

行业研究/深度研究

2020年05月13日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
证券Ⅱ 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

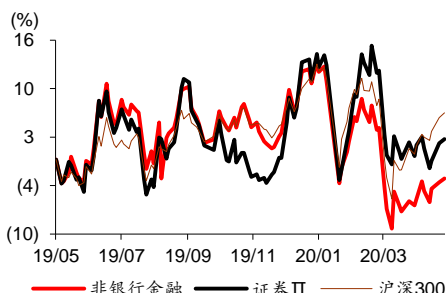
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

王可 021-38476725
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融/银行: 行业周报(第十九周)》
2020.05
- 2《非银行金融: 控资金信托风险, 护行业回
归本源》2020.05
- 3《非银行金融: 从业绩报探寻券商专业能力
分化》2020.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

从 FICC 创新业态看新龙头崛起

证券行业新龙头系列六之创新业态研究

变中求进, FICC 开辟创新业态核心突破口

当前宏观环境处于新旧更迭的大变局时期, 资本市场战略地位前所未有, 为证券行业开创高阶变革的历史契机。行业发展环境改善已成共识, 但业务突破口仍存分歧。其实, 改善与突破既需要存量业务转型变革, 也需增量业务创新进取, 方能拓宽业务边界、重塑行业生态, 实现盈利模式高阶转型。FICC 业务顺资本市场大势发展, 有望成为国内券商创新业态核心突破口。本文是寻找新时代的证券新龙头系列报告之六, 将聚焦于券商 FICC 全业务链, 深入洞察业务概貌和竞争格局, 前瞻预判业务发展长远走向, 捕捉创新生态中崛起的龙头券商。推荐中信证券、东方证券、国泰君安。

FICC 业务: 创新性全品类综合金融服务

FICC 涵盖固收、外汇和大宗商品及衍生品全品类资产, 业务模式包括承销、代理交易、产品设计、做市、投资等, 核心是为机构客户提供跨风险类别的综合金融服务。FICC 业务完善券商全产业链, 并将串联券商买方和卖方业务, 通过拓宽业务边界、发力重资本业务和构筑行业壁垒助力高阶转型。

国内洞察: FICC 市场纵深不一、格局未定

我国 FICC 多层次体系已现, 但规模仍有扩容空间、机制仍待深化。总体看, 19Q3 末债券存量规模世界第 2, 固收衍生品起步较晚; 商品期货交易量与发达市场差距缩小; 外汇市场监管不断规范, 外汇衍生品规模尚低。从市场格局看, 业务资质决定壁垒, 公司实力塑造竞争优势。固收类业务券商可参与度高, 商品类业务券商可三种方式参与, 券商迎外汇类牌照扩容机遇。从行业格局看, 券商 FICC 聚焦固收类业务, 商品类业务方兴未艾, 外汇类业务尚待拓展, 创新业务仍在起步。横向看头部券商主导, 部分中小券商战略加码细分; 纵向看监管政策引导节奏, 战略定位决定分化。

他山之石: FICC 是美国投行三大支柱之一

美国投行 FICC 模式成熟, 2019H1 FICC 收入占投行收入比例达 46%。纵向看监管政策、市场及技术三要素撬动投行 FICC 发展。横向看投行以政策先发优势、承担风险、专业能力、业务协同构筑抗衡商行的竞争优势。我们以高盛为镜探寻发展经验, 其率先打造 FICC, 在产品服务和业务运营多管齐下。从产品和服务维度, 引领变革、打造全业务链的机构客户服务体系; 从业务运营维度, 外部收购、金融科技、板块协同助力业务发展。

探寻破局: 当风借力展望境内券商 FICC 前景

资本市场大变革为券商迎来发展契机, FICC 业务有望成为行业创新业态核心突破。面对银行既有领先优势, 券商 FICC 发展要顺应监管政策优化及市场扩容大趋势, 挖掘存量、捕捉增量, 将为券商收入增长打开新空间。同时, 券商需加快构筑资本实力、产品创设、交易、投资、风控、科技、业务协同七大核心竞争力, 以专业实力逐鹿天下。创新创造变革契机, 加大行业分化。

风险提示: 市场波动风险, 改革推进不如预期, 利率风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600030	中信证券	23.63	买入	1.01	1.10	1.21	1.32	23.40	21.48	19.53	17.90
601211	国泰君安	16.28	买入	0.97	1.01	1.13	1.23	16.78	16.12	14.41	13.24
600958	东方证券	9.45	买入	0.35	0.36	0.41	0.44	27.00	26.25	23.05	21.48

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

变中求进，FICC 开辟创新业态核心突破口	5
FICC 业务：创新型全品类综合金融服务	6
固收、外汇、商品及衍生品全品类覆盖	6
打造以客户需求为导向的综合金融服务	6
国内洞察：FICC 市场纵深不一、格局未定	8
市场概貌：市场体系已现，规模机制需深化	8
竞争格局：资质决定壁垒，实力塑造格局	10
固收类：业务资质涵盖广，银行主导券商跟随	10
商品类：发展受牌照限制，券商三种方式参与	11
外汇类：资质向银行倾斜，券商牌照逐步扩容	12
券商风貌：聚焦固收业务，头部券商领先	12
横向格局：头部券商主导，中小券商加码细分	13
纵向脉络：监管引导节奏，战略决定分化	16
海外经验：FICC 是美国投行三大支柱之一	19
市场概貌：业态模式成熟，大型投行领先	19
驱动因素：监管、市场及技术三要素撬动发展	20
初始阶段：20 世纪 70 年代-80 年代中期	20
发展阶段：20 世纪 80 年代中期-21 世纪初	22
扩张阶段：21 世纪初-2008 年金融危机	24
调整阶段：金融危机后 2009 年至今	25
竞争之道：探究投行如何与商行竞逐 FICC 市场	27
投行优势一：严监管下商行受制严重，投行赢取先发机遇	27
投行优势二：商行风险偏好较为保守，投行主动承担资本风险	27
投行优势三：投行长期积淀交易能力，保持高度敏感应对波动	28
投行优势四：投行承销与 FICC 协同，全业务链增强客户黏性	28
他山之石：以高盛为镜探寻 FICC 成功经验	28
业务细览：机构客户服务为先，打造 FICC 全业务链	28
成功经验：产品服务和业务运营多管齐下	32
探寻破局：当风借力展望境内券商 FICC 前景	37
明辨方向：把握监管发展周期，顺承资本市场趋势	37
把握监管周期引导的发展时机	37
捕捉市场趋势蕴育的业务机遇	37
业务破局：构筑七大核心竞争力，打造券商 FICC 生态圈	38
按图索骥：捕捉改革浪潮中 FICC 执牛耳者	41
风险提示	41

图表目录

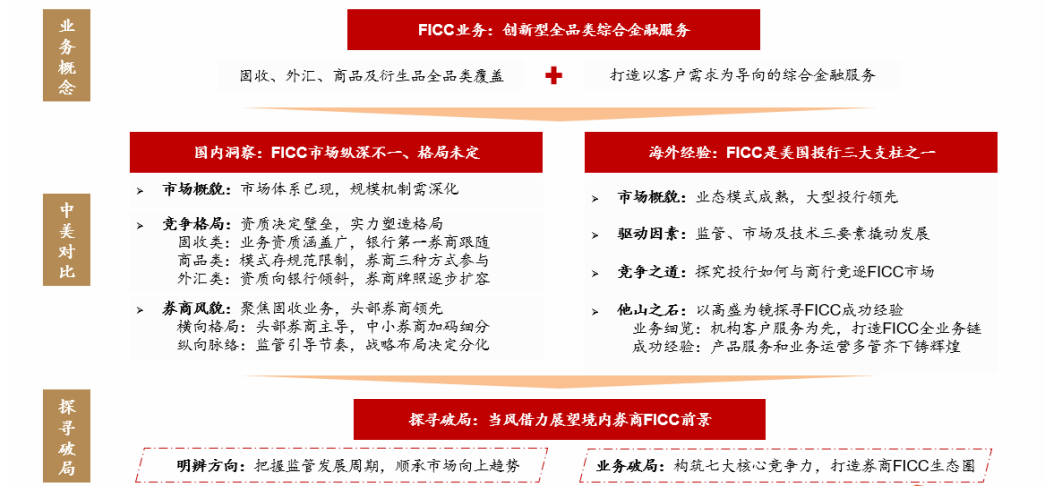
图表 1: 全文逻辑图	5
图表 2: 国内 FICC 相关市场体系	8
图表 3: 2019Q3 末全球主要国家债券市场存量规模	9
图表 4: 2019 年末中美债券存量占 GDP 比重	9
图表 5: 2019 年全球主要国家期货市场交易量规模	9
图表 6: 2019 年全球主要国家外汇市场日均交易额规模	10
图表 7: 中国和全球外汇衍生品日均交易量对比	10
图表 8: 债券承销行业格局: 银行和券商主导, 券商份额呈上升趋势	11
图表 9: 债券交易量行业格局	11
图表 10: 债券持仓量行业格局	11
图表 11: 商品期货日均交易量对比	12
图表 12: 2016-2019 年证券行业债券承销金额竞争格局	13
图表 13: 2016-2019 年银行间债券市场债券交割量证券行业格局	14
图表 14: 2019 年券商参控股期货公司经营业绩	15
图表 15: 2008-2019 年证券行业债券承销规模	16
图表 16: 2005-2019 年证券行业债券承销量 CR10 市占率	16
图表 17: 2009 年证券行业承销各类债券金额结构	17
图表 18: 2018 年证券行业承销各类债券金额结构	17
图表 19: 2008-2019 证券公司银行间市场债券交割量	17
图表 20: 2008-2019 证券公司银行间市场债券交割量 CR10 集中度	17
图表 21: 美国投资银行主要条线收入占比	19
图表 22: 美国投资银行 FICC 业务线各类产品收入占比	19
图表 23: 70 年代美国机构投资者持股规模占流通市值比重上升	21
图表 24: 美国证券行业杠杆率	22
图表 25: 70 年代美国投行交易与投资业务、商品交易业务收入上升	22
图表 26: 70-80 年代美国投行交易和投资收入、其他类收入占比上升	22
图表 27: 90 年代以来美国债券市场日均成交量上升	23
图表 28: 90 年代以来美国外汇日均交易量上升	23
图表 29: 80 年代中期以来北美地区场外衍生品日均名义成交量上升	23
图表 30: 1996 年后美国五大投行交易收入占比约为 60%	24
图表 31: 2002-2006 年美国五大投行杠杆倍数提升	25
图表 32: 金融危机后高盛、摩根士丹利主动降低杠杆倍数	25
图表 33: 2009、2019 年高盛、摩根士丹利 FICC 收入占比对比	25
图表 34: 危机后投行利率和外汇产品收入占比回升, 信用和商品收入占比收缩	26
图表 35: 美国场外衍生品和场内衍生品市场规模对比	26
图表 36: 美国通过 CCP 集中清算的信用违约掉期衍生品规模占比上升	26
图表 37: 2017-2019 年 FICC 客户执行业务收入占比	29
图表 38: 2017-2019 年高盛 FICC 做市业务收入结构	29
图表 39: 2002 年前高盛业务板块	30

图表 40: 2002-2009 年高盛业务板块.....	30
图表 41: 2010 年-2018 年高盛业务板块	30
图表 42: 2019 年高盛业务板块.....	30
图表 43: 高盛 FICC 中介和融资服务两大条线双重驱动 FICC 业务收入.....	31
图表 44: 金融危机后高盛逐步减少 FICC 业务中的衍生品类资产	31
图表 45: 2018 高盛 FICC 业务客户结构	32
图表 46: 高盛的 FICC 业务框架图	34
图表 47: 高盛 Marquee 交易平台各大板块实现产品服务全覆盖	36
图表 48: 构筑七大核心竞争力, 打造券商 FICC 新版图	40
图表 49: 按图索骥, 甄选标的.....	41

变中求进，FICC 开辟创新业态核心突破口

当前宏观经济和资本市场正处于新旧秩序更迭的大变局时期，资本市场战略地位前所未有。我们认为，券商是资本市场核心载体，将直接受益于改革红利。资本市场变革、监管规范引导、牌照红利弱化，主动有序扩大金融业对外开放倒逼行业高阶竞技；且券商传统业务模式与市场高度相关，抗风险能力较弱，导致行业业绩波动显著。多重趋势驱动证券行业突破旧局，券商从坐享红利转为积极求变，探索盈利模式高阶转型。转型需要存量业务升级和增量业务开拓双管齐下。FICC 作为国内券商的创新业态，顺应资本市场发展大势而生，将助力行业高阶转型、平抑业绩大幅波动，有望成为券商变革升级中的重要抓手。

图表1：全文逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

多层次资本市场逐渐完善，股、债、商品及衍生品市场均衡发展是大势所趋。中国经济迈入新旧动能转换关键时期，叠加内外部不确定因素增多，需要资本市场助力传统产业转型升级和新兴行业繁荣发展。2020 年 4 月金融委会议强调要发挥好资本市场的枢纽作用，凸显资本市场重要战略地位；国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，强调推进资本要素市场化配置，指明资本市场重点改革方向。直接融资和多层次资本市场将为我国产业升级提供必要投融资支持，股票市场、债券市场、期货市场、外汇市场、衍生品市场均衡发展成为大势所趋。同时，各类市场功能的有效发挥，也需要均衡推动各类市场稳步发展。证券公司作为多层次市场体系的重要参与者，不仅要在股票市场中发挥关键作用，也需要强化债券、商品、衍生品等市场参与度，助力优化多层次资本市场结构。加快打造和完善 FICC 业务线是券商发挥好各市场功能的关键。

行业商业模式开启变革，向资本为王、客户导向、人力科技双轮驱动方向高阶转型。国内券商延续多年单一化的、通道式的、传统的商业模式，盈利模式较为单一，业务趋同性问题严重，竞争能力和抗风险能力较弱。伴随市场环境变化，牌照红利弱化，行业双向开放竞争加剧，倒逼券商加快探索转型发展，从牌照为王到资本为王、从业务导向到客户导向、从人力引擎到人力+科技双轮驱动。FICC 业务依赖重资本运营，通过打造全品类产品线和全覆盖业务链来满足机构客户多元需求，成为机构客户综合服务体系的关键一环，交易平台和风险控制更需拥抱大数据和量化模型等金融科技，专业能力要靠交易、投资、研究、风控等多领域人才团队支撑，符合行业高阶转型方向，有望成为创新业态转型重要路径。

券商业绩波动显著，探索业绩波动平抑路径将助力证券行业从 β 走向 α 。传统证券行业业务围绕股票市场，业绩与股市走势和景气程度息息相关，导致行业业绩波动较大。平抑业绩波动可从分散市场风险和探索多元收入入手。一方面，探索覆盖股、债、商品、外汇和衍生品市场均衡发展，以充分分散风险和实现对冲，并享受多市场回报。另一方面，探索涵盖轻资本、重资本业务并驾齐驱的多元业务模式，开辟多样收入来源，也有助于形成相对稳定的业绩回报。FICC 业务补足券商覆盖股市以外的全品类市场体系短板，且业务种类丰富，有望助力平抑券商业绩波动。

FICC 业务：创新型全品类综合金融服务

FICC (Fixed income、Currencies & Commodities)业务资产种类主要包括固定收益产品、外汇和大宗商品及衍生品。业务种类包括承销、代理交易、产品设计、做市交易、投资交易、研究支持业务，满足各类客户的多样化需求。

固收、外汇、商品及衍生品全品类覆盖

固定收益类资产可以分为固定收益现货产品和结构化产品两大类：

固定收益现货产品主要分为利率产品和信用产品，其中利率产品主要是受利率波动的影响，一般包含国债，央行票据，金融债和有担保企业债等；信用产品主要受信用风险影响，包括地方政府债，无担保的企业债，公司债等。

结构化产品包括资产支持证券类和衍生产品。资产支持证券类主要包括信贷证券化、不良贷款证券化以及专项资产管理计划等。衍生产品主要可分成利率衍生品和信用衍生品两大类。其中信用衍生品能够将投资者的信用风险分离并转嫁，从而实现投资者信用保护和风险对冲。利率衍生品以利率或利率的载体为基础，主要包含远期利率协议、利率期货、利率期权、利率互换等产品。

外汇类资产主要分为即期外汇和外汇衍生品：

即期外汇又称现汇，交易双方以约定的外汇币种、金额、汇率，在成交日后第二个营业日或第二个营业日以内交割。

外汇衍生品挂钩货币的外汇交易工具，其价值取决于一种或多种基础资产或指数。它主要包括外汇远期交易，外汇掉期交易，外汇择期交易，期权，期货等多种形式。

商品类资产主要包括各类能源商品、基础原材料和大宗农产品等商品的现货、期货期权：

现货指买卖双方出自对实物商品的需求与销售实物商品的目的达成一致后进行的交易。

期货是关于买卖双方在将来某个约定的日期以签约时约定的价格买卖某一数量的实物商品的标准化协议。期权则是买卖双方在将来某个约定的日期有权买卖一定数量实物商品的标准化协议。

打造以客户需求为导向的综合金融服务

从业务类型看，FICC 条线主要业务模式包括承销、代理交易、产品设计、做市交易、投资交易、研究支持业务，核心是为大型机构提供跨风险类别的综合性融资、投资和风险管理解决方案，满足各类客户的多样化需求：

1) 承销：主要涉及固定收益类产品，指为公司、政府、机构等多类客户设计融资策略，构建债券及结构化融资产品，并提供承销及财务顾问服务。承销业务主要对应固定收益类产品，其范围包括企业债、公司债、金融债、短期融资券、中期票据和多元化的结构性融资产品等。其对应的收入来源为承销保荐收入。

2) 代理交易：涉及 FICC 全品类资产。机构凭借其牌照、资产管理和操作优势，代理客户执行固定收益类产品、外汇产品及大宗商品等相关交易。其对应的收入来源为进行买卖服务获得的佣金收入。

3) 产品设计：涉及 FICC 全品类资产。由于 FICC 的目标客户以机构客户为主，其对风险管理与投资的需求比较多样。投行定制固定收益类产品、外汇产品以及大宗商品等相关的结构化产品并执行交易，以满足客户独特、多样的风险管理、投资目标等需求。该业务通过收取产品设计费用、财务顾问费用等产生收入。

4) 投资交易：涉及 FICC 全品类资产，目前国内券商通过自营及参控股公司可参与投资的资产种类包括固收类证券和大宗商品。该业务对应获取利息收入、差价收入、汇兑损益等。

5) 做市业务：涉及 FICC 全品类资产。为满足客户对规避利率风险、汇率风险、商品价格波动风险的产品需求，券商作为交易对手向客户提供报价，并通过投入自有资金承担风险创造市场流动性、促成客户交易。交易价差收入是主要收入来源。其中，对于流动较高的产品，券商可通过高频交易与较窄利差获利；对于流动性低的产品，券商可通过要求相对较高的价差以补偿流动性风险；此外，为满足客户风险敞口、投资目标或其他复杂的要求，投行进行结构化产品的交易，收取更高的费用。成熟市场上 FICC 业务的主要收入来源是大规模做市标准化产品所获取的收入。

6) 资本中介：主要涉及固收类资产。向客户借出固收类产品，满足客户融资需求。

7) 研究服务：提供市场分析、产品研究等增值服务。提供并分析市场和产品信息。

FICC 业务发展将进一步完善券商全产业链体系，为客户提供全产业链综合服务。FICC 业务线跨越一级和二级市场，在各层次市场体系持续完善背景下，券商通过协同各部门资源，打造以融资、交易、做市、销售、资本中介、为核心的 FICC 全产业链体系，满足投资者和企业客户各维度需求。融资维度通过债券承销发行和资本中介提供资金支持，并且通过衍生产品提升客户信用。交易维度通过代客交易、做市业务、对手盘交易实现客户投资需求。风险控制维度通过衍生产品帮助客户锁定风险，提供综合金融解决方案。

