

衍生之路，谁能先行

——证券行业深度报告

 分析师：邱冠华 S1230520010003
 分析师：梁凤洁 S1230520100001
 TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

行业评级

证券 看好

报告导读

衍生品业务空间广阔，中信、中金、华泰优势突出。

投资要点

□ 衍生品市场发展空间大

起步迟、规模小、种类少：我国衍生品市场于 1990 年开始起步，经过 30 年发展，场内和场外市场衍生品规模都已实现较大增长。**场内市场方面**，2021 年我国期货市场（包括期权）成交量和成交额分别为 75 亿手/581 亿元，过去十年复合增速分别为 22%/16%，但成交量仍仅为美国的一半左右。从种类来看，我国金融衍生品种类较少且以期货产品为主，而美国、日本期权产品种类丰富。**场外市场方面**，我国证券场外衍生品名义本金存量规模近五年复合增速高达 34%，名义本金规模占境内上市公司市值比重从 2018 年年初 0.8% 提升至 2021 年 10 月末的 2.3%，而美国场外股票类衍生品占总市值的比重则在 6%-8% 左右，与海外成熟市场相比，我国衍生品市场还有较大提升空间。

产品扩容、积极政策频发：从产品来看，2020 年场外期权个股标的从 1,045 只增加至 1,809 只；2019 年股指期权扩容，上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期权，新的期权产品推出后成交量迅速上升，2019 年上交所沪深 300ETF 成交量仅为 50ETF 的 8%，2020 年 1 月则提升至 52%。**从政策来看**，2017 年以来中金所对股指期货四次松绑，调整“过度交易”的监管标准、下调保证金率、手续费率，促进交易量提升；中证协 2020/2021 年分别推出场外期权、场外收益互换业务管理办法，加强对交易商资质、投资者适当性、标的范围的管理，引导行业健康发展。

□ 发展衍生品业务的益处

贡献收益：衍生品业务的主要收入来源包括为特定的合约报价并与投资者交易来赚取买卖差价、代替客户交易相关产品获得的手续费及佣金收入、期权费收入和互换利差等，公司能够通过持有合约挂钩标的、庞大的交易对手网络来分散风险，因此在非极端市场情况下风险可控，可以获得稳定的收益。以高盛为例，全球市场板块（衍生品相关业务）是公司最大的收入和利润来源，2017-2020 年全球市场业务的收入占比维持在 40% 左右，2020 年净利润占比高达 65%。

提高杠杆：顶尖投行用表服务客户的能力较强，其高杠杆源自衍生品等资本消耗型业务。以高盛为例，2020 年公司全球资本市场板块资产占总资产比重高达 73%，板块杠杆倍数约为 20，高于公司整体杠杆倍数 11，可见衍生品业务需求的增长是公司扩表提杠杆的一大动力。

□ 谁能在比拼中脱颖而出

在复杂且具有一定风险性的衍生品业务领域里竞争，具备业务资格、资金实力雄厚、客户网络庞大、信息技术领先、人才团队优秀的公司更容易胜出，我们推荐综合实力领先的中信证券、中金公司（H）、华泰证券等头部券商。

□ 风险提示

衍生品业务监管力度大幅加强；市场交投活跃度大幅下行。

相关报告

1 《“花”相似，“人”不同——券商行情复盘与展望》2021.10.07

报告撰写人：邱冠华/梁凤洁

联系人：洪希柠

正文目录

1. 海外衍生品市场	4
1.1. 美国	4
1.1.1. 场内市场：成交量大，规模领先	4
1.1.2. 场外市场：种类丰富，集中度高	5
1.2. 日本	6
1.2.1. 场内市场：利率为主，权益为辅	6
1.2.2. 场外规模：规模扩大，集中度高	7
2. 中国衍生品市场	9
2.1. 场内市场：商品类领先，金融类滞后	9
2.2. 场外市场：集中度较高，发展空间大	12
3. 发展益处有哪些	17
3.1. 贡献收益	17
3.2. 提高杠杆	18
4. 谁能够脱颖而出	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：全球场内衍生品成交量持续增长	4
图 2：美国场内衍生品成交量占比较高（2020）	4
图 3：全球场外衍生品存量合约名义本金规模保持稳定	5
图 4：美国衍生品存量合约名义本金规模（以场外衍生品为主）	5
图 5：美国场外衍生品按标的类型分以利率类为主	5
图 6：美国场外衍生品按交易品种分以互换类为主	5
图 7：美国场外衍生品交易集中度较高，CR5 超 90%	6
图 8：日本场内衍生品存量名义合约规模	6
图 9：日本场内衍生品以利率类为主	6
图 10：日本场外衍生品存量名义合约规模不断扩大	8
图 11：日本场外衍生品以利率类为主	8
图 12：日本场外衍生品交易以金融机构间为主	8
图 13：日本场外衍生品交易集中在头部机构	8
图 14：我国场内衍生品市场发展历程	9
图 15：我国期货期权成交量（亿手）	10
图 16：我国期货期权成交额（万亿元）	10
图 17：中金所金融衍生品以期货类为主	11
图 18：场内期权持仓量（万张）	12

图 19: 场内期权交易量 (万张)	12
图 20: 我国场外衍生品市场发展历程	13
图 21: 我国场外衍生品市场分类	13
图 22: 美国场外股票类衍生品名义本金占总市值比重较高	14
图 23: 场外衍生品初始名义本金/境内上市公司总市值逐年提升	14
图 24: 证券场外衍生品新增名义本金情况	14
图 25: 证券场外衍生品存量名义本金情况	14
图 26: 场外期权规模后来居上	14
图 27: 证券公司场外衍生品新增交易集中度较高	15
图 28: 场外期权存续名义本金中股指类占比最高	15
图 29: 场外互换存续名义本金中其他类占比最高	15
图 30: 场外互换交易对手以私募基金为主	16
图 31: 场外期权交易对手以商业银行为主	16
图 32: 高盛营业收入中全球市场板块占比高	17
图 33: 高盛净利润中全球市场板块占比高	17
图 34: 高盛全球市场业务收入以做市收入为主	18
图 35: 高盛总资产中全球资本市场板块占比高	18
图 36: 高盛全球市场板块杠杆最高	18
图 37: 高盛衍生金融资产占比高于中信证券	19
图 38: 高盛衍生金融资产以利率类为主	19
图 39: 高盛衍生金融资产以场外为主	19
图 40: 我国证券公司信息技术投入资金排名 (2020)	22
图 41: 头部券商硕士及以上学历员工占比较高	22
表 1: 全球交易所成交量排名 (2020)	4
表 2: 日本场内金融衍生品种类丰富	7
表 3: 全球交易所成交量排名 (2020)	10
表 4: 各期货交易所交易品种	11
表 5: 股指期货相关政策调整情况	12
表 6: 公司场外衍生品新增名义本金排名靠前 (2020 年 11 月)	20
表 7: 公司场外衍生品存续名义本金排名第一 (截至 2020 年 11 月)	20
表 8: 我国证券公司总资产、净资产、净资本规模排名 (2020)	21
表 9: 头部券商机构化程度	21

1. 海外衍生品市场

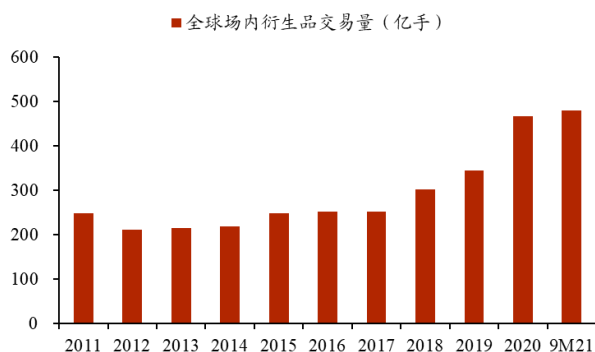
1.1. 美国

1.1.1. 场内市场：成交量大，规模领先

美国场内衍生品成交量大，全球前十大交易所中占据四席。从交易量上看，美国场内衍生品成交量全球领先，2020 年全球 80 家交易所的场内衍生品总成交合约量为 468 亿手，同比增长 36%，其中北美地区成交量 128 亿手（美国 127 亿手），占全球的 27%。2020 年全球场内衍生品成交量排名前十的交易所中，美国的芝加哥商业交易所集团、洲际交易所、纳斯达克集团、芝加哥期权交易所集团分别位列第三、四、五、六名。

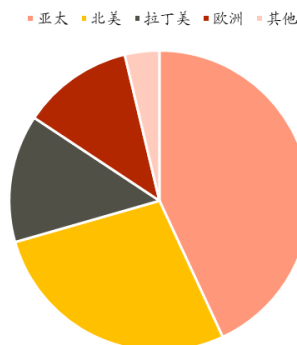
从存量规模上看，国际清算银行（BIS）披露 2020 年末全球场内衍生品存量名义本金为 66 万亿美元，美国货币监理署（OCC）披露 2020 年末美国场内衍生品存量合约名义本金 9 万亿美元，大致推算美国场内衍生品存量规模占全球比重为 14%。

