

证券II行业深度报告

券商自营投资新时代：优化资产配置效能， 聚焦多元化策略

2025年01月23日

增持（维持）

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001

wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **投资净收益占比逐步提升，资产配置呈多元化。**随着佣金率、管理费率持续下行，经纪、资管、投行等费类业务收入贡献持续下滑，券商资产配置类（自营业务）已经超越经纪业务，成为券商的第一收入来源。券商自营收入占比中枢从2009年左右的10%逐渐提升到2023年的30%左右，2024年上半年自营业务收入占比更是达到41%。从业务的特点上看，轻资产业务及资本中介类业务的边际变化相比自营业务更为平缓，而自营业务与权益、债券市场收益率相关性极强，因此收入在季度间波动性较强，更能体现券商业绩弹性。

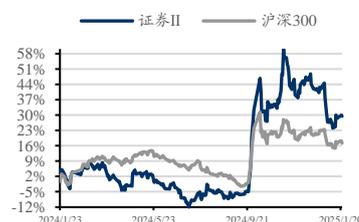
■ **券商投资净收益增速与权益市场收益率具有较高相关性。**原因有三：1) 权益方向性自营头寸规模虽小，但相比固收类资产波动性更大，对券商投资净收益的影响更为显著。2) 2019年以来，科创板及创业板跟投头寸成为大型券商权益类资产的重要组成部分，对于券商的投资净收益亦产生较大影响，截至2024年末，全市场未解禁跟投头寸规模超过80亿元（按2025/1/21持股市值），累计投入资金近350亿元。3) 大型券商近些年大力发展衍生品业务，在市场波动时权益衍生品对冲头寸也受影响。

■ **交易性金融资产占比最高，其他权益类工具占比小幅提升，客需业务推动券商向非方向性投资发展。**1) 母公司口径来看，券商自营对权益类资产的配置比例逐步下降。2019-2024年上半年，证券公司母公司口径的自营投资规模从2.7万亿元增长至5.1万亿元；其中，自营权益类证券及证券衍生品规模从3338亿元增长至3943亿元，占比从12%下降至8.3%；自营非权益类证券及衍生品规模从2.4万亿元增长至4.7万亿元，规模大幅增长，同时占比从88%增长至92%。2) 合并口径下，其他权益类工具占比显著提升；跟投+衍生品加持下，权益类资产大幅增配。2019-2024年上半年，前十名券商交易性金融资产、其他债权投资、其他权益投资、债权投资的平均占比分别为77%、18%、4%、2%。2023年以来，权益市场波动加大，而高股息类资产仍表现优异，券商也开始重视红利类资产的配置，其他权益类工具占比由2022年的1%提升至2024年上半年的6%。3) 客需类业务的发展，推动券商自营业务从方向性向非方向性发展。传统的方向性投资完全随行就市，券商不具备逆周期的能力。部分券商积极通过股指期货、场外期权等工具的运用，发展非方向性投资，弱化了权益市场波动对于公司整体盈利的影响。以中金公司为例，2023年1401亿权益类资产中，场外衍生品的对冲持仓占比为87%。

■ **优化资产配置效能，聚焦多元化策略。**券商固收类自营在过去几年实现较高正收益，但考虑到目前利率已在历史低位，继续下行空间持续缩窄，利率债的黄金时代或已过去。此外，信用债相关利差均已压缩至历史低位，未来配置难度不断加大。固收“躺赢时代”或已成过去式，将更关注“固收+”机会。1) 可转债具有债权和股权的双重特性，既可以获取一定的利率回报，又能够享受股票上涨的资本利得。2) 重视其他权益工具(OCI)，红利类资产仍是重点。3) 增配永续债。2023年以来不少头部券商增加了其他权益工具的规模，除了红利类资产外，大多是增配了永续债，如中信证券、申万宏源、招商证券等。4) 方向性权益自营保持一定弹性，头部券商仍偏好非方向性自营，尤其是客需类业务。5) 互换便利工具(SFISF)直接增加券商持有股票规模。

■ **风险提示：**权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

行业走势



相关研究

内容目录

1. 投资净收益占比逐步提升，资产配置呈多元化	4
1.1. 费类业务承压，资产配置类业务影响力逐步提升	4
1.2. 母子公司共同开展，投资范围逐渐放宽	6
1.2.1. 另类投资子公司：跟投制度加剧业绩波动	7
1.2.2. 直投子公司：“直投+保荐”模式为券商带来高额收益	9
1.2.3. 跨境业务：分化明显	10
2. 固收类资产受青睐，增配 OCI	11
2.1. 会计准则调整，投资资产分类变更	11
2.2. 投资资产结构：交易性金融资产占比最高，其他权益类工具占比小幅提升	13
3. 优化资产配置效能，聚焦多元化策略	17
4. 风险提示	20

图表目录

图 1: 2009-2024H1 证券行业自营收入占比	4
图 2: 券商自营业务拆解	5
图 3: 前十大券商投资净收益增速与沪深 300 收益率	5
图 4: 前十大券商投资净收益增速与中债总全价指数收益率	5
图 5: 2019-2024H1 前十大券商自营业务收入 (百万元)	6
图 6: 前十大券商另类投资子公司净利润 (亿元)	8
图 7: 前十大券商另类投资子公司净利润贡献	9
图 8: 部分券商直投子公司或私募股权平台 2014-2024H1 净利润 (亿元)	10
图 9: 各大券商跨境业务投资收益测算 (百万元)	10
图 10: 金融资产分类流程示意图	12
图 11: 上市券商自营投资规模及结构(母公司口径, 亿元)	14
图 12: 大型券商固收自营规模 (母公司口径, 亿元)	14
图 13: 前十券商金融投资资产分布	15
图 14: 中金公司交易性金融资产中权益类资产分类	17
图 15: 中债信用债、中债国债指数走势	17
图 16: 2014 年以来中债总全价指数年涨跌幅	17
图 17: 2010 年以来可转债发行情况	18
图 18: 十年期国债到期收益率	19
图 19: 中证红利指数现金分红及股息率	19
图 20: 永续债发行及到期情况	19
表 1: 证券公司自营投资范围沿革	6
表 2: 各券商科创板跟投未解禁规模及浮盈情况 (亿元)	7
表 3: IAS 39 与 IFRS 9 关于金融资产分类与计量规定	11
表 4: AFS、FVOCI 与 FVTPL 对比	12
表 5: IFRS 9 资产负债表科目与利润表科目关系	13
表 6: 2019 到 2024 年上半年前十券商交易性金融资产分类	15

1. 投资净收益占比逐步提升，资产配置呈多元化

1.1. 费类业务承压，资产配置类业务影响力逐步提升

投资净收益占比逐步提升。随着佣金率、管理费率持续下行，经纪、资管、投行等费类业务收入贡献持续下滑，券商资产配置类（自营业务）已经超越经纪业务，成为券商的第一收入来源。券商自营收入占比中枢从2009年左右的10%逐渐提升到2023年的30%左右，2024年上半年自营业务收入占比更是达到41%。从业务的特点上看，轻资产业务及资本中介类业务的边际变化相比自营业务更为平缓，而自营业务与权益、债券市场收益率相关性极强，因此收入在季度间波动性较强，更能体现券商业绩弹性。

