

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15620081152063

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国货币政策传导机制探析

Analysis of Monetary Policy Transmission Mechanism in  
Our Country

李 英 萍

指导教师姓名: 邱崇明 教授

专业名称: 金 融 学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 5 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2011 年 4 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘 要

货币政策是一国政府宏观调控的主要工具，而货币政策是否有效，关键在于其传导机制是否畅通。货币政策传导机制是指由中央银行信号变化而产生的脉冲所引起的经济过程中各中介变量的连锁反应，并最终引起实际经济变量变化的途径。它自中央银行启动货币政策工具开始，引发金融领域和真实领域中某些变量的一些变化，并且最终趋向货币政策目标。

货币政策传导机制具有很强的时空性和动态性，自 1998 年以来，中国的社会主义市场经济体制逐步建立，对外开放程度进一步提高，金融市场不断深化，金融工具种类大大增加。从这一年起，中国的宏观调控机制由直接调控逐步向间接调控转变。窗口指导、再贷款和利率都成了主要的货币政策工具，频繁运用窗口指导和利率工具是这一时期的主要特征。因此，货币政策传导机制变得更加复杂：货币政策从中央银行传导到金融机构和金融市场，再由金融机构和金融市场传导到企业和居民。虽然我国市场经济体制还不健全，外汇管理体制还不完善，使货币政策传导的有效性受到一定程度的削弱，但经过近些年的发展，我国的货币政策传导机制还是逐步实现了由直接传导向主要依靠市场机制的间接传导的重大转变。

本文采用定性分析和定量分析相结合，选用从 1998 年到 2008 年的季度数据对货币政策的传导渠道（主要分为货币供应量渠道和信贷渠道）进行实证分析，通过平稳性检验、向量自回归模型和方差分解、格兰杰因果检验、脉冲响应等计量经济学方法，得出结论：在货币政策传导机制中，货币供应量渠道和信贷渠道都发挥作用，是信贷规模决定了货币供应量而不是相反，所以说信贷渠道在我国经济金融活动中占据核心位置，但货币供应量对于 GDP 预测作用更强。最后为实证分析，并在此基础上提出进一步完善我国货币政策传导机制，提高货币政策有效性的建议。

**关键词：**传导机制；货币供应量；信贷渠道

## ABSTRACT

Monetary policy plays an important role in the country's macro-control, and whether monetary policy will take into effect lies in whether its transmission is smooth. Monetary policy transmission system is a way to ultimately generate changes of the real economic variables by a chain reaction of the intermediate variables in the economic process which is caused by the changes of central bank. It starts from the central bank monetary policy, triggers some changes in certain variables of the financial sector and the real fields and eventually tend to monetary policy objectives.

Monetary policy transmission has a strong and dynamic nature of time and space. Since 1998, China has gradually established socialist market economic system, further opening to the abroad and deepening financial markets, greatly increasing financial instruments. From this year on, China's macro-control system gradually transfer from direct to indirect. Window guidance and interest rates which have become the main monetary policy tool as well as re-lending, are frequently used, which has become the main characteristics of this period. Therefore, the monetary policy transmission has become more complex: the monetary policy transmission from the central bank to financial institutions and financial markets, further transferring to businesses and residents. That China's market economy is not sound somehow weakens the effectiveness of monetary policy transmission. However, it is realized that China's monetary policy transmission transferred to rely mainly on indirect control of the market system.

This paper does a research based on quarterly data selected from 1998 to 2008 in monetary policy transmission channels ( mainly monetary and credit channels), using a combination of qualitative analysis and quantitative analysis, and then concludes that both of the monetary and credit channels play a role in monetary policy transmission. However the credit channel is more greater by stationarity test, VAR model, and variance decomposition, Granger causality test, impulse response and other econometric methods. Based on the empirical results, this paper puts forward some suggestion to improve monetary policy transmission system and enhance the effectiveness of monetary policy.

