

货币政策区域非对称效应研究述评

王维安,王 丹

(浙江大学 经济学院,浙江 杭州 310027)

摘要:大多数经济体在一定程度上不是最优货币区,在统一货币政策冲击下,一个经济体各个区域的反应并不具有一致性,反应程度和反应时滞都存在很大差异。中国区域经济发展水平差距明显,受货币政策冲击后区域反应显著不同,但是货币政策区域非对称效应的研究在中国却严重滞后。对这一领域的国外最新研究成果进行较为全面的综述,对于中国货币政策制定和区域经济发展具有积极意义。货币政策区域非对称效应研究方法经历了从最优货币区理论到 VAR 模型的发展过程,从货币政策传导渠道的区域非对称性、金融结构和经济结构的区域非对称性以及经济主体行为的非对称性等因素阐释了货币政策区域非对称效应的形成机理;未来,货币政策区域非对称效应研究将会集中在与总量研究相结合的领域。

关键词:货币政策;区域非对称性;区域非对称效应

中图分类号:F821.0 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2009)04-0001-05

一、引言

经典的货币政策理论隐含了一个前提,货币政策的效应是对称的。但现实中,货币政策效应远没有这样简单。弗里德曼指出:“货币政策有一个时滞很长而且差异很大的传导过程。”货币政策的非对称效应广泛存在,可以分为以下几个领域:包括货币政策的区域非对称效应、货币政策的时间非对称效应、货币政策的产业非对称效应、货币政策扩张和紧缩的非对称效应。这几个领域当中,区域非对称性被给予了最多的关注。货币政策的区域非对称效应是指,在统一货币政策冲击下,一个经济体中各区域经济的反应并不具有一致性,反应程度和反应时滞都存在很大的差异。

货币政策区域非对称效应研究始于 1955 年,作为货币政策区域非对称效应最早的相关文献,Scott, Jr. 研究了从纽约到国家其他地区的公开市场操作传导是否存在显著的时滞^[1]。Carlino 和 DeFina 的研究被看作是该领域的重要文献之一,他们采用 VAR 方法和脉冲响应函数检验了货币政策对于美国区域经济的影响^[2-4]。

从货币政策区域非对称效应研究的趋势看,货币政策区域非对称效应研究在 20 世纪 60-70 年代较为盛行,在 20 世纪 80 年代和 90 年代早期处于相对停滞期,90 年代末开始,该领域研究增多,受到广泛关注,其中一个很重要的原因就是研究方法的进步。笔者归纳了这些研究方法的演化过程及其对货币政策区域非对称效应研究的贡献。在此基础上,从多个角度综述了货币政策区域非对称性的形成机理,并对该领域研究的最新发展趋势进行了归纳和总结。

收稿日期:2009-03-11

基金项目:国家社会科学基金项目“国际经济危机中的外贸稳定策略研究——以汇率协调的视角”(09CGJ013)

作者简介:王维安(1965-),男,浙江上虞人,浙江大学经济学院教授博士生导师,主要从事应用经济学和金融学的研究;王丹(1981-),女,吉林德惠人,浙江大学经济学院博士研究生,主要从事金融学研究。

欢迎访问重庆大学期刊社 <http://qks.cqu.edu.cn>

二、货币政策区域非对称效应研究方法发展脉络

对于货币政策区域非对称效应的方法是以 Carlino 和 DeFina 的一系列研究^[2-4]为分界线的。在 Carlino 和 DeFina 之前,经济学家们采用的方法按照时间顺序可以大致划分为最优货币区理论、宏观结构模型、简化模型等,这些模型的理论基础分属于货币主义、凯恩斯主义、古典综合主义、新凯恩斯主义、后凯恩斯主义等流派,并结合了国际贸易、国际金融等学科的理论。而在 Carlino 和 DeFina 之后,大多数文献采用了 VAR 方法,更倾向于对问题的实证研究。VAR 代表了计量方法的进化,是支持 Carlino 和 DeFina 之后大多数研究的技术基础。