图 1：2009-2024H1 证券行业自营收入占比

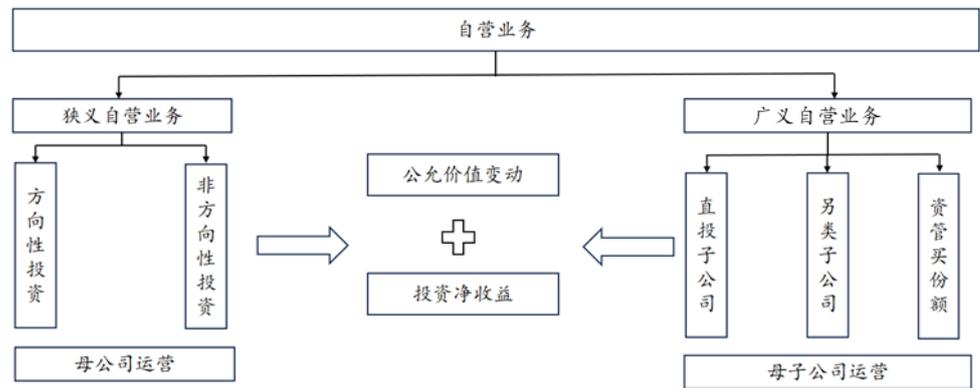


数据来源：证券业协会，Wind，东吴证券研究所

注：2020-2022年为上市券商数据，剔除其他业务收入。

资产配置业务由母子公司共同开展，利润表展现形式相同，难以拆分。除从事自营投资品种清单范围内的投资外，《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》也允许证券公司通过设立子公司的形式开展清单所列品种以外的投资。2019年科创板开市后，另类投资子公司进一步成为券商跟投科创板新股的平台。从业务的视角来看，自营业务口径可以分为狭义自营业务和广义自营业务，其中狭义自营业务包括方向和非方向头寸，广义自营业务还包括了直投另类子公司以自有资金参与的投资或者认购的份额，资管购买自身产品的份额(主要是劣后)。自营和非自营投资收益从会计报表最终的呈现形态相同，在券商报表披露信息有限的情况下无法区分。

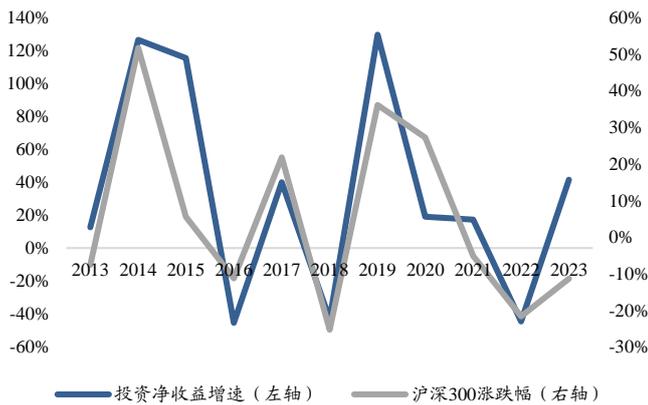
图 2：券商自营业务拆解



数据来源：东吴证券研究所制作

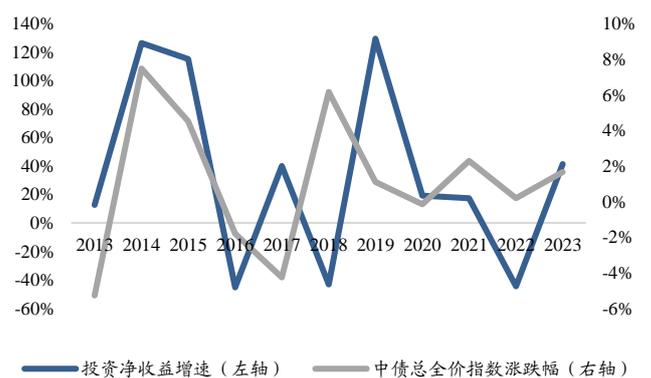
大型券商自营业务波动较大，与权益市场表现相关性更大。2013 年以来，前十大券商投资净收益增速与权益市场收益率具有较高相关性，我们认为原因有三：1) 权益方向性自营头寸规模虽小，但相比固收类资产波动性更大，对券商投资净收益的影响更为显著。2) 2019 年以来，科创板及创业板跟投头寸成为大型券商权益类资产的重要组成部分，对于券商的投资净收益亦产生较大影响，截至 2024 年末，全市场未解禁跟投头寸规模近 80 亿元（按 2025 年 1 月 21 日持股市值），累计投入资金近 350 亿元。3) 大型券商近些年大力发展衍生品业务，在市场波动时权益衍生品对冲头寸也受影响。

图 3：前十大券商投资净收益增速与沪深 300 收益率



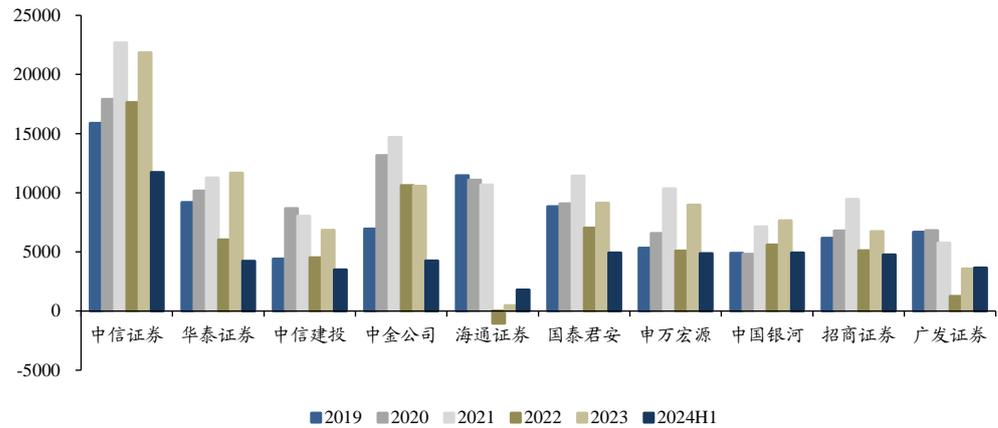
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：前十大券商投资净收益增速与中债总全价指数收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 2019-2024H1 前十大券商自营业务收入 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 母子公司共同开展, 投资范围逐渐放宽

券商自营投资范围经历两次放宽。最早根据《证券公司监督管理条例》第四十一条规定, 券商证券自营业务只能投资《条例》明确规定的“依法公开发行的股票、债券、权证、证券投资基金或者国务院证券监督管理机构认可的其他证券”。2011 年证监会发布了《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》, 明确券商自营业务的投资范围。2012 年 11 月, 证监会修改《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》, 对证券公司自营业务的投资标的再次给予了放宽。当前券商自营可投资范围包括: 一、已经和依法可以在境内证券交易所上市交易的证券; 二、已经在全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券; 三、已经和依法可以在境内银行间市场交易的证券; 四、经国家金融监管部门或者其授权机构依法批准或备案发行并在境内金融机构柜台交易的证券; 五、具备证券自营业务资格的证券公司可以从事金融衍生产品交易, 不具备证券自营业务资格的证券公司只能以对冲风险为目的, 从事金融衍生产品交易。

表 1: 证券公司自营投资范围沿革

	2011 年 5 月及以前	2011 年 6 月-2012 年 11 月	2012 年 11 月至今
政策依据	《证券公司监督管理条例》及相关监管文件	《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》	《关于修改<关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定>的决定》
可投资品种	依法公开发行的股票、债券、权证、证券投资基金或者国务院证券监督管理机构认可的其他证券 (包括集合理财产品、专项资产管理计	一、已经和依法可以在境内证券交易所上市交易的证券 二、已经和依法可以在境内银行间市场交易的 (一) 政府债券 (二) 国	一、已经和依法可以在境内证券交易所上市交易的证券 二、已经在全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券 三、已经和依法可以在境内银行间市场交易的证券

