

# 上调印花税后大盘将如何走? 机构如是说.....

中金公司:  
将有助于市场短期降温

1、有助于市场短期降温。印花上调将带来交易成本的上升,目的是为了抑制短线投资(投机)行为。从历史经验来看,对市场投资者的心理短期影响将会较大,有利于市场短期降温。中国股市历史上仅有1997年5月12日一次上调证券交易印花税,从3‰调整为5‰。结果是上证指数从1500点下跌到1100点,下跌持续了2个月时间,幅度超过25%。

2、政府政策取向。此次印花上调与今年以来的政府调控政策基调一致,均较为温和。政府并不愿意再次背上直接干预股市的包袱,政府无意打压股市,而是希望看到股市有所降温,有利于长期健康发展。

3、不改变股市长期上涨趋势。由于相对于近期股价的上涨幅度而言,印花上调对投资者的交易成本提高影响比较有限,并不会改变目前股价上涨趋势。股市近期持续上涨的根源在于中国高增长低利率的宏观环境,如果通胀预期不出现大幅上升,央行不持续大幅加息,很难改变股市长期上涨趋势。

国泰君安:  
券商股可能成为重灾区

今年以来证券交易印花税在迅速增长。根据中国人民银行发布的一季度货币政策报告,今年一季度证券交易印花税高达122亿元,同比增长515.9%。此次调整幅度较大,税率相当于原来的3倍,股票交易成本相应增大。对当前股市来说,这项政策的出台有利于股市稳定发展,引导投资者理性投资。但是从市场角度来看,这次政策影响将会较大:

- 历史上数次印花上调均引发了市场调整。
- 今年以来我国股市的市场结构以散户为主,散户交易较为频繁,印花上调对频繁交易者影响较大,因此对市场交易主体——散户将是沉重打击。
- 上周才出面辟谣,否定了上调印花的可能,现在却突然公布消息,显示未来政策导向仍不太明朗。
- 交易量的减少或者交易金额的减少将直接影响券商的收入,券商或券商概念可能会成为重灾区。

齐鲁证券:  
市场中期趋势即将走弱

一、印花上调调整分析。从全球范围看,我国证券交易印花税处于较高水平,不具备大幅上调的空间,但印花上调经常被作为政策调控的辅助工具引导股市运行。通过分析我国历次调整印花对股市的影响可以发现,在上涨途中降低印花往往能起到促进市场活跃,吸引增量资金,推动市场上涨的作用;在上升末期提高印花,能够有效配合其他调控政策促使市场反转下跌;在下跌途中降低印花对股市的运行趋势影响不大。

二、降温股市意图明显。2007年以来,政府有关部门不断加强对宏观经济和股票市场的调控与监管,尤其是进入5月份以来,国务院办公厅、证监会、央行、财政部、国税总局等部门的调控政策密集推出。如果说前期的调控政策并非直接针对股市,如果说前期的调控政策已被市场提前消化,那么这次上调印花则是直接针对股市,且对未来股市发展具有持续影响。

三、市场调整压力增大。技术上分析,上证指数自2005年6月998点的波段上涨行情已运行到7小浪,牛市第一浪接近尾声。后市即使运行8小浪也有能以锯齿型的弱势方式展开,市场下跌的可能性要远大于上涨。

四、投资策略。上调印花的直接影响是增加了短期交易成本,降低了市场换手率和交易量,抑制了过度投机。对证券行业经纪业务构成实质性利空,对股市

中的题材性炒作、概念性炒作构成间接利空。由于理性的投资者顺势调整持仓结构,将会增加对价值型蓝筹股的投资需求,对蓝筹股构成间接利好。根据上述分析,我们认为市场中期趋势即将走弱,建议投资者降低仓位,回避系统风险,具体操作上减持券商概念股、题材股,持有业绩稳定增长的价值型蓝筹股。

