

調降港股印花稅 改善市場情緒

中金點睛 劉剛 吳薇

中金公司研究員

行政長官李家超在2023年施政報告中提出，股票交易印花稅稅率由0.13%下調至0.1%，從而降低投資者的交易成本、提振市場情緒，以提升香港股票市場競爭力。特區政府計劃於11月1日提交立法會進行首讀，11月底完成立法程序。

2021年3月特區政府首次上調股票印花稅率，由0.1%提高至0.13%。這一調整，疊加當時利率上行和通脹擔憂，股市市場明顯承壓。今年初以來，港股流動性趨勢下行，目前日成交額已接近歷史較低水平。此前在施政報告諮詢期間及8月成立流動性專責小組時，調降印花稅也是廣泛討論的選項之一。

自1993年以來，港股共經歷三次印花稅下調：1998年4月1日自0.15%下調至0.125%；2000年4月7日自0.125%降至0.1125%；2001年9月1日自0.1125%下調至0.1%。從財政收入角度，根據特區政府此前估算，若將印花稅調降至0.1%，將減少約123億元的財政收入，相當於2022年財政收入的2%，影響相對有限。2022財年股票交易印花稅收入為531億元，印花稅總計收入約700億元，佔6221億元總財政收入的11%。

對於市場的影響而言，可以從短期與中長期兩方面來看：

短期釋放積極信號，或改善市場情緒。從市場交易額的角度測算，今年以來日均成交額自高位1600億元回落至當前600億元，平均約1000億元左右。若印花稅率降低0.03個百分點，粗略估計對應每天減少約3300萬元新增成本。儘管此次調降幅度不大，象徵意義大於實際，彰顯了特區政府提振市場流動性的意願。以往的歷史經驗也表明，印花稅方面的調整舉措雖然從總體金額上看似影響有限，但市場情緒持續低迷的環境下，或許可能成為改善情緒的一個契機，但更為持續的反彈還需要更多基本面因素配合。

中長期降低交易成本，提升市場流動性。從整體交易成本來看，當前港股0.2757%的交易費用佔比明顯高於其他市場，其中印花稅佔比最高。目前絕大多數發達經濟體股票市場並不徵收印花稅（如美國、德國、日本、澳洲等），

A股市場自2023年8月27日起亦將印花稅徵收比例從0.1%下調至0.05%，香港當前0.13%雙邊徵收的印花稅率顯著高於其他主要市場。2020年做市商印花稅豁免機制促使ETF交易活躍度明顯躍升。在2020年8月1日推出印花稅免稅措施後的12個月，受影響的香港股票ETF日均成交量提升了近40%，而其他ETF日均成交量則下降37.8%。

專責小組或續推利好措施

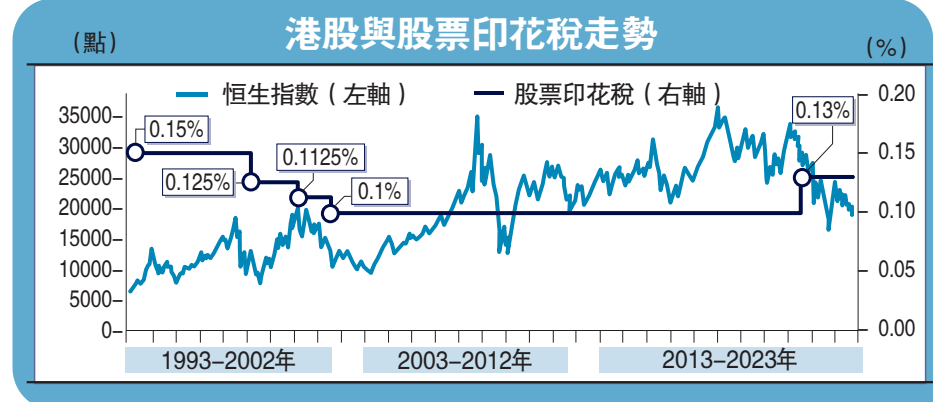
今年8月成立促進股票市場流動性專責小組，關注後續提升流動性舉措。往前看，下調印花稅後，專責小組不排除推出更多措施，可能包括：短期降低交易成本（調降印花稅、降低交易佣金、降低或取消港股通紅利稅）；中期降低投資門檻，拓寬投資範圍（適當放寬港股通准入門檻、進一步擴大港股通投資範圍；持續優化上市制度）；長期激活產品創新（優化香港創業板機制、設立面向專業投資者的專業板等）。

