



论中国证券研究

► 林义相 等著



经济科学出版社

论中国证券研究

▶ 林义相 等著



经济科学出版社

责任编辑：于培娟
责任校对：董蔚挺
版式设计：周国强
技术编辑：邱 天

论中国证券研究

林义相 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086
总编室电话：62541886 发行部电话：62568485

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@public2. east. net. cn](mailto:esp@public2.east.net.cn)

北京印刷一厂印刷

河北三河韩各庄装订厂装订

880×1230 32 开 8.5 印张 200000 字

2000 年 10 月第一版 2000 年 10 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-2307-8 / F·1169 定价：14.80 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目(CIP)数据

论中国证券研究/林义相等著. —北京:经济科学出版社, 2000. 10

ISBN 7-5058-2307-8

I. 论… II. 林… III. 证券交易-金融市场-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 44642 号

前 言

中国证券研究业还是一个非常稚嫩的行业，但她走过的短短几年的道路并不平坦。曾任万国证券公司总裁的管金生先生是比较早地意识到证券研究的重要性并积极予以推动的业内前辈。记得在1993~1994年间，他从几大名校招聘了一批毕业生，也从公司内部组织了一批精锐力量从事证券研究工作。可惜因“327”国债事件，万国证券公司失败了，万国证券的研究计划也夭折了。1996~1997年间，君安证券的研究开始崛起，形成了一支号称百人的研究队伍，君安证券的研究在国内取得了无可争议的领先地位。但后来随着君安证券的动荡，君安证券研究也难以保持当时的良好发展势头。实在令人惋惜。与此同时，各证券公司纷纷成立证券研究发展中心或研究所。华夏证券研究所也在这一时期创立并开始探索自己的证券研究模式，研究所采取有限责任公司的形式，具有独立法人地位，希望以此提高证券研究工作的独立性，保证证券研究工作的客观性，尊重证券研究人员的独立人格和专业化的职业发展。华夏证券研究所虽然取得了些许成绩，但也很难维持这种模式。当此书与读者朋友见面的时候，我本人很可能已经离开了华夏证券公司，离开了华夏证券研究所。

证券业是一个高风险行业，中国证券业更是这样。有人说，证券研究是这个高风险行业中的一个避风港。其实不尽然，证券研究业同样躲避不了证券业的系统风险。只不过，我们在承受事

业挫折的时候，还可以比较好地保持人格的完整性。昂首坦然而去，这在证券业内算得上是一种奢侈，是证券研究人员可以享有的一种奢侈。

然而，我们总不能无视这样一个事实，越来越多的有识之士认识到了证券研究的重要性，证券研究的环境毕竟得到了明显地改善，并将继续得到改善。虽然证券研究之路是充满荆棘的坎坷之路，我们很可能在这条路上摔得遍体鳞伤，但我们决不会在证券研究之路上毁灭。只要坚持下去，它一定是一条越走越宽的路。

回顾近几年的证券研究工作，业内同仁们在辛勤研究的同时，也为证券研究工作的地位、作用和前途等问题进行了苦苦的思索和不懈的争取。在探索中国证券研究之路的过程中，既有成功的喜悦，也有失败的痛苦。我们对于证券研究的投入是无保留的，我们对于证券研究工作的热爱是真诚的。尽管再过十年、十五年、二十年以后回头来看，我们今天苦苦思索的东西竟是如此地浅显，我们今天执着追求的竟是如此不值一提，我们今天的所作所为，很可能非常幼稚可笑，但这些毕竟是我们坦坦荡荡地奋斗拼搏的亲身经历，这是我們与中国证券研究业一起成长的骄傲。

正是基于以上考虑，我在1999年10月由证券时报和华夏证券研究所举办的全国券商研究机构联席会上提议出版本书，得到了《证券时报》副总编辑成孝海同志和与会券商研究机构的积极响应和大力支持，我为此向各位再次致谢！

