

证券 II 行业

衍生品扩容之期：头部券商新赛道

核心观点：

● 衍生品业务：国际顶级投行的好生意

金融衍生品是以实际资产或者指数作为标的的金融合约，其特有的跨期性、高杠杆性等特征能够有效满足投资者风险管理的投资“刚需”。海外经验表明，衍生品业务是投行利用资产负债表盈利的重要方式，规模效应明显、收益率高：1) 衍生品业务具有重资产特点，做市、对冲风险及衍生品投资等业务要求占用大量资金，具备强健资产负债表的投行规模效应高；2) 基于高杠杆特性，衍生品业务收益率高，1993-2016 年国际投行 FICC 类业务在总营收中平均占比高达 50%-60%，且股票交易税前利润近半来自衍生品交易。

● 海外经验：市场机构化及客户需求推动衍生品业务快速发展

全球金融衍生品市场经历 170 年的发展历程，市场体量庞大，场外衍生品占据主要地位，核心成长要素包括：1) 股票市场机构化助推业务爆发；2) 高净值客户增加助推业务增长；3) 多样化投资需求促进衍生品的发展。根据 BIS 数据统计，2018 年全球金融衍生品合约名义本金余额为 638 万亿美元，其中，利率衍生品占 68%、汇率衍生品占 14%、期权衍生品占 9%。

● 国内衍生品市场现状：市场扩容，场内外发展迅速，行业龙头盛宴

我国衍生品市场经过多年发展已初具规模，场内市场逐步放宽、发展迅速，场外市场规模回升，空间广阔。从券商衍生品市场来看，证券公司衍生品业务以场外为主，规模逐步恢复，其中，权益类衍生品相关度高，期权规模超越前期高点；FICC 类衍生品逐渐起步，多方合作机遇显现。当前国内券商衍生品行业集中度高，以中信证券、中金公司为代表的龙头券商衍生品业务规模大，规模效应明显。

● 国内衍生品展望：空间广阔、迎接破局

国内衍生品市场仍处于初级阶段，主要在于机构投资者比例较低、居民金融资产投资规模小，专业风险管理需求不足。长期来看，国内券商衍生品业务有较大发展空间：金融对外开放下，一方面机构投资者壮大提升衍生品业务需求，另一方面衍生产品开放创新力度不断加大，股票期权、国债期货做市商、信用衍生品等业务创新政策不断推出，提升市场空间。根据我们测算，我国场内衍生品交易规模未来三年复合增速有望达 50%，而场外衍生中权益类衍生品平稳增长、FICC 类衍生品有望破局、加速发展。

● 投资建议：业务创新助推行业发展，龙头券商充分受益

政策的天平正在向围绕做大做强的局部性创新倾斜，衍生品市场扩容及国际化发展机遇下，行业龙头抢得先机，创新预期助力强者恒强，行业集中度提升逻辑顺畅。证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商行业实现战略发展。我们长期看好具有低成本融资渠道、业务创新能力强大的头部券商的投资性机会，建议重点关注龙头企业：中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、中金公司(03908.HK)，及低估值龙头海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。

● 风险提示：经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等。

行业评级

买入

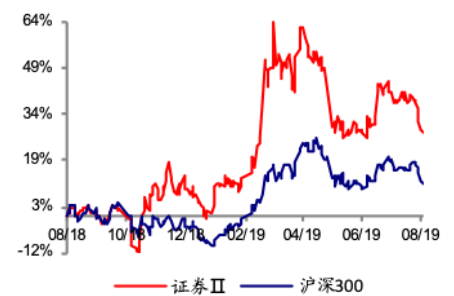
前次评级

买入

报告日期

2019-08-27

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

证券 II 行业:业绩增长平稳,估值回落关注板块配置机会—— 2019-08-07

——证券行业 7 月经营数据点评

证券 II 行业:市场交易量放大,业绩估值同步回升—— 2019-07-08

——证券行业 6 月经营数据点评

证券 II 行业:行业杠杆提升可期,开启新一轮成长空间 2019-07-01

期,开启新一轮成长空间

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	13.83	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	18.44	14.11	1.26	1.16	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	19.67	20190719	买入	25.40	0.85	1.05	23.14	18.73	1.04	0.98	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	22.77	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	16.99	14.14	1.01	0.92	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	7.48	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	9.11	6.97	0.62	0.57	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	11.58	20190719	买入	16.00	0.85	1.05	12.45	10.07	0.51	0.48	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.14	20190823	买入	20.90	1.34	1.61	9.64	8.02	0.50	0.45	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	14.06	20190826	买入	18.68	1.19	1.37	10.79	9.38	1.20	1.10	12%	12%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 8 月 27 日收盘价计算

目录索引

前言：衍生品扩容值得我们翘首以待！	6
衍生品业务：国际顶级投行的好生意	7
衍生品是投资“刚需”	8
重资产业务：资金需求量较大，规模效应明显	8
衍生品业务收益率高	11
海外经验：市场机构化及客户需求推动业务发展	13
全球金融衍生品的市场近况	13
衍生品规模成长要素：跟随市场腾飞	14
国际投行衍生品业务结构：利率工具为主要配置方向	15
国内衍生品市场：场内恢复式增长，场外有望突破	16
场内衍生品：逐步放宽，发展迅速	17
场外衍生品：规模回升，空间广阔	19
行业格局：集中度高，规模以利率衍生品为主	23
券商衍生品市场：场外为主，规模发展迅速	23
龙头券商规模效应明显	25
权益类衍生品：集中度高，龙头优势明显	26
FICC 类业务：头部券商充分配置利率工具	28
国内衍生品市场发展空间	28
对标美国，国内衍生品市场发展空间广阔	28
政策风起：国内衍生品政策逐步放开	30
行业发展预期：场内衍生品有望快速扩容	31
投资建议：创新预期助力强者估值提升	34
风险提示	34

图表索引

图 1: 金融衍生品分类结构	7
图 2: 高盛衍生品资产规模 (左轴, 十亿美元), 占总资产比重 (右轴)	8
图 3: 摩根士丹利衍生品资产规模 (左轴, 十亿美元), 占总资产比重 (右轴) ...	8
图 4: 场外衍生品需要交易商通过自身大量持仓向投资者提供流动性 (单位: 万亿美元)	9
图 5: 法国兴业银行衍生品资产规模构成 (公允价值, 百万欧元)	10
图 6: 中金公司场外衍生品交易对冲持仓规模 (左轴, 亿元), 占权益投资比重 (右轴)	10
图 7: 全球前 10 大批发银行期权期货收入规模与市场指数水平、波动率相关 (亿美元)	10
图 8: 大型投行营收增长主要是 FICC 业务驱动 (单位: 亿美元)	11
图 9: FICC 业务收入结构较均衡	11
图 10: 全球最大的 35 家批发银行, 税前股票交易业务利润主要由股票衍生品和主经纪商业贡献 (亿美元)	12
图 11: 法国兴业银行衍生品业务收入 (左轴, 百万欧元), 衍生品收入贡献 (右轴)	12
图 12: 法国兴业银行衍生品业务收入分类 (百万欧元)	12
图 13: 全球金融衍生品名义规模 (万亿美元)	13
图 14: 全球场外 FICC 类衍生品规模占比 (十亿美元)	14
图 15: 2018 年全球场外金融衍生品品种分布	14
图 16: 机构占比上升驱动全球场外期权名义规模爆发增长 (万亿美元)	14
图 17: 2007 年欧洲场外股票衍生品交易商收入来源客户分部	15
图 18: 高盛金融衍生品名义金额 (十亿美元)	16
图 19: 摩根士丹利金融衍生品名义金额 (十亿美元)	16
图 20: 我国金融衍生品种类	17
图 21: 股指期货成交量 (左轴, 万手), 持仓量 (右轴, 手)	18
图 22: 三大股指期货成交量变化情况 (万手)	18
图 23: 国债期货成交量 (左轴, 万手), 持仓量 (右轴, 手)	18
图 24: 5 年期、10 年期国债期货成交量 (左轴, 万手), 2 年期国债期货成交量 (右轴, 手)	18
图 25: 50ETF 期权月成交量 (左轴, 万张), 月持仓量 (右轴, 万张)	19
图 26: 50ETF 期权月认购成交额、认沽成交额情况 (张)	19
图 27: 收益互换新增初始名义本金 (亿元)	20
图 28: 场外期权新增初始名义本金 (亿元)	20
图 29: 利率互换中央对手清算业务当月新增名义本金 (左轴, 亿元), 存续期内名义本金 (右轴, 亿元)	21
图 30: 2019 年 6 月中央对手清算下利率互换业务参与者构成	21
图 31: 外汇及汇率衍生品中央对手清算业务当月清算笔数 (左轴, 笔), 清算金额 (右轴, 亿元)	22

图 32: 外汇及汇率衍生品中央对手清算业务构成	22
图 33: 2019 年 6 月中央对手清算下外汇及汇率衍生品业务参与者构成	22
图 34: 大宗商品衍生品中央对手清算金额 (左轴, 亿元), 环比增速 (右轴) ...	23
图 35: 2018 年衍生金融资产规模前十大券商衍生品合计名义金额 (左轴, 亿元), 同比增速 (右轴)	23
图 36: 证券公司场外衍生品未了结初始名义本金 (亿元)	24
图 37: 2018 年衍生金融资产规模前十大券商利率类衍生品名义金额 (左轴, 亿元), 占总规模比重 (右轴)	25
图 38: 2018 年衍生金融资产规模前十大券商信用类衍生品名义金额 (左轴, 亿元), 占总规模比重 (右轴)	25
图 39: 2018 年衍生金融资产规模排名靠前的券商衍生品业务名义本金 (亿元), 同比增速 (右轴)	25
图 40: 证券公司场外衍生品新增交易集中度	26
图 41: 2019 年 4 月场外衍生品新增交易量分布 (亿元)	26
图 42: 中信证券权益类衍生品规模 (左轴, 亿元), 占总规模比重 (右轴)	27
图 43: 中信证券场外权益类衍生品交易量长期保持市场前三名	27
图 44: 中金公司权益类衍生品规模 (左轴, 亿元), 占总规模比重 (右轴)	27
图 45: 中金公司场外权益类衍生品交易量长期保持市场前五名	27
图 46: 2018 年衍生金融资产规模排名靠前的券商 FICC 类衍生品业务名义金额 (亿元)	28
图 47: 2018 年衍生金融资产规模排名靠前的券商各项衍生品业务占比	28
图 48: A 股机构持股比例 (%)	29
图 49: 人均 GDP (万元)	29
图 50: 个人持有的可投资资产总体规模 (万亿元), 同比增速 (右轴)	29
图 51: 中信证券衍生金融资产规模 (左轴, 亿元), 占总资产比重 (右轴)	30
图 52: 中金公司衍生金融资产规模 (左轴, 亿元), 占总资产比重 (右轴)	30
表 1: 股指期货交易规则调整过程	17
表 2: 新增股票期权品种	30
表 3: 场内期权规模测算 (亿元)	32
表 4: 场内衍生品规模测算 (万亿元)	32
表 5: 场外衍生品名义本金余额测算 (亿元)	33

前言：衍生品扩容值得我们翘首以待！

衍生品业务是本土券商与国际顶级投行之间的最后一道鸿沟！根据彭博数据统计的美国批发银行（主要由大型投行构成）数据，1993-2016年美国投行FICC类业务合计年平均收入达到1055亿美元，在总营收中平均占比高达55.6%。同时，资产重型化特征显著，2018年高盛衍生品资产规模按公允价值计算为4078亿美元，占总资产比重达47.4%，摩根士丹利衍生品资产规模按公允价值计算为2886亿美元，占总资产的比重33.8%。而国内由于信息披露不完备，各家券商在衍生品业务上投入资金不详，但根据各家券商2018年年报披露的衍生金融资产数据，我们大致判断衍生品规模行业排名靠前的中信证券，其衍生品资产占比仅约5%左右。

衍生品并非洪水猛兽。一说起衍生品，很多人的印象停留在美国次贷危机。在衍生业务的包装下，底层资产更具隐蔽性，如果底层资产出现问题，容易产生灾难性后果。但是，处于风云变幻的市场中，投资者时刻面临着各类风险，降低风险、稳定收益是投资刚需，监管者、市场参与者不应过于强调业务可能的风险而因噎废食。事实上，监管当局对衍生品的监管也在实践中不断完善和健全。2010年，美国奥巴马政府出台《多德-弗兰克法案》和《沃克规则》，赋予美联储对衍生品业务的监管权力，同时为了提高衍生品交易透明度，要求标准化合约进行中央对手方清算，结构复杂的衍生品合约需在政府监管下在场外市场交易中央交易结算系统。

海外衍生品市场因投资“刚需”而体量庞大。不同于其他金融资产投资的保值增值需求，衍生品业务以服务客户风险管理为目的，满足其对冲、套利等投资“刚需”。全球金融衍生品市场已经经历了170余年的发展历程，根据BIS数据统计，近五年衍生品合约名义价值总量基本保持在600万亿美元左右，产品主体包括利率衍生品、汇率衍生品、大宗商品衍生品和权益类衍生品，以2018年数据为例，利率衍生品占68%、汇率衍生品占14%、期权衍生品占9%。

那么，海外市场发展成熟有何关键要素？通过对海外市场成长过程研究，我们总结出三个要点：1) 股票市场机构化助推业务爆发。1998年至2008年期间，以美股为代表的全球资本市场机构化程度深化，资金大量流入股票型共同基金，在机构投资者专业风险管理需求下，场外期权名义规模爆发增长；2) 高净值客户增加助推业务增长。1990-2008年间全球居民金融资产负债表扩张，高净值客户理财需求大幅提升。麦肯锡2007年报告中指出，高净值客户的理财需求极大地促进场外股票衍生品市场的繁荣，场外交易商高达33%的收入来自于为高净值客户构定制构化理财产品。3) 多样化投资需求促进衍生品的发展。客户需求多样化推动着场外衍生品市场的成熟，场外交易商通过定制风险管理方案、对冲策略相适应的衍生产品来满足机构投资者、对冲基金客户等投资者需求，推动衍生品市场发展。

