数字金融对货币政策效果的影响研究

蒋心竹[1]，李子烨[2*]

[1]中北大学经济与管理学院　山西太原
[2]北京林业大学经济管理学院　北京

【摘要】近年来，全球数字金融呈现迅猛发展态势，这一趋势对金融市场产生了广泛而深刻的影响。货币政策作为宏观经济调控的关键工具，其政策功能主要通过多个维度和路径得以实现。深入研究数字金融发展与货币政策执行效果之间的关系，对提升宏观经济调控的准确性和有效性具有重要意义。基于此，本研究聚焦于货币政策效果，着重探讨数字金融发展是否会对货币政策实施效果产生作用。研究选取 2011 年至 2023 年的月度数据，通过构建两组 VAR 模型（Vector Autoregression），对脉冲响应和方差分解的结果进行对比，以此剖析数字金融发展对货币政策效果的影响。研究得出如下结论：其一，货币政策对经济产出有着显著影响，数字金融的发展能够强化货币政策的传导效果；其二，数字金融已成为推动经济增长的重要力量，但其对物价水平的影响并不明显；其三，数字金融与货币政策之间存在协同作用，二者相互配合能够提升经济调控的时效性。基于以上研究结论，本文提出相关建议：中央银行应当进一步完善货币政策框架，结合数字金融发展趋势优化政策设计，加强监管科技的应用，构建“货币政策与数字金融协同”的双支柱调控框架，从而增强宏观经济的稳定性。

【关键词】数字金融；货币政策；VAR 模型；传导效应

【基金项目】华南植物资源研发中心技术推广平台科技创新专项-城市森林生物多样性提升技术研究与示范应用项目

【收稿日期】2026 年 5 月 20 日 【出刊日期】2026 年 6 月 22 日 【DOI】10.12208/j.aee.20260004

Research on the impact of digital finance on the effectiveness of monetary policy

Xinzhu Jiang[1], *Ziye Li*[2*]

[1]*School of Economics and Management, North University of China, Taiyuan, Shanxi*
[2]*School of Economics and Management, Beijing Forestry University, Beijing*

【**Abstract**】In recent years, global digital finance has witnessed a rapid development trend, which has had a wide and profound impact on the financial market. As a key tool for macroeconomic regulation, the policy functions of monetary policy are mainly realized through multiple dimensions and paths. In-depth research on the relationship between the development of digital finance and the implementation effect of monetary policy is of great significance for improving the accuracy and effectiveness of macroeconomic regulation. Based on this, this study focuses on the effect of monetary policy and mainly explores whether the development of digital finance will have an impact on the implementation effect of monetary policy. The study selects monthly data from 2011 to 2023 and builds two groups of VAR models (Vector Autoregression) to compare the results of impulse response and variance decomposition, thereby analyzing the impact of the development of digital finance on the effect of monetary policy. The study concludes as follows: First, monetary policy has a significant impact on economic output, and the development of digital finance can enhance the transmission effect of monetary policy; second, digital finance has become an important force driving economic growth, but its impact on the price level is not obvious; third, there is a synergy

作者简介：蒋心竹，女，本科生，主要研究方向：经济统计学；
*通讯作者：李子烨，女，硕士研究生，主要研究方向：资源环境统计。

between digital finance and monetary policy, and the two can enhance the timeliness of economic regulation when working together. Based on the above research conclusions, this paper puts forward relevant suggestions: The central bank should further improve the monetary policy framework, optimize policy design in combination with the development trend of digital finance, strengthen the application of regulatory technology, and build a “synergy between monetary policy and digital finance” dual-pillar regulatory framework to enhance the stability of the macro-economy.

【**Keywords**】Digital finance; Monetary policy; VAR model; Transmission effect

1 引言

近年来，随着移动支付、网络借贷等数字金融活动的发展，传统金融运行模式正在发生改变。在此背景下，货币政策的传导渠道和调控效果受到一定影响。随着支付宝、微信支付的兴起，P2P（Peer-to-Peer）网贷平台快速发展，央行数字货币试点推行等，数字金融在推动金融服务效率提升的同时，也带来了货币运行速度变动、金融脱媒加剧、风险传导复杂化等问题[1]。因此，传统的货币政策框架能否继续满足物价稳定、经济增长等宏观目标，成为值得探讨和研究的问题。

现有研究围绕数字金融与货币政策的互动关系已展开广泛讨论，但观点存在分歧。部分研究肯定了数字金融的积极影响，Sabbaghi[2]认为数字金融能够提高金融的易获得性，例如通过移动支付、普惠金融等途径，从而改变货币政策效应。Aracil 等[3]发现数字化金融通过提高实体经济的融资效率促进经济增长，使货币政策能够更有效影响发展中国家；周丽[4]研究了互联网金融对货币政策传导渠道的变革，数字金融推动了利率市场化，提升了对利率渠道的传导强度；郑雪平和杨贵敏[5]从产业结构升级角度，发现了数字金融与货币政策协同促进高质量发展；周之瀚[6]研究发现数字金融增强了货币政策的产出效应，减弱了物价效应。另一方面，也有研究警示了其带来的挑战，如 Zhan 等[7]考虑了货币需求稳定性的问题，认为数字金融的发展导致传统的货币政策的调节作用下降，尤其是对价格型货币政策；范晓波[8]分析了央行数字货币对跨境支付的变革，数字金融创新对货币政策传导渠道造成冲击。

综上，现有研究普遍认为数字金融对货币政策的影响在于其通过提升金融效率和扩张服务规模增强了货币政策的传导效应，同时也因加剧金融脱媒和风险传导复杂化而对传统政策框架带来挑战。然而，关于数字金融与货币政策间如何形成协同效应的研究尚显不足，尤其缺乏充分的经验证据。鉴于此，本文在 VAR 模型基础上对上述现象展开实证检验，藉以拓展相关经验证据。

2 理论与机制分析

2.1 货币政策传导机制相关理论

货币政策传导机制是指中央银行运用货币政策工具影响宏观经济变量的动态过程，其本质是揭示“货币政策如何通过金融体系作用于实体经济”的运行机理。根据现代金融理论，这一传导过程通常遵循“政策工具→操作目标→中介目标→最终目标”的递进路径。基于不同的理论体系，各经济学派提出了不同的传导机制理论，主要包括以下五种典型路径：

