

2024-01-31

# · 欧洲MiFID II实行后与美国千禧年后卖方生态研究 ·

证券研究报告

证券分析师：夏聿印 执业登记编号：S1190523030003

## 主要观点:

### 1、MiFID II概述

2018年1月3日，欧盟《金融工具市场指令》第2版（简称 MiFID II）在欧盟全面实施。MiFID II实施以来，在提升市场透明度和降低交易成本等方面效用显著，MiFID II政策规定单独收取研究费用，进一步提升了市场透明度、改善市场运作机制并某种程度上保护了投资者。

### 2、MiFID II对买卖双方及上市公司影响

研究与交易成本分拆导致了买方支付更多额外研究费用，且公司预算下跌幅度与规模成正比，大公司优势明显。额外费用支出多由公司内部消化，并非转嫁投资者；为减少外部依赖，买方内部研究员需求上升，同时合作卖方研究所数量减少，卖方竞争加剧，高级资深研究员倾向离开原公司，包括离开卖方转向买方；剩下的研究员精力“少而专”地集中于大公司，导致中小市值公司研报质量整体有所下降，流动性方面，中小型股票流动性萎缩明显。

### 3、千禧年后美国证券市场变迁——卖方投研趋势

2000年以前，由于信息不对称性，美国市场买方及投资者依赖传统经纪商提供的研报做出投资决策，高额研究费用让小型买方和投资者望而却步。千禧年后，由于数字化平台和独立研究提供商的兴起改变了卖方生态，信息透明度提升，对卖方研究依赖度降低，佣金费率持续下降，零佣模式成为普遍现象；叠加MiFID II的分拆影响，监管部门尽管用“不行动”信函争取了缓冲余地，但卖方研究仍曲折前进；人工智能、高效算法模型也在改变对传统券商的评价与选择，并对券商的业绩能力和管理能力有所帮助。

### 4、全球卖方研究发展趋势展望及对中国发展启示

国内公募基金费率改革仍在路上，卖方研究的竞争格局和商业模式面临改变，除夯实研究基本功之外，研究所也需要内外兼修、协同发展，拥抱数字化，构建特色化、差异化综合研究平台是破局关键。

# 目录

1

MiFID II 概述

2

MiFID II 对买卖双方及上市公司的影响

3

千禧年后美国证券市场变迁——卖方投研趋势

4

全球卖方研究发展趋势展望及对国内发展启示

# 1 MiFID II概述

- **背景：** MiFIDII出台的主要目的是通过提高市场透明度来最终保护投资者。在MiFIDII之前，经纪费用不透明，通常包括交易费用和研究等其他服务费用捆绑在一起。研究成本通过交易佣金补偿，最终承担这些成本的投资者也无法确定他们所支付的服务和成本，同时易产生过度交易等问题。为解决这些问题，MiFIDII中的一项规定要求资产管理公司对研究服务明确计费。
- **颁布：** 2018年1月3日，欧盟《金融工具市场指令》第2版（简称 MiFID II）在欧盟全面实施，第2版在原有《金融工具市场指令》（简称 MiFID）的基础上，强化金融市场监管功能并加强投资者保护。
- **相关重要变化条例：** 投资研究单独付费，不能与交易佣金捆绑；强制资产管理机构披露在投资研究方面的支出；限制使用“暗池”（dark pool）交易平台等。
- **影响：** MiFID II实施后已过去5年，卖方研究生态变得更加透明；投资者现在能够清楚地了解研究服务的成本，并有选择权；同时导致卖方研究员提升研究质量和服务水平来吸引投资者，优胜劣汰趋势显著。卖方研究的商业模式发生了重大变化，对于研究提供商和投资机构都带来了新的挑战 and 机遇。

# 目录

1

MiFID II概述

2

MiFID II对买卖双方及上市公司的影响

3

千禧年后美国证券市场变迁——卖方投研趋势

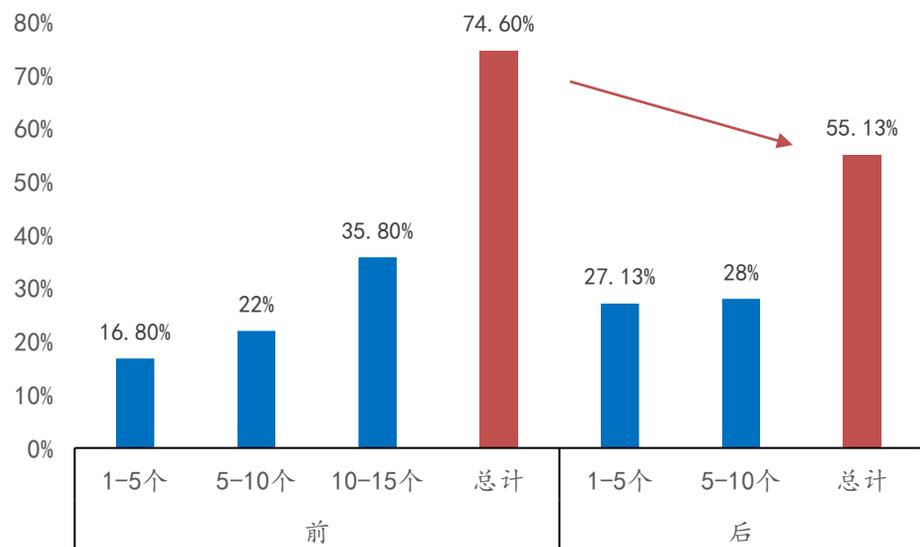
4

全球卖方研究发展趋势展望及对国内发展启示

## 2.1 对买方：减少研究供应商合作，大机构预算缩水明显

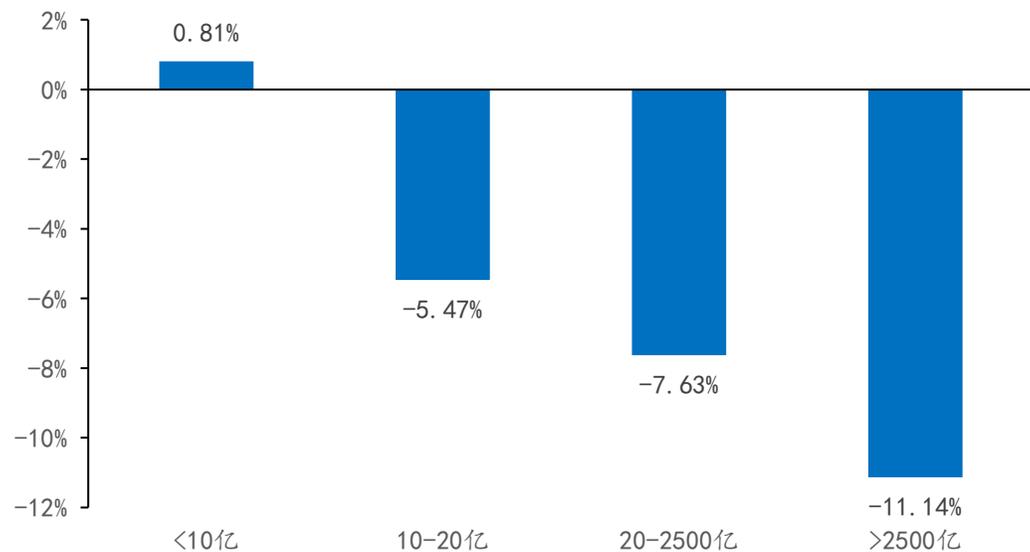
- 2018年欧洲实施MiFID II后，资管公司合作的研究机构数量下降明显，根据英国金融交易服务商Liquidnet的调查显示，61%的资管机构减少了研究提供商的数量。在研究预算方面，买方内部吸收研究成本将影响买方利润，据CFA协会调查报告显示，欧洲公司研究预算的平均降幅为6.3%；预算的减少随着公司规模增加而增加，MiFID II对规模更大的机构预算影响也较大。

图1：资管机构MiFIDII前后使用卖方研究机构数变化



数据来源：Euromoney，太平洋研究院整理

图2：公司研究预算变化(按资管规模划分)

