

# IPO暂缓 “打新” 基金处境尴尬

□民生证券 闻群 徐玉宁

针对近期市场的大幅下挫,监管部门推出了一系列救市方案,其中就有暂缓IPO。

7月4日晚,上海证券交易所和深圳证券交易所公告暂缓后续发行工作,此前已获IPO批文的28家公司,已启动申购程序的申购资金退回。7日,一则“鹏华弘锐混合C逆市大涨71.79%”的消息迅速吸引了投资者的目光,究其原因,是由于该基金以申购新股为主,在IPO暂缓下投资者赎回超90%的份额,后端收费模式的高退出费用则归剩余投资者分享,正是这笔费用促使基金净值大涨。这一现象反映了当前“打新”基金的尴尬处境,随之而来的问题是,在IPO暂缓背景下,近一年持续火爆的公募“打新”资金,特别是以“打新”为主要投资策略的基金将何去何从?

## “打新”热情不断升温

新股上市后上涨较为确定;第三,恰逢股市开始迈向牛市,可比公司市盈率大幅上升,进一步打开了新股的上涨空间,“打新”收益颇丰;第四,无风险收益率的下行使得在类绝对收益产品中,“打新”变得相对更有吸引力。

根据我们的统计,自2014年6月底IPO重启以来,截至2015年7月7日,共有269只新股发行,共获得792只公募基金累计14599次的有效申购,平均每只新股获得54只公募基金有效

申购,申购金额178亿元,获配金额6121万元。首发时参与申购的公募基金数量最多的一心堂”共获得217只公募基金网下有效申购;首发时参与申购的公募基金最多的“中国核电”共获得公募申购资金7520亿元;首发时获配的公募资金最多的“国泰君安”,公募基金获配金额达49亿元。

在不断高涨的热情推动下,公募基金参与“打新”的力度也是节节攀升。首先,公募申购新股资金规模不断增加。根据我们的测算,2015

年4月以前用于申购新股的公募资金在1000亿元以内,4月在3000亿元左右,5月增长到5000亿元左右,6月膨胀到13000亿元左右;其次,公募资金在新股申购资金中的占比不断扩大。之前平均占网下申购资金的42%,占总申购资金的13%;2015年5月该比例分别提高至55%和16%,6月更是提高到60%和20%。从结构来看,公募基金在大票上的申购资金占比较小票高,在部分新股“巨无霸”上,公募申购资金能占到40%以上。

## “打新”收益逐渐下降

低风险、低收益的风险收益特征:从新股角度计,平均申购一只新股的年化收益为8.3%,相对同期债券投资的收益为2.7%,超额收益明显;在结构上,大票收益明显高于小票,部分大票收益突出;在变化趋势上,总体呈下降趋势,中间有起伏,近期收益惨淡,5月份公募基金“打新”收益开始明显下降至5%以下,最近一轮的年化收益仅1.56%。

从基金的角度看,我们考察以“打新”为主要投资策略的基金的区间净值增长率,其中会遇到一个问题,即基金区间净值增长率到底有多少来自于“打新”的贡献。为较准确地度量“打新”基金的区间收益,我们用几乎以“打新”为全部投资策略的“纯打新基金”的区间

收益代替。这其中最重要的就是筛选出“纯打新基金”。我们在持续的研究中形成了一套以持股比例、最大回撤、累计申购次数、金额及获配金额、“打新”累计推升基金净值增长率及其与基金区间净值增长率的对比为核心指标的筛选“纯打新基金”的体系。根据我们的研究,共有77只基金被列入“纯打新基金”之列。“纯打新基金”自2014年6月IPO重启以来至今,平均净值增长18.7%,而同期中信标普全债指数仅上涨7.67%,可见“纯打新基金”收益突出。另外,“纯打新基金”收益之所以明显高于我们测算的以新股角度统计的“打新”年化收益,主要是由于其在收益高的新股上获配了更大比例的资金。

为比较“纯打新基金”在各个区间的收益,我们将2014年6月底IPO重启至2015年6月底近一年区间按季度划分,比较“纯打新基金”在各个季度的收益情况,结果显示“纯打新基金”在2014年三季度、2014年四季度、2015年一季度、2015年二季度四个区间的平均收益分别为3.36%、6.18%、4.30%和2.73%。“纯打新基金”收益率在2014年四季度最高,2015年以来连续下滑,2015年二季度收益仅为2.73%。“纯打新基金”收益之所以明显下滑,最主要是由于申购新股的资金规模增长迅速,对新股获配比例摊薄明显;此外,近期股市调整导致的新股上市后表现不佳是收益下滑的另一个直接原因。

## “打新”资金的结构

公募“打新”资金的迅速增长,使我们不得不去探讨,这部分资金从何而来,以及资金的结构。通过对2014年6月底IPO重启以来至今累计发行的269只新股首发网下配售明细数据的整理和分析,我们认为公募基金“打新”资金的结构主要包括如下六个部分:第一,灵活配置混合型的“纯打新基金”。该类基金几乎以“打新”为全部投资策略,有的是老基金调整了投资策略,有的是专门发行的用于“打新”的新基金,有的是由原来的“迷你基金”转型而来。“纯打新基金”具有低回撤、收益稳定的特征,在新股打开涨停板之后会选择卖出,并不会长期持

卖出,但在部分基金在积累了足够安全垫后会选择持股放大收益;第四,主动偏股型基金。部分主动偏股型基金也会不定期参与新股申购,主要是为了控制基金回撤,也有部分是对公司前景较为看好,而从一级市场申购并持有;第五,以绝对收益为投资目标的多策略对冲基金。该类型基金数量不多,以绝对收益为目标,在不同时期会采取不同的策略组合,“打新”同样作为其策略之一;第六,指数型基金。该类基金较少参与打新,“打新”的主要目的是控制跟踪误差。

当前约1.3万亿元的公募“打新”资金在这六类基

金上是如何分配的呢?我们主要参照6月份的两轮新股发行网下配售明细情况,对1.3万亿元公募“打新”资金结构做出如下估计:第一,“纯打新基金”规模在7000亿元左右,占比54%;第二,以“打新”为主要投资策略之一的灵活配置混合型基金规模在3000亿元左右,占比23%;第三,以“打新”为主要投资策略之一的偏债混合型基金规模在2450亿元左右,占比19%;第四,主动偏股型基金规模在400亿元左右,占比3%;第五,以绝对收益为投资目标的多策略对冲基金规模120亿元左右,占比1%;第六,指数型基金规模30亿元左右,占比不足1%。

## “打新”资金何去何从

IPO暂缓后,1.3万亿元的公募“打新”资金有哪些出路?我们结合资金结构和各类型基金的投资行为和特征,做出如下推论。

第一,偏股型基金(包括主动和指数型)和对冲基金的一半(多头部分),约500亿元很可能会流向股市。

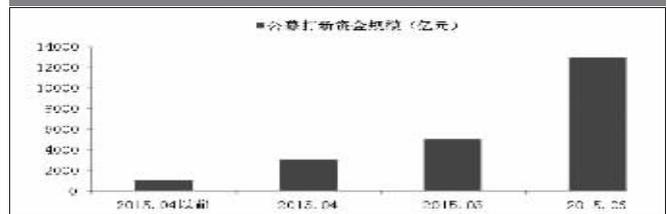
第二,2500亿元的偏债混合型基金大比例会流向债市。由于该类型基金很多是保本基金和养老型基金,更加注重长期投资和收益性,并且基金经理投资经验丰富,我们判断该部分资金更可能选择长期债券。

第三,3000亿元的以“打新”为主要投资策略之一的灵活配置混合型基金,由于基金在股市、债市、货币上均有配置,我们判断该部分资金流向股市、债市、货币市场均有可能,而且随着股市的变化,一旦股

市企稳甚至反转,该部分资金流向股市的比例会大幅增加。

第四,7000亿元的“纯打新基金”,由于部分投资者是配资进入,“纯打新基金”将会遭遇较大比例赎回,但考虑到其中相当比例是近期才成立的,退出费用较高,赎回比例可能不会太高,对于赎回的部分更可能会去投资其它固定收益产品,如债券、分级A等。对于未赎回的部分,一方面投资者风险偏好较低,另一方面基金管理人发行基金的初衷是专门用于“打新”,并为做好充分的权益或者债券投资准备,我们判断该部分资金流入股市的可能性很小,更可能会选择做现金管理,即流向货币市场和短期债券的可能性更大,同时此举也方便IPO一旦恢复再参与新股申购。

图1:公募打新资金规模变化趋势



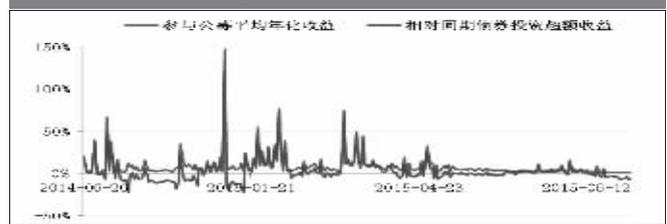
数据来源:Wind,民生证券金融产品研究中心;注:数据截至2015年7月7日

表1:公募基金参与新股申购资金占比

时间区间	占网下申购资金比例	占总申购资金比例
2014年三季度至今	42%	3%
2014年四季度	55%	6%
2015年一季度	60%	20%

数据来源:wind,民生证券金融产品研究中心;截止日:2015年7月7日

图2:2014年6月底IPO重启以来公募参与打新年化收益(新股角度统计)



数据来源:Wind,民生证券金融产品研究中心;注:数据截止日:2015年7月7日

表2:各统计区间“纯打新基金”收益及同期债市平均收益

时间区间	平均收益	同期债市平均收益	超额收益
2014年三季度至今	3.36%	0.6%	2.76%
2014年四季度	6.18%	1.4%	4.78%
2015年一季度	4.30%	1.6%	2.7%
2015年二季度	2.73%	1.9%	0.83%
2014年6月至今	8.7%	7.1%	1.6%

数据来源:wind,民生证券金融产品研究中心;截止日:2015年7月7日  
债券收益取中信标普全债指数区间涨幅

图3:公募打新资金结构(估算)



数据来源:Wind,民生证券金融产品研究中心;注:(1)数据截止:2015年7月7日 单位为亿元