



2019年12月06日

证券

券商 FICC 发展分析及业务建议

投资要点

分析师：李兴

执业编号：S0300518100001

电话：010-66235713

邮箱：lixing@lxsec.com

相关研究

《【联讯非银】证券行业 2019 年中期策略：拥抱政策春风，把握投行主线》

2019-06-20

《【联讯非银行业事件点评】头部券商加强银证合作，增量资金驰援科创板》

2019-07-18

◇ 核心观点

FICC 可以理解为广义的固定收益业务，有机整合了券商的非股权业务。国外成熟已久，收入占比较高，国内 FICC 业务处于起步阶段，以固收为主。目前监管限制逐步放开，官方表态支持发展。FICC 业务兼具发展前景、创新空间和可操作性，龙头券商应积极发展 FICC 全产业链，中小券商可从固收切入，打造品牌影响力逐步发展，具体可从整合业务架构、运用财务杠杆和优化产品设计入手。

◇ 业务简介：广义固收，跨界发展

FICC 可以理解为广义的固定收益业务，是在传统固定收益业务基础上，对外汇以及商品等业务进行的有机整合。主要包括固收、外汇和商品三类产品，有交易、做市、产品设计和风险管理四种业务模式。目前国内券商 FICC 业务的开展以固定收益类为主。FICC 业务是上世纪 80 年代中期在美国发展起来的，产生背景主要为证券行业传统业务利润压缩和投资者避险需求多元化。FICC 业务涉及经纪、自营、资产管理、投资顾问服务等多条业务线，对证券公司业务生态转型具有促进作用。同时 FICC 业务迎合日益增加的风险对冲需求，有助于发展券商大类资产配置。

◇ 监管支持：监管逐步放开，官方表态支持

目前在 FICC 业务各个方面，监管政策在逐步放开。券商开展 FICC 业务，将受到更多来自监管的支持。外汇方面，新增三家券商获批结售汇业务资格，促进证券公司外汇业务健康发展。商品方面，政策推动积极发展期货市场，产品模式不断丰富。目前证券行业监管政策处于 2000 年以来第三次宽松创新周期，对券商发展 FICC 业务相关限制有望进一步放开，FICC 业务迎来发展机遇。

◇ 国际经验：FICC 业务为主要收入，部门架构体现重要性

FICC 业务为国际投行主要收入，部门架构体现重要性。国际领先投行 2018 年 FICC 业务收入 642 亿美元，占总收入比重为 42%，为占比最大板块。高盛 FICC 业务归属于机构客户服务部门。机构客户服务部门主要包括 FICC 和权益两个部分。FICC 业务主要包括与利率产品，信贷产品，抵押贷款，货币和商品的现金和衍生工具市场相关的业务。高盛在 2002 年将 FICC 业务部门由三级部门调整为二级部门，体现了对 FICC 业务的重视。

◇ 国内现状：两类业务模式，固定收益为主

国内券商发展 FICC 业务可以分为两大类业务模式，大型券商 FICC 业务一般放在机构业务板块，采取固定收益总部下设大宗商品业务二级部门或设立衍生产品总部等形式，利用牌照优势和业务先发优势积极探索 FICC 全业务



链；而中小券商如山西证券和华西证券将 FICC 业务放在自营或资管线条下面开展，以固收为特色发展，外汇和商品暂时涉及较少。另外还有部分中小券商 FICC 业务处于探索阶段，逐步向销售交易业务模式转型。随着企业直接融资比例的提高和全面对外开放提速，加上监管支持引导，券商 FICC 业务发展迎来机遇。

◇ 国内券商 FICC 发展建议

FICC 业务具备创新空间、发展前景和可操作性。大型券商应充分利用牌照先发优势，在风控合规的基础上大力开展 FICC 创新业务，全面发展打造完整产业链，产生业务协同效应增厚收入。中小券商在切入该项业务时，可以固收为主，打造品牌影响力，待时机成熟后综合开展 FICC 全业务。具体可从整合业务架构、运用财务杠杆和优化产品设计入手。

◇ 风险提示

政策推进不及预期，资本市场大幅波动风险，证券公司经营风险。



目 录

一、业务简介：广义固收，跨界发展	5
（一）业务简介：广义固收，跨界发展	5
（二）产生背景：传统业务利润压缩，投资者避险需求多元化	6
（三）发展意义：发展大类资产配置，自身业务多元化	7
二、监管支持：监管逐步放开，官方表态支持	8
三、国际经验：FICC 业务为国际投行主要收入，部门架构体现重要性	9
四、国内现状：固收为主，两类业务模式	13
（一）国泰君安：外汇牌照占得先机，机构投资者服务收入稳步提升	13
（二）华泰证券：外汇新获牌照，商品快速增长	14
（三）东方证券：投研为本，积极推进 FICC 业务创新转型	16
（四）山西证券：中小券商代表，债券交易行业前十	17
五、国内券商 FICC 发展建议	18
（一）券商 FICC 发展分析：具备创新空间、发展前景和可操作性	18
（二）发展建议：龙头券商全面发展，中小券商固收切入	19
六、风险提示	20

图表目录

图表 1： FICC 业务分类	5
图表 2： FICC 业务四种模式	6
图表 3： 美国证券行业佣金收入占比持续下降（%）	6
图表 4： FICC 业务内部共性	7
图表 5： 13 家证券公司具有上海黄金交易所会员资格	8
图表 6： 国际投行 FICC 业务收入占比最大	9
图表 7： FICC 业务分项收入中以固定收益为主	10
图表 8： 高盛 FICC 业务收入及占比（百万美元）	10
图表 9： 高盛机构客户服务收入占比最大（百万美元）	11
图表 10： 高盛机构客户服务中 FICC 占比 40%以上（百万美元）	11
图表 11： 高盛 FICC 业务架构历次变化	12
图表 12： 目前高盛部门架构情况	12
图表 13： 国泰君安 FICC 业务架构	13
图表 14： 国泰君安机构投资者服务收入及占比	14
图表 15： 华泰证券机构服务业务收入及占比	15
图表 16： 华泰证券外汇业务相关资格	15
图表 17： 华泰证券期货经纪业务手续费及佣金收入	16
图表 18： 东方证券债券自营规模/净资本（%）	16
图表 19： 山西证券债券自营规模/净资本（%）	17



图表 20: 部分中小券商债券交割量排名居前..... 19

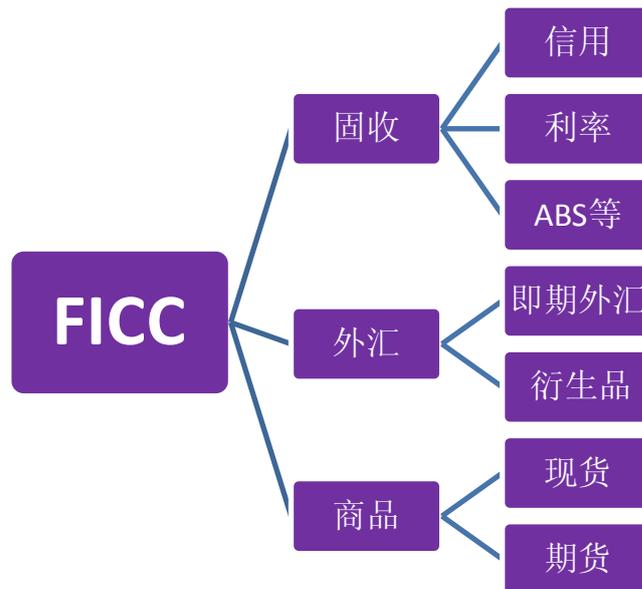


一、业务简介：广义固收，跨界发展

（一）业务简介：广义固收，跨界发展

FICC 全称为（Fixed Income, Currencies and Commodities），可以理解为广义的固定收益业务，是在传统固定收益业务基础上，对债券、利率、信贷、外汇以及商品等业务及产品线进行的有机整合。业务主要包括固定收益（Fixed Income）、外汇（Currency）和大宗商品（Commodities）业务，涵盖了除股市场以外几乎所有的金融市场和商品市场上进行的各种交易，交易范围覆盖全球市场。

图表1： FICC 业务分类



资料来源:联讯证券

FICC 产品主要有以下三类。

1、固定收益产品，包括信用产品、利率产品和资产支持证券等。固定收益业务包含一级市场和二级市场，为目前国内证券公司 FICC 业务主体，主要包括：发行承销、自营投资、资产管理、投资顾问四个方面的内容，涉及基础性债务工具、衍生债务工具、跨资产类别和跨境标的等，业务模式和产品类型日渐丰富。截至 2018 年末，已有 95 家券商累计发行收益凭证近八万只，累计发行规模 2.85 万亿元。

2、外汇产品，包括即期外汇交易和外汇衍生品。即期外汇又称现汇交易，是交易双方成交后在当天或第二个营业日办理交割的外汇交易形式；外汇衍生品是一种金融合约，包括外汇远期合约、外汇期货、外汇期权、货币互换等。国内外汇市场业务以银行为主，目前仅有国泰君安、中信证券、华泰证券和招商证券四家证券公司可以开展自身及代客即期结售汇业务，参与银行间外汇市场，其他券商开展外汇业务主要是 B 股经纪和 QDII 业务。

3、大宗商品，指同质化、可交易、被广泛作为工业基础原材料的商品，一般分为三类：能源商品、基础原材料和大宗农产品。大宗商品交易方式包括现货交易和期货交易两种，现货交易基于对实物商品的需求与买卖，期货交易是一种期货合约。目前国内证券



公司参与商品市场尚处于起步阶段。

从业务模式来看，券商 FICC 业务一般有四种模式。

(1) 交易：券商代理客户执行交易，包括固定收益产品、外汇、大宗商品等，赚取交易佣金。

(2) 做市：券商作为客户对手方，通过提供报价进行固定收益、外汇和商品的交易，提高市场流动性，通过提高交易频率和扩大价差赚取收入。

(3) 产品：券商根据机构客户的投资偏好、风险管理或者其他特定的需求设计结构化的产品并执行交易，赚取财务顾问费和利息收入。

(4) 管理风险敞口：券商提供做市服务或产品设计服务时会产生风险敞口，管理风险敞口需进行相应交易，带来价差收入、利息收入、汇兑损益等收入。

图表2： FICC 业务四种模式

业务种类	业务简介	业务收入
交易	代理客户执行交易	交易佣金
做市	作为客户对手方，提供报价进行交易	价差收入
产品	根据客户需求设计产品和执行交易	财务顾问费和利息收入
管理风险敞口	管理风险敞口进行相应交易	价差收入、利息收入、汇兑损益

资料来源：联讯证券

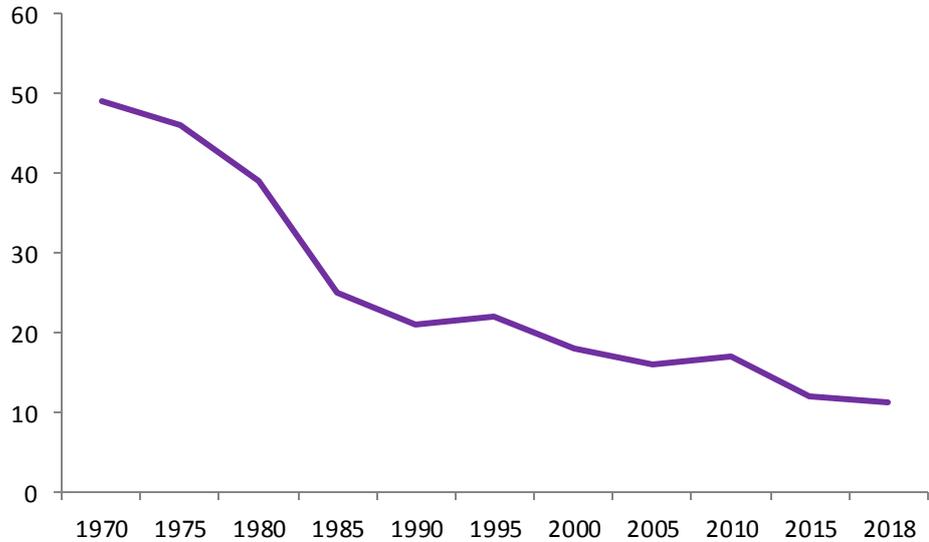
(二) 产生背景：传统业务利润压缩，投资者避险需求多元化

FICC 业务是上世纪 80 年代中期在美国发展起来的，产生背景主要为证券行业传统业务利润压缩和投资者避险需求多元化。

上世纪 70 年代，美国开始实施证券交易佣金自由化，行业竞争逐步加剧，传统投行业务收入逐步压缩；同时共同基金等机构投资者占比提升，投资品种多元化，对规避利率、汇率和商品价格波动风险的需求大幅增加，部分投行开始投入自有资金，直接作为客户的交易对手方。通过投入自有资金承担风险的资本中介业务模式，拓展客户基础同时大幅提升盈利水平。将不属于股票业务的各类产品划分为 FICC 业务，提供结构化设计、机构交易、做市和平台等服务，FICC 业务的范围比股票业务的更加广泛。经过不断的业务拓展和调整，到 80 年代中期，美国投行形成了完整的 FICC 业务链。

佣金自由化后，美国证券行业佣金收入占比持续下降，从 1973 年的 53.6% 降至 2018 年的 11.2%，2000 年之后佣金收入占比都在 20% 以下。

图表3： 美国证券行业佣金收入占比持续下降 (%)



资料来源:联讯证券, sec

FICC 业务是将固收、外汇和商品的有机结合,结合原因主要有四个方面:都以宏观分析为基础、部分业务重合、监管框架结构和资产分散需求。固定收益、货币、大宗商品三类业务均以宏观经济分析为基础,围绕利率、汇率、大宗商品价格之间的联动关系开展;三类业务在交易中部分业务会有所重合;三类业务基本处于同一市场监管框架下;资产分散需求增加需要产品联系更加紧密。此外将三类业务整合到一起还有利于发挥专业人才优势,产生业务协同效应。

