

现代经济金融理论与方法 / 前沿 / 研究 / 丛书

A STUDY ON TRANSMISSION OF MONETARY POLICY IN
CHINA FROM PERSPECTIVE OF SHADOW BANKING:
Empirical Evidence from Entrusted Loan

基于影子银行视角的 中国货币政策传导有效性研究

——来自委托贷款数据的经验证据

杜立 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

非外借

本书获得

国家自然科学基金青年项目“基于影子银行视角的中国货币政策传导问题研究：来自委托贷款的理论分析与经验证据”（批准号：71803053）

国家自然科学基金面上项目“基于企业间委托贷款的非正规金融研究：制度环境、运作机理和经济效应”（批准号：71473091）

华中科技大学文科双一流建设项目

基金资助

A STUDY ON TRANSMISSION OF MONETARY POLICY
IN CHINA FROM PERSPECTIVE OF SHADOW BANKING:
Empirical Evidence from Entrusted Loan

基于影子银行视角的 中国货币政策传导有效性研究 ——来自委托贷款数据的经验证据

杜 立 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

基于影子银行视角的中国货币政策传导有效性研究：
来自委托贷款数据的经验证据/杜立著. —北京：经济
科学出版社，2019.9

现代经济金融理论与方法前沿研究丛书

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0745 - 5

I. ①基… II. ①杜… 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 (2019) 第 168582 号

责任编辑：孙丽丽 纪小小

责任校对：靳玉环

责任印制：李 鹏

基于影子银行视角的中国货币政策传导有效性研究

——来自委托贷款数据的经验证据

杜 立 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：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcs. tmall. com

北京季蜂印刷有限公司印装

710×1000 16 开 12.75 印张 210000 字

2019 年 9 月第 1 版 2019 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0745 - 5 定价：46.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线：010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话：010 - 88191537

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

前 言

作为宏观调控的重要手段之一，货币政策是否以及如何作用于实体经济，即货币政策传导机制问题在学术界受到广泛关注。然而，与西方发达经济体已具备健全的市场经济体系不同，我国正处于经济转轨时期，货币政策传导机制错综复杂。一方面，伴随着市场化改革的全面推进和经济进入“新常态”阶段的新要求，货币政策开始由数量调控向价格调控转型；另一方面，以委托贷款为代表的影子银行近年来蓬勃发展，其在规避金融管制的同时为企业提供了重新配置资本的渠道。在此背景下，货币政策利率传导是否以及如何发挥作用、影子银行发展对货币政策信贷传导产生什么影响等问题亟待解答。

本书首先回顾了已有关于货币政策传导机制的相关研究，细致梳理了近年来我国货币政策的具体实践，以及委托贷款这一创新性影子银行机制产生的背景、发展现状和运作特点，阐明了使用委托贷款数据考察货币政策传导有效性问题的独特之处。在此基础上，本书从“货币政策对委托贷款利率的影响”“货币政策对委托贷款规模的影响”和“货币政策对委托贷款抵押担保和期限的影响”三个方面展开实证研究，考察我国货币政策传导有效性问题。

其一，本书在构建理论模型分析利率传导机制的基础上，运用手工搜集整理的上市公司委托贷款公告数据，实证分析了我国货币政策利率传导有效性问题。研究结果显示，整体上看，货币政策对企业借款利率施加了显著影响，存在以 Shibor 为中介变量的显著中介效应。进一步研

究发现,在融资歧视背景下,我国货币政策利率传导表现出显著的体制内外差异。一方面,对国有企业等享有融资优待的借款者而言,其借款利率对货币政策变化十分敏感;另一方面,民营企业等体制外企业的借款价格长期处于高位,宽松货币政策并不能降低其借款利率。这些经验结果表明,为进一步提高我国货币政策利率传导有效性,需要继续深化金融体制改革,加快推进利率市场化,大力发展面向中小民营企业的金融机构。

