香港印花税上调叠加抱团股再度杀跌，A 股连续调整

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
侯峻
从业资格号：F3024428
投资咨询号：Z0013950

研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607

高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

香港财政司司长陈茂波表示：我们充分考虑对证券市场和国际竞争力的影响后，决定提交法案调整股票印花税税率，由现时买卖双方按交易金额各付百分之零点一，提高至百分之零点一三。政府将继续全力推行各项发展证券市场的措施，将香港的金融业发展至更高的台阶。受此利空消息影响，香港恒生指数高开低走，午后跳水，尾盘跌幅缩窄，收盘跌 2.99%报 29718.24 点，恒生国企指数跌 3.36%报 11509.73 点，恒生科技指数跌 5.1%报 9360.95 点。

A 股也被拖累，创业板指低收 3.37%，牛年上演 5 日连跌；上证指数跌 1.99%。机构抱团股大面积下滑，30 余只千亿市值股下挫逾 5%

点评：

印花税提高短期对港股影响偏空

过去 28 年，香港股票印花税不断下调，由 1993 年 0.15%，在 2001 年减至目前的 0.1%，之后一直保持不变。上世纪 90 年代以来，美国、日本、欧盟先后取消了印花税，此次香港市场印花税的提高将大幅提高香港股票的交易成本，会在一定程度降低香港股票对于境外资金的吸引力。当然也会使得内地投资者在投资香港市场时有所顾虑，目前境内股票交易的印花税为 0.1%，香港股票市场调整后的印花税为 0.13%，境内股票交易的成本更低，这也会在一定程度使得香港股票市场额吸引力打些折扣。

短期南下资金大幅流入港股趋势或有所放缓

在全球大放水，低利率，强财政刺激的推动下，权益资产 2020 年表现优异，但港股明显跑输，全年录得负涨幅。美国制裁也在一定程度影响了港股走势（四大行、中海油、电信三巨头等等）。进入 2021 年，拜登上台后中美关系虽尚未大幅修好，但相比前任总统有所改善，再叠加香港股市估值具有相对优势，使得境内资金大幅流入香港股市。截至 2020 年 2 月 23 日，南下资金净流入港股超 3300 亿元，是去年同期的接近 5 倍，南下资金的大幅流入也在一定程度推动近期港股的快速上涨。

但 2 月 24 日，因为印花税提高消息的扰动，南下资金快速逃离港股，当天南向资金净流出超 200 亿港元，我们认为短期南下资金净流入港股将有所放缓。

“紧信用”叠加国内股市估值处于相对高位，港股与 A 股相比仍具有吸引力

四季度货币政策执行报告中提出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策

空间的可持续性。完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门。货币政策最宽松的时期已经过去。目前社融同比增速、M2 同比增速均已在顶部。历史上，社融同比增速和 M2 同比增速回落时，主要股票指数走势均偏弱。

国内股市的估值目前也并不便宜，2020 年，A 股主要股票指数涨幅全球领先，A 股估值目前已经处于相对高位，主要股票指数的股权风险溢价水平已经逼近 2015 年和 2017 年的低位。

考虑到国内的“紧信用“以及 A 股估值的相对高位，港股相对于 A 股仍具有较大的吸引力，从这点来讲，短期流出港股的资金是否会进入 A 股仍值得商榷。

短期 IC 或表现偏强，中长期更多关注安全边际相对较高行业

虽然近期股市持续调整，但短期来看 A 股仍值得配置，近十年春节假期后，大类资产中的股指胜率最高，国内主要股指节后 5 个交易日、20 个交易日上涨胜率均在 70%以上。三大股指中，IC 和 IF 的上涨弹性较强，随着两会召开临近，建议近期把握三大股指期货逢低做多机会；考虑到权重股近期表现偏弱，我们认为 IC 近期的机会可能会更大。

中长期来看，我们仍需警惕紧信用对于今年权益市场的不利影响，回溯历史，紧信用条件下国内股市表现相对乏力，考虑到金融类、周期类以及制造类行业的市盈率历史分位数处于历史相对较低位置，安全边际相对较高，可增加配置。同时近期市场“再通胀”交易持续升温，重点关注受益于涨价的有色、化工等行业。

表格 1 国内 A 股印花税的调整情况

时间	调整前	调整后	沪指一个月后表现
1990/7/1	开征印花税		
1991/10/10	0.60%	下调至 0.3%	22.30%
1997/5/10	0.30%	上调至 0.5%	-15.99%
1998/6/12	0.50%	下调至 0.4%	1%
1999/6/1	0.40%	下调至 0.3%	22.00%
2001/11/16	0.30%	下调至 0.2%	3.30%
2005/1/24	0.20%	下调至 0.1%	6.10%
2007/5/30	0.10%	上调至 0.3%	-6.70%
2008/4/24	0.30%	下调至 0.1%	5.90%
2008/9/19	0.10%	税率不变，出让方单方面征收	1.80%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表格 2 香港股市印花税的调整情况