(一)最优货币区理论

最优货币区理论是货币政策区域非对称效应研究最早采用的理论框架。该理论由 Mundell^[5]提出,由 Magnifico^[6]首次应用在欧洲货币联盟中。该理论认为,在区域间存在结构性差异的情况下,统一的货币政策将会对区域产生非对称的冲击。由于经济体无法进行汇率调整,只有当各区域经济具有足够灵活性时,即工资、价格弹性和生产要素流动性都较高时,非对称性冲击才可以获得抵消。尽管有大量文献试图识别欧洲货币联盟(EMU)国家的经济灵活程度,但在欧洲货币联盟是否是最优货币区问题上始终存在争议^[7]。作为研究框架,最优货币区理论具有较大的局限性,不能精确量化区域的非对称效应,对区域非对称性生成机理未能做出解释。

(二)宏观结构模型

宏观结构模型形式上是一个由联立方程组成的动态模型,这些联立方程通过宏观经济重要变量之间的关系列出,模型目的在于用实际数据对这些联立方程的参数进行估计,得出宏观变量之间的关系。由于理论基础的不同,宏观结构方程具有各种不同的形式。Fishkind 选用了 Patinkin 提出的宏观结构^[8],以国际贸易理论为出发点对模型进行修改,使这个宏观结构可以反应州经济的不同情况。他认为州经济体和小国经济体有很多相似之处,因为两者都是小型、开放的经济体,都受到外部贸易部门的强烈影响。Fishkind 提出了包含 34 个同步方程的非线性动态模型,其中包含了 24 个变量^[9]。Garrison 和 Chang 对美国八个地区进行了实证检验,认为货币政策和财政政策对于耐用品制造业集中度更高的地区影响较大^[10]。但是,进入 20 世纪 90 年代,使用大型宏观结构模型的学者越来越少,因为大型宏观结构模型的数据涉及变量过多,可获得性差,难以得出准确的估计结果。

(三)简化模型

简化模型是根据区域经济的结构方程组推导得

出的简化形式方程。该模型把全国政府支出、税收收入和货币供给等作为模型的外生变量,其他由市场决定的经济变量作为内生变量。Beare 的相关成果是这个领域早期影响力较大的文献。他用加拿大的区域数据估计了一个简化模型,以评价货币供给的区域影响^[11]。与宏观结构模型相比,简化模型的优势是形式简单、可以解决区域数据可获得性问题,克服了宏观结构模型因变量过多难以获得准确结果的缺点。但是简化模型自身也存在许多缺陷,Beare 的研究假设简化模型估计偏误可以忽略^[11],但是 Ando 和 Modigliani 就指出了简化模型在一些情况下将会出现较大偏误^[12]。Mathur 和 Stern 通过理论推导和实证检验研究了简化模型的估计偏误,认为区域简化形式方程存在估计偏误的问题,通过简化模型获取的区域政策乘数的有效性不高^[13]。

(四)VAR 模型

VAR 模型最早由 Sims^[14]引入到经济学研究中,目的是作为对大型宏观结构模型的一种替代。该模型主要用于分析各种经济冲击对经济变量造成的影响。Carlino 和 DeFina 的研究是在货币政策区域非对称效应方面的重要文献,他们采用 VAR 方法分析了货币政策对美国 48 个州在 1958 年到 1992 年间个人真实收入的影响。从 SVARs 估计结果进一步得出的脉冲响应函数表明联邦基金利率在预期外每增加一个百分点,州人均真实收入就会出现不同程度的下降。收入水平的最大化效应发生在政策冲击后的 8 个季度,各个州对于货币政策的反应有显著差异^[2-4]。

在此之后,货币政策区域非对称效应研究基本采用了 VAR 模型、SVAR 模型以及对 VAR 进行其他形式修改后的模型。Nachane、Ray 和 Ghosh 用 SVAR 方法对印度货币政策区域非对称效应进行了研究^[15]。Giacinto 对 VAR 模型进行专门的改良,建立 SVAR 模型并通过利用空间计量经济学中的技术把地理信息纳入到了模型形式中^[16]。Elbourne 和 Haan 对欧元区各国货币政策区域非对称效应研究所使用的各种 VAR 方法进行了回顾,估计了 10 个欧元区国家的 43 个 VAR 模型,并对价格和产出的反应大小进行了稳健性排序。认为这些 VAR 模型估计结果的差异主要是由于不同样本期间的选用、额外变量的加入、递归、长期以及结构性识别方法的采用所导致的^[17]。