其二,以委托贷款这一典型的影子银行机制为研究对象,本书进一步实证考察了我国货币政策信贷传导有效性问题。研究结果发现,货币政策显著影响了委托贷款规模:一方面,基于社会融资规模数据的经验分析表明,当货币政策紧缩时,与银行信贷显著下降不同,委托贷款规模显著增加;另一方面,基于上市公司委托贷款公告数据的实证检验表明,货币政策紧缩不仅在广延边际上提高了企业发放委托贷款的概率,而且在集约边际上促使其发放的委托贷款规模增加。这表明以委托贷款为代表的影子银行削弱了货币政策信贷传导有效性。进一步研究发现,在货币政策紧缩时期,与国有企业等体制内企业相比,民营企业等体制外企业通过委托贷款向上市公司融资的概率和规模都相对更大,这意味着影子银行对货币政策信贷传导的削弱作用机制在于,受到融资歧视的体制外企业更多地通过影子银行进行机制融资。因而,为了提高货币政策信贷传导有效性,货币当局可尝试将影子银行纳入货币政策中间目标。

其三,利用手工搜集整理的上市公司委托贷款公告数据,本书还实证考察了货币政策对企业借贷抵押担保、期限等条款设计的影响。实证结果显示,货币政策会对抵押担保、贷款期限等借贷条款施加显著影响:一方面,紧缩的货币政策会提高借款企业提供抵押担保的概率,并且,随着货币政策持续紧缩,债权人对抵押担保的要求也会更加严苛;另一方面,货币政策紧缩显著降低了委托贷款期限。进一步研究发现,货币政策对借贷条款的影响在企业特征维度表现出显著的差异性:与股权关联、国有和信息不对称程度较低的借款企业相比,货币政策紧缩对

非股权关联、民营和信息不对称程度较大借款企业提供抵押担保的概率、贷款期限的作用力度更大。上述研究表明，除了降低信贷供给和资金价格以外，紧缩的货币政策还可以通过提高抵押担保要求或缩短借贷期限对企业行为施加影响，这为货币政策广义信贷传导机制提供了企业微观层面的新鲜证据。

最后，本书对主要研究结论进行总结，提出了相关政策建议。同时，阐明了本书研究的不足之处，并对未来研究进行了展望。

目 录

第1章 绪论	1
1.1 选题背景及研究意义 /	1
1.2 文献综述 /	6
1.3 研究思路与结构安排 /	15
1.4 研究创新与贡献 /	19
第2章 制度背景分析	21
2.1 中国货币政策演变历程回顾 /	21
2.2 中国委托贷款实践现状分析 /	25
2.3 本章小结 /	32
第3章 货币政策对企业借贷利率的影响：中介效应和 体制内外差异	34
3.1 引言 /	34
3.2 货币政策利率传导机制的理论分析 /	39
3.3 实证研究设计 /	47
3.4 实证检验结果及分析 /	55
3.5 货币政策利率传导机制的扩展性检验： 基于体制内外差异视角 /	61
3.6 本章小结 /	67

第4章 货币政策对企业借贷规模的影响：广延边际、 集约边际与体制内外差异	69
4.1 引言 /	69
4.2 研究假说 /	72
4.3 实证研究设计 /	75
4.4 实证检验结果及分析 /	77
4.5 货币政策信贷传导机制的扩展性检验：基于体制 内外差异视角 /	90
4.6 本章小结 /	96
第5章 货币政策对抵押担保和贷款期限的影响	99
5.1 引言 /	99
5.2 研究假说 /	102
5.3 实证研究设计 /	105
5.4 货币政策对委托贷款抵押担保条款影响的分析 /	111
5.5 货币政策对委托贷款期限影响的分析 /	121
5.6 本章小结 /	130
第6章 研究结论与展望	131
6.1 研究结论 /	131
6.2 政策含义 /	133
6.3 研究不足与展望 /	134
附录 /	136
参考文献 /	181

