

特朗普稅務改革知易行難

財經評述

戴道華 中銀香港高級經濟研究員

4月26日，美國財長和白宮經濟顧問終於為市場期待已久的特朗普稅務改革綱領揭幕。繼上周對稅改與「特朗普現象」的關係、主要措施以及減稅的錢從何來等進行分析後，本文將聚焦其可行性及其影響。減稅如果是以增加政府財赤來支付的話，毫無難度，任何人都做得到。對特朗普來說，進取的稅務改革要說服參眾兩院乃至市場就必須跨越收入中性的門檻才能變為現實。

從三個可能的開源措施來看，改全球徵稅為地域徵稅是從善如流，把美國的企業利得稅徵收與其他主要經濟體看齊，也大大降低了美國企業把海外盈利用存海外以規避35%稅率的誘因，因為未來美國企業的海外盈利調返國內就不會再徵稅。但即使對2.6萬億美元的海外盈利用存量一次性徵收5%的稅，

也只涉及1,300億美元，而且這2.6萬億美元並非全是現金，多是再投資，有多少可以調回美國及其對稅收和經濟能帶來多大影響也尚待進一步研究。

堵塞稅務漏洞影響正面

堵塞稅務漏洞雖然難以量化，惟其影響卻可以很大，因為美國目前35%的最高聯邦企業利得稅率加上州約4.1%的稅率，令美國的企業利得稅率是發達工業國中最高。然而從美國國會預算辦公室（Congressional Budget Office, CBO）的統計來看，2016年企業利得稅稅收為2,996億美元，僅佔政府所有收入的9%，只相當於美國GDP的1.6%（稅收的大頭是個人入息稅和工資稅，各佔政府收入的47%和34%）。這顯示

堵塞稅務漏洞如有進展，其對稅收的正面影響可能不亞於地域徵稅的改革。

里根稅改功在開支中性

至於減稅刺激經濟從而增加稅收，美國經濟史上的先例為前總統里根在1986年推出的稅務改革，是其1981年上任後推出的第二份稅務改革，一般的分析都將之與美國經濟當時乃至之後的繁榮掛鉤。里根1981年的第一次減稅是有爭議的，因為減稅之後政府收入不降反升，且開支升得更快，令財政赤字迅速膨脹，從1981年的790億美元增至1983年的2,078億美元，利率隨之飆升，美國經濟遂於1982年陷入雙底衰退，全年收縮1.9%。里根也被迫在1982年重新加稅。

到了1986年稅務改革，里根就堅持收入中性、不增加財赤的原則。這一次，他做到了。政府收入一直至2000年連年增加，財政赤字至1989年降至1,526億美元，後在克林頓主政的1998年甚至轉赤為盈。美國經濟之後除在1991年因為海灣戰爭而輕微衰退以外，其他年份均增長3.7%，直至科網泡沫爆破為止。

以此看來，稅務改革要行之有效，開支中性的原則不可或缺，背後的含義是除了有新的開源措施和堵塞漏洞以外，即使不削減也要嚴格控制開支增長。

特朗普稅務改革與里根最大的不同之處在於里根減稅是有民主黨支持的，特朗普或無此條件。另外，里根減稅打的是個人入息稅，其最高稅率從50%減至33%，實際稅

率更可低至28%，並簡化稅階，所涉及的是政府稅收的大項，但特朗普稅改則主打企業利得稅，是政府稅收的小項，能否同樣有效值得進一步探討。

全球被迫回應或掀減稅潮

但在全球來說，若美國的企業利得稅最高稅率減至15%，根據CBO的研究，美國的企業利得稅便一下子從G20當中最高變為最低和最具競爭力，則各國恐怕都要被迫回應。即使香港目前具競爭力的16.5%的企業利得稅也會有壓力，因為這是全球爭奪企業和投資的最直接手段，就連財困的日本也在削減該稅率，英國脫歐後也將以此手段進行競爭。

(二之二)