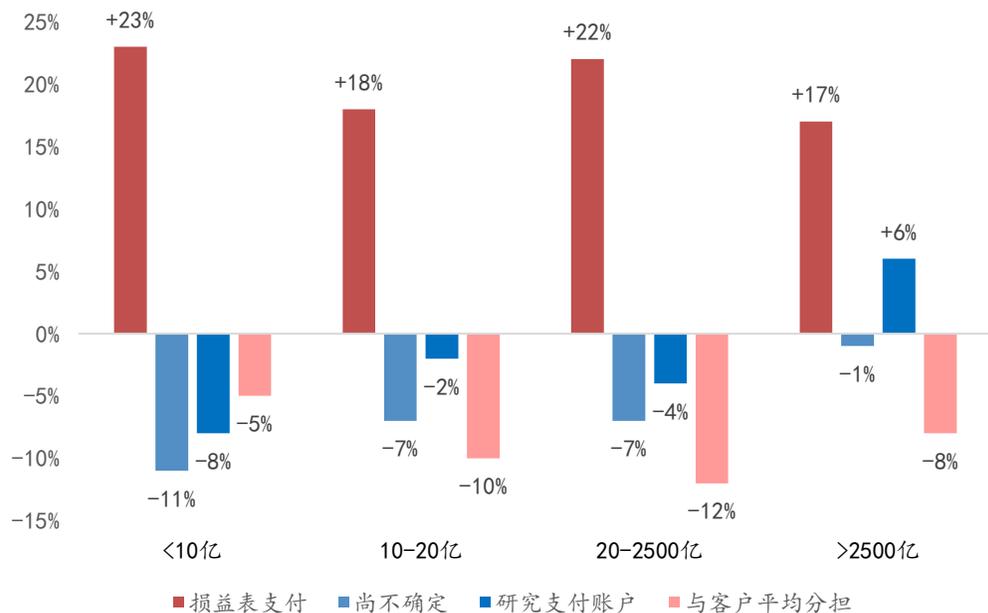


数据来源：CFA，太平洋研究院整理

## 2.2 对买方：成本内部化对投资者利好，大公司更显利润优势

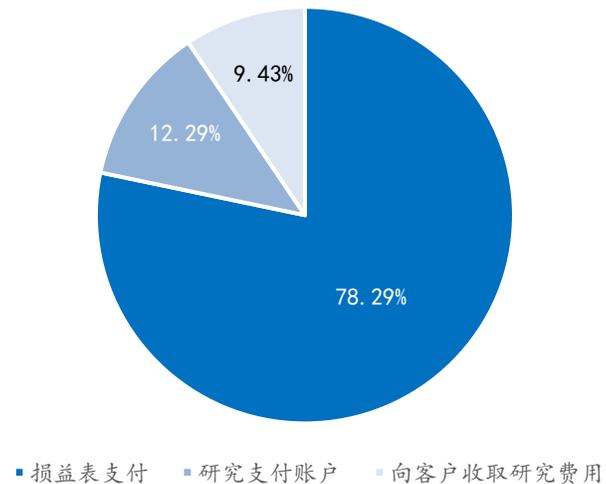
- 在不同AUM规模的公司中，大部分公司选择从损益表中支付额外研究费用，而非转嫁投资者。
- 买方公司所承担的研究成本带来的利润率压力对小公司影响较大，大公司更能够在这种潜在竞争下生存。
- 竞争压力迫使大多数资产管理公司承担研究成本，多数公司把研究费用列入损益表，是由于研究成本计入公司损益会带来额外税收优惠；此外，另外一些主要头部机构往往会选择建立独立的研究支付账户以更好的满足监管要求；

图3：MiFID II前后不同AUM公司研究费用支付方式变化 (%)



数据来源：CFA，太平洋研究院整理

图4：MiFID II后买方支付研究费用的方式占比

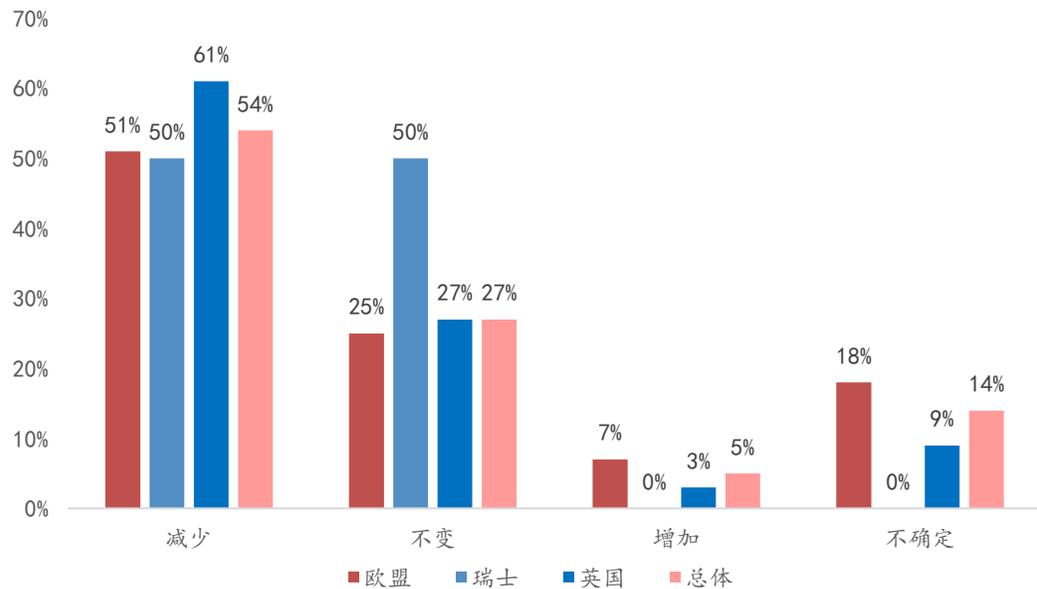


数据来源：Euromoney，太平洋研究院整理

## 2.3 对卖方：研究重心由卖方转至买方以减少外部依赖

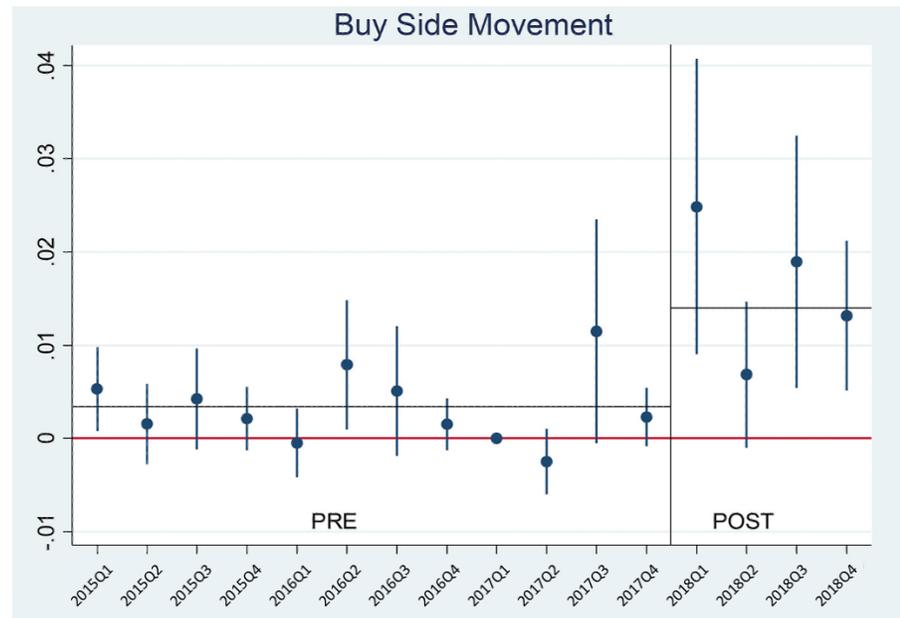
- 买方客户精简合作的研究机构，更加关心所合作研究机构能否为公司提升投资回报和附加值，一个明显趋势是资管公司将把外包给卖方经纪公司的研究转移给内部买方分析师，以把控研究质量减少依赖。反映出研究需求从卖方研究转向买方研究的转变，分析师的数量和质量也逐步从卖方券商转向买方机构，出现研究员的迁徙。