第1章

绪论

1.1 选题背景及研究意义

1.1.1 选题背景

学术界有关货币政策传导的研究由来已久。对正处于转轨时期的中国而言,伴随着市场经济制度的建立和逐步完善,货币政策调控方式不断调整,这使得对我国货币政策传导机制的考察历久弥新。实际上,与发达经济体在完善的市场经济制度下已形成较稳定的货币政策操作框架不同^①,我国金融市场化改革尚未完成,金融抑制和市场分割现象严重,利率、汇率等资金价格管制仍在发挥作用,这些因素使得我国货币政策实施环境和传导机制错综复杂。在此背景下,货币政策调整是否以及如何影响企业行为、如何提高货币政策作用效果等问题受到学术界、实业界和政府部门的广泛关注。

现阶段,我国货币政策环境及其具体实践表现出以下两个鲜明特征。

其一,我国货币政策正处于由数量型调控向价格型调控转变的阶段。自1998年宣布取消商业银行信贷规模控制、实现货币政策由直接调控向间

^① 发达经济体的货币政策操作框架可以概括为:在独立的中央银行制度下,以通货膨胀为货币政策目标,将短期基准利率作为货币政策操作工具,参考泰勒规则进行调节(潘敏,2016)。

接调控转变以来,中国人民银行(以下简称“央行”)综合运用数量工具和价格工具,为我国经济快速平稳发展提供了良好的货币金融环境。近年来,伴随着经济市场化建设的日臻完善和金融市场化改革的全面推进,价格调控的优势不断显现,主张货币政策由数量调控向价格调控转型的呼声愈发强烈。^①然而,由于我国利率市场化改革尚未完成^②,金融市场结构仍有待进一步完善,特别是2008年金融危机爆发以来,为应对流动性紧缺冲击,同时有效控制通货膨胀,央行不得不倚重数量工具。

其二,近年来,以影子银行为主的金融创新如雨后春笋般在我国快速增长。根据孙国峰和贾君怡(2015)的测算,我国影子银行规模从2006年初的约5万亿元开始不断扩大,特别是2011年10月以来,影子银行业务量快速攀升,到2014年末已达到28.35万亿元,在货币总量中占比高达20.43%。与此同时,穆迪发布的统计数据也显示,我国广义影子银行规模在2015年底已超过人民币53万亿元,相当于当年国内生产总值(GDP)的79%。^③需要指出的是,与西方国家以资产证券化和金融衍生品为特点的影子银行不同,我国影子银行本质上与商业银行功能类似,在规避金融管制的同时为企业提供了重新配置资本的渠道(李波和武戈,2011;陆晓明,2014;胡利琴等,2016)。

在此背景下,我国货币政策传导机制仍存在很多重大问题,需要规范的经验研究予以系统地考察。具体来说,一方面,在货币政策由数量调控向价格调控转型的过程中,货币政策价格工具还无法充分发挥其调控能力,价格管制导致的扭曲不得不通过数量工具予以纠正。学者们在诟病数量型工具负面作用的同时,也对货币政策利率渠道是否具有健全的微观机制提出质疑(黄宪和王旭东,2015)。货币政策利率传导是否开始发挥作

① 例如,近年来,中国人民银行在《中国货币政策执行报告》中多次提出“要引导货币政策向价格型调控转变,畅通货币政策传导渠道和机制,完善宏观审慎政策框架”。再比如,《金融业发展和改革“十二五”规划》也将“充分发挥价格机制的作用,推进价格型货币政策转型”列为重要的改革方向之一。

② 虽然中央银行分别于2013年7月和2015年10月宣布完全放开存贷款利率有形管制,但是,信贷市场上的隐性担保和刚性兑付还未完全消除,中央银行的窗口指导也将继续,这意味着利率市场化改革仍有很多工作要做,还将进一步深入。

