

印花税法下调与政策接力

2023年08月27日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **今天市场久盼的印花税法终于落地。**从本周五三部门（住建部、人民银行、金融监管总局）9年来首次推动取消“认房又认贷”，到当前财政部15年来首次调降印花税法呼应证监会“活跃资本市场”。**我们终于看到部委间通过政策协同形成合力，以兑现中央“提振经济和恢复信心”的顶层设计。**从当前来看，我们认为“活跃资本市场一揽子措施”+“一揽子地方化债方案”+“房地产政策的优化调整”构成了下半年政策发力的主线，随着这三大政策的同步推进，市场从政策底—市场底—经济底的进程也有望加速。

■ **下调印花税法，吹响活跃资本市场的“冲锋号”。**从今年二季度开始，我国股市表现逐步落后于其他国家。**究其原因，我们认为市场估值偏低是最主要的拖累：**疫情放开后经济复苏的曲折以及地缘政治的不确定性使得市场信心略显不足。

基于此，活跃资本市场似乎成为稳定信心的“燃眉之急”。从7月政治局会议对“提振投资者信心”做出开端，到证监会“活跃资本市场25条”打好铺垫，政策端对资本市场的“保驾护航”不断传出积极的信号。而今天下调印花税率一举无疑是打响活跃资本市场的“第一枪”。

降低印花税率：不高估短期作用，不低估中期信号。以史为鉴，我国共经历过8次证券交易印花税率的下调，而历次降低印花税率均发生在股市不太乐观的情形下。不过，调降印花税率本身对股市的提振作用似乎有限，但我们认为降低印花税率的真正目的可能并不在于短期救市。从中期来看，降低印花税率释放了两大信号：（1）可以降低交易成本、提高交易效率；（2）让投资者意识到市场的呼声产生了效果，体现政策端对股市的关切。因此调降印花税率往往只是稳定市场的开始，待提振资本市场政策“组合拳”的进一步推出，政策的累计效应才会逐步开始显现。

■ **财政、金融“两手抓”，今年地方化债将进入“快车道”。**今年地方政府面临的土地收入下滑和偿债（尤其是隐性债务）压力上升的难题愈发严峻。面对从7月政治局会议上对“有效防范化解地方债务风险”的政策定调，9月或将迎来“一揽子化债方案”具体措施的落地。**我们预计“财政+金融”会双剑合璧，将为今年化解地方隐性债务提供充分的保障：**财政上，负债端推出特殊再融资债、资产端处置政府资产，应对偿债风险；金融上，央行或会设立SPV工具，应对债务的流动性风险。

财政端为化债主力，资产负债“双轮驱动”。在财政负债端，作为第一个成功将地方政府隐性债务清零的利器，2022年6月后暂停发行的特殊再融资债有望“重返赛场”。我们在之前的报告《呼之欲出，一文读懂特殊再融资债券》中提出，若今年重启特殊再融资债，其理论发行上限约为2.6万亿元，但由于限额空间需要为专项债预留额度、且出现大规模隐性债务置换的可能性并不大，因此我们预计今年特殊再融资债的发行规模大概为1.3-1.8亿元。在财政资产端，或可加大盘活存量资产力度为地方政府资产“增厚”。近年来政府多次重申盘活存量资产：2022年5月国办发布的《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》中，明确指出要“推动地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区，加快盘活存量资产，稳妥化解地方政府债务风险”。我们预计今年盘活存量资产工作将全面铺开，短期内可为地方财政可持续能力“续航”，有利于推动地方政府各类债务的偿还工作。

金融端将是化债过程中的“最强辅助”。追溯我国上一次使用SPV为小微企业提供流动性是发生在新冠疫情初始之际：2020年6月央行推出了总额4400亿元的普惠小微企业信用贷款支持计划以及普惠小微企业贷款延期支持工具，通过SPV向地方法人银行提供支持，间接为中小企业贷款提供支持。在央行无法直接向非金融机构（包括政府及其平台）提供贷款或融资的法律规定下，间接通过SPV向相关市场注入流动性这一举措是有效的。因此我们预计SPV将“重现江湖”、与财政端相关

