

中央财经大学学术著作基金资助出版

中国货币政策的 传导机制与操作规则

TRANSMISSION MECHANISM AND OPERATION RULE OF
MONETARY POLICY IN CHINA

李桂君 著

Monetary

Transmission



经济科学出版社
Economic Science Press

中央财经大学学术著作基金资助出版

中国货币政策的传导 机制与操作规则

Transmission Mechanism and
Operation Rule of Monetary
Policy in China

李桂君 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策的传导机制与操作规则/ 李桂君著.
—北京: 经济科学出版社, 2011. 6
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0800 - 2
I. ①中… II. ①李… 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 (2011) 第 119015 号

责任编辑: 王 娟
责任校对: 王苗苗
版式设计: 代小卫
技术编辑: 邱 天

中国货币政策的传导机制与操作规则

李桂君 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)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

德利装订厂装订

690 × 990 16 开 11 印张 180000 字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0800 - 2 定价: 21. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

中国自改革开放以来,经济运行的方式发生了根本性的改变,货币政策已经成为宏观经济间接调控的主要手段,对货币政策传导机制的研究提出了更高的要求。然而,货币政策传导理论与实践研究上都有所不足,货币政策传导机制不畅被认为是当前阻碍中国货币政策有效发挥作用的重要原因。因而,清楚地认识中国货币政策的传导过程,并按照某种规则有效地运用货币政策工具调控经济运行,对实现中国货币政策的最终目标,保持经济健康有序的发展,有着重要的理论与现实意义。以此为背景,本书围绕中国货币政策的传导机制与货币政策的操作规则进行了研究。

首先,通过对货币政策传导要素构成的分析,指出中国货币政策传导机制的研究需要从机构传导与经济变量传导两个角度进行;解释了中国货币政策的内生性与外生性以及货币政策中性的问题;总结了货币政策传导的渠道、西方主要国家货币政策传导机制的选择和中国货币政策传导机制演变的过程。

其次,研究了中国货币政策传导机构的行为。运用一般均衡理论,分析了货币政策传导机构的行为与货币均衡的关系;研究了货币政策传导的博弈阶段与动态过程;着重分析了企业与居民进入博弈的顺序,及其对货币政策传导机制的影响。

在对货币政策传导机构行为分析的基础上,研究了货币政策经济变量的传导过程。研究了货币政策核心的中介目标变量选择问题:进行了中介目标不同选择的综述;分析了货币供应量、利率与通货膨胀预期作为中介目标的可行性;提出了以通货膨胀预期作为中介目标的货币政策经济变量传导框架,并通过建立 Siklos 扩展模型,分析了中国在这一框架下的货币政策传导效果。

本书应用区域宏观经济模型从理论上分析了货币政策不一致性的存在,并选择中国7个地区的经济数据,建立 VAR 模型对中国货币政策传导地域不一致的程度,以及货币政策传导地域不一致对实现货币政策最终



目标的影响，进行了实证研究。

在上述研究的背景下，本书以明确货币政策规则的含义为基础，通过建立的基于货币供应量的货币政策规则检验模型，对中国进行货币政策操作的规则进行了检验；在货币政策规则的框架下，研究了中国货币政策的操作目标与操作工具，并就中国实现货币政策的有效传导与提高货币政策效果提出了建议。

本书的研究是建立在前人已有的理论成果上进行的，因而文献研究是文章展开的基础。本书以系统思想为指导，综合采用了静态分析与动态分析相结合、理论分析与实证分析相结合、归纳与演绎相结合的研究方法。

Abstract

Since China reforming and opening, there is basic change of economy running fashion. Monetary policy has become the main way to control and adjust Marcoeconomy by indirect path. These ask for research of monetary policy transmission mechanism should be more fullness. But now China's research on the question is lack either on theory or on practice. And monetary policy tansmission mechanism is thought the key reason to obstacle monetary policy's effection in China. Therefore, make China's monetary policy transmission mechanism clearly, then according to a kind of rule using monetary policy tools to adjust Macroeconmy, it will be signature to complete ultmitate target of China's monetary policy and maintain well economic development. Under the background, this paper research China's monetary policy transmission mechanism and monetary policy rule.

Analysis the factors of monetary policy tansmission mechanism and indicate that the study on China's monetary policy transmission mechanism should develop from two aspects of organ transmission and economic variables transmission, summy the channels of monetary policy transmission, the different choice of west main countries on monetary policy transmission mechanism and descript the change processs of China's monetary policy transmission mechanism.

