

2024年04月14日

超配

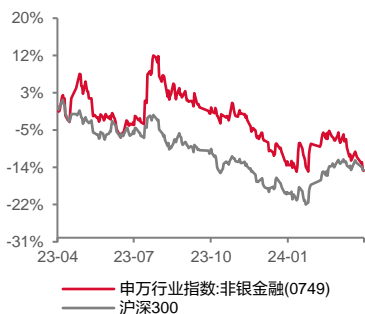
# “1+N”制度体系落地，助推资本市场高质量发展

——资本市场新“国九条”深度解读

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1. 券商股权变更频出，关注年报预期差下的低估值配置机遇——非银金融行业周报（20240325-20240331）
2. 社保扩容推动中长期资金入市，险企负债成本压降缓解利差损风险——非银金融行业周报（20240318-20240324）
3. 寿险2月边际改善，把握资本市场高质量发展配置机遇——非银金融行业周报（20240311-20240317）

投资要点:

- **围绕高质量发展，明确三阶段目标。**国务院于4月12日发布《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》，是继2004年、2014年之后的第三个正式出台的资本市场“国九条”，其中2004年聚焦于推进资本市场改革开放和稳定发展，2014年更多地围绕具体业务推进展开，此次以强监管、防风险、促高质量发展为主线，明确短中三阶段发展目标，即未来5年基本形成总体框架，到2035年基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，到本世纪中叶建成与金融强国相匹配的高质量资本市场；并在顶层设计出台后，逐步建立完善“1+N”政策体系。
- **提升上市公司质量，促进投资者保护。**监管从准入、日常与退出环节“全链条”强化约束，以此促进投资者保护的切实落地。1) 严把入口：优化主板和创业板上市条件，完善科创属性评价指引，以此增强上市公司整体质量。同时，将IPO随机抽查比例从5%提高至20%，扼制发行人“带病闯关”的侥幸心理，提高审核效率。此外，压实发行人“关键少数”第一责任、中介机构“看门人”责任和交易所审核主体责任，落实“申报即担责”；还明确分红要求，将突击“清仓式”分红纳入负面清单。2) 狠抓日常：全面规范减持“1+2”规则体系，对于规范“关键少数”减持行为，维护二级市场稳定，保护投资者特别是中小投资者的合法权益，发挥了重要作用；同时，对分红不达标采取实施ST的强约束，并鼓励一年多次分红以夯实投资者信心。此外，完善重组小额快速审核机制，支持企业通过并购重组提升投资价值。3) 畅通出口：坚决打击恶性和长期系统性财务造假，严格强制退市标准；此外，畅通多元退市渠道，削减“壳”渠道价值，促进企业更聚焦主营业务发展。
- **推动行业做优做强，壮大长期投资力量。**意见明确要完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度，推动行业机构加强投行能力和财富管理能力建设，回归业务本源；同时，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，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，与中央金融工作会议一脉相承。从培育长期投资生态角度，明确要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，引导中长期资金入市的举措正逐步落地，后续仍进一步期待相关政策环境的优化，以及资本市场投资吸引力的提升。
- **完善治理体系建设，增强内在稳定性。**在维护市场平稳运行层面，一方面要加强交易监管，严查恶意做空，有力维护投资者特别是中小投资者权益；另一方面要加强战略性力量储备和稳定机制建设，增强资本市场内在稳定性。此外，在全面深化改革层面，要求做好五篇大文章，促进新质生产力发展；同时在完善多层次资本市场体系建设基础上，统筹制度性开放和安全，以更自信的面貌迎接全球市场。
- **投资建议：**在资本市场新“国九条”顶层设计指引下，证券行业政策催化逐步落地，监管的逐步规范也有利于行业长期稳健发展。我们认为未来行业将呈现差异化发展路径，头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细。建议把握并购重组、高“含财率”和ROE提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。
- **风险提示：**权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。

