

向富人加稅將成趨勢

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

執筆時，美國兩黨仍就「財政懸崖」問題進行談判，雙方仍在多處議題上呈現分歧，當中，增加入息稅的門檻為其中一項主要議題，相信最終高收入人士的稅務負擔無可避免要增加。這亦回應了近年環球政經的一個重要議題：財富再分配。

目前世界很多國家均出現貧富差距擴大的問題，財富集中在少數人身上，加上近年出現的金融海嘯及歐債危機，令環球經濟不確定性大增，部分已發展國家如歐洲部分國家，經濟倒退，企業裁員潮不絕，在此大環境催化下，自然加大了市民對此現象的不滿。

貧富差距問題成為環球焦點，政客為了取悅選民，自然傾向拋出大量相關解決政策，而最簡單的，當然是增加高收入人士的稅率。這一來能夠回應民眾的訴求，減輕民眾不滿；二來亦可以為政府增加財政收入，配合歐美政府減赤減債的新方向。

就以美國是次「財政懸崖」談判為例，最新的

報章指出，雖然兩黨仍就加稅門檻有所分歧；奧巴馬提出提高每年收入高於40萬美元的家庭的稅率，更倡議將遺產稅率提升至45%及僅首350萬美元獲豁免，至於共和黨雖然傾向保持現時的遺產稅率及豁免門檻不變，但眾議院議長博納及共和黨國會領袖上週亦表示同意提升每年收入高於100萬美元的家庭的稅率。

事實上，最近法國亦正就加稅法有所爭議；法國憲法委員會於上周末公布，法國政府擬於2013年啟動的對高收入階層徵收75%的稅率實為違憲。

法國政府在2013年財政預算案中規定，今後兩年內對年收入超過100萬歐元的個人徵收稅率為

75%的所得稅，這對於2012年才上任，於競選期間打着上調高收入人士稅率旗幟的法國總統奧朗德而言，實為重大打擊。

然而，即使該法案沒有違憲，這法案屬象徵意義居多。據《金融時報》報道表示，即使法案實施，全個法國僅有約1,500人受到影響。事實上，富人要利用合法的會計準則，將自己的報稅收入壓低至100萬歐元以下，並不困難，加上，在目前環球資本基本上自由流動的情況下，這只會驅使資本外流，亦令為避稅而移居國外的人激增，對法國本土經濟或會造成不利影響，反過來令整體稅收減少，使方案變得本末倒置。

不論法國、美國還是其他國家，相信如何減低貧富差距擴大，實現有效的財富再分配，將成為各國政府未來施政時的一個重要因素。各國政府或會將政策更為傾斜於勞工階層，減少對企業的優惠，而向富人加稅，亦會成為趨勢。



美國兩黨就「財政懸崖」問題進行談判，相信最終高收入人士的稅務負擔無可避免要增加。圖為美國國會山莊。 彭博社

貨幣政策轉變影響深遠

AMTD尚乘財策策劃董事兼行政總裁
曾慶琪

最近世界各國央行的貨幣政策正在發生歷史性的變化，其影響遠超出了學術和實踐領域。這趨勢對經濟表現、市場運作和資產估價均影響深遠。本月12日美聯儲局宣布將採取更有力的措施來刺激經濟，明確表示只要通脹率控制在2.5%或以下，和失業率降至6.5%之前，將會持續利用量化工具積極刺激經濟。這政策的創新之處在於明確界定了量化政策的值，並由此引導了貨幣政策的未來走向。但現實市場和經濟理論是兩回事，市場一旦出現預期回蝕和折現機制，貨幣政策的未來走向會令市場更難反映實況，長期反而會令市場更不穩定。

美解決失業率為優先目標

美聯儲局將用截然不同的方法界定失業率和通脹，前者依據歷史數據，而後者則將依據美聯儲局的預測。最重要的是美聯儲局將優先以失業率為目標，而非通脹。在通脹嚴重的20世紀70年代末，當時的聯儲局主席沃爾克 (Paul Volcker) 為防止通脹惡化，將減低通脹列為優先處理的目標。

今天政策利率的等價值一路攀升至22%，當時的債券價格付出了沉重的代價。熟識經濟史的人都知道，沃爾克的政策戰勝了通脹。最重要的是，從此通脹目標獨立於財政管理機構，同時也為美國的長