**Key Words:** Transmission Mechanism; Money Channel; Credit Channel

# 目 录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>第一章 绪论</b> .....                 | <b>1</b>  |
| 第一节 研究背景及意义 .....                   | 1         |
| 第二节 本文的内容安排及研究方法 .....              | 2         |
| 第三节 文章结构 .....                      | 3         |
| <b>第二章 货币传导机制的文献回顾</b> .....        | <b>4</b>  |
| 第一节 国外的相关理论回顾 .....                 | 4         |
| 一、利率传导渠道 .....                      | 4         |
| 二、其他资产价格传导渠道 .....                  | 5         |
| 三、汇率传导渠道 .....                      | 6         |
| 四、信贷传导渠道 .....                      | 7         |
| 第二节 国内的相关研究回顾 .....                 | 11        |
| <b>第三章 中国货币政策传导机制的变迁</b> .....      | <b>14</b> |
| 第一节 货币政策直接传导时期 .....                | 14        |
| 第二节 货币政策直接传导向间接传导转变时期 .....         | 15        |
| 一、1984年-1993年的货币政策传导机制 .....        | 15        |
| 二、1994-1997年的货币政策传导机制 .....         | 17        |
| 第三节 货币政策间接传导时期 .....                | 20        |
| <b>第四章 我国货币政策传导渠道的理论分析</b> .....    | <b>24</b> |
| 第一节 货币渠道 .....                      | 24        |
| 一、利率传导渠道 .....                      | 24        |
| 二、其他资产价格传导渠道 .....                  | 25        |
| 三、汇率传导渠道 .....                      | 26        |
| 第二节 信贷渠道 .....                      | 26        |
| <b>第五章 我国货币政策传导渠道的实证分析和结论</b> ..... | <b>28</b> |
| 第一节 VAR模型的构建 .....                  | 28        |
| 一、向量自回归模型的优点 .....                  | 28        |
| 二、VAR模型的构建 .....                    | 28        |
| 第二节 变量选取和数据预处理 .....                | 31        |
| 一、变量选取 .....                        | 31        |
| 二、数据预处理 .....                       | 31        |
| 第三节 数据结果与分析 .....                   | 32        |
| 一、单位根检验 .....                       | 32        |
| 二、协整性检验 .....                       | 32        |
| 三、Granger因果性关系检验 .....              | 33        |
| 四、方差分解 .....                        | 36        |

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| 五、脉冲响应分析.....                       | 36        |
| 第四节 实证结论 .....                      | 38        |
| <b>第六章 我国货币政策传导机制不畅通的成因探析 .....</b> | <b>40</b> |
| 第一节 货币传导渠道失效的原因探析.....              | 40        |
| 第二节 信贷传导渠道梗塞的原因探析.....              | 41        |
| 一、信贷环境的影响.....                      | 42        |
| 二、我国信贷结构的影响.....                    | 42        |
| 三、金融体制改革滞后.....                     | 43        |
| <b>第七章 优化我国货币政策传导的对策建议 .....</b>    | <b>45</b> |
| 第一节 稳步推进利率市场化进程.....                | 45        |
| 一、渐进有序的实行利率市场化改革.....               | 45        |
| 二、创造利率市场化的结构基础.....                 | 46        |
| 三、创建有利于利率市场化的市场环境.....              | 46        |
| 第二节 加快货币政策传导的微观基础改革.....            | 47        |
| 一、实现商业银行的市场化运作.....                 | 47        |
| 二、调整贷款结构和拓宽中小企业的融资渠道.....           | 47        |
| 三、发展消费信贷鼓励居民消费.....                 | 48        |
| 第三节 加强货币政策与其他经济政策的协调.....           | 49        |
| <b>参考文献 .....</b>                   | <b>51</b> |
| <b>致 谢 .....</b>                    | <b>54</b> |