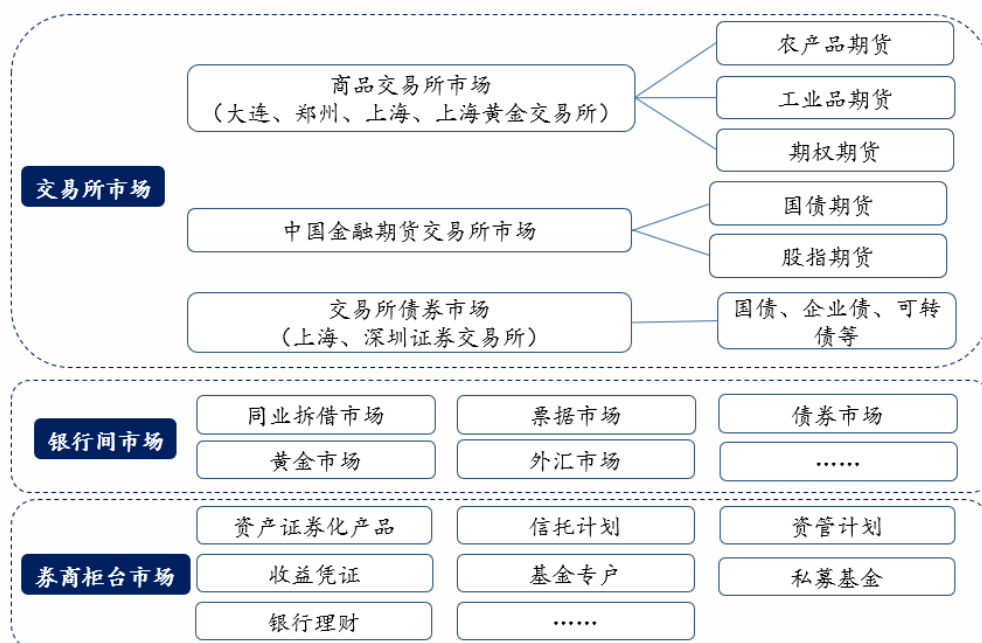
FICC 业务链串联买方和卖方角色，拓宽业务边界、重资本特色和行业壁垒助力券商高阶转型。FICC 业务种类综合全面，贯穿买方和卖方角色，拓宽业务边界，创造新业务增长点。自营交易、做市、资本中介等业务重资本特色鲜明，有望促进券商提升杠杆水平和资产周转率，并进而推动行业 ROE 上升。此外，FICC 业务对券商业务资质和综合实力要求高，可构筑坚实行业壁垒。未来 FICC 业务发展有望成为券商高阶转型中发展路径之一，率先发力 FICC 的券商可抢占转型先机。

国内洞察：FICC 市场纵深不一、格局未定

市场概貌：市场体系已现，规模机制需深化

我国已初步形成 FICC 业务相关的多层次市场体系。当前我国已形成交易所市场、银行间市场和券商柜台市场三类与 FICC 业务相关的市场。其中银行间市场是固定收益和外汇交易的主要市场，券商柜台市场规模相对较小。

图表2：国内 FICC 相关市场体系

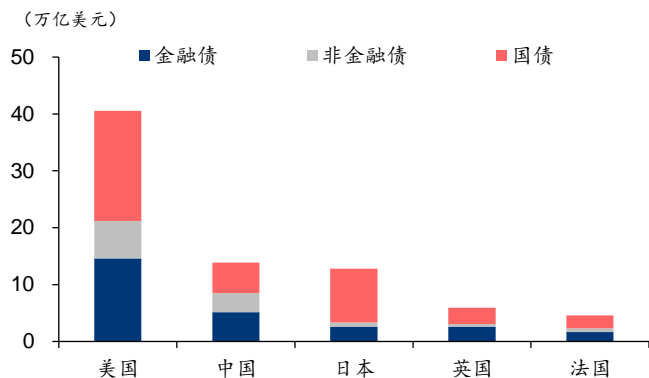


资料来源：华泰证券研究所

债券市场发展较为成熟，排名世界第二，但规模与经济体量匹配度尚低决定向上空间。从现货市场规模来看，根据 BIS 统计，中国债券市场在 2019Q3 末的存量规模为 13.87 万亿美元，位居世界第二，享有领先优势。但中国债券体量与美国 41 万亿美元的债券规模相比，还存在一定的差距。且以中国位居世界第二位的经济体量和远超发达国家的发展速度看，中国债券市场仍有较大发展空间。

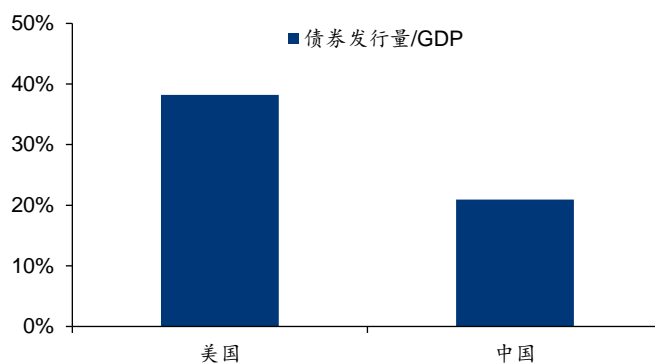
固收类衍生品方面，我国固收类衍生品起步较晚，产品规模、种类均不发达。固收类衍生品主要分为信用衍生品和利率衍生品。目前信用衍生品主要包括场内的信用风险缓释凭证（CRMW）和信用联结票据（CLN），以及场外的信用风险缓释合约（CRMA）和信用违约互换（CDS）。美国信用类衍生品的种类繁多，形式灵活，包括有抵押贷款支持债券、担保债务凭证（CDO）、信用违约掉期（CDS）、互换期权等类型，而且还可在基础衍生品上进一步发展出创新型产品。利率衍生品主要包括利率掉期、国债期货等。据 BIS 统计数据，2019 年，我国利率类衍生品日均交易额已达 16 亿美元，较美国 2.36 万亿美元规模仍有较大差距。

图表3： 2019Q3 末全球主要国家债券市场存量规模



资料来源：BIS，华泰证券研究所

图表4： 2019 年末中美债券存量占 GDP 比重

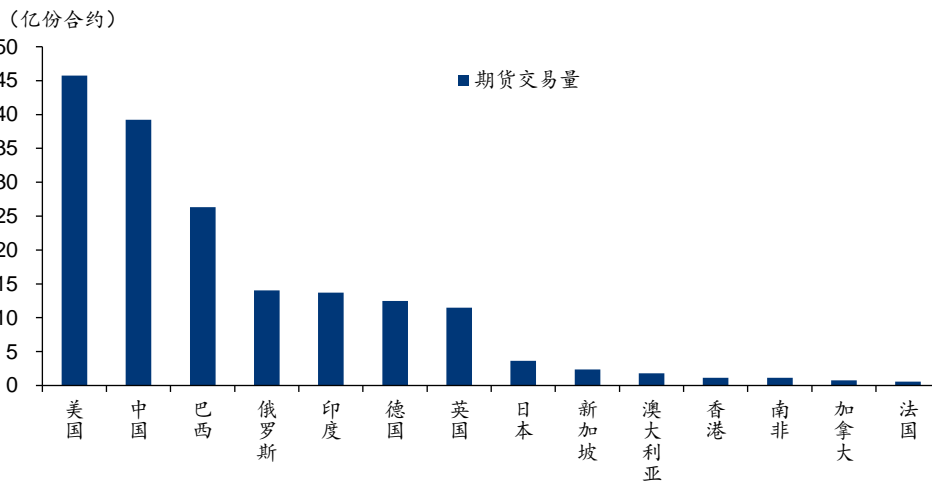


资料来源：国家统计局，SIFMA，BEA，Wind，华泰证券研究所

商品市场规模全球居前，监管指引下产品种类不断拓展。商品市场以现货和期货期权市场为主导，当前监管制度和运行体系搭建势头良好。2019 年以来监管多次强调构建多层次金融支持服务体系、积极发展期货市场、加大期货期权产品供给等方面，期货期权产品种类拓展趋势正旺，交易所陆续研发并推出更多期货期权品种，包括纸浆、20 号胶、2 年期国债、生猪、尿素、粳米、铜期权、PTA 期权等，同时推进原油、铁矿石等特定品种国际化。

近年来期货市场体量增长迅猛，逐渐缩小与发达市场差距。总体来看我国期货市场规模近两年增长较快，与全球排名第一的美国的差距逐步缩小。2019 年我国期货市场的交易总量达 39 亿份合约，排名世界第二，而 2017 年我国仅居于世界第七。与最发达的美国商品市场相比，交易总量约为美国市场的 86%，体量已相差不大，体现出我国商品市场目前迅猛的增长势头。

图表5： 2019 年全球主要国家期货市场交易量规模

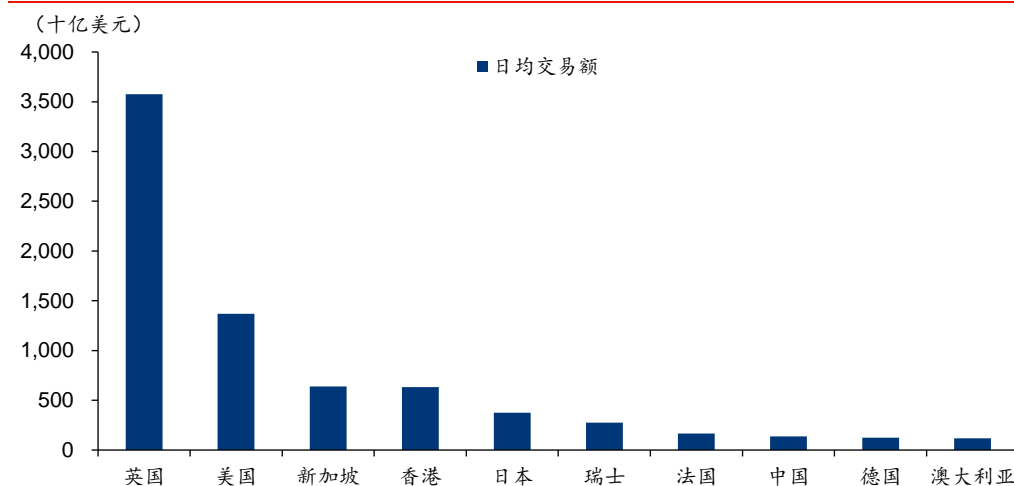


资料来源：FIA，华泰证券研究所

我国外汇市场业务起步较晚，监管规范化程度不断提升，未来仍有长足发展空间。与国外发达市场相比，中国外汇业务起步较晚，市场规模较小。根据国际清算银行（BIS）2019 年发布的统计数据显示，中国外汇市场的日均交易量为 1360 亿美元，排名全球第八，约为全球排名第一英国市场的 4%，从排名上看业务优势并不显著。

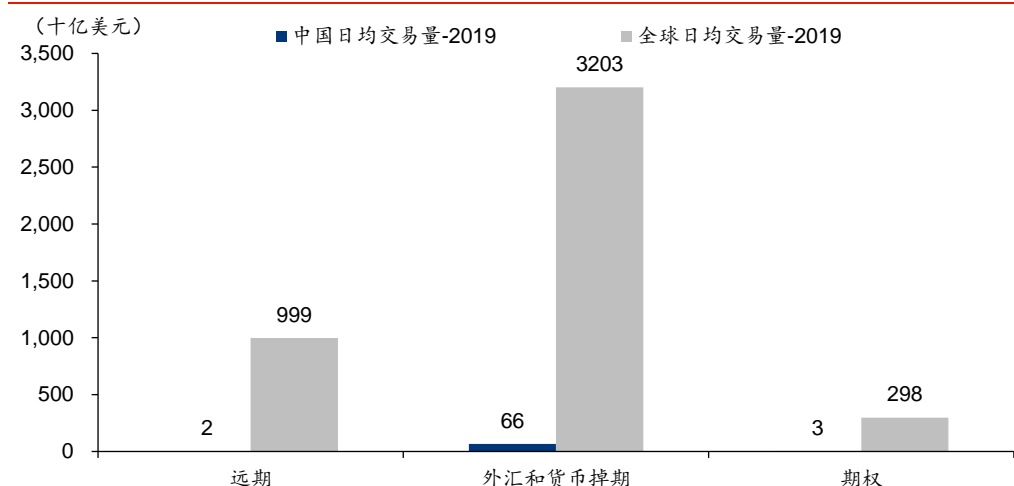
外汇衍生品方面，目前已形成包括即期、远期、外汇掉期、货币掉期和期权等的基础产品体系，与国际成熟市场一脉相承，但境内交易规模仍然较低。根据国际清算银行（BIS）调查，2019 年国内外汇各类衍生品市场日均交易量约 710 亿美元，全球外汇各类衍生品日均交易量已达 4.5 万亿美元，中国外汇衍生品交易量仅占全球不足 2%。

图表6： 2019 年全球主要国家外汇市场日均交易额规模



资料来源：BIS，华泰证券研究所

图表7： 中国和全球外汇衍生品日均交易量对比



注：中国日均交易量=年交易总量/2019 年交易天数

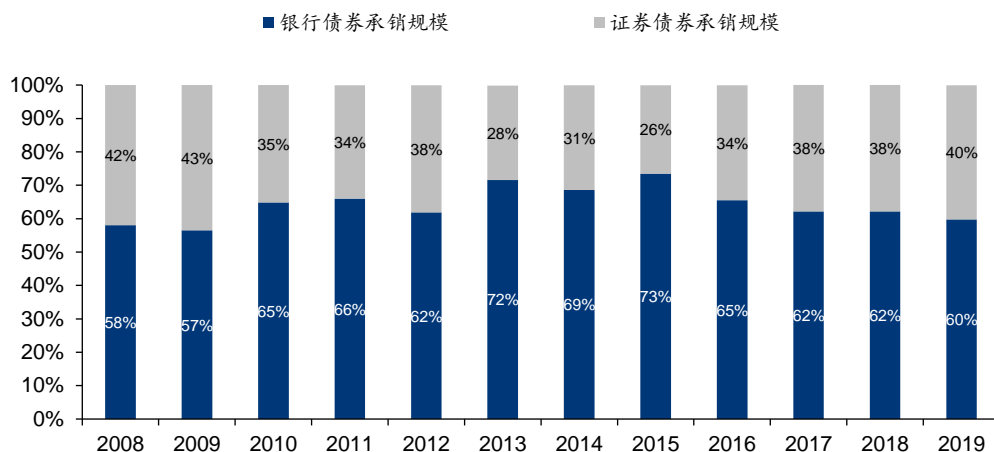
资料来源：BIS，外汇管理局，华泰证券研究所

竞争格局：资质决定壁垒，实力塑造格局

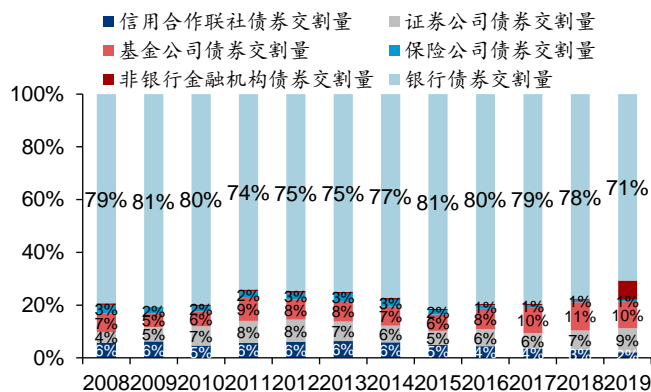
固收类：业务资质涵盖广，银行主导券商跟随

从牌照资质看，当前券商业务资质覆盖面已较为广泛，头部券商稳步推进国际化业务。目前券商在境内市场已可从事固定收益证券的发行承销、销售交易、做市、投资研究、产品开发以及理财投顾等多种业务。部分实力领先的券商还通过海外平台开展国际市场业务，开发更广泛的客户需求和多样丰富的产品种类。

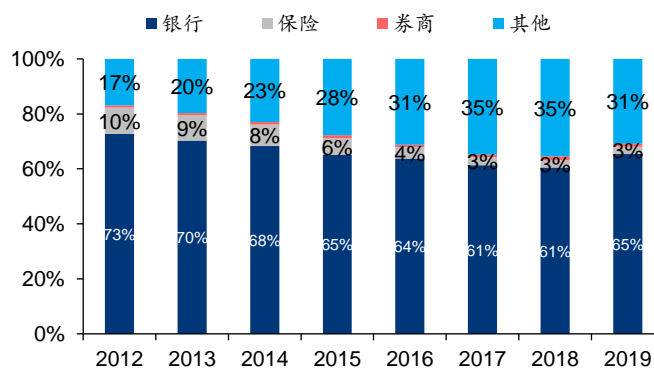
从业务规模看，银行享受全面主导地位，券商市场地位仍待提升。我们从债券承销、交割、持仓角度分析行业格局。从债券承销业务看，银行占据主导地位，券商承销规模仅次于银行排名第二，且券商份额自 2015 年后呈逐年上涨趋势，券商业务量占比由 2015 年的 26% 上升至 2019 年的 40%。从交易业务看，银行占据债券交割的绝对主导地位，2019 年银行债券交割量占比 71%，证券公司债券交割量占比约为 9%，与银行有较大差距。从债券持仓角度，银行主导地位依然，2019 年持仓量占比达 65%，而券商持仓占比仅 1% 左右，差距显著。

图表8： 债券承销行业格局：银行和券商主导，券商份额呈上升趋势

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 债券交易量行业格局

资料来源：中央国债登记结算，上清所，华泰证券研究所

图表10： 债券持仓量行业格局

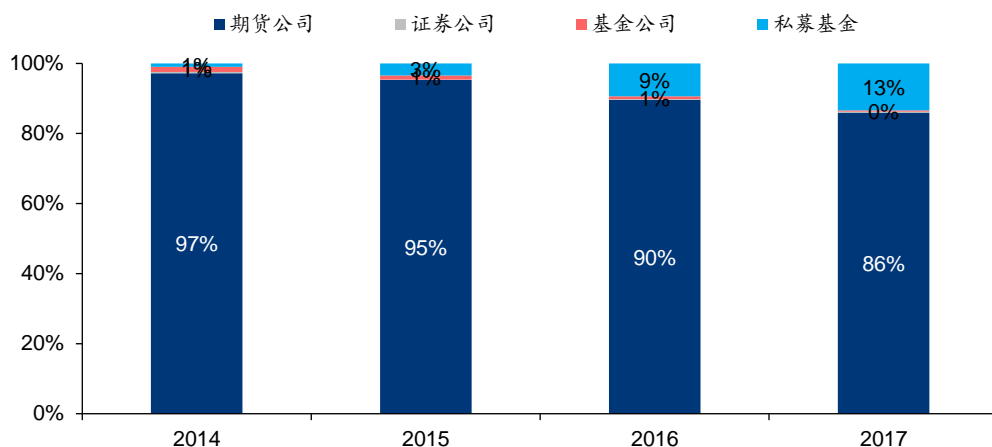
资料来源：中央国债登记结算，上清所，华泰证券研究所

商品类：发展受牌照限制，券商三种方式参与

从牌照资质看，期货公司享有显著优势，券商可通过三种模式参与。境内券商参与商品期货市场主要包括三种模式：一是通过自营部门直接从事大宗商品业务交易；二是通过旗下参控股的期货公司间接参与期货市场的交易；三是IB模式，即券商向期货公司推荐客户、并为投资者开展期货交易提供服务，从而赚取经纪佣金。第一种模式需要获得业务资质，目前仅有20家左右券商能够直接从事。

从业务规模看，期货公司绝对主导，券商稳步发展。从商品期货交易角度分析行业格局，期货公司占绝对主导地位，其日均交易量占总日均交易量的90%左右；私募基金的交易量份额呈逐渐上涨趋势；证券公司占比最低，不到总份额的1%，但2015-2017年呈稳步增长趋势。且当前期货公司以经纪佣金收入为主，占营业收入总额过50%。投资咨询业务、资产管理业务和风险管理业务等高阶创新类业务为辅。但期货经纪业务竞争已是红海，交易量市场份额分散，佣金率较低。

