

**聚焦 FOCUS 券商研究转型之卖方所思**

# 券商研究所转型六条路径前瞻

编者按：2000年，券商研究结束了类股评的草莽时代，正式推行全新的商业模式——服务公募基金获取交易佣金。这一简单实用的商业模式经历了12个春秋之后，券商研究遭遇发展瓶颈，而徘徊在转型的十字路口。那么，未来券商研究应该如何为自己定位？

日前，证券时报记者通过对包括申银万国、中信证券、南方基金、博时基金等二十余家主流卖方机构和买方机构的调查，从供需两端寻找券商研究未来转型的六个方向，以期为业界勾勒券商研究的未来蓝图，为投资者寻找可以借助券商研究进行投资的途径。

证券时报记者 李东亮

在过去的12年里，券商研究业务商业模式日臻标准化，导致同质化的产能严重过剩、分仓收入集中度越来越低、券商研究业务的垄断地位下降等诸多问题。

券商研究业务如何转型？在接受证券时报记者采访时，海通证券副总裁李迅雷、申银万国研究所所长陈晓升等券商高管纷纷呼吁，券商研究要正视目前遇到的困难，目前的商业模式需要朝着回归政策研究和业务发展研究、公募不再是唯一服务对象、摆脱股票投资研究依赖、提升销售人员专业能力、差异化竞争走向实质、整合全业务链六个方向转型，进而丰富其内涵和完善其模式。

## 方向一：回归政策研究和业务发展研究

接受证券时报记者采访的多家券商高管均认为，产能过剩、同质化竞争和集中度下降等问题并非券商研究业务独有的，而是已成为证券行业各项业务的共同现象。因此谈及券商研究的转型，就必须对整个证券行业进行变革。而在这个改革过程中，券商研究必须承担起政策研究和业务发展研究的责任。

在中信证券研究所一位高管看来，证券行业目前正处于变革时期，卖方研究乃至整个证券行业所面临的困境，根源在于已有的一些制度性安排，如行政管制和券商基础金融功能缺失等。而所谓政策研究，既是为了公司业务创新作参考，也是为了监管层出台改革创新的政策提供参考。这是券商研究在变革时期一个很重要的使命。”他表示。

此外，券商研究还将回归对内发展研究。陈晓升认为，券商研究所过去12年主要做股票投资研究，研究换佣金成为了一个非常好的简单商业模式，但如果公募基金的交易佣金下降，整个券商研究就会受到重创。因此，券商研究所的定位，未来必须回归为证券公司内部研究机构，承担起应有的发展研究功能，涵盖券商自身的发展，或是业务的开拓。

实际上，在卖方研究崛起之前，券商研究所一直承担着基础业务部门的角色，政策研究和对内发展研究均在研究所的研究范围之内。而过去的12年，券商研究所在以研究换佣金的道路上越走越远，政策研究和发展的功能被淡化。在陈晓升看来，这些研究未来必须回归。

## 方向二：公募不再是唯一服务对象

自1991年中国证券市场起步以来，券商研究可以简单分为两个阶段。在第一个阶段，券商研究基本以股评为主，并定位为对内服务。2000年开始进入第二个阶段，华夏证券、申银万国证券和国泰君安证券等老牌券商研究纷纷采用卖方研究商业模式。在过去的12年里，公募基金逐渐成为券商研究最主要的服务对象，甚至是唯一重要的服务对象。

然而，12年后的今天，在作为买方的公募基金不堪重负的同时，卖方研究所却需要更多的收入来支撑。因此，公募基金将不再是券商研究的单一服务对象。”华泰证券相关人士表示。

李迅雷表示，相比2007年和2008年，券商研究目前提供的服务深度增加一倍，但获得的分仓佣金收入却少了一半。

多数受访的公募基金负责人预测，未来公募基金佣金市场化是大趋势，不可能长期维持向券商支付0.8%的佣金费用率。阳光私募的佣金费率已降至0.3%，更何况资金规模更加庞大的公募基金。”南方基金上述人士表示。

面对这一趋势，多位券商研究所负责人表示，在过去的12年里，中国的卖方研究重点服务公募基金，监管部门还制定了统一的佣金水平，因此券商研究并未在客户细分方面下功夫。在未来，券商研究一方面要大力扩展服务对象，另一方面要为差异化的服务制定差异化的价格。前一个可以主动争取，后者或许只能被动接受，佣金率市场化是长期趋势。

李迅雷认为，整个金融业都在推进创新，证券、保险、信托和银行业务交叉越趋向普遍化，因此券商研究的服务对象将呈几何级数增长。陈晓升预计，养老金、商业保险、券商资管、QFII（合格境外机构投资者）和阳光私募，未来将给券商研究的本源业务带来非常新的市场。

## 方向三：摆脱股票投资研究依赖

证券时报记者日前对公募基金进行的一项调查显示，部分公募基金近期讨论佣金市场化和暂停个别券商研究的分仓收入，除公募基金本身管理的资金规模下降、交易换手率下降和业绩低迷外，其中很重要的原因是，在股市低迷的背景下，券商研究的价值无法体现。

对此，接受证券时报记者采访的多位券商研究所负责人则称，如果券商研究所有意服务阳光私募、券商资管、保险基金等机构投资者，单一的股票投资研究将难以满足客户的需要。

在创新业务方面，李迅雷表示，券商研究过去对金融工程的重视程度普遍不够，而现在不仅海通证券内部对该领域的研究有较大需求，银行和保险等机构的需求也非常大。

中信证券上述人士表示，结合中信证券的业务转型，该公司研究所已在加强金融产品、做空标的、量化投资、债券等方面的研究，这些都是寻找新的商业模式的着力点。我不相信证券研究仅仅因短期市场不好，或者某些费用下调而失去生命力。”他说。

华泰证券上述人士表示，从多元化服务角度看，这些年券商研究提供的服务内容不断丰富，已从最初的公司调研、撰写报告，到当前的组织路演、电话会议、联合调研、课题委托等。但这些服务内容大多仅涉及二级市场，未来则应包括企业价值评估，并购重组分析等。

## 方向四：提升销售人员专业能力

在欧美和中国香港市场，销售人员一般由资深研究员转岗而来，而国内的销售人员则不同，尽管不乏销售能力突出者，但由于没有从事过研究工作，因此研究素质普遍不足，甚至出现无法解释研究报告的价值和将买方的需求传递给研究员的情况。

这也是为何有研究员兼职做销售，而销售人员改做公关的根本原因。”一位不愿具名的研究所所长表示，目前国内研究所的销售人员更多提供的是非专业化的服务，属于辅助性工作。而销售人员真正的工作应该是转化研究成果、整合资源，实际上这个工作要求的专业能力并不亚于研究员，因此销售人员的专业化能力必须提升。

在这个问题上，也许买方最具有发言权。博时基金研究总监马越表示，销售对于买方和卖方需求的对接起到非常重要的作用，销售人员只有用很短的时间把券商的成果反馈给基金经理，销售价值才能实现，因此专业能力的提升就至关重要了。

据马越介绍，香港投行有一个很有趣的现象，即销售人员大多当过研究员，研究工作做不动了就转做销售，他们对股票和研报的理解较深，在和基金经理的沟通中，可以为研报加分。”因此，国内券商需要在销售人员身上增加投资。

## 方向五：差异化服务走向实质

随着今年公募基金关于降低交易佣金费率的讨论甚嚣尘上，加之公募基金换手率下降，越来越多的券商研究所陷入亏损之中，差异化服务将被动走向实质。

据证券时报记者对国内10多家大中小型券商研究所的调查显示，券商研究所差异化竞争将沿着两条路径发展。

其中第一条路径是适用大型券商。例如，中信证券、华泰证券等券商的研究所由于人数超百人，因此必须寻找更多新的商业模式以覆盖成本，在为谁服务和如何服务两方面对原模式进行重塑。例如寻找新的客户群体，丰富服务内容。

第二条路径适用于中小券商。即告别大而全的模式，转向主攻某一产业链，比如五矿证券的有色金属行业研究和东兴证券的新能源产业研究在业内有不错的声誉。某券商研究所所长表示，中小券商主攻产业链既可以降低运行成本，也容易脱颖而出，这是它们最好的出路。

## 方向六：整合全业务链

在今年5月份举行的券商创新大会上，不少合资券商的高管抱怨，由于只有投行牌照，没有研究和销售牌照，制约了投行业务的开展。而据证券时报记者调查显示，不少公募基

金不再是唯一服务对象。在佣金率将不可避免市场化的背景下，券商研究要大力扩展服务对象，也要为差异化的服务制定差异化的价格。

3 摆脱股票投资研究依赖。股票投资研究是券商研究所的本源业务，正是严重依赖于股市，导致券商研究的价值在股市持续下跌中无法得到体现，因此摆脱股市依赖是券商研究转型的方向之一。

4 提升销售人员专业能力。在欧美和中国香港市场，销售人员一般由资深的研究员转岗而来，而国内的销售人员则不同，尽管不乏销售能力突出者，但由于没有从事过研究工作，因此研究素质普遍不足，甚至出现无法解释研究报告的价值和将买方的需求传递给研究员的情况。

金负责人亦认为，如果一家券商投行业务较差，将无法为券商研究所提供上市公司人脉资源，研究服务和调研服务也会受到制约。

对此，华泰证券研究所上述人士表示，该券商在内部逐步完善全业务链体系，研究所将依托强大的资本实力及全业务链体系的支持，建立健全研究与各业务间的定价机制。对外将进一步完善及强化卖方服务，对内为公司各项业务提供研究支持。整合全业务链势在必行。”该人士表示，全业务链即是以客户需求为导向，为各类客户提供全面金融解决方案。未来券商之间的竞争将是整个公司各项业务综合实力的比拼，过去仅靠研究所单打独斗的时代一去不复返。

# 研究服务换佣金是国际通行商业模式

## ——访国泰君安证券研究所所长黄燕铭

证券时报记者 李东亮

近年来，券商研究部门提供的服务逐步深化，然而公募基金分仓收入却不及2007年高峰时的一半。相伴相生的是，国内券商研究所在商业模式单一、独立性不足方面饱受质疑。这些质疑是否合理，海外投行在这些方面又如何作为？为此，证券时报记者专访了国泰君安证券研究所所长黄燕铭。她拥有海外券商从业经历，从事研究工作长达18年。

### 商业模式没有过时

2004年，前5名券商佣金分仓收入占比为37%，去年这一比值降至24%。此外，年产10万份研报的研究员队伍和参差不齐的研究水平也饱受买方诟病。这不得不让业界人士反思，难道这种以研究换佣金的商业模式过时了吗？

对此，黄燕铭表示，传统的以研究换佣金模式并非中资券商独创，国外大中型投行一直沿用着这种商业模式，而且国外投行通过研究换交易佣金的程度更高。因此，这种商业模式并未过时，还将持续下去。

不过这并非没有改进的空间，由于公募基金的投资思路和券商研究所的价值投资观相契合等种种因素，目前国内券商研究所将公募基金作为主要客户，甚至是单一的服务群体，因此服务内容也局限于股票投资范围内。这也导致，一旦股市出现单边下跌，券商研究所的研究价值难以体现，分仓收入也将持续下降。

黄燕铭表示，国外投行研究业务的服务对象比国内要广泛得多，并没有划分公募、私募之类，只要资金量达到一定规模，投资理念符合这种服务模式，符合合规要求，研究所都可以向其提供服务。

