



由股票市场行情变化引入的对证券公司经营业绩影响因素分析

联合资信 金融评级 | 潘岳辰 | 汪海立 | 韩璐 | 张晓螺

摘要：本文以 2011—2023 年证券行业年度数据为基础，采用多元线性回归的方法，研究股票市场行情变化对证券公司经营业绩的影响。研究表明，证券公司整体经营业绩与股市行情高度相关，但是各业务分部收入与股票市场指数涨跌的相关性存在较大差异，其中经纪、投行及信用业务与股票市场行情的相关性相对更强。在前述基础上，我们完成了对行业营业收入及经纪业务收入的预测，并对其余各分部收入影响因素进行了逐一分析，为后续各业务分部收入预测找寻关键性解释变量提供了方向和理论依据。2015 年之前，证券公司收入来源偏重于经纪业务，但随着市场的发展和行情的演化，证券公司收入结构趋于多元。未来证券公司需提升业务多元化水平，探索自身业绩的更稳定的增长模式。



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

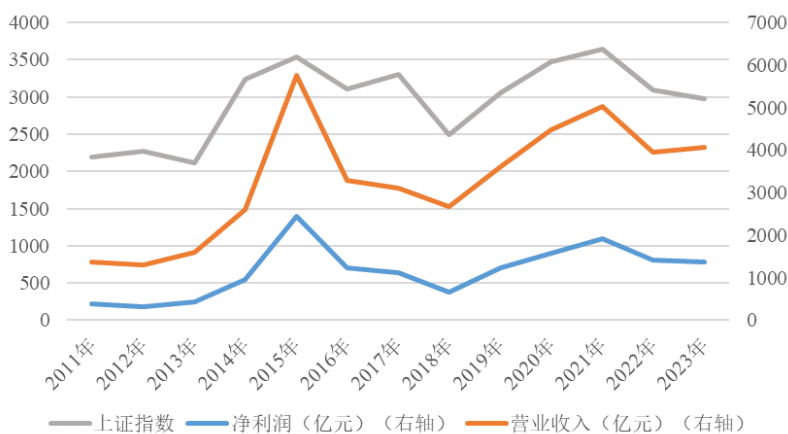


一、引言

我国证券行业发展迅速，截至 2023 年末，全国共有证券公司 147 家，其中 41 家已于沪深交易所挂牌上市。近年来，证券行业资产规模呈增长态势，截至 2023 年末，全行业资产规模为 11.83 万亿元，净资产规模为 2.95 万亿元，净资本规模为 2.18 万亿元，分别较上年末增长 6.96%、5.73%和 4.31%。

2015 年之前，我国证券行业主要的获利来源偏重于经纪业务，同时又由于行业发展与股市行情存在高度关联性，因而一度被称为“看天吃饭的行业”。根据中国证券业协会披露数据统计，2011 年，证券公司经纪业务收入贡献度为 50.67%，之后随着行业发展和资本市场逐步丰富，券商收入结构逐步多元化。2017 年以后，代理买卖证券业务收入贡献度已低于 30%，但仍为营业收入的重要组成部分。

综合 2011 年以来我国证券行业情况，可以发现我国证券公司经营业绩和股票市场指数波动幅度均较大。如下图所示，2011—2023 年，我国证券公司经营业绩与上证指数波动基本同步，当上证指数下跌时，证券公司经营业绩下滑，反之业绩上升。证券公司各业务与股市行情相关性显而易见，但关联性的强弱仍待检验，因而在预测证券公司经营业绩时，研究股票市场行情对各业务板块影响的必要性尤为突出。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 2011—2023 年我国证券公司营业收入、净利润与上证指数图

二、文献综述

一直以来，国内外学者多以行政效率、收入结构多元化等切入点对券商竞争力、效率或利润率等方面进行分析，对证券公司整体经营业绩与股票市场表现相关性的全面系统性研究文献数量不多。

国外学者方面，Hirofumi Fukuyama 和 William L. Weber 通过对日本证券行业 1989

—2005 年的数据统计分析，认为相比于技术实力弱于竞争对手，资金支出时的低效分配才是导致证券公司利润率低下的元凶。

Cummins 分析了证券公司的竞争力，认为证券公司们的竞争力的主要驱动力来源于开发新的金融产品，并将新产品整合进现有的体系中去。

Mehmet Demirbag 通过对比土耳其本地和外资证券公司的样本，利用数据包络分析研究了土耳其证券公司的效率，认为规模对证券公司的效率很重要，而股权由某些机构控制也对效率有着积极的影响。

国内学者方面，K.-L.Wang 运用 DEA 法评估台湾地区证券公司的技术、规模、成本和配置等效率因子，然后运用模型研究各效率因子的决定因素，认为证券公司的体量对于技术、规模和资金效率有着积极的影响，证券公司提供服务的集中度对于技术和规模效率的影响是积极的，但对配置效率的影响是消极的。

王建国基于因子分析法对中国 21 家上市证券公司进行综合竞争力研究，提出影响证券公司综合竞争力的核心因子，总资产、净资产、营业收入、ROA、净利润可以体现证券公司的规模效益。

秦琼子选取了某证券公司 6 个可以反映其经营状况的指标，利用 10 年的历史数据建立回归模型，实现对证券公司经营现状的预测。然后，利用可拓优度评价法对其综合竞争力进行评价。

刘国城、许成安以深沪两市 8 家证券公司 3 年的年报数据为依据，分析了股票市场行情对证券公司经营回报的影响程度，发现证券公司应重视对股票市场风险的预测，加强对投资操作风险的管理。

袁金宇选择 5 家上市券商为样本运用 Eviews 软件进行 Hodrick-Prescott 滤波处理后，采用多元线性回归方法，研究股市行情对证券公司综合业务收入及各项业务净收益的影响。研究表明，我国上市券商业绩受股市行情影响较大，股市价格波动对代理证券买卖业务净收入、投资净收入、利息收入和证券发行承销业务净收入有正向影响，对证券公司资产管理业务有反向影响；股市震荡幅度对证券公司各业务净收入总体呈反向影响；交易规模变动正面影响资产管理与利息净收益。

整体来看，国外证券公司的发展历史要久于国内，近年来，国内对于证券公司 and 股市行情关联关系的研究文献较少，学者们对证券公司的研究更偏向于从某一较窄的切入点来对券商的某一方面进行定向分析；国内资本市场设立和证券公司成立时间晚于欧美等西方国家，学者大多从宏观角度研究对证券公司经营业绩有影响的因子，也有学者从完善内控机制的角度对证券公司的市场风险加以论述。

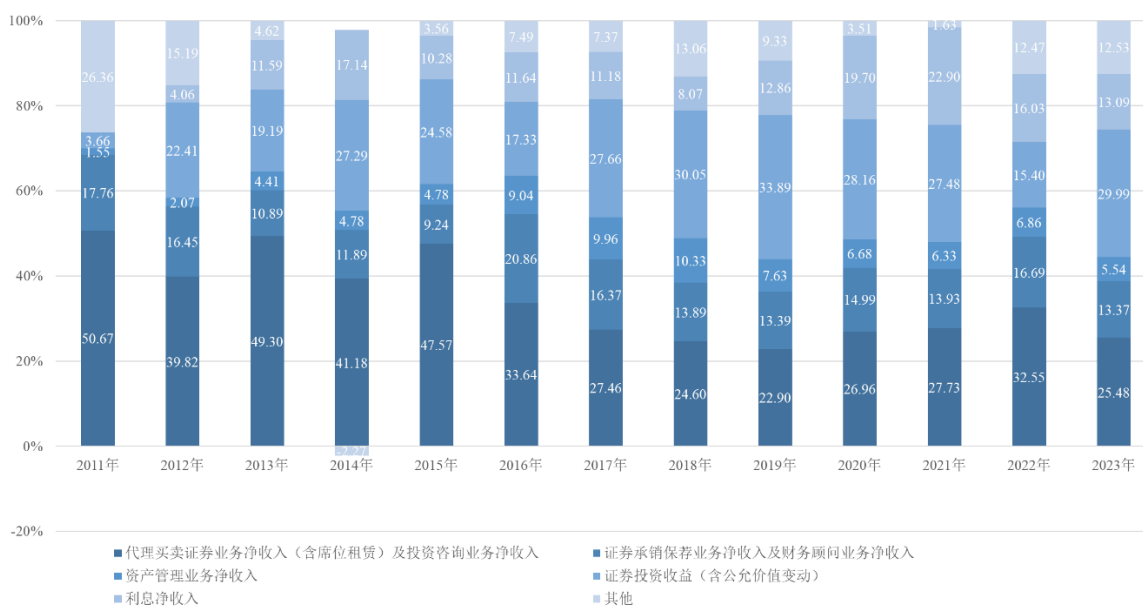
相较于上述所列研究，本文在样本选择方面选择了行业整体数据，数据的全面性

和代表性相对更强；在研究股票市场行情对证券公司整体经营业绩影响的同时，对证券公司的主要业务条线进行了拆分，并分别探究各业务发展与股票市场行情变动的相关性，为对后续完成行业及各分部营业收入预测奠定了理论基础。

三、证券行业收入结构变化分析

自 2015 年以来，中国 A 股市场经历了跌宕起伏的发展历程。市场见证了 A 股指数的快速增长，也经历了多次快速回落和重大调整。作为资本市场的重要参与者，证券公司的经营业绩与市场表现之间存在着密切的关联。

证券公司业务包括经纪业务、信用业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务等。证券公司业务板块的收入和利润受市场行情、政策环境、交易情绪等多种因素的影响，呈现出不同的特点和发展趋势。



注：1. 中国证券业协会自 2011 年起披露证券行业年度经营数据；2. 中国证券业协会未披露 2011 年行业利息净收入数据

资料来源：中国证券业协会

图 3.1 我国证券行业收入结构图

2015 年，上证指数从年初的 3234.68 点迅速攀升至 6 月 12 日的 5178.19 点，涨幅接近 60.00%。2015 年 6 月中旬，市场行情转向，上证指数快速跌回 3000 点附近，跌幅超 40.00%，对投资者造成较大的损失，市场信心严重受挫。当年，证券行业实现营业收入 5751.55 亿元，净利润 2447.63 亿元，其中经纪业务、信用业务、投行业务和资产管理业务均实现较好的收入，自营业务整体收入规模较大，但于 2015 年下半年其业务风险暴露明显。

2016—2018 年，上证指数整体呈波动下行的趋势，区间震荡幅度为 1372.57 点，期间的市场环境对证券公司造成了较大压力，经纪业务和信用业务的收入大幅下降，自营业务也遭受较大冲击，证券行业的收入和利润逐年下降。其中，2016 年，证券行业实现营业收入 3279.94 亿元，净利润 1234.45 亿元，分别同比下降 42.97% 和 49.57%；2017 年，市场呈现企稳迹象，证券行业实现营业收入 3113.28 亿元，净利润 1129.95 亿元，同比下降 5.08% 和 8.47%；2018 年，证券行业实现营业收入 2662.87 亿元，净利润 666.20 亿元，同比下降 14.47% 和 41.04%。此时期，证券公司面临较大的经营压力，经纪业务和信用业务收入持续下降，自营业务也受到市场波动的影响，部分证券公司加大发展投行业务和资管业务，以降低对经纪业务的依赖。

2019—2020 年，A 股在剧烈波动中迎来复苏。2019 年，上证指数全年上涨近 22.00%，投资交易活跃度明显提升。2020 年，社会环境因素对国内经济造成巨大冲击，A 股市场亦出现很大的波动；2020 年初，上证指数跌破 3000 点，后随政府稳经济政策逐步出台，市场情绪迅速回暖，当年上证指数上涨近 14.00%。2019—2020 年期间，经纪业务和信用业务受益于市场成交量的增加收入实现增长，资产管理业务亦因交投情绪的改善有所回温，得益于利好政策和绿色通道的出台，投行业务也迎来了新的发展机遇。其中 2019 年，全行业实现营业收入 3604.83 亿元，净利润 1230.95 亿元，同比增长 35.37% 和 84.77%。2020 年，受社会环境的影响，当期股票市场波动较大，但证券行业仍实现营业收入 4484.79 亿元，净利润 1575.34 亿元，同比增长 24.41% 和 27.98%。

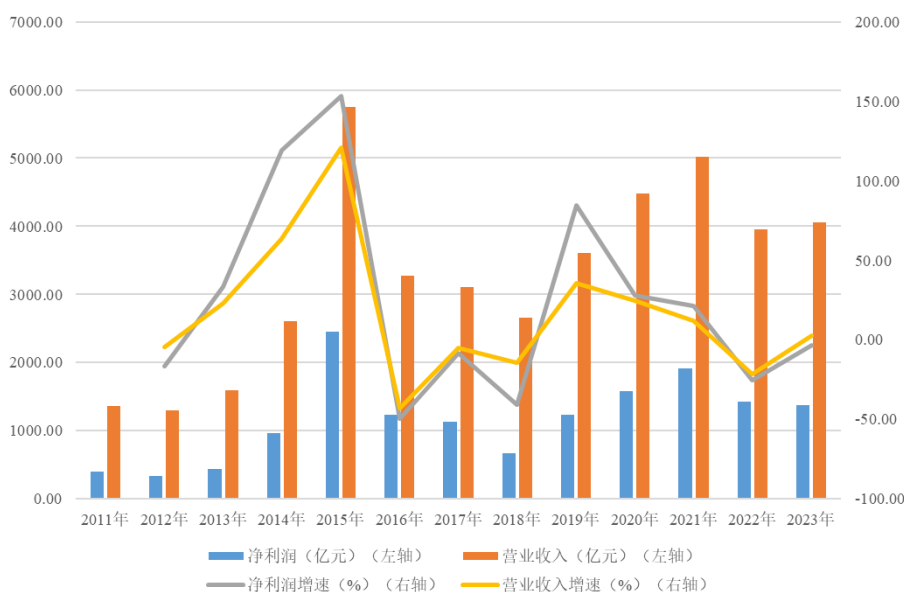
2021 年，A 股市场呈结构性行情，上证指数全年上涨近 5%，但市场分化明显，板块交替轮动。证券行业实现营业收入 5024.10 亿元，净利润 1911.19 亿元，同比增长 11.60% 和 21.30%。证券公司的业务表现也呈现分化态势，经纪业务和信用业务继续保持增长，投行业务收入同比有所提升，资管业务因市场分化出现更多投资机会，自营业务面临较大的市场波动，部分证券公司因此受到影响。

2022 年，上证指数全年下跌近 17.00%，市场成交量萎缩，投资者信心不足，证券公司的各项业务普遍承压。经纪业务和信用业务收入同比降幅较大，资管业务收入同比小幅下降，自营业务则因市场波动加剧而面临更大的风险，收入亦同比大幅减少。全行业实现营业收入 3949.73 亿元，净利润 1423.01 亿元，同比下降 21.38% 和 25.54%。

2023 年，市场维持在低位震荡，上证指数全年小幅上涨 2.00% 左右。证券公司业务有所分化，部分公司通过优化业务结构、加强风险管理等方式，实现了稳健发展。经纪业务和信用业务逐渐企稳，投行业务在政策支持下有所回暖，资管业务同比有所下降，自营业务则通过多元化投资策略，降低了市场波动的影响，同比实现大幅增长。

2023 年，证券行业实现营业收入 4059.20 亿元，同比增长 2.77%；实现净利润 1378.33 亿元，同比下降 3.14%。

从整体上看，证券行业的收入和利润呈现出与股票行情高度关联的态势。2015 年，上证指数处于历史高峰，证券行业实现营业收入 5751.55 亿元，净利润 2447.63 亿元；此后，A 股经历 2016—2018 年的震荡下行，2019—2020 年的小幅回升，2021 年再创新高，并于 2022 年和 2023 年回落后企稳。行业收入结构亦发生较大变化，随金融市场的逐步完善，经纪业务占比逐渐下降，投行、资管和自营业务的重要性日益凸显。



注：因中国证券业协会未披露 2010 年证券行业数据，故无法计算 2011 年增速
 资料来源：中国证券业协会披露

图 3.2 证券行业营业收入及净利润情况

四、股票市场行情与业绩相关性分析

证券公司下属各业务主要可以拆分为经纪、投行、资管、自营、信用五个板块，各板块间存在显著差异，我们以中国证券业协会披露的“代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）+投资咨询业务净收入”“证券承销与保荐业务净收入+财务顾问业务收入”“资产管理业务净收入”“证券投资收益（含公允价值变动）”“利息净收入”反映各业务板块的收入情况。

本文以 2011—2023 年证券行业年度数据为样本，采用多元线性回归的方法，研究股票市场行情变化对证券公司经营业绩的影响。中国证券业协会自 2011 年开始披露证券行业年度数据，受限于较少的样本数量，本次相关性分析在统计数据及假设层面存在较大局限性。股票市场行情主要通过股票市场指数的涨跌与波动幅度、市场成交额等指标反映，本文首先选取了上证指数的涨跌幅度和波动幅度两个指标作为解释

变量，另外考虑到我国证券公司经纪业务收入占比较大，股市交易规模对证券公司经营业绩有较大影响，因而在前述基础上选择全部 AB 股成交额作为另一个解释变量。

在数据处理上，考虑到上证指数涨跌幅度、波动幅度与交易规模及营业收入等被解释变量之间存在量纲差异，因而对各解释变量进行了如下处理，各变量在进行增长率转化后仍沿用原符号进行后面分析，但表示各被解释变量的增长幅度。

表 4.1 变量介绍及解释

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
解释变量	上证指数涨跌幅度	X_1	(当期收盘价/上期收盘价) / 上期收盘价
	股市交易规模变化率	X_2	(当期成交额-上期成交额) / 上期成交额
	上证指数波动幅度	X_3	(当期最高价/当期最低价) / 上期收盘价
被解释变量	行业营业收入增长率	Y_1	(当期收入-上期收入) / 上期收入
	经纪业务收入增长率	Y_2	
	投行业务收入增长率	Y_3	
	资管业务收入增长率	Y_4	
	自营业务收入增长率	Y_5	
	信用业务收入增长率	Y_6	

资料来源：Wind、中国证券业协会披露

在前述基础上，我们假设被解释变量与解释变量之间存在多元线性关系并建立了三元线性回归模型： $Y_i = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$, $i=1, 2, \dots, 6$ 。从三元线性回归结果来看，行业营业收入、经纪业务及投行业务与解释变量的拟合程度较好 ($R \text{ square} > 0.7$)，资管业务、信用业务与解释变量的拟合程度一般，自营业务与解释变量的拟合程度较差 ($R \text{ square}$ 小于 0.3)。

从整体显著性检验结果来看，在现有的解释变量条件下，行业营业收入、经纪业务及投行业务具有统计意义 (Significance F 小于 0.05)；所选取的解释变量对资管业务、自营业务和信用业务的解释力度可能较弱。

从回归系数显著性检验结果来看，上证指数涨跌幅度及股市交易规模对行业营业收入的线性效果显著 ($P \text{ value} < 0.05$)，股市交易规模对经纪业务收入的线性效果显著，上证指数波动幅度对行业及各业务条线营业收入的线性效果均不显著。故我们剔除了上证指数波动幅度这一解释变量，假设被解释变量与解释变量之间存在二元线性关系 (回归方程 $Y_i = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon$, $i=1, 2, \dots, 6$)，并重复之前的线性回归操作。

从二元线性回归的结果来看，投行业务与解释变量的拟合程度较三元线性回归有所下降，但仍接近较好拟合程度水平，同时上证指数涨跌幅度对投行业务和信用业务收入变化的解释力度明显增强。在股票市场指数上涨时，在不考虑监管政策等其他外部因素影响的情况下，投行业务股权融资条线收入以及市场两融余额相对易于出现正

向的增长，这与上述业务发展的一般逻辑相吻合。

在完成了对模型的优化后，我们获得了可预测证券行业营业收入的二元线性回归方程，即 $Y_1=0.6015*X_1+0.4753*X_2-0.0045$ 。由方程可知，上证指数和市场交易额对证券行业营业收入有较强的正向影响，若上证指数上涨 1%，则证券行业收入将增长 0.60%；若市场交易额增长 1%，则证券行业收入将增长 0.48%。

在上述研究过程中，我们发现市场交易量变化能够对经纪业务收入产生显著影响，故我们在剔除了上证指数涨跌幅度这一不显著解释变量后得到了预测经纪业务收入的一元线性回归方程， $Y_2=0.71488*X_2-0.0662$ 。在不考虑投资咨询业务收入及代理买卖债券等因素的情况下，我们可以将经纪业务收入简单理解为股票市场成交额与佣金费率的乘积，当市场交易额增长 1% 时，经纪业务收入将同比例增长 1%。在上述方程中，当市场交易额增长 1% 时，经纪业务收入将增长 0.71%，小于 1%。这可能是由于当交易额增长时，佣金率出现下降，亦或是不同投资者的佣金费率水平可能存在明显差异，交易频率较高、交易规模较大的投资者拥有更强的议价能力，若 1% 新增交易量由佣金费率较低的投资者贡献，则可能出现经纪业务收入增幅不及 1% 的情况。

通过上述回归结果，我们发现股票指数涨跌是证券公司公司整体经营业绩的显著影响因素，并可能对投行、信用业务产生显著影响；股票市场交易额是经纪业务的显著影响因素；股票指数波动幅度对证券公司经营业绩的影响仍有待检验。

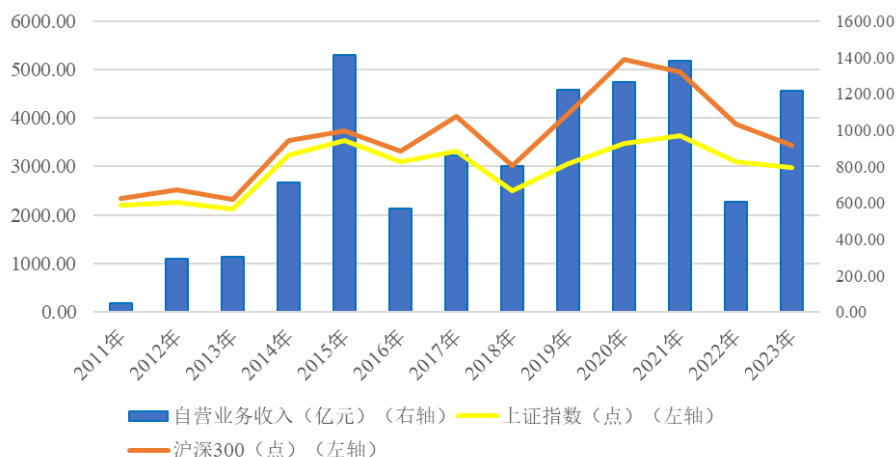
五、业务分部经营业绩影响因素分析

通过前文中选择的解释变量，我们可以实现对行业营业收入以及经纪业务收入的简单预测，但由于无法验证所选解释变量与证券公司自营、投行、资管、信用业务条线的相关性，故该行业营业收入预测模型仍存在明显的局限性。下文中我们将进一步探讨影响其余各业务分部业绩表现的核心因素，为将来进行各业务分部收入预测提供支持。

（一）自营业务

自营投资板块是证券公司的 5 大主要业务板块之一，券商投资标的多为债券、股票、基金、资管计划、理财产品等，总体可分为自营权益类证券投资 and 自营非权益类证券投资两大类。在一般印象中，股票牛市会显著增加证券公司的自营投资收益，而熊市则完全相反；据此，我们收集了中国证券业协会公布的 2012—2023 年 12 年间的中国证券公司自营业务收入，并将其变动率与上证指数、股票市场成交额、股票市场振幅的波动率进行多元线性回归分析及方差分析，均无法证实自营业务收入与以上因

素有相关性。



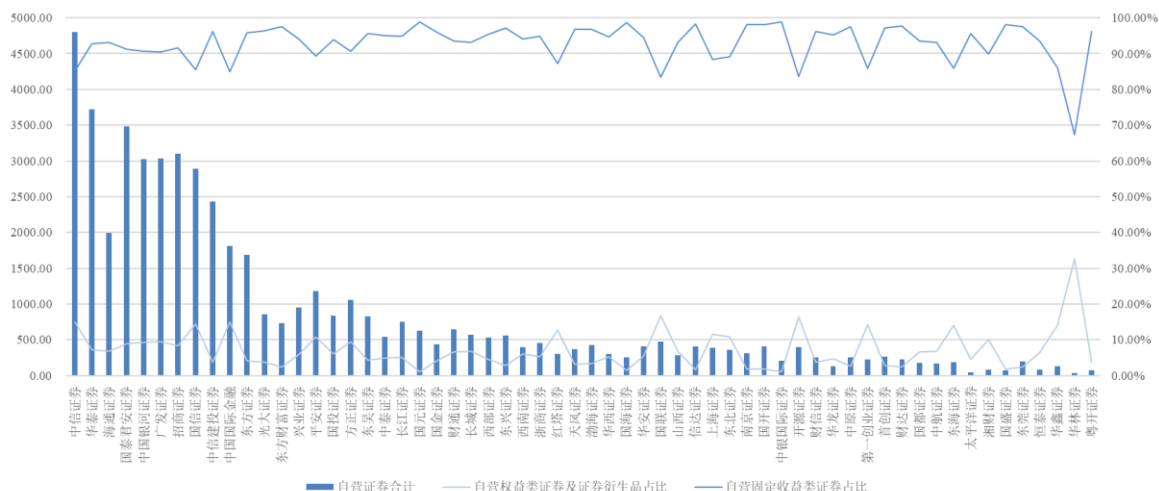
资料来源：Wind、中国证券业协会，联合资信整理

图 5.1.1 证券公司自营业务收入与股市指数情况

证券公司自营投资主要分为自营权益类证券投资 and 自营非权益类证券投资两个方向，即证券公司自营投资收入=自营权益类证券投资规模*权益类投资收益率+自营非权益类证券投资规模*非权益类投资收益率。

在实际进行投资时，资金流向是影响资产价格的重要因素，资金在权益类证券和非权益类证券间的流动时，两者价格表现往往并非同涨同跌，反而在大部分时间呈现出此消彼长的关系。同时，面临股票市场下跌时，券商自营部门也会有意识压低权益类证券持仓规模，这也能够对自营投资收益产生显著影响。

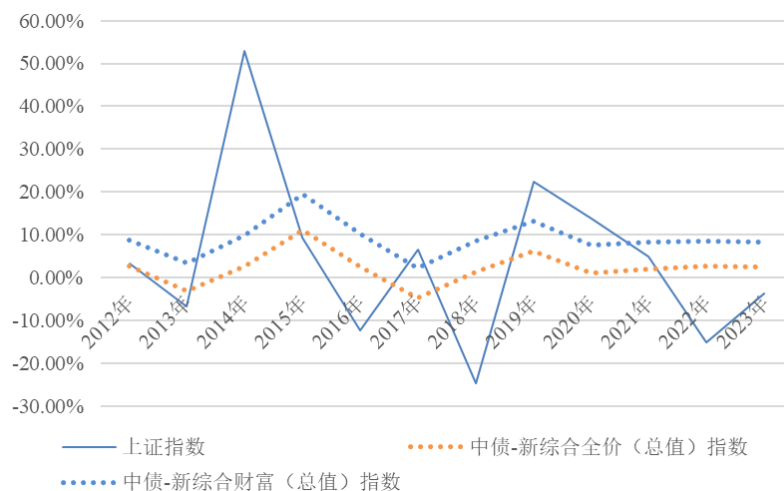
在实际投资规模方面，根据 Wind 统计数据显示，已披露自营持仓情况的 60 家券商中，权益类证券规模占自营证券持仓规模的比例普遍不高，平均占比为 7.10%，60 家券商权益类证券总投资规模占自营证券总持仓规模的比重为 8.37%，固收类资产的持仓占比远高于权益类资产。这一现象反映了券商在资产配置上的保守策略，更倾向于选择风险较低、收益相对稳定的固收类资产，这种配置策略有助于降低整体投资组合的风险，提高资金的安全性和稳定性。在该种情况下，即便股票市场出现较大的波动，对证券公司自营投资收入的整体影响也相对有限。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 5.1.2 截至 2023 年末 60 家券商自营投资规模及构成情况

从投资收益率的角度看，如下图所示，2012—2023 年，中国股票市场波动率远大于债券市场，高波动性意味着更高的风险和潜在的高收益，但也可能导致较大的投资损失。因此，券商在权益类投资中往往更加谨慎。

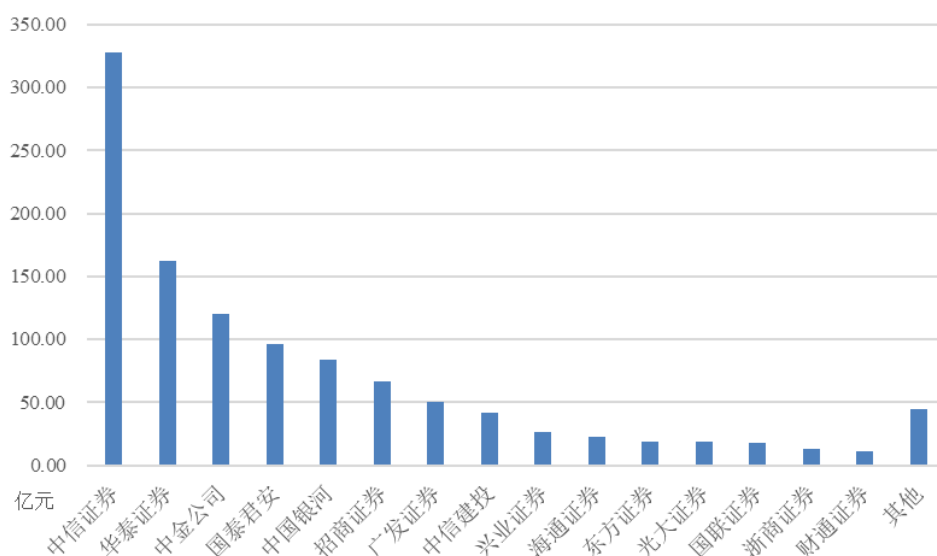


资料来源：Wind、中国证券业协会，联合资信整理

图 5.1.3 股票及债券市场指数波动率情况

出于对权益类投资的风险对冲需求，在金融市场的多样化发展过程中，衍生品市场逐渐成为金融机构优化投资组合、对冲风险的重要工具。与传统的方向性自营投资不同，衍生金融产品的投资敞口通常较小，这为投资者提供了更为灵活和可控的风险管理手段。2018 年以来，国内头部券商充分利用自身的规模优势和一级交易商牌照等资源，积极拓展衍生金融资产交易，2023 年末，中信证券、华泰证券和中金公司的

衍生金融资产规模分别为 327.54 亿元、162.60 亿元和 120.05 亿元，绝对规模占 41 家上市券商衍生金融资产总规模的 54.36%，呈现极高的头部集中度。证券公司拓展场外衍生品，可加大自营投资收益的确定性。例如，通过使用期权合约，券商可以在市场下跌时获得一定的收益，从而对冲股票投资的损失。同样，通过期货合约，券商可以在市场上涨时锁定收益，减少波动对投资组合的负面影响。收益稳定性方面，根据 Wind 统计数据，2019—2023 年，中信证券、华泰证券和中金公司的自营投资收益标准差分别为 26.81、24.03 和 26.36，均远小于行业自营业务收入的标准差 303.46，对冲策略的有效运用，使得证券公司的自营投资收入更加稳定，大幅减弱了单一市场因素的影响。



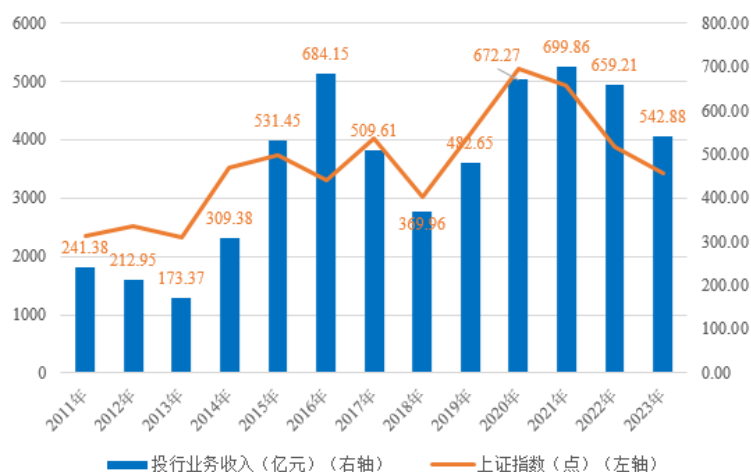
资料来源：Wind，联合资信整理

图 5.1.4 2023 年末上市券商衍生金融资产规模情况

综上所述，证券公司的自营投资收入与上证指数、股票市场成交额、股票市场振幅等因素相关性不显著，主要原因是自营投资持仓中固定收益类证券规模远大于权益类证券，同时在股市下跌时，自营持仓结构可能发生进一步调整：固定收益类证券的收益率相对稳定，受市场波动影响较小，对整体投资收入的稳定性起到了重要作用。此外，通过金融衍生品的有效运用，券商能够对冲权益市场波动带来的风险，降低市场波动对自营业务收入的影响。这些因素共同作用，使得证券公司的自营投资收入更加稳定，不受单一市场因素的显著影响。这不仅有助于提高证券公司的风险管理能力，也为其提供了更加稳健的投资回报。

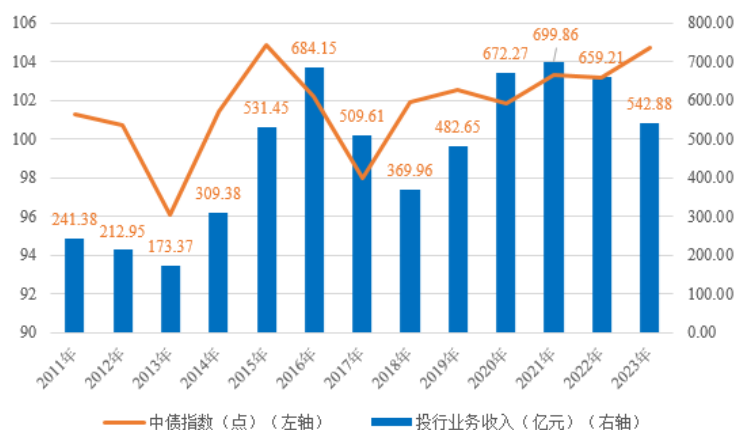
（二）投行业务

证券市场表现与证券公司投资银行收入呈现一定的相关性。宏观经济向好、经济增长良好、资本市场活跃的时期，会有更多企业选择上市融资或债权融资以扩大业务规模，企业并购活动亦会增多，对证券公司投资银行业务收入有较正面的影响。股市作为经济的晴雨表，在一定程度上可反应经济环境和市场活跃度，根据前文的分析结果，证券公司投资行业业务收入与上证指数、市场成交额、当期股票市场振幅三因子的拟合程度一般。我们研究发现，投资银行业务易受行业政策、改制改革、经济环境等因素影响，上述各因素都将引起投资银行业务收入的变化。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 5.2.1 投资银行业务收入与上证指数情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 5.2.2 投资银行业务收入与中债指数情况

2015—2016 年，中国资本市场的逐步开放，“注册制”改革处于初期阶段，宏观

经济保持中高速增长，为投资银行业务提供了良好的环境；期间，股票市场指数触顶后快速回落，债券市场波动上行。2015—2016 年，证券公司承销业务收入实现较好，财务顾问业务实现收入规模亦较高，收入规模为 2011 年以来很高水平。

2017—2019 年，随着注册制改革的逐步推进和资本市场的深化，沪港通的推出促进了国际资本的流入，拓宽了证券公司的服务范围，但随着 IPO 审核趋严、国内经济增速放缓（GDP 增速由 2017 年 6.90% 下降至 2019 年的 6.10%），中美贸易摩擦主要出口型和制造业造成较大影响，企业融资需求整体下降，投资银行业务增速有所放缓；同期，股票市场呈小幅增长、继而回落，后呈震荡横盘的趋势，债券市场先下降后增长。2017—2019 年，投行业务收入先下降后增长，其中 2018 年，投资银行业务收入降幅很大，2019 年出现回升。

2020—2022 年，社会环境因素给证券市场带来较大的波动，但激发了债务重组与债务融资的需求，助推投资银行业务增长，尤其是债权类承销业务的增长；同时，社会环境因素对经济环境造成巨大冲击，也为投资银行业务开拓了新的业务领域，特别是科技、医疗等行业的高科技行业；同期，股票市场呈增长后回落的态势，债券市场波动上行。2020—2022 年，投资银行业务收入先增后降，但收入规模远超 2017—2019 年；此期间，监管层面趋严，监管处罚增多，投资银行业务收入在稳步增长的同时，也开始面临监管合规压力和市场竞争压力。

2023 年，中国宏观经济弱复苏，整体稳中向好，但金融市场相关制度日趋完善，金融监管持续加强，为了避免合规风险，证券公司减少了部分高风险业务的参与，且国内经济结构面临调整的背景下，投资银行业务承压较大；注册制的全面施行提升了 IPO 审核的透明度和效率，同时对上市企业的质量要求更高，导致高质量 IPO 数量相对稳定或波动；股权业务承销方面，自 2023 年 8 月起，证监会加强一、二级市场逆周期调节，IPO 审核持续收紧，证券公司股权承销规模同比降幅较大；债权业务承销方面，在国内“化债”和城投转型的大背景下，城投企业带来的新增业务量大幅下降；同期，股票市场波动下行，债券市场持续增长。综上情况，以及市场直接融资募资规模下降，行业内竞争压力加大致使手续费收入减少等因素，2023 年，证券公司投行业务实现收入出现回落。

证券公司投资银行业务收入受多重因素的影响，呈现出复杂的波动趋势。注册制改革、金融监管加强、宏观经济环境变化、市场竞争加剧、市场开放政策、地缘政治因素等因素均在不同程度上影响了投资银行业务的收入表现。

监管环境变化对投资银行业务的影响：为了防范系统性金融风险，中国金融监管机构自 2015 年以来不断加强对证券公司的监管力度，包括《证券法》的持续修订、

反洗钱法规的完善以及对投行业务的专项监管，监管环境持续趋严。持续严格的监管和审核环境，致使证券公司内部审查流程亦越发严格，证券公司会主动放弃部分高风险项目，进而对板块业务收入造成影响。

表 5.2.1 影响投资银行业务的重要文件

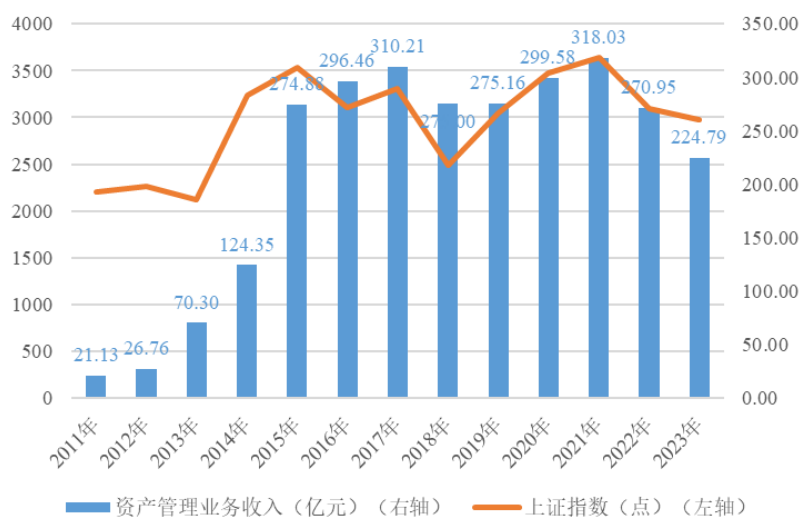
时间	重要文件	主要内容
2016 年	《证券公司资本市场业务管理办法》	对证券公司从事投资银行业务的资质、业务范围及风险管理提出了更严格的要求。修订后的办法提升了资本充足率标准，加强了对承销、并购等业务的监管，旨在提升行业稳健性和合规性。
2018 年	《关于推进证券投资银行机构业务规范发展的若干意见》	规范投资银行业务发展的总体要求，包括强化业务准入管理、完善信息披露制度、提升风险控制能力等。通过明确业务操作标准，促进行业健康发展，防范系统性金融风险。
2019 年	《证券公司上市融资业务管理办法》	规范了证券公司在帮助企业上市融资过程中的职责和权限，重点加强了承销流程、信息披露要求和投资者保护措施，提高融资效率和透明度。
2020 年	《关于进一步支持证券公司优化资本配置和业务发展的若干意见》	支持证券公司优化资本配置、拓展业务范围的具体措施，包括简化审批流程、优化税收政策、加强人才培养等，旨在增强证券公司在投资银行业务中的竞争力和创新能力。
2021 年	《资本市场自律监管指引》	强调了证券公司自律机制的重要性，制定了详细的自律管理规范，涵盖信息披露、利益冲突管理、客户服务等方面，旨在提升行业整体自律水平和服务质量。
2022 年	《关于证券公司境外业务的监管框架》	明确了证券公司开展境外投行业务的准入条件、合规要求及监管措施，促进了跨境投行业务的健康发展。
2023 年	《关于加强投行业务风险管理的指导意见》	进一步加强证券公司投行业务的风险管理，要求建立全面的风险识别、评估和控制体系，强化内部审计和合规管理，提高风险防范能力。

资料来源：公开信息披露，联合资信整理

（三）资管业务

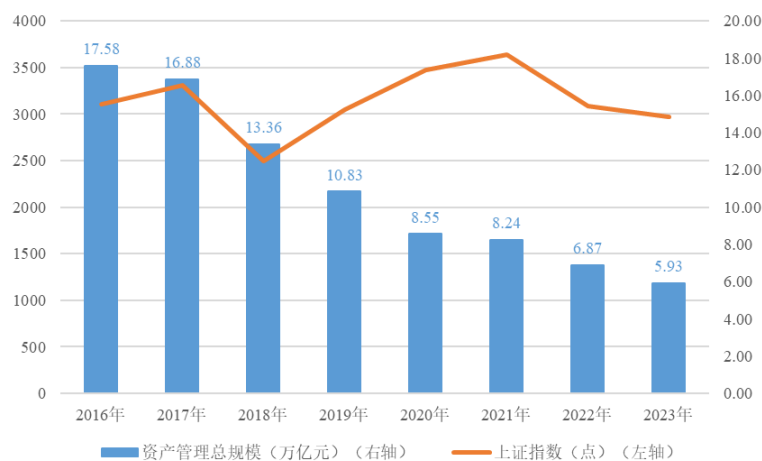
资管业务是指证券公司接受投资者的委托，对受托的投资者资产进行投资和管理金融服务。我们通常认为，当股票市场表现向好时，投资者理财需求增加，证券公司资管业务收入将受益于受托资产管理规模以及业绩报酬的增长，因而与股票市场表

现一定的正相关性。但在前文的回归分析结果中，我们无法得出这一结论，资管业务收入的三元、二元回归结果的拟合程度不高，且各解释变量系数在 5%置信水平下的显著性有限。因而下文中我们将扩大讨论范围，研究其他因素对资管业务收入变化可能产生的影响。



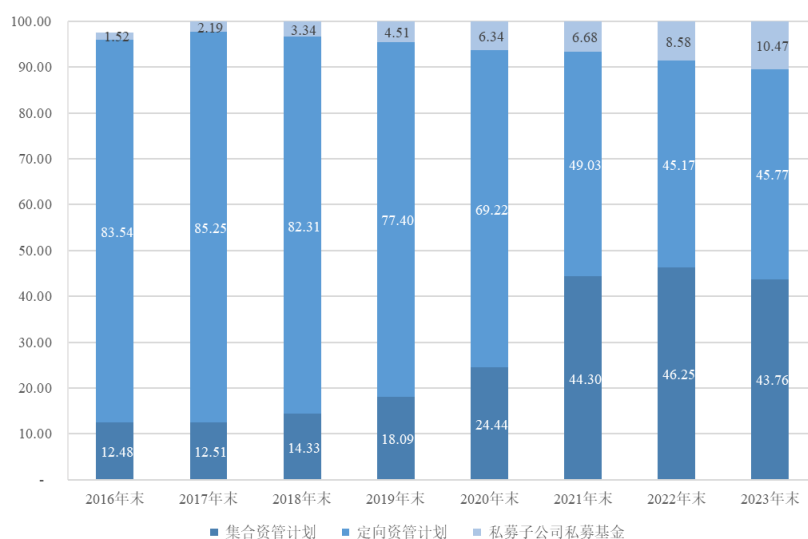
资料来源：Wind，联合资信整理

图 5.3.1 资管业务收入与上证指数情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 5.3.2 资管业务规模与上证指数情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，联合资信整理

图 5.3.3 资管业务产品结构变化情况

监管环境变化对资产管理业务的影响

21 世纪初，证券公司资产管理业务刚刚起步，2003 年，中国证监会发布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》，为证券公司资产管理业务的发展提供了法律依据，随着市场环境的变化和监管政策的不断完善，资产管理业务规模迅速扩大。为了有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，2018 年，中国金融监管机构发布资管新规，推动证券公司资产管理业务从通道服务向主动业务转型，费率较低的通道类产品规模持续压降，费率较高的主动管理类产品规模有所上升，结构优化效果显著，资产管理业务进入了高质量发展阶段。因此，监管环境变化对资产管理业务规模和结构产生较大影响。

表 5.3.1 影响资产管理业务的重要文件

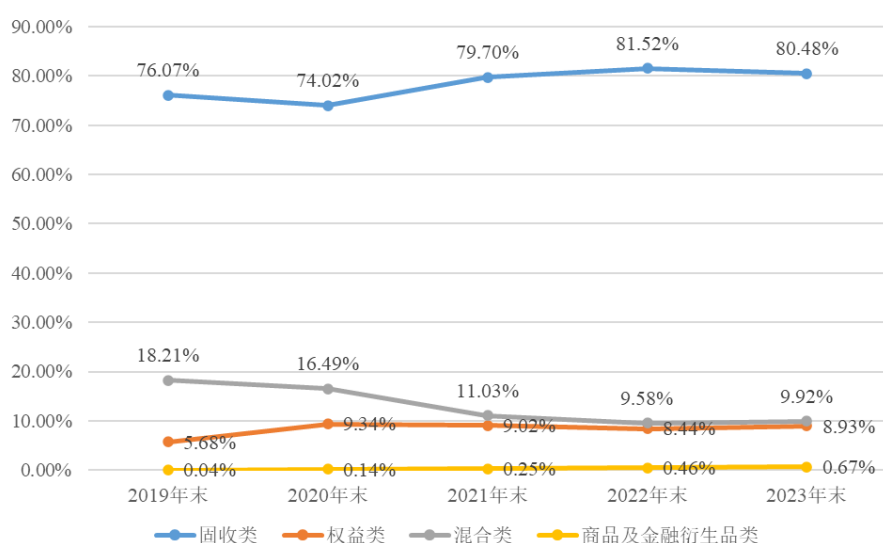
时间	重要文件	主要内容
2003 年	《证券公司客户资产管理业务试行办法》	明确证券公司资产管理产品主要包括定向资产管理业务、集合资产管理业务和专项资产管理业务三类，同时将集合资产管理计划分限定性和非限定性两种，并规定了各自的投资范围及备案审批制度。
2004 年	《关于推进证券业创新活动有关问题的通知》和《关于证券公司开展集合资产管理业务的通知》	对证券公司开展集合资产管理业务的相关问题进一步明确和规范，促进了证券公司资产管理业务的多样化和规范化。
2012 年	修订《证券公司客户资产管理业务管理办法》《证券公司集合资产管理业务实施细则》	将集合资产管理计划由审批制改为备案制，投资范围大幅度放宽。
2013 年	《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》	证券公司在取得公募基金管理业务资格之前，不再允许发起设立大集合资管产

		品，自此证券公司集合资产管理业务被定义为私募业务。
2016 年	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	对资管产品的投资杠杆做了适度限制，明确了结构化资产管理计划的定义及杠杆倍数计算方法，调整了相关杠杆比例。
2018 年	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	对同类产品适用统一的监管规则，重点解决资管行业的多层嵌套、资金池、刚性兑付等问题，推动证券公司资管业务从通道服务向主动管理转型。
2022 年	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	对资管新规部分内容进行修正，并就过渡期内有关具体的操作性问题进行明确，以促进资管新规平稳实施。
2023 年	修订《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	新增对证券期货经营机构私募资产管理业务实施差异化监管的原则；优化股权类资产管理业务监管要求；提升投资运作灵活性；加强风险控制要求；取消部分信息报送要求等。

资料来源：公开信息披露，联合资信整理

债券市场对资产管理业务的影响

从结构分布来看，证券公司私募资管存量产品（集合和单一类资管产品）始终以固收类资产为主，2019 年以来，固收类资产占比呈增长趋势，截至 2023 年末，固收类产品占比为 80.48%。总体来看，证券公司在资产管理业务中以固收类产品为基石，以确保投资组合的稳定性和收益的可预测性，重点布局权益类和混合类产品，以应对市场变化和提升投资收益，期货和衍生品类规模很小。因此，债券市场对资产管理业务收入产生较大影响。

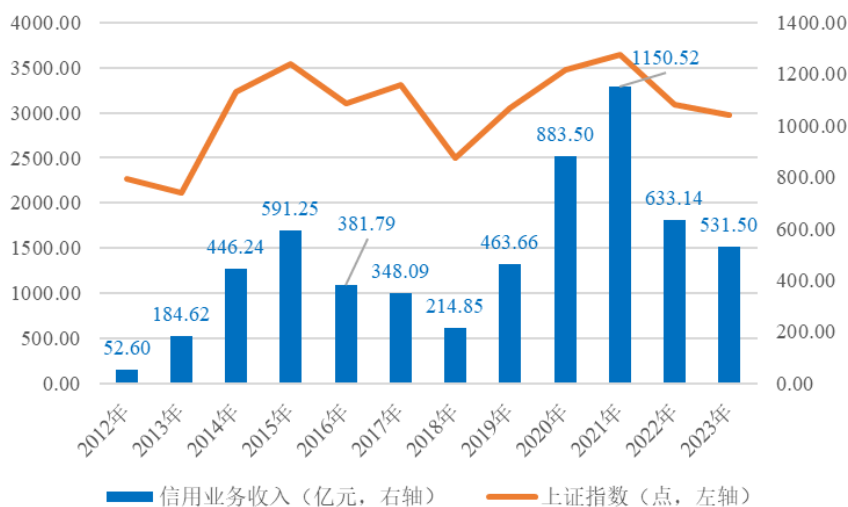


资料来源：Wind，联合资信整理

图 5.3.4 私募资管存量产品底层资产占比

（四）信用业务

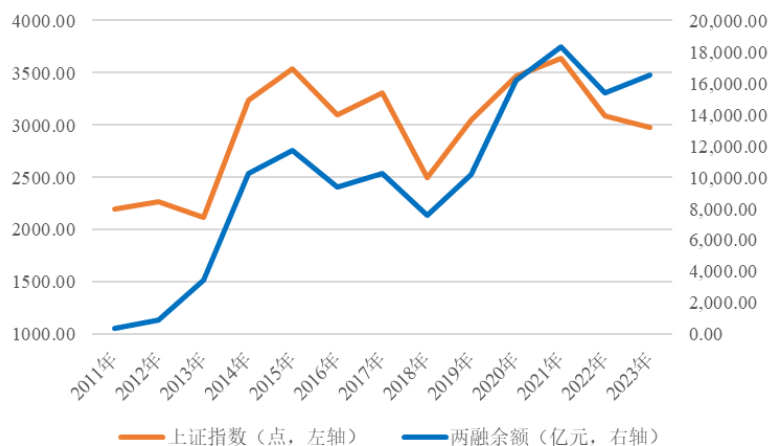
信用业务作为证券公司的核心业务，其构成主要包括融资融券、股票质押式回购等。根据前文的回归分析结果，信用业务收入与各被解释变量之间的二元和三元线性回归结果拟合程度较为一般，故无法证明上证指数涨跌、波动幅度及股市交易规模变化与信用业务收入变化存在相关性。下文中，我们将进一步探讨融资融券业务收入的影响因素。



资料来源：Wind、中国证券业协会，联合资信整理

图 5.4.1 证券公司信用业务收入与上证指数情况

融资融券业务收入的影响因素是多方面的，既包括市场环境因素，也包括政策调整等；作为重资本业务同样面临严重的同质化竞争，自身竞争实力以及融资融券费率水平也将对业务发生产生极大影响，随着行业竞争的加剧，费率水平如经纪业务佣金率水平一样持续下行。近年来市场环境方面，我们通常认为市场行情的涨跌以及市场交投活跃程度的提升将对融资融券业务产生显著影响。市场上涨时，市场情绪高涨，投资者交易频繁，融资需求增加，且倾向于买入股票以获得更高的收益；市场下跌时，投资者交易意愿降低，更倾向于通过融券卖出股票来对冲风险，这也同时增加了融券业务的需求。如下图所示，上证指数涨跌与市场两融余额变化呈现了较为明显的正相关性，这也与前文中二元线性回归显著性检验结果相一致。



资料来源：Wind、中国证券业协会，联合资信整理

图 5.4.2 2011—2023 年末上证指数与市场两融余额情况

2011 年以后，随着资本市场的进一步开放和金融创新的加速，信用业务进入了快速发展阶段，融资融券业务的标的证券范围不断扩大，参与的投资者数量和交易规模迅速增长。截至 2023 年末，市场两融余额已由 2021 年末的 382.07 亿元增至 16508.96 亿元，其中融资余额 15792.99 亿元，融券余额 715.97 亿元。

监管政策对融资融券业务的政策调整将直接影响其业务规模。2016 年以来，监管机构对证券公司的信用业务进行了更加严格的规范。2018 年，中国证监会发布了《证券公司融资融券业务管理办法》，进一步完善了融资融券业务的监管框架。近年来，上交所和深交所多次对融资融券标的进行了调整，上交所将主板标的股票数量也扩大到 1000 只，而深交所将注册制股票以外的标的股票数量也已扩大到 1200 只。同时自 2013 年 9 月 11 日起，北交所已上市股票全部纳入融资融券标的，这一举措极大地扩大了北交所的融资融券业务范围。

2023 年 8 月以来，为了降低市场波动、提升市场内在稳定性，证监会采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，具体包括限制战略投资者配售股份出借、持续提升融券保证金比例下限、进一步加强对限售股出借的监管，全面暂停限售股出借，将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用等。

自身因素方面，证券公司资本金规模直接影响其融资业务的规模，资本金充足时，证券公司可以提供更多的融资额度，从而增加融资业务收入。同时，由于机构客户通常具有更高的交易频率和更大的交易规模，拥有更广泛客户基础的证券公司，特别是机构客户的证券公司，对于融资融券业务的需求更高，更易于获得更高的业务收入。

六、结论和启示

- 1、证券公司经营业绩与股票市场行情高度相关。从线性回归的结果看，当股票市场指数及市场交易量上涨时，证券公司经营业绩将同步提升，反之亦然；但同时，我们无法证明上证指数波动幅度能够对证券公司经营业绩表现产生显著影响。证券公司各业务分部收入与股票市场行情的相关性存在显著差异，其中经纪、投行及信用业务与股票市场行情的相关性相对更强，若证券公司的收入实现对上述业务的依赖程度较高，在股票市场大幅波动时，相关证券公司的经营业绩相较证券行业内其他公司可能出现更大幅度的波动。
- 2、通过上述研究，我们可以实现对行业营业收入以及经纪业务收入的预测，由线性回归的结果可得：当上证指数涨跌、市场成交额变动 1%时，证券行业营业收入将变动 0.6015%和 0.4753%；当市场成交量提升 1%时，经纪业务收入将增长 0.7116%。通过对股票市场指数涨跌幅度及市场成交量变化情况的判断，我们可以更加精准的感知证券行业的变化趋势，进而进一步判断行业风险的变化情况，为信用评级工作提供支持。
- 3、研究发现，证券公司各业务分部的业绩影响因素存在较大差异，如自营业务我们应着重考虑证券公司的持仓结构及交易策略，投行业务我们应关注经济景气度、市场资金宽裕程度及行业政策的影响，资管业务我们应考量不同类型资管产品的在管规模及业绩报酬水平，信用业务我们应观察市场两融日均规模及费率水平。对各业务分部影响因素的分析，为实现更精准预测，找寻关键解释变量指明了方向，同时也为后续建立经营假设提供了理论依据。
- 4、局限性方面，受限于解释变量的选择，回归模型对除经纪业务外的各业务分部的收入预测精确度有待提升。注册制改革、资管新规、融资融券管理办法等行业监管政策虽然对投行、资管、信用业务乃至整个行业产生了深远影响，但由于无法被简单量化，故在上述定量模型中为未被纳入考虑范围。证券公司需紧跟监管导向，适时调整自身发展战略，实现业务的可持续发展。
- 5、过去证券公司收入来源偏重于经纪业务，但随着市场的发展和行情的演化，券商的收入结构趋于多元，对单一业务的依赖程度明显下降，受市场因素影响最大的经纪业务占比逐步降低。未来证券公司需不断提升自身业务多元化水平，寻求逐步摆脱证券市场价格走势影响的发展道路，提升收入及利润的稳定性，形成自身业绩的稳定增长模式。

参考文献

- [1]Fukuyama, Hirofumi etc.Profit Inefficiency of Japanese Securities Firms[J]. Journal of Applied Economics,2008,11 (2):281~303.
- [2]Cummins , D.J.Convergence in Wholesale Financial Services:Reinsurance and Investment Banking[J]. Geneva Papers on Risk and Insurance,2005,30(2):187~222.
- [3]Mehmet Demirbag etc. The professional service firm (PSF) in a globalised economy: A study of the efficiency of securities firms in an emerging market[J]. International Business Review,2016,5(25):1089~1102.
- [4]Wang K.-L, Tseng Y.-T etc.A study of production efficiencies of integrated securities firms in Taiwan[J]. Applied Financial Economics,2003,13(3):159~167.
- [5]王建国、牛楠等. 我国券商产业竞争力—基于上市证券公司的实证研究[J].投资证券保险, 2014 年, 第 7 期。
- [6]秦琼子.证券公司经营状况预测及竞争力评价研究[D].大连: 大连海事大学, 2015 年.
- [7]刘国城、许成安. 我国股票市场行情对证券公司经营回报的影响—来自深沪 A 股市场证券公司的经验数据[J].财经问题研究, 2010 年, 第 12 期.
- [8]袁金字.股市行情对证券公司业绩的影响[J].全国中文核心期刊·财会月刊, 2015 年, 第 11 期: 119~122 页.

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

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。