

# 非银行金融行业：彰显自身优势，中资券商香港展业大有作为

## ——中资券商跨境业务系列报告之二

2022年1月18日

看好/维持

非银行金融 | 行业报告

分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001
分析师	高鑫 电话：010-66554130 邮箱：gaoxin@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070005

### 投资摘要：

香港市场自由化程度高、竞争激烈，中资券商加入角逐与国际投行同台竞技，潜在发展空间不可小视。香港市场对机构的准入门槛相对灵活，业务牌照申请简便快捷，故金融市场持牌机构众多。与同台竞技的国际投行和香港本土券商相比，在牌照资源上并无太大差异，而近年来外资券商和香港本土券商均存在一定发展瓶颈，中资券商“弯道超车”机遇浮现。

当前中资券商最有可能在投行业务取得突破机会，服务中概股回归和内地企业港股 IPO 的数量和规模增长势头强劲。虽然近年港股市场上，中概股回港以及首次赴港 IPO 热度略有下降，但依然保持较高水平，地缘政治等风险因素增加也令中概股加快回归步伐。在服务中概股回归方面，拟上市公司为了吸引更多战略投资者，会采取联合保荐策略，由外资、中资券商共同参与发行，因此中资券商在中概股加速回归趋势中分一杯羹的可能性大大增加。而在内地企业首次登陆港股的项目中，中资券商在承揽承销两端优势更为明显。

香港经纪业务竞争激烈，与内地差异较大的业务模式和“僧多粥少”的竞争格局增大了展业难度，当前多样化产品、综合服务能力、内地资源拓展是中资券商核心突破口。香港市场独立经纪人的存在极大影响了券商经纪业务盈利模式，为机构客户提供“多样性产品+综合服务”才是中介机构的关键。同时，随着内地和香港互联互通建设快速推进，近年来大陆资金的持续流入给中资券商提供了前所未有的弯道超车机遇。

孖展业务规模持续高速增长，但需关注自身资本金规模和业务风控能力。孖展业务以其成本低、业务模式相对简单、息差收益丰厚的特点，吸引了中资券商的广泛参与。但近年来香港市场中小盘股票流动性偏低，有较高爆仓的可能性，特别是 2021 年恒生指数单边下行令部分中资券商孖展业务承压严重。因此中资券商在展业过程中更需提升风控能力，同时应关注业务规模和自身资本实力的匹配和动态平衡。

中资券商在衍生品业务领域提升空间巨大。得益于香港市场成熟、开放，区域内投资者专业化程度高等特点，香港衍生品市场近年来取得了长足的发展，产品品种更加丰富，交易规模持续提升，其中牛熊证受投资者青睐，市场交易规模及业务的收入贡献十分可观。但衍生品业务对券商要求更高，需要其拥有资本金支持、较强的产品设计和风险对冲能力。部分中资头部券商通过持续资源投入，衍生品展业能力获得显著提升，预计随着业务领域拓展和经验积累，实现突破只是时间问题。

资产管理业务仍待破局。鉴于起步较早、市场内产品丰富、参与者众多，业务模式成熟，香港资产管理市场竞争格局已较为稳固。中资券商作为香港市场的资产管理“新人”，由于资产管理能力、产品设计能力、渠道都难以和外资及香港本地同业匹敌，当前在香港资产管理市场上仍处于相对劣势，业务规模较小，如何在产品和服务上更“接地气”成为核心关注点。

**投资策略：**关注综合实力强的头部平台。

**风险提示：**全球经济下行风险，地缘政治风险，政策及市场风险，流动性风险

## 目 录

1. 香港市场参与者众多、自由化程度高，竞争格局不断重构 .....	3
2. 中资券商各项业务齐发力，投行业务综合能力突出 .....	5
2.1 投行业务：市场份额逐步提升，中概股回归热潮中业绩增长确定性强 .....	5
2.2 经纪业务：吸引内地资金参与香港市场证券交易成为发展重点 .....	6
2.3 孖展业务：在业务规模增长的同时，需重点关注风险定价和动态防控能力 .....	7
2.4 衍生品业务：“后起之秀”加速追赶 .....	8
2.5 资产管理业务：仍需探索更“接地气”的展业路径 .....	11
3. 风险提示 .....	12
相关报告汇总 .....	13