图 1：全球场内衍生品成交量持续增长



资料来源：FIA，浙商证券研究所

图 2：美国场内衍生品成交量占比较高（2020）



资料来源：FIA，浙商证券研究所

表 1：全球交易所成交量排名（2020）

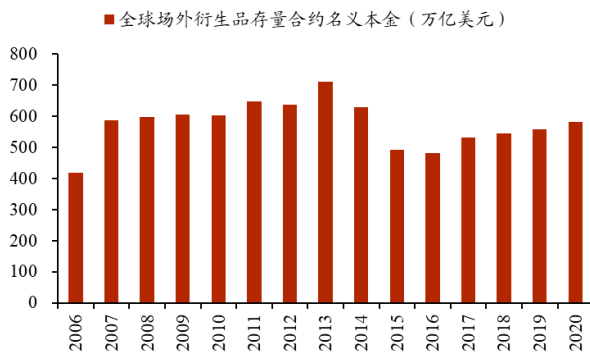
排名	交易所名称	交易所名称（中文）	2020 成交合约（亿手）
1	National Stock Exchange of India	印度国民证券交易所	88.5
2	B3	巴西圣保罗证券期货交易所	63.1
3	CME Group	芝加哥商业交易所集团	48.2
4	Intercontinental Exchange	洲际交易所	27.9
5	Nasdaq	纳斯达克集团	26.6
6	CBOE Holdings	芝加哥期权交易所集团	26.1
7	Dalian Commodity Exchange	大连商品交易所	22.1
8	Korea Exchange	韩国交易所	21.8
9	Shanghai Futures Exchange	上海期货交易所	21.3
10	Moscow Exchange	莫斯科交易所	21.2
11	Eurex	欧洲期货交易所	18.6
12	Zhengzhou Commodity Exchange	郑州商品交易所	17.0
13	Borsa Istanbul	伊斯坦布尔交易所	15.2
14	BSE	印度孟买证券交易所	9.2
15	Miami International Holdings	迈阿密国际证券交易所集团	8.3

资料来源：FIA，浙商证券研究所

1.1.2. 场外市场：种类丰富，集中度高

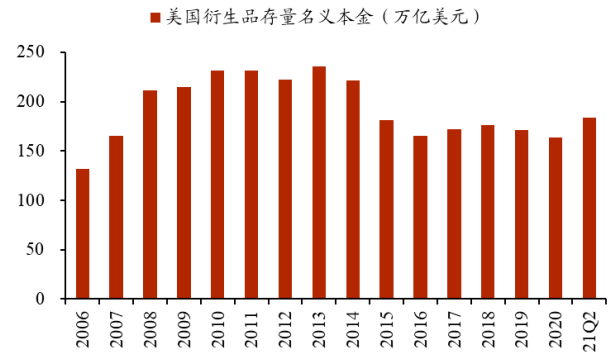
美国场外衍生品市场规模全球领先。根据 OCC 披露的数据，截至 2021Q2 末美国衍生品存量合约名义本金为 184 万亿美元，其中场外衍生品存量合约名义本金 175 万亿美元，占比 95%。根据 BIS 披露的数据，2020 年末全球场外衍生品存量合约名义本金为 582 万亿美元，测算可得美国占比达 30%，规模居全球领先地位。

图 3：全球场外衍生品存量合约名义本金规模保持稳定



资料来源：BIS，浙商证券研究所

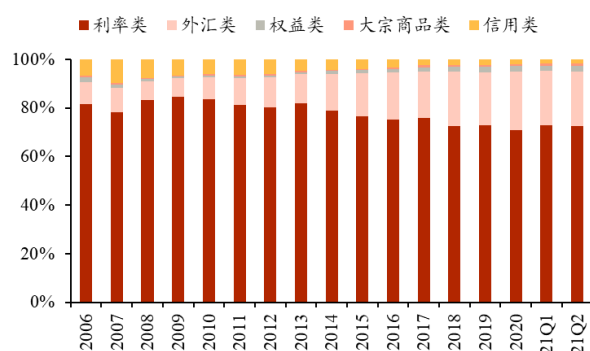
图 4：美国衍生品存量合约名义本金规模（以场外衍生品为主）



资料来源：OCC，浙商证券研究所

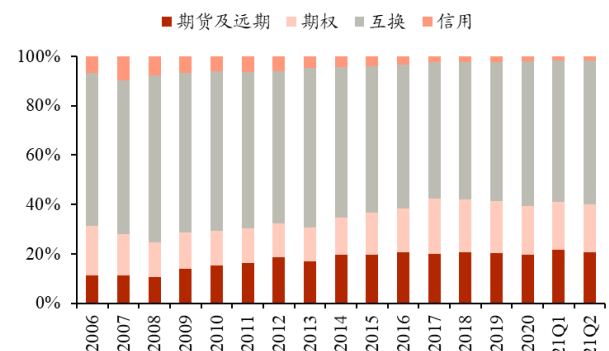
美国场外衍生品种类丰富，利率类产品占比最高。从标的类型来看，美国衍生品以利率和外汇类为主，截至 2021Q2 末，利率、外汇、权益、大宗商品、信用类衍生品存量合约名义本金占比分别为 73%/22%/2%/1%/2%。从交易品种来看，美国衍生品以互换为主，截至 2021Q2 末，互换、期货及远期、期权、信用衍生品存量合约名义本金占比分别为 58%/20%/20%/2%。

图 5：美国场外衍生品按标的类型分以利率类为主



资料来源：OCC，浙商证券研究所

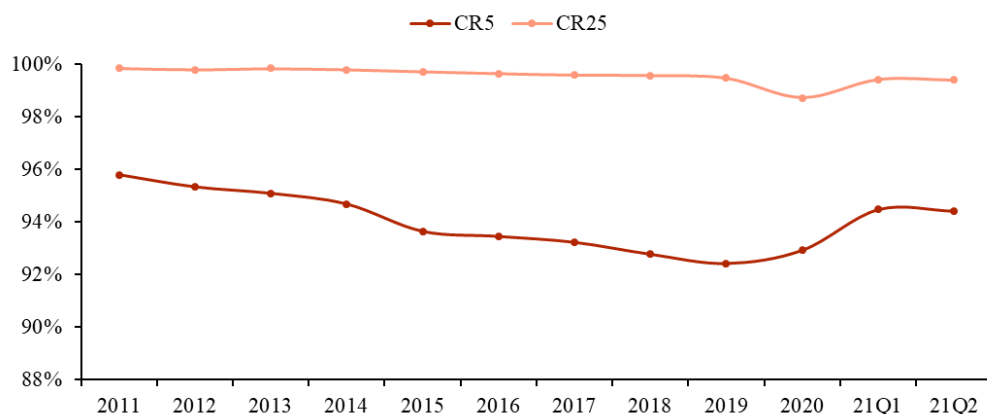
图 6：美国场外衍生品按交易品种分以互换类为主



资料来源：OCC，浙商证券研究所

美国场外衍生品交易集中度较高，头部五家机构占比 94%。截至 2021Q2 末，持有场外衍生品存量合约名义本金规模最高的前五家机构为摩根大通、高盛、花旗、美银、富国，持有名义本金规模占比分别为 50%/45%/42%/18%/10 万亿美元，集中度高达 94%，前 25 名集中度为 99%。

图 7：美国场外衍生品交易集中度较高，CR5 超 90%



资料来源：OCC，浙商证券研究所

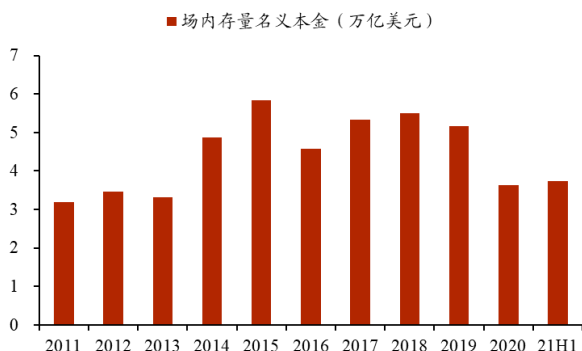
1.2. 日本

1.2.1. 场内市场：利率为主，权益为辅

日本场内衍生品规模有所波动，21H1 占全球比重为 4%。从存量规模来看，根据日本银行披露的数据，截至 21H1 末日本场内衍生品存量名义本金为 3.7 万亿美元，21H1 末存量规模占全球场内衍生品存量名义本金的 4%。从成交量来看，2020 年日本交易所衍生品成交量排名全球第 16。

