

资本市场不确定性加剧环境下，证券公司的低杠杆支撑其信用质量

国内证券公司信用质量分布研究

2022 年 2 月 16 日

要点

- 证券公司对股市的市场风险敞口高，但低杠杆缓解了风险，增强了证券公司信用质量的韧性。
- 国内证券行业受到审慎严格的监管，有利于行业保持稳定。
- 近年来，股市交易量增加；同时，券商压降股票质押式回购业务，降低了信用风险敞口，券商近期盈利性良好。
- 我们认为，国内证券公司的信用质量差异显著，证券公司潜在个体信用质量分布在 $[a_{spc}+]$ 至 $[b_{spc}-]$ ，潜在主体信用质量分布在 $[AA_{spc}]$ 至 $[B_{spc}-]$ 。
- 我们认为证券公司对金融系统构成的系统性风险较小，拥有投资级及以上信用质量的券商掌握着整个行业 90%以上的资产。

目录

概况	2
评级基准	5
业务状况	7
资本与盈利性	13
风险状况	19
融资与流动性	26
外部支持	30
证券公司的混合资本工具	33

分析师

陈龙泰

北京
+86-10-6516-6065
Longtai.Chen@spgchinaratings.cn

邹雪飞, CPA

北京
+86-10-6516-6071
Eric.Zou@spgchinaratings.cn

李征, FRM

北京
+86-10-6516-6067
Zheng.Li@spgchinaratings.cn

崔聪

北京
+86-10-6516-6068
Cong.Cui@spgchinaratings.cn

栾小琛, CFA, FRM

北京
+86-10-6516-6069
Collins.Luan@spgchinaratings.cn

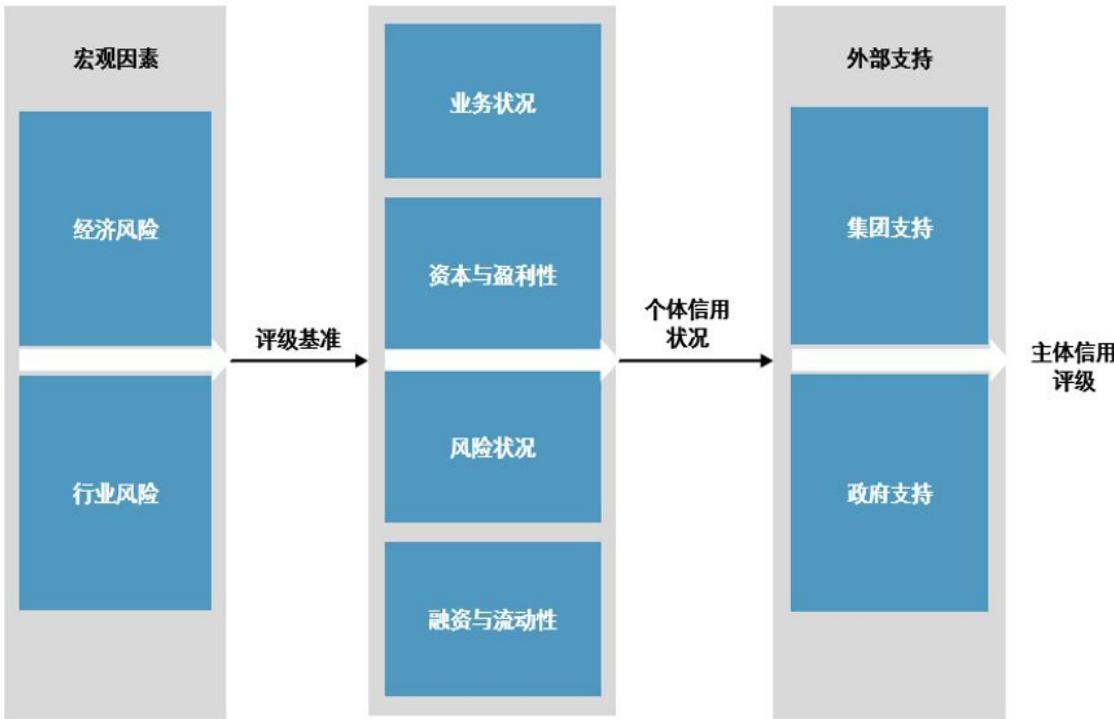
李迎, CFA, FRM

北京
+86-10-6516-6061
Ying.Li@spgchinaratings.cn

概况

