



券商行业专题报告：衍生品 业务加速发展 头部券商最 为受益



全球场内衍生品平稳增长，场外衍生品规模超过场内。衍生品的存在是为了分散商品价格波动风险而生，发展初期交易所场内交易首先得到发展。随着金融自由化浪潮下金融类衍生品后来居上，国际金融机构跨国交易又催生银行间场外市场的发展，监管豁免下场外衍生品市场发展迅速，市场规模超越场内。尽管金融危机后场外衍生品进入增长平台期，而场内衍生品一直维持平稳增长并创下纪录，场外仍是衍生品主流市场。截至2020年6月底，全球场内衍生品规模62.3万亿美元，场外衍生品规模607万亿美元，是场内衍生品规模的9.7倍。

对标国际，国内衍生品业务空间广阔。衍生品业务需求空间广阔，证券公司衍生品业务主要面向专业机构客户，满足机构投资者风险管理、资产配置、融资及交易流动性等需求。对比中美两国股票市场投资者结构，2020三季度美国股票市场专业机构占比40.4%，而2019年中国专业机构占比仅15.7%。中国资本市场机构投资者参与程度尚有较大提升空间，衍生品业务潜在需求空间广阔。

国内场内金融衍生品品种逐渐丰富。金融期货方面，2010年10月，第一个股指期货品种沪深300股指期货在中金所上市，上证50和中证500股指期货合约自2015年4月起上市交易。2013年、2015年、2018年，5年期、10年期、2年期国债期货分别上市，基本形成覆盖短中长期的国债期货产品体系。金融期权方面，2015年2月，上证50ETF期权在上交所正式上市交易，2019年12月23日上交所、深交所上市交易沪深300ETF

期权合约，中金所上市交易沪深 300 股指期货合约。

场外衍生品业务逐渐规范化，助力多层次资本市场建设。十九大延续十八大政策，继续提出增强金融服务实体经济能力，促进多层次资本市场健康发展，而场外衍生品市场的搭建是建立多层次资本市场中的关键一环。2018 年，各地监管局下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，主要对券商采取分级管理，对股票类期权标的品种增加明确规范，并限制个股期权规模无序扩张，行业从野蛮生长到有序健康发展。2020 年 9 月中证协发布《证券公司场外期权业务管理办法》，新规在 2018 年的版本上一方面拓宽了标的范围，另一方面扩大了交易商的范围，政策边际上显著回暖。我们认为具备核心竞争力、团队建设完善的头部券商有望在衍生品业务持续发力。

场内外权益衍生品预计贡献收入 4-5%，头部券商最为受益。综合来看，预计悲观、中性、乐观假设下，2021 年权益类场外衍生品业务合计实现收入 212 亿元、240 亿元、260 亿元，约占 2021 年券商行业收入的 4-5%。

重点推荐中金公司、华泰证券。1) 衍生品自身特点决定，当规模翻倍时，风险并非随之线性增长，而是规模越大产品越有可能相互对冲，从而带来风险呈较小比例地增长甚至负增长。大券商规模优势在场外期权市场得以发挥，边际成本逐步降低。2) 场外衍生品业务对券商的客户基础、风控能力、投资和定价能力均有较高要求，起步较早的龙头券商优势明显。随着场外期权新规出台，对交易商进行分层管理，我们认为市场集中度有

望进一步提升，头部券商领跑局面持续深化。

风险提示：监管进一步抬高场外衍生品参与门槛；股票市场趋势性下跌。

关键词：期货

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33369