期經濟增長和高就業率創造重要的宏觀經濟穩定。

終有一天歷史學家會把今日美聯儲局的政策視為促進美國和全世界傳統智慧發生類似轉變的催化因素。有兩項因素促使現任美聯儲局主席伯南克作出轉變：一是美國持續高企的失業率；二是其他機構的決策力不足，造成美國有近500萬人「長期失業」，佔失業總人數超過40%。此外，還有數百萬人徹底退出就業市場，失業率約佔16歲至19歲勞動人口的四分之一，這導致嚴重的技能萎縮。

總統奧巴馬已相繼提出議案，包括一項全面就業計劃以解決美國的失業問題，但癥結在於議會的兩極分化，他們在過去幾年中除失策外，未能做出任何對經濟有利的決策。就在美聯儲局宣布新一輪貨幣政策的幾小時後，有消息稱英國政府開始考慮改革英國銀行的基礎政策。與美聯儲局不同，英國央行多年來的唯一目標是保持價格穩定，現在政界人士有可能責成銀行，要它們履行促進經濟增長和就業的義務。另一項進展源於日本新當選的自民黨政府控制着三分之二的議會席位，正向日本央行施壓，以刺激經濟發展。

央行將為解決失業問題投入更多精力，而官員更重視解決失業問題會是一件好事。但這種轉變無法解決社會結構的問題，教育培訓及實物資本投資不足而造成的失業危機並沒有解決。央行最多只能為決策機構協調行動爭取時間，而政府政策和思維模式的轉變才是當前問題最重要的解決關鍵。

內地債市今年行情可憧憬

時富金融策略師
黎智凱

2012年過去了，內地經濟展示給我們的是逐步下滑的態勢。GDP增長一季8.1%，二季7.6%，三季7.4%。2012年的A股市場給不少投資者帶來損失，令回憶是痛苦的。新的一年又開始了，作為投資者又該如何去規劃新一年的理財計劃？筆者認為，2013年國民經濟開始進入了結構調整的階段，A股市場難有太大的行情，可以關注債市。

2012年下半年，尤其是在歐洲央行推出新的「購債計劃」等行動之後，歐債危機形勢明顯趨緩。在這一點上筆者非常認可，購債計劃只是讓歐債危機由「急病」轉入「慢病」，但是不可否認歐洲央行行為意大利、西班牙等歐元區主要經濟體量身定做的「購債計劃」，扮演著其國債的角色，大大降低了歐元區或因主要成員國求救面臨崩潰的風險。

在中國，債券市場2012年仍然保持結構性牛市格局。Wind數據統計顯示，截至12月27日，我國發行的企業債券和公司債券共計736隻，較2011年全年增長163.7%；發行融資總金額達8,859.64億元，較2011年全年增長132.7%。其中，企業債券發行數量為470隻，較2011年全年增長139.7%，受國家發改委「砍規模，快

節奏」政策影響，募集資金總額共計6,303.31億元，較2011年全年增長150%。

企業和公司債仍是主力

從債券類型來看，企業債、公司債、中票、短融四大類債券均呈現高增長態勢。企業債和公司債仍是主力。以企業債券(不含鐵道債)為例，2012年前11月發行量達到5,723.53億元，超過了2011年全年的2,485.48億元，更是遠超2011年同期的1,927.48億元。數據統計顯示，2012年公司債和企業債的融資規模佔全部債券融資總金額的69.38%。

筆者認為，公司債和企業債的突飛猛進，表明企業直接融資的需求旺盛，理財產品對債券的配置需求也很大，加上管理層也有意大力支持債券市場發展，預計2013年債券的發行仍將維持在高位。

筆者相信，2013年債券市場會呈現出穩健增長的格局。隨着「利率市場化」的進程不斷推進，銀行信貸呈被動或主動緊縮態勢，社會融資結構逐漸發生變化，加上未來銀行理財資金投資於信託貸款和變相委託貸款的部分更可能被監管，如果這部分受到控制，而企業資金需求仍在擴張，預計會有越來越多的企業會將融資的目光投向債券市場，從這點上來講債券市場存在着交易性機會。

今年穀價很可能居高不下

路透專欄撰稿人
Kevin Allison

熱點透視



圖為黑龍江墾區五大連池農場的職工駕駛收割機收割大豆。 新華社

中國需求變化不定，鋼和鐵礦石等工業金屬的前景難以捉摸。但穀物則不同。全球農產品庫存處於低位，影響2012年秋季收成的乾旱一直持續，威脅到小麥新作。再加上降雨稀少讓依賴河流的美國貿易運輸線路受阻，穀物價格很可能居高不下。

