

证券行业 2023 年信用风险展望

业务转型平流缓进 整体信用水平将保持稳定

目录

宏观环境	2
监管政策	3
行业规模与竞争格局	5
盈利能力	7
资本充足性及流动性	11
债券融资	13
信用质量	14

分析师

李 喆 010-67413319
金融部 金融组组长
lizhe@dagongcredit.com

李欣蕊 010-67413542
金融部 分析师
lixinrui@dagongcredit.com

赵子媛 010-67413401
金融部 分析师
zhaoziyuan@dagongcredit.com

马时伊 010-67413344
金融部 分析师
mashiyyi@dagongcredit.com

客户服务

电话: 010-67413300
客服: 4008-84-4008
Email: research@dagongcredit.com

2022 年 12 月 30 日

2022 年, 监管制度的持续完善为证券行业规范有序发展提供保障; 头部证券公司竞争优势持续, 资本对信用风险的抵御能力保持较高水平, 流动性风险整体可控, 发债主体整体信用水平较高; 但证券公司营业收入和净利润有所回落。预计 2023 年, 证券公司主营业务发展仍将面临一定挑战, 但随着我国证券行业监管体制进一步完善, 证券公司资本补充趋势延续, 业务转型持续推进, 行业整体信用水平将保持稳定。

- **宏观环境:** 2022 年, 疫情等因素对经济运行造成较大冲击; 预计 2023 年, 扰动股票市场的因素仍存, 债券市场违约风险将继续暴露, 证券公司多项主营业务发展面临一定挑战。
- **监管政策:** 2022 年, 资本市场改革进一步深化; 预计 2023 年, 监管机构将以贯彻落实有关健全资本市场功能、提高直接融资比重的要求为主线, 并引导证券公司继续增强服务实体经济的能力, 同时证券公司投行等业务合规风险仍然突出。
- **行业规模和竞争格局:** 2022 年, 头部证券公司竞争优势持续; 预计 2023 年, 证券公司数量总体将保持稳定, 头部机构竞争优势将进一步增强, 证券公司股权受让方仍将以国资背景的国有资本运营公司、金融控股公司为主。
- **盈利能力:** 2022 年, 证券公司营业收入和净利润有所回落; 预计 2023 年, 证券市场行情波动将继续影响证券公司业绩表现, 财富管理转型、提升主动管理能力的进程将进一步延续。
- **资本充足性及流动性:** 2022 年, 证券公司资本对信用风险的抵御能力保持较高水平; 预计 2023 年, 证券公司资本补充趋势将延续, 流动性风险整体可控。
- **债券融资:** 2022 年, 证券公司债规模及频率均有所下降; 预计 2023 年, 在发行流程简化、直接融资比重提高的背景下, 应资本补充需求, 证券公司发行债券规模有望进一步增长。
- **信用质量:** 2022 年, 证券公司发债主体整体信用水平较高; 预计 2023 年, 证券公司整体信用水平保持稳定。



宏观环境

2022年，疫情等因素对经济运行造成较大冲击。预计2023年，扰动股票市场的因素仍存，债券市场违约风险将继续暴露，证券公司多项主营业务发展面临一定挑战。

2022年，疫情等因素对经济运行带来一定扰动，市场需求、信心和预期持续偏弱，经济运行受到较大冲击。随着疫情防控措施优化、稳增长政策力度加大，经济运行自三季度以来呈恢复态势。受政策引导、经济承压和融资需求疲软等因素影响，短期货币市场利率持续下行，中长期贷款利率降低，市场流动性保持宽松。

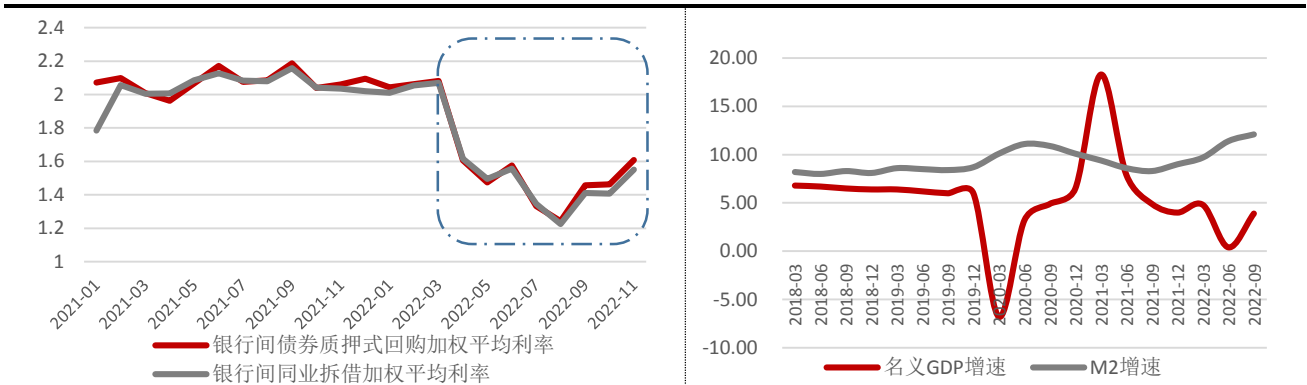


图1 货币市场利率情况、M2及GDP增速（单位：%）

数据来源：Wind，大公国际整理

2022年，证券市场受外部环境等因素影响出现明显波动。从股票市场看，市场交易方面，上市公司盈利能力削弱，市场信心不足，股票市场行情波动下行，市场交易量有所收缩，一定程度上限制了证券公司经纪业务、信用业务规模的增长，同时加剧了自营业务的挑战，权益类投资风险上升；上市融资方面，市场主体融资需求疲软，年内市场总体IPO数量有所减少，且随着监管机构对上市公司质量提出更高要求，IPO撤否率继续走高，2022年1~11月共有53家公司IPO未通过审核，同比增加21家。

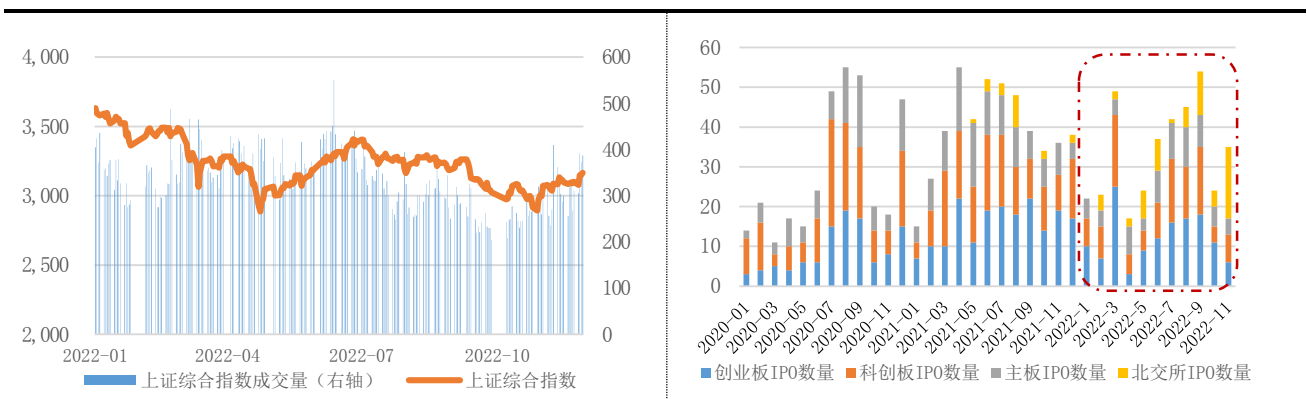


图2 证券市场情况（单位：点、亿股、家）

数据来源：Wind，大公国际整理



债券市场方面，2022年，我国债券发行规模保持稳定，发行利率稳中有降。2022年1~10月，我国新发债券规模累计57.15万亿元，同比增长13.86%；新发债券44,105只，同比增长0.91%。债券市场违约常态化特征更加明显，且高级别主体违约规模有所增加，证券公司债券自营业务信用风险持续加大。