## 插图目录

图 1： 香港市场持牌机构数量（单位：家） .....	3
图 2： 香港市场持牌代表数量（单位：家） .....	3
图 3： 2008-2021 年 11 月港、沪、深三地 IPO 家数（单位：家） .....	5
图 4： 近三年中资券商承销保荐数量（单位：家） .....	5
图 5： 2016-2021H 香港证券交易商活跃客户数量 .....	7
图 6： 2016-2021H 香港证券行业未缴清保证金贷款总额 .....	7
图 7： 1998 年-2021 年三季度期货及期权成交量 .....	9
图 8： 香港地区资产及财富管理规模和非本土资金规模情况 .....	12
图 9： 2020 年香港资产管理及财富管理业务资金情况 .....	12

## 表格目录

表 1： 内资券商香港业务牌照获取情况 .....	4
表 2： 联交所持牌机构市占率情况 .....	6
表 3： 中资券商孖展业务余额情况（单位：亿元） .....	8
表 4： 期交所、联交所期货及期权庄家参与者名单 .....	9
表 5： 联交所衍生品中衍生权证和牛熊证数量 .....	10
表 6： 合格发行商名单及 1 月 14 日香港市场存量牛熊证产品情况 .....	10

## 1. 香港市场参与者众多、自由化程度高，竞争格局不断重构

香港市场的繁荣与为数众多的机构、个人参与者相辅相成，共同构成自由化程度高、竞争激烈的国际化金融港。香港市场对机构的准入门槛相对灵活，各类机构满足一定条件后均可申请业务牌照，因此场内持牌机构众多，特别是近十年来多家中资证券公司聚焦国际业务，以香港市场作为“一带一路”建设和对外扩张的跳板，纷纷在港设立子公司和各类分支机构，进一步丰富了香港市场的参与主体。根据香港证监会统计，截至2021年9月30日，香港市场持牌机构数量高达695家，其中联交所参与者594家，期交所参与者101家，其中包含联交所/期交所参与者89家，另有持牌代表12745人。

图1：香港市场持牌机构数量（单位：家）



资料来源：香港证监会，东兴证券研究所

图2：香港市场持牌代表数量（单位：家）



资料来源：香港证监会，东兴证券研究所

牌照是中介机构展业必备的资源，从获取情况来看，多家内资券商均获得1/4/6/9号基础业务牌照，与区域内其他竞争对手无太大差异。中信通过中信里昂、国泰君安通过国泰君安外汇有限公司持有第3类杠杆式外汇交易牌照，属于相对稀缺的牌照资源，市场存量仅有34张。当前多家中资券商采用集团化经营，将牌照分散到不同经营主体，更易满足监管对牌照申请者有关“是否具备适当人选”的软性条件，但基于对最低注册资本的要求，给相应主体造成了一定的资金压力。

表1：内资券商香港业务牌照获取情况

	第1类	第2类	第3类	第4类	第5类	第6类	第7类	第8类	第9类
	证券交 易	期货合 约交易	杠杆式 外汇交 易	就证券 提供意 见	就期货 合约提 供意见	就机构 融资提 供意见	提供自 动化交 易服务	提供证 券保证 金融资	资产管 理
<b>中信证券</b>									
中信里昂证券有限公司	√			√			√		
中信里昂证券资本市场有限公司				√		√			
中信里昂资产管理有限公司				√					√
中信证券经纪(香港)有限公司	√			√					
中信证券期货(香港)有限公司		√							
CLSA Premium International (HK) Limited			√						
<b>国泰君安</b>									
国泰君安证券(香港)有限公司	√	√		√					
国泰君安资产管理(亚洲)有限公司	√			√					√
国泰君安期货(香港)有限公司		√			√				
国泰君安融资有限公司						√			
国泰君安基金管理有限公司									√
国泰君安外汇有限公司			√						
<b>海通证券</b>									
海通国际证券有限公司	√			√					
海通国际投资经理有限公司	√			√					√
海通国际期货有限公司		√			√				
海通国际资本有限公司						√			
海通国际资产管理有限公司				√	√				√
海通国际研究有限公司				√					
海通国际资产管理(香港)有限公司				√	√				√
海通期货香港有限公司		√			√				
<b>华泰证券</b>									
华泰证券有限公司	√								
华泰金融控股(香港)有限公司	√	√		√		√			√
华泰资产管理(香港)有限公司				√					√
华泰(香港)期货有限公司		√			√				
<b>中金公司</b>									
中国国际金融(香港)有限公司									
中国国际金融香港证券有限公司	√	√		√	√	√			