我们根据标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）的金融机构评级方法论，对国内 100 家主要证券公司进行了案头分析，几乎涵盖了证券行业全部资产。在确定一家机构个体信用质量时，我们以评级基准为起点，结合该机构自身的特点与评级基准进行对比。我们对证券公司通常采用的评级基准为“bbb-”。我们在评级基准的基础上根据如下特定因素进行调整：业务状况、资本与盈利性、风险状况、融资与流动性，以得出个体信用质量。最后，我们将该机构的个体信用质量与潜在集团或政府影响相结合，得出主体信用质量。

图1
我们对银行、证券公司和金融公司采用相同的分析框架
标普信评金融机构评级方法框架



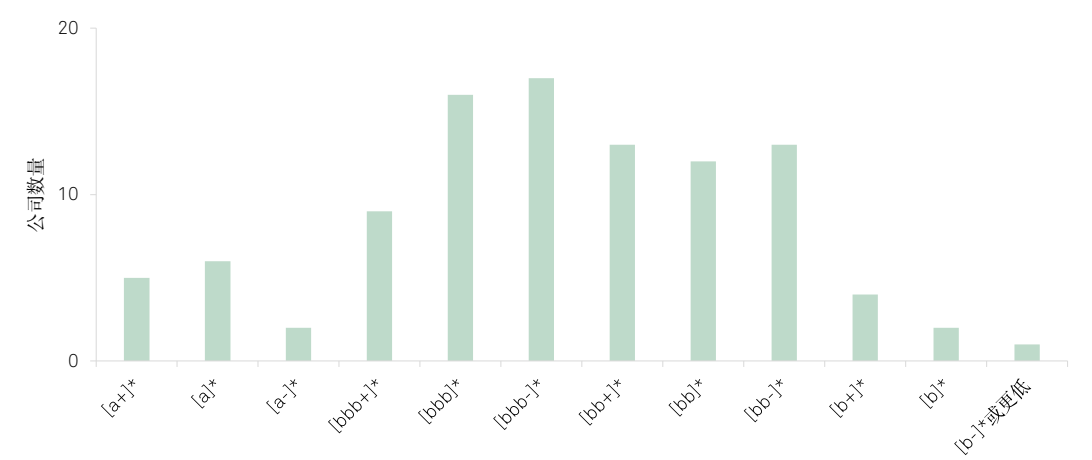
资料来源：标普信评。
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为国内证券公司的信用质量差异显著。根据我们的测试结果，100 家主要证券公司的潜在个体信用质量分布在 $[a_{spc+}]$ 至 $[b_{spc-}]$ ，潜在主体信用质量分布在 $[AA_{spc}]$ 至 $[B_{spc-}]$ 。与个体信用质量相比，主体信用质量包括危机时候政府或集团支持的可能性。我们在测试中发现，业务状况、盈利性以及风险状况是导致证券公司信用质量分化的主要因素。

图2

证券公司潜在个体信用质量分布在[a_{spc}+]至 [b_{spc}-]

100 家主要证券公司潜在个体信用质量分布



注 1：潜在个体信用质量评估未考虑危机情况下证券公司可能获得的集团或者政府支持。

注 2*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表1

100 家主要证券公司关键业务及财务指标中位数

潜在个体信用质量 (2020 年/截至 2020 年末)	[a _{spc}]*序列	[bbb _{spc}]*序列	[bb _{spc}]*序列	[b _{spc}]*序列
总资产（单位：亿元）	4,026	535	167	87
总资产市场份额（%）	4.6	0.6	0.2	0.1
经纪业务排名	7	34	70	75
投行业务排名	7	36	59	81
自营投资业务排名	7	37	59	92
监管口径财务杠杆倍数（X）	3.6	2.7	2.1	1.1
平均净资产回报率（%）	9.6	6.3	3.7	0.2
最近一期监管评级	AA	A	BB	CCC

