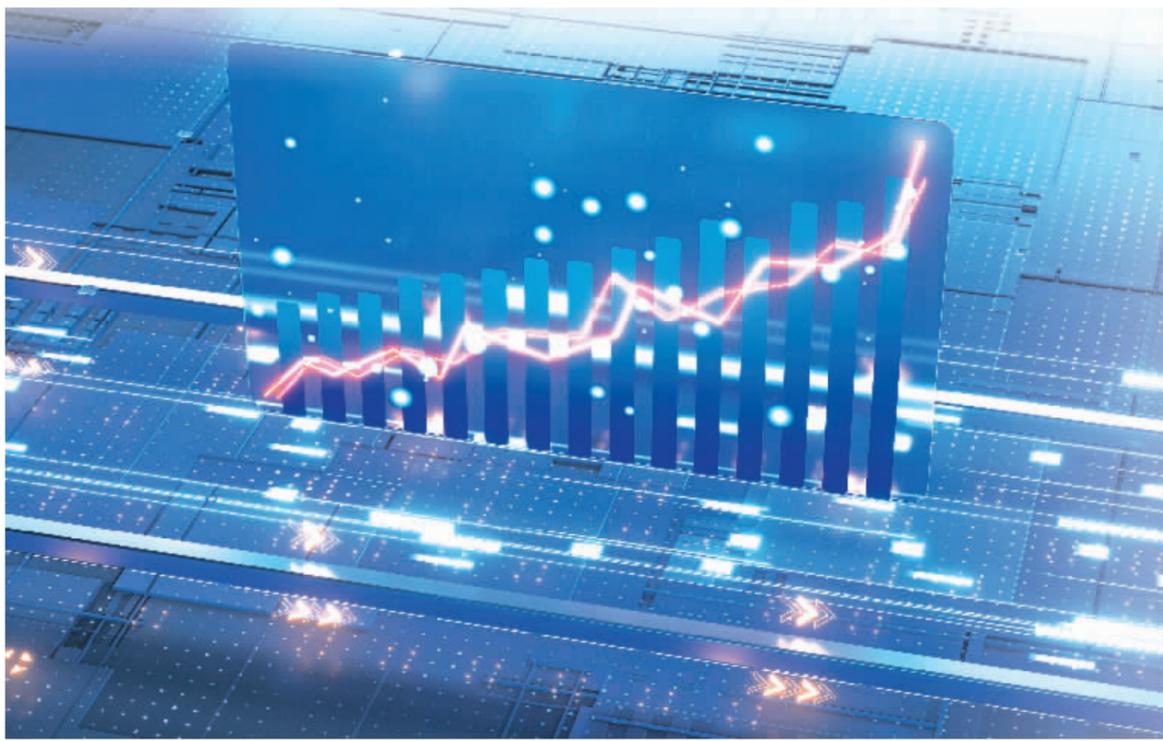


增资潮涌动 资本重构期货业新格局

近年来，期货行业掀起密集增资潮。国泰君安期货近期拟获股东增资35亿元，东吴期货、东证期货、广发期货、中粮期货等多家头部机构此前也相继完成增资扩股。

业内人士认为，本轮期货公司增资潮是监管导向、业务扩张与竞争卡位三重因素共同作用的结果。增资不仅有助于期货公司突破业务天花板、加固风控防线、巩固行业地位，更将进一步加剧行业马太效应，推动市场集中度持续提升。未来，头部公司向综合衍生品服务商转型、中小机构走特色化发展路线，将成为行业发展的必然趋势。

● 本报记者 马爽



视觉中国图片

国泰君安期货拟获增资35亿元

日前，国泰君安证券发布公告，董事会同意向全资子公司国泰君安期货增资35亿元，用于补充净资本。中国期货业协会数据显示，目前国泰君安期货注册资本为60亿元。本次增资落地后，公司资本实力将显著提升。值得一提的是，这也是国泰君安收购合并海通证券获批后，国泰君安证券对国泰君安期货实施的第二次增资，头部券商加码期货板块的战略意图清晰可见。

监管导向与行业规则升级，正成为本轮期货公司增资潮最核心的推动力量。自2022年8月《中华人民共和国期货和衍生品法》正式施行以来，期货行业“扶优限劣”的监管基调持续强化。2025年5月，证监会将修订《期货公司监督管理办法》纳入年度重点工作，拟进一步提高业务准入门槛与净资本要求。同年9月发布的《期货公司分类评价规定》，删除“成本管理”指标，转而鼓励期货公司走规模化经营道路。

一德期货首席风险官张凡表示，净资本堪称期货公司的“安全垫”与“扩张燃料”。此次增资动作是“兵马未动，资本先行”的典型体现，将从三方面打开成长空间：一是突破业务天花板，风险管理、基差贸易、做市交易等服务实体经济业务均属资本消耗型，更强的资本实力可承接更大规模产业订单、设计更复杂的套期保值方案；二是加固风控护城河，资本是应对极端行情的最后防线，资本增厚有助于提升履约保障与信用评级；三是巩固行业地位，依托净资本优势在分类评价中占据有利位置，进一步夯实机构综合竞争力。

西安交通大学客座教授景川认为，此次

国泰君安期货增资并非单纯满足监管要求，而是监管导向、业务扩张、竞争卡位三重因素作用的结果。当前衍生品市场持续扩容，做市、跨境、资管、风险管理等高增长业务均高度依赖净资本支撑。叠加全球大宗商品波动加剧，“黑天鹅”事件频发，资本规模直接决定机构的抗风险能力。充足的净资本既是合规底线，也是应对极端行情的重要缓冲。

在格林大华期货副总经理、首席专家王骏看来，此次国泰君安期货增资动作将产生“立竿见影”的影响：一是推动公司从“通道服务商”向“综合衍生品服务商”转型，充裕资本可重点支持场外衍生品业务（如含权贸易）发展，抢占机构业务定价高地；二是助力做市商业务升级，争取更多期货、期权品种做市商资格，通过提供流动性获取稳定收益；三是加速国际化布局，推动中国香港、新加坡、伦敦等地子公司拓展跨境业务，服务中资期货机构“出海”；四是增厚风险“安全垫”，提升风险承受能力，保障公司稳健运营、规避流动性危机；五是巩固强化“头雁效应”，凭借稳居行业前列的净资本指标，争取更多业务创新试点，形成“资本补充—业务扩张—利润积累—资本再补充—业务再扩张”的正向循环。

从行业发展来看，头部期货公司正进入“资本比拼”新阶段。中国期货业协会数据显示，目前中期期货注册资本为76亿元，暂居行业首位。景川表示，目前期货行业前20家公司净资本占比已超60%，资源向头部集中趋势明显。国泰君安期货此次完成增资后，注册资本有望跃居行业前列，以巩固其行业头部地

位。相比之下，中小机构受限于股东资本实力，难以跟进大额注资，行业格局固化效应进一步凸显。

增资潮重塑行业竞争生态

据中国证券报记者不完全统计，2023年以来，包括东吴期货、东证期货、广发期货、中粮期货、混沌天成期货等在内的多家期货公司均完成增资扩股，且券商系机构成为本轮增资的绝对主力，行业资本格局加速重构。

王骏认为，本轮“增资潮”并非孤立事件，而是行业发展到特定阶段的必然产物。“本轮增资是期货行业从‘量变’迈向‘质变’的必然结果，核心逻辑在于资本实力与发展需求相匹配。”张凡表示，过去行业以经纪业务为主，普遍采取“跑马圈地”式扩张，如今正加速向综合衍生品服务商转型，对资本的需求从“够用”转向“充裕”。

中国期货业协会数据显示，2026年1月至2月，全国期货市场累计交易额同比增长55.18%；2026年1月，行业净利润为17.75亿元，同比增长215.28%。张凡认为，市场高速扩容与业务模式复杂化，正倒逼期货公司“增肌”——即增厚资本。本轮增资潮本质上是行业高质量发展与资本实力的“双向奔赴”。

景川也表示，随着期货市场服务实体经济的能力不断提升，风险管理子公司亟需增强资本实力，以便为更多实体企业提供专业化服务。同时，在我国高水平对外开放的背景下，部分期货公司境外子公司业务快速发展，也需要持续的战略资源倾斜。

