

交易所交返政策的影响分析(上)

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

核心观点

■ 期货迈向高质量发展

2024年1月,多家期货交易所公告关于2024年交易所对手续费等实行减免方案。

从宏观的角度看返还政策的变化,我们认为它是金融供给侧改革的一个部分。随着实体经济从高速增长切换到高质量发展,追求效率第一的“金融资源”进入到空转、套利的“内循环”之中,需要一次供给侧改革来改变这种生态。降费政策压缩了制度型套利空间,驱动金融行业高质量发展。

■ 影响一:品种博弈加剧

持仓减收的调整会加大交易成本,降低客户交易入场动力,加剧某些商品或金融工具的市场博弈程度。

■ 影响二:发展模式转型

行业新发展模式加速。持仓返还作为期货公司吸引客户的主要福利,持仓减收的调整也有可能加剧公司之间的竞争公司可能会以其他方式来获得客源,也可能另谋出路,寻找新的发展模式。

■ 影响三:行业集中度上升

手续费收入对于行业影响较大。当前大部分期货公司的主要收入来源由利息收入、业务手续费、风险管理、资产管理、基金销售、交反(交易所返还手续费),其中手续费和交易所减收占公司总收入的15%-30%。

方案落地加剧收入压力,行业集中度将提升。对于中小规模业务单一的期货公司而言,持仓减收方面的调整会导致其收入减少,生存压力增大,甚至有可能“出局”。对行业总体而言,资源会更向头部集中,利好规模大、业务线多的期货公司。

目录

核心观点	1
国内返还政策的历史背景.....	4
1.1 手续费的规则	4
1.2 返还政策事件	5
1.3 期货发展历史	6
1.4 对行业的影响	7
返还政策国内外比较分析.....	8
2.1 国外政策	8
2.2 比较分析	8
2.3 证券案例	9
2.4 未来趋势	10
返还政策变化的宏观影响.....	11
3.1 制度套利空间降低，需提升投研水平	11
3.2 从中央金融工作会议看期货行业发展	12
期货行业和期货公司影响.....	13
4.1 盈利：期货行业利润收缩，期货公司加速头部化.....	13
4.2 业务：制度套利空间收缩，业务模式转向自营化.....	15
市场结构和交易行情变化.....	19
5.1 市场参与者：普通客户影响小，机构影响稍大.....	19
5.2 期货市场：影响成交量、持仓量、市场流动性以及市场定价效率.....	20

图表

图 1：交易所手续费返还流程图	4
图 2：大商所的减收通知	6
图 3：期货公司行业利润变化 单位：亿元	7
图 4：期货公司客户权益同比 单位：%	7
图 5：CME 的减收政策	9
图 6：自营业政策放开后，证券公司每年资产管理产品数量变化.....	10
图 7：期货公司营收 单位：亿元	14
图 8：期货公司手续费收入 单位：亿元	14
图 9：期货公司手续费占营业收入比重 单位：%	14
图 10：A 股上市期货公司手续费占营收比例 单位：%	14
图 11：交易所手续费返还金额占手续费比例 单位：%	15
图 12：交易所手续费返还金额占营收比例 单位：%	15
图 13：期货公司风险管理业务总/净资产 单位：亿元	17
图 14：期货公司风险管理业务收入和净利润 单位：亿	17

图 15: 期货公司资管业务产品类别个数占比 | 单位: % 18

图 16: 期货公司资管业务产品类别规模占比 | 单位: % 18

图 17: 永安期货营收构成 | 单位: 亿元 18

国内返还政策的历史背景

从历史来看，期货行业业务结构单一，行业盈利与客户权益紧紧相结。由于行业内竞争加剧，各家公司手续费收取标准不断下调，叠加本次交易所减收手续费，未来对行业整体盈利能力，尤其是经纪业务收入将带来较大冲击。

1.1 手续费的规则

期货交易的手续费 = 交易所手续费 + 期货公司加收手续费。

交易所手续费返还 = 交易减收 + 持仓减收，是指交易所手续费返还一定比例给会员单位。前者属于基础性减收，后者则往往需会员单位品种持仓量达到或超过一定要求时才可以获得，持仓返还则属于后一种。

通常，交易所为了鼓励期货公司展业和活跃部分品种的交易，制定了“持仓增量”和“持仓达标”的考核政策，对达标的会员单位（期货公司）进行交易所手续费返还。

而协助期货公司达到上述标准的包括法人户（企业自有资金）和特法户（资管产品资金）。通过多空对锁的方式完成开仓后，期货公司获得了特定品种的持仓量考核，并将交易所返还的手续费转移支付给资金方，实现了共赢。

图 1：交易所手续费返还流程图



数据来源：华泰期货研究院

影响期货交易所减收手续费收入的主要因素为交易所手续费减收的具体政策、发行人向交易所上缴手续费总体规模、相关品种交易活跃度等。其中期货交易所为支持会员单位加强产业客户服务，支持会员单位创新业务的发展，对会员单位的交易手续费给予一定的减收。

过往交易所手续费返还的初衷是鼓励期货业发展，以及通过这种方式返还部分客户冻结保证金产生的额外利息。但随着期货市场竞争加剧，交易所返还逐步演变成期货公司费率竞争，将派返收入计入手续费收入核算的一部分，导致部分期货公司向客户收取的佣金率低于成本线。

若交易所返还全部收回，或将影响期货公司的营收。于期货行业而言，若手续费减收变少，过度依赖交易所派返的期货公司或将受到一定影响，此外市场手续费率可能会重新定价。

1.2 返还政策事件

1月5日收盘后，上期、上期能源、郑商所、大商所、中金发布公告关于2024年交易所对交割手续费等实行减免方案。大商所/郑商所下发通知：交易减收部分，所有期货、期权合约交易手续费减收30%，减收方式为每日从当日应交的交易手续费中扣减；持仓减收部分，对当月在期货、期权品种上，对于日均持仓量不低于基数的会员，减收其在该品种交易手续费的10%。但是，交易所认定的“特定程序化交易报备客户”不参与交易减收和持仓减收。

期货交易手续费一般分为两部分组成，一部分为交易所手续费，另一部分为期货公司手续费。手续费减收比例近几年来逐步下滑。从目前部分交易所下发的减收方案来看主要包括三个方面：