图表4: FICC 业务内部共性



资料来源:联讯证券

(三) 发展意义: 发展大类资产配置, 自身业务多元化

券商发展 FICC 业务可以满足客户多种需求,包括提供交易通道、提供交易对手方、设计交易产品、提供产品和市场分析等一系列服务,为客户创造多元价值同时提升自身



盈利水平。

FICC 业务涉及经纪、自营、资产管理、投资顾问服务等多条业务线，对证券公司业务生态转型和多元化发展具有促进作用。证券经纪业务是国内证券公司最重要的收入来源之一，根据中国证券业协会证券公司 2019 年前三季度经营数据，131 家证券公司营收 2611.95 亿元，代理买卖证券业务净收入 625.33 亿元，占总营收的 24%，仅次于自营投资业务。然而，近十年证券行业佣金率持续下滑，从 2009 年约 1% 下滑至今年约 0.3%。FICC 业务的拓展有助于完善证券公司业务结构，从过分依赖经纪业务向收入来源多样化发展，包括代理买卖业务的手续费、做市业务的差价收入、设计结构化产品的收入、管理风险敞口的利息、差价收入等。

FICC 业务迎合投资者日益增加的风险对冲需求，发展券商大类资产配置。在企业的发展过程中，对于生产经营、投资、融资等各方面都有风险管理的需求。越来越多企业在参与国际贸易当中需要对冲汇率风险，FICC 业务可以为其提供全球范围的外汇及利率产品，并提供套期保值策略。在标准化产品无法满足企业风险管理需求时，企业可以通过 FICC 业务获得为其量身定制的产品和交易策略，以充分贴合其自身业务和发展战略。

二、监管支持：监管逐步放开，官方表态支持

目前在 FICC 业务各个方面，监管政策在逐步放开。券商开展 FICC 业务，将受到更多来自监管的支持。中国证券业协会秘书长张冀华在“2019 机构大宗商品衍生品论坛”上表示，下一步监管部门将支持引导证券公司进一步优化固定收益业务、外汇业务及大宗商品业务等业务组织架构，加快构建 FICC 业务综合金融服务体系，进一步拓宽 FICC 业务范围，完善在外汇和大宗商品方面的市场准入，促进 FICC 业务高质量发展。

自 2018 年以来，券商跨境业务资格陆续获批。目前已有 9 家券商试点跨境 FICC 业务，建立了 FICC 业务全条线基础性债务工具体系。

外汇方面，中信、华泰、招商获批证券公司结售汇业务，促进非银行金融机构外汇业务健康发展。2019 年 9 月 5 日，外汇管理局批准中信证券、华泰证券和招商证券等 3 家证券公司结售汇业务试点资格，试点业务范围包括：一是可参照《银行办理结售汇业务管理办法》等规定开展自身及代客即期结售汇业务；二是在成为银行间外汇市场会员后，可参照《国家外汇管理局关于调整金融机构进入银行间外汇市场有关管理政策的通知》等规定，在银行间外汇市场开展人民币对外汇即期和衍生产品交易。下一步，国家外汇管理局将指导试点机构稳妥有序开展结售汇业务，研究扩大外汇市场参与主体，促进非银行金融机构外汇业务健康发展。这是继 2014 年国泰君安成为首家有结售汇业务经营资格的券商之后，首次新增获批资格券商。此前境内证券公司由于外汇交易牌照限制，在外汇市场参与度较低，FICC 业务开展以固定收益为主。券商获得结售汇业务试点资格后可以积极参与外汇市场交易，有利于 FICC 业务全面发展。

商品方面，政策推动积极发展期货市场，2017 年推出豆粕、白糖商品期权，2018 年中国原油期货在上海期货交易所正式挂牌交易，2019 年推出棉花、玉米商品期权，产品不断丰富为证券公司大力发展 FICC 业务拓展了更为广阔的业务空间。2018 年证券公司新增挂钩大商所焦煤期货、玉米期货和棕榈油期货的场外期权名义本金分别为 26.83 亿元，14.95 亿元，11.96 亿元。现货交易方面，13 家证券公司具有上海黄金交易所会员资格，可从事贵金属现货合约代理和黄金现货合约自营业务；而商品期货、期权等衍生品业务，证券公司目前不能直接参与交易。

图表5： 13 家证券公司具有上海黄金交易所会员资格



证券代码	证券简称	2018 年末净资产 (亿元)
600030.SH	中信证券	919.96
601211.SH	国泰君安	865.76
600837.SH	海通证券	713.77
601881.SH	中国银河	619.19
601688.SH	华泰证券	595.6
000776.SZ	广发证券	585.63
000166.SZ	申万宏源	583.74
600999.SH	招商证券	528.16
601066.SH	中信建投	410.3
600958.SH	东方证券	402.35
601788.SH	光大证券	350.15
3908.HK	中金公司	245.77
600109.SH	国金证券	165.04

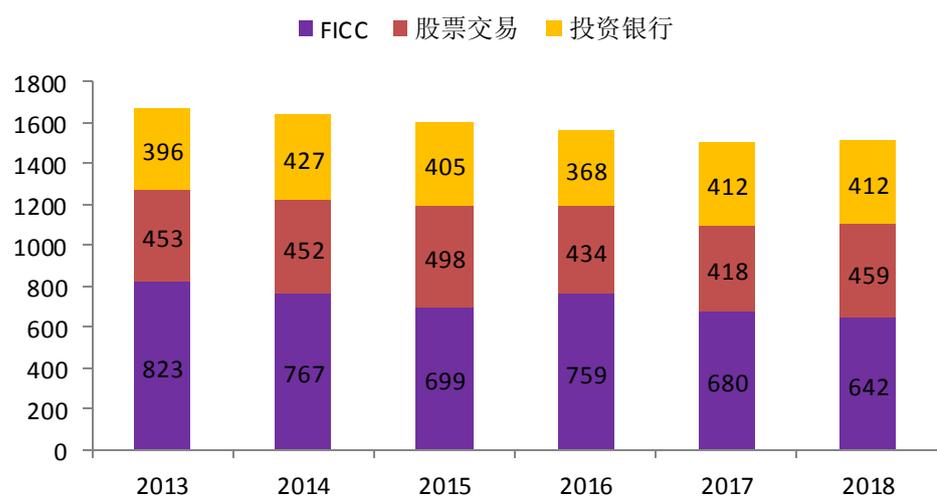
资料来源：联讯证券，万德

目前证券行业监管政策处于 2000 年以来第三次宽松创新周期，对券商发展 FICC 业务相关限制有望进一步放开，FICC 业务迎来发展机遇。

三、国际经验：FICC 业务为国际投行主要收入，部门架构体现重要性

FICC 业务是国际投行各项收入占比最高板块。Coalition 将国际投行业务分为 FICC、股票和投资银行业务三大块，根据对高盛、花旗、摩根士丹利和美银美林等 12 家国际投行的统计，2018 年 FICC 业务收入 642 亿美元，占总收入比重为 42%，同期股票和投行收入占比分别为 30%和 27%。

图表6： 国际投行 FICC 业务收入占比最大

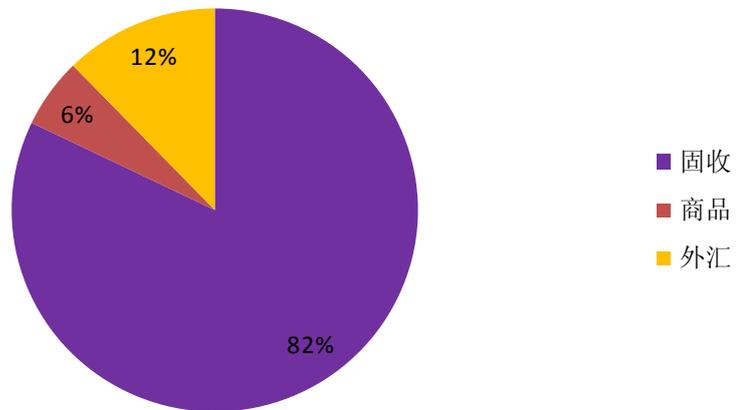


资料来源:联讯证券，Coalition



统计 2018 年 FICC 业务中分项收入，以固定收益为主，外汇和商品分列其后。

图表7： FICC 业务分项收入中以固定收益为主



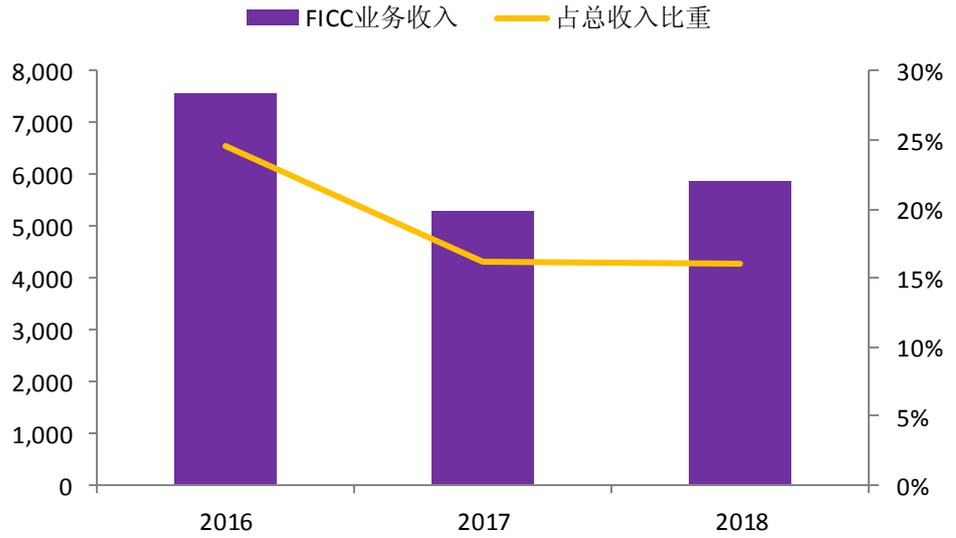
资料来源:联讯证券, Coalition

我们以高盛为例，高盛 FICC 业务归属于机构客户服务部门。机构客户服务部门主要包括 FICC 和权益两个部分。FICC 业务主要包括与利率产品，信贷产品，抵押贷款，货币和商品的现金和衍生工具市场相关的业务。

具体来看，利率产品主要包括政府债券，其他政府支持的证券，根据回购协议出售的证券（回购协议），以及利率互换，期权和其他衍生品。信用产品包括高收益证券，信用衍生品，交易所交易基金，银行和过桥贷款，市政证券，新兴市场和不良债务以及贸易索赔。抵押贷款包括商业抵押贷款相关证券，贷款和衍生工具，住宅抵押贷款相关证券，贷款和衍生工具（包括美国政府机构发行的抵押贷款义务和其他证券和贷款），以及其他资产支持证券，贷款和衍生工具。货币包括货币期权，即期、远期和其他衍生品 G10 货币和新兴市场产品。商品包括商品衍生物，涉及原油和石油产品，天然气，基础，贵金属和其他金属，电力，煤炭，农业和其他商品。

2018 年高盛机构客户服务的净收入为 134.8 亿美元，比 2017 年高出 13%。其中 FICC 业务的净收入为 58.8 亿美元，比 2017 年高出 11%，主要受益于商品和货币业务收入大幅提升。2018 年 FICC 业务收入中约 90% 来自市场中介，约 10% 来自融资。

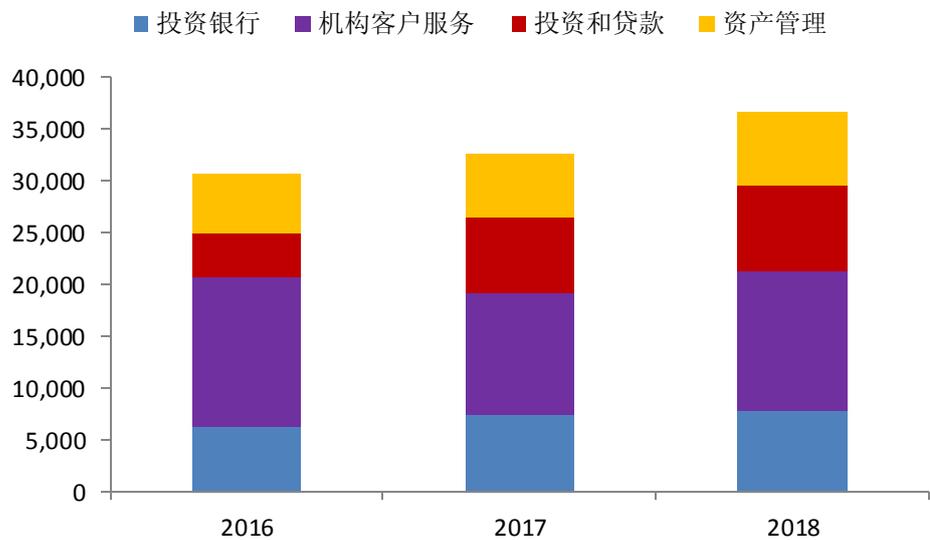
图表8： 高盛 FICC 业务收入及占比（百万美元）



资料来源:联讯证券, 公司年报

通过分析高盛近三年财务状况, 机构客户服务均是占比最大的板块。2016-2018 年机构客户服务收入占总收入比重分别为 47%、36%、37%。

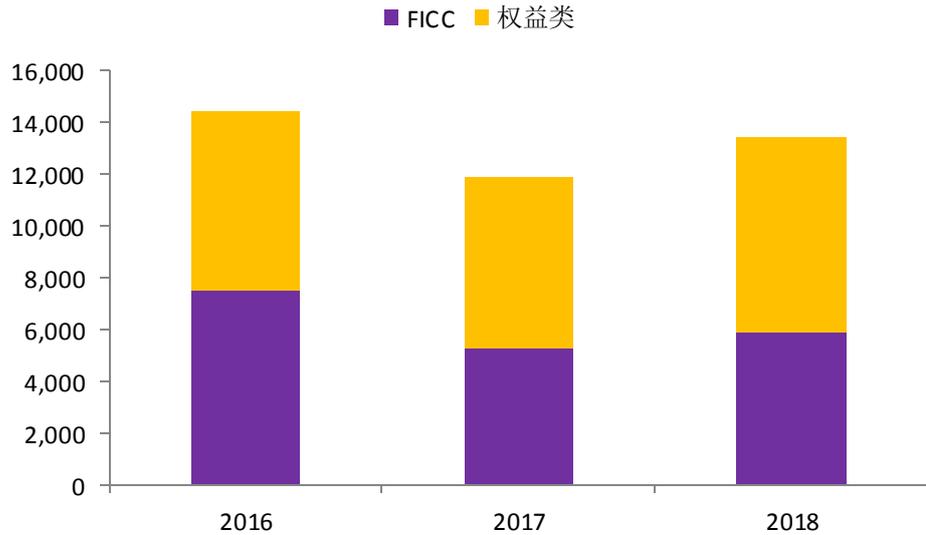
图表9: 高盛机构客户服务收入占比最大 (百万美元)