By general equilibrium theory, study the relation between action of monetary policy transmission organs and money equilibrium. Based on the analysis of monetary policy transmission organs action, the paper researches the phases and dynamic process of monetary policy transmission game and analysis the game sequence of corporation and resident and the squence's effection to monetary policy transmission mechanism.

Research how to choose the intermediate target of monetary policy, summarize the different choices of some countries, and analysis the feasibility of



money supply amount, interest and inflation expectation. Gave monetary policy transmission structure under inflation expectation intermediate target and establish Siklos expansion model, analysis China's monetary policy transmission effect under the intermediate target structure.

Study the inconsistency of China monetary policy transmission, on theory analysis the difference according to district macroeconomic model. Establish VAR model, demonstration analysis the difference degree of China monetary policy transmission and the effect of difference degree to China monetary policy ultimate target based on 7 districts data of China.

On the base of clearing the meanings of monetary policy rule, establish test model of monetary policy rule by money supply amount, and test the rule of China monetary policy operation. Under monetary policy rule structure, the paper studies the operation target and tools of China monetary policy, at last give some advice to develop China monetary policy transmission and policy effect.

This paper continues according to forgoers and refers to their harvests, so research on reference is the paper's base. In guidance of systematology, this paper take advantage of a research method of combining development analysis and comparative analysis, qualitative analysis and quantitative analysis, theoretical analysis and positive analysis, deduction analysis and induction analysis.

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 国内外研究的现状	4
第三节 本书研究的对象、范围与内容	12
第四节 本书研究的方法与逻辑框架	15
第二章 货币政策传导机制研究的理论基础	17
第一节 货币政策传导的构成要素	17
第二节 中国货币政策传导的理论前提	22
第三节 货币政策传导的渠道	27
第四节 西方主要国家货币政策的传导机制	33
第五节 中国货币政策传导机制的演变	39
第六节 本章小结	42
第三章 中国货币政策机构传导研究	43
第一节 货币政策传导机构的行为与货币均衡	43
第二节 中国货币政策传导机构的行为分析	45
第三节 货币政策传导机构间的博弈分析	56
第四节 企业与居民进入博弈顺序对传导效果的影响	64
第五节 本章小结	72
第四章 中国货币政策传导中介目标的选择	73
第一节 货币政策传导中介目标的不同选择	73
第二节 中国货币政策传导中介目标的选择	76



第三节	通货膨胀预期目标下货币政策传导效果的分析	91
第四节	本章小结	100
第五章	中国货币政策传导地域不一致性研究	101
第一节	货币政策传导地域差异的理论分析	101
第二节	地域不一致性分析的数据选择与检验	103
第三节	中国货币政策传导地域不一致性的冲击响应分析	107
第四节	本章小结	117
第六章	中国货币政策的操作规则	118
第一节	货币政策规则与相机抉择	118
第二节	货币政策规则与货币政策调控	124
第三节	中国货币政策规则的检验	126
第四节	中国货币政策操作目标与工具的选择	132
第五节	经济转轨时期中国货币政策有效传导的建议	137
第六节	本章小结	140
结论		141
附录		144
参考文献		153

第一节 问题的提出

一、本书研究的背景

20 世纪金本位崩溃后，世界各国的货币先后脱离了实体，成为了具有法偿能力的信用货币，货币的功能也被理解为一种在交换领域发挥重要作用的工具。随着货币信用制度的发展，货币经济理论也经历了重大的变化，出现了许多新的问题。

作为交易工具的货币，其货币交易功能的理论基础是货币经济理论的核心问题。经济学家们从交易费用、货币的高度流动性等角度解释了货币的功能和必要性。但这又引致了另外一个理论问题，即货币的外延和使用范围都可能变化，具有高度流动性的金融资产在一定条件下也可以发挥交易工具的功能，金融创新为货币需求函数添加了新的内容，并使其变得不再稳定。货币需求的研究扩展到货币供给是自然的一个结果，货币外延的扩展，形成了基础货币与货币供给的不同范畴，关于货币与金融乃至与真实经济之间的关系，包括货币政策传导机制和政策操作的规则成为 20 世纪末货币经济理论与管理理论研究的一个重点内容。

根据《新帕尔格雷夫货币金融大词典》的解释，货币政策传导机制是指货币政策的变动经由某种渠道或变量的传导影响真实经济变动的过程^[1]。我国众多的学者对货币政策传导机制的内涵也有许多不同的描述。李保雨认为，货币政策传导机制是指货币政策各种措施的变动作用于各种



