

# 金融市场化进程是否改变了中国货币政策不同传导渠道的相对效应?

战明华 李欢

(广东外语外贸大学金融学院 广东广州 510006  
浙江理工大学材料与纺织学院 浙江杭州 310018)

**摘要:** 本文利用SVAR模型脉冲偏导分离技术,从利率市场化和影子银行两个维度测算了金融市场化进程对货币政策不同传导渠道相对地位的影响。实证结果揭示了中国货币政策传导的一些重要特征:第一,以信贷渠道为代表的数量化渠道效应要强于以利率和汇率渠道为代表的价格渠道,并且该结果没有因金融市场化的推进而改变。第二,利率市场化的推进主要强化了利率渠道的作用,但一定程度上弱化了其他渠道尤其是信贷渠道的作用。第三,影子银行的发展,强化了资产价格渠道的效应,而相对弱化了信贷渠道和利率渠道的效应。研究为在金融与实体经济市场仍存在一定程度摩擦的条件下,央行采用价格与数量货币政策调控方式有机结合的必要性与有效性,提供了实证支持。同时研究还表明,要充分发挥利率市场化改革完善货币政策价格传导机制的作用,既需要加强对各种形式金融创新的监管,还需要实体经济体系进一步市场化改革相配合。

**关键词:** 货币政策传导渠道; SVAR; 脉冲偏导分离技术

**JEL 分类号:** E42, E44, E52 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2018)05-0020-17

货币政策目标的实现,取决于货币政策工具变动的冲击,将如何沿着不同的传导渠道影响各种微观主体的经济决策行为,不同的传导渠道会引起经济主体对政策冲击的不同反应。可见,测算货币政策不同传导渠道的相对独立效应,对于理解货币政策如何发挥作用、发挥作用背后的决定性因素以及优化货币政策操作,具有极为重要的意义。然而,由

收稿日期:2016-11-07

作者简介:战明华,教授,广东外语外贸大学金融学院、广州华南财富研究中心基地、浙江理工大学材料与纺织学院,Email: zhanmheco@163.com.

李欢(通讯作者),博士研究生,浙江理工大学材料与纺织学院、浙江省经济信息中心, Email: monkeyhuanli@sina.com.

\* 本文感谢国家社科基金重点项目“新常态下货币政策调控行业结构的功能与绩效研究”(16AZD015)和国家社科基金后期资助项目“金融摩擦条件下中国货币政策的信贷传导渠道研究”(16FJL004)的资助。作者感谢两位匿名审稿人的宝贵意见,但文责自负。

于经济结构的不同意味着构成不同传导渠道“介质”的不同,因而不同传导渠道的独立效应对经济结构具有较强敏感性。改革开放以来,中国经历了从计划经济向市场经济转型的波澜壮阔的伟大变革,十八届三中全会提出的全面深化市场化改革和供给侧结构性改革的宏伟战略举措,更进一步加速了中国市场机制的全方位完善与变革。伴随着市场化进程的是持续的经济结构变迁,这改变了货币政策传导的“介质”,从而影响了货币政策不同传导渠道的相对地位。考虑到市场化内容涉及方方面面,本文仅关注金融市场化进程所产生的如下影响:近些年来,随着金融市场化进程的推进,中国货币政策不同传导渠道的相对重要性发生了什么变化?不同的金融市场化变量对货币政策不同传导渠道的相对效应影响有什么不同?这些变化背后的经济含义是什么?等。

中国的金融市场化改革始于20世纪80年代并经历了三个历史阶段(周小川,2015),经过逐步扩大利率波动幅度限制,分别于2013年和2015年完成了贷存款利率的市场化改革,存贷款利率波动区间基本放开。虽然中国的金融市场化改革取得了举世瞩目的巨大进步,但是目前在金融机构的准入和金融产品的开发方面,仍存在着较强的管控。显然,在金融产品开发受到严格管制的条件下,即便利率是市场化的,金融机构仍无法对金融产品进行准确的风险定价并提供足够多元化的金融服务。对此,近年来中国金融市场化进程的一个突出表现是为了规避金融管制,影子银行迅速发展。根据穆迪的数据,影子银行融资一度达到中国GDP的80%。相关研究也表明,影子银行的发展对中国货币政策的传导产生了重要影响(于泽等,2015; Funke et al., 2015)。鉴于金融产品与金融价格是金融市场化进程的两个集中表现,本文主要关注如下两个金融市场化维度对中国货币政策不同传导渠道相对效应的影响:一是利率市场化改革;二是影子银行的发展。

## 一、文献回顾与本文研究贡献

金融市场化所带来的金融监管与金融创新的发展,改变了经济主体的金融选择范围,从而极大改变了货币政策影响实体经济的方式,一些研究对中国的情况进行了关注。David and Liu(2007)研究了制度变化是否改变了中国货币政策与实体经济的关系问题。研究结果显示,随着制度变迁,利率对产出的影响更显著并且非国有部门对货币政策的反应更敏感。利用1998至2006年的月度数据,盛松成和吴培新(2008)对1998年货币政策中介目标改变以来,央行的“两中介目标,两调控对象”货币政策有效性进行了实证检验,得到了M2是货币政策重要指标,信贷渠道的重要性要远高于传统利率渠道的结论。通过构建现金先行DSGE模型,金中夏等(2013)分析了利率市场化对货币政策有效性的影响,并发现利率市场化增强了利率渠道的作用和强化了货币政策对实体经济影响的持续性。同样基于DSGE模型,从要素配置市场化和行业准入的角度,林仁文和杨熠(2014)考察了市场化改革通过经济结构变化而引起的货币政策有效性变化,认为货币政策工具选择对于经济产权类型和改革时段都具有敏感性。Funke et al.(2015)利用非线性的DSGE模型,分析了利率市场化改革背景下影子银行对中国货币政策传导的影响。根据

他们的结果 利率管制将诱发影子银行的繁荣 ,并由此弱化货币政策的传导 利率市场化则有助于提高信贷与投资之间的关联度。虽然这些研究加深了我们对中国金融改革背景下货币政策传导的理解 ,但是 ,上述文献并未关注货币政策不同传导渠道的相对独立效应。