- 1) 成交减收上除少数品种外，对期货和期权品种的交易手续费减收比例为30%。
- 2) 持仓减收上对当月期货和期权品种日均持仓量不低于基数的会员减收其该品种交易手续费的10%
- 3) 交易所认定特定程序化交易报备客户不参与交易减收和持仓减收。

图 2：大商所的减收通知



数据来源：华泰期货研究院

1.3 期货发展历史

初创阶段（1988-1999 年）：1988 年国务院明确提出“探索期货交易”。1990 年第一家场内期货交易所、第一个标准化品种合约相继诞生。在缺乏统一管理的情况下，全国期货交易所及经纪机构快速扩张，到 1993 年各类期货交易所达 50 多家、期货经纪机构近千家；同时发展初期投资者投机交易较强、风险事件频发。1993 年政府开启期货市场监管，1999 年末交易所、上市品种、经纪机构数量逐步清减至 3 家/12 种/178 家。

规范化阶段（2000-2012 年）：2000 年中国期货业协会成立，监管体系逐步建立，品种上市节奏逐步放开；2006 年中国期货保证金监控中心成立、中国金融期货交易所成立，并于 2010 年推出沪深 300 股指期货。在此期间，期货市场规模快速增长，2001-2012 年期货期权成交量从 1.2 亿手提升至 14.5 亿手、成交额从 3 万亿元增长至 171 万亿元。

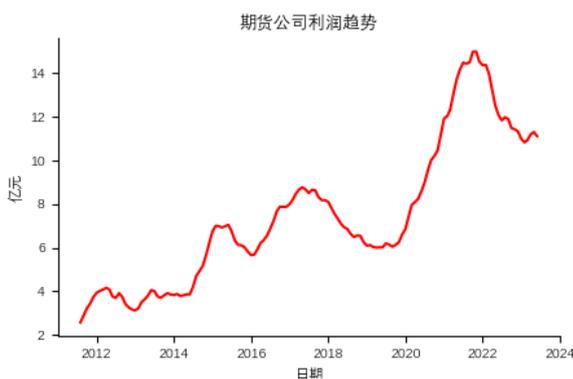
加速发展阶段（2013-2021 年）：2014 年国务院出台了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，中国期货市场正式进入创新发展的新阶段。金融期货、国债期货、场内期权等品种体系进一步发展完善；同时，2013 年上期所率先推出夜盘交易模式，同年上海国际能源交易中心成立。在此期间，市场成交量保持快速增长，2013-2021 年期货期权成交量从 21 亿手提升至 87 亿手、成交额从 267 万亿元增长至 582 万亿元。

注册制阶段（2022年至今）：2022年4月，《期货及衍生品法》审议通过，成为期货市场顶层纲领性文件，期货及期权新品种上市实行注册制，期货品种加速上市，截至2023年12月，我国场内期货和期权市场已上市品种数量达131个。同时，交易规则及制度不断完善，如增强合约连续性、优化交易仓库布局、扩大做市品种范围、丰富做市商类型和布局等。丰富的交易品种及完善的交易规则能够为更多机构和产业客户的风险管理提供低成本、标准化的对冲工具，驱动衍生品市场活跃度提升。2023年期货成交量达85亿手，同比增长25.60%，成交额为568.5万亿元，同比增长6.28%。

1.4 对行业的影响

期货行业业务结构单一，行业盈利与客户权益紧紧相结。期货公司主营业务包括投资咨询，风险管理、资管、经纪业务，其中，手续费收入占经纪业务大额。期货公司收取的手续费率在交易所标准的1-2倍，近年来由于行业内竞争加剧，各家公司手续费收取标准不断下调，对行业整体盈利能力带来较大冲击。2019年疫情以来为调整期货行业的经营业绩，交易所对期货公司收取的手续费率进行减收。对近些年期货公司每月利润值进行季节性处理后可以发现，近年来随着手续费减收政策的执行，期货行业利润趋势在逐步上升，2021年行业利润达到近年来顶峰后，2022和2023年行业利润小幅回落。

图 3：期货公司行业利润变化 | 单位：亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 4：期货公司客户权益同比 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

返还政策国内外比较分析

国外市场：国外期货交易所，通常采用以交易轮数（sides）为基础的优惠政策，这种方法倾向于奖励高频交易活动，因为高频交易者能在短时间内完成大量买卖轮次，从而提高市场的流动性和活跃度。

相比之下，中国的商品期货交易所则侧重于以交易量（手）为基准的手续费优惠政策。这种方法更注重奖励大宗交易，而不是频繁的小额交易，有助于吸引和鼓励大规模交易者参与，同时对小额或高频交易者产生一定的抑制作用。这种策略反映了中国市场在控制市场风险和维护市场稳定性方面的关注。这反映了中国市场对控制过度投机和维护市场稳定性的重视。通过设定以交易量为基准的手续费优惠，监管机构可以更有效地控制市场的总交易量，从而减少市场波动。

这两种策略的差异反映了各自市场的特点和监管方向。国外市场通过激励交易轮数的增加来促进市场流动性，而中国市场通过关注交易量来控制市场总交易量，减少市场波动，适应其发展和完善中的市场环境。

2.1 国外政策

芝加哥商品交易所（后续简称为 CME）是全球最大的商品交易所。以 CME 为例，2014 年 9 月由于原油和天然气交易量下滑，CME 新政策将交易者分级。随着交易者交易量增加，逐步提升交易者阶级（Tier）。Tier 越高，手续费的返还也会增加，以此来鼓励交易者进行更多交易。2017 年 12 月，CME 对费用和激励政策进行了更新。在激励政策上，对特定产品（如比特币期货和 E 迷你标准普尔 500 指数期货）的 Globex 交易所费用进行减免和豁免。在费用上，更新了涉及一系列商品的费用豁免、折扣和基于资格标准的积分。从 2020 年到 2023 年底，CME 每年都在提高商品交易手续费。

2.2 比较分析

不同点主要体现在优惠方法、手续费返还趋势和交易频率三个方面：

➤ 优惠方法

在国际商品期货交易所中，交易轮数（即买卖双方各算一轮，英文称为 "sides"）通常被用作划分手续费优惠等级的标准。中国的商品期货交易所则根据超过基准交易量的交易量（手）来实现差异化减收。此外，国际期货交易所的公司会员和个人会员分别基于统一的标准来划分优惠等级。而在中国，期货交易所的优惠等级通常是基于会员的历史交易量，按照超出达标基准的交易量来确定。

