



中国新供给经济学研究书系
BOOKS OF STUDIES IN CHINA NEW SUPPLY-SIDE ECONOMICS

优势突围

——论中国优势与金融改革

(下册)

徐诺金◎著



中国金融出版社



中国新供给经济学研究书系
BOOKS OF STUDIES IN CHINA NEW SUPPLY-SIDE ECONOMICS

优势突围

——论中国优势与金融改革

(下册)

徐诺金◎著



中国金融出版社

目 录

(上册)

第一篇 经济理论	1
主流经济学的迷误与反思	3
论中国优势	13
警惕轻视增长的危险	29
降税降息降准, 释放经济增长潜力	36
充分认识当前我国稳定投资的重要性	49
坚定扩大投资拉动经济增长的信心和决心	66
投资是平衡我国人口红利与负债的最好办法	71
再论消费、储蓄与投资的关系	83
中国经济杠杆率研究	94
中国经济仍有适度加杠杆的空间	113
怎样看待我国的低消费	123
怎样看待我国的高储蓄	133
怎样看待我国的高投资	142
怎样看待我国国际收支的高顺差	149
怎样运用木桶原理	159
高储蓄格局下的宏观经济平衡	162
高储蓄格局下的宏观经济平衡方法	193
回归恒等式是实现我国宏观经济均衡的根本途径	200
重视松紧搭配 力促总量平衡结构转换	207
物价与经济波动的关系实证	213
货币超发是经济失衡的根源还是结果	215
对我国“池子理论”的一点认识	228
如何看待当前我国的通胀形势	234



对当前通货膨胀的一点看法	243
当前我国的经济金融形势正在发生新的变化	256
我国的经济金融形势及政策趋向	262
当前宏观经济形势判断	283
关于当前经济金融形势的认识与思考	288
对当前的经济金融形势保持谨慎的乐观	302
我们没有更多的选择	305
对中央银行宏观调控及经济金融形势的一点看法	319
贯彻落实科学发展观 加强和改善金融调控	329
外贸持续大额顺差的因素分析：广东案例	339
大力发展消费信贷，促进经济增长方式转变	346
房贷新政及房地产调控	353
当前房地产政策宜适度微调	358
建议开征住房特别消费税	366
我国房地产市场的根本出路在于深化市场化改革	372
东莞农民工状况调查	385
改革农民工制度 加快现代经济发展	408
国际金融危机背景下珠三角劳动密集型企业用工情况调查	413
美国应对金融危机的经济刺激措施及实施情况	424
美国再度宽松政策的实质及对我国的影响	441
美国次贷危机对我国房地产金融发展的启示	448
钱借给我国地方政府比借给美国政府安全	454
全球金融危机处置中的中国策略	457

第二篇 金融理论	465
金融生态研究综述（国外）	467
金融生态研究综述（国内）	487
如何理解金融生态	493
我国金融生态问题	500
论我国的金融生态主体问题	512
论我国的金融生态环境问题	525
论金融生态平衡及其调节原理	536
论金融生态平衡及调节	547
金融生态环境建设中的法制问题	583
怎样运用生态学的方法分析考察金融	592

金融生态指数的设计	600
金融生态评估	611
农信社金融生态问题	624
优化金融生态环境—促进广东金融强省建设	627
论科学的金融发展观	641
对我国货币供应量调控适度性的研究	651
我国货币供应量理论及实践应用	656
怎样看待我国的货币信贷高投放	689
货币政策形势及其面临的问题	695

(中册)

对央行基准利率的一点认识	715
当前货币政策工具操作空间分析	720
关于过剩流动性的管理问题	725
关于“池子理论”的认识与思考	733
中央银行是否过度调控	738
用好用活信贷 促进储蓄向投资和消费方面转化	748
存款准备金政策调整的效应分析：以广东农信社为例	753
树立大金融理念 提高货币政策执行水平	760
优化金融宏观调控的新思路	762
我国金融改革所面临的形势和任务	772
中国金融业的现状及其发展方向	787
中国金融改革的方向及路径	815
怎样看待当前的农村信用社改革	827
进一步深化农村信用社产权制度与管理体制改革的建议	833
以政策性开发性金融为杠杆撬动农村金融步入繁荣发展轨道	840
关于建立金融监督管理协调机制的建议	844
银行业利润分析	849
小额贷款公司的前世、今生与未来	855
从经济学角度看诚信文化建设	863
从郁南模式看信用体系建设的社会管理功能	877
当前我国征信体系建设需要明确的六个问题	886
加快推进粤港澳货物贸易人民币结算	892
建立与“走出去”战略相适应的外汇管理模式	896