图表11： 商品期货日均交易量对比



资料来源：中国期货业协会，华泰证券研究所

外汇类：资质向银行倾斜，券商牌照逐步扩容

从牌照资质看，外汇业务资质长期向银行倾斜，券商牌照扩容方兴未艾。政策引导下国内外汇市场长期由银行占据主导地位，资质与资源向银行倾斜，因此银行已在外汇业务建立起绝对优势。券商外汇牌照扩容之路较为曲折，2019 年以来扩容加速。国泰君安于 2014 年 11 月成为首家获得国家外汇管理局批复的结售汇业务经营资格，并有资格开展自营人民币外汇交易、自营外汇买卖交易、代客外汇买卖和 Quanto 产品结售汇（即为证券公司自身发行的结构性产品进行换汇）等业务。随后的近 5 年间，券商外汇牌照放开进展按下暂停键。直至 2019 年 9 月，监管再度重启市场参与主体扩容，中信证券、招商证券、华泰证券获批结售汇业务试点资格，2020 年 1 月结售汇牌照再添东方证券、中金公司、中信建投三家新员。目前，具备结售汇业务资格的 7 家券商可以开展自身及代客即期结售汇业务，并在银行间外汇市场开展人民币对外汇即期和衍生产品交易（包括远期、掉期、货币掉期及期权交易）。牌照资质向券商开放为券商提升在外汇市场深度、广度和活跃度奠定基础，有助于券商打造全方位覆盖的综合金融服务平台。但从业务规模看，目前券商外汇业务收入贡献仍处于低位水平，业务模式和收入增量仍待探索。

券商风貌：聚焦固收业务，头部券商领先

境内券商 FICC 聚焦固定收益类业务，商品类业务发展方兴未艾，外汇业务发展相对缓慢，创新类业务发展仍处起步阶段。当前布局 FICC 业务的券商主要涵盖销售、交易（代客交易和自营交易）、产品设计、做市、研究服务等种类。部分竞争能力较强的券商可进行相关衍生品业务和做市业务，但整体看仍处起步阶段。此外，部分头部券商利用境外子公司平台搭建境外 FICC 投资交易及产品平台。业务覆盖以固定收益为主、以客户需求为导向的跨境及海外投资服务，资产配置覆盖全球范围内多国家和地区，涵盖现货及结构化产品等多元化金融产品领域。

横向看，当前以头部券商布局为主，部分中小券商战略加码债券或商品细分条线，构筑特色优势。纵向看，债券业务中，承销伴随债市扩容和产品创新快速发展；债券交易波动上升，交易和做市集中于拥有资质的部分券商，且业务重资本属性显著，券商未来发展节奏依赖于资质获取和资本提升。商品业务中，券商入股期货公司布局脚步加快，同时大型券商布局框架夯实业务实力。外汇业务中，伴随人民币国际化、资本双向流动、资本市场开放，未来国内券商外汇业务或能突破。

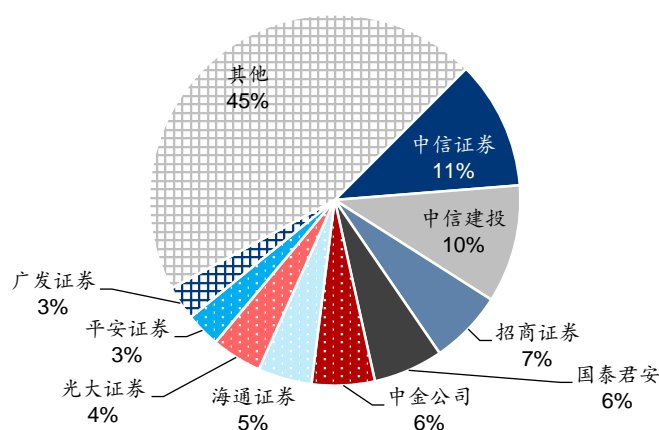
横向格局：头部券商主导，中小券商加码细分

债券市场：大型券商优势稳固，中小券商战略突破

目前大部分券商已设置固定收益部门。当前券商业种类主要包括承销、交易投资和做市等业务。其中券商债券承销和销售交易相对成熟。债券做市、衍生品及结构化交易等属于相对创新业务，总体参与度尚待提升、发展尚处于初期阶段。

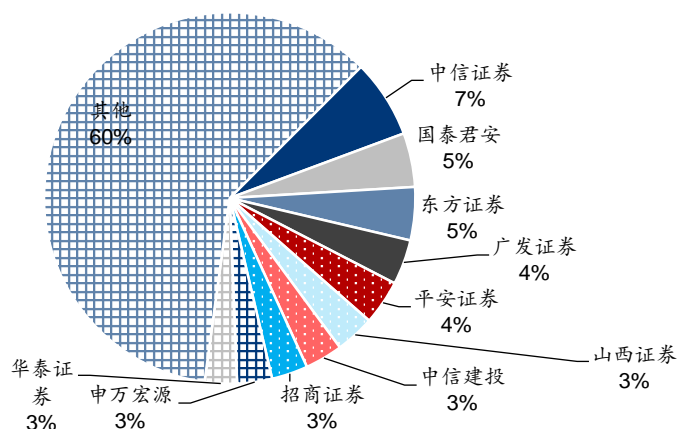
债券承销业务方面，老牌券商传统优势稳固，部分大型券商后来居上。从债券承销市场份额看，中信、中信建投、招商、国君和中金市场份额位居行业前列，2016-2019 年其债券承销市场份额分别为 11%、10%、7%、6%和 6%。中信、国君和中金是传统优势稳固。其中，中信在地方政府债、金融债、政府支持机构债方面均位列行业第一，在公司债、ABS 方面也享有比较优势。国君在地方政府债、公司债和金融债方面享有比较优势。中金在金融债、政府支持机构债和 ABS 方面享有比较优势。中信建投和招商成功追赶，中信建投凭借在公司债方面的绝对优势，以及地方政府债、企业债、金融债、政府支持机构债、ABS 等多方面享有相对优势，长期稳居在行业前列。招商在 ABS 业务优势显著，其他业务条线发展均衡。

图表12： 2016-2019 年证券行业债券承销金额竞争格局



资料来源：Wind，华泰证券研究所

债券交易及做市方面，头部券商优势显著，部分中小券商凭借前瞻战略定位享受较高份额。从银行间债券市场债券交割额看，2016-2019 年中信、国君、东方、广发和平安份额位居行业前列，债券交割额占证券行业比重分别为 7%、5%、5%、4%和 4%。中信和国君是最早获准进入银行间市场并获得做市商资格的两家券商，传统优势显著。东方、平安和广发在获得银行间做市商或尝试做市商资格后，逐渐打造并保持债券交易业务优势。此外，第一创业、山西、渤海、国海以及天风等中小券商通过战略定位固定收益业务，也获得较高的市场份额。**债券做市受业务资质限制，目前券商参与相对有限。**根据银行间市场交易商协会统计，截至 2020 年 4 月有 24 家证券公司参与银行间市场或者交易商市场的做市或者尝试做市业务，其中中信、中金、国君、广发和第一创业等 5 家券商拥有银行间做市商资格，东方、华泰、招商、中信建投、平安、光大等 16 家券商拥有尝试做市综合做市商资格。各家券商做市规模 1 亿元到近千亿不等，收入从百万元到上亿元不等。

图表13： 2016-2019 年银行间债券市场债券交割量证券行业格局

资料来源：中央国债登记结算，华泰证券研究所

商品市场：大型券商资源广泛，部分中小券商以小博大

期货业务是券商新发力点，各梯队券商争先布局。从券商系期货公司表现看，龙头券商因“全牌照”资源广泛，参控股的期货公司利润占比相对较小，但数额可观。部分中小券商依靠投研能力和业务协同等，参控股的期货公司也取得较为亮眼的成绩。当前竞争力相对占优的中小券商有财通、光大、浙商等。

图表 14： 2019 年券商参控股期货公司经营业绩

证券公司	参控股期货公司	股权比例	参控股期货公司		占集团比例	
			2019 营业收入 (亿元)	2019 净利润 (亿元)	2019 营业收入	2019 净利润
财通证券	永安期货	33.54%	229.35	10.39	155.3%	18.6%
中信证券	中信期货	100%	68.48	4.14	15.9%	3.4%
申万宏源	申银万国期货	97.25%	23.67	2.33	38.9%	5.8%
	宏源期货	100%	72.77	1.08		
国泰君安	国泰君安期货	100%	57.18	2.59	19.1%	3.0%
中国银河	银河期货	83.32%	35.22	2.31	17.2%	3.7%
海通证券	海通期货	66.67%	74.76	2.15	14.5%	1.5%
光大证券	光大期货	100%	未披露数据	1.83	未披露数据	32.2%
招商证券	招商期货	100%	25.01	1.49	13.4%	2.0%
广发证券	广发期货	100%	17.07	1.33	7.5%	1.8%
浙商证券	浙商期货	100%	27.24	1.33	48.1%	13.7%
中信建投	中信建投期货	100%	3.77	1.29	2.8%	2.3%
东方证券	东证期货	100%	99.48	1.21	52.2%	5.0%
方正证券	方正中期期货	92.44%	7.88	1.13	11.0%	10.4%
华泰证券	华泰期货	60%	17.02	0.91	4.1%	0.6%
兴业证券	兴证期货	99.55%	50.92	0.78	35.6%	4.4%
东北证券	渤海期货	96%	44.07	0.73	53.1%	7.0%
长城证券	宝城期货	80%	未披露数据	0.51	未披露数据	4.1%
华西证券	华西期货	100%	1.18	0.46	3.0%	3.2%
东吴证券	东吴期货	93.8%	15.36	0.41	28.1%	3.7%
山西证券	格林大华期货	100%	15.88	0.36	31.1%	7.1%
中银证券	中银国际期货	100%	1.12	0.30	3.9%	3.8%
华安证券	华安期货	92.04%	1.82	0.29	5.2%	2.4%
国元证券	国元期货	98.41%	1.38	0.27	4.2%	2.9%
国海证券	国海良时期货	83.84%	7.38	0.23	17.4%	4.0%
国金证券	国金期货	100%	0.90	0.22	2.1%	1.7%
南京证券	宁证期货	79.6%	2.43	0.22	8.8%	2.5%
长江证券	长江期货	93.56%	1.72	0.18	2.3%	1.0%
西南证券	西南期货	100%	1.48	0.17	4.2%	1.6%
中原证券	中原期货	51.36%	6.86	0.15	14.9%	13.2%
东兴证券	东兴期货	100%	0.83	0.05	2.1%	0.4%
红塔证券	红塔期货	100%	1.59	0.02	7.7%	0.2%
西部证券	西部期货	100%	6.14	未披露数据	16.7%	未披露数据
天风证券	天风期货	62.94%	5.99	-1.47	9.8%	-30.1%
第一创业	第一创业期货	100%	未披露数据	未披露数据	未披露数据	未披露数据
国信证券	国信期货	100%	未披露数据	未披露数据	未披露数据	未披露数据
太平洋	无	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
华林证券	无	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

注 1：按参控股期货公司净利润排名

注 2：财通证券持有永安期货股权比例 33.54%，为对联营企业投资，故财通证券对永安期货不做合并报表处理

资料来源：公司 2019 年报，华泰证券研究所

外汇业务：业务资质逐步开放，部分券商转向国际化

在外汇业务方面，7 家大型券商获批牌照，其余券商仍待拓展。截至 2020 年 4 月仅有国泰君安、中信证券、招商证券、华泰证券、东方证券、中金公司、中信建投 7 家大型券商陆续获批结售汇业务试点资格，可开展自身及代客即期结售汇业务，并在银行间外汇市场开展人民币对外汇即期和衍生产品交易。且后 6 家牌照均在 2019 年以后获批，整体业务规模仍有较大发展空间。其余券商外汇牌照尚在积极申请中。

除了获批国内外汇业务牌照，部分券商还借助海外平台转向国际市场寻求差异发展。例如海通证券通过子公司海通国际开展国际化外汇业务，已实现每日为全球近千家机构客户提供双边流动性报价，在香港交易所、新加坡交易所相继获得美元对人民币期货做市商资格，同时纽约、伦敦两地交易台业务收入稳步增长，有望成为亚太地区以外的新盈利中心。此外还有部分券商通过收购第三方牌照机构获取业务资质，并拓展境外外汇业务，诸如中信证券收购昆仑国际金融，并利用昆仑已有交易平台和技术进入全球外汇交易业务；光大证券通过收购新鸿基金融 70% 股权，涉足保证金外汇业务。

纵向脉络：监管引导节奏，战略决定分化

2014 年证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，明确支持开展固定收益、外汇和大宗商品业务。具体看来，监管表示将加快债券产品创新，完善做市商交易机制；发展应收账款、融资租赁债权、基础设施收益权等资产证券化业务，积极探索开展信贷资产证券化业务；开展大宗商品和外汇的期现货交易；稳妥开展衍生品业务，支持证券经营机构参与境内期货市场交易和信用风险缓释工具、利率互换、期权等衍生品交易。监管政策引导券商 FICC 业务稳步拓展，大型券商多点开花，中小券商定位细分条线战略突破。

债券市场：规模扩张、产品丰富，业务集中度下滑

受债权市场各业务条线牌照资质、能力需求差异影响，各业务条线呈现不同发展脉络。证券公司承销业务起步较早，交易业务后来居上，做市业务仍处于快速进步时期。

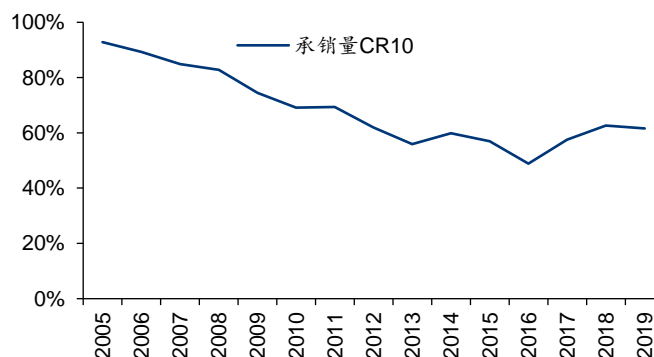
债券承销业务方面，债券市场持续扩容驱动券商主承销规模持续创新高。尤其是 2014 年以来，伴随国家积极发展债券市场和服务实体经济的发展思路，债券市场规模快速提升，带动券商债券承销金额大幅增长。主承销券种拓展，创新产品成为发力重点。证券公司初期主承销券种以企业债、金融债、政府支持机构债、公司债为主。伴随券商业务能力提升，券商逐渐构筑其他类型券种优势。同时，券商创新能力强，率先发力抢占 ABS、可转债等创新品种，为业务发展开辟关键增量。券商承销结构持续优化，ABS、公司债等占比显著提升。行业集中度呈现下行趋势。初期债券承销业务集中于中信、中金、国君、银河等老牌券商。细分品类增量业务带动部分券商进入前列，诸如中信建投在大型项目和公司债上享有领先优势，招商证券凭借 ABS 和公司债优势、国开证券凭借政府支持债券和 ABS 优势、德邦凭借 ABS 优势等在行业内排名不断提升。此外，由于债券融资对券商综合实力要求相对较低，新进入者更易破局，驱动行业集中度下降。

图表 15： 2008-2019 年证券行业债券承销规模



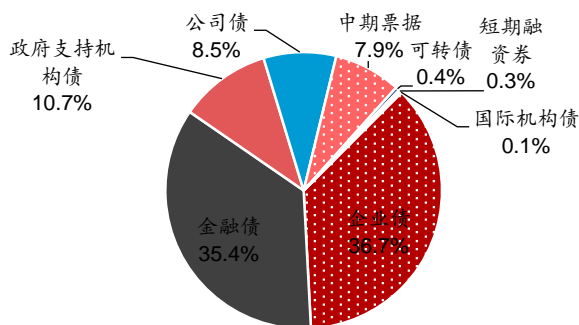
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 16： 2005-2019 年证券行业债券承销量 CR10 市占率



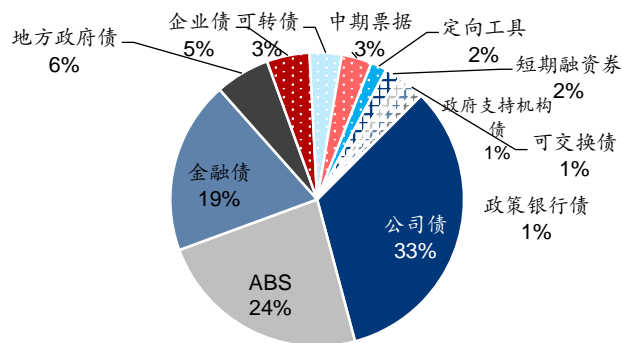
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 17: 2009 年证券行业承销各类债券金额结构



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

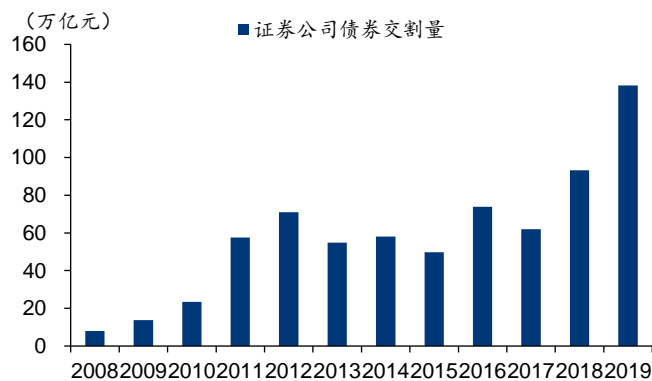
图表 18: 2018 年证券行业承销各类债券金额结构



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

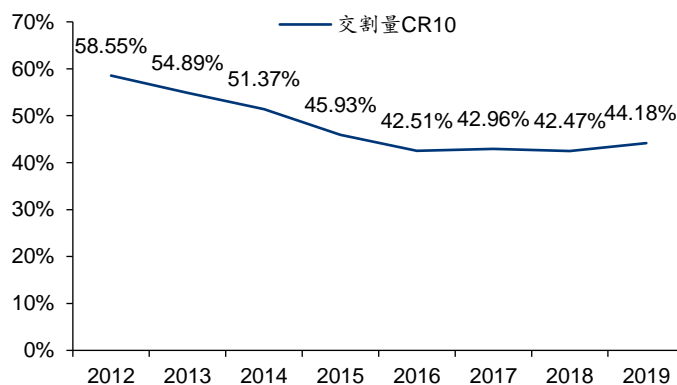
债券交易方面, 券商债券交割量市占率持续上升。从占债券交易主要份额的银行间市场来看, 券商在银行间市场债券交割量市占率从 2001 年的 0.40% 逐年上升至 2019 年的 9.1%。做市业务围绕牌照放开和券商经营战略积极拓展。2007 年银行间债券市场重新确定做市商制度基本框架, 证券公司正式可以在银行间市场提供债券做市职能, 中信证券和国泰君安成为首批银行间市场做市商, 2008 年两家券商做市成交量合计占比 4.9%。2010 年, 中金公司获得银行间市场债券做市资格, 券商做市商数量拓展至 3 家, 当年三家券商做市成交量合计占比提升至 10.2%。2014 年, 银行间债券市场推出尝试做市商机制, 当年先后共有 13 家券商进入尝试做市商名单, 包括第一创业、中信建投、平安、东方、光大、广发、国信、申银万国、招商、长江等, 其后尝试做市商名单不断扩大。资质放开为券商提升做市业务参与度奠定基础。东方、中信建投、平安、广发等大中型券商和以第一创业为代表的创新基因较强的小券商, 抓住机会积极拓展做市业务份额, 做市交易量排名前列。

图表 19: 2008-2019 证券公司银行间市场债券交割量



资料来源: 中央国债登记结算, 华泰证券研究所

图表 20: 2008-2019 证券公司银行间市场债券交割量 CR10 集中度



资料来源: 中央国债登记结算, 华泰证券研究所

商品市场: 监管节奏影响发展步伐, 多轮并购潮构筑格局

20 世纪初期-2005 年, 监管由限制到放开带来第一轮券商并购期货公司热潮。1996 年, 因“327 国债”事件影响, 国务院发文禁止金融企业参股期货经纪公司, 券商参与期货业务路径受阻。进入 21 世纪, 期货市场逐步复苏, 以券商为代表的非银机构开始重新关注期货业务。虽然监管限制未正式放开, 但包括广发证券、华泰证券、长城证券、湘财证券等在内的部分券商通过并购间接参控股涉足期货行业。2002 年 1 月, 证监会下发《关于期货经纪公司接受出资若干问题的通知》, 正式取消对国内非银行金融机构及外商投资企业参股期货公司的限制, 监管放松带来第一轮券商并购期货公司热潮, 以海通、银河为代表的券商通过并购参与期货公司。截至 2005 年末券商系期货公司已达 20 家左右。但监管限制下券商尚无法对期货公司实现控股。

