

利率市场化与 货币政策传导机制

李庆华 著

中國石化出版社

[HTTP://WWW.SINOPEC-PRESS.COM](http://www.sinopec-press.com)

7832.22
17

利率市场化与 货币政策传导机制

李庆华 著



中国石化出版社

内 容 提 要

本书是国家社科基金一般项目《我国货币传导机制的效率估计与时滞测算研究》(批准号:14BJY011)的阶段性研究成果。本书在对我国货币传导机制进行一般性概述的基础上,叙述了中国央行货币政策框架的建立与完善以及市场利率化进程,并对中国利率市场化程度按渐近式改革的事实进行了指数化处理。

本书还系统地论述了根据时间序列数据进行实证分析的 ADL 模型与 VAR 模型。利用这些模型,重点分析了中国货币传导机制的时滞与利率市场化程度的不同对中国货币传导机制的影响,得出了货币传导的平均时滞约为 4 个月和利率市场化会降低中国货币传导效率的结论。

图书在版编目(CIP)数据

利率市场化与货币政策传导机制 / 李庆华著.
—北京:中国石化出版社, 2015. 8
ISBN 978-7-5114-3591-0

I. ①利… II. ①李… III. ①利率市场化-研究-中国
②货币政策-研究-中国 IV. ①F832. 22②F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 190896 号

未经本社书面授权,本书任何部分不得被复制、
抄袭,或者以任何形式或任何方式传播。版权
所有,侵权必究。

中国石化出版社出版发行

地址:北京市东城区安定门外大街 58 号

邮编:100011 电话:(010)84271850

读者服务部电话:(010)84289974

<http://www.sinopec-press.com>

E-mail:press@sinopec.com

北京富泰印刷有限责任公司印刷

全国各地新华书店经销

*

787×1092 毫米 32 开本 4.25 印张 111 千字

2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

定价:20.00 元

目 录

第 1 章	引言	(1)
第 2 章	货币政策传导机制总论	(9)
2.1	货币政策传导机制的理论前提	(9)
2.2	经济学概念“长期”与“短期”的诠释	(10)
2.3	货币政策传导途径	(12)
2.4	货币政策传导机制的非独立性及其协同作用	(19)
2.5	货币传导渠道的实际应用与货币政策 中介目标的选择	(24)
第 3 章	中国央行货币政策框架及工具	(26)
3.1	中国货币政策框架的建立与完善过程	(26)
3.2	改革开放以来中国央行采用的货币政策工具	(31)
第 4 章	中国利率市场化改革进程	(50)
4.1	中国现代金融业发展	(50)
4.2	中国利率市场化改革的初衷	(51)
4.3	中国利率市场化沿革	(52)
第 5 章	宏观经济数据的性质	(57)
5.1	平稳的时间序列	(57)
5.2	非平稳的时间序列	(68)
5.3	单位根检验	(74)
5.4	协整和误差纠正机制	(79)

第 6 章 ADL 模型与 VAR 模型	(88)
6.1 分布滞后模型	(88)
6.2 VAR 模型及其演化	(97)
6.3 传统估计方法	(104)
第 7 章 基于 ADL 模型的中国货币政策传导分析	(106)
7.1 理论分析	(106)
7.2 实证分析	(110)
7.3 结果分析	(117)
第 8 章 基于利率市场化指数的 VAR 模型分析	(119)
8.1 变量选择与数据来源	(119)
8.2 变量的检验与模型的建立	(124)
8.3 货币政策传导机制的 SVAR 样本模型	(127)
参考文献	(130)