2011年夏天當旱情明顯變得嚴重時，玉米和大豆的價格都創出紀錄高位，現在價格雖有回落，卻是帶有迷惑性質。多種因素均表明，2013年價格還將走高。旱情一直在持續，根據美國乾旱監測報告，去年12

月初時美國有約63%的大陸地區至少出現了「輕度乾旱狀況」。

運輸的混亂或許也加大了成本壓力。在重要的穀物運輸通道密西西比河，水位接近紀錄低位，讓貨船公司大感頭痛。供應風險還擴散到美國以外地區。近來另一個穀物出口大國——阿根廷的種植也因天氣不穩定而受到拖延。

庫存情況也難以令人寬慰。美國農業部近期發布預估，稱美國2012-13年度玉米庫存料為6.47億蒲式耳，為17年以來最低，只相當於總需求的5.8%。大豆庫存也將創下九年低點。只有小麥例外，農業部近期提高了小麥的庫存預估。但聯合國糧食及農業組織(糧農組織，FAO)預計2013年各種重要糧食庫存將會更加緊張。

這應該提振穀物價格，即便是在沒有考慮超低利率以及央行印鈔這些因素的情況下。更何況這些因素還將提高對農產品等通脹對沖交易品種的需求。此外美國乙醇生產對與玉米的需求又是一個強有力的因素。所有這些都貼合這樣一個更為廣泛的主題：自金融危機以來，異常之低的庫存水平讓農產品市場如履薄冰。或許，只有當近乎完美的天氣帶給我們大豐收，滿足全球對穀物日益飢渴的需求，2013年的穀物價格才會明顯下降。

「城鎮化」誘因 港股有運行

太平金融：太平証券(香港)研究部主筆
陳羨明

2012年，港股錄得不俗升幅，全年上升22.9%。恒指去年呈現走高、下挫、再走高的走勢。升幅主要集中在下半年，受惠於國家統計局公佈的多項反映未來趨勢的經濟先行指數出現回升，預示內地經濟有望進一步回穩。展望2013年，外圍歐美政經仍然波動，中國內地已明確外需不振，可以內需支撐，並提出「城鎮化」。因此，2013年港股仍然充滿希望。

我們關注內地經濟基本面的發展變化。隨着十八大的召開，我們去年11月8日在「十八大確立目標，內需成發展火車頭」一文指，需關注兩個尤為重要的政策時點，其一是「今年年底的中央經濟工作會議對明年經濟政策的表述，尤其要注意關於穩增長和調結構的定調，這對兩方面的力度和側重的把握具參考意義」。

中央重視「質」而非「速」

事實上，其後召開的中央經濟工作會議取消了「平穩較快發展」的表述，代之以「持續健康發展」表述，對內地經濟發展更應注重「質」而非「速」。與我們在「中央關注經濟增長注重品質和效益」一文指，關於中央對明年的經濟工作定調重要度的表述亦有所變化，依次為「結構、增長、通脹」的理解一致。

對內地的經濟發展，我們一直關注內需，

亦關注中央對調結構的側重與力度。而中央經濟工作會議稱「城鎮化是擴大內需的最大潛力所在」。城鎮化是中國當前最大的內需源泉、最大的結構調整，現已成為共識。

我們亦關注基本面變化可帶來的投資機會。去年11月27日和11月30日，我們在本欄以「行業轉暖，內房股可跑贏大市」、「銷售好轉，內房股紛紛起動」為題，分別從微觀和宏觀的角度分析及總結內房股的投資機遇。其後，多隻內房股創一年新高，中國海外(0688)和華潤置地(1109)去年累計漲幅分別為78%和69%，為去年升幅排第2和4的藍籌股。然而，去年第四季度後半段內房股受到政府官員講話及流動性等非基本面因素的影響，而有所調整。但中國海外宏洋集團(0081)、融創中國控股(1918)和綠城中國(3900)去年尾仍升至52周新高。

去年11月26日，市場傳出電煤價格並軌方案即將出台，但指方案與電力行業的期待有距離。對此，我們本月7日在本欄「煤電新政有利電力企業」一文指，「取消煤炭重點合同，但未能完善煤電聯動機制的新政不會對電力股構成壓力」。事實上，去年12月7日至去年尾，電力股除華能國際(0902)輕微跌0.28%外，其餘電力股則分別升5.71%至13%。

展望2013年，我們相信，「城鎮化」不是一句口號，而是內地未來經濟增長動力所在，是當前最大的改革紅利。內地經濟持續健康發展，將可給估值仍處歷史低位的港股帶來機會。

「寬財政」不能倣效歐美日

復旦大學金融研究中心主任、經濟學院副院長
孫立堅

聯合BLOG

年末的中央經濟工作會議在對2013年國內外經濟形勢依然錯綜複雜的研判下提出了「寬財政、穩貨幣」的調控戰略。這一政策組合與今天發達國家的政策選擇相比，我們正好與它們「互補」。經濟學經常會分析這樣的調控政策是政府主動而為，以達到事先設立的支持財政擴張、穩定增長的目標，還是今天政府應該重新尊重市場發展的「內生」規律，着力確保央行貨幣政策中「穩物價」的獨立性，從而達到未來價格的變化能正確反映市場健康的供求關係。因此，我感到2013年中國的政策組合應該是後者，提高價格在資源配置中的積極作用，而不是犧牲效率去追求發展。否則，2013年在發達國家不斷超發貨幣的複雜環境中，因為我們地方政府可能再次出現投資「錯位」和「越位」的行為，從而使得目前中國經濟所存在的實體經濟部門「錢荒」、虛擬經濟部門「錢多」並存的問題變得更加嚴重。

這是因為：一方面，歐美國家創新驅動的新一輪增長方式，短時間還難以形成，他們着眼點還是放在擺脫失業、債務和負資產狀態的目標上，所以，現在投放的大量貨幣主要是用於支撐財政減稅、降低融資成本和債務負擔、增強資本市場價格修復所需要的流動性；根本不能保證大量資金是否能流進實體經濟——以支持對未來充滿信心的企業所投入的創新類資本，於是，在現有國際分工的格局下，投放出來的大量資金沒有被政府所期待的實體經濟部門吸收，反而卻大量流向稀缺資源市場，追求價格暴漲帶來的財富效應。

新興市場須防成「提款機」

這裡的前提條件是，新興市場國家、政府可能是拉動投資的主體，他們這種不計成本的「剛需」投資，恰恰會助長全球金融資本「搭」中國經濟增長的便車進行投機套利；而市場經濟主體在全球有效需求嚴重不足的環境下，因為承受不了這樣的高成本負擔，會漸漸退出他

們擅長的實業舞台，甚至少數企業家也會一起加入到他們根本不專業的「以錢養錢」這種高風險快節奏的賺錢行列中。

另一方面，全球金融資本非常覬覦新興市場國家的投資機會。理由在於三：一是像中國這樣的新興市場國家儲蓄多，追求財富的動機旺盛，但危機時期投資渠道卻偏少，所以，很容易形成集中投資、催生泡沫，這是外來投機資本獲利的絕佳環境。二是監管不足或監管過度，這也使得政府往往在短期會主動進行糾偏，這就很容易讓投機資本順勢而為，漁翁得利，從而造成一抓就死、一放就亂的格局。三是新興市場國家投資者的損失會引起政府的同情，通過救助來獲取社會的穩定。這也是海外游資套利的一個很大原因。

未來，如果我們還想以往那樣，放任外匯占款時，就會造成通脹和資產泡沫，而通過提高存款準備金率 and 加大央票發行的力度等數量型對沖外匯占款的方法，就會催生灰色高利貸市場的膨脹，反而無法起到原先抑制游資流入的目的。儘管目前在美國「財政懸崖」、「歐債危機」、「中國增長減速」等負面疊加效應凸顯時，避險情緒籠罩全球金融市場，美國債市的泡沫暫時承擔了今天全球流動性氾濫的風險。但是，明年一旦不確定的局勢明朗後，外匯占款的問題又將挑戰中國為達到「穩貨幣」目標而採取的被動應對方式。

不過「寬財政」的做法，如果能聚焦在給企業減稅和改善民生的公共投資上，而資金的來源來自於政府有效的發揮金融市場配置資源的功能，把虛擬經濟集中的「錢多」而造成的氾濫資金引導到實體經濟「錢荒」的部門。那麼，企業成本的下調和消費者休閒支出的增加，就會大大緩解中國經濟因外需萎縮而不斷下滑的風險。至於暫時造成的財政平衡的壓力也完全可以站在「跨期平滑」的視角上加以解決，即用明天經濟繁榮時的稅收增長來彌補今天財政收入減少。不管怎樣，千萬不能倣效歐美日，用今天寬鬆的貨幣政策來平衡當前財政收支的失衡狀況。(摘錄自孫立堅網誌)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。