

## 非银金融

2024年05月11日

## 股息税减免预期催化大涨，关注政策α和复苏周期β机遇

——行业事件点评报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

唐关勇（联系人）

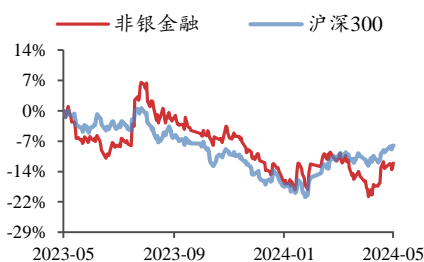
gaochao1@kysec.cn

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790123070030

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《手续费收入承压，自营结构差异导致各券商业绩分化——证券行业2024Q1综述》-2024.5.7

《寿险一季报超预期，香港交易所受益于ADT改善——行业周报》-2024.5.5

《关注非银beta机会，看好寿险和并购题材券商——行业周报》-2024.4.28

### ● 港股通股息税减免政策预期发酵催化大涨，关注政策α和复苏β弹性

5月10日香港金融股大涨，恒生金融类指数/香港交易所/中国太保(H)分别上涨3.6%/7.6%/8.1%，我们预计与市场预期港股通股息税减免政策有望落地有关。我们认为互联互通十周年有望迎来港股政策红利期，2023年7月活跃资本市场政策部署强调巩固香港金融中心地位，2024年10月香港成立促进流动性专责小组，2024年4月证监会开展5项对港合作(见附表1、2及附图1)。香港证监会主席在两会建议优化港股通股息红利税，降低港股通投资者准入门槛，我们预计优化股息税政策契合“保护投资者利益”和“活跃资本市场”的监管导向，宽松政策有望持续落地，香港交易所作为资本市场核心枢纽有望直接受益港股红利政策，港股高股息资产有望直接受益股息税减免政策。

### ● 政策端坚定巩固香港国际金融中心地位，关注减免港股通股息税等潜在政策

(1) 2014年以来港股通个人和证券投资基金股息税率高于内地和境外投资者。当前A股个人及公募持1年以上免股息税，境外投资者投资本地港股/H股分别免税和10%，2014年互联互通开通后，财政部规定港股通内地居民企业持有1年以上免税，但对个人(含证券投资基金)需缴纳20-28%(附表3及4)，当前个人和基金投资港股赚取股息的成本较高，一定程度上阻碍互联互通扩容。我们测算2023年港股通股票分红总额1.7万亿港元，港股通投资者赚取约1500亿港元，20%股息率对应约300亿的股息税，下降10%股息税预计为港股通个人和基金投资者免税约150亿，占当年财政税收不足0.1%(见附表5)。(2) 股息税减免的直接利润贡献相对有限。我们认为港股通股息税优化有望直接提升南向资金的股息回报率，南向增量资金带动互联互通活跃度改善。2023年港股通持股市值占港股通股票市值约10%，假设股息税优化政策带动港股通持股占比提升至15%/20%/30%，对应南向ADT增幅50%-250%，费率不变下对应总营收增幅1%-4%，对应净利润增幅1%-6%。5月10日港股通股息率4.26%，A股股息率2.14%，考虑现金分红规模不变，预计2.7万亿港元资金配置港股后港股通股息率与A股打平，测算结果与中性假设影响幅度基本一致(见附图4&5)。(3) 我们预计股息税减免有望直接提升港股中长期投资回报率，对港股整体交易情绪提振影响或更大：其他因素不变情况下，南向ADT增幅50%-250%预计拉动现货ADT增幅8%至35%。我们认为港股通股息税政策2014年以来均未调整，税优减免有望提升港股高股息资产的吸引力，南向增量资金扩容有望提振港股整体交易情绪，现货和衍生品市场活跃度预计均受益改善，港交所受益幅度更大。