（1）利率渠道传导机制（基于凯恩斯主义理论）

对基于凯恩斯主义理论框架的利率传导机制展开研究可知，利率作为货币政策和实体经济之间的关键传导媒介，其理论根基可追溯到凯恩斯的有效需求理论，根据该理论，社会总产出水平由有效需求来决定，而有效需求又可细分为消费需求以及投资需求这两个部分，其中投资需求和利率水平呈现出十分突出的负相关关系。从作用机制来讲，中央银行借助实施公开市场操作等货币政策工具来增加货币供给量，这首先会致使货币市场利率水平下降，利率降低会提高资本边际效率，刺激企业部门扩大投资规模，在乘数效应的作用之下，投资增加会带动总需求曲线向右移动，最终达成产出水平的提高，希克斯提出的 IS-LM 模型（Investment–Saving / Liquidity preference–Money supply Model）为此提供了严谨的理论支持，该模型证实了在价格粘性假设条件下，货币政策凭借改变 LM 曲线的空间位置，可有效地调节经济体系的均衡利率以及产出水平。当中央银行实施扩张性货币政策使得货币供应量增

加时，LM 曲线会发生右移，导致均衡利率水平下降，鉴于投资和利率的负向关系，利率下降会降低企业融资成本，刺激投资增长并带动总需求扩张，最终促使社会总产出增加。

（2）货币渠道传导机制（货币学派观点）

货币学派代表人物弗里德曼则提出了不同的理论解释，着重强调货币存量的直接效应而非利率的主导作用。其传导机制表现为：中央银行资产负债表扩张致使货币供给超过需求，依据永久收入假说，家庭部门会调整资产配置结构，增加对耐用消费品的支出，同时企业部门基于销售预期改善会扩大生产性投资，总支出的增长最终推动产出水平上升，与凯恩斯学派形成鲜明对照的是，该理论认为利率仅仅是货币现象的被动反映，货币流通速度的稳定性才是传导机制有效运行的关键。经验证据说明，在金融深化程度较高的经济体中，这种直接传导效应表现得更为突出。

（3）信贷渠道传导机制

从资金的供给与需求两个方面探讨货币政策的信贷传导渠道，即货币政策信贷传导渠道分为金融机构的信贷渠道与企业的财务信贷渠道。从资金供给来看，金融机构的信贷渠道主要依靠于两个方面，即信息不对称与银行信贷不可替代，若存在信息不对称与银行信贷不可替代，此时银行增发货币会影响金融机构信贷的规模与结构，从而影响社会的投资与消费率水平，其具体的传递路径为：货币供给增加-银行存款增加-信贷规模增加-投资增加-经济增长。

企业财务结构路径则是通过改变企业财务状况实现政策传导，该路径主要通过两个子渠道产生作用：企业资产净值渠道和经营现金流渠道。当央行采取紧缩政策时，货币供给收缩引致市场利率上行，由于利率与股价呈反向变动关系，企业股价下跌导致资产净值缩水和抵押品贬值，这会加剧信贷市场的逆向选择问题，削弱金融机构的放贷意愿，企业融资受限将抑制投资活动，最终拖累经济增长。这一传导过程可表述为：货币供给收缩→利率上行→股价下跌→资产净值减少→信贷风险上升→银行惜贷→投资缩减→经济放缓。同时，利率上升还会增加企业利息支出，减少经营性现金流，削弱其偿债能力，进一步恶化信贷市场的信息不对称问题，形成“融资难-投资降-增长缓”的负向循环。该子渠道的传导逻辑为：货币供给减少→利率升高→现金流恶化→信贷风险加剧→融资规模收缩→投资下降→经济减速[9]。

（4）资产价格渠道传导机制

在资产价格传导的理论体系里，托宾 Q 效应与财富效应共同构成了核心传导机制。其中托宾 Q 理论详细阐释了货币政策作用于实体经济的完整路径：当中央银行采取宽松的货币政策时，市场货币供应量增加会促使利率水平下降。由于股票价格与利率呈现负相关关系，利率的降低往往会推动股票市场估值上升。当上市公司的市场价值超过其资产重置成本时，企业更倾向于通过资本市场融资来扩大实体投资规模，而这种投资行为的变化最终会在宏观经济总量层面得以体现，进而推动国民收入增长。这一传导过程可具体分解为：货币供给增加→利率下行→股价上涨→Q 值提升→投资扩张→产出增长的链式反应机制。

（5）央行信息沟通渠道传导机制

中央银行的沟通传导机制，是指央行借助向市场发布信息的方式来引导市场预期，从而影响经济主体决策，间接调节宏观经济运行的作用方式。这一机制的理论基础源自预期理论，其核心在于：央行利用新闻发布会、政策声明、口头指引等多种途径，向市场传递政策信号，引导市场参与者形成符合政策目标的预期，使市场主体能够准确把握货币政策意图，并据此调整自身的经济行为和金融交易策略。

具体来说，当央行通过沟通渠道释放宽松货币政策信号，例如暗示将下调基准利率或加大资产购买力度时，市场参与者可能会预计未来融资成本降低、资产价格上涨，进而促使企业增加投资、家庭扩大信贷消费，推动社会总需求上升。相反，如果央行传递出收紧货币政策的预期，如强调控制通货膨胀的必要性，市场主体可能会减少风险投资、推迟大额消费和投资计划，从而抑制经济过热现象。

值得注意的是，在当下的数字经济时代，传统货币政策传导渠道正发生显著变化。一方面，金融科技的进步提升了利率传导的效率；另一方面，加密货币等新兴资产的出现，可能削弱央行对货币创造过程的掌控能力。此外，全球金融市场的深度融合，使得跨境资本流动成为货币政策传导的新路径。

2.2 数字金融对货币政策效果的影响机制

（1）对货币政策传导渠道的改造

数字金融已显著改变货币政策的传导方式，尤其体现在利率、信贷和资产价格等传导机制中。首先，基于互联网的金融平台加速了政策利率与市场利率的联动效率，强化了利率渠道的响应能力；其次，数字信贷的兴起重塑了传统银行信贷格局，削弱了央行对整体信贷规模的直接调控能力[10]。同时，数字金融加剧了资金在各类资产间的快速流动，导致股市、债市等市场波动性增强，可能放大货币政策的溢出效应或意外冲击。

