

新“国九条”的主要内容及影响解析

摘要

结合本次新“国九条”及证监会配套政策的具体内容，我们总结本次资本市场政策优化的主要内容如下：

一是从上市门槛提高、严格持续监督、加大退市监管三方面全过程发力。在发行上市方面，通过从严关上市条件，强化主板和创业板的净利润、现金流量净额、营业收入和市值等指标要求，进而凸显主板和创业板上市公司的“价值性”角色；强化科创板研发投入金额、发明专利数量及营收增长率等指标要求，进而凸显科创板上市公司的“硬科技”、“成长性”角色。

分红监管方面，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。证监会相关配套文件中，增加了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。我们根据最新标准进行测算，预计目前A股主板中547支个股（剔除已“ST”的）不满足分红要求，可能存在“ST”风险，平均市值61亿元，其中62支个股为中证1000成分股，占比6.2%。

在退市标准方面，增加了退市情形，提高亏损公司的营业收入退市指标，完善交易类退市指标等一系列举措。如主板中，亏损公司的营收指标从现行“1亿元”提高至“3亿元”，同时亏损维度增加利润总额。我们根据最新标准进行测算，预计目前A股主板中145支个股（剔除已“ST”的）不满足盈利指标要求，存在“ST”风险，平均市值31.3亿元，其中4支个股为中证1000成分股。

二是推动中长期资金入市，加强量化资金监管，增强资本市场内在稳定性。

对股指的影响：（1）政策强力护盘，股指下方空间有限，中长期趋势向好。（2）新的退市规则对分红和盈利等指标要求大幅提高，部分中小盘可能面临“ST”风险，中证1000成分股中不满足分红要求的个股数量占比6.2%，面临冲击的概率提升。（3）政策对量化资金的监管趋严，短期可能带来市场流动性和市场波动的同步降低。（3）目前沪深300、上证50、中证500、中证1000的分红率分别为3%、4%、1.9%、1.4%，后续随着分红要求的提高，股指期货贴水率将进一步扩大。

股指

专题报告

2024年4月13日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑雨婷

从业资格号：F3074875

投资咨询号：Z0017779

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

事件：

4月12日下午，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》（简称“2024年国九条”、“《意见》”）。这是继2004年、2014年先后出台促进资本市场发展“国九条”之后，再次出台的推动中国资本市场发展的纲领性文件。

三次国九条对比

发布时间	2004年1月31日	2014年5月9日	2024年4月12日
政策文件	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	《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》
背景	资本市场初具规模，但由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限，还存在一些深层次问题和结构性矛盾，制约了市场功能的有效发挥	我国资本市场快速发展，初步形成了涵盖股票、债券、期货的市场体系，为促进改革开放和经济社会发展作出了重要贡献。但我国资本市场仍不成熟，一些体制机制性问题依然存在，新情况新问题不断出现	我国资本市场快速发展，在促进资源优化配置、推动经济快速发展和社会长期稳定、支持科技创新等方面发挥了重要作用。为深入贯彻中央金融工作会议精神，要进一步推动资本市场高质量发展
主要目标	大力发展资本市场，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	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	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场
国九条	一、充分认识大力发展资本市场的重要意义	一、总体要求	一、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和任务	二、发展多层次股票市场	二、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	三、规范发展债券市场	三、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	四、培育私募市场	四、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	五、推进期货市场建设	五、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	六、提高证券期货服务业竞争力	六、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	七、扩大资本市场开放	七、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	八、防范和化解金融风险	八、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	九、营造资本市场良好发展环境	九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力

数据来源：wind

1 2024年“国九条”具体内容

2024年“国九条”涉及上市公司监管、证券基金机构监管、交易监管、投资者保护等多方面内容，具体如下：

1.1 关于总体要求，涉及“五个必须”和总体目标

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。内容包括“五个必须”，“必须坚持和加强党的领导”、“必须始终践行金融为民的理念”、“必须全面加强监管、有效防范化解风险”、“必须始终坚持市场化法治化原则”、“必须牢牢把握高质量发展的主题”。

意见提出，未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；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，投资者合法权益得到更加有效的保护；到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。

1.2 对于未上市公司，严把发行上市准入关

从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方面发力，追责机制更加健全。其中，将“提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准”，对公司发行上市要求更加严格。

1.3 严格上市公司持续监管，增强投资者利益保护

严格上市公司持续监管，包括信息披露和公司治理、减持、分红、上市公司投资价值等四方面的监管，具体规定较为细致，且全面从严。其中，“严格规范大股东尤其是控股股东、实际控制人减持，按照实质重于形式的原则坚决防范各类绕道减持”，“加大对分红优质公司的激励力度”。“引导上市公司回购股份后依法注销”，有明显利于保护投资者利益，尤其是中小投资者。

1.4 加大退市监管力度，健全退市环节投资者赔偿救济机制

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。具体包括进一步严格强制退市标准、进一步畅通多元退市渠道、进一步削减“壳”资源价值、进一步强化退市监管等四个方面。其中，“健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等要依法赔偿投资者损失”有利于增强中小投资者的利益保护。

1.5 对于证券基金机构，加强监管，推动行业回归本源、做优做强

资本市场的高质量发展，离不开证券基金机构的高质量发展。意见明确，加强行业机构股东、业务准入管理；推动行业机构加强投行能力和财富管理能力建设；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。完善与经营绩效、业务性质、贡献水平、合规风控、社会文化相适应的证券基金行业薪酬管理制度。

积极培育良好的行业文化和投资文化。完善与经营绩效、业务性质、贡献水平、合规风控、社会文化相适应的证券基金行业薪酬管理制度。持续开展行业文化综合治理，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制，坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气。

1.6 加强交易监管，增强资本市场内在稳定性

其中，股市，要强化风险综合研判，加强战略性力量储备和稳定机制建设；私募基金领域，集中整治私募基金领域突出风险隐患；债市，要完善市场化法治化多元化的债券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为；期货市场，探索适应中国发展阶段的期货监管制度和业务模式。

完善对异常交易、操纵市场的监管标准。出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管。制定私募证券基金运作规则。强化底线思维，完善极端情形的应对措施。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。

1.7 推动中长期资金入市

建立培育长期投资的市场生态，大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。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。从规模导向向投资者回报导向转变。稳步降低公募基金行业综合费率，研究规范基金经理薪酬制度。

优化保险资金权益投资政策环境。涉及全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金、个人养老金、银行理财、信托资金等中长期资金，“完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。提升企业年金、个人养老金投资灵活度。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模”。

1.8 服务高质量发展，促进新质生产力发展

推动股票发行注册制走深走实，增强资本市场制度竞争力，提升对新产业新业态新技术的包容性，更好服务科技创新、绿色发展、国资国企改革等国家战略实施和中小企业、民营企业发展壮大，促进新质生产力发展。

1.9 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。

2 2024年“国九条”的重点信息与影响解析

新“国九条”是历史上第三次出台的资本市场指导性文件，充分体现了资本市场的战略定位的提高，正如吴清主席所说，本次新“国九条”充分体现了政治性、人民性，一是强调充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线，二是强调以人民为中心的价值取向，保护投资者特别是中小投资者的合法权益

吴清表示，新“国九条”与证监会会同相关方面组织实施的落实安排，共同形成“1+N”政策体系。其中，“1”就是意见本身，“N”就是若干配套制度规则。“1+N”政策体系以强监管、防风险、促高质量发展为主线，是一个相辅相成的有机整体。

近期，证监会配套制度规则相继发布。3月15日，证监会集中发布四项“两强两严”政策文件，涵盖“严把发行上市准入关、加强上市公司监管、加强证券公司和公募基金监管，以及加强证监会自身建设”四大方面。4月12日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，与新“国九条”中退市监管有关规定一脉相承。

结合本次新“国九条”及证监会配套政策的具体内容，我们总结资本市场政策的重点信息如下：

一是从上市门槛提高、严格持续监督、加大退市监管三方面全过程发力。

在发行上市方面，通过从严关上市条件，强化主板和创业板的净利润、现金流量净额、营业收入和市值等指标要求，进而凸显主板和创业板上市公司的“价值性”角色；强化科创板研发投入金额、发明专利数量及营收增长率等指标要求，进而凸显科创板上市公司的“硬科技”、“成长性”角色。

分红监管方面，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示；加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率；推动一年多次分红、预分红、春节前分红等。证监会相关配套文件中，增加了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。如主板中，对符合分红基本条件，最近三年会计年度累计分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额都低于5000万元的公司，实施ST。根据最新标准，目前A股主板中547支个股（剔除已“ST”的）不满足分红要求，存在“ST”风险，平均市值61亿元，其中62支个股为中证1000成分股，占比6.2%。

最后，在退市标准方面，增加了退市情形，提高亏损公司的营业收入退市指标，完善交易类退市指标等一系列举措。如主板中，亏损公司的营收指标从现行“1亿元”提高至“3亿元”，同时亏损维度增加利润总额，即主板中，最近一个会计年度营业收入小于3亿，且扣非净利润或者净利润为负的公司，将实施ST。根据最新标准，目前A股主板中145支个股（剔除已“ST”的）不满足盈利指标要求，存在“ST”风险，平均市值31.3亿元，其中4支个股为中证1000成分股。

符合“ST”条件的主板个股统计（以 2022 年及以前 2 年的年报为样本数据）

指标	2022 年（主板样本 3202 支）
营业收入<3 亿 且扣非净利润或净利润<0	181 支个股（其中 36 支已被列为“ST”； 145 支未被列为“ST”，平均市值 31.3 亿元， 其中 4 支个股为中证 1000 成分股）
最近 3 个会计年度累计现金 分红总额低于平均净利润的 30%， 且累计分红金额低于 5000 万 元	553 支个股（其中 6 支已被列为“ST”； 547 支未被列为“ST”，平均市值 61 亿元， 其中 62 支个股为中证 1000 成分股）

数据来源：wind

二是推动中长期资金入市，加强量化资金监管，增强资本市场内在稳定性。

新“国九条”具体要求建立培育长期投资的市场生态，构建支持“长钱长投”的政策体系，推动指数化投资发展，建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道；对保险资金、社保基金、养老金等长期资金入市作出分类部署，鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场等。

同时，要求完善对异常交易、操纵市场的监管标准，量化资金受到的监管趋严。同日，证监会就《证券市场程序化交易管理规定（试行）》公开征求意见，进一步细化程序化交易监管要求，特别明确北向程序化交易按照内外资一致的原则，纳入报告管理，执行交易监控标准。

对股指的影响：（1）政策强力护盘，股指下方空间有限，中长期趋势向好。（2）新的退市规则对分红和盈利等指标要求大幅提高，部分中小盘可能面临“ST”风险，中证 1000 成分股中不满足分红要求的个股占比 6.2%，面临冲击的概率提升。（3）政策对量化资金的监管趋严，短期可能带来市场流动性和市场波动的同步降低。（3）目前沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 的分红率分别为 3%、4%、1.9%、1.4%，后续随着分红要求的提高，股指期货贴水率将进一步扩大。

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明