分报告之五：

2016 年中国证券公司投资业务发展回顾与展望

第一章

2016 年中国证券公司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。2016 年，证券投资业务受年初权益市场波动和年末债市波动影响，是上市证券公司业绩下滑的原因之一（见表分 5 – 1）。2016 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 568. 47 亿元，较 2015 年的 1 413. 54 亿元大幅下滑。

表分 5 – 1　　2016 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	2 426. 79	2 375. 31	2 365. 23
2	基金投资	1 802. 92	1 808. 98	1 816. 33
3	债券投资	9 182. 86	8 913. 98	8 922. 17
4	权证投资	0. 00	0. 00	0. 00
5	其他证券产品投资	3 858. 90	3 922. 33	3 904. 37
6	证券投资产品合计	17 271. 48	17 020. 60	17 008. 11

资料来源：中国证券业协会统计数据。

第一节　2016 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）2016 年市场运行情况

2016 年，股票市场的走势是先大幅下跌，然后企稳修复。上证指数从 2015 年 12 月 31 日的 3539 点跌至 2016 年 1 月 27 日的最低点 2638 点，跌幅超过 25.5%。在创下年内低点后，市场开启了一轮“慢牛”行情，上证指数在 2016 年内最高上涨到 3301 点，相比最低点的 2638 点，上涨幅度达到 25.1%。

上证指数全年下跌 12.3%，中小板指下跌 22.9%，创业板指下跌 27.7%。市场不乏结构性机会，包括上半年的新能源汽车产业链，下半年的供给侧结构性改革的大宗商品相关行业以及贯穿全年的白酒、白电等消费品行业。

2016 年，债券市场的行情与股票市场相反，以牛市开局，以年末的快速调整结束。年中经历了 3、4 月份的调整以及 5—10 月末的一波牛市行情。11 月开始，银行收紧对非银融资，市场流动性紧张。12 月 20 日利率达到年内最高点 3.3739%。年终，中债 10 年国债收于 3.0115%，较 2015 年末上行了 19 个基点（BP），全年振幅达 73.4 个基点（BP）。

（二）2016 年证券公司传统投资业务发展现状

1. 证券公司传统投资规模高位回落

证券公司传统投资以方向性股票投资业务为主，结合债券、分级基金等其他金融产品。2010 年以来，股票市场持续震荡下跌，各家证券公司持续收缩传统自营规模。随着 2014 年下半年和 2015 年上半年市场上涨，大中型证券公司的方向性自营规模出现增加的趋势。经历了 2015 年股票市场大幅波动后，不考虑证金公司持股部分，2016 年证券公司传统投资规模出现高位回落。

2. 证券公司传统投资对证券公司业绩的贡献下滑

2016 年证券公司证券投资收益大幅减少，含公允价值变动的证券投资收益为 568.47 亿元，同比下滑幅度为 59.78%。由于市场波动较大，证券公司自营业务出现下滑，加上资产管理和投资银行业务收入增长较快，自营占收入的比重由 2014 年高点的 27.29%，下降至 2016 年的 17.33% 左右，传统投资对证券公司业绩的贡献在下滑（见表分 5－2）。

表分 5－2　　证券公司投资收益占收入比重

年度	证券投资收益（含公允价值变动）（亿元）	证券公司营业收入（亿元）	占比（%）
2012 年	290. 17	1 294. 71	22. 41
2013 年	305. 52	1 592. 41	19. 19
2014 年	710. 28	2 602. 84	27. 29
2015 年	1 413. 54	5 751. 55	24. 58
2016 年	568. 47	3 279. 94	17. 33

二、中国证券公司传统投资业务发展特征

（一）2016 年证券公司传统投资业务回归方向性

过去两年股市快速经历了牛市、熊市和震荡市，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 6—8 月市场的大幅波动，监管部门及交易所对创新工具的应用监管趋严。例如中金所对股指期货出台了一系列新规，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。

在缺乏对冲工具的背景下，量化基金、海外投资者对于 A 股投资风险较为担心，限制了他们的交易，股指期货交易量大幅下滑。由于交易限制和交易费率的提高，股指期货变为贴水状态。2017 年 2 月 16 日，中金所发布公告，对股指期货的持仓、保证金和费率等放松限制，体现出监管层对当前市场平稳运行的认可和逐步恢复市场常态化运行的态度。