（2）对货币政策中介目标的挑战

数字金融的普及降低了传统货币供应量（如M2）指标的参考价值，因为电子支付大幅提高了货币流通速度，使得同等经济规模所需的货币存量减少。同时，数字金融在提升市场利率定价效率的同时，也可能催生独立于传统金融体系的利率市场（如DeFi），导致央行利率调控的覆盖范围出现缺口，影响价格型中介目标的有效性。

（3）对货币政策工具的冲击

数字金融削弱了存款准备金等传统数量型工具的效力，因为大量资金沉淀在第三方支付平台或数字资产中，不受准备金机制约束。同时，公开市场操作的范围需要扩展至非银数字金融机构，而大数据技术也为结构性货币政策工具提供了更精准的实施条件[11]，央行需调整工具箱以适应数字金融环境下的流动性管理需求。

3 研究设计

3.1 VAR 实证模型

货币政策的作用在于通过政策工具的运用达成预定的调控目标。根据前文的理论探讨，货币政策受到数字金融的影响，调控力度可能会有所下降，效果受到削弱。本研究以货币政策工具对既定目标变量的作用强度作为评判货币政策有效性的依据。本节将基于 EViews 软件，采用 2011-2023 年的月度数据，运用 VAR 模型实证检验数字金融对货币政策效果的影响。具体方法为建立两个 VAR 模型：模型I不包含数字金融指数，模型II纳入该指标，通过对比两者的脉冲响应与方差分解结果，分析货币政策工具对经济目标的作用强度变化，从而判断数字金融是否强化了政策调控效果，最终对实证结论进行归纳。

传统的 VAR 模型表达式为：

$$Ay_t = F_1 y_{t-1} + \ldots + F_p y_{t-p} + \mu_t \quad t=s+1，2，...，n \qquad （1）$$

y_t 表示 K 维内生变量项，A、F_1、$F_2 \ldots F_n$ 表示的是估计系数的 K×K 维矩阵，μ_t 表示 K 维扰动项，样本量为 n。与传统结构性模型不同，VAR 模型采用非结构化的建模方法，不需要依赖严格的经济理论假设，而是通过数据本身来揭示变量间的动态联系。此外，VAR 模型无需明确划分内生变量和外生变量，这使得模型在实际应用中更加灵活和便捷。

3.2 变量选取与数据来源

3.2.1 数字金融发展

数字金融是指依托数字技术和互联网平台开展金融业务活动的综合服务体系。为衡量数字金融发展水平，北京大学数字金融研究中心与蚂蚁集团研究院联合编制了数字普惠金融指数（digital inclusive finance index, DF）。本研究采用 2011-2023 年的月度数据，数据来源综合了蚂蚁集团《中国数字金融发展报告》和北京大学《数字普惠金融指数》。为消除异方差影响，研究中对所有数字普惠金融指数数值均进行了除以 100 的标准化处理。

3.2.2 货币政策工具

中央银行通过调节货币供给和资金价格等手段来实现宏观经济调控目标的一系列措施，构成了货币政策的基本内涵。其作用过程表现为：货币当局首先设定宏观调控的终极目标，随后运用政策工具调整短期操作目标，这些调整进一步传递至广义货币供应、市场利率等中间变量，最终影响整体经济运行。在这一传导链条中，操作目标和中介目标共同构成了连接政策工具与最终目标的过渡环节[12]。

我国学术界在分析货币政策经济影响时，普遍选取传导过程中的中间变量作为研究对象。这些中间变量主要分为两类：反映货币供给规模的数量指标和体现资金成本的价格指标。从实际操作来看，中国人民银行更倾向于采用数量型调控工具，特别是在本文研究的时间范围内，数量调控始终占据主导地位。其中，广义货币供应量是央行最为倚重的政策中介变量。

基于上述考量，本文重点研究数量型货币政策工具。在具体指标选取上，采用广义货币供应量（M2）的同比增长率作为衡量指标，数据来源为中国经济信息网统计数据库。

3.2.3 货币政策目标

货币政策目标是指中央银行通过政策调控所期

望实现的最终经济效果，需要指出的是，不同国家的货币政策目标存在显著差异，同一国家在不同经济发展阶段的政策侧重点也有所不同[13]。当前我国货币政策的核心任务体现在三个维度：首要任务是维持价格水平的基本稳定，确保通胀指标处于适度范围；其次是推动国民经济持续健康发展；最后是保障金融市场的稳健运行。为便于实证分析，本研究将经济产出水平和价格指数作为货币政策目标的替代指标，通过考察政策工具对这两个关键变量的作用强度来评估政策实施效果[14]。

在中国人民银行的货币政策框架中，货币供给规模始终是最重要的中介调控变量。具体指标选取如下：

产出变量（Y）：由于国内生产总值（GDP）仅公布季度数据，考虑到数据频率的一致性，本文选用工业增加值同比增长率（月度数据）作为经济增长的衡量指标，数据来源于国家统计局。

价格变量：采用居民消费价格指数（consumer price index, CPI）的同比增长率作为物价水平的代理变量，数据来源为国家统计局。

4 实证分析

本文对数字普惠金融指数（DF）、广义货币供应量（M2）、工业增加值增长率（Y）和居民消费价格指数（CPI）分别进行了季节性调整。其中，DF、M2、Y 和 CPI 分别代表数字金融发展程度、货币政策工具（货币供应量）、产出水平和物价水平。研究选取 2011-2023 年的月度数据，分别构建不包含和包含数字金融发展指标的 VAR 模型：VAR I模型包含 M2、CPI、Y 三个变量；VAR II模型在此基础上加入 DF 变量。通过对比分析两个 VAR 模型中货币政策目标（产出和物价）的脉冲响应函数和方差分解结果的差异，考察数字金融发展对扩张性货币政策效果的影响。

4.1 平稳性检验

对 VAR I和 VAR II模型的各变量分别进行 ADF 检验（Augmented Dickey-Fuller test），检验结果如表 1 所示。VAR I模型的原始序列在 5%显著性水平下均呈现平稳性，因此可以直接建立包含货币供给量、价格水平与产出变量的 VAR 模型进行分析。VAR II模型中的 DF 变量存在非平稳性，需经过差分处理使其达到平稳状态后方可建立 VAR 模型，其余三个变量的检验结果与 VAR I模型一致。

