

■ 证券研究转型发展“大家”谈

国泰君安证券研究所所长黄燕铭：五大坐标锚定卖方研究转型方向

“国内证券研究从最初颇显散乱的股评时代演进到当下，行业在考虑其今后的发展模式，卖方研究的商业模式应不局限于研究换佣金的窠臼，更应拓展视野，并与券商整体策略相契合。中国证券报组织记者采访国内一系列知名券商研究所负责人，从他们的思考与探索中，回望我国证券行业卖方研究的足迹，探寻证券研究未来的转型与发展路线图，以飨读者。”

□本报记者 陈健

如果把国内卖方研究看作一条河流，这个河流源头在哪？流经了哪些地方，水流情况如何？未来流向何处？对于这些问题，上世纪90年初卖方研究诞生之初，就伴随其一路走过来的，业内大咖、国泰君安证券研究所所长黄燕铭心中有一份很有分量的“图谱”。

近日，黄燕铭接受中国证券报记者采访时表示，国内证券研究萌芽于1990年到1995年间散乱的股评时代，而后经历了创建基本格局时代、研究方法革新时代……当前，卖方研究体系即将迎来五大方面重要变革，包括：研究所工作目标应与整个证券公司战略目标相一致；研究所商业模式应作为整个证券公司商业模式中的重要一环；研究所的收入不应只是佣金分仓；研究换佣金模式将面临进一步调整；研究所服务客户类别要扩展，研究视野也要拓宽等。

“借用禅宗经典《传心法要》中的一句话：‘内如木石不动不摇；外如虚空无塞无碍’。以我不变的心，看待世界的风云变化。让研究回归本位，回归整个证券公司战略。”黄燕铭总结道。

时代激荡中的研究模式成长

从国内卖方研究的发展历程来看，黄燕铭认为，主要有以下几个阶段：

1990年—1995年，散乱的股评时代。不需要资格，不需要任职机构，活跃着一批还不能称之为研究人员的股评人士，主要依靠媒体传播博取名气，股评报告会收门票，代课理财搞工作室。1992年成立的申银证券研究所也仅有股评研究。1993年至1994年万国证券、君安证券等虽招了一批证券研究人员，开始从事基本面的研究工作，但是还没有形成影响力，也没有商业模式，主要是给公司领导写报告，在媒体上发表文章给公司打打名气而已。

1995年—2000年，创建基本格局时代。表现在三个方面，一是在研究内容上股评风格退却，以宏观、行业、公司、金工研究为主要内容的基本面研究登场，标志性事件是1995年成立的君安证券研究所所在1996年率先举起了基本面研究的大旗，获得了示范性效果。之后申银万国、华夏证券等相继开始把基本面研究放到了第一的位置上。二是初步形成了公募分仓佣金的模式，标志性事件是君安证券（国泰与君安尚未合并）、申银万国、华夏证券、南方证券的四家研究所负责人1998年底在杭州召开的圆桌会议，讨论的核心议题是如何向这一年刚成立的老十家基金公司追讨研究服务的佣金（因为他们之前不按研究服务提供佣金，而是凭股东关系等其他因素提供佣金，研究与佣金不挂钩），由此以研究服务换佣金的商业模式在1999年基本形成。三是监管部门对投资咨询机构和证券研究人员的管理制度基本形成，标志性事件是1998年证监会组织了第一次证券投资咨询人员的资格考试，使证券研究走上正规化的道路。



视觉中国图片

黄燕铭说：“对于这个时代，我们不得不提三位人物，原申银万国证券研究所负责人庄东辰（已故），原华夏证券研究所负责人林义相，原君安证券研究负责人王明夫，他们是这个行业的先驱者和曾经的领军人物，作为后辈，我们应该永远感谢他们。”

2000年—2004年，研究方法革新时代。这是一个伟大的学习时代，大家向外资学习先进的证券研究理念，探索适合中国资本市场的证券研究方法，基于金融理论的策略研究方法、股票估值方法、构建公司研究模型，即是在这个时代被引入的。随之而来的是研究报告从格式到内容、从框架到逻辑的完全变革，今天大家看到的证券研究报告的风格，即是在这个时代基本成型的。同时，在这个阶段一批有实力的券商开始创建自己的研究团队。这一方面繁荣了整个行业，也为日后的竞争白热化埋下了伏笔。在这个阶段中，研究换佣金模式稳固发展。这是一段值得怀念的日子，学习气氛好，固守研究本位，各家券商分析师之间友好相处，没有浮夸之气。