忽略货币政策不同渠道相对独立效应的一个原因是 ,对不同货币政策传导渠道效应的测算是相当困难的 ,这一点对于中国这样的具有复杂金融结构的新兴经济体尤其如此。货币政策影响实体经济的复杂传导过程在理论上常被视为一个“黑箱” ,故识别该过程的研究被称为打开“黑箱”的行为( Bernanke and Mihov ,1998) 。Mishkin( 1996) 将“黑箱”中的传导路径定性化的归类为四大渠道: 资产价格渠道、信贷渠道、利率渠道和汇率渠道。这一研究虽明确指出了各传导渠道的变量与传导过程 ,但仍不具有实证的可操作性。技术上 ,货币政策传导渠道效应的识别方法主要有以下两种: 第一 ,结构方程模型。King ( 1986) 较早采用此方法估计美国不同货币政策传导渠道的效应 ,发现货币比银行信贷更好的预测了产出。然而 ,这种方法对理论具有一定敏感性 ,支撑模型的经济理论不同会使实证结果不稳定。第二 ,VAR 方法。该方法具有三大优势: 一是不过度依赖经济理论 ,从而实证结果更加稳健。二是即使对货币政策传导机制的了解并不精确 ,也可测量各渠道的传导效应。三是可以很好的解决货币政策实施和实体经济活动之间的联动性。Sun et al. ( 2010) 利用这一方法 ,一定程度上证实了资产价格渠道、利率渠道和信贷渠道的存在。然而 ,这两种方法通常仍只能测算货币政策的总体效应 ,而不能区分各渠道的独立效应。对此 ,Ramey( 1993) 采用新的技术巧妙解决了如何分离识别各货币政策传导渠道的相对效应问题。其核心思想是: 通过是否将某一传导渠道变量作为内生变量引入 VAR 模型 ,来判断该渠道的传导效应是被“堵住”还是保持“畅通”。通过对比“堵住”与“畅通”两种情形下宏观经济变量对来自货币政策冲击的反应差异 ,实现对不同渠道独立效应的分离测算。利用该方法 ,Morsink and Bayoumi( 2001) 、Disyatat and Vongsinsirikul( 2003) 和 Aleem( 2010) 分别研究了日本、泰国和印度的不同货币政策传导渠道的相对效应。但上述研究并未对技术方法的具体过程进行规范化的数理推导 ,而且这些研究还显示 ,实证结果对国家类型具有强敏感性。

借鉴上述方法 ,本文尝试采用 SVAR 脉冲偏导分离技术对各货币政策传导渠道的独立效应进行分离识别。与已有研究相比 ,本文的可能贡献如下: 第一 ,给出了基于 SVAR 模型脉冲偏导分离技术的规范数理推导过程 ,为此方法的标准化和在更一般意义上的应用奠定了基础。第二 ,利用 SVAR 模型替代通常的 VAR 模型 ,并基于经济理论对随机扰动向量的正交分解施加短期约束。第三 ,聚焦于中国的金融市场化进程是否以及以何种方式影响不同货币政策传导渠道的相对效应 ,这为理解中国金融市场化对货币政策传导效应的影响 ,提供了一个新的观察视角。文章后面部分的结构安排如下: 一是介绍脉冲偏导分离技术方法; 二是测算基准模型下各渠道独立效应; 三是分析利率市场化改革和影子银行发展对不同渠道独立效应的影响; 最后是结论。

## 二、技术方法、变量与数据

作为分析的基础,本部分基于 Ramey(1993)、Disyatat and Vongsinsirikul(2003)和 Aleem(2010)的思想,利用建立在 SVAR 模型基础上的“脉冲偏导分离技术”构造一个将不同货币政策渠道加以分离的规范数理分析框架。

### (一) SVAR 模型设定与偏导分离技术

本文选用 AB 型的 SVAR 模型,其中矩阵 A、B 分别为简约式 VAR 和结构式 SVAR 模型对应的 VMA( $\infty$ ) 滞后算子。系统结构式模型设定如下:

$$A \begin{bmatrix} irl_t \\ M_t \\ X_t \\ sb_t \\ q_t \\ cpi_t \end{bmatrix} = \Gamma_1 \begin{bmatrix} irl_{t-1} \\ M_{t-1} \\ X_{t-1} \\ sb_{t-1} \\ q_{t-1} \\ cpi_{t-1} \end{bmatrix} + \dots + \Gamma_p \begin{bmatrix} irl_{t-p} \\ M_{t-p} \\ X_{t-p} \\ sb_{t-p} \\ q_{t-p} \\ cpi_{t-p} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \\ u_{3t} \\ u_{4t} \\ u_{5t} \\ u_{6t} \end{bmatrix} \quad t=1, 2, \dots, T \quad (1)$$

模型中各变量的含义为:  $irl$  代表利率市场化指标、 $M$  代表货币政策中间目标变量、 $X$  代表货币政策渠道变量、 $sb$  代表影子银行的发展水平、 $q$  代表产出水平、 $cpi$  代表价格水平。为简化偏导分离技术推导过程,以未考虑利率市场化和影子银行影响的基准模型为例,当在 SVAR 系统中控制货币政策渠道变量  $X$  时  $y_{it} = [M_t, X_t, q_t, cpi_t]^T$ 。将其代入式(1),得到  $y_q$  对货币政策冲击  $u_{M_t}$  的脉冲响应函数如下:

$$f'_{qM} = \frac{\partial y_{q,t+\eta}}{\partial u_{M_t}} = \lim_{\eta \rightarrow 0} \frac{y(u_{M_t+\eta}, \mu_{X_t}, \mu_{q_t}, \mu_{cpi_t}) - y(u_{M_t}, \mu_{X_t}, \mu_{q_t}, \mu_{cpi_t})}{\eta}$$

上式中  $\eta=0, 1, \dots, p$ ,  $t=1, 2, \dots, T$ 。  $f'_{qM}$  表示在  $t$  时期,当  $y_{it}$  中其它变量各期扰动项都不变的条件下  $y_q$  对  $u_{M_t}$  一个单位冲击的响应。由求偏导的逻辑可知,此时  $y_q$  对  $M$  的脉冲冲击响应值没有受到来自  $X$  扰动项的干扰,可用于表示该渠道传导货币政策的效应因被“屏蔽”而处于“梗阻”的状态。反之,当不在 SVAR 系统中控制货币政策渠道向量  $X$  时,则有  $y_{it} = [M_t, q_t, cpi_t]^T$ ,此时产出对来自货币政策冲击的脉冲响应函数为:

$$f'_{qM} = \frac{\partial y_{q,t+\eta}}{\partial u_{M_t}} = \lim_{\eta \rightarrow 0} \frac{y(u_{M_t+\eta}, \mu_{q_t}, \mu_{cpi_t}) - y(u_{M_t}, \mu_{q_t}, \mu_{cpi_t})}{\eta}$$

由于此时渠道变量  $X$  并未在求偏导的过程中被假定不变,因而可表示该渠道处于“畅通”的状态。据此,通过对比“梗阻”与“畅通”两种情况下产出对货币政策的脉冲响应值,可以有效地识别和比较货币政策不同传导渠道的效应。

