

SECTOR IN-DEPTH

11 March 2021



对本报告评分

目录	
概要	1
证券业受益于资本市场的稳步增长和高流动性	2
机构投资者和国际投资者的参与增加	3
监管改革提高了市场效率和稳定性	4
市场集中度的上升表明竞争格局改善	7
穆迪相关研究	9

分析师联系人

尹劲桦	+852.3758.1517
副总裁 - 高级分析师	
david.yin@moodys.com	
乐扬	+852.3758.1401
助理分析师	
young.le@moodys.com	
Sophia Lee, CFA	+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	

客户服务

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454

中国证券公司

运营环境的改善将支持信用基本面

概要

中国证券公司的运营环境自2015年市场震荡以来持续改善。资本市场的成熟度显著提升，大型证券公司市场份额的增长也表明行业的竞争格局有所改善。这将支持证券公司提高盈利能力、降低盈利波动性以及增强市场低迷时期的流动性缓冲。

资本市场的深度和流动性已得到改善。按照股票和债券市值来衡量，中国已成为全球第二大资本市场。资本市场市值/GDP比率的提高反映出这些直接融资渠道对经济的重要性上升。股市的高换手率为市场人士提供了良好的流动性，并在一定程度上抵消了佣金费率下降对证券公司经纪收入的影响。

机构投资者和国际投资者的参与增加。近年来基金和保险公司等机构投资者的资产管理规模稳步上升。此外，国际投资者更多的资金流入为市场提供了额外的流动性，也促使国内机构将其做法与全球标准接轨，从而推动了市场发展。

监管改革改善了市场稳定性和效率。在2015年的市场震荡之后，中国监管部门实施了更成熟的政策措施来控制投资者的杠杆率、降低市场波动性以及降低市场准入门槛。融资融券和股票质押融资新规、减少股票停牌以及推出注册制首次公开发行等措施帮助改善了证券公司的风险管理，并带来了新的业务机会。

市场集中度的上升表明竞争格局改善。近年来，大型证券公司市场份额不断提升且业务结构更加多元化，这一趋势将有助于加强行业对客户的定价能力。在证券公司的外资股比例限制取消之后，外资公司正在增持合资企业股份，但要与国内原有的领先公司抗衡还将需要相当长的时间。

此报告是于2021年03月10日发表的穆迪报告 [Securities companies – China: Ongoing improvement in operating environment supports credit fundamentals](#) 的中文翻译本。(中文为翻译稿，如有出入，以英文为准)

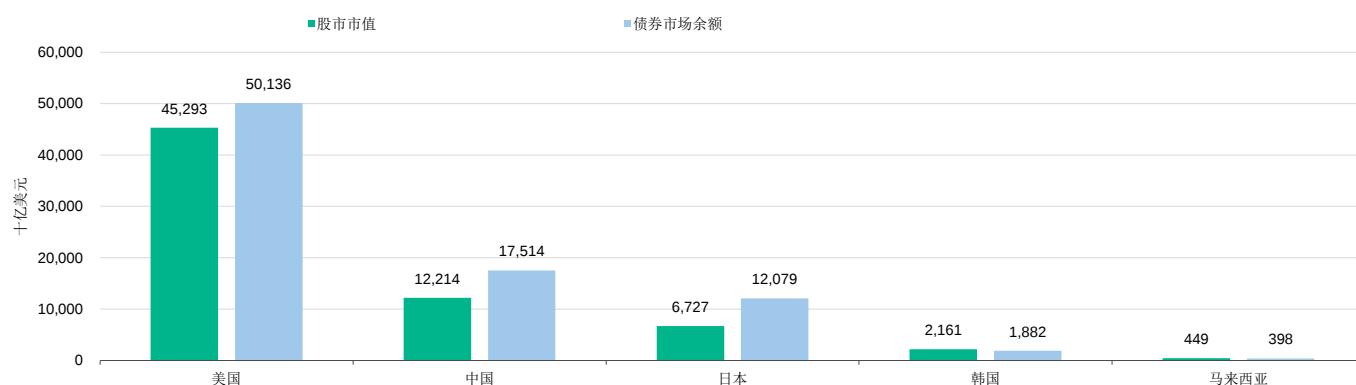
证券业受益于资本市场的稳步增长和高流动性

中国资本市场近年来持续增长，以股票和债券市值衡量现已成为全球第二大市场(图表1)。庞大的市场规模和活跃的交易支持了证券公司在经纪和承销方面的传统收入来源，同时也催生出更多支持投资者交易活动的复杂产品。

上海证交所和深圳证交所的上市公司总数已从2015年底的2,827家增至2020年底的4,154家，总市值从人民币53万亿元增至人民币80万亿元，同期中国债券市场余额从人民币48万亿元增至人民币114万亿元(图表2)。

