

中信证券研究部

**秦培景**
首席策略师
S1010512050004**杨家骥**
策略分析师
S1010521040002

核心观点

2023年8月27日，财政部、税务总局发布公告，证券交易印花税实施减半征收；同日证监会也接连发布多项政策“组合拳”，主要内容包括阶段性收紧IPO节奏、进一步规范股份减持行为、降低投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例等。目前，美国、日本、德国等均已经取消印花税，我们认为调降印花税有助于A股参与国际竞争。历史复盘表明，2000年以来我国交易印花税共经历过三次调降，外加一次将双边征收改为单边征收；历次下调印花税对A股的提振效应明显。近期，活跃资本市场、提振投资者信心的一系列举措标志着资本市场改革新篇章的开启。上述政策落地后，A股市场的底部信号更加明显，建议积极把握增配时机。

■ **事项：国内证券交易印花税减半征收。**2023年8月27日，财政部、税务总局发布公告（2023年第39号）称，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。

■ **调降印花税直接降低交易成本，短期活跃资本市场，长期提振A股国际竞争力。**国际范围内来看，美国联邦政府在1996年取消了证券交易税，德国、日本分别在1991年和1999年取消了印花税，英国伦敦证券交易所自2014年起对另类投资市场（Alternative Investment Market, AIM）和高增长板块的合格证券交易不再征收印花税。目前，投资者在A股市场进行交易过程中支付的成本主要包括：交易经手费（0.05%，双向收取）、证管费（0.02%，双向收取）、交易过户费（0.01%，双向收取）、印花税（调整前为1%，卖出单向收取）和交易佣金（平均约为0.23%，双向收取）。2022年国内投资者支付的证券交易印花税为2759亿元，交易佣金1286亿元，证管费约90亿元，经手费约219亿元，过户费45亿元。由此可见，目前国内印花税与美国、日本等国相比比较高，且在投资者交易成本中的占比很大，此次调降印花税将切实降低投资者的交易成本。

■ **历史上A股印花税调降与市场底部重合度很高。**2000年以来我国证券印花税共经历过三次调降，外加一次将双边征收改为单边征收；在上述三次调降和一次单边征收政策出台的当日，上证指数平均涨幅为5.5%，出台后5个交易日的累计涨幅均值为9.0%。1）2001年11月全球经济增速放缓，美国“安然事件”冲击全球风险偏好；国内出口回落、通缩明显，国有股减持的背景下A股持续下挫。11月16日，A股和B股的交易印花税统一由4%下调至2%，当日上证指数+1.6%，此后5日累计涨幅+5.6%。2）2005年1月，国内货币政策收紧导致场内流动性紧缩预期加剧，A股持续下跌；1月24日交易印花税由2%下调至1%，当日上证指数+1.7%，此后1个月累计涨幅为+6.1%。3）2008年4月，美国次贷危机不断升级发酵，国内货币政策从紧，市场短暂回暖之后大幅下挫；4月24日证券交易印花税由3%下调至1%，当日上证指数大涨+9.3%，此后5日累计涨幅+12.7%。4）2008年9月，全球金融危机蔓延、欧美国家经济增速明显放缓，A股市场不断缩量、流动性收紧导致大盘急跌。9月19日证券交易印花税改革，由此前的双边征收改为卖出时单边征收（税率仍为1%），以此鼓励投资者长期持有；当日上证指数大涨+9.5%，此后5日累计涨幅+21.0%。整体来看，历史数据表明，调整证券交易印花税对于降低交易成本、活跃市场交易、体现普惠效应发挥了积极作用。

■ **政策组合拳有利于提振当前已处于低位的投资者信心。**除了调减印花税外，证监会也接连发布多项政策组合拳，近期活跃资本市场、提振投资者信心的一系列举措标志着资本市场改革新篇章的开启。在7月政治局会议“活跃资本市场、

提振投资者信心”的指引下，证监会从投资端、融资端和交易端三个维度明确了资本市场改革的方向与范围。根据中国证监会 8 月 27 日发布的信息，监管层在以下方面推出政策组合拳：阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡；优化 IPO、再融资监管安排；进一步规范股份减持行为，鼓励控股股东、实际控制人及其他股东承诺不减持股份或者延长股份锁定期；将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%，支持适度融资需求。上述政策的落地对于稳定市场预期、推动资本市场平稳健康发展具有关键的作用。本轮资本市场改革以标本兼治、突出重点、稳字当头、发挥合力为核心原则，从制度层面出发，多渠道理顺市场交易机制，着力解决投融资平衡发展的核心问题，有助于实现资本市场长期稳定发展的目标。

■ **市场的底部信号更加明显，建议积极把握增配时机。**当前正处政策落地期，预计经济增速将逐月环比改善；回购潮与自购潮预示下市场底部特征日益明显；8 月来北向资金流出已接近 5 年来极端情形，同时 ETF 月净申购创 6 年新高；当前 A 股已具备年度配置价值，市场的底部信号更加明显，建议择机布局产业和政策主题。宏观政策方面，政策进入落地期，其中地产和化债政策稳步推进，预计最终力度不会弱于预期，国内经济运行的底部特征明显，预计 8 月环比增速不会弱于 7 月。底部信号方面，上市公司回购潮处于过去 5 年来高点，历史上与市场底部重合度较高；机构自购潮再次出现，过去 5 年来该现象平均领先市场底一个月左右。市场行为方面，8 月以来北向资金快速流出，累计流出规模已接近历史极端情形，而 ETF 月净申购则处于 6 年以来最高值；市场负面情绪扭转仍需等待，但 A 股当前已经具备年度配置价值，并已步入“伏击区”，建议择机布局产业和政策主题。

■ **风险因素：**中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。