专题研究报告

证券公司业务杠杆风险研究类型、影响因素及建议

核心观点

券商由轻资产模式转向重资产驱动，杠杆成为核心经营工具。佣金率下行推动券商收入结构变迁，重资产业务（自营、资本中介、衍生品等）收入占比持续抬升，业务扩张带动资产负债表大幅扩容；融资模式呈现债权融资为主、股权融资萎缩的特征，发债是加杠杆的主要方式。2026年Q3上市券商资产负债率已至81.63%，头部券商负债率更高。

杠杆具备双面属性：放大盈利，同时放大市场、信用、流动性风险。杠杆依托自营、两融、衍生品等重资本业务增厚收益、抬升ROE，但属于双刃剑。历史上股票质押、融资盘强平、自营波动等案例印证，市场反转时杠杆会加速风险暴露；主要风险分为市场风险、信用风险、流动性风险三类，极端情形下会形成风险连锁传导。股票质押业务经过持续压降，规模较峰值显著收缩；衍生品快速扩容并进入统一强监管阶段。

监管持续迭代，搭建以净资本为核心的杠杆约束框架。监管长期动态优化风控规则，新版风控规定以资本杠杆率作为核心约束指标，配套风险覆盖率、流动性覆盖率、净稳定资金率等指标，在守住风险底线前提下，适度引导资本投放、服务实体经济，推动行业供给侧结构改革，当前上市券商各项核心风控指标整体达标。

杠杆风险由监管政策、市场环境、券商自身经营三大因素共同决定。监管规则划定杠杆上限、业务约束边界；市场涨跌、流动性松紧、宏观环境是外部触发条件；券商自身战略取向、风控能力、资产质量是风险分化的内因，激进扩张、风控薄弱的机构更容易暴露风险。

风险防控需要监管与券商双向协同构建防控体系。监管端：动态优化风控指标、强化创新业务监管、加大违规惩戒、推进跨部门协同，阻断跨市场风险传染；券商端：完善内部风控模型与限额管理、均衡轻重资产业务结构、优化资产配置、拓宽资本补充渠道，降低对高风险杠杆的依赖，最终实现杠杆稳健运用与行业高质量发展的平衡。

风险提示：二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

发展研究·专题研究

证券分析师：林珊珊
0755-81981576
linss@guosen.com.cn
S0980518070001

相关研究报告

《我国养老金等中长期资金入市——堵点突破与“长钱长投”机制构建》——2026-09-28
《全能投行嬗变：从战略到执行》——2026-01-29
《2025年证券行业政策及其影响研究-分类监管引领下的高质量发展新征程》——2025-12-26
《证券行业2025年三季报综述-业绩高景气，转型蓄力时》——2025-11-13
《证券行业研究报告-2024年上半年证券行业发展情况及未来展望——并购重组开启》——2024-09-27
《境外公募基金发展经验借鉴分析》——2024-08-08
《基金投顾业务转型分析：发展现状与转型机会》——2024-06-19
《专题研究报告-联博资管发展转型经验分析》——2024-05-24
《证券行业研究报告-证券行业发展情况研究——监管趋严 鼓励行业“做优做强”》——2024-03-12
《证券行业研究报告-证券行业发展现状及未来发展趋势—行业步入杠杆提升、并购整合新周期》——2023-12-26

内容目录

一、引言 4
二、业务杠杆的发展历程：从“轻”到“重”的转型与资金需求演变 4
（一）业务结构转型：从轻资产主导到重资产为核心 4
（二）资金需求扩张：资产负债表增长与融资渠道特征 5
三、杠杆对券商的双重影响：盈利提升与风险敞口扩大 7
（一）杠杆驱动盈利增长的路径 7
（二）杠杆驱动盈利提升 10
（三）监管新规完善风险防控制度 12
四、风险类型及影响因素 13
（一）三大核心风险类型 13
（二）三大影响因素 14
五、杠杆风险防控建议：监管与券商协同发力 15
（一）监管层面：完善体系、强化监管、形成合力 15
（二）券商层面：健全风控、优化结构、补充资本 16
参考文献 17
风险提示 18

图表目录

图1： 佣金率持续下滑 5
图2： 重资产业务贡献率占比提升至 45.39% 5
图3： 2026 年上半年行业净资产总额达到 3.48 万亿元 6
图4： 2026 年 Q3 上市券商净资产规模持续增加 6
图5： 券商股权融资大幅萎缩 6
图6： 2026 年上半年券商发债规模为 1.28 亿元 7
图7： 上市券商金融投资规模结构 8
图8： 两融市场规模 9
图9： 股票质押规模 9
图10： 上市券商 ROE(加权） 11
图11： 上市券商杠杆（剔除代理买卖证券款） 11
图12： 上市券商资产负债率 11
图13： 证券行业资本杠杆率和流动性覆盖率（单位：%） 12

表1： 证券公司从轻资产到重资产的业务表现 10
表2： 部分头部券商的负债率超过 84%（总资产排名前 20 券商） 12
表3： 近五年与券商杠杆相关的主要监管政策 13

一、引言

在我国多层次资本市场建设深化推进的进程中，券商作为资本市场的核心参与者，业务范围已从传统经纪、证券承销，逐步拓展至融资融券、股票质押式回购、自营衍生品交易等多元化领域。杠杆工具作为券商提升资金使用效率、扩大业务规模的核心手段，已深度融入行业日常运营体系中。据 Wind 数据显示，2026 年三季度，我国 43 家上市券商的资产负债率已攀升至 81.63%。

杠杆犹如一把双刃剑，在驱动券商盈利增长的同时，潜藏风险不容忽视。过高的杠杆率可能使券商面临巨大的财务风险和市场风险。一旦市场形势逆转，资产价格大幅下跌，杠杆的放大效应会使券商的资产价值急剧缩水，严重时甚至可能引发流动性危机。2015 年大量融资账户被强平；2018 年股票质押风险集中爆发，多家券商因质押股票跌破平仓线面临大额资产减值；2020 年部分券商自营业务因市场剧烈波动出现阶段性亏损——这些均凸显了杠杆的放大效应会加剧风险暴露。

近年来，监管部门持续加强券商杠杆业务监管。2006 年 7 月，中国证监会发布《证券公司风险控制指标管理办法》，建立了以净资本为核心的风控指标体系；2016 年，设置“风险覆盖率”、“资本杠杆率”等指标，将财务杠杆率限制在 6 倍左右；2020 年修订风控指标计算标准，目的是防范突出风险点、匹配业务发展、择优释放资本空间；2024 年 9 月，中国证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标计算标准规定》（2025 年 1 月施行）。部分券商通过创新业务模式、拓展融资渠道等方式，实现了杠杆水平的快速提升，同时也带来了更高的风险敞口。

在此背景下，深入研究证券公司杠杆风险具有重要的现实意义。对券商而言，可优化风险管理体系，避免杠杆失控引发经营危机；对监管而言，能为完善杠杆业务监控框架提供支撑；对市场参与者而言，有助于深化对券商杠杆风险的认知，从而提升风险研判能力。

二、业务杠杆的发展历程：从“轻”到“重”的转型与资金需求演变

（一）业务结构转型：从轻资产主导到重资产为核心

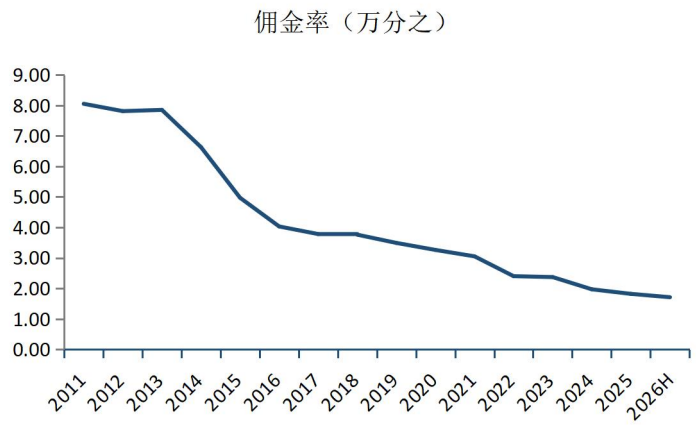
1. 业务类型划分

按开展业务资产类型，券商业务主要分为轻资产类业务和重资产类业务。轻资产类业务凭借专业人才和牌照的优势，给客户提供服务后收取佣金费用，如经纪业务、承销保荐业务、财务顾问业务等均属于此类业务。重资产类业务需占用大量资金并依托资产负债表开展，风险与收益相对较高，对券商的资金实力、风控能力和投资管理水平均有较高要求，主要涵盖资本中介业务（信用业务、做市业务和衍生品业务）与投资业务（自营投资等）。

2. 转型驱动与收入结构变化

佣金率下降推动业务动能转换。自 2012 年佣金率市场化改革以来，券商佣金率持续下降，重资产业务收入占比提升，业绩动能明显转换。

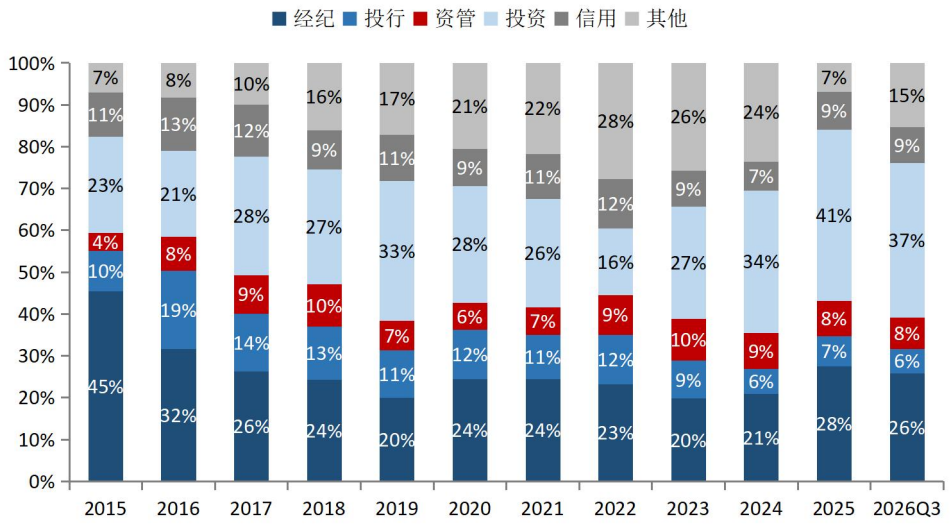
图1：佣金率持续下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 6 月 30 日）

同年，融资渠道放宽促使资本中介等新业务取得实质发展，行业收入结构进一步调整。据 Wind 数据显示，传统经纪业务收入占比从 2012 年的 40%以上降至 2025 年的 28%，而重资产业务（自营、资本中介、衍生品等）收入占比从 30%左右提升至 49%以上。截至 2026 年三季度，上市券商重资产业务收入平均占比达 45.39%（其中投资业务占比达 37%），轻资产业务收入占比 39.19%。

图2：重资产业务贡献率占比提升至 45.39%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

（二）资金需求扩张：资产负债表增长与融资渠道特征

1. 资产规模持续增长

在 2012-2015 年，行业总资产从 1.72 万亿元增长至 6.42 万亿元。2016-2018 年，杠杆率及“两融”业务进一步规范，券商资产负债表扩张放缓；2019 年起，注册制改革持续推进，市场规模不断扩大，产品创新与投资者机构化趋势共同推动重

