

印花税调整：对情绪、流动

策略专题研究报告
证券研究报告

性、配置的短期及中长期影响

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjq.com.cn

印花税调整：对情绪、流动性、配置的短期及中长期影响

一、纵横比较：我国印花税调降空间与时机

A 股证券交易印花税总体偏低，但仍有调降空间。目前，世界上有部分国家和地区仍然征收证券交易印花税，其中英国的税率最高（0.5%），法国和韩国次之（0.3%），中国香港在 2021 年将买卖双方的证券交易印花税均调升 30% 至 0.13%，合计征收 0.26%。美国、德国和日本等多国均不征收证券交易印花税。我国证券交易印花税仅对卖方征收 0.1%，税率虽较低，但仍有调降空间。

我国历史上印花税调整情况，包括：7 次调降和 2 次调升。其中，印花税调降往往发生在资本市场改革或市场表现欠佳，情绪相对低迷等期间。

二、历次印花税调降影响：呈现周度级别行情及中长期量能趋势

1、印花税调降，利好市场短期表现，中长期影响较弱。直接影响一般为周度行情，最多达到月度行情。2、印花税调降，可推动市场量能趋势性上升。历史上印花税调降，短期内将迅速拉动市场成交量及换手率明显回升（20% 以上），中长期来看量能回升往往能够保持。3、印花税调降，券商板块最为受益。历次印花税调降，券商板块均表现出相对上证指数的超额收益。

三、印花税调降利好杠杆资金入市，“盘活”市场流动性

历史上看，证券交易印花税立法对 A 股融资金有短期提振作用。2008 年至今三次涉及证券交易印花税的重大立法事件发生之后，A 股融资余额均有所攀升，或表明交易成本下降吸引了更多杠杆资金入市。考虑两融保证金比例亦从 100% 降至 80%，意味着，市场流动性有望“盘活”。

四、印花税调降，哪些券商更为受益？

印花税调降将有利于持续推动券商经纪业务占比回升。经纪业务收入占手续费及佣金收入较高的券商，有望充分受益印花税率下调。据 2021-2022 年上市券商财报披露，经纪业务占手续费及佣金收入比例排在前列的依次为**中国银河、华林证券和华西证券**等。另外，经纪业务相对占优、管理费用率较低甚至边际改善的券商可能更为受益，因其管理费用率控制较佳，盈利增长或更具弹性，推荐：**东方财富、中国银河**。

风险提示

国内经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、企业财报修复不及预期

内容目录

| | |
|------------------------------|----|
| 前言 | 4 |
| 一、纵横比较：我国印花税调降空间与时机 | 4 |
| 1.1 A股证券交易印花税仍有调降空间 | 4 |
| 1.2 我国历史上印花税调降时机 | 5 |
| 二、历次印花税调降影响：呈现周度级别行情及中长期量能趋势 | 5 |
| 2.1 印花税调降，利好市场短期表现，中长期影响较弱 | 6 |
| 2.2 印花税调降，可推动市场量能趋势性上升 | 9 |
| 2.3 印花税调降，券商板块最为受益 | 10 |
| 三、印花税调降利好杠杆资金入市，“盘活”市场流动性 | 11 |
| 四、印花税调降，哪些券商更为受益？ | 11 |
| 4.1 印花税调降将有利于持续推动券商经纪业务占比回升 | 11 |
| 4.2 经纪业务相对占优且管理费用率较低的券商亦将受益 | 13 |
| 五、风险提示 | 16 |

图表目录

| | |
|------------------------------------------------|----|
| 图表 1：A股证券交易印花税仍有调降空间 | 4 |
| 图表 2：历史上我国印花税调整情况和相关内容 | 5 |
| 图表 3：历史上印花税调整对市场表现的影响偏短期，调降上涨，调升下跌 | 5 |
| 图表 4：历次印花税调降多数形成周度级别上涨 | 6 |
| 图表 5：历史两次印花税调升形成周度级别的调整 | 6 |
| 图表 6：2001年11月6日证券交易印花税由4‰调降至2‰ | 6 |
| 图表 7：2005年1月23日证券交易印花税由2‰调降至1‰ | 7 |
| 图表 8：2007年5月30日证券交易印花税由1‰调升至3‰ | 7 |
| 图表 9：2008年4月24日证券交易印花税由3‰调降至1‰ | 8 |
| 图表 10：2008年9月19日证券交易印花税由1‰（对双方征收）调至1‰（对卖方征收） | 8 |
| 图表 11：近20年来印花税调降对成交和换手有明显提升，且有一定长期持续性 | 9 |
| 图表 12：印花税调整对应换手率历史分位拐点，调降换手率短期内历史分位往往会上涨超20%以上 | 10 |
| 图表 13：印花税调前后各行业相对上证指数超额收益 | 10 |
| 图表 14：证券交易印花税立法或对A股融资资金有短期提振作用 | 11 |
| 图表 15：印花税调降后经纪业务占营收比有所回升 | 12 |
| 图表 16：上市券商的经纪业务收入占手续费及佣金收入比例排名 | 13 |
| 图表 17：海通证券、中信证券、国金证券管理费用上涨较少 | 14 |

| | |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 18: 证券交易印花税调降后经纪业务占比较高券商相较收益..... | 14 |
| 图表 19: 2008 年券商管理费用呈明显的上升趋势..... | 15 |
| 图表 20: 2008 中信证券、海通证券、国金证券净利润增速下滑相对有限..... | 15 |
| 图表 21: 上市券商的管理费用率排名..... | 16 |

前言：

本文致力于解决如下三方面问题：

- 1、A股证券交易印花税是否有调降空间？国外证券交易印花税现状如何？
- 2、历次印花税调降后国内市场行情和量能表现如何？
- 3、印花税调降对券商业务的影响以及具有哪些特质的券商可能受益？

一、纵横比较：我国印花税调降空间与时机

1.1 A股证券交易印花税仍有调降空间

在税收实践中，证券交易印花税与证券交易税并无实质性的差异。从国际实践来看，证券在发行、交易、转移等环节存在多种税收，最常见的当属证券交易税和证券所得税。证券交易税是对有价证券交易行为所征收的一种行为税，以有价证券的成交金额为计税依据。在许多国家和地区的实际实践中，证券交易税通常以印花税的形式进行征收，证券交易税和证券交易印花税并无实质性的差异。

A股证券交易印花税仍有调降空间。目前，世界上有部分国家和地区仍然征收证券交易印花税，其中英国的税率最高（0.5%），法国和韩国次之（0.3%），中国香港在2021年将买卖双方的证券交易印花税均调升30%至0.13%，合计征收0.26%。美国、德国和日本等多国均不征收证券交易印花税。我国证券交易印花税仅对卖方征收0.1%，税率虽较低，但仍有调降空间。

图表1：A股证券交易印花税仍有调降空间

| 国家、地区 | 是否征收 | 证券交易税率 | 征收对象 |
|-------|---------------------------|---------------------------|------|
| 英国 | 是 | 0.50% | 买方 |
| 法国 | 是 | 0.30% | 买方 |
| 韩国 | 是 | 0.30% | 卖方 |
| 中国香港 | 是 | 0.13% | 双方 |
| 南非 | 是 | 0.25% | 卖方 |
| 新加坡 | 是 | 0.20% | 买方 |
| 意大利 | 是 | 0.20% | 买方 |
| 中国内地 | 是 | 0.10% | 卖方 |
| 泰国 | 是 | 0.10% | 卖方 |
| 印度 | 是 | 0.1%（证券交易税） 0.01%（印花税） | 卖方 |
| 俄罗斯 | 是 | 暂免 | - |
| 美国 | 否（1966年联邦政府废止，1981年纽约州废止） | - | - |
| 德国 | 否（1991年废止） | - | - |
| 日本 | 否（1999年废止） | - | - |
| 以色列 | 否 | - | - |
| 澳大利亚 | 否 | - | - |
| 加拿大 | 否 | - | - |
| 瑞士 | 否 | - | - |
| 西班牙 | 否 | - | - |
| 荷兰 | 否 | - | - |
| 巴西 | 否 | - | - |

来源：王雅楠, 邹冬. 证券交易税对证券市场的影响分析——国际经验研究[J]. 证券市场导报, 2019(03):43-48+70. 国金证券研究所

1.2 我国历史上印花税调降时机

在90年代，我国沪市和深市确立了证券交易印花税。至今大约经历了1次国家税务总局和体改委文件确立，以及后续的7次调降和2次调升。近年来则是推进了对印花税进行立法工作。2021年1月国务院常务会议通过印花税法案，2021年6月印花税法获全国人民代表大会常务委员会批准。整体上看，历史上对印花税调降往往发生在对资本市场改革期间，或者在市场表现不佳，情绪相对低迷等时期。