2005年—2017年，评选为主要导向的时代。从2005年开始有券商拿着榜单高价挖分析师，助长了后来不良风气的形成。这些不良现象导致以研究换佣金的商业模式被打上了折扣。这种状况在2012年之后才有改观。部分基金公司认识到把这种投票权货币化的做法必然将损害卖方研究质量，最终损害自己得到的服务，因此提出根据研究派点分配佣金，同时根据研究派点的高低给评选投票，这使得研究评价与佣金分配和评选投票回到了一致的道路上，这才使得券商研究所的研究换佣金模式有所好转。

卖方研究的五大转型“关键”

随着卖方研究的探索“脚步”行至当下，黄燕铭表示，2018年至未来一段时间，希望这是一个行业研究回归本位的时代。卖方研究转型有五大方向：

一是研究所的工作目标应当与整个证券公司的战略目标相一致，应当就证券谈研究，而不是就研究谈研

究，即研究所必须站在整个证券行业、证券公司角度谈研究如何做，研究所怎么发展，分析师如何制定自身职业规划。

二是把研究所的商业模式融合成整个证券公司商业模式中的重要一环，是不可以脱离母体而独立存在的一环。研究所服务于保险、公募基金、私募基金、海外机构等，本质上是公司经纪业务、投行业务、投资业务等在服务这些客户中的重要组成部分。

三是研究换佣金的模式只是研究所商业模式中的一部分，而不是全部，券商从机构客户那里除了获得佣金，还可以获得其他类别的收入贡献。因为券商提供的，除了研究服务还有其它综合性的金融服务，而研究在其中也可以发挥重要作用。例如，帮助投行撰写定价报告；给公司分支机构客户提供咨询服务带来收入；给公司产业投资部门提供研究服务带来收入。

四是研究换佣金模式将发生变化。每家券商研究所应当根据市场环境、公司战略目标、资源禀赋条件来构建自己的研究体系，而不是围绕着评选来设置研究领域和构建研究体系，这样容易导致研究体系雷同。

五是继续学习，推进研究理念和研究方法的更新。向书本学，把知识转变成智慧；向前人学，总结他们的经验和教训；向外资学，拓宽自己的视野与境界。

专业与派点考评并重

基于以上对行业研究发展、转型的思考，黄燕铭表示：“国泰君安证券研究所也在反思，如何对研究员进行考评；近期内部进行了大量讨论，研究如何回归本位；研究所如何回归公司战略目标，并组织研究员学习公司各个板块的业务。在公司整体考评体系下，研究所制定了新的考评管理办法。”

国泰君安证券研究所构建的对分析师的综合考评办法，融入了整个公司的考评体系。主要包括两个部分：内部的专业考评、外部的派点考评。两个部分合在一起形成综合考评成绩。其中，合规评分不是一个加数，而是一个乘数，这意味着，如果违反合规，其他方面考评成绩再好也没用了。

“派点考评是2004年我在申银万国证券研究所工作时发明的，之后被各家研究所广为采用。”黄燕铭介绍，邀请所有给研究所提供收入贡献的机构客户给分析师派点，研究所收集派点数据后，以这些机构客户为研究所贡献的收入为权重，计算每个分析师的派点值，从而形成考评结果。派点考评本质上反映的是客户对分析师工作满意的综合性主观评价。

偏好业绩确定性较强板块

天风证券分析师罗钻辉认为，监管出台政策支持保险资金投资上市公司股权，预计保险公司会审慎选择投资标的，未来权益投资趋势为大盘蓝筹和大宗交易。但由于偿付能力约束(权益资产占比上升会拉低偿付能力充足率)，加上险资投资的风险偏好下降，预计保险公司会审慎选择上市公司股权的投资标的。

偏好业绩确定性较强板块

天风证券分析师徐彪称，从保险资金持股的行业分布情况来看：截至今年三季度末，剔除金融（银行、非银，二者合计占82.4%）之后，持股比重最大的行业为房地产（43.12%）、医药（16.37%）、电气设备（6.19%）。环比数据看，占比提升最多的为房地产、医药生物、电气设备，占比降低最多的为公用事业、食品饮料和家用电器。

