

证券 II 行业

国内衍生品发展方向及券商业务空间展望

核心观点:

- **海外衍生品发展历程:** 由商品期货向金融期货、由场内交易向场外交易转型。商品期货是期货交易起源品种,而布雷顿森林体系的崩溃推动了金融期货的发展。此外,金融创新推动场外衍生品市场持续扩张,国际清算银行数据显示,1999-2019 年全球场外衍生品未平仓名义本金规模占总规模的 80%以上,衍生品主要在场外区域进行交易。
- **当前海外场内以期权为主,场外由 FICC 业务主导。** WFE 数据显示,2018 年全球场内权益类衍生品中期权类产品占 69%; BIS 数据显示,2018 年全球场外衍生品市场中 97.25%是 FICC 类衍生品,其中利率衍生品为主要配置方向,占据 FICC 业务的 80%。
- **国内衍生品发展方向:场内期权和 FICC。**目前国内衍生品市场仍以商品期货为主,随着资本市场加速开放,金融衍生品有望成为发展主流。金融衍生品方面,结合国际衍生品的发展历程和现状,我们认为,场内的期权业务和场外的 FICC 业务是未来的主流方向。
- **场内外金融衍生品盈利模式及规模测算。(1)场内期权的盈利主要来自经纪佣金收入与做市商收入。**在中性假设下,2020 年券商做市收益预计可达 20.33 亿元,券商可获取的经纪佣金收入预计为 40.66 亿元。
(2)场外期权的盈利模式:“期权费-对冲成本(含资金成本)”*名义本金。我们规模以 2019 年全年平均每月新增(期权期限仍以短期月度为主)1389.14 亿元预计,中性情况下 2020 年贡献收益 83.35 亿元。
(3)场外互换盈利模式“融资利率-资金成本”*名义本金,中性情况下 2020 贡献收益 16.69 亿元。以上仅是对场内期权、场外期权和场外互换测算, FICC 未来空间更大。
- **投资建议:**场内外衍生品业务具有天然资质壁垒,龙头集中度高,继续看好头部券商的配置价值。监管层严格限制衍生品经营资质,业务集中度较高;衍生品业务极度依赖完善的交易对手方网络,当客户网络越全时,撮合交易的效率越高,风险转移的可操作性越强,客观上也促成行业集中度高。当前监管层推进分层管理有意推动业务向头部集中,目前头部券商整体估值低点,我们看好其 α 和 β 共振投资机会,维持证券行业“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济与行业景气度下行,资本市场向下巨幅波动,行业爆发严重风险事件,衍生品市场剧烈波动等。

行业评级

买入

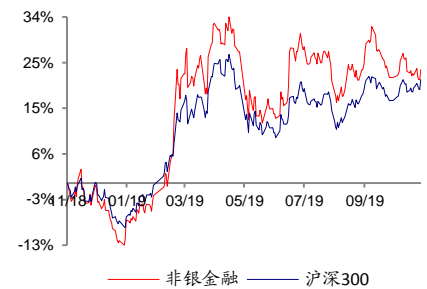
前次评级

买入

报告日期

2020-05-19

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

分析师:

陈卉



SAC 执证号: S0260519040001



SFC CE No. BOX142



0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

相关研究:

- 证券 II 行业:4 月业绩大幅增长,关注流动性与政策共振的投资机会 2020-05-12
- 证券行业 2020 年一季度报总结:业务结构阶段性变化,行业发展逻辑并未改变 2020-05-05
- 证券 II 行业:创业板注册制总方案落地,券商进入大投行时代 2020-04-28

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最新	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	12.42	20200429	买入	17.75	0.99	1.16	12.55	10.71	1.05	0.97	8.7%	9.4%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.66	20200430	买入	25.65	1.19	1.41	14.84	12.52	1.24	1.17	8.5%	9.6%
中信证券	600030.SH	CNY	23.08	20200428	买入	28.88	1.14	1.40	20.25	16.49	1.60	1.51	8.5%	9.4%
国泰君安	601211.SH	CNY	16.09	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	13.41	11.10	0.97	0.94	7.5%	8.6%
东方财富	300059.SZ	CNY	18.03	20200410	增持	23.63	0.43	0.47	41.93	38.36	3.91	3.66	9.3%	9.6%
招商证券	600999.SH	CNY	17.47	20200429	买入	21.87	1.14	1.21	15.32	14.44	1.28	1.23	8.4%	8.5%
海通证券	06837.HK	HKD	6.54	20200429	买入	9.34	0.99	1.16	6.05	5.17	0.51	0.47	8.7%	9.4%
HTSC	06886.HK	HKD	12.04	20200430	买入	17.49	1.19	1.41	9.27	7.82	0.77	0.73	8.5%	9.6%
中信证券	06030.HK	HKD	13.82	20200428	买入	17.29	1.14	1.40	11.11	9.04	0.88	0.83	8.5%	9.4%
国泰君安	02611.HK	HKD	10.08	20200430	买入	15.60	1.20	1.45	7.70	6.37	0.56	0.54	7.5%	8.6%
中金公司	03908.HK	HKD	12.16	20200331	买入	17.48	1.15	1.37	9.69	8.13	0.96	0.88	10.3%	11.3%
招商证券	06099.HK	HKD	8.01	20200429	买入	10.03	1.14	1.21	6.44	6.07	0.54	0.51	8.4%	8.5%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: A+H 股上市公司的业绩预测一致, 且货币单位均为人民币; 对应的 H 股 PE 和 PB 估值, 为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

一、前言：当下中外之差异，大概率是未来之方向	6
二、海外衍生品市场的发展路径	7
（一）商品期货向金融期货转型，金融创新层出不穷	7
（二）场内交易转向场外发展	9
三、当前海外衍生品市场的主要业务类型	12
（一）场内以期权为主、期货为辅	12
（二）FICC 业务主导场外市场，其中利率衍生品繁荣	13
四、国内衍生品市场发展现状与展望	16
（一）国内金融衍生品现状：品种少，场内大于场外	16
（二）借鉴海外经验，场内期权业务和场外 FICC 业务未来有望重点发展	20
五、衍生品业务的盈利模式与规模测算	21
（一）场内期权的盈利主要来自经纪佣金收入与做市商收入	21
（二）场外期权亦蓬勃发展，是未来重要收益源	26
（三）FICC 业务有望扩张，做市业务收益丰厚	30
六、投资建议	33
（一）场内外衍生品业务具有天然资质壁垒	33
（二）当前业务集中度高	34
（三）建议关注中金中信华泰等头部券商	36
七、风险提示	36

图表索引

图 1: 信用违约互换 (CDS) 未平仓名义本金 (十亿美元)	8
图 2: 股票挂钩类场外衍生品未平仓名义本金 (十亿美元)	9
图 3: 韩国 Kopis 200 指数期权交易额 (百亿韩元)	9
图 4: 信用违约互换 (CDS) 未平仓名义本金 (十亿美元)	9
图 5: 1999-2019 场内和场外衍生品未平仓名义本金规模 (十亿美元) 及场外衍生品市场占比 (%)	11
图 6: 次贷危机前全球场外衍生品名义规模爆发增长 (单位: 万亿美元)	12
图 7: 场外衍生品实际市场价值约为名义价值的二十分之一 (单位: 万亿美元)	12
图 8: 全球场外 FICC 类衍生品规模占比 (十亿美元)	14
图 9: 2019 年全球场外金融衍生品品种分布	14
图 10: 全球场外金融衍生品未平仓名义本金历史分布 (十亿美元)	14
图 11: 全球场外金融衍生品总市值历史分布 (十亿美元)	14
图 12: 高盛金融衍生品名义金额 (十亿美元)	15
图 13: 摩根大通金融衍生品名义金额 (十亿美元)	15
图 14: 场外衍生品中所有对手方利率合约总市值净值 (十亿美元)	16
图 15: 场外衍生品不同对手方利率合约总市值净值占比	16
图 16: 我国场内衍生品成交量构成 (亿元)	17
图 17: 我国场外衍生品成交量构成 (亿元)	17
图 18: 中国金融期货交易所金融衍生品成交额构成 (亿元, 单位: 人民币)	18
图 19: 2015-2019 我国股指期货成交量 (张) 与成交额 (亿元) 趋势	19
图 20: 大型投行营收增长主要是 FICC 业务驱动 (亿美元)	21
图 21: 1993-2008 年 FICC 业务收入占比平均 43.7% (%)	21
图 22: 50ETF 期权月成交量情况 (张)	22
图 23: 50ETF 日成交量 (张)	22
图 24: 上交所 300ETF 成交情况	22
图 25: 深交所 300ETF 成交情况	22
图 26: 场外衍生品-期权名义本金月末存量 (亿元)	26
图 27: 场外衍生品-互换名义本金月末存量 (亿元)	26
图 28: 场外期权种类分布 (亿元)	27
图 29: 场外互换种类分布 (亿元)	27
图 30: 期权合约标的构成	27
图 31: 互换合约标的构成	28
图 32: 2019 年衍生金融资产规模前五大券商利率类衍生品名义金额 (左轴, 亿元), 占总规模比重 (右轴)	30
图 33: 利率互换中央对手清算业务当月新增名义本金 (左轴, 亿元), 存续期内名义本金 (右轴, 亿元)	31
图 34: 2019 年 6 月中央对手清算下利率互换业务参与者构成	31
图 35: 2019 年衍生金融资产规模排名靠前的券商 FICC 类衍生品业务名义金额 (亿元)	32
图 36: 2019 年衍生金融资产规模排名靠前的券商各项衍生品业务占比	32

图 37: 当月 TOP5 证券公司场外衍生品存续交易量占比	34
图 38: 当月 TOP5 证券公司场外互换存续交易量占比	34
图 39: 当月 TOP5 证券公司场外期权存续交易量占比	34
图 40: 当月 TOP5 证券公司场外衍生品存续交易量占比	35
图 41: 当月 TOP5 证券公司场外互换存续交易量占比	35
图 42: 当月 TOP5 证券公司场外期权存续交易量占比	35
图 43: 上交所沪深 300ETF 期权交易占比	36
图 44: 深交所沪深 300ETF 期权 TOP5 交易占比	36
表 1: 场内场外衍生品市场运作模式比较	10
表 2: 2018 年全球场内权益类衍生品成交量 (百万张)	12
表 3: 2016-2018 年全球场内权益类衍生品成交量同比变化 (%)	13
表 4: FICC 业务构成	13
表 5: 2015 年股灾后股指期货政策调整情况	18
表 6: 2019 年国内场外权益类衍生品占比 (%)	19
表 7: 2019 年国内场外 FICC 类衍生品占比 (%)	19
表 8: ETF 期权与股指期货对比	20
表 9: 场内 ETT 期权成交规模测算	23
表 10: 中性情况下 ETF 期权收入测算	24
表 11: 保守情况下 ETF 期权收入测算	25
表 12: 乐观情况下 ETF 期权收入测算	25
表 13: 场外期权新增和场外互换新增名义本金预测	29
表 14: 场外衍生品盈利预测	30
表 15: 交易所与 OTC 市场价值增值比较	32
表 16: 场内外衍生品业务资质名单	33

一、前言：当下中外之差异，大概率是未来之方向

关于衍生品专题，我们已经写过《期权市场，未来可期》、《衍生品扩容之期：头部券商新赛道》两篇深度报告，为什么还要再费评章写本篇深度？

其一，衍生品业务是当下国内资本市场区别于成熟市场的最大的业务短板，也是证券行业未来最大的成长空间。

海外衍生品市场经历了170余年的发展，经历了从商品期货转向金融期货、从标准化场内交易转向灵活性场外交易的发展历程，现已发展成为以场外衍生品为主、场内衍生品为辅，其中场外以FICC业务为主、场内以期权业务为主的业务格局。而国内衍生品市场虽然已有近30年的发展历程，但整体衍生品格局仍以商品为主、金融为辅，且金融衍生品中，又以场内为主、场外为辅，其中，场内又以期货业务为主、场外FICC业务刚刚起步。

华尔街的传统大行，如高盛、大摩，2019年年报数据显示其资产有30%-50%配置在衍生品业务上，同时也贡献了30%-50%的营收和利润。反观国内证券行业，尽管衍生品业务资质也在逐渐发放，如场外一二级交易商牌照、场内主做市商牌照、结售汇牌照、商品互换牌照等，但是，由于衍生品业务本身还规模较小，以致在衍生品业务上处于绝对领先的中信证券，根据2019年年报，其总资产也仅约5%摆布在衍生品上，创造利润约10%，遑论行业内其他券商。巨大的业务结构反差预示着未来的成长空间。

其二，衍生品业务是国内证券行业加杠杆、提升ROE的重要载体。此前我们分析国内证券行业的杠杆倍数与国际大行的巨大差异时，指出根源在于国内券商缺乏资金巨大消耗的业务载体，即衍生品。如果把华尔街大行的资产负债表中与衍生品业务相关联的科目剔除，可以发现其经营杠杆与国内同行基本一致，3倍左右。这就可以反过来理解，我国证券行业经营杠杆难以有效提升的焦点所在了。因此，国内券商要提升经营杠杆，核心在于衍生品业务的蓬勃发展。值得一提的是，近年来各家券商通过加杠杆加大了自营类金融资产摆布，原因之一就是衍生品业务对冲了部分风险。

与此同时，衍生品业务相比传统业务具有更高的ROA。比如场外个股期权，我们测算，年化占资收益率可达12%-15%。因此，衍生品业务的发展，既能提升杠杆倍数，又能拉升ROA水平，从而提升ROE水平。

其三，国内衍生品市场到了蓬勃发展的临界点。高水平对外开放是党中央作出的重大部署，其题中之义包含着衍生品业务有序发展，形成丰富的风险对冲工具。事实上，MSCI明确指出，A股权重的进一步提升，需要关注国内资本市场的四个问题，其中之一就是风险对冲和衍生品工具的获取。再有，社保基金、保险资管、银行理财子公司等长线资金入市，也对风险对冲工具有迫切需求。