注*：本报告中所呈现的潜在信用质量是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量评估的初步观点。标普信评未与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源：证券公司公开信息，中国证监会，中国证券业协会，经标普信评收集和整理。

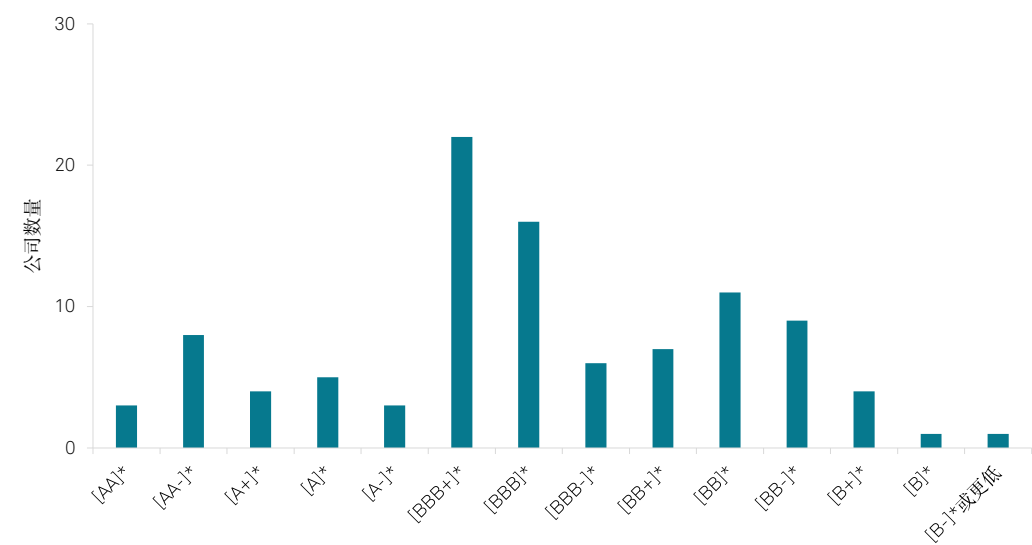
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

考虑到国内金融脱媒的大趋势和中国资本市场的不断深化发展，以及证券公司在资本市场发展进程中扮演的重要角色，我们认为证券行业对政府具有重要的战略意义。此外，历史上也出现过政府救助困难证券公司的情况。因此，我们也会考虑政府支持的可能性。但我们认为，政府对证券行业的支持力度与银

行业相比相对更小。这是因为，与券商倒闭相比，商业银行倒闭会产生更严重的金融和社会后果。另外，我们也考虑券商可能获得的集团支持。

图3
证券公司潜在主体信用质量分布在 [AA_{spc}]至[B_{spc}-]

100 家主要证券公司潜在主体信用质量分布



注 1：潜在主体信用质量考虑了在危机情况下证券公司获得政府或集团支持的可能性。

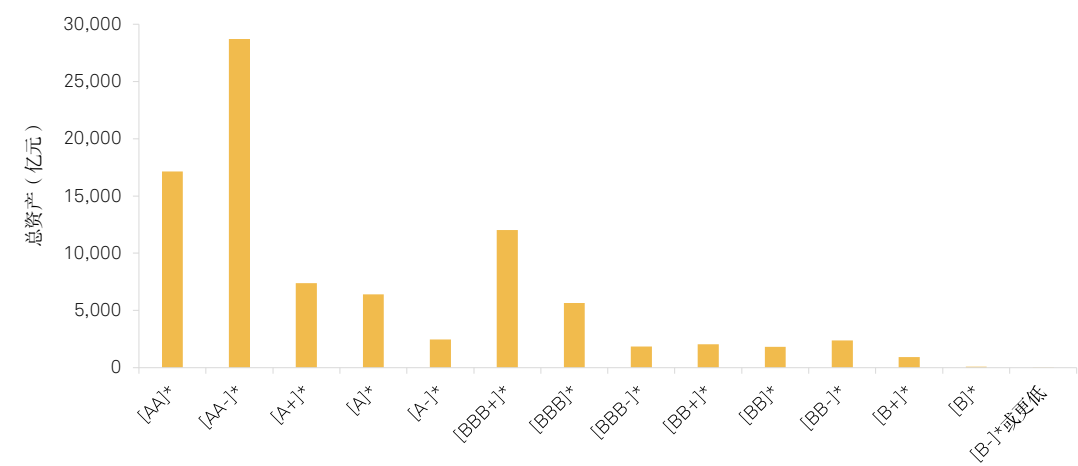
注 2*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，证券行业对金融系统构成的系统性风险可控。拥有投资级及以上信用质量的券商掌握着 90% 以上的行业资产。潜在主体信用质量为[BB_{spc}]和[B_{spc}]序列的证券公司的监管口径财务杠杆倍数分别约为 2 倍和 1 倍。因此，即使是信用质量偏弱的证券公司，低杠杆也为其缓冲违约风险创造了良好条件。