③ 相关数据来自穆迪中国发布的《2016年第一季度中国影子银行季度监测报告》。

用?特别是“货币政策→货币市场利率→信贷和金融市场利率”这一关键环节是否畅通?货币政策信贷传导机制是否仍有效?处于什么地位?对这些问题的考察具有重要的理论和现实意义。另一方面,伴随着金融市场创新工具的不断涌现以及微观主体金融参与程度的提高,影子银行的信用创造功能不仅会给央行监测和调控货币供应量增加难度,而且,作为创新性融资机制,影子银行拓宽了企业投融资渠道,改变了微观经济主体的行为模式。特别地,在构建审慎监管体系的过程中,央行已将金融稳定纳入政策目标体系,影子银行无疑是关注的重点对象之一。影子银行发展是否以及如何影响货币政策信贷传导有效性?货币政策如何影响企业参与影子银行的行为决策?如何防控影子银行发展可能引发的系统性金融风险?这些问题已成为当下学术界探讨的新课题。

然而,受到数据可得性的限制,现有文献要么以宏观时间序列数据为样本直接考察货币政策与实体经济变量之间的相互关系(蒋瑛琨,2005;盛松成和吴培新,2008;周建和况明,2015);要么利用银行或企业层面的数据考察货币政策对信贷规模或企业投融资决策的影响(饶品贵和姜国华,2013a;2013b;战明华和应诚炜,2015;宋全云等,2016)。上述研究不仅缺乏对货币政策调控转型背景下利率传导微观机制的考察,而且对影子银行如何影响货币政策有效性的关注也还不够。

庆幸的是,近十年来,我国出现了委托贷款这一规避金融管制的创新性影子银行机制。委托贷款是指由政府部门、企业、事业单位等委托人提供资金,委托商业银行等金融机构根据委托人确定的贷款对象、规模、利率、期限、用途等条件代为发放、监督使用并协助收回的贷款业务。由于能够灵活地在经济主体之间调配资金,企业、政府部门和商业银行等金融机构广泛参与,委托贷款在我国迅速发展。一方面,根据中国人民银行发布的社会融资规模数据显示,委托贷款规模已由2002年的175亿元增长到2015年末的15.91万亿元,在社会融资规模中占比高达10.4%。可见,委托贷款已经成为一种被广泛使用的资本配置方式。另一方面,在证监会信息披露的要求下,上市公司从2004年开始发布公告披露其涉及的委托贷款业务。其不仅明确了借贷双方主体,还涵括了借贷利率、规模、期限、抵押担保等细致的微观条款数据。这为本书以委托贷款为对象的实证研究提

供了数据支持。

基于此,本书以手工搜集整理的上市公司委托贷款公告这一独特数据为研究对象,在货币政策调控模式转型和金融创新不断涌现的背景下,从企业微观视角切入,实证考察了中国货币政策传导有效性。具体来说,本书将回答以下问题:货币政策是否以及在多大程度上通过货币市场利率而对企业借款价格施加影响?货币政策是否以及如何影响委托贷款规模?货币政策对委托贷款抵押担保、期限施加了什么影响?货币政策对委托贷款价格、规模、期限和抵押担保等借贷条款的影响在企业特征维度表现出何种差异性?

1.1.2 研究意义

伴随着汇率和利率市场化、人民币国际化、投融资体制改革、构建审慎管理统一协调的金融监管体系等一系列金融体制改革措施的全面推进,货币政策进入由数量型调控向价格型调控转变的阶段。与此同时,近年来中国影子银行规模增长迅猛,参与主体和运作形式也呈现多样化趋势,其发展对货币政策调控提出新的挑战。在未来很长一段时间内,我国货币政策传导会表现出信贷渠道、利率渠道和汇率渠道等多种机制并存的复杂局面。因此,本书以委托贷款这一典型的影子银行机制为研究对象,在货币政策调控转型和金融创新环境下考察货币政策传导有效性问题,具有重要的现实意义。

