

券商把脉四季度投资风向

A股“金秋行情”有望延伸,科技仍是配置主线,高股息方向亦受关注

■本报记者 于 宏

券商策略会是券商加强与上市公司、机构客户及中小投资者交流的重要渠道。截至9月13日,已十余家券商举行秋季策略会,对下一阶段市场行情走势、投资主线、细分赛道机遇作出最新研判。多位券商分析师认为,市场正处于企稳修复与再平衡阶段,A股“金秋行情”有望延伸,科技仍是配置主线,高股息方向亦受关注。

分化中寻找机遇

各大券商秋季策略会的主题,体现了机构对后市行情的核心研判。例如,国泰海通证券秋季策略会主题为“变局寻径,金秋谋远”,华泰证券秋季策略会主题为“分化·重估·再平衡”,广发证券策略会主题为“穿越长波”,财通证券策略会主题为“聚智谋新”,

西部证券策略会主题为“动能向新”。上述策略会主题,整体折射出券商在变局中向新而行的底色,既正视分化与波动,也积极寻找结构性机遇。

宏观经济层面,西部证券宏观首席分析师边泉水表示:“当前我国经济结构正经历深刻变革,AI与新质生产力将成为未来经济发展的关键引擎。未来几年,经济增长动力有望从‘外需依赖’转向‘内需主导’,扩大内需与‘反内卷’政策有望共振,促进经济实现再平衡。”

聚焦A股走势,在国泰海通证券策略首席分析师方奕看来,股市“金秋行情”有望进一步延伸。方奕表示:“近期,市场总体上呈现出企稳、修复与回升的态势。往后可,股市‘金秋行情’核心动力主要源于不确定性预期边际收窄,推动市场风险偏好修复。市场行情或将出现扩散特征,投资结构不再‘一枝独秀’,而是会呈现‘多点开

花’的特征,看好新兴科技、优势制造、大金融板块。”

波动常常伴随着机遇。华泰证券机构业务委员会主席梁红表示,当前市场处于宏观波动与科技跃迁同频共振阶段,分化是市场底色,也是机会来源。目前中国资产的稀缺配置价值愈发凸显。展望未来三至六个月,市场将逐步告别单一主题炒作,进入配置再平衡阶段,投资逻辑回归基本面,通过拥挤度甄别、业绩验证实现去伪存真。

科技主线不变

对于四季度的投资主线和具体配置方向,各家券商也纷纷亮出独到观点。整体来看,科技板块仍是多家券商看好的主线,同时,高股息、周期、消费板块也受到较多关注。

开源证券策略首席分析师韦冀星表示:“短期来看,当前

市场微观结构较7月至8月明显改善,投资者可把握赚钱效应扩散带来的再平衡机会,可关注包括电子、国防军工、非银金融等净利润增速超预期的行业;同时,银行、公用事业等高股息方向在波动市场环境中具备较好的风险收益比。中期来看,科技仍是配置主线,下一阶段收益将更多来自科技板块内部重新筛选。”

“短期建议逢低配置科技成长、部分周期和消费等行业。”华金证券策略首席分析师邓利军表示,具体方向上,可关注政策和产业趋势向上的电子(半导体、AI硬件)、通信、计算机、传媒(AI应用、游戏)、锂电、军工、有色金属、创新药等;同时可关注券商、消费等行业。

值得注意的是,券商策略会愈发重视对细分赛道的关注与机遇挖掘。例如,华福证券秋季策略会设置七大特色分论坛,围绕

人形机器人、美妆、茶饮等当下热点投资领域展开深入探讨;广发证券策略会围绕AI、创新药、消费、汽车、“出海”等产业热点,以及大类资产、固定收益、量化交易等重要议题组织10场分论坛;国金证券策略会也设置多个行业分论坛,覆盖人工智能、能源、医药等热门赛道。

对此,盘古智库高级研究员余丰慧在接受《证券日报》记者采访时表示:“细分论坛渐成策略会‘标配’且数量逐渐增多,反映出券商研究服务逻辑的变化。过去策略会重在宏观定调和大势研判,如今市场结构性分化特征突出,投资者更需要知道细分环节谁受益、节奏如何、业绩能否兑现。同时,机构客户对同一赛道的关注点也存在差异。券商更多举办细分论坛,将研究成果做深做细,能更好地连接券商、上市公司与机构投资者,提升交流效率与客户黏性。”

51家财险公司上半年综合成本率同比下降

■本报记者 杨笑寒

随着上市险企中报披露完毕,财险公司经营情况也随之出炉。据《证券日报》记者统计,截至目前,共有86家财险公司披露上半年综合成本率,其中47家公司的综合成本率在100%及以下。从可比口径来看,51家险企的综合成本率同比下降,占比约六成。

