

股票印花税政策调整要求迫切

策略

2008年3月19日

吴峰（执笔） 021-58824282-892 仇彦英

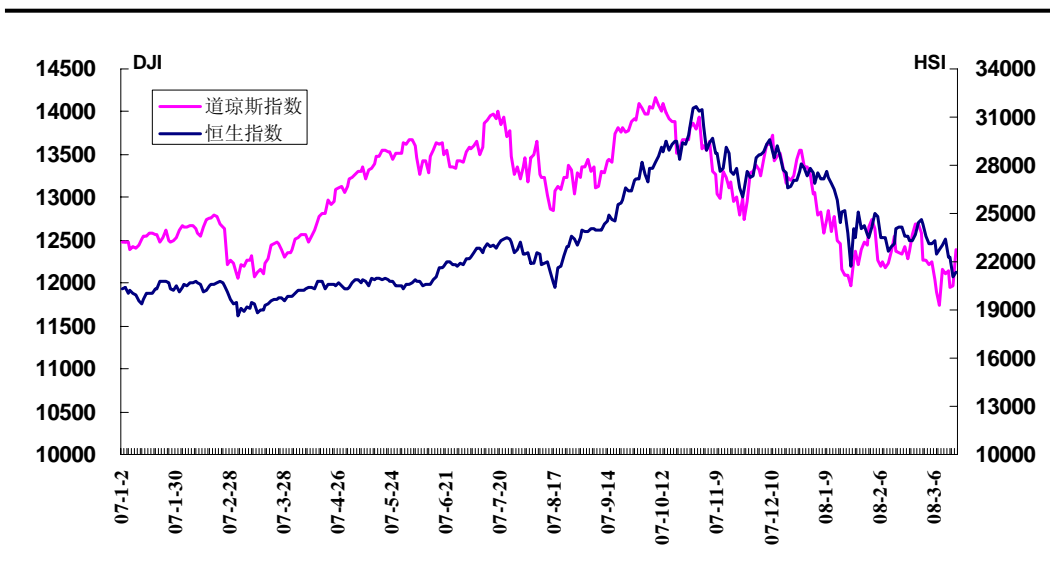
事件描述：

- 1) 近期A股市场出现大幅下跌，截至昨日上证指数收盘价为3668.90点，近两个交易日累计跌幅近8%，自去年10月16日最高点6124以来累计跌幅高达40%。
- 2) 昨日晚间央行宣布从2008年3月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点至15.5%。
- 3) 今天凌晨美联储宣布降息75个基点，道琼斯指数大涨3.49%。

评论：

对于近期股市下跌的原因，我们主要从以下5个方面来理解：

1. 首先，内因在于从紧货币政策下对于宏观经济的不乐观预期。我们看到近期公布的宏观数据都显示出GDP增速减缓的迹象，1-2月份城镇固定资产投资同比增长24.3%，较07年小幅回落1.5个百分点；2月份顺差大幅回落，当月出口较1月份大幅回落19.2个百分点；1-2月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长15.4%，较07年回落3.1个百分点，主要行业增速均较07年底出现不同程度的回落。那么，我们可以把今年理解为经济的调整年，这也决定了今年的股市以振荡调整为主线。
2. 其次，股市本身的估值状态决定了股市需要向下寻求新的均衡点。经过大规模的上市，我国股市已经成长为大盘蓝筹为主导的市场，也可以理解为股市已经度过了快速发展期，那么股市的估值水平就需要向下调整，以合理反映总体逐步回落的利润增速。按照今年上市公司利润增长30%计算，当前A股市场08年的动态市盈率为22倍，可以理解为具有一定的安全性。当然，如果受经济增速进一步放缓影响到上市公司业绩增速低于预期，股价的均衡点还会下移。
3. 再次，股市自身的供求关系也决定了均衡点的下移。虽然今年以来获批发行的新基金已经超过21只，但多数基金仍处于募集阶段，在居民财富转移放缓甚至资金从股市回流储蓄的背景下，截止目前新基金募集资金进入二级市场的比例很小。即使这些基金最终能够按期募集完毕入市，加上老基金的分拆，总体规模约在1000亿元，这相比全年约2.5万亿元的大小非解禁以及年初累计至今约3000亿元的再融资规模而言，可谓杯水车薪，供求关系失衡的现象严重，这必然导致股价均衡点的下移。
4. 此外，国际市场的负面影响仍未消除，在全球经济放缓的预期下，近期道琼斯指数、香港恒生指数、日经225指数都创出本轮下跌以来的新低，从而对于A股市场产生一定的负面影响。
5. 另外，在近期市场连续大幅下跌以及各方呼吁救市的背景下，政府至今并未出台明确的政策，使得投资者预期落空，一定程度上加大了市场做空情绪的宣泄。

