

证券研究报告/行业研究/行业深度

2026年06月30日

非银金融：非方向性业务正在崛起，头部券商抢占市场先机

非银金融行业专题研究报告

强于大市 (维持)

行业指数与大盘走势对比



研报摘要

- 证券公司自营业务的基本格局：**自营业务与经纪业务已经成为当前券商前两大业务收入来源。自营业务的投资品种广泛，主要包括股票、债券、基金以及衍生金融工具等。若从券商自营业务的风险敞口和盈利来源的角度来看，券商自营业务可以分为方向性投资业务与非方向性业务。
 - 从自营业务的资产配置上看，传统方向性投资业务中，债券投资依然占据主导地位，占比接近九成；同时权益投资占比近年有所提升，目前占比略超 10%。从自营资产的会计科目分类看，FVTPL 类资产占比最高，2025 年占比高达 64.70%；其他债权投资类资产次之，2025 年占比为 22.73%；其他权益投资工具占比近年来提升较快，2025 年达到 11.37%。
 - 非方向性业务主要包括场外衍生品业务和做市业务。2018 年之后，场外衍生品业务进入快速增长期。2018-2025 年，全行业场外衍生品(含场外期权与收益互换)名义本金由 3467 亿元增至 30406 亿元，年均复合增速高达 36.4%。2015-2025 年间，银行间利率互换市场的名义本金从 8.3 万亿增长到 43.57 万亿，年均复合增速高达 18%。
 - 当前做市业务已经形成多市场布局，包括债券做市、衍生品做市、ETF 做市、科创板与北交所股票做市等。做市业务的市场规模，与所依托的基础市场的成交量高度相关。在债券市场，2020-2025 年，债券市场年度成交额由 263.8 万亿增至 431.9 万亿元，复合增速超过 10%。在 ETF 市场，2022-2025 年，上交所、深交所合计 ETF 年度成交额由 22.94 万亿增长至 84.24 万亿，复合增速高达 54.28%。
- 自营业务的投资收益率影响因素分析：**2008-2025 年间，自营投资收益率与中债财富综合指数、沪深 300 指数的相关性分别为 0.0548、0.2354，即长周期内自营投资收益率与债市没有呈现明显的相关性，而自营投资收益率与股市则呈现弱正相关性。
 - 债券投资对自营业务投资收益率影响。债券市场收益与自营业务投资收益率“相关性不强”，主要受债券收益的利润平滑机制等因素影响。2015-2016 年、2021-2022 年、2024-2025 年，伴随着年度间债券收益率的由高及低的波动，“其他综合收益”科目也出现了明显的下滑，相邻年度间的“丰歉调节”非常明显。
 - 客需类业务对自营业务投资收益率影响。2020 年以来，随着客需类业务的兴起，证券公司衍生金融资产与衍生金融负债大幅增长。2023-2025 年，A 股上市证券公司衍生金融负债合计金额由 816 亿元增长至 1276 亿元，其中头部券商占据主要市场份额。根据中金年报披露数据，预计中金公司场外衍生品业务的投资收益率应该在 4.5%

证券分析师

张宁

S0670524090001

zhangning@jrjzq.com.cn

相关研究：

20260610-金融街证券-非银行业 ETF 月报：证券保险处于历史低位，业绩增长持续性可期

以上（未考虑相关金融衍生工具公允价值净收益）。另一方面，场外衍生品等客需类产品的市场需求与市场“冷暖”高度相关，代表客需类业务的衍生金融资产、衍生金融负债的同比增速与自营业务投资收益率相关性很强，其中衍生金融负债同比增速与自营投资收益率的相关性高达 0.72，这也解释了自营投资收益率与股票市场收益率相关性趋于提升的原因。

- **自营业务的前景：**自营业务转型的主要方向，是响应客户需求业务的增长，是协同相关业务转向综合服务，是提升杠杆推动业务扩表，这些都指向自营非方向性业务策略。目前头部券商的非方向性业务发展较快，收入占比、投资收益率、波动性等相关指标均好于行业整体水平。2025 年，TOP 组自营业务收入占比较对照组高 11.17pp，投资收益率较对照组高约 1pp。
- **投资建议：**跟踪券商指数的代表性基金有三只，其中东财中证证券公司 30ETF（159692.OF）的近一月涨幅最高（8.54%），鹏华国证证券龙头（159993.OF）近 1 月资金净流入占比较高（10.93%）。其次，从托管费率上看，东财中证证券公司 30ETF（159692.OF）最低（0.05%），为其他基金的一半。综合相关权重股分布、近一月涨幅及托管费率等因素，重点推荐东财中证证券公司 30ETF（159692.OF）。
- **风险提示：**
 - 1、权益市场风险；
 - 2、政策监管风险；
 - 3、债券信用风险。

目录

一、证券公司自营业务的基本格局	5
(一) 证券公司自营业务的范围定义	5
(二) 方向性投资业务规模与资产配置结构	6
(三) 非方向性业务（客需类）盈利模式与市场规模	8
二、自营业务的投资收益率分析	10
(一) 自营业务投资收益率与债券、股票市场收益率	10
(二) 自营业务投资收益率与债券、股票市场收益率相关性分析	11
(三) 债券投资对自营业务投资收益率影响的分析	13
(四) 客需类业务对自营业务投资收益率影响的分析	14
三、自营业务的前景与投资建议	16
(一) 自营业务的主要转型方向	16
(二) 投资建议	17
四、风险提示	19

图表目录

图 1 : 上市证券公司自营业务与经纪业务收入占比走势	5
图 2 : 证券公司自营业务分类示意	5
图 3 : 2010-2025 年 A 股上市证券公司权益与衍生品类、固定收益类资产规模与占比走势 (亿元, %)	6
图 4 : 2019 年-2025 年 A 股上市证券公司自营金融投资资产的分类占比	7
图 5 : 场外衍生品收益互换与场外期权的名义本金存量 (亿元)	8
图 6 : 利率互换 IRS 名义本金 (万亿元, %)	8
图 7 : 2020-2025 年债券成交总额与同比增速 (万亿元, %)	10
图 8 : 2022-2025 年交易所 ETF 成交总额与同比增速 (万亿元, %)	10
图 9 : A 股上市公司自营业务投资收益率走势 (%)	11
图 12 : 自营投资收益率与中债新财富综合指数 (总值) 年度涨幅 (%)	12
图 13 : 自营投资收益率与沪深 300 指数年度涨幅 (%)	12
图 14 : 自营业务投资收益率走势与中债新财富综合指数、沪深 300 指数的相关性	12
图 15 : 债市表现与 OCI 水平通常具有一致性	13
图 16 : 债券自营投资计入净利息收入部分与实际自营投资收益的占比 (亿元, %)	14
图 17 : A 股上市证券公司衍生金融资产、衍生金融负债走势 (亿元)	15
图 18 : 中金公司衍生品对冲持仓占交易性金融资产之权益与衍生品资产的比例 (%)	15
图 19 : 衍生金融资产与衍生金融负债与自营业务投资收益率相关性很强	16
图 20 : 自营投资杠杆与权益乘数走势	17
图 20 : A 股上市证券公司 TOP 组与对照组自营收入占比 (%)	18
图 21 : A 股上市证券公司 TOP 组与对照组投资收益率 (%)	18
图 22 : 相关证券 ETF 基本要素与市场表现	19
表 1 : 自营投资资产会计科目的资产特征与业务模式、计量方式及对财务报表的影响 ...	7
表 2 : 证券公司场外衍生品本期存续交易标的情况 (截至 2023 年 11 月末)	8
表 3 : 证券公司证券交易所做市数量	9
表 4 : 相关证券追踪指数前十大重仓股情况 (截至 2026 年 6 月 26 日)	18

一、证券公司自营业务的基本格局

(一) 证券公司自营业务的范围定义

证券公司自营业务是指证券公司以自己的名义，使用自有资金或依法筹集的资金，为本公司买卖合法证券以获取盈利的业务行为。

随着证券市场规模的扩大，特别是场外衍生品交易、做市业务等创新型客需类业务的崛起，券商自营业务在券商经营业绩中扮演越来越重要的作用，自营业务与经纪业务已经成为当前券商前两大业务收入来源。

