



• 经济管理学术文库 •

何凌云 刘传哲 / 著

中国货币政策 传导效率问题研究

Study on China's Monetary Transmission Efficiency

貨幣政策是宏觀調控的重要手段之一。當前，我國貨幣政策運行環境處于不斷變革之中，貨幣政策的作用和作用過程如何度量，用什麼方式度量，怎樣根據度量的結果進行政策調整是目前亟待解決的重大問題。本書在理論分析的基礎上，採用多變量連續系統識別、協整檢驗、ALMON模型和時變參數的狀態空間模型等，在假定各環節作用不受其他環節變量影響的條件下，對貨幣政策單變量傳導的一般效率和時變效率做了檢驗。同時，借助典型相關分析技術對變量進行整組壓縮，測量了整組變量傳導的一般和時變效率，結果表明：整組變量傳導效率優于單變量傳導，這主要體現在內部系統效率的提高上，外部系統的整體效率變動不大。在此基礎上，通過構建聯立方程組和SVAR模型……



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



• 经济管理学术文库 •

本书受到国家统计局科学研究计划重点项目LX:2006A26的资助

中国货币政策 传导效率问题研究

Study on China's Monetary Transmission Efficiency

何凌云 刘传哲 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策传导效率问题研究/何凌云, 刘传哲
著. —北京: 经济管理出版社, 2010. 3

ISBN 978-7-5096-0919-4

I. ①中… II. ①何…②刘… III. ①货币政策—研究
—中国

IV. ①F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 031563 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 申桂萍 刘 宏

技术编辑: 黄 铎

责任校对: 超 凡 曹 平

720mm×1000mm/16

21.5 印张 303 千字

2010 年 4 月第 1 版

2010 年 4 月第 1 次印刷

定价: 48.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-0919-4

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

货币政策是宏观调控的重要手段之一。当前,我国货币政策运行环境处于不断变革之中,在这种复杂的条件下,货币政策的作用和作用过程如何度量,用什么方式度量,怎样根据度量的结果对货币政策进行评价是目前亟待解决的重大问题。

本书对货币政策传导效率的内涵做了界定,并在对相关概念间的逻辑关系进行辨析的基础上指出:货币政策传导效率研究贯穿了货币政策传导机制和货币政策有效性两方面,是研究在相对确定的传导机制(路径)中货币政策的作用及作用过程的绩效。货币政策传导效率研究关注传导过程,强调作用效力和传导速度的结合,是货币政策动态有效性的体现。

基于理论分析,以1998年1月至2007年3月的月度数据为样本,采用Granger因果检验、多变量连续系统识别、协整检验、ALMON模型、VAR模型,在假设各环节作用不受其他环节相关变量影响的条件下,对货币政策单变量传导效率做了一般性检验,并通过状态空间模型测量了其时变效率。结果表明:货币政策工具向操作目标的传导存在阻滞,内部系统有明显的效率减损。而在假定货币供给完全承载货币政策信号的条件下,外部系统信号传输以信贷渠道、房地产价格渠道和利率的直接作用为主,其他渠道传导低效。从动态性上看,我国货币政策传导效率在1998年、1999年和2003年波动较大,其余各期相对稳定。再贷款、存款准备金率的作用呈下降趋势,公开市场操作和基准利率作用稳定,目前无明显变动趋势。在样本区间内,外部传导的整体效率波动不大,各子环节效率变动趋势不一致。此外,货币政策传导效率与货币政策状态间长期内存在关联,货币政策抑制经济过热的效率优于启动经济的效率。

在单变量传导效率研究的基础上,借助典型相关分析技术,对变量进行整组压缩,对整组变量传导效率做了一般性和时变层面的检验,以考察货币政策的综合作用。结果表明:整组变量传导效率明显优于单变量传导,主要体现在内部系统传导效率的提高上,而外部系统的整体效率变动不大。这说明我国货币政策传导过程中同属性变量间在一定程度上实现了协调配合。从动态性上看,整组变量传导效率在1998年、1999年、2003年波动较大,其余各期相对稳定,目前变动趋势不明显。此外,货币政策传导效率具有不对称性,这和单变量传导得出的结论一致。

通过构建联立方程组和SVAR模型,检验了多元反馈和交互影响条件下货币政策的传导效率。结果表明:交互影响和多元反馈条件下,货币政策传导效率与单变量传导有较大的差异。相关环节传导效力被加强或减弱,传导时滞被缩短或延长。效力的变动规律性不明显,绝大多数环节传导时滞的时距都有所延长。

本书基于实证研究的结果,结合我国货币政策实践,分析指出:在样本区间内,我国货币政策总体传导效率不高,多个环节存在效率减损。从经济变量传导来看,效率减损主要发生在货币政策工具向操作目标、中介目标向各渠道关键变量两大环节。从经济主体传导来看,中央银行行为效率低,金融机构对货币政策信号不敏感,微观主体很难根据货币政策信号进行行为调整。此外,货币政策中介目标和最终目标出现严重偏离,货币流通速度不稳定,整体传导效率不高。

导致我国货币政策传导效率减损的因素可以归纳为市场基础、作用对象和扰动因素三个层面。我国金融市场发展不完善,承载货币政策信号的能力有限,银行体系不稳健,企业社会化程度低,货币政策传导环境不佳。从经济变量传导路径看:货币政策工具、中介目标等的选择受到多层面约束。从经济主体传导看:我国中央银行独立性不高,商业银行、社会公众行为调整受到多因素制约,难以反映货币政策意图。此外,政策时滞、财政政策等因素都对货币政策产生干扰,造成传导效率减损。有鉴于此,应优化货币政策传导环境、路径,强化经济主体体制改革和行为引导,并加强货币政策与其他政策的协调性,以期提高我国货币政策传导效率。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 选题的意义	4
第三节 国内外研究述评	5
一、国外研究	5
二、国内研究	12
三、文献评析	19
第四节 本书的分析框架	20
一、主要内容和研究目标	20
二、拟解决的关键问题	21
三、研究方法	22
四、技术路线	23
五、章节安排	24
第五节 本书的创新点	24
第二章 货币政策传导效率的理论基础	27
第一节 概念界定	27
一、货币政策及其效应	27
二、货币政策有效性和效果	27
三、货币政策传导效率	30
四、相关概念的逻辑关系	34
第二节 货币政策传导模式	36
一、经济变量传导	36

二、经济主体传导·····	43
三、两种传导模式的关联·····	46
四、传导模式与研究层面·····	46
第三节 货币政策传导效率研究框架·····	46
一、效率研究中的“冲击”界定·····	46
二、研究范畴界定·····	47
三、研究系统划分·····	48
四、研究层次确定·····	48
五、衡量指标确定·····	49
六、传导效率的条件分析·····	51
第四节 中国货币政策环境对效率研究的约束·····	53
一、调控阶段的约束·····	53
二、目标选择的约束·····	54
第五节 中国货币政策传导效率研究基础模型·····	56
第六节 本章小结·····	57
第三章 货币政策单变量传导效率检验 ·····	60
第一节 研究说明与方法设计·····	60
一、研究说明·····	60
二、检验思路及技术·····	61
第二节 变量选择与预处理·····	68
一、变量选择与样本区间决定·····	68
二、变量的统计特征描述·····	70
三、变量的预处理·····	72
第三节 单变量传导效率的一般性检验·····	73
一、内部系统传导·····	73
二、外部系统传导·····	97
三、利率工具的直接作用·····	123
第四节 单变量传导的时变效率检验·····	128
一、检验说明及思路·····	128
二、货币政策状态刻画·····	129

三、内部系统传导	131
四、外部系统传导及利率的直接作用	134
五、单变量传导的时变效率与货币政策状态的关联	150
第五节 单变量传导效率总体分析	155
第六节 本章小结	161
第四章 货币政策整组变量传导效率检验	163
第一节 研究说明与方法设计	163
一、研究说明	163
二、检验思路及技术	163
第二节 同属性变量的整组压缩	164
一、组别划分	164
二、整组过程及检验	165
第三节 整组变量传导效率的一般性检验	168
一、整组变量间因果关系确认	168
二、整组变量长短期作用效力	172
三、整组变量传导时滞与时距分布	174
第四节 整组变量传导的时变效率检验	178
一、内部系统传导	178
二、外部系统传导	181
三、整组变量传导的时变效率与货币政策状态的关联	186
第五节 整组变量传导效率总体分析	188
第六节 本章小结	191
第五章 交互影响和多元反馈条件下的货币政策传导效率检验.....	193
第一节 研究说明与方法设计	193
一、研究说明	193
二、检验思路及技术	194
第二节 交互影响和多元反馈条件下效力识别与确定	197
一、传导效力识别	197