2006-2007 年，股指期货 IB 业务推出驱动券商第二轮并购潮。2006 年，股指期货推出纳入议程。监管层规定券商从事股指期货 IB 业务应通过其全资或控股的期货公司来参与，驱动券商开始大规模收购，两年内券商系期货公司数量实现翻倍。截至 2007 年末，券商系期货公司已达 50 家左右。券商收购模式以排名较高的券商收购排名靠后的小型期货公司为主。但也出现中小券商与大型期货公司合作的案例，例如财通公司注资当时规模较大的永安期货。此外，券商对期货公司持股比例限制也放宽，2006 年招商证券收购深圳新基业期货公司 100% 股权、国泰君安收购浦发期货 70% 股权、中银万国收购天意期货 90% 股权等收购案例，标志券商可由参转控。

2008 年-2013 年，券商系期货公司地位提升，商品业务稳步发展。2010 年股指期货正式开闸，券商系期货公司抢占领先份额，国君、海通、长城、银河、广发等券商系期货公司期指成交量占据领先地位。股指期货促进券商系期货公司盈利提升，同时商品期货业务也稳步发展。以国泰君安期货、海通期货和中银万国期货为代表的券商系期货公司行业地位逐渐提升，评级进入 A 级，行业逐渐形成传统老牌期货公司、券商系期货公司和大型现货企业控股期货公司三组鼎立的局面。

2014 年以来，部分券商获批直接参与大宗商品投资，部分券商开始拓展海外业务。监管支持券商开展大宗商品期现货交易，券商参与商品期货市场得以“松绑”，中信、国君、广发、中银国际证券等券商可直接参与大宗商品交易。一般采取固定收益总部下设大宗商品业务二级部门或设立衍生产品总部等形式，负责大宗商品业务。受牌照资质限制，券商直接参与模式拓展较慢。

此外，部分券商还利用海外业务平台拓展海外大宗商品业务，例如招商证券于 2013 年在英国设立全资子公司拓展全球商品市场，广发证券 2013 年通过广发期货（香港）公司收购英国 NCM 期货公司股权，海通证券于 2015 年在香港设立海通期货香港有限公司，满足全球客户国际期货需求，成功拓展海外份额。

外汇市场：牌照限制券商准入，部分券商“曲线救国”

7 家大型券商逐步获批牌照，整体业务仍待拓展。2014 年国泰君安经外汇管理局批复获得结售汇业务经营资格，成为首家获准经营外汇业务的券商，此后经外汇交易中心批准分别于 2015 年 1 月和 2 月成为银行间外汇市场即期和衍生品交易会员，可从事衍生品交易包括人民币外汇远期、外汇掉期、货币掉期和期权交易，2018 年又获批成为银行间外币对市场会员，可从事即期、远期和掉期及货币掉期交易。直至 2019 年券商外汇业务牌照才再度扩容，中信证券、招商证券、华泰证券于 2019 年 9 月获批结售汇业务资格，2020 年 1 月东方证券、中金公司、中信建投紧随其后，目前这 6 家券商可以开展自身及代客即期结售汇业务，并在银行间外汇市场开展人民币对外汇即期和衍生产品交易，但由于获批时间较晚，目前整体业务规模尚待进一步拓展。其余券商进入结售汇及银行间外汇市场仍受牌照限制。

部分券商通过设立海外子公司、收购第三方牌照机构获取业务资质。一部分券商借助海外平台转向国际市场，例如海通证券从 2013 年起通过子公司海通国际开展国际外汇业务，为全球机构客户提供外汇及衍生品做市业务。另一部分券商通过并购境外第三方牌照机构获取业务资质，并拓展境外外汇业务。

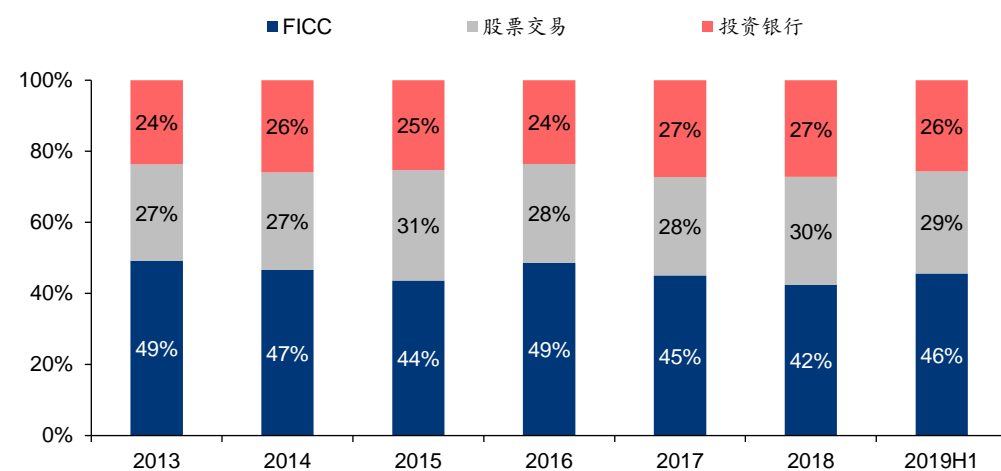
海外经验：FICC 是美国投行三大支柱之一

市场概貌：业态模式成熟，大型投行领先

美国投行 FICC 业务发展已经较为成熟，是投行重要收入来源。根据 Coalition 统计数据，2013-2019H1 美国 FICC 业务收入占投行收入比例在 40%-50% 区间波动。其中，固收类及衍生品是 FICC 业务主要收入来源，2019H1 占 FICC 条线收入比例 82%。外汇及衍生品、大宗商品收入占比相对较低，2019H1 分别为 12%、6%。

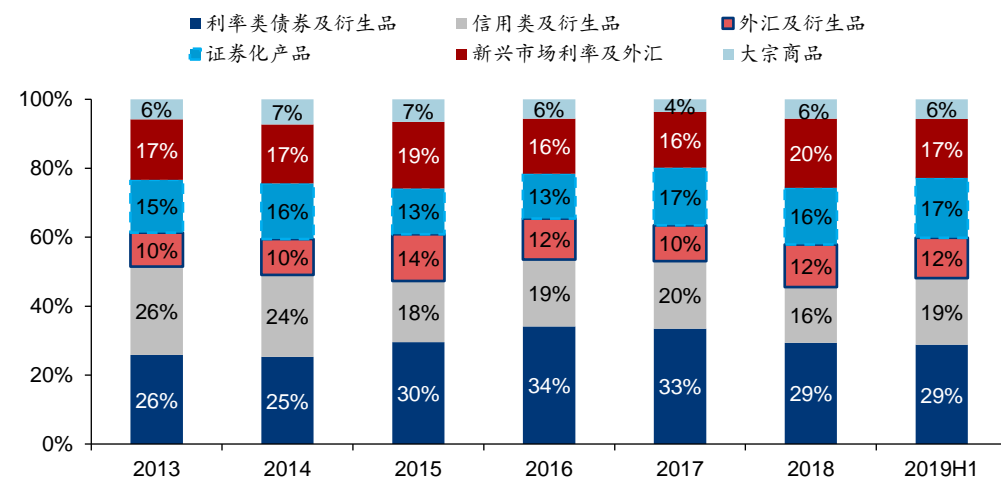
从行业竞争格局看，大型投行在 FICC 业务中享有显著优势。由于 FICC 业务对公司资本金、研究实力、产品创设能力、全体系建设等综合竞争实力要求较高，且受投资者门槛限制，服务客户或交易对手方以机构客户为主。全能型投行资本实力雄厚，业务线齐全，且高度倚重机构业务，凭借自身资源禀赋和能力范围逐渐构筑起全业务链条的 FICC 业务线。而小型投行投入相对较少、或专攻于其中某一条线。

图表21：美国投资银行主要条线收入占比



资料来源：Coalition，华泰证券研究所

图表22：美国投资银行 FICC 业务线各类产品收入占比



资料来源：Coalition，华泰证券研究所

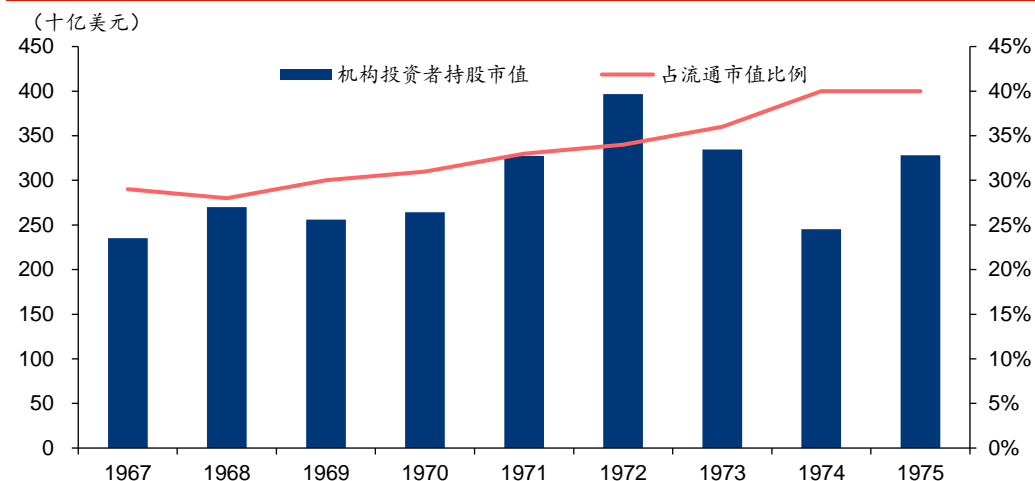
驱动因素：监管、市场及技术三要素撬动发展

从美国投行发展经验看，20 世纪 70 年代以来传统通道业务承压，倒逼投行探索创新业态模式，FICC 成为投行转型关键发力点，业务拓展驱动营收高速增长。此外，宽松金融监管下创新快速发展、投行高杠杆撬动重资产业务、场外市场蓬勃发展和信息技术及数学模型成就，为 FICC 业务发展注入动能，推动投行深化 FICC 市场参与水平。1993 年到 2000 年，FICC 业务收入在大型投资银行营业收入中的占比已提升至 50%。同时，大型投资银行享有资本、技术等领先优势，在 FICC 业务中占据领先份额。包括高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登在内的美国前五大投资银行交易业务收入占比曾高达 60%。

初始阶段：20 世纪 70 年代-80 年代中期

佣金自由化、混业经营放宽等顶层环境变化倒逼投行探索创新业态。一是经纪佣金和承销收入占比不断下滑。经纪佣金方面，佣金自由化拉低盈利空间。1975 年 5 月，美国废除经纪人固定佣金制度，正式实现经纪业务佣金自由化。传统通道业务承压、压缩投行盈利空间、加剧行业竞争态势，证券交易佣金从 1975 年的平均 26 美分/股下降至 1980 年的 11.9 美分/股，投行的经纪业务收入占比由 1973 年的 56%下降至 1983 年的 28%，随后呈现持续下滑趋势。**承销收入方面**，储架发行制度压低承销价差。美国股市自 1966 年起开始了长达 16 年的熊市，当股市于 1983 年转入牛市时，本着简化新股发程序、降低发行成本的目的，SEC 在 415 条款中正式推出了储架注册制度，即公司可为其未来两年内可预期的证券发行提前办理手续并自主决定发行时机。储架发行制度导致承销商之间竞争加剧，压低了承销价差，导致美国投行的 IPO 承销价差以年均约 2%的速度下滑，证券承销收入占比从 1983 年的 12%开始逐年下滑，到 90 年代仅占 6%。**二是金融脱媒和混业经营放宽导致商行与投行之间竞争激烈。**《格拉斯-斯蒂格尔法案》确立的商业银行利率管制致使银行对社会资金吸引力有限，金融脱媒趋势日趋显著。为缓解资金流失影响，商业银行开始尝试突破传统业务限制，通过监管层允许范围下的创新型金融产品吸引资金，如浮动利率票据、外汇远期交易、利率期货等。同时，面对银行收入承压的局面，监管层也逐步有限度的放宽对商业银行进入证券领域的限制，商业银行在 80 年代后成为投资银行的竞争对手，投行传统业务日渐受到挑战。以上外部环境的变化均成为倒逼美国投资银行开拓增量创新业务的主要动力。

机构客户占比提升、新型需求增加等行业趋势为投行指明 FICC 新方向。第一，客户结构中机构客户占比显著提升，对投行业务提出新要求。20 世纪 70 年代初，共同基金、养老金、保险公司等机构投资者开始逐步壮大成为市场主要交易主体。机构投资者的持股规模占流通市值的比重从 1967 年的 29%上升至 1975 年的 40%。机构投资者的投资行为特征与个人投资者存在本质区别，复杂的交易策略对交易量和交易频度均要求较高，交易范围囊括海内外资本市场，交易品种囊括各类金融产品、大宗商品市场及其衍生品。因此，机构客户对投行的业务需求不仅局限于投资咨询和经纪服务，也要求投行为其提供充裕的流动性、充当做市商平台、辅助管理金融风险敞口等服务。**第二，利率、汇率和大宗商品等市场的波动性加大引导增量需求。**20 世纪 70 年代两次石油危机放大大宗商品价格波动性；1972 年布雷顿森林体系解体，尼克松政府废除金本位制，全球外汇市场正式进入浮动汇率时代，外汇市场波动加剧；1980 年 Q 条例最终废除，取消储蓄存款和定期存款的最高利率限制，同时危机引致的全球通货膨胀驱动利率水平波动性加大，市场主体面临的利率风险日益突出。在上述市场风险持续加剧的情况下，市场对规避利率风险、汇率风险、商品价格波动风险产品的迫切需求大幅提升，希望通过新型金融工具来锁定融资成本、管理风险敞口。新型需求的萌生让投行发现丰厚的盈利机会，为投行入局 FICC 领域指明方向。

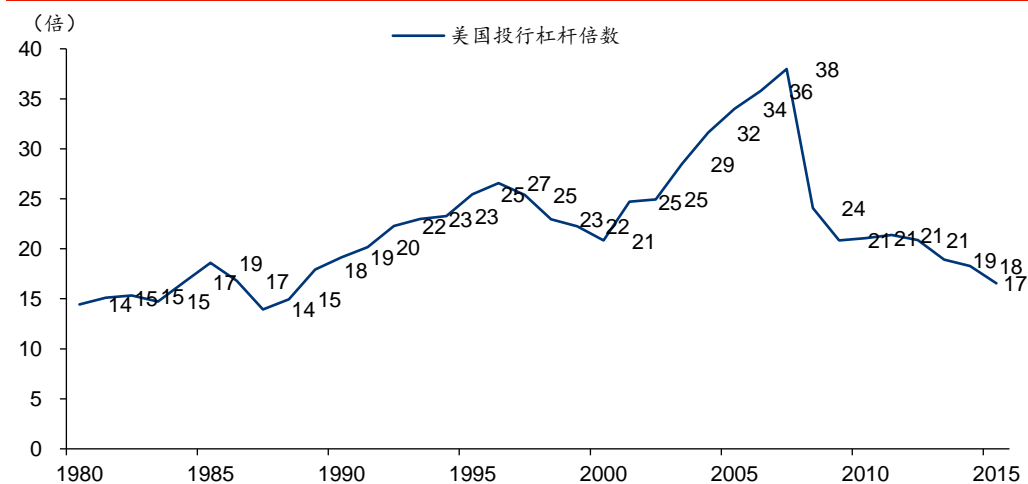
图表23： 70 年代美国机构投资者持股规模占流通市值比重上升

资料来源：SEC，世界银行，华泰证券研究所

在内外因素共同推动下，投行 FICC 业务迈入初步发展阶段。面对行业内外显著变化及日趋激烈的市场竞争，美国投行在 70 年代开始直接充当客户的交易对手方、主动承担风险，运用自身资产负债表向客户提供金融创新产品交易服务。其中 FICC 业务就是重要的创新业务之一，至 80 年代中期部分投行已基本形成完整的 FICC 业务链，涵盖利率、货币、商品及其衍生品等多种金融工具。在业务发展上，一方面，众多大型投行通过大幅扩招交易团队、收购交易领域公司等方式实现 FICC 业务快速起步。例如，1977 年高盛从世界银行聘请专家从事国债期货交易，1981 年又通过收购商品交易公司 J. Aron & Co 而一举跨进商品交易领域；1983 年所罗门兄弟公司和瑞士信贷第一波士顿公司为房地美开发抵押贷款担保债券，通过多档分级设计，解决早期 ABS 中抵押贷款现金流不稳定带来的定价及风险管理的难题，后来所罗门兄弟公司又与大宗商品贸易巨头菲利普兄弟公司完成合并，一跃成为国际石油交易巨头。另一方面，投行持续加速金融产品创新，利率期货与期权交易等代表性新型工具出现，为抵御市场不确定性冲击提供有力保障，正中市场波动下机构客户的痛点；随后投行又将其业务领域向资产证券化业务进一步拓宽，推动抵押保证证券等业务迅速崛起。

同时，监管允许投行高杠杆运营，为 FICC 做市等重资产业务发展奠定资本基础。美国证券交易委员会（SEC）制定的证券交易法中 Rule15c3-1 规定，证券公司从营业第二年起总负债不能超过净资本 15 倍。对于做市商，每增加一只证券做市将要求增加 2500 美元净资本要求。1975 年，SEC 进一步颁布净资本要求的“替代方案”，证券公司净资本不得低于借方总额（向债务人或客户应收款项）的 2%，同时不得低于 25 万美元。证券公司可以选择两种净资本方案，一般拥有较多所有权的大型投行采用第二种方案。整体看来，美国投行监管允许高杠杆运营，为重资本业务提供重要基础。投资银行“资本运营、杠杆运营”的特征日趋明朗，1970 年-2000 年美国投资银行业杠杆率从 8 倍快速上升到 21 倍。净资本监管宽松促使大型投行纷纷利用放大杠杆拓展重资产业务，为 FICC 业务中做市、资本中介等重资产业务发展奠定资本基础。

图表24： 美国证券行业杠杆率

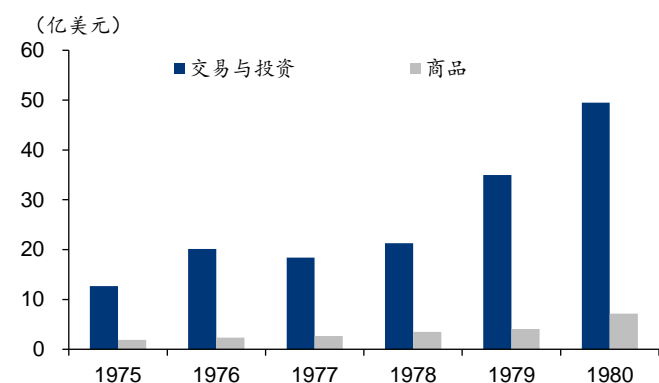


注：杠杆率采用总资产/净资产计算

资料来源：美国统计局，SIFMA，SEC，华泰证券研究所

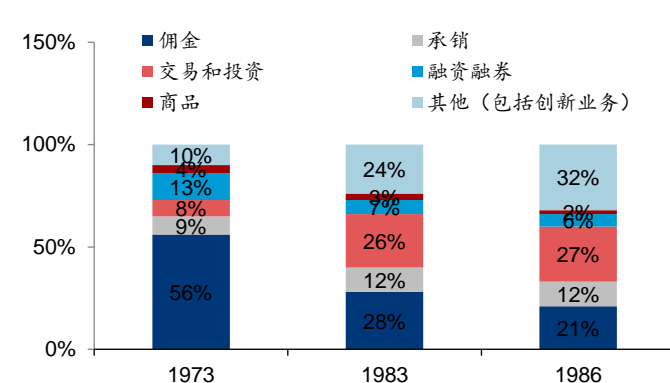
这一阶段 FICC 业务快速为投行带来丰厚的增量收入。收入规模方面，投行交易与投资业务收入从 1975 年的 12.7 亿美元上升至 1980 年的 49.5 亿美元，同期大宗商品交易总收入从 1.9 亿美元上升至 7.2 亿美元，两类业务收入年均增幅均超过 30%。收入占比方面，交易与投资收入占比从 1973 年的 8% 攀升至 1983 年的 26%，涵盖金融创新产品和服务的其他类收入占比从 10% 升至 24%。

