

# 市场利率对住房按揭贷款的传导效应研究<sup>\*</sup>

钟春平 田 敏

**内容提要:**传导机制及效应是货币政策实施的关键。本文利用商业银行的微观住房按揭贷款数据,分析市场利率对住房按揭贷款定价的影响。结果表明:债券市场利率对住房按揭贷款利率存在显著的正向传导效应。在进行欠抽样处理、变换核心变量等多种稳健性检验后,结论依然成立。进一步研究发现:第一,与国有银行和非省会城市相比,非国有银行、省会等中心城市的市场利率对住房按揭贷款利率传导效率更高;第二,宏观经济政策环境和市场条件变化是影响住房按揭贷款定价的重要因素,其中经济政策不确定性所带来的信息不对称会削弱市场利率向住房按揭贷款利率的传导效果,而适当的利率波动有利于引导市场参与者保持利率敏感性,进而提高市场利率向住房按揭贷款利率的传导效率;第三,预期因素在市场利率影响住房按揭贷款利率的路径中发挥间接作用,但主要表现为遮掩效应,削弱了市场利率对住房按揭贷款利率的有效传导。

**关键词:**住房按揭贷款利率 市场利率 预期传导效应 经济政策不确定性 利率波动

**作者简介:**钟春平,中国社会科学院财经战略研究院教授、中国社会科学院大学商学院教授,100006;

田 敏(通讯作者),湖南工商大学财政金融学院讲师,410000。

**中图分类号:**F822,F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2025)06-0060-16

## 一、引言

Justiniano 等(2022)尝试解析房产利率之谜及难题之后,对房贷利率及其影响受到了更多重视,得以更多研究。利率不仅仅是借贷资金的价格,也是价格型货币政策的重要工具。持续的低利率可能是导致美国次贷危机等的重要根源。因而有必要对利率决定及其能否有效传导等进行更进一步的研究。厘清贷款利率传导机制及其效应,不仅有助于有效提升货币政策的有效性,也有助于稳定物价(Gregor 等,2021)。就货币政策而言,利率传导机制愈加重要。早期研究主要关

<sup>\*</sup> 基金项目:国家社会科学基金青年项目“预期转弱影响中国企业自主创新行为的机理、效应及应对策略研究”(22CJL030);长沙市自然科学基金项目“政策预期协同与区域金融稳定:基于机器学习与大语言模型的综合视角”(kq2502170)。作者感谢匿名审稿专家的意见,文责自负。田敏电子邮箱:2669@hutb.edu.cn。

注政策利率对实体经济活动的影响,较少聚焦于不同层次利率之间的传导效率,对政策利率到银行贷款利率传导研究更是缺乏。当前,我国金融体系依然以银行为主,在以间接融资为主的融资体系下,货币政策利率对贷款利率传导效率尤为重要,是货币政策框架转型过程中的关键环节,也是价格型货币政策发挥有效作用的前提和基础。

受数据获取、所聚焦的市场主体等限制,对中国利率传导问题的研究较少。现有研究鲜有关关注住房按揭贷款利率定价问题,对于市场利率如何影响住房按揭贷款利率的研究更是缺乏。类似于 Justiniano 等(2022),获得独特的微观层面的数据,可以更翔实地挖掘各种利率之间的关联,进而分析利率的传导效应。本文获取了沿海省份主要商业银行翔实的房贷微观数据,这些数据提供了贷款利率、首付比例及贷款期限等信息。

图1显示了全国住房按揭贷款利率、市场利率(10年期国债收益率)以及贷款市场报价利率(LPR)的关联。直观来看,市场利率经历了数次波动,形成了相应的波峰和波谷,而全国住房按揭贷款利率与其变化存在相似性,整体呈现正相关性。分阶段来看,其变化趋势也存在一定的差异,如2014年初,10年期国债收益率下调时全国住房按揭贷款利率出现小幅攀升,贷款利率与市场利率出现短暂偏离的现象;2018—2020年,10年期国债收益率多次下调,但全国住房按揭贷款利率呈现一定的刚性特征,即并没有完全跟随市场利率的向下波动而下行,这与 Justiniano 等(2022)发现的住房按揭贷款利率与国债收益率变动脱钩的状况——“抵押贷款利率难题”类似。2019年8月以来,中国人民银行启动新的贷款利率定价机制,以进一步推动贷款利率的市场化。由图1可知,自公布LPR报价以来,住房贷款利率与LPR利率出现了同步变化特征,特别是2022年后,LPR与住房贷款利率同步下行的趋势明显。此时,债券市场利率是否依然能够对住房贷款利率产生影响值得关注。

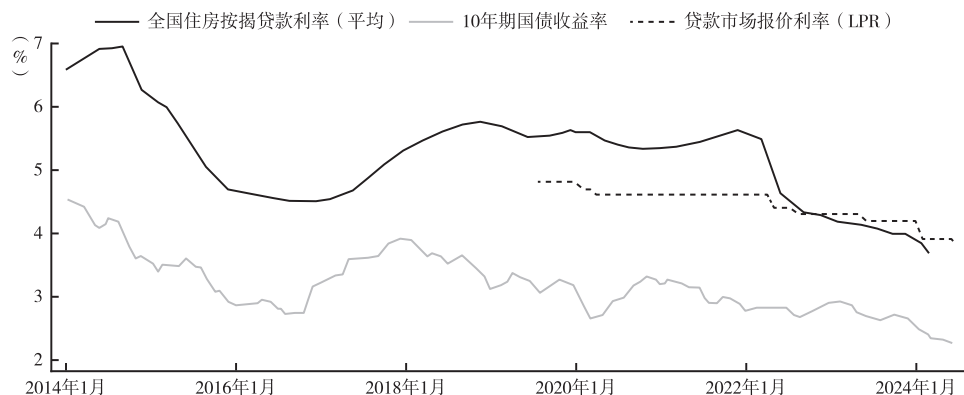


图1 2014—2024年全国住房贷款平均利率与10年期国债收益率的时序图

资料来源:中国人民银行及Wind数据库。

直观来看,中国货币政策的传导机制并不顺畅,实际住房贷款利率可能存在一定的刚性特征,而上述特征事实仅能提供直观判断,本文将结合沿海某省份主要商业银行的住房按揭贷款数据,就市场利率在改革的不同阶段能否有效传递至住房按揭贷款利率进行更严谨的实证分析。

本文主要从三个层面展开研究:一是结合账户级别的微观数据首次检验了我国市场利率对房贷按揭贷款利率传导的真实状况,对其传导效率进行了分析,且通过进行欠抽样处理、变换核心变

量等多种稳健性检验证实了结论的可靠性;二是揭示了不同所有制银行和城市类型在利率调整中的差异性,即利率传导效率的异质性问题;三是尝试对市场利率影响住房按揭贷款利率的作用机制和作用渠道进行细致的挖掘,不仅剖析了内外部因素对市场利率传导有效性产生影响的作用机制,还考察了银行家预期在利率传导过程中的间接作用路径。本文不仅为利率传导机制的完善提供了新的实证支持,也为预期管理策略的制定提供了理论依据。