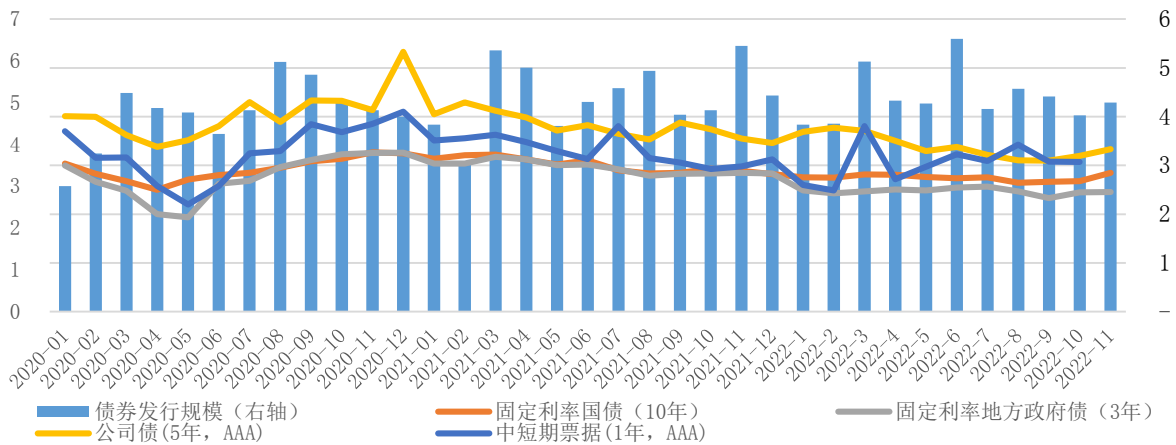


图3 债券发行规模及主要债券发行利率（单位：万亿元、%）

数据来源：Wind，大公国际整理

预计2023年，扰动股票市场的因素仍存，证券公司证券经纪业务、信用交易业务、自营业务和投行业务因与市场走势关系密切将继续面临一定挑战；同时，考虑到房地产及中小微企业经营仍存在一定不确定性，叠加地方财政收支压力增加等因素，债券市场违约将继续暴露，证券公司固定收益投资业务将继续面临信用风险的挑战。另一方面，随着提高直接融资比重政策目标的提出，我国债券市场有望继续扩容，并带动证券公司债券承销业务发展。

监管政策

2022年，资本市场改革进一步深化，多项文件的出台有助于我国多层次资本市场结构的完善；预计2023年，监管机构将以贯彻落实有关健全资本市场功能、提高直接融资比重的要求为主线，并引导证券公司继续增强服务实体经济的能力，同时证券公司投行等业务合规风险仍然突出。

2022年，资本市场改革不断推进，围绕注册制发行制度改革、规范证券公司及其从业人员行为等方面的多项政策措施相继出台，多层次资本市场的构建与发展继续走向深入。

注册制改革上，股票市场方面，证监会1月出台《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》等多项文件，规范注册制下证券公司上市保荐业务，提高保荐机构工作质量；为帮助上市公司适应注册制改革和常态化退市，证监会4月发布《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》，进一步细化了上市公司退市流程和相关监管要求，从“入口”和“出口”两个角度为股票发行注册制提供保障。债券市场方面，深交所4月发布《公司债券发行上市审核规则》等四项规则，引导债券发行向规范化、市场化发展；证监会11月就《关于深化公司

债券注册制改革的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《指导意见》）公开征求意见，拟强化以偿债能力为重点的信息披露要求，强化“受理即纳入监管”要求，并强调对公司债券从审核注册到存续期管理进行全链条监管。

规范证券公司及其从业人员行为上，制度建设方面，证监会1月发布《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》，明确提出对于虽不构成信息披露造假，但招股说明书存在内容表述不清、逻辑混乱、相互矛盾、同一事实表述不一致且有实质性差异、严重影响投资者理解等情形的，依法采取监管措施或者纪律处分。5月，证监会发布《保荐人尽职调查工作准则》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》，再次强调保荐机构要坚持归位尽责，不断提高执业质量。执法处罚方面，2022年以来，证监会针对投行业务共计公布41条行政监管措施，涉及13家证券公司，47位保荐人及有关负责人，主要因未勤勉尽责、核查不充分、内部控制不完善等问题被采取出具警示函、责令改正等措施。2022年11月，华金证券由于投资银行类业务内部控制不完善、廉洁从业风险防控机制不完善被证监会采取责令改正，以及暂停保荐和公司债券承销业务3个月的行政监管措施。监管机构对证券公司投行业务的严监管，有助于证券公司提升保荐、承销等专业能力，完善内控体系，规范内核流程。

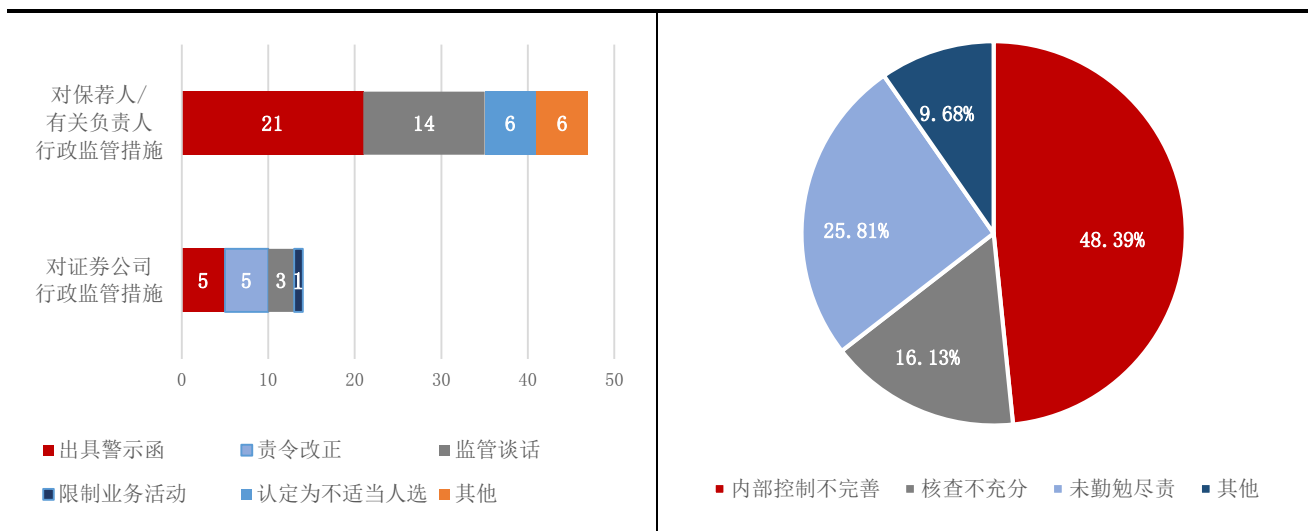


图4 2022年证监会针对投行业务采取监管措施的情况（单位：件）

数据来源：中国证监会，大公国际整理

此外，自2022年开始，证券公司分类评价结果不再由证监会公开披露，改为各地证监局“一对一”通知各家证券公司，避免了分类评价结果的商业化运用，有利于行业内公平竞争。同时，证监会对“白名单”¹进行持续动态调整，2022年以来，证监会6次调整“白名单”，最新一次披露的证券公司“白名单”共包括30家证券公司。

¹ 按照“分类监管、放管结合”的思路，证监会对公司治理、合规风控有效的证券公司实行“白名单”制度，对纳入“白名单”的证券公司取消部分监管意见书要求，同时对确有必要保留的监管意见书，简化工作流程，从事前把关转为事中事后从严监督检查。