经济变量，最终影响整个经济活动的过程^[2]。赵文杰认为货币政策传导机制是指一定的政策手段，通过经济体制内的各种经济变量，影响到整个社会经济活动，进而实现既定货币政策目标^[3]。魏革军则认为货币政策传导机制研究的核心是货币政策作用及其作用的渠道、过程的理论^[4]。表述虽然有所不同，但实质都认为货币政策传导机制，是指货币政策变动引起货币供应量变动，最终导致真实经济变动的过程。对于货币供应量变化传导到产出、就业、价格以及通货膨胀变化的途径，而不特指货币供应量变化是由货币政策变动引起的，萨缪尔森将其称作货币的传导机制^[5]，从传导过程上看，两种说法没有本质的区别。货币政策传导机制不仅对货币政策的制定、实施和最终目标的实现起关键作用，而且是推进货币金融理论发展的核心环节。因此，货币政策传导机制的研究被认为是追究货币政策本质和根源的基础性工作。然而，由于货币政策的传导与经济结构、经济波动、经济增长以及经济均衡等问题有着复杂而密切的关系，使货币政策传导机制的描述、解释与选择变得很困难，因而伯南克和格特勒（Bernanke and Genter）将货币政策的传导过程比做系统理论中的黑箱（Black Box）^[6]，迄今为止，经济学家还未能对黑箱中的传导过程给出令人满意的答案^[7,8,9]。货币经济理论与现代经济的紧密关系，也使得货币政策与真实经济之间关系的研究变得愈加重要，货币政策的传导过程以及如何保证货币政策的有效传导成为当代经济学中根本性的问题之一，被争论不休^[10]。

中国改革开放以来，经济运行的方式发生了根本性的改变，在我国经济改革与经济宏观调控的实践中，货币政策也已经成为宏观经济间接调控的主要手段，因而对货币政策传导机制的研究提出了更高的要求。然而，目前我国货币政策的传导却存在两个方面的问题：一是缺乏与中国国情相适应的货币政策传导理论基础。20世纪90年代以来，随着我国金融业的发展，金融理论也日益丰富和完善，货币需求理论、通货膨胀理论、金融危机理论及至通货紧缩理论都得到了一定程度的发展。但对中国货币政策传导机制的理论研究却相对滞后^[11]，而且理论研究的重点，大多集中于分析与传播西方的货币政策传导机制理论，结合我国自身特点的创新理论研究较少^[12,13,14]。用谢平的观点来看，中国并没有形成自己的货币经济理论^[15]。二是在货币政策工具的运用过程中，货币政策传导机制不畅。事实上，缺乏相应理论的指导，实践也就失去了依据。目前，货币政策传导机制不畅被认为是阻碍我国货币政策有效发挥重要作用的重要因素^[16,17,18,19]。



中国近几年的自然科学基金以及“十五”、“十一五”重大项目都有与货币政策传导内容相关的研究课题，说明该课题研究的重要性，并表明了该课题研究已经成为前沿和热点问题。

综合上面的认识，货币经济理论与中国实践的双重需要，是本书“中国货币政策的传导机制与操作规则”撰写的宏观背景。货币经济理论的发展需要中国实践的检验，因此，蒙代尔在2002年5月北京大学作演讲时说“谁能说清楚中国的经济问题，谁就能得到诺贝尔经济学奖”。同时，中国的经济体制改革需要结合中国特点的经济理论来指导。清楚地认识中国货币政策的传导过程，进而按照某种规则，有效地运用货币政策工具引导与控制货币政策发挥最佳效果，对最终实现中国货币政策的目标，有着重要的理论与现实意义。

二、课题研究的目 的

本书将针对中国转轨经济的特点，研究货币政策变动影响真实经济的过程，为中国货币政策传导机制提供更明确的解释。研究货币政策有效传导的理论，建立货币政策有效传导框架，分析中国货币政策调控的规则，为中国货币政策传导与操作提供理论依据与实证支持。

（一）促进现代经济与管理理论的融合与发展

货币政策传导是经济学与管理学相交叉的研究领域，融合现代经济与管理理论的新发展，进行中国货币政策传导机制的研究，有助于本书所研究问题的解决，同时也将有助于两个学科的融合与发展。

