

2023年主要金融行业信用展望演示稿

2023年1月

目录

- 金融子行业信用展望概览
- 商业银行
- 不良资产管理公司
- 汽车金融公司
- 证券公司

主要金融机构信用质量测试中位数

中位数	国有大行	股份制银行	区域性银行	外资行	不良资产管理	证券公司	金融租赁	汽车金融	融资租赁	融资担保
评级基准	bbb+	bbb+	bbb+	bbb+	bbb-/bb+	bbb-	bbb-	bbb-	bb+	bb+
业务状况	+3	+2	-1	-1	+1	0	0	0	0	+2
资本与盈利性	0	0	0	+1	-1	+1	+1	+2	0	-1
风险状况	0	0	-1	+1	-1	0	0	+2	0	-1
融资与流动性	+2	0	0	0	0	0	+1	0	0	-1
个体信用质量	aa	a	bbb-	a-	bb	bbb	bbb+	a	bb+	bb
外部支持	+2	+2	+2	+4	+3	+2	+3	+1	+2	+2
主体信用质量	[AAA]	[AA-]	[BBB+]	[AA]	[BBB]	[A-]	[A+]	[A+]	[BBB]	[BBB-]

注1：四大资产管理公司为银行业金融机构，因此我们对其采用bbb-的评级基准；地方不良资产管理公司不属于银行业金融机构，我们对其采用bb+的评级基准。

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。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或其债券最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

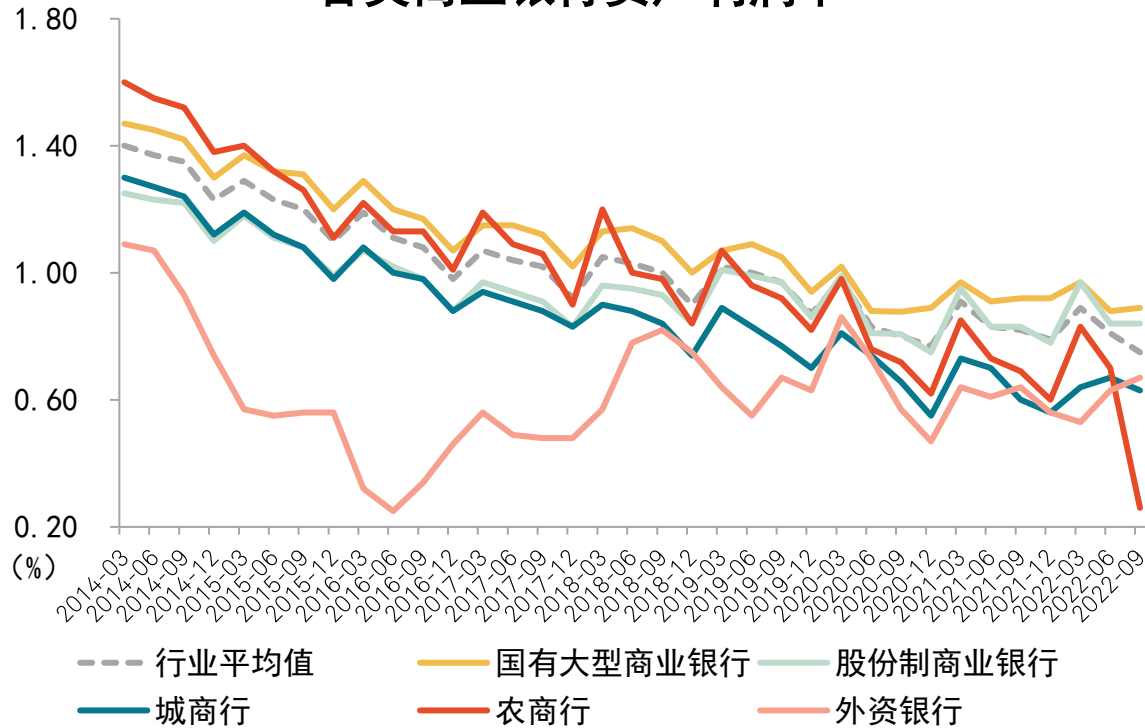


商业银行

2022年三季度商业银行业盈利性总体稳定，但农商行盈利性发生严重下滑

- 2022年前三季度，农商行的年化ROA为0.26%，较前二季度0.70%的年化ROA大幅下降44个基点，说明在三季度农商行发生了严重亏损。由于农商行亏损，商业银行全行业前三季度年化ROA下降到0.75%。
- 根据央行的2021年四季度金融机构评级结果，农合机构（包括农村商业银行、农村合作银行、农信社）风险很高，高风险机构数量为186家。
- 2022年三季度，银保监会公告同意辽阳农商行进入破产程序。

各类商业银行资产利润率



资产利润率 (%)	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3
行业平均	0.82	0.79	0.89	0.82	0.75
大型国有商业银行	0.92	0.92	0.97	0.88	0.89
股份制商业银行	0.83	0.78	0.97	0.84	0.84
城市商业银行	0.60	0.56	0.64	0.67	0.63
农村商业银行	0.69	0.60	0.83	0.70	0.26
外资银行	0.64	0.56	0.53	0.63	0.67

标普信评

资料来源：中国银保监会，标普信评收集及整理。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

S&P Global
 China Ratings

资料来源：中国银保监会，标普信评收集及整理。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

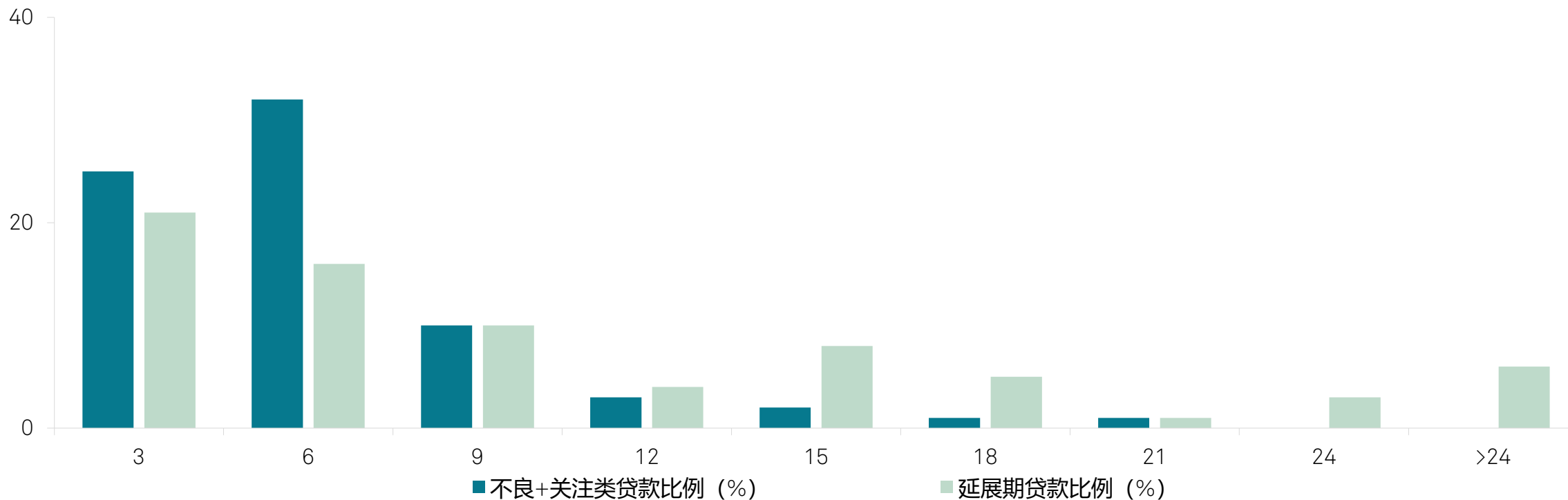
2023年中小银行面临房地产和中小微展期贷款的双重考验

- “金融16条”强调支持“优质”房地产企业的融资，因此之前已经发生严重违约的高风险房地产企业的存量风险可能无法通过“金融16条”的实施而轻松化解。针对非“优质”房地产企业的存量风险，部分银行（尤其是个别股份制银行和区域性银行）仍面临信用成本挑战。之所以有较多中小银行出现资本挑战，主要是因为这些银行目前在其他行业的问题贷款已经对资本造成较大压力，再叠加房地产风险的话，就容易导致压力情景下资本充足率不足。
- “金融16条”当中支持开发贷款等存量融资展期的举措会在短期内影响资本市场对金融机构实际房地产风险的准确判断。根据“金融16条”，未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类。因此，未来1年中银行披露的房地产贷款五级分类可能不能非常准确地反映房地产贷款质量。
- 虽然“金融16条”延长了房地产贷款集中度管理政策过渡期安排，但从中长期来看，加强房地产贷款集中度管理对于中国银行业的信用质量稳定是非常必要的。从国际经验来看，房地产开发是高周期性高风险的行业；房地产集中度过高，叠加高杠杆，是国际上很多金融机构风险事件的主要原因之一。只有管理好房地产风险的银行才可能长期保持良好的信用质量。虽然过去一年中房地产危机严重，但中国银行业总体信用质量仍然稳健，其中一个主要原因就是国内银行对公房地产行业贷款敞口并不大（约占总贷款的7%）。

部分中小银行展期贷款比例高，资产质量面临较大下迁压力

很多中小银行展期贷款、延期贷款、借新还旧和无还本续贷业务占比高，增加了未来资产质量的不确定性。我们预计2023年下半年疫情期间的小微贷款延期政策将结束，之前的延期贷款在2023年是否能够正常还款，对于很多中小银行的信用质量会有较大影响。

截至2021年末75家主要中资行不良+关注贷款比例及展期贷款比例对比



区域性中小银行的平均房地产开发贷款敞口并不高，但由于自身盈利性和资本实力一般，导致这些银行应对房地产危机的资本韧性一般

82家主要区域性银行一级资本充足率对房地产及建筑业信用损失的敏感度分析

一级资本充足率 (%)		房地产+建筑业贷款不良率 (%)									
		10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
不良贷款损失率 (%)	10	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78
	20	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.77
	30	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.77	13.75	13.68	13.61
	40	13.78	13.78	13.78	13.78	13.78	13.75	13.66	13.57	13.47	13.38
	50	13.78	13.78	13.78	13.78	13.74	13.62	13.50	13.38	13.26	13.13
	60	13.78	13.78	13.78	13.75	13.63	13.48	13.34	13.20	12.99	12.72
	70	13.78	13.78	13.77	13.68	13.51	13.35	13.18	12.92	12.54	12.10
	80	13.78	13.78	13.76	13.59	13.40	13.21	12.93	12.49	11.99	11.48
	90	13.78	13.78	13.71	13.50	13.29	13.01	12.57	12.00	11.43	10.85
	100	13.78	13.78	13.65	13.41	13.17	12.78	12.14	11.51	10.87	10.21