图5: MiFID II后卖方研究员数量变化



数据来源: CFA, 太平洋研究院整理

图6: MiFID II前后买方研究员数量变化



数据来源: Journal of Accounting and Economics, 太平洋研究院整理

## 2.4 对卖方：高水平资深分析师流动加速

- 是否留在券商？MiFID II之后，欧洲更有经验的、对市场分析相对准确性更高的分析师更有可能离开券商，高质量分析师相比低质量分析师离开券商可能性更大。
- 是否离开卖方？相对准确度高、经验丰富的分析师更有可能离开卖方行业，因为他们在其他领域更有竞争力。调查显示，欧盟分析师离开卖方的可能性比非欧盟分析师高2.6%，高质量分析师离开卖方的可能性比非欧盟分析师高4.6%-5.6%。
- 是否转向买方？研究成本分拆将导致对分析师的需求从卖方转向买方，且主要集中于相对准确度高的分析师中，资历较高的分析师转向买方的可能性略有减少。据调查，欧盟分析师转投买方的可能性高出1.1%，高质量分析师转投买方的可能性高出约2.5%。
- 是否进入新公司高管层？相对准确度更高的分析师更有可能在新公司晋升和最终进入高管层。
- 结果表明，在MiFID II之后，高质量的分析家离开经纪公司，或完全离开卖方，转到买方或利用其他机会，通常会有升职可能。

Panel A – 分析师在给定季度是否留在券商				
Dep. Variable	Stay At Firm	Stay At Firm	Stay At Firm	Stay At Firm
Quality Measure	RelAccuracy		Experience	Seniority
I(ATreat)*I(Post)	-0.030*** (-3.58)	-0.012 (-1.12)	-0.015 (-1.36)	0.020*** (2.98)
HighQuality		0.005*	0.032***	0.004
LowQuality		0.002	-0.009	

Panel B – 分析师是否在给定季度离开卖方行业				
Quality Measure	Leave SellSide	Leave SellSide	Leave SellSide	Leave SellSide
	RelAccuracy		Experience	Seniority
I(ATreat)*I(Post)	0.026*** (3.95)	0.005 (0.60)	0.006 (0.79)	-0.011*** (-6.01)
(ATreat)*I(Post)* HighQuality		0.041***	0.048***	0.067***
(ATreat)*I(Post)* LowQuality		0.011	0.01	

Panel C – 分析师是否在给定季度转向买方				
Quality Measure	Buy Side	Buy Side	Buy Side	Buy Side
	RelAccuracy		Experience	Seniority
I(ATreat)*I(Post)	0.011** (-2.33)	0.003 (-0.55)	-0.001 (-0.36)	-0.003*** (-3.51)
I(ATreat)*I(Post)* HighQuality		0.021***	0.026**	0.025***
I(ATreat)*I(Post)* LowQuality		-0.002	0.011	

Panel D – 分析师在新公司任职后是否晋升以及分析师是否最终进入新公司高管				
I(Treat)*I(Post)	Higher_Pos	Higher_Pos	CSuite	CSuite
I(Treat)*I(Post)	0.026*** (3.5)	0.014 (1.4)	0.011*** (2.96)	0.005 (0.95)
I(Treat)*I(Post)*TopAccu		0.030**		0.017*
I(Treat)*I(Post)*BotAccu		-0.001		-0.002

注释：表格系数正/负代表该变量与因变量正/负相关，系数的绝对值大/小表示变量对因变量的影响大/小，\*代表系数显著性高低，\*\*\*代表高度显著。例如，-0.030\*\*\*表示相对准确度每提高0.1单位，分析师留在券商的可能性减少0.003单位。相对准确度高意味着分析师能够更准确地预测股票、行业或市场的走势，从而为投资者提供更有价值的信息。

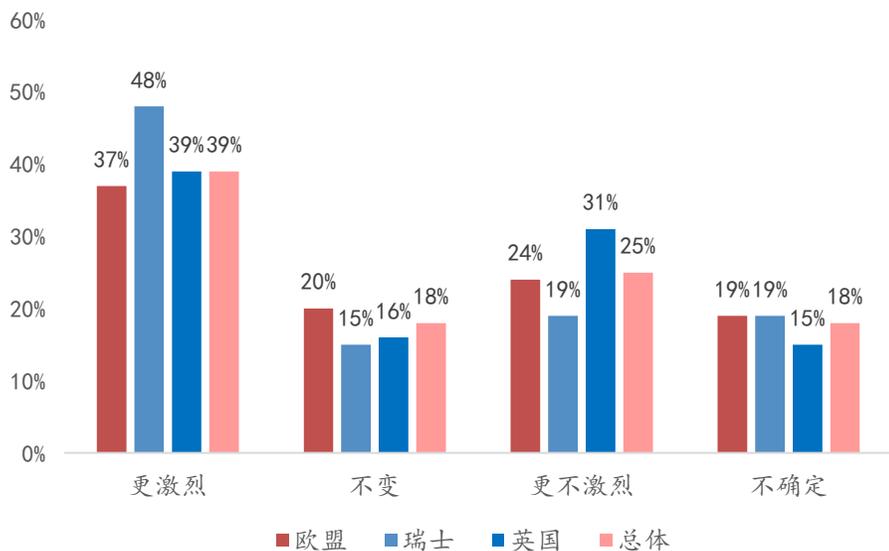
数据来源：Journal of Accounting and Economics, 太平洋研究院整理

## 2.5 对研究：促使研报价格战，研究质量大盘股和中小盘股有差异

■ 各卖方机构低价竞争以扩大市场份额，数据显示MiFID II对研究质量影响甚微。

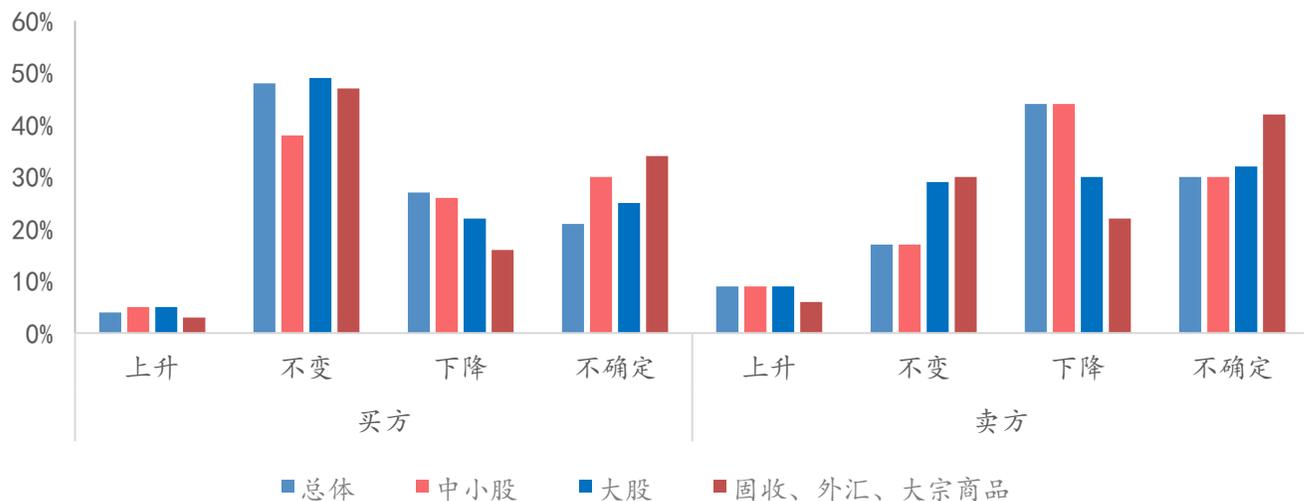
- Greenwich调查报告显示2016年卖方行业研究报告平均价格为每年10-12.5万美元，2017年底，卖方龙头摩根大通向客户收取每年1万美元所有类别资产的研究报告费用，头部降价施压各大机构纷纷效仿，价格混战有利于稳健负债表的大公司“驱逐”小规模公司，市占率提升后再考虑逐步提价。
- 卖方审慎选择所覆盖的行业和资产类别，内容为王，研究报告的质量及差异性受到重视，同时买方提高甄别高质量报告的能力。数据显示，相对大盘股，MiFID II后中小盘股研究质量下降。

