

行业深度报告

他山之石：美国做市业务的发展路径与经验借鉴

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业点评：科创板做市商制度落地，券商重资产业务再添新翼 20220515

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn



平安观点：

- **美国做市业务蓬勃发展，已成为大型投行核心业务之一。**美国做市商制度历史悠久、发展成熟、交易品种多元，基本囊括所有 FICC 和权益类产品。做市收益依赖价差和对冲净收入，具有相对稳定性，且做市业务杠杆和 ROE 较高，助推投行整体 ROE 水平提升。从市场格局来看，做市业务向头部聚集，以衍生品为例，根据持有的衍生品合约名义价值排序，前 10 家商业银行持有衍生品合约名义价值在全部商业银行中的占比达 98%；从收入贡献来看，目前美国头部投行做市业务在非利息收入中的贡献均保持在 20% 以上，已成为重要收入来源。
- **海外顶级投行做市风控能力、科技水平领先。**美国做市业务参与者多元，综合型大投行和电子交易平台是重要的两类参与者：1）综合型大投行以高盛为代表，高盛做市产品横跨多类资产，不同资产间形成收益对冲，整体做市收入增长稳定，2021 年做市在非利息收入中的贡献达 29%，是高盛收入贡献最高的业务；做市业务持续加大杠杆，助推 ROE 快速增长。高盛在做市业务方面的主要优势在于机构客户资源丰富、综合服务提升客户体验，风控和科技水平突出、定价能力优秀。2）电子交易平台以沃途金融为代表，沃途金融是美国领先的零售订单做市商，在美国零售订单流量中的市场份额已超 30%；沃途金融交易策略具备资产种类多、交易规模大、单次价差小的特点，因此可容纳高频率、大规模交易量、具备较强定价能力的电子交易系统和优异的成本控制能力是沃途金融最核心的优势；此外，沃途金融向外输出科技服务，成为收入增长的新驱动力。
- **我国券商做市业务起步较晚，政策打开权益类做市空间。**近年来我国做市制度不断完善，做市品种逐渐多元化，但丰富度仍明显落后于美国。券商 FICC 类产品参与较少，权益类产品中券商在金融衍生品、ETF、新三板做市市场均发挥重要作用。2022 年 5 月科创板引入做市商制度，打开 A 股做市大门，试点券商需具备较高资本水平和综合实力，头部券商将率先获得资格并开展业务。借鉴美国经验，目前国内头部券商在资本金、杠杆水平、盈利能力等方面均明显弱于美国大型投行，未来国内券商应进一步扩充资本、挖掘机构客户资源、加大金融科技投入、提升风险管理能力。
- **投资建议：**资本市场改革持续推进，国内做市商制度不断完善，券商将在资本市场中发挥更专业、更重要的作用，建议关注资本实力雄厚、人才队伍建设完善、风控系统完备、机构客户资源丰富的龙头券商，如中信证券、中金公司。
- **风险提示：**1）试点资格核准速度、政策推广进度不及预期；2）券商资本扩充不及预期；3）市场活跃度下滑；4）宏观经济超预期下行。

正文目录

- 一、 美国做市业务蓬勃发展，已成大型投行核心业务之一.....5
 - 1.1 美国做市业务历史悠久，交易品种丰富多元 5
 - 1.2 做市业务具有收益稳定、ROE 高的特点，已成为美国投行的核心业务之一..... 8
- 二、 海外顶级投行做市风控能力、科技水平领先..... 11
 - 2.1 高盛：为机构客户提供一站式交易服务的综合型大投行.....11
 - 2.2 沃途金融：金融科技水平领先同业的电子做市商..... 15
- 三、 我国券商做市业务起步较晚，政策打开权益类做市空间18
 - 3.1 我国做市商制度不断完善，科创板试点打开券商权益类做市空间 18
 - 3.2 做市品类有望持续增加，券商需打造资本、客户资源、风控、科技等综合优势把握先机 22
- 四、 投资建议和风险提示.....24
 - 4.1 投资建议 24
 - 4.2 风险提示 24

图表目录

图表 1	做市商制度与竞价制度示意图对比	5
图表 2	2021 全球交易所股票总市值 TOP10	5
图表 3	2021 全球交易所电子系统交易额 TOP10	5
图表 4	2012-2021 美国银行控股公司合计交易收入	7
图表 5	摩根士丹利交易产品细分种类	7
图表 6	2012-2021 美国银行控股公司交易收入结构	7
图表 7	做市商收入和成本账户示意图	8
图表 8	摩根大通公司及投行部门净利率及 ROE 与公司整体的对比	9
图表 9	摩根士丹利机构证券部门净利率及 ROE 与公司整体的对比	9
图表 10	2021TOP10 商业银行总资产占比	9
图表 11	2021TOP10 商业银行衍生品合约名义价值占比	9
图表 12	摩根大通做市业务收入及其收入贡献	10
图表 13	摩根士丹利做市业务收入及其收入贡献	10
图表 14	花旗集团做市业务收入及其收入贡献	10
图表 15	美国银行做市业务收入及其收入贡献	10
图表 16	摩根大通做市业务收入结构	11
图表 17	摩根士丹利做市业务收入结构	11
图表 18	花旗集团做市业务收入结构	11
图表 19	美国银行做市业务收入结构	11
图表 20	高盛业务分部布局（2021 年）	12
图表 21	高盛营业收入结构	12
图表 22	高盛全球市场部门营业收入结构	12
图表 23	高盛与其他投行做市在非利息收入中的营收贡献	12
图表 24	高盛做市收入结构	13
图表 25	高盛做市收入统计	13
图表 26	高盛全球市场部门和全公司杠杆倍数	13
图表 27	高盛全球市场部门和全公司平均 ROE	13
图表 28	高盛风控系统架构（2021 年）	14
图表 29	高盛 Marquee 平台核心能力	14
图表 30	沃途金融营业收入及同比增速	15
图表 31	沃途金融收入结构（根据公司部门拆分）	15
图表 32	沃途金融做市部门收入与同比增速	16
图表 33	沃途金融杠杆倍数及平均 ROE 水平	16

图表 34	沃途金融与其他做市商杠杆倍数及平均 ROE 对比.....	16
图表 35	2009 年 1 月-2014 年 2 月不同交易净收入区间对应的交易日天数（横轴单位为百万美元）.....	17
图表 36	沃途金融 EBITDA 利润率.....	17
图表 37	沃途金融佣金及科技服务收入及同比增速.....	17
图表 38	沃途金融收入结构（根据收入项目拆分）.....	17
图表 39	我国做市商制度发展历史.....	18
图表 40	获银行间债券市场现券做市商资格的证券公司及其做市类型.....	18
图表 41	场内金融衍生品及做市商.....	19
图表 42	上交所股指 ETF 成交量结构.....	19
图表 43	场外期权交易商名单.....	20
图表 44	场外期权、收益互换名义本金存量及新增量.....	20
图表 45	2020 年 11 月互换+期权存续名义本金集中度.....	20
图表 46	上交所、深交所部分基金的做市商名单.....	20
图表 47	单只 ETF 引入做市商的数量分布.....	21
图表 48	主做市商承担做市的 ETF 数量.....	21
图表 49	新三板总成交金额、做市交易金额及占比.....	21
图表 50	2022Q2 新三板主办券商做市业务评分 TOP10.....	21
图表 51	我国证券行业净资产及同比增速.....	22
图表 52	国内外头部券商净资产对比.....	22
图表 53	国内外头部券商平均 ROE 对比.....	23
图表 54	2021 年国内外头部券商杜邦分解相关指标.....	23
图表 55	国内上市券商营收结构变化.....	23
图表 56	国内外头部券商自营交易业务收入对比.....	23

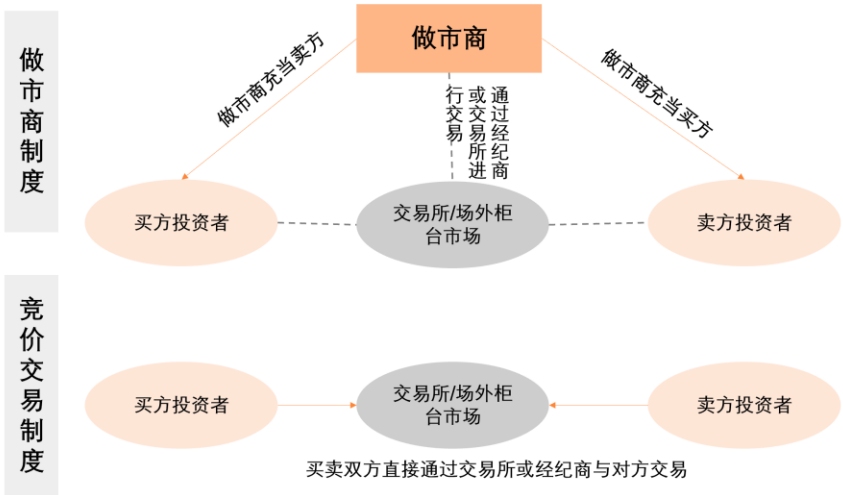
一、美国做市业务蓬勃发展，已成大型投行核心业务之一

1.1 美国做市业务历史悠久，交易品种丰富多元

做市商制度又称报价驱动制度，是指在证券、衍生品等金融资产交易市场上，具有一定资本实力、信息资源和信誉的机构向交易的买方和卖方提供双边报价，并基于此报价接受交易者的买卖要求、促进交易完成的交易制度，而做市商即为通过自有资金和证券提供双边报价的机构。

与做市商制度相对应的交易制度为竞价交易制度，又称指令驱动制度，主要应用于标准化程度高、参与者众多的交易所市场，买卖双方将委托指令下达给经纪代理人，经纪代理人将相应指令下达至交易所，交易所交易系统汇总所有指令，并依据价格和时间的优先度进行撮合成交。目前纳斯达克、纽交所、芝交所等海外领先交易所均采用竞价和做市商并存的混合交易制度；国内新三板市场也引入竞价、协议、做市并存的混合交易制度，上交所、深交所采用竞价和做市并存的混合交易制度。

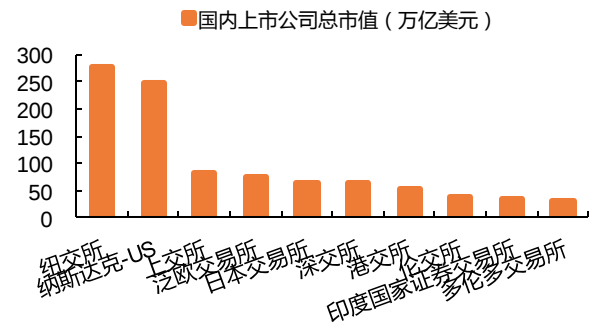
图表1 做市商制度与竞价制度示意图对比



资料来源：深圳证券交易所，平安证券研究所

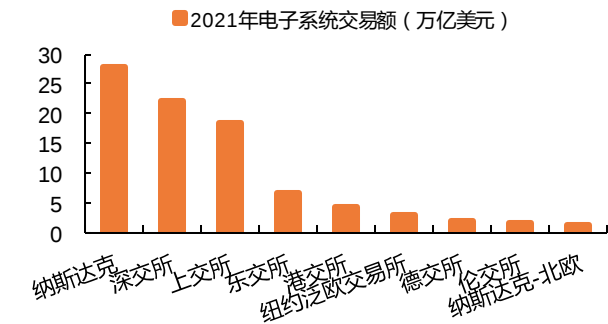
美国具有全世界最发达的资本市场，为做市交易的发展提供良好基础。目前全球已有相当一部分的资本市场引入做市制度，包括美国纽交所、纳斯达克，英国伦交所、LME，德国德意志交易所等。其中美国具有市值和交易量领先全球的交易所市场，以及层次丰富、规模庞大的 OTC 市场，为做市业务的发展提供良好土壤，更具借鉴意义。