面对美好的憧憬，我们自然要关注国内衍生品的发展方向。结合国际衍生品的发展历程和现状，我们认为：短期而言，场内市场是重要看点，因为风险更为可控，业务推出的阻力较小，在具体品种上，我们认为期权类产品是未来的主要方向，包括股指期货和ETF期权，至于个股期权还需要时间等待，至于期货类业务，更大可能性是继续降低交易门槛。中长期而言，场外市场是更大的看点，尤其是FICC业务是

主要方向，目前部分头部券商已经开始获批相关业务牌照，至于场外个股期权，我们认为并不是主流方向。

本篇报告中，我们也用了较大篇幅介绍衍生品业务的盈利模式，并对已有的业务品类进行了业务空间的测算。

最后，我们想强调的是，国内衍生品的大门正徐徐打开，准备充分的头部券商的业绩有望进一步提升。

二、海外衍生品市场的发展路径

从芝加哥期货交易所于1848年建立起，全球衍生品市场已经经历了超过170年的发展历程。在此过程中衍生品经历了从商品期货转向金融期货、从标准化场内交易转向灵活性场外交易的发展历程。现已发展成为以场外衍生品为主、场内衍生品为辅，其中场外以利率衍生品为主、场内以期权业务为主的业务格局。

（一）商品期货向金融期货转型，金融创新层出不穷

商品期货是期货交易的起源品种。最初衍生品的发展来自于谷物期货交易的需要，1848年第一个正式的商品交易所——芝加哥期货交易所（CBOT）建立后，大多数期货的标的都是农产品，如谷物、面粉、干草等。19世纪后期至20世纪20年代，因不规范操作、欺诈行为以及经济危机等原因的影响，衍生品交易遭到了一定程度上的抵制，但此后期货交易仍不断发展，基础标的资产也逐渐由谷物转向白银、铁、铂等金属。

布雷顿森林体系的崩溃推动商品期货向金融期货转型。20世纪60年代美元危机发生后，固定汇率制开始动摇，至1973年布雷顿森林体系完全崩溃，国际汇率、利率浮动空间变大，世界金融市场失去了约束，市场波动更为明显，市场参与者交易商品、证券等产品时风险扩大，并且缺乏合理高效的工具规避风险。在这一背景下，各种金融衍生工具应运而生，其中尤其是外汇、国库券相关的衍生品发展最为迅速。首份金融期货合约（外汇期货）由美国芝加哥商品交易所（CME）在1972年推出。1975年芝加哥期货交易所推出了第一份利率期货合约，对冲通货膨胀时期的利率风险。1976年CME又推出了国库券期货合约，进一步丰富衍生品标的内容。经历1987年股市崩盘后，《巴塞尔协议》对银行的资本充足率作出要求，区分不同资产类别、性质以及债务主体并划分风险档次，这催生了市场对政府债券的需求。债券市场的繁荣刺激了对相关利率进行套期保值和对冲风险等操作的大量需求，促进了利率衍生品的发展。

1982年，商品期货合约成交量超过一亿张，而1983年，金融期货交易量便超过传统的农产品期货合约。

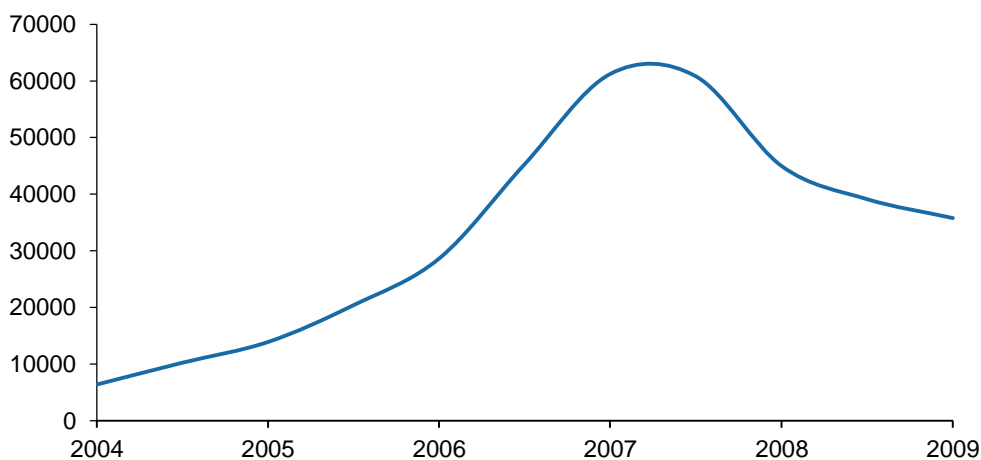
全面创新，衍生品市场持续增长。

18世纪后期，随着交易需求的不断扩大，衍生品市场在期货交易的基础上逐渐形成了期权交易。1973年4月26日，芝加哥期权交易所（CBOE）成立，它是世界上第一个正式的期权交易所，通过设立清算所居中作为期权合约的买卖方，正式推出了标准化的期权合约。交易所居中交易与标准合约的可替换性使得二级市场成为可能，

股票期权交易活跃度也被激发。根据WFE数据，1985年期权交易所交易量超过3亿份合约。衍生品金融创新不断出现，例如，1990年CBOE发展出长期权益参与证券（LEAPS），这种长期期权的到期日可以长达两年半，还有“灵活”（Flex）期权和“封顶”（Capped）期权等，1992年CBOE开始细分行业指数期权，多样化的交易策略和产品种类不再局限于标准化条款，开始倾向于多样化的投资需求。计算机的广泛使用，使复杂的模型和计算成为可能，同时较为宽松的监管制度进一步促成了金融产品创新。

2005年左右，随着参考的标的资产从贷款、公司债等基础资产逐渐向资产证券化产品发展，各种结构复杂的创新产品在市场上大量涌现。多次金融危机的爆发使金融机构需要更为强大的风险管理手段。新巴塞尔协议对银行监管资本提出的信用风险计算方法与最低资本充足率要求，也使得银行将信用风险管理方式逐渐从表内交易转化为独立进行信用风险转移的表外交易。信用违约互换（CDS）也因此飞速发展。1993年摩根大通首次应用，2000年-2007年间信用违约互换通过与资产支持证券相结合不断扩容，次级抵押贷款的规模扩张进一步促进了信用违约互换市场的发展壮大，根据BIS的数据，2007年12月底未平仓名义本金达61.24万亿元。直至2008年金融危机后，规模才逐渐回落，单一品类的CDS重回主流地位。

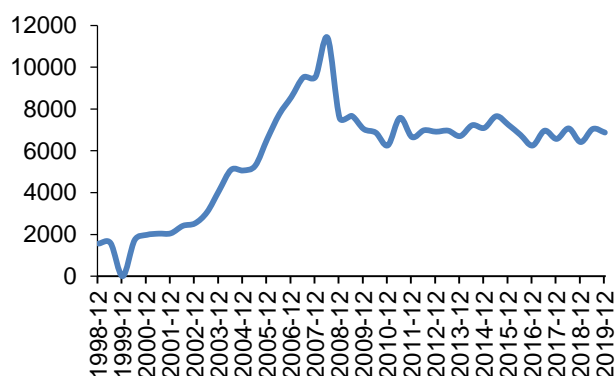
图1：信用违约互换（CDS）未平仓名义本金（十亿美元）



数据来源：BIS、广发证券发展研究中心

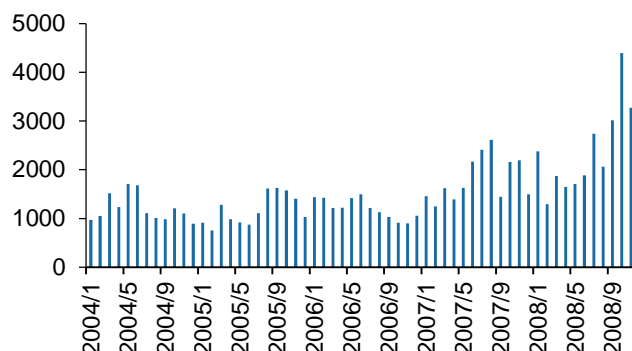
权益类衍生品作为场内交易的主力品种，在美国之外的其他市场迅速发展。最为典型的为韩国的Kpois 200指数期权，其历史要追溯到1990年，但韩国证券交易所数据显示其交易量的迅速增长主要集中在1999年-2002年，由3230万张增长至约18亿张。主要归于该产品参与门槛低、交易电子化、低佣金及高周转率等原因。

图2: 股票挂钩类场外衍生品未平仓名义本金 (十亿美元)



数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

图3: 韩国Kopis 200指数期权交易额 (百亿韩元)



数据来源: 韩国证券交易所、广发证券发展研究中心

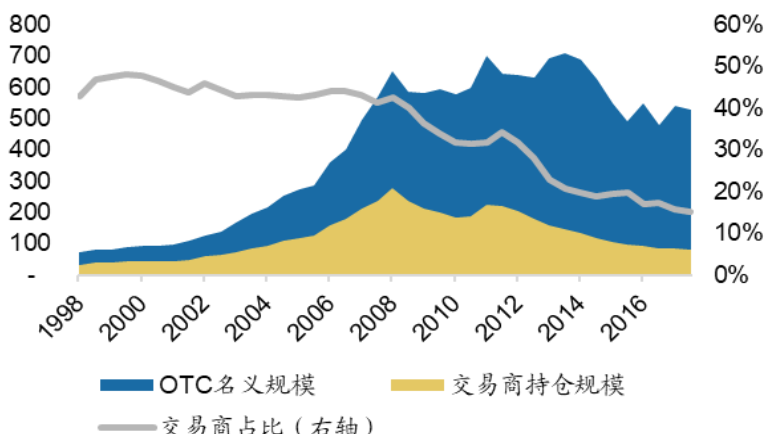
(二) 场内交易转向场外发展

金融资产交易场所可分为场外市场和交易所市场。

合约的交易场地包括交易所内和交易所外，一般在交易所交易的衍生品合约是标准化的，即合约的交易价格、交易时间、资产特征等都是事先约定好的，期权和期货大多是场内交易；而在交易所外进行的交易又称为场外交易（OTC），场外交易的合约一般是非标准化的，合约比较灵活，多数远期交易都是在场外进行交易。

场外市场是报价驱动市场（Quote-driven Market），主要交易流动性较差的证券及衍生品，其特点是所有交易都需通过交易商进行，以解决买卖双方在出价时间上的不对称造成的流动性冲击，因此投行需要作为客户的对手方进行交易，以自有资本提供交易流动性。

图4: 信用违约互换（CDS）未平仓名义本金 (十亿美元)



数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

相较于场外市场宽松的行业自律，场内市场由交易所执行一线监管的职能，并接受行业协会和政府的严格监管。交易所的监管主要包括：监督管理各种金融衍生工具

合约，仲裁和调解交易争议，披露价格信息，执行保证金制度等。在美国，行业方面由全国证券交易商协会（NASD）、全国期货业协会（NFA）等组织监管，提供服务并处理有关争议。政府监管主要由证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC）负责，SEC主要依据《1933年证券法》对包括债券和期权在内的证券进行监管，CFTC则主要依据《商品交易法》对期货（包括各种商品期货、金融工具期货和指数期货等）进行监管。

表1：场内场外衍生品市场运作模式比较

	交易所市场（场内）	OTC 市场（场外）
交易场所	固定	分散不固定
交易方式	公开竞价	议价方式
组织方式	经纪人制度	做市商制度
合约形式	标准化合约	非标准化合约
监管方式	政府监管为主	行业自律为主

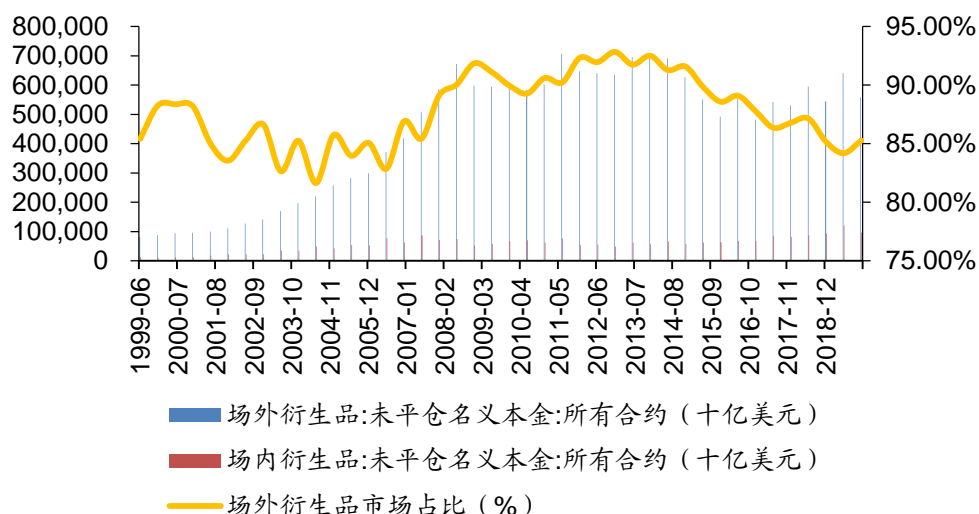
数据来源：香港交易所、广发证券发展研究中心

金融创新推动场外衍生品市场持续扩张，目前衍生品主要在场外进行交易。

金融创新的不断涌现使在传统的交易所市场之外的场外期权市场产生了突飞猛进的发展，市场份额也不断增加。1991年，场外衍生品交易名义金额首次超过场内交易名义金额。2008年金融危机发生前，全球经济持续向好，通胀温和，居民金融资产负债表持续扩张，高净值客户人群理财需求大幅扩张。在此背景下，投行迎合多样化投资需求，通过场外期权和固定收益工具，构建能满足高净值客户理财需求的结构化产品，场外期权业务不断扩张。固定收益工具保证了结构化产品能提供一定程度的预期收益，而场外期权连结了产品收益与股票市场指数，在股市持续走高的背景下，大幅增强结构产品的预期收益。

同时，场外衍生品可定制性很好地满足了机构投资者风险管理的需要。场外交易商可根据客户风险特征，定制风险管理解决方案，以较低的成本达成风险对冲目的。对冲基金客户以善于捕捉市场需求失衡所产生的套利机会为特点，传统的场内衍生品很难满足其套利策略的需要。场外交易商利用其强大的金融工程能力，定制与对冲策略相适应的衍生产品，满足对冲基金客户需求。特别是2002年以后，场外市场交易规模增长快速，并且涌现了更多的奇异期权，使得场外期权更丰富。国际清算银行数据显示，1999-2019年全球场外衍生品未平仓名义本金规模占总规模的80%以上，衍生品主要在场外区域进行交易。

图5: 1999-2019场内和场外衍生品未平仓名义本金规模(十亿美元)及场外衍生品市场占比(%)



数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

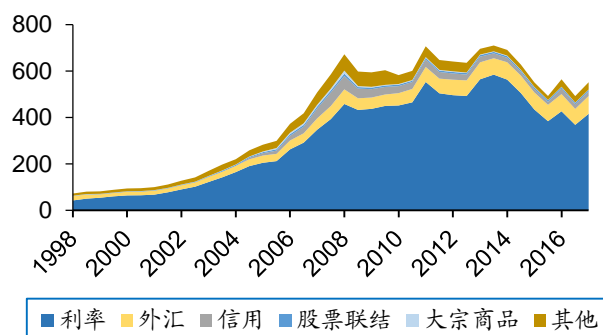
受金融危机影响, 场外交易朝向规范化发展。金融危机后监管限制场外衍生品市场, 趋于透明化、规范化。次贷危机结束后奥巴马政府颁布《多德-弗兰克法案》

(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), 对金融监管体系做出进一步完善。根据纽约大学论文, 《多德-弗兰克法案》中规范衍生品交易的内容包括: 提高衍生品交易透明度, 要求标准化合约进行中央对手方清算, 结构复杂的衍生品合约需在政府监管下在场外市场交易。

《多德-弗兰克法案》中的《沃克规则》限制了大型投行(独立大型投行在次贷危机中被银行收购或自主转为银行控股公司)自营业务规模, 对现券和衍生品市场做市业务产生负面影响, 投行做市持仓持续收缩, BIS数据显示, 其中公司债一级交易商持仓规模由2007年日均2555亿美元降至2012年日均674亿美元, 全球衍生品交易商持仓名义规模占比由2006年末44.2%降至2007年末15.4%。

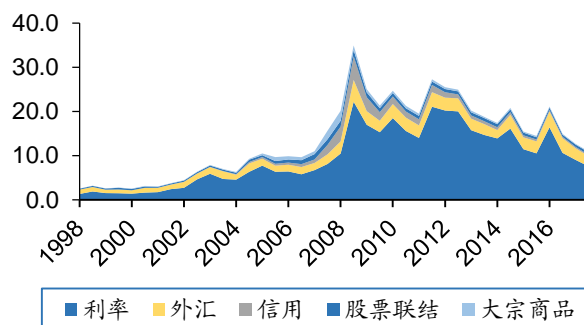
《多德-弗兰克法案》规范了场外衍生品市场, 增加场外交易的透明度, 对投行交易利润产生较大侵蚀。次贷危机前, 大型投行处于场外市场的核心地位, 做市收益丰厚, 通过信息优势赚取超额收益。衍生品合约标准化后在中央对手方交易所进行交易清算, 交易信息相对透明, 大型投行净值优势削弱, 超额利润减少。

图6：次贷危机前全球场外衍生品名义规模爆发增长
(单位：万亿美元)



数据来源：BIS、广发证券发展研究中心

图7：场外衍生品实际市场价值约为名义价值的二十分之一（单位：万亿美元）



数据来源：BIS、广发证券发展研究中心

三、当前海外衍生品市场的主要业务类型

（一）场内以期权为主、期货为辅

全球场内权益类衍生品主要是期权类产品和期货类产品，前者包括个股期权、股指期权和ETF期权，根据WFE，2018年期权类产品占全球场内权益类衍生品成交量约69%；后者包括股指期货和个股期货，2018年占比约31%。从增速上看，股指期货、股指期权、个股期权、个股期货排名靠前。

表2：2018年全球场内权益类衍生品成交量（百万张）

	2018	2017	2018 占比	2017 占比
个股期权	4452	3485	28.67%	29.51%
个股期货	1454	1138	9.36%	9.64%
股指期权	4350	3185	28.02%	26.98%
股指期货	3379	2386	21.76%	20.21%
ETF 期权	1899	1611	12.17%	13.64%
ETF 期货	2.06	1.91	0.01%	0.02%
权益类合计	15526.06	11807.91	100.00%	100.00%

数据来源：WFE、广发证券发展研究中心

表3: 2016-2018全球场内权益类衍生品成交量同比变化 (%)

	2018/2017	2017/2016	2016/2015
个股期权	27.74%	4.73%	-4.75%
个股期货	27.71%	12.03%	-15.35%
股指期权	36.51%	21.84%	-26.12%
股指期货	41.60%	-6.97%	-5.11%
ETF 期权	17.23%	-1.26%	7.12%
ETF 期货	7.71%	-18.18%	6.02%
权益类合计	31.49%	6.11%	-10.79%

数据来源: WFE、广发证券发展研究中心

(二) FICC 业务主导场外市场, 其中利率衍生品繁荣

1973年布雷顿森林体系完全崩溃后, 国际汇率、利率浮动空间变大, 市场波动更为明显, 市场参与者在交易商品、证券等产品时风险扩大, 催生了FICC业务。场外市场的发展则成为其迅速成长的重要助力, 利率衍生品则在其中充当主力军的角色。简要而言, FICC业务主要包括固定收益、外汇、和大宗商品三类 (Fixed Income、Currency、Commodities), 按照交易标的可继续拆分为利率债、外汇、信用债、证券化工具、新兴市场、大宗商品等。

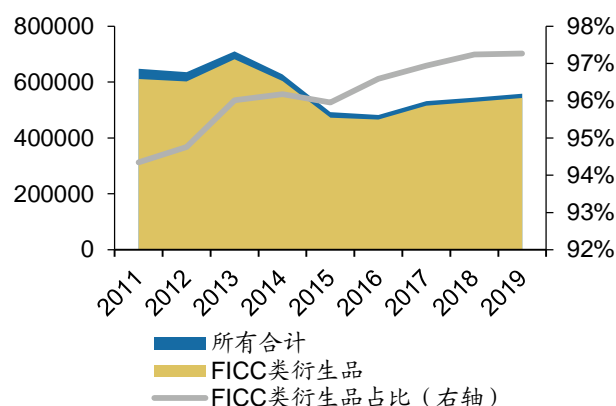
表4: FICC业务构成

	业务类型	金融工具
FICC 业务	利率债	政府债券、利率互换、利率期权、短期利率工具/货币市场、回购协议、奇异和结构化产品、市政债券 (含一、二级市场)
	外汇	外汇现货、外汇远期、外汇期权
	信用债	投资级债券、可交易贷款、高收益债券 (垃圾债券) 和危机贷款、奇异和结构化产品
	证券化工具 (含一级、二级市场)	资产支持证券、商业地产贷款抵押支持证券、住房贷款抵押支持证券
	新兴市场	信用债、利率债、外汇
	大宗商品	电力与天然气、原油、金属、煤炭、农产品等

数据来源: Coalition、广发证券发展研究中心

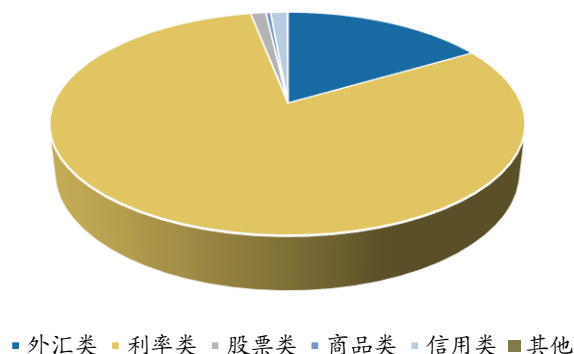
全球衍生品市场来看, 场外市场占据主导, FICC衍生品业务占比巨大。全球衍生品市场发展至今, 场外衍生品市场已占据主导地位, 根据BIS数据, 2019年全球场外衍生品规模为559万亿美元, 其中97.27%是FICC类衍生品。FICC业务中, 利率类衍生品名义金额合计达到449万亿美元, 占比达82.64%, 是市场上规模最大的衍生品种类。此外外汇合约规模也较大, BIS的数据显示, 2019年名义金额达92.18万亿美元, 占比17%。其他衍生产品规模较小, 合计占比3%。

图8: 全球场外FICC类衍生品规模占比 (十亿美元)



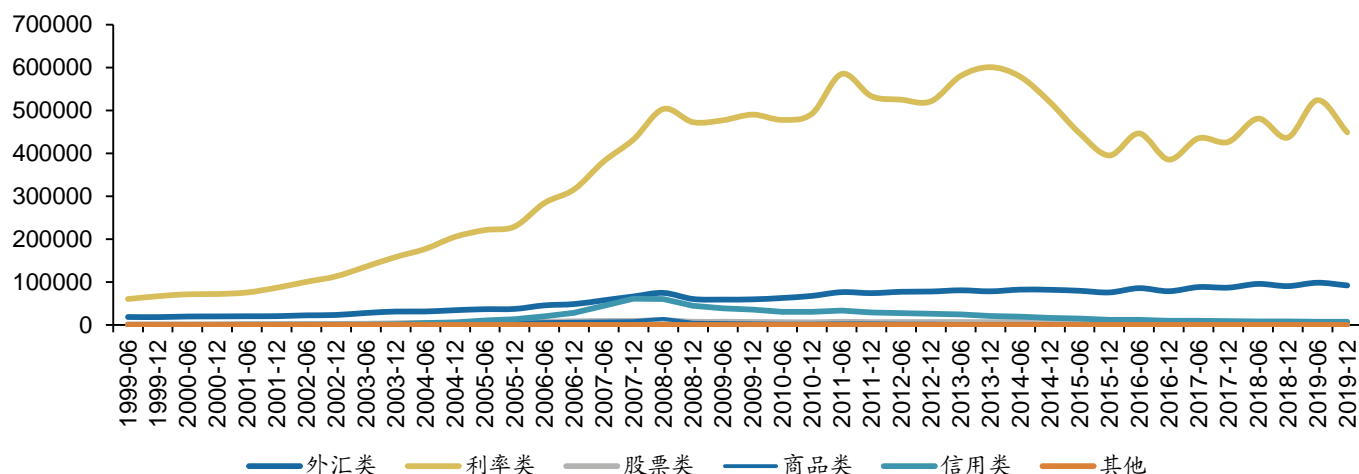
数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

图9: 2019年全球场外金融衍生品品种分布



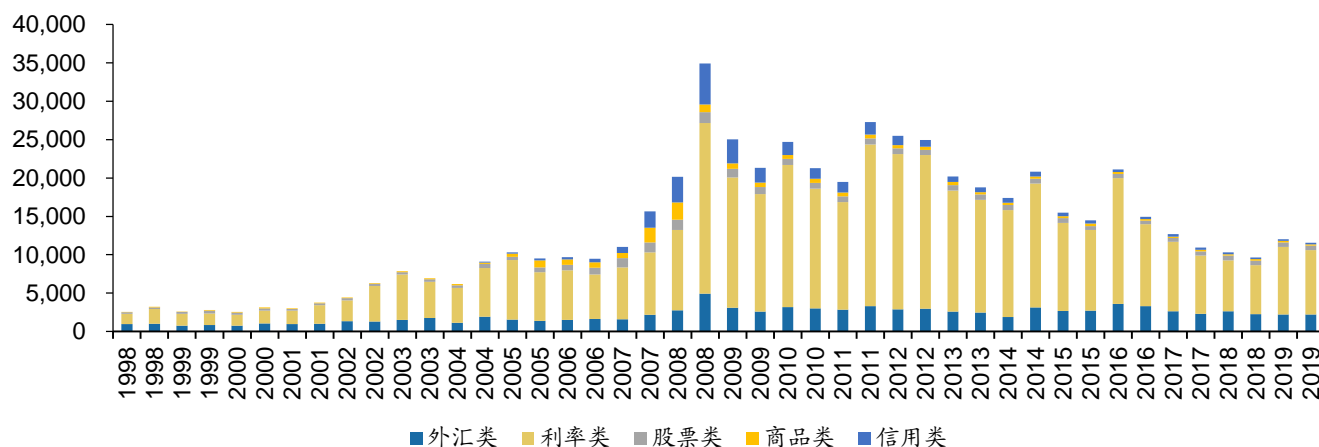
数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

图10: 全球场外金融衍生品未平仓名义本金历史分布 (十亿美元)



数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

图11: 全球场外金融衍生品总市值历史分布 (十亿美元)

