

国家金融与发展实验室副主任曾刚：

# 进一步提升货币政策工具精准性

□本报记者 焦源源



国家金融与发展实验室副主任、上海金融与发展实验室主任曾刚日前接受中国证券报记者专访时预计，短期的物价变化不会对货币政策调控正常化节奏形成明显干扰。货币政策调控正常化是渐进调整，下一步有必要在边际上控制宏观杠杆率增速，推动社融恢复到与实体经济增长相匹配的水平。与此同时，应进一步提升货币政策工具的精准性，促进融资结构优化。

用现行通胀指标的稳定性作为币值稳定的标准，并将其作为货币政策调控判断的参考已经不太合适。应考虑补充和完善现有通胀指标体系，将资产价格变动纳入其中。同时应进一步完善对资产市场的调控、监管体系，降低资产市场对货币政策调控的扰动。

货币政策，人民币主权资产的收益率明显高于其他发达经济体，成为全球投资者高度关注的对象。与此同时，我国加快了金融市场开放的步伐，为境外投资者配置人民币资产提供了越来越多的便利。上述这个背景为人民币国际化带来了契机，同时也给中国的货币政策操作带来了一定的挑战。

从维护内外均衡的角度，未来需关注两方面问题。一是畅通跨国资本流动，有序推动市场主导的人民币国际化进程。具体包括，进一步开放国内金融市场与国际市场接轨，通过QFII扩容、沪港通和深港通标的范围扩大等资本市场改革手段来吸引外资；进一步推动汇率形成机制的市场化，如下调远期结售汇准备金率、淡化逆周期因子的使用等，鼓励涉外交易中人民币结算，拓展人民币使用范围。

二是强化对跨境资本流动的调控与监管，确保国内货币政策的独立性。由于国内外疫情防控及复工复产进展存在差异，中美经济周期和货币政策态势的不同步将可能维持较长时间，在此背景下，美国宽松货币政策可能会通过资金的跨境流动，对我国货币政策的正常化进程造成一定干扰。此外，过于频繁的资金跨境流动，也可能造成金融市场

概率可能会更大。

当然，由于过去一段时间，各国经济、金融结构的巨大变化，宽松货币政策的影响不一定会体现在CPI或PPI等与实体相关的通胀指标上，而更多可能反映为资产价格（股票等金融资产和房地产等）的显著上升。

这也反映了目前讨论较多的话题，即盯住通货膨胀的货币政策是否已经过时？要回答这个问题，显然还是要回到货币政策目标这个本源问题上。在信用货币体系下，中央银行货币政策最核心的目标，是维持公众对信用货币的信心，而信心的基础就在于信用货币购买力的稳定。在我国人民银行行法的表述中，“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。币值稳定涉及到货币对所有商品（也包括资产）的综合购买力，不仅仅是CPI或PPI这类从某个侧面反映物价水平的指标。在经济、金融结构相对简单，实体经济占据主导的发展阶段，以CPI这类指标代表币值变化是可以接受的，但在金融经济发展达到较高水平，在国民经济中占比较高的情况下，CPI这类指标就已经不能全面地反映币值稳定状况了。因此，问题不是盯住通胀的货币政策是否已经过时，问题的实质是用现行通胀指标的稳定性作为

## 货币政策正常化是渐进调整

中国证券报：11月CPI数据显著低于预期，对当前货币政策调控会产生哪些影响？

曾刚：11月的CPI数据虽然显著低于预期，但并不意味着中国经济步入了通货紧缩通道，也不会改变未来一段时间货币政策回归常态化的趋势。首先，11月CPI数据受诸多短期因素干扰，特别是去年同期基数偏高，而今年猪周期转向，拉动食品价格回落（剔除食品和能源价格后的核心CPI仍维持稳定）。与此同时，消费支出受疫情冲击，恢复进程相对生产要更为缓慢。从更长的时间看，随着短期干扰因素的消除，以及后续消费的持续恢复，预计CPI仍然将维持在相对稳定的水平。