	第1类	第2类	第3类	第4类	第5类	第6类	第7类	第8类	第9类
	证券交易	期货合约交易	杠杆式外汇交易	就证券提供意见	就期货合约提供意见	就机构融资提供意见	提供自动化交易服务	提供证券保证金融资	资产管理
中国国际金融香港资产管理有限公司				√					√
中国国际金融香港期货有限公司		√			√				
中金美国证券(香港)有限公司	√								

\*统计范围均为在财务报表中有列式的直接或间接控/持股公司

资料来源：香港证监会，东兴证券研究所

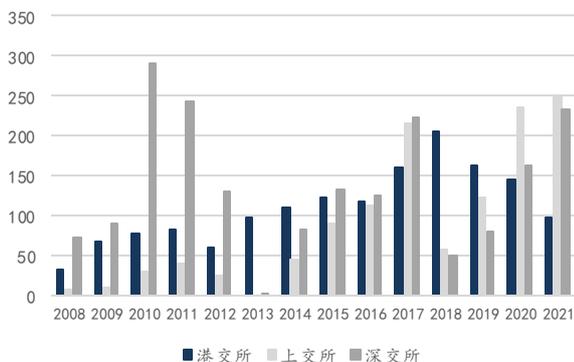
除中资机构外，香港证券行业内还有两类参与主体，分别是国际投行/银行和香港本土券商。其中美国背景的高盛、大小摩、美银、花旗等；欧洲背景的渣打、汇丰、瑞银、瑞信、巴克莱、德意志银行等长期占据主导地位；日韩系的野村证券、三星证券等实力亦不可小觑，但金融危机后，国际投行纷纷对香港业务进行了战略收缩。此外，香港本土券商，包括英皇证券、新鸿基、耀才证券等，在香港市场中的地位同样举足轻重，但由于自身资产规模和资本实力限制，叠加日益加剧的机构间竞争，香港本土券商仅在经纪业务领域优势相对突出，其余业务表现相对乏善可陈。

## 2. 中资券商各项业务齐发力，投行业务综合能力突出

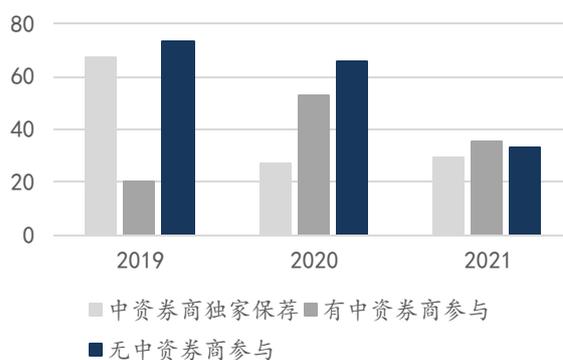
### 2.1 投行业务：市场份额逐步提升，中概股回归热潮中业绩增长确定性强

回顾近年港股市场，中概股回港以及首次赴港 IPO 热度保持较高水平。2021 年共有 87 家公司赴港、回港上市，涵盖科技板块、医疗保健板块、消费板块以及金融板块等 12 个大类。截至 2021 年 12 月 31 日，港股上市公司数量为 97 家，包含 87 家注册地位于中国或开曼群岛、主要经营地在中国大陆的上市公司。其中 29 家由中资券商作为独家保荐人，35 家由中资、外资行携手参与保荐。

**图3：2008-2021 年 11 月港、沪、深三地 IPO 家数（单位：家）**      **图4：近三年中资券商承销保荐数量（单位：家）**



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

根据对中资券商业绩报告的不完全统计，海通证券 2021 年上半年完成了 22 个 IPO 项目，承销数量和承销金额均位居香港投行首位；中金公司 2021 年上半年完成港股 IPO 共 49 单，融资规模约 300 亿美元，同

比增长 136.9%；中信证券上半年完成香港市场 IPO 项目 14 单，承销金额 16.32 亿美元；再融资项目 11 单，承销金额 34.61 亿美元。虽然统计口径略有差异，但中资券商在香港市场承销保荐业务中的实力可见一斑。

近期滴滴事件发酵引发社会热议，赴美上市企业牵涉市场之外的问题进而影响到国家、用户和股东等多方面利益，美国证券交易委员会在年内发布《外国公司问责法案》修正案更是有多个条款明显针对中国企业，对拟上市企业而言，美国市场的吸引力显著降低。而由于上市门槛较低、机制灵活，港交所则成为国内诸多创新型成长企业上市的不二选择，也加快了中概股回归香港上市的步伐。