国信证券:  
大非减持必将逐步展开

政府综合治理股市过热的政策意图进一步明确。在证监会、银监会和央行等部委陆续出台相关政策之后,财政部此次大幅上调证券交易印花税“合成”了各部委落实国务院指示精神、综合治理股市热的“组合拳”,也是直接针对股市热的最鲜明的一项政策。印花税向来是政府直接干预市场的一项工具,虽然对市场的总体影响较为有限,但此次上调印花税进一步表明了政府对股市热的调控意图。尤其是从调整幅度来看,这种意图略显强硬。

券商股热点最受打击。本轮行情的重要特征就是交易量持续放大,并长期维持在5%以上的换手率,大大改善了券商经纪业务的盈利能力,券商因此从亏损行业一举成为暴利行业。虽然国家财政也因此获得了大量的印花收入,但此次上调明显不是为了进一步提高国家税收,而是为了遏制股市投机气氛。在交易成本上升过程中,交易量萎缩就会在很大程度上制约券商经纪业务的盈利空间。从这一角度来看,市场中短期热门的板块——券商概念股将最受打击。

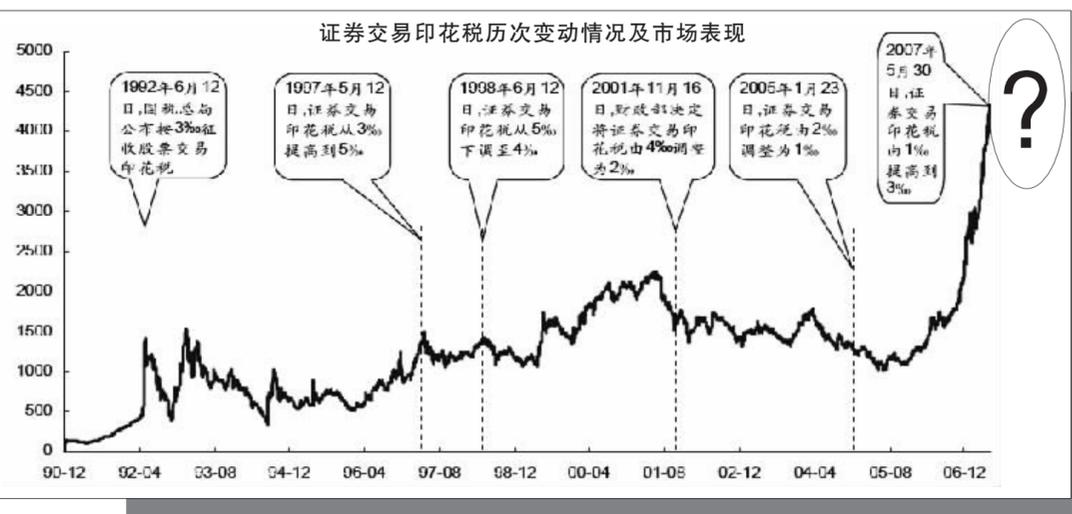
后续政策将是市场化调控。我们认为,政府对于市场的调控虽然已经不可避免,但市场化调控的政策取向将会比较明显,保持市场筹码良好的供求关系是最现实的调控手段。因此,未来一段时间内,由于IPO备选公司越来越多,国有上市公司的“大非”、“小非”股改限售股的解禁抛售将是国资委的主要行动方向,国有股东(大非)减持必将逐步展开。我们预计随着行情的持续高涨,大非减持造成的阶段性恐慌(至少心理上)不可避免。此外,从套利角度来看,国资委要求减持价格较高的A股,然后利用获得的资金再从H股市场上购回一部分股票。从私募基金等机构角度来看,H股市场会受到“估值洼地”和“交易成本洼地”的双重吸引,未来资金分流现象可能会越来越明显。因此,投资者在选股上要注重质地和估值,近期蓝筹股持续走强是市场健康的一面。一些有实质性题材的股票仍然能独立运行,但一厢情愿式的重组预期可能面临“大非”的迎头痛击,博弈格局必然复杂化,提请投资者以控制投资风险为主。

