券商自营投资新时代：

策略迭代与风险管理并重 科技引领价值发现

中国证券业协会数据显示，2023年，券商自营业务收入占总营收的比例为29.99%，再度成为行业第一大营收来源。在金融市场日新月异与监管政策持续优化的双重背景下，券商自营业务正经历一场深刻的策略转型与升级。中国证券报记者在采访中了解到，面对投资收益高波动与资产规模持续扩张的矛盾，以及市场不确定性加剧的现状，各大券商纷纷强化风险控制体系，优化资产配置结构，以固定收益类资产为基础，逐步增加权益类资产的配置，同时借助科技力量提升研究与决策效率，力求在保障稳健投资的同时捕捉多元化的市场机遇。

通过精准的资产配置、灵活的投资风格、前瞻性的风险管理以及积极的业务创新，券商不仅能够增强自身的核心竞争力，更能在引导市场价值投资、促进资本市场健康发展方面发挥重要作用。

● 本报记者 赵中昊

视觉中国图片

债券增配凸显稳健诉求 权益市场机遇渐显

自营业务的资产配置结构是投资决策的关键要素，其优化调整，如完善大类资产配置、加强敞口集中管理、灵活调整权益投资预算等，对稳定券商盈利、控制收入波动具有显著效果。

中信建投证券研究发现，当前券商自营盘股票仓位占比约为7%-8%，债券占比为65%-70%，基金占比为10%-12%，其他产品占比为10%-20%。其他产品主要包括资管、信托计划和私募专户产品等。近年来，券商自营业务股票仓位占比持续降低，债券仓位逐步增加。券商自营加配债券与其资产规模扩容的时间点接近，反映投资规模增长后追求更稳健收益的诉求增强。

“自营业务在配置上呈现金字塔特征：基础配置以固定收益类资产为主，中间配置以量化投资类资产为主，塔尖主要是权益类资产。”长城证券自营业务负责人表示，从行业来看，过去几年，自营业务由于倾向于发展“弱敞口”业务，非权益类资产占大多数比例，券商自营高收益的来源主要是固定收益类资产。

“与往年相比，公司当前自营业务资产配置结构根据市场情况和投资策略进行了相应调整，主要调整了股票类资产的比重。在市场风险较高时尽可能减少股票仓位，增加债券或其他低风险资产的比重，以稳定投资组合的整体风险水平，降低股票市场波动带来的风险。”民生证券自营业务负责人表示，公司始终关注资产配置的多样化和风险分散，以确保投资组合的稳定性和收益水平。

在民生证券看来，券商自营业务在资产配置上具有一些独特的特点，而在资产配置中是否更倾向于投资非权益类资产取决于市场环境和投资策略。券商自营业务的资产配置主要有四个特点：一是市场敏感度高，受市场波动影响较大，需要灵活调整投资组合以应对市场变化；二是风险敞口较大，由于证券市场的高波动性，自营业务往往面临较大的风险敞口，需要建立有效的风险管理体系进行控制；三是投资策略多样，包括价值投资、成长投资、事件驱动等，以实现不同的投资目标；四是技术和数据驱动，随着科技的发展，自营业务越来越依赖于技术和数据分析，以优化资产配置和投资决策。

从政策层面看，长城证券认为，随着新“国九条”、细化减持、规范量化交易等指导文件及相关规则频繁出台，后续或继续通过补齐监管漏洞、细化监管规则、加大对违法违规行为的处罚力度等举措进一步加强对投资者的保护。这对权益投资的风险管理能力提出更高要求，有效识别个股风险必须夯实对基本面的研究，自下而上深耕企业的经营情况，精选个股、优化配置。因此，合规高效地进行资产配置，结构上更加重视现金流好、估值适宜的“质量”因子。总体看，政策导向长期来看对权益投资非常有利。

金元证券绝对收益投资总部总经理王晶表示，近两年，多种因素叠加，改变了市场的风险偏好，引发对固定收益类资产追逐。但2024年以来，随着我国资本市场一系列务实且强调投资收益回馈措施的落地，自营投资策略的发展方向将更多地倾向于权益市场。“原因很简单，就是当分红、回购成为强制时，企业业绩的好坏将从根本上决定投资收益的不同。”王晶说。