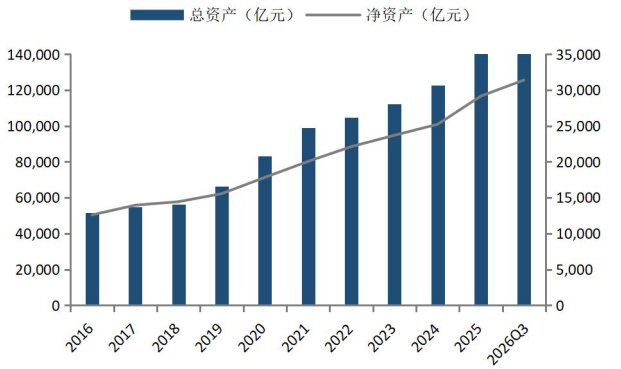
资本类业务发展，客需业务成为券商资产负债表扩表的关键驱动力。据中国证券业协会统计，截至 2026 年上半年券商未经审计财报数据显示，150 家券商总资产达 17.23 万亿元（2019 年为 7.26 万亿元），净资产 3.48 万亿元（较 2019 年末增长 72%）；据 Wind 数据显示，2026 年 Q3，43 家上市券商总资产 17.08 万亿元、净资产 3.14 万亿元，较 2025 年末分别增长 10.97%、7.7%。

图3：2026 年上半年行业净资产总额达到 3.48 万亿元



资料来源：中证协，国信证券经济研究所整理

图4：2026 年 Q3 上市券商净资产规模持续增加

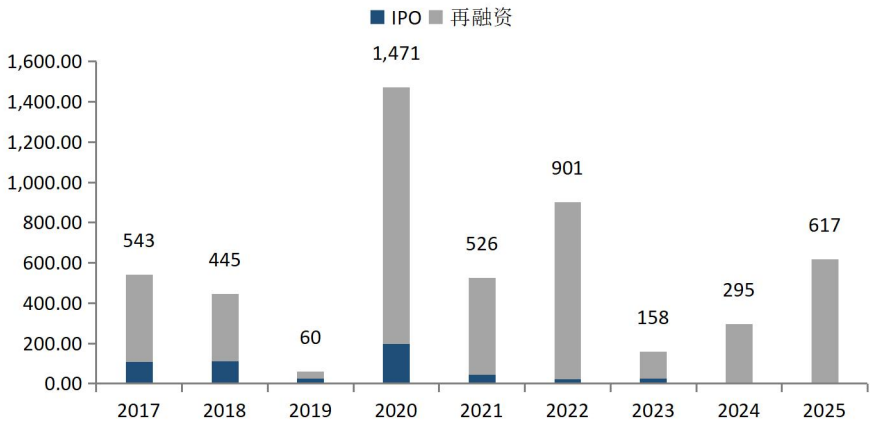


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

2. 融资渠道特点

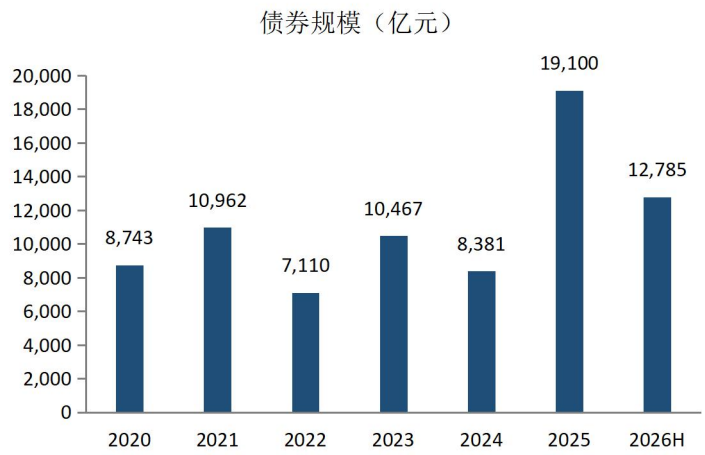
从融资渠道来看，券商主要通过股权融资与债权融资补充资金，但杠杆监管政策对债务融资比例形成限制，进而形成“股权融资增净资产、债权融资提杠杆率”的融资模式。**其中，债权融资主导，股权融资补充。**据 Wind 数据显示，2020-2025 年，券商发债规模分别为 8,743 亿元、10,962 亿元、7,110 亿元、10,467 亿元、8,381 亿元、1.91 万亿元，2026 年上半年为 1.28 万亿元；2025 年，券商共计融资 616.84 亿元。2023 年以来，券商股权融资（含再融资）规模大幅萎缩，2025 年仅为 616.84 亿元，不足 2020 年峰值的 50%，2026 年上半年没有股权融资。

图5：券商股权融资大幅萎缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 6 月 30 日）

图6：2026年上半年券商发债规模为1.28亿元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至2026年6月30日）

相比之下，债权融资流程标准化（从申报到发行平均仅需2-3个月），低息特性突出（头部券商发债成本约1.85%，而自营业务收益率可达4%-6%，利差直接转化为利润）。

三、杠杆对券商的双重影响：盈利提升与风险敞口扩大

（一）杠杆驱动盈利增长的路径

券商通过负债融资放大资产规模，进而提升杠杆，撬动更大规模的资金进行业务运作，主要应用于自营投资、融资融券、股票质押回购等重资本业务。

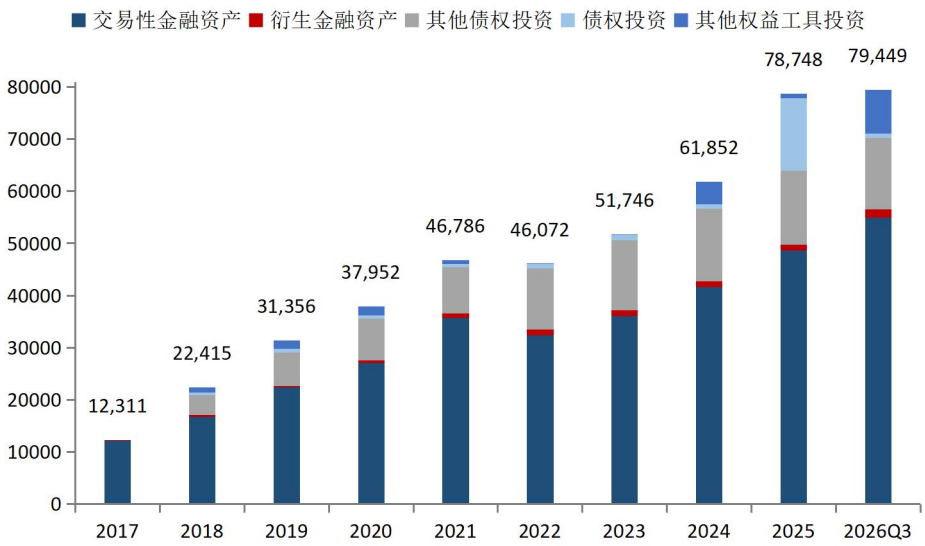
自营投资业务方面，大型券商加大权益OCI、固收投资。据43家上市券商2026年三季度报显示，自营收入在营收中的占比达37%，金融投资资产规模达7.94万亿，较年初增长10.13%，其中交易性金融资产5.49万亿元、占69.07%，其他债权投资1.38万亿元、占17.34%，其他权益工具投资8322.62亿元、占10.48%，自营投资仍为营收中占比最大的业务。头部券商如中信证券、国泰海通通过“固收+衍生品”策略，在利率债、信用债、国债期货等品种上实现规模扩张。同时，中小券商如华林证券、国盛证券通过灵活调整持仓结构，实现投资收益大幅增长。值得注意的是，衍生品交易（如场外期权、收益互换）成为新增长点，券商通过对冲Gamma风险和捕捉波动率收益，优化了自营业务的风险收益比。

权益OCI的增配是2026年最重要的结构变化。其他权益工具投资规模居前的为中信证券1239.33亿元、国泰海通843.68亿元、申万宏源778.99亿元；边际上，华泰证券较年初增长119.5%、中金公司增长81.9%、中信建投增长41.0%、国泰海通增长28.7%。这类资产的市值波动计入其他综合收益、不进当期损益，等于把权益波动从利润表转移到资产负债表，在承压的行情中天然平滑当期利润。

OCI仅覆盖约一成的金融投资资产，其余七成为交易性金融资产，其中既包含方

向性交易盘，也包含股衍做市等市场中性的客需头寸。三季度权益市场回调（万得全 A 下跌 9.50%）时，这一成 OCI 无法对冲其余七成的回撤，自营单季利润仍大幅下滑，正说明了配置化转型尚处于早期。

图7：上市券商金融投资规模结构

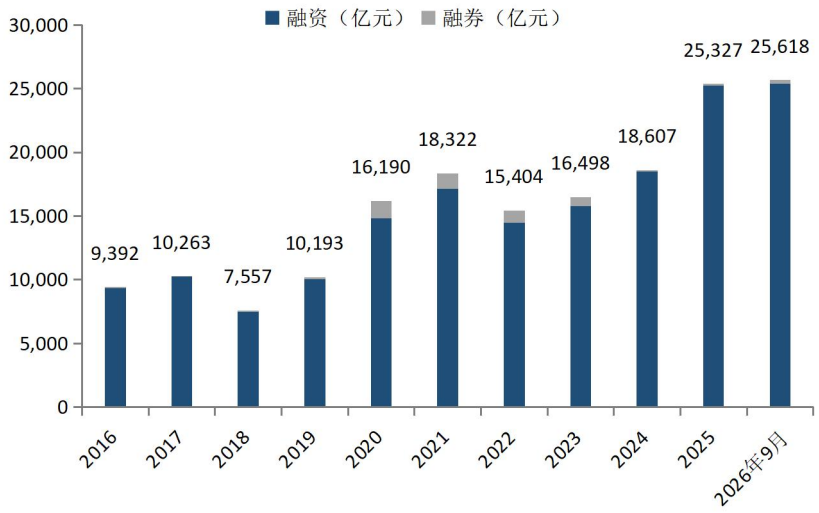


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

资本中介业务方面，头部券商通过优化资金来源结构，持续提升融资融券业务规模，带动行业资本中介业务收入增长。此外，券商通过发行债券和优化负债结构，降低资金成本，为资本中介业务提供流动性支持；部分券商通过资产证券化（ABS）盘活存量融出资金，实现资金循环利用。

在 2026 年上半年，融资融券规模快速扩张，但三季度转为收缩。2026 年 6 月末全行业两融余额 3.04 万亿元，较 2025 年末增长 18.53%；上半年 43 家上市券商信用业务收入 303.38 亿元，同比增长约 53%，是增速仅次于经纪的条线。三季度规模回落，截至 9 月末，全行业两融余额 2.56 万亿元，较 2025 年末增长 1.15%；其中融资余额 2.53 万亿元，同比增长 7%；融券余额 294 亿元，同比增长 86%；市场平均维持担保比例 275%，较上年同期提升 6 个百分点。

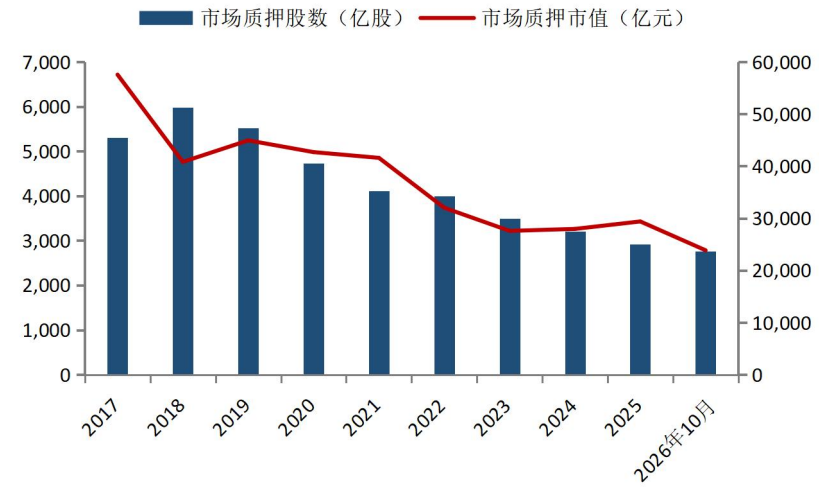
图8：两融市场规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

股票质押回购业务曾是券商重要的杠杆业务之一。在该业务中，券商接受客户质押的股票，并向客户提供融资，进而获取资金收益。在市场波动加剧时，股票质押业务风险逐渐暴露，部分股票质押出现违约情况，给券商带来了较大的损失。近年来，监管部门加强对股票质押业务的监管，该业务呈现逐渐收缩的态势。2025 年，沪深交易所修订《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》进一步明确：融入方违约确需纾解信用风险的，经双方协商一致，延期后累计回购期限可超过 3 年，体现“防风险”与“纾困”并重。**股票质押持续收缩，风险敞口已显著低于历史峰值。**截至 2026 年 10 月底，质押总股数 2765 亿股，市场质押股数占总股本比 3.32%，较 2018 年峰值 5983 亿股下降约 54%。

图9：股票质押规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 10 月 31 日）

衍生品业务方面，随着场内期权（如沪深 300ETF 期权）和场外衍生品（如雪球

结构、鲨鱼鳍期权）市场扩容，券商通过创设和做市业务获取稳定收入。衍生品不仅用于对冲自营风险，还成为服务机构客户的重要工具。例如，高盛通过“投行+衍生品”模式，为企业提供跨境并购的汇率对冲方案，实现投行业务与交易业务的协同。中信证券 2026 年三季度末衍生金融资产 585.64 亿元，较年初增长 47.9%，是行业衍生品头寸扩张的代表。

监管框架在 2026 年发生实质变化。2026 年 5 月证监会发布《衍生品交易监督管理办法（试行）》，2026 年 11 月 16 日施行，是衍生品领域首部部门规章。《办法》明确证券公司、期货公司申请开展衍生品交易业务，风险控制指标应与业务相匹配、最近六个月净资本持续不低于人民币 5 亿元；同时明确监管层可对衍生品交易实施逆周期调节，引导市场保持合理杠杆水平与规模。其政策含义是，衍生品业务从“鼓励创新”转向“门槛管理”，资本实力成为展业前提，头部机构在产品创设与做市上的优势将进一步强化，中小机构的合规成本上升。从业务层面，衍生品同时对冲了自营的方向性风险，也带来了新的杠杆形态：场外期权与收益互换的名义本金远高于保证金占用，表外杠杆难以通过常规财务指标观测。这正是监管要求以净资本约束展业、并保留逆周期调节权限的原因。

表1：证券公司从轻资产到重资产的业务表现

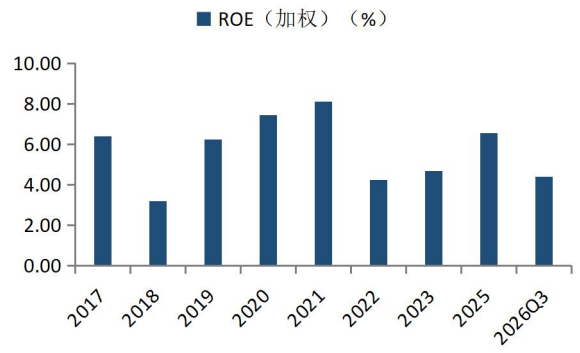
	轻资产业务（2016 年前）	重资产业务（2026 年现状）
收入结构	轻资产业务（经纪、投行、资管）收入占比 59%以上	重资产业务（信用、自营、做市）收入占比提升至 45.39%（2026Q3 数据）
业务类型	依赖牌照与人才，赚“服务费”（如承销佣金、交易佣金）	依赖资产负债表，赚“息差/价差/投资收益”（如融资融券息差、自营投资收益）
资本消耗	低资本占用（如经纪业务几乎不消耗净资本）	高资本占用（如融出资金需计提风险资本准备，自营投资占用资本金）
代表业务	经纪业务、IPO 承销、财务顾问	融资融券、股票质押、做市业务、衍生品交易、自营投资

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

（二）杠杆驱动盈利提升

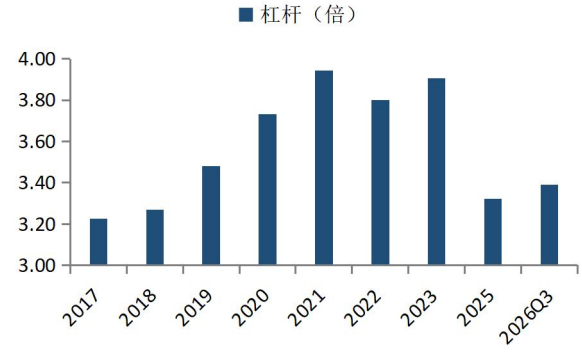
资本通过杠杆撬动盈利能力，杠杆通过 ROE 映射估值水平。随着券商业务结构的变化与资本市场的发展，上市券商投资资产持续增长带动杠杆率温和提升。自 2017 年以来，证券行业整体的杠杆水平呈现波动上升的态势。2026 年前三季度，A 股市场先扬后抑，证券行业呈现“累计利润增长，Q3 单季承压”的节奏。行业盈利能力明显承压，43 家上市券商 ROE（加权）的均值为 4.4%，较 2025 年同期下降 0.9 个百分点；杠杆率为 3.39 倍，较 2025 年同期小幅上涨 0.03 个百分点，主要因券商主动压降股票质押等高资本消耗业务，转而配置低风险权重的资产（如部分衍生品和高股息资产）。上市券商其他权益工具投资（OCI）规模同比增长超 8 倍，其占金融资产的比重提升至 10.48%。在无风险利率下行背景下，这类资产风险权重较低，间接降低杠杆率分母中的风险调整后资产规模。