当前，国内券商衍生品业务仍处于初级阶段，但发展迅速，行业呈现出龙头效应。对比国际投行，国内券商仍尚未形成成熟的衍生品业务体系，从业务规模到产品配置结构都与海外大行有一定差距。当前券商衍生品资产规模仅占总资产规模的2%左右，远低于国际投行30%-50%的衍生品资产比重。主要归于国内机构投资者比例较低、居民金融资产投资规模小，专业风险管理需求不足。不过，随着多层次资本市场建设不断推进、对外开放不断提速，我国衍生品市场呈现出快速扩容之势：1) 场内衍生品逐步放宽，股指期货、国债期货发展迅速，上证50ETF稳步扩容；2) 场外期权、收益互换规模回升。同时，衍生品业务呈现龙头效应，根据各家券商2018年年报披露的衍生金融资产数据，2018年衍生品业务规模排名靠前的券商包括：中信证券（1万亿元）、东方证券（4098亿元）、中金公司（1915亿元）、中信建投（1805亿元）。

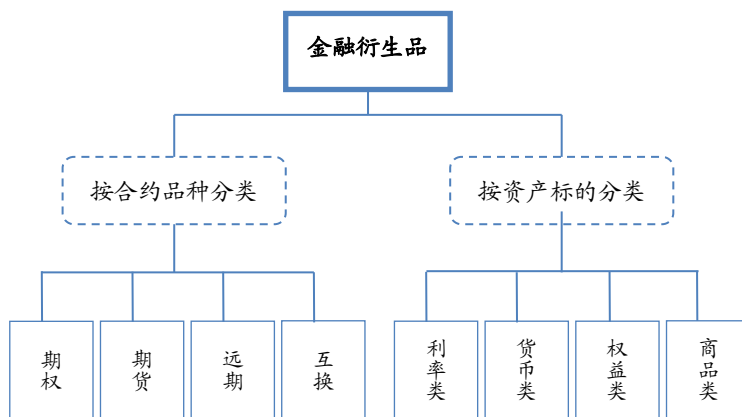
行业发展预期：场内衍生品未来三年复合增速有望达到50%，场外衍生品迎接破局。我们对场内外衍生品规模进行测算：1) 场内衍生品方面，期权、期货预计2019、2020、2021年交易规模将分别达到91.07万亿元、164.11万亿元、237.01万亿元。2) 场外衍生品方面，权益类衍生品预计2019、2020、2021年名义本金余额分别为9033亿元、9854亿元、11012亿元；而FICC类衍生品有望破局、加速发展。

站在金融对外开放全面提速的当下，衍生品扩容是未来证券行业最值得期待的业务，作为新的赛道，头部券商有望迎来新一轮的成长。

衍生品业务：国际顶级投行的好生意

金融衍生品本身是一种金融合约，以实际资产或者指数作为合约标的。合约的种类有远期、期货、期权和互换，以及以这四种模块组合起来的结构化金融衍生品。根据标的资产的种类又可以分为利率衍生品、商品衍生品、权益衍生品、货币衍生品。合约的交易场地包括交易所内和交易所外，一般在交易所交易的衍生品合约是标准化的，即合约的交易价格、交易时间、资产特征等都是事先约定好的，期权和期货大多是场内交易；而在交易所外进行的交易又称为场外交易（OTC），场外交易的合约一般是非标准化的，合约比较灵活，多数远期交易都是在场外进行交易。

图1：金融衍生品分类结构



数据来源：广发证券发展研究中心

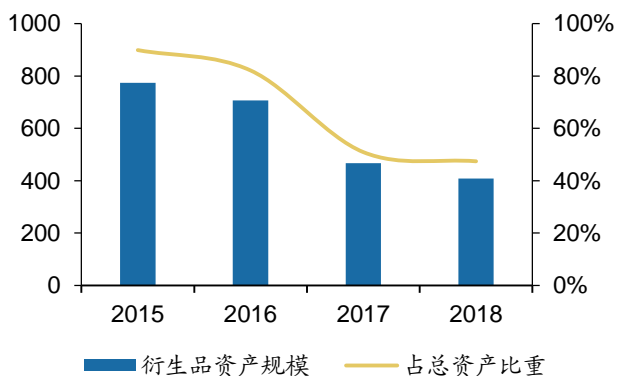
衍生品是投资“刚需”

衍生品市场参与主体为证券投资者。投资者处于市场环境中，时刻面临市场变化带来的风险，降低风险、稳定收益是投资刚需。金融衍生品特有的跨期性、高杠杆性等特征，时常被用来与其他金融产品组合形成规避风险，套期保值的工具，能够有效满足投资者的对冲、套利等多样化投资需求。当前我国市场环境下，投资者尤其是海外投资者对金融衍生品投资有着更高的刚性需求。

重资产业务：资金需求量较大，规模效应明显

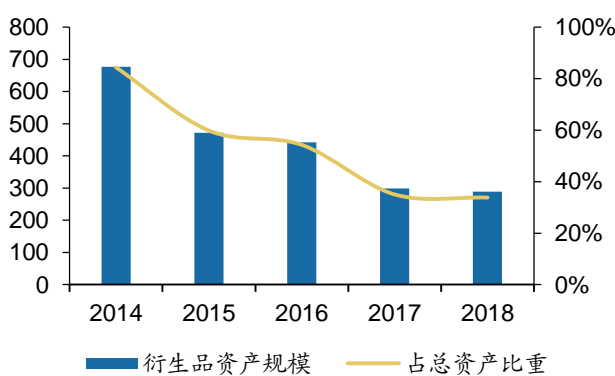
衍生品业务具有重资产的特点，作为客户对手方，强健的资产负债表是券商衍生品业务发展的基础。从国际投行经验来看，衍生品交易占用大量资本，大型交易商凭借着坚实的客户基础和多样化的客户群体建立起自己的优势壁垒。以高盛、摩根士丹利为例，2018年高盛衍生品资产规模按公允价值计算为4078亿美元，占总资产比重达47.4%；2018年摩根士丹利衍生品资产规模按公允价值计算为2886亿美元，占总资产的比重33.8%。两家大型投行衍生品资本占用高，运用大规模衍生资产开展业务获取高收益。

图2：高盛衍生品资产规模（左轴，十亿美元），占总资产比重（右轴）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

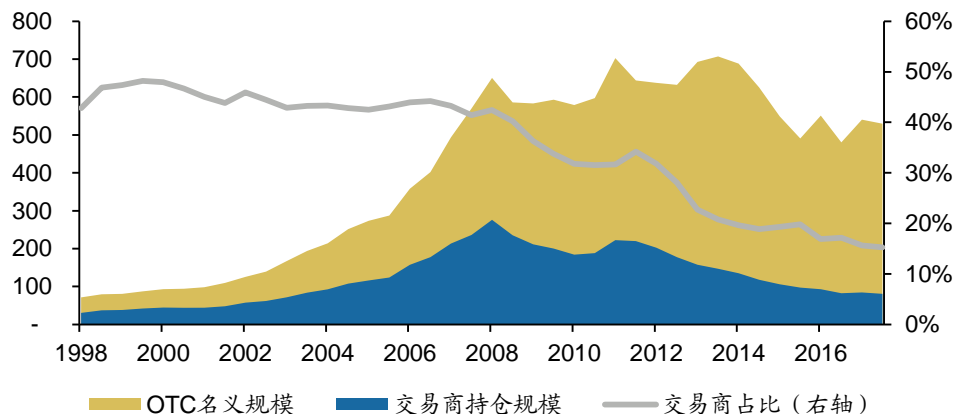
图3：摩根士丹利衍生品资产规模（左轴，十亿美元），占总资产比重（右轴）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

衍生品占用大量资本金，主要源于衍生品业务盈利模式的特殊性。1) 场外衍生品做市商要求券商大量持仓衍生品。场外市场主要交易流动性较差的证券及衍生品，其特点是所有交易都需通过交易商进行，以解决买卖双方在出价时间上的不对称造成的流动性冲击，证券公司需要作为客户对手方进行交易，以自有资本提供交易流动性。因而，充足的资本是券商衍生品业务的基础，从全球衍生品市场来看，2010年以来场外交易商持仓规模在市场名义价值总规模的占比在15%-30%。

图4: 场外衍生品需要交易商通过自身大量持仓向投资者提供流动性(单位: 万亿美元)



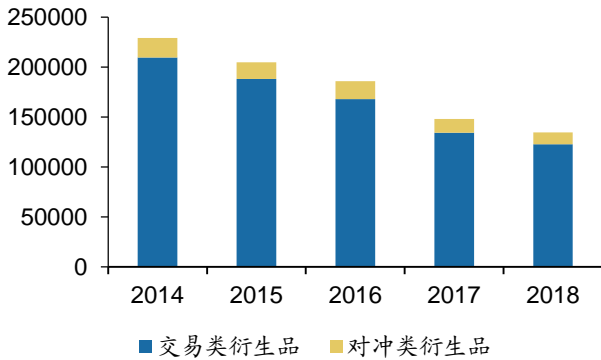
数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

2) 基于风险管理需求开展衍生品业务。证券公司服务投资者投资、融资、管理风险的业务, 其本质是风险的中介, 在服务客户交易的同时, 投行需要承担流动性、市场和信用风险。一方面, 为对冲做市商所持有的股票库存头寸受市场行情波动带来的资产价格风险, 获取更加稳定的佣金收入, 券商通常利用衍生品进行套期保值; 另一方面, 券商发行衍生产品、与客户签署的权益类场外衍生品协议, 同样需要承担标的资产价格风险, 以获取稳定发行费用等收入为目的的持有衍生品进行对冲交易。

从海外投行来看, 衍生品运营模式主要分为两层, 第一层为持有衍生品资产开展销售交易业务, 即交易类衍生品, 第二层为持有部分衍生品用以对冲风险、套期保值, 即风险对冲工具。根据法国兴业银行2018年年报数据, 其对冲类衍生品公允价值达118.99亿欧元, 占衍生金融资产总规模的8.8%。

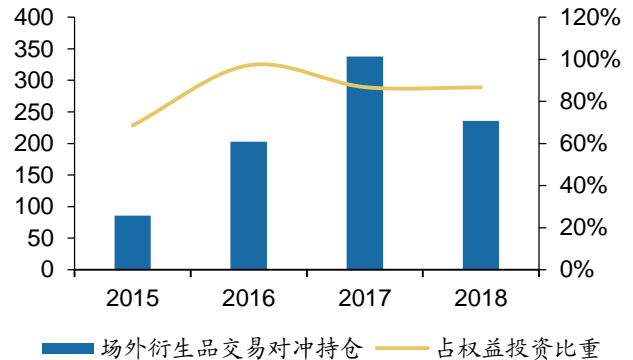
国内权益类衍生品配置规模较大的中金公司也以持有场外衍生品对冲交易风险为主。从资产负债表拆分来看, 2018年中金公司权益类投资规模总量约为272亿元, 全部属于公允价值计量且变动进入当期损益金融资产, 其中场外衍生品交易对冲持仓235.8亿元, 占权益投资总量的86.7%, 意味着中金公司非对冲持有占比仅13.3%。也就是说, 中金公司总资产占比10%的权益资产, 实际只有大约1.3%的资产价格波动会对公司投资收益产生影响, 风险敞口极低。

图5: 法国兴业银行衍生品资产规模构成 (公允价值, 百万欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

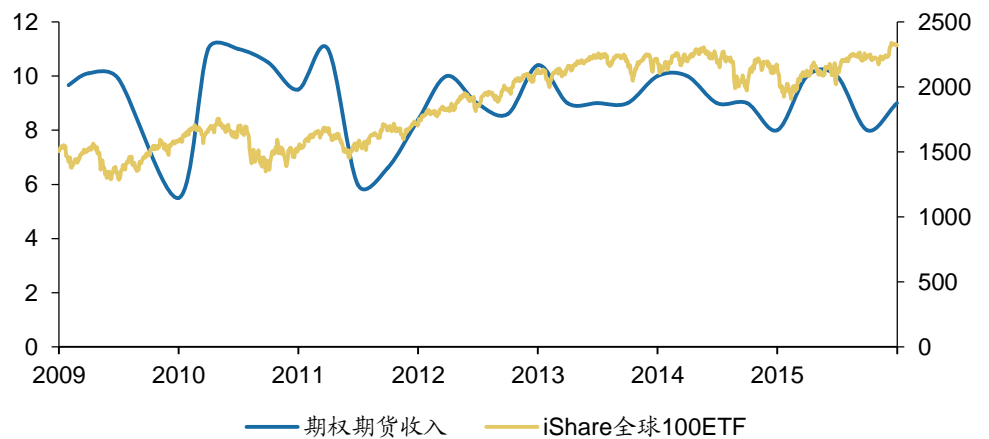
图6: 中金公司场外衍生品交易对冲持仓规模 (左轴, 亿元), 占权益投资比重 (右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3) 承担投资风险, 博取超额收益。衍生品投资也是券商自营投资的重要组成部分, 在行业竞争中, 承担自身有信息和管理优势的风险, 对冲无竞争优势的风险成为券商衍生品业务盈利的关键。在股票期权业务实践中, 券商一般采用Delta中性策略, 对冲股票现券价格方向上的变动对业务收入的影响, 但对剩余风险因子, 券商会根据自身观点持有一定方向上的头寸, 最常见的有: 对现券波动率进行预判, 做多或做空波动率; 卖出期权持有Theta多头, 等待时间流逝, 券商持仓价值上升。Coalition指数统计了2010-2016年全球前十大批发银行股票期货期权业务总收入, 根据分析, 收入规模变动主要受股票市场波动率、指数水平、成交额的影响,

