

# 市场利率对住房按揭贷款的传导效应研究

钟春平 田 敏

## 一、文献综述

### (一)市场利率与银行贷款利率:传导机制及其作用方式

从理论层面来看,市场利率能否影响银行贷款定价,本质上是在检验货币政策传导效率。在经典理论模型研究中,大部分学者假定金融市场是完善的,货币政策传导是有效的,即政策利率能够与货币市场、债券市场及信贷市场利率实现正向联动(Berger和Udell,1992)。如当货币政策收紧时,央行会提高政策利率,市场能够对政策利率形成快速反应,这会进一步影响存贷款利率确定,最终对实体经济进行有效调控。一旦金融市场发展不完善,贷款利率无法根据政策利率或市场利率快速调整,即发生“利率黏性”,其本质反应的是市场利率对贷款利率传导不畅,即利率传导机制存在“梗阻”(Santos和Winton,2008;Demiroglu等,2022)。

整体上来看,发达国家有更完善的金融市场和利率体系,不同市场之间的利率关联性很强,其利率传导效率远高于发展中国家,因而早期研究重点在利率变化如何影响实体经济中的产出和投资等,鲜少关注不同层次之间的利率传导(Taylor,1995;Di Maggio等,2017)。近年来,全球宏观环境的动荡和不确定性显著削弱了美国和其他发达经济体政策利率对长期利率的传导效果,这促使学术界重新审视了不同层次利率之间的传导效率(Dougal等,2015;Demiroglu等,2022)。Demiroglu等(2022)对企业信贷利率的黏性进行了深入分析,他们指出,尽管政策利率的变化对银行的资金成本有直接影响,但商业贷款利率的变动往往滞后,表现出一定程度的黏性。这种黏性可能源于银行与贷款人之间的私人信息不对称,信息不对称增加了银行的风险评估成本,从而影响了贷款利率的灵活性和对政策利率变化的响应速度,最终导致银行在调整贷款利率时更为谨慎。同样,政策利率能否影响住房按揭贷款利率也非常重要,但相关研究却有限。

近年来在国际学术研究中提及市场利率和房地产利率相关问题的是Justiniano等(2022)。他们提出了类似“格林斯潘难题”(Greenspan,2005)<sup>①</sup>的“住房抵押贷款难题”,即国债利率与房地产利率没有同步变动,而是出现了突然、持续的大规模脱钩。他们认为,这是美国次贷危机产生的重要原因之一。由于在中国并没有出现次贷危机,也罕有房贷不能偿还的例子,本文侧重于对每一笔贷款的利率进行挖掘,并且侧重于从货币政策的传导机制角度分析利率之间的关联度。

### (二)中国不同层次利率传导的机制及其效应

作为一个转型新兴市场国家,中国受到制度约束及市场扭曲的影响,货币政策利率传导渠道

<sup>①</sup> 另格林斯潘感到困惑的是,2004—2006年,联邦基金利率(FFR)从1%上升至5.25%,而长期国债利率却没有随着美联储的紧缩政策而上升。

并不通畅(易纲,2021)。自2013年以来,中国金融市场进入快速变革期,利率市场化进程加快,基准利率对贷款利率的影响逐渐弱化,政策利率对贷款利率影响是否显著增强呢?马骏等(2016)构建了动态随机一般均衡模型来考察政策利率对市场利率、债券利率确定带来的影响,发现不同市场之间的利率传导并不顺畅,制度和政策因素会在不同程度上弱化利率传导有效性。但他们的研究以理论分析和模型构建为主,其结论依赖模型刻画和参数设置,缺乏利用宏微观数据进行实证分析。

近年来,部分学者结合宏观数据对政策利率和银行贷款利率之间的关系进行了实证检验。郭豫媚等(2018)结合机构贷款加权平均利率数据探讨了政策利率对贷款利率所产生的影响,发现贷款浮动利率放开后,货币市场利率对贷款利率的传导效率显著提升,基准利率对金融机构贷款利率的影响有所减弱。其研究主要是基于金融机构贷款加权平均利率,虽然宏观数据具有全局优势,但也使得很多实际信息被平均化。整体上来看,结合微观数据探究贷款定价及利率传导效率的文献并不多见。钱雪松等(2015)利用279家上市公司共744个样本的委托贷款数据,分析了货币政策对企业借款利率的影响,发现市场利率在政策利率和企业借款利率之间存在显著中介效应,他们的研究为利率传导的有效性提供了更为细致的经验证据,但样本量相对有限,且主要落脚于企业这一借贷主体。整体来看,相较于企业贷款利率,缺乏对普通消费者作为信贷市场的重要参与者的关注,其信贷行为对是扩大内需、推动市场活力的关键。

尹振涛等(2023)利用国内某头部助贷机构50万借款人的消费信贷数据,实证考察了货币市场利率对居民消费信贷利率所产生的影响,发现数字化背景下我国货币政策利率能够有效传递至居民消费信贷利率。该研究在一定程度上弥补了现有研究对居民贷款定价问题关注的不足,但其主要聚焦于非正规金融机构的贷款定价问题,且并未进一步区分消费信贷的类型。事实上,居民消费信贷中占比最大的是住房信贷,其占比一度高达71%<sup>①</sup>,且其定价机构主要是商业银行等正规金融机构。因而,基于我国商业银行微观调查数据分析住房按揭贷款的定价问题具有重要的现实意义。

### (三)文献述评

贷款定价一直是学术界和政策部门关注的热点问题,本文对相关问题进行了详细的总结和梳理,但仍存在可进一步探讨的地方:第一,现有分析多以发达国家作为主要研究对象,较少关注中国这样处于快速发展和转型时期的国家,国内部分文献虽尝试研究利率传导效率问题,但多聚焦于政策利率对货币市场利率或债券市场利率的影响,对市场利率如何影响银行贷款利率定价并不多见。

第二,随着利率市场化进程不断推进,少数文献开始关注市场利率对银行贷款定价所产生的影响,但多聚焦于政策利率在企业贷款定价中的作用,对中长期住房贷款定价缺乏关注,且囿于微观数据的可获得性较低,现有文献多选择宏观加权平均利率水平来量化贷款利率,导致很多实际信息被平均化,无法窥见利率传导的真实状况。

第三,在分析传导效率的影响因素时,现有文献仅聚焦于对制度因素的研究,缺乏对宏观经济环境和市场条件等内外部因素的深入探讨,对于传导渠道的分析也相对缺乏。

<sup>①</sup> 中国人民银行:《金融机构贷款投向统计报告》。

二、稳健性检验和异质性分析

(一)核心解释变量的替换和样本周期调整

附表 1 稳健性检验：替换解释变量和调整样本周期

稳健性检验 1：替换解释变量				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>
L.Tyields20y	0.164*** (24.12)	0.010*** (8.40)		
L.shibor30			0.006* (1.67)	-0.011*** (-17.95)
常数项	9.753*** (19.56)	-0.491*** (-5.61)	13.525*** (32.72)	-0.253*** (-3.33)
微观控制变量	是	是	是	是
宏观控制变量	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
样本量	40617	40617	40617	40617
R <sup>2</sup>	0.337	0.541	0.323	0.545
稳健性检验 2：调整样本周期				
	利率市场化改革阶段		利率市场化深化阶段	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>
L.Tyields	0.086** (2.16)	0.040*** (6.01)	0.202*** (24.98)	0.041*** (24.92)
常数项	112.731*** (14.43)	-1.606*** (-14.37)	20.224*** (36.09)	3.161*** (27.87)
微观控制变量	是	是	是	是
宏观控制变量	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
样本量	5909	5909	34708	34708
R <sup>2</sup>	0.347	0.597	0.408	0.409

注：\*\*\*、\*\*和\* 分别表示统计量在 1%、5% 和 10% 的水平下显著，括号内为 t 统计量。下同。

(二)不均衡样本的欠抽样处理

附表 2 中第(1)~(2)列呈现了欠抽样处理后月度数据缩减至 1000 个观测值的实证结果。从实证结果可知,经过欠抽样处理后,原始样本量有一定的缩减,但抽样后的样本并没有对基本结论产生影响。如第(1)列所示,在对宏观层面和微观层面的变量同时进行控制之后,市场利率对住房按揭贷款定价存在正向显著的影响,系数值为 0.189,在 1% 的系数水平下显著,同样符合 $\beta_1>0$ 但 $\beta_1<1$ 的研究假说。第(2)列显示的是市场利率对住房按揭贷款利率浮动的影响,系数值为 0.012,在 1% 的水平下显著,与基准回归结果相吻合。第(3)~(4)列呈现了欠抽样处理后月度数据缩减至 500 个

观测值的实证结果,其回归系数分别是0.197和0.020,皆在1%的水平下显著,与基准回归结果相吻合。由此可知,经过欠抽样处理后的结果与基准回归中的结果相一致,即商业银行在对住房按揭贷款定价时会部分参考市场利率。

附表2 稳健性检验:不均样本的欠抽样处理

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>
<i>L.Tyields</i>	0.189*** (27.78)	0.012*** (10.19)	0.197*** (23.68)	0.020*** (13.48)
常数项	9.057*** (18.81)	-0.626*** (-7.38)	7.585*** (14.02)	-1.112*** (-11.99)
微观控制变量	是	是	是	是
宏观控制变量	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
样本量	33497	33497	20333	20333
R <sup>2</sup>	0.321	0.549	0.295	0.586

### (三)异质性分析

附表3是按照银行所有制和地区差异进行分样本回归,以检验正文部分异质性检验的有效性。通过结合似无相关检验(suest)发现,其p值在1%的水平下显著,说明拒绝了分样本组间不存在差异的原假设。总体来看,无论选择哪种检验方式,虽然不同分组之间的影响程度存在显著差异,但市场利率对住房按揭贷款利率都存在显著的正向影响。

附表3 分组回归结果

	银行所有制				地区差异			
	贷款利率		贷款利率浮动		贷款利率		贷款利率浮动	
	国有银行	非国有银行	国有银行	非国有银行	省会及直管城市	其他地区	省会及直管城市	其他地区
<i>L.Tyields</i>	0.189*** (26.35)	0.336*** (21.29)	0.012*** (9.69)	0.040*** (11.85)	0.268*** (22.41)	0.138*** (18.49)	0.026*** (12.41)	0.003** (2.01)
常数项	8.160*** (16.11)	15.506*** (12.37)	-0.81*** (-9.22)	0.496* (1.79)	10.572*** (12.22)	9.132*** (17.44)	-0.126 (-0.83)	-0.8*** (-8.17)
微观控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
宏观控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	36238	4379	36238	4379	16843	23774	16843	23774
R <sup>2</sup>	0.349	0.448	0.529	0.687	0.391	0.336	0.496	0.602
似无相关检验(p值)	0.00***		0.00***		0.00***		0.00***	

### 参考文献:

- 郭豫媚、戴颀、彭俞超:《中国货币政策利率传导效率研究:2008-2017》,《金融研究》2018年第12期。
- 马骏、施康、王红林、王立升:《利率传导机制的动态研究》,《金融研究》2016年第1期。

- 3.钱雪松、杜立、马文涛:《中国货币政策利率传导有效性研究:中介效应和体制内外差异》,《管理世界》2015年第11期。
- 4.易纲:《中国的利率体系与利率市场化改革》,《金融研究》2021年第9期。
- 5.尹振涛、罗朝阳、汪勇:《数字化背景下中国货币政策利率传导效率研究——来自数字消费信贷市场的微观证据》,《管理世界》2023年第4期。
- 6.Berger, A N, & Udell, G. F., Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing. *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 5, 1992, pp. 1047–1077.
- 7.Demiroglu, C., James, C., & Velioglu, G., Why Are Commercial Loan Rates so Sticky? The Effect of Private Information on Loan Spreads. *Journal of Financial Economics*, Vol.143, No.2, 2022, pp. 959–972.
- 8.Di Maggio, M., Kermani, A., Keys, B. J., Piskorski, T., Ramcharan, R., Seru, A., & Yao, V., Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging. *American Economic Review*, Vol.107, No.11, 2017, pp. 3550–3588.
- 9.Dougal, C., Engelberg, J., Parsons, C. A., & Van Wesepe, E. D., Anchoring on Credit Spreads. *The Journal of Finance*, Vol.70, No.3, 2015, pp. 1039–1080.
- 10.Greenspan, A., Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress : Testimony Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 17, Speech, 2005.
- 11.Justiniano, A., Primiceri, G. E., & Tambalotti, A., The Mortgage Rate Conundrum. *Journal of Political Economy*, Vol.130, No.1, 2022, pp. 121–156.
- 12.Santos, J. A., & Winton, A., Bank Loans, Bonds, and Information Monopolies Across the Business Cycle. *The Journal of Finance*, Vol.63, No.3, 2008, pp. 1315–1359.
- 13.Taylor, J. B., The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No.4, 1995, pp.11–26.