下载日志已记录，仅供内部参考

“924”政策两周年（下）：重塑资本市场内在逻辑

报告发布日期 2026 年 09 月 22 日

证券分析师
黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320
陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320
孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
邵睿思 执业证书编号：S0860126070043
shaoruisi@orientsec.com.cn
010-66210535

相关报告
搬走美债利率高塔上的一块“砖”：——宏观周观点 20260920 2026-09-21
供给边际改善，修复动能待夯实：——2026 年 8 月经济数据点评 2026-09-16
内生信用仍弱，债强贷弱延续：——2026 年 8 月金融数据点评 2026-09-15

研究结论

- **924 的意义不只是扭转了一轮市场下跌，更重要的是资本市场在宏观经济中的角色发生变化。资本市场由经济基本面、市场预期和交易结构的结果映射，逐步纳入宏观政策传导和金融稳定框架。**

- 924 之前，政策端活跃市场并非直接给增量资金支持，而是从交易成本和杠杆资金方面着力、融资端清淤。

- **924 之后资本市场政策从“稳市场”走向“重投资、强活跃、促转型”。**其转折体现在三个层面：**一是顶层定调升级，**对资本市场措辞从“活跃”到“稳定”再到“提振”，政治局会议提及资本市场更加频繁；**二是政策工具质变，**新设货币政策工具提供资金支持，稳市操作更积极主动。**三是，功能定位深化，**资本市场从重融资转向投融资并重，通过资本市场更好发挥支持科技创新、产业升级的枢纽作用。

- **924 的关键变化在于资本市场从结果变量，逐步成为宏观政策传导至实体经济的“政策变量”。**924 的政策传导链条增加了两个新的环节：一是预期管理，政策直接作用于风险评价和偏好；二是通过资产价格与财富效应影响居民和企业行为，传导至实体经济。市场表现也印证 924 的重要意义在于由政策触发正反馈。

- **924 之后稳市机制常态化，并不只是因为外部冲击增多，更重要的是资本市场的宏观重要性上升。**宏观重要性体现在：从地产经济走向科技经济，资本市场需要成为新增长循环的枢纽。从房产财富走向权益财富，也意味着居民需要通过权益市场分享新经济增长的成果。随着中国转型进程持续推进，融资体系重构和居民财富迁移正在进行时，资本市场逐渐承担起连接科技产业发展与改善居民财富回报的新功能。

- **仍需指出的是，924 改善了金融条件，但下一阶段决定市场高度是实体经济基本面。**924 政策可以改变资产定价的分母端，却无法长期替代分子端。下一阶段，关键在于资本市场能否支撑科技创新和产业升级，并转化为更广谱的盈利增长，居民能否通过权益资产获得持续合理的投资回报。**但资本市场无法单独解决产业分化、收入和财富分化的问题，仍需收入分配、社会保障、长期资金入市等配套机制的配合。**

- 风险提示：对政策理解存在偏差；经济基本面修复不及预期；科技产业发展及盈利兑现不及预期；资本市场波动加大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、924 资本市场定调之变：从“稳市”走向“重塑” 4

二、924 后的资本市场表现：前所未有的韧性提升 6

三、迈向新阶段：转型时代资本市场的宏观重要性 7

风险提示 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：2024 年 924 前后，资本市场政策基调从“活跃”到“稳定”再到“提振”.....5
图 2：924 资本市场政策形成资金、回报和产业的完整链条.....5
图 3：924 之前政策端多次稳市但未扭转指数下行趋势，924 是关键转折.....6
图 4：924 与历次稳市政策的区别，不只是涨幅而是市场修复的广度.....7
图 5：融资体系重构进行时：间接融资降、直接融资升.....8
图 6：2024 年权益市场改善改变居民资金流向：存款降、金融资产升.....8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

基于对 924 所带来经济变化的研究，我们认为 924 政策并未依赖增量资金直接刺激总需求，而是优先修复政府、企业、居民三大部门的资产负债表。这一过程中，资本市场并非旁观者：它既是企业融资条件修复的关键一环，也是居民财富效应从地产向权益切换的核心载体。本篇聚焦市场维度，进一步探讨 924 及之后资本市场政策、表现发生了什么变化。

我们认为，924 的意义不只是扭转了一轮市场下跌，更重要的是资本市场在宏观经济中的角色发生变化。资本市场由经济基本面、市场预期和交易结构的结果映射，逐步纳入宏观政策传导和金融稳定框架。具体表现为，从过去偏重融资功能，深化融资与投资并重转型；更加重视市场活跃度和稳定性。其背后对应的是中国经济增长模式和居民财富结构的变化——地产作为经济动能和居民主要财富载体的时代已经弱化，而科技正成为新的增长动能，资本市场需要承担连接科技产业发展与改善居民财富回报的新功能。

