



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中国货币政策传导机制 理论与实践研究

祖智君 / 著

ZHONGGUO HUOBI ZHENGCE CHUANDAO JIZHI
LILUN YU SHIJIAN YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

中国货币政策传导 机制理论与实践研究

祖智君 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策传导机制理论与实践研究 / 祖智君著.
—北京: 经济科学出版社, 2010. 2
(中青年经济学家文库)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 9003 - 9

I. 中… II. 祖… III. 货币政策 - 研究 - 中国
IV. F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 009020 号

责任编辑: 程晓云
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 代小卫
技术编辑: 邱 天

中国货币政策传导机制理论与实践研究

祖智君 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540
网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

京鲁印刷厂印装

880 × 1230 32 开 5.625 印张 250000 字

2010 年 2 月第 1 版 2010 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9003 - 9 定价: 20.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

货币政策传导机制问题不是一个热点问题，西方经济学者早就对这个问题进行过研究，中国诸多学者也先后对这个问题进行过探讨。但是，由美国“次贷危机”所引发的全球性金融风暴迫使各国政府不得不出手救市，试图通过政府干预阻止全球的经济衰退。货币政策成为他们首选的干预手段之一。与此同时，如何保证货币政策得到有效实施，从而实现既定的经济目标成为困扰各国货币政策制定和执行机构的头等难题。于是，货币政策传导机制，这个貌似已经过时的课题再次成为学术界炙手可热的焦点。

中国作为世界经济体系中不可或缺的一极，在这次全球性的金融危机中难免受到波及，中国政府想要阻止经济衰退，就不能不依靠各种政策措施。但是，中国由于其自身经济体系的独特性，适用于西方的货币政策传导机制理论不一定适用于中国，如果要保证中国的货币政策得到有效传导，就必须基于中国特殊的经济条件下对中国的货币政策传导机制进行特定研究，探索适合于中国的货币政策传导机制理论。

本书首先从一般性的货币政策传导机制理论入手，系统分析了西方的货币政策理论和国内外关于货币政策传导机制理论的争论；然后对美国、欧洲和日本等国家和地区的货币政策传导实践进行了具体分析，并结合其他国家的经验从中提取出对中国货币政策传导机制的启示。接下来从中国实际情况着手，首先对改革开放（改革开放以前实行高度计划经济，不存在真正意义上的货币政策传导机制）至今的货币政策传导机制实践进行了简要回顾；然后结合中国的特殊经济条件，详细分析了中国特殊的传导机制模式；最后

对中国的货币政策传导机制特点进行总结。

本书在肯定近年来我国货币政策传导机制改革成果的同时,认为我国目前的货币政策传导机制不畅,影响了货币政策效应的发挥。然后分别从货币传导渠道和信贷传导渠道分析了当前中国货币政策传导机制存在的缺陷以及造成这些缺陷的原因。最后在总结前面所论述的基础上,针对存在的缺陷提出自己的政策建议,即从改进货币传导渠道有效性、改进信贷渠道传导有效性和加强金融监管三个方面出发,全面提高我国的货币政策传导机制的有效性。

本书综合运用了多种方法对货币政策这个问题进行研究。因为笔者深知,经济学的研究向来不是单独运用一种方法就可以解决的,所以本文采用逻辑分析与历史考察相结合、规范分析与实证分析相结合、定量分析与定性分析相结合的方法,从理论和实践两个方面系统研究我国货币政策传导机制。首先,以联系和发展的观点考察国内外货币政策及其传导机制的实践和经验。其次,从制度经济学、转轨经济学和发展经济学角度,运用制度分析方法对我国经济的特殊性进行深入分析,论证我国货币政策的经济条件。再次,对我国货币政策传导机制中的约束条件进行分析时采用规范分析方法,对我国货币政策传导机制的研究采用实证分析方法。最后,运用比较分析法从横向上与美国、欧元区以及日本货币政策传导机制实践进行比较,从纵向上对我国改革开放后不同阶段货币政策传导实践进行比较。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 选题意义	1
1.2 研究相关动态	7
1.3 研究方法思路.....	13
1.4 创新点与不足.....	15
第 2 章 货币政策传导机制理论	16
2.1 货币渠道及其传导过程.....	16
2.2 信贷渠道及其传导过程.....	22
2.3 有关货币政策传导机制理论的争论.....	26
第 3 章 国外货币政策传导机制实践	30
3.1 美国战后的货币政策传导机制.....	34
3.2 欧元区的货币政策传导机制.....	39
3.3 日本 20 世纪 90 年代后的货币政策传导机制	40
第 4 章 国外货币政策传导机制对中国的启示	48
4.1 政府干预对货币政策传导机制的影响.....	51
4.2 银行内部竞争及金融市场对货币政策 传导机制的影响.....	56
4.3 金融合约期限和利率可调性对货币	