### (二) 模型的识别

式(1)面临的一个基本问题是如何从简约式识别结构式模型,这需要对简约式模型的参数施加约束,本文利用变量递归排序方法解决这一问题。基本方法如下:第一,类似

于 Kim and Roubini(2000) ,假定产出和一般价格水平在当期受所有变量的影响 ,但不会在当期影响其他变量 ,于是这两个变量排序位居最后。第二 ,进一步假定物价对来自于产出和货币政策传导渠道的冲击在当期没有反馈 ,因而物价将位居最后。这其中的原因是 ,一般来说 ,由于市场不完全性和价格粘性的存在 ,物价对于来自货币政策传导渠道变量的冲击响应具有一定滞后性( Coleman ,1996; 刘斌 ,2009) 。第三 ,假定利率市场化会影响其他变量 ,但是其他变量在短期内不影响利率市场化 ,故将利率市场化变量排在第一位。这主要是考虑到作为一种制度变迁 ,利率市场化的变化速度要远小于其他变量。第四 ,借鉴 Afrin and Wiemer (2017) 将金融模块的变量置于实际经济变量之前 ,即假定金融变量会在当期影响实际变量 ,但反之则不成立。这一排序的理由是 ,从企业微观决策角度来看 ,无论是汇率、利率还是信贷条件的变化 ,都会立即影响企业的融资成本或信贷配给 ,从而影响宏观经济波动。但是 ,无论是货币当局还是金融中介机构的决策变化 ,通常都是建立在对实际经济变量滞后期的观察基础之上。第五 ,金融模块中的变量排序是: 货币政策、货币政策渠道变量、影子银行。货币政策前置的原因是 ,汇率、信贷与影子银行在当期即受货币政策的影响 ,但货币当局须在观察后面变量的几期变动后才会做出决策。汇率放在货币政策变量之后 ,是考虑到中国的汇率仍是有管理条件下的浮动汇率制 ,变动范围受限且相对缺乏弹性。信贷放在货币政策后面的原因是 ,按照 Afrin and Wiemer(2017) 的解释 ,货币政策的变动往往预示着未来经济走向 ,而无论是银行还是企业 ,都会根据这一指标来决定当期信贷的供给与需求。但反过来 ,当期信贷的变动对货币政策的当期变动影响要小的多。影子银行放在最后的位置 ,是由于其作为一种规避监管行为 ,会受到前面其他所有因素的影响 ,但不会在当期影响前面变量。

### (三) 变量定义

货币政策变量( $M$ ): 货币政策工具的时变性与多样性很强 ,因此单一的货币政策工具很难刻画货币政策的变动( Sun 2013) ,故能较好地度量货币政策的指标为货币政策中间目标( Walsh 2010 ,P21) ,这一般指的是利率或货币供应量。由于我国在 2013 年 7 月和 2015 年 10 月分别实现了基准贷款利率和存款利率的市场化 ,且较早建立了银行间债券市场和同业拆借市场 ,因此本文选用货币市场利率( $R$ ) 作为货币政策变量。样本数据选取分为两个时段: 2000 - 2007 年为全国银行间市场债券质押式回购 7 天加权平均利率 ,2008 - 2016 年为上海银行间同业拆借利率( Shibor) 。

宏观经济变量( $q$ ): 类似于 Bernanke and Blinder(1992) 、Afrin and Wiemer(2017) 等 ,本文检验货币政策各渠道传导效应的宏观经济变量选择产出和物价。其中 ,价格变量选择居民消费价格指数( $cpi$ ) 。由于目前我国只公布 GDP 的季度数据而无月度数据 ,因此借鉴 Walsh(2010 ,P17) ,这里用工业增加值增长率( $q$ ) 作为产出的代理变量。

信贷渠道( $loan$ ): 信贷渠道在广义和狭义上分别指企业资产负债表渠道和银行信贷渠道( Walsh 2010 ,P504) 。其中 ,企业资产负债表渠道虽然区分了企业内外资金 ,但未进一步区分外部资金的来源。比较而言 ,银行信贷渠道重点关注企业外部资金来源中的银行贷款 ,强调银行贷款是特殊的。鉴于银行信贷一直以来在中国企业的外部融资过程中

占据主导地位(姚余栋和李宏瑾,2013),同时在样本期内中国银行的贷款大部分时间属于卖方市场并且施行相对较严格的利率管控,类似 Disyatat and Vongsinsirikul(2003),本文选用国内信贷总量( $loan$ )作为信贷渠道的代理变量。

资产价格渠道( $sse,hi$ ):资产价格渠道主要包括证券市场渠道和不动产价格渠道。具体的,证券市场渠道主要基于托宾Q理论,货币政策变动通过改变股票等证券资产的相对收益率和需求量,进而改变托宾Q值,诱使企业增加或减少投资,最终影响总需求。不动产价格渠道主要包括房屋消费效应和家庭财富效应。货币政策变动通过改变不动产与金融资产的价格、影响微观经济主体的资产负债表等,作用于总需求。因此,基于 Bernanke and Gertler(1999)等的研究,本文中资产价格渠道的代理变量同时选用了上证综合指数( $sse$ )和国房景气指数( $hi$ ),即当这两个变量同时作为内生性变量引入VAR系统时,资产价格渠道的传导效应被“梗阻”。

汇率渠道( $rex$ ):汇率渠道通常可通过进口商品的成本直接影响通货膨胀,同时通过汇率的变动影响贸易品、非贸易品以及进口原材料的相对价格,从而影响总需求和总供给。与成熟的市场经济体系相比,中国实行的是有管理的浮动汇率制度。尽管汇率的变动与货币政策之间的联系,不是通过货币市场短期利率变动而引起资本跨国流动,但汇率波动和中央银行调整货币供应量以将汇率波动维持在一定区间的货币政策有关,并且汇率自身的波动也会引致诸如进口品价格变化、贸易品与非贸易品的相对价格改变等影响总供给和总需求的直接与间接效应。因此,本文中汇率渠道的代表变量选用人民币实际汇率指数( $rex$ )。

利率市场化水平( $irl$ ):实证上测算利率市场化水平的方法主要有以下两种:一是进行分时段研究。这种方法是按波动区间限制对利率市场化的阶段进行时段划分,每一时段代表利率市场化水平的一个阶段。二是根据不同因素的权重对利率市场化水平直接赋值。这种方法充分考虑到了综合利率水平形成的长期双轨制现实,但是,实际操作中并不能找到公认且具有代表性的衡量利率市场化的指标。因此,本文在后一种方法基础上,通过建立辅助回归方程计算利率市场化发展程度的指标( $irl$ )。具体的,选取金融机构月度各项贷款余额作为被解释变量( $y$ ),用月度用电量( $EC$ )和1月期加权平均银行间债券或同业拆借利率( $r_0$ )为被解释变量做回归,利用得到的残差 $u$ 计算“( $u - u$ 的平均值)的绝对值/( $y - y$ 的平均值)的绝对值”作为利率市场化的代理变量。采用这一计算方法的原因在于,在存在信贷配给条件下,从基本的信贷供需曲线的简单比较静态分析可知,如果利率没有市场化,那么均衡的贷款供给是常数,实际测算到的贷款量的变化都是需求变化引起的。因而,利率市场化程度越高,均衡贷款量的波动越取决于供给波动。

影子银行( $sb$ ):根据金融稳定理事会(FSB)的定义,影子银行是一种游离于银行监管体系之外的一种新的金融创新形式。在中国,广义的影子银行包括:银行理财产品、委托贷款、信托贷款、P2P和各种民间借贷等(巴曙松,2014)。由于中国的公开统计数据没有关于影子银行发展的系统信息,因而关于影子银行发展的总体数据比较难以获得,穆迪给出的数据也只是季度数据且样本区间与本文差异较大。为了获得样本期内的月度数据,这里采

