2017年证券行业信用分析及展望

2017 年 11 月 6 日

联合资信评估有限公司

电话： 010-85679696
传真： 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层

邮箱: lianhe@lhratings.com
网 址：www.lhratings.com

2017 年证券行业信用分析及展望

联合资信评估有限公司　秦永庆　陈龙泰

摘要

▲ 2017 年以来，证监会相继发布或修订多项政策，主要包括合规管理、风险监管指标管理、流动性管理等，对证券公司风险监管进一步加强，旨在为证券行业营造更加健康透明的经营环境，同时监管处罚力度的加大对证券公司行为规范起到积极作用。

▲ 2017 年上半年，证券公司经营较为平稳，在股票市场交易金额及佣金率共同下降的双重因素影响下，传统经纪业务收入占比继续下降，同时自营投资结构更加稳健，证券公司收入结构趋于均衡。

▲ 随着监管力度进一步加强以及《证券公司全面风险管理规范》、《证券公司风险控制指标管理办法》等制度的实施，证券公司整体财务杠杆保持较低水平，净资本相关指标保持良好，资本保持充足水平，流动性状况良好。

▲ 2017 年，证券公司整体信用状况良好，信用水平保持稳定。

展望

展望未来一年，证券行业强监管态势的持续使得证券公司在经营、内控及风险管理等方面保持稳健，业务收入有望温和增长，收入结构保持均衡稳定。配合金融降杠杆和实体经济降杠杆政策导向，证券公司财务杠杆水平将保持较低的状况，资本继续保持充足水平，整体风险可控，信用水平良好。整体看，证券公司信用展望稳定。

一、行业概况

2017 年上半年，我国继续推进供给侧结构性改革，延续稳健中性的货币政策，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.9%；但金融业实际增速明显下降，为 3.8%。2017 年以来，政府通过采取比较严厉的金融监管措施，主动挤压金融泡沫，防范和化解系统性金融风险，M2 和 M1 增速同比回落。在社会融资存量中，金融机构发放贷款占比最大，在实体经济融资渠道较窄的情况下，提高非金融企业直接融资是降低中国经济高杠杆的迫切要求，预计未来企业 IPO 和再融资都将继续保持在较高水平。债券市场方面，由于市场利率上升以及信用债违约事件频发，企业债券融资规模有所下降。

证券公司是资本市场的直接参与者和服务商，在参与直接融资和服务实体经济起着举足轻重的作用。经过多年的发展，我国证券公司家数和规模不断壮大。根据中国证券业协会统计，截至 2016 年末，我国共有 129 家证券公司，全行业资产总额 5.79 万亿元，净资产 1.64 万亿元，净资本 1.47 万亿元。目前我国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务构成；证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源。近年来，投资银行业务和资产管理业务发展较快，收入持续增长，融资融券、股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。

我国证券市场竞争较为激烈，业务模式差异化不明显，但行业集中度依然较高，大型券商具有资金、资源优势，具备较强的竞争地位。截至 2016 年末，资产排名前十位的证券公司资产总额合计 3.50 万亿元，约占全部证券公司总资产的 60%。

二、行业监管政策

◆在经历 2015 年股市异常波动后，2016 年以来证券行业坚持从严监管，进一步加强制度建设和监管力度，行业合规意识和风险管控能力进一步增强；行业监管制度不断出台，进一步引导证券市场参与机构规范自身行为。2016 年 12 月，中国证券业协会发布并实施了《证券公司全面风险管理规范》及《证券公司流动性风险管理指引》，要求证券公司建立全面风险管理体系，新设流动性监管指标，对证券公司风险管理提出更高要求。2017 年以来，证监会相继发布或修订多项政策，主要包括合规管理、风险监管指标管理、流动性管理等，对证券公司风险监管进一步加强，旨在为证券行业营造更加健康透明的经营环境。

