

# 非银行金融

# 行业专题报告

## 潜力业务（1）：后雪球时代的场外衍生品

投资评级

**领先大市-A 维持**

### 投资要点

- ◆ **网红产品雪球是什么？**雪球是 H121 爆火的金融产品，预计去年总规模峰值达 2500-3000 亿元。雪球一般由券商、信托等金融机构发行，以券商“非保本收益凭证”为底层资产，挂钩场外期权。2021 年 8 月以来，雪球业务频受窗口指导，业务规模、客户群不断受限，但我们认为雪球产品中金融机构与投资者共享收益、共担风险，寻找共赢平衡点的思想揭示了证券业务长远发展方向。嵌入金融衍生品，交易双方对特定标的的价格走势、波动率、相关性进行有限判断，是实现共享收益、共担风险的最佳路径。
- ◆ **我国场外衍生品业务正快速发展。**场外衍生品业务主要包括场外期权和收益互换，2021 年 9 月末存续名义本金 1.96 万亿元、年累计新增 6.25 万亿元。银行是场外期权最大交易对手，股指类场外期权在结构性存款、浮动收益类理财产品广泛应用；私募基金是收益互换主要交易对手，大宗交易、股份减持、日内回转策略、套利组合中应用较多。基于中证协披露的业务规模、TOP20 相关收入数据，我们估计 2021 年场外衍生品业务净收入或达 135 亿元，同比+92%。若我国权益类金融衍生品渗透率达到海外成熟市场水平，名义本金有望达到 9-10 万亿元，较目前还有 5 倍的成长空间，届时年净收入贡献或达 450-500 亿元。
- ◆ **场外衍生品集中度高，头部券商优势明显。**场外衍生品是典型的强者恒强的业务，投资者与券商交易，券商充当做市商。交易对手越多，投资者相互对冲可能性越大，做市商风险对冲成本越低、报价越低，吸引更多投资者加入。海外前五强市占合计 93-95%；我国场外期权前五强市占合计 65%、收益互换前二强市占合计 65%。目前中信、华泰、中金等场外衍生品业务规模较大、收入较高。尽管目前场外衍生品业务直接收入占比仅 3-5%，且监管压力下短期增速或下滑，但中长期看，个别公司收入占比有望升至 20-30%，成为重要利润增长点。
- ◆ **投资建议：**综合考量基本面、估值和成长性三方面，看好华泰、中信和中金。
  - 华泰：**2019 年以来场外衍生品业务一直处于头部地位，经纪、投行、资管等也表现优异；2021E P/B 1.07x，是目前时点性价比最高的券商股。
  - 中信：**场外期权、收益互换均居行业首位，2021 年归母净利润同比+54%，目前 2021E P/B 1.62x，与过去 5 年平均值相当，龙头溢价尚未体现。
  - 中金：**收益互换业务遥遥领先同业，机构、投行及富裕人群财富管理业务具备核心竞争力且契合行业趋势，A 股目前 2021E 3.17x P/B，H 股 2021E 1.07x P/B，均处各自历史低位。
- ◆ **风险提示：**政策变化、专业能力不足、客户信用、业务发展不及预期等风险。

首选股票	评级
601688	华泰证券 买入-A
600030	中信证券 买入-A
601995	中金公司 买入-B

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.19	-7.19	-7.19
绝对收益	-20.32	-20.32	-20.32

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001  
 021-20377098

### 相关报告

 保险：上市险企 2022 开门红展望  
 2022-01-05

 非银行金融：市场悄然变化，看好资本市场  
 产业链 2021-12-17

 保险：11 月寿险、产险单月保费均同比正增长  
 2021-12-16

 保险：险资参与证券出借，保险/证券/市场三  
 赢 2021-12-05

 保险：10 月寿险保费持续承压，产险增速由  
 负转正 2021-11-23

## 内容目录

一、爆火的网红金融产品——雪球	4
(一) 频受“指导”的雪球产品是什么	4
(二) 雪球产品中，金融机构如何盈利	5
(三) 我们为何剖析研究雪球产品	7
二、我国场外衍生品业务简述	9
(一) 现有金融衍生品及相关产品	9
1、场内外衍生品业务概述	9
2、场外期权业务	10
3、收益互换业务	12
(二) 场外衍生品业务业绩贡献及未来展望	14
1、2021 年场外衍生品业务收入或达 135 亿元	14
2、场外衍生品业务未来展望	15
四、投资建议：场外期权业务实力较强的相关公司	17
(一) 场外衍生品或成头部公司重要业务支柱	17
(二) 投资建议：推荐华泰、中信、中金	18
风险提示	20

## 图表目录

图 1：雪球产品投资者可能面临的不同情景	4
图 2：雪球产品各相关方、分工及盈利模式	5
图 3：雪球期权的 Delta 曲线	6
图 4：券商低买高卖开展对冲交易（红色表示买入，绿色表示卖出）	6
图 5：我国场外衍生品存续名义本金及挂钩资产结构变化趋势（亿元）	9
图 6：场外期权及收益互换新增名义本金及增速（亿元）	9
图 7：2021 年 9 月场外衍生品新增名义本金交易对手结构	9
图 8：场外期权不同期权种类	10
图 9：利用场外期权实现保本+浮动的收益结构	10
图 10：香草期权：最简单的期权	10
图 11：价差期权：锁定价差收益	10
图 12：二元期权：只考虑价格涨跌，不考虑涨跌幅度，非有即无	10
图 13：鲨鱼鳍期权：障碍期权，超出约定区间则敲出	10
图 14：领子期权：以卖出期权抵消部分买入期权的风险	11
图 15：跨式期权：同时买入/卖出相同标的的看涨期权和看跌期权	11
图 16：期权组合策略：各种期权组合而成的复杂交易策略	11
图 17：场外期权交易对手结构变化趋势	11
图 18：场外期权挂钩标的新增名义本金占比	12
图 19：场外期权挂钩标的存量名义本金占比	12
图 20：杠杆融资型	12
图 21：保本基础上，获取投资收益	12
图 22：大小非、定增参与机构套期保值	12
图 23：有限对冲风险，分享持股收益	12
图 24：三方互换：投资者之间实现相互对冲	13

图 25: 收益互换挂钩标的新增名义本金占比 .....	13
图 26: 收益互换挂钩标的存量名义本金占比 .....	13
图 27: 券商收益互换新增名义本金交易对手占比 .....	13
图 28: 互换存量名义本金与私募基金规模增长趋势一致 (亿元) .....	13
图 29: 1998 年至今, 美国衍生品业务存续名义本金 (十亿美元) .....	14
图 30: 全球范围看, 利率衍生品是衍生品业务的主流 (十亿美元) .....	14
图 31: 我国场外衍生品业务新增名义本金 TOP5 集中度变化 (亿元) .....	15
图 32: 1998 年至今, 美国衍生品业务存续名义本金 (十亿美元) .....	16
图 33: 我国与美国权益类衍生品名义本金/股票市场总市值比较.....	16
图 34: 场外期权业务净收入及收入占比 (亿元) .....	17
图 35: 2020 年 6-11 月收益互换新增名义本金前 5 名 (亿元) .....	17
图 36: 场外期权业务 TOP5 券商名义本金变化趋势 (亿元) .....	17
图 37: 收益互换业务 TOP5 券商名义本金变化趋势 (亿元) .....	17
图 38: 主要上市券商 PB (MRQ) 估值比较.....	18
图 39: 华泰证券过去 5 年历史 PB 估值变化趋势 .....	19
图 40: 中信证券过去 5 年历史 PB 估值变化趋势 .....	19
图 41: 中金公司 A 上市以来历史 PB 估值变化趋势 .....	19
图 42: 中金公司 H 过去 5 年历史 PB 估值变化趋势 .....	19
表 1: 挂钩中证 500 的经典雪球结构 .....	4
表 2: 场外期权一、二级交易商 .....	15

## 一、爆火的网红金融产品——雪球

### （一）频受“指导”的雪球产品是什么

2022年1月7日，多位信托业人士证实，收到窗口指导，“雪球”类信托产品不得继续向C端投资者募集。雪球是一款2021年上半年爆火的网红金融产品。2021年下半年开始多监管部门多次发文规范，其中比较重要的是2021年9月，中基协针对券商资管集合产品的指导。中基协要求证券公司单只资管产品投资雪球结构期权比例不超过25%，全部为专业投资者且单个投资者超过1000万的封闭式集合计划可豁免；9月份开始对不符合要求的雪球产品不予备案。

频繁监管下，投资者仍趋之若鹜。雪球产品到底是什么？雪球产品一般由证券公司、信托、银行理财子公司、基金子公司或财富管理机构发行，底层资产是券商“非保本收益凭证”或挂钩场外期权的资管产品，向投资者支付浮动收益，收益情况取决于挂钩标的（指数或个股）价格。