根据我们的敏感度分析，如果对公房地产和建筑业贷款不良率上升到30%，假设坏账回收率为30%，主要的82家区域性银行的一级资本充足率会由2021年末的10.34%下降到9.89%，总体仍能够满足8.5%的监管最低要求。值得注意的是，不同银行的资本韧性差异很大。在以上情景中，会有28家中小银行的一级资本充足率低于8.5%。

注1：此处的房地产以及建筑业信用损失=房地产以及建筑业不良贷款损失率*房地产以及建筑业贷款不良率。如果表中某情景下一级资本充足率下降，表示在该情景下银行拨备前利润已全部用于计提坏账拨备，弥补信用损失。

注2：敏感度分析的起点为各行2021年年报披露数据。假设按揭贷款不良率为0.5%、不良损失率10%，且银行对全部的房地产和建筑业贷款新增不良计提150%的拨备，且银行会及时、足额计提拨备，不会存在拨备不足，利润虚高的情况；假设银行对其他行业的存量问题贷款和投资资产及时、足额计提准备金；该敏感度分析未考虑银行其他贷款的资产质量出现超预期的显著恶化，未考虑贷款业务增长带来的资本消耗，也没有考虑房地产开发商风险的外溢性（例如对地方财政土地收入的影响，或地方城投信用质量的恶化）。由于以上简单化的假设条件，当房地产贷款发生高不良时，银行的实际资本压力可能会大于表里的估算结果。

资料来源：标普信评。

标普信评

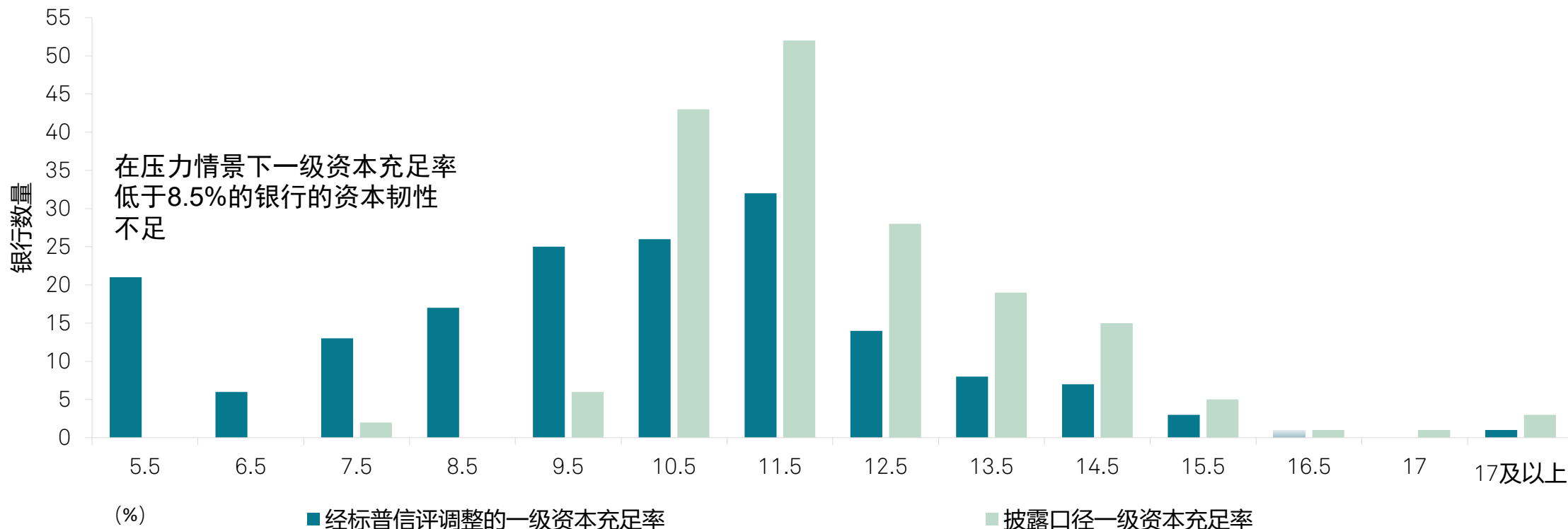
S&P Global

China Ratings

在轻度压力情景下，部分中小银行资本水平面临压力

我们认为，相较于披露指标，压力情景下的资本充足率能够更加全面真实地体现银行的资本韧性和资本实力。在我们进行了资本充足性压力测试的175家中资行当中，有1/3的银行可能存在不同程度的资本压力。这些银行主要是城农商行，以及个别股份制银行。

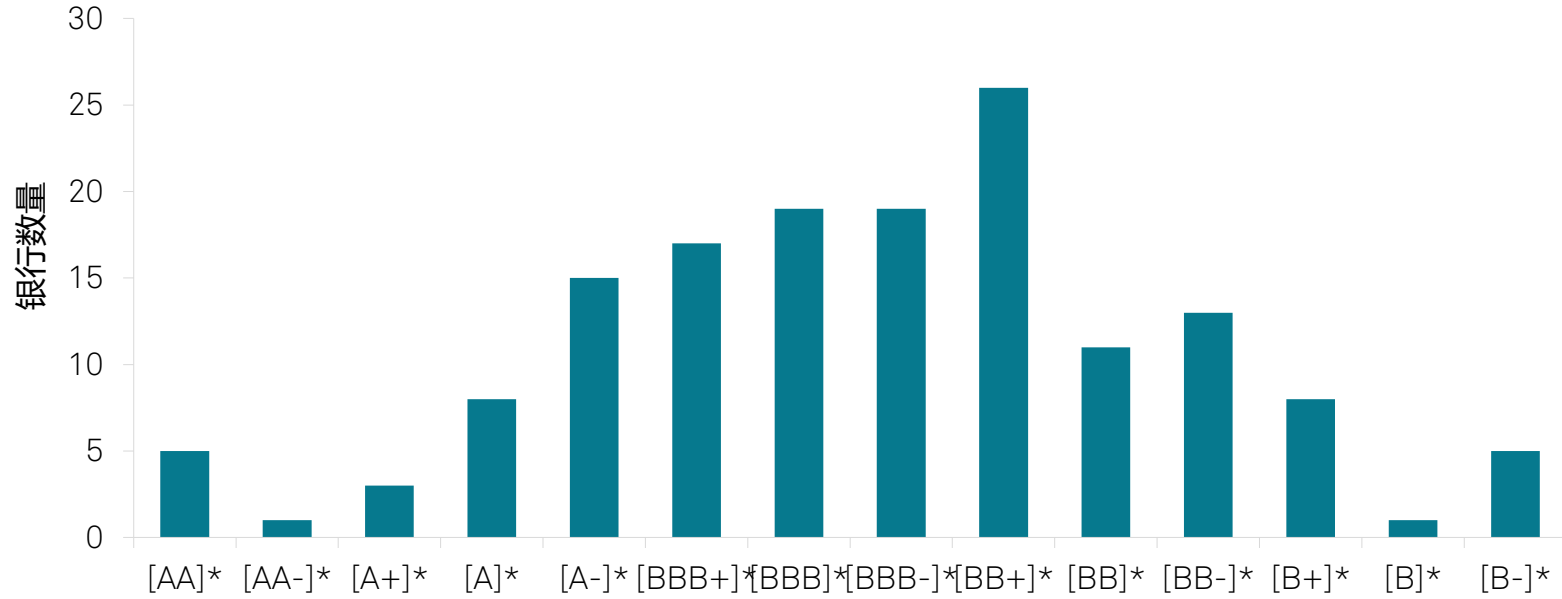
截至2021年末主要175家中资银行经标普信评调整的压力情景下一级资本充足率和披露口径一级资本充足率比较



根据初步估计，目前市场上约10%的中小银行发行的二级资本债潜在信用质量在[B_{spc}]序列

- 二级资本债具有较强的债权属性，我们目前认为其得到政府支持的可能性较大。这些[B_{spc}]序列二级资本债的十年期到期日集中在2025年-2032年，个别银行可能发生不到期兑付的情况。需要强调的是，二级资本债的五年期不赎回并不构成债券或者主体的违约；但如果十年期限到期时不偿还，进行了减记或者转股，造成投资人损失，则构成了债券违约，但不一定构成主体违约。
- 我们已发布公开评级的中资行的二级资本债都保持了投资级以上的信用质量，未来债权属性很强。