图4
主体信用质量在[BBB_{spc}-]及以上的证券公司掌握着 90%以上的行业资产
截至 2020 年末按资产计 100 家主要证券公司潜在主体信用质量分布



注 1：潜在主体信用质量考虑了在危机情况下证券公司获得政府或集团支持的可能性。

注 2*：本报告中所呈现的潜在信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

资料来源：公司公开资料，标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，得益于有效的监管和较低的杠杆，国内证券公司的整体信用质量将保持稳定。在中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）的严格监管下，证券公司不断地完善业务准入标准和风险管理。另外，与银行和其他非银金融机构相比，证券公司杠杆更低，拥有良好的财务灵活性，也有利于应对剧烈的市场波动。

评级基准

评级基准是不同类型金融子行业个体信用状况的相对排序。我们通常先确定银行的评级基准。对于非银金融机构（包括证券公司和金融公司等），我们会在银行评级基准上进行调整，以反映银行和非银金融之间的行业差异。不同金融子行业的评级基准可能不同，主要是因为非银金融机构面临的融资、经济或竞争风险和银行不同，或者受到的监管强度不同。

考虑到国内证券公司面临的经济风险和行业风险，我们一般采用“bbb-”的评级基准，以反映证券公司相对银行（评级基准为“bbb+”）面临的典型风险。证券公司的评级基准较银行低两个子级，主要原因如下：

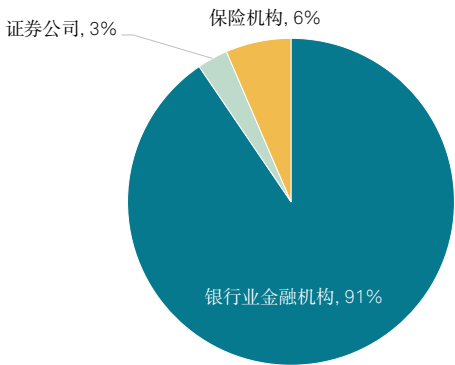
- 证券公司无法吸收公众存款，其流动性和融资风险比银行高。
- 由于碎片化的资本市场竞争格局，证券公司面临更高的竞争风险。
- 与银行业相比，证券公司更容易受到股市波动的影响。

证券行业的资产规模比银行业小很多。截至 2021 年二季度末，银行机构占金融行业资产的 90.5%，保险行业 6.5%，证券公司仅为 3%。

图5

证券行业在国内金融业总资产中的占比为 3%

截至 2021 年二季度末金融行业资产的细分构成

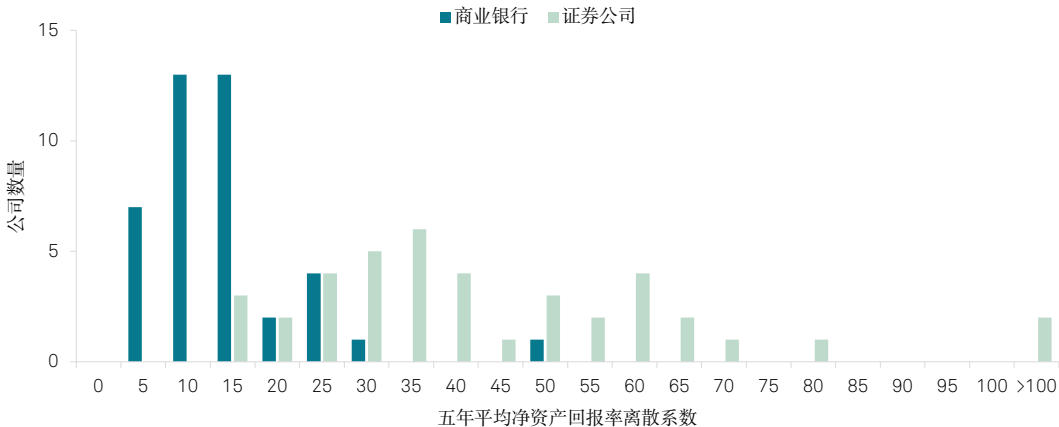


资料来源：中国人民银行，标普信评收集及整理。
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

证券公司的盈利稳定性弱于银行

国内主要证券公司和商业银行的五年平均净资产回报率离散系数分布



注：平均净资产回报率离散系数为证券公司历史 5 年平均净资产回报率的标准差除以历史 5 年平均净资产回报率均值的绝对值。
资料来源：各公司公开信息，经标普信评收集和整理。
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

国内证券行业竞争激烈，呈现两级分化和碎片化共存的特点。目前国内共有约 140 家证券公司，其中 36 家为其他证券公司的子公司。前十大证券公司的资产市场份额约 53%，收入市场份额约 46%。由于同业之间的激烈竞争，证券公司的经纪业务和投行业务面临定价压力，影响其盈利性。另外，虽然中国加快了金融行业开放的步伐，我们认为来自外资券商的竞争压力在可预见的未来仍然有限。

我们认为，考虑到国内资本市场的不断深化，国内证券业具有稳健的业务增长潜力。2021 年上半年，证券公司的资产规模同比增长 25%，远高于 9% 的金融行业资产平均增长率。

业务状况

业务状况部分评估证券公司相对于同业的业务经营实力。我们一般从业务稳定性、业务多样性以及管理与治理三个方面对业务状况进行评估。业务状况的评估是定量和定性分析的结合，是具有前瞻性的。证券公司业务状况的评估分为六档，1 分代表业务状况很好，6 分代表业务风险很大。

表2
证券公司业务状况分析框架

子因素	释义
业务稳定性	评估证券公司在经济和市场波动环境下，业务规模是否能维持稳定。主要评估券商在业务周期内的业务状况及经营表现的稳定性或脆弱性，是我们在业务状况评估中考虑的第一个子因素。主要指标包括市场地位、收入稳定性和客户群构成等。
业务多样性	业务集中度或多样化程度。主要指标包括不同业务条线和不同地域的收入和利润贡献度。
管理与治理	管理质量、战略以及公司治理。主要指标包括公司治理、透明度、股权结构、管理水平、战略定位、运营效率、财务管理及策略等。

