

证券研究报告

2021年11月05日

行业报告 | 行业深度研究

证券

新竹高于旧竹枝 ——详解第三轮扩表和场外衍生品业务

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 胡江 SAC执业证书编号：S1110521080007



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

2000年以来，国内券商经历了三轮扩表。

三轮扩表动因不同，前两轮扩表背后各有一个大牛市的支撑，第一轮扩表客户保证金贡献了64%的新增资产规模，第二轮扩表券商信用类资本中介业务兴起，配置在两融和股票质押业务的融资类资产占新增资产的比重达25%，但由行情驱动的被动扩表并不具备持续性，行业杠杆率随市场调整后再度下滑。有别于前两轮扩表，券商第三轮（新一轮）扩表具有明显主动扩表属性，资负两端新增规模主要由场外衍生品业务驱动的交易性金融资产和交易类负债所贡献，且头部券商与中小券商加杆杆能力分化，个别头部券商的扩表速度和扩表规模惊人，短期内实现资产规模翻番，华泰证券、中金公司两年实现体量再造。

新一轮扩表是机构化趋势下风险管理需求提升的结果。

新一轮扩表核心驱动力来自券商面向机构交易对手业务扩张的服务体系的建立，主要满足机构资金的风险对冲需求。2019年以来场外衍生品市场规模大幅增长，截至2021年7月，场外衍生品存量规模达到1.7万亿元，年累计成交规模达4.5万亿元，同比分别+105%、+86%，券商场外衍生品业务的主要对手方是私募与商业银行，近年来场外衍生品业务规模与两大业务对手方（及相应产品）的规模走势高度一致。对比海外，国内权益投资机构化程度仍低，场外衍生品市场发展空间广阔，随着机构化和权益化趋势的演进，预计券商新一轮扩表时间会进一步拉长，将带来证券业杠杆率和ROE的持续提升。

我们为什么看好券商的场外衍生品业务赛道？

首先，从业务性质看，区别于传统受行情驱动业务（如方向性自营、经纪、两融），场外衍生品业务核心应用场景是为投资提供“保险”，券商通过卖波动率和对冲风险盈利，理论上任何行情下都能赚钱，有助于打破券商盈利的强周期性。同时不同于传统资本中介业务规模越大风险越高特征，场外衍生品业务自身的交易中介、撮合对冲的业务属性，使得交易对手方越多、风险工具越丰富、业务规模越大，风险转移可控性越强。此外，场外衍生品业务还具备杠杆融资、跨境、跨品种资产配置等多种服务权益投资的应用场景。

摘要

其次，从业务需求上看，目前我国资本市场机构化程度相比海外仍低，在理财净值化、资本市场对外开放、高净值人群财富管理需求等因素带来的机构资金风险管理需求日益旺盛背景下，场外衍生品业务具备高成长性基础。

第三，从业务供给看，由于场外衍生品业务的复杂性和高风险性，监管对券商的资本实力和专业能力要求高，同时国内真正较早培育机构客群和具备场外衍生品业务经验的券商数量少，造成场外衍生品业务的市场集中度的居高不下，部分头部券商竞争优势显著。

业绩预测：

假设我国2030年场外权益类衍生品名义本金余额占上市公司总市值的比重达到美国2020年的水平，得出券商场外权益类衍生品名义本金余额的年复合增速达到40%，并假设交易增速与余额增速一致，2021-2023由于基数低增速更快（2019、2020增速分别为80%、105%），2024-2025增速减缓。在乐观/中性两种情形假设下，2023年场外衍生品业务收入将达到639/449亿元，占行业收入比重达到9%/7%，2025年场外衍生品业务收入将达到1437/879亿元，占行业收入比重达到16%/10%。基于机构客群数量多、专业水平高、资本实力强的上市券商在本轮扩表中显示出的极强用表扩表能力，预计场外衍生品赛道领跑的中金公司和华泰证券场外衍生品业务收入比重将提升更快，我们预测在乐观、中性两种情形假设下，中信、华泰和中金三家券商合计场外衍生品业务收入的营收比重将由2020年的6%大幅提升至2023年的19%/14%和2025年的30%/19%。

风险提示：场外衍生品业务监管政策收紧；机构化趋势放缓；场内衍生品发展不及预期；券商再融资进展不顺。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-11-04	评级	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601688.SH	华泰证券	15.59	买入	1.19	1.42	1.67	1.87	13.10	10.98	9.34	8.34
601995.SH	中金公司	47.46	买入	1.49	2.33	3.30	4.63	31.85	20.37	14.38	10.25

目录

第一节 2000年后，国内券商经历了三轮扩表

第二节 新一轮扩表详解

2.1 非方向性自营和权益衍生工具兴起

2.2 机构化是新一轮扩表的核心原因

第三节 高成长赛道：场外衍生品业务

3.1 场外衍生品业务介绍及业绩预测

3.2 推荐标的：中金公司、华泰证券

2000年以来，国内券商经历了三轮扩表

✓ 三轮扩表期间证券公司平均单家资产显著提升：

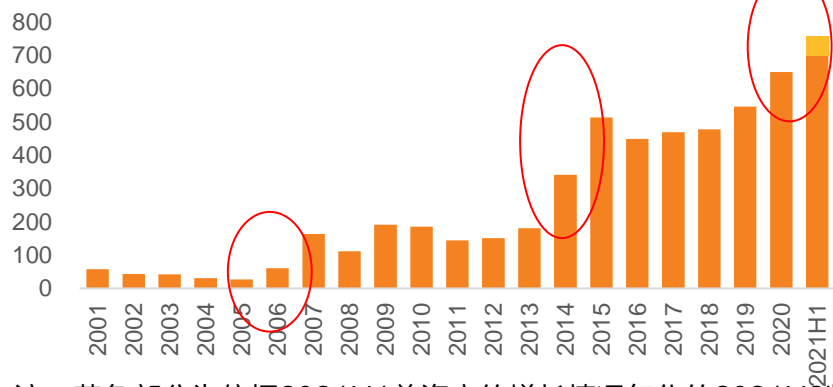
- 第一轮：2006-2007年，证券公司平均资产由扩表前2005年26亿元提高至2007年163亿元；
- 第二轮：2014-2015年，证券公司平均资产由扩表前2013年181亿元提高至2015年513亿元；
- 第三轮：2019年至今，证券公司平均资产由扩表前2018年478亿元提高至2021H1的699亿元。

前两轮扩表持续时间均为两年，当前正经历的新一轮扩表已经持续近三年时间，且尚未停止。

✓ 扩表的同时伴随杠杆率的提升。2006、2014、2021H1证券业整体杠杆率分别达到6.3、4.4和4.0的阶段高位，其中扣除客户保证金后的“真实”杠杆率上，2021H1已超过2014年，位于近十年来新高。

图：2000年后国内券商经历了三轮扩表

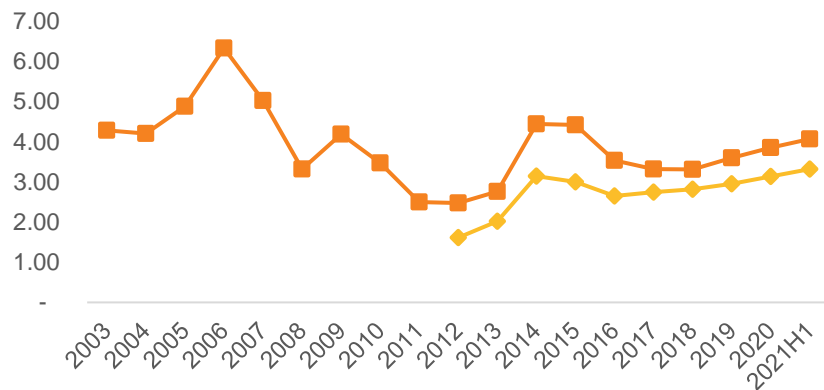
证券公司平均总资产（亿元）



注：黄色部分为依据2021H1总资产的增长情况年化的2021H2数据

图：三轮扩表伴随杠杆率的提升

■ 杠杆率 ◆ 杠杆率（剔除客户保证金）



✓ 下面我们以上市券商为样本来讨论三轮扩表时期证券公司资产负债结构的变动情况，其中05-06年因仅一家上市券商，采用中信证券作为代表，第二轮和第三轮采用全部41家上市券商的财务数据。

资产负债拆解分析图示：

——资产配置端——

资产

客户保证金

包括货币资金中的客户资金存款、结算备付金中的客户备付金

现金类资产

投资类资产

包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、可供出售金融资产、持有至到期投资、衍生金融资产

融资类资产

包括融出资金和买入返售金融资产

其他资产

——资金来源端——

负债

代理买卖证券款

融资类负债

包括短期借款、应付短融、拆入资金、应付利息、长期借款、应付债券

交易类负债

包括交易性金融负债、衍生金融负债、卖出回购金融资产款、应付款项

运营类负债

包括应付职工薪酬、应交税费、合同负债、递延所得税负债、预计负债

其他负债

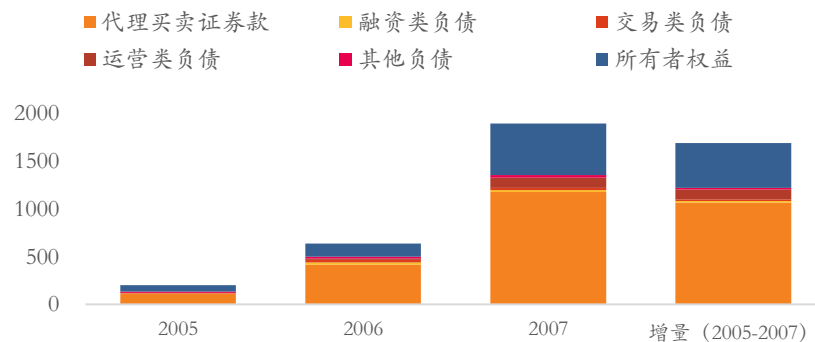
所有者权益 包括盈利、收购、IPO、股权再融资等

1.1 股权分置改革红利下的第一轮扩表（2006-2007）

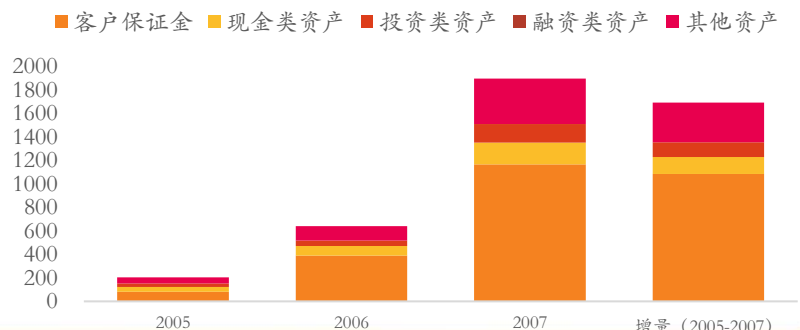
- ✓ 第一轮扩表背景：2005年4月证监会启动股权分置改革，至2006年底沪深两市基本完成股改，市场流动性大幅提高，叠加宏观经济增速强劲，人民币升值等因素，股市分母分子端显著改善。2004年8月开展了针对证券公司的综合治理工作，多达30多家高风险券商被处置，部分大券商抓住机遇通过托管收购了高风险券商的资产，资本实力显著增强。
- 资金来源端（负债/权益）：被动负债为主，代理买卖证券款增加965%，以及权益端上收购和盈利带来的增长。
- 资产配置端：此时期证券公司经纪业务比重高，业务结构单一，资产配置主要为被动配置，用于交易股票的客户资金占绝大部分。