在 IPO 业务上，经历多年的市场历练，中资券商对港股上市规则已经了然于胸，差异化优势在项目承揽和承销两端逐步显现。在服务中概股回归方面，外资券商受益于此前美股发行后与上市公司的持续合作，近水楼台抢占一定市场份额，但上市公司为了获取更多内地投资者，大多会采取联合保荐的策略，聘请外资、中资券商共同参与发行，因此中资券商亦能在中概股回归大势中分一杯羹。而在中国企业首次登陆港股的项目中，中资券商的优势则更为明显。

## 2.2 经纪业务：吸引内地资金参与香港市场证券交易成为发展重点

香港市场场内交易产品品种丰富，证券公司经纪收入不仅来自于股票交易，同时包含债券、开放基金等，但市场竞争激烈、与大陆差异较大的经纪人模式是中资券商在香港发展经纪业务面临的主要难题。

联交所根据交易商市场占比将持牌机构分为三组，并按组别披露其市占率数据。其中，A 组券商交易量市场占有率排名前 14 位；B 组券商交易量市场占有率排名 15-65 位；C 组券商交易量市场占有率排名处于 66 位之后。年初以来，A 组券商整体市占率约为 60%，头部效应较为明显，且集中度呈现缓慢上升趋势。

中资券商中经纪业务发展较好的包括海通国际、东证国际、华泰国际，根据三家公司 2020 年年报，东证国际经纪客户总量达 32 万户，较期初增长 39%，市场占有率增长约 10%；开展股票期权细分业务，促进财富管理转型；海通国际机构客户业务于 2020 年实现突破，现金股票交易额突破 5,000 亿港元，同比增长约 66%；华泰金控（香港）托管资产总量 583.82 亿港元、股票交易总量达到 1,519 亿港元。

表2：联交所持牌机构市占率情况

时间	组别 A		组别 B		组别 C	
	范围 (%)	总规模占比 (%)	范围 (%)	总规模占比 (%)	范围 (%)	总规模占比 (%)
2016	7.97-2.15	56.55	1.91 - 0.25	32.94	0.24-0.00	10.51
2017	6.41-2.30	54.64	1.93 - 0.25	34.88	0.24-0.00	10.48
2018	6.13-2.22	55.65	2.00 - 0.26	35.67	0.25-0.00	8.68
2019	6.89-2.54	57.97	2.48 - 0.24	34.04	0.22-0.00	7.99
2020	6.18-2.28	58.15	2.11 - 0.20	34.50	0.19-0.00	7.35
202101	6.36-2.35	57.47	2.23-0.19	34.86	0.18-0.00	7.67
202102	6.11-2.36	57.94	2.31-0.20	34.27	0.20-0.00	7.79
202103	6.27-2.39	60.34	1.94-0.19	32.70	0.18-0.00	6.96
202104	7.37-2.02	62.05	1.92-0.18	31.22	0.18-0.00	6.73
202105	6.14-2.34	60.03	2.20-0.18	33.00	0.18-0.00	6.97
202106	6.34-2.12	59.39	2.01-0.18	33.36	0.18-0.00	7.25
202107	6.71-2.52	59.39	2.42-0.17	33.75	0.17-0.00	6.86
202108	7.44-2.47	59.85	2.29-0.17	33.47	0.16-0.00	6.68

时间	组别 A		组别 B		组别 C	
	范围 (%)	总规模占比 (%)	范围 (%)	总规模占比 (%)	范围 (%)	总规模占比 (%)
202109	7.10-2.70	61.61	2.17-0.15	32.16	0.15-0.00	6.23
202110	7.65-2.36	59.95	1.95-0.15	33.61	0.15-0.00	6.44

资料来源：香港证券交易所，东兴证券研究所

**香港市场持牌机构、交易产品众多，市场竞争较为激烈。**参与者以机构为主，其占比远超 50%，个人投资者仅占很低比例，同时由于独立经纪人的分成，个人投资者为经纪商带来的业绩规模很少；按资金来源划分，市场近 40% 的交易资金来自欧、美、日、韩等外资，外资经纪商对这部分客户资源的把控能力较强；而香港本土投资者则更青睐于老牌本土券商；但我们看到，近年来内地资金的持续流入给中资券商提供了经纪业务的突破口，内地投资者的偏好选择更倾向于内地券商。但需要关注的是，在“僧多粥少”的局面下，浮动佣金制进一步加剧市场竞争。2003 年 4 月 1 日香港证监会取消最低佣金限制，区域内机构采取多样化的市场营销和价格竞争策略抢占市场，因此单一的代理交易模式很难留住价格敏感型的个人客户，提供多样性产品+综合服务模式才能有效提升客户黏性；同时，考虑到佣金和客户维护等多方面因素，机构客户已成为经纪业务的核心客群，中资机构大多已经或正在将经纪业务发展重心向机构倾斜。