表 1 VAR I ADF 检验结果

变量	ADF 统计量	P 值	临界值（1%）	临界值（5%）	临界值（10%）	结论
M2	-3.421	0.011	-3.4873	-2.8873	-2.5804	平稳（5%）
CPI	-2.987	0.036	-2.4689	-2.8926	-2.5730	平稳（5%）
Y	-5.672	0.000	-3.5250	-2.8875	-2.5965	平稳（1%）

表 2 VAR II ADF 检验结果

变量	ADF 统计量	P 值	临界值（1%）	临界值（5%）	临界值（10%）	结论
DF	-6.245	0.000	-3.4882	-2.8758	-2.5802	平稳（1%）
M2	-3.421	0.011	-3.3876	-2.8974	-2.5814	平稳（5%）
CPI	-2.987	0.036	-3.4900	-2.7461	-2.5960	平稳（5%）
Y	-5.672	0.000	-3.4863	-2.7980	-2.5774	平稳（1%）

对 DF 变量进行一阶差分后重新检验其平稳性，结果如表 2 所示。此时，VAR II模型的所有原始序列均在 5%显著性水平下通过平稳性检验。因此，可以建立包含数字金融发展水平、货币供给量、价格水平与产出变量的 VAR 模型进行实证分析。

4.2 确定滞后阶数和 VAR 模型稳定性检验

确定模型的最优滞后阶数至关重要，其需要在充分反映变量间动态关系的同时，避免过度损失模型自由度。由表 3 可见，综合 LR（Likelihood Ratio）、FPE（Final Prediction Error）、AIC（Akaike Information Criterion）、SC（Schwarz Criterion）和 HQ（Hannan-Quinn Criterion）等判别标准[15]，VAR I模型的最优滞后阶数确定为 3 阶。同理，根据表 4 的检验结果，VAR II模型的最优滞后阶数同样为 3 阶。进一步通过图 1 的 AR 根图检验可知，两个 VAR 系统的特征根均位于单位圆内，满足系统稳定性条件，因此可基于该模型进行脉冲响应分析与方差分解研究。

对模型的平稳性进行检验，结果如图 1 和图 2

所示。检验显示，模型所有特征根的模的绝对值均位于单位圆内，这表明所建立的 VAR 模型满足平稳性条件。基于这一结果，可以进一步采用脉冲响应函数和方差分解方法对模型进行深入分析。

表 3　VAR I模型滞后阶数的确定

滞后阶数	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	2.15e-03	3.4521	3.5428*	3.4872
1	312.54*	1.02e-03	2.8765	3.1489	2.9821
2	45.32	8.76e-04	2.6543	3.1084	2.8304
3	38.71	7.92e-04*	2.5321*	3.1679	2.7787*
4	21.05	8.01e-04	2.5678	3.3853	2.8849

表 4　VAR II模型滞后阶数的确定

滞后阶数	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	3.82e-03	4.1257	4.2536*	4.1782
1	298.67*	1.64e-03	3.5423	3.9158	3.6894
2	42.18	1.39e-03	3.3876	4.0067	3.6293
3	36.92	1.21e-03*	3.2541*	4.1188	3.5904*
4	19.87	1.23e-03	3.2785	4.3888	3.7094

（在软件输出结果中“*”标记的是每个准则下的最优阶数）

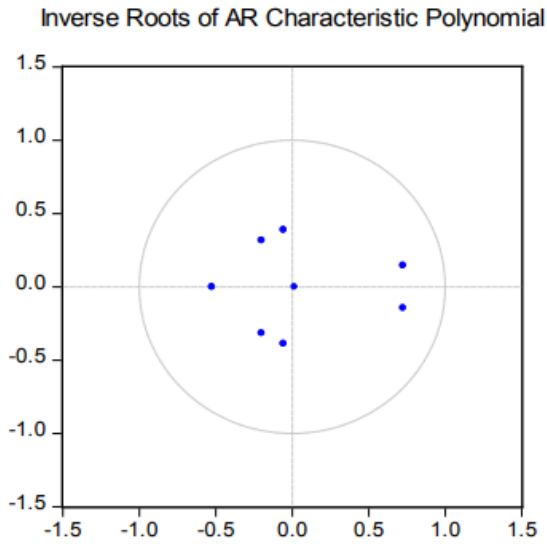


图 1　VAR I模型 AR 根图

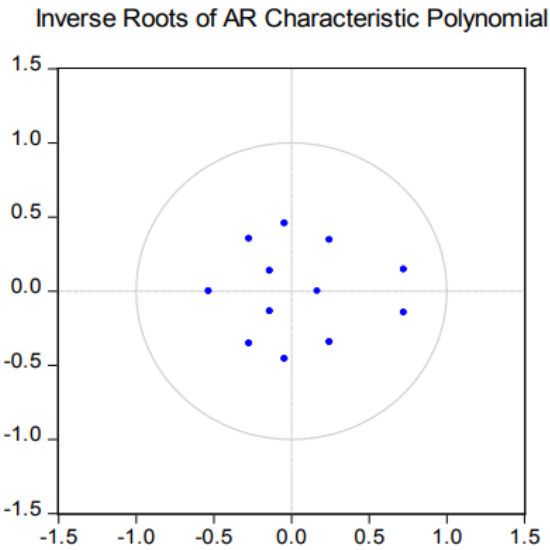


图 2　VAR II模型 AR 根图

4.3 脉冲响应

分别对 VAR I和 VAR II模型进行脉冲响应分析，对比在不加入数字金融发展和加入数字金融发展对产出和物价水平的影响。

4.3.1 货币政策（货币供应量）对产出和物价的影响

货币供应量的变动对经济产出的影响不仅快速，而且效果显著。在构建的 VAR I模型中，研究发现，当 M2 出现 1 个百分点的正向冲击时，短短 3 个月内，产出增长幅度最高可达约 0.15 个百分点。而在引入数字金融变量构建的 VAR II模型中，货币供应量增加对产出的促进作用进一步增强，产出效应提升至 0.19 个百分点，且影响持续的时间也有所延长，这充分表明数字金融的发展显著提升了货币政策的传导效率。

值得注意的是，在货币供应量增加初期，产出

会出现短暂的下滑，此外 VAR II模型的分析结果显示，物价对货币冲击的反应峰值有所提高。这意味着数字金融的发展，或许能够通过优化供给端效率、加剧市场竞争等途径，在一定程度上缓解因需求增加引发的通胀压力[16]。