预计 2023 年，监管机构将以贯彻落实党的二十大有关健全资本市场功能、提高直接融资比重的要求为主线，引导证券公司等金融机构增强服务实体经济的能力。另一方面，资本市场注册制改革将在完善配套制度体系等方面继续发力，同时监管导向也将聚焦中介机构主体责任，重视证券公司合规稳健运行。在此背景下，证券公司投行等业务合规风险仍然突出。

行业规模与竞争格局

2022 年，证券行业资产规模增速继续下降，头部证券公司竞争优势持续，金融科技继续赋能证券公司业务发展。预计 2023 年，证券公司数量总体将保持稳定，头部机构竞争优势将进一步增强，证券公司股权受让方仍将以国资背景的国有资本运营公司、金融控股公司为主。

2022 年以来，证券行业资产规模保持扩大，但由于资产规模前值较高且行业进入平稳发展阶段，资产规模增速继续下降。截至 2022 年 9 月末，我国境内 140 家证券公司总资产为 10.88 万亿元，较 2021 年末增长 2.74%，增速下降 3.47 个百分点；客户交易结算资金余额 1.74 万亿元，较 2021 年末下降 8.42%。

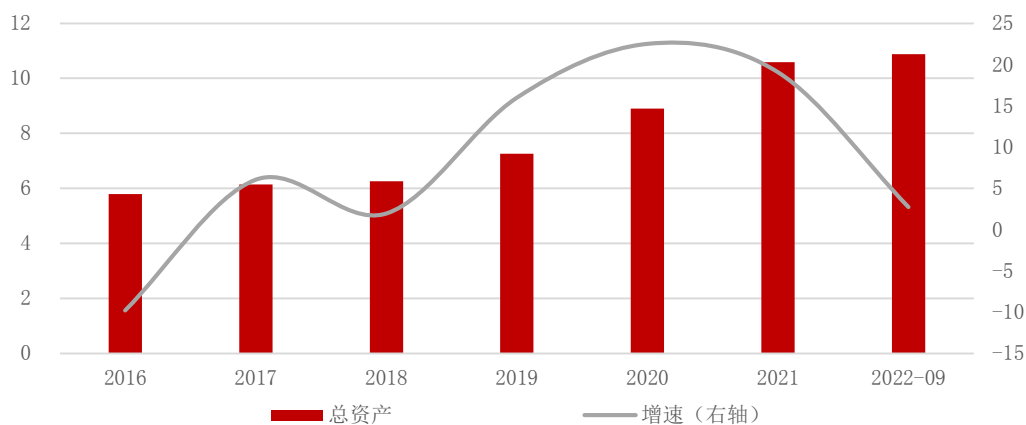


图5 2016~2021 年末及 2022 年 9 月末证券公司总资产情况 (单位: 万亿元、%)

数据来源: 中国证券业协会, 大公国际整理

我国证券公司传统业务的同质化程度较高，行业内竞争激烈。头部证券公司凭借其自身客户基础、品牌价值、服务能力等资源在各项业务特别是投行业务方面具有较为明显的综合竞争优势。截至 2021 年末，前十大证券公司的总资产²占全行业的 52.58%，行业集中度较高；前十大证券公司股票承销额占比和债券承销额³占比分别为 72.03%和 64.40%，同比分别上升 2.27 个百分点和 3.44 个百分点，证券公司承销额集中度进一步上升，且头部机构市场竞争优势显著。

² 截至 2021 年末，总资产排名前十位的证券公司分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、招商证券、申万宏源、银河证券、海通证券、广发证券、中金公司和中信建投。

³ 截至 2021 年末，股票承销额排名前十位的证券公司分别为中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安、海通证券、招商证券、东方证券、申万宏源和国信证券；债券承销额排名前十位的证券公司分别为中信证券、中信建投、国泰君安、中金公司、华泰证券、海通证券、招商证券、平安证券、光大证券和申万宏源。

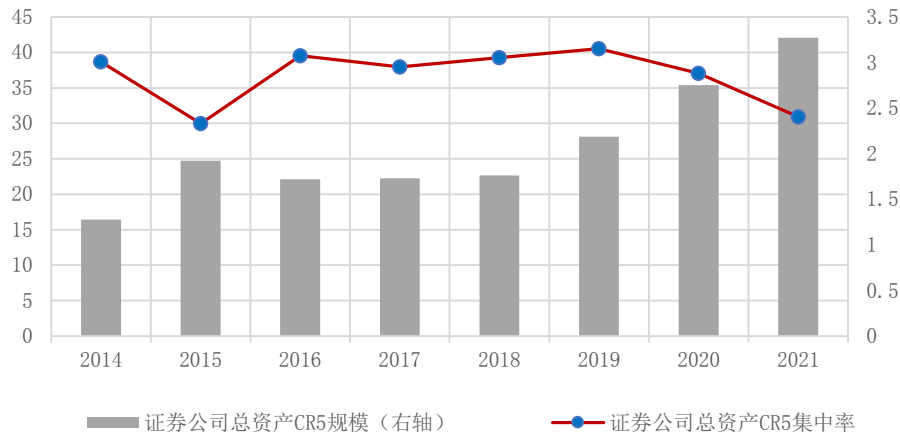


图6 2014~2021年末前五大证券公司集中度情况 (单位: 万亿元、%)

数据来源: Wind, 大公国际整理

我国证券行业对信息技术的投入规模及投入力度均呈稳步增长趋势。2021年, 证券行业信息技术投入达338.20亿元, 同比增长28.70%, 占2020年营业收入比重为7.69%⁴, 但证券公司投入规模分化较为严重, 2021年华泰证券信息技术投入达23.38亿元, 中金公司、中信证券和国泰君安的信息技术投入规模均超过15.00亿元, 位居前四, 但也有12家证券公司信息技术投入不足5,000.00万元。同时, 头部证券公司凭借其强大的资金实力加速推进数字化转型, 且相关投入力度仍在增加, 但部分中小型证券公司在信息技术投入规模与大型证券公司存在一定差距, 数字化转型的价值难以体现, 金融科技与业务资源的整合与协同有待进一步完善。

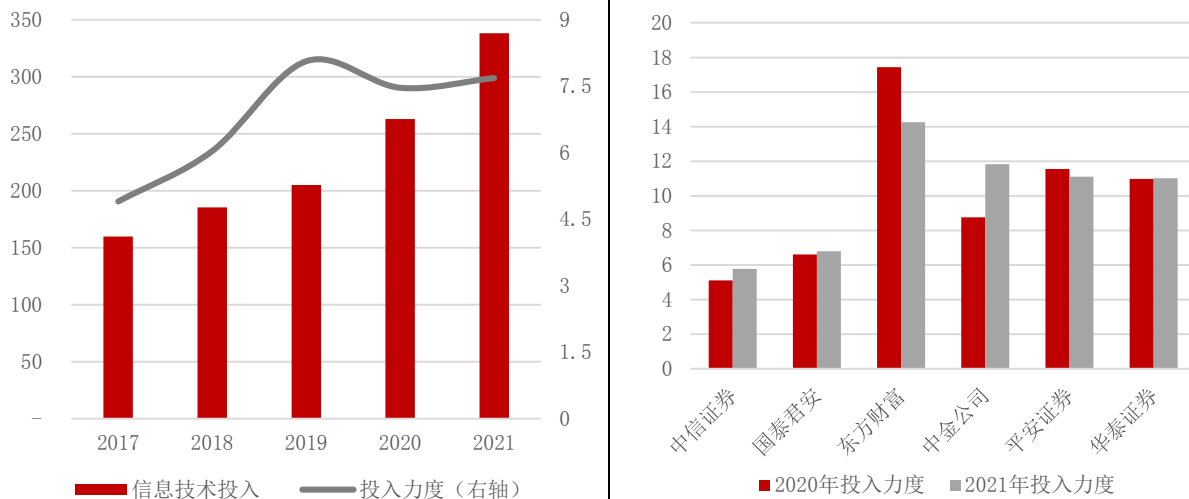


图7 2017~2021年证券行业信息技术投入和2020~2021年部分证券公司投入力度情况 (单位: 亿元、%)