除了下調印花稅外，此次施政報告進一步提出把握機遇和優勢，發展新的增長點。2022年施政報告的要點是鞏固金融中心地位、提升核心競爭力、直面民生問題、強化與內地融合。如今一年期已過，根據2022年施政報告指定項目指標的進度，多數項目包括增加土地供應、增加公營房屋供應等已符合進度或完成執行。在此前基礎和框架上，2023年施政報告強調在處理短期內外挑戰的同時，進一步把握和發揮好機遇和優勢，發展新的經濟增長點。

此次施政報告承前啟後，繼續關注經濟民生。一方面，報告提出繼續「搶企業」、「搶人才」、「促創科」，增強香港發展動能。另一方面，特區政府也計劃挖掘新的增長點，推動創新科技、文化創意、醫藥研發、中醫藥、新能源交通等新興策略產業發展。從具體措施來看，下調印花稅措施，促進股票市場流動性、擴大離岸人民幣服務、設立政府主導基金等，筆者預計也將有助於吸引更多南向流入與海外資金沉澱，幫助發揮區位優勢與稟賦。

施政報告提出將繼續充分發揮香港「背靠祖國、聯通世界」的優勢，但也需進一步補足短板。

香港的最大優勢在於一方面背靠內地「大市場」所賦予的全方面要素資源稟賦，同時「一國兩制」賦予的連通全球橋樑的便利與彈性。



內地經濟向好 有利港樓市



樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

內地經濟穩中向好，內地與香港經貿往來加強，有利香港樓市。國家統計局公布，內地第三季度經濟按年增長4.9%，好過市場預期的4.4%。

國家統計局副局長盛來運指出，首季經濟增長5.2%，為完成全年增長約5%的目標打下非常好的基礎，初步測算，只要第四季度經濟增長4.4%以上，就可以保障完成全年5%左右的增長目標。

盛來運表示，第四季度經濟運行將延續向好態勢，總體保持回升，對完成全年經濟目標非常有信心。首三季生



▲香港積極吸人才，對經濟及樓市皆有積極影響。

產、需求、實體經濟預期、經營情況恢復向好，相信第四季度可持續企穩回升，前期推出一系列穩增長政策效果將繼續顯現，隨着政策逐步落實到位，積極效應將進一步釋放到位。去年第四季度受疫情影響，經濟按年增長2.9%，基數相對低，亦是有利條件。

國家統計局認為，總體來看首三季經濟持續恢復向好，高質量發展扎實推進，為實現全年發展目標打下堅實基礎。但亦要看到，外部環境更趨複雜嚴峻，國內需求仍顯不足，經濟回升向好基礎仍需鞏固。下階段着力擴大國內有效需求，着力激發經營主體活力，抓好已出台政策落實顯效，不斷推動經濟運行持續好轉、內生動力持續增強、社會預期持續改善、風險隱患持續化解，努力實現全年經濟社會發展目標。

人才湧入 帶動住屋需求

統計顯示，首三季全國居民人均可支配收入29398元人民幣，按年名義增長6.3%；扣除價格因素實際增長5.9%，比較上半年加快0.1個百分點。

本港方面，財政司司長陳茂波指出，截至今年9月香港輸入人才計劃一共收到16萬宗申請，其中已經超過10萬宗獲批出。筆者相信內地人才來港有明顯增加，他們到香港居住，不是買樓便是租樓，都對香港樓市有利，更對香港經濟有幫助。



▲美聯儲持續加息、流動性緊張的情況下，美國大規模發債融資，債券供應擴大，價格自然大跌。

10月份美債收益率飆升，10年期美債收益率盤中突破5%，2年期美債收益率盤中突破5.2%，均創下2007年以來的最高水平。美債收益率飆升攪動全球金融市場，美國、歐洲和亞洲股票全面下跌。可以說，美債掀起了一輪「完美風暴」。那麼，美債收益率為何飆升？現在到了抄底美債的時候了嗎？

美債風暴「擊穿」平庸交易

簡亦社

大學之道 清和

智本社社長

今輪美債收益率大漲，當然主要原因是美聯儲持續加息。不過，10月美債收益率飆升不全是因為貨幣政策，部分折射出外界對於美債供需平衡的擔憂，具體來說是財政方面的問題。下半年以來，疫情期間發行的債券有到期，同時實施個人所得稅減稅政策，聯邦政府不得不大規模發債融資，尤其是中長期國債。下半年國債發行規模近1.9萬億美元，其中，中長債淨增6000億美元，短債淨增2000億美元，大大超出市場預期。