➤ 手续费返还趋势

近年来，在手续费返还方面，国内的期货交易手续费返还有缩紧的趋势。相反，国外期货交易所近几年的优惠有上调趋势。

➤ 交易频率

在国外的期货交易所，特别是美国和欧洲的交易所，对于交易频率的限制相对宽松。这些交易所通常允许高频交易，并且有着先进的技术基础设施来支持这种交易方式。

相比之下，中国的期货交易所交易频率上有更为严格的限制。例如，中国交易所可能对交易速度、每日交易数量或某个时间段内的交易次数设定上限，以减少市场过度波动和操纵的风险。

图 5：CME 的减收政策

CME Agricultural Product Volume Discounts					
On a tiered basis, the Exchange Fee for electronically traded Livestock & Pork Cutout Futures will be reduced for trading volumes exceeding designated monthly average daily volume thresholds.					
Member Firms		Livestock Futures		Individual Members	
Eligible Participants	Average Daily Volume Threshold (Sides)	Exchange Fee Discount	Eligible Participants	Average Daily Volume Threshold (Sides)	Exchange Fee Discount
Clearing Members Rule 106.J Equity Member Firms Rule 106.I Members Rule 106.S Member Approved Funds	0 - 1,000	none	Individual Members Rule 106.D Lessees	0 - 500	none
	1,001 - 2,500	\$0.16		501 - 1,000	\$0.16
	2,501 - 7,500	\$0.21		1,001 - 1,500	\$0.21
	> 7,500	\$0.26		> 1,500	\$0.26
Volume is aggregated by account owner across accounts, within a single clearing/billing firm. Clearing Members and their related 106.I. Member(s) accounts will be treated as one firm for purposes of the volume aggregation. For Rule 106.S Member Approved Funds, their associated volume will be aggregated with their related Rule 106.J Equity Member Firm.			Volume is aggregated per trading account within a single clearing/billing firm.		

数据来源：华泰期货研究院

相同点：国内外商品交易所近几年都对商品交易手续费进行减收。

2.3 证券案例

随着手续费减收带来的经纪业务模式的可能变化，《期货和衍生品法》下自营业务模式的探索将驱动期货行业未来盈利模式的转型，证券行业的自营业务情况值得参考。

2012年11月18日，中国证监会发布《关于修改关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定的决定》。《决定》将新三板、区域性股权交易市场挂牌转让的股票等纳入券商自营业务投资范围。《决定》新增“第五条”，明确具备证券自营业务资格的证券公司可以从事金融衍生产品交易。该政策让证券行业从传统的佣金模式向多元结构转型。2023年上半年，中国证券公司自营业务明显复苏。这种回暖带动了许多公司整体业绩的大幅增长。行业总收入达到 2245.07 亿元，净利润达到 850.50 亿元，同

比分别增长 9%和 5%。其中，自营业务收入 748.17 亿元，同比增长 74.08%，占总收入的 33.32%。

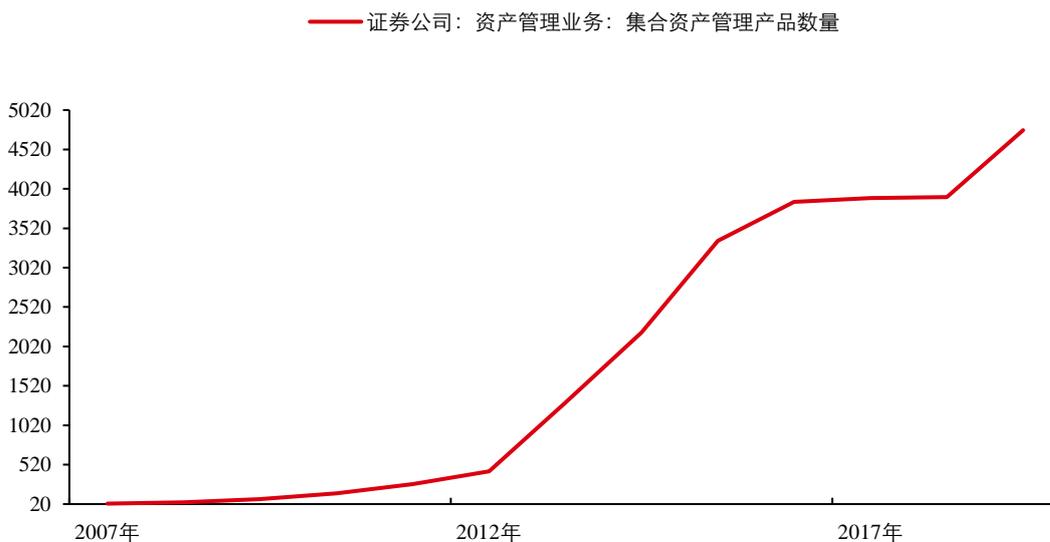
收入结构上，自营业务超经纪业务成为第一大收入来源。2023 年上半年，自营业务、经纪业务、投行业务、资管业务分别占营业收入比例 33.32%、26.44%、12.57%、4.88%。

这一增长主要得益于中信证券等顶级券商自营收入的大幅增长，仅中信证券的自营收入就超过了 100 亿元，其自营业务占到公司总营收的 36.63%。这一转变表明，企业的战略重点已转向股权投资，约 60%的企业加大了对股权相关自营业务的投入。然而，动荡的股票市场也带来了风险，放大了业绩的波动。行业正逐步转向非定向交易，强调衍生品和固定收益交易，以获得更稳定的回报。这一趋势标志着证券公司在波动的市场环境中平衡风险与收益的方法出现了关键性的转变。

2.4 未来趋势

在竞争和政策的双重压力下，传统业务盈利性在不断变小，期货行业需加速推进转型。证券行业在自营政策放开后，对客户服务、需求更加重视，增加了资产管理业务产品数量。期货行业也可效仿此举，加强服务，拓展服务规模，提高自身业务水平。

图 6：自营政策放开后，证券公司每年资产管理产品数量变化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