150家主要中资银行二级资本债潜在信用质量分布



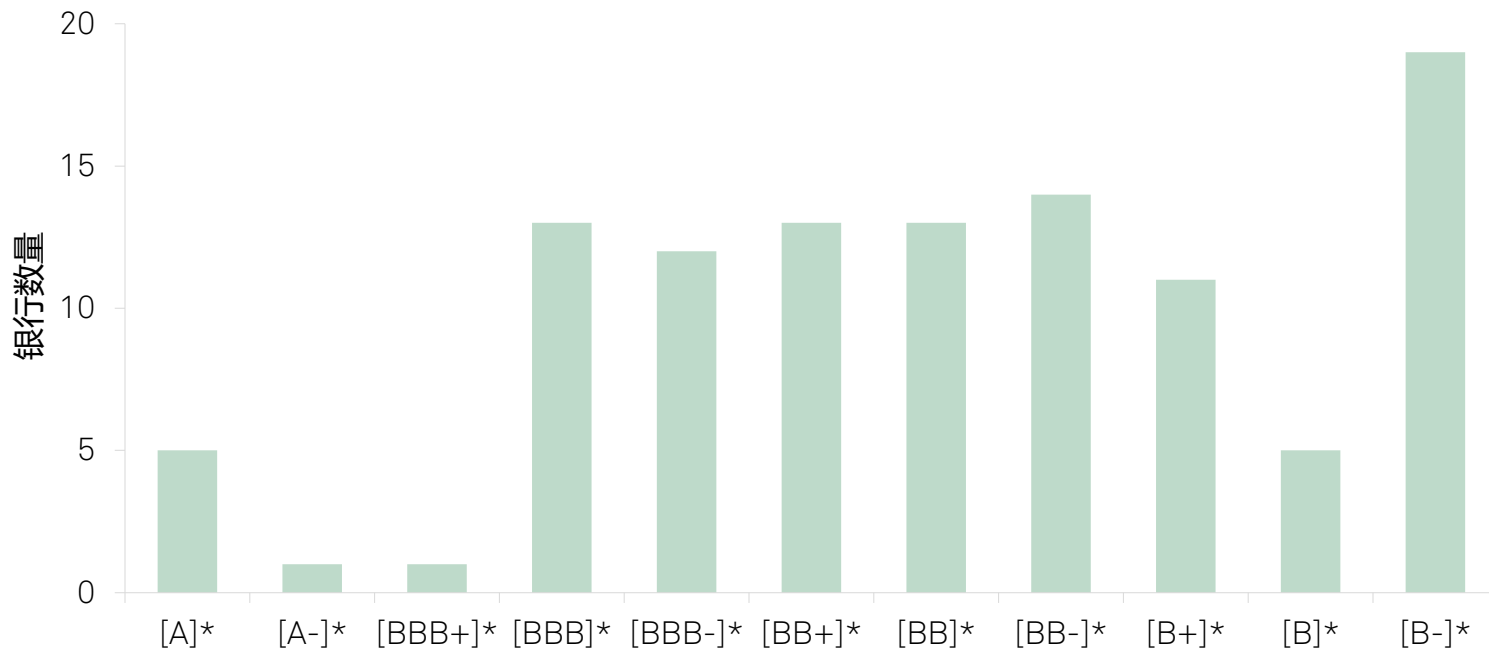
银行	主体信用等级	二级资本债信用质量*
中国银行	AAA _{spc}	[AA]*
中国建设银行	AAA _{spc}	[AA]*
邮储银行	AAA _{spc}	[AA]*
上海农商银行	AA _{spc} ⁻	[A]*
南京银行	A _{spc(u)} ⁺	[A-]*
齐鲁银行	A _{spc(u)}	[BBB+]*

注*：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级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。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或其债券最终评级结果的表示。
资料来源：标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有


永续债由于股权属性很强，得到政府支持的不确定性大，所以信用质量偏低

- 根据我们的初步估计，目前市场上约1/3的中小银行发行的永续债潜在信用质量在[B_{spc}]序列。[B_{spc}]序列永续债的赎回日集中在2025年-2027年，我们预计会有部分中小银行选择在可赎回日不进行赎回。需要强调的是，永续债的股权属性高，银行不赎回并不构成债券违约，也不构成主体的违约。
- 我们已发布公开评级的中资行的永续债都保持了投资级以上的信用质量，未来股权属性明显体现的可能性不大。

100家主要中资银行永续债潜在信用质量分布



银行	个体信用状况	永续债信用质量*
中国银行	aa _{spc}	[A]*
中国建设银行	aa _{spc}	[A]*
邮储银行	aa _{spc}	[A]*
上海农商银行	a _{spc}	[BBB]*
南京银行	a _{spc(u)}	[BBB]*
齐鲁银行	a _{spc(u)} ⁻	[BBB-]*



不良资产管理公司

高杠杆、低拨备导致四大AMC的资本韧性不足

- 对于没有银行子公司的AMC，我们以合并口径杠杆倍数作为评估其资产的核心指标；对于并表银行子公司的AMC，我们会以合并口径（剔除银行）杠杆倍数作为其核心指标；另单独考虑银行子公司的资本充足情况。
- 四大AMC的杠杆高。截至2022年6月末，华融、信达、东方和长城的总债务/所有者权益倍数（剔除银行子公司）分别为13.07、5.56、4.08和8.48倍。
- 受疫情和房地产危机影响，四大AMC的资产质量在2022年进一步恶化，坏账对资本的进一步侵蚀压力很大，AMC实际资本实力和杠杆水平的稳定性显著减弱。
- 部分AMC发生亏损，影响了资本水平。2020年和2022年上半年，中国华融分别亏损1063亿元和186亿元，分别占期初净资产的65%和18%。中国长城2021年亏损82亿元，占期初净资产的13%。
- 四大AMC的拨备水平远弱于商业银行，未来拨备压力很大，影响了公司盈利质量和资本韧性。截至2021年末，华融、信达和长城债权投资的拨备对二三阶段资产的占比在30%-40%之间。相比之下，国有四大行的拨备对二三阶段贷款的覆盖达96%。

四大AMC的资本充足性对债权投资资产的信用损失的敏感性很高

华融债权投资资产的信用损失对净资产影响敏感性分析

债权投资资产预期损失/母公司口径所有者权益 (%)	母公司口径债权投资资产二阶段+三阶段比例					
	45%	50%	55%	60%	65%	70%
35%	-6%	-12%	-18%	-24%	-30%	-36%
40%	-28%	-36%	-45%	-53%	-62%	-70%
45%	-39%	-49%	-58%	-68%	-78%	-87%
50%	-50%	-61%	-72%	-82%	-93%	-104%
55%	-61%	-73%	-85%	-97%	-109%	-121%
60%	-72%	-85%	-98%	-111%	-125%	-138%

信达债权投资资产的信用损失对净资产影响敏感性分析

债权投资资产预期损失/母公司口径所有者权益 (%)	母公司口径债权投资资产二阶段+三阶段比例					
	35%	40%	45%	50%	55%	60%
25%	-6%	-8%	-11%	-13%	-16%	-18%
35%	-8%	-11%	-14%	-17%	-19%	-22%
40%	-11%	-14%	-17%	-20%	-23%	-27%
45%	-13%	-17%	-20%	-24%	-27%	-31%
50%	-16%	-19%	-23%	-27%	-31%	-35%
55%	-18%	-22%	-27%	-31%	-35%	-39%

东方债权投资资产的信用损失对净资产影响敏感性分析

债权投资资产预期损失/母公司口径所有者权益 (%)	母公司口径债权投资资产二阶段+三阶段比例					
	45%	50%	55%	60%	65%	70%
35%	-3%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%
40%	-6%	-9%	-12%	-15%	-18%	-21%
45%	-9%	-13%	-16%	-19%	-22%	-26%
50%	-13%	-16%	-20%	-23%	-27%	-31%
55%	-16%	-20%	-24%	-28%	-32%	-36%
60%	-19%	-23%	-28%	-32%	-37%	-41%

长城债权投资资产的信用损失对净资产影响敏感性分析

债权投资资产预期损失/母公司口径所有者权益 (%)	母公司口径债权投资资产二阶段+三阶段比例					
	65%	70%	75%	80%	85%	90%
35%	-4%	-8%	-12%	-16%	-20%	-24%
40%	-12%	-16%	-21%	-26%	-30%	-35%
45%	-19%	-24%	-30%	-35%	-40%	-45%
50%	-27%	-32%	-38%	-44%	-50%	-56%
55%	-34%	-41%	-47%	-53%	-60%	-66%
60%	-42%	-49%	-56%	-62%	-69%	-76%

标普信评

S&P Global

China Ratings

注1：预期损失以负号表示。该敏感度分析已考虑了之前已计提拨备的水平；但是未考虑盈利对资本的保护。

注2：四大AMC母公司口径的债权投资主要为重组类不良资产。

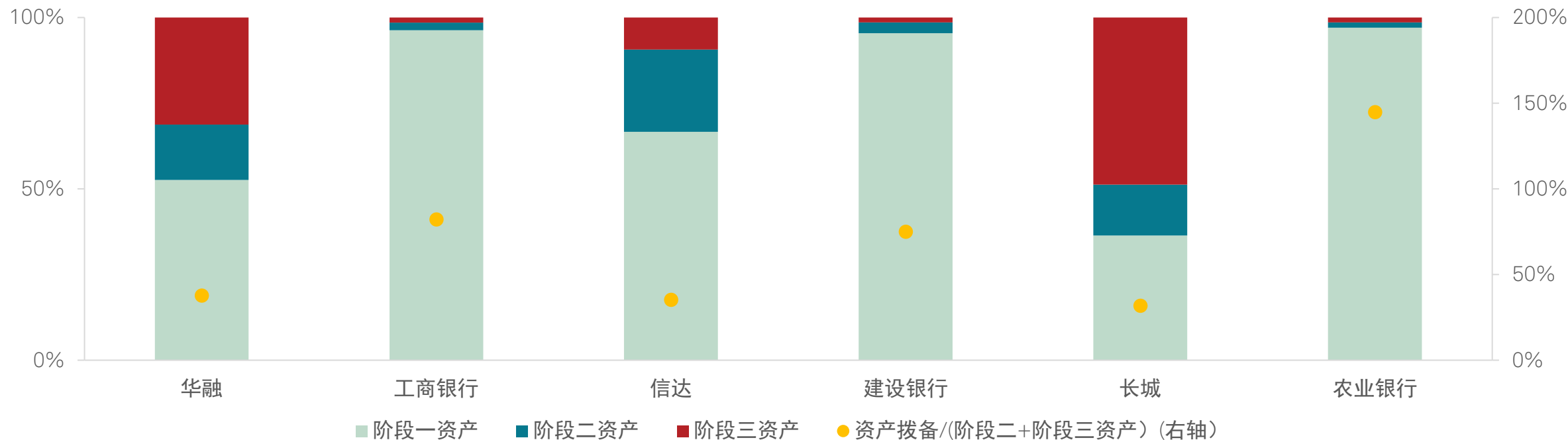
资料来源：标普信评。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于AMC业务内高风险特性，资产管理公司的资产质量显著弱于银行业平均水平

□ 四大AMC，尤其是中国信达，在资产质量和拨备水平的披露上较详细，有利于投资人掌握其资产质量变化；而地方AMC该方面信息披露明显不足，罕有披露资产二、三阶段情况。

AMC与银行主营业务资产三阶段划分以及准备金覆盖对比



注1：根据IFRS9准则规定，阶段一资产是指自初始确认后信用风险未显著增加的金融工具。阶段二资产是指自初始确认起信用风险显著增加，但尚无客观减值证据的金融工具。阶段三资产是指在资产负债表日存在客观减值证据的金融工具。

注2：工商银行和建设银行的资产组合是其以摊余成本计量的发放贷款及垫款以及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的发放贷款及垫款；华融的资产组合是以摊余成本计量的金融资产组合；信达的资产组合是其以摊余成本计量的金融资产中的不良资产投资组合。

注3：华融和长城为2021年12月末数据，信达、工商银行、建设银行和农业银行为2022年6月末数据。

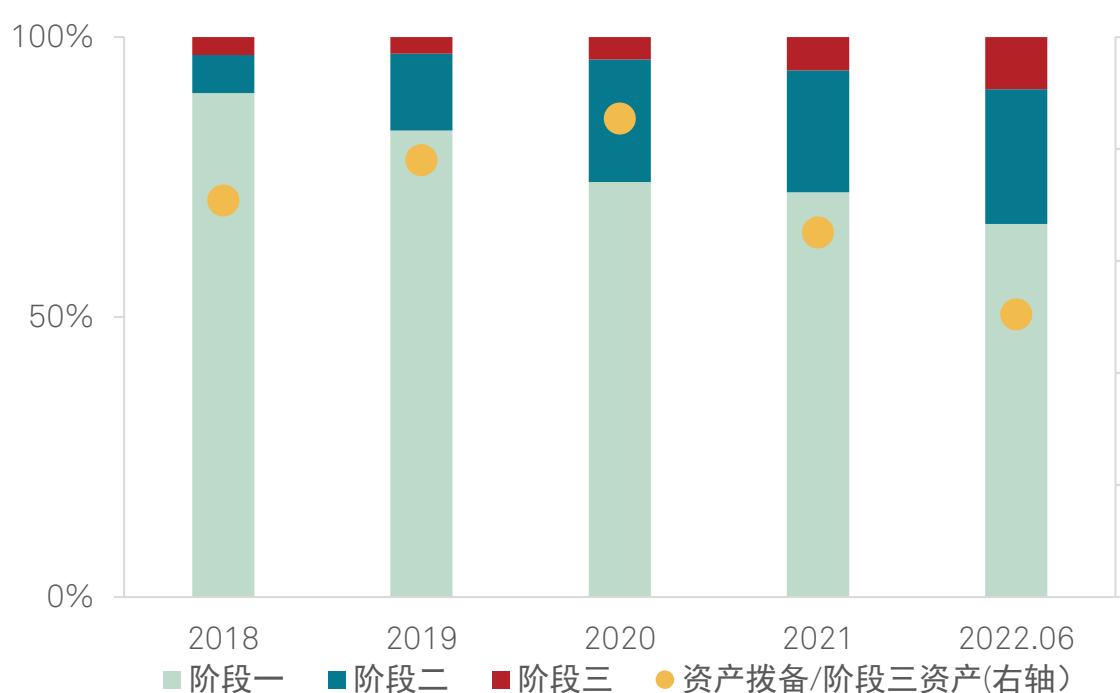
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

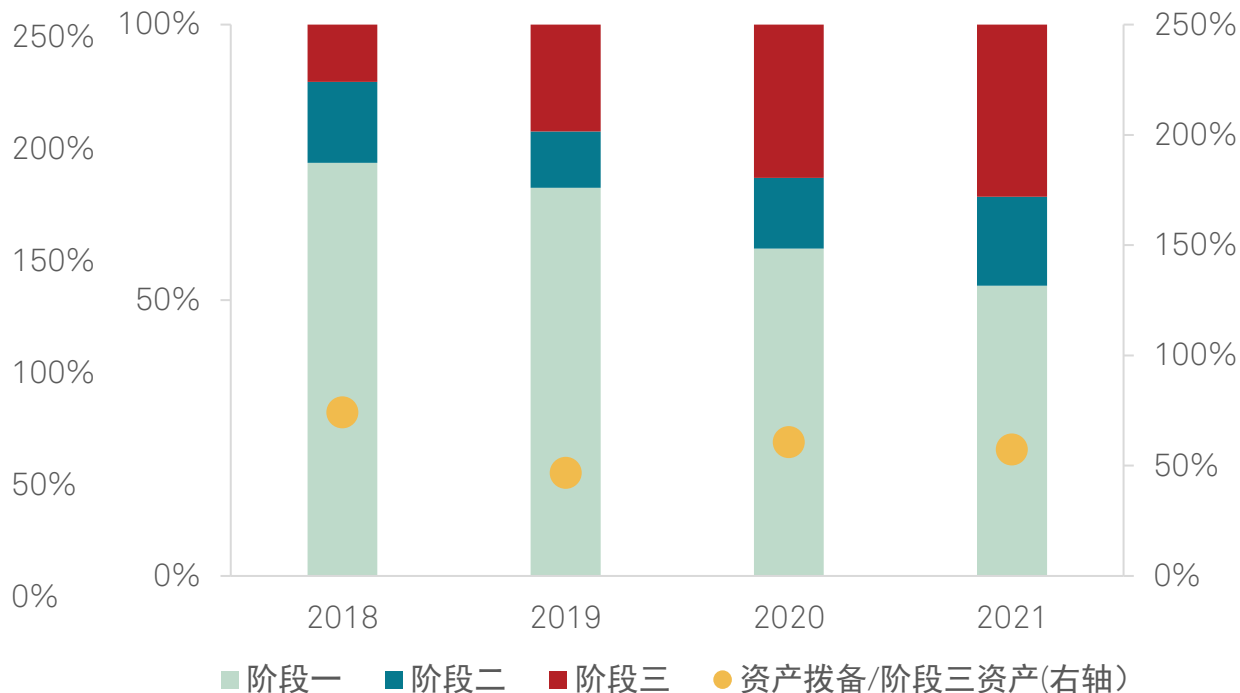
近年来AMC资产质量承压，问题资产占比显著上升，拨备对坏账的覆盖承压

□ 截至2022年6月末，信达不良债权投资资产的二阶段资产占比为24%，三阶段占比9%，较年初二阶段占比22%，三阶段占比6%有所增加；截至2021年末，华融债权投资资产的二阶段资产占比为16%，三阶段占比31%；长城债权投资资产的二阶段资产占比为15%，三阶段占比49%。

信达不良债权投资资产质量变化



华融债权投资资产质量变化



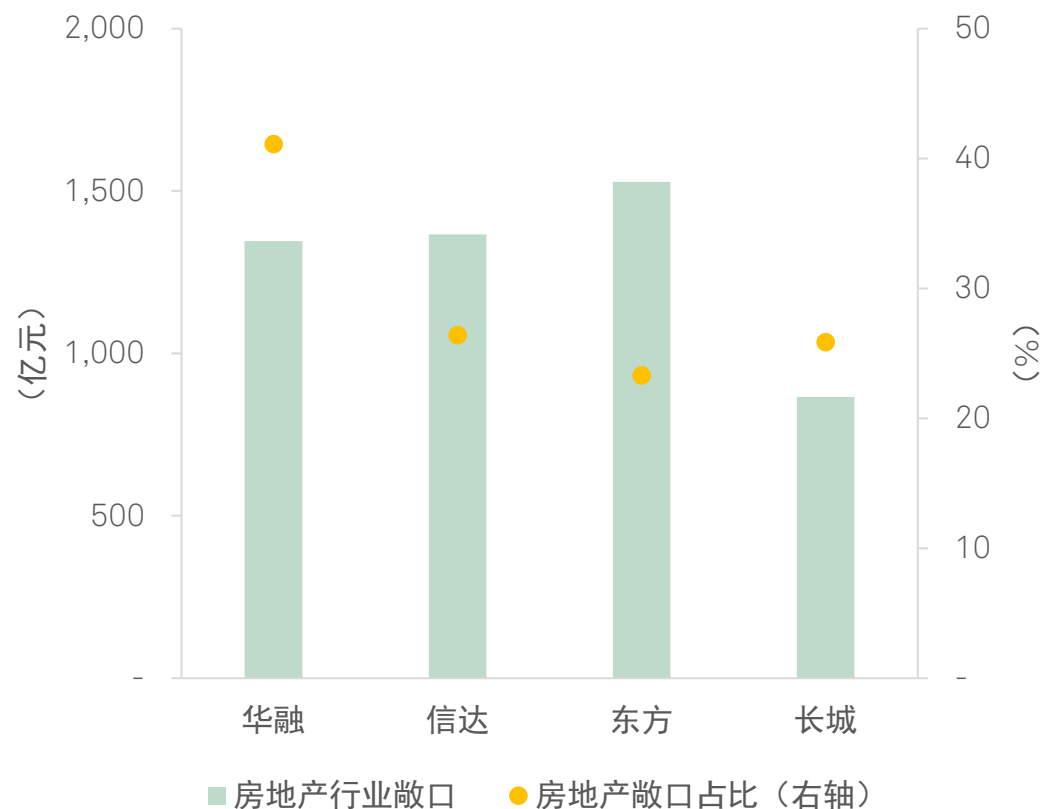
注：根据IFRS9准则规定，阶段一资产是指自初始确认后信用风险未显著增加的金融工具。阶段二资产是指自初始确认起信用风险显著增加，但尚无客观减值证据的金融工具。阶段三资产是指在资产负债表日存在客观减值证据的金融工具。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

AMC的房地产行业敞口面临很大的资产质量压力

- 不良资产业务对房地产行业敞口大。截至2022年6月末，华融收购重组类不良资产余额中46%与房地产业相关，相关敞口是公司净资产的2倍；信达2022年6月末收购重组类不良资产余额中44%与房地产业相关，相关敞口是公司净资产的30%。截至2021年末，东方和长城未单独披露不良资产的房地产敞口，其合并口径债权投资、其他债权投资及发放贷款及垫款业务中房地产行业敞口（不含票据、债券、融出资金和个人贷款业务）占比分别为23%和26%。相比之下，商业银行的对公房地产敞口仅占贷款组合的7%左右。
- 2021年以来房地产开发行业违约风险激增，对AMC的房地产业务，尤其是不良重组类房地产业务带来的资产质量压力显著提升。虽然“金融16条”等措施有效缓解了优质房企的流动性压力，但是对于非优质房企，资金困难仍然继续，因此我们认为AMC的地产资产质量压力会继续。

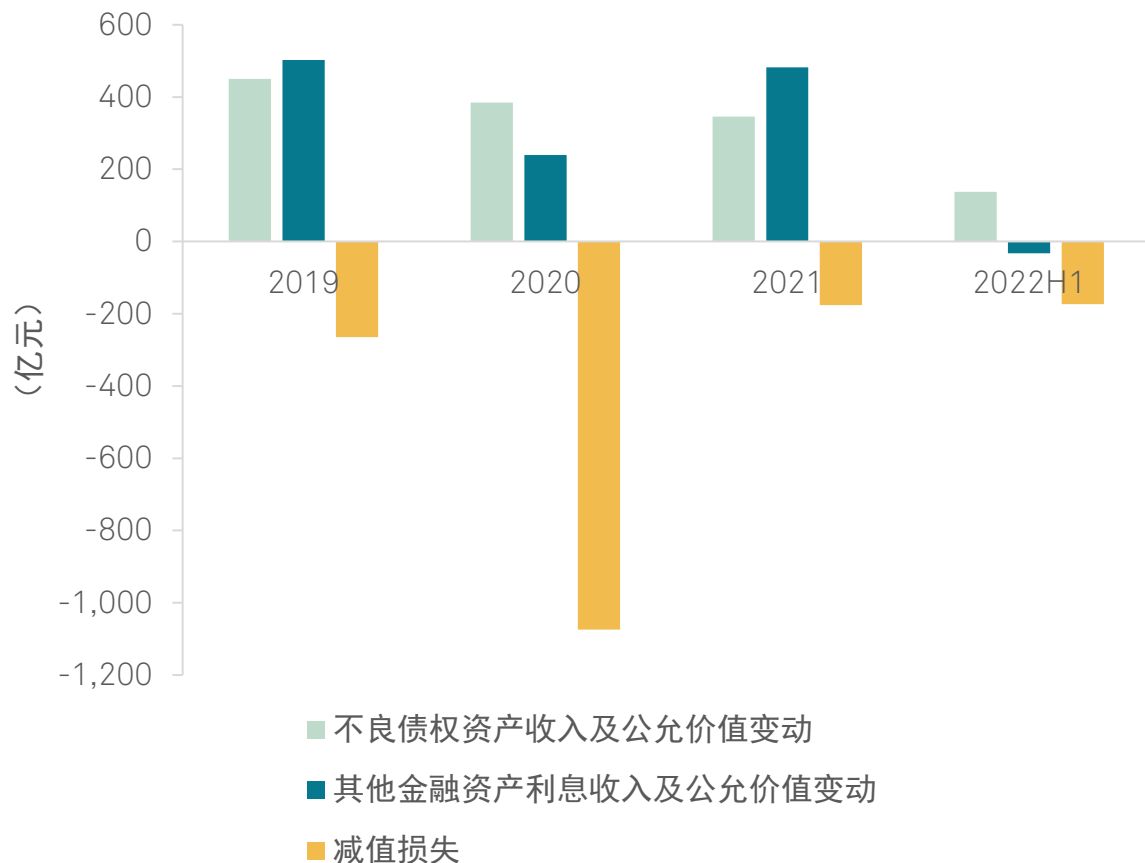
四大AMC合并口径房地产敞口



注1：华融与信达为2022年6月末数据，东方与长城为2021年末数据。
注2：该口径基于各公司信用风险披露，主要包括贷款、债权投资等，各公司口径可能会有所差异。华融占比高主要是其2022年处置了华融湘江银行，故其口径不含贷款。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

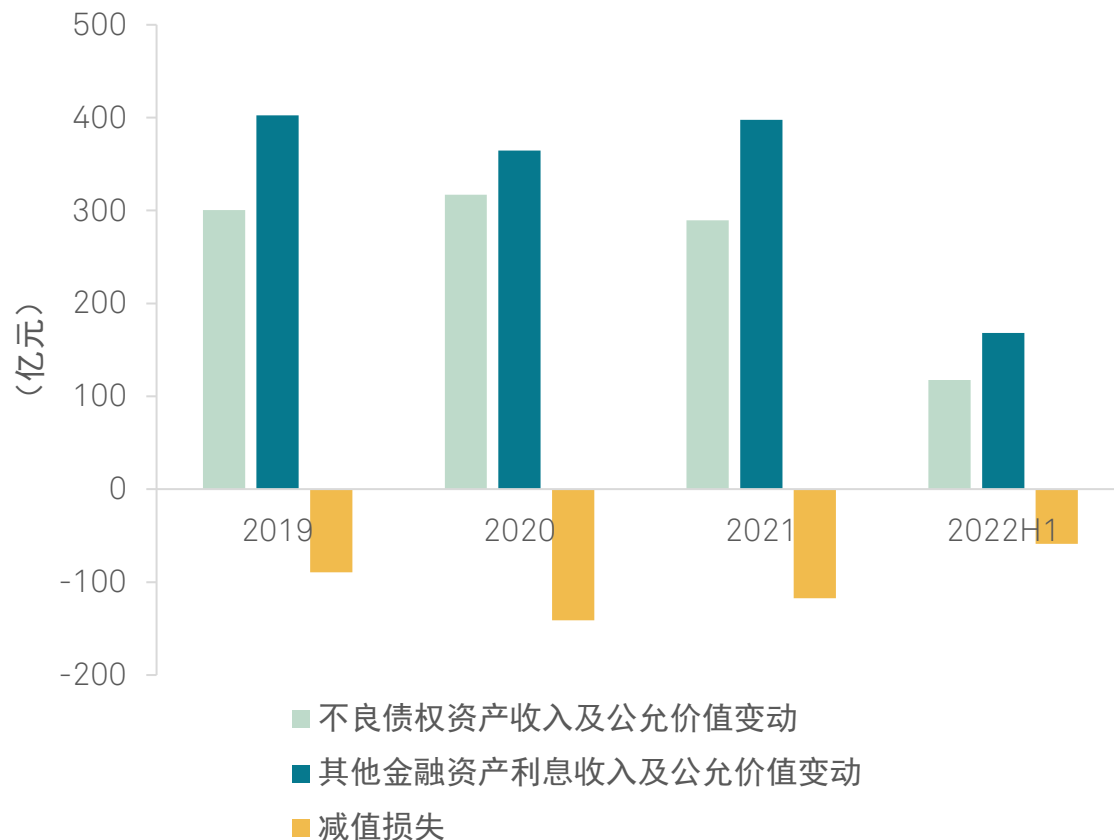
资产减值损失是影响四大AMC盈利性的主导因素

华融主要金融资产盈亏情况



注：审计师对华融2020年年报的经营成果及现金流量无法表示意见，对2021年年报的合并经营成果和合并现金流量数据与对应数据的可比性发表保留意见。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

信达主要金融资产盈亏情况

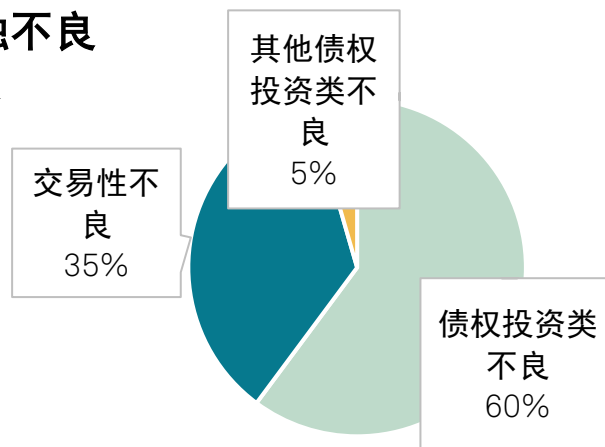


资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

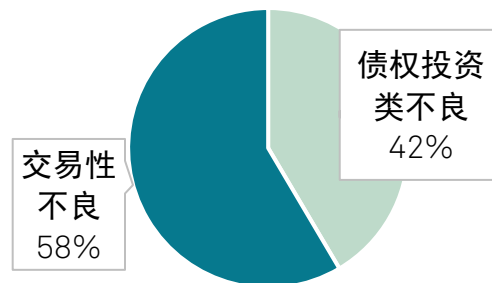
AMC公司不良资产的估值下调风险增大，进一步加大了盈利压力

- ❑ 不良资产管理公司经营的不良资产通常在业务性质上分类为收购重组类和收购处置类。
- ❑ 收购重组类不良资产，通过债务重组方式，延长债务人还款期限、修改还款金额、重定还款利率等方式进行，该类业务的特征往往表现为利率高，风险和不确定性大。在会计处理上通常放到债权投资科目。
- ❑ 收购处置类不良资产，往往以较低的折扣率从金融机构或者其他债权人手中购入，最终通过处置抵债资产的方式进行盈利，处置周期通常在1-3年。在会计处理上通常放到交易性金融资产科目。
- ❑ 交易性不良资产的资产质量变化不是通过减值损失来反映，而是通过估值/变现来反映。该部分资产的透明度对于外部投资者和分析师有限。
- ❑ 长城2021年交易性金融资产公允价值变动损失56亿元，其交易性金融资产中69%为不良债权投资。

2021年末华融不良资产分类



2021年末信达不良资产分类



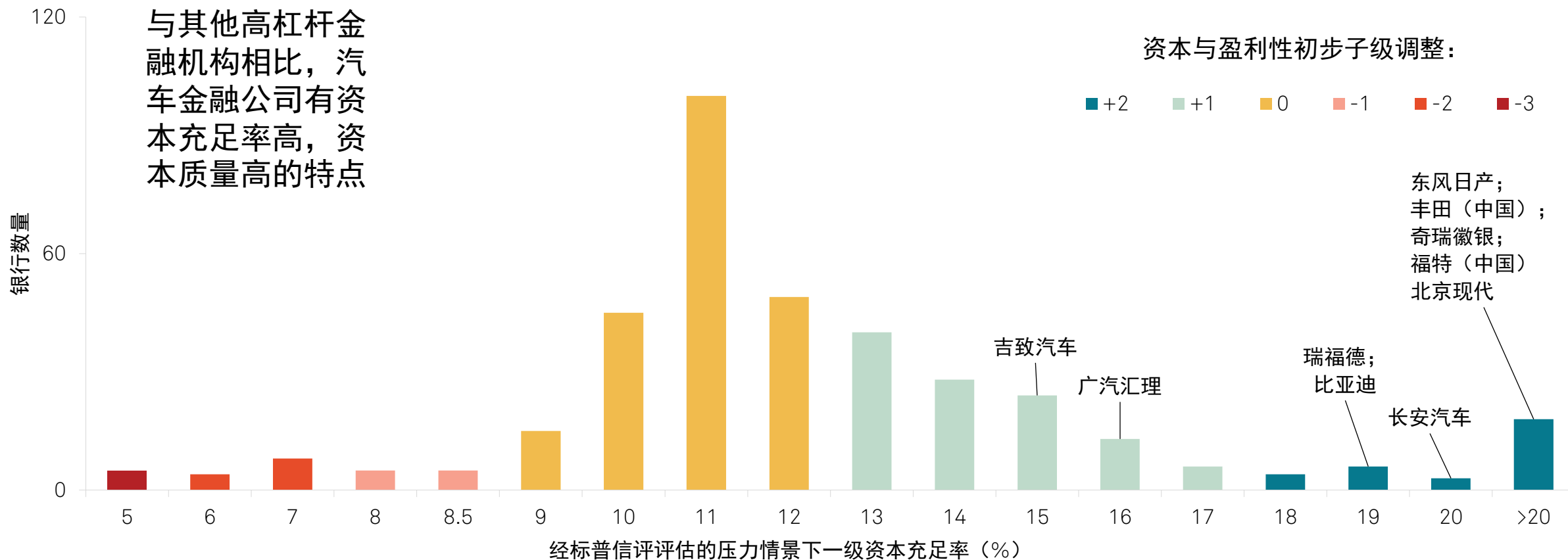
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



汽车金融公司

我们以对银行业资本充足率的分析方法来分析汽车金融公司的资本情况

主要国内商业银行经标普信评评估的压力情景下一级资本充足率分布



注1：压力情景主要包括的假设：所有关注类贷款均迁徙至不良类贷款，坏账回收率为30%，非保本理财产品对资本的消耗与一般对公贷款相同。

注2：基于压力情景下调整后一级资本充足率的资本与盈利性初步子级调整仅为我们评估分析的起点。考虑到其他因素的调整，我们最终的资本与盈利性子级调整结果可能与初步的结果不同。

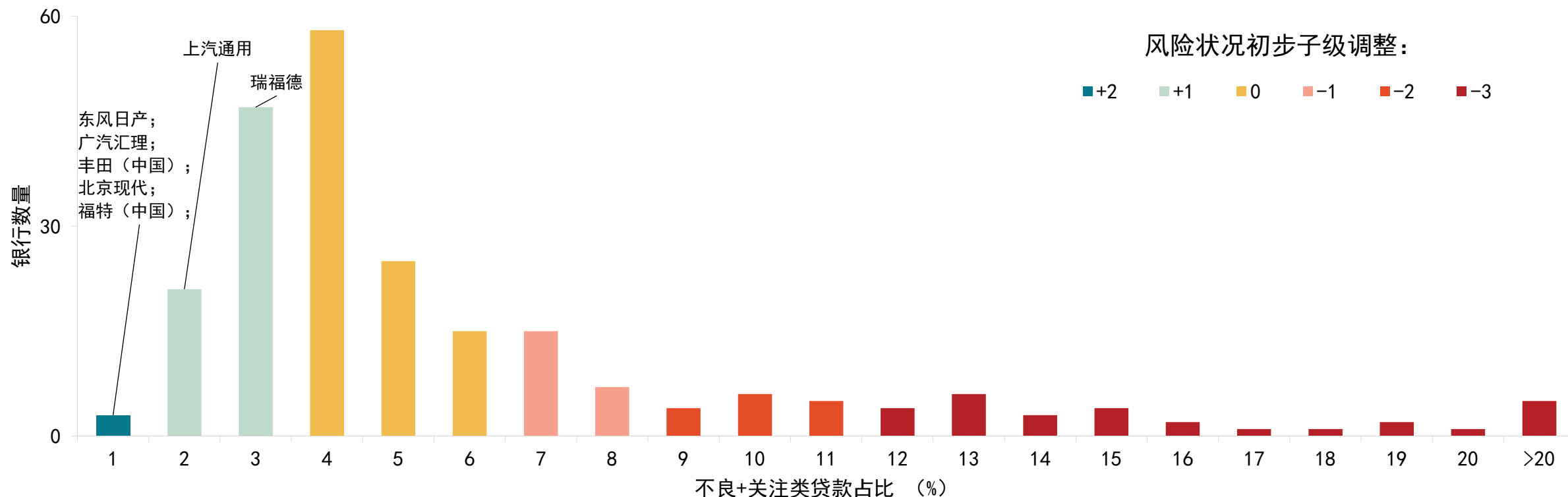
资料来源：标普信评。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

汽车金融行业的资产质量优于商业银行平均

对于风险状况与银行之间具有可比性的非银金融机构，我们会以问题资产比率作为核心指标来评估其风险偏好，评估方式与对银行的评估方式相似。

2021年末主要国内商业银行不良+关注类贷款占比分布



注1：基于问题贷款比率的风险状况初步子级调整仅为我们评估分析的起点。考虑到其他因素的调整，我们最终的风险状况子级调整结果可能与初步的结果不同。

注2：经标普信评调整的问题资产比率包括不良和关注类资产率、在IFRS9下划分为第2或第3阶段的资产占比、逾期资产比率、展期和重组资产占比，以及虽然没有被划分为坏账，但是已经产生严重风险并已经成立了债委会的资产。

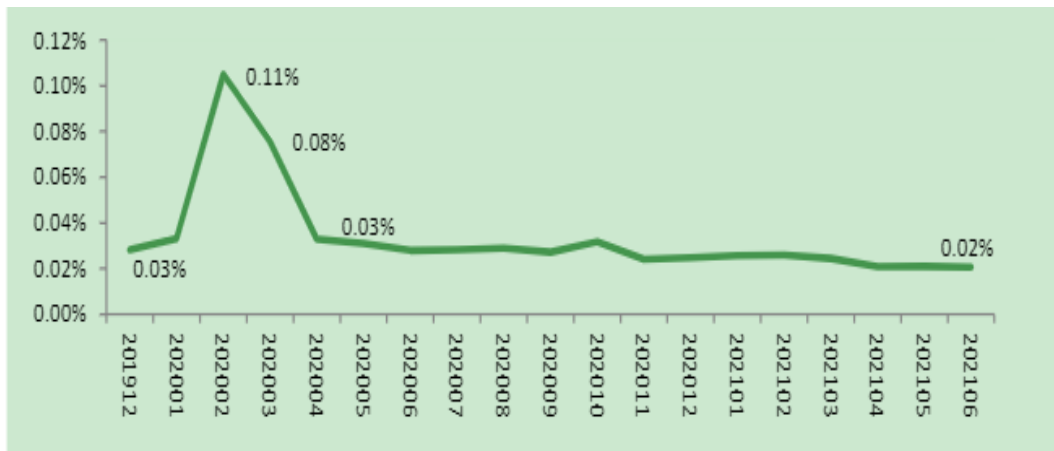
资料来源：银行公开信息，标普信评。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

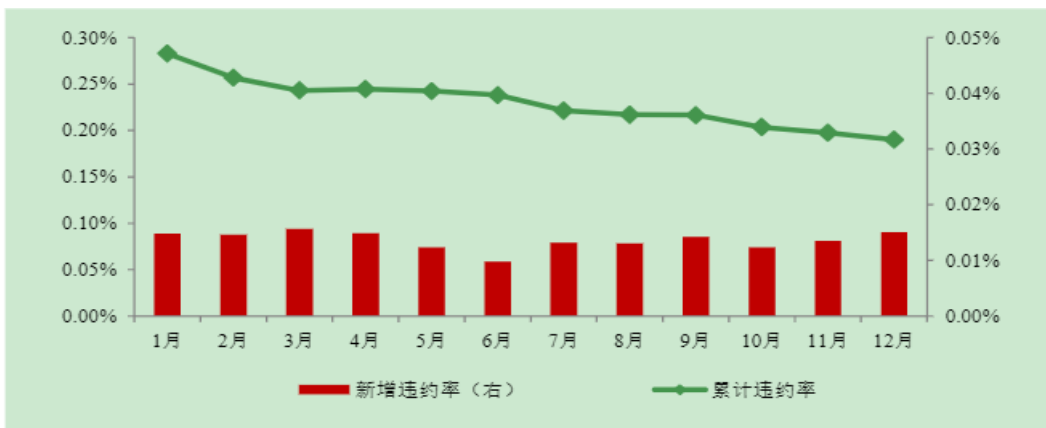
从银行间市场汽车ABS表现来看，汽车金融资产质量在疫情期间表现出极强的韧性

□ 疫情对汽车金融行业资产质量的负面影响非常有限。

信贷ABS市场汽车金融公司历史逾期30天以上新增违约率

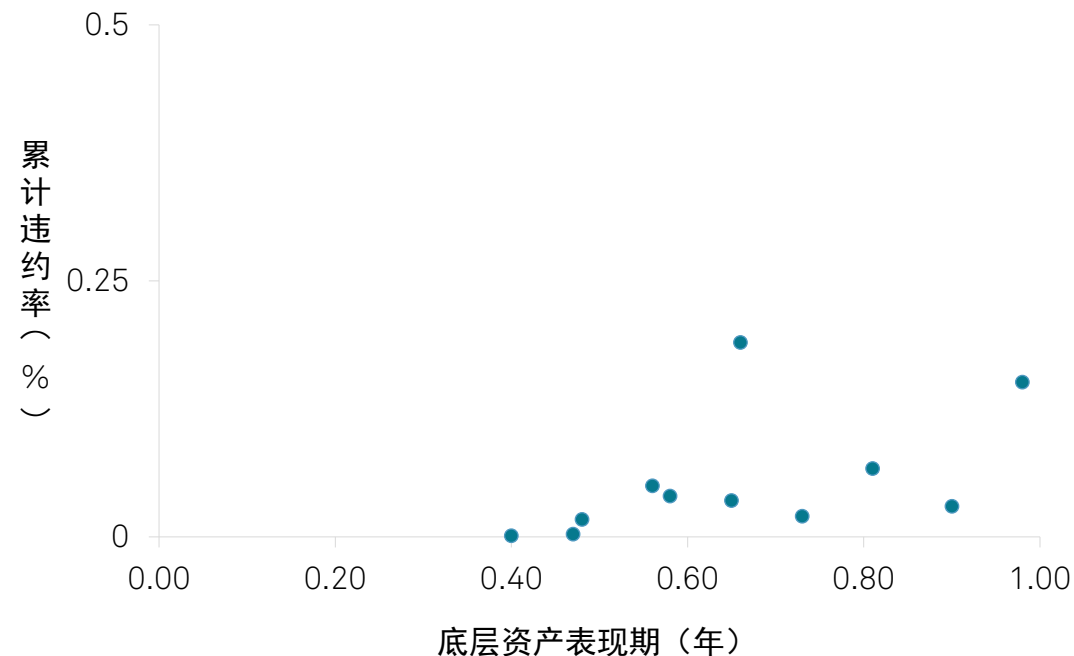


2021年信贷ABS市场Auto ABS违约率表现



□ 2022年以来，汽车金融公司资产质量延续上年良好表现。

2022年上半年信贷ABS市场发行Auto ABS基础资产累计违约率表现



资料来源：Wind，标普信评收集及整理。
 版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

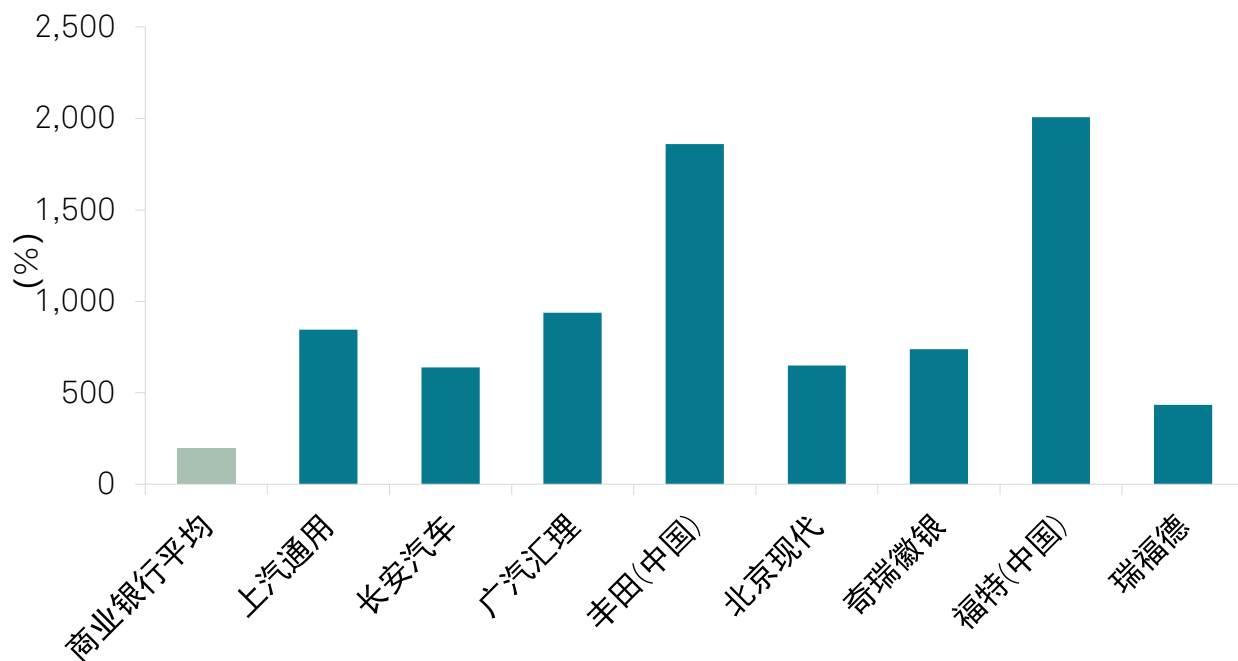
标普信评 资料来源：中债资信。

S&P Global
 China Ratings

汽车金融公司通常具有审慎的拨备计提政策且具有很充足的拨备缓冲

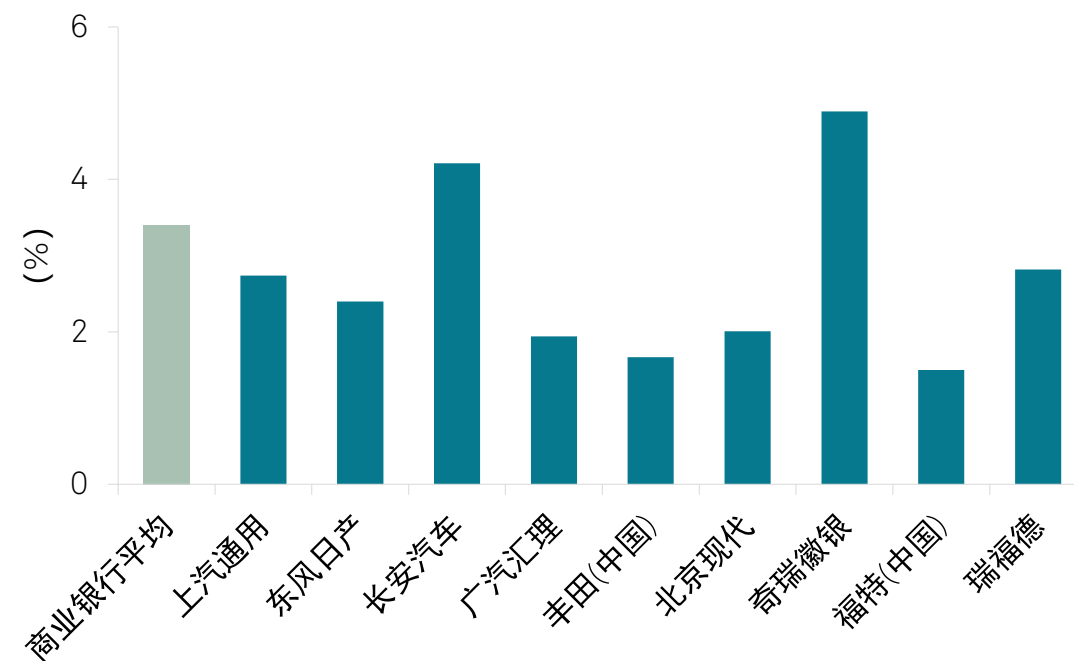
考虑到汽车金融公司坏账水平很低，其拨备计提主要是根据拨贷比来确定的，而不是拨备覆盖率。

2021年末主要汽车金融公司拨备覆盖率



资料来源：银保监会，公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2021年末主要汽车金融公司贷款减值损失/贷款总额比率



资料来源：银保监会，公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

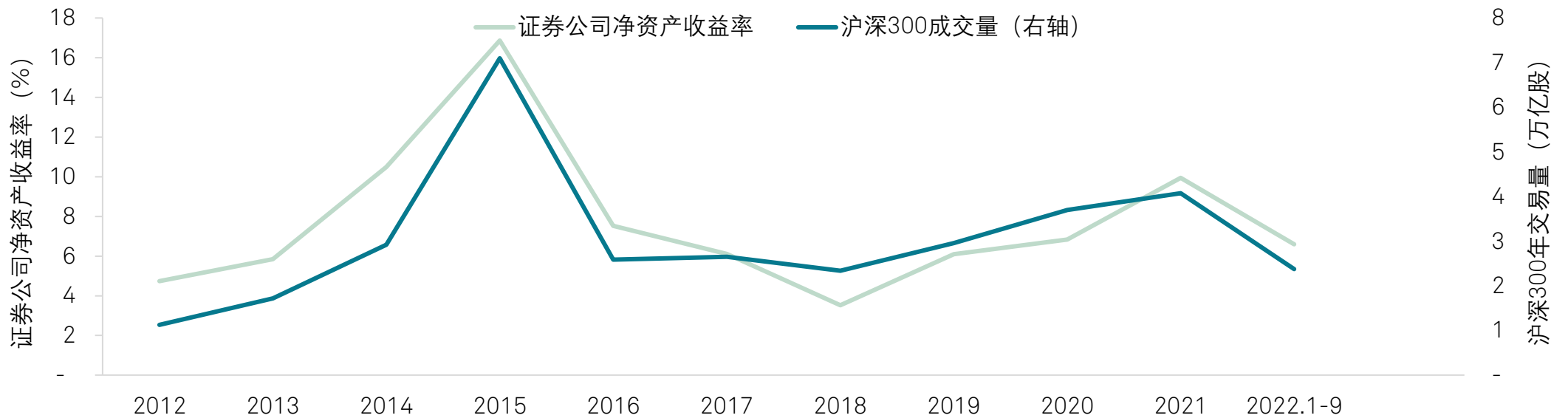


证券公司

证券公司的盈利与股市交易量高度相关，2022年的股市低迷影响证券公司盈利表现

- 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，在评估证券公司盈利性时，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。
- 受2022年市场疲软影响，证券公司业绩表现明显不佳。2022年前三季度41家主要上市证券公司营业收入同比下降约21%。

国内股市交易量以及上市证券公司平均净资产回报率



注：2012-2020年证券公司净资产收益率为中国证券业协会数据，2021、2022.1-9为上市证券公司年化净资产收益率。

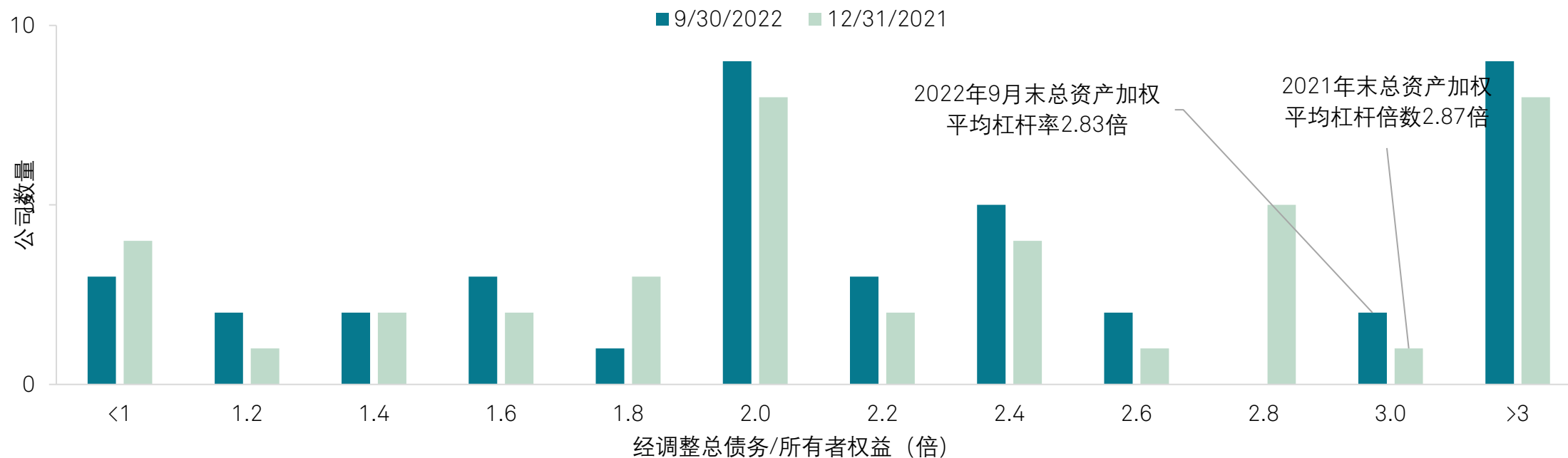
资料来源：中国证券业协会，Wind，经标普信评收集和整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

大多数证券公司的杠杆水平继续保持在较低的水平

- 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，在一定程度上缓释了风险。
- 截至2022年9月末，国内41家主要上市证券公司的经调整总债务/净资产平均值(总资产加权平均)为2.83倍，与2021年末的2.87倍基本一致。2022年证券公司整体的不佳盈利表现暂未对证券公司的杠杆水平造成负面影响。我们预计，未来12个月证券行业的杠杆仍将整体保持在较低水平，这将帮助该行业在市场震荡中保持良好韧性。

国内主要41家上市证券公司2022年9月末及2021年经调整杠杆倍数分布



注1：在计算经调整总债务/净资产时，虽然永续债和优先股被纳入所有者权益，但由于其股权属性更弱，在危机时损失吸收能力更弱，我们将其由权益调整为债务；长期股权投资亦由权益扣除。

注2：首创证券2022年12月上市，暂未披露2022年9月末数据，因此未纳入上述统计。

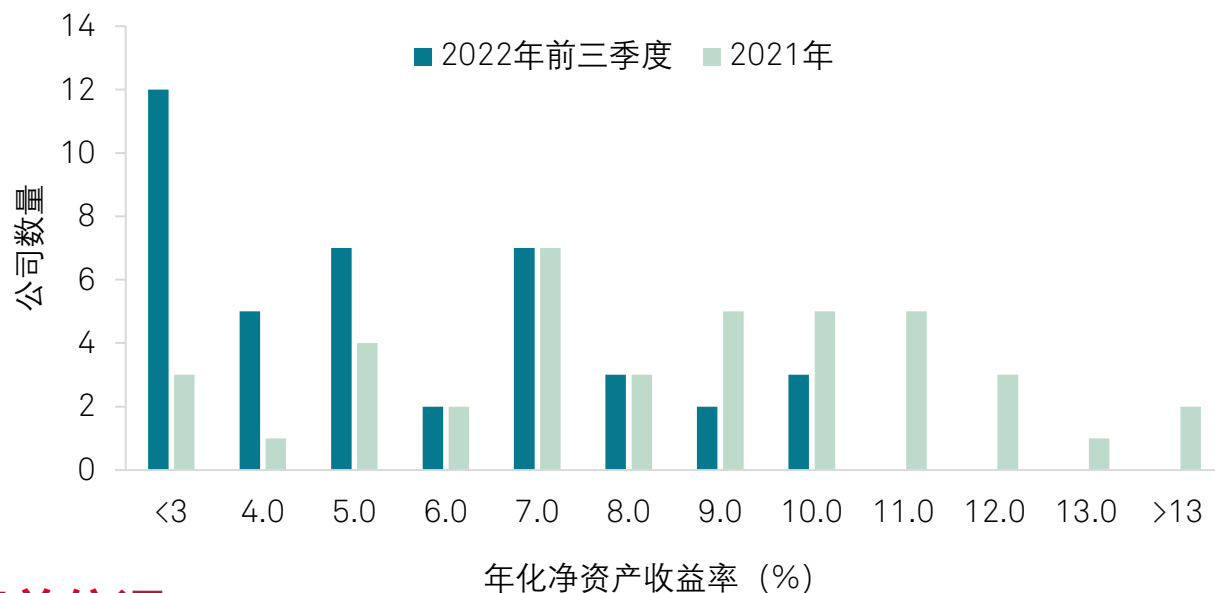
资料来源：Wind, 各公司公开信息，经标普信评收集和整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

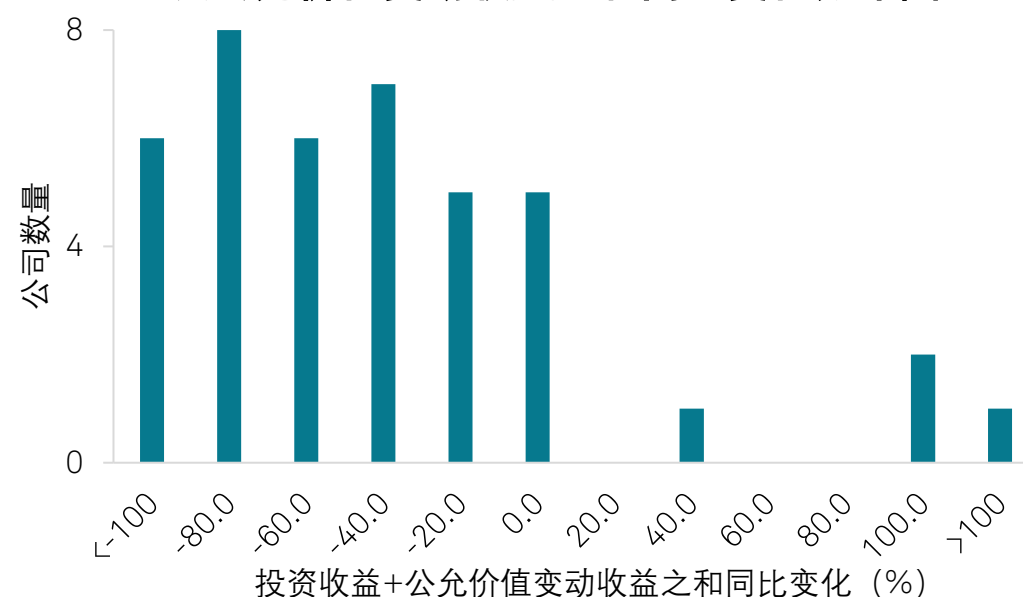
2022年证券行业盈利性普遍下降；但由于行业杠杆低，我们认为暂时性的盈利波动对行业的信用质量并没有严重负面影响

- 2022年前三季度，证券市场的大幅波动使得多数证券公司出现了盈利下滑的情况。主要证券公司2022年前三季度净利润同比下降约31%。
- 2022年前三季度证券公司投资收益及公允价值变化收益大幅减少，41家主要上市证券公司平均同比下降46%。前三季度主要上市证券公司年化平均净资产回报率为6.6%，较上年9.9%的盈利水平大幅下降。
- 证券公司信用成本增加。截至2022年9月末，主要证券公司的股票质押贷款业务规模较2021年末下降6%。但由于证券市场的大幅波动，2022年前三季度，41家主要上市证券公司的平均拨备/拨备前利润总额比达到15.8%，远高于上年全年6.2%的水平。

2022年前三季度及2021年主要41家上市证券公司
年化净资产收益率分布图



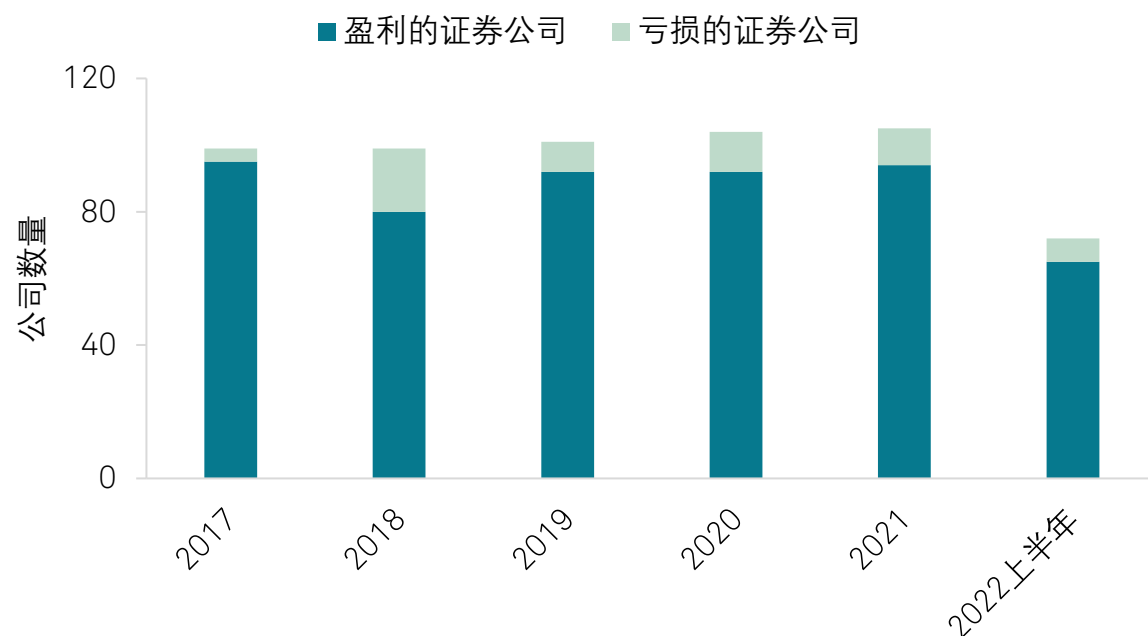
2022年前三季度主要41家上市证券公司投资收益
及公允价值变动收益之和同比变化分布图



在股市低迷期，亏损证券公司数量仍然有限

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。

历年亏损证券公司数量统计



资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2022年上半年部分券商亏损情况

机构名称	亏损金额（亿元）	亏损/年初净资产（%）
华福证券	0.85	0.60
中原证券	1.30	0.92
恒泰证券	3.74	3.84
江海证券	3.46	3.45
太平洋证券	0.76	0.78
联储证券	0.90	1.48
万和证券	1.36	2.39

资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师联系方式

李迎, CFA, FRM

北京

Ying.Li@spgchinaratings.cn

标普信评

S&P Global

China Ratings

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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，以及其董事、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、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、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。