

■ 证券研究转型发展“大家”谈

长城证券研究所负责人杨超:

告别流量为王 左手商业利益右手社会价值

□本报记者 王蕊

如果说券商研究是一条不断向前延展的路,那么当下一定处在这条路正在发生转向的路口。“他山之石,可以攻玉。”长城证券研究所负责人杨超日前接受中国证券报记者采访时表示,身处券商研究行业自然很难看明白业内现状,希望跳出来对比其他行业,探寻卖方研究正在发生的种种变化。

在杨超看来,由明星分析师主导的“流量时代”正在逐渐过去,新一轮号召回归研究品质的呼声正越来越响。对于新行业背景下券商研究而言,佣金收入或许不再是大家追逐的最主要目标,商业利益与社会价值的统一将成为未来研究所发展的重要指引。

流量为王的时代正在过去

中国证券报:关于分析师评价体系的问题一直为业界所关注,长城证券在这方面有哪些新探索?

杨超:通过类比《博斯曼法案》诞生前后,足球明星业内地位的快速提升,我们发现其实券商研究行业与足球产业存在着极为相似的明星效应。由于明星分析师往往自带流量,而在业内流量又通常与分仓收入和品牌效应直接挂钩,分析师的个人价值得到了极大提升。作为平台的研究所反倒要借助明星分析师的影响力,通过聘请明星分析师、组建豪华团队快速提升行业地位和知名度,短期内迅速实现业务增长。

过去一段时间,业内针对分析师的评价,多数依赖基金经理为主的机构投资者的主观判断。这就意味着,在评价导向上过度强调了分析师的“流量”,或者说行业影响力,对分析师专业性的强调反而不够。同时,这样的评价体系也非常不利于新人的挖掘和成长。

对比演艺界的评奖体系,我们发现用来衡量一个演员或导演的实力通常是其作品本身,同时会下意识与商业保持一定的距离,坚持自身的独立性,这对行业长期健康发展非常有利。同样的经验也可以由券商研究的评价体系

来借鉴,首先必须明确的是,针对分析师的评价一定要基于专业导向,主要以研究报告等产品来进行评价,而不能更多地以分析师名气大小、服务频率甚至人际资源作为评价依据。此外,一定要关注新人的挖掘,不断地引导更多有才华的年轻人在行业内崭露头角,给整个行业带来新鲜动力。

中国证券报:你认为未来分析师的考核指标会有哪些改变?

杨超:未来随着研究所的流量导向逐渐淡化,明星分析师的议价权会有一定削弱,分析师薪酬天花板也会有一定的降低。同时市场因素对分析师收入的影响可能会增加,市场交易活跃,佣金高,分析师的收入天花板就会高,如果交易持续低迷,分析师的薪酬肯定能会受到的影响。

对于从事卖方研究的研究所来说,佣金点肯定是KPI考核的一个重要因素,但不会是唯一因素。首先,不同分析师的考核标准应有所区别。比如首席考核佣金点权重可以高一些,新人权重低一些。其次,需要有研究报告质量、合规方面的考核,这在未来会越来越重要。我们倡导基于研究报告来进行评选,研报质量或将成为一个重要的考核因素。此外,还应有一些客观指标的考核,包括盈利预测的准确性,推荐标的的表现,深度报告数量等,目前一些研究所已经在进行这些方面的尝试。

对于研究所而言,公司肯定是希望付给分析师的薪酬能够实际创造价值的。从个人角度而言,我也更希望分析师能多去从事一些创新性研究,踏踏实实地出一些具有参考价值的深度研究报告。如果一个分析师确实研究水平很高,他的研究对产业发展有帮助,对投资者决策有帮助,那他获得相对丰厚的薪酬也是理所当然的。因此,无论考核方式发生怎样的变化,对券商研究的评价本质上还是要看能否创造价值。

商业利益与社会价值统一

中国证券报:当前行业转型的十字路口,各券商研究所都在积极尝试寻找新的发展方

向。你认为券商研究需要特别注意什么?

杨超:首先,研究所要服务公司整体战略定位与规划。对绝大部分券商来说,研究所无论是收入贡献还是利润贡献,占比普遍不高。研究所本质上不是主要创收部门,而是一个支持部门,对于公司其他业务开展,乃至公司品牌形象打造都发挥着不可或缺的作用。比如公司重点发展方向放在投行,那么研究所就要为投行业务提供更多的支持;公司重点发展经纪,就要考虑怎样更好地为经纪业务服务……当然,这些都应在合规的前提下进行。

其次,除了要考虑商业因素,研究所还需要承担一定的社会责任,需要追求商业利益与社会价值的统一。研究所一定程度上代表了公司的品牌形象,不需要追求大而全,但要有一定的特色,在一些领域能为公司品牌加分。此外,研究质量要有保证,不能给公司造成负面影响,也不可造成不良的社会影响。

高质量的研究成果是研究所安身立命的资本。利用研究佣金收入作为经费支撑,全力打造顶级的经济、商业研究机构,是券商研究所未来的发展方向。为此,研究所的激励和导向一定要做好,不能一味盯着佣金收入,反而忽视了对于研究水平、研究质量的把控。

中国证券报:你认为研究所该怎样平衡商业利益与社会价值之间的关系?

杨超:我们需要肯定不同类型研究工作具有的价值,哪怕它不一定能直接带来营收或利润。比如研究所发布的一些报告或许不能直接带来佣金收入,但可以通过分析某个行业,对社会产生价值贡献;或者研究所的部分研究成果虽自身难以创造利润,但是公司其他部门可以通过这些研究支持创造更大价值,甚至可以超过研究所本身的佣金收入。

另一方面,也要重视研究所在树立公司品牌形象方面的作用。为此,我们不仅要不断提升自身的研究实力,同时也要注意对于合规风控的重视,否则一旦内控出现风险性事件,不仅不能给公司品牌形象带来正面加分,反倒会造成负面影响。

我很看好未来券商研究的整体发展前景,

虽然目前行业内还或多或少存在着一些问题,但是随着业内不断进行积极引导,不管是对于机构投资者,还是对整个社会而言,未来券商研究创造的价值都将会越来越高。

研究服务内容的重新构成

中国证券报:不少券商研究所在尝试扩展新的收入来源,未来佣金收入在研究所收入中的占比会逐步下降。你怎么看?

杨超:研究佣金分仓,对大部分券商来说,占收入比重并不高,能够持续盈利的研究所也不多。我认为单纯依赖研究佣金,对多数研究所来说压力会越来越大,应该考虑服务对象的多元化,不能完全依赖交易佣金。对券商来说,收入和利润主要还是来自其他业务板块,因此为其他板块提供支持应是一个重要方向。

近些年,券商研究与产业的联系日趋紧密,预计未来在专注二级市场之外,可能会进一步加强对产业研究产品的生产。事实上,目前不少机构客户正越来越重视产业研究。当然,一个研究员从二级市场扩展到对产业的研究需要时间积淀,但只要研究所不断做好引导,预计产业链方向的研究会越来越深入。

同时,一个强大的研究团队在对内服务方面的作用是巨大的。如果将佣金收入作为研究所的费用支撑,同时提供对外服务和对内服务,那么研究所价值的体现可能会更理想。但这样一来,公司内部不同业务条线之间的风险隔离就显得尤为重要,要将对内服务公司其他部门与对外服务其他客户同等看待,谨防风险事件发生。

展望未来,今后不同研究所之间的差异可能会越发明显。一方面,不同研究所可能根据公司的整体战略定位,把工作重点放在产业咨询、佣金分仓、对内服务等不同方向;另一方面,不同于大型研究所的全行业覆盖,中小型研究所大概率会根据公司产业背景、资源分布等来提供特色化服务,比如背靠股东方的产业背景,在某些优势产业重点打造差异化竞争力。

中信证券增资香港子公司 券商加紧布局境外业务

□本报实习记者 罗晗

中信证券日前发布公告称,拟对旗下香港子公司——中信证券国际有限公司(简称“中信证券国际”)增资9.16亿美元。业内人士指出,今年以来,已有多家券商增资境外子公司,跨境业务试点审批也在提速。在传统业务发展缓慢、业绩承压的情况下,券商正在加紧布局境外业务。

中信证券增资香港子公司

据了解,中信证券对中信证券国际的最近一次增资在2012年,且近年来对其经营及业务的资金支持主要采取借款的方式,本次增资主要系借款转股本。

今年以来,多家券商在向境外子公司增资方面动作频频。1月,山西证券完成对山证国际的5亿港元增资,山证国际注册资本由5亿港元增至10亿港元;2月,东兴证券董事会通过议案,同意公司全资子公司东兴证券(香港)金融控股有限公司向其控股子公司东兴证券(香港)有限公司增资6亿元港币;6月,方正证券拟对方正香港金控增资5亿元人民币,方正香港金控注册资本将从5亿港元增加至约11亿港元;8月,广发证券调整了增资方案,将根据实际情况一次性或分批对广发控股(香港)有限公司增资52.37亿港元。

10月,东吴证券发布公告称,拟向东吴证券中新(新加坡)公司增资3750万新加坡元,国信证券也拟以现金分期对国信香港增资,总金额不超过港币10亿元。10月底,西南证券向全资子公司西证国际投资有限公司增资20亿港元的方案也获证监会批准。

此外,今年以来也有券商直接收购境外证券公司的股份。今年1月18日,银河证券以1.67亿新加坡元收购了新加坡证券公司联昌证券50%的股权。

境外布局备战跨境业务

分析人士指出,一方面,券商积极向境外子公司增资;另一方面,获批跨境业务试点的券商也在增多。

今年以来,跨境业务试点的审批速度明显提升。今年1月,国泰君安、华泰证券获批开展跨境业务试点;5月,广发证券、中金公司和招商证券相继获批;10月,银河证券、中信建投也拿下资格。至此,今年已有7家券商获批,而此前有跨境业务资格的中信证券和海通证券则是在2015年以前获批的。截至目前,已有9家券商获得跨境业务试点资格。

除了获取跨境业务资格,多家券商此前主要通过收购境外机构布局海外业务。中信证券在2013年收购了里昂证券的全部股权;2015年,海通证券全资收购了葡萄牙圣灵投资银行;2016年,华泰证券收购了美国资产管理公司AssetMark。

券商加紧布局境外业务,与内地业务业绩承压有关。民生证券分析师周晓萍表示,由于传统业务发展缓慢,券商的经纪等通道类业务逐渐步入瓶颈期。且近两年受内地资本市场环境影响,业绩全面承压,证券公司逐渐重视境外业务的发展,积极布局海外市场,拓展业务及收入空间。

分析人士指出,券商境外业务的发展会影响分类评级,这也给券商发展境外业务带来动力。根据《证券公司分类监管规定(2017修订)》之规定,证券公司上一年度境外子公司证券业务收入占营业收入的比例达到40%、30%、20%,且营业收入位于行业中位数以上的,分别加4分、3分、2分。

中国证券业协会发布的《2017年证券公司经营业绩排名情况》显示,2017年有5家券商境外子公司证券业务收入占营业收入比例达到10%以上,分别是海通证券(25.58%)、中金公司(20.67%)、中信证券(12.24%)、中原证券(10.38%)以及东兴证券(10.33%)。周晓萍指出,大部分券商的这一比例较上一年有所提高。

券商境外业务发展的同时,相关监管制度也在不断完善。今年9月,证监会正式发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》(简称“《管理办法》”)。《管理办法》主要包括四个方面的内容:一是维持适当门槛,支持机构“走出去”;二是规范业务范围,完善组织架构;三是督促母公司加强管控,完善境外机构管理;四是加强持续监管,完善跨境监管合作。

中信建投证券认为,证监会将发布《管理办法》,在维持适当门槛的前提下支持机构“走出去”,券商海外业务步入规范化发展阶段。

“踩雷”凯迪生态

联储证券资管产品遭遇违约风险

□本报实习记者 戴安琪

近日,联储证券发行的聚诚9号集合资产管理计划(简称“聚诚9号”)被曝遭遇违约风险。根据联储证券12月1日发布的最新公告,聚诚9号已进入终止后清算阶段,联储证券将继续积极履行资管计划管理人职责,努力保障委托人权益。一位投资者表示,联储证券关于本息兑付还没有召集投资者开会说明情况。对此事件,中国证券报记者多次致电联储证券相关方面,但未获回复。

产品进入清算阶段

据悉,聚诚9号的融资方为凯迪生态。该产品设立于2016年11月15日,共发行4期,总规模为4.679亿元,第1期计划于2018年11月15日到期终止,第2期计划于2018年11月25日到期终止,第3期计划于2018年12月13日到期终止,第4期计划于2019年4月17日到期终止。据联储证券官网公告显示,该计划涉及个人投资者198名,其中首次成立涉及个人投资者76名,1次开放期40名,2次开放期22名,3次开放期60名,机构投资者1名。

产品进入清算阶段

据记者了解,聚诚9号的融资方为凯迪生态。该产品设立于2016年11月15日,共发行4期,总规模为4.679亿元,第1期计划于2018年11月15日到期终止,第2期计划于2018年11月25日到期终止,第3期计划于2018年12月13日到期终止,第4期计划于2019年4月17日到期终止。据联储证券官网公告显示,该计划涉及个人投资者198名,其中首次成立涉及个人投资者76名,1次开放期40名,2次开放期22名,3次开放期60名,机构投资者1名。

7月10日,联储证券发布公告,针对凯迪生态违约已提起诉讼和财产保全。诉讼案件于2018年

5月22日在湖北省高级人民法院立案,并于5月24日出具保全裁定书。10月19日,联储证券发布的第三季度资产管理报告中称,至7月下旬,保全工作基本完成。法院于8月9日依法组成合议庭开庭审理了凯迪生态违约案,庭审结束后尚未接到法院再次开庭的通知。

根据联储证券12月1日发布的最新公告,聚诚9号已进入终止后清算阶段,联储证券表示将继续积极履行资管计划管理人职责,努力保障委托人权益。

一名聚诚9号第1期的投资者对中国证券报记者表示:“联储证券关于本息兑付还没有召集投资者开会说明情况。8月份我们投资者‘维权’后联储证券把原来的管理费拿出来给我们付了从去年11月到今年2月的利息。”

记者致电联储证券官网北京方面联系电话,接电话者回应此事需要联系上海方面相关人员,随后记者又多次致电联储证券官网上海方面联系电话及投资者所提供的3位聚诚9号产品客户经理的电话,均无人接听。

联储证券多次“踩雷”

据中国证券报记者不完全统计,聚诚9号只

是联储证券今年“踩雷”的其中一只产品,其它遭遇违约风险的产品包括:联储证券-聚诚15号集合资产管理计划,融资人为东方金钰;联储证券-聚诚16号集合资产管理计划,融资人为盛运环保。

联储证券原名众成证券,成立于2001年2月28日。该公司2015年通过增资扩股引入新股东,此后进入高速发展阶段。公司的资金三年跳跃式增长,2015年为2亿元,2016年增至16亿元,2017年则达到56亿元。据中国证券投资基金业协会相关信息显示,2015年联储证券共设立资管产品5只,2016年设立资管产品41只,2017年设立资管产品19只,2018年设立资管产品1只。而聚诚9号正是设立于大量成立资管产品的2016年。

一位资深业内人士表示,今年市场风险暴露较多,所以资管产品出现风险也属正常。但是现在的非标资管产品集中度高,管理透明度有待提高,资管机构和投资者都需要改进。资管机构需要更加尽职履责,而投资者也需要更加理性投资,避免盲目追求高收益率。而对于已出现兑付危机的资管产品,资管机构一般需要披露项目状态,未来将采取的处置风险的举措。

华鑫证券田大伟: 券商资管积极布局“FOF+量化投资”

式入市。”

田大伟指出,如何挑选优质公募基金,如何做组合配置,在这些方面,券商资管可以通过做投资顾问和发行FOF产品对接银行需求。考虑到银行理财资金的体量,作为合规的持牌机构,券商通过FOF业务同银行理财合作是当前重大机遇。

在此背景下,田大伟指出,目前有较完备数据的四大类FOF产品发行主体中,公募基金发行的FOF产品的平均最大回撤最小、收益最小。私募基金发行的FOF产品的平均收益最大,最大回撤也最大。华鑫证券FOF以稳健收益为目标,力争给客户提供年化收益6%~9%,最大回撤为2%~3%的产品。这一收益风险水平的产品设计正是针对银行理财的需要。

布局量化FOF

随着金融科技的蓬勃发展,量化FOF产品将是一大趋势。田大伟指出,量化FOF投资核心有两点。首先,如何筛选建立核心标的库。目前筛选基金的主流逻辑是参考过去业绩和基金经理的

投资逻辑。但研究发现,一个产品过去业绩和未来业绩相关度可能并不高,特别是每年的一、二月份甚至是负相关。因此,需要找出真正和基金经理未来业绩正相关的指标。在这方面,华鑫的FOF投研团队通过量化归因的方法做了有益的尝试。例如,一个基金经理管理的产品有3%的收益,其中可能有1%的业绩是行业因素(例如房地产行业)贡献的,1%的业绩是风格因素(例如市值大小)贡献的,这些业绩都是很难持续的。而扣除这些后剩下的1%可以看作是基金经理可持续投资能力的体现。根据华鑫FOF投研团队的研究,剥离行业和风格的收益与基金经理未来业绩的相关性大幅提高,用该指标筛选出的基金核心库的收益普遍较为理想。

田大伟介绍,做归因分析时,不仅要看净值涨跌幅,还需要有持仓数据,但这些数据均是滞后发布且不全面。在缺少实时数据的环境下,华鑫FOF团队通过智能优化算法建立一个与基金真实业绩贴近的虚拟持仓,通过对虚拟持仓进行归因来完成基金经理可持续投资能力的评价。“这一步很具有挑战性,没有多年的量化算法积

累和对公募基金运作的深度理解,很难很好地完成虚拟持仓的构建。”田大伟指出。

田大伟表示,量化FOF的第二个核心点是在建立核心标的库后,还需要根据产品的收益风险要求构建一个最优投资组合。“核心库的基金可以组建成千上万个组合,但能被我们选中的组合必须满足一定的条件。”田大伟指出,这些条件包括:组合的未来风险不能超过一定阀值;组合中股票基金对整个组合的风险贡献与债券基金对整个组合的风险贡献大致相当;组合中单个基金持仓比例不能超过一定比例等。这一最优投资组合的寻找工作看似复杂,但有了量化系统就会简单很多。从数据的提取、清洗、计算、建模、优化、交易、归因、分析报告生成等,这些流程可以通过华鑫证券自主研发的“灵犀”量化投资系统完成。

量化FOF进一步演化将是智能FOF投资。根据客户需求的精确画像,通过智能算法自动生产FOF产品与其对接,而这一过程将会通过手机APP高效实现。“这一智能FOF投资场景有望在不久的将来得以实现。”田大伟认为。

本报记者 陈健

随着资管新规及细则的推进落地,今年以来,券商FOF业务开始发力。中国证券报记者了解到,华鑫证券目前已搭建了具有公募基金和对冲基金的实盘管理经验的FOF投研团队,并进行产品布局,积极推进FOF业务。近日,华鑫证券资产管理部投资总监、FOF业务负责人田大伟接受记者采访时表示,资管新规将使得资管行业更加专业化、规范化,智能化金融产品越来越多出现,“FOF+量化投资”即是其中一个最重要发展方向。目前公司的FOF业务流程和投资系统可以发行以个人客户为目标的FOF产品,同时侧重于把握资管新规带来的机遇。

积极对接银行理财需求

田大伟称:“我们近期走访了几家银行资管部门。有银行表示,目前FOF投资占投资规模的比例很小,未来有意向进一步提升FOF投资规模。资管新规要求打破刚兑、资金池,产品净值化后,银行理财很有意愿通过投资公募基金方