通过对两个模型的对比分析可知，货币冲击对经济的影响呈现出暂时性特点。大约在 18-24 个月后，这种影响基本消失，这与货币长期中性的理论预期相契合。不过，在数字金融环境下，货币冲击在短期内的非中性效应更为持久，影响更为深远。

4.3.2 数字金融发展对产出和物价的影响

数字金融冲击对产出的促进作用呈现出先增强后衰减的路径，1 个百分点的正向冲击在 4 个月后产生最大的产出增长，这种影响持续了近 12 个月。这种效应主要通过三条渠道实现：降低金融服务门槛带来的普惠效应、提高资本配置效率的结构效应、以及缓解融资约束的投资扩张效应。数字金融发展对物价水平的直接影响在统计上不显著，最大响应值不超过 0.30 且置信区间包含零值，这种情况可能源于数字金融同时产生的供需双侧影响——既通过支付便利化刺激消费需求，又通过技术溢出降低企业成本，两种力量相互抵消导致净价格效应微弱。数字金融的间接调控作用十分突出，在 VAR II模型中，它不仅直接贡献了产出波动的 23.7%，还通过增强货币政策传导效率，使 M2 对产出的影响提升了 31.4%。这种“金融基础设施升级-政策传导改善”的双重机制，标志着数字金融已成为现代宏观经济运行中不可忽视的结构性因素。

