# 专题报告之三：
# 2014 年证券公司场外衍生品业务发展综述[①]

## 第一章
## 2014 年证券公司场外衍生品业务发展情况

2013 年 3 月，经中国证监会批准，证券公司场外衍生品业务试点工作正式启动。同年 8 月，经中国证券业协会授权，中证机构间报价系统股份有限公司（以下简称“报价系统”）开始进行证券公司场外衍生品交易报告管理工作。经过一年多试点，证券公司场外衍生品业务发展迅速，交易报告管理工作日臻成熟[②]。

### 第一节　证券公司场外衍生品交易整体情况

截至 2014 年底，共有 30 家证券公司与 499 家机构客户签署场外金融衍生品主协议 832

① 本报告中所涉及统计数据来源于中证机构间报价系统股份有限公司管理的“证券公司场外衍生品交易报告库”。

② 本部分仅包括证券公司场外权益类金融衍生品业务，不包括证券公司在银行间市场开展的业务及大宗商品衍生品业务。

份，并与其中310家客户开展初始交易6 779笔，涉及初始名义本金5 236.74亿元，未了结交易3 063笔，未了结交易名义本金余额2 983.48亿元（见表1－1）。目前，证券公司开展的场外衍生品业务包括收益互换和场外期权两类，远期业务暂未开展。

**表1－1　　截至2014年底证券公司场外衍生品业务规模**

| 签约方式 | 业务类型 | 主协议（份） | 初始交易笔数（笔） | 初始名义本金（亿元） | 未了结交易笔数（笔） | 未了结名义本金（亿元） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 证券公司柜台签约 | — | 800 | — | | | |
| | 互换 | — | 5 822 | 4 120.67 | 2 505 | 2 364.01 |
| | 期权 | — | 943 | 1 114.53 | 555 | 619.17 |
| 合计 | — | — | 6 765 | 5 235.20 | 3 060 | 2 983.18 |
| 报价系统在线签约 | — | 32 | — | | | |
| | 互换 | — | 11 | 1.32 | 2 | 0.20 |
| | 期权 | — | 3 | 0.22 | 1 | 0.10 |
| 合计 | — | — | 14 | 1.54 | 3 | 0.30 |

证券公司场外收益互换与期权业务主要基于《中国证券市场金融衍生品交易主协议（2013年版）》和《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014版）》（以下将两种主协议统称为“中证主协议”）框架开展，在30家已签署主协议的证券公司中，共26家开展了交易，包括：场外衍生品业务试点公司21家（在证券公司柜台开展业务）和通过报价系统衍生品交易平台开展业务的证券公司9家。

## 第二节　证券公司场外衍生品业务创新情况

2014年，随着场外衍生品业务规模不断壮大，证券公司积极运用场外衍生品开拓业务和业务创新。

在互换业务中，有18家证券公司开展了以获得杠杆为目的的交易，此类交易在参与证券公司数量及初始交易笔数上均为最多，具有一定的代表性。在业务结构上，一般由证券公司与客户签订互换协议，客户在期初缴纳履约保证金（平均初始保障比例为34.24%），证券公司在保证金基础上为客户提供配资（证券公司与客户出资比例平均为1.92∶1），并购买标的证券，客户向证券公司支付固定费用，证券公司向客户支付标的证券的浮动收益。

互换交易在业务目的上类似于“两融”业务中的融资买券业务，交易期间一般由证券公司代客户持有证券，并根据客户交易指令调整标的证券仓位，从而实现客户杠杆交易目的。“两融”业务对证券公司资质、交易对手门槛、标的范围、投资额度均有明确的要求和限制性规定。与此相比，互换业务的交易方式更为灵活，杠杆比例更为宽松，其标的也包括

境外股票，对交易所“两融”业务在场外有一定的补充作用。

在风险对冲方面，证券公司以自身名义在市场上交易（交易方向与客户相同）标的证券，从而完全对冲浮动端风险；同时，证券公司还根据标的证券市值变动情况依照合约要求客户追加保证金或平仓，以控制风险。对于涉及境外标的的业务，证券公司则通过境外子公司购买境外证券对冲风险。