受访专家表示,财险行业多数险企上半年综合成本率有所下降,主要源于监管持续严控费用乱象、险企优化业务结构、新兴科技赋能等因素。

39家综合成本率高于100%

综合成本率是指保险公司在承保业务和理赔业务中所产生的全部成本与所获得的保费收入之比。综合成本率越低,说明保险公司的盈利能力越强。当综合成本率低于100%时,表明承保业务实现盈利;高于100%则意味着承保业务出现亏损。

近年来,在政策推动及行业转型的背景下,财险行业的整体综合成本率持续下降。据《证券日报》记者统计,今年上半年,共有86家财险公司披露了上半年综合成本率,其中39家险企的综合成本率高于100%,47家险企的综合成本率在100%及以下。相较于去年同期综合成本率高于100%的42家财险公司,今年这一数字有所下降。

从同比趋势来看,剔除新成立的北京法巴天星财产保险股份有限公司,其余85家财险公司中,51家险企的综合成本率同比有所下降,占比为60%。

对此,天职国际金融业务咨询合伙人周瑾对《证券日报》记者表示,综合成本率的变化主要归结为三方面原因:一是监管持续“反内卷”和“报行合一”的深化,严控

了行业的费用乱象。车险领域通过“查处、通报、挂钩”三项机制深化“报行合一”,有效压降非理性费用投放,手续费支出回归理性区间;非车险领域的综合治理同步推进,费用乱象逐步收敛。二是头部险企主动降本增效和优化业务结构。头部机构较早启动高质量发展转型,从“拼价格、拼规模”转向“拼服务、拼技术、拼风险管控”。三是新兴科技赋能精细运营。AI(人工智能)核保、智能理赔、数字风勘、风险减量等数智化工具加速落地,成为成本端改善的重要支撑。整体来看,上半年,财险行业综合赔付率受大灾等因素影响仍有一定压力,但综合费用率的普遍压降有效对冲了赔付压力。

以“老三家”为例,中国人民财产保险股份有限公司(以下简称“人保财险”)、中国太平洋财产保险股份有限公司(以下简称“太保产险”)和中国平安财产保险股份有限公司(以下简称“平安产险”)的上半年综合费用率均同比改善。人保财险的综合费用率同比下降0.93个百分点,太保产险同比下降1.9个百分点,平安产险同比下降1个百分点。

需要注意的是,综合成本率改善并不意味着压力已经消失。北京排排网保险代理有限公司总经理杨帆对《证券日报》记者表示,从上半年表现看,财险公司的综合成本率整体有所改善,说明承保端的经营质量在修复,但不同公司、不同险种之间的分化仍然比较明显。此外,巨灾风险、医疗费用上涨、行业竞争以及部分非车险定价基础不足,仍可能对后续承保盈利形成扰动。

推动非车险有序竞争

综合成本率下降,一方面来源于车险领域长期的费用管控与



图片素材来源:视觉中国

“报行合一”政策落地,另一方面也受到非车险领域费用改善的影响。随着非车险领域的重要性在财险行业日益凸显,近期监管机构也开始了对非车险领域的综合治理。

今年8月,国家金融监督管理总局发布《非车险综合治理行动方案》(以下简称《行动方案》),聚焦非车险风险暴露的主要领域,强化对市场主体的行为监管,推动非车险合规经营、有序竞争,要求制定符合非车险业务特点的“检查、通报、挂钩”工作机制,并规范中介业务行为等。

周瑾认为,《行动方案》延续并强化了此前的严监管要求,分险种、分阶段推进存量产品重新备案,加快“清虚提质”,标志着非车险治理从破局起步进入系统化阶段。从长期来看,可以推动行业从价格、费用竞争转向专业化、价值化竞争,提升非车险的承保能力和风控能力,为财险行业长期健康发展夯实基础。

展望未来,对于财险公司如何进一步实现高质量可持续发展,杨帆认为,未来财险公司的经营重点是提高不同险种的风险识别和定价能力,而非简单地

压缩高成本业务。一方面,车险仍然是基本盘,需要通过精细化定价、维修成本管理和反欺诈降低赔付压力。另一方面,非车险则要减少同质化和低价竞争,在能力允许的情况下,更多发展责任险、健康险、科技保险等与实体经济和新兴风险需求相关的业务。同时,险企还需要更加重视业务组合管理,并通过再保险、巨灾风险管理和数字化工具提升风险分散能力,通过更准确的定价、更合理的业务结构和更稳定的赔付管理,提高承保端的盈利质量。