政策传导的影响·····	61
4.4 资本流动对货币政策传导机制的影响·····	64
4.5 银行、居民家庭和企业财务状况对货币政策 传导机制的影响·····	65
第5章 当前中国货币政策传导机制的模式及特点 ·····	71
5.1 中国历年的货币政策传导机制·····	71
5.2 中国货币政策传导机制的模式·····	86
5.3 中国货币政策传导机制的特点·····	92
第6章 当前中国货币政策传导机制的缺陷及原因 ·····	96
6.1 货币传导渠道存在的缺陷·····	96
6.2 信贷传导渠道存在的缺陷 ·····	107
6.3 存在上述缺陷的原因 ·····	111
6.4 货币政策传导机制的不确定性理论及其启示 ·····	120
第7章 完善中国货币政策传导机制的建议 ·····	132
7.1 改进货币传导渠道有效性的对策 ·····	132
7.2 改进信贷渠道传导有效性的对策 ·····	137
7.3 加强金融监管 ·····	145
参考文献 ·····	164

第 1 章

导 论

1. 1

选题意义

货币政策，是通过政府对国家货币、信贷及银行体制的管理来实施的。货币政策的性质^①是宏观经济学中最吸引人、最重要、也最富争议的领域之一。货币政策是目前中国宏观调控的主要手段之一。它作为一个“舶来品”，在中国这个从计划经济走向市场经济的特殊国家不断进行实践、总结、再实践、再总结……在这个螺旋式上升的过程中有很多成功的经验，同时也有不少深刻的教训。西方经典货币理论对货币政策的研究是不断发展的，货币政策体系也根据人类社会科技和文化的进步而逐步发展。

不同国家在其经济发展历史中的经济活动规则、经济规范和经济形态是不同的，并由此产生了不同的经济秩序，所以，最终产生的经济类型和经济模式也必然是不同的。分析经济问题往往需要根据特定的情景和脉络来进行，经济政策的制定也需要考虑本国历史遗留的社会规范、文化遗产和传统习俗，这样才不会引起社会发展的断裂或规范的缺失。

在经济学研究的初期，为了能够从简单到复杂，从一般到特

^① 中央银行控制货币供应，以及货币、产出和通货膨胀三者之间联系的方式。

殊，从静止到运动，经济学家们往往会对经济条件进行一系列严格的限制，因为这样才能得出较为科学的结论。然而，随着经济状况的变化、科学技术的进步和人类社会的发展，经济的发展往往并不是按照经济学家们所设想的规律进行，这就使得经济学家们必须不断放宽限制条件，努力寻找在经济变化状态下的一般发展规律。

无论是20世纪70年代以前的凯恩斯主义经济政策，即：通过增加财政开支以解决有效需求不足，最终导致普遍“滞胀”；还是20世纪80年代以后西方的强化财政预算约束，即：把控制通货膨胀作为货币政策的主要目标，注重运用货币政策进行宏观调控，其理论根据都来源于对当时经济形势进行的探索。这些理论受到各国政府的青睐，并得到了较好的贯彻和实施。

我国政府从建立中国人民银行起就开始实施货币政策这一宏观调控手段，虽然当时没有使用“货币政策”这一名称，但是却对宏观经济进行着基本有效的调控。1998年信贷体制改革，取消国有商业银行的贷款规模控制，以资产负债表管理信贷，利率市场化不断深入。与此同时，国有企业改革进入了关键时期，长期以来国有企业对商业银行、商业银行对中央银行的“倒逼机制”^①也进入结束阶段。我国利用国外成熟市场经济国家的经济理论，认为只要让企业、居民和商业银行等各种微观经济主体依据自身的经营状况，以“理性经济人”为假设条件，根据利率、汇率等金融市场价格信息，在追求自身利益最大化的过程中，中央银行调节利率、货币供应量等经济参数就可以实现宏观调控目标。然而，经过实践检验后却遗憾地发现政策效果不尽如人意。在这种情况下，中国人民银行不得不再次使用信贷规模、计划等政策调节商业银行的经营。这些政策工具的实施，都是中国人民银行利用货币政策进行宏观调控所得来的宝贵经验。