治理影子银行	906
把财富管理市场引向正确有序的方向	912
互联网金融可能带来的十大挑战与冲击	918
中国中小金融机构风险防范与处置	923
我国商业银行的市场退出及存在的问题	935
美国 80 年代银行危机	952
美国次贷危机的传导链条	966
论美国金融业体制及其对我国金融业改革的启示	977
美国处置金融危机的政策特点及对我国的启示	982
 第三篇 实践应用	 991
广东省金融情况汇报提纲（2000 年）	993
广东银行业的优势与不足	999
广州分行辖区的经济金融情况	1008
对粤北农村金融服务情况的调查	1017
地方政府融资平台情况调查	1029
关于信贷限额管理条件下商业银行应对情况的报告	1037
关于 2008 年外汇管理政策变动对企业经营影响的调查报告	1043
从社会主义新农村建设的高度强化人民银行县支行的职能作用	1052
进一步深化农信社产权制度与管理体制改革的几点建议	1065
关于深化广东省农村信用社改革的几点意见	1069
近期广东物价走势特点分析	1072
从贷款增长结构看广东行业复苏势头	1079
从存贷比、资本充足率及资产质量看广东金融对经济的支持	1083
广东省银行上半年净利润情况及下半年盈利预测	1089
关于广东省 2005 年房地产金融运行情况的报告	1094
2005 年广东经济金融形势与 2006 年展望	1105
2006 年第一季度广东金融运行情况	1128
当前广东信贷形势分析报告	1134
当前广东经济金融形势及问题	1143
美国金融危机和当前我国的经济金融形势	1159
把握形势 开拓创新 努力开创货币信贷工作新局面	1182
把握形势积极进取 进一步推动农村信用社改革试点工作	1193

在广东省农村信用社支持“三农”扶持中小企业经验交流会上的讲话	1206
认清形势 转变思路 努力开创反洗钱工作新局面	1210
明确目标 转变思路 着力突破 打造广东省反洗钱工作新局面	1215
巩固基础 突出重点 不断提升反洗钱工作水平	1221
积极创新 全面提高 深入推进辖区反洗钱工作	1229
开拓创新 科学发展 积极推动反洗钱工作迈上新台阶	1236
强化风险管理 提升情报质量 扎实推进广东省反洗钱工作深入开展	1242
运用绩效评估机制优化反洗钱监管资源配置	1250
开拓创新 深化发展 开创广东省信息化建设新局面	1256
解放思想 创新发展 实现分行科技工作新突破	1263
抢抓机遇 继往开来 力促广东省金融科技工作再上新台阶	1269
趁势而上 创新突破 实现广东省金融信息化建设新腾飞	1278
借鉴国际经验 深化“三性”认识 加快我国金融 IC 卡的应用推广	1287
以征信应用为突破口 推动广东省征信建设再上新台阶	1294
积极探索多方配合 努力提升广东省征信系统应用与服务水平	1304
创新运用征信产品 促进国家助学贷款健康发展	1313
以信贷征信为核心 以数据质量为根本 全面提升广东征信工作水平	1321
求真务实 开拓进取 开创辖区人民银行安全保卫工作新局面	1328
第四篇 对话演讲	1335
珍惜中国优势 突破发展陷阱	1337
如何认识与用好中国优势	1344
拿什么来稳增长？投资、改革	1350
货币政策要服务于实体经济和金融改革	1356
稳货币不等于控信贷	1361
去杠杆之辩	1370
理性看待中国的低消费率	1377
理性看待中国的高投资率	1381
充分认识投资对于稳增长的重要性	1383
充分认识我国稳定投资的重要性	1389
解决中国经济失衡唯有扩大投资	1394
恐“投”症背后的理论辨析	1401