## 正文目录

<b>1. 围绕高质量发展，明确三阶段目标</b> .....	<b>4</b>
<b>2. 提升上市公司质量，促进投资者保护</b> .....	<b>7</b>
2.1. 严把入口：优化上市条件，提高随机抽查比例 .....	7
2.2. 狠抓日常：完善减持规则体系，强化现金分红监管 .....	8
2.3. 畅通出口：严格执行退市制度，削减“壳”资源价值 .....	9
<b>3. 推动行业做优做强，壮大长期投资力量</b> .....	<b>10</b>
<b>4. 完善治理体系建设，增强内在稳定性</b> .....	<b>12</b>
4.1. 维护市场平稳运行，加强战略性力量储备 .....	12
4.2. 全面深化改革开放，形成高质量发展合力 .....	12
4.3. 后续政策展望：关注两会相关议题的落地实施进度 .....	12
<b>5. 投资建议</b> .....	<b>13</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1 历次资本市场“国九条”主要任务梳理.....	5
图 2 IPO 和再融资规模在逆周期调节前后的表现 .....	8
图 3 股票和证券投资基金在保险资金运用中占比 .....	11
表 1 历次资本市场“国九条”核心梳理.....	4
表 2 “1+N”资本市场监管体系逐步完善.....	6
表 3 沪深交易所优化主板、创业板上市条件.....	7
表 4 规范股份减持细则核心梳理.....	8
表 5 沪深交易所分红监管措施修订 .....	9
表 6 沪深交易所退市标准修订 .....	10
表 7 证监会对建设一流投资银行和投资机构的时间表 .....	11
表 8 2024 全国两会相关提案议案建议不完全汇总（资本市场篇） .....	13

## 1. 围绕高质量发展，明确三阶段目标

不同阶段发展目标各异，但整体围绕高质量发展方向不变。历次资本市场“国九条”的推出均有不同的时代背景：1) 2004年在资本市场发展迅速的背景下，主要聚焦于推进资本市场改革开放和稳定发展，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；2) 2014年更多地围绕具体业务推进展开，目标至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；3) 2024年以强监管、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。

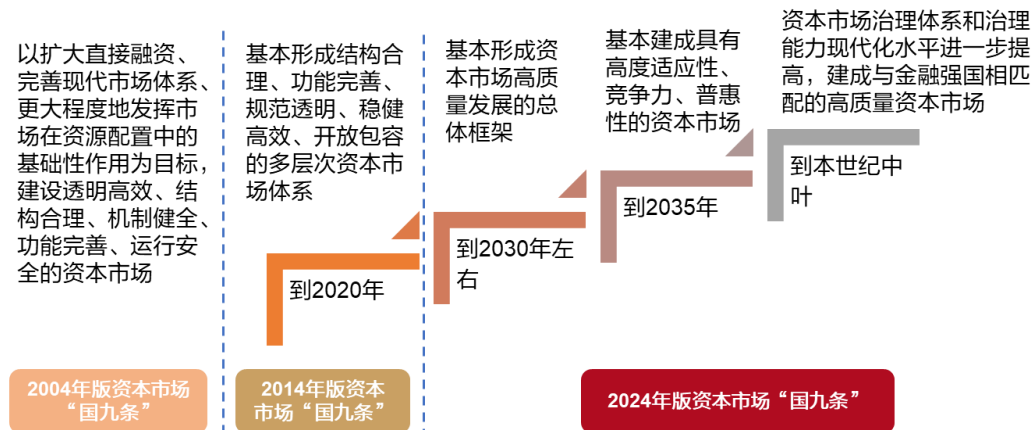
表1 历次资本市场“国九条”核心梳理

条数	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》 2004/1/31	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》 2014/5/9	《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》 2024/4/12
一	充分认识大力发展资本市场的重要意义	总体要求	总体要求
二	推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想 and 任务	发展多层次股票市场	严把发行上市准入关
三	进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展	规范发展债券市场	严格上市公司持续监管
四	健全资本市场体系，丰富证券投资品种	培育私募市场	加大退市监管力度
五	进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作	推进期货市场建设	加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强
六	促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平	提高证券期货服务业竞争力	加强交易监管，增强资本市场内在稳定性
七	加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平	扩大资本市场开放	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量
八	加强协调配合，防范和化解市场风险	防范和化解金融风险	进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展
九	认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	营造资本市场良好发展环境	推动形成促进资本市场高质量发展的合力