（二）证券公司传统投资风格多样

各家证券公司的传统投资业务风格差异性较大。业内普遍认为固定收益投资占比高的证券公司比较稳健，权益投资占比高的证券公司相对激进。对于已经上市证券公司，传统投资业务的业绩波动对证券公司报表的不确定性影响显著，因此传统投资业务的操作受到较多限制，其波动性有所控制。在传统投资业务考核压力大的环境下，证券投资团队的变化比较频繁。证券公司传统投资的风格往往随其投资团队的变化而变化，因此各家证券公司传统投资的风格多样，并且同一家证券公司的传统投资风格也不稳定。

第二节　2016 年中国证券公司传统投资业务发展中面临的问题和 2017 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）传统权益投资盈利模式尚未成熟

在过去的发展中，证券公司传统权益投资业绩往往是随行就市，与指数的涨跌较为一致。这使得投资业绩波动较大，投资团队人员不稳定，不能连贯执行长期的投资策略，从而尚未形成成熟的盈利模式。

另一方面，不同证券公司的资源禀赋差异较大，对自身业务发展的战略规划不尽相同。因此在传统权益投资上，其收益目标和风险承受能力也不同。需要区分客观情况，以制定切实的收益目标和风险控制指标。加上每一家证券公司在权益投资上面临的约束条件也不同，包括投资的时间维度、流动性要求、税收法律、监管要求以及其他自身特点。需要切实自我分析后制定合理的投资策略，逐步形成长期可持续的盈利模式。

（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，甚至出现风险控制过度或风险控制不足的现象，因此不利于传统权益类投资的健康快速发展。

二、中国证券公司传统投资业务发展前景展望

（一）市场恢复常态化运行为证券公司传统投资创造了有利环境

展望 2017 年，股指期货的限仓、手续费率和保证金率稳步恢复，相关举措将有利于期市、股市的活跃和稳定，有利于交易机构的增加和交易策略的丰富。市场逐步恢复常态化运行。

此外，沪伦通的初步探索、境内和香港股市的进一步互动以及其他对外开放的举措，也将对证券公司传统投资业务的投资理念和投资环境产生深远影响。

（二）证券公司传统投资的操作将更加规范

经历了 2015 年 6—8 月市场的大幅波动，监管机构及交易所对创新工具应用的监管制度进一步完善，比如 2017 年 5 月 1 日开始实施的《分级基金业务管理指引》。随着 2017 年各类创新工具的制度完善，以及 2017 年年中再议 A 股纳入 MSCI 指数、社保等各类长期投资者的持续入市、机构投资者比重的提升，股市有望平稳健康运行，有利于证券公司传统投资的发展。

（三）证券公司传统投资的投资策略多样化

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将成为传统业务的有力补充，有效降低传统业务的风险。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。