注: 投入力度=本年度信息技术投入/上年度专项合并口径营业收入; 2017~2018年中国证券业协会未公布信息技术投入力度排名情况

数据来源: 中国证券业协会, 大公国际整理

⁴ 根据中国证券业协会披露的2021年证券公司经营业绩指标, 信息技术投入占营业收入的比例=本年度信息技术投入/上年度专项合并口径营业收入。



2022 年，证券公司数量总体保持稳定，同时行业兼并整合进度缓慢。2022 年 6 月，华创证券竞得太平洋证券 10.92% 股权，但此后暂无更新进展。股权转让方面，天风证券控股股东变为湖北宏泰集团有限公司，实际控制人变为湖北省财政厅；华融证券主要股东变为国新资本有限公司，实际控制人变为中国国新控股有限责任公司，并更名为国新证券；第一创业证券、东北证券和九州证券的股权转让事项仍在进程中，受让方分别是北京国有资本运营管理有限公司、长春市城市发展投资控股（集团）有限公司和武汉开发投资有限公司等。相关股权转让均呈现国有资本控制力增强的特点。

预计 2023 年，证券公司总资产集中度和承销额集中度仍将处于较高水平，头部证券公司竞争优势将进一步增强。同时，金融科技的赋能将继续推动证券公司业务向线上化、自动化、智能化转型，并有望通过优化质量管理和风险管理的手段有望提升证券公司风控能力。部分依托数字化信息技术资源成为具备互联网优势的证券公司，其信息技术的边际投入成本将递减，长期来看将降低运营成本。竞争格局方面，证券公司数量不会出现大的变化，但股权转让的可能仍然存在，且受让方仍将以国资背景的国有资本运营公司、金融控股公司为主。

盈利能力

2022 年，受证券市场行情波动影响，证券公司营业收入和净利润有所回落，自营业务成为影响证券公司业绩表现的重要因素；预计 2023 年，证券市场行情波动将继续影响证券公司业绩表现，以经纪业务和自营业务为主的业务结构和收入结构保持稳定，财富管理转型、提升主动管理能力的进程将进一步延续。

2022 年，受市场行情波动及活跃度降温影响，我国证券公司营业收入及净利润水平有所回落，自营业务是影响证券公司业绩表现的重要因素。截至 2022 年 6 月末，境内 115 家证券公司实现盈利，行业占比为 82.14%，同比下降 7.79 个百分点。2022 年 1~9 月，境内证券公司实现营业收入 3,042.42 亿元，同比下降 16.95%；实现净利润 1,167.63 亿元，同比下降 18.90%。

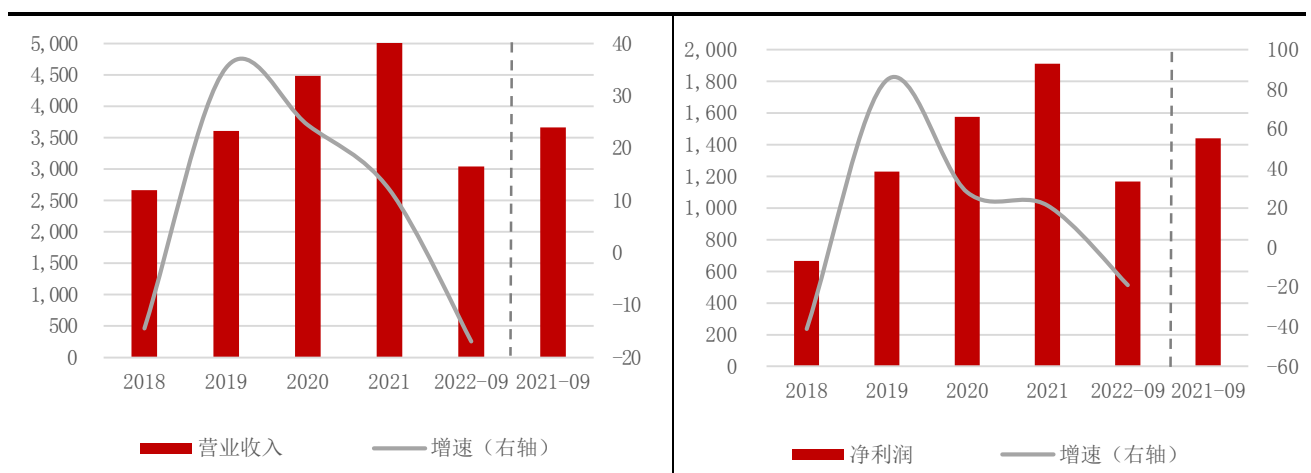


图 8 2018~2021 年及 2022 年 1~9 月证券行业营业收入和净利润情况 (单位: 亿元、%)

数据来源: 中国证券业协会, 大公国际整理

我国证券公司业务结构总体保持稳定，经纪业务、自营业务和投行业务仍是主要业务类型。

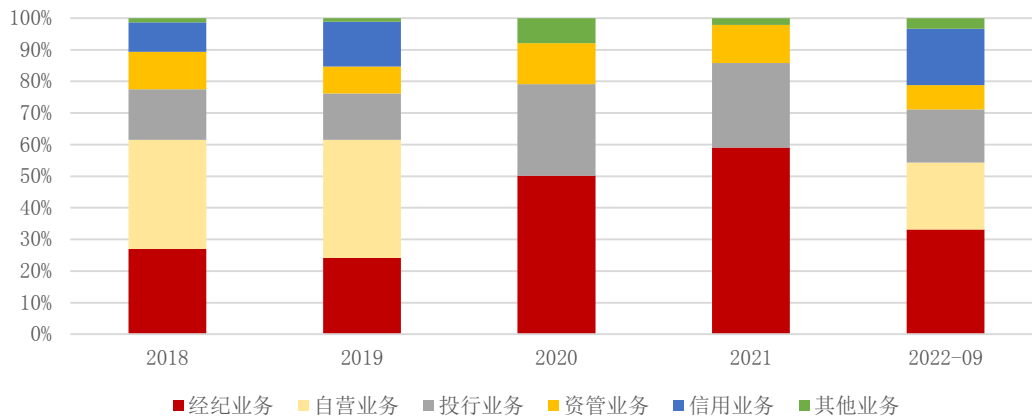


图9 2018~2021年及2022年1~9月证券公司业务结构占比情况 (单位: %)

注：2018~2019年、2021年及2022年1~9月，参与统计的证券公司家数分别为131家、133家、140家和140家，2020年未公布参与统计的证券公司数量；2020~2021年，证券公司各主要业务板块收入情况统计口径有所调整，中国证券业协会未公布证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入数据，2020年其他业务中包含代理销售金融产品净收入134.38亿元，2021年其他业务中包含投资咨询业务净收入54.57亿元，2022年1~9月，其他业务中包含财务顾问业务净收入31.37亿元、投资咨询业务净收入28.18亿元

数据来源：中国证券业协会，大公国际整理

近年来，证券公司佣金率持续面临下行压力，而居民财富管理需求增长和公募基金投顾业务试点资格的扩容为经纪业务向财富管理转型创造了机遇。2021年，证券公司实现代销金融产品收入206.90亿元，同比增长53.96%，增速依然较快，并推动经纪业务收入结构有所优化。但2022年以来，股票市场成交量收缩，公募基金新发数量减少，导致证券公司经纪业务收入增长承压。2022年1~9月，证券公司代理买卖证券业务实现收入877.11亿元，同比下降12.36%。

2022年以来，A股市场行情震荡下行，证券公司自营业务收入大幅下滑甚至亏损，成为拖累业绩增长的重要因素。2022年1~9月，证券公司实现自营收入560.48亿元，同比下降47.32%。资本实力、投研实力、风险管理能力越强的证券公司，越有能力应对资本市场波动，自营业务收入对证券公司业绩分化的作用愈发明显。

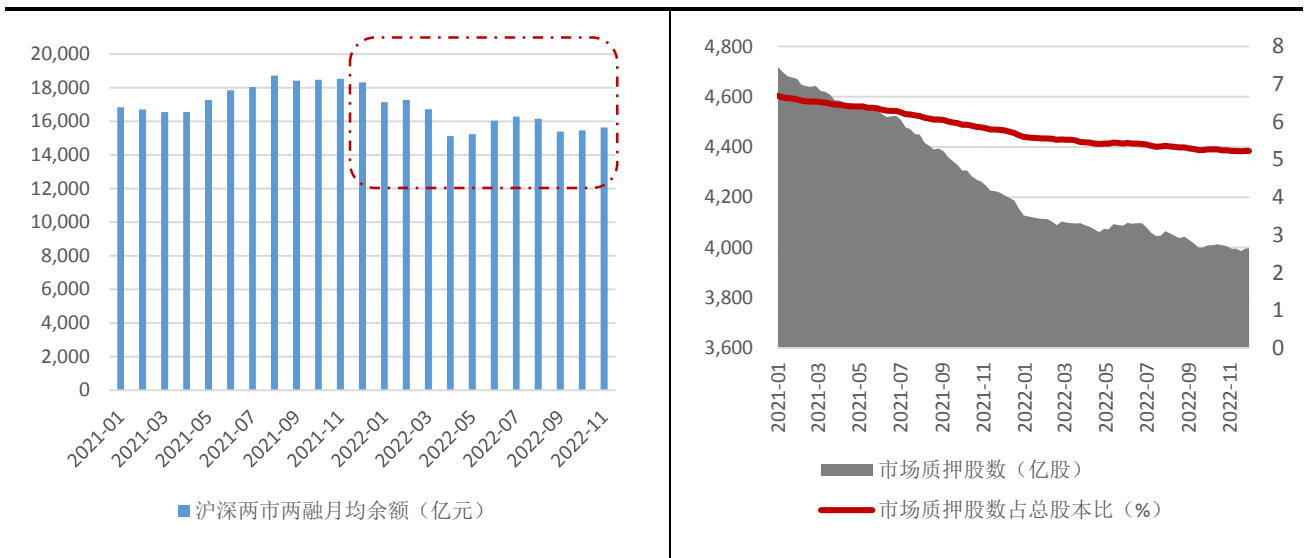


图 10 2021 年以来沪深两市两融月均余额和股票质押规模情况 (单位: 亿元、亿股、%)

数据来源: Wind, 大公国际整理

信用业务方面, 2022 年以来, 沪深两市融资融券、股票质押规模收缩, 证券公司信用业务收入有所减少。2022 年 1~9 月, 证券公司信用业务收入 473.35 亿元, 同比下降 2.01%。另一方面, 随着对处置存量风险项目工作的推进, 股票质押业务造成的资产减值损失对证券公司盈利的影响逐步减弱。

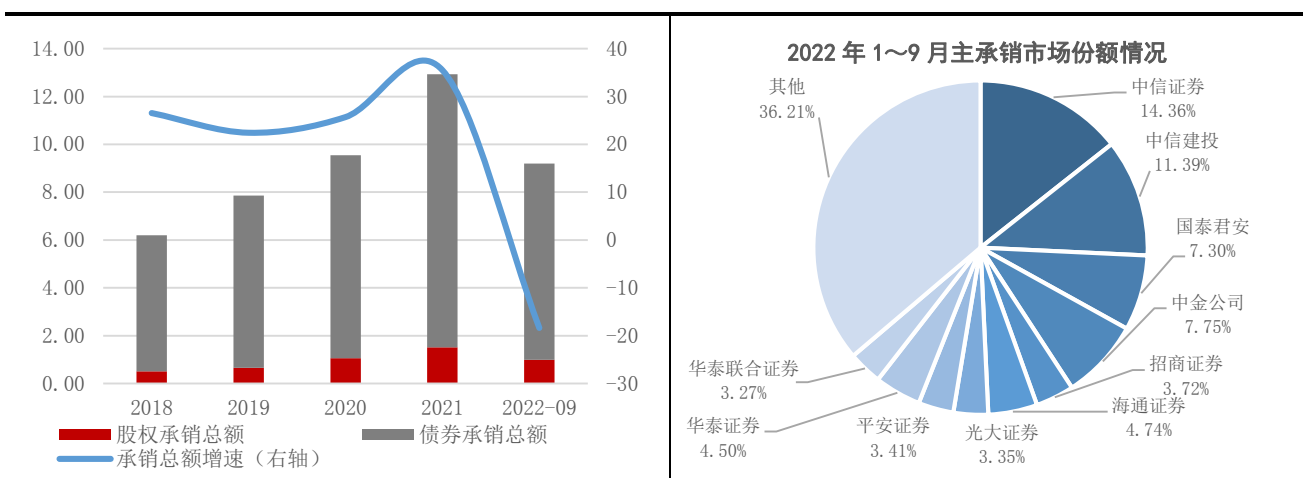


图 11 2018~2021 年及 2022 年 1~9 月证券公司投行业务承销及市场份额情况 (万亿元、%)

数据来源: Wind, 大公国际整理

证券公司投行业务收入规模保持稳定, 2022 年 1~9 月, 证券公司证券承销与保荐业务实现收入 446.03 亿元, 同比增长 7.22%。2022 年 1~9 月, 证券公司承销总额 9.20 万亿元, 同比下降 18.38%; 股票承销总额和债券承销总额分别为 0.99 万亿元和 8.21 万亿元, 同比分别下降 16.89%和 18.53%。2021 年以来, 注册制改革对证券公司投行业务执业质量和上市公司质量提出更高要求, 中介机构责任不断压实。市场份额方面, 承销总额排名前十的证券公司市场份额合计占比超过 60.00%, 市场集中度较高, 头部证券公司拥有绝对竞争优势。

表1 2020年以来证券公司公募基金业务布局情况（单位：亿元）

设立资管子公司			
证券公司简称	资管子公司简称	注册资本	核准时间/成立时间
安信证券	安信资管	10.00	2020/1/16
德邦证券	德邦资管	10.00	2020/3/13
甬兴证券	甬证资管	2.00	2020/4/2
天风证券	天风资管	10.00	2020/8/24
山西证券	山证资管	5.00	2021/11/9
国金证券	国金资管	3.00	2022/7/7
申万宏源	申万宏源资管	25.00	2022/11/3
万联证券	万联资管	5.00	2022/11/11
设立基金子公司			
证券公司简称	基金子公司简称	注册资本	核准时间/成立时间
东兴证券	东兴基金	2.00	2020/3/17
华西证券	华西基金	1.00	2021/11/11
申请公募基金牌照			
公司简称	事项进展	时间	
华金基金	申请公募基金管理业务资格	2020.8	
国泰君安	国泰君安资管公募证券投资基金管理业务获证监会核准	2021.1	
中金公司	拟申请公募基金管理业务资格	2021.3	
国联证券	拟申请公募基金管理业务资格	2021.6	
开源证券	申请公募基金管理业务资格	2022.7	
提高对基金子公司的持股比例/对基金子公司增资			
公司简称	事项进展	时间	
东方财富证券	对全资子公司东财基金增资 2.00 亿元，东财基金注册资本增至 4.00 亿元	2020.9	
	对全资子公司东财基金增资 4.00 亿元，东财基金注册资本增至 8.00 亿元	2021.7	
国泰君安	将华安基金持股比例从 20.00%提升至 28.00%	2021.3	
	将华安基金持股比例从 28.00%提升至 43.00%	2021.10	
	将华安基金持股比例从 43.00%提升至 51.00%，成为华安基金控股股东	2022.10	
中信建投	将中信建投基金持股比例从 55.00%提升至 75.00%	2021.4	

资料来源：公开资料，大公国际整理

资管业务方面，随着《资管新规》过渡期结束，降低通道业务规模、提高主动管理能力、探索公募化发展道路、完善产品体系等方式成为证券公司资管业务新的发展方向。同时，“一参一控一牌”政策正式落地，为证券公司资管业务公募化布局带来利好，多家证券公司通过设立基金子公司、申请公募基金牌照、提高对基金子公司的持股比例等方式谋求公募基金管理业务资格，加快公募化转型成为证券公司资管业务发展的新路径。截至 2022 年 6 月末，证券公司及其子公司私募资管计划规模 7.68 万亿元，同比下降 7.80%。受此影响，2022 年 1~9 月，证券公司资管业务实现收入 201.95 亿元，同比下降 8.05%。截至 2022 年 10 月末，取得公募基金管理资格的证券公司及其资产管理子公司共 12 家。

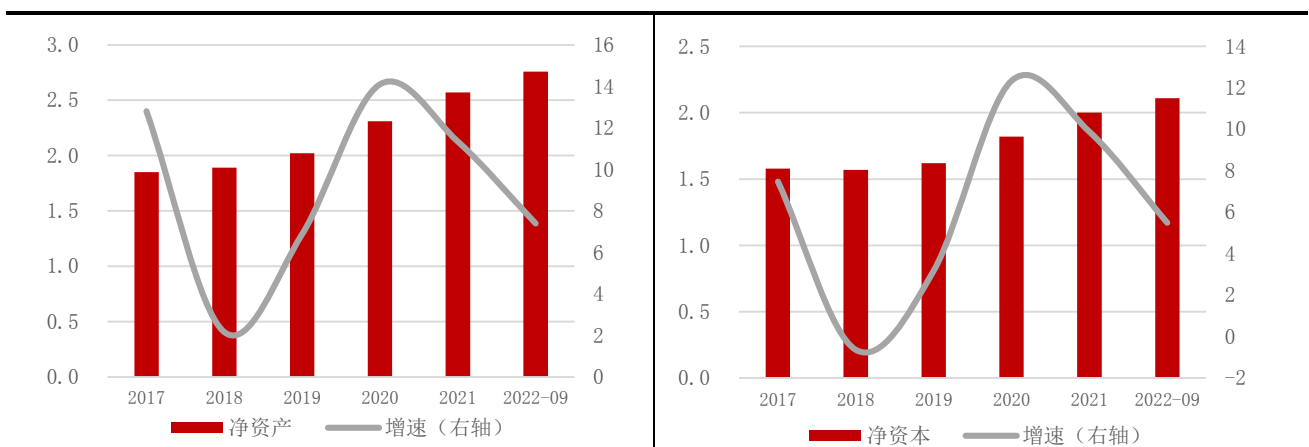


预计 2023 年，证券市场行情波动将继续影响证券公司业绩表现，但全面注册制的持续推进以及多层次资本市场架构的逐步完善将给证券公司业务拓展带来机遇，以经纪业务和自营业务为主的业务结构和收入结构保持稳定。其中，证券公司经纪业务向财富管理转型的进程将继续推进，但受制于市场行情震荡，经纪业务收入水平或将存在小幅波动。A 股市场行情震荡或将持续，固定收益类业务仍将面临信用风险挑战，行业内自营业务表现的分化现象将持续存在。融资融券业务仍是信用业务拓展的重点发力方向，但收入水平或存在小幅波动；股票质押业务规模或将有所回升，存量风险对证券行业整体业绩的影响将继续减弱。在证券公司投行业务尽责归位的政策导向下，投行业务更强调高质量发展，同时提高直接融资比重的政策要求为证券公司扩大股权和债券承销业务规模带来机遇，投行业务收入或将保持增长。证券公司资管公募化将继续推进，主动管理能力强、业务布局完善的证券公司将更具竞争优势，行业内头部效应将逐渐突出，但客观上也为部分证券公司打造差异化竞争优势提供新路径。

资本充足性及流动性

2022 年，证券公司资本实力整体增强，财务杠杆倍数保持较低水平，资本对信用风险的抵御能力保持较高水平。预计 2023 年，随着业务重心逐步向重资本业务倾斜，证券公司资本补充趋势将延续，流动性风险整体可控。

2022 年以来，证券公司资本实力进一步增强，证券行业净资产和净资本规模均有所增加。根据中国证券业协会公布的证券公司 2021 年业绩排名情况，截至 2021 年末，证券公司净资本规模最大值、最小值均有所上升，中位值略有下降。截至 2022 年 9 月末，我国证券行业净资产合计 2.76 万亿元，较 2021 年末增长 7.39%；净资本 2.11 万亿元，较 2021 年末增长 5.50%，资本实力整体有所增强，信用风险缓释能力提高。



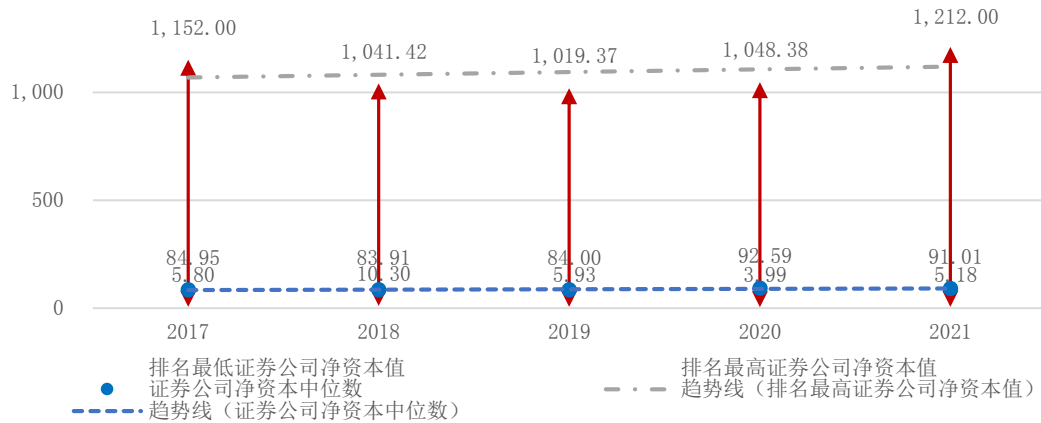


图 12 2017~2021 年末及 2022 年 9 月末证券行业净资产和净资本情况 (单位: 亿元、%)

数据来源: 中国证券业协会, Wind, 大公国际整理

随着市场同质化竞争加剧,传统业务展业空间受到挤压,重资本业务的开拓对证券公司资本实力提出更高要求。证券公司扩大信用交易、自营投资和 IPO 跟投等业务规模均需要重资本注入,资本实力成为证券公司构建核心竞争力及差异化竞争优势、增强风险管理能力的关键,证券公司资本补充需求仍较为迫切。2022 年以来,已有 6 家证券公司以定向增发、配股的方式合计补充资本 654.92 亿元,另有 4 家证券公司公布增发预案、配股预案,计划募集金额 495.00 亿元。资本补充方式方面,由于配股募资可以在不增加公司负债和不改变股权结构的情况下募集资金,证券公司主要股东有较强认购意愿,因此配股成为证券公司再融资的主要渠道。募集资金用途方面,发展资本中介和自营投资等重资本业务仍是证券公司募资的重点投向,其原因在于在佣金率不断下行、市场竞争加剧的背景下,主要依靠通道佣金的传统业务发展面临瓶颈,资本中介、自营投资等重资本业务逐渐成为收入增长的驱动力。此外,2022 年以来,多家证券公司加快了 IPO 进程,截至 2022 年 11 月末,东莞证券、信达证券和首创证券已通过证监会发审委的审核,开源证券、华宝证券和财信证券已完成 IPO 材料申报。

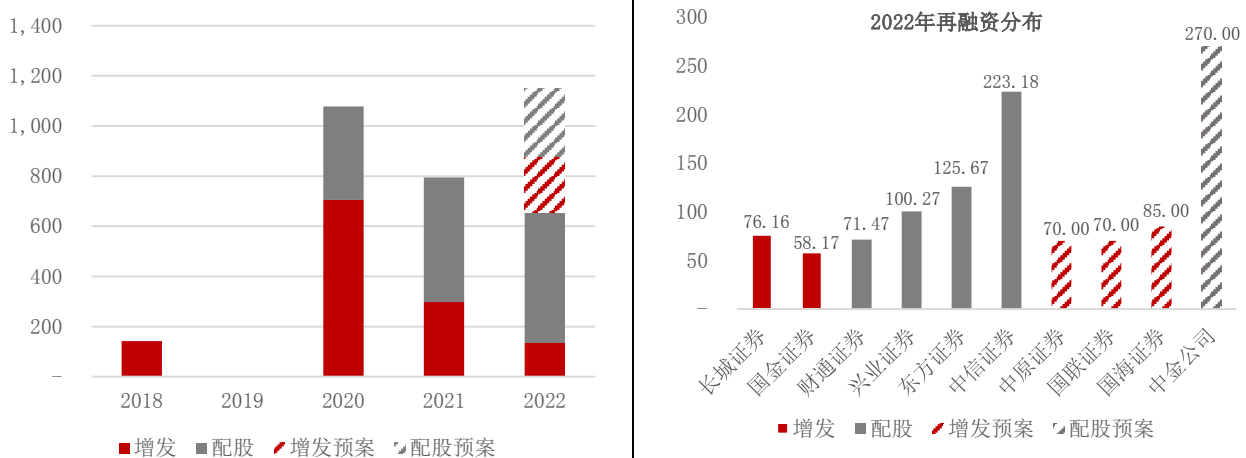


图 13 2018~2022 年证券公司再融资和集资金用途分布情况 (单位: 亿元)

数据来源: Wind, 大公国际整理

我国证券公司杠杆平均水平有所下降，杠杆倍数行业平均值在 2021 年下降至 2.62 倍。根据中国证券业协会公布的证券公司排名情况，中金公司财务杠杆倍数最高值为 5.52 倍，是唯一一家财务杠杆倍数超过 5.00 倍的证券公司，行业整体杠杆水平仍保持在较低水平，整体信用风险可控，资本对信用风险的抵御能力保持较高水平。

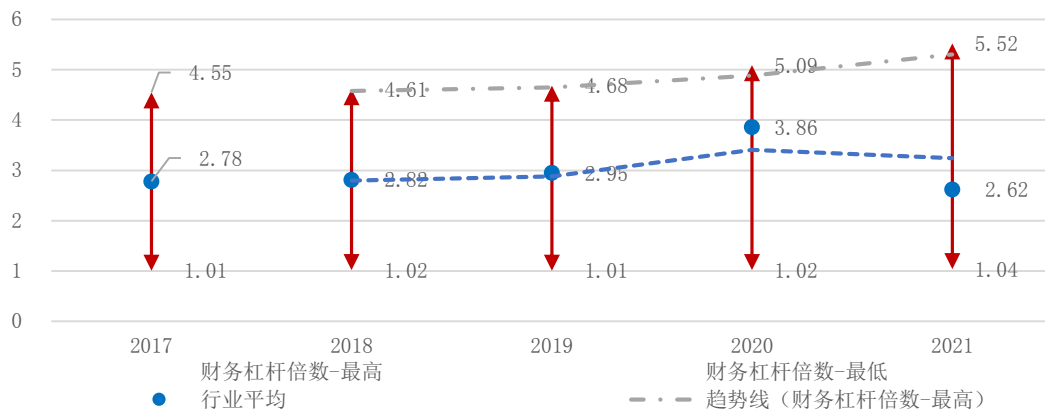


图 14 2017~2021 年末证券行业财务杠杆倍数情况（单位：倍）

数据来源：中国证券业协会，大公国际整理

截至 2021 年末，证券行业平均流动性风险覆盖率为 233.95%，同比下降 1.94 个百分点；平均净稳定资金率为 149.64%，同比下降 4.02 个百分点，流动性指标明显优于监管标准，高流动性资产整体较为充足。

预计 2023 年，资本实力在证券公司构建市场竞争力、增强风险抵御能力等方面的地位将继续显现。而由于证券公司再融资额度与原有资本实力挂钩，头部证券公司可享受更高的再融资额度，证券行业净资本的“马太效应”将进一步加剧。随着证券公司业务重心逐步向重资本业务倾斜，证券公司资本补充趋势将延续，流动性风险整体可控。

债券融资

2022 年，证券公司债规模及频率均有所下降，债券结构以中短期债务工具为主，短期融资券和次级债发行期限有所延长。预计 2023 年，在发行流程简化、直接融资比重提高的背景下，应资本补充需求，证券公司发行债券规模有望进一步增长。

2022 年以来，证券公司发行债券规模有所下降。2022 年 1~10 月，证券公司新发行债券 485 只，同比减少 107 只；募集资金合计 9,629.74 亿元，同比减少 32.29%，发行额占金融债⁵发行总额的 12.08%。结构方面，2022 年 1~10 月，一般公司债新发行 233 只，发行额合计 4,681.60 亿元，同比下降 34.67%，但仍是最主要发行品种，发行规模占证券公司新发行债券总额的 48.62%；短期融资券新发行 180 只，发行额合计 3,201.00 亿元，同比下降 36.78%，降幅较大的主要原因是 2021 年发布的《证券公司短期融资券管理办法》将短期融资券最长发行

⁵ 金融债统计范畴包括：政策银行债、商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券和其他金融机构债。

期限由 91 天放宽至一年,短期融资券发行频率下降;次级债新发行 72 只,发行额合计 1,747.14 亿元,同比下降 12.34%。截至 2022 年 10 月末,证券公司存续债券 1,077 只,较 2021 年末增加 44 只;存续规模合计 24,077.37 亿元,较 2021 年末下降 0.81%。其中,一般公司债、次级债和短期融资券存续数量分别为 724 只、228 只和 125 只,合计存续规模分别为 16,476.33 亿元、5,361.04 亿元和 2,240.00 亿元。

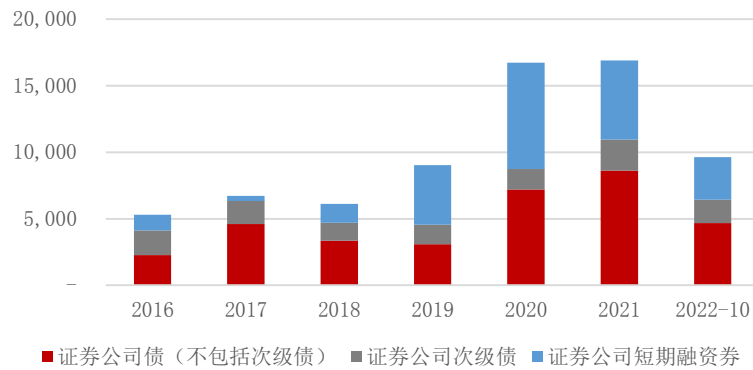


图 15 2016~2021 年及 2022 年 1~10 月证券公司新发行债券规模及结构 (单位: 亿元)

数据来源: Wind, 大公国际整理

债券期限方面,2022 年,证券公司继续调整债务融资工具期限结构,延长短期融资券发行期限。同时,1 年以上(不含 1 年)次级债可视为长期次级债,可按比例计入附属资本,次级债存续期限同样存在延长趋势。截至 2022 年 10 月末,证券公司期限为 1~6 月期和 3~4 年期的债券占比分别为 21.14%和 35.24%,3 年期是最主要的发行期限。

表 2 2021 年及 2022 年 1~10 月证券公司债券期限结构 (单位: 亿元、%)

期限	2022 年 1~10 月		2021 年	
	发行总额	占比	发行总额	占比
[1 个月, 6 个月)	2,035.00	21.13	5,400.00	31.95
[6 个月, 1 年)	1,093.00	11.35	1,448.00	8.57
[1 年, 2 年)	867.50	9.01	1,743.00	10.31
[2 年, 3 年)	562.00	5.84	1,025.00	6.07
[3 年, 4 年)	3,393.24	35.24	4,845.18	28.67
[4 年, 5 年)	10.00	0.10	-	-
5 年	1,459.00	15.15	1,907.20	11.29
7 年	80.00	0.83	15.00	0.09
[9 年, 10 年]	130.00	1.35	516.00	3.05
合计	9,629.74	100.00	16,899.38	100.00

数据来源: Wind, 大公国际整理

预计 2023 年,在监管机构持续简化债券发行流程,鼓励提高直接融资比重、增加长期资本供给、促进金融服务实体的背景下,随着证券公司各项业务发展,补充资本的需求增加,证券公司发债规模有望实现增长,债务滚动情况将持续存在。



信用质量

2022年，证券公司发债主体整体信用水平较高，新发行债券票面利率下行；预计2023年，证券公司整体信用水平保持稳定。

证券公司发债主体级别以AAA和AA+为主，整体行业信用水平较高。2022年1~10月，通过发行各类债务融资工具对外融资的证券公司合计69家，其中AAA主体50家，AA+主体16家，AA主体3家⁶。从存续债券主体级别来看，截至2022年10月末，证券公司所发行债券仍处于存续期的发债主体共75家，级别分布以AAA和AA+为主，其中AAA主体51家，AA+主体18家⁷，发债主体整体信用水平较高。

信用质量方面，2022年证券行业整体信用质量保持稳定，2家证券公司评级或展望上调，无证券公司主体级别下调或被列入负面评级观察名单。其中，财信证券展望于2022年6月由稳定调整为正面，主体级别维持AA+，调整理由主要是股东背景很强且股东支持力度较大、证券经纪业务及投行业务区域竞争力较强、2021年盈利水平提升，资本充足性较好⁸；2022年12月，财信证券主体级别由AA+调整为AAA，调级理由主要是财信证券资本实力持续增强，经营平稳且业务持续向好，若未来首次公开发行股票并上市成功，财信证券资本实力有望进一步增强，整体竞争力有望提升⁹。中航证券评级展望于2022年11月由稳定调整为正面，调整理由是股东增资后资本实力进一步增强、经纪业务形成全国性营销网络，投行业务规模稳步增长且主动管理转型取得一定成效¹⁰。截至2022年10月末，无证券公司债券违约情况发生。

表3 2021年及2022年1~10月证券公司债券票面利率情况（单位：%）

发行时 主体级别	2022年1~10月				2021年			
	证券公司债		证券公司短期融资券		证券公司债		证券公司短期融资券	
	票面利率区间	均值	票面利率区间	均值	票面利率区间	均值	票面利率区间	均值
AAA	[1.65, 4.80]	3.02	[1.58, 3.70]	2.19	[2.40, 5.40]	3.41	[2.08, 4.00]	2.61
AA+	[2.90, 6.00]	4.14	[1.75, 3.20]	2.48	[3.07, 6.00]	4.31	[2.68, 3.95]	2.98
AA	[3.80, 6.00]	5.25	-	-	[3.80, 6.00]	4.99	-	-

数据来源：Wind，大公国际整理

2022年以来，得益于市场资金面整体宽松，证券公司发行债券的票面利率整体有所下降。2022年1~10月，证券公司发行的债券中，除AA级证券公司债票面利率均值有所上升外，其余各级别债券票面利率均值均有所下降。

预计2023年，资本市场的活跃度或将有所提升，为证券公司业务发展提供支撑，同时证券公司资本补充趋势延续，流动性风险可控，证券行业整体信用水平将保持稳定。

⁶ 此处统计口径为债券发行时主体信用等级。

⁷ 此处统计口径为所发行债券仍处于存续期的发债主体最新信用等级。

⁸ 数据来源：2022年6月28日，联合资信评估股份有限公司出具的《财信证券股份有限公司公开发行公司债券2022年跟踪评级报告》。

⁹ 数据来源：2022年12月28日，联合资信评估股份有限公司出具的《联合资信评估股份有限公司关于上调财信证券股份有限公司主体信用等级及调整评级展望的公告》。

¹⁰ 数据来源：2022年11月23日，中诚信国际发布《中诚信国际关于将中航证券有限公司评级展望调整为正面的公告》。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



附件

2022年证券行业主要监管文件汇总

类别	发布机构	相关文件/措施	主要内容
资本市场	证监会	《关于北京证券交易所上市公司转板的指导意见》	明确上市时间计算；明确北交所上市公司转板后的股份限售期。
	证监会	《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》	强化退市程序衔接；优化退市公司持续监管制度；引导不具备持续经营能力的企业通过市场化途径退出市场。
	证监会	《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	对做市商准入条件与程序、内部管控、风险监测监控、监管执法等做出规定，符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请科创板股票做市交易业务试点资格。
	证监会	《关于深化公司债券注册制改革的指导意见(征求意见稿)》	全面推进公司债券注册制改革的相关制度建设 ，进一步促进交易所公司债券市场健康发展。
	深交所	《深圳证券交易所公司债券发行上市审核规则》	
	深交所	《深圳证券交易所公司债券上市规则(2022年修订)》	
	深交所	《深圳证券交易所非公开发行公司债券挂牌规则(2022年修订)》	
	深交所	《债券市场投资者适当性管理办法(2022年修订)》	
	证监会	《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》	强化对科技创新、绿色低碳等重点领域债券品种创新的支持 ，拓宽相关企业直接融资渠道。
	深交所	《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第1号——绿色公司债券(2022年修订)》	
深交所	《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第6号——科技创新公司债券》		
业务监管	证监会	《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》	督促发行人及中介机构归位尽责；充分发挥行政监管、自律监管和市场约束机制作用，引导提高招股说明书信息披露质量；强化责任追究。
	证监会	《保荐人尽职调查工作准则》	细化明确工作底线要求和质量标准；新增三类底稿要求。
	证监会	《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》	
	中国证券业协会	《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法》	完善证券公司声誉激励与约束机制，促进提高上市公司质量。
	中国证券业协会	《证券公司保荐业务规则》	进一步规范注册制下证券发行保荐业务，提高保荐机构工作质量。
	中国证券业协会	《证券公司首次公开发行股票并上市保荐业务工作底稿目录细则》	
执业规范	中国证券业协会	《公司债券承销业务规范》	规范承揽行为，维护市场良性竞争秩序；促进中介机构归位尽责，明确主承销商核查责任。
	证监会	《证券投资基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》	全面规定了证券投资基金经营机构人员的任职要求、执业规范和机构主体管理责任。
	证监会、司法部、财政部	《关于加强注册制下中介机构廉洁从业监管的意见》	对证券公司廉洁从业风险防范提出全面要求；对注册制下廉洁从业的重点风险领域作出细化规定；结合各中介机构的业务风险特征提出专门监管要求。

数据来源：公开资料，大公国际整理