仅供内部参考，请勿外传

券商国际业务的星辰大海有多辽阔

■ 券商国际业务系列专题之二

投资银行业与经纪业

评级：增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘欣琦(分析师)	021-38676647	liuxinqi@gtht.com	S0880515050001
张轩铭(分析师)	021-38038437	zhangxuanming@gtht.com	S0880526020001
吴浩东(分析师)	010-83939780	wuhaodong@gtht.com	S0880524070001

相关报告

投资银行业与经纪业《短期演绎强周期，综合优势赋能成长》2026.09.08

投资银行业与经纪业《科创投资之外，关注国际业务和财富管理超预期》2026.09.06

投资银行业与经纪业《合理调整投资者门槛，引导私募基金健康发展》2026.09.06

投资银行业与经纪业《二季度居民重点增配债基，增配权益仍需观察》2026.08.17

投资银行业与经纪业《一二级市场景气共振，港交所基本面稳步向上》2026.07.23

本报告导读：

券商国际业务的星辰大海有多辽阔？本报告立足中国香港市场证券业务体量，判断 2028 年券商在香港业务空间超 3500 亿港元；若内资券商国际子公司市占率达到近 50%，对应国际业务收入 25-28 年复合增速达 31%，利润复合增速达 50%。

投资要点：

- **券商国际业务的星辰大海有多辽阔？我们判断 2028 年券商在中国香港业务空间超 3500 亿港元。**中国香港作为内资券商国际业务开展桥头堡，近年来券商在香港市场业务边界持续拓宽，看好后续内资券商在香港市场渗透率提升，带动国际业务加速成长。**预计 2028 年香港券商国际业务空间 3544 亿港元/25-28 年复合增速 12%；若内资券商国际子市占率达到 47%，对应国际业务收入 25-28 年复合增速 31%，净利润复合增速 50%。**
- **轻资产业务持续受益于港股市场高景气，投行优势有望巩固，经纪、资管市占率仍有提升空间。1）经纪业务方面，**近年来港股交投回暖、海外交易需求增长及产品扩容，助力香港经纪业务高速成长，预计 2028 年香港经纪业务市场空间达 535 亿港元/25-28 年 CAGR 6%；而近年来内资券商境外子公司港股成交市占率在 5%-7%震荡，尚未形成持续上升趋势。**2）投行业务方面，**内资券商在港股 IPO 市场主导地位稳固、市占率超 60%，并逐步拓展再融资及亚洲债券承销业务，目前市占率分别 34%、11%；看好后续港股股权融资景气度维持高位，预计 2028 年香港券商投行业务市场空间 228 亿港元/25-28 年 CAGR 6%。**3）资管业务方面，**随着海内外居民全球资产配置需求释放，中国香港作为跨境财富中心地位稳固，预计 2028 年香港券商资管业务空间达 635 亿港元/25-28 年 CAGR 9%；目前香港资管与财富市场由大型资管机构主导，中资机构市占率仅 9%。
- **稳健扩表+业务边界拓宽，重资本业务成为券商国际化成长重要支柱。1）信用业务方面，**近年来港股市场回暖、风险偏好改善，看好 2028 年香港信用市场空间达 281 亿港元，内资券商对香港信用业务从收缩转向拓展，当前孖展市占率 28%，仍有提升空间。**2）场内衍生品业务方面，**受益于产品扩容、交投活跃，预计 2028 年香港场内衍生品业务空间达 95 亿港元/25-28 年 CAGR 6%；目前我国头部券商在部分产品做市方面已有布局，牛熊证、衍生权证发行市占率 10%、25%。**3）场外衍生品业务方面，**随着海外资产配置需求增长，看好香港场外衍生品市场扩容，预计 2028 年内资券商跨境场外衍生品业务空间达到 267 亿港元，而香港场外衍生品业务收入空间达 629 亿港元/25-28 年 CAGR 11%；目前内资券商主要发力跨境业务，香港本土场外衍生品渗透率较低。4）**FICC 业务方面，**中国香港债券市场体量广阔，互联互通及人民币国际化持续创造债券、外汇交易机会，预计 2028 年香港 FICC 市场空间达 206 亿港元/25-28 年 CAGR 8%，目前内资券商参与度有限、相关业务仍在探索。
- **投资建议：国际业务蓝海空间广阔，更看好头部券商成长性。**推荐国际业务布局领先的**中信证券、广发证券、中金公司 H、华泰证券**。
- **风险提示：**测算假设存在误差；资本市场大幅波动；地缘政治风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 立足中国香港、走向全球，内资券商国际业务从牌照输出迈向综合金融服务 3
2. 轻资产业务：乘势港股景气，优势业务巩固、潜力业务有待破局.....5
2.1. 经纪业务：受益于港股市场高景气，份额提升仍待破局.....5
2.2. 投行业务：港股股权投行优势持续巩固，债承业务稳步发展.....8
2.3. 资管业务：当前参与度较低，蓝海空间亟待开拓 12
3. 重资产业务：稳健扩表+业务边界拓宽，重资本业务构筑国际化成长重要支柱 15
3.1. 信用业务：从收缩转向扩张，近年来市占率提升较快 15
3.2. 衍生品业务：供需共振，内资券商布局持续完善 18
3.2.1. 场内衍生品及做市业务：产品扩容、交投升温，业务乘势增长18
3.2.2. 场外衍生品业务：跨境需求潮起，国际业务成长主要方向.....22
3.3. FICC 业务：市场空间广阔，境外 FICC 业务扬帆起步.....27
3.3.1. 债券业务：中国香港债券市场体量稳定，互联互通拓宽业务空间 27
3.3.2. 外汇业务/大宗商品业务：乘人民币国际化东风，业务需求蓄势增长 30
3.4. 境外投资业务：承载足够体量和收入的业务方向，成长性关注扩表节奏 32
4. 投资建议：蓝海空间广阔，成长兑现道阻且长，看好头部券商成长性.34
5. 风险提示 35

仅供内部参考，请勿外传

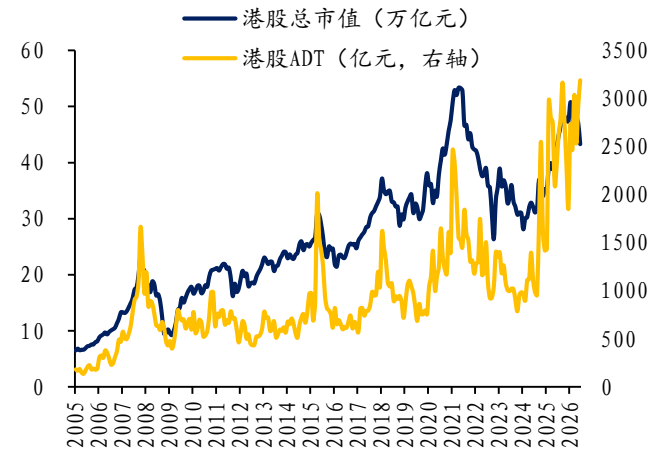
上篇券商国际业务专题我们指出，国际化发展一方面是我国内资券商自身业务发展的主动选择，另一方面是建设全球一流投行的题中之义，在金融强国使命责任下券商国际化发展是必然之路。但市场对于内资券商国际业务的长期成长空间及业绩贡献持续性仍存在一定分歧，本报告立足中国香港金融市场证券业务体量，对内资券商国际业务的潜在市场空间进行测算。

中国香港作为内资券商国际化战略桥头堡，因此下文主要基于中国香港金融市场，对内资券商国际业务潜在空间进行初步测算；需要说明的是，测算结果反映的是特定假设及业务口径下潜在市场空间，并不代表内资券商国际业务未来的实际收入规模或具体发展路径。

1. 立足中国香港、走向全球，内资券商国际业务从牌照输出迈向综合金融服务

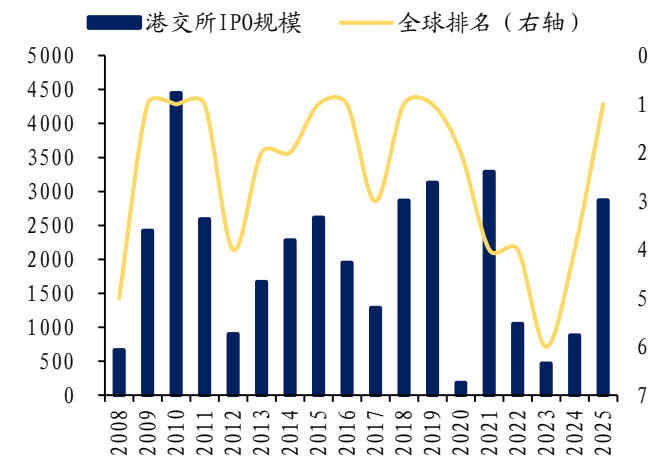
作为中国大陆和全球市场重要桥梁，中国香港市场是亚洲最具活力资本市场之一，近年来一二级市场景气度稳步抬升。中国香港资本市场起步较早，自 1891 年首家证券交易所成立以来香港资本市场逐步迈向成熟，近年来得益于沪港通、深港通和债券通等政策支持，香港资本市场国际开放加速，成为连接中国和世界桥梁和纽带，市场持续繁荣，2025 年末香港资本市场总市值达 47.4 万亿港元/近 20 年 CAGR 7%；且港股市场 IPO 持续保持活跃，2010 年以来港交所 IPO 规模稳居全球交易所前四（仅 2023 年为第六位）。

图1：中国香港市场总市值及 ADT 呈现稳步增长态势



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图2：中国香港市场 IPO 规模及全球排名（亿港元）



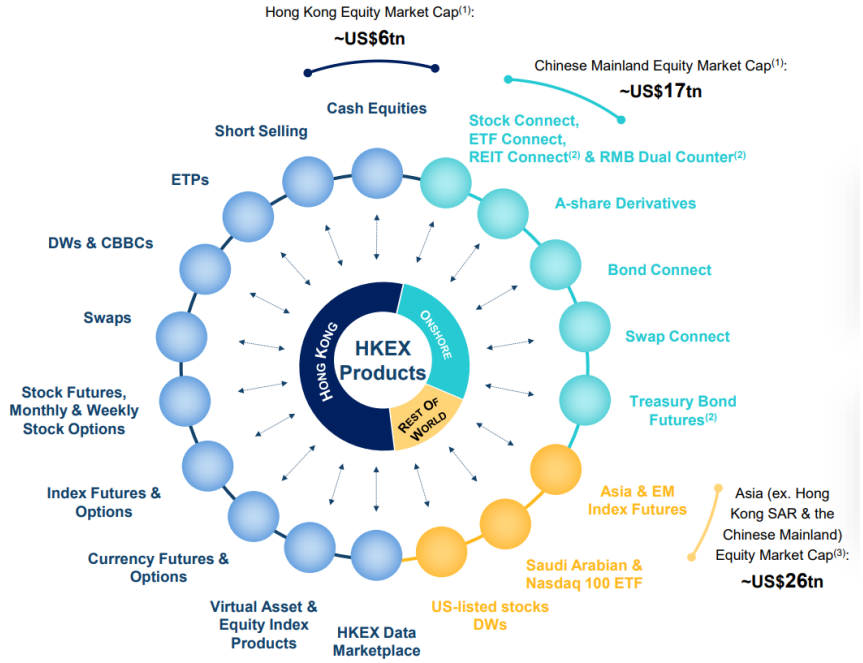
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

中国香港资本市场呈现多元化、高自由化、机构化特征，为券商业务提供了丰富且层次分明的发展空间。

1）中国香港市场具备多元化产品体系，显著拓宽券商业务品类。香港证券市场涵盖股票市场、衍生工具市场、基金市场、债券市场等，且港股市场衍生工具、证券化衍生产品种类繁多，其衍生品覆盖股票指数、个股、货币、利率、商品等类型，涵盖恒生指数期货、MSCI 亚洲期货、人民币货币期货、衍生权证、牛熊证等品类；另一方面香港基金市场也以丰富多样产品选择著称，其基金产品大多提供不同份额类型、货币单位、对冲方式、分红方式等选择，且与澳洲、英国、卢森堡等国家签订基金互认协议，目前香港资管市场超过一半资产配置于非香港地区，为香港市场提供了多样化产品策略。

仅供内部参考，请勿外传

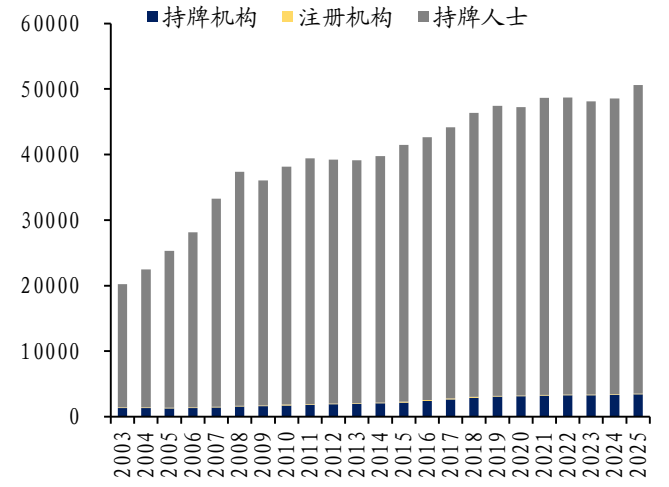
图3：港交所产品矩阵及市场空间情况



资料来源：港交所官网

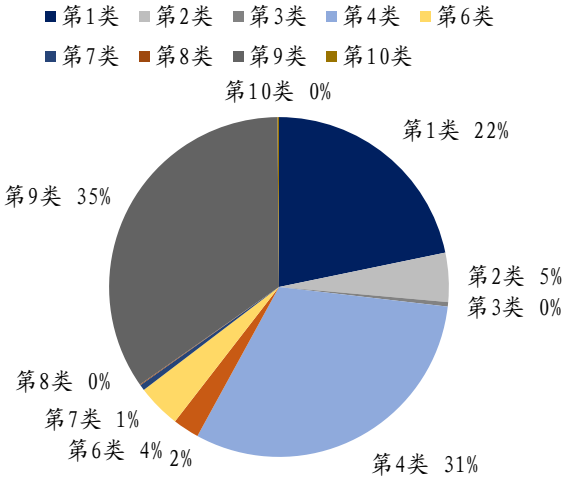
2）中国香港市场牌照体系开放、业务机制灵活，为券商业务边界拓展提供支撑。香港证监会对机构准入门槛相对灵活，各类机构满足一定条件后均可申请业务牌照、场内持牌机构众多；根据香港证监会统计，2025 年末香港市场持牌机构数量高达 3424 家/近 20 年 CAGR 5%、持牌人员数量高达 47079 人/近 20 年 CAGR 3%。此外中国香港证券市场机制灵活，港股实行 T+0 交易制度、投资者当日可无限次买卖，资金使用效率极高；且港股市场提供融券、认沽期权、熊证、反向 ETF 等工具进行风险对冲或方向性交易，使券商可围绕客户各类交易、融资、风险管理需求提供多元化金融服务。

图4：中国香港市场持牌机构数量众多、近年来持续增长（单位：个）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图5：中国香港持牌机构不同业务活动牌照占比情况



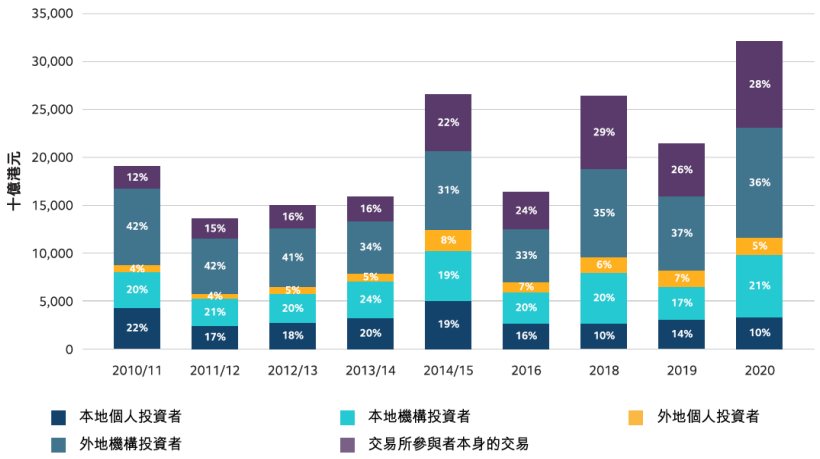
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

3）中国香港市场机构投资者占比较高，为券商机构业务提供良好土壤。根据香港交易所现货市场交易调查报告，2020 年度香港市场中本地个人投资者、本地机构投资者、外地个人投资者、外地机构投资者、交易所参与者本身的交易占比分别为 10%、21%、5%、36%、28%，其中外地投资者占比达到 41%、显着高于本地投资者 31%；从机构、个人投资者结构看，2020 年香港市场机构投资者现货市场交易占比达 57%，个人投资者交易占比为

仅供内部参考，请勿外传

15%，机构投资者为香港市场主要参与者，为券商机构业务提供良好土壤。

图6：中国香港市场不同投资者类型交易规模及占比



资料来源：港交所官网

中国香港作为内资券商国际业务开展桥头堡，近年来内资券商在中国香港市场业务边界持续拓宽，看好后续券商在中国香港金融市场渗透率稳步提升，带动券商国际业务加速成长。早期内资券商在香港的业务主要围绕境内企业赴港上市和境内客户投资港股展开，收入相对集中于经纪、IPO 保荐承销等传统牌照业务；随着内地企业全球化经营加快、居民和机构跨境配置需求上升，以及香港资本市场产品体系和互联互通机制不断完善，内资券商在中国香港的业务定位已由单一的跨境通道和牌照输出，逐步转向覆盖企业、机构及财富客户的综合金融服务。

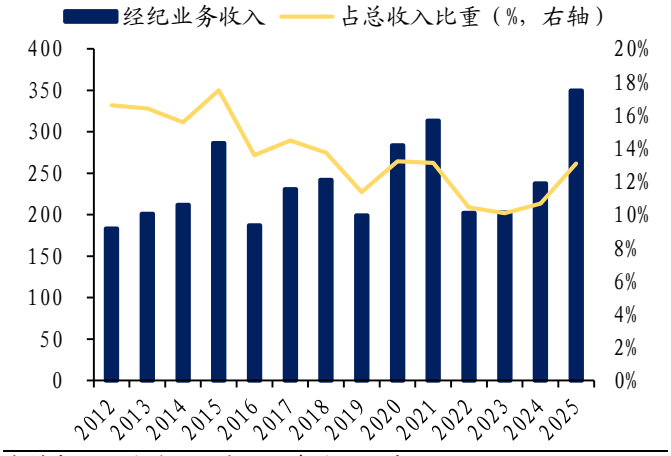
2. 轻资产业务：乘势港股景气，优势业务巩固、潜力业务有待破局

2.1. 经纪业务：受益于港股市场高景气，份额提升仍待破局

经纪业务作为中国香港券商业务基础，近年来港股景气度回升带动经纪收入修复，25 年中国香港经纪收入体量在 350 亿港元。近年来香港证券经纪业务随港股市场景气度变化波动，2024 年以来得益于港股景气度回升、香港客户在全球市场成交额增长，香港券商证券总成交额、经纪佣金收入重新进入上行周期；2025 年香港证券交易商成交总额达 219 万亿港元/近十年 CAGR 15%，香港证券交易商 2025 年证券净佣金收入达到 350 亿港元/近十年 CAGR 7%。从业务模式看，近年来香港经纪业务品类有一定拓展，2025 年香港证券交易商 350 亿交易佣金中，证券交易净佣金收入 302 亿港元、期货期权杠杆外汇及虚拟资产等产品交易净佣金收入 48 亿港元。

仅供内部参考，请勿外传

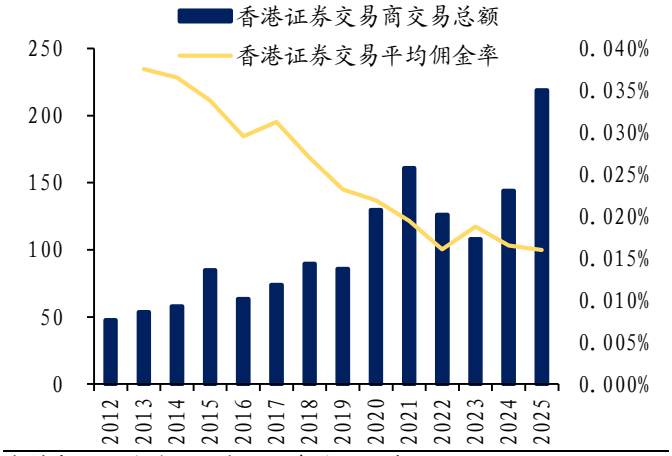
图7：中国香港证券交易商经纪业务收入情况（亿港元）



资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

注：此处香港证券交易商仅统计获香港证监会发牌从事证券交易或提供证券保证金融资的机构；对于以注册机构身份开展的证券业务不在统计范围内

图8：中国香港证券交易商交易总额体量及平均佣金率（万亿港元）

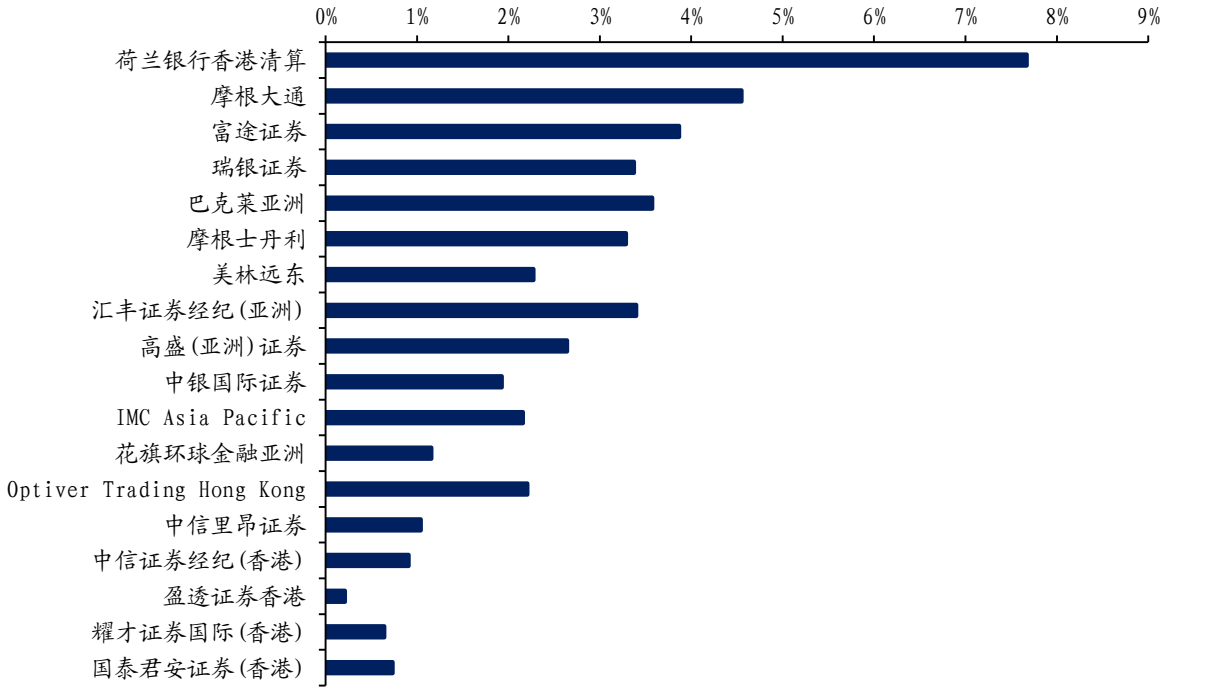


资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

注：交易总额包括在中国香港及海外进行的股票、债券等交易

从竞争格局看，中国香港经纪业务呈现国际投行、内资券商、互联网券商等差异化竞争格局，近年来内资券商市占率略有下滑。由于香港证券市场持牌机构较多、散户交易占比较低，“僧多粥少”现状致使香港经纪业务竞争激烈；目前香港经纪市场以国际投行、香港本土券商、内资券商三类券商为主，且业务模式各有差异，香港市场多元化的资金来源使得不同类型券商各有份额。根据捷利交易宝数据估算，2025 年荷兰银行清算、摩根大通、富途分别位居香港经纪市占率前三位，内资券商中的中信里昂证券、中信证券经纪（香港）、国泰君安证券（香港）成交市占率分别为 1.0%、0.9%、0.7%，分别位居第 6、7、10 名，整体市占率与国际老牌投行仍有一定差距。

图9：2025 年中国香港经纪商成交额市占率情况



资料来源：捷利交易宝，国泰海通证券研究

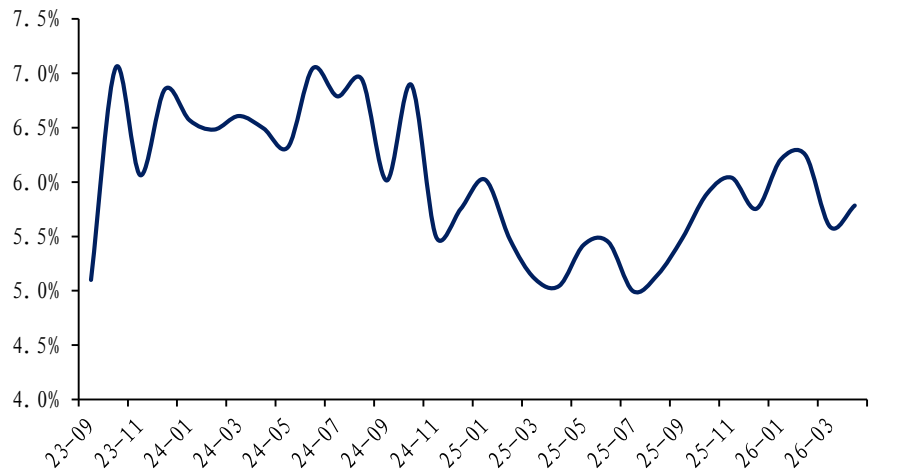
注 1：该数据统计 572 家香港券商的成交总额数据，由交易宝根据委托买/卖单统计到的成交总额*系数（市场成交总额/交易宝统计的成交总额）而定义，会与券商实际成交总额有差异

注 2：中银国际证券 24 年 1 月数据缺失，此处为中银国际证券 2-12 月成交额/港股总成交额测算，会小于其实际市占率情况

仅供内部参考，请勿外传

近年来内资券商境外子公司港股成交市占率在 5%-7%震荡，尚未形成持续上升趋势。根据捷利交易宝数据估算，近年来内资券商境外子公司港股成交额市占率在 5%-7%区间震荡，整体中枢未明显抬升。内资券商在港股成交额市占率持续较低，一方面在于中国香港经纪业务激烈竞争环境下，各类型客户对于券商平台有一定偏好，外资经纪商对外资客户资源把控能力较强、内地投资者更倾向于选择出海的内资券商、而中国香港本土投资者则更倾向于选择老牌本土券商；另一方面我国头部券商国际业务更多向衍生品、FICC 业务倾斜，经纪业务获客、产品、费率方面优势较弱。

图10：内资券商境外子公司港股成交市占率情况



资料来源：捷利交易宝，国泰海通证券研究
注：此处仅统计内资券商境外子公司经纪市占率情况，不包含我国银行旗下境外平台

表1：不同券商在中国香港经纪业务费率情况对比

收费项目	盈透证券	富途证券	耀才证券	汇丰香港	中信证券香港	华泰国际
港股交易佣金	固定 0.08% 分级 0.015%-0.05% （最低 HKD18）	0 佣金+平台费 HKD15/笔	标准 0.0668%（最低 HKD 50） 新客 7 个月 0 佣	标准 0.25%（最低 HKD100） Trade25 0 佣+0 平台费（交易额低于 250k/月，面向 18–35 岁客户）	0.25%（最低 HKD 100）	涨乐全球通 0.029%（最低 HKD 2.9）+HKD 15 平台 V1 会员 0 佣+0 平台费
美股交易佣金	固定 USD 0.005/股 分级 USD 0.0005-0.0035/股 （最低 USD 1）	USD0.0049/股（最低 USD0.99） +USD0.005/股平台费	USD 0.008/股（最低 USD 1.88）	标准 1000 股 USD18 Trade25 0 佣+0 平台费（交易额低于 250k/月，面向 18–35 岁客户）	0.20%（最低 USD 20）	涨乐全球通 USD 0.0039/股+平台费 USD 0.0039/股
港股期权	0.2%期权值 +HKD 0.5-3/张（最低 HKD18） 个股期货 HKD 20/合约	0.2%（最低 HKD3）+平台费 HKD 15/笔	股票期权 0.18%（最低 HKD 30） 指数期货按合约 HKD 2.88-40/张	HKD 30/张（最低 HKD 100）	期权金 0.8%（最低 HKD 16；最高 HKD 80）	--
美股期权	USD0.25-0.65/张（最低 USD1）	USD0.65/张（期权权利金<=0.1 时 USD0.15/张）+USD0.3/张平台费（最低 USD 1.99）	USD 0.65/张（最低 USD 1.88）	USD 8/张（最低 USD 60）	USD 0.5/张（最低 USD 1.99）+USD 0.3/张平台费	USD 0.5/张（最低 USD 1.49）+平台费 USD0.3/张
A 股通	0.08%（最低 CNH 15）	0.03%（最低 CNY3）+CNY15/笔平台使用费	标准 0.01%（最低 CNH 50）；新客 7 个月 0 佣	标准 0.25%（最低 RMB100） Trade25 0 佣+0 平台费（交易额低于 250k/月，面向 18–35 岁客户）	0.20%（最低 CNY 80）	0.029%（最低 RMB 2.9）+平台费 RMB 15
新加坡股票	0.08%（最低 SGD 2.5）	0.08%+SGD 2.5 平台费	0.08%（最低 SGD 5）	公开资料未列明	0.25%（最低 SGD 50）	0.16%（最低 SGD20）
账户管理费	免费（无账户最	一般账户管理费	免费	月费：HKD 25/月	托管 0.1%/年	港股托管免费；A

仅供内部参考，请勿外传

	低/不活跃费）	未列明 不动账户 HKD10/月		Trade25 额外 HKD25/月	不动户 HKD50/年	股通托管 0.008%/年按日 V1 会员 HKD 8/月
融资融券年利率	HKD 4.25%-5.25%；USD 4.13%-5.13%	港币 6.8% 美元 4.8% A 股通 8.8% 日元 3.8%	港币 1 周 HIBOR+4.0% 美元 4.70% 人民币 6.50%	1 个月 HIBOR+1.2%	最优惠利率+2.5%	港/美融资 6.8%（会员低至 4.99%） RMB 8.8%

资料来源：各公司官网，国泰海通证券研究

内资券商国际经纪业务空间展望：港股交投回暖、海外交易需求增长及产品扩容，预计内资券商国际经纪业务收入超 50 亿港元。随着港股资本市场改革持续推进、全球不确定性下资金加速流入，港股市场成交中枢有望稳步抬升，叠加居民全球化资产配置需求持续释放、香港券商的海外市场证券交易规模稳步增长，预计香港证券经纪佣金收入稳步扩容；此外港交所持续丰富股票期权、期货及结构化产品供给，叠加香港券商加快布局虚拟资产交易，衍生品及虚拟资产进一步贡献佣金增量。我们预计 2028 年香港券商经纪业务收入达 535 亿港元/25-28 年 CAGR 达 6%，且考虑到内资券商境外布局、客户基础、产品供给持续完善，预计其在香港经纪市占率稳步提升，预计 2028 年券商境外子公司香港经纪收入达 53 亿港元/ 25-28 年 CAGR 达 25%。

表2：内资券商境外子公司中国香港经纪业务收入估算

港股券商经纪业务空间（亿港元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2028E
港股券商经纪业务收入体量	**284**	**313**	**202**	**285**	**330**	**455**	**535**
1）证券经纪佣金	284	313	202	171	202	302	331
港股券商总成交额（万亿港元）	130	161	126	108	144	219	254
其中：港股市场成交额	64	82	61	51	65	123	143
其中：海外市场成交额	65	79	65	57	79	96	111
佣金率（%）	0.022%	0.019%	0.016%	0.016%	0.014%	0.014%	0.013%
2）衍生品、虚拟资产经纪佣金				31	36	48	82
3）投资咨询收入				82	92	105	121
内资券商境外子公司香港经纪业务收入估算				**18**	**23**	**27**	**53**
市占率（%）				6.4%	7.0%	6.0%	10%

资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距

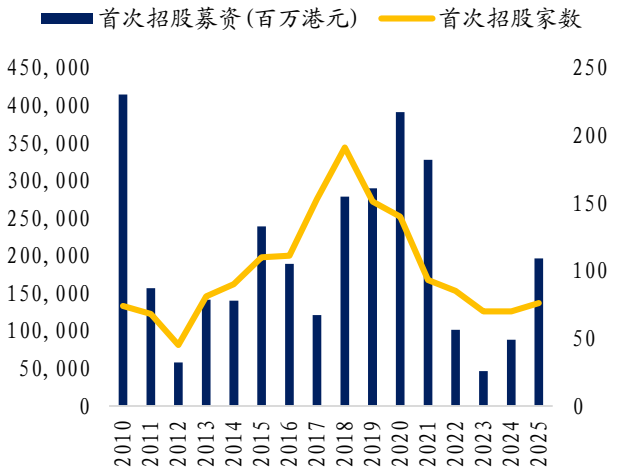
注 2：此处海外市场成交额为估算的香港券商在海外市场成交额情况

2.2. 投行业务：港股股权投行优势持续巩固，债承业务稳步发展

投行业务作为内资券商国际业务拓展“桥头堡”，近年来中国香港股权融资市场景气度上行，25 年中国香港券商投行业务收入体量近 200 亿港元。中国香港市场是中资企业出海重要地区，香港投行业务也是内资券商国际业务拓展“桥头堡”，内资券商国际子公司为境内企业提供赴港及其他境外市场 IPO、全球存托凭证发行和跨境并购财务顾问等服务。2025 年得益于港股股权融资景气度提升，根据港交所统计，全年港股 IPO 募资 2858 亿港元/同比+225%，再融资总额 3586 亿港元/同比+244%；高景气下 25 年香港券商投行业务收入（承销、配售、就机构融资提供意见收入）达 194 亿港元/同比+35%；其中证券承销收入 150 亿港元/同比+35%，企业融资顾问收入 44 亿港元/同比+37%。

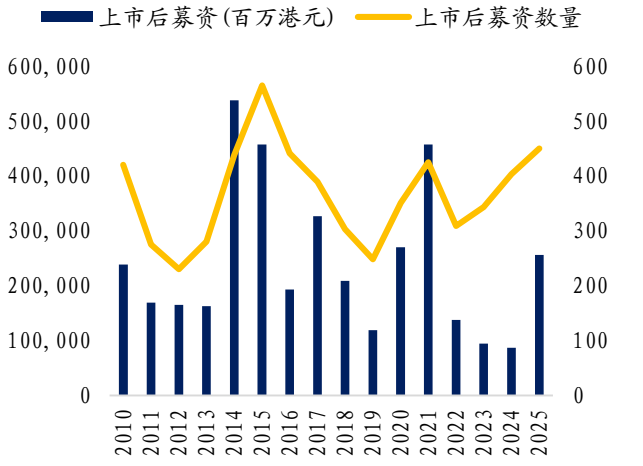
仅供内部参考，请勿外传

图11：近年来港股市场 IPO 规模显著回暖



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图12：近年来港股市场上市后募资规模稳步增长



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

从竞争格局看，中国香港股权投行市场呈现境内券商主导、国际投行差异化参与格局。头部内资券商依托境内客户资源、保荐项目储备及境内外协同能力，在港股股权项目获取和承销排名中占据主导地位；国际投行则依托全球机构投资者覆盖、跨境销售、估值定价及大型复杂项目服务方面保持竞争力，超大型港股 IPO 项目通常由内资券商与国际投行共同担任保荐人。根据 Wind 统计，2025 年港股股权承销市场前十名中有 6 家为内资券商，中金国际、中信里昂、华泰金控、招银国际、国泰君安香港、中信建投国际股权承销市占率分别为 17.4%、14.4%、6.6%、4.4%、4.4%、2.7%，6 家内资券商合计市占率达 50%，内资券商在中国香港股权承销市场占据主导地位。

表3：2025 年港股市场股权承销排名情况（亿港元）

机构名称	股权承销规模	市场份额（%）	IPO 承销规模	市场份额（%）
中国国际金融(国际)有限公司	875.33	17.38	767.67	24.24
中信里昂证券有限公司	725.25	14.40	493.67	15.59
Morgan Stanley	498.80	9.90	267.05	8.43
华泰金融控股(香港)有限公司	330.66	6.56	289.48	9.14
高盛(亚洲)证券有限公司	288.96	5.74	108.52	3.43
瑞士联合银行(集团)香港分行	261.70	5.20	48.35	1.53
招银国际金融有限公司	221.79	4.40	55.15	1.74
国泰君安证券(香港)有限公司	220.27	4.37	93.96	2.97
JPMorgan Chase & Co.	145.62	2.89	127.62	4.03
中信建投(国际)融资有限公司	135.12	2.68	98.18	3.10
Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited	123.69	2.46	113.91	3.60
广发证券(香港)经纪有限公司	88.98	1.77	88.98	2.81
海通国际证券有限公司	87.63	1.74	21.01	0.66
Citigroup Inc.	75.24	1.49	5.18	0.16
中银国际证券有限公司	54.80	1.09	49.17	1.55

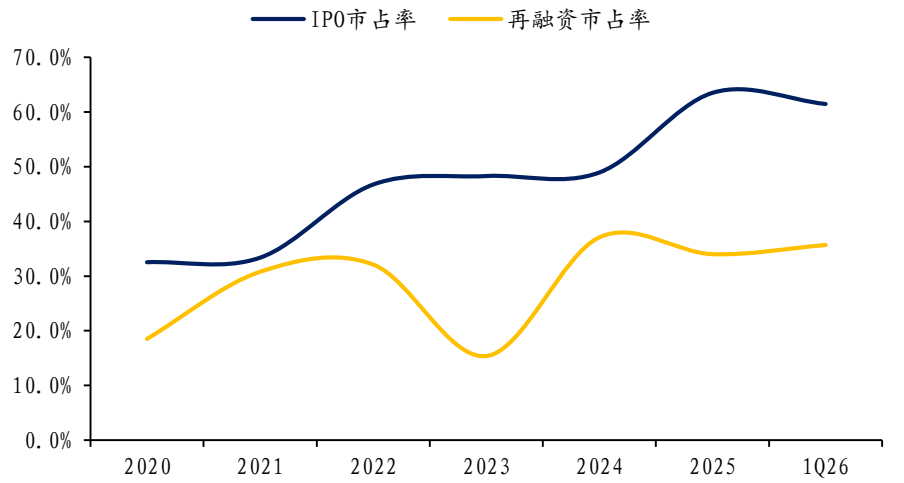
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

市占率趋势看，内资券商境外子公司港股 IPO 优势持续强化，再融资市占

仅供内部参考，请勿外传

率相对低于 IPO 市占率。根据 Wind 数据，近年来内资券商境外子公司港股 IPO 承销市占率从 2020 年的 32.6%持续提升至 2025 年 63.5%，得益于近年来内资券商国际业务发展加速及内资企业港股上市加速，内资券商在港股 IPO 项目获取和发行方面已形成优势。而再融资业务方面，内资券商在港股再融资承销市占率由 2020 年的 18.5%波动提升至 2025 年的 34.0%，尚未形成与港股 IPO 相当的主导地位，主要原因在于国际投行长期服务香港上市公司、存量客户基础较好，且在全球机构销售网络方面竞争力仍强。

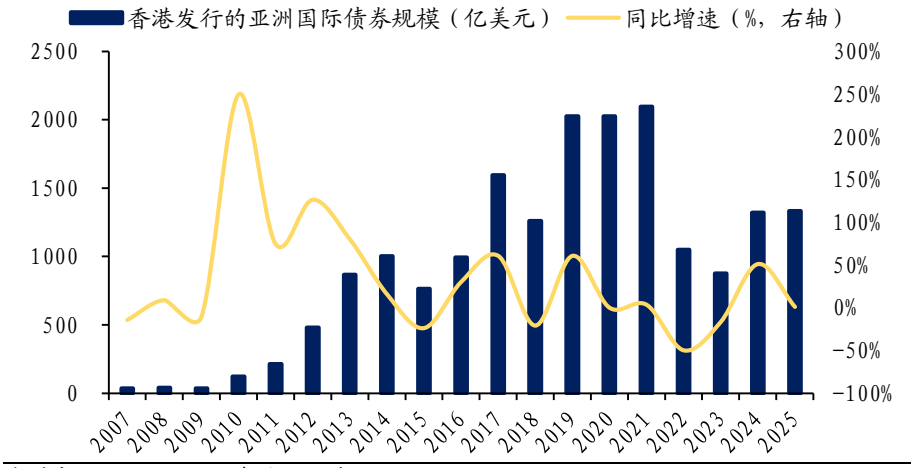
图13：内资券商境外子公司港股股权融资市占率情况



资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：此处统计内资券商境外子公司股权融资市占率情况，不包含我国银行旗下境外平台

债券承销方面，近年来中国香港债券发行市场稳步增长，综合性国际银行占据主导。2025 年中国香港安排发行的亚洲国际债券发行规模达到 1333 亿美元，同比+0.9%，占亚洲区域发行总额 25%，中国香港持续保持亚洲重要国际债券发行枢纽地位。相较于股权承销，债券发行通常由银行牵头负责，且国际银行具备丰富客户资源、全球债券配售能力、较强的资产负债表能力，成为中国香港债券承销市场主力军。根据彭博统计，2025 年汇丰银行、渣打银行、摩根大通分别位居亚洲（日本除外）货币债券（美元、欧元和日元）承销规模前三位，市占率分别达 9.2%、6.2%、5.3%。

图14：中国香港发行的亚洲国际债券规模及同比增速



资料来源：ICMA，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

表4：近两年亚洲（除日本）G3 债券承销市占率情况（百万美元）

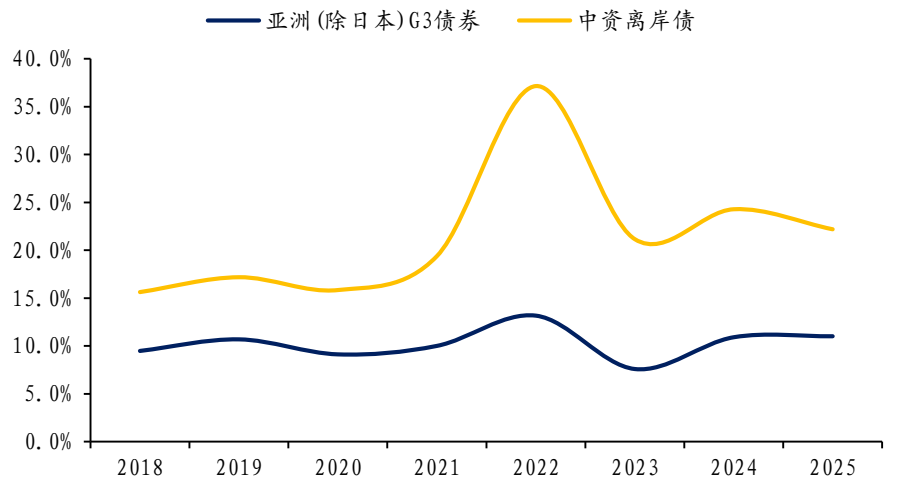
机构名称	25 年承销规模	市场份额（%）	24 年承销规模	市场份额（%）
汇丰银行	18555.0	9.2%	11389	6.6%
渣打银行	12471.0	6.2%	9352	5.4%
摩根大通	10607.8	5.3%	8993	5.2%
花旗集团	10585.0	5.3%	10973	6.4%
东方汇理银行	10136.7	5.0%	7484	4.4%
美国银行	7514.2	3.7%	5164	3.0%
摩根士丹利	7300.9	3.6%	4359	2.5%
德意志银行	6860.2	3.4%	6429	3.7%
中国银行股份有限公司	5486.1	2.7%	3703	2.2%
瑞穗金融集团	4973.0	2.5%	5544	3.2%
瑞银集团	4813.2	2.4%	4312	2.5%
高盛公司	4685.0	2.3%	2235	1.3%
法国巴黎银行有限公司	4660.9	2.3%	5978	3.5%
三菱日联金融集团	4427.0	2.2%	4520	2.6%
星展集团控股有限公司	4020.2	2.0%	3469	2.0%
中国国际金融股份有限公司	3959.8	2.0%	2895	1.7%
中信证券股份有限公司	3454.9	1.7%	2698	1.6%
澳大利亚和新西兰银行集团有限公司	3398.8	1.7%	2436	1.4%
国泰海通证券股份有限公司	3304.0	1.6%	1847	1.1%
中国工商银行股份有限公司	3287.2	1.6%	2726	1.6%

资料来源：彭博，国泰海通证券研究

市占率看，内资券商在中资离岸债市场形成较强竞争优势，但在更广泛的亚洲债券市场渗透率仍较低。近年来内资券商境外债券承销能力稳步提升，其在中资离岸债承销市占率由 2018 年的 15.63%提升至 2025 年的 22.19%，这表明内资券商在中资离岸债市场竞争力稳步提升，2025 年中信证券、国泰海通、中金公司中资离岸债承销规模位居行业前十。而在非中资发行人及泛亚洲债券市场，目前内资券商市占率较低，2025 年中金公司、中信证券、国泰海通亚洲（除日本）G3 债券承销规模分别为 39.6、34.5、33.0 亿美元，市占率分别为 2.0%、1.7%、1.6%。

仅供内部参考，请勿外传

图15：内资券商境外子公司亚洲债券承销市占率情况



资料来源：彭博，国泰海通证券研究
注：此处仅统计内资券商及券商境外子公司债券承销市占率情况，不包含我国银行及旗下境外平台债券承销市占率情况

内资券商国际投行业务空间展望：港股股权融资景气度维持高位，叠加内资券商在境外再融资、债承市场份额提升，预计 2028 年内资券商国际投行业务收入超 130 亿港元。近年来港股 IPO 市场持续活跃、赴港上市需求火热，看好后续香港股权融资规模保持较高水平；同时中国香港作为亚洲国际债券发行枢纽，中资企业境外发债需求增长及人民币国际化有望带动债券承销业务稳步扩容。我们预计 2028 年中国香港券商投行业务收入达到 228 亿港元/25-28 年 CAGR 达 6%；考虑到内资券商在港股 IPO 市场竞争优势持续强化、债券承销市场持续发力，预计 2028 年券商境外子公司香港投行收入达 134 亿港元/ 25-28 年 CAGR 达 12%。

表5：内资券商境外子公司中国香港投行业务收入估算

港股券商投行业务空间（亿港元）	2023	2024	2025	2028E
投行业务收入合计	**92**	**144**	**194**	**228**
1）包销及配售证券收入	51	111	150	177
1、IPO 收入	8	16	45	41
港股 IPO 规模	463	878	2,869	3,000
2、再融资收入	10	7	30	40
港股再融资规模	984	676	3,050	4,000
3、债承收入	20	31	31	36
中国香港安排亚洲国际债券发行额	6,832	10,262	10,375	12,000
2）就机构融资提供意见的收入	41	32	44	51
内资券商跨境投行业务收入估算	**34**	**59**	**95**	**134**
市占率（%）	37%	41%	49%	59%

资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究
注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距
注 2：此处港股再融资规模采取 Dealogic 口径

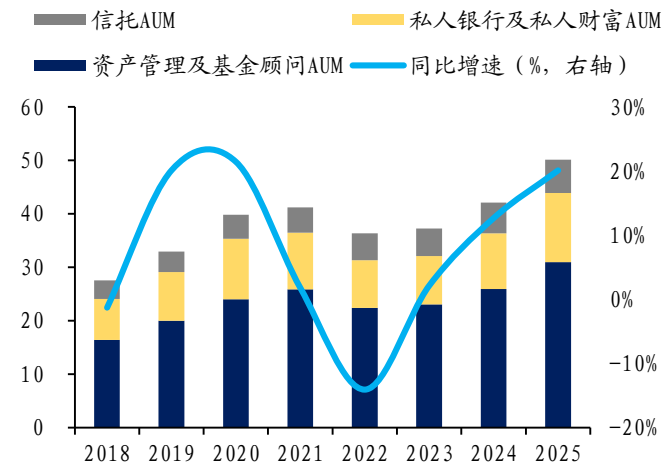
2.3. 资管业务：当前参与度较低，蓝海空间亟待开拓

中国香港资产/财富业务起步较早，近年来市场规模持续扩张。得益于中国香港金融市场发展成熟，其资产/财富业务起步较早，产品体系持续丰富、

仅供内部参考，请勿外传

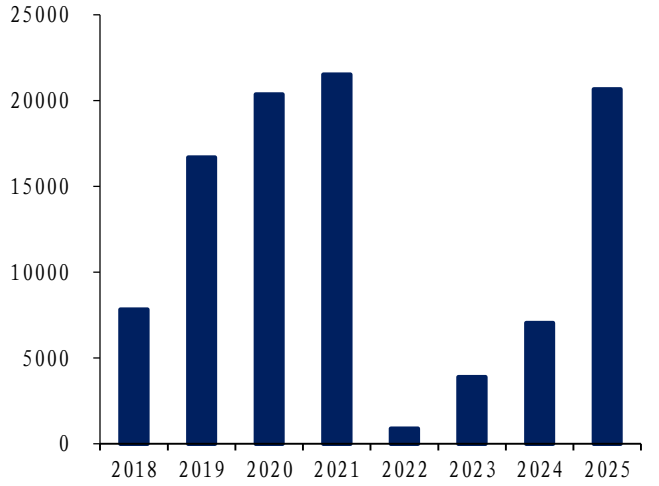
市场参与主体稳步扩容，近年来中国香港资产/财富市场规模持续扩张；2025 年末中国香港资产及财富管理 AUM 达到 42.2 万亿港元/2018-2025 年 CAGR 达 8.4%，持续保持全球跨境财富管理中心地位。分资管业务 AUM 看，2025 年中国香港资产管理及基金顾问 AUM 达 31.0 万亿港元/18-25 年 CAGR 9.5%，私人银行及私人财富管理 AUM 达 13.0 万亿港元/18-25 年 CAGR 7.9%，信托 AUM 达 6.2 万亿港元/18-25 年 CAGR 达 8.7%。

图16：近年来中国香港资管与财富市场AUM稳步增长（万亿港元）



资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

图17：中国香港资管与财富市场AUM常年保持资金净流入（亿港元）



资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

竞争格局看，中国香港资管与财富市场由大型资管机构主导。按照香港证监会统计，2025 年香港 31 万亿港元的资产管理及基金顾问 AUM 中 75%由国际资管公司为代表的资管持牌法团管理，私行 AUM 中 73%由国际银行类注册机构管理；以财富管理业务为例，APB 数据显示，2025 年瑞银、汇丰、摩根大通亚洲财富管理 AUM 位居前三。我们认为，原因在于香港资管与财富市场主要承接全球机构和高净值客户跨境财富管理需求，而瑞银、汇丰等大型国际机构具备全球化客户网络、多资产产品体系、跨市场投研能力等优势，助力其更好承接全球客户在中国香港的资产管理及财富管理需求。

表6：2025 年亚洲财富管理业务规模 TOP10 机构情况（十亿美元）

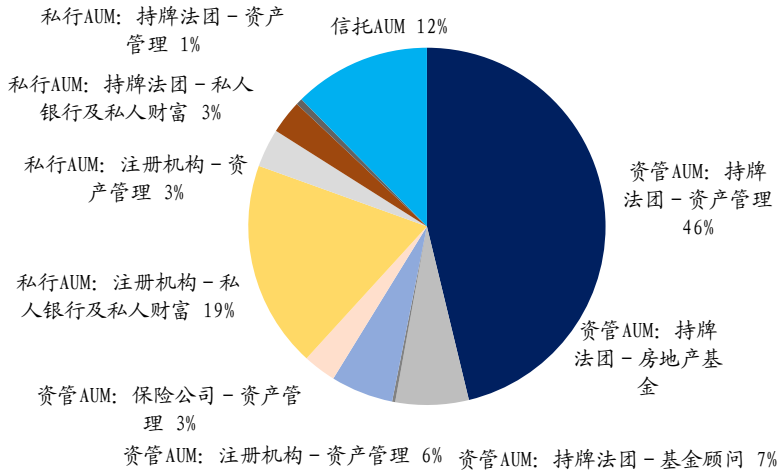
排名	机构名称	亚洲地区 AUM			全球 AUM		
		2025 AUM	2024 AUM	同比变动	2025 AUM	2024 AUM	同比变动
1	瑞银集团	795.0	665.0	19.5%	4,753.0	4,182.0	13.7%
2	汇丰银行	302.0	251.0	20.3%	566.0	484.0	16.9%
3	摩根大通	299.0	215.0	39.1%	1,414.0	1,162.0	21.7%
4	摩根士丹利	220.0	175.0	25.7%	7,381.0	6,194.0	19.2%
5	瑞士宝盛银行	204.4	173.0	18.2%	656.5	547.1	20.0%
6	LGT 皇家银行	164.0	132.0	24.2%	363.6	296.0	22.8%
7	新加坡银行	150.0	124.0	21.0%	--	--	--
8	高盛集团	148.0	122.0	21.3%	1,900.0	1,600.0	18.8%
9	法国巴黎银行	112.0	91.6	22.3%	604.9	480.7	25.8%

仅供内部参考，请勿外传

10	德意志银行	110.4	95.6	15.5%	801.5	659.4	21.5%

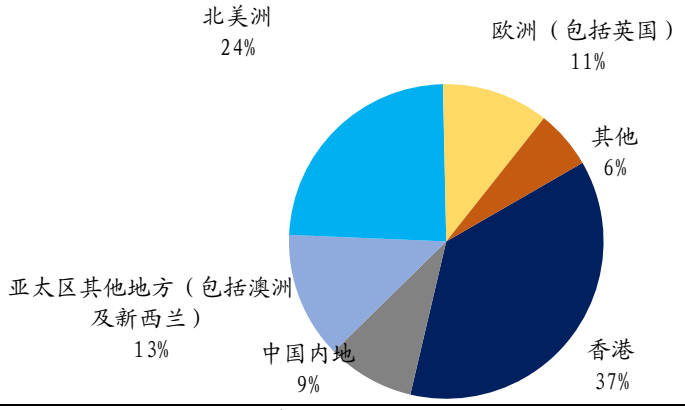
资料来源：Asian Private Banker，国泰海通证券研究

图18：中国香港资管与财富市场 AUM 按不同参与者拆分



资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

图19：中国香港资管与财富市场投资者地区分布情况

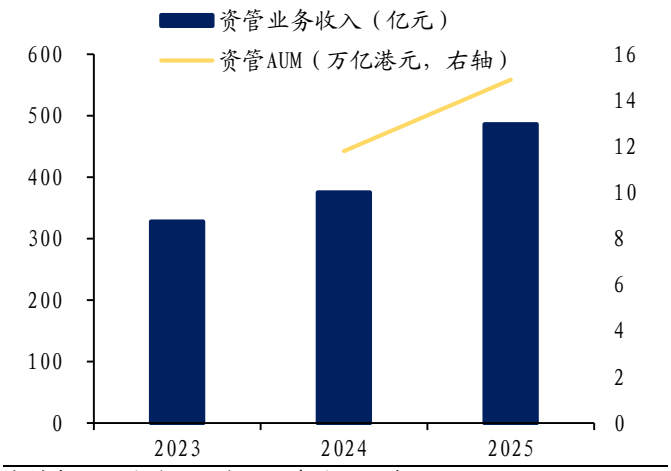


资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

从市占率看，内资券商在中国香港资管与财富市场的参与度仍较低。从两个角度看，一是近年来香港证券机构资管与财富业务加速拓展、但较大型国际资管机构仍有差距，2025 年末香港证券交易商资产管理 AUM 达 14.9 万亿港元/占香港市场 35%;相关资产管理费收入达到 486 亿港元/同比+30%。二是中资机构在香港资管与财富市场市占率稳步抬升、但市占率仍低于 10%，2025 年内地相关机构在港资管及财富管理 AUM 约 3.9 万亿港元/19-25 年 CAGR 14.2%/占香港总规模比重 9.4%，且该口径同时包括中资银行、基金、保险及券商等多类机构，若仅统计内资券商境外子公司、市占率更低，未来内资券商香港资产与财富业务仍具较大提升空间。

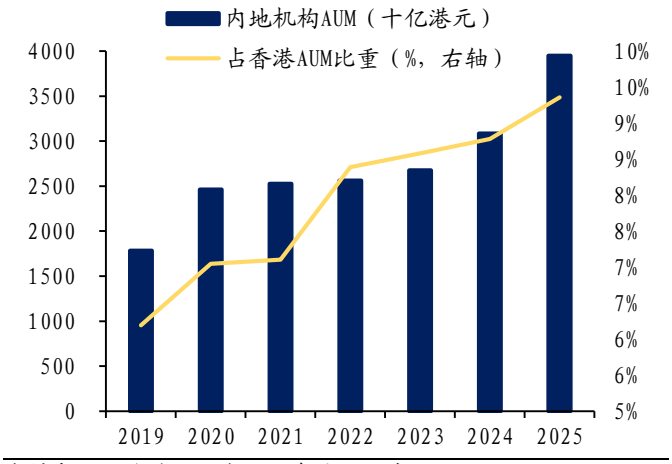
仅供内部参考，请勿外传

图20：中国香港证券交易商资管/财富收入及 AUM



资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

图21：内地机构在港资产及财富管理业务 AUM 情况



资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

内资券商国际资管业务空间展望：看好券商跨境资管业务长期成长性，预计 2028 年相关业务收入接近百亿。随着海内外居民全球资产配置需求释放，中国香港作为跨境财富中心地位稳固，香港资产管理、私人银行等 AUM 稳步扩容；我们预计 2028 年香港券商资管业务收入空间超 600 亿港元/25-28 年 CAGR 9%。考虑到资管业务作为内资券商国际化发展重点，预计内资券商境外子公司资管 AUM 稳步增长，**对应 2028 年收入达 98 亿港元/ 25-28 年 CAGR 达 37%。**

表7：内资券商境外子公司中国香港资管业务收入估算

港股资管业务空间（亿港元）	2023	2024	2025	2028E
香港券商资管业务收入	**328**	**375**	**486**	**635**
香港券商资管 AUM		118,000	149,000	224,644
资管/财富业务市场空间	**992**	**1118**	**1538**	**1,809**
资产及财富管理市场 AUM	311,930	351,420	422,020	641,840
其中：资产管理及基金顾问 AUM	230,600	259,600	309,570	470,817
其中：私人银行及私人财富 AUM	90,220	104,040	129,450	196,877
其中：信托 AUM	51,880	57,350	62,140	94,507
平均费率（%）	0.32%	0.32%	0.36%	0.34%
内资券商跨境资管业务收入估算	**25**	**27**	**38**	**98**
占香港券商资管收入市占率（%）	8%	7%	8%	15%

资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距

3. 重资产业务：稳健扩表+业务边界拓宽，重资本业务构筑国际化成长重要支柱

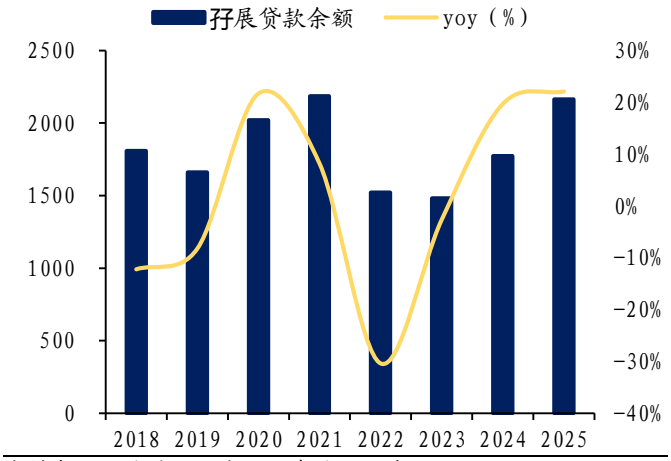
3.1. 信用业务：从收缩转向扩张，近年来市占率提升较快

中国香港券商信用业务与港股市场景气度高度相关，近年来信用业务规模稳步增长，25 年香港利息收入体量在 405 亿港元。香港券商信用业务主要可分为孖展融资、证券借贷、IPO 融资、股票质押贷款等。具体来看：1）孖展业务是香港券商以客户证券作为抵押，为客户买入或持有证券提供资金的信用业务，2025 年末香港券商孖展贷款余额达 2164 亿港元/18-25 年 CAGR 达 3%。2）证券借贷业务是券商通过向客户、资管机构等获取券源，

仅供内部参考，请勿外传

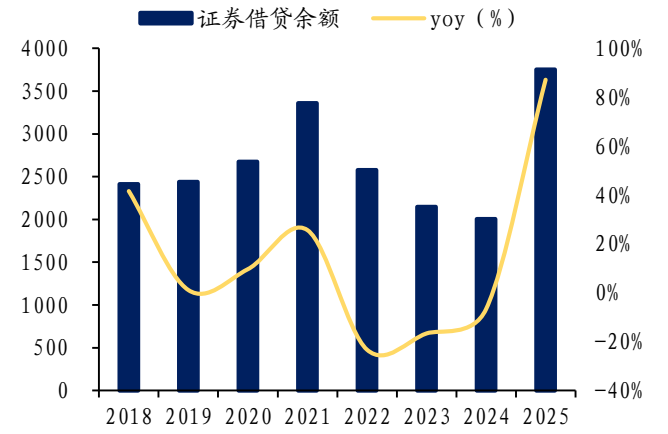
再出借给对冲基金、做市商及其他机构用于卖空、对冲赚取价差；根据 S&P Global 统计，2025 年末香港证券平均借贷余额约 3751 亿港元/18-25 年 CAGR 达 7%，近年来香港市场风险偏好提升，两类信用业务余额均稳步增长，助推香港券商业务中利息收入持续高增，香港证券交易商 2025 年利息收入达到 405 亿港元/近十年 CAGR 13%。

图22：中国香港孖展业务规模稳步增长（亿港元）



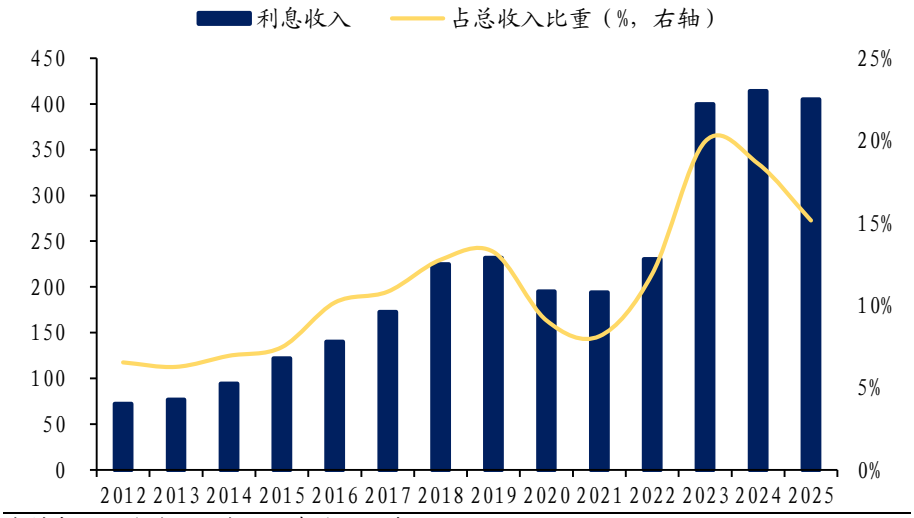
资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究
注：此处用香港证监会披露的香港证券商来自保证金客户的应收款项代表孖展业务余额

图23：中国香港证券借贷业务体量持续增长（亿港元）



资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究
注：此处用 S&P Global 统计的年内证券借贷市场平均在借市值代表香港证券借贷业务余额

图24：中国香港证券商利息收入情况（亿港元）



资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

竞争格局看，中国香港信用业务头部集中趋势明显，国际投行、互联网/本土券商各占据一定份额。2025 年末香港前 20 大证券保证金融资提供商占全行业孖展贷款余额 85%，香港信用业务向大型机构集中趋势明显。机构客户方面，国际投行全球机构客户基础更深，且在跨市场证券库、低成本融资方面具备一定优势，预计占据较大市场份额；而零售业务方面，富途、盈透等互联网券商及耀才等本土券商凭借较低的孖展利率、灵活的优惠定价抢夺客户，相比之下内资券商国际子的融资费率竞争力偏弱。

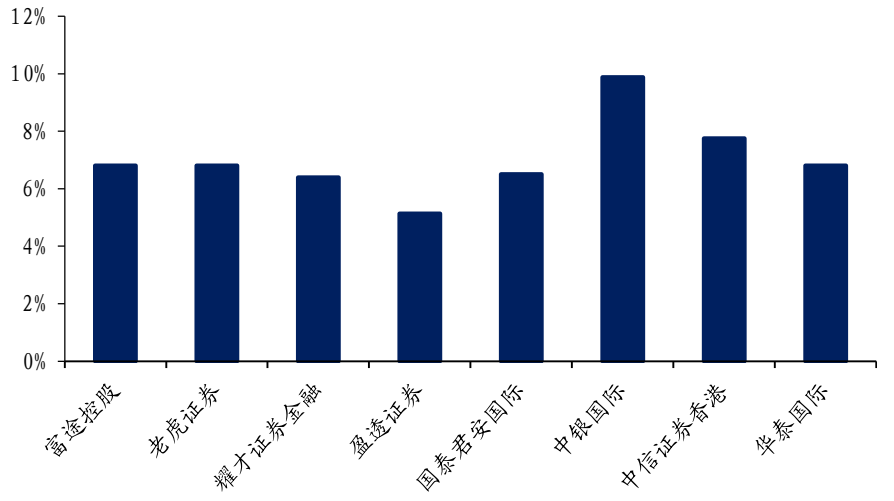
仅供内部参考，请勿外传

表8：2025 年港股 IPO 券商孖展金额排行

排名	券商名称	参与项目数量（个）	IPO 融资总额（亿港元）
1	富途证券	114	80,246.2
2	辉立证券	114	29,472.4
3	老虎国际	106	11,970.3
4	华泰国际	109	5,457.4
5	信诚证券	110	4,198.5
6	耀才证券	73	2,657.9
7	华盛证券	114	2,058.3
8	招银国际	38	1,403.1
9	长桥证券	113	578.4
10	盈立证券	114	423.4
11	卓锐证券	114	402.1
12	TradeGo Markets	111	297.0
13	盈宝证券	114	164.3
14	第一上海	19	72.5
15	尊嘉证券	13	51.4

资料来源：活报告，国泰海通证券研究

图25：不同券商港股孖展业务费率情况对比



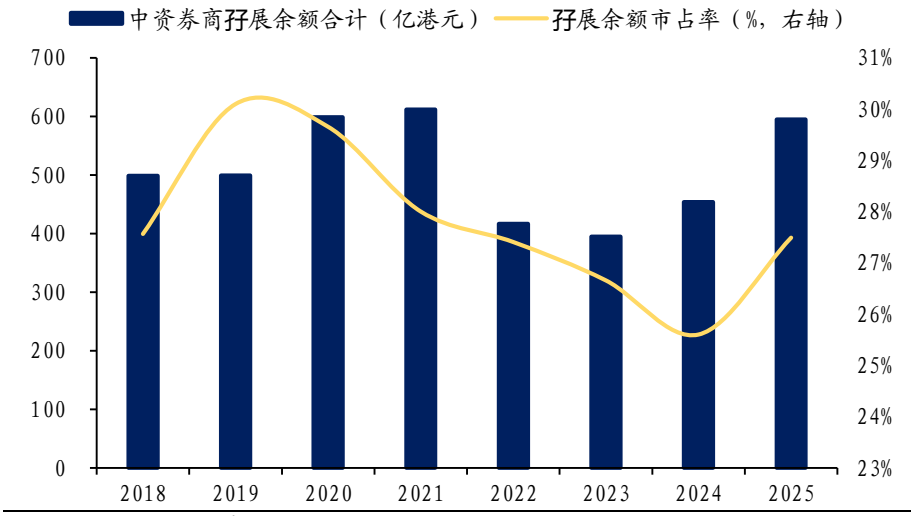
资料来源：各公司官网，国泰海通证券研究

注：孖展费率选取港元年利率，未披露基准利率的其基准利率取 5%，一周 Hibor 利率取 2.39%，费率不考虑大额/会员下的优惠情况、以最高费率为准

市占率看，内资券商境外子公司港股孖展余额市占率在 30%左右，仍有提升空间。2025 年内资券商境外融出资金体量达 594.8 亿港元/18-25 年 CAGR 达 2.6%，占香港孖展市场余额比重为 27.5%；近年来内资券商境外融出资金规模未明显增长，预计主因过去几年高息周期下息差收缩、港股波动行情下信用风险管理难度提升，各家券商加强风控、普遍压降孖展业务规模，24 年以来港股行情修复，内资券商境外子公司港股孖展余额企稳增长。

仅供内部参考，请勿外传

图26：内资券商境外子公司孖展业务规模及市占率情况



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

内资券商国际信用业务空间展望：港股回暖助推内资券商国际信用业务拓展加速，预计 2028 年相关业务收入达 112 亿港元。随着近年来港股市场回暖、投资者风险偏好改善，看好香港市场客户两融需求增长；叠加内资券商对香港信用业务从收缩转向拓展，资本金投入、客户覆盖、券源获取能力稳步提升，预计内资券商香港信用业务市占率稳步提升，**对应 2028 年相关收入达 112 亿港元/ 25-28 年 CAGR 达 21%。**

表9：内资券商境外子公司中国香港信用业务收入估算

港股券商信用业务空间（亿港元）	2023	2024	2025	2028E
中国香港券商信用业务收入估算	152	160	229	281
1）孖展业务收入	120	130	157	206
孖展贷款余额	1,480	1,772	2,164	2,577
孖展业务收益率	8%	8%	8%	8%
2）证券借贷业务收入	32	30	71	75
证券借贷余额	2,148	2,004	3,751	4,993
证券借贷业务收益率	1.50%	1.51%	1.84%	1.50%
内资券商跨境信用业务收入估算	**41**	**41**	**63**	**112**
市占率（%）	27%	26%	27%	40%

资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距

3.2. 衍生品业务：供需共振，内资券商布局持续完善

3.2.1. 场内衍生品及做市业务：产品扩容、交投升温，业务乘势增长

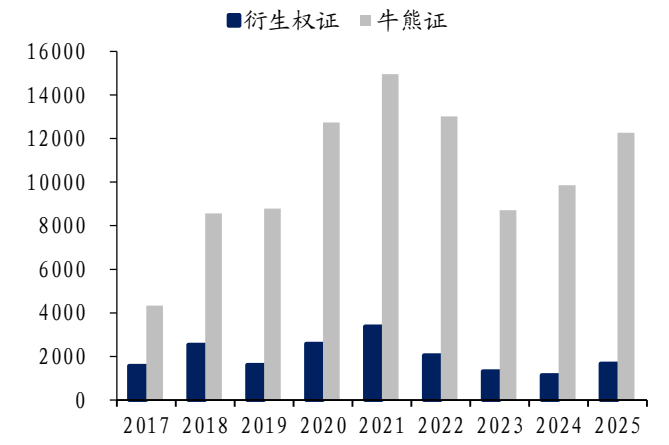
中国香港作为亚洲重要的衍生品交易及风险管理市场，场内衍生品市场产品体系完善、交易活跃度较高。根据港交所交易品类划分，香港场内衍生品及做市业务包括三类：1）以恒生指数、恒生国企指数、恒生科技指数及个股为主要标的的股指及股票期货、期权，同时覆盖人民币汇率、利率及商品等衍生品；2）以衍生权证、牛熊证为代表的上市结构化产品，由发行人负责发行并通过流动性提供者持续报价；3）与场内交易密切相关的 ETF、杠杆及反向等交易所交易产品。而券商参与香港场内业务主要包括代客交易

仅供内部参考，请勿外传

和做市交易两种模式，代客业务下通过为客户提供期货、期权交易及结算服务收取佣金和手续费；而香港市场中部分衍生期权产品交易采用庄家制度，庄家制度下券商通过持续提供双边报价赚取买卖价差，并开展对冲及套利交易获取收益；此外做市商可获得交易费折扣等激励，增厚相关收益。

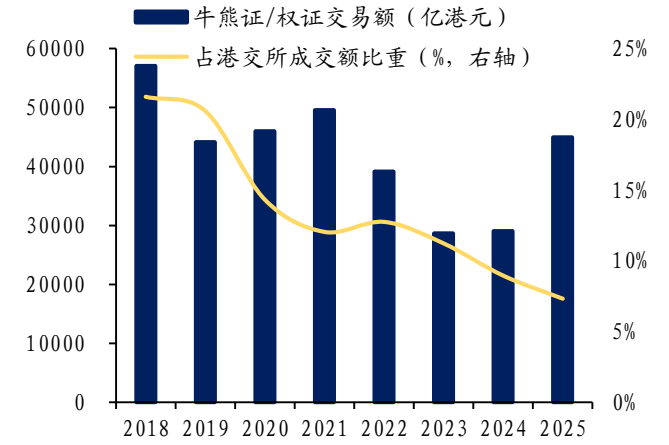
结构化产品方面，港交所主要提供牛熊证和衍生权证两类结构化产品，其交易是港交所现货市场重要组成。衍生权证主要为投资者提供对股票、指数等标的的杠杆方向性敞口，牛熊证则具有较高杠杆及强制收回机制，两类产品均由发行人发行，并由发行人指定流动性提供者持续报价，券商可通过产品发行、做市价差从中获利。目前共有 15 家符合要求的券商提供牛熊证、衍生权证产品发行及流动性提供，2025 年港交所共发行衍生权证及牛熊证 41710 只，发行金额达 1.4 万亿港元/18-25 年 CAGR 达 3%，近年来结构化产品推出放缓、但仍是港股交易体系中重要的杠杆交易工具；全年衍生权证及牛熊证成交量达到 4.5 万亿港元/占港交所总成交额比重为 7%，其证券化衍生产品成交额稳居全球交易所首位。

图27：中国香港新上市结构化产品名义发行金额（亿港元）



资料来源：港交所，国泰海通证券研究

图28：中国香港牛熊证和衍生权证近年来在港股成交额中比重有一定下滑

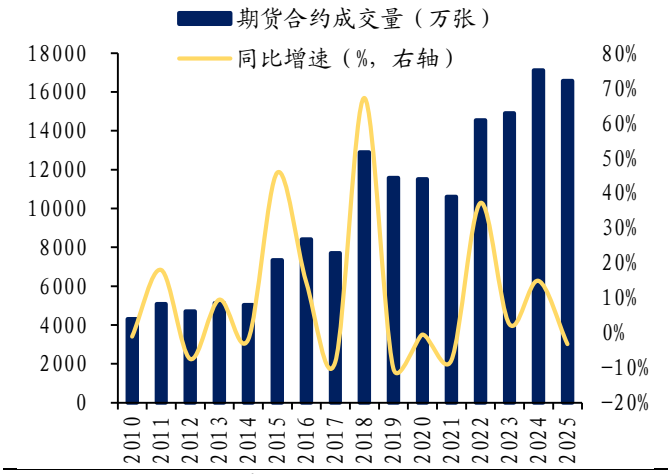


资料来源：港交所，国泰海通证券研究

期货及期权作为中国香港场内衍生品市场核心，近年来产品品类、交易量持续成长，成为场内收入重点。目前港交所已经覆盖恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数及 MSCI 系列在内的股指期货期权，个股期货及期权，USD/CNH 等外汇衍生品，以及部分利率和商品产品；目前港交所提供 98 类股票期货、141 类股票期权、65 类股指期货期权合约，且其品类持续拓展，近期推出中国十年期国债期货合约。得益于近年来外部不确定性下市场风险管理需求增长，港交所各类衍生品交易量稳步提升；2025 年香港期货及期权成交达 4.1 亿张/18-25 年 CAGR 达 5%。

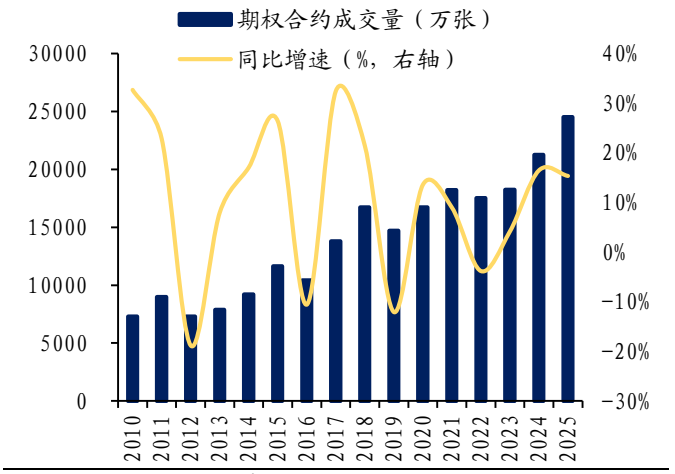
仅供内部参考，请勿外传

图29：港交所期货合约年度成交量稳步增长



资料来源：港交所，国泰海通证券研究

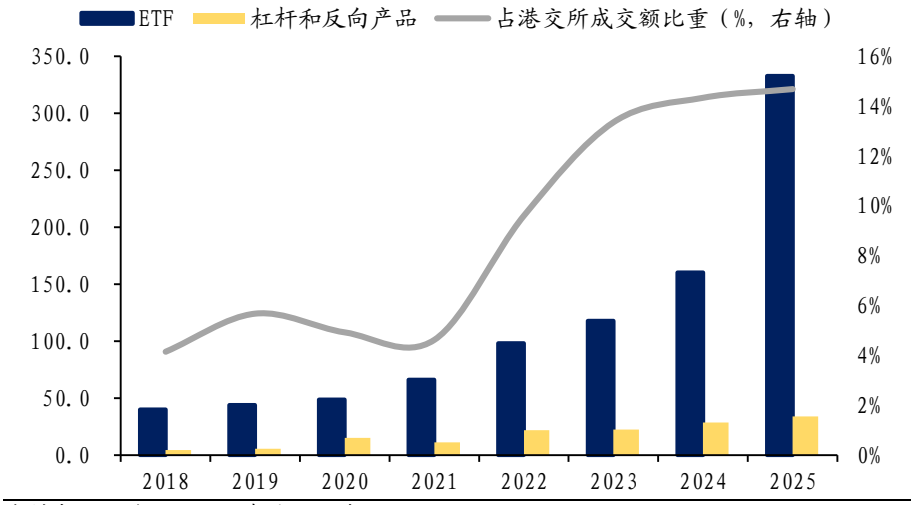
图30：港交所期权合约年度成交量稳步增长



资料来源：港交所，国泰海通证券研究

港交所 ETP 产品是其增长最快产品之一，为券商带来交易、做市等业务机会。港交所 ETP 产品包括 ETFs、杠杆及反向产品两大类，投资范围已覆盖港股及内地宽基指数、行业主题、海外股票、债券、大宗商品等。2025 年港交所共有 48 只 ETP 产品上市，包括亚洲首批个股杠杆及反向产品、全球首只追踪韩国个股杠杆及反向产品等；2025 年末港交所共有 200 只 ETF 产品和 29 只杠杆及反向产品，2025 年港交所 ETP 产品日均成交额达到 367 亿港元/创历史新高/18-25 年 CAGR 达 35%。

图31：港交所 ETP 产品日均成交额占港交所成交比重持续提升（亿港元）



资料来源：港交所，国泰海通证券研究

竞争格局看，中国香港场内衍生品业务主要由国际投行及量化做市机构主导，内资券商参与度持续提升。两个角度看：

一是参考港交所庄家名单，港交所期货及期权庄家主要由法巴银行、瑞银、摩根士丹利等国际投行主导，其凭借全球客户网络、资本实力及跨市场对冲能力保持较强竞争优势，仅中信、国泰海通、中银国际进入庄家名单，中信、中金、建投、华泰等国际子或期货子进入流动性提供者名单；此外 Citadel Securities、Jane Street、IMC 等专业量化做市商依托低延迟系统、高频风险管理能力等，在港交所场内业务占据一定话语权。

二是参考衍生权证及牛熊证发行商情况，法巴银行、瑞银、摩根大通、汇丰等国际投行凭借成熟产品创设、定价对冲及做市能力占据主要份额，其在牛熊证市场集中度尤为明显。我国券商方面，仅中信、国君、华泰及中银国际

仅供内部参考，请勿外传

四家有相关产品发行，2025 年末四家中资机构在牛熊证市场发行市占率达 10%，衍生权证市场市占率为 25%，虽然近年中资机构境外产品供给能力持续增强，但在发行体量、产品覆盖方面仍有提升空间。

表10：港交所场内庄家参与者名单

期交所期货及期权庄家	期交所期货流通量提供者	联交所期权庄家	
法巴证券（亚洲）	中信期货国际	巴克莱亚洲	Jane Street
中信证券期货（香港）	群益期货（香港）	法巴证券（亚洲）	麦格理资本
城堡证券（香港）	中金香港期货	中银国际证券	摩根士丹利香港证券
汇丰金融期货（香港）	中信建投国际	花旗环球金融亚洲	Eclipse Options（香港）
盈透证券香港	城堡证券（香港）	城堡证券（香港）	野村国际（香港）
IMC 亚太	直达国际金融服务	DRW 香港	法国外贸银行亚洲
荷兰银行清算（香港）	Flow Traders 香港	富昌证券	Optiver 香港
Eclipse Options（香港）	港汇金融（香港）	高盛亚洲	Qube Research（QRT）
Optiver 香港	汇丰金融期货（香港）	国泰君安证券（香港）	Starfish Bay
Susquehanna（香港）	华泰（香港）期货	汇丰证券经纪（亚洲）	法兴证券（香港）
瑞银证券香港	IMC 亚太	华泰金融控股（香港）	Susquehanna（香港）
跃鲲研发	摩根大通经纪（香港）	盈透证券香港	汇泽证券
期交所期货流通量提供者	Jane Street	IMC 亚太	瑞银证券香港
法兴证券（香港）	凯基期货（香港）	Jump Trading 香港	星展唯高达香港
Susquehanna	荷兰银行清算（香港）	摩根大通经纪（香港）	跃鲲研发
UTR8 香港	横华国际期货		
瑞银证券香港	Eclipse Options（香港）		
中国新永安期货	Optiver 香港		
	东方期货（香港）		

资料来源：港交所，国泰海通证券研究

表11：中国香港市场存量衍生权证、牛熊证产品及发行商情况

发行商	发行商简称	牛熊证		衍生权证	
		产品数量（只）	发行体量（亿份）	产品数量（只）	发行体量（亿份）
BNP Paribas Issuance B.V.	法巴	567	1,000.0	411	325.3
Citigroup Global Markets Europe AG	花旗	275	550.0	612	429.3
DBS Bank Limited	星展	123	173.5	106	77.0
Goldman Sachs Structured Products (Asia) Limited	高盛	-	-	-	-
The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited	汇丰	758	1,010.9	527	468.2
J.P. Morgan Structured Products B.V.	摩通	807	1,107.5	949	1,016.7
Macquarie Bank Limited	麦银	-	-	657	269.6
Morgan Stanley Asia Products Limited	摩根士丹利	331	380.1	556	505.6
SG Issuer	法兴	1,076	1,767.0	581	724.9
UBS AG	瑞银	1,273	1,890.5	642	816.1
CITIC Securities Brokerage (HK) Limited	中信	133	204.8	491	412.6
Guotai Junan Securities (Hong Kong) Limited	国君	156	235.0	285	216.2
Huatai Financial Holdings (Hong Kong)	华泰	187	219.4	731	480.8

仅供内部参考，请勿外传

Limited					
BOCI Asia Limited	中银	166	187.7	607	438.9
Korea Investment & Securities Asia Limited	韩投	-	-	8	27.2

资料来源：港交所，国泰海通证券研究

内资券商香港场内业务空间展望：产品扩容与交投活跃推动香港场内衍生品业务稳步增长，看好内资券商在香港场内业务份额持续提升。随着港股市场交投回暖、投资者风险管理及杠杆交易需求增长，叠加港交所结构化产品、ETP、期货期权等产品品类创新持续，看好香港场内衍生品体量稳步扩容；同时，内资券商持续加强境外衍生品做市能力建设，有望进一步拓展在香港场内衍生品市场相关份额业务，**预计香港场内衍生品业务收入由 2025 年的 80 亿港元增至 2028 年的 95 亿港元/25-28 年 CAGR 达 6%，若内资券商未来在香港场内业务渗透率达到 35%，预计为国际业务贡献 33 亿收入。**

表12：中国香港场内衍生品业务收入空间测算

中国香港场内衍生品业务空间（亿港元）	2023	2024	2025	2028E
香港场内衍生品做市业务收入	**58**	**65**	**80**	**95**
1、结构化产品做市收入	15	16	24	28
牛熊证/权证交易额	28,637	29,010	44,942	52,402
做市商占比	45%	45%	45%	45%
结构化产品做市收益率	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
2、ETF 及 ETP 做市收入	3	3	7	8
ETF/杠杆及反向产品交易额	35,015	47,385	91,263	108,547
做市商占比	60%	60%	60%	60%
ETF/杠杆及反向产品做市收益率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
3、期货及期权做市收入	39.78	46.04	49.29	58.39
期货及期权交易额（亿张）	3.3	3.8	4.1	4.9
做市商占比	60%	60%	60%	60%
单张平均收益（港元）	20.0	20.0	20.0	20.0

资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距

3.2.2. 场外衍生品业务：跨境需求潮起，国际业务成长主要方向

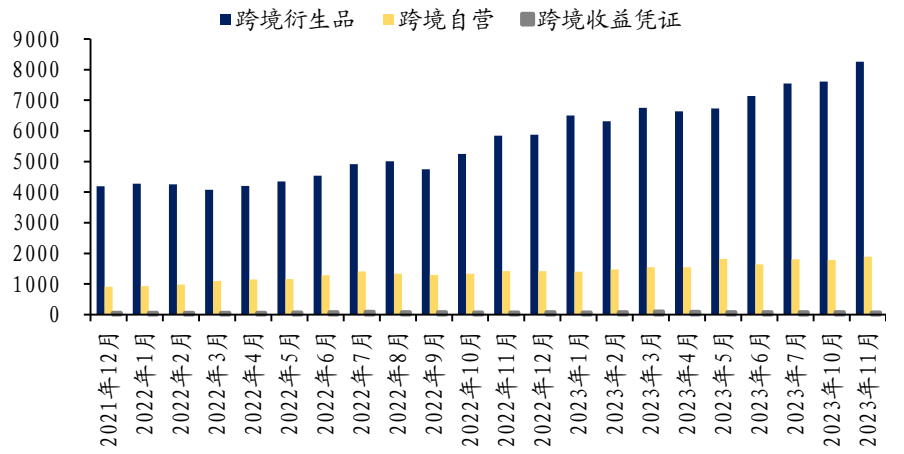
场外衍生品中跨境衍生品是头部券商国际业务重要组成部分，收益互换和场外期权是主要业务形式。券商跨境衍生品业务主要围绕机构客户全球资产配置、融资及风险管理需求，提供收益互换、场外期权及各类跨资产结构化解决方案；权益资产方面，券商可通过收益互换（TRS）、场外期权、结构化票据等产品，为机构及高净值客户提供股票、指数及投资组合的收益敞口、风险对冲和结构化收益方案，FICC 资产方面则提供 TRS、CDS、CLN、外汇及利率衍生品等满足客户套保、融资和资产配置需求。

受益于跨境投资需求旺盛，近年来跨境衍生品业务规模稳步成长。存量规模看，截至 2023 年 7 月末券商跨境业务体量达 9591 亿元/较 2021 年底增长 86%，其中跨境衍生品规模达 7543 亿元/较 2021 年底增长 80%，跨境自营业务体量达 1807 亿元、跨境收益凭证业务体量达 73 亿元。跨境衍生品业务拆分看，2023 年 7 月末跨境收益互换、跨境场外期权、跨境信用衍生品规模分别为 4786、2723、34 亿元，占比分别达 63%、36%、1%，2023 年前跨境衍生品规模保持稳健增长，2023 年以来随着资本市场波动加剧，证监

仅供内部参考，请勿外传

会对于场外衍生品业务监管继续强化，跨境衍生品业务进入规范发展阶段。

图32：券商跨境业务开展情况（亿元）



资料来源：中证协，国泰海通证券研究

表13：内资券商跨境衍生品业务开展情况（亿元）

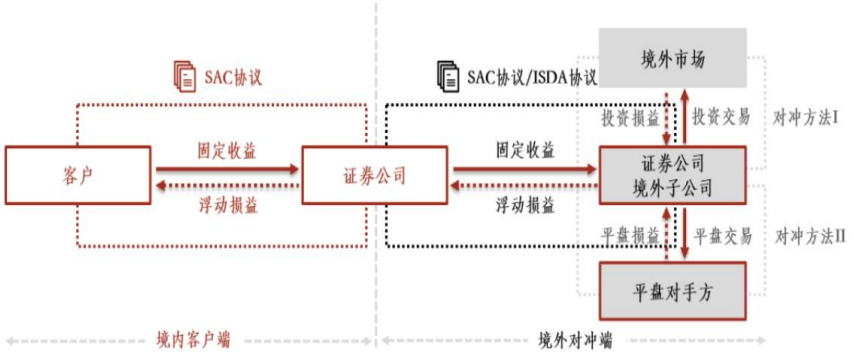
	跨境衍生品期末存量	跨境衍生品新开展	收益互换期末存量	收益互换新开展	场外期权期末存量	场外期权新开展
2023 年 1 月	6496.6	3316.4	4588.5	--	1867.1	--
2023 年 2 月	6310.8	4623.8	4354.6	3312.4	1901.4	428.0
2023 年 3 月	6755.6	6372.1	4619.5	3683.8	2087.6	601.3
2023 年 4 月	6635.2	3491.9	4488.5	2455.5	2098.0	478.8
2023 年 5 月	6727.0	4666.0	4518.5	3270.8	2165.8	529.9
2023 年 6 月	7134.7	4646.3	4650.6	3462.9	2453.4	731.7
2023 年 7 月	7542.7	4601.9	4785.8	3192.1	2722.9	722.2

资料来源：中证协，国泰海通证券研究

业务形式看，根据资产所处市场不同，跨境衍生品业务分为“南向”和“北向”两种模式。南向模式中，券商与境内投资者签订合约，同时与境外子公司签订方向相反合约，由境外子公司使用其自有资金在境外进行对应对冲交易（直接买卖或平盘交易），并将对冲损益通过衍生品合约损益向境内投资者兑付，帮助境内投资者在本金不出海情况下获得境外标的资产损益；北向模式则帮助境外投资者获得境内标的的投资损益。

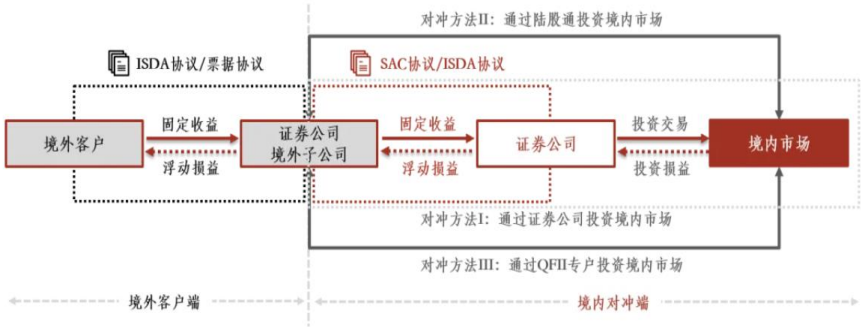
仅供内部参考，请勿外传

图33：南向模式下的跨境收益互换业务流程



资料来源：中证报价公众号

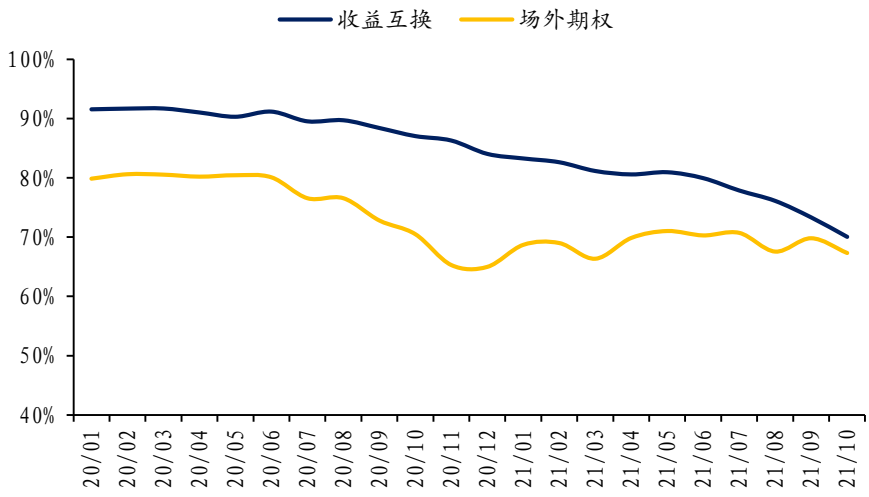
图34：北向模式下的跨境收益互换业务流程



资料来源：中证报价公众号

竞争格局看，跨境衍生品业务呈现较强的规模效应，头部券商持续领先。一是此前协会披露的数据显示，虽然市场竞争之下场外衍生品业务集中度有一定边际下滑，但整体维持较高集中度，前 5 市占率约 60-70%，前 10 市占率接近 90%；二是目前具有跨境试点资格券商主要是 9 家，中信证券、华泰证券、国泰海通规模保持领先。**我们认为，在投资者全球化资产配置需求增长、中国资产吸引力提升的当下，跨境衍生品业务作为风险敞口较小、规模效应突出的业务模式，头部券商跨境衍生品业务规模有望持续受益于市场活跃而实现稳健扩张。**

图35：券商场外衍生品业务存续名义本金 CR5 情况



资料来源：中证协，国泰海通证券研究

内资券商跨境衍生品业务空间展望：跨境资产配置需求持续扩容，预计内

仅供内部参考，请勿外传

资券商跨境衍生品业务收入超 200 亿港元。我们认为随着海内外客户全球化资产配置需求增长，叠加企业跨境融资、汇率及利率风险管理需求提升，内资券商跨境收益互换、场外期权业务有望持续扩容。考虑到近年来权益类衍生品业务监管继续强化，我们假设权益类收益互换和场外期权规模保持稳定，而受跨境投资需求推动，假设 FICC 类收益互换和场外期权规模实现 30%的年均增长，并假设权益类及 FICC 类业务收入率分别为 3%、1%，预计 2028 年我国内资券商跨境场外衍生品业务收入达到 267 亿港元。

表14：我国内资券商跨境衍生品业务收入估算

跨境衍生品业务空间（亿港元）	2023	2024	2025	2028E
跨境场外衍生品业务收入（亿港元）	**161**	**176**	**184**	**267**
业务规模合计（亿人民币）	8,254	9,370	10,742	18,554
1、收益互换	5,056	5,801	6,762	12,143
权益类	2,594	2,600	2,600	3,000
FICC 类	2,462	3201	4162	9143
2、场外期权	3,157	3,516	3,910	6,258
权益类	2,145	2200	2200	2500
FICC 类	1,012	1316	1710	3758
3、信用衍生品	41	54	70	153
权益类业务收益率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
固收类业务收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

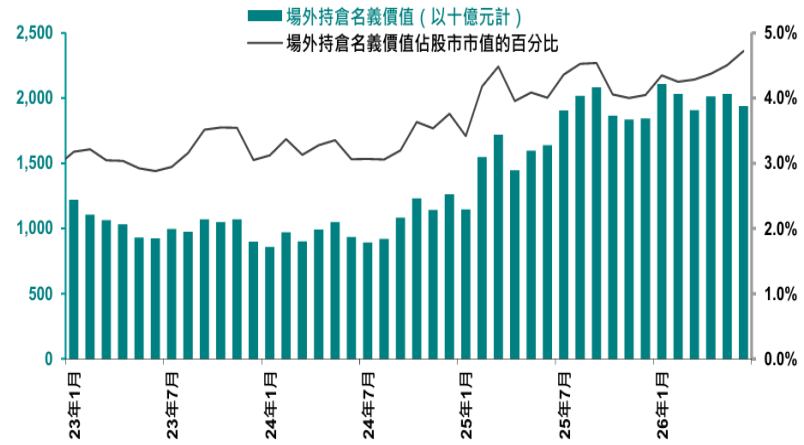
资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距
注 2：2023 年各类跨境衍生品规模基于 2023 年 11 月券商境衍生品存量规模、场外衍生品不同产品占比估算得到

此外中国香港本土场外衍生品业务加速扩容，近年来头部券商开始布局中国香港等地区的本土场外衍生品业务。作为亚洲重要的衍生品及风险管理中心，中国香港场外衍生品市场为全球投资者提供均衡且多元的工具，包括利率互换、股权互换、远期及普通期权等；其中券商、投资银行担当主要角色，根据不同机构客户需求定制金融解决方案。

近年来中国香港权益场外衍生品快速扩容，以 Delta one 产品为主导，目前市场规模达 1.9 万亿港元。2026 年 6 月末以香港上市证券为标的场外权益衍生品规模达 1.9 万亿港元/占港股总市值 5%/较 23 年末+46%。从跟踪标的方面看，其中追踪香港股票的场外股票衍生工具占比为 83%，追踪香港指数比重为 17%；从产品结构看，Delta-one 产品为主流，2026 年 6 月末香港权益场外衍生品中 Delta-one 产品（收益互换、期货等）占比为 70-80%，普通场外期权占 15%-25%，其余复杂结构产品占 5%。

仅供内部参考，请勿外传

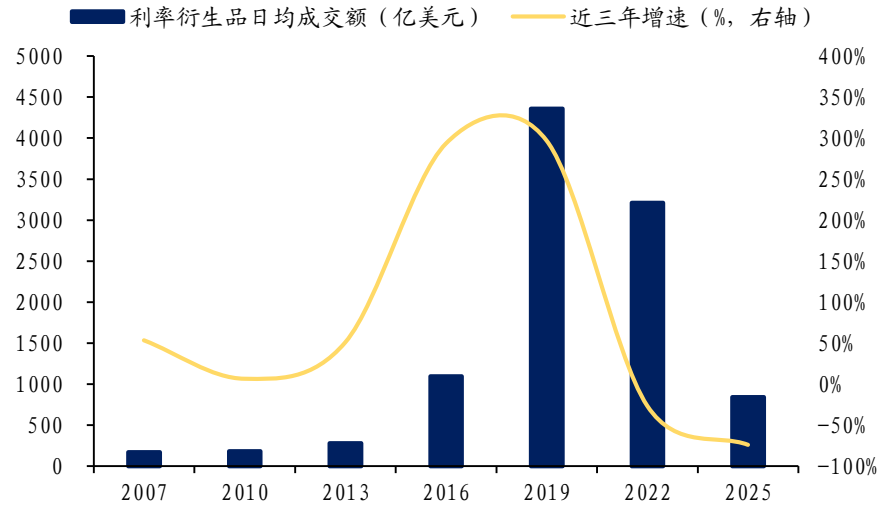
图36：中国香港场外权益衍生工具市场体量（十亿港元）



资料来源：香港证监会

中国香港 FICC 场外衍生品市场规模庞大，是全球最大离岸人民币外汇及场外利率衍生工具中心。利率衍生品方面，根据 BIS 统计 2025 年香港外汇交易日均成交额达 8831 亿美元，其中外汇远期、外汇掉期、货币互换及外汇期权等场外外汇衍生品日均成交额分别为 911、5637、52、503 亿美元，占比分别为 10%、64%、1%、6%。利率衍生品方面，根据 BIS 统计 2025 年香港场外利率衍生品日均成交额为 841 亿美元，产品结构以利率掉期为主，占比约 96%，远期利率协议和利率期权分别约占 3%和 1%；按币种看，美元、人民币和澳元产品成交最为活跃，其中人民币利率衍生品日均成交额达 245 亿美元，同比+67%。此外香港还布局信用违约掉期、债券收益互换、商品期权等信用及商品场外衍生品。

图37：中国香港场外利率衍生产品日均成交额体量

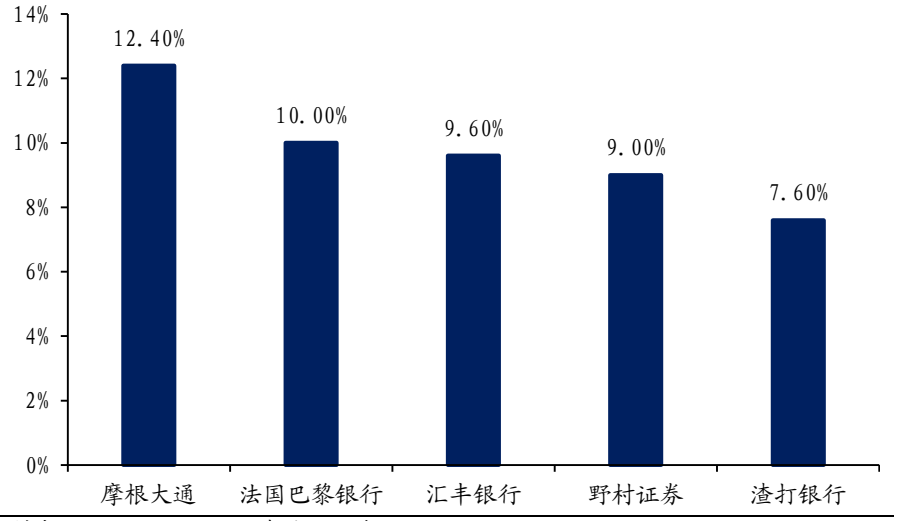


资料来源：BIS，国泰海通证券研究
注：数据为 BIS 统计的每年 4 月的日均成交额

竞争格局看，中国香港场外衍生品竞争主要集中于大型国际投行、综合大银行，内资券商持续突破。根据 Greenwich 2014 年调查显示，权益衍生品方面，约 71%的受访机构将摩根士丹利列为重要交易商，高盛、美银和瑞银的客户渗透率为 54%-63%，反映出国际投行在衍生品业务方面的集中度；FICC 衍生品方面，其调研显示 2015 年汇丰在亚洲固收市场市占率达 11.8%、花旗为 8.9%、渣打为 7.1%。近年来我国头部券商将衍生品业务从跨境向纯境外探索，已建立境外衍生品及结构化产品平台，相关业务体量稳步增长。

仅供内部参考，请勿外传

图38：Greenwich 统计 2015 年中国香港利率衍生品 TOP5 机构市占率情况



资料来源：Greenwich，国泰海通证券研究

内资券商中国香港场外衍生品业务空间展望：香港场外衍生品需求持续扩容，看好内资券商业务渗透率提升。随着港股及亚洲权益资产配置需求增长，看好中国香港各类场外衍生品市场持续扩容；同时，随着内资券商持续加强香港本土衍生品业务布局，并充分发挥服务中资企业和境内外机构客户的协同优势，预计其在香港场外衍生品市场的渗透率稳步提升。**我们预计 2028 年中国香港场外衍生品业务总收入空间达 629 亿港元/25-28 年 CAGR 达 11%；若内资券商渗透率达到 35%，对应 2028 年收入约 220 亿港元。**

表15：中国香港场外衍生品业务空间估算

香港场外衍生品业务空间（亿港元）	2023	2024	2025	2028E
香港场外衍生品业务收入	**444**	**436**	**464**	**629**
1）权益类场外衍生品收入	195	195	233	359
权益类场外衍生品规模	13000	13000	18000	23,958
权益类业务收益率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
1）FICC 类场外衍生品收入	249	241	232	270
外汇类全年成交额（万亿港元）	1190	1286	1,382	1600
外汇类业务收益率	0.0015%	0.0015%	0.0015%	0.0015%
利率类全年成交额（万亿港元）	473	318	164	200
利率类业务收益率	0.0015%	0.0015%	0.0015%	0.0015%

资料来源：香港证监会，国泰海通证券研究

注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距

注 2：BIS 调查外汇、利率数据仅有 2022、2025 年数据，2023-2024 年采用线性插值估算

注 3：跨境衍生品业务中部分南向业务会统计在此表中，与跨境衍生品收入估算叠加后会略高估市场空间

3.3. FICC 业务：市场空间广阔，境外 FICC 业务扬帆起步

3.3.1. 债券业务：中国香港债券市场体量稳定，互联互通拓宽业务空间

中国香港已形成港元债券、G3 国际债券及离岸人民币债券并存的多元债券市场，近年来市场规模稳定在 9 万亿港元。香港债券市场主要由港元债券、离岸人民币债券（点心债）、国际债券（G3）三部分构成，截至 2025 年底香港债券市场总规模约为 9.3 万亿港元，港元债券存量达 3.4 万亿港元，离岸人民币债券市场存量 1.8 万亿港元，亚洲 G3 国际债券市场存量约 4.2 万亿港元，形成了以国际债券为主体、港元债券和离岸人民币债券协同发展的市场格局。具体来看：

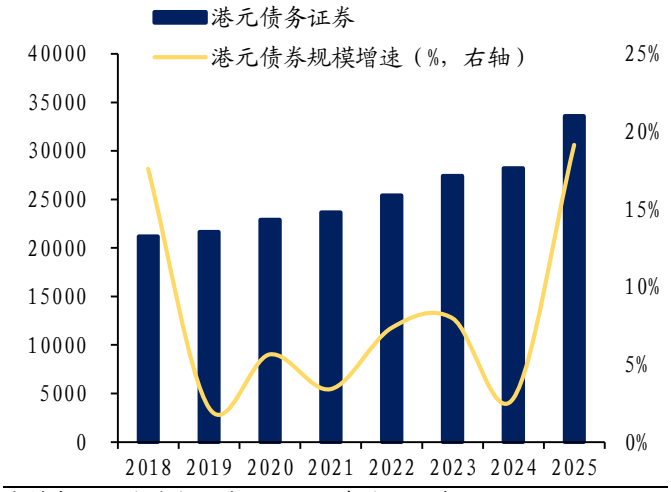
仅供内部参考，请勿外传

港元债券：中国香港本地资本市场和固定收益市场的基础部分，主要由中国香港特区政府、外汇基金、认可机构（银行）、本地企业以及国际机构发行的港元计价债券构成，涵盖港元政府债、外汇基金票据及债券、港元公司债等类别；2025 年末港元政府债、外汇基金票据及债券、港元公司债存量规模分别为 0.32、1.3、1.7 万亿港元。

离岸人民币债券：中国香港离岸人民币债券市场涵盖财政部离岸人民币国债、政策性银行债、人民银行离岸央票，以及境内外金融机构、企业和国际组织发行的人民币债券，是人民币国际化的主要离岸资本市场平台。

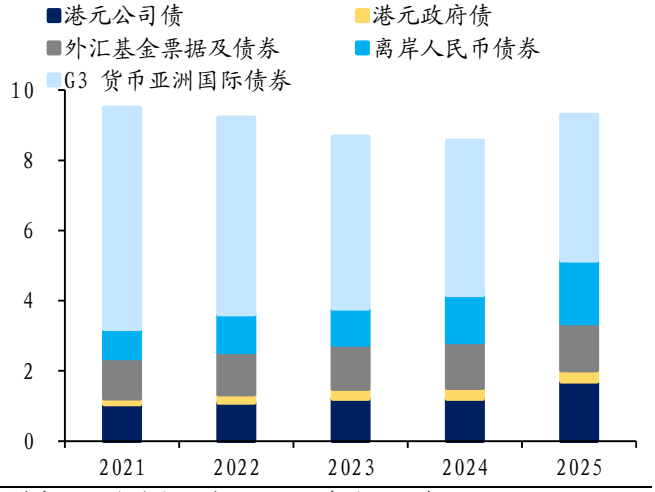
亚洲 G3 国际债券市场：亚洲 G3 国际债券是由亚洲发行，以美元、欧元及日元计价的国际债券，其中美元债占据主导；中国香港长期位居亚洲国际债券安排中心前列，大量亚洲主权、金融机构和企业通过香港完成债券结构设计、簿记建档、承销分销，使中国香港成为连接亚洲发行人与全球资金枢纽。

图39：港交所港元债券规模稳步扩张（亿港元）



资料来源：香港金融管理局，国泰海通证券研究

图40：近年来中国香港债券市场债券结构（万亿港元）

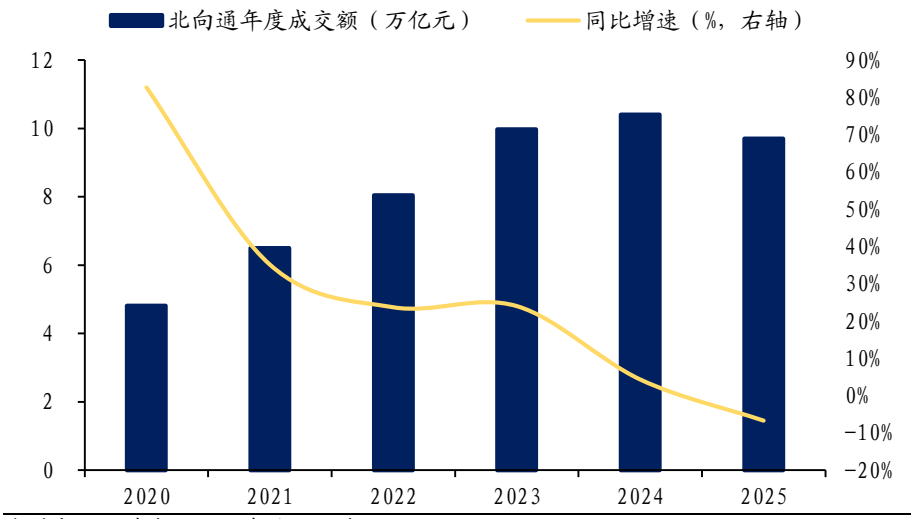


资料来源：香港金融管理局，国泰海通证券研究

债券通机制成为连接中国内地债券市场与国际投资者跨境投资渠道，近年来北向通规模高速成长。2017 年“北向通”允许境外投资者通过香港投资中国银行间债券市场，成为全球投资者配置人民币债券资产的主要渠道；截至 2025 年 8 月末全球 80 多个国家和地区的 1170 家机构投资者进入中国债券市场；2025 年债券通北向通全年成交 9.7 万亿元/19-25 年 CAGR 达 24%，期末境外机构持债余额达 3.5 万亿元。此外南向通自 2021 年设立以来，允许中国内地机构投资者通过香港投资境外债券市场，为中国香港债券市场带来持续增量资金。

仅供内部参考，请勿外传

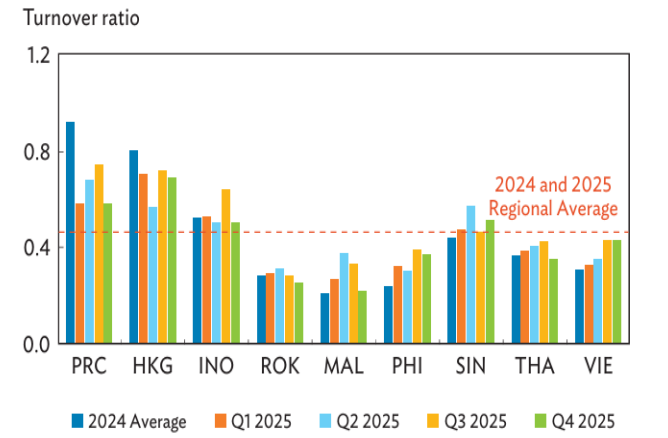
图41：近年来北向通年度成交额稳步增长



资料来源：债券通，国泰海通证券研究

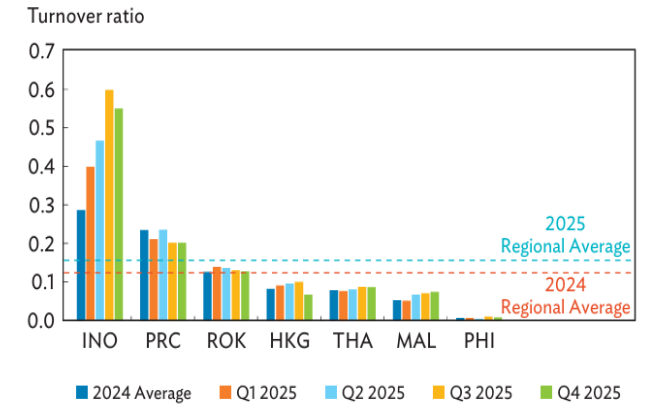
近年来中国香港债券二级市场流动性提升，中国香港券商 FICC 做市业务体量扩容。中国香港债券市场以 OTC 交易为主，仅极少部分债券在港交所上市交易，券商可通过二级市场交易及做市从债券市场赚取交易价差。根据 ADB 统计，2025 年香港政府债平均换手率由 2024 年 0.8 倍回落至 0.7 倍左右，对应全年成交额由 2024 年的 6372 亿美元下降至 5556 亿美元/同比-13%；2025 年香港公司债换手率略有提升，带动公司债 2025 年成交额由 2024 年的 625 亿美元增至 778 亿/同比+24%。政府债凭借标准化程度高、信用风险低及机构交易需求旺盛，换手率明显高于公司债；公司债更多体现买入持有特征，但在 2025 年发行扩容及交易需求提升趋势下流动性有所改善。

图42：东亚市场本币政府债券季度平均换手率情况



资料来源：ADB

图43：东亚市场本币公司债券季度平均换手率情况



资料来源：ADB

竞争格局看，中国香港债券销售交易及做市业务仍以大型商业银行和国际投行为主，内资券商参与度有限，近年来在人民币相关产品中竞争力持续提升。债券业务具有较强的资本与交易能力要求，大型银行凭借更低的资金成本、充足的债券库存及广泛的机构客户和交易对手网络，在债券报价、库存管理和二级市场流动性提供方面具备优势，目前内资券商在香港债券 FICC 市场参与度有限。我们从两方面看：

一方面，中国香港政府债、债券通做市商主要为大型银行。从香港政府债、EFBN 庄家名单看，大型银行在资产负债表能力、流动性提供能力方面优势突出，目前香港政府债券计划 10 家第一市场交易商、EFBN 合资格市场庄家均为综合大型银行。债券通市场参与主体更加多元，但银行仍占多数，南向通做市商中仅包括中金香港、国泰君安香港、华泰金融等少数证券机构，

仅供内部参考，请勿外传

59 家北向通做市商中券商仅 18 家。**另一方面，亚洲债券市场也呈现国际银行/投行主导特征。**根据 Greenwich 调查，2017 年 G3 货币计价亚洲债券二级市场中，花旗银行、汇丰银行并列市场份额第一，美银美林、巴克莱银行和渣打银行并列第三，反映全球客户网络、债券库存、跨市场融资及机构销售能力是亚洲债券做市业务竞争壁垒。

表16：亚洲不同类型固定收益市场交易商排名情况

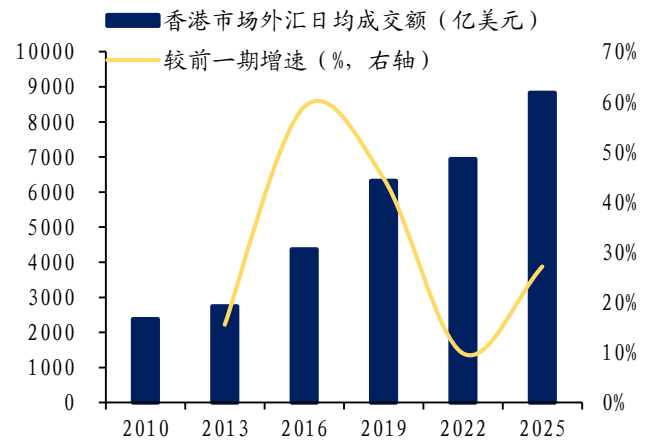
细分市场	第一梯队	第二梯队	第三梯队
亚洲固定收益市场（除日本）	汇丰银行、花旗银行	摩根大通、美银美林	法巴银行、渣打银行
G3 货币亚洲债券市场	花旗银行、汇丰银行	美银美林、巴克莱银行、渣打银行	
亚洲信用债市场	花旗银行、汇丰银行	巴克莱银行、美银美林	渣打银行、瑞银
亚洲利率市场	汇丰银行	花旗银行、摩根大通	法国巴黎、美银美林
亚洲本币债券	汇丰银行	花旗银行	渣打、德意志银行
G7 二级投资级信用债	花旗银行	汇丰银行	巴克莱银行、摩根大通
G10 政府债券	花旗银行、汇丰银行	美银美林、德意志银行、巴克莱银行、野村证券、摩根大通、瑞穗银行	
利率衍生品	摩根大通、法巴银行、汇丰银行、花旗银行	美银美林、野村证券	

资料来源：Greenwich，国泰海通证券研究

3.3.2. 外汇业务/大宗商品业务：乘人民币国际化东风，业务需求蓄势增长

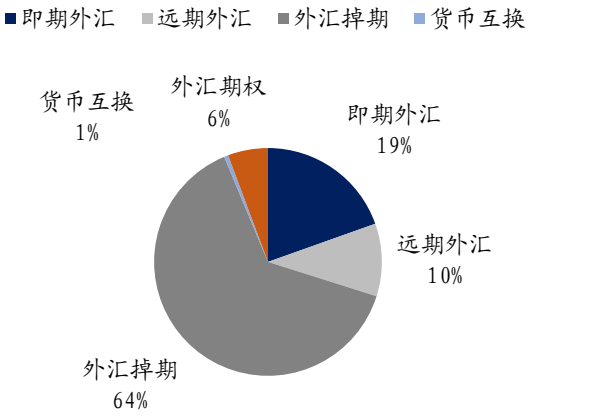
中国香港外汇市场规模庞大，外汇成交额稳步增长，为全球第四大外汇交易中心。根据 BIS 调查，2025 年 4 月中国香港外汇市场日均成交额达到 8831 亿美元/较 2022 年+27%，位居全球第四。中国香港外汇市场产品体系覆盖即期外汇、远期外汇、外汇掉期、货币互换及外汇期权等，其中外汇掉期是绝对主体，2025 年 4 月中国香港市场即期外汇、远期外汇、外汇掉期、货币互换及外汇期权日均成交额达到 1727、911、5637、52、503 亿美元，占比分别为 20%、10%、64%、1%、6%；香港离岸人民币业务优势尤其突出，2025 年 4 月人民币外汇日均成交 3,151 亿美元，较 2022 年增长 64.8%，占香港整体外汇交易的 36%，保持全球最大离岸人民币外汇交易中心地位。

图44：中国香港外汇市场日均成交额稳步增长



资料来源：香港金融管理局，国泰海通证券研究
注：数据为 BIS 统计的每年 4 月的日均成交额

图45：2025 年中国香港外汇市场不同产品成交额占比



资料来源：BIS，国泰海通证券研究
注：数据为 BIS 收集 2025 年 4 月名义数额计算得出

在中国香港外汇市场，券商可围绕客户跨境资产配置和风险管理需求，提供“交易+衍生品+融资”综合业务链条。一方面，券商可为机构及高净值客户提供主要货币的即期外汇交易和换汇执行，服务海外投资中的资金转换需求，并通过买卖价差获得交易收入；另一方面券商可提供远期、外汇掉期、

仅供内部参考，请勿外传

货币掉期及外汇期权等产品，帮助企业和机构客户管理汇率及跨币种融资风险，收入主要来自报价价差、产品定价及对冲收益。

竞争格局看，中国香港外汇业务主要由大型商业银行主导，券商外汇业务稳步探索。香港外汇交易以 OTC 市场为主，大型国际银行和香港本土银行凭借广泛企业客户基础、多币种资金储备、资产负债表管理能力，在外汇报价方面具有优势；参考 Greenwich 2025 年发布奖项，汇丰银行与星展银行获评亚洲最佳外汇销售机构、亚洲最佳外汇服务机构，澳新银行与汇丰银行获评亚洲最佳外汇交易机构，反映大型银行在外汇客户覆盖、外汇销售及交易执行等环节具备较强综合竞争力。而高盛、摩根士丹利等国际投行亦深度参与香港外汇市场，主要开展外汇现货及衍生品销售交易、做市和风险管理等业务，内资券商更多依托境内企业及机构客户资源，从人民币及中国资产相关的换汇、汇率套保和跨境融资需求切入，逐步向综合 FICC 服务延伸。

大宗商品业务看，近年来大宗商品交易活跃，为券商 FICC 综合服务拓展提供业务场景。近年来全球商品交易保持较高活跃度，2025 年 CME 旗下能源、农产品及金属产品日均成交量分别同比增长 8%、8%和 34%，创历史新高；LME 同期收费合约日均成交 71.7 万手，同比+8%。券商可围绕大宗商品需求开展交易、场内做市、商品远期/互换/场外期权等衍生品、企业套期保值方案设计等服务，通过经纪佣金、做市价差、衍生品定价及融资收益实现变现。但考虑到香港大宗商品业务更多依托全球商品交易所及 OTC 开展，难以单独拆分香港市场相关规模，故暂不对香港大宗商品空间单独测算。

内资券商香港债券 FICC 业务空间展望：香港 FICC 市场体量持续扩容，看好内资券商业务渗透率稳步提升。随着香港债券市场规模及交易活跃度稳步提升、北向通债券成交持续扩容，叠加人民币国际化和全球市场波动推动客户跨境资产配置及汇率风险管理需求增长，看好香港 FICC 市场体量持续扩容；同时我们认为随着近年来内资券商持续加强资本金投入，机构客户覆盖及 FICC 交易做市能力持续增强，预计在香港 FICC 市场渗透率稳步提升，**我们预计 2028 年香港 FICC 市场总收入空间达 206 亿港元/25-28 年 CAGR 达 8%，若内资券商做到 35%渗透率，对于券商国际业务贡献收入超 70 亿。**

表17：内资券商境外子公司中国香港 FICC 业务收入估算

港股券商 FICC 业务空间（亿港元）	2022	2023	2024	2025	2028E
香港券商 FICC 业务收入空间	133	150	160	162	206
1、中国香港债券现货做市业务	38	39	40	42	49
中国香港债券存量规模	92,138	86,740	85,590	92,992	107,650
1）港元公司债	10,943	12,031	12,100	16,975	19,651
2）港元政府债(含 EFBN)	14,461	15,399	16,101	16,621	19,241
3）亚洲美元债	55,988	48,991	43,935	41,527	48,073
4）离岸人民币债	10,746	10,318	13,454	17,869	20,685
中国香港债券成交额	63,707	64,226	66,125	70,718	81,865
1）港元公司债	3,940	4,331	4,356	6,111	7,074
2）港元政府债(含 EFBN)	37,598	40,038	41,862	43,215	50,026
3）亚洲美元债	16,796	14,697	13,180	12,458	14,422
4）离岸人民币债	5,373	5,159	6,727	8,934	10,343
业务收益率	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
2、北向通做市业务	43	54	58	53	70
北向通债券成交额(亿人民币)	80,400	99,700	104,000	97,000	129,107

仅供内部参考，请勿外传

业务收益率	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
3、外汇现货业务	52	57	62	67	87
即期外汇交易额	2,606,097	2,857,429	3,108,762	3,360,094	4,368,123
业务收益率	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

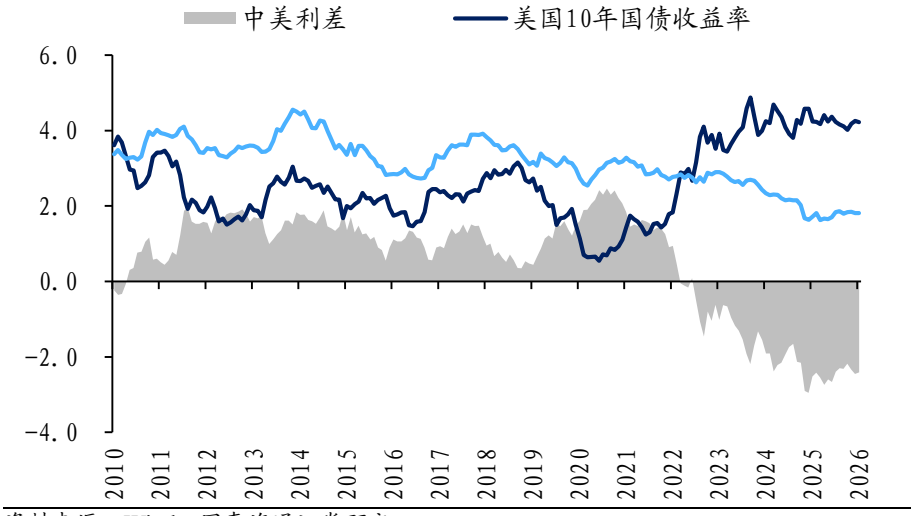
注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距

注 2： BIS 调查外汇数据仅有 2022、2025 年数据，2023-2024 年采用线性插值估算

3.4. 境外投资业务：承载足够体量和收入的业务方向，成长性关注扩表节奏

跨境自营业务是券商实现全球化资产配置的主要方式，通过跨境自营分享境外固收市场投资机遇，是近年来部分券商自营业务重要转型方向。相较于南向通、QDII 等出海投资通道受制于额度限制、许可名单；券商通过此类渠道境外投资体量相对较小，通过国际子公司实现跨境资产配置可行度更高。且近年来我国固收市场“资产荒”特征明显，存在显著利差的海外债券市场吸引力更高，通过跨境资产配置分享境外固收市场投资机遇，是近年来部分券商探索的重要转型方向。

图46：中美 10 年期国债收益率及中美利差（%）

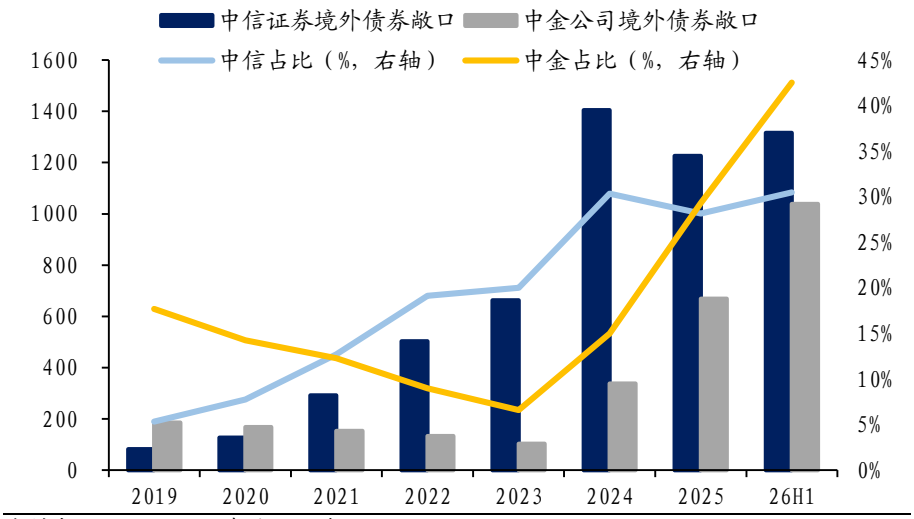


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

从业务规模看，近年来头部券商境外自营规模稳步增长，有望成为承载盈利增长的主要方向。2026 年 6 月末中信证券境外固收敞口规模达 1317 亿元/2019 年至今 CAGR 达 45%，其境外固收敞口占整体敞口比重达 30%/较 2019 年提升 25.1pct；同期中金公司境外固收敞口达 1039 亿元/2019 年至今 CAGR 达 26%，境外固收敞口比重达 43%/较 2019 年提升 24.8pct。

仅供内部参考，请勿外传

图47：中信、中金境外固收信用敞口规模及占比（亿元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

内资券商境外自营投资业务空间展望：资本实力扩充与杠杆提升共同驱动自营规模扩容，看好 2028 年相关收入达 668 亿港元。截止 2025 年末上市券商国际子公司平均经营杠杆为 9.15 倍，较国际投行尚有一定差距；考虑到 25 年以来券商国际子补充资本金动作频繁，各家加速国际业务扩表，看好后续券商境外自营投资规模稳步增长。假设 2028 年券商国际子公司经营杠杆提升至 14.0 倍，投资杠杆提升至 4.67 倍，预计券商境外自营投资规模超 1.3 万亿港元，在 5%投资收益率假设下预计 2028 年券商境外自营投资业务收入达 668 亿港元。

表18：内资券商境外自营投资业务空间估算

券商境外自营投资业务空间（亿港元）	2023	2024	2025	2028E
内资券商境外投资业务收入	**180**	**207**	**287**	**668**
内资券商跨境投资规模	3605	4134	5746	13364
投资杠杆	2.75	2.69	3.05	4.67
经营杠杆	8.24	8.08	9.15	14.00
净资产	1,313	1,534	1,883	2,864
总资产	10,815	12,401	17,237	40,093
投资收益率	5%	5%	5%	5%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注 1：本文收入及市场空间测算基于公开数据，并结合市场规模、业务费率、市占率等关键变量作出一定假设，测算结果仅用于反映潜在业务空间及发展趋势，与券商实际收入体量会有一定差距
注 2：假设券商国际子公司总资产中 1/3 用于自营投资
注 3：考虑到海通国际部分年度数据缺失、且近年来数据波动较大，为保持行业数据连续性及可比性，本测算在行业数据统计中暂不纳入海通国际

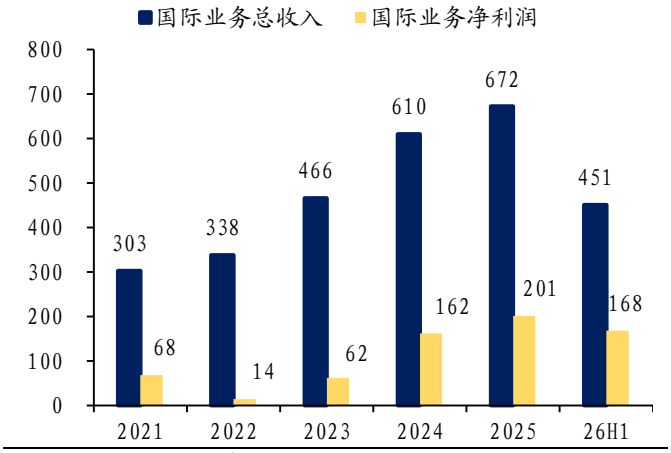
此外境外股权投资有望为券商境外自营业务贡献增量。近年来部分头部券商依托国际子公司及境外股权投资平台，一方面围绕半导体、生物医药、人工智能、高端制造等科创领域的优质大中华区企业，开展股权直投、基金投资及 Pre-IPO 投资，另一方面加大在韩国、北美等海外市场的一级市场投资力度。券商的境外股权投资平台在获取海外项目资源、参与境外融资轮次及衔接港股上市退出等方面具备一定优势，未来随着中资企业海外上市及全球化布局加快，叠加券商国际子公司资本实力和产业研究能力持续增强，股权投资有望为券商国际业务贡献增量。

仅供内部参考，请勿外传

4. 投资建议：蓝海空间广阔，成长兑现道阻且长，看好头部券商成长性

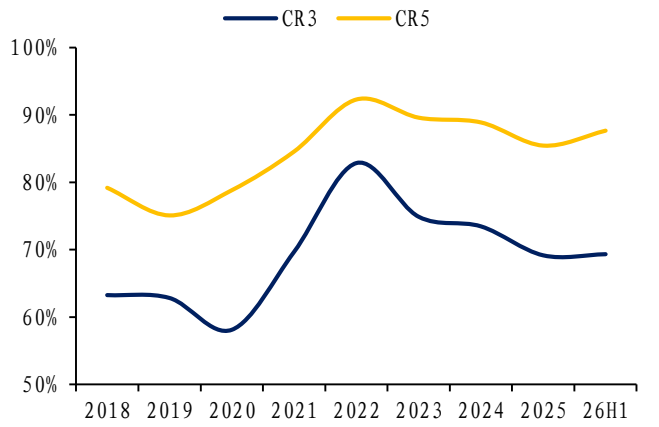
近年来内资券商国际化布局初显成效、业务体量快速增长，更看好后续头部券商国际业务成长性。据统计，2025 年我国上市券商国际子公司合计收入达 672 亿元（不含海通国际），20-25 年 CAGR 达 25%，2025 年上市券商国际子公司合计净利润达 201 亿元（不含海通国际），20-25 年 CAGR 达 34%，26H1 上市券商国际子公司净利润达 168 亿元。竞争格局看，内资券商国际业务头部效应突出，收入与利润均呈现较高集中度，26H1 我国内资券商国际子收入、利润 CR5 分别为 87.8%、86.6%，仅头部券商国际子公司有较明显利润贡献，部分中小券商国际子仍在盈亏平衡左右。**整体来看，国际业务对券商资本实力、境外牌照、客户资源、全球销售网络要求较高，看好后续头部券商国际业务成长性。**

图48：近年来内资券商国际子公司营收、净利润快速增长（亿元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：剔除海通国际

图49：内资券商国际子公司营收 CR3、CR5 情况



资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：剔除海通国际

基于上文分析，内资券商国际业务蓝海空间广阔，我们判断 2028 年内资券商在中国香港业务空间超 3500 亿港元。根据测算，我们认为中国香港经纪、投行、资管财富、信用、衍生品、FICC 及境外投资等业务收入空间有望由 2025 年的 2541 亿港元增至 2028 年的 3544 亿港元，25-28 年 CAGR 达 12%；随着内资券商在境外布局和综合金融服务能力持续完善，**预计 2028 年内资券商国际业务收入有望超 1600 亿港元，25-28 年 CAGR 达 31%，考虑到国际业务人员、牌照等成本相对刚性，收入扩张有望释放较强杠杆效应，预计 2028 年内资券商国际业务净利润达 757 亿港元，25-28 年 CAGR 达 50%。**且近年来头部券商加快向东南亚、中东等海外市场延伸，若进一步考虑这些市场业务增量，内资券商国际业务成长空间或将更为广阔。

仅供内部参考，请勿外传

表19：内资券商国际业务空间估算

券商国际业务方向（亿港元）	2023	2024	2025	2028E	25-28CAGR
中国香港经纪业务	285	330	455	535	6%
中国香港投行业务	92	144	194	228	6%
中国香港财富/资管业务	328	375	486	635	9%
中国香港信用业务	152	160	229	281	7%
中国香港场内衍生品业务	58	65	80	95	6%
中国香港场外衍生品业务	444	436	464	629	11%
跨境衍生品业务	161	176	184	267	13%
中国香港 FICC 业务	150	160	162	206	8%
境外投资业务	180	207	287	668	32%
券商国际业务市场空间	**1,851**	**2,052**	**2,541**	**3,544**	**12%**
券商国际子公司收入合计	**514**	**659**	**744**	**1659**	**31%**
市占率（%）	28%	32%	29%	47%	18%
券商国际子公司净利润合计	**68**	**175**	**222**	**757**	**50%**

资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：跨境衍生品业务中部分业务和香港场外衍生品业务存在重合，本测算会略高估对应市场空间

投资建议：国际业务蓝海空间广阔，成长兑现仍道阻且长，更看好头部券商成长性。基于以上测算，香港市场为内资券商提供了足够宽广的业务舞台，而内资券商从取得牌照、搭建平台到形成客户黏性、构筑跨境综合金融服务能力，仍然道阻且长，能否将区位与牌照优势真正转化为持续收入和稳定回报，最终有赖于各家券商战略投入与经营能力。相较而言，头部券商凭借资本实力、境内外客户资源、先发优势，更有望持续提升国际业务市场份额。个股方面推荐国际化业务布局领先的**中信证券、广发证券、中金公司 H、华泰证券**等。

表 20：推荐公司估值表

EPS(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	P/E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	评级
中信证券	1.46	2.03	2.72	3.04	3.29	中信证券	18.89	13.63	10.16	9.10	8.42	增持
广发证券	1.26	1.80	2.79	3.17	3.51	广发证券	17.25	12.11	7.82	6.87	6.21	增持
中金公司 H	1.18	2.03	3.02	3.30	3.56	中金公司 H	15.82	9.20	6.18	5.66	5.24	增持
华泰证券	1.70	1.81	2.41	2.74	3.00	华泰证券	11.39	10.67	8.02	7.08	6.47	增持
BVPS(元)	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**P/B**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**评级**
中信证券	17.70	19.01	21.12	23.21	25.44	中信证券	1.56	1.46	1.31	1.19	1.09	增持
广发证券	15.88	17.03	18.81	21.04	23.49	广发证券	1.37	1.28	1.16	1.04	0.93	增持
中金公司 H	19.15	20.71	23.43	26.31	29.41	中金公司 H	0.97	0.90	0.80	0.71	0.63	增持
华泰证券	18.10	19.24	21.11	23.14	25.32	华泰证券	1.07	1.01	0.92	0.84	0.76	增持

注：数据截至 2026 年 9 月 7 日；数据来源：Wind，国泰海通证券研究

5. 风险提示

1、测算假设存在误差：本文测算基于特定假设及公开数据，不代表行业未来实际发展情况，测算结果可能与实际存在偏差。

2、市场大幅波动：券商国际业务景气度与对应市场行情、交投活跃度正相关，且商业模式上存在一定市场风险，若市场大幅波动，可能对需求侧及商业模式产生影响。

3、地缘政治风险：地缘政治因素会对券商海外业务展业影响较大，阻碍我国内资券商国际化拓展。

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666