此外，场外期权市场的发展，也为投资策略多样化提供了新的渠道，可以帮助证券公司传统投资业务增加效益，或者降低下行风险等。

第二章
2016 年中国证券公司其他投资业务情况与展望

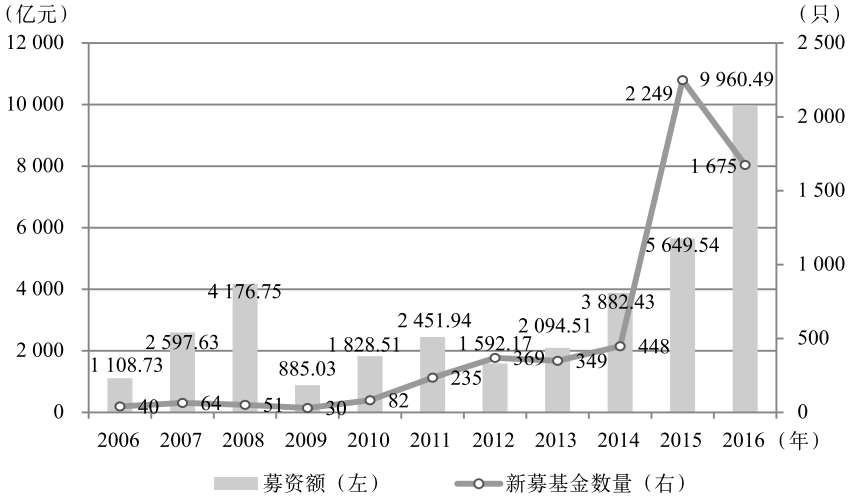
第一节　2016 年中国证券公司直接投资业务发展情况与展望

一、2016 年中国私募股权市场基本情况

2016 年中国私募股权市场在基金募资、投资和退出方面活跃度大幅攀升。

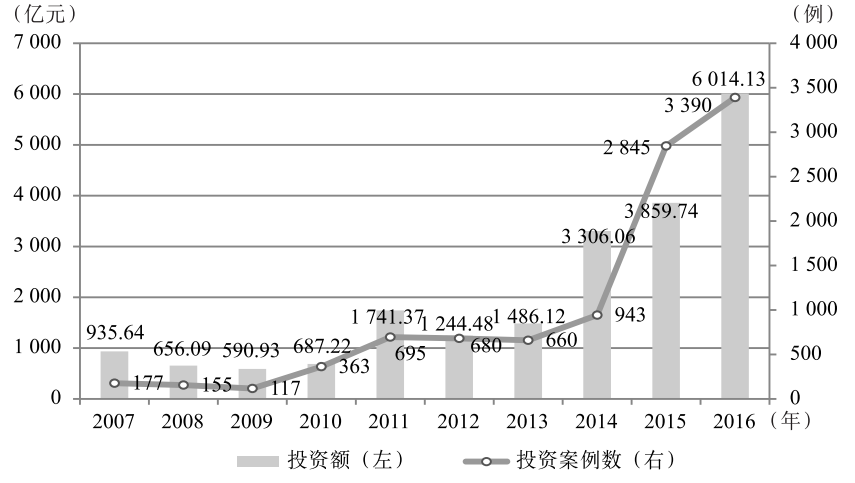
清科集团私募通数据显示，2016 年中国私募股权机构新募集基金共计 1 675 只，其中披露募资金额的 1 358 只基金共募集到位 9 960.49 亿元。虽然募集基金数量较 2015 年有所下降，但募资金额达到历史高位，是 2015 年全年募资额的 1.76 倍，募资增长率上升至 76.3%。就平均募资金额看，披露募资金额的基金平均规模为 7.33 亿元，为 2015 年平均募资规模的 2.05 倍（见图分 5－1）。新型国家队产业基金、结构调整基金与并购基金频繁设立，提高了市场整体募资规模，单只基金募资额也较上年同期有所增长。在基金类型上，成长基金是私募股权投资市场最主要的基金类型，在 2016 年继续保持优势，募集数量达到 1 041 只，募资规模达到 5 570.90 亿元，占市场比重约 55.9%。其他类型基金，按募资金额计算，依次为并购基金、基础设施基金、房地产基金、夹层基金及其他基金，分别占比为 22.4%、11.5%、5.9%、0.8% 和 3.4%。

根据清科集团私募通数据，2016 年中国私募股权投资市场共发生投资案例 3 390 例，较 2015 年全年增长 19.2%。就投资总额看，2016 年披露金额的 3 137 例投资事件共投资达 6 014.13 亿元，为 2015 年投资总额的 1.56 倍，投资规模继续保持高位增长（见图分 5－2）。从平均投资额看，2016 年私募股权投资（PE）机构单笔投资金额较上年小幅增长，主要原因是“新常态”经济环境下的金融需求收缩促进机构更倾向对优质项目注入更多资金。就投资行业看，互联网行业无论是投资案例数还是投资金额均排在首位。在投资案例数方面，紧随互联网之后的有信息技术、娱乐传媒、生物技术/医疗健康和金融；投资金额方面，紧随互联网之后的为金融、房地产、生物技术/医疗健康、电信及增值业务。在投资地域上，北京和上海在案例数和投资总额上均处于全国前两名，深圳、浙江、江苏、广东紧随其后。