表 1：挂钩中证 500 的经典雪球结构

经典雪球		
标的资产	中证 500 (000905.SH)	
期限	18 个月	
敲出要素	敲出观察日	每月特定的一个交易日（月频）
	敲出价格	期初价格 $\times 100\%$
	敲出事件	任一敲出观察日，标的资产收盘价格 $\geq$ 敲出价格，提前终止
	敲出/到期票息	15.6%（年化）
敲入要素	敲入观察日	存续期间的每一交易日（日频）
	敲入价格	期初价格 $\times 75\%$
	敲入事件	任一敲入观察日，标的资产收盘价格 $\leq$ 敲入价格
	执行价格	期初价格 $\times 100\%$
收益情况	未敲入+已敲出	敲出票息（年化）=15.6%
	已敲入+已敲出	
	已敲入+未敲出	或有亏损（非年化）=标的跌幅
	未敲入+未敲出	到期票息（年化）=15.6%

资料来源：申万宏源证券，华金证券研究所

图 1：雪球产品投资者可能面临的不同情景



资料来源：凌锐科技，华金证券研究所

根据产品条款，只要挂钩标的跌幅不超过既定值（通常 20-30%），投资者即可获得约定固定收益（目前 10%以上，2021 年初曾达 20%以上，挂钩个股息更高）；即便挂钩标的跌幅一度达到既定值，若重新上涨达到约定幅度，也可获约定收益；但若挂钩标的跌幅达到既定值，且在产品存续期再未上涨至约定幅度，则投资者将承担挂钩标的下跌带来的亏损。

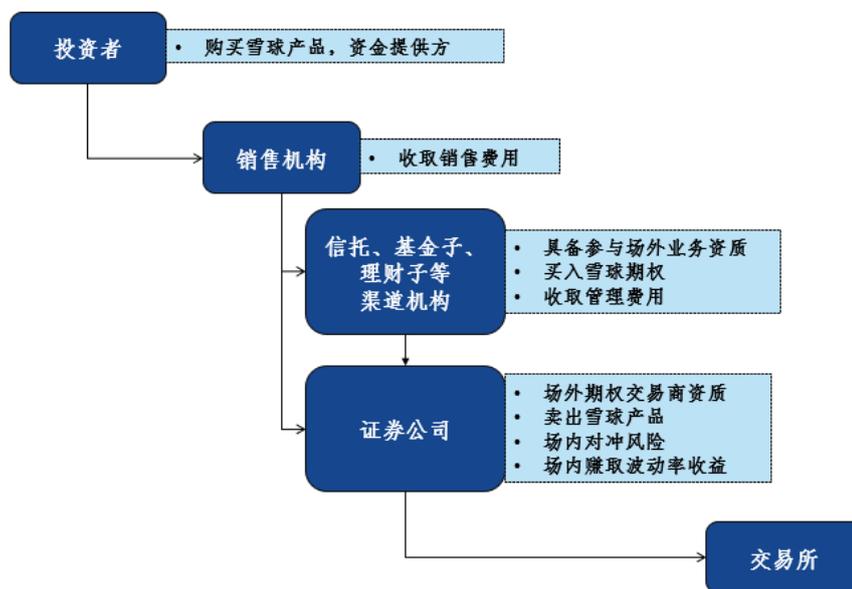
从监管角度，雪球是一款收益有限，而损失无限的产品，所以一再提示风险，加以限制。从投资者角度，在各种可能出现的情景中，获得可观固定收益是大概率事件，而承担相应亏损概率较小，并且即便亏损，亏损幅度也与同期购买挂钩标的幅度相当。我们认为，雪球产品与挂钩标的所处市场环境密切相关，金融机构和投资者同样面临损失风险。撇开市场环境，无法对雪球产品进行定性。

## （二）雪球产品中，金融机构如何盈利

雪球产品本质是投资者向券商卖出看跌期权，获取固定权利金（期权费），一旦条件触发（跌至敲入价），则需承担相应义务，即挂钩标的价格下跌带来的损失。

证券公司卖出雪球产品，取得投资者资金<sup>1</sup>后，买入挂钩标的，对冲掉全部或部分  $\Delta$  风险，然后在挂钩标的价格波动中高抛低吸，赚取期权费、渠道或销售费用和自身收益。可以说，雪球产品业务链上所有参与者的收益主要来自挂钩标的的价格波动率。上涨趋势中， $\Delta$  风险不完全对冲也可贡献一定收益。

图 2：雪球产品各相关方、分工及盈利模式



资料来源：凌锐科技、华金证券研究所

不同市场环境，雪球产品各相关方面临不同情景：

- **快速上涨**：雪球产品会提前结束，由于持有期限较短，投资者只能取得按照年化收益计算的短期收益。证券公司由于市场波动率较高，可能赚取远超定价的收益。

<sup>1</sup> 雪球产品通过无杠杆，投资者缴纳保证金比例 100%

<sup>2</sup> Delta：期权价格变动与标的资产价格变动的比率，一般指标的资产价格变动带来的风险

- **窄幅震荡**：不敲出也不敲入，投资者持有至到期，由于时间足够长，收益不断滚动积累，获得最大收益。而在此过程中，由于波动率低，不利于高抛低吸的波段操作，券商收益可能不大，甚至损失票息。
- **宽幅震荡**：先大幅下跌触发敲入，后回升触及敲出，投资者同样获得不错的收益；同时由于波动率大幅提高，券商收益不菲。
- **持续下跌、反弹无力**：触发敲入事件，投资者承担亏损。在持续下跌中，券商受益于进行了对冲，规避掉 **delta** 风险，基本不承担损失。给客户加杠杆或自身 **delta** 对冲不到位的情况除外。

综上所述，雪球产品适合温和上涨或震荡行情。当然，若波动率太低，对投资者影响不大，但券商热情或不足。

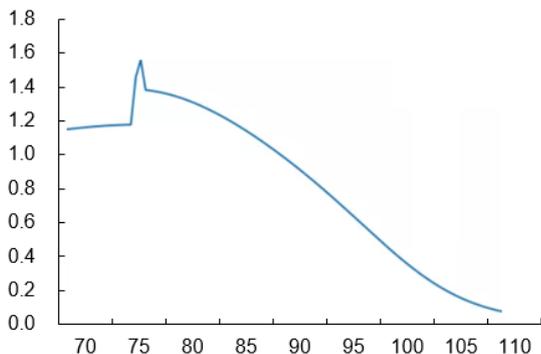
从雪球产品的条款设计及运作模式来看，关键指标包括：挂钩标的、期限、敲出价格及观测频率、敲入价格及观测频率、票息、**delta** 风险对冲、波动率预测等。其中挂钩标的、期限、敲出价格及观测频率、敲入价格及观测频率、票息，虽需专业衍生品从业人员设计，但也受到同业竞品的影响。2020、21 年，最火爆的雪球产品是挂钩中证 500 指数的一年期产品；敲出价格通常设在期初价格\*103%，敲入价格通常设在期初价格\*80%、敲出月频观测、敲入则日频观测（敲出、敲入观察日数量比约 1：20，敲出概率被大幅降低）；票息受挂钩标的期货贴水收窄、波动率收窄、监管等因素影响，从最初的 20%以上，降至 10%左右。**delta** 风险对冲、波动率预测则是体现金融机构衍生品从业人员专业能力的核心。

以挂钩中证 500 的雪球为例。券商每卖出一份雪球产品，则需在场内做空 Delta 份中证 500 股指期货。雪球产品的 **Delta** 曲线如下图，意味着当标的资产价格波动时，券商需要动态调整头寸以实现风险对冲。**具体而言：**

- 当中证 500 下跌时但未跌至敲入水平时，**Delta** 变大，券商需在场内买入 IC，即“低买”；
- 当中证 500 上涨但未超出敲出水平时，**Delta** 变小，券商需在场内卖出 IC，即“高卖”。

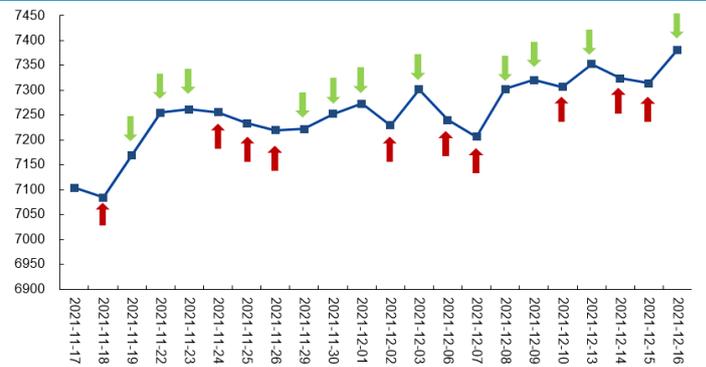
概况而言，标的资产价格波动率越大，券商在不断低买高卖中积累的收益越多，当该收益大于向投资者支付的票息时，券商便可实现盈利。