本文可能的贡献有以下三点。第一,首次利用商业银行原始住房按揭贷款数据,刻画了住房贷款利率的定价过程,补充了利用贷款者微观数据研究货币政策传导效率的相关文献,摆脱了以往研究仅基于宏观总量数据进行研究,使得很多实际信息被平均化的困境。以往文献多聚焦于企业贷款定价问题(Demiroglu等,2022),少部分文献关注了居民消费信贷问题(尹振涛等,2023),鲜有文献从实证上考察中国住房按揭贷款利率的定价问题。

第二,以债券市场利率作为主要的研究对象,试图揭示中长期市场利率如何对银行住房按揭贷款利率定价产生影响,有效拓展了利率问题研究的维度,为加快完善货币政策调控框架转型提供了实证依据。以往研究中多直接关注货币政策对信贷市场所产生的影响,债券市场利率作为重要桥梁被忽视。

第三,更细致地挖掘市场利率向信贷市场利率传导过程中的影响机制和渠道,一方面从宏观经济政策环境和市场条件波动双重视角切入,关注内外部因素对市场利率传导有效性所产生的影响;另一方面从预期传导的视角出发,探索了市场利率最终影响住房按揭贷款利率的作用渠道。这些研究都为完善利率传导机制提供了新的证据支持。

## 二、理论逻辑与研究假说

探究市场利率向贷款利率传导的真实状况,本质上是检验中国利率传导的有效性。Égert等(2007)基于资金成本的分析方法,总结了研究利率传递的过程,其中包括两个不同阶段。在第一个阶段,途径为政策利率—短期市场利率—中长期市场利率。如果收益率曲线是处于长期稳定的状态,那么货币利率能够有效传导至债券收益率。而在第二个阶段,途径为中长期市场利率—信贷利率,即短期或中长期市场利率(债券收益率)向长期贷款利率的传导,而De Bondt(2005)的理论模型分析即基于第二个阶段的资金成本分析。

随着利率市场化进程不断推进,货币政策利率能够较好实现向货币市场和债券市场的传导,但政策利率能否影响贷款利率缺乏共识。Agénor和Montiel(2015)总结了三大“伯南克之谜”,其中“结构之谜”指出货币政策对短期市场利率传导更有效,但对长期利率的影响较弱。结合相关实践可知,资金成本传递的重要环节应当是市场利率能否有效传递到长期贷款利率。因此,通过资金成本传递检验市场利率对住房信贷利率的影响十分重要,这是检验我国货币政策利率传导效应的重要环节。本文将基于De Bondt(2005)的理论分析模型,构建住房按揭贷款利率的边际成本定价模型,以细致剖析市场利率向住房按揭贷款利率的传导过程,模型如下:

$$MR = \beta_0 + \beta_1 Tyields + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $MR$ 代表住房按揭贷款利率, $Tyields$ 代表中长期市场利率, $\varepsilon$ 为误差项。其基本思想是,当中长期市场利率上升时,商业银行出于替代性和流动性考虑,会相应地提高住房按揭贷款利率。 $\beta_0$ 代表风险溢价, $\beta_1$ 代表市场利率向贷款利率传导的效率。当 $\beta_1$ 显著为正时,说明市场利率

对住房利率存在显著影响,此时需要进一步确定市场利率对住房按揭贷款利率的传导效率:若 $\beta_1 = 1$ ,则说明金融市场和利率体系发展完善,住房贷款利率会完全根据资金成本进行定价,即市场利率能完全有效地传导至住房贷款市场;若 $0 < \beta_1 < 1$ ,则说明市场利率只能部分传导至住房贷款利率。当 $\beta_1$ 并不显著或与预期相反时,则说明市场利率无法有效传导至住房贷款利率,利率政策传导在中长期住房信贷市场可能是无效的。从我国实际情况来看,市场利率只能部分传导至住房按揭贷款利率,可能的原因在于:一方面,信贷市场通常符合垄断竞争市场的特征,导致其无法根据市场利率进行完整的调整,如贷款基准利率的存在会极大削弱市场利率对按揭贷款利率的影响;另一方面,中央银行试图构建更完善的货币政策体系引导市场利率,进而打破贷款利率的隐性下限,这会在一定程度上增强商业银行根据市场利率进行资产定价的能力。这就是本文用以判断市场利率能否影响住房贷款利率的基本逻辑。基于上述分析,本文提出第1个研究假说。

假说1(H1):市场利率对住房按揭贷款利率定价存在显著的正向影响,但这种传递效率并不是完全的,市场利率只能部分传导至住房贷款利率,即 $0 < \beta_1 < 1$ 。

2015年10月,中国人民银行宣布取消金融机构的存款利率浮动限制,也不再更新存贷款基准利率,利率市场化基本完成,但这并不意味着金融体系价格扭曲已被完全消除。如图1所示,住房按揭贷款利率黏性似乎并没有随之消失,“利率双轨”并不是影响贷款利率黏性的唯一因素。与传统文献一致,我们认为信息不对称可能是理解利率黏性的另一个关键因素。假定存在两种不同的借款者:第一种不存在违约风险,银行可根据其资金成本进行定价;第二种违约概率为正,且随着贷款利率上升而增加,则其可能存在逆向选择和道德风险,此时银行会基于资金成本和违约风险定一个更高的价格。若信息完全且市场是竞争的,银行保持风险中性,则银行在两种不同的借款人之间应该获得相同的预期收益,如式(2)所示:

$$MR_1 = [1 - P(MR_2)]MR_2 = \beta_0 + Tyields \quad (2)$$

其中, $MR_1$ 是第一类借款者设定的贷款利率, $P(\cdot)$ 是第二类借款者的违约概率, $MR_2$ 是为第二类借款者设定的贷款利率。对第一类借款者而言, $\partial MR_1 / \partial Tyields = 1$ ,其边际成本会完全传递至借贷利率;对第二类借款者而言,若 $\partial P / \partial MR_2 > 0$ ,则 $\partial MR_2 / \partial Tyields > 1$ ,此时银行应该提高对第二类借款者的贷款利率以补偿违约概率上升。商业银行知道存在两种不同类型的借款者,但无法区分个体情况。此时,商业银行通常不会根据市场利率变化而提高利率,因为逆向选择和道德风险会进一步加剧贷款风险,进而导致银行无法获得期望收益。