划、央行票据、特种金融债券、短期融资券、中期票据等)	际开发机构人民币债券 (三) 央行票据 融债券 (五) 短期融资券 (六) 公司债券 (七) 中期票据 (八) 企业债券	四、经国家金融监管部门或者其授权机构依法批准或备案发行并在境内金融机构柜台交易的证券 五、具备证券自营业务资格的证券公司可以从事金融衍生产品交易, 不具备证券自营业务资格的证券公司只能以对冲风险为目的, 从事金融衍生产品交易
----------------------------	---	---

数据来源: 证监会, 东吴证券研究所

1.2.1. 另类投资子公司: 跟投制度加剧业绩波动

科创板、创业板跟投加剧投资收益波动。2019 年科创板推出, 实行跟投制度: 保荐机构通过另类投资子公司参与 IPO 战略配售, 获配股份限售期为 24 个月。在跟投规模方面规定: 1) 发行规模不足 10 亿元的, 跟投比例为 5%, 但不超过人民币 4000 万元; 2) 发行规模 10 亿元以上、不足 20 亿元的, 跟投比例为 4%, 但不超过人民币 6000 万元; 3) 发行规模 20 亿元以上、不足 50 亿元的, 跟投比例为 3%, 但不超过人民币 1 亿元; 4) 发行规模 50 亿元以上的, 跟投比例为 2%, 但不超过人民币 10 亿元。创业板注册制下, 实行差异化跟投制度, 对未盈利, 红筹架构, 特殊投票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投制度。由于科创板和创业板股票波动性相对较大, 且在限售期内另类子公司无法进行减持, 进一步加大了券商投资净收益的波动, 尤其是 IPO 项目较多的券商。截至 2024 年末, 未解禁的科创板跟投合计浮盈 28 亿元, 而截至 2024 年 9 月 23 日浮亏 13 亿元。

表 2: 各券商科创板跟投未解禁规模及浮盈情况 (亿元)

保荐机构	战略配售投入规模	最新持有市值	最新浮盈亏	2024 年 9 月 23 日	截至 2024 年 9 月 23 日
				持有市值	浮盈亏
海通证券	12.77	16.60	3.82	7.79	-4.98
国泰君安	6.84	8.64	1.79	4.98	-1.86
中信建投	6.56	10.15	3.59	3.90	-2.21
中金公司	6.54	9.74	3.19	5.17	-0.82
中信证券	5.98	7.89	1.92	3.54	-2.00
华泰证券	3.22	7.03	3.82	1.82	-0.75
民生证券	2.37	3.19	0.82	1.52	-0.84
招商证券	2.10	4.04	1.93	2.89	0.79
东方证券	1.20	1.47	0.27	0.46	-0.74
安信证券	1.00	1.30	0.30	2.88	1.88
兴业证券	0.80	1.48	0.68	0.31	-0.49
国信证券	0.77	1.68	0.91	0.69	-0.08
长江证券	0.58	0.54	-0.04	0.17	-0.41

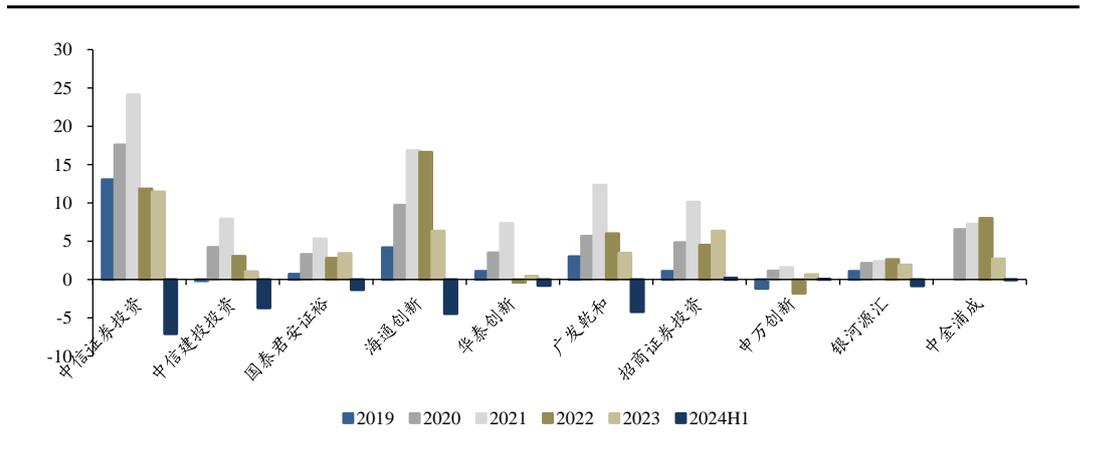
西部证券	0.44	0.51	0.07	0.24	-0.20
财信证券	0.40	0.62	0.22	0.29	-0.11
国联证券	0.35	0.69	0.33	0.14	-0.22
光大证券	0.35	0.63	0.28	0.48	0.12
中泰证券	0.33	1.39	1.06		
中航证券	0.33	1.39	1.06		
国金证券	0.33	0.41	0.08	0.15	-0.18
申万宏源	0.32	0.80	0.48	0.68	0.36
中邮证券	0.26	0.60	0.34	0.30	0.04
开源证券	0.24	0.52	0.28	0.26	0.03
东吴证券	0.09	0.32	0.23		
兴业证券	0.07	0.33	0.26		
合计	54.24	81.94	27.70	38.66	-12.68

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：最新持有市值截至 2024 年末

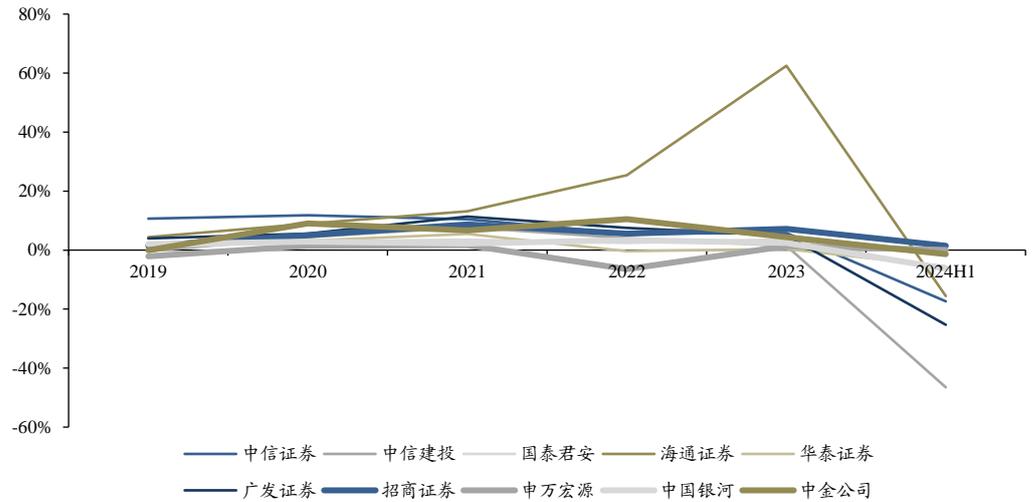
另类投资子公司贡献不俗利润，但波动也较大。以 2024 年上半年末总资产规模排名前十的证券公司另类投资平台为例，尽管总资产占集团的比重仅有 1%-3%左右，但净利润占比可以远超这一数字。2020-2023 年，中信证券、广发证券、招商证券、中金公司等券商的另类投资子公司平均净利润贡献在 7%左右。跟投业务的高弹性也使得子公司的业绩波动较大，2024 年上半年，前十大券商中 7 家另类投资子公司亏损，其余 3 家公司也仅微盈。

