

证券公司场外衍生品业务发展现状及展望

Prospects for Securities Companies' OTC Derivatives Business

○ 罗东原

国泰君安证券副总裁

摘要

本文首先对我国场外衍生品市场的发展进行了回顾，然后通过搭建SWOT分析模型，对我国证券公司开展衍生品业务的优势、劣势、机会和竞争进行了综合分析，最后对于如何推动证券公司场外衍生品业务发展提出了若干建议。

关键词

场外衍生品 证券公司 SWOT模型

Abstract: This paper reviews the development of the OTC derivatives market in China, and then uses a SWOT analysis model to make a comprehensive assessment of the Strengths, Weaknesses, Opportunities, and Threats (SWOT) in the derivatives operations of securities companies in China. Finally it offers proposals on how to promote the development of the OTC derivatives business of securities companies.

Keywords: OTC Derivatives, Securities Companies, SWOT Model

我国场外衍生品市场发展情况

随着我国场外衍生品市场不断发展，目前已形成了银行间场外衍生品市场、证券期货场外衍生品市场以及商业银行柜台场外衍生品市场三大市场体系，场外衍生品在金融市场中的影响力日益凸显。

场外衍生品市场稳步发展，业务规模持续增长

我国场外衍生品市场虽然起步相对较晚，但经过多年发展已形成了一定的规模和影响力，与场内市场形成互补，在满足市场参与者投资和避险需求、丰富市场宽度和深度等方面发挥了重要作用。与国外自下而上的发展模式不同，我国场外衍生品市场的发展是自上而下推进的。

在人民银行的推动和指导下，银行间场外衍生品市场规模快速增长。以人民币利率互换为例，从2006年至2021年，年交易量从308亿元增长至21.1万亿元，年均复合增长率达54.5%。证券期货场外衍生品市场虽然起步较晚，但近年来交易规模快速提升，从2015年至2021年，证券公司场外衍生品新增名义本金从0.95万亿元增长至8.40万亿元，年均复合增长率达43.80%，年底存量规模从0.32万亿元增长至2.02万亿元，年均复合增长率达35.95%。

机构客户投资和避险需求旺盛，推动场外衍生品市场发展

目前，我国市场化改革进程深入推进，金融机构管理的资产规模与日俱增，资产价格波动水平逐渐提升，机构客户的投资和避险需求日益迫切，推动了场外衍生品市场的发展。

以机构客户的避险需求为例，根据避险网^①发布的报告，2021年发布衍生品使用信息相关公告的实体行业A股上市公司共891家，其中具有避险目的共有889家。截至2021年12月31日，A股共有上市公司4697家，其中使用衍生品用于避险的上市公司占比达19%。避险是绝大多数上市公司使用衍生品的主要目的，证券公司也愈加重视满足客户的避险需求。以国泰君安证券为例，其于2018年推出避险业务，旨在为客户提供遍及权益、利率、信用、汇率、大宗商品、碳排放权等多资产类别的综合风险管理解决方案，通过交易、产品、服务等方式协助客户在不确定的市场中有效地管理风险。

场外衍生品品种不断丰富，交易结构持续创新

我国场外衍生品市场发展迅速，场外衍生品品种也在不断丰富完善。利率衍生品方面，人民币利率互换、远期利率协

① 避险网.2021年避险企业全景透视[EB/OL].<https://www.d-union.net/report/10149.html>.

议、债券远期、标准债券远期、利率期权已常态化开展；信用衍生品方面，包括信用违约互换、信用风险缓释凭证在内的信用风险缓释工具交易量逐年增加；外汇衍生品方面，远期、掉期和期权品种均已齐全，涉及的外汇币种也不断增加；商品衍生品方面，上海清算所和各期货交易所推出了多品种、多类型的场外衍生品供市场选择；权益衍生品方面，基于个股和股指的场外衍生品交易已具备一定规模。

在品种不断丰富的同时，市场参与者针对交易结构也在持续创新。以场外期权为例，从传统的香草期权、二元期权，到较为复杂的各类雪球相关衍生期权结构，市场参与者对于各类结构的接受程度也在不断提升，进一步推动了该市场的多元化持续发展。

本土证券公司开展场外衍生品业务的SWOT分析

作为场外衍生品市场的重要参与者，证券公司在开展场外衍生品业务时优势与劣势并存、机遇与挑战同在。

证券公司开展衍生品业务的优势

证券公司组织结构扁平化、内控机制灵活

证券公司的组织结构相对扁平化，层级较少。扁平化的组织结构能够帮助证券公司加快信息的流动，提升信息反馈的效率，增强对市场变化的跟踪和反应能力。

对于场外衍生品等较为创新的业务，扁平化的组织结构有助于证券公司各层级及时知悉监管要求、市场动向、竞争对手动态等信息，从而灵活调整和优化展业模式。

近年来，为适应市场创新发展的需要，较多证券公司大力推进经营机制的市场化改革，强化面向市场、绩效导向的经营机制，取得了较大成效。市场化导向的经营机制也造就了证券公司灵活的内部管控机制，特别是在推动场外衍生品等创新业务的时候，证券公司能够协调各部门和分支机构发挥在销售、交易、产品设计、系统开发等方面的优势，共同推动业务快速落地。

证券公司业务布局领先，资产定价能力突出

证券行业的竞争较为市场化，为寻求在充分竞争的市场中取得优势，降低对经纪业务等传统业务的依赖度，证券公司正努力打造更为多样化、更可持续盈利的业务模式，找寻市场痛点，积极探索发展创新业务。其中，尚处于蓝海阶段的场外衍生品市场成为大中型证券公司布局和发力的主要战场，各家机构为此投入了大量人力、财力和系统建设方面的资源。

自营业务作为证券公司的传统业务，一直是证券公司的一大核心业务。证券公司正从传统强项权益投资业务、固定收益投资业务，逐步扩大到外汇和商品投资业务，以及基于各基础品种的场内外衍生品

投资和做市业务。目前，部分大中型证券公司已搭建完成涵盖E&FICC的大类资产投资交易框架，依靠较为突出的投资交易、资产定价能力，新的盈利点正逐渐凸显。

证券公司国际化程度日益提高

在当前金融对外开放格局下，“走出去”的能力成为衡量券商实力的重要指标，随着中国经济实力的增强、跨境财富管理需求上升与海外上市公司体量增长，国际化业务收入愈发成为券商创收的重要组成部分之一，“境外子公司业务占营业收入比例”也成了衡量证券公司国际化程度的核心指标。

部分大中型证券公司已在中国香港、新加坡、纽约等地设立了全资或控股境外子公司，用于开展国际业务，业务范围涵盖投资交易、证券及期货经纪业务、融资融券、投资银行、资产管理、投资顾问等领域。

证券公司通过境外子公司，可交易挂钩境内外金融资产的各类场外衍生品，为客户提供更加综合与全面的金融解决方案。

证券公司开展场外衍生品业务的劣势

市场平层化，证券公司缺乏做市动力

我国场外衍生品市场大部分品种目前采用平层模式，即所有市场参与者几乎在同一层面开展交易，交易经纪商也几乎面向全市场进行报价。平层市场的优势在于价格透明，但劣势也显而易见。由于缺乏做市机制，导致部分品种缺乏流动性。特

别是当市场出现极端情况或异常波动时，缺乏做市商报价，容易造成流动性枯竭。

对于大型金融机构而言，由于客户可以直接获取价格，大型金融机构难以获得做市价差，因此缺乏开拓市场和客户的动力，更缺乏做市动力。

证券公司资产规模小、财务杠杆较低

从资产规模看，相比我国商业银行，证券公司的资产规模较小，不利于大规模开展衍生品业务。截至2021年底，银行业的总资产为344.76万亿元，证券业的总资产为12.3万亿元，两者相差甚远。

从财务杠杆看，与境外投行相比，我国证券公司财务杠杆相对较低。截至2021年底，中信证券、国泰君安、华泰证券、招商证券四家头部证券公司的总资产与净资产比例分别为6倍、5倍、5倍、5倍。反观境外投行，其杠杆率基本维持在10倍左右。

场外衍生品业务对资本的要求相对较高，需要较大的资产负债表支持较大规模的业务体量。且证券公司开展场外衍生品业务多以对客交易为主，具有名义本金较大但风险敞口较小、盈利较为稳定的特征，只有通过扩大业务规模、增大财务杠杆，才能将业务做大做强，获得可观的效益，证券公司较小的财务杠杆难以支持业务的规模化发展。

证券公司客户的积累与需求挖掘能力有待提高

如上所述，证券公司开展场外衍生品

业务多以对客交易为主，但我国证券公司客户的积累与需求挖掘能力仍有待提高。由于我国场外衍生品市场发展时间较短，大部分证券公司的销售人员和客户对此业务的了解和熟悉程度不足，在一定程度上阻碍了证券公司场外衍生品业务的发展。

证券公司开展场外衍生品业务的机会 经济形势日益变化，各类要素市场化程度逐步提高

一方面，近年来，尤其是2022年以来，随着内外部环境的变化，我国经济步入稳增长时期，经济增速有所放缓，金融市场风险更加显现。另一方面，我国金融市场不断发展，各类要素市场化程度逐步提高。以利率市场为例，经过三十多年的持续推进，我国利率市场化改革取得显著成效，已形成比较完整的市场化利率体系。在设立SHIBOR体系和放开存贷款上下限之后，2019年人民银行改革和完善了贷款市场报价利率（LPR）形成机制，利率市场化改革迈出了坚实的一步。