资料来源：标普信评。
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表3
证券公司业务状况评估

分数	子级调整	典型特征	核心指标阈值： 资产市场份额
1	+2	证券公司的核心经营表现显著优于同业，且波动性更小，业务条线多元，有助于公司在经济和市场波动中保持业务韧性。公司各类业务与同业相比更稳定，且风险更小，主要业务条线没有高风险，具有很稳定坚实的市场地位，以及高粘性的客户基础。	>=3%
2	+1	证券公司的核心经营表现优于同业，且波动性更小，业务条线多元，有助于公司在经济和市场波动中保持业务韧性。公司各类业务与同业相比更稳定，且风险更小，具有稳定坚实的市场地位，稳定的客户关系是公司收入的主要来源。	>=1.5%, <3%
3	0	证券公司的核心经营表现处于行业平均水平，市场地位、业务性质、收入、产品以及客户关系方面的业务风险处于行业平均水平。我们预计公司的收入稳定性与行业平均水平相当。 值得注意的是，证券公司“bbb-”的评级基准已经反映了该行业业务稳定性弱于银行业（评级基准“bbb+”）的情况。如果一家证券公司发生业务波动，但业务波动性与评级基准反映的预期相符，那么公司仍可能获得 3 分的业务稳定性评估。	>=0.5%, <1.5%
4	-1	证券公司的核心经营表现略弱于同业。公司市场地位偏弱，业务风险高，业务开展对市场信心较敏感，而且其业务优势无法完全弥补其业务的高风险特征，因此我们预计其收入稳定性较同业偏弱，业务风险略高于行业平均水平。如果公司有高风险业务，导致收入和盈利性波动性高，其评估结果通常为 4 分。	>=0.2%, <0.5%
5	-2	证券公司的核心经营表现弱于同业。各类业务的稳定性弱，业务开展对市场信心敏感度高，或我们预计其收入稳定性低于行业平均水平。 如果我们预计一家券商无法实现可持续性的盈利，其评估结果通常是 5 分。 不过，如果公司的低盈利是由于风险缓释措施的执行，而不是因为缺乏市场份额，除非其低盈利情况将长期持续，评估结果可能会优于 5 分。	<0.2%

6	-3	证券公司的核心经营表现显著弱于同业。公司对高风险业务、信心敏感型业务或高波动性业务有显著敞口，或者市场份额和收入稳定性显著弱于同业。 如果我们预计一家券商无法实现盈利，其评估结果通常为 6 分。	不适用
---	----	--	-----

注：在测试中运用的阈值只是我们评估的起点。我们还考虑其他定性和定量因素，因此最终结论可能与我们初步分析得出的结果有所不同。

资料来源：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

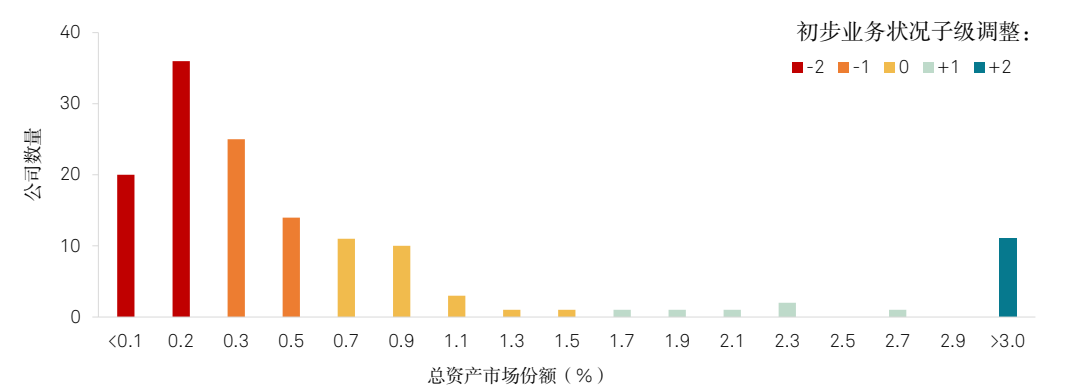
影响业务稳定性的主要因素包括：（1）市场份额、（2）业务条线构成、（3）收入稳定性、（4）客户群构成等。市场份额评估会考虑市场份额的规模和稳定性以及盈利性；业务条线构成评估会考虑各类业务条线组合在一起的风险，以及各个业务条线自身的风险，尤其是会考虑信心敏感型业务的风险；收入稳定性评估会考虑证券公司的收入变化和历史上收入的稳定性；客户群构成评估会考虑公司对客户信心的敏感度，包括客户关系的稳定性和可靠度。

一般而言，我们以市场份额作为业务稳定性分析的起点。考虑到资本市场的高波动性，我们关注证券公司在经济周期内维持和提高市场份额的能力。

图7

市场份额是证券公司业务状况初步评估的主要驱动因素之一

截至 2020 年末证券公司总资产市场份额分布



注：业务状况初步评估是基于证券公司在行业的市场份额。考虑到其它影响证券公司业务稳定性的重要因素，我们最终的业务状况评估结果可能与初步评估结果不同。

资料来源：中国证券业协会、标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

云报告

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37287