图7: 全球前10大批发银行期权期货收入规模与市场指数水平、波动率相关 (亿美元)



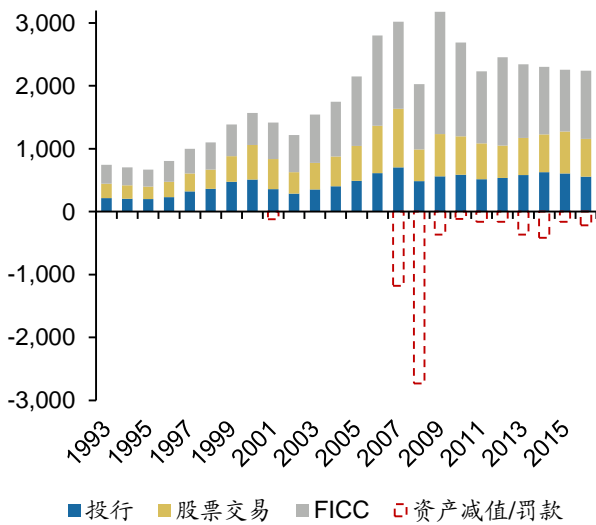
注: 期权期货收入统计口径为全球前10大批发银行: 摩根大通、花旗银行、德意志银行、美银美林、高盛、巴克莱、瑞信、瑞银、摩根士丹利、巴黎银行
数据来源: 瑞银、Coalition指数、广发证券发展研究中心

衍生品业务收益率高

基于高杠杆特性，衍生品业务收益率高。从美国投行营业收入结构来看，FICC类衍生品收入贡献较高。根据彭博数据统计的美国批发银行（主要由大型投行构成）数据，1993-2016年美国投行FICC类业务合计年平均收入达到1054.9亿美元，在总营收中平均占比高达55.6%。FICC业务按照交易标的可继续拆分为利率债、外汇、信用债、证券化工具、新兴市场、大宗商品，从收入结构上来看1993-2016年利率债、信用债、外汇/新兴市场/大宗商品在FICC业务收入中占比均在30%水平波动，结构上较为均衡。

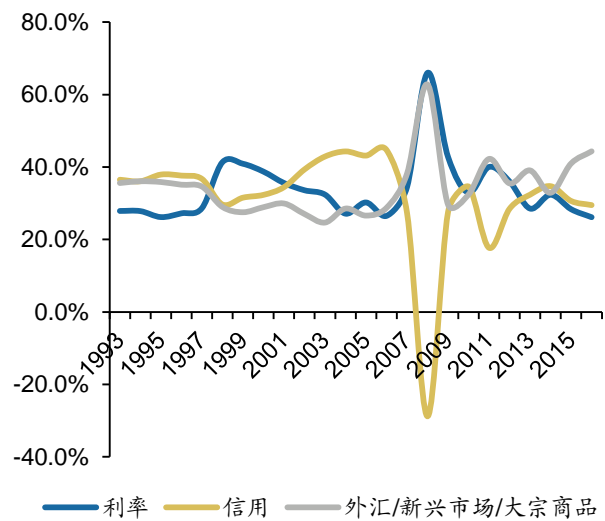
从权益衍生品收入来看，国际投行股票交易税前利润近50%来自衍生品交易。根据BCG统计数据，全球最大的35家批发银行中，股票交易收入规模在2012-2016年间稳定在559-632亿美元区间，其中近4成来源于股票衍生品业务，但从税前利润上看，五年间股票衍生品业务税前净利润贡献度达50%，主要是股票衍生品交易业务效益较好，税前利润率约25-30%，可以说股票业务交易中，投行主要盈利来自衍生品交易。

图8: 大型投行营收增长主要是FICC业务驱动(单位: 亿美元)



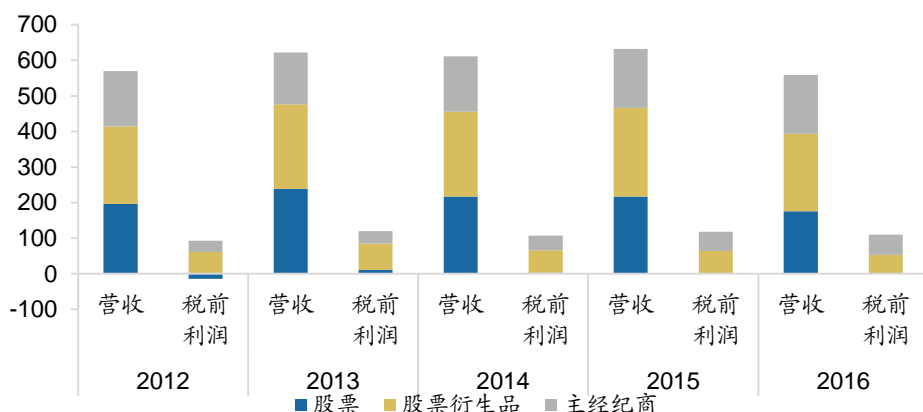
数据来源: 彭博数据、广发证券发展研究中心

图9: FICC业务收入结构较均衡



数据来源: 彭博数据、广发证券发展研究中心

图10: 全球最大的35家批发银行, 税前股票交易业务利润主要由股票衍生品和主经纪商业务贡献 (亿美元)

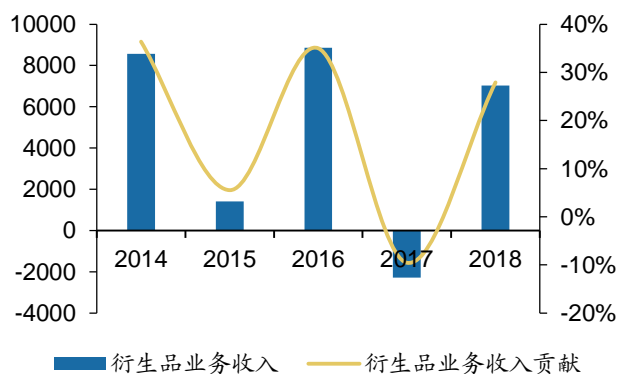


数据来源: BCG、广发证券发展研究中心
注: 数据范围为BCG统计全球最大的35家批发银行数据

以法国兴业银行为例, 按照用途公司衍生金融工具主要分为两类: 1) 交易衍生品, 用于市场交易活动, 满足客户风险管理或收益优化需求; 2) 套期保值工具, 使用衍生工具管理及对冲公司自身风险。2018年公司衍生品业务收入70.4亿欧元, 占营业总收入比重达27.9%。2014-2018年公司衍生品业务收入贡献平均达19.1%。衍生品业务公司营收贡献较高。

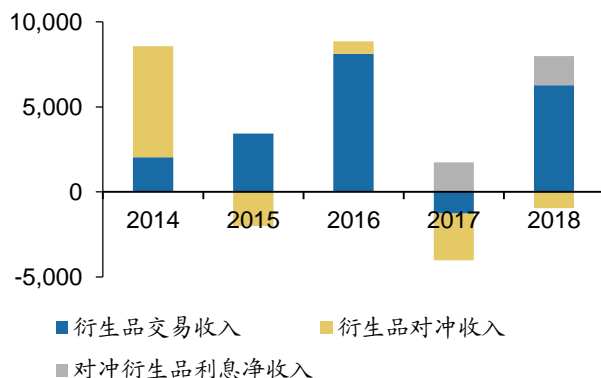
从具体业务分类来看, 衍生品业务收入主要来源于市场交易收入。2018年用于交易的衍生品收入达62.6亿欧元, 占比89%; 用于套期保值的衍生品收入-9.5亿欧元, 利息净收入17.2亿欧元, 合计达7.7亿欧元, 占比11%。

图11: 法国兴业银行衍生品业务收入 (左轴, 百万欧元), 衍生品收入贡献 (右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图12: 法国兴业银行衍生品业务收入分类 (百万欧元)



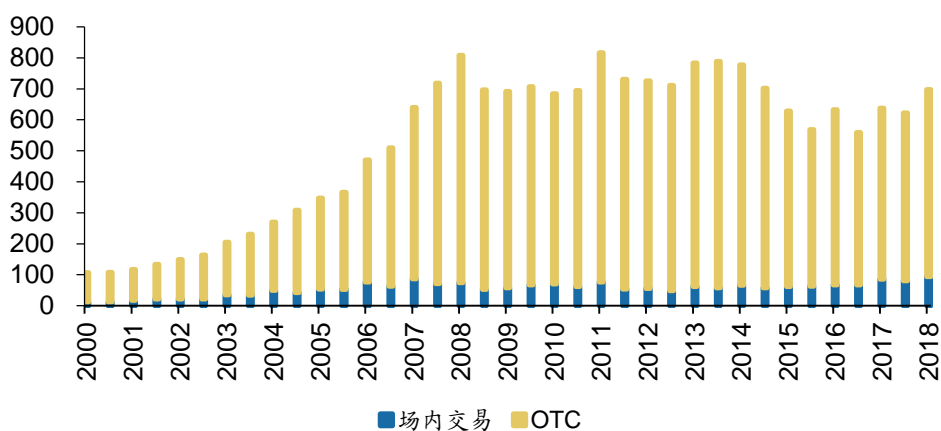
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

海外经验：市场机构化及客户需求推动业务发展

全球金融衍生品的市场近况

全球市场体量庞大，场外衍生品占据主要地位。从芝加哥交易所于1865年开始第一笔期货交易起，全球金融衍生品市场已经经历了整整170年的发展历程，金融衍生品市场的出现，增加了市场的对冲机会，提供了套期保值的工具，为投资者提供了管理风险的有效手段。根据BIS的数据统计，截至2018年上半年全球金融衍生品合约名义价值为697万亿美元，以场外衍生品为主要交易品，占总价值的86.63%，近五年总量基本保持在600万亿美元上下波动。

图13：全球金融衍生品名义规模（万亿美元）



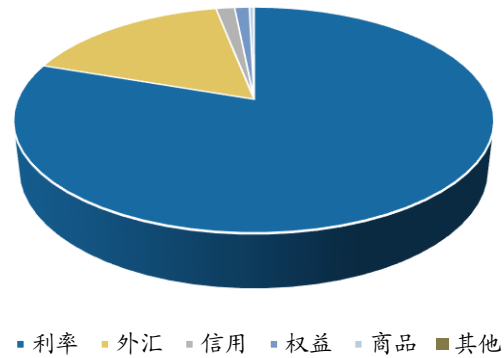
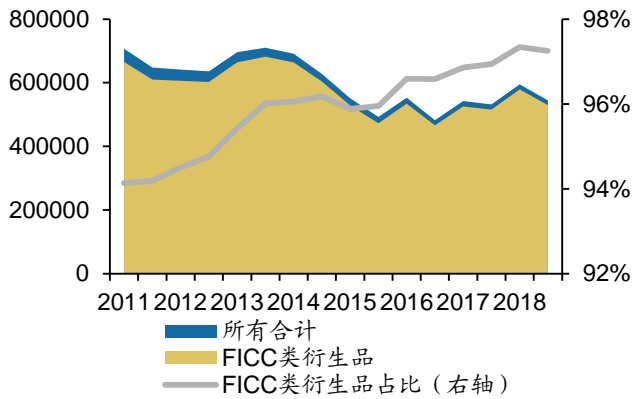
数据来源：BIS、广发证券发展研究中心

场内来看，期权占相对优势。全球场内衍生品主要是期权和期货产品，2018年数据统计场内衍生品名义价值为94.76万亿美元，其中期权产品占产品总量的60%，占据相对优势。

场外来看，FICC衍生品业务占比巨大，以利率工具为主。2018年全球场外衍生品规模为544万亿美元，其中97.25%是FICC类衍生品。FICC业务包括利率产品、大宗商品产品以及外汇产品。利率类衍生品名义金额合计达到437万亿美元，占比达80%，是市场上规模最大的衍生品种类。此外外汇合约规模也较大，2018年名义金额达90.7万亿美元，占比17%。其他衍生产品规模较小，合计占比3%。

图14: 全球场外FICC类衍生品规模占比 (十亿美元)

图15: 2018年全球场外金融衍生品品种分布



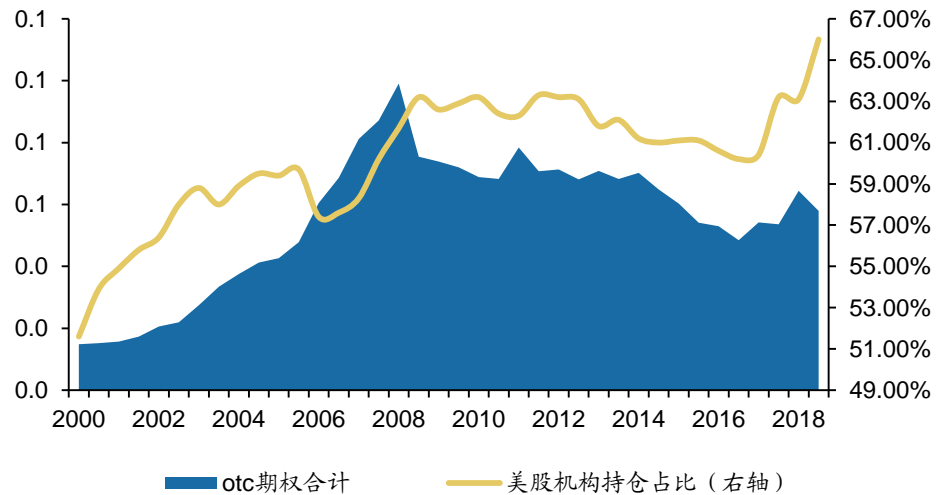
数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

