

LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION

# 2024 年中国证券公司行业信用风险展望

联合资信金融评级二部 潘岳辰 汪海立 韩璐 张晓嫒



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



## 主要观点：

- 2023 年，监管机构进一步压实中介机构“看门人”责任，并加强对研究报告业务和投行业务的监管；证券公司全年受处罚频次创新高，行业未出现重大信用风险事件，信用水平保持良好；2024 年严监管态势仍将延续，行业出现重大风险事件的概率仍较小，涉及业务资质暂停的重大处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。
- 2023 年，证券行业资本实力小幅增强，证券公司资本补充受市场环境影响明显放缓，未来通过提升资本实力以增强综合竞争力仍是证券公司的主要发展趋势。
- 2023 年，证券公司资金需求增加，全年债券发行规模同比出现明显增长，其中证券公司债和短期融资券发行规模较上年同期均有较大幅度增长，次级债发行规模同比有所下降。
- 股票市场低迷，证券公司 2024 年核心业务业绩增长面临较大压力；业绩压力下，“马太效应”延续，分层竞争格局持续，中小券商仍面临发展困境及寻求差异化转型道路；证券行业并购仍是循序渐进的过程。
- 中央经济工作会议指出要增强 2024 年宏观政策取向一致性，政策的连续性有利于稳定行业预期，助力实体经济和资本市场稳健发展，但国内经济的多重不确定性因素以及股票市场的振幅加剧、市场信心不足给 2024 年证券公司的经营带来较大不确定性。

## 行业展望：

预计 2024 年证券公司信用水平情况将保持稳定。

## 一、2023 年行业信用风险回顾

### 1、行业监管动态

2023 年，监管机构加强了对研究报告业务和投行业务的监管；随着注册制的全面实施，监管进一步压实中介机构“看门人”责任；交易系统宕机事件多次发生对证券公司网络安全提出更高要求；处罚频次创新高，行业严监管态势延续，但未出现影响证券公司主体信用级别的重大风险事件。

2023 年以来，证券行业维持严监管态势，证券公司及相关从业人员受处罚频次进一步提升。据不完全统计，2023 年 1—11 月，监管机构对券商法人主体处罚监管记录达 205 家次，对券商从业人员个人处罚记录达 351 人次；其中行政处罚 71 次，行政监管措施 348 次，自律监管处分 131 次，市场禁入处罚 2 次，涉及民事赔偿 4 次。

证券行业相关监管机构的处罚类型主要包括**行政处罚**、**行政监管措施**及**自律监管处分**，其中行政处罚多集中于从业人员违规买卖股票及机构个人违反反洗钱义务，另有部分券商因投行业务项目保荐过程中未勤勉尽责受到监管机构的行政处罚。2023 年 2 月，中信证券和中信建投因违反反洗钱义务被央行行政处罚，分别被罚款 1376 万元和 1388 万元。2023 年 8 月，西藏证监局对时任华林证券首席人力资源官、人力资源部总经理、华林证券执委会委员王健瑛从业期间借用他人账户违规买卖股票的违法行为，处以没收违法所得 10.08 万元，并处以 100 万元罚款的行政处罚，该项“没一罚十”的行政处罚，创造了证券从业人员炒股处罚的**历史最高记录**。

各业务条线的处罚方面，2023 年 6—8 月，各地证监局对**研究报告业务**的监管处罚力度达到了阶段性峰值，仅 6 月就有 8 家券商及 26 名分析师因研究报告业务不规范或无资格展业被集中采取行政监管措施，受处罚原因方面，相对共性的原因还包括发布研究报告业务相关制度不完善、质量审核和合规审查机制不健全、研报分析论证不充分、数据来源不明、留痕工作不到位等。

2023 年 9 月，证监会集中对**投行业务**展业合规情况进行专项检查处理，对存在问题的中天国富、国信证券、华西证券、西部证券、华创证券、中德证券 6 家券商及 13 名投行人员分别采取责令改正、出具警示函、监管谈话的监管措施。2023 年 10 月，万和证券因投行业务内部控制不完善、多个项目尽调不充分、廉洁从业风险防控机制不完善等问题被证监会责令改正，暂停保荐业务和债券承销业务 3 个月，并对相关责任人员采取监管谈话措施。

**资管业务**监管方面，证券公司受处罚原因包括内控制度不完善、递延支付不到位、资管产品整改不到位、资管产品减值计提不充分等。2023 年 1 月，太平洋证券因存在定向资管计划不符合监管要求但仍新增业务规模的情况被云南证监局暂停资管产品备案 3 个月，责令处分相关责任人员；2023 年 6 月，五矿证券因债券投资决策和风险管理问题被深圳证监局责令改正并暂停新增私募资管备案 6 个月，资管部门负责人及分管高管均被监管约谈；2023 年 11 月，深圳证监局以国

盛资管部分资管计划存在问题对其 7 名高管采取了出具警示函、监管谈话以及拟认定不适当人选 5 年等行政监管措施；2023 年 11 月，华宝证券因在从事资产证券化发行承销业务过程中严重未尽责被上海证券交易所予以 1 年内不接受其提交的公司债券、资产支持证券申请文件的纪律处分。

2023 年，证券公司**跨境业务**规模仍呈稳步上升态势，国际业务的持续拓展对证券公司的合规风控提出了更高要求。2023 年 4 月，香港证监会向 10 家券商发出限制通知书，要求冻结与疑似社交媒体“唱高散货”骗局有关的 31 个客户交易账户。2023 年 7 月，香港证监会谴责长江证券境外孙公司长江资管（香港）在分隔客户款项及向客户提供结单方面，违反监管规定及犯有内部监控缺失的情况对其处以 340 万港元罚款；同年 8 月，香港证监会谴责长江证券另一家香港孙公司长江证券融资在 2015—2017 年 6 家公司上市保荐过程中存在缺失，对其处以 2000 万港元罚款，并暂时吊销牌照 1 年。2023 年 8 月，兴证国际在继 4 月被香港证监会因“唱高散货”被警示后再因监察可疑交易活动及记录客户的买卖盘指示方面存在内部监控缺失被谴责并罚款 350 万港元。

继 2022 年招商证券、国元证券、首创证券等多家券商先后因交易系统宕机被监管处罚后，2023 年，东方财富、华宝证券、中信证券、中金期货也因交易系统故障原因受到监管处罚，若券商缺乏成熟完善的系统，将影响交易者的交易体验。中国证券业协会发文表示，未来三年将通过组织引导证券公司积极落实各项行动举措，实现全面提升证券公司**网络和信息安全**的总体目标。

表 1 2023 年证券行业重点监管案例

时间	涉及券商	监管事项	处罚类型	处罚对象	处罚方式
1 月	太平洋证券	定向资管计划不符合规定但仍新增规模	行政监管	机构	暂停资管产品备案 3 个月，责令处分相关责任人员
2 月	中信证券	未按规定履行客户身份识别义务	行政处罚	机构、个人	对中信证券处以 1376 万元罚款；对相关从业人员处以不同金额罚款
2 月	中信建投	未按规定履行客户身份识别义务	行政处罚	机构、个人	对中信建投处以 1388 万元罚款；对相关从业人员处以不同金额罚款
4 月	东兴证券	泽达易盛欺诈发行案	行政监管	机构	立案调查
4 月	光大证券	四平城投发债承销项目	自律监管	机构	自律调查（6 月被严重警告）
4 月	中信建投	紫晶存储欺诈发行案	行政监管	机构	立案调查（和四家机构共同出资设立紫晶存储投资者先行赔付专项基金，7 月 26 日已向适格投资者实际赔付 10.85 亿元）
4 月	兴业证券	兴证国际因涉“唱高散货”被限制通知	行政监管	机构	香港证监局发出限制交易通知
5 月	东方财富	“3.21”交易系统宕机事件	自律监管	机构	深交所出具警示函（6 月上交所予以书面警示）
6 月	东北证券	豫金刚石 2016 增发项目保荐	行政处罚	机构、个人	证监会“没一罚三”，合计罚没 754 万元，并对涉案保荐代表人分别处以 5 万至 20 万元不等的罚款。



6月	五矿证券	资管业务债券投资决策和风险监控存在问题	行政监管	机构、个人	责令改正并暂停新增私募资管备案6个月；对资管部分负责人及分管资管业务高管监管谈话
7月	世纪证券	投资部总经理私下接受客户委托买卖股票	行政处罚	个人	责令改正，依法处理非法持有股票，警告，没收违法所得766.95万元，并处以766.96万元罚款；市场禁入5年
7月	长江证券	长江证券（香港）违反监管规定及犯有内部监控缺失	行政处罚	机构	香港证监会予以谴责并处以340万港元罚款
7月	中信证券	“6.19”系统宕机事件	行政监管	机构、个人	出具警示函
7月	华宝证券	“5.22”网络安全事件	行政监管	机构	出具警示函
7月	广发证券	美尚生态2018增发项目保荐文件存在虚假记载	行政处罚	机构、个人	责令改正，给予警告，没收保荐业务收入94.34万元，并处以94.34万元罚款；没收承销股票违法所得783万元，并处以50万元罚款；对相关从业人员给予警告并分别处以25万元罚款
8月	华林证券	首席人力资源官兼人力资源部总经理、执行委员会委员借用他人账户违法买卖股票	行政处罚	个人	没收违法所得10.08万元，并处以100万元罚款（没一罚十，创造了证券从业人员炒股处罚历史记录）
8月	长江证券	长江证券融资（香港）多个港交所保荐项目未尽责	行政处罚	机构	罚款2000万港元，暂定吊销牌照1年
8月	兴业证券	监察可疑交易活动及记录客户的买卖盘指示方面犯有内部监控缺失	行政处罚	机构	谴责，处以350万港元罚款
9月	中金公司	中金期货“9.1”网络安全事件	行政监管	机构、个人	出具警示函；监管谈话
10月	万和证券	投资银行类业务内控监督缺失	行政监管	机构、个人	责令改正并暂定保荐和债券承销业务3个月
11月	国盛资管	部分资管计划存在尽职调查流于形式、内控把关不足、过度激励、销售管理不规范、信息披露不准确等问题	行政监管	个人	拟认定不适当人选5年；出具警示函；监管谈话等
11月	华宝证券	资产证券化发行承销业务未尽责	自律监管	机构、个人	上交所1年内不接受华宝证券提交的公司债券、资产支持证券申请文件；对相关人员进行通报批评

资料来源：公开信息披露，联合资信整理

## 2、行业政策概览

2023年，我国资本市场改革持续深化，注册制的全面落地实施进一步完善了多层次的资本市场体系。监管机构出台政策引导证券公司规范经营、勤勉尽责，服务实体经济、提质增效，利于行业长期平稳发展。

随着2020年3月新《证券法》等纲领性文件的出台，我国资本市场市场化、法制化水平显著提升，全面深化改革政策的不断完善，推动市场迈向高质量发展的目标。2023年2月，中国证监会发布《全面实行注册制相关制度规则》，标志着我国注册制制度安排基本定型及全面落实推广，对我国资本市场改革发展具有里程碑式的意义。2023年4月证监会就《上市公司独立董事管理办法（征求意见稿）》公开征求意见并于8月正式颁布《上市公司独立董事管理办法》，围绕明确独立董事职责定位、优化履职方式、强化任职管理、改善选任制度、加强履职保障、严格履职情况监督管理、健全责任约束机制、完善内外部监督体系等八个方面的重点改革任务，进一步细化了

独立董事制度各环节具体要求。

**债券行业政策方面**，2023 年 2 月，交易所债券市场正式启动债券做市业务，首批有 12 家证券公司参与做市，一方面有利于降低流动性溢价和债券发行成本，进一步发挥债券市场对实体经济的支持作用；另一方面有利于提高定价效率，形成能更加准确反映市场供求关系的债券收益率曲线，为市场定价提供基准参考。根据《中国证监会国家发展改革委关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排的公告》，企业债券发行审核职责划转过渡期至 2023 年 10 月 20 日结束。此后将由交易所负责企业债券的受理审核工作，并报中国证监会履行注册程序，中央国债登记计算有限责任公司不再受理企业债券项目。将企业债券纳入公司债券管理体系，有利于发挥债券市场功能，更好服务实体经济高质量发展。

**基金行业政策方面**，2023 年 7 月，国务院办公厅发布《私募投资基金监督管理条例》，强调对关键主体的监管要求，全面规范资金募集和备案要求，规范投资业务活动，明确市场化退出机制，丰富事中事后监管手段，加大违法违规行惩处力度，鼓励私募基金行业“发挥服务实体经济、促进科技创新等功能作用”，旨在鼓励私募投资基金行业规范健康发展，更好保护投资者合法权益，进一步发挥服务实体经济、促进科技创新等作用。2023 年 12 月，中国证监会就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》公开征求意见，其主要内容包括：一、合理调降公募基金的证券交易佣金费率（被动股票型基金的交易佣金费率不得超市场平均交易佣金费率）；二、降低证券交易佣金分配比例上限（权益规模超 10 亿元的佣金分配比例降至 15%）；三、强化公募基金证券交易佣金分配行为监管（销售不得参与佣金分配环节，不得将基金的证券交易量、交易佣金与基金销售人员的薪酬绩效挂钩）；四、明确公募基金管理人证券交易佣金年度汇总支出情况的披露要求，预计上述规定的实施将进一步规范公募基金行业的健康发展。

**证券公司自身行业政策方面**，2023 年 4 月，证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见，本次修订立足提高证券业服务实体经济质效，旨在完善证券公司监管基础制度，提升证券公司防范化解重大风险的能力，引导证券公司加强公司治理和内部管理，回归行业本源，从长期来看有利于行业平稳发展。2023 年 7 月，证监会指导中国证券业协会发布《证券公司债券业务执业质量评价办法》，本次对 2020 年《证券公司公司债券业务执业能力评价办法（试行）》的修订，进一步聚焦注册制下提升债券业务执业质量内涵和要求，对评价指标体系进行了全面优化，旨在推动证券公司强化债券业务全流程规范管理，进一步夯实注册制下证券公司的“看门人”责任。2023 年 11 月，证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见，具体来看，本次修订对证券公司开展做市、资产管理、参与公募 REITs 等业务的风险控制指标计算标准予以优化，并适当调整连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，对合规稳健的证券公司拓展资本空间、提升资本使用效率有明显积极作用。

表 2 2023 年证券行业相关政策

时间	政策名称	主要内容
1 月	证监会发布《证券经纪业务管理办法》	从经纪业务内涵、客户行为管理、具体业务流程、客户权益保护、内控合规管控、行政监管问责六个方面进一步规范经纪业务发展

2月	证监会发布《证券公司场外业务资金服务接口》等4项金融行业标准	资本市场信息化建设，着力做好基础标准制定工作，促进行业信息交换、信息安全等领域标准研制，不断夯实科技监管基础
2月	证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则	全面实行注册制制度规则的发布实施，标志着注册制的制度安排基本定型，标志着注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为，在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义
3月	证监会发布《证券期货业网络和信息安全管理办法》	全面覆盖了包括证券期货关键信息基础设施运营者、核心机构、经营机构、信息技术系统服务机构等各类主体，以安全保障为基本原则，对网络和信息安全提出规范要求
3月	证监会就《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见	贯彻落实《期货和衍生品法》，促进衍生品市场健康发展，支持证券期货经营机构业务创新，满足市场各类主体的风险管理需求，以更好服务实体经济、防范和化解金融风险
3月	证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见	贯彻落实党的二十大和中央经济工作会议精神，促进证券行业高质量发展，提升证券公司服务实体经济质效，加强和完善现代金融监管，守住不发生系统性风险底线，建设中国特色现代资本市场
4月	证监会就《上市公司独立董事管理办法（征求意见稿）》公开征求意见	根据八个方面重点改革任务，进一步细化独立董事制度各环节具体要求，构建科学合理、互相衔接的规则体系，充分发挥法治的引领、规范、保障作用
4月	证监会就《证券期货市场主机交易托管管理规定（征求意见稿）》公开征求意见	规范证券期货市场主机交易托管活动，保护投资者合法权益，维护证券期货市场安全平稳运行
4月	中国证监会、发改委联合发布《关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排的公告》	过渡期内企业债券受理审核、发行承销、登记托管等安排保持不变，企业债券发行注册、监管执法、风险防控等工作有序衔接，压实企业债券发行人和相关机构责任
5月	证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》	进一步健全资本市场功能，加快提升科技创新企业服务质效，促进科技、产业和金融良性循环，更好支持高水平科技自立自强
6月	证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见	健全资本市场财富管理功能，深化投资端改革，培育资本市场买方中介队伍
7月	国务院办公厅发布《私募投资基金监督管理条例》	进一步完善私募基金法规体系，促进私募基金行业健康发展，充分发挥私募基金行业“发挥服务实体经济、促进科技创新等功能作用”
7月	证监会就《关于完善特定短线交易监管的若干规定（征求意见稿）》公开征求意见	主要围绕大股东、董监高等特定投资者，明确细化特定短线交易的适用标准，有利于规范特定投资者短线交易监管，稳定市场预期，提升交易便利性
7月	证监会发布《期货市场持仓管理暂行规定》	重点对持仓限额、套期保值、大户持仓报告、持仓合并等基础制度的内涵、制定或调整原则、适用情形、各参与主体义务等作出规定，完善期货市场制度体系，进一步规范期货市场持仓行为
8月	证监会发布《上市公司独立董事管理办法》	明确独立董事的任职资格和任免程序，明确独立董事的职责和履职方式，明确履职保障，明确法律责任
8月	证券交易所修订《融资融券交易实施细则》	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%，有利于促进融资融券业务功能发挥，盘活存量资金
9月	证监会就修改《公司债券发行与交易管理办法（征求意见稿）》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》公开征求意见	明确企业债券适用《证券法》等上位法，着力构建统一的公司债券监管制度规则体系
9月	证监会就修改《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》公开征求意见	将公募REITs试点资产类型拓展至消费基础设施，进一步拓宽REITs试点资产范围，丰富投资者选择，促进公募REITs市场健康发展



9 月	证监会就《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则（征求意见稿）》公开征求意见	支持上市公司以向特定对象发行的可转换公司债券为支付工具实施重组，为交易双方提供更为灵活的博弈机制，有利于提高重组市场活力与效率
9 月	证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》	推进北京证券交易所稳定发展和改革创新，加快打造服务创新型中小企业“主阵地”系统合力
10 月	证监会发布实施《公司债券发行与交易管理办法》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 24 号——公开发行公司债券申请文件》	有利于完善公司（企业）债券制度规则体系，进一步夯实债券市场防假打假、强化募集资金监管、防范非市场化发行的制度基础，更好为企业债券过渡期后转常规运行、促进债券市场高质量发展提供保障
10 月	证监会就《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》等现金分红规范性文件公开征求意见	一是进一步明确鼓励现金分红导向，推动提高分红水平；二是简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏；三是加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理分红
10 月	证监会发布《关于修改〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组〉的决定》	明确发股类重组项目财务资料有效期特别情况下可在 6 个月基础上适当延长，并将延长时间由至多不超过 1 个月调整为至多不超过 3 个月，并在此基础上进一步明确了上市公司重大资产重组的相关配套措施
11 月	证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见	一是促进功能发挥，突出服务实体经济主责主业；二是强化分类监管，拓展优质证券公司资本空间；三是突出风险管理，切实提升风控指标的有效性
11 月	证监会就《首发企业现场检查规定（修订草案征求意见稿）》公开征求意见	一是强化“申报即担责”；二是规范检查操作；三是对《检查规定》中部分适用于核准制的表述进行调整
11 月	证监会就《首次公开发行股票并上市辅导监管规定（修订草案征求意见稿）》公开征求意见	一是发挥发行监管条线系统合力；二是压实辅导机构责任；三是优化辅导流程性相关事项。
11 月	证监会发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》	作为重组支付工具，定向可转债能够为交易双方提供更为灵活的博弈机制，有利于提高重组市场活力与效率；支持上市公司以定向可转债为支付工具实施重组，置入优质资产、提高上市公司质量
11 月	证监会发布《证券公司资产管理产品管理人及服务机构间对账数据接口》金融行业标准	规范了“委托证券公司办理参与证券交易所交易”交易模式下数据发送方与数据应用方的数据接口，对数据交互时的元素类型和消息提出了统一要求
12 月	中国证监会、国务院国资委联合发布《关于支持中央企业发行绿色债券的通知》	将进一步提升资本市场服务中央企业绿色低碳发展能力，支持中央企业产业结构和能源结构优化升级，强化中央企业绿色低碳技术科技攻关和应用布局，形成示范效应，更好带动支持民营经济绿色低碳发展，促进经济社会发展全面绿色转型
12 月	中国证监会就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》公开征求意见	一是合理调降公募基金的证券交易佣金费率；二是降低证券交易佣金分配比例上限；三是强化公募基金证券交易佣金分配行为监管；四是明确公募基金管理人证券交易佣金年度汇总支出情况的披露要求
12 月	证监会发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》等规范性文件	有助于推动上市公司增强投资者回报，更好引导公司专注主业，促进市场平稳健康发展

资料来源：公开信息披露，联合资信整理

### 3、证券公司主体信用级别调整情况

**2023 年 1-11 月，共有 1 家证券公司主体级别上调<sup>1</sup>，行业主体信用级别保持稳定。**

2023 年 5 月，中诚信国际信用评级有限责任公司将中航证券主体信用级别调升至 AAA 级，评级展望稳定，调级因素包括：雄厚的资本实力、有力的股东支持、军工领域的资源优势以及虹

<sup>1</sup> 未统计对同一主体多家评级机构在有效期内的级别不一致的情形



杆水平较低为后续业务发展提供空间等。

除此之外，国内证券公司主体信用级别均未出现变动，行业信用水平稳定。

#### 4、证券公司资本补充情况

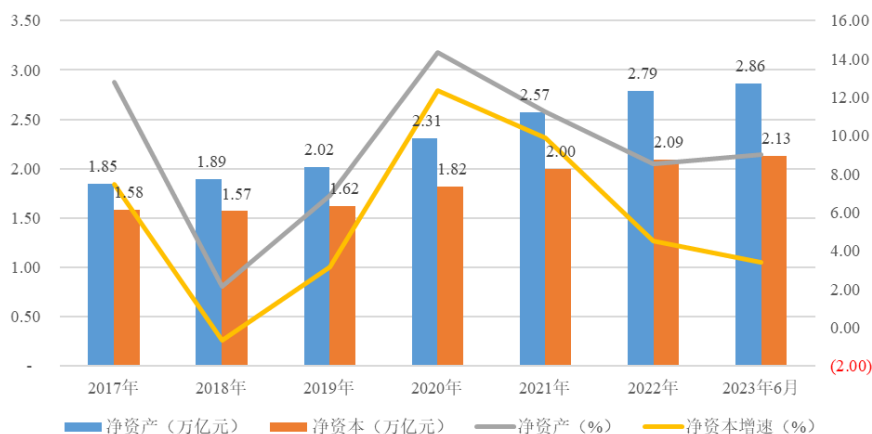
**2023 年，全行业资本实力持续增强，但资本补充受市场环境明显放缓。**

2023 年 1—11 月，仅信达证券 1 家证券公司完成上市，募集资金 26.75 亿元，成为继 2021 年 5 月年财达证券、2022 年 12 月首创证券后又一家登录 A 股的证券公司，中小券商 IPO 脚步有所放缓。根据 Wind 统计，截至 2023 年 11 月末，东莞证券处于过会申报发行阶段；开源证券、华宝证券、财信证券、渤海证券 IPO 申报均处于问询阶段，华龙证券 IPO 申报处于问询已回复阶段；东海证券、申港证券、华金证券、国开证券、湘财证券处于 IPO 辅导备案登记受理状态。

再融资方面，2022 年，包括兴业证券、东方证券、财通证券以及中信证券在内的 4 家证券公司实施配股，合计募集资金 523.67 亿元；2023 年，无证券公司披露配股预案或实施配股。2022 年，长城证券及国金证券 2 家证券公司实施增发，合计募集资金 134.33 亿元；2023 年，仅国海证券 1 家实施增发，实际募集资金 31.92 亿元。2023 年以来，国联证券、浙商证券、天风证券、南京证券和中泰证券的股票增发预案已过股东大会审议；中原证券股票增发计划停止实施。整体来看，2023 年证券公司资本补充趋势有所放缓。

截至 2023 年 6 月末，141 家证券公司净资产为 2.86 万亿元，较 2022 年末增长 2.51%；净资本为 2.13 万亿元，较 2022 年末增长 1.91%，资本实力小幅提升。

图 1 证券公司资本实力情况



资料来源：Wind，证券业协会，联合资信整理

表 3 2023 年以来证券公司股权融资最新进展

融资动作	公司名称	进度	日期	价格 (元)	募资总额 (亿元)
IPO	信达证券	已上市	2023-02-01	8.25	26.75
	东莞证券	已通过	2023-03-02	--	--
	华宝证券	已问询	2023-06-28	--	--
	财信证券	已问询	2023-06-29	--	--
	渤海证券	已问询	2023-06-30	--	--
	华龙证券	中止审查	2023-09-30	--	--

	开源证券	中止审查	2023-09-30	--	--
增发	浙商证券	股东大会通过	2023-03-18	--	--
	天风证券	股东大会通过	2023-05-19	--	--
	南京证券	股东大会通过	2023-06-21	--	--
	中原证券	停止实施	2023-07-22	--	--
	中泰证券	股东大会通过	2023-09-23	--	--
	国联证券	股东大会通过	2023-10-13	--	--
	国海证券	已发行	2023-10-19	3.39	31.92

资料来源：Wind，联合资信整理

## 5、证券公司债券发行情况

2023年1-11月，证券公司资金需求明显增加，债券发行规模同比显著增长；其中公司债和短期融资券发行规模较上年同期均有明显增长，次级债发行规模同比有所下降。2023年证券公司全年债券发行规模同比预计将出现明显增长。

2023年1-11月，我国证券公司共发行各类债务融资工具725期，发行规模13796.33亿元，分别同比增加205期和增长35.39%。其中，公司债发行规模占总发行规模的比重为58.63%，次级债占比为11.59%，短期融资券占比为29.78%。

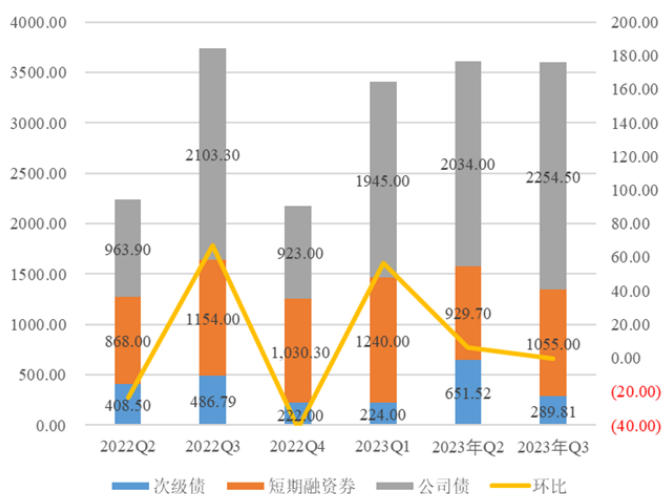
公司债方面，2023年1-11月，证券公司合计发行了378期公司债，同比增加124期；合计募资8089.30亿元，同比增长60.83%；发行规模占比为58.63%，占比同比增加9.27个百分点。

短期融资券方面，2023年1-11月，证券公司合计发行了260期短期融资券，同比增加70期；合计募资4108.70亿元，同比增长21.88%；占证券公司总发行规模的29.78%，同比下降3.30个百分点。

次级债方面，2023年1-11月，证券公司共计发行87期次级债，同比增加11期；合计募资1598.33亿元，同比下降10.66%，占总发行规模的11.59%，占比同比下降5.97个百分点。

从现有情况看，证券公司2023年债券发行规模同比将出现明显增加。

图2 证券公司发债情况统计（单位：亿元、%）



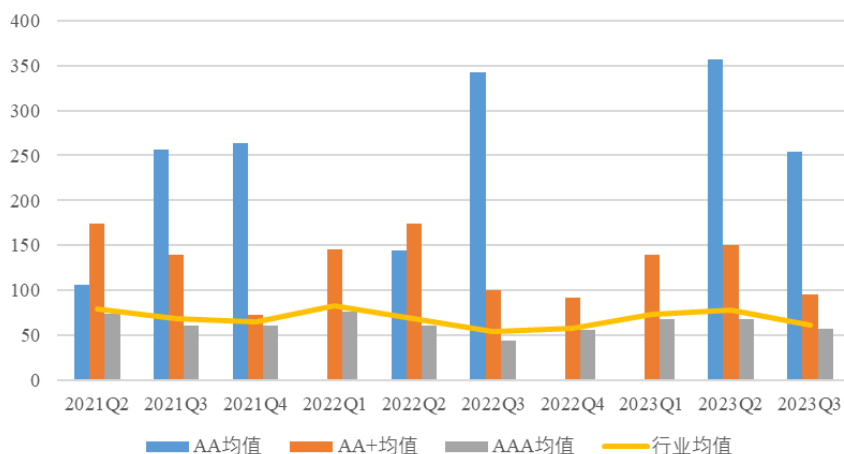
资料来源：Wind，联合资信整理

证券公司发债主体级别以 AAA 和 AA<sup>+</sup> 为主，信用水平较高，2023 年前三季度，受前期市场对经济修复预期乐观，货币政策延续放松，但年中经济动能修复不及预期等原因影响，行业发行利差出现小幅波动。

2023 年 1—11 月，通过发行各类债务融资工具对外部融资的证券公司合计 74 家，其中主体信用级别为 AAA 的有 53 家，AA<sup>+</sup> 的有 18 家，AA 评级的有 3 家，发债主体整体信用水平较高。

2023 年前三季度，证券公司发行利差分别为 73.34BP、77.83BP 和 61.20BP，呈先增加后下降的态势，一二季度市场对经济修复预期乐观，资金需求趋强，发行利差升高，但年中经济动能修复不及预期，内生性需求疲软，货币政策延续放松，发行利差收窄。2023 年第三季度，证券公司发行利差有所收窄，证券公司发行利差环比有所收窄，主体评级为 AAA 和 AA<sup>+</sup> 证券公司发行利差均值环比均有所下降；行业利差均值 61.20BP，同比增长 7.50 个 BP，环比下降 16.63BP；AAA 证券公司平均利差低于 AA<sup>+</sup> 利差 39.05 个 BP，差额同比下降 16.17BP，环比下降 43.46BP。

图 3 证券公司不同主体级别利差变动情况（单位：BP）



注：部分季度 AA 级证券公司未发行债券

资料来源：Wind，联合资信整理

## 6、行业收入结构及集中度变化情况

2023 年以来，证券公司整体保持复苏趋势，在证券投资业务增长的带动下，上半年营业收入同比有所增长，但经纪业务、投行业务、资管业务等其他业务仍面临较大压力；马太效应延续，行业集中度仍维持较高水平。

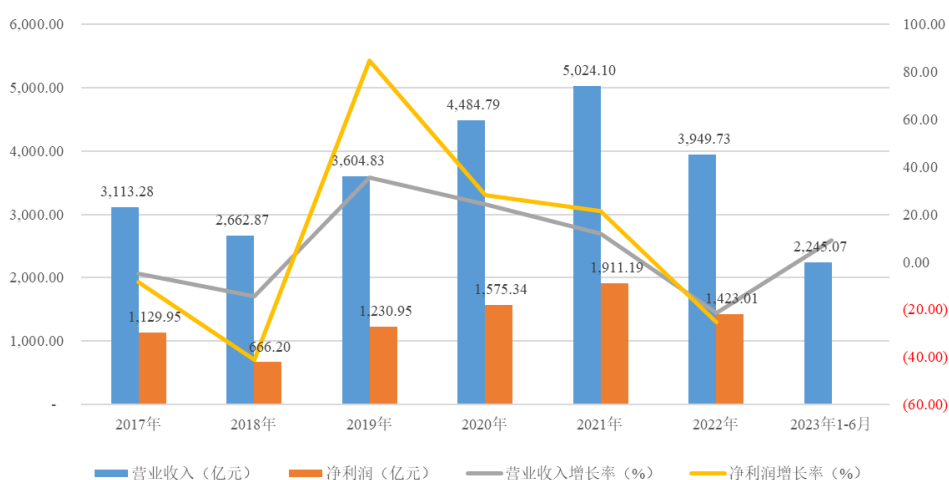
2023 年以来，我国经济稳中求进，资本市场改革持续深化，货币政策灵活适度，证券市场政策支持力度继续加强，保持了连续性、稳定性、可持续性。2023 年上半年，股票市场指数微幅增长，沪深两市交易量同比下降，除证券投资业务增长外，同期证券公司其他各项业务承压较大。

2023 年 1—6 月，141 家证券公司实现营业收入 2245.07 亿元，同比增长 9.03%。其中证券投资收益受上期低基数影响同比大幅增长 74.08%，代理买卖证券业务（含席位租赁）受佣金率及市

场交投活跃度下降影响同比下降 10.30%，资产管理业务、财务顾问业务、投资咨询业务、利息净收入和证券承销与保荐业务分别同比下降 17.69%、13.77%、12.38%、5.30%和 4.61%。

从行业集中度数据来看，2023 年上半年，行业排名前十的券商的营业收入集中度为 73.38%，同比下降 6.08 个百分点，仍处于较高水平。未来，大型券商可以凭借规模、平台、品牌等多方面优势继续保持龙头优势，证券公司的行业集中度仍将维持在较高水平，中小型券商仍面临较大发展压力及业务空间不足问题。

图 4 证券公司盈利水平走势



注：证券业协会未披露 2023 年 1-6 月的净利润情况

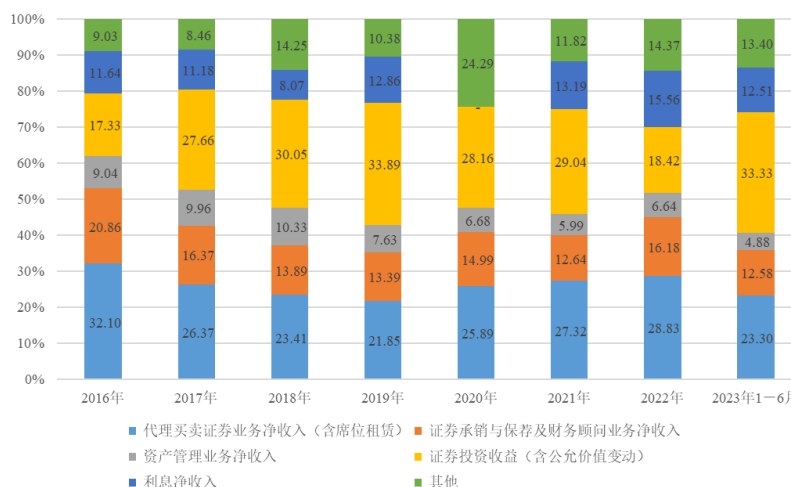
资料来源：证券业协会，联合资信整理

**2023 年上半年，证券投资业务大幅增长，超越经纪业务成为证券公司第一大收入来源，除证券投资业务外，其余业务收入占比较上年均有所下降。**

从收入结构看，2023 年 1—6 月，证券投资业务收入大幅增长，占比增长 14.91 个百分点至 33.33%，成为证券公司最主要的收入来源；代理买卖证券业务收入（含席位租赁）占比较上年下降 5.53 个百分点至 23.30%；承销与保荐业务净收入及投资顾问业务收入、资产管理业务、利息净收入和其他收入占比较上年分别下降 3.60 个百分点、1.88 个百分点、3.05 个百分点和 0.97 个百分点。

图 5 证券公司收入结构图





注：1. 证券业协会未披露 2020 年全行业利息净收入数据，2020 年其他包括利息净收入和其他收入；2. 证券业协会未披露全行业 2021 年、2022 年代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）、证券承销与保荐业务净收入、财务顾问业务净收入、证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入数据，因披露口径存在较大差异，故上表以 2021 年前三季度收入、2022 年前三季度收入结构替代全年进行列示

资料来源：中国证券业协会，联合资信整理

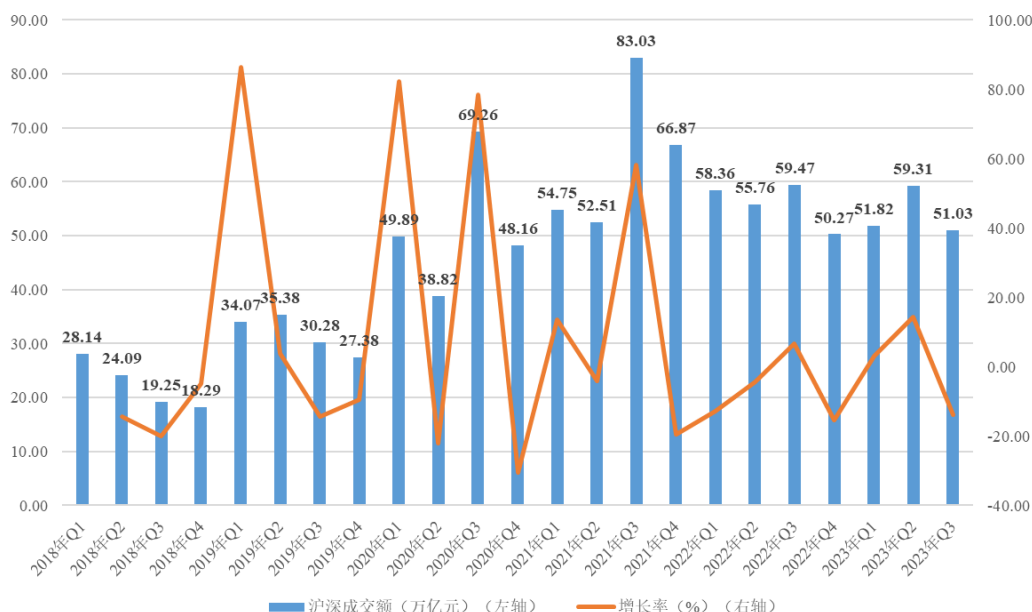
## 7、业务经营情况

### (1) 经纪业务

2023 年以来，股票市场交投活跃度较去年同期有所减弱，经纪业务增长动力不足。推进财富管理转型仍为经纪业务未来的发展方向，基金投顾业务的开展将在一定程度上丰富券商的盈利来源。

受宏观经济下行、证券市场波动等多重外部因素影响，2023 年以来，股市交易活跃程度有所下降，但单季度交易额仍保持在 50 万亿元以上。2023 年前三季度，沪深两市成交额为 162.15 万亿元，同比下降 6.60%；2023 年 1—6 月，证券公司实现代理买卖证券业务净收入 523.03 亿元，同比下降 10.30%，2023 年第三季度，股票指数持续走低，沪深两市成交额同比下降 14.20%，板块业务收入承压较大。从收入结构来看，经纪业务仍为证券公司主要的收入来源。

图 6 沪深股票成交额



资料来源：Wind，联合资信整理

随国内金融市场持续发展，金融产品的种类逐年增多，对财富保值增值诉求提高，在证券市场持续震荡下推动了财富管理业务的发展，但其对服务的专业性要求相对较高，收入实现的稳定性也高于代理买卖证券业务佣金收入。其中基金投顾业务有望成为券商经纪业务向财富管理转型的重要途径，配合 12 月 8 日证监会发布《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定》（征求意见稿），下调证券交易佣金费率、调降佣金分配比率、对通过交易佣金支付证券公司研究服务的行为加以限制，证券公司的部分经纪业务收入实现方式也将由传统的代销金融产品收取销售费、申赎费转向收取基金投顾服务费，并在一定程度上丰富了券商的盈利来源。

2020 年 3 月，首批证券公司基金投顾试点资格获批，2023 年 6 月，证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，推动基金投资顾问业务从试点阶段向常态化发展。

目前，证券公司的基金投顾业务仍面临较大的竞争压力，市场上众多银行理财产品、保险及养老产品以及基金公司的传统产品，不仅对基金投资顾问的专业能力提出了较高的要求，且面对同质类的服务，打造差异化和个性化服务仍是证券公司基金投顾业务面临的问题。未来，通过持续深化的投资者教育，吸引投资者中长期资金进入资本市场，改善资本市场投资结构，亦是基金投顾业务需承担的职责。

## （2）信用业务

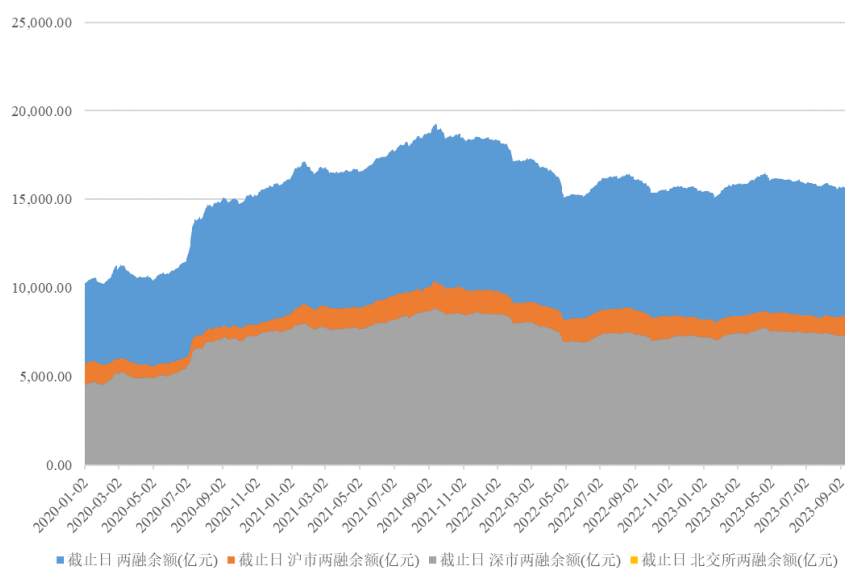
信用业务与股票市场具有高度相关性，受股票市场波动的影响，两融业务规模有所收缩，但

相关政策的落地有利于提升两融业务收入；为配合防风险、提质量的相关指导，股票质押业务规模持续下降。

2023 年 1—8 月，股票市场震荡下行，沪深两市两融余额亦随市场行情呈波动态势，2023 年 8 月末，上交所、深交所、北交所发布通知，融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100.00% 降低至 80.00%，两融余额自 2023 年 9 月起逐步回升。截至 2023 年 11 月末，沪深两市两融余额 16719.62 亿元，较上年末增长 7.98%。2023 年 1—6 月，证券公司实现利息净收入 280.87 亿元，同比下降 5.30%，2023 年第三季度，受益于利好政策的实施，两融余额规模的回升，证券公司两融业务利息收入预计略有增长。

近年来，两融业务的相关制度持续优化。2022 年 10 月，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布了《关于调整融资融券标的证券有关事项的通知》和《关于扩大融资融券标的股票范围的通知》，上交所主板标的股票数量由现有的 800 只扩大到 1000 只，主板标的股票的市值占沪市主板 A 股流动市值达到 95%；深交所注册制股票以外的标的股票数量由现有 800 只扩大到 1200 只。2023 年 9 月，《融资融券交易实施细则》的修订并实施，有利于促进融资融券业务功能发挥，盘活存量资金，活跃资本市场、提振投资者信心。融资融券利好政策持续落地，北交所融资融券品种逐步放开，伴随证券公司合规风控水平的提升，投资者理性交易和风险控制意识的增强，证券公司信用业务具备良好的开展空间，但业务预计仍将进一步向资金成本低、券源充足的头部券商集中。

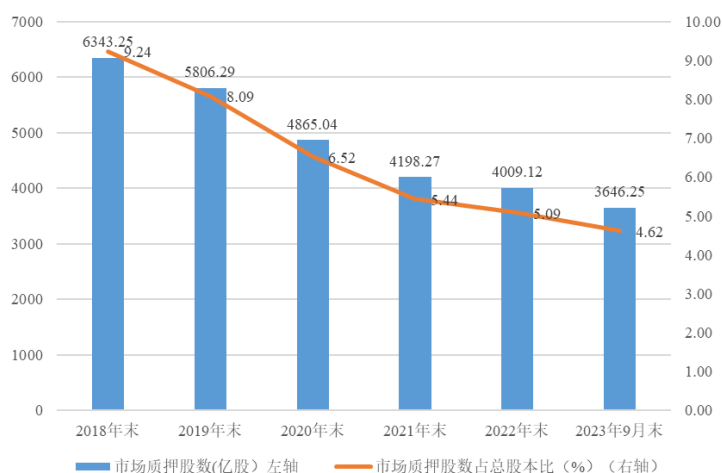
图 7 两融业务余额情况



资料来源：Wind，联合资信整理

股票质押业务方面，2018 年以来，受市场下跌导致的质押业务风险暴露影响，交易所、证券业协会相继出台股票质押式回购交易业务的系列指引和管理办法，证券公司普遍提高股票质押业务风控标准、提升履约保障比例、压降业务规模，面临的相关风险有所缓解。截至 2023 年 9 月末，市场质押股数 3646.25 亿股，较上年末减少 362.87 亿股；市场质押股份市值合计 28535.58 亿元，较上年末下降 10.88%；市场质押股数占总股本比为 4.62%，较上年末下降 0.47 个百分点。

图 8 股票质押业务情况



资料来源：Wind，联合资信整理

### （3）自营业务

证券公司自营投资业务与证券市场关联度高，2023 年以来，股票市场指数震荡下行，呈结构化行情；债券市场指数冲高后回落，十年期国债收益率小幅下行，债券类资产价格波动相对平稳；面对证券市场的持续波动，场外衍生品业务在风险管理方面的重要性日益凸显，预计将成为新的业绩增长点。

2023 年以来，证券市场震荡下行，证券公司自营业务收入受到较大影响。截至 2023 年 11 月末，上证综指收于 3029.67 点，较上年末下降 1.93%，当年上证指数最高点为 3418.95 点，最低点为 2929.09；深证成指收于 9726.92 点，较上年末下降 11.70%，当年最高点和最低点分别为 12246.01 和 9373.76；中债综合净价(总值)指数为 103.96 点，较上年末小幅上涨 0.74%，最高点达至 104.90；十年期国债收益率为 2.6705%，较上年末下降 0.1705 个基点，期间收益率落差为 40.90BP。2023 年 1—6 月，证券市场呈结构化行情，多个板块轮替增长，市场走势较 2022 年同期相对平缓，证券公司实现投资收益（含公允价值变动）748.17 亿元，同比大幅增长 74.08%，2023 年第三季度，国内股票市场指数明显回落，但整体表现略优于上年同期。

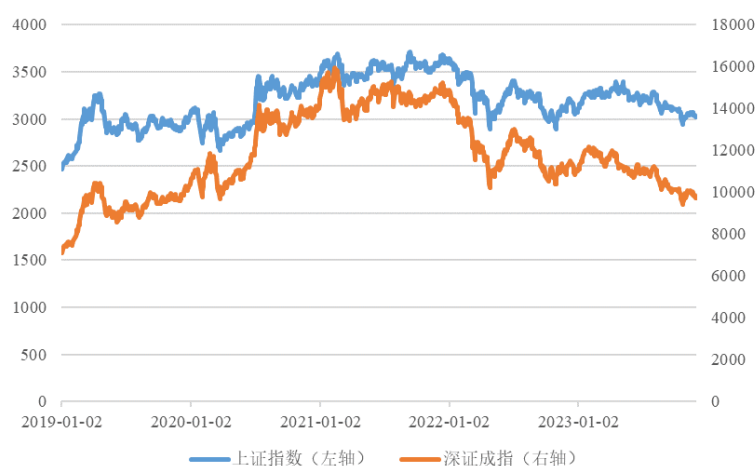
近年来，证券市场持续波动，为对冲市场风险，满足客户对证券产品市值管理的诉求，顺势



带动了场外衍生品市场的发展。截至 2023 年 9 月末，根据 Wind 公开数据查询，上市券商衍生金融资产规模合计达 1219.80 亿元，较上年末增长 13.19%。由于场外衍生品业务存在高“护城河”的特性，对券商的资本实力、风控能力和客户资源均有很高要求，因而头部券商在利用衍生品业务增强自身业绩稳定性方面具备天然优势，2020 年以来，中信证券、中金证券、华泰证券的衍生金融资产占全部规模的比重均在 50.00%以上。在市场波动加大的情况下，场外衍生品已成为服务客户风险管理及资产配置的重要工具，未来预计也将成为证券公司重要的业绩增长点。

联合资信关注到，证券公司自营业务与证券市场高度关联，面临较高的市场风险，在市场持续震荡的情况下，投资收益的实现仍存较大不确定性。债券市场违约常态化，区域信用分化纠偏、风险偏好恢复仍需时日，仍需关注信用风险暴露对自营投资带来的负面影响。

图 9 股票市场指数（单位：点）



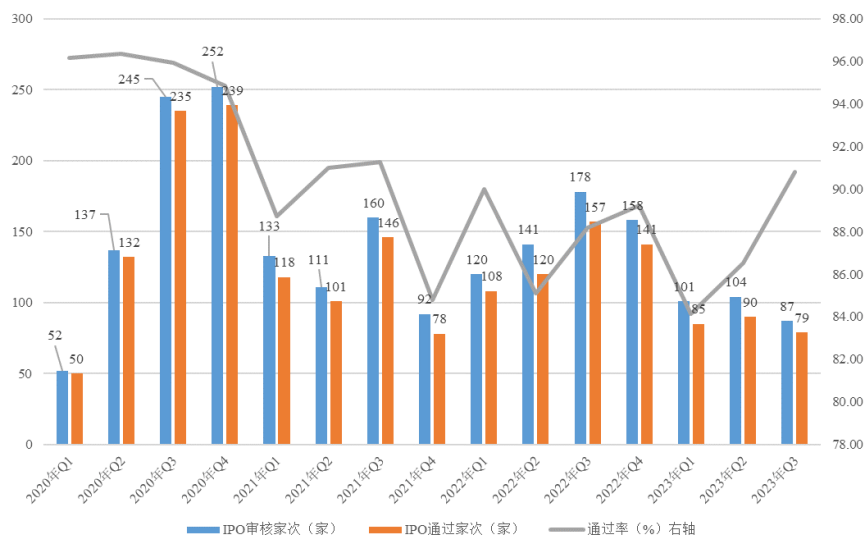
资料来源：公开信息，联合资信整理

#### （4）投行业务

2023 年以来，证券公司投资银行业务受宏观经济波动、行业环境变化和政策调整等多重因素影响，IPO 发行家数和规模同比均有所下降，但债券主承销规模有所增长；随多层次资本市场的开放，宏观经济与市场环境的回暖，投行业务仍具备较多的业务增量机会。

2023 年以来，国内 IPO 项目审核趋严，对保荐机构的监管力度加大，保荐机构频繁收到罚单，在此背景下，IPO 发行家数和发行规模明显下降。2023 年 1—9 月，发审委全年审核 IPO 家数 292 家，其中 254 家通过审核，过会率为 86.99%，相较于 2022 年同期 439 家 IPO 审核家数、385 家通过家数以及 87.70%的通过率，IPO 审核家数明显减少，过会率小幅下降。

图 10 IPO 审核通过情况



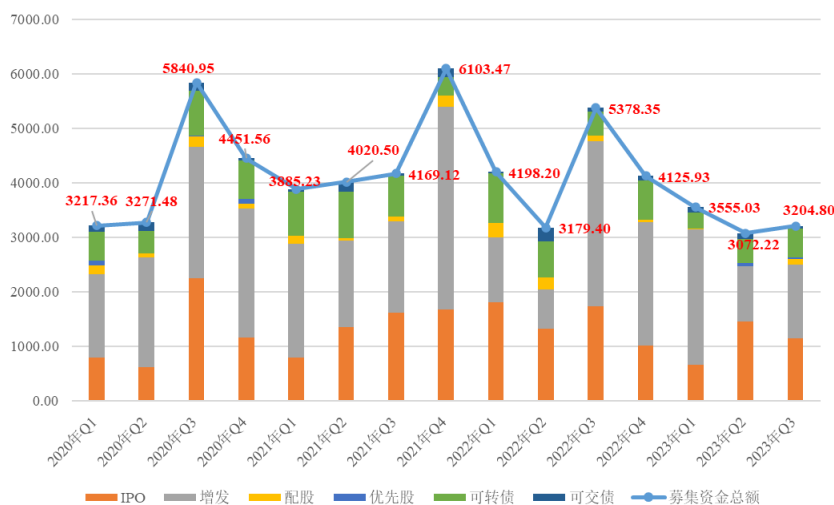
资料来源：Wind，联合资信整理

股权融资方面，2023年1—9月，IPO发行规模合计3236.43亿元，较上年同期下降33.36%，发行家数264家，较上年同期减少40家；再融资规模合计6595.63亿元，同比下降16.51%，发行家数395家，较上年同期增加18家。债权融资方面，2023年1—9月证券公司主承销各类债券金额9.90万亿元，同比增长18.71%。

2023年上半年，证券行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问净收入492.25亿元，同比下降5.57%；2023年三季度，证监会审核项目总家次及通过家次分别为203家和192家，较上年同期分别减少151家和138家，业务收入仍承受较大压力。

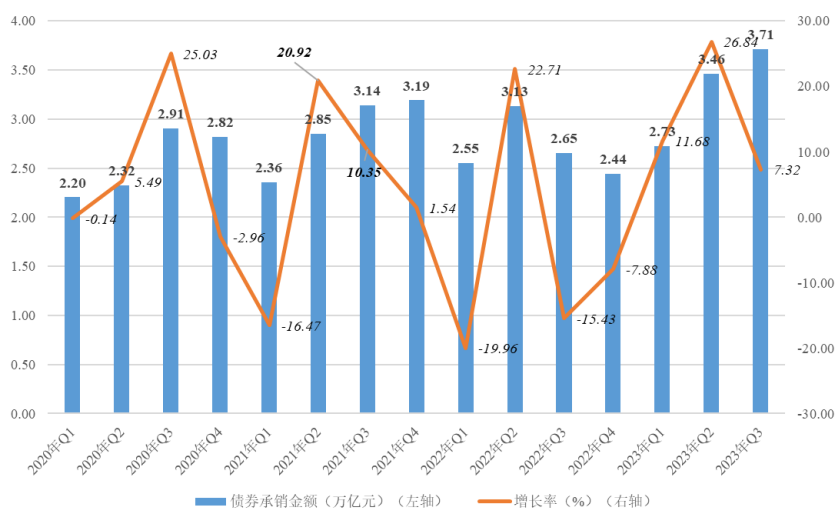
我国经济处于筑底复苏阶段，“活跃资本市场、提振投资者信心”和“高质量发展”的工作部署对投资银行业务提出更高的要求，2023年11月证券业协会启动对《证券公司投行业务质量评价办法（试行）》的修订，持续督导投行强化业务质量；北交所于2021年11月15日正式开市，2023年9月证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，北交所高质量扩容和发展，多层次的资本市场持续完善；2023年，中央政府持续积极化债并推出相应政策，部分债券市场的风险有序出清，未来，投行业务仍具备较多的业务增量机会。

图 11 证券公司投行业务股权类项目承销情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 12 证券公司投行业务债券承销情况



资料来源：Wind，联合资信整理

## （5）资管业务

2023 年以来，证券公司资产管理业务规模持续下降，业绩表现较为一般；业务结构以集合、定向计划为主，提前布局公募基金业务的券商有望实现较好发展。

自 2017 年 4 月证监会提出对资金池和通道业务限制后，证券公司资管业务步入下行区间。2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的出台进一步加速了资管业务规模尤其是通道业务和“资金池业务”的收缩。近年来，证券公司资产管理业务规模持续收缩，主动管理产品规模占比不断提升。2023 年以来，证券公司资产管理业务规模持续下降，截至 2023 年 9 月末，证券公司资产管理业务总规模为 6.12 万亿元，较上年末小幅下降 2.17%。

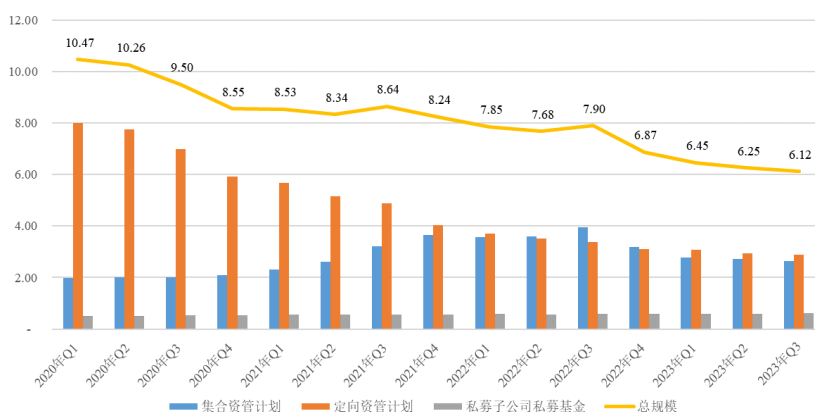
从资管业务结构来看，截至 2023 年 9 月末，证券公司定向资产计划占比持续下降至 46.96%，

占比较年初下降 0.58 个百分点；集合计划占比 43.09%，较年初下降 0.12 个百分点。随着证券公司主动管理转型的进行以及主动管理能力的提升，对其自身提供增值服务和产品附加值的能力提出了更高要求。

随着资管新规过渡期即将结束，净值化要求逐步推进落地，居民资金配置需求增长，资产管理业务有望向好发展。随着“一参一控一牌”新规落地，证券公司纷纷成立资管子公司，加快申请公募牌照步伐，资管公募化转型加速。截至 2023 年三季度末，公募基金管理规模达 27.48 万亿元，较年初小幅增长 3.00%，证券公司发力公募业务，有助于提升收入、开拓新的业务增长点。

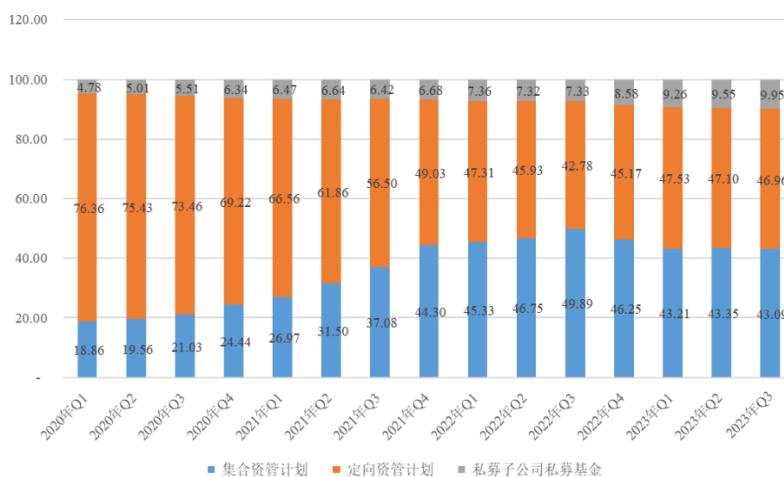
2023 年上半年，受 A 股市场低迷等多重因素影响，券商资管业务整体表现一般，共实现净收入 109.63 亿元，同比下降 17.69%。未来随着市场企稳以及主动管理转型的推进，券商资产管理业务规模和收入有望实现双增长。

图 13 证券公司资管业务情况（单位：亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会统计数据，联合资信整理

图 14 证券公司资管业务结构（单位：亿元）





资料来源：Wind，联合资信整理

## 二、2024 年行业信用风险展望

**2024 年我国坚持“稳中求进”的经济发展策略，虽然政策的稳定性有助于实体经济和资本市场稳健发展，进而促进证券公司实现较好增长，但国内经济的多重不确定性因素以及股票市场的振幅加剧、市场信心不足仍给证券公司经营带来较大不确定性。**

中央政治局会议及中央经济工作会议（以下简称“会议”）为 2024 年经济工作定调，2024 年要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，更加强调发展而非被动的稳，要以发展来促进稳经济稳就业。会议指出，我国积极的财政政策要适度加力提质增效，稳健的货币政策要灵活适度精准有效，其中针对货币政策的表述由 2023 年精准有力变为了精准有效，略有所温和，但更加注重实质，同时，强化宏观政策逆周期调节和跨周期调节仍表现出对宏观经济的强烈刺激意愿。会议还指出，要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导，将社会政策、产业政策、科技政策等非经济政策纳入宏观政策取向一致性评估，实现各项政策的协调配合。政策连续性和稳定性将有利于稳定各行业预期，重新建立信心，保证实体经济及资本市场的稳定发展，进而促进证券公司实现较好增长。

我国经济整体处于转型期，房地产、地方债、金融等领域都面临转型，妥善处理破与立的关系将成为未来经济工作的重点。同时，我国经济仍面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患较多、国内大循环存在堵点、外部环境复杂性上升等问题，加之 2023 年下半年股票市场振幅加剧、市场信心短期难以恢复等不利因素，2024 年证券公司经营具有较大不确定性。

**多层次资本市场制度持续完善，严监管态势持续。**

2023 年注册制相关规则全面落地实施，我国资本市场改革进一步深化，随着《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》《证券公司债务业务执业质量评价办法》《证券公司风险控制指标计算标准规定》等行业监管政策出台，监管机构对证券公司监管的基础制度、债券业务执业质量要求以及风控规范性都有更进一步的明确和完善。未来，监管机构预期将进一步压实证券公司“看门人”职责，针对投行业务、研究报告业务及资管业务的专项检查频率预计将有所增加，行业处罚频次将有所提升。整体看，“严监管、防风险”仍是监管的主旋律，重点需要关注投资银行、资产管理、研究报告的等业务的内部控制制度健全情况以及业务开展过程中的尽责情况。2024 年，证券公司出现重大风险事件的概率仍较小，涉及业务资质暂停的重大处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。

**股票市场低迷，证券公司核心业务业绩增长面临较大压力。**

2023 年四季度，股票市场低迷，投资者信心不足，预计未来一段时间内证券行业景气度将面临波动。具体来看，经纪业务将受限于市场交投活跃度和佣金率两方面因素的影响；资管业务业绩预计相对平稳，但仍面临一定费率以及业绩报酬下降压力；信用业务方面，在股票市场低迷的情况下，市场融资融券日均规模预计将有所下降，加之股票质押式回购业务短期内不会出现明显增长，因而信用业务利息收入预期不会出现明显增长；投行业务方面，IPO 审核进度在 2023 年下半年已出现明显放缓，2024 年股权业务的业绩增长压力明显加大；自营业务与市场密切相关，其收益实现明显存在更大不确定性。

**“马太效应”延续，分层竞争格局持续，中小券商仍面临发展压力和寻求差异化转型道路；证券行业并购仍是循序渐进的过程。**

自 2019 年证监会提出构建航母级券商以来，行业内兼并收购时有发生，整体来看，以推进客户覆盖、获取优质团队、实现业务互补和区域布局互补的并购取得了相对较好的效果，如华泰证券并购联合证券、中金公司并购中投证券等。地方券商对地方发展和资本运作发挥着重要作用，国资股东除了经济效益，还需要考虑地方税收、牌照资源、人员安置等问题，因而不会轻易放弃控制权。同时并购后的整合问题，合并后的业务团队整合、渠道网点取舍、企业文化融合、管理架构设置均对新券商的管理能力提出了更高要求，因而证券行业并购仍是渐进式的过程。

随着行业政策红利持续向头部券商倾斜以及资源投入效果的逐步显现，大型券商的综合实力持续提升，未来行业的资本、收入以及利润仍会向头部缓慢集中。头部券商的业务结构多元，收入结构均衡，盈利稳定性较强，同时大量的人才和资金投入，使大型券商的渠道建设、产品供应、投研实力、风险控制、金融科技等方面都较中小券商具备明显优势。面对上述情况，中小型券商面临较大发展压力和空间不足问题，需结合市场环境、自身禀赋及其所在区域的特色化需求，打造自身核心竞争力，在特定行业、区域内精耕细作，逐步转向差异化、特色化发展道路。

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。