

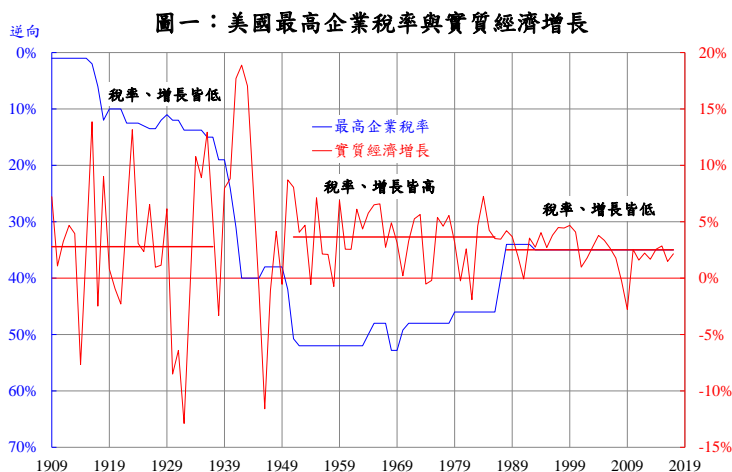
《信報》專欄〈一名經人〉

減稅好淡吹大了 實際影響相當小

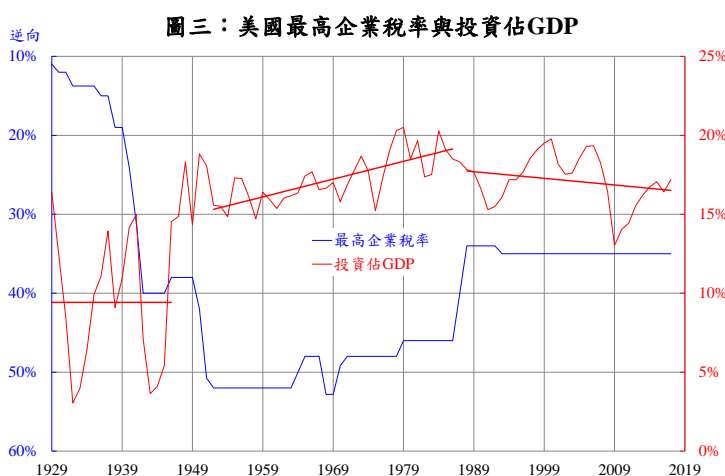
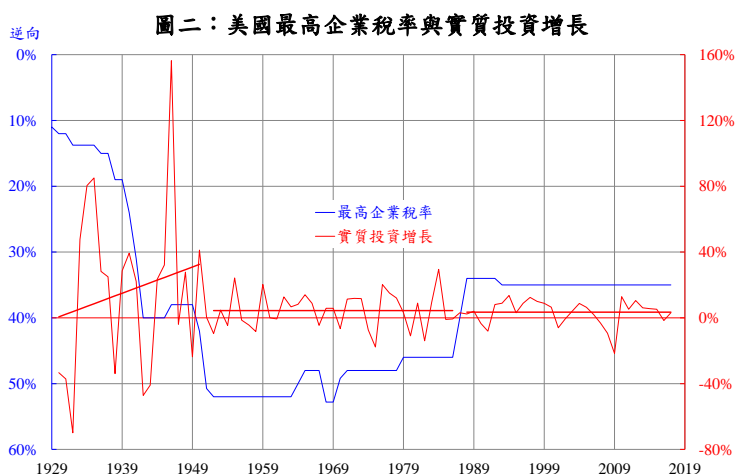
臨近年尾，要發生的大事都已八八九九了，股匯仍見反覆，原因是稅改尚有暗湧。表面上看，大幅減企業稅直接令盈利受惠，升市理所當然。然而經濟學上卻另一回事：多年實證分析顯示財政政策的乘數效應不會偏離1太遠。如果公私營間呈此大概零和，減了企業自要加回其他，又或減了今天自要加回明天，不會有天跌落來的免費午餐。

即使將之放回到微觀的企業層面，雖然減稅的第一直接結果是盈利變相即時增加，但零和下意味有其他環節受負面影響，最終將反饋到將來盈利之上。從另一角度論述，如果減稅對經濟的影響是中性的話，基於宏觀由微觀組成，經濟中性意味盈利也中性，故沒太多看好理由。今文要做的是追本溯源，問問到底減企業稅對經濟有何影響。

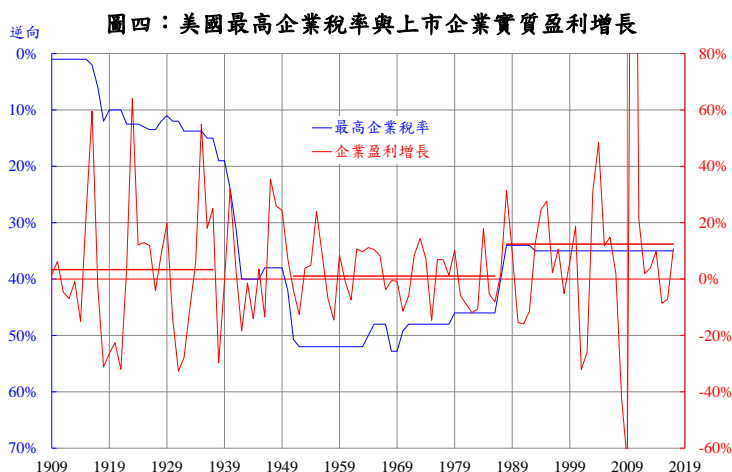
美國統計透明，我們不難找到上世紀初起至今的稅率。不同稅階的稅率差距頗大，一般所指目前的35%企業稅率其實是最高階的稅率，概念類似我們身俸稅的標準稅率，故以下取歷年最高稅率作準。稅率高低會否影響經濟？將兩者反向比較，即見關係不明——時有時無【圖一】。驟眼最易比較是1987年前、後各卅年：後期稅率遠低於前期，但後卅年的經濟增長卻仍稍低於前卅年的；1940年代的大幅加稅同樣未見負面影響。觀乎這個多世紀以來三段稅率水平和經濟增長同皆呈「低、高、低」，看來縱有影響，也應因果倒轉：即經濟好政府加稅，經濟差政府才減；反過來的影響數據上看不到。



經濟增長會否是不太恰當的數據呢？即使剔除GDP當中的其餘環節而只剩投資，同樣亦見稅率與實質投資的增長關係未如預期般相反【圖二】。在1930至1950年間，企業稅率大升但投資增長同升；1987年大幅減稅前後各卅年的投資增長則無大變動。再換另一個計法，將稅率與投資佔GDP比較，同樣未見「應有」的反比關係；相反，類似經濟增長的「低、升、跌」模式則相當明顯，同樣教人懷疑因果之方向【圖三】。仔細觀圖，即見時序上是投資佔比先升而稅率後跟，同樣亦投資佔比先於稅率下跌。

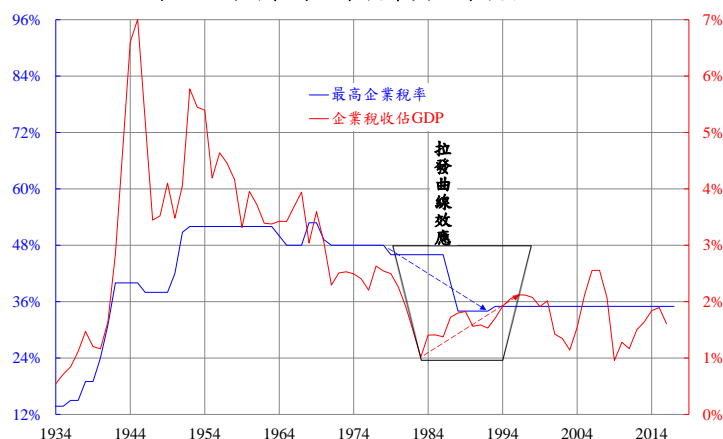


既然稅率對經濟、投資的影響均未如預期，對上市企業盈利增長的影響又如何呢？這該直接影響股市的，而分析亦很易做。取 Robert Shiller 編制的標指實質企業盈利，即見稅率與盈利可能有關：1940 年代大幅加稅前後，企業盈利增長未見有太大變化，但 1987 年大幅減稅前後各卅年，盈利增長趨勢水平高了 10%【圖四】。這個肥了企業、但無益於整體投資的結果頗為有趣，減了一成許的稅率，企業盈利對應高了一成增長，是政府塞錢入企業袋的直接結果。照理推斷，再減一成許稅率，盈利增長可再高一成，但要加個附註：近卅年盈利增長雖高於前但波幅也大，故或只是科技新經濟的結果。



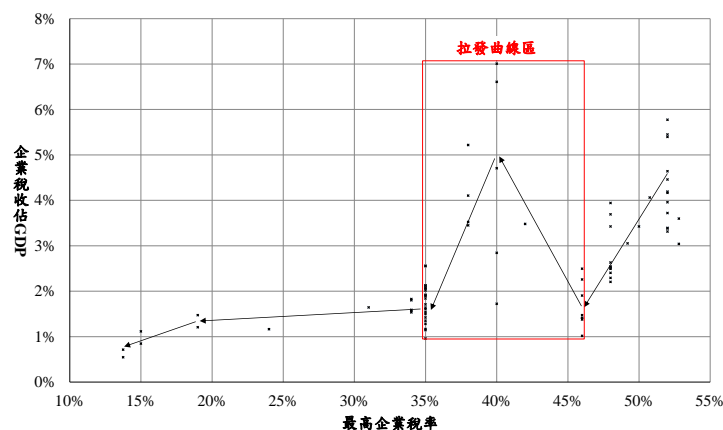
雖然美元任印，但畢竟華府的財政說不上很健康，照理難以無止境塞錢入企業袋。Arthur Laffer 主張的拉發曲線，就是指減稅率未必是減稅收；稅基闊了自會抵消有餘。同是共和黨，特朗普固然希望這列根年代之說會重演：減稅利了經濟，進而闊了稅基。不過上文看過，投資、經濟等並無因稅率減而好了。那這拉發曲線到底又從何說起？

圖五：美國最高企業稅率與企業稅收佔GDP



只要比較企業稅率與企業稅收佔GDP（稅收固然隨GDP而增，何謂多要有基礎，相對於GDP較相對於去年〔按年比〕更能反映稅基），即見曲線確曾在列根年代見功【圖五】。但這可能僅是史上例外的十年，是否絕後不敢講，但肯定是空前的了。何況1980年代初有滯脹突然終結、生產成本大降之特殊因素，息跌十多厘實可一不可再。

圖六：美最高企業稅率與企業稅收佔GDP，1934-2016



上述的稅率與稅收又能否繪得出條拉發曲線呢？得，但只限於某段歷史【圖六】。觀圖所見，當企業稅率在三成半至五成之間時，就確曾呈現這倒U段，但拉發所指的「減稅率反而增稅收」卻僅限於減至四成之前；四成稅率以下再減，稅收其實是跌的。固然，據戰前數據推敲，稅率由三成半減至兩成下的稅收佔比跌不得多，但仍非升。

由此可見，減稅在對整體投資、經濟沒甚幫助下，對財政亦未必會構成很大壓力。看來稅改好、淡兩邊皆想多了，不必過分憧憬亦毋須過分憂慮，最可能是無甚影響。

羅家聰

環球金融市場部