图表2：历史上我国印花税调整情况和相关内容

| 时间 | 变化情况 | 税率 | | 征收方式 | 政策具体内容 |
|------------|------|----|----|------|--------------------------------------------------------------------------|
| | | 沪市 | 深市 | | |
| 1990/06/28 | - | - | 6‰ | 卖方 | 深圳市颁布《关于对股权转让和个人持有股票收益征税的暂行规定》，首先开征股票交易印花税，由卖出股票者按成交金额的6‰交纳。 |
| 1990/11/23 | - | - | 6‰ | 双边 | 深圳市对股票买方也开征6‰的印花税。 |
| 1991/10 | 调降 | - | 3‰ | 双边 | 深圳市将印花税率调整为3‰。 |
| 1991/10/10 | 调降 | 3‰ | 3‰ | 双边 | 上海证券交易所开始对股票买卖双方实行双向征收税率为3‰的印花税。 |
| 1992/06/12 | - | 3‰ | 3‰ | 双边 | 国家税务总局和国家体改委联合发布《关于股份制试点企业有关税收问题的暂行规定》文件，明确规定股票交易双方按3‰的税率缴纳印花税。 |
| 1997/05/12 | 调升 | 5‰ | 5‰ | 双边 | 证券交易印花税税率从3‰提高到5‰ |
| 1998/06/12 | 调降 | 4‰ | 4‰ | 双边 | 经过批准，国家税务总局将证券交易印花税率由5‰调低至4‰ |
| 1999/06/01 | B股调降 | 3‰ | 3‰ | 双边 | 国家税务总局将B股证券交易印花税率降低为3‰。 |
| 2001/11/16 | 调降 | 2‰ | 2‰ | 双边 | 财政部将A、B股证券交易印花税调整到2‰。对买卖、继承、赠予所书立的A股、B股股权转让书据，由立据双方当事人分别按2‰的税率缴纳证券交易印花税。 |
| 2005/01/23 | 调降 | 1‰ | 1‰ | 双边 | 财政部决定调整证券交易印花税率，由2‰调整为1‰ |
| 2007/05/30 | 调升 | 3‰ | 3‰ | 双边 | 财政部将证券交易印花税率由1‰调整为3‰。 |
| 2008/04/24 | 调降 | 1‰ | 1‰ | 双边 | 财政部将证券交易印花税率由2‰调整为1‰。 |
| 2008/09/19 | 调为单边 | 1‰ | 1‰ | 卖方 | 财政部将证券交易印花税由双边征收改为单边征收，由卖方按1‰的税率缴纳股票交易印花税，买方不再征收。 |

来源：wind、国金证券研究所

二、历次印花税调降影响：呈现周度级别行情及中长期量能趋势

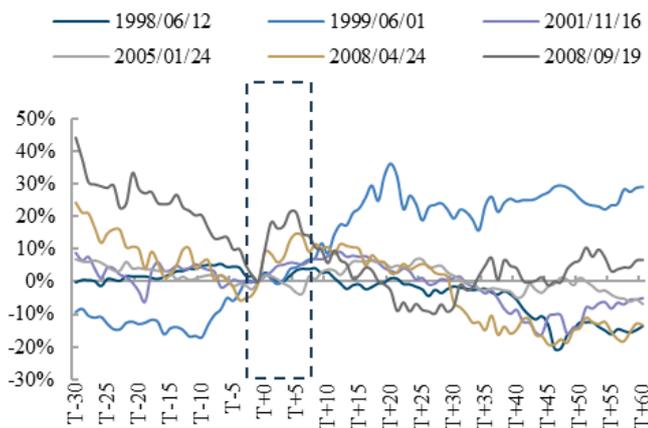
市场表现方面，印花税调降，利好市场短期表现，中长期影响较弱。印花税调降，可推动市场量能趋势性上升。成交量能方面，历史上印花税调降，短期内将迅速拉动市场成交量及换手率明显回升（20%以上），中长期来看量能回升往往能够保持。行业层面，印花税调降，券商板块最为受益。历次印花税调降，券商板块均表现出相对上证指数的超额收益。

图表3：历史上印花税调整对市场表现的影响偏短期，调降上涨，调升下跌

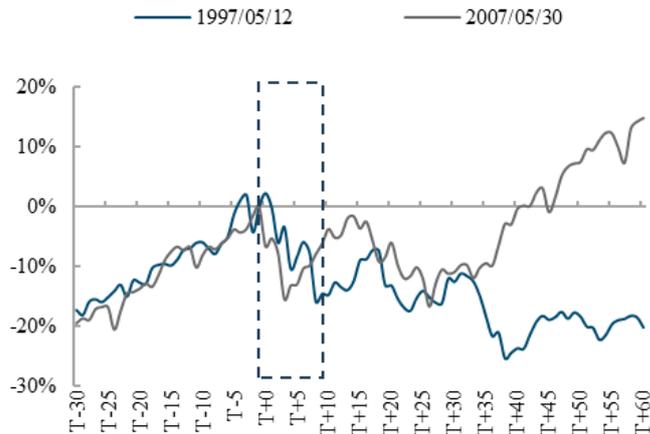
| 时间 | 政策调整 | 区间涨跌幅（%） | | | | | | | | 趋势 | 市场走势 |
|------------|------|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|----|------|
| | | 上1月 | 上周 | 当日 | 1周 | 1月 | 3个月 | 6月 | 1年 | | |
| 1991/10/10 | 调降 | 0.9% | 5.6% | 1.0% | 6.0% | 22.3% | 58.4% | 102.0% | - | ■ | 月度大涨 |
| 1997/05/12 | 调升 | 17.4% | 7.7% | 2.3% | -8.4% | -16.8% | -17.8% | -18.5% | -8.0% | ■ | 月度大跌 |
| 1998/06/12 | 调降 | 2.5% | -1.6% | 2.6% | 3.4% | 1.0% | -9.9% | 9.2% | 7.7% | ■ | 周度小涨 |
| 1999/06/01 | B股调降 | 17.0% | 8.1% | 2.5% | 4.2% | 22.0% | 26.6% | 2.9% | 48.1% | ■ | 月度大涨 |
| 2001/11/16 | 调降 | -0.6% | 2.5% | 1.6% | 5.6% | 3.3% | -7.1% | 1.4% | 9.7% | ■ | 周度上涨 |
| 2005/01/24 | 调降 | -2.3% | 0.8% | 1.7% | 3.5% | 6.1% | -5.3% | 15.2% | 4.4% | ■ | 月度小涨 |
| 2007/05/30 | 调升 | 7.8% | -1.4% | -6.5% | -12.9% | -11.9% | 19.8% | 4.4% | 21.5% | ■ | 周度大跌 |
| 2008/04/24 | 调降 | -1.2% | 8.9% | 9.3% | 12.7% | 5.9% | 13.4% | 40.3% | 25.3% | ■ | 周度大涨 |
| 2008/09/19 | 调成单边 | -11.5% | -0.2% | 9.5% | 21.0% | 1.8% | 6.3% | 7.3% | 56.3% | ■ | 周度大涨 |

来源：wind、国金证券研究所

图表4: 历次印花税调降多数形成周度级别上涨



图表5: 历史两次印花税调升形成周度级别的调整



来源: wind、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

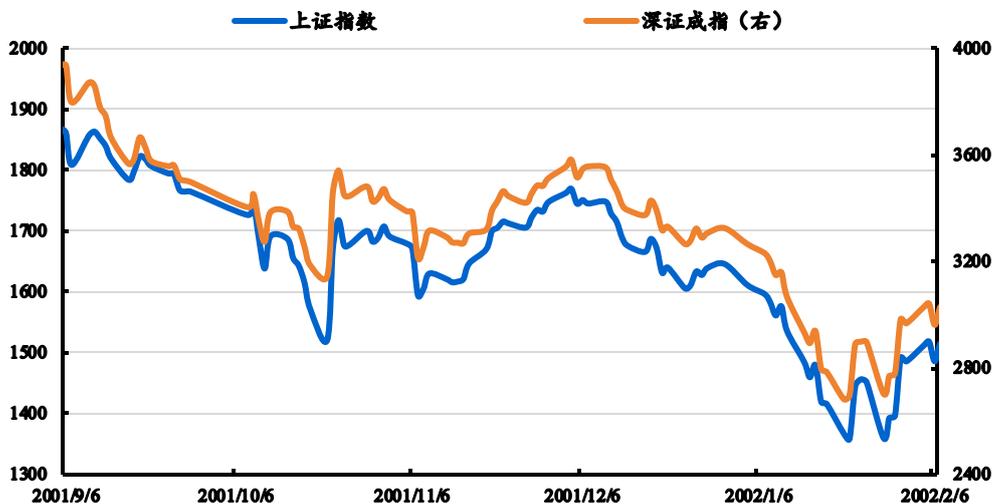
2.1 印花税调降，利好市场短期表现，中长期影响较弱

历史上印花税调降后对市场涨跌影响往往偏短期，以周度级别为主。回顾2000年以来证券交易印花税调整对股市走势的影响如下：

2.2.1 2001年11月6日证券交易印花税由4%调降至2%，大盘反弹一个月左右

2001年7月后大盘持续回调，最大回撤超30%，2001年11月6日财政部下调证券交易印花税以提振股市，由对买卖双方征收的4%调降至2%，此后上证指数连续上涨1个月左右，但随后延续下跌趋势。

图表6: 2001年11月6日证券交易印花税由4%调降至2%

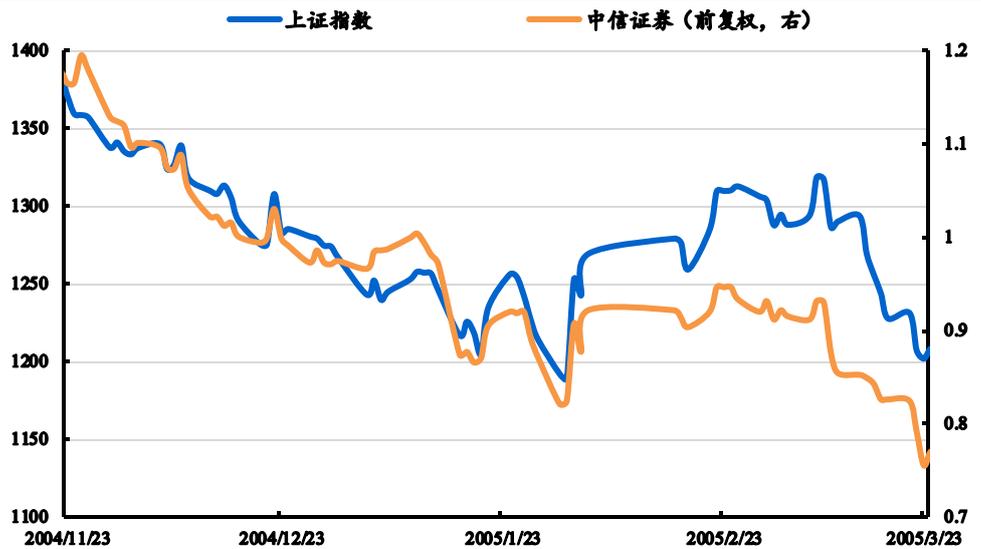


来源: Wind、国金证券研究所

2.2.2 2005年1月23日证券交易印花税由2%调降至1%，大盘反弹一个月左右

2004年4月后大盘持续回调，截至2005年1月已下跌超30%，2005年1月23日财政部将证券交易印花税由2%调降至1%，随后股市开启为期一个月左右的反弹，但之后继续下跌。

图表7: 2005年1月23日证券交易印花税由2%调降至1%



来源: Wind、国金证券研究所

2.2.3 2007年5月30日证券交易印花税由1%调升至3%，大盘调整一周左右

2007年上半年大盘持续走牛，自2005年6月的最低点上涨超300%，股市交易过热，陷入疯狂阶段，2007年5月30日财政部将证券交易印花税由1%调升至3%，当天上证指数大跌6.5%，在短短五个交易日内，由4334点狂泄至3404点，多支股票连续遭遇3个跌停板，但随后大盘在调整后延续上涨态势，直至2007年10月16日创出历史最高的6124点。

图表8: 2007年5月30日证券交易印花税由1%调升至3%

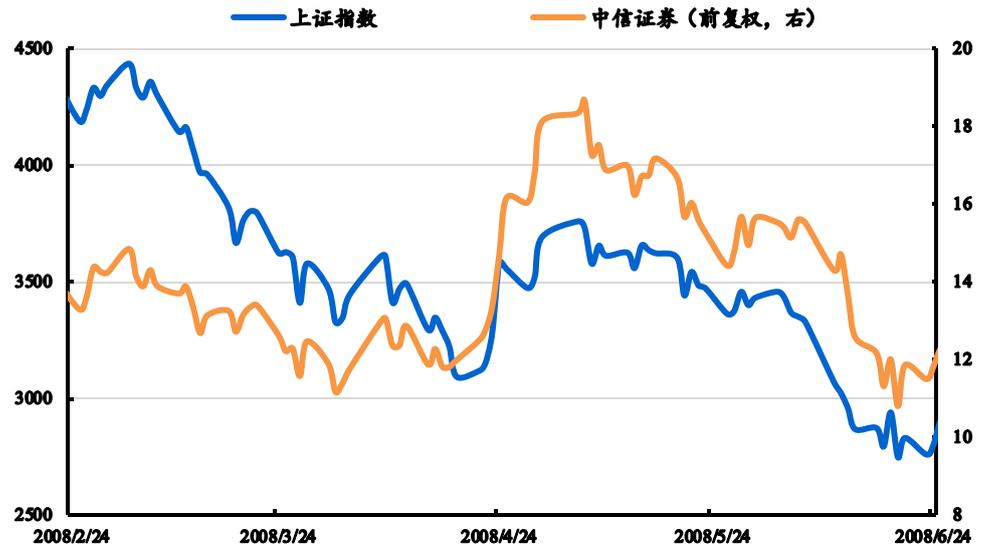


来源: Wind、国金证券研究所

2.2.4 2008年4月24日证券交易印花税由3%调降至1%，大盘反弹一周左右

2007年10月16日后大盘持续回调，截至2007年4月22日已下跌超50%，股市交易显著降温，2008年4月24日财政部将证券交易印花税由3%调降至1%，当天上证指数暴涨9.29%，反弹延续一周左右，随后大盘在继续下跌。

图表9: 2008年4月24日证券交易印花税由3%调降至1%

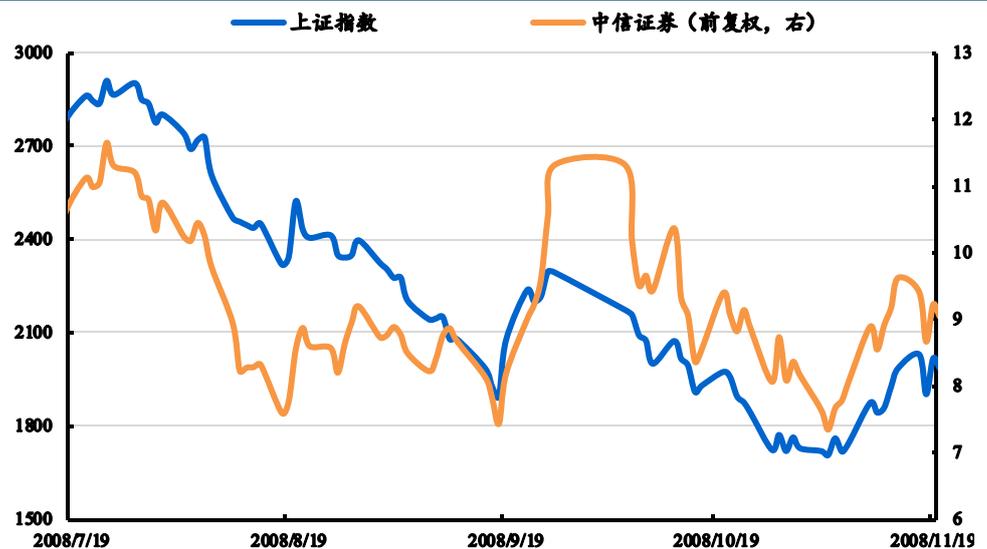


来源: Wind、国金证券研究所

2.2.5 2008年9月19日证券交易印花税由1% (对双方征收) 调至1% (对卖方征收), 大盘反弹一周左右

2008年大盘全年走熊,从2008年4月24日调降印花税率后的反弹高点至2008年9月18日,大盘已下跌超50%,股市交易低迷,市场信心严重受挫,2008年9月19日财政部将证券交易印花税由1% (对双方征收) 调至1% (对卖方征收),当天上证指数暴涨9.45%,全部个股涨停 (部分股票停牌),反弹延续一周左右,此后一个月左右大盘见底 (2008年10月28日1664点)。

图表10: 2008年9月19日证券交易印花税由1% (对双方征收) 调至1% (对卖方征收)



来源: Wind、国金证券研究所

显然,历次印花税调整后上证指数当日普遍有1%-2.5%左右的涨幅,甚至在“2008金融危机”期间的两次调整后,当日上证指数涨幅亦有9%以上。调降后一周市场基本是维持正收益的达到3%-6%,2008年两次调降后一周涨幅更是分别达到了12.7%和21%。至于1997年和2007年的两次印花税调升,市场也1周内作出较为明显下跌。这意味着,印花税调整对于市场表现短期影响较大,但是随着时间跨度来到3个月、半年,甚至1年以上,印花税调整对市场涨跌幅的影响就并不明显了。

2.2 印花税调降，可推动市场量能趋势性上升

从成交量和换手率视角来看，历史上印花税调降，短期内将迅速拉动市场成交量及换手率明显回升（20%以上），中长期来看量能回升往往能够保持。历史上印花税调降，短期内将迅速拉动市场成交量及换手率明显回升（20%以上），中长期来看量能回升往往能够保持。但1999年以前该规律并不明显。此外，换手率的特征不仅表现在换手率超额比上，还表现在换手率历史分位上。

从成交额视角来看：以政策调整当日至各个时间区间内的成交额相较调整前30日的超额成交额比为评价指标。可见1999年后的5次印花税调降后在当日和当周成交额明显放量，2008年4月24日当日超额成交比达到161%，后续一周依旧维持在104%。将区间拉长到半年和一年来看，整体的成交额放量依旧有所持续。

从换手率视角来看：以政策调整当日至各个时间区间内的换手率相较调整前30日的超额换手率作为评价指标。换手率在短期提升的更加明显，1999年以来的5次调降后当日换手率相较前30日超额换手率比分别达到了74%、78%、89%、145%和37%。同样随着时间区间的拓宽，从周度、月度、季度向后延续来看，换手率在长期依旧有着一定水平的提高。1997年和2007年的调升后，整体换手率存在长期持续性下滑的趋势。此外，从换手率30日移动平均的3年分位来看，历史上印花税调降往往时换手率往往处在相对低位，基本都在25%的历史分位水平以下。在印花税调降之后，随后1-3个月内换手率历史分位数持续快速提高20%-60%。而2007年印花税调升时换手率处于历史100%分位，2个月内下调到77%的历史分位。

