



# 2025 年中国证券公司行业信用风险展望

联合资信 金融评级 | 潘岳辰 | 汪海立 | 韩璐 | 张晓嫫

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



## 主要观点：

- 2024 年以来，随着“新国九条”出台和资本市场“1+N”政策体系逐步落地，以及 9 月以来一系列增量政策的积极效果持续显现，市场信心明显增强，资本市场回暖向好，为行业长期平稳发展奠定了基础。
- 2024 年，证券公司受处罚频次创新高，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。
- 2024 年，证券公司资本补充受市场及监管政策环境影响明显放缓；在政策红利的推动下，证券公司并购重组活动显著提速。
- 2024 年前三季度，证券公司资金需求明显萎缩，债券发行规模同比显著下滑；随着 2024 年第四季度资本市场交投活跃度的上升，证券公司融资需求回升，单季债券融资总额创 10 年来新高。
- 2024 年四季度股票市场回暖，证券公司经纪、信用、自营等核心业务有望实现较好业绩，但投行业务开展仍面临较大的压力。
- 中央经济工作会议指出我国 2025 年将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，更加积极的政策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，但国内经济的多重不确定性因素和严峻复杂的国际形势仍给证券公司经营带来较大不确定性。

## 行业展望：

预计 2025 年证券公司信用水平情况将保持稳定。

## 一、2024 年行业信用风险回顾

### （一）行业政策概览

2024 年以来，随着“新国九条”出台和资本市场“1+N”政策体系逐步落地，以及 9 月以来一系列增量政策的积极效果持续显现，市场信心明显增强，资本市场回暖向好，为行业长期平稳发展奠定了基础。

2024 年 4 月，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“新国九条”），这是继 2014 年时隔 10 年后再次出台的资本市场指导性文件。为贯彻落实“新国九条”及完善现有制度体系，证监会于年内发布了《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》《监管规则适用指引—发行类第 10 号》《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》《关于加强上市证券公司监管的规定》《关于严格执行退市制度的意见》《上市公司监管指引第 10 号—市值管理》等配套制度，就严控发行上市准入、加强上市公司监管、严格执行退市制度、加强机构监管等方面作出了进一步规定，“1+N”政策体系逐步落地，资本市场改革持续深化。

2024 年 9 月，美联储继 2020 年 3 月以来首次降息，国际经济形式出现了明显拐点。为应对国际经济形式的变化，我国出台了一系列经济刺激政策，并取得了显著成效。2024 年 9 月 24 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会介绍金融支持经济高质量发展有关情况，中国人民银行行长潘功胜，金融监管总局局长李云泽，中国证监会主席吴清均出席了该新闻发布会，并在会上宣布了降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行；降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例；创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展等一系列政策。其中证监会主席吴清表示证监会将重点抓好“三个突出”：一是突出增强资本市场内在稳定性。树立回报投资者的鲜明导向，提高上市公司质量和投资价值。加快投资端改革，推动构建“长钱长投”的政策体系。二是突出服务实体经济回升向好和经济高质量发展。聚焦服务新质生产力等重点领域，用好股票、债券、期货等多种资本市场工具，多措并举活跃并购重组市场。同时努力会同各方面畅通私募股权创投基金“募投管退”各环节循环。三是突出保护中小投资者合法权益。坚决打击财务造假、操纵市场等违法违规行为，同时在代表人诉讼、先行赔付等方面争取落地更多示范性案例。

2024 年 9 月以来，证监会发布了《关于推动中长期资金入市的指导意见》《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》《关于设立股票回购

增持再贷款有关事宜的通知》等行业政策，上述政策颁布后，增量资金为证券市场注入了活力，市场信心明显增强，资本市场持续回暖向好。

2023年8月以来，证监会还根据市场情况和投资者关注点采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024年9月，证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》（以下简称“《风控指标规定》”），并将于2025年1月1日起正式实施。风险控制指标体系在提升证券公司风险管理水平，增强行业抵御风险能力方面发挥重要作用。本次《风险指标规定》的修订有助于引导证券公司充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理等功能作用，同时支持合规稳健的优质证券公司适度提升资本使用效率，更好为实体经济提供综合金融服务。

**表 1.1.1 2024 年证监会要闻**

时间	政策名称	主要内容
1月	证监会进一步加强融券业务监管，全面暂停限售股出借	具体包括：一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。因涉及系统调整等因素，第一项措施自1月29日起实施，第二项措施自3月18日起实施。
2月	证监会新闻发言人就“两融”融券业务有关情况答记者问	证监会对融券业务提出三方面进一步加强监管的措施：一是暂停新增转融券规模，以现转融券余额为上限，依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结；二是要求证券公司加强对客户交易行为的管理，严禁向利用融券实施日内回转交易（变相T+0交易）的投资者提供融券；三是持续加大监管执法力度，我会将依法打击利用融券交易实施不当套利等违法违规行为，确保融券业务平稳运行。
2月	中国证监会主要领导调整	中共中央决定，任命吴清同志为中国证券监督管理委员会党委书记，免去易会满同志的中国证券监督管理委员会党委书记职务。国务院决定，任命吴清同志为中国证券监督管理委员会主席，免去易会满同志的中国证券监督管理委员会主席职务。
3月	证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》	一是行业机构定位；二是夯实合规风控基础；三是优化行业发展生态；四是促进行业发挥功能；五是全面强化监管执法；六是防范化解金融风险；七是抓好监管队伍建设。
3月	证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	一、将强信息披露监管，严惩业绩造假；二、防范绕道减持，维护市场信心；三、加强现金分红监管，增强投资者回报；四、推动上市公司加强市值管理，提升投资价值。
3月	证监会集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等四项政策文件	一是严把拟上市企业申报质量；二是压实中介机构“看门人”责任；三是突出交易所审核主体责任；四是强化证监会派出机构在地监管责任；五是坚决履行证监会机关链条统筹职责；六是优化多层次资本市场功能衔接；七是规范引导资本健康发展；八是健全全链条监督

		问责体系。
3月	证监会发布实施《首发企业现场检查规定》	修订后的《现场检查规定》强调“申报即担责”，规定在检查过程中对撤回上市申请的企业“一查到底”，撤回上市申请不影响检查工作实施，也不影响依法依规对检查发现的问题进行处理，并增加了不提前告知直接开展检查的机制。同时，《现场检查规定》进一步规范了现场检查程序，强调现场检查处理标准统一。
3月	证监会修订实施《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》	一是要求辅导机构制定辅导环节执业标准和操作流程，督促辅导对象准确把握板块定位和产业政策。二是明确辅导监管要关注首发企业及其“关键少数”的口碑声誉，拓展发行监管信息源。三是规定审核注册工作要充分利用好辅导监管报告，形成辅导监管与审核注册的有机联动。
4月	证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》	第一，严格强制退市标准；第二，进一步畅通多元退市渠道；第三，削减“壳”资源价值；第四，强化退市监管；第五，落实退市投资者赔偿救济。
4月	证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	一是建立融资“绿色通道”；二是支持科技型企业股权融资；三是加强债券市场的精准支持；四是完善支持科技创新的配套制度。
4月	证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》	一是调降基金股票交易佣金费率；二是降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限；三是全面强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求；四是明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求。
4月	证监会修改《科创属性评价指引（试行）》	提高了对科创板拟上市企业的研发投入、发明专利数量及营业收入复合增长率要求。
5月	证监会修订发布《关于加强上市证券公司监管的规定》	明确要求上市证券公司，以更鲜明的人民立场、更先进的发展理念、更严格的合规风控和更加规范、透明的信息披露，努力回归本源、做优做强，切实担负起引领行业高质量发展的“领头羊”和“排头兵”作用。
5月	证监会发布实施《监管规则适用指引—发行类第10号》	一是要求发行人在招股说明书刊登致投资者的声明，说清上市目的、建立现代企业制度以及融资必要性等基本情况，督促发行人牢固树立正确“上市观”。二是明确“关键少数”可以就出现上市后业绩大幅下滑的情形作出延长股份锁定期的承诺，强化“关键少数”与投资者共担风险的意识。三是完善上市后分红政策的信息披露规则，以利于投资者形成稳定的回报预期。四是强化未盈利企业相关信息披露，要求其披露预计实现盈利情况等前瞻性信息，向投资者充分揭示未来发展前景，便于投资者作出决策。
5月	证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》 《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》	一是严格规范大股东减持。明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份；增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制。二是有效防范绕道减持。要求协议转让的受让方锁定六个月；明确因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等根据减持方式的不同分别适用相关减持要求；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。三是细化违规责任条

		款。明确对违规减持可以采取责令购回并向上市公司上缴价差的措施，列举应予处罚的具体情形。此外，还强化了上市公司及董事会秘书的义务。
6月	证监会发布《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	一是强化科创板“硬科技”定位。二是开展深化发行承销制度试点。三是优化科创板上市公司股债融资制度。四是更大力度支持并购重组。五是完善股权激励制度。六是完善交易机制，防范市场风险。七是加强科创板上市公司全链条监管。八是积极营造良好市场生态。
7月	证监会依法批准暂停转融券业务	证监会依法批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，自2024年7月11日起实施。存量转融券合约可以展期，但不得晚于9月30日了结。同时，批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例由不得低于100%上调至120%，自2024年7月22日起实施。
9月	证监会发布《证监会系统离职人员入股拟上市企业监管规定（试行）》	一是拉长离职人员入股禁止期。将发行监管岗位或会管干部离职人员入股禁止期延长至10年；发行监管岗位或会管干部以外的离职人员，处级以上离职人员入股禁止期从3年延长至5年，处级以下离职人员从2年延长至4年。二是扩大对离职人员从严监管的范围。将从严审核的范围从离职人员本人扩大至其父母、配偶、子女及其配偶。三是提出更高核查要求。中介机构要对离职人员投资背景、资金来源、价格公平性、清理真实性等做充分核查，证监会对有关工作核查复核。
9月	证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》	一是对证券公司投资股票、做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化。二是根据证券公司风险管理水平，优化风控指标分类调整系数。三是对证券公司所有业务活动纳入风险控制指标约束范围，明确证券公司参与公募REITs等新业务风险控制指标计算标准。四是对创新业务和风险较高的业务从严设置风险控制指标计算标准。为平稳有序过渡，于2025年1月1日正式施行。
9月	证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级；二是鼓励上市公司加强产业整合；三是进一步提高监管包容度；四是提升重组市场交易效率；五是提升中介机构服务水平；六是依法加强监管。
9月	中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》	一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。
10月	中国人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》	中国人民银行委托特定的公开市场业务一级交易商（中债信用增进公司），与符合行业监管部门条件的证券、基金、保险公司开展互换交易。互换期限1年，可视情展期。互换费率由参与机构招投标确定。可用质押品包括债券、股票ETF、沪深300成分股和公募REITs等，折扣率根据质押品风险特征分档设置。通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票ETF的投资和做市。
10月	中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》	设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。发放的股票回购增持贷款，与“信贷资金不得流入股市”等相关监管规定不符的，豁免执行相关监管规定；豁免之外的信贷资金，执行现行监管规定。
10月	证监会通报证券公司投行业务内部控制及廉洁从业专项检查情况	从检查情况看，通过近年来持续从严监管，大部分证券公司较为重视投行内控基础制度建设，由业务部门、质量控制、内核合规构成的“三道防线”内控体系运行总

		体有效，项目执业质量水平有所提升，但是个别证券公司仍存在投行内控把关不严等问题，一些项目尤其是债券承销项目尽调核查工作不到位，没有全面落实勤勉尽责的要求。
--	--	---

资料来源：公开信息披露，联合资信整理

## （二）行业监管动态

2024 年，监管机构对证券公司的处罚频率创新高，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。

根据 Wind 统计数据，2024 年，各监管机构对证券公司共作出处罚 399 次，同比大幅增加，其中针对公司作出处罚 162 次，同比增加 117 次；针对个人作出处罚 237 次，同比增加 200 次。从具体的业务违规类型来看，经纪业务涉及问题主要包括未履行客户身份识别义务、从业人员违规炒股、未取得基金从业资格员工从事基金业务、以经营业绩为依据对个别专合规人员进行考核等；发布研究报告业务涉及问题包括发布研究报告前泄露研究报告内容及观点、证券分析师违规向客户私自荐股、未取得分析师资格人员发布研究观点等方面；投行业务涉及问题包括保荐违规、发行人上市当年即亏损、持续督导未勤勉尽责等；资管业务涉及问题包括存在个别资管产品投资最终投资者的关联债券，具有通道业务特征，投资标的、交易对手备选库管理不完善，交易系统风控指标设置存在缺陷，非标投资存续期管理存在不足等。从处分类型看，以出具警示函和责令改正为主，被立案调查、暂停业务资质及罚款的情况相对较少。

表 1.2.1 2024 年证券行业重点监管案例

时间	涉及券商	违规行为	处罚方式
2024.01	华林证券	一是存在个别资管产品投资最终投资者的关联债券，具有通道业务特征；二是投资标的、交易对手备选库管理不完善；三是交易系统风控指标设置存在缺陷；四是非标投资存续期管理存在不足；五是信息披露存在遗漏；六是关联交易管控机制不健全；七是人员及薪酬管理机制不健全。	采取责令改正并暂停新增私募资产管理产品备案 6 个月（为接续存量产品所投资的未到期资产而新发行的产品除外，但不得新增投资）的监督管理措施，并记入证券期货市场诚信档案。
2024.04	华西证券	在金通灵科技集团股份有限公司 2019 年非公开发行股票保荐项目的执业过程中存在尽职调查工作未勤勉尽责、向特定对象发行股票上市保荐书存在不实记载，持续督导阶段出具的相关报告存在不实记载以及持续督导现场检查执行不到位等问题。	暂停保荐业务资格 6 个月，暂停期间自 2024 年 4 月 28 日至 10 月 27 日。

2024.07	中国银河	一是个别定向资产管理账户违规与公司其他证券资产管理账户发生交易，并高杠杆高集中度运作；二是存在刚性兑付的情形，使用自有资金进行垫付或兑付；三是资管新规整改不实，存在规模较大的资产管理计划实质仍为非净值化通道类产品；四是存在内部制度不健全、投资者适当性管理不足、投资标的管理不规范等问题。	采取责令改正并暂停新增私募资产管理产品备案3个月（为接续存量产品所投资的未到期资产而新发行的产品除外，但不得新增投资）的行政监管措施，暂停期间自2024年7月6日至10月5日。
2024.10	中原证券	一是帮助债券发行人与投资者签订债券咨询服务协议，以给予票面利息补差费用的形式非市场化发债。二是在个别公司债券项目中，对发行人偿债能力核查不充分，未发现发行人存在融资租赁合同违约事项且被法院裁定为被执行人。三是在个别项目持续督导期间未勤勉尽责，未发现发行人财务造假事项。四是原质控部门负责人领取项目承揽奖同时参与质控相关工作，质控底稿验收把关不到位等。	暂停债券承销业务6个月，暂停期自2024年10月17日至2025年4月16日。

资料来源：公开信息披露，联合资信整理

**2024年，证券公司分类评价结果分布情况较往年变化不大，证监会新增多个加分项以引导证券公司发挥直接融资“服务商”和资本市场“看门人”功能。**

2024年8月，证监会向证券公司公布了2024年分类评价结果，全行业146家证券公司，其中39家合并至母公司评价，参评主体合计107家。据悉，本次分类评价结果A类、B类、C类公司数量占比分别为50%、40%、10%，AA级别公司保持在14家左右。本次分类评价突出校正证券公司定位，促进行业发挥功能。具体来看，为引导证券公司发挥直接融资“服务商”和资本市场“看门人”功能，提升投行服务实体经济质效，新设置了三项加分安排。一是对证券业协会组织的投行业务质量评价为A类的公司加分；二是落实“科创板八条”关于鼓励证券公司积极开展并购重组业务的要求，对证券业协会组织的并购重组专业能力评价排名前列的公司加分；三是督促证券公司提升新股发行定价能力，对证券业协会组织的新股发行定价能力评价排名前列的公司加分。

### （三）行业信用级别调整情况

**2024年，证券公司主体信用级别出现少量正面变动，行业信用水平总体保持稳定。**

2024年4月，因民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）第一大股东正式由泛海控股股份有限公司变更为无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）等原因，联合资信将民生证券主体长期信用等级由AA<sup>+</sup>上调至AAA。

2024年10月，因东莞证券股份有限公司（以下简称“东莞证券”）外部支持有

力、区域市场竞争具有优势等原因，上海新世纪将东莞证券主体长期信用等级由 AA+ 上调至 AAA。

2024 年 11 月，因万联证券股份有限公司（以下简称“万联证券”）股东增资等原因，联合资信将万联证券主体长期信用等级由 AA+ 上调至 AAA。

#### （四）证券公司资本补充情况

**2024 年，无证券公司实现 IPO 发行上市；证券公司股权融资很少，资本补充受市场及监管政策环境影响明显放缓。**

根据 Wind 统计，截至 2024 年末，财信证券、渤海证券、华龙证券和开源证券因财报更新 IPO 审核中止；东海证券、申港证券处于 IPO 辅导备案登记受理状态；华金证券撤回上市辅导备案；华宝证券撤回上市申请，上交所已终止其发行上市审核。2024 年 7 月 1 日，东莞证券 IPO 已恢复审核。2024 年，无证券公司 IPO 发行上市。

再融资方面，截至 2024 年末，天风证券、南京证券、中泰证券和国信证券股东大会通过股票增发预案；浙商证券股票增发方案因获得股东大会审议通过之日超过 12 个月而失效；中原证券股票增发计划停止实施。2024 年 12 月，国联证券配股预案通过证监会。

此外，2024 年 10 月末，万联证券收到股东增资款 20.00 亿元，为公司原控股股东和新引入股东出资认购。

**表 1.4.1 证券公司股权融资最新进展（截至 2024 年末）**

融资动作	公司名称	进度	日期	价格（元）	募资总额（亿元）
IPO	东莞证券	已受理	2024-06-29	--	--
	华宝证券	终止（撤回）	2024-06-28	--	--
	财信证券	已问询	2024-11-01	--	--
	渤海证券	中止审查	2024-09-30	--	--
	华龙证券	已回复	2024-12-30	--	--
	开源证券	中止审查	2024-09-30	--	--
增发	浙商证券	停止实施	2024-03-19	--	--
	天风证券	股东大会通过	2024-05-16	--	--
	南京证券	股东大会通过	2024-07-06	--	--
	中原证券	停止实施	2023-07-22	--	--
	中泰证券	股东大会通过	2024-10-10	--	--
	国信证券	股东大会通过	2024-12-24	8.60	--
	国联证券	证监会通过	2024-12-28	11.17	--

资料来源：Wind，联合资信整理

#### （五）证券公司并购重组情况

**在政策红利的推动下，2024年证券公司并购重组活动显著提速。**

2019年11月，中国证监会首次提出鼓励同业并购打造航母级券商；2023年10月，中央金融工作会议提出“培育一流投资银行和机构”；2023年11月，证监会发声支持头部券商通过业务创新、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作用；2024年3月，中国证监会出台《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》；2024年4月，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》；2024年9月，中国证监会出台《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》。在政策红利推动下，2024年证券公司并购重组活动明显提速。

证券业2024年并购案例共有7起，分别为“国联+民生”“浙商+国都”“西部+国融”“平安+方正”“太平洋+华创”“国信+万和”“国泰君安+海通”。与“国联+民生”“浙商+国都”“西部+国融”的地方国资发起跨区域外延收购券商牌照不同，“国信+万和”并购重整意味着地方国资系内部券商牌照整合的开启，同时，类似这样股东背景体系相近的证券公司的并购难度也相对较低；此外，“国泰君安+海通”系新国九条实施以来头部券商合并重组的首单，也是中国资本史上规模最大的A+H双边市场吸收合并的案例。

在监管的支持下，证券公司并购重组的浪潮仍将延续，行业集中度将进一步提升，预计未来行业中的头部券商可以通过并购重组进一步做大做强，打造一流投行，中小券商则可以通过并购重组更好地实现特色化、差异化发展。

#### （六）证券公司债券发行情况

**2024年1—9月，证券公司资金需求明显萎缩，债券发行规模同比显著下滑；其中公司债和短期融资券发行规模较上年同期下降幅度较大。2024年四季度证券公司债券融资额出现爆发式增加，2025年证券公司全年债券发行规模预计将出现增长。**

2024年1—9月，我国证券公司共发行各类债务融资工具403期，发行规模6926.27亿元，分别同比下降168期和下降34.80%。其中，公司债发行规模占总发行规模的比重为53.03%，次级债占比为13.72%，短期融资券占比为33.25%。

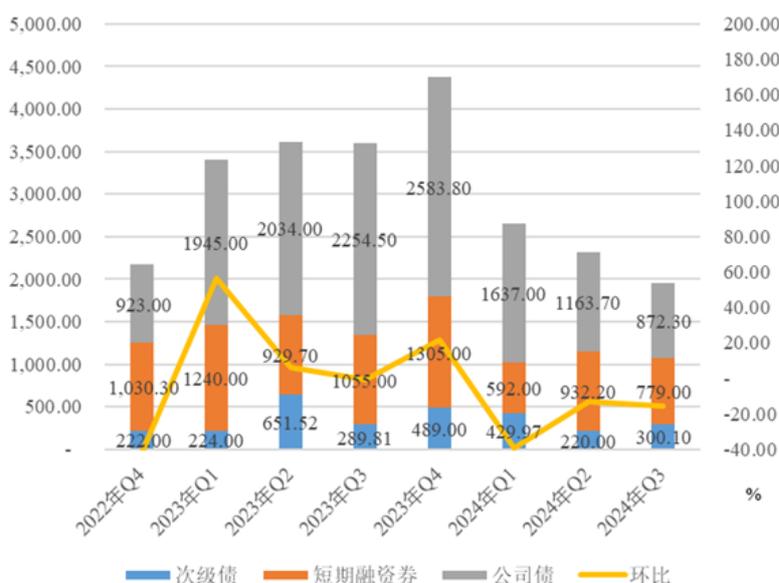
公司债方面，2024年1—9月，证券公司合计发行了195期公司债，同比下降103期；合计募资3673.00亿元，同比下降41.08%；发行规模占比同比下降5.64个百分点。

短期融资券方面，2024年1—9月，证券公司合计发行了154期短期融资券，同

比下降 53 期；合计募资 2303.20 亿元，同比下降 28.58%；占证券公司总发行规模的比重上升 2.90 个百分点。

次级债方面，2024 年 1—9 月，证券公司共计发行 54 期次级债，同比下降 12 期；合计募资 950.07 亿元，同比下降 18.47%，占总发行规模的 13.72%，占比同比上升 2.75 个百分点。

从现有情况看，受多种因素影响，2024 年前三季度证券公司融资需求降幅显著，随着资本市场交投活跃度的上升，2024 年第四季度证券公司融资额出现大幅增长，证券公司共发行债券 6215.80 亿元，为 2015 年以来证券公司单季债券发行总额的最高值，发行额同比增长 41.98%，环比增长 218.53%，预计 2025 年券商债券发行规模预计将出现增长。



资料来源：Wind，联合资信整理

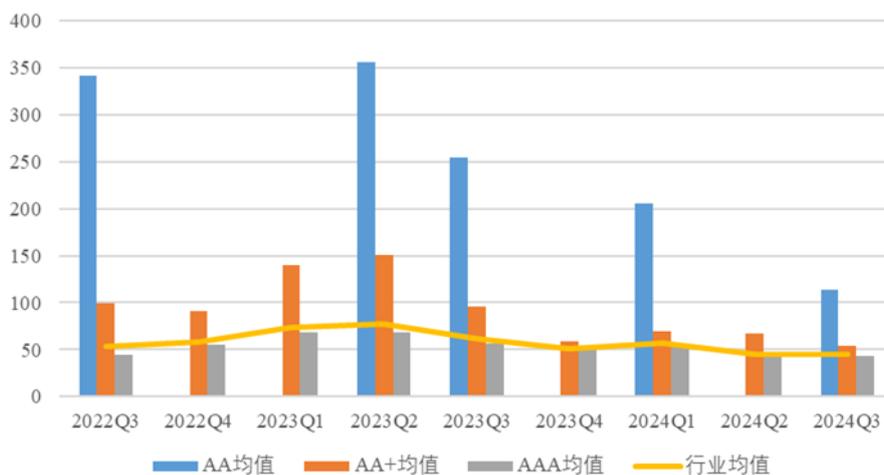
图 1.6.1 证券公司发债情况统计（单位：亿元、%）

证券公司发债主体级别以 AAA 和 AA<sup>+</sup> 为主，2023 年前三季度，行业发行利差先下降后稳定。

2024 年 1—9 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 64 家，其中主体信用级别为 AAA 的有 51 家，AA<sup>+</sup> 的有 10 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 56.58BP、44.96BP 和 45.32BP，呈先下降后稳定的态势，发行利差有所收窄。2024 年三季度，AAA 级证券公司发行利差环比上升 0.23 个 BP，变动不大，AA<sup>+</sup> 证券公司发行利差环比下降 12.92 个 BP，有

所收窄；行业利差均值 45.32BP，同比下降 15.88 个 BP，环比增加 0.36 个 BP；AAA 证券公司平均利差低于 AA<sup>+</sup>利差 10.43 个 BP，差额同比下降 28.62 个 BP，环比下降 13.15 个 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

图 1.6.2 证券公司不同主体级别利差变动情况（单位：BP）

### （七）行业收入结构及集中度变化情况

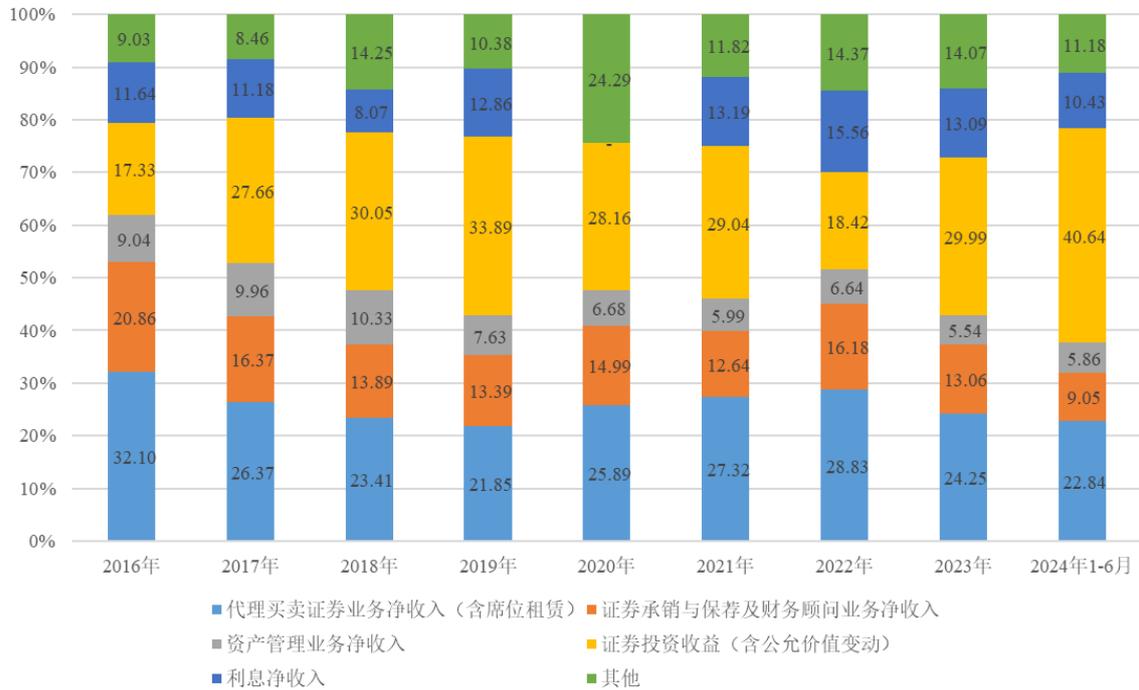
2024 年上半年，证券公司营业收入同比有所下降，期末行业集中度仍属较高水平，头部效应显著。

2024 年 1—6 月，147 家证券公司实现营业收入同比下降 9.44%，主要系受股票交投活跃度低迷、两融业务日均余额下降及 IPO 发行进度放缓的影响，经纪业务、信用业务和投行业务收入同比减少所致；当期证券投资收益（含公允价值变动）为证券公司最主要收入来源，且收入贡献度在 2024 年上半年明显提升。

表 1.7.1 证券行业概况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
证券公司家数（家）	133	139	140	140	145	147
营业收入（亿元）	3604.83	4484.79	5024.10	3949.73	4059.02	2033.16
净利润（亿元）	1230.95	1575.34	1911.19	1423.01	1378.33	799.90

资料来源：中国证券业协会



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证券公司 2021 年及 2022 年全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，故上图以 2021 年和 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

图 1.7.1 我国证券公司业务收入结构图 (单位: %)

证券公司行业集中度较高。按证券公司营业收入排序，2024 年上半年，前十大证券公司实现营业收入和净利润占全行业<sup>1</sup>营业收入和净利润的比重分别为 68.68%和 55.92%，占比较 2023 年下降 4.70 和 6.74 个百分点。截至 2024 年 6 月末，前十大证券公司资产总额为 7.74 万亿元，所有者权益总额为 1.55 万亿元，分别占全行业总资产和所有者权益比重的 65.84%和 51.65%，分别较 2023 年末下降 0.26 和 0.21 个百分点，整体来看，证券行业集中度仍较高。未来，大型券商可以凭借规模、平台、品牌、政策倾斜等多方面优势将龙头优势扩大，预计证券公司的行业集中度仍将维持在较高水平。

表 1.7.2 截至 2024 年 6 月末/2024 年 1—6 月主要证券公司财务数据 (单位: 亿元)

序号	证券公司	营业收入	净利润	总资产	所有者权益
1	中信证券	301.83	109.82	14950.12	2844.83
2	华泰证券	174.41	54.72	8345.82	1834.28
3	中国银河	170.86	43.88	7663.09	1339.61
4	国泰君安	170.70	53.16	8980.60	1748.12

<sup>1</sup>全行业数据均采用中国证券业协会公布口径

5	广发证券	117.78	47.35	6893.28	1456.50
6	招商证券	95.28	47.50	6391.30	1245.29
7	中信建投证券	93.83	28.63	5251.15	1026.62
8	申万宏源证券	93.83	27.63	5683.65	1280.73
9	中金公司	89.11	22.29	5991.04	1059.27
10	海通证券	88.65	12.30	7214.15	1711.92
合计		<b>1396.28</b>	<b>447.28</b>	<b>77364.2</b>	<b>15547.17</b>

注：数据以营业收入由高到低排序

资料来源：Wind，联合资信整理

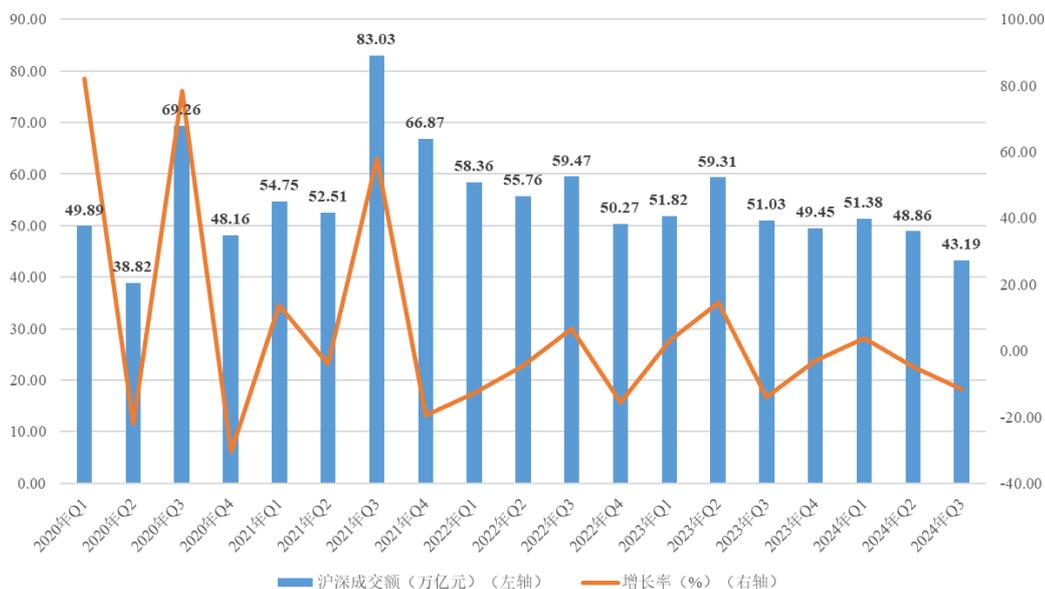
## （八）业务经营情况

### 1. 经纪业务

2024 年前三季度，股票市场交投活跃度较去年同期有所下降，经纪业务业绩仍面临一定压力。受益于超预期政策的颁布，9 月下旬股票市场交投活跃程度明显提升，证券公司经纪业务 2024 年第四季度业绩预计将出现明显回升。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。

受宏观经济和证券市场波动等多重外部因素影响，2024 年前三季度，股市交易活跃程度同比有所下降，沪深两市成交额为 143.54 万亿元，同比下降 11.48%；2024 年第三季度，沪深两市成交额 43.19 万亿元，同比下降 15.35%，环比下降 11.60%，股市交投活跃程度同比、环比均有所下降。根据中国证券业协会统计数据，2024 年 1—6 月，证券公司实现代理买卖证券业务净收入 464.45 亿元，同比下降 11.20%，板块业务收入面临一定压力。

2024 年 9 月 24 日，在中国人民银行行长宣布降低存款准备金率和政策利率、降低存量房贷利率、创设新的货币政策工具等一系列超预期政策后，股票市场指数快速上涨，市场单日成交额逐日攀升。2024 年 9 月 30 日，市场单日成交额 2.61 万亿元，创历史记录，后又于 10 月 8 日再作突破达 3.48 万亿元。受益于市场交投活跃度的提升，2024 年第四季度证券公司经纪业务经营业绩预计将出现明显回升。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.8.1.1 沪深股票成交额

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 4 月 19 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》，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。

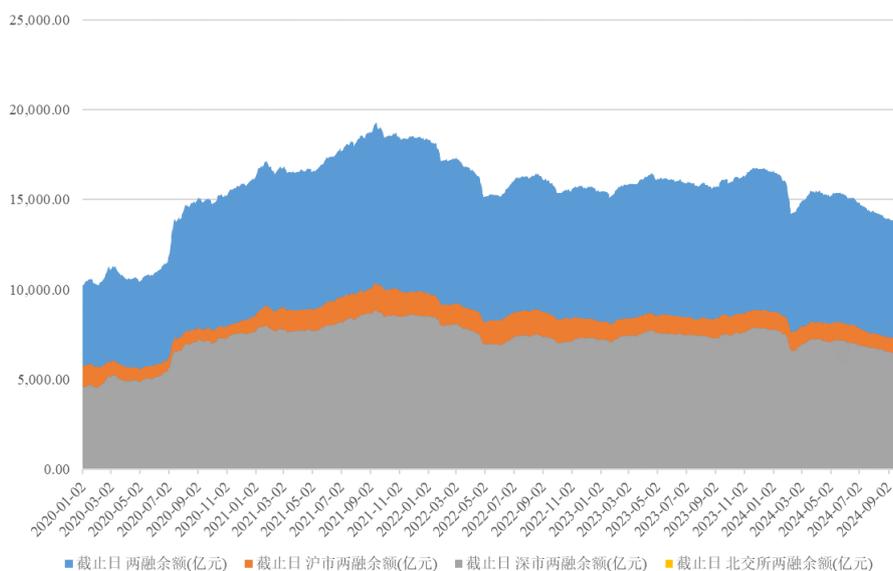
2019 年 10 月，中国证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》；2020 年 3 月，首批证券公司基金投顾试点资格获批，2023 年 6 月，证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，推动基金投资顾问业务从试点阶段向常规化发展。截至 2024 年 11 月末，开展基金投顾业务的金融机构 60 家，其中证券公司 29 家。

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，受相关监管举措和股票市场波动影响，两融业务规模有所收缩；股票质押业务规模持续下降，市场股票质押规模处于较低水平，整体风险可控。

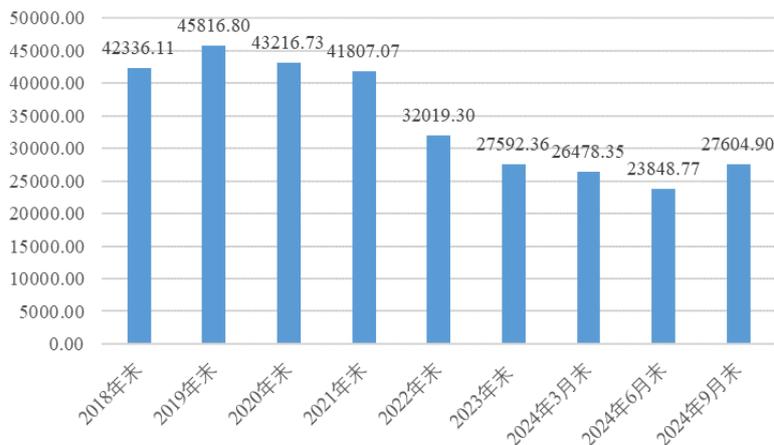
2024年1月，证监会加强了对限售股出借的监管，进一步优化了融券机制，制约机构在信息、工具运用方面的优势，打击了借融券之名行绕道减持、套现之实的违法违规行为；2月，证监会进一步加大了对融券业务的监管力度并暂停了新增转融券规模，相关监管举措实施后，市场融券余额明显下降。截至2024年9月末，市场两融余额14401.43亿元，较上季度末下降2.75%；其中沪市两融余额7567.85亿元，较上季度末下降3.85%；深市两融余额6822.10亿元，较上季度末下降1.52%。2024年1—6月，证券公司实现利息净收入212.15亿元，同比下降24.47%。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.8.2.1 两融业务余额情况

股票质押业务方面，截至2024年9月末，市场质押股份市值合计2.76万亿元，基本与上年末持平，市场质押股份市值处于较低水平；市场质押股数占总股本比例为4.22%，较上年末下降0.02个百分点。近年来，证券公司积累了较为丰富的开展股票质押业务经验，随着市场的回暖及风险的逐步化解，股票质押业务风险整体可控。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.8.2.2 市场质押股份市值情况（单位：亿元）

### 3. 自营业务

证券公司自营投资业务与证券市场关联度高，2024 年以来，股票市场指数震荡上行，但期间波动较大；债券市场指数波动增长，十年期国债收益率震荡下行，债券类资产表现较好；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。

2024 年以来，证券市场震荡上行，证券公司自营业务收入受到较大影响。截至 2024 年 9 月末，上证指数收于 3336.50 点，较上年末上涨 12.15%；深证成指收于 10529.76 点，较上年末上涨 10.55%；中债一综合净价（总值）指数收于 107.27 点，较上年末上涨 2.42%。2024 年前三季度，国内经济总体平稳、稳中有进，资本市场各项政策逐步落地，且随着互换便利和股票回购增持专项再贷款的设立，国内股票市场获得较大的增量资金，受益于此，国内股票市场指数快速回升，整体来看，前三季度表现优于上年同期；债券市场相关指数波动增长，整体表现亦优于上年同期。

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。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，截至 2024 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接近 1382.82 亿元，其中中信证券、中金证券、华泰证券的衍生金融资产占全部规模的比重为 49.44%。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。



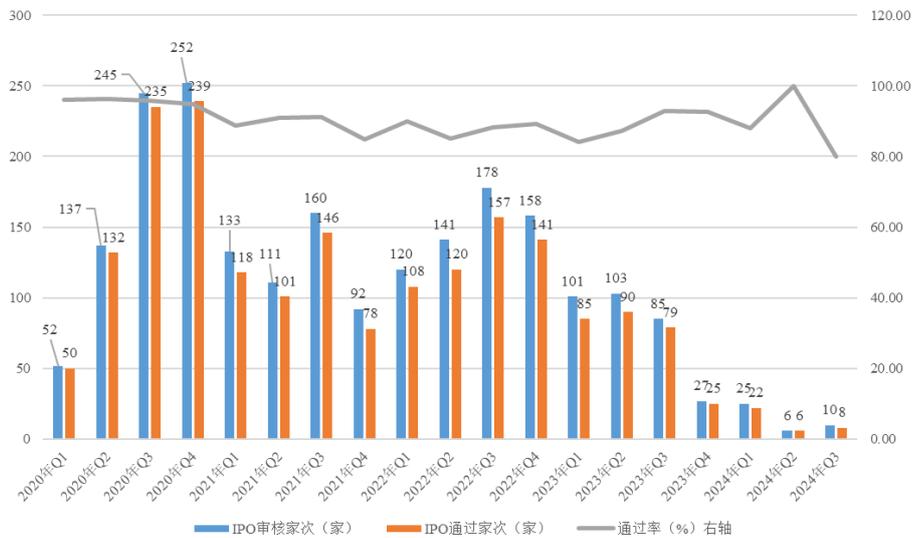
资料来源：公开信息，联合资信整理

图 1.8.3.1 股票市场指数 (单位: 点)

#### 4. 投行业务

2024 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降幅明显，债券主承销规模有小幅增长；受行业政策的持续影响，股权融资业务承压，但债权融资业务发展良好，预计未来仍有较大增量空间。

2024 年以来，国内 IPO 项目审核持续收紧，且保持了对保荐机构的严监管，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。2024 年 1—9 月，证监会审核 IPO 家数 41 家，其中 36 家通过审核，过会率为 87.80%，相较于 2023 年同期 289 家 IPO 审核家数、254 家通过家数以及 87.89% 的通过率，IPO 审核家数出现明显下滑。



资料来源：Wind，联合资信整理

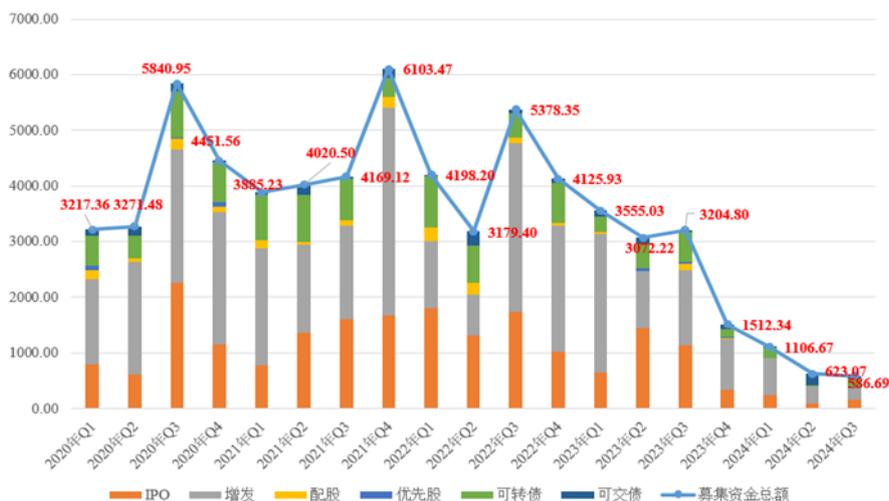
图 1.8.4.1 IPO 审核通过情况

股权融资方面，证监会加强一、二级市场逆周期调节，IPO 审核持续收紧；2024 年 3 月，证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》，从严监管企业发行上市活动，提高上市公司质量，规范引导资本健康发展，IPO 申报节奏放缓；2024 年 4 月，随新“国九条”及相关配套制度的落地，公司上市的审核标准进一步提升。2024 年 1—9 月，受到 IPO 申报数量和证监会审核项目数量减少，且审核保持收紧等因素，IPO 发行规模合计 478.68 亿元，较上年同期大幅下降 85.21%，发行家数 69 家，较上年同期减少 195 家；再融资规模合计 1837.74 亿元，较上年同期大幅下降 72.14%，发行家数 156 家，较上年同期减少 239 家。

债权融资方面，国务院下发《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35）、《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47 号），对于地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国企和普通国有企业的债务融资给出相关指导意见，要求 12 个省份的债务风险降至中低水平；134 号文和 150 号文的出台，明确城投类企业退出地方政府融资平台的名单，以及退出后的城投企业新增债务的审核条件等事项。基于中央政府化债方案和上述文件的指导，2024 年前三季度，证券公司主承销各类债券金额 10.08 万亿元，较上年同期增长小幅 1.12%，主要系 2024 年以来利率持续下行、部分债券集中到期等因素致使债券市场置换、新发债券规模增加。

我国经济稳中向好，资本市场深化改革的同时伴随强监管及严审核；预计短期内 IPO 业务审核保持收紧，股权再融资规模亦难有较大增量，股权融资业务仍将承压；

中央政府持续积极化债并推出相应政策，资本市场利率中枢持续维持低位，债权融资业务预计仍具备较多的增量机会；基于目前业务环境，未来，要求投资银行需探索更多创新的再融资工具，以满足不同企业的融资需求，并在传统业务的基础上拓展财务顾问、并购重组等多元化金融服务。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.8.4.2 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 1.8.4.3 证券公司投行业务债券承销情况

## 5. 资管业务

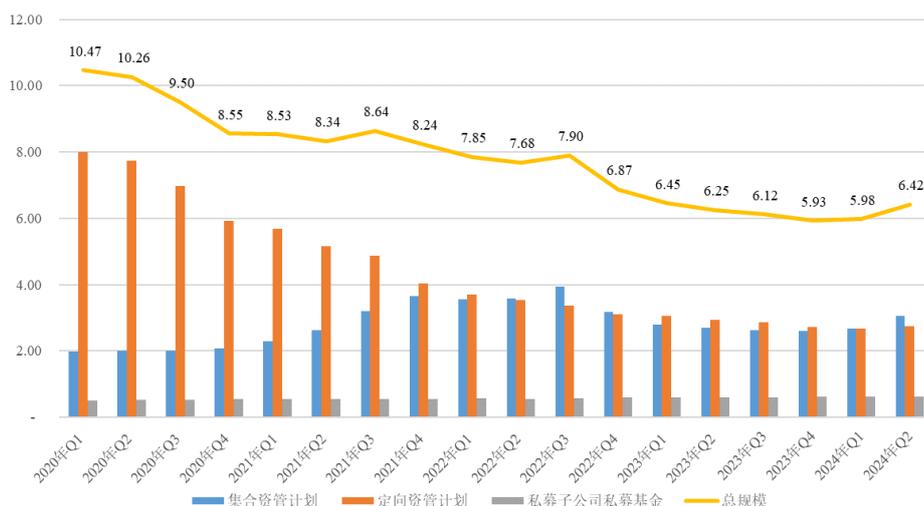
2024 年以来，证券公司资产管理业务规模有所增长，业绩表现有所提升；业务结构以集合、定向计划为主，提前布局公募基金业务的券商有望实现较好发展。

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后趋稳，主动管理产品规模占比不断提升。2024 年以来，证券公司资产管理业务规模有所增长，截至 2024 年 6 月末，证券公司资产管理业务总规模为 6.42 万亿元，较上年末增长 8.35%。

从资管业务结构来看，截至 2024 年 9 月末，证券公司定向资产计划占比持续下降至 42.77%，占比较年初下降 2.99 个百分点；集合计划占比 47.54%，较年初提高 3.78 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。

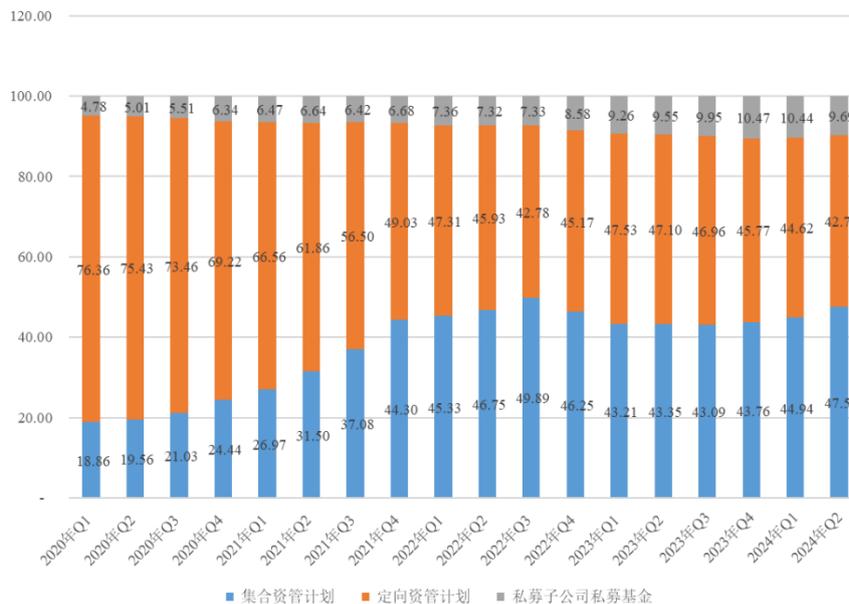
随着资管新规过渡期即将结束，净值化要求逐步推进落地，居民资金配置需求增长，资产管理业务有望向好发展。随着“一参一控一牌”新规落地，证券公司纷纷成立资管子公司，加快申请公募牌照步伐，资管公募化转型加速。截至 2024 年 9 月末，公募基金管理规模达 32.07 万亿元，较上年末增长 16.20%，证券公司发力公募业务，有助于提升收入、开拓新的业务增长点。

2024 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 119.08 亿元，同比增长 8.62%。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。



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 1.8.5.1 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 1.8.5.2 证券公司资管业务结构（单位：亿元）

## 二、2025 年行业信用风险展望

2024 年 9 月以来，随着一系列经济刺激政策陆续发布，资本市场信心明显修复，2025 年我国仍将坚持“稳中求进”的经济发展策略，更加积极的政策有助于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和严峻复杂的国际形势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 2025 年经济工作定调，2025 年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。会议指出积极的财政政策基调将维持不变，并围绕提高财政赤字率、加大财政支出、增发超长期特别国债、专项债等方面作出积极部署；货币政策基调将由稳健转向适度宽松，适时的降准降息将为我国经济提供更强的逆周期调节支持。更加积极的政策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等问题，加之目前国际形势依然复杂严峻，外部环境复杂性持续上升，2025 年证券公司业绩实现仍存在不确定性。

### **资本市场“1+N”政策体系逐步落地；严监管态势持续。**

为贯彻落实“新国九条”及完善现有制度体系，证监会就严控发行上市准入、加强上市公司监管、严格执行退市制度、加强机构监管等方面颁布了一系列配套制度，资本市场改革持续深化。2024 年 9 月，证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，这有助于引导证券公司充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理等功能作用，同时支持合规稳健的优质证券公司适度提升资本使用效率，更好为实体经济提供综合金融服务。

行业严监管态势延续，2024 年全年证券公司受处罚频次创新高。未来“严监管、防风险”仍是监管的主旋律，需要重点关注证券公司内部控制制度健全情况以及业务开展过程中的尽责情况。2025 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。

### **股票市场回暖，证券公司经纪、信用、自营等核心业务业绩有望实现较好增长。**

2024 年四季度，股票市场交投活跃程度显著提升，投资者信心获得明显修复，预计未来一段时间内证券行业景气度将有所提升。具体来看，经纪业务收入将受益于市场交易量的攀升出现明显增长；资管业务则将相对平稳，但仍面临一定费率以及业绩报酬下降压力；随着 2024 年四季度市场融资融券日均规模的增长，信用业务收入预计将出现一定增长；2024 年市场股权融资规模创 2014 年以来新低，随着 IPO 审核及发行的放缓，投行业务业绩增长压力将进一步加大；自营业务与市场密切相关，随着股市的回暖，证券公司自营业务有望实现较好收益。2025 年，证券公司核心业务经营业绩预计将出现较明显分化，其中经纪、信用、自营等核心业务业绩有望实现较好增长。

### **证券行业并购重组或将进一步提速；“马太效应”延续，分层竞争格局持续。**

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。在政策红利推动下，2025 年证券公司并购重组活动预计将进一步提速，行业内多起并购重组案例有望落地。

未来，在并购重组的浪潮下，证券公司行业集中度将进一步提升，“马太效应”仍将延续，资本、收入和利润向头部集中的趋势可能出现明显加快。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将持续提

升。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。