从现实情况来看,导致信息不对称的因素较多,经济政策不确定性是重要的影响因素之一,不仅会影响宏观经济的运行,还会影响微观主体的投资和资产定价行为(Kaviani等,2020)。同理,经济政策不确定性上升所导致的信息不对称也会影响商业银行的定价行为:一是风险溢价有所增加,经济政策不确定性上升导致商业银行所面临的不确定性程度增加,银行对未来经济状况的判断更加谨慎,这种谨慎会导致贷款机构提高风险溢价,即要求更高的贷款利率以弥补可能的风险,此时即便市场利率有所降低,银行可能并不会同步降低按揭贷款利率,这就在一定程度上减弱了市场利率向住房按揭贷款利率的传导效率;二是信贷供给的紧缩,经济政策不确定性增加也可能会增加借款者的违约风险,而商业银行因处于信息劣势而难以准确识别其借贷风险,这使得商业银行定价更趋谨慎,如通过提高贷款审核标准和减少信贷供给以实现“自我保险”,即使基准利率



下降,银行也可能会因为预期风险增加而收紧贷款条件,导致货币政策的宽松效果无法有效传导到住房按揭贷款市场;三是市场预期的混乱,市场参与者对未来利率和经济环境的预期分歧加剧,消费者可能会推迟购房决策,等待更明确的政策信号,这在一定程度上降低了住房市场的活跃度和利率传导的效率。基于上述分析,本文提出如下假说。

假说 2(H2):当经济政策不确定性程度增大时,市场利率向住房贷款利率传导的有效性减弱。

除受到经济政策不确定因素的冲击外,商业银行在进行住房贷款利率定价时也会关注市场因素带来的影响,如市场利率本身的波动情况。实际上,利率波动给货币政策传导以及实体经济发展可能会带来双重影响。一方面,过高的市场利率波动使得商业银行的定价风险上升,难以形成稳定的市场预期,此时银行会增加短期资金供给,减少对中长期信贷资金的信贷配给。另一方面,市场利率波动增大也可能会提高利率传导效率,因为适度的利率波动通常意味着其能够灵敏地反映货币政策取向、宏观经济状况以及金融市场供求关系的变化,更有利于发挥价格信号的资源配置功能。同时,市场利率波动加大时,银行面临更多利率风险,为管理风险,银行会更积极调整贷款利率,使其与市场利率保持合理利差,这提高了银行定价效率,加速了市场利率向贷款利率的传导,说明适度的市场利率波动可以倒逼银行进行理性定价。同时,市场利率的波动也向公众传递了更丰富的信息,通过提高市场参与者对利率变动的敏感性而间接促进利率政策向实体经济的传导。基于上述分析,本文提出如下假说。

假说 3(H3):市场利率波动会影响市场利率向住房贷款利率传导的有效性。

市场利率既可以直接影响住房贷款利率,也可能存在间接的预期传导渠道。近年来,在复杂的国内外经济形势下,各国央行越来越重视预期管理在货币政策执行中的作用。有效的引导和管理市场预期是健全宏观政策制定和执行机制的关键,更是稳定经济和金融市场的前提(Angeletos和Lian,2018)。政策利率或市场利率能否通过有效引导市场参与主体的政策预期,最终影响商业银行对住房按揭贷款定价呢?此时,政策利率的有效传导需要两个重要环节。其一,政策利率或市场利率的变化能够被银行家准确感知,如市场利率的降低会释放出较为宽松的政策信息,而银行家能够准确感知这一信号,并且形成较为宽松积极的政策预期,一旦微观主体无法准确感知政策意图,则极有可能因此做出错误的判断,进而影响货币政策的有效实施,这种影响可能具有长期性、连续性和滞后性(张成思等,2021;郭豫媚、郭俊杰,2024)。其二,银行根据所形成的准确预期做出合理的定价决策,例如当形成宽松的政策预期时,银行在对住房按揭贷款定价时采取宽松的定价策略,因为宽松的货币政策预期意味着未来银行的资金成本将降低,银行可以以较低成本获取资金,并将节省的成本转移给借款人,从而降低按揭贷款利率,反之则会进一步提高住房按揭贷款利率。此时,预期渠道成为市场利率作用于住房按揭贷款定价的中间环节。

事实上,有效的政策预期形成只是银行制定合理定价策略的必要条件,即便银行通过市场利率所传递的信号形成了合理的预期,也可能制定不同的定价策略。一方面,过度宽松的政策预期可能会产生“逆转效应”(Abadi等,2023),如宽松的政策预期会导致银行预期通货膨胀率上升,它们可能会提高按揭贷款利率,以补偿未来货币购买力下降的风险。同时,宽松的货币政策也可能引发过度借贷和资产泡沫,增加金融系统的风险。如果银行认为这些风险上升,它们可能会提高按揭贷款利率以应对潜在的信用风险和坏账增加。另一方面,尽管央行实施宽松的货币政策,但房地产市场却制定了严格的调控措施,银行在评估政策环境时,面对的是一个既宽松又紧缩的矛盾局面。此时,尽管货币政策总体上保持宽松预期,但由于房地产市场调控政策的影响和银行的风险管理,部分地区的按揭贷款利率并未继续下降,甚至有所上升。这也比较符合样本期间我国住房按揭贷款利率变化的特征事

实,即宽松的货币政策伴随着住房按揭贷款利率上升。这说明这种政策的不一致性导致市场参与者难以形成明确的预期,进而影响按揭贷款利率的传导效果。综上,即使银行家对货币政策持宽松预期,他们仍可能会提高住房按揭贷款利率,这时的预期传导效应则主要表现为遮掩效应<sup>①</sup>。基于上述分析,本文提出如下假说。

假说 4a(H4a):银行政策预期在市场利率对住房贷款利率的影响中发挥中介作用。

假说 4b(H4b):银行政策预期在市场利率对住房贷款利率的影响中所发挥的中介作用表现为遮掩效应。

综上,市场利率可能会对住房按揭贷款利率产生直接影响,也可能通过银行预期渠道产生间接影响。影响程度会受到宏观经济政策环境和市场环境双重因素的影响。

### 三、实证研究

#### (一)数据来源和变量界定

本文获取了沿海某省份主要商业银行的原始住房按揭贷款数据,用于研究利率传导问题。该数据在地理位置、银行类型及贷款者类型等方面具有很强的代表性。首先,数据覆盖了省直辖县,全面覆盖了该省份经济水平发达、中等和较差地区,在地理位置上具有代表性。其次,数据涵盖了多家商业银行的详细住房按揭贷款信息(贷款利率、期限、金额和类型等),时间跨度为2014—2018年。最后,数据涵盖了详细的贷款人特征(年龄、性别、受教育程度等)。对原始数据进行如下处理:(1)剔除缺失值、遗漏值以及总房价小于贷款金额等存在统计误差或不合理的样本;(2)剔除邮政储蓄银行的贷款数据样本,<sup>②</sup>最终保留2家大型国有商业银行、2家股份制银行和1家城市商业银行,40617个样本观测值。<sup>③</sup>其他宏观层面的数据主要来源于Wind数据库、中经网统计数据库和中国人民银行官网,经济政策不确定性指数来源于Baker等(2016)所编制的同名指数,市场利率波动值由1年期国债收益率的数据计算获得。