衍生品规模成长要素: 跟随市场腾飞

股票市场机构化助推业务爆发。1998年至2008年期间,以美股为代表的全球资本市场机构化程度深化,资金大量流入股票型共同基金,同时,外国资本美股参与度增加,机构股票持仓占比由1998年底的50.7%升至2008年底的63.2%。在机构投资者专业风险管理需求下,场外期权名义规模爆发增长,由1998年1.3万亿增至2008年7.5万亿美元,年化增长率26.9%。2016年后,机构资金再次涌入股市,2018年下半年机构持仓占比达到66.00%。

图16: 机构占比上升驱动全球场外期权名义规模爆发增长 (万亿美元)

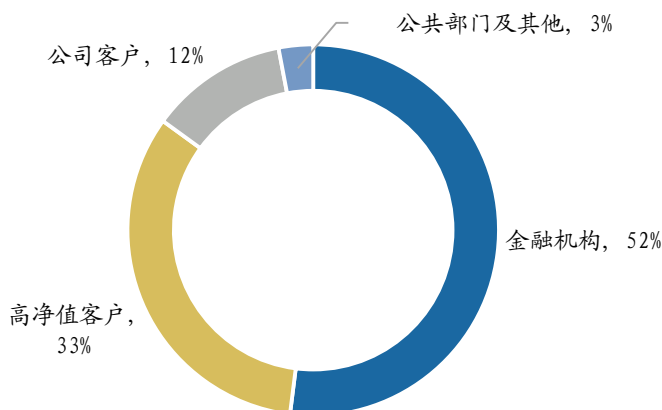


数据来源: 国际清算银行、美联储、广发证券发展研究中心

高净值客户增加助推业务增长。1990-2008年间全球经济持续向好,全球化程度加深,通胀温和,居民金融资产负债表持续扩张,同时,高净值客户人群理财需求大幅扩张,在此背景下,投行通过场外期权和固定收益工具,构建能满足高净值客户理财需求的结构化产品。固定收益工具保证了结构化产品能提供一定程度的预期收益,同时,场外期权连结了产品收益与股票市场指数,在股市持续走高的背景下,大幅增强结构产品的预期收益。

麦肯锡2007年报告中指出，高净值客户的理财需求极大地促进场外股票衍生品市场的繁荣，场外交易商高达33%的收入来自于为高净值客户构建定制化理财产品。

图17：2007年欧洲场外股票衍生品交易商收入来源客户分部



数据来源：麦肯锡、纽约大学、广发证券发展研究中心

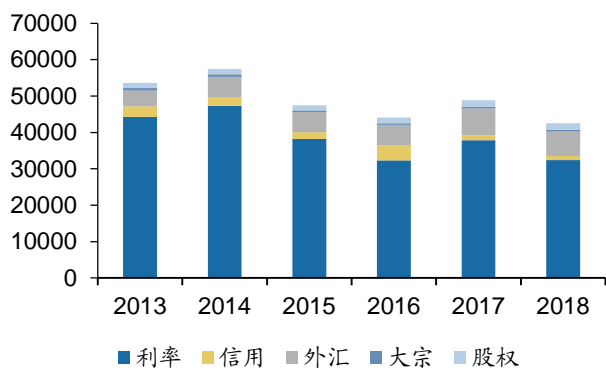
注：数据根据纽约大学和麦肯锡 2006 年欧洲 OTC 衍生品交易商收入来源分部估计

多样化投资需求促进衍生品的发展。股票市场机构化程度加深的同时，客户需求多样化也推动着场外衍生品市场的成熟。场外衍生品可定制性很好地满足了机构投资者风险管理的需要，场外交易商可根据客户风险特征，定制风险管理解决方案，以较低的成本达成风险对冲目的。同样，对冲基金客户以善于捕捉市场需求失衡所产生的套利机会为特点，传统的场内衍生品很难满足其套利策略的需要，特别是场内缺少波动率或证券相关性上的风险对冲工具，场外交易商利用其强大的金融工程能力，定制与对冲策略相适应的衍生产品，满足对冲基金客户需求。

国际投行衍生品业务结构：利率工具为主要配置方向

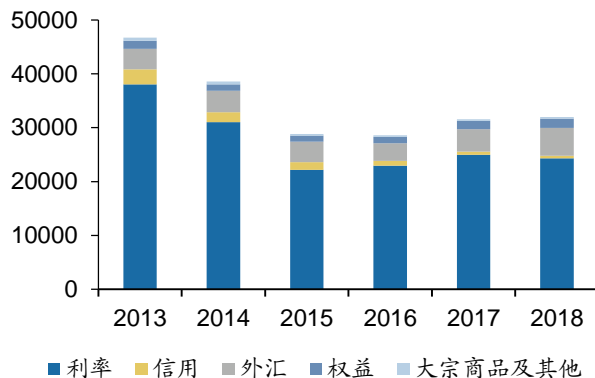
从规模上来看，2013年以后高盛的金融衍生品名义金额在40-60万亿美元之间浮动，摩根士丹利的金融衍生品名义金额则显现出降低的趋势，2013年名义金额为46.7万亿，而2018年则降低到了32万亿。衍生品规模的变动主要来自于2013年末，美国QE的结束，市场流动性缩小，利率衍生品、信用衍生品规模减小。股权衍生品随着近年来美股波动率减小，部分业务收到冲击，如高盛已经退出期权做市商业务。

图18: 高盛金融衍生品名义金额 (十亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图19: 摩根士丹利金融衍生品名义金额 (十亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

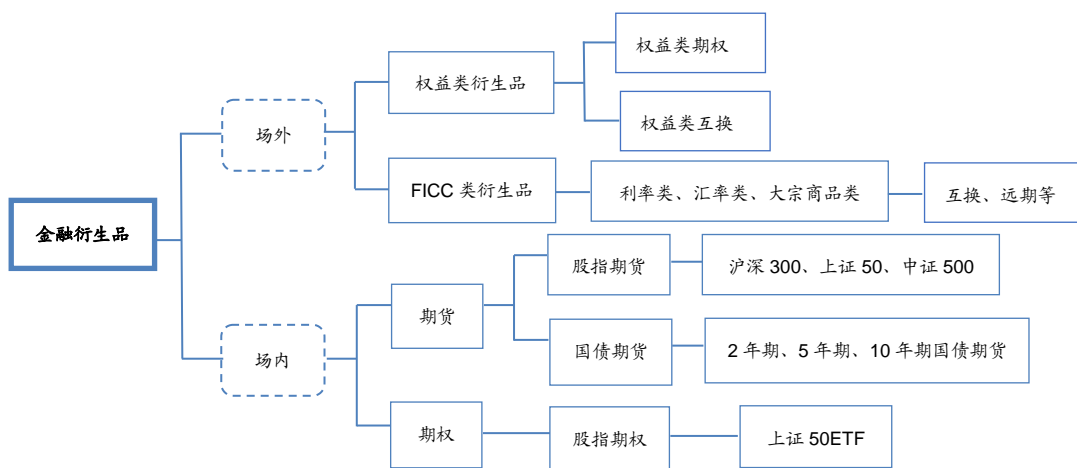
业务结构来看, 利率类衍生品为主要配置方向。2018年, 高盛的金融衍生品名义本金为42.48万亿美元, 其中利率衍生品名义本金32.29万亿美元, 占比达76.2%, 2013年以来利率衍生品平均占比达78.7%。摩根士丹利2018年利率衍生品名义金额达2.4万亿美元, 占金融衍生品总规模的76%, 2013年以来平均占比为79.1%。在利率衍生品具体业务中, 海外投行有将近40%-50%的业务是与中央对手方展开的。国内目前券商的利率衍生品并没有大量与中央对手方展开, 主要原因在于清算所高昂的抵押金。抵押金的补偿为隔夜利率, 隔夜利率低于市场上对冲基金的利率, 因此参与者更愿意与市场上的其他对手方开展利率交易而非中央对手方。

其他衍生品工具占比相对较小。1) 信用衍生品规模在金融危机后降幅明显, 2013年高盛和摩根士丹利的信用衍生品名义本金分别有2.95万亿美元以及2.80万亿美元, 然而2018年分别仅剩1.16万亿美元以及4710亿美元。2) 权益类衍生品的规模在各大投行中占比均在5%左右, 高盛2018年权益类衍生品规模为1.71万亿美元, 占比衍生品总规模的4.02%; 摩根士丹利权益类衍生品规模为1.74万亿美元, 占总规模的5.43%。

国内衍生品市场: 场内恢复式增长, 场外有望突破

衍生品市场产品丰富。我国衍生品市场通过多年的发展已初具规模, 业务类型、功能定位和监管体系已经基本形成, 产品类型和数量日益丰富。其中, 场内金融衍生品工具包括沪深300、上证50、中证500股指期货, 2年期、5年期、10年期国债期货, 以及上证50ETF期权等7个金融期货及期权品种; 场外金融衍生工具包括权益类、利率类、汇率类及大宗商品类等。

图20: 我国金融衍生品种类



数据来源: 广发证券发展研究中心

场内衍生品: 逐步放宽, 发展迅速

场内期货: 逐步放宽, 发展空间广阔

股指期货流动性逐步恢复。自2017年以来中金所先后对股指期货交易规则进行四次调整, 松绑力度循序渐进。2019年4月中金所发布第四次调整公告, 中证500股指期货交易保证金标准由15%调整为12%, 沪深300、上证50股指期货10%的交易保证金标准保持不变; 沪深300、上证50、中证500股指期货各合约平仓交易手续费标准由成交金额的万4.6调低至万3.45, 日内过度交易行为监管标准由单个合约50手调整为500手。对比收紧前10%的交易保证金标准及万1.15的平仓手续费标准, 后续仍有稳步松绑空间。

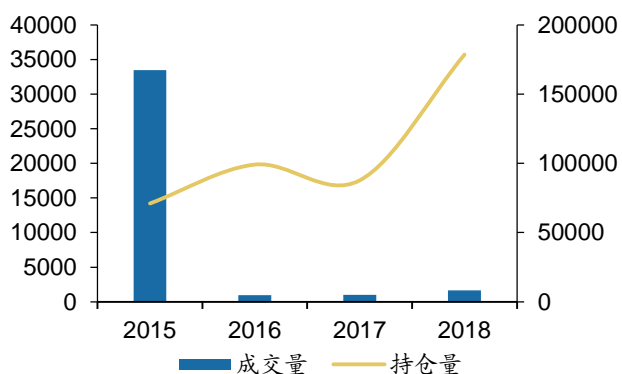
表1: 股指期货交易规则调整过程

调整内容	交易保证金			日内过度交易行为监管标准	平今仓交易手续费
	沪深300	上证50	中证500		
2015年9月前	10%	10%	10%	无限制	万分之1.15
2015年9月	40%	40%	40%	10手	万分之23
2017年2月	20%	20	30%	20手	万分之9.2
2017年9月	15%	15	30%	20手	万分之6.9
2018年12月	10%	10%	15%	50手	万分之4.6
2019年4月	10%	10%	12%	500手	万分之3.45

数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

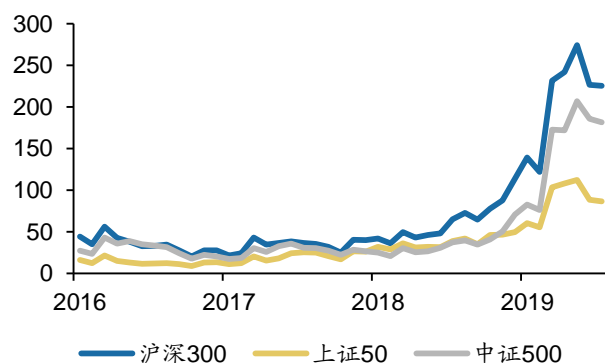
随着交易规则的逐步放宽，股指期货市场活跃度不断提升。2018年股指期货成交量达1634.4万手，持仓量达17.9万手，分别同比增长66.3%、103.7%。截至2019年7月末，沪深300股指期货成交量达225.5万手，较2018年同期增长246.3%；上证50股指期货成交量达86.6万手，同比增长121.7%；中证500股指期货成交量达181.7万手，同比增长383.4%。但对比2015年，在更为宽松的交易规则及牛市环境下，股指期货总成交量达3.3亿手，是2018年的20倍。随着交易规则的不断放宽，预计我国股指期货市场空间将进一步打开。

图21: 股指期货成交量(左轴, 万手), 持仓量(右轴, 手)



数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

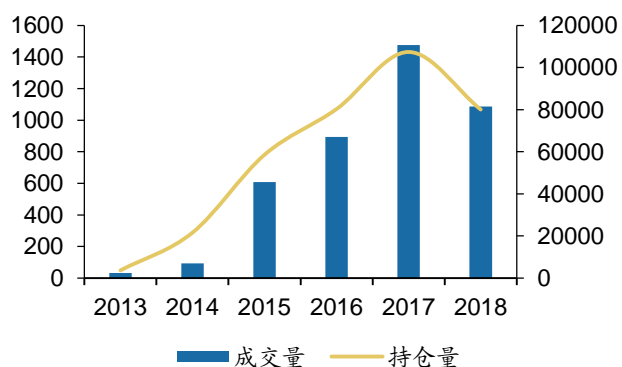
图22: 三大股指期货成交量变化情况(万手)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