图 3：雪球期权的 **Delta** 曲线



资料来源：华金证券研究所，注：横轴为标的现价/期初价

图 4：券商低买高卖开展对冲交易（红色表示买入，绿色表示卖出）



资料来源：WIND，华金证券研究所

### （三）我们为何剖析研究雪球产品

雪球产品是资管新规后，证券公司推出的创新产品。2020年推出，2021年上半年成为网红爆款。根据兴业研究大类资产配置团队预计，2021年一季度末，收益凭证类雪球产品规模约720亿元；资管类雪球产品规模约773亿元，合计1500亿元左右。根据中金公司“金泽”系列收益凭证2020年募集规模超过100亿元；2021年5月，招商证券销售雪球结构产品接近30亿元，存量规模约35亿元等数据估算，我们预计2021年全市场雪球产品总规模峰值或达2500-3000亿元。规模扩张之迅速，可见一斑。

2021年8月以来，尽管雪球产品及场外衍生品业务受到了证监会、证券业协会、中基协、深圳证监局、银保监会等多方监管机构的关注和窗口指导，业务规模、面向客户不断受限。然而，如此快速的发展速度，以及草根调研中了解到的众多“一分钟售罄”、“上线几分钟获\*\*亿资金认购”的案例，我们认为雪球产品爆火的背后或隐含着证券业务长远发展的方向。与此同时，业内人士关于“场外业务成券商最赚钱业务”的说法，也值得我们深入探究。

我们认为雪球产品爆火的原因主要包括四方面：

- （1）**证券公司等金融机构与投资者共享收益、共担风险，寻找共赢平衡点。**雪球产品10-20%的年化票息固然吸引投资者，但非刚性兑付、一旦挂钩标的跌幅触及某值，投资者自行承担亏损，同样降低了产品发布方的风险。
- （2）**突破条块桎梏，真正实现以客户需求为导向。**雪球产品运用期权原理，获取收益涉及量化交易和风险对冲，业务形式主要表现为券商收益凭证或其他资管产品，运作中涉及多业务部门——场外业务、资金业务、资管业务、自营业务、衍生品业务……只有真正做到通力合作，打通条块桎梏，才能不断为客户供应具有吸引力的产品。
- （3）**持续为客户寻找相对高收益。**雪球产品可给予投资者极具吸引力的票息，源自该产品发行方后续具备大概率取得较高收益的能力，覆盖票息和业务成本后，仍可带来丰厚收益。

雪球产品开始主要由券商销售，后需求旺盛，信托、基金子公司、银行理财子公司也加入市场。未来各类金融机构业务重合度将越来越高，只有持续为客户寻找到相对高收益，才能在激烈竞争中存活。如何持续为客户寻找相对高收益呢，我们认为需要优秀的投研能力、风控能力、资本实力和销售能力的综合运用，这些核心竞争力的打造又建立在丰富人才储备和有效激励制度的基础上。

- （4）**震荡上行的市场环境。**雪球产品2020-21年如此火爆，与主要挂钩标的中证500指数震荡上行的市场环境不无关系。市场震荡上行，各相关方均收益颇丰，从而形成螺旋式上升的正反馈。

不同市场环境下，雪球产品各利益方面面临不同情景。若挂钩标的市场环境对一方不友好，都将影响业务发展。即便证券公司处于规避自身风险考虑，在产品条款中约定投资者在某类条件下自行承担亏损，但若投资者持续亏损或短期亏损幅度较大，也将引来不必要的纠纷。即便没有纠纷，业务规模也不可能做大。

因此，开展金融产品或证券类业务对宏观、策略、挂钩标的选择等大方向的判断至关重要。我们在 2022 年度策略《市场悄然变化，看好资本市场产业链》中，从人口结构变化、可投资资产流向、资本市场完善程度等方面分析，我国资本市场已具备持续繁荣的基础和驱动力。整体而言，我们认为中长期看，证券市场走在持续向上的周期中，这样的市场环境对金融产品开发、资产管理等较为友好。

综合上述四方面原因，市场环境不受个人或企业主观意志影响，属不可控因素，顺应趋势即可。打破条块桎梏、建立有效的激励制度并储备大量专业人才是证券公司必修的内功。而与投资者共享收益、共担风险，寻找共赢平衡点，才是业务层面可预见的前进方向。

众多金融产品中，我们认为嵌入金融衍生品，加入对特定标的价格走势（delta）、波动率（Vega）、相关性（Gamma）的有限判断，才可能实现金融机构与投资者的共享收益、共担风险，达到共赢平衡。当然，引入金融衍生品，产品设计不可避免越来越复杂，运作门槛不可避免越来越高。

## 二、我国场外衍生品业务简述

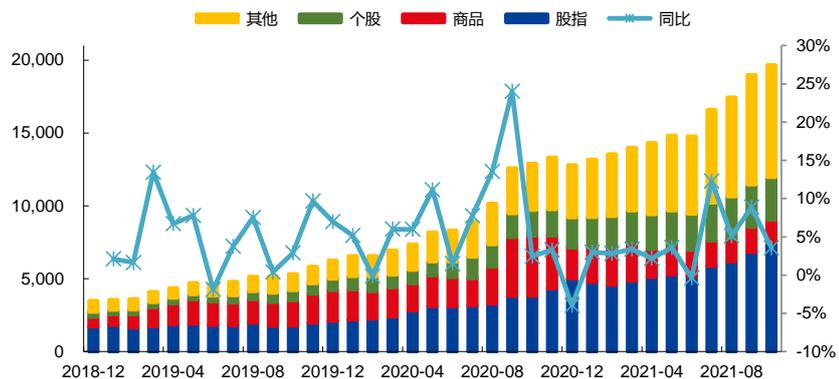
### （一）现有金融衍生品及相关产品

#### 1、场内外衍生品业务概述

我国场内金融衍生品发展并不快速。股指期货自 2010 年 4 月第一支产品——沪深 300 期货上市，十余年品种仅增加了上证 50 期货和中证 500 期货两种。股指期权，自 2019 年 12 月第一个股指期权品种——沪深 300 指数期权上市，目前仅有沪深 300 指数期权、沪深 300ETF 期权和上证 50 期权。个股期货、个股期权、远期合约等尚未上市。

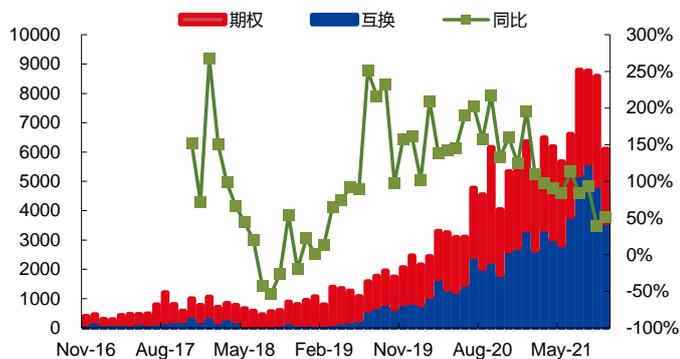
相对于场内，场外衍生品的发展相对亮眼。截至 2021 年 9 月，场外衍生品存续名义本金额已达到 1.96 万亿元、年累计新增 6.25 万亿元；挂钩资产涉及股指、A 股、港股、美股、黄金、大宗商品等众多标的；交易对手涵盖商业银行、公募基金及子公司、私募基金、期货公司及子公司、保险公司及子公司等，其中私募基金、商业银行是最主要的两类交易对手，分别对应收益互换和场外期权两类业务。

图 5：我国场外衍生品存续名义本金及挂钩资产结构变化趋势（亿元）



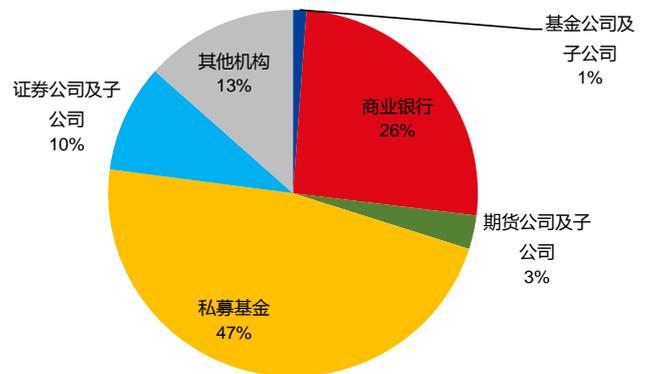
资料来源：WIND、华金证券研究所

图 6：场外期权及收益互换新增名义本金及增速（亿元）



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 7：2021 年 9 月场外衍生品新增名义本金交易对手结构