一、924 资本市场定调之变：从“稳市”走向“重塑”

924 之前，资本市场政策主要从交易和制度层面活跃市场。2023 年 7 月中央政治局会议首次顶层定调“要活跃资本市场，提振投资者信心”。同年 8 月 27 日印花税减半、降低融资保证金、阶段性收紧 IPO 节奏和规范股份减持的政策组合“四箭齐发”。这一时期上证综合指数点位并非处于历史极低位或长期下行区间，政策端提出活跃资本市场的核心背景不在于指数跌的多，而在于资本市场生态恶化、融资和投资功能失衡，以及基本面修复不及预期。**因此，政策端不是直接给增量资金支持，而是从交易成本和杠杆资金方面着力、融资端清淤。**

924 之后资本市场政策从“稳市场”走向“重投资、强活跃、促转型”。其转折体现在三个层面：一是顶层定调升级，对资本市场措辞从“活跃”到“稳定”再到“提振”，政治局会议提及资本市场更加频繁；二是政策工具质变，新设货币政策工具提供资金支持，稳市操作更积极主动。三是，功能定位深化，资本市场从重融资转向投融资并重，通过资本市场更好发挥支持科技创新、产业升级的枢纽作用。

924 的第一重变化：对资本市场的顶层措辞从“活跃”到“稳定”再到“提振”，政治局会议提及资本市场更加频繁。2023 年 7 月到 924 之前，政策端的定调转变为“提升资本市场内在稳定性”，政策重心落在监管和制度改革。而在 2024 年 9 月 26 日中央政治局会议将定调升级为“努力提振”资本市场，此后历次政治局会议持续跟进，从“稳住楼市股市”、“持续稳定和活跃资本市场”，到“巩固资本市场回稳向好的势头”、“提升资本市场韧性和信心”。措辞从“活跃”“稳定”再到“提振”，升级的背后是政策态度与力度的质变。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：2024 年 924 前后，资本市场政策基调从“活跃”到“稳定”再到“提振”



数据来源：中国政府网、国务院新闻办公室、国家税务总局、中国证监会、新华网等，东方证券研究

924 的第二重变化：政策工具升级为货币政策工具提供资金支持，强化多部门协同，稳市操作更积极主动。2024 年 924 资本市场政策形成资金、回报到产业的完整链条。第一是稳定市场流动性和增量资金来源。央行首次创设专门支持资本市场的货币政策工具，提供“真金白银”的增量资金，并拟建立类平准基金。第二是推动中长期资金入市，改善市场投资者结构。发布《推动中长期资金入市指导意见》，将长钱长投的政策理念正式落实为刚性准则。第三是从改善资金供给到进一步改善投资回报。第四是把资金导向新经济。核心突破一是政策工具升级为货币政策工具；二是，资本市场稳定任务由此前资本市场监管部门为主，转向央行、证监会、金融监管总局协同。

图 2：924 资本市场政策形成资金、回报和产业的完整链条



数据来源：中国政府网、国家金融监督管理总局、中国证监会、新华网等，东方证券研究

924 的第三重变化：政策重心进一步由融资端转向融资与投资相协调。924 之前，资本市场政策以融资端制度建设为主：2023 年中央金融工作会议强调“推动股票发行注册制走深走实”，“新国九条”以“强监管、防风险”为主线，重点在严把发行上市准入关、严格上市公司监管、健全

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

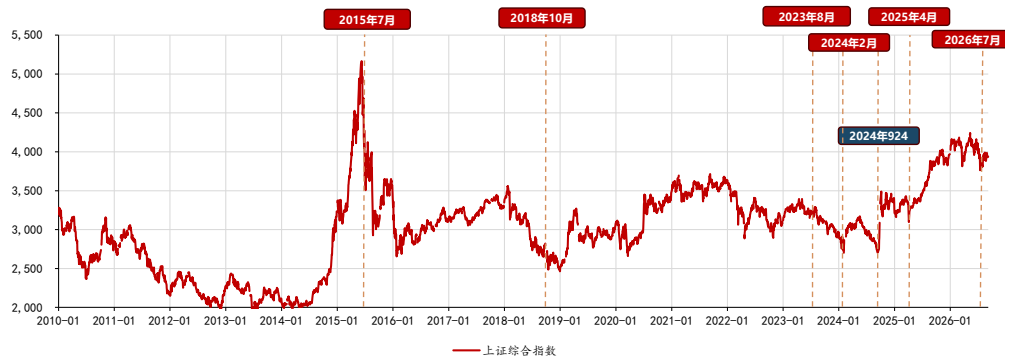
下载日志已记录，仅供内部参考

退市机制等举措。2024 年 7 月党的二十届三中全会首次提出“健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展”。924 的政策部署也体现对这一顶层设计的落实，政策天平从融资端向投融资平衡实质性倾斜，核心政策中偏融资端的并购重组政策也和市值管理、新质生产力发展挂钩。

