



Research and
Development Center

优质头部机构养成系列研究（一）：券商杠杆 要去哪——做市业务前景探析

非银金融

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号：S1500523040001

邮箱：ranzhaobang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

优质头部机构养成系列研究（一）：券商杠杆要去哪——做市业务前景探析

2024年03月19日

本期内容提要：

- **近两年来，券商做市业务发展提速。**做市商制度是利用做市商自有资金、证券与投资者进行交易的市场交易制度。我国做市商制度起步晚，2019年正式纳入证券法范围。近年来，交易所债券做市、科创板做市、北交所做市制度落地，证监会修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，对证券公司开展做市业务的风控指标计算标准予以优化，为券商开展做市业务提供了制度供给。当前，券商正加速获取牌照布局做市业务。
- **相较于传统方向性自营业务，非方向性的做市业务盈利稳定性更强，有助于自营收入质量。**券商做市业务盈利主要来源于交易中介收入（Facilitation revenues）和库存收入（Inventory revenues）。相较于传统方向性自营业务，非方向性的做市业务盈利稳定性更强，有助于自营收入质量提升。
- **海外投行凭借做市业务成功转型，做市收入已成为海外投行的重要盈利支柱，成为较好的加杠杆方向。**2010年美联储前主席保罗·沃尔克提出“沃尔克规则”，要求银行机构剥离方向性的自营投资业务，美国大型投行的自营业务转型大幅推进。当前做市业务已成为美国投行重要的收入支柱。从做市业务在综合投行和电子做市商的业绩表现来看，其非方向性特征下，盈利稳定性明显，是较好的加杠杆方向。
- **当前国内尚未建立以做市商为核心的二级市场流动性提供机制。**以债券市场做市为例，我国债券交易主要集中于银行间市场，“经纪商报价”是当前国内债券交易的主流方式，但该模式为主的市场难以在市场出现大幅度波动的时候提供足额的流动性。
- **能否复制海外经验？**我们认为，国内券商做市业务向上空间的主要驱动因素有三，一是标的证券的衍生市场发达；二是投资者群体丰富；三是做市业务制度完备。
- **投资建议：**我们认为，做市业务正处于从机制完善到规模扩张的发展机遇期。随做市制度持续推进，券商在债券、权益、衍生品、基金、公募reits等市场做市水平或有望提升，美国经验表明做市业务已成为头部投行重要的收入来源和加杠杆方向，其业务收入有助于平滑券商整体业绩波动。**建议关注用表能力较强，做市规模领先，机构业务布局领先的头部券商。**如用表能力领先的中信证券、中国银河；做市业务领先的东方证券、华泰证券、国金证券等。
- **风险因素：**做市制度推行不及预期、券商发展做市业务意愿不强、衍生品市场发展不及预期、测算具备主观性。

目 录

一、券商做市业务发展提速，开启自营业务非方向性转型之路	5
1、制度规范开辟新业务路径，券商加速布局做市业务	5
2、做市业务具备非方向性特征，可有效改善自营业务盈利质量	7
二、美国投行做市业务为盈利支柱，具备高杠杆、ROE 稳定等特征	8
1、做市业务已成为美国投行重要的盈利支柱	8
2、综合大型投行和电子做市商均具备可借鉴的发展经验	9
3、做市业务 ROE 平稳，是较好的加杠杆方向	12
三、从机制到规模，我国券商做市业务向上空间逐步打开	13
1、交易所债券做市制度明显提升债券市场交投活跃度	13
2、科创板、北交所做市形成经验积累，有望开辟券商权益做市新赛道	16
3、我国券商开始角力做市业务	17
4、对标看，成熟市场的做市业务发展主要受到三重因素驱动	19
四、业务规模与盈利测算	23
五、投资建议	25
六、风险因素	25

表 目 录

表 1：做市商制度发展时间表	5
表 2：券商做市业务资格获取情况	6
表 3：高盛 2022 年业务收入及同比增速	10
表 4：国内债券市场做市制度对比	14
表 5：沪深债券做市基准券指数及选样条件	15
表 6：北交所做市资格准入条件修订	17
表 7：2023 年交易所债券做市商评价	18
表 8：2023 年北交所、科创板做市商做市标的规模	18
表 9：2023 年期权期货做市商评价	18
表 10：2023 年上交所基金主做市商评价	19
表 11：中国美国权益、利率期权期货合约规模及分类（单位：亿手）	20
表 12：银行间债券市场交易结算结构（单位：亿元）	21
表 13：券商债券做市业务收入测算	23
表 14：券商科创板/北交所做市业务收入测算	24

图 目 录

图 1：做市业务盈利模式	7
图 2：做市业务模式及参与方	8
图 3：高盛做市收入占比	9
图 4：摩根士丹利做市收入占比	9
图 5：JP 摩根做市收入占比	9
图 6：美国银行做市收入占比	9
图 7：高盛组织架构调整（1997-2009）	10
图 8：高盛组织架构调整（2010-至今）	10
图 9：沃途金融收入及收入结构（单位：百万美元）	11
图 10：沃途金融资产及资产结构（单位：百万美元）	11
图 11：沃途金融加权平均 ROE 与综合投行对比	12
图 12：沃途金融权益乘数与综合投行对比	12
图 13：纳斯达克指数及月度波动率	12
图 14：高盛各业务 ROE（2015-2021）	13

图 15: 高盛各业务杠杆率	13
图 16: 债券市场托管余额结构	13
图 17: 银行间债券市场季度现券成交额	13
图 18: 2019 年债券市场成交结构	14
图 19: 2019 年银行间债券市场双边报价机构构成	14
图 20: 深做市利率债日成交量 (单位: 万手)	15
图 21: 深做市信用债成交量 (单位: 万手)	15
图 22: 做市信用债券超额收益	16
图 23: 科创板做市标的个数及规模	16
图 24: 科创板做市商做市标的数量	16
图 25: 全球场外衍生品名义本金规模 (单位: 十亿美元)	20
图 26: 全球期货期权市场成交规模	20
图 27: 2023 年末中美期权期货合约未平仓规模全球占比	20
图 28: 2023 年末中国期货期权合约未平仓规模结构	20
图 29: 2023 年末银行间债券市场持有者结构	21
图 30: 美国债券市场做市业务结构	22
图 31: 2022 及 2023 年 A 股各板块成交水平 (万亿元)	24

一、券商做市业务发展提速，开启自营业务非方向性转型之路

1、制度规范开辟新业务路径，券商加速布局做市业务

做市商制度是利用做市商自有资金、证券与投资者进行交易的市场交易制度。证券市场交易制度是资本市场价格形成的重要机制，主要分为报价驱动制度（做市商制度）和指令驱动制度（竞价制度）。做市商制度，是指特许的交易商不断地向投资者双向报出特定证券的买卖价格，并在该价位上接受投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易，而投资者的买卖请求并不直接配对成交的交易制度。在做市商制度下，买卖双方不需要等待交易对手出现，只要有做市商出面承担交易对手方即可达成交易。做市商通过不断的双向交易来维持市场的流动性，同时通过买卖报价的价差获取利润。

我国做市商制度起步晚，**2019 年正式纳入证券法范围**。2001 年 4 月，中国人民银行发布《关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务的有关问题的通知》，并于同年批准 9 家商业银行为首批双边报价商，正式在银行间债券市场引入做市商制度。2005 年 11 月为了配合人民币汇率形成机制改革，外汇局发布《银行间外汇市场做市商指引（暂行）》，在银行间外汇市场引入做市。2007 年，人民银行颁布《全国银行间债券市场做市商管理规定》，全面规范银行间债券做市商管理。2012 年和 2018 年，上交所和深交所分别发布基金流动性服务业务指引，做市商制度范围进一步扩大至基金做市。**2019 年，新证券法修订，做市业务被明确纳入证券公司可以经营的业务范围，此外，新《证券法》规定 4 项证券业务必须由证券公司经营，但不包括证券做市业务，意味着证券做市业务并非证券公司垄断业务类型。**

近两年随着科创板、交易所债券市场、北交所实行做市制度，做市商制度加速落地，券商在权益、债券做市方面迎来制度供给。2022 年 5 月证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，在科创板引入做市商制度。2022 年 1 月，沪深交易所分别发布债券做市指引，为债券做市提供制度基础，并于 2023 年 2 月正式启动沪深交易所债券市场做市业务。做市商制度的加速推进，为券商机构加速业务转型提供了制度供给。

截至目前，券商参与实行做市商制度的品种包括银行间、交易所债券做市；国债期货做市；新三板、北交所、科创板做市；股指期货、股票期权做市；基金做市；公募 REITs 做市；CDR 做市等。

表 1：做市商制度发展时间表

时间	公告	制度意义
2001 年 4 月	《关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务的有关问题的通知》	银行间债券市场引入做市商制度
2007 年 12 月	《银行间外汇市场做市商指引》	银行间外汇市场引入做市商制度
2012 年 5 月	《上海证券交易所交易型开放式指数基金流动性服务业务指引》	上交所 ETF 引入做市商制度
2014 年 8 月	《全国中小企业股份转让系统做市业务管理规定（试行）》	新三板引入做市商制度
2015 年 1 月	《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》	股票期权引入做市商制度
2015 年 7 月	《场外证券业务备案管理办法》	场外证券业务包括场外证券做市业务
2018 年 11 月	《深圳证券交易所证券投资基金流动性服务业务指引》	深交所上市基金引入做市商制度
2018 年 12 月	《中国金融期货交易所做市商管理办法》	中金所引入国债期货做市商制度
2019 年 12 月	《证券法》修订	新《证券法》增加了证券做市交易业务
2021 年 1 月	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法》	明确要求公募 REITs 引入上市基金做市商
2021 年 11 月	《北京证券交易所股票做市交易业务细则》 《北京证券交易所股票做市交易业务指引》	北交所将引入做市商实行混合交易制度
2022 年 1 月	《上海证券交易所债券交易规则适用指引第 3 号——债券做市业务》 《深圳证券交易所债券交易业务指引第 3 号——债券做市》	为交易所债券做市提供制度基础
2022 年 5 月	《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	科创板正式引入做市商制度
2023 年 9 月	《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》	优化做市业务交易机制扩大做市商队伍

资料来源：中国政府网、中国人民银行、上交所、深交所、全国中小企业股份转让系统、北交所、中金所、证券业协会、金融界、信达证券研发中心

《做市规定》落地以来，上市券商公告获取做市业务资格明显加快。根据《证券法》《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》等相关法律法规，2022 年 5 月，证监会制定了《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》（以下简称《做市规定》），通过试点方式在科创板引入做市商机制，积累经验并稳步推进做市商制度。《做市规定》提出经中国证监会核准取得上市证券做市交易业务资格的，可以试点从事科创板股票做市交易业务；经中国证监会核准取得上市证券做市交易业务资格的，可以在其他交易所按照规定开展证券做市交易业务。目前已有 17 家券商获批上市证券做市交易业务资格，18 家券商获批股票期权做市业务资格。券商做市资格获取明显加快。

表 2：券商做市业务资格获取情况

公告日期	证券简称	发布时间	做市业务资格
2019-12-27	招商证券	2019-12-26	股指期货做市业务
2020-02-07	西部证券	2020-02-06	上海证券交易所沪深 300ETF 期权合约品种做市
2020-12-15	华泰证券	2020-12-14	境外子公司伦敦证券交易所做市
2021-01-21	华泰证券	2021-01-20	商品期货做市业务
2021-02-09	中金公司	2021-02-08	股票期权做市业务
2021-12-23	中泰证券	2021-12-22	国债期货做市业务
2021-12-25	国泰君安	2021-12-24	国债期货做市业务
2022-09-19	中国银河	2022-09-18	上市证券做市交易业务
2022-09-20	财通证券	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	国金证券	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	中信建投	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	华泰证券	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	东方证券	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	西部证券	2022-09-19	深圳证券交易所创业板 ETF 期权和中证 500ETF 期权做市
2022-09-20	西部证券	2022-09-19	上海证券交易所中证 500ETF 期权做市
2022-09-21	申万宏源	2022-09-20	上市证券做市交易业务
2022-09-21	国信证券	2022-09-20	上市证券做市交易业务
2022-10-14	国泰君安	2022-10-13	上市证券做市交易业务
2022-10-14	中信证券	2022-10-13	上市证券做市交易业务
2022-10-15	招商证券	2022-10-14	上市证券做市交易业务
2022-10-15	兴业证券	2022-10-14	上市证券做市交易业务
2022-10-15	东吴证券	2022-10-14	上市证券做市交易业务
2022-10-20	浙商证券	2022-10-19	上市证券做市交易业务
2022-11-24	中国银河	2022-11-23	股票期权做市业务
2023-01-11	广发证券	2023-01-10	股指期货做市业务
2023-04-18	中金公司	2023-04-17	上市证券做市交易业务
2023-04-20	兴业证券	2023-04-19	股票期权做市业务
2023-06-06	西部证券	2023-06-05	上海证券交易所华夏科创 50ETF 期权做市
2023-06-15	中国银河	2023-06-14	商品期货及期权做市业务
2023-09-23	中泰证券	2023-09-22	上市证券做市交易业务

资料来源：同花顺、信达证券研发中心

风控指标计算新规制定，监管表态放宽相关风控指标，支持做市业务发展。11 月 3 日，证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》向社会公开征求意见。对新一轮《计算标准》的修订，证监会指出对证券公司开展做市、资产管理、参与公募 REITs 等业务的风险控制指标计算标准予以优化，进一步引导证券公司在投资端、融资端、交易端发力，充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理、活跃资本市场等作用。做市业务

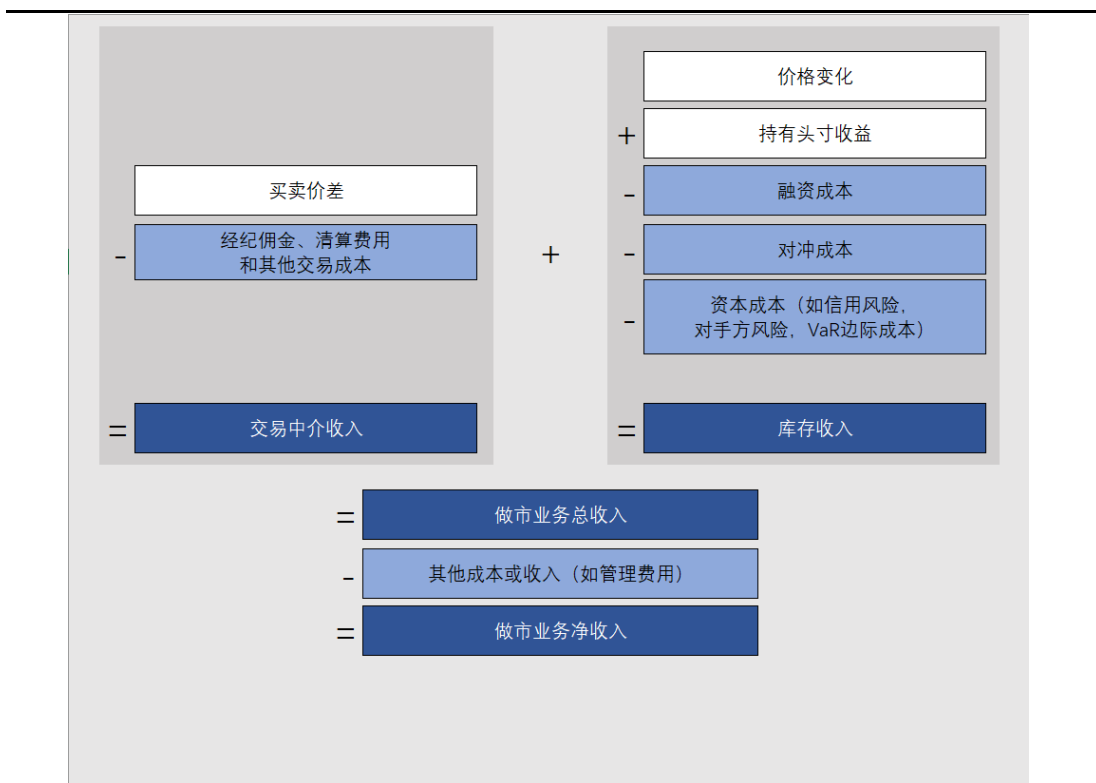
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

方面，具体调整内容包括：1) 降低做市业务风险资本占用。证券公司做市账户中持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备按各项计算标准的 90% 计算；中证 500 指数成分股风险资本准备比例由 30% 下调至 10%。2) 降低头部券商风险资本折算系数。分母端风险资本准备方面，连续三年 A 类 AA 级以上（含）由 0.5 调整为 0.4，连续三年 A 类由 0.7 调整为 0.6；3) 降低大宗商品衍生品资金流出比例。大宗商品衍生品资金流出比例从 12% 降至 8%。4) 降低中证 500 指数成分股、其他资产所需稳定资金。中证 500 指数成分股所需净稳定资金由一般上市股票标准的 50% 降至 30%；其他所有资产按到期日期限重新划定所需稳定资金折算系数，由原来的 100% 改为 50%、75%、100% 三个区间。以上调整对券商开展做市业务的风险覆盖率、流动性覆盖率、净稳定资金率约束均进行了优化。

2、做市业务具备非方向性特征，可有效改善自营业务盈利质量

券商做市业务盈利主要来源于交易中中介收入（Facilitation revenues）和库存收入（Inventory revenues）。交易中中介收入为做市买卖价差，成本为买卖证券时支付的经纪佣金、清算费用等交易成本。交易中中介收入主要来源于做市商定价能力和交易份额，与投资能力无关，是一种非方向性的稳定收入。库存账户收入是由于做市商无法立刻匹配抵消双边订单，采用自营库存股作为对手方交易而形成，其收益主要包括持有期间头寸价值变动损益、和股利、利息等孳息收益，成本包括融资成本、对冲成本和资本成本。综合考虑两个账户，相较于传统方向性自营业务，非方向性的做市业务盈利稳定性更强，有助于自营收入质量提升。

图 1：做市业务盈利模式



资料来源：BIS，信达证券研发中心

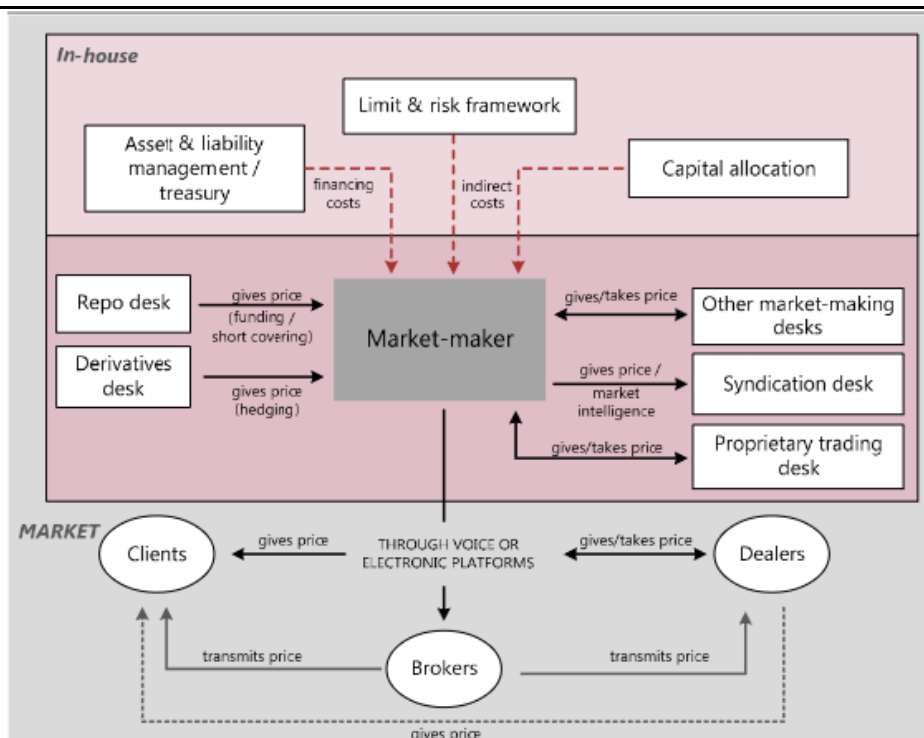
做市商的风控约束形成了业务的两个特征。理想情况下，做市商通过买卖端平衡，无风险地获得买卖价差，赚取交易中中介收入，但现实中买卖端不平衡带来的风险敞口导致做市商需要关注库存股带来的风控约束。而从商业模式进一步拆分可发现，在实际情况中，由于做市商可提供的买卖价差包含做市商对库存的变化和相关成本的风险预期，做市业务具备以下两个

特征：

做市业务具备头部聚集特征。如果 1) 交易对手方规模较大，交易头寸能够以低成本快速抵消；2) 库存融资成本较低 3) 做市商资本实力较强，对库存股的风险承受能力较高，其买卖价差通常会相对较窄。这导致做市业务具备规模效应，做市业务规模更大、资本实力更强的做市商有望获得报价优势和做市规模优势。

做市业务依赖于标的证券相关的其他市场是否发达。如果标的证券相关的风险管理市场（如用于库存股对冲的衍生品市场、库存股再分配的交易商内部市场）及标的证券用于融资的市场（如回购市场）流动性较好，则有利于做市商获得较窄的买卖报价。

图 2：做市业务模式及参与方

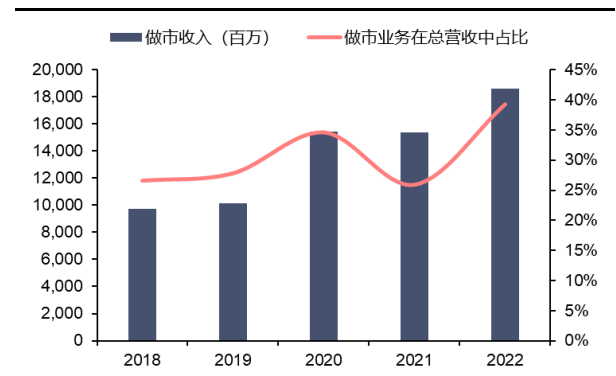


资料来源：BIS，信达证券研发中心

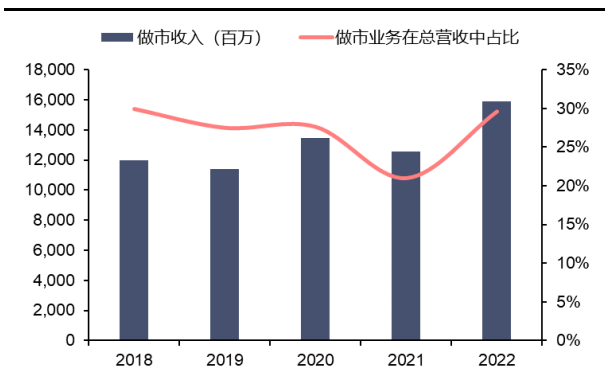
二、美国投行做市业务为盈利支柱，具备高杠杆、ROE 稳定等特征

1、做市业务已成为美国投行重要的盈利支柱

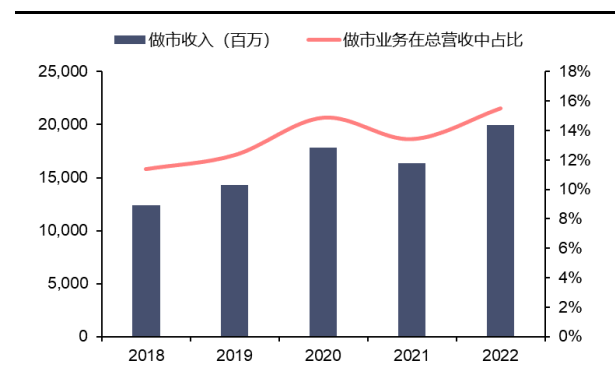
金融危机后，美国大型投行自营业务剥离，做市业务为严监管周期下自营业务转型发展的重要方向。2008 年金融危机的爆发，银行业过度投机被认为是重要原因，2010 年美联储前主席保罗·沃尔克在时任美国总统奥巴马的支持下，提出“沃尔克规则”，要求银行机构剥离方向性的自营投资业务，美国大型投行的自营业务转型大幅推进。从当前美国投行的收入占比来看，2018-2022 年，高盛做市收入占总营收比重在 25%-40%之间；摩根士丹利做市收入占总营收比重在 20%-30%之间；JP 摩根做市收入占总营收比重在 10%-20%之间；美国银行做市收入占总营收比重在 10%-15%之间。

图 3：高盛做市收入占比


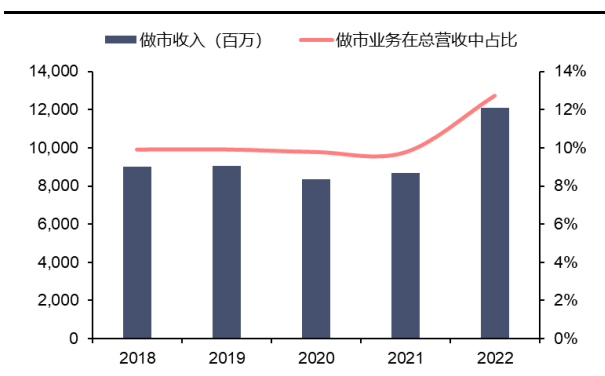
资料来源：高盛年报，信达证券研发中心

图 4：摩根士丹利做市收入占比


资料来源：摩根士丹利年报，信达证券研发中心

图 5：JP 摩根做市收入占比


资料来源：JP 摩根年报，信达证券研发中心

图 6：美国银行做市收入占比


资料来源：美国银行年报，信达证券研发中心

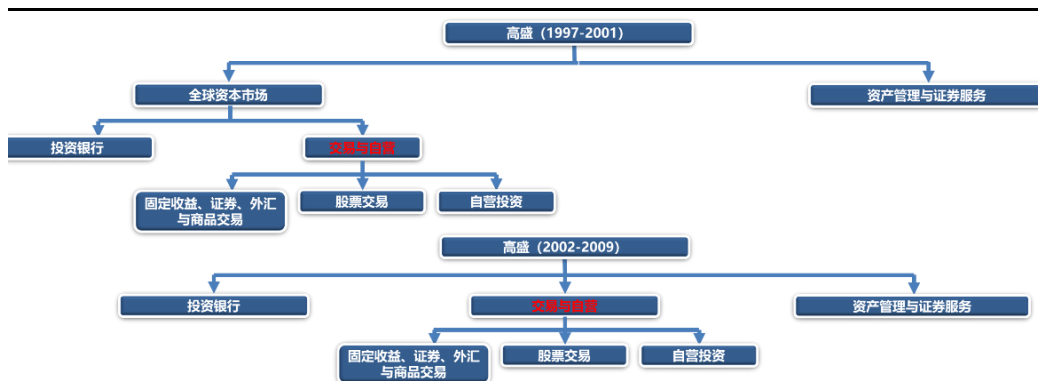
2、综合大型投行和电子做市商均具备可借鉴的发展经验

规模化与电子化趋势下，综合大型投行和电子做市商均具备可借鉴的发展经验。从做市业务参与者看，美国做市参与者主要包括高盛、瑞士信贷等传统综合大型投资银行、商业银行，以及沃途金融（Virtu Financial）、简街资本（Jane street Capital）等电子交易公司两类参与者。综合大型投行具备丰富的客户资源、长期积累的品牌信誉及雄厚的资本实力，做市业务成为重资产业务获利的重要方向；而电子交易公司在近三十年快速发展，在金融科技方面具备相对优势，通过高频率和大规模买卖证券、赚取价差同时为市场提供了流动性，实质上承担了做市商的角色。

2.1 高盛：几经架构调整机构业务取代传统交易自营业务，自营业务从方向性交易业务向客需性服务转型

1) 上市之初高盛自营投资部门为全球资本市场部门下二级部门。高盛 1999 年上市之初的一级部门包含全球资本市场部和资产管理与证券服务部，其中全球资本市场部下设投资银行业务部和交易和自营业务部。2) 2002 年的组织架构调整将交易与自营业务重新划分为一级部门。2002 年，高盛对于交易业务的重视程度上升，为顺应业务发展，交易和自营业务部被独立出来，与投资银行业务部、资产管理与证券服务部保持平级。

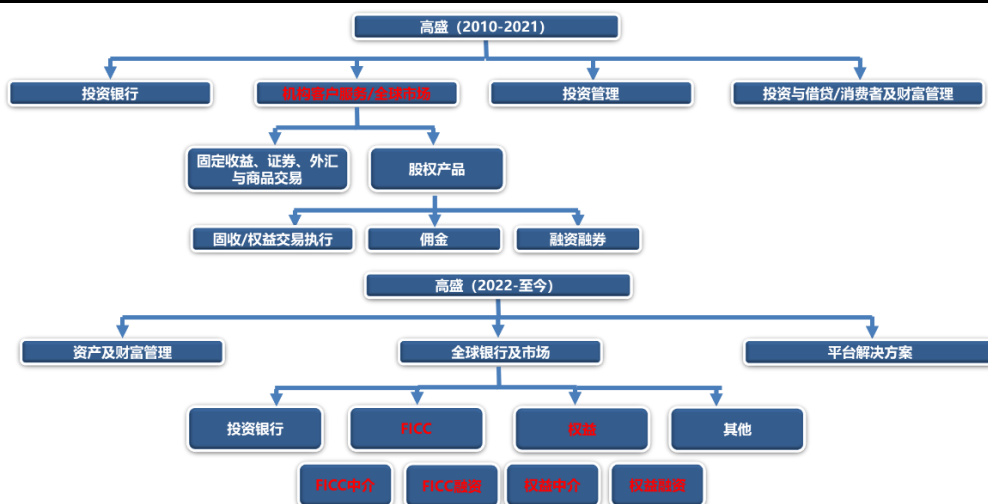
图 7：高盛组织架构调整（1997-2009）



资料来源：高盛年报，信达证券研发中心

3) 2010 年高盛业务架构调整剥离纯方向性自营。此后，2010 年高盛再度进行部门架构调整，由三条业务线调整为投资银行+机构客户服务+投资与借贷+投资管理四条业务线，机构业务部提供衍生、做市、两融等多项服务。4) 2022 年“一个高盛”理念指导下，机构业务与投行业务再次合并，当前自营业务以客需的中介和融资服务为主导。2022 年，高盛迎来史上最大架构调整，公司将投资银行和交易业务合并为一个部门；将资产管理和财富管理业务合并为一个部门，公司对业务进行重组，进一步利用‘一个高盛’的主要运营模式，更好地为客户服务。

图 8：高盛组织架构调整（2010-至今）



资料来源：高盛年报，信达证券研发中心

尽管近年来宏观环境艰难，但高盛投行做市业务非方向性特征有力平滑经济下行压力下的业绩波动。2022 以来宏观经济低迷，叠加地缘政治因素，市场波动进一步加剧，导致全球股票和债券价格震荡。在这种经济背景下，美国券商投资银行业务收入普遍下行。但做市业务收益相对稳定，从而有力平滑了经济下行压力下的业务波动。在海外各大投行中，高盛从中受益明显。从三年业绩对比看，2023 年，尽管高盛总净收入较 2021 年下滑 22.1%，但做市业务收入 182.4 亿美元，较 2021 年+18.8%，占公司营收的 39.4%，贡献主要业绩增量。

表 3：高盛 2022 年业务收入及同比增速

百万（美元）	2023	2022	2021	2023 同比	2022 同比
投资银行	6218	7,360	14,136	-16%	-48%

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

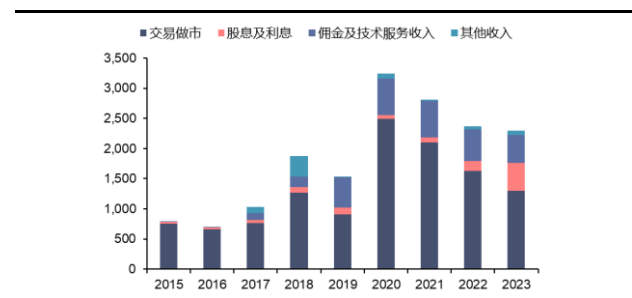
投资管理	9532	9,005	8,171	6%	10%
佣金和费用	3789	4,034	3,590	-6%	12%
做市业务	18238	18,634	15,357	-2%	21%
其中：FICC	10300	10900	6898	-6%	58%
权益	7938	7734	8459	3%	-9%
其它本金交易收入	2126	654	11,615	225%	-94%
净利息收入	7351	7,678	6,470	-4%	19%
总净收入	46254	47,365	59,339	-2%	-20%

资料来源：高盛年报，信达证券研发中心

2.2 沃途金融：技术能力领先，以高频交易实现稳定盈利的做市商

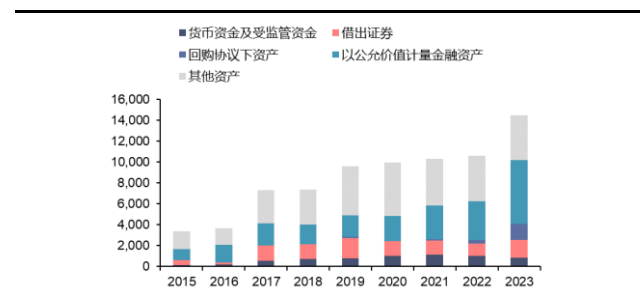
全球最大的高频交易商之一，主要盈利来源为做市收入。与传统的投行不同，2023 年底沃途金融（Virtu Financial）归母净资产仅 12.03 亿美元，总资产为 144.66 亿美元，是全球最大的高频交易和做市商之一，在超过 235 个场所为超过 25000 种证券提供深度流动性和竞争性投标和报价以及执行技术，同时在全球范围内创造更高效和稳定的市场。使用基于大数据的高频交易策略来每天交易大量证券，通过每笔交易的价差获利来赚钱。公司业务主要分为交易做市和执行服务两个板块，分别主要获取做市价差收益及代客交易佣金。1) 从收入结构上看，交易做市收入为公司主要收入来源。2015-2023 年，主要与公司做市业务相关的交易做市收入/股息及利息收入平均占比分别为 71.5%/6.4%。2) 与收入占比相比，公司期末交易性金融资产规模较小。2015-2023 年，公司期末交易性金融资产在总资产中占比平均 31.5%。

图 9：沃途金融收入及收入结构（单位：百万美元）



资料来源：沃途金融年报，信达证券研发中心

图 10：沃途金融资产及资产结构（单位：百万美元）



资料来源：沃途金融年报，信达证券研发中心

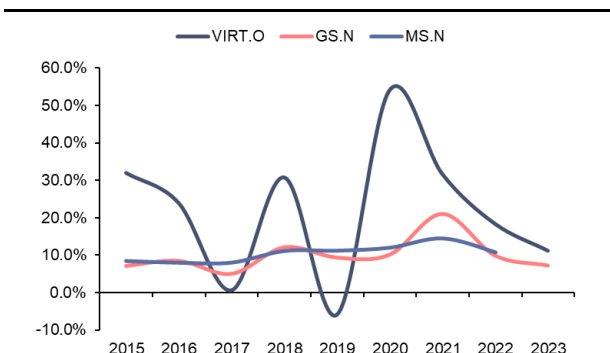
基于无方向性风险控制策略，公司盈利稳定性显著。公司的交易旨在实现无方向性、非投机性和市场中性，其做市策略通过限制头寸的名义规模，在任何特定时间将最低限度的资本置于风险之中。此外，公司的交易策略试图消除所持有头寸的价格风险，通过金融工具进行精确对冲来锁定回报。据沃途金融招股说明书，公司在 2009 年至 2014 年的近 1485 个交易日里，仅有一天出现亏损，盈利稳定性显著。

技术壁垒为公司构建核心竞争力。公司依靠内部软件工程师团队开发软件 and 应用程序，通过利用优化的基础设施与交易所和其他交易场所直接集成，提供流动性。公司利用技术的能力使其成为全球电子交易市场流动性成本最低的供应商之一。利用平台的可扩展性和低成本，公司可以提升交易效率并快速部署新的流动性供应策略，扩展到新的证券、资产类别和地区，以很少的增量成本增加交易量，并在每笔交易盈利能力不显著的情况下，持续获得正的调整后净交易收入。

以做市业务为核心，公司盈利能力近年来好于综合投行。一方面，从财务指标来看，杠杆率水平较低情况下，公司在大多数年份的加权平均 ROE 水平好于综合投行。2017-2023 年，公司权益乘数水平介于 6.7-12.0 倍之间，明显低于综合投行如高盛 10.3-14.0 倍水平。但 ROE 水平明显好于综合投行，沃途金融同期 ROE 算数平均数为 20.1%，好于高盛和摩根士

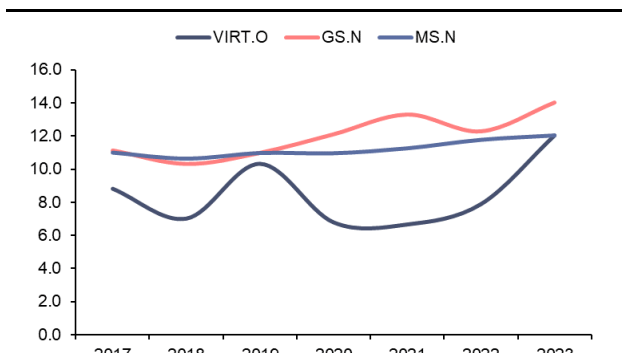
丹利 10.1%和 10.4%的同期 ROE 水平。

图 11： 沃途金融加权平均 ROE 与综合投行对比



资料来源：沃途金融年报，信达证券研发中心

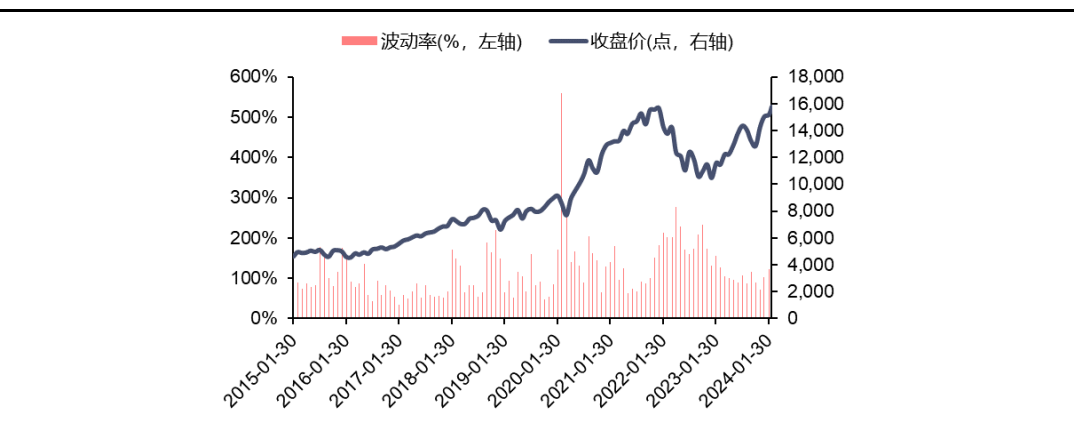
图 12： 沃途金融权益乘数与综合投行对比



资料来源：沃途金融年报，信达证券研发中心

另一方面,在市场波动较大的年份,公司业务盈利能力明显更强。对于高频交易做市商来说,理想的交易环境就是市场剧烈波动且成交量较大的时候,市场涨涨跌跌,同时伴随交易量放大,高频交易通过一秒多次下单,从中赚取微薄利润,聚沙成塔。2020 年,受新冠肺炎和政府释放流动性影响,美国市场波动性和交易量显著提升, 2020 年,沃途金融整体资产规模 99.66 亿美元,与上年基本持平,公司交易性金融资产规模 23.69 亿美元,较上年仅增长 14.5%,在总资产中占比仅 23.8%。但当年公司总收入增长至 32.39 亿美元,同比+111.7%,其中做市业务收入达到 24.93 亿美元,较上年增长 173.4%,其资金利用效率及盈利能力明显提升。

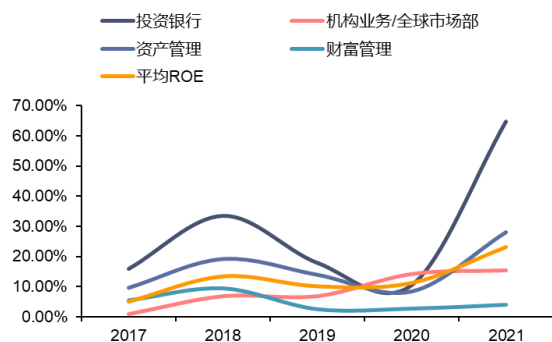
图 13： 纳斯达克指数及月度波动率



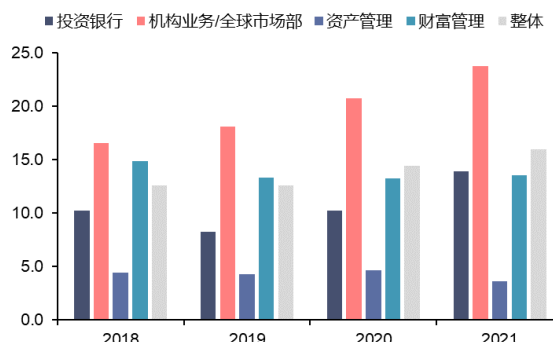
资料来源：iFind，信达证券研发中心

3、做市业务 ROE 平稳，是较好的加杠杆方向

高盛做市业务为全球市场部主要的收入来源。考虑公司对业务信息披露情况，以高盛为例，2015-2021 年（机构业务与投行业务合并之前），公司全球市场部门主要业务收入来源为权益/固收资产的做市和融资收入，其中做市业务为主要的收入来源。2021 年，公司全球市场部收入为 220.77 亿美元，其中做市业务收入 153.52 亿美元，占比 69.5%。

图 14：高盛各业务 ROE（2015-2021）


资料来源：高盛年报，信达证券研发中心

图 15：高盛各业务杠杆率


资料来源：高盛年报，信达证券研发中心

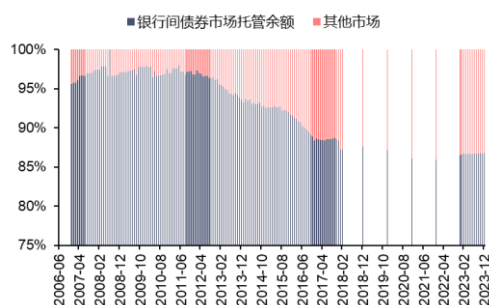
*考虑分部信息披露情况，杠杆率=分部资产/分部平均普通股净资产

从业务财务指标来看，公司全球市场业务明显具备高杠杆特征，业务 ROE 水平较为稳定且具有逆周期增长性。2018-2021 年，高盛全球市场业务波动小于其他业务。如前文提到，2020 年美国证券市场波动加大，2020 年后，高盛全球市场业务 ROE 出现明显的逆周期增长。此外，较平稳的收益能力使其具备提升杠杆驱动盈利的空间，公司历年全球业务分部的杠杆水平明显高于其他业务分部。

三、从机制到规模，我国券商做市业务向上空间逐步打开

1、交易所债券做市制度明显提升债券市场交投活跃度

债券交易主要在银行间市场、证券交易所和银行柜台市场完成。由于债券要素较多、标准化程度低，债券交易主要靠场外交易完成，我国债券存量规模主要集中于银行间市场。从债券托管规模来看，截至 2023 年末，债券市场托管余额 157.9 万亿元，同比增长 9.1%，其中银行间债券市场托管余额 137.0 万亿元，占比 86.8%，交易所市场托管余额 20.9 万亿元，商业银行柜台债券托管余额 577.5 亿元。债券成交方面，2023 年，银行间债券市场现券成交 307.3 万亿元，占比 86.8%，日均成交 12341.6 亿元，交易所债券市场现券成交 46.4 万亿元，日均成交 1919.3 亿元。柜台债券市场累计成交 105.1 万笔，成交金额 1961.4 亿元。

图 16：债券市场托管余额结构


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 17：银行间债券市场季度现券成交额


资料来源：iFind，信达证券研发中心

起初国内债券市场以“经纪商报价”为主流方式，主要交易撮合方为货币经纪公司，包括上海国利、上海国际、平安利顺、中诚宝捷思、天津信唐、上田八木等。依据 2005 年 6 月银监会发布的《货币经纪公司试点管理办法》，货币经纪公司不得开展自营业务，因此货币经纪公司在市场大幅波动期间难以提供足额流动性。2007 年中国人民银行颁布《全国银行间债券市场做市商管理规定》，《规定》的发布重新确定了银行间债券市场做市商制度的基本框架，全面规范了对银行间债券市场做市商的管理，标志着我国银行间债券市场做市商制度

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

的正式建立。十多年来，做市商成为推动债券市场发展的重要力量。

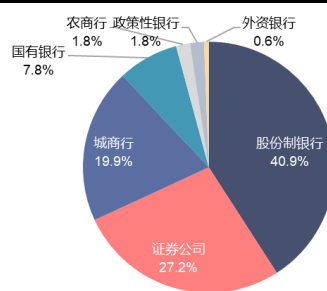
目前在银行间债券市场，券商参与规模较小，股份制银行为最大的双边报价方。据银行间交易商协会（NAFAMI）数据，2019 年银行间市场做市交易规模 88.6 亿元，同比+54.1%，占当年银行间市场成交规模 42.4%。从做市商结构来看，股份制银行、证券公司和城商行是双边报价的主力机构，股份制银行双边报价量最大，占比 40.9%。证券公司在银行间债券市场做市报价量不足三成。

图 18：2019 年债券市场成交结构



资料来源: NAFMII, 信达证券研发中心

图 19：2019 年银行间债券市场双边报价机构构成



资料来源: NAFMII, 信达证券研发中心

为推进债券市场高质量发展，提升市场活力，完善价格发现机制，交易所债券做市于 2023 年 2 月启动，券商作为做市商。2023 年 2 月 3 日，上交所公告称正式启动债券做市业务。交易所推出债券做市业务，一方面有利于降低流动性溢价和债券发行成本，完善交易所债券市场功能，进一步发挥债券市场对实体经济的支持作用；另一方面有利于提高定价效率，形成能更加准确反映市场供求关系的债券收益率曲线，为市场定价提供基准参考。首批做市商包括安信证券、东方证券、国泰君安、国信证券、华泰证券、申万宏源、银河证券、招商证券、中信建投、中信证券、财通证券和国金证券 12 家证券公司。当前，在制度侧，交易所做市商可享受包括融券、回购、费用减免、业务评价奖励等优惠政策，上交所表示将在证监会的指导下，稳步推进债券做市业务，扩大做市商群体，拓宽做市券种范围，持续完善债券做市支持机制。

表 4：国内债券市场做市制度对比

对比内容	交易所市场	银行间市场
做市商准入要求	1.近 2 年债券交易量排名靠前 2.具有专业的做市团队和较强的做市能力 3.交易所规定的其他条件 4.提供基准做市方案	通过评估申请机构基本情况、财务及监管指标(关注近两个会计年度及最近一期主要财务指标和风险监管指标)、债券市场业务情况、做市人员情况、内部管理办法、信息技术情况和合规情况等，符合相关要求的与交易中心签署做市业务协议后即可展业
做市商类型	证券公司	国有商业银行、政策性银行、股份制银行、城商行/农商行、外资银行、证券公司
基准做市品种	1 年期、2 年期、3 年期、5 年期、10 年期国债中最新上市的两期，AAA 以上公司债(上海证券交易所要求规模在 30 亿元以上，深圳证券交易所要求规模在 15 亿元以上)	未按基准、自选方式分类做市品种，按综合类、利率债专项、信用债专项公司信用债专项类型开展做市。主要做市券种包括国债、政策性金融债、地方政府债、同业存单、公司信用类债券、政府支持机构债、金融债、资产支持证券等
对冲产品	同银行间市场	国债期货(标准债券远期)、利率互换、CDS 等信用衍生品
市场交易结构	扁平化	2014 年起尝试建立分层机制，但市场总体仍呈扁平化
一二级市场联动	鼓励证券公司为其承销债券做市，暂未有制度层面的激励政策	记账式国债在承销团队评审指标体系中将“国债二级市场交易及做市情况”作为 35% 的权重进行考虑。债券二级市场活跃度为公开市场业务一级交易商考评指标体系重要指标之一

做市商激励

1. 获得债券借贷、债券回购等融资、融券便利；
2. 优先开展债券创新产品和业务；
3. 获得交易所实时提供的债券报价数据、成交数据；
4. 减免做市业务达成的债券交易等费用，根据做市业务评价结果予以奖励
5. 将做市业务表现作为国债承销团成员、非金融企业债务融资工具主承销商的重要参考指标；
2. 作为公开市场业务一级交易商的重要参考指标；
3. 作为参与随买随卖业务的重要参考指标；
4. 优先开展银行间债券市场现券交易净额清算业务；
5. 获得交易平台提供的交易信息便利
6. 优先参与衍生品等市场创新业务

资料来源：《债券杂志》，中国人民银行，中国货币网，上交所，深交所，信达证券研发中心

同日，上交所、深交所编制基准做市品种，分别选取符合基准做市品种规则的债券作为指数样本，以反映交易所流动性较好债券的整体表现。基准做市品种（简称“做市基准券”）涵盖了国债、地方政府债、政策性金融债、高等级信用债等主流债券。目前，在做市基准券中，信用债以 AAA 级中短期公司债为主，利率债以中短期国债为主。做市商在交易所竞价系统和固定收益平台两个系统均可做市。从实践情况来看，做市商主要在竞价系统为利率债做市，主要在固定收益平台为信用债做市。

表 5：沪深债券做市基准券指数及选择条件

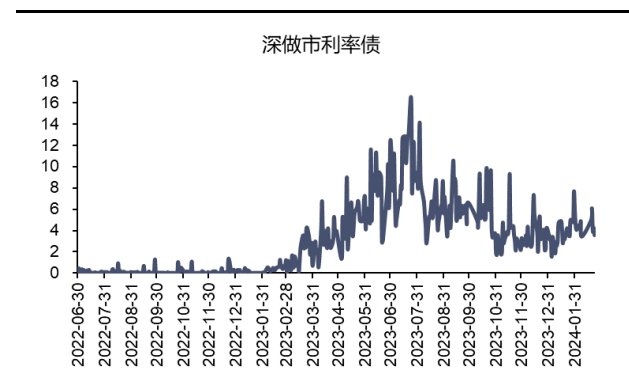
指数代码	指数简称	债券种类	选择条件
950243	沪做市国债	国债	从 1 年期、2 年期、3 年期、5 年期、10 年期等期限的国债中 分别选取最新上市的两只债券
950245	沪做市公司债	公司债	信用评级为 AAA
921127	深做市利率债	利率债	以深圳证券交易所基准做市债券清单范围内的国债、地方政府债、政策性金融债、政府支持机构债作为指数样本
921128	深做市信用债	信用债	以深圳证券交易所基准做市债券清单范围内的公司债、企业债作为指数样本

资料来源：上交所，财联社，信达证券研发中心

交易所债券做市启动以来，对债市产生了积极影响，主要体现在两个方面。

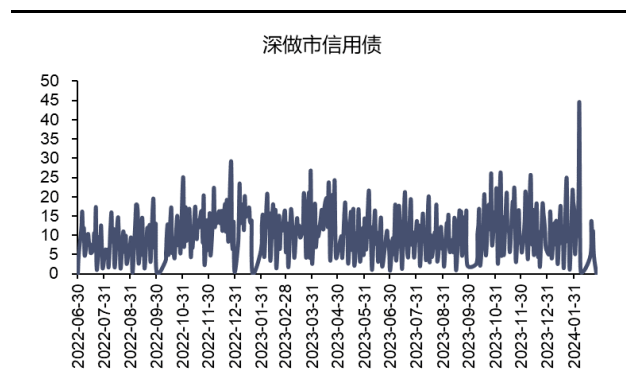
一是利率产品市场流动性显著提升。沪深交易所日均现券成交量均大幅提升，以深做市利率债为例，2023 年 1 月 1 日至 2023 年 2 月 5 日，其平均日成交量为 0.09 万手，而从 2023 年 2 月 6 日至 2024 年 2 月 25 日，其日均成交量为 4.77 万手，较做市制度落地前提升 4929%。

图 20：深做市利率债日成交量（单位：万手）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

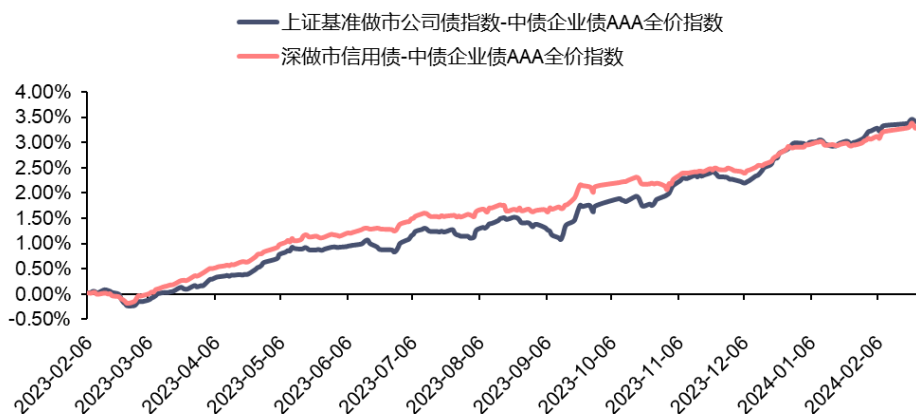
图 21：深做市信用债成交量（单位：万手）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

二是市场双边价差收窄，做市基准券估值提升。在做市业务启动前，多数交易所信用债尤其是低评级、长期限个券单日缺乏有效双边报价。在做市业务启动后的第一个月，做市基准券的有效双边报价价差基本为 0.1~0.2 元。随着做市业务的持续推进，双边报价价差明显收敛。截至目前，部分做市基准信用债双边报价价差已收窄至 0.001 元，这是该成交方式下的最小报价单位。随着交易所做市基准信用债报价价差水平改善，其估值也有所上升。2023 年 2 月 6 日至 2024 年 2 月 26 日，上证基准做市公司债指数、深做市信用债指数较中债企业债 AAA 全价指数分别超额上涨 3.43%、3.38%。

图 22：做市信用债券超额收益

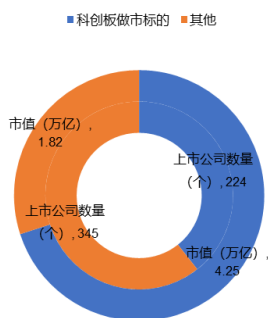


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2、科创板、北交所做市形成经验积累，有望开辟券商权益做市新赛道

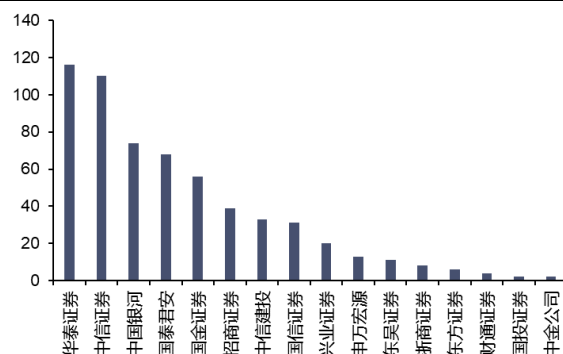
科创板做市以来，做市商队伍有序扩容，做市规模稳步提升。2022 年 10 月 31 日，首批科创板做市商正式开展科创板股票做市交易业务。一年多来，科创板做市规模稳步提升，从首批 14 家做市商为 42 只股票提供做市服务起步，到目前 16 家做市商为 224 只股票提供做市服务。据 iFind 统计，截至 2 月 27 日，224 只做市股票市值 4.25 万亿元，占科创板股票数量比例为 39.4%，占科创板股票市值比例 70.0%。做市商对科创板股票的大规模覆盖，表明做市商积极响应国家号召，推动科创板发挥改革“试验田”功能，努力提升科创板股票流动性，增强市场韧性，提高市场定价效率，助力科创板高质量发展。

图 23：科创板做市标的的个数及规模



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 24：科创板做市商做市标的的数量



资料来源：上交所官网，信达证券研发中心

做市标的向头部集中。如前文所述，做市商做市股票数量差距与其系统、人员（交易能力）和对冲（风控）能力的相关度较高，因此做市业务具备头部集中趋势。从做市商做市股票数量来看，科创板做市券商中，头部券商做市股票数量较多。截至 2 月 27 日，华泰证券、中信证券做市股票数量分别为 116、110 只，远高于其他券商。

北交所做市启动，做市商准入放宽。2022 年 5 月，证监会正式发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》科创板做市业务对券商的资本实力、风控能力、研究定价能力及综合实力等均提出较高要求。2023 年 2 月，北交所正式启动股票做市业务，首批 13 家券商参与做市。2023 年 9 月，北交所发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》，对做市商资格准入进行放宽。当前北交所做市券

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

商增至 16 家，从做市品种来看，国金证券、中信证券、国投证券做市规模较为领先。

表 6：北交所做市资格准入条件修订

	项目	内容
资格准入	净资本	由 100 亿元调整至 50 亿元
	分类评级	由 A 类 A 级（含）以上调整至近 3 年分类评级有 1 年为 A 类 A 级（含）以上且近 1 年分类评级为 B 类 BB 级（含）以上。
	新增业务规模条件	在北交所保荐上市公司家数排名前 20 或最近 1 年新三板做市成交金额排名前 50，其他条件保持不变
规则衔接	上市证券做市交易资格	依据《科创板做市规定》取得上市证券做市交易业务资格的，可以在北交所按照规定开展证券做市交易业务。

资料来源：北交所官网，信达证券研发中心

3、我国券商开始角力做市业务

做市业务前景广阔，证券公司正积极谋求申请不同业务领域的做市资格。目前，已经在战略上明确大力发展机构业务、做市业务的券商不仅包括中信、华泰等业务较成熟的头部券商，东方证券、国金证券、广发证券等，银河证券、西部证券等也开始进行架构调整发力做市业务，我们认为在监管层已经放宽优质证券公司资本约束、并明确提出鼓励杠杆使用的大背景下（详见外发报告《从海内外对比看券商杠杆率提升》），未来能否合理使用杠杆提升 ROE 或将成为券商实现 α 成长的路径之一。

- **东方证券：做市业务一直是东方证券从传统自营投资向销售交易转型的重要抓手，深耕客需与科技赋能是东方证券做市业务得以长期稳居市场前列的关键。**1) **债券：**东方证券从 2014 年开始筹备债券做市业务，排名持续位于行业前沿，“爱债东方”已成名片。公司在利率债一二级市场具备长期积累的经验，并深耕客户需求多年。依托自研交易系统的精准定价和丰富的交易策略，东方证券在利率债多数品种上持续提供市场最优报价。2019 年，东方证券成为首批国债期货做市商，2022 年成为首批国债期货主做市商。2023 年东方证券再次成为首批沪深两市交易所债券主做市商，首批互换通北向报价商。2) **权益：**依靠“专业投研”、“客户服务”、“科技赋能”能力，领先布局股票做市业务。东方证券具有传统投研优势并尊重客户需求，能通过基本面分析、定制差异化策略等服务做市企业，并通过先进的交易系统提高交易效率。2014 年 8 月，作为新三板首批做市商，东方证券正式开展新三板做市业务；2022 年 8 月，公司成为科创板首批做市商；2023 年 10 月，东方证券正式开展北交所做市业务。3) **场内衍生品：**东方证券自 2015 年伊始就积极布局场内做市业务，持 12 个权益类期权做市全牌照，建立了构建跨市场跨资产全天候的专业定价对冲交易能力。东方证券 2015 年成为上海证券交易所首批期权做市商；2018 年成为上海期货交易所等商品交易所的做市商；2019 年相继成为深圳证券交易所以及中国金融期货交易所的首批期权做市商；同年获得上海证券交易所上市基金首批主做市商资格；2020 年获得深圳证券交易所基金做市商资格；2021 年成功成为首批公募 REITs 做市商；2022 年成为沪深基金通平台首批做市商。
- **国金证券：股票做市重点发力，持续推进与投行、跟投等业务协同。**公司股票做市业务主要包括科创板股票做市交易业务、北交所股票做市交易业务、上市基金做市业务和全国中小企业股份转让系统做市业务。1) **股票做市业务展业：**国金证券股票做市业务目前采取借券为主、自购为辅的券源模式，优先通过借券方式获取做市库存股，有效降低底仓的价格波动风险，通过市场中性策略聚焦于二级市场做市报价，增强了市场的报价质量。科创板做市方面，公司于 2022 年 10 月 31 日正式开展科创板做市业务，2023 年上半年公司北交所做市业务和上市基金做市业务顺利展业。当前公司在北交所、科创板做市规模位于行业前列。2) **业务协同：**科创板方面，积极推进与公司承销保荐业务、国金创新跟投等其他业务的协同效应，拓展客户服务链条，提升公司综合金融服务能力，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

公司将持续深耕科创板做市业务，增强自身研究以及报价能力；北交所方面，通过北交所做市业务的头部效应，积极推进与公司股转挂牌业务、北交所保荐和再融资业务、转板业务之间的协同效应，为客户提供更为全面的金融服务。

从做市商评价看，中信证券、华泰证券、中国银河、东方证券、国金证券等当前做市业务布局较为领先。从交易所及中金所做市商评价结果来看，中信证券在现货、期货、基金各板块做市商评价均位列前列；华泰证券在科创板做市、上交所股票期权、基金做市、reits 做市多个板块布局领先；中国银河在债券做市方面领先，包括交易所债券做市及中金所国债期货做市，科创板及北交所亦位于第二梯队；东方证券在上交所股票期权、交易所利率债等领域布局领先；国金证券在股权做市重点布局，北交所做市券数量第一、科创板第五。

表 7：2023 年交易所债券做市商评价

交易所债券做市优秀做市商			
信用债		利率债	
序号	做市商	序号	做市商
1	中信证券	1	东方证券
2	中信建投	2	中信证券
3	招商证券	3	中国银河
4	东方证券	4	申万宏源
5	中国银河	5	华泰证券
6	华泰证券	6	中信建投
7	国投证券	7	招商证券
8	国泰君安	8	国信证券
9	国信证券	9	国泰君安
10	申万宏源	10	国投证券

资料来源：上证债券信息网，信达证券研发中心

表 8：2023 年北交所、科创板做市商做市标的规模

北交所做市规模					
排名	做市券商	做市券数量	排名	做市券商	做市券数量
1	国金证券	50	9	申万宏源	9
2	中信证券	43	10	浙商证券	7
3	国投证券	43	11	财通证券	6
4	兴业证券	13	12	东方证券	3
5	中国银河	12	13	中金公司	2
6	东吴证券	10	14	国信证券	2
7	中信建投	9	15	招商证券	2
8	国泰君安	9	16	华泰证券	1

科创板做市					
排名	做市商	做市数量	排名	做市商	做市数量
1	华泰证券	116	9	兴业证券	20
2	中信证券	110	10	申万宏源	13
3	中国银河	74	11	东吴证券	11
4	国泰君安	68	12	浙商证券	8
5	国金证券	56	13	东方证券	6
6	招商证券	39	14	财通证券	4
7	中信建投	33	15	国投证券	2
8	国信证券	31	16	中金公司	2

资料来源：上交所官网，北交所官网，信达证券研发中心

表 9：2023 年期权期货做市商评价

中金所国债期货做市		中金所股指期货期权优秀做市商		上交所股票期权主做市商年度综合评价			
中国银河	金奖	海通证券	金奖	东方证券	AA	长江证券	A
中信证券	金奖	招商证券	金奖	国泰君安	AA	国泰君安	A
东方证券	金奖	中信证券	金奖	华泰证券	AA	国信证券	A

国泰君安	金奖	国泰君安	金奖	申万宏源	AA	海通资产管理	A
中信建投	银奖	华泰证券	金奖	招商证券	AA	海通证券	A
招商证券	银奖	中信建投	银奖	中泰证券	AA	瑞达新控资本	A
天风证券	银奖	银河德睿资本	银奖	中信建投	AA	银河德睿资本	A
国金证券	银奖	光大证券	银奖	中信证券	AA	浙江浙期实业	A
华泰证券	铜奖	中泰证券	银奖			中金公司	A
中金公司	铜奖	申万宏源	银奖			中信中证资本	A
中泰证券	铜奖	国信证券	银奖				
申万宏源	铜奖	浙江浙期	铜奖				
平安证券	铜奖	广发证券	铜奖				
		东方证券	铜奖				
		南华资本	铜奖				
		中金公司	铜奖				
		国泰君安风险管理	铜奖				

资料来源: 中金所官网, 上交所官网, 信达证券研发中心

表 10: 2023 年上交所基金主做市商评价

上交所基金主做市商			
方正证券	AA	海通证券	A
广发证券	AA	平安证券	A
华泰证券	AA	申万宏源	A
招商证券	AA	中国银河	A
中国国际	AA	东海证券	B
中信建投	AA	国盛证券	B
中信证券	AA	粤开证券	B
财通证券	A	中泰证券	B
东方证券	A	国金证券	C
国泰君安	A		

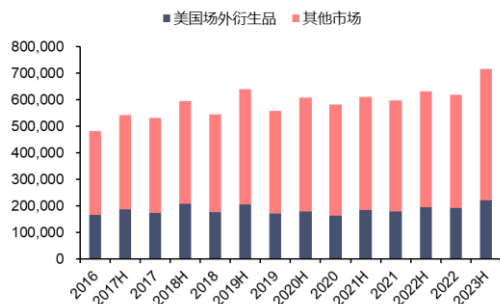
资料来源: 上交所官网, 信达证券研发中心

4、对标看，成熟市场的做市业务发展主要受到三重因素驱动

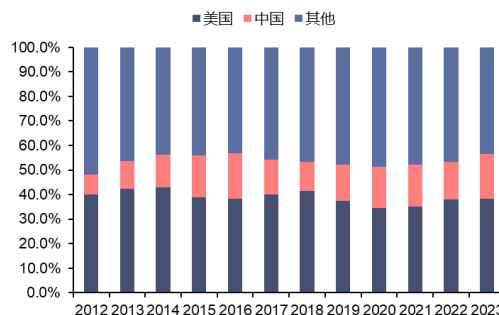
从海外经验看，成熟的做市商制度有利于满足市场多元化的交易需求，为市场提供流动性并实现价值发现功能。美国二级市场做市业务水平较高、市场流动性水平显著高于境内，其主要驱动因素有三，一是标的证券其他市场发达；二是做市商业制度完备；三是投资者群体丰富。

1) 标的证券衍生市场发达：美国场内、场外衍生品市场品种丰富，为做市业务提供丰富的风险对冲工具。美国的衍生品市场规模遥遥领先于中国和其他国家，无论是场外还是场内交易，美国都占据了绝对优势。这主要得益于美国拥有完善的法律制度、高效的市场机制、丰富的产品种类、广泛的参与主体、强大的技术支持等条件。美国的衍生品市场已经成熟和稳定，能够适应复杂和多变的市场环境。

美国场外衍生品市场规模全球领先。根据国际清算银行（BIS）及美国货币监管署发布的数据，2023 年 6 月底全球场外衍生品名义本金为 714.7 万亿美元，同比增加 15.7%，其中美国场外衍生品名义本金为 221.9 万亿美元，占比 31.0%，规模占比全球领先。

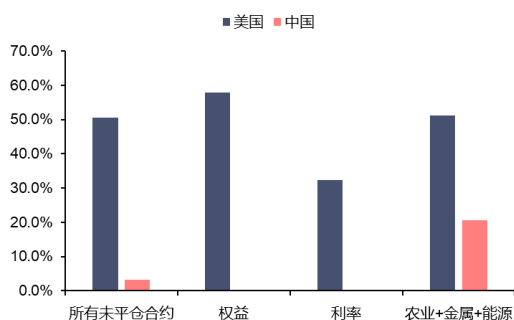
图 25：全球场外衍生品名义本金规模（单位：十亿美元）


资料来源: BIS、美国货币监管署, iFind, 信达证券研发中心

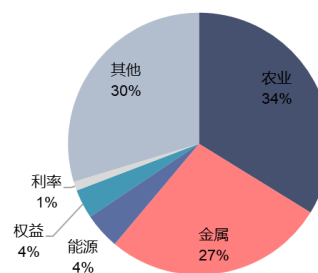
图 26：全球期货期权市场成交规模


资料来源: FIA, 信达证券研发中心

美国期权期货市场规模领先，权益/固收产品品种丰富。根据期货业协会（FIA）发布的数据，2023 年，全球场内期货与期权成交量（除印度）为 462.11 亿手，同比增加 5.2%，其中美国成交量为 176.8 亿手，占比 38.3%，中国成交量为 84.55 亿手，占比 18.3%。从未平仓合约规模来看，美国场内衍生品未平仓合约规模亦在全球范围内稳居前列，截至 2023 年末，权益、利率、商品未平仓合约规模在全球范围内占比分别为 57.9%、32.2%、51.1%。从产品品种来看，美国期权期货市场权益、固收产品条线丰富，权益端包括个股产品、交易型开放式产品（ETP/ETF/ETN）、指数产品、分红产品，固收端包括短期利率期货-STIRS、中期（2-10 年）、长期（>10 年）、掉期期货以及其他利率产品。

图 27：2023 年末中美期权期货合约未平仓规模全球占比


资料来源: FIA, 信达证券研发中心

图 28：2023 年末中国期货期权合约未平仓规模结构


资料来源: FIA, 信达证券研发中心

表 11：中国美国权益、利率期权期货合约规模及分类（单位：亿手）

美国		中国	
权益	未平仓合约	未平仓合约	
	个股产品	指数产品	0.014
	交易型开放式产品（ETP/ETF/ETN）		
	指数产品		
	分红产品		
	合计	合计	0.014
利率	未平仓合约	未平仓合约	
	短期利率期货-STIRS	中期（2-10 年）	0.0040
	中期（2-10 年）	长期（>10 年）	0.00049
	长期（>10 年）		
	掉期期货		
	其他利率产品		
	合计	合计	0.0044

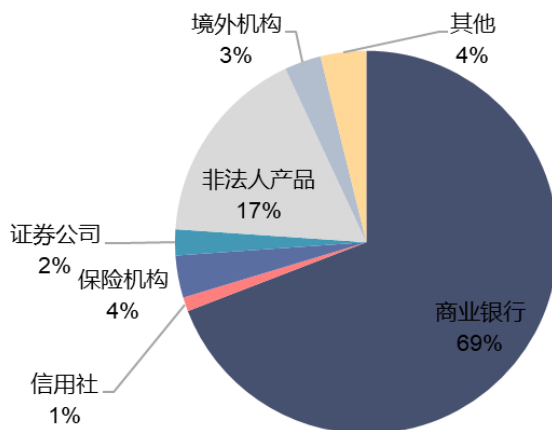
资料来源: FIA, 信达证券研发中心

2022 年，期货衍生品法颁布，场内场外衍生品品种、规模扩容将有望与做市业务形成协同

发展。中国的衍生品市场规模虽然相对较小，场内衍生品规模集中于大宗商品，权益、固收类衍生品仍然处于发展和完善的阶段，但未来仍有着较大的潜力和空间。2022年4月20日，第十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过了期货和衍生品法。期货和衍生品法在总结历史经验和借鉴国际有益做法的基础上，为中国期货和场外衍生品市场提供一个完整的法律框架，让衍生品市场的发展“有法可依”。《期货法》提出“单一协议、瑕疵资产及终止净额结算条款”、“衍生品交易方可以按照净额计算对手方信用风险”、“中央对手方、履约保障以及交易报告库制度”等，从制度上形成对期货投资者资产安全的保障以降低期货市场信用风险，减少交易成本，为国际投资者进入中国市场扫除重大障碍，进而促进资本市场的跨境流动性和运作效率。未来，期货及衍生品市场规模上行与品种扩容有望形成做市业务发展的有力催化。

2) 丰富投资者群体，提升双边报价水平。美国债券市场投资群体更为丰富，美国债券市场的参与者主要包括美联储、政府类基金、存款机构、经纪人和交易商、投资基金、养老基金、退休基金、保险公司、海外和国际投资者、个人等。而我国债券市场参与主体相对单一，缺乏多元化的市场力量，商业银行是债券投资的核心成员（商业银行债券持有量占我国债券市场存量的60%以上），由于银行间债券市场投资主体行为较为趋同，或导致在单边市下做市商功能发挥不够，对于信用债流动性改善和价值发现功能有待提升。随着券商做市的发展以及双边报价的不断优化，有望吸引更多投资者参与市场交易，提升双边报价水平。

图 29：2023 年末银行间债券市场持有者结构



资料来源：中央国债登记结算有限责任公司，信达证券研发中心

表 12：银行间债券市场交易结算结构（单位：亿元）

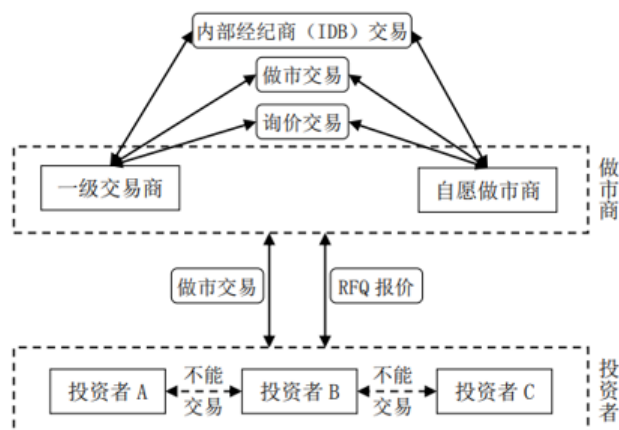
	现券交易	质押式回购	买断式回购
商业银行	1974336	18063864	38491
信用社	33417	350697	17535
保险机构	13925	224400	0
证券公司	1444874	1969359	43134
非法人产品	457843	5809954	5097
境外机构	122778	30244	286
其他	7162	1636072	14

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司，信达证券研发中心

3) 完备的做市制度。以美国场外债券市场为例，美国债券做市机制较为完善，而我国尚未建立以做市商为核心的二级市场流动性提供机制，以中介撮合为主要成交模式的市场难以

在市场出现大幅度波动的时候提供足额的流动性。从做市业务流程结构来看，其主要分为两个层次：做市商内部市场和投资者市场。从参与主体来看，参与主体共分为三类：第一类是客户，即有债券买卖需求的投资者及零售经纪商；第二类是做市商，负责在债券市场上做市报价，满足投资者的债券买卖需求；第三类是做市商内部经纪商（IDB），为做市商相互之间的交易提供服务。由于美国债券市场的参与者主要为商业银行、保险公司、共同基金，以及外国央行等大型机构投资者，具有很强的大宗交易性质，因而美国债券的交易主要在场外市场进行。美国场外债券市场以做市商制度为基础形成了分层结构，同时构建出了高度电子化的自动报价交易平台、差别化的准入条件，以及统一的监管框架。

图 30：美国债券市场做市业务结构



资料来源：《我国债券二级市场分层问题研究》马永波，信达证券研发中心

第一层次的做市商内部市场是各大金融机构担任的做市商直接开展交易的市场，交易体量较大，具有批发市场特性，是美国债券市场的核心部分。做市商又进一步分为一级交易商（Primary Dealer）和自愿做市商两类，其中一级交易商是主要做市商，有义务通过做市为市场提供流动性，且做市的规模与一级市场的承销量挂钩。只有那些债券做市规模大、做市较活跃、并能够直接与美联储进行交易的自愿做市商才会被选中成为一级交易商。而对于自愿做市商，只要是符合美联储资本充足率等指标要求的金融机构都可以申请。美国交易商市场的交易模式有三类：做市交易、经纪交易以及询价交易。此外，市场主要报价都通过实时信息发布和报价系统 GovPX 发布，美国债券市场的透明度因此大为提高。

第二个层次的投资者市场是投资者与做市商相互交易的市场，具有零售市场特性。投资者主要包括各类投资基金、避险基金、养老基金、公司类机构以及境外央行等，做市商可以是交易商市场的一级交易商或交易商。投资者市场实行做市商制度，投资者必须在交易商开立账户，且只能通过交易商询价或委托零售经纪商向交易商进行请求报价（RFQ）或者点击成交，投资者之间不能直接发生交易。因此，场外债券市场的价格驱动机制是交易商先根据交易商市场价格向投资者（客户）提供报价形成市场价格，投资者（客户）通过买卖将需求传递到交易商处，后者再通过交易商市场调整空头和多头的头寸，进而形成新的市场价格。Tradeweb 是美国最大的国债投资者市场电子交易平台，每天提供 24 小时不间断交易，它是基于互联网的多交易商电子交易平台，用户通过互联网就可以免费进入平台交易，但对交易商则需要收费。通过分层，具有风险识别及承受能力的做市商能够有效隔离市场风险，并时刻为市场提供做市报价，从而提高整个债券市场的稳定性与流动性。

电子化报价系统驱动做市市场透明度提升。早期，美国债券场外交易市场是以分散报价和交易的柜台市场为主，这导致投资者无法借助做市商内部经纪商（IDB）获取做市商内部市场最优报价信息，做市商因此占据着信息优势，市场信息不透明问题较为突出。随着信息技术

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

的进步，四家做市商内部经纪商（IDB）于 1991 年与主要做市商合作开发出实时信息发布和报价系统 GovPX 以实时发布做市商内部市场最优国债报价信息，该系统允许债券投资者注册成为其会员以及时获取国债交易市场最优报价信息，美国集中报价和交易的债券场外市场由此建立，债券市场的信息透明度也因此大幅提升。

目前，我国债券市场已初步建立了分层做市商制度。2014 年 6 月中旬，全国银行间同业拆借中心发布《银行间债券市场尝试做市业务规程》，公布了尝试做市商业规则以及 41 家尝试做市商名单，其中，中外资商业银行 28 家，证券公司 13 家。尝试做市是指，尝试做市机构通过银行间同业拆借中心的交易系统连续对做市的债券报出买卖双边报价，以及根据其他银行间债券市场参与者的报价请求合理报价，并与其他市场参与者达成交易的行为。满足一定条件的市场参与者均可向银行间同业拆借中心申请成为尝试做市商，并接受银行间同业拆借中心的监管。此外，中国外汇交易中心还对尝试做市进行了分层，尝试做市机构可以根据自身做市能力和特点，选择“综合做市”或“专项做市”。“综合做市”指对政府债券、政府类开发金融机构债券和非政府信用债券进行全面报价，“专项做市”指对上述三类中的一类或两类进行重点报价。

2021 年银行间市场交易商协会发布《银行间债券市场现券做市业务自律指引》，进一步规范做市业务，为做市业务健康发展提供制度保障。提出“未来需要结合境内市场情况，进一步明确做市商权责，推动一级承销和二级做市均衡发展，促进债券市场流动性深度的提升。”但整体而言，境内债券市场交易相对扁平化和透明化，做市商缺少信息优势也无明确的责任要求，尤其在市场出现大幅波动的情况下难以提供有效的做市服务。

四、业务规模与盈利测算

1) 债券做市：如前文所述，参考央行债券交易规模数据及交易商协会相关做市业务情况。假设 2024-2030 年，债券市场成交规模增速为 10%，银行间市场成交额占比持续小幅下降，交易所市场成交额保持提升。券商做市规模方面，银行间市场券商做市规模占比同 2019 年水平，交易所市场逐步提升至 100%，假设平均做市点差 0.02%。预计 2030 年券商债券交易做市规模将达 204 万亿，预计收入 408 亿元。

表 13：券商债券做市业务收入测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
债券市场成交额（万亿）	217.4	253.0	243.3	309.3	353.7	389.1	428.0	470.8	517.9	569.6	626.6	689.3
Yoy (%)		16%	-4%	27%	14%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
银行间成交额（万亿）	209	232.8	214.4	271.2	307.3	334.9	365.0	397.7	433.3	472.1	514.3	560.2
占比 (%)	96.1%	92.0%	88.1%	87.7%	86.9%	86.1%	85.3%	84.5%	83.7%	82.9%	82.1%	81.3%
银行间做市成交额（万亿）	88.6	100.1	93.5	119.9	137.7	152.1	167.9	185.3	204.5	225.7	248.9	274.5
做市成交占比 (%)	42.4%	43.0%	43.6%	44.2%	44.8%	45.4%	46.0%	46.6%	47.2%	47.8%	48.4%	49.0%
其中：券商做市规模（万亿）	24.2	27.3	25.5	32.7	37.6	41.5	45.8	50.6	55.8	61.6	68.0	74.9
券商成交占比 (%)	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
交易所成交额（万亿）	8.4	20.2	28.9	38.1	46.4	54.2	63.0	73.1	84.5	97.5	112.3	129.0
占比 (%)	3.9%	8.0%	11.9%	12.3%	13.1%	13.9%	14.7%	15.5%	16.3%	17.1%	17.9%	18.7%
券商做市成交规模（万亿）					23.2	37.9	56.7	73.1	84.5	97.5	112.3	129.0
券商做市成交占比 (%)					30%	70%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
券商做市成交规模合计（万亿）	24.2	27.3	25.5	32.7	60.8	79.4	102.5	123.7	140.3	159.1	180.2	204.0
yoy (%)		13.0%	-6.6%	28.2%	85.7%	30.7%	29.1%	20.6%	13.5%	13.4%	13.3%	13.2%
假设点差 (%)	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
预计收入（亿元）	48	55	51	65	122	159	205	247	281	318	360	408

资料来源：NAFAMII，信达证券研发中心

2) 权益做市：当前北交所和科创板做市标的适用混合做市制度，2023 年科创板、北交所上市标的成交量分别为 15.64/0.72 万亿，同比+31.5%/+271.5%。科创板做市标的成交规模 9.52 万亿，占比 60.9%。假设 2024 年-2030 年，科创板成交额增速介于 15-20%，北交所成交额增速介于 20%-100%，科创板做市交易规模占做市标的成交规模 10%、北交所做市交易规模占成交规模 15%，做市点差分别为 0.2%和 0.4%。预计 2030 年科创板/北交所做市业务收入分别为 63.28/48.68 亿元。

表 14：券商科创板/北交所做市业务收入测算

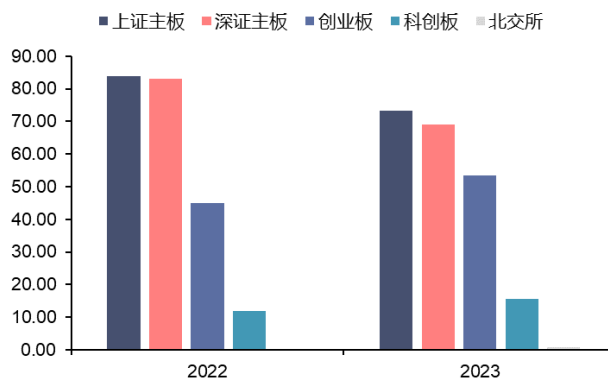
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
科创板成交额（万亿）	10.45	11.89	15.64	18.76	22.51	25.89	29.78	34.24	39.38	45.29
yoy（%）	58.4%	13.8%	31.5%	20%	20%	15%	15%	15%	15%	15%
科创板做市标的成交额（万亿）			9.52	11.98	15.05	18.09	20.80	23.92	27.51	31.64
占比（%）			60.9%	63.9%	66.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%	69.9%
其中：做市成交规模			0.95	1.20	1.51	1.81	2.08	2.39	2.75	3.16
做市交易占比（%）			10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
假设点差（%）	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
科创板做市收入（亿元）			19.03	23.97	30.11	36.18	41.61	47.85	55.02	63.28
北交所（万亿）	0.16	0.20	0.72	1.45	2.61	3.91	4.70	5.63	6.76	8.11
yoy（%）	481.9%	25.2%	271.5%	100%	80%	50%	20%	20%	20%	20%
做市交易规模（万亿）			0.22	0.39	0.59	0.70	0.85	1.01	1.22	
做市交易占比（%）			15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
假设点差	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
北交所做市收入（亿元）			8.70	15.65	23.48	28.17	33.81	40.57	48.68	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

2023 年证券行业营业收入 3950 亿元，假设至 2030 年年均复合增速 8%，2030 年行业营收达到 7310.7 亿元，做市业务（仅股债现券）收入预计占比将达到 7.1%。

此外，股票现券方面，从板块成交对比来看，当前主板及创业板成交水平明显高于科创板及北交所，若未来券商权益做市放宽至主板及创业板，则行业做市收入或有进一步大幅提升。衍生品做市方面，预计随我国金融衍生品品种及规模丰富度提升，未来衍生品做市亦具备较大成长空间。

图 31：2022 及 2023 年 A 股各板块成交水平（万亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

五、投资建议

做市业务正处于从机制到规模的发展机遇期。随做市制度持续推进，券商在债券、权益、衍生品、基金、公募 reits 等市场做市水平或有望提升，美国经验表明做市业务已成为头部投行重要的收入来源和加杠杆方向，其业务收入有助于平滑券商整体业绩波动。

建议关注用表能力较强，做市规模领先，机构业务布局领先的头部券商。如用表能力领先的中信证券、中国银河；做市业务领先的东方证券、华泰证券、国金证券等。

六、风险因素

做市制度推行不及预期：近年来，做市制度在交易所债券市场、科创板、北交所逐步推进，若后续做市业务相关监管趋严，则或将影响业务未来发展。

券商发展做市业务意愿不强：做市业务为用表业务，受券商资产规模、风控能力、转型意愿影响，若券商发展做市业务意愿较差或影响业务未来发展。

衍生品市场发展不及预期：做市业务中，库存股管理成本与其在标的物相关市场头寸对冲难度紧密相关，若国内衍生品市场发展缓慢则或影响做市业务发展进程。

测算具备主观性：若交易所债券做市推广进度缓慢，做市业务在股债现货市场发展受阻，则券商做市业务体量或不及预期。

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。