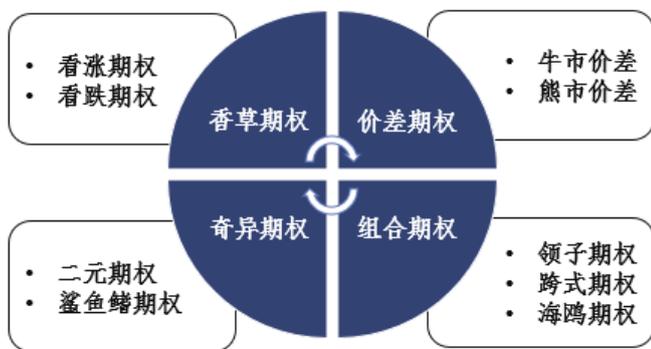
资料来源：证券业协会、华金证券研究所

## 2、场外期权业务

我国场外衍生品业务目前主要包括场外期权和收益互换两类形式。场外期权分为香草期权、价差期权、奇异期权和组合期权；投资者可买入期权、也可卖出期权。雪球产品即为一种保证金比例 100% 的奇异期权。场外期权业务中券商主要运用期权定价时假设的波动率与实际波动率之间的差异获利。

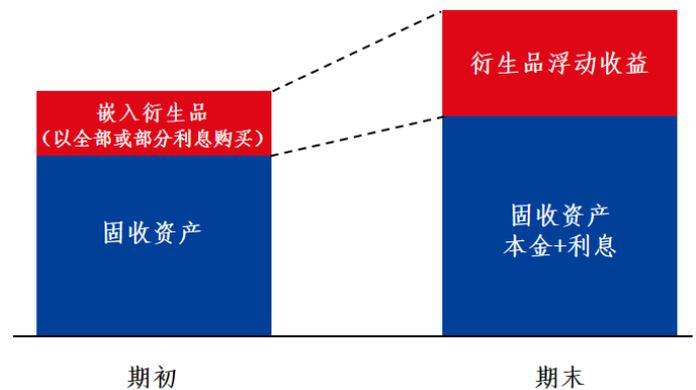
商业银行是券商场外期权业务最大交易对手，占每月新增名义本金额的 60% 左右，其购买场外期权的主要用途主要在结构性存款，在普通存款的基础上嵌入场外期权，将投资者收益与利率、汇率、股票、商品、指数等金融类或非金融类资产挂钩。部分浮动收益类的银行理财产品、券商收益凭证也是嵌入场外期权，以实现保本+浮动的收益结构。

图 8：场外期权不同期权种类



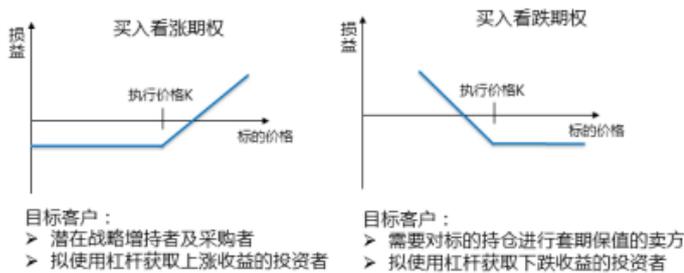
资料来源：华金证券研究所

图 9：利用场外期权实现保本+浮动的收益结构



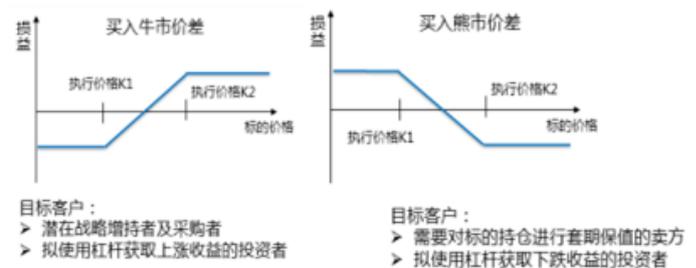
资料来源：华金证券研究所

图 10：香草期权：最简单的期权



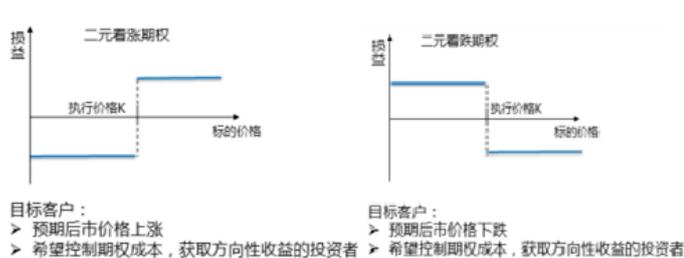
资料来源：华金证券研究所

图 11：价差期权：锁定价差收益



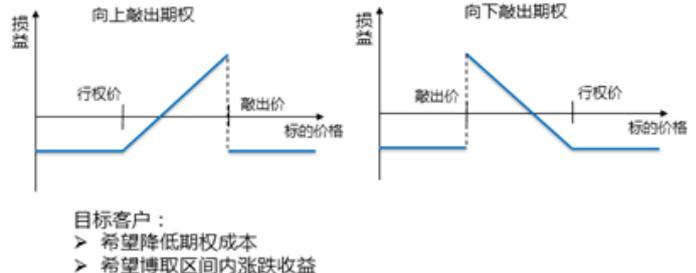
资料来源：华金证券研究所

图 12：二元期权：只考虑价格涨跌，不考虑涨跌幅度，非有即无



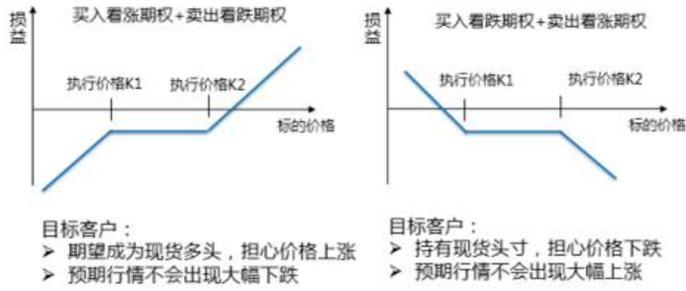
资料来源：华金证券研究所

图 13：鲨鱼鳍期权：障碍期权，超出约定区间则敲出



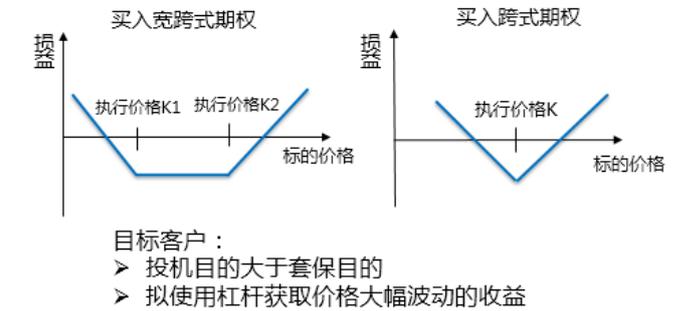
资料来源：华金证券研究所

图 14: 领子期权: 以卖出期权抵消部分买入期权的风险



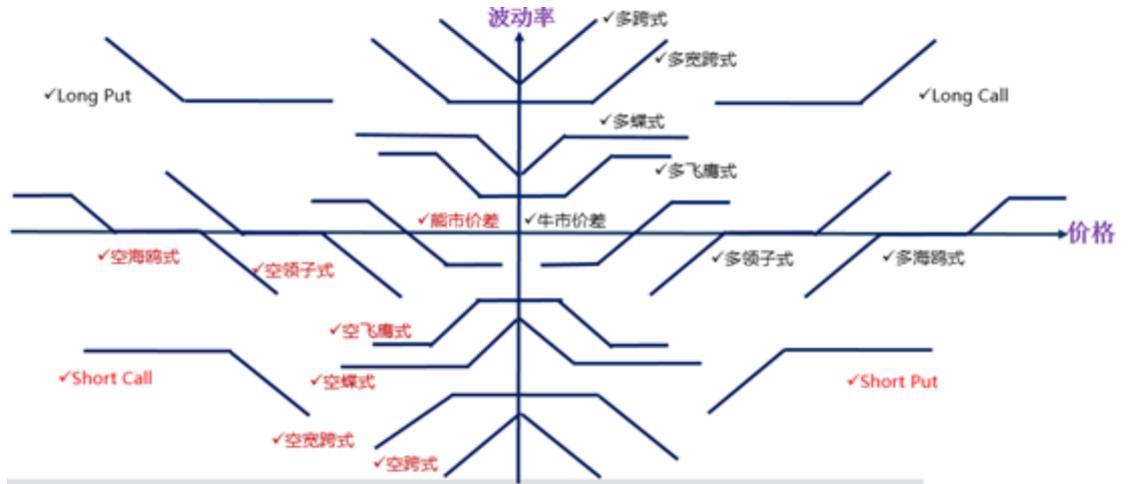
资料来源: 华金证券研究所

图 15: 跨式期权: 同时买入/卖出相同标的的看涨期权和看跌期权



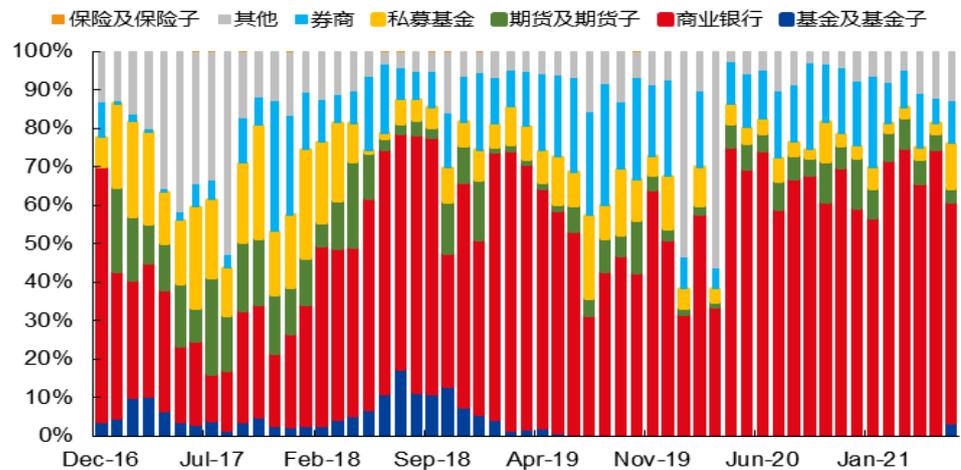
资料来源: 华金证券研究所

图 16: 期权组合策略: 各种期权组合而成的复杂交易策略



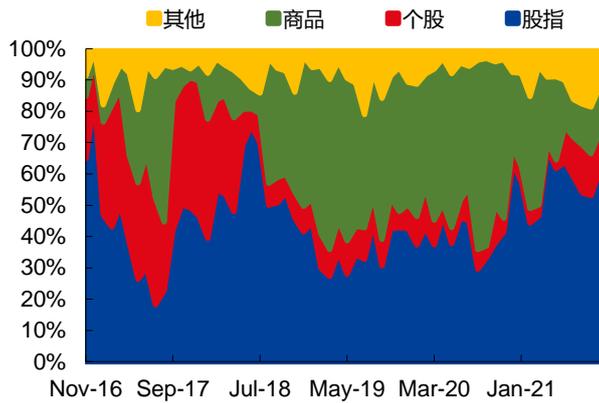
资料来源: 申万宏源期货, 华金证券研究所

图 17: 场外期权交易对手结构变化趋势



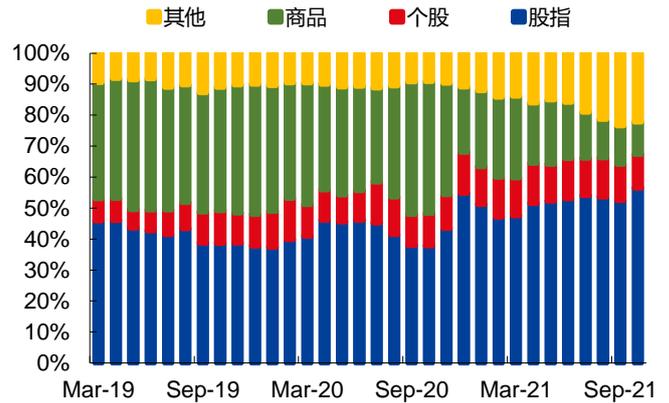
资料来源: 证券业协会, 华金证券研究所

图 18: 场外期权挂钩标的新增名义本金占比



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 19: 场外期权挂钩标的存量名义本金占比

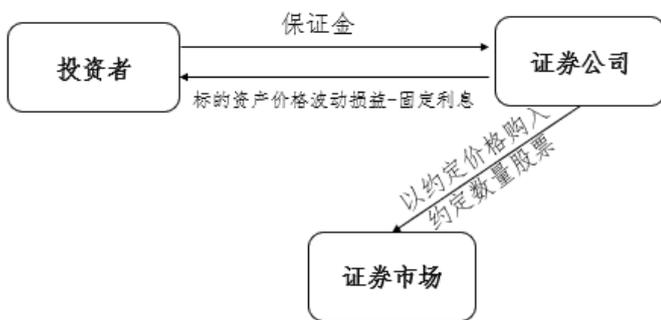


资料来源: WIND, 华金证券研究所

### 3、收益互换业务

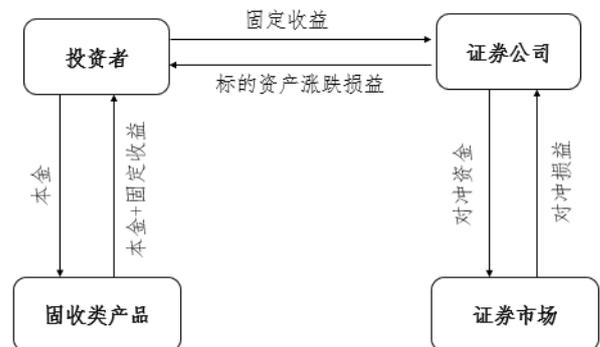
收益互换, 交易双方协议约定在未来特定时间, 交换以名义本金为基础与挂钩标的资产相关的浮动收益和固定收益, 可大致分为固定收益换浮动收益和浮动收益换固定收益。其中固定收益换浮动收益的业务模式与场内的融资融券类似, 相当于杠杆融资, 证券公司主要赚取利息收入。浮动收益换固定收益, 主要用于上市公司股东、定向增发参与机构锁定已有收益, 将未来损益支付给证券公司。目前市场上收益互换的业务形式大致可分为五种:

图 20: 杠杆融资型



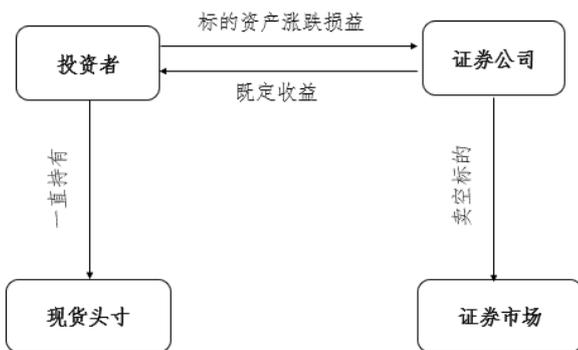
资料来源: 华金证券研究所

图 21: 保本基础上, 获取投资收益



资料来源: 华金证券研究所

图 22: 大小非、定增参与机构套期保值



资料来源: 华金证券研究所

图 23: 有限对冲风险, 分享持股收益



资料来源: 华金证券研究所

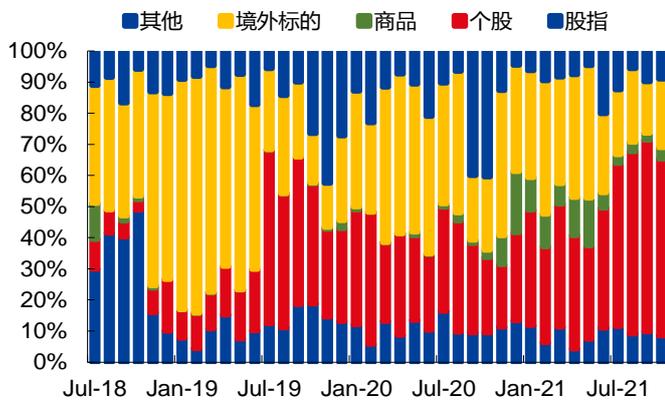
图 24：三方互换：投资者之间实现相互对冲



资料来源：华金证券研究所

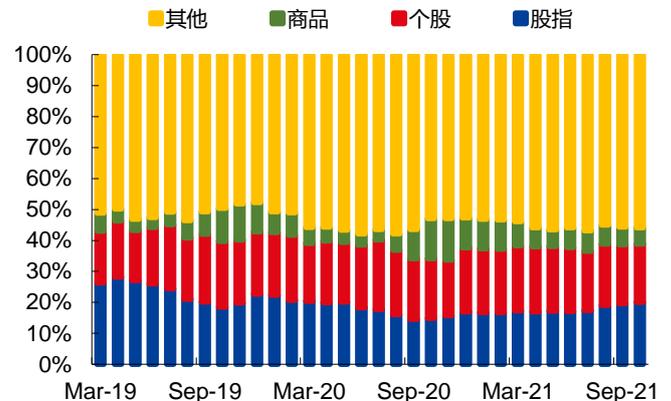
与主要以股指为底层资产的场外期权不同，收益互换底层资产以个股、境外标的为主。交易对手也以私募基金为主。融券类互换在 T+0 策略中广泛应用；锁定既有收益、套期保值则应用于大宗交易、股份减持等场景；构建套利组合、Alpha 策略时，杠杆融资不可或缺。

