

第八届新财富券商研究所高峰论坛成功举行

# 适应经济转型 创造券商研究新价值

证券时报记者 张欣然

由新财富主办、证券时报联合主办的“第八届新财富券商研究所高峰论坛”于2013年8月1日在上海举行。本次论坛主题为券商研究的新价值。来自38家券商的59位研究机构和销售交易部负责人,以及太平资产管理、上海朱雀投资发展中心等买方代表参会。与会嘉宾分别就券商研究当下面临的挑战、券商研究的新价值等议题展开深入交流与讨论,发出真正来自业内的理性思考与声音。

## 券商研究一定要适应中国经济的转型

申银万国证券股份有限公司首席战略总监陈晓升:券商研究当前遇到的最大挑战到底是什么?首先大的环境大家都非常清楚。国家正在开展的金融改革可能是未来这一轮“不一样的复苏”新的经济周期的点火器,我们申万国研究所今年上半年提出,这一轮中国经济的复苏跟以往是不一样的,尤其在一个大的经济转型的过程当中。新一届政府要推进新型城镇化,新型城镇化面临着非常大的约束,包括能源的、生态的约束,包括民生、财政的约束以及金融风险约束。关于金融风险的约束,可能是倒逼金融改革的内在逻辑。

大的环境大家都非常清楚。金融改革的内涵是整个金融市场本身的深化,这个深化体现在金融市场当中的各个主体和金融产品以及交易本身的活跃,这个金融深化的过程恰恰也是作为金融机构在其中寻找自己定位的一个非常重要的背景,包括影子银行的发展规模非常巨大以及人民币的国际化,使得境内外金融市场已经越来越一体化。

在这个环境下,我们需要先找到证券公司内部的定位。证券公司在整个金融体系当中非常重要的两个定位,一个是创造产品,第二是创造交易。券商研究作为证券公司内部的一个专业支持部门,具有非常重要的两个定位:提升证券定价和产品设计的能力。证券定价除了传统的公募基金的证券交易以外,未来投行的配售,目前如火如荼的股票质押回购的业务,以及未来财富管理投顾服务的基础,核心是研究定价的职能。

另外一方面,可能未来券商研究的新价值体现在做金融设计,或者说产品设计。信用业务和资产管理业务是券商近年发展最快的业务,资产管理业务包括未来的衍生品、场外业务、收益互换、期权业务等等,一旦这些业务放开,证券公司给其他金融机构,给实体经济里面的企业提供风险管理的职能便成为了可能。这种情况下才是真正考验证券公司专业能力的时候,所以核心的金融设计的能力是券商研究要去重点布局的方面。

我认为证券研究一定要适应中国经济的转型,同时,还要适应人民币自由化或者说金融改革之后的整个金融市场深化来构建研究的体系。只有把各种金融商品的研究全部纳入到这个体系之后,才能跟原有的股票为主体的证券研究形成互补,这个体系最后才能够比较完整,可以适应未来金融深化的环境。

## 创造研究新价值的六个方向

招商证券研究发展中心董事总经理杨晔:我从去年开始思考,研究部的卖方研究面临着哪些问题和我们可能的方向。我认为大致有六个方向:第一,策略、估值和研究方法需因应大环境和投资行为的变化而变化。第二,及时调整研究覆盖和方向,合理配置资源。第三,因应客户变化,进行客户分档和针对性研究内容规划与安排。过往各券商研究所的客户重叠度较高,但相信随着《基金法》的实施和市场主体的变化,卖方会逐渐地选择差异化经营,包括在客户分档和内容方面都会有这方面的需求。这也是真正创造更贴近客户创造价值的一个重要环节。第四,未来传统行业分析师的价值将体现在发行和并购中的定价能力

中。我们觉得券商研究所在并购方面的定价中发挥非常重要的作用,这会成为卖方研究未来关键价值形成的一个重要环节。第五,扩大对新金融工具的研究和覆盖。随着国债期货及其他新金融工具的退出,券商研究所应增添对这些新金融工具的研究和覆盖。第六,对固定收益的精细化和深入研究。随着直接融资的重要性提升及债券市场的发展,我想下一阶段对固定收益领域的精细化和非常深入的研究是卖方为客户创造实实在在的价值的另外一个重要的方面。

## 完善研究换佣金模式 拓展新收入来源

广发证券研究所所长张岚:第一,关于券商研究的定位。券商研究的定位、券商研究所的定位取决于它所在公司的定位和业务的定位,一个业务齐全的券商可以为旗下的研究所提供更大的研究需求,像投行、资产管理、融资

融券、金融期货等都可以为研究团队提供研究课题,拓展研究员的视野,也会推动研究所定位成全覆盖的模式。而一些中小券商则可以根据自身业务情况将研究所定位成具有差异化服务的模式。

第二,关于券商研究的盈利模式。我们在继续维持研究换佣金模式时候,当然也需要拓展新的收入来源,证券市场业务和产品创新量化金融工程的应用以及国家政策目前更加注重存量盘活,都提供了新的研究方向和收入来源。

第三,关于券商研究的同质化。目前研究覆盖比较完整的券商研究所大概有20家,如果再加上一些特色的中小型研究所,估计持续能够为买方提供研究服务的团队在40-50家左右,但不可否认这些机构的研究成果都具有同质化的特质。但毕竟每个研究员的教育背景、工作经历不同,看问题的侧重点不同,所以投资建议会有差异。即便同样的投资建议,背后的逻辑理由也是不一样的,所以研究的成果可以为市场的机构投资者提

供不同视角的参考。

第四,研究所未来能够做些什么?第一是争取影响政策制定,至少要贴近政策的制定者。第二可以参与业务和产品创新,我们必须承认这几年券商业务的创新很少见到研究人员的影子,这是一个危险的现象。如果一个团队不能创造更多的收入,那必须要创造品牌,或者为其他业务提供支持,尤其是对新业务的推动。第三学以致用,将研究成果转化为生产力,所有的研究成果必须要能提示投资机会或者是风险,体现研究的价值。

## 研究在未来价值体系中的重新定位

中信证券股票销售交易部执行总经理李春波:从我做研究员和做销售的经历来看,目前券商研究和销售服务主要面临四个问题。

第一,市场变化冲击研究员的工作方式,当前市场环境下如何延长资深研究员的职业生涯。对比国外的研究员可

以做20年、30年,中国的研究员似乎工作5年以上就找不到方向,跟不上潮流。如何让资深研究员继续活跃在一线,并且影响投资人的行动,这是一个非常难的课题。

第二,公募为主导的机构投资者结构发生了很大变化。过去十年来主流的规模较大的券商研究所基本上都是服务以公募投资者为基础,而最近两年公募在整个市场结构里是下降的,证券研究机构的商业模式现在也面临着价值股的困境。目前在公募之外,证券市场国际化进程加快,QFII(合格的境外机构投资者)、RQFII(人民币合格的境外机构投资者)等市场份额在快速提升,私募基金、跨领域财务投资人,现有上市公司股东等其他机构投资者力量在增强,如何将机构投资者纳入我们的研究服务的视野,用新的商业模式来服务这些客户,也是一个很大的问题。

第三,证券公司业务创新对研究的挑战。过去的一年多证券市场发生了很多的变化,每个券商都做了很多新的调整。从我们自己的观察来看,多数券商研究所其实是游离在公司主体业务之外的。未来的券商对于客户来说,除了传统的投行、经纪、资管、自营等业务之外,还要做流动性提供者、交易对手方以及风险工具和产品的提供者,这些领域是以往的研究和销售团队所没有覆盖的领域,这些领域给公司带来的新增收入和业务的贡献远远超出研究的变化。

第四,我们现在每个人都在谈,但变化方向未定的就是互联网的挑战。目前已经明显感觉到互联网对经纪业务特别是对研究的冲击。从研究员的微观层面有三个应对的方式:第一个要提的是变和快,我们的研究体系、风险控制体系和报告发布流程怎么样适应现在求变求快的环境;第二个就是整个券商的生态和盈利模式发生大的变化的过程中,研究所如何适应内部需求的变化;第三个我们从客户观察和研究的未来来看,研究全球化加本土化的趋势上,短期可能大家会看到更多的本土化的情况出现,但是从中长期趋势来看,研究会越来越全球化。

## 在两方面增加投入

太平资产管理有限公司研究部总经理庞良永:对于券商研究的对象和券商服务的对象,我建议未来在研究的对象里面增加一点服务的投入,在服务的对象里面增加一些研究的投入。

常规来说,券商的研究对象就是各类的上市公司,但是从股权分置改革以后和创业板设立以来,个人觉得我们的研究对象已经不再只是单一的研究标的或者研究课题,传统意义上只要挖掘哪个公司在某一个时段内具有成长性,进而把这个信息传递给服务对象,研究的任务就完成了。但是在现有的市场结构下,我们认为可能还要再挖掘研究对象本身的可持续发展潜力,或者在实现研究对象资源更加有效配置方面,多做一些努力。

至于对服务的对象增加一些研究的内容,主要是因为整个金融产业中,我们的服务对象无外乎保险、基金,包括券商之间互相服务,包括社会投资者。而整个金融体系在转型创新的背景下,我们要多帮这些服务对象研究未来发展的趋势。

## 调整人员组织架构 发力资产定价功能

海通证券研究所副所长路颖:作为一个研究所,它的新价值必然是依附于所在的券商的新价值。在中国经济转型的大背景下,对于研究的理念、研究的方法包括研究的组织架构应该怎么转化这一问题,过去很长一段时间,大部分做得成功的券商研究部无非都是这两种思路:吸引人才和培养人才,而在更大的战略思路就是我们怎么去配置人。研究所内部鼓励跨行业、产业链的研究,在新兴行业上多配置人力,夕阳行业上调整人力或者放宽研究领域。这样一个动态的人员组织架构的调整,也是我们目前正在思考和推进的。无论是中国经济的转型、中国资本市场的转型,还是券商的转型,作为研究所,我们所思考的就是怎么从微观上,更能够适应这种转型。