VAR 模型与之前的模型相比有许多优越性:传统的宏观结构模型需要以经济理论为基础,对变量关系通过严密的方程组加以描述。但是经济理论的发展不足以对多数计量研究提供可靠的模型系统。VAR 模型不需要这些理论假设,也无须区分内生变量和外生变量,建模相对简便,通过 VAR 模型得出的脉冲响应函数可以有效地描述模型受到冲击后对系统的动态影响。另外,与几乎包含宏观经济中所有重要变量的宏观结构模型相比,VAR 模型在数据的使用上比较节省,只需要研究相关变量的数据。

三、货币政策区域非对称效应形成机理

(一) 货币政策传导渠道的区域非对称性

以 Carlino 和 Defina 为代表的一系列文献研究^[2-4]主要从产业结构、银行规模和企业规模这三个角度寻找货币政策区域非对称效应的形成机理,而这三个影响因素通过利率渠道和信贷渠道发生作用。

这种观点认为货币政策反应程度与产业结构显著相关,货币政策的长期反应与利率敏感型行业比重成正比。公司规模也是获得信贷能力的一个指标,与小公司只能依赖本地狭窄的信贷渠道相比,大公司可以通过股市或者国际市场融资。因此,对于货币政策的反应,小公司比大公司更强烈^[18]。同样,银行规模也是重要原因之一,大银行可以比小银行更容易获得资金,在紧缩货币政策期间,小银行更敏感^[19]。企业和银行规模存在地区间差异时,货币政策效应就会由此产生区域差异,小企业和小银行比重较高的区域对货币政策冲击反应程度将会更大。

(二) 金融结构 and 经济结构的区域非对称性

de Lucio 和 Izquierdo 认为货币政策传导机制有两个阶段,所以有两个环节对货币政策冲击作出反应,第一个是金融环境,第二个是相应的真实经济^[20]。Nachane、Ray 和 Ghosh 研究了印度的货币政策区域非对称效应,并且寻找了原因。这些原因包括:各邦利率敏感性行业结构的差异,各邦的企业构成差异,各邦的金融深化程度差异^[15]。Arnold 和 Vrugt 研究了德国货币政策区域差异是否和区域经济和金融的结构特征有关系,例如产业结构、公司规模、银行规模以及开放程度。得出结论认为货币政策区域非对称效应差异与产出构成相关,但是和公司规模和银行规模不相关^[21]。Hanson、Hurst 和 Park 认为真实经济行为中的不同波动可能源于特殊的冲击或者是不同传导机制下的普遍冲击。这些差异的根源在于产业结构或者是金融部门结构在区域水平上的不同,地区劳动市场、自然资源禀赋、支出和税收政策、管制环境以及其他特征方面的差异也是影响因素^[22]。

把这些观点综合起来,货币政策区域非对称性的形成机理可以从经济结构差异和金融结构差异两大方面分析,经济结构差异具体包含宏观层面的产业结构在利率敏感度上的差异和微观层面企业规模的差异。金融结构差异具体包含银行规模、银行经营状况、银行集中程度、其他融资渠道等差异,并且这些差异之所以能影响货币政策效应的前提是信息不对称和市场失灵的存在,这导致了企业和个人对于本地区银行以及其他融资渠道的高度依赖,并由区域经济结构和金融结构的传导,形成了货币政策区域非对称效应。

(三) 经济主体行为的区域非对称性

Fuentes 和 Dow 认为,货币政策区域非对称效应的原因除了在经济结构和金融结构方面的差异以外,还应该考虑经济主体的行为因素。随着金融体

系的发展,中央银行对于货币供给的直接控制能力下降,货币供给在经济过程中具有越来越强的内生性。在货币政策具有内生性的假设前提之下,银行流动性偏好、存款者和借款者的流动性偏好对于货币政策区域非对称效应都有影响^[7]。