相关研究

《Jackson Hole会议，鲍威尔“透露”了什么？》

2023-08-26

《5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗？【勘误版】》

2023-08-24

化债方案打好“配合战”，支持地方政府融资平台化解当下的流动性压力。

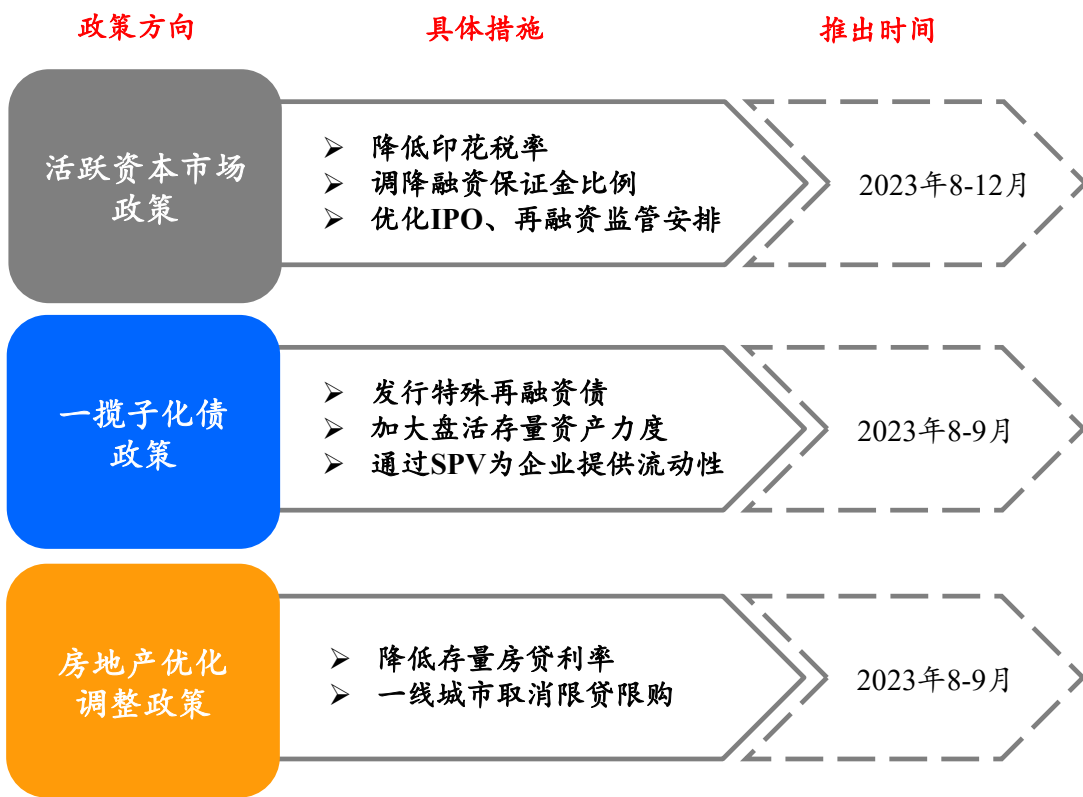
- **地产：预期政策兑现中。**在7月下旬政治局会议以及住建部对地产放松表态一个月后，“认房不认贷”政策细则终于落地，也是2017年初以来二套房认定限购政策的首次全面放宽。细则中提到“该政策将纳入‘一城一策’工具箱，供城市自主选用”，意味着后续政策施行仍由各城市确定。截至2023年7月仍有十余个重点一、二线城市执行“认房不认贷”，我们认为除一线城市核心城区以外的地区会率先放开。

“认房不认贷”影响几何？二套房认定放松后首付比例与房贷利率的下降将是刺激居民改善性换房的主要动力。根据我们统计，若目前仍执行“认房又认贷”的十五个城市均放松限购，市内住房置换的平均房贷利率将降低82个基点、首付比例平均降幅可达23个百分点（根据图14中认房又认贷的城市数据做简单平均），理论上对“卖一买一”的改善性需求刺激程度不小。

