

# 货币渠道与信贷渠道的比较研究

——基于1994年至2011年季度数据

毛泽盛, 周志敏

(南京师范大学 商学院, 江苏 南京 210046)

**[摘要]** 货币政策传导机制素有货币渠道和信贷渠道之分。我国GDP受到货币供应量和贷款余额的共同影响, 在两个标准差的货币政策变量冲击下, 贷款余额对我国GDP的影响大于货币供应量, 而随着时间的推移, 货币渠道的影响在逐渐加大, 信贷渠道的影响则相对减弱。

**[关键词]** 货币政策传导机制; 货币渠道; 信贷渠道; 货币政策中介目标; 信贷规模控制; 货币供应量; 贷款余额

**[中图分类号]** F820.1 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2012)05-0016-07

经济学家对货币政策传导机制的研究由来已久, 最终形成了两种观点: 货币观和信用观。早期货币观占据主导地位, 认为货币政策主要通过货币价格(即利率或汇率)或货币数量, 即货币渠道影响实体经济。随着20世纪70年代信息经济学的提出和发展, 经济学家从信息不对称的角度对货币政策传导机制进行重新阐释, 提出了信用观, 认为信贷供给条件与数量的变化, 即信贷渠道是货币政策发挥作用的关键。货币观和信用观的理论体系虽已日臻完善, 但实践中, 有关货币渠道与信贷渠道存在性及其相对重要性的争论却一直没有停息。本文拟对这两种货币政策传导渠道在我国的存在性及其相对重要性展开比较研究, 以期为我国制定货币政策并提高政策效果提供参考。

## 一、相关文献回顾

古典经济学主要从货币数量论角度研究货币因素对经济的影响, 包括Fisher的现金交易说、Marshall和Pigou的现金余额说以及Wicksell的累积过程理论等。随后, Keynes从利率入手, 建立了流动性偏好理论, 并在此基础上分析了货币政策经由利率变化而最终影响实体经济的间接传导机制。Friedman发展了传统货币数量论, 提出了货币与多种资产相互替代的货币需求函数, 从而揭示了货币供应量变化如何影响经济的机理。在此基础上, Tobin和Modigliani分别提出了“q”理论和财富传导机制理论, 而蒙代尔-弗莱明模型则分析了固定汇率制和浮动汇率制下的货币政策传导机制和效果。至此, 货币渠道理论臻于完善。

与货币渠道理论相对应的是20世纪80年代发展起来的信贷渠道理论。实际上, 信贷渠道理论是理论界对金融因素与宏观经济之间关系进行不断反思与争论的产物。货币渠道理论关注的是货币的交易媒介作用, 侧重于分析银行资产负债表的负债方, 重点分析货币对经济的影响, 强调资金成本

**[收稿日期]** 2012-01-20

**[基金项目]** 教育部青年基金项目(09YJC790153)

**[作者简介]** 毛泽盛(1971—), 男, 湖北大冶人, 南京师范大学商学院副教授, 硕士生导师, 博士, 主要研究方向为货币理论与政策; 周志敏(1986—), 男, 江苏金坛人, 南京师范大学商学院硕士生, 主要研究方向为货币理论与政策。

的资源配置作用。信贷渠道理论则关注银行资产,重点分析信贷在宏观经济波动中所扮演的作用,强调信息不对称和金融市场不完美对信贷供给的影响,将信用的主要提供者——银行的微观行为纳入了传统上属于宏观经济学的货币理论,并在此基础上研究宏观经济波动和经济政策制定<sup>[1]</sup>。这一理论最富开创性和基础性的研究工作是由 Bernanke、Blinder 和 Gertler 等人完成的。他们在传统的 IS-LM 模型的基础上放松银行信贷和市场债券之间的完全可替代性假定,用 CC(商品和信贷)曲线替代原来的 IS 曲线,研究发现,如果信贷需求冲击比货币需求冲击更加重要,那么,盯住信贷规模的货币政策可能比盯住货币供应量的政策更好<sup>[2-3]</sup>。他们进一步的研究发现,银行的资产(证券和贷款)结构也会对货币政策做出系统性的反应,银行信贷渠道是货币政策传导机制的重要组成部分<sup>[4-6]</sup>。在此基础上,实证研究文献纷纷出现,它们从不同视角证明了信贷渠道的存在性和重要性<sup>[7-11]</sup>。

