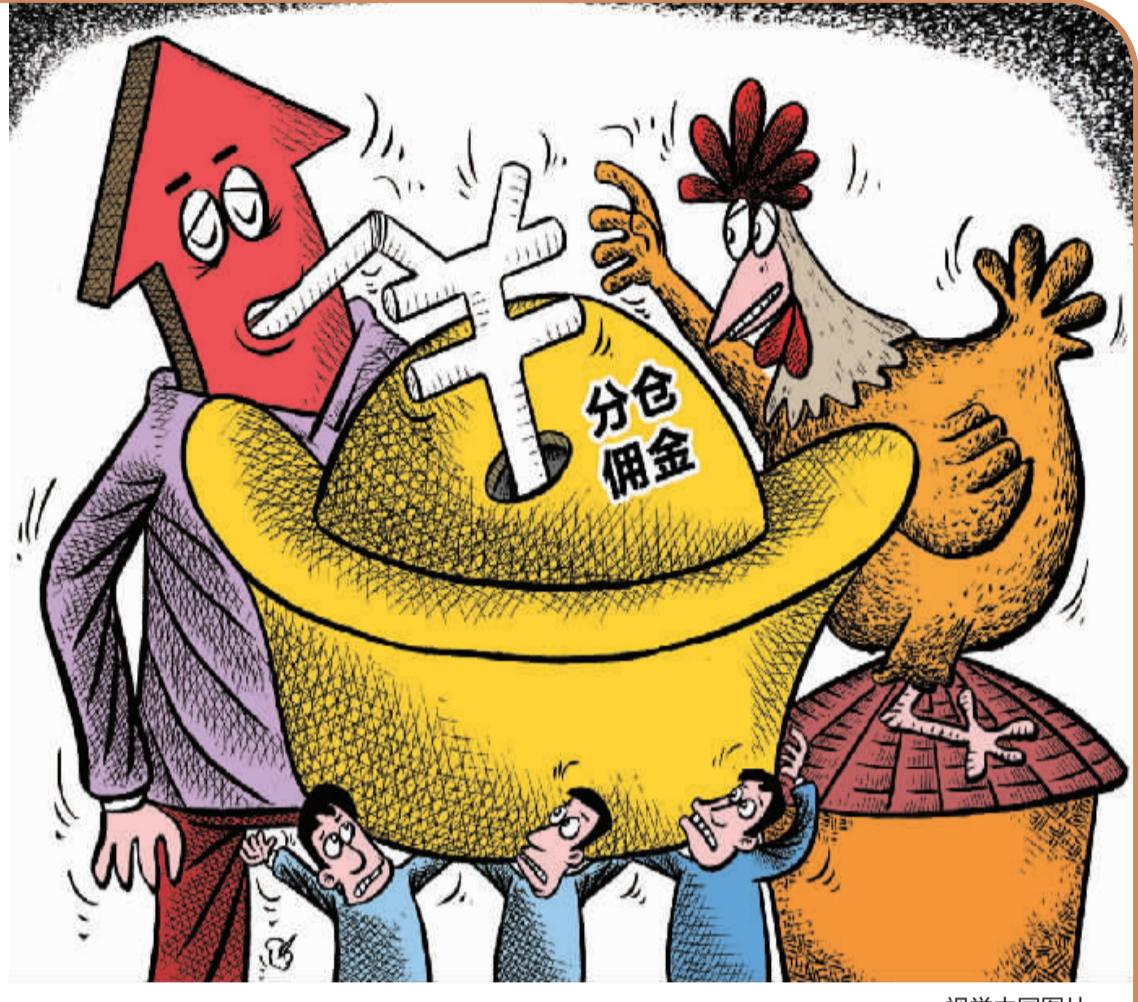


卖方去产能 买方担成本 分仓佣金改革凸显头部机构优势

□本报记者 黄淑慧 陈健 赵中昊

持续了20年的机构分仓佣金模式正在经历前所未有的挑战：新年伊始，一则“机构佣金费率将由万八降至万二且由基金管理费列支”的消息引发了市场强烈关注。虽然目前尚未有明确的方案出台，但值得注意的是，交易佣金“批发价高于零售价”是否伤及基金持有人利益的讨论早已持续多年，欧洲市场自2018年初开始实施的金融工具市场指导II（简称“MiFID II”）明确要求券商分拆研究业务和经纪业务、将研究服务单独定价，这一模式作为“他山之石”已为各方关注，令分仓佣金变革的必要性和可能性更加凸显。

业内人士认为，无论是对于卖方还是买方而言，这场变革都意味着盈利模式和利益格局的重大重构。对于卖方研究所而言，无论是交易佣金费率的逐步下行，亦或如MiFID II一样将交易业务与研究分仓脱钩，交易份额和卖方研究都将开始向头部券商集中，中小型券商的转型已刻不容缓。对于买方资管机构而言，未来采购卖方研究服务或者加强自身研究团队的建设，都意味着研究支出和运营成本的增加，在影响机构盈利能力的同时，也会进一步放大头部资管机构的优势。



视觉中国图片

机构佣金率下行

“近期监管层的确召集了几家券商，就机构佣金费率下调等事项进行讨论、征求意见，但这个仅限于探讨。”某券商研究所负责人表示。

从目前市场情况看，机构佣金普遍高于散户的佣金水平。其中，公募基金支付的平均佣金率为万分之8.49，2018年上半年略有降低为万分之8.39；保险机构费率在万三到万四左右；私募等投资者在万一到万三之间。而散户佣金率大部分已降至万二点五至万三左右。

东吴证券研究所副所长郭晶晶告诉中国证券报记者，目前机构的佣金率比散户要高很多，其主要的差异来源于研究支持和服务的成本，这也是卖方研究支持存在的物质基础。一方面，在现有盈利模式不变的情况下，机构的佣金率总体已经稳步下行，这是供求关系变化在价格上的体现；另一方面，如果中国学习欧洲的MiFID II模式，研究佣金和交易佣金分开，研究佣金从机构的管理费中列支，那么佣金率存在较大的下行空间。

“半年之前，研究所内部也讨论过机构佣金费

率下调的事，觉得不会那么快。机构佣金费率如果下调，可能会彻底颠覆卖方研究的商业模式，整体上对行业冲击比较大，特别是中小券商研究所。这个业内观点基本一致。”财通证券研究所所长彭继忠告诉中国证券报记者。

中国证券报记者了解到，目前国内大部分券商研究所的主要收入来源于机构，尤其是公募基金分仓佣金。郭晶晶表示，目前券商研究所主要通过“研究换佣金”的模式运转。即机构投资者租用券商的席位进行交易产生佣金，这笔佣金可以看成对券商研究服务、席位平台服务的整体付费。机构投资者根据研究所提供的研究服务进行打分，分配各个研究所的交易比例和佣金分成。

“这种模式构成了卖方发展的重要物质基础，推动了卖方团队的快速壮大和发展；同时，这种模式也推动了二级投研体系的更新换代。正因为如此，上市公司调研、策略会等成为公司和行业研究的常态，基本面研究逐步替代技术研究成为行业的主流。”郭晶晶指出。

不过，随着资本市场发展和环境变化，“研究换

佣金”模式正面临变局。近期，欧洲的MiFID II模式引起了业内极大的关注。有机构人士认为，未来如果券商盈利模式切换到欧洲的MiFID II模式，交易佣金率的確存在进一步下滑的可能。

华东某券商研究人士表示，MiFID II模式的核心是细化研究费用和经纪服务费用。MiFID II规定买方要自己花钱购买研报，即买方公司需要自己掏腰包买投资建议，这部分钱再也不能“报销”在交易费里了。这会让卖方机构在选择投行时更加谨慎，能更好地保护客户的利益。但同时应该看到的是，欧洲模式和当前“研究换佣金”的模式相比，卖方研究的激励水平将面临很大挑战，行业供给可能收缩，对中小资产管理公司的研究支持将大幅减少。因此，欧洲模式是否适合中国市场，需要进一步观察。

对于是否可以学习欧洲的MiFID II模式，北方某券商首席经济学家认为，我国与发达国家资本市场发展的阶段不一样，不能简单地模仿。目前中国资本市场更需要呵护发展，以便进一步培养更多机构投资者。

买方盈利能力临冲击

机构分仓佣金改革，对于卖方研究商业模式的巨大影响不言自明，而站在买方的立场，若由基金公司自身而非基金资产为此买单，公募基金行业经营和盈利能力所遭受的冲击亦同样可被视为一场地震。

“基金交易佣金若从管理费支出，以我所在的基金公司为例，若保持现有的交易活跃度和佣金费率水平，佣金支出几乎占到了公司净利润的一半左右。”上海一家中型基金经理人表示，这对于公募基金行业的整体盈利能力将是巨大的挑战，行业利润将遭到成本提升的侵蚀。对于一些微利甚至亏损的小基金公司而言，杀伤力可能更大。

基金业人士称，公募基金公司的主要业务收入来自于基金管理费，而其成本的重要构成之一为支付给销售渠道的客户维护费，即尾随佣金。在不同的基金公司，尾随佣金占管理费的比例不尽相同。Choice数据显示，2018年上半年，123家公募基金管理人共计收取了307.71亿元管理费，并同时支付给销售渠道61.16亿元，尾随佣金占管理费收入的比重

为19.87%。此外，对于一家基金公司而言，办公租金、人员薪酬、技术维护等都是刚性成本。

统计数据显示，2018年上半年，从基金资产中支出的交易佣金为40.89亿元，若这笔佣金从管理费中支付，将占据管理费的13.29%。“不管将来是将交易佣金和研究服务拆分付费，还是均由管理费列支，对于公募基金行业利润的影响程度都不小。”莫以琛表示。

与此同时，值得注意的是，随着公募基金行业参与者的增多，买方竞争激烈程度近年来也是与日俱增，加之低成本投资理念逐渐深入人心，持有人对于投资成本的关注程度提升，基金公司管理费的趋势性下行也已经初露端倪。2018年以来，多个类型基金的管理费率和托管费率都随着新发基金的诞生而创出了新低。存量基金降费的浪潮同样是此起彼伏，召开持有人大会调整管理费率、托管费率并修改基金合同的公告层出不穷。

上海一家基金公司投资总监认为，对于基金公司而言，一方面是基金交易佣金从管理费列支直接影响基金公司利润，另一方面基金管理费率的下调

已愈演愈烈，这两方面的夹击会极大地影响基金公司盈利能力。整体而言，资产管理行业将越发趋于充分竞争行业。

莫以琛认为，基金分仓佣金收费的下降将是大势所趋，且已经处于渐变的过程中。但是，分仓佣金从基金管理费中支出，或者将研究服务拆分出来由基金管理费支出，动作调整较大，牵一发而动全身，预计短期内成行的可能性要低很多。

上述基金公司投资总监则认为，从监管层大力推动为持有人降费减负的角度出发，不排除今后交易佣金或者拆分出“研究服务”从管理费中列支的可能性，况且欧洲已有类似改革的先例可供借鉴。

至于买方有多大的意愿付出真金白银采购“研究服务”，他认为，考虑到目前卖方研究产能过剩、良莠不齐，能真正为买方所用的研究并不多，买方可能更倾向于夯实自身的研究力量。预计未来会有一批小券商关闭研究所，退出这一市场，行业整体的缩编在所难免。部分买方需要加强自身研究团队的配置，但这种增配显然难以吸纳卖方研究所大幅缩减的人手。

卖方研究洗牌大幕开启

尽管目前机构佣金改革的方案仍在讨论之中，业内人士基本已经达成共识，一场涉及面广、影响力大的变革已在路上。

“我预计80多家卖方机构最后可能就剩20家。”一家头部券商研究所所长表示，卖方研究向头部公司集中的速度会进一步加快。对于相当一部分券商研究所而言，转型已经迫在眉睫。

郭晶晶指出，对于买方机构而言，成体系的、深度的、前瞻性的研究仍然是稀缺的，因此，研究品牌的打造、研究体系的构建以及研究质量的提升将成为券商加强研究业务的当务之急。对于转型的方向，她表示，东吴证券研究所正在探索多元化模式转型之路，对内服务于公司战略，加强业务协同；对外拓展更多新客户，包括境外客户、产业资本、上市公司等。

“未来需要逐步接受市场换手率降低的趋势，帮助客户‘做减法’。”郭晶晶表示，真正驱动客户交易的是高质量和深度的研究服务。未来，对于公司的跟踪需要更具持续性，股票推荐更精准和高效，放弃大

量无效的机会和能力圈之外的机会。在卖方研究集中度提升的趋势下，对于中型券商而言，需要抓重点客户、研究质量和特色，比如借鉴欧美被动型指数基金占比不断升高的情况，未来宏观策略、金融工程等研究需求将持续存在。

业内人士认为，卖方研究行业即将面临的格局调整逐步逼近，买方机构之间的二八分化现象也可能因为这场变革进一步凸显。在欧洲MiFID II实施之初，根据CFA协会的调研，多数资管公司更倾向于自我消化研究成本，而非让客户承担。同时，大型、小型公司之间的差距不断扩大，大型资管机构更倾向于或更有能力来承担研究成本，这也加大了大型机构的优势。

中信证券的研报指出，MiFID II执行后，多数资管机构选择自己消化费用，例如英国基金公司Hermes、Woodford和Jupiter宣布，自己支付向卖方购买的研究分析费用；少数机构将成本转嫁给投资者，如富达国际决定将4200万美元的研究报告成本转嫁给投资者。同时，大型管理机构加大买

方研究投入，如领航集团管理4.4万亿美元的资产，如此庞大的机构需使用多家投资银行的研究报告，每年外购研究开支巨大，扩建自身研究团队有规模经济性。

值得注意的是，研究费用支出可能导致主动管理产品利润率降低。麦肯锡指出，MiFID II将使得欧洲资管行业部分买方机构增加数量化产品和被动指数类产品投放。

多位公募基金公司高管对中国证券报记者表示，未来那些真正具备阿尔法挖掘能力的基金公司有望受益，同时，布局ETF等被动型产品的趋势已经在2018年得到体现。

中信证券研报还指出，这场变革还可能带动新兴研究工具与商业模式的兴起，例如大数据和人工智能的研究工具，将部分取代传统的证券研究。随着证券行业竞争加剧和股市周期低谷，通道利润越来越薄，牌照业务被倒逼转型。公募券商结算模式和未来投研服务收费改革的方向，也势必改变卖方研究业务模式。

券商经纪业务2019年有望企稳回暖

□本报记者 陈健

2018年，券商经纪业务受二级市场低迷和交易佣金率持续走低的双重影响，出现较大幅度下滑，进而拖累券商整体业绩。在此背景下，国内券商经纪业务转型压力凸显。展望2019年，机构人士认为，一方面，券商佣金率下滑空间有限，股市二级市场表现大概率好于2018年；另一方面，券商向财富管理业务转型，会带来新的增长空间。总体看，券商经纪业务收入有望企稳乃至进一步改善。

各项指标表现不佳

Wind数据显示，2018年全年上证综指下跌24.59%，创业板指下跌28.65%，中小板指下跌37.75%；沪深两市日均成交量3689.31亿元，较2017年的日均交易量4580.26亿元下滑19.45%；期末两融余额7557.04亿元，同比下滑26.36%，占A股流通值2.14%。环比来看，两市月成交额呈震荡下行态势，两融余额逐月下滑趋勢。

业内人士称，2018年A股市场总体呈现单边下行的走势，对券商经纪业务带来的负面影响是显而易见的。二级市场低迷是券商业绩持续下滑的一个重要原因。数据显示，2018年前三季度，证券行业实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁收入）495.61亿元，较2017年同期减少20.84%。另一方面，在激烈市场竞争环境下，经纪业务的佣金率也在不断走低。

中泰证券表示，截至2018年第三季度，行业平均佣金率已降至万分之三附近，但预计后期降幅空间有限。

民生证券指出，证券行业已进入佣金下降通道，降幅收窄不改下降趋势。券商佣金率下降经历了快速下降和降幅收窄两个阶段：从2012年0.078%至2015年0.05%；从2016年0.038%至2018年上半年0.032%。

中泰证券认为，机构客户基础决定了券商的综合佣金率水平和经纪业务收入水平。在成交量下行的态势下，机构客户占比高的中信、东方、兴业证券等经纪业务收入增速表现更为稳定；金融行业对外开放

的持续推进，龙头境外客户增长提速，中信证券2018年上半年境外客户经纪业务代理买卖证券款较2017年末大幅提升140%，绝对规模与境内持平。

多因素利好2019年表现

展望2019年，券商经纪业务发展有望迎来诸多利好因素。有券商人士表示，目前股票市场的估值水平已接近历史最低位，随着管理层稳定市场预期各项政策效应的逐步显现及外部不确定性因素的缓解，预期2019年股票市场的表现会好于2018年。

民生证券指出，券商佣金率降幅明显收窄，对经纪业务收入形成企稳作用，预计2019年经纪业务收入能够总体保持平稳。

中泰证券预计，随着A股市场情绪改善，MSCI、富时罗素指数带动外资进入，资本市场改革推动交易情况改善，2019年日均交易额有望触底回升，中性预计回升至4814亿元。

1月4日，央行宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点，释放资金约1.5万亿元。对此，有机构表示，一方面，降准为“宽信用”奠基，当信用派生效果增强后，流动性进入实体经济助力实体经济发展、恢复资本市场信心，交易活跃度将进一步提升；另一方面，利率下降将降低券商融资成本，从实体经济到资本市场的支持将带动券商经纪、自营等业务的发展。有机构表示，股指期货再次松绑等政策的推出，短期来看，也有利于降低交易成本，提振投资者情绪，改善流动性。

除了上述利好之外，随着券商新设营业部放开和互联网金融的持续发展，当前券商在纷纷转向空间更广阔的财富管理。有机构预计，2019年券商经纪业务将更加聚焦“存量市场”，差异化探索财富管理转型。券商财富管理业务有望取得较快发展。

借鉴国际大行经验，广发证券认为，在以下三个维度具备优势的券商有望率先实现突破：经纪业务实力强，即客户结构好或者线上线下具备渠道优势的券商；拥有强大资产管理能力的券商；投行资本化能力具有优势的券商。

记者观察

佣金改革助推长期价值投资文化

□本报记者 黄淑慧

一石激起千层浪，基金交易佣金率和支出方式的变革，无论是对于卖方还是买方而言，都意味着盈利模式和利益格局的重构，因此，连日来围绕于此的讨论持续发酵。如果这场变革最终得以推行，对于卖方而言，将促进其提升研究质量和效率；对于买方而言，也会鼓励其降低换手率、减少不必要的投资成本。总体而言，这次变革对于提升A股市场的研究和投资效率，推动价值投资、长期投资文化的深化，或将有所裨益。

从卖方角度而言，近些年来，卖方研究产能过剩已是不争的事实，大量缺乏价值的研报生产出来即被束之高阁，以分仓佣金费率为切入点推行一场卖方研究的供给侧改革，无疑有助于卖方研究行业提升研究质量和效率，引导卖方分析师回归研究本源，聚焦于深度研究能力的锤炼。

虽然最终这场洗牌可能会导致大批分析师转岗，对于从业人员而言略显残酷，券商研究所的转型之战亦会比较艰苦，但真正具备研究竞争力的券商研究所和分析师仍有希望从行业洗牌中获益，并引导卖方研究的比拼进入良性轨道。

从买方角度而言，若需要从基金管理费而非基金资产中列支分仓佣金或者研究报告费用，那么基金公司从控制经营成本的角度出发，会倾向于降低基金的换手率，基金经理们会将重心放在精选个股上，有助于引导基金切实进行价值投资和长期投资。

产品换手率是衡量基金经理投资效率的一个重要指标。长期以来，国内基金的换手率普遍大幅度高于

海外成熟市场，机构投资者热衷于凭借信息优势，通过短线博弈策略快速获得收益。虽然根据一些历史数据回测分析，适度的调仓有助于基金平衡收益和风险特性，从而实现较高的风险收益效率，且在牛市环境中，换手率高的基金业绩似乎具备相对优势。但频繁调仓会带来较高的冲击成本和交易成本，其对于投资收益的侵蚀亦是显而易见的事实。

若着眼于未来，随着机构投资者占比的提升，以及A股市场基础生态的变化，快进快出的短线策略将愈发变得不可复制。近年来，基金的一些高管们屡屡发声倡议：基金行业需要革故鼎新，需要从过去的短线博弈策略走向全球主动投资基金普遍采用的长期持有的基本面投资策略。这就意味着，买方需要通过自身加强研究，或者采购卖方的优质研究服务，对上市公司进行深度分析和长期业绩预测，找到“好公司”长期持有，通过分享公司价值获得收益。

此前，部分基金公司和基金经理以分仓佣金来换取券商在基金销售、场内基金流动性支持等方面“额外”回报，甚至不排除暗藏不当的利益输送等行为，拿基金资产行“慷慨”之事，对持有人显然是不公平的。前段时间，个别基金的交易佣金支出与其资产管理规模相比严重不匹配，也曾受到市场关注。如若此次机构分仓佣金的改革能够推行，可以同时厘清其中的利益关系，保护持有人的利益。

对于基金持有人而言，无论最终这场变革的落地形式是什么，预期未来的投资成本都将呈现下降趋势。对于投资成本的控制，也可以让投资者通过资本市场更多分享到实体经济的增长的成果。