分报告之五：
2014 年中国证券公司投资业务发展回顾与展望

第一章
2014 年中国证券公司投资业务的总体情况

第一节　2014 年中国证券公司传统投资业务发展情况

一、2014 年中国证券公司传统投资业务运行情况

我国证券公司传统投资业务可划分为权益投资和固定收益投资两大类。2014 年，证券投资业务成为上市证券公司各项业务中最大的亮点之一，多家证券公司自营业务实现较快增长。2014 年证券公司营业收入中含公允价值变动的证券投资收益达 710 亿元；固定收益和权益投资均取得较高收益（见表 1－1）。

表 1－1　　2014 年 12 月底证券行业自营业务运作情况　　（单位：亿元）

序号	指标	期末账面成本	期末公允价值	期末市值
1	股票投资	1 201.25	1 446.08	1 446.73
2	基金投资	571.12	600.55	599.69

续表

序号	指标	期末账面成本	期末公允价值	期末市值
3	债券投资	5 561.29	5 570.28	5 574.45
4	权证投资	0.00	0.00	0.00
5	其他证券产品投资	1 088.50	1 158.34	1 143.47
6	证券投资产品合计	8 422.17	8 775.26	8 764.34

资料来源：中国证券业协会统计数据。

（三）2014 年 A 股市场运行情况

2014 年全球经济缓慢复苏，国内经济仍处于增速小幅下调的阶段。在此背景下，上半年投资者信心低迷，A 股持续走弱。2014 年 5 月习近平主席提出经济“新常态”思路后，各部委相继出台措施贯彻落实，但市场仍然处于观望状态。7 月经济开始出现企稳信号，加之“沪港通”带来增量资金的预期，A 股随之出现止跌回升。伴随着经济“新常态”及对改革和开放的乐观预期深入人心，中国人民银行主导的利率下降和 11 月份的降息，A 股继续快速走高。以证券公司为领涨板块的传统蓝筹股开始轮动，成为推动股指上行的主要动力。2014 年上证指数收盘于 3234.68 点，全年上涨 1118.7 点，从 2000 点站上 3000 点台阶。2014 年，上证指数、深证成指、中小板指数、创业板指数分别上涨了 52.87%、35.62%、9.67%、12.83%。A 股的总市值超越日本股市，成为全球第二大市场，单日成交突破万亿元大关。

（二）2014 年证券公司传统投资业务发展现状

证券公司传统投资规模稳中趋升。证券公司传统投资主要指方向性股票投资业务。2014 年以来，主流大中型证券公司方向性自营平均规模稳定在 30 亿元左右，随着 2014 年下半年市场的上涨，大中型证券公司的方向性自营规模出现增加的趋势。证券公司证券投资收益大幅增长，含公允价值变动的证券投资收益达 710 亿元，同比大幅增长 132%。

在过去几年的震荡市中，证券公司传统投资与创新投资的结合从无到有，对创新工具的运用逐渐增多，如股指期货在传统股票自营业务的仓位管理过程中起到了积极的套期保值作用，并有利于市场价格的稳定。2014 年，更多的证券公司加入了对冲套期保值的队伍，如中信证券等中大型证券公司，均对传统权益投资进行了套期保值，进行了风险敞口的有效管理，并获取了相应的收益。

二、中国证券公司传统投资业务发展特征

（一）证券公司传统投资收入回升，且受股指波动的影响减小

过去证券公司传统投资收入受股指波动的影响较大。2008 年金融危机以来，沪深股指

经历了大幅震荡，过去从事方向性投资的权益投资业务收益率也经历了大起大落。在对冲工具运用较少的情况下，权益类投资收益率受股指波动的影响较大。由于固定收益类的投资收益波动性较小，证券公司传统投资收入主要受权益类业务收入波动影响，进而与股指波动的相关性较高。随着证券公司传统投资对风险对冲工具的运用越来越多，证券公司传统投资收入受股指波动的影响减小，但与指数的相关性仍然很高（见图 1－1）。

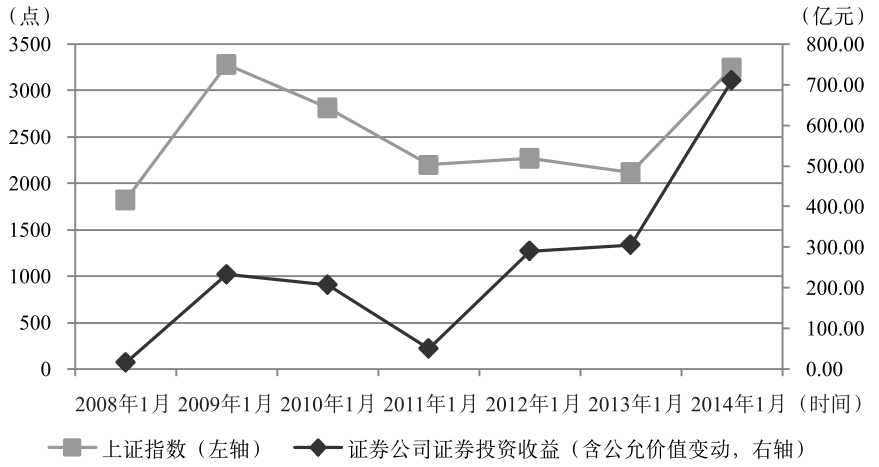

图 1－1　证券公司投资收益与上证指数走势

资料来源：中国证券业协会统计数据，Wind 资讯。

（二）证券公司传统投资与创新投资融合度提升

2014 年以来，证券公司传统投资对风险对冲工具的运用常态化。除股指期货套期保值之外，一些大中型证券公司的权益投资部门开展了无风险套利策略，如期现套利与 ETF 套利策略，证券公司传统投资与创新投资融合度提升。