8月股票策略私募产品业绩领跑

■本报记者 昌校宇

私募排排网数据显示,8月,有业绩记录的12597只私募产品平均收益率为4.53%;受此带动,今年前8个月平均收益率升至4.99%,其中66.05%的产品实现正收益。从策略表现看,股票策略产品8月平均收益率为5.44%,在私募五大主流策略(股票策略、期货及衍生品策略、多资产策略、组合基金策略、债券策略)中相对领先;拉长至前8个月,期货及衍生品策略产品以5.95%的平均收益率居首。

股票策略的修复与8月A股成长、中小盘板块反弹有关,该策略较好地分享了反弹的Beta(贝塔)收益,单月收益弹性在私

募五大主流策略中位列第一。基于8月的反弹,前8个月股票策略产品平均收益率达5.50%,仅次于期货及衍生品策略产品。但受基金管理人仓位、赛道选择和调仓行为等因素的影响,股票策略产品盈利广度并不占优。前8个月,股票策略产品中实现正收益的产品占比仅为62.60%。行情回暖并不代表所有股票策略产品都能同步“回血”,私募基金管理人能力对最终收益影响权重仍较高。

股票策略的子策略中,量化多头策略产品表现突出,8月平均收益率高达9.71%,带动前8个月这一数值修复至6.62%,由负转正,两个时间段的平均收益率均在股票策略各子策略中领跑;主观多头策略

产品8月平均收益率为3.82%,前8个月这一数值为5.71%;股票多空策略、股票市场中性策略产品8月平均收益率分别为3.25%、3.61%,前8个月这一数值分别为2.75%、1.66%。

对于量化多头策略产品表现亮眼,深圳市融智私募证券投资基金管理有限公司FOF基金经理李春瑜在接受《证券日报》记者采访时表示:“一是7月出现的极端风格,是较为罕见的市场结构性扰动,根源在于极端风格切换与交易拥挤引发的连锁反应,而不是量化模型本身出了问题。当市场环境恢复正常后,超额收益也会自然修复。二是市场风格从极端集中回归均衡。上半年资金高度集中于AI(人工智能)、科技成长等少数板

块,量化多头策略‘分散持股’的特点在极致抱团行情中变成了‘分散踏空’。8月市场回调后,成交从少数个股向全市场扩散,量化多头策略可以通过分散选股捕捉超额收益。”

期货及衍生品策略产品前8个月表现居前,与其覆盖股指、大宗商品、期权等多元市场并可双向操作有关,灵活的操作策略以及多元化的收益来源形成有力支撑。期货及衍生品策略的子策略中,前8个月,主观CTA(商品交易顾问)策略产品平均收益率达7.98%,在子策略中收益居首;其他衍生品策略、量化CTA策略、期权策略产品前8个月平均收益率分别为7.66%、5.89%、2.18%。

多资产策略与组合基金策略

依靠跨资产分散,攻守相对均衡,8月平均收益率分别为3.84%和3.47%;前8个月这一数值分别为4.06%和2.76%。债券策略收益率平稳但弹性有限,8月和前8个月平均收益率分别为0.44%和1.54%。

雪球资管长雪全球宏观基金经理杨鑫懿在接受《证券日报》记者采访时表示:“地缘冲突与政策预期交替主导市场,单边聚焦单一资产的风险上升,覆盖股票、债券、商品的均衡配置价值重新显现。”

在雪球资管量子复利基金经理王岩看来,小微盘与流动性环境高度相关,当前“宽流动性+弱基本面”下成交较活跃,有利于量价策略,小微盘估值未见过热,结构性机会仍值得关注。

公募打新燧原科技浮盈丰厚

按上市首日的收盘价计算,相关产品浮盈约35.59亿元

■本报记者 彭衍菴

9月11日,燧原科技上市首日收涨179.22%。至此,“国产GPU(图形处理器)四小龙”已全部登陆资本市场。其中,摩尔线程、沐曦股份、燧原科技登陆科创板,壁仞科技登陆港交所。公募基金也成为此轮硬科技企业IPO(首次公开募股)的重要参与者力量。

公募基金在燧原科技网下配售中获配颇多。公募排排网数据显示,共87家公募机构旗下产品参与燧原科技网下配售,合计获配1396.81万股,获配金额19.86亿元。按照燧原科技上市首日的收盘价计算,相关产品浮盈约35.59亿元。

从基金公司来看,头部公募获配金额居前。易方达基金获配3.10亿元,南方基金、工银瑞信基金分别获配2.56亿元、2.22亿元;国泰基金、富国基金、招商基金、华夏基金获配金额也均超过1亿元。上述7家公募合计获配13.11亿元,占公募机构获配总额的66%。

