分报告之五：
2015 年中国证券公司投资业务发展回顾与展望

第一章
2015 年中国证券公司传统投资业务的总体情况

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。2015 年，证券投资业务成为上市证券公司各项业务中的亮点之一，多家证券公司自营业务实现较快增长。2015 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 1 413.54 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　　2015 年 12 月底全行业自营业务运作情况表　　（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	2 038.84	2 244.27	2 246.87
2	基金投资	3 076.29	3 070.81	3 070.10
3	债券投资	8 193.56	8 298.88	8 303.53
4	权证投资	0.00	0.00	0.00
5	其他证券产品投资	3 579.62	3 676.65	3 623.06
6	证券投资产品合计	16 888.31	17 290.61	17 243.56

资料来源：中国证券业协会统计数据。

第一节　2015 年中国证券公司传统投资业务发展情况

一、中国证券公司传统投资业务发展现状

（一）2015 年 A 股市场运行情况

2015 年 A 股市场整体上走出先大幅上涨、再大幅下跌、然后企稳修复的走势：年初到 6 月上旬各大股指一路上行，6 月中旬至 7 月上旬出现第一波快速下跌，其后至 8 月中旬指数以区间震荡为特征，8 月中下旬又出现第二轮快速下跌，进入 9 月后则在低位逐步企稳。进入四季度，A 股投资者信心逐步恢复，指数出现企稳上行的反弹行情。截至 12 月 31 日收盘，沪深 300 报收 3731.00 点，涨 5.58%；上证综指报收 3539.18 点，涨 9.41%；深证成指报收 12664.89 点，涨 14.98%；中证 500 报收 7617.69 点，涨 43.12%；创业板指报收 2714.05点，涨 84.41%。从行业角度看，2015 年，计算机、传媒和通信等行业指数涨幅巨大，显示出投资者对新经济和新消费模式的偏好。

（二）2015 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大幅上升。证券公司传统投资主要指方向性股票投资业务。2010 年以来，A 股市场持续震荡下跌，各家证券公司持续收缩传统自营规模。2014 年以来，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 年下半年和 2015 年上半年市场的上涨，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 1 413.54 亿元，同比大幅增长 99%。

二、中国证券公司传统投资业务发展特征

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中的应用，使得传统投资的方向性特征有所减弱。经历了 2015 年市场的大幅波动，监管机构及交易所对创新工具的应用监管趋严。中金所对股指期货出台了一系列的新规，严格限制市场过度投机，对自营业务中股指期货的运用也有了更为明确的规定，传统自营业务的方向性特征重新加强。

第二节　2015 年中国证券公司传统投资业务发展中面临的问题和 2016 年前景展望

一、中国证券公司传统投资业务发展中面临的问题

（一）传统权益投资赢利模式尚未成熟

证券公司传统权益投资的资金性质是公司自有资金，由于与市场高度相关，因此即使是一个比较小的规模，也会给公司盈利带来较大的波动。在过去的发展过程中，证券公司传统权益投资往往是牛市中盈利，熊市中亏损，未能形成成熟的盈利模式。如何从大类资产配置角度对权益投资的规模进行稳健适度的调整和平衡，通过主动管理实现资金的稳定持续增值的具体盈利模式依然处于不断探索过程中。

（二）传统权益投资业绩评价的标准难以形成

证券公司传统投资业务经历了综合治理发展阶段之后，目前已经实现了规范经营和适度发展。由于传统投资资金的性质与其他资产管理资金性质不同等因素，因此在过去的发展过程中，未能形成自营业绩评价的行业标准。

投资业务的业绩评价决定了投资经理的绩效，由于行业评价标准缺失，传统权益类投资中往往会出现风险收益划分模糊的情况，甚至出现风控过度或风控不足的现象，不利于传统权益类投资的健康快速发展。

（三）证券公司传统投资对新市场和新产品的投研能力需要提高

随着证券市场的开放和互通，证券公司传统投资的范围已逐步扩大到港股通、新三板等更多市场，股指期货、期权、基金等工具也逐步规范和成熟。目前，投资研究人员合理规范使用不同投资品种及工具，进而构建多品种多策略的投资组合的经验和实践相对缺乏。证券公司传统投资从业人员对新市场和新产品的投资和研究能力需要提高。

二、中国证券公司传统投资业务发展前景展望

（一）监管环境从鼓励创新到重视规范

过去几年，监管机构方面，对行业发展多以鼓励创新为主，如股指期货在股票自营业务

中的应用。经历了 2015 年 6—8 月市场的大幅波动，监管机构及交易所更加重视对创新工具应用规范性的监管，防止利用创新工具过度投机，维护市场的健康平稳发展。

（二）投资策略多样化

权益投资方面，随着股指期货、融资融券、期权的推出和常规化，以及转融通业务发展、融券标的进一步放开，股指期货对冲和股票多空等策略成为传统业务的有力补充，使传统业务的风险得到有效降低。传统投资将逐步迈向跨市场、多品种、基本面投研驱动的多策略立体投资体系。

（三）投资渠道多元化

随着多层次资本市场的发展，我国内地与香港的互联互通提升，传统投资的投资渠道更加多元化。从多层次资本市场建设来看，未来新三板分层制度值得期待。届时，创新层股票的流动性或得到提高。从互联互通来看，自 2014 年 11 月沪港通开通后，沪港通下的股票交易运行平稳。李克强总理在 2016 年政府工作报告中提出，促进多层次资本市场健康发展，适时启动深港通。深港通推出后内地与香港金融市场互联互通将进一步提升。“十三五”规划中提到，要规划两地金融合作，加快两地金融市场互联互通。按此思路或将推出一系列举措，传统投资的投资渠道将得到进一步拓展。

第二章

2015 年中国证券公司创新投资业务的总体情况

另类投资（Alternative Investment）并无严格的定义，泛指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，具有风险敞口低、与市场相关性低等特点。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。在中国的资本市场中，采用另类投资方式的机构主要是私募证券基金。

第一节　2015 年私募证券基金的发展现状

一、规模大幅增长

受益于三方面因素，私募证券基金的规模在 2015 年有大幅增长：（1）2014 年 2 月 7 日《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》正式对外公布实施，意味着私募证券基金被纳入监管范畴，逐步走向规范；（2）一批在市场竞争中脱颖而出的私募基金累积了一定业绩历史和市场影响力，受到众多机构投资者的青睐；（3）2015 年上半年股票市场大幅上涨激发了大量中小投资者的热情，社会资金向能够获取稳定回报的私募基金倾斜。

根据中国证券投资基金业协会的统计数据，截至 2015 年底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人 23 705 家，已备案私募基金 22 217 只，认缴规模 4.79 万亿元，实缴规模 3.82 万亿元。其中，17 371 只是 2014 年 8 月 21 日《私募投资基金监督管理暂行办法》

发布实施后新设立基金，认缴规模 3.13 万亿元，实缴规模 2.50 万亿元。私募基金从业人员 43.09 万人。相关资料参见图 2－1。

截至 2015 年 11 月底，私募基金管理人按其管理的正在运行的基金总规模划分，管理规模在 20 亿元以下的私募基金管理人 23 257 家，管理规模在 20 亿—50 亿元的 273 家，管理规模在 50 亿—100 亿元的 90 家，管理规模 100 亿元以上的有 85 家。

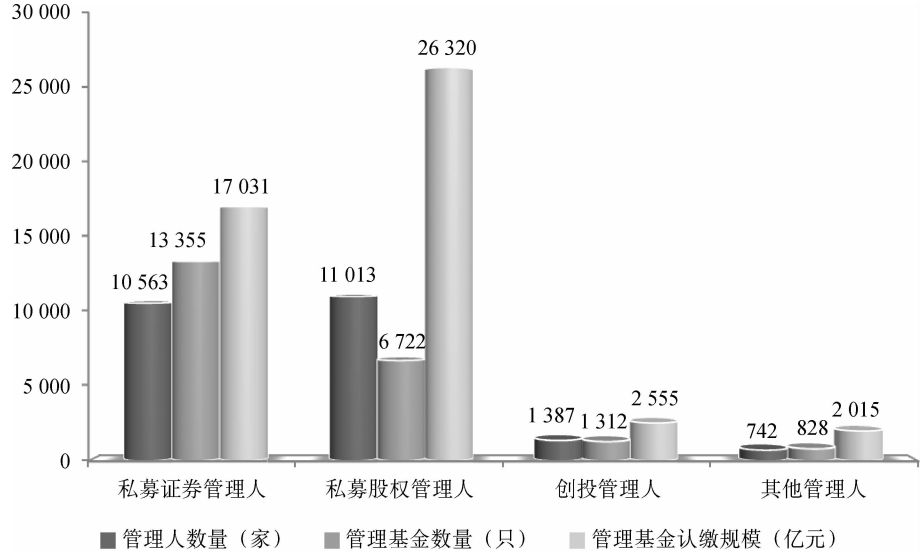

图 2－1　2015 年私募基金情况

据私募排排网数据中心统计显示，截至 2014 年末，境内私募基金的整体规模在 6 570 亿元左右，2015 年在政策的扶持下，这一规模在股市大幅异常波动前增长到接近 1.5 万亿元的水平，已经翻了一倍有余。尽管股市大幅异常波动之后受到一定影响，但是到 2015 年底相较上一年末总规模已经翻番。从产品数量上来看，截至 2015 年底，发行的产品数量已经高达 21 297 只，较 2014 年底增加了 71.46%。其中，自主发行已经成为对冲基金发行的主要途径，占 2015 年总发行产品数的 37.24%；排名第二、第三位的分别是公募专户的 25.8% 和信托渠道的 16.84%。随着对冲基金的逐渐成熟，发行渠道也逐渐从原来的信托为主走向多元化。

二、股市异常波动给行业发展带来冲击

尽管 2015 年境内私募基金呈现较大发展，但年中的股市异常波动仍然给行业造成了一定影响。从清算产品情况来看，截至 2015 年末清盘产品超过 1 500 只。其中，提前清算为 496 只，占比 32.59%，相比往年大幅提高。从股市大幅异常波动期间业绩表现来看，对冲基金整体平均下跌 8.96%，其中下跌较为明显的是于 A 股相关性较大的股票策略、组合基金、事件驱动等，分别下跌 18.74%、18.05% 和 13.42%。另外，相对价值策略、债券策略

和管理期货策略在股灾期间上涨，涨幅分别为 2.25%、1.21% 和 0.48%。

三、中国私募基金 2015 年业绩表现优于境外

2015 年全球资本市场环境动荡不止，彭博数据显示 2015 年全球对冲基金平均亏损 3.49%，同期全球股市投资亏损高达 6.6%，其中宣布清盘的对冲基金管理资产规模合计超过 160 亿美元；花旗数据更是显示 2015 年 8 月以来，对冲基金账面损失达到了 2008 年次贷危机时的水平，很多知名对冲基金也无法幸免。2015 年前三季度，总共有 674 家对冲基金清盘，多于 2014 年同期的 661 家。

根据融智评级中国私募证券基金策略分类，在同期沪深 300 指数大起大落全年小幅上涨 5.58% 的情况下，纳入 2015 年度统计排名的八大策略产品有 1 945 只，平均收益率高达 33.20%，大幅跑赢大盘 27.62%。其中，收益最高的是事件驱动策略，高达 62.78%；宏观策略以 48.96% 的平均收益次之；而股票策略、管理期货和复合策略也有不错的表现；债券策略则收益最低。

