

卖方研究员与买方研究员

郑联盛 时间：2018-06-02 来源：金融界

在中国的证券市场上，有一大堆证券公司研究所的研究员，还有一小堆基金公司、保险公司和私募基金等的研究员，本来应该是同质性的工作，但在行业链条上，他们却成为上下游关系，前者成为卖方，后者成为买方。二者的关联与区别，述说着多彩的故事，当然也可能是行业未来潜在就业者的关注点。一篇小文，供娱乐。

买方与卖方研究员的业态关联

在中国的证券市场上，由于证券投资基金在交易所没有相应的席位，必须通过证券公司的交易席位进行交易，这样就产生了基金使用券商的渠道问题。我们都知道，世界上是没有免费的午餐，使用券商的资源就意味着基金公司必须付费给券商。

国内证券公司共近 110 家，基金公司 70 余家，但是，证券公司的席位对于基金公司而言是没有实质性区别的（当然据说有细微的差别，比如有的券商信息系统更快，能在更短的时间内让委托成交），基金公司可以在 100 多家券商里面选择。这样一个“完全竞争”的市场中，基金公司用券商渠道反而是甲方，证券公司则成了乙方。

证券公司凭什么让基金公司在他那里交易并支付渠道费用(佣金)呢?大券商由于资金雄厚、网络发达和品牌出众,具有了天然的竞争优势。但是,除了网络发达可以为基金承销更多的基金产品之外,资金规模和品牌优势就并不明显。对于基金公司而言,最核心的竞争力在于渠道开拓能力和投资研究能力。渠道开拓是基金公司各显神通,与证券公司相关性并不大。至于投研领域,券商和基金就有极大的互补性。

因为基金公司人员配置一般比较少,研究人员即使实现所谓“一级行业全覆盖”,一共就大致需要20多个研究人员,个别行业多配置1—2个研究员,标准配置即30人左右,基本是每人负责一个行业。但是,券商财大气粗,中型研究所基本配置80人左右,大型券商基本是百人以上,每个行业基本有2—5人不等,研究所重点行业人员配置则更多,比如宏观、策略多的时候能配到6—7个人。券商研究所的人员配置就决定了比基金公司研究部的研究范围更广、研究能力更强、研究跟踪更及时。这样二者就形成了互补,券商研究员为基金研究员提供研究服务,基金公司通过在券商席位交易支付佣金,实现对券商研究员服务的报酬。在这个业态中,基金公司成为了研究服务的买方,而券商研究成为提供服务的卖方,对应就有买方研究员和卖方研究员。

在这个市场中，大券商由于资金雄厚，研究所配备一般比较齐全，研究实力一般也较强，成为这个佣金市场的最大分仓者。但是，由于行业和公司研究差异性很大，小券商的研究员也有研究非常到位、观点非常明确、结论极具建设性的，他们也能在市场中分得一杯羹。从这点上，这是一个竞争比较充分也是各显神通的市场。

买方研究员和卖方研究员的关联还不止于佣金的分仓上，还有诸如新财富、水晶球、金牛最佳分析师的各种评比上。由于这类评比主要是针对券商分析师的，为券商研究员提供打分排名的人是各投资机构的基金经理、投资经理和投研总监等，而打分排名的依据往往是基金公司研究员的提名，比如基金公司研究员提名 5 位候选人供基金经理选择，并建议 5 个人的顺序。由于评比是券商研究员迅速成名的捷径，为此，券商研究员基本是佣金和评比两手抓，两手都硬。这样就进一步强化了卖方与买方的关联性。

研究的工作差异

从工作的性质而言，买方与卖方研究员的工作没有实质性的区别，都是为了研究宏观经济、行业发展和上市公司。比如宏观研究员基本是跟踪海外经济、国内经济增长、宏观政策、物价走势、产业结构和流动性变化等，从研究的内容而言基本没有差异。

但是，从工作的目的性而言，就存在较大的区别。券商研究员是为了做好研究，以为基金公司服务，获得佣金和排名。基金公司研究员做好研究是为了服务投资经理，服务基金的投资操作，目的是为了获得投资经理的认可、基金净值增长以及基金在市场中的相对排名。即券商卖方研究员做研究主要是对外服务于佣金，而基金公司研究员做研究主要是对内服务投资。由于工作的目的差异，券商研究员相对可以更加多元化，不用太关注报告对投资的影响以及与市场的关联，为此可能有人做得很学术、有人很历史、有人很文艺、有人很豪放、有人很婉约；但是，买方研究员的研究需要为投资经理提供明确的投资建议，并必须为报告的投资建议负责，为此报告大多是八股文，行业状况、公司状况、业务发展与盈利分析、最后是投资建议。

从工作的目的上，卖方分析师有点像各个菜系的厨师，川菜粤菜淮扬菜，厨师的任务是做好菜，但是有人喜欢有人不喜欢，如果喜欢你的人多了，那你就拿更多的佣金和更高的排名。即使只会做一个菜的厨师（比如就重点研究一只股票），如果他做得特别好，也可以成为“厨王”。而买方分析师像小保姆，任务是给一家人做饭且要让大家基本都满意，需要照顾不同的口味，如果投资经理不喜欢或者投资经理吃了拉肚子，那这个保姆就难当了。

从研究的方式来说，卖方研究更多是综合性研究，而买方研究员更多是独立性研究。比如，在流动性变化上，券商研究员有很大的弹

性，可以引古论今，旁征博引，东西比较，内外辨析，报告可以写得和学术论文一样，也可以写得和历史书一样。但是，基金公司研究员更多是综合券商研究的逻辑和观点，结合自己的判断，进行更深一层的独立研究，同时要得出一个明确的结论，流动性是紧了还是松了，基金应该是加仓还是减仓。当然，也有券商写的报告和基金公司一样观点明确甚至犀利，如果被市场验证，那是极好的。

由于券商研究员的报告经常会公开发布，为了规避信息披露的监管风险，券商报告在表述上更加中庸；但是，为了提高报告的点击量，一般卖方报告会有一个让人浮想万千的标题；为了提高可读性，券商报告一般更加文艺范，还有什么调侃式、散文式、小说式，甚至诗词歌赋都出现过。由于券商研究人员太多，花样一般也更多，报告质量真是参差不齐。记得 2010 年一个哥们写就的策略会邀请函——《长安回望绣成堆》被号称是史无前例的“最美的邀请”。在熊熊股市之中，能够读到一些写得很美的语言，也算是有种“小清新”的感觉。

从研究的服务上，券商研究员确实是买方研究员不可或缺的。一是券商跟踪及时，出了重大事件，在“两手抓”的动力下，会主动给基金研究员打电话，通报情况，分析影响等。二是券商分析师做了更多、更全面的研究，大量的研究报告是买方研究员写报告的基础。三是券商与上市公司关系紧密，如果要到上市公司调研，让券商出面约见更为容易。四是券商在会议、专家、调研等为基金研究员提供便利，

比如食宿交通安排等。五是券商还有一些“增值服务”，比如请吃饭、送水果、请旅游，上海据说还出现送早餐的。所以有人说，基金公司就像爷，虽有所夸大但还是有一定的逻辑基础的。

路演

在上学时候我们将路演定义为投资银行卖东西时候去介绍产品的，现在券商到基金介绍研究成果也叫路演。刚开始的时候我觉得能出去路演好牛的。10年前路演确实是很牛的，据前辈介绍，当时中金公司堪比华尔街的高盛，来金融不发达城市就路演一场，公司的前辈们都是跑去别家公司会议室站着听路演的。但是，时过境迁，现在的路演多如牛毛，很多买方研究员有的是躲避不及。这种站着听路演的盛况最近几年只有在个别“神一样的分析师”来交流时候，才偶尔出现。

卖方分析师为了佣金和排名，必须获得基金公司研究员的认可，路演是非常好的一种建立关系、深化感情并获得佣金及排名的途径。券商分析师大多趋之若鹜，平常的1个季度来路演一次，频繁的每月都来，甚至还有所谓电话路演是“每周一歌”。为此，券商研究员有个素质要求，能说会道能忽悠。

对于买方研究员，路演也是获取信息、深化认识、加强沟通的有效方式，比如券商研究员如果研究深入，可以很快让你了解一个行业

或者一个公司的状况，买方研究员相当于将卖方研究员几个月甚至几年的心血在一个小时左右就全部据为己有，迅速掌握相关信息，可以对投资建议作出明确的判断。但是，近年来，这样的“吸星大法”能用上的机会不太多，由于券商人太多，研究同质化比较严重，所以报告的逻辑和观点大同小异，很多时候路演是其他人观点的重复，并没有太多新的信息或观点。这样，如果路演太多了，就成为买方研究员的累赘。

经典的路演场景是双方客套之后，卖方分析师开始打开 PPT 吐沫星子乱飞 30 分钟，买方分析师昏昏欲睡听了半个小时，随便问 1—2 无关痛痒的问题，两家就拜拜了。这最经常出现在宏观策略的路演中。行业研究员对于公司的路演，实际上大同小异，但是一般会有更多的互动。

过多的路演对于卖方和买方都是折磨。卖方分析师有时候一天要对同一个 PPT 讲上 3—5 遍，北京、上海、深圳轮着讲，一般连续作战 3 个星期。为此，卖方分析师有个共同的绰号：PPT 播放器。对于买方而言，差不多的观点一天听个 3—5 次也是很崩溃的一件事情，为此很多买方研究员有路演恐惧症。对于买方研究员，另外一个崩溃的事情是卖方分析师的观点一会是上九天揽月，一会是下五洋捉鳖，年初时候说经济强劲复苏，年中时候说经济大幅衰退；上个月叫追高买入长期持有，这个月让坚决卖出一股不留。

在双方相处上，一般买方研究员更强势。如果是卖方研究员转为买方研究员，能够理解卖方的辛劳，一般会客气一些，对卖方说话处事较温和。如果是毕业之后直接做买方研究员的，再加上业态上的甲方优势，个别买方研究员比较不客气，连给卖方分析师倒一杯水都没有，更甚者在路演中觉得卖方分析师研究太次“可以不用讲”，直接让人家滚蛋的。如果遇上了，只能算卖方分析师“人品不足”，遭遇极品。另外，市场行情也会影响买方研究员的，市场行情好，一般大家开心容易沟通；要是市场行情糟糕，基金研究员压力大容易“上火”，为此，券商分析师路演之前选个良辰吉日是很重要的。