

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

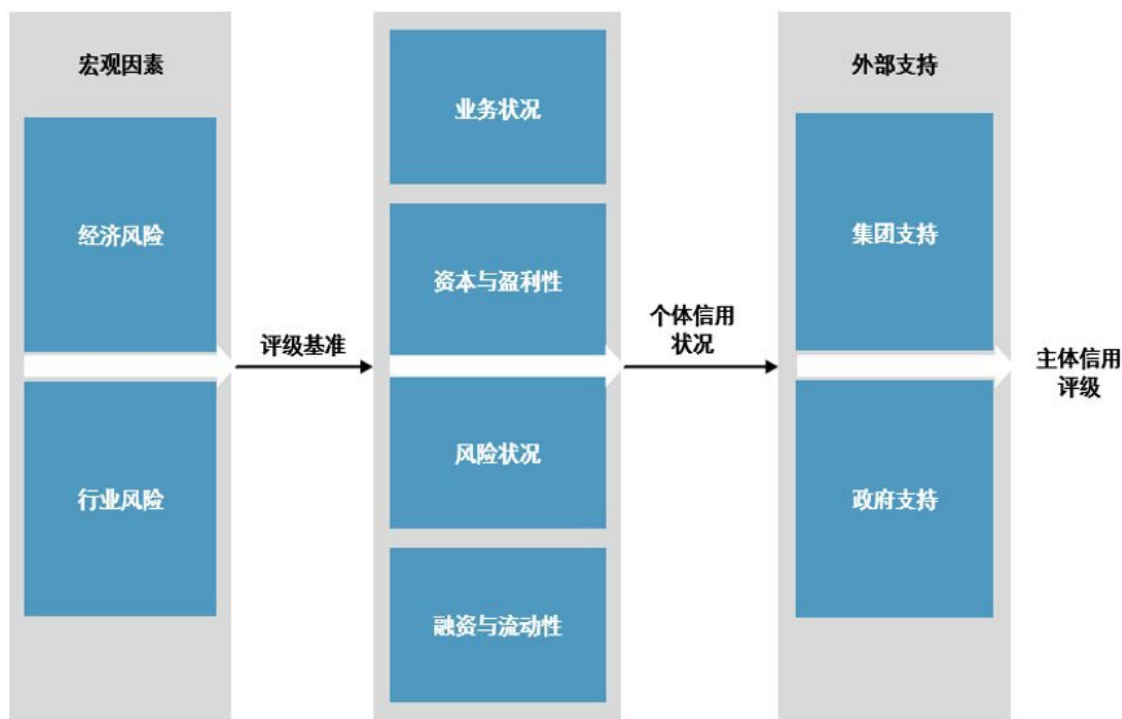
概况

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。

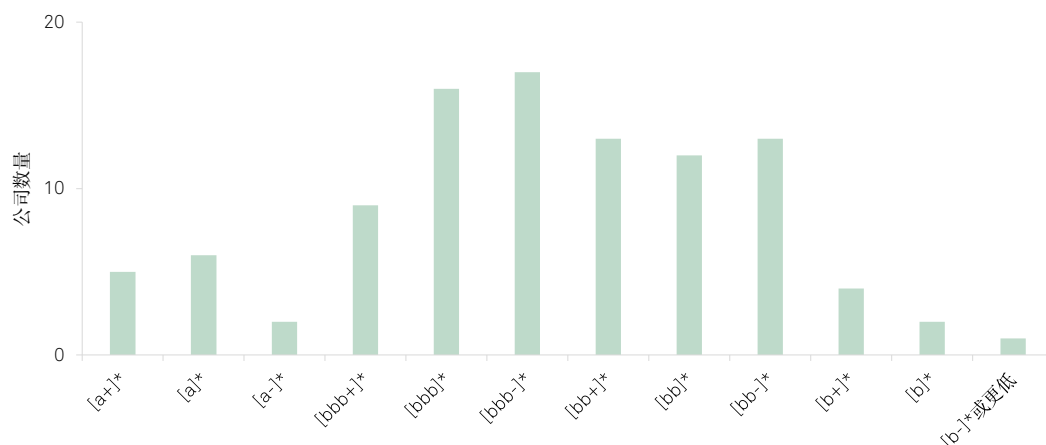
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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。

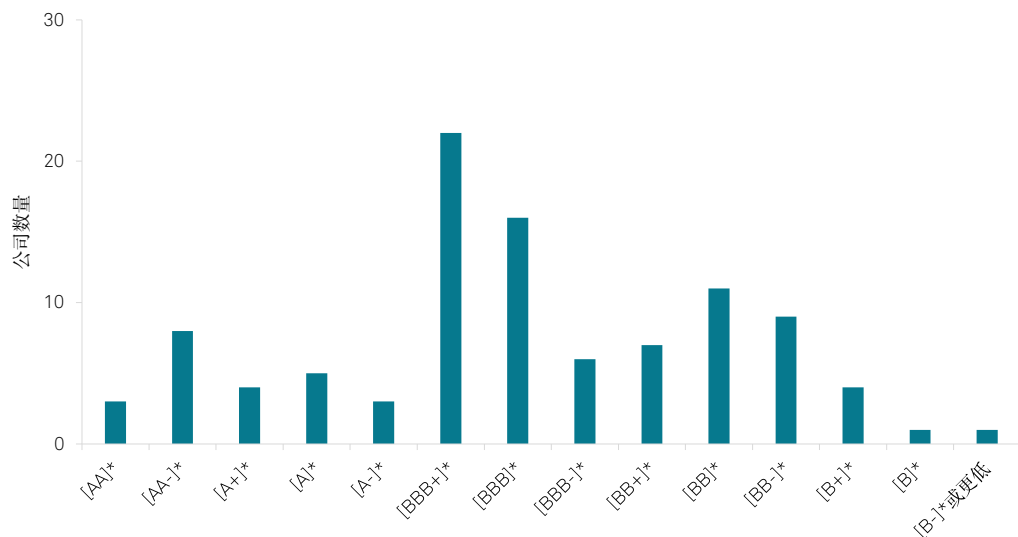
考虑到国内金融脱媒的大趋势和中国资本市场的不断深化发展，以及证券公司在资本市场发展进程中扮演的重要角色，我们认为证券行业对政府具有重要的战略意义。此外，历史上也出现过政府救助困难证券公司的情况。因此，我们也会考虑政府支持的可能性。但我们认为，政府对证券行业的支持力度与银

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。

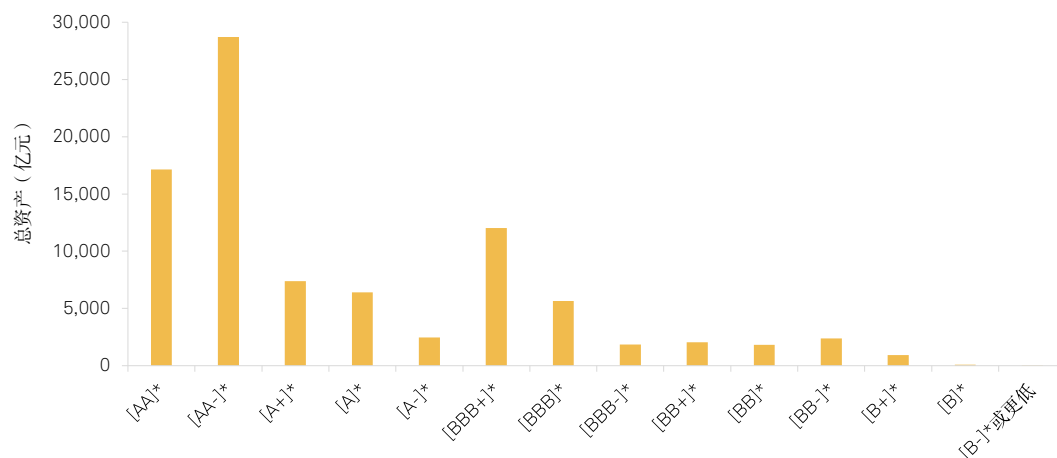
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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：

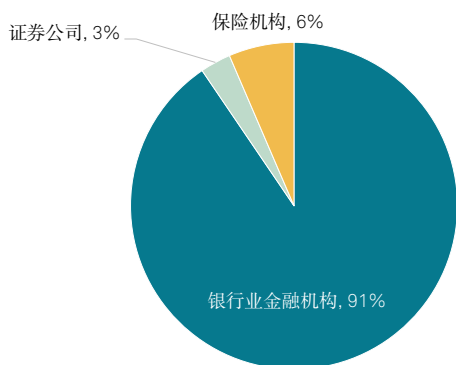
- 证券公司无法吸收公众存款，其流动性和融资风险比银行高。
- 由于碎片化的资本市场竞争格局，证券公司面临更高的竞争风险。
- 与银行业相比，证券公司更容易受到股市波动的影响。

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



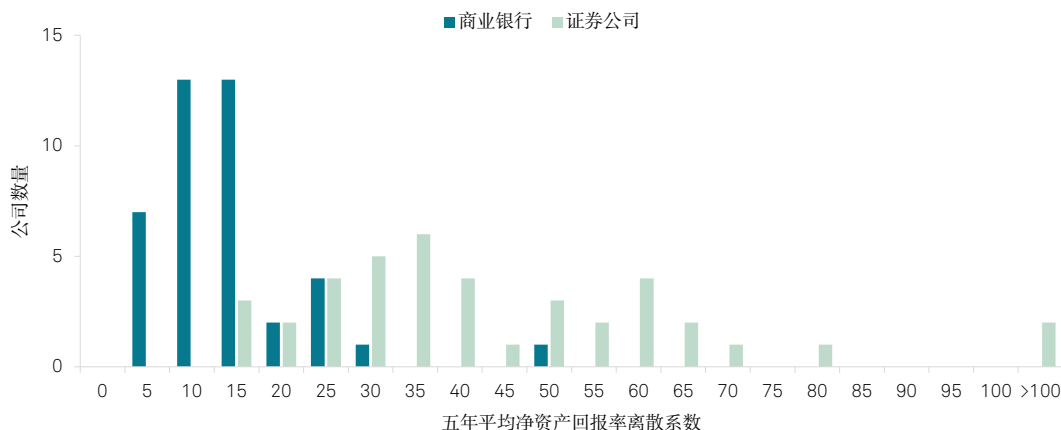
资料来源：中国人民银行，标普信评收集及整理。

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。

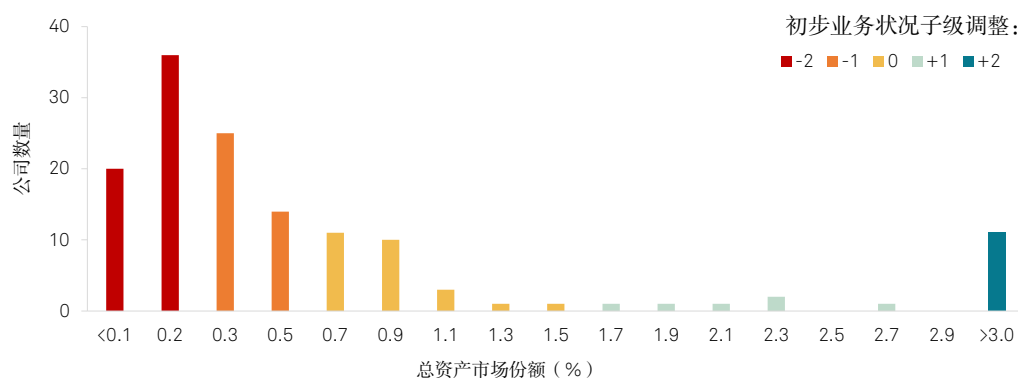
影响业务稳定性的主要因素包括：（1）市场份额、（2）业务条线构成、（3）收入稳定性、（4）客户群构成等。市场份额评估会考虑市场份额的规模和稳定性以及盈利性；业务条线构成评估会考虑各类业务条线组合在一起的风险，以及各个业务条线自身的风险，尤其是会考虑信心敏感型业务的风险；收入稳定性评估会考虑证券公司的收入变化和历史上收入的稳定性；客户群构成评估会考虑公司对客户信心的敏感度，包括客户关系的稳定性和可靠度。

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。

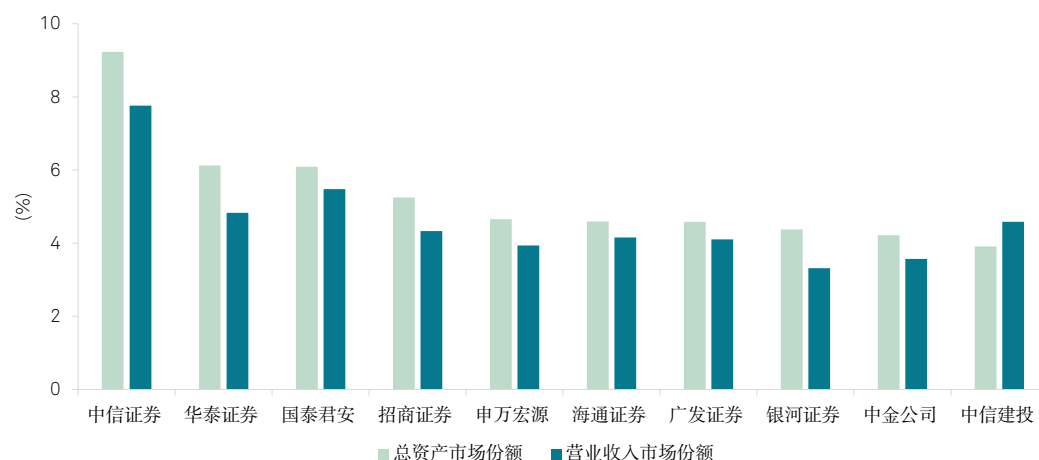
资料来源：中国证券业协会、标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图8

前十大证券公司营业收入占行业收入的50%

截至2020年末国内前十大证券公司市场份额比较



资料来源：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。

表4

2020年证券公司部分收入排名

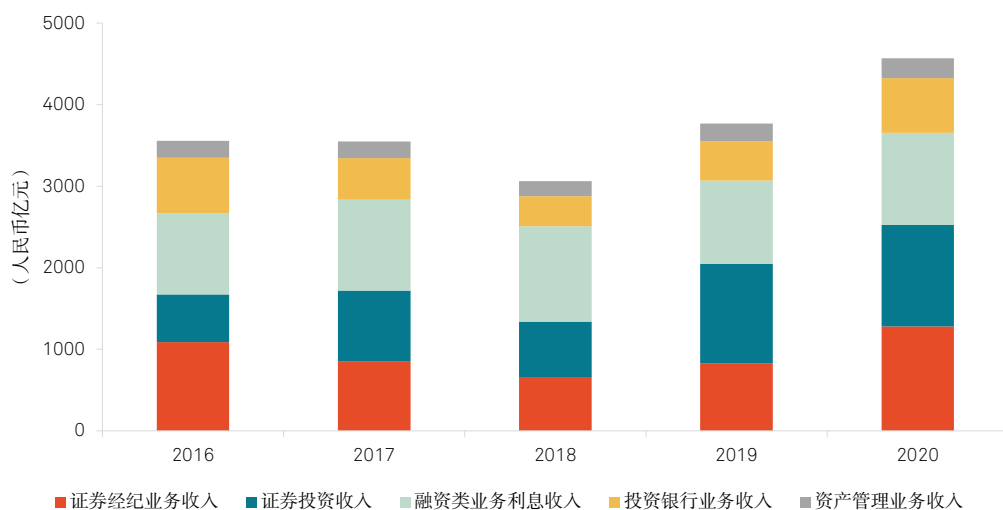
排名	经纪业务	投行业务	资管业务	融资类业务	自营投资业务
1	中信证券	中信建投	东方证券	中信证券	中信证券
2	国泰君安	中信证券	中信证券	国泰君安	中信建投
3	招商证券	中金公司	华泰证券	华泰证券	华泰证券
4	国信证券	海通证券	国泰君安	银河证券	中金公司
5	广发证券	华泰证券	光大证券	海通证券	招商证券
6	银河证券	国泰君安	海通证券	申万宏源	申万宏源
7	华泰证券	招商证券	广发证券	招商证券	国泰君安
8	申万宏源	光大证券	申万宏源	广发证券	海通证券
9	中信建投	国信证券	财通证券	国信证券	东方证券
10	海通证券	国金证券	中金公司	中信建投	银河证券

资料来源：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。

业务多样性是业务状况评估考虑的第二个子因素，我们通常对以下三个指标进行分析：业务条线收入多样性、地域多元化和客户收入集中度（包括交易对手方集中度）。

图9
证券行业收入来源多元化

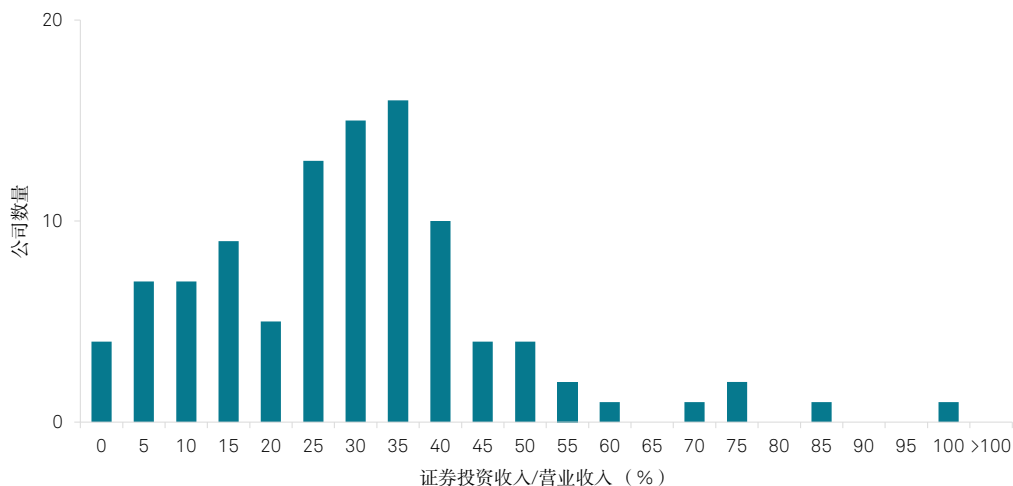
证券行业收入构成



资料来源：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。

图10
自营投资业务对证券公司收入的贡献度较高

2020年证券公司证券投资收入/营业收入比率分布

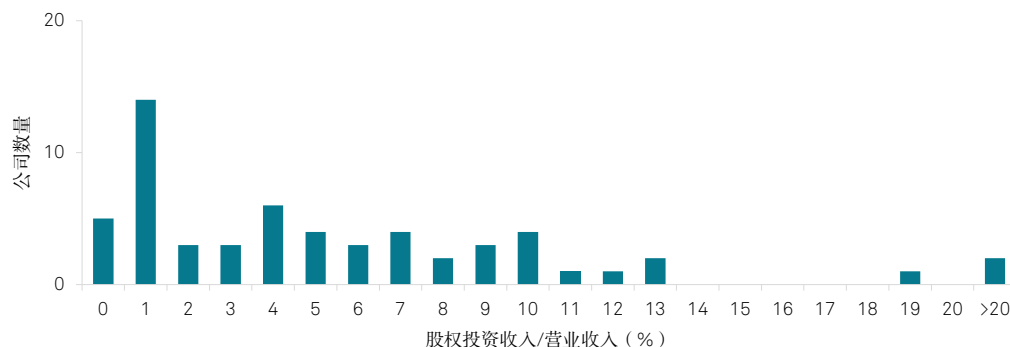


资料来源：中国证券业协会，经标普信评收集和整理。
 版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图11

股权投资回报对证券公司收入的贡献率约为5%

2020年证券公司股权投资收入/营业收入比率分布



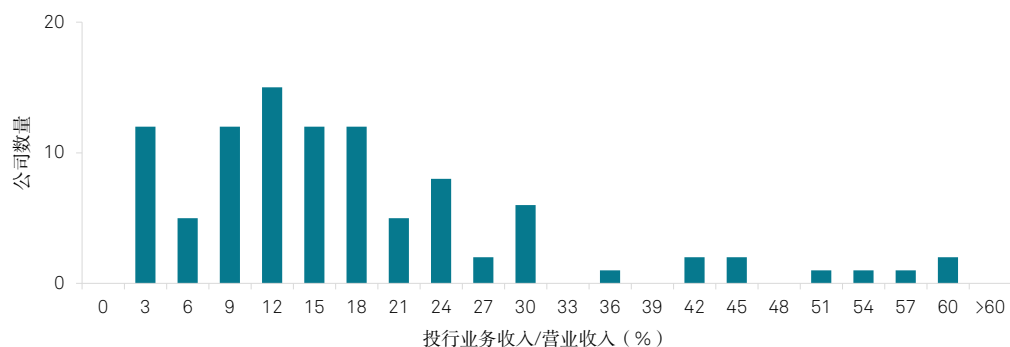
资料来源：中国证券业协会，经标普信评收集和整理。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图12

投行业务收入主要集中在大型全国性证券公司

2020年证券公司投行业务收入/营业收入比率分布



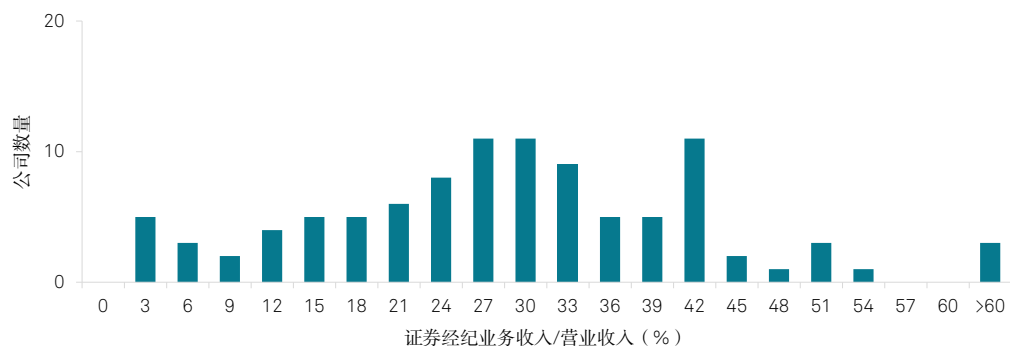
资料来源：中国证券业协会，经标普信评收集和整理。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图13

经纪业务佣金收入是区域性证券公司的重要收入来源

2020年证券公司经纪业务收入/营业收入比率分布



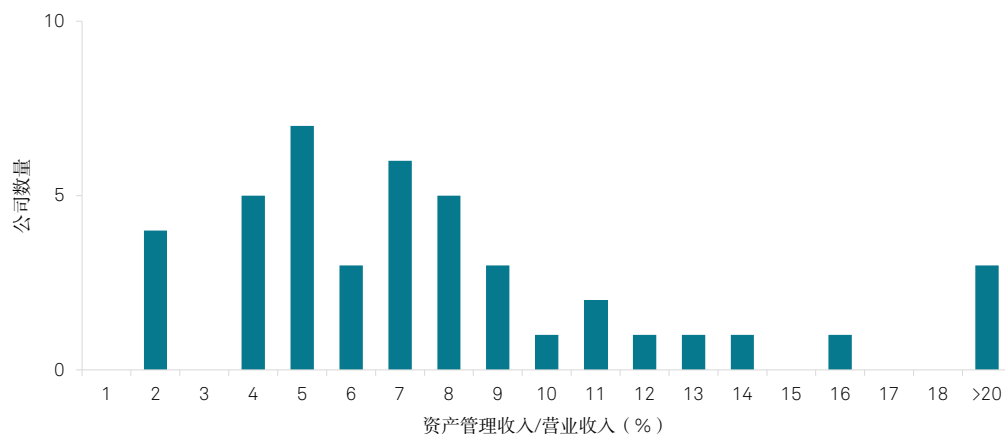
资料来源：中国证券业协会，经标普信评收集和整理。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图14

资管业务收入对证券公司收入总额的贡献率为 8%

2020年证券公司资管业务收入/营业收入比率分布

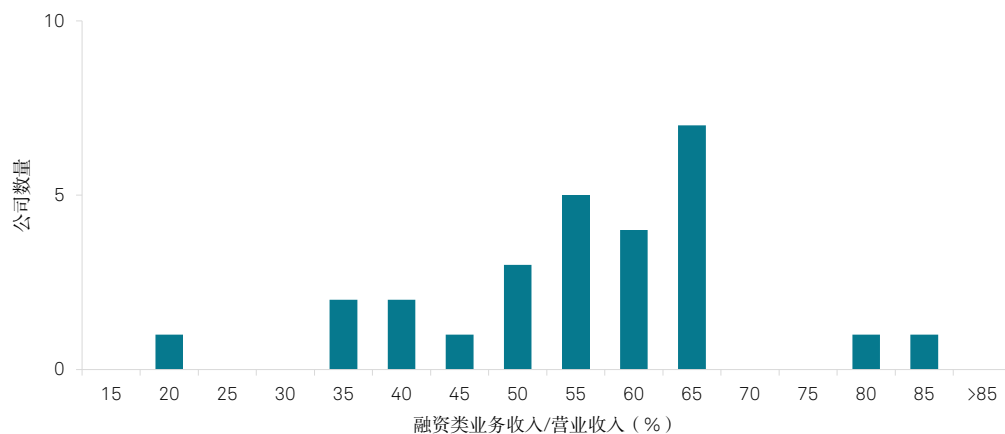


资料来源：中国证券业协会，经标普信评收集和整理。
 版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图15

融资类业务已成为证券公司很重要的收入来源

2020年证券公司融资类业务收入/营业收入比率分布



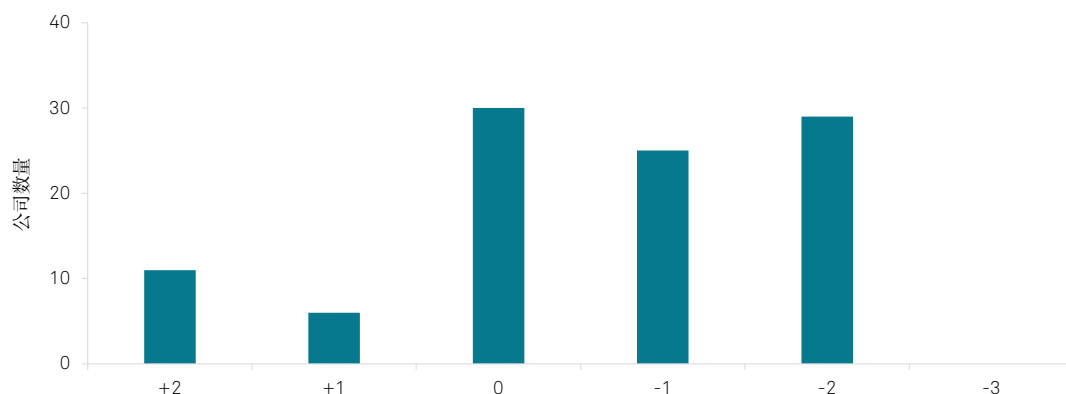
资料来源：中国证券业协会，经标普信评收集和整理。
 版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

管理与治理是业务状况评估中考虑的第三个子因素，通常评估证券公司管理层的战略制定和执行能力、组织效率、风险管理以及治理实践是如何塑造机构的市场竞争力、财务风险管理实力以及治理稳健性。我们评估证券公司管理与治理的方法与评估银行和金融公司的方法类似。

图16

证券公司业务实力呈现两级分化和碎片化并存的特点

100家主要证券公司潜在业务状况子级调整分布



注1：图中所示的子级调整是个体信用状况评估的一部分，是在证券公司“bbb-”评级基准基础上进行的子级调整。

注2：本报告中所呈现的潜在子级调整是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于风险因素的初步观点。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：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资本与盈利性

资本与盈利性是评估券商个体信用状况时考虑的第二个要素，通常评估券商吸收损失的能力。吸收损失能力意味着机构能够在持续运营的同时保障高级债权人的利益。资本与盈利性分析通常会考虑监管资本充足率指标、杠杆率（总债务/净资产等指标）、资本质量以及盈利弥补亏损能力等。资本与盈利性评估分为6档，1分代表资本实力很强，6分代表资本严重不足。

表5

证券公司资本与盈利性评估步骤

步骤		主要分析要素
第一步	评估是否能满足监管对于资本/杠杆的要求	<p>确定该机构是否已经违反或者有可能违反最低监管资本要求。</p> <p>当一家机构的监管口径资本指标非常接近监管最低要求时，该机构管理资本的灵活性和业务的增长可能会受到影响。因此，如果一家机构接近违反或者已经违反了监管要求，我们很可能对其给出负面的资本与盈利性评估结论。</p>
第二步	评估核心资本指标，得出初步资本与盈利性评估结果	
2.1	计算杠杆率	<p>杠杆率=调整后总债务/净资产。</p> <p>我们可能会对所有者权益进行调整，包括扣除拨备不足部分、扣除其它对净资产造成侵蚀的部分以及其他我们认为无法用来损失吸收的部分，以得出调整后净资产。</p>
2.2	通过杠杆率阈值得出初步评估结论	<p>我们根据表6中的阈值来评估机构最近一期的历史杠杆率，得出资本与盈利性的初步打分结果。</p> <p>然后进行前瞻性分析，评估并购、发债、股东分红等因素是否会显著改变该指标。</p>
第三步	评估资本质量、盈利能力和盈利质量，调整资本与盈利性初步评估结果，以得出最终评估结果	

3.1	评估资本质量	我们分析资本质量、资本管理及财务灵活性，可能包括以下因素：（1）混合资本工具在资本总额中所占比例；（2）拨备水平，以及拨备能否显著增强或降低机构的损失吸收能力；（3）管理层及股东的资本管理方式；（4）财务灵活性；（5）双重杠杆率等。
3.2	评估盈利能力	盈利能力评估包括一系列的因素和比率，比如反映该机构内生资本能力的定量和定性指标，从而判断其盈利能够在何种程度上支持业务发展和弥补损失。 我们主要考虑过去三至五年（或者更长时间）的盈利表现，并对总资产回报率进行前瞻性评估。
3.3	评估盈利质量	在评估盈利质量时，我们考虑稳定的经常性收入的占比、盈利波动性、非经常性收入和支出发生的频率等。我们可能也会考虑盈利能力覆盖常规损失的能力。 如果盈利波动性高，会降低其盈利为潜在亏损提供缓冲的能力。当以下指标上升时，可能表示盈利质量恶化：交易收入/总收入、投行业务收入/总收入、其它市场敏感型收入/总收入，以及成本收入比等。 反之，从经常性收入中获得的盈利以及良好的支出灵活性是有利于证券公司盈利稳定性的。
3.4	调整资本与盈利性的初步评估结果	当一家公司的杠杆率接近阈值时，其资本质量、盈利能力和质量的评估可能会对其资本与盈利性的最终评估结果产生更大的影响。 我们会重点考虑：（1）盈利实力和稳定性，可能增强或削弱机构在信用周期内吸收损失的能力；（2）在没有显著增加杠杆的情况下，机构是否能够产生足够的盈利来支持其资产负债表的增长；（3）机构通过留存收益积累资本的能力和意愿，包括股息支付率水平。

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6

证券公司资本与盈利性评估

分数	子级调整	典型特征	核心指标阈值： 杠杆率 (X)
1	+2	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有显著正面影响。我们预计至少在未来 12 个月该机构经标普信评调整后的杠杆率将处于很低水平。	≤ 1
2	+1	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有正面影响。我们预计至少在未来 12 个月该机构经标普信评调整后的杠杆率将处于低水平。	> 1 和 ≤ 3
3	0	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况的影响为中性。我们预计至少在未来 12 个月该机构经标普信评调整后的杠杆率将处于适中水平，而且公司即使在压力情景下也可充分满足监管对资本充足性的要求。	> 3 和 ≤ 5
4	-1	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有偏负面的影响。我们预计未来 12 个月该机构经标普信评调整后的杠杆率将处于较高水平。	> 5 和 ≤ 7
5	-2	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有负面影响。我们预计未来 12 个月该机构经标普信评调整后的杠杆率将处于高水平。	> 7 和 ≤ 12
6	-3	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有显著负面影响。我们预计未来 12 个月该机构经标普信评调整后的杠杆率将处于很高水平。该机构在正常情景下也很可能违反监管的最低资本要求。	> 12

注 1：杠杆率=调整后总债务/净资产。

注 2：对于具有以下特征的证券公司，其资本与盈利性评估的核心指标为总债务/EBITDA，而非杠杆率：证券公司业务模式的信用风险和市场风险很有限（比如资产负债表上持有的证券很少，持有的客户头寸很少，交易对手风险及其它信用及市场风险很低）。

注 3：在测试中运用的阈值只是我们评估的起点。我们还考虑了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会有所不同。

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。

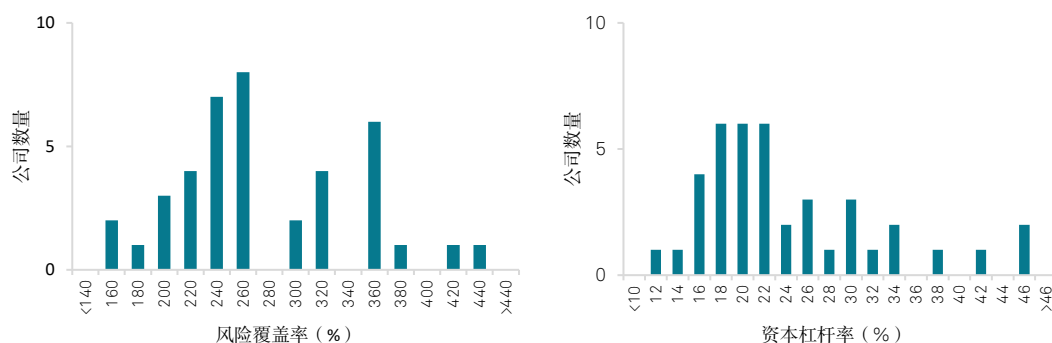
在评估资本充足性时，我们会首先考虑监管口径资本充足性指标和杠杆率指标的达标情况。我们会评估证券公司在未来 12 个月内是否能满足监管对于资本的要求。如果一家证券公司只能勉强达标，我们认为公司在不利条件下有可能违反监管要求，我们通常会进行一个子级的下调。如果一家证券公司已经违反了监管的最低要求，或者我们认为公司在正常情景下违反监管要求的可能性高，我们通常会进行进一步的子级下调，但下调幅度一般不超过 3 个子级。

我们测试的所有证券公司都能够达到监管对于资本的要求，而且大多数的资本指标都显著高于监管的最低要求。证监会对证券公司有两个与资本相关的指标，风险覆盖率（监管最低要求为 100%）和资本杠杆率（监管最低要求为 8%）。截至 2020 年末，证券行业这两个指标的平均值分别为 252%和 24%，均远高于监管最低要求。

图17

主要证券公司具有良好的监管资本水平

截至 2021 年 6 月末 40 家上市证券公司风险覆盖率和资本杠杆率分布



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。

资本评估的第二步是评估杠杆率（调整后总债务/净资产）。很多证券公司的盈利性不稳定，证券公司资本预测的难度大于银行资本预测。对于证券公司，我们通常以最近一期的历史杠杆率指标为出发点，同时前瞻性地考虑并购、发债及股东分红等因素是否会显著改变其杠杆水平。

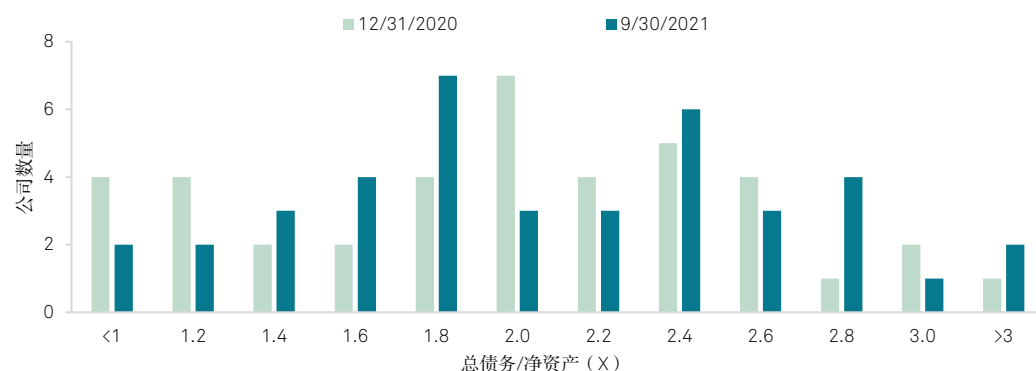
虽然国内证券公司对股市具有较高的敞口，但相对于银行和其它非银金融机构，该行业的杠杆率较低，在一定程度上缓解了风险。为了确保跨行业的可比性，我们对证券公司采用的杠杆率阈值与具有相似风险水平的非银金融公司杠杆率阈值一样。

我们预计，未来 12 个月证券行业的杠杆将保持在较低水平。截至 2021 年 9 月末，国内 40 家上市证券公司的总债务/净资产平均值为 2.4 倍，与 2020 年末的 2.3 倍相似。保守的杠杆水平帮助该行业在市场震荡中保持了良好韧性。

图18

大多数证券公司的杠杆水平较低

国内 40 家上市证券公司总债务/净资产比率分布



资料来源：各公司公开信息，经标普信评收集和整理。

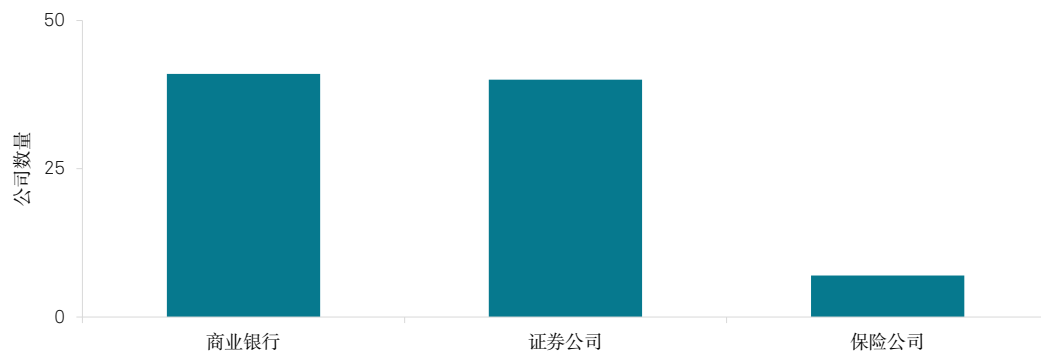
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

相对于其它金融机构，证券公司拥有良好的股市融资渠道。国内 100 家证券公司中，有 40 家为 A 股上市公司。

图19

证券公司拥有良好的股市融资渠道

截至 2021 年 11 月末 A 股上市的银行、证券公司和保险公司数量



资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。

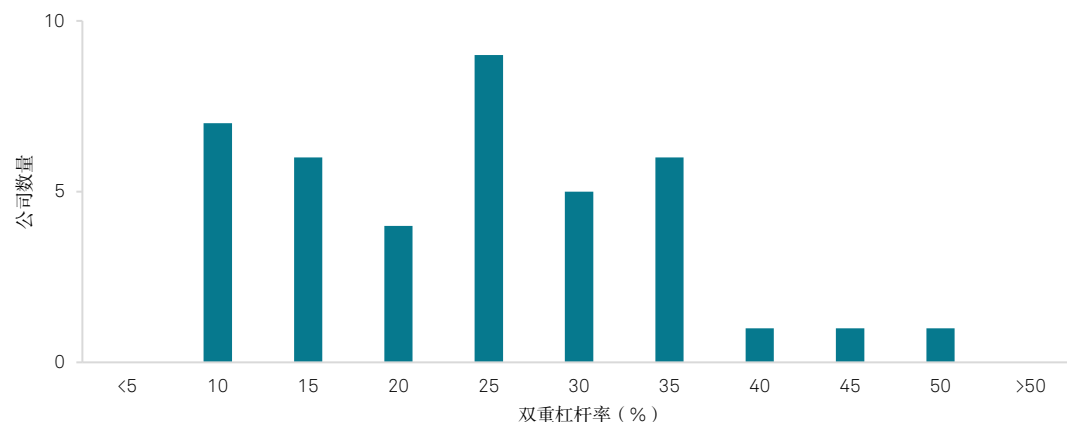
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资本评估的另外一个因素是资本质量。我们会关注双重杠杆率（母公司对子公司的长期股权投资金额除以母公司本部口径所有者权益）。截至 2020 年末，40 家上市证券公司的双重杠杆率平均值仅为 21.5%。证券公司双重杠杆率低是因为子公司的数量有限，券商对控股公司结构的使用有限，通常将主要业务经营集中在集团层面。

图20

证券公司的双重杠杆率低

截至2020年末国内40家上市证券公司双重杠杆率分布



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。

在资本质量评估部分，我们也考虑资本结构中混合资本工具的使用。如果一家证券公司混合资本工具的使用显著高于行业平均水平，我们可能给出负面的资本质量评估结论。证券公司可以在国内资本市场发行次级债券（作为资产负债表上的负债科目）和永续次级债券（作为资产负债表上的权益科目）。

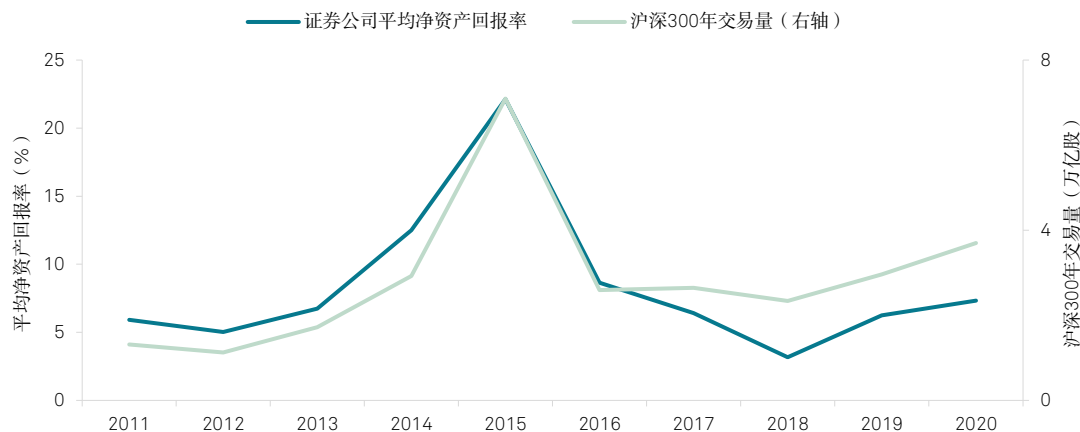
与银行的净利息收入和基于信用风险的信用损失相比，证券公司的收入和交易损失的可预测性更低。如果一家证券公司的收入以市场敏感型收入为主，其收入的波动性可能很高。如果证券公司发生市场风险损失，往往会多个头寸同时发生损失，损失程度也很难预测。因此，在评估券商盈利性时，我们不仅关注绝对盈利水平，也关注多年盈利波动水平。

证券公司主要业务条线的表现都与股市息息相关。投资业务、证券经纪业务、投行业务及其它佣金收入与股市景气度高度关联。股市低迷时，投资者、尤其是散户交易量减少，影响证券公司经纪业务的收入；股市行情不好还影响融资类业务，因为会有更多的借款人违约，质押股票大跌时的违约损失率也会更高；此外，股市表现不佳还直接影响证券公司的自营投资业务收入。

图21

证券公司的盈利与股市交易量高度相关

国内股市交易量以及上市证券公司平均净资产回报率



资料来源：各公司公开信息，Wind，经标普信评收集和整理。

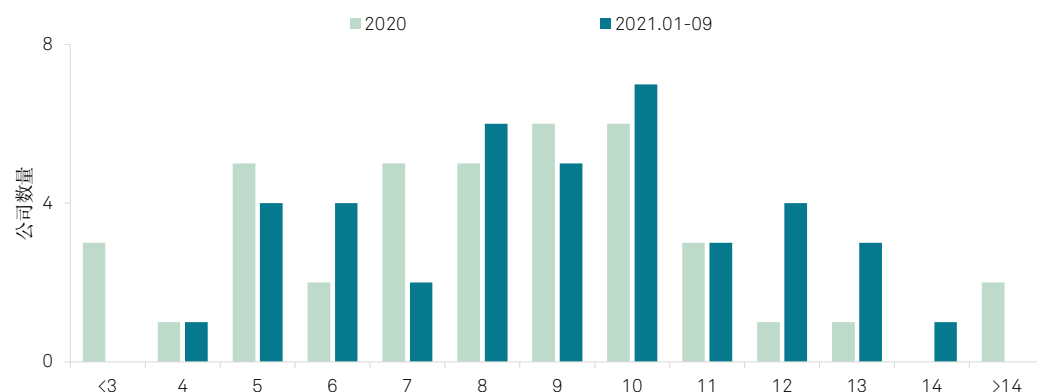
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2021年证券公司股票质押式回购业务信用风险降低，信用成本显著下降，带来盈利改善。截至2021年9月末，40家上市证券公司的股票质押贷款业务规模较2020年末下降10%。2021年前三季度，40家上市证券公司的平均拨备/拨备前利润总额比仅为1.7%，同比下降10个百分点，年化平均净资产回报率为10.4%，高于2020年同期8.6%的盈利水平。

图22

近年来证券公司的盈利性良好

2020年及2021年前三季度国内40家上市证券公司年化平均净资产回报率分布



注：2021年1至9月数据为年化数据。

资料来源：各公司公开信息，经标普信评收集和整理。

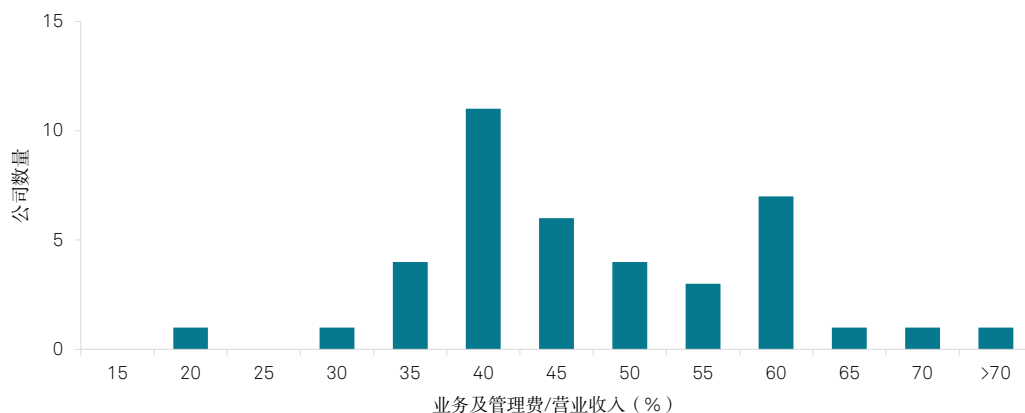
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

经营成本，尤其是人力成本，也对券商盈利的韧性构成重大影响。因此，我们会关注券商的经营成本绝对水平，以及在困难时期削减经营支出的灵活性程度。

图23

高经营成本影响了一些证券公司的盈利能力

2020年证券公司业务及管理费/营业收入比例分布



资料来源：各公司公开信息，经标普信评收集和整理。

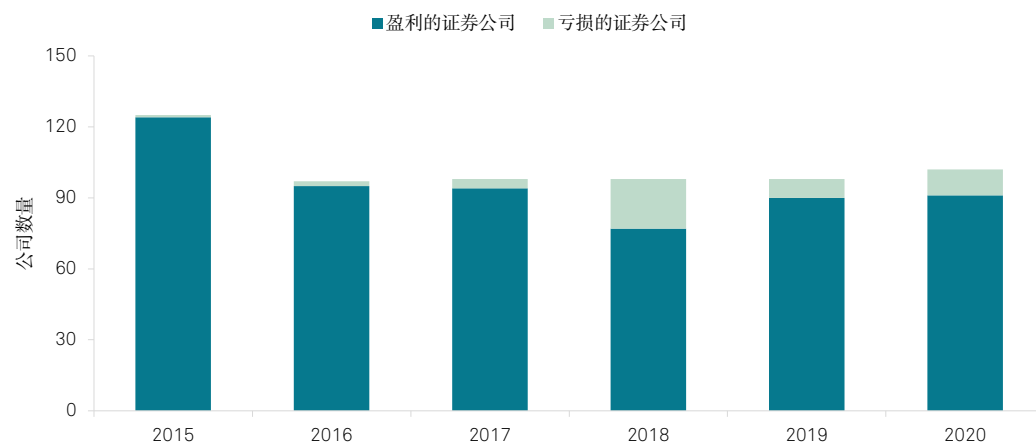
版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

虽然证券公司的盈利波动性高，但由于杠杆较低，限制了潜在亏损程度，大部分证券公司的盈利下行风险有限。2015-2020年证券公司的五年盈利波动率较高，主要由于2015年国内股市出现了一波大涨行情，当年证券行业的盈利很好。

图24

在股市低迷期，亏损证券公司数量有限

历年亏损证券公司数量统计

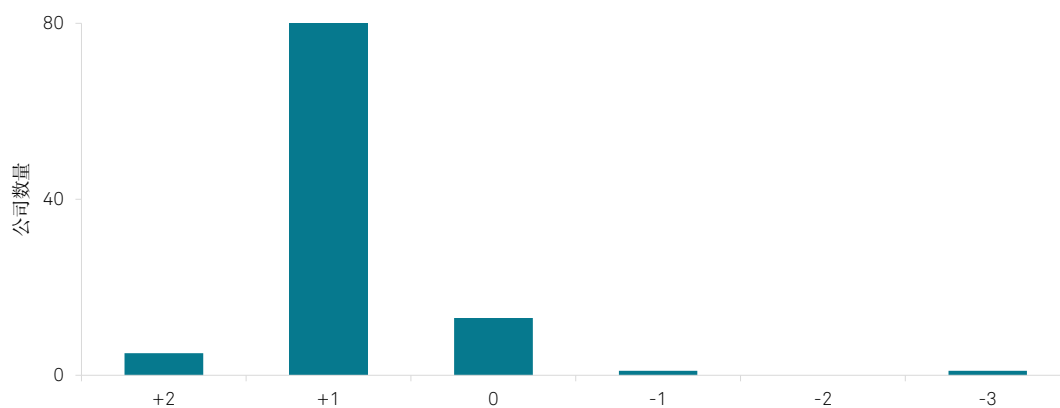


资料来源：各公司公开信息，经标普信评收集和整理。
 版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图25

大多数证券公司拥有较低的杠杆和坚实的资本

国内 100 家主要证券公司潜在资本与盈利性子级调整分布



注 1：图中所示的子级调整是个体信用状况评估的一部分，是在证券公司“bbb-”评级基准基础上进行的子级调整。

注 2：本报告中所呈现的潜在子级调整是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于风险因素的初步观点。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：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

风险状况

风险状况是我们分析证券公司个体信用状况时考虑的第三个因素，旨在完善我们对券商各类具体风险的评估，反映在资本与盈利性评估中没有充分反映的风险。风险状况打分分为 6 档，1 分最优，6 分最差。

表7

证券公司风险状况评估

分数	子级调整	典型特征
1	+2	证券公司承受经济压力的能力显著优于资本与盈利性评估得出的结论。
2	+1	证券公司承受经济压力的能力优于资本与盈利性评估得出的结论。
3	0	证券公司的经济风险敞口情况在资本与盈利性评估中已得到充分的反映。
4	-1	证券公司的经济风险敞口高于资本与盈利性评估得出的结论。
5	-2	证券公司承受经济压力的能力弱于资本与盈利性评估得出的结论。
6	-3	证券公司的风险敞口很大，显著超过资本与盈利性评估所反映的水平，对其信用质量构成重大劣势。

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。

在评估证券公司风险状况时，我们会结合整个行业的近期和中期主要宏观经济因素（市场状况、经济趋势和其它经营趋势）展望，以分析公司的风险敞口。我们也会评估公司管理层的风险偏好和定位，以分析压力情景下产生损失的可能性。我们通常会评估以下因素：

- **风险偏好：**包括风险敞口的增加和变化；
- **信用风险和市场风险管理；**
- **风险集中度：**风险集中度/分散度的影响；
- **风险复杂性：**业务复杂度的上升如何影响风险；
- **历史损失及预期：**将公司当前业务组合的历史损失和预期损失状况与同业进行比较，与以往经济衰退期间发生损失的状况进行比较。若损失大于平均水平，可能表明公司风险状况更弱。
- **在资本与盈利性评估部分没有反映的其他重大风险。**

风险偏好。一家公司的风险偏好越高，其风险水平、损失或资本充足性方面的近期历史数据指标表现就越难以可靠预测未来表现。在预测风险状况的变化时，我们会考虑风险偏好水平以及风险偏好变化，以及风险敞口水平和类型的发展趋势。

管理层的风险偏好体现在在盈利和风险之间作出的权衡和取舍，尤其是在市场风险或信用风险增加的时期。我们在评估一家公司的风险偏好时，会结合市场和经济状况展望，并进行同业对比。在预计市场风险或信用风险会加剧，或者预计存在其它困难时，如果公司管理层愿意降低其风险和盈利，我们可能对其风险状况有正面的评估；反之，如果管理层宁愿承担更大风险，而不愿接受更低的盈利，不愿意放缓内生或并购等形式的增长，则表明其风险偏好激进，我们可能对其风险状况有负面的评估。

风险偏好或风险敞口的某些增加和变化，叠加风险管理能力不足，可能提升预期风险。由于这些风险可能没有充分反映在资本与盈利性分析中，我们会在风险状况部分反映这些风险。举例如下：

- 与历史情况或同业相比，内生或并购式增长更加激进，制定更加激进的未来增长目标；
- 明显偏离其擅长的传统专业领域，大量扩张到新产品、新客户或新市场活动；
- 与历史情况或同业相比，VaR、交易类资产、交易量或承销量大幅上升；
- 与同业相比，交易损益的波动性更高；
- 与历史情况或同业相比，管理层的既定回报/风险目标、限额以及增长目标（比如成交量或投资组合持仓目标）更高；
- 频繁或大幅调整既定风险限额或标准，或者频繁或严重违反既定风险限额或标准；
- 合规方面存在不良监管记录或者近期出现过严重合规问题；

- 越来越多地提供过桥融资，更多地承诺包销，在发展业务时越来越多地消耗自身资本，或者对投行客户的直接敞口较高或增加；
- 在为客户执行交易时，越来越多地将风险放入自己表内，而不仅仅作为客户的代理人；
- 与同业相比，与信用风险相关的业务准入标准更低；以及
- 接受风险更大、更边缘化的客户，或者支持风险更大的客户交易活动。

反之，风险偏好或风险敞口的某些变化可能降低预期风险，而这些情况可能没有反映在资本与盈利性分析中，这些积极因素也会在风险状况部分体现。举例如下：

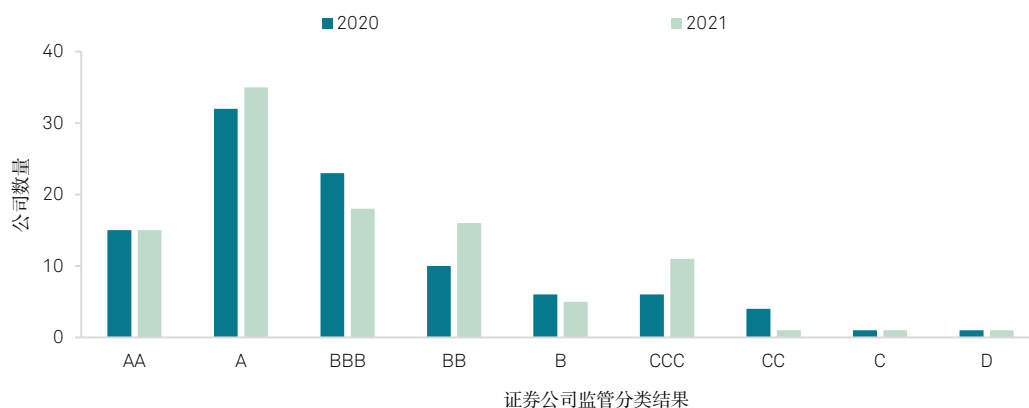
- 减少或退出高风险业务活动（比如为客户进行交易时更多地作为代理人，而不是自身承担敞口风险）
- 减少头寸或改善头寸质量，以压降总体风险敞口；
- 专注于用传统专业技能服务核心客户群，限制投机性的自营业务活动；
- 监管合规表现大有改善；
- 致力于维持稳健的风险组合，经得住历史上市场或经济周期考验；以及
- 与历史情况或同业相比，VaR、交易类资产、交易量和承销量下降，而且我们预期这样的情况将持续。

在评估证券公司的风险状况时，我们也会考虑监管部门的评估情况。监管部门的证券公司分类结果不是对证券公司信用风险等级的评价，而是证券监管部门对证券公司进行的综合性评价，是对证券公司治理结构、内部控制、风险管理以及风险控制指标等与其业务活动相适应的整体状况。监管的分类结果等级低或者变动大，则可能表明公司的风险偏好高和/或风险管理能力弱。

图26

有效的监管分类评估有助于控制证券公司的经营风险

主要证券公司监管分类结果分布



注：根据中国证监会发布的《证券公司分类监管规定》，证券公司分为A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E等5序列11个级别。A、B、C三序列中各级别公司均为正常经营公司。D类、E类公司所面临的风险较大，且存在被采取监管风险处置的情景。

资料来源：中国证监会，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。

信用风险和市场风险管理。我们会考虑证券公司管理其主要风险的能力，主要包括信用风险、交易对手风险和市場风险。我们也会考虑证券公司的风险监控能力是否能合理匹配其信用和市場风险敞口的性质和复杂度，是否能匹配管理层的既定风险偏好。我们也会评估风险经理实时监测和控制风险限额的权限和能力。成功的信用风险和市場风险管理通常会带来优于同业的损失历史表现。

信用风险和市場风险管理缺陷可能导致负面的风险状况评估，举例如下：

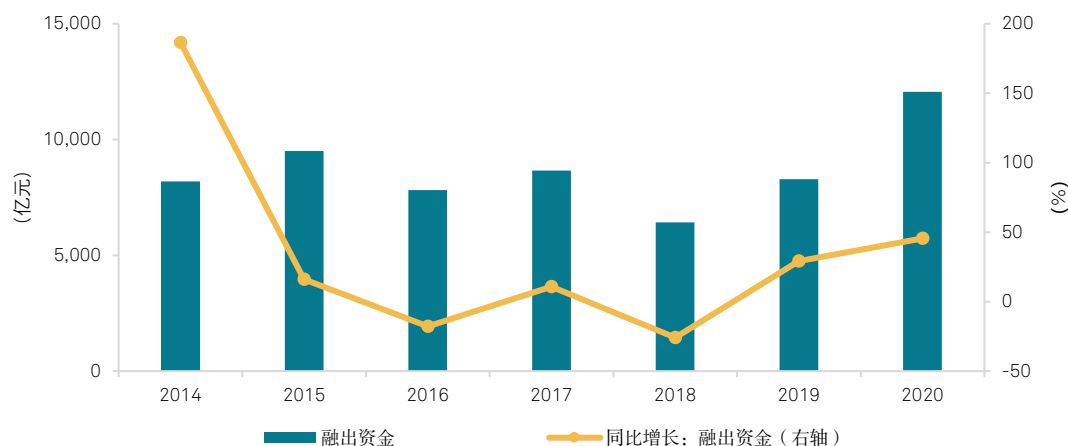
- 风险监控的覆盖范围不足；
- 严重或频繁超过既定风险限额；
- VaR 波动性过大，近期实际发生的 VaR 最高值与 VaR 平均值之间的差距过大，可能是因为风险对冲不足；以及
- 风险限额频繁调整，或者单个交易员或交易部门被分配到的风险限额过大。

国内证券公司的融资类业务主要包括融资融券业务和股票质押式回购业务等。我们认为，通过有效的押品管理，结合业务组合的良好颗粒度和流动性，融资融券业务的信用风险可控。截至 2020 年末，40 家上市证券公司的融资融券业务资产为 1.2 万亿元，占其资产总额的 14%。2020 年，由于股票市场活跃度提升，融出资金规模同比上升 45%。截至 2021 年 9 月末，40 家上市证券公司的融资融券业务规模达到 1.36 万亿元，较 2020 年末增长 13%。

图27

证券公司融资融券业务规模与股市表现高度关联

国内 40 家上市证券公司融出资金规模变化



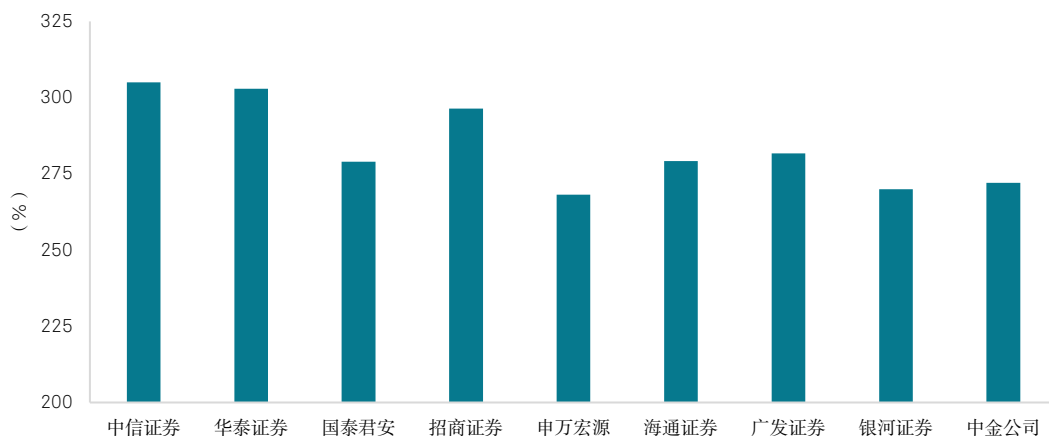
资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图28

大型证券公司的融资融券业务普遍具有有效的押品管理

截至 2020 年末主要证券公司融资融券业务平均维持担保比例



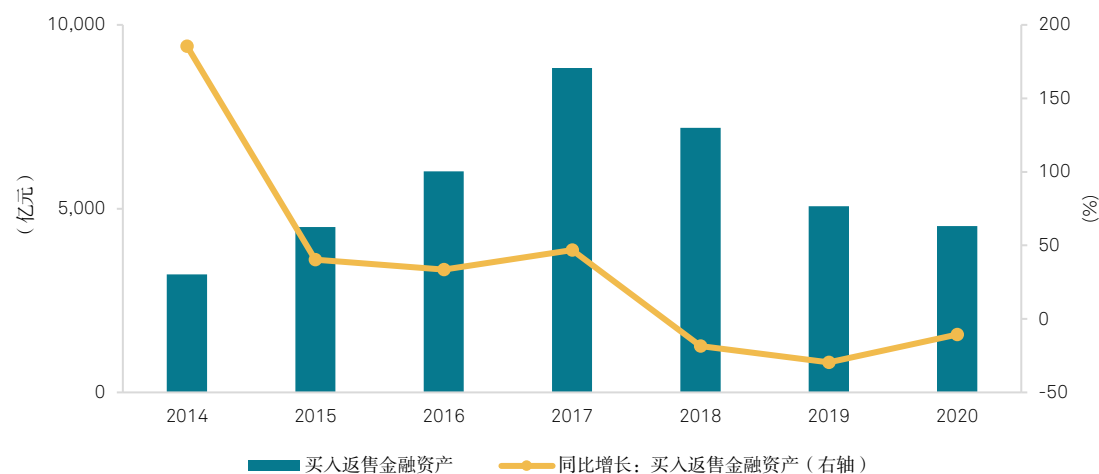
资料来源：各公司公开信息，经标普信评收集和整理。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

过去十年见证了股票质押式回购业务从高速扩张到风险出清和规模收缩。股票质押式回购业务通常面向企业股东。由于业务性质决定了集中度偏高，一旦股票价格严重下跌，押品管理和回收的难度可能大增。近年来，证券公司的股票质押式回购业务的规模持续收缩，同时拨备覆盖大幅增加，信用风险敞口显著下降。截至2020年末，40家上市证券公司的股票质押式回购业务资产为4,530亿元，占其资产总额的5%。

图29
近年来证券公司的股票质押式回购业务敞口缩减

国内40家上市证券公司买入返售金融资产变化



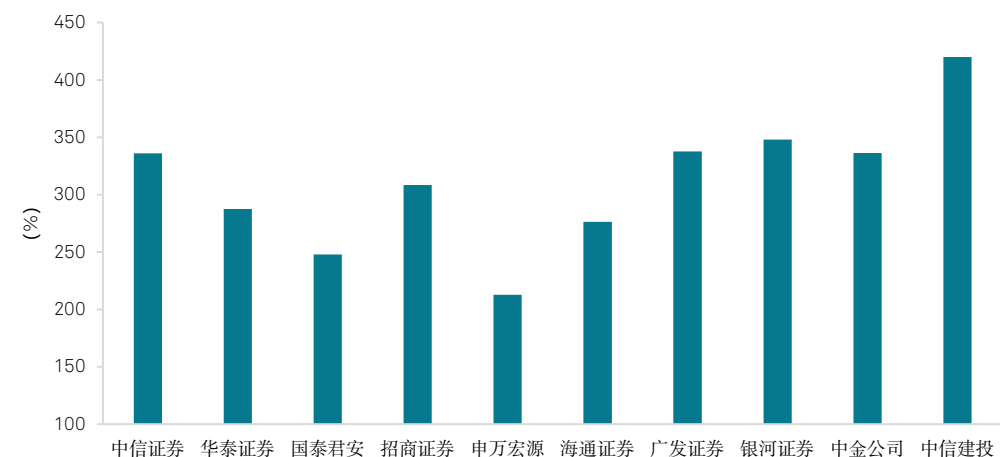
注：股票质押式回购业务资产一般放入证券公司资产负债表中买入返售金融资产科目。

资料来源：Wind，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。

图30
大型证券公司的股票质押式回购业务具有充足的质押物

截至2020年末主要证券公司股票质押业务平均履约保障比例



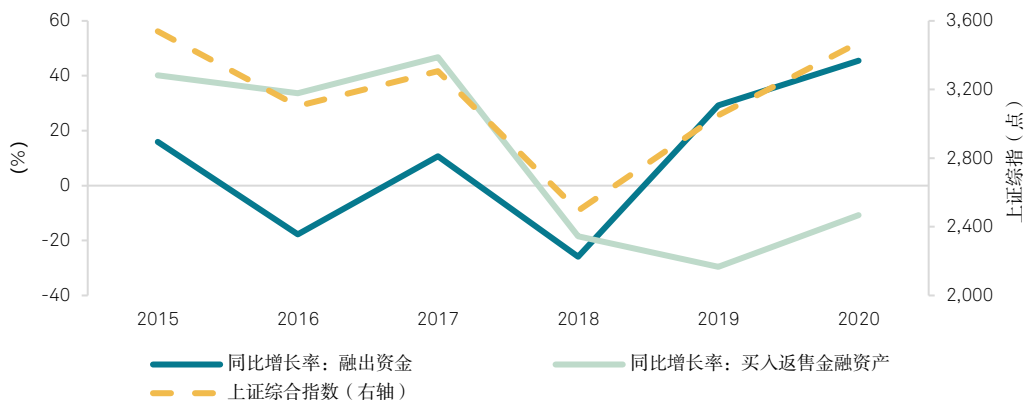
资料来源：各公司公开信息，经标普信评收集和整理。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图31

证券公司股票质押式回购业务和融资融券业务出现不同的增长趋势

国内 40 家上市证券公司股票质押式回购业务和融资融券业务及上证综指的同比变化



资料来源：Wind，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。

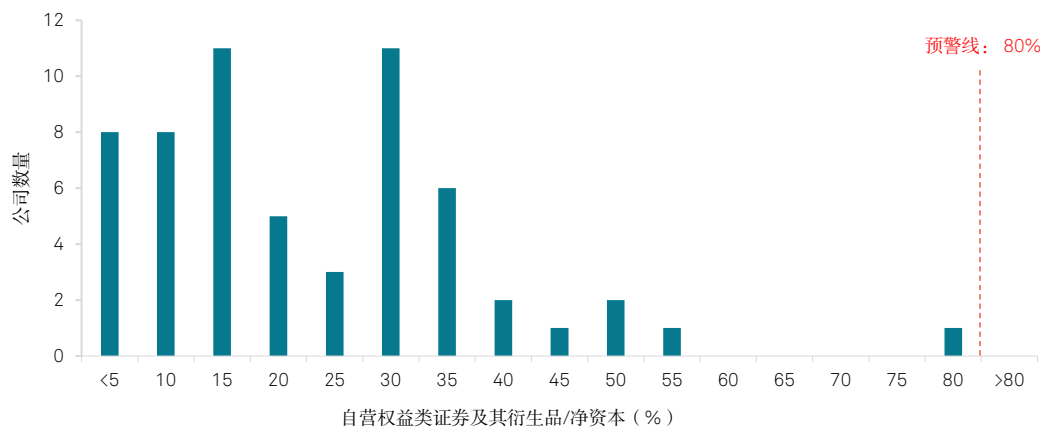
在市场风险评估部分，我们会分析证券公司各类自营业务与净资本规模的比例，并分析投资组合的实际构成，包括固定收益类投资与权益类投资的占比等。

风险集中度。证券公司的风险集中度很重要。相对于风险集中度更高的同业，风险分散度更好的证券公司的总体损失程度往往会更低。业务状况部分的集中度分析主要关注各业务条线的收入贡献集中度，盈利来源过度集中往往是低质量盈利的表现。相比之下，风险状况部分的集中度分析关注的是对单个债务人、交易对手、行业或部门的风险敞口集中度，以及跨资产类别和风险类型的风险的集合。我们采用的指标包括大额风险敞口占资本的比例（如适用）等。

图32

主要证券公司权益类市场风险敞口有限

截至 2020 年末主要证券公司自营权益类证券及其衍生品/净资本比率分布



注：监管标准为不超过 100%，预警标准为不超过 80%。

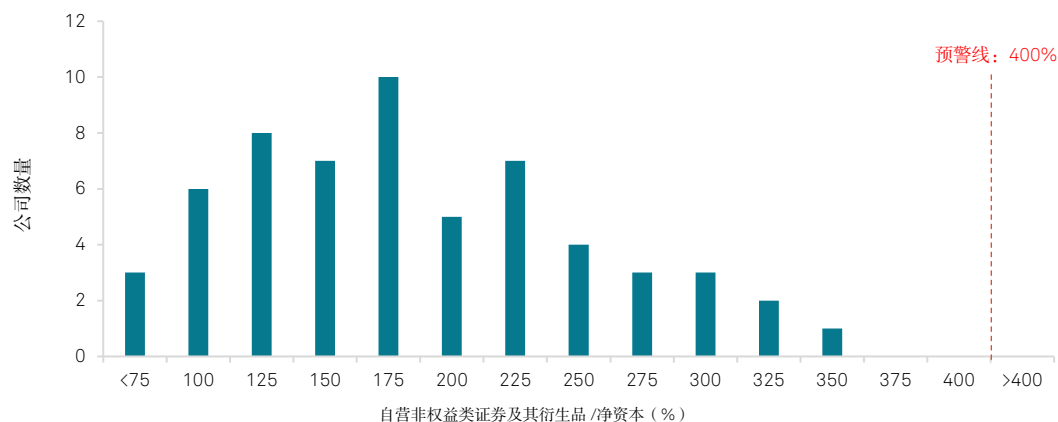
资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图33

证券公司对固定收益类产品的风险敞口低于监管预警线

截至2020年末主要证券公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本比率分布



注：监管标准为不超过500%，预警标准为不超过400%。

资料来源：Wind，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。

风险复杂性。如果一家券商的业务条线和地域覆盖范围很广，且多元化程度高，一方面可能会在多元化方面带来优势，但同时也可能提升了公司风险的复杂性。如果一家公司在产品、业务条线、地域和组织结构方面的复杂性不断提高，其管理风险的能力有可能会跟不上。结构复杂的衍生品、表外活动及其它复杂产品可能导致复杂性上升，增加风险。反之，如果一家公司的风险与同业相比更加简单、透明，便于更好地理解和管理风险，则会降低其总体风险。考虑到证监会的强监管，我们通常认为国内大多数证券公司具有类似水平的风险复杂性。

历史损失及预期。正面因素包括：与同业相比，近期的历史损失和预期损失更低，在类似的经济低迷期所遭受的损失情况好于平均水平。负面因素包括：在近期的经济低迷期的损失超过同业平均水平。其它影响历史损失和预期的负面因素包括：

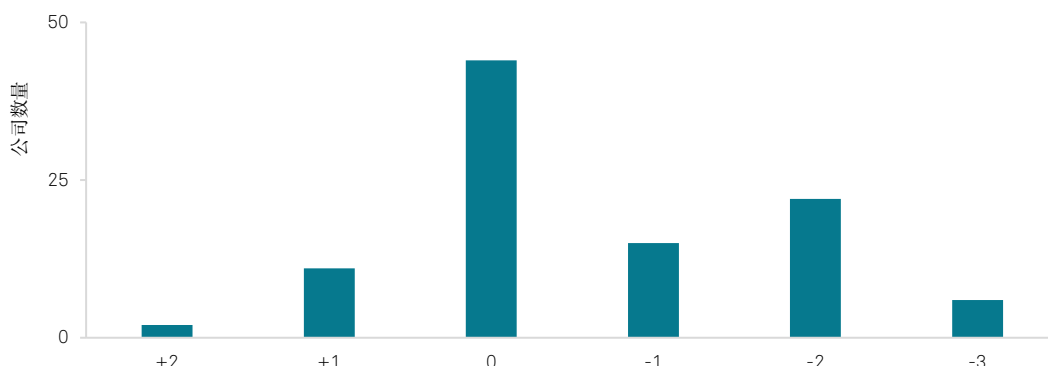
- 信用损失的拨备计提和损失确认比同业更加激进；
- 证券组合估值的波动性高，可能低估了其资本需求；
- 法律或监管成本或罚款的绝对值高，或者显著高于具有相同业务条线的同业；以及
- 交易业务损失高于同业。

在资本与盈利性评估部分没有反映的其他重大风险。我们也会考虑证券公司资本与盈利性评估中没有考虑的额外风险，尤其是交易业务风险、低流动性证券或难以估值的证券的风险，以及承销业务风险。如果发现在资本与盈利性评估中没有反映的其他重大风险，则会带来负面的风险状况评估。其他风险也包括由于数据不可靠带来的信息风险。

图34

风险状况是区分证券公司信用质量的关键因素之一

100家主要证券公司潜在风险状况子级调整分布



注1: 图中所示的子级调整是个体信用状况评估的一部分, 是在证券公司“bbb-”评级基准基础上进行的子级调整。

注2: 本报告中所呈现的潜在子级调整是我们根据公开信息, 通过案头分析所得出对于风险因素的初步观点。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: 标普信评。

版权©2022 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

融资与流动性

我们会分别评估证券公司的融资和流动性, 然后将二者相结合, 来确定融资与流动性对个体信用状况的总体影响(体现为子级调整数)。融资与流动性密切相关, 融资评估部分关注长期融资结构, 流动性评估部分关注短期流动性。我们通过以下矩阵并结合融资和流动性评估结果, 得出最终的融资与流动性子级调整结论。

表8

证券公司融资与流动性子级调整规则

融资	流动性				
	1/很强	2/充足	3/一般	4/有限	5/不足
优于平均	+2/+1	+1/0	-1	-2	-3
平均	0	0	-1	-2	-3
劣于平均	-1	-1	-1	-2	-3

注: 当一家公司的流动性分数为“5/不足”且我们认为公司有明显的违约路径时, 我们可能将公司的个体信用状况评定为b序列。

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。

如果我们在融资与流动性评估中发现一家公司有明显的违约路径, 我们可能将该主体放在 B_{spc} 序列。我们也会评估证券公司在批发资金使用方面的重大风险, 以及公司满足融资与流动性相关监管要求的情况。融资与流动性分析是定量和定性评估相结合来进行的。

融资分析方面, 我们会评估证券公司融资结构的优劣势和稳定性, 是否能满足其融资需求, 考虑因素可能包括再融资敞口、以及在压力情景下影响其融资能力的各种因素。资产期限和融资偿还日的良好匹配可降低潜在融资缺口风险, 对融资评估结果可能会有正面影响。此外, 超额稳定资金可作为流动性缓冲, 对融资与流动性评估也可能有正面影响。

表9

证券公司融资状况评估

融资状况	释义
优于平均	结合公司的资产、业务和市场状况，公司在获得稳定的长期融资方面具有非常强的能力，融资能力超出了其融资需求。
平均	结合公司的资产、业务和市场状况，公司在获得稳定的长期融资方面具有充足的能力，融资能力能够满足其融资需求。
劣于平均	公司用稳定性欠佳的融资来配置大量长期非流动性资产，显著增加了潜在的融资缺口。

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。

分析证券公司的融资情况时，我们可能考虑净稳定资金比率和如下定性因素：

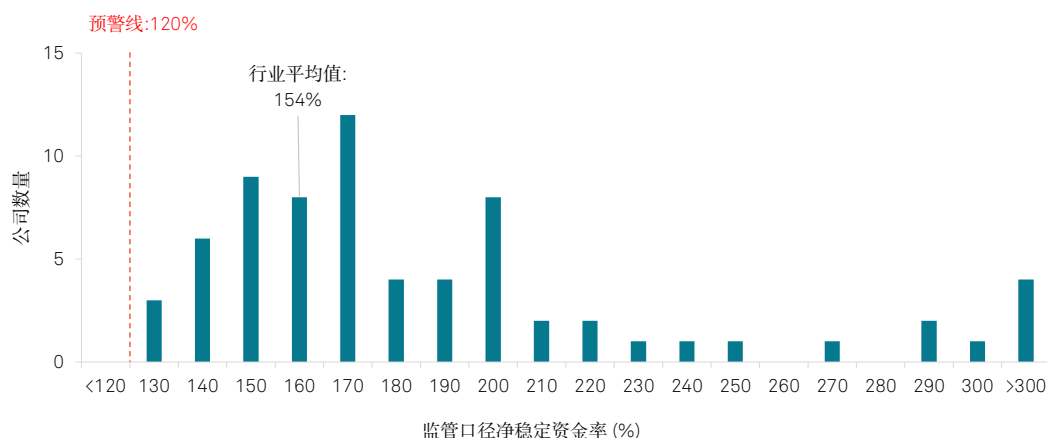
- 货币错配；
- 数据质量，结合公司融资风险的复杂性，相关信息披露是否充足；
- 满足融资方面的监管要求的情况；
- 资产留置或抵押制约融资灵活性的程度；
- 融资来源的稳定性和期限；
- 稳定资金的质量，包括分散度和集中度情况；
- 对重大合同性投资或出资承诺的分析；以及
- 是否有大量机构经纪业务或衍生品业务。

国内监管机构对证券公司的融资稳定性有着严格的规定。证监会对证券公司净稳定资金率的最低要求为100%，预警标准为120%。截至2020年末，证券行业净稳定资金率为154%，显著高于监管的最低要求。证券公司通常每日对净稳定资金率进行评估，按月报送监管机构。

图35

国内证券公司的融资稳定性良好

截至2020年末主要证券公司监管口径净稳定资金率分布



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。

流动性分析主要考虑证券公司在不利市场和经济环境下管理流动性需求的能力，并评估公司是否能够在长期不利环境下维持运营。我们会评估流动性资源是否能够满足潜在的流动性需求，考虑因素可能包括表内流动性、表外流动性、以及压力情景下流动性风险的管理等。

表10

证券公司流动性评估

分数	流动性状况	典型特征
1	很强	至少在 12 个月内，公司在压力市场条件下能很好地满足流动性需求。
2	充足	至少在 12 个月内，公司在压力市场条件下有能力满足流动性需求。
3	一般	未来 12 个月内，公司在略有压力的市场条件下将能够满足流动性需求，但在压力加大或持续的压力环境下可能面临流动性挑战。
4	有限	未来 12 个月内，公司在正常市场条件下将能够满足流动性需求，但在略有市场压力或持续性市场压力环境下，或其它压力情景下，会存在流动性挑战。
5	不足	公司在正常市场环境下的流动性状况脆弱。

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。

我们在评估证券公司流动性时可能考虑以下因素：

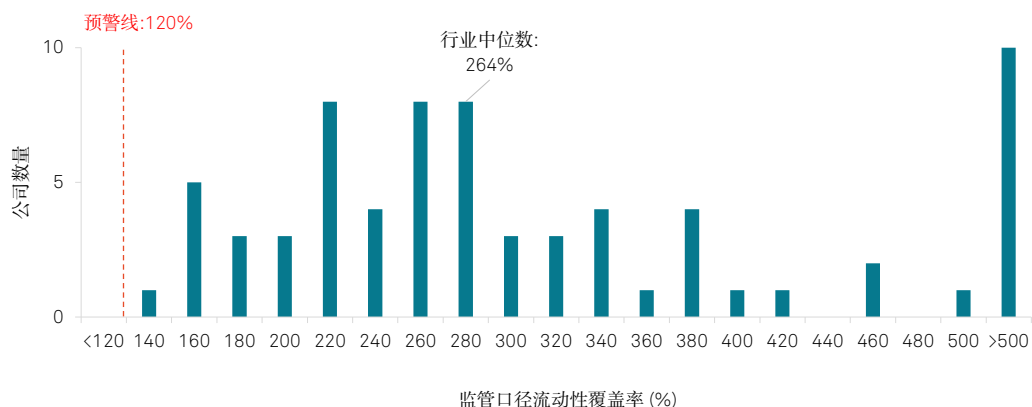
- 满足流动性方面监管要求的情况；
- 严重的流动性错配，或集中度过高；
- 集团下属各机构之间的资金流动存在障碍；
- 来自客户的额外流动性风险敞口；
- 对表外和压力情景下流动性风险的管理，包括或有流动性需求的范围和复杂度。或有流动性需求主要来自需要额外流动性支持的衍生品或机构经纪业务，以及公司在潜在压力情景下的流动性需求，比如其非受限流动性资产是否能够满足质押物/保证金追加的需求。

流动性覆盖率主要考察证券公司覆盖预期的短期现金流出需求的能力。监管对于流动性覆盖率的最低要求为 100%，预警标准为 120%。截至 2020 年末，证券公司监管口径流动性覆盖率中位数为 264%，显著高于监管的最低要求。

图36

证券行业流动性覆盖情况良好

截至2020年末主要证券公司监管口径流动性覆盖率分布



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。

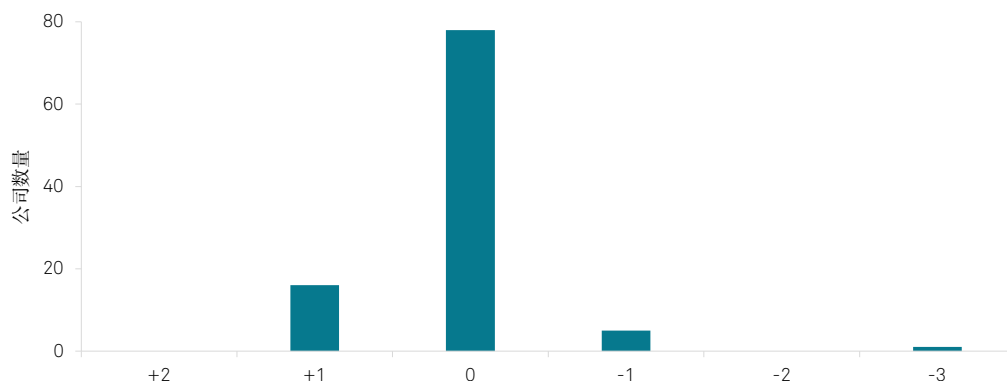
虽然国内证券行业依赖批发资金，但其融资与流动性状况总体良好，主要原因如下：

- 证券公司的资产具有良好的流动性；
- 证券行业的杠杆率低；
- 证券公司可以从中国证券金融股份有限公司获得稳定融资来支持其融资融券业务；
- 实力雄厚的证券公司还可以获得稳定的银行授信。

图37

我们预计大多数证券公司的流动性将保持充足

100家主要证券公司潜在融资与流动性子级调整分布



注 1：图中所示的子级调整是个体信用状况评估的一部分，是在证券公司“bbb-”评级基准基础上进行的子级调整。

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潜在主体信用质量分布的初步观点。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：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

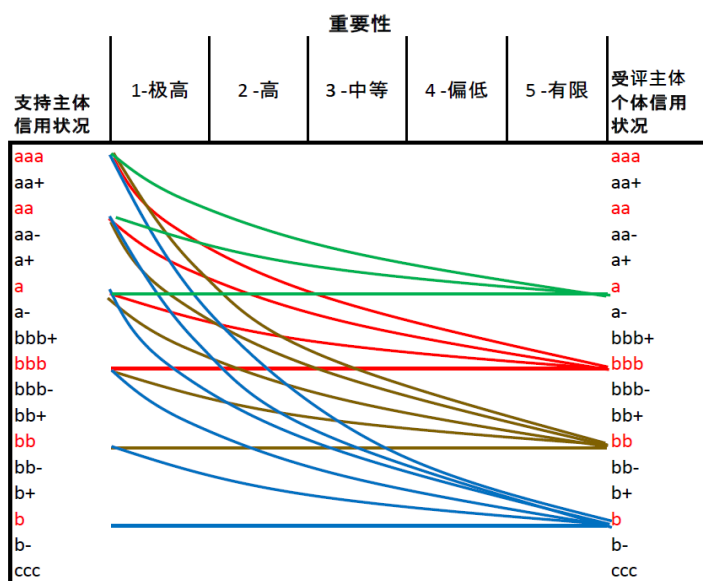
外部支持

我们在评估证券公司信用质量时通常会考虑危机时候政府或集团支持的可能性。我们将证券公司政府对政府或集团的重要性等级分为五档，我们分析证券公司外部支持所用的分析框架与分析银行及其它金融机构的框架一样。

图38

我们通常会考虑政府或集团支持的可能性

外部支持评估框架图示



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。

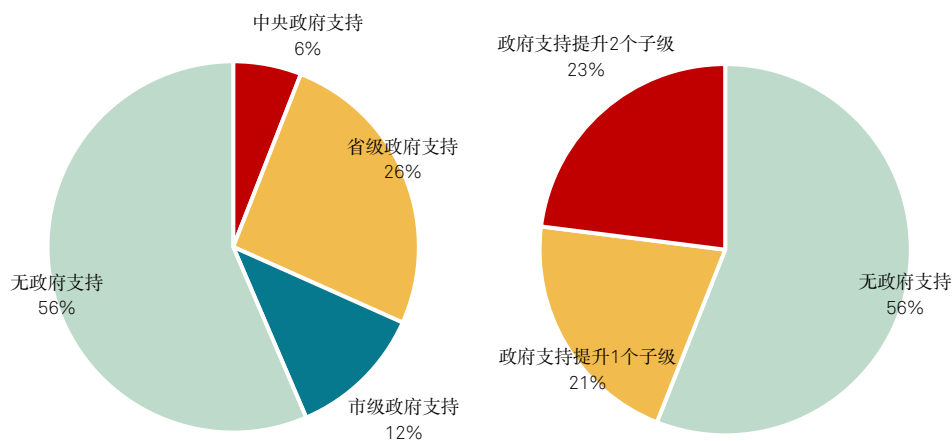
我们认为证券公司是市场化经营程度最高的金融机构类型之一。过去的几十年中，被接管、清算或破产的证券公司的数量远高于破产倒闭的商业银行数量。与银行相比，我们认为证券公司的风险传染性较低，系统性风险更小。一般情况下，证券公司在资本市场的借款有限，彼此之间的拆借亦有限。另外，现行的监管框架要求客户资金与证券公司自有资金严格分离，进一步降低了证券公司破产的负面社会影响。此外，证券公司数量众多且竞争激烈，券商之间的可替代性强。因此，一般而言，我们并不认为一家证券公司对政府具有“1/极高”的重要性。

过去的几十年里，多家券商在历史上出现过流动性困难、严重违规等问题。对于困难证券公司，政府采取的举措不尽相同，有的券商得到了政府救助，有的被解散，有的由监管机构接管，有的则被同业合并。考虑到国内金融脱媒的大趋势和资本市场的不断深化，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。在历史上也确实出现过政府救助困难证券公司的情况。因此，我们在评估证券公司时也会考虑政府支持，但政府对其的支持力度与银行相比相对较小。我们对 200 家银行进行了测试，我们认为其中约有 80%可能得到政府支持；而在我们测试的 100 家证券公司中，我们认为其中约有 44%可能得到政府支持。我们认为，由于领先的国有全国性证券公司对金融稳定的重要性，其在危机时候得到中央政府支持是有可能的；区域性国有证券公司因与当地政府的密切关系，也可能得到地方政府的支持。

图39

我们认为国有证券公司有可能得到政府支持

100家主要证券公司潜在政府支持评估结果构成



注：本报告中所呈现的潜在信用质量评估构成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：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表11

我们对证券公司对政府重要性等级的初步观点

政府等级	初步观点
中央政府	我们认为领先的全国性证券公司有可能得到中央政府的特殊支持。一般情况下，我们并不认为证券公司对中央政府有“1/极高”的重要性。但考虑到国内的金融脱媒趋势和资本市场的不断深化，以及领先的证券公司在资本市场发展中扮演的战略性角色，我们通常认为具有龙头地位的国有证券公司对中央政府的重要性为“2/高”。
省市级政府	很多证券公司都是全国性经营。由于国内券商众多，任何区域性证券公司破产造成的金融服务空白很快就会被其他证券公司填补，因此不会对相关地区的资本市场金融服务水平产生严重负面影响。因此，我们通常并不认为区域性证券公司对所属地方政府有“1/极高”的重要性。但如果证券公司在所有权和管理层任命方面与地方政府有明显的关系，我们可能会认为其对所属地区政府的重要性等级为“2/高”、“3/中等”或“4/偏低”。 我们确定区域性证券公司对地方政府重要性等级时考虑的其它因素包括：所属地区区域性证券公司的数量、相关证券公司的业务状况、证券公司为当地经济做出的贡献、地方政府救助区域性证券公司的历史案例、该地区是否将自身定位为金融中心等。比如，上海是中国的金融中心，我们可能认为该市的国有头部证券公司对上海市政府的重要性等级为“2/高”。相比之下，若涉及城市并非金融中心，区域性证券公司对其重要性等级可能为“3/中等”或者更低。

注：以上是我们进行分析的一般性起点，如果个别机构有特殊情况，评估结果也可能不同于以上表格中的一般情况。

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12

证券公司对不同类型政府重要性等级的初步评估

证券公司对政府的重要性等级	
1/极高	一般来说，我们认为国有大型商业银行对中央政府的重要性等级为“1/极高”，而证券公司破产对国内金融和社会稳定的影响相对更小。考虑到国内有数量众多的全国性证券公司，一家证券公司破产通常不会对资本市场金融服务水平造成重大负面影响。因此，我们通常在对政府重要性方面不会对证券公司给出“1/极高”的等级。
2/高	我们认为，领先的国有证券公司由于在维护资本市场稳定方面发挥重要作用，其对中央政府的重要性等级为“2/高”。对于上海和北京等重要金融中心，我们认为这些地区领先的国有证券公司在支持这些地区作为金融中心的地位方面发挥了重要作用，对相关地区政府的重要性等级可能为“2/高”。
3/中等	我们认为，区域性国有证券公司由于与所在地区政府的密切关系，对所在区域/当地政府的重要性等级通常为“3/中等”或“4/偏低”。我们认为部分地方政府可能愿意直接或间接控制一家证券公司，如果一个地区只有一家国有区域性证券公司，该券券商得到地方政府支持的可能性更高。
4/偏低	
5/有限	中小型民营证券公司破产对资本市场的影响非常有限，因此我们一般不会考虑政府支持。

注：以上是我们进行分析的一般性起点，如果个别机构有特殊情况，评估结果也可能不同于以上表格中的一般情况。

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。

我们测试的证券公司中约 22%有可能在需要时得到集团支持。我们评估证券公司集团支持的方法与我们评估银行和其它金融机构的方法一样。我们在评估证券公司对母公司重要性时主要考虑如下因素：

- 子公司对集团是否具有战略重要性，子公司与集团核心业务的相关性；
- 从集团内部支持或风险隔离角度来看，监管对集团和子公司关系的要求；
- 在合同或章程上是否要求集团支持子公司；
- 子公司在证券行业的规模和地位；
- 子公司对集团的中长期盈利贡献率；
- 子公司的股权结构；
- 集团与子公司之间是否存在名称关联和标识共享；
- 集团一体化运营的程度，子公司更像是集团的部门/分公司，还是以更独立的方式运营；
- 集团对子公司的管理控制和公司治理。

表13

证券公司对母公司重要性等级的评估

证券公司对母公司的重要性等级	
1/极高	集团对子公司控股，所属集团与子公司名称关联，管理上关系紧密。所属集团通常为金融集团，旗下的证券业务具有很高的战略重要性，对集团的资产、收入和利润的贡献大。
2/高	集团对子公司控股，所属集团与子公司名称关联，管理上关系紧密。所属集团通常为金融集团，旗下的证券业务具有较高的战略重要性。
3/中等	集团对子公司控股，所属集团与子公司在管理上关系紧密，所属集团通常为工商企业类集团，该证券业务符合集团的整体业务发展战略，但可能并非集团的核心业务。
4/偏低	集团可能是证券公司的最大股东，但并不控股，双方在管理上有一定的关系，该证券公司有获得集团支持的可能性。

5/有限 证券公司获得集团支持的可能性很低，或与所属集团的关系存在高度不确定性。

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。

证券公司的混合资本工具

证券公司的混合债券与银行相比往往有不同的条款。证券公司可以发行次级债券（在资产负债表上通常作为负债科目）和永续次级债券（在资产负债表上通常作为权益科目）。下表是我们评估证券公司混合资本工具的理论性示例。

表14

证券公司混合资本债券评级示例

可能的主体/债项评级		原因/注释
个体信用状况（SACP）	A _{spc}	示例
政府支持	+2 子级	示例
主体信用等级（ICR）	AA _{spc-}	SACP+政府支持
高级无抵押债券	AA _{spc-}	由于是高级债券，等同于主体信用等级
次级债券		
子级调整起点	ICR (AA _{spc-})	如果我们认为证券公司的次级债券可能获得政府支持，我们会以其主体信用等级作为子级调整起点。 如果我们认为该债券不会获得政府支持，则会以其个体信用状况作为子级调整起点。
标准调整	-1 子级	从主体信用等级下调 1 个子级以反映次级条款。
额外调整	无	我们认为该证券公司有充足的资本，而且标准调整已充分反映了该债券的信用质量，因此无额外调整。
债项信用等级	A _{spc+}	从主体信用等级下调 1 个子级以反映次级条款。如果我们认为该债券不会获得政府支持，其债项信用等级将为 A _{spc-} 。
永续次级债券		
子级调整起点	SACP (A _{spc})	我们一般以个体信用状况作为永续次级债的起点，因为我们认为证券公司的永续债含有较高的资本属性，可能不会获得政府支持。
标准调整	-2 子级	从个体信用状况下调 2 个子级，以反映以下条款：1) 次级条款，2) 票息延付/取消条款。
额外调整	无	我们认为证券公司有充足的资本，而且标准调整已充分反映了该债券的信用质量，因此无额外调整。
债项信用等级	BBB _{spc+}	从个体信用状况下调 2 个子级，以反映以下因素：1) 次级条款，2) 票息延付/取消条款，3) 永续债含有较高的资本属性，获得政府支持的可能性低。

注：子级调整示例基于当前市场已发行债券的条款。若任何债券有不同的条款，即便与本示例中债券的名称相同，子级调整结果通常也将不同。

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

阅读须知

本报告中的分析是根据标普信评的方法论进行。标普信评的方法论和分析方式仅适用于中国，并有别于标普全球评级所采用的方法论和分析方式。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用了公开信息，并且是根据标普信评的金融机构评级方法论，以及我们对于国内证券行业以及各个机构的了解进行的。在此次分析中，我们将我们的方法论对于公开信息进行分析，进而得到了关于证券行业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点都只是以公开信息为基础，未有与任何机构进行任何互动式评级活动。但是，如果我们已与特定机构在评级活动中发生互动，我们通过评级工作从特定机构那里获得的信息和观点也可能被纳入本次分析结果中。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或其债券的最终评级结果的表示。本报告中表达的观点是我们通过分析对潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

在此次案头分析过程中，我们对涉及的每家机构进行了分析，在本报告中按照机构的类型以组合层面呈现了我们的分析结果。我们根据我们方法论中最相关的指标，在本报告中的各个章节中呈现整个市场以及市场中不同类型的机构的数据和表现。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们与作为分析对象的大部分机构并未进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑机构获得母公司及集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

本报告不构成评级行动。

附录：相关评级方法论及研究

- [标普信用评级（中国）— 金融机构评级方法论](#)
- [评论：解读标普信用评级（中国）金融机构评级方法论](#)
- [评论：解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架](#)
- [标普信用评级（中国）— 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素](#)
- [评论：解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论](#)
- [政府支持是金融稳定的有力保障，但并不等同于政府隐性担保 | 如何评估中资金融机构的政府支持](#)
- [国内金融机构资本补充工具信用评级答疑](#)

©版权所有 2022 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。