



证券Ⅱ行业：此轮市场波动 对券商两融、股质业务影响 如何？



市场环境：两融及股质业务均有明显下滑。年初至今，两融业务规模下行至 1.57 万亿元（较年初-14.2%）。其中融券余额下滑至 777 亿元（较年初-35.3%）。

股质业务总质押市值 3.22 万亿元（较年初-23.0%），市场总质押股数占总股本比降至 5.49%（较年初降低 0.18pct）。

主要宽基指数明显下挫，催生市场对场内融资盘风险的担忧。截止 4 月 26 日收盘，2022 年全 A 指数下跌 27.03%，沪深 300 指数下跌 23.40%，上证指数下跌 20.70%，创业板指数下跌 35.28%，中证 500、1000 指数分别下跌 28.88%，34.25%。

担保物为维保比例提供支撑，下行至平仓线的概率较小。维保比例 = $(\text{现金} + \text{两融账户内证券市值}) \div (\text{融资买入金额} + \text{融券卖出证券数量} \times \text{卖出市价} + \text{利息及费用综合} + \text{其他负债})$ 。2021 年底基于上市券商年报，我们估算行业平均维保比例为 297%。今年以来市场虽然下跌明显，但受益于往年券商稳健经营，行业平均维保比例预期仍维持在 250% 以上。虽然监管现已取消 130% 强平线限制，但一般而言，券商出于风控需要，预警线一般设置在 150% 维保比例，强制平仓线设置在 130%~140% 的维保比例上，下行至平仓线的规模有限。

谨慎假设下，全市场两融强平规模约为 284 亿元。主要假设：（1）谨慎假设 2021 年底维保比例分别为 150%/200%/230%/250%/290%/300% 的客户数量占比分别为 3%/7%/10%/10%/50%/20%。（2）2022 年担保

资产总价值（维保比例分子）下跌 35%；（3）维保比例低于 140%的客户中有 20%的客户放弃追保被强制平仓。在该谨慎假设计算下，证券行业年初至今被强平的资产规模合计 284 亿元，占行业两融规模的 1.8%。实际强平规模可能低于该规模，主要原因是部分券商会考虑到市场极端情况及出于维稳的考虑，预估市场接近底部时，券商会将最低维保比例短暂下调至 120%左右。

股质业务：估算此轮给行业带来的新增减值损失 73-94 亿元。我们估算当前证券行业股票质押市值规模合计 1.08 万亿元，按照质押率 30%计算，实际表内出资额约在 3000 亿左右。今年市场景气度明显下行后，券商减值损失或将出现新一轮的增长，但我们测算结果表明潜在规模不大。假设平仓线为 130%，新增最大减值规模 = 低于平仓线的股价波动 × 质押规模。实际新增减值计提规模 = 新增最大减值规模 × 减值损失计提率。我们认为在悲观/中性/乐观的情景假设中，因本轮股价下跌而给行业带来的产生的新增减值损失分别为 94.0/83.6/73.1 亿元，约为 2021 年证券行业净利润的 3.8%~4.9%。实际减值损失可能会低于测算值，主要原因：（1）市场景气度年内得到恢复，减值损失或将进一步降低；（2）偿付能力强，信用等级高的借款人借款规模普遍较大，而该类借款人偿还概率高于合同账龄法估算的损失计提率。

券商积极应对加上前期高景气度是此轮减值损失相对较小的主要原因。

（1）前车之鉴，券商在积极压降股质业务风险；（2）2019~2021 年多数

券商已审慎计提股质业务减值；(3) 2019~2021 年市场景气度相对较高，部分标的资产价格上升明显。

投资建议：信用业务风险上，我们有三点展望：(1) 此轮市场行情波动对券商自营及股质业务存在影响，但影响强度应低于市场普遍预期。主要原因一是两融业务本质上是在券商表内循环的借款业务，券商可随时介入，业务风险容易控制；二是券商积极处置股质业务风险加上前三年牛市给标的资产提供了价格下行的容忍空间。(2) 行业整体影响不大，但仍应充分重视股质业务的结构性风险。一是部分券商因诉讼进程、会计政策等原因未充分计提过往减值计提影响，此次股价下跌或成为部分券商提升减值计提规模的催化剂；二是房地产等行业结构性因素会带来部分股质减值规模的高增。(3) 投资上，头部券商因其与头部上市公司、信用水平较强的股东对接合作较深、主动定价能力较优，股质业务风险控制或相对更强；部分特色券商股质业务占比较小，市场下跌产生的减值计提亦相对较少。从信用业务风险角度上来看，我们持续推荐具备机构优势的头部券商和财富管理特色券商。我们推荐顺序为：东方财富、中信证券、东方证券、广发证券、国联证券、华泰证券、中金公司、雷声关注兴业证券

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_40979