在此背景下，客户更加需要定制化的场外衍生品来满足其投资和避险需求，这也为证券公司开展场外衍生品业务创造了机遇。

证券公司发展低风险非方向性业务是行业趋势

从国际市场经验看，境外投行场外衍生品业务以做市和对客交易为主，通过扩大业务规模获取低风险非方向性收入成为其盈

利的主要手段之一。目前，我国证券公司自营业务已发展到一定阶段，逐步步入竞争红海。因此，部分大中型证券公司已主动转型，借鉴境外投行先进经验，开始发展客需业务和低风险非方向性业务，场外衍生品正是发展此类业务的强有力工具。

监管机构鼓励头部证券公司创新转型，做大做强

近年来，相关监管机构持续释放积极信号，鼓励资本实力雄厚、业务全面突出的头部证券公司在依法合规的前提下充实资本实力，进一步做大做强。

目前，证监体系下采取分级管理措施，将证券公司分为场外期权一级和二级交易商。对于风险较高的期权、互换等场外衍生品交易，允许场外期权一级和二级交易商先行先试开展业务。此外，2020年6月1日起施行的《证券公司风险控制指标计算标准规定》中明确规定，将连续三年分类评价结果为A类AA级及以上的证券公司的风险资本准备调整系数由0.7降至0.5，进一步提升头部证券公司的资本利用率。上述措施为头部证券公司创新转型、做大做强创造了有利条件。

本土证券公司开展场外衍生品业务的竞争

商业银行在场外衍生品业务领域具备一定优势

银行间场外衍生品市场起步较早，目前已推出人民币利率互换、远期利率协

议、债券远期、标准债券远期、利率期权、信用风险缓释工具等各类品种。商业银行进入场外衍生品市场时间也更早，积累了较为丰富的业务经验，具备较强的竞争优势。

此外，商业银行资产负债规模较大，资金实力雄厚，客户资源广泛，客户黏性较强，且场外衍生品业务能够与传统的存贷款业务相结合，为客户提供综合金融服务。相比而言，证券公司资产负债规模有限，且相对缺乏深度绑定客户的业务和手段，在与商业银行的获客竞争中处于劣势。

外资金融机构的进入加大市场竞争压力

境外场外衍生品业务开展时间较长，外资金融机构在场外衍生品业务上具有先发优势，无论是业务经验，还是人员配备、销售能力、系统支持等方面都有所领先。且外资金融机构在全球均设立了交易平台，全球大类资产的投资交易与定价能力相对更强。

随着我国进入市场全球化步伐的不断加快，外资金融机构在境内市场的参与程度已越来越高，外资持股证券公司、基金公司、期货公司的比例限制进一步放宽，已有多家外资金融机构在境内设立控股证券公司，且相关业务牌照正在逐步放开。随着外资金融机构在境内市场布局的日益完善，境内证券公司也将面临更大的竞争压力。

证券公司开展场外衍生品业务的展望与建议

经过十余年的发展和探索，我国场外衍生品市场发展已经取得了一定的进步，但仍存在诸多的问题和不足。展望未来，本文认为有以下方面可以共同努力推进。

对证券公司的建议

重视发展衍生品业务与人才储备

证券公司场外衍生品业务的发展离不开公司层面对该业务的重视。大部分证券公司逐步加强了对场外衍生品业务的投入和重视程度，但仍有些许偏见存在，认为场外衍生品业务前期投入较大、客户培育较慢、短期内利润见效缓慢，对发展场外衍生品业务重视不足，缺乏耐心。

建议证券公司考虑将大力拓展场外衍生品业务纳入公司重要战略规划中，协调公司上下努力拓展衍生品业务。此外，证券公司应更加重视场外衍生品相关前中后台人员的专业水平提升，可通过专题研究、内外部培训、同业交流等途径提升从业人员整体素质。

做大做强资产负债表

场外衍生品是典型的重资产型业务，开展场外衍生品业务需要大而稳健的资产负债表作为支撑。为提升衍生品业务的整体规模，发挥规模效应，降低业务整体展业成本，给予客户更佳的交易服务体验，证券公司应逐步扩大资产负债规模。

目前证券公司已拥有较多工具来扩

大资产负债表，在资产负债错配风险可控的前提下，证券公司可通过发行短期融资券、中期票据、收益凭证、次级债券等方式扩大总资产规模，同时达到提升财务杠杆的目的。

提升定价估值、风险管理和产品设计能力

场外衍生品对于定价估值和风险管理要求较高，证券公司应加强专业能力，重视模型搭建，提升风险管理能力，有效管控包含市场风险、流动性风险和操作风险在内的各类相关风险，还应吸取国际市场经验，格外关注交易对手信用风险。

