

2024年04月14日

加强监管，有立有破

宏观研究团队

——新“国九条”点评

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

事件：4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，以下简称“《意见》”。

● 透露出严监管和高质量发展的资本市场发展基调

本次“国九条”明确未来资本市场工作的基本原则是坚守政治性、人民性。主线是“强监管、防风险、促高质量发展”，完善资本市场基础制度。《意见》指出未来5年及长期的资本市场发展目标：短期目标是形成高质量发展框架；中期更加具备高度适应性、竞争力、普惠性；长期建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。总体看，《意见》透露出的未来资本市场发展基调侧重在严监管和高质量发展。

● 严把上市准入关、完善减持和分红监管、推动中长期资金入市

本次《意见》与2004、2014年的两次资本市场“国九条”相比，从相关参与主体不同的角度来看，有以下几点需要关注：

(1) 股票发行角度，2004年提出进一步完善股票发行管理体制；2014年指出“积极稳妥推进股票发行注册制改革”。而本次《意见》更强调“严把发行上市准入关”，体现股票发行上市严监管趋势。具体包括提高主板、创业板上市标准，强化发行上市全链条责任，加大发行承销监管力度等。

(2) 上市公司角度，过去两次“国九条”都重视提高上市公司质量，例如2014年创新性地提出鼓励上市公司实施市值管理以及开展员工持股计划，2004年“国九条”平衡了流通股股东和非流通股股东的利益。本次同样更加强调上市公司持续监管，具体包括加强信息披露，全面完善减持规则体系，强化上市公司现金分红监管，在提升投资价值方面提出制定上市公司市值管理指引。

关于退市，本次《意见》单独列一条阐述，足见加强重视。由第一次的“完善市场退出机制”到完善退市制度，再到本次“加大退市监管力度，深化退市改革，形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局”，我国退市制度改革已进入深水区。《意见》具体强调严格退市标准、畅通渠道、削减“壳”资源价值、加强监管。

(3) 资本市场角度，本次《意见》相比历史两次更为具体和深入。前两次更多聚焦在健全市场体系和丰富投资品种。而本次《意见》大力推动中长期资金入市，大幅提升权益类基金占比、鼓励保险公司开展长期权益投资，这或是针对当前长期资金入市比例较低的问题进行回应和改进。此外，本次《意见》强调加强交易监管，包括完善操纵市场的监管标准，加强高频量化交易监管。

(4) 中介机构角度，2004年提出“资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平”，2014年强调提高中介服务业竞争力，放宽业务准入等；而本次《意见》聚焦“加强证券基金机构监管，推动行业回归本源”，还提出支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，总体对于中介机构的监管更趋严，从“发展壮大”到高质量发展，从而有望提升行业集中度。

● 前两次“国九条”发布后，细则举措相继跟随发布，股市迎来牛市

历史上“国九条”作为纲领性文件出台后，利好资本市场发展的举措跟随发布，共同促成了两轮牛市。政策方面，2004年“国九条”发布后，相关政策包括发行上市主承销商推荐制过渡到保荐制度、中小板成立，2005年股权分置改革试点启动，2006年中国金融期货交易所成立。2014年“国九条”发布后配套政策包括“沪港通”、“深港通”开通、证监会发布更严格退市制度、发布上市公司员工持股计划、注册制改革提速等。权益市场表现方面，2004年1月31日“国九条”发布后，股市短期（一个月）内上涨显著，随后震荡调整，在2005年三季度触底，随后股市迎来长达2年的牛市。2014年5月9日第二个“国九条”出台，股市短期涨势扩大到中长期，1年后上证综指涨幅达到60%。

● 国九条的影响：基础制度更趋完善，但牛市的孕育仍需经济和政策支持

相比于前两次“以立为主”、“完善建设”的主基调，本次突出“有立有破”、“加强监管”、“高质量发展”，其中严把入市、强化退市、持续监管（完善减持、现金分红）、中长期资金入市、“五篇大文章”服务高质量发展等有助于资本市场的稳定健康发展。预计本次《意见》也有望孕育新一轮牛市，但需要指出的是，股市长牛与实体经济向好发展、货币财政等宏观政策协同分不开，因此仍需密切观察后续房地产政策的调整，以及中央财政和货币宽松的力度是否有变化。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《人民币信贷低增的正反面—宏观经济点评》-2024.4.13