^① “倒逼机制”：国有企业投融资功能不足，引起政府投融资行为对其进行强制替代进一步导致银行信贷资金经由财政流向国有企业，形成倒逼的贷款；而国有企业因为财务软约束，容易形成对银行的不良负债（其反面是银行的不良资产）。

货币政策的最终目标^①一般有四个：稳定物价、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。

稳定物价目标是中央银行货币政策的首要目标，而物价稳定的实质是币值的稳定。所谓币值，原指单位货币的含金量，在现代信用货币流通条件下，衡量币值稳定与否，已经不再是根据单位货币的含金量；而是根据单位货币的购买力，即在一定条件下单位货币购买商品的能力。它通常以一揽子商品的物价指数或综合物价指数来表示。目前各国政府和经济学家通常采用综合物价指数来衡量币值是否稳定。物价指数上升，表示货币贬值；物价指数下降，则表示货币升值。稳定物价是一个相对概念，就是要控制通货膨胀，使一般物价水平在短期内不发生急剧的波动。衡量物价稳定与否，从各国的情况看，通常使用的指标有三个：一是 GNP（国民生产总值）平均指数，它以构成国民生产总值的最终产品和劳务为对象，反映最终产品和劳务的价格变化情况。二是消费物价指数，它以消费者日常生活支出为对象，能较准确地反映消费物价水平的变化情况。三是批发物价指数，它以批发交易为对象，能较准确地反映大宗批发交易的物价变动情况。需要注意的是，除了通货膨胀以外，还有一些属于正常范围内的因素，如季节性因素、消费者嗜好的改变、经济与工业结构的改变等等，也会引起物价的变化。总之，在动态的经济社会里，要将物价冻结在一个绝对的水平上是不可能的，问题在于能否把物价控制在经济增长所允许的限度内。这个限度的确定，各个国家不尽相同，主要取决于各国经济发展情况。另外，传统习惯也有很大的影响。有人认为，物价水平最好是不增不减，或者只能允许在 1% 的幅度内波动，这就是物价稳定；也有人认为，物价水平不增不减是不可能的，只要我们能将物价的上涨幅度控制在 1% ~ 2% 就算稳定了；还有人认为，物价每年上涨在 3%

^① 中央银行组织和调节货币流通的出发点和归宿，它反映了社会经济对货币政策的客观要求。

左右就可以称之为物价稳定。

充分就业^①是针对所有可利用资源的利用程度而言的。但要测定各种经济资源的利用程度是非常困难的，一般以劳动力的就业程度为基准，即以失业率指标来衡量劳动力的就业程度。所谓失业率，指社会的失业人数与愿意就业的劳动力之比，失业率的大小，也就代表了社会的充分就业程度。失业，理论上讲，表示了生产资源的一种浪费，失业率越高，对社会经济增长越是不利，因此，各国都力图把失业率降到最低的水平，以实现其经济增长的目标。造成失业的原因主要有：总需求不足^②、摩擦性失业^③、季节性失业^④和结构性失业^⑤。西方经济学者认为，除了需求不足造成的失业外，其他种种原因造成的失业是不可避免的现象。从经济效率的角度看，保持一定的失业水平是适当的，充分就业目标并不意味着失业率等于零，美国多数学者认为4%的失业率即为充分就业，而一些较为保守的学者则认为应将失业率压低到2%~3%以下。

经济增长就是指国民生产总值的增长必须保持合理的、较高的速度。目前各国衡量经济增长的指标一般采用人均实际国民生产总值的年增长率，即用人均名义国民生产总值年增长率剔除物价上涨率后的人均实际国民生产总值年增长率来衡量。政府一般对计划期的实际GNP增长幅度定出指标，用百分比表示，中央银行即以此

① 保持一个较高的、稳定的水平。在充分就业的情况下，凡是有能力并自愿参加工作者，都能在较合理的条件下随时找到适当的工作。

② 由于社会总供给大于总需求，使经济社会的各种经济资源（包括劳动力资源）无法得到正常与充分的利用。主要表现为：一是周期性的失业。这是在经济周期中的经济危机与萧条阶段，由于需求不足所造成的失业。二是持续的普遍性的失业。这是真正的失业，它是由一个长期的经济周期或一系列的周期所导致的劳动力需求长期不足的失业。