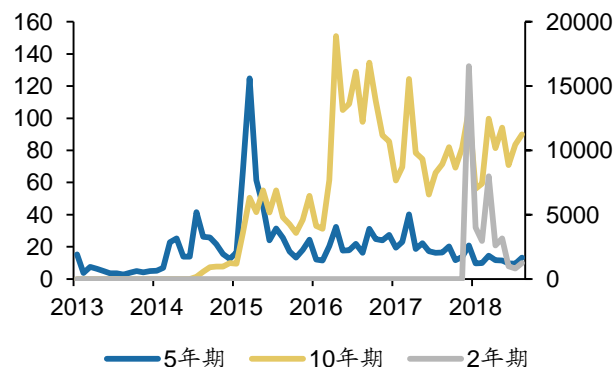
国债期货市场发展迅速。作为重要的利率风险管理工具，国债期货自2013年上市以来稳步发展，逐步发挥避险功能。随着2018年8月中金所推出2年期国债期货，我国国债期货市场形成“2-5-10”的产品体系，市场交投规模不断提升。2018年国债期货市场总成交量达1086.6万手，较上市初期的32.9万手复合增速达101.3%；2018年末国债期货持仓量达8万手，较2013年的0.4万手复合增速达85.6%。截至2019年4月末，5年期国债期货成交量达13.3万手，较上月增长41%；10年期国债期货成交量达89.9万手，环比增长7.6%；2年期国债期货成交量达1235手，环比增长53%，三大国债期货发展迅速。

图23: 国债期货成交量(左轴, 万手), 持仓量(右轴, 手)



数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

图24: 5年期、10年期国债期货成交量(左轴, 万手), 2年期国债期货成交量(右轴, 手)

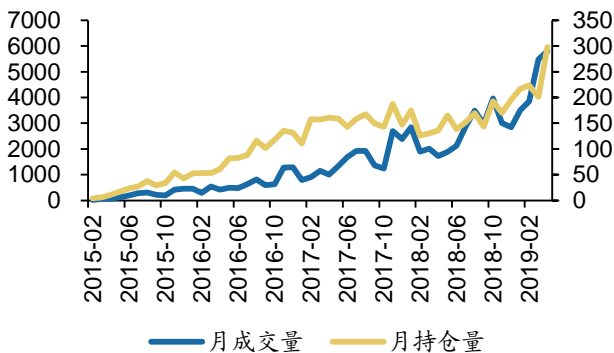


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

场内期权：稳步扩容，发展势头良好

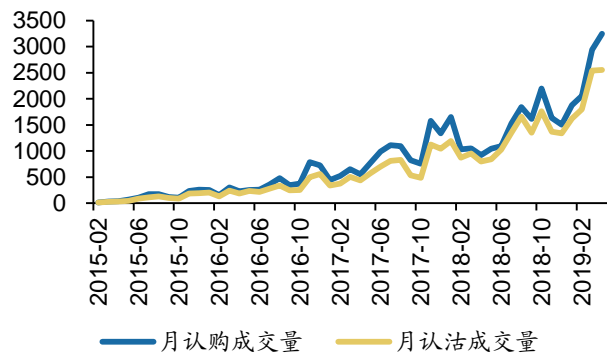
上证50ETF发展空间广阔。上证50ETF期权作为金融衍生品中的重要一环，自2015年2月面世以来，市场规模稳步扩容，成交量呈现温和放大的趋势。据上交所数据，2019年4月50ETF期权合约成交量为0.58亿张，持仓量为298万张，较2019年3月分别增长5.9%、48.1%；日均成交量为276.2万张，日均持仓量为14.2万张。其中2019年4月认购期权成交量为0.32亿张，环比增长10.5%；认沽期权月成交量为0.26亿张，环比增长0.6%。

图25：50ETF期权月成交量（左轴，万张），月持仓量（右轴，万张）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图26：50ETF期权月认购成交额、认沽成交额情况（张）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

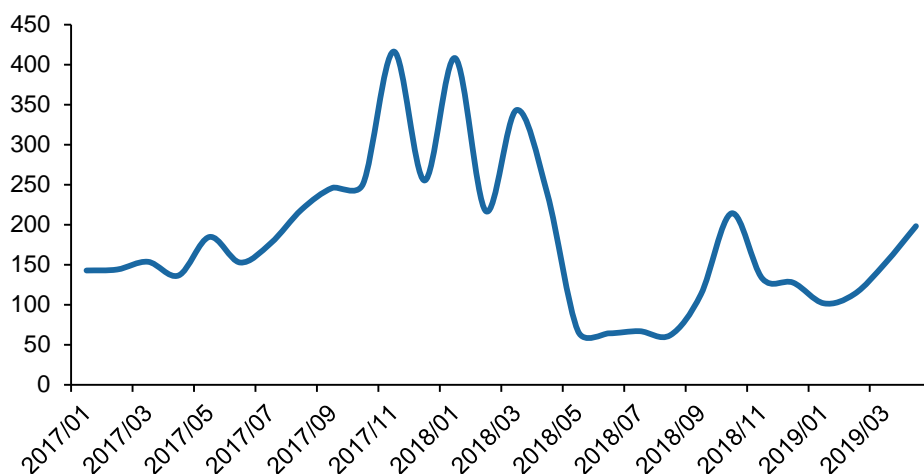
场外衍生品：规模回升，空间广阔

场外衍生品市场参与者。1) **银行是场外衍生品市场的主要参与者。**银行开展衍生品业务的首要目的是对利率风险和外汇风险进行管理，因此利率互换、掉期等衍生品业务是银行参与的主要业务，除了利率衍生品，银行下属的资管理财或投资部门利用被委托的资金或自有资金进行其他种类的衍生品产品投资。2) **证券公司参与衍生品主要提供经纪服务以及做市商服务。**证券公司在经纪服务中赚取佣金，在做市商业务中对市场上的买卖报价提供衍生品产品交易。做市商业务主要在场内的50ETF产品中开展，证券公司则获取买卖报价价差。除去上述两项业务外，证券公司的自营业务中也进行衍生品产品的购买，为自营业务持有的头寸进行风险管理。

权益类衍生品发展迅速

(1) **收益互换：规模经历下降后逐渐回升。**收益互换作为发展时间相对较长的金融衍生品，经历了2015年迅猛发展后，在“去杠杆”、“减持新规”等金融监管下逐渐回归理性。根据证券业协会数据，2018年，收益互换业务新增初始交易名义本金累计2053.75，同比下降17.12%。2018年5月至8月，收益互换业务每月新增业务金额均在64亿元和66亿元之间，是近年来新增业务最低的月份，主要原因在于证监会禁止与私募基金开展新业务。2018年8月后，业务规模回升，2019年4月，新增收益互换初始名义本金为198.11亿元。在市场环境从“去杠杆”转向“稳杠杆”的大背景下，收益互换规模略有回升。

图27: 收益互换新增初始名义本金 (亿元)

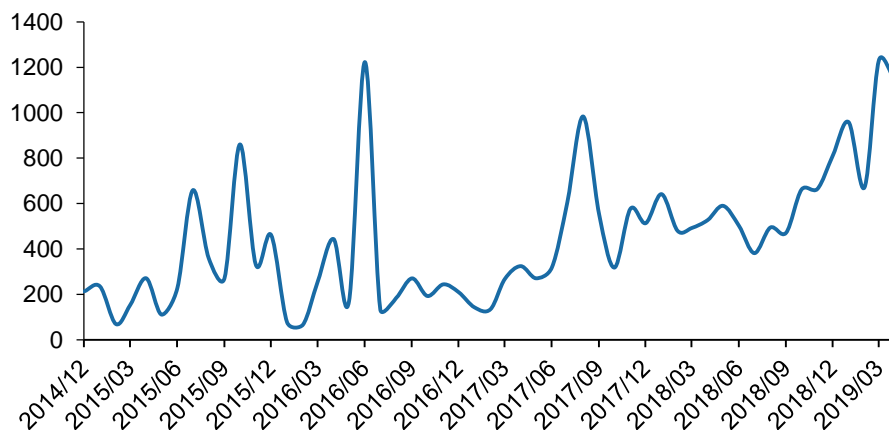


数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

(2) 场外期权发展空间广阔。场外期权业务于2013年正式推出, 合约标的包括以沪深300、中证500、上证50为主的股指、A股个股、黄金期现货以及部分境外标的。其中, 股指标的的期权占比达50%, 个股标的的期权占比约为30%。由于2017年以来场外套期保值需求增加、“保险+期货”试点不断推进、私募投资机构大量进场参与提高了场外期权市场的流动性, 场外期权发展速度得到提升。根据中国证券业协会披露数据, 2014年以来, 场外期权规模不断提升, 2019年4月场外期权新增初始名义本金1140.82亿元, 同比增长116.25%。2019年1-3月场外期权每月新增初始名义本金同比增速分别达到49.41%、39.78%、149.78%, 增速呈现不断提升态势。

从美国经验看, 期权的发展初期以品种发展为主, 在期权业务发展初期, 美国曾经历每新发一种期货品种就随之有期权品种出现。随着市场的日臻完善, 期权品种的数量才回归正常, 大约与期货品种的比例在1: 2左右。国内目前期货品种相比国外较少, 期权则更是有限, 未来发展从品种到体量空间甚为广阔。

图28: 场外期权新增初始名义本金 (亿元)

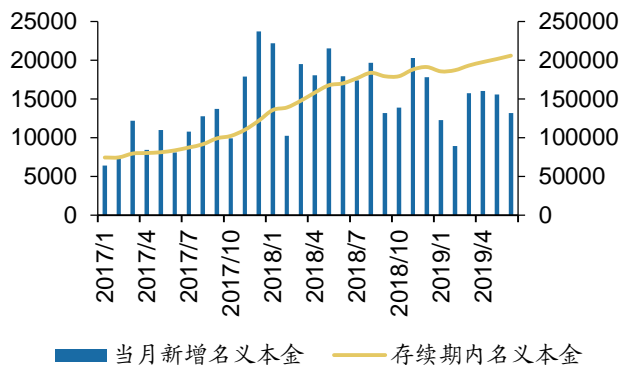


数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

FICC类衍生品处于起步阶段，快速扩容

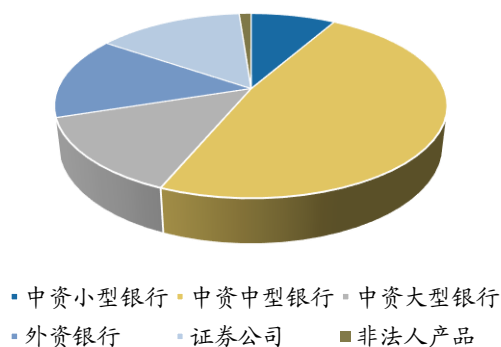
1) 利率衍生品：银行为主，稳步增长。我国场外利率衍生工具主要包括利率互换、债券远期等，人民币利率互换业务自2006年试点交易以来逐步发展，在利率衍生品市场占据主导地位。根据上海清算所数据，截至2019年6月存续期内利率互换合约名义本金达20.6万亿元，同比增长21.1%。中央对手清算下利率互换业务的主要参与机构为银行。2019年6月新增业务中，中资中型银行最为活跃，清算金额占清算总量的48.1%，证券公司清算金额占比14.3%，包括中信证券、国泰君安等51家券商参与利率互换集中清算业务。债券远期方面，2019年6月中央对手清算金额达421.9亿元，环比下滑35.4%。参与上清所债券远期集中清算业务的证券公司包括中信证券、国泰君安、中金公司等23家券商。

图29：利率互换中央对手清算业务当月新增名义本金（左轴，亿元），存续期内名义本金（右轴，亿元）



数据来源：上清所、广发证券发展研究中心

图30：2019年6月中央对手清算下利率互换业务参与者构成

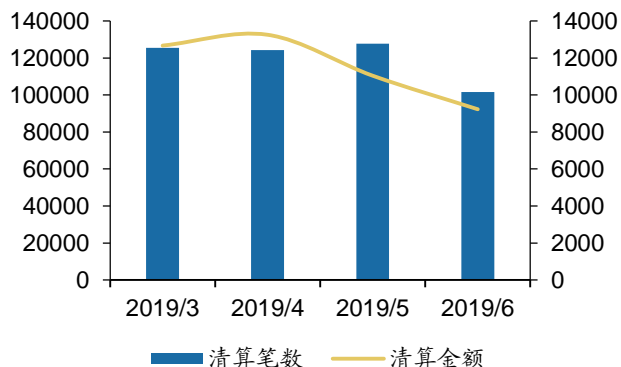


数据来源：上清所、广发证券发展研究中心

2) 汇率衍生品：产品结构以掉期、即期为主。我国外汇衍生品市场起始于2005年人民币汇率改革，2005年8月中国人民银行发布《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》，随后推出的远期外汇成为我国首个外汇衍生品合约。目前我国外汇及汇率衍生品交易仍主要集中在银行间市场，根据上海清算所数据统计，2019年6月外汇及汇率衍生品交易共计发生10.16亿笔，交易金额达9229.1亿美元。从产品结构来看，外汇掉期和外汇即期占据较大份额，2019年6月分别占比53.6%、44.9%。外汇远期和期权产品规模较小，合计占比1.5%。

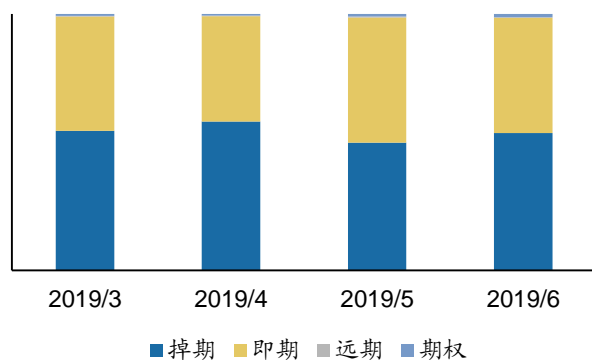
从交易主体来看，银行为外汇及汇率衍生品市场主要参与者，2019年6月外汇衍生品清算总额中中资中型银行和中资大型银行分别占比42.2%和28.2%。证券公司参与较少，仅占比0.3%，主要由于目前获取外汇牌照开展衍生品交易业务的券商仅国泰君安一家。2015年1月、2月，国泰君安先后获批成为银行间外汇市场成员、银行间外汇市场衍生品会员，可从事人民币外汇即期、远期、掉期、期权交易业务。