行业格局重塑，同样是推动本轮增资的

重要因素。景川表示，本轮增资潮最鲜明的特征，就是主力集中在券商系期货公司。2025年以来，东证期货、国泰君安期货、东吴期货等相继完成增资，均凸显出券商股东强劲的资本补充能力。相比之下，民营背景期货公司受限于股东实力，在本轮资本竞赛中步伐稍慢一些。

在此背景下，期货行业竞争格局正发生深刻变化。张凡认为，未来行业将呈现“大而全”与“小而美”并存的哑铃型结构。头部机构集中趋势将进一步强化，资本、人才、技术持续向头部机构集聚；完成增资后，头部公司可加大IT系统与复杂衍生品策略研发投入，形成“资本投入—业务扩张—利润增长—再投入”的正向循环。中小机构仍有生存与发展空间，依托金融机构错位发展导向，可深耕区域市场与特色品种，走精品化、专业化路线，未来竞争的核心在于“专、精”，而非单纯追求规模“大”。

景川则判断，行业寡头垄断趋势逐步显现，增资潮持续蔓延将加剧期货行业的马太效应。资本加速向头部集中，背靠券商及大型国企的头部机构资本补充能力突出，中小期货公司难以跟进，被迫转向特色化、差异化发展路线。

在王骏看来，并购整合将成为未来2至3年期行业的主旋律之一，有望从三方面重塑行业竞争格局：一是行业将呈现内生增长与并购并举的发展态势，头部公司完成资本积累后，若内生业务增速不及预期，将通过并购同行机构扩大市场份额；二是中小期货公司将面临“生存抉择”，其股东多为地方国企、小型券商或民营企业，未来要么持续增

资，要么通过出售股权、转让牌照寻求被并购，这将成为竞争力不足机构的理性选择；三是行业集中度将快速提升，参考证券行业发展历程，期货行业经资本补充与市场化竞争后，头部机构的市场份额、收入及净利润占比将显著提高，并购整合可快速补齐业务短板，进一步强化头部公司的竞争壁垒。

转型聚焦实体服务与专业提升

随着期货行业“增资潮”持续推进，头部机构资本实力显著增强。在此背景下，期货行业如何从资本扩张转向提质增效，更好对接实体经济风险管理需求、回归金融服务本源，也成为业内共同关注的问题。

景川表示，在资本实力普遍提升的背景下，期货行业需要从“规模量变”迈向“发展质变”，真正实现高质量发展。他认为，首先要强化服务实体经济本源，将“机构客户日均持仓”细分为“产业客户”与“中长期资金客户”，精准引导期货公司聚焦实体经济需求；将“保险+期货”模式纳入服务国家战略专项评价，助力乡村振兴与农业风险管理落地；同时，依托供应链风险管理体系，为企业提供全链条、定制化的风险解决方案。

在业务创新层面，景川认为，创新业务持续增长，倒逼期货公司从通道业务向高附加值服务转型。衍生品做市业务可进一步提升市场流动性，更好满足实体企业套期保值需求；跨境业务应把握人民币国际化机遇，构建全球服务网络；资管业务则可重点发展CTA策略等另类投资，适配市场财富管理需求。“资本只是发展的基础，期货公司真正的核心竞争力，在于风控体系、技术系统、人才队伍等专业能力的建设，券商系期货公司更应发挥‘证券+期货’协同优势，依托证券公司资源拓展高净值客户，通过期货工具满足客户风险管理需求，构建综合金融服务闭环。”景川说。

张凡则用“资本是‘燃料’，但方向比油门更重要”作比喻，明确行业转型的关键在于专注主业、完善治理、错位发展。“增资得来的资金，不能用于盲目扩张或跨界经营，而要精准投向实体经济的痛点领域。”张凡表示，当前期货公司应重点聚焦新能源、新材料等行业，为企业量身定制应对价格波动的风险管理方案，真正回归金融服务实体经济的本源。

在公司治理层面，张凡认为，资本实力提升的同时，内控与风控的要求必须同步升级。期货公司需建立与资本规模相匹配的全面风险管理体系，强化过程监管，让每一份资本都发挥实效，筑牢稳健经营的根基。此外，行业需构建协同高效的金融生态，头部机构应主动承担国家战略，提升“中国价格”的国际影响力，中小机构则要深耕普惠金融，聚焦“三农”与区域经济，走特色化发展之路。