③ 当一个国家某个地区的某一类职业的工人找不到工作，而在另外一些地区却又缺乏这种类型的工人时，就产生了摩擦性失业。

④ 有些行业的工作季节性很强，而各种季节性工作所需要的技术工作又不能相互替代，季节性失业可以设法减少，但无法完全避免。

⑤ 在动态的经济社会中，平时总有一些人要变换他们的工作，或者换一个职业，或者换一个雇主，有的可能调到其他地区工作，当某项合同到期时也会出现劳动力多余。在这些情况中，未找到另一个工作之前，常常会有短暂的失业。

作为货币政策的目标。当然,经济的合理增长需要多种因素的配合,最重要的是要增加各种经济资源,如人力、财力、物力,并且要求各种经济资源实现最佳配置。中央银行作为国民经济中的货币主管部门,直接影响到其中的财力部分,对资本的供给与配置产生巨大作用。因此,中央银行以经济增长为目标,指的是中央银行在接受既定目标的前提下,通过其所能操纵的工具对资源的运用加以组合和协调。一般来说,中央银行可以用增加货币供给或降低实际利率水平的办法来促进投资增加;或者通过控制通货膨胀率,以消除其所产生的不确定性和预期效应对投资的影响。虽然目前世界上大多数国家的中央银行普遍将经济增长列为货币政策目标之一,但由于它在各国货币政策目标中所处的地位不同,其重要程度不尽相同,就一国而言,在各个历史时期也并不一样。从美国来看,高度重视经济增长是在20世纪30~50年代,因为当时美国面临第二次世界大战之后的生产严重下降,以及随后出现的50年代初的经济衰退。而自70年代以来,尤其是1981年里根担任总统之后,货币政策目标则以反通货膨胀为重点。日本在第二次世界大战后也同样提出了发展经济的目标,但那是基于战后的生产极度衰退而言,实际上,在经济增长与稳定物价这两个目标的重点选择上,日本始终以稳定物价为主。联邦德国由于吸取两次世界大战之后爆发恶性通货膨胀的惨痛教训,因而虽把经济增长也列入政策目标之一,但在实际执行中宁愿以牺牲经济增长来换取马克的稳定。不过也有例外,如韩国的货币政策目标曾一度是以经济增长为主,稳定物价被置于次要位置。

国际收支平衡表^①按照经济交易的性质主要可分为两种:一种

^① 根据国际货币基金组织的定义,国际收支是某一时期一国对外经济往来的统计表,表明:第一,某一经济体同世界其他地方之间在商品、劳务和收入方面的交易;第二,该经济体的货币性黄金、特别提款权以及对世界其他地方的债权、债务的所有权等的变化;第三,从会计意义上讲,为平衡不能相互抵销的上述交易和变化的任何账目所需的无偿转让和对应项目。

是自主性交易，或叫事前交易，它是出于经济上的目的、政治上的考虑以及道义上的动机而自动进行的经济交易，如贸易、援助、赠予、汇兑等。另一种是调节性交易，或叫事后交易，它是为弥补自主性交易的差额而进行的，如获得国际金融机构的短期资金融通、动用本国黄金储备、外汇储备以弥补差额等。若一国国际收支中的自主性交易收支自动相等，说明该国国际收支平衡；若自主性交易收入大于支出，称之为顺差；若自主性交易支出大于收入，则称之为逆差。判断一国的国际收支平衡与否，就是看自主性交易平衡与否，是否需要调节性交易来弥补。如果不需要调节性交易来弥补，则称之为国际收支平衡；反之，如果需要调节性交易来弥补，则称之为国际收支失衡。平衡国际收支目标，简言之，就是采取各种措施纠正国际收支差额，使其趋于平衡。因为一国国际收支出现失衡，无论是顺差或逆差，都会对本国经济造成不利影响，长时期的巨额逆差会使本国外汇储备急剧下降，并承受沉重的债务和利息负担；而长时期的巨额顺差，又会造成本国资源使用上的浪费，使一部分外汇闲置，特别是如果因大量购进外汇而增发本国货币，则可能引起或加剧国内通货膨胀。当然，相比之下，逆差的危害尤甚，因此各国调节国际收支失衡一般着力于减少以致消除逆差。从各国平衡国际收支目标的建立来看，一般都与该国内国际收支出现问题有关。美国开始并未将平衡国际收支列入政策目标，直到20世纪60年代初，美国国际收支出现长期逆差。从1969~1971年3年期间，国际收支逆差累计达到400亿美元，黄金储备大量流失，这时平衡国际收支才成为货币政策的第四个目标。日本的情况与美国类似。50年代以后，日本对外贸易和国际收支经常出现逆差，严重影响国内经济的发展，因此才将平衡国际收支列为政策目标。1965年以前，日本银行在国际收支方面主要解决逆差问题，此后日本国际收支呈现出完全顺差的趋势。当时日本因致力于国内物价稳定而忽视了对顺差的关注，结果导致顺差的进一步扩大，并由此引起了1971年12月的日元升值，之后，日本银行转而解决国际收支顺差