## Contents

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Chapter one: Introduction</b> .....  | <b>1</b>  |
| <b>First quarter: Background and objective</b> .....                                      | <b>1</b>  |
| <b>Second quarter: Structure of content</b> .....   | <b>2</b>  |
| <b>Third quarter: Structure of content</b> .....  | <b>3</b>  |
| <b>Chapter two: Literature review</b> .....   | <b>4</b>  |
| <b>First quarter: Review of the foreign research</b> .....                                | <b>4</b>  |
| Part1 Interest rate transmission channel .....  | 4         |
| Part2 Other asset price transmission channel.....   | 5         |
| Part3 Exchange rate transmission channel.....   | 6         |
| Part4 Credit transmission channel .....   | 7         |
| <b>Senond quarter: Review of the domestic research</b> .....                              | <b>11</b> |
| <b>Chapterthree: Changes in China' s monetary policy transmission mechanism</b> .....     | <b>14</b> |
| <b>First quarter: Period of direct monetary policy transmission</b> .....                 | <b>14</b> |
| <b>Second quarter: Period of change-oriented about monetary policy transmission</b> ..... | <b>15</b> |
| Part1 Monetary policy transmission mechanism from 1984 to 1993 .....                      | 15        |
| Part2 Monetary policy transmission mechanism from 1994 to 1997 .....                      | 17        |
| <b>Third quarter: Period of indirect monetary policy transmission</b> .....               | <b>20</b> |
| <b>Chapter four: Theory of channel of monetary policy transmission</b> .....              | <b>24</b> |
| <b>First quarter: Money channel</b> .....   | <b>24</b> |
| Part1 Interest rate transmission channel .....  | 24        |
| Part2 Other asset price transmission channel.....   | 25        |
| Part3 Exchange rate transmission channel.....   | 26        |
| <b>Second quarter: Credit channel</b> .....   | <b>26</b> |
| <b>Chapter five: Empirical analysis and empirical results</b> ... ..                      | <b>28</b> |
| <b>First quarter: Construction of VAR model</b> .....                                     | <b>28</b> |
| Part1 Advantage of VAR model.....   | 28        |
| Part2 Construction of VAR model .....   | 28        |
| <b>Second quarter: Variable selection and data preprocessing</b> .....                    | <b>31</b> |
| Part1 Variable selection.....   | 31        |
| Part2 data preprocessing .....  | 31        |
| <b>Third quarter: Results and analysis of data</b> .....                                  | <b>32</b> |
| Part1 Unit root test.....   | 32        |



|  |           |
|--|-----------|
| Part2 Cointegration test.....  | 32        |
| Part3 Granger causality.....   | 33        |
| Part4 Variance decomposition.....  | 36        |
| Part5 Pulse response analysis.....   | 36        |
| <b>Fourth quarter: Empirical results. . . . .</b>                                | <b>38</b> |
| <b>Chapter six:Problems and cause of the Monetary policy</b>                     |           |
| <b>transmission mechanism.....</b>   | <b>40</b> |
| <b>First quarter:Problems and cause of monetary channel.....</b>                 | <b>40</b> |
| <b>Second quarter:Problems and cause of credit channel . . . . .</b>             | <b>41</b> |
| Part1 The environmental impact of credit.....                                    | 42        |
| Part2 The impact of credit structure.....  | 42        |
| Part3 Lagging financial system.....  | 43        |
| <b>Chapter seven:Suggestions on improving the monetary policy</b>                |           |
| <b>transmission mechanism.....</b>   | <b>45</b> |
| <b>First quarter:Steady progress in the process of marketization of interest</b> |           |
| <b>rates . . . . .</b>   | <b>45</b> |
| Part1 Gradual and orderly implementation of marketization of interest rate       |           |
| reform.....  | 45        |
| Part2 Create the structural basis of interest rate market . . . . .              | 46        |
| Part3 Create a favorable market environment for market-oriented interest rate    |           |
| .....  | 46        |
| <b>Second quarter:Speed up reform of micro-foundation of the monetary policy</b> |           |
| <b>transmission . . . . .</b>  | <b>47</b> |
| Part1 Achieve market-oriented operation of commercial banks.....                 | 47        |
| Part2 Adjust loans structure and broaden financing channels for SMEs.....        | 47        |
| Part3 Development of consumption credit to encourage consumer . . . . .          | 48        |
| <b>Third quarter:Coordination the monetary policy and other policy. . . . .</b>  | <b>49</b> |
| <b>References . . . . .</b>  | <b>51</b> |
| <b>Acknowledgements . . . . .</b>  | <b>54</b> |

## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景及意义

货币政策是中央银行为实现其特定的经济目标而运用各种货币政策工具来控制 and 调节货币供应量及利率等变量,进而影响宏观经济的一系列方针和政策的总和。货币政策工具不是直接作用于最终经济变量,而是从手段实施到目标实现之间有一个中间性的传导过程,这个过程及其内在机理称之为货币政策传导机制。

中央银行选择货币工具并付诸实施,首先影响货币政策操作目标如短期利率和总储备,操作目标的变化会进一步导致中介目标发生变动,中介目标如长期利率和货币供应量的变动通过种种内在机制会对实体经济发生作用,进而实现货币政策的最终目标。

货币政策传导机制的重要性主要体现在两个方面:其一,货币政策传导机制的状况是中央银行制定和执行货币政策的理论基础,中央银行只有比较清楚地知道货币政策传导的主要渠道、传导时滞等情况,才可能制定出科学合理的货币政策。其二,货币政策传导机制的状况,与货币政策中介目标的选择、政策工具的运用等共同影响着货币政策的有效性。从传导机制角度看,货币政策是否有效,中央银行能否通过货币政策的实施来实现最终经济目标,在很大程度上取决于货币传导机制是否畅通、有效。

但货币政策传导问题也是经济系统运行和金融宏观调控中最复杂和最现实的问题。它涉及宏观经济政策和微观经济运行,关系到货币政策的选择。我国近几年出现的股市发展不健全、中小企业融资困难、外汇储备过高等一系列问题都与货币政策传导有着直接或者是间接的联系。

2008年的金融危机对我国经济造成严重冲击,迫使政府增加四万亿投资。虽然从2009年底我国经济开始复苏,但全球范围内的金融危机的影响并未散去,经济形势依然十分严峻。在新形势下,我国政府对于宏观经济的调控显得格外引人关注。今年两会期间,温家宝总理在政府工作报告中提出,我们要全面深化改革开放,要更加重视改革顶层设计和总体规划。这凸显出我国政府宏观调控将发

挥更大的作用。货币政策作为主要的宏观调控手段之一，其传导机制是否畅通关系到中央银行能否实现货币政策的最终目标，关系到政府调控经济的效果能否达到。随着我国经济的飞速发展，我国经济在世界经济中的地位越来越重要，国际地位也得到很大提升，我国的各项宏观政策也受到越来越多的国外学者的关注。改革的不断深化和全球经济一体化，货币政策传导机制问题越来越受关注。研究这一问题对于中国人民银行最终实现其政策目标和不断增强货币政策的有效性具有重要意义。

因而，研究货币政策传导机制的有效性，发掘、改善并提高我国货币政策传导机制途径，有助于加深对我国金融运行环境的认识，找出我国货币政策传导不畅的原因，进一步地提出相关的意见和建议。对最终建立起与货币政策间接调控相适应的多渠道多层次的传导体系，提高货币政策实施效率，具有深刻的现实意义。

研究货币政策传导机制的暗含的是接受货币非中性的观点，这是理论界大多数研究学者都接受的事实。而货币政策能否有效的发挥作用，关键在于传导机制、传导渠道是否合理畅通。理论上，可以将货币政策传导渠道划分为货币渠道和信贷渠道。本文为更深入的探讨我国货币政策传导过程中所遇到的问题以及解决措施，试图分别从这两个渠道入手来检验我国货币政策传导机制的有效性。

## 第二节 本文的内容安排及研究方法

货币政策传导机制是指货币当局的货币政策操作影响货币政策最终目标，即产出、就业、物价和国际收支等方面目标的作用过程(张亦春、邱崇明, 2008,)<sup>[1]</sup>。它自中央银行启动货币政策工具开始，引发金融领域和真实领域中某些变量的一些变化，并且最终趋向货币政策目标。传导机制的主要内容是研究并揭示这一过程中货币政策工具是通过哪些途径和渠道来引发变量的变动进而实现货币政策目标的。