#### (二)实证方案设计

为探究市场利率对住房按揭贷款利率的影响,下文结合宏微观数据及理论分析部分展开研究。在基准回归中,首先考虑市场利率对住房按揭贷款利率所产生的影响,借鉴模型(1),构建的计量模型如下:

$$loan_{it} = \beta_{11} + \beta_{12}Tyields_{t-1} + \beta_{13}Macrocontrol_{t-1} + \beta_{14}Microcontrol_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $loan_{it}$ 表示贷款者*i*在时间*t*从银行获得的住房按揭贷款利率,即商业银行针对该笔住房贷款进行的定价,而 $Tyields_{t-1}$ 代表滞后一个月的市场利率, $Macrocontrol_{t-1}$ 表示滞后一个月的宏观经济环境相关的控制变量,包括通胀预期和国房景气指数等宏观经济指标。此时 $\beta_{12}$ 的含义与理论分

① 遮掩效应(suppressing effects)是指中间变量在自变量对因变量的关系中,发挥与直接效应相反的间接效应。遮掩效应通常被视为广义的中介效应,即中介效应的一种特殊情况。

② 剔除邮政储蓄银行样本的原因为:一是数据特性差异,邮政储蓄银行在业务模式、客户群体、贷款类型等方面与其他大型商业银行存在显著差异,这可能导致其贷款数据在统计上与其他样本产生偏差,从而影响整体分析的准确性;二是数据完整性与质量,在初步数据审查中,我们发现邮政储蓄银行的贷款数据存在较高的不完整性和不一致性。

③ 需要注意的是,原始样本存在数据分布不均衡问题,即2014年11月前样本量相对较少,每个月样本量约为50~500个,之后的样本量不断增加,约为200~1700个,为得到相对合理的研究结论,在后续的实证研究中将进行欠抽样处理,以获得更稳健的结论。

析部分的 $\beta$ 相同,即 $\beta_{12}$ 显著大于0说明市场利率能够显著影响住房按揭贷款利率。本文对宏观控制变量 *Macrocontrol* 进行了滞后一阶处理。*Microcontrol<sub>it</sub>* 代表银行和贷款者层面的控制变量,该数据指标包括了除重点关注变量以外的其他贷款特征信息(贷款期限、是否为首套房等),购房者个人特征信息(性别、年龄、受教育程度等),微观层面的控制变量主要采用当期值。<sup>①</sup>

中国的利率传导体系具有独特的制度根源,即存在典型的“利率双轨”问题,这在一定程度上削弱了市场利率的传导效率。自2019年起,为缓解“利率双轨”造成的利率政策传导阻滞,央行进一步深化了从以MLF为代表的政策利率到以PSL为代表的市场利率的传导机制,但部分学者指出,这种改革并没有彻底消除传导阻滞问题,隐形的“利率双轨”依然存在。因此,在式(3)中,本文将被解释变量替换为 *loanfloat<sub>it</sub>*,表示贷款者*i*在时间*t*从银行获得的住房按揭贷款利率浮动情况,其构建方式如式(4)所示。其他控制变量与式(3)相同,这种处理在一定程度上控制了基准利率对结果的干扰,能够更为准确地识别市场利率对住房贷款利率的影响程度。

$$loanfloat_{it} = \rho_{21} + \rho_{22}Tyields_{t-1} + \rho_{23}Macrocontrol_{t-1} + \rho_{24}Microcontrol_{it} + v_{it} \quad (4)$$

在进一步分析中,本文重点关注哪些因素降低了市场利率向住房贷款利率传导的效率。从第二部分理论分析过程中可知,随着宏观经济环境和市场条件发生变化,市场利率对住房贷款利率的影响程度可能存在差异。为验证假设2和假设3是否成立,本文在式(4)的基础上引入经济政策不确定性和市场利率波动两个因素,分别关注这两个变量与市场利率交互项的系数是否显著,以检验利率传导效率,建立的计量模型如下:

$$loanfloat_{it} = \rho_{31} + \rho_{32}Tyields_{t-1} + \Sigma\rho_{33}Tyields_{t-1} \times Type_{it} + \Sigma\rho_{34}Type_{i(t-1)} + \Sigma\rho_{35}Control_{t-1} + \omega_{it} \quad (5)$$

其中,*Type<sub>it</sub>*代表了经济政策不确定(*Epu*)和市场利率波动(*sdTyields*)两种不同因素。此处应当重点关注 $\rho_{33}$ ,若 $\rho_{33}$ 显著且为正,则说明住房按揭贷款利率受到上述因素的影响,且这种影响是促进;若 $\rho_{33}$ 为负向显著,则说明上述因素会抑制市场利率对住房按揭贷款利率的影响。*Control<sub>t-1</sub>*表示其他控制变量,包括了宏观层面和微观层面的控制变量。

由理论逻辑与研究假说部分可知,本文认为市场利率对住房按揭贷款利率的影响可能通过预期效应这一途径进行传导。从预期传导的视角来看,市场利率的变化会传递相关政策信号,如市场利率偏低时,通常会释放宽松的货币政策信号,一旦形成宽松的政策预期,银行更倾向于对住房按揭贷款采取宽松的定价策略。因此,本文引入银行货币政策预期作为中介效应进行检验。

基于上文关于中介效应的理论分析与变量设定,本文根据市场利率影响住房按揭贷款利率可能存在的路径,构建了如下中介效应模型进行检验:

$$Creditexp_{it} = b_0 + b_1Tyields_{t-1} + b_jControl_{it} + v_{it} \quad (6)$$

$$loanfloat_{it} = c_0 + c_1Tyields_{t-1} + c_2Creditexp_{i(t-1)} + c_jControl_{it} + v_{it} \quad (7)$$

其中,*Creditexp*为中介变量,表示银行对货币政策的预期。

根据温忠麟和叶宝娟(2014)提出的中介效应检验流程,依次检验式(4)、式(6)和式(7)主要变量的回归系数。当系数 $\rho_{22}$ 显著时,如果系数 $b_1$ 和 $c_2$ 都显著,说明存在间接效应。此时,当 $c_1$ 不显著

① 与田国强和李双建(2020)保持一致,本文并没有引入时间固定效应,因为市场利率属于时间序列变量,若直接引入时间趋势会造成多重共线性问题,进而导致回归结果失真。

时,则存在完全中介效应;当 $c_1$ 显著时,若 $b_1 \times c_2$ 与 $c_1$ 同号,存在部分中介效应,若 $b_1 \times c_2$ 与 $c_1$ 异号,则存在遮掩效应。