图表2 2021 全球交易所股票总市值 TOP10



资料来源：WFE，平安证券研究所

图表3 2021 全球交易所电子系统交易额 TOP10



资料来源：WFE，平安证券研究所

美国做市业务与二级市场相辅相成，在资本市场不同发展阶段均发挥重要作用：

- 1) **初始阶段（19 世纪前）：做市商在传统柜台市场撮合交易。**做市制度是最古老的证券交易制度之一，起源于传统场外市场，交易商为促成交易和降低交易成本，自行承担做市商角色，为其他交易商或客户提供双边报价，报价方式也多为实地沟通、电话沟通等传统方式。
- 2) **场内市场主导阶段（19 世纪-20 世纪 70 年代）：规范化交易所出现并高速发展，做市商在场内市场提供流动性。**1791 年美国第一家证券交易所在费城成立，第二年纽约交易所前身成立，19 世纪后美国交易所、芝加哥证券交易所等美国主要交易所纷纷建立，证券交易委员会（SEC）等监管机构不断完善，交易所的高速扩张为场内做市的发展提供了生长土壤。1971 年美国证券交易商协会（NASD）创建了一个计算机交易系统 NASDAQ，最初用于连接全国场外市场，此后纳斯达克逐步收购费城交易所、波士顿交易所等场内市场，场外交易功能逐渐弱化。同时，各家传统场内交易所开始电子交易系统的建立与完善，做市商开始通过电子交易系统买卖证券，交易频率与交易规模迅速增长。

随着交易所规模扩张、相关交易制度逐渐完善，美国交易所市场逐渐形成两类较为经典的做市制度：以纽交所为代表的垄断型做市制度、以纳斯达克为代表的竞争型做市制度。①纽交所的垄断型做市制度又称专家制（Specialist），每只上市产品仅允许一家做市商提供双边报价，做市商可以获取垄断性带来的更高利润，但同时也有义务确保交易有序公平进行；②纳斯达克的竞争型做市商制度要求一只上市产品至少有 2 个做市商，交易活跃的股票拥有更多做市商。竞争型做市商制度通过竞争使得市场交易更为活跃、考验做市商定价能力。

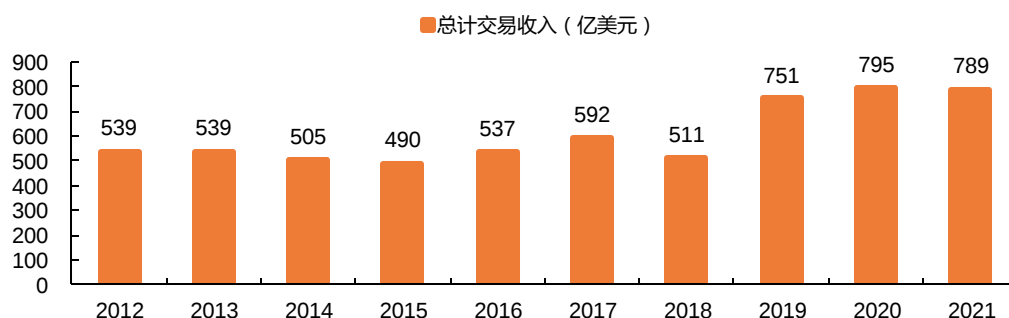
- 3) **场内与场外市场自由竞争阶段（20 世纪 70 年代-至今）：现代化场外市场形成，做市商内部撮合平台市场份额快速提升。**1975 年美国颁布证券法修正案，建立全国证券市场（NMS，National Market System），上市股票上市地和交易场所分离，各交易平台信息汇总成全国最优报价，每个交易平台都有义务将投资者订单发送至最优报价平台，因此上市股票的交易不再仅由场内交易所主导，经纪自营商撮合平台（Broker-Dealer Internalizer）和另类交易系统（ATS）等现代化场外市场迅速崛起，场内与场外市场竞争激烈。其中，经纪自营商撮合平台主要为做市商平台，由做市商进行撮合交易。

20 世纪后期，机构投资者和零售折扣经纪商崛起，做市商内部撮合平台交易市占率持续提升。一方面，美国共同基金、养老金基金等机构投资者崛起，机构投资者对大宗交易的需求明显提升，而以高盛为代表的大型投行能为机构投资者提供综合性服务，在承接大宗交易相关的做市业务方面具备相对优势；另一方面，Robinhood、嘉信理财等零售折扣经纪商承担的散户证券交易量激增，而此类折扣经纪商主要将订单流转至做市商平台，换取做市商为此的支付（称之为订单流支付 Payment for Order Flow）。因此近年来，做市商平台交易规模与占比明显提升。据 CFA 协会和美国金融业监管局（FINRA）披露，2012 年前 3 月经纪自营商撮合平台及其他 OTC 平台（不包括 ATS）平均交易量市场份额仅为 18%，而到了 2017 年 38% 的上市股票均在经纪自营商撮合平台交易。

从市场参与者来看，美国做市参与者较为多元。以纽交所 Arca equities 板块为例，Arca Equities 板块共有 12 家领先做市商，主要包括高盛、瑞士信贷等传统综合大型投资银行、商业银行，以及沃途金融（Virtus Financial）、简街资本（Jane Capital）等电子交易公司两类参与者。综合大型投行具备丰富的客户资源、长期积累的品牌信誉、及雄厚的资本实力，做市业务成为重资产业务获利的重要方向。而电子交易公司在近三十年内迅速发展，在金融科技上具备相对优势，在通过高频率和大规模买卖证券、赚取价差的同时也为市场提供了流动性，实质承担做市商角色。

从市场总量来看，美国做市业务发展已较为成熟，收入表现具有稳定性。美国做市业务经过两百多年的发展，已相对成熟。据美国货币总局办公室（OCC），2012 年-2018 年美国商业银行控股公司合计交易总收入维持在 500 亿美元左右，尽管以 2018 年为代表的部分年份受二级市场行情拖累，交易收入同比有所下滑，但整体波动较小、呈现成长趋势。2019 年以来银行业交易收入进一步增长，2019、2020、2021 年美国银行控股公司合计总交易收入分别为 751.26、795.12、789.46 亿美元。

图表4 2012-2021 美国银行控股公司合计交易收入



资料来源: OCC, 平安证券研究所

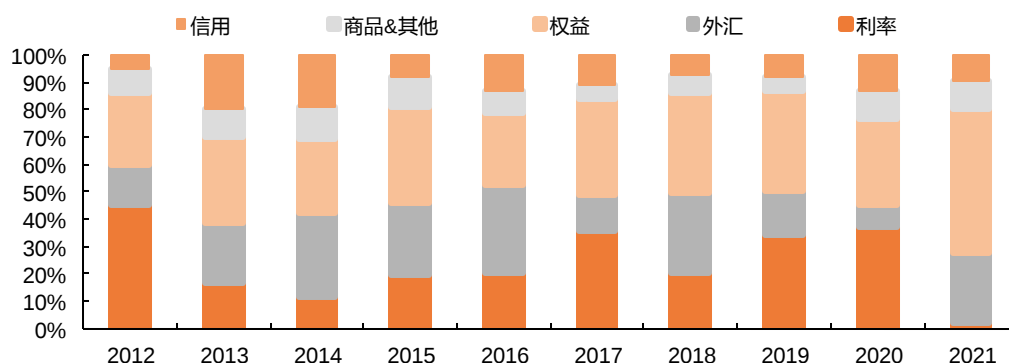
从做市品种来看, 美国做市商交易品种多元, 其中 FICC 是最主要的做市产品。美国金融交易市场高度发达, 对做市业务限制较小, 基本所有可交易金融产品均能参与做市。以摩根士丹利为例, 摩根士丹利的交易和做市品种可分为权益和固定收益两类, 其中, 权益产品包括普通股、全球存托凭证、ETF 等股票现货, 以及股票或股指的期货、期权、互换、权证等权益衍生品; 固定收益产品包括石油等商品、利率类和货币类产品及其衍生品、信用类债券或衍生品、各类抵押证券等资产证券化产品。据美国货币总局办公室 (OCC), 2012-2020 年美国银行控股公司合计交易总收入中 FICC 类产品 (信用、外汇、利率、商品) 交易收入占比均维持在 50%-60% 左右, 2021 年受权益类产品交易收入明显增长、利率类产品交易收入大幅收缩影响, FICC 类产品交易收入占比下滑至 38%。

图表5 摩根士丹利交易产品细分种类

类别	交易品种	细分品种
股票类	股票现货 (cash equity)	普通股、全球存托凭证、交易所交易基金等
	权益衍生品 (equity derivatives)	股票期权、股票互换、认股权证、结构性票据、股票期货、指数或一揽子股票的期货等
固定收益类	商品 (commodities)	石油、金属、电力、天然气等
	宏观产品 (macro products)	利率现货、利率衍生品、外汇期权等
	全球信用产品 (global credit products)	政府债、投资级债券、信用衍生品、住宅抵押贷款支持证券等

资料来源: 摩根士丹利官网, 平安证券研究所

图表6 2012-2021 美国银行控股公司交易收入结构

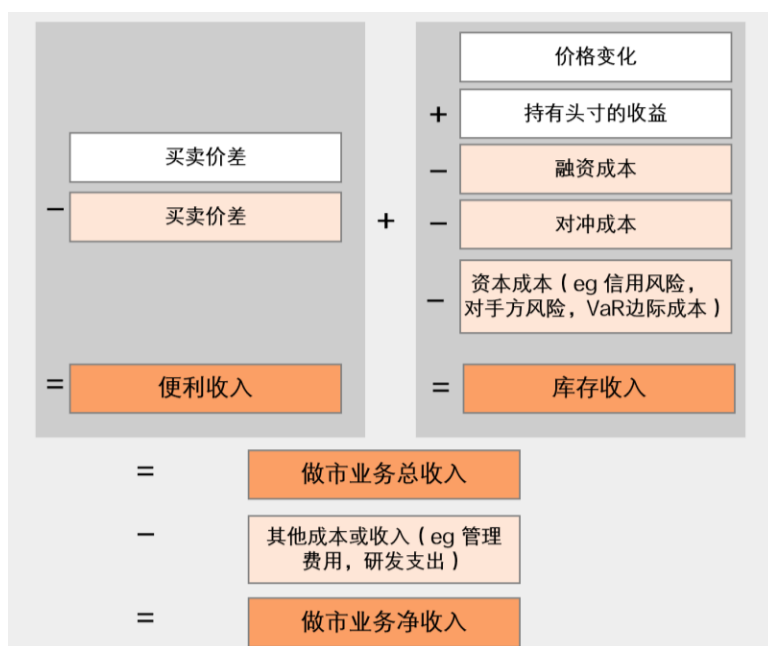


资料来源: OCC, 平安证券研究所

1.2 做市业务具有收益稳定、ROE 高的特点，已成为美国投行的核心业务之一

做市收益依赖价差和对冲净收入，具备相对稳定性特点。做市业务的收入可分为便利收入（Facilitation revenues）和库存收入（Inventory revenues），其中，便利收入反映做市商已经实现的买入和卖出价差，库存收入反映做市商持有头寸时证券价值变动带来的损益和股利、利息等持有收益。做市业务的成本主要包括三方面：买卖证券时支付的经纪佣金、清算费用等交易成本；为做市业务筹集资本的融资成本；为减少持有资产风险敞口而进行对冲带来的成本，以及无法清除的信用风险、交易方风险等风险成本。由于便利收入依赖做市商定价能力和交易份额，受行情波动的影响较小，同时做市业务产生的头寸主要为代客持有资产，持有时间相对较短，且做市商通常利用对冲等策略减少风险敞口，库存收入具有中性特征，因此做市业务整体收益更具稳定性，已成美国投行重资产业务的核心。