本文对货币政策的传导机制的研究探析是通过以下内容展开的：首先分析货币政策的主要传导渠道。西方理论界普遍认为，在市场经济条件下货币政策主要通过四条途径传导，即利率传导机制、非货币资产价格机制、信用传导机制和汇率传导机制。这些传导机制被分为两大类，即货币渠道和信贷渠道。其次本文选

取 1998 年——2008 年的季度数据对我国的货币政策传导渠道进行了实证分析，结果显示货币供应量和信贷渠道在我国的货币政策传导机制中共同发挥作用，货币供应量对国内生产总值更有预测力，但信贷渠道在经济金融活动中占据核心位置。最后，针对存在的问题提出了相关的政策建议。

本文采用规范分析与实证分析相结合，定性分析与定量分析相结合的研究方法，并利用相关图表进行描述和分析。运用计量经济学的相关知识对数据进行加工和处理，为避免传统计量方法的局限性，本文采用向量自回归（VAR）模型构建一个简单的实证模型来评价我国货币政策的有效性。具体的计量过程为：首先，对所选用的宏观经济变量是否为平稳性变量进行检验；其次，对变量进行协整分析；第三，运用格兰杰因果检验变量间的因果关系；第四，进行方差分解和脉冲效应分析。因此，主要运用到的计量经济学方法是单位根平稳性检验、协整检验、格兰杰因果检验、方差分解和脉冲响应函数。

### 第三节 文章结构

文章主要从实证角度出发研究我国货币政策传导机制的有效性。本文第一章为绪论，主要介绍了文章的研究背景以及研究内容和方法等。第二章是文献综述部分，从国外和国内两条线索来概述有关货币政策传导机制的文献，为本文的继续研究提供知识积淀。第三章为我国货币政策传导机制的变迁。文章结合我国经济发展的历史背景，从历史逻辑视角出发，分析了我国货币政策传导机制的演变过程及现状。从我国货币政策传导机制的变迁历程中理顺制度变迁的脉络，只有这样才能为完善我国货币政策传导机制提出一些比较合理的建议。第四章分货币渠道和信贷渠道简单的介绍了一下我国货币政策传导机制的理论基础。第五章是实证分析部分。通过对我国 1998 年到 2008 年的货币供应量 M2 和信贷额 LOAN 以及国内生产总值 GDP 的季度数据进行计量分析得出：货币供应量和信贷渠道在我国的货币政策传导机制中共同发挥作用，是信贷规模决定货币供应量而不是相反，货币供应量对国内生产总值更有预测力，因而说信贷渠道在经济金融活动中占据核心位置。第六章指出了我国货币政策传导机制中传导渠道存在的问题和原因。第七章则在第六章分析的基础上提出了一些疏通我国货币政策传导渠道的对策。

## 第二章 货币传导机制的文献回顾

### 第一节 国外的相关理论回顾

在西方经济学中，经济学家对货币政策传导机制的研究已经精深入微，这些研究为分析我国的货币政策传导机制提供了理论比较的基础和依据。由于观察角度和强调因素的不同，从最初由维克塞尔区分两种利率到凯恩斯主义者的利率传导机制、货币主义的“资产组合均衡”调整分析，一直到现在被广泛研究的新凯恩斯主义的信贷传导机制，存在多种不同的观点。但在这些学派中，一般认为货币政策传导有利率渠道、资产价格渠道、汇率渠道和信用渠道等。

#### 一、利率传导渠道

维克塞尔对利率与物价及经济的关系进行了比较深入的研究，提出了著名的累积过程理论。维克塞尔区分了货币利率和自然利率，认为这两种利率水平的不一致导致了宏观经济的波动，该理论是现代利率理论的开始。随后凯恩斯在其名著《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社会经济活动的货币政策传导机制理论。凯恩斯认为，20 世纪的大萧条是由于有效需求不足，尤其是投资需求不足导致的。而投资需求不足的原因是由于利率水平太高，阻碍了投资的正常进行，进而导致大量失业。因此，必须采取适当的宏观政策来降低利率，扩大投资，从而解决就业问题，增加有效需求。希克斯用 IS-LM 模型将利率渠道表述为：