长期化问题。英国的情况有所不同,因其国内资源比较缺乏,对外经济在整个国民经济中占有较大的比重,所以国际收支状况对国内经济发展影响很大,特别是国际收支失衡会使国内经济和货币流通产生较大的波动,因此战后英国一直把国际收支平衡列为货币政策的重要目标。

然而,目前我国大多数从事货币政策研究的学者认为,政府并没有很好地实现上述货币政策的目标。就其根本原因,是我国的货币政策传导机制出了问题。他们通过研究发现,僵化的直接调控体制已经不适应逐渐市场化的货币政策外部环境,因此变直接调控为间接调控就可以理顺货币政策传导机制,从而提高货币政策效果。^① 货币政策传导机制在整个货币政策理论中一直处于极为重要的地位。在我国,随着社会主义市场经济体制改革的不断深化,货币政策作为宏观调控的重要手段,其作用日益凸显。当前金融危机背景下,货币政策传导机制是市场经济国家金融运行和金融调控最为复杂、最为现实的问题之一。货币政策传导机制是否通畅,直接关系到中央银行能否实现其货币政策的最终目标,是决定货币政策有效性的基础。因此,研究货币政策传导机制对提高货币政策运用的有效性有着至关重要的意义。

1.2

研究相关动态

1.2.1 西方货币政策传导机制研究概述

在货币非中性的假设前提下,西方经济学者由于各自观察角度

^① 张秀清:《试论我国社会主义市场经济体制的建立》,载《内蒙古科技与经济》2005年第6期。

和强调因素等方面的差异,他们对于货币政策传导机制的认识产生了分歧,因此存在许多流派。他们的不同之处主要在于:不同学派对货币、信贷、利率、汇率、资产价格、商业银行和其他金融机构的职能等要素强调的不同,从而形成了不同的货币政策传导机制理论。随着这些理论间的相互吸收与融合,经济学家已经就货币政策传导机制原理达成了基本一致的意见,他们根据银行贷款与其他非货币金融资产之间的不同替代性,把货币传导机制概括成两大类:一是货币渠道(money channel),该渠道包括利率途径、资产价格途径(其中包括托宾的 q 效应和居民的财富效应)以及汇率传导途径;二是信贷渠道(credit channel),该渠道包括银行贷款途径和资产负债表途径。^①另外一种常用的分类方式是米什金(Mishkin, 1995)归纳出来的四种传导途径:利率传导机制、金融(非货币)资产价格机制(包括托宾 q 效应和居民财富效应)、信用(贷)传导机制以及汇率传导机制。^②这两种分类实质相同,目前都已得到学术界普遍的公认。本书采用第一种分类方式。