早期对货币政策区域非对称效应的研究都认为货币政策是外生的,凯恩斯主义者建模时,认为货币政策是通过利率变动对总需求的组成要素来发生作用的^[9]。而货币主义者则把商业周期看作是货币冲击导致的,认为区域对于商业周期的不同反应是通过区域产品需求或者是收入弹性的差异导致的^[11]。后凯恩斯货币理论认为随着银行系统的发展,信贷的增加更多依赖于银行和借款者的流动性偏好,而不是依赖于中央银行的直接干预。银行的发展阶段会影响银行借款能力,银行系统越发达,银行在给定存款基础的情况下信贷扩张能力越强。银行越落后,受到低水平储蓄率约束的可能性越大。流动性偏好因素通过银行在区域内借贷意愿和存款者的行为偏好发生作用。在受到货币政策冲击时,较高流动性偏好的银行借贷意愿减弱,较高流动性偏好的存款者可能采用了流动性更好的资产组合,这些都降低了地区的信用供给。

因此,货币政策区域非对称效应研究不应仅仅局限于对“非对称冲击”的分析,应该密切关注货币政策对金融行为的影响。不过,从已有的实证结果来看,只有地区间产业结构的差异受到了有力的支持。对于其他解释,通过不同的方法和不同的数据得出的实证结果并不一致,货币政策区域非对称效应形成机理仍需进一步的探寻。

四、货币政策区域非对称效应研究的新趋势

尽管从以上文献来看,货币政策区域非对称效应的基本问题似乎都已经得到了解决,但货币政策的复杂性远不止于此。近年来,一些学者受货币政策总量研究的启发,把货币政策区域非对称效应与货币政策总量研究的相关理论结合,进一步研究了区域非对称效应一些更复杂的特征。

(一) 货币政策对区域价格的非对称性冲击

地区间一价定律的偏离也是区域经济非对称效应的一种表现形式。一价定律偏离的原因可能是来自于政策制定者不能控制的区域供给方面的非对称冲击,但是也可能来自于政策本身。Fielding 和 Shields 试图通过货币政策冲击来解释各个地区间一价定律的偏离。研究结果表明,货币政策非对称冲击在一定程度上解释了美国一价定律的区域偏离,各个地区经济特征和人口特征是非对称效应产生的原因,包括对利率敏感的产业在这个地区的比重、企业规模、银行规模、房价、人口因素等。他们指出,货币政策是根据全国消费者物价指数制定的,当不同区域消费者面对不同的物价指数时,那么货币政策的制定者应该把这样的非对称性纳入考虑^[23]。

这种区域间的一价定律偏离还不仅仅限于非贸易商品^[24]。近年来美国的房地产市场价格快速上

涨,并且各个区域之间存在着很大的差异,有些地区房价上涨保持温和,而沿海地区则上涨幅度巨大。美国的学者开始关注货币政策对不同区域房地产价格的影响。针对房地产市场各个区域差异在货币政策传导中的重要性,Frantantoni 和 Schuh 认为货币政策冲击是通过抵押利率和房地产市场传导到区域经济和整体经济中的。货币政策对经济的冲击效应取决于区域经济的性质和程度,并且随着时间不断发生变化。他们估计了各个州对于货币政策响应的的时间差异和程度差异,并分析了货币政策对沿海地区房地产快速上涨的影响^[25]。

(二) 货币政策区域非对称性与时间非对称性相结合

在发达国家,货币政策实施有近百年的历史,而不同时期对于不同货币政策工具各有侧重,货币政策实施遵循的规则也有所不同,例如,Clarida、Gali 和 Gertler 认为 1982 年联邦储备局改变了泰勒规则的通胀权重后,政策实施变得更稳定了,货币政策效应和过去比发生了很大的变化^[26]。最近有大量的研究^[26-27]对战后时期的货币政策变化进行了分析,目的是研究中央银行领导阶层和透明度变动导致的政策持久性变动(persistent changes in policy)。Bovin 和 Giannoni 研究了美联储的效率是否在战后时期提高了^[27]。受这些研究的启发,Owyang 和 Wall 对货币政策区域效应的时间非对称性进行了研究。为了解释这样的变化,他们分别研究了 Volcker 和 Greenspan 时期相关的货币政策区域非对称效应是否不同,并且衡量了货币政策各种渠道随时间发生的变化。研究结果发现,货币政策在前 Volcker 时代和 Volcker - Greenspan 时代两个样本期间的区域非对称效应存在着很大的不同,不同的货币政策传导渠道对于不同时期的区域非对称效应的影响也有显著差异。他们得出结论认为,这两段时期区域非对称效应存在差异的原因在于货币政策传导机制发生了变化^[28]。