图 6：前十大券商另类投资子公司净利润（亿元）



数据来源：Wind，各公司业绩公告，东吴证券研究所

图 7：前十大券商另类投资子公司净利润贡献

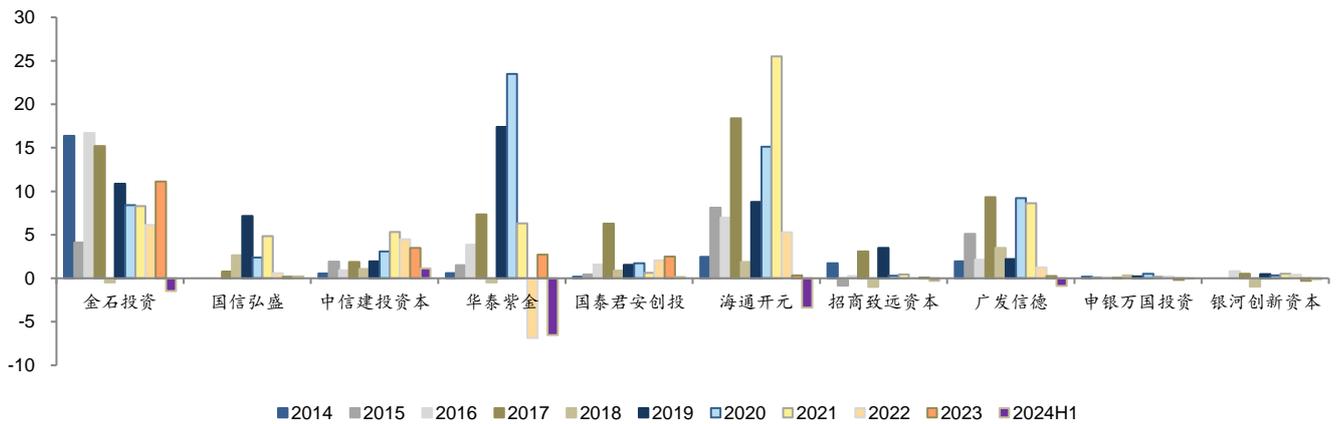


数据来源：Wind，各公司业绩公告，东吴证券研究所

1.2.2. 直投子公司：“直投+保荐”模式为券商带来高额收益

“直投+保荐”模式为券商带来高额收益。2007年监管部门开始对券商直投业务进行监管。2011年，证监会颁布《证券公司直接投资业务监管指引》，明确证券公司可以开展直投业务，但存在一定限制，包括券商直投业务投资金额不得超过公司净资本的15%；直投子公司设置直投基金的，需限定投资者类型，并限定单只直投基金投资者数量不得超过50个。随着创业板开板，新股发行效率提升，券商直投业务迎来黄金发展期，随之催生的“直投+保荐”模式也逐步实现市场化。2016年，证券业协会发布了《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》，标志着券商直投业务向私募基金子公司的转型。2024年5月，证券业协会对2016年的《证券公司私募投资基金子公司管理规范》进行修订，包括允许设立二级管理子公司、增加对禁止“先保荐、后直投”的豁免条例、提高自有资金投资基金上限等。2023年前十大券商直投子公司或私募股权平台合计实现营业收入39.38亿元，净利润20.23亿元；但由于2024年上半年权益市场波动加大、IPO发行放缓等因素，直投子公司业绩也出现亏损，2024年上半年合计营业亏损10.84亿元，净亏损11.23亿元。

图 8: 部分券商直投子公司或私募股权平台 2014-2024H1 净利润 (亿元)



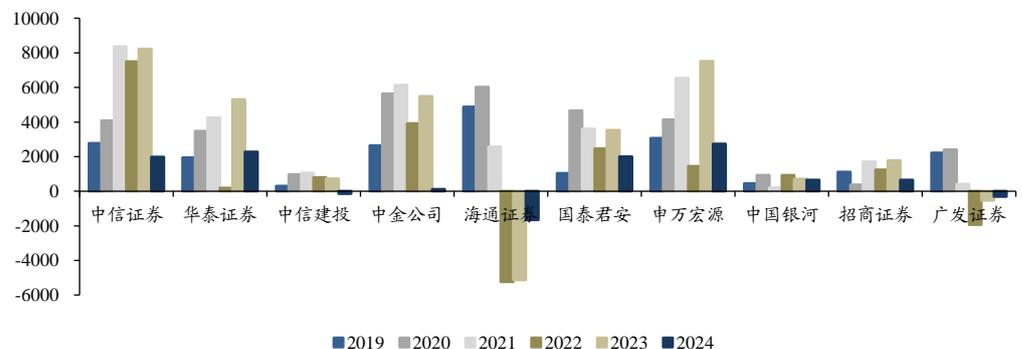
数据来源: Wind, 各公司业绩报告, 东吴证券研究所

1.2.3. 跨境业务: 分化明显

大型券商跨境业务表现分化明显, 部分券商亏损严重。2023 年以来因境内衍生品业务价格战激烈, 跨境衍生品业务净利差较高且伴随着旺盛的跨境需求, 场外衍生品业务在规模有限的情况下逐步聚焦于跨境服务。目前, 获得跨境业务试点资格并实际展业的券商包括中信证券、海通证券、国泰君安证券、华泰证券、招商证券、广发证券、中金公司、中信建投证券、银河证券、申万宏源证券。据中证协数据, 截至 2023 年 11 月末, 券商跨境业务存续规模已突破 1 万亿元。

我们以合并口径下投资净收益收入-母公司口径投资净收益来估算各大券商跨境业务收益, 该部分收益在不同年份间波动较大, 不同券商间也分化明显, 部分券商在 2022、2023 年间亏损较多。但由于以子公司投资净收益估算跨境业务收益会受到如科创板跟投, 其他参控股公司投资业务等影响, 可能与实际的收益情况存在一定偏差, 特别是子公司较多的券商影响更大。

图 9: 各大券商跨境业务投资收益测算 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 固收类资产受青睐，增配 OCI

2.1. 会计准则调整，投资资产分类变更

券商早在 2018 年便实施了 IFRS9，但关注度远不如保险公司。2017 年 3 月，财政部发布了三个金融工具相关会计准则，包括《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》和《企业会计准则第 24 号——套期会计》，同年 5 月，财政部发布了《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》。上述准则统称为“新金融工具相关会计准则”，实现了与国际会计准则（IFRS9）的并轨。IFRS 9 的中文名称为《国际财务报告准则第 9 号——金融工具》，是由国际会计准则理事会（IASB）于 2009 年发布的会计准则方法。2014 年 IASB 完成了 IFRS 9 的最终版本，内容包括金融工具的分类和计量、金融资产减值和套期会计等，全面取代此前的 IAS 39 准则，并于 2018 年 1 月 1 日开始执行 IFRS9 准则。中国证券业协会为配合新准则的实施，对证券公司科学、合理地对金融工具进行估值和减值进行指导，制定了《证券公司金融工具估值指引》、《非上市公司股权估值指引》及《证券公司金融工具减值指引》，并经协会第六届理事会第八次会议表决通过，于 2018 年 9 月 7 日正式发布。

与原有会计准则（IAS 39）相比，IFRS 9 简化了分类与计量模型，金融资产分类由“四分类”调整为“三分类”：以摊余成本计量的金融资产（AC）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVPL）。

表 3: IAS 39 与 IFRS 9 关于金融资产分类与计量规定

分类与计量	IAS39	IFRS9
分类标准	主观的：合同特征和持有意图	客观的：业务模式和合同现金流特征
会计科目	1.持有至到期投资——HTM	1.以摊余成本计量的金融资产——AC
	2.贷款和应收款项——L&R	2.以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产——FVOCI
	3.以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产——FVPL	
	4.可供出售金融资产——AFS	3 以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产——FVPL

数据来源：IAS39，IFRS9，东吴证券研究所

从计量方式上看，AFS、FVOCI 和 FVPL 均是以公允价值计量，但处置收益上却存在较大差异。1) 老准则下，AFS 的公允价值变动计入其他综合收益，出售时，AFS 累计公允价值变动转入损益。2) 新准则下，FVOCI 的公允价值变动计入其他综合收益，其中，债权资产的当期公允价值变动属于将重分类进损益的公允价值变动，权益资产的当期公允价值变动属于不能重分类进损益的公允价值变动。于是，出售时，FVOCI 中债权资产的累计公允价值变动转入损益，但 FVOCI 中权益资产的累计公允价值变动转入

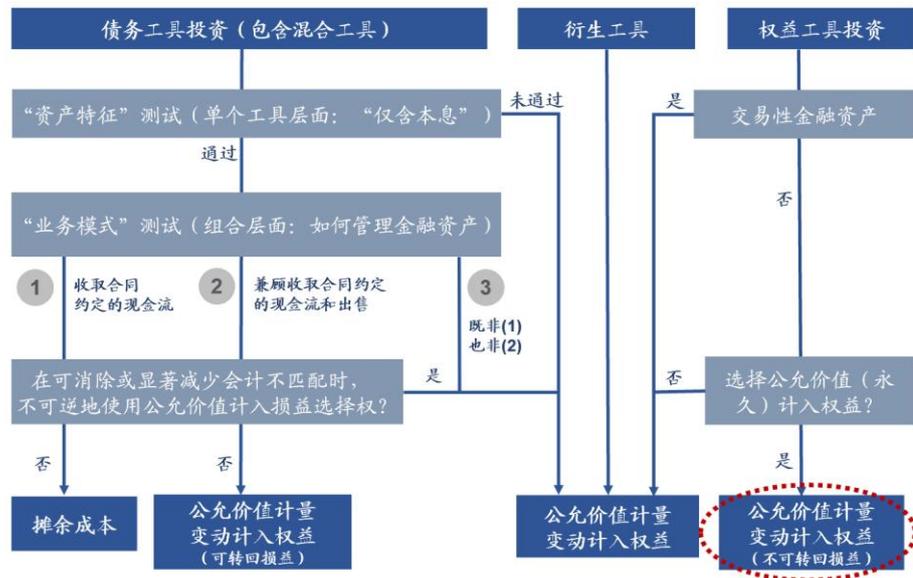
留存收益。3) 新准则下, FVPL 的公允价值波动、利息股息等收益以及处置收益均计入损益, 直接影响利润。

表 4: AFS、FVOCI 与 FVTPL 对比

准则归属	旧准则 (IAS39)	新准则 (IFRS9)	
资产分类	AFS	FVOCI	FVTPL
计量方式	公允价值计量	公允价值计量	公允价值计量
公允价值波动	计入 OCI, 不影响利润	计入 OCI, 不影响利润	直接计入当期损益, 影响利润
股息分红	计入投资收益, 影响利润	利息计入利息收入, 股息计入投资收益, 影响利润	计入投资收益, 影响利润
处置收益	计入损益, 影响利润	债券可转回损益, 影响利润; 股票计入留存收益, 不影响利润	计入损益, 影响利润

数据来源: IAS39, IFRS9, 东吴证券研究所

图 10: 金融资产分类流程示意图



数据来源: 《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》, 东吴证券研究所

券商在实践中更多将自营头寸确认为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产, 对于 FVOCI 运用较少。一方面是在会计科目确认范式下根据资产特征自然落入 FVTPL 科目的比例更高, 另一方面能增厚当期利润本就是券商开展自营业务的核心诉求, 与保险这种做长期资产负债久期匹配的投资目标完全不同。这样的会计处理可以认为更加“激进”, 因为背后意味着更短的投资交易周期和更显著的业绩波动。

表 5: IFRS 9 资产负债表科目与利润表科目关系

以摊余成本计量的金融资产	债权投资	(1) 收益计入“ 投资收益 ”(期初摊余成本*实际利率) (2) 减值计入“ 信用减值损失 ”(账面价值与预计未来现金流量的差额)
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	其他债权投资	(1) 收益计入“ 投资收益 ”(期初摊余成本*实际利率) (2) 资产负债表日, 账面价值与公允价值的差额计入“ 其他综合收益 ” (3) 减值: 借记“ 信用减值损失 ”, 贷记“ 其他综合收益 ” (4) 金融资产出售时, 将实际收到款项与账面价值的差额、将原累计计入其他综合收益的公允价值变动计入“ 投资收益 ”
	其他权益工具投资	(1) 股权持有期间被投资单位宣告发放的现金股利须确认为“ 投资收益 ”; (2) 资产负债表日, 账面价值与公允价值的差额计入“ 其他综合收益 ” (3) 无须计提减值 (4) 金融资产出售时, 将累计确认的其他综合收益转入“ 利润分配—未分配利润 ”
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	交易性金融资产	(1) 持有期间取得的利息或现金股利计入“ 投资收益 ”; 股票股利不需做账务处理 (2) 资产负债表日, 账面价值与公允价值的差额计入“ 公允价值变动损益 ” (3) 无须计提减值 (4) 金融资产出售时, 将实际收到款项与账面价值的差额计入“ 投资收益 ”

数据来源: IFRS9, 东吴证券研究所

2.2. 投资资产结构: 交易性金融资产占比最高, 其他权益类工具占比小幅提升

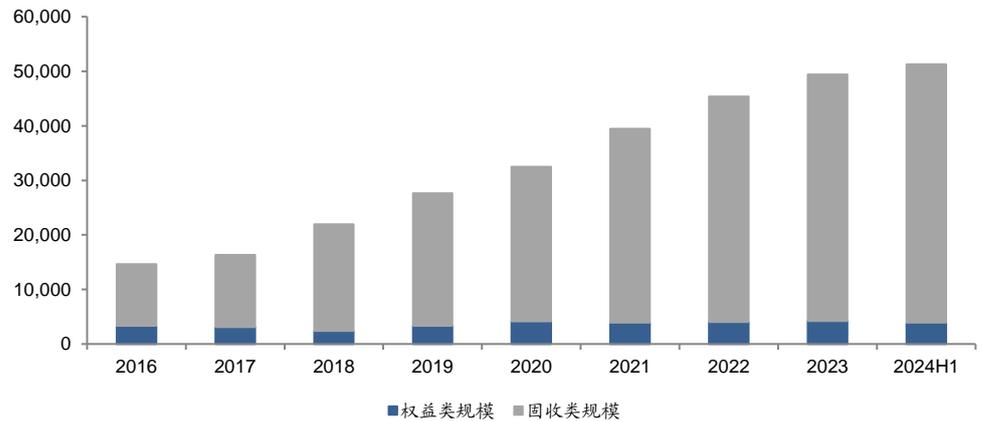
我们从母公司口径和合并口径两个角度来观察券商资产配置的变化:

1) 母公司口径来看, 券商自营对权益类资产的配置比例逐步下降

从券商母公司口径看, 我们根据业绩报告中披露的净资本和“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”、“自营非权益类证券及衍生品/净资本”数据来测算券商的自营规模。52 家上市券商中可以获得以上数据的共 46 家, 从整体计算结果来看, 2019-2024 年上半年, 证券公司母公司口径的自营投资规模从 2.7 万亿元增长至 5.1 万亿元; 其中, 自营权益类证券及证券衍生品规模从 3338 亿元增长至 3943 亿元, 占比从 12%下降至 8.3%; 自营非权益类证券及衍生品(主要为债券等固收类投资)规模从 2.4 万亿元增长至 4.7 万亿元, 规模大幅增长, 同时占比从 88%增长至 92%。股票市场具有高波动特征, 是券商自营业绩不稳定的核心影响因素, 传统方向性投资以绝对收益为导向, 但在信息和资金方面并没有显著优势, 因此在近年来科技股占比不断提升、上市公司业务多元化发展、

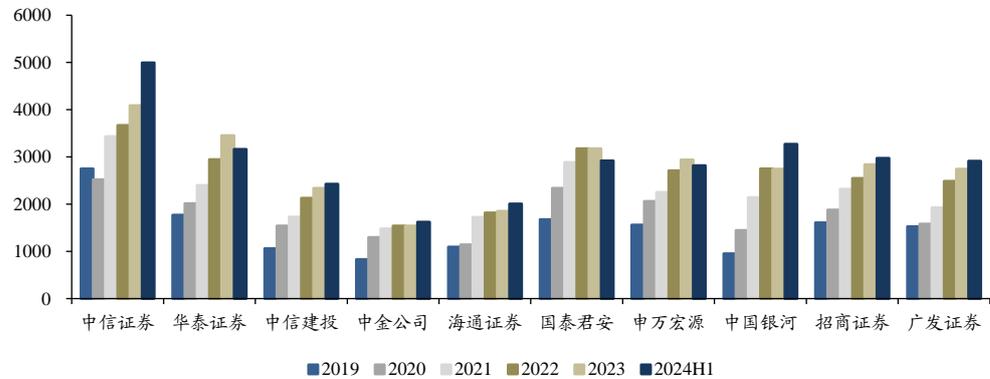
市场波动加大的背景下，传统方向性投资面临瓶颈；而券商自营的客需化转型，也面临市场竞争日趋激烈、费率不断下行、监管要求提升等一系列问题，同时客需类业务往往头部集中，规模难以做大。2021 年来券商权益类投资经历了去方向化、发展客需业务的过程，固定收益类资产随着利率下行表现良好，近几年成为自营投资收益的主要来源。

图 11: 上市券商自营投资规模及结构(母公司口径, 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 大型券商固收自营规模 (母公司口径, 亿元)



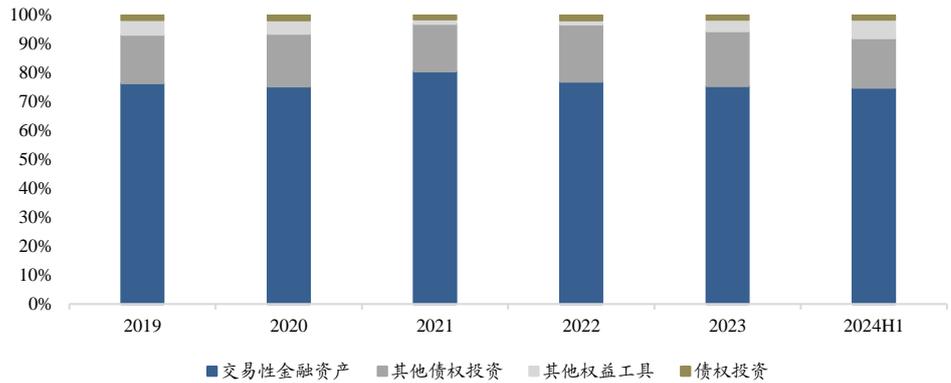
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2) 合并口径下，其他权益工具占比显著提升；跟投+衍生品加持下，权益类资产大幅增配

投资资产结构较为稳定，交易性金融资产占比最高；2023 年后逐步增配其他权益工具。从前十券商的资产配置数据来看，投资资产的结构保持相对稳定，2019-2024 年上半年，前十家券商交易性金融资产、其他债权投资、其他权益投资、债权投资的平均占比分别为 77%、18%、4%、2%。券商自营投资盈利的主要方式还是依靠交易性金融

资产的高买低卖赚取价差收入。其他债权科目占比次高，该科目的持有意图兼具收取利息、本金及出售赚取价差。其他债权投资主要包括国债、金融债、企业债、同业存单、超短融等。2023年以来，权益市场波动加大，而高股息类资产仍表现优异，券商也开始重视红利类资产的配置，其他权益类工具占比由2022年的1%提升至2024年上半年的6%。

图 13: 前十券商金融投资资产分布



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

交易性金融资产中，债券占比最高，股票类/基金类资产大幅增配。券商自营持有的金融资产以股票/股权、债券、公募基金、私募/专户产品、券商资管计划、信托计划、银行理财等产品为主。2019-2024年上半年，前十大券商的交易性金融资产中，债券配置比例最高，接近一半，同时规模持续增加；股票类资产波动较大，但在衍生品业务、跟投业务的加持下，规模较2019年翻倍增长。

表 6: 2019 到 2024 年上半年前十券商交易性金融资产分类

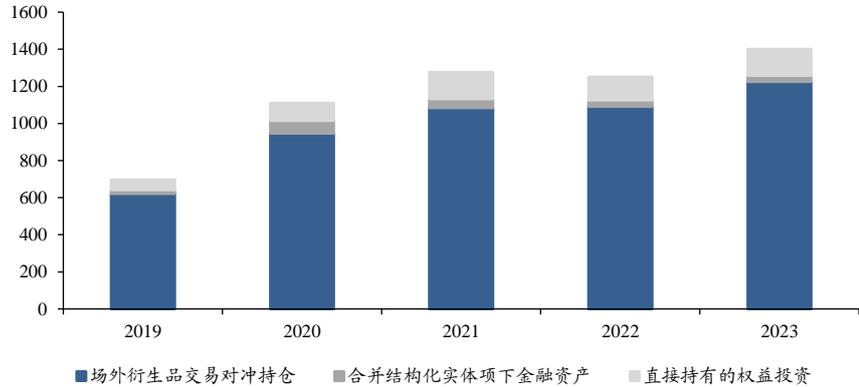
公司	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	公司	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	
中金公司	债券	761	808	821	815	901	1118	中万宏源	债券	686	910	1463	1432	1217	1239	
	基金	135	456	838	604	530	436		公募基金	233	268	384	377	368	422	
	股票/股权	697	1109	1277	1251	1401	888		股票	20	97	290	447	495	397	
	其他	89	103	76	23	15	42		银行理财产品	46	32	36	29	27	17	
	合计	1682	2476	3012	2694	2847	2484		信托计划	16	10	20	12	8	8	
中信证券	债券	1878	1411	2012	2012	2184	2238		券商资管产品	13	13	167	36	3	3	
	公募基金	193	223	340	340	481	759		其他	138	300	365	456	248	242	
	股票/股权	622	1488	1776	1776	2209	1972		合计	1152	1646	2726	2790	2365	2328	
	银行理财	120	17	7	7	17	37		中国银河	债券	488	504	652	922	1091	1514
	券商资管	6	372	408	408	113	63			股票	58	147	199	148	303	178
	信托计划	39	23	28	28	64	43	公募基金		107	153	219	309	270	330	
	其他	695	665	883	883	1183	1260	银行理财产品		25	29	12	32	32	33	