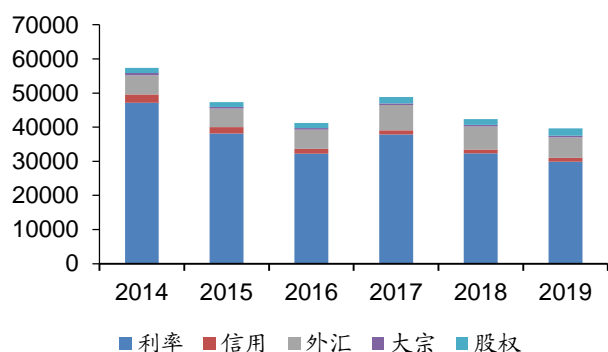


数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

从券商业务结构来看，FICC类衍生品中，利率衍生品为主要配置方向。近年金融衍生品规模虽然有降低的趋势，利率衍生品仍然占据主体地位。根据公司年报，2019年高盛的金融衍生品名义本金为39.60万亿美元，其中利率衍生品名义本金29.87万亿美元，占比达75.4%，2014年以来利率衍生品平均占比达78.3%。摩根大通2019年利率衍生品名义金额达32.68万亿美元，占金融衍生品总规模的69.6%，2014年以来平均占比为71.3%。

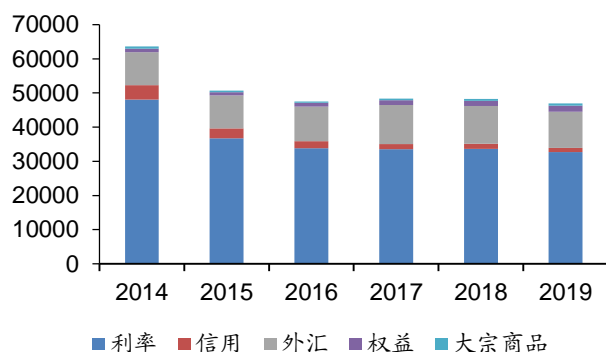
利率衍生品的繁荣来自于其主要标的资产——国债。国债利率作为基准利率对金融市场整体有较大影响，因此国债市场的发展催生了对国债利率的套期保值和风险管理等需求。投行创设利率衍生品帮助客户管理利率风险敞口，对冲宏观经济风险，同时为机构客户提供流动性支持，其本质上是为锁定融资成本。

图12：高盛金融衍生品名义金额（十亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图13：摩根大通金融衍生品名义金额（十亿美元）



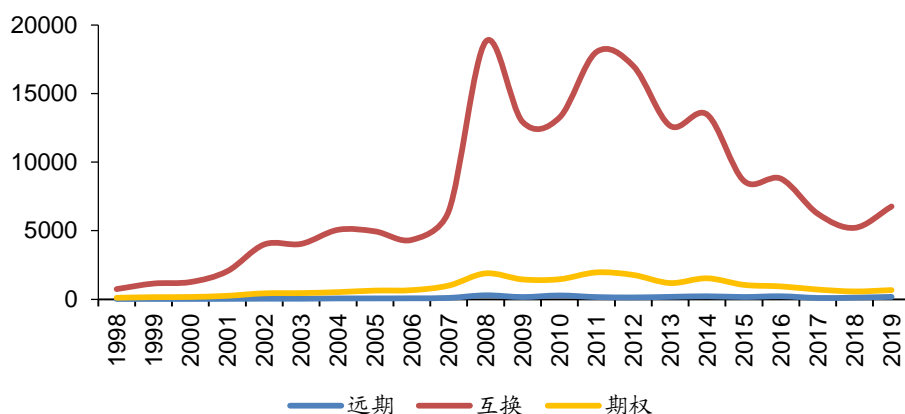
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从利率衍生品具体品种来看，利率互换占主要地位。根据BIS的数据，截至2019年12月，几类主要货币利率合约的总市值净值指标方面，利率互换达6.77万亿美元，利率期权0.67万亿美元，远期利率合约仅0.17万亿美元，分别占比88.93%、8.78%、2.29%。

其中，利率掉期（互换）是场外利率衍生品市场中规模最大的品种，指拥有两笔本金相同、期限相同的债务双方，交换各自利息支出现金流的协议。利率互换市场的发展主要原因有二：一是欧元的推出为欧元计价的互换建立了一个巨大的流动市场；二是2000年前后，俄罗斯金融危机之后包括俄罗斯在内的一些重要国家减少了其债券的还款额度，这影响了国债市场流动性和传统对冲工具，如国债期货的有效性，从而促使投资者转向利率互换等更为有效的可替代工具。

利率互换在2008年高点回落后仍在利率类衍生品中占据主体，总市值保持在5万亿美元以上，在2018年末触底后有反弹趋势。2015年及以前，交易的主要对手方为申报交易商和除申报交易商外的金融机构，2016年来，中央对手方取代申报交易商成为主要对手方之一。

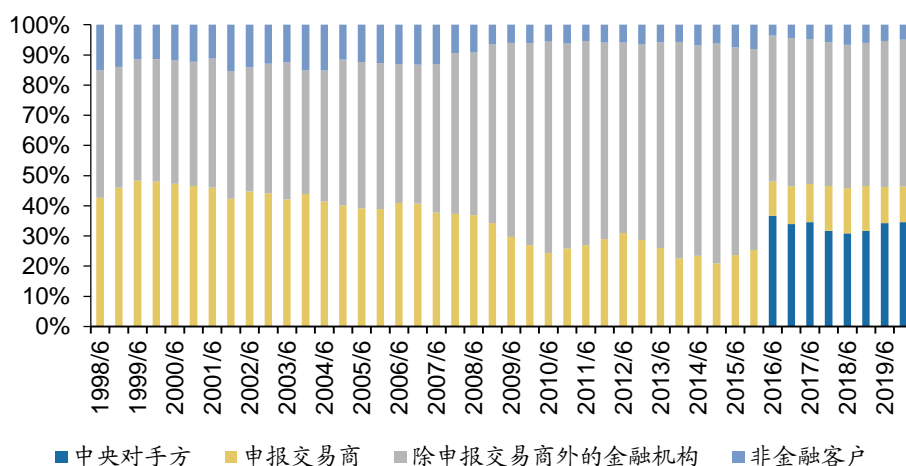
图14: 场外衍生品中所有对手方利率合约总市值净值(十亿美元)



数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

注: 该总市值为加元、欧元、英镑、瑞典克朗、瑞士法郎、美元、日元利率合约加总

图15: 场外衍生品不同对手方利率合约总市值净值占比



数据来源: BIS、广发证券发展研究中心

四、国内衍生品市场发展现状与展望

(一) 国内金融衍生品现状: 品种少, 场内大于场外

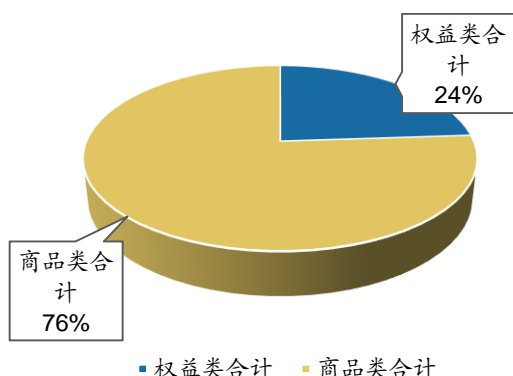
国内金融衍生品处于发展初期, 交易品种少, 场内规模远大于场外。

从国际金融衍生品市场发展来看, 市场环境的不同决定着产品的推出与发展顺序。美国由商品期货逐渐发展为外汇、利率期货, 而后在市场驱动下金融创新, 大力发展场外期权并创设各类复杂衍生品; 而大多亚洲与欧洲国家较先发展的是与证券市

场联系紧密的产品，如股指期货、股指期权、股票期权等股权类衍生品，待衍生品市场壮大后才逐渐发展利率和汇率衍生产品。

我国场内衍生品规模远大于场外。根据BIS数据，截止2018年底，全球场外衍生品名义金额总量达544.4万亿美元，而场内为94.8万亿美元，仅占14.83%。我国目前金融创新初现端倪，监管政策也鼓励创新与OTC市场发展，场外衍生品市场规模有望进一步扩大，各类产品的发展也值得期待。

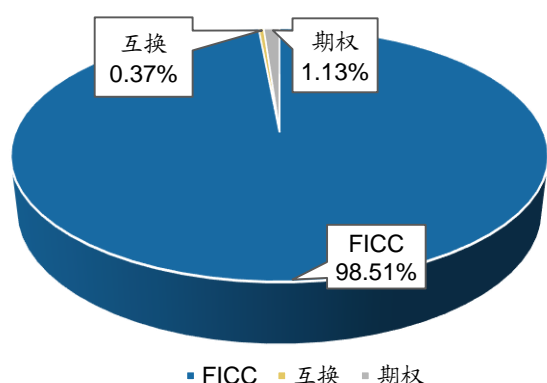
图16：我国场内衍生品成交量构成（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：交易数据区间为2019年1月-11月

图17：我国场外衍生品成交量构成（亿元）



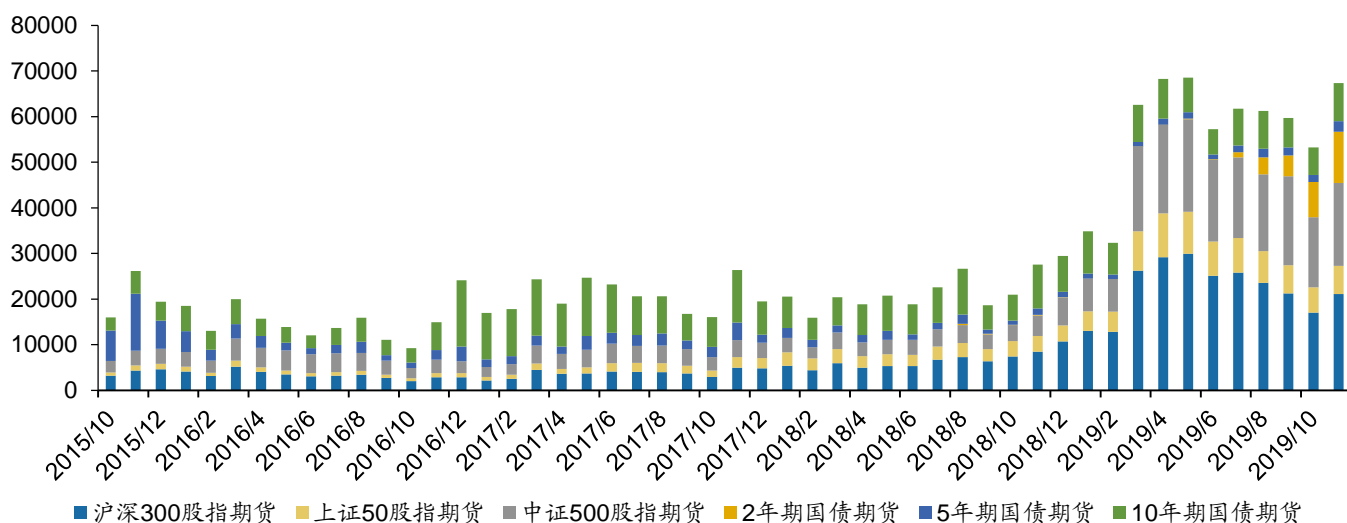
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：交易数据区间为2019年1月-11月

我国场内衍生品以期货为主，场外FICC业务则占据主要地位。

我国由于早期的市场问题，现阶段类似于美国上世纪八十年代，商品类、外汇类、汇率类期货和期权均发展较为成熟，但是金融衍生品发展不久，信用类衍生品也刚刚起步。目前在中国金融期货交易所交易的产品共有9个品种，权益类有沪深300股指期货、中证500股指期货、上证50股指期货、沪深300股指期权、上证50ETF期权、沪深300ETF期权，利率类有2年期、5年期、10年期国债期货。从成交金额占比来看，期货类产品占据主导；从品种上看，权益类衍生品占据主导。

图18: 中国金融期货交易所金融衍生品成交额构成 (亿元, 单位: 人民币)



数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

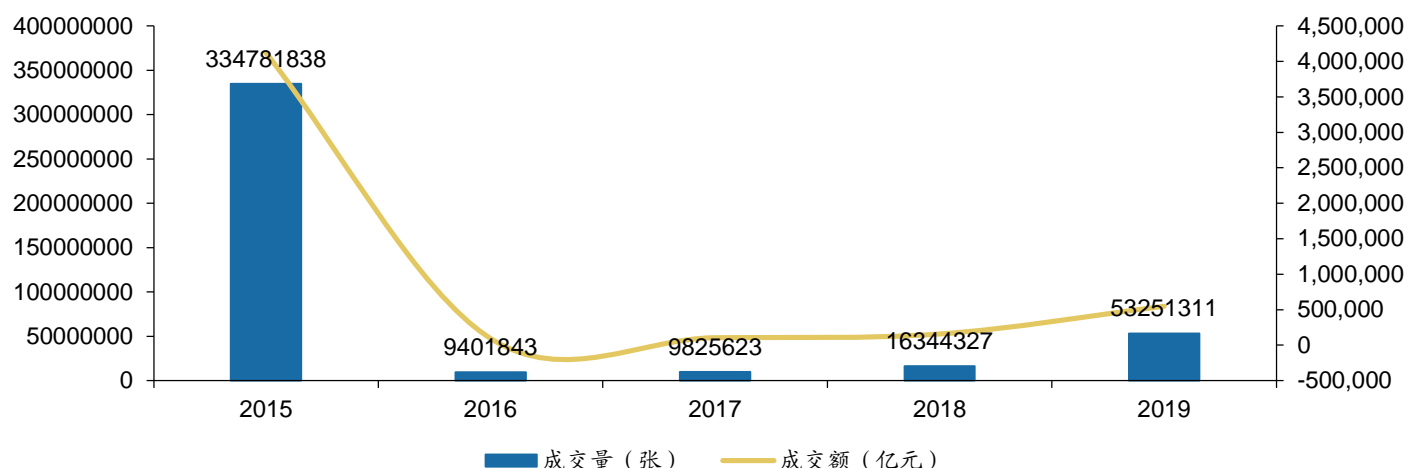
2015年股灾后, 股指期货交易全面收紧, 中金所宣布将沪深300、中证500、上证50股指期货套保和非套保保证金分别上调10%, 单合约单日开仓交易量不超过10手, 手续费提至万分之23, 2016年股指期货成交量同比下降97.19%, 成交额同比下降97.74%。直至2017年连续下调两次保证金, 股指期货交易额才有所反弹。2018年12月进一步放开, 单合约单日最大开仓交易量上调至50手, 并再次下调保证金和手续费, 推动成交量大幅上涨, 股指期货市场功能逐渐恢复。

表5: 2015年股灾后股指期货政策调整情况

	保证金标准	股指期货日单个合约 过度交易行为监管标准	各合约手续费
2015年9月7日	IF300、IH50、IC500 非套保保证金由 30%提至 40% IF300、IH50、IC500 套保保证金由 10%提至 20%	调整为 10 手	由 0.115‰提至 2.3‰
2017年2月17日	IF300、IH50 非套保保证金调整为 20% IC500 非套保保证金调整为 30%	无松动	调整为 0.92‰
2017年9月18日	IF300、IH50 各合约保证金调整为 15%	无松动	调整为 0.69‰
2018年12月3日	IF300、IH50 各合约保证金调整为 10% IC500 各合约保证金调整为 15%	调整为 50 手	调整为 0.46‰
2019年4月22日	IC500 各合约保证金调整为 12%	调整为 500 手	调整为 0.345‰

数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

图19: 2015-2019我国股指期货成交量(张)与成交额(亿元)趋势



数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

我国场外衍生品市场可分为权益类衍生品和FICC类衍生品，其中权益类衍生品发展迅速，根据wind，2019年权益类衍生品同比增长97.56%，累计初始名义本金达到13901.65亿元。FICC占据场外衍生品市场主导地位，根据上海清算所数据，2020年1月FICC类衍生品中央对手清算金额达71116.8亿元，其中利率类衍生品占15.85%，外汇和汇率衍生品占84.14%。

表6: 2019年国内场外权益类衍生品占比 (%)

	初始名义本金: 本年累计初始交易 (亿元)	同比增加	占比
权益类互换	3891.7	116.98%	27.99%
权益类期权	10009.95	90.91%	72.01%
场外权益类衍生品	13901.65	97.56%	100%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 交易数据区间为 2019 年 1 月-10 月

表7: 2019年国内场外FICC类衍生品占比 (%)

	中央对手清算金额 (亿元)	占比
利率衍生品	170945.9	19.02%
外汇和汇率衍生品	727953.5	80.98%
大宗商品衍生品	70.94	0.01%
FICC 类衍生品	898970.3	100%

数据来源: 上海清算所、广发证券发展研究中心

注: 交易数据区间为 2019 年 2 月-12 月

（二）借鉴海外经验，场内期权业务和场外 FICC 业务未来有望重点发展

场内衍生品方面，期权类产品可能是未来的发展重点。中国的期权市场经过近五六年的发展，上证50ETF期权已经成为全球主要的ETF 期权品种之一。2019年12月23日，沪深300ETF期权上线，因覆盖面更全、对冲效果更佳，我们判断沪深300ETF期权有望全球范围内成交最活跃的期权品种之一。不过，从国内外衍生品的差异看，场内业务中，我国期权类产品仍然不足，未来股指期货和ETF期权是国内重点发展方向。

表8: ETF期权与股指期货对比

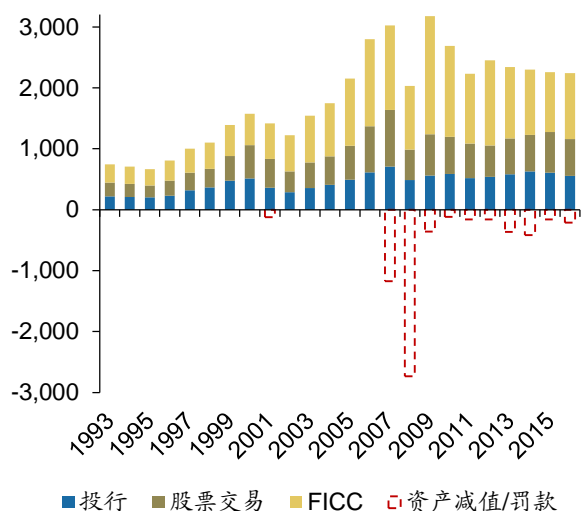
	ETF 期权	股指期货
合约标的类型	股票指数 ETF	股票指数
交割方式	实物交割	现金交割
交易策略	期现套利、增强收益等	对冲套利
品种丰富程度	丰富	单一
主要服务群体	机构投资者、个体投资者	机构投资者

数据来源：中金所、广发证券发展研究中心

场外衍生品方面，是整个衍生品的重点，尤以FICC业务为导向。

海外数据显示，FICC业务驱动大型投行业绩增长。1993-2006年美国投行营收高速增长主要受益于FICC业务的爆发，按照摩根士丹利奥纬咨询统计的美国批发银行（主要由大型投行构成）数据，总营收由746亿美元增至2799亿美元，十三年复合增长率10.7%，其中FICC业务营收占比由40.7%增至51.4%。从收入结构上来看1993-2007年利率债、信用债、外汇/新兴市场/大宗商品平均营收占比分别为31.9%、37.0%、31.1%，结构上较为均衡。以摩根士丹利为例，公司2019年第四季度业绩超市场预期，主要归于FICC业务收入12.7亿美元超市场预期；摩根士丹利全年FICC业务收入55.46亿美元，同比增长11%，占总营收13.39%。摩根士丹利的FICC业务被划分在机构证券服务下的销售交易板块，主要交易对象为机构投资者，在零佣金时代是业务收入的主要来源之一。我国证券行业相比海外投行FICC业务起步较晚，但在利率和汇率的一系列市场化改革下，直接融资比例上升，对FICC业务需求将会增大。

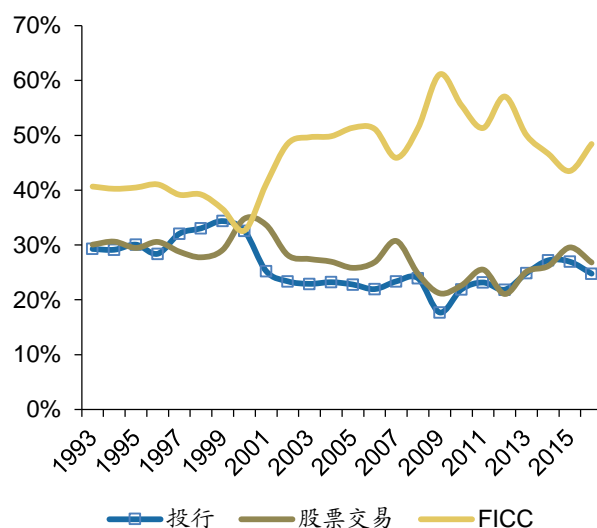
图20: 大型投行营收增长主要是FICC业务驱动(亿美元)



数据来源：摩根士丹利奥纬咨询、广发证券发展研究中心

注：数据范围为摩根士丹利奥纬咨询统计的美国批发银行（主要由大型投行构成）

图21: 1993-2008年FICC业务收入占比平均43.7% (%)



数据来源：摩根士丹利奥纬咨询、广发证券发展研究中心

注：数据范围为摩根士丹利奥纬咨询统计的美国批发银行（主要由大型投行构成）

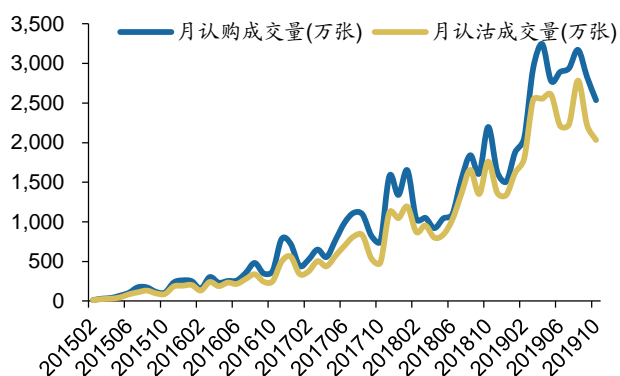
五、衍生品业务的盈利模式与规模测算

（一）场内期权的盈利主要来自经纪佣金收入与做市商收入

如上所述，场内衍生品目前主要是股指期货、国债期货类产品，主要由期货公司（含证券公司旗下的期货子公司）经营，而证券公司直接经营的主要是期权类产品，也是我们看好的未来方向。因此，本文只分析期权类业务。

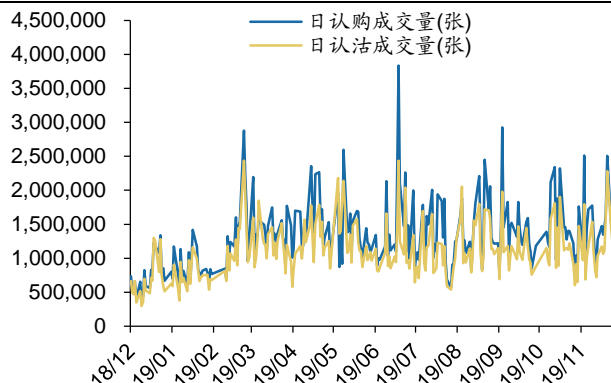
与海外成熟市场相比，我国期权市场起步较晚，目前尚处于初级发展阶段。其中，50ETF期权自2015年2月面世以来，市场规模稳步扩容，成交量呈现温和放大的趋势。据上交所数据，2019年全年上证50ETF期权日均成交量为250.12万张，全年成交量5.80亿张。

图22: 50ETF期权月成交量情况 (张)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

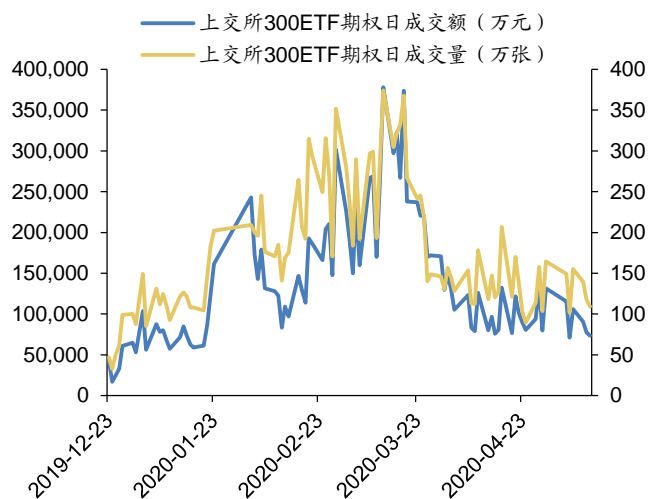
图23: 50ETF日成交量 (张)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

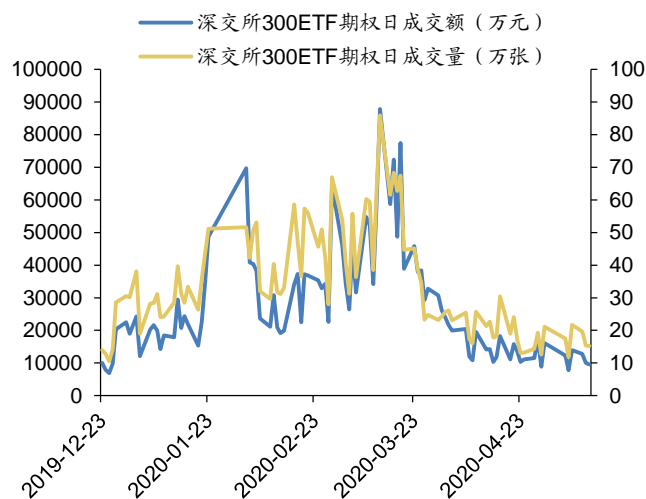
2019年12月23日，上交所、深交所“沪深300ETF期权”，中金所“沪深300股指期货”三大股票股指期货新品种同步上市。上市后首日三大期权总体运行平稳，市场热情超过市场预期。就首日成交量来看，300ETF期权两市总成交60.9万张，其中上交所300ETF期权成交量46.87万张，成交额4.25亿元；深交所300ETF期权成交量14.01万张，成交额0.51亿元。至2020年5月13日，沪深两市300ETF期权已运行近五月，两市日均成交量209.20万张。

图24: 上交所300ETF成交情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图25: 深交所300ETF成交情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

期权交易中，证券公司的盈利主要由经纪佣金收入与做市商收入构成。

全球主要的交易所市场是指令驱动市场（Order-driven Market），客户通过经纪人下达买卖指令，券商作为通道将客户交易指令发往交易所进行撮合，收取撮合交易的佣金手续费。

证券公司在其中所扮演的另一角色是做市商。在缺乏流动性的市场里，由于买方和卖方很难会同时出现或交易同样数量的产品，双方的不匹配导致流动更难实现。做市商制度应对买卖供需的不对称，起到撮合成交的功能。

证券公司的做市商收入主要来自于买卖价差。证券公司通常先以一笔资金储备起足量的证券，并承诺维持这些证券的买卖双向交易，即证券公司面对一个交易群体，同时推出买入价格(Bid Price)与卖出价格(Ask Price)。证券公司推出的价格中，买入价格低于卖出价格，其差额即为价差(Spread)。

2020年沪深300ETF期权交易规模测算：我们以IF（沪深300股指期货）成交量（笔数）与IH（上证50股指期货）成交量（笔数）的比值，同比进行预测未来沪深300ETF的可能成交情况。根据wind数据，2019年沪深300股指期货成交量2179.89万笔，上证50股指期货成交量899万笔，比例为2.42: 1。以沪深300股指期货以及上证50股指期货2015至2019年的年均增速（分别为34.74%和43.25%）预计，2020年成交量分别可达3122.69万笔、1211.77万笔，比例2.58: 1。自2015年上证50ETF期权上市开始成交量呈快速增长趋势，从2015年0.23亿张到2019年总成交额5.80亿张，年均增长率131.96%；2019年增速较2018年的71.88%有回升趋势，结合年均增速和近两年的趋势考虑，2020年以100%增速计算，成交量可达11.60亿张；以IF:IH比值计算两市沪深300ETF期权成交量可达29.91亿张，50+300ETF期权总成交量合计可达41.51万张；日均成交量1660.49万张。

表9：场内ETT期权成交规模测算

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
50ETF 期权总成交(张)	23269976	79069347	183976159	316211180	580271811	1160543622
YOY		239.79%	132.68%	71.88%	83.51%	100%
300ETF 期权总成交(张)	0	0	0	0	0	2228080921
IH (上证 50 股指期货) 成交量(笔数)	35483920	1624386	2443580	4517259	8993412	12117723
IH (YOY)		-95.42%	50.43%	84.86%	99.09%	34.74%
IF(沪深 300 股指期货) 成交量(笔数)	277101989	4225566	4101114	7486825	21798905	31226931
IF(YOY)		-98%	-3%	83%	191%	43.25%
IF: IH	7.81	2.60	1.68	1.66	2.42	2.58

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

基于此,我们大致测算**2020年场内期权业务的收入规模**:当前证券公司经营ETF期权业务主要有三部分收益:

1.作为做市商获取做市收益。即证券公司面对一个交易群体，同时推出买入价格(Bid Price)与卖出价格(Ask Price)，投资者可以根据证券公司的报价向其买入或卖出一定数量的证券。证券公司推出的价格中，买入价格低于卖出价格，其差额即为价差(Spread)，当前上证50ETF做市商可赚取的差价已经基本压缩至每笔1-2tick

(1tick为0.0001, 即最小波动单位)。我们以做市商成交占比40%, 做市差价中性估计1.5个tick计算, 2020年券商做市收益预计可达20.33亿元。

2.作为期权经纪商获取经纪佣金收益。参照当前市场情况, 中性估计下市场净佣金费率为2元/张。我们以中性情况预计市场净佣金为2元/张, 2020年券商可获取的经纪佣金收入为40.66亿元。

3.由方向性持仓带来的投资收益。中性情况下预计300+50ETF期权日均持仓金额106.65亿元, 以前五年的持仓收益率20%计算, 持仓头寸收益可达8.56亿元。

表10: 中性情况下ETF期权收入测算

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
合计	0.75	2.04	4.28	6.91	12.64	73.84
做市收入(亿元)	0.14	0.47	1.10	1.90	3.48	20.33
做市商占比	40%	40%	40%	40%	40%	40%
做市差价-中性估计(单位:tick)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
经纪佣金收入(亿元)	0.28	0.95	2.21	3.79	6.96	40.66
净佣金费率-中性估计(元/张)	2	2	2	2	2	2
持仓头寸收益(亿元)	0.22	0.41	0.64	0.81	1.47	8.56
50ETF 日均持仓金额(亿元)	2.76	5.18	8.04	10.16	18.33	36.65
300ETF 日均持仓金额(亿元)	0	0	0	0	0	70.00
持仓收益率(中性)	20%	20%	20%	20%	20%	20%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 表中收入数据均为中性情况下的测算值

表11: 保守情况下ETF期权收入测算

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
合计	0.34	1.00	2.16	3.57	6.54	38.17
做市收入 (亿元)	0.09	0.32	0.74	1.26	2.32	13.55
做市商占比	40%	40%	40%	40%	40%	40%
做市差价-保守估计(单位:tick)	1	1	1	1	1	1
经纪佣金收入 (亿元)	0.14	0.47	1.10	1.90	3.48	20.33
净佣金费率-保守估计 (元/张)	1	1	1	1	1	1
持仓头寸收益 (亿元)	0.11	0.21	0.32	0.41	0.73	4.28
50ETF 日均持仓金额 (亿元)	2.76	5.18	8.04	10.16	18.33	36.65
300ETF 日均持仓金额 (亿元)	0	0	0	0	0	70.00
持仓收益率 (保守)	10%	10%	10%	10%	10%	10%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 表中收入数据均为保守情况下的测算值

表12: 乐观情况下ETF期权收入测算

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
合计	0.89	2.54	5.42	8.87	16.24	94.85
做市收入 (亿元)	0.19	0.63	1.47	2.53	4.64	27.11
做市商占比	40%	40%	40%	40%	40%	40%
做市差价-乐观估计(单位:tick)	2	2	2	2	2	2
经纪佣金收入 (亿元)	0.38	1.28	2.98	5.12	9.40	54.90
净佣金费率-乐观估计 (元/张)	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
持仓头寸收益 (亿元)	0.33	0.62	0.96	1.22	2.20	12.84
50ETF 日均持仓金额 (亿元)	2.76	5.18	8.04	10.16	18.33	36.65
300ETF 日均持仓金额 (亿元)	0	0	0	0	0	70.00
持仓收益率 (中性)	30%	30%	30%	30%	30%	30%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 表中收入数据均为乐观情况下的测算值

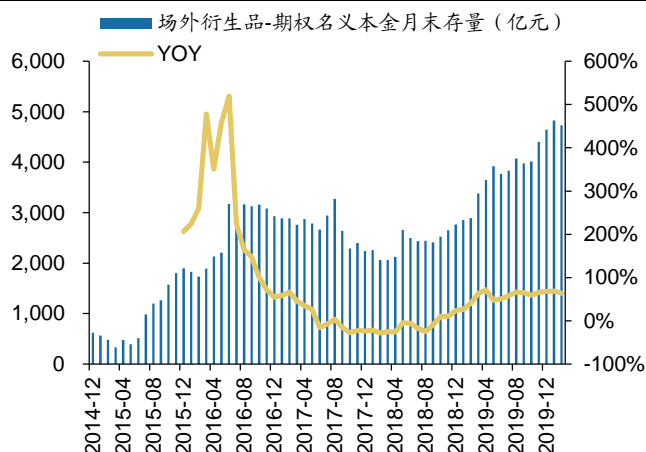
（二）场外期权亦蓬勃发展，是未来重要收益源

国内投资者对个股、指数和商品类衍生品的认知水平快速提升，场外衍生品的市场交易量持续攀升，目前，场外衍生品业务已经成为各头部券商新的收入和利润增长点。

从2019年全市场的衍生品业务发展情况来看，债券互换、指数增强互换、跨境互换、量化策略互换等互换品种百花齐放，成为券商场外衍生品业务的新的增长点。

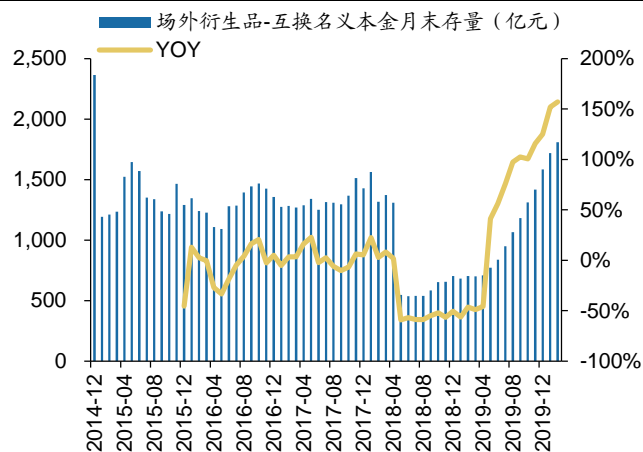
根据中国证券业协会的数据，截至2020年2月，证券公司开展场外金融衍生品交易涉及初始名义本金2,428亿元；其中，个股期权新增交易规模327.34亿，较1月增长93.51亿，环比增长39.99%；股指期权新增交易规模492.30亿，较1月增长65.90亿，环比增长15.46%；收益互换新增交易规模1,071.04亿，较1月增长280.47亿，环比增长35.48%。截至2月末，未了结交易规模为6,540亿元，较上月减少8.27亿，环比减少0.13%。

图26：场外衍生品-期权名义本金月末存量（亿元）



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

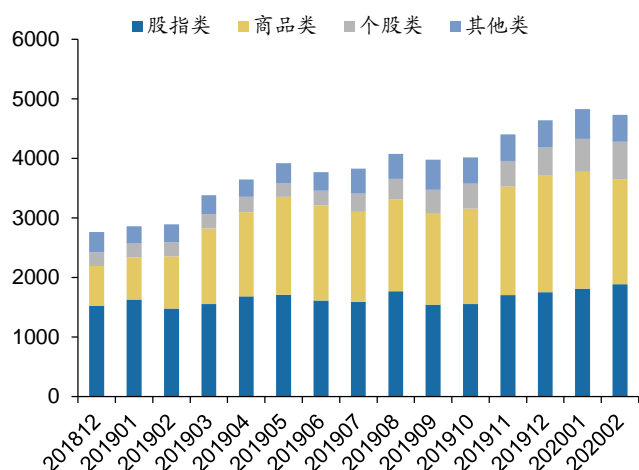
图27：场外衍生品-互换名义本金月末存量（亿元）



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

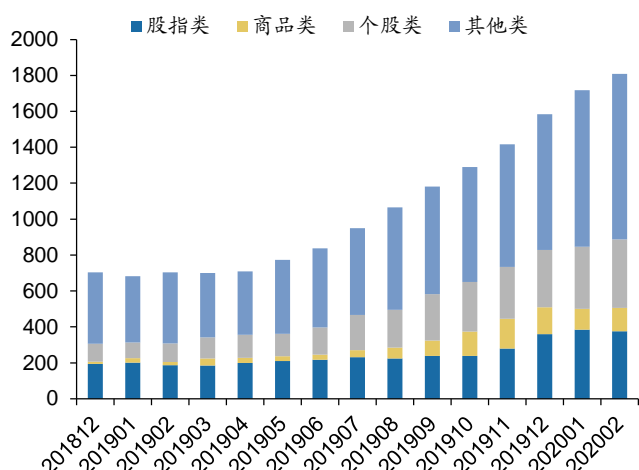
其中，存续的场外期权标的以股指类（38.70%）、商品类（39.86%）为主；收益互换以其他类（49.62%）、个股类（21.33%）为主。

图28: 场外期权种类分布 (亿元)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

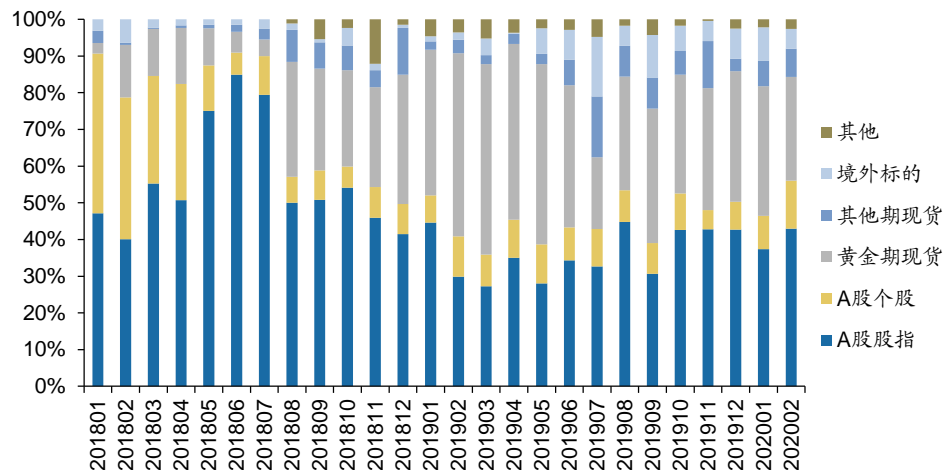
图29: 场外互换种类分布 (亿元)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

期权合约的标的构成, 主要分为以沪深300、中证500、上证50为主的股指, A股个股, 黄金期现货, 以及部分境外标的。从组成结构来看, A股股指期货以名义本金为维度进行统计, 占比为42.59%; A股个股期权以名义本金为维度进行统计, 占比为9.93%; 黄金相关期权以名义本金为维度进行统计, 占比为32.38%。

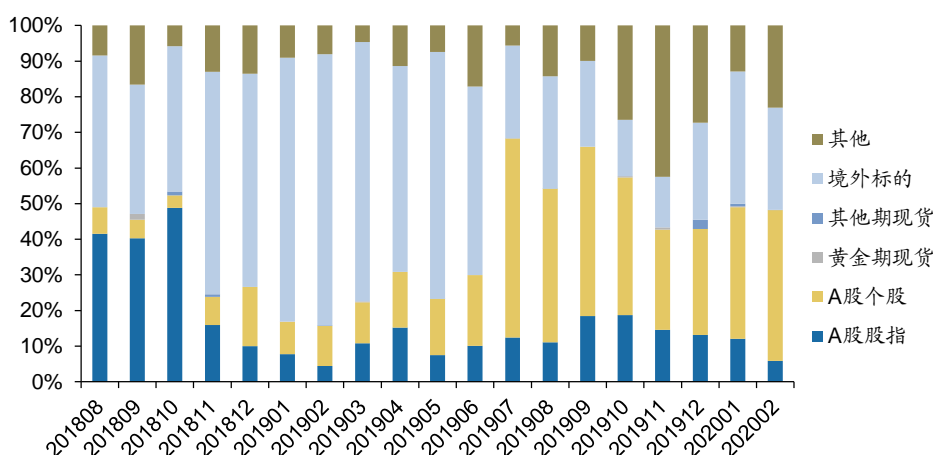
图30: 期权合约标的构成



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

收益互换合约的标的构成, 主要分为A股个股, 以沪深300、中证500、上证50为主的股指, 以港股、美股、境外期现货为代表的境外标的。从组成结构来看, A股个股以名义本金为维度进行统计, 占比为38.65%; A股股指以名义本金为维度进行统计, 占比为18.73%。

图31: 互换合约标的构成



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

场外衍生品盈利测算:

场外期权的盈利模式: “期权费-对冲成本(含资金成本)”

场外期权是非标准化合约，投资者不一定能找到期限、数量等条件完全匹配的交易对手。此时就需要证券公司为投资者提供报价、设计期权合约、周转场内期权等来满足投资者的交易需求。

其收益主要来自券商收取的权利金与资金成本之间的差值。(1)权利金(期权费)取决于标的波动率、期权期限，其中指数及商品期权因波动率低及对冲工具相对丰富，期权费低于个股期权，个股期权受期限及波动率差别较大影响，期权费相对较高;(2)资金成本包括风险因子对冲偏差导致的敞口风险+期货对冲成本+资金成本;(3)资金使用效率取决于期权期限。

因此证券公司从场外期权获取的收益可以以“期权费-对冲成本”进行模拟测算(期权费一般在名义本金3%~10%之间)。实际经营过程中，券商场外衍生品设计部门会根据产品设计详情计算得出所需的对冲成本，定价时在对冲成本的基础上增加0.4%~0.6%(月度)。

场外互换盈利模式: “互换费率-资金成本”

证券公司经营场外互换业务主要模式为与投资者互换固定利率所得与股票收益。证券公司收益可以理解为向客户收取的固定利率减去券商资金成本，可维持在1%~3%(年化)之间。

场外期权与场外互换规模测算:

场外期权规模: 在多种理财产品创设不断丰富的背景下对冲需求增加，期权规模有望维持2019年高增长态势。从2019年场外期权的新增规模来看，全年仍然比较稳定，跟行情走势有一定的相关性，挂钩标的仍然以股指、黄金为主，交易对手主要集中在银行(理财产品对冲需求)以及同业券商之间。2019年09月10日证监会深改12条明确提出要支持券商开展创新业务如OTC等;2019年11月29日证监会关于打造航母级券商的提案:明确发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生

品及结售汇等，允许优质券商拓展柜台业务。我们以2019年全年平均每月新增（期权期限仍以短期月度为主）1389.14亿元看，预计2020年全年仍等维持此量级的增幅。

场外互换规模：产品种类不断丰富，规模有望持续规范增长。最近一年来，权益互换业务百花齐放，借助借券互换、指数增强互换、日内交易互换、alpha策略互换、产品分级互换、跨境互换等形式多样的工具，满足了客户在借券、量化对冲、跨境投资等方面的需求。根据中国证券业协会的数据，场外互换在2019年七月之后平均每月新增名义本金834.46亿元。

表13：场外期权新增和场外互换新增名义本金预测

	2019M12	2020M1	2020M2	2020M3	2020M4	2020M5	2020M6	2020M7	2020M8	2020M9	2020M10	2020M11	2020M12
场外期权 新增(亿)	1,6212	1,389	1,389	1,389	1,389	1,389	1,389	1,389	1,389	1,389	1,389	1,389	1,389
YOY	100%	0	107%	13%	22%	36%	75%	43%	33%	26%	5%	5%	-14%
场外互换 新增(亿)	765	834	834	834	834	834	834	834	834	834	834	834	834
YOY	500%	721%	636%	450%	321%	251%	203%	37%	16%	0%	-35%	5%	9%

数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

注：2020年月度数据均为预测值

场外期权与场外互换盈利预测

以“期权费-资金成本”*“名义本金”计算场外期权月度收益，保守情况下收益率为0.4%，中性为0.5%，乐观为0.6%。计算得出在保守、中性、乐观假设下场外期权2020年贡献收益分别为66.68亿元、83.35亿元、100.02亿元。

以“融资利率-资金成本”*“名义本金”计算场外互换月度收益，保守情况下收益率为1%，中性为2%，乐观为3%。计算得出在保守、中性、乐观假设下场外互换2020年贡献收益分别为8.34亿元、16.69亿元、25.03亿元。

表14: 场外衍生品盈利预测

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
场外金融衍生品贡献收益（保守）-亿元	29.46	15.56	22.11	28.58	57.89	75.02
场外金融衍生品贡献收益（中性）-亿元	46.88	20.70	29.19	37.01	76.17	100.04
场外金融衍生品贡献收益（乐观）-亿元	64.30	25.84	36.26	45.44	94.45	125.05
场外互换收益（保守）	13.41	1.66	2.07	1.71	5.07	8.34
场外互换收益（中性）	26.81	3.33	4.13	3.42	10.14	16.69
场外互换收益（乐观）	40.22	4.99	6.20	5.13	15.21	25.03
场外期权收益（保守）	16.05	13.90	20.05	26.87	52.82	66.68
场外期权收益（中性）	20.07	17.37	25.06	33.59	66.03	83.35
场外期权收益（乐观）	24.08	20.85	30.07	40.31	79.24	100.02

数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

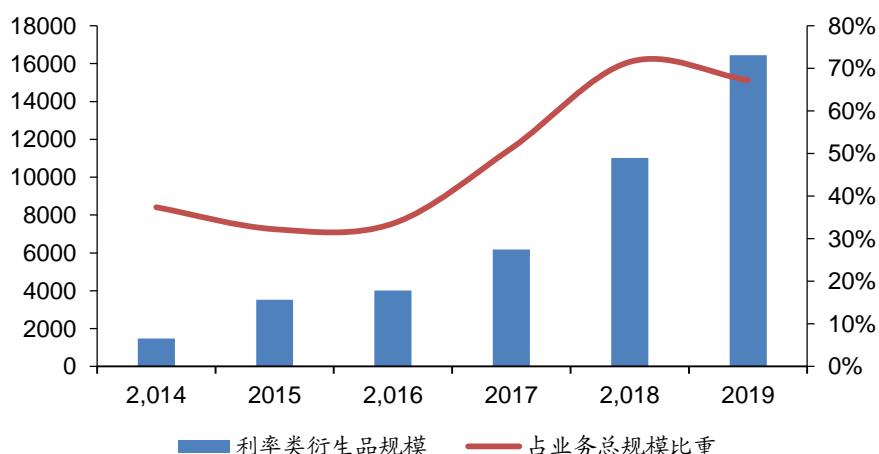
注：表中数据均为预测值

（三）FICC 业务有望扩张，做市业务收益丰厚

国内FICC业务有望扩张，利率类为主要方向：

利率类规模占比最大，为券商场外衍生品发展的主要方向。虽然各大券商的衍生品产品业务方向各不相同，但是利率衍生品的名义金额均有相当大的规模。2014年以来利率类衍生品快速发展，规模增幅较大。根据各券商年报数据，2019年前五大券商利率类衍生品名义金额合计规模达1.6万亿元，占业务总规模的比重达到67.2%，是国内券商发展衍生品业务的主要方向。

图32: 2019年衍生金融资产规模前五大券商利率类衍生品名义金额（左轴，亿元），占总规模比重（右轴）

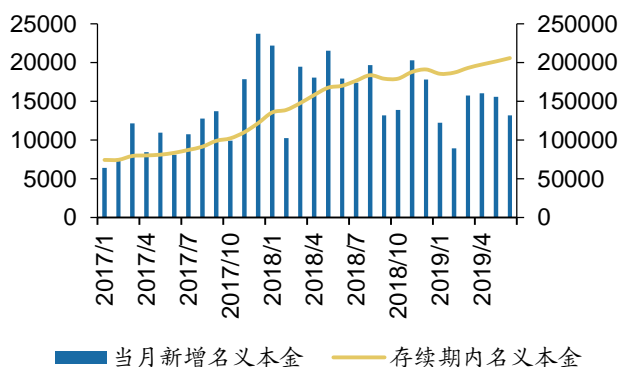


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：按照2019年各公司年报中衍生金融资产规模排名，选取前五大券商，包括：中信证券、中金公司、华泰证券、招商证券、海通证券。

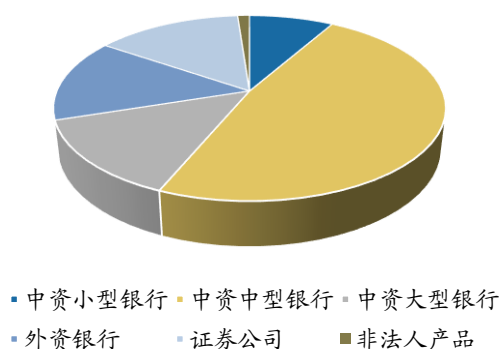
利率互换交易参与机构仍以银行为主，市场规模稳步增长。我国场外利率衍生工具主要包括利率互换、债券远期等，人民币利率互换业务自2006年试点交易以来逐步发展，在利率衍生品市场占据主导地位。根据上海清算所数据，截至2019年6月存续期内利率互换合约名义本金达20.6万亿元，同比增长21.1%。中央对手清算下利率互换业务的主要参与机构为银行。2019年6月新增业务中，中资中型银行最为活跃，清算金额占清算总量的48.1%，证券公司清算金额占比14.3%，包括中信证券、国泰君安等51家券商参与利率互换集中清算业务。债券远期方面，2019年6月中央对手清算金额达421.9亿元，环比下滑35.4%。参与上清所债券远期集中清算业务的证券公司包括中信证券、国泰君安、中金公司等23家券商。

图33: 利率互换中央对手清算业务当月新增名义本金（左轴，亿元），存续期内名义本金（右轴，亿元）



数据来源：上清所、广发证券发展研究中心

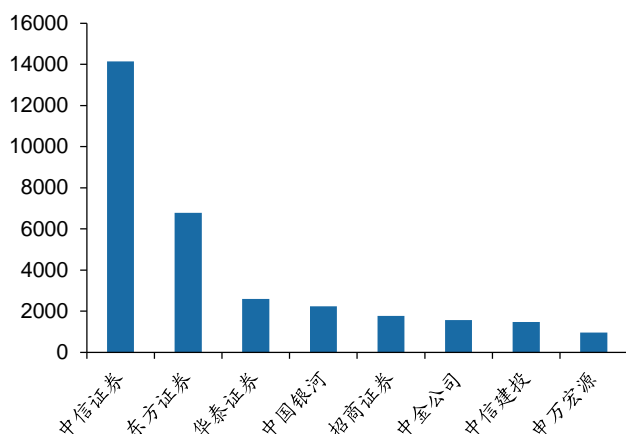
图34: 2019年6月中央对手清算下利率互换业务参与者构成



数据来源：上清所、广发证券发展研究中心

头部券商占优，充分配置利率工具。2019年衍生金融资产规模前十大券商的FICC类衍生品规模达3.2万亿元，规模排名靠前的券商包括中信证券、东方证券等，分别达到14135.7亿元、6788.4亿元。从券商FICC类业务具体构成来看，利率类衍生品是提升业务规模的主要原因。根据公司年报，2019年中信证券利率类衍生品名义金额达11724.9亿元，占衍生品业务总规模的80.3%。东方证券利率类衍生品规模占比最大，2019年利率工具达6246.0亿元，占业务总规模的91.3%。

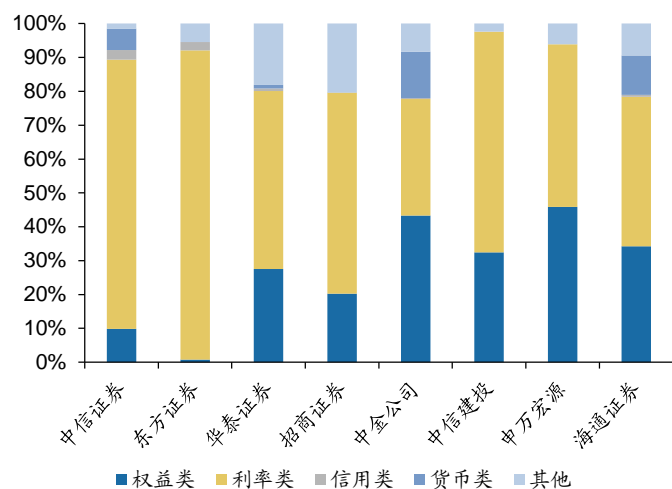
图35：2019年衍生金融资产规模排名靠前的券商FICC类衍生品业务名义金额（亿元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：FICC类衍生品包括利率类、信用类、货币类及其他

图36：2019年衍生金融资产规模排名靠前的券商各项衍生品业务占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

场外市场以交易商为主导，做市业务收益丰厚。

从交易服务价值链的角度看，FICC业务收入的爆发增长主要归因于场外市场的繁荣。交易和清算收入根据BME、EDX、Eurex、HELEX、IDEM、Euronext Liffe、LME、OMX、Oslo Boers、LCH.Clearnet2006年数据测算，在场外市场和交易所市场产生的营收分别占总收入的91.8%和8.2%，而在场外市场中，由大型投行担任的交易经纪商获得绝大部分收益。因此交易商在场外市场中占据主导地位。

表15：交易所与OTC市场价值增值比较

交易的价值链	交易所	OTC 市场
	中心交易对手清偿 (CCP)	双边清偿 (Bilaterally)
衍生品交易前准备： 包括组织和经纪终端需求	衍生品交易商（银行等）提供该部分增值服务	在 OTC 市场三部分增值服务几乎均由交易商提供，不过清算所也较少地在 OTC 市场提供服务
衍生品交易： 配对买卖指令 做市过程	由交易所提供服务	
交易清算与执行： 交易的再协调 风险管理与转移 合约执行	由清算所提供服务	

数据来源：德国交易所集团、广发证券发展研究中心

六、投资建议

（一）场内外衍生品业务具有天然资质壁垒

监管采用严格的资质壁垒限制

衍生品的高风险性要求证券公司对衍生品交易进行风险对冲，其要求证券公司具备一定的投资决策和风险管理能力。因此，监管多采用严格的资质壁垒进行相应的风险控制。

场内期权方面：根据《上海证券交易所股票期权试点做市业务指引》以及《深圳证券交易所股票期权试点做市业务指引》确定了12家券商做为主做市商进行交易。同时每月对ETF期权主做市商进行评价。

场外期权方面：自2018年证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》将证券公司开展场外期权业务，分为一级交易商和二级交易商，分级标准与券商的年度分类评级挂钩。若未在资质名单中，则无法与客户开展场外期权业务的资格。一级交易商可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易。二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易。

表16：场内外衍生品业务资质名单

时间	品种	类型	资质名单
2018年5月	ETF 期权	上证 50ETF 主做市商	中信、华泰、国泰君安、海通、广发、东方、光大、国信、招商、中泰、
2019年12月	ETF 期权	沪深 300ETF 做市商	中信、华泰、国君、海通、广发、建投、东方、招商、国信、西部、中泰
		一级交易商	中金、中信、华泰、国君、广发、中信建投、招商
2018年8月	场外期权	二级交易商	海通、财通、东方、东吴、国信、平安、申万、浙商、银河
2019年2月	信用衍生品	业务资质	中金、中信、华泰、国泰君安、广发、中信建投、招商
2019年5月	国债期货	做市商	中信、华泰、招商、东方、天风、申万宏源、银河、国金

数据来源：证监会，广发证券发展研究中心

对于证券公司本身来说，衍生品业务极度依赖完善的交易对手方网络。

证券公司作为客户的交易对手方，涉及到针对客户的撮合、一对一产品开发与定价、风险对冲管理等交易模式；不同客户的需求多元，证券公司需要在不同的交易对手方之间将风险进行对冲转移。交易规模越大、交易对手越多元，则风险越分散、对冲效果更优。当客户网络越全时，撮合交易的效率越高，风险转移的可操作性越强；对客户而言其获取服务的效率越高。

当前监管新规推进分层管理则是有意推动业务向一级商集中，二级交易商只能通过与一级商对冲参与，有效控制风险并节省交易成本，未来一级交易商优势将更加明显。

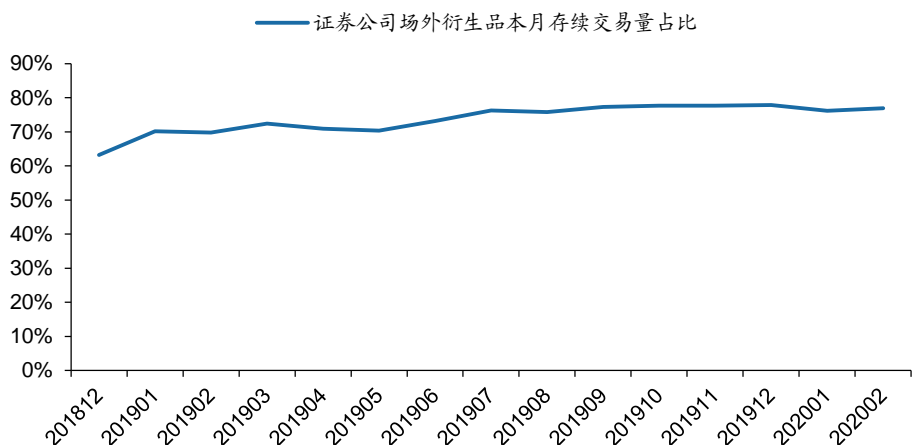
（二）当前业务集中度高

场外衍生品业务：TOP5市场集中度可达80%以上。

根据中国证券业协会的数据，场外期权业务集中度从业务集中度来看，TOP5券商每月场外衍生品存续交易量2019年以来占比始终在70%以上。其中场外期权TOP5集中度维持在70%~80%间水平，截至当前2020年2月最新数据为80.62%；场外互换TOP5集中度始终在80%以上，截至当前2020年2月最新数据为91.71%。

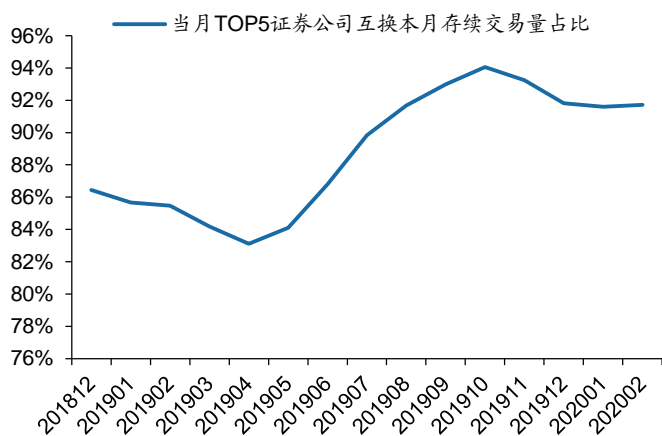
中国证券业协会的数据显示，2020年2月收益互换业务新增规模排名前五的证券公司新增初始名义本金共1047.70亿元，占收益互换业务新增总量的97.82%；场外期权业务新增规模排名前五的证券公司新增初始名义本金为1084.53亿元，占场外期权业务新增总量的77.95%。

图37：当月TOP5证券公司场外衍生品存续交易量占比



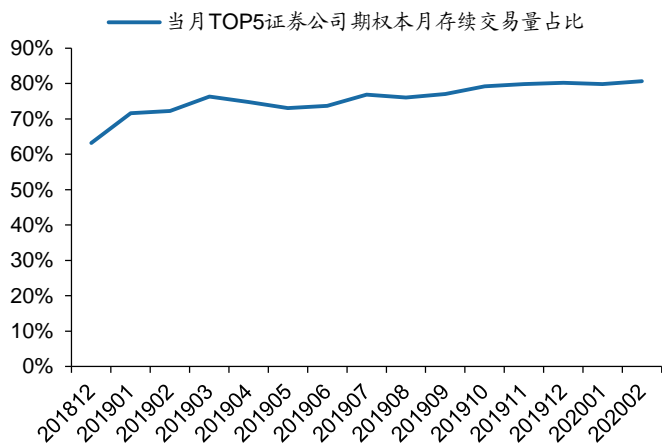
数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图38：当月TOP5证券公司场外互换存续交易量占比



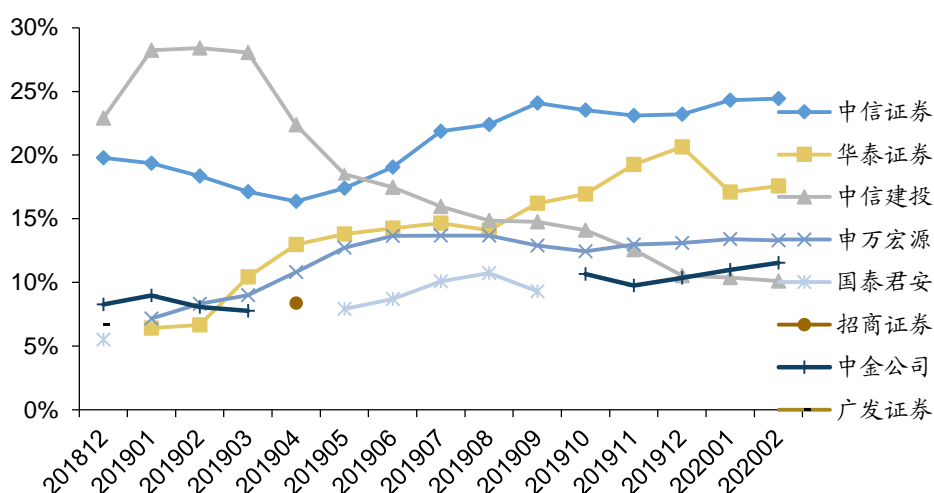
数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图39：当月TOP5证券公司场外期权存续交易量占比



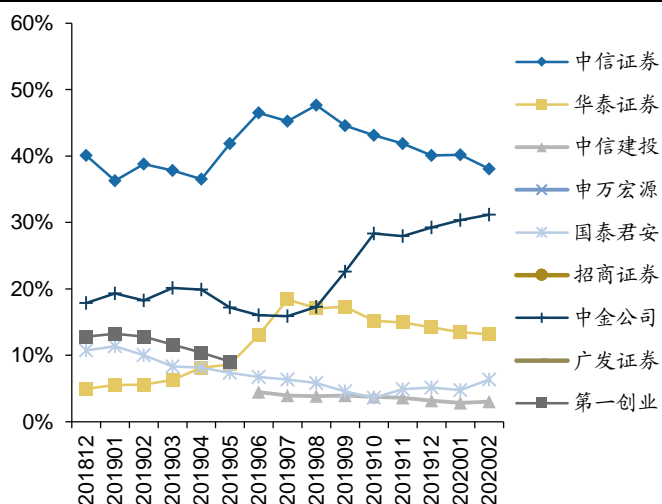
数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图40: 当月TOP5证券公司场外衍生品存续交易量占比



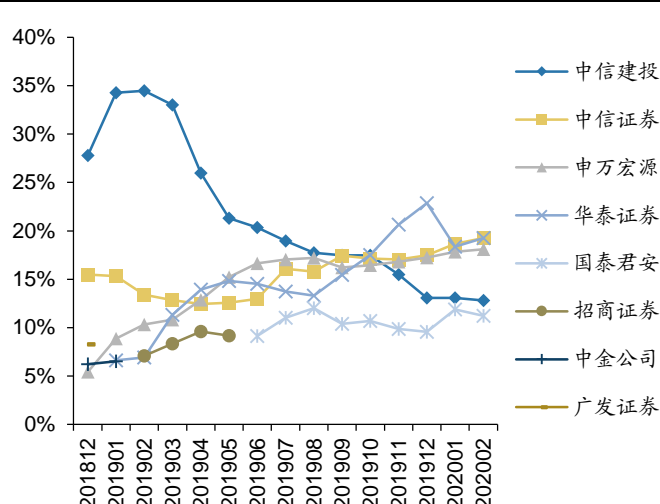
数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图41: 当月TOP5证券公司场外互换存续交易量占比



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图42: 当月TOP5证券公司场外期权存续交易量占比

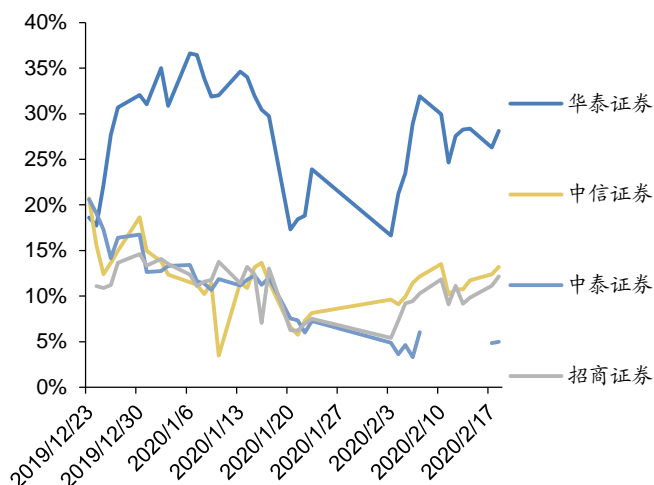


数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

场内ETF期权业务: TOP5市场集中度可达80%以上。

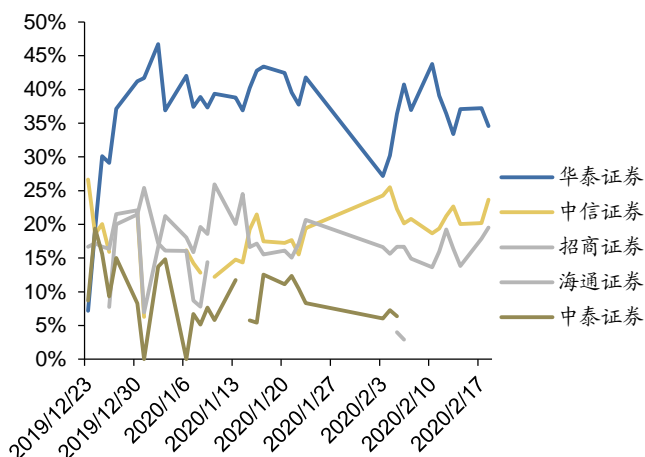
2019年12月23日开始交易的沪深300ETF期权来看,主做市商交易占比集中度高,龙头券商在成交量上占比可达30%以上;TOP5集中度超过80%。其中以华泰证券和中信证券表现尤为突出。

图43：上交所沪深300ETF期权交易占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图44：深交所沪深300ETF期权TOP5交易占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

（三）建议关注中金中信华泰等头部券商

行业层面，政策的天平正在向围绕做大做强的局部性创新倾斜，衍生品市场扩容及国际化发展机遇下，行业龙头抢得先机，创新预期助力强者恒强，行业集中度提升逻辑顺畅。目前场内期权发展势头良好、场外期权增速提高，且形成中信证券和中金公司规模领先、其他大型综合券商快速发展的格局。

资本市场改革正持续推进，我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会。目前两大核心催化逻辑依然顺畅：一是中长期经济下行压力尚存，逆周期政策推出，将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，有望带来贝塔收益。二是行业监管政策鼓励创新，释放活力，如衍生品、投行资本化、再融资新规、试点基金投顾业务等，带来新的利润增长点，有望带来阿尔法收益。我们维持证券行业“买入”评级。

建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、中金公司（03908.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、国泰君安（601211.SH）/（02611.HK）、海通证券（600837.SH）/（06837.HK）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）等。

七、风险提示

券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等；公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等；衍生品市场不确定性，如股指、大宗商品波动剧烈。

广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获 2019 年新财富非银行金融行业第三名。

文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。