◆2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，在维持分类监管制度总体框架不变的前提下，完善了合规状况评价指标体系及风险事件扣分规则，更新风险评价内容，提高净资本加分门槛。修订后的《证券公司分类监管规定》进一步引导证券公司加强合规及风险管理体系建设，规范经营行为。从 2017 年证券公司分类结果看，有 31 家券商被上调级别，28 家券商被降级，调升家数较上年明显增长，降级家数下降，表明随着监管政策趋严，证券公司对自身的内控、风险控制及合规等方面管理力度有所加大，合规意识有所提升，整体风险管理体系建设取得了一定的进步。

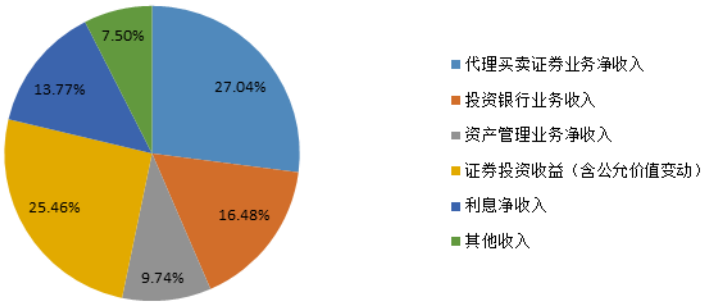
◆2017 年以来，证监会继续加大行政执法和处罚力度，上半年共作出 113 项行政处罚决定，罚没款共计 63.61 亿元，较上年同期增长 149%，主要涉及内幕交易、违法违规、操纵市场、中介机构违法等。证监会持续对证券市场及相关机构采取高压的监管政策，进一步规范市场行为，营造规范透明的市场环境，促进资本市场稳定健康发展。

三、业务经营

2017 年上半年，证券公司实现营业收入 1436.96 亿元，实现净利润 552.58 亿元，同比均有所下降。其中，代理买卖证券业务与投资银行业务收入下降明显；自营投资业务收入与利息净收入呈现增长，资产管理业务收入变化不大。

从收入结构看，代理买卖业务与投资银行业务收入占营业收入的比重降幅较大，而由于自营投资业务收入增长加之整体营业收入有所下降，投资收益占比大幅上升，已接近代理买卖证券业务收入占比。

图 1　2017 年上半年证券公司收入结构



数据来源： 中国证券业协会网站，联合资信整理

整体来看，传统经纪业务收入对证券公司的贡献度下降，收入结构趋于均衡，但另一方面，股票市场波动对证券公司收入水平和收入结构影响依然较大。

◆ 代理买卖证券业务

2017 年上半年，股票市场维持较为平淡的走势，两市成交量同比下降，市场平均佣金率继续呈下行趋势，经纪业务佣金收入降幅明显

2017 年上半年，证券公司实现代理买卖业务净收入 388.54 亿元，较上年同期下降近 30%。这主要是沪深两市成交金额以及市场平均佣金率均下降两方面因素共同导致。2017 年上半年，两市成交金额 51.91 万亿元，而上年同期为 63.65 万亿元。同时，市场平均佣金率继续呈现下降的趋势，2017 年上半年市场平均佣金率约为 0.034%，较 2016 年上半年下滑 17.07%。

随着券商经纪业务竞争加剧，加之互联网开户、一人一户政策的放开等影响，市场平均佣金率呈现不断下降的趋势，这对经纪业务收入贡献度产生实质

影响。2017 年上半年代理买卖业务净收入占全部营业收入的 27.04%，占比较上年同期下降 8.60 个百分点；随着两市成交金额的下降和佣金率下滑，代理买卖业务净收入对证券公司业务收入的贡献度已降至历史较低的水平。