林义相

2000年8月12日

目 录

金晓斌 于建国 袁国良
何旭强 余有红 姜 伟 郑 辛
证券研究的定位 / 1

张小奇
论证券研究的定位 / 24

黄 列
券商职能中介化与证券研究的重新定位 / 32

朱剑彪
对中小券商研究机构功能定位的思考 / 40

王 炜
证券研究：思维转势与功能创新 / 52

李迅雷 伍永刚
对券商研究机构职能定位与管理模式的若干思考 / 60

李 康 吴美萍

券商研究机构发展思路的探讨 / 74

张 岚

券商研究机构可持续发展的相关制度安排 / 89

阎 彬

证券研究与券商发展战略 / 100

周宗华

证券研究与投资银行业务 / 112

刘云忠 华 莹

离开空气 长鹰将难凌空翱翔

——对证券研究人员考评与激励机制的探索 / 117

康 静

券商人才队伍建设的现实选择：研究人员的培养 / 128

杨成长

券商的宏观经济分析 / 140

林义相

论证券研究 / 151

诸建芳 高 谦

证券公司的宏观研究 / 163

张 凯

券商的行业与公司研究 / 177

李 森

市场研究部的功能和管理探讨 / 211

陈朝阳 林佳洁

券商的专题研究工作 / 226

叶树林 陈朝阳

证券公司的证券信息系统建设 / 240

后记 / 257

证券研究的定位

金晓斌 于建国 袁国良
何旭强 余有红 姜伟 郑 卒

内容提要：该文作者认为，证券研究的定位取决于证券市场和券商本身的发展，其定位要摆正证券研究部门与业务部门之间的关系。该文从两个方面阐述了证券研究工作的定位，一是研究工作在证券公司内的定位，二是研究工作在证券业协会的定位。

研究工作在证券公司内的定位包括五个方面：

第一，研究工作是证券公司经营战略制定的基础，可以从五个方面为公司经营战略的制定提供决策咨询，包括对宏观经济的长期把握、对产业结构与地区发展等中观问题的研究、对本公司的优劣势与目标等方面的微观研究、对证券市场发展的专题研究、对各种新政策新法规与突发事件的研究等方面。

第二，在券商分层日益明显，经纪业务重要性增强，尤其是网上交易迅速发展的大趋势下，券商经纪业务的竞争力主要取决于为客户提供服务水平的高低与公司的研究开发能力。

第三，券商的研究工作能为投行业务提供参考意见，使其尽量规避风险，获取更高收益，是投资银行业务能否顺利开展的重

要决定因素。

第四，研究工作对于券商的自营业务的指导和参谋作用也愈来愈重要，研究作为自营服务必须具备独立性、实战性、惟一性和全程性的特点。

第五，研究工作提高人们对当前证券市场资产管理运作模式与隐患的理解，提高对国外券商资产管理模式与经验的借鉴，为资产管理业务提供前瞻性研究。

研究工作在证券业协会的定位主要表现为：组织和协调券商的证券研究；向证券监督管理机构反映会员的建议和研究成果；收集整理证券信息，为会员提供服务；组织会员单位从业人员的业务培训，提高会员的证券研究水平；选准研究课题，如加入WTO对证券业的影响就是一个急需研究的课题。

在证券业中，证券研究的定位应包括证券公司即券商的研究定位和证券业协会的研究定位。券商是证券业中的基本研究力量，证券业协会起组织协调作用。证券研究定位是一个发展变化的过程。在20世纪90年代中期，券商的研究队伍还较小，不少券商还没有专门的研发部门，证券研究只是办公室秘书的职能。随着证券市场的发展，尤其是《证券法》实施后，券商划分为综合型和经纪型证券公司，一些券商的研发部门也发展成研究所。但是，除个别研究所外，大多数仍然是证券公司中非独立核算的职能部门。证券研究的定位取决于证券市场的发展。很显然，没有一定规模的上市公司，就不会形成行业板块，也就不会有行业研究。证券研究的定位又取决于券商业务的发展。证券研究定位就是要摆正证券研究部门与业务部门之间的关系，保证券商稳健经营，维护证券市场的健康发展。

一、研究工作在证券公司内的定位

(一) 研究与公司战略

公司经营战略的制定是公司可持续发展的关键，而要制定出准确的公司经营战略，涉及到各个方面，这些方面都必须以研究为基础。具体来说，券商研究可以在以下 5 个方面为公司经营战略的制定提供决策咨询。

第一是对宏观经济的中长期把握，这是制定公司经营战略的基本前提。宏观经济研究不仅包括国内宏观经济，而且包括世界经济。宏观经济和世界经济决定了证券市场未来发展的最基本环境，如果不对宏观经济有一个客观全面的了解，那就很难把握国民经济走势，也就很难把握所处证券市场的发展态势和发展空间，对证券公司自身的发展定位也就无从把握。

与宏观经济研究有关的另一个问题是证券市场的发展空间。证券市场的发展空间直接决定了证券公司的业务拓展空间，因此研究证券市场的发展空间是证券公司必须始终关注的重点。这里我们以 2000 年 8 月中旬为基期，假定到 2020 年我国经济以平均 7% 的速度增长，股票流通市值占 GDP 的比例则以每年递增 1% 的速度增加，表 1 列出了未来 20 年我国股票市场的发展前景。

表 1 2000~2020 年我国股票市场的发展趋势

年份	股票流通市值占 GDP 比重 (%)	股票流通市价总值 (亿元) (GDP 每年增长 7%)	股票流通市价总值 (亿元) (GDP 每年增长 6%)
2000	27%	24477	24022
2005	32%	40688	38099
2010	37%	65983	58952
2015	42%	105051	89552
2020	47%	164879	134107

从表 1 可以看出,即便保守地假定股票市值占 GDP 比例仅以每年增加 1 个百分点、未来我国经济以 7% 的速度增长,那么到 2020 年流通市值将达到 12 万亿元以上的规模,是 2000 年的 8 倍以上。如果股票流通市值占 GDP 比例按每年 2 个百分点的速度递增,GDP 按 7% 的速度递增,那么 2020 年的股票流通总市值将达到 24 万亿元以上。

基于以上分析,我国证券市场的发展空间是非常广阔的,证券公司在制定经营战略时应该以积极进取的态度去大胆开拓市场。

第二是中观研究,也就是通常所说的各种结构问题。作为资本市场的一部分,证券市场承担着大量的协调和平衡地区经济结构、产业结构、产品结构等种种中观性问题。当前对公司经营战略有重大影响的中观问题主要包括以下几个方面:一是长期以来在我国存在的产业结构问题;二是地区发展不平衡问题也就是西部开发问题。目前我国已经把西部开发作为拉动经济增长的重大战略,西部开发对资本市场是一个重大的机遇和挑战,也为证券公司提供了巨大的发展机会。

第三是微观研究,包括本公司的优劣势、未来要达到的目标,国内、国际、以及其他券商可供借鉴的经验等。

第四是对证券市场发展的专题研究。如 1999 年 7 月 1 日,《证券法》正式实施,标志着我国证券市场一个新时代的开始。《证券法》作为证券市场的根本大法,对证券公司的业务范围、资金来源等各个方面都作了规定,直接影响着证券公司的发展。这种对市场产生重大影响的事件,如果不进行专门研究,就无法满足公司制定经营战略的需要。

第五是各种新政策,新法规和突发事件。证券市场的发展在我国是一个强制性的制度变迁,是一个不断探索、变革的过程,各种新的法制规范层出不穷,对这些创新和突发事件,公司必须

进行认真研究。如 1999 年下半年提出来的关于开展中外合作基金的问题、关于质押融资等券商短期融资政策，以及加入 WTO 后，中外券商的合作问题都必须加以研究，否则公司就无法适应激烈竞争、急剧变化的证券市场要求。

总之，券商研究对公司经营战略的制定不仅非常必要，而且内容涉及各个方面。

（二）研究与经纪业务

1. 券商分层是大趋势，经纪业务重要性增强。

在现有的组织结构、区域经济特色和资本市场发展趋势下，以《证券法》为依据，券商之间的重组在所难免，伴随着数量较大幅度的减少，未来将形成两大类、三层次的券商分布格局。

第一类是大型综合类券商。这一类券商在全国的数量不会太多，近期估计会在 10 家以内。重组后的大型综合类券商资本实力将普遍增强，不仅在国内一、二级市场上占据主导地位，更重要的是在投资银行业务、基金业务和国际业务中发挥主导作用。在融资能力、研究能力上占据领先地位。其业务网点将覆盖全国，成为全国证券市场一体化的载体。这些大券商将逐渐向国际投资银行靠拢，逐渐形成一定实力并最终在国际资本市场上逐鹿。

第二类就是经纪类券商。经纪类券商有可能在较短时间内分化成一、二两个梯队。第一梯队是那些资本实力强、营业网点多且布局合理、能够采用先进竞争手段的券商。这一类券商实际上处于综合类券商和经纪类券商的边缘，一旦条件成熟，就将进入综合类券商的队伍。第二梯队是一些小的经纪商，由于《证券法》对经纪类券商进入壁垒的规定并不高（资本金要求是 3000 万），预计经过这次重组后仍然会有相当数量的小规模经纪类券商存在。在价格竞争受到限制的情况下，这一类券商将以经营特色取胜。从国外券商的经验来看，能否提供综合咨询服务和专门产品是经纪类券商取胜的关键。

可见，重组将形成券商的分层结构，而每一层次上的券商都将形成各自的竞争优势。各类券商都应力求就客户广泛重视的一些方面在产业内独树一帜，尤其对中小券商而言，因产品本身或服务、客户种类及地区分布、销售服务体系等因素而不同的特色经营战略尤为重要。

目前我国券商业务主要由三大块传统业务组成：自营业务、承销业务及经纪代理业务。随着竞争的加剧，我国券商在一级市场和二级市场上的集中度不断增加，并且二级市场的集中度比一级市场上升更快。据相关资料统计，目前国内大型券商的交易佣金及相关收入一般占营业收入的 50% 左右，自营业务和承销业务占 30% 左右；小型券商由于主要以经纪业务为主，交易佣金及相关收入一般占营业收入的 80% 以上。因此，不管是综合类券商还是经纪类券商，经纪业务在公司利润来源中都占有重要地位。在券商业务流程上，未来经纪业务不但不会削弱，反而会进一步增强。

2. 研究开发对经纪业务的支持作用不断显现。

在传统的三大业务中，大券商在整体上确立了优势地位，但大券商之间的竞争并没有停止，反而更加激烈了。券商经纪业务的竞争力主要依赖于以下两方面：

第一，为客户提供服务的水平。证券业主要以提供金融服务来获得收益，因此，服务水平往往决定了争取、维持、开拓客户中的关键因素。目前在经纪业务中，各证券公司都提供了相当好的硬件设施，在硬件条件无差异的情况下，服务水平成为竞争的主要手段。服务水平包括信息的广度和深度、新产品的创新能力等。

第二，公司研究开发能力。从 1997 年以来，我国各大小券商都纷纷建立研究机构，至今，券商的研究队伍已经成为我国证券市场研究中的一支最活跃的研究力量。同样不可忽视的是，券商之间研究实力差距甚大，实力强大的大券商在研究方面同样处

于领先地位。目前券商的研究开发能力仍然没有得到有效利用,对一些券商发展中面临的重大问题缺乏前瞻性的深入研究,对公司经纪业务开展中的指导性作用还没有得到充分发挥。

经纪业务的创新主要在于原有业务的拓展和协调,它必须以公司研发能力为基础。研究部门通过对营业部的服务与支持,以扩大公司经纪业务量和经纪业务效益。公司研究开发一方面有助于券商选择细分市场,实施差异化战略,另一方面突出的研究力量将有助于券商形成业务的创新能力。

3. 网上交易的发展趋势对券商研发能力提出了更高要求。

网上交易以其特有的优势,正以前所未有的速度向前发展,并将取代目前传统的经纪方式而成为券商经纪业务的主要方式。与传统交易方式相比,网上交易具有如下一些显著的特点:第一,网上交易打破时空限制,降低了券商的经营成本。理论上说,券商只要拥有一个网址就可以无限扩大自己的客户群体,更可吸引大量银行活期存款客户进行交易。第二,减少了交易环节,因此可以降低交易风险,提高交易效率。第三,加快证券市场信息流动速度,提高资源配置效率。例如研究报告的上网就大大缩短了证券研究与投资者之间的距离。第四,低廉的手续费满足了投资者对低成本的要求。网上交易对证券公司来讲运行费用较低,而提供的服务和传统券商相比却相差不远。

国外的网上交易以美国最为发达,到1998年底,网上证券公司已超过了100家,股市网上交易的账户总数超过了300万,有1/5的上网家庭已通过网络进行投资,股票网上交易量已占美国全部股票交易的14%。发展速度相当惊人。据McKinsey的分析报告显示,1994年,在线投资商不到10万人,到今天已经超过500万人,预计到2002年,通过Internet进行交易的人数将达到1500万人,即占美国所有投资者的半数。到2010年,几乎所有的证券投资者都将通过网上交易进行投资。美国网络经纪商的数量从1997年的28家发展到1998年的100家以上,可见其

市场前景之广阔，而排名前十位的公司垄断了 90% 的市场份额。

1999 年下半年以来，为了避免客户流失，保住自身在证券业界已有的地位，一些大型券商也开始抢攻网上市场，美国券商的网上角逐已拉开序幕。继 1999 年 6 月美林证券（Merrill Lynch）宣布从 12 月起全面推出网上交易后，10 月 20 号，另一家大型券商摩根斯坦利添惠（Morgan Stanley Dean Witter）抢先一步，宣布从 10 月 21 日起为旗下的 400 万个客户提供平价网上交易。摩根斯坦利添惠公司此次推出的网上交易系统称为“i-choice”，美林的则冠以“无限利益”（unlimited advantage），两家券商都将每笔交易的收费定为 29.95 美元，与嘉信证券的定价相同。此外，摩根斯坦利添惠还仿效嘉信证券的作法，将全美各地的 450 家分行改为提供即时服务的零售中心，客户在这里既可存入支票、研究个股，也能与证券经纪人见面咨询。像美林、摩根斯坦利添惠等综合型券商推出廉价网上交易，实际上是对传统服务方式的创新，将网上交易和传统服务更好地结合在一起，使投资人可以选择最符合个人需求的金融服务。

台湾在 1997 年初出现第一家网上券商，现有宝来、大信等八家券商开展网上交易，最高的月交易量达到 300 多亿台币。

1999 年以来，韩国网上证券交易量猛增。据韩国证券业协会提供的资料，现代、大宇、LG、大信、三星五家大型证券公司在 1999 年前 7 个月网上证券交易额突破 100 万亿韩元。另据韩国金融监督院的统计，2000 年一季度各证券公司网上证券交易手续费收益额达到 1 202 亿韩元，比 1999 年第四季度增长 123%。顾客开设的自动联网账户到 5 月底已达 62 万个，在全部交易账户中所占的比重超过 10%。随着股市行情看涨，网上交易日趋活跃，2000 年 7 月份的网上交易额是 1999 年 1 月份的 100 倍。目前网上证券交易手续费一般是交易额的 0.1% 到 0.15%，只及普通证券交易手续费的 1/5。

此外，网上交易在英国、瑞典等国家也方兴未艾。证券交易