

2018 年下半年中国证券行业信用风险展望

联合信用评级有限公司 金融机构评级部

主要观点：

- 证券行业持续“强监管”，多项业务新规落地，现场检查力度加强，罚单激增，引导证券公司规范经营和业务转型；行业分类评价整体表现稳定，“合规管理能力”首次被纳入“加分项”。
- 在货币政策偏紧缩和金融去杠杆大环境下，证券公司发行债务融资工具规模虽有所增长，但增幅收窄；发债证券公司及存续债券主体级别集中在 AAA 和 AA+，行业整体信用水平较高。
- 2018 年上半年证券公司业绩延续下滑趋势，证券市场震荡下行，传统业务盈利承压，信用业务风险暴露，主动管理能力为资管业务盈利关键因素；证券公司业绩低迷推动行业加速转型，行业格局将进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面凸显，须对中小券商保持关注。
- 净资本为证券公司未来发展的关键因素，证券公司补充资本大势所趋，但增速趋缓；在当前监管趋严和市场风险增加的环境下，证券公司资本实力的提升将在一定程度上保障其抵御风险和化解风险的能力，行业整体信用水平保持稳定。
- 国际形势复杂化、证券市场震荡走势或难以改善、市场交投活跃度不高、佣金率继续下滑、债券市场违约频发、IPO 过会率较低、再融资预冷、股票质押风险暴露等多重不利因素对各项业务造成的负面冲击将对证券公司信用水平带来一定影响。

行业展望：

稳定

一、证券行业 2018 年上半年信用风险回顾

2018 年上半年证券行业延续“强监管”态势，多项业务新规落地，现场检查力度加强，证券公司罚单激增，引导证券公司规范经营和业务转型，防范和化解金融风险；行业分类评价整体表现稳定，但呈现分化趋势，“合规管理能力”首次被纳入“加分项”。

在金融“去杠杆”、防范化解重大风险的背景下，证券行业持续严监管，2018 年以来，多项证券公司业务新规终稿落地，引导证券公司规范经营，聚焦主业，防范和化解证券市场系统性风险。2018 年 1 月，股票质押新规的发布对股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理。3 月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，明确业务承做实施集中统一管理、健全业务制度体系、规范薪酬激励机制等方面的要求，将提升投行类业务内部控制水平，防范和化解投行类业务风险。《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》将外资持有证券公司的股权比例限制放宽至 51%，同时外商投资证券公司经营业务范围有所扩大；短期来看，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；但从长期看，外资证券公司在产品创设和财富管理等方面优势将使国内券商面临挑战。

2018 年 4 月和 7 月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》和配套细则，旨在打破刚兑、消除多层嵌套，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，规定公募资管产品可适当投资非标产品，在一定程度上缓解了信用紧缩压力，该规定将进一步引导证券公司加强投研和主动管理能力。

表 1 2018 年以来出台的主要监管政策和措施

时间	政策/措施
1 月	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》
1 月	《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》
3 月	《证券公司投资银行类业务内部控制指引》
3 月	《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》
3 月	《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》
4 月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
7 月	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
7 月	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》
7 月	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（征求意见稿）》

资料来源：WIND 资讯，联合评级整理

2018 年上半年证券公司罚单激增，内部控制体系和投资银行业务成为重点监管范畴，密集处罚进一步强化证券公司合规经营意识。2018 年以来证监会进一步强化了对证券公司的现场检查力度。截至 2018 年 6 月底，证监会及其派出机构已对 27 家券商开出 34 份行政处罚书和自律监管文件，较 2017 年全年 4 张证监会罚单大幅增加；其中，17 张罚单涉及内控不当，暴露出一线营业部合规意识的薄弱；另有 17 张涉及投行业务，西南证券、国信证券和东海证券均收到 2 张投资银行业务罚单，同时仍有 11 家证券公司各收到 1 张投行业务罚单。同时，证监会公布了西南证券、国海证券、中金公司、华林证券、国金证券及天风证券等 6 家券商由于“投行业务涉及合规风控未全面有效覆盖、内部控制未有效执行、尽职调