经过多年的持续强劲增长，资本市场作为企业的直接融资渠道，已成为中国金融体系和经济领域不可或缺的一部分。以上市公司市值和存量债券余额与GDP之比衡量的中国资本市场深度从2015年底的148%上升至2020年底的191%，与更成熟市场之间的差距缩小。

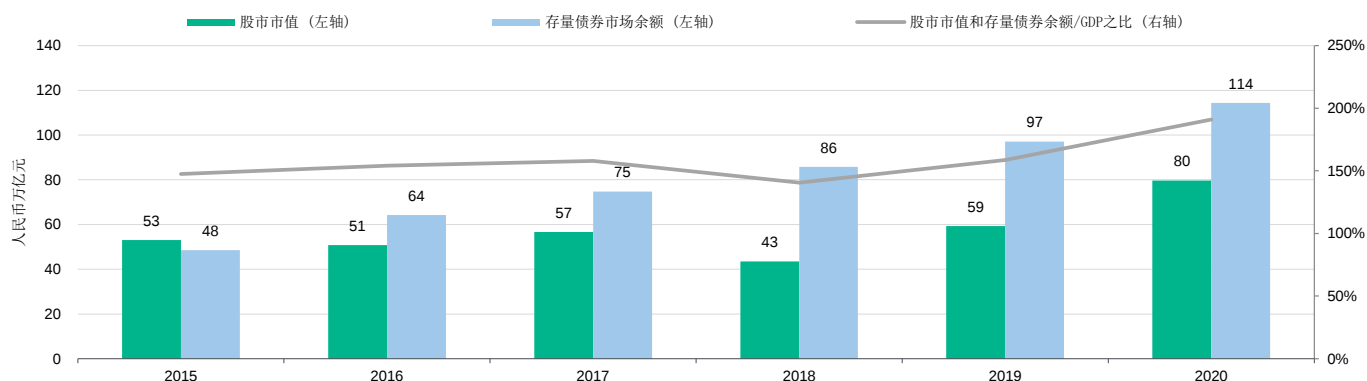
图表 1
中国已成为全球第二大资本市场
资本市场规模比较



中国市场规模不包括在香港市场上市的证券。

资料来源: Wind资讯、世界交易所联合会、SIFMA、韩国金融投资协会、日本交易所集团、日本证券业协会、马来西亚证券委员会

图表 2
中国资本市场持续扩大
股市市值和债市余额



资料来源: Wind资讯、穆迪投资者服务公司

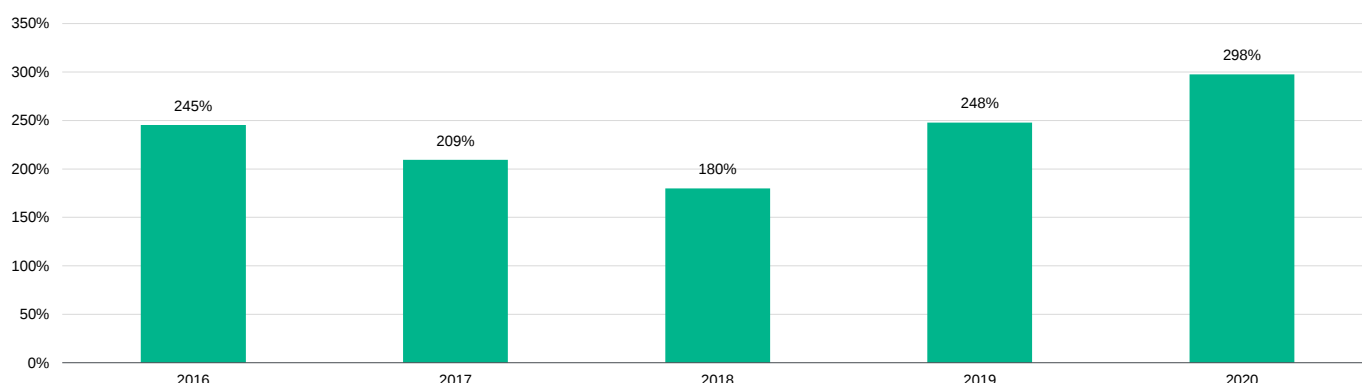
此外，较高的换手率表明市场在扩张的同时保持了充裕的流动性。根据我们测算，以成交量除以平均市值衡量，2020年A股市场平均换手率为298%(图表3)，大大高于全球其他主要股市。较高的市场换手率为市场人士提供了良好的流动性，并在一定程度上抵消了佣金费率下降对证券公司经纪收入的影响。

本报告并非信用评级行动公告。对于本报告中涉及的信用评级，请参阅 www.moody's.com 发行人/实体网页上的评级索引，了解最新评级行动信息和评级历史。

图表 3

A股市场流动性充裕

中国股市的年度换手率 (成交量/平均市值)



资料来源: Wind资讯、穆迪投资者服务公司

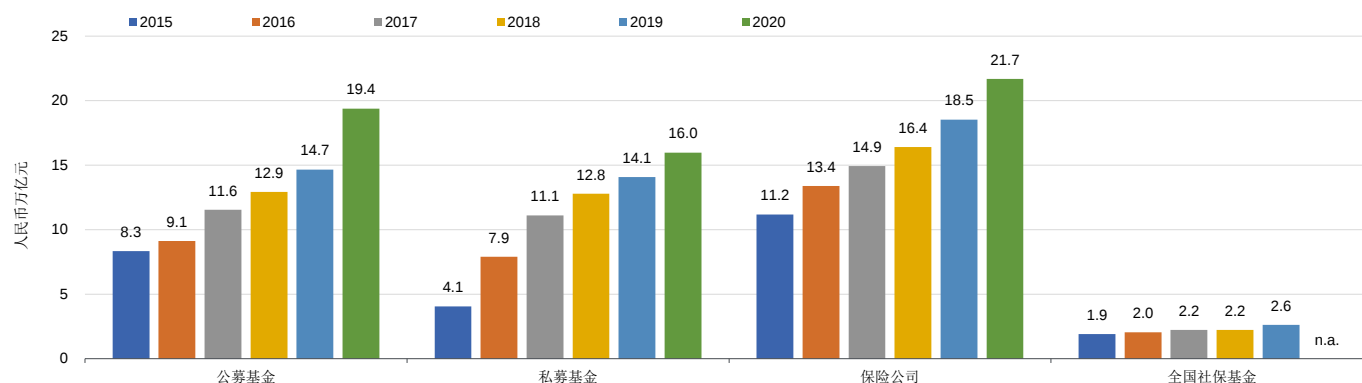
机构投资者和国际投资者的参与增加

中国资本市场成熟度提升的另一个表现是机构投资者和国际投资者的参与增加,特别是保险公司和资产管理公司的资产管理规模不断扩大。例如,2020年底基金公司的资产管理规模由2015年底的人民币8.3万亿元增至人民币19.4万亿元,复合年增幅达18.4%。此外,同期保险公司投资资产也从人民币11.2万亿元增至人民币21.7万亿元,复合年增幅为14.2% (图表4)。

机构投资者参与度的提升对市场发展有积极意义,因为此类投资者往往较散户更加坚定和成熟。因此,机构参与的提升可降低市场波动性,并改善上市公司治理状况。

图表 4

机构投资者的资产管理规模持续增长



资料来源: Wind资讯、中国证券投资基金业协会、银保监会、全国社保基金

国际投资者也是中国资本市场越来越重要的参与者。通过2014年11月开始逐步推出的沪港通及深港通¹以及2017年7月推出的债券通²,此类投资者进入中国境内资本市场更为简便、高效。

尽管上述计划历史较短,但相关资金流入增长强劲,因此目前其在中国资本市场正发挥重要作用。2020年沪港通及深港通的北向资金成交量³达人民币2.1万亿元,相当于同年A股市场总成交量的10.2% (图表5)。截至2020年底,国际投资者持有A股市值为人民币2.3万亿元,相当于总市值的2.9%;国际投资者持有境内债券人民币3.3万亿元,相当于债券市场总余额的2.8% (图表6)。

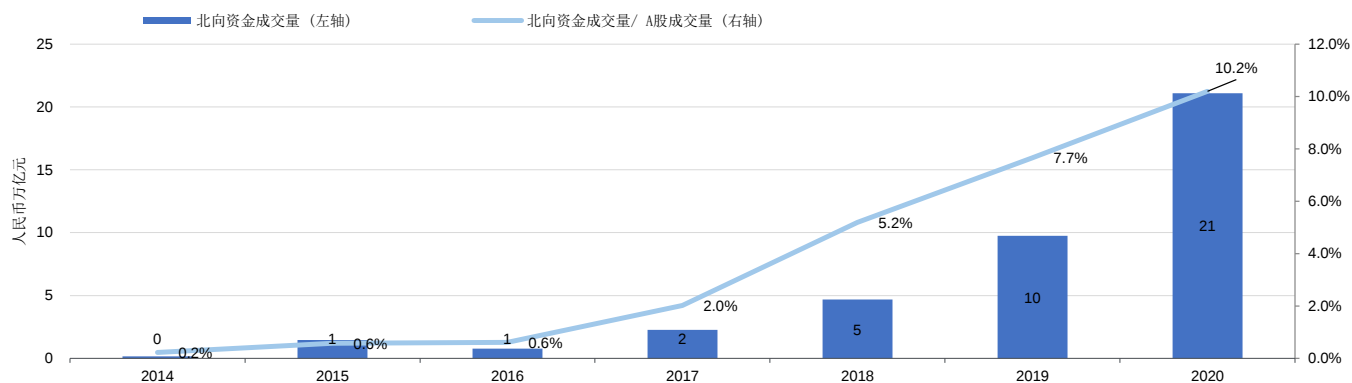
MSCI于2017年6月宣布将A股纳入MSCI新兴市场指数,并于2019年2月宣布将提高A股在MSCI指数中的权重,反映出中国资本市场对境外投资者的开放度提升。截至2020年8月,A股在MSCI新兴市场指数中的总权重为5.1%,权重的上升将吸引更多国际投资者的资金流入。

国际投资者的大量参与对市场发展很重要，因为这为市场带来了额外的流动性和多样性，同时也增加了国内监管部门和市场参与者将其做法与全球标准接轨的必要性。例如，MSCI认为减少停牌是吸引国际机构投资者的关键因素之一⁴。

图表 5

沪港通及深港通已成为资金流入内地资本市场的重要渠道

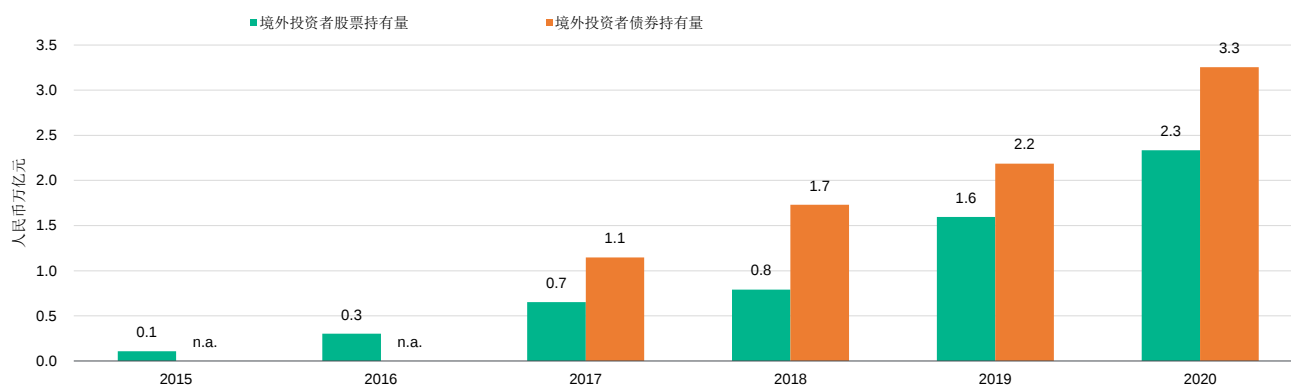
沪港通及深港通北向资金成交量



资料来源：Wind资讯、穆迪投资者服务公司

图表 6

境外投资者所持股票和债券市值迅速增长



资料来源：Wind资讯、香港交易及结算所

监管改革提高了市场效率和稳定性

中国监管机构在资本市场监管方面发挥着积极作用。基于投资者高杠杆交易以及股票停牌导致流动性意外紧缩引发2015年市场震荡的教训，监管部门推出多项改革措施来平衡对市场增长与稳定和效率的追求。自2015年以来，中国证券监督管理委员会（证监会）和证券交易所实施了一系列新规定，旨在控制投资者杠杆、减少市场波动、降低市场准入门槛以及增强证券业抵御市场冲击的能力（图表7）。

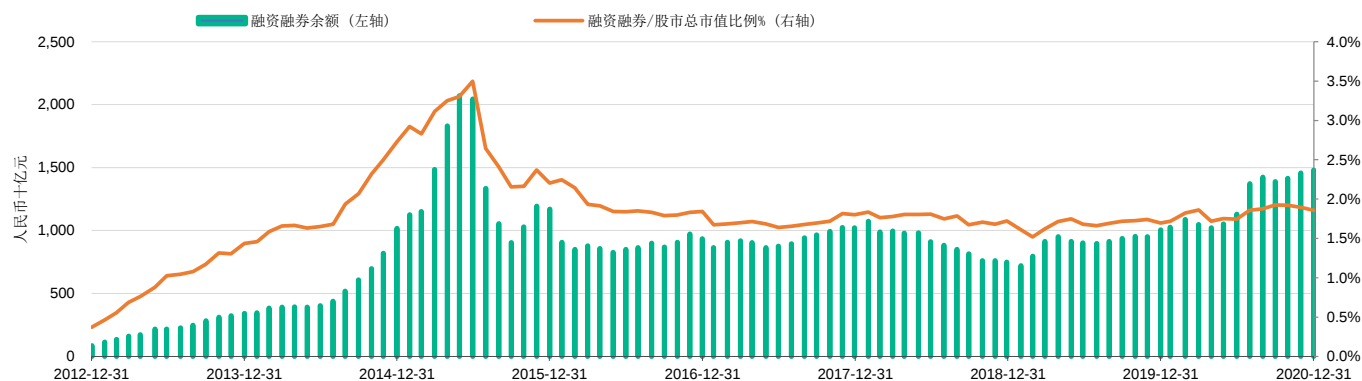
图表 7
2016年以来监管机构推出的政策

措施	说明
IPO注册制改革	简化监管审核流程 降低上市财务门槛 证券公司在IPO定价和配售方面拥有更大灵活性
放宽涨跌幅限制	科创板和创业板涨跌停从 $\pm 10\%$ 调整为 $\pm 20\%$
股票质押融资新规	限制可进行股票质押融资的客户和股票 设置股票质押率和单一股票集中度限制 通过资本金要求控制业务规模
减少停牌	修改上市公司停牌指引
对外国投资者开放	沪港通、深港通 债券通 取消QFII和RQFII额度限制
引入新的衍生产品	场外股票期权 利率期权
增强证券公司风控能力	强化证券公司风控指标，例如净稳定资金比例和流动性覆盖率 鼓励证券公司募集新的资本金
资管产品新规	限制投资资本市场的资管产品的杠杆率

资料来源：穆迪投资者服务公司

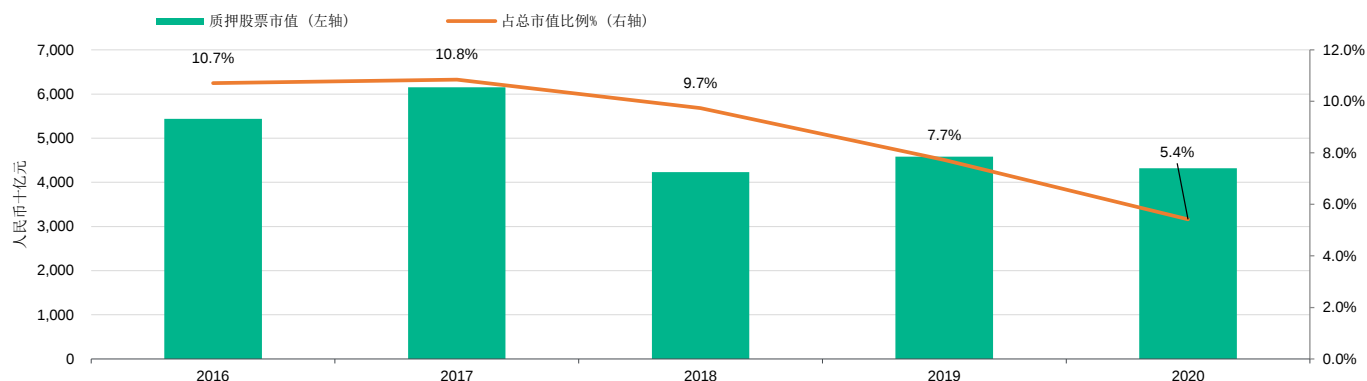
例如，证监会和证券交易所加强了对证券公司融资融券业务和股票质押融资业务的监管。修订后的规定从客户资质、质押率和资本要求等方面限制了投资者的潜在杠杆，并加强了证券公司对此类业务的风控。2020年底，中国证券公司的融资融券余额合计为人民币1.5万亿元，低于2015年6月底的人民币2.0万亿元，同期融资融券余额/股市总市值之比从3.5%降至1.9% (图表8)。此外，我们测算2020年底质押股票市值相当于股市总市值的5.4%，较2017年底的10.8%明显下降 (图表9)。

图表 8
监管要求的收紧制约了融资融券增长
融资融券余额及其占股市市值的比例



资料来源：Wind资讯、穆迪投资者服务公司

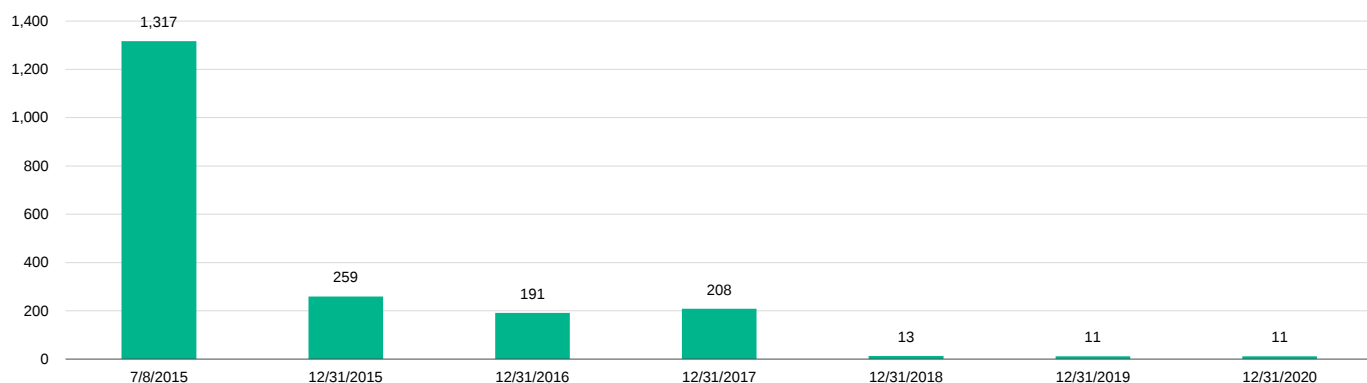
图表 9
A股质押规模已大幅下降



资料来源: Wind资讯、穆迪投资者服务公司

此外,监管部门还收紧了上市公司申请股票停牌的条件,并对股票停牌时间进行了限制。修订后的规则降低了出现类似2015年流动性紧张的风险,当年大量股票停牌限制了证券公司及时清算保证金账户的能力。截至2020年底,A股市场仅有11只股票停牌(图表10)。

图表 10
新规减轻了停牌导致的流动性紧张风险
停牌股票数量

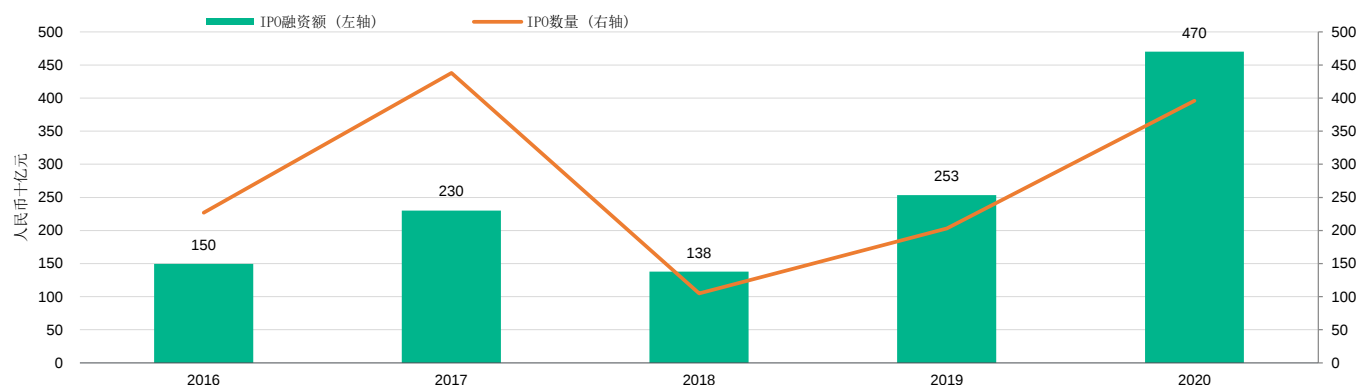


资料来源: Wind资讯、穆迪投资者服务公司

除了提高市场稳定性的规则外,监管机构还引入了提高市场效率、增强市场准入的措施,如IPO改革。2019年7月,上海证交所科创板⁵开始运行,采用IPO注册制。2020年8月,深圳证交所创业板⁶也由IPO审批制转为IPO注册制。与审批制相比,IPO注册制简化了监管审核流程、降低了上市的财务门槛,同时对信息披露提出了更为严格的要求,这令更多企业能够上市并加快了上市进程(图表11)。此外,注册制下的IPO定价和配售规则为证券公司提供了更多的灵活性,有利于具有较强研究能力和销售网络的龙头证券公司。

图表 11

注册制新股发行制度有助于增加A股IPO的数量和规模



资料来源: Wind资讯

市场集中度的上升表明竞争格局改善

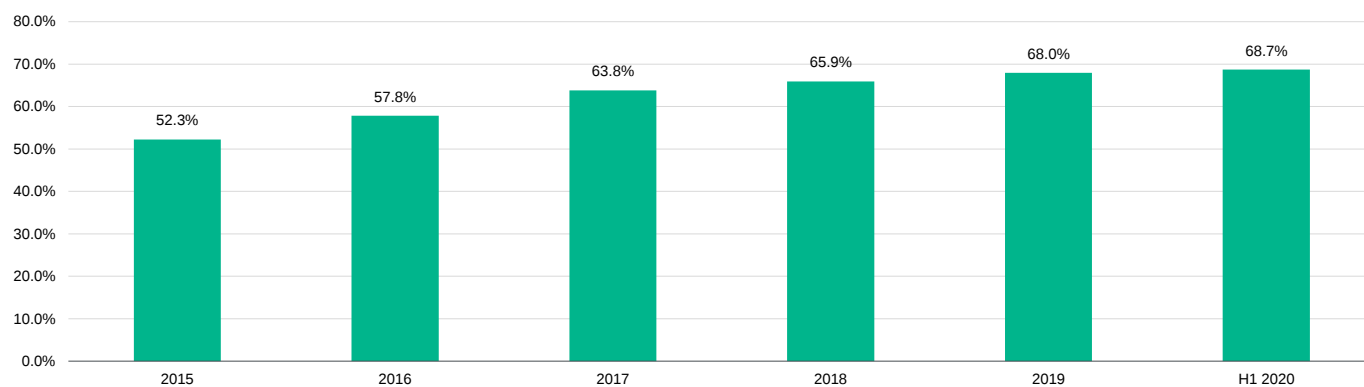
近年来,大型证券公司市场份额不断提升且业务结构更加多元化,这一趋势将有助于加强行业对客户的定价能力。

市场集中度的上升表现为2020年上半年十大证券公司收入占行业总收入的68.7%,高于2015年的52.3%(图表12)。这些公司市场份额的上升提高了其议价能力和盈利能力。

图表 12

大型证券公司市场份额不断扩大

十大证券公司收入在行业的占比 (%)



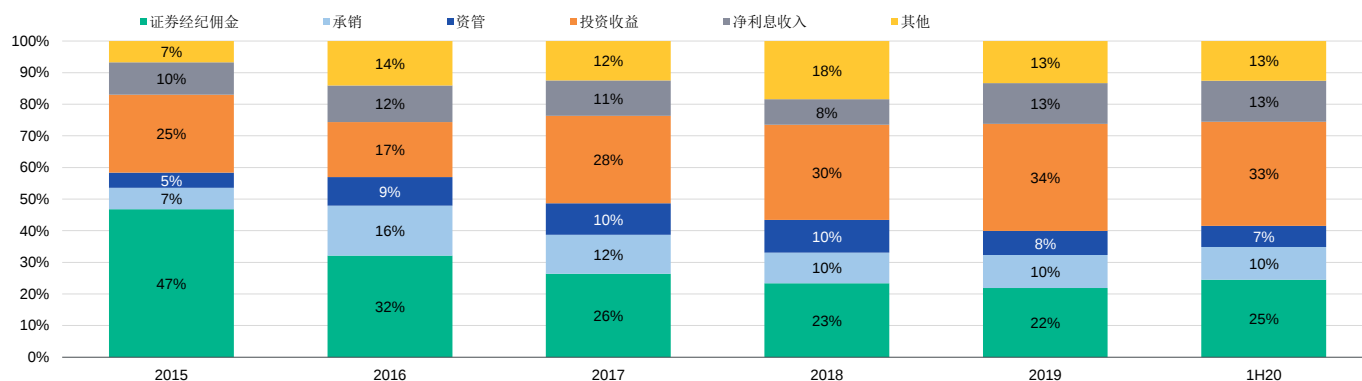
资料来源: Wind资讯、中国证券业协会、穆迪投资者服务公司

这些大型证券公司对经纪佣金的依赖程度也有所降低,原因是其他业务(包括投资银行、资产管理、固定收益投资和结构性产品)对收入的贡献率上升(图表13)。这缓解了行业传统经纪业务市场竞争激烈导致经纪佣金费率下降的影响(图表14),有助于企业维持良好的平均资产回报率(图表15)。

图表 13

中国证券公司对经纪业务佣金的依赖性有所降低

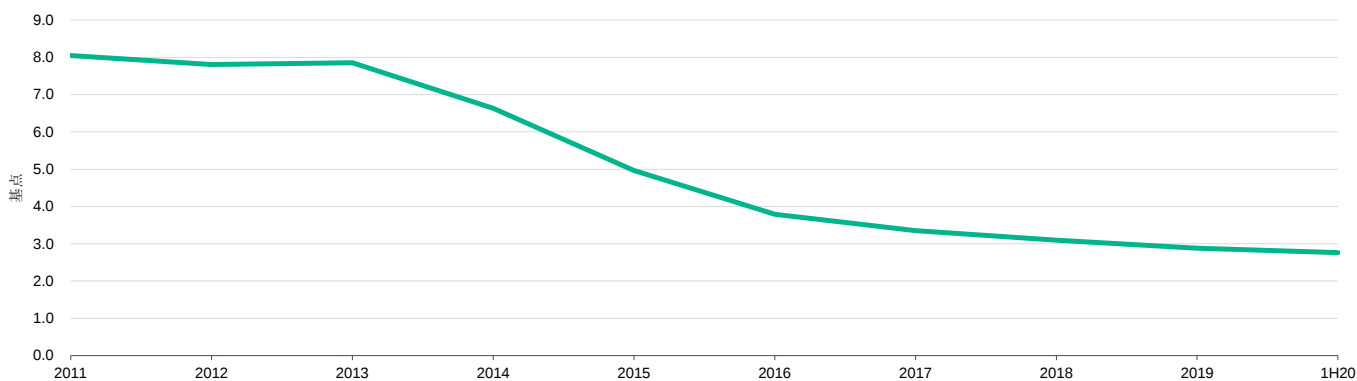
中国证券公司收入明细



资料来源：中国证券业协会、穆迪投资者服务公司

图表 14

平均经纪佣金在下降



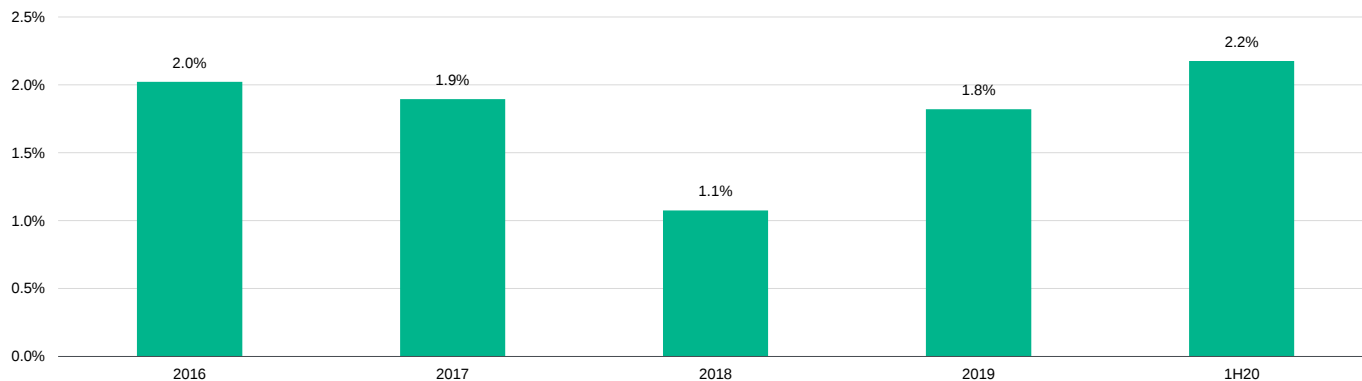
穆迪根据证券公司经纪佣金总额和股市成交量进行估算。

资料来源：Wind资讯、中国证券业协会、穆迪投资者服务公司

图表 15

中国证券公司保持良好的平均资产收益

中国所有证券公司利润总额占总资产的比例



2020年上半年数据为年化数据。

资料来源：中国证券业协会、穆迪投资者服务公司

另一方面，中国证券行业仍然分散，截至2020年9月30日共有135家公司。产品同质化、散户贡献大、转换成本相对较低，导致中国证券公司主要业务线的利润率持续承压。

此外，在取消证券公司外资股比例限制后，外资证券公司积极增持合资公司股份（参见穆迪报告[市场开放对外资而言固然是利好，但制约因素依然存在](#)，2020年11月30日）。但我们预计，外资证券公司需要相当长的时间来建立地域覆盖、客户关系和业务实力，才能达到与国内现有领先公司抗衡的水平。

穆迪相关研究

评级行动：[穆迪对13家中国证券公司采取评级行动](#)，2021年3月

跨地区资产管理业：[外资资产管理公司若在中国取得成功需要长期投入](#)，2021年1月

中国证券业：[市场开放利好外资，但制约因素依然存在](#)，2020年11月

尾注

- 1 沪港通及深港通是香港与上海和深圳证交所之间的互联互通机制，境外投资者和中国内地投资者可以通过当地交易所的交易和结算系统买卖对方市场上市的股票。该机制最早于2014年11月推出，目前已涵盖上海、深圳和香港2,000多只符合条件的股票。
- 2 债券通使得中国内地投资者和境外投资者通过香港市场基础设施参与对方债券市场的交易。北向通始于2017年7月3日，更大范围的境外投资者可参与内地银行间债券市场，而南向通将在晚些时候推出。
- 3 北向交易：投资资金流入内地，国际投资者通过沪港通及深港通买入在上海和深圳证交所上市的股票。
- 4 请参见MSCI新闻稿[MSCI will increase the weight of China A-shares in MSCI Indexes](#)，2019年2月28日
- 5 上海证交所科创板为对中国具有重要战略意义行业的高科技公司提供上市便利。
- 6 深圳证交所于2009年10月推出了创业板，以促进高成长性和高科技公司的上市。

© 2021, 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。

穆迪信用评级关联公司所发布的信用评级是他们对其对实体、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。关于穆迪信用评级所指的合同财务义务的种类的信息请见相关的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, 将是草率且不合适的。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, 任何人均不得以任何形式、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5,000,000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550,000,000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 1270625

客户服务

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454