“对症”理论的辨识与运用有助于解决现实问题	1405
促进储蓄向投资和消费转化	1410
“双顺差”与宏观经济平衡	1412

(下册)

关于过剩流动性的管理问题	1419
回归恒等式是实现宏观经济均衡的根本途径	1423
中国经济回归平衡发展与良性循环的关键	1428
重视宏观调控的松紧搭配 力促总量平衡结构转换	1433
关于宏观经济几个热点问题的再认识与新思考	1437
金融宏观调控需改革与发展并重	1443
警惕过于微观化的行政调控	1448
完善房地产调控政策重在增加供给与引导需求	1454
标本兼治 提高治理通胀政策的针对性	1461
抑制货币超发在于投资与储蓄平衡	1467
理性看待我国货币信贷的高投放	1472
利率市场化的中国进度	1477
后全球危机时代的“中美国”：脱钩，还是照旧	1486
关于金融生态平衡及其调节原理	1507
关于金融生态理论与实践问题的对话	1513
绿色金融（一）	1528
绿色金融（二）	1532
金融在和谐社会建设中的作用	1536
关于金融支持县域经济发展的实践与思考	1546
广东郁南县农村征信体系建设的新发现	1552
融资平台靠信用搭建	1559
我们有必要鼓励中国式“尤努斯”的成长	1563
重点向小微企业倾斜 服务实体经济	1568
中国式“影子银行”的发展道路	1573
互联网金融：不要神秘化也不要简单化	1584
金融生态方法及研究意义	1588
当前我国宏观经济金融形势及分析框架	1615
从美国金融危机看我国的金融改革与发展战略	1652
当前的经济金融形势及分析框架	1689

如何看待当前我国的经济金融形势	1792
充分认识我国高投资的重要性	1816
从经济学角度看诚信文化建设	1835
人民币汇率走势分析	1846
中法金融合作	1887
抓住改革窗口 突破发展陷阱	1905
中国优势·中国梦	1920
一个被遗忘了的发现	1969
 第五篇 其他杂文	 2015
关于东莞金融发展的一点想法	2017
关于东莞社会经济发展的一点建议	2024
《回归恒等式》书序	2029
如何实现我国宏观经济的放大式均衡	2033
《金融生态论》书序	2036
《中国优势》前言：从一则幽默故事讲起	2044
《中国优势》后记：从伯南克到耶伦	2049
《新美国经济》译者序	2052
《美国银行危机处置》书序	2060
《金融机构的绩效：效率、创新和监管》（书序）	2062
美国金融危机的启示及对中国金融改革发展战略思考（提纲）	2067
博士后研究报告开题说明	2069
二十年回眸	2084
丁鹄金融学说概要	2087
回忆丁鹄先生	2097
丁鹄先生：一个值得我永远纪念的导师	2102
2012 年新春贺词	2108
2013 年新春贺词	2110
任重道远 立志弘毅	2112
致新闻界朋友们的一封公开信	2115
理论联系实际的学术银行家	2117

关于过剩流动性的管理问题*

考察近年来我国金融体系中货币投放的主要渠道，可以发现流动性主要来源是国际收支顺差。外汇占款成为基础货币投放的主要渠道，快速增长的外汇来源必然造成货币信贷资产的急剧膨胀，并给资产价格和商品市场造成压力。目前，资产市场泡沫积聚、商品市场价格上涨，流动性过剩已成为当前的一个严峻的问题。但我国的流动性过剩与其他国家不同，我们是流动性过剩和资金不足并存。金融市场发展的不平衡，极不发达的直接融资市场特别是服务于中小企业、“三农”等的各类金融工具与市场是主要制约因素，这种结构性的流动性过剩亟待有效的政策疏导。近日，记者就过剩流动性的管理问题采访了知名金融学者徐诺金博士。

流动性过剩的“源头”问题

记者：目前，主流的观点把流动性过剩的根源一般归因于投资过高导致的出口过度。依据这种判断所形成的政策方法是控制投资、抑制出口、调整汇率。但按照这种政策主张出台的政策措施，从实际效果看并不理想。去年底又有专家提出找到了新的流动性过剩根据，把问题归因于全球流动性过剩，您是否认同这种观点？您认为真正的源头在哪里？

