

除了银行自身特征外,银行业结构也会影响区域信贷供给,进而影响货币政策信贷传导效率。垄断银行业结构相比竞争性银行业结构而言,会降低信贷规模对货币政策的敏感程度,导致货币政策效果不明显。银行业集中程度的提高,增强了银行缓冲中央银行调控政策的能力,弱化了货币政策对宏观经济的影响。钱雪松(2008)借鉴了 Bolton 和 Freixas(2006)的方法,结合公司债市场不发达和垄断性竞争的银行业结构,对我国的实证检验认为,商业银行数目越多,竞争越激烈,一方面信贷规模对货币政策变化的反应愈敏感,另一方面相同强度货币政策引致的银行信贷规模变化越平滑。所以,在不同的银行业结构下,面对不同的货币政策,银行的反应会有所不同。

(三) 企业特征的差异与信贷可获得性

企业作为资金的需求方,信贷可获得性影响其投资和消费的变化,影响着货币政策信贷传导渠道的最终效果。不同类型企业对银行融资的依赖程度不一样,具体依赖程度取决于企业的融资结构和融资能力等因素,这些因素包括企业规模和资产负债结构等。

企业规模是影响其信贷可获得性的重要因素。小企业只能依赖本地银行信贷融资,而大企业可以通过股市等其他手段融资。另外,在信息不完全情况下,小企业受信贷配给的影响较为突出,大企业往往有几家银行的信贷支持,而小企业则更多依靠一家银行,从而使得其对银行贷款的依赖程度高,而大企业的依赖程度相对较低。因此,企业规模相对较小的意大利等国货币政策通过借款人净值渠道发挥的效果更强。Owyang 和 Wall(2003)的实证结果也表明企业规模的区域特点是导致美国货币政策产生区域效应的原因之一。除了规模因素外,资产负债结构也是影响其信贷可得性的重要因素,一些流动性问题的企业如有限融资来源的企业等更容易受货币政策影响。

在我国,中小企业对货币政策比较敏感,尤其是中型企业最为敏感。曾海舰和苏冬蔚(2010)发现在我国银行体系可贷资金变动主要影响小公司、民营化程度高的公司以及担保能力弱的公司,而大公司、国有化程度高的公司以及担保能力强的公司不容易受到影响。而其对我国区域效应形成的影响,企业规模和产权性质是货币政策传导存在地区差异的主要因素之一(刘玄、王剑,2006)。

三、本文研究假设

在信贷渠道中,银行是货币政策传导的“上游”单位,企业是“下游”单位,金融生态环境则决定着传导过程的“河道”畅通与否,所以货币政策的信贷渠道效果依赖微观主体和传导环境的特征。在我国,不同地区间在微观层面——商业银行异质性、金融生态环境差异和企业状况等方面有着明显的差异,会导致货币政策的区域效应问题,这是本文研究的现实背景。结合前面理论分析和我国实际情况,笔者提出以下 3 个假设。

假设 1:在其他条件不变的情况下,某地区金融生态环境越优,则货币政策效果越强。即法治环境、制度与诚信环境以及政府对经济的主导与货币政策的有效性呈正相关。

我国地区金融生态环境存在明显差异,根据刘熠辉和陈晓升(2011)对 2009-2010 年地区金融生态环

境的评级来看(如表1),我国东部地区省份的金融生态环境明显优于中西部地区。具体到各省份看,排在前三位的地区是上海、江苏和北京,其评级指数在0.715以上;最后三位分别为青海、贵州和甘肃,得分仅为0.3左右,仅为前面三省市的40%。可以看出,不同地区之间的金融生态环境差异十分明显。

表1 中国地区金融生态环境综合评分(2009-2010年)