第 1 章 引 言

货币政策传导效率问题,实质上是货币政策能否传导、如何传导、是短期瞬时传导还是长时期持续性传导于实际 GDP 的问题。长期以来,经济学研究者们从理论和实证两个方面进行了深入的研究。Lucas(1972, 1973)的不完全信息模型和 Lucas(1990)、Fuerst(1992),以及 Christiano 和 Eichenbaum(1991)的“流动性”模型,认为货币冲击对实际 GDP 能产生短期的影响,但在长期是没有显著影响的。但 20 世纪 30 年代的大萧条和美国联邦储备银行 1977 年 10 月的银根紧缩策略均导致了很长时间的衰退的典型例证,反映了货币冲击的持续性。在上个世纪后 20 年一些著名经济学家或者根据“菜单”成本模型(Mankiw, Akerlof, Yellen, 1985),或者根据垄断竞争模型(Blanchard, 1987; Romer, 1989)等,认为较小的冲击可能会带来持续的实际效应。Taylor(1999)肯定了 Friedman 的研究对货币政策传导机制理论发展的重要性,总结了这一时期货币冲击会产生的较长时期效应的理论,或者说货币传导机制理论,并强调工资和价格的调整的高度错叠性,是货币政策能持续传导于 GDP 的重要原因。从这一时期开始直到 2007 年美国金融危机爆发,无论是理论研究还是用计量经济学方法进行经验分析,均得到了长足的发展。

中国学者张成思的论文《货币政策传导机制:理论发展与现实选择》(《金融评论》(京)2011 年 1 期第 20~43 页)中,对此进行了评述。Bernanke and Blinder(1992)运用格兰杰因果检验和方差分解模型得出美国联邦基金利率比货币供应量更能预测经济中的实际变量,从而得出美国联邦基金利率是一个比较好的反映货币政策松紧的“指示器”。John B. Taylor(1993)用实证方法,

分析了美国、英国、德国等 7 个发达国家的固定资产投资规模 and 实际利率的关系，无一不是成负相关关系的。

美国金融危机后，对货币传导机制的研究更加现实，更加注重实证的动态分析，这一方面是由于理论的动态分析的困难，另一方在是实证分析技术特别是包括计算机技术在内的计量经济技术的发展，为此指供了条件。美国金融危机的冲击导致了其货币传导的多样化，传统传导途径主要是利率与信贷两种，后增加了财富传导，再后又有了金融资产或资产价格传导等创新。John B. Taylor and J. Williams (2009)、Cecchetti, S. G. (2009) 等分析了这种影响；而 Puriya Abbassi and Tobias Linzert (2008) 分析美国金融危机对货币传导效率的影响；Dimitris Korobilis (2013)^① 运用时变参数和随机波动的矢量自回归模型研究了二战以后美国经济的 143 个季度数据，得出内生冲击和外生冲击导致了美国 20 世纪 70 年代和 80 年代的通货膨胀波动。同时还表明预测不到的货币政策冲击会对 GDP、投资、汇率和货币产生显著的影响。Giorgioe Primiceri (2005)^② 运用时变参数的矢量自回归模型和马尔科夫-蒙德卡洛的估计方法对美国的货币政策传导进行了实证研究，得出来自外生的非政策性的冲击比利率政策的冲击对高通货膨胀和失业率的产生更大的影响。Gary Koop, Roberto Leon-Gonzalez, Rodney W. Strachan (2009) 把基于随机波动的时变向量自回归模型拓展成混合创新模型 (mixture innovation model)，并运用该模型实证动态的研究了外部冲击的变化会影响到货币传导机制的演化。其分析对中国货币传导机制的随着利率市场演化的转换而演化有一定借鉴意义。另外 Makram El-Shagi and Sebastian Giesen (2013) 提出了一个多元状

① Dimitris Korobilis. Assessing the Transmission of Monetary Policy Using Time-varying Parameter Dynamic Factor Models, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 2013 (75): 157-179.

② Giorgioe Primiceri. Time varying structural vector autoregressions and monetary policy, Review of Economic Studies, 2005(72): 821-852.

态空间框架分析美国货币政策的短期冲击，指出用该框架进行分析，可以研究短期冲击与价格指数的关系而无需考虑实际货币需求等等。这些研究说明了西方有关货币传导机制的研究有向机制演化研究方面发展的趋势，当然也有其他的多元化研究趋势，只要它们是有实用价值的，也就是说西方学术界的有关货币传导机制的研究以实用化为主。

从中国的情况来看，中国货币政策传导机制与欧美最主要的区别是：在中国，利率还没有完全市场化，所以过去和目前的传导机制的作用大小均会有所不同。问题是利率市场化是中国金融体制改革必然目标，那么，利率市场化后，过去的货币政策传导机制还会有多大作用，是否需要传导机制的创新等等，这些都是摆在中国学者和货币管理当局的迫切问题。当然，国内学者对这些问题也进行了颇有价值的研究。巴曙松(2004)的研究认为利率市场化为那些原本难以从银行得到贷款的中小企业和农户创造了比较好的定价机制，中小企业贷款将是利率市场化后银行业务新的增长点。王东静、张祥建(2007)利用协方差分析模型研究企业融资方程式将在贷款利率取消管制后发生结构性的变化，得出的结论是利率市场化有利于缓解中国中小企业贷款约束问题，企业融资结构更加合理。肖欣荣、伍永刚(2011)通过对美国利率市场化改革的分析得出利率市场化促进金融行业间的竞争，对银行向中间业务转型带来积极影响。刘献刚(2011)研究认为利率管制下的负利率是导致银行理财产品大量发行的原因之一，这在某个程度上可以视为存款利率取消上限的前奏。吁翔、梁珊珊(2012)通过严密的理论分析认为由于利率市场化导致银行存款稳定性降低、经营管理亟待转型，从而动摇商业银行在中国货币供应中的主导地位，以银行为主导的信贷传导机制将被削弱。张宗益等(2012)对中国 14 家主要银行 1998~2010 年间的数据进行联立方程模型推导得到贷款利率上限的放开是商业银行深化价格竞争的开端，促进银行对信贷资产进行更加审慎地定价。岳意定、谢文(2009)对中国 1998

年1月~2006年6月的数据采用VAR模型实证检验发现,利率市场化进程中货币传导的利率渠道从货币供应量到货币市场比较畅通,货币市场传导到资本市场、信贷市场受到阻滞,但利率渠道的作用在日渐增强。刘雅然(2011)运用FAVAR模型对1994~2010年利率和各主要经济变量的脉冲响应函数的研究表明,利率政策冲击对投资和财政收支的影响逐渐增强,对固定资产投资增长率产生了十分显著的长期影响,由此得出利率市场化进程中利率传导渠道逐渐顺畅,利率市场化效应较强。徐思远(2012)利用误差修正模型考察了利率市场化改革前后实际利率与实际经济增长由正的长期均衡关系变成了负的长期均衡关系,利率政策的滞后性比较长,政策效果也在削弱。还有一些文献把论述重点放在对中国基准利率培育和建设的 research 上。李社环(2001)通过理论分析得出在利率市场化改革的不同阶段应该选择不同的货币市场利率作为基准利率:银行间同业拆借利率应成为利率市场化改革阶段的基准利率,银行间同业拆借利率、短期国债利率和再贴现利率可以作为利率市场化改革全面完成后的基准利率选择对象。董乐(2008)运用误差修正模型检验发现上海证券交易所国债回购利率具备基准利率的效应。易纲(2008)、柳永明、李松良(2009)和徐建华(2011)认为隔夜上海同业拆借利率比较适合作为中国金融市场的基准利率,但有待于进一步完善。姚余栋、谭海鸣(2011)通过预测方差分解模型得到央票发行利率已经具备央行基准利率的效应。戴国海、李伟(2013)分别从市场代表性、定价基础性、波动合理性、政策可控性、经济相关性五个方面研究发现现阶段债券回购利率、上海同业拆借利率和银行间同业拆借利率都不能独自挑起货币市场基准利率的重任。方意、方明(2013)采用有向无环图技术研究表明现阶段中国货币市场基准利率依然是存款利率;但是利率市场化的推进将使存款利率的基准利率地位降低,上海银行间同业拆借利率和银行间质押式回购利率的基准属性增强,最终这两个利率究竟哪个作为市场基准利率应由市场决定。此

外,也有一部分文献把重点放在比较利率传导机制和信贷传导机制两者的重要性上。周英章、蒋振声(2001)和孙明华(2004)均认为随着中国金融市场化程度的提高,信贷传导途径难以挑起货币政策传导机制的重任,只能是一种“辅助性”传导机制。张成思(2010,2011)的两篇文献,在综述了西方特别是美国有关货币传导机制的研究的基础上认为货币政策传导渠道有六大类:(1)利率传导渠道;(2)信贷传导渠道;(3)货币传导渠道(也称为货币学派传导渠道);(4)汇率传导渠道;(5)财富传导渠道;(6)中央银行信息沟通渠道。文献认为在国内外金融局势不断变化的大背景下,如何将这些新的内容与中国货币政策相协调从而确保货币政策实现有效传导,是未来一段时期值得经济学者全面深入研究的重要课题。牛江涛(《经济学动态》(京)2007年11期第46~50页)通过对中西方货币政策传导机制比较研究后,认为中国现行社会经济运行机制中存在着严重的“体制性渗漏”,可能会使央行货币政策调节陷入“体制性陷阱”。蒋冠、刘红忠(《复旦学报:社科版》(沪)2007年6期第10~18页)专门对中国存款准备金率政策的传导机制进行了研究,得出了类似美国学者的结论,认为传导机制应随外部条件的变化而创新。国内的学者也对中国的货币政策的传导机制做了大量的研究。方先明(2005)^①等采用新颖的和交叉性统计数据,通过协整检验和 Granger 因果检验等方法对中国的货币政策利率传导机制进行了研究,得出中国货币政策的利率传导是低效的,但是货币政策整体上却有效以及中国货币政策的利率传导机制还存在时滞效应等结论。蒋瑛琨等(2005)^②采用协整检验、矢量自回归和脉冲回应函数等方法对中国1992年一季度~2004年二季度期间的货币政策传导机制进行实证分析,结果表明货币政策对

① 方先明,孙毓,熊鹏等.中国货币政策利率传导机制有效性的实证研究[J].当代经济科学,2005,(27):35-43.

② 蒋瑛琨,刘艳武,赵振全.货币渠道与信贷渠道传导机制有效性的实证分析—兼论货币政策中介目标的选择[J].金融研究,2005,(5):70-79.

贷款的影响最为显著。因此,90年代以来信贷管道在中国货币政策传导机制中占有重要地位,同时就货币政策的中介目标而言, M_1 优于 M_2 , M_2 优于贷款。何东等(2011)^①通过一个新的理论模型来解析利率双轨制下的中国货币政策传导机制,得出价格管制带来的扭曲需要通过数量管制来纠正。同时实证结果表明,市场利率对基准存款利率调整最敏感,其次是存款准备金率的调整,公开市场操作在利率双轨制下效果不太显著。

赵昕等(2003)^②采用实证分析方法从居民层面分析了中国货币政策利率传导的制约因素,并在此基础上提出了完善中国利率传导机制的措施。刘斌(2005)^③通过简化的 Kopecky - VanHoose 货币信贷模型与 Bernanke - Blinder 提出的模型研究了资本充足率对货币政策传导、信贷及经济的影响,得出货币政策受到最低资本充足率的约束以及银行应该加强对资本的有效管理等结论。刘金全等(2002)^④通过采用 Granger 检验等方法实证分析得出在中国的货币政策是非中性的结论,即无论中国经济处于经济波动期,还是平稳收缩期,中国的货币政策都是有效的。丁晨等(2007)^⑤运用矢量误差修正模型(VECM)实证检验了房价在货币政策传导机制中的作用,得出房地产市场已成为货币政策传导的重要途径。张颖(2003)^⑥从理论和经验事实两个方面分析了内生货币供给下的货币政策传导机制,得出银

① 何东,王红林.利率双轨制与中国货币政策实施[J].金融研究,2011,(12):1-18.