徐诺金：对于我国流动性过剩的根源，我的看法与目前的主流看法有所不同。关于这种新说，我没有研究，也没有看到有说服力的研究报告。

主流看法把流动性过剩归因于投资太高，也违背了经济学的最基本原理。我们知道，宏观经济学有个最基本的等式是 $I=S$ ，即宏观经济平衡的最基本条件就是储蓄（S）要与投资（I）相等。把这个等式引入开放经济条件，即国内投资与储蓄的差额要与进口（M）与出口（X）的差额相等，即 $S-I=X-M$ 。这个等式的意义就是，国内储蓄的不足要通过引进外资即进口来弥补，国内储蓄的过剩要通过出口即输出资本去消化。国内储蓄与投资的差额越大，出

* 本文是2008年7月作者与《金融时报》记者姜欣欣的对话。



口与进口的差额即顺差也越大。现在，我们面对国内短期内无法改变的高额储蓄，如果国内投资上不去，最终结果不管我们是否愿意接受，都只能是顺差越来越大。

有人可能会说，我们的投资率已接近国民收入的 50%，还不高吗？我们的固定资产投资率以 20% ~ 30% 的速度增长还不高吗？但判断投资率的高低及其合理性，要看储蓄率是否足够支持投资率。因为公众扣除消费后的储蓄，要求我们作为社会的管理者必须将他的储蓄高效地用于投资，为公众明天的更多消费做生产能力的准备。否则，今天浪费或闲置储蓄的结果，就会在明天的消费供求关系中反映出来。

有人可能认为，我们的储蓄太高了，要鼓励消费，把过高的储蓄降下来。这种观点从长期看有道理，但从近期看很难实现。近几年为鼓励消费出台了很多政策，但消费就是上不去，储蓄也下不来，其中原因就在于消费与储蓄是一个受制于一定制度结构下收入分配方式的制度性变量。我们知道，储蓄是收入减去消费后的剩余，因此，储蓄主要由收入和消费两个因素决定。在收入分配结构基本确定之后，消费的规模和结构也基本确定，储蓄也随之而成为一定生产方式和分配方式等制度结构变量下的常量。所以，尽管从长期看，可以通过制度结构的改善和变革去调节储蓄率，改变宏观经济运行的前提变量，但就现实而言，只能把高储蓄作为我们宏观调控中的一个既定前提。

记者：那么，平衡高储蓄的方法有几种呢？

徐诺金：实际上只有对内、对外两种：一种是通过扩大出口的办法来消化吸收储蓄，即外部平衡法；另一种是通过扩大国内投资的办法去消化转移储蓄，即内部平衡法。长期以来，我国采取的都是外部平衡法。但目前国内外所出现的情况已迫使我们不得不把平衡经济方法的重点从向外重新转向国内因素上来，通过实行与高储蓄率相适应的高投资率策略去平衡国内经济，通过缩小储蓄与投资的差距减轻顺差压力和外汇储备压力。

事实上，高储蓄是加快我国现代化建设的难得机遇，高投资是符合我国国情的现实选择。从我国的情况来看，我们离发达国家的差距还很大，基础设施建设、基本生活水平、社会福利保障等都非常落后。大额外汇储备反映的不是国民的富裕，也不代表国家的强大，它反映的正是一种经济结构失衡下的“贫困中的富裕假象”。我们应珍惜每一分储蓄资源好好用于国家强大、人民富裕方面的投资。高储蓄为高投资所创造的条件，正是我国正在实施工业化、城镇化、新农村建设、传统产业技术改造升级和知识产权自主创新等国民经济重大战略的客观需要。

再从扩大消费、改善人民生活的角度调整消费与储蓄的关系来看，投资也是至关重要的。因为在目前的收入分配格局和消费倾向条件下，扩大消费只能

依靠社会就业水平提高所带来的就业面扩大及由此带来的工资收入水平的提高。没有投资的扩大,就业水平和工资水平就上不去,扩大消费就是一句空话。当前,我们与其把注意力放在如何刺激消费的问题上,不如把注意力更多地放在创造条件为富有人的储蓄更多更好地用于投资以扩大贫困人口的就业水平,提高他们的就业能力和工资收入上。这样可能更易达到消费扩大的目的,也更有利于社会和谐和稳定。