在股市成交平淡以及佣金率难以提升的前提下，2017 年下半年，代理买卖证券业务收入预计将维持当前水平，占收入的比重可能进一步下降。

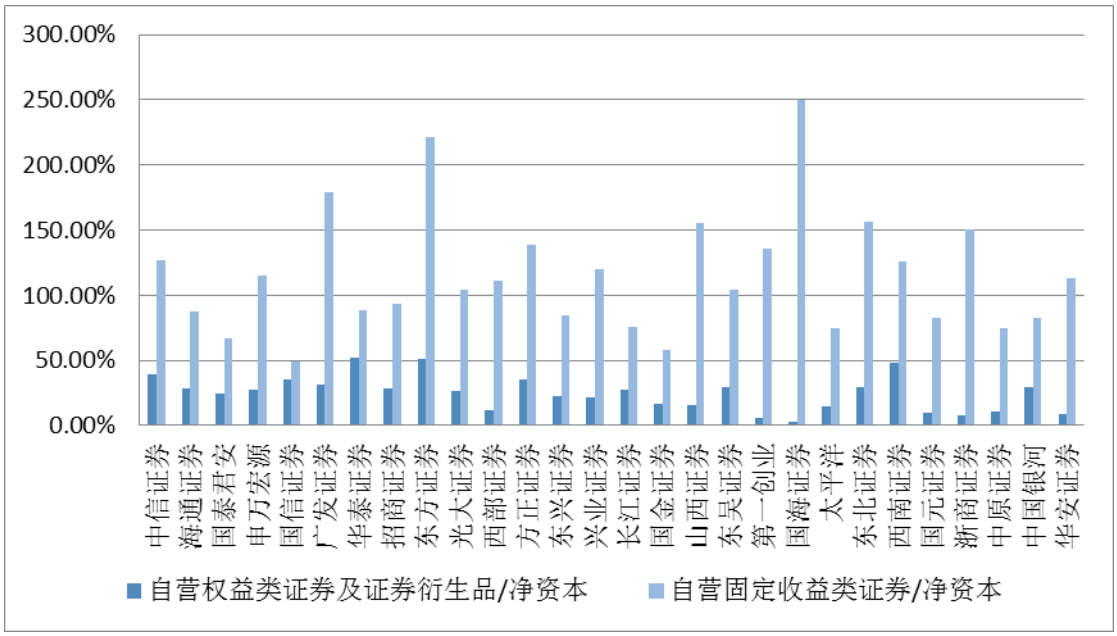
◆ 自营业务

投资结构合理，固定收益证券占比高，自营业务收入大幅上升

2015 年股灾以来，证券公司不断调整自营业务结构，加强业务收入稳定性。尽管 2017 年以来股市行情较弱，证券公司自营业务实现较好的收益，上半年实现证券投资收益（含公允价值变动）365.89 亿元，同比增长 49.43%，是各项业务中增幅最大的板块；投资收益占营业收入的比重为 25.46%，占比较上年同期大幅上升近 10 个百分点，对营业收入的贡献度逼近经纪业务佣金净收入。

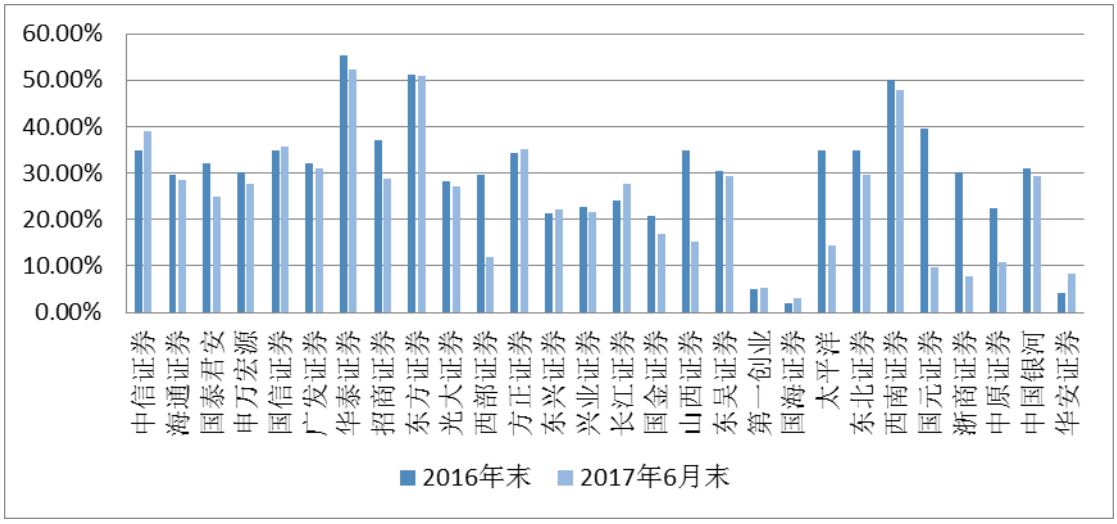
从投资资产结构看，上市证券公司自营投资以固定收益为主（见图 2），多数券商自营固定收益类证券规模显著高于自营权益类证券。2017 年 6 月末，上市券商自营权益类证券占净资本的比重整体较 2016 年末变化不大（见图 3）。

图 2 自营权益类证券及衍生品/净资本和自营固定收益类证券/净资本



数据来源：上市公司公告，联合资信整理

图 3 自营权益类证券及衍生品/净资本变化情况



数据来源： 上市公司公告，联合资信整理

整体来看，2017 年上半年自营业务收入的上升使得该项收入在证券公司收入结构中占据越来越重要的角色，且投资结构的调整使其对股票市场的敏感性下降，预计未来自营投资业务仍将成为证券公司重要的收入来源。

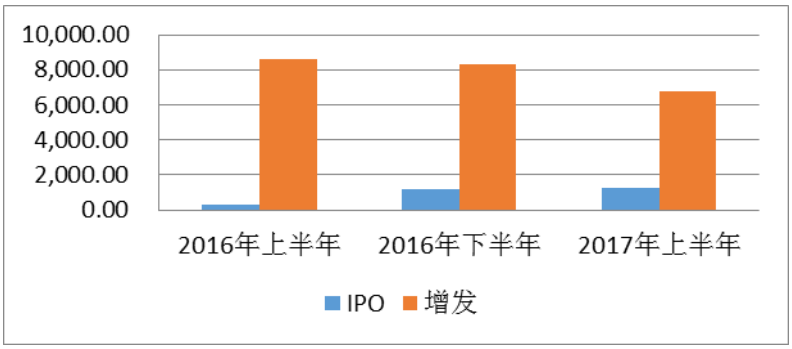
◆ 投资银行业务

在再融资和债券融资规模下降影响下，投资银行业务收入有所下滑

证券公司投资银行业务收入来源主要为债券承销、IPO 及再融资等业务，近年来受政策及市场行情影响，上述融资规模波动较大。2017 年以来，随着 IPO 政策的进一步放宽，IPO 规模大幅增长；上半年 IPO 共 247 家，募集资金 1254 亿元，但再融资规模和债券发行规模同比下降。2017 年上半年，债券融资募集资金 36036 亿元，同比下降 33.31%；再融资募集资金 6832 亿元，同比下降 21.83%。

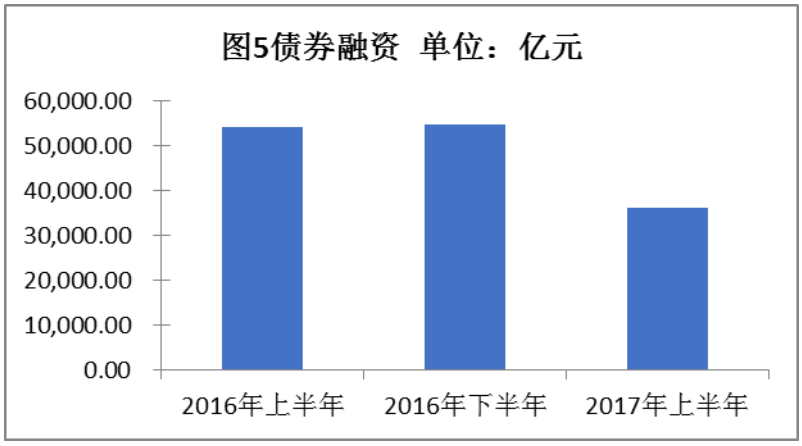
受再融资及债券融资规模下降影响，证券公司投行业务收入有所下滑。2017 年上半年，证券公司实现投资银行业务净收入 236.81 亿元，同比下降约 30%；投行业务收入占营业收入的比重为 16.48%，占比亦大幅下降。

图 4 股权融资单位：亿元



数据来源： wind，联合资信整理

图 5 债券融资单位：亿元



数据来源： wind，联合资信整理

随着下半年利率逐步企稳，企业融资需求逐步释放，预计下半年债权承销规模将逐步回升，投行业务收入有望回升。

◆ 资产管理业务

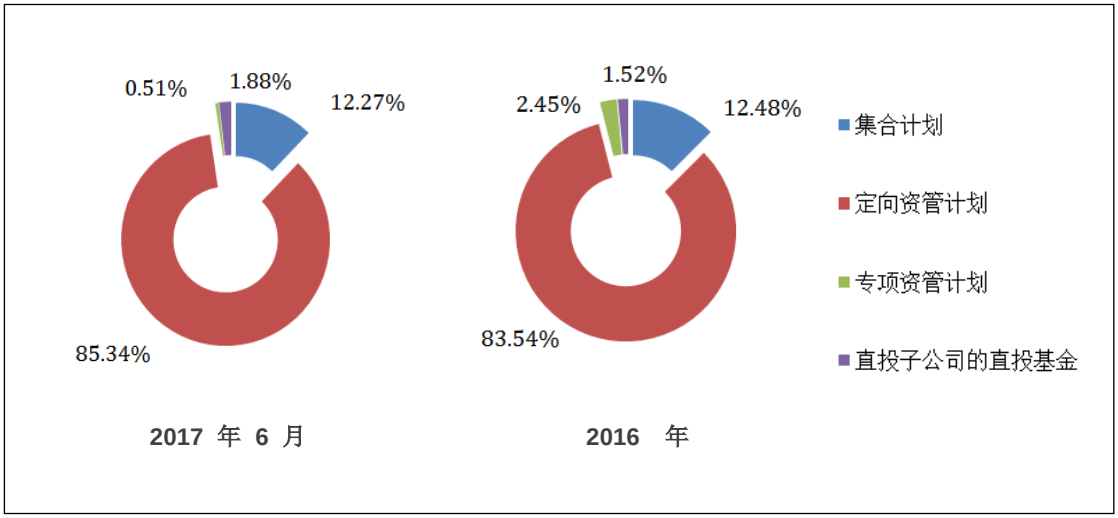
受监管政策导向影响，资产管理业务规模增速显著放缓，业务结构有所调整

2017 年上半年，证券公司实现受托资产管理业务净收入 139.98 亿元，与上年同期基本持平；占营业收入的比重为 9.74%，占比略有上升。从管理资产规模看，2017 年 6 月末，受托管理资金本金余额 18.06 万亿元，与上年末基本持平，主要是定向资产管理计划规模增速放缓所致。

《证券公司风险控制指标计算标准规定》于 2016 年 10 月正式实施，新规调整了资管业务风险资本准备的计提标准，其中对投向非标的定向资管计划计入风险资产的比例大幅提升，且非结构化的集合资管计划不再占用净资本，这一规定将加大券商通道业务压力，促进主动管理的非结构化集合资管计划的

发展。由于上述新规的实施，加之监管部门对商业银行委外业务管理加强，2017 年上半年，定向资管计划数量较上年末有所下降，管理规模增速显著放缓；专项资管计划数量和规模均大幅下降。产品结构方面，2017 年 6 月末，定向资管计划和集合计划分别占全部资管规模的 85.34%和 12.27%，占比较上年末变化不大；专项资管计划占比大幅下降，为 0.51%（见图 6）。

图 6 资产管理产品结构单位：亿元



数据来源： 中国证券投资基金业协会，联合资信整理

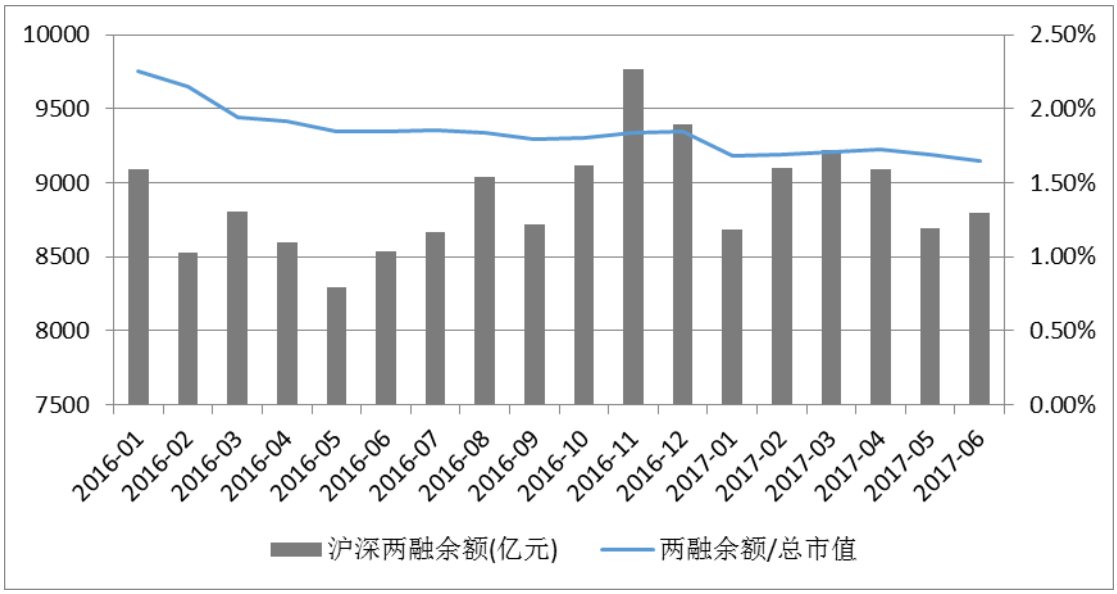
近年来尽管资管产品规模增长快速，但同时导致资金在金融体系空转，拉长了企业融资链条，使资金难以有效流入实体经济。监管层出台的政策方向旨在通过资管产品引导资金服务实体经济，随着证券公司资管业务产品结构的进一步调整，通道业务将逐步压缩，但主动管理产品规模依然较小，资管业务发展模式需进一步探索。

◆ 融资融券业务

融资融券业务规模大幅下滑

2017 年上半年，证券公司融资融券余额维持在 9000 亿元左右，同比略有上升；上半年上市券商实现融资融券利息收入合计 258 亿元，占利息总收入的 42%，占比略有下滑。当前大部分券商融资利率为 8.35%，融券利率为 10.35%，费率自业务开展以来基本保持稳定。2017 年券商两融业务的开展以控风险和稳发展为主，预计未来业务将维持稳健发展。

图 7 融资融券余额 单位：亿元/%



数据来源： wind，联合资信整理

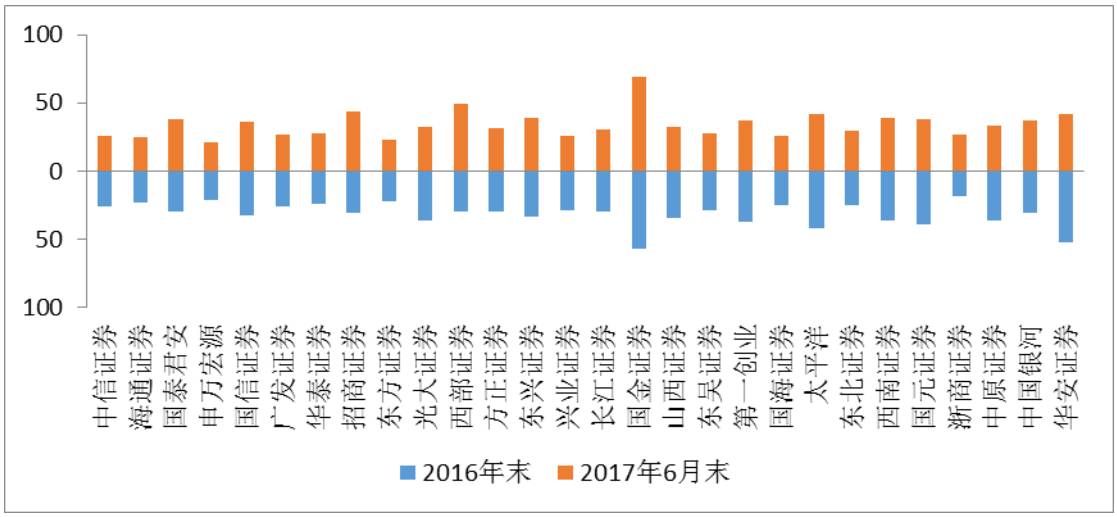
四、财务杠杆及资本情况

◆ 行业资产规模保持增长，整体财务杠杆水平不高

2017 年上半年，全行业证券公司总资产及净资产规模保持增长。截至 2017 年 6 月末，证券公司全行业总资产 5.81 万亿元，净资产 1.75 万亿元。

2017 年 6 月末，资产负债率（扣除客户交易结算资金）61.45%，整体财务杠杆水平不高。从上市证券公司净资产/负债指标看，2017 年 6 月末上市券商净资产/负债总体较上年末有所上升（见图 8）。

图 8 净资产/负债单位：%

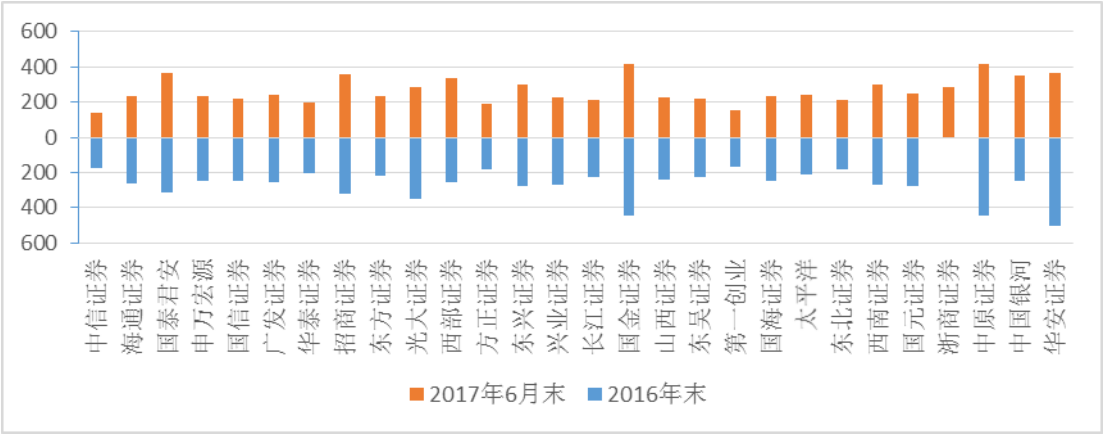


数据来源： 上市公司公告，联合资信整理

◆ 净资本相关指标保持良好，资本处于充足水平

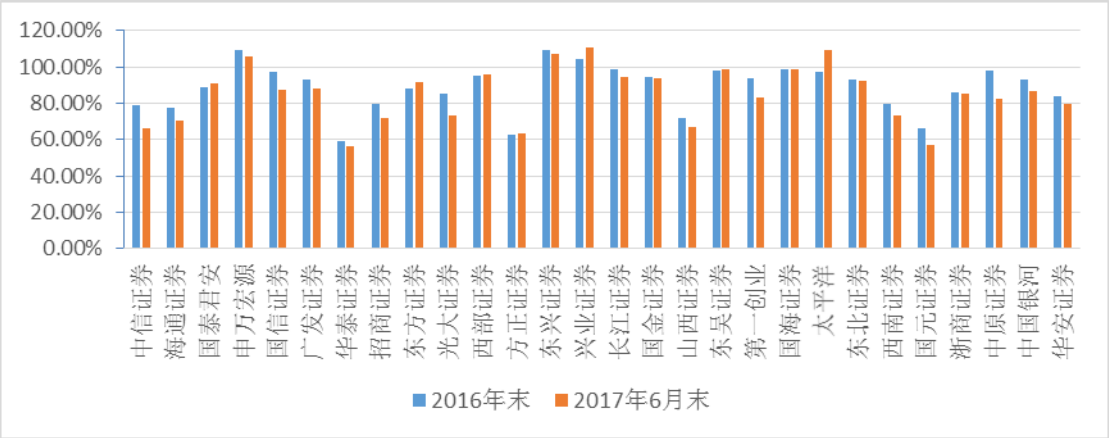
从上市证券公司公布的数据看，2017 年 6 月末，上市券商风险覆盖率（净资本/各项风险资本准备）指标较上年末略有下降，均满足不低于 100%的监管要求。从净资本/净资产指标看，2017 年 6 月末与上年末相比变化不大，资本充足性水平较好。

图 9 净资本/各项风险资本准备单位：%



数据来源： 上市公司公告，联合资信整理

图 10　净资本/净资产



数据来源：上市公司公告，联合资信整理

在监管去杠杆及当前风险管理要求严格的背景下，证券公司对资本的需求有所上升。2017 年上半年，中国银河证券、中原证券、浙商证券相继登陆 A 股，财通证券、天风证券、国联证券等多家券商也处于 IPO 或再融资审核的不同阶段，预计未来证券公司上市节奏加快，这对于证券公司业务发展及资本充足水平等方面将起到积极作用。

◆　流动性水平保持较好

《证券公司风险控制指标管理办法》将流动性覆盖率与净稳定资金率指标纳入监管范围，根据上市公司披露信息显示，2017 年 6 月末，上市证券公司上述监管指标情况良好，均远好于不低于 100%的监管要求。

五、信用等级

◆　证券公司发债规模有所增长，信用水平较好

2017 年以来，证券公司债务融资规模有所增长，上半年累计发行规模 3038 亿元，发行债券品种主要为公司债、次级债及短期公司债，短期融资券发行较少。从发债主体（存续）信用等级看，发债主体信用水平较高。

截至 2017 年 6 月末，共有 65 家证券公司拥有存续评级，主体信用等级集中在 AA 以上。其中，AAA 级别有 29 家，占比 44.62%；AA+级别 25 家，占比 38.46%；AA 级别 9 家，占比 13.85%；AA-仅 2 家，占比 3.08%。

◆ 受业务发展、资本增加等因素影响，信用等级迁徙以调升为主

从主体信用等级迁徙情况看， 2017 年上半年共有 5 家证券公司主体级别被调升，其中，西部证券和东北证券主体级别由 AA+上调至 AAA，国盛证券、财富证券和华创证券主体等级由 AA 上调至 AA+，无下调信用等级的情况；山西证券评级展望从正面调整为稳定。

从相关评级报告反映的内容来看，信用等级调升主要是基于以下方面的考虑：（1）受评证券公司主营业务发展优于行业平均水平，业务结构不断优化；（2）上市、增资、重组等因素；（3）证监会分类级别较高；（4）资本充足性较好。