

中信建投证券首席经济学家张岸元：

推进海南自由贸易港与境外资金自由流动



海南自由贸易港新特点：

- ◆ 面积、人口、经济体量远超各自贸区；
- ◆ 区域内产业类型更加丰富；
- ◆ 要素自由流动的政策设计更加完善；
- ◆ 注重吸引外部资源加快岛内发展；
- ◆ 在法治建设方面可以走得更远。

□本报记者 焦源源

中信建投证券首席经济学家张岸元日前接受中国证券报记者专访时表示,《海南自由贸易港建设总体方案》(简称“方案”)的发布具有里程碑意义,是近年来我国对外开放、区域发展方面高水平政策文件。与其他自贸区不同,海南自由贸易港更注重吸引外部资源加快岛内自身发展。该方案将推进海南自由贸易港与境外资金自由便利流动。同时,海南人口预计会有跨越式增长,在此过程中,应本着“房住不炒”原则,促进房地产健康发展。

要素自由流动的政策设计更完善

中国证券报:《海南自由贸易港建设总体方案》日前发布,海南自由贸易港将扮演什么角色?

张岸元:关于海南自由贸易港的角色,方案讲得非常明确,即,“引领我国新时代对外开放的鲜明旗帜和重要开放门户”,同时也是“我国深度融入全球经济体系的前沿地带”。这在新时代我国对外开放领域,具有里程碑意义。

方案是近年来我国对外开放、区域发展方面高水平政策文件。方案对自由贸易港作为海关特殊监管区的本质有深刻认识。对涉及货物、资本、人员、信息四大要素自由流动过程中,“一线”与“二线”的操作细节有足够把握,提出的措施具有可操作性。对面临的诸多现实困难,如腹地不足、产业基础不足、远离主航道等,有清晰的认识,继而提出的建设时间节点有切合实际的要求。

中国证券报:相比现行的自贸区改革措施,海南自由贸易港有哪些新特点?

张岸元:海南自由贸易港建设的核心,是整合叠加原有保税区、出口加工区、保税物流园区(A、B型)、自由贸易港区、自贸区等各类海关特殊监管区的功能,并将之推广到全岛。涉及立法、产业发展、非关税财税政策、社会管理等,都有完整的支撑性政策。

海南自由贸易港的新特点包括以下方面:一是面积、人口、经济体量远超原有各自贸区。二是区域内产业类型更加丰富,未来主导产业发展的方向,如旅游业、高端服务业等,也不同于其他自贸区。三是对应货物、资本、人员、信息四大要素自由流动的政策设计更加完善,而其他自贸区偏重于物流。此前国内一些自贸区注重离岸金融,但由于多种原因,一直没有得到有效发展。四是海南自由贸易港可能在一段时期内主要注重吸引外部资源加快岛

内自身发展。而国内其他自贸区往往面积仅数十平方公里,且都是建成区,更加注重通过对内对外的跨境联动实现自身发展。五是海南原本就是经济特区,理论上,在法治建设方面可以走得更远。

也正是基于此,海南自由贸易港面临的监管也更为复杂。涉及货物、人员和资金往来方面,“一线放开”相对简单,毕竟其自身就是离岛,省去物理隔离的巨大成本。关键是“二线管住”方面,尤其是人员和货物往来,其管理责任涉及大陆所有口岸,问题较为复杂。需要注意的是,相关监管细节须准确到位,不能因为其自由贸易港地位,影响到了海南岛与大陆之间原有的往来便利性。

通过税收政策落差促进海南发展

中国证券报:此次方案的发布,对海南金融业发展带来哪些利好?特别是对当地的上市公司而言,将面临哪些机遇?

张岸元:对金融行业有三方面利好:一是交易所等基础设施设立;二是金融市场准入举措和某些金融业务的加快落地;三是通过资金“电子围网”,推进海南自由贸易港与境外资金自由便利流动。前两点的意义十分明确。关于第三点,实际上,几年前上海自贸区及深圳前海,围绕离岸人民币回流,都在这一领域有所探索。如规定每年一定离岸人民币回流用于区域内重大项目融资等。这一领域同样存在“一线放开、二线管住”的逻辑,即,自由贸易港与境外资金可以自由便利流动,而自由贸易港与境内的资金流动仍需实施管制。鉴于海南面积和经济体量远大于我国其他自贸区,未来岛内的建设融资需求巨大,因此其与境外的资金自由往来实际意义更为显著,如可以降低融资成本、获得更多融资便利性等。