《出口实质性回暖的直接与间接动能—宏观经济点评》-2024.4.13

《核心CPI背后的消费韧性来源—宏观经济点评》-2024.4.11

附图 1：三次资本市场“国九条”主要内容对比

	2004 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	2014 《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	2024 《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
一、主要任务	充分认识大力发展资本市场的重要意义。要认清形势，抓住机遇，转变观念，大力发展资本市场，提高直接融资比例，创造和培育良好的投资环境，充分发挥资本市场在促进资本形成、优化资源配置、推动经济结构调整、完善公司治理结构等方面的作用，为国民经济持续快速协调健康发展和全面建设小康社会作出新的贡献。	加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展。到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。	坚持把资本市场的一般规律同中国国情相结合， 坚守资本市场工作的政治性、人民性 ，以 强监管、防风险、促高质量发展为主线 ，以完善资本市场基础制度为重点，更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局。深刻把握资本市场高质量发展的主要内涵，在服务国家重大战略和推动经济社会高质量发展中实现资本市场稳定健康发展。
二	二、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务。以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标，建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。	二、发展多层次股票市场。积极稳妥推进股票发行注册制改革。加快多层次股权市场建设。提高上市公司质量。鼓励市场化并购重组。完善退市制度。	二、 严把发行上市准入关 。进一步完善发行上市制度。强化发行上市全链条责任。加大发行承销监管力度。
三	三、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展。完善证券发行上市核准制度。鼓励合规资金入市。拓宽证券公司融资渠道。积极稳妥解决股权分置问题。完善资本市场税收政策。	三、规范发展债券市场。积极发展债券市场。强化债券市场信用约束。深化债券市场互联互通。加强债券市场监管协调。	三、 严格上市公司持续监管 。加强信息披露和公司治理监管。 全面完善减持规则体系。强化上市公司现金分红监管 。推动上市公司提升投资价值。
四	四、健全资本市场体系，丰富证券投资品种。建立多层次股票市场体系。积极稳妥发展债券市场。稳步发展期货市场。建立以市场为主导的品种创新机制。	四、培育私募市场。建立健全私募发行制度。发展私募投资基金。	四、 加大退市监管力度 。深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。
五	五、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作。要进一步完善股票发行管理体制，推行证券发行上市保荐制度，支持竞争力强、运作规范、效益良好的公司发行上市，从源头上提高上市公司质量。鼓励已上市公司进行以市场为主导的、有利于公司持续发展的并购重组。规范上市公司运作。完善市场退出机制。	五、推进期货市场建设。发展商品期货市场。建设金融期货市场。	五、 加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强 。推动证券基金机构高质量发展。积极培育良好的行业文化和投资文化。
六	六、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平。把证券、期货公司建设成为具有竞争力的现代金融企业。加强对其他中介服务机构的管理。	六、提高证券期货服务业竞争力。放宽业务准入。促进中介机构创新发展。壮大专业机构投资者。引导证券期货互联网业务有序发展。	六、 加强交易监管，增强资本市场内在稳定性 。促进市场平稳运行。加强交易监管。健全预期管理机制。
七	七、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平。健全资本市场法规体系，加强诚信建设。推进依法行政，加强资本市场监管。发挥行业自律和舆论监督作用。	七、扩大资本市场开放。便利境内外主体跨境投融资。逐步提高证券期货行业对外开放水平。加强跨境监管合作。	七、 大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量 。建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
八	八、加强协调配合，防范和化解市场风险。营造良好的资本市场发展环境。共同防范和化解市场风险。严厉打击证券期货市场违法活动。	八、防范和化解金融风险。完善系统性风险监测预警和评估处置机制。健全市场稳定机制。从严查处证券期货违法违规行为。推进证券期货监管转型。	八、进一步全面深化改革，更好服务高质量发展。 着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章 。完善多层次资本市场体系。坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
九	九、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放。鼓励具备条件的境外证券机构参股证券公司和基金管理公司，继续试行合格的境外机构投资者制度。积极利用境外资本市场。落实与香港、澳门更紧密经贸合作安排。	九、营造资本市场良好发展环境。健全法规制度。坚决保护投资者特别是中小投资者合法权益。完善资本市场税收政策。完善市场基础设施。	九、 推动形成促进资本市场高质量发展的合力 。推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。深化央地、部际协调联动。打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