图31: 外汇及汇率衍生品中央对手清算业务当月清算笔数(左轴, 笔), 清算金额(右轴, 亿元)



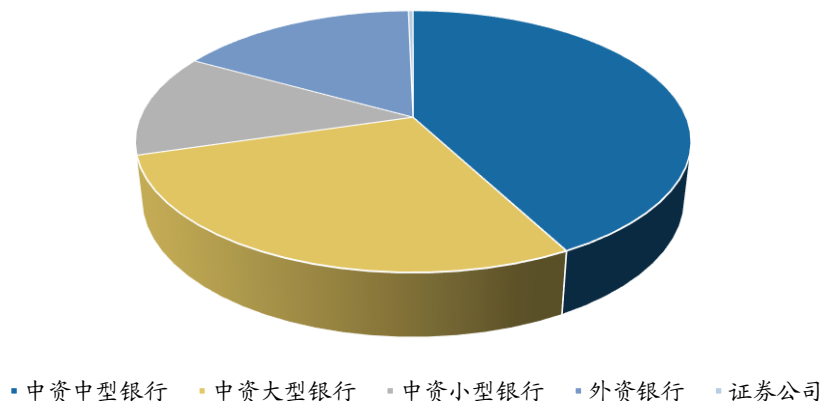
数据来源: 上清所、广发证券发展研究中心

图32: 外汇及汇率衍生品中央对手清算业务构成



数据来源: 上清所、广发证券发展研究中心

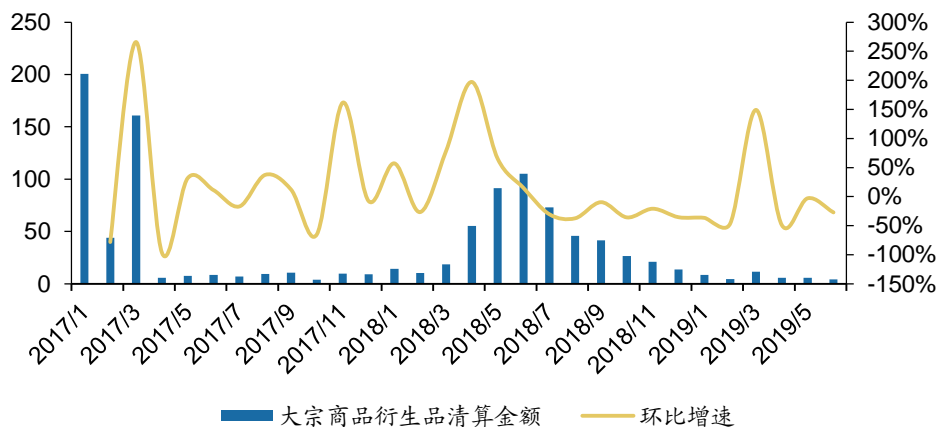
图33: 2019年6月中央对手清算下外汇及汇率衍生品业务参与者构成



数据来源: 上清所、广发证券发展研究中心

3) 大宗商品衍生品逐步发展。我国大宗商品衍生品市场起步较晚, 自2013年场外大宗商品衍生品中央对手清算业务推出以来不断发展。根据上海清算所数据, 2019年6月大宗商品衍生品清算金额4.15亿元, 同比下滑96.1%, 主要归于化工等产品清算量大幅减少。交易主体上, 目前参与大宗商品中央对手清算机构共计12家, 其中证券公司有5家, 包括中信证券、招商证券、国泰君安、东方证券、中信建投。以招商证券为例, 2018年招商证券大宗商品衍生工具名义金额达到11.6亿元。

图34: 大宗商品衍生品中央对手清算金额(左轴, 亿元), 环比增速(右轴)



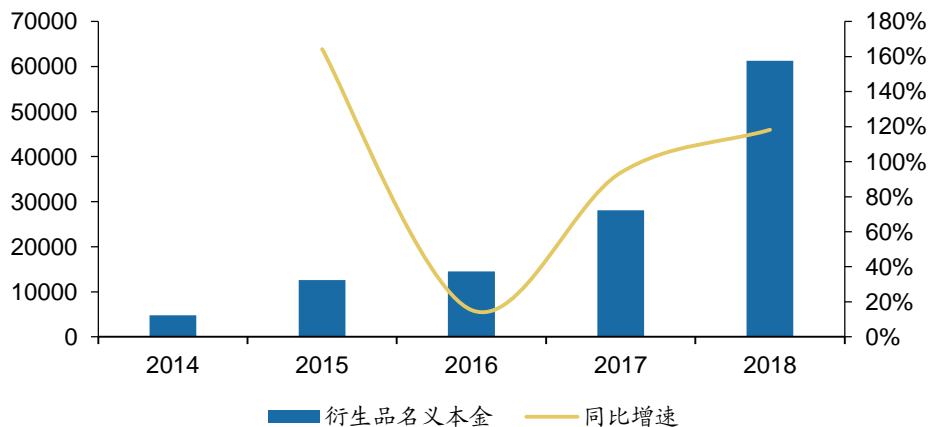
数据来源: 上清所、广发证券发展研究中心

行业格局: 集中度高, 规模以利率衍生品为主

券商衍生品市场: 场外为主, 规模发展迅速

近年来, 随着市场逐步恢复以及政策引导, 证券公司衍生品业务覆盖扩大、品种逐步发展完全, 已经有关于权益、利率、信用、外汇、大宗产品等衍生产品在在场内外发行。按照2018年各公司年报中衍生金融资产规模排名, 选取前十大券商计算衍生品名义金额合计值, 可以看到2014年以来行业衍生品业务规模呈现不断增长趋势。截至2018年前十大券商衍生品合计名义金额达6.1万亿元, 同比增长118.2%, 券商衍生品业务发展迅速。

图35: 2018年衍生金融资产规模前十大券商衍生品合计名义金额(左轴, 亿元), 同比增速(右轴)



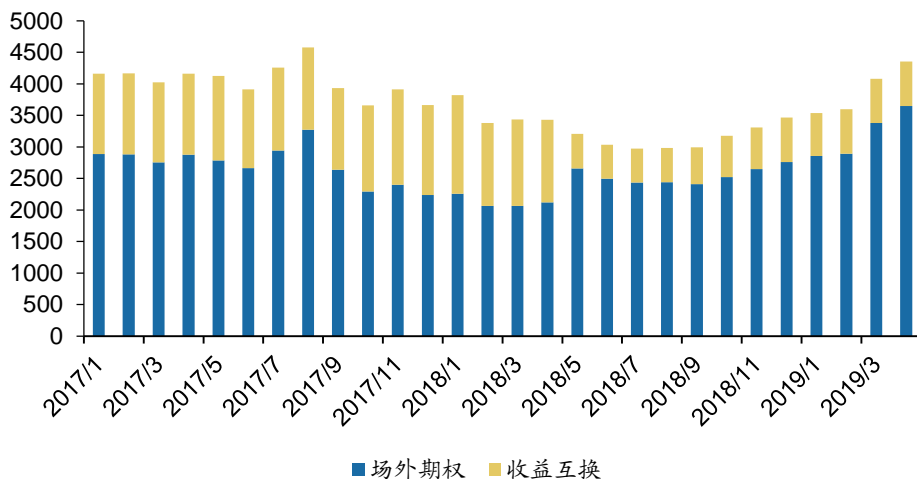
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 前十大券商包括: 中信证券、中金公司、华泰证券、广发证券、海通证券、中信建投、招商证券、国泰君安、申万宏源、东方证券。下同。

1.权益类衍生品：相关度高，期权规模超越前期高点

场外权益类衍生品规模不断增长。2019年4月，证券公司场外金融衍生品业务未了结初始名义本金为4355.27亿元。较上月增长273.98亿，环比增长6.71%。其中期权业务未了结初始名义本金3647.21亿元，环比增长7.87%。收益互换业务未了结初始名义本金708.06亿元，环比增长1.12%。场外权益类衍生品规模均呈现不断增长趋势。

图36：证券公司场外衍生品未了结初始名义本金（亿元）



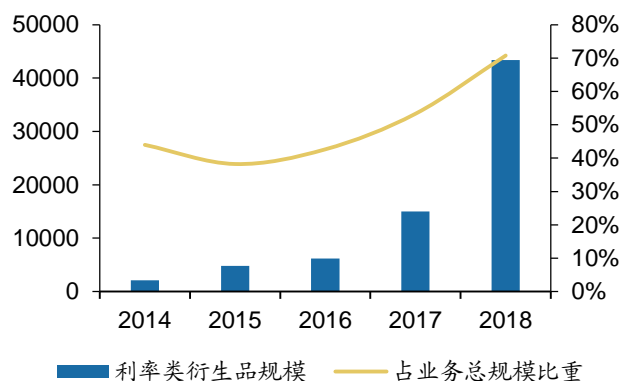
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2.FICC类衍生品：逐渐起步，多方合作机遇显现

利率衍生品规模占比最大。虽然各大券商的衍生品产品业务方向各不相同，但是利率衍生品的名义金额均有相当大的规模。2014年以来利率类衍生品快速发展，规模增幅较大。2018年前十大券商利率类衍生品名义金额合计规模达4.3万亿元，占业务总规模的比重达到70.8%，同比增长189.7%，是国内券商发展衍生品业务的主要方向。

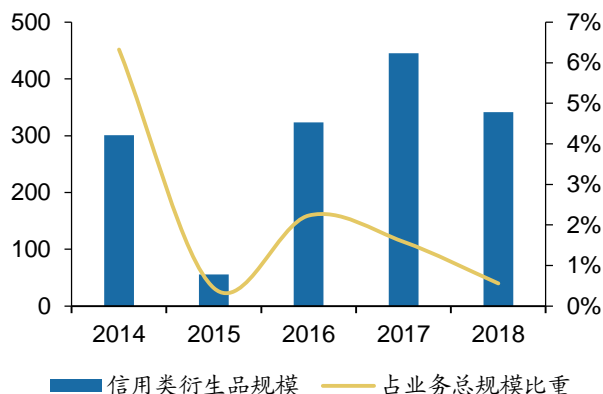
信用业务开始起步。我国证券公司信用衍生品业务规模较小，从各公司年报中看，仅有部分头部券商参与了信用衍生品的业务。2018年前十大券商信用类衍生品名义金额合计达341.7亿元，在业务总规模中占比0.56%。目前金融改革背景下要求推动发展相关衍生品，2019年2月，证监会发布《关于支持证券公司开展信用衍生品业务、服务民营企业债券融资的通知》，鼓励具有场外期权交易商资格的证券公司申请信用衍生品业务，目前已有11家证券公司获得业务资格，预计未来将会有更多的信用衍生品业务出现。

图37: 2018年衍生金融资产规模前十大券商利率类衍生品名义金额(左轴, 亿元), 占总规模比重(右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图38: 2018年衍生金融资产规模前十大券商信用类衍生品名义金额(左轴, 亿元), 占总规模比重(右轴)



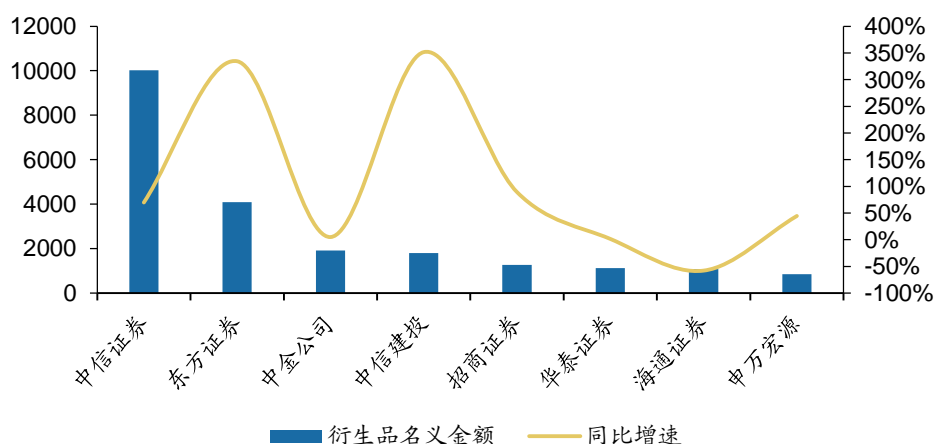
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

龙头券商规模效应明显

头部券商衍生品业务发展较完善, 规模较大。根据公司年报数据, 2018年衍生品业务规模前十大券商的衍生品合计名义本金合计规模达6.1万亿元。其中, 中信证券衍生品业务规模达到1万亿元, 占合计规模的16.3%, 在券商中排名靠前。此外, 东方证券、中金公司、中信建投规模也较大, 分别达到4098亿元、1915亿元、1805亿元, 占比分别为6.7%、3.1%、2.9%。

从增速来看, 头部券商衍生品业务发展迅速。2018年业务规模排名前十大券商平均同比增速达到123.0%, 其中, 中信证券、东方证券、中金公司、中信建投增幅较大, 分别达到69.7%、334.5%、5.0%、351.6%。总体来看, 头部券商凭借资本实力持续发力衍生品业务, 规模不断壮大, 行业集中度较高。

图39: 2018年衍生金融资产规模排名靠前的券商衍生品业务名义本金(亿元), 同比增速(右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

权益类衍生品：集中度高，龙头优势明显

场外权益类衍生品集中度高。2017年以来，互换CR5集中度基本在90%以上，期权集中度略有下滑，2年来CR5平均集中度为86%。2019年4月新增交易业务中，新增交易名义本金排名前五的券商分别为中信证券、华泰证券、中金公司、申万宏源和招商证券，分别占比18%、16%、12%、12%、11%，其他公司占比31%。

