　　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港元，港股通投资者赚取约1500亿港元，20%股息率对应约400亿的股息税，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。023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，较2024Q1提升分别+22%/+28%，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。