需要注意的是，不同体量的券商自营盘配置结构出现一定分化。中信建投证券表示，总资产规模越大的券商，因自营投资规模对其资产收益率贡献大，在轻资产业务费率承压的背景下，大力发展权益衍生品等客需型业务成为创利共识，所以债券仓位比重持续降低。中等规模券商的自营业务结构较为单一，以投资债券和经营收益凭证类业务为主，权益头寸占比稳定。资产规模较小的券商对权益自营业务创利的依赖较大，但由于自营部门以绝对收益衡量投资效益，所以会根据市场行情做仓位管理，股票市场行情好时，债券投资占比低，反之亦然，因此波动较大。

聚焦长期价值与稳健投资策略

券商自营业务的投资风格直接映射出券商的投资理念和策略，彰显了券商的专业性和市场洞察力。在当前多变的市场环境下，券商自营业务的投资风格和风险特征成为了业界和市场参与者关注的焦点。

“近年来，一方面，内外部经济环境变得复杂，影响经济和股市的因子增加，小概率事件频发，预测难度提升；另一方面，投资者结构不断发生变化，市场策略快速迭代，一些在过去有效的策略可能在未来变得无效。”长城证券自营业务负责人表示，券商自营相较于公募更加厌恶风险，如何在高波动的市场环境下守住风险底线，提高夏普比率，是权益投资业务转型中的重要思考方向。

注重长期价值和稳健投资成为券商自营投资风格的关键词。据长城证券上述负责人介绍，公司自营权益投资秉持认知聚焦、坚守投资纪律和构建多元化策略等原则践行长期投资理念。

具体而言，认知聚焦，赚公司价值的钱。长期来看，公司股价波动大部分可以通过业绩变动来解释。聚焦公司竞争优势和业绩创造来源，通过对公司价值的认知来抵御市场的不确定。选择优质公司的确定性、安全边际进行投资，即使市场出现风险，通过坚定持有或下跌加仓的策略也能获取公司长期确定性的回报。

坚守投资纪律，恪守投资边界。坚定投资风格，理性面对市场热点和短期噪音；建立纠偏体系，驱动部门投资流程标准化、模型化，每次重大决策按照框架，复盘和归因回归到框架维度，迭代的投资模型始终服务于投资目的，在具体的执行过程中，尽量不在非理性情绪区域做超出计划“定量”规则下的短期决策。

坚守高股息模式，构建多元化策略。近年来市场环境复杂多变，“黑天鹅”频出，也为长期投资增加了难度。构建高股息策略，聚焦上游资源品、交通运输、公用事业、银行等几大板块投资机会，关注企业长期盈利能力ROE和估值水平PB等指标，是价值投资和长期投资结合的良好实践。该策略的好处在于股息收益能够提供可见的安全边际，即使在“黑天鹅”频繁的市场也能拥抱一份长期投资的安全感。

民生证券自营业务负责人表示，公司投资风格主要注重长期价值和稳健投资，并遵循四个基本原则：注重基本面分析，选择具有稳健财务状况、强大竞争优势和良好发展前景的企业进行投资，关注企业的长期增长潜力，而不仅仅是短期市场波动；倾向于投资那些具备稳定分红能力和被市场低估的股票，确保在获得资本增值的同时也能获得稳定的现金流；通过分散投资不同的行业和资产类别，降低单一投资风险，平衡风险与收益；风控方面，建立严格的风险管理体系，包括实时监控和评估投资组合的风险敞口，确保投资组合的稳健性。

多路布局投研创新与风控升级

随着金融市场的不断发展和监管政策的调整，券商自营业务面临新的发展机遇和挑战。如何调整业务结构、创新业务模式、提升投研能力，成为券商自营业务发展的关键。

“投资收益的高波动和券商持续增长的资产规模之间的矛盾，是券商自营业务共同面临的课题。”长城证券上述业务负责人表示，尽管多数券商的自营权益头寸占比并不高，但股票市场的高波动特征是自营业绩不稳定的核心影响因素。随着科技股占比提升、上市公司业务多元化发展，对股票投研能力的要求越来越高，券商自营因其绝对收益导向，在资本市场上缺少信息和资金优势，传统方向性投资面临瓶颈。

