



▲雖然減稅降費可帶來提振經濟的作用，但如果持續大規模地實行，所產生的效果將會逐漸減弱。

近年來中國持續推出大規模減稅降費，有力地降低了企業和居民負擔，改善了市場主體的現金流，促進了科技創新，有效提高了市場主體的抗風險能力。但持續大規模減稅降費也會產生一系列問題，值得我們反思。

為何「減稅降費」成效下降？



宏觀漫談 羅志恆

粵開證券研究院
副院長

我們首先要對減稅降費作為積極財政政策的重要實施方式予以充分肯定。但在當前財政形勢日益嚴峻的情況下，有必要思考如何更有效率地利用好有限的財政資源。

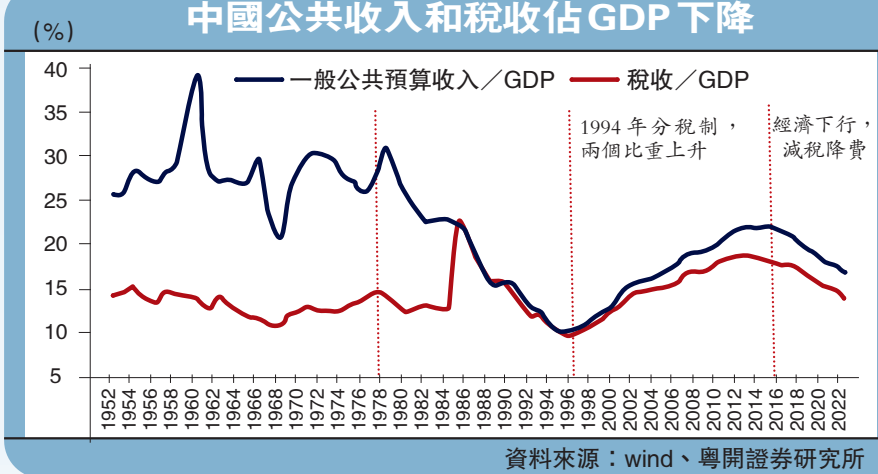
首先，大規模減稅降費的效果持續遞減，對經濟的拉動作用減弱，陷入「減稅降費陷阱」。每年都會發布新的減稅降費規模，近年來更是高達2萬億元（人民幣，下同）以上。但在減稅降費的同時，伴隨一些非經濟政策的緊縮效應，比如過去一刀切的環保政策、拉開限電、教培整頓等，企業和居民的信心不足。這導致減稅降費後，企業仍不敢大幅追加投資、居民不敢提高消費，結果就是減稅降費並不能有效地拉動經濟增長，減稅降費的作用衰減，陷入「減稅降費陷阱」。

其次，持續的減稅降費讓企業產生對減稅降費的依賴症，也不利於落實稅收法定。持續的新增減稅降費政策某種程度上不符合稅收法定的要求，稅收法定要求一定階段內的稅收政策要保持相對的穩定性。每年新增的減稅降費實際上是對既有稅法的「打補丁」、「補丁疊補丁」。同時，市場對新增減稅降費規模持續提高的反應愈來愈小，甚至認為這已是常規操作，對預期的提振作用逐步下降。一旦企業遇到內外衝擊市場就呼喚減稅降費，繼而減稅降費推出，這不利於維護企業經營穩定的稅收環境，反而不利於穩定市場預期。

其三，減稅降費產生了二次分配效應，部分企業和居民群體缺乏獲得感。營改增後，增值稅是中國的第一大稅種。中國減稅降費主要圍繞增值稅在做文章，包括留抵退稅、對小規模納稅人及月收入一定標準之內的實施減免、下調增值稅稅率等。以增值稅稅率從16%下調到13%為例分析，假定上游企業原來確認的收入是100元，應收增值稅銷項稅是16元，合計應收賬款是116元；當稅率下調到13%時，理論上的傳導路徑是上游企業應收增值稅13元，轉嫁到最終消費者承擔的價外稅也下降了。理論結果是，中間環節企業繳納增值稅的現金流負擔減輕了、消費者購買商品更便宜了。但實際情況是，佔據強勢地位的上游企業可能仍要求按照原來的價格即收回116元。因此，該類減稅降費的實際結果是總體降低了稅負，但是在分配上部分上游和國企受益偏多，部分下游和民企受益偏少。