在美聯儲持續加息、流動性緊張的當下，聯邦政府大規模發債融資，債券供應擴大，價格自然大跌。9月底，美國兩黨就預算案的問題博弈，觸發市場對美債的擔憂。10月12日，30年期美國國債拍賣結果慘淡，一級交易商不得不接盤18.2%未被其他競標者買去的國債，遠高於今年的平均值10.72%，這是去年2月以來比例最高的一次。30年期美債拍賣的收益率錄得2007年8月以來新高。另外，460億美元的3年期國債和350億美元的10年期國債，拍賣結果也不如意。

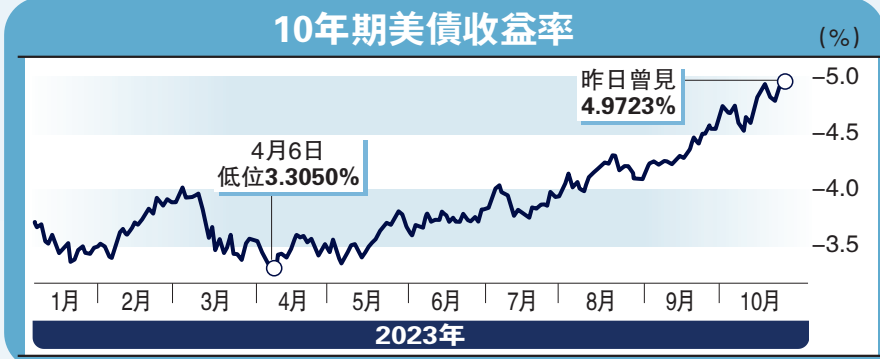
10月20日，美國財政部數據顯示，2023年美國政府財政預算赤字擴大至1.7萬億美元，較2022年還要增3200億美元，按年增速高達23%。這相當於聯邦赤字率升至6.4%。美聯儲持續加息推高了付息成本，全年利息支出將達到8790億美元，是2021年3520億美元的兩倍多，一舉創下歷史新高。而在巴以衝突之後，美國總統拜登宣布1060億美元的緊急資金申請計劃，為以色列、烏克蘭提供援助。地緣政治風險一定程度上加大了美國聯邦政府的債務負擔，這也加劇了市場的擔憂。

供需失衡引發債息飆升

一方面是美債供應增加，另一方面是流動性緊張、需求低迷，幾大主要買方均減持美債，或對增持美債表現消極。

美聯儲是美債的最大持有者。當前，美聯儲還處於緊縮周期，繼續按計劃出售美債，回收流動性。美聯儲在本輪緊縮周期中成為了美債最大的空方，持續給市場釋放壓力。其他國家的央行和主權基金也是美債的空方之一，部分新興國家考慮地緣政治風險，減持美國國債。今年中國人民銀行持有的美債規模降至8000億美元，較高峰時期降幅較大。

大型金融機構，主要是大型對沖基金、投資銀行因大規模虧損而被迫加入做空行列。長期以來，美國國債是非常可靠的投資品，是大型金融機構長期持有的最重要的底層資產。金融機構往往持有國債，並將其抵押獲得融資，再投資其他金融產品。作為底層資產，金融機構一般不會輕易拋售美國國債。但這兩年來，美國國債價格大跌，底層資產大幅度縮水，衝擊金融機構的資產負債表，負債率上升，債務風險增加。上半年，美債價格大跌引發了硅谷銀行和瑞士銀行破產事件。



魔鬼的細節還在於，很多金融機構啟用槓桿交易。國際清算銀行（BIS）在9月的季度報告就曾指出，5年期美債期貨槓桿為70倍，10年期為50倍。對大規模啟用槓桿交易的金融機構來說，美債價格大跌，當下跌至一定程度，金融機構就必須追加保證金。如果沒有足夠保證金，金融機構就不得不拋售美債贖回流動性，加劇美債價格的下跌。

金融機構，尤其是持有大量美債的大型投資銀行、對沖基金，是當前美國金融市場最大的「黑天鵝」。這輪美債價格大跌掀起一輪又一輪「美債風暴」，擊穿國際金融機構的「平庸交易」。