市場動盪自有因 對號入座不足信

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

全球金融市場，在5月上旬，本來看似風平浪靜，但隨著特朗普新政受阻，加上有洩密爭議傳出，近日再有避險情緒出現。金價突破短期區間阻力，VIX指數突然急升，美股三大指數出現大跌幅，都是這一趨跌勢的表徵。當然，內裡原因如何，始終值得深思，而不能隨便直接對號入座。事實上，上述三項因素，說起來，都有相當合理的辯解。

首先，金價在過去幾年，益發明顯地受到兩大力量牽動，一方面，隨著美聯儲由量寬到退市，繼而開展加息周期，今年相信有三次至四次加息，如此一來，金價難有大升的空間；另一邊廂，全球政經形勢，隨著逆全球化的勢頭出現，投資者不免要重新適應。但過程中的不明朗，只能部分地透過買金作為保險，這是古老相傳的傳統市場智慧，對也好，錯也好，構成一定的買入力量，令金價跌不下去。的確，近期所見，金價主要區間在1,200美元至1,250美元，即使有時升破或跌破，不旋踵又回到原來區間。

金價受惠美聯儲未擬提速加息

以此觀之，基於近期美國經濟數據時有好壞，而美聯儲未擬提速進行加息，如此平穩的加息步伐，應屬市場人士意料中事。而近期略為放緩的復甦，更令人相信，未必可以加息三次至四次云云，則金價有一定支持。而在此基礎



■ 特朗普新政受阻，加上有洩密爭議傳出，近日再有避險情緒出現，美股三大指數周三出現大跌幅。圖為紐約交易所的交易員。法新社

上，特朗普一事自然是火上加油。

另一個風險指標，當看VIX指數。近年，VIX長期低企，在歷史低位徘徊，不少市場中人早已好奇怪，何以投資者認為後市全無大波幅的預測。眾所周知，金融市場着重預期，一般傾向居安思危，先天下之憂而憂才是常態，VIX在低水平，反映出投資者認為波幅不至於明顯擴大，即使周邊有不同事件困擾，但亦是短暫，才會出現這種現象。

當然，從另一角度看，不難拆解VIX低企之迷。在金融海嘯之後，投資者早已習慣，只要有央行的出招，由減息到

低息或零息水平，再配合各式寬買資產，總有爭取時間和空間之機，不虞再有系統性風險所展現的大跌，因為這種風險是央行不樂見，甚至變相是不容許的。

央行包底救市 市場深信不疑

這個訊息一直存在於投資者心目中，由央行包底救市，可是道德危機或道德風險的一種，但無奈地，金融海嘯後，央行的所有非常時期非常手段，已令市場中人對此深信不疑。如此說來，VIX在低位又有何奇？

美股高處不勝寒 調整不足為奇

至於美股的跌幅，單憑近幾天的跌勢，不足以論英雄矣。若放諸過去幾年的持續好，屢創新高，特別是部分品牌企業，尤其科網巨企，全球資金都特別投進去，升勢令人驚訝。

如此一來，在沒有再有多好消息支持之下，獲利回吐，借勢調整，本不足為奇吧。更何況，跌勢之下，不愁沒買家，有人辭官歸故里，有人漏夜趕科場，只是市場常態而已。

九龍東宜選高架單軌鐵路系統

陳東岳 香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師（產業測量）

行政長官2011/12年《施政報告》宣佈，銳意打造涵蓋啟德、九龍灣和觀塘商貿區的九龍東成為一個商業、休閒、康樂和旅遊的新核心商業區。土木工程拓展署在2012年及2014年，就建議的高架單軌鐵路連接系統，進行了兩個階段的公眾諮詢。其間公眾普遍歡迎透過擬議環保連接系統加強九龍東的連繫，但亦有意見關注到系統的走線和覆蓋範圍，以及對觀塘避風塘等的影響。

發展局局長馬紹祥近日在網誌透露，考慮到公眾的各種關注，土木工程拓展署在2015年10月展開詳細可行性研究。研究分兩階段進行，首階段的研究是回應公眾關注九龍東是否需要高架鐵路系統的議題，重新審視各種環保交通模式，選取最

適合九龍東及具成本效益的環保交通模式；待確定了合適的交通模式後，會在下一階段制定環保連接系統方案，包括詳細的走線方案、車站位置、營運和採購模式、成本以及財務分析等。

未來區內路面必定擠塞不堪

中環美利道商業地以232億元由恒基投得，商業地皮有價有市。作為香港未來的CBD2及智慧城市，九龍東核心商業區將可提供達700萬平方米的商业樓面面積，區內就業人口增加，加上啟德發展區居住人口可達13.4萬，令交通需求增加。預計到2036年，區內每日的出行次數將比現時多出一倍，根據香港以往發展新區域的經驗，假如沒有集體運

輸系統同步發展配合，未來區內路面必定擠塞不堪，對該區經濟效率及環境因素造成負面影響。

到底怎樣的一個連接系統才是最適合九龍東及香港長遠的經濟持續發展呢？馬局長指出，土木工程拓展署現階段研究，確立了兩種高架交通模式的連接系統（即「旅客捷運系統」和「單軌鐵路」）是較適合九龍東的發展，不但對區內路面空間影響輕微，同時又不受道路的影響，有效縮短乘客的行程時間。

選站可考慮尚未發展用地旁

筆者原則上認同選擇高架單軌鐵路系統，但有待觀察具體細節。選站可考慮更近區內地標建築物旁及尚未發展的用

地旁，建議後者可在賣地條款中加入要求發展商預留接駁列車站的通道甚至負責相關列車站的建造，假如未來的用地有列車站或在站旁，該用地的商業價值亦有所提高。作為宏觀規劃，政府應該及早為選取方案拍板，以便各政府部門比如地政、規劃、路政、運輸等範疇上能夠配合。

土木工程拓展署已於5月初展開為期兩個月的新一輪諮詢，收集市民對建議的旅客捷運系統和單軌鐵路兩種高架交通模式的意見，其間亦會諮詢不同的法定組織、專業學會、運輸機構和關注團體等。筆者呼籲區內持份者及市民積極參與及發表意見，齊來為香港打造一個新的核心商業區。

「帶路」基建金融先行

何天仲 比富達（香港）資產管理部及研究部聯席董事

近日「一帶一路」國際合作高峰論壇在北京成功舉行，會後達成270多項成果，涵蓋政策溝通、設施聯通、貿易暢通、資金融通、民心相通等五大方面。為進一步推動「一帶一路」經濟帶的建設，中國將加大資金支持力度，以滿足融資需求。「一帶一路」經濟帶連接歐亞大陸，涉及國家及人口眾多，發展潛力巨大，可望為全球經濟增長注入新動力，值得關注。

「一帶一路」經濟帶沿線有64個國家，總人口約44億，佔世界總人口的63%；總GDP約23萬億美元，佔世界總量的29%。據估計，到2050年，該經濟帶將貢獻全球GDP增量的80%。沿線許多國家正處於經濟快速發展時期，基建需求旺盛，「一帶一路」計劃可以為這些地區及國家提供發展基建所需的資金及技術支持。「一帶一路」計劃宏大，預計未來將會有更多國家及地區加入。

沿線基建落後 資金缺口大

由於歷史原因，「一帶一路」沿線許多國家的基礎設施建設較為落後，加上國家之間標準存在差異，基礎設施互聯互通並不理想，阻礙了當地經濟的發展，但發展基建卻面臨巨大的資金缺口。據亞洲開發銀行估算，從2016年至2030年，亞洲國家需要在基礎設施建設領域投資26萬億美元，融資將會是最大難題。目前來看，「一帶一路」計劃不失為解決方案之一。

中國作為「一帶一路」計劃的發起國，已投入大量資金來推動發展。截至2016年底，共有9家中資銀行在26個沿線國家設立了62家一級機構，其中中國開發銀行和進出口銀行在沿線國家和地區的貸款餘額已達2,000億美元。在本次峰會上，中國政府表示會加大資金投入力度，包括向絲路基金增資及鼓勵金融機構增加專項貸款資金；總投入達近8,000億元人民幣。未來，中國還將與亞投行、金磚國家新開發銀行、世界銀行及其他多邊開發機構積極合作，支持「一帶一路」經濟帶建設。

關注部分項目或存在風險

長遠來看，「一帶一路」計劃若順利推進，可顯著帶動沿線地區及國家的發展，為全球經濟增長注入新動力。「一帶一路」的重點建設項目主要集中在交通、海運、航空、能源、電力及通信等領域，預計大型基建企業及相關金融機構可率先受惠。不過，經濟帶沿線國家眾多，地緣關係錯綜複雜，部分項目也可能存在一定風險，投資者值得關注。



■ 歷史與未來在此刻交匯，中國與世界迎來新的出發。新華社

加國爆「房泡」 當地金融系統暫仍安全

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

法國總統大選結果公佈後，正當投資者以為市場上的避險減退之際，加拿大非銀行房貸供應商Home Capital Group (HCG) 因為於兩年前未有向投資者披露停止了部分不正常的抵押貸款，直到最近披露其行政總裁被安大略交易所展開調查，結果令其股價急跌，亦令相關行業的股份受到影響。

HCG中招 存款持續流出

受到相關消息的影響，令存戶對HCG的前景失去信心，令大量存戶從其高利息儲蓄賬戶存款持續流出。由自3月尾起的存款大約有20億元，大幅下降至5月初的不足4億元。加拿大央行、加拿大存款保險公司在內的監管機構，進行了多次緊急會議。與會者的焦點在於如何確保對HCG的危機可以有序地向傳媒公佈，以及確保情況不會蔓延至其他重要金融機構。公司於5月初，公佈更換了集團主席，並表示已與加拿大證監會密切合作，有必要時會撤換CEO及

CFO。

另外，渥太華健康醫療養老計劃(HOOPP)願意提供20億加元的緊急貸款，但借出的條件卻非常苛刻。當HCG首次提取的資金總額必須在10億加元以上，而需要支付的利率高達22.5%。如果當時沒有HOOPP的支援，HCG已經處於破產的命運。

其他金融機構亦受影響

由於HCG是當地大型非金融房貸企業，在消息曝光後，加拿大其他房貸機構股價亦受到影響。當中，Canada Equitable Group公司表示，撤資的情況雖然佔總存款金額不多，但預期仍會出現有關情況。

由於當地非銀行房貸的擠提情況持續，故評級機構穆迪於上周四下調了加拿大六間大型銀行的信貸評級。穆迪表示，當地銀行業環境目前受壓，可能令銀行的資產品質惡

化，亦較容易受到外來因素所影響。穆迪更指出，當地私營部門債務率升至185%，而2015年底為179.3%，顯示當地銀行業的資產品質及盈利能力的風險均有所上升。

穆迪亦表示，當地地產債務主導了上述債務率上升，而在去年第四季有關的比率已升至167.3%的紀錄新高。穆迪表示，雖然早前加拿大政府推出了一系列打壓樓市措施，而且獲得了成果，但房價及消費者負債仍處於歷史高位。被下調評級的六間銀行分別是加拿大帝國商業銀行、加拿大國家銀行和加拿大皇家銀行，而這六間銀行的總資產佔加拿大銀行業總資產的90%。

政府反應快 危機暫舒緩

由於加拿大政府及相關金融機構吸取了美國2008年次按泡沫爆破的教訓，已快速進行了有關行動，故目前當地並未出現類似次按問題的情況。



■ 加拿大非銀行房貸供應商Home Capital Group (HCG) 因為於兩年前未有向投資者披露停止了部分不正常的抵押貸款，拖累相關行業的股份受到影響。資料圖片

另一方面，截至去年年底，HCG的資產合共205億元，而住房貸款已達到150億元。但對比當地1.45萬億元抵押貸款市場，只佔1%，而且當地金融系統穩健，在2008年金融海嘯時，亦未有受到影響，只是損失19.5億美元。因此，預期HCG事件

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。