能耗问题、污染问题也需要更多的技术革新投资、环境保护投资来解决。在目前情况下,要在保持足够的投资增长速度的同时优化投资结构,将投资引导到工业化、城市化、新农村建设、传统产业改造、技术创新上去,加大环境保护、社会保障、公共教育、第三产业服务等方面的投资,正是我国经济发展和宏观经济平衡的现实要求。

积极引导过剩流动性实现经济金融的结构性调整与创新

记者:在目前流动性过剩根源没有根本解决之前,应如何加强流动性管理,使流动性规模保持在与经济增长进度相适应的水平上,使币值保持稳定?

徐诺金:当然,在流动性过剩根源没有根本解决之前,如何加强流动性管理,使流动性规模保持在与经济增长进度相适应的水平上,使货币保持稳定,是我国中央银行所面临的一个相当迫切而又艰难的问题。应该说在加强流动性管理方面,近几年来,人民银行已经做了大量卓有成效的工作。在未来的流动性管理中我认为有几方面值得关注:

第一,不能过分强调汇率制度在调节国际收支中的作用,要充分重视汇率作为价值尺度的职能内在地要求稳定的特性,强调维持人民币汇率稳定性的重要性,防止过于频繁的汇率波动给实体经济可能造成的危害。事实上,国际收支的调节只能在稳定的汇率标尺下通过贸易商品完全成本核算和灵活的价格机制去实现。目前,我国贸易商品的部分竞争优势源自成本核算的不完全,低廉的劳动力价格、廉价的土地供应及环境污染,使相当部分贸易产品的成本低于国际市场,尤其是低于劳动力市场机制健全、土地买卖完全市场化、环境污染成本高的发达国家,这种现象是无法依靠汇率调整去解决的。相反,如果没有劳动力市场供求关系的变化使供过于求的状况缓解;如果没有土地资源的有效管理使土地价格真实地反映土地的稀缺程度;如果没有环境污染的高成本使能耗和污染的排放真正地反映能源和环保的重要,汇率调整只会带来更低的工资、更低的劳保福利、更廉价的土地供应和更大的能耗和污染。因为出口商、生产商为了确保自己的利润,会加大压缩成本的力度。这一点在有些地方已经开始



出现。

第二，对我们这样大的经济体系来说，对货币稳定、汇率稳定和资本流动三者的选择，货币政策的独立性及其稳定是第一位的。对此，应该考虑放松外汇管制，形成反映市场真实供求关系的交易环境，防止货币政策独立性受损和中央银行货币政策的被动。

第三，要把外汇储备换回的物资真正用于弥补国内经济瓶颈要素的不足。出口换回的美元，如果不用于进口，等于换回的是一张纸；如果用于购买美国国库券，收益率低于国内资本利润率，那是一种损失，更何况国内还很穷，还很不发达，还要大量的投资。这时如果把钱引入国外，这相当于穷人借钱给富人，不合常理。

第四，如果把外汇储备换成国内所需的资源和技术，由外汇储备而引发的基础货币及其流动性，是有物资保障的，它与纯粹的信用货币投放所形成的货币供应量过多不同，是不会造成通货膨胀的。当前我国物价上涨走势的发展，可能与我们没有把外汇储备用来进口，出口与进口差距扩大，减少了国内商品供应有关。缓解当前的通胀压力，更多的可能是促进进口，把外汇资源充分利用起来。

第五，不宜用信贷限额控制的办法来管理流动性，也不宜实行过分微观化的货币信贷政策。因为货币信贷政策本身就具有总量性特征，过分的微观化往往会导致信贷资源分布的不均衡，影响市场自发性的结构调节功能的发挥。如对房地产信贷的控制，引起许多房地产公司境内筹资困难被迫走向海外筹资，这些筹资又返回来结汇，进一步形成流动性过剩压力。去年以来，广东几大主要房地产公司就出现了这种现象。行政性的限额控制也影响了市场对商业银行的选择激励。本来优势银行可以发展更快更好，由于限额管制，一些境内优质银行不能扩大自己的市场，反而一些外资银行、中小金融机构由于不受此限制而发展更快。这种政策差异不利于公平竞争和优胜劣汰。