此外，场外衍生品与场内衍生品最大的一个区别在于定制化，证券公司应充分发挥专业化优势，加强场外衍生品的创新和设计能力，准确把握客户痛点，灵活创设各类满足客户需求的交易结构，走差异化路线，避免同质化竞争和价格战。

发展金融科技，赋能场外衍生品业务发展

在行业竞争升级、科技浪潮来袭和监管政策引导的背景下，金融科技深入渗透证券行业，正重塑着证券公司的展业模式。证券公司可通过自主研发或委托第三方软件公司开发场外衍生品相关的数字化系统，理顺业务流程、提高展业效率、降低操作风险。以国泰君安证券为例，其于2020年开始打造“道合-场外金融云”线上平台，以金融科技为手段，为机构客户提

供线上和线下相结合的云端一站式场外综合金融解决方案。“道合-场外金融云”囊括权益、利率、信用、汇率、大宗商品（E&FICC）等多资产类别，深耕交易、产品、服务三大领域，全面覆盖场外金融业务的各生命周期，助力客户提高场外业务运营效率和风险管理效率。

对相关监管部门的建议

推进市场分层，加强做市商体系建设

如上文所述，平层化的市场结构不利于市场流动性的提升。建议推动场外衍生品市场分层机制的建设，搭建“做市商（大型金融机构）-自营交易商（中小型金融机构）-客户（非法人产品、一般工商企业）”的多层次市场结构。通过做市商保证市场流动性，提升市场运行质量，同时要求做市商加强投资者适当性管理工作，保证投资者合理利益。

推动场外衍生品市场“互联互通”

由于我国金融市场采取分业监管，场外衍生品市场也是在不同的监管体系下独立发展，因此在市场准入、投资者适当性等多方面存在不一致性，导致市场较为割裂，在一定程度上增加了市场参与者的交易成本。

目前，银行间和交易所债券市场互联互通正在积极推进当中。2022年1月20日，《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》落地，债券市场在“硬件”维度的基础设施互联互通上取得实质性

进展。建议参考债券市场互联互通，打造场外衍生品市场的互联互通，促进我国场外衍生品市场进一步健康稳定发展。

推动衍生品市场国际化

近期，在“债券通”开通五周年之际，为进一步便利境外投资者参与银行间场外衍生品交易，人民银行、香港证监会、香港金融管理局联合启动“互换通”，初期将支持境外投资者参与银行间市场人民币利率互换交易。“互换通”的推出，丰富了境外投资者可使用的风险管理工具，为其多元化投资组合提供更多选择。

未来，建议在人民币利率互换的基础上，增加更多可纳入“互换通”的品种，也建议继续稳步推进我国衍生品市场对外开放，境外投资者参与境内衍生品市场，同时研究适当放宽境内投资者参与境外衍生品市场的限制，更好地推动我国衍生品市场的国际化进程。

总结

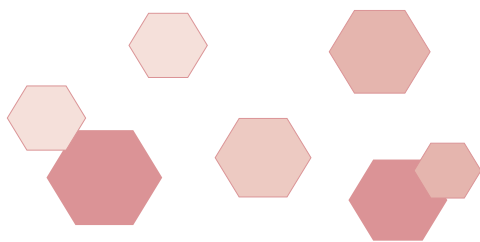
经过十几年的发展和探索，我国场外衍生品在制度规则和市场培育等方面均取

得了明显的进步，为证券公司开展场外衍生品业务奠定了基础。

作为场外衍生品市场中的重要参与者，证券公司凭借其扁平化的组织结构、灵活的内控机制、领先的业务布局、突出的资产定价能力和日益提高的国际化程度，在场外衍生品领域已取得一定成绩，业务规模稳步增长、品种不断完善、交易结构持续创新。

但是，与境外成熟市场相比，我国证券公司在场外衍生品业务上仍有较大的进步空间。展望未来，在相关监管部门和全体市场参与者的共同努力下，相信我国场外衍生品市场必将持续发展，在满足投资需求、实现风险管理、服务实体经济等方面发挥愈加重要的作用。^[N]

学术编辑：韦燕春



参考文献：

- [1]邱冠华,梁凤洁.证券行业深度报告：衍生之路，谁能先行[R].浙商证券,2022-01-15.
- [2]沙石.金融衍生品与全球资本竞争[J].证券市场导报,2019(02):4-7+24.
- [3]王维逸,李冰婷.证券行业深度报告：政策松绑、市场扩容，场外衍生品空间广阔[R].平安证券,2021-11-19.
- [4]徐金麟,叶燕武,王巍,钟美燕,王凯.有序发展金融衍生品 助力实体经济风险管控[N].金融时报,2021-07-19(012).
- [5]赵恒珩,刘颖出.中国场外衍生品的格局和演进[R].2020.