返还政策变化的宏观影响

从宏观的角度看返还政策的变化，我们认为它是金融供给侧改革的一个部分。随着实体经济从高速增长切换到高质量发展，追求效率第一的“金融资源”进入到空转、套利的“内循环”之中，需要一次供给侧改革来改变这种生态。降费政策压缩了制度型套利空间，驱动金融行业高质量发展。

3.1 制度套利空间降低，需提升投研水平

证监会就“商品期货市场量化交易被叫停”的传闻做出回应，2024 年，为加强交易监管，维护“三公”的市场秩序，各商品期货交易所将对手续费减收政策进行优化调整。

近一年来金融监管政策的导向两大目的：一是降费，二是公平。监管政策的增强意味着过去作为“银行的影子”存在的非银通道制度性套利的 Alpha 来源已一去不复返。对于投资端来说，资产管理业务需要尽量减少对制度性套利收益的依赖，努力提升投研水平，为即将到来的出清潮做好准备。对于风险管理端来说，一方面需要规避由于行业波动带来的后台风险，另一方面需要加快风险管理模型的研发，为供给侧改革下的风险提供“风险咨询”。

➤ 降费

从公募降费¹、券商降佣²和银行降息差，其实不难预判接下来的期货降费，以及尚未发生但会发生的私募降费，金融行业各大细分领域都将陆续迎来“高质量发展”，供给侧改革浪潮开启。

期货行业竞争加剧，推动行业模式变革。根据华创金融徐康团队的测算，手续费派返占期货公司经纪业务收入（手续费净收入+交易所派返+利息净收入）的比重平均在 30%。公司创收少了，对于从业人员来说将是无止尽的内卷。当然，降费对投资者来说终归是

¹ 2023 年 7 月 8 日~7 月 22 日，行业内共有 29 家公募基金公司（截至 2022 年末管理非货基规模合计 9.54 万亿元）已将旗下主动权益类基金管理费率调降至 1.2%。估算行业总收入下滑 9%，主动权益型基金收入下滑 19%。其中行业总收入中的一部分将用以支付销售服务费用及尾随佣金，体现为代销机构的渠道佣金，并不全为基金公司的实际收入。

² 以 2022 年公募基金分仓佣金估算，公募基金总佣金收入由 188.4 亿元降至 118 亿元，下滑 37%。2017~2022 年行业分析师数量由 2589 人增长至 3935 人（CAGR+8.7%），券商先后发力研究业务，分仓佣金竞争激烈，行业竞争加剧。

好事，“蚊子腿再小也是肉”。

➤ 公平

业内还有很多有损公平的乱象。就持仓返还而言，资金量小的个人投资者无法获得返还、返息；类似的还有之前被禁的融券对锁套利，普通投资者根本无法获得用于对冲或者 T0 的融券。

3.2 从中央金融工作会议看期货行业发展

2023 年 10 月的中央金融工作会议提出了“金融强国”的动员。

降费状态下寻求对于跨边界的合作，加强金融全业务链。“金融强国”借助于全面加强金融监管、完善金融体制、优化金融服务、防范化解风险四个方式实现。我们的理解是，全面监管是为了更好航行，建议加大对跨金融、跨行业监管规则的研读，在金融制度型套利空间收缩的背景下，在合规基础上寻求行业之间业务推进的结合点。

跨边界的合作需要增强风险管理能力的投入。金融体制的完善需要增加资本市场中长期资金和衍生品供给，建议加大金融科技和人才的投入，一方面将衍生品服务模式化推广，另一方面提升对权益、利率、外汇等专业型投资者的服务能力，尤其是养老金等长期资金的服务能力。未来市场进入到了化解风险的过程中，自有资金投资需要规避市场波动。

从合作领域上，可以借助于衍生品工具，在股票回购（资源配置）、产品设计（财富管理）和风险转换（所有权分割）领域助力于现代化金融体制建设。在人民币国际化“稳慎”推进中，加大国际化业务储备，以当前优势为试点切入，建立国际货币、资源、金融衍生品的综合风险定价能力。

最后，走中国特色金融发展之路，第一是坚持党中央对金融工作的集中统一领导，要把加强党的领导贯穿于基层工作的全过程、各方面，以党建引领驱动业务的开展。第二是坚持以人民为中心的价值取向，华泰期货可以挖掘在主要矛盾转向“不平衡不充分”中的风险管理机会。

期货行业和期货公司影响

总量影响相对明显,对行业收入构成负面影响。手续费派返占期货公司经纪业务收入(手续费净收入+交易所派返+利息净收入)的比重平均在30%左右,占期货公司总收入(总收入剔除其他业务成本)比重一半在15%左右。

结构影响更显著,期货行业将进入到供给侧改革状态,期货公司的头部化将进一步显现。

4.1 盈利：期货行业利润收缩，期货公司加速头部化

➤ 传统经纪业务仍是期货公司盈利主要来源，其中手续费和利息收入占大头。

(1) 期货公司收入一般包含手续费净收入(含交易所返还)、利息净收入、投资收益、其他业务收入等几部分,其中手续费和利息收入是经纪业务收入的主要来源。

(2) 根据期货业协会公布的数据,当前整体期货公司主要收入来源仍是传统经纪业务,近三年手续费收入占营收总收入的40%-80%,这一占比从2023年8月高位的72%,降至11月的56.5%,3个月降幅高达15.5%。

➤ 手续费在不同期货公司结构中存差异，交返政策将加速行业头部化趋势。

(1) 若交易所返还政策收紧,将减少期货公司这一行业的整体净利润。目前在A股上市的期货公司共有4家,分别是永安期货、南华期货、瑞达期货和弘业期货,披露的财报数据显示,手续费基于经纪业务、基金销售业务、资产管理业务、证券经纪佣金、投资咨询业务、交割交易业务等产生。

(2) 手续费在各期货公司的地位有差异,头部公司手续费收入占比逐年下降。截至2023年中报,上市的4家期货公司中,永安期货、南华期货和弘业期货3家公司手续费占比均不高于10%,仅瑞达期货手续费占比高达37.5%,体现出总收入越高的期货公司手续费占比越低的特性。尤其是高市值的头部期货公司,手续费收入占比呈现逐年下降趋势,截至2023年中报,永安期货的手续费收入仅占总收入的2.9%。

(3) 手续费返还对头部期货公司盈利影响较小。通过计算交易所手续费返还金额占期货公司手续费比例³,得到交易所手续费返还金额占总营收的比例,截至2020年末,永

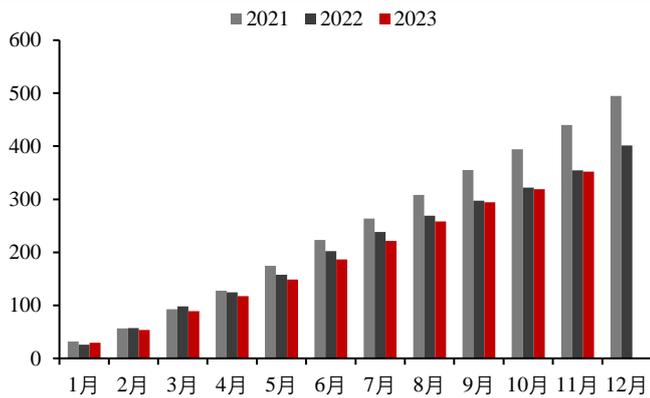
³ 由于交易所派返占总收入的比重仅在招股说明书披露,不同期货公司披露时间区间不一,不同期货公司交易所派返占总收入比重如下:2018年瑞达期货为20.5%,南华期货为22%;2020年永安期货为17.3%;2021年弘业期货为67.7%。

安期货、南华期货和弘业期货的该比例分别为 1.6%、2.0%、11.3%（瑞达期货财报未披露相应数据），头部期货公司优势明显。

对于中小型期货公司而言，交易所返还往往占据期货公司整个经纪业务收入的 20%至 30%左右，若交易所返还全部收回，则将极大影响整个公司的营收，规模较小、业务单一的期货公司无疑将被加速出清；若仅为持仓返还取消，按品种手续费 10%的持仓返还进行估算，亦将使交易所手续费返还相比往年减少 20%至 40%左右，亦会对行业利润产生明显影响。

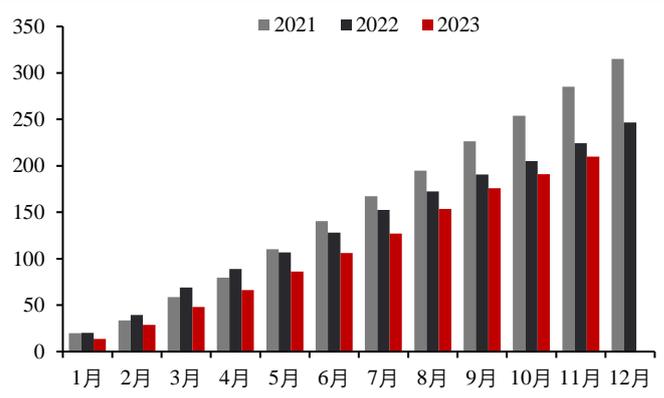
从盈利角度来看，若交易所返还政策调整，将导致期货公司整体利润规模收缩，手续费收入占总营收比例下降，但对头部期货公司影响显著低于中小型期货公司，对期货公司既是挑战也是机遇，也将促使行业进行结构调整。

图 7：期货公司营收 | 单位：亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 8：期货公司手续费收入 | 单位：亿元



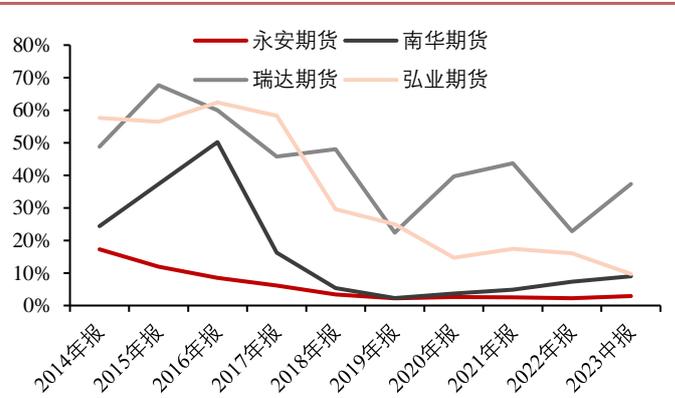
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 9：期货公司手续费占营业收入比重 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 10：A 股上市期货公司手续费占营收比例 | 单位：%



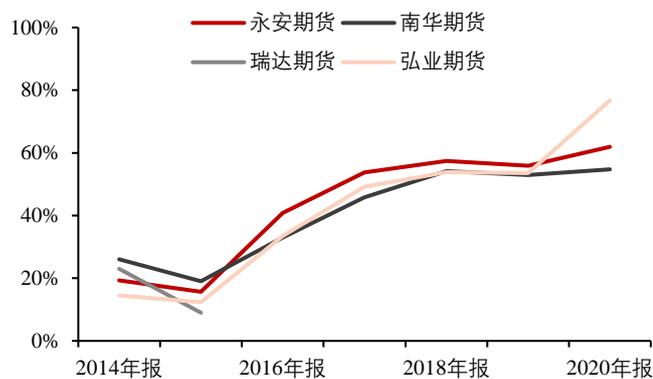
数据来源：iFind 华泰期货研究院

表 1：A 股上市期货公司盈利情况

	总市值(亿元)	2022 年总收入(亿元)	2022 年总收入同比(%)	2022 年净利润(亿元)	2022 年净利润同比(%)
永安期货	219.06	347.57	-8.1%	6.72	-48.5%
弘业期货	83.28	20.93	-1.0%	2.94	-41.7%
南华期货	68.14	68.08	-35.2%	2.46	1.0%
瑞达期货	63.68	15.72	-1.1%	0.12	-84.6%

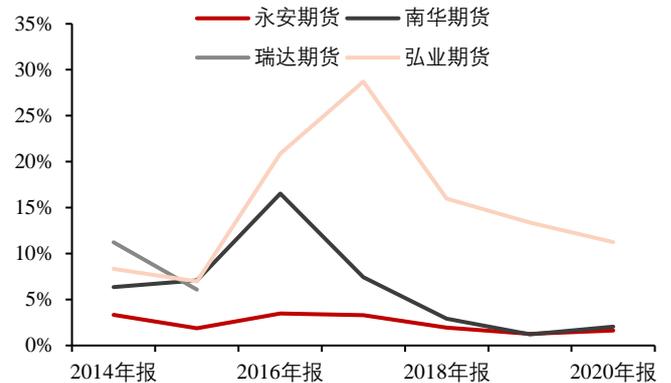
资料来源：iFind 华泰期货研究所

图 11：交易所手续费返还金额占手续费比例 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 12：交易所手续费返还金额占营收比例 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

4.2 业务：制度套利空间收缩，业务模式转向自营化

若交易所返还政策收紧，手续费部分收入受限，**持仓返还业务**将难以开展，将迫使期货公司进行业务转型，期货公司需大力发展风险管理业务和资产管理业务。

➤ 持仓返还业务

业务模式：为满足期货交易所品种手续费持仓减收相关要求，期货公司往往会寻求合作单位（公募专户、银行理财子、券商自营账户、券商资管账户、期货资管账户等）在部分期货品种上长期持仓，通过保证金利息返还的方式返给客户收益的一种业务形式。

收益情况：返息收益一般在年化 2%至 8%之间（单独的持仓返还策略 2022 年能做到 5% 以上的费后收益，到 2023 年大概衰减到 4%），该部分返息亦将直接增厚账户收益。作

为一个不怎么回撤的高夏普策略，持仓返还收益可以单独获取（如期货发行的资管计划），也可以作为其他 CTA 策略（尤其是高频）⁴的配套收益来源存在。

影响：交易所持仓返还取消后无疑使该类业务被迫暂停。

➤ 期货做市业务

期货市场部分品种及期权市场均存在做市商主体，其具有稳定市场、促进市场运行平稳，同时提高市场流动性等义务。做市商一方面需要同时提供买卖双边报价，另一方面针对不活跃合约亦有回应询价的义务。其利润来源有买卖价差、交易所补贴（含手续费减免）、自身套利交易等方面，其中前两者往往是其主要利润来源。若交易所手续费减免取消或降低将极大影响该类的正常运行，然而若仅是持仓返还部分取消，因目前行业内持仓返还更多是以返息的方式给予客户相应收益，其取消预计将一定程度削弱策略收益。

➤ 风险管理业务

风险管理业务即为客户提供各种工具和策略，帮助他们对冲价格波动和市场风险，主要由基差贸易、仓单服务、合作套保、场外衍生品和做市业务组成。截至 2023 年 10 月底，开展基差贸易、仓单服务、合作套保、场外衍生品和做市业务的公司分别有 89、21、1、73、53 家，仅场外衍生品和做市业务公司较年初有所增加，风险公司总资产超 1800 亿元，净资产 428 亿元，业务总收入接近 200 亿元，净利润 4600 万元。

➤ 资产管理业务

⁴ **高频交易**是指从那些人们无法利用的极为短暂的市场变化中寻求获利的交易方式，其交易频率往往较高，持仓时间亦相对较短，隔夜持仓时间往往不多，是市场中一类重要的参与群体，具有活跃期货市场的作用。该类策略对期货手续费极其敏感，如 2015 年股指期货日内手续费大幅上调后导致期指高频交易几乎灭绝，市场成交量亦有明显下降。需要注意的是，因该类策略持仓过夜频率相对偏低，因此其获得的交易所返还主要为基础性交易减收，获得持仓返还投资者的往往相对不多。因此，若前者出现下调或将影响该类策略的生存空间；若仅为持仓返还取消预计对其影响不大。

量化 CTA 策略，CTA 是运用客户委托的资金投资于期货、期权市场，并收取相应投资顾问费用的一种基金形式。按照交易逻辑的不同，CTA 策略又可以分为 CTA 趋势策略、CTA 套利策略及 CTA 复合策略。其交易成本包含手续费和冲击成本两部分（不考虑资金成本），其中冲击成本一般远高于手续费成本（股指期货除外）。因此，对于趋势和复合类策略而言，若非高频交易，交易所手续费返还对 CTA 趋势及复合策略的整体绩效往往影响不大。对于套利策略而言，因其获利空间相对较小，若交易基础性返还下降或将削弱其获利能力。

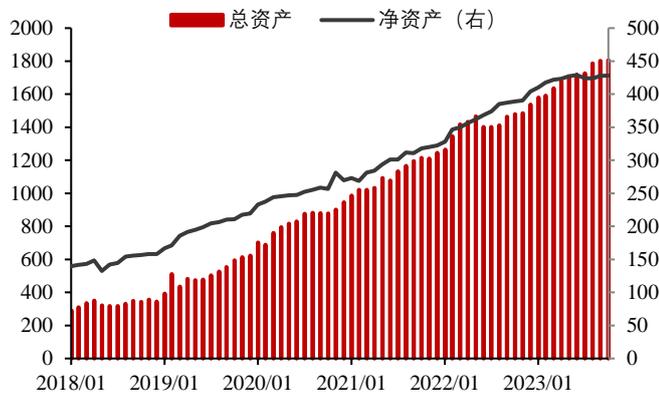
资产管理业务是为客户管理其投资组合，根据风险偏好、投资目标等提供投资建议和服务，其中涉及到定制化产品和投资组合。截至 2023 年 11 月末，期货公司的资管产品数量为 2163 只，规模达到 2829 亿元。产品类别主要包含 4 大类，分别为固定收益类、权益类、商品及金融衍生品、混合类，其中前三个类型数量比重较高，固定收益类规模占比最大（68%），表明期货公司的资管投资以稳健为主。

➤ **加快业务转型**

以永安期货为例分析当前头部期货公司的业务走向，其收入主要来源于包含交易所课题费收入、交易所活动费收入、销售货物收入、租赁收入等在内的其他业务收入，其中占比最大的是风险管理业务，占比超过 90%，重点包含主要贸易、场外衍生品业务和做市业务。

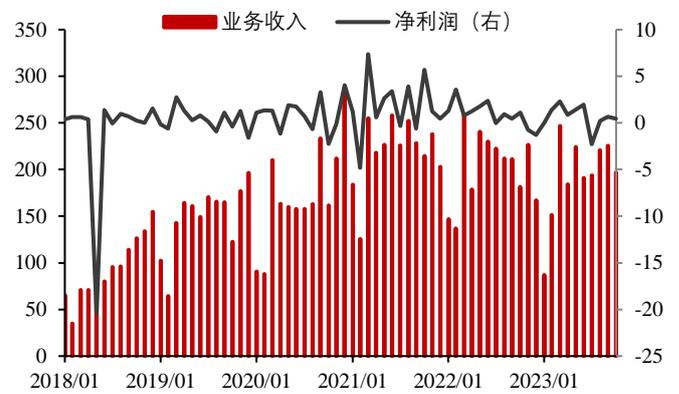
当下面临交易所返还政策调整，发展风险管理业务和资产管理业务为期货公司的当务之急，敢于寻求变革的期货公司也将率先受益，在复杂多变的市场中加宽企业的“护城河”，才能稳于市场并保持高增长。

图 13：期货公司风险管理业务总/净资产 | 单位：亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 14：期货公司风险管理业务收入和净利润 | 单位：亿



数据来源：iFind 华泰期货研究院

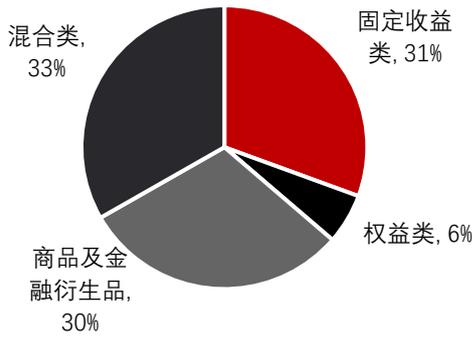
表 2：期货公司风险管理业务备案及开展情况（截至 2023/10/31）

	业务备案(家)	占设立公司比例(%)	业务开展(家)	占业务备案公司比例(%)
基差贸易	95	94	89	94
仓单服务	86	85	21	24
合作套保	53	52	1	2

	业务备案(家)	占设立公司比例(%)	业务开展(家)	占业务备案公司比例(%)
场外衍生品业务	77	76	73	95
做市业务	62	61	53	85

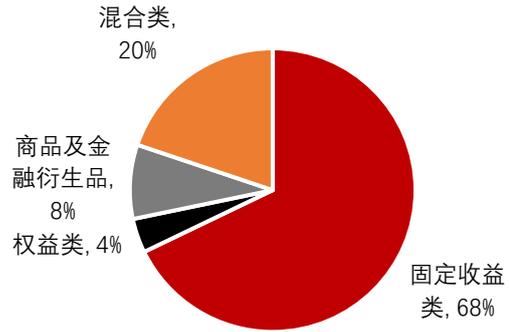
资料来源: Wind 华泰期货研究所

图 15: 期货公司资管业务产品类别个数占比 | 单位: %



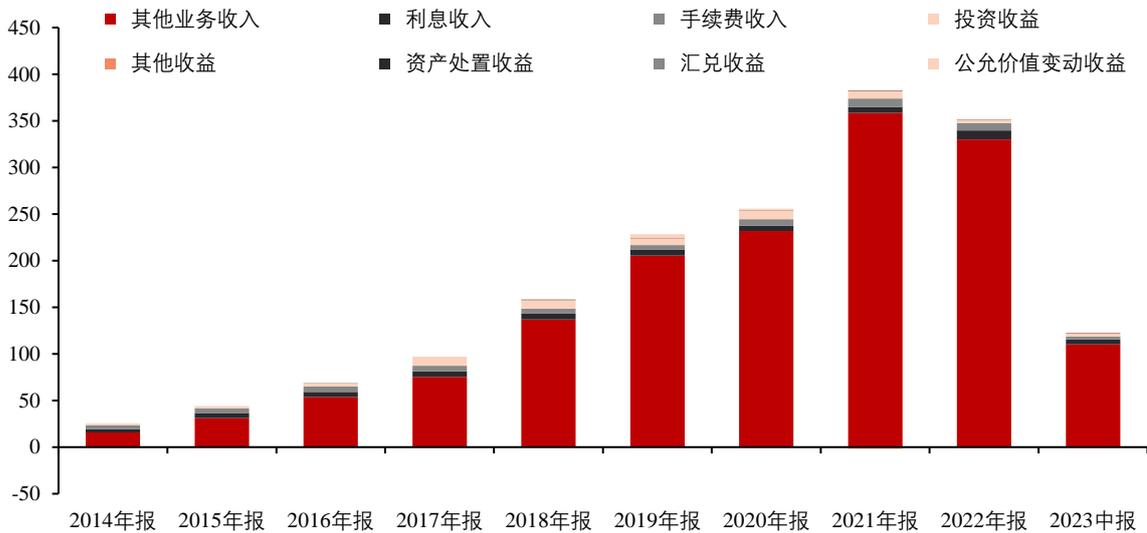
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 16: 期货公司资管业务产品类别规模占比 | 单位: %



数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 17: 永安期货营收构成 | 单位: 亿元



数据来源: 华泰期货研究院

市场结构和交易行情变化

政策对高频交易、持仓返还策略、期货做市商影响较大。

5.1 市场参与者：普通客户影响小，机构影响稍大

成交减收是针对期货和期权品种减收交易手续费；持仓减收指会员单位某品种相较于上年基数持仓有增量或达标一定标准，交易所进行交易手续费的返还。交易所认定的特定程序化交易报备客户不参与交易减收和持仓减收，也就是说取消了特定程序化交易报备客户的交返，其持仓量也从持仓总量计算中剔除，同时剔除的还有做市商持仓、同一客户相互成交及实控关系账户内的客户之间相互成交形成的持仓。

手续费返还并未全部取消，但计算方式和结构均有所变化，对普通客户来说影响不大；对高频量化机构的冲击较大，这些客户大概率被认定为“特定程序化报备客户”，不参与成交减收；部分法人户和特法户专门做持仓返还策略，对这部分客户影响较大⁵。

➤ 外资高频预计受到较大影响

受到最大影响得预计是外资高频。此前有报道称，业内估算 2019 年高频交易在境内期货市场盈利约 50 亿元，约六成被外资赚走，其中技术最顶尖的三家高频交易商至少分得 20 亿元。对高频交易巨头来说，实行“T+0”交易的中国期货市场比股市更具吸引力。期货公司经纪业务“手续费返还”的主要对象是高频量化客户，其交易量大且成交频繁，对于经纪公司而言是优质客户，因此返还比例也较高。

高频策略是在短暂的市场变化中寻求获利的量化交易，具有以下特征：使用超高速的复杂计算机系统下单；平均单次持仓时间极短；大量发送和取消委托订单，交易量大；收盘时基本保持平仓（基本不持仓过夜）。由此可见，该策略对期货手续费敏感度高，即使是微小的手续费变动也会对其产生较大影响。

当前，境外投资机构布局中国期货市场一般可以通过几种渠道：通过 QFII 进行交易，但目前仅限于以套保为目的的股指期货交易，商品期货已经对 QFII 投资机构开放，但细则仍未出台；参与原油期货等国际品种的交易；通过券商的收益权互换业务参与，但佣金较高。此外，亦有外资机构近两年来已入股境内私募公司，抑或是成立独资外商企业，并在基金业协会备案成为私募基金管理人，例如元胜 (Winton)、德劭 (D.E.Shaw)、

⁵ 通知中的“特定”如何界定尚不确定。如果“特定”的范围较为宽泛，很可能还会涉及一些相对中低频的量化机构。

Two Sigma，不过这几家量化巨头并非高频交易机构。

➤ 对持仓返还策略参与者影响较大

CTA 持仓返还策略随着交易所的持仓返还政策应运而生。策略的具体运作方式为：通过在期货公司开立的法人户（企业自有资金）和特法户（资管产品资金），运用多空对锁的方式开仓后，协助期货公司达到持仓减收的标准后，期货公司获得交易所返还的手续费。资管产品或相关方与期货公司签订合同，约定在收到交易所实际发放的上月份手续费返还后的一定时间内（通常为 10 个工作日），期货公司将返还的手续费按实际约定的比例，返还给资管产品账户中。持仓返还比率降低可能会导致享受政策红利以降低交易成本的交易者降低入场的动力，或引起市场持仓量的下降，这也可能对期货公司总体收入带来影响。

持仓返还策略的直接收益来源在于交易所返还的手续费。期货公司和一些合作单位达成协议，通过其法人户和特法户，长期持仓交易有减费政策的部分期货品种，在协助期货公司达到持仓减收的标准后，期货公司获得交易所减收，而后将手续费按约定比例返还给合作单位。若持仓返还减少，对该红利政策依赖度较大的策略在规模上可能产生明显收缩。

➤ 对期货做市商影响较大

期货做市策略是通过提供双边报价限价指令，在为市场提供流动性的同时，从买卖价差中获利。期货和期权市场中的做市商主要收益来源为买卖价差和交易所减收。持仓返还比率降低，一方面会导致市场流动性下降，可能会减少做市机会，影响做市策略的收益；另一方面，如果交易所调整手续费减免比例，对策略正常交易运作有较大影响，降低该策略的预期收益。同时，持仓返还比率降低后，做市商可能面临更激烈的竞争，客户会要求更加精准的定价和更快的执行速度。此外，做市策略需加强风险管理措施，以应对可能出现的市场波动性增加和流动性减少的情况。

5.2 期货市场：影响成交量、持仓量、市场流动性以及市场定价效率

持仓量方面，未来全期货市场持仓大概率下行。由于手续费变动，交易成本增加，部分高频交易客户、做持仓返还策略客户以及期货做市业务客户可能因为成本的抬升以及预期收益的减少，离开期货市场，最直接的影响会导致期货市场持仓量的下行。高频数据显示，整个期货市场持仓量从 2023 年 8 月份的约 4600 万手持仓高峰已经下行至最新的约 3300 万手，持仓下行比例接近 30%。

成交量方面，未来期货市场成交量增加面临压力。高频交易者、做市业务交易者以及持

仓返还策略交易者以机构客户为主，这类客户的一大特点在于持仓量大、成交量大，未来这些客户若因为成本增加、收益降低退出市场，将会大幅降低市场成交量，对期货公司收入产生不利影响。

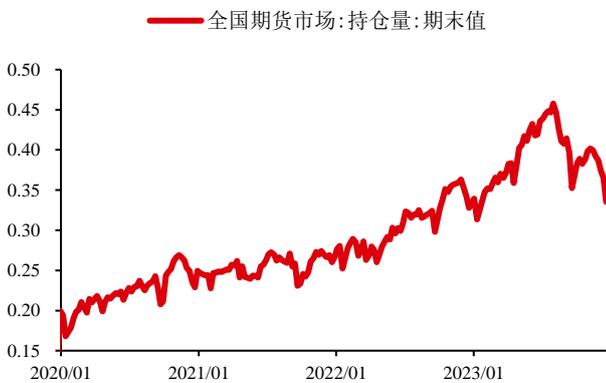
量化高频、做市业务的参与度降低会对市场流动性以及市场定价效率产生影响。做市商通过不断买卖来维持市场的流动性，保证交易的即时性，满足公众投资者的投资需求。而且，做市商报价有助于强化价格发现功能，保证证券价格的连续性。

从海外已有研究结果看，量化高频交易对市场微观结构较为明确的影响包括以下四点：

(1) 高频量化交易可以显著降低买卖价差维度的交易成本；(2) 高频量化交易整体有助于提升市场流动性，但提供的流动性中包含了众多的虚假流动性；(3) 量化高频交易具有提高资产定价效率的作用；(4) 量化高频交易相对低频交易长期具有超额收益，但超额收益呈逐渐下降趋势。

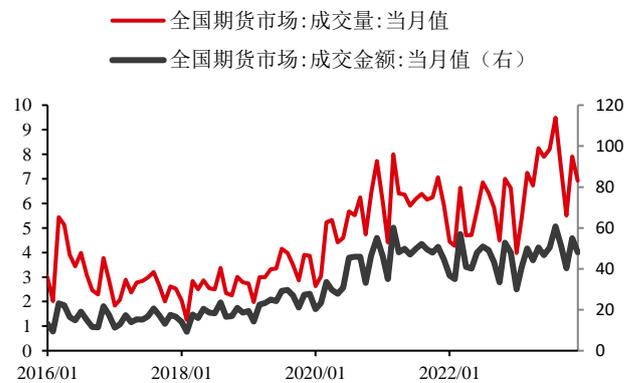
上述两类主要投资者若减少进入期货市场，将会对整个商品市场的流动性以及期货定价效率产生不利影响。

图 18：期货市场持仓量 | 单位：亿手



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19：期货市场成交量 | 单位：亿手，万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com