### 2.3 孖展业务：在业务规模增长的同时，需重点关注风险定价和动态防控能力

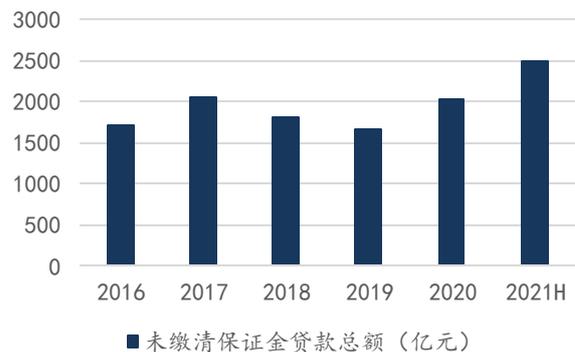
香港市场中大量投资者通过孖展进行杠杆交易，以追求更高的投资收益。由于香港利率长期保持低位，孖展业务以其业务成本低、业务模式相对简单、息差收益丰厚的特点，吸引了中资券商的广泛参与。根据香港证监会发布的证券业财务报告，截至 2021 年 6 月底，行业未清缴保证金贷款总额为 2495 亿元，较 2020 年底增加 24%；同时，活跃保证金客户数实现高速增长，年末达到 2,116,294 人，超越活跃现金客户人数。

图5：2016-2021H 香港证券交易商活跃客户数量



资料来源：香港证监会，东兴证券研究所

图6：2016-2021H 香港证券行业未缴清保证金贷款总额



资料来源：香港证监会，东兴证券研究所

但近年来，由于香港市场流动性不平衡、中小盘股票流动性紧张，存在较高爆仓的可能性，特别是年内恒生指数单边下行且波动较为剧烈，部分中资券商孖展业务面临较大展业风险。这就对中资券商参与孖展业务的综合能力提出更高要求。

表3：中资券商开展业务余额情况（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H
国泰君安	100.15	119.85	107.98	82.43	105.08	130.65	238.13
华泰证券			5.62	8.22	9.07	17.80	160.13
中信证券	17.73	25.86	34.81	34.64	38.14	56.53	58.07
东方证券	7.09	3.95	4.15	5.61	4.98	2.67	3.60
海通证券开展	158.22	187.12					
海通境外合计			202.39	145.17	122.34	114.98	105.22
个人			112.01	33.16	26.88	28.90	21.11
机构			90.39	112.01	95.46	86.08	84.11
中金境外合计					15.61	24.72	
个人					7.97	14.11	
机构					7.64	10.61	

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

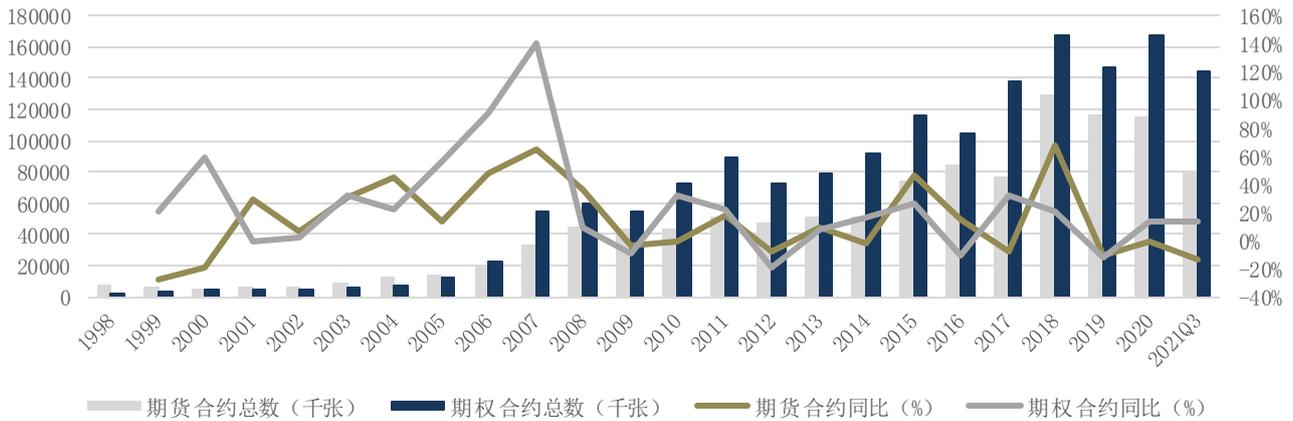
从监管层面看，根据香港证监会要求，凡从事保证金融资业务的机构必须持有第1类“证券交易”牌照或第8类“提供证券保证金融资”牌照，当前参与港股交易的机构基本上都拥有1类牌照，券商等中介机构亦是