2015 年境内外私募基金大类策略业绩表现的对比如表 2－1 所示。

表 2－1　　2015 年私募基金业绩表现

中国		海外	
策略类别	平均收益（%）	策略类别	平均收益（%）
股票多空	12.63	股票多空	2.96
相对价值套利	23.15	相对价值套利	4.47
宏观对冲	48.96	宏观对冲	1.64
管理期货	36.35	管理期货	－1.05
事件驱动	62.87	事件驱动	－1.89
固定收益	7.12	固定收益	0.84

资料来源：境内数据来自私募排排网，境外数据来自 Eurekahedge。

第二节　2015 年私募证券基金面临的问题和 2016 年前景展望

一、股指期货流动性枯竭，市场缺乏对冲工具

2015 年股市异常波动期间，中金所为了抑制投机，先后出台一系列限制股指期货交易的政策：日内开仓额度从 600 手降至 10 手；大幅提高保证金；大幅提高手续费。随之而来

的是股指期货市场的流动性枯竭，日均成交量萎缩到股市异常波动前的1%。对大机构而言，股指期货的套期保值功能难以发挥。尽管50ETF期权在2015年2月9日上市交易，但期权市场的单日成交名义金额最大也不到100亿元，尚不足以满足机构的套保需求。

对于通过量化对冲等手段追求绝对收益的另类投资而言，对冲工具的缺乏无疑是巨大的约束。目前业内机构采取的对策包括：（1）开发单向做多的策略；（2）寻找与A股相关性高的替代期货品种，比如香港的恒生指数期货、新加坡的A50期货；（3）开发其他品种（如商品期货）的交易策略。

二、程序化交易受限，策略执行能力下降

2015年股市异常波动期间，监管机构先后出台了一系列限制程序化交易的举措，但是一些具体措施，包括对最大下单笔数、撤单申报比例的限制，也会对正常的交易行为带来影响。从国内外市场来看，程序化交易由于快速的价格发现以及给市场带来的流动性，备受证券自营、私募基金等机构投资者的欢迎。

在国内证券市场以散户等非专业投资者占主力的背景下，程序化交易中的高阶模式或许增加了市场竞争的不公平性，使得普通投资者的交易胜算与空间弱化。但从现实的角度看，目前对冲策略基金在机构中的应用及未来发展势头，程序化交易都是管理巨额资产的机构必不可少的工具。

第三章

2015 年中国证券公司直接投资业务总体情况

第一节　2015 年中国证券公司直接投资业务发展情况

一、2015 年中国私募股权市场基本情况

2015 年中国私募股权市场在基金募资、投资和退出方面均保持着较高的活跃度。

清科集团私募通数据显示，2015 年中国私募股权机构新募基金共计 2 249 只，是 2014 年募集基金数量的 5 倍；从基金规模上看，2015 年共募集 5 649.54 亿元，约为 2014 年全年募资额的 1.46 倍，但募资增长率略有下降。募资规模大幅提升的重要原因是各级政府、大型国企和具有国资背景的 PE 机构主导或参与设立了大型的产业基金，重点关注领域包括基础设施建设、环保、大健康、新能源、文化和先进制造业等（见图 3－1）。