省份	得分	省份	得分	省份	得分	省份	得分	省份	得分	省份	得分
上海	0.743	山东	0.541	云南	0.423	海南	0.361	江苏	0.724	辽宁	0.494
吉林	0.422	黑龙江	0.353	北京	0.715	四川	0.489	湖北	0.416	山西	0.338
浙江	0.661	安徽	0.467	宁夏	0.416	青海	0.333	广东	0.632	湖南	0.457
内蒙古	0.394	贵州	0.331	福建	0.622	河南	0.436	广西	0.387	甘肃	0.296
重庆	0.610	河北	0.432	陕西	0.378	天津	0.590	江西	0.428	新疆	0.361

数据来源:刘熠辉、陈晓升,2011:《中国地区金融生态环境评价(2009-2010)》,社会科学文献出版社,第74页。

在银行的信贷决策中,影响其贷款能力的因素除了资产负债结构等客观因素外,金融生态环境会通过影响各种不确定性因素,来影响银行的信贷风险和信贷成本,从而影响银行的贷款意愿,进而间接影响到其放贷行为。良好的金融生态环境可以缓解信息不对称、减少机会主义、降低交易成本和便利交易等,这对于处于转轨时期的中国而言更为重要。因此,我国金融生态环境的差异可能是影响信贷渠道效率的重要因素。由此,本文首先假设地区金融生态环境越优良,即法制环境、信用环境和政府对经济的干预等指标越好,则该地区货币政策有效性越高。

假设2:在其他条件不变的情况下,某地区股份制商业银行比重越高,则货币政策的效应越强;某地区国有商业银行比重越高,则货币政策效应越弱。

我国地区间银行业的异质性明显存在,以银行业市场集中度为例,集中度较高的省份如上海和福建等2011年的CR₄值为34.8%和35.5%,属于低集中寡占型市场;而集中度较低的省份,如青海和贵州为54.5%和44.4%^①,属于中集中度寡占型市场,地区间银行业市场结构差异显著。此外,银行业金融机构的区域分布差异存在显著差异(见表2),四大国有商业银行在不同地区的经营机构个数、从业人数和资产总额占比等指标上,东部地区均具有明显优势。而全国性股份制商业银行分布的地域性更为明显。我国全国性商业银行实行的是总分行制,其总行全部位于东部地区,如北京、上海、广州、深圳和福州等,其分支机构也集中于东部地区,其他地区分布较少。以2011年光大银行为例,其总共开设有34家一级分行,其中17家位于东部地区,占据了将近60%,而中部、西部和东北部地区只有6家、7家和4家,在中西部地区基本只有省会城市才设立分行。

表2 2011年末银行业金融机构地区分布

	机构个数占比(%)	从业人数占比(%)	资产总额占比(%)
东部地区	39.0	43.7	60.2
中部地区	24.0	21.3	14.6
西部地区	27.3	24.0	17.9
东北地区	9.7	11.0	7.2

数据来源:《2011中国区域金融运行报告》,http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/601/index.html。

在信息不对称的条件下,银行的异质性使得其外部融资的能力和风险管理态度会有所差异,从而对其发放贷款的能力影响也会不同,造成其对货币政策反应的截面性差异。在我国,存在国有商业银行、全国性股份制商业银行等不同类型银行,国有商业银行具有规模较大、资本充足率高和流动性强等特点,其受货币政策冲击往往较小。而股份制商业银行规模相对较小,流动性较差,受货币政策变动影响较大。因此,国有商业银行比重越高的地区,其货币政策的有效性越弱;股份制商业银行比重较高的地区,其货币政策效应较强。即假设2可简化为,货币政策的有效性与区域内国有商业银行比重成反比,与股份制商业银行的比重成正比。

