

2月24日，香港特區政府公布了2021-2022年度財政預算案，其中提到將調高股票交易印花稅率，屬28年來首次。根據新提案，股票交易印花稅率由目前的買賣雙方按交易金額各付0.1%，提高至0.13%。市場對這個消息馬上作出了反應，當天南向淨流入立馬翻轉為負，恒生指數巨幅波動，收盤時較日內高點跌逾1000點，跌幅2.99%。

疫境下的財政平衡術



▲分析指，當前港股的交易量正處在較高水平，選擇在該時點加徵印花稅也是考慮到了當前市場的承接能力較強。
大公報記者馬丁攝



王磊
華泰金控CEO

梳理過往不難發現，無論中外，歷史上的每次加／減印花稅都會伴隨着股市的下跌／上漲，2008年A股下調印花稅時也是大漲了9.45%。通常情況下，印花稅的調整對股市的影響是二次性的，隨着市場對這一消息的逐步消化，股價也會出現趨勢性的修復。

但此次港股經歷2021年以來最大的單日下跌，除了印花稅要背這個鍋，恐怕另一方面則是因新年以來港股的確處在一個過度交易的狀態中。今年以來，截至2月23日收盤時，香港交易所的日均成交額升至約280億美元，而去年同期則僅100億美元。港交所的這一日均成交額，是同期倫敦交易所的近五倍，也達到了紐交所的67%。市場呈現超買態勢，再疊加加稅的消息，才引爆了投資者的不安情緒。再看2月25日的早盤，恒指已迅速走穩並回升到三萬點，說明市場已經在消化這一信息，從極端情緒中回復過來。

意料之外 情理之中

對於是次政策可能引起的下跌，特區政府的決策者是了解的，但依然提出加稅，顯然是經過了深思熟慮，其背後是特區政府緩解財政赤字之迫切需求。根據最新的預算案，香港特區政府2020-2021年度的預算赤字為2576億元，本財政年度的赤字將令香港於2021年3月底的特區政府財政儲備降至9027億元，而2021-2022年的預計赤字為1016億元。上文有提到當前港股市場的交易量正處在較高水平，選擇在這個時間點調高印花稅也是考慮到了當前市場的承接能力較強。假設明年的印花稅收入900億（過去五年均值871億），按股票交易印花稅佔所有印花稅的50%來估算，此次30%的加稅幅度能帶來135億元的額外收入，約佔0.5%的GDP，能在一定程度上緩解赤字壓力。

除緩解赤字壓力外，此次提高股票交易印花稅率還能帶來一項重要的副產品。資本市場的參與者通常是中高收入人群，這就意味着股票交易印花稅的調整將主要影響到這一群人。新冠疫情已在港持續一年，對香港經濟造成了巨大衝擊，普通收入人群在此環境下可能出現收入不穩定的情況。考慮到這一情況，香港特區政府想要增加稅收就只能從中高收入人群着手，同時盡量減少對低收入人群的額外負擔。以股票交易印花稅作為政策調整的載具能有效地達成上述效

香港股票印花稅歷史稅率及港股主要指數表現



果，這一定程度上也是對社會財富的二次分配，能夠起到減少貧富差距的作用。

我們可以想得再深入一點，在疫情大背景下，為了增加財政收入，是否還有其他的權宜之計呢？筆者覺得恐怕沒有，無論是今次股票交易印花稅的調高，抑或是香港經濟所表現出來的「低稅率+高房價+高賣地收入+弱政府干預」特點，都可能是一種內生的「必然」。

香港財政收入的前四大來源歷來都是：利得稅、地價收入、印花稅及薪俸稅，並且四者合計佔到財政收入的70%。在疫情持續的情況下，大量中小企業仍在求生邊緣掙扎，利得稅無法新增；而在地產市場，往年佔一成比例的南下買家缺席，以及房價指數持續一年多的區間震盪，均暗示了特區政府在土地供給端不會做出斷崖式政策變化；而至於薪俸稅，不僅對財政收入貢獻較小，且其調整一般涉及多方利益，需做出全面的社會諮詢，不適合用來當做靈活的政策工具，更遑論當前失業率高企環境下，加增薪俸稅後企業轉嫁稅收負擔，可能會讓民眾處境更艱難。

因此，印花稅的上調最終成為了這道試題的唯一答案：政策靈活度高（增減方便）、對象人群符合二次分配的主旨（股票市場高頻交易者或新入場境投資者）、加徵的數額可觀。雖然是28年來的首次增加，但值此之時，頗有些不可為而為之的意味，港府的鏗而不捨可見一斑。

彼之砒霜 吾之蜜糖

筆者也看到有媒體拿新加坡來作對比，畢竟兩城之間一直都是「瑜亮之爭」的關係，而恰好新加坡日前也發布了2021-2022的財年預算。殊不知新加坡是有消費稅的，目前是7%，計劃提高到9%。雖然因為疫情推遲上調，但推遲不會太久，2022-2025年一定會落實，並且落