通过第1类牌照开展孖展业务；而拥有第8类牌照的机构仅有4家，多为财务或借贷公司，仅提供保证金融资业务，并不直接参与香港证券市场。针对近年港股市场波动性加强的影响，香港证监会于2018年发布《证券保证金融资活动指引》，限制券商保证金融贷款的总额控制在其资本金倍数的2倍至5倍之内，并对抵押品和客户过度集中等问题提供指引，以引导中介机构更加规范、健康的开展孖展业务。但在有效控制风险的同时，更为严格的展业限制亦将压缩孖展业务的盈利空间，也提高了券商的资金管理难度。

因与国内融资业务模式相近，中资券商在开展孖展业务时并无实质性壁垒，但客户资源、自身资本金规模和风控能力是业务高质量发展的必要能力。因此中资券商在展业过程中，在积极拓展客户资源，追求业务规模快速增长的同时，需要重点关注规模与资本匹配以及风险的动态管理能力。预计未来上述两点将成为制约中资券商香港孖展展业的核心因素。

## 2.4 衍生品业务：“后起之秀”加速追赶

衍生品是香港证券市场的重要组成部分。得益于香港市场成熟、开放，区域内投资者专业化程度高，香港衍生品市场近年来取得了长足的发展，产品品种更加丰富，交易规模持续提升，吸引了全球投资者参与，也为中介机构带来大量的业务机会。2020年衍生品权证总数目和新上市衍生品权证数目、名义发行金额均实现高速增长。

**图7：1998年-2021年三季度期货及期权成交量**


资料来源：香港证监会，东兴证券研究所

香港市场的衍生期权产品采用庄家制度，期权庄家的主要角色是替市场提供流通量及增加市场效率，类似于“做市商”。除了在收到开价要求而需要作出双边买卖报价外，某些庄家亦会主动持续提供报价。而各期权类别亦有多于一庄家，令报价更具竞争性。由庄家提供的报价与正常限价盘没有分别，它们同样是依循价格及时间优先次序于交易系统内配对。作为回馈，庄家可获得交易所费用折扣优惠、跨产品交易费回赠、市场数据费用回赠、设备托管服务费用回赠及程式介面分判牌照减免等优惠和奖励。当前内资券商中工银国际、海通国际、国泰君安拥有联交所或期交所庄家席位。

**表4：期交所、联交所期货及期权庄家参与者名单**

期交所期货及期权庄家的参与者名单	
Akuna Hong Kong Ltd	Liquid Capital Markets Hong Kong Ltd
雅柏资本管理(香港)有限公司	Mako Hong Kong Ltd
法国巴黎证券(亚洲)有限公司	ABN AMRO Clearing Hong Kong Ltd
群益期货(香港)有限公司	Maven Asia (Hong Kong) Ltd
Chicago Trading Company(CTC) Ltd	Eclipse Options (HK) Ltd
Citadel Securities (Hong Kong) Ltd	Optiver Trading Hong Kong Ltd
汇丰金融期货(香港)有限公司	法国兴业证券(香港)有限公司
盈透证券香港有限公司	Susquehanna Hong Kong Ltd
工银国际期货有限公司	海通国际期货有限公司
IMC Asia Pacific Ltd	UBS Securities Hong Kong Ltd
一通投资者有限公司	跃鲲研发有限公司
联交所期权庄家的参与者名单:	
Akuna Hong Kong Ltd	J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Ltd
巴克莱亚洲有限公司	Liquid Capital Markets Hong Kong Ltd
法国巴黎证券(亚洲)有限公司	Mako Hong Kong Ltd

**联交所期权庄家的参与者名单：**

中银国际证券有限公司	麦格理资本股份有限公司
Credit Suisse Securities (Hong Kong) Ltd	Morgan Stanley Hong Kong Securities Ltd
花旗环球金融亚洲有限公司	Eclipse Options (HK) Ltd
Citadel Securities (Hong Kong) Ltd	Natixis Asia Ltd
东亚证券有限公司	Optiver Trading Hong Kong Ltd
富昌证券有限公司	辉立証券(香港)有限公司
高盛(亚洲)证券有限公司	法国兴业证券(香港)有限公司
汇丰证券经纪(亚洲)有限公司	Susquehanna Hong Kong Ltd
盈透证券香港有限公司	海通国际证券有限公司
IMC Asia Pacific Ltd	汇泽证券有限公司
一通投资者有限公司	UBS Securities Hong Kong Ltd
国泰君安期货(香港)有限公司	跃鲲研发有限公司