### ● 港股基本面持续修复，政策面积极向好，关注复苏周期下的港交所

港股现货市场活跃度逐步回暖，多元化战略持续显效，港交所基本面逐步修复。2024年4月港股现货ADT1155亿港元，同比+6%，环比+4%，4.22-5.10近三周现货ADT分别达1255/1315/1363亿港元，较2024Q1提升分别+22%/+28%/+32%，4月期货/期权ADV同比+18%/+17%，LME ADV同比+44%，北向/南向ADT同比基本持平/+12%。我们认为港交所估值与市场活跃度高度相关，在交投活跃度提升阶段港交所估值具有自我加强效应，当前港股PE(TTM)估值31.8倍，位于近5年约17%分位数，仍处历史低位，关注港股政策红利α催化和基本面修复的β机遇，港股高股息资产有望直接受益股息税减免政策。

● 风险提示：宏观经济不稳定影响交投活跃度及公司上市；美联储货币政策存在不确定性；政策催化不及预期；公司战略落地不及预期。

**附表 1：证监会发布 5 向资本市场对港合作措施**

关键词	主要内容
放宽沪深港通下股票 ETF 合格产品范围	在两地证监会指导下，沪深港交易所已达成共识，拟适度放宽合格股票 ETF 的平均资产管理规模要求，降低南向港股通 ETF 产品的港股权重和港股通股票权重要求，北向沪股通、深股通 ETF 产品做对等调整，支持香港国际资产管理中心建设。
将 REITs 纳入沪深港通	拟总体参照两地股票和 ETF 互联互通制度安排，将内地和香港合格的 REITs 纳入沪深港通标的，进一步丰富沪深港通交易品种。
支持人民币股票交易柜台纳入港股通	香港推出港币—人民币双柜台机制以来，内地与香港交易所和结算公司积极就人民币股票柜台纳入港股通开展研究，目前相关业务方案已初步达成共识。下一步双方将继续推进业务方案完善、规则修订、技术改造、投资者教育等各项准备工作，争取早日推出，助力人民币国际化。
优化基金互认安排	拟推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，更好满足两地投资者多元化投资需求。
支持内地行业龙头企业赴香港上市	境外上市备案管理制度规则发布实施一年来，已有 72 家企业完成赴港首次公开发行（IPO）备案，赴港上市融资渠道畅通，有力支持内地企业利用两个市场、两种资源规范发展。中国证监会将进一步加大和有关部门的沟通协调力度，支持符合条件的内地行业龙头企业赴港上市融资。

数据来源：中国证监会、开源证券研究所

**附表 2：三大交易所对扩大 ETF 纳入范围**

关键词	互联互通	主要内容
降低 ETF 纳入规模要求	沪股通/深股通	ETF 纳入规模门槛由不低于人民币 15 亿元调整为不低于人民币 5 亿元
	港股通	ETF 纳入规模门槛由不低于港币 17 亿元调整为不低于港币 5.5 亿
下调 ETF 的指数权重占比要求	沪股通/深股通	跟踪的标的指数成份证券中，上交所和深交所上市股票权重最低占比从 90%至 60%，且沪股通股票和深股通股票权重最低占比自 80%至 60%
	港股通	跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重最低占比从 90%至 60%，且港股通股票权重占比不低于 60%”
明确沪股通 ETF 和港股通 ETF 有关规模和权重占比的调出情形	沪股通/深股通	ETF 调出规模由低于人民币 10 亿元调整为低于人民币 4 亿元； 调出比例调整为“跟踪的标的指数成份证券中，上交所和深交所上市股票权重占比低于 55%，或者沪股通股票和深股通股票权重占比低于 55%”
	沪股通/深股通	调出规模由低于港币 12 亿元调整为低于港币 4.5 亿元；
	港股通	调出比例统一调整为“跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比低于 55%，或者港股通股票权重占比低于 55%”，不再以指数进行区分。

数据来源：上交所、深交所、香港交易所、开源证券研究所

**附图 1：我们测算预计北向和南向新增 ETF 数量超 100 支，对应增量收入占 2023 年互联互通收入约 4.4%**

	旧规定	新规定							
陆股通（北向交易）	15亿人民币以上	5亿人民币以上	增幅	当前合格ETF	当前合格ETF/规模符合要求比重	假设权重占比要求下降（90%→60%）对应筛选比例提升30%	增量	提升比例	
数量	210	328	56.2%	141	67%	87%	103	73.0%	
规模（亿人民币）	26460	27499	3.9%	12415	47%	61%	634	5.1%	
港股通（南向交易）	17亿港元以上	5.5亿港元以上	增幅	当前合格ETF	筛选比例（考虑权重占比）	假设权重占比要求下降（90%→60%）对应筛选比例提升30%	增量	提升比例	
产品数量	34	54	58.8%	8	24%	31%	6	76.5%	
管理规模（亿港元）	9231	9383	1.6%	2180	24%	31%	47	2.1%	
				收入贡献测算	假设换手率不变对应ADT增量贡献	2023年交易结算费（百万元）	费率不变下，对应增量收入（百万元）	占2023年互联互通收入	占2023年交易结算费
				北向交易	5.1%	1173.00	59.9		
				南向交易	2.1%	362.00	7.7		
				合计		1535	67.6	4.4%	0.6%

数据来源：上交所、深交所、香港交易所、开源证券研究所

**附表 3：内地个人投资者及证券投资基金投资港股通股票的税率较高**

	香港联交所上市股票	注册地在境外股票
内地个人投资者及证券投资基金	20%	28%
内地企业投资者	持有 H 股满 12 个月依法免 征所得税，不满 12 月按 25% 企业所得税征收	按注册地税率缴纳所得税，可依法 申请税收抵免
境外投资者	10%	若投资中国居民企业标的，则缴纳 10%，否则免税

资料来源：财政部、港股 100 强研究中心、开源证券研究所

**附表 4：A 股个人投资者持有一年以上免征股息税**

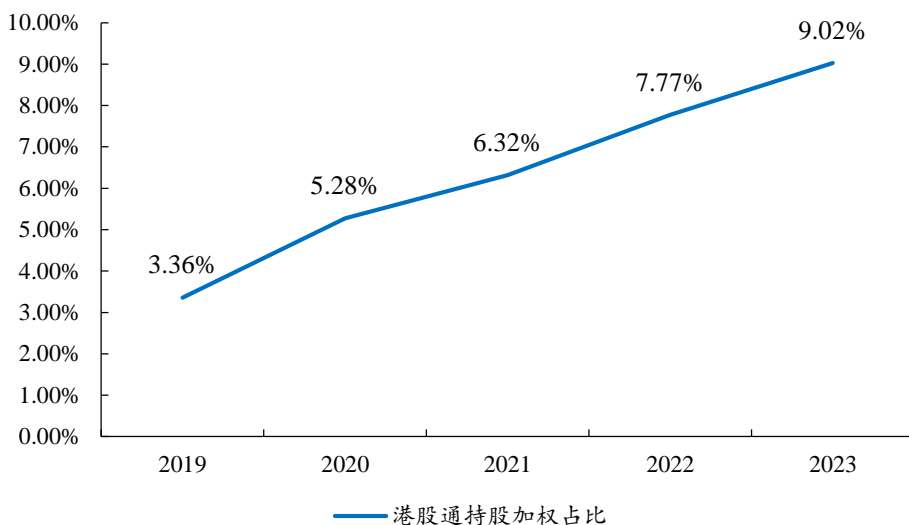
持有期限	税率
持股期限在 1 个月以内（含 1 个月）	20%
持股期限在 1 个月以上至 1 年（含 1 年）的	10%
持股期限超过 1 年的	暂免征收

资料来源：证监会、开源证券研究所

**附表 5：2023 年预计港股通个人和基金支付股息税约 300 亿，占财政税收比重 0.2%**

港股通股息税减免测算	单位：亿元
2023 年归属港股通的 H 股股票累计分红总额	16869
2023 年通过港股通持有上述股票的加权占比	15.1%
港股通持股对应分红总额	2550
假设个人和基金持股占港股通持股比例	60%
<b>2023 年个人和基金持有港股通税前现金分红总额</b>	<b>1530</b>
个人和基金股息税	20%
个人基金投资港股通支付的股息税	306
2023 年财政税收收入	181129
个人和基金港股通股息税占国家财政税收收入比重	0.17%
假设股息税下降至 10%	10%
<b>对应减少的股息税收入</b>	<b>153</b>
<b>占 2023 年财政税收收入比重</b>	<b>0.08%</b>

资料来源：Wind、开源证券研究所

**附图 4：港股通持股占比持续提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**附图 5：港股通持股占比至 15%/20%/30%，对应南向 ADT 增幅 50%-250%，总营收增幅 1%-4%，净利润增幅 1%-6%**

	2023年基期	悲观	中性	乐观	拉平股息率	
纳入港股通的合计日均市值（亿港元）	272242	272242				
港股通持股加权平均比重	10%	15%	20%	30%		
		增量资金（亿港元）	13922	27534	54759	26715
港股通持股市值（亿港元）-Wind	26914	40836	54448	81673	53629	
港股通换手率	0.57%	0.57%	0.60%	0.65%	0.57%	
港股通 ADT（亿港元）-双边	308	467	653	1062	614	
港股通交易结算费（亿港元）	3.6	5.5	7.7	12.5	7.2	
占总投资收入比重	1.8%	2.7%	3.7%	6.1%	3.5%	
		营收增幅	0.9%	2.0%	4.3%	1.8%
港股通交易费用（亿港元）	1.91	2.9	4.1	6.6	3.8	
实际净费率	0.0027%	0.0027%	0.0027%	0.0027%	0.0027%	
股票交易费率	0.00565%					
港股通结算费用（亿港元）	1.71	2.59	3.63	5.89	3.41	
港股通结算费率	0.002%	0.0024%	0.0024%	0.0024%	0.0024%	
交易天数	232	232	232	232	232	
占交易结算费	3.5%	5.3%	7.4%	12.0%	6.9%	
占非投资收入比重	2.3%	3.4%	4.8%	7.8%	4.5%	
	243	243	243	243	243	
EBITDA 利润率		89.0%				
折旧摊销		7.0%				
所得税		10.0%				
港股通业务对应利润（亿元）	2.70	4.09	5.72	9.30	5.37	
占净利润比重	2.3%	3.4%	4.8%	7.8%	4.5%	
		净利润增幅	1.2%	2.5%	5.6%	2.3%
现货 ADT（亿港元）	1050	1131	1220	1415	1201	
		现货 ADT 增幅	8%	16%	35%	14%
南向 ADT 占现货 ADT 比重	15%	21%	27%	38%	26%	

数据来源：Wind、香港交易所、开源证券研究所

附表 6：2024 年 5 月 10 日港股高股息金融股涨幅表现较好

证券代码	证券名称	涨跌幅 (2024 年 5 月 10 日)	股息率 (近 12 个月)
2601.HK	中国太保	8.14%	6.24%
1508.HK	中国再保险	7.02%	2.50%
1336.HK	新华保险	6.08%	7.03%
2318.HK	中国平安	5.77%	6.96%
2628.HK	中国人寿	4.90%	4.84%
2328.HK	中国财险	4.47%	5.33%
0966.HK	中国太平	4.40%	3.23%
6963.HK	阳光保险	4.33%	2.60%
0662.HK	亚洲金融	3.99%	2.06%
1339.HK	中国人民保险集团	2.96%	6.55%
1299.HK	友邦保险	2.23%	2.50%
2378.HK	保诚	2.05%	2.12%
0222.HK	闽信集团	1.57%	4.63%

数据来源：Wind、开源证券研究所



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn