

印花税下调及资本市场一揽子政策解读： 多措并举活跃资本市场

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

8月27日财政部、国家税务总局当日发布公告称，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。同时，证监会充分考虑当前市场形势，完善一二级市场逆周期调节机制，围绕合理把握IPO、再融资节奏，作出以下安排：（1）根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡；（2）对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机；（3）突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模；（4）引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求；（5）严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资；（6）房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制；（7）上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份；（8）抓紧修改《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，提升规则效力层级，细化相关责任条款，加大对违规减持行为的打击力度。

解读：

总体来看，本次印花税下调及资本市场一揽子政策调整贯彻了党中央7月24日“要活跃资本市场，提振投资者信心”的重要指示，与7月25日中国证监会2023年系统年中工作座谈会、8月18日证监会答记者问等一系列官方政策精神保持高度一致，着重从投资端、融资端、交易端等方面综合施策。

本次资本市场一揽子政策调整，有以下几方面值得重点关注：

◆ 交易端：降低印花税直接降低了资本市场交易成本

从印花税的发展演变来看，我国印花税始于上世纪90年代，至2021年6月，《中华人民共和国印花税法》正式颁布，印花税正式纳入税目。从海外国家经验来看，大多数国家（地区）在证券市场发展的早期阶段都曾经征收过印花税，但也普遍经历了印花税率逐步调降乃至最终取消停征的过程，例如，美国于1966年美国停止征收证券交易印花税，德国则是在1991年停止了印花税征收。从海外历史经验来看，印花税调降是与我国证券市场不断发展的现状相适应。

从印花税所带来的影响来看，印花税调降直接降低了证券交易成本，往往对资本市场形成较强利好。对资本市场来看，从我国过去8次印花税调整后上证指数的表现情况来看，印花税调降普遍带来了上证指数上行和交易额放大，过去6次印花税下调后1个交易日上证指数平均上涨4.0%，交易额平均上升105.5%；5个交易日上证指数平均上涨3.0%，交易额平均上升21.1%。对财政情况的影响来看，2022年我国印花税证券交易印花税2759亿元，仅占全年公共财政收入的1.35%，以当前财政情况，印花税调降并不会对财政形成大的负担。

表1: 历次印花税调整后上证指数表现情况

印花税政策调整时间	印花税政策调整方向	调整后 1 个交易日涨跌幅及成交额变化		调整后 5 个交易日涨跌幅及成交额变化	
		涨跌幅 (%)	成交额变动 (%)	涨跌幅 (%)	成交额变动 (%)
1991-10-09	下调	1.00	-67.76	3.96	-45.94
1997-05-09	上调	2.26	20.73	-8.36	-48.11
1998-06-11	下调	2.65	31.60	0.09	16.83
2001-11-15	下调	1.57	366.80	5.20	175.04
2005-01-21	下调	1.73	8.72	-3.46	-48.14
2007-05-29	上调	-6.50	9.12	-15.33	-41.29
2008-04-23	下调	9.29	120.17	7.48	15.63
2008-09-19	双边改为单边	7.77	173.60	4.75	14.02

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 融资端: 促进投融资两端的动态平衡

在印花税之外, 本次另一个较为重要的政策调整是着力解决投融资平衡发展的核心问题, 对融资端提出了一些限制, 明确提出阶段性收紧 IPO 节奏, 限制上市公司再融资, 并提出从严控制股份减持行为。具体来讲, 本次政策调整对融资端的限制包括: 在新股发行上市方面, 本次政策调整直接提出阶段性收紧 IPO 节奏, 未来新股发行上市节奏将有所放缓; 对上市公司再融资方面, 提出大市值上市公司的大额再融资需要进行预沟通, 同时对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资予以限制; 对股东减持方面, 要求加大对违规减持行为的打击力度。