资料来源：国务院，东海证券研究所

把握高质量发展内涵的“五个必须”，明确三阶段目标。意见明确指出要深刻把握资本市场高质量发展的主要内涵，做到“五个必须”，即坚持和加强党的领导，践行金融为民的理念，全面加强监管、有效防范化解风险，始终坚持市场化法治化原则，牢牢把握高质量发展主题。此外，对于高质量发展也设立了三阶段的任务，即未来5年基本形成总体框架，到2035年基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，到本世纪中叶建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。

图1 历次资本市场“国九条”主要任务梳理



资料来源：国务院，东海证券研究所

顶层设计出台，“1+N”政策体系逐步完善。在资本市场新“国九条”出台后，证监会及沪深北三大交易所相继就一系列制度规则向市场公开征求意见，推动资本市场“1+N”政策体系形成和落地实施。

表2 “1+N”资本市场监管体系逐步完善

类型	机构	主要政策
顶层设计	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》
	证监会	《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》
发行	证监会	《科创属性评价指引（试行）》征求意见稿
	证监会	《中国证监会随机抽查事项清单》征求意见稿
	上交所	《股票发行上市审核规则》征求意见稿
	上交所	《股票上市规则》征求意见稿
	上交所	《科创板股票上市规则》征求意见稿
	深交所	《股票发行上市审核规则》征求意见稿
	深交所	《股票上市规则》征求意见稿
	深交所	《创业板股票上市规则》征求意见稿
	北交所	《向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则》征求意见稿
	北交所	《股票上市规则（试行）》征求意见稿
	股份减持	证监会
证监会		《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》征求意见稿
上交所		《上市公司自律监管指引第15号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份》征求意见稿
上交所		《科创板上市公司自律监管指引第4号——询价转让和配售》征求意见稿
深交所		《上市公司自律监管指引第18号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份》征求意见稿
日常持续监管	北交所	《上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理》征求意见稿
	证监会	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》
	上交所	《上市公司自律监管指引第14号——可持续发展报告（试行）》
	深交所	《上市公司自律监管指引第17号——可持续发展报告（试行）》
	北交所	《上市公司持续监管指引第11号——可持续发展报告（试行）》
资产重组	上交所	《上市公司重大资产重组审核规则》征求意见稿
	深交所	《上市公司重大资产重组审核规则》征求意见稿
	北交所	《上市公司重大资产重组审核规则》征求意见稿
两委监管	上交所	《上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法》征求意见稿
	深交所	《上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法》征求意见稿
	北交所	《上市委员会和并购重组委员会管理细则》征求意见稿
退市	证监会	《关于严格执行退市制度的意见》
交易监管	证监会	《证券市场程序化交易管理规定（试行）》征求意见稿
证监会系统	证监会	《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》
分红	北交所	《上市公司持续监管指引第10号——权益分派》征求意见稿
证券公司监管	证监会	《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》
	证监会	《关于加强上市证券公司监管的规定》征求意见稿

资料来源：国务院，证监会，上交所，深交所，北交所，东海证券研究所



## 2.提升上市公司质量，促进投资者保护

### 2.1.严把入口：优化上市条件，提高随机抽查比例

**优化主板和创业板上市条件，完善科创属性评价指引。**目前主板、创业板的上市条件存在不适应性，主要是财务指标偏低，部分申报企业利润规模较小、抗风险能力偏弱，上市后业绩容易出现较大波动。此次意见要求进一步完善发行上市制度，顶层设计指引下沪深交易所相继提高主板、创业板上市标准，进一步突出主板“大盘蓝筹”定位，提升上市公司稳定回报投资者的能力，以及从促进新质生产力发展要求出发，明晰创业板“三创”“四新”的把握逻辑和标准。此外，证监会修订科创属性评价指引，强化衡量研发投入、科研成果和成长性等指标要求，进一步引导中介机构提高申报企业质量，凸显科创板“硬科技”特色。我们认为这些改革措施将有助于提高上市公司整体质量，增强资本市场的稳定性和抗风险能力。

**表3 沪深交易所优化主板、创业板上市条件**

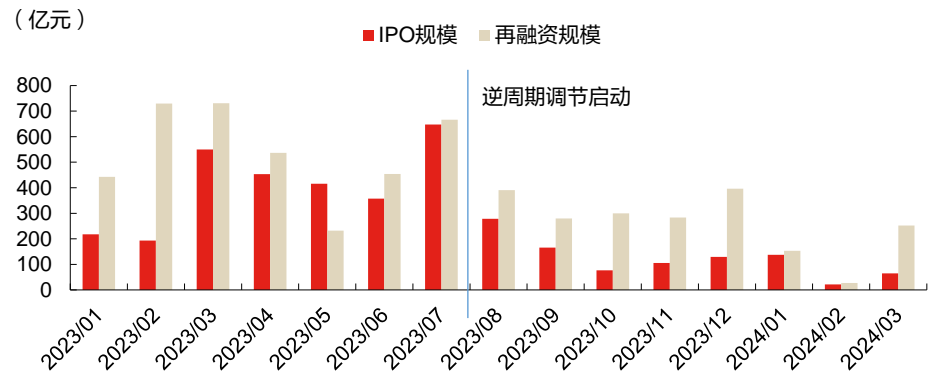
板块	上市标准	主要指标	原规定	新规定
主板	第一套	最近三年累计净利润	1.5 亿元	2 亿元
		最近一年净利润	6000 万元	1 亿元
		最近三年累计经营活动产生的现金流量净额	1 亿元	2 亿元
	第二套	最近三年累计营业收入	10 亿元	15 亿元
		最近三年累计经营活动产生的现金流量净额	1.5 亿元	2.5 亿元
		预计市值	80 亿元	100 亿元
第三套	最近一年营业收入	8 亿元	10 亿元	
	最近两年净利润	5000 万元	1 亿元	
创业板	第一套	最近一年净利润（新增）	-	6000 万元
		预计市值	10 亿元	15 亿元
	第二套	最近一年营业收入	1 亿元	4 亿元

资料来源：上交所，深交所，东海证券研究所

**提高随机抽查比例，扼制“带病闯关”侥幸心理。**为落实意见中扩大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖面的指引，证监会修订了随机抽查事项清单，将首发企业随机抽取检查的比例由 5%大幅提升至 20%，并相应提高问题导向现场检查和交易所现场督导的比例，调整后，现场检查和督导整体比例将不低于三分之一。我们认为对于抽取比例的提高可有效提高市场的透明度和公正性，同时也能一定程度上扼制发行人“带病闯关”的侥幸心理，提高审核效率。

**压实各参与方职责，落实“申报即担责”。**1) 压实发行人“关键少数”第一责任：强化董监高等信息披露责任，在原规定的 1 年内 2 次不予受理等情形基础上，增加“一查即撤”“一督即撤”情形，设置 6 个月的申报间隔期，进一步提升申报质量；2) 压实中介机构“看门人”责任：多措并举确保财务数据符合真实经营情况，切实防范财务造假；3) 压实交易所审核主体责任：进一步完善了相关配套机制，提升交易所审核把关能力。我们观察到一二级市场逆周期调节启动以来，IPO 和再融资规模均呈现明显程度的下滑，但申报质量的提升有利于推动后续投资热情的回升。

图2 IPO 和再融资规模在逆周期调节前后的表现



资料来源：Wind，东海证券研究所

**明确披露分红政策，突击“清仓式”分红纳入负面清单。**沪深交易所就加强 IPO 企业分红监管答记者问中明确，引导拟上市企业承诺申报后的在审期间不进行现金分红，鼓励企业更多将累积利润留存用于企业发展或上市后与新股东共享。在指标方面的初步考虑是，对于报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过 80%的；或者报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过 50%且累计分红金额超过 3 亿元，同时募集资金中补流和还贷合计比例高于 20%的，将不允许其发行上市。我们认为这些措施可以有效防止企业通过大额分红掏空公司，保护公司和中小股东的利益，同时可以促进企业更加注重长期发展，实现可持续的经营和增长。