（二）完善货币经济理论与宏观调控理论

在宏观经济学研究的各个领域，货币领域是最复杂、最绚烂多彩的一个领域^[20]，在该领域中经济学家们进行了大量的争论。中国作为发展中国家，正处于经济转轨的重要时期，中国的经济改革是前所未有的实践，因而，与一定经济、金融制度相协调的中国货币政策的传导机制与规则问题的研究，将有助于货币经济理论与宏观调控理论的完善。

（三）推动与中国国情相适应的货币政策理论发展

本书的货币政策传导研究是针对中国进行的，中国转轨经济的特点，



必然需要，也一定会产生适合中国国情的货币政策传导机制，因而本书的研究将是对中国货币政策指导性理论的研究。

第二节 国内外研究的现状

一、国外对货币政策传导机制的研究

在有关货币政策的诸多争议中，货币政策传导机制是一个核心的研究内容。近 300 年来，众多学者，包括古典的萨伊、大卫·休谟、亚当·斯密、卡尔·马克思、维克塞尔（Wicksell）、林达尔（Lindahl）、费雪（Fischer）；现代的凯恩斯、弗里德曼和托宾，近代的米什金（Mishkin）、伯南克（Bernanke）、布林德（Blinder）、沃纳（Warner）都对货币政策的传导进行过讨论^[21]，他们的研究成果推动了货币经济理论的发展，也表明了货币政策传导研究具有的阶段性。在货币经济理论的发展过程中，货币政策传导机制理论研究的发展基本上可以分为三个阶段。

（一）20 世纪 30 年代以前

这一时期，古典经济学的萨伊定律起主导作用，认为供给会创造自己的需求。按照这一定律，资本主义经济总是能达到充分就业均衡，不可能发生经济危机和失业。因此，绝大部分的古典经济学家认为政府没有必要采取财政政策和货币政策，从而没有货币政策传导机制研究的广阔空间。但是在“古典”经济学家中，维克塞尔、林达尔已经开始注意当货币供求失衡时，其影响是如何传导开去的问题^[1]，欧文·菲舍尔（Irving Fischer）在其著名的《货币购买力》一书中，就专门讨论过货币供应量的变动在短期内如何影响物价、利率、投资、银行信贷以至整个经济的周期变动。

（二）20 世纪 30 年代至 70 年代末

这是货币政策传导机制理论发展最快的时期。凯恩斯主义应用局部均衡论和一般均衡论两种模式讨论货币政策传导的机制。其局部均衡论把金融货币领域的均衡和真实商品领域的均衡区分开来进行研究，显示了货币领域对真实领域的初始作用，但是没有注意两个领域之间的循环反馈作



用, 货币供给的外生性是其分析的前提条件。为了克服上述不足, 希克斯拓展了 IS—LM 模型, 开创了凯恩斯主义的一般均衡分析, 在 IS—LM 模型框架内利率是连接资本市场与商品市场的唯一纽带, 因而形成了货币政策传导的利率渠道, 认为货币政策只是通过利率的变化影响投资活动来影响实际部门, 并依此形成了凯恩斯主义的货币传导模式^[22,23]。货币主义学派超越了凯恩斯主义的货币运动只是通过利率影响其他经济变量的观点, 认为货币增加后, 可以实现货币直接向商品的运动, 在现代金融制度下, 投资的实现并不需要“窖藏货币”的增加, 资本家只要能够从银行获得信用就可以保证投资的实现, “凯恩斯的利率由窖藏货币的供求决定的观念并不适用于现代经济”^[24]。弗里德曼 (Friedman) 指出: “最终的结果根本不需要利率的变动, 它可以是物价水平或收入水平的变动。一个增加的水量可以流过一个湖泊而无需将其水位提高得比平时高。”^[25] 弗里德曼和施瓦茨 (Schwartz) 对美国的经济发展进行了实证研究, 在诠释归纳他们的实证结果时, 指出货币增长的波动会引起真实经济活动的波动, 而且有一个相当明显的提前期^[26], 并形成了货币主义学派的传导机制与渠道。货币主义和凯恩斯主义在货币政策传导机制上的分歧如图 1-1 所示。