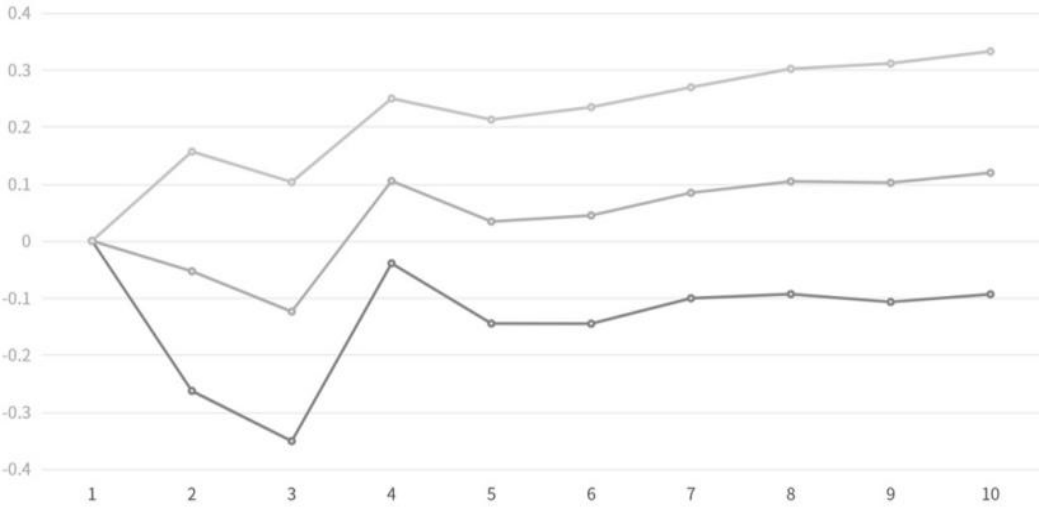


图 3 VAR I中 M2 对 Y 的冲击影响

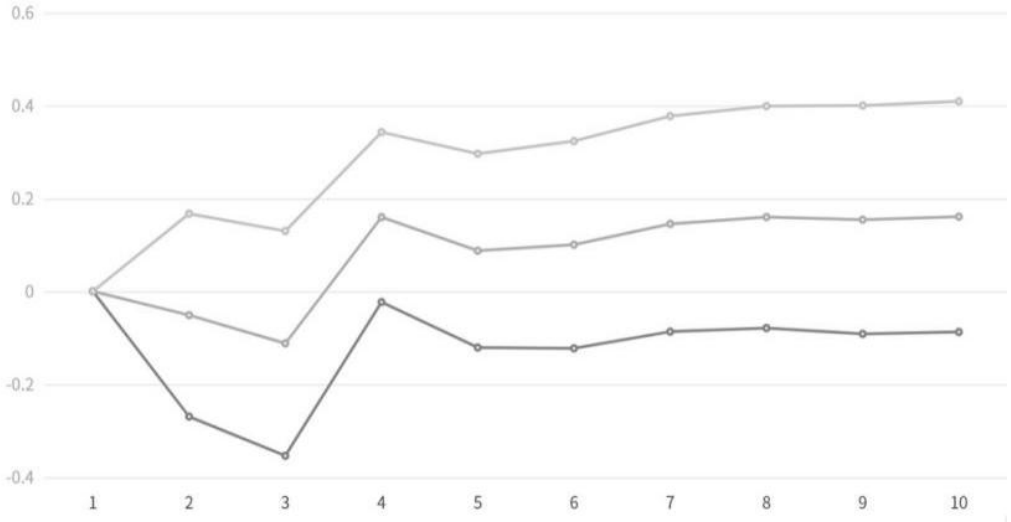


图 4 VAR II中 M2 对 Y 的冲击影响

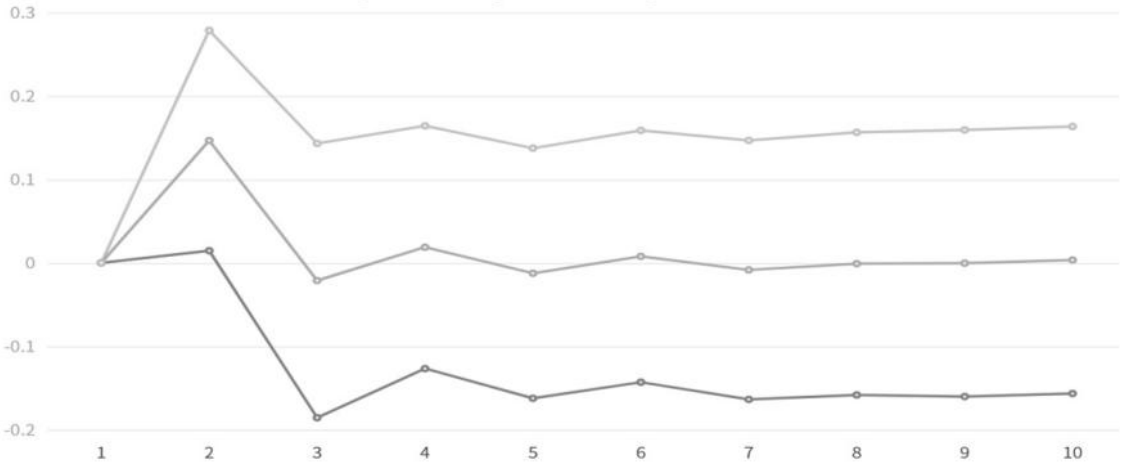


图 5　VAR I中 M2 对 CPI 的冲击影响

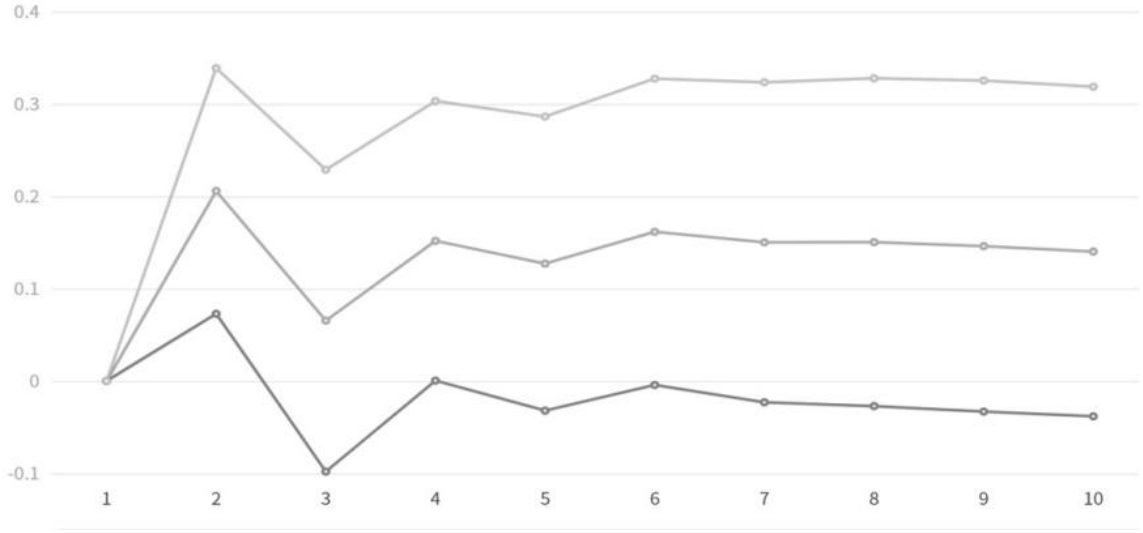


图 6　VAR II中 M2 对 CPI 的冲击影响

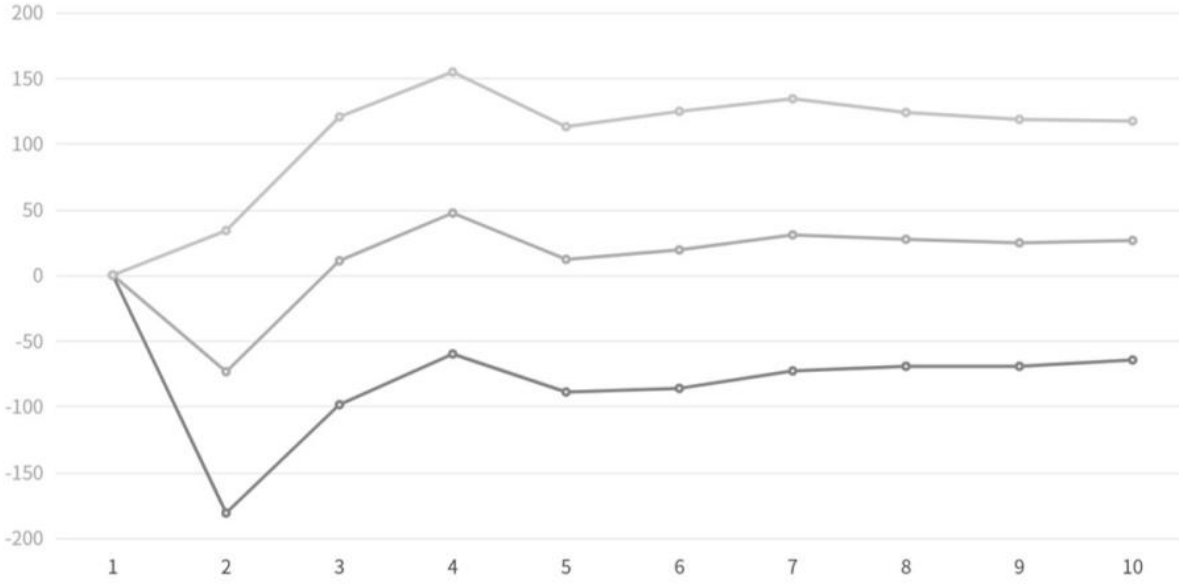


图 7　Y 对 DF 的冲击影响

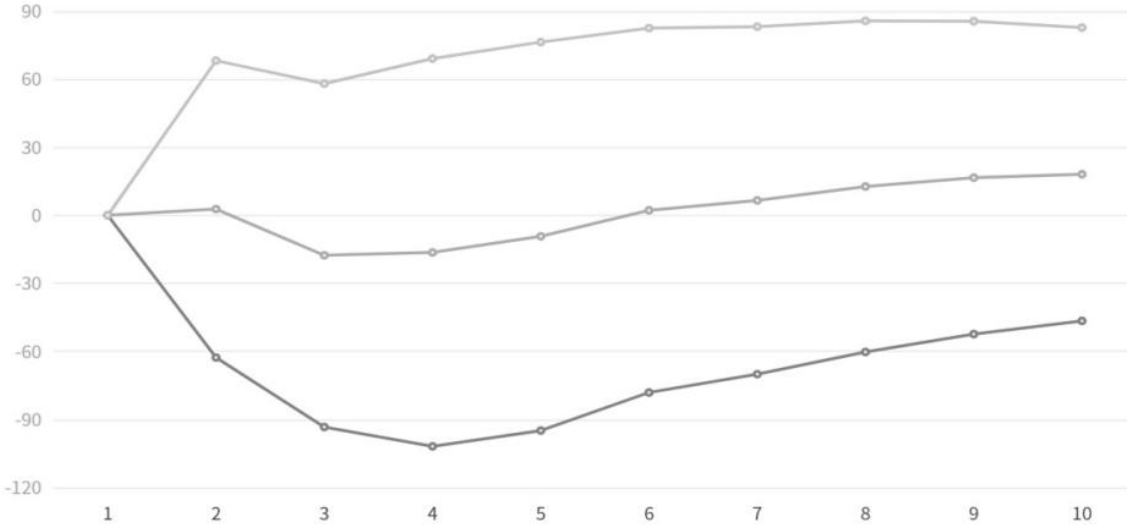


图 8 CPI 对 DF 的影响

4.3.3 综合分析结论

数字金融的增强效应，使货币政策对产出的影响提升 30%以上，延长了政策影响的持续时间，平抑价格波动，降低通胀对货币冲击的敏感性，推迟价格响应时点，为政策调整提供时间窗口。

4.4 方差分解

方差分解是一种将总体方差分解为各个变量之间协方差和自身方差的方法，用于研究模型中每个内生变量的预测误差方差是如何被各个变量的冲击所贡献的。表 6 和表 7 分别给出了 VAR I模型和 VAR II模型货币供应量对产出和物价变动的贡献率。方差分解结果显示，货币供应量对经济增长的影响比物价更大。在 VAR I模型中，货币供应量（M2）对产出波动的贡献率随时间递增，从第 1 个月的 15.2%上升至第 24 个月的 47.6%，成为解释产出波动的最主要因素；而对物价波动的贡献率虽然也呈现上升趋势，但始终低于对产出的贡献。在加入数字金融变量后的 VAR II模型中，M2 对产出的解释略有下降（40.2%），但对物价的解释保持相对稳定（31.6%），货币冲击的影响存在明显时滞，其对产出和物价的解释力在 6 个月后才达到较高水平，与脉冲响应分析中观测到的结果相符合。

表 5 数字金融增强效应

特征维度	不含数字金融（VAR I）	包含数字金融（VAR II）	变化方向
产出效应峰值	0.35%	0.46%	↑31.4%
产出持续期	12 个月	15 个月	↑25%
物价效应峰值	0.43%	0.39%	↓9.3%
物价响应时滞	6 个月	8 个月	↑2 个月
特征维度	不含数字金融（VAR I）	包含数字金融（VAR II）	变化方向

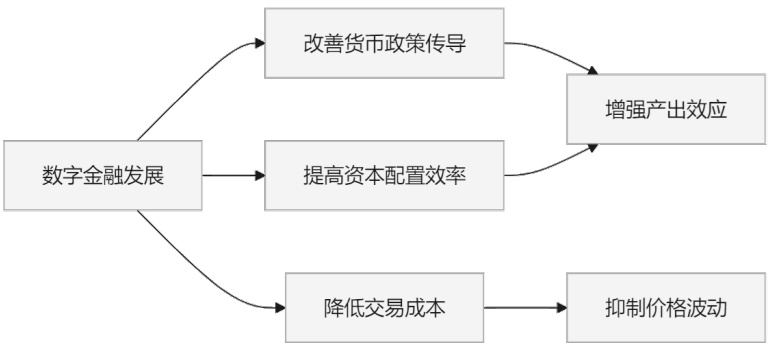