	合计	3553	4200	5453	5453	6250	6372									
中信建投	债券	504	822	848	906	1079	1067	招商证券	券商资管产品	2	2	4	5	4	4	
	股票	92	155	234	286	343	231		信托计划	5	0	3	5	12	11	
	券商资管	74	155	176	163	205	228		其他	54	91	267	297	350	355	
	公募基金	113	83	96	105	100	98		合计	740	926	1356	1719	2062	2425	
	信托计划	9	18	21	6	15	9		广发证券	债券	998	1149	1550	1484	1751	1767
	银行理财	21	13	2	3	13	6			基金	161	156	238	501	417	384
	其他	105	140	239	405	388	439			股权投资	131	205	223	266	408	259
	合计	918	1387	1615	1873	2142	2079			银行理财产品	22	12	4	10	11	18
	华泰证券	债券	1815	1883	1606	1742	1958			2092	券商资管	11	16	12	10	15
公募基金		290	244	496	455	618	672	信托产品		12	22	35	2	9	5	
股票		301	590	1163	1027	1236	668	其他		46	177	591	144	178	131	
银行理财		30	13	3	8	4	14	合计		1381	1736	2653	2418	2787	2572	
券商资管		16	28	78	14	10	8	海通证券		公募基金	291	210	504	631	666	1055
信托计划		28	49	7	9	0	0		债券	294	236	353	445	690	825	
私募基金					174	223	122		股票/股权	124	162	283	343	471	341	
其他股权投资		39	56	67	54	64	59		银行理财产品	56	25	8	11	41	64	
其他债务工具		8	63	141	31	22	12		券商资管产品	34	33	21	21	26	26	
合计	2528	2927	3561	3515	4135	3647	信托计划		0	0	3	1	0	0		
国泰君安	债券	967	1080	1159	1486	1575	1675		其他	6	9	71	125	268	242	
	私募基金及专户	300	317	464	619	701	317		合计	811	677	1245	1578	2161	2553	
	股票/股权	204	251	351	513	394	501		招商证券	债券	1228	1104	1171	1016	1242	1138
	公募基金	213	277	367	351	692	447	公募基金		211	245	316	398	406	524	
	永续债/优先股	35	57	196	201	229	347	股票/股权		239	312	350	303	357	238	
	券商资管	50	87	112	116	96	92	银行理财产品		23	36	34	44	38	58	
	银行理财	61	33	4	19	26	70	券商资管产品		57	28	21	17	3	9	
	贵金属	20	31	21	9	4	25	信托计划		4	7	7	26	18	18	
	其他	40	155	169	2	9	29	其他		434	471	306	292	149	129	
	合计	1890	2287	2844	3314	3726	3503	合计		2196	2204	2204	2096	2213	2114	

数据来源：各家公司 2019-2023 年年报，各家公司 2024 年半年报，Wind，东吴证券研究所

客需类业务的发展，推动券商自营业务从方向性向非方向性发展。传统的方向性投资完全随行就市，券商不具备逆周期的能力。部分券商积极通过股指期货、场外期权等工具的运用，发展非方向性投资，弱化了权益市场波动对于公司整体盈利的影响。以中金公司为例，2023 年 1401 亿权益类资产中，场外衍生品的对冲持仓占比为 87%。

图 14: 中金公司交易性金融资产中权益类资产分类

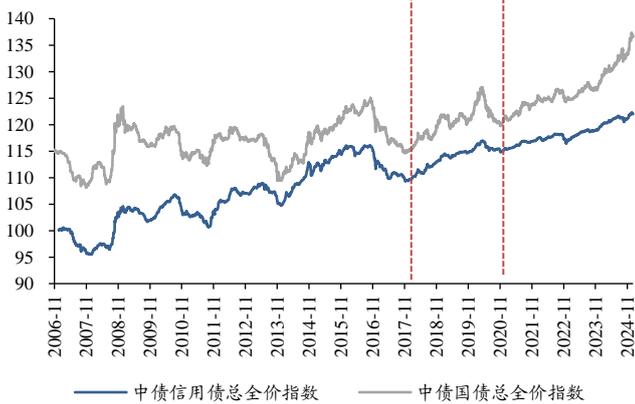


数据来源: 中金公司年报, 东吴证券研究所

3. 优化资产配置效能, 聚焦多元化策略

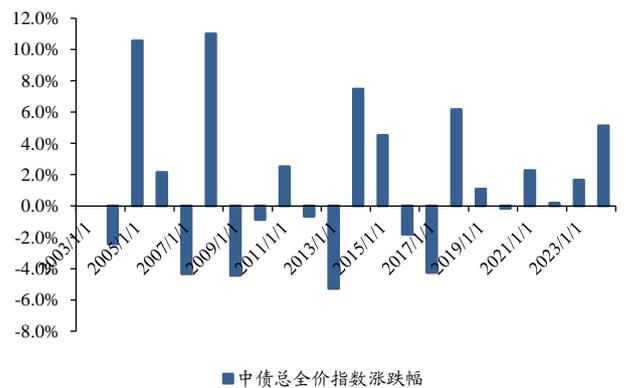
固收类自营在过去几年实现不错收益。近二十年以来, 我国十年期国债收益率水平在一个逐渐收敛的区间内震荡向下, 特别是近十年以来十年期国债收益率的阶段最高点持续显著下降, 并且最低点水平也在逐步向下突破, 2024 年 12 月一度降至 1.8% 以下。2014 年以来中债国债、中债信用债总全价等指数趋势向上, 券商固收类自营在过去几年, 也一直通过加杠杆的方式实现较高正收益。

图 15: 中债信用债、中债国债指数走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 数据截至 2025 年 1 月 21 日

图 16: 2014 年以来中债总全价指数年涨跌幅



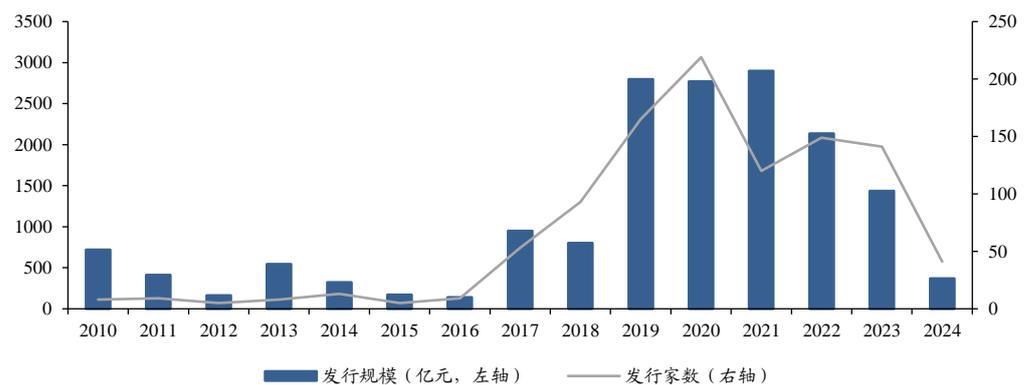
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