图40：证券公司场外衍生品新增交易集中度

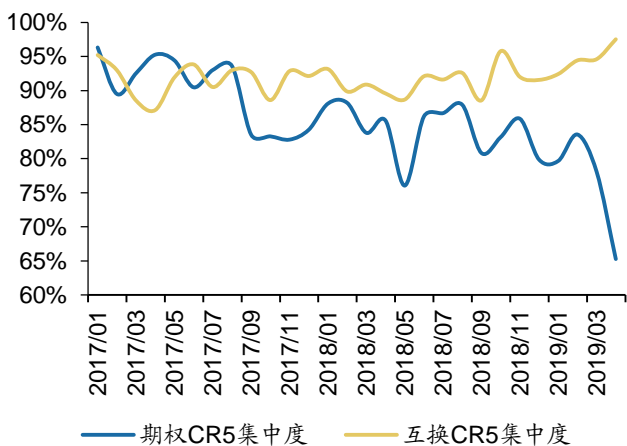
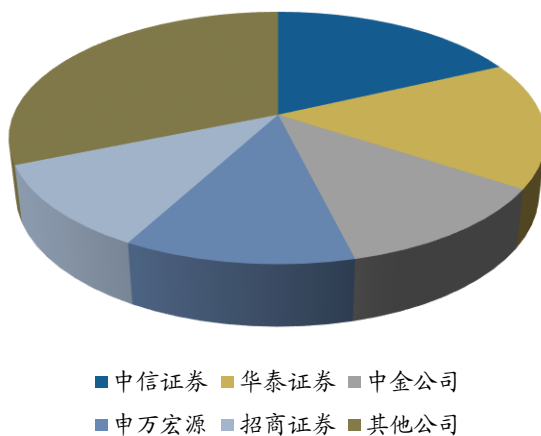


图41：2019年4月场外衍生品新增交易量分布（亿元）

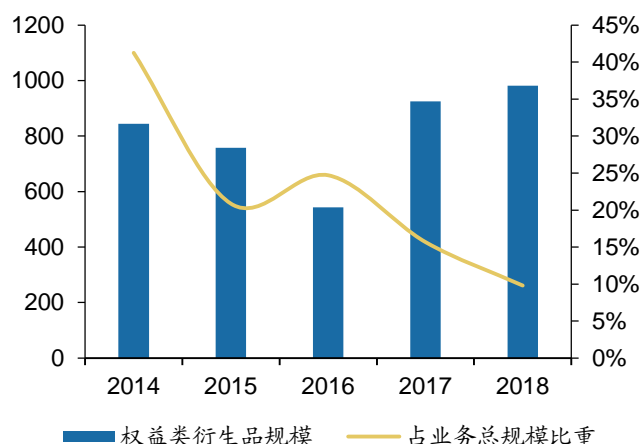


数据来源：中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

数据来源：中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

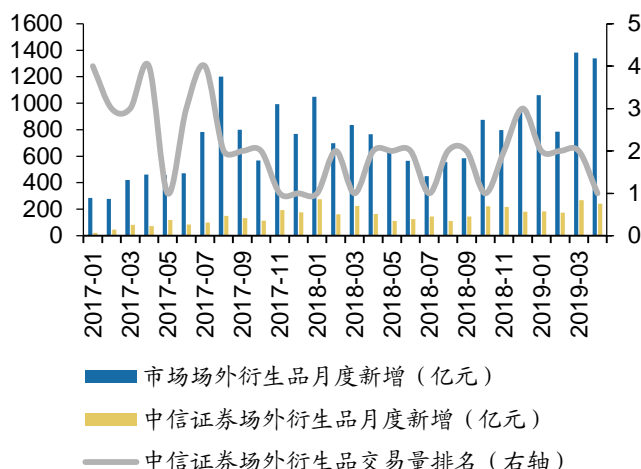
中信证券于2014年获批开展场外期权业务，通过场外衍生品满足机构客户的多元化定制需求，依托强劲的资金实力及明确的业务定位，公司在场外衍生品市场的先发优势显著。2017年1月以来，中国权益类场外衍生品市场CR5交易集中度持续维持在80%-90%，而中信证券基本保持市场占有率前三位，2018年以来中信新增业务市占率排名稳定在前二。从权益类衍生品规模来看，中信证券权益类衍生品规模呈现不断增长趋势，2018年权益类衍生品名义金额达981.3亿元，较2017年同比增长6.1%。但从业务占比来看，近五年来中信证券权益类衍生品规模在总规模中占比呈现不断下滑趋势，2018年占比达9.8%，较2017年下滑6个百分点。主要归于2015年以来市场行情总体下行，公司以利率类等收益更稳定的衍生产品为主要发展方向。总体来看，中信证券权益类衍生品业务依然优势明显，实力强劲。

图42: 中信证券权益类衍生品规模(左轴, 亿元), 占总规模比重(右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

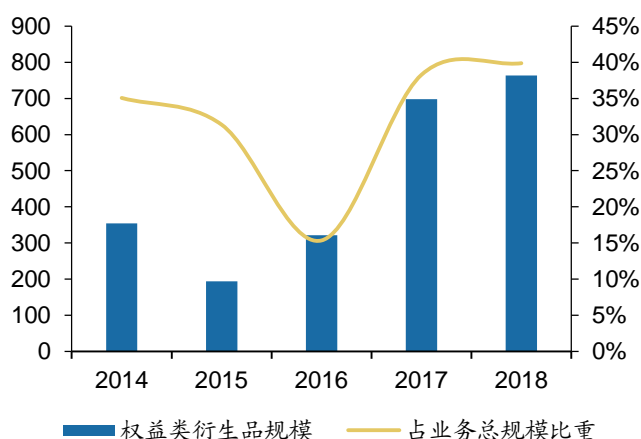
图43: 中信证券场外权益类衍生品交易量长期保持市场前三名



数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

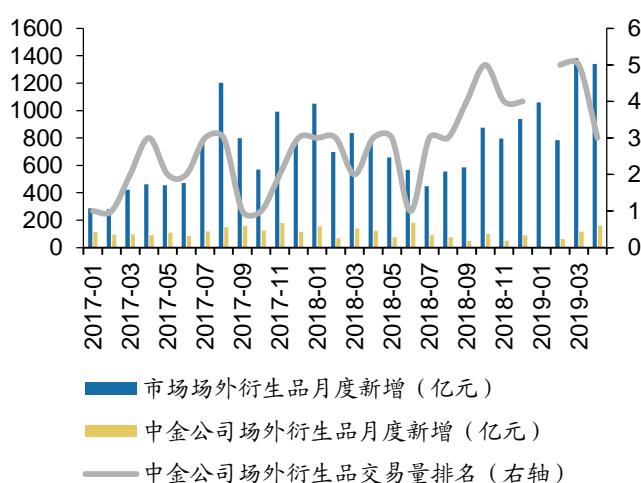
中金公司自2016年以来积极开发权益类场外衍生品业务, 其交易量市场排名从2017年1月到2018年8月间, 持续保持在市场前3名。2018年下半年以来排名有所下滑, 但基本保持在前5名。2017年以来中金公司场外期权、收益互换合计规模单月市场占有率总体保持在10%-39%。中金公司权益类衍生品业务优势明显, 主要归于中金公司在战略上侧重于通过资产负债表支持权益类衍生品等创新业务, 近五年来权益类衍生品规模及占比均呈现增长趋势。2018年中金公司权益类衍生品名义金额达763.4亿元, 同比增长9.4%, 占衍生品业务总规模比重达到39.9%, 远高于其他衍生品业务配置比重。

图44: 中金公司权益类衍生品规模(左轴, 亿元), 占总规模比重(右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图45: 中金公司场外权益类衍生品交易量长期保持市场前五名

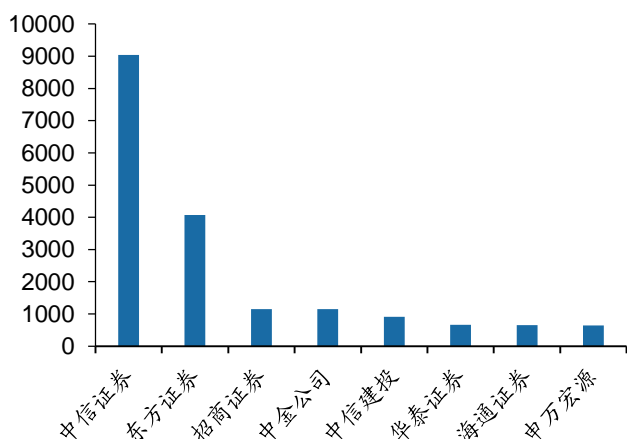


数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

FICC 类业务：头部券商充分配置利率工具

2018年衍生金融资产规模前十大券商的FICC类衍生品规模达5.7万亿元，规模排名靠前的券商包括中信证券、东方证券等，分别达到9036.3亿元、4068.2亿元。从券商FICC类业务具体构成来看，利率类衍生品是提升业务规模的主要原因。2018年中信证券利率类衍生品名义金额达7969.2亿元，占衍生品业务总规模的79.6%。东方证券利率类衍生品规模占比最大，2018年利率工具达3931.9亿元，占业务总规模的96.1%。

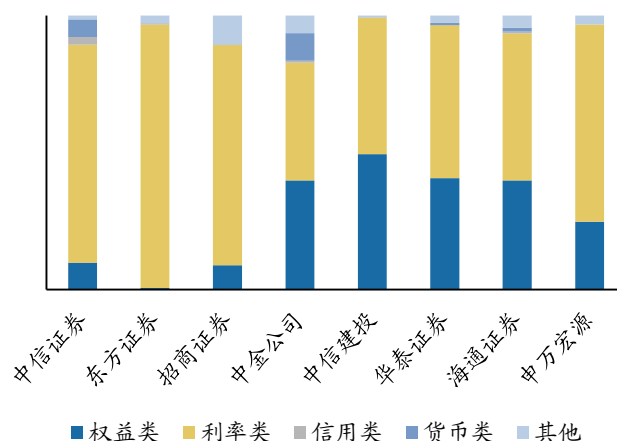
图46：2018年衍生金融资产规模排名靠前的券商FICC类衍生品业务名义金额（亿元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：FICC类衍生品包括利率类、信用类、货币类及其他

图47：2018年衍生金融资产规模排名靠前的券商各项衍生品业务占比



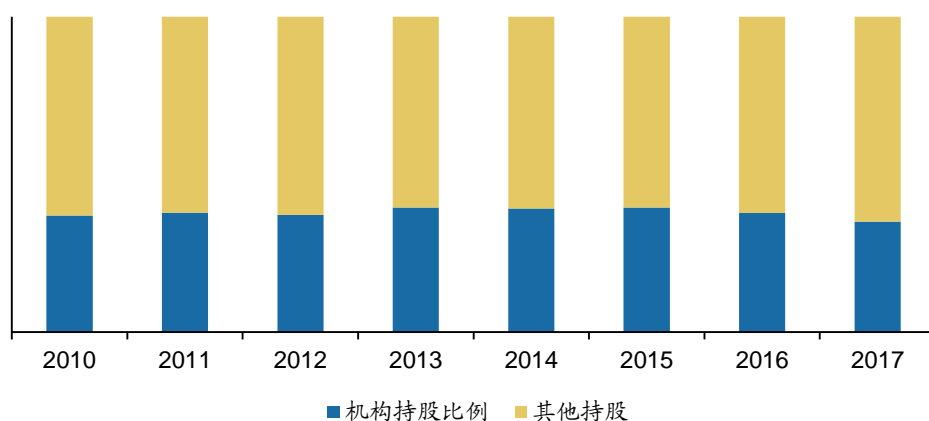
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

国内衍生品市场发展空间

对标美国，国内衍生品市场发展空间广阔

机构投资者比例尚有提升空间。根据wind统计数据，2010年-2017年我国A股机构持股比例基本在40%以下，2015年以来机构持股占比呈现下降趋势，2017年我国机构持股比例仅为35%。相对美国成熟的股票市场而言，个人投资者多导致市场缺乏稳定性，专业风险管理需求不足，难以带动衍生品市场长足发展。对比美国2017年末63%的机构持仓占比，国内机构投资者比例尚有提升空间。

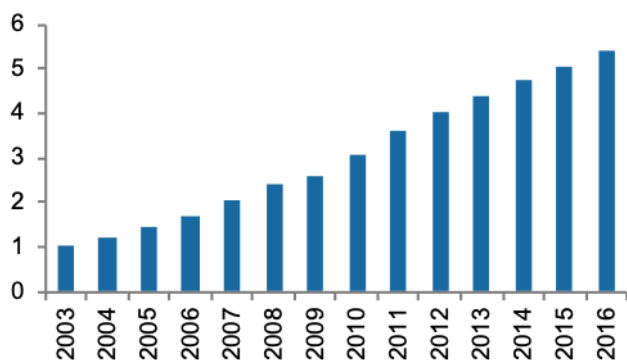
图48: A股机构持股比例 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

居民财富水平不断提升, 投资需求多样化。过去十年间, 我国人民财富快速累积, 可投资金融资产逐年增加。人均GDP由2006年的1.7万元发展到2016年的5.4万元。经济的快速增长带动了人民财富的快速累积, 到2017年, 中国个人可投资金融资产总额约为188万亿元, 年均增长20.3%。财富水平快速提升下, 居民理财需求日益多样化, 金融资产风险管理理念也逐步强化, 推进衍生品业务需求量的提升。