附图 2：历史上两次“国九条”发布后股指表现

发布时间	观察期	上证综指 涨跌幅 (%)	沪深300 涨跌幅 (%)	创业板指数 涨跌幅 (%)
2004-01-30	后一周	5.56	5.66	
	后一个月	4.49	6.39	
	后三个月	0.31	-3.25	
	后一年	-10.55	-11.66	
2014-05-09	后一周	1.83	0.48	-0.37
	后一个月	2.96	1.28	7.57
	后三个月	9.11	9.24	9.44
	后一年	60.23	64.13	63.56

数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：前两次“国九条”开启了两轮牛市



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：历史上“国九条”发布后资本市场配套政策密集出台

	时间	政策文件	主要内容
第一次“国九条”发布后	2004年2月	《证券发行上市保荐制度暂行办法》	2004年2月，《证券发行上市保荐制度暂行办法》实施，发行上市主承销商推荐制正式过渡到保荐制度。
	2004年5月27日		2004年5月27日，深交所获准设立中小企业板块，重点安排主板市场拟上市公司中具有较好成长性和较高科技含量的中小企业发行股票和上市。
	2005年4月	《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》	改革的核心措施是非流通股支付“对价”来赎买其市场流通权。在全流通情况下，非流通股获得了在二级市场上出售的权利，必然会冲击股价。因此，为了获得流通权，非流通股股东需通过送股、回购等方式向潜在的利益受损者进行补偿。这一改革意味着非流通股要想获得流通权，其对价将由市场博弈决定。 同时，股权分置改革的对价支付方案有三条基本原则：1、非流通股股东不得利用股权分置改革变相扩容；2、非流通股股东不得以上市公司财产作为自己支付给流通股股东对价；3、股权分置改革方案不得以恶化上市公司财务指标为代价。
	2005年8月	《关于上市公司股权分置改革的指导意见》	证监会、国资委、财政部、人民银行、商务部联合发布。包括股权分置改革的总体要求；严格规范股权分置改革秩序等。
	2005年9月	《上市公司股权分置改革管理办法》	规定股权分置的问题由各上市公司的非流通股股东和流通股股东在自愿协商的基础上，通过相互间的利益平衡来解决，最后的改革方案，除了“须经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过”之外，还须“经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过”。
第二次“国九条”发布后	2014年6月	新股IPO重启	证券业协会修订《首次公开发行股票承销业务规范》。新的发行制度改革包括了老股转让受限、超募规模受限、新股定价受限、发行市盈率受限等。
	2024年6月20日	《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》	证监会6月20日发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》。《意见》明确了员工持股计划的资金来源和股票来源，具有一定的灵活性，为上市公司提供腾挪空间。此后，多家上市公司推出员工持股计划，在设计层面体现出股票来源及资金来源多样化特征。
	2024年7月4日	《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见(征求意见稿)》	7月4日，证监会就《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见(征求意见稿)》向社会公开征求意见，这标志着新一轮退市制度改革启动。
	2014年11月17日	“沪港通”	“沪港通”正式开通，上交所和香港联交所允许当地投资者通过当地证券公司或经纪商，买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。2016年12月5日，“深港通”正式启动。“沪港通”与“深港通”构建了资金双向流通机制，加速国内证券市场与国际接轨。
	2014年11月19日	注册制改革	11月19日召开的国务院常务会议强调，抓紧出台股票发行注册制改革方案，取消股票发行的持续盈利条件。其后，证监会三位副主席接力吹风，表示证监会正在抓紧制定注册制改革方案。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn