

券商研究向对内服务转型势在必行

□中信建投证券首席经济学家 张岸元 中信建投证券研究发展部行政负责人 武超则

去年以来，随着券商传统卖方研究竞争白热化，市场化评比淡出，券商研究转型被提到了议事日程；佣金费率下调以及佣金支付方式变化传言，使得转型更加具有迫切性。向对内服务转型是多家券商选择的方向，部分券商在预算中打包安排了专项资金用于支持研究所开展对内服务，并创设了相应激励约束机制。

对内服务面临结构性困难

现在讨论对内服务转型能否成功还为时过早。笔者认为，券商研究所转向“对内的卖方服务”，如参与经纪、投行、资管等业务线的卖方工作，驾轻就熟；而真正转向服务于内部投资决策支持或发展战略咨询，则任重道远，此类工作和目前卖方研究模式存在结构性差异。

一是所需核心竞争力不同。研究所目前的核心竞争力，建立在与公募基金知识结构、信息水平实现互补上。换句话说，没有买方机构的知识短板、信息需求，就没有卖方研究存在的价值。基金经理对宏观经济、产业政策、行业趋势、技术知识的补充需求是零散、有限的，这就决定了卖方研究员信息量较大、覆盖面较广，但提供的服务产品很难说建立在精深研究基础之上。讲政策，卖方机构比不上部委智库；讲产业，比不上行业专家。对内服务转型后，围绕重大项目决策支撑，部委研究智库、产业专家对券商研究有较强的替代性。券商投资决策的核心能力是资产定价，而理论的定价方法人所共知，依赖于核心参数的假设；卖方和买方永远存在信息不对称，项目信息则多由发包方提供，卖方通行的研究，恐怕发言权并不大。

二是产品销售模式不同。现有卖方研究产品销售是批发业务，一篇报告、一个观点，一场会议，覆盖客户范围越大越好，影响市场是卖方追求的最高目标。极限情况下，批发模式的研究成果边际成本几乎为零，客户获得报告的成本也是零。而对内服务的销售模式是零售。多数情况下，委托方拥有知识产权，信息专有、私密，不应为第三方共享，更不能成为公开资料。批发和零售的区别必然对研究有不同要求。

三是覆盖时间维度不同。卖方服务面向二级市场，要求快速反应；研究产品以短中期为主，客户希望报告观点佐证、或指导其市场操作；结论最好当期见效，一个月或更长时期后的正确判断意义不大。而对内的项目投资决策服



视觉中国图片

务，覆盖的时间周期要长得多，如投行项目至少一年，VC、PE类则周期更长，中长期研究和短期研究显然存在差异。

四是结论惯常方向不同。A股市场的诸多客观因素决定了卖方研究结论以看多为稳妥。总量研究方面多少还有些“空军”；行业研究领域则以推荐买人为主，公开推荐卖出面临很大风险。这背后的原因，一是人性使然，买方会记得你帮他赚了钱，不大会记得你帮他止损了；二是一些券商需要维系与上市公司的关系，轻易推荐卖出某家公司的股票，不仅与券商中介地位冲突，甚至会引起法律纠纷。而在券商内部决策中，风控、投决环节通常会否定相当比例项目。这对研究员来说是不同的工作体验，需要反复权衡。

转型需要新的能力建设

除券商卖方研究之外，现在比较成熟的经济研究，大体有三类。一是理论研究：这类研究以高校、社科院为主；理论研究需要个人天赋，需要理论前提假设，需要象牙塔与市场保持距离。二是政策研究：这类研究以部委智库为主；政策研究需要有明确问题导向，需要熟知政策工具，需要洞察政策制定的政治过程。三是咨询文化也需要重新塑造。

研究：这类研究以咨询公司为主；咨询研究需要前瞻性把握行业发展方向，需要深入了解客户的需求和能力基础。

以券商研究所现有知识结构、成员阅历，恐怕不足以迅速进入以上任何一个领域开展单项竞争。以政策研究为例，目前券商研究所人员总规模超过相关领域官方智库，但影响力完全不是一个数量级。这种落差不完全是因为角色差异和信息不对称，能力缺失也是重要因素。多数券商研究员的职业生涯没有经历过完整的经济周期，有些甚至没有经历过市场牛熊转换。没有完整周期中，研究结论被证实或证伪的切身体会，研究员不可能形成对形势的准确把握。

研究能力培养不是一朝一夕的事，需要漫长的时间积累。目前这种“名校毕业入行，短平快培训，就某些专题开展研究，投入路演，借助市场化评比机制或特殊市场机遇一战成名”的人才成长模式亟待改变。与此相适应，公司研究文化也需要重新塑造。