货币供应量(M)↑→利率(i)↓→投资(I)↑→产出(Y)↑

货币供应量的增加代表了扩张性的货币政策，在既定的流动性偏好下，M 的增加导致市场利率的下降；在既定的资本边际效率下，利率下降就降低了投资成本，从而刺激投资；投资通过乘数效应导致产出增加。

而以弗里德曼为代表的货币主义学派认为，利率在货币政策的传导机制中并不起重要作用。因为增加货币最初会使利率降低，但不久就会因货币收入增加和物价上升而使名义利率上涨，实际利率则可能回到并稳定在原来的水平上。货币

供应变化所影响的不仅是投资,还有消费。他描述的货币政策传导机制非常简单,可以表述为:

货币供应量(M)↑→产出(Y)↑

约翰·泰勒(John B. Taylor, 1995)<sup>[2]</sup>进一步发展凯恩斯传统利率渠道,运用对美国、加拿大、德国、法国、日本、意大利、英国等7国进行了实证考察,他发现7国中的每一个国家,其固定资产投资都与实际利率成负相关关系,消费和存贷投资也对实际利率相当敏感。证明了如果扩张性货币政策是短期的,名义利率将下降,那么在粘性价格和理性预期共同作用下,实际的长期利率也下降。Sandra C. Krieger(2002)<sup>[3]</sup>以及 Andreas Schabert(2006)<sup>[4]</sup>等,他们的研究都得出了较为一致的结论,即美国联邦储备利率对公开市场操作具有强依赖性。

## 二、其他资产价格传导渠道

传统的利率渠道只是考虑了一种资产(货币)的价格(利率),这种价格(利率)被认为是同时反应了政府债券收益、银行贷款收益以及真实资本收益,是一个综合的统计量。广义的资产价格还包括股票、外汇等资产价格的变化在货币政策传导中的作用。

### 1、托宾的q理论

20世纪60年代,美国经济学家托宾提出的q理论<sup>①</sup>,提供了一个与以往凯恩斯主义者不同的货币政策传导渠道,即货币政策通过影响股票价格的变化来作用于真实经济。

托宾的理论假设资产是多元的并且相互之间的替代程度不同,因此,与之相应,利率也是多元的。各种金融资产相互间具有替代性,每种资产的收益不只是本资产的供给,也取决于其他资产的供给。同时,对各种资产的需求,既与本资产的收益(利率)成正比又与其他资产的收益(利率)成反比。社会的生产(投资)活动,既取决于各自真实资产的收益,也受各项资产的交易成本所制约。

在托宾假设的基础上,他提出了著名的q理论,在这一理论中,托宾描述了他的资产价格传导机制,其对货币政策的传导效果被称为“托宾效应”。托宾把

<sup>①</sup> 为了使证券行市,即股票价格能与真实经济相联系,托宾引入了一个新的概念,即真实资本的重置成本。他把企业的真实资本当期证券价格与资本的当期重置成本之比定义为q值。因此,q值实际上就是企业的股票价格行市。中央银行运用货币政策工具调节货币资产的供应量,从而影响货币资产的价格---利率的变化,股票价格必然要发生变化。

$q$  定义为企业市场价值与资本重置成本的比值。如果  $q > 1$ ，则企业的市场价值高于资本的重置成本。此时对企业而言，新厂房和生产设备比较便宜，企业愿意增加投资支出以追加资本存量，产出增加。反之，如果  $q < 1$  时，企业对新的投资就不会有积极性，不愿意购买投资品进行新的投资，此时相对于资本成本而言，企业的市场价值较低。企业在  $q$  值较低时想获取资本，它可以便宜地购买另一家企业，从而获得企业已有的资本，因此，投资支出将降低，产出减少。

托宾的  $q$  理论强调的是货币政策通过影响权益的价值来影响实体经济。但是，将该理论运用于货币政策传导还有一个重要的问题，就是货币政策如何影响权益价格。货币主义者认为，如果实行扩张性货币政策，货币供给增加，公众发现他们手中持有的货币量大于他们所希望的，从而他们通过增加支出来降低货币持有量。而公众可以增加支出的一个场所就是权益市场，公众增加支出，也就增加了对权益的需求，提高了其价格。反之则异。以扩张性的货币政策为例，托宾  $q$  理论所提供的传导机制可以表示如下：