对海南的企业来说,中长期发展环境的优化是必然的。当然,对于当地上市公司而言,短期利好主要来自税收优惠,包括所得税和某些纳税人的个税等。相关政策短期内不

会在全国范围内复制,“税收政策洼地”将长期存在。因为通过税收政策落差,促进海南发展起步非常重要。

人口会有跨越式增长

中国证券报:如何看待自由贸易港和旅游业的关系?海南自由贸易港放宽离岛免税购物额度,对我国消费市场有何影响?

张岸元:旅游业的发展只是自由贸易港政策设计的一个方面。对海外游客而言,其优势主要在于签证的便利性,以及市场准入和旅游基础设施的投资。对境内其他地区游客而言,放宽离岛免税购物额度的意义非常显著。10万元的免税额度覆盖了绝大部分旅游购物需求,这一政策有望引导此前境外旅游购物相当程度上回流并汇集到海南。

中国证券报:相对于海南目前的发展现状,海南自由贸易港在建设过程中还需重点在哪些方面发力?将如何影响当前海南的产业结构?

张岸元:海南第一产业占比高,与土地资源和热带气候条件有关;而第三产业占比高于全国水平,原因是第二产业不发达,是没有走完工业化历程所致。

关于产业结构方面,方案要求按照海南全面深化改革开放试验区、国家生态文明试验区、国际旅游消费中心和国家重大战略服务保障区的战略定位,聚焦发展旅游业、现代服务业和高新技术产业。这意味着,海南不能走传统的劳动密集型、资本密集型工业化路径,而是直接进入现代服务业和高新技术产业领域。这种跨越式发展面临的难度可想而知。海南围绕重化工发展等有过多次争论。按照方案要求实现产业发展,需要更大力度的资源输入,更加有力的政府引导。

无论下一步产业发展选择怎样的路径,人口大量流入、岛内特大城市或城市群的发展,都是必然要求。随着全岛开始建设自由贸易港,人口会有跨越式增长,在这一过程中,应本着“房住不炒”原则,促进房地产健康发展。

丰富国债期货投资者结构 增强经济预测功能

□北京金融衍生品研究院副院长 刘玄
北京金融衍生品研究院研究员 鲍思晨

国债收益率曲线是金融市场和宏观经济的重要风向标,它不仅反映了债券市场的长短期供求关系,也反映并影响着实体经济的运行,进而可作为观察经济运行的重要窗口,为政府制定和实施宏观经济政策提供重要参考依据。建议从对内、对外两个角度放开国债期货市场,进一步丰富国债期货投资者结构,从而增强对宏观经济的预测功能。

国债期货交易高效反映市场供求

国债期货交易成本低、效率高、价格公开透明等特点,大大降低了交易摩擦,使市场参与者的观点或期望得以更加充分快速地表达。由于信息传播的质量更高且速度更快,国债期货隐含远期收益率曲线的形态变化在较短时间内蕴含了更加丰富的市场信息,更加高效地反映了市场供求关系变化和实体经济运行情况,从而为金融市场提供了较准确的定价基准、为宏观经济调控提供了更具市场基础的参考依据。

我国国债期货市场自2013年重启以来,产品种类逐渐丰富,交易机制逐步完善,期货价格高度相关,市场运行总体平稳。截至目前,我国已相继推出5年期、10年期、2年期国债期货产品,基本覆盖了国债收益率曲线的短端、中端、长端,形成了较完整的国债收益率衍生品序列。同时,交易机制的逐步完善有效提升了市场流动性,使国债期货市场可以更加充分地反映市场供求关系及对宏观经济走势的判断,夯实了市场基础,增强了价格信号的准确性。此外,国债期货现货市场走势的高度一致性,反映出市场参与者通过期货市场之间的互动,提高了信息的传递效率,纠正了市场的不合理定价,促进了合理预期价格水平的形成,提升了收益率曲线的市场化程度。国债期货的重新推出与平稳运行有效地促进了国债期货市场的协调发展,并通过期货市场之间的信息传递提高了市场对经济基本面和货币政策的反应速度,从而为宏观调控提供了更加及时准确的市场预期信息。