单位（亿元）	2005年	2007年	增幅	增量	增量占比
总资产	203	1,897	834%	1,693	-
客户保证金	82	1,167	1324%	1,085	64%
现金类资产	40	186	362%	146	9%
投资类资产	32	157	395%	125	7%
融资类资产	-	-	-	-	0%
其他资产	49	387	686%	338	20%
总负债	135	1,356	907%	1,222	72%
代理买卖证券款	111	1,178	965%	1,067	63%
融资类负债	5	22	346%	17	1%
交易类负债	6	23	301%	17	1%
运营类负债	2	108	4327%	106	6%
其他负债	11	26	132%	15	1%
所有者权益	68	540	690%	472	28%

图：第一轮扩表资金来源端结构变化（亿元）



图：第一轮扩表资产配置端结构变化（亿元）

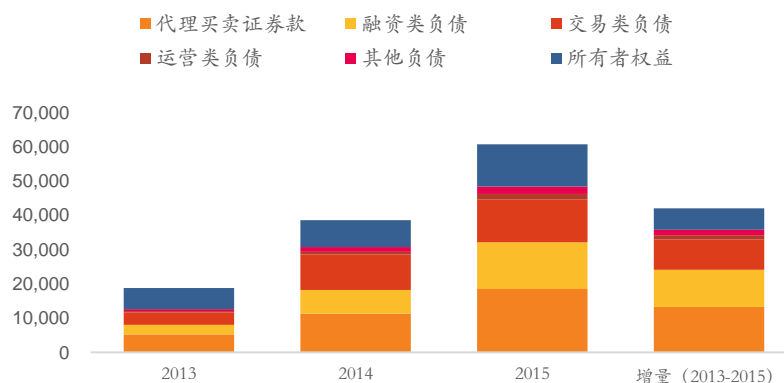


1.2 重资本创新业务发展下的第二轮扩表（2014-2015）

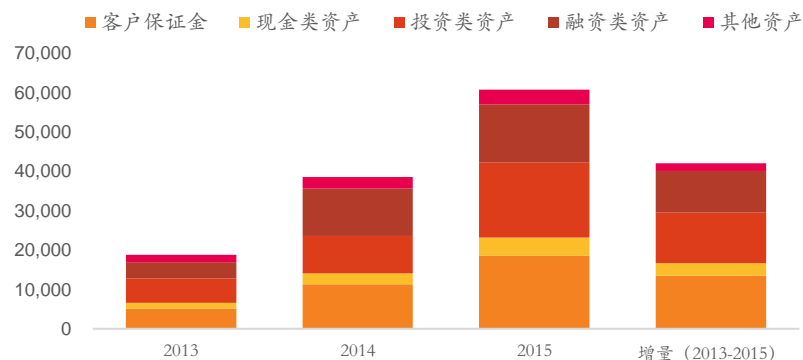
- ✓ 第二轮扩表背景：2012年证券业创新大会召开后，融资融券、股票质押等重资本创新业务开始快速发展，证券公司业务结构开始呈现明显的重资本化趋势，2014年上半年颁布新国九条提升了资本市场的风险偏好，连续降准释放了大量流动性，股市迅速走牛，市场交投高度活跃，两融余额大增。
- 资金来源端（负债/权益）：主要为被动负债和融资类负债（债券融资为主），分别占比32%和26%。
- 资产配置端：除经纪业务被动配置外，自营投资和融出资金、买入返售金融资产等投融资重资产均有较高占比。

单位（亿元）	2013年	2015年	增幅	增量	增量占比
总资产	18,723	60,709	224%	41,986	-
客户保证金	5,094	18,546	264%	13,452	32%
现金类资产	1,433	4,604	221%	3,170	8%
投资类资产	6,178	19,024	208%	12,846	31%
融资类资产	4,202	14,753	251%	10,551	25%
其他资产	1,816	3,783	108%	1,967	5%
总负债	12,640	48,374	283%	35,734	85%
代理买卖证券款	5,182	18,463	256%	13,282	32%
融资类负债	2,834	13,656	382%	10,821	26%
交易类负债	3,633	12,528	245%	8,896	21%
运营类负债	348	1,525	338%	1,177	3%
其他负债	644	2,202	242%	1,558	4%
所有者权益	6,083	12,335	103%	6,252	15%

图：第二轮扩表资金来源端结构变化（亿元）



图：第二轮扩表资产配置端结构变化（亿元）

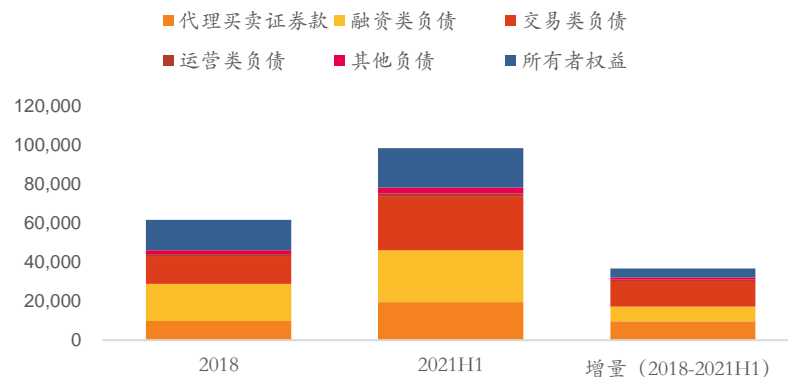


1.3 机构交易型资本中介业务扩张下的第三轮扩表（2019至今）

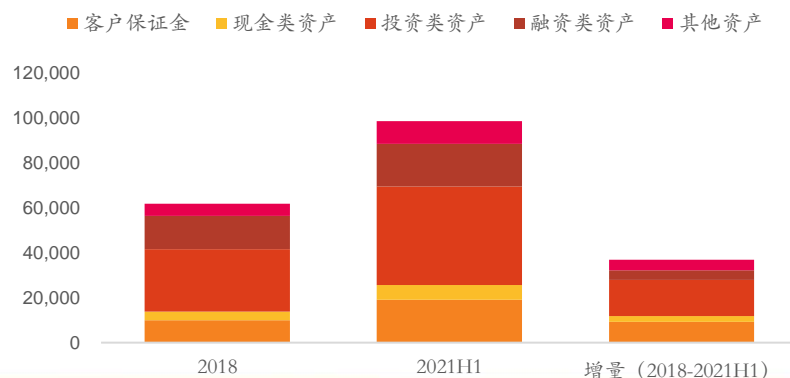
- ✓ 第三轮扩表背景：沪深港通以及A股纳入MSCI等影响下，外资加速流入A股，资管新规影响下，居民财产借助公募、银行理财等金融机构增配权益类资产，在投资机构化和权益化推动下，叠加近两年市场波动加剧，QFII、境内机构对风险管理的需求提升，证券公司客需驱动的机构交易型资本中介业务开始兴起。
- 资金来源端（负债/权益）：交易类负债贡献最大，其中应付款项累计增加294%，其主要构成为衍生品业务的客户保证金。
- 资产配置端：衍生品业务和融资融券业务带来的投资、融资类资产配置的增加。

单位（亿元）	2018年	2021H1	增幅	增量	增量占比
总资产	61,581	98,318	60%	36,737	-
客户保证金	9,837	18,948	93%	9,111	25%
现金类资产	3,916	6,539	67%	2,623	7%
投资类资产	27,742	43,780	58%	16,037	44%
融资类资产	14,728	18,952	29%	4,224	11%
其他资产	5,357	10,099	89%	4,742	13%
总负债	45,991	78,150	70%	32,159	88%
代理买卖证券款	9,849	19,552	99%	9,703	26%
融资类负债	18,967	26,470	40%	7,503	20%
交易类负债	14,294	27,370	91%	13,077	36%
运营类负债	1,034	1,690	63%	656	2%
其他负债	1,848	3,068	66%	1,220	3%
所有者权益	15,590	20,168	29%	4,578	12%