固收“躺赢时代”或已成过去式, 将更关注固收+机会。虽然短期来看, 利率水平

可能在宏观经济增速改善、货币政策等因素影响下出现阶段性调整。但长期经济增长取决于人口、劳动生产率及其他因素，人口增速明显放缓，劳动生产率随着城镇化、全球化进程的放缓也会降低，中国经济实际 GDP 增速也会缓步下行。因此，随着经济增速逐步下台阶，未来长端利率中枢大概率会继续逐步下移。但考虑到目前利率已在历史低位，继续下行空间持续缩窄，利率债的黄金时代或已过去。此外，信用债相关利差均已压缩至历史低位，未来配置难度不断加大。在这样的背景下，未来券商自营将更关注固收+的机会，以债券仓位为主，增加可转债、永续债的配置，同时辅以权益仓位的低波产品。

1) 可转债具有债权和股权的双重特性，既可以获取一定的利率回报，又能够享受股票上涨的资本利得。市场下跌时，债底保证回撤相对小；市场上涨时，股性又带来向上弹性。但由于可转债受到发行制度和股市行情的影响，规模和数量波动也较大，因此无法成为承载量大的可持续投资策略，而是一个契合某个时间点的投资工具。2010 年以来，可转债共发行 1038 只，发行规模 1.66 万亿元，最低迷的年份仅发行 5 只，发行规模 171 亿元，最巅峰的年份发行 219 只，发行规模接近 2800 亿元。

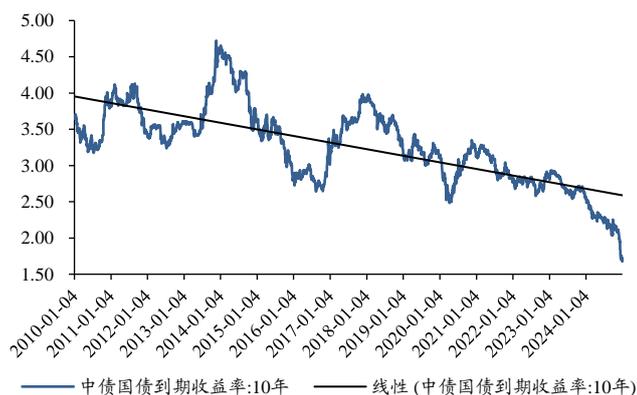
图 17: 2010 年以来可转债发行情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

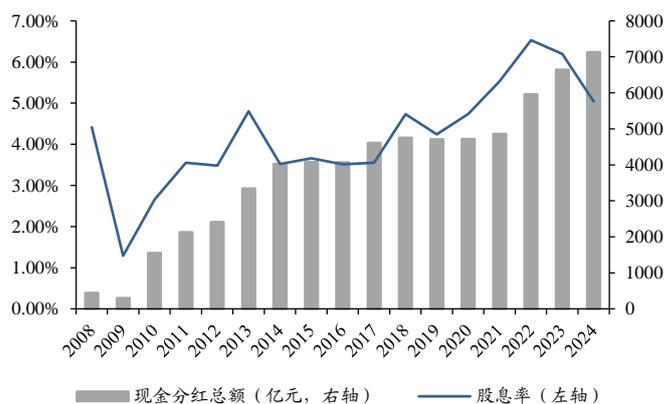
2) 重视其他权益工具 (OCI)，红利类资产仍是重点。2024 年上半年，监管鼓励走资本集约型的专业化发展道路之下，证券公司 IPO 和配股融资难度加大，叠加当时市场活跃度较低，衍生品严监管的背景下，两融以及雪球 DMA 业务的收缩使得券商占用资金减少，上市券商风控指标有所好转。但从前 10 券商来看，资本杠杆率并未明显下降，我们认为多余资本可能是用于增配固收类资产以及 OCI 账户下的高股息股票。未来伴随着债券收益率下行、固收类资产配置难度加大，OCI 账户下的红利类资产仍将是券商自营资产配置的重要方向。2024 年末，十年期国债收益率破 1.8%，中证红利平均股息率仍有 5.04%，超额收益超过 3%。

图 18: 十年期国债到期收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 截至 2024 年 12 月 31 日

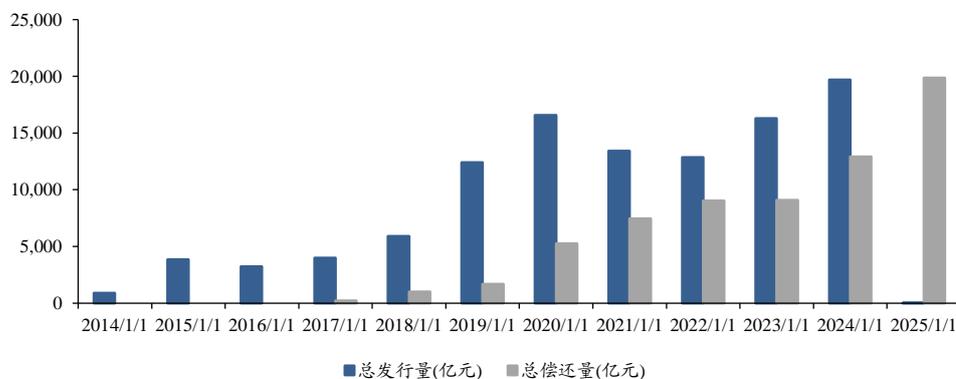
图 19: 中证红利指数现金分红及股息率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3) 增配永续债。2023 年以来不少头部券商增加了其他权益工具的规模,除了红利类资产外,大多是增配了永续债,如中信证券、申万宏源、招商证券等。

图 20: 永续债发行及到期情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 数据截至 2025 年 1 月 22 日

4) 方向性权益自营保持一定弹性,头部券商仍偏好非方向性自营。过去几年随着衍生品等客需业务的发展,头部券商通过股指期货、场外期权等工具的运用,发展非方向性投资,弱化了权益市场波动对于公司整体盈利的影响。尽管,当前衍生品严监管的背景下,业务规模有所收缩,但头部券商仍看重客需类业务的发展。在传统的方向性投资方面,保有一定弹性。

5) 互换便利工具(SFISF)直接增加券商持有股票规模。2024 年 10 月 10 日,央行决定创设互换便利工具,首期互换便利操作规模 5000 亿元,未来可视情况扩大规模。2024 年 10 月 18 日,央行与证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利

(SFISF)相关工作的通知》，宣布正式启动证券、基金、保险公司互换便利操作。目前SFISF已分别在2024年10月21日及2025年1月2日落地两批，合计规模达1050亿元，中标费率从第一批的20bp下降到最新一批的10bp。同时在首批20家的基础上，增选了20家参与机构，形成40家备选机构池，大多为券商。

SFISF为了提升非银机构参与的动力，在资本占用、记账方式上、费率上给予了一定灵活性，包括：1)不消耗非银机构净资本。换入的国债和央票不纳入“自营非权益证券/净资本”分子计算范围，且相关的自营权益资产、做市持有的权益资产不纳入“自营权益证券/净资本”分子计算范围。2)降低非银机构风险控制指标的影响。换入的国债、互换央票及回购融资后开展自营投资、做市交易持有的权益类资产，不计入表内资产总额、减半计算市场风险和所需稳定资金。3)可计入其他综合收益(OCI)权益账户。4)质押品折算率原则不超90%，补仓线75%。5)期限为1年，可提前到期，也可申请展期，费率通过荷兰式招标确定。SFISF将直接增加券商持有股票规模，同时由于SFISF并不占用净资本且可计入OCI账户，因此对券商利润表影响较小，有助于在盘活券商存量资产的基础上，鼓励券商积极参与市场、活跃市场、稳定市场。

4. 风险提示

1) 权益市场大幅波动：后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。

2) 宏观经济复苏不及预期：宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；

3) 资本市场监管趋严：监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险；

4) 行业竞争加剧：行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>