图7：MiFID II后投资研究竞争情况



数据来源：CFA，太平洋研究院整理

图8：MiFID II后不同资产研究质量情况



数据来源：CFA，太平洋研究院整理

## 2.6 对研究：研报预测变量数及准确度提升

- **MiFID II前**，股票投资建议更多为“买入”，分析师对股票持乐观态度有利于提升市场活力和稳健的信息环境，法规实施后投资建议出现变动，分析师投资建议“不持有”（做空）明显增多，极端建议（“强力买入”、“强力卖出”）数量增多。
- 根据研究，MiFID II后分析师研究报告中增加了**更多预测变量**，包含销售预测及其他项目等；分析师**预测准确度出现显著提高**，结果表明，在其他条件相同的情况下，欧盟卖方机构的预测准确度中位数提高了**16.1%**。
- 卖方分析师对研究付出了**更多精力**，由于公司研究整体覆盖率下降和卖方分析师数量减少，剩下分析师的精力集中到了中大型公司上，对有限数量的公司提供了更准确的预测。

图9：MiFID II后分析师投资建议及预测准确度变化

	Recommend	Rec_Change	Nonhold_Rec	Extreme_Rec
I (Treat)*I(Post)	0.024*** (4.13)	0.017*** (3.04)	0.015*** (3.62)	0.006** (2.47)
	Avg_Analyst_Firms	Avg_Analyst_Forecasts		
I (Treat)*I(Post)	-0.059*** (-3.81)	-0.059*** (-2.82)		

数据来源：Journal of Accounting and Economics, 太平洋研究院整理

图10：MiFID II后分析师预测准确度变化

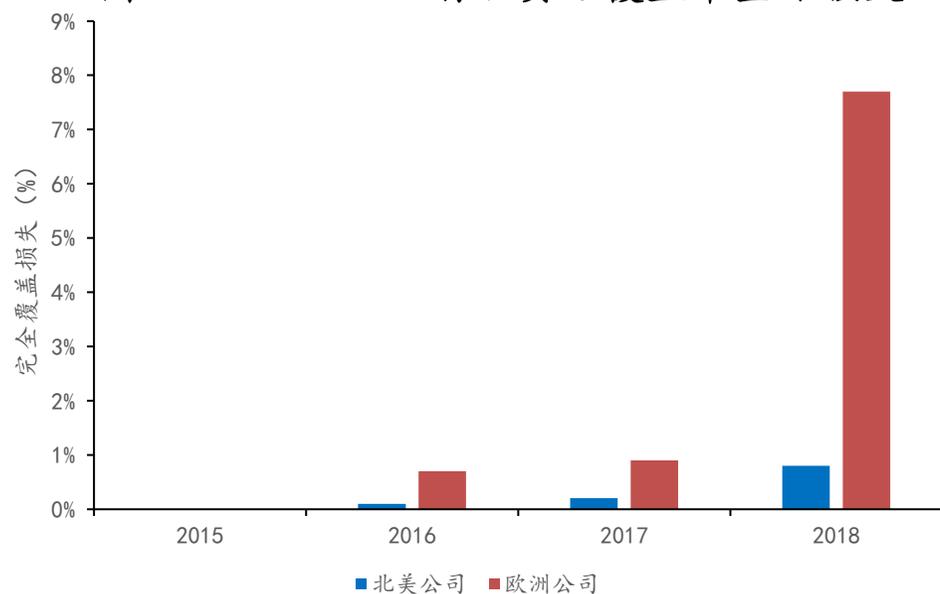
	Sale_Forecast	Num_OtherVars	Accuracy
I (Treat)*I(Post)	0.056*** (5.97)	0.088*** (6.5)	0.028** (2.39)
Size	-0.013 (-2.69)	-0.030*** (-3.84)	0.007 (0.89)
ROA	0.095*** (3.3)	0.053 (1.23)	0.124 (1.59)

数据来源：Journal of Accounting and Economics, 太平洋研究院整理

## 2.7 对上市公司：覆盖率整体下降，集中于大中型股票

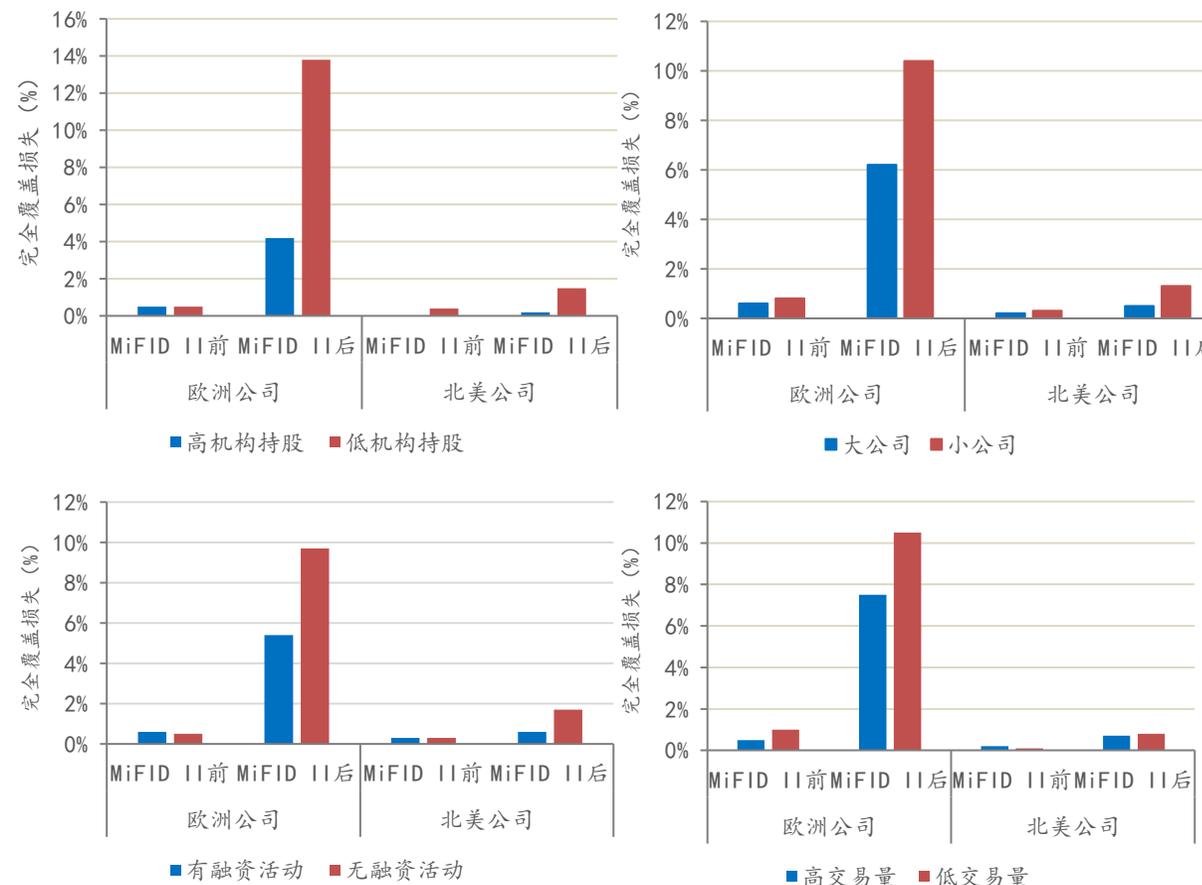
➤ 2018年欧洲实施MiFID II后，完全被移出覆盖范围的公司数量急剧增加，欧洲公司不再被卖方覆盖的可能性整体增加6%。对于机构持股低、规模较小、近期没有融资活动或交易量较低的公司，卖方研究覆盖率损失更大。

图11: MiFID II 前后卖方覆盖率整体损失



数据来源: IBES, 太平洋研究院整理

图12: MiFID II前后欧洲与北美公司覆盖率损失对比 (机构持股、公司规模、融资活动和交易量维度)



## 2.8 对上市公司：中小盘股流动性下降明显，暗池交易缩水

### ■ 2.8.1 MiFID II后买卖价差放宽，股票流动性下降。

➤ 据EFMA数据显示，2018年1月欧洲市场买卖价差急剧上升，整体从33bps增至55bps，中小型公司的平均(中位数)买卖价差增加了11.09bps，大型公司平均(中位数)价差增加0.30bps，表明MiFID II后欧洲整体市场流动性有所下降，中小盘股流动性降幅更大。研究表明，市场流动性与分析师股票覆盖率相关，MiFID II后，分析师覆盖率降低加剧了信息不对称，从而降低了市场流动性。