第六，要重视小步渐进升值可能加剧的资本升值收益预期引起的套汇套利资本流入，也不宜过分相信资本管制的有效性。小幅的单边升值消除了套汇风险，无形中提高了套汇的收益预期，从而引发更大的资本流入。而在名为资本项下管制，实则资本规避管制手段多样，资本的流入和流出可以透过已经放开的贸易项目实现的情况下，资本的管制效果是有限的。去年以来，资本项下资本流入的加快及经常项下混入的资本流入增加，都反映了升值确定性预期和资本规避管制的强化趋势。

总的来说，对当前我国的流动性过剩问题要从治标与治本两者相结合上来解决，既要治标解决货币信贷过快上升的问题，更要治本解决源头上的流动性过剩根源问题。否则，我们只会离目标越来越远，或为实现目标付出一些不必要的代价。

回归恒等式是实现宏观经济均衡的根本途径*

宏观调控的首要任务，是把抑制通货膨胀放在突出位置。应该说这一方针政策完全符合当前宏观经济形势。面对经济增长放缓与通货膨胀加剧的矛盾状况，宏观经济政策做出适度调整和完善完全必要。但如何在经济增长与通货膨胀控制之间取得良好的平衡是当前有关调控当局面临的最大难题。今天，中国人民银行广州分行副行长徐诺金博士做客《学者访谈》，徐诺金认为，仅仅围绕经济增长速度的快慢和通货膨胀水平的高低去出谋划策是不够的，我们必须深入地探究其深层根源。

一、宏观经济学最基本恒等式：投资等于储蓄

记者：您认为当前我国宏观经济面临的通胀压力和经济增速下降并存的深层根源是什么？

徐诺金：事实上，即使不发生外部需求放缓和国内自然灾害等意外因素冲击，在以控制投资为主要内容的有关政策作用下，我国的经济也会迟早陷入速度下滑和通胀并存的“滞胀”局面。我们知道，宏观经济学有个最基本的恒等式即“投资等于储蓄”。这个恒等式告诉我们要使宏观经济保持均衡增长，投资要围绕储蓄水平来进行，即投资既不能超越储蓄，也不能过分低于储蓄。否则，宏观经济就会陷入通货膨胀和经济萎缩的失衡困境。可是这些年来，我们没有根据我国储蓄率的变化及时地调整投资率水平，没有把储蓄率的变化当做确定和评判投资率水平高低及其合理性的重要标准。由此，陷入内生性经济增长动力不足，外生性流动性过剩压力加剧的困境，最终形成经济增速下降与通货膨胀上升的不良局面。因此，如果我们对我国国民经济失衡的深层根源——储蓄与投资失衡的矛盾缺乏深刻的认识，政策措施不能顺应宏观恒等式的基本原理和客观现实的基本要求，现在面临的矛盾状况还会加剧。正是从对

