

证券公司资本补充工具信用评级答疑

2025 年 1 月 21 日

1. 证券公司资本补充工具的评级为何与高级债券不同？

金融机构资本补充工具通常兼有债权和股权的双重属性。如果债务工具能够在不构成法律意义上的违约或被清算的条件下吸收损失，那么我们通常认为此类债务工具属于资本补充工具。

吸收损失的形式有很多种，主要包括本金或利息的支付延付/取消，本金减记，或者转换为普通股或其他资本补充工具等。

证券公司资本补充工具主要分为次级债券和永续次级债券。截至 2024 年末，证券公司发行在外的资本补充工具共计 6,150 亿元，其中次级债券 3,233 亿元，占比 53%；永续次级债券 2,917 亿元，占比 47%；共有 47 家证券公司仍有发行在外的资本补充工具。

表1

常见的证券公司资本补充工具条款

条款	次级债券	永续次级债券
次级条款	本期债券本金和利息的清偿顺序在发行人的普通债之后、先于发行人的股权资本；本期债券与发行人已经发行的和未来可能发行的其他次级债处于同一清偿顺序。除非发行人结业、倒闭或清算，投资者不能要求发行人加速偿还本期债券的本金。	本期债券在清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。
延期支付条款	/	本期债券附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。如发行人决定递延支付利息的，发行人应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。
转换为普通股或本金减记条款	/	/

资料来源：相关债项募集说明书，经标普信评收集和整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于资本补充工具吸收损失的特性，我们认为其信用质量可能低于同一发行主体发行的高级无抵押债券，因此其评级结果可能与同一发行主体发行的高级无抵押债券的评级结果不同。

分析师

栾小琛, CFA, FRM

北京

Collins.Luan@spgchinaratings.cn

李迎, CFA, FRM

北京

Ying.Li@spgchinaratings.cn

2. 如何评估证券公司发行的资本补充工具的信用质量？

证券公司高级无抵押债券和资本补充工具的风险差异取决于多项因素，主要包括 1) 获得政府/集团支持的可能性、2) 债券吸收损失的特性、3) 我们对证券公司资本充足水平和流动性水平的预期，以及 4) 监管和政府的态度等。下表展示了我们对于金融机构资本补充工具的分析方法。

表2

金融机构资本补充工具分析方法概述

分析步骤	详解
第一步：主体评估	确定主体的个体信用状况，外部支持子级调整，主体信用等级。通常情况下我们以主体信用等级作为资本补充工具子级下调的起点。
第二步：债券条款评估	债券合同条款分析，一共分为 3 小步，该部分的子级减扣一般不会超过 3 个子级。
2.1：合同性次级	合同次级条款。通常减扣 1 个子级。
2.2：支付风险	支付风险是指因为债券的损失吸收功能，而导致本金和/或利息被取消或延期支付的风险。通常减扣 1 个子级。
2.3：转换为普通股或本金减记风险	如果资本补充工具带有导致转换为普通股，或本金减记或者两者兼有的强制性或有资本条款。通常减扣 1 个子级。
第三步：资本韧性评估	<ul style="list-style-type: none"> □ 如果发行主体资本显著短缺，导致资本补充工具真正被用来吸收损失的可能性显著大于资本充足的同业，可能会导致子级下调。 □ 如果发行主体资本韧性好，导致资本补充工具真正被用来吸收损失的可能性大幅下降，对投资人不利的条款实际被运用的可能性很小，可能会带来子级上调。该类上调通常不超过 2 个子级。
第四步：外部支持评估	<ul style="list-style-type: none"> □ 我们会考虑债券得到的外部支持是否小于主体，如果小于，会有子级减扣。 □ 债券存续期间债券条款的损失吸收风险是否会因为外部支持而减弱，如果有减弱，我们可能会上调子级。如果该公司在股权结构上和政府有密切关系，且政府有很强的能力提供支持，该类上调通常不超过 2 个子级。 □ 我们也可能考虑集团支持对债券信用质量的支持作用。 □ 如果主体有外部支持，但因为个体信用状况已经是 aaa，或接近 aaa，导致外部支持没有充分反映在主体信用等级里，我们可以在债券评级中考虑以上隐含的外部支持。
第五步：补充调整	<ul style="list-style-type: none"> □ 该部分包括其他前面未充分考虑的特殊因素，包括流动性因素和监管决策等。 □ 如果债券非常接近违约，我们可能进行补充下调，以充分反映其违约风险。
第六步：债券最终信用等级	非高级债券的信用等级可以等同于或低于高级债券，不能高于高级债券。

资料来源：标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

以下我们以 3 家证券公司为例，展示我们如何利用上述方法得到证券公司资本补充工具可能的评级结果。

值得注意的是，下面的子级调整示例仅基于当前市场已发行债券的常见条款。若任何资本补充工具有不同的条款，即便与我们示例中资本补充工具的名称相同，子级调整结果通常也将不同。

表3

证券公司资本补充工具评级结果示例 1（国有大型证券公司）

分析步骤	分析要素	分析结论	解释
第一步	个体信用状况	aa+	评级基准 a-, 业务状况上调 2 个子级, 资本与盈利性上调 1 个子级, 风险状况上调 1 个子级, 融资与流动性上调 1 个子级
	外部支持	+1 个子级	考虑到政府支持, 对其上调 1 个子级。
	主体信用等级	AAA	个体信用状况 + 政府支持
次级债券			
第二步	债券条款评估	-1 个子级	根据募集说明书, 证券公司次级债券带有次顺位条款。因此, 我们下调 1 个子级以反映债券条款带来的风险。
第三步	资本韧性评估	+1 个子级	我们认为该发行主体在可预见的未来具有很充足的资本, 杠杆率较低, 资本韧性很好, 导致本期资本补充工具真正被用来吸收损失的可能性大幅下降, 对投资人不利的条款实际被运用的可能性很小。
第四步	外部支持评估	0 子级调整	
第五步	补充调整	0 子级调整	
第六步	债项信用等级	AAA	
永续次级债券			
第二步	债券条款评估	-2 个子级	根据募集说明书, 证券公司永续次级债券带有次顺位条款、利息延付条款。因此, 我们下调 2 个子级以反映债券条款带来的风险。
第三步	资本韧性评估	+1 个子级	我们认为该发行主体在可预见的未来具有很充足的资本, 杠杆率较低, 资本韧性很好, 导致本期资本补充工具真正被用来吸收损失的可能性大幅下降, 对投资人不利的条款实际被运用的可能性很小。
第四步	外部支持评估	+1 个子级	出于股权结构和公司系统重要性的考虑, 我们认为公司的永续次级债券获得中央政府支持的可能性较高, 足以弥补债券条款带来的不利影响。
第五步	补充调整	0 子级调整	无。
第六步	债项信用等级	AAA	

资料来源: 标普信评。

版权©2025 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

表4

证券公司资本补充工具评级结果示例 2（大型国有集团下的中型证券公司）

分析步骤	分析要素	分析结论	解释
第一步	个体信用状况	a	评级基准 a-, 业务状况上调 1 个子级, 其他打分项无子级调整
	外部支持	+2 个子级	考虑到集团支持, 对其上调 2 个子级。
	主体信用等级	AA-	个体信用状况 + 集团支持
次级债券			
第二步	债券条款评估	-1 个子级	根据募集说明书, 证券公司次级债券带有次顺位条款。因此, 我们下调 1 个子级以反映债券条款带来的风险。
第三步	资本韧性评估	0 子级调整	我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本, 杠杆率较低, 资本韧性较好。
第四步	外部支持评估	+1 个子级	出于股权结构的考虑, 我们认为公司的次级债券获得集团支持的可能性很高, 且集团具有很强的支持能力, 可以弥补债券条款带来的不利影响。
第五步	补充调整	0 子级调整	无。
第六步	债项信用等级	AA-	
永续次级债券			
第二步	债券条款评估	-2 个子级	根据募集说明书, 证券公司永续次级债券带有次顺位条款、利息延付条款。因此, 我们下调 2 个子级以反映债券条款带来的风险。
第三步	资本韧性评估	0 子级调整	我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本, 杠杆率较低, 资本韧性较好。
第四步	外部支持评估	+1 个子级	出于股权结构的考虑, 我们认为公司的永续次级债券获得集团支持的可能性较高, 可以部分弥补债券条款带来的不利影响。
第五步	补充调整	0 子级调整	无。
第六步	债项信用等级	A+	