假设3:在其他条件不变的情况下,某地区大型企业比重越高,货币政策效果越弱;中小型企业比重越高,货币政策效果越强。

^①各省份银行业集中度指数CR₄是依据《2011中国区域金融运行报告》相应省份分报告中的相关数据计算得出。

我国东部地区非公有企业发展迅速,各类企业有序蓬勃发展,中小型企业 and 非公有制企业已成为当地经济发展的重要动力,而中西部地区仍以国有和集体企业为主。以 2011 年非国有企业和集体企业固定资产投资额占总投资额的比重来看,东部地区的江苏、浙江分别为 79% 和 75%,西部地区的甘肃、青海占比只有 47% 和 53%^①。货币政策对不同类型的企业影响不同,大企业由于融资渠道多,融资成本低,对银行的依赖程度较低,加上受信息不对称影响较小,是银行的优质客户,受政策影响较小,支出变化也相对较小。而中、小企业的情况则相反,其融资渠道较为单一,同时由于规模小等因素导致贷款成本高,风险难以观测,受信息不对称的影响也较大,是银行眼中的“边缘借款人”,遭受信贷配给情况较严重,从而受到货币政策的影响也较大。因此,大型企业集中的地区,货币政策有效性会较弱;中小型企业集中的地区,其货币政策效果会较为显著。

四、数据描述与实证检验

(一) 区域划分、变量选取和数据描述

研究区域问题,区域划分是研究的前提和重要问题。中国人民银行从 2004 年开始发行的《中国区域金融运行报告》和《中国统计年鉴》从 2006 年开始在按区域划分的国民经济和社会发展主要指标等时采取四区域的划分方法:东部地区、中部地区、西部地区和东北部地区,能够反映我国区域经济发展的现实情况,本文选用此种划分方法。此外,考虑到数据收集和实证结果的可对比性,选取不同区域代表性省份来分析它们对货币政策反应的差异。这样既能体现不同区域间的差异性,又能从一定角度分析区域内省份个体的差异。四个区域的具体省份和选取的代表性省份为:东部地区选取浙江和天津为代表性省份;中部地区选取河南;西部地区选取宁夏和青海;东北地区则选取吉林。

由于我国利率尚未实现市场化,利率浮动仍受到很多因素的制约,因而选取货币供应量 $M2$ 作为货币政策的代理变量。此外,本文主要通过信贷渠道分析货币政策的区域效应,选择区域内各省份的实际国内生产总值(GDP)、居民消费价格指数(CPI)和实际贷款余额($LOAN$)作为货币政策的反应变量。为消除异方差问题,除 CPI 外,各变量取对数,分别记为 $\ln(M2)$ 、 CPI 、 $\ln(GDP)$ 和 $\ln(LOAN)$ 。在区域效应影响因素指标选取上,以各地区股份制商业银行资产总额在银行业金融机构资产总额中所占比重和国有商业银行资产总额在银行业金融机构资产总额中所占比重,来衡量地区间银行业异质性和银行业结构状况。在金融生态环境方面,采用中国社会科学院地区金融生态环境课题组的评价指标(李扬等,2007),分别从法治环境、政府对经济的主导程度^②和制度与诚信环境三个方面来衡量,相关数据源自《中国地区金融生态环境评价(2006 - 2007)》。而在企业方面,分别选取不同类型的工业总产值所占比重来反映地区间企业结构的差异。

模型样本区间的选择考虑到我国货币政策的实践历史和数据的可得性,本文选取区间为 1985 - 2008 年的年度数据,样本点为 24 个。数据源自《新中国 60 年统计资料汇编》、历年《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》、《中国区域金融运行报告》、各省统计年鉴和中国地区金融生态环境评价报告等;文中的实际 $M2$ 、实际 GDP 和实际 $LOAN$ 均由名义值剔除全国和各省区市 CPI (以 1985 年为基期)得到,全部数据备案。

(二) 实证检验

实证分析的逻辑如下:首先,对各变量进行平稳性检验,检验建立 VAR 模型的前提;然后,对变量进行 Granger 因果检验,确定变量间的因果关系,并以此对关系矩阵施加约束;其次,建立 SVAR 模型,对比分析各区域不同省份间的 SVAR 模型脉冲反应的差异,分析区域效应的存在性问题。最后,以各地区脉冲反应的峰值和影响因素进行相关性分析,检验具体因素的影响状况。计量分析使用 Eviews6.0 软件。

1. 平稳性检验

首先对各变量进行平稳性检验。选取 ADF 方法对时间序列进行单位根检验。这里,ADF 检验最大滞后阶数选 4,以 SIC 值最小为准则。原假设为变量具有单位根,对原变量的检验发现都有单位根,而一阶差分后除东部地区 $\ln(GDP)$ 为 10% 的显著水平下通过,其他变量均在 5% 的显著水平下通过,表明这些变量都是一阶单整的。

^① 各省份非国有企业和集体企业固定资产占投资总额的比重数据,根据《中国统计年鉴(2012)》相关数据计算得出。

^② 政府对经济的主导包括两个方面:政府作用方式的转变和政府作用程度的变化,具体分项指标为政府对资源的掌控、政府对企业的干预、政府规模和效率、政府诚信。

2. Granger 因果检验

在各变量是一阶单整的基础上,运用 Granger 因果检验,来检验变量间的因果关系。检验滞后阶数为 1 阶、2 阶和 3 阶。选取经济发展水平差异较大的浙江和宁夏为代表性省份,在 10% 的可信度下,实际 M2 增长率是实际 GDP 和 CPI 的 Granger 原因,但与实际 LOAN 的相互因果关系则不显著。

真实 LOAN 的变动不是真实 GDP 变动的 Granger 原因。有区别的是:真实 LOAN 是 CPI 变动的 Granger 原因,在宁夏较为显著,而在浙江则不稳定,表明信贷的变动可能在中西部地区表现为价格的波动,而在东部地区不明显,说明不同区域在价格的反应上存在差异。

前面的检验表明, $\ln(M2)$ 、 $\ln(GDP)$ 和 $\ln(LOAN)$ 经过差分处理的时间序列是平稳的,并且变量间存在一定的因果关系,可建立差分平稳 SVAR 模型。综合考虑 SIC 准则和保证模型的稳定性(所有根模的倒数都位于单位圆内),确定模型滞后阶数为 2 阶,建立稳定的 SVAR 模型,使用 Choleski 分解次序: $D\ln(GDP)$ 、 $DCPI$ 、 $D\ln(LOAN)$ 、 $D\ln(M2)$ 。本文模型中包含 4 个内生变量,从而需要施加 6 个约束条件来识别,约束条件为:(1)真实 GDP 增长率对当期真实 M2 的变化没有影响;(2)真实 GDP 增长率对当期贷款额的增长率没有影响;(3)当期真实贷款额增长率对当期真实 M2 的变化没有影响;(4)当期 CPI 的变化对真实 GDP 增长率的变化没有影响;(5)当期 CPI 的变动对真实 LOAN 增长率的变化没有影响;(6)当期 CPI 的变动对真实 M2 增长率的变动没有影响。

3. SVAR 模型及估计结果

给定真实 M2 增长率的一个标准差的冲击,不同区域和省份间的真实 GDP 增长率和 CPI 的反应表现出了明显的差异。如图 1 所示,各区域代表性省份真实 GDP 增长率的响应在反应强度和持续性上存在明显区别。东部地区各省份对货币政策反应均较为明显,以浙江和天津为例,它们的反应强度均较大,在第二期达到反应峰值,分别为 0.0382 和 0.0237^①,远高于另外三个区域的代表性省份。在持续性方面,其反应在第二期达到峰值后逐步降低,衰减速度较慢。此外,东部地区各省份反应情况相似度较高,均与浙江和天津较为相似。中部地区各省份在反应强度和持续性上均弱于东部地区,大概也在第二期达到反应峰值^②,河南的峰值为 0.0148,并在第四期后转弱为负。西部地区总体反应较弱,而且省份间存在一定差别。西部地区内蒙古和四川两个省份对货币政策反应较为强烈,略强于河南,而其他省份则如宁夏和青海。一方面,反应强度弱于其他地区,宁夏和青海的反应峰值分别为 0.0044 和 -0.0042,青海的总体反应均为负值,而且其衰减速度很快,多数省份从第三期开始均衰减为负值^③。东北地区在反应强度上和中部较为相似,反应强度一般,而在反应的持续性上则与西部地区相似,衰减速度很快,也是在第三期较弱为负。