第一,在我国货币政策由数量型调控向价格型调控转变的过程中,货币政策利率传导是否发挥效果,特别地,货币市场利率是否衔接了货币政策和信贷市场利率这一问题显得尤为重要。然而,囿于数据可得性限制,现有考察货币政策利率传导机制的文献主要运用宏观数据进行研究,因而未能考察“货币政策通过影响货币市场利率进而作用于信贷和金融市场利率”这一重要环节。本书在理论分析的基础上,利用委托贷款数据进行的实证研究揭示出,货币政策显著影响了企业借款利率,并存在以 Shibor 为中介变量的显著中介效应。这不仅拓展了现有关于货币政策利率传导机制的相关研究,还为货币政策向价格型调控转变提供直接的经验证据。

第二,虽然影子银行的迅速发展引起广泛关注,但是从影子银行视角出发考察我国货币政策传导机制的经验研究还很缺乏。本书以委托贷款这一典型影子银行数据为对象的实证研究表明,当货币政策趋紧时,伴随着银行信贷下滑,委托贷款规模呈现上升趋势。这意味着,我国货币政策虽然能有效调控银行信贷规模,但以委托贷款为代表的影子银行机制在一定程度上削弱了货币政策的信贷传导有效性。这加深了我们对金融创新背景下我国货币政策信贷传导机制的认识和理解,对货币当局如何进一步提高货币政策执行效果提供重要参考。

第三,本书实证检验还显示,货币政策对委托贷款利率、规模、期限和抵押担保等借贷条款施加的影响在企业特征维度表现出显著的差异性。这表明,从企业微观层面来看,现阶段我国同时存在货币政策利率传导渠道和信贷传导渠道。但是,一方面,货币政策利率传导渠道仍有待进一步疏通,对民营企业等体制外企业而言,货币政策利率传导机制效果不佳;另一方面,除了影响信贷价格和规模,货币政策还可以通过影响抵押担保要求和贷款期限进而作用于企业行为。这些研究结果增进了对我国特定制度背景下货币政策传导机制的认识和理解,对央行完善货币政策调控方式、疏通货币政策传导渠道具有重要的借鉴意义。

另外,影子银行的相关问题近年来受到学术界的广泛关注,现有文献已经在梳理我国影子银行发展、定性分析影子银行运作机制、识别影子银行活动和测算影子银行规模等方面展开大量研究(周莉萍,2012;林晶和张昆,2013;李建军和薛莹,2014;王永钦等,2015;于建忠等,2016)。而本书以委托贷款这一典型的影子银行机制为对象实证考察了货币政策对企业借贷条款的影响,这不仅有助于深入认识和理解委托贷款这一典型影子银行机制的运作,而且对影子银行的监管和相关金融风险防控等问题具有重要的借鉴意义。

除了上述现实意义之外,本书还有重要的理论意义。货币政策传导的新古典价格机制从名义工资和价格刚性出发,考察了货币政策如何通过调控短期基准利率对实体经济施加作用,而对非新古典数量机制强调的信息不对称、市场分割等金融市场不完美因素关注的不够。本书构建了一个边际成本定价模型,尝试将非新古典数量机制强调的金融市场不完美因素引

入新古典价格机制,从理论层面剖析了信息不对称、融资歧视等对货币政策利率传导的影响。这在边际上拓展了对我国货币政策传导机制的理论研究。

1.2 文献综述

对货币政策传导机制的考察一直以来都是货币政策相关研究中最重要课题之一。从凯恩斯(Keynes, 1936)发表《就业、利息和货币通论》否定古典学派“货币中性”观点开创现代货币政策传导机制的研究至今,相关研究一直充满争议并不断发展。货币政策传导机制是指中央银行运用货币政策工具对中介目标施加作用,进而影响企业和家户等经济个体的行为,并最终表现为真实国内生产总值(GDP)和通货膨胀的变化,实现预期货币政策目标的过程(Modigliani and Papademos, 1987; Taylor, 1995; 黄达, 2000)。现有文献基于不同经济制度背景对货币政策制定、货币政策工具和中介目标选择、货币政策执行效果等问题进行了大量研究。总体来说,货币政策传导机制理论主要分为“货币观”和“信用观”。