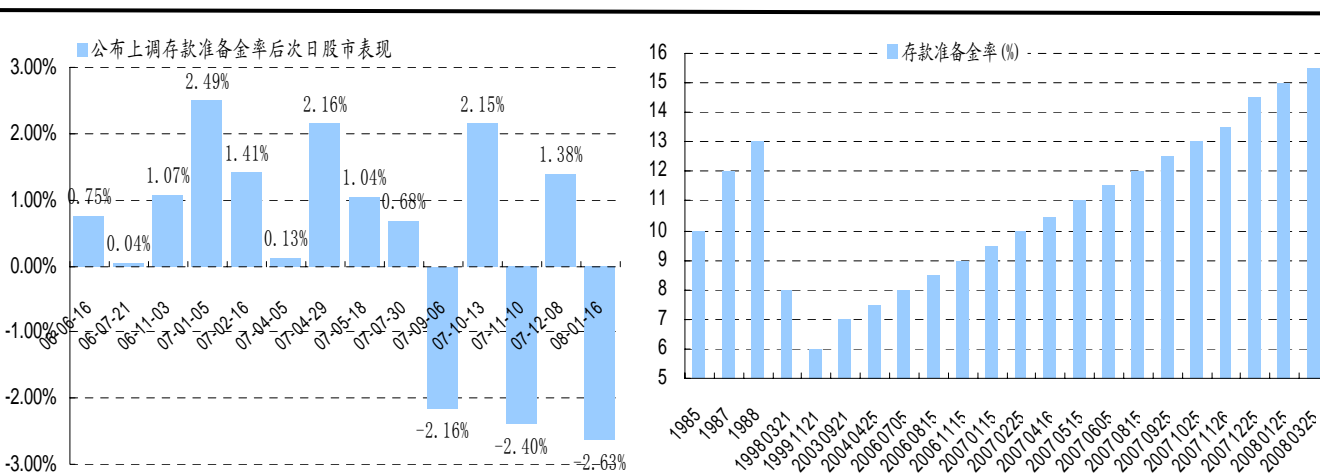
图表 1 道琼斯指数、恒生指数创出本轮回调以来新低


数据来源：天相整理

昨日晚间央行宣布从2008年3月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点至15.5%。我们认为此次上调准备金率一方面是针对通胀预期不断上升，央行落实从紧货币政策，从需求层面控制通胀预期，反映控制通胀仍是调控的首要任务；另一方面，合理控制国内流动性，防止信贷和货币供给的反弹。

虽然，准备金率调整可以暂时延缓加息的预期，市场可能会理解为低于预期的调控措施，从而表现出些许的积极因素，但考虑到未来成本推动CPI上涨压力仍大，在实际负利率下，央行加息的空间仍然存在。

另外，准备金率的上调会对银行股的业绩会产生一定的影响，在当前的市场环境下，对于板块的影响可能会被放大。

图表 2 准备金率上调对股市的影响


数据来源：天相整理

从策略的角度，通胀对于企业的盈利影响是需要重点关注的，能否顺利转嫁上游的成本压力是关键。农产品、化工等受益于产品涨价从而毛利空间有望提升的行业今年以来表现良好，虽然政府对部分产品采取短期临时限价措施，但无法改变这些行业向好的趋势。而电力、石化这些目前由政府定价的行业，在煤炭、原油价格上涨的背景下，毛利空间肯定会被压缩甚至亏损，即使依靠补贴收入也很难扭转行业趋势。在铁矿石涨价的环境下，机械、汽车、电气设备行业也将面临不小的成本压力，近期这些板块跌幅比较大，其实也是包含了投资者对于这些行业能否对通胀顺利传导的担忧。煤炭开采、非金属矿采选业等上游行业虽然短期受益于产品价格的上涨，但如果中下游因无法传导成本压力而降低产量从而反过来降低上游的需求，那么上游行业的景气也很难维持。因此，多数行业都面临增速放缓的风险，这就是我们认为今年行业趋势性机会比较少的原因。在目前CPI和PPI共同上行的背景下，价格的上涨对于企业的影响不能同日而语，上游相关行业是上游价格上涨受益者，而对中下游行业则需重点关注食品、饮料、钢铁、化工、建材、造纸等成本消化能力或成本转移、定价能力较强行业，而机械制造、石化、化纤、交通运输等行业则面临的成本压力风险较大。

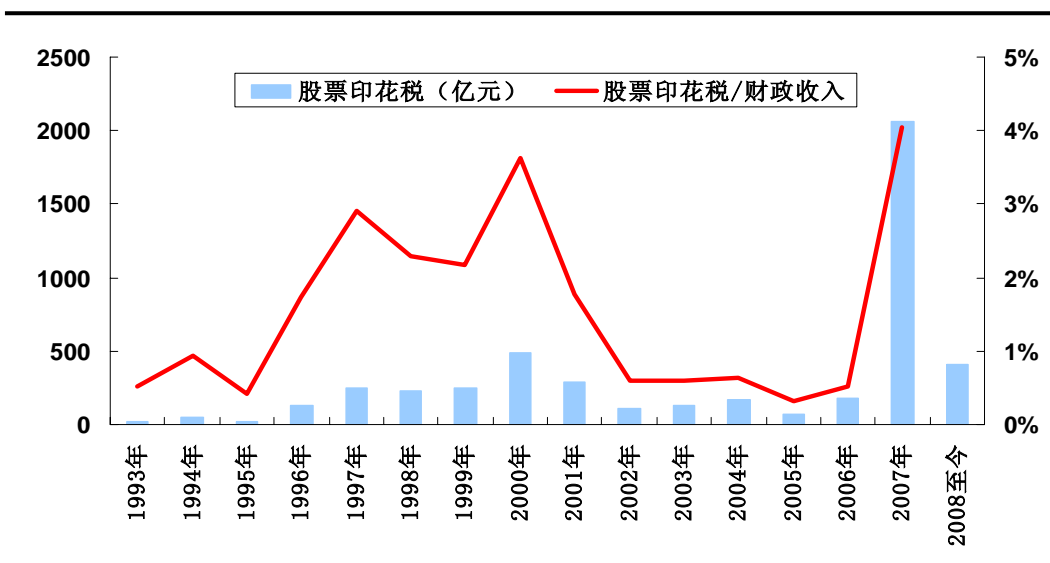
我们认为要缓解目前市场信心不足的状况，需要有外力的干预。调整印花税政策较为迫切，而目前调整的时机已经成熟。一方面，去年上调印花税的目的是为了防止股市过热，抑制投机，而目前股市已经大幅回调，有必要做出新的调整。另一方面，印花税的调整也是为了进一步完成入世承诺，与国际接轨。

根据香港税务局长刘麦懿明最近表示，2007年至2008财政年度，香港的印花税收入有机会继1980年代初之后再度超越薪俸税的税收。而历史经验显示，每当印花税超越薪俸税时，股灾随后便出现（1973年、1981年股灾），所以印花税一定程度上可说是投资市场的晴雨表。

昨日央行旗下的金融时报发表了《下调印花税有利于金融改革和稳定》的文章，其中谈到股市萧条、成交减少，不仅直接影响今年印花税的收入，也使金融业的生态环境趋于恶化。一方面，股市萧条直接影响着金融业通过资本市场进行的改革。另一方面，股市萧条也使得金融机构开发的各种产品面临销售和回报困境，我们也非常赞同这一观点。

双边征收印花税对市场资金的影响很大，是我们市场上面的资金黑洞（2007年全年股票交易印花税额高达2005亿元，占全年财政收入的4.05%，日均印花税额高达8亿，相当于每天都有3-4只中小板新股发行）。

图表 3 股票印花税收入



数据来源：国税总局、天相整理

从历次印花税调整的情况看，都对短期市场表现产生了较大的影响，在五次下调印花税后的情况看，都对市场短期甚至中期走势产生了积极的影响。

图表 4 历次印花税调整对股市的影响

调整时间	调整幅度	随后市场表现
2007年5月30日	1‰到3‰	其后一周上证指数跌幅超过20%，个股大面积跌停。
2005年1月23日	2‰到1‰	上证指数在其后3周内上涨10%。
2001年11月16日	4‰到2‰	股市产生一波100多点的波段行情，11月16日是这轮行情的启动点。
1999年6月1日	B股4‰到3‰	上证B指一个月内从38点飙升至62.5点，升幅逾50%。
1998年6月12日	5‰到4‰	上证指数当日涨幅达2.65%，但此后形成阶段性头部，调整近一年。
1997年5月12日	3‰到5‰	上证指数出现200点左右跌幅，形成97年的高点。
1992年6月12日	国家税务总局和国家体改委联合发布文件，明确规定股票交易双方按3‰的税率缴纳印花税	-
1991年10月10日	深圳市将印花税率调整到3‰，上海证券交易所也开始对股票买卖双方实行双向征收，税率为3‰	半年后上证指数从180点飙升至1992年5月的1429点，升幅达694%。
1990年11月23日	深圳市对股票买方开征6‰的印花税	-
1990年6月28日	深圳市开征股票交易印花税，由卖出股票者按成交金额的6‰缴纳	-

资料来源：天相整理

在证券交易印花税上，全世界绝大多数国家都均为单向征收。在收取证券交易印花税的20个国家中，仅澳大利亚、中国、中国香港，为双向收取证券交易印花税，因此我们也建议最好是单向征收。

图表 5 主要国家股票印花税政策

国家	印花税政策
美国	曾设置证券交易税，为了提高市场的流动性，在上个世纪最后10年，逐步地取消了证券交易税。
韩国	只对证券交易的卖方征收证券交易税。
日本	日本税法规定，证券交易税实行差别比例税率，单向收取，税率最高为0.3%，最低为0.01%，对债券类和股票类交易，场内交易和场外交易实行差别税率，以限制场外交易，合理证券构成，对政府债券免税。
比利时	对政府债券征收0.009%的税款，非政府债券为0.014%，对上市股票征收0.035%的交易税。

- 西班牙 对证券的卖方征收不超过 0.11% 的证券交易税，但同时又规定了相应的起征点，即只对超过 200 万比塞塔的部分征收。
- 新加坡 对交易的买方征收 0.2% 的转手费用，同时征收 0.1% 的印花税。

资料来源：天相整理

虽然股市的牛市、熊市周期是由宏观经济、上市公司利润增速决定的，股市的历史也证明，政府从来不可能把股市从熊市周期中拉起来，也不可能改变牛市的趋势，但若调整印花税率或征收方式的改变都会对股市的结构、换手率、股市活跃度产生一定的影响，最终必将影响到投资者的切身收益和证券市场的行情走势，提振市场的信心。

昨日美联储宣布降息75个基点，道琼斯指数大涨3.49%，A股市场短期有望在超跌及国际市场反弹的共同影响下回稳，后市建议投资者进一步跟踪政策面的发展。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室
电话：010-66045566； 传真：010-66573918； 邮编 100032

北京新盛 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层
电话：010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500； 邮编：100034

北京德胜园地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100088

上海天相 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座
电话：021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编 200120

深圳天相 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2808
电话：0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800； 邮编 518041

山东天相 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C
电话：0531-82602582； 传真：0531-82602622； 邮编 250014