* 本文是2008年9月1日作者接受《金融时报》记者黄丽珠采访时的对话。



这一问题的认识出发，我们主张：货币政策要从紧、信贷政策要放宽、财政政策要稳健、汇率政策要稳定，投资储蓄要平衡。

二、回归宏观恒等式

记者：请把您主张的政策选择——货币政策要从紧、信贷政策要放宽、财政政策要稳健、汇率政策要稳定、投资储蓄要平衡这几方面详细阐述一下。

徐诺金：就货币政策要从紧而言，这是基于我国宏观运行中的三个基本事实：一是货币政策所面临的流动性过剩压力短期内难以从根本上消除。从目前中美利差、人民币升值预期情况看，我国贸易与资本项下双顺差的局面短期内难以改变，因外汇占款而造成的被动性货币供给并不会从根本上消除。尽管目前金融机构的存款准备金率经过连续提升已经达到历史高位，但即使是这么强有力的货币回笼或冻结，也仅仅是勉强将已产生的外汇顺差结汇后产生的增量货币供给从商业银行转移到中央银行。只要这种顺差局面继续，随顺差而产生的流动性就会源源不断地产生，中央银行就必须利用各种货币政策工具进行对冲或收回这些流动性。只要投资与储蓄的平衡关系未变，过剩压力就始终存在，对冲意义上的从紧货币政策也必然存在。二是当前的通胀水平仍然处于高位，潜在的通胀压力仍然较大。尽管国内 CPI 指数连续高位回落以及国际市场包括石油在内的大宗商品价格回调给我国通货膨胀控制提供了有利条件。但目前 CPI 指数仍处于 6.3% 的高位，尤其是工业品出厂价格 PPI 从 6 月份的 8.8% 跳升到 7 月份的 10%，创 12 年来新高。随着 PPI 上涨带来的企业利润空间进一步下降，工业品价格上涨最终会逐渐传到消费市场，正从高位回落的 CPI 可能重新调头向上，这种反复会重新强化公众的通胀预期。三是国内能源、原材料等主要产品价格仍低于国际市场，开放市场中的单一价格驱动会继续构成输入性通胀压力。尤其是一些国际炒家，利用我国经济增长对国际能源和资源严重依赖的弱点，哄抬能源、原材料期货价格，7 月份 PPI 创新高就与煤炭、原油、钢材等价格上涨有关。再加上我国能源、原材料上游产品的国有集团垄断性质，集团利益极易借与国际市场上价格落差推动这些产品价格上涨。基于上述情况，我国的货币政策宜保持从紧的基本取向，以保持价格水平的基本稳定作为自己的最高目标。

记者：您说货币政策要从紧，同时又强调信贷政策要放宽，两者是否矛盾？

徐诺金：不矛盾。货币政策是一种总量控制，总量调节政策。尽管近几年我国中央银行也利用存款准备金工具去进行结构上的调节尝试，但其总体特征还是总量性质。而信贷政策具有结构性特征，它主要通过利益杠杆和行政性规

定去引导信贷资源向特定行业、领域或部门流动。如中央银行对中小企业、“三农”、再就业、助学贷款等的信贷支持，对国家禁止的高污染、高能耗等行业企业的信贷限制都是信贷政策的体现。另外，完善市场配置信贷资源的各种政策制度环境，提高信贷资源的配置效率而实施的政策措施也应纳入信贷政策的范畴。

正是基于货币政策与信贷政策的不同，最新公布的人民银行“三定”方案非常明确地提出了央行的信贷指导职能。我们说信贷政策要放宽也指要改变从紧货币政策依靠信贷限额管理去实现的做法。事实上，信贷限额管理对货币政策的实施作用并不大。因为信贷规模管制后，受金融机构逐利动机和市场旺盛需求推动，金融机构纷纷采取了许多不同于传统贷款的“替代品”，如信贷资产类理财产品等表外业务来规避贷款规模管理。表面上看，表内贷款存量余额被管住了，而实际上资金却在流动中继续发挥着其应有的功能作用，变换的只不过是资金运用方式。而且这种信贷限额管理还有严重的扭曲效应和负面扩大效应，即在资源有限条件下，金融机构会进一步将信贷资源向重点地区、重点行业 and 重点企业集中，中小企业和其他弱势领域融资难问题会进一步加剧。为此，我们说信贷政策要放松也包括规模的扩大及政策的优化。要鼓励金融机构扩大对中小企业、“三农”的信贷投放。要完善对特定行业、特定领域信贷扶持的利益引导机制和政策到位与否的检查、评估、督促机制。