近年来,国内有关我国货币政策传导机制的理论研究与实证研究文献大量涌现。概括来说,大多数经济学家倾向于认为我国在货币政策传导机制上,信贷渠道的作用大于货币渠道,如王振山和王志强<sup>[12]</sup>、李斌<sup>[13]</sup>、夏斌和廖强<sup>[14]</sup>、周英章和蒋振声<sup>[15]</sup>、王国松<sup>[16]</sup>、蒋瑛琨、刘艳武和赵振全<sup>[17]</sup>、盛松成和吴培新<sup>[6]</sup>、索彦峰<sup>[18]</sup>、张勇<sup>[19]</sup>等。少数经济学家认为货币渠道对经济的影响大于信贷渠道,如陈飞、赵昕东和高铁梅<sup>[20]</sup>、孙明华<sup>[21]</sup>等。还有一些经济学家从实证角度证明两者难分伯仲,如王雪标和王志强<sup>[22]</sup>等。争议的存在表明对这一问题仍有进一步研究的必要,本文拟运用多种现代经济计量方法,从比较静态角度分析我国货币政策传导机制的特点及其发展趋势。

## 二、模型与数据

本文试图运用处理非平稳时间序列的经济计量分析方法——单位根检验、协整检验以及 Granger 因果关系检验、向量自回归(VAR)模型和脉冲响应函数(IRF)等,对我国从1994年第一季度至2011年第三季度期间的货币政策传导机制进行实证研究,从而找出货币供应量  $M_1$ <sup>①</sup>、贷款余额 CR 和国内生产总值 GDP 之间的长期稳定关系。具体来说,本文首先对  $M_1$ 、CR 和 GDP 进行单位根检验以确定其平稳性,再采用协整检验方法分析  $M_1$ 、CR 和 GDP 之间的相关关系,然后采用 Granger 因果关系检验法来检验  $M_1$ 、CR 和 GDP 之间的因果关系,最后采用向量自回归模型和脉冲响应函数判断究竟是  $M_1$  还是 CR 对 GDP 的影响更大。

本文采用货币供应量  $M_1$  季末累计数作为货币渠道的代表变量,采用贷款余额 CR 季末累计数作为信贷渠道的代表变量,采用国内生产总值 GDP 的季度值作为检验政策效果的代表变量。由于这些原始数据都是按当年价格计算的数值,因此有必要采用消费者价格指数 CPI 进行调整<sup>[21]</sup>,基期为1993年。 $M_1$ 、CR、GDP 数据均来自锐思数据库。

## 三、实证分析

1998年中国人民银行取消了信贷规模控制,采用货币供应量作为货币政策中介目标,并于当年5月恢复公开市场操作,这些举措标志着我国的货币调控由直接方式向间接方式转变。鉴于此,本文首先整体分析1994年一季度至2011年三季度的经济数据,然后将这段时间拆分为1998年之前和1998年之后两段进行比较分析。

### (一) 单位根检验

本文首先用 ADF(Augmented Dickey Fuller)方法对所采用的时间序列数据的平稳性进行单位根检验,防止产生谬误回归(spurious regression)问题,结果如表1所示。

表1中第2列的数值显示在1%的显著性水平下,我国GDP、货币供应量  $M_1$  和贷款余额 CR 都大于相应的 MacKinnon 临界值,表明这些变量都是非平稳的;而第四列的数值显示在1%的显著性水平

<sup>①</sup>由于  $M_0$  的统计口径太窄,而  $M_2$  的统计口径又相对较宽且不如  $M_1$  稳定,因此本文选择  $M_1$  作为研究对象。

下,GDP、 $M_1$  和 CR 的二阶差分均小于相应的 MacKinnon 临界值,即通过了单位根检验,表明这些变量的二阶差分都是平稳的。由此我们可以判断这 3 个变量均是二阶单整的,对这样的经济变量之间的关系应采用协整检验进行分析。

由表 2 和表 3 可知,相应两个时间段中的变量 GDP、CR、 $M_1$  的水平值在 1% 的显著性水平上接受原假设  $H_0$ ,而其二阶差分则拒绝原假设  $H_0$ ,可知它们均是 I(2) 的单位根过程,因此不能用传统的计量分析方法检验它们之间的关系,应该采用处理非平稳变量的协整分析方法。