时间	调整前	调整后	恒指表现
1998/4/1	0.1500%	下调至 0.1250%	恒指 4 个月下探 44%后触底
2000/4/7	0.1250%	下调至 0.1125%	恒指 2 个月下探 20%后触底
2001/9/1	0.1125%	下调至 0.1000%	恒指 4 个月后上行 30%
2021/2/24	0.1000%	上调至 0.13%	

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 1： 上证综指股权风险溢价率处于较低水平

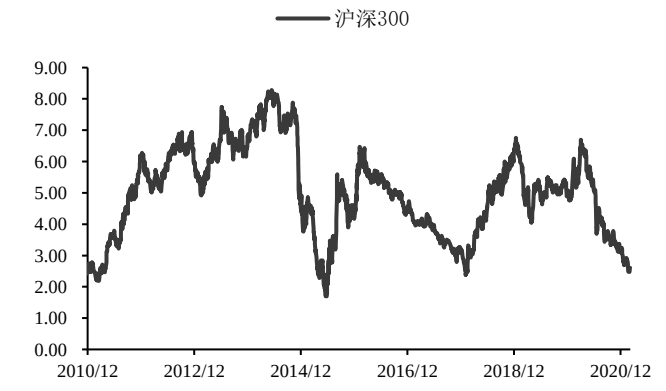
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 沪深 300 股权风险溢价率处于较低水平

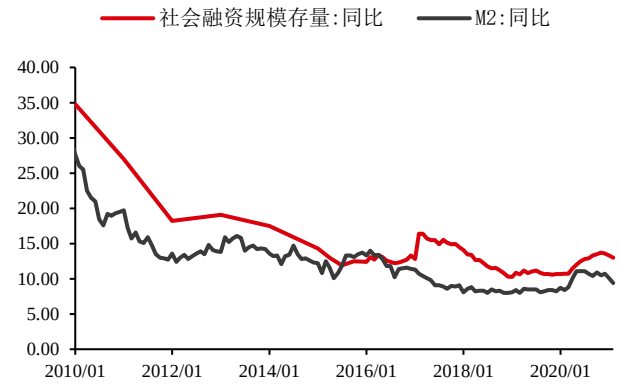
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：　　社融和 M2 均已见顶部

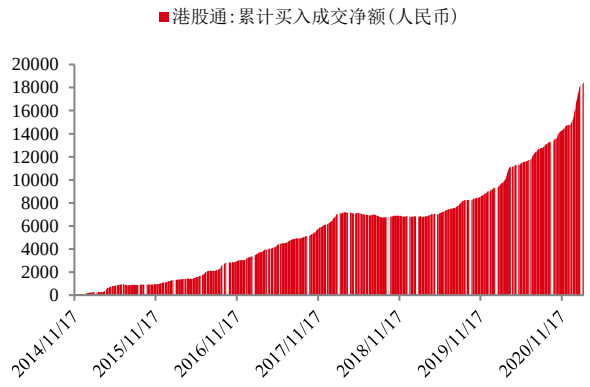
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：　　南下资金累计净流入量不断创新高

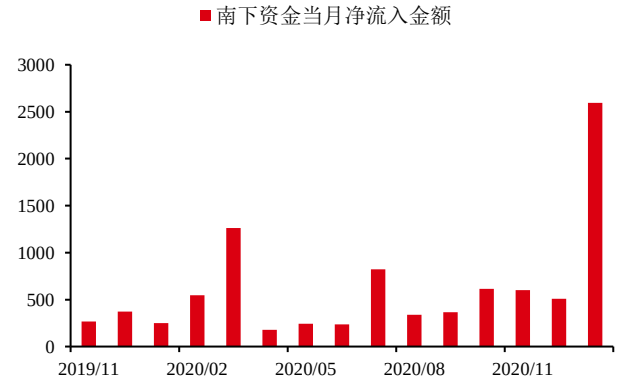
单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：　　南下资金单月流入创历史新高

单位：亿元人民币



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：　　AH 股溢价指数处于阶段高位

单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：　　M1 和 PPI 之差与 WIND 全 A 走势

单位：点 %

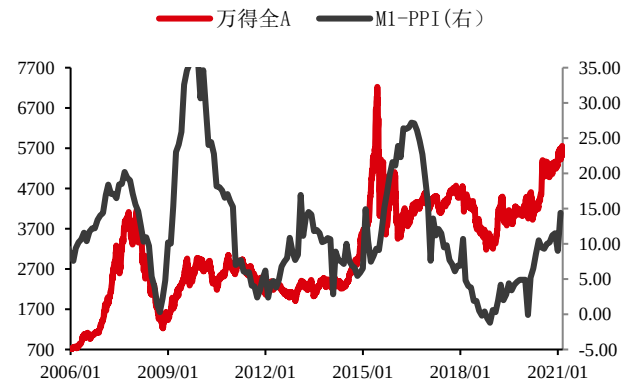
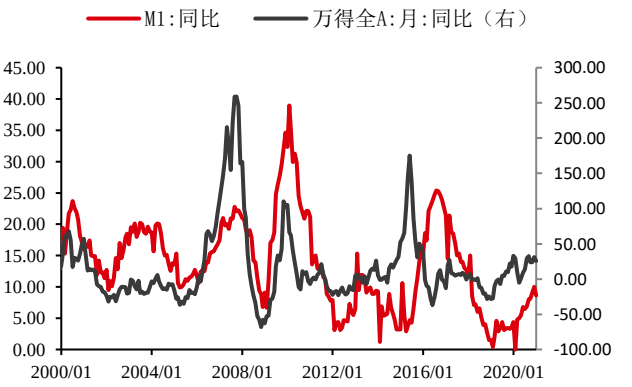


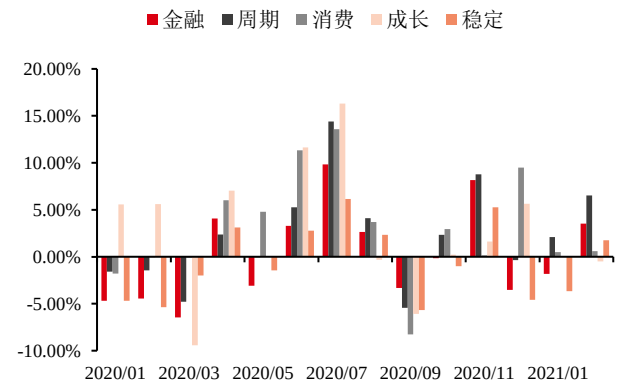
图 8：　　流动性变化对股市影响较大　　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

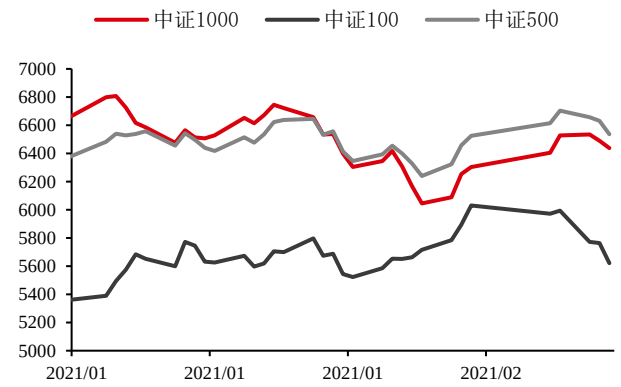
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：周期股近期涨幅领先 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

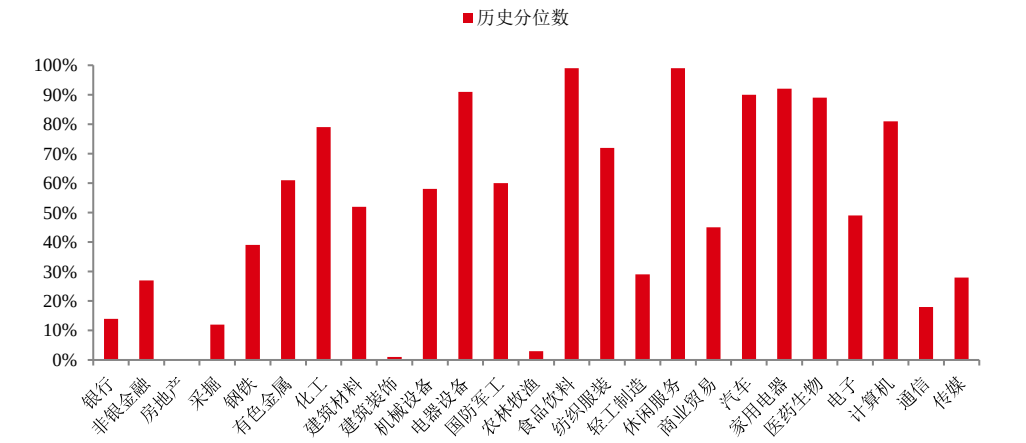
图 10：大盘股节后大幅下挫 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：主要行业估值的历史分位数（金融以及周期对应的是 PB 历史分位数）

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com