在期权业务中，9 家证券公司开展了包括欧式期权、美式期权、看跌期权、看涨期权和各类奇异期权在内的相关交易。商业银行作为此类交易的主要对手方，通常买入证券公司设计的期权用于构造结构化理财产品以满足其客户需求。期权收益方式以二元与非线性居多，挂钩标的以沪深 300 指数为主，也有少量挂钩贵金属和其他指数的期权。

以相对复杂的双向鲨鱼鳍期权为例，期权一般内设高低障碍价格与高低行权价格，以触碰高低障碍价格为基准的障碍事件发生时，证券公司一般支付客户低于期权费的固定收益；在无障碍事件发生且结算价格在高低行权价之间波动时，证券公司一般支付低于期权费的固定收益；在无障碍事件发生且结算价格在高低行权价范围之外时，证券公司一般支付根据结算价格计算的收益（一般高于期权费）。证券公司通过对行权条件或障碍条件进行设置，可形成单向障碍、单向非障碍、双向非障碍期权、单向二元累计期权（将结算价超过或低于行权价的天数作为计算结算金额的重要参数之一）、区间数值期权等期权。

在风险对冲方面，证券公司以 Delta 对冲为主，进行动态盯市，对冲后证券公司不承担客户行权现金流亏损，主要赚取期权费与对冲成本的差价。但由于非线性结构期权在实际操作中难以完美对冲，证券公司仍将在一定置信期间内持有少量风险头寸。

# 第二章

# 2014 年证券公司场外衍生品业务分析与发展建议

## 第一节　证券公司场外衍生品业务数据分析

### 一、规模情况分析

#### （一）增长情况

2014 年证券公司场外衍生品业务规模增长较快，与 2013 年相比，初始交易笔数增长 11.35 倍（净增 6 230 笔），初始名义本金增长 30.34 倍（净增 5 069.62 亿元），开展交易的证券公司增至 26 家（见图 2－1、表 2－1）。

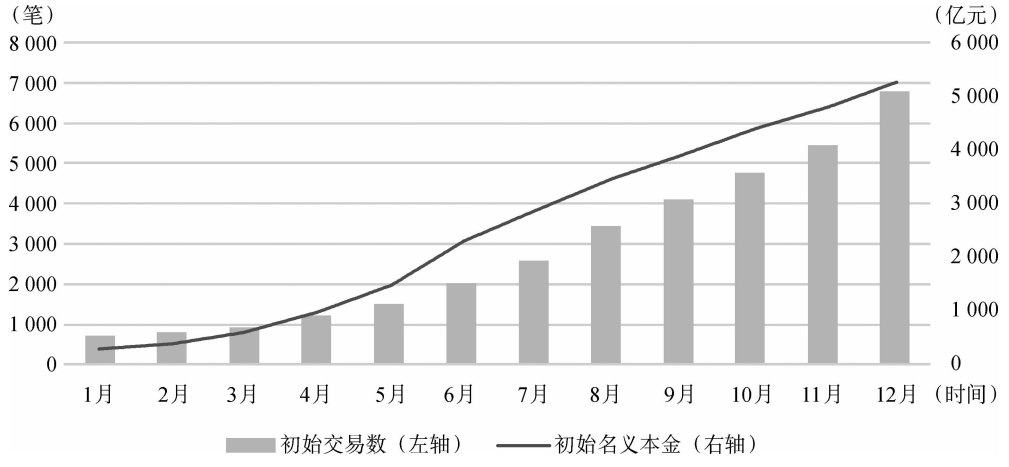


**图 2－1　2014 年证券公司场外衍生品规模增长情况**

**表 2－1　　2013 年和 2014 年证券公司场外衍生品业务规模对比**

| 年末累计 | 互换 | | | 期权 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 证券公司数[①]（家） | 初始交易笔数（笔） | 初始名义金额（亿元） | 证券公司数（家） | 初始交易笔数（笔） | 初始名义金额（亿元） |
| 2013 年 | 12 | 548 | 166.39 | 1 | 1 | 0.73 |
| 2014 年 | 25 | 5 833 | 4 121.99 | 14 | 946 | 1 114.75 |
| 增量 | 13 | 5 285 | 3 955.60 | 13 | 945 | 1 114.02 |