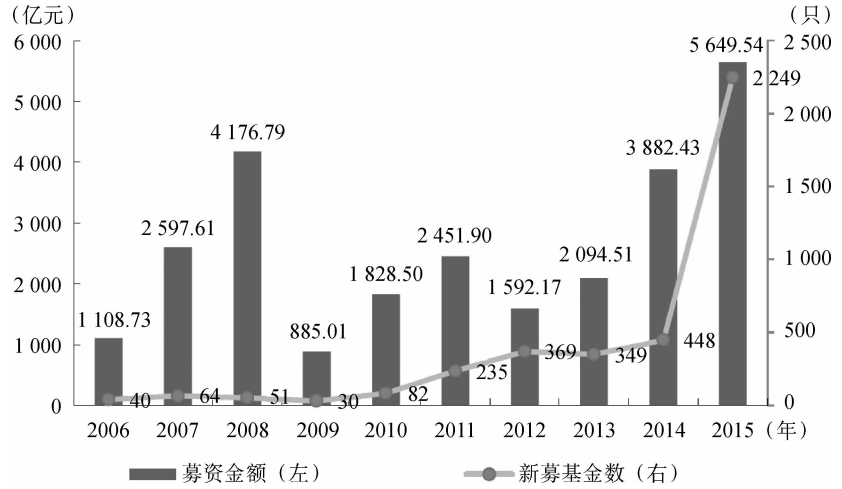

图 3－1　私募股权投资基金历年募资总量比较（2006—2015 年）

资料来源：清科集团私募通。

根据清科集团私募通数据，2015 年中国私募股权投资市场共发生投资案例 2 845 起，达到 2014 年全年投资案例数的 3 倍。其中，披露金额的 2 679 起投资事件共涉及投资额达 3 859.74 亿元，较 2014 年增长 16.7%，投资规模继续保持了高位增长。由于 PE 机构投资新三板企业以及早于 C 轮的投资案例数量较 2014 年增幅明显，平均投资规模收缩明显，投资阶段前移趋势进一步加深（见图 3－2）。

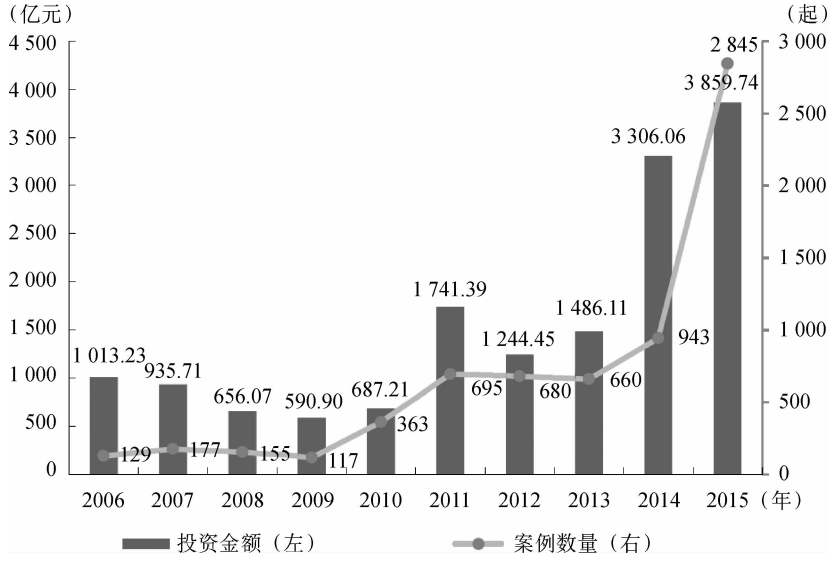

图 3－2　私募股权投资基金历年投资情况比较（2006—2015 年）

资料来源：清科集团私募通。

根据清科集团私募通数据，2015 年中国私募股权投资市场共计实现退出 1 878 笔，其中以被投企业挂牌新三板作为项目退出的案例数达到 954 笔，占比超过 50%；IPO 退出作为回报率最高的退出方式，2015 年共有 267 笔 PE 基金/机构所投企业上市案例，远超过 2014 年 IPO 总数。由于 IPO 下半年一直处于冷冻期，使得企业加速并购整合，因此 PE 机构通过企业并购退出的案例数得以迅速增长，全年共计 276 笔。

二、2015 年中国证券公司直接投资业务开展情况

根据中国证券投资基金业协会统计，截至 2015 年 12 月底，共 62 家证券公司设立直接投资子公司，注册资本合计 478.1 亿元，净资产合计 688.73 亿元。

2015 年各直接投资子公司实现净利润合计 35.09 亿元，相比 2014 年增加 7.97 亿元；对外投资项目共计 382 个，对外投资总额 149.49 亿元，相比 2014 年分别增长 128% 和 107%。

此外，各直接投资子公司共发起设立各类直接投资基金 178 只（已终止 3 只），相比 2014 年末增加 85 只，计划募集总额 1 491.45 亿元，已募集总额 1 193.23 亿元，相比 2014 年分别增长 67% 和 86%。