我们根据 A 股上市证券公司公布的业绩报告，统计了 2006 年-2025 年，上市证券公司营业收入、经纪业务收入、自营业务收入¹的数据，并计算了合计经纪业务收入及合计自营业务收入占合计营业收入的比例。数据显示，自营业务收入占比总体上呈波动上升趋势，特别是自 2022 年以来，自营业务收入占比触底反弹，2025 年自营业务收入占比超过 40%，较同期经纪业务收入占比高 13.56pp，成为贡献 2025 年券商营业收入的第一大来源。

自营业务的投资品种广泛，主要包括股票、债券、基金以及金融衍生品等。若从券商自营业务的风险敞口和盈利来源的角度来看，券商自营业务可以分为方向性投资业务与客需类业务（亦称非方向性投资业务）。

方向性投资业务，是指证券公司通过对宏观和市场趋势的判断，买入并持有证券，以赚取价差收益或利息的经营模式。方向性投资是券商传统自营业务范围，主要投资于债券、股票或金融衍生品等。

客需类业务，是指证券公司以机构客户需求为核心，依托自身的资产负债表、产品创设能力和交易能力，满足客户在风险管理、资产配置、加杠杆及流动性等方面的需求，从而赚取相对稳定的息差、价差或服务费。客需类业务主要包括场外衍生品业务、做市业务、FICC 综合服务。

图 1：上市证券公司自营业务与经纪业务收入占比走势

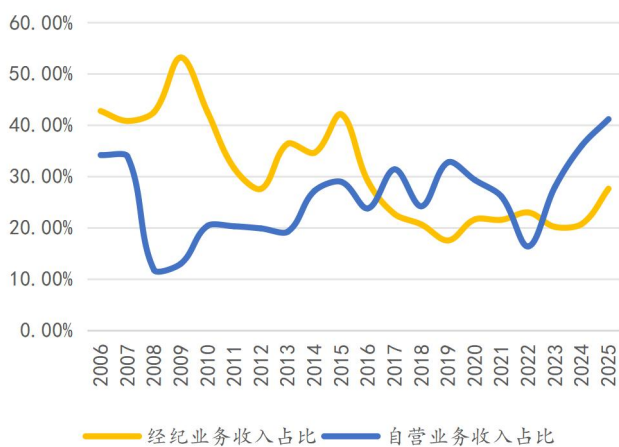
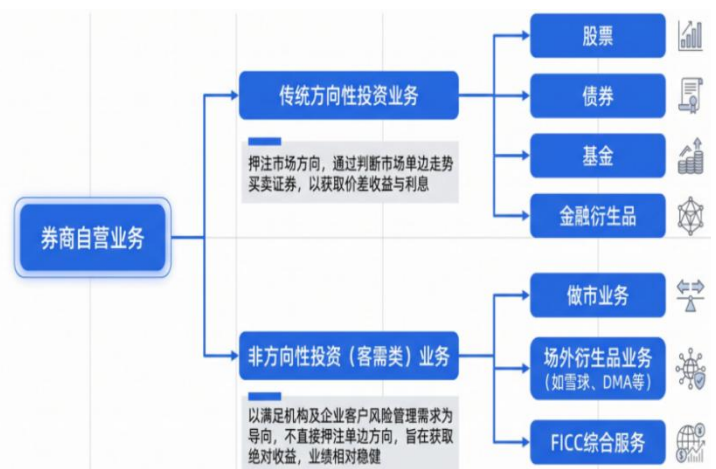


图 2：证券公司自营业务分类示意



资料来源：Wind，金融街证券研究所

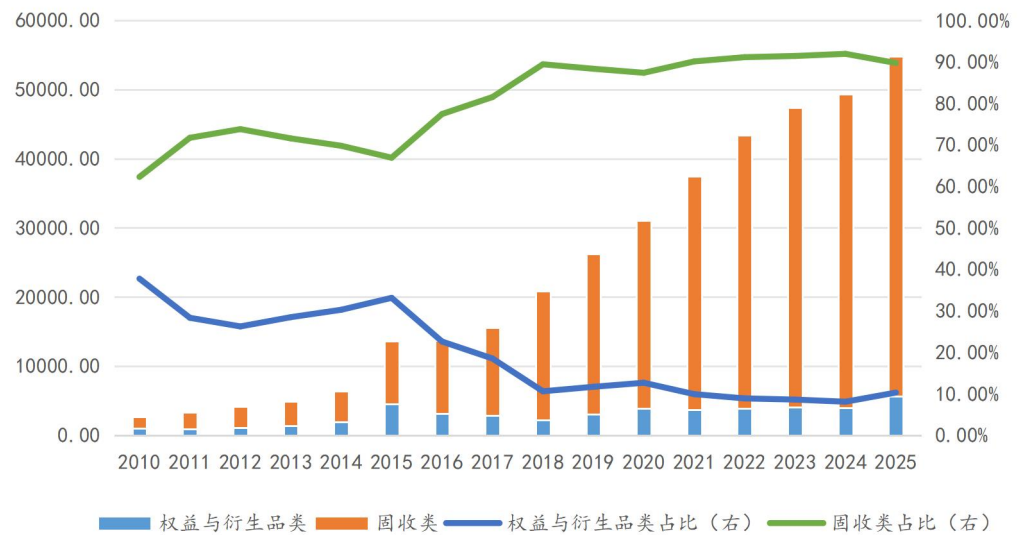
资料来源：金融街证券研究所

¹ 自营业务收入的计算公式为：自营业务收入=投资净收益-对联营或合营企业的投资收益+公允价值变动净收益+净汇兑损益。营业收入、经纪业务收入及自营业务收入分项的数据均取自 Wind 证券行业板块的整体数据。

(二) 方向性投资业务规模与资产配置结构

证券公司方向性投资的金融资产，主要投资于债券市场、股票与基金市场、衍生品市场等。从券商母公司口径看，我们根据 A 股上市证券公司业绩报告中披露的净资本和“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”、“自营非权益类证券及衍生品/净资本”数据来测算券商的上市公司自营业务规模。2010-2025 年，A 股上市证券公司²（母公司口径）的自营投资规模从 2642.9 亿元增长至 5.48 万亿元；其中，自营权益类证券及证券衍生品规模从 997 亿元增长至 5644 亿元，占比从 37.7% 下降至 10.3%；自营固定收益类证券规模从 1645 亿元增长至 4.92 万亿元，投资规模大幅增长，同时占比从 62.3% 增长至 89.7%。因此，从自营业务的资产配置上看，传统方向性投资业务中，债券投资依然占据主导地位，占比接近九成；同时权益投资占比近年有所提升，目前占比略超 10%。

图 3：2010-2025 年 A 股上市证券公司权益与衍生品类、固定收益类资产规模与占比走势(亿元, %)



资料来源：Wind，金融街证券研究所

其次，从会计科目的角度看，当前自营投资资产被划分到 FVTPL、债权投资（即固定收益 AC 类）、其他债权投资（即固定收益 OCI 类）、其他权益投资工具（即权益 OCI 类）等主要会计科目。根据资产的特征与业务模式，金融投资资产被划分到相应的会计科目。在不同科目下，金融资产也将遵循不同的会计处理方式，对利润表和资产负债表也将产生不同的影响。例如，以固定收益类投资对当期利润的波动影响而言，FVTPL 类资产将利息、处置收益（价差）、公允价值变动均计入当期利润，“其他债权投资”将利息、处置收益（从综合收益科目转入）计入当期利润，而“债权投资”则主要将利息计入当期利润（到期处置时价差也计入当期损益）。因此，一般而言，FVTPL 类资产、“其他债权投资”、“债权投资”对当期利润波动的影响依次递减。