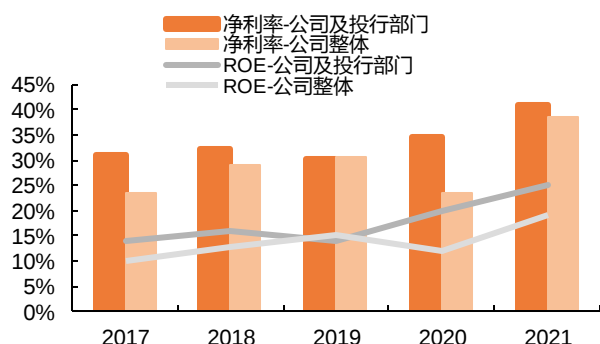
图表7 做市商收入和成本账户示意图



资料来源: Committee on the Global Financial System, 平安证券研究所

做市业务具备高 ROE 特点，助推投行整体 ROE 提升。以现货和衍生品交易为代表的做市业务是典型的资本消耗型业务，投行大多使用杠杆资金扩大业务规模，因此做市业务杠杆倍数往往高于其他业务。同时做市业务盈利能力较强，共同提升 ROE 水平。以摩根大通、摩根士丹利为例，1）摩根大通做市业务归于公司及投行部门（主要包括投行、做市、证券服务业务），2021 年该部门净利润率高达 40.84%，高于公司整体净利润率 2.27pct；ROE 达 25%，高于公司整体 ROE 水平 6pct。2）摩根士丹利机构证券部门（主要包括投行业务和做市业务）近两年净利润率稳定增长，2021 年机构证券部门净利润率为 30.02%，高于公司整体净利润率 4.86pct，ROE 为 20%，高于公司整体 ROE 水平 5pct。

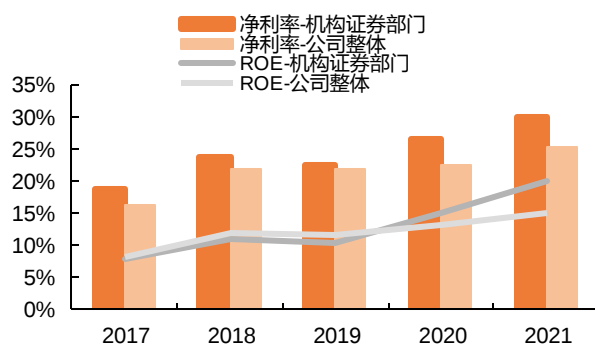
图表8 摩根大通公司及投行部门净利率及 ROE 与公司整体的对比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：出于可比性考虑，公司及部门 ROE 由年报直接披露，因此与图表 34、图表 50 中平均 ROE 有所差异

图表9 摩根士丹利机构证券部门净利率及 ROE 与公司整体的对比

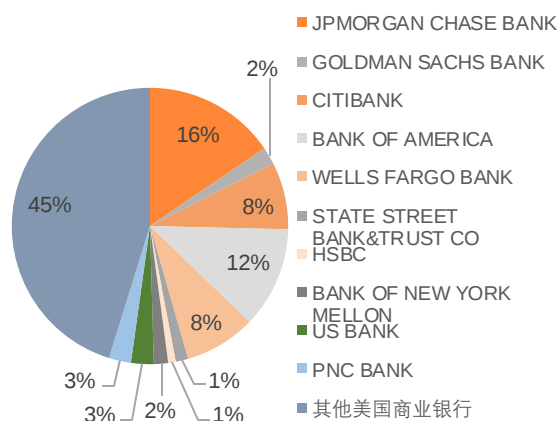


资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：出于可比性考虑，公司及部门 ROE 由年报直接披露，因此与图表 34、图表 50 中平均 ROE 有所差异

从市场格局来看，美国做市业务向头部投行集中。做市业务收入依赖价差、对冲、头寸规模等因素，而头部投行人才储备充足、资本实力雄厚、客户资源丰富、定价能力优秀、资产规模较大，可以通过分散资产组合、使用对冲工具等方式降低风险成本，因此美国头部投行在做市业务方面更具优势。以做市业务中的衍生品业务为例，根据美国货币总局办公室（OCC）数据显示，截至 2021 年底，根据持有的衍生品合约名义价值排序，前 10 家商业银行总资产在所有美国商业银行总资产中的占比为 54.80%，而持有衍生品合约名义价值的占比则达到 97.87%，头部银行几乎垄断美国所有衍生品市场。

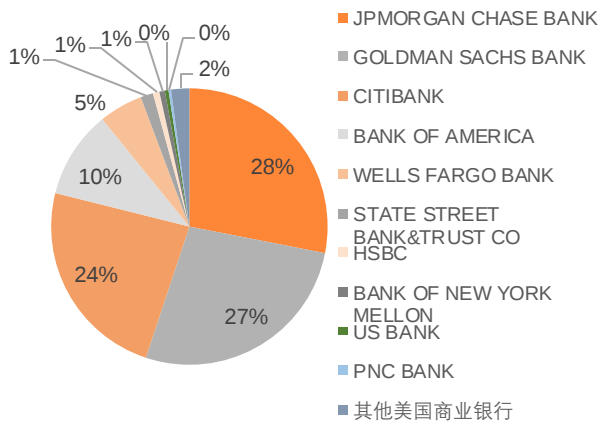
图表10 2021TOP10 商业银行总资产占比



资料来源：OCC，平安证券研究所

注：1) 排序根据持有的衍生品合约名义价值；2) 总资产占比=该银行总资产/所有美国商业银行总资产总和

图表11 2021TOP10 商业银行衍生品合约名义价值占比



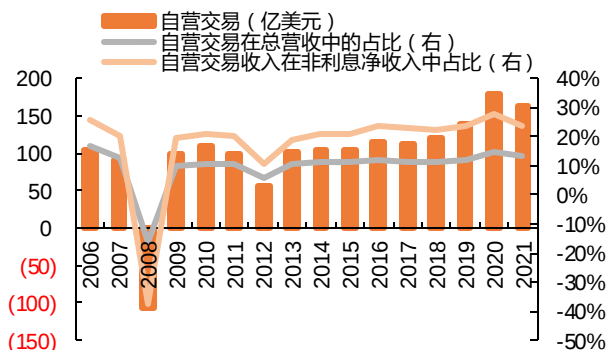
资料来源：OCC，平安证券研究所

注：1) 排序根据持有的衍生品合约名义价值；2) 持有的衍生品合约名义价值占比=该银行持有的衍生品合约名义价值/所有美国商业银行持有的衍生品合约名义价值总和

从收入贡献来看，做市已成美国大型投行的核心业务之一。以摩根大通、摩根士丹利、花旗集团、美国银行为代表的美国大型投行业务重心各有不同，但做市业务在非利息收入中的占比基本均在 20%以上。1) 摩根大通仍以贷款等商业银行业务为主，近两年公司资管及做市业务迅速扩张、收入贡献明显提升，2021 年做市收入（自营交易收入）达 163.04 亿美元，占总营收（利息净收入+非利息收入）的 13.40%，占非利息收入的 23.51%。2) 摩根士丹利 2012 年后重心转至资产管理业务，2021 年摩根士丹利实现做市收入 128.10 亿美元，占总营收的 21.44%，占非利息收入的 24.77%，仅次于资产管理业务。3)

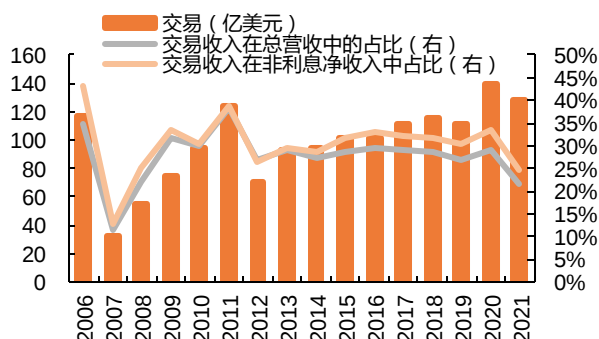
花旗集团 2021 年实现做市收入（自营交易收入）达 101.54 亿美元，占总营收的 14.13%，占非利息收入的 34.55%，在非利息收入中仅次于佣金收入。4) 美国银行 2021 年实现 86.91 亿美元的做市收入，占总营收的 9.75%，占非利息收入的 18.82%。

图表12 摩根大通做市业务收入及其收入贡献



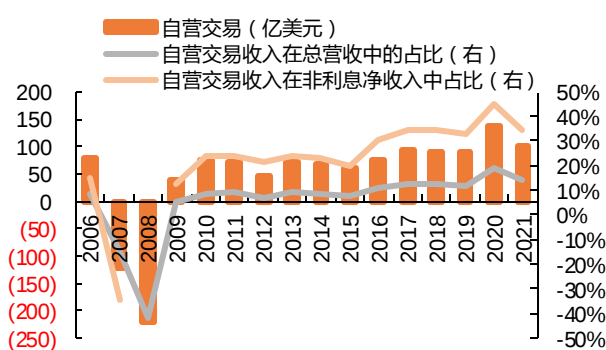
资料来源: Wind, 公司年报, 平安证券研究所

图表13 摩根士丹利做市业务收入及其收入贡献



资料来源: Wind, 公司年报, 平安证券研究所

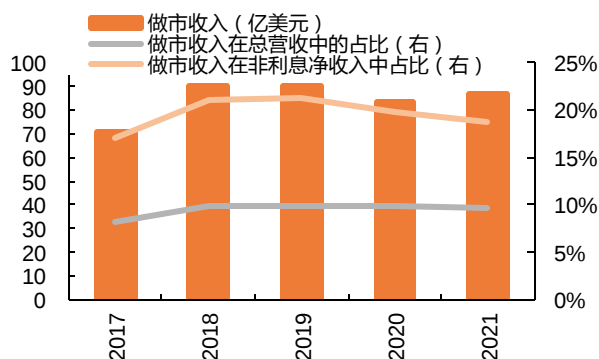
图表14 花旗集团做市业务收入及其收入贡献



资料来源: Wind, 公司年报, 平安证券研究所

注: 花旗集团 2008 年非利息收入为负值, 收入占比不具备参考意义, 故删除

图表15 美国银行做市业务收入及其收入贡献

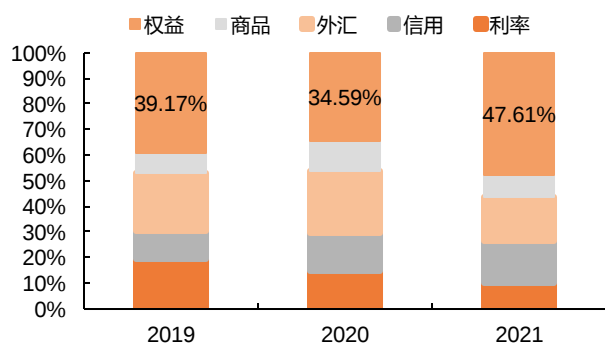


资料来源: Wind, 公司年报, 平安证券研究所

注: 美国银行于 2019 年更换会计目录, 故仅统计 2017 年后数据

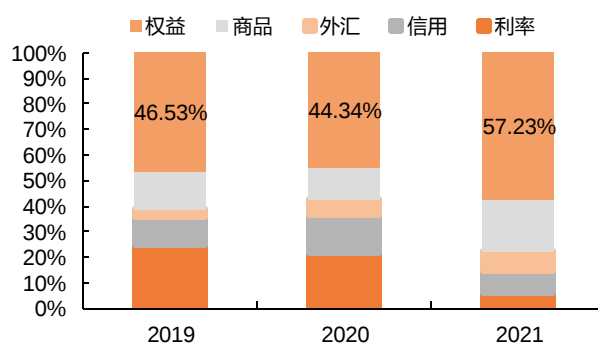
从业务布局来看, 美国头部投行做市业务侧重各有不同。目前美国大型投行做市品种均囊括权益、商品、外汇、信用、利率五大类, 1) 但各投行做市业务布局有所不同, 例如花旗集团 FICC 类 (商品、外汇、信用、利率) 产品做市收入远超权益类, 2021 年其 FICC 类产品做市收入在全品种做市收入中的占比达 78.36%; 而摩根大通、摩根士丹利、美国银行 FICC 类和权益类产品布局相对平均, 2021 年其 FICC 做市收入占比分别为 52.39%、42.77%、57.68%。2) FICC 类产品内部布局也有所差异, 摩根大通整体布局较为平均, 而花旗集团更注重利率和外汇产品的做市服务、摩根士丹利在利率和商品做市业务方面更具优势。

图表16 摩根大通做市业务收入结构



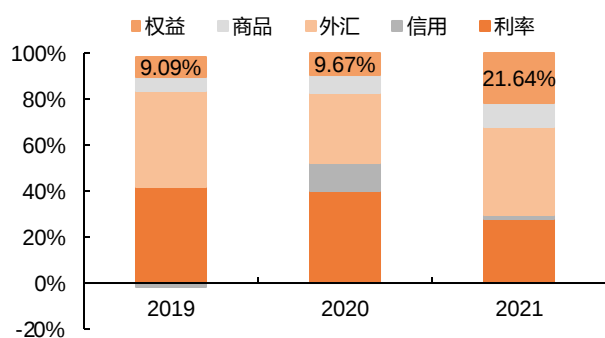
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表17 摩根士丹利做市业务收入结构



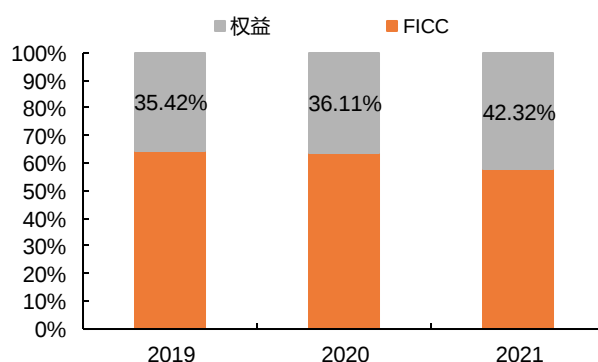
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表18 花旗集团做市业务收入结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表19 美国银行做市业务收入结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：因美国银行未披露具体做市收入结构，此处使用包含做市收入在内的销售和交易收入结构

二、海外顶级投行做市风控能力、科技水平领先

目前传统大型投行和电子交易公司是美国最主要的两类做市商，其中，1) 传统投行以高盛为代表，其做市服务主要作为交易服务中的重要一环，用于完善机构投资者服务链条、实现综合业务间协同发展；2) 电子交易公司以沃途金融为代表，利用先进的自有交易系统，以高频交易等策略赚取市场波动性带来的买卖价差。

2.1 高盛：为机构客户提供一站式交易服务的综合型大投行

高盛抓住机构投资者崛起机会，从承销等轻资产业务转向做市等机构交易业务。高盛创立于 1869 年，最初以商业票据贴现业务起家，19 世纪末公司开始债券、股票承销发行业务的尝试，之后公司业务不断丰富，成为国际顶尖投行。20 世纪后期，美国 401K 计划推出，共同基金、养老金等机构投资者迅速崛起，高盛抓住机会、将注意力转向机构投资者的大宗交易，围绕大宗交易发展做市、融资等机构投资者服务。

2019 年高盛形成投行、全球市场、资产管理、财富管理四大业务板块，其中做市业务归于全球市场（Global markets）业务板块。2021 年高盛全球市场部门实现营收 220.77 亿美元，在总营收中占比 37.20%，是高盛营收贡献最高的部门。其中，做市业务贡献收入 153.52 亿美元，在全球市场部门营收中占比 69.54%，在总营收中占比 25.87%，在非利息收入中占比

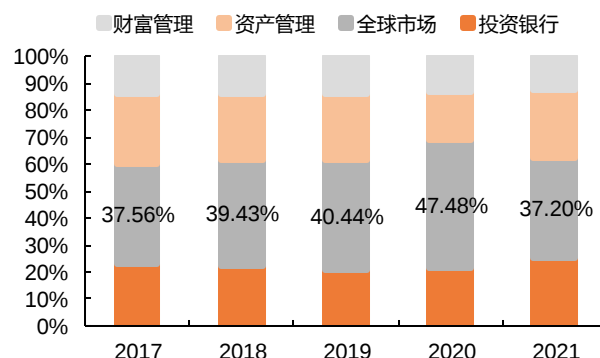
29.04%，是公司营收贡献最高的业务；横向对比来看，高盛做市业务在非利息收入中的贡献高于摩根大通、摩根士丹利、美国银行，仅次于花旗集团。

图表20 高盛业务分部布局（2021年）



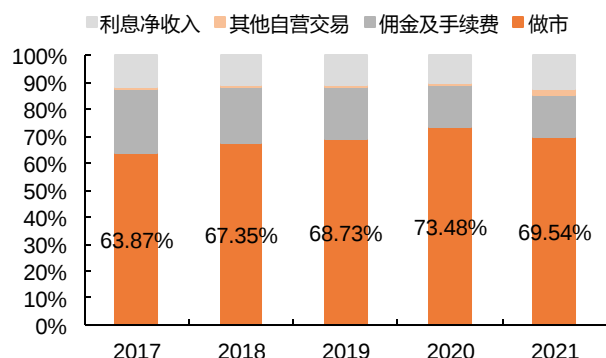
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表21 高盛营业收入结构



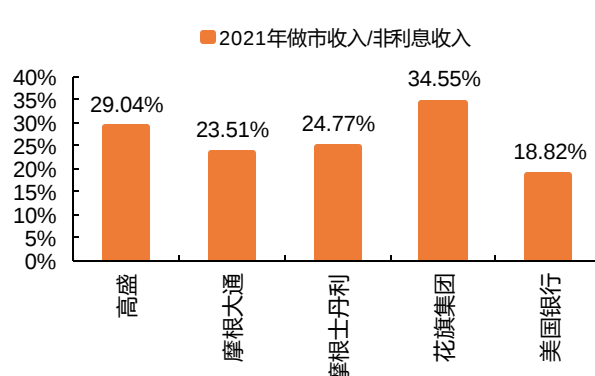
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表22 高盛全球市场部门营业收入结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

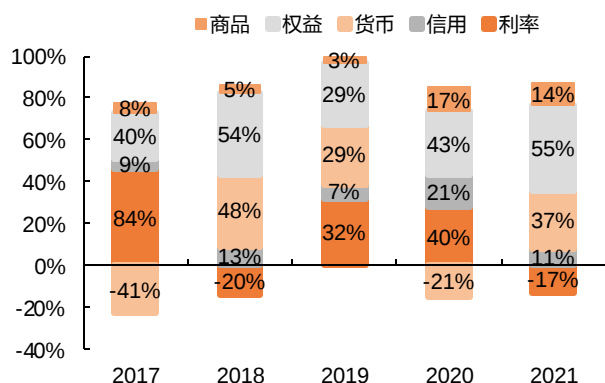
图表23 高盛与其他投行做市在非利息收入中的营收贡献



资料来源：公司年报，平安证券研究所

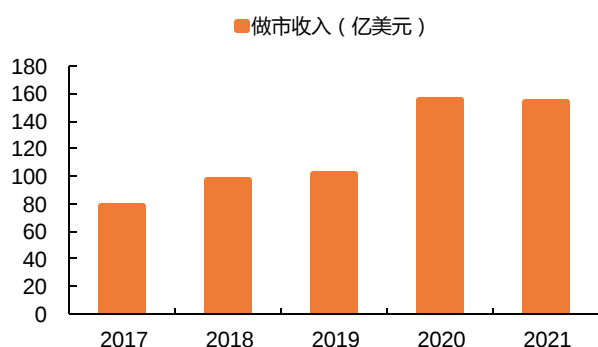
高盛做市产品种类丰富，各产品收入波动较大，但整体做市收入增长稳定。与其他头部投行相同，高盛做市产品多元，其全球市场板块根据交易资产种类可分为 FICC 和权益，其中 FICC 包括利率类、信用类、贷款类、货币类、大宗商品类，权益类包括股票、基金、股票及股指的场内衍生品等。部分产品收入波动较大，例如 2021 年高盛利率产品做市收入为-26.69 亿美元，在总做市收入中占比-17.39%，而 2020 年利率产品做市收入为 61.91 亿美元，在总做市收入中占比 39.82%。但由于高盛做市业务横跨多类资产，不同资产间形成收益对冲，所以整体做市收入仍保持稳定增长。2021 年权益类产品做市收入同比增长 25.19%，抵消利率产品做市亏损，合计做市收入与 2020 年基本相当。

图表24 高盛做市收入结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

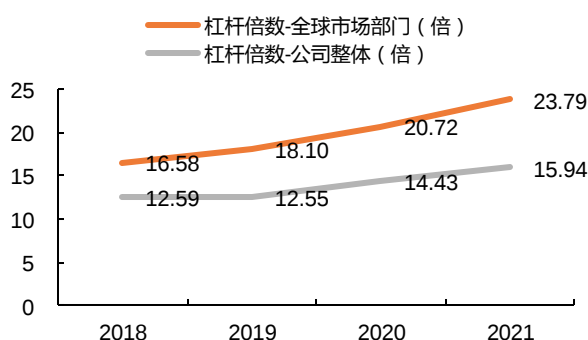
图表25 高盛做市收入统计



资料来源：公司年报，平安证券研究所

高盛全球市场部门持续加大杠杆，助推做市业务 ROE 快速增长。高盛全球市场部门主要包括资本中介和交易中介，是典型的重资产业务，杠杆倍数长期高于公司整体水平。近年来高盛全球市场部门杠杆倍数从 2018 年的 16.58 倍增长至 2021 年的 23.79 倍，带动公司整体杠杆倍数从 2018 年的 12.59 倍增长至 2021 年的 15.94 倍。高杠杆推高全球市场部门及公司 ROE 表现，2021 年全球市场部门平均 ROE 为 15.3%，较 2017 年提升 14.4pct，公司整体平均 ROE 为 23.0%，较 2017 年提升 18.1pct。

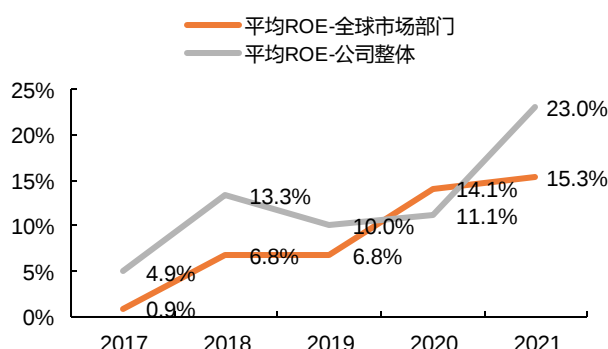
图表26 高盛全球市场部门和全公司杠杆倍数



资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：由于数据可得性，杠杆倍数=公司或部门总资产/归母净资产