图10：上市券商 ROE(加权)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

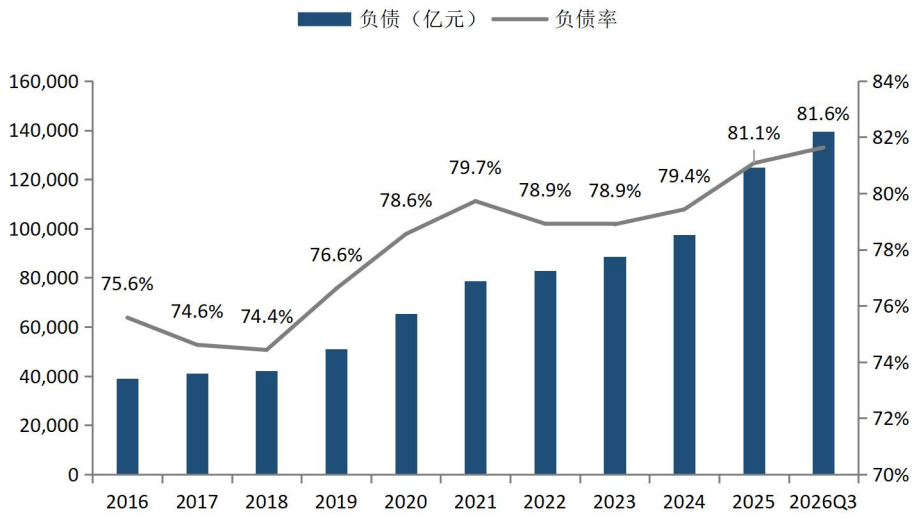
图11：上市券商杠杆（剔除代理买卖证券款）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

据 Wind 数据显示，2026 年三季度，我国上市券商的资产负债率已攀升至 81.63%，较 2025 年末提升 0.56 个百分点，部分头部券商的负债率甚至达到 84.24%。

图12：上市券商资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

表2：部分头部券商的负债率超过 84%（总资产排名前 20 券商）

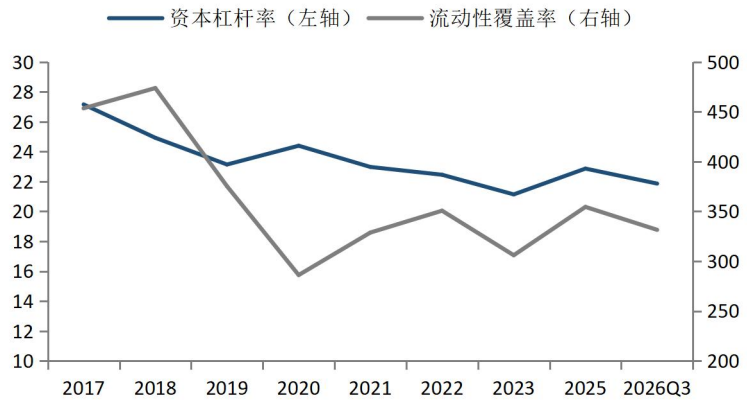
	2025 年		2026 年 Q3	
	总资产（亿元）	资产负债率（%）	总资产（亿元）	资产负债率（%）
国泰海通	21143.38	83.63%	24193.96	83.96%
中信证券	20819.03	84.35%	23500.66	84.10%
华泰证券	10773.48	80.79%	12486.72	82.60%
广发证券	9754.84	83.35%	11310.32	83.58%
中国银河	8557.45	82.73%	10146.92	84.24%
中金公司	7828.26	84.11%	8747.58	82.48%
招商证券	7534.77	81.68%	8164.74	81.59%
申万宏源	7415.47	81.10%	7898.45	81.62%
中信建投	6768.16	82.40%	7754.89	83.29%
国信证券	5767.72	77.18%	6162.64	79.17%
东方证券	4868.76	83.02%	5251.24	83.52%
兴业证券	3449.89	80.67%	3579.61	81.07%
光大证券	3181.14	77.11%	3219.61	76.08%
方正证券	2725.74	81.16%	3095.19	82.27%
中泰证券	2535.31	79.15%	2762.06	80.47%
浙商证券	2248.14	78.95%	2558.21	80.89%
国联民生	2032.18	73.98%	2505.81	78.25%
长江证券	2062.17	79.62%	2168.05	80.07%
东吴证券	2162.19	79.76%	2132.09	78.83%
国元证券	1849.37	79.37%	1958.79	79.87%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

（三）监管新规完善风险防控制度

风控指标计算标准进一步调整优化。2024 年 9 月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，对“风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率”4 项核心风控指标的分子分母计算标准进行调整；同时，以资本杠杆率指标（监管标准为不得低于 8%，预警线为 9.6%）替代了原有的净资产/负债、净资本/负债指标，该指标成为约束证券公司杠杆的新手段。截至 2026 年三季度，43 家上市券商平均资本杠杆率为 21.86%；流动性覆盖率为 331.51%；净稳定资金率为 176.86%，上述指标均满足监管要求。

图13：证券行业资本杠杆率和流动性覆盖率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

新规有助于引导券商合理配置资金、更好地服务实体经济，推动证券行业供给侧结构性改革及头部券商进一步发展，同时有望提升行业潜在杠杆率和 ROE。近年来，监管政策呈现“业务规则细化＋逆周期调节”的特征。衍生品实现统一监管并设定净资本门槛；私募基金实行穿透式信息披露与分类监管；八部门联合开展为期两年的非法跨境证券期货基金经营活动整治；创业板增设第四套上市标准、科创板第五套标准适用范围扩大，从融资端扩充了投行与科创跟投的业务空间；《关于短线交易监管的若干规定》为中长期资金入市提供更稳定的制度环境。据监管部门披露，2026 年以来社保、年金、保险等中长期资金合计净买入 A 股超过 6000 亿元。

表3：近五年与券商杠杆相关的主要监管政策

发布或修订时间	政策文件	核心内容与影响
2020 年 3 月	《证券公司风险控制指标管理办法》	确立四项核心指标，合并杠杆指标为资本杠杆率，不低于 8%
2024 年 9 月修订	《证券公司风险控制指标计算标准规定》	2025 年 1 月 1 日施行，调整四项指标分子分母计算标准
2025 年 3 月修订	沪深交易所股票质押式回购相关规则	违约延期后累计回购期限可超过 3 年，防风险与纾困并重
2026 年 2 月 27 日	《私募投资基金信息披露监督管理办法》	确立穿透式披露框架
2026 年 3 月 6 日	《关于短线交易监管的若干规定》	明确监管边界与豁免情形，便利长期资金入市
2026 年 4 月 10 日	《关于深化创业板改革更好服务新质生产力发展的意见》	增设创业板第四套上市标准，扩充投行项目储备
2026 年 5 月 15 日	《衍生品交易监督管理办法（试行）》	2026 年 11 月 16 日施行；净资本不低于 5 亿元；可实施逆周期调节
2026 年 5 月 22 日	《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》	两年为期整治非法跨境经营
2026 年 6 月 5 日	《关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》	分类监管，强化风险管理

资料来源：证监会、沪深交易所、工业和信息化部、公安部、中国人民银行、市场监管总局、金融监管总局、国家网信办、国家外汇局等，国信证券经济研究所整理（截至 2026 年 9 月 30 日）

这套政策组合对杠杆的影响方式发生了变化。过去是以资本杠杆率等总量指标“一刀切”约束扩表，现在是在总量约束之上叠加分业务的准入门槛与逆周期参数：资本实力强、业务结构分散的头部机构获得更大展业空间，业务单一、资本薄弱的中小机构则被挡在高风险业务之外。政策方向与“扶优限劣”的行业格局演化一致，也意味着行业杠杆的分布将更加分化。

四、风险类型及影响因素

杠杆在驱动券商盈利增长的过程中，其背后潜藏风险亦不容忽视。因此，研究业务风险的类型及影响因素具有重要的现实意义。

（一）三大核心风险类型

1. 市场风险

市场风险是券商杠杆业务面临的主要风险之一。当市场出现不利波动时，高杠杆业务的亏损会被进一步放大，导致券商净利润大幅下降，甚至出现亏损。如权益市场下跌时，高杠杆且权益投资占比大的券商自营业务将遭受较大的损失；市场风格切换、宏观政策不及预期时，券商自营业务可能出现投资收益大幅回撤的情况；市场利率上升时，融资成本增加、固定收益类资产价值降低，将进一步压缩利润。因此，强化资产负债管理能力、优化资产配置结构，成为券商平衡收益与风险的关键。

2. 信用风险

信用风险主要源于交易对手方未能履行合约义务。在股票质押业务中，当质押股票价格大幅下跌，且客户未能及时补充质押物或提前回购股票时，券商需及时处置质押股票以收回资金。但如果市场流动性不足或股票价格进一步下跌，券商将无法以理想价格出售质押股票，进而导致融出资金无法全额收回；在融资融券业务中，市场下跌可能导致客户保证金不足，进而触发强制平仓机制。若平仓操作不及时或市场流动性不足，券商将面临融出资金无法收回的风险。在极端行情下，融资盘集中平仓可能引发“多米诺骨牌”式连锁效应，导致相关股票价格进一步非理性下跌。

3. 流动性风险

流动性风险是指证券公司无法及时以合理价格筹集足够资金，从而难以满足业务开展资金需求或偿还到期债务的风险。当券商过度依赖短期融资支持长期投资或业务扩张时，一旦进入市场动荡时期，其持有的低流动性资产（如部分债券或非标准化资产）将难以快速变现。若此时券商面临到期债务偿还压力或客户资金提取需求，可能无法及时筹集足够资金，进而陷入流动性困境。

此外，监管政策变化也可能对券商流动性产生影响。若监管部门收紧对券商融资渠道的管控或对资金用途的限制，券商可能需要被动调整业务结构，这在短期内可能会加剧其流动性压力。

4. 风险失控的连锁影响

杠杆风险一旦失控，将导致证券公司财务状况急剧恶化。当市场出现不利波动时，高杠杆业务的亏损会被进一步放大，不仅导致证券公司净利润大幅下降，甚至可能出现阶段性亏损。与此同时，资产价值缩水会导致证券公司净资产减少、资产负债率上升，进而使财务杠杆水平进一步攀升。若证券公司无法及时补充资本金或偿还到期债务，可能会面临严重的流动性危机，甚至最终走向破产。

（二）三大影响因素

1. 监管政策因素

一是监管政策对券商业务杠杆风险有着至关重要的影响。近年来，监管部门持续完善风险控制指标体系，对券商的资本充足率、净稳定资金率等核心指标提出了更高要求。这些指标的设定旨在限制券商的杠杆倍数，确保券商拥有足够资本抵御风险。例如，净稳定资金率要求券商的资金来源与资金运用在期限上保持合理匹配，以降低流动性风险水平。若券商未能满足这些监管指标要求，可能会面临业务范围受限、罚款等处罚，这将促使券商在杠杆运用过程中更加谨慎。