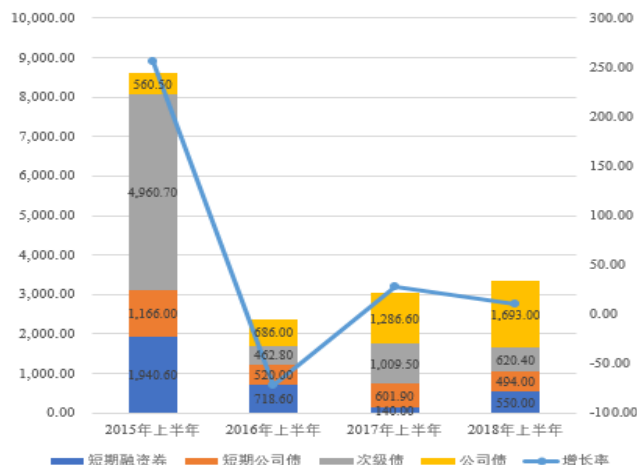
查不充分、信息披露有失准确完备以及后续管理未尽责等”违规问题而遭监管部门处罚，涉及项目均系 2015~2016 年的投资银行项目违规。此外，2018 年上半年 ABS 业务迎来首单证监局罚单，处罚范围较之前扩大。监管措施将对证券公司今年或明年的分类评价产生较大影响，引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。

2018 年证券公司分类评价显示行业整体表现较为稳定，但分化趋势明显，首现 D 级证券公司，“合规管理能力”今年首次被纳入“加分项”。2018 年 8 月，证监会公布了 2018 年证券公司分类评价结果。根据结果，除去 33 家证券公司按规定与其母公司合并评价外，在参选的 98 家券商中，A 级券商共 40 家，与去年持平，占比 40.5%，其中 AA 级券商共 12 家，较去年增加 1 家；B 级券商 49 家，占比 50%，较去年增加 1 家；C 级券商 8 家，较去年减少 1 家；值得注意的是，华信证券成为自分类监管以来第一家被评为 D 级的券商，行业整体表现较为稳定。但从券商个体来看，呈现出比较明显的分化态势，大型综合券商排名提升明显，而部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑，这也体现出监管层充分重视证券行业的合规经营及风控能力，保持了较强的监管力度；此外，“合规管理能力”今年首次被纳入证券公司分类评价“加分项”。在分类监管的原则指导下，评级稳定、领先的大型综合券商将获得更多业务优势和机会，与分类评级靠后的中小券商差距拉大，行业集中度将进一步提升。

2018 年上半年，在货币政策偏紧缩和金融去杠杆大环境下，证券公司发行债务融资工具规模虽有所增长，但增幅收窄；发债证券公司及存续债券主体级别集中在 AAA 和 AA+，整体信用水平较高；3 家证券公司级别上调，资本实力的增强有利于证券公司信用水平的提高。

2018 年上半年，我国证券公司共发行各类债务融资工具 149 期，同比增长 23.14%；发行规模合计 3,357.40 亿元，同比增长 10.51%，但增速下降 16.74 个百分点；发债结构仍以公司债占比最高，同时短期融资券增长相对较快。证券公司发行债券包括短期公司债、短期融资券、公司债和次级债四类；2018 年上半年，证券公司发行债券仍以公司债占比为第一位且占比大幅提升至 50.43%，共有 31 家证券公司合计发行了 76 期公司债，合计募资 1,693.00 亿元，同比增长 31.59%；短期融资券方面，共有 6 家（同比增加 4 家）证券公司累计发行了 21 期短期融资券（同比增加 14 期），累计发行规模为 550.00 亿元，同比增加 292.86%，占总发行规模的 16.38%，占比提升 11.77 个百分点；短融发行节奏加快主要系今年以来央行批复证券公司短融发行有放宽态势且短融成本最低，预计未来短融发行规模仍将持续增加。次级债方面，共有 21 家证券公司（同比减少 4 家）共发行 32 期次级债，同比减少 13 期，合计募资 620.40 亿元，同比减少 38.54%，占总发行规模的 18.48%；短期公司债方面，共有 14 家（同比增加了 3 家）证券公司累计发行了 20 期短期公司债（同比减少 2 期），累计发行规模合计 494.00 亿元，同比减少 17.93%，占总发行规模的 14.71%。

图1 证券公司发债情况统计图（单位：亿元，%）

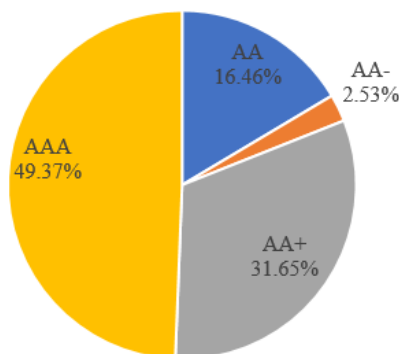


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

证券公司发债主体级别以 AAA 和 AA+ 为主，行业信用水平较高。2018 年上半年，通过发行各种债务融资工具对外融资的证券公司合计 49 家，其中主体信用级别为 AAA 的有 32 家，AA+ 的有 13 家，AA 的有 3 家，AA- 的有 1 家，无 AA- 级别以下的发债主体，发债主体整体信用水平较高。

