

券商研究业务探寻破局新径

## 挣脱“内卷”桎梏 多元布局筑牢“护城河”



视觉中国图片

“之前团队组员已走得差不多了，基本都去了买方机构，目前一直留任的就剩两个人了。”去年入职某保险资管机构的杨乐（化名）对中国证券报记者表示。研究生毕业后，杨乐入职了某头部券商研究所，成为一名行业分析师，直至去年离职。“这两年入行的人还是很多，但裁员、转行的也不在少数。”杨乐无奈说道，蛋糕小了，分蛋糕的人就要被优化了。

记者调研发现，众多卖方分析师中，职业路径选择与杨乐相仿者不乏其人。个人抉择之际，折射出卖方研究行业的变迁。在新的时代背景下，行业竞争日趋激烈，投研质量参差不齐、同质化现象严重，加之公募基金费率改革的浪潮冲击，券商研究业务传统的盈利模式已无法适应行业发展的新形势。因此，改革转型成了行业发展的必然选择。

众多券商研究所负责人在接受记者采访时表示，尽管行业“内卷”现象严重，但高研究水平的分析师和高质量的特色化投研服务仍显稀缺。在券商牌照同质化竞争的背景下，降费和行业集中成为必然趋势，但这并不意味着研究价值的减弱，相反，前瞻性的战略研究、全球化的资产配置研究、前沿新技术革命研究、产业链深度研究等方面的需求更加迫切。

● 本报记者 赵中昊 周璐璐

## 卖方研究“内卷”现状：人数上涨 佣金缩水

行业竞争加剧、机构客户需求旺盛、公募基金费率改革推进券商研究业务传统盈利模式转型、适应公司战略调整等多重因素导致上述现象的出现。

“卖方研究这一行真是太卷了！”华北某券商研究所分析师张强（化名）对记者如是感慨道。记者见到张强时，他一边在电脑前处理着密密麻麻的数据，一边说道：“我待会儿有两场路演，晚上还有个闭门会议。”

记者近期调研发现，一向以“卷”闻名的券商研究行业近期似乎陷入“困局”，即佣金总盘子缩水，分析师人数却创新高。据Wind统计，2023年，券商基金分仓佣金达168.33亿元，同比下降10.81%。与此同时，截至今年一季度末，持牌分析师人数已经达到4686名，创下历史新高，较去年同期增加672名。

这是为何？

接受记者采访的券商人士认为，行业竞争加剧、机构客户需求旺盛、公募基金费率改革推进券商研究业务传统盈利模式转型、适应公司战略调整等多重因素导致上述现象的出现。

“这一现象反映了行业竞争加剧。”中信建投证券研究所所长兼国际业务部负责人武超则坦言，随着资本市场发展和金融创新推进，券商研究所的角色和重要性日益凸显。为了提升自身的研究能力和市场竞争力，券商纷纷加大对研究所的投入，通过引进人才和优化团队结构来提升服务质量和研究水平。国海证券研究所相关负责人表示，买方竞争、卖方竞争越来越激烈，导致买方为了提升投资业绩，需要越来越深入、前瞻、高频的研究服务，对卖方服务频度、深度提出了更高要求，各大研究所为了适应这种需求，提升佣金市占率，不断优化人员配置。

多位受访的券商研究负责人均认为，持牌分析师数量创新高表明证券、基金行业对专业研究人才的需求仍然旺盛。各投资机构越来越重视基本面研究驱动投资，导致卖方人员配置需求不断提高。

公募基金费率改革的推进对券商研究所的传统盈利模式构成了挑战。武超则表示，传统的“以研究换佣金”模式在新的监管环境下面临压力，迫使券商研究所寻找新的盈利点和更完善的业务模式。这种变革要求研究所具备更高的研究质量和服务能力，从而推动了对高素质人才的需求以及人才的快速流动。

此外，不少受访者提及，券商研究所的人事变动也与行业发展趋势和公司战略调整有关。武超则表示，在金融科技的推动下，研究所需要更多具备数字化、信息化背景的人才来推动业务创新。同时，随着315系列文件及新“国九条”发布，意味着未来国家对于券商的核心定位、战略要求等均发生了深刻变化。作为全行业研究的“智囊”，研究所未来如何能在公司各个条线业务模式发生重要变化的节点，提供前瞻的、有战略意义的建议并能赋能各个部门也尤为重要。

## 公募降佣新规落地 卖方行业回归投研本质

● 本报记者 林倩

近日，证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，公募基金费率改革第二阶段正式开启，《规定》将于2024年7月1日起施行。