图：第三轮扩表资金来源端结构变化（亿元）



图：第三轮扩表资产配置端结构变化（亿元）

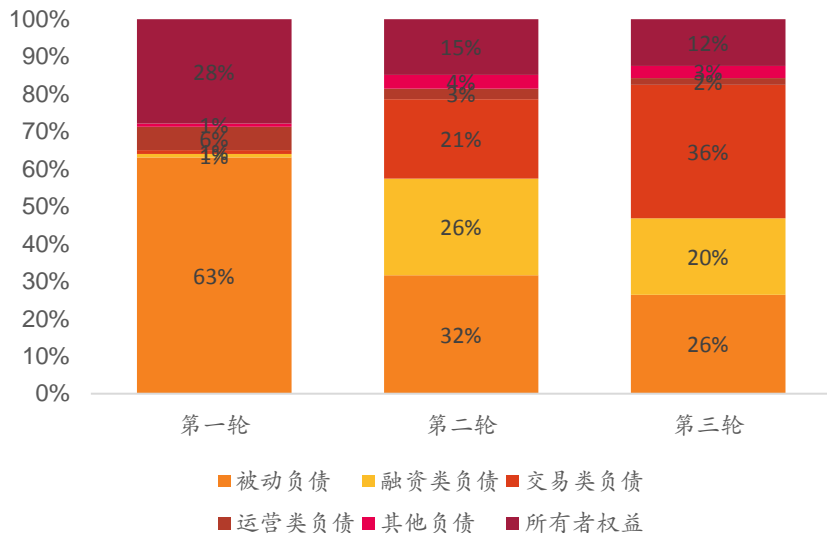


1.4 总结：被动扩表向主动扩表转变，头部券商加杠杆更积极

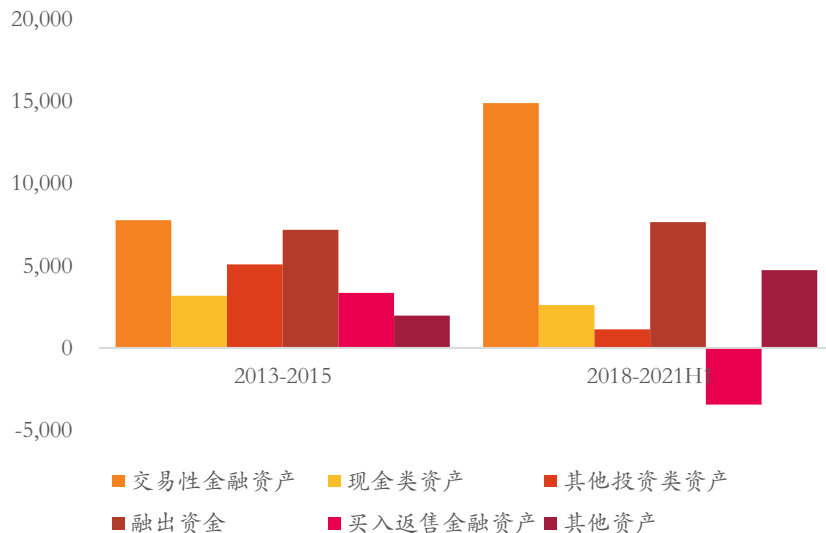
驱动力：被动扩表or主动扩表？

- ✓ 前两轮扩表均有大牛市支撑，证券公司被动负债占比高，2007、2015年股灾后，证券业资产规模均出现了明显下降，受行情驱动的扩表（经纪业务客户保证金和单边看涨的融资）并不具有可持续性，有别于前两轮扩表，第三轮扩表为主动扩表，资金来源主要为自营和客需业务驱动的交易类负债，资产端除经纪业务客户保证金和融资资产有所增长外，主要配置方向是交易性金融资产。

图：三轮扩表资金来源结构



图：第二轮和第三轮主动扩表资产配置情况（亿元）

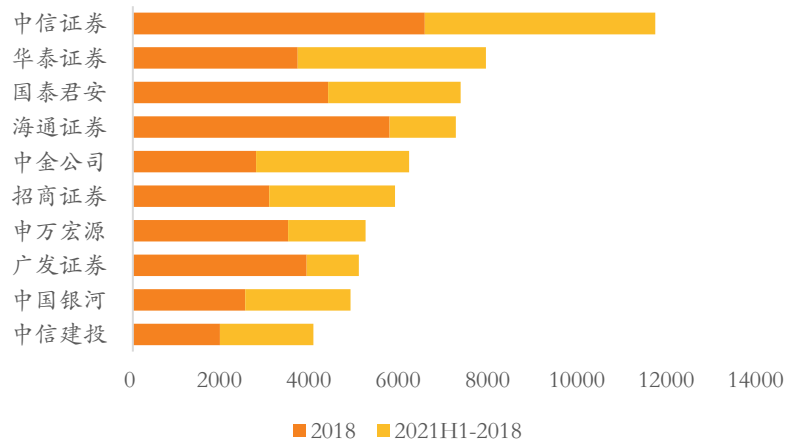


1.4 总结：被动扩表向主动扩表转变，头部券商加杠杆更积极

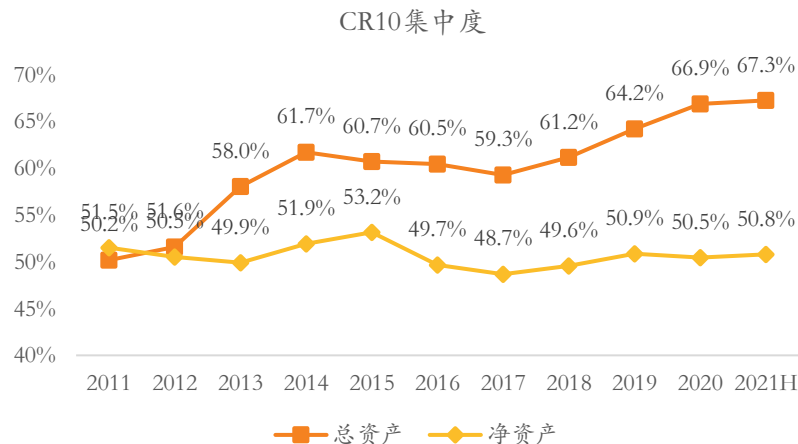
加杠杆能力分化：头部券商与中小券商、头部券商之间盈利能力预计将在新一轮扩表中拉开差距。

- ✓ 近两轮扩表证券业总资产均表现出向头部集中趋势，而净资产集中度则变化不大，说明头部券商扩表的同时杠杆率也大幅提升，相比中小券商，头部券商开展交易型资本中介业务的能力更强。此外，部分头部券商扩表表现突出，华泰证券、中金公司两年实现规模再造。
- ✓ 第三轮扩表更加考验各家券商的用表能力，风险管理水平和机构客户储备将成为头部券商第三轮扩表成效的关键。

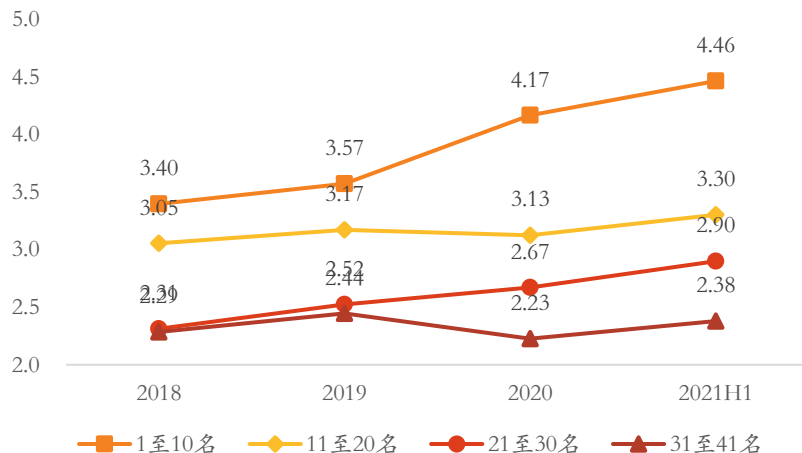
图：头部券商第三轮扩表总资产增长表现（亿元）



图：二三轮扩表上市券商总资产集中度提升明显



图：第三轮扩表券商之间加杠杆表现分化



目录

第一节 2000年后，国内券商经历了三轮扩表

第二节 新一轮扩表详解

2.1 非方向性自营和权益衍生工具兴起

2.2 机构化是新一轮扩表的核心原因

第三节 高成长赛道：场外衍生品业务

3.1 场外衍生品业务介绍及业绩预测

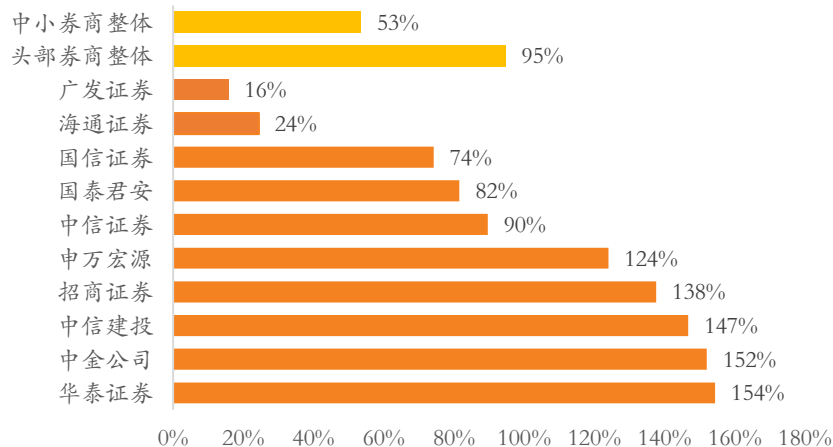
3.2 推荐标的：中金公司、华泰证券

2.1 非方向性自营和权益衍生金融工具兴起

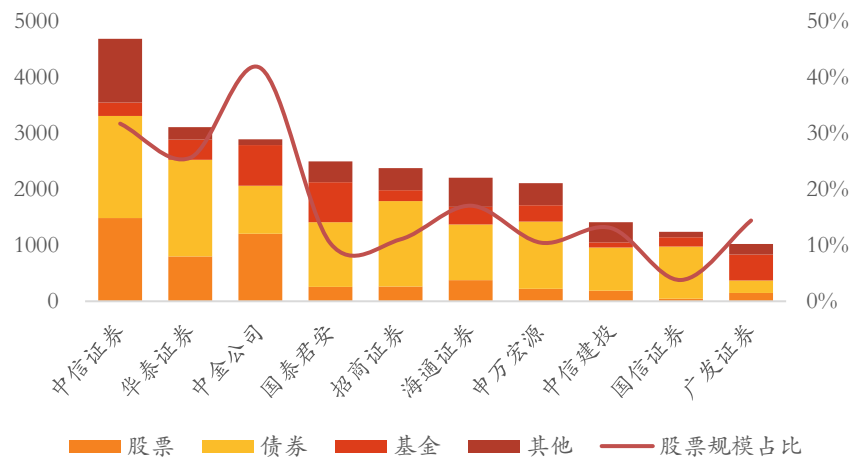
新一轮扩表的配置方向为投资类资产，其中主要是交易性金融资产，部分头部券商股票类交易性金融资产规模大幅增长。

- ✓ 相比中小券商，头部券商交易性金融资产增幅更大。2018年-2021H1,10家头部券商交易性金融资产合计增加95%，高于中小券商整体53%的增速，占合计总资产（扣除客户保证金）的比例由38%提高至45%。
- ✓ 配置在股票资产的比例迅速提高。10家头部券商2021H1合计配置在股票上的规模达到4990亿元，较2018年增加333%，股票资产占交易性金融资产的比重由10%迅速提高至21%。其中中信证券、中金公司、华泰证券股票资产配置规模以及占交易性金融资产的比重均位于行业前三。

图：2018-2021H交易性金融资产增幅



图：2021H交易性金融资产配置分布（亿元）



2.1 非方向性自营和权益衍生金融工具兴起

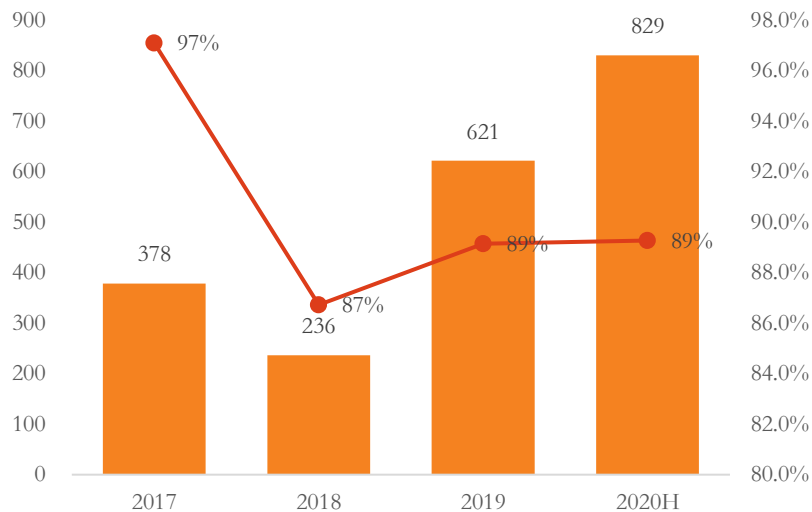
面向机构对手方的场外衍生品业务发展是推动主要头部券商股票资产大幅增长的核心因素。

- ✓ 我们推断中信、华泰、中金交易性金融资产中股票资产的大幅增长主要来自于境内外衍生品业务开展对冲的需要。三家券商在场外衍生品的存续规模均位于前列。
- ✓ 中金公司在2020年的招股说明书上披露，截至2020H1，中金公司股权类交易性金融资产中89%为对冲持仓，其余为包括跟投科创板持有的股票，真正高风险的方向性自营资产规模很少。

表：2020年场外衍生品业务存续规模（亿元）

排名	互换		期权		合计	
1	中信证券	1687.09	中信证券	1352.56	中信证券	3039.65
2	中金公司	1686.32	申万宏源	1162.33	中金公司	2107.67
3	华泰证券	533.99	华泰证券	982.43	华泰证券	1516.42
4	国泰君安	326.84	国泰君安	929.95	申万宏源	1290.88
5	中泰证券	243.77	中信建投	875.61	国泰君安	1256.79

图：中金公司交易性金融资产中股票资产对冲持仓（亿元）及占比

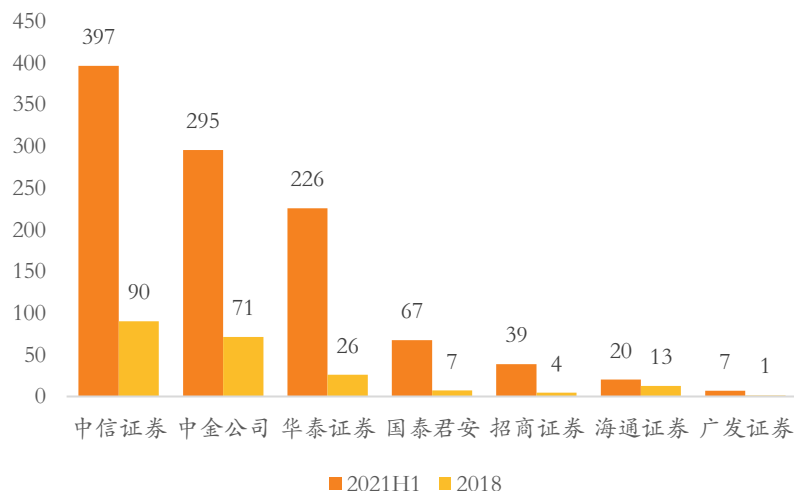


2.1 非方向性自营和权益衍生金融工具兴起

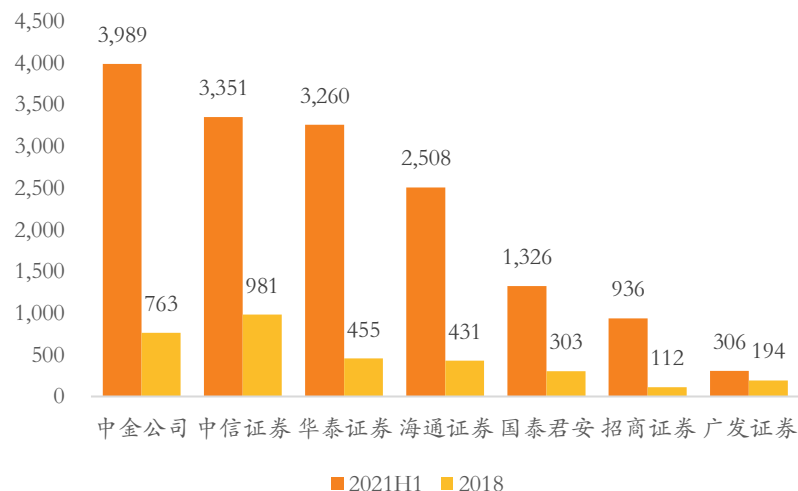
伴随场外衍生品业务的兴起，权益衍生金融工具规模的明显增加。

- ✓ 证券公司场外衍生品业务的兴起推动权益衍生工具负债（收到的场外期权的权利金等）、权益衍生工具资产（进行场内对冲支付的权利金等）的大幅增加。中信等7家头部券商合计权益衍生工具规模由2018年213亿元增加至2021H1的1051亿元，增长了3.9倍。
- ✓ 同时由权利金或保证金撬动的权益衍生工具名义本金同样也大幅增长。7家头部券商由2018年合计3239亿元增加至2021H1的15676亿元，增长了3.8倍。头部券商表现不一，其中中金、华泰、中信名义本金规模大幅增加，分别增加了3226亿元、2804亿元和2370亿元，场外衍生品业务竞争优势突出。

图：头部券商权益衍生金融工具规模（资产+负债）（亿元）



图：权益衍生金融工具名义本金（亿元）



2.1 非方向性自营和权益衍生金融工具兴起

表外扩表：并表试点利好头部券商进一步扩表

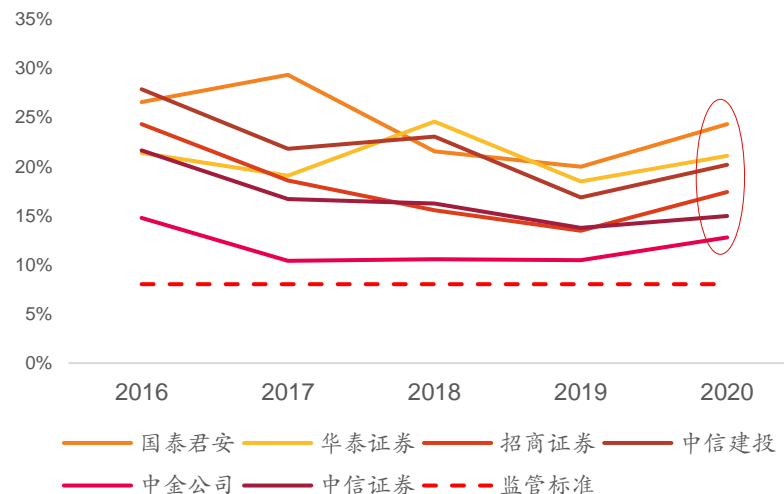
- ✓ 衍生金融资产的名义本金依照监管规定纳入证券公司的表外资产管理，受资本杠杆率的约束，影响券商表外扩表的能力。部分券商，如中金公司2017至2019年资本杠杆率接近10%，逼近8%的监管红线。
- ✓ 2020年3月27日，证监会决定将中金公司、招商证券、中信证券、华泰证券、中信建投、国泰君安6家证券公司纳入首批并表监管试点范围。
- ✓ 根据《风控办法》规定，对试点机构母公司风险资本准备计算系数由0.7调降至0.5，表内外资产总额计算系数由1降至0.7。2020年6家券商表外资产合计增加80%，但资本杠杆率由于计算系数调整不降反升，并表试点券商扩表空间放大。

注：资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额 × 100%

表：并表监管试点券商表外资产情况(部分为测算得出)

单位 (亿元)	2018	2019	2020	2021H1
国泰君安	1,001	490	522	762
华泰证券	178	360	532	702
招商证券	97	132	177	255
中金公司	100	210	2,035	2,077
中信建投	1,050	912	1,343	1,730
中信证券	667	818	654	732

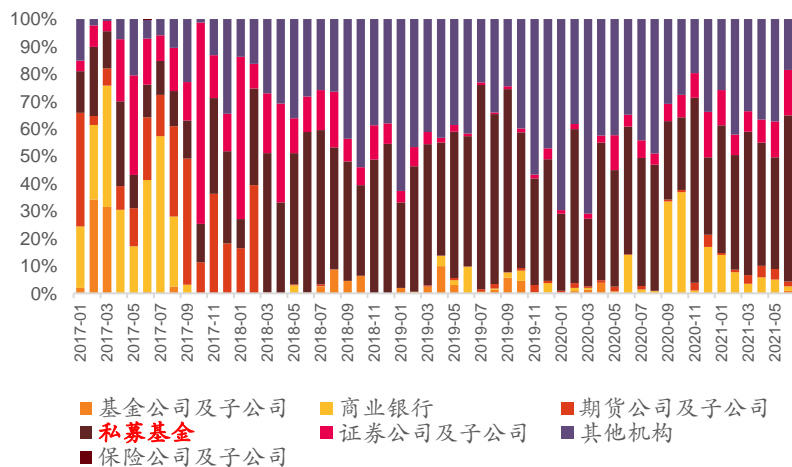
图：并表监管试点券商2020年资本杠杆率上升



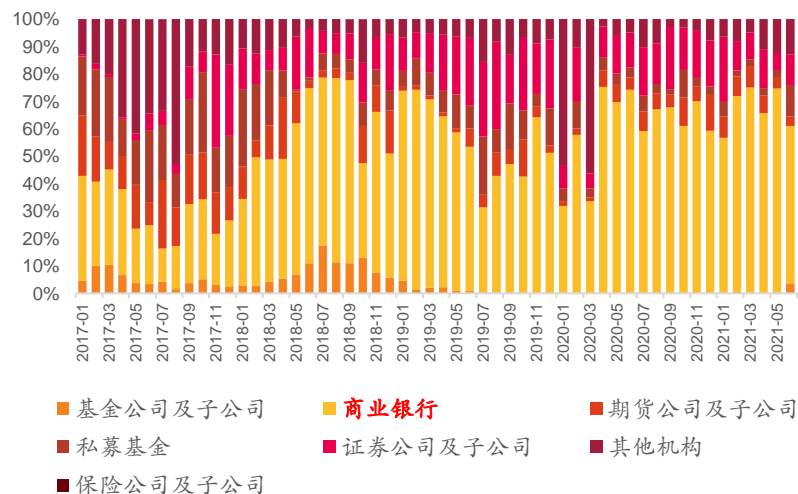
2.2 机构化是第三轮扩表的核心原因

场外衍生品业务是典型的机构服务业务，私募和商业银行是券商场外衍生品业务的主要交易对手方。

图：证券公司新增互换合约名义本金交易对手占比



图：证券公司新增场外期权合约名义本金交易对手占比



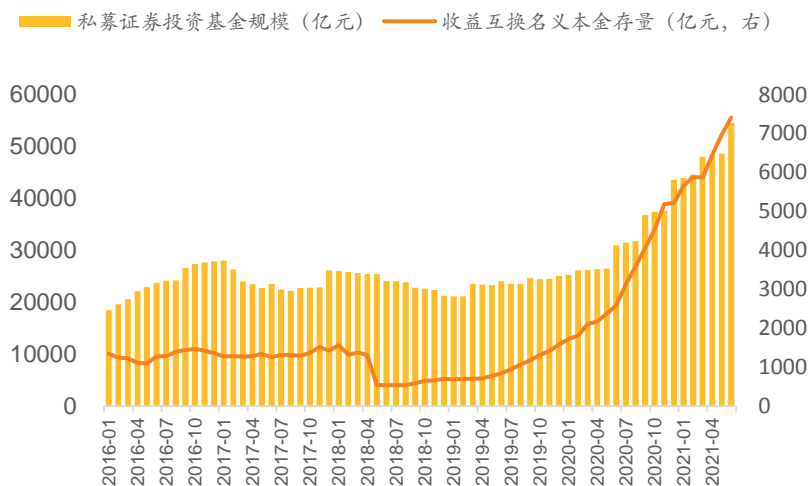
- ✓ 以新增名义本金2021上半年月均市占率来看：私募基金（47.8%）是收益互换的最大的交易对手方。商业银行（66.8%）是场外期权的最大的交易对手方。

2.2 机构化是第三轮扩表的核心原因

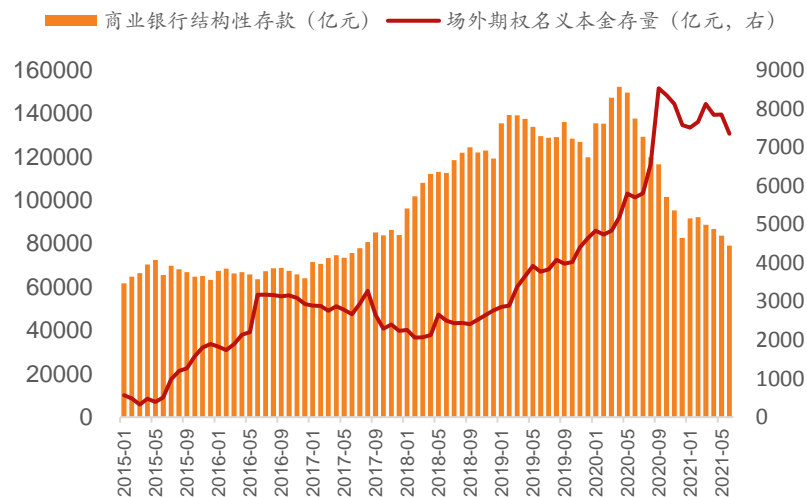
新一轮扩表是资管新规、房住不炒影响下投资机构化以及居民财富权益化的结果。

- ✓ 在房住不炒导致房产投资价值降低、资管新规带来的理财净值化等因素共同作用下，居民财富正调整资产配置结构，通过公私募、银行理财等机构增配权益资产，随着A股纳入MSCI等进一步开放，北上资金大举进入内地股市。越来越庞大的机构资金催生出的风险管理、策略组合等需求需要券商作为对手方承担更多的交易型资本中介角色。
- ✓ 近三年，场外衍生品存量规模与两大业务对手方（私募证券基金、商业银行）产品规模的走势高度一致。

图：私募证券基金规模与收益互换名义本金存量规模走势对比



图：商业银行结构性存款与场外期权初始名义存量对比

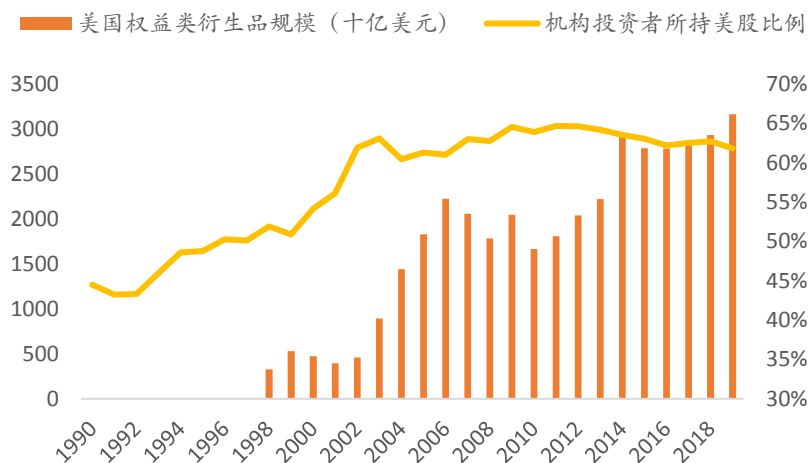


2.2 机构化是第三轮扩表的核心原因

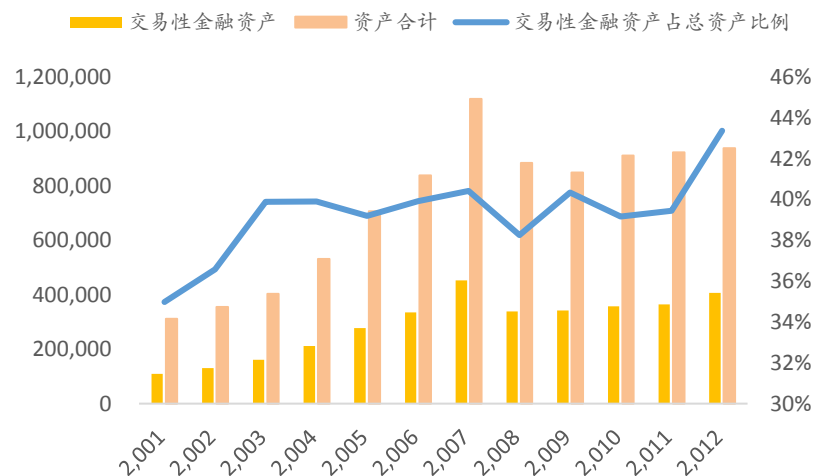
参考海外发展经验，场外衍生品业务随着资本市场的投资者结构的机构化而兴盛。

- ✓ 机构投资者逐步主导美国股票及衍生品市场。1990-2008年，美国股票市场处于机构化程度逐步加深的状态，居民金融资产负债表不断扩张，大量资金通过共同基金间接持有相关美股。同时，全球化不断加深，越来越多国外的机构投资者参与美股投资。
- ✓ 从占比上看，2009年末，机构投资者共持有美股65%的市值，较1980年提升33%。截至2020年末，A股机构投资者共持有A股23%的市值，美股机构投资者持有美股60%市值，随着近年居民财富借道公私募、银行理财等机构入市，国内资本市场同样会经历类似美国的机构化进程。
- ✓ 随着机构化的加深，客户对于多样化的对冲、套利以及投机需求不断增加，刺激着场外衍生品市场走向成熟。以高盛集团为例，其交易性金融资产资产持续增加，由2001年的108,885百万美元增加至2012年的407,011百万美元，交易性金融资产占总资产比例由35%上涨至43%。

图：机构投资者所持美股比例以及美国权益类衍生品规模



图：高盛集团交易性金融资产（百万美元）及占比



2.2 机构化是第三轮扩表的核心原因

参考高盛集团发展趋势，机构业务收入占比一度达到72%，目前稳定在50%左右，未来包括衍生品业务在内机构客户服务收入很可能成以打造券商航母为目标的部分头部券商最主要收入来源。

- ✓ 高盛集团以机构客户服务作为主要收入来源。机构客户服务板块收入始终占比最大。高盛集团机构业务营收占比由2002年的38%上升至2009年的72%，金融危机后，机构业务收入占比总体呈现下降趋势。
- ✓ 海外投行综合协调能力强，机构客户粘性高。2019年，高盛重新命名主要业务部门并添加新业务板块，将其机构客户服务业务更名为全球市场，并新设立消费者与财富管理业务板块。高盛凭借其强大的协调能力，各业务线条协同合作，为机构客户提供更加优质服务，提供更全面的投资机会，客户粘性较强，2020年，机构业务收入占比回升至50%左右。

表：高盛集团业务结构与营业收入情况分析

单位：百万美元					营收合计	机构业务营收占比
	投资银行	交易与自营	资产管理与证券服务			
2002	2,830	5,249	5,907		13,986	38%
2003	2,711	10,443	2,858		16,012	65%
2004	3,374	13,227	3,849		20,450	65%
2005	3,671	16,362	4,749		24,782	66%
2006	5,629	25,562	6,474		37,665	68%
2007	7,555	31,226	7,206		45,987	68%
2008	5,185	9,063	7,974		22,222	41%
	投资银行	机构客户服务	投资和借贷业务	资产管理		
2009	4,984	32,719	2,863	4,607	45,173	72%
2010	4,810	21,796	7,541	5,014	39,161	56%
2011	4,355	17,280	2,142	5,034	28,811	60%
2012	4,926	18,124	5,891	5,222	34,163	53%
2013	6,004	15,721	7,018	5,463	34,206	46%
2014	6,464	15,197	6,825	6,042	34,528	44%
2015	7,027	15,151	5,436	6,206	33,820	45%
2016	6,273	14,467	4,080	5,788	30,608	47%
2017	7,371	11,902	6,581	6,219	32,073	37%
2018	7,862	13,482	8,250	7,022	36,616	37%
	投资银行	全球市场	资产管理	消费者与财富管理		
2019	7,599	14,779	8,965	5,203	36,546	40%
2020	9,423	21,157	7,984	5,996	44,560	47%

目录

第一节 2000年后，国内券商经历了三轮扩表

第二节 新一轮扩表详解

2.1 非方向性自营和权益衍生工具兴起

2.2 机构化是新一轮扩表的核心原因

第三节 高成长赛道：场外衍生品业务

3.1 场外衍生品业务介绍及业绩预测

3.2 推荐标的：中金公司、华泰证券

3.1.1 SAC体系场外衍生品市场介绍

- 国内场外衍生品市场主要由人民银行主导的以NAFMII主协议为交易基础的银行间市场、由证监会主导的以SAC主协议为交易基础的证券期货市场，以及由外资机构主导的以ISDA主协议为交易基础的柜台市场三大市场体系组成。

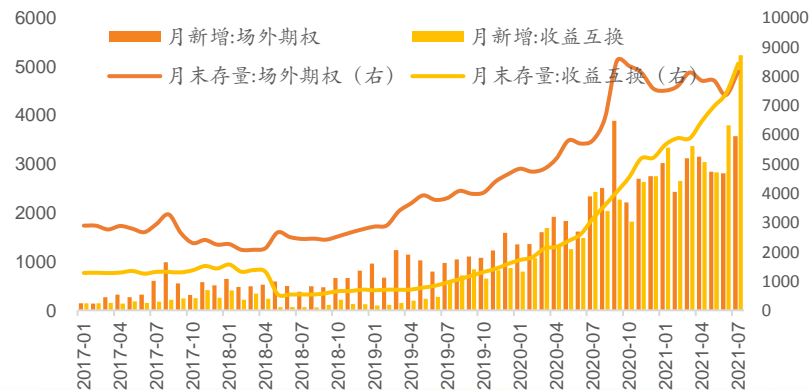
证券期货场外衍生品市场（SAC体系）：

- 交易品种：远期、互换、期权和信用保护工具
- 标的类型：权益类、商品类和贵金属等为主
- 发展历程：2012年，中证协发布了《证券公司柜台交易业务规范》，规定证券公司柜台交易产品包括金融衍生产品，业务由证券业协会实施自律管理。同年，期货业协会发布了《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》，指导期货公司通过设立子公司向客户提供以风险管理为目的的业务。2019年，为促进债券市场健康发展，沪深交易所推出了信用保护工具。
- 2019年以来场外衍生品市场规模大幅增长。截至2021年7月，场外衍生品存量规模1.66万亿元，年累计交易规模4.5万亿元，同比分别+105%、+86%。

图：SAC体系场外衍生品市场交易场所与主要产品

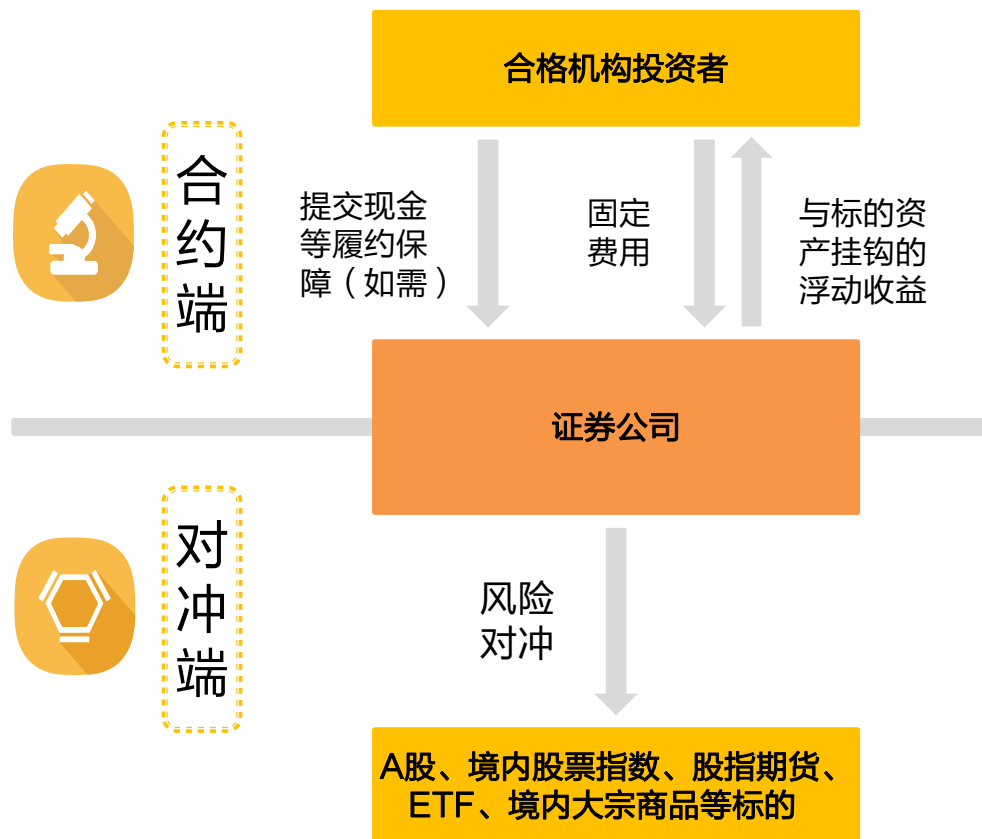


图：2019年以来SAC体系场外衍生品市场规模大幅增长（亿元）



3.1.2 场外衍生品业务主要产品：收益互换

➤ 业务流程与盈利模式

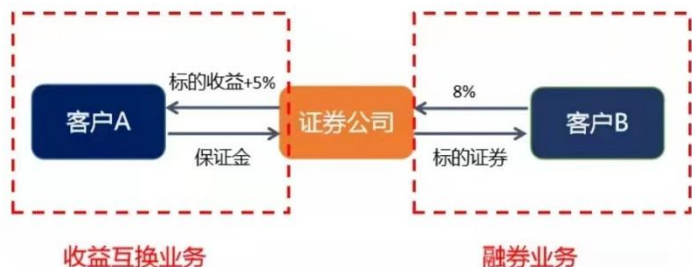


- ✓ 券商一般收取固定收益。常见的交易情形为券商与投资机构互换固定利息和权益类资产的浮动收益。
- ✓ 盈利模式：利差*名义本金。
- ✓ 特点：保证金交易，部分具有杠杆性质。业务模式上类似两融，但标的范围更广，杠杆比率也更为宽松，其标的还包括境外股票，可实现跨境资产配置。

3.1.2 场外衍生品业务主要产品：收益互换

近年来，场外权益收益互换设计出了多种不同形式的合约类型，如产品分级互换、指数增强互换、对冲互换、跨境互换等，来满足机构的增强收益、量化对冲、跨境资产配置等多样化投资需求。

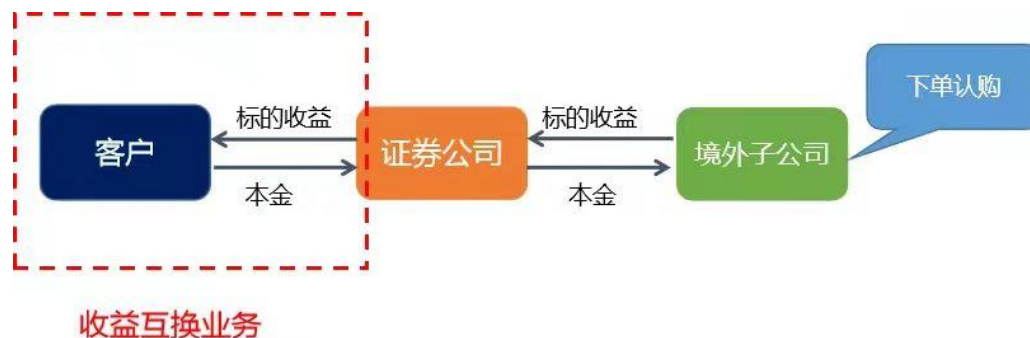
➤ 例子：融券收益互换



➤ 例子：对冲收益互换

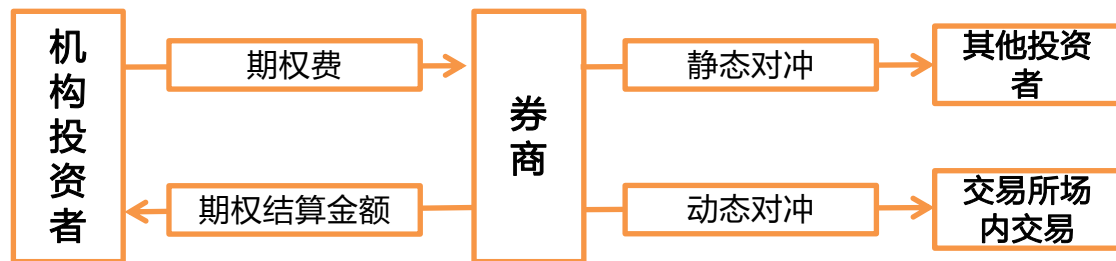
例如打新基金与券商之间通过签订收益互换协议，将底仓的收益权以类固收产品形式打包卖给券商，产品到期时，券商支付基金公司固定利息，自身承担打新基金的底仓市值波动风险。

➤ 例子：跨境收益互换



3.1.2 场外衍生品业务主要产品：场外期权

业务流程与盈利模式



✓ **盈利模式：**“期权费-对冲成本”。证券公司与客户进行场外期权交易的同时会在场内交易对应个股或指数以对冲风险，对冲成本包括对冲偏差导致的敞口风险以及资金成本。

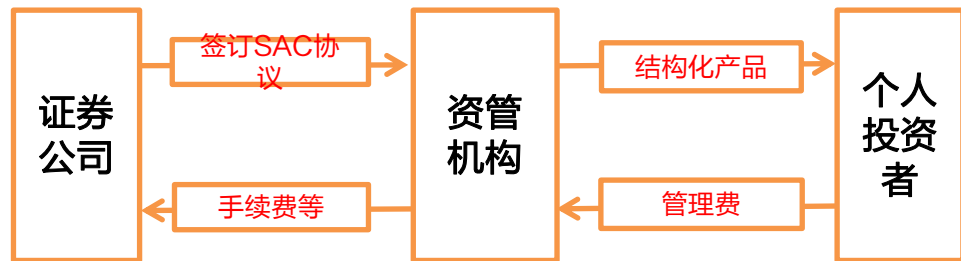
✓ 权利金（期权费）取决于标的类型、标的波动率、期权期限，指数期权相对个股期权场内的对冲工具更为丰富，对冲成本更低，指数期权的规模较个股期权更大，但同时期权费也相对个股期权更便宜。

股指期权/个股期权报价示例

股指香草平值期权报价参考				
报价日 2021/10/22				
股票代码	股票名称	合约期限	看涨	看跌
000016.SH	上证50	1M	2.77%	2.71%
		3M	4.31%	4.37%
		6M	5.64%	6.04%
		12M	7.12%	9.01%
000300.SH	沪深300	1M	2.63%	2.86%
		3M	3.97%	4.62%
		6M	5.16%	6.39%
		12M	6.28%	9.74%
000905.SH	中证500	1M	2.46%	3.06%
		3M	3.19%	5.61%
		6M	3.71%	8.28%
		12M	4.30%	12.79%

3.1.2 场外衍生品业务主要产品：结构化产品

➤ 业务流程与盈利模式：



- ✓ 场外衍生品合约不能直接与个人客户签订，但个人投资者可以通过购买资管机构设计的结构化产品间接参与。结构化产品是利用基础金融工具和金融衍生工具进行不同组合并同时与收益表现与标的资产进行挂钩的金融创新产品，挂钩的标的可能为个股、指数、债券、汇率或利率等，产生的收益是非线性的。一般来说，结构化产品大都包含期权（大多为奇异期权）的特征，以满足客户对于市场不同观点的多样化需求。
- ✓ **盈利模式：**资管机构向投资者发行结构化产品，并与券商签订场外衍生品协议，券商通过网格交易（高抛低吸）等多种方式来对冲风险，赚取场外衍生品价格和对冲成本之间的差价。
- ✓ **优势：**（1）定制的灵活多样性；（2）潜在的高收益。

✓ 嵌入结构化产品的主流奇异期权：

- **雪球结构（Snowball Structure）**，近几年非常流行的结构化产品，雪球投资者是期权卖方，投资者实际上通过卖出具有敲入和敲出条款的看跌期权，来做空挂钩标的（比如中证500指数）的波动率，只要标的资产没有出现大幅下跌，投资者都会在本金不受损失的情况下享受到较高的票息收益，作为交易对手的券商通过做多波动率，进行高抛低吸操作。
- **二年期权**，收益与风险是预先固定的，经常被嵌入到银行的结构化理财产品，用于增强产品收益。嵌入二年期权的结构化理财一般包含固定收益与二年期权收益。例如某银行发行与黄金挂钩的理财产品，固定收益为X，额外期权挂钩收益为Y，如果到期日黄金价格高于期初价格，那么理财产品的投资者收益为X+Y；反之如果黄金的价格不高于期初价格，投资者增获的固定收益X。
- **鲨鱼鳍期权**。与二年期权一样，鲨鱼鳍期权也经常被嵌入在理财产品中，用于增强产品的收益。期权合约会事先限定一个标的资产的价格区间，如果标的资产价格在该区间内波动，则期权等同于一个普通的看涨或看跌期权，如果标的资产价格超出了该价格区间，则该期权自动敲出。

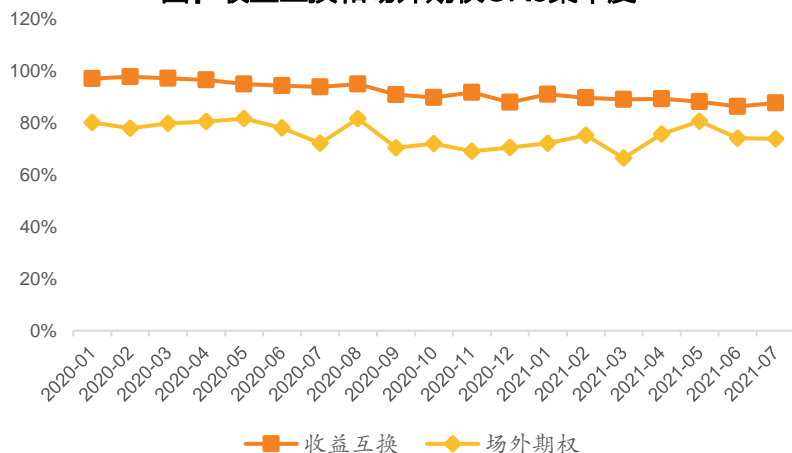
3.1.3 场外衍生品业务——竞争格局

截至2021年7月，场外衍生品业务年内累计新增名义本金前五名集中度高达76.6%，其中收益互换和场外期权的CR5集中度分别为87.8%、73.9%。

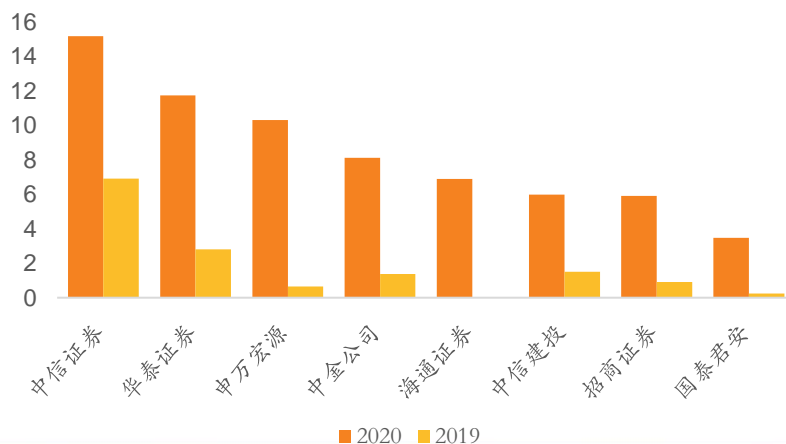
竞争格局影响因素：

- ✓ **牌照壁垒。**场外期权交易商分为一级、二级交易商，分级标准与券商分类评级挂钩。一级交易商可以在交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易，二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易，一级交易商和二级交易商目前分别有8家和33家。
- ✓ **资本实力和专业能力。**由于场外衍生品业务的高度复杂性，机构对交易对手资金实力，以及人才队伍专业素质、销售和资源整合、交易定价、产品设计、信息系统建设、风控和合规控制等能力都具有极高的要求，券商前期投入高回报少，但部分超前布局和具备丰富跨境业务经验的券商在获得试点后的先发优势明显。
- ✓ **规模效应。**场外衍生品业务具有规模效应，随着交易量的累积，不同种类方向相反的对冲头寸可以在券商内部互相抵消，进而可以进一步促进券商的衍生品报价，吸引更多大量的交易需求。银行私募等机构客群数量多的券商具备明显竞争优势。

图：收益互换和场外期权CR5集中度



图：2019-2020年各家券商场外期权业务收入（亿元）

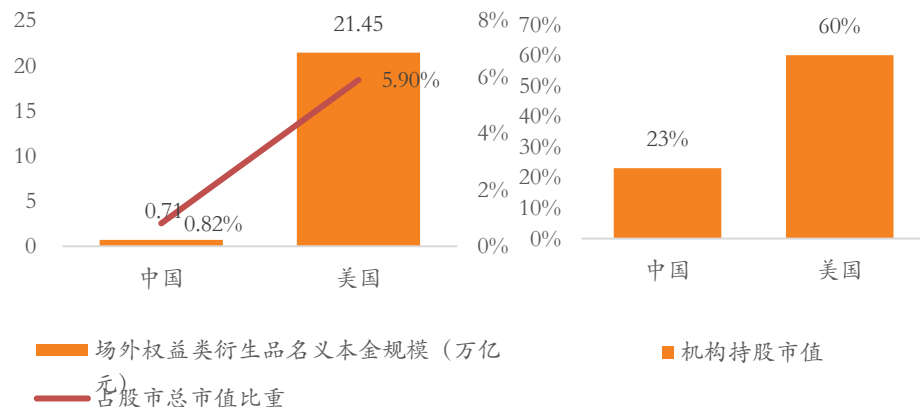


3.1.4 为什么看好券商的场外衍生品业务赛道？

机构化趋势带来的高成长性 + 业务特征带来的高集中度。

- ✓ **业务特点和优势：**区别于传统受行情驱动业务（如方向性自营、经纪、两融），场外衍生品业务核心应用场景是为投资提供“保险”，券商通过卖波动率和对冲风险盈利，理论上任何行情下都能赚钱，打破了券商盈利的强周期性。同时不同于传统资本中介业务规模越大风险越高，场外衍生品业务交易中介、撮合对冲的业务属性，使得交易对手方越多、风险工具越丰富、业务规模越大，风险转移可控性越强。此外，场外衍生品业务还具备杠杆融资、跨境跨品种资产配置等多种服务权益投资的应用场景。
- ✓ **对比海外，**当前我国投资者机构化发展程度、场外衍生品规模均远低于美国，在理财净值化、资本市场对外开放、高净值人群财富管理等风险管理需求下，场外衍生品市场发展空间广阔，券商经营场外衍生品业务具备高成长性基础。

图：中美场外权益类衍生品规模和机构化程度对比（2020年）



需求端：高成长性

理财净值化

理财净值化后，银行理财和保险资管这类机构对稳定收益、平滑资产收益率有着强烈需求。

资本市场对外开放

资本市场的对外开放，QFII、RQFII等擅长衍生品业务以及偏好风险对冲的外资机构越来越多。

财富管理

随着财富管理转型的推进，越来越多机构通过资管计划对接衍生品协议来满足高净值客户对于定制化财富管理的需求。

海外比较

对比海外，场外衍生品由于具有定制化和高度灵活性特点，规模远大于场内，而国内正相反，随着机构化的推进，国内场外衍生品市场空间广阔。

3.1.4 为什么看好券商的场外衍生品业务赛道？

机构化趋势带来的高成长性 + 业务特征带来的高集中度。

供给端：高集中度

- ✓ 由于监管要求严格和场外衍生品业务的特点，导致场外衍生品业务将会长时间保持高集中度特征。
- ✓ 目前大多数券商战略趋同，以一级业务部门的组织体系先发布局，确立场外业务的重要性，其中中信、中金、华泰较早设立一级部门且人力配置完善。中信证券在行业内最早单独设立了股权衍生品业务线，华泰证券设立了金融创新部，专门做权益类场内外衍生品，中金公司EQ部门为境内外专业投资者提供“投研、销售、交易、产品、跨境”的一站式股票业务综合金融服务，申万宏源证券从2020年开始发力，2020年3月，申万宏源证券将衍生品业务团队从传统自营投资部门剥离，成立金融创新总部。
- ✓ 华泰证券、中金公司打造机构客户服务能力、风控能力、跨境能力等核心业务能力，积极采取业务举措，一是关注机构客户服务体系的完善，打造机构服务客户平台；二是注重境内外业务协同，搭建全球风险管理体系；三是持续积累银行客户、加大覆盖境外客户，拓展高资金体量客户。

监管门槛严

由于场外衍生品业务的复杂性和高风险性，监管对券商的专业能力和风险管理水平的要求高，目前场外期权一级交易商仅8家。

资本规模要求高

场外衍生品业务需要进行风险对冲，对冲持仓需要消耗大量资金，规模越大静态对冲可能性越大，成本越低，大部分中小券商资本实力“玩不起”。

客群特点

国内大部分券商的客群特点是散户特征，真正很早开始培养机构客群的券商并不多。同时，机构客户比较依赖券商交易系统、参数数据等，且转换成本高，客户粘性大。

人才团队

国内资本市场真正懂场外衍生品的人才并不多，部分较早开展跨境业务的券商积累了不少有多年以上衍生品业务经验的人才，在交易定价能力和产品设计能力上处于领先地位。

3.1.5场外衍生品业务发展的扰动因素

1、合规性问题

一方面，监管多次定调衍生品市场是多层次市场建设的重要组成部分，是完善市场多空平均机制的重要渠道，另一方面，股指期货交易在15年股市大幅波动后被采取了明显的限制措施，以及近期监管要求强化“雪球”产品的风险管控，导致市场对监管发展衍生品市场的态度充满疑虑。我们认为目前这种强干预式监管主要是由于衍生品市场仍处于发展初期，配套政策、投教工作、投资者适当性管理等尚不完善，预计后续相关政策法规的出台将有助于稳定市场预期，短期的合规纠偏并不影响行业的长期发展趋势。

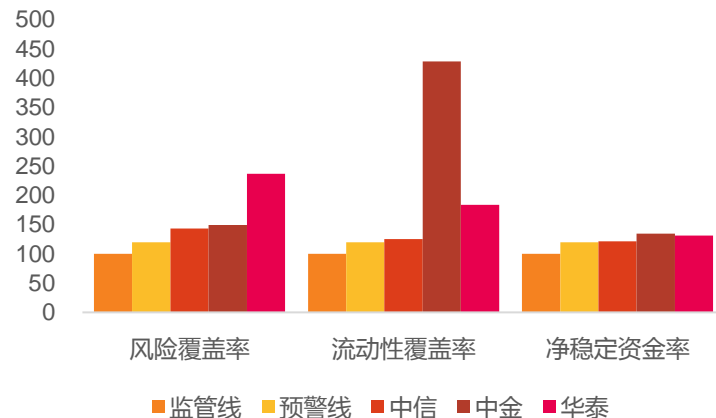
2、风险管理问题

从海外的发展经验看，国外发达资本市场的场外衍生品市场是在场内市场发展成熟阶段发展起来，而国内的场内衍生品市场目前并不成熟，期权期货品种较少，而近两年场外衍生品市场大幅增长，与此同时众多机构又通过资管产品触达至更多的个人客户，有限的权益类对冲工具逐渐不能支持日益增加的场外衍生品的风险对冲需求，将导致更多的风险积压在券商自身。我们认为风险管理问题依然是发展阶段的问题，基于场外衍生品的特点，随着风险管理工具的丰富，交易对手规模的增多（特别是量化私募基金市场的扩大），场外衍生品业务的风险转移和对冲的可操作性越强，对冲成本也越低。

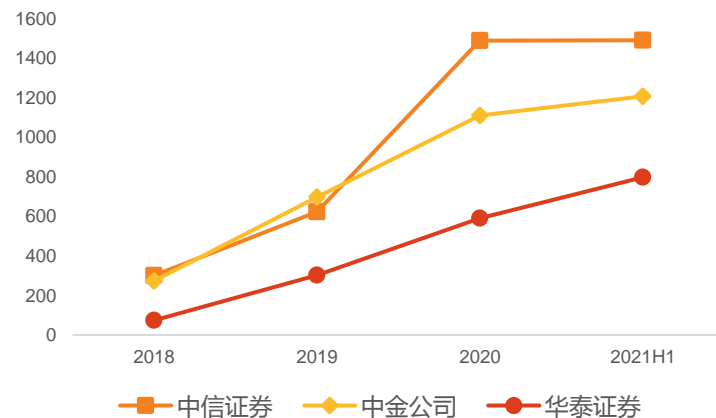
3、风控指标问题

场外衍生品业务是重资本业务，在交易对手和对冲工具有限的情况下，券商需要通过持有大量股票来作为对冲持仓，这对券商的风控指标造成一定压力，近期中信证券由于多个风控指标接近预警线，今年上半年其股票类交易性金融资产几乎没有增加，其280亿配股补充资本为进一步做大资本中介业务的同时也为缓解风控指标压力。随着场外衍生品市场的进一步扩大，能否顺利进行资本补充或将成为影响券商衍生品业务规模的重要影响因素。

图：中信证券多个风控指标接近预警线（2021H1）



图：中信证券股票类交易性金融资产增速放缓（亿元）



3.1.5业绩预测

相关假设：

- ✓ 假设我国2030年场外权益类衍生品的名义本金余额占上市公司总市值比重达到美国2020年的水平，计算得出行业场外权益类衍生品名义本金余额的年复合增速达到40%，进一步假设交易额增速与余额增速相当，2021-2023年由于基数低增速更快（2019、2020增速分别为80%、105%），2024-2025年增速减缓。2021-2025年场外权益类衍生品的交易规模在乐观和中性情形下的增速分别为80%/80%/80%/50%/50%、60%/60%/60%/40%/40%；
- ✓ 收益互换平均利差0.5%，平均期限0.4年，场外期权期权费-对冲成本2%，平均期限0.3年。中信、华泰和中金按2020年场外期权和收益互换的市占率进行预测。
- ✓ 行业营收年增速+15%，中金、华泰、中信合计营收年增速+20%。

预测结论：

- ✓ 乐观、中性两种情形假设下，2023年场外衍生品业务收入将达到639/449亿元，占行业收入比重达到9%/7%，2025年场外衍生品业务收入将达到1437/879亿元，占行业收入比重达到16%/10%。
- ✓ 由于场外衍生品业务的高集中度，个别头部券商场外衍生品业务的营收占比会提升更快，预计在乐观、中性两种情形假设下，中信、华泰和中金三家券商合计场外衍生品业务收入的营收比重将由2020年的6%大幅提升至2023年的19%/14%和2025年的30%/19%。

证券公司场外衍生品业务收入测算：

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
权益场外衍生品累计新增交易规模（万亿元）	2.9	5.3/4.7	9.6/7.6	17.3/12.1	25.9/17.0	38.9/23.8
yoy（乐观/中性）		80%/60%	80%/60%	80%/60%	50%/40%	50%/40%
1.收益互换（股指+个股+境外的）规模（万亿元）	1.7	3.1/2.7	5.5/4.4	9.9/7.0	14.9/9.8	22.3/13.7
利差	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
平均期限（年）	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收益互换收入（亿元）	34	61/55	110/87	199/140	298/195	447/273
2.场外期权（股指+个股）规模（万亿元）	1.3	2.3/2.0	4.1/3.2	7.3/5.2	11.0/7.2	16.5/10.1
期权费-对冲成本	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
平均期限（年）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
场外期权收入（亿元）	75	136/121	245/193	440/309	660/433	990/606
场外衍生品业务收入合计（亿元）	110	197/175	355/280	639/449	958/628	1437/879
证券行业收入（亿元）	4,485	5,158	5,931	6,821	7,844	9,021
yoy（假设）		15%	15%	15%	15%	15%
占证券业收入比重	2%	4%/3%	6%/5%	9%/7%	12%/8%	16%/10%
（中信+华泰+中金）场外衍生品业务收入（亿元）	63	113/101	204/161	367/258	551/361	826/505
（中信+华泰+中金）营业收入（亿元）	1,095	1,314	1,577	1,892	2,270	2,724
yoy（假设）		20%	20%	20%	20%	20%
占（中信+华泰+中金）营收比重	6%	9%/8%	13%/10%	19%/14%	24%/16%	30%/19%

3.2 推荐标的：中金公司、华泰证券

标的选择标准：

- ✓ **机构客群数量广、占比高。**券商场外衍生品业务由于监管原因目前只能与机构客户交易，商业银行、私募、基金等机构客户是场外衍生品的最大业务需求方。
- ✓ **资本实力强大。**场外衍生品业务属于重资本业务，具有高杠杆和规模效应属性，且对信息系统建设投入大，资本实力强大的券商更有优势开展场外衍生品业务。
- ✓ **人才队伍专业素质高。**由于场外衍生品业务的高度复杂性，金融机构在选择交易对手时，对交易对手人才素质、销售和资源整合能力、交易定价能力、产品设计能力、风控和合规控制能力等都具有极高的要求。
- ✓ **跨境交易经验丰富。**相较于海外成熟的场外衍生品市场，场外衍生品业务目前仍是国内资本市场相较成熟市场的最大业务短板之一。跨境业务布局早的券商对场外衍生品业务相对更熟悉，产品创设经验更丰富，更有基础开展并扩大跨境类衍生品业务。

推荐标的：中金公司、华泰证券

建议关注：中金 H

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021/11/2	投资 评级	BPS(元)				P/B			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601688.SH	华泰证券	15.81	买入	14.22	15.25	16.36	17.57	1.11	1.04	0.97	0.90
601995.SH	中金公司	48.00	买入	13.80	15.67	18.42	22.46	3.48	3.06	2.61	2.14

风险提示

场外衍生品业务监管政策收紧

衍生品业务由于本身的高复杂性以及杠杆属性，可能会对资本市场造成波动，进而面临监管收紧的风险。

机构化趋势放缓

衍生品业务属于机构业务，若机构化趋势放缓那么边际上将降低对衍生品业务的需求。

场内衍生品发展不及预期

场外衍生品市场的发展需要有相应规模的场内市场来为券商转化和循环风险，若场内衍生品发展不达预期，将导致更多的风险积压在券商自身。

券商再融资进展不顺

场外衍生品业务是重资本业务，券商需要通过持有大量权益资产来作为对冲持仓，这对券商的风控指标造成一定压力，能否顺利进行资本补充或将成为影响券商衍生品业务规模进一步扩大的重要影响因素。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下