

海量的研究报告 频繁的上门路演 持续的拉票电话

券商服务“狂轰滥炸”基金但求“沙里淘金”

□本报记者 江沂 深圳报道

券商热情的研究销售，大量的拉票电话，频繁的上门路演，不知不觉已经成为基金公司投研人员日常工作不得不面对的重要内容，一些过度热情的券商甚至让基金不堪其扰。对于基金公司来说，与其狂轰滥炸，还不如提供精英服务。

不堪其扰的“服务”

一年一度的“分析师投票季”正式结束，作为深圳一家基金公司的投资总监，老程终于松了一口气。“从9月底开始，我的手机就被券商分析师的拉票电话和邮件轰炸到几乎瘫痪，专门用来收发邮件的黑莓手机一天要换两块电池。”令他更为烦恼的是，登门拜访和路演的券商也络绎不绝，出来接待一坐就是三四个小时，下午路演完了又延续到晚餐，有一些没来得及完成路演的行业研究员还要利用用餐时间继续路演。这样的饭局一周有四五个，老程说，他的消化系统快要扛不住了。

事实上，“被轰炸”的并非只是投资总监，一位基金公司行业研究员向中国证券报记者展示了她的邮件系统，仅一个上午，仅一个券商研究所就发给他50多个邮件，内容大多为研究报告及统计数据。“有的研究员往邮箱发送报告的同时还会有关短信通知，所以我早上还没上班，手机就已经收到一百多条短信。现在还不是季报集中披露期，到季报集中披露期就更多。我重点覆盖的上市公司有80多家，平均每家有20个点评，我的邮箱提醒系统都失灵了。”这位研究员坦言，大部分的邮件其实根本没有时间阅读。

如此大量的信息轰炸全部免费，这是券商为基金分仓提供的配套服务，但在基金看来，这种以量取胜的服务让他们难以承受。2007年以前，即便是身处第一梯队的券商首席研究员，也是亲自执笔写报告，但现在，一些券商首席研究员配有三四个助理，他们对重点上市公司的季报、年报进行紧密跟踪，早上六点公布的上市公司业绩快报，七点半券商的相关业绩点评就出现在基金公司行业研究员的邮箱里了。不过据基金反映，一些券商首席研究员署名的报告其实也是助理执笔，即便是跟踪紧密，“干货”也有限，受欢迎程度自然不及原来首席研究员执笔的报告。

也有基金反映，近几年获奖的券商行业分析师有一些是靠兢兢业业跟踪公司、抢发公司动态点评取胜的，这在钢铁、交运等长期没有行情的行业尤其明显。“对于这些行业，基金经理可能只看某一个分析师的报告就行了，因为他们覆盖很广，反应很快，这些分析师起到了守土有责的作用，评选时理所当然能获得更多选票。但我们发现，这样定位的分析师现在越来越多，所以研究报告就开始泛滥。”谈到券商报告泛滥的原因，深圳的一位基金经理这样分析。

还有一些基金公司反映，即便是一些券商的首席经济学家，现在提供的研究服务也不能令人满意。如有券商首席经济学家嗜好传播小道消息，并在言语间暗示小道消息的出处如何高端，特别在2012年，揣测换届之后的政策走向，甚至成了京城不少首席经济学家到上海、深圳为基金服务的重要内容。事实上，基金公司更希望逻辑清晰、自成一体的投资策略，在难辨真伪的海量信息面前，后者更能指导基金公司的实际投资。



CFP图片

只求“一瓢精华”

基金公司需要什么样的服务？中国证券记者在采访中发现，相当部分基金研究员需要的是券商深厚的人脉关系。我们到一些上市公司去调研，有些券商只能预约到董秘层级，有的则可以邀请总经理、财务总监等出来见面。从基金公司的角度来说，当然更愿意参加后者组织的调研。有些券商组织的是联合调研，几十家机构的研究员一起提问，很难得到自己需要的东西。但有些券商能从基金的持仓表里发现重仓股，并能在适当的时候替你约到相关上市公司总经理单独见面，基金公司当然更认可后者的服务。”有研究总监如是说。

定位高端、量身定做的服务几乎是每个券商在强调的内容，但能够做到的券商凤毛麟角，在某种程度上，券商的上市公司资源决定了其服务的质量。有基金研究员举例，深圳有些券商研究员能够约到中小板公司的总经理，主要原因是这些券商保荐的中小板公司数目较多，券商研究员在服务IPO项目时，对公司的情况已经了如指掌，同时也建立了较好的人脉关系，因而在服务基金方面，关键时候就能牵线搭桥。

中国证券报记者发现，机构更为看重的是券商研究员的行业背景。近年来，基金公司在海内外高校招聘了大量毕业生，因为薪酬优势，

基金公司在高校挑选的都是顶级人才。但不少公司反映，从校园到公司，由于缺乏行业背景，使得基金公司研究员存在一些短板，相比之下，券商研究员来源更杂，其中不乏一些在某一行业浸淫多年后改行的研究员。以医药行业为例，有一些研究员当过医生或在药厂做过研发和销售，在一些关键时期，行业背景能够让基金获得更多方向性的指导，如今年年初重庆啤酒乙肝疫苗临床数据出台之后，机构急需权威专家作出解读，因为解读的结果直接决定了基金公司第二天的抉择。但在关键时刻，能够作出权威解读的券商研究员寥寥无几。

“说到底，我们现在需要能说服我们的研究，能说服人，就需要逻辑清晰，有理有据，有时候结论甚至不重要，我们需要的是思路。”一位基金公司投资总监告诉中国证券报记者，他的邮箱经常收到券商研究员发的邮件，“邮件中大量的内容是

某某公司公布的业绩符合我们之前的预测，CPI数据符合我们之前预测等等，但关于预测，我们更看重整个分析过程及逻辑联系，也只有能够说服人的预测，才能让人记得住。”这位投资总监说，有时候，错得有道理，比蒙对了更有借鉴意义，毕竟卖方研究是启迪思维，执行具体投资的是基金经理。

复杂的依存关系

眼下券商的研究团队配置也越趋趋于“金字塔形”，薪酬和资源都越来越集中在少数几个核心研究员手上，这也与机构的需求有关。一些资深的券商研究员是随着上市公司逐步成长起来的，市场上一些“牛股”直接与某些资深券商研究员联系在一起，正是他们将其推荐给市场，最终获得机构的认可，基金有疑问也自然会第一时间找这些资深研究员咨询。

正因为如此，我们认为，券商新一轮裁员或许能让研究报告重新回到正轨”，有基金研究员告诉中国

证券报记者，他认为连续几年的股市低迷，意味着券商研究所将在今明两年出现“瘦身潮”。今年以来已经陆续有券商研究所开始降薪，甚至一些资深的获奖研究员的津贴也在大幅缩水。既然机构现在已不需要那么多的报告，只要保持金字招牌的精英研究员稳定，金字招牌的普通研究员数量就大可以缩减。在这种背景下，一些中小券商可能大规模压缩研究员数量，又或者将研究所从外部服务改为内部服务。这就意味着，券商可能不再为基金提供免费的报告。

在业界看来，2007年以后券商行业研究员数量急剧扩充，烧的是“虚火”。特别是一些大型研究所行业研究大多以小组为单位，组员在2-5人不等，从研究报告数量上看，也成几何级数增长。但人员多未必意味着能形成合力，以往一些报告需要资深研究员及研究所领导层层审核，而近几年一些研究所的审核机制形同虚设，这也导致了报告泛滥而质量下降。

券商研究报告大肆轰炸的背后，是券商与基金之间复杂的依存关系。一方面，基金付出了比散户

更高的交易佣金，有权利享受券商更高层级的研究服务，但事实上，机构分仓占券商收入的比例远远低于散户佣金量，而且近几年基金公司拖欠券商交易佣金的现象时有发生。另一方面，基金每年的票选决定了券商对研究所的考核，在单一的评价体系下，券商研究所才如此不遗余力地为基金服务，甚至出现过度服务的倾向。当证券行业利润率降到一定程度，研究所没钱可烧了，券商研究或会重回更重质量的正轨。当然，这也是基金所乐见的。

被忽略的服务盲区

一边是部分基金公司对券商的轰炸式服务不堪其扰，另一边还有部分基金公司却渴望服务而不得。一些中小规模的基金公司反映，他们是券商研究所服务的“盲区”。特别是一些刚刚成立、还处于投入期的基金公司，其规模一般在一亿以下，股票型基金规模小，给券商创造的分仓收入微乎其微。以今年上

半年为例，某小型基金公司全部支出的券商交易佣金为600万元，而长盛同庆单只基金创造的交易佣金量就达到700万元。在券商抓大放小的策略之下，创造佣金少的基金享受的服务自然就少，同样，规模小的基金的投票权相对也少，券商研究所再争取选票时也不怎么重视，因此他们很难获得大券商的全力支持。

对于这些中小基金公司尤其是新成立的基金公司来说，研究人员和研究费用恰恰是最为匮乏的。据了解，有一些新成立的公司仍采取“投研合一”的形式，有一些行业研究员同时要兼顾数个行业的研究，在大基金公司基本不限制研究员出差到上市公司调研的同时，小基金公司则因为严控办公成本，调研的

要求经常被领导驳回。事实上，他们才是最需要研究服务的群体。但在券商缩编之后，他们所获得的研究支持将越来越少。“热闹是别人的，我们什么都没有。”一个刚刚成立的小型基金公司研究员这样感叹。