



新“国九条”如何破解资本市场长期矛盾并塑造投资新格局

事件：2024年4月12日，国务院发布《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》，这是资本市场的第三个“国九条”，是继2004年、2014年两个“国九条”之后，又时隔10年第三个对资本市场的指导性文件。

对此我们学习理解如下：

一、新“国九条”的主要特点：体现政治性和人民性

资本市场的政治性，体现为通过融资活动服务实体经济和国家重大战略。资本市场的人民性，体现为投资的普惠性和投资者的获得感。过往资本市场通过IPO和再融资服务实体经济的力度较强，充分体现了资本市场的政治性。但2亿多中小投资者的获得感明显不足，新“国九条”的发布，有助于A股从融资市向投资市过渡，资本市场的人民性在未来将得到更好体现。

二、新“国九条”的深远影响：解决资本市场长期积累的深层次矛盾

第一个长期深层次矛盾体现为，A股长期停滞不前。上证指数10多年始终在3000点左右徘徊，这种现象背后有两大原因：第一上市公司成长性不足，第二资本市场制度不健全。这两大原因导致A股每股收益（EPS）增速较低，进而导致估值难以系统性扩张。过往10年，A股整体利润增速约年均4.7%，但每股收益增长仅年均1.3%，这主要是因为IPO和再融资速度过快，导致新增资本的投资回报率低于已有资本，使得利润增速不断



被摊薄。在经济增速放缓和产能过剩的形势下，站在投资效率和质量的角度，资本市场不仅应当避免无效融资，还应当主动缩减资本开支、强化退市力度、加大分红回购力度，以此来优化资本回报。新“国九条”对资本市场的这一深层次制度性问题给予了充分重视，并提出了系列改革措施，包括严格 IPO 准入、加强再融资审核、加大退市力度和提高分红比例等。这些措施的联合推出，旨在提升上市公司的投资效率，逐步解决制度性因素对 EPS 增长的制约。

第二个长期深层次矛盾体现为，在大股东获利的背景下中小投资者获得感普遍较差。2014-2023 年的 10 年间，不考虑估值的波动，全部 A 股 EPS 增长年均 1.3%，股息率年均 1.6%，两者合计仅 2.9%。这导致期间股市的收益不及 30 年期国债，同时承担的风险则更大。在这 2.9% 的偏小的收益池子里，大股东等重要股东是获利的，证券投资基金等机构投资者是获利的，剩余的 2 亿多股民获得感并不强。大股东在 IPO 和再融资环节以较低成本获得股份，并在信息不对称的情况下进行减持，即便在公司盈利和分红能力不强的情况下也能实现退出。甚至一些大股东还通过违规手段绕道减持。这些行为使得大股东在市场中扮演了类似庄家的角色，与广大中小投资者的利益背道而驰。与此同时，券商基金等机构投资者普遍获利，这与中小投资者的获得感也形成了一定的反差。新“国九条”针对这一问题进行了制度性的完善，对那些分红比例不高的大股东实施减持限制，并防范打击各种违规减持行为。同时对证券基金行业加大监管，要求降低行业综合费率，要求完善与社会文化相适应的证券基金行业薪酬管理制度。这些措施将有助于逐步提升中小投资者的公平性和获得感。

随着新“国九条”的实施，资本市场积累的深层次矛盾有望逐步得到解决，从而改善股市长期不涨和中小投资者获得感较差的现状。在政策落



地和深化之后，A股投资价值的提升将是大势所趋。根据新“国九条”的规划，未来5年的目标是形成资本市场高质量发展的总体框架，2035年的目标是基本形成具有高适应性、竞争性、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。因此，制度改革对资本市场正面影响将是一个渐进的过程，投资者不能因为长期制度的改革利好而在短期投资上盲目乐观。

三、新“国九条”对当前投资格局的影响：利空小盘股，利好高股息

短期看，新“国九条”对相关各方的利空因素均存，政策关键影响有五点：

1、未必会催生全面牛市。2004年1月31日“国九条”发布后市场直到2005年6月6日才见底，2014年5月9日发布“国九条”后市场当天就是最低位。资本市场政策和宏观政策形成合力才有牛市，近日发布的M1增速和中长贷增速继续下行，这两大指标和对股市的指向意义较大，短期市场仍有压力，尤其是小盘股等结构性压力较大。

2、利空壳公司和小市值公司。新“国九条”加大退市监管力度，要求进一步消减壳资源价值，进一步严格退市标准。所有上市公司其实都包含了一定的壳价值，假定壳价值都消减2个亿，那对于20亿市值的公司来说，市值就得减少10%。微盘股过往20年持续强势的制度基础也将因退市制度的完善而逐步瓦解。

3、利空高频量化产品。新“国九条”要求集中整治私募基金领域突出风险隐患，要求加强对高频量化交易监管。未来政策倾向可能加大高频交易的成本及其它方面的限制。

4、利好高股息投资。新“国九条”要求加大对分红优质公司的激励，



要求推动提高股息率，要求增强分红稳定性、持续性和可预期性。股息率提升有利于高股息资产的赔率，而经济增速放缓有利于高股息资产的胜率。未来高息股投资将成为中长期投资主线。

5、利好 ETF 发展和大市值公司。新“国九条”要求大力发展权益基金，建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资发展。截至去年底美国 ETF 的规模已经超过主动型基金，中国 ETF 的规模占比仅 10%左右，我国 ETF 的发展潜力巨大。由于 ETF 主要是流动性较好的大市值公司，在 ETF 发展过程中大市值公司会得到更多资金的配置。

四、结论

综上所述，新“国九条”对资本市场的长期高质量发展具有深远影响，将推动解决资本市场的深层次矛盾，改善股市长期低迷的现状，并增强中小投资者获得感，逐步提升资本市场的适应性、竞争性和普惠性，彰显资本市场的政治性和人民性。从短期影响看，新“国九条”虽利空壳公司、小市值公司和高频量化产品，但利好高股息公司、大市值公司和 ETF 发展，有利于摒弃过往炒小新差的投机行为，有利于引导投资理念向价值投资转型。

（评论员：石武斌 刘东亮）