用穆迪的核心影子银行定义来测算中国的影子银行发展水平(*sb*) 即: 影子银行规模 = 信托贷款 + 委托贷款 + 未贴现银行承兑汇票 数据样本区间为 2002 年 1 月至 2016 年 12 月。

#### (四) 数据说明

所有变量数据频率均为月度 基准模型中的宏观经济变量(*q* 和 *cpi*)、货币政策中间目标变量(*M2* 和 *R*)、货币政策各传导渠道代表变量(*loan*、*rex*、*sse* 和 *hi*) 等数据期限为 2000 年 1 月至 2016 年 12 月 非基准模型情况见具体说明。各时间序列数据均用 X12 方法进行了季节调整处理。变量数据的来源: 国家统计局和中国人民银行官方网站公布的统计数据、wind 数据库、中经网统计数据库、上海证券交易所统计月报等。需要说明的是 2001 年 9 月和 2001 年 11 月的信贷月度缺失数据 是通过估计中国人民银行金融机构人民币信贷收支表的相应月份各项贷款数据得到的。为了弥补工业增加值增长率每年一月份数据的缺失 这里采用了指数平滑法估算补齐。

### 三、利率市场化改革对货币政策各传导渠道相对效应影响

#### (一) 基准模型下货币政策不同传导渠道的独立效应

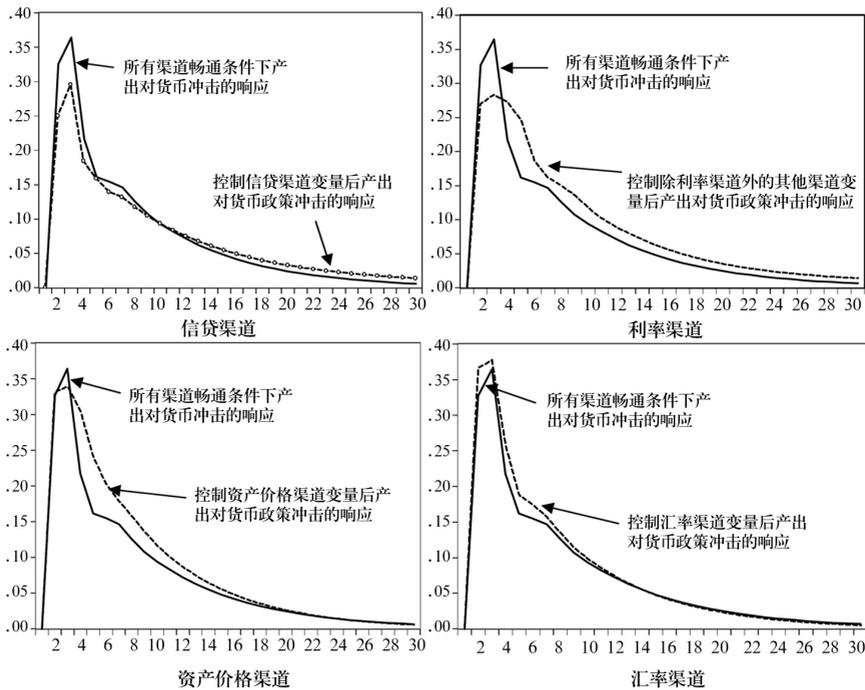


图 1 货币政策各传导渠道的独立传导效应( Response of *q* to *R*)

作为比较的基础 研究须先给出不考虑利率市场化和影子银行条件下货币政策各个传导渠道的独立效应 图 1 报告了这一结果。由图 1 可得如下主要结论:

(1) 不同渠道在传导货币政策冲击时的作用有较大的差异。由图 1 以前 30 期产出

对来自货币政策冲击的波动为比较基准,信贷渠道、利率渠道、资产价格渠道和汇率渠道的独立传导效应大约是0.4544、0.1483、0.5613、0.0694个单位,即资产价格渠道、信贷渠道、利率渠道和汇率渠道从大到小分别解释了来自货币政策冲击效应的46%、37%、12%和6%。这一结论与相关研究结果一致(盛松成和吴培新,2008;姚余栋和李宏瑾,2013)。此外,资产价格渠道在货币政策传导中具有重要地位,反映了近年来中国房地产与股票市场在经济中所占的比重越来越大,股票与房地产市场的波动对货币政策变动具有很强敏感性的事实。这支持了在宏观审慎货币政策中介目标的选择中,须充分注意流动性引起的资产价格变动的观点(陆磊和杨骏,2016)。

(2) 以信贷渠道为代表的数量型渠道效应要大于以利率和汇率渠道为代表的价格型渠道。产生这一现象的原因主要有以下方面:第一,中国在样本期内实行利率管制。虽然我国贷存款利率已分别自2013年7月和2015年10月基本实现市场化,但是在样本期较长时段内贷存款利率仍然是受控的,企业无法通过管制的利率计算投资的机会成本,这抑制了传统利率渠道传导作用的发挥。第二,银行贷款对于企业外部融资具有特别的重要性。与其他国家相比,中国的银行贷款与GDP之比不仅远高于发达国家,也高于印度、泰国等新兴国家。这使得银行贷款供给的任何变化都会影响实体经济,进而增强信贷渠道的传导效应。第三,虽然货币政策汇率传导机制的弱化是近年来的全球现象(Gagnon and Ihrig, 2004),但是,中国汇率渠道弱化的机理与拉美国家并不相同,二者分别归因于汇率管理与央行稳定价格的政策选择。

## (二) 利率市场化对各传导渠道相对效应的影响

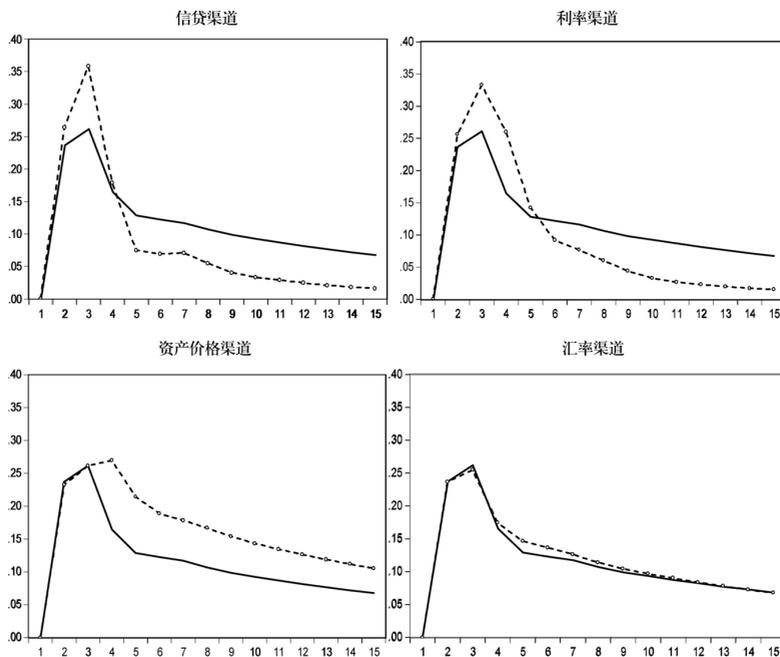


图2 引入利率市场化后各渠道的独立传导效应(Response of  $q$  to  $R$ ; 2000-2016)