### (二) Johansen 协整检验

协整关系检验是近年发展起来的一种处理非平稳数据的有效方法,其基本思想是:如果两个(或两个以上)的时间序列是非平稳的,但它们的某种线性组合却是平稳的,则这两个(或两个以上)变量之间存在协整关系或长期均衡关系。

表 4 是笔者运用 Eviews 软件对 1994 年一季度至 2011 年第三季度的  $M_1$ 、CR 和 GDP 之间的关系进行 Johansen 协整检验的结果。从表 4 可见,在零假设协整向量的数目为零的情况下迹统计量为 45.9,大于 29.793(在 5% 显著性水平下),最大特征值为 28.21,大于 21.13(在 5% 的显著性水平下),而在零向量协整向量的数目为 1 的情况下迹统计量为 17.7,大于 15.49(在 5% 的显著性水平下),最大特征值为 14.9,大于 14.26(在 5% 的显著性水平下),可知存在一个协整方程。同样,通过 1994 年一季度至 1997 年四季度和 1998 年一季度至 2011 年三季度这两段时间的 Johansen 协整检验,笔者得到这两段时间分别存在两个协整方程的结论。

表 4  $M_1$ 、CR 和 GDP 之间的协整检验(1994 年一季度至 2011 年三季度)

零假设 协整向量的数目	特征值	迹统计量	临界值 5% 显著性水平	最大特征值	临界值 5% 显著性水平
0	0.22	45.9	29.79	28.21	21.13
至多 1 个	0.196	17.7	15.49	14.9	14.26
至多 2 个	0.04	3.43	3.84	2.789	3.84

Johansen 协整检验表明了一个事实:GDP 与 CR、 $M_1$  之间存在长期稳定关系,具有共同的随机趋势。这一事实意味着我国货币政策是同时通过货币渠道和信贷渠道对经济发挥作用的。出现这一结果的原因在于,我国长期以来资本市场不发达,银行贷款一直是企业外部融资最主要的资金来源,银行信贷影响巨大,信贷渠道具有存在性和重要性。与此同时,随着我国市场化改革的不断推进和货币化程度的提高,货币供应量对物价和 GDP 的影响日益显现,这又决定了货币渠道具有存在性和重要性。两种渠道

表 1 GDP、CR、 $M_1$  的单位根检验(1994 年一季度至 2011 年三季度)

变量名	ADF 检验值	二阶差分	ADF 检验值
GDP	3.03	D(GDP,2)	-5.35
CR	8.3	D(CR,2)	-11.17
$M_1$	3.07	D( $M_1$ ,2)	-4.212

注:所有变量及其二阶差分的截距项、趋势项均为 0。

表 2 GDP、CR、 $M_1$  的单位根检验(1994 年一季度至 1997 年四季度)

变量名	ADF 检验值	二阶差分	ADF 检验值
GDP	-2.44	D(GDP,2)	-26.37
CR	0.41	D(CR,2)	-5.05
$M_1$	0.41	D( $M_1$ ,2)	-5.05

注:所有变量及其二阶差分的截距项、趋势项均为 0。

表 3 GDP、CR、 $M_1$  的单位根检验(1998 年一季度至 2011 年三季度)

变量名	ADF 检验值	二阶差分	ADF 检验值
GDP	2.17	D(GDP,2)	-70.1
CR	-0.63	D(CR,2)	-4.99
$M_1$	1.03	D( $M_1$ ,2)	-7.58

注:所有变量及其二阶差分的截距项、趋势项均为 0。

不同的是,调控信贷规模可直接影响企业的投资活动进而影响实体经济,而调控货币供应量则需要通过商品市场或金融市场(主要是货币市场和资本市场)而间接影响实体经济。

### (三) Granger 因果关系检验

Granger 因果关系检验是一种检验一个变量是否可以引入到其他变量方程中的现代经济计量方法,如果一个变量受到其他变量的滞后影响,则称它们具有 Granger 因果关系。