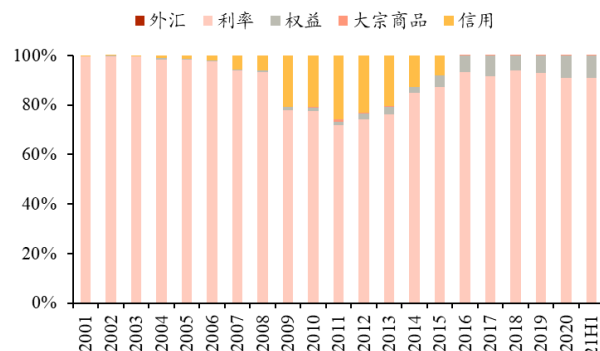
利率类产品规模较大，股指类产品数量较多。从规模上看，日本场内衍生品以利率类为主，截至 21H1 末，利率类和权益类存量合约名义本金占比分别为 91%和 9%。从数量上看，日本交易所共有场内金融衍生品约 7 大类，其中股指类衍生品数量较多。

图 8：日本场内衍生品存量名义合约规模



资料来源：日本银行，浙商证券研究所

图 9：日本场内衍生品以利率类为主



资料来源：日本银行，浙商证券研究所

表 2：日本场内金融衍生品种类丰富

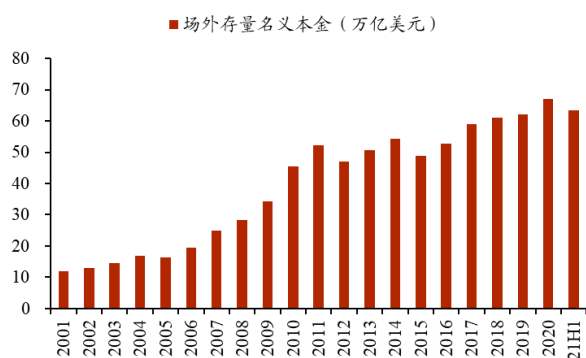
商品种类	交易标的	商品
国内股价指数	日经平均股价（日经 225）	日经 225 期货
		日经 225mini
		日经 225 期权、周型期权
	日经总收益指数期货	日经总收益指数期货
	东证股价指数（TOPIX）	TOPIX 期货
		miniTOPIX 期货
		TOPIX 期权
	JPX 日经指数 400	JPX 日经指数 400 期货
		JPX 日经指数 400 期权
	东证 Mothers 创业板指数	东证 Mothers 创业板指数期货
	TOPIX Core30	TOPIX Core30 期货
	Russell/Nomura Prime 指数	RN Prime 指数期货
海外股价指数	道琼斯工业平均指数	东证银行业股价指数期货
		东证银行业股价指数期权
	台湾加权指数	道琼斯工业平均指数期货（DJIA）
股息指数	台湾加权指数	台湾加权指数期货
	FTSE 中国 50 指数	FTSE 中国 50 期货
波动率指数	日经平均·股息指数	日经平均·股息指数期货
REIT 指数	日经平均波动率指数	日经平均 VI 期货
日本国债	东证 REIT 指数	东证 REIT 指数期货
	中期国债标的的债券（3%，5 年）	中期国债期货
	长期国债标的的债券（6%，10 年）	长期国债期货
	长期国债标的的债券价格	长期国债期货期权
个股	超长期国债标的的债券（3%，20 年）	mini 长期国债期货
	个别股份	超长期国债期货
		证券期权，包括 ETF、REIT 等交易对象

资料来源：日本交易所集团，浙商证券研究所

1.2.2. 场外规模：规模扩大，集中度高

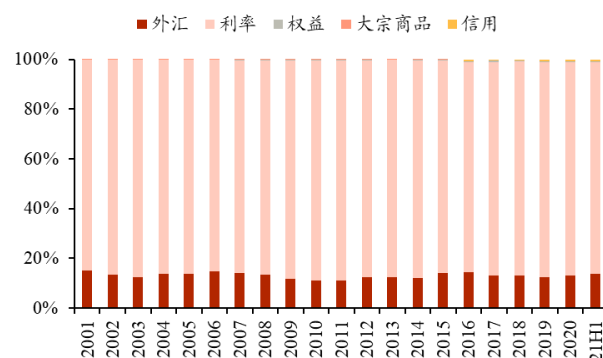
日本场外衍生品规模不断扩大，以利率类产品为主。从存量规模来看，截至 2020 和 21H1 末，日本场外衍生品存量名义本金为 67/63 万亿美元，2020 年存量规模占全球场外衍生品存量名义本金的 12%。从产品结构上看，日本场外衍生品以利率类和外汇类为主，截至 21H1 末，利率类和外汇类存量合约名义本金占比分别为 85%和 14%。

图 10：日本场外衍生品存量名义合约规模不断扩大



资料来源：日本银行，浙商证券研究所

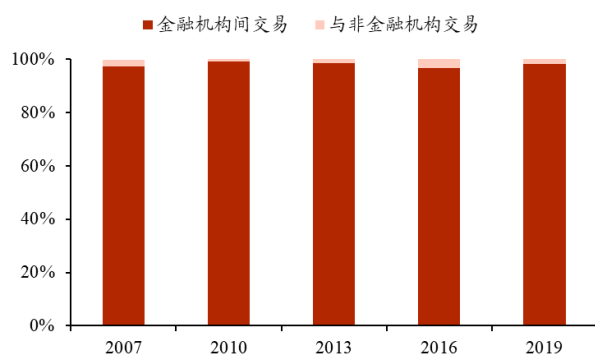
图 11：日本场外衍生品以利率类为主



资料来源：日本银行，浙商证券研究所

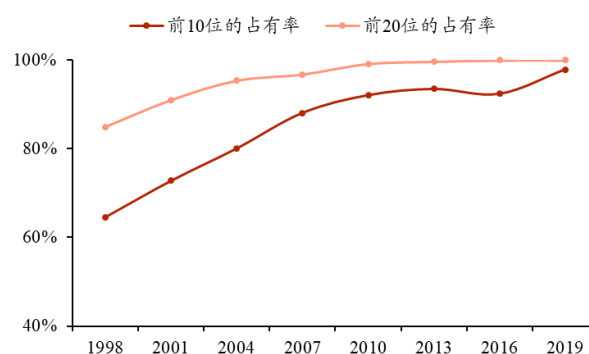
日本场外衍生品交易集中度较高，且以金融机构之间的交易为主。前 10 位金融机构的市占率从 1998 年的 65%提高至 2019 年的 98%，前 25 位金融机构的市占率从 1998 年的 85%提高至 2019 年的 100%。场外衍生品交易可根据交易对手的不同分为金融机构间交易和金融机构与非金融机构之间的交易，其中金融机构间的交易占比在 97%以上。

图 12：日本场外衍生品交易以金融机构间为主



资料来源：日本银行，浙商证券研究所

图 13：日本场外衍生品交易集中在头部机构



资料来源：日本银行，浙商证券研究所

2. 中国衍生品市场

2.1. 场内市场：商品类领先，金融类滞后

我国衍生品市场起步晚，经历早期探索、清理整顿、规范发展三个阶段。

(1) 1990-1993 年的早期探索：1990 年 10 月，郑州粮食批发市场成立并且引入期货交易机制，标志着我国衍生品市场正式开始发展。随后的几年内商品交易所如雨后春笋般冒出，1993 年底共有交易所超 50 家，过度投机、操纵市场等事件频发；

(2) 1993-2000 年的清理整顿：国务院于 1993 年和 1998 年下发通知对期货市场进行整治，限制交易范围、参与单位、产品品种，制止盲目发展；

(3) 2000 年以来的规范发展：整顿过后，全国只保留了上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所三个交易所，我国期货市场步入规范发展阶段。2006 年第四家期货交易所中国金融期货交易所成立，也是境内首家金融衍生品交易所。2013 年，上海期货交易所发起设立上海国际能源交易中心，进行能源类衍生品交易。2015 年证监会批准上交所上市上证 50ETF 期权，是境内首只场内期权产品。2019 年期权品种扩容，上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权产品。