第二个问题是,关于买方和买方的新概念,以及买方和卖方的关系。原来券商研究所一定要对外服务,因为对外服

务做卖方业务才能证明我们研究员的价值,实际上现在回过头来看,券商所做的业务,特别是综合类的券商,基本上都是做一个大的卖方业务。无外乎两点,一点是做产品设计,一点是做资产定价。

而站在未来国际化的角度,我们可以参与定价的产品是非常多的。如果能够把握住这一条线,并在市场上有充分的影响力,也就把握了券商未来的核心之一,当然能把握住两个更好。这样可以让研究在整个公司的定位一直保持支持的地位,只有这样才有能力向公司多争取一些资源。一方面让研究员有更大的进步,更好的生活条件;另外一方面真正能为公司的各项业务作出自己的努力和贡献。从管理者的角度,能把研究员个人的成长、研究所的成长和公司的成长匹配起来,在一个创新向上的环境下,必然能够创造研究的新价值。

## 随服务对象扩大 实现研究转型

中国银河证券首席经济学家、研究部负责人潘向东:大家都知道,熊市的时候每个研究所的日子都不是很好过。现在公募基金为我们提供的总的佣金量就是40多亿,这么多研究所分,在总量有限的情况下,竞争是比较恶劣的。

为什么会产生这样的格局?主要原因是我们做的研究都是给投资者提供一个交易的机会,提供这种交易的机会就制约你的发展。所以我们的研究所都是跟机构销售部捆绑在一起,这种情况下很容易受市场的干扰。特别是你给投资者提供的都是交易性机会的话,况且研究者提供的都是中长期交易机会,所以研究员对买方研究部的服务,买方有时候还不是很认可。这种情况下,很多研究所想转型,从外部转到内部,或者内外合一,但是到目前为止我观察也没有几家是成功的。

原因很简单,研究员提供的定价能力,是在目前的市场上受质疑的。为什么受质疑?就是因为现在的上市公司还是属于稀缺性的资源。以新股发行为例,研究员写的新股报告几乎没有人看,因为发行照常进行。研究员的定价往往跟新股上市之后的定价差异太大,很多人也不相信研究员定价会是一个合理的价格。这就是说,我们研究本身遇到了困境。

关于转型,李克强总理履新后首先提到未来要加强多层次的资本市场建设,其实可以想象未来通过资本市场的融资量将得到急剧的膨胀,只要融资急剧膨胀,标的一定是越来越多。这为我们转型提供了一个契机,也就是说未来的上市公司不再是稀缺性的资源了,未来的上市公司或者拟上市公司一定要找券商研究员了。从这个角度来看,我们的转型方向,将由过去我们的服务对象是投资者,转向是投资者、上市公司或拟上市公司,同时我们的服务从场内服务过渡到了将来的场内或者场外都服务的过程,服务对象得到很大的扩充。同时也体现了我们的分析师定价能力,研究所不再挂靠销售部,而是全方位的服务,这是我们的转型方向。但这种转型预计还会有一段路要走。

## 风险提示研究需加强

上海朱雀投资发展中心研究部副总监黄振:我主要想谈一下我个人的感受,目前买方特别是阳光私募需要卖方提供什么样的服务。以个股推荐为例,我们认为一个成功的投资过程包括三个过程,首先是公司的挖掘,第二个是持续的跟踪,第三个是风险的提示。一般而言,现在不管是卖方和买方,第一个流程和第二个流程都做得非常好,第三个流程即风险提示这一块都是有所欠缺的。

对于阳光私募而言,其实际控制风险比获取利润更加重要,特别是在规模做大以后。以我们目前市场上所见的研究报告为例,大家可以很明确地看到,以推荐买入这种投资评级的研究报告居多,明确提出卖出或者是风险提示这一类报告相对偏少,这一点和之前A股市场非常重要的盈利模式是有关的。但这一类的研究服务其实对于公募、私募都具有非常重要的意义。随着融资融券的推出以及后期期权等衍生品推出,做空这一块也会成为A股市场非常重要的盈利模式。总之,买方在研究这块是需要券商提供全方位的服务,而怎么做值得我们共同思考。



申银万国证券股份有限公司首席战略总监兼上海申银万国证券研究所有限公司总经理、第二届新财富杰出研究领袖陈晓升



招商证券研究发展中心董事总经理杨晔



广发证券研究所所长张岚



中信证券股票销售交易部执行总经理李春波



太平资产管理有限公司研究部总经理庞良永



海通证券研究所副所长路颖



中国银河证券首席经济学家、研究部负责人潘向东



上海朱雀投资发展中心研究部副总监黄振

彭春霞/制图