

宏观报告

证券研究报告

2023年08月28日

如何看待印花税超预期下调？

我们认为，结合当前市场环境来看，本次印花税的下调，相比于释放的资金规模来说，更大意义在于政策正面回应了市场的期待和担忧，有望解决目前横亘在市场中最主要的阻碍（预期悲观、情绪偏弱）。

同时，证监会也同时宣布了规范股东减持、阶段性收紧 IPO、控制再融资、调降融资保证金比例等政策，同样超出了市场的预期，因此本轮政策组合拳对市场的提振效果可能要强于之前几次印花税的下调，预计 A 股市场的底部或将逐渐形成。

风险提示：经济基本面复苏不及预期；市场情绪修复不及预期；测算涉及主观假设，或存在误差。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-出口仍然是今年经济的亮点》2023-08-25
- 2 《宏观报告：宏观报告-LPR 非对称调整的用意》2023-08-21
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 8 月第 4 周》2023-08-21

8月27日，财政部宣布自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收¹，超出市场预期。

1、能释放多少资金？

去年全年证券交易印花税 2759 亿元，在市场成交量与去年基本持平的假设下，**本次印花稅減半或將為 A 股市場每年額外釋放出約 1400 億元左右的資金。**

今年 1-7 月，證券交易印花稅 1280 億元，同比下降 31%。在不下調證券交易印花稅率的情況下，假設今年全年證券交易印花稅降幅持平於 1-7 月，則今年證券交易印花稅預計在 1900 億元左右，9-12 月預計在 480 億元左右。**因此，本次證券交易印花稅減半征收，或在今年 9-12 月釋放 240 億元左右的資金。**

2、對財政有何影響？

雖然在市場成交量不變的情況下，下調證券交易印花稅可能會造成財政收入下降，但動態來看，市場成交量與 A 股表現正相關，如果後續 A 股行情向好，則成交量的增加有望對證券交易印花稅率的下調形成對沖。

另外，證監會此前也表態，將降低證券交易經手費、降低證券公司佣金費率、適當延長 A 股交易時間²，也有助於活躍資本市場、增加 A 股市場成交量。

綜合來看，下調印花稅並不意味著財政收入必然下滑，還需關注 A 股市場表現及活躍度。

3、對市場有何影響？

從歷史經驗來看，下調印花稅以後通常能夠帶來 A 股在短期內的階段性反彈，但對中長期市場走勢影響較為有限，中長期趨勢的反轉往往更需要經濟政策的發力和經濟基本面的改善。

但對本輪行情來說，印花稅的下調可能會有不一樣的影響。

過去幾次下調印花稅時，影響市場的主要是經濟基本面的走弱（比如 2008 年），但市場對政策的預期仍在，下調印花稅並不直接作用於經濟基本面，因此反彈行情持續時間有限。

而本輪行情的典型特征是短期經濟基本面並不算弱、甚至部分領域如線下服務和出行消費等還在邊際改善（詳見報告《經濟不用悲觀》，2023.8.20），但市場對政策預期悲觀、情緒明顯偏弱，對難以驗證的長期問題過度擔憂，使得市場忽視了短期已經出現的經濟改善和政策發力。

而在當前財政緊平衡的情況下，還能重新啟用已經 15 年未做調整的政策工具，有望為市場釋放出每年超過 1000 億元的增量資金，體現了政策層面活躍資本市場、提振 A 股行情的決心。

我們認為，結合當前市場環境來看，本次印花稅的下調，相對於釋放的資金規模來說，更大意義在於政策正面回應了市場的期待和擔憂，有望解決目前橫亘在市場中最主要的阻礙（預期悲觀、情緒偏弱）。

同時，證監會也同時宣布了規範股東減持、階段性收緊 IPO、控制再融資、調降融資保證金比例等政策，同樣超出了市場的預期，因此本輪政策組合拳對市場的提振效果可能強於之前幾次印花稅的下調，預計 A 股市場的底部或將逐漸形成。

¹ http://szs.mof.gov.cn/zhengcefabu/202308/t20230827_3904226.htm

² <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7426770/content.shtml>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com