



## “新国九条”的颁布及对资本市场 和银行业的影响

### 要点:

- 2014 年 5 月 9 日发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，从股市、债市、私募、期货、行业、防范风险等角度，共计 9 条 33 项，对资本市场改革发展工作提出了总体部署。
- 我们认为，“新国九条”在我国资本市场制度建设上具有里程碑意义，突出了员工持股计划、股票发行注册制改革、市场化并购重组、强制退市制度等十大亮点。它的推出旨在进一步明确以市场化的方向和意志推进资本市场建设；进一步拓展资本市场的深度和广度；激发金融创新；中长期对股市形成利好，后续制度红利值得关注。
- 对银行业而言，“新国九条”将促进直接融资发展，并对商业银行传统经营模式提出挑战；将促使资本市场多元化，并激发商业银行产品创新；促进建立多层次的综合防控金融风险体系。

金融研究总监：詹向阳

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱妮  
杨苒 李露 孙含越

执笔：杨苒

yangxing@icbc.com.cn

相关研究：

2014/5/22 《对存款准备金率的几点认识》

2014/5/19 《微刺激政策下经济难言企稳新国九条夯实资本市场基础——2014 年 5 月国内经济、金融动态月报》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

目 录

---

一、“新国九条”的核心目标和主要内容.....	1
二、“新国九条”的十大亮点.....	2
三、“新国九条”对资本市场的影响.....	4
四、“新国九条”对银行业的影响.....	5



2014 年 5 月 9 日,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(以下简称“新国九条”)出台。“新国九条”在我国资本市场制度建设上具有里程碑意义,可比肩 2004 年第一次“国九条”(2004 年 1 月 31 日国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》),以及 2013 年第二次“国九条”(2013 年 12 月 27 日国务院办公厅发布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》)。

### 一、“新国九条”的核心目标和主要内容

**“新国九条”核心目标是：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。**在未来五至六年内,全力打造多层次资本市场,从场内到场外、从公募到私募、从股权到债权、从现货市场到衍生市场,将是一个全方位的战略布局。其主要内容包括:

**一是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。有助于改善 A 股市场投资环境,优化投资机构,促进市场投资风格由“投机”向“投资”的转变。

**二是规范发展债券市场。**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。快速推进债券品种的丰富,地方政府债券、中小企业债券、资产证券化将是主要的创新方向。打破债券市场分割,快速推进建立统一的债券市场。

**三是培育私募市场。**建立健全私募发行制度、发展私募投资基金。通过培育私募市场,增强对新兴产业、中小微企业的服务能力,同时有效拓宽居民投资渠道,激发民间投资活力,提高社会资金使用效率。

**四是推进期货市场建设。**发展商品期货市场、建设金融期货市场。持续提高证券期货服务业竞争力,包括放宽业务准入、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等。

**五是扩大资本市场开放。**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。证券行业的业务种类将增加，业务限制将松绑，综合经营是大势所趋。

**六是防范和化解金融风险。**包括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等四项。针对互联网业务的潜在风险隐患，强调要建立健全证券期货互联网监管规则，以堵塞监管漏洞，强化风险监测。

**七是营造资本市场良好发展环境。**包括健全法规制度、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、加强协调配合、规范资本市场信息传播秩序等六项。

### 二、“新国九条”的十大亮点

总体来看，“新国九条”突出了十大亮点：

**亮点一：与旧“国九条”不同，“新国九条”在纲领段落写下了“推动混合所有制经济发展”，在随后的段落又明确“完善上市公司股权激励制度，允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计划。”**当前员工持股计划和股权激励制度并不被市场普遍重视，“新国九条”有望配合政府推进国企改革和鼓励兼并收购的政策方向，提升A股上市公司的经营效率。同时，“新国九条”还首次明确——鼓励上市公司建立市值管理制度。当前市场普遍缺乏市值管理和配套制度。若未来把国企高管的考核与市值管理连接，再加上员工持股，有望将国企颓势扭转。但关键要看落实以及激励幅度大小。

**亮点二：推行股票发行注册制改革。**长期以来，中国资本市场上投融资比例失调，投资者的利益长期得不到满足，定价机制扭曲，人情保价、内幕交易等顽疾长期存在。为了改变这些顽疾，“新国九条”提出积极稳妥地推进股票发行注册制改革，逐步探索符合中国实际的股票发行条件、上市标准和审核方式，建立和完善以信息披露为中心的股票发行制度。

**亮点三：重申了市场化并购重组政策。**“新国九条”要求，尊重企业自主决策，鼓励各类资本公平参与并购，破除市场壁垒和行业分割，实现公司产权和控制权跨地区、跨所有制顺畅转让。市场化并购重组可能是推动未来国企改革的重要推手，将成为我国



未来整体经济领域市场化改革的重要渠道。

**亮点四：新三板以及区域性场外市场将获得大发展。**意见指出，要“加快完善全国中小企业股份转让系统，建立小额、便捷、灵活、多元的投融资机制。”这意味着新三板也有望成未来数年中国资本市场热点之一。创业板和新三板的快速融资机制相当于为这些公司提供了无限快速募集资金的通道，这种通道将加剧创业板进一步分化，加快创业板上市公司优胜劣汰的过程。

**亮点五：逐步提高证券期货行业对外开放水平。**这其实是化解目前股市低迷之大问题的关键——解决 A 股缺钱问题。长期以来，沪、深股市合格境外机构投资者持股占流通市值比例不到 2%，而从全球范围看，境外投资者相关占比大多在 25%至 45%之间。在前期政策基础上，国务院再提“扩围增资”，扩大合格境外机构投资者、合格境内机构投资者的范围，提高投资额度与上限。这将进一步促进国外资金流入股票市场。

**亮点六：强制退市制度。**“新国九条”首次强调，欺诈发行的上市公司将实行强制退市。并要求明确退市公司重新上市的标准和程序，逐步形成公司进退有序、市场转板顺畅的良性循环机制。随着股票发行注册制和退市制度改革的推进，我国股票市场将建立“有进有出”的顺畅机制。可以预期，不久的将来，A 股市场将出现上市公司主动退市案例，从而进一步加强对投资者保护。

**亮点七：强调培育私募市场。**“新国九条”提出，私募发行不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。从“新国九条”中的表述顺序看，股票市场排在第一位，债券市场排在第二位，培育私募市场排在第三位。不论是篇幅和位置，都说明了监管部门在未来的规划中，将“培育私募市场”定位于比较重要的发展方向之一。

**亮点八：交叉持牌。**“新国九条”要求，实施公开透明、进退有序的证券期货业务牌照管理制度，研究证券公司、基金管理公司、期货公司、证券投资咨询公司等交叉持牌，支持符合条件的其他金融机构在风险隔离基础上申请证券期货业务牌照。积极支持民营资本进入证券期货服务业。支持证券期货经营机构与其他金融机构在风险可控前提下以相互控股、参股的方式探索综合经营。交叉持牌也意味着在证券、期货行业里面的混业经营，它从制度层面上予以确认，这对于提高整个证券业机构的综合竞争力是非常

重要的。

**亮点九：互联网金融。**“新国九条”首次提到，引导证券期货互联网业务有序发展，建立健全证券期货互联网业务监管规则。支持证券期货服务业、各类资产管理机构利用网络信息技术创新产品、业务和交易方式。支持有条件的互联网企业参与资本市场，促进互联网金融健康发展。目前具备金融资本和渠道资源的互联网企业等待的就是金融开放政策，互联网企业可能将在证券期货市场发起新的收购、参股和承销、服务等业务，并给终端投资者带来比较实际的利益。

**亮点十：税收政策。**“新国九条”专门提出，按照宏观调控政策和税制改革的总体方向，统筹研究有利于进一步促进资本市场健康发展的税收政策。可以借鉴成熟市场经验，完全废除证券交易印花税，取而代之开征资本利得税，这样做更符合税制精神。

### 三、“新国九条”对资本市场的影响

我们认为，“新国九条”是基于国家战略角度对资本市场顶层设计的纲领性文件。国务院此次公布的《意见》释放的一个重要信号，就是要让资本市场担当结构调整的急先锋，让资本市场依照市场化运行的原则运行，在新一轮的经济结构转型和发展中发挥更大的作用。

首先，它的推出旨在进一步明确以市场化的方向和意志推进资本市场建设。中国的资本市场成立之初在制度设计上就存在偏差。一是在定位上偏向筹资方，即上市公司，对投资者保护不够；二是行政干预，实行审批制。这两点导致中国资本市场结构、投资理念文化等有问题。“新国九条”将从根本上解决这些问题，深度推进资本配置市场化，通过着力推进制度建设、优化市场环境，真正理顺市场和政府在资本市场发展中的关系，让投资者长远受益。例如，注册制改革强化发行人和中介机构信息披露责任，上市公司操纵业绩的动机将受到抑制；放宽准入将加剧证券期货的业务竞争；深化债券市场互联互通，将完善债券品种在不同市场的交叉挂牌及自主转托管机制，促进债券跨市场顺畅流转。