\*加粗为中资券商香港子公司

资料来源：香港证监会，东兴证券研究所

牛熊证和涡轮证是香港市场中最受欢迎的衍生品种，它们的交易额约占香港主板总成交额的三成左右。港交所网站显示，现仅有 16 家符合要求的券商可以提供牛熊证产品做市资格，远少于联交所参与者数量，其中内资券商包含海通国际、中银国际。2020 年，海通国际现金股票交易额突破 5,000 亿港元，同比增长 66%。衍生产品方面，全年共发行涡轮及牛熊证 2,975 只，成交量达到 4,622 亿港元，位列香港市场第四。

**表5：联交所衍生品中衍生权证和牛熊证数量**

衍生权证	2019	2020	同比
衍生权证数目	4571	7507	64.23%
新上市衍生权证	8939	12128	35.68%
新上市衍生权证总名义发行金额（十亿港元）	161.19	256.93	59.40%
总成交金额（十亿港元）	2418.14	2260.92	-6.50%

牛熊证	2019	2020	同比
牛熊证数目	3298	4739	43.69%
新上市牛熊证	24732	38039	53.80%
行上市牛熊证总名义发行金额（十亿港元）	878.48	1274.15	45.04%
总成交金额（十亿港元）	1995.45	2335.29	17.03%

资料来源：香港证券交易所，东兴证券研究所

**表6：合格发行商名单及 1 月 14 日香港市场存量牛熊证产品情况**

发行商	发行商简称	产品数量 (只)	发行数量 (百万份)	成交额 (千港元)	
1	Bank Vontobel AG	瑞通	558	49160	422304.68

发行商	发行商简称	产品数量 (只)	发行数量 (百万份)	成交额 (千港元)	
2	The Bank of East Asia, Limited	东亚	23	1940	3485.23
3	BNP Paribas Issuance B.V.	法巴	355	78630	383030.84
4	BOCI Asia Limited	中银	212	23470	366937.26
5	Citigroup Global Markets Europe AG	花旗			
6	Credit Suisse AG	瑞信	962	118270	1246838.85
7	DBS Bank Limited	星展			
8	Goldman Sachs Structured Products (Asia) Limited	高盛	533	60750	36188.40
9	Guotai Junan Securities (Hong Kong) Limited	国君	46	9200	448472.15
10	Haitong International Securities Company Limited	海通	413	49700	1475158.22
11	The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited	汇丰	370	30190	528768.50
12	J.P.Morgan Structured Products B.V.	摩通	638	118940	1126596.41
13	Macquarie Bank Limited	麦银			
14	Morgan Stanley Asia Products Limited	摩利	89	9554	2501.39
15	SG Issuer	法兴	1093	192690	1072720.52
16	UBS AG	瑞银	1013	156010	1409200.95

资料来源：香港证券交易所、Wind，东兴证券研究所

券商开展衍生品做市业务需要满足诸多条件，是自有资金运用方面的“进阶能力”。首先，展业券商需要具备丰富的基础客群，支撑做市业务的流动性和“场内人气”，也便于控制风险敞口；其次，展业券商需要有足以支持业务的资本金规模，用于购入做市标的和在必要时提供流动性；三是该业务对券商风控水平提出了更高的要求，需要适时关注、准确评估并动态调整产品或组合的风险敞口，及时控制和对冲风险。因此综合来看，当前国际大行，特别是银行背景的国际金融机构在该业务具有传统优势。但随着长期学习借鉴、产品引入和持续性的资源投入，中资券商的产品设计能力和风险管理水平得到有效提升，和外资机构的综合差距逐步缩小；此外，受内地与香港互联互通加强，在香港发展衍生品业务也为中资券商的境内资金运用提供了更多选择，有望提升资金运用效率和投资回报率，成为业务境内外联动的重要“支点”。

## 2.5 资产管理业务：仍需探索更“接地气”的展业路径

由于起步较早、市场内产品丰富、参与者众多，香港的资产管理业务已相当成熟，市场内的竞争格局也较为稳固。中资券商作为香港市场的资产管理“新人”，资产管理能力、产品设计能力、渠道开发都难以和外资机构和香港本土机构匹敌，当前在香港资产管理市场上仍处于相对劣势，业务规模较小。