表 5 不同时期的  $M_1$ 、CR 和 GDP 之间的 Granger 因果检验

零假设	1994 年一季度至 1997 年四季度		1998 年一季度至 2011 年三季度		1994 年一季度至 2011 年三季度	
	F 值	概率	F 值	概率	F 值	概率
CR 不是 GDP 的 Granger 原因	3.27	0.07	2.76	0.03	1.99	0.09
GDP 不是 CR 的 Granger 原因	0.198	0.82	3.27	0.02	5.4	0.00
$M_1$ 不是 GDP 的 Granger 原因	2.21	0.15	2.97	0.03	4.26	0.00
GDP 不是 $M_1$ 的 Granger 原因	4.58	0.03	2.42	0.06	2.21	0.06
$M_1$ 不是 CR 的 Granger 原因	0.32	0.73	2.62	0.05	5.92	0.00
CR 不是 $M_1$ 的 Granger 原因	2.11	0.16	1.5	0.23	4.64	0.00

由表 5 我们可以确定:(1)无论在哪一个时期,贷款余额 CR 都是国内生产总值 GDP 的 Granger 原因,但随着时间的推移,其显著水平从 93%降为 91%,表明 CR 对 GDP 的影响有所下降。(2)在 1994 年一季度至 1997 年四季度期间,货币供应量  $M_1$  不是 GDP 的 Granger 原因,但在 1998 年一季度至 2011 年三季度和 1994 年一季度至 2011 年三季度时期, $M_1$  都是 GDP 的 Granger 原因,且显著性水平上升,表明前者对后者的影响在逐渐上升。(3)随着时间的推移,货币供应量  $M_1$  成为贷款余额 CR 的 Granger 成因,且显著性水平上升十分明显。总而言之,信贷渠道和货币渠道这两种货币政策传导机制在我国的确长期同时存在,而与货币渠道相比,信贷渠道则具有明显的持久性和相对重要性。这一结果与国内大多数研究者的研究结论相一致,它反映了长期以来我国的经济增长一直依赖于投资扩张这一基本事实。

### (四) VAR 模型与脉冲响应函数

值得注意的是,虽然在 1998 年,中国人民银行公开宣布以货币供应量作为单一的货币政策中介目标,但在实践中,中国人民银行仍一直将贷款余额和货币供应量同时作为我国的货币政策中介目标。一个重要证据是,每年伊始,中国人民银行都要根据以往的信贷规模及当年的经济增长目标拟定当年的信贷规模总量,并在与商业银行协商后落实到各主要商业银行;每年年中,中国人民银行会适时根据当时的宏观经济金融形势,利用“窗口指导”甚至是发行央行票据、特种存款、差别准备金率等手段对商业银行信贷规模及放贷进度进行调整。

一般 VAR(P)模型的数学表达式为:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \varepsilon_t, \quad t = 1, 2, \dots, T$$

$$E(\varepsilon_t) = 0, E(\varepsilon_t \varepsilon_t') = \begin{cases} \Sigma & t = \tau \\ 0 & t \neq \tau \end{cases}$$

$Y_t$  是  $k$  维内生变量向量,  $x_t$  是  $n$  维外生变量向量,  $T$  是样本个数。 $A_j$  是  $(k \times k)$  的自回归系数矩阵,  $j = 1, 2, \dots, p$ 。 $B$  是  $(k \times n)$  的系数矩阵。 $\varepsilon_t$  是正态分布的白噪声误差向量,其相互之间可以同期相关,但不与自身滞后值和等式右边的变量相关,其协方差矩阵  $\Sigma = \{\sigma_{ij}, i = 1, 2, \dots, k, j = 1, 2, \dots, k\}$  是  $(k \times k)$  的正定矩阵。VAR 模型的优点在于不需要对模型中货币政策变量的内生性和外生性做出事先的假定。

本文 VAR 模型估计所采用的数据为 1994 年至 2011 年的季度数据,表 6 是各参数的估计结果。显然,各结果都具有显著性,说明本文采用的数据满足模型假设条件,滞后期为 6 期。

本文在 VAR 模型的基础之上,建立脉冲响应函数,分别给各货币政策变量两个标准差大小的冲击,即可得到 3 个关于 GDP 的脉冲响应函数图。其中,横轴表示冲击作用的滞后期间数(单位为季度),纵轴表示 GDP(单位为亿元),实线表示脉冲响应函数,代表了 GDP 对相应的货币政策变量的冲击的反应。