### ■ 2.8.2 MiFID II推动暗池交易向场外交易转移

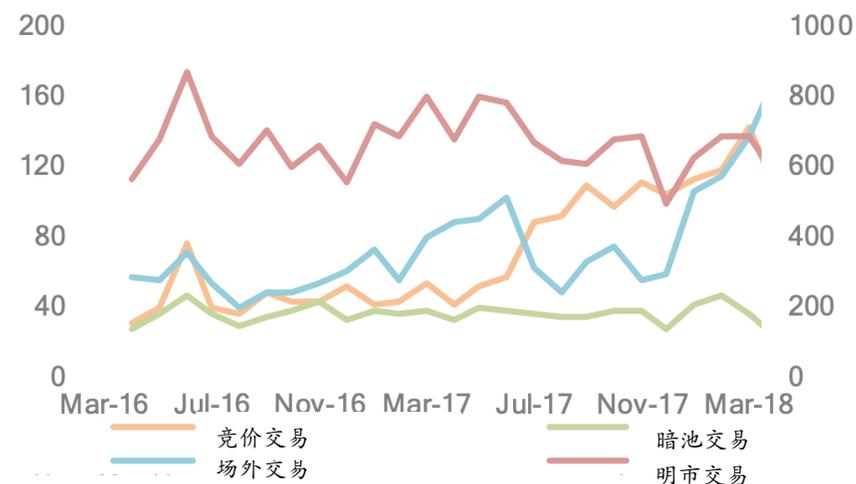
➤ 截至2018年5月，跨欧洲暗池交易量从9%缩减至0.15%，场外交易则同期增长了20%。

图13：欧洲与国际买卖价差趋势对比



数据来源：EFMA，太平洋研究院整理

图14：按交易类型划分的股票交易额（单位：十亿欧元）



数据来源：ESMA，Morningstar，太平洋研究院整理

# 目录

1

MiFID II概述

2

MiFID II对买卖双方及上市公司的影响

3

千禧年后美国证券市场变迁——卖方投研趋势

4

全球卖方研究发展趋势展望及对国内发展启示

### 3.1 佣金费率下行趋势

- 上世纪，交易所垄断了流动性，经纪商控制准入。通过为投资者提供进入市场的机会，经纪商赚取佣金并从交易所获得交易费回扣。新世纪以来经纪商竞争趋势愈发明显。由于定价压力、日益严格的监管以及市场结构的变化，证券行业整合及佣金费率下滑趋势明显。
- 2000年以来，由于激烈市场竞争、技术进步、零佣金交易普及、投资者成本敏感、监管透明度推动等因素，行业佣金费率下降；20年以来长期共同基金平均费率下降，股票型混合基金平均费率22年间下降55.6%。金融危机期间，主动股票型共同基金资产明显减少，导致费用率在2008-2009年短暂上升。

图15：长期共同基金平均费率 (%)

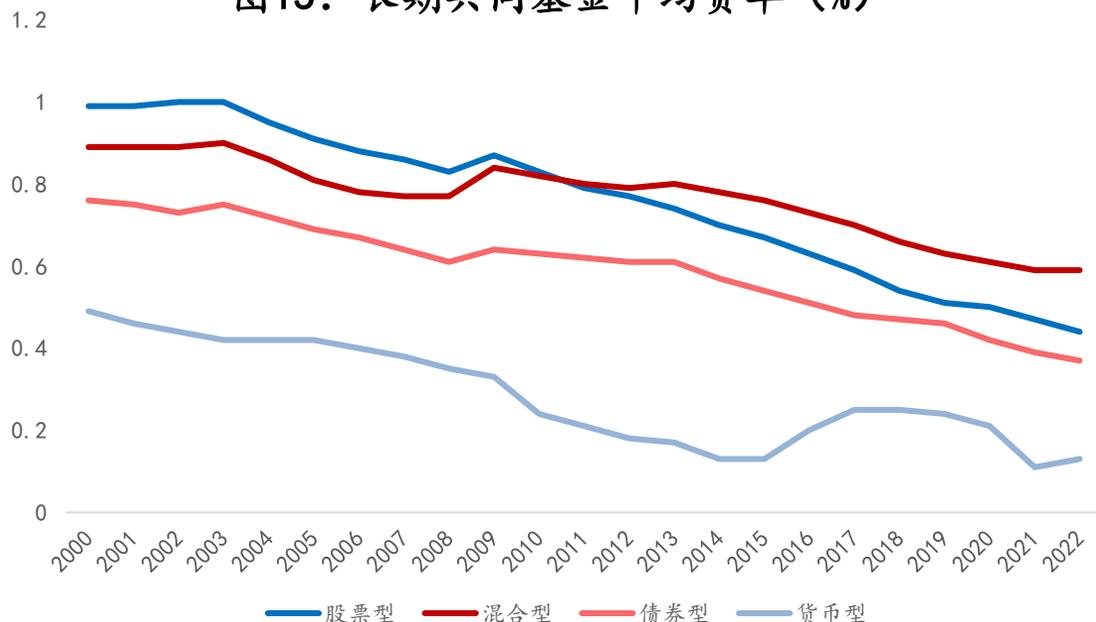
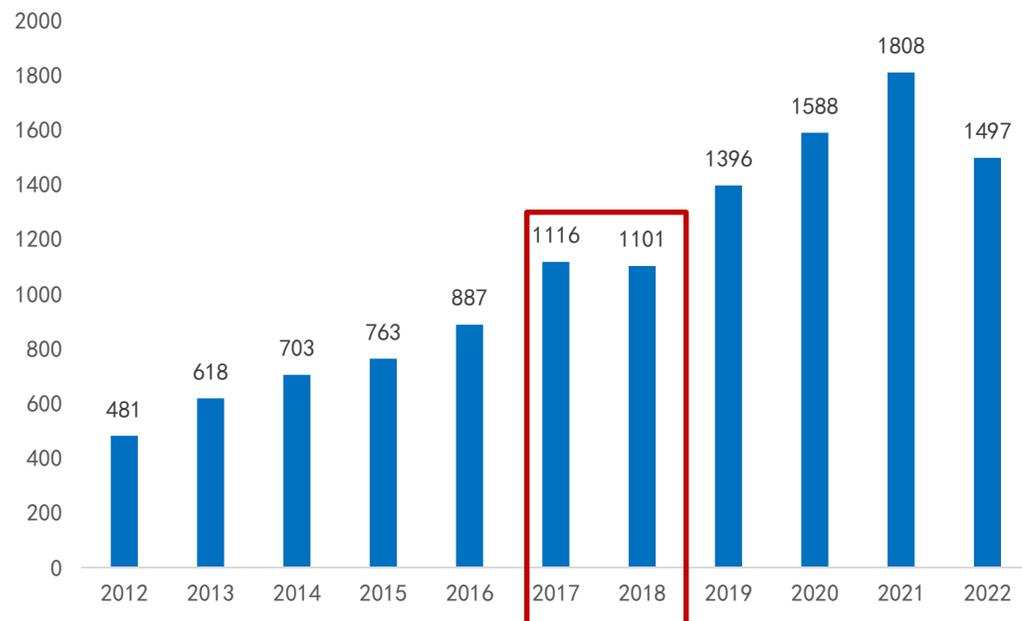


图16：2012-2022共同基金资产规模(单位：十亿)



数据来源：ICI，太平洋研究院整理

## 3.2 佣金费率下行历史演变

时间	佣金费率演变趋势
1975年	美国证券交易委员会（SEC）规定，无论交易规模如何，经纪商收取的佣金将由固定佣金改为协商佣金，折扣经纪人的创建催生了独立经纪商，以自主研究减少佣金费用支付，增加了市场准入。
1977年	先锋领航基金（The Vanguard Group）于1977年推出了第一个“免佣”基金——销售先锋领航基金，代销机构不收取任何管理费用，其他券商纷纷效仿降佣或免佣，拉开低费率时代序幕。
1980s	免佣基金迅速挤占市场份额，大型证券公司开始尝试不同的付费模式，比如，向客户收取年费、或按资产规模收费等。
1994年	投顾市场进一步完善，鼓励客户过度交易的问题有所减少，19%的投顾通过佣金收费，投顾模式得到广泛普及。
2000年	主动基金多数跑不赢大盘指数，高额管理费不被投资者接受，被动基金崛起，佣金费率再次面临下行压力。
2019年	主要经纪商实现了股票和交易所交易基金（ETF）交易的零佣金，费率下降趋势未至拐点，经纪商积极调整其他费用或引入新的服务来维持盈利，以应对佣金费率下降带来的收入损失。
2020年	Robinhood等新兴平台的崛起进一步推动了零佣金交易的普及，许多经纪商被迫跟随这一趋势。