徐承远认为，从目前市场形势来看，如果四季度股市继续震荡下行，股票估值优势逐渐显现，或将吸引险资加大对权益类资产配置比例。具体配置情况，各险企基于自己对市场走势的判断会有所不同。总体来看，预计四季度险资投资的领域还是集中于风险释放比较完全、业绩表现良好、估值低、高分红的板块。

“在内外因素共同作用下，保险资金四季度可能会流向收入以及分红确定性高的二级市场板块，以及自身经营质地良好及股权质押偏高的上市公司参与股权投资。”杨欧雯认为，在A股市场方面，上市险企除了在整体配置比例上会有一些调整外，权益类资产的板块分布上可能会偏好银行、石化类业绩确定性较强的板块。

国泰资管人士表示，预计大金融板块仍将维持较高水平，同时可关注当前持仓的历史分位较低、且估值处于底部的部分子行业，如动力煤、航运、公用事业等，可能以高股息和景气反转作为防御的基础。

前三季度上市券商资管自营业务分化明显

□本报实习记者 罗晗 戴安琪

最新披露的上市公司三季报显示，前三季度，34家上市券商营业收入和净利润几乎全线下滑。分析人士指出，这主要是经纪、投行和资管三大业务收入来源下降所致。资管和自营业务分化明显，各家券商同比变幅有增有减。

净利润全线下滑

同花顺iFinD数据显示，上市券商前三季度营业收入合计为1845.50亿元，同比下降12.48%；合计净利润为499.89亿元，同比下降32.84%。

九成券商营业收入下滑，仅有山西证券、东北证券、国泰君安3家券商营业收入增加，增幅分别为27.92%、16.22%、1.04%。净利润则遭遇全线下滑，有14家券商降幅超过50%。降幅最大的是太平洋证券，为279.15%。净利润排名前十的券商中，中国银河降幅最大，达44.24%。中信证券、申万宏源、华西证券、华泰证券表现则较为平稳，降幅在10%以内，分别为7.86%、7.84%、5.36%、4.90%。

分析人士表示，前三季度券商净利润下滑的原因是三大收入来源（经纪业务、投行业务和资管业务）全部下降。前三季度，二级市场低迷，成交额大幅下降，佣金少，而债券又发不动。且受资管新规影响，部分业务难以开展。

前三季度，上市券商经纪、投行、信用业务几乎全部下滑。除太平洋证券经纪业务收入有所增加，其余33家券商均下滑。投行业务方面，仅有4家券商投行业务收入增加。大型券商广发证券、申万宏源、国信证券降幅分别高达51.09%、43.64%、44.76%。

“在去杠杆的大环境下，过去投行中债券融资的主要客户，即地方政府平台和国企的债务收紧，也是导致债券发行量减少的原因之一。”上述分析人士表示。

信用业务方面，剔除连续亏损的6家券商，仅有海通证券和华西证券两家券商利息净收入实现增长，增幅分别为37.61%、6.92%。

“未来，四季度投行和资管业务会有回升，但在二级市场整体低迷的情况下，经纪业务估计可能会进一步下降。”上述分析人士表示。

银行理财产品预期收益率9月微跌

□本报记者 张晓琪

融360监测的最新数据显示，9月份理财产品平均预期年化收益率为4.58%，较8月份下降了0.09个百分点，连续七个月下跌。普益标准监测数据显示，10月20日至26日银行封闭式预期收益型人民币产品平均收益率为4.46%，较上期减少0.01%。

分析人士认为，银行理财产品正处于青黄不接阶段，传统预期收益型产品在压缩，新的净值型产品才刚开始做。目前现金管理类产品是净值型理财产品的主流，有部分股份行正探索结构化理财产品。

银行理财收益率连续下跌

融360数据显示，9月份银行理财产品发行量共10452款，较8月份减少了1455款，环比下降12.22%，同比下降17.62%。理财产品平均预期年化收益率为4.58%，较8月份下降了0.09个百分点，连续七个月下跌。

10月份，银行理财产品收益率持续下行。普益标准监测数据显示，10月20日至26日银行共发行了1477款银行理财产品（包括封闭式预期收益型、开放式预期收益型、净值型产品），发行银行数增加5家，产品发行量减少2款。其中，封闭式预期收益型人民币产品平均收益率为4.46%，较上期减少0.01%。

“目前大部分理财产品都是封闭式预期收益型。国有银行、大中型股份行发行的开放式、净值型产品相对多一点，地方性银行发行的基本都是封闭式预期收益型产品。”业内人士告诉中国证券报记者。

融360理财分析师刘银平指出，银行理财收益率持续下跌主要还是因为货币政策稳健略偏宽松，资金流动性充裕，市场利率不断走低。未来一段时间货币政策仍会相对宽松，未来1-2年时间内，银行理财收益率会处在下降趋势或是在低位徘徊。

兴业研究金融同业研究负责人孔祥认为，银行理财产品收益率整体下跌，但下跌速度比余额宝等货基的下跌要慢一些。一方面，目前金融市

场信证券王剑团队认为，股票质押业务或迎来转机。近期，监管层密集发声，以市场化方式缓解股票质押业务风险，各市场参与方，包括各地政府、央行、证监会、银保监会等，正积极推出相关政策，通过各类金融机构更切实有效地帮助市场化化解A股的股权质押风险，同时推动股票市场的健康发展。

资管自营分化

资管和自营业务呈现分化态势。同花顺iFinD数据显示，34家上市券商中，一半券商资管业务收入同比增加，另外一半同比减少。收入同比增加的17家券商中，增幅也存在较大差异。华西证券增幅达234.77%，位居第一，其后的山西证券增幅为111.16%。增幅为两位数的券商有6家，为个位数的券商有9家。收入同比减少的券商中，幅度差异较小，都在40%以下。

前三季度，有13家券商自营业务收入同比增加，其余21家券商同比减少。变化幅度超50%的有6家，增减各有3家。第一创业、国金证券和申万宏源增幅分别为82.99%、60.26%和51.33%；海通证券、中国银河、东方证券降幅分别为61.73%、70.42%、71.35%。

自营业务呈现出的分化或与券商本身自营波动较大有关。“一些券商的自营部门大赚大亏，波动很大。”一位业内人士表示。

据中国证券报记者不完全统计，在具有可比数据的27家券商中，有19家券商二、三季度自营收入环比波动方向相反。单个券商来看，中信证券显示出绝对领先优势，营业收入和净利润位居第一，还在经纪、资管、投行和自营四大业务夺冠，具体数值分别为272.09亿元、76.83亿元、58.48亿元、41.42亿元、24.30亿元、65.48亿元。

“中信证券的机构客户占比远高于同行业其他券商，得以维持较高的佣金率水平，经纪业务稳居行业前列。”长城证券分析师刘文强指出，中信证券业务多元化发展抗风险能力增强，且资本中介业务稳步增长，市场占有率占据行业前列。此外，中信证券还基于宏观分析和判断，以量化交易为核心，其自营与销售交易业务领先，投资收益率较为稳健。

“今年银行理财收入下降，主要是因为规模下降。”孔祥指出，传统预期收益型产品在压缩，新的净值型产品才刚开始做，产品结构处于调整阶段。

业内人士指出，理财销售收入下降主要影响到银行中收业务。一些理财业务领先的股份行，银行理财销售收入占中收业务收入的比例约在四分之一到三分之一，占银行总营收比例约为10%。

孔祥指出，目前大的股份行，新增的净值类产品基本是现金管理类产品。与货基相比，类货基的现金管理产品符合资管新规要求，能够按照摊余成本计价，同时符合投资者理财习惯，提供相对稳定收益。此外，现金管理类资产投向比货基宽一些，收益也更高。

“打破刚性兑付之后，短期内投资者可能无法接受这种净值型、盈亏自负的理财产品，部分投资者会转而购买更加安全稳健的结构性存款或现金管理类产品，但这类产品收益率较低，等到投资者逐渐适应后会逐渐接受新型的理财产品。”刘银平表示。

有股份行资管人士告诉中国证券报记者，该行正积极探索结构化理财方向。相比其他金融机构，银行有做结构化理财的优势。一是准入有门槛，需要获得相应牌照；二是银行有专业的机构，结构化理财涉及股权投资，需要机构具备专业投研能力；三是结构性理财通过期权的结构，保证一部分本金免于损失或者减少损失，这类产品会受低风险客户青睐。“这个事情不容易做，首先需要机构具备产品端的研发能力，其次很考验客户经理的专业能力。”该人士补充道。