分析图 1 可看出,无论是改变贷款余额还是改变货币供应量,两者均能对 GDP 产生显著影响,从而表明信贷渠道和货币渠道在我国货币政策传导中均有效。不过,与信贷渠道相比,同样的冲击力度下,货币渠道对 GDP 的影响相对较小。比较图 2 和图 3 可发现,与 1994 年一季度至 1997 年四季度期间相比,在 1998 年一季度至 2011 年三季度期间,虽然贷款和货币供应量变动对 GDP 冲击的不稳定性都有所上升,但前者的冲击力度变化相对较小,而后者的冲击力度明显变大。这印证了前文的观点,即随着时间的推移,

货币供应量对 GDP 的影响正在加大。换言之,货币渠道相对信贷渠道的重要性正在上升。

表 6 DGP、CR 与  $M_1$  的 VAR 模型估计结果

	GDP	CR	$M_1$
GDP(-1)	0.268634	0.122673	0.044738
GDP(-2)	0.093977	0.182895	0.127765
GDP(-3)	0.071574	0.048174	0.033139
GDP(-4)	0.521498	0.11084	0.092104
GDP(-5)	-0.03887	0.241637	0.032863
GDP(-6)	-0.20502	-0.17865	-0.22787
CR(-1)	0.022909	1.241228	0.170629
CR(-2)	0.423814	-0.33887	-0.08821
CR(-3)	-0.29292	0.063673	0.057768
CR(-4)	-0.18609	0.359029	-0.16184
CR(-5)	0.120967	-0.40611	-0.06863
CR(-6)	-0.035	-0.20436	0.107863
$M_1$ (-1)	0.00625	-0.30531	1.086632
$M_1$ (-2)	-0.22223	0.192501	0.02619
$M_1$ (-3)	-0.3017	-0.1141	-0.64301
$M_1$ (-4)	1.072794	-0.44054	0.992362
$M_1$ (-5)	-1.2409	0.864153	-0.95347
$M_1$ (-6)	0.720781	0.232714	0.445202
C	179.3947	350.6351	-335.16
$R^2$	0.984641	0.999116	0.999326
Adj. $R^2$	0.978631	0.99877	0.999063
F-statistic	163.8304	2888.026	3790.427

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

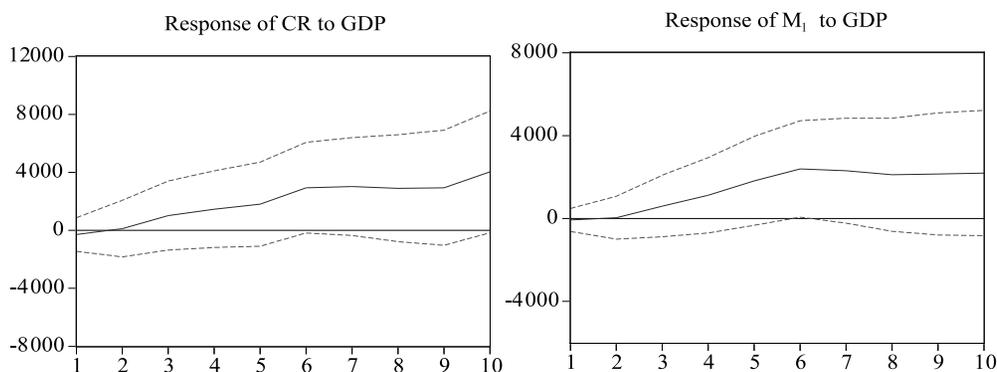


图 1  $M_1$ 、CR 冲击的 GDP 脉冲响应函数图(1994 年一季度至 2011 年三季度)