但需求释放的程度以及持续性或需进一步观察。包括南京、杭州、郑州在内的城市已在去年陆续放开二套房认定限购措施，放松范围从面向特定人群及地区逐步扩大到全市，但刺激效果并非“立竿见影”。在如今居民消费信心及收入未完全修复的背景下，**地产需求的释放或需要存量房贷降息等地产放松政策形成的“合力”。**

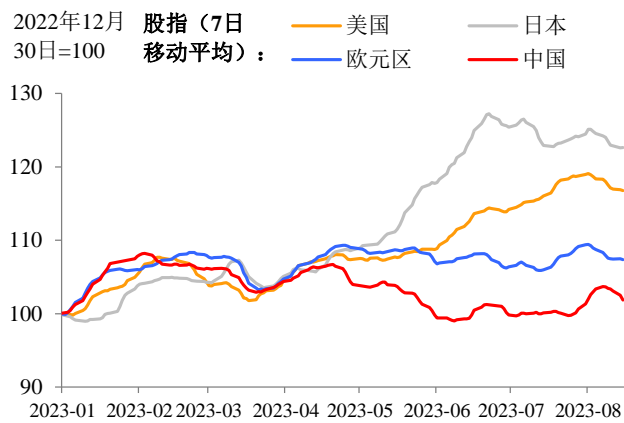
- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放不及预期。

图1：下半年的三大政策主线



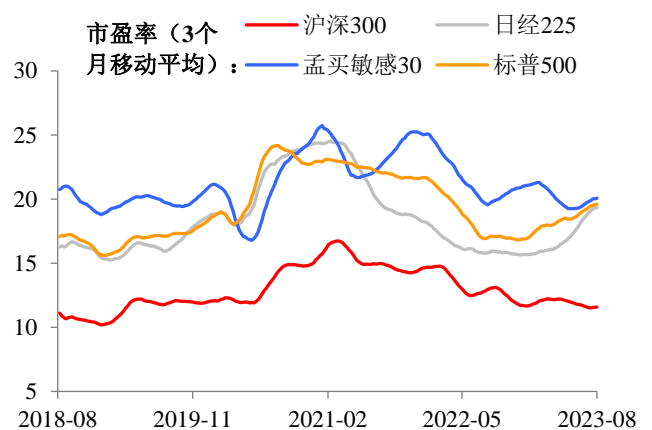
数据来源：东吴证券研究所绘制

图2：二季度开始我国股市表现落后于其他海外市场



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：当前 A 股估值处于底部区域



注：数据采用 12 个月 Forward PE。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：证监会提出的“活跃资本市场 25 条”

投资端改革	提高上市公司吸引力	优化交易机制	激发市场活力	支持香港市场
<ul style="list-style-type: none"> 放宽指数基金注册条件 推进公募基金费率改革全面落地 引导增加权益类基金发行比例 引导加大自购旗下权益类基金力度 建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制 拓宽公募基金投资范围和策略 	<ul style="list-style-type: none"> 建立完善突破关键核心技术的科技型上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道” 强化分红导向 支持上市公司开展股份回购 适当提高轻资产科技型企业重组的估值包容性 对于破发或破净的上市公司和行业，适当限制其融资活动 合理把握IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节 	<ul style="list-style-type: none"> 降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率 降低融资融券费率 加强对违规减持、“绕道式”减持的监管 适时推出程序化交易报告制度 研究适当延长A股市场、交易所债券市场交易时间 	<ul style="list-style-type: none"> 适当放宽对优质证券公司的资本约束 适度降低场内融资业务保证金比率 研究推出深证100股指期货期权、中证1000ETF期权等系列金融期货期权品种 推进私募股权创投基金实物分配股票试点 鼓励各类资金通过指数化投资入市 	<ul style="list-style-type: none"> 进一步拓展互联互通标的范围 在香港推出国债期权及相关A股指数期权 支持在美上市中概股在香港双重上市

数据来源：中国经济网，东吴证券研究所

图5：1990 年以来历次印花税调整背景及调整方向

时间	背景	调整方向	调整政策内容	
			买入税率	卖出税率
1990.6.28	深市开征印花税	升	0%（深市）	0% → 6‰（深市）
1990.11.23		升	0% → 6‰（深市）	6‰（深市）
1991.10.1	深圳股市交易冷淡	降	6‰ → 3‰（深市）	6‰ → 3‰（深市）
1991.10.10	沪市开征印花税	升	0% → 3‰（沪市）	0% → 3‰（沪市）
1997.5.10	短短4个月上证指数涨幅约达70%	升	3‰ → 5‰	3‰ → 5‰
1998.6.12	亚洲金融危机袭来	降	5‰ → 4‰	5‰ → 4‰
1999.6.1	B股交易冷淡	降	4‰ → 3‰（B股）	4‰ → 3‰（B股）
2001.11.16	股市成交量与经济同步遇冷	降	3‰ → 2‰（B股）	3‰ → 2‰（B股）
2001.11.16		降	4‰ → 2‰（A股）	4‰ → 2‰（A股）
2005.1.24	股指偏低，股市交易趋冷	降	2‰ → 1‰	2‰ → 1‰
2007.5.30	指数高位单向上涨	升	1‰ → 3‰	1‰ → 3‰
2008.4.23	指数低位单项下跌	降	3‰ → 1‰	3‰ → 1‰
2008.9.19	指数低位单项下跌	降	1‰ → 0‰	1‰

数据来源：中国证监会官网，财政部，新华社，东吴证券研究所

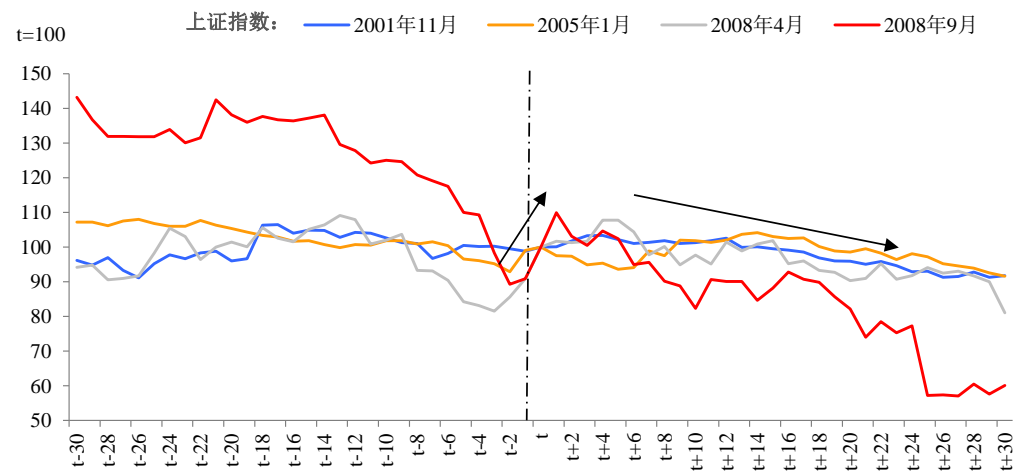
图6：历次印花税调整时对应的股市走势



注：红色阴影表示提高印花税率，绿色阴影表示降低印花税率。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

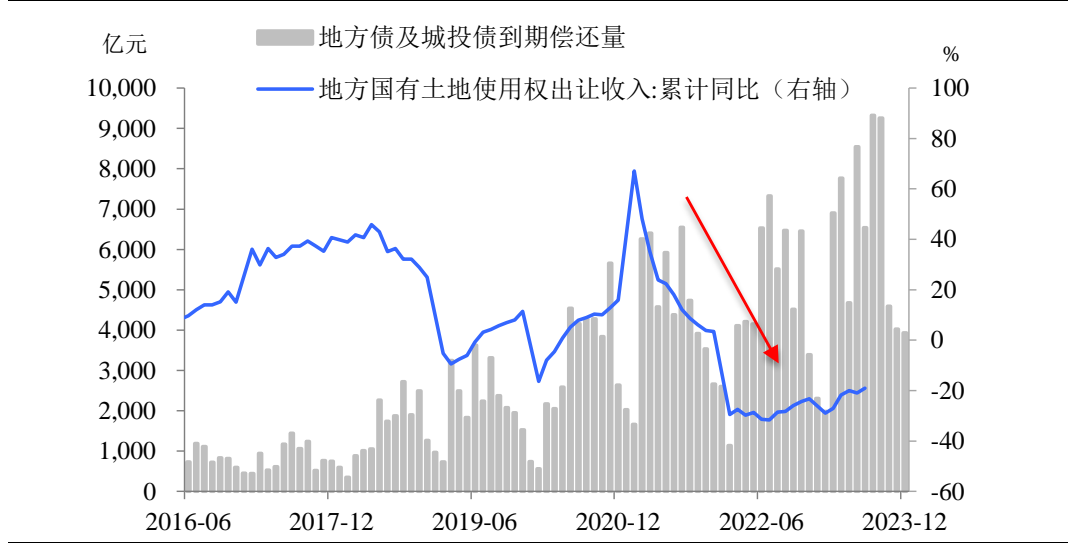
图7：降低印花税率后可在极短期内提振股市活跃度



注：t表示印花税率政策推出当天，t时刻标准化为100；t后面的数字表示天数。

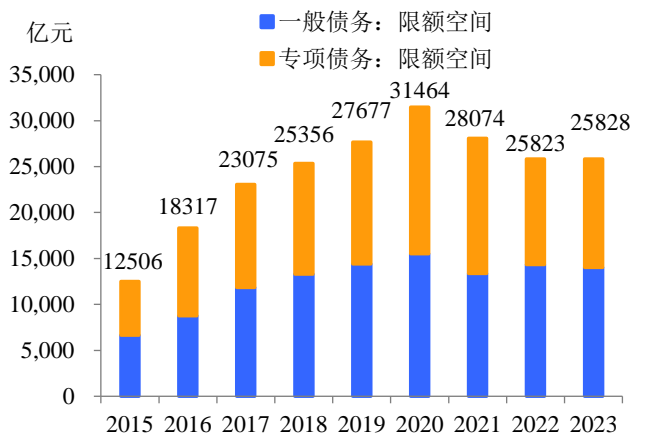
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 地方政府卖地收入下行趋势下, 偿债压力却有增不减



数据来源: Wind, iFind, 东吴证券研究所

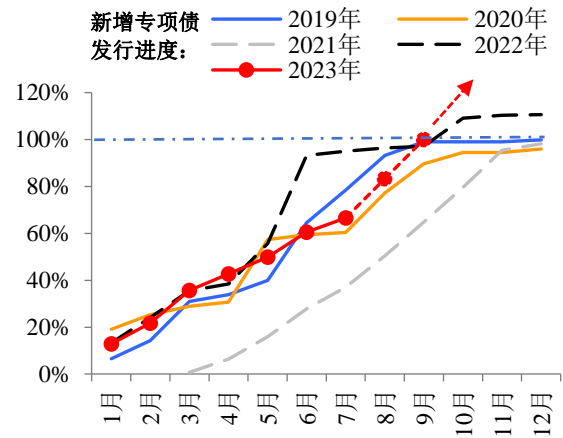
图9: 今年特殊再融资债的理论发行上限约为 2.6 万亿元



注: 2023年使用6月数据进行计算: 一般债限额空间等于一般债限额减去6月最新一般债余额、再减去下半年未发行新增一般债规模; 专项债限额空间等于专项债限额减去6月最新专项债余额、再减去下半年未发行新增专项债规模。

数据来源: Wind, iFind, 东吴证券研究所

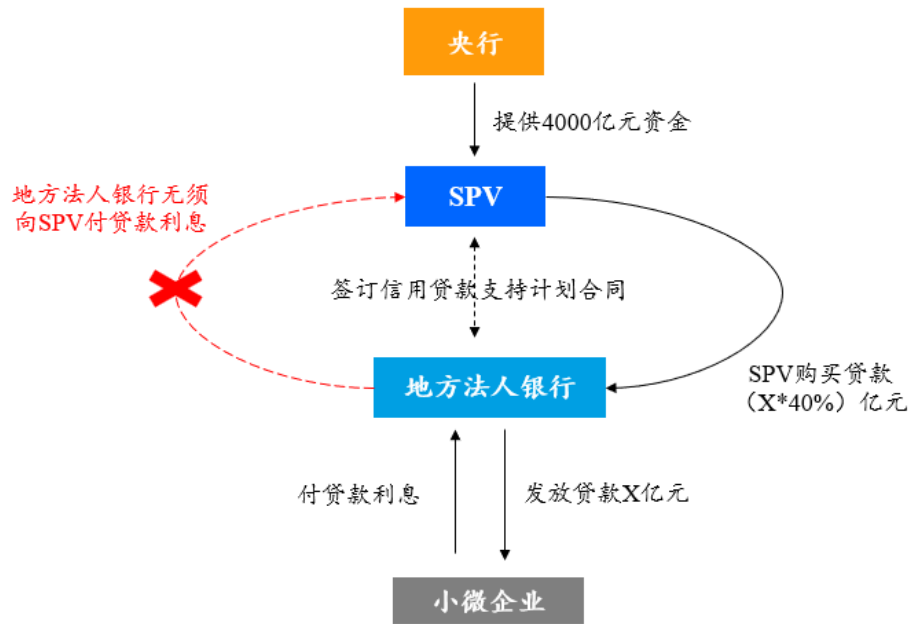
图10: 今年新增专项债使用限额空间的可能性较大



注: 红色虚线部分为我们预测的新增专项债发行进度。

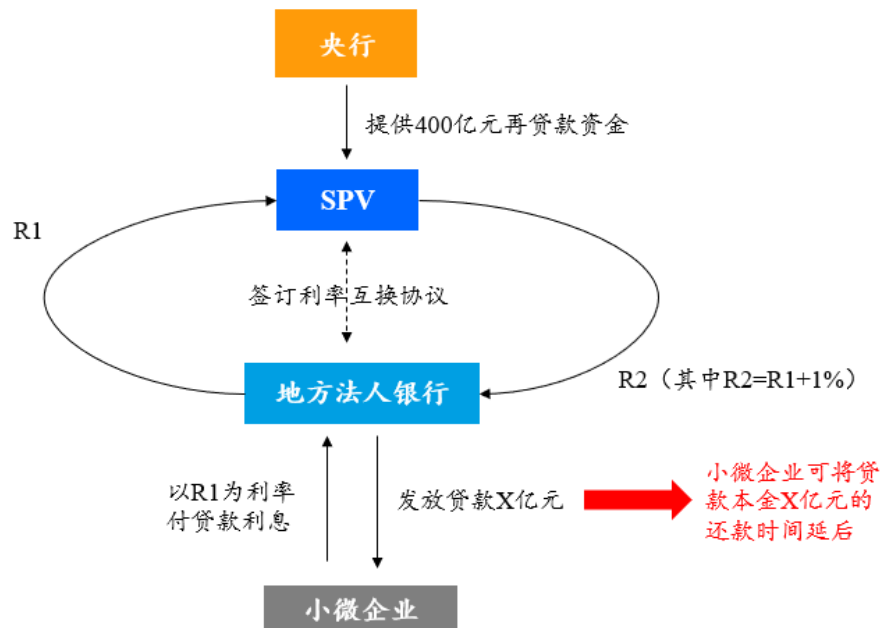
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 普惠小微企业信用贷款支持计划运行机制



数据来源: 中国政府网, 中国人民银行官网, 中国日报网, 东吴证券研究所

图12: 普惠小微企业贷款延期支持工具运行机制



数据来源: 中国政府网, 中国人民银行官网, 中国日报网, 东吴证券研究所

图13: 2023年8月“认房不认贷”迎全国性放松

区间	日期	内容
2009-2011:首次全国范围“认房又认贷”	2009年12月	“国四条”: 中央首次公开表态遏制高房价, 表态加大差别化信贷政策执行力度
	2010年4月	“国十条”: 上调90平以上首套房首付比例至30%, 二套房首付比例至50%, 限制外地人口住房贷款。 全国层面统一规划了限购标准
	2010年4月	北京: 同一购房家庭只能新购买一套商品住房。 北京成为首个执行“认房又认贷”的城市
	2010年5月	住建部发布《关于规范商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准的通知》 首次明确了三条二套房的“认房又认贷”标准
	2010年9月	“929新政”: 全面上调首套、二套房首付比例 , 三套房及以上暂停发放贷款
	2011年1月	“国八条”: 要求各直辖市、计划单列市、省会城市从严制定和执行住房限购措施; 中央层面首次要求地方限购
	2011年7月	国常会: 房价过快上涨的二三线城市亦要限购; 届时已有三十多个一、二线城市开启限购
2014-2015:“认贷不认房”	2014年6月	呼和浩特: 居民购房时无需再提供住房套数证明, 成为 首个放松限购的城市
	2014年9月	“930新政”: 二套房标准放宽为“认贷不认房”, 全国层面放松限购措施
	2015年3月	央行: 二套房最低首付款比例下调为不低于40%
	2015年9月	央行: 不限购城市首套房首付比例降至25%; 届时除四个一线城市以外的城市基本均取消或放松了限购措施
2016-2017:多城重回“认房又认贷”	2016年10月	以苏州、南京、成都、天津为首的多个 二线城市加码限购政策 , 提高首付比例、限制三套房及外地人口购房
	2016年11月	上海、天津发文施行“ 认房又认贷 ”
	2016年12月	中央经济工作会议首次明确“ 房住不炒 ”的政策定位
	2017年3月	北京执行“ 认房又认贷 ”: 届时一线城市及绝大多数二线城市均重启限购
2020:“试探”限购解绑	2020年2月	银保监会: 房地产金融政策遵循“一城一策”的原则, 各地方可根据其疫情和自己地区的情况, 在不违反大的政策框架下可以自行安排
	2020年3月	广州、济南、青岛等城市 试图放松限购政策但均被撤回
2023:全国性“认房不认贷”落地	2022年5月	杭州、南京、南宁、郑州等城市开始针对特定松绑人群、地区“ 认房不认贷 ”
	2023年7月	住建部: 进一步落实好个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施 ; 届时仅4个一线城市和11个二线城市仍执行“ 认房又认贷 ”
	2023年8月	三部门: 推动落实“认房不认贷”具体政策 , 纳入“一城一策”工具箱

数据来源: 中国政府网, 各地方政府网站, 东吴证券研究所

图14: 还有哪些城市仍在执行“认房又认贷”

一二线城市二套房认定政策现状				
	城市	“认房又认贷”	首付比例差:二套-首套	贷款利差:二套-首套(bp)
一 线 城 市	北京	√	25%	50
	上海	√	15%	70
	广州	√	40%	60
	深圳	√	40%	30
二 线 城 市	天津	×	10%	100
	石家庄	√	10%	110
	太原	×	20%	80
	呼和浩特	×	10%	80
	沈阳	×	10%	110
	大连	×	10%	110
	长春	×	10%	80
	哈尔滨	×	10%	80
	南京	×	10%	80
	杭州	×	30%	80
	宁波	√	30%	80
	合肥	√	20%	80
	福州	√	20%	110
	厦门	√	20%	130
	南昌	×	10%	80
	济南	×	10%	80
	青岛	√	10%	80
	郑州	×	10%	110
	武汉	√	20%	100
	长沙	√	10%	80
	南宁	×	20%	120
	海口	×	30%	70
	重庆	√	20%	80
	成都	√	30%	80
	贵阳	×	10%	100
	昆明	×	10%	95
	西安	√	40%	95
	兰州	×	10%	90
西宁	/	10%	/	
银川	/	20%	/	
乌鲁木齐	/	10%	80	

注: 二套房与首套房的首付比例差按照二套房最低首付比例减首套房最低首付比例计算; 二套房与首套房贷款利差、首付比例差为 2023 年值; 2023 年数据截至 2023 年 7 月。
数据来源: Wind、中指研究院、根据公开新闻整理、东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>