从存续债券主体级别来看，截至 2018 年 6 月底，证券公司为主体的债券仍处在存续期的发债主体共 79 家¹。级别分布以 AAA 和 AA+ 为主，占比分别为 49.37% 和 31.65%，行业信用水平较高。

图2 截至 2018 年 6 月末证券公司存续债券主体级别



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

2018 年上半年，评级机构上调了 3 家证券公司主体级别，上调理由与受评企业资本实力增强相关，无主体级别被调低的情况。从调级的 3 家证券公司看，皆为中小型券商，都通过上市或即将上市的方式进一步拓宽了资金来源渠道，并通过募资进一步增强资本实力，其中华鑫证券于 2017 年借壳华鑫股份上市并增资扩股，资本实力增强，融资渠道拓宽，短期流动性较充裕；华西证券 2016 和 2017 年连续 2 年评为 A 类证券公司，2018 年 2 月上市后各项制度将进一步完善、融资渠道扩宽，公司业务有望进一步扩展，资本实力显著提升。天风证券 2017 年以来多项业务排名均继续提升，营业收入降幅低于行业平均水平，随着 IPO

¹宏信证券未披露最新级别，故未包括在内。

申请审核通过，未来天风证券 A 股挂牌上市将大幅拓宽公司融资渠道。充足的资本实力有利于证券公司业务规模的扩大，增强抵御和化解风险的能力；同时，风控指标管理办法和证券公司分类监管规定等政策的修订也鼓励证券公司做大做强，充实资本，推动证券行业向“重资产”转型。

表 2 2018 年 1~6 月证券公司主体级别调整情况

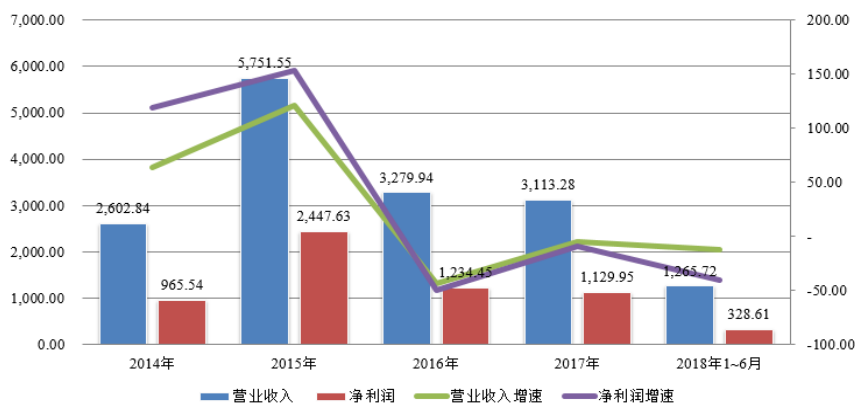
发行人	调整前级别	调整后级别	评级机构	调级原因
华西证券	AA+/稳定	AAA/稳定	联合评级	2018 年 2 月上市，资本实力增强
华鑫证券	AA/正面	AA+/稳定	上海新世纪	2017 年借壳上市，资本实力增强
天风证券	AA+/稳定	AAA/稳定	大公国际	2017 年多项业务排名提升，IPO 申请审核通过

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

2018 年上半年证券公司盈利水平延续下降趋势，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成；证券市场震荡下行，而传统业务高度依赖市场行情，业绩承压；信用业务风险暴露，主动管理能力为资管业务核心竞争力。

2018 年以来，证券市场行情震荡下行，受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑。2018 年上半年，在金融去杠杆的大背景下，加之国内外经济形势有所变化，证券市场行情震荡下行，证券公司整体业绩有所下滑；131 家证券公司上半年实现营业收入 1,265.72 亿元，实现净利润 328.61 亿元，分别同比减少 11.92%和 40.53%，盈利能力明显下滑；其中，净利润下滑幅度较大主要系股票质押业务风险暴露减值损失较大所致。