图表25： 70 年代美国投行交易与投资业务、商品交易业务收入上升



资料来源：SEC，华泰证券研究所

图表26： 70-80 年代美国投行交易和投资收入、其他类收入占比上升



资料来源：FINRA，华泰证券研究所

发展阶段：20 世纪 80 年代中期-21 世纪初

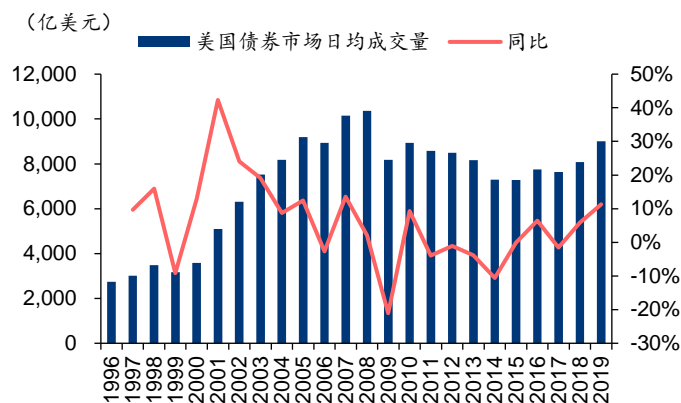
创新衍生品涌现、市场交易量大增、理论与技术创新等为 FICC 业务创造新的发展机遇：

第一，新型金融交易产品不断出现。以美国为代表的发达国家普遍采取宽松金融监管和金融自由化发展方向，FICC 相关衍生产品不断涌现，在期货、期权和互换等基本衍生产品的基础之上，各种对它们进行组合、分解、扩展的新衍生产品也层出不穷，同时衍生产品也开始向信用风险管理领域和保险业务领域扩展。金融产品种类丰富催化了投资者投资热情，FICC 交易量快速上升。

第二，利率、外汇、衍生品等各类金融市场交易量不断攀升。美国债权市场日均成交量从 1996 年的 2740 亿美元升至 2001 年的 5089 亿美元，外汇日均交易量从 1989 年的 1149 亿美元稳步提升至 1998 年的 3830 亿美元，北美场内衍生品的日均名义成交量从 1985 年的 660 亿美元大幅攀升至 2001 年的 1.3 万亿美元。

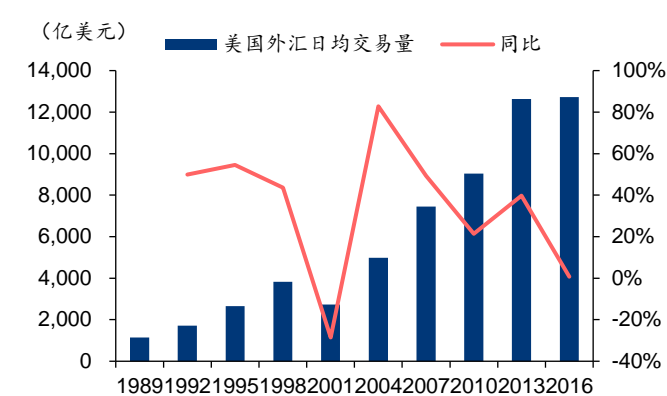
第三，量化理论模型的创新和计算机技术的发展推动数量化交易，驱动业务交易规模快速上升。FICC 业务发展初期以国债和市政债等固定收益产品为主，投行主要通过人工预测利率波动和久期进行资产组合调整以获取价差。而随着创新产品不断涌现、交易量爆炸性增长，以往依靠个人经验获取收益的投资方式无以为继，衍生品交易的机会也稍纵即逝。20 世纪 80 年代量化模型和计算机技术的发展推动数量化交易，能够从庞大的数据库中挑选超额收益组合，并且通过模型实现全市场、全产品和全周期监控把握市场机会，信息传递成本和速度优化，使大规模交易变为可能，量化交易技术成为解决投行传统投资方式局限性的必要工具。

图 27： 90 年代以来美国债券市场日均成交量上升



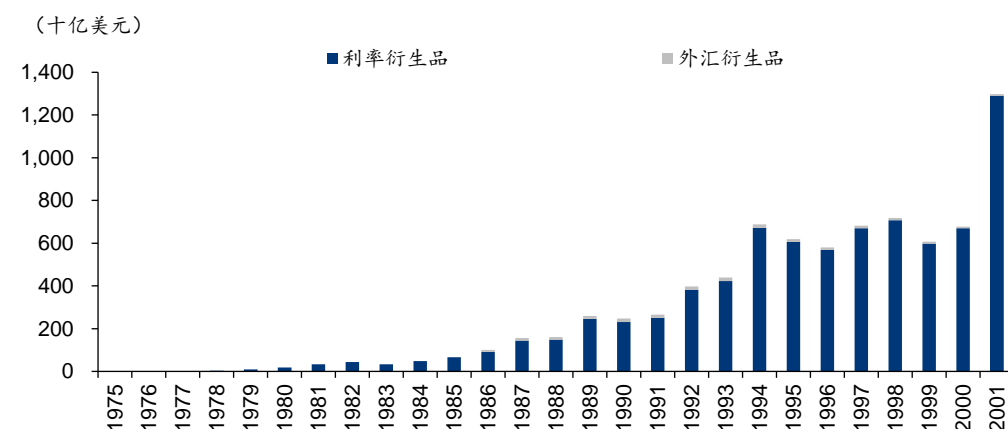
资料来源：BIS，华泰证券研究所

图 28： 90 年代以来美国外汇日均交易量上升



资料来源：BIS，华泰证券研究所

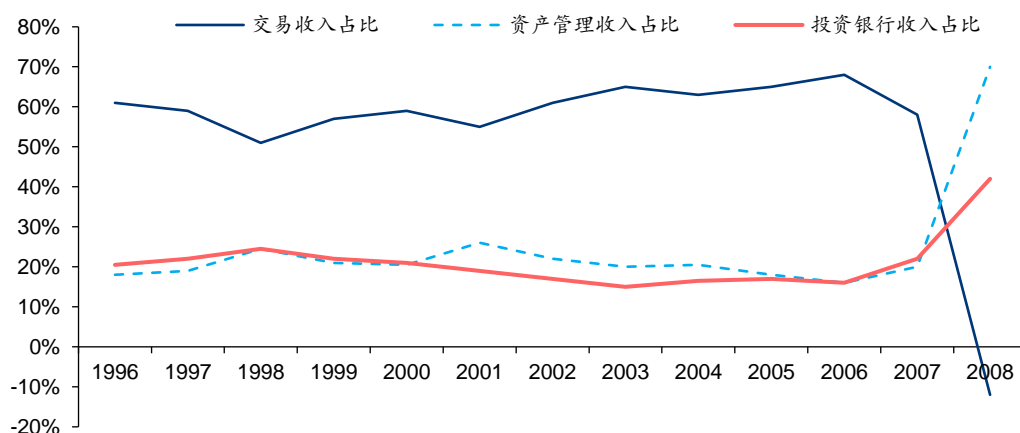
图 29： 80 年代中期以来北美地区场外衍生品日均名义成交量上升



资料来源：BIS，华泰证券研究所

量化技术的引入成就投行 FICC 标准化产品大规模做市模式。总体来看，投行对 FICC 产品主要有两类交易模式：一是以量补价的大规模做市模式，主要适用于短期国债、抵押担保债券（CMO）等交易量大、流动性好的市场，为客户执行大量交易，从中获取较低的价差收入和手续费；二是在流动性较差的市场，如中小公司债、新兴市场货币等，投行通过收取相对较高的手续费和价差收入，以补偿流动性风险，此类交易规模相对前者较小。从收入比例来看，高盛、摩根大通等大型投行的 FICC 业务以第一种模式为主导地位，通过对标准化产品的大规模做市来获取收入，交易量大、价差窄的交易占比超过 90%。而此类标准化大规模做市模式正是发展于 20 世纪 80、90 年代，主要得益于量化交易模型和计算机技术作为基础支撑。

这一阶段 FICC 业务收入占比增长迅猛，大行普遍达到 60%。1996 年至 2001 年，美国五大投行（高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登）的 FICC 相关交易业务收入占比平均高达 60% 上下，而投资银行业务和资产管理业务收入占比分别为 20% 左右，FICC 业务已超越传统业务，成为大型投行最主要收入来源之一。

图表30： 1996 年后美国五大投行交易收入占比约为 60%

注：2008 年数据不包括贝尔斯登和雷曼兄弟银行

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

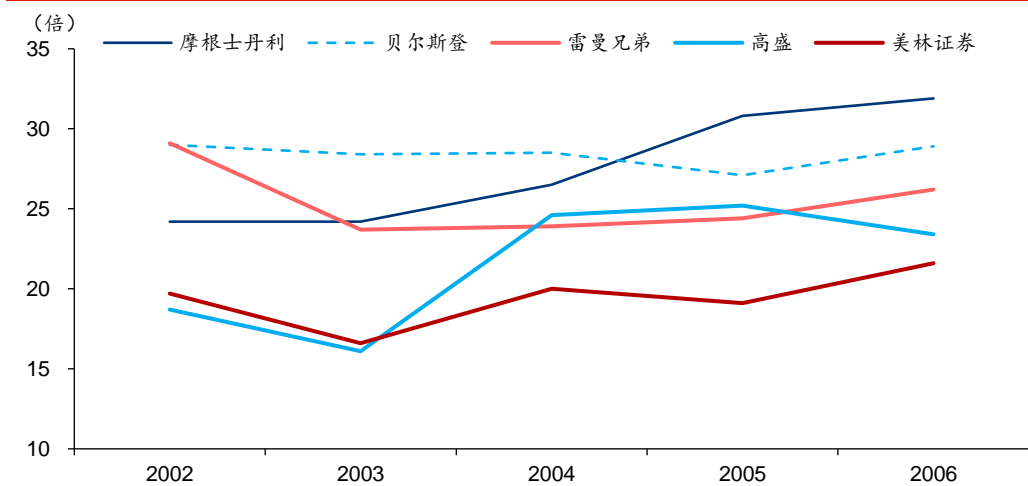
扩张阶段：21 世纪初-2008 年金融危机

流动性充沛、监管环境宽松、衍生产品创新等多重利好推动 FICC 业务迎来爆发期。流动性方面，由于 21 世纪初互联网泡沫破灭、911 事件等突发事件，美国宏观经济下滑压力增大，美联储为此连续降息以维持金融市场流动性宽松，甚至导致流动性过剩。**监管政策方面**，2004 年 SEC 推出集团监管规则，资本雄厚、风控体系得当的大型投资银行可以通过其内部数学模型来计算其市场和衍生品相关信用风险，而不需再按以往常规方式计算，大大降低了监管政策对投行资产流动性的限制，投行可将部分原本用作净资本储备的资产投向资产支持证券、信用衍生产品等。在两方面因素同时作用下，投行 FICC 业务迎来更广阔的扩张空间。**同时，投行产品创设能力提高推动定制化产品出现，满足客户个性化需要，进一步刺激投资者需求。**宏观环境的宽松也导致房地产市场火爆，以次级抵押贷款为代表抵押贷款规模高速增长，2006 年新增次级抵押贷款占住房抵押贷款的比重攀升至 20%，约为 2002 年的 3 倍；在此基础上，以次级按揭贷款为底层资产的担保债务凭证(CDO)和管理信用风险的信用违约互换(CDS)等衍生产品快速增长，而投行正是此类新型衍生品的最主要创设者和交易者。综上，美国投行抓住流动性充沛、监管宽松和产品丰富的有利机遇，大力发展 FICC 业务。

这一阶段投行 FICC 业务两大趋势显著：增加杠杆以扩充资本+调整架构提升 FICC 地位。

一是扩大负债规模，主动提升杠杆以充实资本实力。在宽松环境下，美国投行为追求更高的 ROE，通过放大杠杆来为 FICC 产品的扩张提供资本支持，行业杠杆倍数迅速提高。以高盛为例，2002 年至 2007 年 ROE 从 15% 升至 27%，杠杆倍数从 19 倍升至 23 倍，ROE 受杠杆驱动明显。**二是大型投行提升 FICC 业务在组织架构中的地位，确立以机构客户服务为主的宗旨。**为促进资源整合、推动 FICC 加速发展，大型投行紧跟市场变化对业务板块和条线结构不断调整完善，将 FICC 业务提升至机构客户服务板块下为更为重要的部门。例如，高盛在 2002 年前仅将 FICC 业务列为交易和自营部门下的条线之一，2002 年正式撤销“全球资本市场”板块，并将下设的交易和自营部门与投资银行部门一并提升为一级板块，危机后又将 FICC 业务和股权部门并入“机构客户服务板块”，板块整体架构调整为“投资银行”、“机构客户服务”、“投资与借贷”和“投资管理”。再如，摩根斯坦利与 2002 年将以往的“证券”板块分割为“机构证券”和“私人客户集团”板块，在“机构证券”板块下将 FICC 与投资银行、自营交易并列为一级部门。通过组织架构调整，美国投行确立了 FICC 业务以机构客群为主的战略方向，提升机构客户综合服务能力，增强机构客户黏性。

图表31： 2002-2006 年美国五大投行杠杆倍数提升



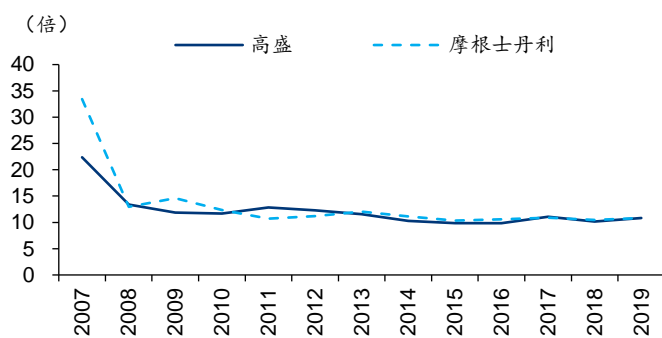
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

FICC 业务收入占比持续上升至 70% 最高位。五大投行 FICC 相关交易收入在总收入中占比自 2001 年持续上升，在 2006 年达到近 70% 的历史最高值，此时投资银行业务和资产管理业务占比分别仅有约 15%。

调整阶段：金融危机后 2009 年至今

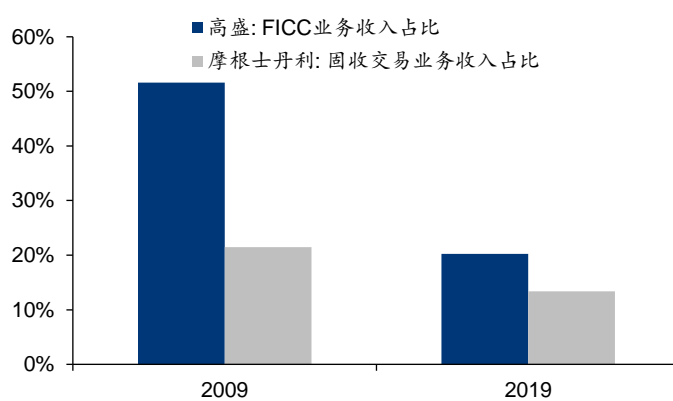
2008 年金融危机后，投行主动调整 FICC 业务。金融危机导致美国投行的交易和自营业务的风险暴露无遗，尤以高杠杆的次级抵押证券及相关衍生品为甚。大型投行纷纷主动调整 FICC 业务发展战略，高盛、摩根士丹利获批转型成为银行控股公司的资格后，更是为了符合巴塞尔监管体系而大幅降低杠杆水平并削减人员规模，收紧交易和投资等重资产业务规模，杠杆倍数从 2007 年的 22 倍、33 倍压低至 2019 年的 11 倍，FICC 业务收入占比均被压缩至 20% 以下。

图表32： 金融危机后高盛、摩根士丹利主动降低杠杆倍数



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表33： 2009、2019 年高盛、摩根士丹利 FICC 收入占比对比



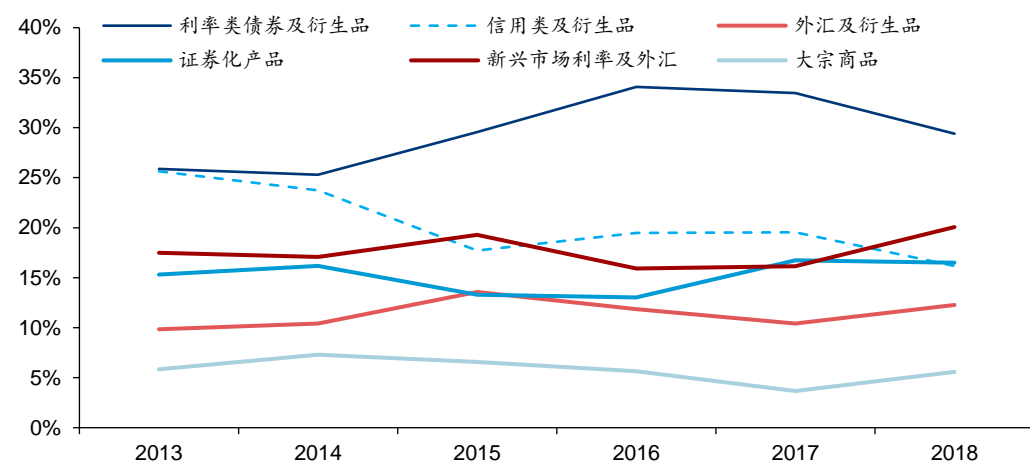
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

监管趋严和客户需求低迷等外部因素加剧 FICC 业务收紧。一是投行 FICC 业务受到愈发严格的监管限制。2010 年先后出台沃克尔规则和《多德-弗兰克法案》，前者限制投行从事自有资本交易，后者扩大美联储对金融控股集团的微观审慎监管职责，同时提升资本充足率要求。资本和管理方面的限制一定程度上倒逼投行收紧 FICC 业务规模。二是客户需求持续低迷。一方面，美联储的长期超宽松货币政策致使美国进入低利率时代，将利率风险下降至较低水平；另一方面，经济受冲击严重，银行因吸取教训而收紧放款条件，贷款余额较危机前回落至低位。市场交易活跃度大幅下滑，尤以风险较高的信用产品及其衍生品最为严重，外部市场环境的变化加剧投行 FICC 业务规模下滑趋势。

这一阶段投行 FICC 业务主要呈两大趋势：**FICC 产品结构调整、产品向标准化和场内化发展。**

一是 FICC 业务中利率和外汇产品回升较快，信贷和商品交易有所收缩。FICC 业务内部的产品结构呈现出调整趋势，利率、外汇及其衍生品与宏观经济形势、利率走势的相关程度较大，2015 年随着市场对于经济复苏和美联储退出宽松政策的预期不断升温，FICC 业务中利率和外汇产品收入出现回升势头，利率和外汇产品交易收入从 2013 年的 26%、10% 分别升至 30%、14%。而相比之下，信贷和商品市场持续平淡，收入占比有所回落。抵押、信贷交易活跃度受危机影响深远、始终维持低位水平；大宗商品业务则受《多德-弗兰克法案》监管限制，投行需将农产品、能源、多数金属掉期等高风险衍生品分拆至子公司，仅保留利率、外汇、贵金属掉期等衍生业务，例如高盛于 2012 年出售电力公司 Cogentrix 以削减在电力市场的风险敞口，摩根大通、摩根士丹利、德意志银行、巴克莱银行等大行也纷纷关闭能源、农产品、金属商品交易业务。

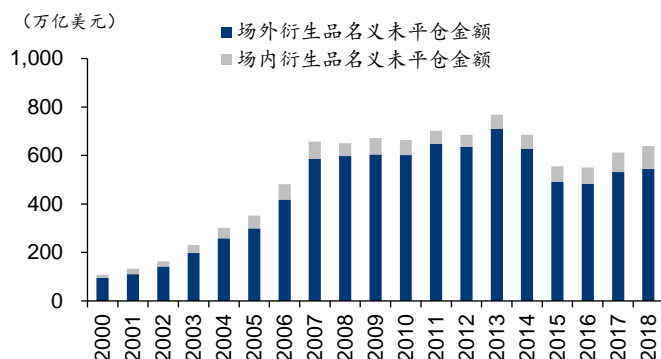
图表34：危机后投行利率和外汇产品收入占比回升，信用和商品收入占比收缩



资料来源：Coalition，华泰证券研究所

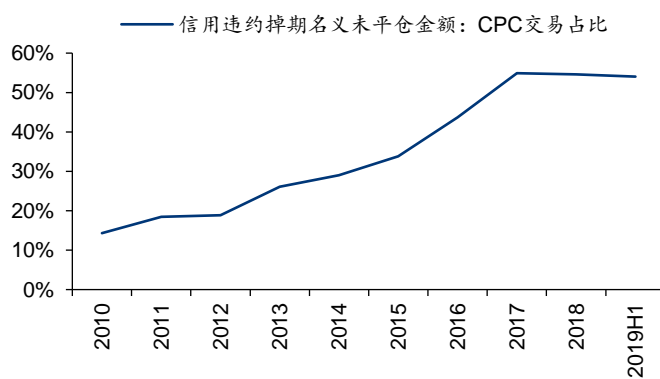
二是 FICC 产品标准化、场内化趋势日益明显。以往机构客户的 FICC 产品交易大多通过场外方式进行，相关场外衍生品市场交易规模庞大。危机后监管愈发重视场外衍生品风险管控，开始推动 FICC 相关衍生品标准化、场内化改革。一方面，交易合约标准化有利于实现集中清算、交易所/电子平台交易，提升市场透明度，降低系统性风险；另一方面，推进行衍生品合同通过中央对手方（CCP）实现集中清算，有助于降低对手方信用风险，2019 年中期已有 54% 的信用违约掉期衍生品合同通过 CCP 集中清算，而 2010 年时这一比例仅有 14%。投行 FICC 业务逐步从低透明、高风险的场内非标准化交易转型成为高透明、低风险的标准化合集中清算交易。

图表35：美国场外衍生品和场内衍生品市场规模对比



资料来源：BIS，华泰证券研究所

图表36：美国通过 CCP 集中清算的信用违约掉期衍生品规模占比上升



资料来源：BIS，华泰证券研究所

此外，完善的场外市场为投行 FICC 业务发展提供优质土壤。美国拥有成熟的固定收益、外汇及商品期货交易市场，配套制度建设成熟完善。投行 FICC 现货业务主要集中于场外市场，且后续衍生品发展也以场外为主，场外市场蓬勃发展进一步激发交易活跃程度。

竞争之道：探究投行如何与商行竞逐 FICC 市场

自上世纪 70 年代起，金融脱媒日益严重、分业经营逐渐弱化等趋势导致商业银行和投资银行直接竞争加剧。虽然分业监管体系仍占主导地位，但行业竞争、金融创新和技术创新等因素促使投行和商行在产品、服务和业务活动等方面的界限都逐渐模糊。一方面，商业银行渴望突破监管局限，开始尝试利率衍生品等金融产品和业务创新，另一方面，投资银行在外部局势变动下也加速探索多元创新业态，而涵盖债券、外汇、商品及衍生品等多种金融工具的 FICC 业务成为两者竞争的一个交汇之处。从竞争结果来看，五大投行的 FICC 业务从无到有，FICC 收入占总收入比重从 70-80 年代开始逐年攀升，到 90 年代达到 70% 高位，成为投行的主要支柱业务，占据了 FICC 市场的主要份额。相对于商行，投行在 FICC 业务的竞争优势主要体现在业务先发机遇、积极进取风格、专业交易能力和机构板块协同等方面。

投行优势一：严监管下商行受制严重，投行赢取先发机遇

大萧条后商业银行受到严格监管，错失 FICC 业务初期发展机遇。20 世纪 30 年代的大萧条直接催生《1933 年证券法》和《1933 年银行法》（《格拉斯-斯蒂格尔法案》），确立严格的分业经营。为保证商行免受证券业风险而区别划分两者业务，禁止商业银行进行任何证券承销和证券交易业务，只能购买由美联储批准的联邦、州及地方债券，其余证券种类均需在监管的数额限制下有限持有。商业银行由此成为美国受监管最严格的行业之一，多家监管主体对各类商业银行形成全方面管控，货币监理署（OCC）负责监管全国性银行，联邦储备委员会（FRB）负责外国银行和隶属 FRS 会员的州立银行，联邦存款保险公司（FDIC）负责其他州立银行机构。除了证券业务限制外，商业银行还需遵守美联储规定的利率上限和较严的资本及流动性标准，每 18 个月接受至少一次监管审查，大型银行还需接受日常化实地审查。直至 20 世纪 70 年代后期及 80 年代，面对商业银行业务和盈利空间受到严重挤压的局面，OCC 和 FRB 才开始尝试拓宽银行在证券、商品交易等方面的业务范围；至 1986 年，对银行利率管制的分阶段放宽计划才彻底完成，银行才能为客户提供市场化利率产品，和已发展壮大的其他货币市场工具（如商业票据等）形成充分竞争；1999 年《金融现代化法案》推出，最终打破分业经营限制。在漫长的分业经营时期中，商业银行虽然在监管桎梏下最大限度地尝试拓展多元产品和业务，但始终无法在债券、商品和衍生品等核心 FICC 产品上与投行形成有力竞争，也因此错失 70-80 年代中期 FICC 业务的初始发展阶段。

相比之下证券行业监管更为灵活，为投行多元业务拓展赢得先机。美国对证券公司的监管目标与对银行大有不同，对银行的监管注重确保其安全性和稳健性，而证券公司主要受证券交易委员会（SEC）监管，其监管范围主要集中在业务资格注册、风险信息披露、及对内幕交易等证券欺诈行为的预防和查处。在业务限制方面，除了对参与客户储蓄业务的分业经营限制，监管对投行其他业务并未做过多限定。在相对灵活的监管下，投行得以抓住市场需求趋势大力拓展 FICC 业务，从 70 年代起通过收购扩张和产品创新完善 FICC 产品体系，包括商业票据、公司债券、大宗商品及衍生品等商业银行无法广泛参与的金融工具，赢得了初始发展阶段的先发优势。

投行优势二：商行风险偏好较为保守，投行主动承担资本风险

商行注重稳健性，风险厌恶型的业务风格阻碍 FICC 业务拓展。美国在 80 年代进行的一项实地访谈结果表明，商业银行中许多传统核心业务（如借贷业务）的高管很难认可投行业务的能力与技术，一些借贷部门高管对熟悉新型产品和服务表示抗拒，并不愿将其推荐给公司客户，体现出传统思维下的商行对于新型业务和未知风险的规避态度，一定程度上阻碍了银行在 FICC 多元产品方面的拓展。

投行风险偏好相对较高，通过主动承担风险，为客户提供资本中介业务。面对市场变化趋势，投行在 70 年代便开始运用自身资产负债表为交易双方提供 FICC 产品交易服务，并通过外部收购、金融创新加速业务扩张。在较为宽松的监管环境下，投行对于资本和杠杆率等财务指标的担忧相对较少，是其能够塑造积极进取风格的客观因素。这种经营风格的优势也成为助力投行 FICC 迅速崛起的原因之一。

投行优势三：投行长期积淀交易能力，保持高度敏感应对波动

FICC 业务收入随市场波动明显，投行更具专业优势和市场敏感度。FICC 做市、衍生品创造等业务需要持有大规模的头寸作为存货储备或对冲，且利率、外汇、大宗商品及衍生品的价格与市场局势联系紧密，资产价值波动风险较高，也对 FICC 业务收入产生影响。投资银行需要具备专业的交易能力，以充分吸收预期之外的证券价值波动风险，而交易能力的打造需要依赖人才、系统、经验等长期积淀，不能一蹴而就。投行较早开启 FICC 业务，也通过长期的交易时间培育了扎实的投资、交易能力。而在上世纪 80 年代，证券交易对于商行仍是较为陌生的新领域，因此在进军 FICC 市场过程中，商行在交易能力和市场敏感度相对匮乏，专业实力不及投资银行。

投行优势四：投行承销与 FICC 协同，全业务链增强客户黏性

投行承销业务与 FICC 业务相辅相成，共筑机构客户综合服务体系。一方面，投行 FICC 业务线能够为投行机构客户提供增值服务，通过业务协同满足客户多元需求。随着行业竞争加剧，传统机构客户业务逐步同质化，此时 FICC 类的创新产品更能满足机构客户新型复杂需求；许多投行因此开始把公司金融业务与交易业务融合，使后者成为机构客户的增值服务，从而有效吸引机构客户。另一方面，FICC 业务能够为投行承销提供更为广阔的分发渠道，受承销的证券也成为 FICC 产品的存量保障。

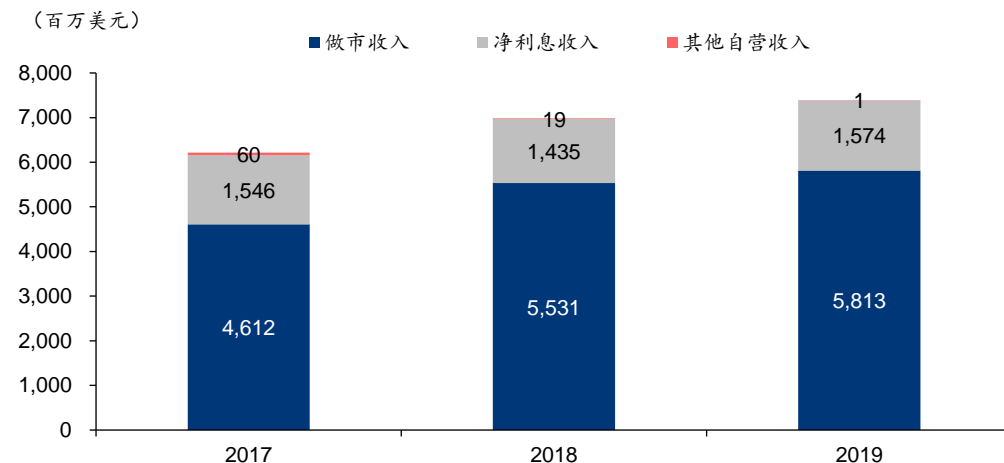
而商业银行却无法通过以上业务协同来吸引机构客户。在业务限制下，商业银行不仅缺少承销业务板块对 FICC 产品的支持，更是无法通过对客户证券资产的每日交易跟踪，来强化与机构客户的业务互动。例如，商业银行无法进入公司债券交易市场，便阻碍着其在市场变动中为客户及时提供最新价格信息和投资策略服务。对比之下，投行更能通过承销与 FICC 实现 1+1>2 的协同优势，延伸客户价值链，形成高客户黏性的有力竞争地位。

他山之石：以高盛为镜探寻 FICC 成功经验

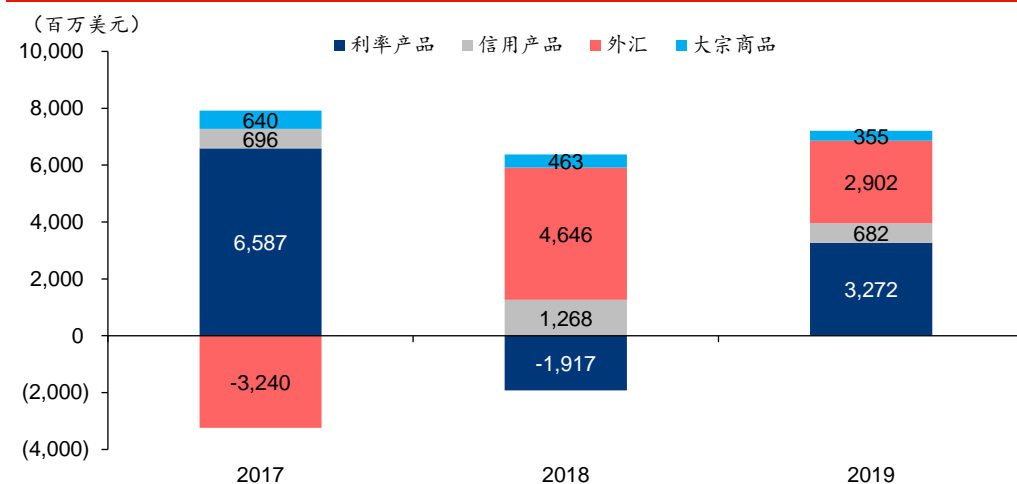
业务细览：机构客户服务为先，打造 FICC 全业务链

高盛率先推动 FICC 发展，业务体系逐渐完善成熟。高盛自 20 世纪 70 年代率先开始打造 FICC 业务线，并逐渐覆盖固收、外汇和商品等全业务条线。1972 年，高盛在行业内率先成立固定收益部门；1981 年，高盛认为发展商品交易可以建立逆周期保护机制，收购商品交易公司 J. Aron & Co，成立外汇及商品交易部门；1997 年，固定收益部门和外汇及商品交易部门完成整合，正式成立 FICC 部门。

高盛 FICC 业务收入占总收入比例高，做市业务收入是主要收入来源。金融危机以来十二年间（2008-2019 年），高盛 FICC 业务收入对总收入贡献比例达 28%。从单独年份看，FICC 业务收入贡献比例在 2009 年曾高达 48.4%。FICC 业务收入主要来自做市、证券借贷利息收入和自营收入。其中，做市业务是 FICC 主要收入来源。2019 年 FICC 做市业务收入占 FICC 业务条线收入比例达 79%。

图表37： 2017-2019 年 FICC 客户执行业务收入占比

资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

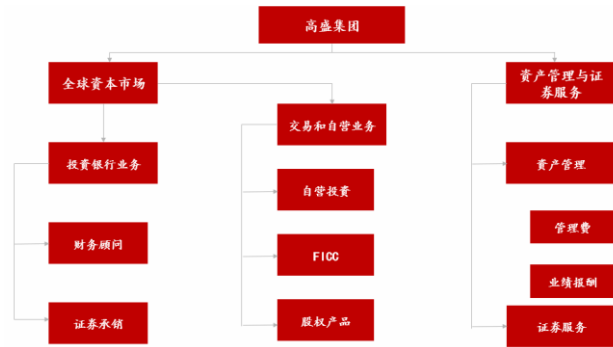
图表38： 2017-2019 年高盛 FICC 做市业务收入结构

资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

(1) 组织架构：业务地位不断强化，注重机构综合服务和国际拓展

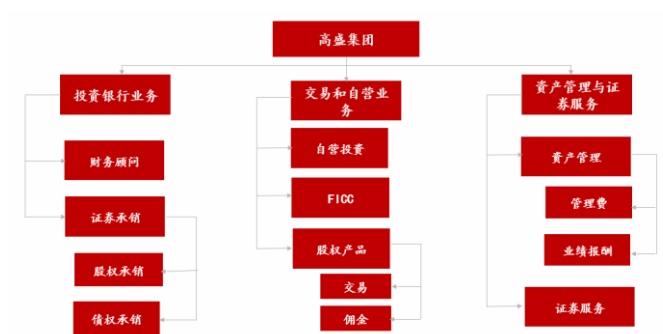
21 世纪以来高盛先后三次调整集团组织架构，不断强化 FICC 业务地位。(1) 2002 年以前，高盛设立“全球资本市场”、“资产管理与证券服务”两个一级板块，其中 FICC 业务条线主要隶属于“全球资本市场”板块下的交易与自营业务部门。2002 年后由于 FICC 业务收入在集团营业收入中占比高企，FICC 业务进入爆发增长阶段，高盛适时调整组织架构，正式撤销“全球资本市场”板块，将交易和自营业务部门提升至一级板块，FICC 业务也由原来的三级条线升为二级部门，定位得到提升。(2) 2008 年金融危机后，高盛为更加集中高效服务机构客户，将 FICC 业务和股权产品从“交易与自营”板块中分离开来，一起并入新成立的“机构客户服务”一级板块，板块整体架构调整为“投资银行”、“机构客户服务”、“投资与借贷”和“投资管理”，进一步强化服务机构客户定位，通过板块内资源协同提升机构客户综合服务能力，增强机构客户黏性。(3) 2019 年，为进一步推动 FICC 全业务资源整合和国际化业务拓展，高盛再次进行板块重构，将“机构客户服务”板块更名为“全球市场”，下设的 FICC 和股权产品一级部门结构不变，但将原属于“投资与借贷”板块的仓储质押贷款、结构化融资等机构客户信贷业务和原属于“投资银行”板块财务顾问和承销业务中衍生品交易共同并入 FICC 部门，强化 FICC 对机构客户的综合服务能力。

图表39： 2002 年前高盛业务板块



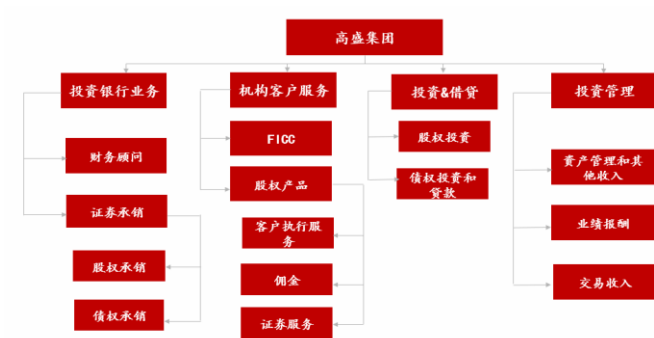
资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

图表40： 2002-2009 年高盛业务板块



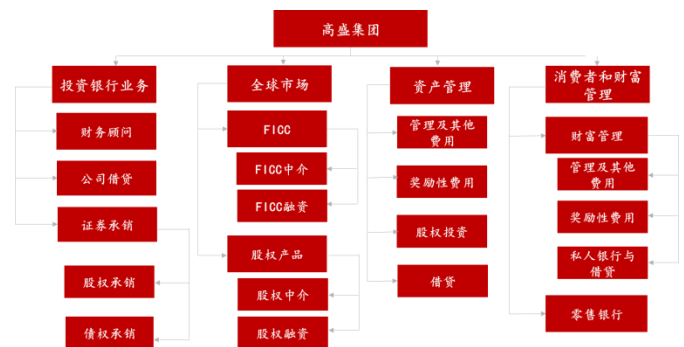
资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

图表41： 2010 年-2018 年高盛业务板块



资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

图表42： 2019 年高盛业务板块



资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

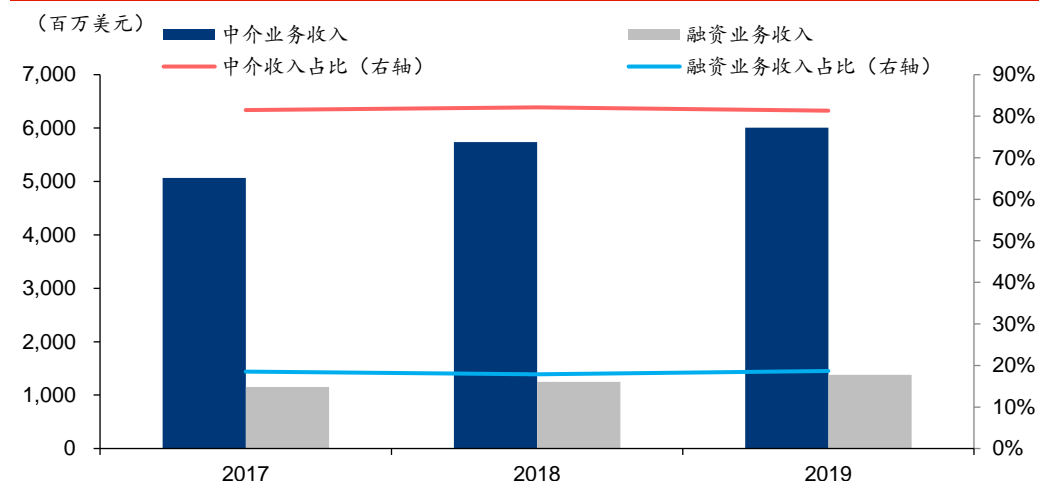
(2) 产品服务：种类不断丰富多样，市场覆盖遍布全球

21 世纪初高盛 FICC 业务主要集中在客户需求驱动的做市业务和自营交易套利业务。其中做市业务占据主导地位，为客户提供品类广泛的金融产品和市场研究服务，并通过专业团队为更复杂的客户需求提供交易结构设计和创新解决方案。金融产品品类齐全，已细分形成信用类、利率类、抵押贷款类、外汇类和大宗商品五大类体系，其中信用产品包括投资级公司债、高收益证券、银行信贷、市政债券、信用衍生品和新兴市场债券，利率产品包括利率衍生品、全球政府债券和货币市场工具。综合业务框架和丰富的产品种类成为高盛独特优势之一。

2002-2008 年爆发增长阶段，高盛持续拓宽产品种类、延伸国际覆盖范围，并利用资本金为客户交易提供流动性。在 FICC 业务飞速发展期，为满足机构客户日益增长的多元需求，一是不断拓宽其五大产品体系的细分内容。信用产品中，增加新兴市场不良债权等产品，并为客户提供针对性的复杂结构化交易设计；利率产品中，增加利率互换、期权及其他衍生品，以及商业票据、国库券、回购协议等高流动性货币市场工具；抵押贷款产品中，涉及机构优质、非机构优质、Alt-A 和次级抵押贷款等多级别产品；大宗商品中，种类囊括原油及石油产品、天然气、金属、电力、农产品等商品及衍生品。二是延伸产品在国际市场的覆盖范围，成为日本、英国等众多发达市场政府债券产品的一级交易商，在伦敦、东京、香港等地入驻主要期货交易所并成为当地货币市场中的银行间交易商，为全球经济、货币和信贷市场提供定性和定量投资研究服务，形成了覆盖全球市场的固定收益、货币和大宗商品及衍生品等做市业务，不仅增强客户粘性，并通过提供二级市场流动性来支持自身投行承销业务，实现板块间资源有机联动。三是利用资本金为客户交易提供流动性，通过过桥贷款和其他借贷手段为客户提供信贷支持。

危机后至今继续完善产品体系，目前形成 FICC 中介、融资两大业务条线。一是随着金融市场不断革新，高盛继续拓宽 FICC 产品品类和全球市场覆盖范围，确保满足国际机构客户的多方面需求，如通货膨胀相关证券、ETF、贸易索赔、全部 G10 国家和新兴市场的货币及衍生品等。二是继承 21 世纪以来不断发展的流动性提供服务，在 2019 年正式确立以中介、融资两大条线为主的 FICC 业务完整体系。FICC 中介服务即为以往的各类金融产品做市交易服务，FICC 融资服务通过多样化信贷手段来为有融资需求的客户提供流动性，包括回购协议证券、结构化信贷、仓储质押贷款、住宅和商业按揭贷款、长期资产担保借贷等，通过为客户提供信贷支持构筑 FICC 综合服务体系。中介和融资服务条线共同成为 FICC 业务两大收入驱动引擎，收入占比分别为 81% 和 19%。

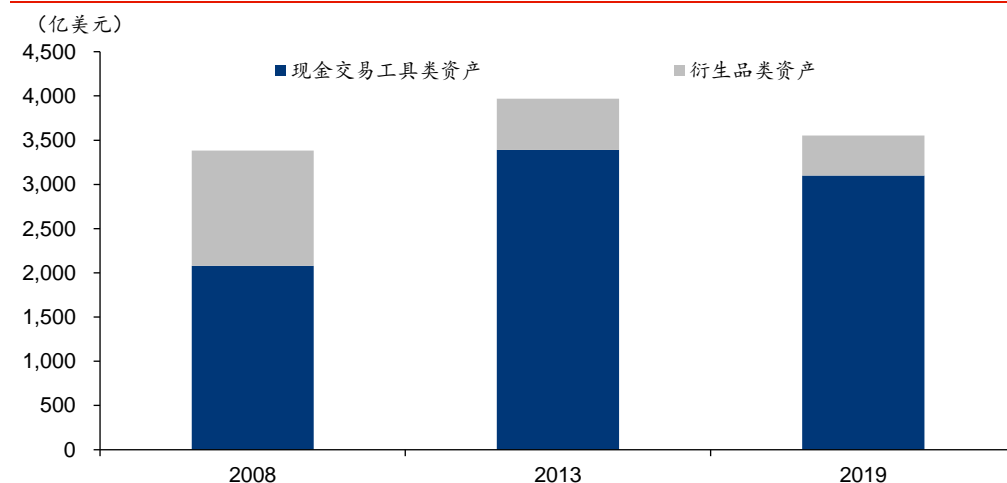
图表43： 高盛 FICC 中介和融资服务两大条线双重驱动 FICC 业务收入



资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

从总体产品结构来看，高盛在危机后大幅压缩衍生品产品规模，回归基础性资产。目前高盛“全球市场”板块下 FICC 做市业务持有现金交易工具、衍生品两大类资产，其中现金交易工具是指股票、债券或商品等基础资产，而衍生品包括期货、期权和互换等工具。2008 年前，由于金融创新产品发展迅猛，对冲基金需求量大，高盛大力扩充衍生品资产份额，占比接近 40%。金融危机导致高风险衍生品遭受巨额损失，高盛随后开始调整 FICC 业务资产配置结构，回归风格较为稳健的基础资产，尤其是低风险的国库券、政府债券、商业票据等利率产品，将现金交易工具类资产占比提升至 87%。

图表44： 金融危机后高盛逐步减少 FICC 业务中的衍生品类资产

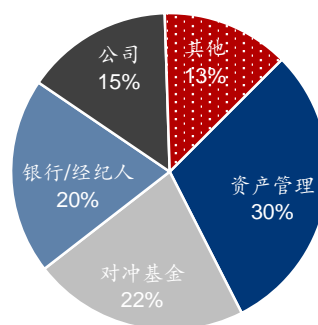


资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

(4) 客户构成：服务机构客户为主，客群覆盖广泛

以机构投资者为目标客户，客群分类多样。高盛 FICC 业务主要服务于买方机构，以协助客户完成决策和交易。客群分为金融机构和企业两大类，其中在市场上参与专业交易的金融机构为主要客群，包括资管公司、对冲基金、商业银行、养老基金、保险公司、财务公司等，覆盖范围广泛，为机构客户服务板块总体打下坚实的客群基础。

图表45： 2018 高盛 FICC 业务客户结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

(5) 风险管理：金字塔式治理架构打造业务防火墙

第一，高盛形成了金字塔式风险管理体系，自上而下全面把握业务风险。在公司顶层，董事会直接负责进行年度风险审查和批准风险偏好声明，也可以通过下设的管理委员会监督风控政策的具体实施，同时设立首席风险官对董事会单独汇报。管理委员会下设三类部门负责具体业务的风险管理，根据交易及风险特征采用多种分析及报告系统：一是公司风险管理委员会，负责对全球业务和产品信用、市场和操作风险的持续盯市监控；二是客户与业务标准委员会，负责评估新业务活动的适当性，并把控客户关系、客户服务及公司声誉等方面的风险；三是公司资产负债委员会，负责流动性风险管控。多级风控体系实现了业务风险的全方位把握。

第二，高盛对交易资产实施风险头寸量化管理。借助完善的风险指标量化体系，高盛对 FICC 业务资产在各种市场可能性下的潜在损失进行合理预估，计算出“在险价值 VAR”，即在测算超过某个特定概率的情况下以市值计价的短期损失水平。2012-2019 年高盛在险价值 VAR 的平均预估值逐年降低，主要归因于利率、商品价格风险的降低。通过量化风险指标，高盛对持有的 FICC 头寸进行及时调整，专业的风险管理实力成为高盛 FICC 业务的优势之一。

成功经验：产品服务和业务运营多管齐下

从产品和服务维度看，完善的全业务链体系、前瞻引领业务变革和以客户为导向的成功定位，帮助高盛为客户提供了一流的综合金融服务。

(1) 战略预判先发布局，引领市场革新潮流

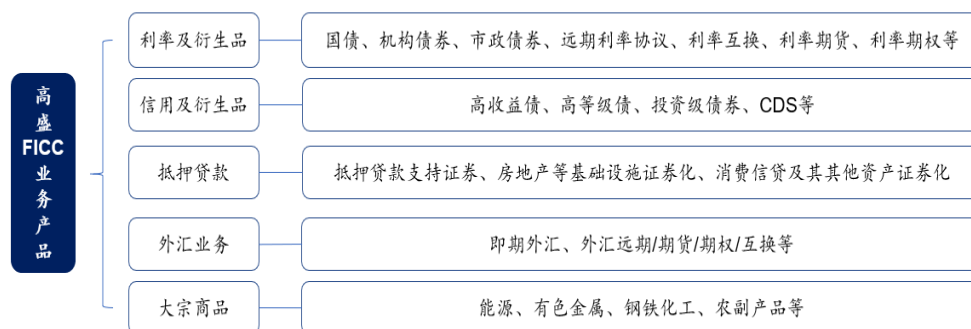
在 20 世纪 70 年代的波动环境下，市场普遍渴望规避利率产品、商品等交易风险，高盛紧抓市场需求走向，不断突破传统业务边界，率先打造多元 FICC 产品。一是强化商业票据领先地位。70 年代市场利率总体攀升时，监管对银行利率管制导致银行利率远低于市场上其他短期、低风险的债券利率，投资者迅速转向利率更高的货币市场工具，其中以商业票据最具代表性。而高盛早期便是以商业票据起家，在这一领域经验丰富；在 70-80 年代紧跟市场需求，进一步强化票据交易优势地位。技术进步大幅降低了信息处理成本，使票据交易能够触及至中小投资者，高盛借此成为连接市场上交易双方的做市平台，成为市场上领先的交易商。二是进军债券产品市场。高盛的固定收益业务在 50-60 年代规模较小，随着市场需求不断激活，高盛在 70 年代以地方债为突破口大举进入债券市场。高盛在 1970 年设立了第一个地方债银行，为政府、城镇、学校等单位提供债券融资服务，而以往这些机构很难接触到全国范围内的流动性资金。优惠而专业的服务对地方政府产生了较大的吸引力，政府债业务迅速从州内扩张至州外。债券承销业务和 FICC 交易业务相辅相成，承销业务为 FICC 业务带来充裕的地方债存货，而 FICC 交易又能满足投行客户的多元需求。高盛将众多小额地方债打包成为大额集合体，提升在二级市场大规模交易的可能性，逐渐成为早期地方债市场的引领者，随后又将产品顺势扩展至企业债领域，固收业务拓展成效显著。二是主导机构大宗交易市场。高盛在 60 年代便开始在内部建立起庞大的机构经纪人团队，提前布局机构大宗交易。由于大宗交易存在信息不对称等风险，许多投行不愿参与，而高盛凭借高效的经纪人团队与机构客户取得紧密联系，在 1976 年获得纽约养老基金价值 5 亿美元的大宗交易订单，造就了高盛在市场上的良好声誉，推动其成为机构大宗交易的领军者。而 80 年代大宗交易市场的崛起印证了高盛的前瞻眼光，随着 1981 年 401K 计划推出，共同基金、养老基金等机构大规模入市，大宗交易占市场总交易量比重从 1971 年的 17.8% 升至 1989 年的 51.1%，为高盛带来了丰厚回报。

20 世纪 90 年代至今，高盛继续发挥创新优势，推动行业变革迈进。1991 年开发高盛商品指数 (GSCI)，被投资者广泛用来评价商品市场投资业绩，并被大量指数资金跟踪，也被国家政府机构用作衡量物价变动的可靠且可公开的参照标准。2005 年和德意志交易所联合开发欧洲 STOXX50 波动率指数，展现其金融衍生品创设能力。当前区块链和加密货币盛行的趋势下，高盛正积极推动 FICC 相关产品和服务创设，如根据高盛官网其正计划推出比特币 NDF (无本金交割远期外汇交易)、研发用于处理外汇交易的分布式账本等。从 70 年代发展初期至今，依靠战略预判能力和变革创新能力，高盛 FICC 业务始终走在市场趋势前端，构筑起市场领军的优势地位。

(2) 全业务链满足客户多元需求，分散业务整体风险

高盛 FICC 业务的产品和服务与时俱进，拓宽产品种类的同时，延伸国际市场覆盖面。目前高盛以形成了信用类、利率类、抵押贷款类、外汇类和大宗商品五大全球产品体系，同时以流动性提供服务补足机构客户全价值链，成为高盛独特的竞争优势之一。一方面，全业务种类充分满足客户风险对冲、分散投资、获取上涨回报和锁定损失等多样化的需求。根据高盛官网，伴随客户规模扩展，客户选取的业务种类也不断增多，形成业务规模拓展的双重驱动。另一方面，高盛统筹推动各产品条线和市场多元发展，从而充分实现风险对冲、保证收益稳健性。在部分市场不景气情况下，仍能够通过景气的业务条线实现收益与损失抵消。例如，2014 年高盛 FICC 业务收入较上年下滑 2%，主要是由于市场交易低迷而造成信用产品收入大幅下滑、利率和按揭产品收入轻微减少；但这部分下滑又被大幅增长的商品和外汇产品收入有效抵消，原因是能源产品做市业务繁荣、市场波动下外汇交易活跃，最终造成总体业务收入仅轻微下滑。

图表46： 高盛的 FICC 业务框架图



资料来源：高盛年报，华泰证券研究所

（3）以服务机构客户为业务导向

高盛 FICC 业务定位服务资管公司、对冲基金、银行、经纪商、公司等机构客户。高盛始终坚持以机构客户为导向的服务模式，根据客户需求提供定制化业务需求，为客户提供高效的交易执行、丰富产品和及时的研究分析。因此客户规模拓展和客户活跃度提升曾一度是驱动业务增长的重要因素。同时，高盛还因时制宜适时调整自己的客户覆盖战略。金融危机前，高盛 FICC 业务主要集中于向对冲基金等活跃机构投资者提供结构化交易和衍生品服务，对流动性高的产品投入较少，因此错过资管公司、银行、公司和保险公司等资产规模领先公司的服务机会。在市场和监管环境双重因素影响下，以及寻找 FICC 业务新增增长点，高盛加大对前述客户的覆盖，成功拓宽市场份额，奠定未来业绩上升基础。

（4）根据市场环境恰当调整业务线发展战略

金融危机以来，市场环境因素影响下 FICC 需求减弱业务增长乏力，监管层提高投资银行去杠杆要求、加大衍生品监管，信用类及抵押贷款类业务计提大量减值拖累业绩等多方面因素影响，高盛决定调整 FICC 业务布局。从（2011）年起，高盛减少对 FICC 业务线资源投入，削减业务线员工，FICC 业务线对收入贡献度也从 2009 年最高的 48% 逐年下滑至 2017 年的 16.5%。伴随经济迈出危机泥潭，市场环境不断升温，高盛认为 FICC 业务有望重新获得发展机遇，因此从 2017 年开始重新加码 FICC 业务。根据高盛 2019 年报，2019 年 FICC 业务收入 74 亿美元，占总收入比例为 20%。我们认为，未来伴随业务加码的不断推进，FICC 业务有望重新成为业绩的重要推手。

从业务开展维度看，借力兼并收购和团队扩张、依托金融科技打造交易平台、发挥业务协同推动业务发展。

（5）通过兼并收购和团队扩张快速构筑业务优势

一方面，外部收购加速迈进新领域。1981 年高盛通过并购杰润公司（J. Aron & Company），正式开始拓展商品交易和外汇领域业务。杰润是美国最大的绿色咖啡豆供应商，同时开展贵金属、咖啡等国际化商品交易业务和外汇业务，收购杰润一是因为其公司文化具有较高的风险偏好，有利于培养高盛积极进取的交易风格，二是杰润的国际化商品交易业务有利于高盛业务扩张。到 1989 年该公司为高盛贡献了 7.5 亿美元总利润中的 30%。此外，高盛在拓展海外业务时，还通过并购当地机构来快速获取市场份额。例如，1982 年高盛购买美国商业银行在伦敦的分支机构，提供全球商品交易融资服务。

另一方面，人才引进推动业务扩张。为加速固收业务发展，高盛在 1977 年引进世界银行的专家从事国债期货交易，80 年代初又从所罗门兄弟公司、摩根士丹利、第一波士顿公司等固收领域巨头中招募了一批经验丰富的债券交易员，并赋予他们公司高层职位。进入量化交易时代后，高盛在 80-90 年代相继邀请布莱克、罗尔、罗斯等金融学大师加入公司，并引入包括物理学、数学、心理学乃至仿生学等领域的专家学者，大力推动量化投资理论在 FICC 业务的应用发展。

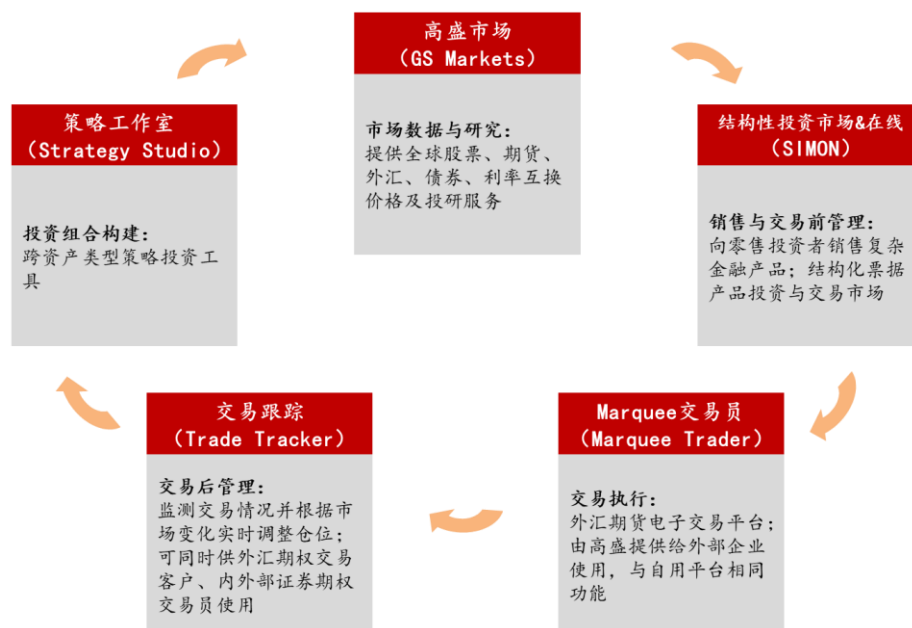
(6) 借助金融科技打造高效交易平台

20 世纪 FICC 交易主要通过人工柜台开展。高盛 FICC 交易业务和众多交易商一样，主要是在各大交易所或场外的交易柜台（trading desk）进行，柜台通常按交易产品分为固收类、外汇类、商品类等，各个柜台上专业的交易员负责进行特定券种交易，交易员接受来自销售柜台的客户指令、通过电子交易系统识别最优价格、帮助客户搭建金融产品结构、并等待时机与对手执行交易。在柜台交易时代，FICC 交易的顺利进行高度依赖于交易员的专业能力，但仍面临着交易平台效率低下、信息流通不畅等问题。

进入 21 世纪，高盛依托金融科技自研 FICC 交易平台，提升业务效率和客户体验。高盛始终强调自己是金融公司+科技公司的双重定位，在 2016 年提出将科技作为各项业务发展的中心点，通过科技能力带来长期有价值的核心竞争力，提升客户体验，增强业务驱动力并创造新发展机遇。依靠自身金融科技实力，高盛致力于通过打造电子化交易平台赋能 FICC 业务。早在 2006 年，高盛便在年报中提出正在发展“低接触”式的电子平台为机构客户执行 FICC 交易，但彼时大部分交易仍需通过传统“高接触”式人工柜台处理；随后几年间，高盛持续推动 FICC 电子交易平台建设，年报中所提及的“低接触”电子平台逐步发展，在 2013 年正式推出了可接入多个投资应用的大宗证券交易电子化开源平台——Marquee。

作为高盛重磅科技产品，Marquee 具备全面、高效和开放等多个优势特点。一是产品服务全覆盖，实现了全球股票和 FICC（包括债券、外汇、商品和衍生品等）全产品链的程序化交易，并能够根据市场变化为机构客户自动执行交易、定位最优价格、快速处理订单、实时调整仓位及风险敞口管理等一站式服务，大幅提升客户体验，同时平台可为客户及时分发最新投研成果、交易策略、市场数据和分析，成为加强与客户信息联络的有效途径。二是高效性，高盛向机构和高净值客户提供大宗交易接入工具，客户可以通过亲自操作实现买卖，涉及 20 万美元以上的大宗交易通过算法执行仅需数秒，而以往人工交易则以分钟甚至小时计，大幅提升了证券流动性和业务效率，满足机构客户高频交易需求。三是开放性，平台不仅将多款高盛内部使用的分析和风控工具对外开放，允许客户通过 API 或 Web 方式访问，同时还允许客户接入其他投资应用。2020 年 2 月，高盛宣布 Marquee 实现彭博的数据接入，成为首家在客户应用程序中接入彭博数据的投行交易平台；通过整合彭博的市场数据和定价数据，实现了客户无缝跨平台数据体验，延伸客户价值链。开放平台看似降低了业务壁垒，实则通过赋能买方实现生态共建、互利共赢，强化内外部客户关系，推动 FICC 业务市场份额增长。截至 2019 年 10 月，高盛 CFO 称 Marquee 目前已拥有超过 100 万的日均 API 调用次数，月活用户数超过 5 万，内外部客户各占约 50%。

图表47： 高盛 Marquee 交易平台各大板块实现产品服务全覆盖



资料来源：Goldman Sachs Presentation to Deutsche Bank Global Financial Services Investor Conference, 华泰证券研究所

(7) 发挥多业务线协作发展优势

高盛发挥全能型投行优势，实现资源互通和效能提升。将 FICC 业务与投资银行、投资研究、资产管理等多条业务线交叉协作，作为提升机构客户综合服务能力的重要战略之一，实现客户、销售、产品、服务等资源互通和效能提升。例如，FICC 业务受到全球投研部门的强力支持，目前覆盖了全球约 3000 家公司和超过 40 个经济体的基本面、行业、货币和商品等研究，为 FICC 交易客户提供增值服务；再如，FICC 和投资银行的机构客户可实现跨板块迁徙，债券承销业务能为 FICC 业务提供充足的债券存量支持，FICC 交易又能满足投行机构客户的多元交易、风险对冲、流动性支持等增量需求，两者协同为客户提供融资和交易等一站式金融服务体验，增强客户粘性。

探寻破局：当风借力展望境内券商 FICC 前景

明辨方向：把握监管发展周期，顺承资本市场趋势

把握监管周期引导的发展时机

业务发展受监管周期影响显著，“促发展”基调渐明迎关键时机。证券行业发展遵循监管自上而下的领导，整体看来，政策指引对券商战略方向及业务节奏影响深远。监管周期“严监管”和“促发展”交替。从 2018 年末以来，监管多次强调提高直接融资占比，发挥好资本市场枢纽作用，完善多层次资本市场结构，指明全面深化改革资本市场重点方向；鼓励券商各业务链条发展的政策措施陆续出台，监管态度向“促发展”倾斜。“促发展”周期内，监管鼓励创新业态的举措更为频繁，为券商业务拓展和模式转型带来关键机遇。券商需要把握好“促发展”周期，积极有序拓展监管业务创新。

捕捉市场趋势蕴育的业务机遇

监管层强调尊重和遵循市场规律，全面深化资本市场改革坚定市场化方向，科创板和创业板制度革新打造市场化基因，金融市场双向开放引导市场机制成熟转化，券商业务拓展需要顺应市场发展趋势，实现：

债券市场：顶层政策多重利好，债市发展大势所趋。境内债券市场存量规模居全球前列，目前发展已经相对成熟，且监管层对债券市场的重视程度不断上升，有望进一步激活市场潜力。一是顶层设计提出要推动直接融资占比提升，债券融资作为直接融资的重要组成部分有望迎来发展历史机遇。二是新《证券法》从公司债和企业债全面实行注册制、债券发行门槛降低、投资者保护制度更为完善、信息披露更加充分、违法成本显著提高等方面优化债券发行制度。三是 2020 年 4 月中共中央、国务院《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中明确加快发展债券市场，包括稳步扩大债券市场规模、丰富债券市场品种、推进债券市场互联互通。此外，监管推动绿色债券、创新创业专项债、“一带一路”专项债等创新债券发行，未来业务规模有望提升。并且已有多家券商陆续获得信用风险缓释工具核心交易商和产品创设资格，券商在信用衍生品创设和交易的参与度有望逐渐上升，未来衍生产品业务规模的拓展将为券商开辟盈利新增长点。总体来看债券市场发展成为大势所趋。

期货市场：政策积极鼓励期货市场发展迎来战略性发展机遇。期货业务具有投资和风险对冲等双重属性，行业发展是实体经济的迫切需求。监管多次释放信号、鼓励期货市场发展，证监会主席易会满在上任后首场发布会上表示将积极发展期货市场，推进融资结构完善，证监会在资本市场改革六大重点任务中明确要加大期货期权产品供给。同时，期货期权产品种类扩容加速，交易所积极研发并推出更多上市新品种，包括纸浆、20 号胶、2 年期国债、生猪、尿素、粳米、铜期权、PTA 期权等，当前国内期货期权品种已突破 70 个。此外还稳步扩大“保险+期货”试点项目，大力推进原油、铁矿石等特定品种国际化。券商系期货公司作为期货市场重要参与者之一，有望乘行业发展浪潮迎来战略拓展关键机会。

外汇市场：人民币国际化驱动市场发展，券商资质扩容开拓业务前景。外汇市场的核心功能是为市场主体提供本外币兑换和风险管理渠道。过去外汇市场交易量增长来自于对外贸易和投资的增长、市场主体管理汇率风险背景下外汇衍生品市场发展和资本市场双向开放持续推进三个方面。展望未来，人民币汇率市场化、可兑换、国际化推进，以及资本市场双向开放加速，有望成为推动外汇市场发展的主要因素。外汇交易范围、交易工具、市场主体等完善，也将赋予我国外汇市场发展的广泛进步空间。2019 年 9 月以来监管对券商结售汇资格扩容趋势愈发明显，中信证券、招商证券、华泰证券、东方证券、中金公司、中信建投陆续获批外汇业务资格，加上国泰君安共计 7 家券商成为银行间外汇市场成员。未来若外汇业务资格持续拓宽，券商在外汇市场的深度、广度和活跃度将有望提升；同时券商也将作为资本市场对外开放的承载主体之一，与海外投资者开展国际化外汇交易。总体来看，券商外汇资质扩容将进一步延伸全方位覆盖的业务链，提升券商面向机构客户的综合服务能力。但是，目前另一现实情况是我国外汇市场长期由银行占据主导地位，银行在结售汇业务已形成绝对优势。未来监管层可进一步推出更多配套政策，明确券商具体外汇业务范围和类型、资金结算和账户、内部控制、部门分工等细节要求，鼓励券商发挥作为专业化投资银行在价格发现、市场化和风控等方面优势，助力券商更好地服务外汇市场建设。

市场国际化进程加快倒逼券商率先布局并夯实竞争力。深化金融行业改革开放背景下，固定收益、期货市场对外开放程度加快，境外投资者进入或将加快。债券市场方面，2017 年 7 月债券通正式上线运行，境外投资机构可以与取得境内报价资格的金融机构进行交易，买卖内地市场债券。此外，截至 2019 年末已有 2608 家境外机构投资者获批进入银行间债券市场进行交易，2020 年 3 月末境外机构投资者的债券托管量达 1.95 万亿元，已实现外资连续 16 个月增持。期货市场方面，特定品种对外开放逐步拓展，外资投资境内期货公司持股比例也正式放开。**境外成熟机构投资者加速进入各类市场，增加市场规模和活跃度，将带来先进经验，提升市场定价能力，推动境内市场向成熟市场机制转化。同时，海外投资者进入也将加剧国内竞争格局，有望带来“鲶鱼效应”，倒逼国内券商率先布局抢占发展先机，并且不断夯实综合竞争实力构筑竞争壁垒。**

业务破局：构筑七大核心竞争力，打造券商 FICC 生态圈

FICC 业务种类复杂，券商需加快构筑资本实力、产品创设能力、交易能力、投资能力、风控能力、科技能力、业务协同能力七大综合实力，构筑业务护城河。国内券商 FICC 业务起步较晚，面对银行既有领先优势和券商自身业务痛点，需顺承“促发展”周期扬帆前行，加快构筑七大大专业实力逐鹿天下，打造券商 FICC 业务生态圈，也将为券商收入增长打开新空间：

第一，资本实力。FICC 业务链中投资、做市、产品创设等均需要券商充分运用自身资产负债表为自己和客户开展重资产业务。因此资本实力是决定业务能否拓展以及拓展空间的关键要素。未来行业和业务发展将迈入资本为王时代，资本金充足且资产盘活能力较强的券商，有望在市场博弈中获取更大的市场占有率，并且资产周转率提升也将驱动券商 ROE 向上。

第二，产品创设能力。FICC 产品线种类丰富，固收类资产涵盖现货产品和结构化产品，外汇类资产分为即期外汇和外汇衍生品，商品类资产包括各类大宗商品现货、期货、期权等，且基础性资产和衍生品组合创新空间大。借鉴美国投行 FICC 业务的成功经验，活跃的金融创新起到关键作用，投行紧跟市场趋势、保持产品体系与时俱进，才能满足机构客户复杂风险对冲和投资等多元需求。产品创设能力是决定交易和投资业务空间的前提条件，因此国内券商需积极进行创新产品布局，在兼顾风险水平和业务实力的同时，逐步探索利率、信贷、外汇等衍生品和结构化产品。以客户需求为导向，依托投研团队和销售团队的强力支持，推动机构客户和高净值客户的定制化产品设计服务，进一步刺激投资者多元需求。同时，通过有效利用创新金融产品还能实现风险对冲和敞口控制，可为平衡风险与业务拓展提供灵活空间。未来券商在金融产品创设的参与度有望提升，衍生品规模拓展将为盈利开辟增量空间。

第三，交易能力。成熟市场中投行 FICC 业务的重要收入来源之一是做市业务，占比曾高达 70% 以上；而国内券商做市业务目前规模尚小，仍处于发展初期，随着未来业务资格和市场需求进一步拓宽，做市业务有望成为 FICC 业务的收入驱动引擎之一。做市业务的内涵要求券商直接充当买卖双方的对手方、并根据价差实现撮合，因此做市业务的发展壮大依赖于券商在交易中精准定位最优价格、高效执行交易订单等能力。交易定价方面，借鉴海外投行以量补价的高频做市模式和高价差的低频做市模式两种业务模式，券商需完善自身的差异化产品定价模型，根据产品种类、供需情况、流动性、风险水平等量化因素实时调整交易价格，在为客户提供有竞争力的报价的同时，最大化做市价差收入。交易执行方面，由于最佳交易机会往往随市场波动转瞬即逝，而机构客户又对交易规模和频率均有较高要求，券商需打造集信息沟通、产品报价、订单执行等环节为一体的高效交易流程体系，提升交易平台对大宗订单和高频交易的承受能力，快速处理客户交易指令，满足客户复杂的多元交易需求。

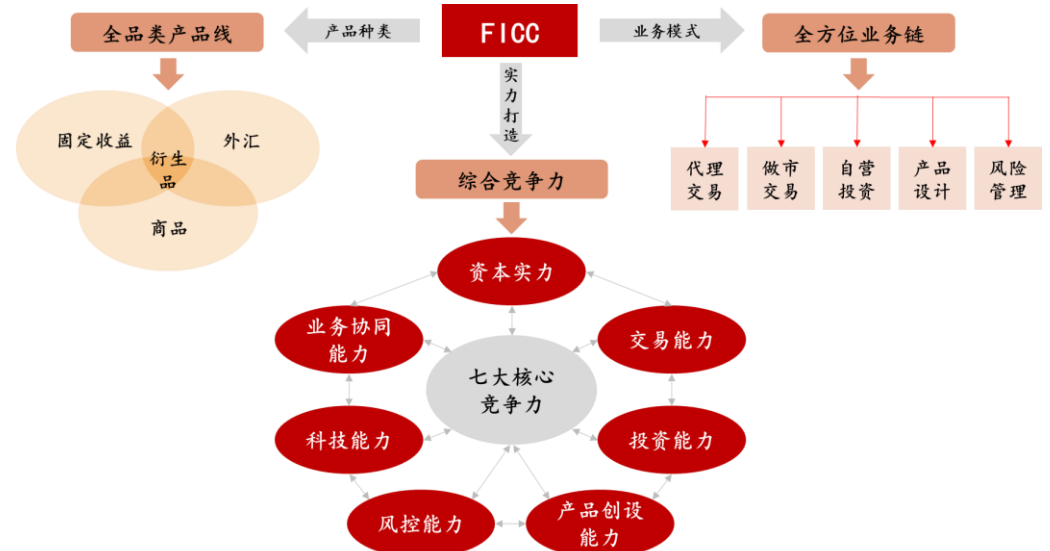
第四，投资能力。FICC 业务链中自营投资和代客交易需要券商对 FICC 各类金融资产进行投资，专业的投资能力是博取优厚收益率的护城河。投资能力打造需从以下维度实现突破：一是投资择时能力。利率、外汇、大宗商品及衍生品的价格与市场变动联系紧密，最优交易机会转瞬即逝，要求券商能够把握市场时机进行交易。二是资产配置能力。FICC 业务涉及多种金融工具，同时可能跨越国内市场、海外发达市场及新兴市场等多元市场，导致资产价值和风险的变动方向和数额存在差异，因此券商需构建清晰的资产配置理念和定位，对投资标的、仓位权重、市场分布等指标进行最优配置，在匹配预期收益率的同时合理分散资产风险。三是投资策略选择能力，券商应结合预期收益率、风险承受能力等因素合理制定投资策略，衍生品等复杂金融工具尤其需要券商打造量化交易策略和风险对冲策略。四是投资研究能力和人才团队优势。高盛等海外大行为 FICC 交易客户提供覆盖全球多元经济体的基本面、货币、信贷和商品市场等研究，研究观点影响力出众，有效延伸客户价值链。未来券商需更重视 FICC 业务相关研究实力培育，并通过人才引流和内部培养机制打造专业投研团队，深化研究广度、深度、高度和质量，实现跨市场、全方位研究覆盖，增强客户黏性，打造高水平研究定价权和市场影响力。

第五，风控能力。券商开展重资产业务必须建立在风控能力基础之上，只有风控实力出众的券商有望将 FICC 业务做强做大。《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》提出要统一信用类债券信息披露标准，完善债券违约处置机制，规范信用评级行业发展，因此对券商债券类资产的风险管理能力也提出更高要求。一是平衡风险收益比重。FICC 业务需利用自有资金并主动承担风险，券商应吸取美国投行的经验与教训，在业务拓展中确保风险敞口与自身净资本规模、风控实力相匹配，保持杠杆倍数适度性，业绩考核上更注重风险调整后的回报指标。二是完善风险控制体系，实现分类化、精准化、动态化管理。FICC 产品复杂程度高，涉及业务面广，券商需打破按业务线风险管理的传统思路，对操作风险、信用风险、流动性风险、市场风险等各类风险进行统一管理；同时，根据产品类型、市场分布、波动方向等因素构建科学的风险指标量化体系，持续监控全球市场和产品的各类风险，对风险敞口实现精准测度，对风险头寸实现动态调整和管理。三是建立客户信用评价体系，将客户信用质量、保证金水平、各类产品持仓情况等因素纳入评估指标，对客户实施差异化定价，并降低信用违约风险。四是出色的风控能力有望通过提供解决方案创造业务生产力。FICC 业务还包含客户风险敞口管理和咨询服务，风控实力将助力券商面向机构客户提供风险管理解决方案，发挥价值创造功能，增强客户黏性。

第六，科技能力。FICC 执行、风控等前中后链条均高度依赖 IT 基础、自动化、大数据及应用、量化交易等技术建设；唯有以金融科技为引擎，方能全面赋能核心竞争力，驱动业务高效发展：一是打造交易平台高度依赖自动化、大数据、量化模型等金融科技实力。FICC 电子化交易平台需根据市场变化，为客户提供自动执行交易、定位最优价格、快速执行订单、实时调整仓位等全流程程序化交易，确保高频大宗交易顺利执行。数据规模和交易的及时性、准确性要求平台具备大数据收集、分析及应用能力，平台自动化和智能化要求券商打造先进的 AI 算法和量化模型。二是风控能力有赖于科技赋能。风险敞口的精准测度与调整、客户信用评估等环节，均对市场数据和信息的全面性和时效性提出较高要求，借助大数据分析、机器学习等科技手段有助于打破风控能力天花板。

第七，业务协同能力。FICC 各业务链相辅相成，两者能够实现客户资源共通、业务模式协同，打造机构客户综合服务体系。一方面，FICC 产品交易能够投行客户提供增值服务，满足机构客户除融资以外的多元投资和风险对冲需求；另一方面，投行债券承销业务也为 FICC 产品储备提供内部保障，FICC 交易为投行承销提供更为广阔的分发渠道。券商可通过推行全业务链协同，充分调动各部门客户基础、研究、销售等资源，推动整体业务线协同并进，打造以机构客户需求为导向的综合金融解决方案。

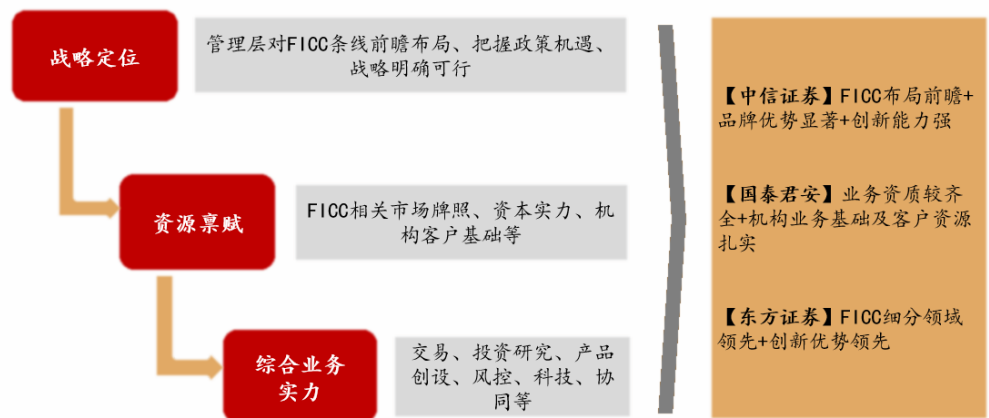
图表48： 构筑七大核心竞争力，打造券商 FICC 新版图



资料来源：华泰证券研究所

按图索骥：捕捉改革浪潮中 FICC 执牛耳者

图表49：按图索骥，甄选标的



资料来源：华泰证券研究

创新业态为行业创造变革契机，同时也将加剧分化、重塑行业格局。从三大维度甄别优质公司。**第一为战略定位**，管理层对 FICC 的前瞻战略规划布局引导业务发展方向，能否抓住政策红利和改革浪潮机遇决定业务拓展前景，在具体业务条线前瞻布局、战略明确可行的券商将率先构筑优势。**第二为资源禀赋**，FICC 业务推进依赖于相关市场牌照资质、资本实力、机构综合服务业务协同、金融科技基础等资源禀赋，禀赋占优的券商将攫取发展先机。**第三为综合业务实力**，FICC 业务有效运营取决于交易定价与执行、投资策略与资产配置、专业市场研究、产品创设、风险控制等综合专业能力，能力领先的券商将取得核心竞争优势。

优选标的：能者立潮头

逻辑一：全业务链发展的行业龙头。推荐 FICC 布局前瞻，品牌优势显著，创新能力强的**中信证券**。

逻辑二：具备市场化基因、机构业务基础扎实的大型券商。推荐 FICC 布局前瞻，业务资质较齐全，机构客户资源和业务基础扎实的**国泰君安**。

逻辑三：FICC 特色优势显著的大中型券商。推荐在 FICC 细分领域较为领先、创新意识享有优势的**东方证券**。

风险提示

- 1、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，市场持续低迷和波动将会影响证券公司业绩。
- 3、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

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、评估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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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“华泰证券研究所”，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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司