2008年金融危機後，美聯儲實施大規模量化寬鬆，美債大股掀起了一輪長期大牛市。這輪大牛市養活了一大批「平庸」的金融機構，這些機構用客戶的錢投資固收類產品（主要是美債），從中賺取管理費用。由於美債價格穩定，是非常理想的底層資產，一些金融機構將美債抵押獲取融資，進而投資美股等高風險標的。但是「這次不一樣」，美聯儲激進加息導致美債大跌，2022年的20年期國債票面已跌了30%，創歷史最大跌幅。這輪美債風暴襲擊了這些平庸的金融機構及形成長期情性的平庸交易。

在經歷了美國地區性銀行爆雷、英國養老金危機後，金融市場進入「深水區」，投資者必須高度關注蘆葦叢中的「黑天鵝」——可能被美債價格下跌擊穿的大型投資銀行。美債如果繼續下跌，一旦衝擊到大型投資銀行的資產負債表，將立即引發擠兌風險，甚至可能觸發金融市場流動性危機。但當前美債收益率大幅度飆升，極高的收益率吸引不少投資者的目光。很多投資者正在考慮，是否可以抄底美債？

家庭投資表現好於機構

美聯儲和公募基金減持美債，養老金和家庭部門則在增持，尤其是家庭部門成為了美債的最大買方。儘管家庭部門直接持有的國債只有9%，但自去年美聯儲加息以來，在新增的國債中，家庭部門購買比例達到73%。查閱交易紀錄發現，家庭部門與美聯儲在美債交易上幾乎就是對手盤。當美聯儲量化寬鬆、大規模出售美債時，家庭部門則大規模買入；當美聯儲量化寬鬆、大規模購債時，家庭部門則減持美債。

就這輪緊縮周期來看，家庭部門在美債上投資的表現可圈可點，可能比金融機構更優秀。原因在於，金融機構被平庸交易所困，長期持有美債的策略不再吃香，美債資產縮水約束了他們的投資能力，還可能誘發債務風險。家庭部門投資美債要靈活得

多，進可攻退可守，價格下跌時吃票面利息，價格上漲時賣出套現，受本輪美債風暴衝擊較小。同時，美國家庭的資產負債表狀況比較健康，由於在這輪疫情期間獲得較大規模的財政補貼，同時不少房貸、車貸、消費貸的利率鎖定在較低區間。此外，今年聯邦政府還實施個稅減稅政策，家庭的資產負債表受加息的影響比預期要小的多。

今年通脹率持續下降，美債收益率持續上漲，美債的真實收益率也上升，這激勵了家庭部門增持美債。市場預期未來兩年通脹將持續下降，假設平均通脹率在2.5%左右，如今買入2年期國債，實際收益率可達2.7%左右。如果未來兩年內美債價格上漲，也可以出售套現。對家庭部門來說，這是一種非常理想的固收類資產投資方式。

所謂風險與收益並存，美債收益率上升本身也預示着美債風險和經濟風險的上升。如何識別美債風險和經濟風險，是判斷能否抄底美債的關鍵。

就短期來說，美債不會出現償付性風險，即不會違約，但有流動性風險，美聯儲加息可能觸發「黑天鵝」事件，引發流動性風險。所以，計劃購買短期美債的投資者要防範未來可能發生的流動性風險。流動性風險有可能發生在未來一年內，即2023年10月到2024年第三季度，13周、26周國庫券遭遇這一風險的概率更大。其間，如果爆發「黑天鵝」事件，美債將大幅下跌，這對加槓桿操作的投資者來說風險極大。

明年下半年聯儲料減息

計劃購買長期美債的投資者則要防範未來的大通脹風險。通常情況下，到期期限愈長的國債，票面利率就愈高，但期限愈長，不確定性愈大。當前，美債一個難以解決的邏輯是，聯邦政府不得不使用財政赤字貨幣化的方式持續滾續債務，即美聯儲通過減息或者購債來避免美債違約。這就意味着，未來美聯儲維持寬鬆政策可能性要大於緊縮政策，而長期的寬鬆政策可能再次引發大通脹。美債最大的敵人就是大通脹。一旦發生大通脹，意味着美債的實際收益率可能是負數。

筆者預計，明年下半年美聯儲將進入減息周期，美債價格將上漲。由此推測，配置中期國債的風險相對小一些。不論選擇什麼期限的產品，投資都需要靈活，控制好槓桿率，美債下跌時可以選擇持有吃票息，美債上漲時可以賣出套現。

這輪美債風暴襲擊「平庸交易」，也給全球機構投資者警醒，沒有什麼資產是絕對安全的。