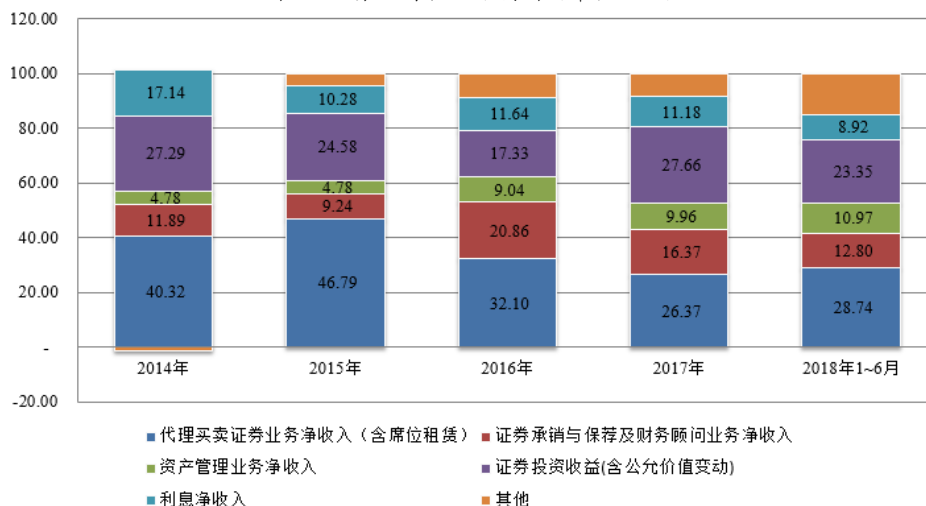
图 3 证券公司盈利水平走势（单位：亿元、%）



资料来源：证券业协会，联合评级整理。

证券公司前三大收入来源仍为经纪、自营和投行业务，但投行业务收入占比有所下降。证券公司业务结构仍以经纪、自营为主；其中，受证券市场震荡下行和股、债市场低迷影响，自营业务、投行业务和信用业务占比下滑明显，经纪业务超过自营业务回升为第一大收入来源，信用业务占比大幅下降至近三年低点。2018 年上半年，证券公司经纪、自营、投行、资管以及信用业务占比分别为 28.74%、23.35%、12.80%、10.97%和 8.92%，分别较 2017 年同期波动 1.70、-2.12、-2.59%、1.24%和-4.85 个百分点。

图4 证券公司收入结构图（单位：%）



资料来源：证券业协会，联合评级整理。

证券公司经纪、自营业务收入同比分别下降 6.38%和 19.24%，传统业务与证券市场关联度过高，未来收入存不确定性，财富管理成转型方向。进入 2018 年，在中美贸易摩擦及金融去杠杆的影响下，市场资金流动性趋紧，股票市场行情呈现震荡下行局面，截至 2018 年 6 月末，上证综指较年初跌幅为 13.90%；市场交投活跃度不高，1~6 月，沪深两市股票、基金累计成交金额为 57.44 万亿元，同比上涨 1.39%。与此同时，债券市场利率上行，市场违约频发；经纪业务佣金率持续下行寻底。基于上述因素，2018 年 1~6 月，证券公司实现代理买卖证券业务净收入和证券投资收益（含公允价值变动）分别为 363.76 亿元和 295.50 亿元，同比分别下降 6.38%和 19.24%；其中，代理买卖证券业务净收入已下降至 2015 年以来的同期最低值。证券公司经纪业务和自营业务与证券市场关联度高，未来收入存在一定不确定性；且今年以来债券市场违约频发，需关注相关投资风险。

与此同时，行业佣金率的探底、业务同质化以及市场低迷驱动证券公司开始向财富管理转型，部分证券公司在内部架构，高净值客户服务，培育投顾团队等方面布局，拥有庞大的客户基础、具有竞争力的产品体系和专业的投顾将成为证券公司的发展优势。

图5-上证综指走势

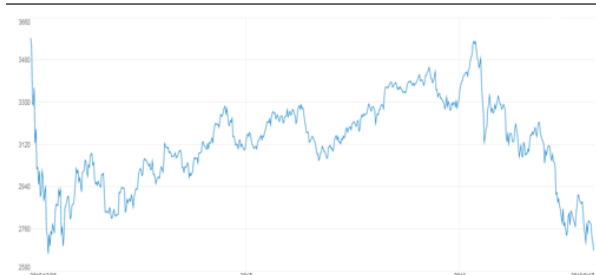
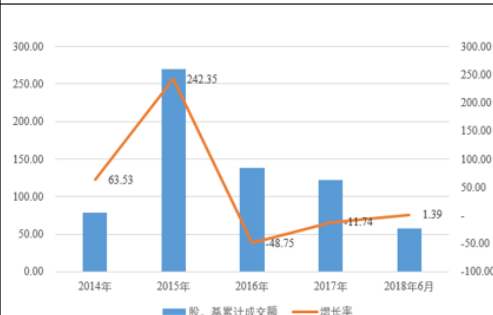


图6-沪深两市股、基金累计成交额（单位：万亿元）



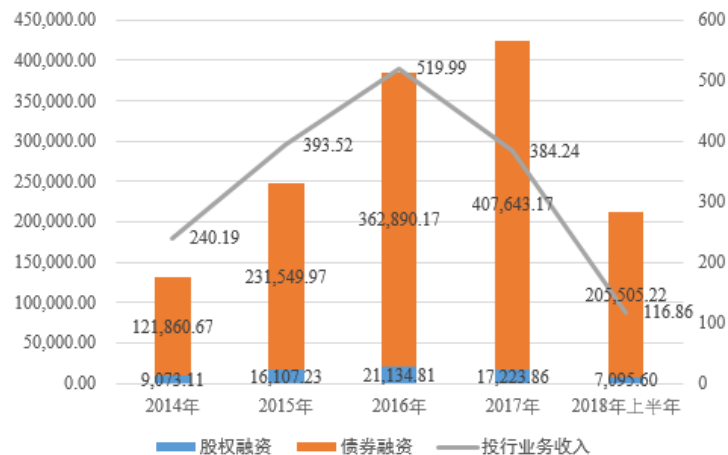
资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

IPO 审核趋严、再融资预冷、债市企稳，投行低迷态势未改，内控合规成监管重点。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2014~2016 年，证券市场股

权融资规模由 0.91 万亿元增长至 2.11 万亿元，复合增长率 52.62%；债券融资规模由 12.19 万亿元增长至 36.29 万亿元，复合增长率 72.57%；证券公司证券承销保荐净收入²与融资总规模接近同比例增长，由 240.19 亿元增长至 519.99 亿元，复合增长率 47.14%。2017 年，股权融资规模同比下降 18.51%至 1.72 万亿元，债券融资规模同比增长 12.33%至 40.76 万亿元，证券公司证券承销保荐净收入同比下降 26.11%至 384.24 亿元，主要是股权融资规模下降及债券承销费率下降所致。

图 7 证券公司投资银行业务情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯、证券业协会，联合评级整理。

2018 年上半年延续了 2017 年的市场走势，2017 年 10 月以来，IPO 审核趋严、过会率一直保持在较低水平，带动发行节奏相对缓慢；2018 年上半年，共有 111 家企业接受发审委审核谋求 A 股上市，58 家企业顺利过会，过会率仅为 52.25%，较 2017 年下降 25.62 个百分点；IPO 发行规模合计 923.87 亿元，发行家数 63 家，分别较去年同期下降 74.49%和 26.40%。同期，受再融资新规的影响，再融资规模仅为 0.55 万亿元，同比下降 23.08%，延续下降走势。在金融去杠杆的监管环境下，债券市场利率均出现明显上升，导致债券发行人延长发行甚至取消发行，证券公司债券承销方面虽然较去年同期有所好转，但仍处于较低水平，1~6 月证券公司各类债券承销金额 2.01 万亿元，同比增长 21.28%；基于上述因素，证券公司 1~6 月实现证券承销保荐及财务顾问业务净收入 162.02 亿元，同比下降 26.72%。

从投行业务集中度来看，市场环境较差的情况下，大中型证券公司承销保荐能力也更加凸显，截至 2018 年 6 月末，股债承销前十大证券公司市场份额为 61.34%，较 2017 年末增长 4.14 个百分点。2018 年上半年，证监会推出 CDR 试点，拥有全球业务布局的综合性龙头券商在获取 CDR 业务方面更具有优势，预计下半年该项业务将给部分大中型券商带来业务增量。

值得注意的是，2018 年上半年，监管层对证券公司开出罚单 34 张，其中 17 张涉及投行业务，对投行业务造成一定冲击但也对证券公司投行业务内控合规提出了更高要求。

证券公司信用交易业务收缩，两融余额下降，股票质押业务风险逐渐暴露。随着 2018 年以来股市震荡下行，沪、深两市两融余额在 2018 年 1 月达到近 23 个月的高点后开始下降，截至 2018 年 6 月底，两融余额为 0.92 万亿元，较 2017 年底减少 10.68%。股票质押业务方面，在金融去杠杆背景下，市场资金面偏紧，加之股票质押新规的出台以及股市的大幅下跌，

² 未包括财务顾问收入。

股票质押业务面临风险逐渐暴露，证券公司股票质押业务标准提升，业务规模也随之下降；2018 年 1~6 月，证券公司股票质押业务交易参考市值约为 0.65 亿元，较 2017 年同期下降 92.87%。2018 年 1~6 月，证券公司实现利息净收入 112.92 亿元，同比大幅下降 42.95%。