资料来源:联讯证券, 公司年报

近三年高盛 FICC 业务在机构客户服务板块中占比略有下滑, 但仍然保持 40% 以上。

图表10: 高盛机构客户服务中 FICC 占比 40% 以上 (百万美元)



资料来源:联讯证券, 公司年报

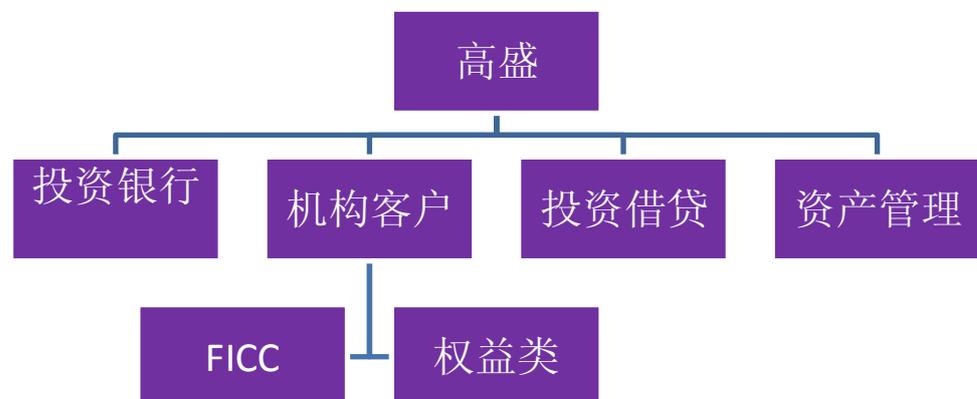
高盛在 2002 年将 FICC 业务部门由三级部门调整为二级部门,体现了对 FICC 业务的重视。2002 年之前, 高盛的 FICC 业务属于自营和交易部门, 而自营和交易部门归属于全球资本市场部门, 相当于 FICC 业务属于高盛三级部门业务。随着 FICC 收入占比和战略地位逐步提升, 高盛在 2002 年将全球资本市场部门取消, 原有的自营和交易部门提升为一级部门。2008 年金融危机之后, 高盛业务架构再次调整, 将 FICC 业务和权益业务并入机构客户服务部门, FICC 业务属于二级部门。

图表11: 高盛 FICC 业务架构历次变化

时间	2002 年之前	2002-2009	2009 至今
一级部门	全球资本市场部门	自营和交易部门	机构客户服务部门
二级部门	自营和交易部门	FICC	FICC
三级部门	FICC		

资料来源: 联讯证券, 公司公告

图表12: 目前高盛部门架构情况



资料来源:联讯证券, 公司年报



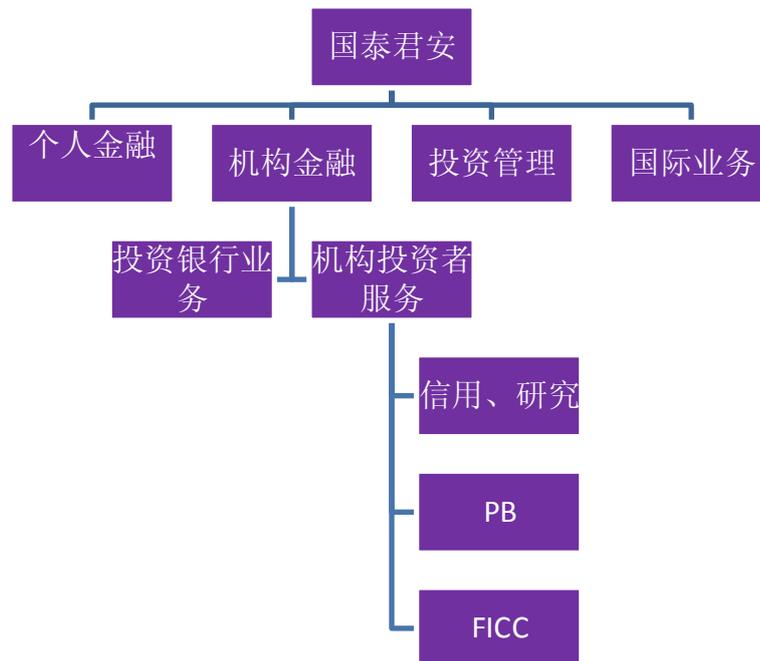
四、国内现状：固收为主，两类业务模式

国内券商受限于企业直接融资比例低、汇率市场化还在推进和监管牌照限制等原因，FICC 业务开展程度与国际投行相比还有一定差距，除少数大型券商初步形成 FICC 业务全产业链外，大部分中小券商开展 FICC 业务以固收为主，另有部分券商 FICC 业务仍处探索阶段。

（一）国泰君安：外汇牌照占得先机，机构投资者服务收入稳步提升

国泰君安 FICC 业务开展较早，借助牌照先发优势，发展较为全面，目前 FICC 业务架构如下。

图表13： 国泰君安 FICC 业务架构



资料来源:联讯证券, 公司年报

国泰君安 2014 年即获得外管局发放的即期结售汇业务和人民币与外汇衍生产品业务资格，是国内首家获此牌照的证券公司，直到 2019 年才有另外三家券商获得结售汇业务资格。

国泰君安创新能力突出，是国内首批取得跨境业务、场外期权一级交易商、信用衍生品等业务资格的证券公司，在行业中首家成为外币对市场会员，在沪深交易所发行了首单信用保护工具，FICC 业务成为新的利润增长点。

固定收益方面，2018 年银行间本币市场累计交易量 9.5 万亿元、在证券公司中排名第 2 位；先后获得人民币利率互换清算代理、标准债券远期集中清算和信用衍生品业务资格，业务种类日益丰富；在利率互换做市、债券净额清算等业务上行业领先，其中，利率互换做市累计交易量 2.8 万亿元，标准券远期累计交易量 263 亿元，分别列市场第 3 位和第 2 位。2019 上半年债券通交易量排名市场第 4 位、券商第 2 位；信用违约互换累计交易 12.68 亿元，促进企业发债规模超过 100 亿元；利率互换交易和标准债券远期交易在证券公司中分别排名第 4 位和第 1 位。

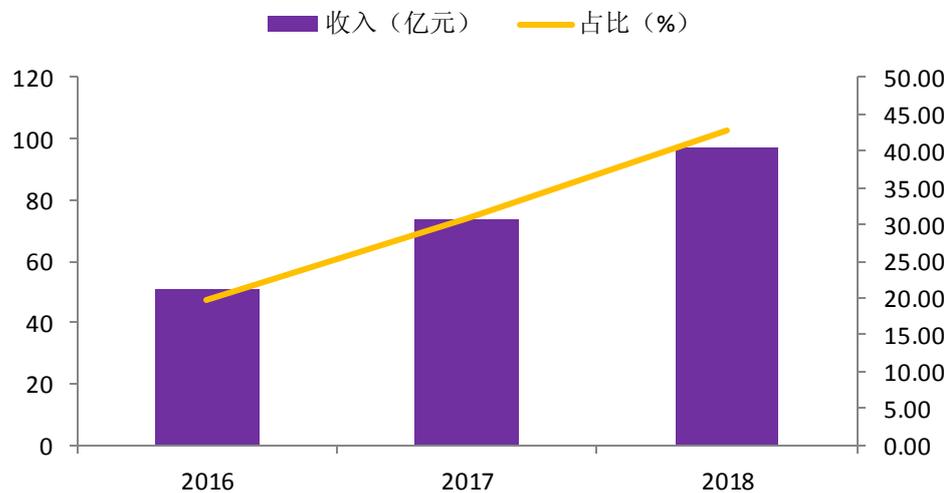


外汇业务方面，基于牌照的先发优势，稳步开展银行间人民币外汇自营交易和外币对交易，推动代客外汇买卖业务，2018 年银行间外汇市场和人民币外汇市场 ESP 交易分别进入前 60 强和前 10 强。

大宗商品及贵金属方面，2018 年获得上海期货交易所铜期权、原油期货、镍期权做市商资格，对客交易层级进一步得到提升，形成跨市场、跨品种和跨期套利为主的盈利模式，业务平稳运行。2019 上半年累计新增商品的场外期权约 350 亿元、挂钩商品的收益凭证约 130 亿元，产品种类日益丰富，其中，贵金属现货期权规模占市场的 30% 以上。原油期货和镍期货做市持仓排名市场前 3 位。

由于国泰君安没有单独披露 FICC 业务收入，我们以 FICC 业务主要所属板块机构投资者服务业务收入进行大致分析。近年来，国泰君安机构投资者服务业务营业利润占总营业利润的比例稳步提升，2018 年机构投资者服务营业收入 97.38 亿元，占营业收入的 42.86%，同比增加 24.49%，主要受益于大宗商品业务收入增加。

图表 14： 国泰君安机构投资者服务收入及占比



资料来源:联讯证券, 公司公告

(二) 华泰证券：外汇新获牌照，商品快速增长

华泰证券业务板块主要有财富管理、机构服务、投资管理和国际业务四大板块，FICC 业务在机构服务和国际业务两大板块均有涉及。

机构服务业务是打造差异化核心优势和一流投资银行的高阶竞争领域，更是巩固和提升公司行业领先地位的关键。投资交易业务归属于机构服务业务分类，主要包括权益交易、FICC 交易及场外衍生品交易。FICC 交易方面，以自有资金开展银行间及交易所债券市场各类 FICC 和衍生工具的投资与交易，并从事银行间债券市场做市服务等。公司根据市场走势适时调整持仓结构，积极把握市场机会并有效控制业务风险敞口暴露，持续丰富并创新交易策略，收入结构不断优化。积极拓展和维护各类机构客户，深度挖掘客户需求，主动调整客户开发和服务模式，持续丰富产品线内涵，不断提升客户服务能力。大宗商品业务和外汇业务积极推进业务模式研究和交易系统建设，不断提升产品创设和产品投资能力，进一步丰富交易品类，并持续推进跨境业务布局。

国际业务通过全资子公司华泰国际及其持有的华泰金控（香港）、美国 AssetMark 等开展，业务范围覆盖香港和美国。FICC 业务包括为各类机构客户提供销售、交易和做



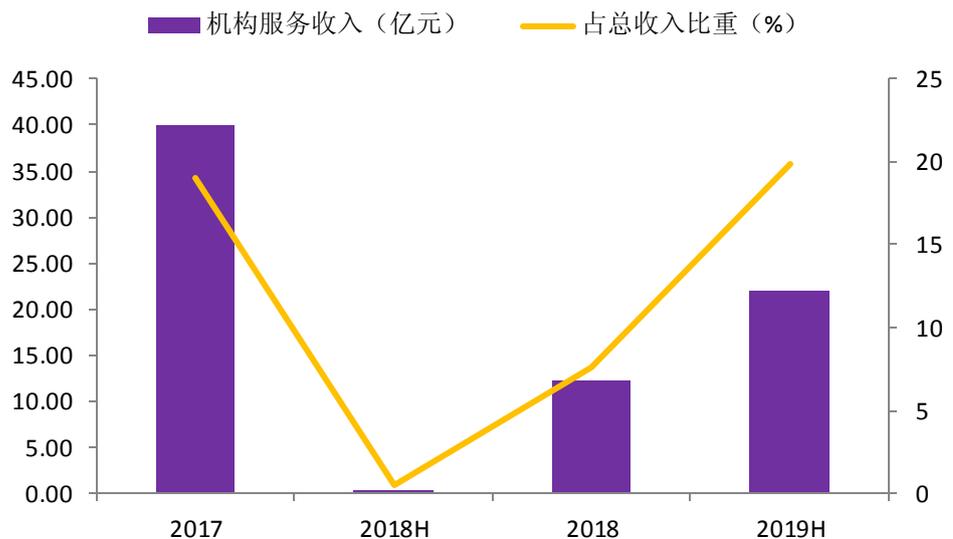
市服务等 FICC 解决方案。搭建 FICC 跨境产品创设、交易平台，为境内外客户提供跨境投融资、交易及风险管理综合解决方案。

华泰证券积极推进以客户需求为导向、交易定价为核心能力的 FICC 服务体系升级，积极推动业务联动与合作，充分发挥 FICC 产品及交易优势以满足客户需求。固定收益自营投资业务综合运用多种交易策略，在大类资产轮动和估值修复的精准研判下，自营投资业绩实现稳健增长。大宗商品业务和外汇业务积极推进业务模式研究和交易系统建设，不断提升产品创设和投资能力，交易品类不断丰富，跨境交易业务逐步发展。

FICC 业务注重风险对冲管理，不断健全业务体系，加强产品创设、交易与销售能力，持续提升投资管理水平，为境内外投资者提供海外金融产品。FICC 交易业务将持续完善产品交易策略库，提升投资能力和产品创设能力，不断优化产品结构，主动引导客户需求，积极探索跨境内外、跨场内外交易盈利模式。

由于华泰证券没有单独披露 FICC 业务收入，我们以 FICC 业务主要所属板块机构服务业务收入进行大致分析。华泰证券 2019 上半年机构服务收入 22 亿元，较去年同期大幅提升，占总收入比重为 20%，为 2017 年以来最高点，机构业务收入占比近三个报告期逐步提升。

图表 15： 华泰证券机构服务业务收入及占比



资料来源:联讯证券, 公司公告

外汇业务方面，华泰证券 2006 年获得证券业务外汇经营许可证和境外投资外汇登记证，2007 年获得 QDII 业务资格，2017 年获得跨境业务试点资格。2019 年 9 月，华泰证券获得外汇管理局批准结售汇业务试点资格，目前国内仅有四家券商有此资格。华泰证券今后可以开展自身及代客即期结售汇业务，在成为银行间外汇市场会员后，可在银行间外汇市场开展人民币对外汇即期和衍生产品交易。获得结售汇业务资格有利于华泰证券进一步丰富目前外汇业务，有利于公司 FICC 业务更加均衡全面发展。

