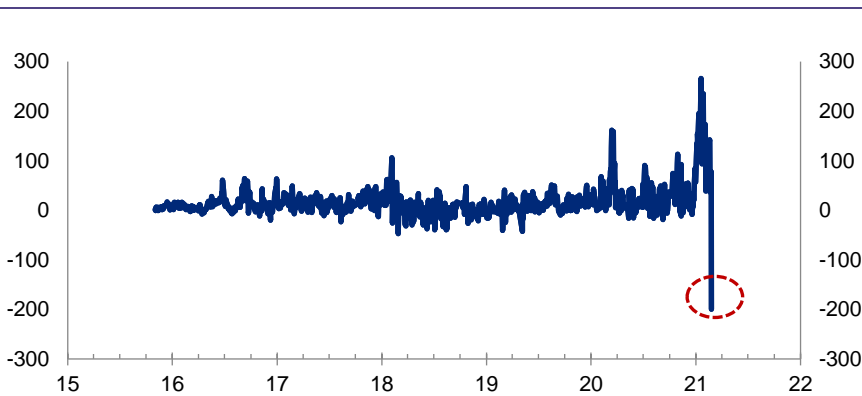


策略简评：港股首增印花税的影响及后市展望

2021年2月24日，香港财政司司长陈茂波在宣读最新财政预算时表示，将提交法案调整港股股票印花税税率，将目前买卖双方按照交易金额各付0.1%提高至0.13%。受此消息影响，港股市场暴跌。南向资金2月24日净卖出港股199.6亿元，创港股开通以来最大净卖出规模。

图表 1：港股通日均净买入额（亿港元）



资料来源：Wind，浦银国际

为何提高股票交易印花税？

自1998年以来香港陆续下调股票交易印花税，最主要是在市场危机时期，通过下调印花税提振市场信心。这也是首次香港上调而非下调印花税。提高股票交易印花税的背后是受疫情影响香港财政状况的恶化，受疫情影响，财政支出增加，叠加卖地收入和税基减少双重影响，2020至2021年财政年度，香港特区政府财政赤字很可能创下自1997年有记录以来最高水平。

图表 2：以往香港股票交易印花税率调整

时间	1998年4月1日	2000年4月7日	2001年9月1日
股票交易印花税率	由0.15%降至0.125% (2.5 bps)	由0.125%降至0.1125% (1.25 bps)	由0.1125%降至0.1% (1.25 bps)
恒生指数短期表现	三个月内最大回撤率 34.1%	三个月内最大回撤率 19.0%	三个月内最大回撤率 18.1%

资料来源：FactSet，浦银国际

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

王彦臣，PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2021年2月25日

相关报告：

[《2021年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) (2020-12-08)

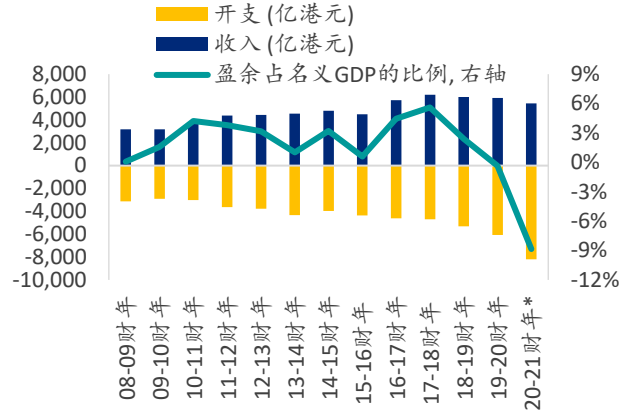
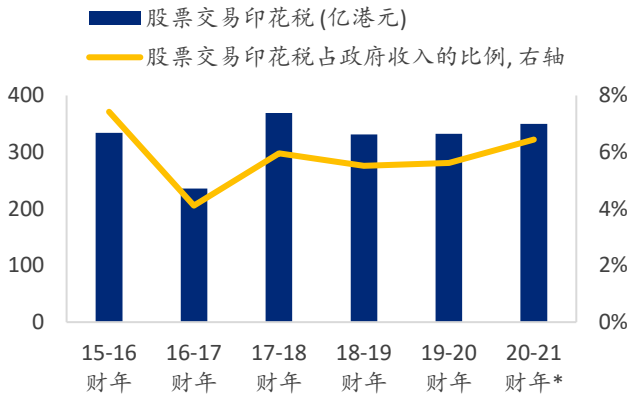
[《策略简评：南下资金爆发的背后》](#) (2021-01-19)

[《SPDBI全球央行观察：海外稳中有变，中国变中求稳 | 2021年2月刊》](#) (2021-02-10)

港府无疑是想全面“节流”来应对财政赤字高企的问题，因而在股票市场整体处于高位之际，推出提高印花税率的举措。但股票交易印花税仅占财政收入的4-6%，此次调升，对于缓解财政赤字的帮助非常有限。

图表 3：股票交易印花税占政府收入的比例

图表 4：香港特区政府财政收支



注：*为预算数字
资料来源：香港特区政府，浦银国际

注：*为预算数字
资料来源：香港特区政府，浦银国际

股票印花交易税的国际比较

过去的趋势是全球普遍在降低甚至是废止交易税，1993 年至今港府连续四次下调证券交易印花税，美国则于 1981 年废止，德国 1991 年废止，日本 1999 年废止。但在 2008 年金融危机后，欧盟受财政压力加上监管趋于抑制过度交易等因素的影响，欧盟国家开始重新研究征收证券交易印花税。其中 2012 年法国重新开始征收 0.2% 的股票交易印花税，并逐步提升至 2017 年的 0.3%；2013 年意大利针对不同类型的交易活动征收 0.02%-0.22% 不等的印花税。实证方面，欧央行的两篇工作论文（[Cappelletti et al, 2016](#)；[Colliard and Hoffmann, 2017](#)）分别研究了 2012 年法国和 2013 年意大利重新征收股票交易印花税的影响。研究发现，征税使得交易量减少约 10%，并导致股市的流动性（Depth of Market，市场深度¹）下降约 20%、有效性显著降低。

近年美国也有关于重设交易印花税的倡议，但目前仍在讨论中，但美国金融业界强烈反对，因为这对金融业，尤其是对占美股市场交易额近半的高频交易行业无疑将造成巨大冲击，同时也将带来市场流动性下降、有效性减弱等一系列问题。

¹ 市场深度是用于计算交易标的流动性的指标，基于买单、卖单数量计算，通常买卖单数量越大，表示市场深度数值越大、交易标的流动性越高。

图表 5：全球股票交易税率一览

地区	税率区间
巴西	6-1%
芬兰	2-1.6%
菲律宾	1.5-0.6%
英国	1.5-0.5%
巴基斯坦	1.5-0.01%
比利时	1.32-0.09%
马来西亚	0.5-0.3%
韩国	0.5-0.15%
埃及	0.3-0.175%
瑞士	0.3-0.15%
法国	0.3-0.01%
意大利	0.22-0.02%
印度	0.125-0.001%
泰国	0.1-0.05%
波兰	1%
爱尔兰	1%
委内瑞拉	0.75%
南非	0.25%
新加坡	0.2%
中国	0.1%

注：截至 2021 年 2 月 23 日

资料来源：BNY MELLON，浦银国际

图表 6：美国近期交易税率提案一览

国会/州的相关提案	议员	提议的交易税率
S.1587 - Inclusive Prosperity Act of 2019	吉利布兰德 (Kirsten Gillibrand)	股票 0.5%
	桑德斯 (Bernie Sanders)	债券 0.1%
		衍生品 0.005%
H.R.1516 - Wall Street Tax Act of 2019	夏兹 (Brian Schatz)	股票、债券、衍生品均为 0.1%
	吉奥 (Peter DeFazio)	
	科尔特斯 (Alexandria Ocasio-Cortez)	
IL HB0023 - Financial Transaction Tax Act	弗劳尔斯 (Mary Flowers)	伊利诺伊州的交易所（芝加哥股票交易所，芝加哥期货交易所，芝加哥期权交易所）每笔交易 1 美元
	哈里斯 (Gregory Harris)	
	拉米雷斯 (Delia Ramirez)	
	冈萨雷斯 (Edgar Gonzalez)	

资料来源：美国国会 ([S.1587](#), [H.R.1516](#))，伊利诺伊州议会 ([ILHB0023](#))，浦银国际

股票交易印花税上调后对港股的影响

短期影响:

短期而言由于隔夜美股暴跌影响，港股情绪整体已较为脆弱，加上年初至今不少股票涨幅惊人，积累了大量的获利盘，1月港股通单日净买入额一度突破 260 亿港币，创下了港股通开通以来最大的单日净买入额（详见[《策略简评：南下资金爆发的背后》](#)），整体仓位较重。

在此事件的刺激下，资金扎堆出逃，加剧了暴跌，而跌幅居前的也大多是前期涨幅最大、估值偏高的标的。就此而言，虽然上调印花交易税是导火索，但背后反映的确是港股内在偏弱。

中长期影响:

关于股票交易印花税上调对于证券市场的影响包含积极及负面两方面，它有助于鼓励投资人长期导向，但也将直接影响市场交易量，令流动性状况本就不佳的港股市场进一步恶化，

- **直接影响有限。**2019-2020 财年，0.1%的印花交易税时，印花税金额为 332 亿港币，我们假设交易金额不变，税率调升至 0.13%时，印花税金额为 431.6 亿港币，增加 99.6 亿港币。以 250 个交易日计算，日均增加不到 4 千万港币，对于整体市场的直接影响有限。
- **抑制过度投机，鼓励投资人长期导向而非短期导向。**
- **但将影响市场交易量。**各国经验来看，印花税的高低有无，通常与各地区高频交易明显正相关，没有交易税的美国与日本市场是高频交易的沃土，高频交易的交易量占比超过 40%，而上调印花税无疑将进一步遏制香港市场占比本已经较低的量化&高频交易活动，对市场整体交易量构成负面影响。而港交所的交易量本就已大幅低于上海、深圳交易所，更是大幅低于美股，上调印花税无疑将对市场交易量进一步构成负面影响。

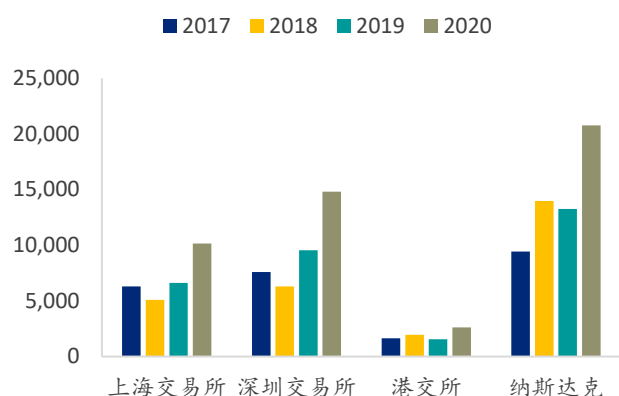
图表 7：全球股票交易印花税率与高频交易比重

地区	税率区间	高频交易比重
美国	无	49%
日本	无	45%
欧元区	2-0.01%	35%
英国	1.5-0.5%	35%

注：截至 2021 年 2 月 23 日；美国和日本分别于 1981 年和 1999 年取消了股票交易税。

资料来源：BCG，浦银国际

图表 8：各交易所月均股票成交额（亿美元）



资料来源：Wind，浦银国际

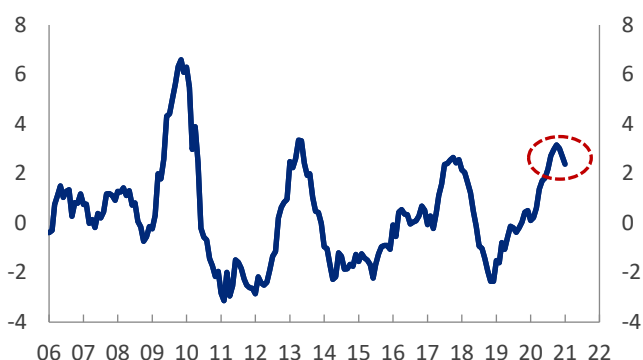
- **微观层面的股票流动性可能进一步减弱，进一步提升大盘股溢价，加剧抱团效应。**提高交易税，很可能提高了做市商的做市成本，微观层面的股票流动性恶化，令买卖价差扩大，考虑到港股市场整体尤其是中小盘流动性已经较弱，印花税的提升很可能进一步加剧大盘股的溢价（因为大盘流动性整体更佳），加剧港股市场的抱团效应。
- **增加套利成本，降低证券定价有效性。**例如，香港市场的 ETF 市场发展已经较慢，现有的 ETF 标的折溢价都较美股明显，而印花税的提升将增加套利者的成本，可能加大定价错误的幅度及持续时间。

展望后市：

短期来看，印花税的最终落地仍然有待立法进程确立，并非板上钉钉，相较于印花税上调幅度的直接影响，市场的跌幅明显超调了，短期的市场反弹可期。

拉长时间轴来看，我们重申在 2021 年年度策略报告（[《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#)）中的看法，即今年全年市场很可能呈现“先上后下”，随着流动性的边际收紧，下半年可能出现周期见顶，我们对下半年尤为需要保持谨慎，目前中国的信贷脉冲指标已经见顶，明确佐证了流动性拐点已浮现。但央行也强调了货币政策“不急转弯”（具体参看[《SPDBI 全球央行观察：海外稳中有变，中国变中求稳 | 2021 年 2 月刊》](#)），对此不必过度悲观，但在当前的估值水平下，肯定也不能过于乐观，随着 2021 年流动性回落及企业盈利反弹两方面的角力下，市场上下高波动将会是常态，建议投资人多看少动，整体呈谨慎态度。