1.2.2 我国货币政策传导机制研究概述

我国经济学者主要从货币政策传导是否有效、货币政策传导的作用为何难以发挥以及如何提高货币政策传导效率几个层面上进行了研究。

1. 货币政策传导的无效论

1998年以来,为克服亚洲金融危机对我国经济造成的影响和实现经济持续增长的目标,我国中央银行先后出台了一系列扩张性

^① 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》,载《金融研究》2005年第5期。

^② 冯晓明:《中国适宜采取以通货膨胀为目标的货币政策——美国著名经济学家米什金教授专访》,载《国际经济评论》1999年第5期。

的货币政策,希望通过放松银根达到扩大投资、刺激消费和推动经济增长的目的。但是,政策实施以后,我国消费与投资增长的速度并没有明显加快,相反,出现了经济增长速度下降、居民消费物价指数负增长的现象。在这样的背景下,国内许多学者认为我国扩张性货币政策没有达到预期目标的根本原因在于我国货币政策传导渠道严重受阻,阻塞的传导渠道削弱了我国货币政策的有效性。^①因此他们认为货币政策传导是无效的。许祥泰(2001)认为,我国经济结构的内在不稳定性导致货币政策中介目标的不可测和不可控性,经济体制不完善造成了货币政策传导链条的加长、扭曲、脱节和失灵,从而导致货币政策失效。^②裴平、熊鹏(2003)认为货币政策传导过程中有大量货币不是被传导并作用于生产、流通和消费等实体经济环节,而是“渗漏”到股票市场“漏斗”和银行体系“黑洞”,其效应构成了实现货币政策目标的反制力量,因而认为货币政策是无效的。^③

2. 货币政策传导的有效论

一些学者认为,虽然我国经济增长速度从20世纪90年代中期以来有所减慢,但还是基本保持了8%左右的增长速度,如果我国的货币政策传导无效,就不可能保持这样一个高速增长的经济增长,因此他们认为我国的货币政策是有效的。但是,正如前文所述,货币政策传导的渠道不止一种,因此,在这些渠道中哪一种或哪几种渠道更能发挥作用便成了有效论争论的焦点。根据学者争论的焦点,笔者在此将我国的货币政策传导理论大致分为“单渠道论”、“双渠道论”和“多渠道论”三种。

① 孙太清:《从有效需求不足到财政和货币政策的“流动性陷阱”》,载《财政研究》2002年第4期。

② 许祥泰:《利率市场化要求的国债市场基本条件》,载《经济研究参考》2001年第23期。

③ 裴平、熊鹏:《我国货币政策传导过程中的“渗漏”效应》,载《经济研究》2003年第8期。

(1) 单渠道论。“单渠道论”认为在多种渠道中对货币政策传导起明显作用的只有一种。其代表性观点可以分为“信贷渠道”观和“货币渠道”观两种，二者争论的焦点集中在哪一个渠道在货币政策传导过程中更为有效。王志强、王雪标、王振山（2004）对我国 1981 ~ 1998 年期间的年度数据和 1993 ~ 1998 年期间的季度数据进行了实证分析后，得出了无论是在 80 年代还是在 90 年代，信贷渠道都是我国货币政策的主要传导途径，而货币渠道的传导作用则不明显的结论。^① 路妍（2004）从货币渠道和信贷渠道入手，分析了我国货币政策的传导渠道，认为信贷渠道是我国货币政策传导的主要渠道。^② 陈飞、赵昕东、高铁梅（2002）采用 VAR 和脉冲响应函数对 1991 ~ 2000 年的 M_1 ，LOAN 和 GDP 的季度数据进行了实证研究，认为货币渠道比信贷渠道对于 GDP 有更大的作用。^③ 孙明华（2004）运用单位根检验、协整检验、格兰杰因果关系检验、向量自回归模型等技术，对我国从 1994 年第 1 季度至 2003 年第 1 季度期间的货币政策传导机制进行实证分析，从而找出 M_1 ，LOAN 和 GDP 以及 M_2 ，LOAN 和 GDP 之间的稳定关系，证明了目前在我国，货币政策是通过货币渠道而不是信贷渠道对实体经济产生影响的。^④

(2) 双渠道论。“双渠道论”认为在货币政策传导过程中发挥作用的有两种渠道。该理论从金融机构的资产负债表角度把货币政策传导的渠道分为货币渠道和信用渠道两种，认为二者都是非常重要的货币政策传导途径。王雪标、王志强（2002）使用协整检验及相应的误差修正模型对我国 1984 ~ 1995 年间的货币政策传导途

① 王志强、王雪标、王振山：《蒙代尔 - 弗莱明模型的非结构化经验分析：来自中国的证据》，载《预测》2004 年第 5 期。

② 路妍：《我国货币政策传导渠道及货币政策有效性研究》，载《财经问题研究》2004 年第 6 期。

③ 陈飞、赵昕东、高铁梅：《我国货币政策工具变量效应的实证分析》2002 年第 10 期。

④ 孙明华：《我国货币政策传导机制的实证分析》，载《财经研究》2004 年第 5 期。