² 50 家上市证券公司中剔除数据不全的 7 家，包括锦龙股份、国盛证券、东方财富、华鑫股份、哈投股份、国投资本、湘财股份等，下同（作特殊说明除外）。

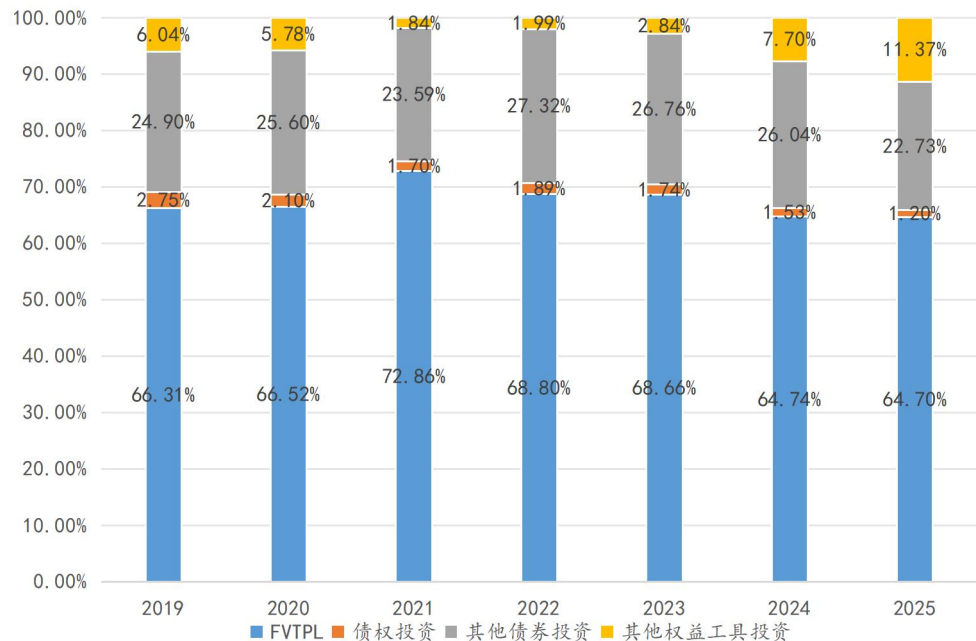
表 1：自营投资资产会计科目的资产特征与业务模式、计量方式及对财务报表的影响

会计科目	资产特征与业务模式	计量方式	对利润表（当期损益）的影响	对资产负债表（所有者权益）的影响
FVTPL (交易性金融资产)	底层资产为以交易为目的持有，或无法通过 SPPI 测试的资产（如衍生品、部分权益和债务工具）。	以公允价值计量。	持有期间的公允价值变动计入“公允价值变动损益”；利息和股利计入“投资收益”；处置差价计入“投资收益”。	公允价值变动通过净利润结转至未分配利润，直接影响期末净资产。
债权投资 (AC 类)	通过 SPPI 测试，且持有目的为“仅收取合同现金流量”的债务工具。	以摊余成本计量。	按实际利率法计算的利息计入当期损益；需计提资产减值损失；处置时差价计入当期损益。	资产价格波动不影响报表，仅减值准备和利息收入结转影响净资产。
其他债权投资 (固收 OCI 类)	通过 SPPI 测试，且业务模式为“既收取合同现金流量又出售”的债务工具。	以公允价值计量。	实际利率法计算的利息、减值损失及汇兑损益计入当期损益；处置时，累计的公允价值变动从其他综合收益转入当期损益。	持有期间的公允价值变动计入“其他综合收益” (OCI)，直接影响净资产但不影响当期利润。
其他权益工具投资 (权益 OCI 类)	非交易性持有的权益工具，被不可撤销地指定为该类产品。	以公允价值计量。	仅相关股利收入计入当期损益，不需计提减值准备。	公允价值变动计入 OCI；处置时，累计利得或损失直接转入留存收益，永远不进利润表。

资料来源：金融街证券研究所

根据 A 股证券公司公布的财务报表，我们统计了分别上述科目的合计金额，并计算了相应会计科目的占比。如图 4 所示，FVTPL 类资产占比最高，2025 年占比高达 64.70%；其他债权投资类资产次之，2025 年占比为 22.73%；其他权益工具投资占比近年来提升较快，2025 年达到 11.37%。

图 4：2019 年-2025 年 A 股上市证券公司自营金融投资资产的分类型占比



资料来源：Wind，金融街证券研究所

注：根据 50 家 A 股证券公司母公司层面的合计数据计算的占比

进一步，若从固收类业务投资来看，以 FVTPL 科目计量的固收类资产占比约达七成。根据固收类资产占比，以及债权投资、其他债权投资资产的占比，可以反向估算出固收类 FVTPL

资产在总自营投资资产及固收类自营资产中的占比。据估算，当前上市证券公司固收类资产大约有 70%划归为 FVTPL 科目。换句话说，债券市场的价格波动所带来的公允价值变动对于固收类资产的当期投资收益有着重大的影响。

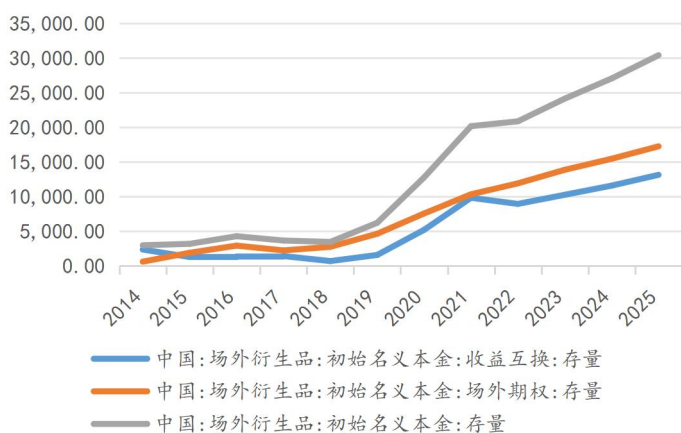
（三）非方向性业务（客需类）盈利模式与市场规模

场外衍生品业务。场外衍生品的业务模式，通常是由客户提出收益或风险管理需求，券商进行定价和产品设计，以场外期权、收益互换、结构化票据等工具为载体，向机构客户提供资产配置、风险管理、收益增强与交易执行解决方案的业务，最终以期权费、互换费差、产品结构收益、对冲净收益以及部分公允价值变动收益等方式获取收益。从细分业务角度看，主要包括权益类场外衍生品业务（含场外期权业务、股票/指数收益互换业务）、FICC 利率类衍生品业务（含利率互换 IRS 等）。

目前券商场外衍生品业务分一级、二级交易商，一级交易商仅中信证券、中信建投、中金公司、招商证券、华泰证券、国泰海通、广发证券、申万宏源等 8 家，一级交易商均为头部券商，因此该业务的市场集中度较高。

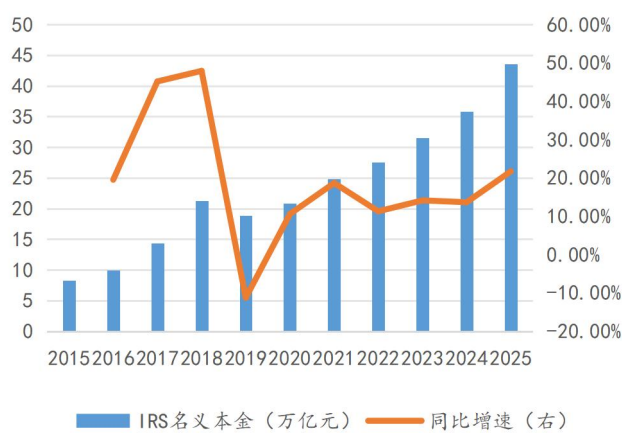
2018 年之后，场外衍生品业务进入快速增长期。2018-2025 年，全行业场外衍生品名义本金由 3467 亿元增至 30406 亿元，年均复合增速高达 36.4%。其中，场外期权名义本金由 2763 亿元增至 17259 亿元，收益互换名义本金由 704 亿元增至 13147 亿元。

图 5: 场外衍生品收益互换与场外期权的名义本金存量(亿元)



资料来源: Wind, 中证协, 金融街证券研究所

图 6: 利率互换 IRS 名义本金 (万亿元, %)



资料来源: Wind, 金融街证券研究所

根据中证协 2024 年初发布的证券公司《场外业务运行情况通报》，公布了截至 2023 年 11 月末的证券公司场外衍生品各类型标的占比情况。其中场外期权名义本金占比中，权益类场外期权合计占比（含股指、个股）为 65.64%；收益互换名义本金占比中，权益类收益互换占比为 53.84%，显示当前证券公司权益类场外衍生品市场占据了场外衍生品市场的主导地位。

表 2: 证券公司场外衍生品本期存续交易标的情况 (截至 2023 年 11 月末)

标的类型	场外期权-名义本金规模 (亿元)	场外期权-占比 (%)	收益互换-名义本金规模 (亿元)	收益互换-占比 (%)
股指类	8036.73	58.12	1942.37	19.41
个股类	1039.95	7.52	3444.91	34.43

商品类	1659.73	12	167.19	1.67
其他类	3091.67	22.36	4450.84	44.48
合计	13828.07	100	10005.31	100

资料来源：中证协，金融街证券研究所

另一方面，证券公司 FICC（Fixed Income、Currencies、Commodities）场外衍生品业务，特别是以利率互换（IRS）为代表的利率类衍生品业务近年来扩张很快。2015-2025 年间，整个银行间利率互换市场的名义本金从 8.3 万亿增长到 43.57 万亿，年均复合增速高达 18%。据统计，2024 年在参与利率互换的法人机构中，银行、证券公司、保险公司分别有 214 家、83 家、5 家，证券公司是仅次于银行的 IRS 市场的重要参与者。同时，根据公开披露年报数据，2021-2025 年，A 股上市证券公司的利率衍生金融工具（包含了场内、场内多多个品种的利率衍生工具）名义本金由 7.29 万亿增长至 16.4 万亿，年均复合增速为 22.4%。因此，虽然当前没有公开披露的关于证券公司 IRS 名义本金的数据，但根据证券公司利率衍生品本金规模以及 IRS 市场规模、证券公司的市场地位，可以推测证券公司 IRS 业务增速大约为 20%左右的较高水平。

做市业务。做市业务的本质，是券商持续向市场提供双边报价与流动性，在满足客户交易需求的同时，通过报价管理、库存管理、风险对冲和高周转交易赚取收益的经营模式。当前做市业务已经形成多市场布局，包括债券做市、衍生品做市、ETF 做市、科创板与北交所股票做市等。

在股票做市领域，北交所与科创板是当前最主要的市场。截至 2026 年 6 月 24 日，共有 22 家证券公司参与做市业务，其中 19 家同时参与两个市场，3 家（上海证券、财信证券、东方财富证券）仅参与北交所做市。股票做市的格局较为分化，其中中信证券、国泰海通、中国银河、华泰证券、国金证券等证券公司做市数量达到 100 家以上，而超过半数以上的证券公司做市数量则不足 50 家。

表 3：证券公司证券交易所做市数量

编号	证券公司	科创板	北交所	合计
1	中信证券	131	61	192
2	国泰海通	131	26	157
3	中国银河	103	53	156
4	华泰证券	126	1	127
5	国金证券	50	63	113
6	兴业证券	61	30	91
7	中信建投	52	21	73
8	广发证券	41	20	61
9	国投证券	2	54	56
10	招商证券	40	4	44
11	浙商证券	27	14	41
12	国元证券	15	21	36
13	中泰证券	31	4	35
14	国信证券	30	2	32
15	上海证券	—	28	28
16	申万宏源	13	13	26

17	东方证券	21	3	24
18	东吴证券	11	10	21
19	中金公司	13	6	19
20	财通证券	9	10	19
21	财信证券	—	7	7
22	东方财富	—	1	1
合计		906	452	1358

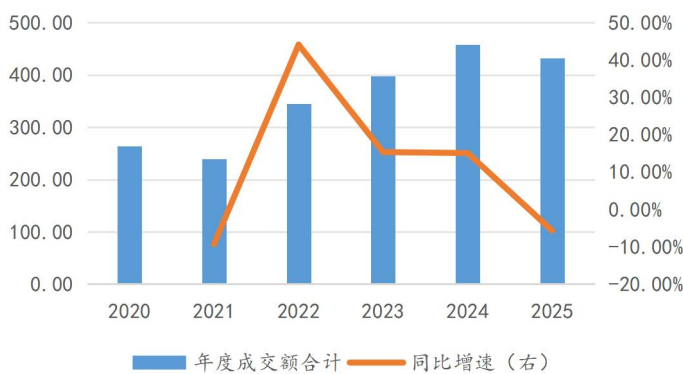
资料来源：上交所、北交所官网，金融证券研究所

在债券做市领域，证券公司在银行间市场与交易所市场均有布局。截至 2026 年 6 月 24 日，38 家证券公司获得银行间市场债券做市资格；交易所以券商为做市主导，其中上交所有 14 家证券公司获得主做市商资格、4 家获一般做市商资格，深交所有 10 家证券公司获得主做市商资格、3 家获一般做市商资格。

在 ETF 做市领域，涵盖股票 ETF、债券 ETF 等各类 ETF 基金。随着 ETF 市场的快速扩容，ETF 做市商的积极性也在提升。目前 ETF 做市已经从单纯的辅助业务，逐步演变为机构服务和衍生品生态的核心基础服务之一。截至 2026 年 6 月 24 日，上交所 ETF 做市商 34 家、深交所做市商 28 家。

做市业务的市场规模，与所依托的基础市场的成交量高度相关。在债券市场，2020-2025 年，债券市场年度成交额由 263.9 万亿增至 432.0 万亿元，日均成交额从 1.08 万亿升至 1.76 万亿，复合增速超过 10%。在 ETF 做市方面，市场容量同样在扩张。2022-2025 年，上交所、深交所合计 ETF 年度成交额由 22.94 万亿增长至 84.24 万亿，复合增速高达 54.28%。做市业务基础市场的快速扩展，为证券公司的做市业务及相关业务协同开辟了良好的发展空间。

图 7：2020-2025 年债券成交总额与同比增速（万亿元，%）



资料来源：银行间市场，上交所，深交所，金融街证券研究所

图 8：2022-2025 年交易所 ETF 成交总额与同比增速（万亿元，%）



资料来源：上交所，深交所，金融街证券研究所

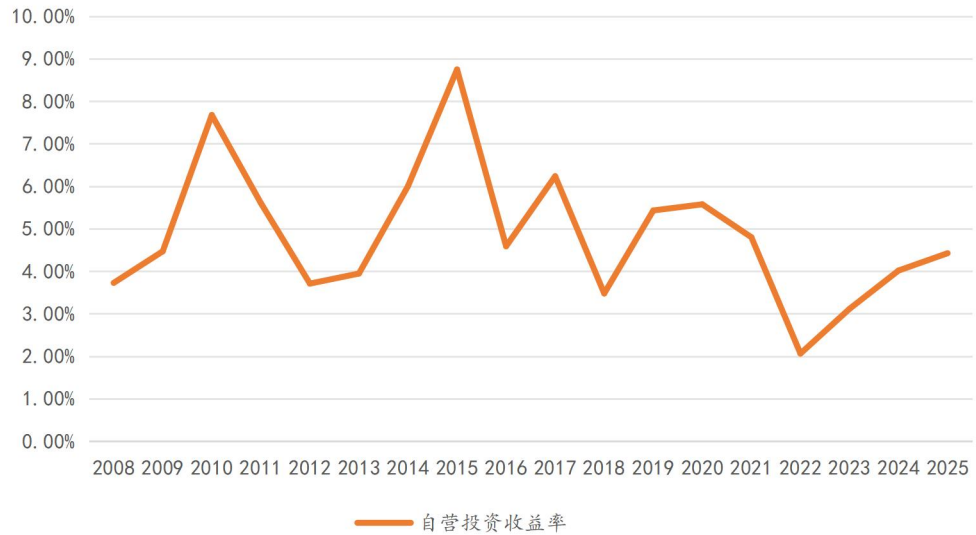
二、自营业务的投资收益率分析

（一）自营业务投资收益率走势

根据“自营业务投资收益率=自营业务投资收益/自营业务投资规模”公式，我们计算了 A

股上市公司 2008-2025 年间的自营业务投资收益率情况。其中，自营业务投资收益=投资净收益-联营或合营公司的投资收益+公允价值变动净收益+净汇兑损益；自营业务投资规模，则根据自营投资占净资本的比例进行推算的（如上文所述）。

图 9：A 股上市公司自营业务投资收益率走势（%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

（二）自营业务投资收益率与债券、股票市场收益率相关性分析

从自营业务收益的构成来看，包括了债券、权益及衍生品等其他自营投资收益之和，可以用简单地公式表示为：

证券公司自营投资收益=自营权益类证券投资规模*自营权益类投资收益率+自营固收类证券投资规模*自营固收类投资收益率+衍生品等其他客需类业务收益

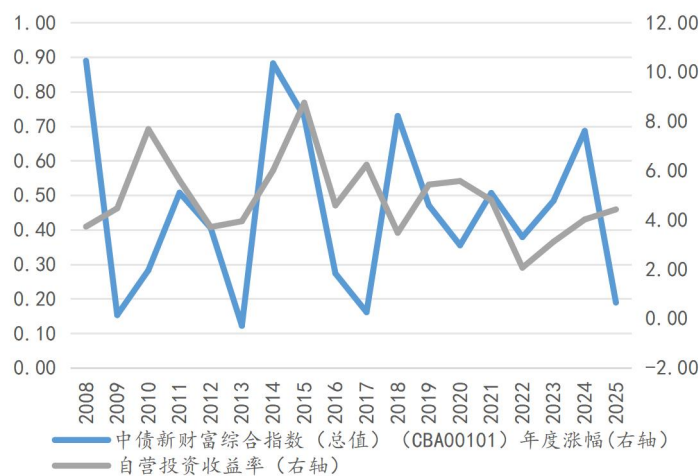
同样，证券公司自营投资收益率也可以表示为：

证券公司自营投资收益率=自营权益类占比*自营权益类投资收益率+自营固收类占比*自营固收类投资收益率+衍生品等客需类资金占比*衍生品等客需类业务收益率

因此，证券公司自营投资收益率受到资产配置比例以及各市场投资收益率水平等多个因素的影响。在传统方向性投资业务中，自营业务年度收益率水平受到债券市场与投资市场的年度投资收益率的直接影响。债券市场，我们选取了中债新财富综合指数，该指数包含了债券投资的价格涨幅收益、再投资收益与利息收益等因素，能够较好地反映固收自营业务的综合投资效益。股票市场，我们选取了沪深市场的宽基指数——沪深 300 指数。

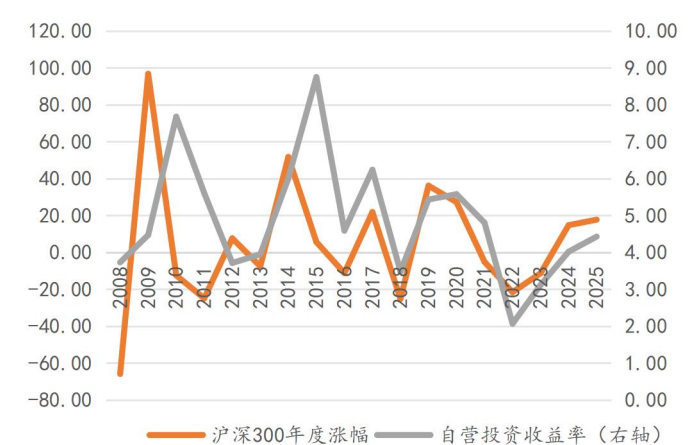
值得注意的是，随着客需类业务的崛起，特别是客需类业务与权益投资等业务的协同融合，自营投资收益率与传统的债券市场、股票市场收益的相关性出现了新的变化。

图 12：自营投资收益率与中债新财富综合指数（总值）年度涨幅（%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

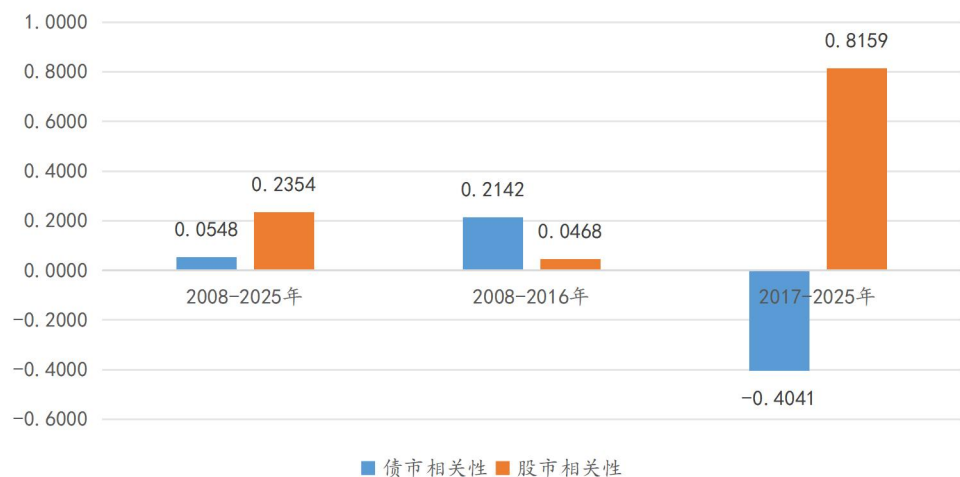
图 13：自营投资收益率与沪深 300 指数年度涨幅（%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

自营投资收益率与债券与股票市场代表性指数的年度涨幅关系方面，直观上看，自营收益率与沪深 300 指数的涨跌走势较其与中债新财富指数涨跌走势的一致性更强。从相关性关系上看，2008-2025 年间，自营投资收益率与中债财富综合指数、沪深 300 指数的相关性分别为 0.0548、0.2354，即长周期内自营投资收益率与债市没有呈现明显的相关性，而自营投资收益率与股市则呈现弱正相关性。进一步，我们分时间段看，在 2008-2016 年间，自营投资收益率与中债财富综合指数、沪深 300 指数的相关性分别为 0.2142、0.0468，即在此期间自营投资收益率与债市有弱相关，而与股市没有呈现相关性；在 2017-2025 年间，自营投资收益率与中债财富综合指数、沪深 300 指数的相关性大幅分化，即与股市呈现高度的相关性，而与债市则呈现负相关性。

图 14：自营业务投资收益率走势与中债新财富综合指数、沪深 300 指数的相关性



资料来源：Wind，金融街证券研究所

上述的定量分析结果，或多或少有些不符合我们的直觉印象。主要问题有两个方面：1、为什么占比最大的债券投资与自营投资收益率相关性趋弱甚至负相关？2、为什么自营投资收益率反而与占比不高的股票投资的相关性趋强？

（三）债券投资对自营业务投资收益率影响的分析

1. 利润平滑机制的影响

我们在前文分析了投资资产的三种会计科目，其中 OCI 类资产中，债券 OCI 类资产为主导，其公允价值变动损益计入所有者权益表的“其他综合收益”科目。债券类 OCI 有个优势，就是在处置（即市场卖出）时，将从“其他综合收益”转入当期利润，这就为年度间利润平滑提供有效的途径。

因此，虽然从表面上看，债券市场收益与自营业务投资收益率“相关性不强”，但这主要受债券收益的利润平滑机制等因素影响。一般来说，在债券收益率较好的年份，通常也伴随着其他综合收益科目的金额提升，这相当于增加了利润蓄水池的容量，同时为债券收益较差年份的收益释放创造了条件，从而实现了“丰歉调剂”。例如，2015-2016 年、2021-2022 年、2024-2025 年，伴随着年度间债券收益率的由高及低的波动，“其他综合收益”科目也出现了明显的下滑。