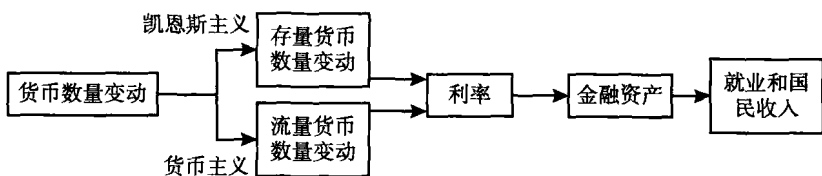


图 1-1 货币主义和凯恩斯主义在货币传导机制上的分歧

货币主义学派并不否定利率对投资及金融资产的影响, 利率也是货币政策影响总需求的途径之一, 只是强调同时还有许多其他的影响途径。而在货币政策影响宏观经济波动的整体过程上, 凯恩斯主义和货币学派基本是不存在分歧的, 他们都认同就业和产出的波动是由于投资的波动而引起的, 而投资的波动又是货币部分不稳定的结果。针对两个学派的争论, 托宾 (Tobin) 通过引入企业市值与其资本的重置成本的比率 q , 分析货币和产出的关系, 拓展了货币供应量与股票价格间的传导渠道。提出了一个与弗里德曼和施瓦茨截然相反的观点, 认为他们提供的货币引起产出波动的实证分析完全有可能是逆向因果关系 (reverse causality) 所致, 即可能是产出的变化引起货币量的变化^[27], 而且这种观点的支持者大有人在^[28,29]。



但是货币政策依然是通过投资进而影响真实经济,托宾和弗里德曼的观点有所不同,只是因为他们描述的是货币政策传导的不同阶段和不同时期的作用。

这一时期形成了三种较有代表性的货币政策传导理论,即凯恩斯的古典货币政策传导理论、弗里德曼的货币主义学派的货币政策传导理论和托宾的货币政策传导理论。他们的理论与相应的货币政策传导机制成为了现代货币政策传导机制理论研究的基础^[22,23]。

(三) 20 世纪 80 年代至今

这一时期,经济学界对货币政策传导基础理论的认识开始趋同,对货币政策传导具体渠道的认识越来越清晰,一般认为货币政策的传导包括投资渠道、消费渠道和汇率渠道^[30,31]。

而且,随着货币供给的内生性开始被接受^[32],货币被引入真实经济周期的动态模型中,货币与真实经济变量的正相关性得到了相当大范围的认可,对货币政策效果的看法渐趋一致^[33,34]。虽然经济学家们一致认为,经济体系内部对货币政策的反馈反应机制十分重要,不存在一成不变的规则规范,但对货币政策所引发的一系列具体回馈反应依然是各抒己见^[4,13,23,36]。新古典主义、后凯恩斯主义和新货币主义都根据各自的经济理论假说,对货币政策传导机制问题进行了阐述,并在 20 世纪 90 年代形成了著名的均衡信贷配给理论^[37]和 CC—LM 模型^[38]。争论越来越尖锐的表现是,西方各国在货币政策最终目标、货币政策中介目标与货币政策工具的选择方面存在巨大差异。而且在货币政策操作模式上,货币政策规则与货币政策相机抉择的争论从没有停止过,特别是在货币政策动态不一致性的论文发表后,争论更加剧烈起来^[39]。随着货币政策规则对货币政策传导与货币政策效果具有的关键作用被逐渐认识,1994 年新西兰首次采用货币政策规则进行货币政策操作,将理论争论付诸实践。然而经济学家们以及各国中央银行对货币政策规则与相机抉择的看法仍有较大差距^[40]。这一时期经济学家们对货币政策的众多实证,对货币理论探索经济体系内的反馈反应机制提出了更高的要求^[41,42],但同时也为该方向的研究指明了方向,这正成为当代货币理论竭力要探索的奥妙。

目前,在货币政策传导机制的研究中受到重视的有如下几个方面:

(1) 关注信用供给量的研究。随着西方国家金融自由化和金融创新的



进展,扩大了货币需求函数的不稳定性,并减弱了货币与实物经济的连贯性。许多经济学家认为,在研究货币政策传导与货币供给量的问题时,如果不同时考虑信用供给量,就很难正确地理解有关货币政策的传播途径^[43,44]。从而形成了所谓的信用重视观点(credit view)和对信贷传导渠道的研究^[10,45,46]。

(2) 关注经济个体行为对货币政策传导的影响。货币政策传导过程中对人的预期与行为模式的研究有所加强,理性预期原理在货币经济学中的应用得到拓展^[47]。经济个体行为模式、群体决策模式对货币政策传导的决定作用备受关注。1997年行为金融学会在美国召开年会以及卡尼曼获得2002年诺贝尔经济学奖,表明行为经济学被接受并进入经济学的主流,同时表明经济个体行为不确定性的研究进入了经济学的研究视野。