图表 16： 华泰证券外汇业务相关资格

获取时间	业务资格
2006	证券业务外汇经营许可证和境外投资外汇登记证



获取时间	业务资格
2007	QDII 业务资格
2017	跨境业务试点资格
2019	结售汇业务试点资格

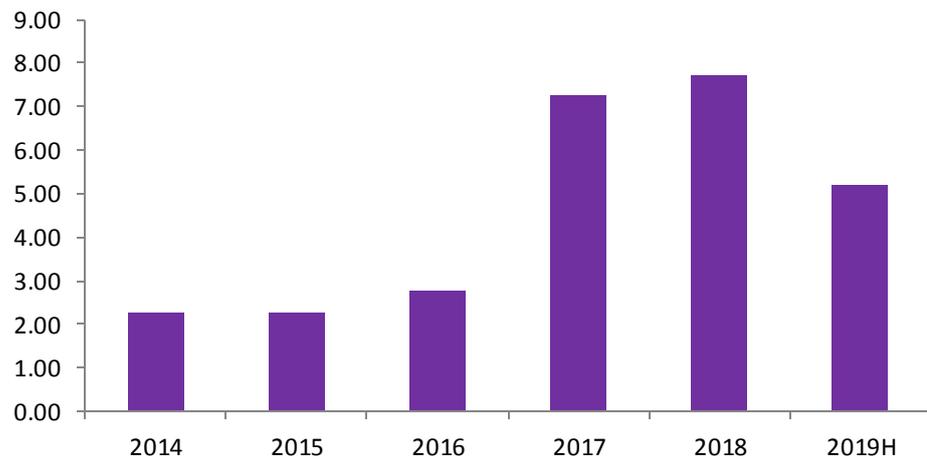
资料来源：联讯证券，公司公告

大宗商品方面，华泰证券通过控股期货公司华泰期货间接参与或者通过 IB 业务收取佣金收入。华泰证券 2006 年收购了长城伟业期货经纪公司，后更名为华泰期货。截至 2019 年上半年末，华泰期货共有 7 家分公司、41 家期货营业部，遍及国内 4 个直辖市和 16 个省份，代理交易品种 64 个。2019 上半年实现代理成交量 15,981.77 万手，成交金额人民币 143,818.41 亿元。期货 IB 业务平稳开展，获准从事期货 IB 业务的证券营业部共 215 家、期货 IB 业务总客户数 36,348 户。2019 上半年获批国债期货做市新业务资格。

华泰证券期货经纪业务手续费及佣金收入近年大幅增长，2018 年收入 7.7 亿元，较 2014 年收入上涨 242%，平均复合增长率达到 36%。

图表17： 华泰证券期货经纪业务手续费及佣金收入

期货经纪收入（亿元）



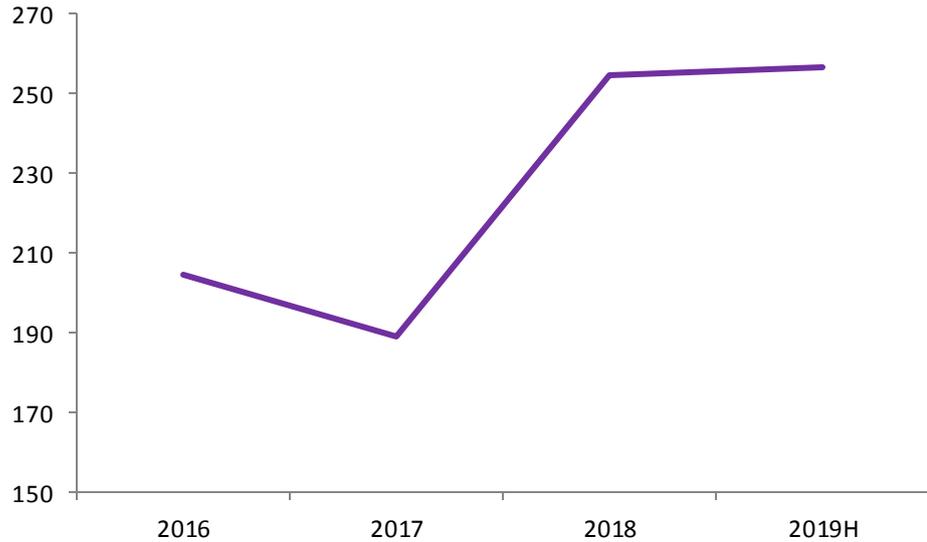
资料来源：联讯证券，万德

（三）东方证券：投研为本，积极推进 FICC 业务创新转型

东方证券通过研究借鉴国际知名投行的经验，固收业务部门加快向 FICC 全产业链的转型，目前部门业务涵盖自营投资、债券销售、资本中介、债券主承销和黄金大宗等业务，外汇业务积极筹备，FICC 业务框架基本形成。

目前东方证券的债券业务发展较为成熟，自营和销售业务位居行业前列，资本中介和债务主承销业务发展较快。固收投资方面，公司夯实投研核心竞争力，根据市场形势变化积极调整仓位，债券自营规模稳步提升。

图表18： 东方证券债券自营规模/净资本（%）



资料来源:联讯证券, 万德

2019 上半年, 银行间市场现券交易量同比增长 24.5%, 交易所债券交易量同比增长 22.8%。同时, 公司获得首批国债期货做市商资格, 公司银行间市场现券做市业务在 85 家做市机构中名列前四名, 在 55 家尝试做市机构中名列前三名, 债券通成交量 371.42 亿, 在证券公司中名列前三名。

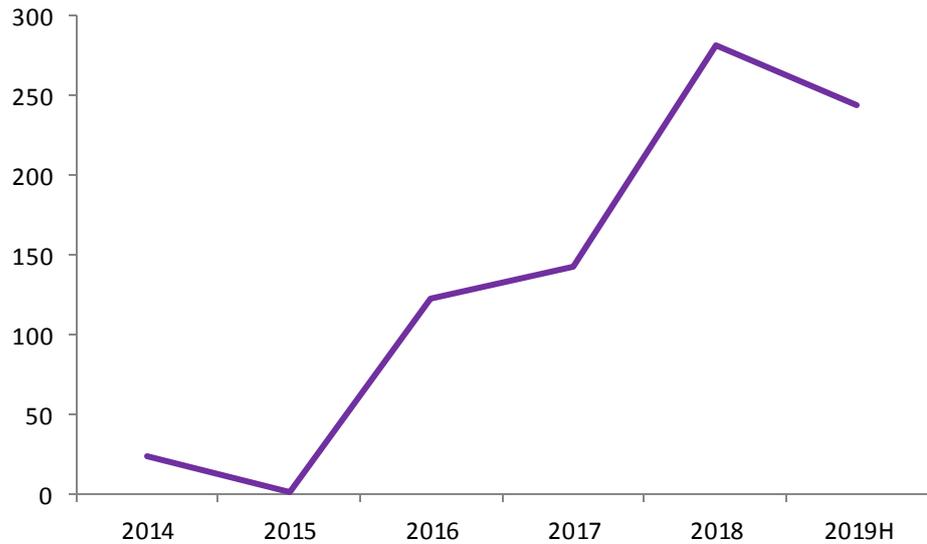
黄金和大宗商品业务方面, 公司在多个交易所市场开展包括套利、趋势、黄金 ETF 做市、套保、拆借、期权在内的各项自营交易业务, 业务整体规模稳居券商前列; 并且不断完善各品种交易策略, 探索新的业务模式, 把握市场机会获取利润。公司成为上海黄金交易所第一家荣获“金融类优秀会员”的券商机构, 发售了市场上第一只挂钩农产品指数以及上证债券指数的收益凭证, 获得市场及监管的认可。未来, 公司将继续积极筹备外汇业务, 持续推动销售交易业务转型和 FICC 产业链构建, 不断完善收入结构。进一步完善 FICC 业务线的构建, 继续把握中国债券市场的发展趋势, 抓住国家大力发展直接融资的机遇。同时顺应监管的最新要求, 战略布局各类非权益产品的业务线。2019 上半年东方证券积极推进 FICC 业务创新转型, 利率互换、商品期权等业务规模持续扩大, 表外衍生品规模同比增加 61 亿元。