二、传导效力检验	197
第三节 交互影响和多元反馈条件下传导速度确认	205
一、模型的设定	205
二、模型估计及传导速度的确定	206
三、交互影响和多元反馈条件下传导效率总体分析	214
第四节 本章小结	218
第六章 我国货币政策传导效率实践性评析	220
第一节 研究说明	220
第二节 中央银行行为效率	221
一、货币政策工具层面	221
二、货币乘数层面	224
第三节 金融机构反应效率	226
一、信贷存量层面	227
二、资产负债结构层面	228
第四节 微观主体反应效率	230
一、企业行为	230
二、居民行为	233
第五节 金融市场反应效率	235
一、股票市场	235
二、房地产市场	237
三、外汇市场	239
第六节 货币政策目标实现程度	241
一、中介目标的实现程度	241
二、最终目标的实现程度	243
第七节 货币流通速度	244
第八节 本章小结	245
第七章 导致我国货币政策传导效率减损的因素分析	248
第一节 研究说明	248

第二节 传导环境与效率减损	252
一、金融市场环境	252
二、经济主体环境	256
第三节 路径选择与效率减损	258
一、操作工具选择	258
二、中介目标选择	259
第四节 中央银行行为能力与效率减损	261
一、央行独立性程度	261
二、央行内部管理效率	263
第五节 传导中介和客体行为调整与效率减损	264
一、商业银行行为调整	264
二、企业和居民行为调整	268
第六节 扰动因素与效率减损	272
一、政策时滞干扰	272
二、财政政策干扰	273
三、外资银行干扰	276
第七节 本章小结	279
第八章 提高我国货币政策传导效率的政策建议	281
第一节 研究说明	281
第二节 传导环境优化及政策配套	282
一、完善货币市场功能	283
二、发展和完善资本市场	287
三、加强两大市场的联动性	291
第三节 传导路径选择及政策配套	295
一、操作工具选择	295
二、中介目标选择	298
三、最终目标选择	299
第四节 经济主体体制优化及行为引导	300
一、优化中央银行体制	301

二、重构商业银行体系	302
三、推进企业市场化改革	303
四、正确引导公众预期	306
第五节 加强货币政策的协调性	307
一、与财政政策的协调	307
二、与其他政策的协调	310
第六节 本章小结	314
第九章 结论与展望	316
第一节 基本结论	316
一、货币政策传导效率的理论基础层面	316
二、我国货币政策传导效率的定位层面	317
三、导致我国货币政策传导效率减损的因素和政策着力点层面	319
第二节 研究的局限性	321
第三节 未来研究展望	322
参考文献	324
致谢	336

第一章 绪 论

第一节 问题的提出

货币政策是指一国中央银行为实现一定的宏观经济目标而对货币供应量和信贷总量进行调节和控制所采取的指导方针及其相应政策措施的总称。它和财政政策并称为宏观调控的两大手段。

从我国货币政策实践来看,中央银行体制尚未确立以前,货币金融政策在宏观经济调控中的作用基本是服从计划经济体制的需要。真正的货币政策操作开始于1984年二级银行体制的建立,又以1997年、2003年为分水岭,经历了反通胀(1984~1996年)、反通缩(1997~2003年)和反通胀(2004年以来)三大阶段。1984年,我国中央银行体制建立以后,关于货币政策的一系列问题逐渐成为金融理论界广泛关注的热点问题之一。这一时期关于货币政策争论的内容主要是货币政策传导机制,包括操作工具、中介目标和最终目标等的选择。自1997年以来,受亚洲金融危机和国内经济多年积累矛盾的双重影响,我国经济增长的国内外环境空前严峻,货币政策操作受到前所未有的挑战。为消除东南亚金融危机的消极影响,防止经济增长速度连续下滑,我国及时采取了旨在扩张的“稳健”的货币政策。在1996年5月、8月连续降息的基础上,从1997年10月开始又连续6次降息,并逐渐扩大公开市场操作,以期放松银根,启动经济,但效果却不甚理想。在此期间,为提高宏观调控的绩效,从1998年开始,我国连续3年运用积极的财政政策。但是,从宏观经济的重心和搭配来看,随着国债政策的运用,中央财政的债务依存度、债务负担率等指标趋于上升,国债投资趋于极限;2004年,积极的财政政策淡出,宏观经济的重心和着力点又转移到了货币政策上来。与此同时,中国的金融理论界就货币政策有效性问题进行了激烈的争论。争