實之後基本不會再回調。而調高能夠為新加坡帶來的財政收入增加大約相當於0.7%的GDP，這與筆者之前估算的香港新增印花稅約為0.5%的GDP，恰好在同一水平。再者，因為類似原因，新加坡也無法上調利得稅和薪俸稅。此外，新加坡的居屋／組屋制度，也讓其沒有地價收入可依賴。

但有趣的是，作為典型的國家資本主義，以淡馬錫為代表的新加坡國家隊，利用其地理稟賦和長期積累的國際化投資經驗，每年穩定地貢獻20%至25%左右的非稅類財政收入，而這個比例恰好又是香港地價收入在香港財政收入中的佔比。正所謂彼之砒霜，吾之蜜糖。

著名的經濟學家Acemoglu，寫過一本叫做《為什麼國家會失敗？》的書，闡述了「特定制度是經濟發展的唯一出路」這一命題，甫一出版便在歐美政客手中奉為圭臬。但其實做一點深入的研究就會發現，該書受到了學術圈內其他經濟學者的強烈批判，道明該書所論述的「政治體制是經濟發展的前提」這一因果關係不成立，並且也指出該書忽略了資源稟賦對於經濟發展的影響。

而在此次熱點事件中，無論是印花稅、還是消費稅，高房價、還是淡馬錫，其所折射出來的是兩類不同的政治經濟形態，香港的「低稅率+高房價+高賣地收入+弱政府干預」，以及新加坡的「低房價+威權政治+國家資本主義」。這些現象或結果，都有其邏輯鏈條上的必然性。究其本質，二者都是在特定的資源稟賦、歷史背景，以及制度安排下，所催生出來的不同政治經濟模式。

沒有什麼特定的制度是經濟發展的唯一出路。撥雲見日，唯有釐清這些因素，我們才能夠看清楚短期變化和長期趨勢之間的關係，才能更深刻地理解不同資本市場、不同政治經濟形態。

失衡世界的現實回應

實話世經



程實

工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「人之道損不足，天之道補不足。」隨着疫情的時間維度拉長，疫情衝擊正由周期性壓力深化為結構性問題，全球經濟金融已經步入並將長期位於一個失衡的世界。新冠疫情造成結構性經濟衝擊，中低收入階層受到的福利衝擊明顯大於高收入階層，中小微企業面臨的生存困境明顯大於大型企業，兩極分化在疫情中進一步加劇。失衡的增長模式加劇了社會人文的割裂，加速了產業行業的興替，引致了企業競爭的頭部化，喚醒了貌似經濟非理性、實則存在即合理的「O型投資」。

在疫情時代的新世界，失衡不僅表現在全球格局之上，亦已深入經濟體的內部結構。根據IMF（世界貨幣基金組織）研究，從歷史經驗來看，全球性疫情通常會對貧窮、弱勢的社會群體形成更為沉重的衝擊，進而導致長期的貧富差距擴大。最新實證研究表明，這一效應目前已從多個層面顯現。在收入層面，較之於高技術、高收入崗位，低技能、低收入的工作崗位更易受到防疫隔離的限制，因而承受更大失業壓力。在性別層面，女性就業所集中的家政服務、酒店餐飲等行業，難以進行遠程辦公，因此女性崗位損失率超過男性，這與2008年「大衰退」時期相反。在年齡層面，2008年「大衰退」時期，中年人（25-44歲）的崗位損失率最高。而在疫情時代，年輕人（20-24歲）的崗位損失率位居各年齡段榜首。考慮到這一年齡段的群體尚未累積充足的儲蓄緩衝墊，因此更加難以應對失業後的生活困頓。從種族來看，美國數據表明，少數族裔的崗位損失率要遠高於社會平均水平。

綜合來看，在疫情時代，社會弱勢群體陷入了「難者更難」的泥沼。由此出發，一方面，貧富分化的加劇將削弱消費引擎的修復動力。另一方面，社會結構的失衡將進一步推動民粹主義的高漲，對內激化各層次社會矛盾，對外催化地緣政治風險。受此拖累，全球經濟復甦的路徑將更為曲折難測。

O型投資是分裂性的集體選擇，表現在兩類人群在各自維度抱團取暖的投資行為。一方面，代表精英階層的機構投資者抱團核心資產，帶動A股的藍籌行情、美股的科技股行情以及比特幣等投資新寵的大幅上漲；另一方面，代表下沉階層的部分民眾投資者抱團高熱度資產，帶動Gamestop股價和白銀價格的爆發性變化。民粹主義在投資市場的抱團行為已在近期一系列熱點事件中表現無遺，而機構投資者抱團核心資產的選擇則體現在各個市場的結構數據中。