图 8 两融业务余额（单位：亿元）



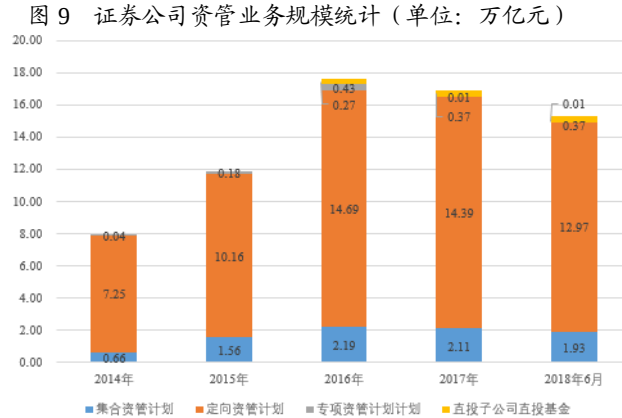
资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

从股票质押业务风险来看，根据联合评级不完全统计和测算³，截至 8 月 23 日，约 722 只个股质押的部分股权触及了平仓线，涉及的总股数约 907 亿股，总市值约 9,113 亿元；且因涉及监管、限售以及减持新规等多方面因素，部分证券公司股票质押业务虽触及平仓线但未能平仓，存在潜在风险。但是，考虑到上半年证券公司净利润大幅下跌主要是股票质押业务减值损失较大所致，可以看出，证券公司已经针对股票质押业务风险计提减值损失；另一方面，截至 6 月 30 日，上证综指为 2,847.42 点，至 8 月 23 日上证综指为 2,724.62 点，较 6 月末跌幅为 4.31%，股票市场位于低位运行，7、8 两月有所下降但未来下降空间有限；部分股票质押业务来自证券公司通道业务，对证券公司自身影响不大，同时，触及平仓线后证券公司可要求个股股东追加担保品。根据联合评级不完全统计和测算，截至 2018 年 8 月 23 日，股票质押业务平均履约保障比例为 1.54 倍，当市场继续下跌约 16%时将触及平仓线。综合以上因素，预计股票质押业务对证券公司利润尤其是 7、8 两月的利润会造成一定影响，整体来看对下半年利润情况影响幅度有限。值得注意的是，今年以来，上市公司黑天鹅事件频繁发生，从而导致证券公司面临个股质押风险增加，将对“踩雷”证券公司造成较大影响。

资管业务“去通道”但收入未明显下滑，业务转型效果初显，主动管理能力成资管业务核心竞争力。证券公司资管业务自 2016 年的“资管八条底线”开始调整，2017 年 4 月开始证监会提出对资金池和通道业务限制，此后业务规模步入下行区间；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。截至 2018 年 6 月末，证券公司资管业务规模合计 15.28 万亿元，较该项业务最高点下降 18.62%，较 2017 年末下降 9.52%，减少 1.61 万亿元，其中 1.43 万亿元来自定向资管计划。从资管业务结构来看，定向资管计划仍占主要部分，但其占比有所下降，由 2017 年末的 85.25%下降至 2018 年 6 月末的 84.89%。2018 年上半年，证券公司实现资产管理业务净收入 138.88 亿元，较上年同期基本持平，也表明资管业务规模下降并未影响资管业务收入，主动管理费率要高于通道业务管理费率，证券公司转型成效开始显现。

³ 质押率按 40%计算。

我们也关注到，2018 年 7 月发布的资管新规配套细则在一些细节和过渡期安排上略有放松，降低了资管新规过渡期内非标投资的难度，有利于缓解信用紧缩压力，但监管大方向并未发生变化，通道业务仍将继续收缩，证券公司不断提升投研能力和主动管理能力依然是未来行业趋势。此外，资管新规暂未对 ABS 业务作出限制，而 ABS 市场潜力巨大，将成为资管拓展业务的“必争之地”，截至 2018 年 6 月底，证券公司发行 ABS 规模达 5,918.22 亿元，较 2017 年同期增长 38.14%。

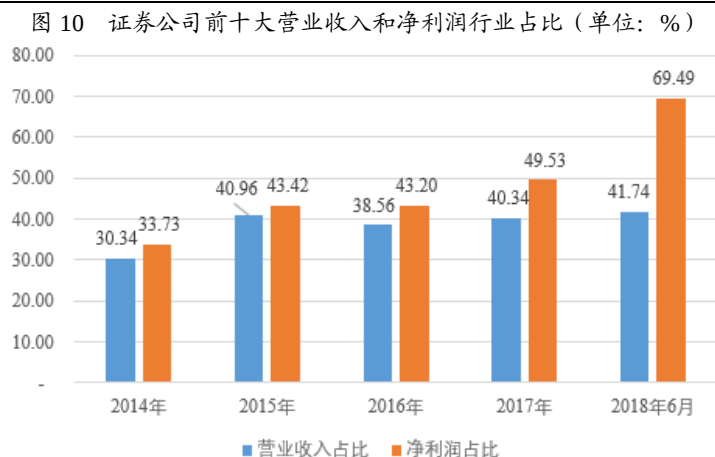


资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

严监管环境和不利的市场环境下，证券公司“强者恒强”，行业集中度有所提升；多元化的大型证券公司业绩稳定性较强，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小，大中小型证券公司业绩分化格局进一步显现。

近年来，证券公司行业集中度不断提升，并有进一步提升的趋势。2018 年上半年，证券行业业务集中度进一步提高，1~6 月，前十大证券公司营业收入在全行业占比小幅提高至 41.74%，净利润在全行业占比大幅上升至 69.49%，较 2017 年上升 19.96 个百分点。与此同时，2017 年，大、中、小型证券公司业绩分化格局进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小，业绩波幅明显小于中小证券公司，业绩稳定性较强。2018 年 1~6 月，前十大证券公司营业收入和净利润降幅分别为 9.44% 和 13.25%，明显低于行业平均降幅；其中中信证券、海通证券、申万宏源证券等大型证券公司营业收入和净利润实现同比增长。

未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升。



资料来源：证券业协会、wind 资讯，联合评级整理。

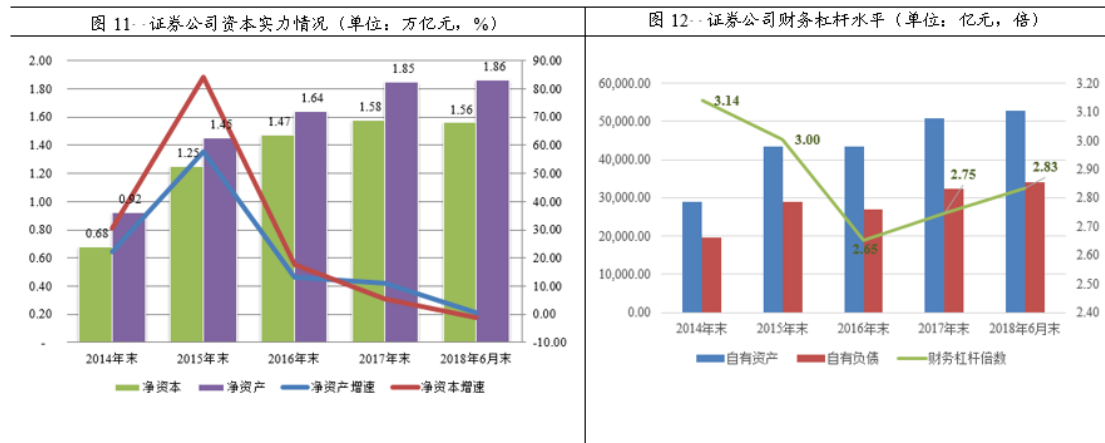
净资本为证券公司未来发展的关键因素，证券公司亟须通过融资充实资本实力，全行业净资产规模有所提升；同时，行业杠杆水平小幅上升，流动性保持较好水平。

增加资本金是金融机构降低风险提升未来盈利的有效手段，多家证券公司通过 IPO、配股、增发等方式来进行增资扩股，充实资本实力。2018 年以来，华西证券、南京证券和中信建投 3 证券公司相继登陆 A 股，合计募资 81.77 亿元，随着中信建投的上市，目前业内排名前十的券商均已实现上市，胜利证券则在 H 股上市；此外，计划上市的证券公司达到 17 家，其中，华林证券、长城证券、天风证券已成功过会，东莞证券、红塔证券、国联证券、中泰证券 4 家券商在 IPO 审核排队中；处于“辅导备案登记受理”状态的券商有 10 家，分别是万联证券、中银国际证券、国开证券、华龙证券、德邦证券、国融证券、湘财证券、渤海证券、财达证券、恒泰证券。另有部分证券公司通过再融资方式扩充资本，如华泰证券、兴业证券、申万宏源、海通证券、广发证券等通过配股、定增等方式募集资金。2018 年，据不完全统计，累计已有不少于 10 家证券公司通过各种方式补充资本金规模，涉及增资额合计约 400 亿元。

截至 2018 年 6 月末，131 家证券公司净资产为 1.86 万亿元，较年初基本持平，净资本为 1.56 万亿元，较年初小幅下降 1.27%，资本实力保持稳定。

证券公司杠杆水平略有上升，行业整体流动性较好。在以净资本和流动性为核心的风控体系下，证券公司债权融资需求也不断增长，行业财务杠杆水平有所上升；截至 2018 年 6 月末，证券公司自有负债为 3.41 万亿元，较年初增长 5.57%，自有资产负债率为 64.71%，较 2017 年末增长 1.23 个百分点，财务杠杆倍数为 2.83 倍，较 2017 年底的 2.75 倍小幅增长。