图 14：我国场内衍生品市场发展历程

1990年10月，郑州粮食批发市场的成立拉开我国衍生品市场的序幕。

国务院于1993年和1998年下发通知限制交易范围、参与单位和产品品种。

2006年中国金融期货交易所成立；2013年，上海国际能源交易中心设立，开始进行能源类衍生品交易。

1990-1993 早期探索

1993年底共有交易所超50家，过度投机、操纵市场等事件频发。

1993-2000 清理整顿

全国期货交易所由14家减少到仅剩3家；上市交易品种减少为12个。

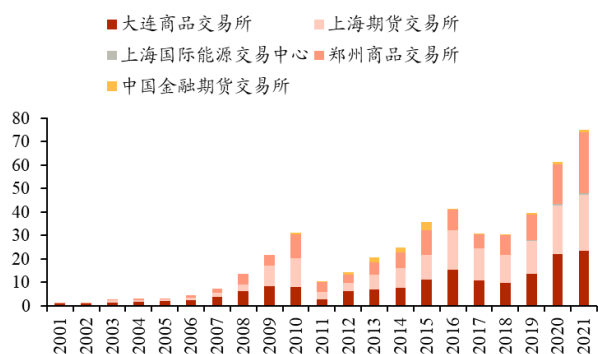
2000-至今 规范发展

2015年证监会批准上交所上市上证50ETF期权；2019年期权品种扩容，上交所、深交所上市沪深300ETF期权产品。

资料来源：《中国期货市场发展回顾》，浙商证券研究所

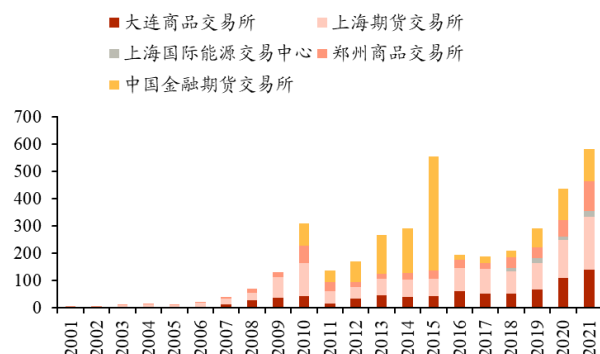
我国期货市场交易量持续增长，但仍仅为美国一半。从交易情况来看，我国期货市场成交量（包括期权）从 2001 年的 1 亿手增长至 2021 年的 75 亿手，复合增速 23%，但成交量仍仅占美国的一半左右；成交额（包括期权）从 2001 年的 3 万亿元增长至 2021 年的 581 万亿元，复合增速 30%。

图 15：我国期货期权成交量（亿手）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：我国期货期权成交额（万亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我国是全球第一大商品期货市场，交易所世界排名不断提高。根据中国期货业协会披露的数据，2020 年中国期货市场成交量占全球期货市场总成交量的 13.2%，较 2019 年占比 11.5%提升了 1.7pct。2020 年我国的大商所、上期所、郑商所和中金所在全球交易所期货和期权成交量排名中分别位居第 7、第 9、第 12 和第 27 名，其中大商所、上期所、中金所较 2019 年分别提升了 4 名、1 名和 1 名。

表 3：全球交易所成交量排名（2020）

排名	交易所名称	交易所名称（中文）	2020 成交合约（亿手）
1	National Stock Exchange of India	印度国民证券交易所	88.5
2	B3	巴西圣保罗证券期货交易所	63.1
3	CME Group	芝加哥商业交易所集团	48.2
4	Intercontinental Exchange	洲际交易所	27.9
5	Nasdaq	纳斯达克集团	26.6
6	CBOE Holdings	芝加哥期权交易所集团	26.1
7	Dalian Commodity Exchange	大连商品交易所	22.1
8	Korea Exchange	韩国交易所	21.8
9	Shanghai Futures Exchange	上海期货交易所	21.3
10	Moscow Exchange	莫斯科交易所	21.2
11	Eurex	欧洲期货交易所	18.6
12	Zhengzhou Commodity Exchange	郑州商品交易所	17.0
13	Borsa Istanbul	伊斯坦布尔交易所	15.2
14	BSE	印度孟买证券交易所	9.2
15	Miami International Holdings	迈阿密国际证券交易所集团	8.3

资料来源：FIA，浙商证券研究所

商品衍生品种类较多。从产品种类上看，我国五大期货交易所上市的产品以商品类衍生品为主、金融衍生品为辅，目前上期所、大商所、郑商所、能源交易中心共有商品期货及期权 84 种，中金所有金融衍生品 7 种。此外，上交所和深交所共有股指期货 3 种。

表 4：各期货交易所交易品种

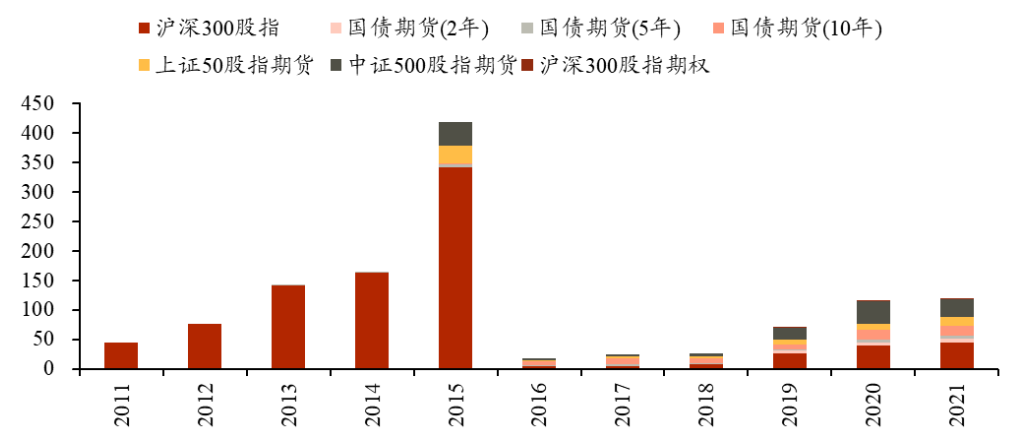
交易所	期货品种名称	期货品种数量	期权品种名称	期权品种数量
上期所	铜、铝、锌、铅、黄金、天胶、燃料油、螺纹钢、线材、白银、沥青、热轧卷板、镍、锡、漂白硫酸盐针叶木浆、不锈钢	16	铜、天胶、黄金、铝、锌	5
郑商所	强麦、棉花、白糖、PTA、菜籽油、早籼稻、甲醇期货（MA）、普麦、玻璃、油菜籽、菜籽粕、动力煤、粳稻（谷）、晚籼稻、硅铁、锰硅、棉纱、鲜苹果、干制红枣、尿素、纯碱、涤纶短纤、花生仁	23	白糖、棉花、PTA、甲醇、菜籽粕、动力煤	6
大商所	豆一、豆二、豆粕、玉米、豆油、线型低密度聚乙烯、棕榈油、聚氯乙烯、焦炭、焦煤、铁矿石、鸡蛋、细木工板（胶合板）、中密度纤维板（纤维板）、聚丙烯、玉米淀粉、乙二醇、粳米、苯乙烯、液化石油气、生猪	21	豆粕、玉米、铁矿石、液化石油气、聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯、棕榈油	8
中金所	沪深 300 指数期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货、上证 50 股指期货、中证 500 股指期货、2 年期国债期货	6	沪深 300 股指期权	1
能源交易中心	中质含硫原油、20 号胶、低硫燃料油、国际铜	4	原油	1
上交所	NA	NA	上证 50ETF、沪深 300ETF	2
深交所	NA	NA	沪深 300ETF	1

资料来源：各大期货交易所，浙商证券研究所

金融衍生品发展滞后。虽然我国是全球第一大商品期货市场，但金融衍生品发展较为滞后。目前我国场内金融衍生品数量较少且以期货为主，中金所 7 个金融衍生品中有 6 个是期货产品。根据中金所及证监会披露的交易数据，沪深 300 股指期权成交额占中金所所有金融衍生品成交额的比重不足 1%。

2015 年股票市场大起大落，中金所将沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平仓交易手续费标准上调为成交金额的万分之 23，非套期保值持仓的交易保证金提高至 40%，套期保值持仓的交易保证金提高至 20%，导致 2015 年后股指期货成交量大幅降低。

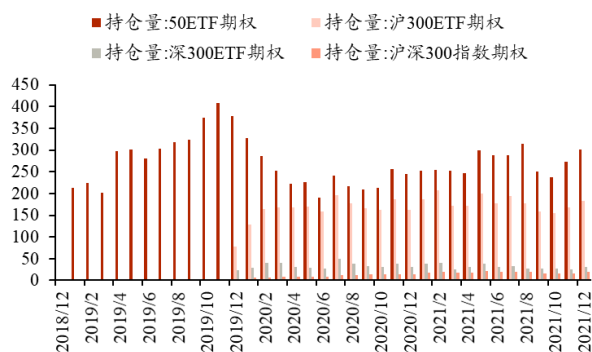
图 17：中金所金融衍生品以期货类为主



资料来源：Wind，证监会，浙商证券研究所

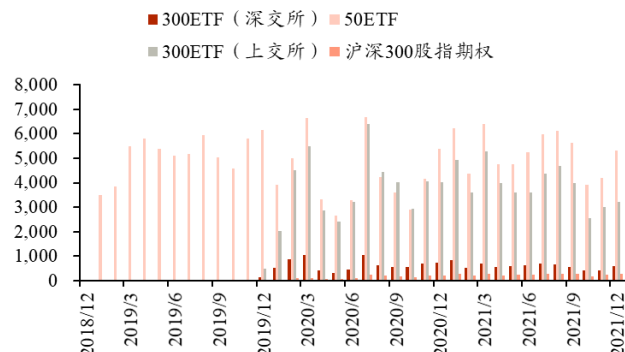
品种丰富伴随政策松绑，金融衍生品发展得到支持。2019 年股指期货扩容，上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期货期权，新的期权产品推出后，交易量迅速追赶 50ETF 期权。2017 年以来中金所通过调整“过度交易”的监管标准、下调保证金率、手续费率等方式对股指期货四次松绑，交易量也随之回升。