### 3.3 SEC “不行动” 信函缓冲MiFID II对买卖双方影响

- 在美国，资产管理公司通常通过捆绑经纪佣金和研究费用来支付卖方研究费用，而MiFID II新规将交易和研究分拆，美国证券交易委员会(SEC)预见到MiFID II造成的冲突问题，于2017年发出“不采取行动”信函，不强制资管公司使用自有资金支付研究费用；该函最初定于2020年到期，后延长三年至2023年7月3日，延期以便为市场参与者提供更多缓冲时间来适应 MiFID II的要求，在2023年即将到期之前，包括美国金融服务委员会在内的多方仍希望延长信函期限，但SEC于2023年7月5日，即信函到期两天后，发表公告称不再延长信函期限。
- 因此目前实行的支付研究费用方式：一、买方可通过“捆绑”付款来支付经纪和研究服务佣金；二、也可以通过1) 自有资金，2) 单独研究支付账户 (RPA)，3) 两者结合来支付研究费用。延期政策结束时，据第三方调查显示，75% 的买方机构不打算通过自有资金或独立支付账户支付，仍计划使用费用抵消或其他措施来获取研究报告。

图17：延长SEC不采取行动函中的缓冲期限投票情况

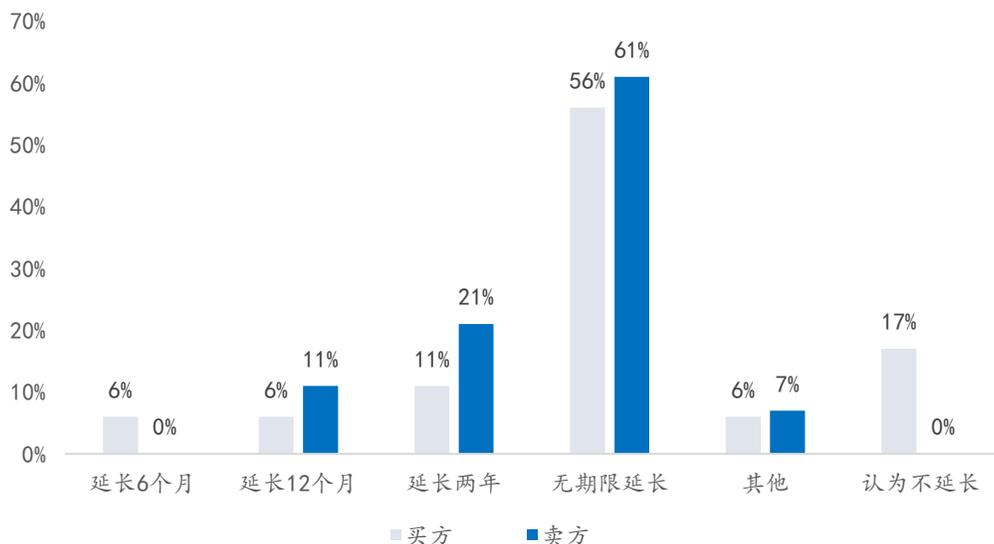
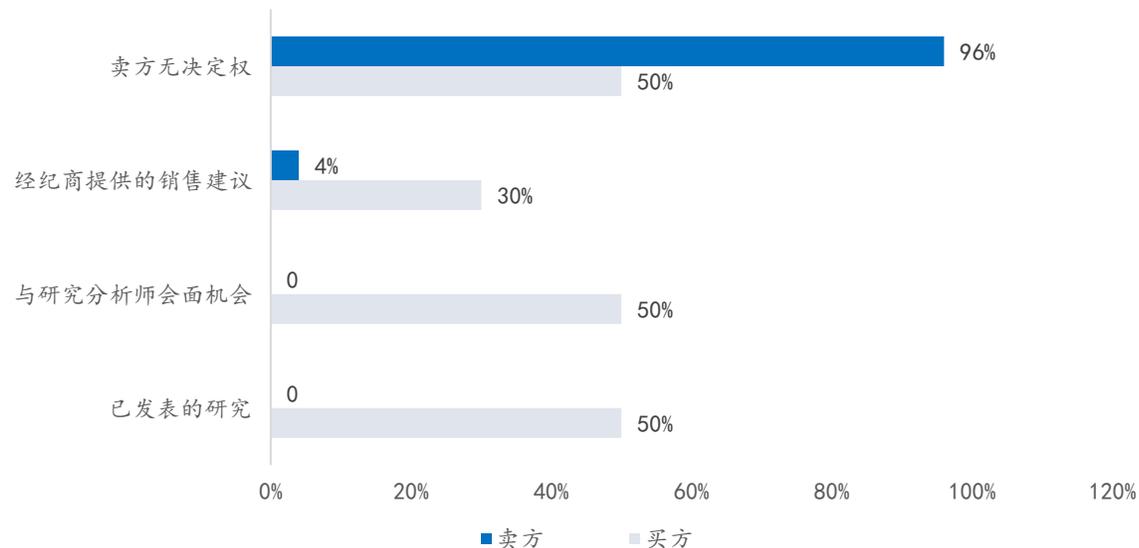


图18：对无法获取相关研究服务的的担忧投票情况



数据来源：Coalition Greenwich, 太平洋研究院整理

### 3.4 受MiFID II分拆费用影响的美国研究现状

- 买方将更多采用大卖方研究商，相对小卖方，他们从财务能力、技术、资本、服务方面有能力提供更多业务。据调查，28%买方表示将与大规模卖方机构展开更多合作，仅10%认为会减少与大规模卖方的合作，相反，21%认为资管机构将减少与小规模卖方机构合作，同时，14%认为代理经纪中介将被更广泛采用<sup>1</sup>。买方增加了内部研究以减少外部依赖。26%资管公司股票研究越来越多来自公司内部研究，而19%公司会减少使用卖方机构的研究报告，一部分买方使用独立机构进行股票研究。
- 更多基金研究通过佣金分成协议（CSA）<sup>2</sup>来支付研究费用。根据调查，欧洲停止用佣金支付研究费用极大地改变了美国的投资研究市场，美国并没有像欧洲那样严格禁止使用佣金来支付研究费用，但经纪佣金和研究费用原则上“解绑”支付趋势更为明显，越来越多的买方公司使用佣金分成协议（CSA）来支付研究费用。

图19：2020年对不同卖方规模/类型的研究合作趋势预测

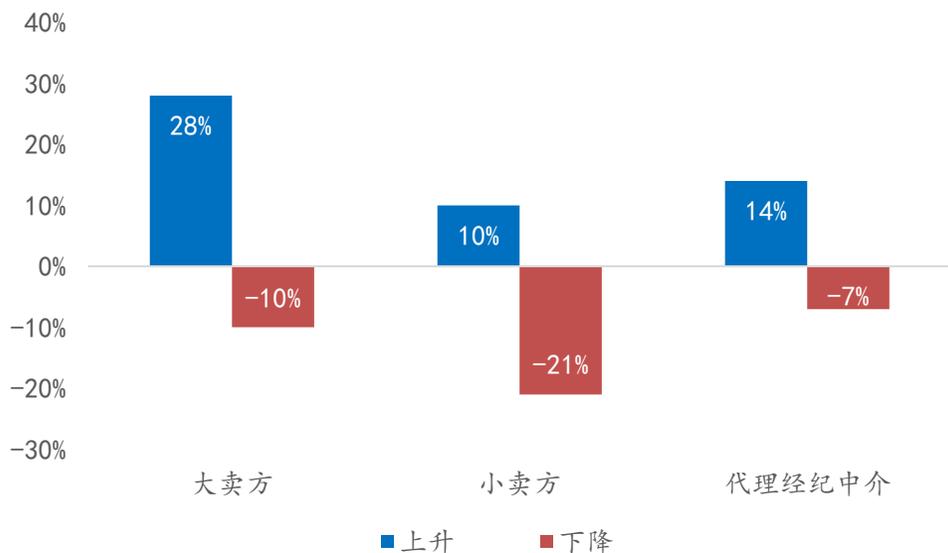
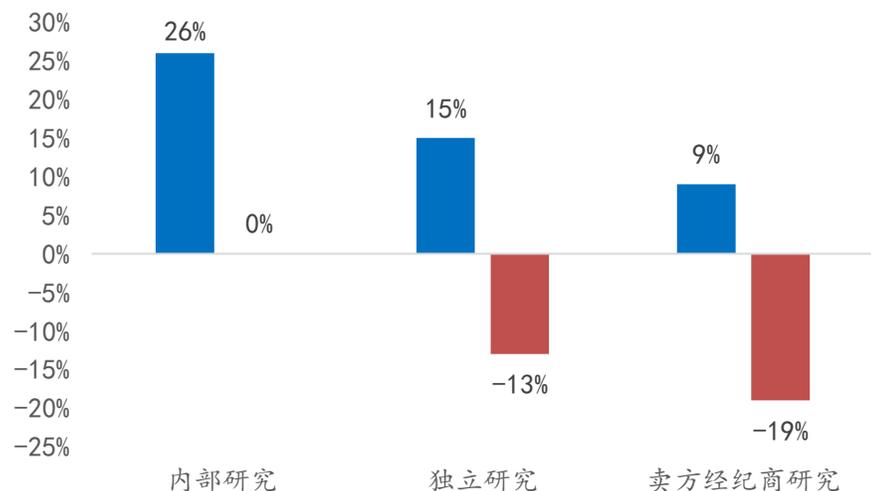


图20：2021年买方股票研究报告来源



数据来源：Bloomberg Intelligence, 太平洋研究院整理

1. 代理经纪中介不持有所买卖的资产，仅代表客户执行交易。

2. 佣金分成协议（CSA）\*：资管机构与不同卖方机构合作，分别进行经纪交易和研究报告，所合作卖方机构进行佣金分成。

### 3.5 数字平台和独立研究提供商蓬勃发展

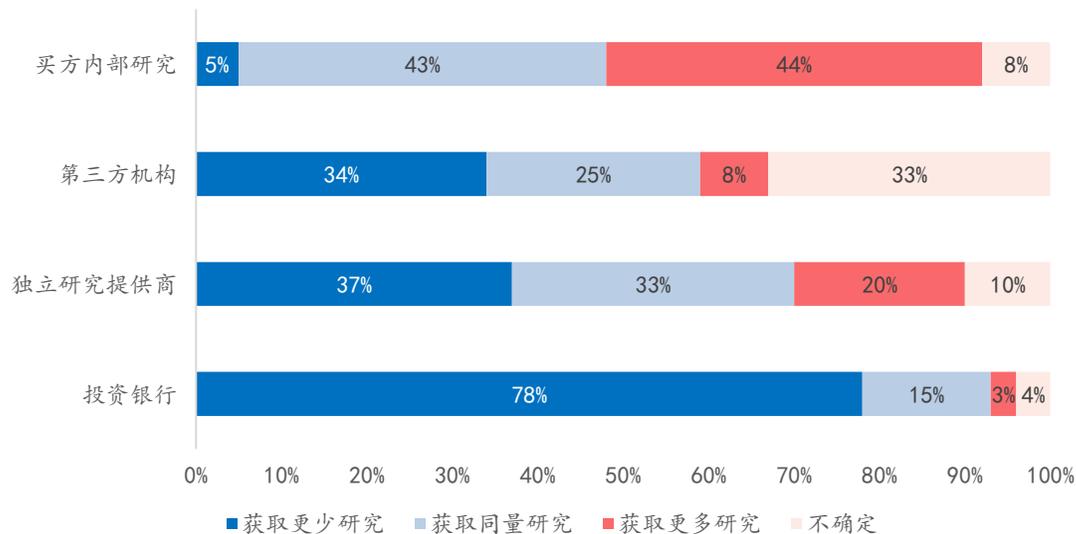
■ **数字平台助力高效研究：**科技的变革加速卖方研究创新进程，数字平台有效解决了信息获取低效、信息不足、单一来源等问题。通过智能搜索、多元化信息、个性化推荐，提高了投资者和分析师获取信息的效率和全面性。社交化交流、技术创新也促进了更紧密的投资者社群和更生动的研究体验，推动了卖方研究向更开放、透明、创新的方向发展。

- **AlphaSense：**专注于提供智能搜索和文本分析的平台，面向金融专业人士，利用自然语言处理和机器学习技术，帮助投资者快速搜索和分析财报、新闻、研究报告等信息，提高信息获取效率。
- **Sentieo：**金融研究平台，整合了文本分析、数据可视化和协作工具。搜索引擎涵盖了财报、会议记录、新闻等多个数据源，帮助分析师更全面地理解公司和行业动态。

■ **独立研究提供商兴起：** MiFID II解绑经纪和研究费用，促使买方对研究费用支出做出更深思熟虑的考量，以最大化价值，20%买方倾向从独立研究商获得更多研究。同时，投资者对更多独立、中立的研究需求不断增加，追求多元化的投资观点，也促成了独立研究提供商的崛起。

- **Morningstar：**专注于独立投资研究，创新星级评级系统和全球性的研究，为投资者提供股票、基金和债券等资产的独立分析。
- **Gartner：**专注于科技和市场研究，为企业提供信息技术方面的咨询服务，为投资者提供关于科技行业的独立见解。

图21： MiFID II后买方获取研究来源倾向



数据来源：CFA，太平洋研究院整理

### 3.6 AI算法驱动研究效率和准确率提升

- **中小型经纪商算法使用频率激增。**交易算法利用历史数据来预测股票价格、市场趋势和公司业绩，帮助分析师做出明智的投资决策。买方越来越多使用AI算法来评价和选择卖方机构。2020年，60%的小型买方机构更频繁使用算法。总的来看，48%的公司增加了算法的使用，只有8%的公司减少了算法的使用。算法使用频率增长不仅反映了其在从分散的市场中寻找流动性方面的效率提升，也肯定了公司能够通过大数据管理业绩的能力。
- **大数据使千禧年的美国机构交易者能够通过随机选择模型和衡量业绩来消除选择偏差，同时改善工作流程或加强业绩衡量。**其中，规模较大的买方更青睐用AI算法或分析工具来提高业绩能力，而小规模买方则偏重使用算法以提升工作流程管理效率。

图22：2020年各规模经纪机构算法使用情况

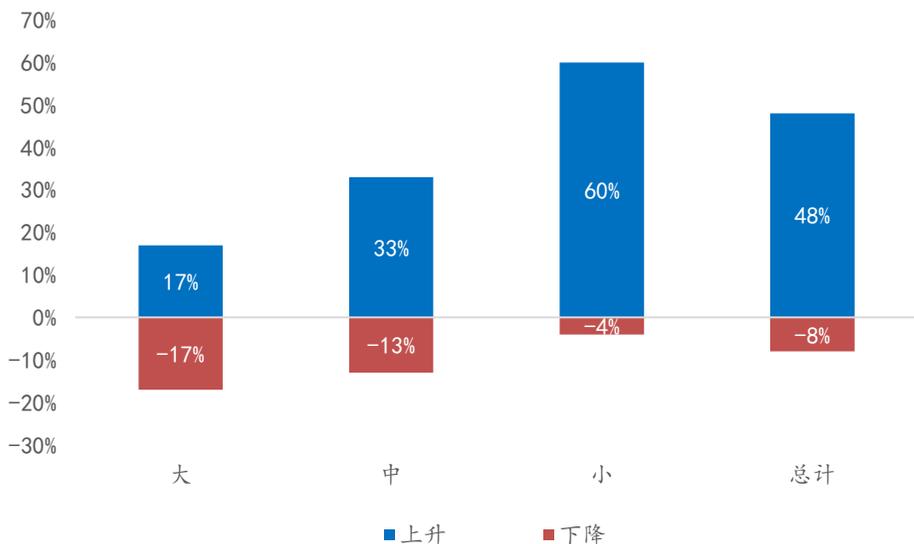
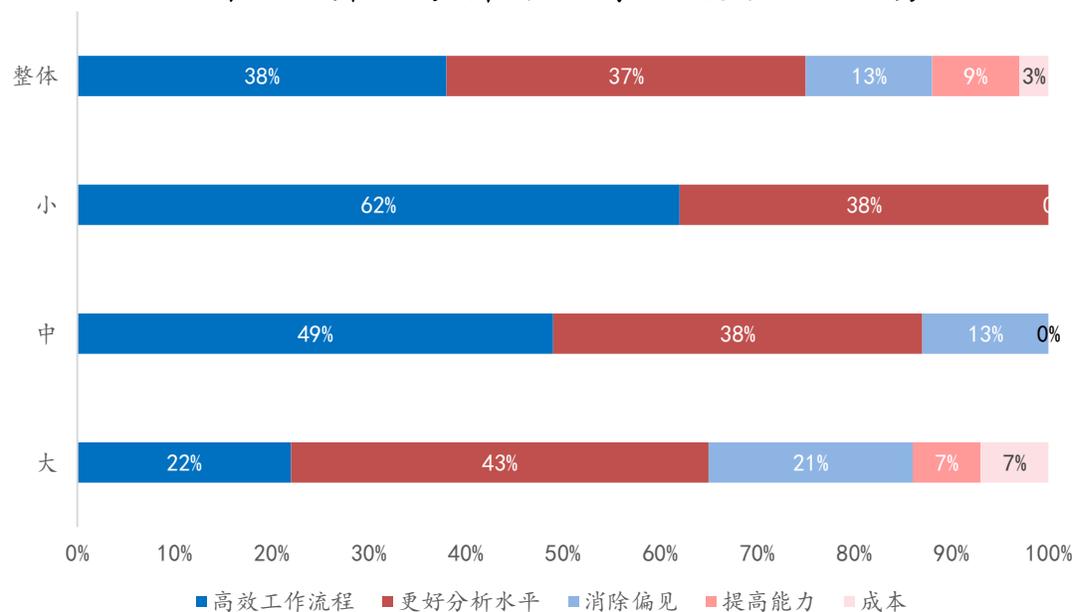


图23：算法分析对不同规模买方的优势



数据来源：Bloomberg Intelligence, 太平洋研究院整理

### 3.7 千禧年后美国对卖方研究监管历程

时间	监管法规
2001年	SEC颁布的公平披露法规，禁止向特定人员（包括证券分析师）披露重大信息。在此期间薪酬也受到了打击，分析师外流。
2002年	《萨班斯-奥克斯利法案》规定将研究与投资银行业务分开，禁止可能损害研究分析师客观性的行为，并要求在研究中进行具体披露报告和公开露面。
2003年	全球和解协议，根据该协议，十家公司支付了 14 亿美元的罚款，并同意进行一系列旨在消除投资银行和研究部门之间利益冲突的改革。为了阻止分析师与承销团队沟通或分享投行收入，该和解协议使研究部门的资金完全依赖于交易佣金——而当时由于电子交易更便宜，佣金正在迅速减少。
2008年	金融危机达到顶峰，暴露了许多金融机构的风险管理不足和短视行为。这导致投资者对卖方研究报告的质量和独立性提出质疑，投资银行收入与研究之间的联系被削弱。
2014年	SEC的研究支付规定要求经纪商必须为客户提供的研究服务收取合理的费用，并明确报告这些费用，旨在增加研究透明度和加强投资者保护。
2017年	SEC发布“不行动信函”，在MiFID II的框架下，卖方机构需要遵守一系列有关独立性、透明度和资费的规定。不行动信函以暂时性地豁免某些公司或机构在这方面的一些要求，或者为市场提供更多的指导和缓冲，以适应新的监管环境。
2018年	MiFID II的实施在全球产生了波及效应，推动了对研究费用透明度的需求。在美国，一些公司开始主动遵循MiFID II的要求，分离研究费用并提供更详细的费用报告。
2020年	SEC提出了关于投资者对研究需求更广泛的提案，旨在要求研究提供商提供更多的信息，以帮助投资者更好地了解 and 评估研究的价值。

# 目录

1

MiFID II 概述

2

MiFID II 对买卖双方及上市公司的影响

3

千禧年后美国证券市场变迁——卖方投研趋势

4

全球卖方研究发展趋势展望及对国内发展启示

## 4 全球卖方研究趋势展望及对国内启示

### ■ 4.1 目前全球卖方研究趋势

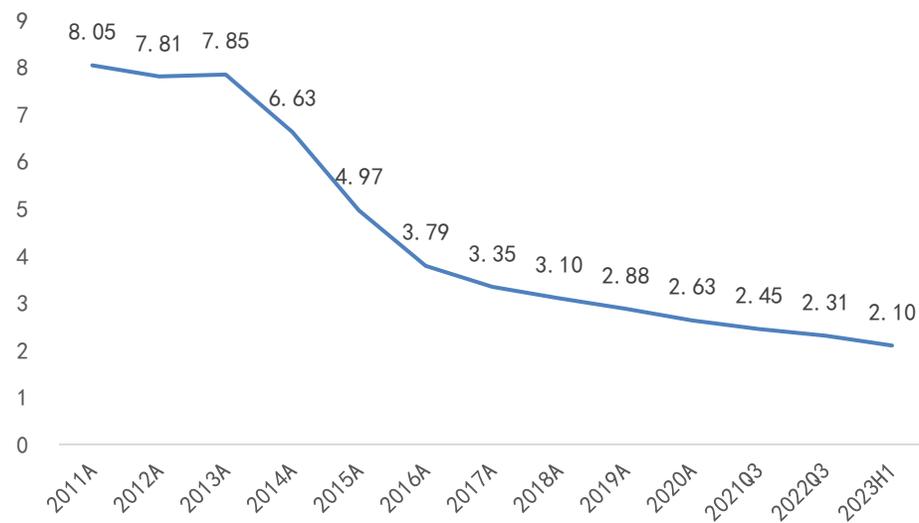
- **佣金费率下行，卖方研究支出持续下降**——据Integrity研究，受MiFID II 分拆影响，全球资产管理公司在卖方和独立研究方面的支出自2021年首次出现下降拐点，2022-2023连续两年缩水，2023年下降3.5%至137亿元，主要原因是市场不确定性导致股票交易量下降、持续加息、银行倒闭、IPO市场疲软以及围绕研究费用的监管变化。其中，受冲击最大的地区是美国，卖方研究收入预计下降5.0%，许多机构无法从损益表中支付卖方机构研究费用，SEC“不采取行动”信函收效甚微，买方机构开始逐步减少与卖方经纪商的研究合作。由于欧盟资产管理公司自掏腰包支付研究费用，2023年欧洲的卖方研究支出预计将下降4.0%，亚洲卖方研究将下降1.50%。
- **创新研究服务方式，发展多元化盈利模式**——许多买方公司增加了在独特的第三方研究和数据产品上的支出，包括专家网络、ESG 研究、对传统未覆盖公司的研究、人工智能数据驱动的意见以及由独特替代数据集驱动的研究，促使越来越多的卖方和独立研究公司在这些领域开发产品。另外，除传统买方外，卖方机构试图拓展多元的业务渠道以应对利润压力，许多宏观政策研究公司、专家网络、渠道检查机构和数据公司等更加注重为企业客户、私募股权客户和风险投资客户，甚至战略顾问提供咨询服务。

## 4 全球卖方研究趋势展望及对中国启示

### 4.2对国内卖方研究的启示

- **扎实“基本功”，提升研究实力是关键**——国内公募基金费率改革正在进行中，行业整合趋势走强，具备研究实力和人才的头部券商具备优势；全面注册制下，内容定价成为必然，提升研究能力重要性凸显，提升研究报告质量、深度和逻辑性是实现差异化研究的出路。
- **数字化转型，ESG整合发展**——全球卖方研究在数字化和科技创新方面取得了显著进展。国内的证券研究机构应加强数字化转型，利用大数据、人工智能等技术提升研究的深度和效率。全球对环境、社会和治理（ESG）因素的关注日益增强，国内证券研究机构可以借鉴全球的经验，深入整合ESG因素，提供符合可持续投资趋势的研究服务。
- **多元化盈利渠道，拓宽业务版图**——建立国际化视野，通过国际化战略拓展海外机会，触及广泛的客户群体和市场份额。内外协同发展，深入宏观政策研究，区域经济，发展战略研究等领域，特色化发展，塑造品牌和核心竞争力。

图24：2011-2023中国证券行业平均佣金率  
(单位：万分之一)



数据来源：中国证券业协会，WIND，太平洋研究院整理

- 经济复苏不达预期;
- 监管政策改变;
- 市场波动加剧;
- 佣金费率进一步下行;

## ► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；  
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

## ► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；  
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

· 以上 感谢 ·

---