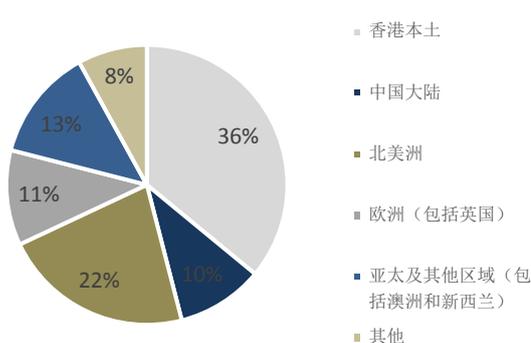
从市场规模看，香港资产管理业务依然保持高速发展态势，近5年复合增长率达到16.4%；从资金来源看，2020年非香港本地的投资资产占比约为64%，近年来规模保持稳定，其中内地资金约占10%、北美洲占22%、欧洲（包括英国）占11%、亚太其他地区（包括澳洲及新西兰）占13%，其他地区占8%。

图8：香港地区资产及财富管理规模和非本土资金规模情况



资料来源：香港证监会《资产及财富管理活动调查》，东兴证券研究所

图9：2020年香港资产管理及财富管理业务资金情况



资料来源：香港证监会《资产及财富管理活动调查》，东兴证券研究所

当前内资券商中，华泰证券国际在香港地区的资产管理规模优势最为明显，主要得益于Assetmark平台贡献，2020年公司受托资金规模合计5818.14亿港元（含AssetMark受托资金规模）；国泰君安托管客户资产2067亿港元，其中托管财富管理客户资产288亿港元；海通国际将资产管理业务重心置于打造明星基金和扩大销售网络上，资产管理规模超过600亿港元，为获取管理费收入提供了坚实的基础。

虽然中资券商香港资管业务规模近年均保持较快增长，但整体上看其仍为中资券商香港展业的短板。除管理能力尚需提升外，如何高效获取客户资源，做大客户端入口成为中资券商亟待解决的核心问题。随着中国经济的高速发展，居民储蓄不断增加，资产全球配置大概率将成为趋势，坐拥庞大客户资源的中资券商，在将“存量”转化为“增量”之后，香港资管业务的基础问题或将迎刃而解。

总的来看，在自由化程度高的香港市场，中资券商发挥自身优势与国际投行同台竞技，潜在发展空间不可小视。当前中资券商最有可能在投行业务取得突破，中概股回归和内地企业港股IPO的数量和规模增长势头强劲，赋予中资券商可观业绩增量；香港经纪业务竞争激烈，与内地差异较大的业务模式和“僧多粥少”的竞争格局增大了展业难度，当前多样化产品、综合服务能力、内地资源拓展是中资券商核心突破口；开展业务规模持续高速增长，但需关注自身资本金规模和业务风控能力；中资券商在衍生品业务领域提升空间巨大，但衍生品业务对券商要求更高，需要其拥有资本金支持、较强的产品设计和风险对冲能力；资产管理业务仍待破局，当前在香港资产管理市场上仍处于相对劣势，业务规模较小，如何在产品和服务上更“接地气”成为核心关注点。我们认为，发挥投行优势，深耕香港本地资源，提升风险管理能力将成为中资券商香港业务的发力点。

### 3. 风险提示

全球经济下行风险，地缘政治风险，政策和市场风险，流动性风险

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：货银对付改革启动，券商资金利用效率有望提升	2022-01-17
行业普通报告	非银行金融行业：引入做市制度助力科创板交易活跃度提升——科创板引入做市商制度点评	2022-01-09
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：开年监管政策频出，助力资本市场结构优化	2022-01-09
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：2022年资本市场改革利好可期，证券板块持续受益	2022-01-03
行业深度报告	非银行金融行业：香港市场——中资券商海外布局的重要突破口	2021-12-29
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：金融对外开放提速，资本市场“蓄水池”扩容空间打开	2021-12-26
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：规范资金北上渠道利好境内资本市场，证券板块直接受益	2021-12-20
行业深度报告	政策与监管共振之下的非银行业 2022 年度展望	2021-12-08
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：继续看好证券板块表现	2021-09-22
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：证券行业景气度望持续提升，板块再获两融资金青睐	2021-09-12

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，七年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

### 高鑫

经济学硕士，2019年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526