在景川看来，在监管“扶优限劣”政策导向下，资本实力已成为期货公司生存发展的硬约束。未来，期货行业将呈现“头部集中、中小分化”的清晰格局：头部公司依托资本优势加速向综合衍生品服务商转型，中小公司则需找准定位，通过特色化、专业化路径实现突围，最终形成功能互补、协同发展的行业生态，为金融强国建设贡献期货力量。

中信证券余经纬：

避险滞胀双扰动 高波动迎风格切换

● 本报记者 谭丁豪

3月，中东地区冲突并引发霍尔木兹海峡航运受阻，成为全球市场核心催化因素，避险情绪与滞胀预期形成双重冲击，进而主导全球资产配置体系。

日前，中信证券大类资产首席分析师余经纬在接受中国证券报记者专访时表示，原油价格暴涨、全球股市震荡、传统避险资产反常走弱，凸显滞胀交易的核心地位。国内A股呈现抗跌但波动加剧的特征，高估值下市场风格有望切换，外部滞胀扰动较短期避险冲击更具持续性。大类资产走势显著分化，债市聚焦国内降息政策窗口，黄金定价逻辑重构，大宗商品则受地缘局势与美联储政策路径左右，政策与供需格局成为驱动资产表现的关键。

全球市场：避险与滞胀的双重冲击

三月伊始，中东地区冲突的爆发成为关键催化因素，全球市场迅速确立“避险+通胀”的核心交易主线。冲突直接引发资产价格剧烈波动：全球股市普遍下跌、能源价格飙升、美元走强、海外债市走强，布伦特原油价格单日涨幅超28%，从3月2日的78.07美元/桶攀升至3月12日的101.75美元/桶，直观反映出地缘风险对市场的即时冲击。

从市场表现来看，一个异常现象值得关注。余经纬表示，传统“避险资产”黄金同步下跌，日元、瑞郎等避险货币亦趋于贬值，均未展现应有避险属性；反观2025年以来屡遭信用质疑的

美元，却在这一过程中持续走强。深究背后逻辑，一方面源于前期黄金快速上涨后市场看多观点出现分歧，另一方面更核心的是，油价暴涨强化了全球通胀风险预期，进而削减了市场对美元流动性宽松的憧憬，这种“避险资产失效”的反常表现，恰恰凸显了滞胀预期的主导作用。

进一步追溯波动的核心催化，余经纬认为，霍尔木兹海峡航运受阻成为关键变量。作为全球近17%石油供应的必经通道，该海峡航运中断已导致1.8亿桶石油供应停滞，途经船舶数量从2月28日的91艘锐减至3月8日的4艘。地缘风险的持续发酵进一步放大了市场波动，但韩国股市“先暴跌后暴涨”的走势也表明，当前市场风险偏好虽有所下降，却尚未进入极度悲观的“全然避险”状态，滞胀预期与避险情绪的交织构成了市场的核心矛盾。

回归本质来看，3月全球市场的风险偏好摇摆源于双重底层因素。在余经纬看来：一是伊朗局势的不确定性仍在蔓延，既直接推动避险情绪扩散，又通过推高油价加剧美国滞胀风险，双重冲击下全球权益市场环境趋于动荡；二是过去几年全球货币政策持续宽松催生了股市长期上涨，当前全球主要市场估值均处于2016年以来的较高分位，高估值本身就蕴含高波动属性，而中东地区冲突的爆发则成为这种属性的“放大器”，进一步激化了市场的脆弱性。

风格切换与外部扰动分化

视线转回国内，在外部环境复杂多变的背

景下，A股呈现出“抗跌但波动加剧”的鲜明特征。截至3月13日，3月以来上证指数在全球股市调整中累计跌幅不足2%，显著低于欧美主要指数，既反映出投资者对2026年A股指数表现仍保持乐观预期，也凸显出市场情绪已从高位逐步趋于冷静，不再盲目亢奋。