二是监管部门对不同业务的监管态度，也会对券商的杠杆风险产生影响。对于融资融券、股票质押回购等业务，监管部门通过调整保证金比例、标的证券池范围等措施，控制业务风险水平。当市场过热时，监管部门可能会提高保证金比例、缩小标的证券池范围，从而降低投资者的杠杆倍数，进一步降低市场风险。而对于场外衍生品业务等创新业务，监管部门在鼓励业务创新的同时，也强化了风险管理与合规监管要求，以防范新业务可能引发的杠杆风险失控问题。

2. 市场环境因素

一是市场环境的变化是影响券商业务杠杆风险的重要外部因素。在牛市行情中，市场流动性充裕，投资者风险偏好较高，券商业务开展较为顺利，杠杆运用也相

对安全。在这一市场环境下，融资融券业务的客户违约率较低，自营投资业务的收益表现也较为可观。然而，当市场进入熊市或出现大幅波动时，情况则会发生显著变化。市场下跌可能导致投资者资产缩水，融资融券客户可能出现保证金不足的情况，股票质押业务风险逐步暴露，自营投资业务也将面临亏损压力

二是在市场动荡时期，市场流动性可能迅速枯竭，这将使券商在融资与资产变现方面面临困难，进而进一步加剧其杠杆风险。宏观经济形势的变化，也会对券商业务杠杆风险产生间接影响。经济增长放缓可能导致实体企业盈利下降，股票市场与债券市场表现不佳，这将对券商的自营投资收益与投行业务收入产生不利影响。同时，在经济不景气阶段，投资者风险偏好降低，市场交易活跃度随之下降，融资融券等业务规模可能受到影响，进而增加券商的经营风险与杠杆风险。

3. 券商自身经营因素

一是券商自身的经营策略和风险管理能力，对其业务杠杆风险有着直接影响。部分券商为追求高收益，可能会过度依赖杠杆工具，扩大自营投资业务规模或提高融资融券业务杠杆水平。采用这种激进经营策略的券商，在市场向好时可能获得丰厚回报，但在市场不利时，也将面临巨大风险压力。例如，部分中小券商为在行业竞争中脱颖而出，可能会忽视自身风险承受能力，过度扩张业务规模，最终导致杠杆水平过高。

二是风险管理能力较强的券商能够更有效地识别、评估并控制杠杆风险。这类券商通常会建立完善的风险管理制度，包括风险预警机制、风险限额管理制度及投资组合分散化策略等。通过开展对市场风险、信用风险和流动性风险的实时监测与分析，及时调整业务策略与资产配置结构，从而降低杠杆风险。而风险管理能力较弱的券商，可能无法准确识别与评估风险，在风险发生时也缺乏有效应对措施，容易陷入风险困境之中。此外，券商的资产质量也会对其杠杆风险产生影响。优质资产能够提供稳定的现金流和较强的变现能力，有助于降低券商的杠杆风险。相反，若券商持有大量不良资产，如违约债券或逾期未处置的质押股票，将进一步增加其经营风险与杠杆风险。

五、杠杆风险防控建议：监管与券商协同发力

重资产业务的资金密集性与风险复杂性，叠加风险本身的跨业务、跨市场传导特性，决定了风险防范需监管和券商联动，共同构建全链条、多维度的风险防控体系。

（一）监管层面：完善体系、强化监管、形成合力

完善风险监管指标体系。监管部门应根据市场发展情况与券商业务特点，动态调整资本充足率、净稳定资金率等核心指标的监管要求，确保这些指标既能有效控制券商杠杆风险，又不会过度限制券商业务发展。加强对创新业务的监管力度，在鼓励业务创新的同时，建立健全创新业务的风险评估机制与监管制度。对于场外衍生品等新兴业务，进一步明确业务规则与风险管理要求，防范创新业务成为新的风险源头。

强化日常监管与违规惩处力度。通过开展现场检查与非现场监测等监管手段，及时发现券商在业务杠杆运用中存在的问题，并要求其限期整改。对于违规操作、隐瞒风险等行为，依法依规严肃处理，切实提高券商的违规成本，促使券商自觉遵守监管规定，规范业务杠杆运用行为。

同时，积极推动跨部门监管协作，形成监管合力。证券监管部门与中国人民银行、国家金融监督管理总局等其他金融监管部门应建立健全信息共享机制与联合监管机制，共同应对跨市场、跨机构的金融风险，防范券商业务杠杆风险在不同金融领域间传递与扩散。

（二）券商层面：健全风控、优化结构、补充资本

构建完善的风险管理体系。券商应持续提升风险识别与评估能力，运用先进的风险模型与技术，对市场风险、信用风险和流动性风险进行全面、准确的评估。同时，制定科学合理的风险限额标准，对各项业务的杠杆倍数、投资规模等实施严格控制，防止风险过度集中。

优化业务结构以降低杠杆依赖度。在保持传统业务优势的基础上，加大对财富管理、投资咨询等轻资产业务的发展力度；同时，提升重资产业务质量水平，例如自营业务通过优化资产配置分散风险，两融业务通过加强客户信用评估、合理控制业务规模实现风险管控。

强化资本补充能力。券商还应持续提升自身资本补充能力，通过股权融资、发行债券等多种方式补充资本金，切实提高自身资本实力与抗风险能力。充足的资本金能够为券商业务发展提供坚实保障，降低杠杆风险对其经营活动的影响程度。

杠杆在金融市场中发挥着重要作用，合理运用杠杆工具能够提升券商的市场竞争力与盈利能力，但同时也会带来诸多风险。只有通过监管部门与券商的协同努力，才能在合理利用杠杆工具的同时有效控制风险，切实确保证券行业实现高质量发展。

参考文献

[1] 张成思、刘泽豪，《券商资本中介业务、杠杆周期与金融风险防控》，金融研究，2022 年
[2] 马勇，《金融杠杆、杠杆波动与经济稳定》，经济研究，2016 年
[3] 陈道富，《证券公司重资产业务转型、资本约束与风险监管》，金融监管研究，2023 年

风险提示

二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032