图 25：收益互换挂钩标的新增名义本金占比



资料来源：WIND，华金证券研究所

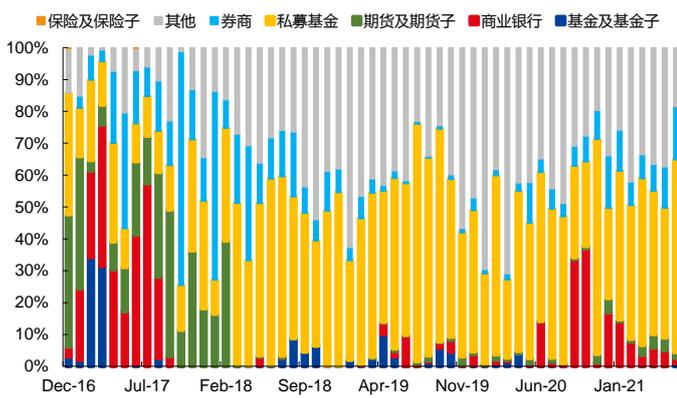
图 26：收益互换挂钩标的存量名义本金<sup>3</sup>占比



资料来源：WIND，华金证券研究所

我们注意到收益互换的存量名义本金金额与私募基金规模增长大体一致，显示收益互换业务的发展与私募证券投资行业高度正相关，两者交互促进、螺旋式上升。

图 27：券商收益互换新增名义本金交易对手占比



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 28：互换存量名义本金与私募基金规模增长趋势一致（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

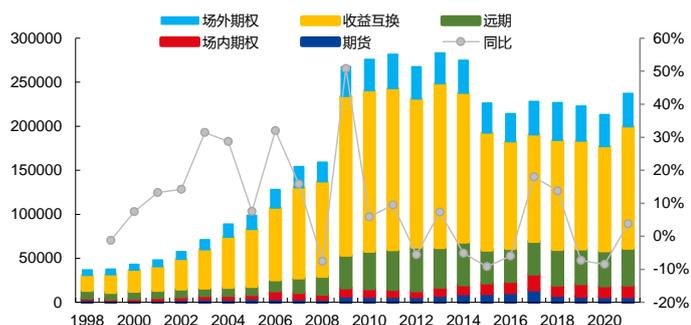
总结场外期权、收益互换两种业务形式，我们认为虽然展业方式各异、期权费与保证金也有本质区别，但从业务过程及实现效果来看，场外期权与收益互换异曲同工。如杠杆融资型收益互换，相当于投资者买入看涨期权；持股机构的浮动收益换固定收益，相当于买入看跌期权或卖出

<sup>3</sup> 存量名义本金占比中，中证协未单独披露境外标的占比，故其他中包含了境外标的。

看涨期权；有限对冲风险，分享持股收益的形式，则相当于加入波动率判断的价差期权或鲨鱼鳍期权；三方互换，则是场外期权的理想状态，即证券公司居中做市，实现投资者之间的风险对冲。

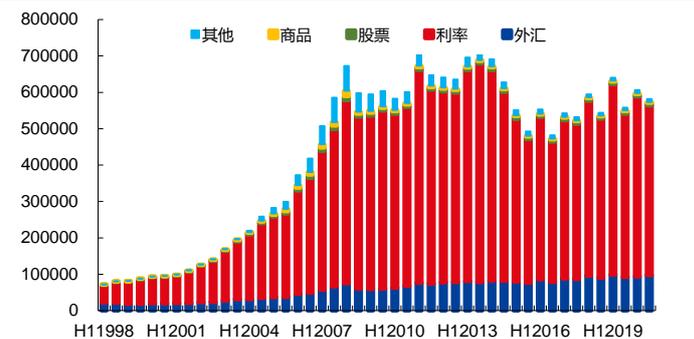
参考海外成熟资本市场经验，收益互换、场外期权、远期合约是衍生品业务的主要形式，其中收益互换规模远大于场外期权和远期合约；底层资产方面，利率衍生品规模最大，其次是外汇相关衍生品，股票、股指相关产品占比仅 1.00-1.50%。但即便比例如此之低，业务规模也达 7.0 万亿美元。

图 29：1998 年至今，美国衍生品业务存续名义本金（十亿美元）



资料来源：OCC，华金证券研究所

图 30：全球范围看，利率衍生品是衍生品业务的主流（十亿美元）



资料来源：BIS，华金证券研究所

## （二）场外衍生品业务业绩贡献及未来展望

### 1、2021 年场外衍生品业务收入或达 135 亿元

根据证券业协会披露数据——基于柜台与机构客户对手方交易业务收入<sup>4</sup>排名，证券公司场外期权业务净收入前 20 名 2019 年合计 15.23 亿元，2020 年合计 70.24 亿元、同比+361.28%，增速远超证券业整体营收增速。2021 年虽然四季度以来受雪球、收益互换等新规影响，场外期权、收益互换的新增及存量名义本金同比增速下滑甚至面临压降风险，但全年存续业务规模预计同比仍达 50% 以上。

我国具备场外期权一、二级交易商资格的证券公司共 44 家，但场外期权业务集中度较高，2020 年 10 月-2021 年 9 月名义本金排名前五的证券公司的交易市占平均 73.13%，我们保守地假设行业前 20 收入合计即行业总收入。

考虑到场外期权业务规模与收益互换业务实质相同，我们假设两业务券商收益率相当。基于协会披露的场外期权净收入和场外期权、收益互换存续名义本金数据，我们预计 2021 年场外衍生品业务收入合计约 135 亿元左右，在行业中收入占比 2.7% 左右；若利润率与自营业务相当，达到 70%，则利润贡献超过 95 亿元，利润占比约 5.0% 左右。

<sup>4</sup> 基于柜台与机构客户对手方交易业务收入=经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本

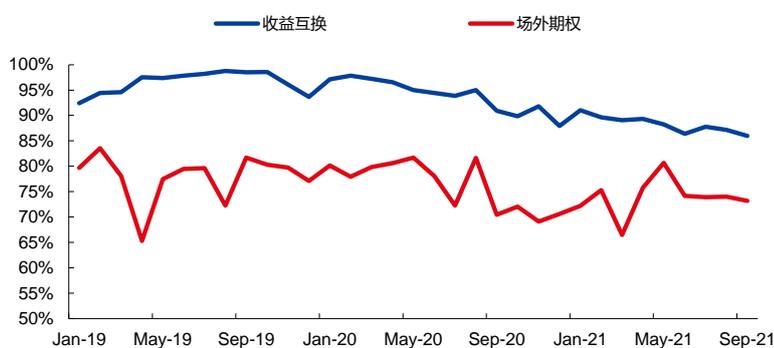
表 2: 场外期权一、二级交易商

交易商资质	券商名称								
一级交易商	中信证券	国泰君安	华泰证券	招商证券	中金公司	中信建投	广发证券	申万宏源	
	财通证券	东方证券	东吴证券	国信证券	海通证券	平安证券	浙商证券	银河证券	
	长城证券	方正证券	国金证券	华安证券	兴业证券	东兴证券	光大证券	国联证券	
二级交易商	华福证券	华西证券	南京证券	山西证券	安信证券	东莞证券	天风证券	信达证券	
	中泰证券	中银证券	东北证券	东方财富	瑞银证券	华鑫证券	华宝证券	长江证券	
	华创证券	国元证券	高华证券	西南证券					

资料来源：证券业协会，华金证券研究所。注：数据截至 2021 年 12 月 31 日

场外衍生品业务集中度较高，2021 年场外期权行业前 5 名市占合计稳定在 73%左右；收益互换有分散趋势，但截至 2021 年 9 月仍高达 85.96%。

图 31: 我国场外衍生品业务新增名义本金 TOP5 集中度变化 (亿元)



资料来源：证券业协会，华金证券研究所

## 2、场外衍生品业务未来展望

场外衍生品业务是典型的强者恒强的业务。场外交易基本是投资者与证券公司交易，证券公司处于做市商地位。对做市商而言，交易对手越多，交易头寸之间相互对冲的可能性越大，风险对冲成本越低，做市商对交易者要求的风险溢价就越低，较低的成本对交易对手吸引力越大。此外，条款设计、产品种类、流动性充裕度与证券公司的资金投入、技术后台、人才储备也相互影响，进入良性循环，则螺旋式上升；陷入恶性循环，则可能螺旋式下降。因此，场外衍生品业务自然而然会向着更具流动性、种类更丰富、交易更活跃的头部机构集中，充裕流动性、活跃交易又会吸引更多投资者加入，久而久之就会形成寡头垄断的格局。

参考海外成熟资本市场经验，远期、互换、场外期权等场外衍生品交易，均呈现高度集中的市场格局。根据美国最大的股票衍生品清算组织 OCC 数据，前五大银行交易金额市场占有率合计高达 93-95%。我国场外衍生品业务仍处初级阶段，收益互换最近两年甚至趋于分散。我们认为主要原因包括：

1) 受监管限制，我国场外衍生品主要面向机构客户，证券公司在大型机构（如商业银行）面前定价权不足，难以形成价格差异；

2) 我国场内衍生品品种较少，证券公司可使用对冲工具有限，导致场外衍生品业务形式相对单一，产品简单，从而一定程度上同质化竞争；

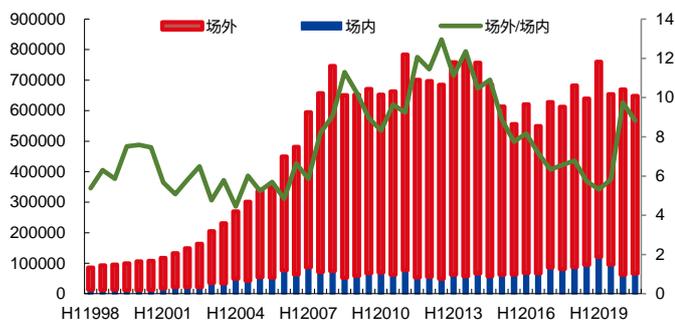
3) 我国证券公司之间，尤其 8 家一级交易商均处行业一二梯队，各方面实力差距不是很大，难以形成压倒式的竞争优势。

我们认为我国证券公司的差异化发展已开始，场外衍生品业务正是差异化的重要领域之一。2021 年 12 月 3 日，证券业协会发布了《券商收益互换业务管理办法》，并制定《关于<券商收益互换业务管理办法>保证金管理有关规定的适用意见》，对收益互换业务进行了进一步规范。明确无交易商资质的仅能基于自营目的开展收益互换；挂钩标的不得为私募基金及资管计划、场外衍生品；单方向互换（主要是融券互换）需缴纳全额保证金；多空互换保证金比例不低于多头与空头名义本金孰高的 25%。

新规限制了挂钩标的范围、提高保证金比例。考虑到私募基金是收益互换业务的最大交易对手，贡献每月新增名义本金额的 60%左右，我们认为新规对收益互换业务短期增速或有负面影响。

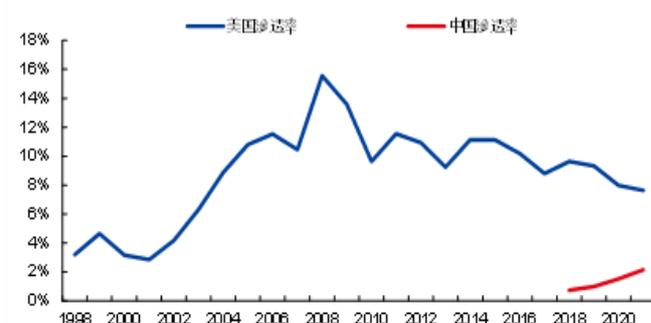
展望中长期，海外成熟资本市场场外衍生品广泛应用于专业投资机构，是不可或缺的金融工具。最近 20 年，美国场外衍生品未平仓合约规模通常是场内的 10 倍左右，峰值可达 13-15 倍，低谷也有 5 倍左右。此外，美国挂钩股票、股指等权益资产的衍生品名义本金长期维持在股票市场市值的 10%左右，而我国 2021 年 9 月末仅 2.14%，应用深度广度均不足。若我国权益类金融衍生品渗透率也达到 10%的水平，场外衍生品名义本金额有望达到 9-10 万亿元，较目前还有 5 倍左右的成长空间。

图 32: 1998 年至今，美国衍生品业务存续名义本金（十亿美元）



资料来源: OCC, 华金证券研究所

图 33: 我国与美国权益类衍生品名义本金/股票市场总市值比较



资料来源: BIS、证券业协会、WIND、华金证券研究所

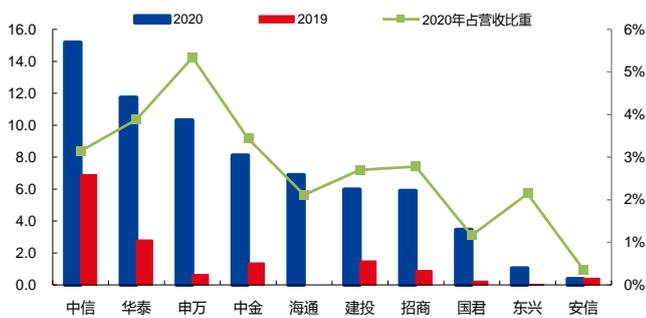
## 四、投资建议：场外期权业务实力较强的相关公司

### （一）场外衍生品或成头部公司重要业务支柱

根据证券业协会数据，证券业场外期权业务规模、盈利规模较大的公司依次是中信证券、华泰证券、申万宏源等，2020年场外期权业务净收入分别15.18亿元、11.74亿元和10.32亿元，收入占比分别3.1%、3.9%和5.3%。基于2019、20年部分证券公司场外期权存续名义本金月度平均金额和场外期权业务净收入，我们估算场外期权费率在0.1-3.0%之间。差异如此巨大，原因在于不同底层资产对应波动率、风险溢价率均不同，个股期权费率平均较股指高10倍。

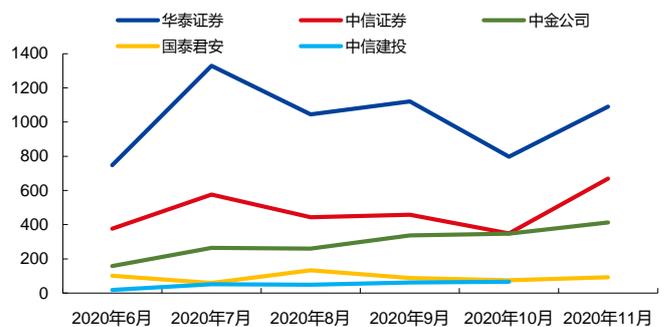
收益互换业绩贡献，暂无权威公开数据。我们以证券业协会披露的2020年下半年新增数据为参考，业务增速最快的公司依次是华泰证券、中信证券和中金公司，市场占有率分别达到49%、23%和14%。

图 34：场外期权业务净收入及收入占比（亿元）



资料来源：证券业协会，华金证券研究所

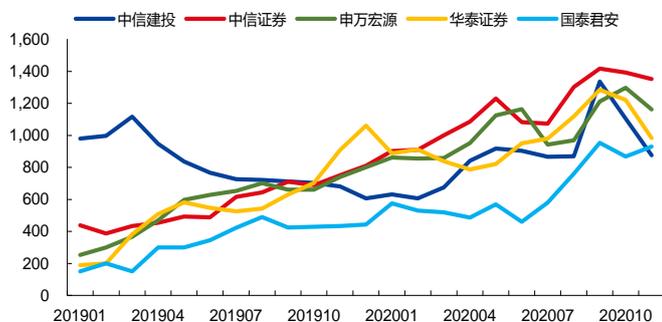
图 35：2020 年 6-11 月收益互换新增名义本金前 5 名（亿元）



资料来源：证券业协会，华金证券研究所，注：2021 年开始不再披露

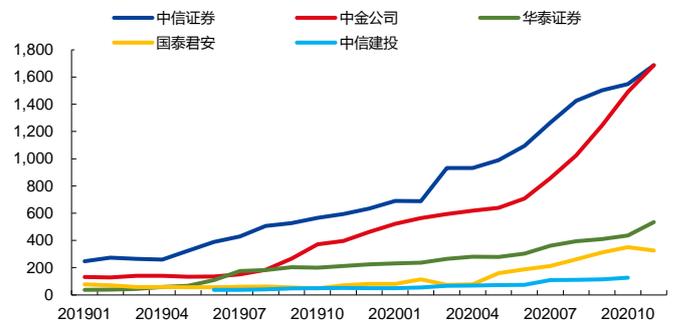
从存续规模来看，中信证券、中金公司处于收益互换业务遥遥领先的位置，两家市占合计约65%<sup>5</sup>；场外期权竞争相对激烈，中信证券、申万宏源、华泰、中信建投交替上升，国泰君安跟随市场稳健增长，前五家市占合计也在65%左右。