同溫層抱團取暖

從美股來看，核心資產可視作大型的科技企業，機構抱團導致強者恆強，2020年，美股市值前十的科技股，包括蘋果、微軟、亞馬遜、谷歌、特斯拉、臉書、阿里巴巴、Visa、萬事達卡和合積電都錄得了可觀增長，平均獲得了115%的收益率，其中明星公司特斯拉更是上漲743%。從A股來看，核心資產可視作外資北上持續大幅加倉的藍籌公司，內外合力引致大象起舞。2020年，A股市值前10%公司平均錄得31%的收益率，而市值後90%公司的平均收益率為16%；2020年，外資增持前十大A股，包括貴州茅台、美的集團、寧德時代、中國中免、恆瑞醫藥、隆基股份、邁瑞醫療、五糧液、海天味業和中國太保，平均錄得131%的收益率，其中有三家公司收益率超過200%。

兩類主體的O型投資是對失衡世界的現實回應：第一，全球範圍內，兩極分化的長期積澱已經達到一個積重難返的程度，精英階層和下沉階層之間的分裂、對立和矛盾無法調和，兩個階層之間難以實現相互理解與利益協同，轉而在階層內部謀求更大的理念共鳴和共同行動；第二，線上世界的蓬勃發展讓類似人群的集聚與溝通更加便利，進而引致羊群效應的正反饋；第三，新一代互聯網科技的應用使得微博、短視頻和朋友圈的信息傳播更具有同質性，圈層文化不斷自我強化，激勵了不同類型抱團行為的產生；第四，近年來全球民粹主義、保護主義和孤島主義的盛行帶來了示範效應，讓金融市場的認知分裂也成為一種潮流；第五，受近年來全球化退潮、黑天鵝事件和新冠疫情的連番衝擊，全球增長動能普遍下降，經濟資源和行業結構向頭部集中，也使得抱團行為在短期內具備一定的選擇理性。

綜合來看，在疫情時代，社會弱勢群體陷入了「難者更難」的泥沼。由此出發，一方面，貧富分化的加劇將削弱消費引擎的修復動力。另一方面，社會結構的失衡將進一步推動民粹主義的高漲，對內激化各層次社會矛盾，對外催化地緣政治風險。受此拖累，全球經濟復甦的路徑將更為曲折難測。

O型投資是分裂性的集體選擇，表現在兩類人群在各自維度抱團取暖的投資行為。一方面，代表精英階層的機構投資者抱團核心資產，帶動A股的藍籌行情、美股的科技股行情以及比特幣等投資新寵的大幅上漲；另一方面，代表下沉階層的部分民眾投資者抱團高熱度資產，帶動Gamestop股價和白銀價格的爆發性變化。民粹主義在投資市場的抱團行為已在近期一系列熱點事件中表現無遺，而機構投資者抱團核心資產的選擇則體現在各個市場的結構數據中。



▲分析認為，低息及量寬環境有利投資市場，料會以股市、樓市及黃金為主要對象。
新華社

股樓金去年各有千秋

樓市智庫



陳永傑

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

新冠肺炎疫情對於去年全球經濟造成沉重打擊，引致投資市場風起雲湧。再加上美元報跌，各國央行又有減息及量化寬鬆，資金蜂擁至各種投資工具，市況可謂各有千秋，升跌各異。中國與美國股市大放異彩之外，黃金亦敏捷，樓市相對各種投資工具屬牛皮靠穩。

疫情造成2020年全球經濟一片慘淡，美國等主要經濟體紛紛減息及推出量寬措施，外匯市場此起彼落，但美元主要趨跌，全年跌幅約7%。去年3月疫情加劇，衝擊全球經濟之外，各投資市場亦大混亂，有暴跌亦有暴升，恰似過山車。

一年波動，中國及美國股市齊齊跑出。滬綜指全年上升13%，深證指上揚38%，深圳創業板更錄得64%升幅。美股三大指數道指上揚7%，標普500指數上漲16%，納斯達克指數則有43%漲幅。日經指數亦上升16%。英國富時100指數跌14%，香港恒生指數亦跌3%，榮辱互見。

超越每盎司2000美元的歷史新高紀錄。同屬實物的住宅樓市，英國及美國不但迭創高峰，去年幾乎由年頭升到年尾，未受疫情影響，英國樓價上升7%，美國20大城市樓價則升幅逾8%（首十一個月）。代表香港二手樓市的中原城市領先指數全年表現平穩，以橫行格局運行，全年微升0.6%，今年繼續看好。

買樓回報更加穩陣

低息及量寬環境有利投資市場，導致美元逐步下跌，變相促使更多投資者將資金投向各種投資產品，相信將來會以股市、樓市及黃金為主要對象。就以港股為例，去年五大升幅藍籌股升幅約74%至212%，回報非常可觀，但回看五大跌幅藍籌股，卻下挫38%至47%，損失亦頗為慘重。選股是一門高深學問，並非每一個投資者都能參透箇中玄機，一不小心，同樣買入藍籌股的回報都可以天差地遠。

購買樓港去年無甚升跌，但買家可以自用或出租，比較其他投資產品有更多彈性。而且低息及量寬環境大致有兩三年無大轉變，對供樓人士按揭還款是一種保證，可享受到低息環境之利。新冠肺炎疫苗已經陸續使用，可令經濟止跌回穩。