表 3－1　　证券公司直投子公司设立直投基金情况

直投基金类型	数量（只）	计划募集总额（亿元）	已募集总额（亿元）	已募集比例（%）	基金平均已募集金额（亿元）	平均存续期（年）
股权投资基金	112	875.42	706.98	80.76	6.31	5.50
创业投资基金	20	55.43	52.28	94.32	2.61	6.50
并购基金	16	353.13	228.29	64.65	14.27	6.37
夹层基金	14	65.36	65.36	100.00	4.67	4.00
债权投资基金	5	7.01	5.22	74.47	1.04	3.80
其他	8	135.10	135.10	100.00	16.89	3.88
合计	175	1 491.45	1 193.23	80.00	6.82	5.18

资料来源：中国证券投资基金业协会。

2015 年各类直接投资基金对外投资项目共计 243 个，投资总额 170.63 亿元，相比 2014 年分别增长 53% 和 23%。

第二节　2016 年中国证券公司直接投资业务前景展望

一、2016 年证券公司直接投资业务发展契机

（一）经济周期下行，价值投资机遇来临

近年来，我国宏观经济持续下行，消费、投资、进出口持续疲软和下滑，2015 年第三季度 GDP 增速“破七”（6.9%）。2015 年下半年 IPO 发行暂停，外资撤离引发市场担忧，二级市场冲高后下跌，导致一级市场整体投资节奏大幅放缓。

在此背景下，现在和未来几年可能成为进行股权投资的黄金时期。一方面，虽然传统经济持续下滑，但在经济结构调整升级中，新兴技术正通过转变生产模式、革新发展理念、优化资源配置等方式逐渐渗透并惠及更多的传统产业，仍将有大量的优质企业值得投资和扶持；另一方面，当前估值全面下降，正是发挥价值挖掘能力、进行价值投资的最佳时点。

（二）促进经济结构调整升级，发展生产性和生活性服务业

根据《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，促进经济结构调整和转型升级要加快发展多层次资本市场。据此可以预期以下制度和业务发展：进一步优化主板、中小企业板、创业板市场的制度安排，完善发行、定价、并购重组等方面的各项制度；适当放宽创业板对创新型、成长型企业的财务准入标准；将中小企业股份转让系统试点扩大至全国；规范非上市公众公司管理；规范发展各类机构投资者，探索发展并购投资基

金，鼓励私募股权投资基金、风险投资基金产品创新，促进创新型、创业型中小企业融资发展。

进一步加快生产性服务业发展，要以产业转型升级需求为导向，引导企业进一步打破“大而全”、“小而全”的格局，分离和外包非核心业务，向价值链高端延伸，促进我国产业逐步由生产制造型向生产服务型转变。《国务院关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》明确，现阶段我国生产性服务业重点发展研发设计、第三方物流、融资租赁、信息技术服务、节能环保服务等领域。

当前，我国经济社会发展呈现出更多依靠消费引领、服务驱动的新特征，但生活性服务业发展仍然相对滞后，有效供给不足、质量水平不高、消费环境有待改善等问题突出。根据《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构调整升级的指导意见》，在今后一个时期，健康服务、养老服务、旅游服务、体育服务、文化服务、教育培训服务等贴近服务人民群众生活、需求潜力大、带动作用强的生活性服务领域迫切需要加快发展。

（三）“十三五”规划利好医疗、环保、互联网等领域投资

中国经济步入新常态，GDP 增速“破七”，“十三五”规划更关注经济“质”与“量”的协同发展，通过鼓励自主创新培育企业核心竞争力，进一步促进经济结构的转型。

2015 年 10 月 25 日，“十三五”规划公布了 10 个目标，包括：（1）保持经济增长；（2）转变经济发展方式；（3）调整优化产业结构；（4）推动创新驱动发展；（5）加快农业现代化步伐；（6）改革体制机制；（7）推动协调发展；（8）加强生态文明建设；（9）保障和改善民生；（10）推进扶贫开发。