从对内和对外角度放开市场

研究发现,我国国债期货隐含远期收益率曲线对宏观经济已经具有一定先行作用,可以初步用于对未来经济活动变动方向的预测。但与美债期货相比,我国国债期货市场发展时间尚短,仍处于发展初级阶段,市场建设依然不够成熟完善,经济预测功能也尚未得到充分发挥。建议一方面应进一步重视对国债期货市场信息的挖掘和利用,并将其作为观察宏观经济形势的一项重要金融指标;另一方面应进一步拓展市场深度与广度,使国债期货隐含远期收益率曲线能够更加充分地反映市场信息。

在充分认识国债期货产品宏观层面重要意义和功能定位的基础上,加强国债期货市场的建设与发展具有重要意义,要从对内、对外两个角度放开国债期货市场,进一步丰富国债期货投资者结构。

从对内角度讲,近期,符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构已获准参与国债期货市场,下一步应尽快分批推进银行保险机构的入市工作,同时扎实落实技术系统建设和投资者教育等配套工作。由于银行、保险是国债期货市场的主要参与者,银保入市将有助于提升国债期货现货价格联动性,提高期货市场的定价效率,增加国债期货价格所蕴含的市场信息含量,从而增强对宏观经济的预测功能。

从对外角度讲,随着债券市场对外开放程度的不断提高,建议引入境外机构通过多种形式参与国债期货交易。境外机构的参与将使国债期货市场的交易主体更加多元化,这有助于分散市场风险、维护市场稳定、避免因市场短期冲击而导致价格剧烈波动,进而有利于货币政策信号的正常传导,有利于国债期货经济预测功能的充分发挥。

盘活政府存款 提升财政空间和效率

□交通银行金融研究中心首席研究员 唐建伟
交通银行金融研究中心高级研究员 陈冀

当前国内正处于新冠肺炎疫情冲击后的恢复阶段。积极的财政政策如何更加积极有为,除了提升财政赤字率、增加地方专项债发行规划、发行抗疫特别国债之外,还应关注财政存款存量盘活的问题。

大量留存央行国库的资金依然存在可利用空间。尤其是在疫情冲击期间,财政收付理念由“备付”转换为“先花钱后结账”,一定程度盘活了国库资金,能大大减轻国债增发压力。尽管在我国央行不可直接参与购买国债,但可通过释放流动性,传导银行等金融机构参与政府类债券购买。

盘活存款应循序渐进

部分盘活政府存款有其积极意义,也有必要,但不应操之过急。

政府存款逐年增加

2000年以来,我国广义政府总负债与财政机关存款两者几乎同步上升。一方面地方政府债务压力较大;另一方面财政机关团体存款却又拥有巨额存量。这一矛盾的现象持续存在,事实上也为对冲财政压力,提升财政空间和效率提供了一个很好的突破方向。

从总量数据上看,据Wind数据显示,“政府存款”(财政性存款+机关团体存款)逐年增加,由2007年前不足5万亿元的规模,如今已达33万亿元之多。而政府类存款在金融机构各项存款中的占比由2007年前的不足10%,在2014年曾一度超过20%,当前仍在15%以上。若能激活其中10%的资金,就能大幅缓解当前特殊情况下的财政压力。

政府存款本质是财政资金流付后以账户余额形式结存的会计结果。从政府资金流向分析,政府类存款主要体现在以下三个账户中:一是流向央行国库形成央行对财政的负债,这部分存量规模反映在央行资产负债表表中,科目为“货币当局:财政存款”;二是流向商业银行提高国库资金收益率的资金,这部分存量反映在大型和中小型银行金融信贷收支表中,科目为“银行:国库定存”。另有一部分资金反映在各类财政专户存款中,在现有的报表体系下追踪较困难,但规模较另两类小很多;三是政府资金下拨至机关团体后,各机关团体收支结余在银行形成机关团体存款。社保和公积金也在银行账户中以机关团体科目反映。

转变财政管理理念

政府财政性存款盘活需转变财政管理理念。目前国内财政收付管理仍坚持一种“备付”的理念。公共财政收支、政府性基金收支、债务性净融资等资金流形成的账户余额,一部分反映在央行国库存款中,另一部分则反映在商业银行定存资金中。而这两部分实际通过银行定存进入流通领域的流动性较少。大量的国库存款表明我国财政长期以来存在超额“备付”未来支出的理念。