Schunk 研究了货币政策区域非对称效应随时间发生的变化。数据表明,从 1959 年起,美国各州的制造业和建筑业相对比重都出现了大幅的下降,从 1959 年的 26% 下降到了 2003 的 14%。同时,各个州资本密集程度的方差从 70% 下降到了低于 10%。根据 Carlino 和 DeFina 的结论,州货币政策效应也应该有同样的变动趋势,货币政策对各个州的冲击程度和各个州受冲击的差异程度都应该随时间下降。而实证检验的结果表明,各州对于货币政策的响应程度和差异的确随时间下降了,这验证了 Carlino 和 DeFina 的结论^[29]。

(三) 货币政策区域非对称性与扩张紧缩非对称性相结合

对于货币政策区域非对称效应的大部分研究是建立在简化的货币政策传导机制模型上的,它假设货币政策对于区域的非对称冲击是线性的。但是货币政策的扩张和收缩对于经济的冲击并不对称,具

有非线性性质,需要对此做出进一步的识别。Hanson、Hurst 和 Park 指出货币政策区域非对称效应是受该区域的经济状况影响的,增长速度比较慢的区域受到紧缩货币政策的冲击更大,而那些发展相对较慢的区域在扩张的货币政策下反而受益较小。因此,他们认为货币政策对于美国各个州的增长有差距拉大的作用。这种非对称性存在的原因可能是各个区域处于商业周期的不同阶段,因此传导机制也存在差异。货币政策冲击的结果既与货币政策本身有关,也与其他宏观经济冲击的历史有关。从各个州面板数据的实证分析结果可以得出两个结论:首先,那些经济发展比较落后的区域从货币政策冲击中得到的益处较少;第二,区域非对称效应的大小在政策扩张和收缩两种情况下有区别^[22]。

参考文献:

- [1] SCOTT I. The regional impact of monetary policy [J]. Quarterly Journal of Economics, 1955, 69: 269 - 284.
- [2] CARLINO G, DeFINA R. The difference regional effect of monetary policy [J]. Review of Economics and Statistics, 1998, 80(4): 572 - 587.
- [3] CARLINO G, DeFINA R. Monetary policy and the U. S. States and regions: some implications for European monetary policy [R]. Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper, 1998, No. 98 - 17.
- [4] CARLINO G, DeFINA R. The differential regional effects of monetary policy: Evidence from the U. S. states [J]. Journal of Regional Science, 1999, 39: 339 - 358.
- [5] MUNDELL R. A theory of optimum currency areas [J]. American Economic Review, 1961, 51: 509 - 517.
- [6] MAGNIFICO G. European monetary unification [J]. Economica, New Series, 1974, 41: 219 - 220.
- [7] RODRIGUEZ - FUENTES C, DOW S. EMU and the regional impact of monetary policy [J]. Regional Studies, 2003, 37: 969 - 980.
- [8] Don PATINKIN. The Chicago tradition, the quantity theory, and Friedman [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1969, 1: 46 - 70.
- [9] FISHKIND H. The regional impact of monetary policy: an economic simulation study of Indiana 1958 - 1973 [J]. Journal of Regional Science, 1977, 17: 77 - 88.
- [10] GARRISON C, CHANG H. The effects of monetary forces in regional economic activity [J]. Journal of Regional Science, 1979, 19: 15 - 29.
- [11] BEARE J. A monetarist model of regional business cycles [J]. Journal of Regional Science, 1976, 16: 57 - 63.
- [12] ANDO A, MODIGLIANI F. Econometric Analysis of Stabilization Policies [J]. The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Eighty - first Annual Meeting of the American Economic Association, 1969, 59: 296 - 314.
- [13] MATHUR V, STEIN S. Regional impacts of monetary poli-