其中，加强生态文明建设被首度写入了“五年规划”中。可见，国家未来对环保领域的重视与支持。另外，互联网、养老产业、基础设施建设等领域不论是从国家还是各地政府层面近期都出台了多项政策或指导文件，用于鼓励和完善相关领域的发展。

（四）新一轮国有企业改革将到来，央企和地方国有企业将带动并购热潮

2015 年 9 月 13 日中央正式公布的《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称《指导意见》），包括了对国有企业进行分类管理、大力推动整体上市及股权多元化、由管企业向管资本转变以及谨慎推动混合制及双向参股四大亮点。9 月 24 日，国务院又发布了《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》作为《指导意见》的配套文件，明确了国有企业发展混合所有制经济的总体要求、核心思路及配套措施。这预示着新一轮国有企业改革将正式、全面开始。预计从 2016 年开始，国有企业改革将进入全面实施阶段，随着本轮国有企业改革的到来，又将引发新一轮投资机构参与国有企业改制、并购重组的投资热潮。

（五）“走出去”战略提供众多优质的投资机会

“走出去”是我国对外开放的重大战略，顺应了中国经济结构转型升级转型和国际产业

转移的需要。尽管国内仍然需要大规模有效投资和技术改造升级，但我们已经具备了要素输出的能力。据统计，2014 年末，中国对外投资已经突破千亿美元，成为资本净输出国。

“走出去”为我国产能过剩行业走出国门提供了重要的发展机遇，对基础设施、交通、电气及能源、通信、旅游等行业的企业来讲，也为国内投资机构开辟了又一大投资领域。此外“一带一路”战略的提出给“走出去”注入了新的内容，成为“走出去”新的有力抓手。

二、证券公司直接投资业务的监管环境展望

为进一步放开对证券公司直接投资行业的束缚，提高证券公司直接投资子公司的竞争能力，中国证券业协会多方听取行业意见，拟废除《证券公司直接投资业务规范》（以下简称《业务规范》），起草了《证券公司直接投资业务子公司管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称《管理暂行规定》）。

相比《业务规范》，《管理暂行规定》突破性地提出允许直接投资子公司股东多元化，证券公司除了可以独资设立直接投资子公司以外，还可以与其他投资者共同出资设立直接投资子公司，但证券公司应当持有直接投资子公司 51% 以上的股权，并拥有管理控制权。同时，简化了直接投资基金的相关要求：证券公司直接投资子公司设立基金管理机构管理直接投资基金，持股比例应超过 35%，且为基金管理机构第一大股东并拥有管理控制权，相比现行《业务规范》中要求的直接投资子公司股权或出资比例 51%，有了很大的简化和放松。设立直接投资子公司和直接投资基金条件的放宽，将使得证券公司能够更深入地和产业投资者合作，设立各类行业基金，深挖产业链投资；也有利于在股权层面解决相比市场化基金激励机制落后的问题。

《管理暂行规定》的另一大亮点就是以“底线思维”明确了直接投资子公司开展业务的负面清单。负面清单包括：以商业贿赂等非法手段获得投资机会，或者违法违规进行交易；对企业投资不得以企业聘请证券公司担任保荐机构为前提；违背国家宏观政策和产业政策；违反法律法规规定或合同约定的保密义务。负面清单的推出为直接投资业务进一步放松监管，打开业务空间，明确了监管层鼓励直投业务发展的意图。

三、中国证券公司直接投资业务发展前景展望

（一）顺应经济结构调整，坚持国内国际业务并重

顺应国务院加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级、加快发展生活性服务业促进消费结构调整升级等指导意见，将研究和投资的重心从能源矿产、装备制造、工业生产等传统制造业延伸到高端制造业、生产性服务业、生活性服务业上来。

关注境外投资机会，配合“走出去”和“一带一路”战略，研究投资模式和投资方向，支持国内企业的跨国投资。