图 15：债市表现与 OCI 水平通常具有一致性



资料来源：Wind，金融街证券研究所

上图中也存在一些特殊的年份，如 2018 年，虽然债市表现较好，但其他综合收益却大幅转负，这主要是因为 2018 年当年股票市场表现太差（沪深指数下跌 25.31%），预计当年债券市场对股票市场进行了跨市场的收益“弥补”，这同样符合利润平滑机制的内在要求。

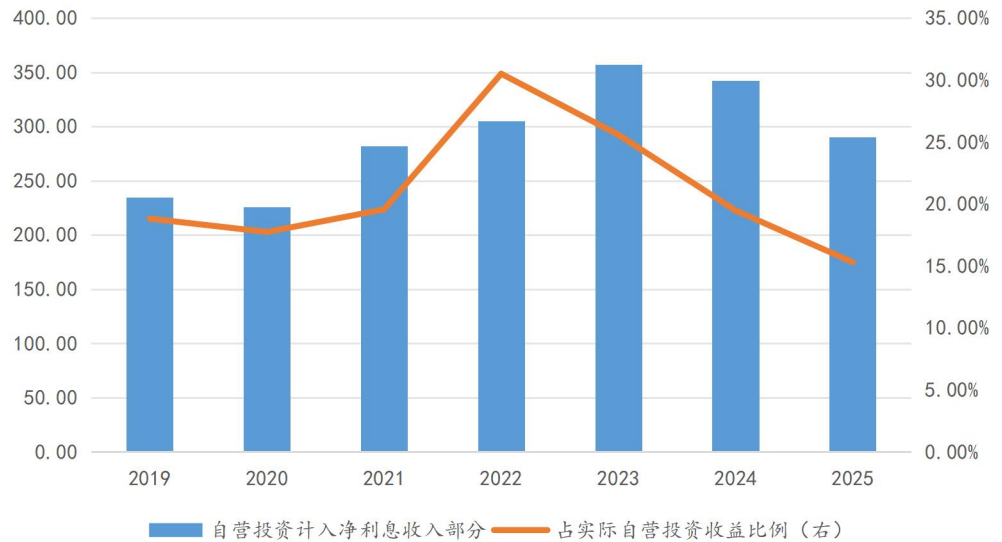
在债市波动期间，这种前后年度间的利润平滑机制，也同样体现在量化指标上。例如 2014-2020 年，债券市场年度间波动较为明显，期间自营投资收益率与债券投资收益率相关性为 0.15，但自营投资收益率与滞后一期的债券投资收益率相关性则大幅提升至 0.59。

2. 新旧财务准则转换的影响

新金融工具准则 IFRS9 也对债券投资收益核算有重要影响。在新会计准则（IFRS 9）下，自营债券投资中的“其他债权投资”和“债权投资”的利息收入被明确计入“利息收入”；而在旧会计准则（IAS 39）下，这两类资产对应的“可供出售金融资产”和“持有至到期投资”，其持有期间的利息收入均被计入“投资收益”。换句话说，在 2019 年券商普遍采用新会计准则之后，“其他债权投资”和“债权投资”的利息收入从旧准则下的“投资

净收益”转入“利息净收入”，从而系统性地低估了自营债券投资的真实投资收益率。

图 16：债券自营投资计入净利息收入部分与实际自营投资收益的占比（亿元，%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

根据 A 股上市证券公司的统计数据，2019-2025 年，全部 50 家上市证券公司自营债券投资收益计入净利息部分的合计规模每年大体在 220-350 亿元区间，占自营投资收益比例的区间大体为 15-30%。从自营投资收益率的角度看，这部分投资收益是自营投资收益的重要“底仓”，但由于这部分投资收益来源于债券利息贡献而相对稳定，所以虽然低估了自营债券的真实收益率水平，客观上对自营投资收益率与债市的相关性影响较小。

（四）客需类业务对自营业务投资收益率影响的分析

近年来，券商自营客需类业务发展迅速。以场外衍生品期权业务为例，假设客户为规避投资风险，向券商申请买入沪深 300 欧式看涨期权（到期日行权），客户与券商双方签订期权合约后，客户向券商支付期权费（比如合约金额的 4%），同时券商向客户卖出场外看涨期权。站在券商的角度，由于该期权合约意味着券商到期日的履约责任，因此收到的期权费用不能确认为当期收入，而是必须归为负债类科目——即计入“衍生金融负债”科目。

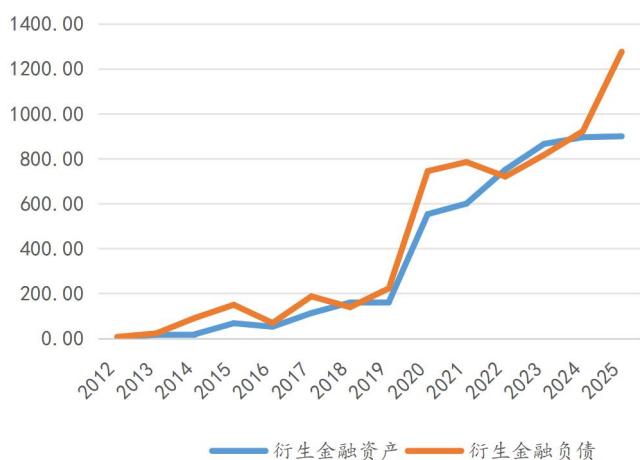
同时，券商为实现风险对冲（也称为 Delta 中性对冲），一般会用两种工具搭配进行 Delta 中性对冲建仓。第一，买入沪深 300 股指期货多头对冲大盘风险，这部分为场内衍生品，计入“衍生金融资产”科目。第二，买入一篮子沪深 300 成分股现货，这部分为股票现货，计入“交易性金融资产”，一般会在财报附注披露为“场外衍生品对冲持仓”。建仓完成后，券商整体组合（场外看涨期权空头+股指期货多头+现货多头）盈亏相抵，所以实现了风险对冲。因此，就客需类的场外衍生品期权业务而言，涉及到衍生金融资产、衍生金融负债、交易性金融资产等多个科目、多种交易，其最终收益也是由多个交易的结果共同决定的。一般来说，无论是衍生金融资产、衍生金融负债、交易性金融资产通常都是以公允价值来计量的，所以场外衍生品期权业务的大部分利润贡献，主要体现就在公允价值变动损益的相关科目。换句话说，随着客需类业务的增长，券商自营投资收益中的“公允价值变动损益”中来自客需业务的贡献也在增加。

如图所示，2020 年以来，随着客需类业务的兴起，证券公司衍生金融资产与衍生金融负

债大幅增长。2023-2025年，A股上市证券公司衍生金融负债合计金额由816亿元增长至1276亿元，年度同比增速分别为13.37%、12.98%、38.35%。其中，头部券商占据主要市场份额，2025年中信证券、国泰海通、华泰证券、中金公司、广发证券的衍生金融负债金额均超过100亿元。

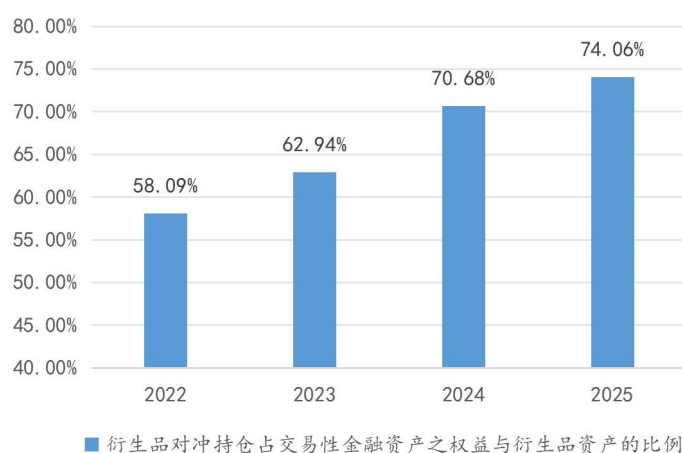
同样，场外衍生品的对冲持仓方面，其在权益（含股票与基金）投资持仓中的占据了重要的比例。以中金公司年报披露的数据，在交易性金融资产类别中，2022-2025年，场外衍生品的对冲持仓占比由58.09%提升至74.06%。其中，2025年，权益投资合计为1725.0亿元，其中用于场外衍生品的对冲持仓为1277.5亿，占比高达74.06%，远高于直接持有的权益投资占比，说明非方向性业务持仓已经成为中金等头部券商权益投资的主导方向。