其次，从我国货币政策操作来看，CPI并不是唯一关注的指标。在经济结构分化，多政策目标权衡的考量下，仅仅以CPI作为宏观调控的依据，已经不能满足实践的需要。这意味着，CPI指数本身也有根据现实情况进行扩展和优化的空间。

从目前的各项经济指标看，中国经济整体运行状况良好。在经历疫情冲击后，第二季度和第三季度经济回稳趋势较为明显，为货币政策回归正常化奠定了基础，短期的价格通缩预计不会对货币政策正常化节奏形成明显干扰。

中国证券报：有观点认为，特殊时期的货币政策调控或已到退出之时。下一步应如何逐步退出？

曾刚：货币政策首先着眼的是实体经济。今年上半年，在新冠肺炎疫情的影响下，国内外经济环境都受到了较大的冲击。需求端消费受到严重抑制，供给端企业经营的稳定性也经受了严峻考验。为对冲疫情影响，上半年的货币调控紧紧围绕“六稳、六保”，通过再贷款、再贴现，以及创设直达实体的货币政策工具，加大了对实体经济的流动性支持力度。同时，推动银行贷款利率挂钩LPR，带动实体经济融资成本下行，在很大程度上缓解了市场主体的“融资难、融资贵”问题，为复工复产以及经济的企稳回升创造了合适的货币环境。

必须看到的是，疫情期间的部分货币政策操作有其特殊性和短期性，在经济逐渐恢复正常的前提下，如果长期执行这些政策，在微观上可能助长金融机构和企业的道德风险，这对市场的资源配置能力有可能造成根本性损害，进而影响经济的长期增长潜力。此外，特殊时期政策的长期化，还可能动摇主权货币的信用基础，影响货币金融体系的稳定。正是基于这样的认识，为避免短期政策长期化可能造成的负面影响，人民银行在一些政策工具推出时就考虑了退出的安排，比如“普惠小微企业信用贷款支持计划”，要求“放贷银行应于购买之日起满一年时按原金额返还”。明确了政策退出的时间和路径，有助于金融机构和实体企业形成正确预期，减少对短期政策的过度依赖。

从目前我国经济运行情况看，目前经济复苏态势良好，预计2021年，内生动力（如私人消费和制造业投资）将逐步恢复到正常状态，推动经济回到疫情前的增长轨迹，完全弥补疫情对经济增长造成的短期冲击。在这个过程中，经济增长对特殊时期政策的依赖度将逐步减弱，短期政策刺激将逐步退出回归正常化。当然，由于经济的恢复是渐进的过程，而且考虑到全球范围内的疫情及其对经济造成的影响不会在短时期内消退，因此，货币政策的正常化也会是一个渐进的调整，并不意味着在某个时点上的“从松到紧”的转向。

货币政策正常化有两方面工作，一是部分支持实体经济的短期政策安排（如延期还本付息、普惠小微贷款再贷款等），按原定时间表有序退出；二是保持杠杆率增长恢复平稳状态。2020年全年，宏观杠杆率上升估计在30个百分点左右。下一步有必要在边际上控制宏观杠杆率增速，推动社融恢复到与实体经济增长相匹配的水平。与此同时，进一步提升货币政策工具的精准性，促进融资结构的优化。

## 推动市场主导的人民币国际化进程

中国证券报：在金融市场开放持续推进背景下，货币政策调控应如何更好兼顾内外平衡？

曾刚：人民币对美元升值实际上是美元对全球主要货币走弱的一个反映，核心还是基于美联储当下相对宽松的货币政策态势以及后续美国更大规模的财政刺激，所产生的弱美元预期所致。对比中美在疫情期间的经济增长状况，以及后续的货币政策走势，未来一段时间，人民币或小幅走强。

在全球超低利率的环境下，中国保持了相对正常化的



新华社图片

的波动，并影响国内金融体系稳定。因此，有必要在继续加大金融开放，便利资金跨境投资的同时，完善与之相配套的监管法规和监管手段，通过监管能力的提升，确保我国货币政策的有效性。