## 2.2. 狠抓日常：完善减持规则体系，强化现金分红监管

**全面规范减持规则体系，多维度防范绕道减持。**证监会以规章形式发布《减持办法》，并与董监高和创投基金股东减持规定共同形成“1+2”规则体系，同时沪深北交易所也相继发布监管指引，从规范大股东减持、强化减持的信息披露要求、切实防范绕道减持等方面厘定行为准则，我们认为对于规范“关键少数”减持行为，维护二级市场稳定，保护投资者特别是中小投资者的合法权益，发挥了重要作用。

表4 规范股份减持细则核心梳理

类别	具体内容
强化大股东减持要求	上市公司存在破发、破净、分红不达标的，控股股东、实控人不得通过二级市场减持；加强大股东身份管理，明确股份合并计算要求；明确股东及其一致行动人合并持股 5%以上的，适用大股东减持规定；解除一致行动关系的，6 个月内继续共同遵守大股东减持规定。
严防利用融券、转融通绕道减持	明确大股东、董监高不得融券卖出公司股份，不得开展以公司股份为标的物的衍生品交易；限售股不得通过转融通出借，限售股股东不得融券卖出公司股份；股东在获得限售股前，应了结公司股份融券合约。
强化协议转让、非交易过户监管要求	明确受让方在 6 个月内不得减持其所受让的股份；因转让行为失去大股东或控股股东、实控人身份的，其 6 个月内要继续遵守相关减持额度、预披露等要求。
优化信息披露要求	明确董监高、大股东通过二级市场减持的，应提前 15 个交易日披露减持计划，减持计划时间区间由最长 6 个月缩减为 3 个月。
其他事项	进一步明确董监高及其一致行动人不得减持公司股份的情形，明确股东赠与股份、认购或申购 ETF 等情形以及转板公司、重新上市公司、重组上市公司的适用要求。

资料来源：证监会，上交所，深交所，东海证券研究所



**对分红不达标采取强约束，鼓励一年多次分红。**除了对 IPO 企业分红加强监管之外，对于上市公司回报投资者最直接、最有效路径之一的分红，监管也进一步明确了细则约束。一方面对分红不达标采取强约束措施，重点是将多年不分红或者分红比例偏低的公司纳入“实施其他风险警示”（ST）的情形，此调整自 2025 年 1 月 1 日正式实施；另一方面，积极推动上市公司一年多次分红、预分红、春节前分红，以增强分红稳定性、持续性和可预期性，以夯实投资者参与市场的长久信心。

**表5 沪深交易所分红监管措施修订**

板块	财务指标	措施
主板	符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的 30%，且累计分红金额低于 5,000 万元	实施 ST
科创板/创业板	符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的 30%，且累计分红金额低于 3,000 万元	实施 ST
科创板/创业板	最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例 15%以上或最近三个会计年度研发投入金额累计在 3 亿元以上	豁免 ST
注	回购注销金额纳入现金分红金额计算	

资料来源：上交所，深交所，东海证券研究所

**加强信息披露监管，制定市值管理指引。**新“国九条”明确要构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假、资金占用等重点领域违法违规行为，同时督促上市公司完善内控体系，切实发挥独立董事监督作用，强化履职保障约束。我们认为在发行阶段的现场检查已一定程度上降低违法违规行为发生概率，但公开透明的市场环境仍需从内生出发，提升“关键少数”的主观能动性仍需政策的进一步发力。此外，意见提到要研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系，我们观察到今年央企市值管理已全面铺开，但仍有相当数量的国企、民企仍具较大投资价值，我们密切关注下一阶段市值管理评价体系的发布进展。

**完善重组小额快速审核机制，支持并购重组提升投资价值。**为支持上市公司通过并购重组提升投资价值，沪深交易所也完善了重组小额快速审核机制，对科创板、创业板配套融资额度优化为不超过最近一年经审计净资产的 10%，将小额快速交易所审核时限缩减至 20 个工作日。此外，上交所为削减“壳资源”价值，提高了主板重组上市条件，但同时扩大科创板小额快速机制适用范围，取消科创板配套融资“不得用于支付交易对价”的限制。对于不同板块定位的制度差异化设计，使得资本市场能更有效支持企业业务发展，切实提升投资者回报。

## 2.3.畅通出口：严格执行退市制度，削减“壳”资源价值

**严格强制退市标准，强化退市监管。**2020 年退市制度改革构建了交易类、财务类、规范类和重大违法类四大类强制退市情形，至今沪深交易所共有 135 家公司退市，其中 112 家强制退市，常态化退市实现平稳开局。近期证监会与交易所也针对性完善了上述四类强制退市情形的具体指标，并明确了各类强制退市情形的过渡期安排。整体来看，此次修订一方面拓宽了重大违法强制退市适用范围，增加一年严重造假、多年连续造假退市情形，坚决打击恶性和长期系统性财务造假；另一方面新增三种规范类退市情形，将资金占用长期不解决导致资产被“掏空”、多年连续内控非标意见、控制权无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息等行为纳入，增强规范运作强约束。

表6 沪深交易所退市标准修订

类型	主要修订
交易类	适当提高主板 A 股（含 A+B 股）上市公司的市值退市指标至 5 亿元（维持科创板、创业板 3 亿元） 调高主板营业收入指标至 3 亿元（维持科创板、创业板 1 亿元）
财务类	行政处罚事先告知书显示公司财务会计报告存在虚假记载，但未触及重大违法退市标准的，实施 ST 对于内部控制存在问题的退市风险警示公司，予以退市 完成处罚事项的追溯调整且行政处罚决定作出满十二个月的，方可申请摘帽
规范类	连续 2 年财务报告内部控制被出具否定或者无法表示意见，或者未按照规定披露内部控制审计报告的公司纳入退市风险警示范围，第三年再次触及前述情形的，将被终止上市 信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷新增控制权无序争夺的情形，督促公司规范内部治理
重大违法类	对于 1 年造假的，当年财务造假金额达到 2 亿元以上，且造假比例达到 30% 以上的，予以退市（适用于 2024 年度及以后） 连续 2 年造假的，造假金额合计数达到 3 亿元以上，造假比例达到 20% 以上的，予以退市（适用于 2024 年度及以后） 造假行为持续 3 年及以上的，只要被行政处罚予以认定即退市（适用于 2020 年度及以后）

资料来源：上交所，深交所，东海证券研究所

**畅通多元退市渠道，削减“壳”资源价值。**监管鼓励优质上市公司在产业链上下游横向与纵向吸收合并，既增强产业竞争力，又畅通了退市渠道。同时，对重组收购等行为监管也持续加强，严厉打击“炒壳”背后的市场操纵、内幕交易行为，维护交易秩序，并通过交易类、财务类相关退市指标的优化促进企业更聚焦主营业务发展，有效提升上市公司质量和投资价值。

### 3. 推动行业做优做强，壮大长期投资力量

**推动行业回归本源，聚焦业务做大做强。**“国九条”明确要引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系；此外，要加强行业机构股东、业务准入管理，完善高管人员任职条件与备案管理制度。同时，要完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度，推动行业机构加强投行能力和财富管理能力建设。我们认为前期对于部分风险较大的业务已形成一定的制度规范，市场风险已相对可控，后续有望在监管框架下实现有序发展。此外，推动行业回归本源，聚焦于投行和财富管理的业务重点，努力实现做大做强。

**建设一流投资银行，中小机构差异化发展。**“国九条”明确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，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，与中央金融工作会议一脉相承。证监会近期也宣布了建设一流投资银行和投资机构不同阶段的主要目标，我们认为建设金融强国的道路上必然会诞生具备国际竞争力的投资银行和投资机构，自身的做优做强也有望引领行业高质量发展。此外，对于中小机构，凭借区域优势与股东资源也可实现差异化发展，打造出更具特色的经营模式。

表7 证监会对建设一流投资银行和投资机构的时间表

时间点	发展目标
未来 5 年	基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准，行业机构定位得到校正、功能发挥更加有效、经营理念更加稳健、发展模式更加集约、公司治理更加健全、合规风控更加自觉、行业生态持续优化， <b>推动形成 10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势</b>
到 2035 年	机构监管体系完备有效，行业机构治理水平全面提高，行业作为直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”的功能得到更为充分的发挥； <b>形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构</b> ，力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列
到本世纪中叶	形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑

资料来源：证监会，东海证券研究所

**培育长期投资市场生态，引导中长期资金入市。**“国九条”明确要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。截至 2023 年末社保、公募、保险、年金等专业投资者持有 A 股市值占比已攀升至 23%，较 2019 年初的 19% 有了显著增长，已然成为促进资本市场平稳健康发展的重要力量，但中长期资金入市力度整体仍较有限。1) 公募基金综合费率改革仍在持续推进，一阶段目标基本达成，二阶段任务更聚焦于推动投研回归本源，利于价值投资、长期投资理念的培育，我们认为在费率下行通道下的公募基金发展动能强劲；2) 保险资金运用入市比例较低，2023 年末其在股票和证券投资基金的投资占保险行业总资产仅 11% 左右，尽管再加上未上市股权等股权型资产，较 45% 的监管上限仍有较大提升空间。2023 年对于偿付能力风险因子的调整、3 年长周期考核的实施、支持保险资金开展长期股票投资的试点等，均有一定成效，后续仍进一步期待相关政策环境的优化，以及资本市场投资吸引力的提升。

图3 股票和证券投资基金在保险资金运用中占比



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.完善治理体系建设，增强内在稳定性

### 4.1.维护市场平稳运行，加强战略性力量储备

**加强交易监管，严查恶意做空。**“国九条”明确加强对高频量化交易监管，严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为，强化震慑警示。沪深交易所前期已对宁波灵均实施暂停交易措施并启动公开谴责程序，严管影响市场平稳运行、损害投资者合法权益的违法违规行为。证监会也对程序化交易管理规定公开征求意见，我们认为后续此方面仍将严监严管，对极端情形的应对措施也将逐步成熟完善，有力维护投资者特别是中小投资者权益。

**加强战略性力量储备和稳定机制建设，增强资本市场内在稳定性。**政府工作报告中提出要增强资本市场内在稳定性，此次意见也明确加强战略性力量储备和稳定机制建设，我们认为平准基金的设立有望提上日程，既能平抑市场过度波动，也能提振市场信心，同时加大中长期资金入市力度，叠加不断提升的上市公司质量，资本市场内在稳定性的提升值得期待。

### 4.2.全面深化改革开放，形成高质量发展合力

**做好五篇大文章，促进新质生产力发展。**意见明确要着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，对于推动金融创新、促进绿色发展、实现社会公平、应对老龄化挑战以及拥抱数字经济都具有重要意义。这不仅是金融支持实体经济发展的必然途径，也是促进新质生产力发展的重要方式。

**完善多层次资本市场体系，统筹制度型开放和安全。**在全面注册制改革的大背景下，现阶段我国已形成主板、科创板、创业板、北交所的错位发展，新三板改革和区域性股权市场规范发展也在同步推进。在畅通内循环的同时，“国九条”也明确下一步要统筹高水平制度型开放和安全，包括拓展优化资本市场跨境互联互通机制，拓宽企业境外上市融资渠道，提升境外上市备案管理质效，加强开放条件下的监管能力建设，深化国际证券监管合作，以更自信的面貌迎接全球市场。