回顾历史来看, A 股市场曾在 2007 年以来 A 股市场共经历过 3 轮 IPO 暂停, 分别发生在 2008 年 9 月-2009 年 7 月、2012 年 11 月-2013 年 12 月、2015 年 7 月-2015 年 11 月, 上述 3 次 IPO 暂停往往成为市场交易情绪转折的契机, 均直接促使 A 股市场走出阶段性底部区域。就当前情况看, 按照证监会公布数据, 截止今年 6 月份, A 股首发融资规模仍在 460.45 亿元, 处于历史相对较高水平。在 A 股市场面临一定压力的情况下, 收紧融资端有助于促进 A 股市场长期健康发展, 实现上市公司扶优限劣, 并最终推动中国特色估值体系建设。

图1: 2020 年以来 IPO 筹资规模一直相对较高



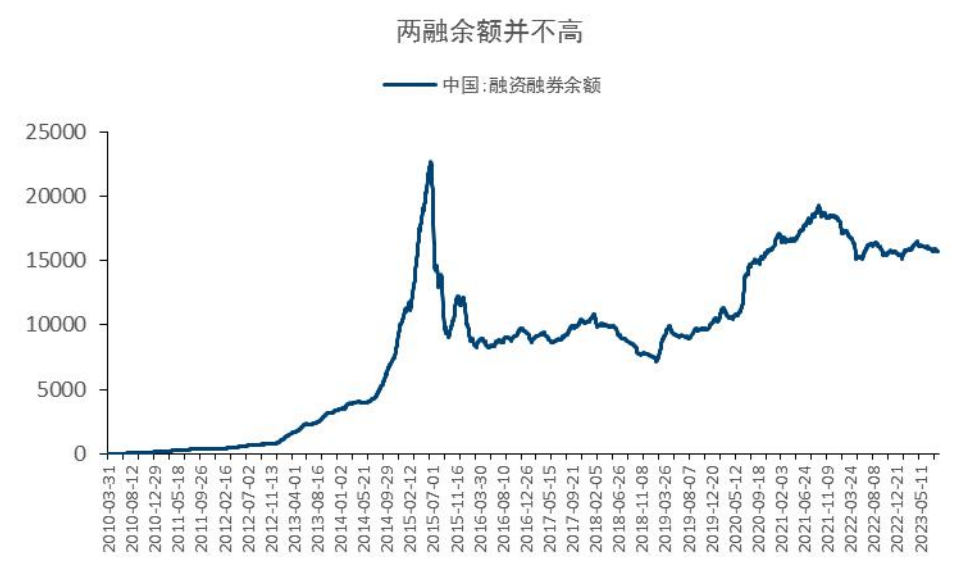
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资端：调降融资保证金比例有望盘活存量资金

此外，本次资本市场一揽子政策调整也放松了融资保证金最低比例。监管机构修订了《融资融券交易实施细则》，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%，同时允许证券公司在符合监管要求前提下，可以根据客户和自身风险承受能力，自主确定具体比例。这一政策调整明确放宽了融资限制，有助于充分发挥现有资金存量的带动作用。

从投资视角来看，考虑到近期 A 股市场成交额持续低迷，截至 2023 年 8 月 24 日，沪深两市 8 月份月均成交额仅为 2996 亿元和 4415 亿元，本次融资保证金比例调整，有望充分激发存量资金的杠杆作用。在政策调整的基础上，现有资金存量对资本市场交易的带动作用将有所加强，对资本市场投资活跃度形成支撑。同时，从风险视角来看，截至 2023 年 8 月 24 日，我国场内融资融券余额 15678 亿元，不仅显著低于 2015 年最高点 2.26 万亿的两融余额水平，也同样低于 2021 年 7 月 1.72 万亿的阶段性高点，这表明当前融资保证金比例调降业务风险整体处于可控水平，在风险可控的前提下促进资本市场的活跃度。

图2：当前两融余额并不高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

美联储继续加息；海外金融风险加剧。

相关研究报告：

- 《2023 年 7 月财政数据快评-收支仍然偏弱 支出或将提速》 ——2023-08-24
- 《央行公开市场操作利率下调解读-二度降息加码稳增长，经济平稳可期》 ——2023-08-15
- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 7 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-08-01
- 《7 月 PMI 数据解读-小企业带动制造业景气度回升》 ——2023-08-01
- 《美联储加息尚未结束-美联储 7 月 FOMC 会议点评》 ——2023-07-31

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032