中国证券报：央行日前表示，将尽可能长时间实施正常货币政策，如何理解“正常货币政策”？

曾刚：所谓“正常货币政策”，我的理解是经济运行正常时期应采取的货币政策，即“中性货币政策”，其核心在于维持物价稳定，为市场机制正常发挥其自我调节功能，为金融市场发挥资源配置功能，创造适宜的货币环境。与之相对应的“非正常货币政策”，是在特殊时期，由于经济体系或金融市场受到严重冲击，市场机制失去自我调节功能，宏观调控当局通过非常规货币政策介入市场，为经济运行提供支持，甚至在一定程度上直接参与市场交易，成为市场机制的补充甚至是替代者。

在遭遇巨大外部冲击的情况下，市场机制出现严重失灵，难以维持经济正常运转，实施非正常的货币政策有其必要性。但如果非正常货币政策被“制度化、长期化”，必然会严重影响市场机制的自我调节能力，在微观上也会加剧金融机构和企业的道德风险，不仅可能导致严重的长期金融风险隐患，还会对资源配置的效率造成长期影响，不利于经济增长的效率提升。

总体上，尽可能长时间实施正常货币政策的核心，就是随着市场运行恢复到正常状态，货币政策也将回归到“中性”，尽量减少对市场机制不必要干预。同时将政策的重点，从危机时期的风险管理和流动性管理为主，转向总量适度、结构优化，兼顾人民币币值稳定、经济增长以及金融稳定等多目标之间的平衡。

## 将资产价格变动纳入通胀指标体系

中国证券报：在当前全球部分央行施行宽松货币政策背景下，市场对全球会出现通胀存在分歧，你怎么看？

曾刚：总体上看，对全球通胀的预期是客观存在的。受疫情影响，全球主要经济体普遍实施了极其宽松的货币政策。考虑到疫情冲击的逐渐消退，预计未来，全球经济将逐步恢复到疫情前的正常状态。但宽松政策易放难收，如果退出时机和力度把握不当，退出过快可能造成市场剧烈波动，退出过慢则可能形成一定通胀压力。目前来看，出现后者的

# 优化药品集采政策 促进医药产业结构升级

□中央财经大学经济学院教授、博士生导师 张苏

我国的药品招标采购工作已经取得显著进步，国家医疗保障局公布的《2019年全国医疗保障事业发展统计公报》显示，截至2019年底，药品集中带量采购试点地区中选药品价格平均下降59%，老百姓得到了实在利益，这是各省医保部门不懈努力的结果。笔者认为，未来应该让政策更加精准有效，更符合产业发展规律，为建设健康中国做出更大贡献。

## 仿制药成本优势显著

最近，各省的药品集中带量采购招标文件陆续出台，笔者发现部分地方文件仍有待完善，一是对于国家颁发的药品批文没有做到一视同仁，将药品分多个层次，但层次划分没有令人信服的依据，造成人为拉入低层次的药品即使质优价低也没有入围机会。二是在药品层次划分规则中过度保护原研药，甚至将专利已经到期的原研药也规定为第一层次。虽然将通过了国家一次性评价的仿制药也列为了第一类，但事实上排除了诸多国内仿制药。三是规定了入选相应层次要求药品覆盖省份数量（比如一些省份规定为15个），规定须获得某种奖项等。这些规定在一定程度上会挤压一些创新企业，未给予新获批品种公平竞争的机会，没有顾及社会福利最大化原则，需要进一步改进。

原研药在专利期间得到保护是医药产业健康发展的重要保障，这一点市场是有共识的。据Wind数据显示，近年来，成功开发一款新药（新的化合物），成本平均为12亿美元至25亿美元；开发的成功率仅有10%左右，平均5000至10000个先导化合物才诞生一个上市新药；研发时间需要10年至15年（从实验室发现到进入市场销售），而专利期一般为20年；投入市场的新药一般只有20%能实现市场销售额相当于或超过研发成本。正是因为研发新药成本大，所以新药上市后，各国都会给予专利保护，允许其具有一定的垄断势力，并以高定价收回成本。专利保护下的巨大红利会反过来促进产业资本改进医药研发路径，促进新药研发。