货币政策传导机制的“货币观”理论在完全信息的金融市场假设下,将与债券类似的资产引入IS-LM框架中并指出,由于不同资产之间具有替代性,货币政策通过影响利率,进而改变不同金融资产的价格,并最终作用于投资和产出。根据关注的资产类型差异,该理论主要包括利率传导渠道、资产价格传导渠道和汇率传导渠道。

货币政策传导机制的“信用观”理论在金融市场不完美假设下,关注金融机构和市场参与者异质性对货币政策传导的影响。一方面,货币政策通过改变银行可贷资金,进而影响实体经济,这形成了银行贷款渠道;另一方面,货币政策导致影响借款人财务状况的金融因素发生变化,进而影响企业面临的外部融资成本,改变其投融资决策,最终影响实体经济,这形成了资产负债表渠道。

本书研究以委托贷款这一创新性融资机制为研究对象,在货币政策由数量调控向价格调控转型和金融创新不断涌现的背景下,实证分析了我国

货币政策传导有效性问题,重点关注了货币政策利率传导机制和信贷传导机制。因而,本节回顾了现有关于货币政策利率传导机制和信贷传导机制的相关文献。

1.2.1 货币政策利率传导机制相关文献回顾

货币政策利率传导机制是凯恩斯模型中主要的货币政策传导机制。在凯恩斯分析框架的基础上,希克斯(Hicks, 1937)和汉森(Hansen, 1953)提出了经典的IS-LM模型并指出,货币政策利率传导机制包括以下环节:“货币政策变化→货币市场利率调整→信贷市场和金融市场变化→企业投资 and 家户消费调整→实际产出变化”(Bernanke and Blinder, 1992; Taylor, 1993),这奠定了货币政策利率传导机制理论的基础。

随着市场经济不断发展,经济主体的行为日益多样化,开始有学者将更多的因素纳入模型之中。例如,泰勒(Taylor, 1995)将对住房和耐用品的投资决策引入模型中并指出,货币政策会通过影响经济主体对固定资产、住房、耐用品等的投资进而作用于实际产出。埃尔斯、阿尔贝托和莫伊翁(Els, Alberto and Mojon, 2003)利用跨期模型分析表明,货币政策导致实际利率变化不仅影响消费者当期消费和未来消费的机会成本,还会影响借贷的边际成本,这直接影响了当前经济活动。克拉里达、盖里和格特勒(Clarida, Gali and Gertler, 2000)基于前瞻性预期理论考察了沃尔克—格林斯潘时期(Volcker-Greenspan period)货币政策利率传导机制的有效性。

有关货币政策利率传导机制的实证研究主要集中在以下两个方面。

其一,实证考察利率与各宏观经济变量之间的相互关系。例如,库克和哈恩(Cook and Hahn, 1989)对美国联邦基金利率与长期实际利率之间的相关性分析指出,随着期限增加,两者之间的相关关系虽然减弱但并不会消失,从而证实了利率传导渠道的存在。

伯南克和布林德(Bernanke and Blinder, 1992)以美国1959~1989年的时间序列数据为样本,利用VAR模型、格兰杰因果检验等方法的实证研究表明,与 M_1 、 M_2 相比,联邦基金利率对工业产值、就业率、消费、个

人收入等实际经济变量的解释和预测能力更强。费勒和摩尔（Fuhrer and Moore, 1995）以美国 1965 ~ 1994 年的季度数据为样本的相关性分析发现，短期名义利率与真实产出之间是显著负相关关系，进一步证实了货币政策利率传导渠道。

其二，检验利率是否能作为货币政策传导的中介目标。例如，弗里德曼和库特纳（Friedman and Kuttner, 1992）利用 VAR 模型比较分析了货币总量、商业票据利率和三个月国库券利差三者对真实收入的预测能力，研究指出，商业票据和三个月国库券对真实收入具有较好的解释和预测能力，这表明包含长短利率信息的收益率曲线可以作为货币政策中介目标。埃斯特雷亚和米什金（Estrella and Mishkin, 1996）的研究也指出，与货币供应量相比，联邦基金利率与货币政策最终目标的相关性更强。

泰勒（1993）在对美国、加拿大、德国、法国、日本、意大利和英国七国货币政策实践的研究中发现，真实利率与物价水平和产出之间保持长期稳定的关系，并据此提出了著名的“泰勒规则”：它描述了在给定通货膨胀目标和潜在产出水平的条件下，短期利率应该如何根据通货膨胀率和实际产出变化进行调整的规则。这成为各国中央银行货币政策制定的重要参考依据。沿着这一思路，大量学者基于不同的经济制度背景对“泰勒规则”进行检验和拓展（Davig and Leeper, 2007；Farmer et al., 2010；陈创练等，2016）。

改革开放以来，我国持续推进并不断完善市场经济建设，但是金融市场化改革却相对滞后，这使得在很长一段时间内有关我国货币政策利率传导机制的研究都持否定结论。例如：曹龙骥和郑建明（2000）、邹运（2000）、王召（2001）等研究指出，由于长期利率管制形成的利率结构刚性，虽然利率政策受到央行直接调控，但其低弹性的特征使其无法有效地影响实体经济。

谢平和袁沁敬（2003）、方先明和熊鹏（2005）对我国利率政策时滞效应的研究表明，不仅利率政策的效果不明显，而且利率传导过程中存在显著的时滞效应，我国货币政策利率传导渠道还不畅通。

麦罗特拉（Mehrotra, 2007）利用结构 VAR 模型比较我国的利率传导渠道和汇率传导渠道发现，利率提高虽然导致产出下降，但这一作用效果

还不稳健仅能持续7周，而且利率与价格水平之间的关系仍很微弱。

柯伊夫（Koivu，2009）利用VECM模型对我国1998~2007年相关数据的实证研究发现，随着时间的推移，贷款利率与信贷存量之间的关系由弱正相关关系变为较显著的负相关关系。虽然利率的作用不断加强，但是其对贷款需求的解释仍不足，在我国经济实践中，货币政策利率传导渠道还很微弱。

我国自1996年发布《关于取消同业拆借利率上限管理的通知》正式启动利率市场化改革以来，按照“先外币后本币、先贷款后存款、先长期大额后短期小额”的思路不断推进利率市场化改革，不仅培育了Shibor利率，而且逐步放开各种金融市场利率，并于2015年10月完全放开存贷款利率管制。特别地，近年来央行积极促进市场利率体系构建，推动货币政策工具由数量型向价格型转变。在此背景下，有关我国货币政策利率传导机制的研究开启了新的篇章。

彭方平和王少平（2007a）以上市公司财务数据为对象，通过构建非线性光滑转换面板模型的实证研究表明，货币政策通过利率传导渠道影响资本使用成本进而作用于企业投资，当公司利润率低于-12%（亏损）或高于25%（高利润）时，货币政策利率传导渠道效应最强。该研究结论表明利率调控的优势更加明显。

姜再勇和钟正生（2011）运用MS-VAR模型考察了在我国利率市场化改革背景下的货币政策利率传导机制。研究指出，我国货币政策利率传导渠道应该分为管制利率渠道（存贷款利率→信贷市场→实体经济）和市场利率渠道（公开市场操作→货币市场→实体经济）。并且，得益于利率市场化改革的持续推进，在1978~2009年管制利率渠道发生两次体制转化，使得管制利率渠道效应不断减弱，而市场利率渠道效应日益增强。

马俊和王红林（2014）、马俊等（2016）通过构建一个包含居民、厂商、商业银行和中央银行四部门的理论模型，刻画了在银行主导的金融体系下，货币政策由政策利率向市场利率传导并最终作用于实体经济的过程。通过模型分析指出，现阶段央行对存贷比、贷款数量的限制和较高的存款准备金率都会降低货币政策利率传导效率。

孙国峰和段志明（2016）从我国商业银行内部存在“资产负债部”和