图49: 人均GDP (万元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

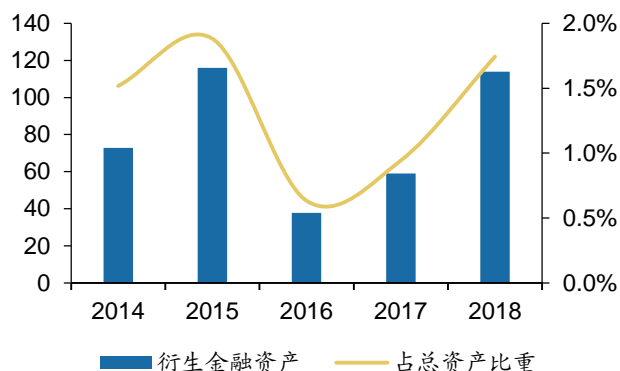
图50: 个人持有的可投资资产总体规模 (万亿元), 同比增速 (右轴)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

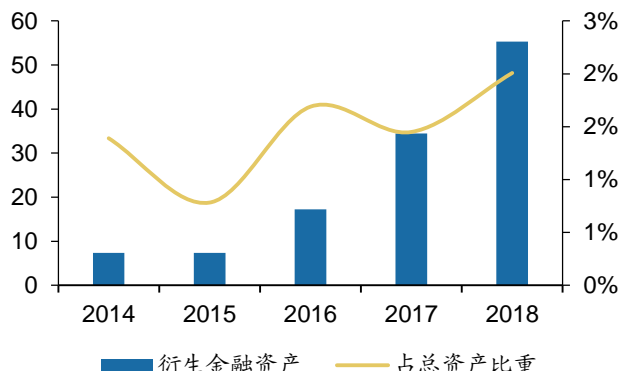
券商衍生品业务提升空间大。近年来国内券商持续加大衍生品业务布局, 但对比国际投行, 仍尚未形成成熟的衍生品业务体系, 从业务规模到产品配置结构都与海外大行有一定差距。囿于信息披露不完备, 我们暂时无法掌握各家券商在衍生品业务上的具体资金投放, 但我们大致判断衍生品业务规模最大的中信证券, 其衍生品资产占总资产比重预计仅5%左右。相较于国际投行30%-50%的衍生品资产比重, 国内券商衍生品规模较小, 未来提升空间广阔。

图51: 中信证券衍生金融资产规模(左轴, 亿元), 占总资产比重(右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图52: 中金公司衍生金融资产规模(左轴, 亿元), 占总资产比重(右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

政策风起: 国内衍生品政策逐步放开

金融对外开放, 加大衍生产品创新力度。我国目前处在新一轮对外开放进程中, 衍生产品需求和开放创新力度不断加大。一方面, **机构投资者逐步发展壮大, 对外开放引入长线资金, 提升衍生品业务需求:** 1) 随着科创板开市, 注册制、战略配售等制度创新预期升温, 发行制度创新将配合机构客户长期资金的进一步引入; 2) 境外资本或随A股纳入MSCI被动增持, 长期来看机构投资者市值占比有望稳步提升。机构投资者扩容趋势下, 对应对冲、套利等多样化投资需求将进一步提升。

另一方面, 衍生产品开放创新力度不断加大。随着对外开放推进, 场内外衍生品市场上创新衍生产品推陈出新, 市场机制不断完善, 衍生品市场规模将进一步扩充。

(1) 场内创新产品不断推出。

新增股票期权试点。经过三年多股票期权仿真交易演练, 深交所提出扩大ETF期权试点的条件已经具备, 据2017年底深交所网站消息, 深交所将稳妥推出股票ETF期权试点, 目前, 深交所有4只全真股票ETF期权和3只全真个股期权。场内期权市场品种和规模有望进一步扩容。

表2: 新增股票期权品种

交易所	交易品种
中国金融期货交易所	沪深 300 指数期权 (全真)
	上证 50ETF (上市)
上海证券交易所	上证 180ETF (全真)
	华泰柏瑞沪深 300ETF (全真)
	深 100ETF (全真)
深圳证券交易所	中小板 ETF (全真)
	创业板 ETF (全真)
	沪深 300ETF (全真)
	上证 50 指数期权 (全真)
	上汽集团 (全真)
	中国平安 (全真)
	万科 A (全真)
	歌尔股份 (全真)
	碧水源 (全真)

数据来源: 中金所、上交所、深交所、广发证券发展研究中心

国债期货做市商提升场内期货市场流动性。2018年12月，中金所发布《中国金融期货交易所做市商管理办法》，正式推出场内期货市场做市制度，并率先在国债期货上引入做市商。2019年5月，中金所发布《关于公布国债期货做市商名单的公告》，8家证券公司成为国债期货做市商，分别是：招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源、中国银河以及国金证券。引进证券公司成为国债期货做市商有利于增加国债期货的流动性，推动场内期货发展速度和规模进一步提升。

(2) 场外市场机制不断完善，引导创新业务规范发展。

鼓励券商开展信用衍生品业务，完善相关风险管理体系。2019年2月，证监会发布《关于支持证券公司开展信用衍生品业务、服务民营企业债券融资的通知》，鼓励具备场外期权交易商资质的券商申请开展信用衍生品业务，打开券商信用衍生品业务闸门。根据通知，信用衍生品业务申请条件包括：1) 具备场外期权交易商资质(包括一级交易商和二级交易商)；2) 近一年开展场外期权业务没有发生过重大风险。截至2019年7月底，已有11家券商获取业务资格，包括中信证券、华泰证券、中金公司等7家一级交易商，以及浙商证券、国金证券、长城证券和方正证券等4家二级交易商。根据中国证券业协会先后公布的四批场外期权业务交易商名单，目前具备场外期权交易商资质的包括7家一级交易商和24家二级交易商，共计31家券商。剔除已具备信用衍生品业务资格的11家，还有20家券商可发力信用衍生品业务，预计未来券商信用衍生品市场前景广阔。

为引导券商合理运用信用衍生品，2019年8月9日，证监会公布《证券公司风险控制指标计算标准》(征求意见稿)，明确开展信用衍生品业务的风控指标计算标准，包括：1) **买入信用衍生品**，按照账面价值的100%计算市场风险资本准备；2) **卖出信用衍生品**，按业务净收入的18%计算操作风险资本准备，按合约名义价值的100%计算表外项目余额；一级、二级交易商卖出信用衍生品的，分别按照合约名义价值总额的20%、60%计算市场风险资本准备，并按照期末名义价值的4%、3%分别计算流动性覆盖率、净稳定资金率。监管引导券商做好信用衍生品业务风险管理，是对完善信用衍生品市场机制的重要补充，预计未来信用衍生品市场将在良好的合规风控环境下获得大力发展。

行业发展预期：场内衍生品有望快速扩容

(1) 场内衍生品交易规模未来三年复合增速超50%

场内期权方面：50ETF期权上市近三年来，总体运行平稳，市场规模不断扩大。2015-2018年，50ETF期权合约总成交金额分别为0.59、1.77、4.85、8.34万亿元，2016-2018年同比分别上升198.67%、174.77%和72.16%。2019年前6个月50ETF期权合约总成交金额为7.97万亿元，较上年同期增长124.26%。考虑到初期由于期权合约总成交金额较小，增速较高，发展到一定规模后，增速会趋于平稳。我们按照100%、50%、30%的年增速来预测2019、2020、2021年50ETF期权合约总成交金额，对应分别为16.69万亿元、25.63万亿元、34.31万亿元。

对于深交所即将推出的ETF期权试点来说，考虑到合约标的同为ETF，我们简化处理参考50ETF期权前三年的合约总成交金额进行测算，即假设深交所2019年末推出股票ETF期权试点，2020、2021年对应期权合约总成交金额为5910亿元、1.77万亿元。

对于场内个股期权来说，我们认为短时间内不会放开，暂不考虑。

综合沪深期权市场，2019-2021年场内期权规模将分别达到16.69万亿元、30.63万亿元、46.83万亿元。

表3: 场内期权规模测算 (亿元)

期权标的	2018A	2019E	2020E	2021E
50ETF 期权	83448	166896	250344	325447
深交所股票 ETF 期权			5910	17651
合计	83448	166896	256254	343098

数据来源: 上交所、广发证券发展研究中心

场内期货方面: 对于股指期货，2015-2018年股指期货合约总成交金额分别为411.75、9.32、10.51、15.74万亿元，2016-2018年同比分别变动-97.74%、12.77%和49.81%。股指期货流动性逐渐恢复，增速不断提高。2019年前7个月股指期货成交金额达32.14万亿元，较上年同期增长302.76%。随着交易规则逐步松绑，预计股指期货流动性将不断提升，按照300%、100%、50%的年增速来预测2019、2020、2021年股指期货成交金额，对应分别为62.96万亿元、125.92万亿元、188.88万亿元。

对于国债期货，2015-2018年国债期货总成交金额分别为6.01、8.9、14.08、10.38万亿元，2016-2018年分别同比变动48.09%、58.23%、-26.29%。国债期货交易规模呈现波动提升。2019年前7个月国债期货成交金额达6.41万亿元，较上年同期增长10.14%。假设2019、2020、2021年增速为10%，对应国债期货成交金额将分别达11.42万亿元、12.56万亿元、13.82万亿元。

综合场内期权、期货，预计2019、2020、2021年场内衍生品交易规模将分别达到91.07万亿元、164.11万亿元、237.01万亿元。

表4: 场内衍生品规模测算 (万亿元)

类型	2018A	2019E	2020E	2021E
场内期权	8.34	16.69	25.63	34.31
Yoy	72.16%	100.12%	53.57%	33.87%
股指期货	15.74	62.96	125.92	188.88
Yoy	49.81%	300%	100%	50%
国债期货	10.38	11.42	12.56	13.82
Yoy	-26.29%	10%	10%	10%
合计	34.46	91.07	164.11	237.01

数据来源: 上交所、中金所、广发证券发展研究中心

2) 场外衍生品差异较大, FICC有望破局

权益类业务增速相对缓慢

场外期权方面, 根据中国证券业协会披露数据, 2015-2018年场外期权累计初始名义本金交易金额分别为4013.16、3474.48、5011.36、6718.31亿元, 2016-2018年同比分别变动-13.42%、44.23%和34.06%。2019年前6个月场外期权累计初始名义本金交易金额达5814.45亿元, 较上年同期增长79.79%。假设2019-2021年名义本金余额增速分别为10%、10%、10%, 则对应余额为7390.14、8129.16、8942.07亿元。参考海外场外期权成长期数据, 在机构投资者专业风险管理需求下, 美国场外期权名义价值规模持续增长, 由1998年1.3万亿增至2008年7.5万亿美元, 年化增长率26.9%。

收益互换方面, 根据中国证券业协会披露数据, 2015-2018年收益互换累计初始名义本金交易金额分别为5454.87、1997.71、2478.11、2053.76亿元, 2016-2018年同比分别变动-63.38%、24.05%和-17.12%。2019年前6个月收益互换累计初始名义本金交易金额达1078.39亿元, 较上年同期下滑19.4%。假设2019、2020、2021年增速分别-20%、5%、20%, 对应收益互换初始名义本金交易金额将分别达1643.01亿元、1725.16亿元、2070.19亿元。

综合场外期权和收益互换, 预计2019、2020、2021年场外衍生品名义本金余额将分别达到9033亿元、9854亿元、11012亿元。

表5: 场外衍生品名义本金余额测算 (亿元)

类型	2018A	2019E	2020E	2021E
场外期权	6718.31	7390.14	8129.16	8942.07
Yoy	34.06%	10%	10%	10%
收益互换	2053.76	1643.01	1725.16	2070.19
Yoy	-17.12%	-20%	5%	20%
合计	8772.07	9033.15	9854.32	11012.26

数据来源: 上交所、中金所、广发证券发展研究中心

FICC类业务有望破局

相对于权益类衍生品, 我国FICC类衍生品市场仍处于起步阶段。一方面监管体制有望进一步完善。目前仅有部分FICC类衍生品交易主体实行中央对手方清算机制, 其余仍以双边清算为主。中央对手清算机制中交易双方以中央登记结算机构为对手方完成交易, 具有防范对手方风险、提高市场透明度等优势。根据2019年2月全球清算对手方协会发布的《中央对手清算激励机制与场外衍生品市场发展》白皮书, 当前全球衍生品市场中央对手清算率水平已达到60%左右。随着我国FICC类衍生品逐步发展, 未来衍生品市场中央对手清算率有望得到提升, 场外衍生品市场监管机制将进一步完善。

另一方面，市场参与主体及规模不断扩容。当前FICC类衍生品市场以银行为交易主体，券商等其他金融机构规模较小。1) 利率衍生品方面，作为券商衍生金融工具主要配置方向，证券公司利率衍生品规模不断提升，目前占衍生品总规模比重在50%-80%。从国际投行经验来看，利率衍生品占比通常在70%-90%，我国券商利率衍生品规模仍具较大提升空间。2) 外汇及汇率衍生品方面，随着对外开放的持续推进，我国外汇市场不断放开。2019年4月，国家外汇局新闻发言人王春英表示，支持证券公司、基金公司等参与外汇市场，丰富外汇市场主体类型。未来券商外汇衍生品业务有望进一步获得发展提升。3) 大宗商品衍生品方面，在金融供给侧改革以及服务实体经济要求下，券商将进一步加大大宗商品衍生品业务布局，提升市场规模。

投资建议：创新预期助力强者估值提升

行业层面，政策的天平正在向围绕做大做强的局部性创新倾斜，衍生品市场扩容及国际化发展机遇下，行业龙头抢得先机，创新预期助力强者恒强，行业集中度提升逻辑顺畅。目前场内期权发展势头良好、场外期权增速提高，且形成中信证券和中金公司规模领先、其他大型综合券商快速发展的格局。因此，我们长期看好新融资工具、创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过衍生品、财富管理等高ROA业务促进券商杠杆提升、实现战略发展。个股方面建议重点关注龙头企业：中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、中金公司(03908.HK)，及低估值龙头海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。

风险提示

1. 风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等。
2. 公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：高级分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1)广发证券在过去12个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券在过去12个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。
- (3)广发证券在过去12个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。