但是，原研药过了专利保护期，不应再给予优先权，应该让它与仿制药处于同等的条件下进行市场竞争。仿制药具有显著的成本优势，平均一款仿制药从研发到上市销售只需要3年至5年，成本一般低于24万美元；在研发难度方面，由于已经获知有效成分和化学结构，开发目标明确，可专注于工艺改进，提升质量，特别是在通过一致性评价之后，其质量会得到大幅度提升正因为仿制药能以更低的价格提供与原研药同样质量的治疗，不但降低了患者的医疗负担，也能大幅降低政府的医保支出。

很多国家出台相应的政策保护仿制药。比如美国、印度等一些国家出台相似生物制剂指南，用于仿制药产业的规范化、标准化生产，以促进仿制药产业质量提高。在人口老龄化、疫情冲击等背景下，我国依靠仿制药降低病患药费、降低医保支出的迫切性非常大。

## 完善药品集采政策

进口药价格过高是导致卫生费用支出大量流向国外医药巨头的重要原因。因此，改进药品集采政策非常有必要。一是集采文件应将价低质优的仿制药置于优先地位，并打击垄断势力，创造来自竞争的繁荣。近年来，特别是2016年我国发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》以来，仿制药一致性评价工作正式展开，技术迅猛发展，我国已经在仿制药的安全性、功效性和质量方面都建立了极高的标准；很多药物的活性成分、强度、剂量、给药途径，进入人体到达靶器官的速度和程度，与对应原研药达到了一致。

由此，认为仿制药质量更低的概念，迫切需要政府通过采购政策、处方政策来改变。采购文件中应该规定同等质量下优先采购仿制药。如果一定要进行质量划分，应该按照药监局批文进行质量划分。显然不宜将原研药排在前面；对于首仿药也不应过度保护。美国食品药品监督管理局对首仿药只保护180天，此后不再保护，鼓励竞争。规定覆盖省份数、何时集中采购入围、曾经获得何种奖项，这些维护垄断的做法不利于鼓励创新。

二是鼓励医院优先采购仿制药，鼓励医生开处方时优先使用仿制药。药品零差价政策、两票制改革，集中采购等措施仍然没有完全解决医院喜欢使用高价药的问题。有必要在所有医院启动通过质优价低仿制药处方以降低每个中国人医疗费用的集体行动，由此提高仿制药的市场准入速度和规模。这些措施将使得仿制药的需求得到大幅增加，同时也是对于仿制药建立信任的过程，有利于进一步促进国内医药产业的发展。

三是出台基于产业结构优化视角的医药产业政策。我国目前已有的药品批准文号总数高达20万个，95%以上为仿制药，过去低水平仿制的惯性还在，由于批号多，行业平均利润率只有5%-10%，远低于国际上50%左右的平均水平。从外包收入占比、原料药占企业产品收入占比、研发投入、新药分子开发量、国际市场原研药与仿制药中报量来衡量，我国医药企业还处在具有巨大潜力的阶段。

我国医药制造行业规模以上企业数量为八千多家左右，其中将近两成亏损。大量企业进行低端的大宗原料药销售，一些企业由销售大宗原料药向技术含量较高、利润空间较大的仿制药业务转型。这两类企业占到98%以上，只有少数企业走向了创新药研发之路，这样的产业结构显然不能满足我国建设健康中国的目标要求。因此，政策引导非常有必要：在带量采购中应鼓励研发支出占比高的企业；各省可引导竞争压力大的中小型仿制药企业参与创新药品研发的外包产业；为仿制药龙头企业提供研究开发补助。这不仅有助于实现从原料药到仿制药的产业升级，也有利于摆脱对于国际市场药品的依赖，促进资本积累和技术提升，形成规模效应和比较优势，最终实现我国医药产业结构升级。