关于此次调整的影响,我们认为虽然看交易成本的提高并不影响市场的基本趋势,但在当前高换手率的市场背景下,活跃程度降低对市场的负面影响依然不能忽视。当前市场的高成交和高换手是维持市场活跃运行的基本条件,大规模资金入市增强了市场的流动性,二者相辅相成,良性循环。所以这种成交活跃的市场一旦活跃度降低,市场的财富效应必然减弱,从而成交与市场活跃度向着反方向循环,极有可能致使市场整体阶段性低迷的到来。

申银万国:  
股指持续上冲动力减弱

1、通过调节印花税、调整证券交易成本影响市场,一直是政府调控股市的一种手段。前期市场对调高印花税就有传闻,如今传言终于如期而至。如果说央行两率调整不是直接针对股市的调控的话,证券交易印花税的调整毫无疑问是直接针对当前的股市,目的是给当前股市降温。尽管股市是否过热官方还没有正式表态,但我们认为,调高印花税是管理层对目前股市的一种明确表态,体现出管理层对当前股市狂热的担心。这也许表明监管层对股市的态度开始发生转变,对这种转变值得高度关注。

2、印花税率的提高将增加证券交易的成本,由于直接针对证券交易行为,调控作用要大于上调利率和上调准备金率。从上调的幅度看,上调两个千分点的幅度不算低,不过相对于股票市场上



的投资收益来说仍是微不足道的,这一政策的实际影响要小于其心理影响。

3、从历史上印花税调整对市场的表现来看,每次调整印花税对市场的冲击都是有限的,毕竟影响投资行为的在于投资标的本身,交易成本只能是一个短期干扰因素。我们认为,目前的市场并非可以通过一两个政策就能有所降温,就像当年国九条颁布时,如此利好政策也无法将市场立即带入牛市一样。要让股市降温,只有在一系列降温政策积累到一定程度后才可能慢慢发挥效应。

4、目前市场短期化投机特征不断增强,管理层通过印花上调提高交易成本,意在抑制市场不断趋于短期化的投机气氛。我们认为这是相对于市场上涨而言,管理层更为担心的问题。

5、在表明管理层调控态度之后的后续政策,是市场更关注的问题。当前,管理层主要是采取了较为市场化的调控措施,包括曝光查处违规行为,强调投资者教育,提升交易成本等,对市场直接影响较小,应密切关注后续管理层是否会采取最为关键的资金供应进行调控。

6、我们认为基于对管理层调控加强的担心,市场持续上冲动力将减弱,短期可能呈现震荡等待态势。同时,我们认为市场的结构转换会加快,确实有业绩支持和相对估值洼地下的蓝筹股价值会再度得到认同。

长江证券:  
整体阶段性低迷将到来

印花税在我国可以被视为调控证券市场的一种手段,历史上曾经八次调整印花税。从本次调整印花税来看,显然是针对市场交易活跃度不断提高的一种政策性措施,其目的是控制过于频繁交易的投机行为。

关于此次调整的影响,我们认为虽然看交易成本的提高并不影响市场的基本趋势,但在当前高换手率的市场背景下,活跃程度降低对市场的负面影响依然不能忽视。当前市场的高成交和高换手是维持市场活跃运行的基本条件,大规模资金入市增强了市场的流动性,二者相辅相成,良性循环。所以这种成交活跃的市场一旦活跃度降低,市场的财富效应必然减弱,从而成交与市场活跃度向着反方向循环,极有可能致使市场整体阶段性低迷的到来。

从历史上看,前一次印花税的调高是在1997年5月10日,而当时对市场的中期影响是市场从855点至1510点的上升行情见顶回落,步入中级调整阶段。当然,这并不意味着本次印花税的调高也将重复这种走势,最关键的一点是1997年的中国经济水平与现在完全不同。虽然1997年5月的印花税调整带来了市场的调整,但是随后1997年7月爆发的东南亚金融危机可能是市场彻底进入中级调整的更主要的基本面因素。