图表27 高盛全球市场部门和全公司平均 ROE



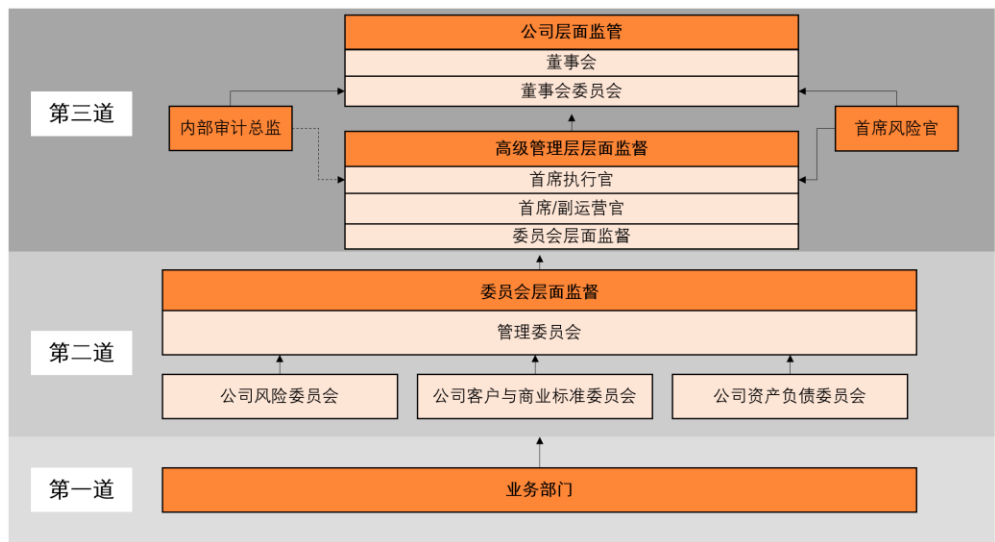
资料来源：公司年报，平安证券研究所

高盛在做市业务方面的主要优势包括：

- 综合优势显著，资金规模与服务能力均领先。**作为综合型大投行，①充足的资本金使得高盛有能力承担更多做市头寸，截至 2021 年末高盛全球市场部门平均归母净资产达 454.97 亿美元，资产规模达 1.08 万亿美元，远高于国内券商；②高盛业务遍布各领域，可为机构客户提供包括融资、经纪、做市、组合策略、风险管理、投研服务在内的一站式交易服务，有利于提升客户服务体验，以此持续巩固客户资源优势。
- 高盛具备完善的风险治理架构和突出的风险处理能力。**做市等交易中介业务需要投行承担风险中介的职能，因此完善风控体系、提升风控能力也是做市业务的一大关键。
 - ① 从公司治理来看，公司为风险控制设置三道防线，第一道防线由各业务部门组成，在创收的同时测算和控制风险；第二道防线为独立的风险监管部门，主要由各类风险委员会组成，公司设置管理委员会，并下设全公司范围的企业风险委员会、客户和业务标准委员会、资产负债委员会，负责第一道防线的监督管理；第三道防线为内部审计，由

专业人员独立评估风控有效性，并向董事会和高管报告。

图表28 高盛风控系统架构（2021年）



资料来源：公司年报，平安证券研究所

- ② 从风险处理来看，公司风险识别和预警能力较强。以对价差收入影响较大的市场风险为例，公司依据 VaR 值（Value-at-Risk，指在指定置信水平下，由于不利的市场走势而导致的潜在价值损失）和压力测试结果设置明确的量化监控指标，当每日头寸变动达到预设指标时，将立即上报给风险委员会和高管层，并采取分散资产、控制头寸、对冲等措施降低风险。2021 年公司每日头寸损失均在 VaR 值监控指标之内，2020 年监控指标仅被超过 16 次，均发生在市场剧烈波动的上半年，彰显高盛风险监控的准确性和控制的有效性。
- 3）金融科技赋能做市交易，以 IT 技术支撑风控与服务。一方面，高盛自主研发 SecDB（Securities Database）支持风控能力提升。高盛早在 1993 年就通过自主研发的 Slang 语言构建 SecDB，成为其后续 IT 系统的底层核心系统。SecDB 最初用于交易业务的头寸跟踪、风险管理，之后推广至公司其他业务，目前 SecDB 实现全公司的资产定价、头寸管理、风险管理。另一方面，高盛基于 SecDB，打造了面向机构投资者、开放内部科技生态、提供一站式交易服务的技术平台 Marquee。Marquee 平台为机构客户提供可自动接入高盛 SecDB 的数据服务、来自高盛专业人才的研究观点、追踪市场及量化风险的分析工具、采用自动化流程和算法的交易工具，实现投资交易的全流程、全周期运作。

图表29 高盛 Marquee 平台核心能力

			
市场观点	分析工具	执行服务	开发和数据服务
来自高盛思想领袖、和证券部门销售人员、交易员和战略家的研究和评论	帮助客户观察、监测、追踪、交易、量化风险的工具	算法交易工具，交易前、交易中和交易后的分析，以及操作交易工作流程的全自动化解决方案	编程式集成，和为客户提供在客户系统内直接使用高盛专有数据及构建的能力

资料来源：公司官网，平安证券研究所

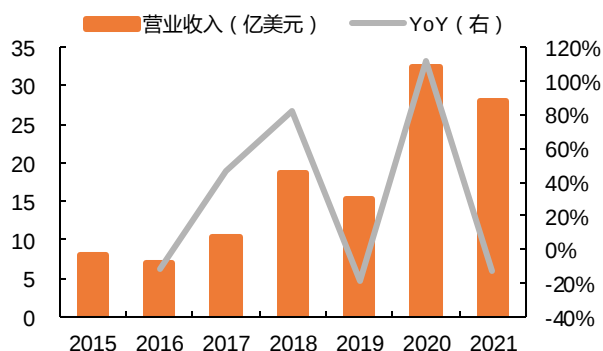
4) 高盛具备强大定价能力, 支撑做市业务持续发展。一方面, 高盛已有约 150 年的历史, 积攒了大批公共基金、养老金、经纪商等优质机构客户资源, 据高盛 2021 年年报显示, 前 100 大机构客户中, 高盛为其中 72 家提供服务, 跻身行业前三。庞大的客户群体助力高盛持续提升做市交易市场份额, 2019 年以来高盛全球市场部门的钱包份额(Wallet Share, 指高盛交易收入在高盛、摩根大通、摩根士丹利等 9 家头部投行合计交易收入中的占比) 提升了 2.5pct, 有利于高盛掌握更强的市场话语权和定价权、扩大价差收入。另一方面, 高盛具备较强的研究能力和价值判断能力, 支撑高盛提供准确且具有竞争力的报价。截至 2021 年 12 月底, 高盛全球投资研究部门覆盖全球约 3000 家公司、约 50 个国家的经济情况、以及行业、货币和大宗商品。

2.2 沃途金融: 金融科技水平领先同业的电子做市商

沃途金融是美国领先的零售订单做市商。沃途金融成立于 2008 年, 上市于 2015 年, 相较于高盛等国际大投行成立时间更晚、机构客户资源较弱、业务较为单一, 因此沃途金融以零售订单切入市场, 此后公司通过横向收购进一步扩大市场份额, 公司于 2017 年收购高频交易做市商骑士资本(KCG Holding), 于 2019 年收购美国经纪交易商 ITG, 2021 年沃途金融在美国零售订单流量中的市场份额已超 30%。近年来公司业绩高速增长, 2021 年公司实现总营收 28.11 亿美元, 6 年复合增长率为 23.40%。

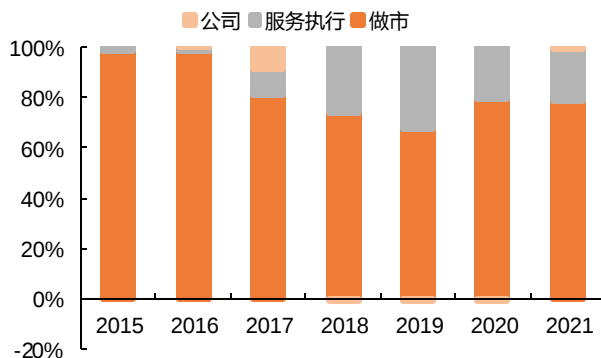
沃途金融业务较为单一, 仅有做市和服务执行两个业务部门。1) 做市业务包括全球权益和 FICC 类产品, 权益产品包括上市或非上市股票、以及相关 ETF 等, FICC 类产品包括美国国债、公司债券等固定收益产品, 法定和数字货币等货币类产品, 以及原油、天然气等商品; 2) 服务执行部门主要包括代理客户交易服务、交易分析服务和交易工具服务, 主要赚取代理交易的手续费和提供技术工具的服务费; 3) 此外, 沃途金融设置公司部门为非业务部门, 主要包括一些非主营业务的收入和维持企业正常运作的间接费用等。2021 年做市部门、服务执行部门、公司部门营收占比分别为 78.36%、21.35%、0.29%。

图表30 沃途金融营业收入及同比增速



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

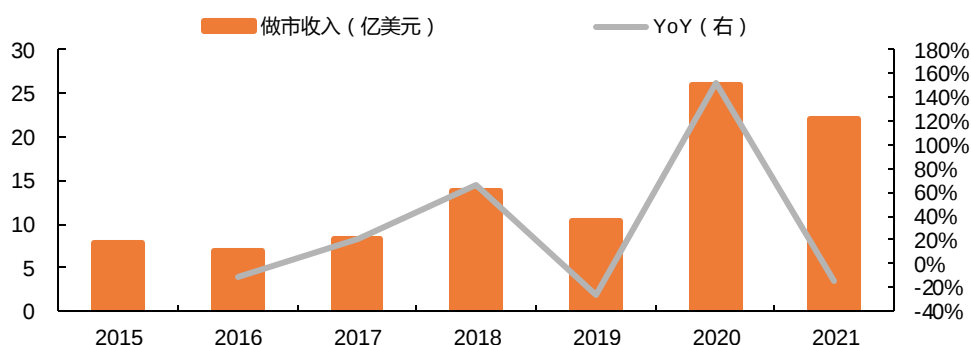
图表31 沃途金融收入结构(根据公司部门拆分)



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

公司做市收入呈现多元化、高速增长趋势。与高盛等传统大型投行相同, 沃途金融交易资产类别及地域均较为丰富, 且近年来呈现持续扩张趋势, 2014 年公司为 30 个国家或地区、约 210 个交易所和场外市场中的大约 1 万只证券提供做市业务, 而 2021 年公司做市资产的地域扩张至 50 个国家或地区, 交易场所扩张至 235 家交易所或场外市场, 交易证券只数增长至 2.5 万只, 均较 2014 年明显增长。资产的丰富性使得公司做市业务单一依赖性较低, 收入更为多元、稳定, 据公司招股说明书披露, 截至 2013 年底, 公司单一资产类别或地域的调整后净交易收入占比均在 30% 以下。随着公司交易资产和交易规模的扩大, 公司做市收入体现高成长性, 2021 年公司做市部门共实现营收 22.03 亿美元, 6 年复合增长率为 18.75%。

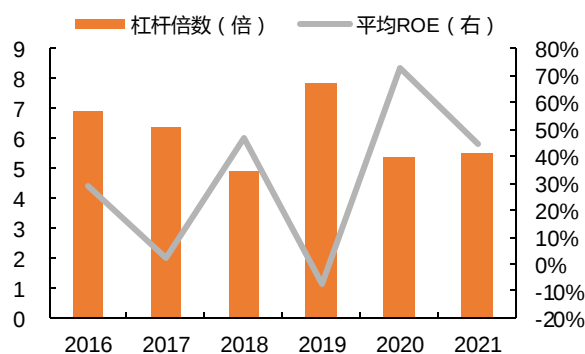
图表32 沃途金融做市部门收入与同比增速



资料来源：公司年报，平安证券研究所

交易策略具备资产种类多、交易规模大、单次价差小的特点，支撑公司获得较高资产回报率。公司避免持有较大规模的多头和空头头寸，主要采取一种“市场中性”策略，即交易不依靠对市场方向的判断，而依靠市场的短期波动性赚取价差，单次交易的价差往往非常小，因此沃途金融的做市收入主要由广泛的资产类别，以及庞大的交易量驱动，以规模扭转价差劣势。由于沃途金融持有头寸相对较少，所以与传统做市商不同，公司对资本金和杠杆的需求相对较弱，2021年公司净资产仅18.64亿美元，杠杆倍数仅5.54倍，而同年高盛全球市场部门净资产规模达454.97亿美元，杠杆倍数达23.79倍，远高于沃途金融；但沃途金融盈利能力和股东回报较高，2021年公司平均ROE达44.49%，较高盛全球市场部门高约29.19pct。

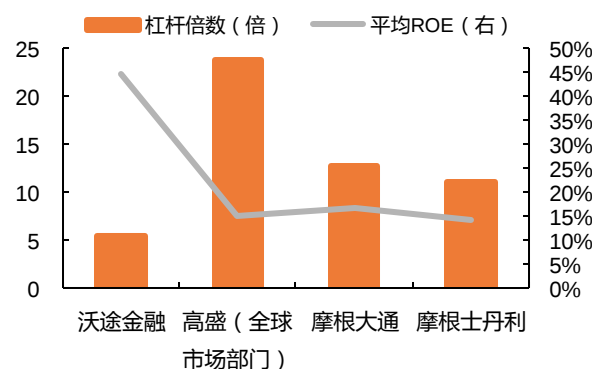
图表33 沃途金融杠杆倍数及平均ROE水平



资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：由于数据可得性，杠杆倍数=公司或部门总资产/净资产（含少数股东权益），平均ROE=净利润/平均净资产（含少数股东权益）

图表34 沃途金融与其他做市商杠杆倍数及平均ROE对比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：由于数据可得性，沃途金融/摩根大通/摩根士丹利：杠杆倍数=公司或部门总资产/净资产，平均ROE=净利润/平均净资产；高盛：杠杆倍数=公司或部门总资产/归母净资产，平均ROE为年报披露值

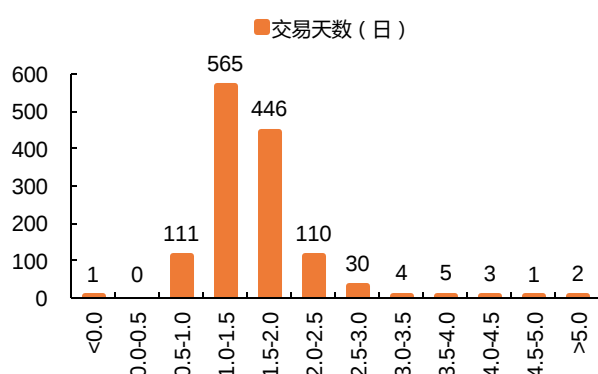
先进的交易系统是沃途金融最核心的优势。电子交易做市商多采用高频交易等策略，利用自动化算法程序追踪市场，寻找可撮合的交易，并在短时间里提供更有竞争力的双边报价实现买卖，单笔买卖价差较小，但交易频率和交易量较大。因此可以容纳及分析高频率、大规模交易量的技术系统和成本控制能力对于高频交易商而言更为重要。聚焦沃途金融：

- 1) 沃途金融自主开发交易全流程的自动化系统，定价能力优越。沃途金融内部开发了一个模块化、可拓展的技术平台，并直接与交易所和场外交易场所对接，可为全球超1万种可交易产品提供持续双边报价。在几分之一秒内，该平台可以搜索和分析最佳的可用报价组合、下达指令、执行交易、反馈至清算系统、进行头寸交割，自动化完成交易全流程。先进

的算法技术使得沃途金融具备极高的报价准确率和盈利能力，据沃途金融招股说明书披露，2009年1月-2014年2月共计1278个交易日中，仅有一个交易日出现交易净收入的亏损。

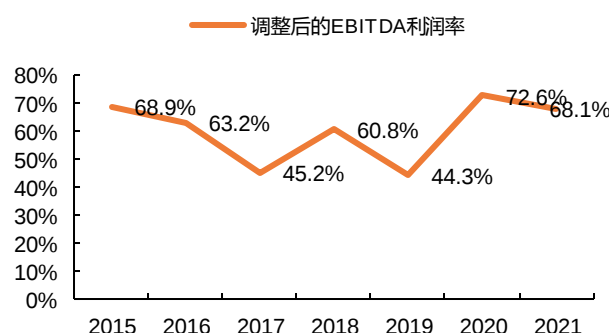
- 2) 沃途金融通过订单流支付、技术平台的高度可拓展性、自主清算等方式降低做市成本。①沃途金融在散户交易中的高市场份额主要源自与互联网零售经纪商的合作，沃途金融可以向经纪商购买散户订单，称之为订单流支付（Payment for order flow）。沃途金融使用自身先进的算法技术分析订单信息、寻找可撮合交易、并提供双边报价，实现自身价差收入最大化。尽管订单流支付需要向经纪商支付额外费用，但实际上沃途金融可以优先获得散户交易信息并实现做市交易，减少与其他高频交易商的竞争，节省了隐性成本。②沃途金融在开发自有技术平台时注重模块化和可拓展性，使得公司可以较少的增量成本获得更多的交易量和交易地点。③公司尽量内化成本，公司是自我清算的DTC成员，避免第三方清算成本。优异的成本控制能力下，公司调整后EBITDA利润率长期维持在60%以上。

图表35 2009年1月-2014年2月不同交易净收入区间对应的交易日天数（横轴单位为百万美元）



资料来源：沃途金融招股说明书，平安证券研究所

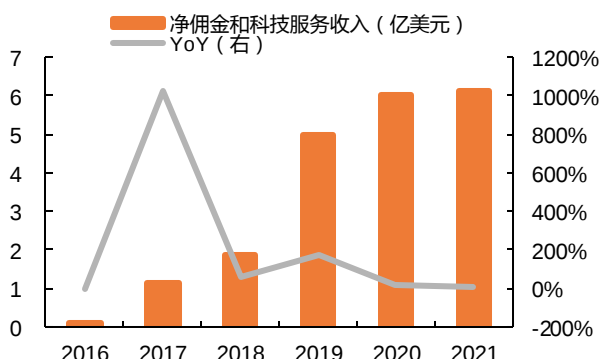
图表36 沃途金融 EBITDA 利润率



资料来源：公司年报，平安证券研究所

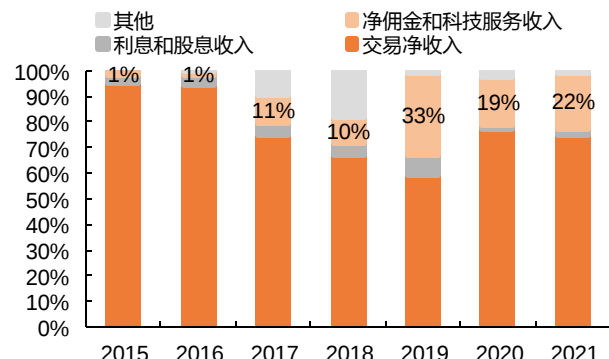
科技服务成为沃途金融新的收入增长驱动力。公司在依靠先进金融科技技术提升自身市场竞争力的同时，也向外输出交易相关的定制化解决方案，例如，沃途金融为资管公司提供数据服务和分析工具、为经纪商提供集成交易工具等，以此进一步提升公司整体盈利能力。近几年公司净佣金及科技服务收入增长迅速，2021年公司净佣金及科技服务收入达6.14亿美元，在公司总营收中的占比由2015年的1.33%提升至2021年的21.86%。

图表37 沃途金融佣金及科技服务收入及同比增速



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表38 沃途金融收入结构（根据收入项目拆分）



资料来源：公司年报，平安证券研究所

三、我国券商做市业务起步较晚，政策打开权益类做市空间

3.1 我国做市商制度不断完善，科创板试点打开券商权益类做市空间

我国做市商制度起步较晚，可做市品种逐渐丰富。2001 年银行间债券市场引入做市商制度，开启了我国场内外市场做市商制度的大门，此后银行间外汇市场、ETF、新三板、场内外衍生品市场、公募 REITs 市场、CDR 市场均陆续引入做市商制度，2022 年 5 月 13 日证监会正式发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，科创板成为 A 股做市制度的第一块试验田。

但相较于美国，我国可做市品种仍较为缺乏。尽管我国做市制度已拓展至固定收益、货币、商品衍生品、权益类产品等大类，但细分种类数量与美国仍相差较大，一方面是由于监管层对做市产品的限制较为严格，例如目前股票类做市仅限于新三板、科创板；另一方面是由于衍生品、商品等基础市场发展较为落后，例如目前国内场内利率衍生品仅有 3 类不同期限的国债期货，标的资产和合约数量均明显低于美国。

图表39 我国做市商制度发展历史



资料来源：证券业协会，证监会，中国银行间市场交易商协会、上交所、郑商所、中金所、平安证券研究所

其中，券商主要参与场内外金融衍生品、交易所内基金、新三板、以及银行间债券市场的做市业务，具体来看：

1) FICC 类：券商主要参与银行间债券市场的做市。国内券商长期对外汇及商品市场参与较少，银行间债券市场是国内券商参与 FICC 产品做市的主要市场。据中国银行间市场交易商协会公布的银行间债券市场现券做市商最新名单显示，银行间债券市场 93 家做市商中，银行共有 60 家，券商共有 32 家。中信证券、华泰证券、国泰君安等头部券商均有银行间债券市场做市资格。

图表40 获银行间债券市场现券做市商资格的证券公司及其做市类型

机构名称	做市类型	机构名称	做市类型	机构名称	做市类型
安信证券股份有限公司	综合类	国金证券股份有限公司	公司信用债专项	申港证券股份有限公司	综合类
渤海证券股份有限公司	综合类	国泰君安证券股份有限公司	综合类	申万宏源证券有限公司	综合类
财信证券有限责任公司	信用债专项	国信证券股份有限公司	综合类	天风证券股份有限公司	综合类
长江证券股份有限公司	信用债专项	华创证券有限责任公司	综合类	万联证券股份有限公司	综合类
第一创业证券股份有限公司	综合类	华林证券股份有限公司	综合类	五矿证券有限公司	信用债专项
东北证券股份有限公司	综合类	华泰证券股份有限公司	综合类	招商证券股份有限公司	综合类
东方证券股份有限公司	综合类	华西证券股份有限公司	综合类	浙商证券股份有限公司	综合类
东海证券股份有限公司	综合类	民生证券股份有限公司	综合类	中国银河证券股份有限公司	综合类
东兴证券股份有限公司	综合类	平安证券股份有限公司	综合类	中信建投证券股份有限公司	综合类
广发证券股份有限公司	综合类	瑞银证券有限责任公司	利率债专项	中信证券股份有限公司	综合类
国海证券股份有限公司	综合类	山西证券股份有限公司	综合类		

资料来源：中国银行间市场交易商协会，平安证券研究所

2) 权益类：券商主要参与金融衍生品市场，未来 A 股做市业务空间广阔。国内外汇和债券市场主要由商业银行主导，而商品市场发展较为缓慢，因此相较于 FICC 类产品，国内券商在金融衍生品、ETF、股票等权益类市场做市业务中拥有更高市场份额和发展潜力。

① 金融衍生品：头部券商承担绝大部分金融场内衍生品做市业务，证券公司间场外衍生品市场增势良好。

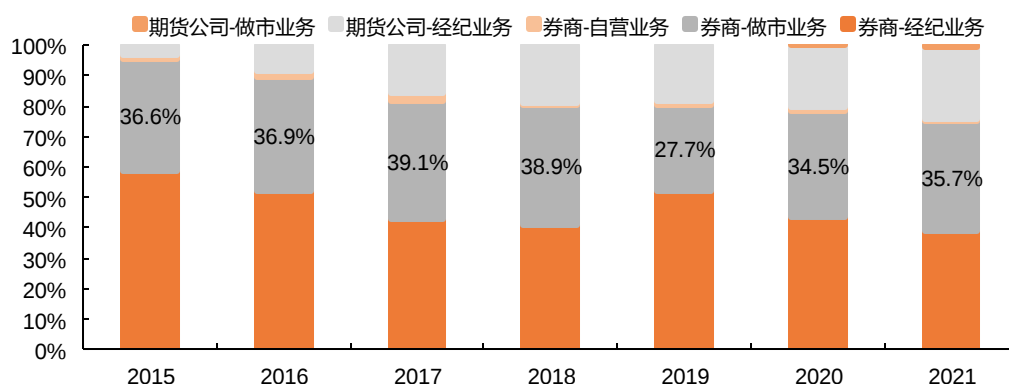
场内金融衍生品市场做市交易量主要由券商承担。目前国内场内金融衍生品种类较少，仅有上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权、沪深 300 股指期货/期权、中证 500 股指期货、上证 50 股指期货、上证 1000 股指期货/期权、国债期货 9 类，其做市业务主要由证券公司承担。以上交所上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权为例，目前上证 50ETF 期权共有 21 家做市商，其中 14 家主做市商中 12 家为券商，7 家一般做市商中 3 家为券商；沪深 300ETF 期权共有 20 家做市商，其中 13 家主做市商中 12 家为券商，7 家一般做市商中 3 家为券商；2021 年证券公司上交所股票 ETF 期权做市业务双向成交量共 7.84 亿张，在证券公司、期货公司合计做市成交量中占比 98.46%，在所有成交量中占比 35.70%。头部券商资本实力较高、人才建设完善、风控能力较强，在场内金融衍生品做市业务中更具比较优势，广发证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券共 7 家头部券商在上交所两类 ETF 期权做市业务评级中均获 AA 级评级。

图表41 场内金融衍生品及做市商

期权种类	做市商
上证 50ETF 期权	主做市商（14 家）：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安证券、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源证券、招商证券、中泰证券、中信建投证券、中信中证资本、中信证券 一般做市商（7 家）：长江证券、西部证券、国泰君安风险管理、银河德睿、永安资本、浙期实业、中金公司
上交所沪深 300ETF 期权	主做市商（13 家）：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安证券、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中泰证券、中信建投、中信中证资本、中信证券 一般做市商（7 家）：长江证券、西部证券、国泰君安风险管理、银河德睿、永安资本、浙期实业、中金公司
深交所沪深 300ETF 期权	主做市商（15 家）：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、西部证券、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、申万宏源、中信中证资本、银河德睿 一般做市商（5 家）：长江证券、国泰君安风险管理、中金公司、浙期实业、海通资源管理、
沪深 300 股指期货	做市商（16 家）：招商证券、中信证券、国泰君安证券、东方证券、西部证券、光大证券、中信建投证券、海通证券、国信证券、银河德睿资本、中粮祈德丰投资、浙江浙期实业、华泰证券、中泰证券、申万宏源证券、浙江南华资本
国债期货	主做市商（8 家）：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、国金证券 一般做市商（4 家）：国泰君安、中金公司、中信建投、中泰证券 预备做市商（1 家）：平安证券

资料来源：上交所，深交所，中金所，平安证券研究所

图表42 上交所股指 ETF 成交量结构



资料来源：上交所，平安证券研究所

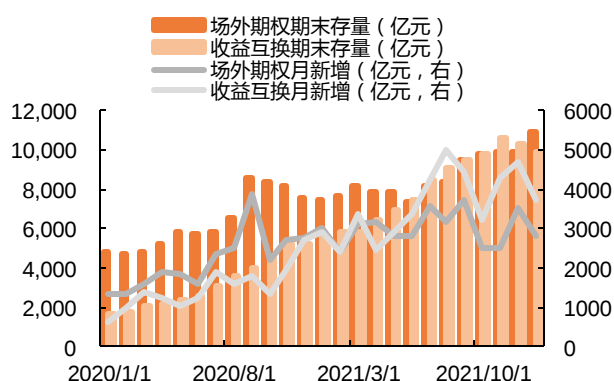
券商场外衍生品市场迅速扩容，马太效应显著。证券间场外衍生品主要包括收益互换和场外期权，2020 年以来，两类场外衍生品规模均增长势头良好；截至 2022 年 1 月证券公司场外衍生品存量规模 2.08 万亿元 (YoY+57.69%)。2020 年、2021 年场外期权和收益互换新规相继落地，明确交易商名单，目前公布的场外期权交易商共有 8 家一级交易商，36 家二级交易商，多数为综合实力较强的头部券商，市场集中度保持高位。2020 年 11 月证券公司间场外衍生品存续名义本金 CR5 集中度为 69.21%，其中排名前三的中信证券、中金公司、华泰证券市场份额为 22.84%、15.84%、11.39%。考虑到资管新规落地、理财保本收益打破，资管机构对主动管理、风险管理的需求旺盛，而政策持续规范市场、保证场外衍生品业务长期健康发展，未来券商场外衍生品业务仍将持续扩容。

图表43 场外期权交易商名单

	公司名称
一级交易商 (8 家)	广发证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券、申万宏源
二级交易商 (36 家)	安信证券、北京高华、长城证券、长江证券、财通证券、东方财富、东方证券、东莞证券、东海证券、东吴证券、东兴证券、方正证券、光大证券、国金证券、国联证券、国信证券、国元证券、海通证券、华宝证券、华创证券、华鑫证券、开源证券、南京证券、平安证券、瑞银证券、西部证券、兴业证券、银河证券、浙商证券、中泰证券、中银国际、华安证券、华西证券、山西证券、天风证券、西南证券

资料来源：证券业协会，平安证券研究所

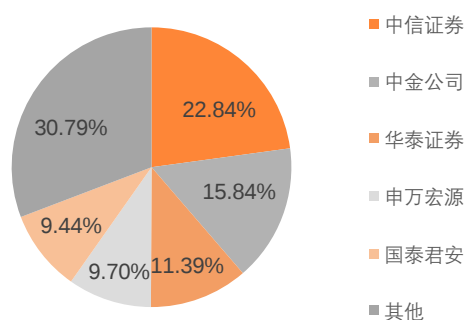
图表44 场外期权、收益互换名义本金存量及新增量



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：以上数据已更新至最新

图表45 2020 年 11 月互换+期权存续名义本金集中度



资料来源：证券业协会，平安证券研究所

注：以上数据已更新至最新

- ② **交易所内基金：ETF 和公募 REITs 分别在 2012 年、2021 年引入券商作为做市商。**2012 年上交所发布《上海证券交易所交易型开放式指数基金流动性服务业务指引》，我国 ETF 市场正式引入做市商，2018 年深交所发布《深圳证券交易所证券投资基金流动性服务业务指引》，进一步规范 ETF 做市；2021 年首批公募 REITs 登录沪深交易所，并引入流动性服务商提供持续双边报价，实质承担做市商职责。截至 2022 年 7 月底，上交所 ETF 及公募 REITs 交易共批准 15 家主做市商、14 家一般做市商，均为证券公司；深交所 REITs 交易共批准 10 家做市商，也均为证券公司。

图表46 上交所、深交所部分基金的做市商名单

	基金做市商
上交所：ETF、REITs	主做市商 (15 家)：东方证券、方正证券、广发证券、国盛证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、申万宏源、粤开证券、招商证券、中金公司、中国银河、中泰证券、中信建投、中信证券
	一般做市商 (14 家)：长城证券、长江证券、东海证券、东兴证券、东莞证券、光大证券、国信证券、华安证券、华融证券、平安证券、太平洋证券、西部证券、兴业证券、野村东方

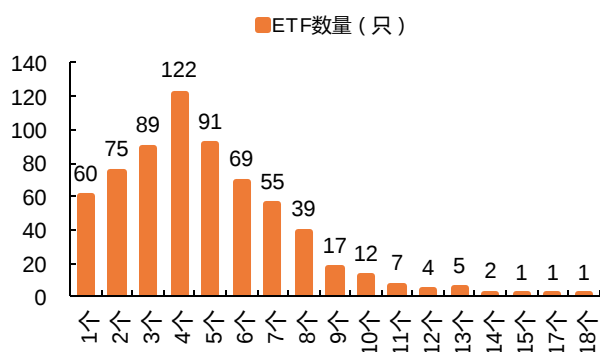
深交所: REITs

做市商(10家): 方正证券、东方证券、中信证券、中金公司、招商证券、中国银河、申万宏源、平安证券、华泰证券、广发证券

资料来源: 上交所, 深交所, 平安证券研究所

沪深交易所主要ETF均引入做市商, 中信证券等头部券商占优。目前沪深交易所内绝大多数ETF均引入做市商, 截至2022年7月31日, 全市场738只ETF中共有650只ETF引入做市商, 数量占比超88.08%; 从单只ETF引入的做市商数量来看, 引入4个做市商的ETF共计122只, 是数量最多的一类, 引入5个、3个做市商的ETF分别共计91只、89只, 排名第二、第三; 从做市商承担做市的ETF只数来看, 中信证券承担404只ETF的做市服务, 在主做市商中排名第一, 招商证券、华泰证券分别承担374只、372只, 排名第二、第三。

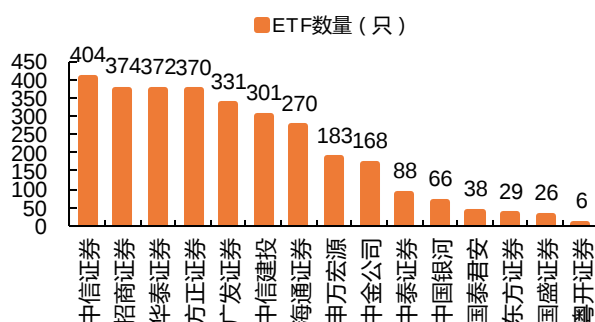
图表47 单只ETF引入做市商的数量分布



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 以上数据截至2022.07.31

图表48 主做市商承担做市的ETF数量



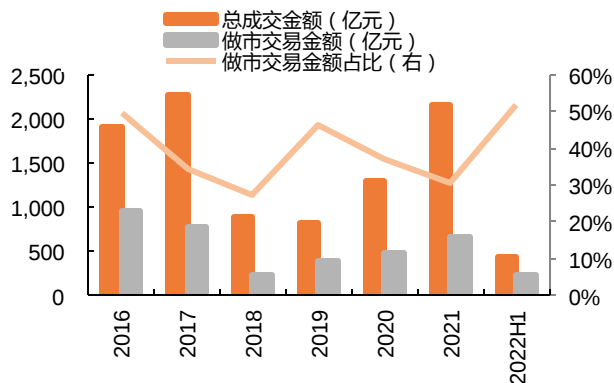
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 以上数据截至2022.07.31

③ 股票: 新三板业务规模较小, 科创板做市商试点将迈出A股做市第一步。

新三板业务规模较小, 中小券商差异化布局新三板做市业务。2014年8月新三板引入做市制度, 为新三板股票交易提供流动性, 但由于新三板公司市值较小、营收能力较弱, 而投资门槛较高, 新三板成交额自2017年后有所下滑, 2022年上半年交易额下滑至435.29亿元(YoY-28.72%), 但做市交易金额增至226.28亿元(YoY+41.03%), 在总交易额中的占比同比提升25.71pct至51.98%。由于新三板整体交易规模较小, 头部券商参与较少, 因此中小券商在新三板做市业务中发挥更重要作用, 根据2022年二季度新三板主办券商执业质量评价结果显示, 开源证券、安信证券、中泰证券位居做市业务专业评分前三。

图表49 新三板总成交金额、做市交易金额及占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表50 2022Q2 新三板主办券商做市业务评分 TOP10



资料来源: 全国中小企业股份转让系统, 平安证券研究所

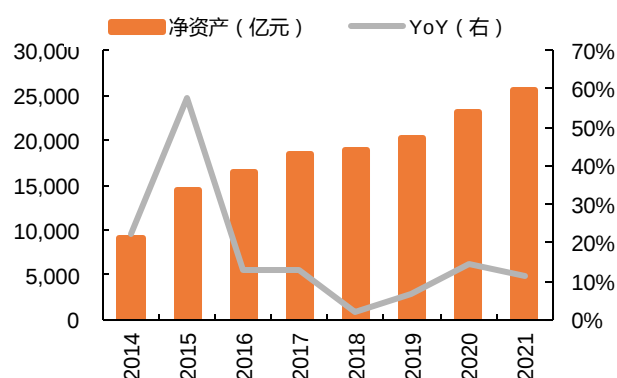
2022年5月科创板正式引入做市商制度，头部券商率先申请资格。据证监会发布的《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，科创板做市试点券商要求较高，证券公司需具备证券自营资格，同时要求最近12个月净资产持续不低于100亿元，且最近三年分类评级在A类A级（含）以上，因此头部券商将率先拥有试点资格。截至7月底，已有中信、建投、招商、国君、浙商、华泰、银河、方正、国信、财通、天风、国金、东吴、东方、中泰共15家券商在董事会或股东大会中通过申请并开展科创板做市交易业务的计划，头部券商有望率先展开科创板做市业务。科创板是我国资本市场改革的“试验田”，未来有望稳步推进至主板等存量板块，带来更高做市业务收入贡献，随着我国做市商制度的不断完善，重资产业务结构或将优化，头部券商将进一步向国际大型投行靠拢。

3.2 做市品类有望持续增加，券商需打造资本、客户资源、风控、科技等综合优势把握先机

■ 3.2.1 国内头部券商在资本金、杠杆水平、盈利能力等方面均弱于美国

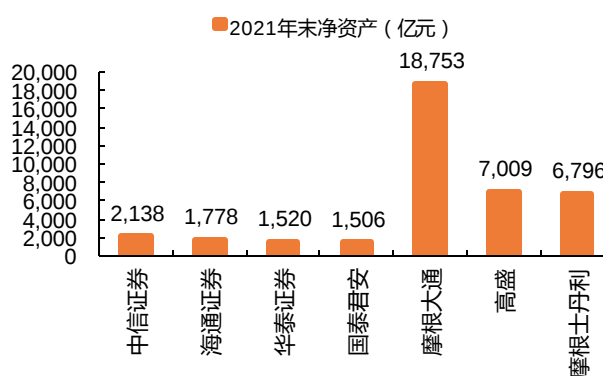
国内券商资本规模不断扩大，但较美国大型投行仍有较远距离。近年来我国证券行业净资产快速提升，截至2021年末全行业净资产共计2.57万亿元，较2014年末增长179.19%，但较美国仍有较大差距。以国内净资产规模最大的中信证券为例，根据中信证券公司年报，2021年中信证券净资产共计2138.08亿元，而同年高盛集团、摩根士丹利、摩根大通净资产折合人民币分别约7008.55、6796.37、18752.66亿元，几乎是中信证券净资产规模的三倍以上。

图表51 我国证券行业净资产及同比增速



资料来源：证券业协会，平安证券研究所

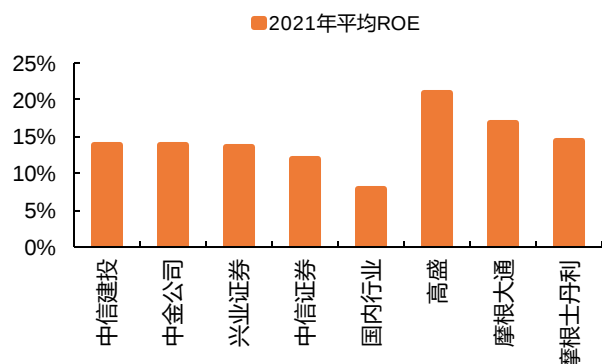
图表52 国内外头部券商净资产对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

ROE水平相对较低，杠杆水平是主要拖累因素。2021年行业整体的平均ROE为7.83%，上市券商中，中信建投、中金公司、兴业证券平均ROE水平最高，分别为13.82%、13.81%、13.59%，但相对于高盛及摩根大通仍相对较低。通过杜邦分解，以中信建投、中金公司为代表的国内券商净利率和资产周转率与美国大型投行差异不大，而杠杆倍数明显较低，2021年中信建投、中金公司、兴业证券杠杆倍数为5.56、7.48、4.62倍，证券行业整体杠杆倍数为3.99倍，不足高盛、摩根大通杠杆倍数的一半。

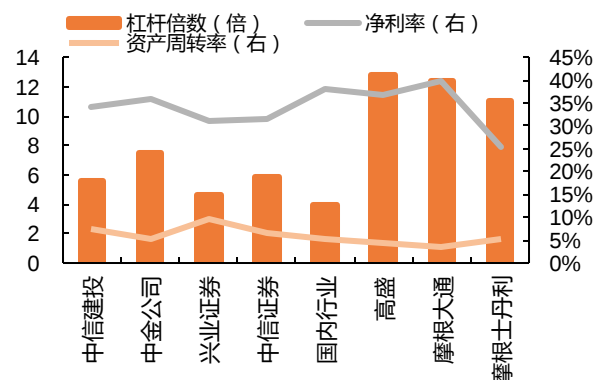
图表53 国内外头部券商平均 ROE 对比



资料来源: Wind, 证券业协会, 平安证券研究所

注: 平均ROE=当年净利润/年初、末净资产平均值

图表54 2021年国内外头部券商杜邦分解相关指标

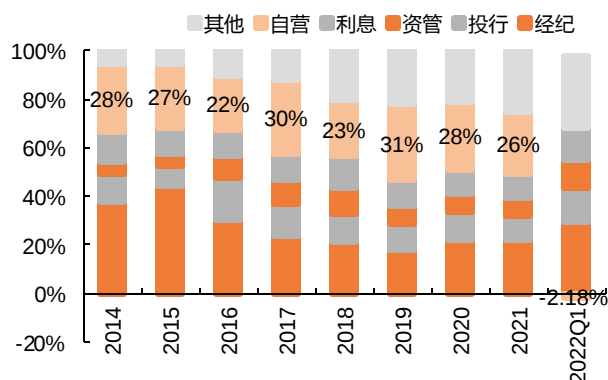


资料来源: Wind, 证券业协会, 平安证券研究所

注: 杠杆倍数=年初、末总资产平均值/年初、末净资产平均值

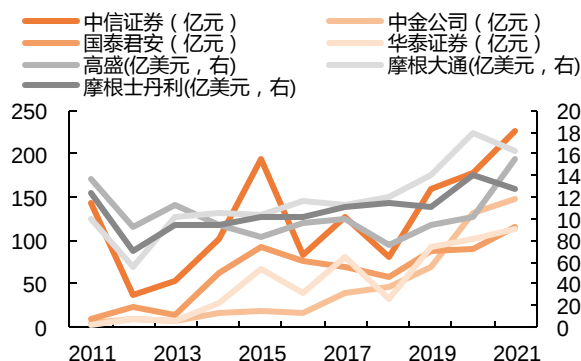
自营投资是最大收入来源,但业绩表现波动较大。2017年以来,随着佣金竞争加剧、国内券商重资产转型推进,自营业务已成为券商最主要的收入来源,2021年上市券商中自营业务收入占比达26%。但由于国内券商自营业务中方向性投资占比较高,与二级市场和公司投资能力相关性较高,整体波动较为明显,尤其是2022Q1在股票市场波动下行背景下,上市券商合计实现自营业务-21.03亿元,拖累整体业绩表现。与国内券商相比,高盛等国际投行交易业务收入更为平稳,整体波动幅度低于国内券商。近年来,衍生品、做市、融资融券等代客持有资产业务持续扩容,券商重资产业务开始转型升级,未来业绩确定性有望提升。

图表55 国内上市券商营收结构变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表56 国内外头部券商自营交易业务收入对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 3.2.2 展望未来,国内券商应提升资本水平,挖掘客户资源,加大科技和风控投入

近年来我国做市商制度不断完善,可做品种从场外市场产品拓展至场内市场产品,由债券、外汇、商品衍生品拓展至股票、基金及金融衍生品。2021年以来做市商制度的推广进一步加速,北交所、科创板上市股票相继宣布引入做市机制,未来我国券商做市品类有望逐渐增加。为把握做市业务新机遇,国内券商可借鉴海外经验,打造资本水平、客户资源、风险控制、金融科技等综合优势,具体来看:

- 1) 国内券商仍需进一步扩充资本金规模。证券业是典型的资本密集型行业,尤其是以做市业务为代表的重资产业务,要求券商以自有资金与客户进行交易,资本金水平成为券商业绩增长的重要动力。目前我国券商资本水平距美国大型投行仍

有较远距离，未来仍需进一步扩大资本规模。

- 2) **挖掘机构客户资源，提供一站式服务。**由于国内上市股票、ETF 等资产仅允许场内交易，定制化场外衍生品也仅允许与机构投资者交易，因此国内券商难以像沃途金融一样利用订单流支付和内部撮合平台赚取零售订单价差，机构客户是国内券商做市业务未来的重要服务对象。一方面，国内券商应加速布局机构业务、拓展机构客户资源，提升机构投资者的触达和挖掘能力；另一方面，借鉴高盛经验，机构客户的全流程、一站式服务是关键，未来券商可以协同机构经纪、证券借贷、投研服务、资产托管等业务，满足机构投资者全方位交易投资需求。
- 3) **加大金融科技投入，完善基础平台建设。**近年来各家券商均加大对金融科技的关注程度，不断完善对外 to C 应用、对内数据库等基础平台的建设，未来券商可在以下三个方面持续发力金融科技：
 - ① **完善内部交易系统，提升做市业务定价能力：**受资本市场相关制度和基础设施水平限制，国内券商目前暂时无法采用高频交易等超短线交易策略，但国内券商仍可借鉴沃途金融、高盛等海外做市商的经验，通过持续加大金融科技投入，搭建内部基础平台，实现对市场数据的自动化处理，提升定价的准确性，进而提升做市业务的收入表现。
 - ② **搭建机构客户综合服务平台，优化客户体验：**借鉴高盛的发展经验，高盛一站式服务平台 Marquee 为机构客户提供交易全流程服务，国内券商也可以综合机构业务、构建 To B 交易平台，优化客户体验。近年来部分国内头部券商已开始尝试，例如国泰君安构建机构客户服务平台“道合”，提供研究、标准化及定制化产品、数据、交易、投资顾问等服务。
 - ③ **依托自身技术优势，向外输出交易系统解决方案等技术服务：**借鉴沃途金融发展历史，券商可发展 To B 技术服务业务，为基金、资管等公司输出数据服务、交易系统等，进一步增厚券商业绩。
- 4) **重视风控体系的搭建，提升风险管理能力。**
 - ① **提升风险识别能力：**国内券商风险管理工作起步较晚，与高盛等国际投行风险控制能力仍有差距，而做市商需以自有资金持有头寸，对市场风险的识别和控制均有较高要求，国内券商应加快培育风控人才，提升量化风控的能力。
 - ② **提升风险处理能力：**国内券商应加大对场内外衍生品、构建投资组合、分散金融资产等对冲策略的使用力度，控制做市业务的风险敞口。

四、投资建议和风险提示

4.1 投资建议

资本市场改革持续推进，国内做市商制度不断完善，政策打开券商 A 股做市空间，券商将在资本市场中发挥更专业、更重要的作用。考虑到 1) 做市业务要求券商以自有资金进行交易，资本充足的券商更易扩张业务规模；2) 价差是做市收入中的重要部分，需要券商分析持有头寸的风险成本和即时市场信息，提供准确且具有竞争力的报价，对券商人才素质、金融科技水平提出更高要求；3) 做市商发挥风险中介作用，同时监管层对试点券商的合规内控水平要求较高，因此完备的风险控制系统是做市业务的必要前提；4) 机构客户是未来券商做市业务的重要服务对象，具备丰富机构客户资源的头部券商将率先抢占市场份额；**建议关注资本实力雄厚、人才队伍建设完善、风控系统完备、机构客户资源丰富的龙头券商，如中信证券、中金公司。**

4.2 风险提示

1) **科创板股票做市试点资格核准速度、A 股做市商制度推广速度不及预期。**目前券商试点从事科创板股票做市交易业务需先取得证监会核准，若审核速度不及预期，将阻碍券商相关业务的进展。此外，若试点速度较慢、做市商制度推广至 A 股其他板块的进度不及预期，券商做市业务发展空间将受限。

2) **券商资本扩充不及预期。**做市业务要求券商以自有资金和证券持有资产、进行双边交易，因此做市交易规模与券商资本

金水平关联较大，如券商增资计划不及预期，将阻碍券商做市业务的扩张。

3) **市场交投活跃度下滑**。做市业务与市场流动性有关，如果市场交易量持续下行，将影响做市交易规模，继而影响券商相关业务收入。

4) **宏观经济超预期下行，投资者风险偏好改变**。目前国内券商在 FICC 类产品做市参与较少，在权益类产品做市中市场份额更高，如宏观经济大幅下行，投资者权益类资产投资需求减弱，将影响券商做市交易规模及需求。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033