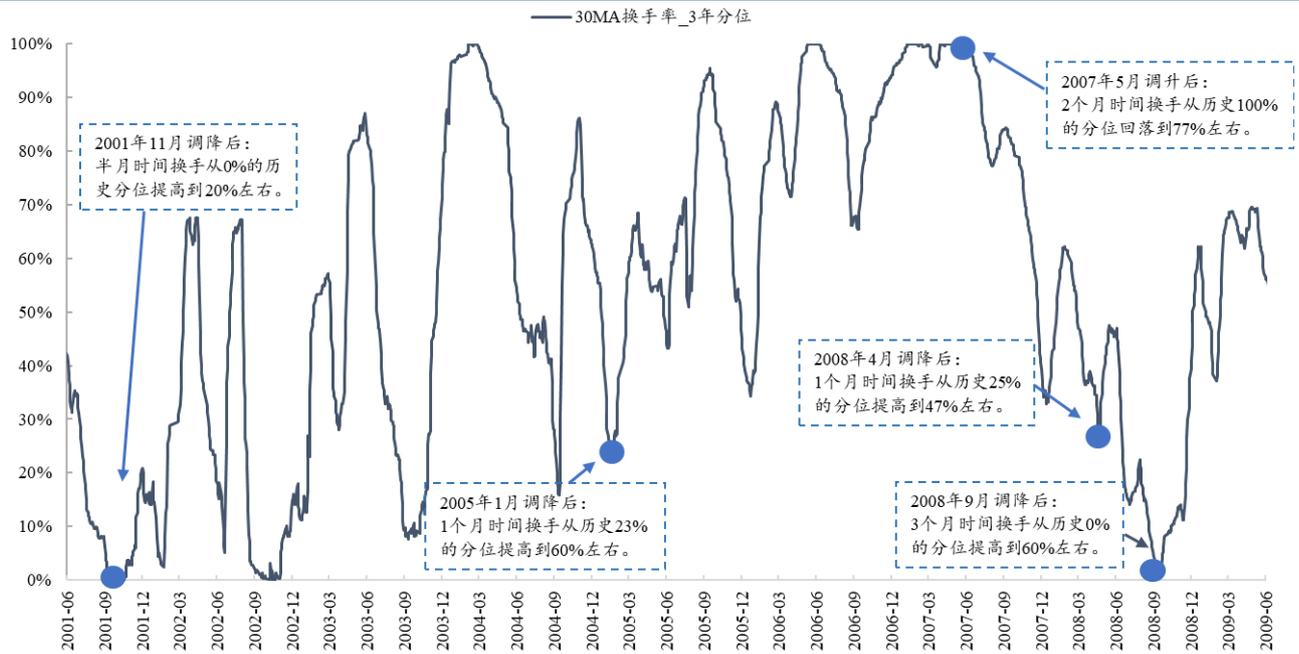
图表11：近20年来印花税调降对成交和换手有明显提升，且有一定长期持续性

| 时间 | 政策调整 | 区间成交额相对政策调整前30日超额成交额比 | | | | | | | 趋势 | 对成交额影响 |
|------------|------|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|--------|
| | | 前1周 | 当日 | 后一周 | 后一月 | 后三个月 | 后半年 | 后一年 | | |
| 1991/10/10 | 调降 | 82.64% | -62.44% | 37.59% | 51.38% | 68.51% | 43.32% | - | 后续长期缩量 | |
| 1997/05/12 | 调升 | 15.73% | 26.82% | 10.22% | 31.63% | 50.46% | 60.78% | 61.13% | 后续长期缩量 | |
| 1998/06/12 | 调降 | -16.93% | 28.37% | 28.07% | 33.49% | 44.56% | 38.28% | 37.08% | 后续长期缩量 | |
| 1999/06/01 | B股调降 | 109.61% | 97.49% | 96.02% | 218.83% | 111.30% | 42.97% | 68.42% | 当周明显放量，长期持续影响 | |
| 2001/11/16 | 调降 | -19.43% | 102.94% | 32.20% | 19.54% | 7.85% | 34.09% | 17.62% | 当日明显放量，长期持续影响 | |
| 2005/01/24 | 调降 | 27.02% | 98.99% | 19.97% | 58.27% | 68.20% | 59.83% | 72.38% | 当日明显放量，长期持续影响 | |
| 2007/05/30 | 调升 | 13.82% | 27.99% | 2.53% | 17.05% | 32.58% | 36.46% | 44.33% | 长期持续缩量 | |
| 2008/04/24 | 调降 | 14.84% | 161.54% | 103.99% | 65.09% | 11.65% | -14.47% | 7.69% | 当周明显放量，长期持续影响 | |
| 2008/09/19 | 调成单边 | 5.52% | 28.81% | 23.19% | 60.39% | 79.59% | 132.12% | 261.98% | 当周明显放量，长期持续影响 | |

| 时间 | 政策调整 | 区间换手率相对政策调整前30日超额换手率比 | | | | | | | 趋势 | 对换手率影响 |
|------------|------|-----------------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|---------------|--------|
| | | 前1周 | 当日 | 后一周 | 后一月 | 后三个月 | 后半年 | 后一年 | | |
| 1991/10/10 | 调降 | 4.0% | -61.6% | 36.5% | 33.5% | 4.0% | 81.1% | - | 长期持续下降 | |
| 1997/05/12 | 调升 | 4.3% | 17.5% | 7.4% | 1.8% | 7.0% | 64.0% | 67.3% | 长期持续下降 | |
| 1998/06/12 | 调降 | 20.0% | 38.6% | 2.2% | 37.4% | 44.9% | 40.6% | 39.9% | 长期持续下降 | |
| 1999/06/01 | B股调降 | 96.1% | 74.4% | 66.6% | 152.8% | 62.2% | 6.5% | 10.7% | 当周明显提高，长期持续影响 | |
| 2001/11/16 | 调降 | 19.9% | 78.2% | 23.9% | 9.0% | 8.3% | 30.7% | 13.7% | 当日明显提高，长期持续影响 | |
| 2005/01/24 | 调降 | 31.5% | 89.6% | 16.1% | 49.4% | 52.5% | 47.0% | 72.4% | 当日明显提升，长期持续影响 | |
| 2007/05/30 | 调升 | 7.2% | 13.2% | -3.1% | -19.6% | -7.0% | -47.7% | -59.2% | 长期持续下降 | |
| 2008/04/24 | 调降 | 15.7% | 145.5% | 72.6% | 39.5% | 4.7% | -10.8% | 22.4% | 当日明显提升，长期有所影响 | |
| 2008/09/19 | 调成单边 | 16.4% | 36.7% | 111.8% | 55.7% | 90.8% | 121.6% | 137.6% | 当周明显提升，长期持续影响 | |

来源：wind、国金证券研究所

图表12: 印花税调整对应换手率历史分位拐点, 调降换手率短期内历史分位往往会上涨超20%以上



来源: wind、国金证券研究所

2.3 印花税调降, 券商板块最为受益

行业层面, 选取了2005年以后的四段印花税调整时间区间。在印花税调降当日, 券商板块有着小幅稳定的超额行情。2008年4月和9月调降后一周, 券商板块相对上证超额收益达到了12.3%和17.4%。

图表13: 印花税调前后各行业相对上证指数超额收益

| 时间 | 2008/09/19 | | | | | | | | | | | | 2008/04/24 | | | | | | | | | | | | 2007/05/30 | | | | | | | | | | | | 2005/01/24 | | | | | | | | | | | |
|-------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|------------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------------|-------|-------|-------|--|--|--|--|--|--|--|--|------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| | 调降, 单边征收1‰ | | | | | | | | | | | | 调降, 2‰到1‰ | | | | | | | | | | | | 调升, 1‰到3‰ | | | | | | | | | | | | 调降, 2‰到1‰ | | | | | | | | | | | |
| 变化情况 | 前1月 | 当日 | 1周 | 1月 | 3个月 | 6月 | 1年 | 前1月 | 当日 | 1周 | 1月 | 3个月 | 6月 | 1年 | 前1月 | 当日 | 1周 | 1月 | 3个月 | 6月 | 1年 | 前1月 | 当日 | 1周 | 1月 | 3个月 | 6月 | 1年 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 石油石化 | -0.6 | 0.4 | 0.8 | 0.8 | -1.4 | -4.9 | -6.6 | -6.2 | 0.4 | 0.2 | 8.4 | 10.5 | 6.9 | 5.8 | 11.6 | 3.3 | 5.3 | -1.5 | -6.0 | 3.6 | 1.4 | -7.0 | 0.0 | -0.1 | 1.1 | 3.1 | 2.1 | 6.8 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 煤炭 | -6.7 | 0.4 | 6.0 | -19.3 | -2.6 | 0.1 | 62.6 | 11.7 | -0.3 | -1.3 | 18.3 | -0.5 | -18.5 | -6.7 | 9.3 | -1.9 | -1.0 | -0.2 | 12.5 | 23.7 | 63.1 | -5.1 | 0.2 | 3.1 | 4.6 | 11.9 | -11.8 | -20.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 有色金属 | 0.3 | 0.2 | -7.4 | -19.1 | -0.8 | 35.4 | 86.3 | -12.8 | -1.1 | -0.4 | -0.7 | -5.6 | -20.5 | 3.3 | 1.9 | -0.5 | 6.7 | 6.6 | 50.9 | 17.5 | 8.2 | -0.2 | 0.2 | -0.5 | 1.6 | 2.7 | -5.3 | 18.8 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 基础化工 | -0.4 | -2.8 | -13.4 | -13.0 | -5.1 | -6.2 | -13.5 | -10.0 | -1.2 | -1.8 | 4.3 | 10.0 | -3.9 | 0.0 | 4.8 | -1.8 | -7.8 | -9.3 | -23.0 | -19.8 | 21.8 | 1.6 | 0.1 | -0.5 | 0.2 | 4.7 | -4.7 | -0.1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 交通运输 | 6.5 | 0.5 | -5.1 | -9.9 | -13.9 | -11.9 | -25.3 | -3.3 | 0.0 | 1.0 | 0.2 | -0.6 | -3.8 | -4.0 | 0.8 | -1.0 | -1.5 | -3.4 | -14.5 | -7.7 | 2.1 | 1.0 | -0.5 | 1.1 | -0.8 | 11.0 | 9.9 | -10.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 公用事业 | 4.9 | -2.4 | -9.3 | -2.6 | 6.1 | 10.2 | -7.7 | -16.4 | -0.1 | 5.2 | 12.2 | 10.4 | 12.8 | 23.8 | 3.4 | -0.2 | -8.2 | -10.1 | -18.4 | -22.8 | -4.9 | -2.3 | 0.0 | 0.6 | -0.4 | -1.1 | 6.2 | -11.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 钢铁 | 5.4 | 0.2 | -5.8 | -12.5 | -5.8 | -3.7 | -2.9 | -6.3 | 0.6 | 5.1 | 7.6 | -5.6 | -12.3 | -11.6 | 0.2 | -2.1 | -4.3 | -7.0 | 2.8 | -5.1 | 13.8 | 3.2 | -0.2 | 2.5 | 1.2 | -2.3 | -0.5 | -21.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 建筑 | 5.5 | 0.6 | -4.0 | 7.4 | 21.5 | 20.6 | 7.6 | -4.9 | 0.0 | -0.6 | 2.9 | 3.9 | 11.9 | 20.6 | 12.2 | -1.7 | -10.4 | -14.7 | -25.5 | -34.1 | -9.6 | 3.4 | 0.0 | -3.1 | -2.8 | -11.9 | -14.6 | -20.6 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 建材 | -4.1 | -0.2 | -3.7 | -10.1 | 23.5 | 62.0 | 65.7 | -8.3 | -0.6 | 1.3 | 7.5 | -1.9 | -12.0 | 24.2 | 7.7 | -1.9 | -10.0 | -7.5 | -15.0 | -24.3 | 1.8 | 3.7 | 0.2 | -2.7 | -3.0 | -12.3 | -16.2 | -10.9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 机械 | 4.4 | 0.3 | -3.9 | -5.9 | 6.8 | 24.5 | 29.7 | -9.2 | -0.6 | 2.1 | 3.6 | 1.7 | -1.3 | 16.4 | 6.8 | -0.9 | -1.1 | 2.1 | -4.4 | -11.3 | -1.1 | 4.0 | 0.6 | -0.8 | 0.5 | 1.6 | -11.4 | -8.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 轻工制造 | 0.2 | 0.4 | -12.5 | -15.9 | -2.2 | 9.0 | 21.7 | -6.4 | -0.8 | -1.5 | -0.2 | -3.7 | -15.4 | -2.2 | 1.4 | -1.7 | -10.5 | -13.8 | -16.6 | -27.4 | 3.7 | 0.5 | -0.3 | -2.0 | -4.6 | -8.5 | -4.8 | -19.6 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 汽车 | 6.2 | -0.2 | -7.6 | -10.8 | 0.6 | 35.2 | 74.9 | -10.6 | -0.7 | 2.6 | 0.7 | -6.6 | -10.1 | 18.0 | 5.2 | -1.7 | -6.2 | -6.6 | -13.2 | -20.9 | -8.6 | 5.2 | -0.7 | -3.2 | -1.7 | -9.1 | -8.2 | -18.0 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 商贸零售 | -1.1 | 0.4 | -4.8 | -11.7 | 3.3 | 11.7 | 21.5 | -6.5 | -1.0 | 1.1 | 1.8 | 4.3 | -7.5 | 8.9 | 9.4 | -1.0 | -6.5 | -7.0 | -14.3 | -24.9 | -2.4 | 4.4 | 0.0 | -1.3 | -2.7 | -4.5 | -0.7 | -1.1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 消费者服务 | 3.4 | 0.0 | -9.0 | -15.9 | -1.4 | 14.0 | 24.0 | -14.1 | 0.2 | 2.9 | -0.6 | 5.6 | -12.4 | 5.0 | -0.5 | 1.9 | -4.7 | -6.6 | -16.5 | -25.3 | -1.9 | 5.3 | -0.3 | -3.5 | -2.8 | -5.5 | -7.7 | -7.9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 家电 | 6.4 | 0.5 | -6.3 | -8.5 | 11.8 | 25.3 | 37.4 | -2.7 | 0.1 | 0.7 | -2.5 | -2.2 | -5.7 | 20.4 | 7.9 | -1.1 | -3.6 | -4.1 | -19.1 | -23.1 | 1.0 | 4.7 | -0.2 | -2.4 | -2.0 | -8.0 | -7.9 | -10.9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 纺织服装 | 3.7 | -0.6 | -6.6 | -12.5 | 2.0 | 12.0 | 18.7 | -15.9 | 0.0 | 4.2 | 6.4 | 6.6 | -4.3 | 13.6 | 10.7 | -0.9 | -11.1 | -16.6 | -31.1 | -41.3 | -15.0 | 3.0 | -0.2 | -4.3 | -3.9 | -10.5 | -15.3 | -21.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 医药 | 2.9 | -0.1 | -9.5 | -3.7 | 16.3 | 29.2 | 44.0 | -7.9 | -0.6 | 1.5 | 9.3 | 16.4 | 8.0 | 29.5 | 10.1 | -0.2 | -7.5 | -11.3 | -22.4 | -25.9 | 2.1 | 2.5 | 0.1 | -1.5 | -3.9 | -1.8 | -3.8 | -11.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 食品饮料 | -0.2 | -0.6 | -14.6 | -18.1 | -4.1 | -9.2 | 2.4 | -3.7 | -0.4 | -2.5 | -1.3 | 7.1 | -4.2 | 6.7 | 5.5 | 0.3 | 1.5 | 4.8 | -6.6 | -6.3 | 18.3 | 2.7 | -0.3 | 1.9 | -0.3 | 7.7 | 12.8 | 6.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 农林牧渔 | -4.3 | 0.3 | -7.4 | -6.1 | 12.9 | 18.3 | 15.8 | -5.1 | -0.3 | 3.8 | 6.5 | 8.7 | -5.2 | 4.3 | 8.4 | -0.7 | -9.1 | -18.6 | -30.7 | -36.4 | 12.1 | 2.7 | 0.1 | -3.3 | -4.3 | -9.5 | -9.1 | -13.7 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 电力设备 | -0.7 | 0.5 | -6.6 | -5.7 | 32.9 | 47.9 | 66.8 | -11.1 | -0.6 | 0.5 | 5.1 | 5.0 | -2.1 | 38.9 | 2.0 | -1.6 | -4.0 | -2.2 | -9.6 | -13.4 | 16.1 | -0.3 | -0.2 | -4.6 | -1.6 | -11.9 | -12.5 | 0.9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 国防军工 | 4.3 | -0.1 | -9.8 | -9.4 | 11.1 | 38.3 | 79.4 | -16.1 | -1.2 | 2.8 | 3.2 | 4.4 | -4.8 | 23.9 | 5.9 | -0.8 | -2.1 | -3.7 | -17.2 | -23.6 | -5.3 | -0.2 | 0.2 | -3.8 | -1.6 | 1.1 | 6.4 | 34.7 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 电子 | 2.1 | 0.2 | -10.2 | -16.4 | 6.2 | 27.1 | 34.7 | -11.9 | 0.5 | 1.3 | 5.6 | 7.3 | -8.9 | 20.3 | -4.1 | -3.2 | -7.6 | -9.5 | -33.0 | -41.1 | -17.7 | 4.5 | -0.1 | -5.4 | 4.3 | -10.4 | -7.0 | -4.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 通信 | 3.8 | 0.3 | -4.3 | -5.5 | 13.3 | 17.8 | 29.7 | -4.0 | 0.3 | -1.5 | 13.1 | 6.8 | -3.0 | 15.5 | -1.0 | -0.7 | -3.2 | -2.5 | -16.2 | -10.3 | 32.3 | 7.3 | -0.1 | -1.5 | -4.0 | -14.4 | -10.2 | -14.5 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 计算机 | -0.5 | 0.0 | -8.1 | -14.3 | 3.3 | 18.5 | 38.8 | -21.8 | -0.2 | 7.8 | 17.3 | 8.1 | -9.4 | 18.0 | 1.2 | -2.8 | -10.0 | -10.7 | -26.5 | -26.6 | 2.7 | 4.7 | 0.6 | -6.2 | -6.9 | -21.4 | -16.7 | -19.8 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 传媒 | 8.9 | 0.5 | -8.9 | -4.7 | 7.5 | 12.4 | 11.2 | -11.4 | -0.1 | 4.8 | 3.1 | 9.5 | 3.0 | 17.6 | 0.8 | -1.6 | -5.6 | -11.8 | -20.5 | -32.1 | -16.4 | 4.0 | -0.2 | -4.3 | -5.8 | -14.1 | -6.1 | -9.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 银行 | -9.7 | 0.5 | -3.9 | -1.6 | -2.9 | 2.4 | 14.4 | 16.6 | 0.2 | -1.9 | -10.8 | -8.4 | -7.7 | -10.3 | -7.7 | 0.9 | 8.2 | 13.9 | 28.2 | 28.6 | 21.9 | 4.6 | -0.5 | 1.0 | 0.2 | 5.9 | 22.8 | 23.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 非银行金融 | 9.5 | 0.6 | 17.4 | 3.3 | 8.0 | 14.4 | 16.7 | 16.1 | 0.4 | 12.3 | -1.6 | -5.1 | 1.5 | 5.7 | -8.0 | -2.9 | 1.9 | 5.2 | 27.8 | 26.8 | 12.4 | -1.7 | 1.2 | -5.6 | -3.9 | -11.5 | 3.6 | 7.8 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 房地产 | -1.1 | 0.5 | -1.5 | 8.9 | 27.9 | 47.5 | 80.0 | -11.6 | -0.1 | 4.2 | -5.2 | -6.5 | -4.5 | 11.6 | 29.2 | 1.1 | -1.3 | -0.9 | 10.8 | -4.3 | -7.4 | 9.0 | 0.5 | -0.2 | -0.4 | -8.5 | -6.6 | -5.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 综合 | -5.5 | -2.6 | -3.4 | -7.7 | 18.1 | 45.9 | 73.1 | -14.2 | -3.2 | 0.7 | 1.2 | -3.2 | -11.3 | 19.8 | 6.9 | -0.7 | -7.1 | -10.2 | -22.0 | -33.0 | -12.8 | 4.1 | 0.7 | -4.4 | -6.2 | -17.1 | -18.6 | -22.2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

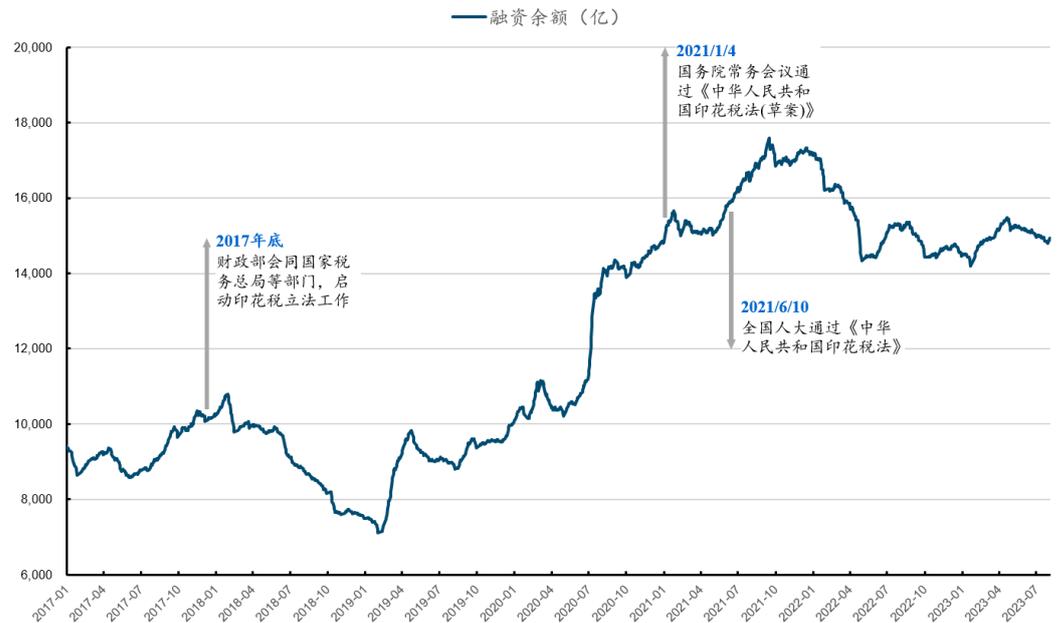
来源: wind、国金证券研究所

三、印花税调降利好杠杆资金入市，“盘活”市场流动性

历史上看，证券交易印花税立法对 A 股融资资金有短期提振作用。由于 A 股融资融券业务于 2010 年推出，我们选择样本期为 2010 年至今。2008 年 9 月 19 日以后，证券交易印花税未进行调整，但有 3 项涉及证券交易印花税的重大立法进程事件：2017 年底，财政部会同国家税务总局等部门成立了立法工作小组，启动印花税立法工作；2021 年 1 月 4 日，国务院常务会议通过《中华人民共和国印花税法（草案）》；2021 年 6 月 10 日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过了《中华人民共和国印花税法》，自 2022 年 7 月 1 日起施行。上述三次涉及证券交易印花税的重大立法进程事件发生之后，A 股融资余额均有所攀升，或表明交易成本下降吸引了更多杠杆资金入市。

考虑当前两融保证金比例亦从 100% 降至 80%，意味着，市场流动性有望“盘活”。

图表 14：证券交易印花税立法或对 A 股融资资金有短期提振作用



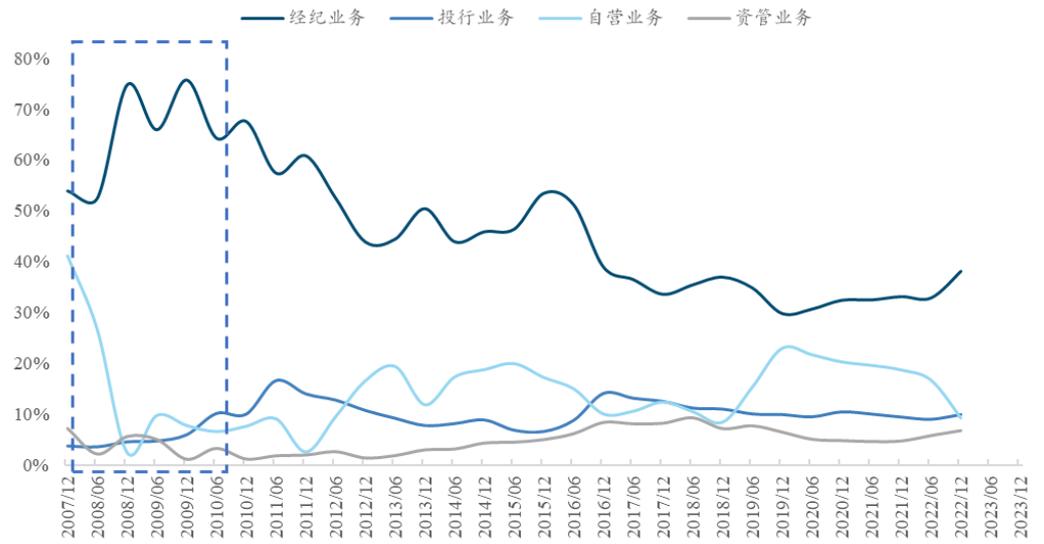
来源：Wind、国金证券研究所

四、印花税调降，哪些券商更为受益？

4.1 经纪业务收入占比较高的券商，有望充分受益

经纪业务收入占手续费及佣金收入较高的券商，有望充分受益印花税率下调，因印花税率调降将提高市场成交额，持续推动券商经纪业务占比回升。尽管券商证券经纪业务占比逐年趋势下降，但仍为券商第一大业务（据上市券商 2022 年年报）。券商经纪业务收入主要由佣金率和成交金额决定，券商虽不能决定印花税率，但调降印花税率会降低交易成本，更易吸引资金参与交易，从而放大成交额，提高经纪业务收入。从 2021-2022 年上市券商财报来看，经纪业务占手续费及佣金收入比例排在前列的依次为中国银河、华林证券、华西证券、长江证券和招商证券。

图表15: 印花税调降后经纪业务占营收比有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 上市券商的经纪业务收入占手续费及佣金收入比例排名

| 公司 | 2021/6/30 | 2021/12/31 | 2022/6/30 | 2022/12/31 |
|------|-----------|------------|-----------|------------|
| 中国银河 | 82% | 82% | 81% | 79% |
| 华林证券 | 67% | 77% | 78% | 77% |
| 华西证券 | 70% | 74% | 78% | 74% |
| 长江证券 | 71% | 75% | 77% | 71% |
| 招商证券 | 66% | 66% | 68% | 69% |
| 南京证券 | 53% | 54% | 69% | 65% |
| 中泰证券 | 63% | 66% | 66% | 65% |
| 西南证券 | 61% | 64% | 64% | 65% |
| 国信证券 | 69% | 71% | 69% | 64% |
| 财达证券 | 68% | 67% | 62% | 60% |
| 太平洋 | 66% | 64% | 65% | 60% |
| 方正证券 | 68% | 68% | 62% | 58% |
| 中原证券 | 50% | 49% | 58% | 55% |
| 申万宏源 | 62% | 59% | 56% | 54% |
| 光大证券 | 54% | 56% | 53% | 53% |
| 浙商证券 | 49% | 53% | 58% | 52% |
| 西部证券 | 62% | 58% | 58% | 52% |
| 国联证券 | 57% | 53% | 52% | 50% |
| 红塔证券 | 45% | 47% | 54% | 50% |
| 中银证券 | 56% | 52% | 50% | 50% |
| 华安证券 | 51% | 52% | 48% | 50% |
| 东吴证券 | 54% | 53% | 53% | 49% |
| 东北证券 | 52% | 51% | 50% | 48% |
| 国泰君安 | 58% | 55% | 51% | 48% |
| 长城证券 | 57% | 54% | 46% | 48% |
| 国元证券 | 54% | 47% | 54% | 47% |
| 国金证券 | 53% | 49% | 50% | 44% |
| 华泰证券 | 48% | 48% | 47% | 43% |
| 中信建投 | 50% | 46% | 44% | 42% |
| 海通证券 | 36% | 40% | 40% | 40% |
| 财通证券 | 40% | 41% | 42% | 39% |
| 山西证券 | 47% | 43% | 47% | 39% |
| 天风证券 | 43% | 37% | 36% | 38% |
| 东兴证券 | 51% | 46% | 43% | 38% |
| 信达证券 | 41% | 41% | 42% | 38% |
| 国海证券 | 34% | 36% | 35% | 37% |
| 广发证券 | 38% | 40% | 37% | 37% |
| 中信证券 | 43% | 42% | 38% | 36% |
| 中金公司 | 43% | 40% | 41% | 36% |
| 兴业证券 | 27% | 32% | 35% | 35% |
| 东方证券 | 31% | 32% | 31% | 30% |
| 第一创业 | 33% | 34% | 30% | 29% |
| 首创证券 | 33% | 31% | 24% | 20% |

来源: Wind、国金证券研究所

4.2 经纪业务相对占优且管理费用率较低的券商或更加受益

印花税调整后带来成交额和换手率的大幅提升,券商经纪业务相对受益。选取7家在当时已上市的券商进行对比。2008年4月和9月在印花税调降后当日券商股基本全体涨停。2008年4月调降后一周内海通证券、长江证券、中信证券和国金证券领涨,涨幅分别达到46.5%、43.0%、35.7%和35.3%。2008年9月印花税调降后一周内太平洋、海通证券、

中信证券、长江证券领涨，涨幅分别达到 54.70%、53.50%、52.37%和 45.61%。从券商的业务占比来看，经纪业务占比较高的券商在两次调降后涨幅表现相对较优。

其次，从 2008 年和 2007 年的管理费用率变化来看，中信证券、国金证券、海通证券其管理费用上升相对有限，在业务大幅扩张期间其管理费用的有效控制，使盈利增长更有弹性。

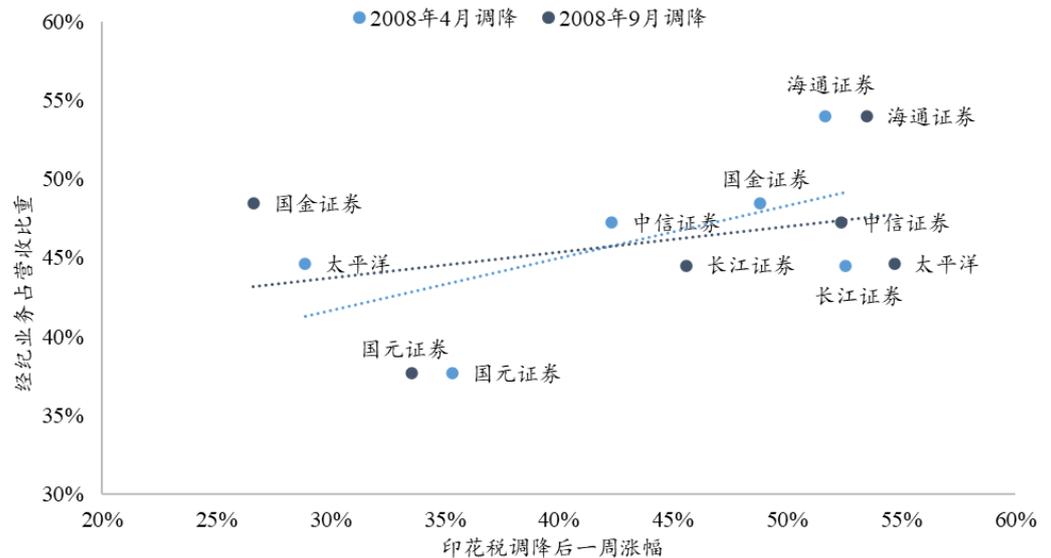
从近年来上市券商财报来看，经纪业务占比较高、管理费用率较低且边际改善的券商分别为：东方财富、中国银河和浙商证券。

图表 17: 海通证券、中信证券、国金证券管理费用上涨较少

| 证券简称 | | 中信证券 | 国元证券 | 海通证券 | 东北证券 | 长江证券 | 太平洋 | 国金证券 |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 4月调降后 区间涨跌幅 | 前一周 | 24.2% | 27.8% | 17.7% | 18.5% | 5.3% | 35.6% | 30.2% |
| | 当日 | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | - | 10.0% | 10.0% |
| | 后一周 | 35.7% | 27.8% | 46.5% | 28.7% | 43.0% | 21.8% | 35.3% |
| | 后一月 | 14.3% | -0.1% | 31.8% | 4.2% | 23.3% | 1.3% | 13.8% |
| 9月调降后 区间涨跌幅 | 前一周 | -7.79% | -6.68% | -3.26% | -5.61% | -1.65% | -9.70% | -3.17% |
| | 当日 | 10.03% | 10.00% | 9.99% | 9.99% | 10.04% | 9.99% | 9.98% |
| | 后一周 | 52.37% | 33.56% | 53.50% | 41.70% | 45.61% | 54.70% | 26.62% |
| | 后一月 | 15.20% | -5.34% | 32.67% | 1.80% | 6.11% | 16.85% | 1.41% |
| 业务占营收比 | 经纪业务占比 | 47.2% | 37.7% | 54.0% | 67.3% | 44.5% | 44.6% | 48.4% |
| | 自营业务占比 | 33.8% | 41.1% | 27.2% | 22.9% | 52.4% | 52.7% | 41.4% |
| | 资管业务占比 | 9.6% | 2.0% | 7.2% | - | 0.3% | - | - |
| | 投行业务占比 | 8.6% | 1.1% | 3.8% | - | 1.6% | 1.1% | 4.6% |
| 毛利率及 费用率 | 经纪业务毛利率 | 65.8% | 78.9% | 71.1% | 72.5% | 78.0% | 71.1% | 72.0% |
| | 自营业务毛利率 | 72.3% | 93.1% | 98.0% | 90.9% | 94.6% | 90.5% | 93.9% |
| | 投行业务毛利率 | 60.4% | 55.8% | 60.1% | - | 19.6% | -50.9% | 38.8% |
| | 资管业务毛利率 | 58.0% | 90.3% | 38.0% | - | 62.7% | - | - |
| | 管理费用率增长 | 6.7% | 26.5% | 13.1% | 20.5% | 15.0% | - | 6.1% |

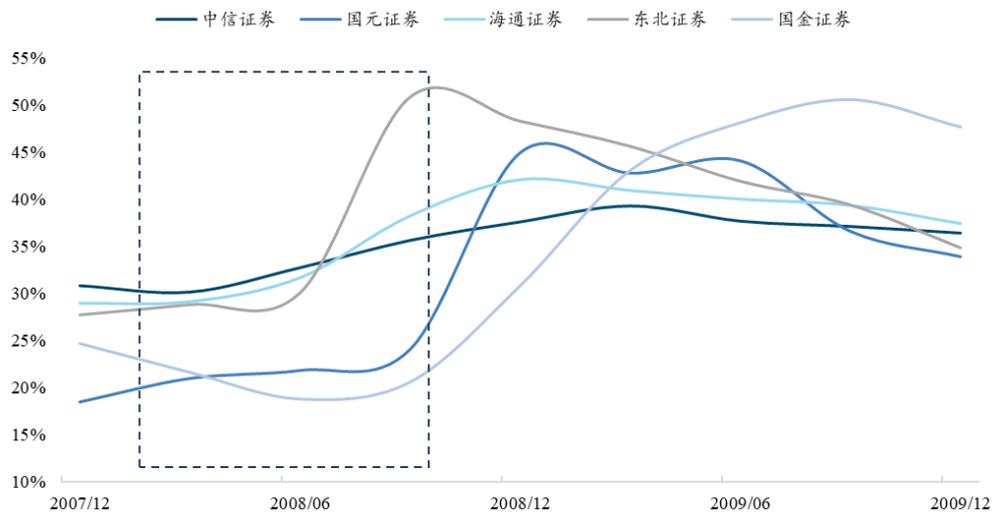
来源：Wind、国金证券研究所

图表 18: 证券交易印花税调降后经纪业务占比较高券商相较收益



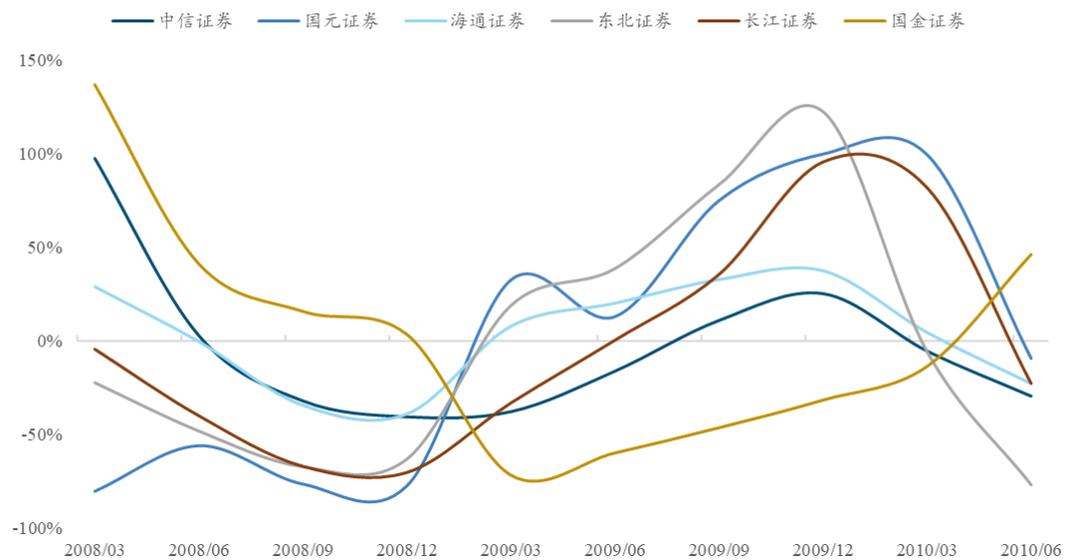
来源：Wind、国金证券研究所

图表19: 2008年券商管理费用呈明显的上升趋势



来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 2008 中信证券、海通证券、国金证券净利润增速下滑相对有限



来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 上市券商的管理费用率排名

| 公司 | 管理费用率 (TTM) | | | | | | | 走势 | 22A相对 21A变化 | 22A相对 20A变化 |
|------|-------------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|----|----------------|----------------|
| | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/3/31 | 2022/6/30 | 2022/9/30 | 2022/12/31 | 2023/3/31 | | | |
| 浙商证券 | 26.7% | 23.1% | 21.4% | 20.3% | 20.2% | 17.7% | 17.9% | | -5.3% | -8.9% |
| 东方财富 | 17.8% | 14.1% | 14.6% | 15.3% | 17.1% | 17.6% | 18.9% | | 3.4% | -0.3% |
| 中国银河 | 32.9% | 27.3% | 27.1% | 25.7% | 26.7% | 30.4% | 30.5% | | 3.0% | -2.5% |
| 东吴证券 | 37.5% | 39.6% | 41.3% | 40.0% | 34.0% | 33.0% | 32.5% | | -6.6% | -4.4% |
| 海通证券 | 31.3% | 32.8% | 35.9% | 40.7% | 44.2% | 38.3% | 35.4% | | 5.6% | 7.1% |
| 西部证券 | 40.1% | 37.1% | 37.8% | 39.0% | 40.5% | 38.9% | 35.9% | | 1.8% | -1.2% |
| 国元证券 | 45.0% | 39.5% | 40.9% | 36.5% | 35.8% | 42.2% | 38.9% | | 2.7% | -2.8% |
| 国泰君安 | 38.0% | 33.5% | 33.3% | 33.0% | 34.4% | 38.5% | 39.9% | | 5.0% | 0.5% |
| 中信建投 | 36.1% | 34.7% | 34.5% | 35.0% | 36.8% | 39.9% | 40.4% | | 5.1% | 3.8% |
| 东方证券 | 33.7% | 34.5% | 36.6% | 40.7% | 43.9% | 42.0% | 40.4% | | 7.5% | 8.2% |
| 山西证券 | 54.5% | 48.0% | 49.6% | 45.5% | 47.1% | 46.0% | 42.6% | | -2.0% | -8.5% |
| 红塔证券 | 15.2% | 13.0% | 19.7% | 23.3% | 39.6% | 101.6% | 42.8% | | 88.6% | 86.4% |
| 华安证券 | 42.6% | 44.3% | 46.9% | 44.5% | 46.6% | 48.5% | 44.4% | | 4.2% | 5.9% |
| 招商证券 | 39.8% | 37.6% | 37.8% | 37.8% | 40.3% | 45.0% | 44.9% | | 7.4% | 5.2% |
| 国信证券 | 39.2% | 40.9% | 41.7% | 42.9% | 42.9% | 46.1% | 45.4% | | 5.2% | 6.9% |
| 中信证券 | 37.0% | 36.8% | 37.1% | 38.1% | 40.9% | 44.0% | 45.8% | | 7.3% | 7.0% |
| 申万宏源 | 30.5% | 31.3% | 33.8% | 33.7% | 38.5% | 49.2% | 49.3% | | 17.9% | 18.7% |
| 东北证券 | 35.9% | 42.3% | 45.2% | 45.8% | 48.8% | 57.7% | 49.8% | | 15.4% | 18.7% |
| 长城证券 | 31.4% | 32.2% | 34.7% | 36.2% | 44.7% | 52.8% | 50.0% | | 20.5% | 21.4% |
| 兴业证券 | 38.4% | 42.9% | 46.3% | 45.9% | 51.1% | 52.6% | 51.7% | | 9.8% | 14.2% |
| 华泰证券 | 48.2% | 45.6% | 46.8% | 47.6% | 50.3% | 52.6% | 53.1% | | 7.0% | 4.4% |
| 首创证券 | 48.8% | 47.3% | 47.8% | 49.7% | 54.7% | 56.5% | 53.8% | | 9.2% | 7.7% |
| 光大证券 | 37.7% | 37.5% | 39.3% | 41.7% | 44.8% | 55.9% | 54.5% | | 18.4% | 18.2% |
| 广发证券 | 43.7% | 46.6% | 47.7% | 50.1% | 53.6% | 54.9% | 55.4% | | 8.3% | 11.2% |
| 南京证券 | 50.7% | 50.6% | 52.3% | 59.1% | 59.2% | 58.8% | 55.6% | | 8.2% | 8.1% |
| 国海证券 | 49.8% | 49.8% | 53.9% | 58.9% | 58.6% | 60.2% | 57.3% | | 10.4% | 10.4% |
| 信达证券 | 64.4% | 60.8% | 60.8% | 61.9% | 59.1% | 56.7% | 59.1% | | -4.1% | -7.7% |
| 国联证券 | 56.5% | 58.6% | 59.5% | 60.2% | 61.8% | 62.5% | 61.9% | | 4.0% | 6.0% |
| 中泰证券 | 55.1% | 49.3% | 50.0% | 51.1% | 53.3% | 65.3% | 62.6% | | 16.0% | 10.3% |
| 中金公司 | 58.4% | 57.8% | 57.8% | 60.2% | 59.4% | 64.6% | 63.5% | | 6.8% | 6.2% |
| 长江证券 | 55.7% | 57.5% | 62.8% | 62.8% | 71.7% | 69.9% | 63.9% | | 12.4% | 14.2% |
| 财达证券 | 39.6% | 43.5% | 45.5% | 47.2% | 42.8% | 67.9% | 64.4% | | 24.3% | 28.2% |
| 财通证券 | 49.5% | 52.2% | 54.0% | 54.6% | 57.0% | 65.6% | 64.4% | | 13.3% | 16.1% |
| 方正证券 | 65.0% | 62.6% | 67.9% | 64.0% | 67.9% | 66.1% | 65.0% | | 3.5% | 1.1% |
| 华西证券 | 45.5% | 52.5% | 59.0% | 61.2% | 70.2% | 75.4% | 65.7% | | 22.9% | 29.9% |
| 东兴证券 | 40.5% | 44.7% | 47.3% | 53.5% | 58.9% | 69.7% | 66.5% | | 25.1% | 29.2% |
| 西南证券 | 53.3% | 59.3% | 71.0% | 69.5% | 80.6% | 84.2% | 67.2% | | 24.9% | 30.9% |
| 中银证券 | 58.1% | 64.0% | 64.4% | 66.9% | 68.7% | 69.0% | 68.4% | | 5.0% | 11.0% |
| 国金证券 | 59.2% | 59.1% | 62.9% | 64.0% | 68.0% | 74.7% | 69.7% | | 15.6% | 15.5% |
| 华林证券 | 37.6% | 62.6% | 64.8% | 70.5% | 66.1% | 65.2% | 70.9% | | 2.6% | 27.6% |
| 太平洋 | 91.9% | 70.6% | 66.3% | 67.4% | 79.0% | 86.4% | 74.8% | | 15.8% | -5.6% |
| 中原证券 | 43.0% | 40.8% | 46.0% | 58.8% | 62.7% | 80.1% | 75.4% | | 39.3% | 37.2% |
| 第一创业 | 59.8% | 66.5% | 66.0% | 69.7% | 79.2% | 79.9% | 77.2% | | 13.4% | 20.0% |
| 天风证券 | 65.4% | 81.5% | 88.6% | 89.2% | 97.9% | 171.8% | 112.4% | | 90.3% | 106.4% |

来源: Wind、国金证券研究所

五、风险提示

- (1) 国内经济复苏不及预期: 经济修复进程偏慢, 内需恢复相对较弱;
- (2) 宏观流动性收缩风险: 海外货币政策紧缩超预期。
- (3) 企业财报修复不及预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 18 楼 1806 |