记者：目前主流的观点是实施积极的财政政策，并主张财政政策应扩张，您主张财政政策要稳健，这是为什么？

徐诺金：一是目前财政收入增速远远超过同期经济增速，说明经济增长中的经济主体税负很重。最近的福布斯全球竞争力排名显示，中国的税负大概排在世界的第三、第四名。中国作为一个发展中国家，居民税负和企业税负重，并不利于经济发展。二是近几年财税收入超常规增长，财政收入在国民收入的比重日益增加。近几年国家财政收入增幅连续保持在20%以上，财政收入占国民收入的比重也一路走高，而企业和居民收入增长都出现下降，占GDP的比例进一步降低。目前，政府储蓄上升已成为我国储蓄率高的一个重要原因。面对高储蓄的困境，财政收支规模不宜再扩张。三是目前我国的经济并没有陷入“凯恩斯陷阱”，利率还有弹性，企业对未来经济前景乐观、投资意愿很强，不需要扩张性的财政政策来刺激经济增长。财政政策的主要作用应是把更多有利的投资机会让给市场，为民间投资创造更有利的税负环境。财政政策发挥更积极作用的方面应该是，财政可用减税、税收优惠、财政补贴等政策，把钱放回到企业的口袋里，让他们做产业升级换代、创立名牌、提升竞争能力，并以此来引导经济向质量更好、速度更快、效率更高、就业更充分、人们福利更高的方向发展。同样地，财政支出结构要优化，要把有限的财力主要用于公



共产品和服务的供应，在当前尤其要着重落实和完善各种覆盖全社会的保障政策，着力体现财政的公共服务职能和公平和谐目标的实现。

就汇率政策要稳定而言。我认为，由于单边升值和单边贬值都不符合价值尺度要稳定的内在要求，因此，它不仅不能解决问题，而且会加剧本已复杂的矛盾。2005年以来汇率走势与本希望通过汇率及汇率机制的调整缓解贸易顺差压力和外汇储备增长过快矛盾就说明这个问题。单边贬值会将预期引入另一个方向。贬值预期一旦形成，资本可能形成流出的势头，这是宏观经济承受不住的。同样地，汇率的稳定比弹性更重要。因为生产者、贸易者和长期投资者要的是成本可控、价格可测、利润稳定。而没有汇率的稳定，相当于价格尺度坏了，成本、价格、利润都不确定，生产、投资和贸易秩序就会陷入混乱。从我们最近调研了解到的情况看，除了人民币不断升值直接导致企业汇兑损失增加、利润减少外，人民币升值幅度的不确定性是困扰企业经营的突出问题，汇率变成了不确定的价值尺度，既不利于进口，也不利于出口。因此，维持汇率的基本稳定至关重要。

如果人民币升值阶段性不可避免，那么，就要尽快一步到位，一次性升值到某个接近市场均衡的汇率水平，这样可以消除升值幅度的不确定性。另外，稳定的汇率政策也要有正确的国际收支政策相配合。不论从国民福利最大化的原理出发，还是从国民经济可持续发展的角度出发，国际收支政策、外资政策都应追求收支基本平衡。国际收支的本质就是互通有无，追求双赢。

记者：您上面提出的这些政策措施其实都属于治标的短期调控措施。要从根本上解决宏观经济失衡问题，就要回到宏观经济平衡的基本条件“储蓄等于投资”这一恒等式上来。这也是我多次采访您时您一直坚持的观点吧。

徐诺金：是的。在开放经济条件下， $\text{储蓄} - \text{投资} = \text{出口} (\text{或引进外资}) - \text{进口} (\text{或对外投资}) = \text{国际收支顺差} (\text{或逆差})$ 。自20世纪90年代以来，我国主要是依赖扩大出口的办法平衡国内高储蓄，通过商品和资本的输出消化吸收国内过剩的储蓄资源，借此获得经济增长，也使我国经济增长模式从传统的内需驱动型变为外需驱动型。从1993年以来，我国进出口顺差不断扩大。正是由于不断扩大的贸易顺差及资本流入，我国外汇储备也急剧增加，给人民币带来升值压力，给国内货币供应带来过剩，国际上的贸易争端也逐年增多。与经济高速发展相对的是消耗了大量的基本资源，留下了环境污染。日趋严峻的内外形势实际上预示了我国依赖外部需求平衡国内储蓄的经济发展模式已经接近极限。现在人们开始主张把重心转向国内，主张通过扩大国内消费来降低储蓄率，实现宏观经济平衡。但事实上，这种办法在现阶段也走不通。因为受工业化、城镇化过程中边际消费递减，边际储蓄上升所造成的储蓄率上升规律的作用，及我国现行城乡二元体制和收入分配不平等趋势加剧的制度结