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

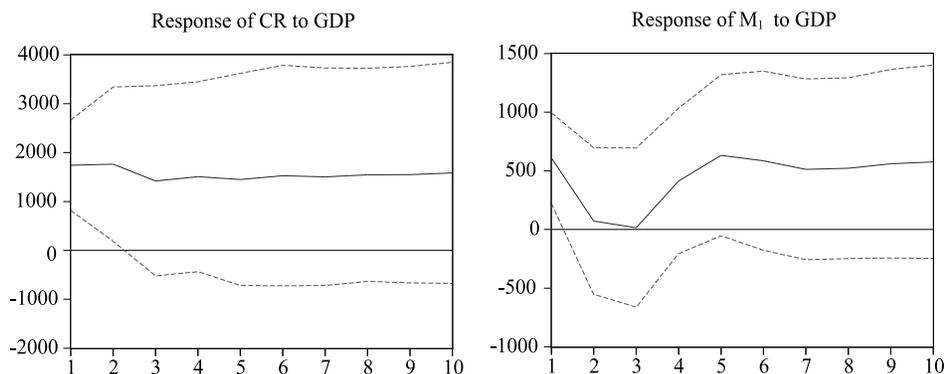


图 2  $M_1$ 、CR 冲击的 GDP 脉冲响应函数图(1994 年一季度至 1997 年四季度)

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

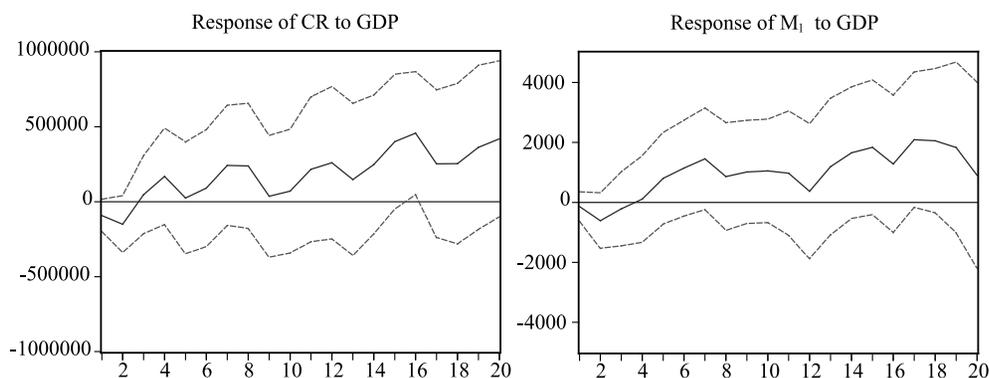


图3  $M_1$ 、CR 冲击的 GDP 脉冲响应函数图(1998 年一季度至 2011 年三季度)

#### 四、结论与政策含义

通过综合运用各种现代经济计量方法和比较静态方法,本文得出了三个重要结论。

第一,我国货币政策传导中一直存在双渠道,即货币渠道和信贷渠道。货币政策传导双渠道的存在意味着,一方面,中国人民银行可通过调节货币供应量,从货币渠道影响国内生产总值;另一方面,中国人民银行又可通过控制信贷发放规模,直接调节企业资金来源及资金数量来影响国内生产总值。

第二,自 1994 年以来,信贷渠道对 GDP 的作用一直大于货币渠道,信贷渠道在我国货币政策传导过程中相对更为重要。这是因为,我国金融市场一直发育不完善,寡头垄断、信息传导阻滞、企业直接融资与间接融资比例失衡、货币市场和资本市场规模小、利率和外汇管制严格等市场缺陷长期存在,这些决定了信贷渠道在货币政策传导过程中的作用比货币渠道更为显著与重要。

第三,随着时间的推移,信贷渠道的作用在逐渐减小,重要性存在下降趋势;货币渠道的作用有所加强,其重要性存在上升趋势。随着市场经济体制的建立并完善,我国企业自主经营能力和政府宏观调控能力不断提高,金融体系不断完善,利率市场化不断深入,适应市场经济发展的各种金融创新不断涌现,这些因素正在使信贷渠道的作用逐渐弱化,而货币渠道的作用得到不断加强。

这些结论意味着,在当前乃至今后一段时间内,为提高我国货币政策制定的科学性和实施效果的显著性,我国货币当局仍应将信贷规模和货币供应量同时作为货币政策的中介目标,应从货币渠道和信贷渠道两者同时出发,来调控我国经济的运行。当然,这种“双中介”和“双渠道”的局面不会一直保持下去。因为,一方面,我国信贷规模管理带有较强的行政色彩,从长远来看,不能作为货币政策的中介目标;另一方面,随着我国金融市场体系的日趋完善、利率市场化机制的最终形成、中央银行独立性的日益强化、商业银行经营管理水平的极大提高以及工商企业预算硬约束的真正实现等,货币渠道终将成为我国货币政策传导的主渠道,相应地,货币供应量(或利率)也将成为唯一的中介目标。

#### 参考文献:

- [1] 索彦峰. 货币政策信用传导机制理论:回顾与评述[J]. 经济评论,2007(3):148-154.
- [2] Bernanke B S, Blinder A S. Credit, money and aggregate demand[J]. American Economic Review,1988,78:435-439.
- [3] Bernanke B S, Gertler M, Gilchrist S. The financial accelerator and the flight to quality[J]. Review of Economics and Statistics,1996,78:1-15.
- [4] Bernanke B S, Gertler M, Gilchrist S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework[R]. NBER Working Paper,1998(March):1-66.
- [5] Gertler M. Financial capacity and output fluctuations in an economy with multi-period financial relationships[J]. Review

- of Economic Studies, 1992, 59: 455 - 472.
- [6] 盛松成, 吴培新. 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[J]. 经济研究, 2008(10): 37 - 51.
- [7] Warner E J, Georges C. The credit channel of monetary transmission: evidence from stock returns[J]. Economic Inquiry, 2001, 39: 74 - 85.
- [8] Hülsewig O, Mayer E, Wollmershäuser T. Bank CR supply and monetary policy transmission in Germany: an assessment based on matching impulse responses[J]. Journal of Banking & Finance, Elsevier, 2006, 30: 2893 - 2910.
- [9] Iacoviello M, Minetti R. The credit channel of monetary policy: evidence from the housing market[J]. Journal of Macroeconomics, 2008, 30: 69 - 96.
- [10] Atta-Mensah J, Dib A. Bank lending, credit shocks and the transmission of Canadian monetary policy[J]. International Review of Economics and Finance, 2006, 15: 362 - 394.
- [11] Luiz de Mello, Mauro Pisu. The bank lending channel of monetary transmission in Brazil: a VECM approach[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2010, 50: 50 - 60.
- [12] 王振山, 王志强. 我国货币政策传导途径的实证研究[J]. 财经问题研究, 2000(12): 60 - 63.
- [13] 李斌. 中国货币政策有效性的实证研究[J]. 金融研究, 2001(7): 48 - 51.
- [14] 夏斌, 廖强. 货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标[J]. 经济研究, 2001(8): 33 - 43.
- [15] 周英章, 蒋振声. 货币渠道、信用渠道与货币政策有效性——中国 1993 年—2001 年的实证分析和政策含义[J]. 金融研究, 2002(9): 34 - 43.
- [16] 王国松. 通货紧缩下我国货币政策传导的信贷渠道实证分析[J]. 统计研究, 2004(5): 6 - 11.
- [17] 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[J]. 金融研究, 2005(5): 70 - 79.
- [18] 索彦峰. 货币政策传导机制的理论脉络、内涵界定及实证方法[J]. 南京审计学院学报, 2008(1): 40 - 44.
- [19] 张勇. 紧缩性政策下银行信贷资金期限配置行为分析[J]. 南京审计学院学报, 2011(3): 14 - 18.
- [20] 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[J]. 金融研究, 2002(10): 25 - 30.
- [21] 孙明华. 我国货币政策传导机制的实证分析[J]. 财经研究, 2004(3): 19 - 30.
- [22] 王雪标, 王志强. 财政政策、金融政策与协整分析[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2001.

[责任编辑: 杨凤春]

## A Comparative Study on Monetary Channel and Credit Channel: Based on the Statistics from 1994 to 2011

MAO Ze-sheng, ZHOU Zhi-min

**Abstract:** There are two main channels in monetary policy transmission mechanism; monetary channel and credit channel. Chinese GDP is influenced by both monetary supply and loan balance, and the effect of total loans on GDP is bigger than monetary supply under the impact of the two standard deviation of monetary policy variables. As time goes by, the effect of monetary channel is gradually increasing while the effect of credit channel is weakening.

**Key Words:** monetary policy transmission mechanism; monetary channel; credit channel; the intermediate targets of the monetary policy; control on the size of loans; monetary supply; loan balance