

# 香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部  
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2007-36

2007年6月15日

\*\*\*\*\*

## 加印花稅壓股市，效果短暫心理戰

交通銀行香港分行資金部 羅家聰<sup>1</sup>

真的欲罷不能。昨晨財政部宣佈把證券交易印花稅由0.1%調高至0.3%，昨日深滬的A、B共四個股市同告下挫。究竟這對股市的短、中、長期影響如何？翻查歷史，大陸印花稅只於1997年加過一次，其餘的均為削減（表~1）。十年前的一次同樣加0.2%，四市於一星期後跌約一成；一個月後，上海股市跌多幾個百分點，而深圳則再跌一成。

---

<sup>1</sup> 原載於香港《信報》2007年5月31日，第33頁。

表~1：大陸歷年印花稅變動對股市指數的中、短線影響

印花稅變動		一星期後 (對比實施前一個交易日)				一個月後 (對比實施前一個交易日)			
實施日期	新印花稅	上海A	深圳A	上海B	深圳B	上海A	深圳A	上海B	深圳B
28/6/90	0.6% <sup>1</sup>	找不到數據							
10/91	0.3% (-) <sup>2</sup>								
12/5/97	0.5% (+)	-10.3%	-11.0%	-10.3%	-11.4%	-16.9%	-21.0%	-12.0%	-20.7%
12/6/98	0.4% (-)	+1.7%	+1.4%	+0.0%	-0.2%	+1.1%	-1.2%	-6.7%	-6.1%
1/6/99	0.3% (-) <sup>3</sup>	-	-	+5.9%	+23.7%	-	-	+51.4%	+64.4%
16/11/01	0.2% (-)	+5.8%	+6.4%	+5.7%	+5.4%	+3.2%	+4.1%	+11.2%	+11.0%
24/1/05	0.1% (-)	-1.7%	-2.1%	-1.6%	+1.7%	+6.1%	+5.2%	+4.9%	+14.2%
30/5/07	0.3% (+)	這行由閣下負責(功課)							

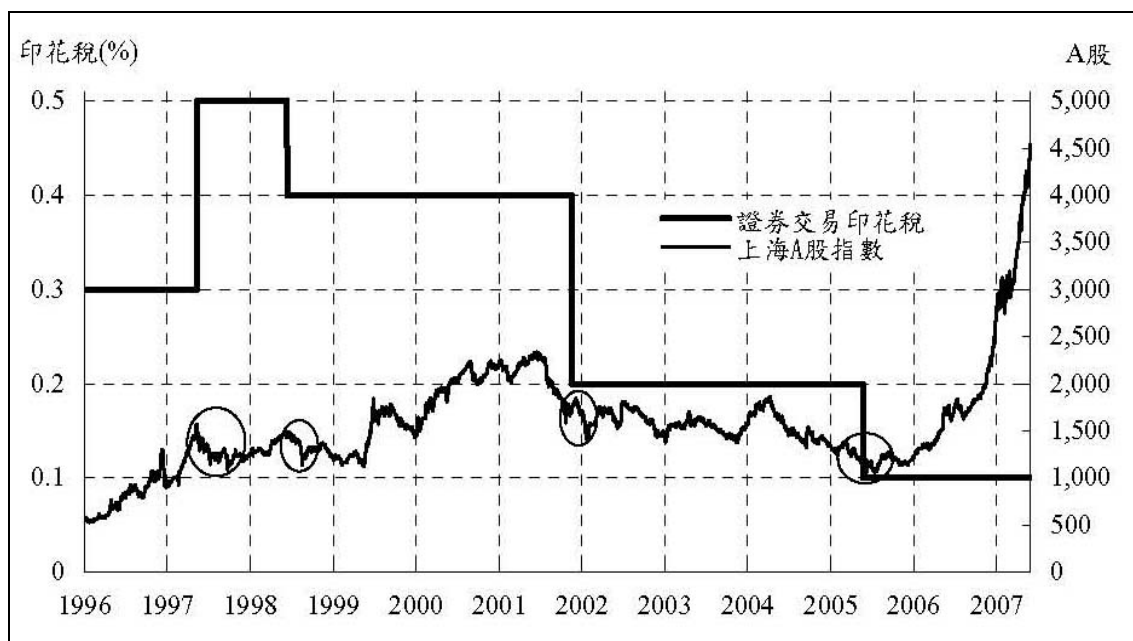
1、深圳引入稅率，只對賣方徵收；同年11月23日起改為對買賣雙方徵收。

2、深圳調低稅率至0.3%，上海於10月10日引入該稅，同為0.3%。

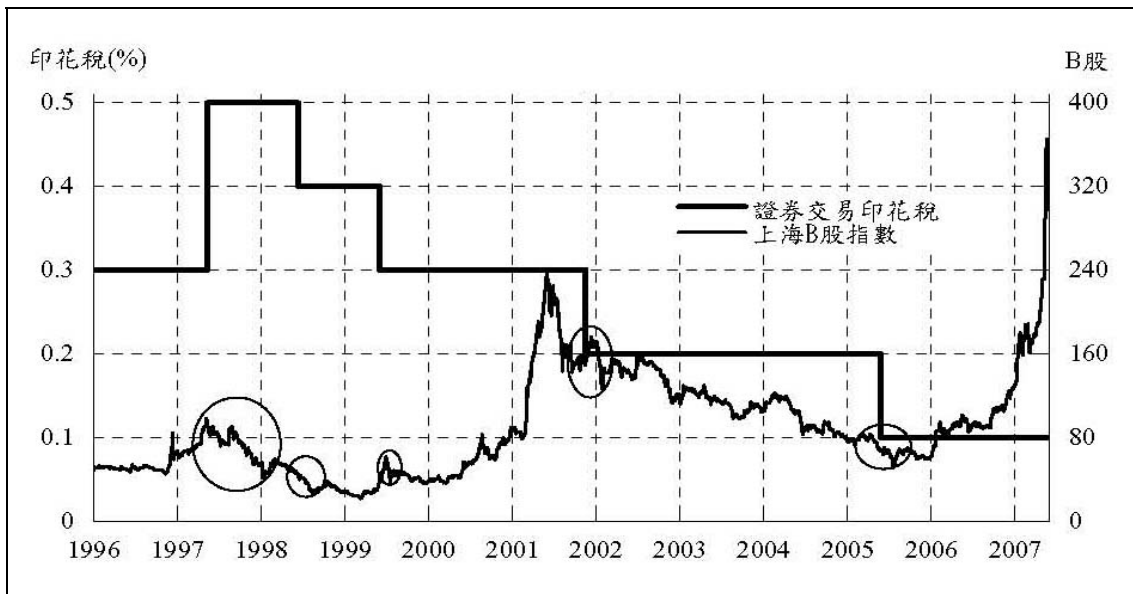
3、B股調低稅率至0.3%，A股的則維持0.4%不變。

但從歷次減印花稅看，卻不一定有中、短線的刺激效應。在1998及2005年兩次的減稅後，股市曾出現不昇反跌（表中灰底部分）。即使是順理成章的昇市，亦不見得有明顯的規律：近四次減稅的幅度均為0.1%，但股市的短線（一週）昇幅由極微至兩成幾都有，而中線（一個月）昇幅則由1%至六成幾不等。然而，B股的昇幅普遍較大。

圖~1：大陸印花稅與A股



圖~2：大陸印花稅與B股



至於稅率變動的長線影響，觀圖會較為方便（圖~1、圖~2）。上海於1997年加稅後，A股跌了四個多月、B股更跌了大半年，最多曾分別跌過三成及五成七（深圳A股最多更跌過三成七）。在減稅方面，長線影響則不顯著，就在1998~2001年間的幾次減稅，股市於其後的一年內均為下跌。只有在2005年的減稅之後，股市才見上昇，但今輪大牛市有多大程度可歸因於該次減稅，則甚成疑問。同樣道理，1997年的加稅撞正金融風暴，亞太區股市自8月初已開始急挫，以上海A股只跌三成計來，已跑贏區內股市！

是故，單憑畫圖列表兼吹水，亦未必能證實到些什麼。早些時候，英國有人研究過減印花稅對當地股市的刺激效應。<sup>2</sup> 英國在1984~1990年間曾經三度宣佈減稅，但有一次延遲實施，另一次則胎死腹中（表~2）。然而，不論是宣佈還是實施，理論上應對股市有利好刺激。於是，研究員便分析了減稅如何影響上市大企的股價。既然有過百家企業，分析自然要以計量經濟方法進行，好處是，影響是否呈統計顯著一目瞭然。

<sup>2</sup> Bond, S., Hawkins, M., Klemm, A.: “Stamp Duty on Shares and Its Effect on Share Prices”, *The Institute for Fiscal Studies WP04/11*, 2004年6月。

表~2：英國歷年減印花稅對股市回報率的中、短線影響

變動日期	稅率變動	變動性質	兩日後的影响			一星期後的影响		
			500大企 比其他 小企	250大企 比500 大企	100大企 比250 大企	500大企 比其他 小企	250大企 比500 大企	100大企 比250 大企
13/3/84	2%→ 1%	宣佈並 實施	高0.5%	不顯著	不顯著	高1.7%	不顯著	高1.6%
18/3/86	1%→	宣佈	高0.7%	高0.5%	不顯著	高1.0%	不顯著	不顯著
27/10/86	0.5%	實施	高0.3%	不顯著	不顯著	不顯著	不顯著	不顯著
20/3/90	0.5%→ 0%	宣佈*	不顯著	高0.5%	高0.4%	不顯著	高0.9%	高0.9%

\* 是次宣佈稅率變動最終並無實施。

研究亦分首500、250及100家大企分析，愈大的企業組別（首100）成交量愈高。結果顯示在1984及1986年兩次宣佈減稅後兩日或一星期，首500家大企的股價回報率明顯比其他小企股的高；而在全部三次宣佈減稅後，“250大”的股價回報率有時會比“500大”的高，而“100大”又有時會比“250大”的高。不過，若是實施早已宣佈的減稅政策，則對股市沒甚顯著影響。似乎，減稅大致是利好的，高成交股更為受惠。

今次大陸加稅，高成交量的股份又會否更傷？不妨拭目以待。除了這篇研究之外，暫時仍未找到有關加印花稅的國際經驗，因為全球的大趨勢是減，不是加。直觀看來，這次加稅的象徵意義多於實際——面對幾乎每日昇近百點的A股（但基數只是幾千），0.2%的額外稅項又何足掛齒？即使我們平日炒上落市，也懶理有幾多印花稅這微不足道的數字吧！（不妨問問身邊股民，港股的印花稅為多少，相信答中之士為數不多。）

畢竟，有行動總好過袖手旁觀。目前唯一見到的效果，就是當局以行動作為訊號，鑑於股市本已偏高，訊號有助引發心理改變，刺激獲利回吐。但除心理因素外，加稅的實質基本影響實在不大，故長遠來講效果並不顯著（重溫二圖）。然而，當大家都看穿這只是心理戰的其中一招後，要繼續冷卻股市，恐怕又要出奇不意，一招勁過一招了。