

行业评论

2020 年 9 月 23 日



对本报告评分

分析师联系人

王岚 +852.3758.1621
分析师
lan.wang@moodys.com

尹劲桦 +852.3758.1517
副总裁-高级分析师
david.yin@moodys.com

孔祥安 +852.3758.1503
副总裁-高级分析师
sean.hung@moodys.com

Sophia Lee +852.3758.1357
副董事总经理
sophia.lee@moodys.com

严溢敏 +852.3758.1450
董事总经理-金融机构
yatmansally.yim@moodys.com

» 联系人转末页

客户服务

美洲 +1.212.553.1653

亚太 +852.3551.3077

日本 +81.3.5408.4100

欧洲、中东、非洲 +44.20.7772.5454

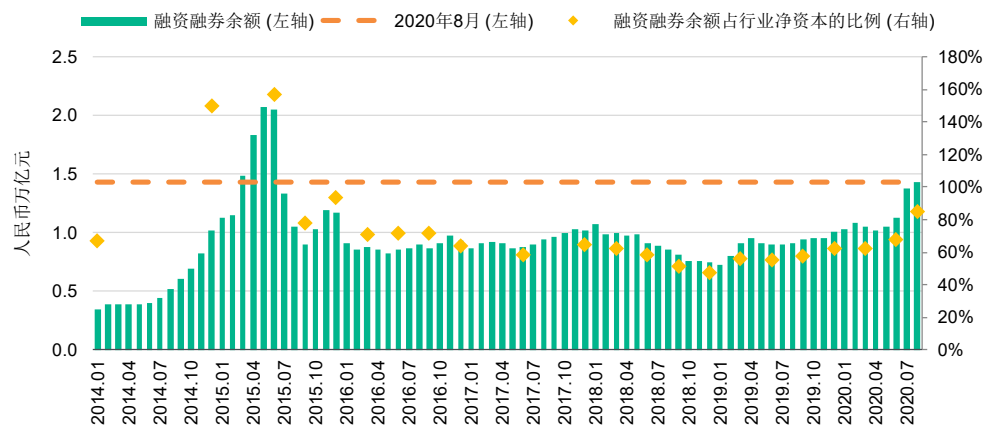
中国证券公司 市场结构及风险管理的改善将抑制融资融券风险

中国 A 股市场自 7 月初以来的反弹支撑了证券公司融资融券 (两融) 业务的回升。截至 2020 年 8 月 31 日, 两融业务余额达到 2015 年以来的最高水平, 较 5 月底增长 36% 至人民币 1.4 万亿元 (合 2,020 亿美元) (见图表 1)。

图表 1

两融自 2020 年 7 月以来加速增长

月底两融余额及两融余额占行业净资本总额的比例 %



(1) 融资融券余额占行业净资本的比例以中国证券业协会网站每季度披露的行业净资本为基础。部分历史数据未披露 (例如 2014 年第二和第三季度、2015 年第一季度和 2017 年第三季度)。

(2) 2020 年 8 月底两融余额占行业净资本的比例采用 2020 年第二季度行业净资本数据进行计算。

资料来源: 中国证券业协会、穆迪投资者服务公司。

两融业务的持续增长将促进证券公司利润增长。但 2015 年情形则有所不同, 当时两融规模激增, 最终导致证券公司遭受重大信贷损失。不过, 此后监管机构出台了多个两融业务管理办法和规定, 证券公司的风险管控也普遍有了改善。这些改善增强了证券行业抑制融资融券固有业务风险的能力, 如果市场继续上涨, 这将支持该项业务的持续增长。

首先，自 2019 年以来，国内相关监管机构和证交所收紧了停牌规定。新规定限制了上市公司主动申请停牌的理由，并防止停牌时间过长。在此之前，停牌很常见，尤其是当股价连续数日下跌，市场流动性因而受到损害。新规降低了融资融券方或证券公司在行情低迷时因无法及时平仓标的股票以控制损失的可能性。因此，这有助于缓解两融业务的信贷风险。

其次，监管机构一直在打击场外配资，2015 年市场巨震时场外配资活跃。从系统性角度来看，此类场外配资活动有损市场稳定性。通常场外配资具有高杠杆特征，因此，即使股价小幅下跌，也可能引发强平，进而导致股价进一步下跌。此外，监管机构和证券公司难以对此类场外配资进行监测。因此，由于借款人能够从证券公司内部以及外部获得股票融资，证券公司股票融资组合的信贷风险将增大。于 2020 年 3 月正式生效的新证券法明确禁止相关未经授权实体从事两融业务。对此类活动的清理支持我们的观点，即该举措将抑制受评证券公司的潜在外溢风险。

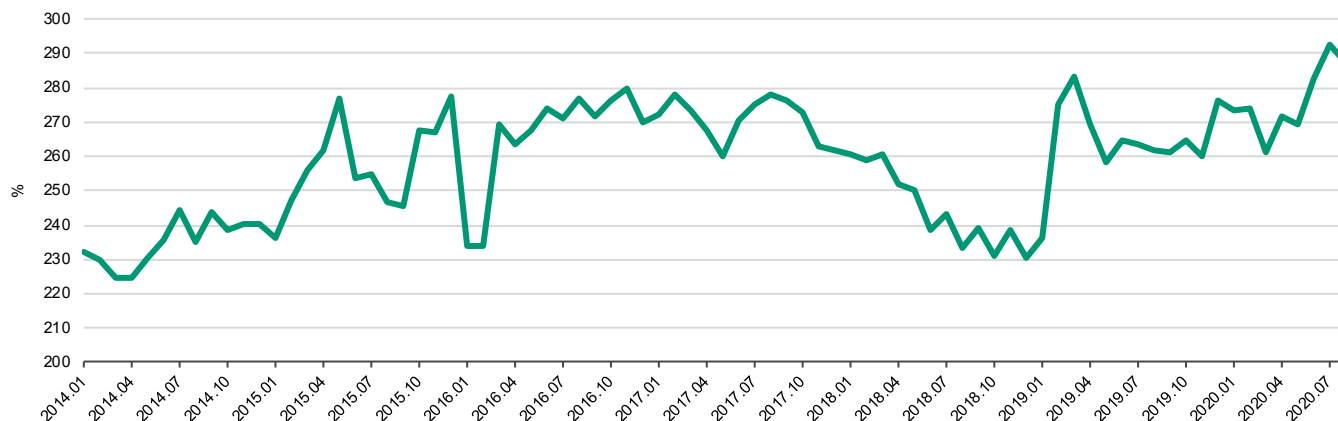
第三，自 2015 年以来，由于公司自身举措以及新规限制，证券公司内部风险管理也有了广泛的改善。虽然自 2015 年 7 月以来，监管机构设定了融资融券余额占净资本总额比例 400% 的上限和 320% 的警戒线，但据我们了解，受评证券公司设立了远低于监管水平的内部门槛。整体来看，截至 2020 年 6 月 30 日，两融余额占行业总资本的 67.7%，远低于 2015 年 6 月 30 日 157.3% 的水平 (见图表 1)。

证券公司还实施了更严格的担保品政策，为潜在的市场调整情景增加了缓冲。行业平均担保比例 (按客户账户资产余额与客户两融余额的比率计算) 截至 2020 年 8 月 31 日高达 287%，远高于 2015 年水平 (见图表 2)。

图表2

行业平均担保比例远高于 2015 年水平

月末平均担保比例



资料来源：中国证券业协会

尽管监管机构在 2019 年放宽了融资融券规则，包括取消 130% 的最低担保比例要求 (违反这一要求将引发强平)，并允许借款人提取超过原先约定水平的担保品，但证券公司也落实了相关风控措施。这反映行业风险管理得以增强，因而具有正面信用影响。

最后，证券公司也削减了股票质押贷款敞口，从而释放资本金支持两融业务增长。这本身具有正面信用影响，因为与两融业务相比，股票质押贷款的流动性和资产风险更高。股票质押贷款为上市公司主要股东，而不是散户和机构借款人，这些股东的财富通常集中在质押的股票上。与两融业务相比，股票质押贷款具备贷款规模大、期限长且质押物清算流程更为复杂等特点，因此集中度和期限错配风险更大。2015 年股票质押贷款增长迅猛，加大了证券公司的风险。

本报告并非信用评级行动公告。对于本报告中涉及的任何信用评级，请参阅 www.moodys.com 发行人/实体专页上的评级索引，了解最新评级行动信息和评级历史。

© 2020, 穆迪公司 (Moody's Corporation)、穆迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service, Inc.)、Moody's Analytics, Inc. 和/或其许可人及关联公司 (统称“穆迪”)。版权所有, 翻印必究。

穆迪投资者服务公司和/或其信用评级关联公司所发布的信用评级是穆迪对实体、信用承诺、债务或债务证券的相对未来信用风险的当前意见, 穆迪出版的材料、产品、服务和信息 (统称“出版物”) 可能包括该等当前意见。穆迪投资者服务将信用风险定义为某实体可能无法履行其到期的合同财务义务的风险, 以及在发生违约或损害事件时的预计财务损失。关于穆迪投资者服务信用评级所指的合同财务义务的种类的信息请见穆迪评级符号和定义出版物。信用评级并不针对任何其他风险, 包括但不限于: 流动性风险、市场价值风险或价格波动。信用评级、非信用评估 (“评估”) 以及穆迪出版物中包括的其他意见并非对当前或历史事实的陈述。穆迪出版物也可能包括由 Moody's Analytics, Inc 和/或其关联公司发布的以量化模型为基础的信用风险预测以及相关的意见或评论。穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物并不构成或提供投资或财务建议, 穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物亦非关于购买、出售或持有特定证券的推荐意见, 也不能提供该等意见。穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物均不会评论某项投资是否适合任何特定投资者。穆迪发布信用评级、评估和其他意见及出版其出版物之时预期并理解每位投资者将以应有的谨慎态度自主研究和评估其考虑购买、持有或出售的每项证券。

穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物不适用于零售投资者的使用, 如零售投资者在做投资决定时使用穆迪信用评级、评估、其他意见或出版物, 将是草率且不合时的。如有疑问, 您应与您的财务顾问或其他专业顾问联系。

本文所载所有信息均受法律 (包括但不限于版权法) 保护, 未经穆迪事先书面许可, 任何人不得以任何形式、方式或途径对该等信息全部或部分进行复制或翻印、重新包装、进一步传播、传送、散布、分发或转售, 或存储供日后任何上述目的使用。

任何人不得将穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物作为基于监管目的而定义的基准 (benchmark), 亦不得以可能导致穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物被视为基准的任何方式使用穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物。

本文所载所有信息均系穆迪从其相信为准确和可靠的来源获得。然而, 由于可能会出现人为或机械错误以及其他因素, 本文所载所有信息均按“原样”提供, 不附带任何形式的保证。穆迪会采取所有必要措施, 使其在授予信用评级时采用的信息具备足够质量, 并来自穆迪认为是可靠的来源, 包括独立的第三方来源 (如适当)。但穆迪并非审计机构, 亦不能对评级过程或准备其出版物时收到的信息在每个情况下均独立地进行核实或确认。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 即便穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商被事前告知该等损失或损害的可能性, 包括但不限于: (a) 任何当前或未来的利润损失或 (b) 因并非穆迪特定信用评级的评级对象的金融工具引起的任何损失或损害。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 包括但不限于由穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商的疏忽 (为避免疑问, 不包括法律规定不得排除的欺诈、故意不当作为或任何其他类型责任)、或其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而导致的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害。

穆迪不以任何形式或方式对任何信用评级、评估、其他意见或信息的准确性、及时性、完整性、适销性或特定用途适用性提供或作出任何明示或暗示的保证。

穆迪公司 (“MCO”) 全资拥有的信用评级子公司穆迪投资者服务公司谨此披露: 多数穆迪投资者服务公司评级的债务证券 (包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据) 和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向穆迪投资者服务公司支付 1,000 美元至约 2,700,000 美元不等的信用评级意见和服务费用。MCO 及穆迪投资者服务亦执行政策及程序以便保持穆迪投资者服务信用评级及信用评级过程的独立性。关于 MCO 董事与被评级实体之间, 及获穆迪投资者服务信用评级并已向美国证券交易委员会公开报告其在 MCO 持股 5% 以上的各实体之间可能存在某种关联的信息每年会在 www.moody.com “投资者关系—公司治理—董事及股东关联政策” 栏内刊登。

仅针对澳大利亚的额外条款: 任何出版到澳大利亚的本文件均依据下述穆迪关联公司的澳大利亚金融服务牌照发布: Moody's Investors Service Pty Limited, 澳大利亚商业注册号码 (ABN): 61 003 399 657, 澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL): 336969; 及/或 Moody's Analytics Australia Pty Ltd, 澳大利亚商业注册号码 (ABN): 94 105 136 972, 澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL): 383569 (视情形而定)。本文件仅向 2001 年公司法 (Corporations Act 2001) 第 761G 条所定义的“批发客户”提供。如您继续在澳大利亚境内浏览本文件, 即代表您向穆迪表示您为“批发客户”或代表“批发客户”浏览本文件, 您或您代表的实体均不会直接或间接向 2001 年公司法 (Corporations Act 2001) 第 761G 条所定义的“零售客户”发布本文件或其内容。穆迪信用评级是针对发行人债务的信用度的意见, 并非对零售投资者可获取的发行人股票证券或任何形式的证券的意见。

仅针对日本的额外条款: Moody's Japan K.K. (“MJKK”) 是 Moody's Group Japan G.K. 的全资信用评级子公司, 而后者由穆迪公司的全资子公司 Moody's Overseas Holdings Inc. 全资所有。Moody's SF Japan K.K. (“MSFJ”) 是 MJKK 的全资信用评级子公司。MSFJ 不属于美国全国认定的评级组织 (“NRSRO”)。因此, MSFJ 授予的信用评级是非 NRSRO 信用评级。非 NRSRO 信用评级由非 NRSRO 的实体授予, 因而受评债务无资格享受美国法律项下的某些待遇。MJKK 和 MSFJ 是日本金融服务厅注册的信用评级机构, 其注册号分别为 FSA Commissioner (Ratings) 2 号和 3 号。

MJKK 或 MSFJ (视情形而定) 谨此披露: 多数 MJKK 或 MSFJ (视情形而定) 评级的债务证券 (包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据) 和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向 MJKK 或 MSFJ (视情形而定) 支付 125,000 日元至约 250,000,000 日元不等的信用评级意见和服务费用。

MJKK 和 MSFJ 亦执行相关政策及程序, 以遵守日本监管要求。

报告编号: 1246427

分析师联系人

黄国璋 +852.3758.1451

副总裁- 高级研究分析师

simon.kc.wong@moodys.com

客户服务

美洲 +1.212.553.1653

亚太 +852.3551.3077

日本 +81.3.5408.4100

欧洲、中东、非洲 +44.20.7772.5454