變成了被動式政策

其四是輿論倒逼、政府被動響應式的減稅降費，導致政策的碎片化，政策的系統性和統籌謀劃不夠，不利於發揮出政策最大的效果。近年來減稅降費政策一定程度上呈現出「輿論



倒逼、政府響應」的被動式特徵，從長期看這不利於治理體系和治理能力現代化建設。比如，降低證券交易印花稅，主要是市場呼籲和有部門推動助瀾。活躍資本市場的關鍵是提高上市公司的質量、強制分紅、引入中長期投資資金、改革交易制度等，印花稅的作用很小、持續時間短。從實施結果看，不僅未能活躍資本市場，而且導致中國每年財政將減收近2000億元。

其五是持續大規模的減稅降費導致宏觀稅負下行，是近年來債務快速攀升的重要原因。持續減稅降費導致宏觀稅負大幅下行，財政汲取能力下降。對於一個大國而言沒有一定的宏觀稅負水平，難以應對方方面面的風險挑戰。2022年，稅收收入/GDP已經從2013年高點的18.6%下降到13.8%，一般公共預算收入/GDP從2015年高點的22.1%下降到16.8%，廣義宏觀稅負（四本預算之和剔除重複計算部分）從2013年的35.7%下降到30.2%。當宏觀稅負下行，而支出責任未能削減的情況下，需要由債務來彌補宏觀稅負下行的部分，直接推升了政府債務。

加大財政支出更高效

首先要充分認識到減稅降費不是萬能的，通過落實法治和穩定政策來解決企業家的期盼。稅收的第一要務是籌集財政收入，然後是調節經濟功能。對於企業和居民面臨的負擔等問題，要橋歸橋、路歸路，否則缺乏系統思維會造成按下葫蘆浮起瓢的問題。比如減稅降費導致債務上升的問題，同樣產生風險。當前環境下，企業家面臨的主要問題是訂單不足，最期待的是法治的落實和政策的穩定，而不能用減稅降費解決企業家面臨的一切問題。減稅降費可以提振信心、降低負擔，但如果能有更好的方式就不應該由減稅降費來承擔，要考慮政策效果的最大化，珍惜有限的子彈和財政空間。

其次是減稅降費的生效需要其他政策的配合，減稅降費的方式方法要更加科學，否則事倍功半。如前分析，非經濟政策的衝擊弱化了減稅降費的效果，導致減稅降費僅僅增加了債務。同時，下調增值稅稅率的案例也說明減稅降費要充分考慮到實際執行過程中可能出現的政策漏損。對於

企業而言，增值稅是價外稅，主要改善現金流量表，但由於不直接計入利潤表，導致減增值稅稅率並不直接改善利潤表，企業家的獲得感不明顯；而且增值稅佔中國稅收比重太大，不宜再作為減稅降費的重點，否則對財力的衝擊作用太大。要從微觀主體的行為出發考慮減稅降費的傳導路徑，而非想當然認為減稅降費能產生效果。

其三是經濟下行階段財政政策要以支出政策為主、收入政策為輔。減稅降費等收入端政策傳導鏈條長，需要通過企業和居民等市場主體的行為產生效果，這中間可能受到多種因素干擾，導致政策不一定完全生效。這在經濟下行期尤其明顯，經濟下行期市場主體的行為本身是具有收縮性的。因此，支出政策能發揮出更直接的效果，不論是支持投資還是支持消費，具有立竿見影的效果。

其四是要盡快穩定宏觀稅負，避免加劇財政困難。對於對普通老百姓影響不大、但有利於綠色發展的稅種可以擴圍、提高稅率。對消費稅徵收範圍擴大，從目前以煙酒汽車為主擴展到高端服務業，比如五星級酒店等，同時提高消費稅稅率。提高資源稅、環保稅稅率。研究探索碳稅，研究探索並構建適配數字經濟發展的數據財政體系等，包括數據資產稅、數據財政等。短期可轉讓減持一部分國有股權。

其五是要增強財政政策的系統集成性，增強政策的效率效果，推動財政政策從「數量規模型」轉向「效率效果型」，同時強化與市場的有效溝通。從2024年起，出財政政策要有系統謀劃思維，將收入、支出和債務統籌考慮；尤其要將增值稅立法與一系列「補丁」統籌考慮；統籌個人所得稅改革，比如家庭徵收、綜合徵收、動態調整扣除額、調整稅率級次和稅率、獎金計算，不能只碎片化推進專項附加扣除等；統籌社會保險繳費基準、費率與規範徵管等。

以政治家的擔當和勇氣，系統推進財政改革、統籌推進財政政策實施，走在市場預期前面引導預期，加強與市場的溝通。被動式財政政策的主要原因在於與市場溝通不夠，未能主動引導預期。要提前與市場充分、有效溝通，這需要提前系統化謀劃和政治勇氣。

聯匯為港金融體系防波堤



匯思 余偉文

香港金融管理局總裁

40年前的今天最轟動的新聞：香港已實施聯繫匯率制度。我當時在中文大學修讀企業管理，對這類經濟相關的新聞當然比較留意，但充其量只是「路人甲」。意想不到的是，8年後我加入外匯基金管理局（金融管理局前身），此後30幾年，工作上直接或間接地都涉及聯匯，可算是與這項香港重要的金融制度結下不解之緣。

聯匯是一個好制度，是香港貨幣和金融穩定的根基。自1983年10月實施以來，為香港經濟社會的持續發展提供了所需的穩定貨幣環境，其間更應對了大大小小的地區和全球金融危機，以及香港面對的各種嚴峻挑戰，充分凸顯聯匯制度穩健可靠。它就像一道堅固的防波堤、避風塘，為我們擋住外面的驚濤駭浪。

聯匯制度成功的關鍵之一是多年來逐步建立的公信力，而這種信心是建基於該制度符合市場規律的嚴謹設計、高度透明化和制度化的操作，還包括充裕的外匯儲備、穩健的政府財政，以及具活力的經濟等因素。

聯匯制度採用嚴謹的貨幣發行局模式，制度設計限制了貨幣當局在貨幣政策上的隨意性。但看似簡單的原則，在具體的操作設計上卻有不少「竅妙」之處，這就是我們為什麼在總結實踐經驗後，於1998年公布七項技術性措施，及後又於2005年推出三項優化措施，令聯匯更制度化、更符合政策原意。尤為重要的是，市場看到實際運作嚴格遵守制度設計，例如2005年的優化措施明確了1美元兌7.75至7.85港元的活動空間，我們承接了相當於接近1.45萬億港元的美元資金流入港元體系；弱方保證觸發84次，相當於接近4200億港元的美元資金從港元體系流出。

我們堅信，高透明度是維繫市場信心的不二法門。制度設計的公開是其一，及時、準確、關鍵的數據和訊息披露是其二。金管局每次入市履行兌換承諾，均會即時公布相關的交易數據，讓市場和公眾知悉。同時，金管局定期發放最新有關外匯基金資產負債表、貨幣發行局賬目，以及其他有關聯匯制度的資訊，並通過適當方式和途徑向市場人士及市民大眾解說聯匯制度。

經歷多次衝擊 都能履險如夷

然而，真正考驗並不會發生在太平盛世。多次金融危機的衝擊、近幾年香港所承受的嚴峻挑戰和由此對金融體系

造成的巨大壓力，再疊加各種有意、無意甚或惡意的市場謠言，都是一次又一次的信心測試，而聯匯一次又一次地履險如夷。信心，就是這樣經年累月、點點滴滴積累起來。

當然，世上沒有完美的匯率制度。匯率制度茲事體大，一旦選定，絕不會輕言轉變。最近一段時間，隨著美息高企、美元走強，在生活和工作接觸當中，與聯匯相關的課題較多涉及兩個方面：港元走強和港元加息對經濟民生的影響。

港元走強，於是我們經常聽到這樣的說法：市民出外旅遊消費便宜了，外來旅客在港消費較謹慎了。客觀地看，匯率可以解釋部分原因，但這裏面恐怕也有一些周期性和結構性因素，例如喜愛外遊的港人在疫情解封後「報復」式旅遊探親，又如相當一部分訪港旅客更傾向於非純消費式的「深度遊」。另一方面，對於生活、生產高度依賴進口商品的香港而言，強港元有助減低入口成本，有助紓緩部分通脹壓力。當然，一個幣種的強弱會有周期，當港元隨美元相對於其他外幣走強的時候，我們就很可能看見相反的現象，可見港元偏強或偏弱各有利弊，難以一概而論。

至於利率方面，在聯匯制度下港元利率趨近美元利率，同時亦受本地市場港元資金供求所影響。美國自去年3月進入加息周期以來，至今共加息5.25厘，其間港元銀行間拆息（HIBOR）亦逐步隨之上升，1個月及3個月期的拆息最高曾升至接近5厘半，1年期更曾貼近5.8厘。儘管市場普遍預期美元利率接近見頂水平，但預料高息環境會維持一段較長時間。高息環境下借貸成本上升，尤其當香港經濟仍未完全復甦，企業和需要供樓還貸的家庭所面對的困難確實不少，或許會有意見認為在某程度上這是實施聯匯的代價。但環顧全球眾多經濟體和金融中心，即使並非實施固定匯率制度，也都與香港一樣同樣面對高息之苦。

當我們較深入地分析數據，會發現港元息率尚不至於大幅飆升。香港銀行體系存款量龐大，有助主要銀行控制資金成本，以反映銀行平均資金成本的綜合利率為例，8月底為2.55厘，相對於去年3月底的0.24厘，增幅明顯低於美息或港元拆息，這亦間接解釋了過去一年多以來銀行上調貸款息率的速度及幅度相對溫和。

時代在變，金融市場的變化尤為急遽，影響也尤其深遠。金管局的團隊必須時刻有準備、也要有能力去擁抱轉變、駕馭轉變。但我們也提醒自己，對於好的制度要堅持，這不是因循，而是一種經過深思熟慮後的擇善固執。

還是那一句：我們無意、亦無需改變聯匯制度。

樓市分化 新盤遇冷豪宅搶手



樓語縱橫 楊永健

世紀21、Q動力總經理

息口困擾，以至「減辣」、「撤辣」等觀望氣氛影響，近月樓市氣氛顯著淡靜，整體新盤銷售較8月份銷售急速回落，令上月一手市場僅售出約266伙新盤單位，再創今年新盤銷售新低，較8月份的超越1200伙急挫近八成，但上月時間亦錄得多宗逾億元的豪宅單位，令上月整體銷售金額亦達36.44億元，較8月份減少六成而已。

觀望施政報告 入市態度趨審慎

無可否認，近月樓市交投確實淡靜，一手成交急挫八成的時候，按土地註冊處紀錄，上月二手交投更見淡靜，最終上月整體二手成交量僅約2000多宗成交，較8月份的接近2800宗顯著回落二成半，更加是跌至自2018年底以來的近5年新低。換言之，目前的樓市，比起疫情和修例風波期間更加淡靜。



▲長實波老道超級豪宅近日錄得大額成交，單位呎價高達8.3萬元。

近月樓市氣氛的確相當觀望，息口走勢未明朗，美國加息周期是否經已完結確實無人知。與此同時，市場亦期望月底特首發表的施政報告，或會「減辣」，甚至「撤辣」，「減辣」、「撤辣」在即，買家入市心態依然審慎，心態觀望樓市交投自然趨淡靜。

不過，新盤市場接連錄得大宗大額成交，已經現樓兩年多的啟德尚、瑋濶最新錄得低座複式戶成交，單位實用面積2453平方呎，以1.0388億元成交，呎價約4.2348萬元，位處啟德跑道的灤環亦再錄兩宗逾億元的大額成交，其中1座高層A的樓皇，以1.219億元成交，呎價高達5.8萬元，再創屋苑新高呎價。此外，長實波老道超級豪宅新近亦再錄大額成交，成交價亦超越1.8億元，呎價達8.3萬元。

隨着市場錄得大宗逾億元的大額成交，部分豪宅新盤亦乘勢登場，亦吸引不少豪宅買家趁機入市，何文田做玖由金鉅集團重新推出銷售後，反應亦相當理想，至今已售出10多伙成交，華懋薄扶林的翻新豪宅VICTORIA COAST上月亦正式登場，亦成功售出多個單位，而泛海、德祥及資本策略合作發展西半山寶珊道超級豪宅寶峰（HIGH PEAK）亦已成功售出首個單位，成交價達2.7億元，呎價逼近5.9萬元，豪宅新盤再度轉趨熱鬧下，資本策略九龍塘大屋禮著亦即將推出市場吸客。