② 赵昕,任晴.从居民层面看我国货币政策利率传导的制约因素[J].数量经济技术经济研究,2003,(8):23-26.

③ 刘斌.资本充足率对信贷、经济及货币政策传导的影响[J].金融研究,2005,(8):10-22.

④ 刘金全,刘志强.中国货币政策非中性——货币-产出的因果关系和影响关系检验[J].吉林大学社会科学学报,2002,(4):5-10.

⑤ 丁晨,屠梅曾.论房价在货币政策传导机制中的作用[J].数量经济技术经济研究,2007,(11):106-114.

⑥ 张颖.内生货币供给下的中国货币政策传导机制[J].南开经济研究,2003,(5):35-38.

行贷款和企业投资是货币政策传导中的关键环节,加快国有商业银行和企业的改革步伐才能保证货币政策传导机制通畅。高丽和李季刚(2013)^①利用广义矩估计法(GMM)考察现行双轨制的利率体系下,泰勒规则在中国货币政策中的适用性,得出当前不宜将泰勒规则作为中国货币政策操作的依据。李程(2013)^②运用流量分析法分析了在金融危机后中国在货币政策实施中的币值稳定和经济增长难以兼得的问题,得出利率市场化可以使得货币政策的实施在一定程度上避免两难困境。江春和刘春华(2006)^③运用方差分解和脉冲响应函数方法分析了近20年来中国货币政策的利率效应,得出传统的国有产权制度是导致利率在货币政策中传导欠佳的原因。楚尔鸣(2007)^④采用向量误差修正模型(VECM)分析了中国货币政策的利率传导,得出利率管制、利率结构不合理和企业对利率不敏感是导致中国货币政策利率传导存在“梗阻”的原因。赵进文和高辉(2004)^⑤通过对不同规则的利率市场化的模拟得出影响利率市场化规则的变量除了利率滞后值、GDP缺口和通胀率变量外还应该考虑汇率的影响。陶雄华和陈明珏(2013)^⑥通过构建利率市场化指数来测度利率市场化改革的进程,得出到2012年年底,中国的利率市场化已经完成了80%。王国松(2001)^⑦通过对中国利率市场化的研

① 高丽,李季刚.双轨制利率体系下我国货币政策反应函数的估计与检验[J].上海金融,2013,(6):39-45.

② 李程.利率市场化与货币政策两难困境的化解—基于货币流量分析框架的研究[J].金融经济学报,2013(9):3-13.

③ 江春,刘春华.货币政策的利率效应:来自中国过去20年的实证[J].广东金融学院学报,2006,(2):18-26.

④ 楚尔鸣.我国货币政策利率传导有效性的实证分析[J].湖南师范大学社会科学学报,2007,(3):84-88.

⑤ 赵进文,高辉.中国利率市场化主导下稳健货币政策规则的构建及应用[J].经济学(季刊),2004,(3):41-61.

⑥ 陶雄华,陈明珏.中国利率市场化的进程测度与改革指向[J].中南财经政法大学学报,2013,(3):74-79.

⑦ 王国松.中国的利率管制与利率市场化[J].经济研究,2001,(6):13-20.

究得出要推进中国利率市场化必须解除财政赤字扩大、商业银行资本充足率不足、公司治理不科学和国有商业银行不良资产比例过高以及企业融资渠道狭窄等方面的约束。李晓岩(2012)^①通过对中国利率市场化的研究得出要推进利率市场化需要进一步完善存款保险制度、丰富金融市场产品、改进计结息方式以及完善社会信用体系等。王国刚(《中国社会科学》(京 2012 年 4 期第 62~82 页)基于 2001~2010 年数据分析了中国货币政策调控工具的操作机理,得出要进行体制创新的结论。董志勇、官靓(2009),张成思、佟冠良、王麟锴(2013),黄武俊、燕安(2010)等国内这些学者分别从不同方面或不同角度对中国货币传导途径、效率、滞后性等进行了很有价值的研究,为相关人员指供了有益的参考,为后来的研究者提供了大量参阅资料,同时也为进一步研究指明了方向。

^① 李晓岩. 简析推进人民币利率市场化的条件及步骤[J]. 中央财经大学学报, 2012, (8): 33-37.

第2章 货币政策传导机制总论

2.1 货币政策传导机制的理论前提

货币“非中性”或者至少货币“短期”非中性是货币政策传导机制成立的理论前提。

1936年,凯恩斯《就业利息与货币通论》的发表拉开了宏观经济学的篇章,经济学家对货币政策的理解最初就是来自于凯恩斯。通过一个两部门的IS-LM模型,凯恩斯和他的拥护者阐述了关于货币政策的一些基本概念:中央银行增加货币供给,降低货币市场利率,从而增加产品市场的投资支出,最终影响总需求。货币政策和财政政策一起,成为二战后凯恩斯学派所倡导的调控宏观经济的主要政策。凯恩斯学派强调政府对宏观经济的干预,更主张通过财政政策来刺激经济增长,这一理论成为了欧美政府带领国家走出大萧条泥潭的救命稻草,随之而来的是凯恩斯主义理论思想大行其道。

而20世纪70年代滞胀现象的产生,凯恩斯主义理论无法解释这一现象,并且面对剧烈的通货膨胀,货币政策无法解决。经济学界开始了关于货币政策有效性以及如何使用货币政策的激烈争论。

对于货币政策有效性的理论争论主要表现在对菲利普斯曲线的研究上。菲利普斯曲线从实证的角度支撑着凯恩斯主义的基本观点。在菲利普斯的研究基础上,保罗-萨缪尔森和罗伯特-索罗通过更一般的研究证实,通货膨胀率和失业率之间确实存在长期的负相关关系;他们还认为,每年4%~5%的通货膨胀率能实现充分就业。通过适度的通货膨胀来实现充分就业成为20世纪50~60年代欧美国家中央银行货币政策执行者的主要观

点。一直到 20 世纪 60 年代末，以弗里德曼为代表的货币学派提出“自然失业率”假说，即从长期来看，失业率将维持在一个“自然水平”上，试图通过通货膨胀来降低失业率的做法在长期是行不通的。弗里德曼和菲尔普斯认为，从长期来看，通货膨胀与失业率之间不存在负相关关系，长期的菲利普斯曲线可能是一条垂直的直线。

货币学派自然失业率假说的提出，以及长期菲利普斯曲线可能垂直的观点在 20 世纪 70 年代得到了相当的重视。经济学家和货币政策制定者开始认识到货币政策的实行需要一个明确的目标而不是相机决策。同时，货币政策长期“中性”、短期“非中性”的观点也为人们所接受。

2.2 经济学概念“长期”与“短期”的诠释

在经济分析中，短期和长期是一对令人迷惑的概念。根据中国人民大学出版社 2010 年版的《西方经济学》（高鸿业）的解释，短期指生产者来不及调整全部生产要素的数量，至少有一种生产要素的数量固定不变的时间周期。长期指生产者可以调整全部生产要素的数量的时间周期。所以在成本分析中，在短期有固定成本与变动成本之分，而在长期则所有成本均是变动的。

这种短期与长期的概念可引入到其他经济分析中。据解释，短期与长期并不是一对具体的时间概念，而是强调经济活动主体对外界环境条件的反应。当外界环境条件发生变化时，经济主体会根据这种变化，按利益最大化原则调整自己的行为或经济资源的数量。但是，实际上这种调整不一定能够调整到位，即不一定能调整到最优值或意愿值。所谓短期就是指经济主体还没有调整到位的时间周期，而长期则是调整到位的时间周期。显然，关于这一对概念有两个方面的特点：第一，短期与长期不是具体的时间概念。长期不一定很长，短期不一定很短。如果人们能在很短的时间内调整到意愿状态，那么“长期”就是很

短的；相反，如果人们很长时间也不能调整到意愿状态，那么“短期”就是很长的。第二，不同经济主体的“短期”和“长期”是不相同的。不同行业的企业所面临环境状态（包括市场环境、制度环境、政策环境和地理环境等）往往是不相同的，这些环境状态的实际变化也是有所不同的，由于不同行业不同类型的企业的敏感性不尽相同，所以这些企业对环境状态的变化的反应快慢也就不尽相同。

那么，客观经济中有这种“经济学意义”上的短期和长期吗？第一，在任何时候企业总会有固定成本的；第二，当相关要素的价格发生变化时，企业或经济主体的虽然会在一定时期内进行调整，但是当其调整还没有到意愿水平的时候，相关要素的价格已经有新的变化，企业或经济主体需要重新调整。这个过程会无穷地持续下去。可见，客观世界中的企业或经济主体是没有“经济学意义”上的“长期”的。

其实，在微观经济学中，之所以引入“短期”与“长期”的概念，是新古典学派试图证明斯密“看不见的手”的需要。只有在“长期”完全竞争的市场机制才能“证明”：“每个人都试图用应用他的资本，来使其生产品得到最大的价值。一般来说，他并不企图增进公共福利，也不清楚增进的公共福利有多少，他所追求的仅仅是他个人的安乐，个人的利益，但当他这样做的时候，就会有一双看不见的手引导他去达到另一个目标，而这个目标绝不是他所追求的东西。由于追逐他个人的利益，他经常促进了社会利益，其效果比他真正想促进社会效益时所得到的效果为大”。可见，即使在微观经济分析中，与其说“长期”是一种时间概念，倒不如说“长期”是一种信念。

将“短期”与“长期”概念，特别是“长期”概念引入宏观经济分析，可能是一种超现实主义的分析。在现实宏观经济运动中，不可能有“经济学意义”的“长期”概念的存在，它只不过是一种“乌托邦”式的分析，是基于对理性无限性的信念。所以，有关理性预期学派的理论很难在经验分析中找到有力的证据也就不

足为奇了。

由于我们要从实证的角度论述现实货币政策传导的效率和传导的滞后性，所以不承认有“长期”概念的现实存在。因为“长期”不存在，所以有关在“长期”货币是中性的结论自然就不成立了。也就是说，货币是非中性的。货币传导机制是有效的。

2.3 货币政策传导途径

凯恩斯学派和货币学派都认为中央银行可以通过货币政策来影响实体经济，但是究竟是通过何种方式、何种渠道来发挥作用却没有做出详细的解释，而只是把货币政策工具与总需求的关系用一个“黑匣子”来解释。这种做法显然已经不能满足经济发展的需要，经济学家们需要通过从定性和定量两个方面详细描述货币政策工具如何影响总需求，也就是货币政策传导机制研究。所谓货币政策传导机制是指中央银行通过调整货币政策工具，借助一系列中介目标和中间渠道，最终影响经济运行指标的变化。同时，经济指标的变化又反过来影响货币政策的进一步调整，从而形成一个动态互动的货币政策传导机制。

事实上，货币政策的传导途径是随着经济的发展而变化的，目前货币政策向经济传导主要有利率传导，信贷传导，资产价格传导，财富传导以及中央银行对商业银行的信息沟通等途径。

2.3.1 利率传导渠道

利率传导渠道在货币政策传导机制中占据重要地位，属于传统货币政策传导机制中的一种。利率传导渠道来源于凯恩斯学派理论中的 IS-LM 模型。IS-LM 模型最初由 Hicks(1937)提出，距今已有 70 多年的历史。IS-LM 模型是宏观经济分析的一个重要工具，是描述产品市场和货币之间相互关系的理论结构。在 IS-LM 模型中，凯恩斯通过利率把货币经济和实物经济联系起来，认为货币是非中性的，货币市场上的均衡利率会影响到投资进而影响总需求。

在此基础上，Taylor (1993; 1995; 2000)、Bernanke and