图 36：场外期权业务 TOP5 券商名义本金变化趋势（亿元）



资料来源：证券业协会，华金证券研究所，注：2021 年开始不再披露

图 37：收益互换业务 TOP5 券商名义本金变化趋势（亿元）



资料来源：证券业协会，华金证券研究所，注：2021 年开始不再披露

考虑到场外衍生品业务是典型的强者恒强的业务，并最终形成寡头垄断的格局，我们假设头部 5 家公司占据 90% 的市场、收费比率最终稳定在 0.5%，9-10 万亿元名义本金总额大致对应

<sup>5</sup> 2020 年 11 月数据

450-500 亿元的行业收入，头部 5 家分享其中的 400-450 亿元，每家年收入 80-90 亿元，成为收入占比 20-30% 的重要业务支柱。当然，达到成熟资本市场渗透率水平是远景状态，我们预计伴随机构化进程，5-10 年后才可能实现。

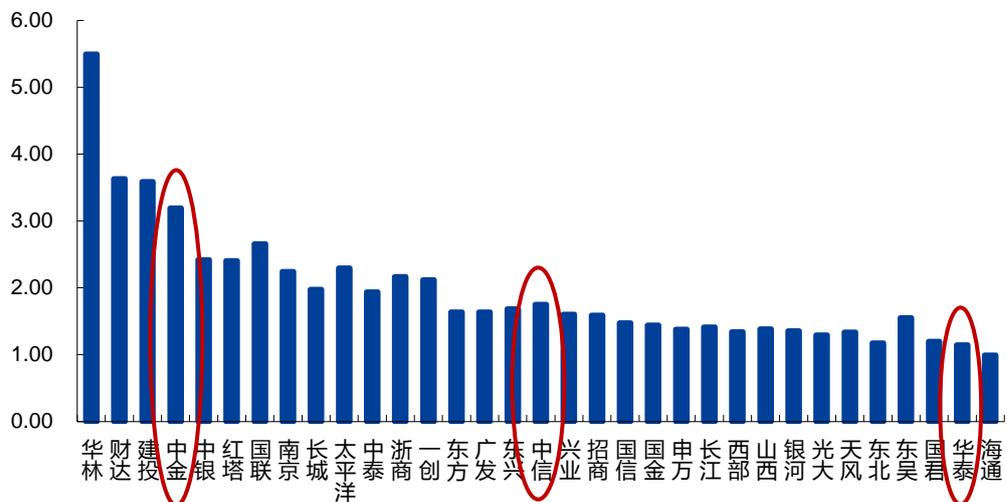
## （二）投资建议：推荐华泰、中信、中金

2021 年 8 月以来，场外衍生品业务频受监管指导，短期面临增速下滑压力。目前时点，单场外衍生品业务难以支撑上市券商板块快速上涨。然而，场外衍生品是成熟资本市场中专业机构投资者必备的金融工具，业务前景广阔，具备长期跟踪研究价值。与此同时，场外衍生品业务，也是证券公司差异化发展的重要领域，未来部分头部公司的重要利润增长点 and 业务支柱。

从基本面、估值和成长性，三方面来看，我们看好华泰证券、中信证券和中金公司。

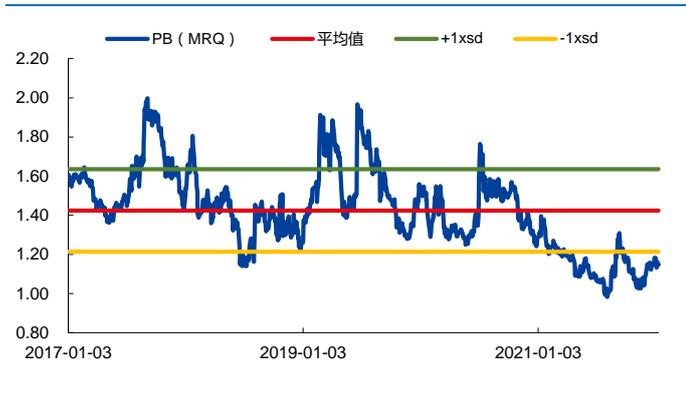
- **华泰证券**：综合实力较强的头部券商之一，重视科技投入，经纪、资管、投行等主要业务表现优异。公司场外期权和收益互换均位居行业头部地位，2019、20 年存续名义本金市占 15% 左右。我们预计华泰 2021 年场外衍生品业务净收入 25-30 亿元，收入占比 6-8%。公司目前 2021E P/B 1.07x，处于可比公司较低位，是性价比最高的券商股。
- **中信证券**：资产规模、盈利规模遥遥领先于同业，综合实力稳居首位的行业龙头。公司投行股权、债券主承销金额；资产管理 AUM；场外期权、收益互换等场外衍生品业务规模保持市场第一；并购重组、股基交易额等业务指标均居行业前列。最具潜力建成国际一流投行的公司。2021 年归母净利润同比增长 54%。公司目前 2021E P/B 1.62x，与过去 5 年历史 PB 平均值相当。
- **中金公司**：机构、投行、场外衍生品及富裕人群财富管理业务具备核心竞争力且契合行业趋势，收益互换业务处遥遥领先地位。2021 年大量招募英才为 2022-24 年业绩再加速提供支持。A 股目前 2021E 3.17x P/B，H 股 2021E 1.07x P/B，均处各自历史低位。

图 38：主要上市券商 PB (MRQ) 估值比较



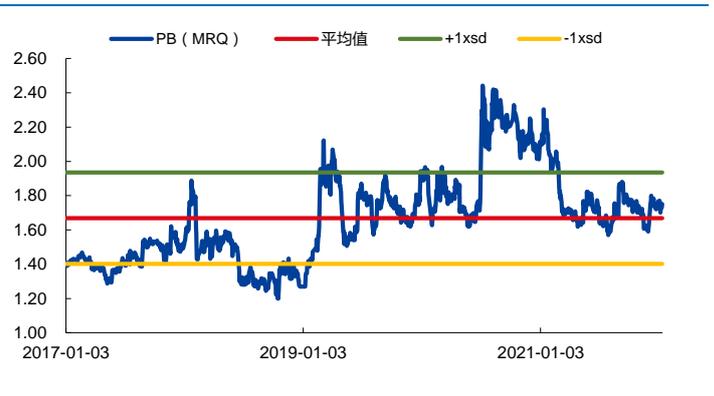
资料来源：WIND、华金证券研究所

图 39：华泰证券过去 5 年历史 PB 估值变化趋势



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 40：中信证券过去 5 年历史 PB 估值变化趋势



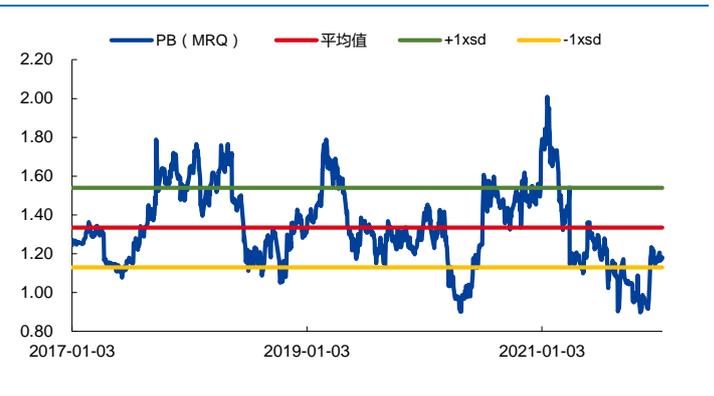
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 41：中金公司 A 上市以来历史 PB 估值变化趋势



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 42：中金公司 H 过去 5 年历史 PB 估值变化趋势



资料来源：WIND，华金证券研究所

## 风险提示

**政策风险。**监管政策对金融业务影响较大，若监管导向转变，场外期权业务或面临部分或全部受限可能；

**专业能力不足风险。**场外期权业务专业化程度较高，在定价、发行和管理过程中均需衍生品相关专业人才和技术支持。若定价失误或业务开展过程中风控失当，相关金融机构或面临较大损失。

**客户信用风险。**衍生品业务自带杠杆，若金融机构为客户垫付巨额资金，一旦客户投资出现超出保证金的亏损，金融机构或面临客户不能按照协议履约的风险；

**业务发展不及预期风险。**证券业务发展受多因素影响，宏观经济不振、证券市场持续低迷、机构化进程减缓等均可能导致场外衍生品业务发展不及预期。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn