

2024 年证券公司行业信用展望

惠誉博华认为，2024 年证券公司行业信用展望为“稳定”，预计行业盈利存在压力，但料不会对整体信用质量产生重大影响。2023 年资本市场疲软不仅使得证券公司盈利出现波动，也一定程度促使监管层面出台一系列政策平衡一二级市场，促进两市长期健康发展。2023 年证监会出台的政策措施涉及业务领域较广，涵盖经纪佣金、信用业务、股权融资等多个范畴，虽然领域不同但大多政策围绕投资端改革，降低交易投资成本，以促成活跃市场、平衡一二级目标。市场的平衡稳定有助于证券公司长期健康发展，但部分机构在适应新的监管政策之初，业务或受到重新定位的短期影响。此外《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》于 2023 年第四季度发布，并向社会公开征求意见，此次内容修订一方面根据市场发展完善细化了资本及流动性指标，另一方面也突出了分类监管的核心。预计部分监管评分长期较好的机构未来将迎来进一步的资本释放及发展空间。

近年来证券行业竞争加剧，2023 年 10 月的中央金融工作会议提出培育一流投资银行和投资机构，证监会亦支持证券公司通过并购重组做优做强。在这一背景下，预计未来行业内或出现更多的并购案例，特别是部分业务结构单一、盈利薄弱的机构面临被收购整合的可能性。

惠誉博华

相关报告

惠誉博华金融租赁公司 2024 年度展望

惠誉博华商租公司 2024 年度展望

分析师

李运桥

+86 10 5663 3821

yunqiao.li@fitchbohua.com

王逸夫

+86 10 5663 3820

leon.wang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

+86 10 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

证券公司信用展望总览

惠誉博华认为，2024 年证券公司行业信用展望为“稳定”。2023 年资本市场表现以及一系列政策出台对行业收入及盈利产生一定影响，并料将部分持续至 2024 年。此外近年来行业内的竞争加剧预计在新的一年不会发生大幅度扭转。因此部分机构在 2024 年或将继续面临被动业务调整，进而对盈利增长产生压力。但另一方面，目前证券公司整体依然保持了较为充足的资本，盈利的压力预计对资本水平将产生影响，但作用有限。此外，在监管机构鼓励行业通过并购重组做优做强的背景下，部分盈利欠佳、缺乏特色业务的中小机构未来或面临被重组整合；而大型头部机构预计将在本轮政策调整后继续保持行业优势。

2024 年证券公司信用状况展望			
展望	承压	稳定	乐观
证券公司			

2024 年证券公司信用子因素展望			
展望	承压	稳定	乐观
资产质量			
收益和盈利能力			
资本水平			
流动性水平			

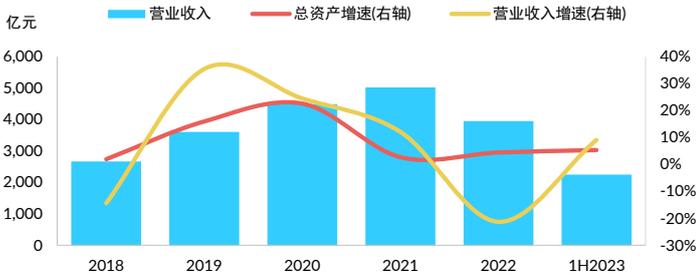
市场变化下多个板块受到影响，投资业务为 2023 年收入做出最大贡献

2023 年证券公司营业收入在 2022 年的低基数效应下出现一定改善，但较 2019 年至 2021 年高速发展时期水平存在较大的差距。2023 年上半年，证券公司实现营业收入 2,245 亿元，同比增长 9%（对比 2019-2021 年同比增长 35%、24%、12%），总资产较年初增长 5%（对比 2019-2021 年同比增长 16%、23%、3%）。增速放缓主要由于宏观经济环境的变化、行业内竞争加剧造成。

2023 年证券行业迎来了一些列的政策变化，改革的中心聚焦于支持大型金融机构做优做强，并统筹一二级市场平衡。10 月的中央金融工作会议提出培育一流投资银行和投资机构，证监会也表示支持证券公司通过并购重组做优做强使得行业面临新一轮整合浪潮。在这一背景下，华创证券母公司 2023 年 12 月发布公告，董事会通过关于华创证券控股太平洋证券的议案；此外证监会核准国联证券股东国联集团成为民生证券主要股东；浙商证券亦公告拟受让国都证券股份。证券公司通过合并整合有利于更好面对近年来行业内不断加剧的竞争压力，例如华创证券与太平洋证券的联合料将提高在西南地区的业务覆盖和资源整合能力，并形成区域竞争优势。与此前拓展多层次多元化融资渠道方面的改革有所不同，证监会于 2023 年提出统筹一二级市场平衡，改革方向由融资端向投资端倾斜。在这一背景下监管层面出台多项举措，平衡一级市场规模，降低二级市场投资交易成本促进活力。惠誉博华认为，这一系列举措对于中国证券市场长期健康稳定发展有着积

极作用，但同时政策发布之初部分机构也将不可避免地遭遇业务方面的短期波动。未来预计随着政策效应充分释放，证券公司也将迎来利润修复及更广阔的发展空间，但短期波动或将持续一段时间。

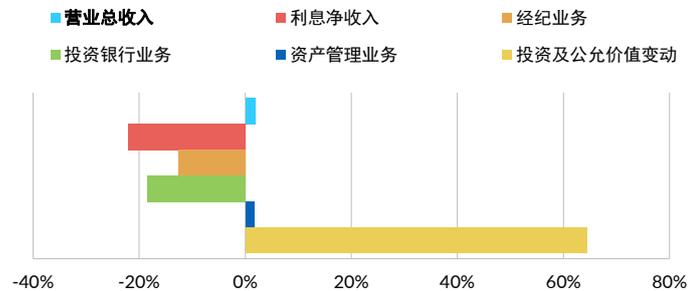
证券行业收入及资产增速



数据来源：中国证券业协会，Wind，惠誉博华整理

截至 2023 年末，证券行业协会尚未公布 2023 年前三季度证券公司经营情况数据，惠誉博华选取了 41 家上市证券公司进行观察。样本证券公司前三季度合并营业收入同比增长 2%，但增长动力主要来自投资及公允价值变动，而其他主营业务（例如经纪、利息、投资银行）皆出现较大幅度收缩。资产管理业务收入相比之下更具稳定性，同比增长约 2%。整体而言，若去除投资及公允价值变动影响，证券公司 2023 年收入增长面临较大压力。惠誉博华预计 2023 年中国证券行业或将实现较低个位数的营业收入增长。

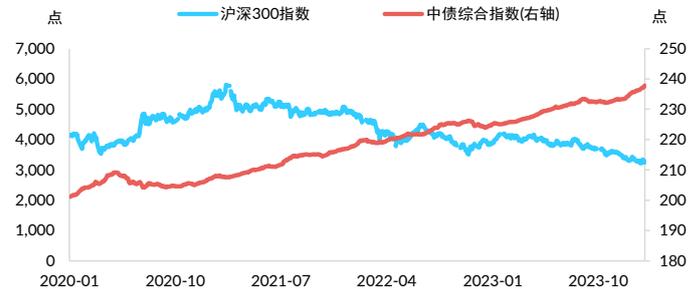
2023年前三季度样本证券公司合并收入同比变动



数据来源：公司披露报告，Wind，惠誉博华整理

2023 年 A 股股市表现与预期存在差距，深沪 300 指数出现波动下跌，股市表现欠佳也影响了证券公司多项业务收入。但另一方面，债市表现较股权市场更加理想，中债综合指数 2023 年末较年初上升约 5%。这一现象也体现在证券公司在其他业务增速承压的同时，依然能够实现超过 60% 的投资及公允价值变动增长。样本内证券公司虽然各自开展自营投资的规模不尽相同，但债券投资的比重皆高于股权投资，债券市场的良好表现是其投资业务收入增长的主要动力。

深沪300及中债指数



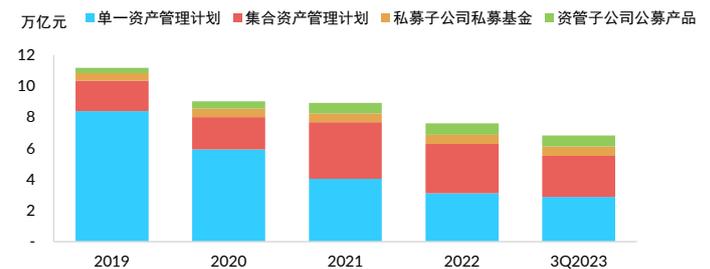
数据来源：Wind，惠誉博华

虽然资产管理业务收入同比微增，但证券公司在管资产规模近年来处于持续下滑。规模收缩除了受到来自公募基金的竞争挤压之外，在宏观经济增速换挡之际，居民风险偏好更加侧重存款一类的更稳健投资方式，也使得整个财富管理行业的规模增长出现放缓。但居民投资风险偏好的波动具有双向性，未来将随着预期改善持续恢复，发展资产管理业务对证券公司具有长期意义。

监管机构亦于 2022 年 4 月发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，允许同一主体在参股一家基金、控股一家基金的同时，申请一块公募牌照。在这一背景下多家证券公司近年来积极布局公募资管，招商证券全资子公司招商资管及兴业证券子公司兴证资管分别于 2023 年 7 月及 11 月获发公募牌照，另外仍有多家证券公司资管子公司的申请仍在等待监管批复。

惠誉博华认为，发展资产管理业务有助于证券公司提升收入多元化程度，并提高客户粘性和获客能力，在当前居民证券资产配置比例相对较低的环境下，未来仍存在较大发展空间。但另一方面，公募基金管理机构数量较多，对证券公司公募资管业务竞争压力较大，获得牌照的证券公司及资管子公司仍需思考如何打造其特有的竞争优势。

证券公司资产管理业务规模



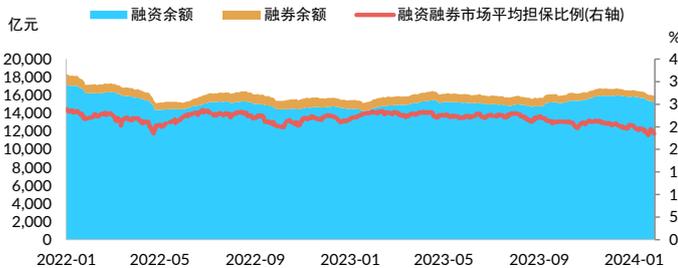
注：统计范围不涵盖公募基金，公募产品统计不包含高华证券
数据来源：基金业协会，Wind，惠誉博华

“两融”业务受政策影响规模走势分化，资产质量 2024 年料将保持平稳

证券公司的“两融”业务余额在 2023 年前三季度中保持大体平稳，第四季度在融资业务的带动下出现一定的抬升。2023 年 8 月证监会发布通知，对《融资融券交易实施细则》进行修订，并将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100% 降低至 80%，受此影响第四季度融资余额出现提升。该举措为活跃资本市场一揽子政策安排之一，意在更好发挥两融业务功能，降低市场交易成

本。惠誉博华认为，融资保证金的下调有助于活跃投资者交易，考虑到市场平均担保比例仍大体保持在超过 250%的良好水平，对证券公司的资产质量能够做出较好的保障。

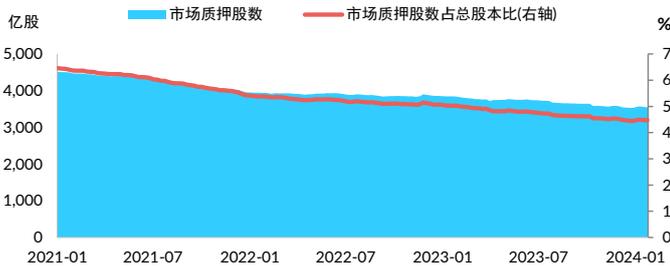
两融市场余额



数据来源：Wind，惠誉博华

在此之后的 2023 年 10 月，证监会加强对融券业务监管，将融券保证金比例由不得低于 50%上调至 80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至 100%；之后 2024 年 1 月再次宣布全面暂停限售股出借。2024 年 1 月末市场融券余额较 2023 年最高值下降超过 30%。股票质押业务 2023 年则继续延续往年收缩趋势，年末市场质押股数较年初下降约 8%。

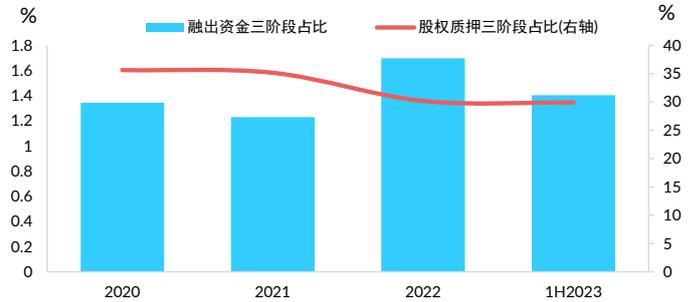
质押股票股数及比例



数据来源：Wind，惠誉博华整理

通过对样本证券公司的数据进行观察，截至 2023 年上半年末样本机构两融业务资产质量出现好转，融出资金第三阶段占比由 2022 年末的 1.7%下降至 1.4%。股权质押业务资产质量则维持平稳，2023 年上半年末第三阶段资产占比维持年初大约 30%的水平。虽然样本证券公司股权质押业务资产质量处于近三年较好水平，但机构之间仍存在较大分化。部分样本机构的股票质押资产此前已出现风险暴露，并对融资客户展开诉讼，另一部分机构则资产质量持续转好并保持在良好水平。整体而言，在当前宏观经济增速换挡的背景下，相当比例的样本证券公司选择了放缓新增业务的策略，部分机构甚至暂停股权质押业务，反映了行业整体风险偏好收缩的倾向。

样本证券公司信用业务资产质量



数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

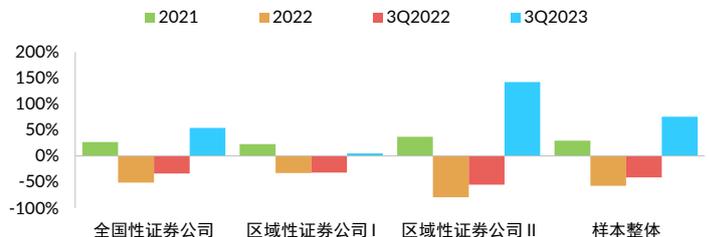
展望 2024 年，惠誉博华认为，证券公司资产质量仍将保持稳定。虽然融资最低保障金有所下调，但在实践中证券公司将结合个体客户不同征信及履约情况，确定实际融资保证金比例，两融业务的资产质量预计将保持稳定。股权质押业务在整体规模收缩，监管层面严控上市公司控股股东高比例质押的背景下，预计资产质量也将维持平稳，但不排除个别市场信用主体在资金承压的环境下产生风险暴露，并影响相关证券公司。

2023 年盈利在低基数效应下改善，政策调整及市场波动或将持续影响 2024 年利润

2023 年资本市场表现较预期出现差距，证券公司多个业务板块收入皆受到较大冲击，但在 2022 年低基数效应以及 2023 年投资收入反弹的作用下，样本证券公司前三季度净利润依然取得约 4.6% 的平均同比增速。

惠誉博华将样本证券公司划分为 3 个类别，其中包括业务遍及全国的机构以及区域经营特征较为明显的机构。在区域经营特征较为明显的证券公司中，业务集中于东南沿海发达地区或一线城市的机构将在下文中标识为“区域性证券公司 I”，而其他区域经营证券公司将使用“区域性证券公司 II”予以划分。“区域性证券公司 II”部分的样本机构 2023 年前三季度净利润增速明显高于其他组别，主要受到来自于 2022 年同期低于平均的利润基数所致，而“全国性证券公司”亦取得较好的利润增长，主要由于其投资业务拉动所致。

样本证券公司净利润增速



数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

2023 年 8 月证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》的通知，阶段性收紧 IPO 节奏，并引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。该通知有利于改善一二级市场平衡，但对部分证券公司的投资银行业务也将产生影响。2023 年 A 股市场首发募集资金及首发企业个数均出现

自 2018 年以来首次下滑，并造成了样本证券公司投资银行业务板块 2023 年收入阶段性收缩。

A股市场IPO统计



数据来源: Wind, 惠誉博华整理

证监会在 2023 年 7 月开始对公募基金费率进行改革，制定了《公募基金行业费率改革工作方案》，其中要求主动股票型、偏股混合型基金产品的管理费、托管费率统一调降至 1.2%、0.2%。在 2023 年 12 月启动第二阶段降费改革，并公布《关于加强公募基金证券投资基金证券交易管理的规定》（下称《规定》），调降公募基金交易佣金费率、降低交易佣金分配比例上限。其中要求被动股票型基金交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，且不得通过交易佣金支付研究服务等其他费用；其他类型基金通过交易佣金支付研究服务费用的，股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍。

基金管理费率以及交易佣金的下降预计将会阶段性的影响部分证券公司旗下公募基金收入及自身经纪业务板块收入，但惠誉博华认为这一些列举措有利于降低市场交易成本，促进基金管理行业更好地为投资者实现财富管理功能，并有助于改善市场信心、提振交易量，对证券公司长期业务发展有利。此外《规定》中要求将权益类基金的佣金分配比例上限由 30%调降至 15%，使得佣金分配更加平均，预计将对部分中小型证券公司产生积极的影响。从样本机构收入分布上观察，区域性证券公司较全国性证券公司而言在投资银行、资产管理、及投资领域相对薄弱，收入来源更加依靠利息及经纪业务。公募基金行业费率改革有利于为部分规模相对较小的区域性证券公司提供更多的发展机会。

样本机构2023前三季度业务收入占比



注: 内环为全国性证券公司, 中间环为区域性证券公司 I, 外环为区域性证券公司 II
数据来源: 公司披露报告, Wind, 惠誉博华整理

样本证券公司税前利润/平均净资产



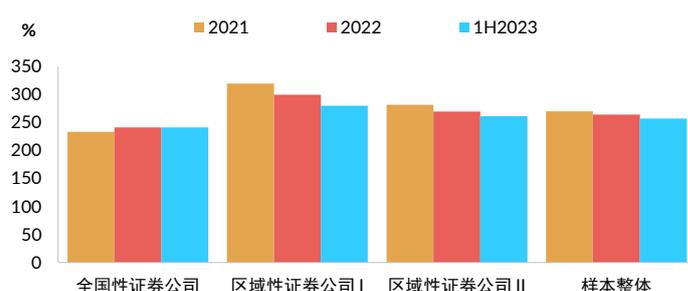
数据来源: 公司年报, Wind, 惠誉博华整理

在投资业务的恢复带动下，样本证券公司整体 2023 年第三季度利润指标出现好转，全年盈利情况或较 2022 年小幅改善。展望 2024 年惠誉博华认为证券行业盈利或将承压，盈利水平或在 2023 年水平上出现小幅下滑。2023 年资本市场的波动或将部分延续至 2024 年，行业内部的激烈竞争将会持续，此外监管对佣金费率的改革以及 IPO 阶段性收紧，或将对证券公司经纪及投行业务收入也将造成一定影响。但预计 2024 年下半年随着市场信心的提升，上述影响将会逐步收敛。值得注意的是近年来证券行业向头部机构集中的趋势明显，预计该趋势预计在 2024 年将会持续，因此在整个行业面临盈利承压的同时，部分中小机构面临的业务收缩以及利润下滑的压力将更大。另外监管趋严的趋势预计在 2024 年不会发生改变，此前对内控合规以及从业人员执业能力投入不足的机构预计将面临更高的展业成本。

大型优质机构将迎来资本释放，行业资本水平保持平稳

样本上市证券公司 2023 年二季度末较 2022 年末资本水平出现一定程度下滑，平均风险覆盖率由 2022 年末的 264.2%降至 2023 年二季度末的 257.0%。其中“全国性证券公司”由于在高资本消耗的业务上投入较多，其资本水平长期以来低于区域性证券公司，但部分头部机构在较强的盈利能力及外源补充帮助下依然在 2023 年上半年实现了资本水平的提升。样本证券公司平均资本水平下滑主要与近年来多数机构盈利疲软，资本内生能力下降有关。此外在证监会强调统筹一二级市场平衡，并倡导证券公司走资本节约型发展新路的背景下，部分证券公司的再融资步伐也出现放缓，一些此前公布了配股计划的证券公司，2023 年下半年发出公告配股方案失效或终止。

样本证券公司风险覆盖率



数据来源: 公司年报, Wind, 惠誉博华整理

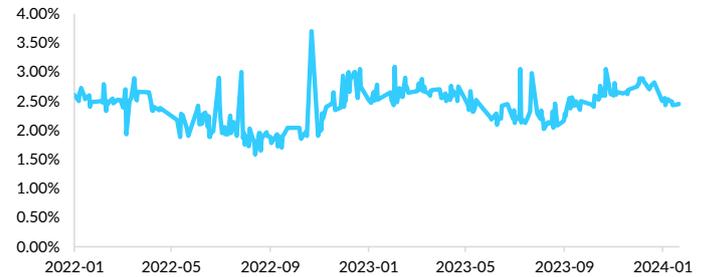
2023 年 11 月证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》（以下称“修订稿”）并向社会公开征求意见。相较 2020 年发布的现行版本，修订稿侧重于结合市场发展鼓励证券公司开展长期价值投资，并强化分类监管为优质证券公司拓宽资本空间（修订内容对比参见“附录”）。具体而言，修订稿将此前计算风险资本准备时，特定风险准备下资管业务投资标准化资产的权重由 0.3% 降至 0.1%。此外近年来区域性股权市场不断发展，目前已有多家区域性股权市场运营机构在证监会备案，此次修订稿中也顺应这一行业变化新添加了为区域性股权市场提供服务的风险资本准备计算标准。对于分类监管方面，修订稿将此前连续三年 A 类 AA 级以上评分证券公司分类调整系数由之前的 0.5 下降至 0.4；连续三年 A 类评分的调整系数由 0.7 调整至 0.6。根据此前公布的监管评分观察，多个头部证券公司普遍历史上连续多年获得了 A 类及以上的评分结果。由于此部分机构业务上普遍在信用及投资交易等资本消耗较高的领域投入较多，此次分类监管的调整有助于为优质头部机构释放资本，进一步拓宽发展空间。

惠誉博华认为，近年来证券公司资本内生能力减弱以及外部环境调整原因导致资本水平有所下滑，但整体资本基础仍然较为稳固。2024 年盈利虽然存在承压的可能，但预计不会对资本水平造成较大影响。2023 年 10 月的中央金融工作会议提出培育一流投资银行和投资机构，支持大型金融机构做优做强，预计将进一步分化大型证券公司和中小型机构的业务发展及资本管理道路。大型机构将继续在信用、做市交易、投资等传统资本密集领域保持优势及投入，而中小机构将会更加注重资本节约。与此同时，监管机构对风险控制指标的改革也将为头部机构减轻资本补充压力，部分大型证券公司向财富管理这一轻资本消耗业务倾斜也有助于减少资本消耗。整体而言，惠誉博华预计证券公司 2024 年资本水平将保持大体稳定。

监管指标迎来细化，证券公司流动性水平出现边际下降

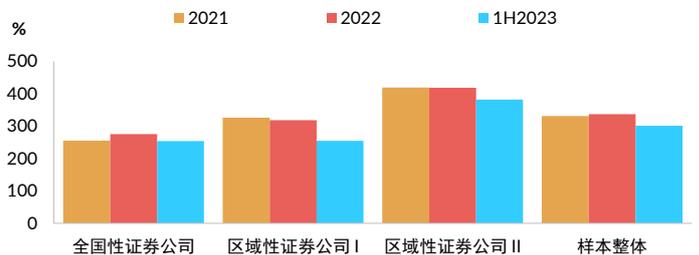
2023 年市场流动性较 2022 年出现温和收缩，证券公司融资成本也出现抬升，短期融资债券加权平均发行利率由 2022 年的 2.27% 提升至 2023 年的 2.53%。从样本证券公司角度观察，不同类型的证券公司流动性水平皆出现不同程度的下降，2023 年上半年末样本机构平均流动性覆盖率由年初 336.9% 下降至 300.8%，处于近年较低水平，但仍远高于 120% 的监管预警值。

证券公司短期融资券发行利率



数据来源：Wind，惠誉博华

样本证券公司流动性覆盖率



数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

2023 年 11 月证监会发布的《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》中亦对部分流动性指标进行调整，完善计算标准（修订内容对比参见“附录”）。其中在流动性覆盖率及净稳定资金率计算中，将中证 500 成分股纳入折算范畴，折算比例与上海 180、深圳 100、深沪 300 等指数成分股一致。此外对于净稳定资金率，修订稿在计算所需稳定资金时将其他资产按照到期时间增加了不同的折现率，修订后的指标更加合理完善，体现了监管细化的思路。

惠誉博华认为，随着 2024 年经济活动将继续延续恢复态势，政策层面预计将会持续呵护市场流动性保持在合理充裕水平。证券公司 2024 年流动性指标预计将会较 2023 年保持平稳，但低于 2022 及 2021 年的高位水平。

附录

《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》部分指标主要变化对比		
	2023年修订稿	2020年版本
风险资本准备	市场风险资本准备	市场风险资本准备
	权益类基金 - 股指期货、权益互换及卖出期权计算标准：30%	权益类基金 - 股指期货、权益互换及卖出期权计算标准：20%
	特定风险资本准备	特定风险资本准备
	证券公司资产管理业务 - 投资标准化资产计算标准：0.1%	证券公司资产管理业务 - 投资标准化资产计算标准：0.3%
	为区域性股权市场提供服务计算标准：1%	无此项
	资产支持证券管理业务 - 因公募REITs 产品发行需要，担任相关资产支持证券管理人的，相关产品存续规模无需计算特定风险资本准备	无此项
	分类调整后的各项风险资本准备合计	分类调整后的各项风险资本准备合计
各类证券公司风险资本准备根据分类评价结果进行调整，系数为： 连续三年A类AA级以上（含）为0.4 连续三年A类为0.6 A类为0.8 B类为0.9 C类为1 D类为2	各类证券公司风险资本准备根据分类评价结果进行调整，系数为： 连续三年A类AA级以上（含）为0.5 连续三年A类为0.7 A类为0.8 B类为0.9 C类为1 D类为2	
连续三年A类AA级以上（含）的“白名单”证券公司，经中国证监会认可后，可以试点采取内部模型法等风险计量高级方法计算风险资本准备	无此项	
表内外资产总额	分类调整后的表内外资产总额	分类调整后的表内外资产总额
	证券公司表内外资产总额根据分类评价结果进行调整，系数为： 连续三年A类AA级以上（含）为0.7 连续三年A类为0.9 其余为1	无此项
流动性覆盖率	优质流动性资产	优质流动性资产
	上海180指数、深圳100指数、沪深300指数、中证500指数成份股及宽基指数类ETF折算率：40%	上海180指数、深圳100指数、沪深300指数成份股及宽基指数类ETF折算率：40%
	未来30日现金流出	未来30日现金流出
	自营业务及长期投资资金流出 - 大宗商品衍生品折算率：8%	自营业务及长期投资资金流出 - 大宗商品衍生品折算率：12%
净稳定资金率	所需稳定资金	所需稳定资金
	股票 - 上海180指数、深圳100指数、沪深300指数、中证500指数成份股折算率：30%	股票 - 上海180指数、深圳100指数、沪深300指数成份股折算率：30%
	其他所有资产 - 到期日在6个月以内资产折算率：50% 到期日在6个月以上、1年以内资产折算率：75% 到期日在1年以上资产折算率：100%	其他所有资产统一折算率：100%

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。