注：①指签订主协议后开展具体交易的证券公司。

从增量看，互换类业务增长较大：初始交易笔数约占增长总量的 85%，初始名义本金约占增长总量的 78%。

从增速看，期权类业务增速较快：初始交易笔数增幅为 2013 年的 945 倍，初始名义本金为 2013 年的 1 526.05 倍，而互换类业务与之对应的增幅分别为 9.64 倍和 23.77 倍。

## （二）业务分布情况

在总体规模分布上，互换业务约占场外衍生品业务总规模的 80%，具有绝对优势（见图 2－2）。然而，若将内嵌期权的互换业务纳入期权规模统计，互换业务的整体规模将减少 1 078.48 亿元，期权业务规模则增加大约同等金额；按初始名义本金计算，场外期权业务在衍生品交易总规模中的占比达到 41.88%，与互换业务在规模上达到基本平衡的状态。随着证券公司场外期权业务资格进一步放开及相应合约模板的进一步标准化，预计期权业务在权益类场外衍生品交易中的占比将达到甚至超过 50%，使权益类场外衍生品交易回归本源。

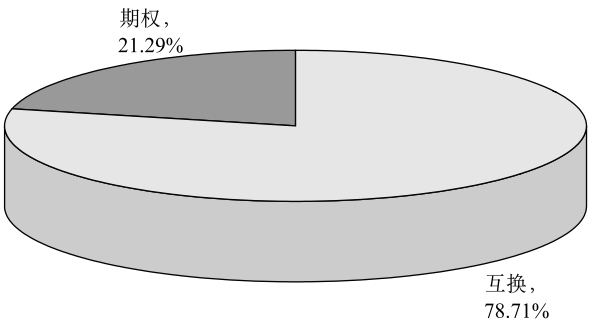


**图 2－2　互换、期权业务规模分布情况（按初始名义本金）**

在互换业务规模分布方面，以获取杠杆为目的交易在规模上呈笔数多、名义金额较小的情况，其他交易目的的互换正好相反，呈笔数少、名义金额较大的情况（见图 2－3）。其原因主要在于杠杆交易类互换的交易对手以一般机构为主（多为私募机构），其诉求主要为融资买券交易，与其他类型互换的交易对手方（多为商业银行）相比资金实力相对薄弱。随着证券公司场外衍生品业务监管政策进一步明确（如负面清单的建立）、证券公司融资渠道进一步拓宽（如开展收益凭证业务），预计以非杠杆交易、风险管理或套期保值为目的的业

务规模将逐渐下降。

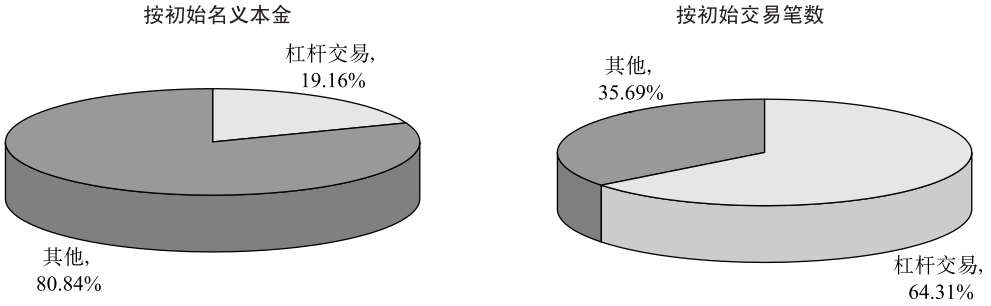


**图 2－3　互换业务规模分布情况**

在期权业务规模分布方面，证券公司卖出期权用于交易对手结构化产品构造的交易规模占有绝对优势（见图 2－4）。从实际业务看，一方面，通过期权业务开展其他目的交易的业务总体规模不大，属于个别证券公司和个别交易对手开展的业务，在市场上不具有影响性和方向性，其规模增减也将受到交易对手业务需求及监管部门相关政策的影响，不具有稳定性和代表性。另一方面，为证券市场投资者提供风险管理工具的场外期权相对较少，资本市场场内场外联动尚未形成，随着场内个股期权业务的推出，预计场外期权业务也将迎来快速发展。