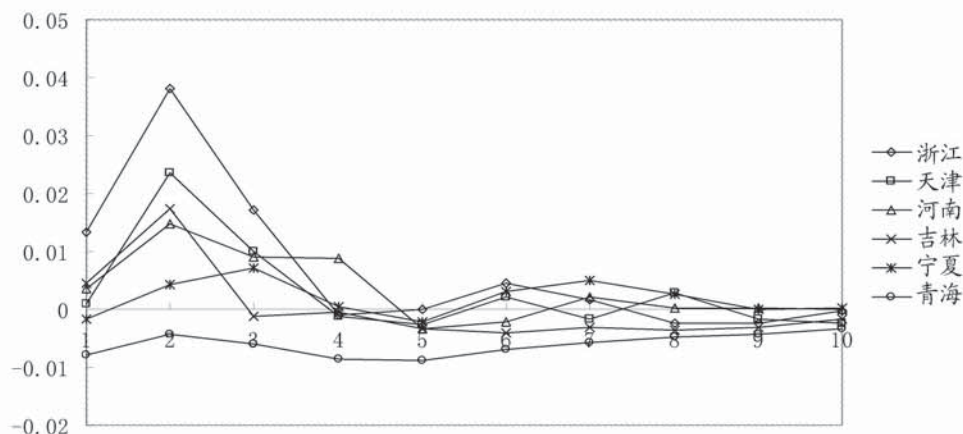


图 1 各省份真实 GDP 增长率对真实 M2 增长率的脉冲响应图

①本文中一些省份反应峰值的具体数值来自脉冲反应表,表格在文中略。

②中部地区安徽反应峰值出现在第三期。湖南在货币政策反应的持续性上有所不同,主要表现为其衰减速度较快,在第三期即衰减为负值,且其后均为负值。

③西部地区除了四川、陕西等有明显反应外,广西、宁夏、云南、新疆、甘肃和内蒙古等只有微弱的正向反应,而青海、贵州等省份的反应均为负反应。

而 CPI 的脉冲响应,无论在强度上,还是在持续性上,其区域间的差别不明显。各地区省份在反应强度上,东部地区稍微大些,中部和东北地区较弱,西部地区表现最弱,但其差别程度远不如真实 GDP 的反应差异(如图 2)。在政策效果的持续性上,各省份 CPI 大概在第三期达到峰值后,均快速衰弱,到第四期降到零附近,其后转为负值,可以看出,在持续性上各省份表现较为一致。