从资产流动性来看，截至 2018 年 6 月底，证券公司自有资产为 5.27 万亿元，较 2016 年底增长 3.74%；资产构成以投资类资产、现金类资产、两融类资产以及股票质押资产为主，行业整体资产流动性较好。



资料来源: 证券业协会, 联合评级整理;

注: 财务杠杆倍数 = (资产总额 - 客户交易结算资金余额) / 所有者权益。

二、证券行业 2018 年下半年信用风险展望

严监管趋势将会延续, 风险控制和合规管理仍是证券行业的工作重点, 需对证券公司风险事件保持关注。2018 年以来, 证监会陆续出台或更新了多项行业政策, 进一步引导证券市场参与机构规范自身行为, 防控风险; 截至 6 月末, 证监会及其派出机构已对 27 家券商开出 34 份行政处罚书和自律监管文件, 延续了此前的严监管态势。

2018 年 7 月, 中央政治局会议强调稳中求进工作总基调, 提出“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”, 将成为下半年考量经济走势的重要标杆。在金融去杠杆以及“稳”字当头的大背景下, 预计 2018 年下半年严监管态势将会进一步延续, 要求证券公司持续加强自身合规管理和风险控制, 对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

资本为王时代, 证券公司补充资本大势所趋, 但增速趋缓, 行业整体信用水平保持稳定。 证券公司通过多种途径补充资本源于内在需求与外在压力; 一方面, 在市场行情低迷、监管趋严以及金融改革开放持续深入的背景下, 证券公司面临生存和转型压力增加, 牌照红利渐失, 核心竞争力转向资本实力、财富管理能力、金融科技运用、风险定价能力等方面, 需要充沛的资本金作为支持; 另一方面, 在当前风控管理办法下, 证券公司业务受制于资本, 其对于资本的需求也更为强烈; 证券公司净资产自 2016 年中旬开始保持增势, 预计 2018 年证券公司行业资本补充趋势仍将持续, 但资本补充增速将会放缓。在当前监管趋严和市场风险增加的环境下, 证券公司资本实力的提升将在一定程度上保障其抵御风险和化解风险的能力, 行业整体信用水平保持稳定。

此外, 2018 年 3 月, 证监会发布的《证券公司股权管理规定 (征求意见稿)》提出对证券公司控股股东净资产、股东背景等作出严格要求, 旨在加强对股东的管理, 选择实力强的企业做证券公司股东也是在现有的防风险、去杠杆的大背景下的举措, 有利于提升行业信用水平。

国际形势复杂化、证券市场震荡走势或难以改善, 证券公司短期业绩承压。 2018 年 8 月召开的国务院金融稳定发展委员会第二次会议上提出, “在流动性总量保持合理充裕的条件下, 面对实体经济融资难、融资贵的问题, 必须更加重视打通货币政策传导机制, 提高服务实体经济的能力和水平”, 向市场释放出流动性合理充裕的信号; 同时, 资管新规配套细则落地较之前柔和也在一定程度上缓解了信用紧缩压力; 加之 CDR 试点或带来部分业务增

量，IPO 过会率自 7 月开始小幅提高，证券公司经营环境或有所改善，但整体来看，对证券公司行业利好有限。

随着美元加息和贸易战引发的国际形势复杂化，2018 年我国经济下行压力较大，资本市场振幅加剧，市场信心短期内或难以恢复，证券公司各业务条线或继续承压；具体来看，市场交投活跃度不高及证券公司佣金率继续下滑或保持低位对经纪业务收入水平的影响，股票市场震荡行情和债券市场违约频发带来的市场风险和信用风险的增加对自营投资业务带来的不确定性，IPO 过会率较低、再融资预冷和政策变动对投行业务的冲击以及股票质押业务暴露出来的潜在风险的增加都将对证券公司带来一定负面影响。

证券公司业务转型加速行业集中度提升，行业格局将进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面凸显，对中小券商保持关注。资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

从企业个体层面来看，业务多元化的大中型证券公司业绩稳定性较强，抵御市场和政策风险能力更强；业务排名靠前、资本实力充足的大中型证券公司更易获得更高分类评价，也为其业务范围的布局以及业务资源的获取带来竞争优势；金融“强监管”延续，证券公司回归主业，而合规风险上升，合规管理规范、风控严格的证券公司更具有持续的发展能力；具有较强股东背景的证券公司获得资本及业务等各方面支持的力度较大，化解风险的能力更强，因此，此类证券公司普遍具有较高信用水平。