5 差异化服务走向实质。今年公募基金普遍呼吁降低交易佣金费率，加之公募基金换手率下降，越来越多的券商研究所出现亏损，差异化服务将是券商自救的主要出路。

# 研究服务换佣金是国际通行商业模式

## ——访国泰君安证券研究所所长黄燕铭

黄燕铭称，国内研究所服务公募基金之外的机构积极性不高的原因，在于考评和激励机制不够健全。随着国内主流评选中，拥有投票权的机构范围不断扩大和国内券商研究所考核更加重视佣金、新股承销等业务机会，其所服务的机构范围将逐步扩大。所以，未来几年国内券商研究所业务发展的关键是扩展客户范围，利用已建立起来的研究团队配合公司投行业务和经纪业务条线。他表示，券商研究所未来的发展趋势是，研究的任务是支持证券公司各项业务，而销售的任务是销售券商各项业务，也就是说，券商研究获取佣金的客户来源将会多样化；券商从公募基金等高端机构客户获取的佣金将不再仅仅依靠研究，而是依靠公司的综合性金融服务。

对于国内券商研究重股轻债现象，黄燕铭认为，研究永远都跟着业务走。在国外，固定收益产品的研究、销售、交易是一条线，股权的研究、销售、交易是另一条线，两者分开却专业化地运行。但国内还没有清晰地专业化区分，而且与债券相关的各项业务常常得不到和股权业务同等的待遇。

黄燕铭认为，根本原因在于整个资本市场的股权融资业务收入比例过高，导致券商内部股票相关业务部门规模普遍偏大，而债券相关业务部门规模偏小。未来随着债券融资比例逐渐提升，国内券商的固定收益业务和股票相关业务会逐渐分离，债券和金融衍生品等领域的研究也将得以强化。

### 海外投行同样重视服务

众所周知，目前国内研究所除提供研究报告外，还提供上市公司调研、企业首发(IPO)路演等服务，甚至还开展一些偏离证券研究的娱乐活动。这在国内引发了不小的争

1 回归政策研究和业务发展研究。过去的12年里，券商研究所在以研究换佣金的道路上越走越远，政策研究和发展的功能被淡化。在业界看来，这些研究未来必须回归。



翟超/制图

6 整合全业务链。境外投行的业务链是由投行、研究和销售三个部门构成，并非投行部门独自完成。国内券商投行业务未来的发展趋势是需要销售和研发参与其中。

议，不少投资者认为这是不务正业。

黄燕铭说，提供上市公司调研、企业IPO路演等服务也不是国内券商研究所的独创，国外投行同样重视上市公司调研等与证券研究相关的服务。但是，对于偏离证券研究的娱乐活动一般是不允许的，因为国外投行对于娱乐招待往往有着非常严格的规定，而且合规方面也会有很严格的要求。证券时报记者调查结果显示，在公募基金等买方研究眼中，券商研究所提供的这些服务和提供专业研究的重要性基本相同。研究和提供服务的重要性不一，但的确是券商研究提供的服务中必不可少的内容。”黄燕铭表示。对于近年来比较多的偏离证券研究的娱乐活动，黄燕铭不愿意对此进行评价，只是强调这与当前券商研究所的生存环境有很大关系。

此外，国外投行的研报中往往会出现负面评级，而国内研报最差的往往也只给出中性评级，这导致国内券商研究的独立性受到质疑。对此，黄燕铭介绍称，国外有相关的规定，负面评级必须占到一定比例，但主流还是正面评级的研究报告。

黄燕铭继续称，在股指期货和融资融券推出之前，与国内相比，国内股市一直是单边市，股价上涨成为公募基金盈利的唯一模式，因为研究员和研究机构通行的做法是寻找未来股价存在上涨机会的股票，而将其余股票剔除出研究范围。因此，所给出的评级均为正面评级。

这和独立性无关。”黄燕铭表示，随着转融通的推出和股指期货的发展，未来券商研究在这方面会有所改变。

他进一步解释，随着转融通的推出和对冲交易策略的产生，中国的卖方研究在未来面临重构压力，因为正股组合投资策略下的研究和对冲交易策略下的研究并不相同。中国券商研究所应该对此做好准备。对这个问题我思考和观察了好多年，挑战的时刻到了。”黄燕铭最后表示。