从外部吸纳有生力量入行，有望缩短券商研究能力建设的时间。近年来，从政府、高校进入券商研究体系的案例屡有发生；反之，从券商研究重返政府、高校的凤毛麟角。未来能否实现研究人员双向旋转流动，是券商研究能力建设是否

成功的重要标志。

去产能、综合化、平台化或是方向

转型的过程艰难曲折。不能带来足够佣金分仓收入的研究，无疑会给公司带来困扰，这需要从战略层面上取舍。研究是奢侈的事情，需要时间的积淀、金钱的滋养，而产出前景具有很大不确定性。管理层对研究应有包容态度：我们事先很难判断一篇研究报告会对市场、甚至决策产生多大影响；很难评估一项研究能给公司带来多少无形资产增量。转型中，应允许研究所作为公司的零利润中心、甚至成本中心存在。

券商各业务线发展都需要研究，但研究的组织形式多种多样。对于部分券商而言，将研究分散在各业务条线，与具体业务紧密结合更为可行。而成建制保留的研究所，或许需要考虑以下命题。

一是去产能。无论方向如何，转型成功的前提都是“去产能”。现有市场规模以及或将到来的佣金制度变革，意味着买方不需要如此庞大的外部研究队伍提供服务，公司也养不起如此庞大的研究团队。券商研究需要经历痛苦的去产能过程，包括：减少开展卖方服务的研究所数量，控制人员规模，压缩各类低阅读率报告，减少社交性质的会议调研考察等。

二是综合化。完全依存于佣金分仓的研究只能随着佣金分仓制度的改革而淡出。除现有模式卖方研究之外，叠加新的研究功能是大势所趋。首先，政策研究必不可少。市场需要市场样式的政策研究，政府也需要在第一时间知道市场的想法。坦率说，现有券商政策研究主要是解读政策，目标是从政策变化中寻找套利机会。这不可避免会致使政策效果被市场对冲，甚至监管与被监管者对立。未来的券商政策研究应追求与政策形成良性互动；准确理解政策目标，从市场角度提供政策工具、操作节奏分析，预判实现政策目标的可能性以及始料未及的后果。

其次，咨询服务是新的竞争领域。投融资合作是维系商业关系最坚实的纽带。大投行业务开展过程中，券商与客户围绕直接融资长期近距离接触，券商藉此拥有开展相关咨询服务的特殊优势。大型企业集团的咨询需求是全方位的，包括发展战略、组织架构、业务模式、融资安排等，这些不是一段时期、一个咨询合同所能覆盖的。在欧美、日本，国际投行与大型企业集团之间都有相对长期固定的合作关系，未来我国也会越来越多地看到类似模式。

三是平台化。券商各业务线资源整合命题提出由来已久，研究所应成为公司整合资源的平台。包括：服务公司发展战略，成为公司思想中心；联通不同业务线研究需求，挖掘新业务机会；减少重复投入，发挥部门协同效应等。高度市场化、覆盖面广、快速反应，是券商研究的法宝；打通从研究到投资转化“最后一公里”是券商研究的使命。相较高校、智库、咨询机构的组织模式，券商研究所最适合发展成为多种研究资源综合运作的平台。通过券商自身研究力量与社会其他研究力量的有效合作，不仅能将各方面优势整合成为客户所需的定制研究成果，而且可为政府、公众提供有价值的决策信息。

券商研究转型是金融供给侧改革的必然要求。这一趋势不会因短期市场行情变化而发生逆转。相信未来中国一定会出现类似日本企业综合研究所那样，具有国际影响力的券商研究机构。

三大潜在力量推动A股投资者结构变化

□申万宏源研究所副总经理 蒋健蓉
申万宏源研究所高级研究员 谢云霞

2018年，A股市场投资者结构总体发生了三大变化：一是境内外机构投资者持股市值占比从2017年的12.3%提高至13.7%，其中境外投资者增长明显；二是个人投资者持股市值下降26%；三是产业资本这类股东不应被忽视，股权质押业务风险暴露使其成为2018年资本市场流动性的焦点。展望未来，笔者认为，银行理财产品、养老金和境外资金将成为市场的三大潜在重要力量，共同推动A股市场投资者结构的变化。

随着资管新规正式发布实施，资管行业步入新的发展阶段，其中最大的变化之一，就是资管市场上份额最大的银行理财业务将剥离银行母体，由银行理财子公司承接开展。资管新规发布之前，银行理财业务因存于银行母体之内，带有浓厚的信贷色彩，投资股票意愿不强；同时在制度上，银行理财投资股票市场也面临诸多不便。

资管新规发布之后，一方面银行理财回归资产管理业务本源，不仅要打破刚兑，而且要逐步改变信贷投资思维，大力发展净值型产品，这为银行理财加大股票配置提供了主观可能；另一方面，银行理财获得了和其它资管机构一样的主体地位，投资股票不再存在流程、制度上的客观障碍。由此，银行理财子公司作为资本市场机构投资者的新增成员，未来入市潜力不容小觑。距离资管新规发布已经一年有余，据不完全统计，目前已经超过30余家银行拟成立银行理财子公司，其中3家已经正式开业，8家获批筹建。

养老金股票配置提升空间较大且入市进程加快。我国境内机构投资者结构和日本、韩国较为相近，绝对力量排序均为：保险公司>公募基金>养老金，但是我国这三类机构在配置股票规模上有数倍增长空间，其中养老金提升潜力最大。我国公募基金持股市值占GDP比重大约1.6%，日本(12.1%)是我国的8倍，韩国(10.3%)是我国的7倍；我国保险公司持股市值占GDP比重为1.2%，日本(8.6%)是我国的7倍，韩国(13.1%)是我国的11倍；我国养老金持股市值占GDP比重为0.2%，日本(4.8%)是我国的22倍，韩国(13.5%)是我国的61倍。

基本养老金委托投资速度俨然加快。我国目前仅部分社保基金、少量企业年金进入到股票市场，基本养老金入市几乎一片空白。基本养老金入市工作其实早已启动，2015年8月国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》，规定各省、自治区、直辖市养老基金结余额在预留一定支付费用后，确定具体投资额度，委托给国务院授权的机构进行投资运营。2018年8月，人力资源社会保障部、财政部印发了《关于加快推进城乡居民基本养老保险基金委托投资工作的通知》，明确从2018年起，各省(区、市)按年分批启动，到2020年底全面实施居民养老保险基金委托投资工作；同时要确保2017年及之后年度新增结余的80%用于开展委托投资。2017年我国基本养老保险金额大约5万亿，较2016年增加6237亿，但委托社保基金投资合同金额仅为4300亿，占养老金比重仅为10%左右。但是2018年基本养老金委托投资合同金额增加额便达4280亿，年末委托投资合同金额达到8580亿，入市速度俨然加快。

2019年养老金委托投资新增金额粗略估算为2018年的两倍。2019年2月，人力资源社会保障部、财政部印发了《关于确定城乡居民基本养老保险基金委托投资省(区、市)启动批次的通知》，将委托投资工作启动省份由2018年的9家扩展到18家。随着启动养老金委托投资省份数量的翻倍，委托投资金额势必进一步显著扩大，粗略估计为2018年新增委托投资合同金额的两倍。

境外资金将成为常态化的机构投资者。未来境外资金将成为市场上十分重要的、常态化的机构投资者，原因包含以下五个方面：一是中国香港作为国际金融市场，陆港通为外资顺利、便捷进入内地市场提供了可靠渠道，自陆股通开通以来，外资一直呈现为净流入状态，2018年两地互通额度扩大再度提供了制度上的有利条件。

二是资本市场开放是金融开放的重要组成部分，鼓励外资进入可以进一步平衡、优化、完善资本市场生态，未来内地市场将有望进一步与中国香港以外的境外市场实现互联互通。

三是QFII总额度翻倍，制度便利性不断增强，国内相关政策更加友好且逐步向给予外资国民待遇靠拢。

四是A股市场正逐渐被国际市场所认可和接受，2018年以来A股纷纷被纳入各大主流国际指数。

五是从境外市场经验来看，大部分市场的外资持股比例远高于我国的2.8%，比如亚洲地区的韩国、日本市场等，其外资持股比例均在30%以上，美国市场的外资持股比例也有15%左右，外资具备较大的成长空间。

看清经济学与科技融合的大趋势

□京东数字科技首席经济学家 沈建光

经济分析同科技手段相结合

或许从美国较为成熟的市场经验中，可以发现一些经济和科技融合的范例和趋势。笔者于今年6月赴美国访问，先后到访硅谷、西雅图、华盛顿和纽约，拜访了一些全球顶尖的科技企业和金融企业，同亚马逊首席经济学家以及微软、谷歌经济学家团队进行了深入交流沟通。在当前美国高科技企业中，一支强大的经济学家团队已经成为标配，不仅仅局限于运用丰富的微观数据进行实证检验，同时将宏观思考和微观数据的实证研究相结合，扩展研究的深度和广度。未来经济学家的理论背景和知识体系又将在同科技融合的过程中带来怎样新的改变？

笔者认为，在数字科技发展方兴未艾、机器学习等人工智能分析方法不断迭代、互联网大数据指指数级增长但潜力尚未完全被发掘的今日，经济学研究和实际应用的内沿和外涵也在不断拓展，经济分析同科技手段结合已成大趋势，许多科技领域、商业领域范畴内的问题，经济学家也可以提供许多新思路和新视角。

比如在谷歌，首席经济学家范里安不仅在谷歌线上广告定价方面提供了模型支持，在公共政策咨询方面也有理论研究和政策指导，即针对谷歌可能面临的垄断指责，进行经济学的辩护。一般垄断会让消费者福利受损，而范里安提出，谷歌虽然具有垄断地位，但消费者反而付出更低的价格。同时，虽然谷歌在搜索引擎领域的地位无可撼动，但是在广告方面的市场份额不到美国所有广告收入的1%，远远难以称之为垄断。经济学家团队通过帮助公司进行法律和政府监管问题的研究，协助企业面对反垄断和竞争领域的挑战，降低了谷歌遭遇反垄断的制裁风险。

亚马逊则是当前全球公司中经济学家同科结合的最佳案例。笔者此行了解到，当前亚马逊拥有超过150名经济学家的研究团队，数量仅次于IMF和美联储。亚马逊各个业务条线都有经济学家参与，比如产品定价、广告定价、市场前景观察等，主要是运用经济学最优解的概念，分析投入产出的结果，从而优化投入。同时，亚马逊还利用内部海量平台交易数据对美国物价水平进行跟踪，由于其数据准确性、即时性均远好于官方数据，作为宏观通胀数据的补充，已经被美联储采用为政策决策时的重要参考。

此外，在亚马逊的在线影视业务Prime Video中，经济学家通过对在线电影大数据的分析，判断不同题材影视的流行趋势，同时根据观众的需求喜好，设计影视剧剧情，选择出最受欢迎的明星担任主演，对影视剧的投资以及不同顾客群体的定向推送提供支持。由于拥有公司产生的大量数据，一些学者认为亚马逊的经济学家团队已经获得足够的规模，其所生产的学术报告质量足以媲美世界顶尖大学的经济学系，由于传播方面的优势，科技公司的研究成果可以在新闻媒体中迅速形成影响力，极大提高了亚马逊的声誉和影响力。

改变全球数字经济版图

实际上，经济学家同科技公司的碰撞已经不仅仅局限于谷歌、亚马逊等几家顶级科技公司。近年来迅速崛起的独角兽公司也越来越重视经济学家团队的建设。科技公司和经济学家之间的互动已经产生了一个经济学中全新的领域——数字经济学，而中国作为全球互联网产业仅次于美国的第二大国，在一定程度上也引领了数字经济的研究和应用的浪潮，“中国经验”同“硅谷经验”正在改变着全球数字经济的版图。

同时，科技公司广泛使用的机器学习方法也创造出全新的机遇。近年来经济学家在迅速拥抱机器学习、深度学习等科技手段，一系列全新的方法也拓宽了经济学家的研究领域，将因果推断、模型分析应用于科技公司的大数据，充分发掘了科技公司海量数据，形成了一系列文献和研究成果，这些文献又相应地影响了科技公司的商业实践。

大数据、云计算等科技手段同经济分析的结合产生的新生产力也已变成各国重点建设的信息基础设施。许多困扰经济学家、高科技从业者和监管层面的问题，都得以从一个更新更广的视角来审视和判断，新的商业模式和更高效的资源配置也得以施行。大数据和人工智能在各个领域都得以广泛应用，从市场设计到工业组织，从广告精准投放到旅行者如何选择民宿，从打车软件如何有效匹配接到乘客到提高线上购物商品推荐精准度，都有经济学家的身影。

笔者美国之行最后一站在纽约访问了标普公司全球总部。标普全球收购了美国智能投研先行者Kensho，是迄今为止华尔街最大规模的人工智能公司收购交易。笔者了解到，人工智能技术在经济分析中应用广泛，标普传统的评级业务、指数编制和市场推广中，已经应用了Kensho的文本挖掘和报告自动生成技术。相比传统经济分析和市场研究，人工智能技术在处理海量企业层面数据，寻找宏观微观经济变量之间关系和因果链中的有很大的优势。

科技和大数据赋能经济研究，经济研究反哺公司商业战略决策、市场营销和客户推广，已经被证明为一个前景光明的发展趋势。笔者认为，科技公司和经济学家们正在改变传统商业、科技和经济学的界限，未来深度融合的场景更是无限广阔。