### (三)核心变量的选取和说明

#### 1.住房按揭贷款利率

本文主要的被解释变量之一为住房贷款利率 $loan_{it}$ ,即商业银行每一笔住房贷款利率。此外,与Demiroglu等(2022)保持一致,为增加结论的可靠性,亦同时采用住房按揭贷款利率浮动情况 $loanfloat_{it}$ 作为被解释变量,测度方法如式(8)所示。这在一定程度上控制了基准利率对住房信贷定价产生的影响,有助于更准确地识别市场利率对住房信贷利率的影响程度。<sup>①</sup>

$$loanfloat_{it} = \frac{loan_{it} - Lbrate_{it}}{Lbrate_{it}} \quad (8)$$

#### 2.市场利率

本文考察的住房按揭贷款利率平均贷款期限为20年,以中长期国债收益率作为市场利率与按揭贷款利率进行匹配更有效合理。当前,我国中长期国债收益率中,10年期的国债收益率代表性最强,能比较准确地反映商业银行所面临的边际融资成本和市场利率变化。因此,本文选择10年期国债收益率来量化中长期市场利率,以1年期国债收益率量化市场波动情况。

#### 3.银行政策预期

本文用银行家政策预期代表银行政策预期,借鉴于震(2021),从中国人民银行所发布的《银行家问卷调查报告》获取银行家政策预期数据<sup>②</sup>。该报告中包含银行家宏观信心指数、银行业景气指数、货币政策感受指数和货币需求指数等指标。本文则以货币政策感知指数为替代指标来量化银行家政策预期。为了与其他数据相匹配,本文将季度数据转换成月度数据,对于缺失值,选择插值法补齐。

#### 4.控制变量

本文从贷款人特征、按揭贷款特征、银行特征和宏观经济特征等角度对相关变量进行控制。贷款人特征变量主要包括其年龄、性别、受教育程度等(其中受教育程度按照小学、初中、大专和大学本科、硕士研究生及以上进行分类)。按揭贷款特征变量主要包括贷款期限以及是否为首套房等;银行特征变量主要区分了国有银行和非国有银行两种类型,以考察不同银行特征对贷款定价所产生的影响。

### (四)描述性统计

表1给出本文核心变量的类型、字符代码及数据来源,还包括了核心变量的均值、标准差、最大值和最小值。由表1可知,其一,观测的样本区间,个人住房按揭贷款利率在3.25%和8.52%之间波动,其均值为5.10%,标准差为0.35%。这表明住房按揭贷款利率波动区间并不大,符合住房贷款的实践特征,为本文从微观层面研究我国市场利率向住房信贷利率传导有效性的问题及其原因提供了研究素材。其二,作为市场利率代理变量的10年期国债收益率,其样本期均值为3.42%,波

<sup>①</sup> 为进一步匹配数据,本文选择5年及以上的中长期贷款基准利率( $Lbrate_{it}$ )作为控制变量。值得注意的是,自2015年10月最后一次公布存贷款基准利率以后,中央银行不再公布相关利率。但从现实情况来看,商业银行基本还是按照最后一次公布的基准利率进行利率调整,隐形“利率双轨”特征十分显著。

<sup>②</sup> 该数据是由中国人民银行与国家统计局合作完成的一项制度性季度统计调查。该调查采用全面调查和抽样调查的方式,对我国境内地级市及以上各类银行机构进行全面调查,调查对象主要是全国各类银行机构的总部负责人及各分支机构的行长或副行长。调查一般在季度末尾完成。



动幅度在 2.69% 和 4.56% 之间,这表示我国市场利率波动较为明显,且整体均值低于住房按揭贷款利率,为有效考察资金成本和利率传导提供了可能。从贷款期限来看,平均期限在 20 年,说明我国按揭贷款期限相对较长。贷款者平均年龄约为 39 岁,性别差异较小。

表 1 核心变量的界定和说明

指标类型	中文名称	字符代码	数据来源	均值	标准差	最大值	最小值
被解释变量	住房按揭贷款利率(%)	<i>loan</i>	沿海某省份主要商业银行	5.10	0.35	8.52	3.25
	贷款利率浮动	<i>loanfloat</i>	笔者计算	0.02	0.08	0.40	-0.34
解释变量	10 年期国债收益率(%)	<i>Tyields</i>	Wind 数据库	3.42	0.42	4.56	2.69
	20 年期国债收益率(%)	<i>Tyields20</i>		3.82	0.39	5.01	3.02
	贷款基准利率(%)	<i>Lbrate</i>	中国人民银行	5.02	0.39	6.55	4.75
	30 日同业拆借利率(%)	<i>shibor30</i>	中国人民银行	3.80	0.71	6.07	2.63
	经济政策不确定性	<i>Epu</i>	Baker 等(2016)	5.67	0.47	6.54	4.19
	市场利率波动(%)	<i>sdTyields</i>	笔者计算	0.062	0.049	0.29	0.009
	预期通胀指数	<i>Cpi</i>		1.99	0.22	2.98	1.80
	国房景气指数	<i>Cerci</i>	中国人民银行	4.60	0.03	4.62	4.53
	货币供应量增速(%)	<i>m2</i>	中国人民银行	10.55	1.74	14.72	7.97
	贷款期限(年)	<i>lterm</i>	沿海某省份主要商业银行	20.41	7.73	30.00	2.00
	是否为国有银行	<i>Ownership</i>	沿海某省份主要商业银行	0.89	0.31	1.00	0.00
	首套房	<i>firsthouse</i>		0.73	0.44	1.00	0.00
	年龄(岁)	<i>Age</i>		39.45	9.93	64.00	18.00
	受教育程度	<i>Edu</i>		4.94	1.60	8	0
	性别	<i>sex</i>		0.52	0.49	1	0

#### 四、市场利率是否会影响住房贷款定价

表 2 报告了市场利率对商业银行住房贷款利率影响的实际回归结果。其中,第(1)~(2)列为市场利率对住房按揭贷款利率影响的基准估计结果;第(3)~(4)列呈现了市场利率对住房按揭贷款利率浮动情况的影响结果。结果显示,在仅控制宏观经济特征后,我国市场利率的估计系数为正值,且在 1% 的水平下显著,系数值为 0.193,即市场利率提升 100 个基点,银行住房贷款利率提高约 19.3 个基点;在依次控制贷款人特征、贷款特征及银行特征后,市场利率的估计系数依然显著为正,系数值为 0.196,说明市场利率每提高 100 个基点,住房贷款利率提高约 19.6 个基点,此时  $R^2$  相比仅控制宏观经济变量的模型解释能力有所增强。

整体来看,第(1)~(2)列的研究结论都表明,市场利率对住房按揭贷款利率产生显著的影响,即符合  $\beta_1 > 0$  的研究假设。该结论不仅符合经济逻辑,也证实了我国金融市场化改革具有成效。然而,值得注意的是,尽管存在正向影响,但此时的系数值相对较低, $\beta_1$  的估计值反映了市场利率对银行贷款利率的传导效率,该系数绝对值越大则货币市场利率的传导效率越高。这说明,我国住房按揭贷款利率只会部分参考市场利率进行定价,即符合  $0 < \beta_1 < 1$  的假设。上述结论大体验证了假说 H1。