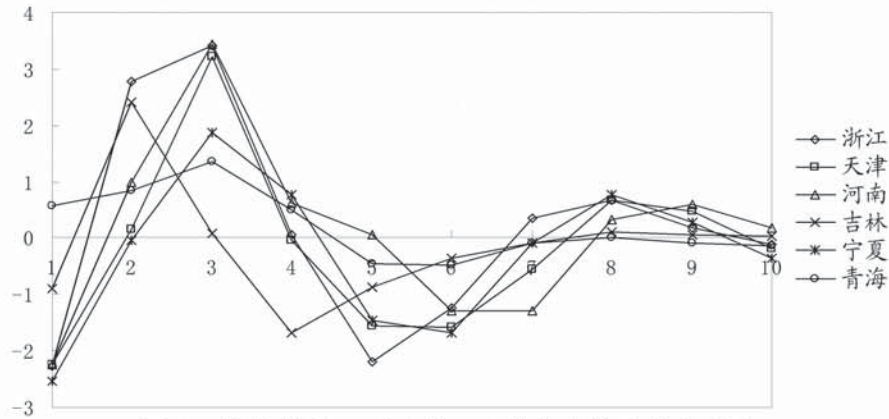


图 2 各省份 CPI 对真实 M2 增长率的脉冲响应图

4. 相关性分析及结果

对于区域效应形成原因的分析,是基于 SVAR 模型的相关分析——以脉冲响应累计值或峰值与相关解释因素作相关性分析,来判断相关因素对区域效应的影响状况。对我国 29 个省区市^①构建 SVAR 模型,通过脉冲反应函数得到各省区市的产出反应的响应峰值,以此作为货币政策区域效应的反应值,然后分别与银行业、金融生态环境和企业等代理指标进行相关性分析。

具体检验结果如表 3 所示,不同地区产出的响应峰值和相关影响因素的相关系数的符号与理论预期相符合。在当前较少研究的金融生态环境方面,地区间的货币政策效果表现出高度的正相关关系。各地区产出的响应峰值与政府对经济的主导、制度与诚信环境、法治环境的相关系数分别为 0.8729、0.7678 和 0.5276,说明在我国货币政策传导过程当中,金融生态环境对各地区的传导效率有着最为显著的影响,是我国区域效应形成的最重要因素。在银行业方面,货币政策效应与各地区股份制商业银行比重相关系数为 0.6272,两者相关程度较高,表明股份制商业银行的比重越高,货币政策效应越显著。响应峰值与国有商业银行所占比重呈反向关系,但相关程度较低。笔者认为,原因在于除了国有商业银行外,城市商业银行和农村信用社等银行业机构与国有银行的管理体制等方面相似,造成其对货币政策反应也较为迟钝,使得国有商业银行比重与响应峰值的相关系数绝对值较低,但可以看出商业银行管理水平的提高可以强化货币政策效应。从企业视角来看,中、小型企业所占比重与产出响应峰值为正相关关系,与大型企业比重则为负相关关系。

表 3 各地区响应峰值与解释变量的相关系数

解释变量	衡量指标	相关系数
银行	股份制商业银行业比重	0.6272
	国有商业银行比重	-0.1025
企业	大型企业比重	-0.4757
	中型企业比重	0.2196
	小型企业比重	0.5632
金融生态环境	法治环境	0.5271
	制度与诚信环境	0.7678
	政府对经济的主导	0.8729

①29 个省区市分别是安徽、湖北、河南、山西、江西、湖南、黑龙江、辽宁、吉林、内蒙古、广西、贵州、宁夏、青海、陕西、四川、云南、新疆、甘肃、河北、海南、浙江、天津、上海、北京、江苏、福建、广东和山东。

五、主要结论与政策建议

传统的货币政策理论着重从宏观总量角度讨论货币政策效应问题,这有利于突出重点,简化分析。但现实中,货币政策效应是由众多的相关微观主体的行为综合决定的。货币政策在货币政策传导过程中,微观主体的异质性和传导环境的差异性,使得货币政策的最终效果有着显著不同。本文基于金融生态环境和微观主体的理论分析和实证检验表明:

1. 金融生态环境差异是我国货币政策区域效应形成的最重要因素。货币政策的传导过程涉及范围极广,有银行和企业等金融生态主体,也有信用环境、法治环境和政府干预等金融生态环境因素,这些因素的差异都会对货币政策传导效果造成影响。银行和企业都是处于特定环境中的,在不同的金融生态环境下,其信贷和投资等行为会有所不同。实证表明,金融生态环境的差异是导致我国区域效应的最重要因素。在金融生态环境较好的地区,由于其良好的法治信用环境和政府对经济的干预程度低,促进了信贷市场规模的扩大,降低了信贷市场配给程度,同时提高了信贷资产质量,进而导致货币政策信贷传导渠道的效果较好。