表 1 利率市场化对货币政策不同传导渠道相对重要性的影响(基于产出)

| 渠道名称   | 引入利率市场化变量之前<br>拓展模型中各渠道独立效<br>应占比(%) <sup>1</sup> | 引入利率市场化变量之后<br>拓展模型中各渠道独立效<br>应占比(%) | 利率市场化<br>引起的变异<br>程度(%) | 显著的<br>持续期<br>间 |
|--------|---|--------------------------------------|-------------------------|-----------------|
| 信贷渠道   | 37  | 30                                   | -7                      | 5               |
| 利率渠道   | 12  | 21                                   | +9                      | 8               |
| 资产价格渠道 | 46  | 45                                   | -1                      | 5               |
| 汇率渠道   | 5   | 4                                    | -1                      | 4               |

图 2 和表 1 给出了利率市场化改革对货币政策不同传导渠道的影响效果,由此可得如下结论:

(1) 利率市场化改革对不同渠道的独立效应影响差异较大,利率渠道所受影响最大,资产价格渠道和汇率渠道影响较小。由表 1,各渠道所受影响大小的排序为:利率渠道 > 信贷渠道 > 资产价格渠道和汇率渠道。根据 Richard and Peter(2015),货币政策利率渠道的效应取决于如下三个因素:一是政策目标利率向市场利率传递的速度;二是不同期限结构利率间的联动速度;三是市场利率的粘性。实证结果表明,近年来中国的利率市场化改革使得利率体系逐步完善,显著增强了货币政策通过利率价格机制影响微观经济主体的投资与消费行为,从而影响总需求的政策调控效果。与此相对应的是,利率市场化改革使得信贷渠道的作用有所下降,货币政策价格调控机制得到疏通,传导机制逐步由‘量’向‘价’转化,这证明利率市场化改革确实强化了利率这一价格机制在资源配置中的作用。

(2) 从脉冲响应图的具体变化轨迹来看,利率市场化改革的推进主要是显著影响了货币政策的利率传导渠道。图 2 中的脉冲响应结果证实,利率市场化改革对货币政策利率渠道产生了显著且最大的正向影响,而没有显著改变其他渠道的脉冲响应变化趋势,这表明利率市场化水平的提高显著增强了货币政策通过利率变动调控短期产出的功能。对于资产价格渠道,虽然近些年来中国家庭财富—收入比提高,因而货币政策通过影响资产价格而产生的家庭消费财富效应会有所增强,但另一方面,利率市场化改革的推进进一步完善了金融市场,因而货币政策对家庭财富效应的影响,更大比重地可以通过利率渠道来实现,二者的综合效应决定了资产价格渠道整体效应变化不大。对于汇率渠道,由于利率市场化改革过程中,中国仍一直实行有管理的浮动汇率制度,因此货币政策仍无法通过汇率有效影响国内外贸易品的替代和投入要素价格。这些结论表明,利率市场化程度的提高确实增强了基于标准理论对货币政策冲击效果的可预测性。

<sup>1</sup> 我们测算了不考虑利率市场化和影子银行的基准情况下各渠道的相对效应,限于篇幅,这里未予列出。

#### 四、影子银行对货币政策各传导渠道相对效应影响

表2 影子银行对货币政策不同传导渠道相对重要性的影响(基于产出)

| 渠道名称   | 引入影子银行变量之前拓展模型中各渠道独立效应占比(%) | 引入影子银行变量之后拓展模型中各渠道独立效应占比(%) | 影子银行引起的变异程度(%) | 显著的持续期间 |
|--------|-----------------------------|-----------------------------|----------------|---------|
| 信贷渠道   | 37                          | 30                          | -7             | 4       |
| 利率渠道   | 12                          | 11                          | -1             | 8       |
| 资产价格渠道 | 46                          | 54                          | +8             | 3       |
| 汇率渠道   | 6                           | 5                           | -1             | 6       |

图3和表2报告了影子银行对货币政策各渠道的影响,表3则总结了不同情形下货币政策各传导渠道相对效应的变化。综合来看可得如下结论:

(1) 影子银行强化了资产价格渠道的作用,但显著弱化了信贷渠道的作用。将表2的结果与其他渠道的结果比较可以发现,影子银行的存在,使得资产价格渠道的作用增加了约8%,而使信贷渠道、利率渠道和汇率渠道的作用分别弱化了约7%、1%和1%。对此可做如下解释:一是从影子银行融资供需过程来看,近几年来,中国的房地产市场和股票市场是大量影子银行融资的主要去处,影子银行的发展,与资产尤其是房地产价格的波动密切相关,“货币政策变动——影子银行资金供给变动——资产价格波动——成本权衡引起企业投资变动以及财富效应引起家庭消费变动”的逻辑链条,强化了影子银行存在条件下资产价格渠道的作用。二是从金融创新的角度来看,影子银行是基于规避金融监管和实现制度套利而产生的一种新的信贷形式,在中央银行紧缩货币的条件下,传统银行系统的正规信贷供给减少,但影子银行系统则通过增大非常规的信贷供给而对正规信贷的供给减少予以弥补,从而显著弱化了传统信贷渠道的作用,这支持了相关研究的结论(于泽等,2015; Funke et al., 2015)。三是影子银行的发展,改变了金融市场的结构,减小了货币政策变动对市场利率形成的影响力,从而弱化了“货币政策变动——货币市场短期利率变动——其他期限结构利率变动——投资或消费变动——总需求变动”的传导链条。这些结果表明,从货币政策实施的角度来看,作为逃避监管的新的金融形式,影子银行的存在严重影响了货币政策实施的效果与可预测性。如果再考虑到影子银行的功能是在金融市场或某些特殊行业间空转套利(李波和伍戈,2011),而对经济长期增长至关重要的均衡资本形成没有正面效应,那么强化对影子银行的监管与控制,就不仅是货币政策有效实施所必须的,而且也是经济长期可持续发展的内在要求。金融市场的特质决定了金融市场化过程不仅是一个资源配置调整过程,而且必然伴随着新的金融风险的产生,因此,麦金农(1997)所强调的金融自由化必须遵循一定次序的观点,对于新常态下的中