图 17：A 股上市证券公司衍生金融资产、衍生金融负债走势（亿元）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 18：中金公司衍生品对冲持仓占交易性金融资产之权益与衍生品资产的比例（%）



资料来源：中金公司 2025 年年报，金融街证券研究所

从客需类业务的投资收益率角度看，以场外衍生品业务为例，主要受双方约定的期权费率与对冲成本的影响，而受市场波动的影响较小，投资收益率相对稳定。因此，随着权益投资中非方向性业务占比的提升，自营业务投资收益率也将趋于稳定。同时，由于客需类业务“屏蔽”了市场波动风险，也有利于推动业务规模的稳健扩张。

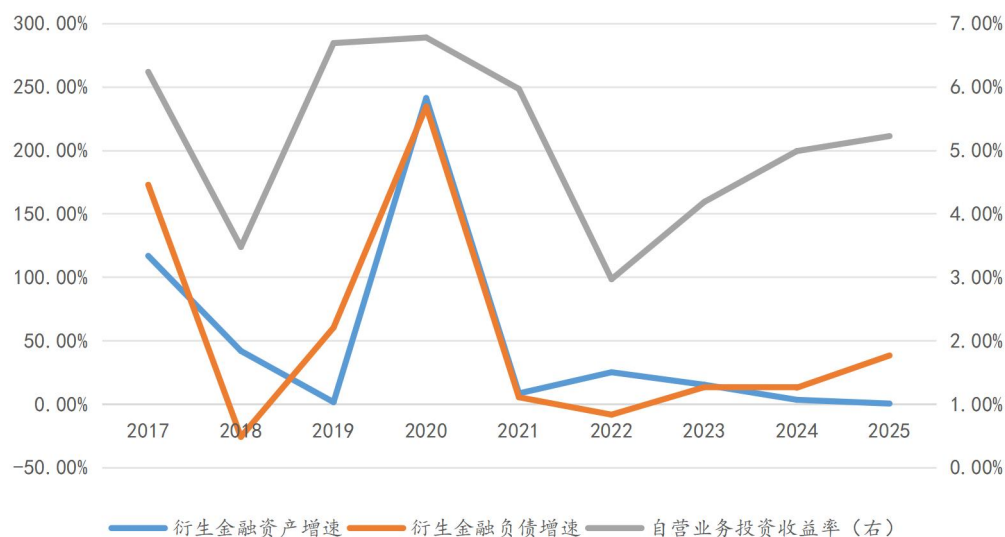
场外衍生品业务目前尚未作为单独业务单元披露，所以不能直接获得场外衍生品投资收益率的数据。但是中金公司等头部券商已有部分数据披露，可以作为该项业务投资收益率水平的佐证。例如 2025 年，中金公司股票与基金持仓中，主要为场外衍生品的对冲持仓（占比为 74.06%），且在“投资收益及公允价值变动损益”中披露了“权益投资的收益净额”为 83.8 亿，根据权益投资总持仓为 1725 亿，可以初步计算得到权益投资的整体收益率为 4.9%。结合权益与基金投资中的对冲持仓占据主要比例，可以推测权益投资净额的主要收益来源于衍生品业务。关于这一点，中金年报也给予明确证实³。因此，即便考虑到小部分直接持有的权益投资收益率略高，我们预计中金公司场外衍生品业务的投资收益率应该在 4.5% 以上（未考虑相关金融衍生工具公允价值净收益）。

另一方面，从场外衍生品等客需类产品的市场规模看，根据一般常识，股市波动越大、行

³ 中金 2025 年年报指出，“权益投资的收益净额同比增加人民币 4,205,254,513 元，增长 100.73%，主要是由于 2025 年股票市场整体回暖，场外衍生品业务相关投资收益净额显著增加。”（参见年报 P55）

情越积极，客户对这类场外衍生品期权等需求更旺盛，因而业务规模更加增长。如图 19 所示，我们可以直观地发现，代表客需类业务的衍生金融资产、衍生金融负债的同比增速与自营业务投资收益率相关性很强，其中衍生金融资产同比增速与自营投资收益率的相关性为 0.43，而衍生金融负债（与主动创设衍生品有密切联系）同比增速与自营投资收益率的相关性则高达 0.72，这就充分说明了衍生品业务与市场风险管理需求高度相关，这也是自营业务投资收益与股市相关性增强的重要原因之一。

图 19：衍生金融资产与衍生金融负债与自营业务投资收益率相关性很强



资料来源：Wind，金融街证券研究所

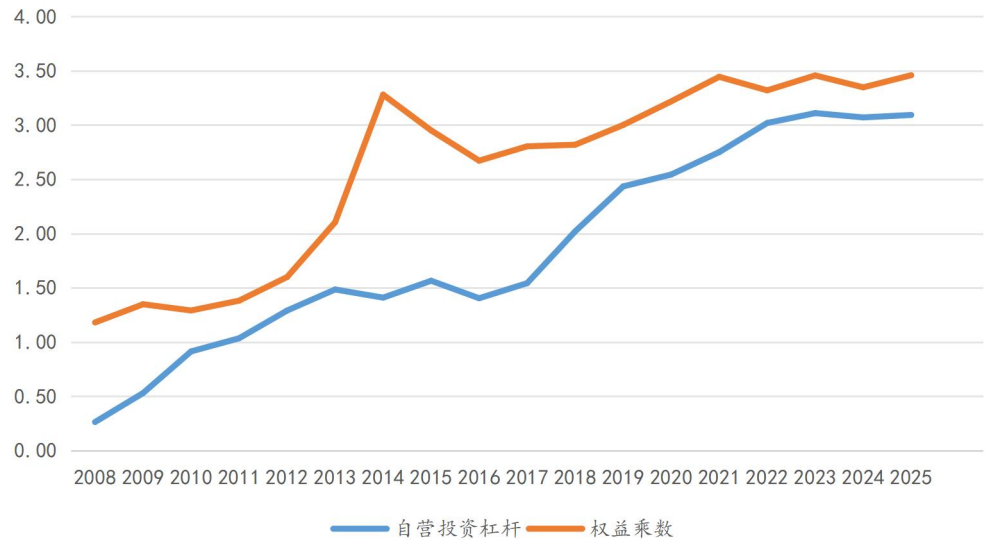
因此，综合上述分析，债券投资收益的平滑化，客需类业务在“屏蔽”股市波动的同时，却因市场风险管理和做市需求与股市波动性重新“关联”，即股票市场的“冷暖”，即使没有直接影响客需业务的收益率，但客需业务规模的波动却直接受到市场“冷暖”的影响，这就解释了自营投资收益率与股票市场收益率相关性趋于提升的原因。

三、自营业务的前景与投资建议

（一）自营业务的主要转型方向

自营业务扩表，投资杠杆提升。自营业务将成为券商扩表的重要方向之一，并将成为券商业务收入重要增长极。根据 A 股证券上市公司的统计数据，2018 年以来，自营投资杠杆加速提升，由 2017 年的 1.54 倍提升到 2025 年 3.09 倍，投资杠杆翻了一倍。同期，代表券商整体杠杆的权益乘数（剔除保证金），则由 2017 年 2.80 倍升至 3.46 倍，可见自营投资杠杆增速远快于权益乘数增速。

图 20：自营投资杠杆与权益乘数走势



资料来源：Wind，金融街证券研究所

注：权益乘数为剔除保证金后的数值。

而从国际比较来看，美国头部投行的权益乘数均在 10 以上。2025 年，盈透证券、高盛、摩根斯坦利的权益乘数分别为 36.6、14.1、12.2。我国内资券商要提高杠杆率和 ROE 水平，自营业务扩表将是今后一段时间提升券商杠杆率水平的重要方向。

自营业务非方向化，客需类业务崛起。一方面，做市业务、场外衍生品等客需业务需求旺盛，而且企业出海、跨境资产配置等也在催生新的跨境客需服务。另一方面，客需业务能显著降低自营收益波动、提升收入韧性，增强了证券公司发展客需类业务的动力。同样从国际比较来看，国际头部投行公司，客需业务已经成为自营业务收入的主体。以高盛集团做市业务为例，据 2025 年年报披露，全年做市收入为 179.9 亿美元，占总营业收入的比重达到 30.87%。

自营转向综合服务，协同相关业务。自营部门通过做市、衍生品创设等业务，实际上为其他业务部门提供了综合服务，为其他业务开展提供了便利。例如债券做市，有利于增强投资者信心，从而提高投行部门债券业务承销的成功率；创设衍生品，满足机构客户的风险管理需求，可为机构销售部门提供可供销售的产品等等。伴随着机构化、产品化趋势，对做市、风险对冲等综合服务提出了更高要求，进而推动自营从“赚市场的钱”向“赚交易对手的钱”（价差、期权费、风险定价）扩展。

（二）投资建议

目前头部券商的自营业务结构明显优化，非方向性业务发展较快，收入占比、投资收益率、波动性等相关指标均好于行业整体水平。按照 A 股证券公司 2025 年自营业务收入的排名，我们把当年自营业务收入超过 50 亿的 11 家公司作为 TOP 组、其余公司作为对照组，对比两组公司自营业务收入的相关指标情况。TOP 组的公司包括中信证券、广发证券、国泰海通、中国银河、中信建投、国信证券、招商证券、东方证券、中金公司、华泰证券、兴业证券等 11 家头部券商，其他 32 家公司组成对照组。

图 20: A 股上市证券公司 TOP 组与对照组自营收入占比 (%)

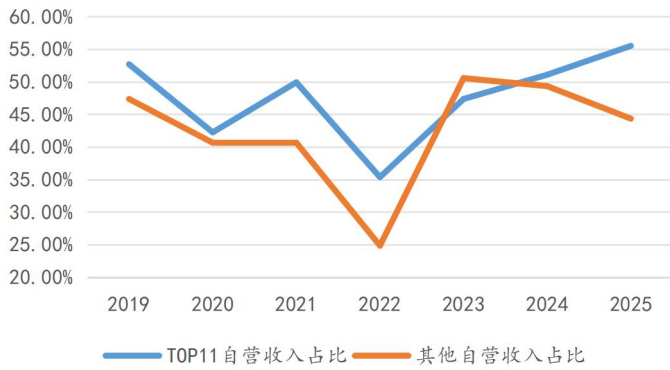
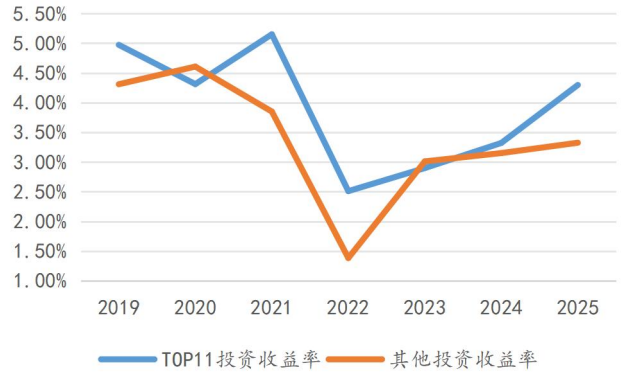


图 21: A 股上市证券公司 TOP 组与对照组投资收益率 (%)



资料来源: Wind, 金融街证券研究所

资料来源: Wind, 金融街证券研究所

自营业务收入占总营业收入占比方面, TOP 组自营业务收入占比高于其他组别, 2025 年 TOP 组自营业务收入占比为 55.51%, 较对照组高 11.17pp。投资收益率方面, TOP 组自营业务投资收益率水平、波动性均优于对照组, 2025 年 TOP 组投资收益率为 4.30%, 较对照组 3.32% 高约 1pp, TOP 组收益率优势明显。

相关证券追踪指数, 主要有三只 931412.CSI (证券公司 30)、399437.SZ (证券龙头)、399975.SZ (证券公司)。截至 2026 年 6 月 26 日的前十大重仓股中, 931412.CSI (证券公司 30)、399437.SZ (证券龙头) 前十大重仓股基本一致, 覆盖了 TOP 组 8 家公司, 399975.SZ (证券公司) 前十大重仓股则覆盖了 TOP 组 7 家公司。重仓股权重方面看, 931412.CSI (证券公司 30) 较 399437.SZ (证券龙头) 的权重稍均衡, 表现在第 3 到第 10 重仓股持股比例均略高于后者。

表 4: 相关证券追踪指数前十大重仓股情况 (截至 2026 年 6 月 26 日)

931412.CSI (证券公司 30)		399437.SZ (证券龙头)		399975.SZ (证券公司)	
证券公司	权重	证券公司	权重	证券公司	权重
中信证券	15.97%	中信证券	14.41%	中信证券	14.41%
东方财富	14.26%	东方财富	13.73%	东方财富	14.34%
国泰海通	11.83%	国泰海通	9.85%	华泰证券	8.97%
华泰证券	7.23%	华泰证券	6.03%	招商证券	8.83%
招商证券	4.29%	招商证券	3.57%	广发证券	8.59%
广发证券	3.80%	广发证券	3.16%	国泰海通	5.78%
东方证券	3.31%	东方证券	2.76%	东方证券	5.26%
申万宏源	2.71%	申万宏源	2.25%	兴业证券	5.20%
兴业证券	2.70%	兴业证券	2.25%	财通证券	4.24%
中金公司	2.69%	中金公司	2.24%	光大证券	3.39%

资料来源: Wind, 金融街证券研究所

跟踪券商指数的代表性基金有三只, 其中东财中证证券公司 30ETF (159692.OF) 的近一月涨幅最高 (8.54%), 鹏华国证证券龙头 (159993.OF) 近 1 月资金净流入占比较高 (10.93%)。其次, 从托管费率上看, 东财中证证券公司 30ETF (159692.OF) 最低 (0.05%), 为其他基金的一半。因此, 综合相关权重股分布、近一月涨幅及托管费率等因素, 重点推荐东财中证证券公司 30ETF (159692.OF)。

图 22：相关证券 ETF 基本要素与市场表现

基础信息		基金要素			市场表现						指数要素	
ETF 代码	ETF 简称	基金总市值 (亿)	管理费率 (%)	托管费率 (%)	近1月涨跌幅 (%)	近1月日均成交额 (亿元)	近1月日均换手率 (%)	近1月跟踪误差 (年化, %)	近1月ETF资金净流入 (亿元)	近1月ETF资金净流入占比 (%)	跟踪指数代码	跟踪指数名称
159692.OF	东财中证证券公司30ETF	15.48	0.5	0.05	8.54	1.20	7.75%	1.38	1.23	7.95%	931412.GSI	证券公司30
159993.OF	鹏华国证证券龙头ETF	41.73	0.5	0.1	7.33	1.74	4.17%	1.26	4.56	10.93%	399437.SZ	证券龙头
512880.OF	国泰中证全指证券公司ETF	571.79	0.5	0.1	7.16	28.91	5.06%	1.16	-5.35	-0.93%	399975.SZ	证券公司

资料来源：Wind，金融街证券研究所

四、风险提示

（一）权益市场风险

权益市场波动加大，增加自营业绩波动风险。

（二）政策监管风险

监管政策趋于审慎，客需类创新业务扩展受限。

（三）债券信用风险

固收类持续扩表下，信用下沉与底层资产违约风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上 增持--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20% 持有--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10% 卖出--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上 中性--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%-5% 弱于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数--沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。