第(3)~(4)列的研究结果表明,市场利率对住房按揭贷款利率浮动同样具有显著正向影响。

这说明即便在控制基准贷款利率后,商业银行在对住房按揭贷款进行定价时依然会参考市场利率。具体来看,在仅控制宏观经济特征后,当市场利率提升100个基点,商业银行对住房贷款利率的定价会在基准利率基础上向上浮动1.2个基点;在依次控制贷款人特征、贷款特征及银行特征后,市场利率的估计系数依然显著为正,系数值为0.013。值得注意的是,此时 $R^2$ 从0.343变成0.542,说明住房贷款利率浮动有更强的解释能力,上述结论再次印证了我国市场利率能够影响住房贷款利率的结论。

表 2 市场利率与住房按揭贷款利率定价:基准回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>loan</i>	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>	<i>loanfloat</i>
<i>L.Tyields</i>	0.193*** (26.66)	0.196*** (29.46)	0.012*** (9.40)	0.013*** (11.24)
常数项	6.261*** (12.34)	9.758*** (20.61)	-1.232*** (-13.48)	-0.516*** (-6.14)
微观控制变量	否	是	否	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
$R^2$	0.157	0.343	0.398	0.542

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

五、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<sup>①</sup>

为保证研究结论的稳健性,我们尝试采用其他代理变量对市场利率进行测度,一是利用20年期国债收益率作为市场利率的替代变量,二是选择30日同业拆借利率作为市场利率的替代指标。回归结果显示,20年期国债收益率对住房按揭贷款利率及其浮动有显著的正向影响。进一步的研究中,选择30日同业拆借利率作为市场利率的代理变量,关注短期市场利率能否影响住房贷款利率,发现短期市场利率对住房按揭贷款利率具有显著的正向影响,但控制基准利率后,市场利率对住房按揭贷款利率浮动影响为负。可能的原因在于,商业银行在定价过程中会更注重期限的匹配,30日同业拆借利率虽然属于市场利率,但主要体现短期利率成本,而非长期资金成本。

为验证结论的可靠性,本文进一步调整样本周期,将样本日期按照利率市场化的不同阶段进行划分,即分为利率市场化改革阶段(2014年1月—2015年12月)和利率市场化深化阶段(2016年1月—2018年6月),<sup>②</sup>研究市场利率对住房按揭贷款利率的影响。附表1稳健性检验2的第(1)~(4)列的回归结果显示,市场利率对贷款利率及其浮动存在正向的影响,且影响程度有所加深,上述结论证实了基准回归的可靠性。

① 限于篇幅,核心解释变量的替换和样本周期调整结果未展示,详见线上附录。  
② 阶段划分的依据:一方面,根据陈斌开和刘莉亚(2024)对中国利率市场化改革整体化进程的划分来看,2016年至今为利率市场化改革的深化阶段,探究这个阶段利率传导具有重要现实意义;另一方面,从数据完整性来看,样本数据在时间分布上存在不均衡,2016年之后的数据体量更大,样本更完整。

(二)不均衡样本的欠抽样处理<sup>①</sup>

样本数据在时间分布上不均衡,导致样本量少的分类所包含的特征太少,难以提取规律,模型准确性会变差。为剥离样本数据分布不均衡所带来的回归结果失真的影响,本文采用随机欠抽样的方法对原始数据进行处理,以验证基础回归结论的有效性。在保持原始数据的样本期间不变的前提下,利用欠抽样的方法将月度数据分别缩减至1000个观测值和500个观测值,以观测实证结论是否存在差异。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。

(三)异质性分析结果

表3主要显示了不同银行所有制和不同地区之间的利率传导差异,同时验证基准回归结论的可靠性。<sup>②</sup>当贷款机构为国有大行时,Ownership虚拟变量取1,当贷款机构为股份制银行时,Ownership虚拟变量取0;当贷款人所在城市为省会及直管城市时,Tycity虚拟变量取1,否则取0。第(1)~(2)列主要显示的是国有大行和股份制银行在定价时是否存在区别。第(3)~(4)列主要显示的是省会及直管城市与其他城市之间利率传导差异。

对不同银行所有制和不同地区之间的利率传导效率进行分析,以验证基准回归结论的可靠性。我们发现,银行所有制的系数显著为负值,说明市场利率对住房按揭贷款利率的影响在国有银行和非国有银行之间存在显著差异,银行所有制和市场利率交互项的系数为负值,在1%的水平下显著,说明在国有大行市场利率对住房贷款利率的影响程度更弱。可能的原因是,商业银行在政策倾斜和市场借贷成本之间有所取舍时,国有银行与非国有银行相比,更需要迎合政策目标,此时利润最大化已不再是其核心目标,因而贷款利率的调整可能更加缓慢。

将省会城市及直管城市与其他城市区分开来,发现省会及直管城市的市场利率与城市虚拟变量交互项的系数为正值,在1%的水平下显著,说明在省会及直管城市,市场利率对住房按揭贷款利率的影响程度更大。可能的原因在于,与省会及直管城市相比,其他地级市因金融结构相对单一、金融发展程度相对较低等原因,住房按揭贷款利率无法及时地根据市场利率进行调整。

表3 市场利率与住房按揭贷款利率:异质性分析结果

	银行所有制		地区差异	
	loan	loanfloat	loan	loanfloat
L.Tyields	0.195*** (29.41)	0.013*** (11.19)	0.182*** (27.98)	0.010*** (8.75)
Ownership	-0.175*** (-29.69)	-0.040*** (-34.57)		
Ownership × L.Tyields	-0.040*** (-2.68)	-0.015*** (-5.89)		
Tycity			0.039*** (12.46)	0.007*** (12.16)
Tycity × L.Tyields			0.212*** (22.68)	0.041*** (26.78)

① 限于篇幅,欠抽样处理的稳健性检验结果未展示,详见线上附录。

② 正文部分采用交互项设计而不是分别分组回归,在一定程度上避免了样本变更所导致的回归结果失真问题。应审稿人要求,本文同时利用分组数据进行了回归处理,详见线上附录。

续表 3

	银行所有制		地区差异	
	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>	<i>loan</i>	<i>loanfloat</i>
常数项	9.780*** (20.60)	-0.508*** (-6.01)	10.007*** (21.54)	-0.464*** (-5.62)
宏观控制变量	是	是	是	是
微观控制变量	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	否	否
样本量	40617	40617	40617	40617
R <sup>2</sup>	0.343	0.543	0.343	0.541

六、作用机制与渠道的影响因素

(一)作用机制分析:基于不确定性和市场波动的双重视角

1.经济政策不确定性

自2012年以后,中国经济政策不确定性在波动中不断攀升,引发了国内学者的关注。苏治等(2019)认为,经济政策不确定性会弱化货币政策效果,而这种弱化效果在次贷危机后更为明显,市场利率对信贷市场利率的传导作为货币政策的一部分是否同样被弱化值得探讨。从2015年10月开始,央行不再更新存贷款基准利率,但商业银行参考市场利率定价的程度依然较低,说明基准贷款利率可能并不是住房按揭贷款利率存在黏性的唯一影响因素。

表4中第(1)~(2)列报告了经济政策不确定性如何影响市场利率向住房按揭贷款利率传导的实证结果。第(1)列首先控制了宏观经济特征,市场利率与经济政策不确定性交互项的系数为负,其数值为-0.015,在1%的水平下显著,说明随着不确定性程度的增加,市场利率向住房按揭贷款利率的传导效率有所降低。第(2)列为进一步控制贷款人特征、贷款特征及银行特征后,市场利率与经济政策不确定性交互项的系数为-0.018,皆在1%的水平下显著,上述结论证实了假说2。可能的解释在于,经济政策不确定性程度增加时,商业银行自身难以对未来经济状况形成准确预期,因此其在进行经营决策及定价时会更趋谨慎,这在一定程度上弱化了货币政策的传导效率;同时,经济政策不确定性增加会导致商业银行所面临的信息不对称程度提高,而商业银行因处于信息劣势而难以准确识别其借贷风险,贸然提高利率可能会增加贷款者的违约风险,这使得市场利率的传导效率有所降低。区别于以往研究中以企业年龄作为信息不对称的替代变量,本部分以经济政策不确定性来解读信息不对称对利率传导效率产生的影响。

表 4
 市场利率与住房按揭贷款利率定价:不确定性因素和市场利率波动

	不确定性		市场利率波动	
	(1)	(2)	(3)	(4)
L.Tyields	0.007*** (5.09)	0.006*** (5.31)	0.015*** (10.69)	0.016*** (12.56)
L.Epu	-0.008*** (-10.02)	-0.011*** (-15.22)		



续表 4

	不确定性		市场利率波动	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$L.Tyields \times L.Epu$	-0.015*** (-6.21)	-0.018*** (-7.85)		
$L.sdTyields$			-0.068*** (-9.10)	-0.085*** (-12.83)
$L.Tyields \times L.sdTyields$			0.105*** (3.73)	0.080*** (3.00)
常数项	-1.582*** (-18.54)	-0.969*** (-12.99)	-1.138*** (-11.90)	-0.394*** (-4.51)
微观控制变量	否	是	否	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	40337	40337
$R^2$	0.401	0.546	0.369	0.522

## 2. 市场利率波动

市场利率的波动程度通常也是商业银行在确定信贷利率时重点考虑的因素之一。本文将市场利率与其波动的交互项加入回归模型中,以考察市场利率波动如何影响利率传导效率。回归结果如表4第(3)~(4)列所示,第(3)列仅对宏观经济变量进行控制,市场利率与其波动交互项的系数值为0.105,在1%的水平下显著,说明随着市场利率波动的增加,市场利率对住房按揭贷款的定价效率有所增强。第(4)列进一步控制贷款人特征、贷款特征及银行特征后,市场利率与其波动交互项的系数值为0.080,依然显著为正,说明适度的市场利率波动增加能够提高市场利率向住房贷款利率传导的有效性。上述结论证实了假说3。可能的原因在于:一方面,适度的利率波动是利率市场化程度不断增加的表现,说明利率波动能够更灵敏地反映市场变化,优化资源配置,以最终实现利率的有效传导;另一方面,利率波动增加往往会倒逼银行提高定价效率及风险管理能力,例如为管理利率风险敞口,银行可能会更积极地调整贷款利率,此时会加速利率的有效传导。同时,适度的利率波动会向公众传递丰富信息,提高市场参与者对利率的敏感性,也间接促进了利率政策向实体经济的传导。

### (二)作用渠道分析:基于预期传导的间接效应

根据上文理论逻辑与研究假说分析,市场利率对住房按揭贷款利率的影响可能通过预期传导渠道这一间接途径进行传导。表5中报告了预期传导渠道的模型估计结果,第(1)~(2)列仅控制了宏观层面的控制变量,第(3)~(4)列同时控制了宏微观层面的控制变量。第(3)列呈现了式(6)的回归结果,第(4)列呈现了式(7)的回归结果。由第(3)列可知,市场利率对银行政策预期具有显著的负向影响,系数值为-13.81,在1%的水平下显著,说明市场利率变化能显著影响银行的货币政策预期,利率降低时银行趋向形成宽松的政策预期,与理论分析部分一致。但进一步观察第(4)列时发现,市场利率和银行政策预期的系数均显著为正,系数值分别为0.053和0.003,且均在1%的水平下显著,说明预期传导存在间接效应。此时, $b_1 \times c_2$ 为负(-13.81×0.003),但 $c_1$ (0.053)为正,即 $b_1 \times c_2$ 与 $c_1$ 异号,说明预期传导效应在市场利率与住房按揭贷款利率的间接效应表现为遮掩效应。与直接效应0.013相比,第(4)列市场利率的系数值有所增大,也进一步证实了预期传导的遮掩效应存在,即证实了假说4b成立。

表 5 市场利率与住房按揭贷款利率定价:预期传导的间接效应分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Creditexp</i>	<i>loanfloat</i>	<i>Creditexp</i>	<i>loanfloat</i>
<i>L.Tyields</i>	-13.81*** (-191.66)	0.046*** (27.25)	-13.81*** (-192.20)	0.053*** (35.86)
<i>L.Creditexp</i>		0.0025*** (30.25)		0.003*** (41.76)
常数项	288.18*** (237.13)	-0.733*** (-23.08)	287.24*** (233.26)	-0.635*** (-22.86)
微观控制变量	否	否	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>	0.820	0.410	0.822	0.549

七、结论和启示

本文在 Justiniano 等(2022)的基础上做了进一步拓展,并且挖掘了更多的微观证据,得到了一些住房贷款利率决定及利率传导效应的基本结论。通过利用微观层面的个人住房按揭贷款数据以及宏观层面的总量数据,实证检验中长期市场利率对我国住房按揭贷款定价的影响,并进一步对利率传导的影响机制和渠道进行了深入分析。

基本结论如下:债券市场利率对银行贷款利率施加了显著的正向影响,市场利率每提升 100 个基点,住房按揭贷款利率提升约 19.6 个基点,这表明市场利率的变化会部分传递至住房贷款利率,该结论在一系列稳健性检验后依然成立。进一步研究表明:其一,金融机构的类型和是否在省会等中心城市对利率传导效率有显著的影响差异,相较于国有银行和非中心城市,非国有银行和中心城市的住房贷款利率对市场利率变化表现出更高的传导效率;其二,住房贷款定价还受到宏观经济政策环境和市场条件变化的影响,经济政策不确定性程度增加会产生市场信息不对称,从而降低了市场利率对住房贷款利率的传导效率,而市场利率保持适度波动能够引导投资者和商业银行等金融机构保持对利率变化的敏感性,这在一定程度上提高了利率传导的效率;其三,预期传导效应在市场利率影响住房按揭贷款利率的路径中发挥显著的中介作用,但该作用主要体现为遮掩效应,削弱了市场利率对住房贷款利率的直接影响。

上述结论存在如下启示。第一,当面临较高的不确定性时,决策部门需要更加积极主动地公布相关政策信息,通过增强政策的可预见性来缓解信息不对称,以减少经济政策不确定性对商业银行定价形成的干扰,增强利率传导效果;在防范金融风险的前提下,要进一步加快利率市场化进程,允许市场利率在一定范围内波动,以保持商业银行和贷款人的利率敏感性,促进价格信号的有效传递。第二,加强政策预期引导的全过程管理,以弥合政策预期与商业银行定价行为之间的传导断点,预期传导的有效性不仅取决于政策信号的清晰程度,也依赖市场主体的响应机制,决策部门一方面要继续优化沟通方式,减少噪声干扰,另一方面要对金融机构的定价执行情况进行动态追踪与纠偏,最终实现从政策信号释放到落地的全过程预期管理。第三,加强差异化的住房信贷

政策调整,建议根据不同地区的经济状况、房地产市场供需关系以及金融机构的经营特点,实施差异化的住房信贷政策,如在省会等中心城市试点更灵活的住房贷款定价机制,发挥其市场化程度高的优势,对非中心城市,可加强金融基础设施建设,提高信息透明度,缩小传导效率差距。

**参考文献:**

- 1.陈斌开、刘莉亚:《利率管制与利率市场化——来自中国实践的总结》,《学术月刊》2024年第2期。
- 2.郭豫媚、郭俊杰:《不确定性会影响央行沟通效果吗?》,《财贸经济》2024年第6期。
- 3.苏治、刘程程、位雪丽:《经济不确定性是否会弱化中国货币政策有效性》,《世界经济》2019年第10期。
- 4.田国强、李双建:《经济政策不确定性与银行流动性创造:来自中国的经验证据》,《经济研究》2020年第11期。
- 5.温忠麟、叶宝娟:《中介效应分析:方法和模型发展》,《心理科学进展》2014年第5期。
- 6.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。
- 7.于震:《银行家情绪、影子银行与经济周期波动》,《经济学(季刊)》2021年第6期。
- 8.张成思、孙宇辰、阮睿:《宏观经济感知、货币政策与微观企业投融资行为》,《经济研究》2021年第10期。
- 9.Abadi, J., Brunnermeier, M., & Koby, Y., The Reversal Interest Rate. *American Economic Review*, Vol.113, No.8, 2023, pp.2084–2120.
- 10.Agénor, P. R., & Montiel, P. J., *Development Macroeconomics*. Princeton University Press, 2015.
- 11.Angeletos, G. M., & Lian, C., Forward Guidance without Common Knowledge. *American Economic Review*, Vol.108, No.9, 2018, pp.2477–2512.
- 12.Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J., Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.131, No.4, 2016, pp. 1593–1636.
- 13.De Bondt, G. J., Interest Rate Pass-Through: Empirical Results for the Euro Area. *German Economic Review*, Vol.6, No.1, 2005, pp. 37–78.
- 14.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.
- 15.Égert, B., Crespo-Cuaresma, J., & Reininger, T., Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away? . *Journal of Policy Modeling*, Vol.29, No.2, 2007, pp. 209–225.
- 16.Gregor, J., Melecký, A., & Melecký, M., Interest Rate Pass-Through: A Meta-Analysis of the Literature. *Journal of Economic Surveys*, Vol.35, No.1, 2021, pp. 141–191.
- 17.Justiniano, A., Primiceri, G. E., & Tambalotti, A., The Mortgage Rate Conundrum. *Journal of Political Economy*, Vol.130, No.1, 2022, pp. 121–156.
- 18.Kaviani, M. S., Kryzanowski, L., Maleki, H., & Savor, P., Policy Uncertainty and Corporate Credit Spreads. *Journal of Financial Economics*, Vol.138, No.3, 2020, pp. 838–865.

## The Transmission Effect of Market Interest Rates on Housing Mortgage Loans

ZHONG Chunping (National Academy of Economic Strategy, CASS, 100006)

TIAN Min (Hunan University of Technology and Business, 410000)

**Summary:** Justiniano et al. (2022) attempted to unravel the puzzle of housing interest rates, finding that the decoupling between bond market rates and mortgage rates may have been a key contributor to the subprime mortgage crisis. This finding has spurred global scholarly attention to credit market rates, particularly mortgage rates, and their macroeconomic implications. As the world's largest developing economy, China's

housing market has grown into the globe's biggest asset market, with mortgage debt exceeding 8% of GDP—surpassing the pre-crisis peak level in the United States. However, due to limited access to micro-level data, studies on China's mortgage rate pricing remain scarce, and research examining whether and how bond market rates influence mortgage rates is particularly lacking.

Using micro-level mortgage loan data from leading commercial banks in a coastal Chinese province, this study provides the first empirical evidence on how medium- to long-term market interest rates affect mortgage pricing. The results show that bond market interest rates have a significant positive impact on mortgage rates, and this relationship holds after robustness tests. Further research finds that market interest rates transmit more efficiently to mortgage loans in non-state-owned banks and central cities such as provincial capitals compared to state-owned banks and non-provincial capital cities and that macroeconomic policy environments and market conditions are key factors influencing mortgage pricing. Among these, economic policy uncertainty exacerbates information asymmetry, thereby weakening interest rate transmission, while moderate interest rate fluctuations help maintain market participants' sensitivity to rate changes, thus enhancing the pass-through efficiency from market rates to mortgage rates. In addition, expectations play an indirect role in the transmission path, primarily manifesting as a suppression effect that undermines effective rate pass-through.

This paper makes several significant contributions to the existing literature. First, leveraging original mortgage loan data from commercial banks, this study provides the first micro-level analysis of housing loan pricing in China, overcoming the limitations of prior studies that relied on aggregated macro-level data where critical information was often obscured. This approach offers more precise empirical evidence for assessing monetary policy transmission efficiency. Second, departing from the conventional focus on corporate or consumer credit, this study examines housing loan rates by incorporating bond market rates into the analytical framework, significantly broadening the scope of interest rate transmission research. Third, by integrating macroeconomic policy conditions, market volatility, and expectation channels, this study systematically analyzes the transmission pathways from market rates to lending rates, providing fresh evidence to inform the improvement of interest rate liberalization mechanisms.

**Keywords:** Housing Mortgage Loan Interest Rates, Market Interest Rates, Expected Transmission Effect, Economic Policy Uncertainty, Interest Rate Volatility

**JEL:** E43, E52

责任编辑:诗 华