资料来源：标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表5

证券公司资本补充工具评级结果示例 3（小型民营证券公司）

分析步骤	分析要素	分析结论	解释
第一步	个体信用状况	a-	评级基准 a-, 各个打分项无子级调整
	外部支持	0 子级调整	无政府或集团支持
	主体信用等级	A-	
次级债券			
第二步	债券条款评估	-1 个子级	根据募集说明书，证券公司次级债券带有次顺位条款。因此，我们下调 1 个子级以反映债券条款带来的风险。
第三步	资本韧性评估	0 子级调整	我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，杠杆率较低，资本韧性较好。
第四步	外部支持评估	0 子级调整	无。
第五步	补充调整	0 子级调整	无。
第六步	债项信用等级	BBB+	
永续次级债券			
第二步	债券条款评估	-2 个子级	根据募集说明书，证券公司永续次级债券带有次顺位条款、利息延付条款。因此，我们下调 2 个子级以反映债券条款带来的风险。
第三步	资本韧性评估	0 子级调整	我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，杠杆率较低，资本韧性较好。
第四步	外部支持评估	0 子级调整	无。
第五步	补充调整	0 子级调整	无。
第六步	债项信用等级	BBB	

资料来源：标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3. 政府/集团会在危机情况下对证券公司发行的资本补充工具提供支持吗？

我们认为很多国内大中型证券公司在困难时都可能会获得一定的政府支持，但与这些公司的高级债券相比，资本补充工具可能获得的支持程度存在更大的不确定性。

资本补充工具发行的最终目的就是在证券公司资本过低时用于吸收损失，如果所有证券公司发行的所有资本工具都得到政府救助，就失去了发行该类债券的意义。

我们认为，政府是有可能对证券公司资本补充工具提供一定支持的，但政府需在维持金融稳定和防范道德风险之间实现平衡，因此在提供该类支持时会有选择性的。政府对资本补充工具的支持态度也可能在不同时期有所不同。

我们通常不认为民营证券公司的资本补充工具会得到政府支持。

我们认为，与规模更小的证券公司相比，大型系统重要性证券公司发行的资本补充工具更有可能获得政府支持。

我们通常认为，与政府支持相比，集团支持子公司资本补充工具的意愿会更加确定。

4. 目前证券公司已发行的资本补充工具的信用质量如何？

杠杆低且资本韧性好是证券行业在市场波动中保持良好信用质量的核心因素。我们预计多数证券公司仍将继续保持低杠杆经营，资本补充工具发生损失的可能性不大。

证券公司在满足监管资本要求方面并无明显压力，资本达标压力远小于银行业和保险行业。证券公司发行资本补充工具通常并非为了应对监管资本最低要求，而是为了提高净资本水平。通常情况下，净资本更高的证券公司能够获得更高的融资规模。证券公司发行的两类资本补充工具均可计入净资本。

表6

与银行相比，证券公司资本压力低

截至 2024 年 6 月末各类金融机构监管最低资本要求与行业平均值比较

行业	监管资本指标	监管最低要求	行业平均值
城市商业银行	资本充足率 (非系统重要性银行)	10.50%	12.71%
农村商业银行	资本充足率	10.50%	13.08%
证券公司	风险覆盖率	100%	266.55%
	资本杠杆率	8%	19.54%

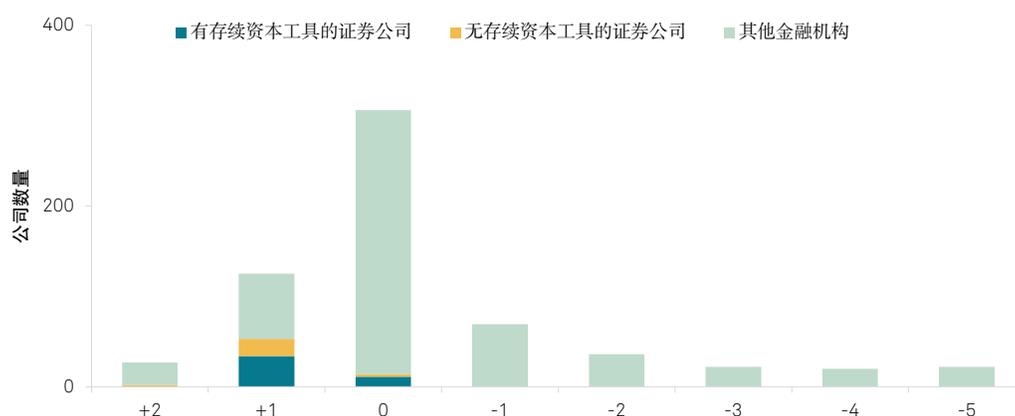
资料来源：国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、中国证券业协会，经标普信评收集及整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 1

证券公司鲜有资本严重不足的情况

证券公司资本与盈利性测试结果分布



注 1: +2 或+1 个子级表示资本充足性很强, 0 子级调整表示资本充足, -1 至-5 子级调整表示有不同程度的资本不足。

注 2: 本分布图中所呈现的子级调整分布是我们根据公开信息, 通过案头分析所得出对于个体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构(委托评级项目除外)进行访谈或其他任何形式的互动沟通, 也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会对以上分布图加以审核。本分布图不可也不应被表述为信用评级, 也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源: 标普信评。

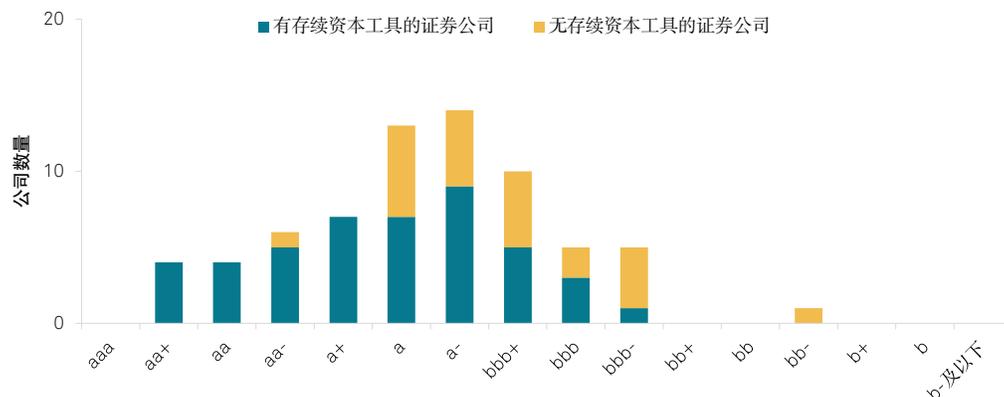
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于杠杆低，证券公司整体信用质量良好。仅有个别小型证券公司由于风险状况存在明显缺陷导致信用质量低。发行了资本工具的证券公司的个体信用质量更好，均在 bbb 序列及以上；结合政府/集团支持，发行了资本补充工具的证券公司的主体信用质量均在 a 序列及以上。

由于股票市场行情和投行业务放缓等因素影响，很多证券公司的收入和盈利近年来有明显下降。但我们认为该情况对其资本充足性并无显著负面影响。

图 2

有资本补充工具发行在外的证券公司并无极高风险的情况
证券公司个体信用质量分布（不含危机情况下外部支持）



注 1：我们对个体信用质量的评估没有考虑危机时候集团或政府支持的可能性，但考虑了持续性的集团或政府支持。

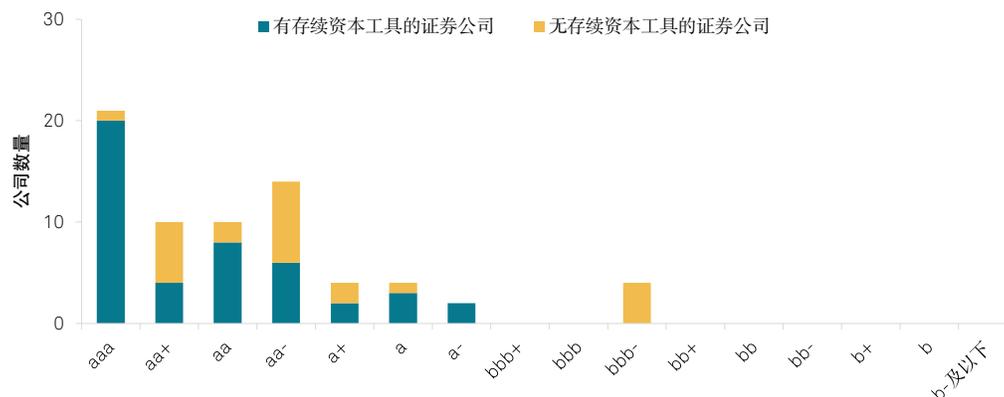
注 2：本分布图中所呈现的个体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于个体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级项目除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级评审委员会对以上分布图加以审核。本分布图不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 3

很多证券公司可能得到政府或集团支持
证券公司主体信用质量分布（含危机情况下外部支持）



注：本分布图中所呈现的主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于个体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级项目除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级评审委员会对以上分布图加以审核。本分布图不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于证券公司杠杆低，资本充足，流动性风险可控，加之部分证券公司的资本补充工具可能得到政府或集团支持，证券公司发行的资本补充工具的信用质量良好。无论是次级债券还是永续次级债券，并没有 bb 序列及以下的高风险债券。

图 4

目前存续的证券公司资本工具并无极高风险的情况
47 家证券公司资本补充工具信用质量测试结果分布



注：本分布图中所呈现的债券信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于个体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级项目除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会对以上分布图加以审核。本分布图不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

本报告中的分析是根据标普信评的方法论进行的。标普信评的方法论和分析方式仅适用于中国，并有别于标普全球评级所采用的方法论和分析方式。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用了公开信息，并且是根据标普信评的评级方法论，以及我们对于中国金融机构以及各个机构的了解进行的。在此次分析中，我们将我们的方法论对于公开信息进行分析，进而得到了关于金融机构信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点都只是以公开信息为基础，未有与任何机构进行任何互动式评级活动。但是，如果我们已与特定机构在评级活动中发生互动，我们通过评级工作从特定机构那里获得的信息和观点也可能被纳入本次分析结果中。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构或其债券的最终评级结果的表示。本报告中表达的观点是我们通过分析对潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

在此次案头分析过程中，我们对涉及的每家机构进行了分析，在本报告中按照机构的类型以组合层面呈现了我们的分析结果。我们根据我们方法论中最相关的指标，在本报告中的各个章节中呈现整个市场以及市场中不同类型的机构的数据和表现。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们与作为分析对象的大部分机构并未进行访谈或其他任何形式的互动沟通（我们已公开发布评级结果的机构除外）。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑机构获得母公司及集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号:



版权©2025 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

标普信用评级 (中国) 有限公司 (简称“标普信评”) 拥有上述内容 (包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出) 或其任何部分 (简称“内容”) 的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可, 严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容, 或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商, 以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人 (统称“标普方”) 均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏 (疏忽或其他), 无论其原因如何, 以及因使用内容而获得的结果, 或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证, 包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷, 以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下, 标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失 (包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失) 承担责任, 即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析 (包括评级和内容中的陈述) 是截至发表之日的意见陈述, 而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策 (如下所述) 并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资建议, 也不涉及任何证券的适合性。在发布后, 标普信评不承担更新 (不论以任何形式或格式) 发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时, 不应依赖内容, 内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问, 除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息, 但标普信评不审计其获得的信息, 也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布, 这些原因不一定取决于评级委员会的行动, 例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构 (NRSRO) 的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级, 所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见, 并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级, 不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级, 或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级, 标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离, 以保持相应活动的独立性和客观性。因此, 标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序, 以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬, 报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布, 包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。