(3) 关注货币政策规则与相机抉择以及货币政策中介目标的选择。在巴罗和戈登(Barro and Gordon)提出货币政策非连贯性(时间不一致性)问题研究的理论框架后^[33],货币政策传导时间一致性问题研究的成果不断出现^[45-50]。货币政策的相机抉择与货币政策规则的选择,以及货币政策中介目标的选择,成为货币政策传导研究的重要内容之一。

(4) 关注货币政策汇率传导机制的研究。由于世界经济一体化的趋势,外汇汇率与外汇占款对各国经济,特别是对各国货币体系的影响日益加深,因而货币政策汇率传导机制的研究受到重视^[45,50]。

(5) 关注货币政策传导区域不一致性的研究。应该说欧洲货币组织成员间货币政策传导机制的不对称性,为经济学家们提供了理论与实践的土壤。EMU(Euro Monetary Union)开始的工作已经吸引了相当多研究者的关注^[36,48,51]。许多学者认为欧洲货币政策传导的能否具有一致性,有可能是决定单一货币政策效果的关键因素^[52,53]。

二、国内对货币政策传导机制的研究

我国进行经济体制改革后,货币的管理方式也不断变革。20世纪80年代初期,货币政策传导机制初步形成,主要是由信贷政策链组成,其中金融机构是传导机制的关键。但理论界和实际部门并没有真正的重视货币政策的传导问题。20世纪90年代,我国货币问题开始在货币政策的传导上有所显现,1992年的经济过热,货币政策传导机制就发挥了推波助澜的作用^[17,29,54]。实际的问题产生了对理论研究和解决方法的要求,1993年



以后国内更多的学者开始了货币政策传导问题的研究^[3,4,16]，这一阶段主要是对货币政策各层次目标传导关系的研究。正是在这一阶段研究成果的基础上，《中国人民银行法》明确提出了我国货币政策的最终目标是“保持币值稳定，并以此促进经济增长”。说明在理论上我国已经有所进展，并在一定程度上解决了货币政策传导组织系统中的管理目标问题，产生了货币政策工具→操作目标→中介目标→最终目标的基本传导机制。但是，货币政策传导的确切过程以及在这一过程中如何控制物价稳定与经济稳定等一系列问题，在理论上和实践中并没有得到很好的解决。1998年我国运用货币政策治理通货紧缩失效，经过一段的分析与争论，认为货币政策传导不畅是货币政策效果不明显的重要原因^[16,58,60]。其间，中国货币政策传导机制存在“变异性”的观点被认同^[17]，结合中国特点的货币政策传导机制与货币政策操作规则的研究进一步真正展开。

李军（1997）从金融结构角度，对中国金融领域传导机制的总体结构进行了分析，得出中国的货币政策传导是以国有银行为主要传导枢纽，通过信贷市场、资本市场、货币市场与外汇市场四大金融市场和信贷配给、外汇占款与依赖于信贷配给的利率三条传导途径实现的结论^[13]。陈军和陈金贤（1999）考察了金融创新对信贷渠道货币政策传导机制的影响，认为金融创新有弱化货币政策传导机制的作用^[66]。刘斌、黄先开和潘红宇（2001）利用计量经济学、非线性数学、运筹学和管理科学的成果，如 Divisia 货币数量指数、协整检验、Granger 因果检验和 VAR 模型等工具，进行了中国货币政策效果的研究^[58]，通过实证分析认为我国的货币政策传导的主要途径是信贷配给机制。2000年郑超愚和陈景耀分析了从基础货币到货币供应量进而到总需求的货币政策传导过程的不确定性，认为货币供应量与利率难以作为货币政策的中介目标，提出在通货紧缩时期应该采取适应财政政策的货币供应管理模式^[67]。夏斌和廖强（2001）对货币供应量作为中国货币政策的中介目标进行了否定^[68]，吴晶妹（2002）对货币供应量进行的回归分析也支持了这样的观点^[69]。但是也有不同的看法，高铁梅与王金明应用状态空间模型对中国货币政策传导机制进行了动态分析，得出了货币政策传导以及货币政策是有效的结论^[70]。郭菊娥（2001）从经济变量角度对货币政策与宏观经济的互动关系进行研究也认为货币供应量的中介目标是有效的^[60]，通过对货币政策经济变量传导的实证分析，提出了以广义货币供应量 M_2 为中介目标的经济变量传导框架，并提出了以规则性调控为主，相机抉择为辅的货币政策调控机制。