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow P_e \uparrow \rightarrow q > 1 \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

式中： $M$  为货币供给， $i$  为利率， $P_e$  为股票价格， $I$  为投资， $Y$  为产出。

## 2、财富效应渠道

财富效应渠道是由莫迪利安尼提出的，在他的生命周期模型中，消费支出是由消费者的终身资源所决定的，其中包括人力资本、真实资本、金融财富等。这里金融财富的主要组成部分是普通股票。当股票价格上升，持有者的金融财富价值上升，增加了消费者的终身财富，从而消费上升，最终总产量上升。由于扩张性的货币政策可以导致股票价格的上升，其传导机制为：

$$\text{货币供给}(M) \uparrow \rightarrow \text{股票价格}(P_e) \uparrow \rightarrow \text{金融财富}(W) \uparrow \rightarrow \text{消费}(C) \uparrow \rightarrow \text{产出}(Y) \uparrow$$

## 三、汇率传导渠道

在开放经济条件下，汇率是一个重要的宏观经济变量与灵敏的指示器。汇率是外汇资产的价格。随着经济全球化和浮动汇率制度的出现，汇率对净出口的影响已经成为一个重要的货币政策传导渠道。汇率传导渠道的作用过程如下：由于资本的自由流动，以不同货币计价的资产之间存在较高的相互替代性，而商品价格则处于粘性调整状态。如果实行扩张性货币政策，货币供应量增加，本国短期

名义利率则下降，由于粘性价格的存在，短期真实利率将下降，导致对本国货币的需求下降，本币预期贬值，从而弥补国内外利率的差异。如果长期购买力平价理论成立，则本国货币贬值使得本国产品比外国产品便宜，净出口增加，从而使产出上升。如果实行紧缩性的货币政策，则各个变量的变化与上述相反。以扩张性货币政策为例，汇率传导渠道可表示如下：

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow D \downarrow \rightarrow P \downarrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

式中：M 为货币供给，i 为利率，D 为本币需求，P 为本币汇率（间接标价法），E 为净出口，Y 为产出。

随着经济一体化的发展，各国经济的相互依存度不断加强，人们越来越关注货币政策通过汇率渠道对经济的影响。蒙代尔——弗莱明模型分析了固定汇率制和浮动汇率制下货币政策传导机制和效果，该理论认为在固定汇率的情况下，无论资本流动的弹性如何，货币政策都是无效的；而在浮动汇率的情况下，货币政策是有效的，这说明浮动汇率制度可以提高货币政策的有效性，同时浮动汇率对国外通胀的输入可以起到一定的隔离作用。当本币贬值时，出口会增加，出口部门的投资增长，同时将商品输出到国外，这样国内的资本达到了双重的扩张。多恩布什提出了价格粘性汇率超调理论，他认为紧缩性货币政策使国内利率上升。在资本自由流动下，以不同货币计价的资产间存在较高的互相替代性，而在商品市场的价格调整缓慢的情况下，将引起本币汇率的超调。从长期看，均衡汇率由购买力平价决定；从短期来看，则完全取决于资本市场的利率及未来预期。此外，由于货币传导存在时滞，许多学者基于本国的经济数据对货币传导时滞进行了测算，具有代表的有 David Gruen & Christopher Thompson & Adrian Pagan (1999)<sup>[5]</sup>, Nicoletta Batini & Edward Nelson (2001)<sup>[6]</sup> 等分别就美国、澳大利亚和英国的状况进行了分析，由于研究基于不同的经济主体和样本，结果差异性较大，对货币传导时滞的衡量标准也尚未有一致认识，但货币政策传导受经济周期、金融环境、经济体制等因素的影响已达成了普遍认可。

#### 四、信贷传导渠道

1951 年，罗伯特·罗莎在其论文《利率与中央银行》中对货币政策传导机制提出了新的解释。他认为，以往的学者在论述利率传导机制时，只关注了利率



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库