(四) 山西证券: 中小券商代表, 债券交易行业前十

中小券商中山西证券 FICC 业务初具影响力, 归属自营线条。以 FICC 为代表的创新业务成为公司新的利润增长点, 固定收益业务、贸易金融业务的市场影响力持续提升。

山西证券自营业务涵盖权益类和 FICC 类两大领域, 其中 FICC 类包括固定收益类投资和贸易金融业务。固定收益类业务方面, 公司持续巩固固定收益类投资业务基础, 稳健有序开展投资交易、销售交易、投资顾问和分销业务。2018 年和 2019 上半年山西证券债券交割量在证券公司排行中均位居前十名, 分别排名第 6 和第 7。

图表 19: 山西证券债券自营规模/净资本 (%)



资料来源:联讯证券, 万德

贸易金融业务方面, 公司票据业务稳健, 针对金融同业风险事件冲击, 注重风险管控, 合理控制业务规模, 强化持仓资产和交易对手方管理。银行间货币市场交易活跃, 加强交易策略研究, 交易量实现快速增长; 通过加强交易对手方管理, 持续优化久期结构, 保障业务稳健经营。逐步增加交易品种, 不断丰富交易策略, 进一步拓展商品业务。商品业务条线人员结构持续完善, 投资交易能力明显提升, 交易策略及模式在风险可控的前提下持续优化。

另外还有部分券商公告提及 FICC 业务发展, 长城证券 2018 年固定收益自营业业务年化收益率在中长期纯债型基金 (10 亿规模以上) 中排名第一, 积极布局利率债和高等级信用债, 进一步夯实国债期货套利投资业务, 使之成为 FICC 业务的基石。方正证券 2018 年报提到积极开展 FICC 相关业务的研究工作, 开展了黄金期权业务, 为今后转型大固收类投资业务打下坚实基础。华西证券资产管理业务定位发展 FICC 投资、资产证券化和权益投资三大业务方向, 打造核心竞争力和品牌优势, 走精品资管发展路线, 业务规模和收入均保持了稳定的增长。

综上所述, 国内券商发展 FICC 业务可以分为两大类业务模式, 大型券商 FICC 业务一般放在机构业务板块, 采取固定收益总部下设大宗商品业务二级部门或设立衍生产品总部等形式, 利用牌照优势和业务先发优势积极探索 FICC 全业务链; 而中小券商如山西证券和华西证券将 FICC 业务放在自营或资管线条下面开展, 以固收为特色发展, 外汇和商品暂时涉及较少。另外还有部分中小券商 FICC 业务处于探索阶段, 逐步向销售交易业务模式转型。随着企业直接融资比例的提高和全面对外开放提速, 加上监管支持引导, 券商 FICC 业务发展迎来机遇。

五、国内券商 FICC 发展建议

(一) 券商 FICC 发展分析: 具备创新空间、发展前景和可操作性

FICC 业务具备创新空间、发展前景和可操作性。

创新空间。国内券商虽在 2014 年就提出过将 FICC 作为未来业务发展的方向, 但由



于制度设计、市场准入等方面受限，目前仍处初级发展阶段。目前期货市场的标准产品很难满足大量企业客户在外汇、大宗商品和利率上存在强烈的对冲和风险管理需求，券商可以根据客户定制化需求通过 FICC 业务开展金融产品创新。

发展前景。FICC 业务收入在现代投行收入中占比较大，中国券商 FICC 业务还有很大发展空间。分业务来看，我国债券市场发展较为成熟，2018 年中的存量规模排名世界第三；但固收类衍生品起步较晚，产品规模、种类均不发达。商品市场规模全球排名靠前，但与发达市场比体量差距仍较大，存量规模不足美国市场的一半。外汇市场业务起步较晚，日均交易量优势并不显著，未来有长足发展空间。

可操作性。FICC 业务适合大部分证券公司开展，通过对比 2018 年前十月券商债券交割量排名与证券业协会公布的券商净资产排名，我们发现交割量前 20 券商中有 7 家净资产排名在 30 开外，如山西证券净资产排名行业 34 位，而债券交割量高居行业第六位。部分中小券商通过在银行间债券市场开展债券交易业务，也可以排在行业前列，FICC 业务适合大部分证券公司开展。

图表20： 部分中小券商债券交割量排名居前

证券公司	债券交割量排名	净资产排名
中信证券	1	1
平安证券	2	18
东方证券	3	10
广发证券	4	5
国泰君安	5	2
山西证券	6	34
申万宏源	7	7
中信建投	8	12
华创证券	9	45
招商证券	10	6
国信证券	11	9
国海证券	12	33
万联证券	13	43
中金公司	14	13
民生证券	15	41
光大证券	16	11
首创证券	17	77
第一创业	18	55
华泰证券	19	4
联讯证券	20	73

资料来源：联讯证券，万德，证券业协会

（二）发展建议：龙头券商全面发展，中小券商固收切入

大型券商作为行业带头人，应积极开展 FICC 这类复合型创新业务。证监会积极推动打造航母级证券公司，并提出了六项举措和工作重点，包括多渠道充实证券公司资本、鼓励市场化并购重组、丰富证券公司服务功能、支持证券公司完善国际化布局和提升为实体企业“走出去、引进来”提供配套金融服务的能力等，充实证券公司资本利于充分运用资产负债表为客户提供服务，券商开展 FICC 外汇业务可以完善国际化布局，FICC



中的大宗商品业务可以满足部分企业开展海外并购时的风险对冲需求，券商发展 FICC 业务是大势所趋。大型券商应充分利用牌照先发优势，在风控合规的基础上大力开展 FICC 创新业务，全面发展打造完整的 FICC 产业链，产生业务协同效应增厚收入。

中小券商在切入该项业务时，应当根据自身情况，区别对待。目前可以固收为主，打造品牌影响力，待时机成熟后综合开展 FICC 业务。一方面，部分中小券商如山西证券在固收特定领域具有传统的优势，资金交易的成交量多次位居市场前列，业务人员的经验丰富；另一方面债券现券的交易与衍生品投资是市场化的业务，考察的是投研能力，与券商自身的特性与条件关联不大。如果能够以足够完善的激励机制与薪资报酬，笼络市场优秀的投研团队，那么自营业务部门的固收投资（现券交易与衍生品投资）便能获得较好的业绩，用业绩打造品牌影响力。待政策进一步放开获取相关牌照后，积极探索发展机会，综合开展 FICC 业务实现大类资产配置。

具体可从整合业务架构、运用财务杠杆和优化产品设计入手。整合 FICC 业务相关部门，提升运营服务效率，促进不同业务之间合作；充分运用各类融资工具，适当提升杠杆水平，为 FICC 业务提供资金支持；针对投资者的投资偏好和资产情况，设计低门槛、低风险且收益稳定的固定收益类产品，满足投资者的需求。

六、风险提示

政策推进不及预期，资本市场大幅波动风险，证券公司经营风险。



单击此处输入文字。

分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年加入联讯证券，现任非银金融分析师，证书编号：S0300518100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com