“整体来看，公募基金分仓佣金在证券行业营收中的占比较小，降佣对于行业整体营收影响较小。”平安证券非银分析师王维逸在接受中国证券报记者采访时表示，长期来看，降佣将引导行业回归研究本源、倒逼券商从过去的通道类业务向财富管理和机构综合服务加速转型。聚焦专业研究能力、研究所与其他业务条线有协同的综合大型券商受降佣冲击将相对较小，基金费率改革的推进也将加速行业供给侧格局优化。

## 明确提出券商降佣金

《规定》主要内容涉及四个方面，一是调降基金股票交易佣金费率；二是降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限；三是全面加强基金管理人、证券公司相关合规内控要求；四是明确基金管理人层面信息披露内容和要求。

东吴证券非银首席分析师胡翔表示，《规定》延续此前征求意见稿对于佣金调降幅度的要求，即被动股票型基金产品不得通过证券交易佣金支付研究服务、流动性服务等费用，且股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率水平；其他类型基金产品通过证券交易佣金支付研究服务费用的，股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率水平的两倍。

根据东吴证券测算，预计证券行业公募交易佣金收入将下滑35.64%，上市券商合计营收预计下滑1.11%。

光大证券非银首席分析师王一峰表示，《规定》发布实施后，以2023年静态数据测算，公募基金年度股票交易佣金总额降幅将达38%，2024年、2025年将分别为投资者节省32亿元、64亿元成本；前两阶段费率改革举措预计每年累计可为投资者节约成本约200亿元。

## 投研服务回归本源

证监会表示，《规定》的发布实施，将进一步优化基金证券交易佣金制度，降低基金投资者交易成本，有利于引导证券基金经营机构进一步端正经营理念，专注提升投资者长期收益，提供更加优质的交易、研究和投资服务，促进形成良好的行业发展生态。

针对此次券商研究业务变革，天风证券非银分析师杜鹏辉表示，这将推动行业正本清源，佣金分配回归研究本质，研究所实力突出、投研硬实力强的券商或将受益。

《规定》要求，权益基金管理规模超过10亿元的基金公司，需将交易佣金分配比例上限由30%调降至15%。王一峰表示，《规定》有利于以研究见长的卖方研究机构；对研究实力较弱、综合业务协同能力不强、相对偏向服务的卖方研究机构而言，会产生较大压力，证券行业投研服务集中度有望逐步提升。

胡翔也认为，新规发布背景下，预计券商机构业务头部化趋势将进一步强化，从而倒逼券商研究业务积极转型应对，未来券商研究业务收入模式或将由单一佣金收入向综合业务收入转型。

“对证券公司而言，未来单一卖方研究服务或难以获取基金客户持续黏性。除打造专业投研能力外，或需向两个领域延伸。”王一峰表示，一方面，券商卖方研究竞争从公募绝对主导，向私募、保险、QFII等多元化客群拓展，用以稳定费率总水平；另一方面，券商需要协同财富管理、衍生品、信用交易等多部门，打造券结模式与财富管理相结合的综合服务模式，延伸公募产业服务链条，增厚综合金融服务收益。

## 行业“困境”凸显：高质量投研服务稀缺

记者调研发现，上述现象的背后，折射出券商研究行业“低水平研究过剩、高质量投研服务稀缺”的问题。

国海证券研究所相关负责人直言，当前卖方研究市场低研究水平的分析师和低质量、同质化的投研服务一直是过剩的，而高研究水平的分析师和高质量的特色化投研服务一直是稀缺的。

谈及券商研究行业现状，武超则也提及，一方面，分析师数量迅速增长、研究报告同质化严重、研究服务质量参差不齐；另一方面，我们也应该看到，当前市场上优质研究内容仍然是稀缺资源。

“卖方研究应该做减法而不是做加法，分析师不能变成一个股评家，而是要在研报中对行业和标的提出有相对前瞻性和确定性的判断和观点，并为此负责。”武超则说，“一方面我们需要思考是否能够在政策变化、资产配置、全球对比研究等方面真正提供有前瞻性和深度的研究；另一方面，我们更需要去了解不同机构客户的真正需求，

而不是千篇一律的路演去服务资管目标完全不同的机构客户。有价值的研究应该是面对不同客户的资产配置需求可以在研究所内部总量和行业研究之间进行组合研究、联合研究甚至是交叉研究的。”

西部证券研发中心负责人也认为，当前环境下，保持人均佣金收入规模不变确实存在压力，但面对企业国际化、宏观结构化、产业生态化、产品丰富化四大长期趋势，对于研究的需求依然强劲。尤其是全球视野、宏观验证、产业生态链、金融产品的深度研究依然稀缺。

值得注意的是，降佣背景下，行业加速向头部集中。随着研究所的定位以及激励制度发生变化，人才流动的加速不可避免。对此，受访人士称，应当理性看待券商研究所人事变动情况。

武超则表示，随着全球宏观经济、资本市场、券商功能性定位等变化，卖方研究长期的商业模式或迎来变化。简单而言，2010年以前券商研究所主要以内部服务功能为主，2010年到目前典型的

业务模式转变为外部服务即卖方模式，将来可能更多又需内外兼顾。未来，卖方研究不能简单地将自己的研究能力定位于二级市场，而要更多为客户、公司、股东、政府提供战略及产业研究支持，从这个角度而言，其实对研究所的能力建设提出了更高要求。

“在券商牌照同质化竞争下，降费和行业集中是必然趋势，但不意味着研究价值趋弱，反而，在前瞻性的战略研究、全球化的资产配置研究、前沿新技术革命研究、产业链深度研究等方面需求更为急迫。”武超则进一步表示，除了传统的公募、保险、银行和私募等，长期来看，券商研究所历经过往数年的市场竞争洗礼，留存下来的人才依然保持着极高的水准，大部分都具备较强的专业能力、产业背景，在金融服务实体经济的大背景下，这些研究人员在全面赋能券商其他业务线（投行、投资、金融产品、财富管理）构建差异化能力、提升公司产品溢价等方面也是未来打造一流国际化投行所必需的。

## 磨刀不误砍柴工：构筑券商研究壁垒

全市场的佣金规模不应该成为研究业务的天花板，从海外经验来看，未来结合交易能力、两融业务、衍生品业务、托管业务等，研究会是重要敲门砖和提升议价能力的招牌，也是券商“大机构业务”的基石，建设一流投行的必备品。

在新的时代背景下，构筑券商研究的坚固“护城河”，深化专业壁垒，提升市场影响力，已成为各家券商竞相追逐的目标。多位受访者表示，券商研究业务在致力提升研究品质之余，也应秉持多元化布局的原则，积极拓宽非公募基金客户，加强对内赋能，以分散风险、增强稳健性。

武超则开出的“良方”是提升研究质量，加强内部服务，拓展非公募基金客户服务，强化合规和风险管理。具体而言，研究质量是券商研究所品牌影响力的基石，券商研究所应持续投入资源，提升研究报告的深度和广度，确保研究的独立性、前瞻性和专业性。通过高质量的研究成果，赢得市场的认可和信任。

同时，券商研究所应进一步发挥对内服务的功能，通过为公司内部的投资银行、资产管理、经纪业务等部门提供强有力的研究支持，增强内部协同效应，构建多元化业务模式。券商研究所可以通过探索“投行+投研+投资”的三投联动模式，提升整体业务的竞争力。

券商研究所还应拓展非公募基金客户服务。在公募基金分仓佣金新规背景下，长期看佣金仍

然是投研的基本商业模式，但短期看行业竞争会更加激烈。全市场的佣金规模不应该成为研究业务的天花板，从海外经验来看，未来结合交易能力、两融业务、衍生品业务、托管业务等，研究会是重要敲门砖和提升议价能力的招牌，也是券商“大机构业务”的基石，建设一流投行的必备品。

受访的券商研究所负责人均表示已在客户类型上进行了多元化布局，以提升研究所多元化创收、多元化赋能能力，提高研究所的业务稳定性和抗风险能力。

武超则表示，在保持银行、保险等优势业务的同时，中信建投研究所成立了专门的私募团队和企业客户团队，充分发挥投研资源优势，加大相关客户的服务力度，争取更多收入，并与公司内部其他部门一同，大力发掘相关客户在衍生品、两融、托管等方面的非研创收潜力。从单纯研究销售逐步转化为全产品机构销售，加强组合业务场景、业务模式打造，全面提升非佣金业务收入及占比。

在国海证券研究所相关负责人看来，一方面，券商对研究业务战略定位要清晰、持续，避免反复摇摆；另一方面，研究业务的核心骨干需要彼此理

念认同、价值观认同，研究业务需要有符合行业规律的体系机制，且要守住合规底线，稳健经营。此外，研究所需要坚持市场化考核，具备人才梯队培养能力，以保持有竞争力的研究排名。

西部证券研发中心负责人表示，构筑研究业务“护城河”的关键因素在于高质量的研究产品、卓越的客户体验、成体系的合规运营保障。此外，卓越的销售团队也能锦上添花，为整体业绩增添一抹亮色。华东某知名券商研究所负责人认为，一个优秀的销售队伍能够准确理解客户需求，提供个性化服务，从而增强客户对券商的信任和依赖。

需要注意的是，在全面注册制改革的背景下，券商研究业务面临的监管环境日趋严苛。去年以来，多地证监局针对券商研究业务密集采取了行政监管措施，多家证券公司及其分析师牵涉其中。

“这种严监管将形成常态，会正向促进研究业务正本清源，督促研究员把主要精力放在深度研究上，对于提升研报质量将有很大助益。”在华东某券商研究人士看来，科学严谨的合规管理亦是券商研究业务健康发展的重要保障，是研究所的生命线。