（三）证券公司传统投资迈向国际化

2014 年以来，证券公司传统投资迈向国际化的步伐继续加快。证券公司自营可通过基金或证券公司资管的 QDII 专户通道进行跨境投资，也可通过香港地区的子公司进行跨境投资。过去几年，大中型证券公司的跨境投资业务取得了良好的业绩。2014 年，随着“沪港通”业务正式推出，证券公司投资业务国际化的通道进一步拓宽。

（四）证券公司传统投资与多层次资本市场建设相结合

从境外市场经验来看，做市类投资业务是证券公司核心的盈利来源之一。2014 年，全国中小企业股份转让系统（简称“新三板”）正式扩容至全国，在企业数量、市场规模、融资能力、交易活跃度等方面均有了长足发展。主要体现在挂牌企业数量大幅增加；定向增发次数及规模大幅提升，新三板融资功能进一步显现；交易量大幅提升，做市制度盘活交易。

多层次资本市场的发展，政策向中小企业倾斜，让新三板市场成为中小企业发展的跳板。大中型证券公司的权益投资部门纷纷在新三板做市制度中充当做市商的角色，并持有优秀新三板公司的大量库存股，与多层次资本市场建设紧密结合。

第二节　2014 年中国证券公司直接投资业务发展情况

一、2014 年中国证券公司直投业务发展环境转好

2014 年国内私募股权市场受到政策利好促进，募资环境大幅向好，根据清科研究中心统计，完成募集的基金数和募资总金额均创历史新高。募资市场的蓬勃发展一方面受益于新“国九条”明确构建多层次资本市场中鼓励大力发展私募行业，引导了大量政府、国资背景的产业资本涌入私募股权投资行业；另一方面，自 2014 年正式确立的开放宽松的行政监管格局，极大地刺激了以境内外上市公司为主的资本的涌入（见图 1－2）。

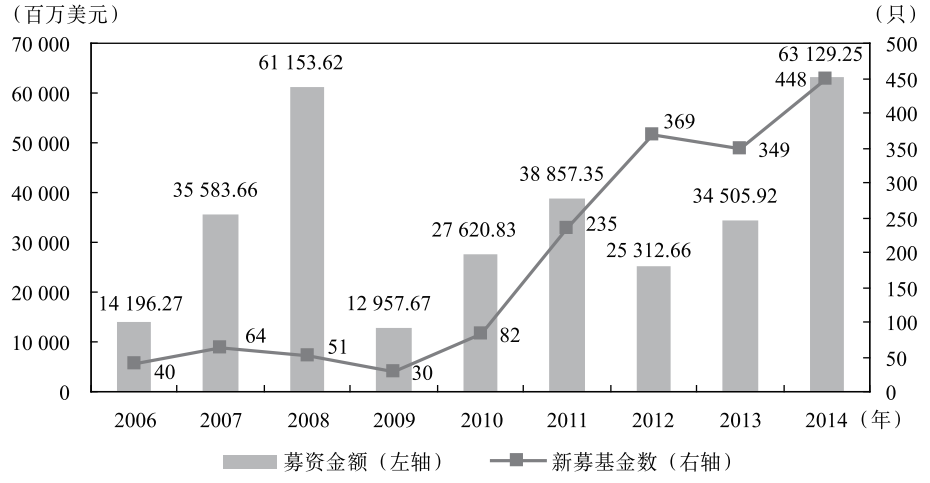

图 1－2　私募股权投资基金历年募资总量比较（2006—2014 年）

资料来源：清科研究中心。

由于境内 IPO 开闸，退出活跃度大幅反弹，IPO 退出重新成为退出的主要方式。根据清科研究中心统计，2014 年全年，退出市场共计实现 386 笔退出，其中 IPO 作为平均回报水平最高的退出渠道，共有 165 笔实现退出，占比 42.7%。退出环境的好转，又进一步促进了募资和投资市场的热情。

二、2014 年中国证券公司直投业务增长迅速

根据中国证券投资基金业协会统计，截至 2014 年 12 月底，共 60 家证券公司设立直投子公司，注册资本合计 422.6 亿元。总资产合计 577.4 亿元，净资产合计 502.5 亿元。实现净利润共计 27.1 亿元，较 2013 年增加 9.7 亿元；对外投资项目共计 167 个，对外投资总额 72.15 亿元；共有 55 笔投资项目实现退出，退出方式以股权相关的债权为主，退出项目平均收益率为 19.88%。

有 33 家证券公司的直投子公司发起设立 90 只直投基金，存续 89 只。其中，股权投资基金 41 只、夹层基金 14 只、创业投资基金 15 只、并购基金 11 只、债权投资基金 4 只、其他 5 只。存续期内直投基金计划募集金额 892.76 亿元，已募集金额 640.53 亿元，完成募集金额的 71.75%，平均单只直投基金已募集金额为 7.12 亿元，平均存续期为 5.07 年。2014 年，共发起设立 46 只直投基金，较 2013 年增加 88%。2014 年，直投基金投资项目共 159 个，投资总额达 138.5 亿元，仅有 6 个项目实现退出，且以股权相关的债权方式退出为主。

第三节　2014 年中国证券公司创新投资业务发展情况

一、国内外另类投资业务发展现状

另类投资（Alternative Investment）并无严格的定义，是一种有别于传统投资的投资方式。

广义上的另类投资指在股票、债券及期货等公开交易产品之外的投资方式，包括对冲基金（Hedge Fund）、私募股权（Private Equity）、风险投资（Venture Capital）、房地产信托（REITS）、组合基金（Fund of Funds）等诸多品种。

狭义上的另类投资具体指利用市场的非有效性，运用套利、市场中性、股票多空、全球宏观等对冲基金交易策略获取超额收益的投资方式，具有绝对收益、风险敞口低、与市场相关性低的特点。与单向做多股票、债券等传统投资相比，另类投资能减小市场周期性波动带来的风险，获得较为稳定的投资收益。

（一）境外另类投资业务的现状

国内监管机构、媒体对对冲基金行业普遍存在不正确认识，人们更多关注于负面消息，而忽视了其作为一个资产类别的价值。从风险角度看，其波动率远远低于股票，风险调整后收益高于股票及债券，是非常具有竞争力的资产。这也是境外主权基金、养老基金及保险基

金都积极配置对冲基金的原因，从而促进了近 10 年整个行业的迅速发展。在国内，包括中投、国家外汇管理局等单位都有一定比例的资产投资于对冲基金。

过去十几年境外对冲基金发展迅速，管理资产规模从 2000 年不到 5 000 亿美元，到 2007 年的 1.8 万亿美元，2008 年受金融危机影响一度下降到不足 1.5 万亿美元，到 2014 年规模已接近 3 万亿美元。

国外对冲基金的客户主要是成熟的长期机构投资者，包括养老基金、捐赠基金、保险公司、组合基金以及高净值个人，此外，对冲基金管理人及员工也占资产规模的较大比重。2007—2011 年，也就是金融危机之后，机构投资者大幅增加对冲基金投资额度。2014 年底，全球高净值客户持有对冲基金的比例达到 10%。捐赠基金平均持有对冲基金的比例达到 11%，耶鲁、普林斯顿、斯坦福等捐赠基金持有对冲基金的比例均超过 20%。

（二）境内另类投资业务的现状

2014 年是中国对冲基金大发展的一年，随着私募基金获得明确的法律地位，2014 年 2 月 7 日起，《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》开始施行。私募基金管理人备案的实施，使得行业再度迎来爆发式发展，无论是在产品发行数量，还是私募基金的业绩回报上，都有非常出色的表现。

从数量上看，据私募排排网数据中心统计，我国私募基金公司有 4 153 家，发行阳光私募产品的私募基金有 1 492 家。历史上一共有 15 133 只产品成立，目前正在运行的对冲基金产品有 9 170 只，其中，股票策略、相对价值策略、管理期货、事件驱动策略、债券策略、组合基金、宏观策略、复合策略和其他策略分别有 6 383、393、264、206、416、128、27、60 和 1 293 只。

从总规模上看，据私募排排网数据中心不完全统计，我国对冲基金公司的管理规模估算已经高达 6 570 亿元，2014 年规模出现了爆发式的增长，同比大增 105.31%。2014 年随着 A 股市场指数上升，大量资金涌入市场，全年共成立 5 300 只产品，增量资金大幅上涨，其中，股票策略、相对价值策略、管理期货和债券策略基金是贡献规模的主要力量，而股票策略无疑是最大的贡献者。此外，A 股市场指数上升，也带来了对冲基金业绩大幅飙升，规模内生性增长，而业绩的上涨也带来了老产品的持续认购，总规模出现了爆发式增长。

从投资策略角度，随着各种衍生工具的推出，股票多空、市场中性、宏观对冲、CTA 等策略百花齐放，股票多空策略的基金数量占比为 21%，成为多头股票之外的最大投资策略。

从投资者角度，机构投资者尚未进入该领域，主要以零售客户和高净值投资者为主，少量的基金的基金（FoF）、多管理人基金（MoM）等参与。随着高净值客户由 2008 年的 9 万亿元增长至 2013 年的 27 万亿元，投资需求增长很快，分散投资、追求稳健收益成为共识。