图分 5－1　2006—2016 年中国私募股权投资基金募集情况比较

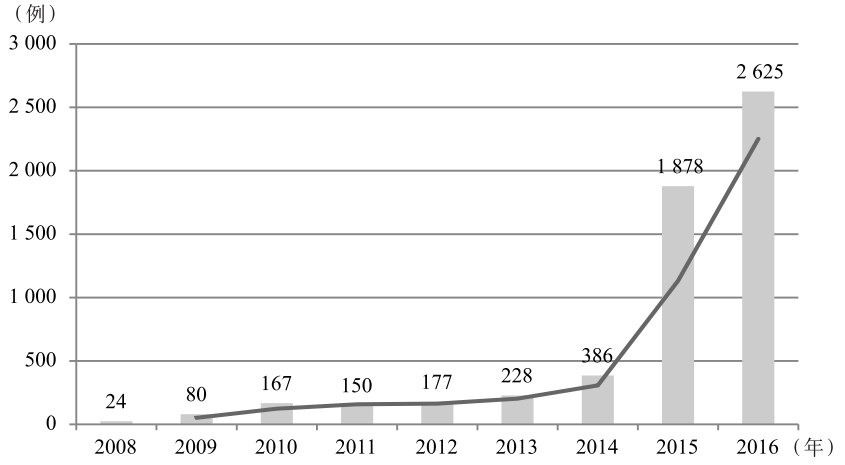
资料来源：清科集团私募通。



图分 5－2　2007—2016 年中国私募股权投资基金投资总量环比比较

资料来源：清科集团私募通。

清科集团私募通数据显示，2016 年中国私募股权投资市场共计实现退出 2 625 例，与 2015 年同期相比退出案例总数上升 39.8%（见图分 5－3）。从退出方式看，共计 1 873 例通过挂牌新三板退出，占比为 71.4%，为 2015 年的 1.96 倍，仍为最主要的退出方式。此外，IPO 退出受益于监管机构核准速度加快重新占据主导地位，共计 263 例，占比 10.0%；并购退出共 151 例，占比 5.8%，相较于 2015 年有所减少，同比下降 45.3%，主要原因在于 2016 年第 2 季度出台的一系列规范借壳上市、并购重组的政策法规致使并购退出机制受限。此外，股权转让、管理层收购、借壳上市、回购等其他退出方式也日益增多。



图分 5－3　2008—2016 年中国私募股权投资基金退出案例数量比较

资料来源：清科集团私募通。

二、2016 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 2016 年 12 月底，证券公司 75 家直接投资子公司注册资本合计 613.95 亿元，净资产合计 990.53 亿元。

2016 年各直接投资子公司实现净利润合计 35.38 亿元，较 2015 年增加 0.29 亿元。2016 年新增对外投资 1 202 笔，投资金额共计 1 463.84 亿元。其中，直投子公司对外投资 408 笔，金额达 474.25 亿元；直投基金对外投资 794 笔，金额达 989.59 亿元。2016 年直投子公司实现退出 105 笔，涉及金额共计 114.9 亿元；直投基金实现退出 55 笔，涉及金额共计 51.7 亿元。

各直接投资子公司全年共发起设立各类直接投资基金 465 只，较 2015 年末增加 290 只，增长 165.71%；募集资金（认缴）总额 3 799.72 亿元，实缴资本总额 2 445.81 亿元，认缴资金总额较 2015 年计划募集总额增长 154.77%（见表分 5－3）。

表分 5－3　　2016 年证券公司直投子公司设立直投基金情况

基金类型	数量（只）	认缴金额（亿元）	实缴金额（亿元）
股权投资基金	351	2 777.33	1 855.08
夹层基金	20	94.21	77.62
创业投资基金	34	89.66	73.52
并购基金	37	650.22	335.14
债权投资基金	23	188.3	104.45
合计	465	3 799.72	2 445.81

资料来源：中国证券投资基金业协会。数据采集时间：2017 年 1 月 10 日。

三、证券公司直接投资业务监管变化

2016 年监管层以制度建设为根基，不断加大监管力度，从准确把握市场进入制度、完善合格投资者制度、加强基础设施建设、加强事中事后监管和探索分级分类监管五个方面构建符合私募投资基金特点的适度而有效的监管及自律体系。证券公司直接投资业务也发生重大政策调整，2016 年 12 月 30 日中国证券业协会正式发布《证券公司私募投资基金子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》（以下简称“两部规范”），并要求证券公司在未来 12 个月内整改完毕。

相较于《证券公司直接投资业务规范》，两部规范对证券公司直接投资业务按资金性质作了更明确的类别划分和管理区别，将自有资金投资业务划入证券公司另类投资子公司管理，私募投资基金业务作为独立的私募基金投资子公司，与自有资金投资业务进行了隔离。自有资金投资业务的监管强调证券公司应当以自有资金全资设立另类子公司，不得采用股份代持等其他方式变相与其他投资者共同出资设立另类子公司；而在私募投资基金方面，允许私募基金子公司可以根据税收、政策、监管、合作方需求等需要下设基金管理机构等特殊目的机构，将私募基金子公司在该机构的持股比例最低限额放宽至 35%，并允许将自有资金投资于本机构设立的私募基金，但不得超过私募基金总规模的 20%。

两部规范的核心立法精神是强调自律管控和风险防范，要求证券公司（母公司）加强对私募投资基金子公司和另类投资子公司的风险、合规监管和防范利益冲突，强调对两类子公司的管理控制权，包括对相关部门的穿透垂直管理，以及要求私募基金子公司下设的基金管理机构只能管理与本机构设立目的一致的私募股权基金，各下设基金管理机构的业务范围应当清晰明确，不得交叉重复等。在监管上更加注重实质判断，体现了监管的原则性与灵活性。两部规范实施后，证券公司直接投资业务有望进一步规范，证券公司直投子公司有望提高市场竞争能力，特别是放开对私募投资基金业务的束缚后，未来将深入与产业投资者合作，更加有效地落实国家战略，同时解决与市场化基金相比较落后的激励机制等问题，也将更大程度地激活自身内生动力。

四、2017 年证券公司直接投资业务发展环境与契机

金融危机以来全球经济低迷不振，各主要经济体主动持续加大经济社会结构调整，以新能源、新材料、新一代信息技术、生物技术，以及互联网、物联网技术和人工智能的快速发展为基础，人类进入新一轮“技术爆炸”的前夜。巨大的社会、经济、技术的非均衡性轮动，必将孕育巨大的发展机遇，催生各种优秀的市场主体的诞生，为私募股权投资打开了广阔的天地。

“十三五”规划提出保持经济增长、转变经济发展方式、调整优化产业结构、推动创新

驱动发展、加快农业现代化步伐、改革体制机制、推动协调发展、加强生态文明建设、保障和改善民生、推进扶贫开发十个目标，孕育出“中国制造”、绿色经济、消费升级、万众创新四大产业机遇。2016 年国企改革试点工作全面铺开，国企改革进入突破与爆发期，集团层面重组频繁，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。面对充满不确定性的国际安全形势及军队装备、技术升级列装的强烈需求，军民融合将开启新的投资“风口”。

“走出去”、“一带一路”战略不断深化落实，要素输出通道越来越畅通。国际产业调整为国内投资机构开辟了更大的投资领域，海外并购投资将不断创新纪录。

“大众创业、万众创新”被政府定位于发展方式和新旧动能转换关键期的结构性改革措施，不断出台配套政策，激发全社会创造力，打造发展新引擎。改革开放后第四次创业浪潮将在 2017 年持续升级。

“十三五”规划明确不再设立战略新兴产业板，要求深化创业板、新三板改革，规范发展区域性股权市场，建立健全转板机制和退出机制。国务院出台《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，要求培育多元创投主体、改进新三板流动性等。多层次资本市场建设有望加快发展，为直接投资业务发展带来契机。

五、2017 年证券公司直接投资业务面临的挑战与困难

一是市场化竞争加剧。2016 年中国私募股权投资基金募资增幅达 76%，总量高达 9 960 亿元，私募股权和创业投资机构达到 9 538 家；政府股权类投资基金（含产业投资基金、创业投资基金）快速发展；上市公司/大型企业发挥产业资源整合及退出渠道畅通等优势采用 CVC/CPE 模式大举进入私募股权投资市场，导致市场竞争加剧，资产供给端特别是优质资产的相对比例降低，市场估值水平进一步拉高。另外，不同证券公司直接投资业务也存在同质化竞争问题。

二是与完全市场化的私募股权相比，证券公司直接投资子公司的激励机制相对滞后，导致优秀人才流失严重，并成为潜在的风险点。

三是自有资金直接投资受证券公司资本金制约，私募投资基金受政策约束，证券公司直接投资业务在做大规模上受到一定影响。

第二节　2016 年中国证券公司另类投资业务情况

另类投资（Alternative Investment）作为一个投资范畴并没有严格的定义，主要是与证券公司的传统投资业务相区别。广义上的另类投资指在股票、债券及期货等公开交易平台之外