- cy and fiscal policy: an investigation into the reduced form approach[J]. *Journal of Regional Science*, 1980, 20(3): 342 – 351.
- [14] SIMS C. Macroeconomics and reality[J]. *Econometrica*, 1980, 48:1 – 48.
- [15] NACHANE D, RAY P, GHOSH S. Does monetary policy have differential state – level effects? An empirical evaluation[J]. *Economic and Political Weekly*, 2001 (23): 4723 – 4728.
- [16] GIACINTO V. Differential regional effects of monetary policy: a geographical SVAR approach[Z]. *Banca d' Italia Working Paper*, 2002(5).
- [17] ELBOURNE A, De HAAN J. Asymmetric monetary transmission in EMU: the robustness of VAR conclusion and Cecchetti's legal family theory[Z]. *CESifo Working Paper*, 2004, No. 1327.
- [18] KASHYAP A, STEIN J. What do a million observation on banks say about the transmission of monetary policy? [J]. *American Economic Review*, 2000, 90: 407 – 428.
- [19] KASHYAP A, STEIN J. The impact of monetary policy on bank balance sheets[J]. *Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy*, 1995, 42:151 – 195.
- [20] De LUCIO J, IZQUIERDO M. Local Responses to a global monetary policy: the regional structure of financial systems [Z]. *FEDEA, Documento de trabajo*, 1999, No. 99 – 14.
- [21] ARNOLD I, VRUGT E. Firm size, industry mix and the regional transmission of monetary policy in Germany[J]. *German Economic Review*, 2004, 5 (1): 35 – 59.
- [22] HANSON M, HURST E, PARK K. Does monetary policy help least those who need it most? [Z]. *Wesleyan Economics Working Papers*, 2006, No. 2006 – 006.
- [23] FIELDING D, SHIELDS K. Regional asymmetries in the impact of monetary policy shocks on prices: evidence from US cities[Z]. *University of Otago Economics Discussion Papers*, 2007, No. 0702.
- [24] ENGEL C, ROGERS J. Violating the law of one price: should we make a federal case out of it[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2001, 33: 1 – 15.
- [25] FRANTANTONI M, SCHUH S. Monetary policy, housing and heterogeneous regional markets[J]. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2003, 35:557 – 590.
- [26] CLARIDA R, GALI J, GERTLER M. Monetary policy rules in practice[J]. *European Economic Review*, 1998, 42:1033 – 1067.
- [27] BOIVIN J, GIANNONI M. Has monetary policy become more effective? [Z]. *NBER Working Paper*, 2003, No. 9459.
- [28] OWYANG M, WALL H. Structural breaks and regional disparities in the transmission of monetary policy [Z]. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 2005, Working paper 2003 – 008.
- [29] DONALD L SCHUNK. The differential impacts of monetary policy: are the differences diminishing[M]. *New York: Blackwell Publishing*, 2004.

A Review of the Study on Regional Imbalanced Effects of Monetary Policy

WANG Wei-an, WANG Dan

(*School of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China*)

Abstract: To some extent, most of the economies are not optimum currency areas. The economic activities in different regions of a country respond to monetary policy actions differently in terms of the response magnitude and timing. While there exists considerable heterogeneity across the regional economies in China and each region responds to monetary shocks with great difference, the literature on the studying the regional imbalanced effects of monetary policy is fairly limited. Reviewing the latest foreign literature in detail has a positive significance for the monetary policy development and regional economic development. The authors review the development course of the research methodology on regional imbalanced effects of monetary policy and evaluate the contribution made by these methods to studying of regional imbalanced effects of monetary policy. Comparison and analysis of the formation mechanisms of regional imbalanced effects of monetary policy are made in such perspectives as monetary policy transmission channels, financial and economic structures, the behaviors of economic entities and so on. The latest research trends in this field are summarized and concluded, which suggests that the study will focus on the combination of aggregate level research in the future. Finally, the authors evaluate the significance of research on regional imbalanced effects of monetary policy and suggest further research needed in China.

Key words: monetary policy; regional imbalance; regional imbalanced effects

(责任编辑 傅旭东)