

证券行业信用质量分析方法

目录

- 信用质量概况
- 评级基准
- 业务状况
- 资本与盈利性
- 风险状况
- 融资与流动性
- 外部支持
- 混合资本工具

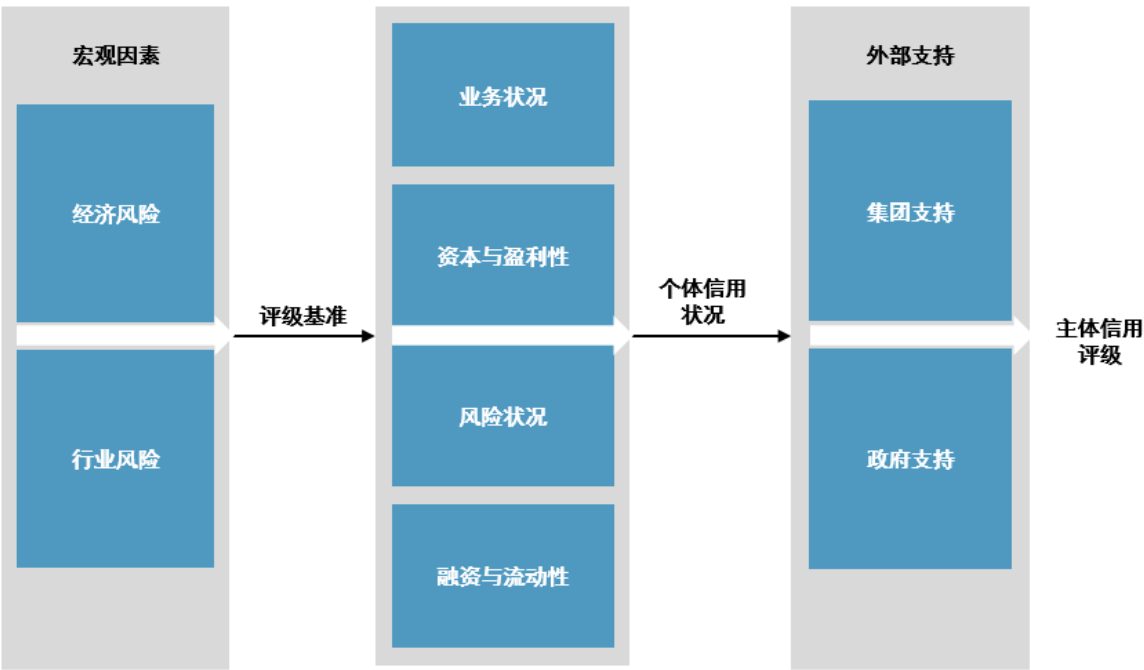


信用质量概况

我们对银行、证券公司和金融公司采用相同的分析框架

- ❑ 在确定一家机构个体信用状况时，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“a-”。
- ❑ 我们在评级基准的基础上根据每家机构的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，以得出个体信用状况。
- ❑ 最后，我们将该机构的个体信用状况与集团或政府支持相结合，得出主体信用等级。

标普信评金融机构评级方法框架



注：在分析受评主体的个体特征后，我们还会将其信用质量做一个整体的评估，并与同业进行对比分析，以此判断是否需要对外评级做出补充调整，从而得出最终的个体信用状况。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

评级基准是不同类型金融子行业平均个体信用状况的相对排序

评级基准反映了一类金融机构所处的经营环境的优势和挑战，反映的是国内经济风险和行业风险，是确定一家金融机构个体信用状况的起点。

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，以考虑银行和非银金融机构之间的行业差异。



一般情况下，金融公司的评级基准比银行的评级基准低三个子级，证券公司的评级基准比银行的评级基准低两个子级。

鉴于目前的银行评级基准为“a+”，证券公司的评级基准则为“a-”

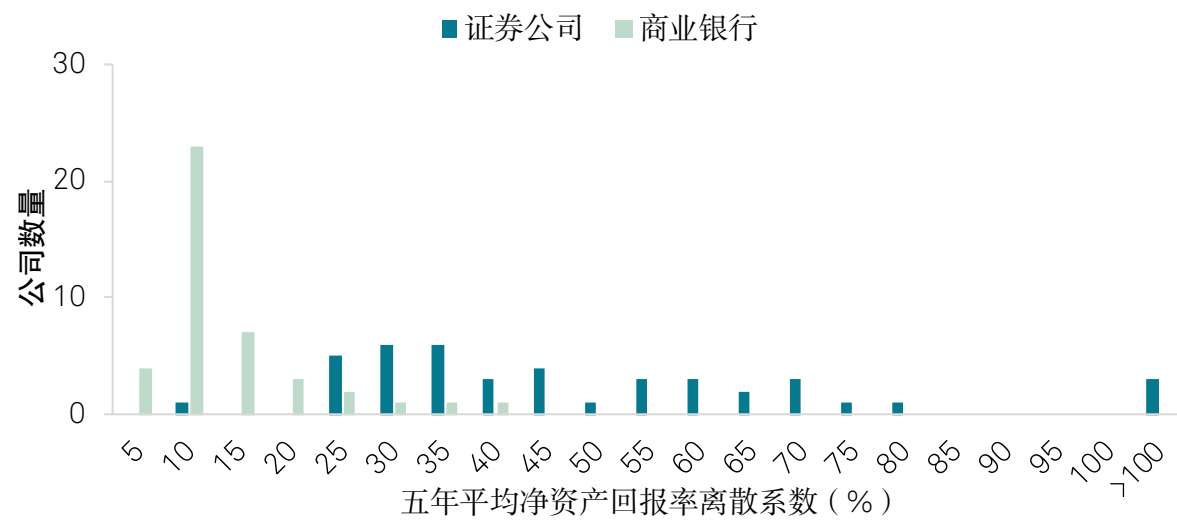
相对于银行而言，证券公司的额外行业和经济风险通常包括：

- 与银行相比，证券公司通常无法吸收公众存款，需依赖批发资金，从而面临更高的流动性风险和融资风险。
- 与银行相比，证券公司通常缺乏央行的直接流动性支持，因此面临更高的流动性风险和融资风险。
- 由于银行的融资成本更低，可能在某些业务领域较证券公司更有竞争优势。
- 证券公司受到资本市场波动的影响更大；由于证券市场波动大于信贷市场，证券公司的盈利波动往往大于银行业。

在确定证券公司评级基准时考虑的正面因素包括：

- 证券公司受到强金融监管，行业监管提高了行业进入壁垒，有利于保持机构的竞争地位，降低了竞争风险。
- 证券公司能够在银行间市场进行同业拆借。

国内主要上市证券公司和上市商业银行的近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公司2018-2022年历史5年平均净资产回报率的标准差除以相应时间区间平均净资产回报率均值的绝对值。统计范围为42家国内主要上市证券公司以及42家上市银行。离散系数越低，波动性越小；离散系数越高，波动性越大。

资料来源：各公司公开信息，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在评级基准的基础上，我们通过四项个体信用分析要素进行调整，得出机构的个体信用状况

机构的个体信用状况反映了具体金融机构自身独特的信用优势和挑战。对四项个体分析要素的评估可能会导致机构的个体信用状况高于或低于评级基准。

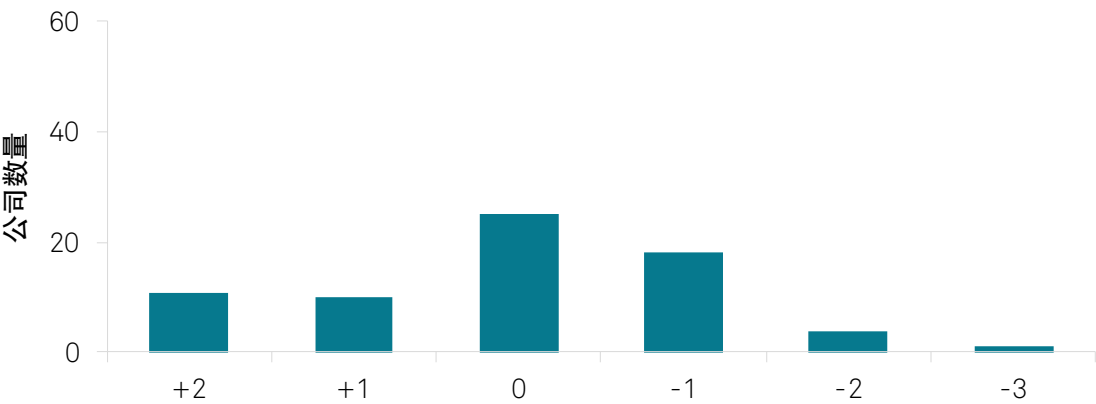
1.业务状况		2.资本与盈利性		3.风险状况	
得分	子级调整	得分	子级调整	得分	子级调整
1	+2	1	+2	1	+2
2	+1	2	+1	2	+1
3	0	3	0	3	0
4	-1	4	-1	4	-1
5	-2	5	-2	5	-2
6	-3	6	-3	6	-3
		7	-4	7	-4
		8	-5	8	-5

4.融资与流动性子级调整					
融资	流动性				
	1	2	3	4	5
高于平均水平	+2/+1	+1/0	-1	-2	-3
平均水平	0	0	-1	-2	-3
低于平均水平	-1	-1	-1	-2	-3

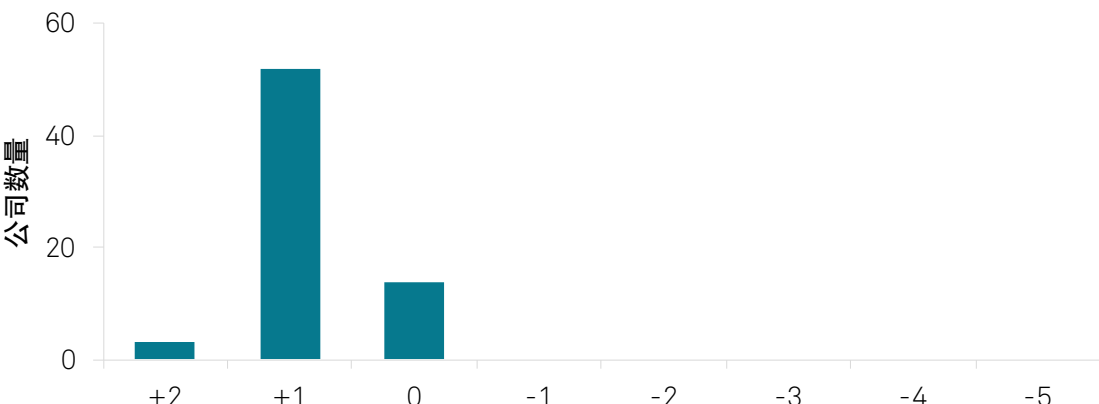
评级基准是如何影响每项个体分析要素评估的	
业务状况	我们评估业务状况时，通常会将一家机构的竞争优势和业务稳定性与具有相似评级基准的同业机构进行比较。
资本与盈利性	如果一家机构在资本与盈利性方面无子级调整，表明该机构的资本与盈利状况对于其个体信用状况的影响是中性的，符合我们在评级基准中对于资本能够充分满足监管最低要求的基本假设。
风险状况	我们评估风险状况时，我们将一家机构的风险偏好和风险状况与相似评级基准的同业机构的情况进行比较。
融资与流动性	行业的融资与流动性状况通常反映在行业的评级基准部分。比如，证券公司和金融公司的评级基准反映了其没有存款融资的情况，非持牌金融公司的评级基准反映了其无法在银行间市场进行同业拆借的情况。如果一家机构具体的融资和流动性状况未在评级基准部分得到充分的体现，我们会在其融资和流动性评估中进行调整。
补充调整	同业比较是我们进行补充调整的主要依据之一。同业比较组通常来自于同一行业或者有类似的业务活动，具有相同或相似的评级基准。

证券公司个体信用分析要素子级调整测试结果情况分布

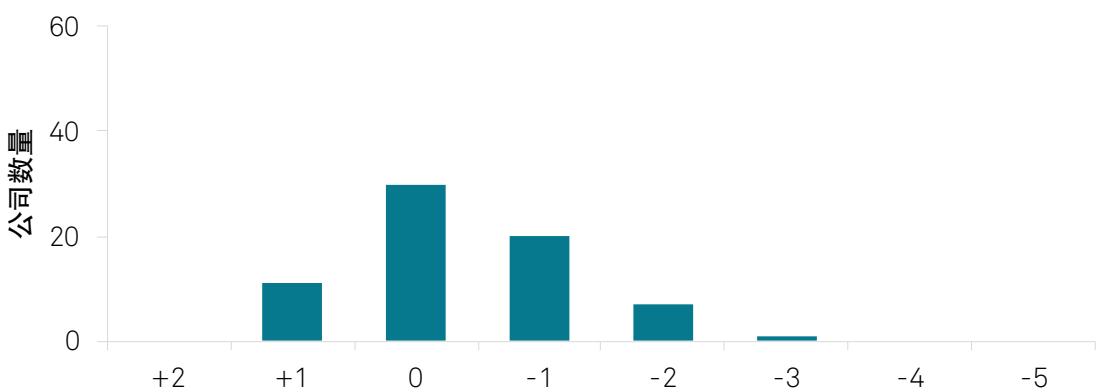
70家主要证券公司业务状况子级调整测试结果分布



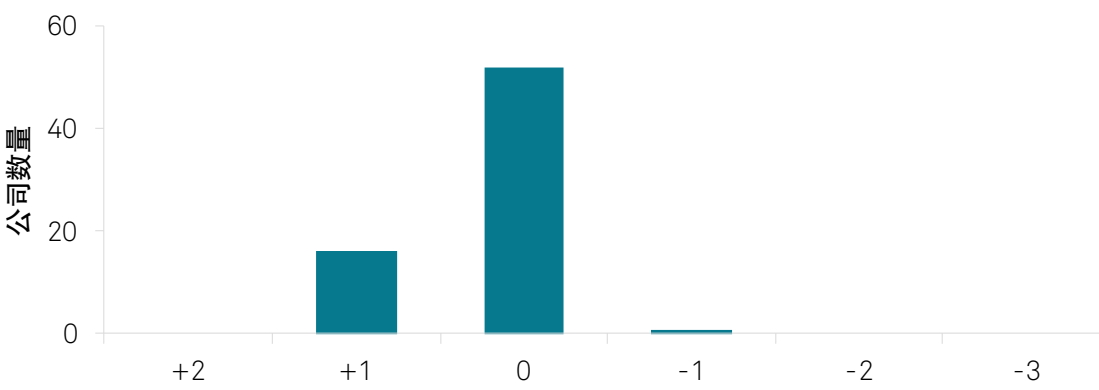
70家主要证券公司资本与盈利性子级调整测试结果分布



70家主要证券公司风险状况子级调整测试结果分布



70家主要证券公司融资与流动性子级调整测试结果分布



注1：图中所示的子级调整是在机构a-的评级基准基础上进行的子级调整。
注2：本报告中所呈现的子级调整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（委托评级机构除外）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或其债券最终评级结果的表示。
资料来源：标普信评。
版权© 2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

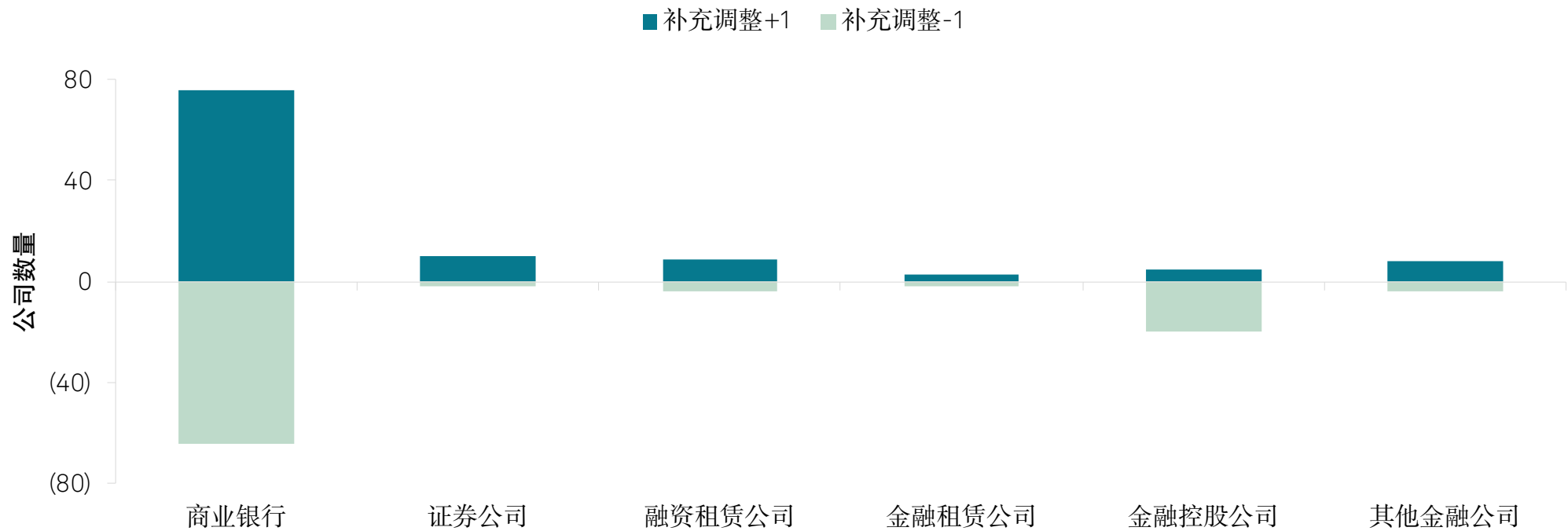
补充调整的目的是确保个体信用状况能够更全面地反映我们对该机构的信用观点，可能是正面的，也可能是负面的

- 通常情况下，补充调整只有一个子级，因为初步个体信用状况总体上应该已经对发行人个体信用质量做出了比较合理的评估。但在特殊情况下，补充调整可能超过一个子级。
- 补充调整中，我们可能考虑在之前的分析中没有包括的其他的信用要素，既可能是暂时性要素，也可能是结构性要素。此外，补充调整也可能纳入在其他个体信用要素分析中未完全充分反映的信用要素。
- 补充调整通常会通过同业比较来实现。同业比较通常是在发行主体和与其具有相近（相同或有一个子级的差距）个体信用状况的金融机构之间进行。如果一家金融机构的初步个体信用状况为“a”，我们会将其与个体信用状况为“a+”和“a-”的金融机构进行对比，以得出其最终个体信用状况。
- 很多情况下，补充调整是为了反映各个个体信用要素分析中未完全反映的信用考量，举例来说：发行人多项个体信用要素打分都接近更优打分，每项个体信用要素打分最终都没有放到更优打分，但累积出来的信用优势可以通过补充调整的方式反映在个体信用状况中。
- 我们也可能在补充调整中反映持续性外部影响。个体信用状况包括持续性的外部支持，但不包括危机情况下特殊的外部支持。个体信用状况的补充调整不会考虑危机情况下的潜在外部支持或负面干预，但如果外部支持或负面影响是持续性的，且在个体信用要素分析中未得到充分反映，我们可在补充调整中反映持续性外部影响。

金融机构个体信用质量补充调整分布

- 同业比较往往是导致补充调整的主要原因。补充调整往往是向上或向下一个子级，但特殊情况下可以超过一个子级。
- 在我们进行信用质量测试的600家金融机构中，大约35%有补充调整，其中19%上调了一个子级，16%下调了一个子级。

主要金融机构个体信用质量补充调整子级情况分布

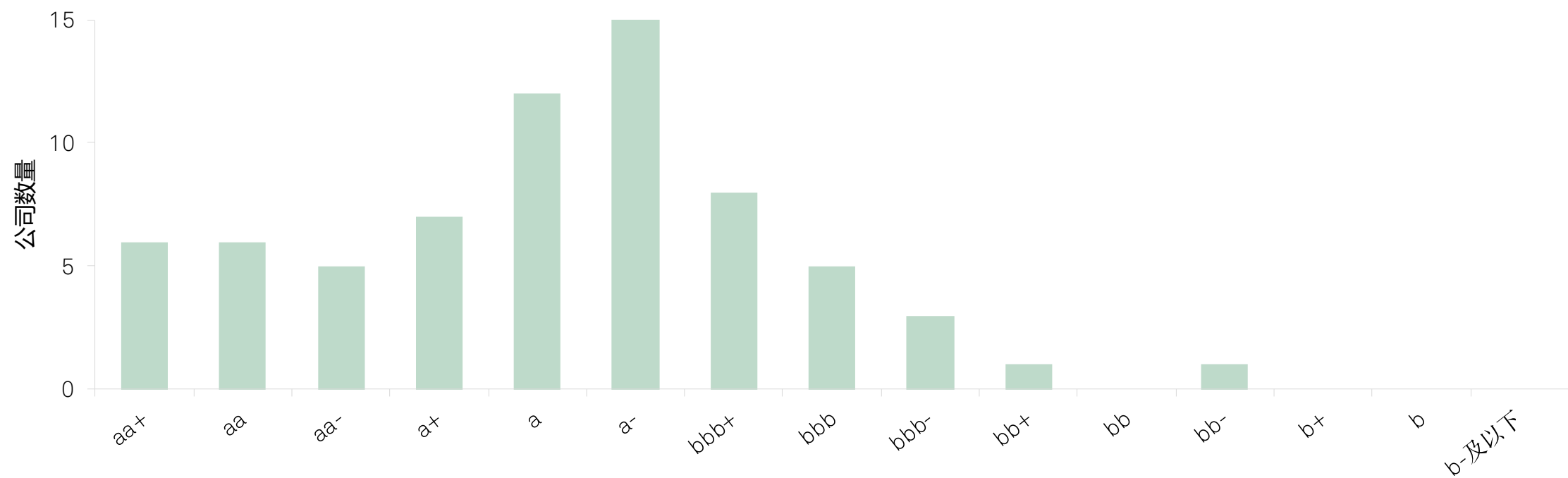


注1：图中所示的子级调整是在机构评级基准基础上进行的子级调整。
注2：本报告中所呈现的子级调整是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级机构除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构或其债券最终评级结果的表示。
注3：其他金融机构包括资产管理公司、金融投资公司、金融资产投资公司、担保公司、汽车金融公司、不良资产管理公司、保理公司、担保公司以及消费金融公司等。
资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

证券公司个体信用质量测试结果分布 (未考虑危机情况下外部支持)

发债券商个体信用质量普遍良好，尾部风险可控。

70家主要证券公司个体信用质量测试结果分布



注1：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：本报告中所呈现的信用质量测试结果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（委托评级机构除外）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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

证券公司个体信用质量关键数据

2022年末平均数	总资产 (亿元)	当年营业收入 (亿元)	经标普信评 调整的杠杆率(调整后 总债务/净资产)(倍数)	当期平均净 资产回报率 (%)	在最新公布 白名单中的 券商数量占 比	债券平均估 值利差(bp)
aa序列	5,162.15	217.38	2.97	6.95	71%	42.37
a序列	1,014.47	47.33	1.97	3.59	44%	54.39
bbb序列	355.97	14.27	1.61	1.27	0%	74.99
bb序列	247.71	2.70	1.42	(4.76)	0%	204.84

注1：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（委托评级客户除外）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。

注2：债券平均估值利差为截至2024年2月末证券公司存续期限在半年以上的高级债于2024年2月29日的估值利差平均值。

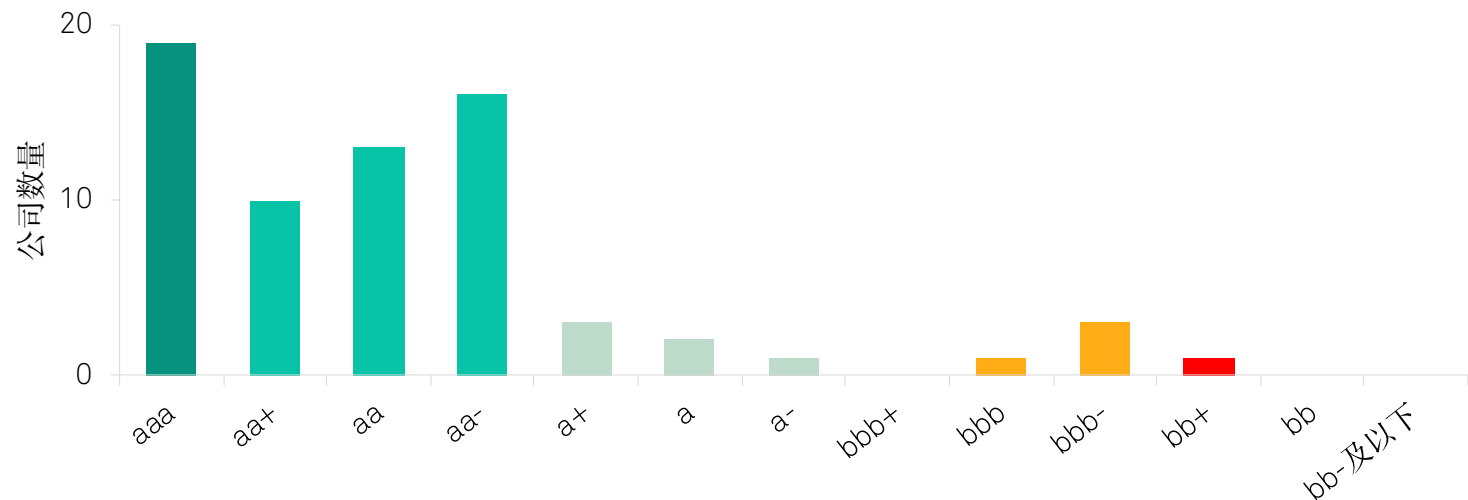
资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

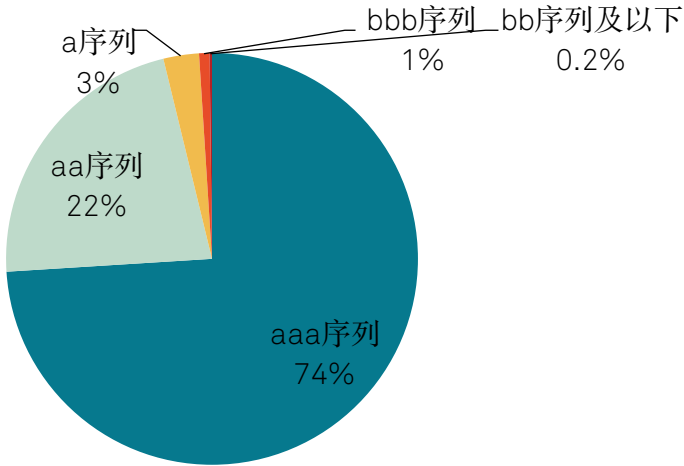
证券公司主体信用质量测试结果分布(考虑了危机情况下外部支持)

- 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。
- 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，得益于此，国内证券公司的整体信用质量保持稳定，对金融系统构成的系统性风险非常可控。
- 从总资产规模占比来看，发债券商的主体信用质量很好，96%的券商资产都归属于aa序列及以上的券商；高风险的bb序列及以下券商的资产占比仅为0.2%。

70家主要证券公司主体信用质量测试结果分布（按机构数量统计）



截至2023年6月末发债证券公司主体信用质量测试结果占比（按总资产规模计）



注1：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（委托评级机构除外）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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注1：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（委托评级机构除外）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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



业务状况

业务状况评估分档

- ❑ 业务状况是我们评估金融机构个体信用状况的第一个调整因素，业务状况通常反映的是金融机构的业务经营实力。
- ❑ 业务状况打分分为6档，通常有6种子级调整的可能，最优可能上调两个子级；最差可能下调三个子级；无子级调整表明我们对公司的业务状况持中性的观点。

分数	子级调整	典型特征
1	+2	金融机构承受经营压力的能力显著高于评级基准中的基本假设。
2	+1	金融机构承受经营压力的能力高于评级基准中的基本假设。
3	0	金融机构承受经营压力的能力与评级基准中的基本假设一致。
4	-1	金融机构承受经营压力的能力弱于评级基准中的基本假设。
5	-2	金融机构承受经营压力的能力显著弱于评级基准中的基本假设。
6	-3	业务稳定性极弱，金融机构的评级基准无法反映其经营脆弱性。

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

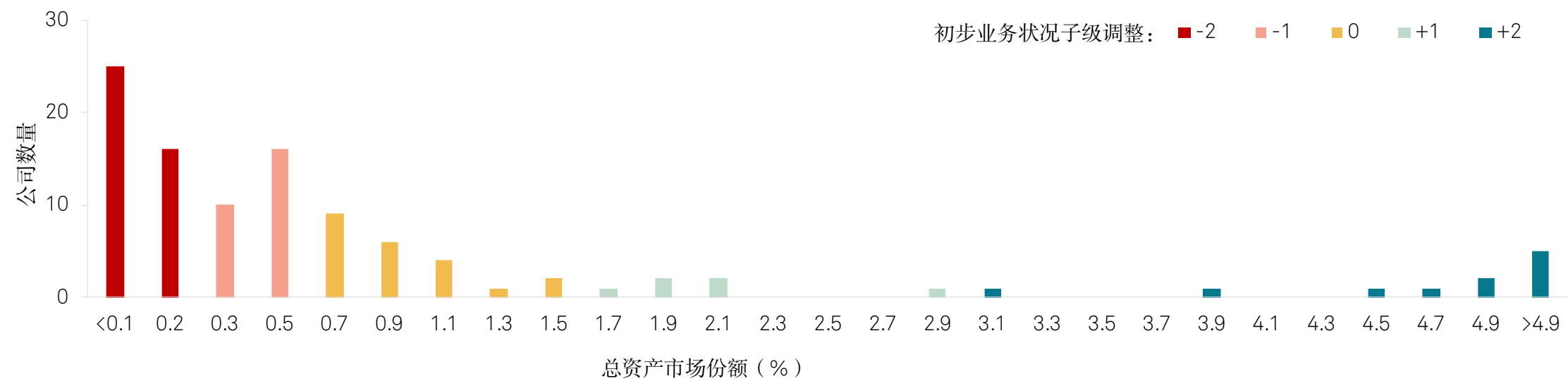
子因素	释义
业务稳定性	评估证券公司在经济和市场波动环境下，业务规模是否能维持稳定。主要评估券商在业务周期内的业务状况及经营表现的稳定性或脆弱性，是我们在业务状况评估中考虑的第一个子因素。主要指标包括市场地位、收入稳定性和客户群构成等。
业务多样性	业务集中度或多样化程度。主要指标包括不同业务条线和不同地域的收入和利润贡献度。
管理与治理	管理与治理是业务状况评估中考虑的第三个子因素。通常评估证券公司管理层的战略制定和执行能力、组织效率、风险管理以及治理实践是如何塑造机构的市场竞争力、财务风险管理实力以及治理稳健性。我们评估证券公司管理与治理的方法与评估银行和金融公司的方法类似。

资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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

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。

截至2022年末主要证券公司总资产市场份额分布

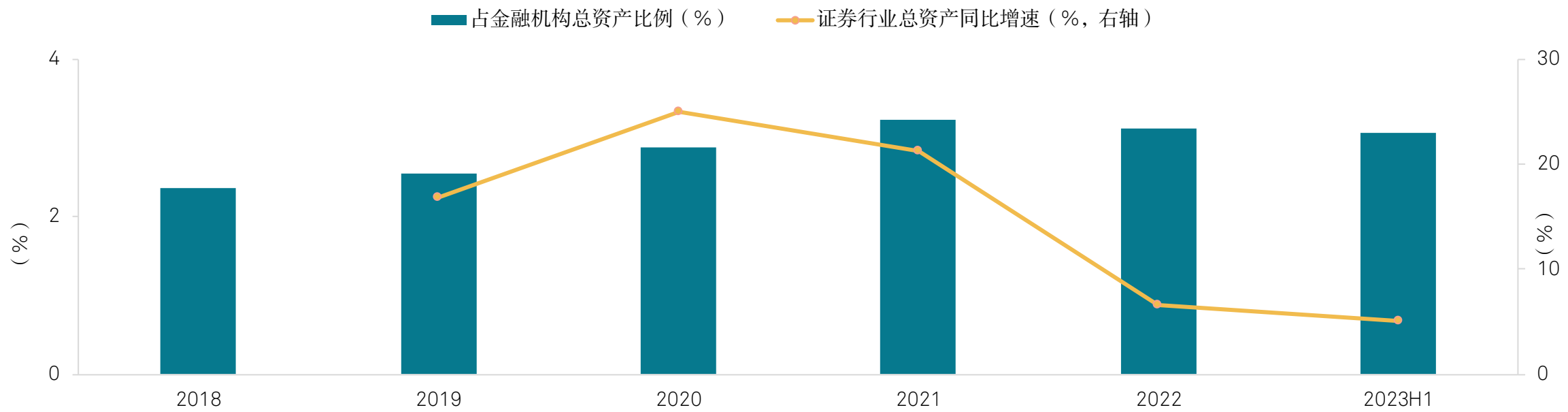


注1：资产市场份额分母采用人民银行公布证券业总资产数据。
注2：业务状况初步评估是基于证券公司在行业的市场份额。考虑到其它影响证券公司业务稳定性的重要因素，我们最终的业务状况评估结果可能与初步评估结果不同。
资料来源：人民银行、标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

受证券市场景气度影响，证券公司近年来资产增速下降

- 国内金融业仍然以银行业金融机构为主，证券行业在国内金融业总资产中的占比略有缩小。截至2023年6月末，银行业金融机构占金融行业资产的90.4%，保险行业6.5%，证券公司3.1%。
- 由于在评级基准当中已经反映了证券公司的盈利波动性，所以在后面的资本与盈利性评估中，即使证券公司的盈利波动很大，但只要不会对资本造成显著影响，不一定会影响其资本与盈利性评估结果。我们认为证券公司近年来的收入和利润波动仍在预期以内，不会对其信用质量发生重大负面影响。

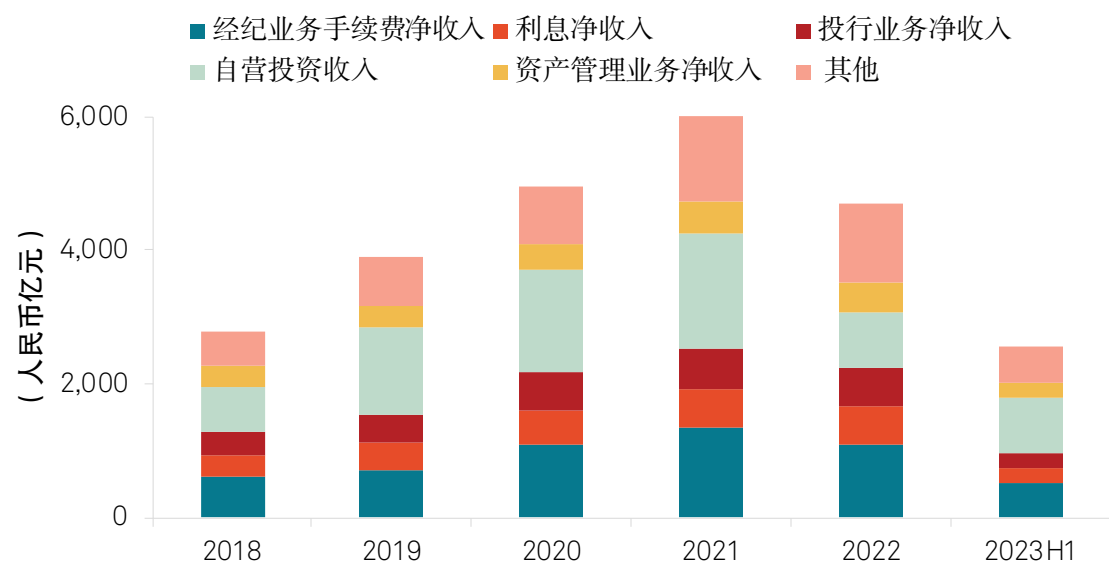
证券行业总资产占金融机构总资产比例及证券行业总资产同比增速



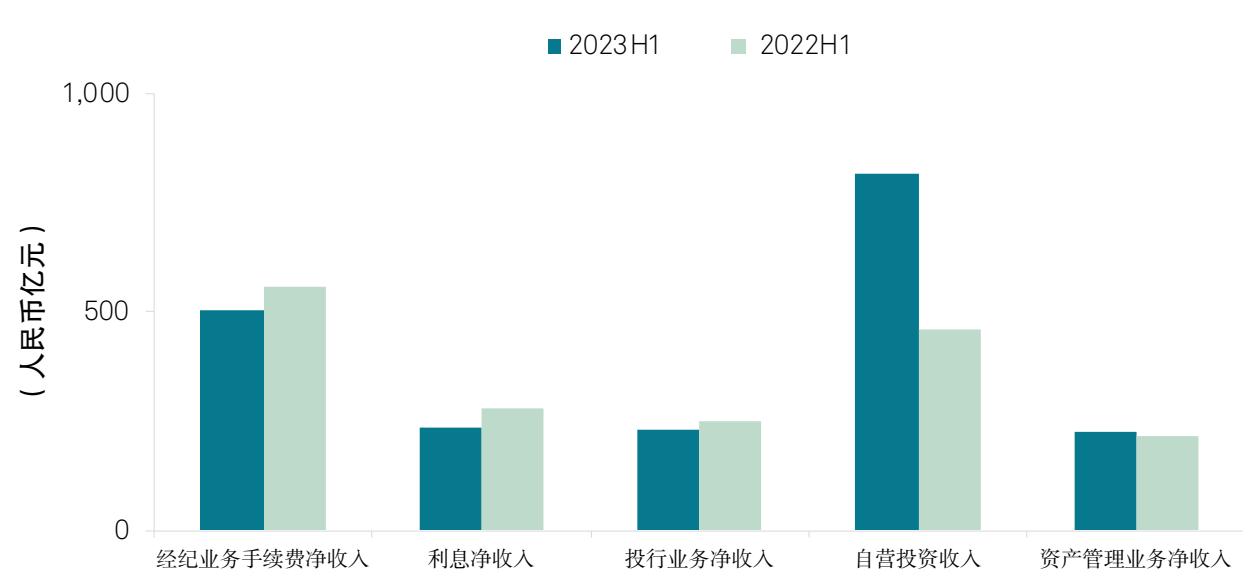
证券公司2023年上半年的收入增长主要依靠投资业务拉动

- 2022年，主要上市证券公司营业收入同比下降23%。从分布上来看，对营业收入贡献最高的为经纪业务手续费净收入，占营业收入比例约为23%（上年为22%）；自营投资收入受市场波动影响，占比较2021年度大幅下降10个百分点至18%；利息净收入占比12%（上年为10%），投行业务净收入占比12%（上年为10%），资产管理业务净收入占比约为10%（上年为8%）。
- 2023年上半年，主要上市证券公司营业收入同比上升8%；其中自营投资收入同比增加76%，自营投资收入对营业收入贡献提升至32%。经纪业务净收入、利息净收入、投行业务净收入同比分别下滑10%、15%、9%，另外，资产管理业务净收入同比增长4%。

主要42家上市证券公司营业收入构成



主要42家上市证券公司主要业务板块净收入



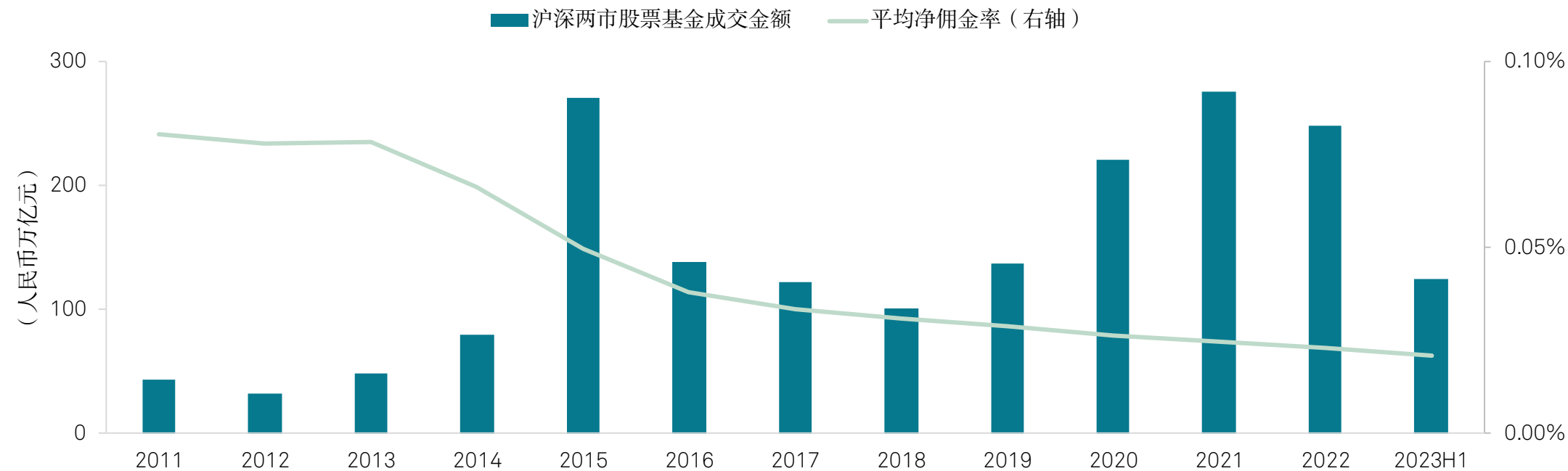
注：自营投资收入为投资收益及公允价值变动收益之和。
资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注：自营投资收入为投资收益及公允价值变动收益之和。
资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

佣金率下行和市场交易量下降导致证券公司经纪业务手续费收入下降

- 行业净佣金率多年来持续下行。行业平均净佣金率由2022年的0.023%下降至2023年上半年的0.021%。
- 2023年上半年，沪深两市股票及基金成交金额124.7万亿元，约为2022年全年的45%。
- 2023年上半年，证券行业代理买卖证券业务净收入523亿元，较上年同期下降10%。

市场交易金额及平均净佣金率变动

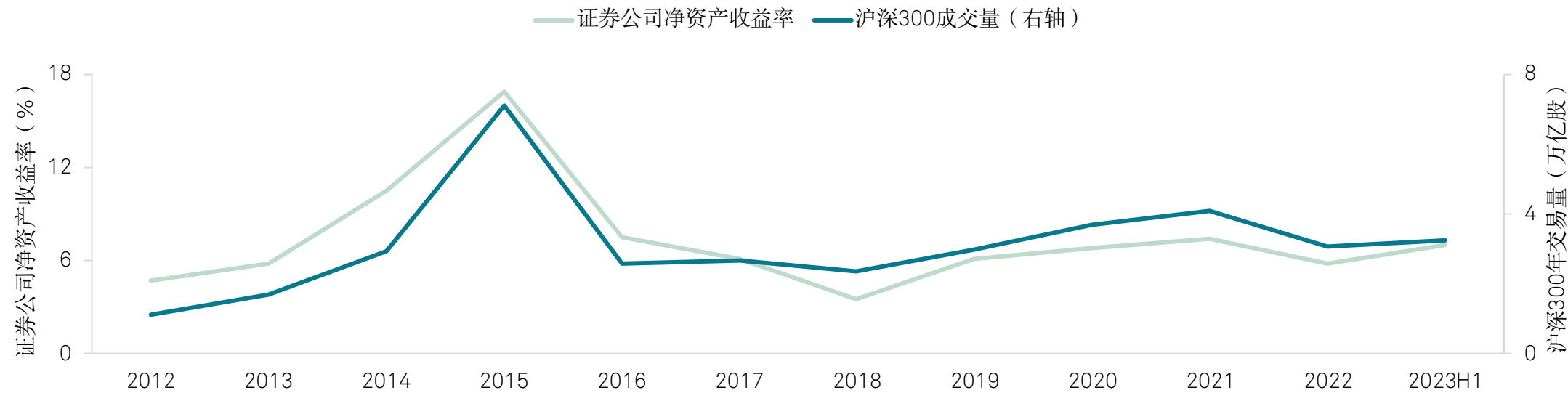


注：2021、2022年平均净佣金率采用前9个月代理买卖证券业务净收入与同期市场交易金额测算。
资料来源：Wind，中国证券业协会，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

证券公司的盈利继续保持了与股市交易量的高度相关性

- 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。证券公司的收入以市场敏感型收入为主，其收入的波动性高。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，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。

国内股市交易量和证券公司平均净资产回报率比较



注1：2012-2021年证券公司净资产收益率为中国证券业协会数据，2022、2023H1为上市证券公司加权平均年化净资产收益率。
注2：2023年上半年沪深300成交量采用上半年数据*2进行了年化处理。
资料来源：中国证券业协会，Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

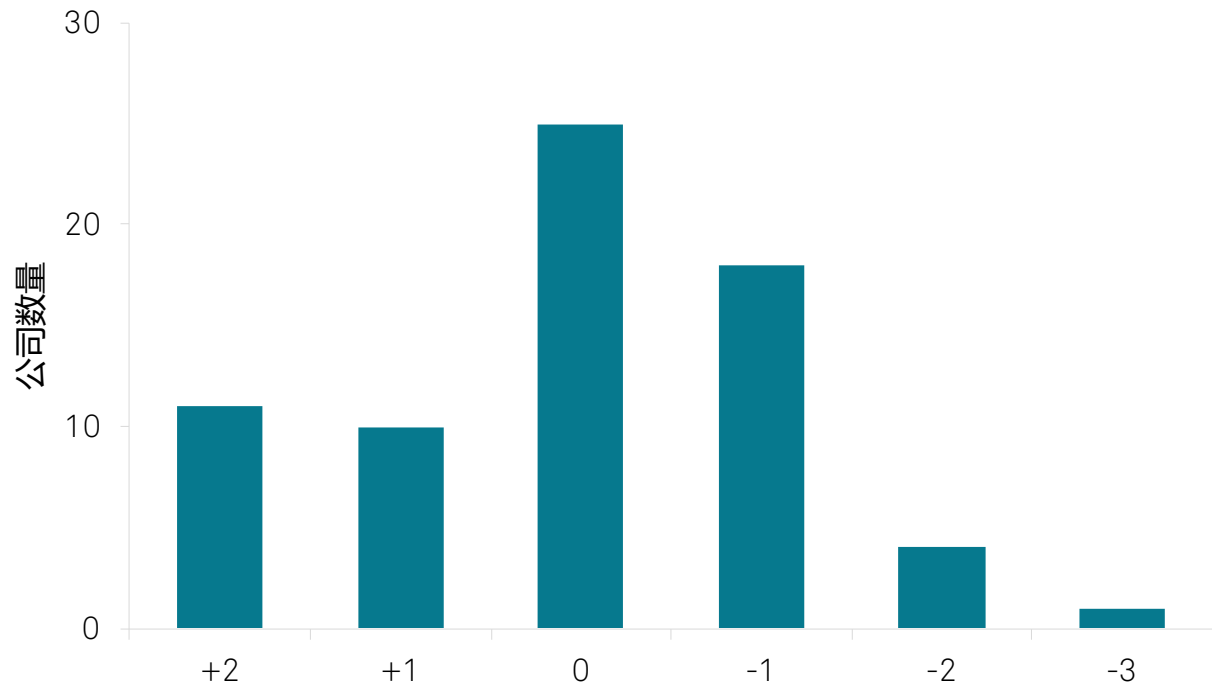
证券公司业务状况评估

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“a-”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“a+”）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

证券公司业务状况子级调整测试结果分布

- 我们以市场份额作为业务稳定性分析起点。考虑到资本市场的高波动性，我们关注证券公司在完整市场周期内维持和提高市场份额的能力。
- 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。2022年末，前十大证券公司的资产市场份额约56%。目前国内共有143家证券公司，其中37家为其他证券公司的子公司。
- 由于同业之间激烈竞争，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。
- 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。

70家主要证券公司业务状况子级调整测试结果分布



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“a-”评级基准基础上进行的子级调整。

注2：本报告中所呈现的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（委托评级机构除外）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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



资本与盈利性

资本与盈利性评估分档

- 资本与盈利性是我们评估金融机构个体信用状况的第二个调整因素，评估的是金融机构资本在压力环境下吸收损失的能力。
- 资本与盈利性打分分为8档，有8种子级调整的可能，最优可能上调两个子级；最差可能下调五个子级；无子级调整表明我们对公司的资本与盈利性持中性的观点。

分数	子级调整	典型特征
1	+2	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有显著正面影响。
2	+1	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有正面影响。
3	0	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况的影响为中性。
4	-1	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况略有负面影响。
5	-2	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有负面影响。
6	-3	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有明显负面影响。
7	-4	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有严重负面影响。
8	-5	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有非常严重负面影响。

证券公司资本与盈利性评估步骤

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（调整后总债务/净资产等指标）、资本质量以及盈利弥补亏损能力等。

证券公司资本与盈利性评估步骤

步骤		主要分析要素
		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。
第一步	评估是否能满足监管对于资本/杠杆的要求	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。
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	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。
2.2	通过杠杆率阈值得出初步评估结论	我们根据杠杆率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。 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。

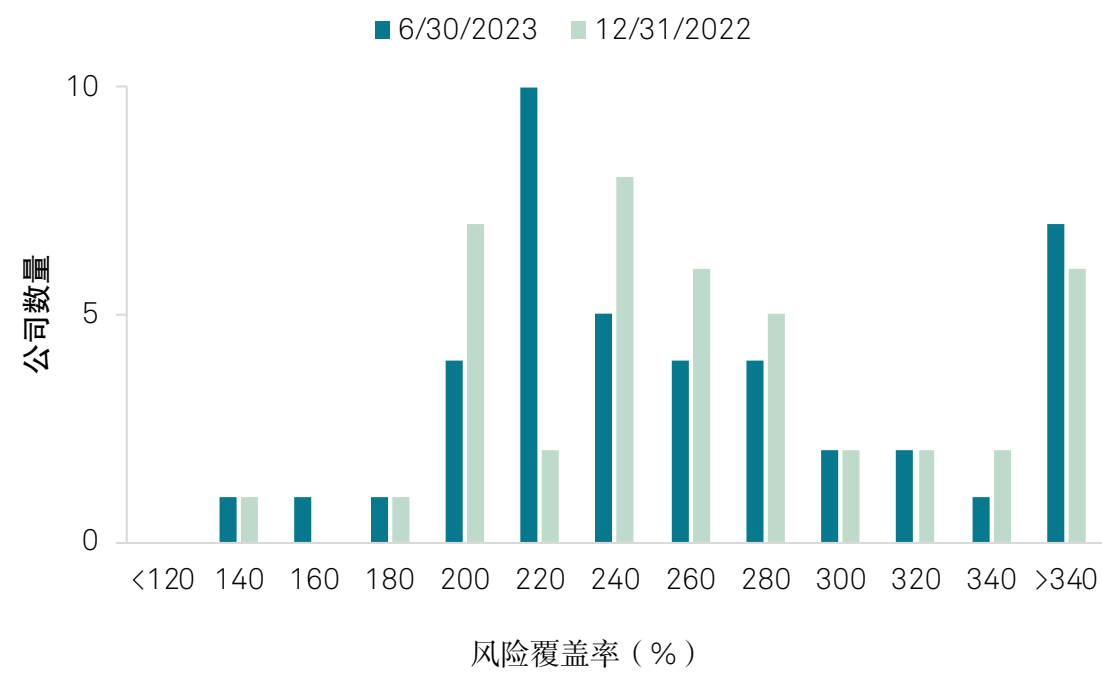
证券公司资本与盈利性评估步骤（续）

步骤		主要分析要素
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。

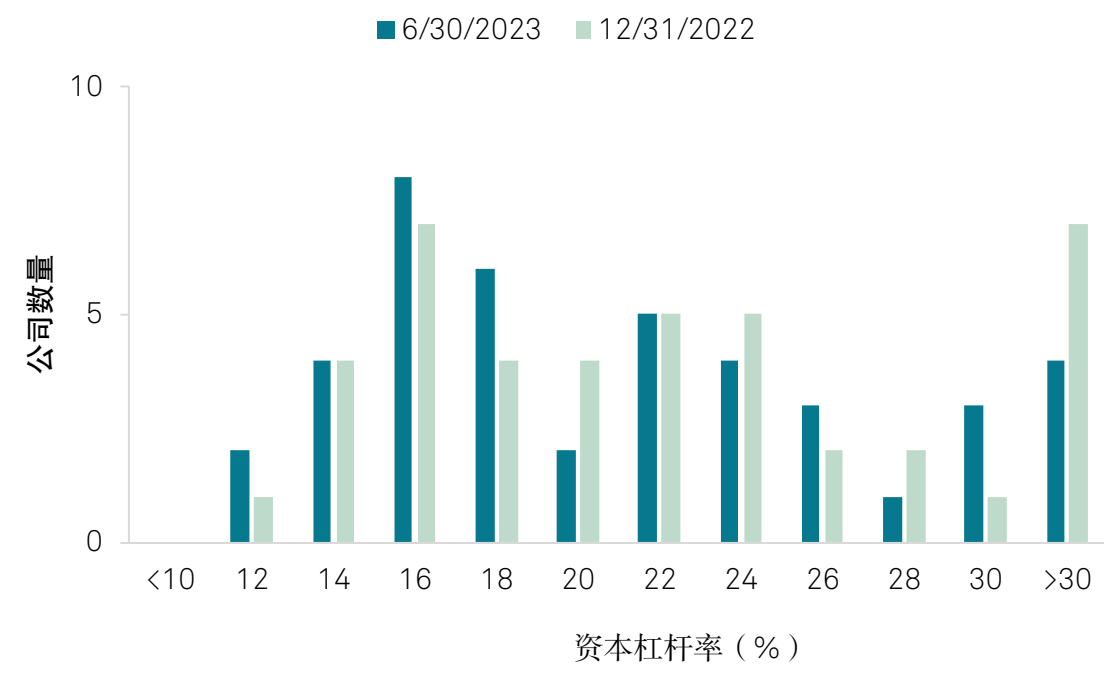
绝大部分证券公司具有良好稳定的监管资本水平

- ❑ 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，而且大多数证券公司的资本指标显著高于监管最低要求。证监会对证券公司有两个与资本相关的指标，分别为风险覆盖率（监管最低要求为100%）和资本杠杆率（监管最低要求为8%）。
- ❑ 截至2023年6月末，主要42家上市证券公司风险覆盖率中位数236%，较2022年末中位数244%小幅下降；资本杠杆率中位数18.9%，较2022年末20.5%略有降低。

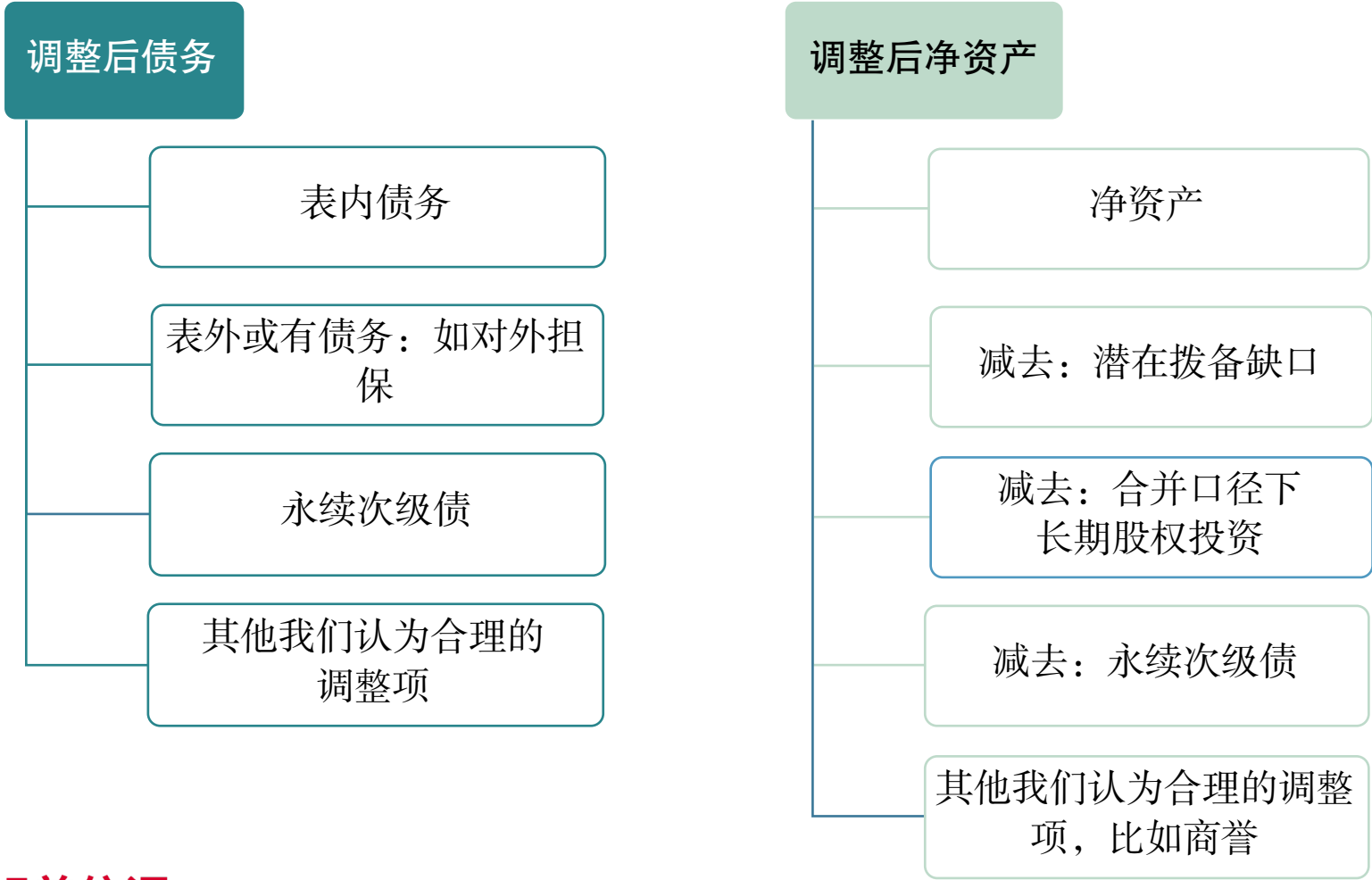
主要42家上市证券公司风险覆盖率分布



主要42家上市证券公司资本杠杆率分布



在计算杠杆率时，我们对债务和净资产进行调整，以确保杠杆率能合理地反映机构的实际资本情况和资本在压力情景下吸收损失的能力



- ❑ 我们认为，证券公司发行的永续次级债的债权属性高，因此我们通常将其作为债务处理，而不是净资产。
- ❑ 合并口径下长期股权投资对于公司资本的消耗很大，因此我们一般会从净资产中将该部分减扣，以得出能够实际支持公司证券业务的净资产水平。
- ❑ 如果证券公司可能存在拨备不足，坏账可能侵蚀资本，导致公司实际资本水平弱于财务报表反映的情况，我们也会进行相应调整。

证券公司杠杆率阈值

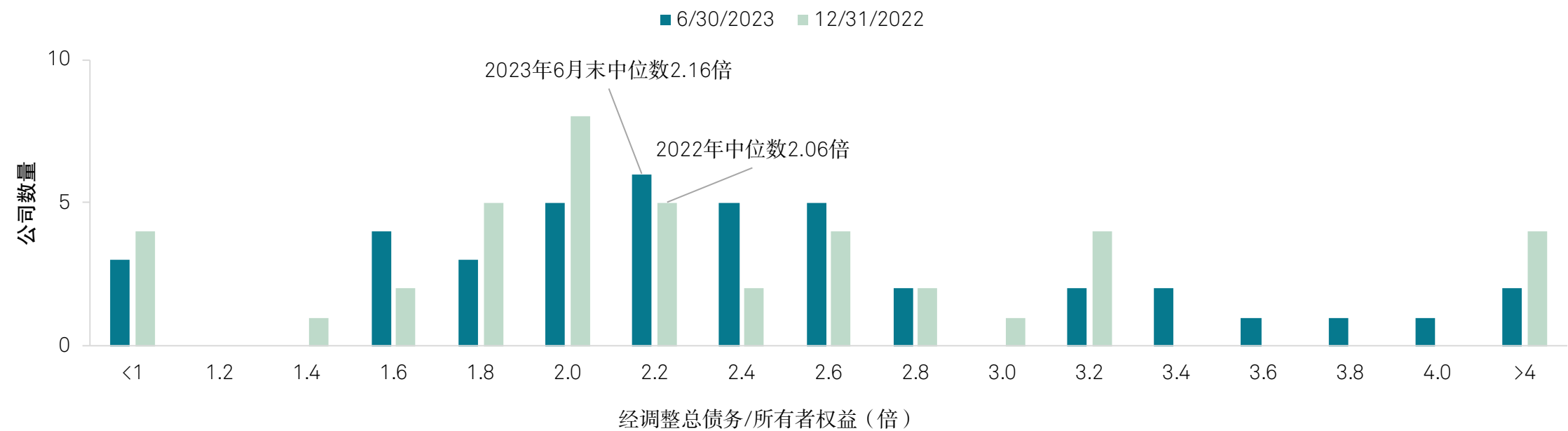
阈值运用只是我们评估的起点。我们还考虑了其他定性和定量因素（尤其是盈利稳定性和盈利质量），因此最终结论可能与我们初步分析得出的结果会有所不同。

分数	子级调整	杠杆率（调整后总债务/调整后净资产）（倍数）
1	+2	≤ 1
2	+1	> 1 和 ≤ 3
3	0	> 3 和 ≤ 5
4	-1	> 5 和 ≤ 7
5	-2	> 7 和 ≤ 9
6	-3	> 9 和 ≤ 12
7	-4	> 12 和 ≤ 15
8	-5	> 15

证券行业的杠杆水平继续保持较低水平，资本很充足

- 相对于银行和其它非银金融机构，证券行业的杠杆率较低，很大程度上缓释了盈利波动大带来的风险。
- 截至2023年6月末，国内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2.92倍，较2022年末的2.82倍略有增加。
- 大型券商的杠杆率通常高于中小券商。截至2023年6月末，上市券商的杠杆率中位数仅为2.16倍。

主要42家上市证券公司2023年6月末及2022年经调整杠杆倍数分布



资本质量的评估

资本与盈利性评估以杠杆为核心评估因素，同时考虑盈利水平、盈利质量、盈利稳定性和资本质量等因素。

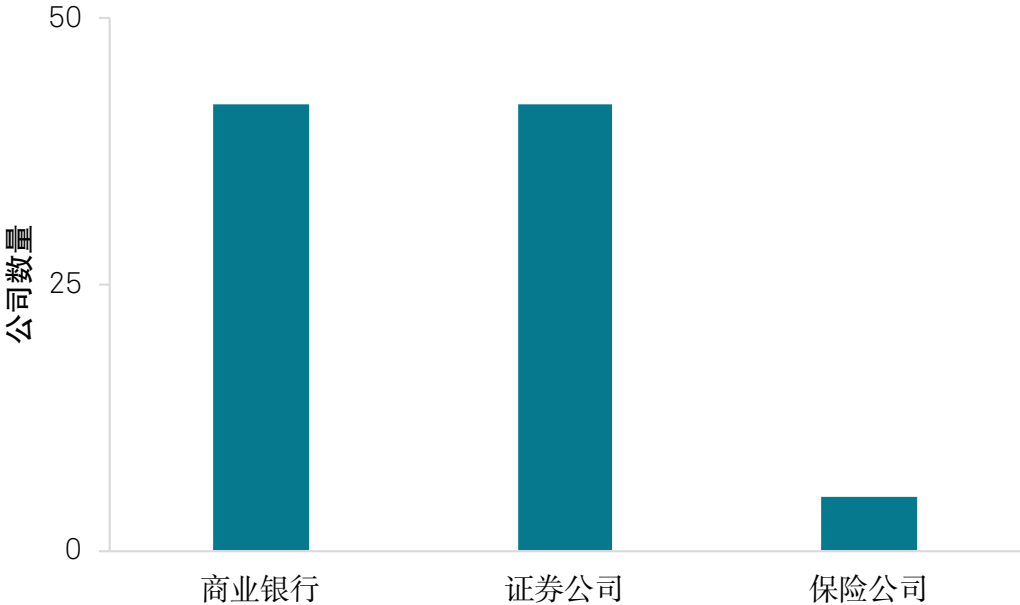
资本质量和财务灵活性方面的考虑因素包括：

混合资本工具占比	不受严格的资本监管要求约束的金融公司一般没有发行混合资本工具，因此这方面考虑对其资本质量造成负面影响的情况少。
拨备水平	是否显著增强或削弱机构的损失吸收能力。
资本管理方式	管理层和股东采用的资本管理方式。如果在第二步中评估的杠杆率会在更长的一段时间内会发生重大变化，我们的评估需要超越初步评估时采用的预测期。
财务灵活性	我们认为机构通过不会严重损害其业务、盈利能力或投资者信心的方式来切实提高其资本的能力。
双重杠杆率	双重杠杆率高是激进资本管理的一种表现，可能会降低金融机构的资本质量。一般情况下，我们认为120%或者以上即为高双重杠杆率。
实质性约束	任何可能导致资本在集团成员间流动受限的实质性约束。

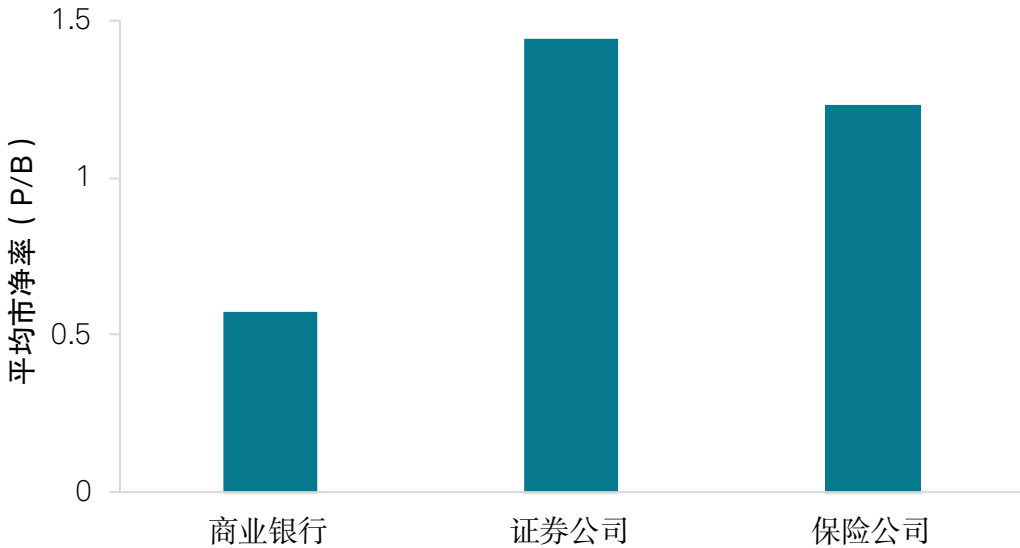
与其他金融子行业相比，证券公司拥有更好的股市融资渠道

- ❑ 截至2023年6月末，国内106家证券公司中有42家A股上市公司，14家港股上市公司（其中13家为A+H股），3家新三板挂牌公司，另有4家证券公司集团上市。
- ❑ 2021年以来，证券公司上市速度略有放缓。2022年首创证券上市发行，2023年至今新增上市券商信达证券。

截至2023年6月末A股上市的银行、证券公司和保险公司
数量对比



截至2023年6月末上市银行、证券公司、保险公司
平均市净率（P/B）比较



注：恒泰证券以“恒投证券”单独于香港联合交易所上市；国都证券、东海证券、粤开证券于新三板挂牌；上市公司申万宏源、东方财富、湘财股份、华创云信分别控股申万宏源证券、东方财富证券、湘财证券以及华创证券。

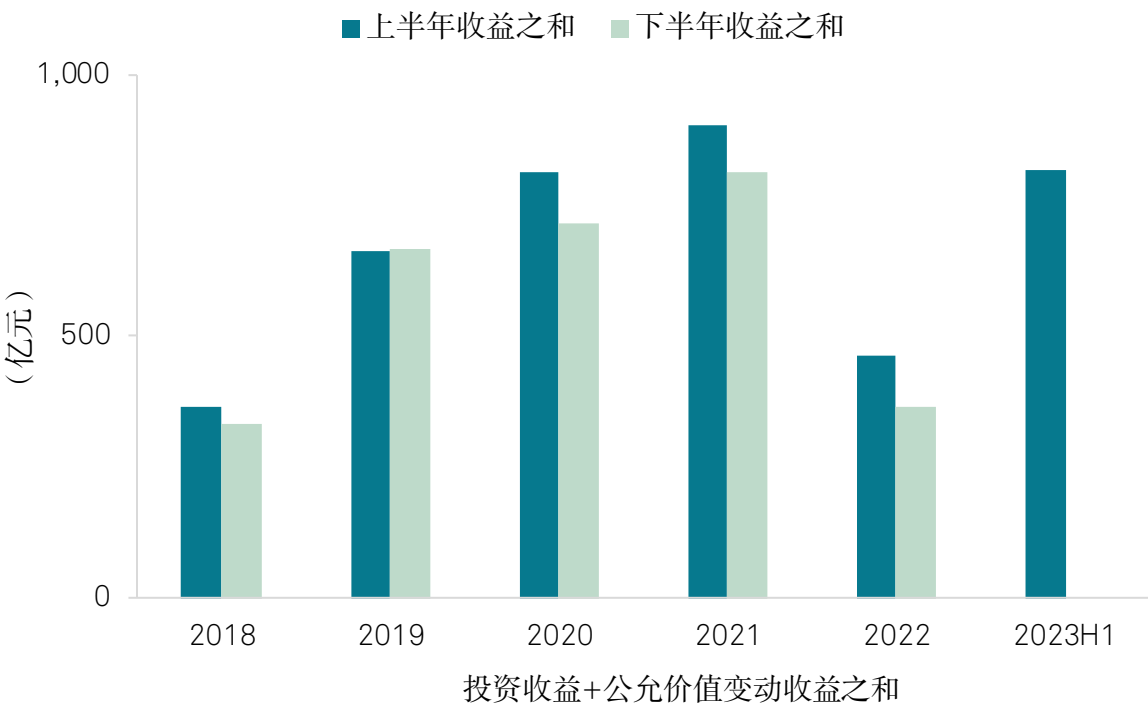
资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2023年上半年证券行业投资相关收入回升，是盈利优于上年的主要原因

- ❑ 2023年上半年，证券公司投资收益及公允价值变化收益同比增加明显。2023年上半年，主要上市证券公司投资收益及公允价值变化收益之和同比增加76%，相当于2022年全年的98%。
- ❑ 从季度情况来看，2023年第二季度投资收益及公允价值变化收益之和边际回落，较第一季度环比下降35%。
- ❑ 虽然上半年投资业务收益好转，证券公司在2023年全年面临的市场风险波动仍然较大。截至8月末，上证指数、深证成指、创业板指较6月末分别下降了3%、6%以及5%。
- ❑ 受中资地产美元债信用风险影响，2022年部分券商在港子公司因投资收益大幅亏损导致净利润为负。2023年上半年，部分券商在港子公司继续亏损，但通过主动收缩投资规模，调整资产配置和投资策略等，亏损幅度收窄。
- ❑ 综合来看，目前证券市场的波动情况在我们预期之内，券商盈利的变化属于正常范围的波动，不会对券商的信用质量产生重大负面影响。

主要42家上市证券公司投资收益及公允价值变动收益之和

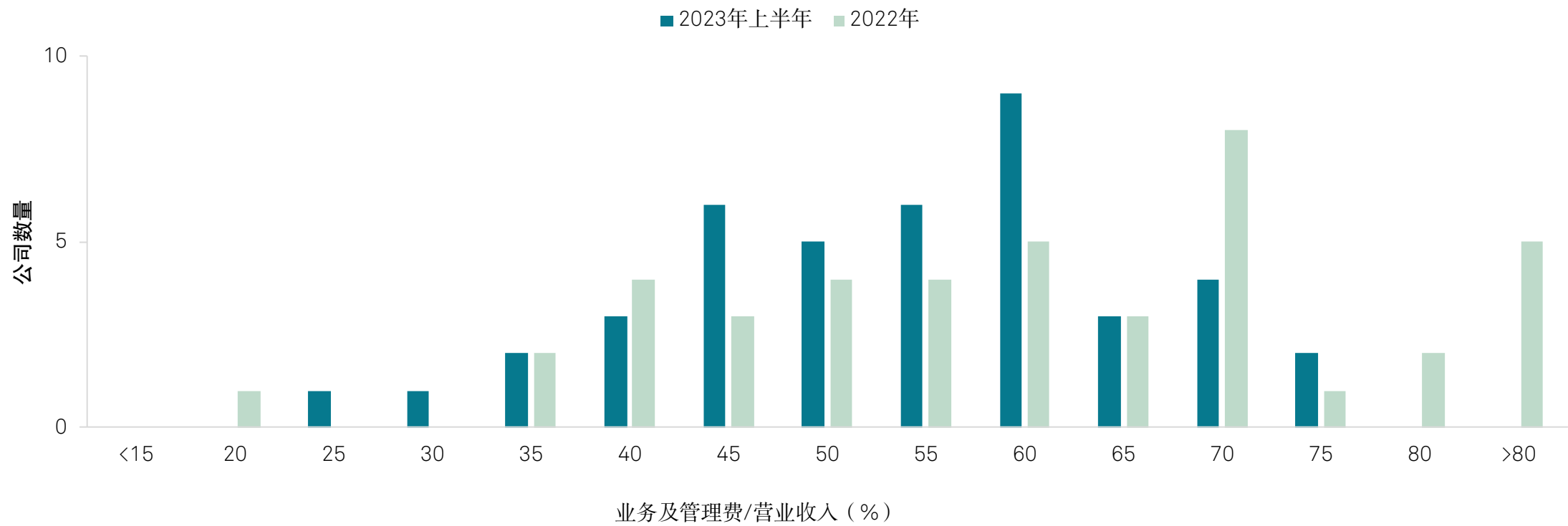


资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2023年券商运营成本总体保持稳定

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。

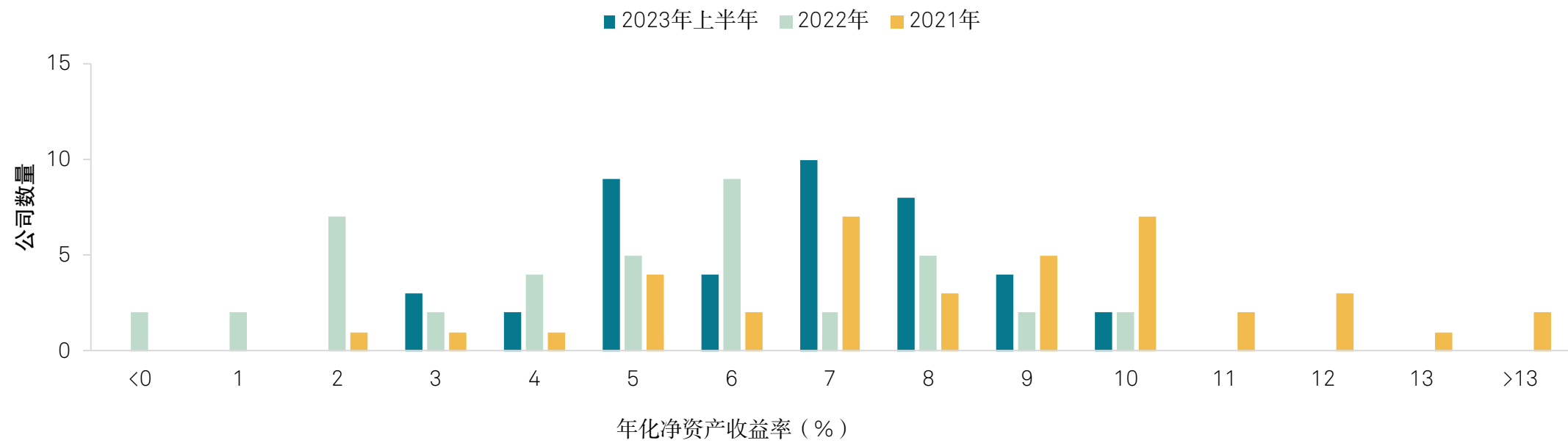
主要42家上市证券公司业务及管理费/营业收入比例分布



2023年上半年证券行业盈利性较2022年有所提高，但仍不及2021年的盈利水平

- ❑ 2023年上半年，由于投资业务盈利改善，证券公司盈利好转。主要上市证券公司2023年上半年的净利润同比增加15%。
- ❑ 2023年上半年，主要上市证券公司加权平均年化净资产收益率为6.98%，较2022年全年5.83%的水平有所上升，但仍不及2021年全年9.56%的收益水平。
- ❑ 除投资业务以外，券商其他核心业务（经纪业务、信用业务、投行业务）2023年上半年净收入均有下降，考虑到投资业务收入波动大，我们预计行业全年盈利水平仍然承压。

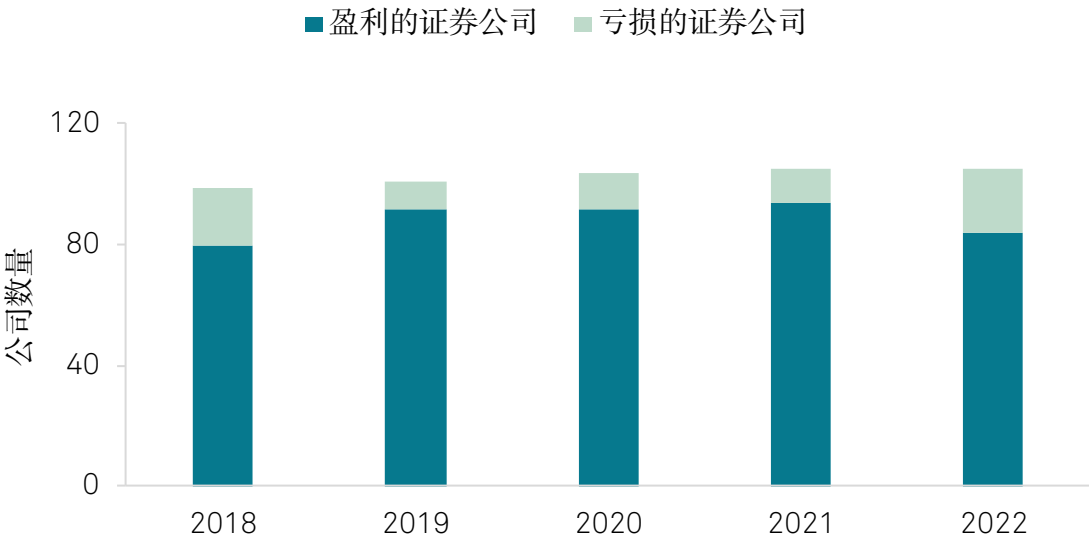
主要42家上市证券公司年化净资产收益率分布



在股市低迷期，亏损证券公司数量和亏损程度仍然可控

- ❑ 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。2022年行业21家亏损券商中，亏损金额/年初净资产比例中位数在6.04%左右。由于杠杆低，大部分亏损券商的亏损幅度不足以严重削弱其资本实力。21家亏损券商在2022年末的平均杠杆率在1倍以下。
- ❑ 2022年亏损的21家券商中，8家为外资/合资的证券公司，其亏损主要是因为经营时间短，尚未形成有效的盈利模式；另外13家为经营不善导致亏损的中资券商。其中，中天国富2022年亏损占年初净资产的比例最高，达25%，主要由于其自营业业务大幅亏损所致，但考虑到中天国富杠杆倍数几近为0，因此其违约风险非常可控。
- ❑ 由于投资业务收益提高，2023年上半年券商的盈利性较上年改善，披露利润数据的49家证券公司中仅1家券商出现小幅亏损。

历年亏损证券公司数量统计



2022年部分券商亏损情况

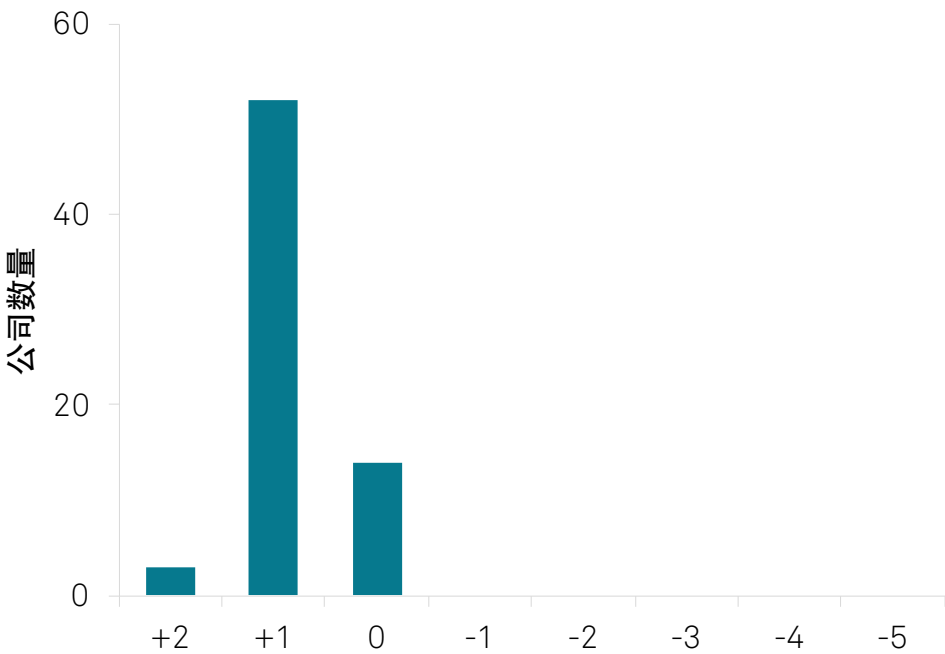
公司名称	亏损金额（亿元）	亏损/年初净资产（%）
恒泰证券	15.02	15.44
天风证券	14.56	5.64
中天国富	12.79	25.13
江海证券	8.87	8.84
太平洋证券	4.63	4.75
国融证券	2.57	5.84
万和证券	2.15	3.77
甬兴证券	2.04	10.26
中山证券	1.79	3.23
长城国瑞证券	1.39	3.30
爱建证券	0.95	5.62
德邦证券	0.17	0.23

证券公司资本与盈利性子级调整分布

分数	子级调整	典型特征	杠杆率阈值（倍数）
1	+2	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有显著正面影响。	<=1
2	+1	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有正面影响。	>1和<=3
3	0	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况的影响为中性。	>3和<=5
4	-1	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况略有负面影响。	>5和<=7
5	-2	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有负面影响。	>7和<=9
6	-3	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有明显负面影响。	>9和<=12
7	-4	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有严重负面影响。	>12和<=15
8	-5	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有非常严重负面影响。	>15

资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

70家主要证券公司资本与盈利性子级调整测试结果分布



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“a-”评级基础上进行的子级调整。

注2：本报告中所呈现的子级调整分布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（委托评级机构除外）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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



风险状况

风险状况评估分档

- ❑ 风险状况是我们评估个体信用状况的第三项因素。风险状况通常作为资本与盈利性分析的补充。
- ❑ 风险状况打分分为8档，有8种子级调整的可能，最优可能上调两个子级；最差可能下调五个子级；无子级调整表明我们对公司的风险状况持中性的观点。

分数	子级调整	典型特征
1	+2	金融机构承受经济压力的能力显著高于资本与盈利性评估结论。
2	+1	金融机构承受经济压力的能力高于资本与盈利性评估结论。
3	0	金融机构承受经济压力的能力与资本与盈利性评估结论一致。
4	-1	金融机构承受经济压力的能力略弱于资本与盈利性评估结论。
5	-2	金融机构承受经济压力的能力弱于资本与盈利性评估结论。
6	-3	金融机构承受经济压力的能力明显弱于资本与盈利性评估结论。
7	-4	金融机构承受经济压力的能力显著弱于资本与盈利性评估结论。
8	-5	金融机构承受经济压力的能力严重弱于资本与盈利性评估结论。

风险状况

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为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

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。

风险偏好

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。

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、交易对手风险和市场风险。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场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场风险管理通常会带来优于同业的损失历史表现。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。

信用风险和市场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。

其他重要风险分析要素

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。

其他重大风险：在风险状况部分的评估中，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。

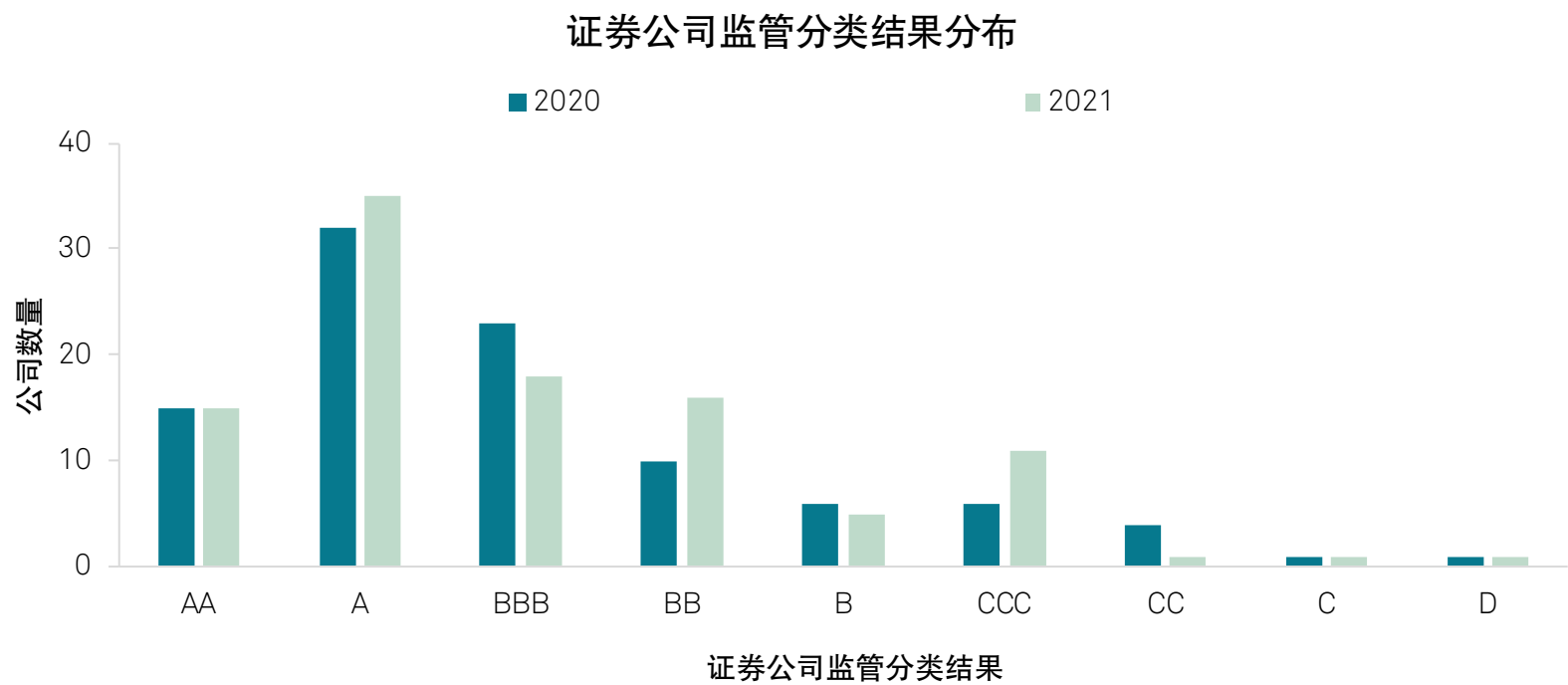
标普信评

S&P Global

China Ratings

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，针对的是证券公司治理结构、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。



2022年起证券公司分类评价结果不再以挂网形式统一公布，从公开信息获取证券公司合规和风控情况的渠道减少。我们也会关注其他公开信息：

- 证监会公布的证券公司“白名单”
- 中证协公布的债券业务执业能力评价、投行业务质量评估
- 北交所、全国股转公司公布的执业质量评价结果等。

注1：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。

注2：2021年证券公司分类结果103家，2020年证券公司分类结果98家。

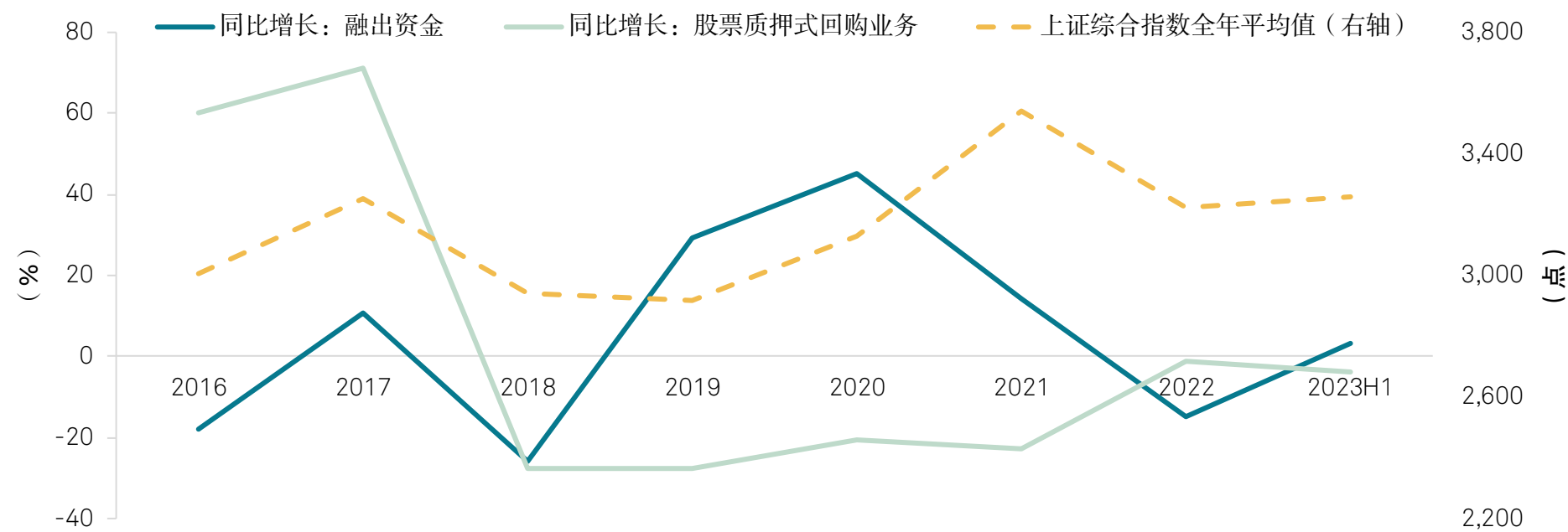
资料来源：中国证监会，经标普信评收集和整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

两融业务融出资金规模在2023年上半年小幅增长

- 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。
- 融资融券业务规模往往跟随股市行情波动。截至2023年上半年，主要上市证券公司融出资金规模较年初增加3%，同期上证指数上涨了3.7%。
- 股票质押式回购业务由于之前暴露的风险较大，2018年以来规模持续收缩。我们认为该种收缩对券商的风险状况是有利的。截至2023年上半年，主要上市证券公司股票质押式回购业务规模较年初下降4%。

主要42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

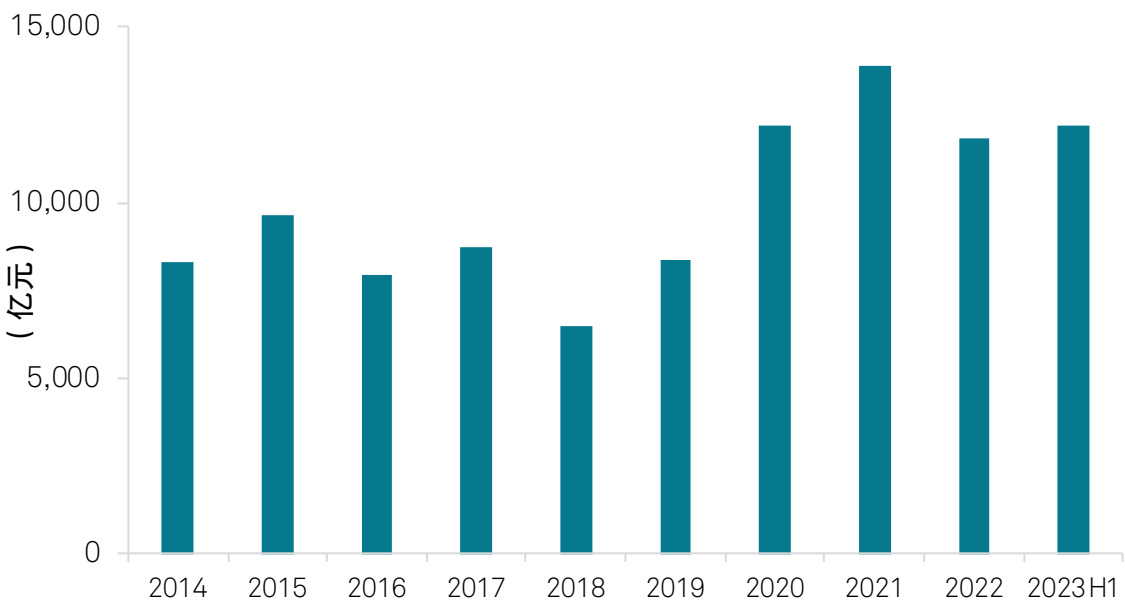


资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

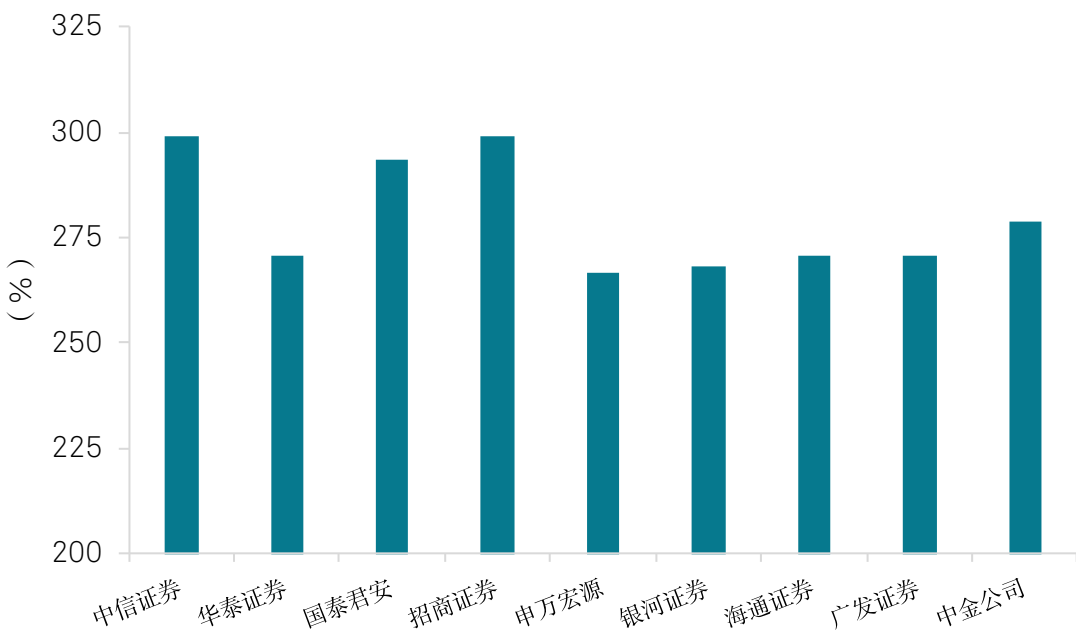
融资融券业务保持了稳定的风控措施

- 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2023年6月末，行业前十家证券公司平均维持担保比例280%，较年初增加14个百分点。截至2023年6月末，主要42家上市证券公司的融出资金规模1.2万亿元，占其净资产的52%。
- 2023年9月8日收市后起，融资买入证券保证金最低比例由100%降低至80%。由于两融业务客户集中度较低，行业维持担保比例保持高水平，我们预计该政策的实施不会对两融业务信用风险状况造成重大负面影响。

主要42家上市证券公司融出资金规模净值变化



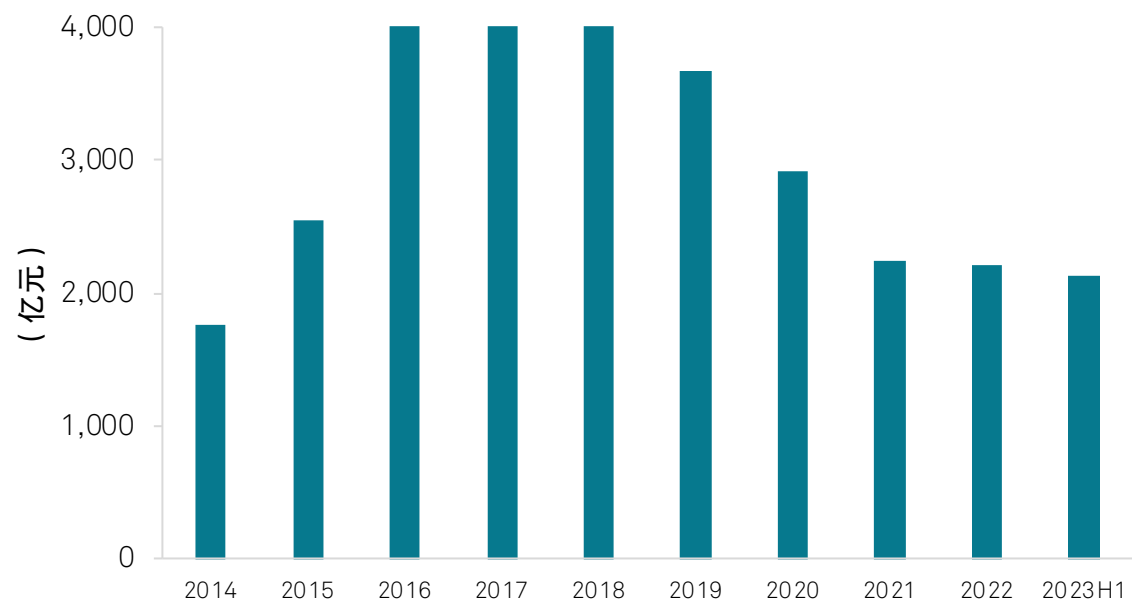
截至2023年6月末部分证券公司融资融券业务平均维持担保比例



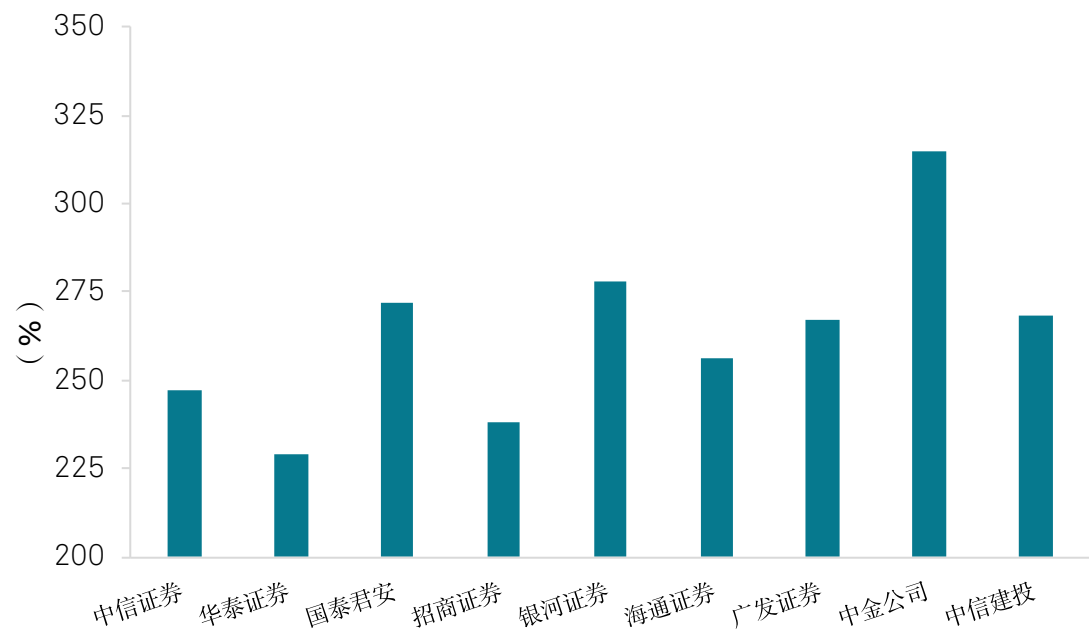
股票质押式回购业务规模在2023年上半年小幅下降，信用风险进一步收窄

- 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2023年6月末，42家主要上市证券公司的股票质押式回购业务资产为2,131亿元，占其净资产的9%，该比例在2022年末为10%。由于规模小，即使该项业务风险进一步恶化，对证券公司的资本侵蚀有限。

主要42家上市证券公司股票质押式回购业务资产变化



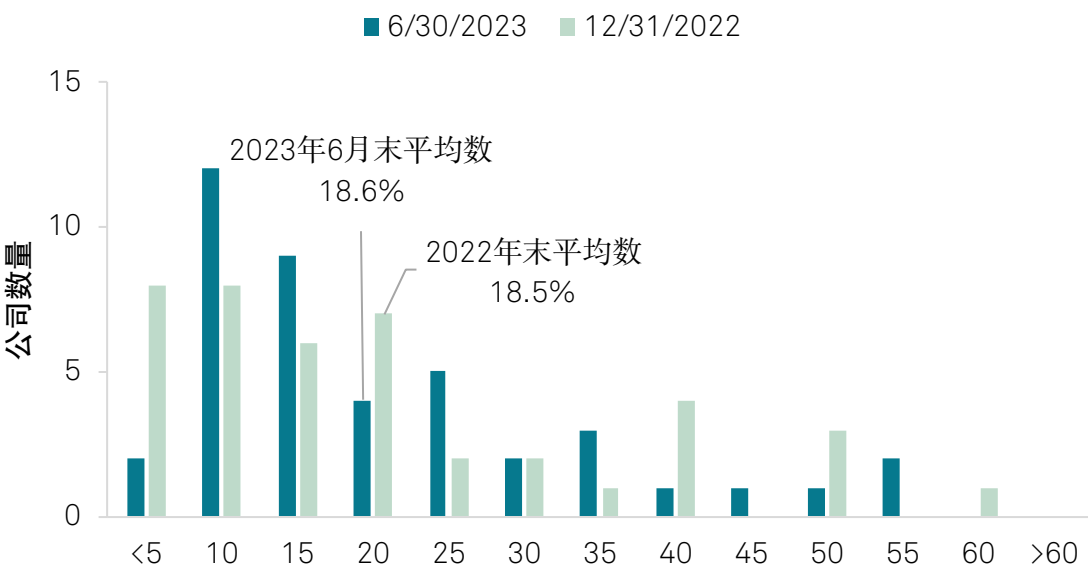
截至2023年6月末部分证券公司股票质押业务平均履约保障比例



证券公司的自营投资敞口稳定，风险可控

- ❑ 2022年，上证指数、深证成指、创业板指较年初分别下跌了15%、26%和29%。受此影响，2022年证券公司权益类市场风险敞口减少，主要上市证券公司的平均自营权益类投资占净资本的比例下降1.11个百分点至18.5%。
- ❑ 2023年上半年，市场持续震荡，上证指数、深证指数、创业板指较年初分别上升3.7%、上升0.1%、下降5.6%。2023年6月末，主要上市证券公司的平均自营权益类投资占净资本的比例为18.6%，较年初无明显变化。
- ❑ 主流证券公司权益类投资敞口不大，有利于证券公司在股票市场波动的环境下保持稳定的信用质量。

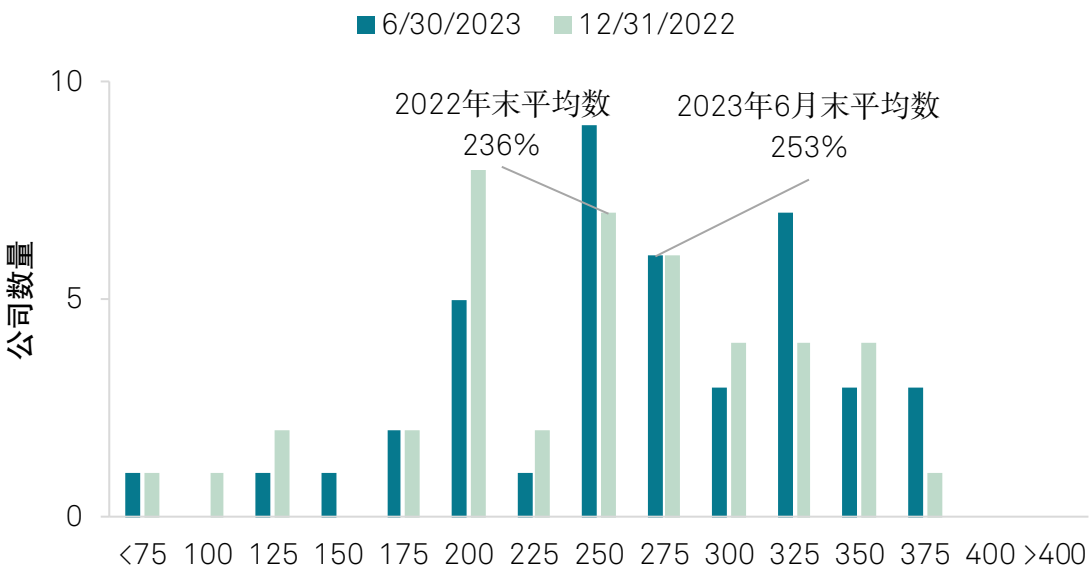
主要42家上市证券公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本
指标分布



自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (%)

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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

主要42家上市证券公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本
指标分布



自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%)

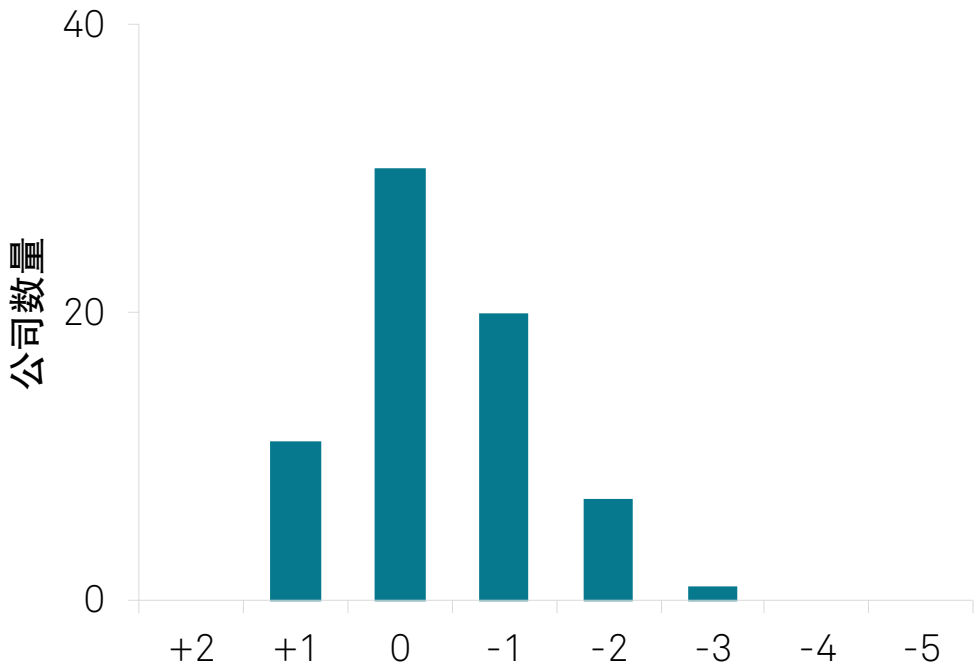
注：监管标准为不超过500%，预警标准为不超过400%。
资料来源：Wind，经标普信评收集和整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

证券公司风险状况子级调整测试结果分布

我们会重点评估券商的合规情况、资产的信用风险和市场风险敞口，以及承销业务的风险情况等。

分数	子级调整	典型特征
1	+2	机构承受经济压力的能力显著高于资本与盈利性评估结论。
2	+1	机构承受经济压力的能力高于资本与盈利性评估结论。
3	0	机构承受经济压力的能力与资本与盈利性评估结论一致。
4	-1	机构承受经济压力的能力略弱于资本与盈利性评估结论。
5	-2	机构承受经济压力的能力弱于资本与盈利性评估结论。
6	-3	机构承受经济压力的能力明显弱于资本与盈利性评估结论。
7	-4	机构承受经济压力的能力显著弱于资本与盈利性评估结论。
8	-5	机构承受经济压力的能力严重弱于资本与盈利性评估结论。

70家主要证券公司风险状况子级调整测试结果分布



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“a-”评级基准基础上进行的子级调整。

注2：本报告中所呈现的子级调整分布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（委托评级机构除外）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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



融资与流动性

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。
- ❑ 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。

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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

融资分析

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。

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©2024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。

流动性分析

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。

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。

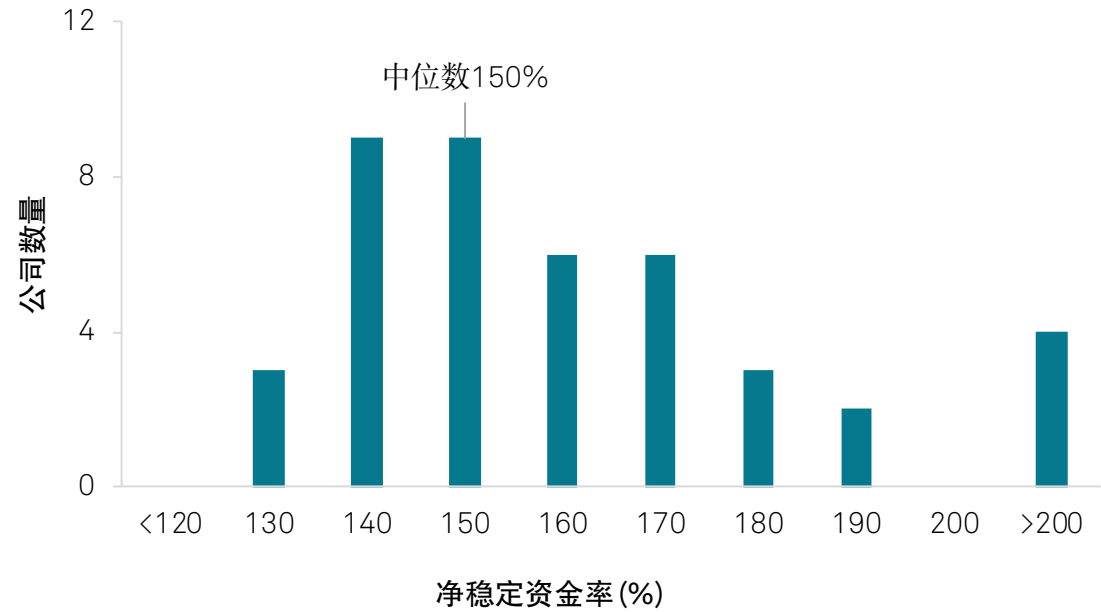
我们在评估证券公司流动性时可能考虑以下因素：

- ❑ 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。

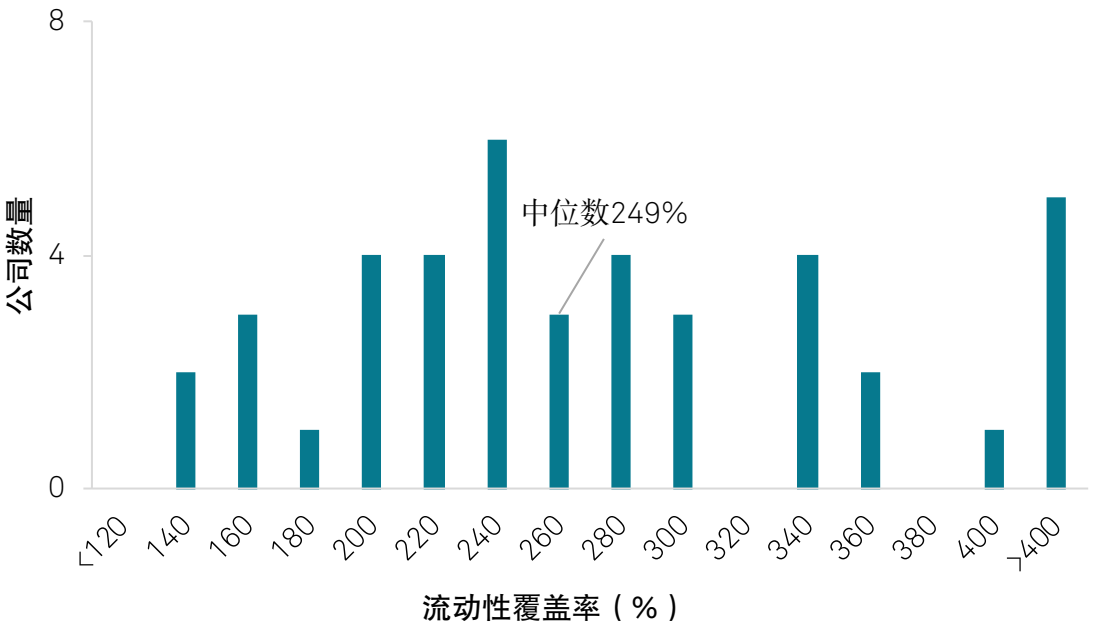
国内证券公司的融资稳定性和流动性继续保持良好的

- 监管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2023年6月末，主要42家上市证券公司平均净稳定资金率中位数150%，显著高于监管的最低要求，较2022年末的158%下降8个百分点。
- 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。监管对证券公司流动性覆盖率的最低要求为100%，预警标准为120%。截至2023年6月末，主要42家上市证券公司流动性覆盖率中位数249%，显著高于监管的最低要求，较2022年末的252%下降3个百分点。

截至2023年6月末主要42家上市证券公司
监管口径净稳定资金率分布



截至2023年6月末主要42家上市证券公司
监管口径流动性覆盖率分布

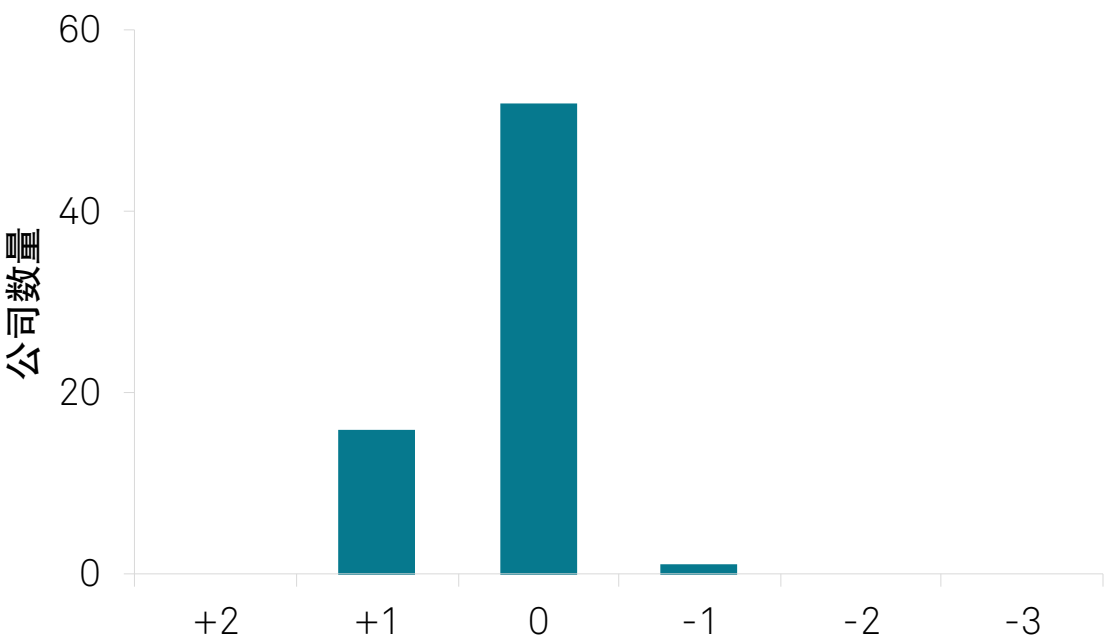


证券公司融资与流动性子级调整分布

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；
- 证券公司经纪业务客户资金与公司资金隔离，无显著挤兑风险；
- 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。

70家主要证券公司融资与流动性子级调整测试结果分布



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“a-”评级基准基础上进行的子级调整。
注2：本报告中所呈现的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（委托评级机构除外）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。

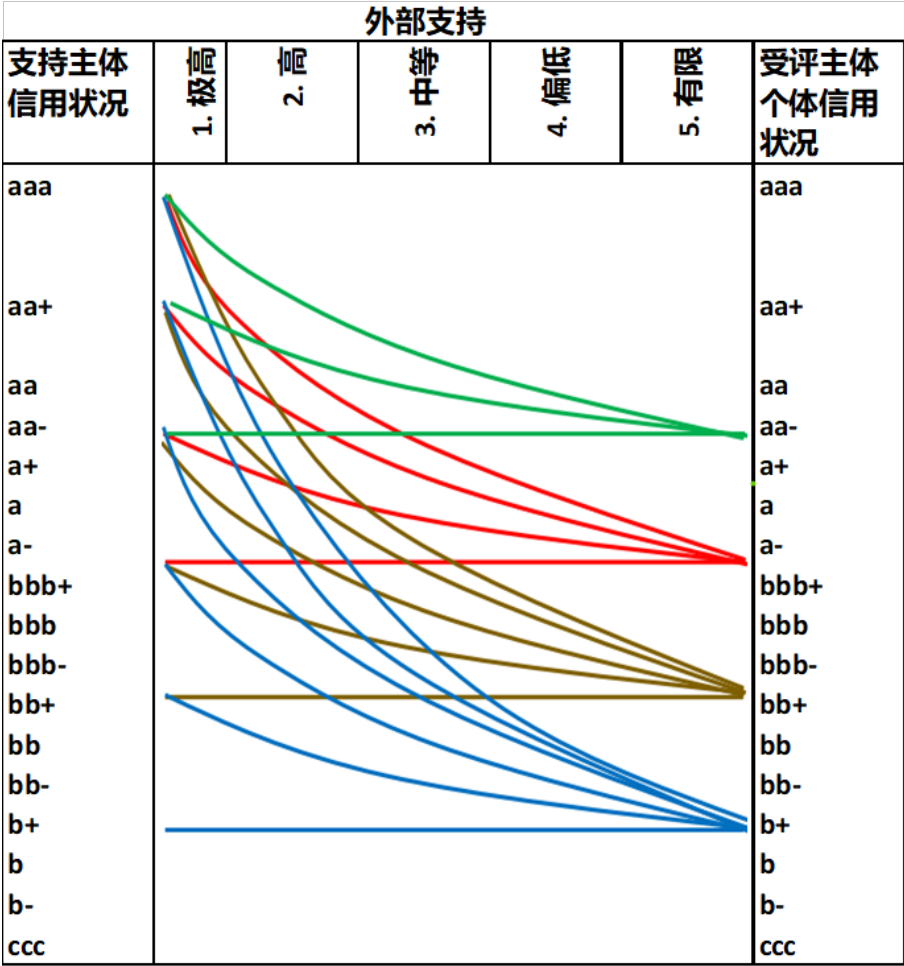
资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



外部支持

外部支持分析框架

- 集团支持和政府支持均适用该支持框架进行分析。
- 确定外部支持时，我们考虑三个主要要素：1.支持方的信用质量；2.受评主体个体信用质量；3.受评主体对支持方的重要性。因此，考虑了外部支持以后的主体信用质量会综合反映以下要素：1.受评主体的个体信用质量；2.支持方的支持能力；3.支持方的支持意愿。
- 我们认为政府支持是有选择性的。在政府支持下，国内金融行业的整体信用状况保持稳定，但我们认为，政府支持并不等同于政府隐性担保。政府和监管部门致力于在维护金融稳定和防范道德风险之间保持有效平衡，因此，部分资本实力很弱、风险管理不善的金融机构也可能给其债权人带来信用损失风险。
- 在集团主体信用质量明显弱于受评主体个体信用质量的特殊情况下，外部影响将不再体现为外部支持，而是负面外部影响。在我们评估的70家主要证券公司中，仅有约1%的机构可能存在集团负面影响的情况。



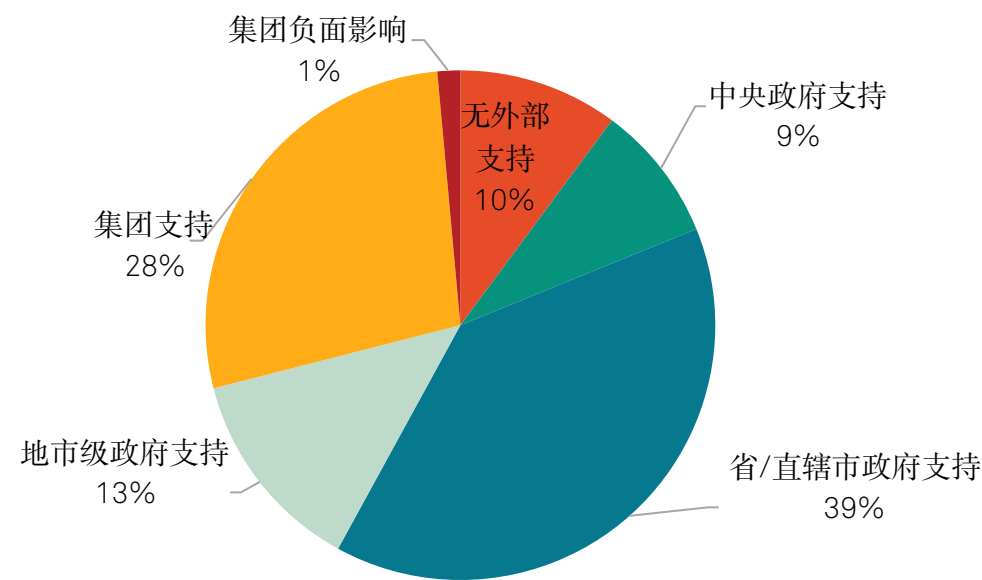
注：在特殊情况下，如果有充足合理的原因，我们最终得出的主体信用质量结果可能并不一定落在曲线上。

资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

我们认为国有证券公司有可能得到政府支持

- ❑ 我们确定外部支持的子级调整时，首先会考虑以下因素：1.支持主体的信用质量；2.公司的个体信用状况；3.公司对支持主体的重要性。我们最终的主体信用质量结果综合了以上三方面的因素。
- ❑ 在我们分析的70家主要证券公司中，多数证券公司可能得到外部支持。其中，61%可能得到政府支持；约28%的公司可能得到集团支持；10%无外部支持考虑；另外，极个别证券公司的集团影响是负面的，表示券商的信用质量被高风险大股东拖累。

70家主要证券公司外部支持测试结果



政府向金融机构提供的支持有多种类型，不同的支持会反映在不同的评级要素中

在我们的评级框架中，政府支持类型通常包括以下三种：

针对金融行业的系统性支持 (体现在个体信用质量)	政府向金融体系所有相关机构提供的支持，系统性支持一般会包括在评级基准评估中，我们将其作为行业风险评估的一部分，最终体现在个体信用质量。
针对具体机构的日常直接支持 (体现在个体信用质量)	政府向特定机构提供的具有针对性的支持。此类支持一般体现在具体机构四项个体分析要素的评估中，但并不反映在评级基准中，最终体现在个体信用质量。
针对具体机构的潜在特殊支持/救助 (体现在主体信用质量)	政府向危机状况下的机构提供特殊支持的可能性，该项支持不包括在评级基准中，也不包括在个体信用质量评估中，但是是主体信用质量的组成部分。

资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

证券行业的政府支持考虑

- 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。
- 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。

我们对证券公司对政府重要性的初步观点

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高、中等或偏低。 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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

证券公司对不同类型政府的重要性的初步评估

证券公司对政府的重要性等级判断

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极高的等级。
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高。
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中等或偏低。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，该家券商得到地方政府支持的可能性更高。
偏低	
有限	中小型民营证券公司破产对资本市场的影响往往有限，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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

证券公司对集团重要性等级的评估

我们测试的证券公司中约28%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致。我们在评估证券公司对集团的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。

证券公司对集团的重要性判断	
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。
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。
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。
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。
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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

近年来发生重大股权结构变化的证券公司举例

近年来主流证券公司的股权结构总体保持稳定，因此政府/集团支持也相应保持稳定。个别券商得到国有企业的股权投资支持，因此主体信用质量显著提高。

公司	股权变化情况	对信用质量的影响
国新证券 (原华融证券)	2022年6月，证监会核准国新资本成为华融证券主要股东，核准中国国新控股有限公司（“中国国新”）成为华融证券实际控制人，国新资本有限公司取代中国华融资产管理股份有限公司成为公司第一大股东（持股比例72%）。 7月，公司正式更名为“国新证券股份有限公司”。 - 国新资本是中国国新全资子公司，是国务院国资委下属央企金融服务平台。	- 由于风险资产出清，公司实际杠杆倍数显著下降，股权变更后公司资本和风险状况显著改善。 - 中国国新信用质量很好，作为国新的子公司，国新证券得到集团支持的可能性提高主体信用质量显著提升。
天风证券	2022年3月，天风证券股东湖北宏泰集团有限公司（“宏泰集团”）受让“当代系”公司人福医药集团股份有限公司持有天风证券的所有股份。9月，宏泰集团受让湖北省联合发展投资集团持有的所有股份。10月，天风证券股东宏泰集团与武汉商贸签署了《一致行动协议》。至此，宏泰集团及其一致行动人将合计持有天风证券22.62%的股权。12月，证监会核准宏泰集团成为天风证券控股股东。 - 宏泰集团是湖北省政府国资委监管的国有独资企业，由湖北省财政厅100%控股	由于股权结构变动，省级国企成为公司控股股东，我们预计公司风险管理会提高，而且公司获得政府支持的可能性也提高，因此天风证券的主体信用质量显著提升。
恒泰证券	2022年9月，公司原第一大股东天风证券股份有限公司（“天风证券”）向金融街投资的全资子公司北京华融综合投资有限公司（“华融投资”）转让公司股权占公司已发行股份总数的9.5754%。转让完成后，金融街投资将通过其子公司共持有公司30%的股份，取代天风证券成为公司第一大股东。2023年2月，证监会核准华融投资成为公司主要股东，核准金融街投资成为公司实际控制人。 - 金融街投资的实际控制人为北京市西城区国资委。	由于大股东变动，新派董事长后预计公司风险状况能够改善，再考虑到获得政府支持可能性提高，我们认为恒泰证券的主体信用质量显著提升。



混合资本工具

资本补充工具的评级与高级债券不同

- 如果债务工具能够在不构成法律意义上的违约或被清算的条件下吸收损失，那么我们通常认为此类债务工具属于资本补充工具。吸收损失的形式有很多种，主要包括（1）票息取消/延付；（2）本金减记；或者（3）转换为普通股或其他资本补充工具等。
- 由于资本补充工具吸收损失的特性，我们认为其信用质量低于同一发行主体发行的高级无抵押债券。
- 混合资本工具兼具债权和股权属性。在信用周期的下行阶段，混合资本债的股权属性会明显显现出来；在信用周期的上行阶段，往往债权属性会更加明显。

由于混合资本工具的股权属性，如果发生违约，并不代表发行人发生主体违约

在可赎回日选择不赎回混合资本工具不构成债券违约，也不构成发行人主体违约。

混合资本工具可能出现的情况	混合资本工具是否构成“违约”	发行人是否构成“违约”
永久性吸收损失的情况，主要包括：		
-派息被取消，且不累积	违约	由于混合资本工具的股权属性，如果发生债项违约，并不一定自动构成发行人主体违约
-本金被减计	违约	
-因满足触发条件，本金被转股	违约，除非投资人全数收回本金和利息	
-发生危机重组	违约	
暂时性吸收损失的情况，主要包括：		
-派息被递延，但可累积	违约，除非我们预计投资人能够全数收到被递延的利息	不构成主体违约
发行人在可赎回日选择不赎回	不构成债项违约	

资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

金融机构资本补充工具的信用分析方法概述

步骤	详解
第一步：主体信用质量评估	确定主体的个体信用状况、外部支持子级调整、主体信用等级。通常情况下我们以主体信用等级作为资本补充工具子级下调的起点。
第二步：外部支持评估	评估债券得到外部支持力度是否等同于主体。 -如果我们认为混合资本工具得到外部支持的力度弱于主体，我们会在混合资本工具的评级中减扣部分或全部机构主体的外部支持上调子级。 -如果我们认为混合资本工具得到外部支持的力度等于主体，我们不会在混合资本工具的评级中减扣外部支持上调子级。
第三步：损失吸收特性分析（债券条款评估）	债券合同条款分析，一共分为三小步，该部分的子级减扣一般不会超过3个子级。
3.1：次级条款	合同次级条款。如果在处置或清算时，资本补充工具的清偿顺序劣后于高级无抵押债券，通常减扣1个子级。 子级调整不会因合同约定的次级程度不同而不同。举例来说，虽然银行永续债比二级资本债的清偿顺序更低，但因后偿风险进行的子级调整都只有1个子级。
3.2：票息延付/取消条款	票息支付延迟或取消条款。如果资本补充工具带有会导致票息支付延迟或取消的票息取消/延付条款，通常减扣1个子级。
3.3：本金减记/转股条款	转换为普通股或本金减记的条款，通常减扣1个子级。 如果转股或减记条款仅在银行处置阶段才会执行，且处置发生可能性极小，我们可能不会进行子级下调。
第四步：额外下调	如果资本补充工具存在前三个步骤中没有完全体现的损失吸收风险，例如发行主体资本严重短缺，导致混合资本工具很可能会在中短期实际用于损失吸收，通常会导致针对债券的额外下调。

资本补充债券获得政府支持的可能性

混合资本债券获得政府支持的可能性	
高级债券	等同于主体
次级债	大部分情况下等同于主体，特殊情况下可能小于主体
永续次级债	大部分情况下小于主体，甚至没有政府支持

混合资本债券获得集团支持的可能性	
高级债券	等同于主体
次级债	大部分情况下等同于主体，特殊情况下可能小于主体；取决于集团的支持意愿
永续次级债	很可能小于主体，取决于集团的支持意愿

- 我们一般以发行主体主体信用等级为起点进行子级下调以得出混合资本工具的评级。
- 如果我们认为混合资本工具获得外部支持的可能性小于主体，那么我们可能会减少或排除支持因素。举例来说，(1)如果我们认为混合资本工具无法获得外部支持，那么我们可能在混合资本工具的评级中扣除全部外部支持子级上调；(2)如果我们认为混合资本工具获得相关支持力度小于主体，那么我们可能在混合资本工具的评级中扣除部分支持子级上调；(3)如果我们认为混合资本工具获得外部支持的力度等于主体，那么我们在混合资本工具的评级中保留全部支持子级上调。
- 由于证券公司次级债的股性相对较弱，我们认为此类债券获得政府支持的力度可能等同于机构主体。
- 相比之下，因为永续次级债计入公司股东权益中的其他权益工具，股性更强。因此，我们通常认为永续次级债获得政府支持的力度小于机构主体。

资本补充债券损失吸收程度

- ❑ 资本补充债券级别的下调幅度，除了考虑政府支持力度以外，还需要考虑债券的条款设计，以及发行人的实际资本水平。
- ❑ 条款设计方面，金融机构混合资本工具的下调子级数量通常包含：1）下调一个或两个子级来反映后偿风险；2）下调一个或多个子级来反映票息支付延迟或取消的风险；3）对于有强制性或有资本条款的混合资本工具，我们还可能会进一步下调子级以反映其转换为普通股或本金减记的风险。
- ❑ 如果金融机构资本压力很大，资本补充债券损失吸收条款被触发的可能性大，那么除了如上所述根据债项条款进行的标准子级下调之外，我们还可能进行进一步的子级下调，以充分体现由资本不足的机构所发行的资本补充债券的显著风险。

证券公司次级债条款举例	
次级条款	本期债券本金和利息的清偿顺序在发行人的一般负债之后、先于发行人的股权资本，与发行人借入的其他次级债务和发行的其他次级债券处于同一清偿顺序。除非发行人结业、倒闭或清算，投资者不能要求发行人提前偿还本期次级债券的本金。
证券公司永续次级债条款举例	
次级条款	本期债券本金和利息的清偿顺序位于发行人一般债务之后、先于本公司股权资本；除非发行人结业、破产或清算，投资者不能要求发行人偿还本期债券的本金。
利息递延支付条款	本期债券附设发行人递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。

资料来源：相关债项募集说明书，标普信评收集并整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

证券公司次级债券信用分析举例

券商通常发行次级债（计入表内债务）和永续次级债（计入表内权益）。

评估结果		注释
个体信用状况	a	示例
政府支持	+3	示例
主体信用等级	AA	个体信用状况+政府支持，作为混合资本工具子级调整的起点。
次级债券子级减扣		
外部支持评估	0子级减扣	我们通常认为政府对证券公司次级债的支持力度等同于对发行主体的支持力度。
债券条款评估	-1	从主体信用等级下调1个子级以反映次级条款。募集说明书中不带有本金减记/转换为普通股条款或票息延付条款，因此仅调整1个子级。
补充调整	0子级减扣	该证券公司资本充足，在可预计的未来不太可能真正用来吸收损失，因此无补充调整。
债项信用等级	AA-	次级债较主体信用等级仅减扣1个子级。

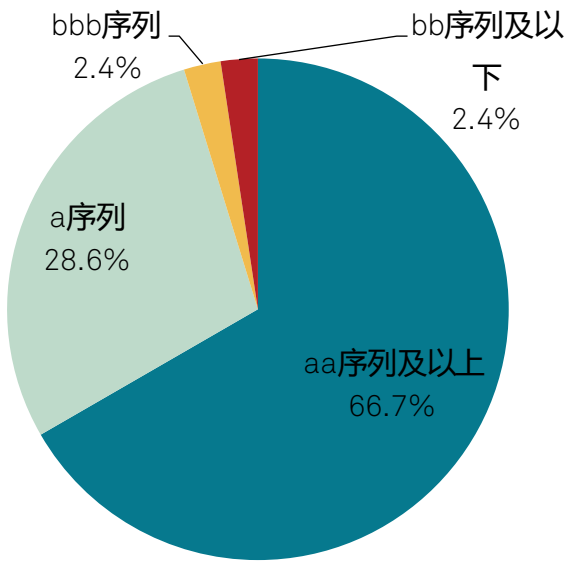
证券公司永续次级债评级举例

	评估结果	注释
个体信用状况	a	示例
政府支持	+3	示例
主体信用等级	AA	个体信用状况+政府支持，作为混合资本工具子级调整的起点。
永续次级债子级减扣		
外部支持评估	-2	我们认为证券公司永续次级债得到政府支持的可能性小于发行主体，考虑到主体有3个子级的政府支持，我们减扣了2个子级，对永续次级债只保留了1个子级的政府支持。具体减扣子级数可能根据机构情况的不同而不同。
债券条款评估	-2	根据债券条款下调两个子级以反映如下条款：1）次级条款，2）票息延付条款。募集说明书中没有本金减记/转换为普通股条款，因此仅调整2个子级。
补充调整	0子级减扣	该证券公司资本充足，在可预计的未来不太可能真正用来吸收损失，因此无补充调整。
债项信用等级	A-	永续次级债较主体信用等级减扣了4个子级。

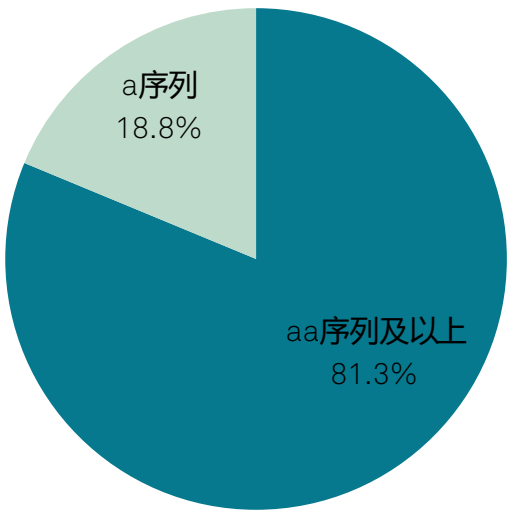
证券公司存量永续次级债券多为头部券商发行，信用质量良好

- ❑ 截至2024年2月末，证券公司发行的存量次级债合计3,400亿元，共涉及44家证券公司。在我们评估的42家证券公司中，67%的券商的次级债信用质量在aa序列及以上，29%在a序列，bbb序列及以下占比约5%。
- ❑ 截至2024年2月末，证券公司永续次级债发行在外规模2,656亿元，共涉及16家证券公司。其中，13家券商的永续次级债信用质量在aa序列及以上，其余3家在a序列。

截至2024年2月末证券公司存量次级债信用质量测试结果占比（按机构数量统计）



截至2024年2月末证券公司存量永续次级债信用质量测试结果占比（按机构数量统计）



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（委托评级客户除外）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©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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（委托评级客户除外）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©2024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
- +86-10-6516-6061
- Ying.Li@spgchinaratings.cn

- 王燕愚, CFA
- 北京
- +86-10-6516-6059
- Stephanie.Wang@spgchinaratings.cn

版权©2024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）的联属企业。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。