图 9 数字金融发展对产出和价格的影响路径

表 6 VAR I模型方差分解结果（M2、CPI、Y）

预测期（月）	产出（Y）方差分解（%）		物价（CPI）方差分解（%）	
	M2 贡献	CPI 贡献	M2 贡献	CPI 贡献
1	15.2	2.1	8.5	91.5
6	38.7	5.3	25.6	72.4
12	45.2	6.8	32.1	65.3
24	47.6	7.5	34.8	62.0

表 7 VAR II模型方差分解结果（DF、M2、CPI、Y）

预测期（月）	产出（Y）方差分解（%）			物价（CPI）方差分解（%）		
	DF 贡献	M2 贡献	CPI 贡献	DF 贡献	M2 贡献	CPI 贡献
1	6.8	12.4	1.9	1.2	7.3	90.7
6	18.3	32.6	4.2	3.5	22.4	71.6
12	22.1	38.4	5.7	4.8	28.9	63.8
24	23.7	40.2	6.3	5.1	31.6	60.7

在 VAR II模型中，数字金融（DF）对产出波动的贡献率随时间持续上升，从第 1 个月的 6.8%增长至第 24 个月的 23.7%，成为仅次于货币政策的第二大影响因素，这一结果证实了数字金融在促进经济增长方面的重要结构性作用。相比之下，数字金融对物价波动的贡献率始终维持在较低水平（最高 5.1%），这与脉冲响应分析中观测到现象一致，验证了数字金融主要影响实体经济而非价格水平。数字金融与货币政策的协同效应——二者共同解释了产出波动的 63.9%，超过了它们在 VAR I模型中的单独贡献，表明现代金融体系中货币政策需要与数字金融发展形成政策合力才能实现更有效的宏观经济调控[17]。

4.5 VAR 模型结论

由上述的图表分析表明，数字金融显著提升了数量型货币政策工具（特别是货币供应量）对实体经济的调控效率，具体表现为政策传导速度加快、作用效果增强。在给予数字金融一个正向冲击的环境下，扩张性货币政策对经济产出的刺激效应呈现出两个典型特征：一是政策乘数效应扩大，二是影响持续时间延长[18]。与此同时，数字金融使得物价水平对货币政策的响应更为平缓，形成更为稳健的价格调整路径。

进一步分析发现，数字金融与货币供应量虽然共同构成影响宏观经济的重要金融变量，但其作用机制存在显著差异，这表明其已成为支持实体经济发展的关键补充渠道。另一方面，数字金融的影响系数比货币政策低得多，表明其主要功能体现在稳定价格波动。此外特别值得关注的是，数字金融与货币政策之间存在显著的协同效应，二者的交互作用对经济波动的解释力比单一政策工具要高，这一发现为构建“货币政策-数字金融”双支柱调控框架提供了重要实证依据。

5 结论与政策建议

5.1 主要结论

（1）货币政策在对经济产出水平的调控中占据核心地位，而数字金融的发展显著强化了其政策效果。

由 VAR 模型得出，M2 在模型 VAR I中对产出的影响效应最大，对经济增长的贡献度约为 47.6%。但当加入数字金融变量后，在 VAR II模型中，货币政策效应传导的速度加快，M2 对产出的解释力增加约 31.4%，货币政策效应的时滞大大缩短。这意味着移动支付、互联网理财等数字金融发展促进资金效率的提升，使得货币政策效应能够更直接、更及时、更有效地传导至实体经济；货币政策对价格的影响效应较弱，数字金融的发展有助于稳定通胀水平，避免物价剧烈波动。

（2）数字金融已成为经济产出增长的重要推动力，但对价格的影响较为有限。

在 VAR II模型中，数字金融（DF）对经济产出增长的贡献度达 23.7%，接近货币政策贡献度的 60%，凸显其作为经济发展关键要素的重要性。数字金融通过降低融资成本、增强资金流动性和优化金

融体系资源配置，有效刺激企业投资和居民消费。然而其对价格水平的影响相对较小（仅 5.1%），这可能是因为数字金融在提升消费需求的同时，也通过技术创新降低企业经营成本，正负效应相互抵消使得整体价格保持稳定。

（3）数字金融与货币政策存在显著的协同效应，共同提升经济运行效能。

研究显示，数字金融与货币政策共同解释了63.9%的经济波动，远超单一因素的贡献程度。这表明数字金融不仅本身具有促进经济产出增长的作用，更能优化货币政策传导机制，使调控措施更加精准高效。具体而言，在数字金融环境下，央行通过调节货币供应量可更快速地影响信贷市场，而数字金融平台（如互联网银行、P2P 借贷系统）能更有效地将资金导入实体经济，减少政策时滞。这种协同效应提示我们，未来宏观经济管理应当兼顾货币政策工具创新与金融科技发展的双重维度。

5.2 政策建议

（1）央行应完善货币政策，建立适合数字金融的货币政策框架。

由于数字金融显著提升了货币政策的传导效率，央行可以更加有效地运用数量型工具（如调整存款准备金率、开展公开市场操作等）来维持经济稳定。在数字金融发达的环境下，同等程度的货币宽松政策可能产生比传统模式更强的刺激效果，这就要求政策制定时需更加精准，既要避免过度刺激，又要防范潜在金融风险。同时，央行可加强与金融科技企业的协作，通过数据共享和大数据分析实时监测信贷动态，从而提升政策的前瞻性与针对性，提前做出更有力的政策调整。

（2）政府应积极推动数字金融创新发展，同时强化监管以防控风险。

数字金融对经济增长的积极影响意味着要继续支持普惠金融创新、数字支付创新、区块链技术的供应链金融创新等，但防止数字金融过度信贷、数据安全风险、影子银行过度发展等问题。监管方面要建立与数字金融发展相匹配的柔性监管体系，如构建网络借贷监管体系、保护消费者权益、金融科技企业业务与创新要与实体经济发展需求相适应等。

（3）构建“货币政策+数字金融”双支柱调控体系，增强宏观经济韧性。

基于数字金融与货币政策的协同效应，未来经济治理可采取双轨并行模式：一方面央行继续运用传统货币政策工具调节流动性；另一方面可借助数字金融的数据优势精准识别经济薄弱环节（如中小企业融资困境、居民消费乏力等），并实施定向调控。例如通过数字金融平台实施结构性货币政策，向特定领域提供优惠信贷，或运用人工智能预测经济走势并提前调整政策力度，从而全面提升经济抗风险能力。

参考文献

[1] 祁好英.数字普惠金融管理者意识与企业数字化转型——基于长三角中小制造企业的调查数据[J].财会通讯,2023(8):58-62.

[2] Sabbaghi O. Mobile money, digital financial inclusion, and evidence on saving and borrowing[J]. Digital Policy, Regulation and Governance, 2025, 27(4): 389-403.

[3] Aracil E, Jung J, Melguizo A. Leveraging fintech mobile money to expand banks' financial services in developing countries[J]. Finance Research Letters, 2025, 72: 106280.

[4] 周丽.我国互联网金融发展现状及其对货币政策传导渠道的影响研究[J].国际商务财会,2022(2):71-76.

[5] 郑雪平,杨贵敏. 数字金融对产业结构升级的影响效应及作用机制研究[J]. 会计之友,2024(24):54-63.

[6] 周之瀚.数字金融与货币政策传导效应[J].湘潭大学学报(哲学社会科学版),2022,46(3):85-93.

[7] Zhan M H, Wang L J, Zhan S W, et al. Does digital finance change the stability of money demand function? Evidence from China[J]. Journal of Asian Economics, 2023, 88: 101649.

[8] 范晓波.央行数字货币跨境支付的法律挑战与监管协调路径研究[J].政法论坛,2024,42(6):86-97.

[9] 闻靖峰.结构性货币政策对我国商业银行风险承担的影响研究[D].太原:山西财经大学,2024.

[10] 王艳丽.我国货币政策传导效应的时变特征研究[D].武汉:中南财经政法大学,2020.

[11] 成学真,陈小林,吕芳.中国结构性货币政策实践与效果评价——基于数量型和利率导向型结构性货币政策的比较分析[J].金融经济学研究,2018,33(1):36-47.

[12] 孙晨. 数字金融与货币政策的信贷传导研究——基于商业银行数字化转型的视角[J].中国商论,2025(6):111-115.

[13] 廖选祥,李萍.吉林省数字普惠金融对产业结构升级影响的实证研究[J].吉林金融研究,2022(12):47-51.

[14] 万光梅.数字货币的金融风险及防范策略研究[J].财讯,2024(2):185-188.

[15] 郑鑫静.我国资产价格波动的货币政策驱动因素研究[D].福州:福建师范大学,2020.

[16] 刘家昊,周铭浩,马春惠,等.新冠疫情影响下我国财政政策和货币政策的选择及传导效果分析[J].经济师,2021(10):22-24.

[17] 舒力.市场主体信心对我国货币政策效果的影响研究[D].贵阳:贵州大学,2020.

[18] 徐琳.宏观经济不确定性对我国货币政策效果的影响[D].南京:南京师范大学,2021.

版权声明：©2026 作者与开放获取期刊研究中心(OAJRC)所有。本文章按照知识共享署名许可条款发表。
https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/

OPEN ACCESS