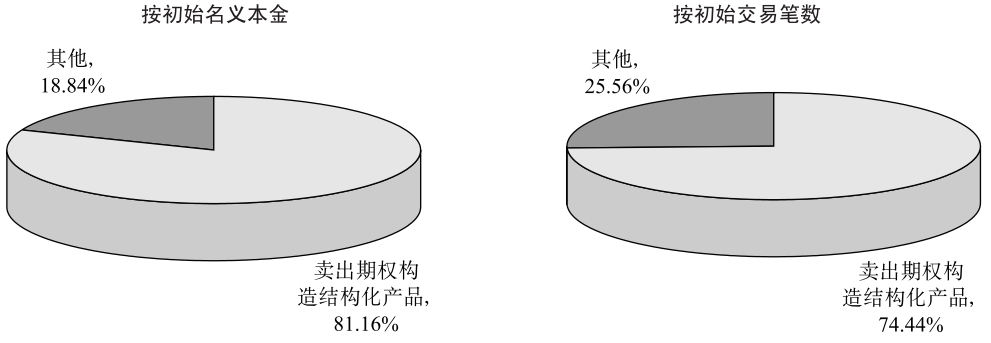


**图 2－4　期权业务规模分布情况**

## 二、业务集中度[①]分析

证券公司在开展场外衍生品业务规模分布上呈“一超多强，分化明显”的局面（见图 2－5），市场份额占比由最高的 41.96% 到不足 1%。其中，中金公司占比最高，超过 40%，连同第一创业证券、国信证券共 3 家证券公司占据市场总规模的近 70%，三家公司中，中金公司和第一创业证券仅开展了互换业务，国信证券在期权及互换业务方面均已开展。

① 业务集中度即各证券公司开展业务规模占比情况。

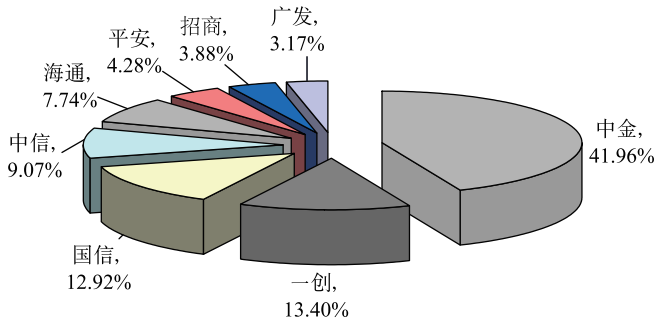


**图 2－5　证券公司开展场外衍生品业务总体集中度**

互换业务规模分布呈现“一家独大、明显分化”情形（见图 2－6），仅中金公司的业务规模就占比过半，连同第一创业、国信证券占据互换业务总规模的近 80%。

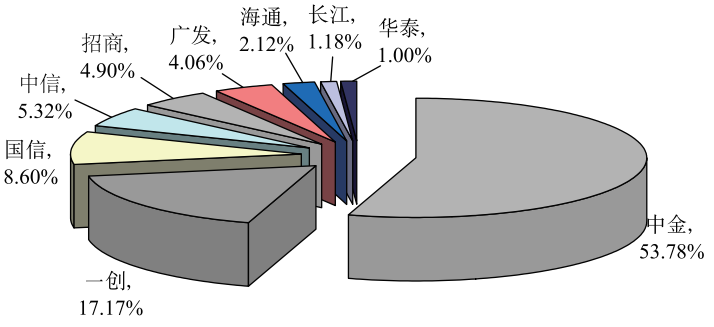


**图 2－6　互换业务集中度**

期权业务在规模分布上虽同样分化明显（见图 2－7），但与互换业务规模“一家独大”局面有所不同的是，单家机构规模占比均未超过总规模 30%，呈“四强鼎立”状态，而这四家机构（国信证券、海通证券、中信证券、平安证券）合计几乎占据了证券公司场外期权业务的全部规模（近 97%）。