长城证券自营权益投资近年来逐步转型，投资策略从“成长+高股息”转向“高股息+其他”，构建金字塔式投资组合更加适合绝对收益资金属性。金字塔的最大头寸以稳健、相对低风险的资产为主，如以高股息策略为代表的深度价值策略；中间层为价值成长型资产，获取长期超额收益，如大盘价值、成长白马等；最上层为高风险进取型小仓位，主要投资策略为高增长策略、景气投资、主题类投资等。

民生证券自营业务负责人表示，在当前市场环境下，民生证券自营业务的发展方向与发展策略主要聚焦于优化投资组合和深化科技应用。公司致力于多元化投资，在高股息股票、蓝筹股、新兴行业成长股之间保持平衡，兼顾稳定性与成长性；积极拓展不同类别市场的投资机会，优化大类资产配置，降低单一市场的风险，获取更多元的收益来源。科技应用方面，公司充分利用大数据、人工智能和区块链技术，开发和应用智能投研平台，加强量化投资系统的开发，提升投资研究、交易效率和风险管理水平。

提升投研和创新能力方面，长城证券认为核心在于落实深度研究。提升投资经理的团队管理水平，增加新员工投资案例讨论的频次，设立案例库制度，加强业内横向交流，迭代各策略的有效性，建立健全研究支撑机制。

为提升研究精度，长城证券持续坚持“精读会”研究支撑机制。“泛读”+“精读”，探究标的商业模式、竞争格局、治理结构、财务状况、未来盈利增长点等基本面情况，通过产业链调研、上市公司实地调研、专家会议等方式进行深度研究和内部路演。此外，大力推进内外部调研交流，主要是其他卖方研究机构、同业公募基金调研，集团内投资单位定期交流等。

王晶表示，金元证券未来将通过更多扎实细致的产业研究、公司调研，为自营投资业务带来更多的收益空间。

“我们的选择基于中国制造的竞争力。过去两年，很多细分领域的实体企业凭借自身的产品竞争力依旧横扫国际市场，企业营收和利润都在大幅增长。只是这些亮点，在国内房地产市场不景气的大环境下，被人们的情绪掩盖了。”王晶坦言，如何做出客观独立的投研判断，是公司自营投资策略转型能否成功的关键。自营投资工作的复杂严峻性对投研人才的沟通能力、研究能力、意志品质等方面都提出了较高的要求。公司计划通过更多地与高校、研究机构开展产学研活动，开阔研究视野，更早更深入地推进潜在投研人员的筛选。此外，始终将服务国家战略作为研究的着力点，将资金源源不断地配置到最高效的地方，这是自营投资工作行稳致远的底层逻辑。

此外，面对市场波动和信用风险频发，建立有效的风险识别、评估与控制体系对券商自营业务而言尤为重要。

民生证券对记者表示，公司通过灵活的资产配置、全面的信用评估体系以及严格的内部控制，在自营业务中建立了完善的风险识别、评估与控制体系，有效应对市场波动和信用风险，并在投资策略和风险管理方面积累了丰富的经验。

长城证券自营业务负责人表示，公司权益自营充分做好风控前置的顶层设计，风险限额按季度分配。对绝对收益考核，风险控制一定居于首位，部门重大事项的决策需要建立机制，确保主要领导、分管领导均参与进来，在关键的时候形成决议，更早去控制风险。

坚持安全垫策略，通过顶格回撤控回撤。在每个考核周期内，根据部门资产收益率波动来决定规模增减，这隐含了对风险的预算，平衡风险收益，不积极扩大风险敞口。震荡下行环境中，每天梳理各资产单元的收益，在部门资产收益率最高点每回撤3%即组织召开专项策略会，收益率回撤5%即视情况缩减规模，下行震荡环境中从充分悲观的角度做好情景假设。

严格投资纪律，提升风控执行力。波动环境中与投资经理的沟通和磨合执行效果不好，是同业普遍性问题，这需要平衡投资经理的主观判断和公司对风控的要求，通过反复的交流达成一致，执行层面则要更加严格明确风险机制。

密集调研三大行业 券商掘金细分领域机遇

● 本报记者 胡雨

Wind数据显示，今年截至6月20日中国证券报记者发稿时，证券公司累计调研A股上市公司超过2300家。从行业分布情况看，电子行业是券商调研公司分布最密集的行业，公司研发投入和产品布局、行业未来竞争格局和应对举措等话题获得关注。

机械设备、医药生物行业也均有上百家公司接待券商调研，数量位居前列。从投资角度出发，半导体行业有望迎来增长周期；工程机械行业需求有望得到边际修复，建议关注相关工程机械龙头；医药行业建议关注低估值、经营边际改善的底部医药资产。

三大行业受关注

从单家公司情况看，Wind数据显示，东芯股份今年以来累计接待券商调研141家次，数量在同期接待券商调研的上市公司中位居第一。作为一家存储芯片设计公司，东芯股份Wi-Fi7的研发团队如何组建、公司SLCNAND从技术指标看有哪些优势、研发费用有怎样规划等与公司研发、产品科技水平相关的话题受到机构关注。

从东芯股份披露的调研纪要看，公司选择通过建立控股子公司的方式进行Wi-Fi芯片的研发工作，坚持独立自主研发，在中小容量存储芯片领域继续保持高水平研发投入，不断丰富产品线。公司产品在耐久性、数据保持特性等方面表现稳定，产品可靠性已逐步从工业级标准向车规级标准迈进。

今年以来，像东芯股份这样获得券商机构密集调研的电子行业上市公司还包括传音控股、澜起科技、京东方A、深南电路、水晶光电、兴森科技、协创数据等。电子行业也是券商同期调研上市公司分布最密集的行业，共有273家上市公司接待券商调研。从披露的调研纪要看，被调研上市公司的产品优势、研发投入和布局、行业竞争格局和应对举措等话题获得较高关注。

机械设备、医药生物行业也是今年以来券商密集调研的方向。Wind数据显示，今年以来两大行业均有超过260家上市公司接待券商调研，中控技术、科德数控、汇川技术、宏华数科、迈威生物-U、迈瑞医疗、新产业、华东医药等公司获得券商机构关注。

从中控技术披露的调研纪要看，公司全球化布局以及海外业务情况、国际化业务未来拓展计划等“出海”方面布局话题被频繁问及。中控技术表示，公司着力部署东南亚、中东、中亚、欧洲、美洲、日本等地区，目前还在积极寻求全球行业高端产品及技术供应商合作落地，不断拓展国际化生态圈及全球化布局运营能力。

对迈威生物-U而言，今年研发费用如何规划、9MW2821在多个适应症的临床策略安排等话题被券商机构所关注。对此公司回应称，公司将致力于寻找具备全球化临床和医学能力及商业化能力的合作伙伴来共享创新成果、共同推动管线价值全球化。

看好部分行业景气度回升

从前述券商调研上市公司行业分布情况看，电子行业当前市场关注度较高，近期A股市场也涌现出一轮以半导体为代表的科技股上涨行情。从投资角度出发，当前半导体也是券商相对更加青睐的电子行业布局方向。

“一季度以来，各大晶圆厂的产能利用率正逐步修复，半导体行业景气度日渐回暖。此外，在产能紧张和需求回暖的推动下，各类芯片的价格也开始呈现修复态势。”在华福证券电子行业分析师杨钟看来，结合晶圆厂稼动率的逐级提升和当前消费电子等领域备货意愿的上升，能看到终端需求对半导体产业链各环节的明确传导，因此判断IC（集成电路）涨价趋势或将延续，半导体行业有望迎来增长周期。

机械行业方面，当前工程机械行业景气度出现边际改善受到券商关注。在光大证券分析师黄帅斌看来，随着2023年四季度增发的一万亿元国债大部分结转至今年使用，叠加政府工作报告部署今年将增发一万亿元超长期特别国债，基础设施投资有望得到持续改善。当前工程机械正处于需求底部，后续随着政策的托底效应，设备利用率有望回升，工程机械行业需求有望得到边际修复，建议关注相关工程机械龙头。

谈及医药行业布局，民生证券医药行业分析师王班建议，关注低估值、经营边际改善的底部医药资产，看好三个方向的布局：一是关注GLP-1产业链重点公司的业绩持续兑现，与头部药企临床、BD进展；二是关注仿制药研发赛道的持续业绩兑现，随着业绩的持续兑现，有望迎来估值修复；三是关注医药板块中底部反转的细分领域，药品、医疗器械设备等细分方向。

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070357 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：4.00元 广告许可证：京西工商广字0019号