燧原科技并非公募参与国产GPU企业打新的孤例。记者根据Wind数据统计,此前上市的摩尔线程、沐曦股份同样获得公募机构积极参与,公募基金获配金额分别为9.08亿元、5.71亿元。从基金公司来看,易方达基金在两只股票中获配金额分别为1.37亿元、0.64亿元,均位居前列;富国基金、华夏基金、南方基金、工银瑞信基金等头部机构也多次出现在获配名单前列。

一位公募基金投研人士对《证券日报》记者表示,公募机构积极参与硬科技企业IPO打新,一方面源于新股带来的组合收益增厚机会,另一方面也与基金公司长期积累的科技产业研究能力有关。GPU等硬科技企业技术迭代快、研发投入高,公募机构参与报价需要综合判断公司技术壁垒、商业化前景和估值水平,打新本质上仍是基于基本面研究的投资决策。

今年以来,新股市场较为活跃,这也提升了机构参与网下打新的积极性。Wind数据显示,自2025年11月以来,74只有完整上市首日涨跌幅数据的新股中,66只首日涨幅超过100%。

不过,新股上市首日涨幅高并不意味着打新可以简单复制收益。摩尔线程、沐曦股份上市首日分别收涨425.46%、692.95%,燧原科技首日收涨179.22%。相关公司上市后的股价表现已出现分化,截至9月11日,摩尔线程、沐曦股份的收盘价,较上市首日收盘价均出现不同程度回落。

前海开源基金首席经济学家、基金经理杨德龙对《证券日报》记者表示,随着硬科技企业加快进入资本市场,公募机构打新的竞争将进一步从“能否获配”转向研究和定价能力比拼。对于处于快速成长阶段的科技企业,更需要考察技术竞争力、盈利前景以及估值与基本面的匹配程度,避免单纯依据短期市场热度参与报价。

(上接A1版)

融合才是真正的考验

中金公司、东兴证券、信达证券“三合一”重组落地,只是交易层面落了地,获批文件也只是第一步。相较于简单的股权合并、报表并表,后续系统性落地整合、精细化融合提质,才是决定本次重组能否释放真正价值、重塑中金公司竞争力的关键。证监会明确要求中金公司在一年内制定并上报具体整合方案,明确时间表,妥善有序推进整合工作。这足以说明本次整合的重心不在于完成交易,而在于做实融合,其整体复杂度与落地难度远超交易本身。

目前,中证协正在就券商并购示范实践征求意见,特别强调系统与数据是合并后实现客户服务统一和业务稳定运营的基石,其中客户迁移切换是券商完成全面整合融合的重要前提和关键环节,是覆盖海量客户、耗时较长、难度较高的重大工程,需联动券商众多部门及分支机构合力完成。

交易结构解决的是规模问题,深度整合解决的才是能力问题。中金公司具备一定的并购整合经验,2017年收购中投证券后,通过系统化转型将其升级为中金财富,顺利完成经纪业务向财富管理战略升级,打造出行业标杆式的买方投顾模式。但此次三家央企券商合并,与过往“二合一”整合存在量级差距,整合难度大幅升级。三家机构在投行、资管、财富管理等业务条线存在深度业务重叠与内部竞争关系,超1500万零售客户的海量数据迁移、多套异构交易与业务系统的无缝对接,数万员工的岗位优化、权责梳理,以及长期形成的企业文化磨合,都是耗时久、要求高的系统性攻坚工作,无法依靠短期交易落地一蹴而就。

深度整合落地后,将进一步放大中金公司的差异化竞争优势,为其国际化战略筑牢根基。依托本次整合带来的资本体量跃升、客户资源扩容、业务版图完善,中金公司的综合抗风险能力与市场拓展能力大幅提升,叠加近期42亿元投向中金国际的增资计划,其国际化布局持续提速。

“未来行业可能涌现‘跨界融合’或‘垂直细分领域龙头并购’新模式。拥有特定行业研究能力或投行业务特长的中小券商,可能被大型机构收购以补齐短板,而非单纯看规模。近年来,监管明确行业发挥功能性,意味着整合将更注重产业链协同,而不是简单的资产堆砌。这种基于业务互补性的整合,将成为继规模扩张后的新趋势。”江瀚补充说。

这场兼具规模突破与质量升级的整合,既关乎中金公司自身的竞争力重塑,也关乎行业格局的分层演进和专业化、精细化升级。本次中金公司“三合一”的战略重组,以资源重塑、能力互补、业态协同为重点,为券商整合提供了一个新样本。