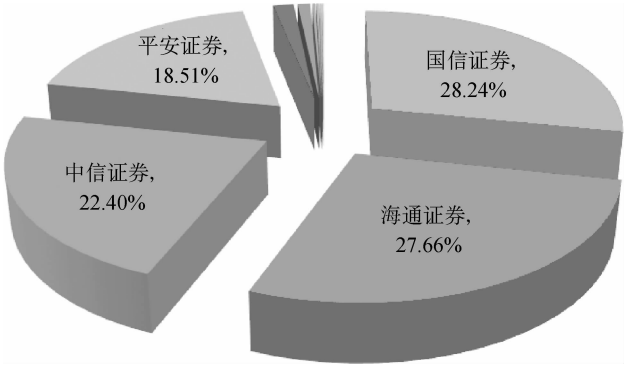


**图 2－7　期权业务集中度**

## 三、交易对手情况分析

截至2014年底，证券公司已签约交易对手499家，接近2013年的5倍（见图2－8），增长较快。在已签约对手中，2014年参与交易对手310家。

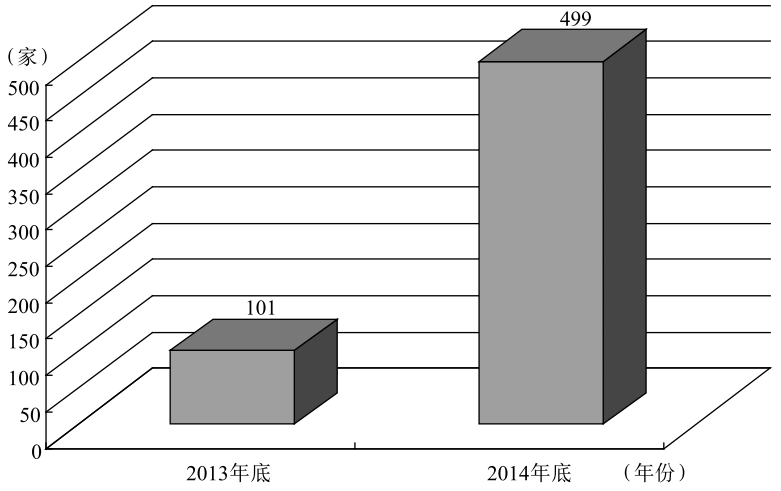


**图2－8　证券公司已签约交易对手情况**

在整体业务方面，交易对手数量和初始名义本金呈现“二八现象”（见图2－9），在参与机构数方面占比最低的商业银行，却在初始名义本金方面占比最高（约80%），而在参与机构数占比最高的一般机构（约80%），在初始名义本金方面占比不到20%。出现上述差异的主要原因在于：少数商业银行是证券公司场外期权业务和部分收益互换业务的主要交易对手，交易涉及初始名义本金规模和交易笔数占据目前证券公司场外衍生品业务总规模比例相对较高（约80%），在一定程度上反映了目前我国结构化理财产品的主力军仍然是商业银行；相反，一般机构（以私募基金、工商企业、期货公司为主）开展的多为杠杆交易类互换业务，虽然参与机构众多，但受资本实力的影响，所涉初始名义本金规模相对于商业银行较小。

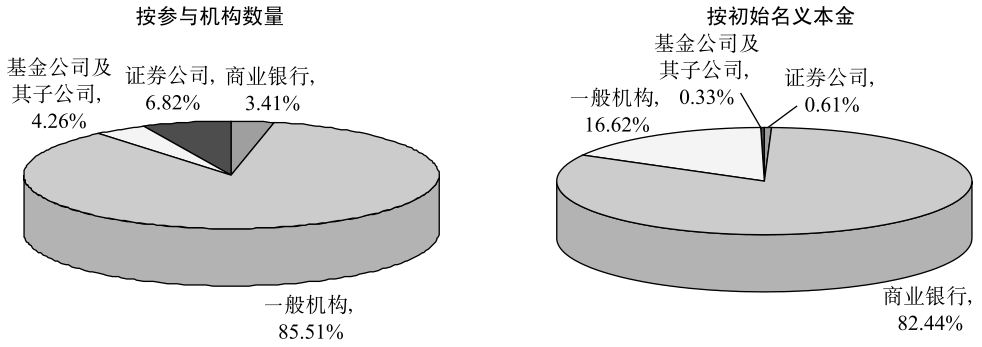


**图2－9　证券公司交易对手结构分布**

## 四、标的分析

目前，证券公司场外衍生品交易标的以股票类和股票指数为主，占比合计约 97%；其他类型标的占比仅为 3.18%，包括可转债、基金及其基金专户、贵金属等（见图 2－10）。

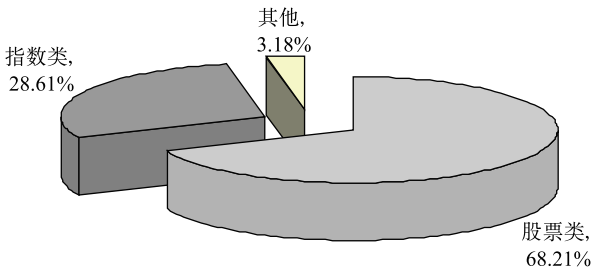


**图 2－10　证券公司场外衍生品交易标的类型分布**

从互换类业务标的数量来看，股票类标的数量占比最高，达 80% 左右，主要由于杠杆交易类互换笔数最多，而此类业务的挂钩标的以股票为主。从场外期权业务标的来看，指数类标的（基本为沪深 300 指数）占比最高，达 96%，主要由于大部分期权是根据商业银行构造结构化理财产品需求定制，市场上此类产品劣后收益挂钩标的仍以沪深 300 指数为主（见图 2－11）。

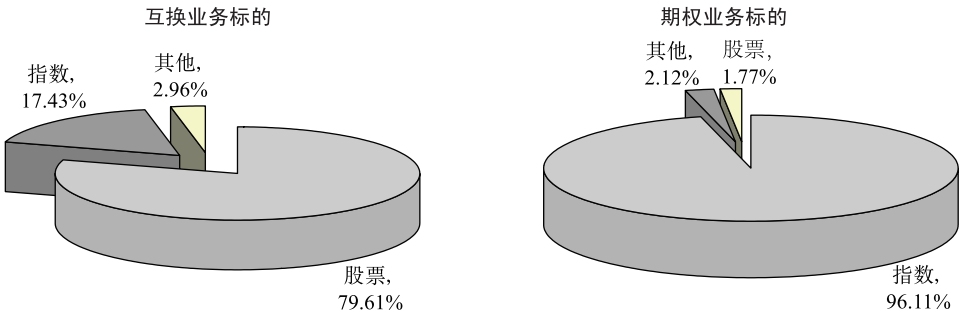


**图 2－11　互换、期权标的类型分布对比**

在标的集中度方面，根据月度标的集中度统计，截至 2014 年底，未出现挂钩股票标的超过其总股本 5% 的情形。

## 五、敞口情况分析

目前，证券公司场外衍生品业务的敞口主要集中在期权业务及包含期权结构的互换业务上。其他类型交易基本可以做到全部对冲，例如，在杠杆类互换交易中，证券公司通过进行与客户交易方向相同的现货股票交易及追加保证金、平仓措施可达到完全对冲；其他类型交易一般无须专门对冲，即使存在潜在亏损敞口，额度也可锁定。

在期权业务及包含期权结构的互换业务上，证券公司主要以 Delta 中性方法对冲大部分浮动风险。经不完全统计[①]，在 99% 置信区间内，证券公司场外衍生品交易的日在险价值（VaR）平均为 0.02 亿元。

### 六、盈亏分析

2014 年，签订主协议后开展交易的 26 家证券公司未审计净利润为 598.80 亿元，场外衍生品业务实现利润 13.67 亿元，占比约 2.28%（见表 2－2）。