### 4.3.后续政策展望：关注两会相关议题的落地实施进度

2023年证监会系统共承办人大代表议案、建议205件及全国政协委员提案184件，对于推进资本市场改革发展稳定工作具有重要作用。2024年全国两会闭幕一月整，我们梳理了关于资本市场方面的相关提案、议案与建议，有望对下一步政策落地形成一定的参考。



表8 2024 全国两会相关提案议案建议不完全汇总（资本市场篇）

类别	姓名	代表/委员类型	职位	提案/议案/建议核心梳理
引导 长期 资金 入市	杨宗儒	全国政协委员	中国证监会广东监管局局长	持续优化资本市场投资生态，引导更多中长期资金入市
	贾文勤	全国人大代表	北京证监局局长	进一步消除中长期资金入市“隐性障碍”
	金李	全国政协委员	南方科技大学副校长、九三学社中央常委	放宽养老金等长期资金进入股权投资领域限制
一级 市场			民建中央	建立中国特色私募股权投资体系
			民建中央	推动风险投资健康发展
金融 监管	蔡建春	全国政协委员	上海证券交易所总经理	加快不动产投资信托基金（REITs）专项立法
	蔡建春	全国政协委员	上海证券交易所总经理	探索在上海金融法院集中管辖金融刑事案件，实行“三合一”审判工作机制
	霍颖励	全国政协委员	中国外汇交易中心党委书记	统一绿色金融标准，允许在银行间市场推出绿色债券ETF产品
	沙雁	全国人大代表	深圳证券交易所理事长	进一步加大对财务造假、资金占用等证券市场重大违法行为立体化追责力度
	沙雁	全国人大代表	深圳证券交易所理事长	加强资本市场诚信建设
	王俊寿	全国政协委员	金融监管总局上海监管局局长	多管齐下，群防共治，合力构建金融大监管格局
	朱建弟	全国人大代表	立信会计师事务所董事长	理顺资本市场关系，恢复投资者信心
	罗卫	全国政协委员	民建中央法制委员会委员、证监会处罚委办公室一级巡视员	完善法律制度，对配合财务造假的第三方予以法律规制
	吕红兵	全国政协委员	国浩律师（上海）事务所合伙人	建立健全上市公司证券合规制度
	田轩	全国人大代表	清华大学五道口金融学院副院长	试点逐步恢复 T+0 股票交易制度
高质 量发 展	杨成长	全国政协委员	申万宏源证券研究所首席经济学家	建立金融高质量发展指标和评价体系
	张懿宸	全国政协委员	中信资本控股董事长兼 CEO	建议以香港为重要支点，支持头部券商做优做强
	白涛	全国政协委员	中国人寿集团董事长	大力支持数字金融发展，推动金融服务提质增效
分红	冯艺东	全国政协委员	中泰证券总经理	优化上市公司分红和回购制度
并购	蔡建春	全国政协委员	上海证券交易所总经理	进一步优化政策环境，促进企业兼并重组
重组	冯艺东	全国政协委员	中泰证券总经理	鼓励上市公司通过产业生态并购重组实现高质量发展

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

## 5.投资建议

在资本市场新“国九条”顶层设计指引下，证券行业政策催化逐步落地，监管的逐步规范也有利于行业长期稳健发展。我们认为未来行业将呈现差异化发展路径，头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细。建议把握并购重组、高“含财率”和 ROE 提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。

## 6.风险提示

- 1) 权益市场大幅波动影响股票交投活跃度：经纪业务为证券公司主要营收来源，资本市场波动影响市场交投活跃度，进而影响代理买卖证券佣金净收入；
- 2) 投资者风险偏好降低拖累市场景气度：包括长期投资者与中小投资者在内的市场参与者，若更偏向储蓄而不是投资，会导致参与热情降低，进而拖累市场景气度；
- 3) 宏观环境下行影响市场基本面：权益市场与利率市场表现均受到宏观环境影响，若宏观环境下行则导致市场收益率持续走弱；
- 4) 政策落地力度不及预期：监管下一步立法计划没有明确的时间表，对具体业务的约束或支持政策落地存在不确定性。



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089