论的焦点集中在三个层面：货币政策能否发挥调控作用；货币政策为什么难以发挥调控作用；提高货币政策有效性的途径。

长期的理论和实践探索也使我们认识到：货币政策对实体经济的作用受到传导过程中诸多因素的影响，因而不仅要关注传导的结果，更要关注传导过程本身。与发达国家基于纯市场化经济环境的传导机制不同，我国正处于从计划经济向社会主义市场经济转轨的关键时期，货币政策的宏观环境和微观环境基础正处于不断变革中，金融环境和金融结构具有很大的不确定性，影响货币政策传导的变数正不断地出现，因而传导更为复杂。近年来，我国经济运行机制和运行条件又出现了新的变化，货币政策作用递减，宏观政策出现了逆向效应。总体来说，货币政策的实施效果欠佳。2003年下半年以来，我国信贷投放和储蓄大幅增长，国际收支顺差不断扩大，外汇储备屡创新高。2006年年末，我国广义货币供应量 M_2 达到 345577.91 亿元，GDP 总值 209407 亿元，货币存量相当于 GDP 的 1.65 倍；截至 2007 年 3 月末， M_2 为 364104.7 亿元，GDP 总值 50286.7 亿元，货币存量是当季度 GDP 的 7.24 倍（ M_2 是存量，GDP 为季度值）。从增长速度来看，2003~2006 年， M_2 年平均增长 16.92%，比 GDP 和物价增长率之和高出 5.47 个百分点；外汇储备达到 10663.44 亿美元，年均增长 39.13%，经济运行过程中的流动性过剩问题日益明显。流动性过剩会引发通货膨胀，也可以造成资产价格泡沫。从实际情况看，2006 年我国 M_2 比 2005 年增长了 16%，CPI 上涨了 1.5%。货币供给对于实体经济的作用并不显著，而是大量流向资本市场，导致了资产价格，包括股价、房价等的大幅上扬。我国上证综合指数 2006 年较 2005 年上涨了 1514.41 点，增长 130.4%；2006 年 12 月，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨了 5.4%。可见，我国流动性过剩问题已非常明显。图 1-1 是 2003 年 1 月至 2007 年 3 月我国相关经济变量的变动情况，其中增长率指标为月度数据同比增长率。

流动性过剩问题会加剧经济结构失衡和资产泡沫膨胀，是货币政策传导渠道阻滞、传导效率不高的一种体现。从货币政策实际操作来看，2003 年下半年以来，针对外汇储备快速增长、投资过热、资产价格上扬、贷款增长过快和资源约束偏紧的经济现实，中央银行采取了提高存款准备金率、加大公开市场操作力度等一系列货币政策手段。2003 年 9 月，法定存款准备金率由 6% 调整到 7%；2004 年实行差别准备金，法定准备金率上调至 7.5%；2006 年 7 月 5 日、8 月 15 日和 11 月 15 日，央行三次上调准备金率，每次上调幅度为 0.5%，法定存款准备金率由 7.5% 上升至 9%；2007 年 1 月 15 日、2 月 25 日、4 月 16

日、5月15日、6月5日，法定存款准备金率又由9%调整为11.5%。从公开市场操作来看，针对外汇占款的急剧增加，央行从2003年4月开始发行央行票据来回笼基础货币，根据申银万国研究所统计，2003年央行票据净回笼资金3738亿元，2004年为6003亿元，2005年增加到了13379亿元，对冲外汇占款的比例也由2003年的32.16%上升到了2005年的71.86%；2006年受到新股密集发行的影响，对冲外汇占款的比例仅为27.77%。可见，随着外部影响因素的增加，央行公开市场操作力度越来越受到限制。范建军（2007）也指出：央行利用央行票据对冲因外汇占款而形成的流动性会变得越来越困难。这些现象也引发了人们对货币政策工具作用效率的关注。

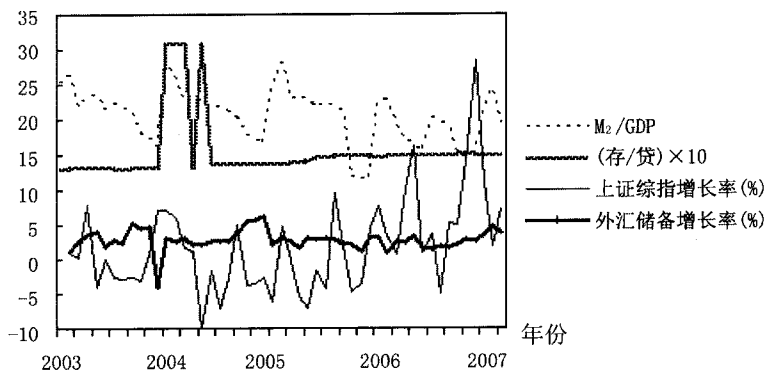


图 1-1 2003 年 1 月至 2007 年 3 月我国相关经济变量的变动情况

纵观这几年来的货币政策运行，央行的政策操作取得了一定的效果，但从现实状况看，我国货币政策面临的现实困境业已暴露无遗：一方面，货币存量持续上涨，但增加的货币供应量滞留在金融体系内，国民经济活力仍然不足。1998~2006年，我国广义货币供应量 M_2 年均增长 16.00%，GDP 年均增长 8.67%，居民消费物价年均增长 0.72%，货币存量增长率比经济和物价增长之和高出了 6.61 个百分点。另一方面，货币供给、外汇储备大幅增加，资产价格波动较大，经济运行中出现了流动性的过剩，需要相对紧缩的货币政策。这些矛盾表明，我国货币政策操作难度大，传导机制并不通畅。而要疏通传导机制，提高宏观调控的绩效必然要求客观地定位我国货币政策传导过程及整体的效率水平。

从这些现象可以引出很多问题：货币政策传导的作用和作用过程如何度量，用什么方式度量，怎样根据度量的结果对货币政策进行评价。货币政策作为宏观调控的重要手段之一，在决策正确的前提下，效果为什么不明显？

货币政策的最终效果受传导过程的通畅程度的制约,本质上属于效率问题,那么究竟哪些环节存在效率减损?单环节传导效率与整体效率之间存在怎样的关系?总体来说,我国货币政策传导效率处于什么水平,效率减损发生在哪些环节,受什么因素的制约,怎样有效地疏通传导渠道,提高传导效率?2004年4月,“中国货币政策传导机制高级研讨会”的召开,引发了诸多专家学者对这些问题的关注。而从国内外学者对相关问题的态度来看,各国学者对货币政策作用的一般机理存有一致或趋同的看法,但在货币政策对实体经济的作用程度、速度以及判断标准上存有很大的分歧。从我国的现实来看,国内有关货币政策传导的研究还很滞后。长期以来,我国的研究主要集中在货币政策传导机制(包括货币政策工具和各层次目标的选择)和货币政策的有效性层面。对于前者的研究,目前已形成了较为一致的认识;对于后者主要关注政策与政策效果的关系,存在着将高效率的传导与货币政策有效性等同的倾向,相关概念间的逻辑关系还较为混乱。

事实上,货币政策传导效率贯穿了传导机制和货币政策的有效性,主要研究在相对确定的传导机制(传导路径)中,货币政策作用过程及整体的效率,是有关货币政策的新的研究层面。从实践来看,客观地认识我国货币政策传导的过程及整体效率也是我国提高宏观调控绩效的必然要求。因此,明确货币政策传导效率的内涵,对经济转轨大前提下我国货币政策传导效率水平以及提升策略展开系统性的科学研究,有着突出的理论意义和实践意义。

第二节 选题的意义

(1) 货币政策传导效率是货币政策与管理研究的重要内容,系统地研究特定环境中的传导效率,从而发现货币政策运行规律及存在的问题,可以丰富和完善货币政策的理论研究框架。

(2) 货币政策传导效率决定了宏观调控的绩效大小,对传导过程和整体效率作科学的衡量不仅关系到评价过去政策的运行情况,也影响着货币当局当前与未来一定时期内的政策决策。高效的货币政策能使各经济主体形成一个有效的协作系统,共同促进政策目标的实现。显然,对于传导效率的客观评价是不可缺少的内容。

(3) 我国正处在从计划经济向社会主义市场经济转轨的关键时期,货币

政策的宏微观环境基础处于不断变革中,各种不确定性的存在对正确评价货币政策的整体以及作用过程效率带来了困难,因此,客观上需要展开理论前沿和中国实践相结合的研究,对中国货币政策运行效率作出一般和动态的解释。

(4) 研究货币政策传导效率的目的是为了确定货币政策“瓶颈”的位置,并有针对性地加以疏导。因此,进行实证研究基础上的政策研究,对于疏通传导渠道,深化金融经济改革,指导货币当局的政策操作具有重要的现实意义。

第三节 国内外研究述评

一、国外研究

国外研究中并没有货币政策传导效率这个概念,与之相关的研究主要集中在三个方面:货币政策传导渠道及效力、货币政策的有效性及其效果、货币政策时滞。

1. 货币政策传导渠道及效力

(1) 早期理论研究。早期的理论研究主要是针对传导渠道,建立在魏克赛尔货币调节传导机制理论的基础上,主要有“货币观”和“信用观”两种理论。货币观以完善的金融市场结构为分析前提,假定具有信息对称的环境,金融资产可以完全替代金融市场以价格出清。凯恩斯学派、货币学派以及新古典综合派均属于此范畴。1936年凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中提出了货币政策经由利率及有效需求影响经济活动的货币政策传导理论,其基本框架是:货币政策→利率→有效需求→投资、国民收入和物价水平。20世纪50年代,该理论开始受到以弗里德曼为代表的货币主义的挑战。在《货币与经济周期》中,弗里德曼根据大约100年的统计资料得出:货币供应量增长率的变动是造成经济周期波动的原因,并认为货币政策的传导过程较为直接和迅速,他将货币政策传导过程描述为:货币供应量→国民收入。由于没有明确的货币传导机制分析,因而被称为“黑箱”理论,也招致了许多批评。针对这一点,弗里德曼在《美国和英国的货币趋势》中解释了他的观点;将货币

政策传导机制概括为：货币供应量→公众支出（非货币资产价格，利率）→投资→名义收入。他认为这个传导机制在短期内可能会对经济的实际产出起作用，但在长期内货币供应量的变化只会引起物价水平的变化，而不影响实际产出。

凯恩斯主义和货币主义都否定了认为“货币不起作用”和“只有货币才起作用”的简单化和极端化见解，但在作用发挥的途径及程度方面进行了长期的争论。得益于这种争论，新古典综合派的 Tobin James (1961) 提出了资产组合调整理论以系统解释货币政策的传导过程。这种理论后来又被弗里德曼 (1963) 所吸收，用于充实和完善货币主义关于货币政策传导的观点。Tobin (1969) 则在其资产调整理论的基础上，提出了一种有关股票价格和投资支出相互关联的 Q 理论。该理论认为： $Q = \text{企业厂商真实资本的市场价值} / \text{资本的重置资本}$ ，其传导的渠道为：货币供应→股票价格→Q 值→投资→总产出。凯恩斯主义和新古典综合派在阐述货币渠道作用机制时侧重于使用逻辑演绎的方法，这对货币政策的制定具有很大的指导作用，但往往会以偏赅全。而货币主义的“黑箱”理论又走向了另外一种极端，使得对货币政策传导渠道很难把握，无法指导货币政策的操作。

还有一条重要的渠道是财富渠道，建立在 Modigliani (1963) 提出的消费生命周期模型基础之上，他认为家庭的财富是决定消费支出的最主要的因素，它与货币政策之间的联系是通过利率与资产价格连接的。其传导过程为：货币供应→股票价格→财富→毕生资财→消费→产出。Modigliani 的传导机制与凯恩斯只注重投资的货币传导机制相比，增加了消费途径，提高了货币政策在影响收入方面的作用。

与货币渠道传导理论不同，信用观强调金融市场本身存在的缺陷，指出信用因素在货币政策传导中的重要作用。Roosa (1951) 的信用可得性理论是信用渠道理论的最早形态。该理论认为：货币政策在由利率传导的过程中，不应该忽视利率对贷款者的影响。贷款者对利率的变动也十分敏感，其行为会独立地影响经济活动。他所阐述的货币政策传导机制可表述为：货币政策→利率→贷款者、借款者、储蓄者的流动性→一般信用可得性→实际经济收入。这一理论将人们对货币政策传导的研究从利率对投资的影响转到利率对信用可得性的影响上，将货币政策作用对象从以借方意愿为主转向以贷方意愿为主，拓展了货币政策传导的研究思路。在此之后，拉得克利夫进一步肯定了 Roosa 有关货币政策变更对贷款者产生的流动性效应。Tobin (1978) 在承认自己 Q 理论局限性的同时，也表述了类似的观点。由于信用