

严字当头，供需平衡下价值投资或大行其道

——新“国九条”点评



核心观点

- 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》，是继 2004 年、2014 年之后，时隔 10 年国务院再次出台的资本市场指导性文件。
- **新“国九条”的重大意义：**首先宏观层面，当前资本市场不仅需要更好承担服务科技创新战略的职责，也是居民财产性收入的关键来源，当前长期积累的深层次矛盾逐步暴露，为与高质量发展的时代要求进一步吻合，新“国九条”应运而生。其次，核心在于加强对上市公司的全链条监管，有利于提高上市公司质量和市场透明度，更大力度保护投资者权益，形成监管和市场间的良性互动，从而根本性提高我国资本市场的投资价值；再次，持续推进长期资金入市，增强资本市场内在稳定性，有效提升 A 股中长期的投资价值。
- **新“国九条”对市场的影响：**新“国九条”及后续具体政策的推出会对当前的市场生态带来一定影响，如 A 股供给侧结构性改革或显著加速，程序化交易规模快速扩张或受到限制，价值投资理念将在 A 股更加适用，指数投资或迎来更好发展等。
- **新“国九条”出台下后世判断：**中长期来看，新“国九条”的推出为 A 股长牛、慢牛打好了制度性基础。短期来看，新“国九条”对市场的影响或具两面性。一方面，由于部分政策直击当前市场存在的问题，随着累积风险在严监管下的逐步出清，部分存在投机炒作泡沫的小票、以及作为上市把关“看门人”的券商或受到一定冲击；但另一方面，纲领性政策文件的出台有利于提振市场信心，其中受益于现金分红监管的高股息板块，以及“新质生产力”相关领域将有望成为未来一段时间的投资热点。

分析师：段进才

执业证书编号：S0770519080003

邮箱：duanjc@dtsbc.com.cn

分析师：杨楠

执业证书编号：S0770524040002

邮箱：yangn@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路 111 号山西世贸中心 A 座 F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

风险提示：经济走势不及预期、企业年报数据不达预期、国际环境不稳

事件：

近日，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》，从 1) 总体要求；2) 严把发行上市准入关；3) 严格上市公司持续监管；4) 加大退市监管力度；5) 加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强；6) 加强交易监管，增强资本市场内在稳定性；7) 大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量；8) 进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展和 9) 推动形成促进资本市场高质量发展的合力九个方面展开。

解读：

本次新“国九条”是继 2004 年、2014 年之后，时隔 10 年国务院再次出台的资本市场指导性文件，为我国资本市场提出了短（未来 5 年）中（2035 年）长（本世纪中叶）期不同阶段的目标，旨在建成与金融强国相匹配的高质量资本市场，对此我们解读如下：

一、新“国九条”的重大意义

1. 三次“国九条”的时代背景不尽相同

作为资本市场的纲领性文件，历次“国九条”推出的背景和亟待解决的问题不尽相同。2004 年，股权分置的制度安排扭曲了市场定价机制，破坏了公司治理结构，严重阻碍了资本市场持续稳定的发展，彼时“国九条”明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”，并在 2005 年发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动相关改革试点工作，股权分置问题逐步得到妥善解决；

2014 年，伴随着经济结构转型的迫切性愈发凸显，拓宽新兴产业融资渠道成为当务之急，彼时“国九条”提出着力建设多层次资本市场，意在更好发挥资本市场在资源配置中的核心作用，改革红利的释放也是 2014 年大牛市的重要推动因素之一。

在当前，宏观层面，一方面国内经济发展模式加速由债务驱动切换为创新引导，对应直接融资占比需要进一步提升，资本市场需要更好承担服务科技创新战

略的职责；另一方面，在房地产大的下行背景中，资本市场也是居民财产性收入的关键来源，承担着居民资产增值保值的重要作用，这均需要一个更加稳健、透明、高效的资本市场来支撑。而经过多年发展，我国资本市场长期积累的深层次矛盾逐步暴露，尤其前期市场的大幅波动更是显示出我国 A 股在监管执法、交易机制等方面的不足，为与高质量发展的时代要求进一步吻合，新“国九条”应运而生。

2. 核心在于加强对上市公司的全链条监管

新“国九条”强调“必须全面加强监管、有效防范化解风险，稳为基调、严字当头，确保监管‘长牙带刺’、有棱有角”，可见在新一轮的资本市场政策周期中，严监管无疑是核心，其中对上市公司的全链条监管是重中之重。

新“国九条”从严把上市、持续监管、退市监管三方面全面加强了对上市公司的监管。上市准入方面，明确要求提高主板和创业板的上市标准，完善科创板科创属性评价标准，压实交易所审核主体责任，加强询价定价配售各环节监管；持续监管方面，要求构建防假打假综合惩防体系，严厉打击违规减持，加强分红监管提高股息率，制定上市公司市值管理指引；退市监管方面，要求加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局，进一步削减“壳”资源价值，健全退市赔偿救济机制等。

上市公司质量是提升资本市场投资价值的核心，新“国九条”加大对上市公司的全链条全环节监管，有利于提高上市公司质量和市场透明度，更大力度保护投资者权益，形成监管和市场间的良性互动，从而根本性提高我国资本市场的投资价值。

3. 持续推进长期资金入市，增强资本市场内在稳定性

来源稳定、行为规范、运作专业的中长期资金是提升资本市场韧性的重要基础，“国九条”明确提出“构建支持‘长钱长投’的政策体系”。但我国资本市场中长期资金的力量仍显不足，公募基金中权益类产品偏低，保险资金、养老金等又在绩效考核、投资运作下投资权益市场面临约束，我们预计未来将出台各项具体举措，引导中长期资金提高股市投资规模，形成中长期资金与 A 股的良性互

动。参考美国等成熟资本市场经验，长线资金的引入或有利于抬升 A 股估值中枢，提升资本市场的投资价值。

此外，“国九条”对明确提出加强交易监管，要求“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”，这有利于保护中小投资者的合法权益，从而通过更优的投资环境提升 A 股投资价值，吸引更多投资者参与到资本市场中。

二、新“国九条”对市场的影响

我们认为新“国九条”及后续具体政策的推出，有助于解决我国资本市场长期积累的矛盾，会对当前的市场生态带来一定影响，具体而言，我们认为如下几点需要重点关注：

首先，A 股供给侧结构性改革或显著加速。新“国九条”明确提高了主板和创业板的上市标准，意味着未来新股上市数量或受到限制，并严控大股东减持，加强退市监管，这或意味着 A 股供给侧改革的提速，优胜劣汰下只有高质量的公司才能留在市场，“好商品”才有“好价钱”，供给侧改革提速叠加长线资金流入，有利于更好实现资本市场供需动态平衡，提升中长期 A 股的投资属性；

其次，程序化交易规模快速扩张或受到限制。程序化交易虽然有助于提升市场活跃度，但其中高频交易由于其策略趋同、交易共振等特别，在个别时段上容易加大市场波动。从保护中小投资者权益的角度，新“国九条”明确加强对高频量化交易的监管，这将引导程序化交易规范发展，但短期或对其规模扩张造成一定影响；

再次，价值投资理念将在 A 股更加适用。新“国九条”对上市公司全链条和市场交易的严监管，多维度构建价值投资的土壤，公司盈利质量、成长价值、债务水平等基本面因素将更为投资者所重视，这有利于提升资本市场的定价效率，优化资源配置并形成经济和股市相互促进的良性循环。与此同时，对于“小票”、“壳资源”、“ST”等概念炒作将被进一步规范，非理性投资行为或被有效遏制。

最后，指数投资或迎来更好发展。新“国九条”提出“建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展”，这样一方面有利于新产

品的发行上市，提升资本市场的活力和效率，另一方面也可以更好满足投资者多样化的投资需求，指数化产品迎来更好发展机遇，ETF 市场规模扩张有望提速。

三、新“国九条”出台下后世判断

中长期来看，更好的上市公司质量、更多的长线资金流入、更公平的交易环境等，均是提升 A 股内在投资价值的关键，我们认为新“国九条”的推出为 A 股长牛、慢牛打好了制度性基础，且从历史上来看，2004 和 2014 年在“国九条”推出后，市场均在一段时间后迎来大牛市。

短期来看，新“国九条”对市场的影响或具两面性。一方面，由于部分政策直击当前市场存在的问题，随着累积风险在严监管下的逐步出清，部分存在投机炒作泡沫的小票、以及作为上市把关“看门人”的券商或受到一定冲击；但另一方面，纲领性政策文件的出台有利于提振市场信心，其中受益于现金分红监管的高股息板块，以及“新质生产力”相关领域将有望成为未来一段时间的投资热点。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者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注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3 投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。