图表 9：中国信贷脉冲见顶回落



资料来源：Wind，浦银国际

对于标的选择，我们在 2021 年策略展望报告中（《[2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》）的超配赛道，今年以来都表现优异，我们仍然继续看好。但在整体互联网科技等标的高估值的大背景下，加上美债收益率上行，基本面明显受益于需求回暖、不受利率中枢上行影响、且估值相对合理的白卡纸、铜、寿险等超配赛道值得重点关注。

图表 10：2021 年策略分析师超配细分赛道汇总

细分赛道	受益于周期需求回升	有长期结构性需求支撑	供应/竞争格局良好
汽车	汽车销售周期 2020 年见底后回升；2020 年 11 月政策端进一步刺激汽车消费	人均保有量有提升空间；未来换购需求占比逐步提升（换购有望提升客单价）	行业集中度 2016 年来趋势性提升
连锁酒店	出行恢复、商务活动增加	连锁化渗透率与欧美相比提升空间较大	行业整体供应收缩；疫情冲击下龙头逆势扩张
电梯广告	广告需求属于强周期属性	线上流量费大幅提升，线下广告 CPM 低，性价比大幅提升；且线下电梯广告技术革新，吸引力甚至可堪比线上	龙头市占率 70%，议价能力强
短视频		渗透率仍有提升空间，货币化刚起步	双雄格局明显，市场集中度高
寿险	长端利率上行、投资收益可期、代理人队伍恢复	与欧美发达市场相比，中国保险深度、密度潜在提升空间巨大	
CRO/CDMO	疫情后医药研发活动、投入修复；大量中小生物科技公司上市，提升研发需求	得益于人力、成本、病人资源等一系列优势，中国 CRO/CDMO 企业在全市的市占率趋势性提升；国内新药研发趋势性提升也讲长期支撑 CRO/CDMO	市场集中度在逐步向头部集中，且市场中全流程服务商较少
电池	新能源汽车的周期性爆发带动出货量增加（动力电池约占锂电池需求六成）	新能源汽车、发电侧、电网侧、5G+电动车需求都对于锂电池有趋势性需求	行业已经经历了市场洗牌，电池企业的集中度 CR3 由 2017 年低谷的 50% 反弹至 74.2%
工程机械	基建、地产活动支持；2021 年 7 月实施国六标准带动换机需求	使用场景拓宽；人力成本上升带动机械渗透率提升；竞争力提升下海外渗透率逐步提升	国产化加速；龙头占有率提升；管理效率提升

（接下页）

细分赛道	受益于周期需求回升	有长期结构性需求支撑	供应/竞争格局良好
航运	全球航运需求周期性复苏		经历过去几年市场出清后，市场集中度大幅提升，潜在供应（新船订单占比）30年最低，短期缺少新增供应
功率半导体	下游应用广泛，下游最大需求为汽车，汽车销售提升带动功率半导体需求周期性回升	新能源发电、新能源汽车及充电、变频智能家电、工业自动化等趋势性需求	中国作为最大的功率半导体需求国，国产替代意愿最大，且由于功率半导体不依赖摩尔定律及先进设备，替代的难度最低，国产替代成为供应端坚实支撑
光伏玻璃	周期需求复苏，平价上网带动光伏装机量增长	长期能源结构调整支持光伏装机量高增长；双面双玻趋势提升单位光伏玻璃需求量	市场集中度高，行业产能扩产因政策限制而受限且扩产需要时间，未来1年光伏玻璃可能都处于短缺状态
数据中心	疫情后大幅加速线上化需求	5G、AI、高清视频、云计算、IOT、大数据、高性能计算 HPC 等推升数据量几何式增长；更多数据被储存在云端	目前总量平衡，但一线城市需求缺口大；数据中心供应线性增长，但需求几何式增长，未来供应缺口可能扩大
SaaS	疫情后大幅加速线上化、数字化趋势；企业端的现金流改善，支出意愿更强	中国渗透率低，降本增效、移动设备的大规模普及、新业态大量涌现、底层技术的成熟、企业治理精细化、数据受到企业高度重视推升 SaaS 的趋势性需求	总体分散，但部分细分赛道头部化趋势明显
光学	手机出货量增加带动摄像头出货量增加	多摄渗透率提升、摄像头应用场景趋势性拓宽、短视频&Vlog的爆发也催生了摄像头高端化需求	摄像模组门槛低但镜头技术壁垒相对较高
铜	对于经济周期敏感，最受益于周期复苏		全球矿业巨头 2016 年以来铜矿相关 CAPEX 较低，未来新增产能少，且 2021 年新增产能大部分集中于下半年释放
白卡纸	部分受益于周期需求复苏	2020 年“限塑令”、《固废法》推动白卡纸“以纸代塑”	市场集中度高，金光与博汇合并后两者市占率近 50%；造纸未来的新增产能有限

资料来源：浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