对于这种冷静的核心原因，余经纬认为，在于权益资产偏高的估值客观上加大了赚钱难度，也预示着市场波动将进一步放大。历史经验显示，股市波动与估值水平高度相关，市场估值与短期收益无明显关联，但当估值从“高区间”切换到“极高区间”后，上涨动能会随之减弱，波动则同步加剧。这意味着，无论2026年市场整体走势如何，2025年的低波动环境都难以重现，市场赚钱效应或有所弱化。

此外，高波动的另一重要体现，是市场风格可能呈现显著切换。余经纬表示，2025年二季度以来，在PPI负增长、经济周期底部徘徊与流动性充裕的环境下，科技和中小成长风格持续占优；而随着PPI回升、M1触顶，市场底层环境正发生深刻变化，预计二、三季度之交可能迎来从“中小成长占优”向“大盘价值占优”的风格切换，这一切将贯穿全年高波动周期。

对于外部风险的影响，余经纬提示，需明确区分“避险交易”与“滞胀交易”的差异：参考俄乌冲突、阿富汗战争等历史经验，战争引发的避险交易对A股冲击时间短、幅度有限，3月首周的市场表现已印证这一点；但从长期影响来看，滞胀交易的干扰更为持久——当前伊朗局

势尚未缓和，霍尔木兹海峡航运恢复可能需要数周甚至数月时间，油价难以短期快速回落，滞胀交易恐将持续扰动股市行情，宽幅震荡或成为3月A股关键特征。

大类资产：政策与供需主导的分化格局

放眼大类资产版图，不同品类的演绎逻辑呈现显著分化，政策导向与供需格局成为核心驱动因素，各类资产的定价逻辑已形成清晰的差异化路径。

具体来看，债市的演绎逻辑尤为清晰。余经纬表示，历史上债券熊市的触发因素主要包括经济周期触底反弹、风险偏好明显回升或央行收紧流动性。尽管2025年以来的宏观环境对债券利率并不友好，但债市已充分定价相关利空因素，在央行不大幅收紧流动性的前提下，债市并无走熊风险。从政策节奏来看，今年政策靠前发力迹象明确，上半年政策高峰已至，为配合一揽子政策落地，3月—4月可能成为年内首个降息窗口；若降息未能在二、三季度之交落地，为对冲经济增速下行压力，三、四季度之交将是下一个关键窗口期。

货币政策堪称债市表现的“胜负手”，降息可能性决定了债市全年走熊风险有限，数量型工具的节奏则影响债市波动与持有体验。余经纬认为，当前股债“跷跷板”效应脱敏，债券利率走势更多取决于市场自身，而3月—4月作为博弈国内宽货币政策的重要窗口，利率表现值得期待。从市场定价来看，当前10年期国债收益

率稳定在1.79%左右，略低于前期1.8%—1.9%的震荡区间，反映出市场对降息降准已有预期但尚未完全定价；3月10日首批300亿国债发售即告售罄，既凸显市场对低风险、稳健收益资产的迫切需求，也从侧面印证了债市的配置价值，而宽货币政策能否落地，将成为影响3月及上半年债市走势的核心变量。

“黄金资产定价逻辑已发生根本变化。”余经纬表示，全球流动性最快速扩张的阶段已正式结束，2022年—2024年主要央行持续宽松的格局发生改变，2025年年末以来货币政策分化态势愈发明确：日本央行重启降息，欧洲央行暂停降息并可能转向加息，美联储虽仍处于降息周期，但路径不确定性上升且降息空间收缩。这一背景下，黄金对流动性宽松的定价已较为极致，后续需警惕滞胀交易持续、美元上行带来的负面影响；同时其对避险情绪的定价也已充分，进一步上涨动力不足。

再看大宗商品，“再通胀”将是全年不可避免的核心话题，价格演绎路径存在多重可能性，但底层支撑逻辑明确。对于未来走势，余经纬认为，主要取决于两大不确定因素：一是3月以来，中东地区冲突的发展路径，尤其是霍尔木兹海峡被封锁的时间；二是美联储的降息路径。

不过从中期来看，铜的供需缺口有望对铜价形成坚实支撑；当前全球石油库存处于五年最低水平，即便地缘风险缓解，能源出口恢复也将呈现“缓慢爬坡”特征，这将持续为商品市场提供再通胀交易的土壤。