**表 2－2　　证券公司场外衍生品业务盈亏情况**　　（单位：亿元）

| 业务类型 | 本年累计额 | | |
|---|---|---|---|
| | 已实现损益 | 公允价值变动损益 | 损益合计 |
| 互换 | 12.97 | －0.33 | 12.64 |
| 期权 | 0.70 | －4.06 | －3.37 |
| 合计 | 13.67 | －4.39 | 9.27 |

在具体业务方面，互换类业务已实现损益远高于期权类业务，主要原因包括：一是杠杆交易类互换交易收入成本可控，且内嵌期权的互换交易规模相对较大；二是目前期权业务规模较小，尚未形成规模效应；三是证券公司期权风险对冲管理能力有待进一步提高，现有业务定价、对冲成本控制能力需进一步积累提高；四是个别证券公司结合其战略需要（力争市场占有率第一），期权定价相对较低。

## 第二节　证券公司场外衍生品业务整体运行评价

2014 年，证券公司场外衍生品业务整体发展良好，已成为证券公司具有代表性的场外业务之一，且无重大风险发生。

在规模方面：2014 年证券公司场外衍生品月度规模呈持续增长态势，互换业务增量大，期权业务增速快，随着场内现货交易及衍生品交易的不断发展完善，预计证券公司场外衍生品规模将继续快速稳定增长，并与场内业务形成联动。

在业务风险方面：一是无明显标的集中度过高情况发生，即单一证券公司因衍生品风险对冲持有的单只股票未出现超过总股本 5% 的情况，证券公司与同一交易对手签订的全部衍生品协议涉及单一标的股票累计占比也未超过对应股票总股本 5%；二是尚无直接违反证券

① 因部分证券公司未进行 VaR 计算，故样本范围有限。

公司场外衍生品业务相关禁止性规定的交易；三是无违约终止情况发生；四是单一证券公司场外衍生品业务风险敞口相对其净资本较小。

在业务模式方面：以杠杆交易为目的业务规模稳定增长，且交易笔数占比最高，但名义本金规模不大，有进一步提升空间；运用场外衍生品进行风险管理、套期保值的交易量较小，有待进一步发展。此外，通过开展场外衍生品业务实现其他金融交易目的的业务具有一定规模，随着针对证券公司场外衍生品业务限制性和禁止性规定的负面清单建立和完善，预计此类业务的规模相对于旨在以杠杆交易、风险管理、套期保值为目的的交易规模将会减少，逐渐达到利于证券场外衍生品市场向成熟方向发展的比例。

## 第三节　证券公司场外衍生品交易相关问题与发展建议

目前，证券公司场外衍生品发展迅速，对促进多层次资本市场建设起到了积极作用，但在发展中也存在一些问题。

### 一、交易对手种类丰富度、专业程度有待提升

#### （一）机构投资者种类不丰富

目前，从业务规模看，证券公司收益互换、场外期权业务的交易对手主要集中在少数几家商业银行，全行业对单一类型客户的依赖度较高。究其原因，主要在于：一是目前证券公司场外衍生品产品单一，资本市场相对于银行间市场等其他市场欠发达，不能吸引资金雄厚的机构投资者进行交易；二是跨行业间缺乏具体参与证券公司场外衍生品交易的监管规定，使得银行、保险、信托等金融机构（包括其管理的产品）因为政策因素不能或不愿参与证券公司场外衍生品交易。

#### （二）高净值个人投资者不能参与

根据《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》，个人投资者不能参与证券公司场外衍生品交易。部分高净值的个人投资者虽然具有强烈的衍生品交易需要、具备专业经验及风险承受能力，但不能直接与证券公司开展业务，反而是商业银行向此类投资者提供了挂钩证券的产品。长此以往，将导致高净值客户在商业银行进一步集中，致使证券公司场外衍生品成为银行的廉价期权供应商。

为进一步丰富场外衍生品交易投资者，提出以下建议：一是建立跨市场跨行业的场外衍生品交易规则体系，支持专业机构参与交易；二是丰富证券公司场外衍生品产品类型，吸引资金实力雄厚且有交易需求的机构投资者进行多元目的的交易；三是以较高门槛允许个人投