其次，拓展资本市场的深度和广度。长期性和系统性是“新国九条”区别于一般政策的重要特点。通过加快建设多渠道、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，一张立体式的改革蓝图已经呈现。从全面深化改革到与投资者利益并重，未来资本市场服务实体经济回归资源配置的本源作用将更加体现，对完善现代企业制度和公司治理结构，提高上市公司质量，增强企业竞争能力，促进资本形成和股权流转发挥重要作用。并成为中国经济提质增效、调整结构促转型、盘活经济创新市场活力进程中的重要基础平台。

**第三，依照市场化运行的原则，许多创新会被激发出来。**例如，股票发行注册制的推进、区域性股权市场纳入多层次资本市场体系、强化资本市场的产权定价和交易功能、市场化并购重组、退市制度、上市公司质量上升等，这些都是市场化的必然要求，也是资本市场完善后的必然结果。而创新的主体则为市场参与者，创新必然涉及金融产品创新、服务创新和组织创新。现代的投资银行、更多的金融产品和更丰富的金融工具都是下一阶段需要完成的任务之一。

**第四，作为顶层设计的纲领性文件，“新国九条”的推出，中长期对股市是重大利好，考虑到证券法目前也正在修订，后续资本市场制度红利值得关注。**一是在定位上平衡投资者与融资者之间的利益；二是加强监管，增加违规成本；三是在投资者结构上，注重培养机构投资者，如民营的私募，国外机构投资者等；四是在市场结构上，建设多层次市场，增加与实体经济的良性互动。但同时，短期来看，由于“新国九条”只是一个纲领性文件，具体落实需要一个过程，市场的眼光或继续集中在一些短期事件上，如房地产量价齐跌、经济下滑，预计短期股票市场仍然以震荡为主。

#### 四、“新国九条”对银行业的影响

**首先，“新国九条”将促进直接融资发展，并对商业银行传统经营模式提出挑战。**近十年来，虽然我国间接融资占比逐渐下降，但仍居社会金融体系的主导地位（2002年至2013年，我国人民币信贷占社会融资总量的比重由91.9%下降到2013年的51.4%，再考虑到外币信贷、未贴现银行承兑汇票和人民币信贷一样均属于银行提供信用的范畴，这三项合计占社会融资比重在2013年为59.3%）。与此同时，委托贷款和信托贷款两项占社会融资总量的比重从2006年的8.2%提高到2013年的25.4%，成为增长最快的部分，而这部分可视为“影子银行”。因此，虽然近年来股票、债券等直接融资占社会融资规模的比重由2002年的4.9%提升到2013年11.7%，取得了较大发展，但纵向相比，

远低于影子银行的扩张速度；横向相比，其占比不仅低于美国、日本、德国等发达国家，也低于印度、印度尼西亚等发展中国家。“新国九条”的出台，将促进资本市场在深度和广度上的全面发展，不断提高直接融资比重，促使社会融资渠道和资金流向发生重要转变，使社会储蓄高效转化为投资的机制更加多元化，对商业银行以存、贷为主体的传统经营模式提出挑战。

**其次，“新国九条”将促使资本市场多元化，并激发商业银行产品创新。**培育私募市场、交叉持牌、健全期货市场等制度顺应当前我国居民多元化投资和企业多样化融资的大趋势，并丰富金融工具和产品供给，提高证券期货经营机构的服务能力和水平。以期货市场为例，目前，国际衍生品市场中，金融期货及衍生品占比超过90%。我国期货市场仍以商品期货为主，金融期货发展不够，相应的新型交易工具多数还处于研发阶段。对此，“新国九条”提出，配合利率市场化和人民币汇率形成机制改革，适应资本市场风险管理需要，平稳有序发展金融衍生产品。这包括了权益类、利率类、汇率类三大类金融衍生品。这将促使商业银行积极开发与之相关的金融衍生产品创新，增强与资本市场的联动能力，开展多元化综合化经营，持续提升手续费与佣金收入。

**第三，“新国九条”促进建立多层次的综合防控金融风险体系。**近年来，我国大量资金涌进影子银行，由于影子银行涉及银行、信托、证券、保险等多个行业，横跨信贷、资本、保险、理财等多个金融市场，存在监管真空和套利行为，有可能引发系统性金融风险。“新国九条”明确提出要“加强涵盖资本市场、货币市场、信托理财等领域的跨行业、跨市场、跨境风险监管”，“从严查处证券期货违法违规行为”和“加强互联网金融监管”，这将有效构建多层次的综合风险防控体系，降低金融杠杆和防止关联交易，从而建立规范的金融市场环境，促进商业银行有效防范系统性风险。