国金融市场化改革仍具有重要参考价值。

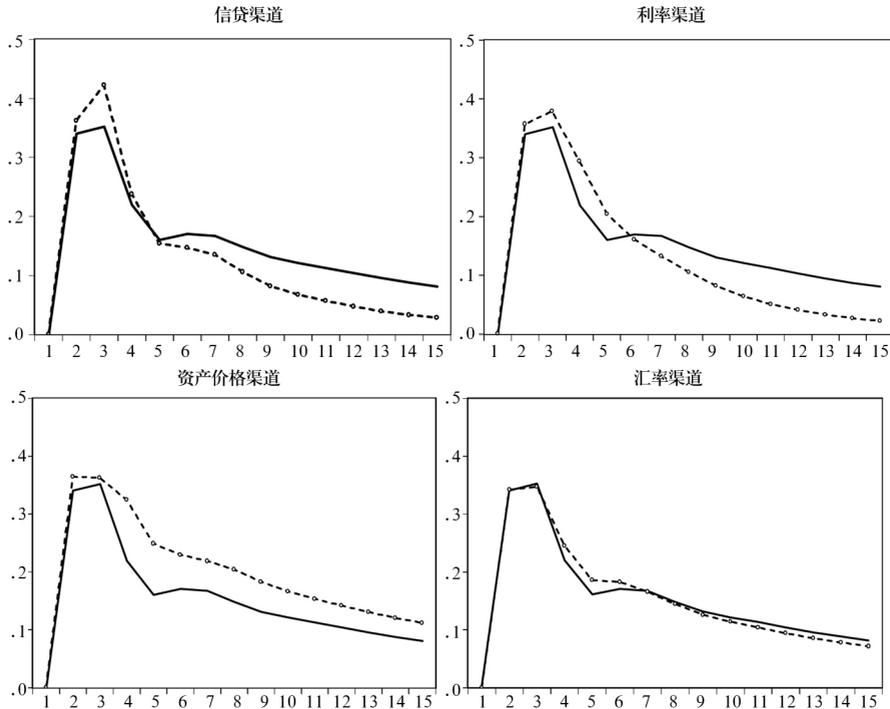


图3 引入影子银行后各渠道的独立传导效应 (Response of  $q$  to  $R$ ; 2000 - 2016)

(2) 利率市场化改革虽完善和推进了货币政策的价格传导机制,但关于影子银行的实证结果表明,进一步发挥利率市场化改革成效,需要经济体系全面市场化改革的配合。表3中的结果表明,利率市场化改革使得利率渠道的传导效果提高了近1倍,这表明利率市场化改革对于优化货币政策的传导机制取得了一定成效。但是,进一步引入影子银行后的估计结果显示,利率市场化的效果被大大弱化。对于这一结果可从近几年中国经济运行特征得到比较好的解释:从中国的实际来看,虽然建立市场化的利率价格体系对于进一步全面推进市场化改革和优化资源的配置方式具有深远而广泛的意义,但是,一方面,由于与资金在商业银行体外循环相比,资金在商业银行体内的循环要支付更高的监督成本;另一方面,中国的要素与某些行业市场准入实际上并未实现完全的市场化,因此中国实体经济的产品市场在事实上仍存在着一定程度的分割,这一现象的后果是部分行业的利润率远高于其他行业,但也面临更高的风险。因而,不仅是体外资金,即便是商业银行内部的资金,为了应对利率市场化带来的资金成本高企和规避监管,也可能利用资管项目通过影子银行流入这些高收益与高风险同在的行业,这些资金对于中国证券和不动产资产价格的波动起到了重要的作用。从政策实施的角度来看,这意味着虽然利率市场化改革对于优化货币政策的传导机制起到了显著的促进作用,但其效果因影子银行等金融市场内部的套利行为而未得到充分发挥。要充分发挥利率市场化改革的作用,不仅需要不

断强化对制度套利与技术冲击等所诱致的金融创新的监管,且还需要包括实体经济在内的进一步市场化改革相配合,而这正是党的十九大构建"市场机制有效、微观主体有活力"的经济体制战略部署,以及中央金融工作会议防控金融风险 and 深化金融改革的内在要求。

表3 基准模型以及引入各影响因素之后的各渠道效应汇总对比情况(基于产出)

| 基准和拓展模型           | 信贷渠道      | 利率渠道      | 资产价格渠道    | 汇率渠道      |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 基准模型:             |           |           |           |           |
| 各渠道独立效应           | 0.4544    | 0.1483    | 0.5613    | 0.0694    |
| 各渠道相对效应           | 37%       | 12%       | 46%       | 6%        |
| 引入利率市场化变量后:       |           |           |           |           |
| 各渠道独立效应           | 0.4928    | 0.3411    | 0.7409    | 0.0723    |
| 独立效应变动            | (+0.0384) | (+0.1928) | (+0.1796) | (+0.0029) |
| 各渠道相对效应           | 30%       | 21%       | 45%       | 4%        |
| 相对效应变动            | (-7%)     | (+9%)     | (-1%)     | (-1%)     |
| 引入影子银行变量后:        |           |           |           |           |
| 各渠道独立效应           | 0.3728    | 0.1389    | 0.6634    | 0.0637    |
| 独立效应变动            | (-0.0816) | (-0.0094) | (+0.1021) | (-0.0057) |
| 各渠道相对效应           | 30%       | 11%       | 54%       | 5%        |
| 相对效应变动            | (-7%)     | (-1%)     | (+8%)     | (-1%)     |
| 同时引入利率市场化和影子银行变量后 |           |           |           |           |
| 各渠道独立效应           | 0.2294    | 0.1423    | 0.7003    | 0.006     |
| 独立效应变动            | (-0.225)  | (-0.006)  | (0.139)   | (-0.0634) |
| 各渠道相对效应           | 21%       | 13%       | 65%       | 1%        |
| 相对效应变动            | (-16%)    | (1%)      | (19%)     | (-5%)     |

## 五、稳健性检验

前面分析方法的特点是并未直接测算利率渠道的效应,而是将利率渠道看作是100%关注与其他三个渠道效应之差,同时,技术方法也主要是直接利用了脉冲值的估计结果。为了保证结果的稳健性,这里采用直接测算利率渠道和运用方差分析的方法,来观察结果变化情况。限于篇幅,这里仅针对基准模型的结果进行分析,其他情形的方法与所得结论与此类似。具体的,我们选用6个月定期人民币实际存款基准利率( $r_d$ )作为利率

渠道的代理变量进行方差分析。考虑到利率是微观主体投融资决策的信号,因而在 SVAR 变量排序中将  $r_d$  置前,其他变量排序同基准模型一致,结果见表 4。由表 4 可知,新的测算方法并未改变基准模型情形下的基本结论。具体的,利率渠道、汇率渠道、信贷渠道和资产价格渠道在 30 期内平均对产出波动解释比例的绝对值分别为 4.14%、3.44%、9.84% 和 11.78% (9.25% + 2.53%),即利率渠道、汇率渠道、信贷渠道和资产价格渠道在解释产出波动方面的相对效应占比分别为 14%、12%、34%、40%,这一结果与基准模型基本一致,表明前文的处理方法对于变量选择与脉冲响应技术选择是稳健的。

表 4 不同预测期产出的方差分解表

| 预测期 | S. E.    | $r_d$    | $rex$    | $laon$   | $hi$     | $sse$    | $q$      |
|-----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1   | 0.052205 | 0.351892 | 0.00846  | 8.503902 | 0.121523 | 0.01329  | 91.00093 |
| 2   | 0.055492 | 2.157253 | 0.293546 | 12.53206 | 3.312819 | 1.026151 | 80.67817 |
| 3   | 0.056565 | 2.853505 | 3.927711 | 11.0756  | 7.672318 | 0.922138 | 73.54873 |
| 4   | 0.056691 | 3.184065 | 3.867464 | 10.4284  | 9.298975 | 1.256677 | 71.96442 |
| 5   | 0.057118 | 3.39759  | 3.758339 | 10.09846 | 9.343439 | 1.653827 | 71.74835 |
| 6   | 0.057294 | 4.059076 | 3.727012 | 9.932024 | 9.559361 | 2.004177 | 70.71835 |
| 7   | 0.057519 | 4.295368 | 3.709738 | 9.81335  | 9.773876 | 2.120372 | 70.2873  |
| 8   | 0.057655 | 4.361839 | 3.687697 | 9.734943 | 9.826869 | 2.321049 | 70.0676  |
| 9   | 0.057794 | 4.418382 | 3.667789 | 9.689412 | 9.867941 | 2.487332 | 69.86914 |
| 10  | 0.057901 | 4.47023  | 3.656324 | 9.660963 | 9.899552 | 2.610242 | 69.70269 |
| 11  | 0.058002 | 4.491448 | 3.64813  | 9.640986 | 9.91865  | 2.702054 | 69.59873 |
| 12  | 0.058085 | 4.504737 | 3.641291 | 9.629729 | 9.926873 | 2.783233 | 69.51414 |
| 13  | 0.05816  | 4.515468 | 3.636547 | 9.626469 | 9.932956 | 2.844585 | 69.44397 |
| 14  | 0.058224 | 4.523426 | 3.633576 | 9.626064 | 9.937985 | 2.892047 | 69.3869  |
| 15  | 0.058281 | 4.528761 | 3.631489 | 9.628523 | 9.941328 | 2.928599 | 69.3413  |
| 16  | 0.05833  | 4.533118 | 3.630221 | 9.633796 | 9.943478 | 2.957274 | 69.30211 |
| 17  | 0.058373 | 4.536876 | 3.629732 | 9.641099 | 9.945334 | 2.978711 | 69.26825 |
| 18  | 0.05841  | 4.539988 | 3.629904 | 9.649642 | 9.946828 | 2.994666 | 69.23897 |
| 19  | 0.058442 | 4.542566 | 3.630555 | 9.659458 | 9.947985 | 3.006331 | 69.2131  |
| 20  | 0.05847  | 4.544815 | 3.631661 | 9.670361 | 9.948902 | 3.014608 | 69.18965 |
| 21  | 0.058494 | 4.546764 | 3.633172 | 9.68211  | 9.949649 | 3.020174 | 69.16813 |

|     |          |          |          |          |          |          | 续表       |
|-----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 预测期 | S. E.    | $r_d$    | $rex$    | $laon$   | $hi$     | $sse$    | $q$      |
| 22  | 0.058515 | 4.548436 | 3.635032 | 9.694545 | 9.950217 | 3.02367  | 69.1481  |
| 23  | 0.058533 | 4.549871 | 3.637194 | 9.707609 | 9.950615 | 3.025583 | 69.12913 |
| 24  | 0.058548 | 4.551103 | 3.639634 | 9.721199 | 9.950857 | 3.02631  | 69.1109  |
| 25  | 0.058561 | 4.552146 | 3.642322 | 9.735231 | 9.950949 | 3.026178 | 69.09317 |
| 26  | 0.058572 | 4.553016 | 3.645233 | 9.749642 | 9.95089  | 3.025456 | 69.07576 |
| 27  | 0.058582 | 4.553728 | 3.648344 | 9.764385 | 9.950685 | 3.02436  | 69.0585  |
| 28  | 0.058591 | 4.554295 | 3.651636 | 9.779408 | 9.950336 | 3.023068 | 69.04126 |
| 29  | 0.058598 | 4.554726 | 3.655094 | 9.794672 | 9.949847 | 3.021721 | 69.02394 |
| 30  | 0.058604 | 4.555031 | 3.658699 | 9.810143 | 9.949221 | 3.020432 | 69.00647 |
| 平均值 |          | 4.144317 | 3.436452 | 9.843806 | 9.252342 | 2.525144 | 70.79794 |

## 六、结 论

利用基于SVAR模型的脉冲偏导分离技术,本文识别与比较了中国不同货币政策传导渠道的独立效应,并进一步分析了中国金融市场化改革的两大表征——利率市场化与影子银行,对货币政策不同传导渠道独立效应的影响,得到了一些有意义的结论。

第一,不同渠道在传导货币政策冲击中所扮演的角色有着很大的区别。从总量来看,货币政策各传导渠道的重要性从大到小排序为:资产价格渠道、信贷渠道、利率渠道和汇率渠道。即使对利率市场化因素进行控制以后,资产价格、信贷渠道和利率渠道也各占货币政策总效应的45%、30%和21%。在控制影子银行的影响因素后,虽然各渠道的绝对效应有所变化,但相对效应排序基本未受影响。

第二,以信贷渠道为代表的数量型渠道效应仍强于以利率和汇率渠道为代表的价格型渠道,且这并未随着金融市场化推进而改变。这可能归因于利率渠道的传导效应和金融摩擦程度之间的紧密联系。理论上,在存在较严重金融摩擦的情况下,诸如信贷总量控制和量化宽松等货币政策操作,仍是存在必要且有效的,这为2008年全球金融危机以来,我国央行通过数量化的宽松货币政策来熨平经济下行波动的政策有效性提供了一种支持。

第三,利率市场化的推进强化了利率渠道但弱化了信贷渠道的作用。根据实证结果,利率市场化使利率渠道的效应增加了9%,而使信贷渠道的效应减少了7%。这表明中国的利率市场化改革减少了金融摩擦并完善了市场化的利率体系,从而增加了货币政策通过利率这一价格机制传导的效率,而减少了对数量式的信贷渠道的依赖。不过,从利率市

市场化改革对利率渠道和信贷渠道的绝对效应影响来看,二者整体改变幅度仍相对较小,这进一步说明货币政策价格传导机制作用的发挥,不仅需要利率体系自身的市场化,更需要整体经济市场化的全面推进。

第四,影子银行的存在强化了货币政策资产价格渠道的作用,而弱化了信贷渠道和利率渠道的作用。这一结果的产生原因有几个方面:一是近几年来,中国的影子银行融资极大的影响了房地产与股票市场等资产市场的价格波动,从而强化了资产价格渠道的作用。二是作为规避金融抑制的金融创新形式,在货币政策逆周期变动过程中,影子银行的存在起到了对传统银行机构信贷供给的补充作用,因而有效弱化了传统信贷渠道的作用。三是影子银行的存在,弱化了利率期限结构传导链条,从而弱化了利率渠道的作用。

最后,本文的实证结论有着如下的政策含义:一是随着近年来房地产与证券市场规模的迅速扩大,资产价格渠道在货币政策传导中占有重要地位,且其地位并未随着利率市场化等因素的变化而变化,宏观审慎货币政策中介目标的选择应当充分重视流动性引起的资产价格变动。二是利率市场化改革显著完善了货币政策的价格传导机制,提高了货币政策的资源配置效率,但要充分发挥利率市场化改革的效果,不仅需要加强对各种制度套利和技术冲击所导致的各种金融创新的监管,而且需要进一步推进实体经济领域的市场化改革,没有实体经济领域的市场化改革配合,资金就会产生在金融体系内部空转套利的冲动,从而弱化利率市场化改革优化货币政策传导机制,进而降低服务实体经济的效果。当前中央大力推进的包括国企混合所有制改革等市场化改革举措,正契合了这一需求。三是在当前金融与实体经济市场仍存在一定程度摩擦的条件下,在加速完善价格传导机制的同时,仍需重视数量式的信贷传导渠道的重要性,货币政策调控仍应坚持价格式与数量式调控的有机结合。

## 参考文献

- [1] 巴曙松 2013,《应从金融结构演进角度客观评估影子银行》,《经济纵横》第 4 期,第 27~30 页。
- [2] 金中夏、洪浩和李宏瑾 2013,《利率市场化对货币政策有效性和经济结构调整的影响》,《经济研究》第 4 期,第 69~82 页。
- [3] 罗纳德·I. 麦金农著,周庭煜等译,1997,《经济市场化的次序(第二版)》,上海三联出版社。
- [4] 陆磊和杨骏 2016,《流动性、一般均衡与金融稳定的“不可能三角”》,《金融研究》第 1 期,第 1~13 页。
- [5] 林仁文和杨熠 2014,《中国市场化改革与货币政策有效性演变》,《管理世界》第 6 期,第 39~52 页。
- [6] 刘斌 2009,《物价水平的财政决定理论与实证研究》,《金融研究》第 8 期,第 35~51 页。
- [7] 李波和伍戈 2011,《影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战》,《金融研究》第 12 期,第 77~84 页。
- [8] 盛松成和吴培新 2008,《中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标,两调控对象”模式研究》,《经济研究》第 10 期,第 37~51 页。
- [9] 姚余栋和李宏瑾 2013,《中国货币政策传导信贷渠道的经验研究:总量融资结构的新证据》,《世界经济》第 3 期,第 3~32 页。
- [10] 于泽、陆怡舟和王闻达 2015,《货币政策执行模式、金融错配与我国企业投资约束》,《管理世界》第 9 期,第 52~64 页。
- [11] 周小川 2015,《深化金融体制改革》,《中国金融》第 22 期,第 58~61 页。

- [12] Aleem, A. .2010. “Transmission Mechanism of Monetary Policy in India” , *Journal of Asian Economics* , Vol. 21( 2) : 186 ~ 197.
- [13] Afrin , S , Wiemer C. . 2017. “Monetary Policy Transmission in Bangladesh: Exploring the Lending Channel” , *Journal of Asian Economics* , Vol. 49.
- [14] Bernanke , B. and Blinder A. S. 1992. “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission” , *American Economic Review* , Vol. 82( 4) : 901 ~ 921.
- [15] Bernanke , B S , Mihov I. 1998. “Measuring Monetary Policy”. Working Papers in Applied Economic Theory , 113( 3) : 869 ~ 902.
- [16] Bernanke , and Gertle , 1999, “Monetary Policy and Asset Price Volatility” , *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* , 84( September) : 77 ~ 128.
- [17] David Dickinson and Jia Liu. 2007. “The Real Effects of Monetary Policy in China: An Empirical Analysis” , *China Economic Review* , Vol. ( 18) : 87 ~ 111.
- [18] Disyatat , P , Vongsinsirikul P. . 2003. “Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand” , *Journal of Asian Economics* , Vol. 14( 3) : 389 ~ 418.
- [19] Funke , M , Mihaylovski P , Zhu H. ,2015, “Monetary Policy Transmission in China: A DSGE Model With Parallel Shadow Banking and Interest Rate Control” , *Social Science Electronic Publishing , BOFIT Discussion Papers* 9.
- [20] Gagnon , J E and Ihrig J. . 2004. “Monetary Policy and Exchange Rate Pass – through” , *International Journal of Finance & Economics* , Vol. 9( 4) : 315 ~ 338.
- [21] James Morsink , Tamim Bayoumi. 2001. “A Peek Inside the Black Box: The Monetary Transmission Mechanism in Japan” , *IMF Staff Papers* , 48( 1) : 22 ~ 57.
- [22] King , Robert G. , Charles I. Plosser. 1986. “Money as the Mechanism of Exchange” , *Journal of Monetary Economics* , ( 17) : 93 ~ 115.
- [23] Lixin Sun , J. L. Ford , David G. Dickinson. 2010. “Bank Loans and the Effects of Monetary Policy in China: VAR/ VECM Approach” , *China Economic Review* , Vol. ( 21) : 65 ~ 97.
- [24] Mishkin , F S. ,1996. “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”. Nber Working Papers.
- [25] Ramey , V. . 1993. “How Important Is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy?” , *Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy* , Vol. 39 ( Dec. ) : 1 ~ 45.
- [26] Richard Agénor , Peter J. Montiel. 2015. *Development Macroeconomics ( Fourth Edition)* , Published by Princeton University Press , ISBN 9780691130903.
- [27] Sun , R. . 2013. “Does Monetary Policy Matter in China? A Narrative Approach” , *China Economic Review* , ( 26) : 56 ~ 74.
- [28] Soyoung Kim , Nouriel Roubini. 2000. “Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: A Solution With a Structural VAR Approach” , *Journal of Monetary Economics* , 45( 3) : 561 ~ 586.
- [29] Walsh , C. E. . 2010, “Monetary Theory and Policy” , MIT Press , ISBN: 9780262013772.
- [30] Wilbur John Coleman. 1996. “Money and Output: A Test of Reverse Causation” , *The American Economic Review* , 86 ( 1) : 90 ~ 111.

## Does the Financial Liberalization Change the Independent Effect of Each Monetary Policy Transmission Channel in China?

ZHAN Minghua LI Huan

( GuangDong University of Foreign Studies , School of Finance;  
ZheJiang SCI – TECH University , College of Materials and Textiles )

**Abstract:** This paper estimates the influence of the financial marketization process on the relative importance of the different transmission channels of monetary policy from the aspects of interest rate liberalization and shadow banking , by using the separation technology in the SVAR model. Results provide a reasonable empirical description of important features of Chinese monetary policy transmission. First , the quantitative channels represented by the credit channel are more important than the price channels like the interest rate and the exchange rate channel , which does not change along the progress of the financial marketization. Second , the process of the interest rate marketization mainly strengthens the effect of the interest rate channel , while weakens the other channels , especially the credit channel. Third , the development of shadow banking system relatively strengthens the asset price channel , and weakens the credit channel and the interest rate channel. This paper provides the empirical support for the necessity and effectiveness of the combination of price and quantity monetary policy regulation , under the condition that certain degree of friction still exists between financial and real economy markets. At the same time , it also shows that in order to give full play to the interest rate liberalization reform and perfect price transmission mechanism of monetary policy , authorities not only need to strengthen the supervision of various forms of financial innovation , but also need for further market – oriented reform of the real economy.

**Key words:** Monetary Policy Transmission Channels , SVAR , The Separate Technology in Partial Derivative

( 责任编辑: 李景农 ) ( 校对: LN )