2. 银行异质性或区域银行业结构不同是导致我国货币政策区域效应的重要因素。我国金融体系属于银行主导型,银行在经济发展中一直扮演着举足轻重的角色。在信贷渠道依然是我国货币政策主要传导渠道的情况下,银行在货币政策传导过程中的重要性十分突出。在我国,相对于四大国有商业银行而言,股份制商业银行规模相对较小、资本充足率水平低、管理机制灵活,使得其会对货币政策的反应较为灵敏和强烈。实证表明,在股份制商业银行比重较高的地区,对货币政策的反应更为强烈。

3. 企业状况差异也是影响我国货币政策区域效应的因素之一。企业作为资金需求者,是货币政策传导过程中的最后环节,其信贷获得的可能性决定其投资支出,投资支出变化情况决定着货币政策对实体经济的最终效果。通常来讲,中小企业受政策变动影响大,而大企业受到的影响小。所以,在中小企业集中的地区,货币政策传导效率较高,而大企业集中的地区,货币政策的最终效果相对较差。

在探析区域效应形成原因的基础上,为缓解区域效应问题,需要适度的差异化货币政策操作。在我国,实施货币政策的区域差异化操作必须坚持货币政策的统一性,保证中央银行统一制定的货币政策的畅通传导和有效贯彻。因此,除了实施差异化信贷政策和灵活运用各种数量型货币工具外,笔者认为缓解区域效应的短期对策在于:组建区域性商业银行,完善区域金融结构。如支持组建区域性商业银行、增加政策性银行对落后地区的扶植力度、促进落后地区相关金融市场发展等。而长期出路在于改善区域金融生态环境。区域金融生态环境的改善,可以降低信贷配给程度,畅通货币政策传导机制,提高货币政策的有效性,促进资金在不同地区的自由流动。但区域金融生态环境的改善是一个系统工程,除了中央银行等金融部门的努力外,还需要相关政府部门和政策的配合。这在短期内难以实现,需要通过各方长期的共同努力。

参考文献:

1. 卞志春、杨全年,2010:《中国货币政策效应的区域性配给均衡分析》,《金融研究》第9期。
2. 陈晓红、吴小瑾,2007:《中小企业社会资本的构成及其与信用水平关系的实证研究》,《管理世界》第1期。
3. 贺学会、王海峰、王小曼,2008:《企业信用行为与失信惩戒机制:一个基于信用资本的分析框架》,《金融研究》第10期。
4. 李扬、王国刚、刘煜辉,2005:《中国城市金融生态环境评价》,人民出版社。
5. 李扬、王国刚、刘煜辉,2007:《中国地区金融生态环境评价(2006-2007)》,中国金融出版社。
6. 刘玄、王剑,2006:《货币政策传导地区差异:实证检验及政策含义》,《财经研究》第5期。
7. 刘煜辉、陈晓升,2011:《中国地区金融生态环境评价(2009-2010)》,社会科学文献出版社。
8. 刘胤、张宗益,2013:《银行异质性、信贷决策与货币政策传导:基于城市商业银行的经验研究》,《当代财经》第1期。
9. 卢盛荣、李文溥,2009:《中国地区间货币政策效应双重非对称性研究》,《数量经济技术经济研究》第2期。
10. 钱雪松,2008:《公司金融、银行业结构和货币传导机制》,《金融研究》第8期。
11. 宋旺、钟正生,2006:《我国货币政策区域效应的存在性及原因——基于最优货币区理论的分析》,《经济研究》第3期。
12. 索彦峰、陈继明,2008:《资产规模、资本状况与商业银行资产组合——于中国银行业面板数据的分析》,《金融研究》第6期。
13. 王爽,2009:《货币政策区域效应差异化的诱因:政府行为》,《金融发展研究》第3期。
14. 王毓、胡莹,2011:《我国银行类型对货币政策传导影响机制差异化研究》,《中南财经政法大学学报》第3期。
15. 魏锋、沈坤荣,2009:《所有制、债权人保护与企业信用贷款》,《金融研究》第9期。

16. 徐明东、陈学彬,2011:《中国微观银行特征与银行贷款渠道检验》,《管理世界》第5期。
17. 曾海舰、苏冬蔚,2010:《信贷政策与公司资本结构》,《世界经济》第8期。
18. Bae, Kee - Hong, and Vidhan K. Goyal. 2009. "Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans." *Journal of Finance*, 64(2): 823 - 860.
19. Berben, Robert - Paul, Albero locarno, Julian Mogan, and Javier Walles. 2004. "Cross - country Differences in Monetary Policy Transmission in Central Banks Models." ECB Working Paper, No. 400. Available at <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp400.pdf>.
20. Bolton, P. , and X. Freixas. 2006. "Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism." *The Review of Financial Studies*, 19(3): 829 - 870.
21. Campa, José Manuel, and Jose M. González Minguez. 2002. "José Manuel. Differences in Exchange Rate Pass - through in the Euro Area." IESE Working Paper, No. D/479.
22. Cecchetti, S. G. 1999. "Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism." NBER Working Paper 7151.
23. Fielding, David, and Shields Kalvinder. 2005. "Asymmetries in the Effects of Monetary Policy: The Case of South Africa." University of Otago Economics Discussion, No. 050903.
24. Dow, Sheila, C. , and Alberto Montagnoli. 2007. "The Regional Transmission of UK Monetary Policy." *Regional Studies*, 41(6): 797 - 808.
25. Kashyap, A. K. , and C. S. Jeremy. 1997. "The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implications for the European Monetary Union." *Economic Perspectives*, 9(21): 2 - 18.
26. La Porta, R. , F. Lopez - de - Silances, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. "Law and Finance." *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113 - 1155.
27. Owyang, Michael, T. , and Howard J. Wall. 2003. "Regional Disparities in the Transmission of Monetary Policy." Federal Reserve Bank Working Paper, April 29.
28. Rodriguez - Fuentes, C. J. , and C. S. Dow. 2003. "EMU and the Regional Impact of Monetary Policy." *Regional Studies*, 37(9): 969 - 980.
29. Uhlig, Harald. 2009. "Monetary Policy in Europe vs the Us: What Explains the Difference?" NBER Working Paper 14996.
30. Woodford, M. 2010. "Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis." *Journal of Economic Perspectives*, 24(4): 21 - 44.

Regional Effects of Chinese Monetary Policy: A Study Based on the Subject Heterogeneity of Financial Ecological Environment

Wang Dongming¹ and Huang Feiming²

(1: The Department of Finance, Shanghai Lixin University of Commerce;

2: School of Finance and Statistics, Jiangxi University of Finance and Economics)

Abstract: Subject heterogeneity and different financial ecological environment decide the formation of regional effects of monetary policy. Based on the theory of New Keynesian economics, Post Keynesian economics and new institutional economics, regarding the credit channel as the breakthrough point, the paper analyzes micro - mechanism of regional effects of monetary policy based on the heterogeneity of banks and enterprises and the differences of financial ecological environment. It tests on the existence and formation reasons of regional effects of Chinese monetary policy from 1985 to 2008. The results indicate: The correlations between the government's leading system, credit environment of local economy and the regional impulse response peak of monetary policy are the highest; the correlations between regional banking structure and legal environment are also higher. It means that different financial ecological environment and the heterogeneity of bank are important factors for the formation of Chinese regional effects of monetary policy, and the former is more significant than the later. What's more, the difference of regional enterprises' type is also the formation factor of regional effects of monetary policy.

Key Words: Heterogeneity; Monetary Policy; Regional Effects; Financial Ecological Environment

JEL Classification: E52, G21

(责任编辑:彭爽)