图 18：场内期权持仓量（万张）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：场内期权交易量（万张）



资料来源：上交所，深交所，中金所，浙商证券研究所

表 5：股指期货相关政策调整情况

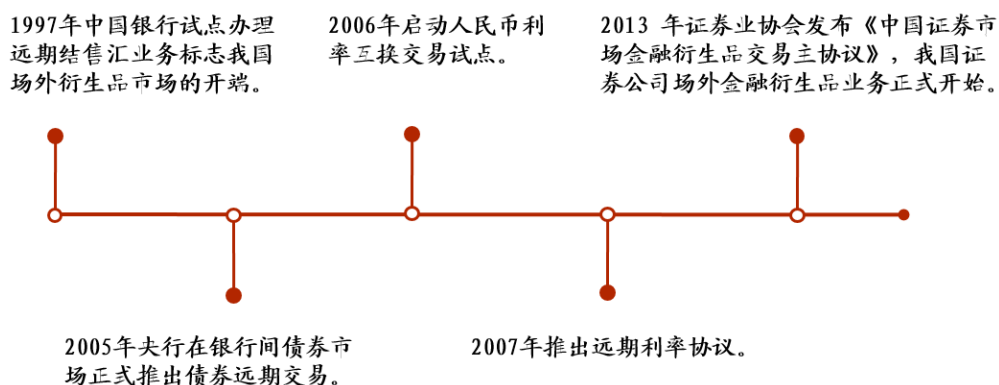
时间	非套期保值保证金			套期保值保证金			日内过度交易监管标准	平今仓手续费
	IF300	IH50	IC500	IF300	IH50	IC500		
2015 年 9 月 7 日之前	30%	30%	30%	10%	10%	10%	无限制	万分之 1.15
2015 年 9 月 7 日	40%	40%	40%	20%	20%	20%	10 手	万分之 23
2017 年 2 月 17 日	20%	20%	30%	20%	20%	20%	20 手	万分之 9.2
2017 年 9 月 18 日	15%	15%	30%	15%	15%	20%	20 手	万分之 6.9
2018 年 12 月 3 日	10%	10%	15%	10%	10%	15%	50 手	万分之 4.6
2019 年 4 月 22 日	10%	10%	12%	10%	10%	12%	500 手	万分之 3.45

资料来源：财联社，浙商证券研究所

2.2. 场外市场：集中度较高，发展空间大

1997 年央行允许中国银行作为首家试点办理远期结售汇业务，标志着我国场外衍生品市场的开始。2005 年央行在银行间债券市场正式推出债券远期交易，随后在 2006 年启动人民币利率互换交易试点，2007 年推出远期利率协议。2013 年证券业协会发布《中国证券市场金融衍生品交易主协议》，我国证券公司场外金融衍生品业务正式开始。

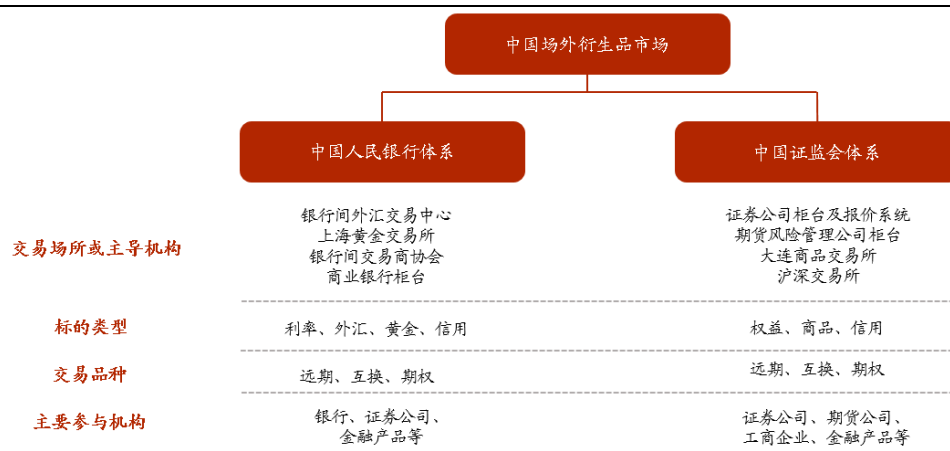
图 20：我国场外衍生品市场发展历程



资料来源：浙商证券研究所根据新闻整理

我国场外衍生品市场以银行间场外衍生品市场为主，证券期货场外衍生品市场为辅。银行间场外衍生品市场主要由央行监管，交易场所包括银行间外汇交易中心、上海黄金交易所、银行间交易商协会、商业银行柜台等，交易规模占整体场外衍生品市场的 90%以上。证券期货场外衍生品市场起步较迟，主要由证监会监管，交易场所包括证券公司柜台及报价系统、期货风险管理公司柜台、大连商品交易所、沪深交易所等。

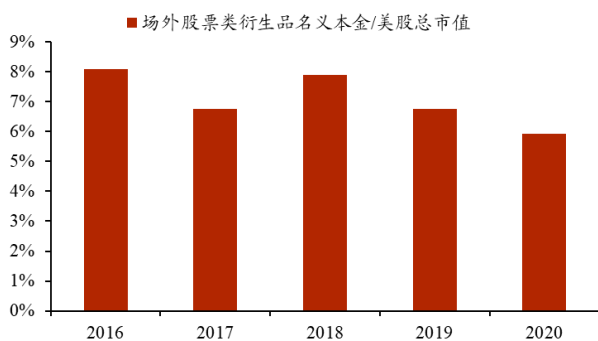
图 21：我国场外衍生品市场分类



资料来源：“证券食堂”公众号，浙商证券研究所

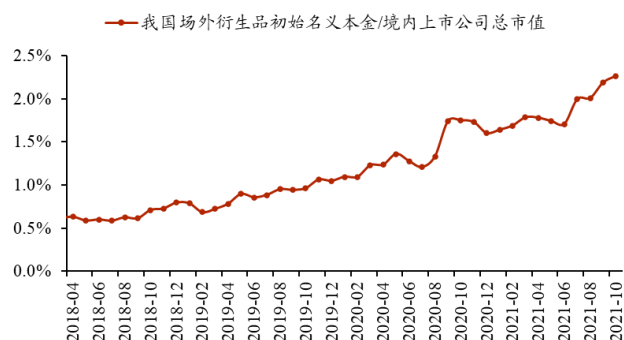
我国证券场外衍生品业务体量小，有较大发展空间。场外衍生品业务能够满足机构客户在投资方面的个性化需求以及规避风险的需求，近年来我国证券场外衍生品名义本金（包括个股、股指、商品、其他类）占境内上市公司市值比重从 2018 年年初 0.8% 提升至 2021 年 10 月的 2.3%，美国场外股票类衍生品占总市值的比重则在 6%-8% 左右的水平，我国衍生品业务还有较大提升空间。

图 22：美国场外股票类衍生品名义本金占总市值比重较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

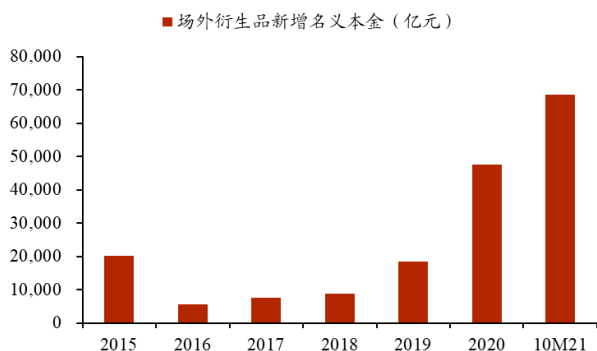
图 23：场外衍生品初始名义本金/境内上市公司总市值逐年提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

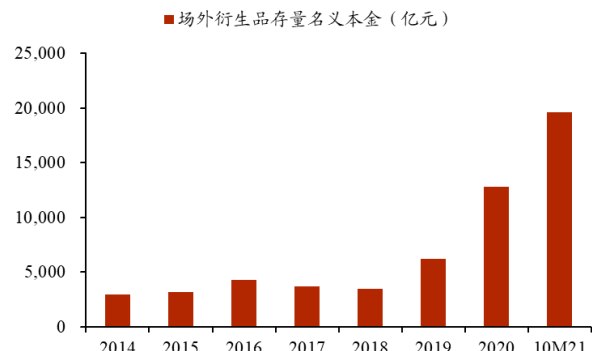
证券场外衍生品规模迅速增长，场外期权占比后来居上。从规模上看，新增名义本金规模从 2015 年的 20,102 亿增长至 2021 年前 10 个月的 68,588 亿，初始名义本金存量从 2014 年的 2,983 亿增长至 2021 年 10 月末的 19,645 亿。从结构上来看，2014 年场外互换存量名义本金占比高达 79%，然而 2015 年融资类互换业务被叫停，场外期权存量规模占比反超场外互换占比。

图 24：证券场外衍生品新增名义本金情况



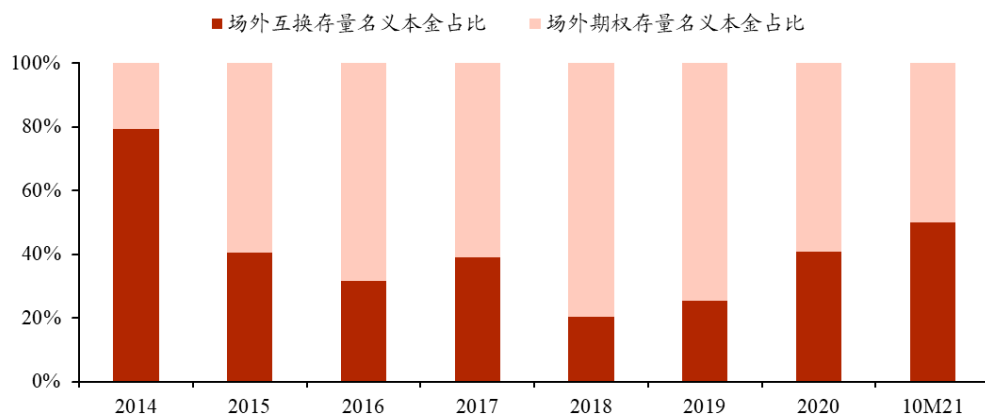
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：证券场外衍生品存量名义本金情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

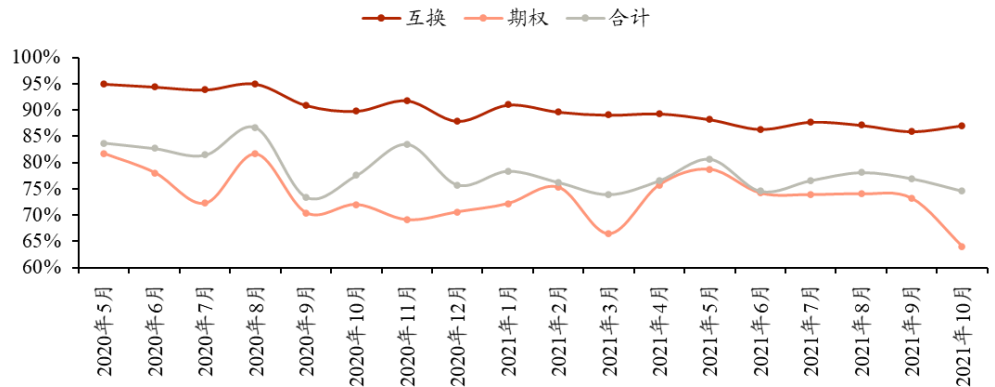
图 26：场外期权规模后来居上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

新增交易集中度较高。每月场外衍生品新增名义本金规模排名前 5 的券商合计新增规模占全市场新增规模的比重在 70%-80%左右，其中新增互换名义本金的集中度更高。2021 年 10 月场外期权新增交易量 CR5 为 64%，场外互换新增交易量 CR5 达 87%。

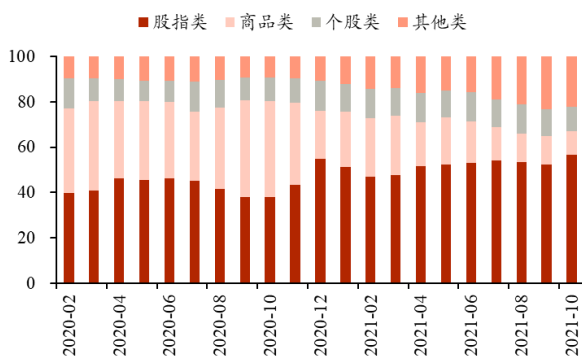
图 27：证券公司场外衍生品新增交易集中度较高



资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

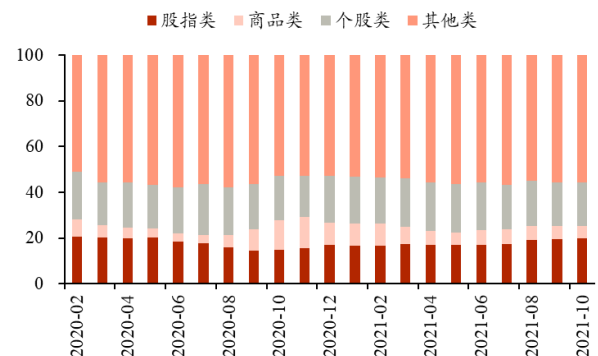
场外期权以股指标的为主，场外互换以其他类标的为主。根据中证协披露的数据，场外期权存续名义本金中股指类占比最高，2021 年 10 月末达 56%，商品类、个股类、其他类名义本金分别占比 10%/11%/22%；场外收益互换存续名义本金以其他类、个股类为主，2021 年 10 月末占比达 56%/19%。

图 28：场外期权存续名义本金中股指类占比最高



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：单位%

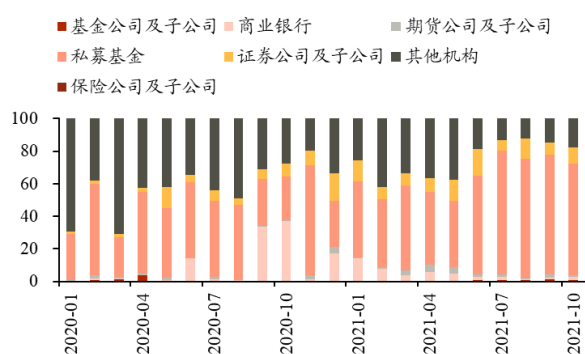
图 29：场外互换存续名义本金中其他类占比最高



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：单位%

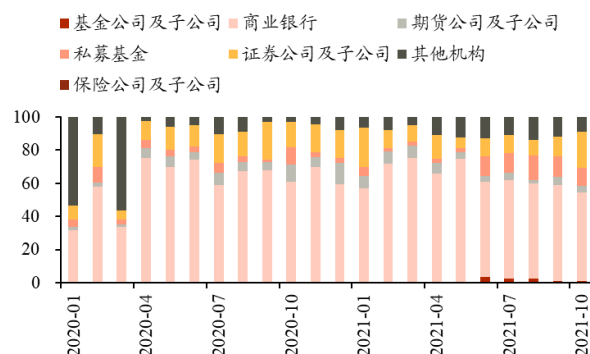
场外衍生品交易对手以商业银行和私募基金为主。场外期权的交易对手中，商业银行交易规模最大，2021 年 10 月新增期权交易中商业银行交易规模占比达 53%。场外收益互换的交易对手中，私募基金交易规模最大，2021 年 10 月新增互换交易中私募基金交易规模占比达 69%。

图 30：场外互换交易对手以私募基金为主



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 31：场外期权交易对手以商业银行为主



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 发展益处有哪些

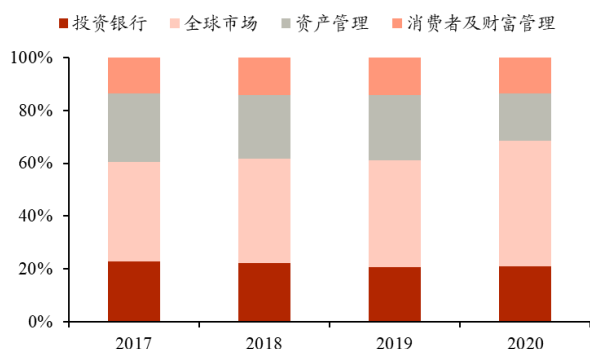
衍生品业务能够贡献较为可观、稳定安全的收益。衍生品业务的主要收入来源包括为特定的合约报价并与投资者交易来赚取买卖差价、代替客户交易相关产品获得的手续费及佣金收入、期权费收入和互换利差，可以通过持有合约挂钩标的、庞大的交易对手网络来对冲、分散风险，因此在非极端市场情况下风险可控，可以获得稳定的收益。

衍生品业务能够提高券商杠杆率，从而提高 ROE。根据国外投行经验，顶尖投行用表服务客户的能力较强，其高杠杆源自衍生品等资本消耗型业务。目前我国券商的业务模式也在逐渐重资本化，包括衍生品、两融等业务在内的资本中介类业务快速发展，将支撑行业杠杆率将继续上行。

3.1. 贡献收益

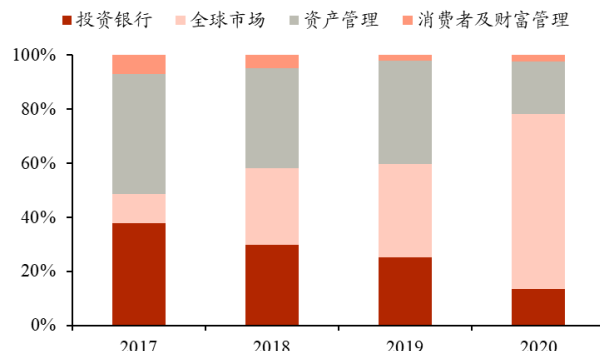
高盛全球市场业务收入可观、对业绩贡献高。高盛主要有四大业务板块，分别是投资银行板块、全球市场板块、资产管理板块、消费者及财富管理板块。其中全球市场板块（衍生品相关业务）是公司最大的收入和净利润贡献来源，2017-2020 年全球市场业务的收入占比维持在 40% 左右，2020 年净利润占比 65%。2020 年全球市场板块营收 212 亿美元，净利润 58 亿美元，ROE 为 14.1%，ROE 要高于投行板块的 10.5%、资管板块的 8.5% 和消费者及财富管理板块的 2.7%。

图 32：高盛营业收入中全球市场板块占比高



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

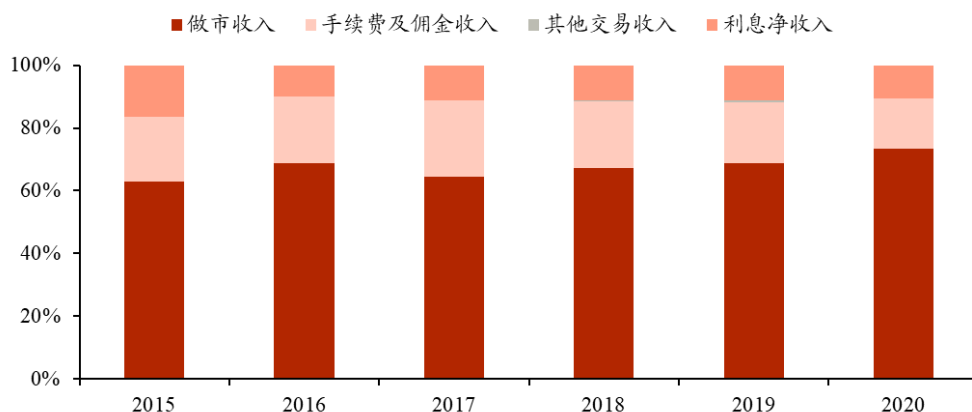
图 33：高盛净利润中全球市场板块占比高



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

做市是主要盈利方式，收入占比达 73%。高盛全球市场业务包括 FICC 和权益类，主要为客户提供交易服务、融资服务及风险管理服务，主要收入包括做市收入、手续费及佣金收入、利息净收入、其他交易收入，其中做市收入占比约 70%，是最大的收入来源。

图 34：高盛全球市场业务收入以做市收入为主

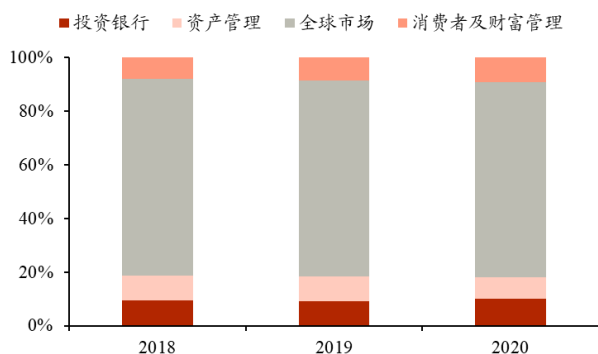


资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：2018 年以前是机构客户服务板块收入结构，该板块与全球市场板块业务范围类似

3.2. 提高杠杆

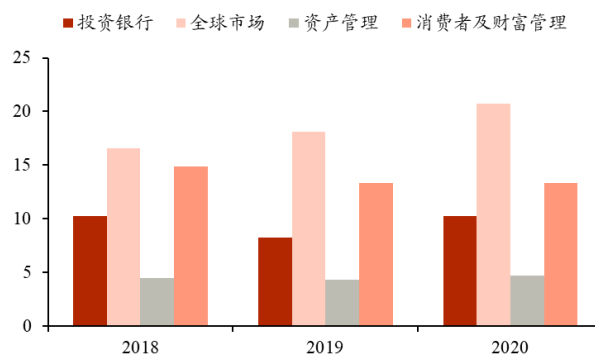
衍生品业务是提升高盛杠杆率的关键。衍生品业务是资本消耗型业务，从分部资产来看，公司全球资本市场板块资产占比为 73%，高于其他板块。根据年报披露的分部总资产及分部加权平均净资产，可以近似算出 2020 年全球资本市场板块的杠杆高达 20，拉高了公司整体杠杆倍数，可见衍生品业务需求的增长是公司扩表提杠杆的一大动力。

图 35：高盛总资产中全球资本市场板块占比高



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

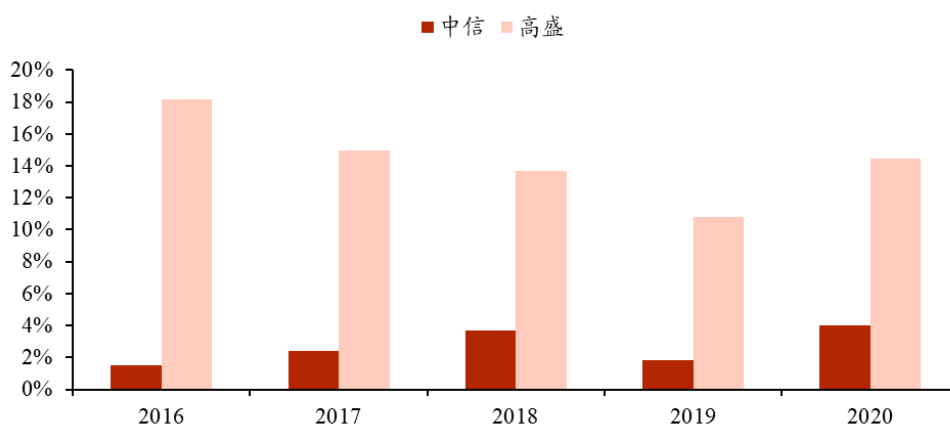
图 36：高盛全球市场板块杠杆最高



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

高盛衍生金融资产在全部金融资产中占比较高。2020 年高盛金融资产共 4,821 亿美元，其中衍生金融资产 696 亿美元，占比达 14%，远高于中信证券衍生金融资产占金融资产的比重 4%。

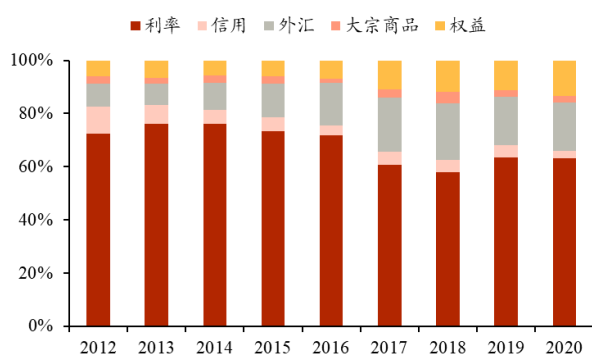
图 37：高盛衍生金融资产占比高于中信证券



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

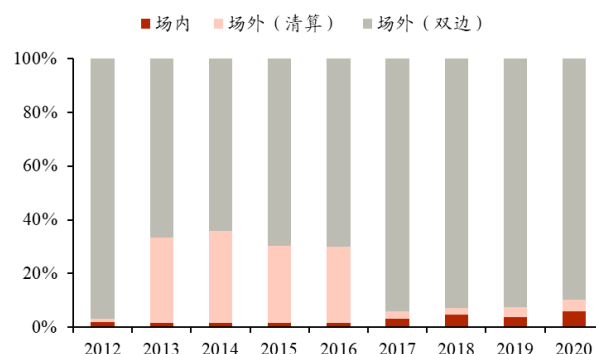
高盛衍生金融资产规模从产品结构上来看以 FICC 类为主，从交易市场来看以场外为主。2020 年公司利率、信用、外汇、大宗商品和权益类衍生品规模（未净额清算）分别为 3,588/166/1,024/140/769 亿美元，占比 63%/3%/18%/2%/14%；交易所交易的衍生品规模为 343 亿美元，场外市场交易的衍生品规模为 5,343 亿美元，占比分别为 6%/94%。

图 38：高盛衍生金融资产以利率类为主



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 39：高盛衍生金融资产以场外为主



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

4. 谁能够脱颖而出

具备业务资格：具备相关资格是衍生品业务的入场券，先入场的公司具备先发优势。证券业协会将证券公司根据公司资本实力、分类结果、全面风险管理水平、专业人员及技术系统情况分为一级交易商和二级交易商。一级交易商可以在沪深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，而二级交易商只能与一级交易商进行个股对冲，非交易商不能与客户开展场外期权业务。目前共有 8 家证券公司具备一级交易商资格，包括中信证券、华泰证券、中金公司、广发证券、国泰君安、招商证券、中信建投、申万宏源。

表 6：公司场外衍生品新增名义本金排名靠前（2020 年 11 月）

排名	证券公司	本期新增名义本金（互换）	证券公司	本期新增名义本金（期权）	证券公司	本期新增名义本金（合计）
1	华泰证券	1,089.95	申万宏源	443.86	华泰证券	1,746.60
2	中信证券	669.18	华泰证券	418.23	中信证券	1,001.75
3	中金公司	412.57	国泰君安	411.45	中金公司	660.92
4	中泰证券	153.09	招商证券	296.10	申万宏源	597.93
5	国泰君安	92.53	中信证券	293.17	国泰君安	442.31
合计		2,417.33		1,862.81		4,449.22
集中度		91.82%		69.12%		83.51%

资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所 注：亿元

表 7：公司场外衍生品存续名义本金排名第一（截至 2020 年 11 月）

排名	证券公司	本期存续名义本金（互换）	证券公司	本期存续名义本金（期权）	证券公司	本期存续名义本金（合计）
1	中信证券	1,687.09	中信证券	1,352.56	中信证券	3,039.65
2	中金公司	1,686.32	申万宏源	1,162.33	中金公司	2,107.67
3	华泰证券	533.99	华泰证券	982.43	华泰证券	1,516.42
4	国泰君安	326.84	国泰君安	929.95	申万宏源	1,290.88
5	中泰证券	243.77	中信建投	875.61	国泰君安	1,256.79
合计		4,478.01		5,302.88		9,211.41
集中度		86.31%		65.29%		69.21%

资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所 注：亿元

资金实力雄厚：衍生品业务是资本消耗型业务，开展业务的券商需要有雄厚的资金实力。根据证券业协会披露的数据，中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券等券商总资产、净资产、净资本规模排名靠前。2020 年 3 月证监会将中信证券、华泰证券、中金公司、中信建投、国泰君安、招商证券等 6 家券商纳入首批并表监管试点，允许试点公司实行灵活的风控指标体系，将试点机构母公司的风险资本准备计算系数降至 0.5，表内外资产总额计算系数降至 0.7，释放更多资本金，也打开了杠杆提升空间。

表 8：我国证券公司总资产、净资产、净资本规模排名（2020）

排名	总资产（万元）		净资产（万元）		净资本（万元）	
1	中信证券	81,025,885	中信证券	15,765,682	国泰君安	10,483,841
2	华泰证券	53,774,219	海通证券	13,959,949	中信证券	10,358,632
3	国泰君安	53,435,324	国泰君安	13,392,652	海通证券	9,320,813
4	招商证券	46,049,010	华泰证券	12,047,301	华泰证券	8,576,041
5	申万宏源	40,828,180	招商证券	10,122,805	银河证券	7,481,350
6	海通证券	40,363,809	广发证券	9,061,077	申万宏源	7,417,824
7	广发证券	40,260,183	国信证券	7,955,616	广发证券	7,144,906
8	银河证券	38,418,553	银河证券	7,894,758	中信建投	6,503,497
9	中金公司	37,014,723	申万宏源	7,890,133	招商证券	6,496,383
10	中信建投	34,309,623	中信建投	6,531,056	国信证券	6,292,320

资料来源：证券业协会，浙商证券研究所

客户网络庞大：券商场外衍生品业务的交易对手主要包括商业银行、期货公司及子公司、私募基金、证券公司及子公司、保险公司及子公司、基金公司及子公司等机构客户，客户数量越多意味着交易规模越大，不同方向的交易进行对冲、降低业务风险的概率更高。头部券商中，中信、华泰、中金等券商的机构客户占比较高，交易对手多元。

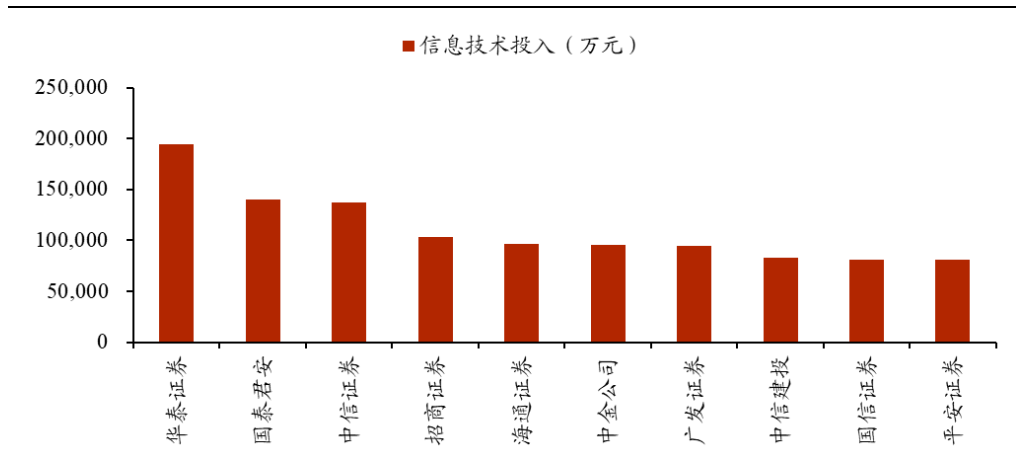
表 9：头部券商机构化程度

	代理买卖证券 款机构客户占 比（21H1 末）	融出资金机构客 户占比（21H1 末）	融券市占 率（21H1 末）	投行承销规 模市占率 （9M21）	上交所场内期权成 交量市占率 （2020）	场外期权业务 收入（2020， 万元）	私募托管数量 行业排名 （21Q1 末）
中金公司	55%	12%	7%	7%	0.1%	81,213	10
中信证券	61%	34%	25%	14%	3.9%	151,825	3
华泰证券	30%	11%	19%	8%	5.2%	117,390	4
国泰君安	29%	25%	6%	7%	3.3%	34,664	2
海通证券	37%	20%	5%	5%	3.2%	68,942	9
中信建投	45%	16%	7%	11%	0.1%	59,853	7
招商证券	40%	14%	5%	4%	3.1%	59,074	1
广发证券	31%	15%	3%	0%	2.9%	3,296	8

资料来源：Wind，公司年报，证券业协会，上交所，财联社，浙商证券研究所

信息技术领先：衍生品业务具有复杂性，对交易系统和风控系统的要求较高，比如中金公司自主研发了全球场外衍生品交易系统 ODTS、全面风险管理系统 FRMS，提升了风控能力和业务运营能力。根据证监会披露的数据，华泰证券、国泰君安、中信证券的信息投入金额排名领先。

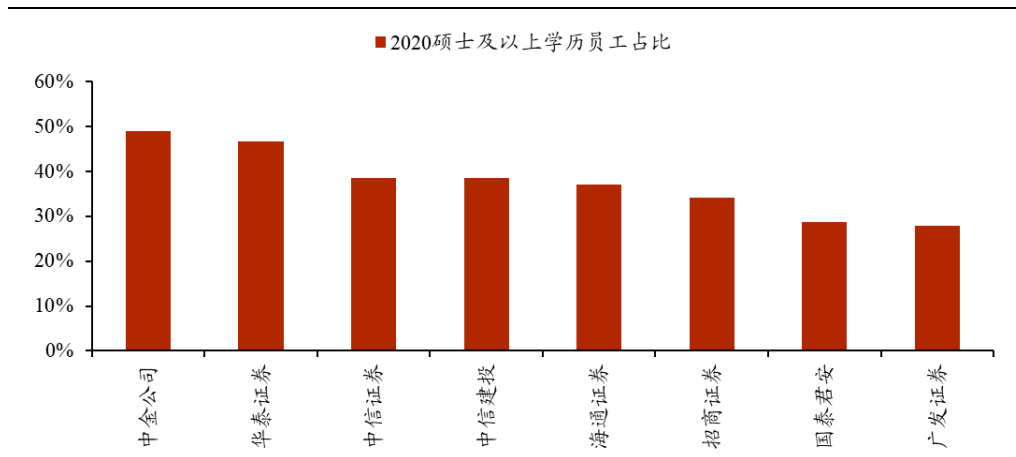
图 40：我国证券公司信息技术投入资金排名（2020）



资料来源：证券业协会，浙商证券研究所

人才团队优秀：衍生品业务对券商定价能力、对冲能力、创新能力有较高要求，因此需要打造专业、优秀的人才团队。从公司整体员工素质来看，中金公司、华泰证券、中信证券等券商硕士以上员工占比领先同业，在衍生品业务相关部门也是积极招兵买马。根据财联社新闻披露，中金公司衍生品业务拥有成熟的交易团队，主要负责人拥有10年以上衍生品业务经验，来自顶尖国际投行；成员均来自海内外顶尖名校，超半数有长期海外衍生品业务相关经验。

图 41：头部券商硕士及以上学历员工占比较高



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

综合来看，拥有衍生品相关业务资质、雄厚的资金实力、庞大的客户网络、领先的交易系统和优秀的人才团队的中信证券、中金公司（H）、华泰证券更容易在衍生品业务的比拼当中胜出。

5. 风险提示

1. 衍生品业务监管力度大幅加强
2. 市场交投活跃度大幅回落

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn