

## 行业展望

2024 年 4 月

## 目录

摘要	1
市场环境及行业政策	2
证券行业 IPO 及再融资情况	3
证券行业业务发展状况	5
证券行业财务及风控指标状况	14
证券行业展望	19

## 2024 年中国证券行业展望：行业分化加剧，兼并整合或将再现

资本市场全面深化改革持续推进、多层次资本市场建设进一步完善，证券行业向高质量发展迈出坚实步伐。2023 年以来证券行业分化加剧，监管鼓励证券公司做优做强，未来可能出现股权收购、兼并整合现象，同时证券行业将持续面临严格的监管环境，证券公司的风险管理能力、合规经营能力成为其可持续发展的基石。

中国证券行业的展望为稳定。该展望反映了中诚信国际对该行业未来 12-18 个月基本信用状况的预测。

## 联络人

## 作者

## 金融机构部

赵婷婷 010-66428877  
ttzhao@ccxi.com.cn

徐济衡 010-66428877  
jhxu@ccxi.com.cn

盛雪宁 010-66428877  
xnsheg@ccxi.com.cn

## 其他联络人

## 金融机构部 评级总监

吕寒 010-66428877  
hlv@ccxi.com.cn

## 金融机构部 评级副总监

孟航 010-66428877  
hmeng@ccxi.com.cn



## 摘要

- 证券行业的发展与宏观经济环境、资本市场走势高度相关，2023 年主要指数均有不同程度下滑，证券行业资产规模、资本实力有所增强，营业收入小幅增加，但净利润有所下滑；伴随着一系列规范行业发展的政策出台，证券行业向高质量发展迈出更坚实的步伐。
- 2023 年以来监管对证券公司再融资的必要性、合理性更加关注，证券公司的再融资节奏有所放缓，未来行业将在稳健经营、资本节约的倡导下，聚焦高质量发展。同时证券公司之间或将出现股权收购、兼并整合现象。
- 2023 年自营业务成为证券公司营业收入的首要来源，经纪、投行、资管等业务受到不同因素的影响，收入贡献度有所下降。
- 行业分化仍在加剧，头部券商竞争优势将进一步加强，证券公司营业收入及净利润集中度仍保持较高水平；中小券商竞争更加激烈，客需业务及机构业务成为证券公司差异化竞争的另一突破口。
- 证券行业将持续面临严格的监管环境，证券公司的风险管理能力、合规经营能力成为其可持续发展的基石。

## 一、市场环境及行业政策

证券行业的发展与资本市场走势高度相关，2023年资本市场整体为震荡调整市场，上证综指和深证成指均有不同程度下滑。2023年以来监管出台了一系列规范行业发展的政策，在监管的支持和引导下，证券行业向高质量发展迈出更坚实的步伐

证券行业发展与资本市场走势高度相关。2023年资本市场整体为震荡调整市场，2023年1-2月在地产三支箭和放开新十条的刺激下，市场对复苏前景抱有较高期待，同时年初经济恢复动能强劲，宏观经济金融数据表现良好，以及在年初外资快速流入等因素共同推动下，市场迎来普涨行情；2023年2-4月，经济复苏强度减弱，内生性修复动能不足等问题开始显现，尽管经济数据仍维持较好表现，但经济实际体感出现边际走弱趋势，本阶段市场分化明显，AI、TMT及中特估等行情先后演绎，带动市场上行。2023年5-7月，在7月政治局会议召开之前，地产政策整体仍处于“空窗期”，叠加经济内生动力不强、需求仍然不足等因素影响，市场维持震荡；2023年8-11月，政治局会议明确稳增长的工作基调，各部委密集出台一系列具体稳增长政策，但受美债利率上行，外资在负债端压力增大及资产端收益不佳下持续外流影响，市场震荡下跌；2023年12月，市场增量资金不足，同时经济恢复再度放缓，叠加市场信心不足，市场情绪处于低位，市场震荡调整。指数表现方面，截至2023年末，上证指数收于2,974.93点，较上年末下跌3.70%，深证综指收于1,837.85点，较上年末下跌6.97%。交易量方面，2023年在资本市场震荡调整、市场信心不足的情况下，两市股基成交额有所减少，但受益于量化交易活跃，减少幅度较低，2023年两市股基成交额为239.99万亿元，同比减少3.10%。融资融券方面，截至2023年末，两市融资融券余额为1.65万亿元，同比增加7.10%。上市公司数量及市值方面，2023年，IPO过会企业数量有所减少，截至2023年末，我国境内上市公司数（A股、B股）5,107家，较上年末增加190家，总市值较上年末减少1.89%至77.31万亿元。

2023年证券行业资产规模、资本实力仍持续增强，营业收入小幅增长，净利润有所下滑，截至2023年末，证券行业资产规模达到11.83万亿元，较上年末增长6.96%；净资产为2.95万亿元，较上年末增长5.73%；净资本为2.18万亿元，较上年末增长4.31%；2023年实现营业收入4,059.02亿元，同比增加2.77%，实现净利润1,378.33亿元，同比减少3.14%。

2023年以来监管出台了一系列规范行业发展的政策，在监管的支持和引导下，证券行业向高质量发展迈出更坚实的步伐。

**全面注册制正式落地实施，多层次资本市场建设进一步推进。**2023年2月，以股票发行注册制改革为龙头的新一轮全面深化改革持续推进，市场化转融资业务规则进一步完善，企业债券职责划转平稳过渡，债券注册制改革进一步深化，资本市场功能有效发挥。多层次资本市场建设进一步推进，北交所做市业务相关法律法规进一步完善，做市商将进一步扩容，同时北交所正式启动公司债发行与承销业务。2023年6月，北交所、全国股转公司制定提升服务能力综合行动方案。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》。2023年7月《私募投

《证券投资基金监督管理条例》正式发布，填补了私募基金监管上位法的空缺，助力私募基金行业健康蓬勃发展。

**资本市场开放相关制度机制进一步完善。**境外发行全球存托凭证业务规则进一步完善，境外上市备案管理制度落地实施，粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点进一步优化，资本市场进一步对外开放，有利于拓宽境内企业境外上市融资渠道，提升跨境证券投资便利化水平。

**政治局会议后出台一系列活跃资本市场政策。**2023年7月政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，证监会及有关机构从投资端、融资端、交易端、改革端等各方面综合施策，发布了一系列政策措施，包括优化IPO和再融资监管安排、进一步规范股份减持行为、调降证券交易经手费、调降融资保证金比例、调整印花税，引导上市公司中期分红及股份回购、加强程序化交易监管体系、放宽指数基金注册条件、降低最低结算备付金缴纳比例等。

**公募基金费率改工作启动并持续推进。**2023年7月证监会发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》，拉开了公募基金费率改革的序幕，改革全面优化公募基金费率模式，稳步降低行业综合费率水平，促进公募基金行业高质量发展，有利于财富管理空间的进一步打开。2023年12月证监会就《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，公募基金费率二阶段改革启动，进一步规范并调降公募基金证券交易佣金费率。此外，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，基金投顾业务试点转常规有序推进。

**中央金融工作会议首提金融强国战略，资本市场高质量发展稳步推进。**2023年10月底召开的中央金融工作会议上首次提出加快建设金融强国，意味着金融上升为国家战略的新高度，为未来金融高质量发展提供了根本遵循。根据中央金融工作会议精神，预计证监会将围绕“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”开展重点工作。

**证监会支持头部券商并购重组，打造一流投资银行。**2023年11月，中国证监会召开会议指出，加强基础制度和机制建设，加大投资端改革力度，吸引更多的中长期资金，更好发挥资本市场枢纽功能；明确表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。

## 二、证券行业 IPO 及再融资情况

**2023 年以来监管机构对证券公司再融资的必要性、合理性更加关注，证券公司的再融资节奏有所放缓，未来证券行业在稳健经营、资本节约的倡导下，聚焦高质量发展。此外，监管鼓励证券公司通过并购重组、集团化经营做优做强，未来证券公司之间或将出现股权收购、兼并整合现象**

2023年以来，监管机构在再融资审核中更加关注上市证券公司融资的必要性、合理性，上市券商再融资步伐放缓，2023年1月3日证监会发布《证监会新闻发言人答记者问》，对于券商再融资，倡导证券公司自身必须聚焦主责主业，树牢合规风控意识，坚持稳健经营，走资本节约型、



高质量发展的新路，发挥好资本市场“看门人”作用。2023年8月27日证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》，要求阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡，同时对金融上市企业及其他行业大市值上市企业的再融资施行预沟通机制、突出扶优限劣，对再融资主体进行一定限制、引导上市公司合理确定再融资规模等。此外，2024年3月15日，证监会再次提出“督促行业机构合规稳健经营，审慎开展高资本消耗型业务，合理确定融资规模和时机，严格规范资金用途，提升资金使用效率”。受上述政策影响，2023年证券行业IPO及再融资节奏有所放缓，部分上市券商调整IPO及再融资方案，包括调整募集资金用途、调整募集额度、甚至停止/终止/到期失效再融资进程等。IPO方面，截至2023年末，有6家证券公司仍在IPO排队，包括华龙证券、开源证券、华宝证券、财信证券、渤海证券及东莞证券。再融资方面，2023年因到期失效或其他原因停止实施再融资的证券公司共计5家，包括中金公司（270亿）、中原证券（70亿）、华鑫股份（40亿）、锦龙股份（32.10亿）、华泰证券（280亿），上述券商拟募集资金合计692.10亿元。2023年仅粤开证券、国海证券再融资方案获证监会批复并实施，实际募集资金金额较拟募集资金金额大幅减少，实际募集资金35.16亿元（拟募集资金89.26亿元）。此外，国联证券、财达证券、锦龙股份、南京证券、天风证券、浙商证券等再融资计划仍等待注册审核，拟募集资金297.56亿元。未来，我们预计在倡导稳健经营、资本节约、高质量发展的形势下，行业布局更加倾向于ROE较高的业务板块，如轻资产方面的财富管理业务、投行业务、资管业务，资金类业务方面的衍生品、做市业务等。

表1 截至2023年末证券公司股权融资情况

证券公司	融资类型	最近一次公告时间	融资进展	拟募集资金	实际募集资金	其他信息
华龙证券	首发	2023.12.27	推进中	不超过20万股，每股发行价格未定		
开源证券	首发	2023.12.25	推进中	不超过11.53万股，每股发行价格未定		
华宝证券	首发	2023.3.4	推进中	不超过13.33万股，每股发行价格未定		
财信证券	首发	2023.3.1	推进中	不超过7.44万股，每股发行价格未定		
渤海证券	首发	2023.3.1	推进中	不少于8.93万股，每股价格未定		
东莞证券	首发	2023.9.27	推进中	不超过5万股，每股价格未定		
中金公司	配股	2023.10.24	自动失效	不超过270亿元		配股决议自股东大会和类别股东会议审议通过之日起12个月内有效
中原证券	定增	2023.8.3	终止发行并撤回申请	不超过70亿元		综合考虑资本市场环境，公司实际情况及融资安排等
华鑫股份	定增	2023.8.12	终止发行并撤回申请	不超过40亿元		综合考虑发行方案调整及公司实际情况
锦龙股份	定增	2023.6.10	终止发行	不超过32.13亿元		发行对象为朱凤廉女士
华泰证券	配股	2022.12.31	自动失效	不超过280亿		配股决议自股东大会和类别股东会议

						审议通过之日起12个月内有效
粤开证券	定增	2023.11.13	实施完成	不超过4.26亿元	3.24亿元	计划募集金额从150亿元降到50亿元，再降至4.26亿元
国海证券	定增	2023.11.16	实施完成	不超过85亿元	31.92亿元	
国联证券	定增	2023.10.13	推进中	不超过50亿元		
财达证券	定增	2023.5.31	推进中	不超过50亿元		修改募集资金投向
锦龙股份	定增	2023.6.10	推进中	不超过27.56亿元		发行对象为杨志茂先生
南京证券	定增	2023.6.21	推进中	不超过50亿元		修改募集资金用途
天风证券	定增	2023.4.28	推进中	不超过40亿元		特定发行对象为湖北宏泰集团有限公司
浙商证券	定增	2024.3.18	自动失效	不超过80亿元		决议有效期届满自动失效

资料来源: choice, 各公司公告, 中诚信国际整理

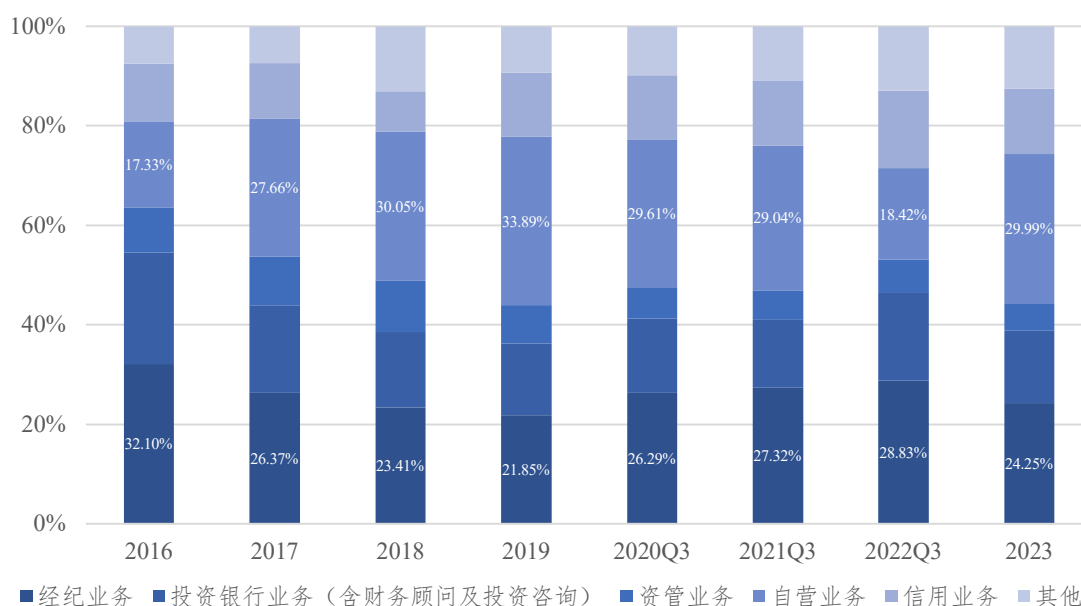
2019年11月, 证监会表示鼓励证券公司做强做优做大, 打造航母级头部券商, 并提出包括鼓励市场化并购重组在内的六大措施推动证券公司加快发展步伐。2023年10月底召开的中央金融工作会议提出“加快建设金融强国”、“培育一流投资银行和投资机构”。2023年11月3日, 证监会表示, 将“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强, 打造一流投资银行”。此外, 2024年3月, 证监会再次提出适度扩宽优质机构资本空间, 支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强。在监管机构的密集发声下, 券商合并或将成为市场关注焦点, 截至2023年末, 市场上有合并预期的券商包括浙商+国都、国联+民生、平安+方正、华创+太平洋等, 上述券商合并或将在2024年有实质性进展。券商合并有助于资源整合、优势互补, 提升核心竞争力, 预计未来证券行业或将出现股权收购、兼并整合现象, 并且预计将由央企大中型证券公司作为引领, 发挥主导地位, 在并购整合趋势下, 行业头部集中趋势有望进一步加强, 而中小券商特色化经营转型有望进一步加速。

### 三、证券行业业务发展状况

证券公司仍较大程度依赖于传统经纪与自营业务, 经营情况与市场景气度高度相关; 2023年自营业务成为证券公司营业收入的首要来源, 而经纪业务收入贡献度持续下滑; 综合实力强的证券公司业务收入更加多元化, 而中小型证券公司资源禀赋存在差异, 业务收入集中度相对较高

目前国内证券公司已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务等五大业务板块。从收入构成来看, 目前我国证券公司仍较大程度地依赖于传统的经纪业务和自营业务, 整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。2023年, 受上年基数较低影响, 证券公司自营业务收入在营业收入中的占比升至29.99%, 超过经纪业务成为证券公司营业收入的第一大来源; 经纪业务收入在营业收入中的占比为24.25%, 近年来收入贡献整体呈下滑态势。总体来看, 除2022年资本市场波动对经纪业务及自营业务产生较大不利影响外, 近年来上述两项业务的收入占比合计在55%左右, 对证券公司的营业收入贡献较大。

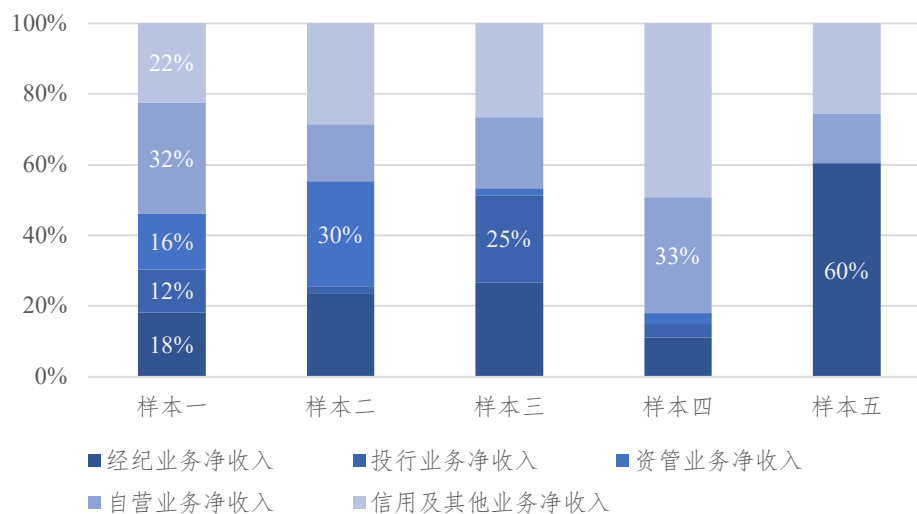
图 1 近年来证券公司营业收入构成情况 (%)



注：基于数据获取的便利性考虑，2020年-2022年营业收入构成均采用当年三季度数据。  
数据来源：choice，中诚信国际整理

具体来看，不同规模及资源禀赋的证券公司收入结构呈现一定程度分化。综合实力强的大型证券公司业务收入更加多元化，对传统经纪业务及自营业务收入的依赖程度更低，如样本一。相较于大型证券公司，中小型证券公司的资源禀赋和业务模式存在差异，部分公司对个别业务收入的依赖度较高，如样本四的自营业务；亦有部分证券公司在细分业务领域具有较强的差异化竞争优势，如样本二的资管业务、样本三的投行业务以及样本五的经纪业务。收入集中度过高致使部分中小型券商在市场低迷的环境下面临较大的业绩波动，未来在行业竞争不断加剧且证监会鼓励打造航母级头部券商的大背景下，中小型证券公司发展转型将面临一定挑战，未来与头部证券公司并购重组或将成为突破发展瓶颈的趋势之一。

图 2 近年来代表性证券公司营业收入构成



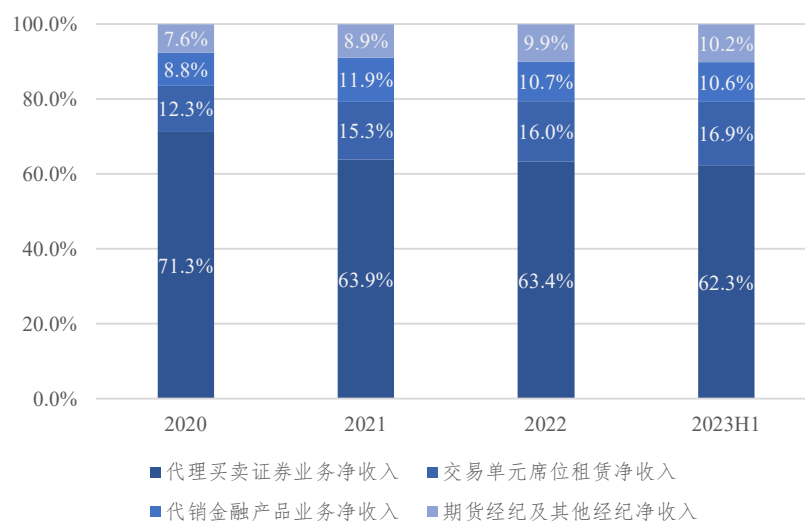
注：采用2020年-2022年以及2023年1-6月平均值。  
资料来源：各上市公司年报，中诚信国际整理

## 2023年股市交投活跃度小幅下降，佣金率价格竞争问题仍存；在基金投顾试点常规化发展的背景下，证券公司整体加快从“卖方代销”向“买方投顾”模式转型，但财富管理转型成效仍待进一步检验

证券公司的经纪业务包含代理买卖证券业务、交易单元席位租赁业务、代销金融产品业务、期货经纪业务和其他经纪业务等。传统经纪业务方面，2023年A股市场整体呈震荡下行趋势，交投活跃度小幅下降，全年股基成交额为人民币239.99万亿元，同比下降3.10%，日均股基交易额亦有所下滑；行业价格竞争问题仍存，平均佣金率或持续下行。2023年前三季度上市证券公司共实现经纪业务手续费净收入768.76亿元，同比下降12.48%。未来，证券公司将难以依靠佣金率维持较强的竞争优势，从传统的通道型经纪业务向高附加值的财富管理业务转型的重要性日益凸显。

财富管理业务方面，金融产品仍是满足客户财富管理需求的基础载体，但2023年以来受市场行情和活跃度下降影响，证券公司财富管理转型步伐放缓，上半年上市证券公司代理销售金融产品净收入同比下降6.14%至55.68亿元，在经纪业务净收入中的占比小幅降至10.58%。随着市场环境变化以及客户定制化产品需求的不断增加，基于“卖方代销”模式的广谱化服务已不能满足客户全部需求。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，有序推进基金投顾业务试点向常规化发展。此外，同年12月，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，公募基金费率二阶段改革正式开启。2023年上半年，以基金分仓佣金为主的交易单元席位租赁净收入的占比为16.95%，且近年来呈上升态势，未来随着公募基金费率改革的不断推进，证券公司分仓佣金收入将有所承压。在此背景下，证券公司整体加快向“买方投顾”模式转型升级，深入贯彻以客户为中心的经营理念。预计未来随着高净值人群对专业机构的信赖度不断提升，具备较高水平的投资研究及顾问、资产配置以及金融科技能力的证券公司将在资本市场改革和行业发展新趋势下具备更强的竞争力。

图3 近年来上市证券公司经纪业务净收入结构



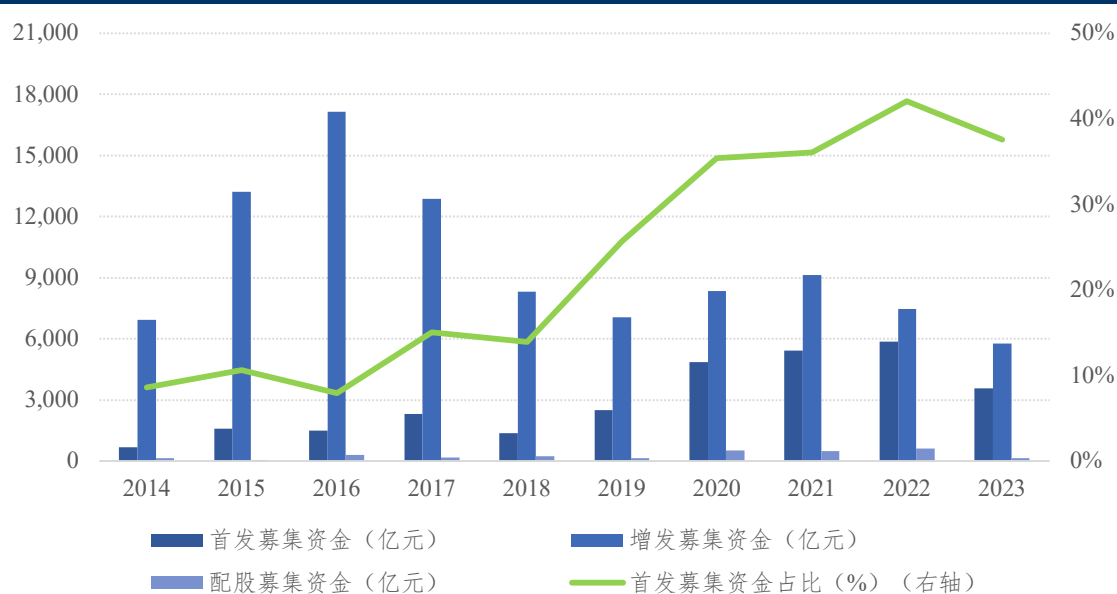
资料来源: choice, 中诚信国际整理



我国多层次资本市场体系建设趋于完善，各板块基本形成差异化定位及制度安排，全面注册制落地推动资本市场改革进一步向纵深推进；2023年8月以来，证监会阶段性放缓IPO及再融资节奏，预计证券公司投行业务短期将面临阶段性挑战

目前，我国已经形成了包括主板、科创板、创业板、新三板、区域股权市场、私募股权市场以及债券市场和期货市场在内的多层次资本市场体系。股权融资业务方面，2023年2月，证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，全面实行股票发行注册制改革正式启动，多层次资本市场建设进一步向纵深推进。从近年来融资结构的变化来看，随着资本市场改革的持续深化，首发募集资金规模持续提升，2020年至2023年首发募集资金占全部股权融资总额的比例均超过35%，较2018年的14%大幅提升，全面注册制的推行明显提升IPO发行审核效率，有利于我国资本市场直接融资的发展。同时，证券公司亦面临强监管、严监管背景下的挑战，2023年8月，证监会阶段性收紧IPO节奏，下半年沪深交易所IPO受理数量同比大幅下滑。受此影响，2023年全年证券公司共服务313家企业实现境内上市，同比下降112家，融资金额3,564.36亿元，同比下降39.26%；服务上市公司再融资6,031.96亿元，同比下降25.45%。同时，2023年证券公司投资银行业务收到的责令整改、出具警示函等处罚措施较多，对证券公司内控体系和执业质量提出更高要求。此外，证券公司投行业务同质化竞争日趋激烈，截至2023年末，全行业证券公司约七成具有保荐承销资格，2023年前十大证券公司股权承销金额合计0.64万亿（含首发、增发及配股），合计占比约72%，同比小幅上升，头部效应凸显。未来随着全面注册制改革走深走实，证券公司的定价能力、渠道能力、研究能力、资本实力等将受到进一步考验，服务实体经济综合能力强的券商将更受益于行业政策红利。

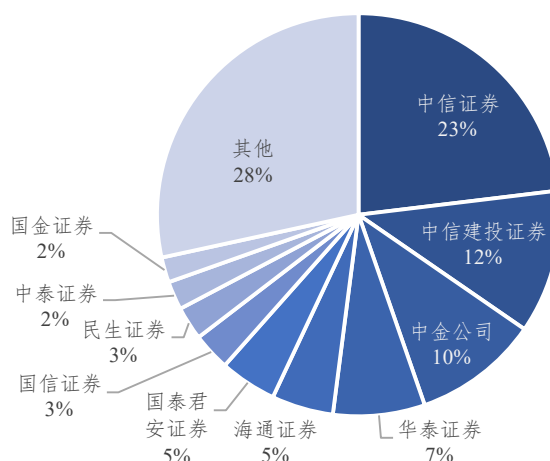
图4 近年来股权融资发展情况



资料来源: choice, 中诚信国际整理



图 5 2023 年前十大证券公司股权承销占比（含首发、增发及配股）

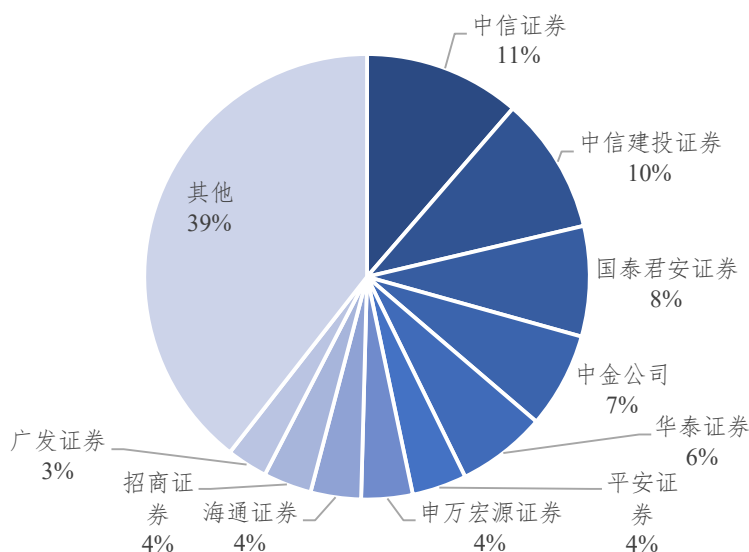


注：按实际募集资金统计，承销金额按照承销商实际配额统计，如没有公布实际配额，则按照联席保荐机构数量做算数平均。

资料来源：choice，中诚信国际整理

债券融资业务方面，2023 年，债券市场在支持实体经济恢复与发展中发挥重要配置作用，市场资金面整体较为宽松，全年证券公司债券总承销金额（不含地方政府债）同比增长 14.19% 至 9.65 万亿元；其中公司债、资产支持证券和商业银行债的占比分别为 39.84%、17.36% 和 11.47%，公司债的占比有所上升，资产支持证券占比略有下降。目前我国公司债发行主体仍以国有企业为主，近年来多个部门出台相关政策措施，支持民营企业债券融资，未来证券公司在民营企业债券业务方面存在一定业务拓展空间。此外，随着“一揽子化债”方案的推出和逐步实施，债券市场信用风险进一步收敛。但在市场竞争不断加剧趋势下，承销费率整体呈下行趋势，债券承销排名梯队化日趋明显，2023 年前十大证券公司承销金额（不含地方政府债）合计 5.84 万亿元，市场份额合计 60.56%，较上年下降 2.30 个百分点，集中度小幅下降，但头部效应仍显著。

图 6 2023 年前十大证券公司债券承销规模占比（东财口径）



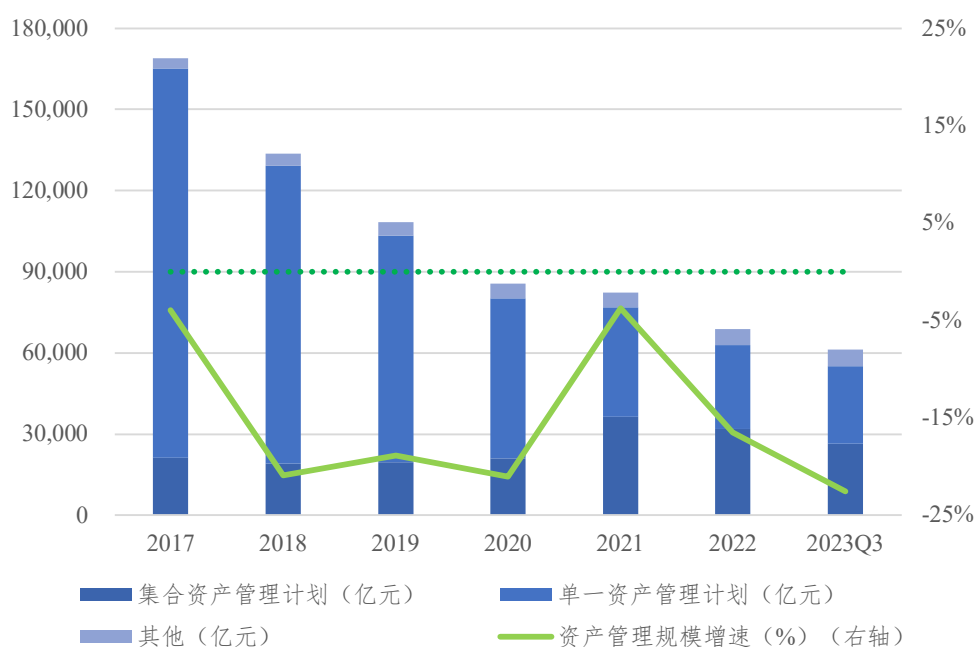
注：按照承销金额占比统计。

资料来源：choice，中诚信国际整理

资管新规过渡期结束后，去通道化影响趋缓，主动管理转型成效显著，但资本市场低迷导致券商资管规模及收入均有所承压；“一参一控一牌”制度落地为券商资管公募业务布局提供机会，未来券商资管行业内外竞争将逐步加剧，行业格局加速分化

资管新规过渡期结束后，由于部分延期大集合公募改造产品逐步到期，去通道化影响仍存，但整体影响趋缓。2022年及2023年资本市场持续呈现震荡走势，权益市场低迷，受此影响券商资管规模有所承压。截至2023年9月末，券商资管存量规模为6.12万亿，较上年末下降10.98%，其中集合资产管理计划和单一资产管理计划分别较上年末下降17.07%和7.46%。受规模收缩以及市场波动导致业绩报酬下滑影响，2023年前三季度，43家上市证券公司中27家的资产管理业务净收入同比出现负增长。面对行业多重挑战，证券公司持续向主动管理转型，主动管理业务占比已超过90%，其中股票、债券和基金投资等标准化资产是主动化转型的重点，但权益投资占比仍偏低。2022年5月证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》，“一参一控一牌”制度正式落地，证券公司积极申请公募牌照成为普遍战略布局，截至2024年2月末，取得公募基金管理资格的券商及券商子公司已达12家。未来大资管行业的竞争激烈程度将进一步加剧，证券公司面临与银行理财子、保险资管以及外商资管等各类资管机构的竞争；此外，证券公司资管业务头部化效应明显，大型证券公司已建立较为完备的销售渠道、投研团队等，且资管业务与财富管理各业务条线可较好发挥协同效应，在竞争中处于优势地位。长期发展来看，随着金融改革持续深化，证券公司仍需坚持回归资管业务本源，从而实现精细化、透明化和规范化的高质量发展，未来券商资管业务规模有望企稳回升。

图7 近年来证券公司资产管理业务发展情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，中诚信国际整理

2023年受内外部多重因素影响，A股市场延续回调态势，但回调幅度较上年减缓；债券市场收益率中枢震荡下行；整体来看，证券公司普遍加大了固定收益的投资比例，投资收益水平在上年低基数下实

现较大幅度反弹，自营业务“去方向化”转型成效仍待检验；此外，客需驱动的场外衍生品业务成为证券公司差异化竞争的重要突破点，亦对证券公司风险管理能力提出更高要求

2023年，受地缘冲击及国内宏观经济环境修复不及预期等不利因素影响，A股市场整体延续回调态势，但回调幅度较上年减缓，截至2023年末，上证综指较上年末下跌3.70%、沪深300指数下跌11.38%、深证综指下跌6.97%。债券市场方面，全年市场利率呈现“N”型走势，国债收益率整体震荡下行。在此背景下，证券公司投资收益水平在上年低基数下实现较大幅度回升，上市证券公司共实现投资总收益（含公允价值变动及其他综合收益，不含对联营企业和合营企业的投资收益，下同）1,131.71亿元，同比增长65.38%，为证券公司2023年业绩增长的主要驱动因素之一。从全年预测数据来看<sup>1</sup>，2023年上市证券公司投资收益率<sup>2</sup>预计较2022年水平有所提升，但与2021年水平或仍存在差距。从证券公司的持仓结构来看，截至2023年6月末，约53%的上市证券公司自营权益类投资与证券衍生品占净资产的比例较上年末下降，约72%的上市证券公司自营固定收益类证券占净资产的比例较上年末上升。整体来看，证券公司投资策略及禀赋差异导致不同公司之间的收益水平相差甚大，其中以客户交易、固定收益、衍生金融工具、量化策略等多元投资方向为主的券商整体收益较为稳健，而以方向性投资策略为主的券商收益波动较大。近年来在A股市场震荡下行的背景下，证券公司普遍加大了自营固定收益类证券的投资比例，投资更偏谨慎，行业逐步从方向性投资策略向场外衍生品等业务“去方向化”转型，但转型成效仍待检验。此外，科创板和北交所分别于2022年10月和2023年2月正式启动做市交易业务，亦为证券公司自营业务转型提供一定机会。

图8 近年来A股市场主要指数变动趋势

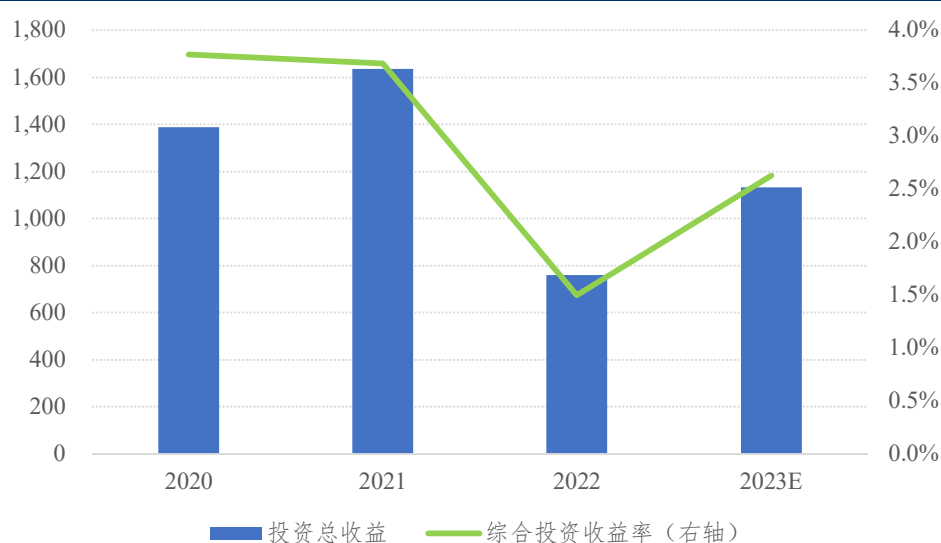


资料来源: choice, 中诚信国际整理

<sup>1</sup> 为方便计算，本文采用简单年化方式。

<sup>2</sup> 投资收益率=投资总收益/平均投资资产；投资总收益=投资收益-对联营公司和合营公司的投资收益+公允价值变动收益+其他综合收益；投资资产=交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+衍生金融资产。

图9 近年来上市证券公司自营业务收益情况



资料来源: choice, 中诚信国际整理

此外，在机构化及国际化趋势下，客需驱动的衍生品业务成为证券公司的重要扩表方向。中国证券业协会、中证机构间报价系统股份有限公司向券商定向发布了最新一期的《场外业务运行情况通报》（下称“通报”），通报显示，截至2023年11月末，券商场外衍生品业务存续规模达23,833.39亿元，较上月末增加619.47亿元，环比上升2.67%。其中，场外期权业务存续规模13,828.07亿元，较上期减少48.90亿元，环比减少0.35%；收益互换业务存续规模10,005.31亿元，较上期增加668.37亿元，环比上升7.16%。存续的场外期权标的以股指类（58.12%）、其他类（22.36%）为主；收益互换以其他类（44.48%）、个股类（34.43%）为主。业务集中度方面，存续规模较大的前五家券商，在收益互换、场外期权中的全行业占比分别为65.83%、58.96%。从券商场外衍生品合约的交易对手来看，除了券商，商业银行、私募基金也是场外衍生品市场的主要买方机构。场外衍生品业务作为金融市场主要的风险对冲与收益增厚工具之一，其特有的可定制化、灵活性、杠杆性极大满足了市场机构客户的投资需求，同时也带动和激活了券商其他业务的共同发展，产生业务协同的“多赢效应”。但衍生品业务的杠杆属性亦伴随较高风险，2023年12月证监会就《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》公开征求意见，旨在促进衍生品市场规范健康发展，防范化解金融风险，打击违法违规和规避监管行为，维护市场稳定；此外2024年1-2月A股大幅单边下行导致的流动性挤兑，引发监管将对DMA、雪球等场外衍生品的关注，证监会表示将继续强化监管、完善制度，指导行业控制好业务规模和杠杆。未来市场不确定性加大以及监管政策趋严将对证券公司风险管理水平提出更高要求。

**2023年末两融业务规模在融资业务保证金比例下调的推动下小幅增长，担保物较为充足，风险整体可控，同时客户数量保持增长，但“资本节约型”发展转型或对未来展业形成一定制约；股票质押业务风险基本出清，规模收缩幅度放缓，未来证券公司将在有限范围内审慎开展股票质押业务**

融资融券规模与股票市场行情整体保持较强相关性，两者走势基本一致，2023年上半年融资融券余额跟随指数呈现先升后降态势，下半年交易所修订融资融券相关制度，先后下调融资业务和上调



融券业务最低保证金比例，综合影响下融资融券余额再次震荡上行，截至 2023 年末，两市融资融券余额为 16,508.85 亿元，较上年末增长 7.17%，其中融资余额为 15,792.86 亿元，较上年末增长 9.33%，占融资融券余额比例为 95.66%；融券业务余额为 715.99 亿元，较上年末下降 25.33%，且未来政策影响仍将持续。2023 年全年两融余额占 A 股流通市值的比重均值为 2.29%，较上年均值小幅下降 0.12 个百分点，投资者信心仍有待进一步提振。从担保品情况来看，截至 2023 年末，担保物总价值为 48,755.41 亿元，较上年末增加 3.12%，平均维持担保比例为 254.25%，较上年末下降 8.42 个百分点，担保物较为充足，风险仍可控。从两融业务的参与主体来看，截至 2023 年末，个人投资者和机构投资者的数量分别为 679.7 万人及 5.26 万家，均呈现一定程度增长。目前，两融业务仍处于增量市场，但证券公司整体向“资本节约型”发展转型或对两融业务发展形成一定制约。

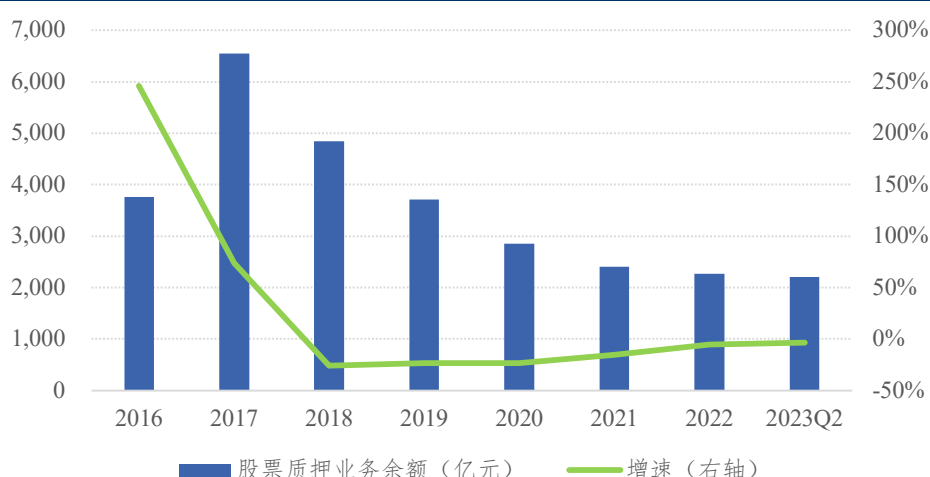
图 10 近年来融资融券业务发展情况



数据来源: choice, 中诚信国际整理

股票质押业务方面，随着股票质押风险防范化解工作的不断推进，全市场股票质押规模维持收缩态势，但规模收缩幅度放缓，截至 2023 年 6 月末，上市证券公司股票质押规模降至 2,207.41 亿元，较上年末下降 2.90%。近年来证券公司股票质押业务风险逐步出清，且现阶段 A 股市场估值处于相对低位，因此未来开展业务或具有相对较高的安全边际。预计未来在监管趋严的背景下，证券公司将在有限范围内审慎开展股票质押业务。

图 11 近年来股票质押业务余额情况



数据来源: choice, 中诚信国际整理

#### 四、证券行业财务及风控指标状况

**2023 年前三季度，证券公司营业收入和净利润在 2022 年的低基数效应下呈现一定改善，净利润同比增速高于营业收入同比增速；头部券商竞争优势明显，行业集中度保持较高水平**

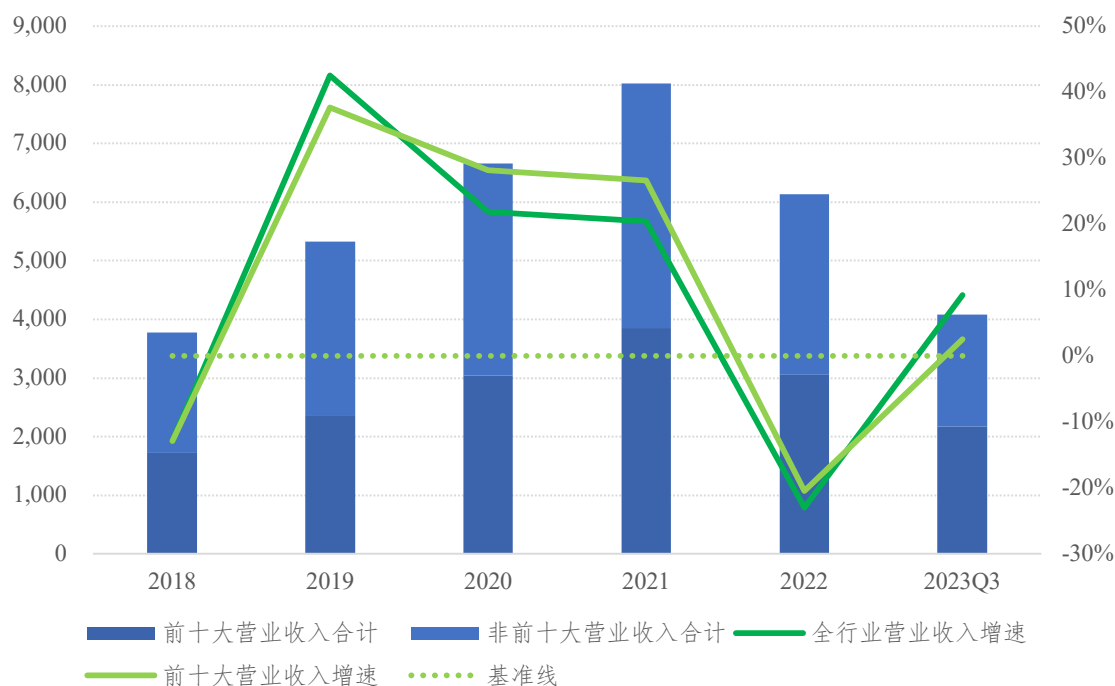
证券行业发展与宏观经济环境、资本市场及监管政策变动高度相关，并且行业内部竞争激烈，头部券商与中小型券商经营业绩和资本实力持续分化，行业集中度持续提升。

营业收入方面，2023 年前三季度，证券公司营业收入在 2022 年的低基数效应下呈现一定改善，但远不及 2019 年至 2021 年高速发展时期营业收入增速；考虑到第四季度资本市场波动下行，预计 2023 年全年营业收入同比增速不及前三季度同比增速。根据 Choice 数据统计，2023 年前三季度，公开披露信息的证券公司<sup>3</sup>营业收入同比增速为 9.24%，较 2022 年同比增速-22.94%显著恢复，较 2019 年至 2021 年高于 20%的同比增速仍存在较大的差距。竞争格局方面，头部券商<sup>4</sup>竞争优势明显，行业集中度保持较高水平，但 2023 年前三季度营业收入恢复力度弱于中小券商。自 2019 年起，头部券商营业收入在全行业的占比持续上升。2023 年前三季度，头部券商营业收入在全行业的占比为 53.20%，较上年全年进一步提升 3.27 个百分点。同期，头部券商营业收入同比增速为 2.56%，弱于全行业营业收入同比增速，主要系头部券商自营业务去方向化转型较早、风险控制能力较强使得 2022 年营业收入下降幅度小、前期基数较高所致。

<sup>3</sup> 本文选取公开披露财务数据的证券公司作为样本。

<sup>4</sup> 本文选取 2022 年末合并口径总资产排名前 10 的证券公司作为头部券商。

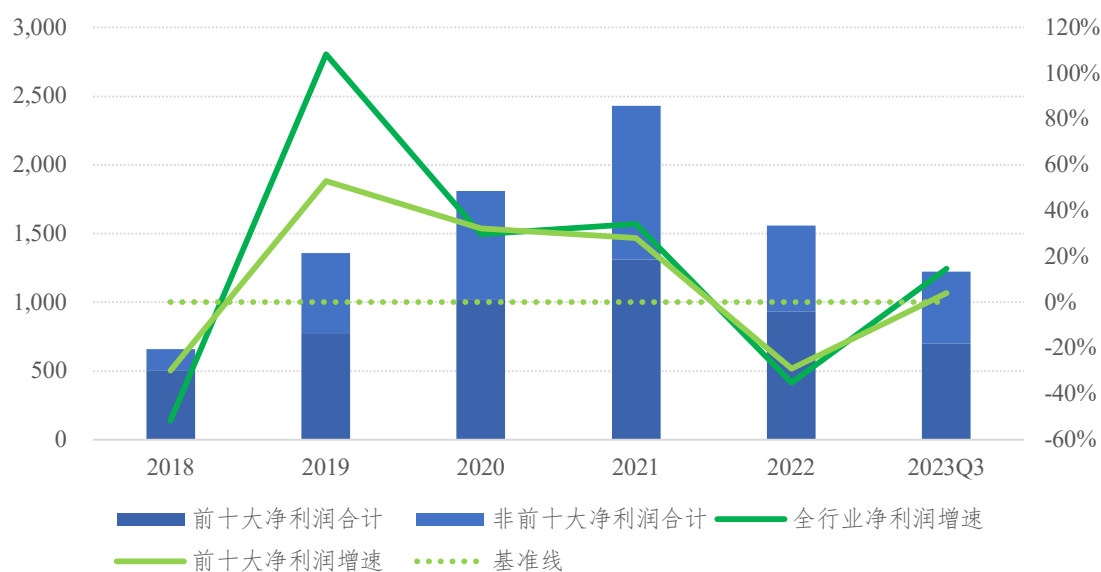
图 12 证券行业近年来营业收入情况（单位：亿元，%）



数据来源: choice, 中诚信国际整理

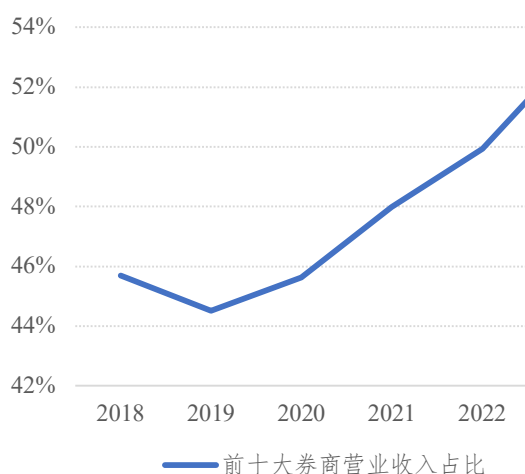
净利润方面, 2023 年前三季度, 证券公司净利润变动与营业收入变动方向相同; 得益于费用支出等有效管控, 净利润同比增速高于营业收入同比增速; 头部券商净利润集中度高于营业收入集中度。2023 年前三季度, 公开披露信息的证券公司净利润同比增速为 14.58%, 高于营业收入同比增速 5.34 个百分点。竞争格局方面, 2023 年前三季度, 头部券商净利润同比增速为 4.07%, 弱于全行业净利润同比增速; 头部券商净利润在全行业的占比为 57.53%, 虽有下降但仍处于较高水平。

图 13 证券行业近年来净利润情况（单位：亿元，%）



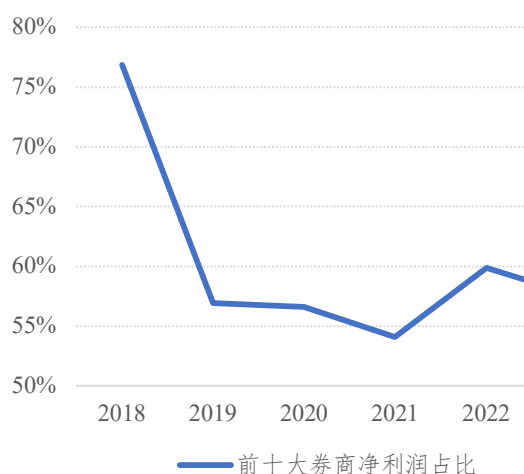
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 14 前十大券商营业收入占比(%)



数据来源: choice, 中诚信国际整理

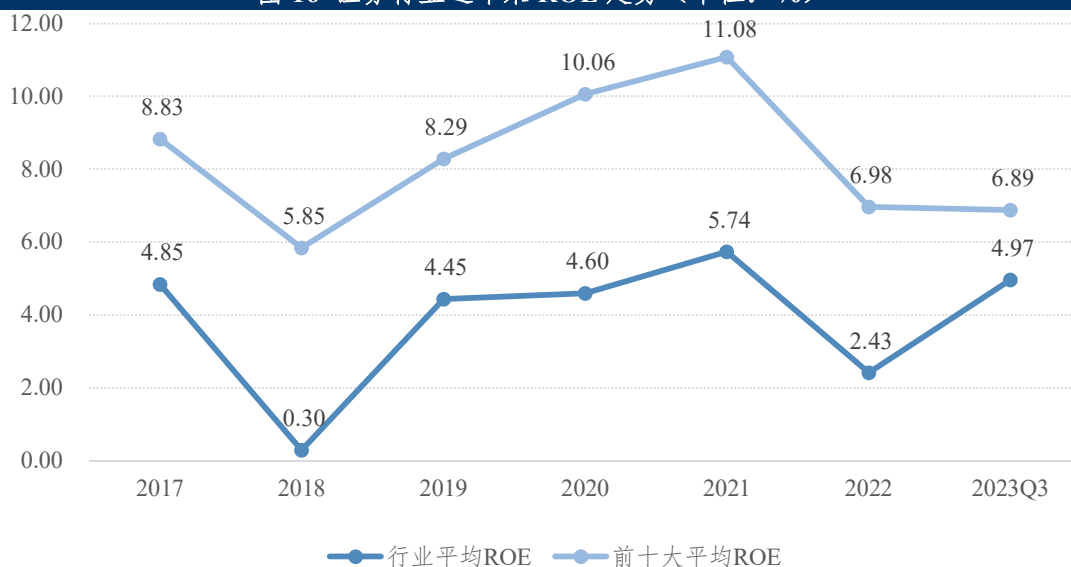
图 15 前十大券商净利润占比(%)



数据来源: choice, 中诚信国际整理

盈利能力方面, 2023 年证券公司盈利能力保持稳定; 由于非头部券商的业绩恢复力度大于头部券商, 头部券商净资产收益率与行业平均水平差值有所收敛。

图 16 证券行业近年来 ROE 走势 (单位: %)



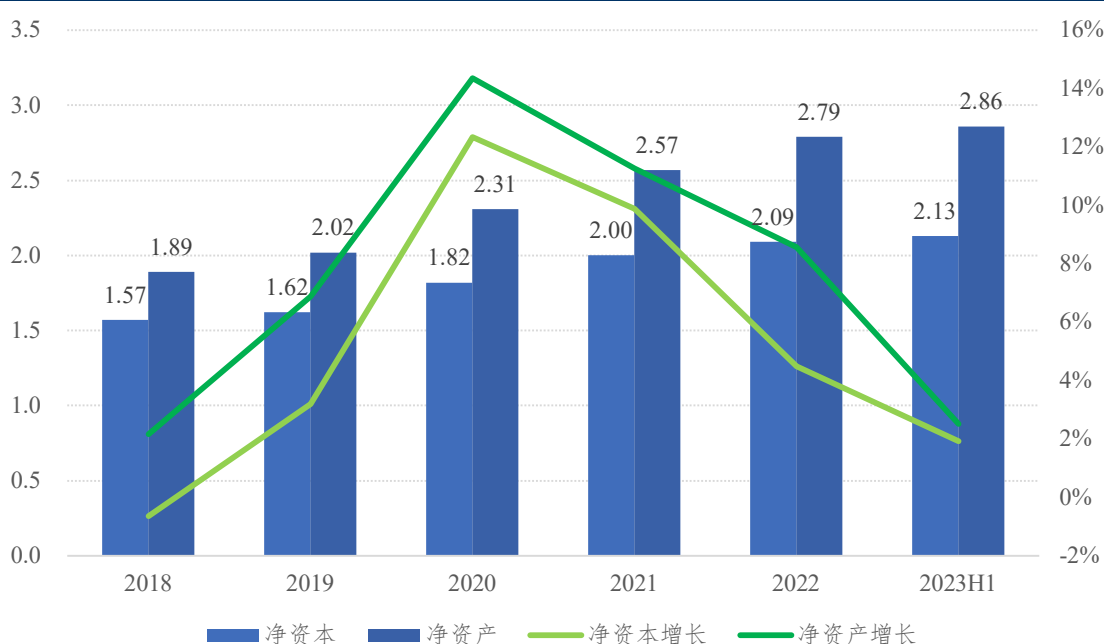
数据来源: choice, 中诚信国际整理

证券行业净资本、净资产持续增长, 但近年来增速有所放缓。2023 年上半年, 证券行业平均风险覆盖率、平均资本杠杆率、平均流动性覆盖率、平均净稳定资金率均较年初有所下滑; 头部券商凭借较强的风险控制能力, 叠加业务开展的需要, 主要风控指标利用更为充分, 资本使用效率更高

2023 年以来, 证监会倡导证券公司聚焦主责主业, 走资本节约型、高质量发展的新路; 证券行业再融资更趋谨慎, 券商资本金扩张节奏趋缓。截至 2023 年 6 月末, 证券行业净资产和净资本规模分别为 2.86 万亿元和 2.13 万亿元, 分别较年初增长 2.51% 和 1.91%。同期末, 头部券商净资产及净资本在全行业分别占比为 44.42% 和 40.87%, 占比均较年初有所上升。



图 17 证券行业净资本、净资产情况（单位：万亿元，%）



数据来源: choice, 中诚信国际整理

风控指标方面，在行业再融资监管趋严、资本金扩充步伐放缓的背景下，2023年证券公司主要通过发行债券等方式进行融资。随着债务规模增长，截至2023年6月末，净资本/负债、净资产/负债均较年初有所下降，杠杆水平有所提升。同期末，证券行业平均风险覆盖率<sup>5</sup>为254.90%，较年初下降2.75个百分点；平均资本杠杆率为18.84%，较年初下降0.97个百分点。头部券商凭借着较强的风险控制能力，叠加业务开展的需要，对于资本的利用更为充分，杠杆水平相对更高，净资本/负债、净资产/负债、风险覆盖率以及资本杠杆率等指标均低于行业平均水平，对资本的充分利用也是驱动头部券商ROE水平高于同业的重要因素之一。

图 18 净资本/负债(%)

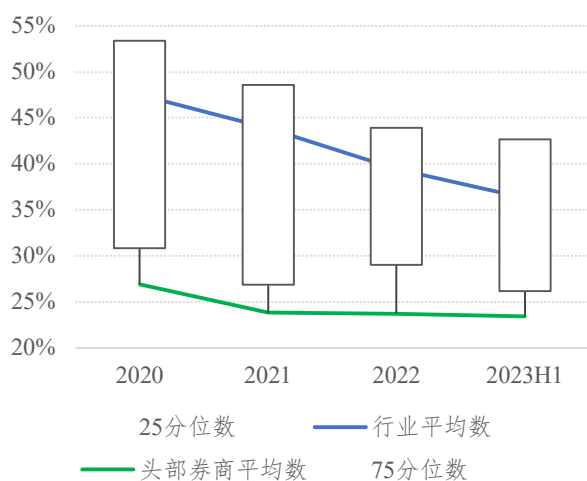
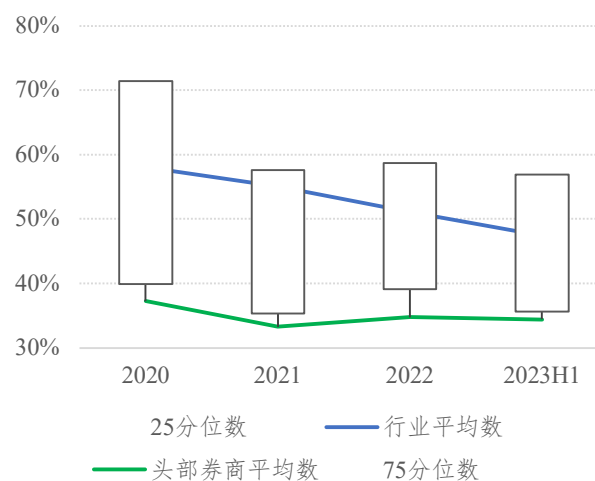


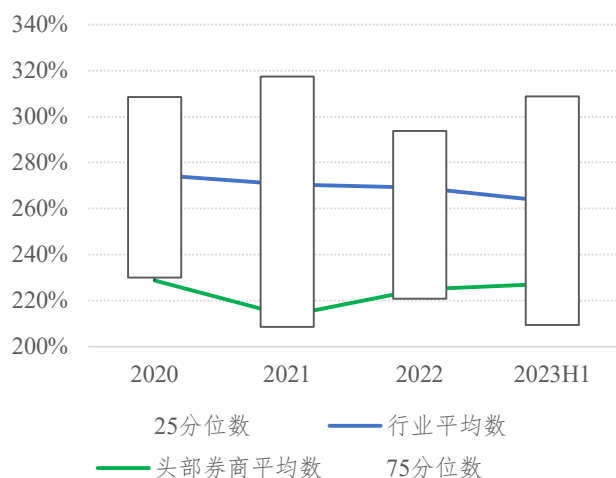
图 19 净资产/负债(%)



<sup>5</sup>报告正文中平均风险覆盖率、平均资本杠杆率、平均流动性覆盖率及平均净稳定资金率指标均来自中国证券业协会披露数据；图20-23中相关指标的平均值数据来源为企业预警通，仅代表可获取数据的证券公司平均值。

注：剔除个别异常值  
数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

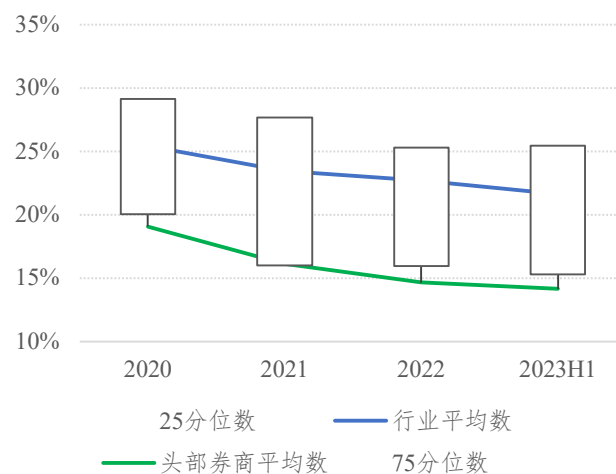
图 20 风险覆盖率(%)



数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

注：剔除个别异常值  
数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

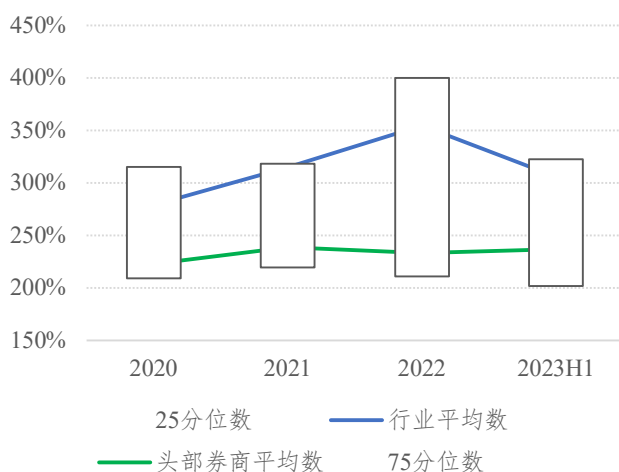
图 21 资本杠杆率(%)



数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

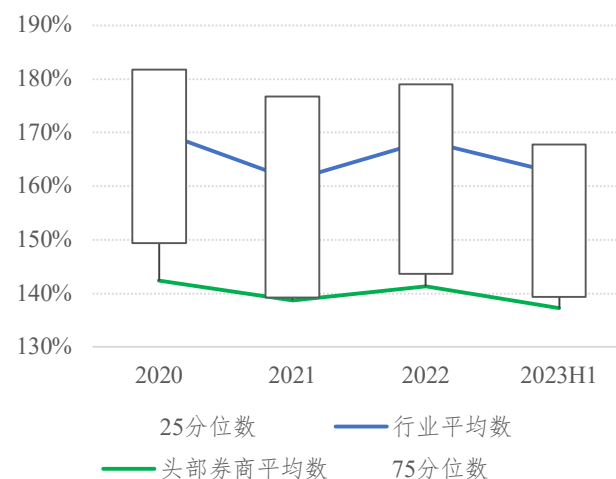
2023年证券行业流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金率（NSFR）较年初有所下降。截至2023年6月末，证券行业平均流动性风险覆盖率为231.44%，较年初下降4.59个百分点；行业平均净稳定资金率为150.11%，较年初下降4.80个百分点。证券公司普遍保持较高的流动性覆盖率，远高于监管100%的要求，以确保短期资金安全；头部券商由于资金运用效率高，净稳定资金率指标处于行业较低水平，更为贴近监管120%的预警线。

图 22 流动性覆盖率(%)



数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

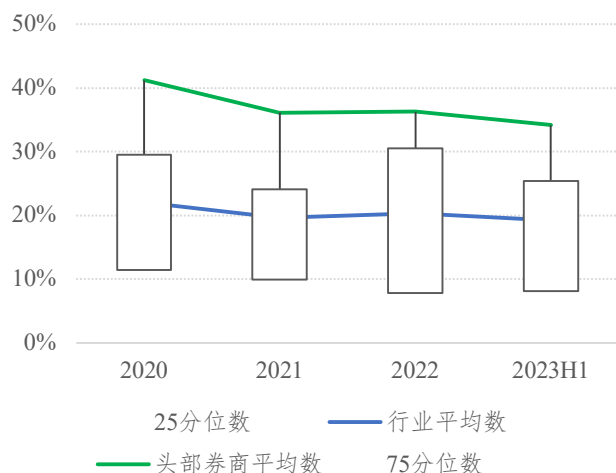
图 23 净稳定资金率(%)



数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

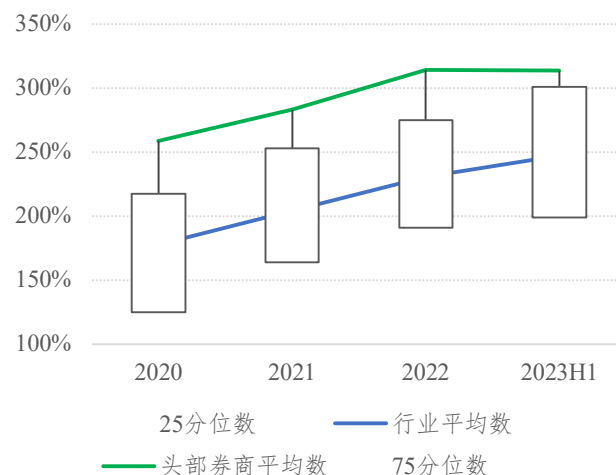
近年来，证券行业自营投资类风控指标变动趋势较为一致，权益类投资资产逐步向固收类投资资产迁移，证券公司的风险偏好更为谨慎。截至2023年6月末，自营权益类证券及其衍生品/净资本较年初有所下降，自营非权益类证券及其衍生品/净资本较年初有所上升，证券公司加大了自营固定收益类证券的投资比例。头部券商自营权益/净资本以及自营非权益/净资本指标均高于行业平均水平，头部券商的自营投资对业绩的拉动作用亦较为明显。

图 24 自营权益/净资本(%)



数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

图 25 自营非权益/净资本(%)



数据来源：企业预警通，中诚信国际整理

2023年11月证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》（以下简称“修订稿”）并向社会公开征求意见，修订稿相较于2020年的现行版本，对风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率和净稳定资金率等指标进行了优化。首先对证券公司开展资产管理、做市、公募REITs等业务的风险控制指标计算标准予以优化，同时对场外衍生品适当提高计量标准，进一步引导证券公司充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理、活跃资本市场等作用；其次强化分类监管，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，推动试点内部模型法等风险计量高级方法，支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间，提升资本使用效率；最后根据业务风险特征和期限匹配性，合理完善指标计算标准，细化不同期限资产的所需稳定资金，进一步提高风险控制指标的科学性。预计修订稿正式发布实施后，将为优质证券公司减轻资本补充压力，同时证券公司之间的业务发展及资本管理道路预计也将出现一定程度的分化。

## 五、证券行业展望

**展望一：证券行业发展与资本市场走势高度相关，自营投资收益波动成为证券公司盈利波动的放大器，证券公司自营投资逐步向“去方向化”转型**

证券行业发展与资本市场走势高度相关，近年来资本市场波动较大，对证券行业的盈利能力及盈利稳定性构成一定的挑战，自营投资收益波动成为证券公司盈利波动的放大器。为平滑收益，证券公司普遍加大了自营固定收益类证券的投资比例，投资更偏谨慎，行业逐步从方向性投资策略向场外衍生品等业务“去方向化”转型。此外，随着市场波动加剧，海外投资风险、信用业务风险等凸显，对证券公司的盈利能力及盈利稳定性构成一定压力。

**展望二：资本市场全面深化改革持续推进，多层次资本市场建设进一步完善、多重行业利好为证券行**

## 业带来广阔发展空间

以股票发行注册制改革为龙头的新一轮全面深化改革持续推进，多层次资本市场建设进一步完善，同时资本市场开放相关制度进一步完善，为证券行业带来业务增量机会。同时，监管层面通过完善退市机制等配套制度提升上市公司质量，构建健康的市场环境；积极完善中长期资金入市等基本制度，推进交易制度改革，拓展衍生品市场等吸引包括保险资金、养老金等在内的中长期资金，长期来看，诸多行业利好为证券行业带来广阔的发展空间。

## 展望三：中央金融工作会议指出要依法将所有金融活动全部纳入监管，证券行业或将持续面临严格的监管环境，证券公司的风险管理能力、合规经营能力成为其可持续发展的基石

2023年中央金融工作会议突出强调加强监管防范风险，会议指出要切实提高金融监管的有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，未来的监管创新会更加以全面加强监管、防范化解风险为重点，证券行业将持续面临严格的监管环境。2024年3月6日，证监会主席吴清在十四届全国人大二次会议举行经济主题记者会接受中外媒体采访时表示，“针对股票市场、债券市场、期货和衍生品市场等各领域、各主体、各环节，全面检视并加快补齐监管存在的短板弱项”，在日常监督上要防假打假、规范减持、推动分红，打击违法违规行为，全方位维护资本市场的良好环境，保护投资者特别是中小投资者的合法权益。预计未来证券公司或将持续面临严格的监管环境，证券公司风险管理能力、合规经营能力成为其可持续发展的基石。

## 展望四：行业分化加剧，头部券商竞争优势将进一步加强，证券公司营业收入及净利润集中度仍将保持较高水平；预计未来在监管的引导下证券行业或将出现新一轮的股权收购、兼并整合现象

监管明确表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行。头部证券公司凭借资金、人才、业务布局、渠道建设、风控能力等方面的显著优势，已形成较强的竞争力，2023年前三季度，前十大头部证券公司营业收入、净利润在证券行业营业收入及净利润的占比分别为53.20%和57.53%，集中度仍保持较高水平，强者恒强的马太效应凸显，行业分化将进一步加剧。同时在监管政策的引导下，券商合并成为关注焦点，市场上备受关注的华创证券+太平洋证券、平安证券+方正证券、国联证券+民生证券、浙商证券+国都证券等并购案均有实质性进展。预计未来证券行业或将出现股权收购、兼并整合现象，并且预计将由央国企大中型证券公司作为引领，发挥主导地位，在并购整合趋势下，行业头部集中趋势有望进一步加强，而中小券商特色化经营转型有望进一步加速。

## 展望五：财富管理转型更加深入，证券公司应加强投研能力、渠道能力、产品能力及服务能力建设，积极向买方投顾服务转变

传统经纪业务竞争激烈，佣金率持续下滑，财富管理转型更加深入。公募基金减佣降费倒逼财富管理行业从传统经纪业务向真正买方投顾转型，以实现客户利益为核心。同时各证券公司纷纷布局资管子公司，积极申请公募牌照，实现资管业务的公募化转型，进一步推动证券公司财富管理向纵深发展。财富管理业务的核心竞争力是证券公司的投研能力、渠道能力、产品能力



及服务能力，证券公司积极构建以客户为中心的财富管理服务体系，向买方投顾服务转变。

**展望六：客需业务及机构业务转型成为证券公司差异化竞争的另一突破口，是证券公司稳健提升资本效率和长期净资产收益率的重要方向，同时相关业务风险不容忽视**

在机构化及国际化趋势下，客需驱动的衍生品业务成为重要扩表方向，场外衍生品业务成为证券公司发力重点。客需业务及机构业务转型成为证券公司差异化竞争的另一突破口，机构业务具备更强的客户黏性和集中度，是证券公司稳健提升资本效率和长期净资产收益率的重要方向。同时，场外衍生品业务的风险亦不容忽视，市场波动加剧以及监管政策趋严对证券公司开展场外衍生品业务的资质、资本实力、规模优势以及产品设计、风控系统、机构渠道等提出更高的综合要求。

## 附表：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
赵婷婷	金融机构部	高级分析师
徐济衡	金融机构部	高级分析师
盛雪宁	金融机构部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司  
 地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号  
 银河 SOHO5 号楼  
 邮编：100010  
 电话：(86010) 66428877  
 传真：(86010) 66426100  
 网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING  
 CO.,LTDADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,  
 Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District,  
 Beijing,PRC.100010  
 TEL: (86010) 66428877  
 FAX: (86010) 66426100  
 SITE: <http://www.ccxi.com.cn>