二、924 后的资本市场表现：前所未有的韧性提升

2023 年至 2024 年初，政策端已经多次采取稳市措施，包括 2023 年 7 月政治局会议后的“四箭齐发”、2023 年 10 月中央汇金增持四大行、2024 年 2 月汇金大规模增持 ETF，但政策脉冲消退后，市场仍回归下行轨道。**核心原因在于，政策更多解决的是流动性和交易层面的风险，但未改变经济基本面走弱、预期偏弱、风险偏好下降的格局。**

图 3：924 之前政策端多次稳市但未扭转指数下行趋势，924 是关键转折



数据来源：Wind，东方证券研究

924 的关键变化在于资本市场从结果变量，逐步纳入宏观政策传导和金融稳定框架。过去，宏观政策主要通过流动性和企业盈利影响股票市场，股票市场是基本面、市场预期和交易结构影响下的结果变量。924 的政策传导链条增加了两个新的环节：一是预期管理，政策直接作用于风险评价和偏好；二是通过资产价格与财富效应影响居民和企业行为，传导至实体经济。资本市场由结果变量，逐步成为宏观政策传导至实体经济的“政策变量”。

市场表现也印证了 924 所带来的机制变化，其重要意义不在于指数上涨幅度更大，而在于市场出现了由政策触发的正反馈。从历史比较看，924 之后市场呈现出价格、成交、杠杆资金、估值和风险溢价同步修复，前后 5 日成交额增长 184.7%，两融余额 T+20 增长 21.26%，PE（TTM）提升 2.60 倍、ERP 下降 9.02%。政策阻断了市场负反馈，并由风险偏好回升、成交放大、增量资金进入，到财富效应和市场信心改善，进一步吸引资金进入，建立起正反馈。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：924 与历次稳市政策的区别，不只是涨幅而是市场修复的广度

事件	T日(政策日)	T日上证收盘	价格反应				最大回撤(T+60内)	流动性/情绪	两融变化(T+20)	风格轮动小盘/大盘(T+20)	估值修复	
事件	T日(政策日)	T日上证收盘	T+1涨跌幅	T+5涨跌幅	T+20涨跌幅	T+60涨跌幅	最大回撤	前后5日成交额变化率	两融余额变化率(T+20)	中证1000超额沪深300(T+20)	PE(TTM)变化(T+20)	ERP变化(T+20)
2015救市	2015-07-06	3776	-1.29%	5.15%	-4.05%	-19.54%	-22.47%	-27.20%	-26.70%	2.71%	1.71	1.87%
2018股权质押纾困	2018-10-19	2550	4.09%	1.90%	5.04%	-0.60%	-3.38%	28.08%	0.51%	12.18%	0.42	21.20%
2023活跃资本市场	2023-08-28	3099	1.20%	2.53%	0.55%	-1.86%	-5.14%	19.34%	2.97%	2.79%	0.38	-11.52%
2024.2汇金大规模增持	2024-02-06	2789	1.44%	4.34%	10.00%	13.08%	1.44%	27.08%	2.74%	10.65%	1.15	14.28%
2024.9.24组合拳	2024-09-24	2863	1.16%	16.53%	15.25%	17.64%	1.16%	184.67%	21.26%	10.66%	2.60	-9.02%
2025.4关税冲击	2025-04-08	3146	1.31%	3.88%	6.56%	10.39%	1.31%	15.84%	-0.39%	5.82%	1.09	2.68%
2026.7科技股调整	2026-07-20	3796	1.79%	1.63%	4.91%	/	/	-10.18%	-0.92%	11.29%	0.86	5.12%

数据来源：Wind，东方证券研究

三、迈向新阶段：转型时代资本市场的宏观重要性

924 之后，稳市机制走向常态化，背后不仅是外部冲击增多，更体现资本市场的宏观重要性上升。2025 年 4 月关税冲击以及 2026 年 7 月市场调整的过程中，政策响应更加及时，央企增持、股票回购以及再贷款工具发挥稳市作用。与过去市场大幅波动后再进行“应急式托底”的短期救市不同，稳市机制更加常态化、制度化。如今，股票市场承担转型背景下融资体系重构、居民财富、市场信心等多重功能，市场波动对实体经济和金融体系的影响也更加直接。因此，稳市政策常态化的背后是股票市场在宏观经济体系中的权重正在上升。具体体现在：

一是，从“地产经济”到“科技经济”，资本市场需要成为新增长循环的枢纽。房地产时代，经济增长高度依赖银行信贷、土地和房地产投资，企业融资更多依赖银行体系。而科技经济与地产经济对资本市场的需求存在根本差异。科技企业通常具有前期投入大、研发周期长、盈利兑现滞后等特征，更依赖风险承担能力更强的股权资本。因此，从地产经济向科技经济转型，本质上也意味着经济融资体系需要从间接融资为主转向直接融资市场。

二是，从“房产财富”到“权益财富”，居民需要新的财富效应载体。过去二十年，中国居民分享经济增长的重要方式之一，是通过房地产资产价格和相关收入实现财富积累。随着房地产市场持续调整，地产财富效应减弱。与此同时，中国经济的增长动能从地产链逐步向科技和新质生产力转移。权益市场未来可能成为居民分享新经济增长成果的渠道。

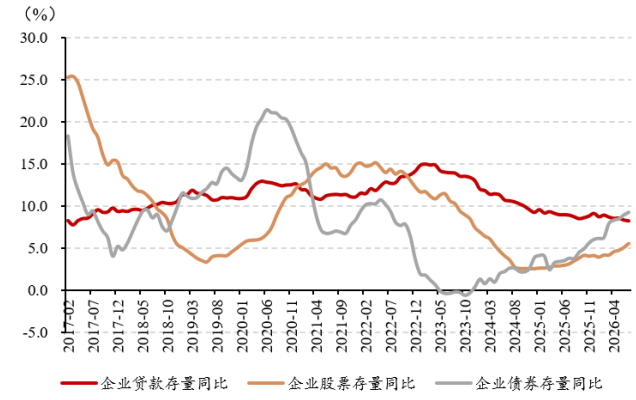
当前，中国转型进程持续推进，融资体系重构和居民财富迁移正在进行时。过去，融资体系与地产深度绑定，大量理财、信托等资管产品实际上以房地产作为底层资产，资产价格表现出相关性，因而居民总储蓄流向金融资产和房地产的资金占比走势基本一致（图 6）。2024 年前后，企业信

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

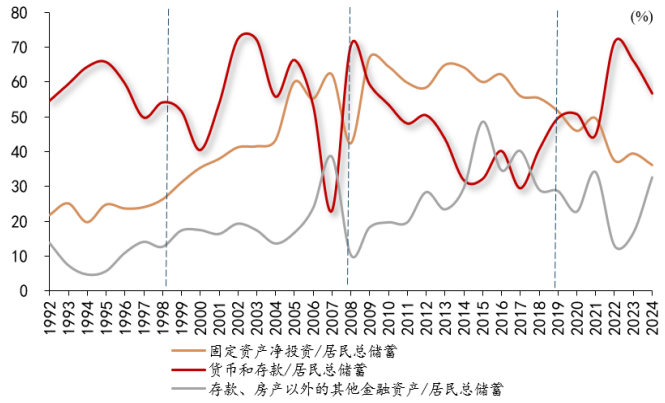
贷存量同比见顶回落，企业债和股票融资“接力”；权益市场在 924 提振之后，吸引居民资金流向改变，资本市场逐渐承担起连接科技产业发展与改善居民财富回报的新功能。

图 5：融资体系重构进行时：间接融资降、直接融资升



数据来源：Wind，东方证券研究

图 6：2024 年权益市场改善改变居民资金流向：存款降、金融资产升



数据来源：Wind，东方证券研究

但仍需指出的是，924 改善了金融条件，下一阶段决定市场高度是实体经济基本面。924 及其之后的政策，解决的主要是资本市场的金融条件问题：提供流动性支持、提振市场预期、优化投资者结构并改善市场生态。这些政策可以改变资产定价的分母端，却无法长期替代分子端。下一阶段，关键在于资本市场能否支撑科技创新和产业升级，并转化为更广谱的盈利增长，居民能否通过权益资产获得持续合理的投资回报。**但资本市场无法单独解决产业分化、收入和财富分化的问题，仍需收入分配、社会保障、长期资金入市等配套机制的配合。**

风险提示

对政策理解存在偏差；经济基本面修复不及预期；科技产业发展及盈利兑现不及预期；资本市场波动加大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。