而从我们当前的牛市状况看,企业利润和流动性是支撑市场的两个基本因素,目前这两个基本因素仍未发生变化,因此,牛

市趋势也没有发生变化。只不过我们一贯观点是,市场调整更大的可能是来源于外部冲击和政策冲击。而我们对前期的加息政策失去敏感的时候,我们确实还是必须提高对进一步政策调控的敏感度。此外,交易活跃程度的降低会殃及券商的经纪业务收入,对券商股和券商概念股应该引起谨慎。

中信证券:  
不排除阶段性调整可能

我们认为这是决策部门为抑制当前股市过热倾向而采取的措施,是此前管理部门一系列调控措施思路的延续。上调印花税可能对市场带来较大的心理冲击,我们看到历史上印花税都比当前要高,2005年为提振股市信心更是将印花税由3‰下调至1‰的历史最低水平。本次调整印花税从数量上可能并不是很大,但是传递了政府对市场一个较为严厉的调控信号。而从历史上历次印花税调整的反应来看,市场情绪也会直接受到很大冲击,本次印花税调整不排除带来阶段性调整的可能。

展望后市我们认为,当前企业盈利和经济增长没有出现根本恶化,但市场估值明显脱离基本面,有过热并引发资产泡沫的可能,管理层在这个时候加强调控,是希望着力消除牛市健康发展中的一些不和谐因素,市场可能会引来阶段性调整。但这种调整是健康的,有利的。前期炒作过度的低价、绩差、概念股应该逐步退出投资者的备选范围,而可以关注具备实际业绩支撑、行业景气向好、估值水平相对合理的绩优个股,坚守价值投资理念,分享牛市长期收益。

平安证券:  
政策风险值得高度谨慎

以目前每天约3000亿元的交易金额计算,交易印花税率上调至3%,每天上缴的交易印花税高达9亿元,增加了6亿元。每个月因此从证券市场上多流出的资金超过120亿元,相当于每个月发行一个大盘股。但相对目前市场约1万亿元的保证金规模以及以每天超过30万户的新开证券账户给市场带来的新增资金供给,税率上调对市场资金的实质性影响仍然有限。并且年初至今,管理层连续多次采取了上调存款准备金率或加息的紧缩性调控措施,但对市场的影响微乎其微,每次措施的出台反而成为了市场加速向上的契机。这从一个侧面反映出目前市场整体做多信心和动力依然相当充裕,而且政策调控的暂时“失效”也进一步强化了投资者“下跌买入”的信心,由此在一定程度上也影响了包括上调交易印花税率在内的各项政策出台对市场的影响力度。而且从中长期来看,我们认为,目前推动A股市场持续走高的“人民币升值”以及“A股公司业绩持续快速增长”两大积极因素依然没有发生根本性改变,市场中长期向好的格局也就仍然难以发生根本性改变。

但对于短期市场而言,我们认为,面对市场的持续火爆,近期管理层频频“出手”,反映管理层对证券市场持续“火爆”的忧虑有增无减。而且相对加息和上调存款准备金率,上调交易印花税对证券市场的影响更为直接和明显。同时,频繁的调控措施出台也清楚地表明了管理层对市场的态度。当连续多次“微调”难以取得预期效果的时候,是否有一些超出市场预期和影响力的更为严厉的调控措施出台,从而对市场资金供给以及表现产生更为直接的冲击?这很大程度上也增加了后续市场的不确定性风险。

另外,从历史上每次交易印花税率调整后市场的反应来看,在市场低迷时期,交易印花税下调对市场的刺激作用有限。但历史上仅有的一次上调交易印花税率,却造成了市场在短时间内的大幅下挫。因此,虽然中长期来看,在人民币持续升值以及A股公司业绩持续快速增长的支撑下,市场向好格局仍然难以改变,但短期而言,市场所面临的政策调控风险值得投资者高度谨慎。

天相投顾:  
再度大幅上涨可能性小

从上调印花税的实质影响来看,是提高投资者的交易成本。当前市场交投十分活跃,已经达到1个月市场全部换手一次的地步,散户入市热情高涨,因此上调印花税将对市场过热的投机炒作,有利于市场更健康的运行。虽然从0.2%的印花税增加来看,相对于当前股市的赚钱效应来说实际影响相对有限,但我们认为更大的影响在于投资者的心理预期。上调印花税与此前的加息其实都可以被看作是提高投资者的成本,但相比较而言,加息是被视为针对宏观经济的调控措施,而上调印花税是更直接地针对资本市场的调节手段,对市场心理预期的影响要更大一些。

光大证券:  
更多的是一种心理影响

我们认为,从理论上讲,调高印花税率会增加交易成本,从而可以降低股市的活跃程度。但从目前市场的实际情况看,调高印花税率对市场更多的是一种心理影响。我们认为,本轮行情与2000年的牛市行情不同的是,上市公司业绩正在大幅提高。数据显示,整体上市公司第一季度投资收益对业绩提高仅有20%的贡献度,表明上市公司业绩增长更多是内生性的,这是支撑股指持续上涨的决定性因素。

方正证券:  
中期趋势完好继续看好

我们认为本轮牛市市情的根本原因在于投资者对于中国经济以及上市公司未来业绩增长的乐观预期,印花上调对这一预期不会产生影响。目前在人民币升值、通胀压力增大背景下,市场资金流动性过剩与市场股票供给之间的供需矛盾,是推动近期股指快速上涨的主要因素。目前来看,投资证券市场与房产,是抵消通

胀的一个有效手段,因此上调印花税无助于供需矛盾的根本解决,只是权宜之计。

为何要上调印花税?主要目的还是提高交易成本,给近期持续上涨的股市开个空调,降温。对市场的中、长期交易影响不大,给市场带来直接影响的是短线交易者,上调印花税的目的是打击目前市场过热的投机性短线交易。

上调印花税对市场的影响类似与前期房地产市场二手房转让增值税对房地产的影响,我们认为主要还是心理影响,会给市场短期走势带来波动,而不会改变市场的中期趋势,大盘将有惊无险。目前市场周线、月线级别的中期趋势完好,中线可以继续看多。

招商证券:  
进入明显结构调整阶段

我们认为,相对于股市的赚钱效应,印花税上调并不足以改变资金流动趋势,因此,这项措施的指导信号意义更强。并且,由于此前市场预期征收资本利得税是更大的利空,此举在一定程度上减轻了征收资本利得税的预期。而从股市历史走势来看,1998年6月12日、2001年11月16日和2005年1月24日三次降低印花税也都没有改变股市的熊市发展趋势,因此,提高印花税只能带来市场的阶段性震荡。

中投证券:  
大盘将步入一个调整期

我们在周策略报告中提到,短期内来自管理层对证券市场的调控将成为影响市场走势的决定性因素。在此之前,管理层已经出台了一系列政策来给股市降温,但市场对于管理层传递出的信号并没有给出恰当的反应。本次上调印花税可以视为前期降温措施的延续,比之上调印花税事件本身,我们认为投资更应该重视管理层传递出的给股票市场降温的决心。估计短期内市场震荡加剧,投资者应以控制风险为主!

西南证券:  
投资者要注意风险释放

印花税的上调实际上增加了交易成本,面对2007年以来股票市场的火爆交易,每天3000多亿元的成交金额,换手率奇高,基本上是一个月换手一次,市场投机炒作之风日盛。管理层已经多次提示风险,宏观政策也屡屡出台,但股票市场依然强势上涨,在市场中长期上涨幅度过大的情况下,投资者需要注意风险的释放。

联合证券:  
大蓝筹将更为市场关注

本次提高印花税,我们认为对市场影响一般,虽然本次通过税收政策影响市场是最直接和有效的,但在流动性依然充足的情况下,对目前的市场的有影响以下几个方面:1)提高了市场的交易成本,达到减缓市场高换手率、抑制投机的目的。2)市场将回归理性,概念性炒作收敛,市场会更加关注于大蓝筹股的配置。3)政府指导性强于实质影响,造成市场心理大于实质,不会改变市场趋势。4)大蓝筹更为市场关注。