

机构“闪电”包销 老规则打新“末日狂欢”

基金公司不惜赔本赚吆喝

□本报记者 黄丽



CFP图片

“私人订制”难逃机构挑拣

暂停四个多月的IPO于本周重启。11月30日，凯龙股份发行；12月1日迎来此次新股发行高峰，中坚科技、三夫户外、润欣科技、邦宝益智、安记食品、道森股份、博敏电子和读者传媒等个股都进行网上申购，12月2日将暂告一段落，当天进行网上申购的只有中科创达一家。

为了把握住最后这一波机会，部分银行理财、保险等机构资金重新回流至打新基金。Wind数据统计显示，11月份共有78只基金成立，其中28只基金发行时限仅有1天。业内分析人士表示，从投资者结构来看，这28只基金中绝大部分都是专为机构投资者量身打造的打新基金。

深圳某中型基金公司也在最近“闪电”发行一只新产品。“我们这只新基金其实在上半年就已经获批，是当时有个20亿规模的机构找我们定制的打新基金，但后来IPO突然暂停，这只基金的发行就拖到现在了。”该公司市场部人士坦言，资金主要来自于银行的资金池，但最终这只新基金的

首募规模却仅有2亿元。华南地区一位管理着打新基金的基金经理王凯（化名）则向中国证券报记者表示，根据测算，最后这一波打新收益大约在1%—1.5%之间，如果发行新基金，收益可能只能勉强覆盖申购费用，对机构来说其实是不划算的，所以这家公司选择在老打新基金的基础上增设C类份额。

基金公司人士介绍，C类份额是一种收取销售服务费的基金份额，相比现有份额（即A类份额）来说，C类份额最大的特点在于一般不收取申购费或设置较低的申购费率，持有时间达到或超过30天则不收取赎回费，但基金管理人要从基金资产中计提一定的销售服务费用于市场推广和销售，而各家基金设置的销售服务费率有所不同。

以上述基金公司增加的C份额为例，只要持有满1个月，申购和赎回费用均为零，要承担的只是0.2%的销售服务年费。“C份额本是不赚钱的，虽然以前机构也多是通过这个途径进来，但过去

持有的时间比较长，还是能赚到一点费用，现在大概只能拿2个月左右，基本就是赔本赚吆喝的买卖。”他说。

据不完全统计，11月份东方基金、国泰基金、德邦基金、银河基金等多家基金公司公告为旗下打新基金增设C类份额。其中，东方基金率先公告为旗下东方多策略增设C类份额，销售服务费率每年0.3%。

虽然很难赚钱，但基金公司还是趋之若鹜。年底将至，规模排名大战打得如火如荼，用打新基金来冲规模是快速又高效的办法。“我们公司最近流入的打新资金大约有100多亿。”某中小型基金公司市场部人士向中国证券报记者透露，由于IPO重启，机构客户大量涌入，公司规模整体翻了一倍，“应该可以保持到年底。”据了解，该公司上半年打新基金规模一度增长至580亿元左右，IPO暂停后，这一块几乎被赔光了，三季度规模和排名迅速下降，但今年年底可能又会上演“逆袭”剧情。

加杠杆打新产品几近消失

打新停了，机构肯定要走，他们借来的资金都是有成本的。”

不过，前期贡献了很大规模的结构化打新产品最近却并未见到身影。通过专户开展结构化打新，是将基础份额分成优先级与劣后级两个份额，优先级份额获取约定收益，劣后份额获取在支付给优先级份额约定收益之后的全部打新收益。以上述新增了100亿元打新规模的基金公司为例，此前580亿元打新资金中差不多有近200亿元规模是杠杆资金，由银行理财做优先级，客户自己掏钱做劣后，以机构客户为主。“我们杠杆产品的劣后机构客户门槛是3000万元，银行杠杆5倍起步，现在这部分资金基本上接近没有了。IPO暂停后，进来早的就赚了，进来晚的亏了一个点马上就赎回了。”但也有基金经理透露，上半年有基金公司做了放十几倍杠杆打新的产品，后来打新暂停就爆掉了，亏了20%左右。“我们保守地估计，明年新规下的纯打新年化收益在2—3个点，收益率可能无法覆盖目前银行理财类资金做成结构化产品的成本。”

多家基金公司人士向记者透露，不仅杠杆资

金没有回来，普通的打新资金也没有回到以前的规模。

王凯今年4月份将其管理的基金从股票投资转移至打新，只保留一点点底仓，规模一度上百亿元。最近新增了C份额，但规模也仅有30亿元左右。“现在打新基金的最优规模比以前小，以前管理100亿没什么压力，也只有到这个规模才能打中一些大票，所以打新基金规模都比较大。考虑到现在28只新股量比较少，根据我们测算，要想保证收益率规模最好控制在30亿以内。”他分析，这一波参与打新的机构变少了，以前打新资金有1.5万亿元，现在很多机构的钱出去之后还没回来，大部分机构暂时还回不来。“有些打新基金之前转型做股票了，仓位一直很高，钱比较难出来；有一些去投资债券了，现在债市调整，强行退出可能会亏损；另外就是现在最优规模从100亿元左右下降到30亿元，产品可容纳的资金也少了，按照正常程序发新产品来不及。所以我们估计机构打新的整体规模会比之前小一点。毕竟以前的1.5万亿元是将近一年的积累，现在很难一下子回到以前的情况。”

新基金收益肯定还是比纯债收益高，相当于在债券的基础上增加一个打新的收益。

近期发行的某打新基金也表示，将采用“打新+固收”的策略，“老政策期间按原来的制度打新，IPO新规实施后就转型为‘债券加强+逢新必打’的加强型债券混合基金。”

由于债券部分的收益可能占到了大头，部分打新基金在发行时就已经提前做好准备了。近期新发的打新基金中，很多基金经理均有债券投资背景。“打新的规模也未必不能创新高，只要收益率能做到10个百分点左右，很多机构肯定还是会回来的，甚至结构化的专户产品也可能再发起来。”一位基金公司市场部负责人认为，打新的收益空间完全是政策红利，只要坚持低价发行，保持发行节奏，即使明年真的实行注册制，打新基金也依然有生存的方式。

险资运用余额逾10万亿

权益类投资占比有所增加

□本报记者 周文静

保监会发布数据显示，2015年1—10月保险资金运用余额超过10万亿元，其中股票和证券投资基金约1.5万亿元。前10个月，国内保险业实现原保费收2.07万亿元，同比增长近20%。中国保险资产管理业协会秘书长曹德云表示，预计全年保费收入将在2.4万亿至2.5万亿元左右。从未来发展看，到2020年，年度保费收入规模将超过5万亿元，2014—2020年新增可运用保险资金规模将超过20万亿元。

证券投资占比缓升

数据显示，2015年1—10月，保险业实现原保险保费收入20707.12亿元，同比增长19.68%。其中，产险业务原保险保费收入6505.66亿元，同比增长10.84%；寿险业务原保险保费收入11627.07亿元，同比增长21.17%；健康险业务原保险保费收入2027.25亿元，同比增长48.35%；意外险业务原保险保费收入547.15亿元，同比增长16.40%。

在资金运用方面，1月—10月，保险资金运用余额达106061.64亿元，较年初增长13.66%。其中，银行存款24189.10亿元，占比22.81%，较前三季度减少1.65个百分点；债券37120.67亿元，占比35.00%，较前三季度增加0.17个百分点；股票和证券投资基金14863.68亿元，占比14.02%，较前三季度增加0.8个百分点；其他投资29888.19亿元，占比28.17%，较前三季度增加0.68个百分点。

截至2015年9月末，银行理财产品发行规模逾28万亿元，基金资管规模近17万亿元，信托资管规模15.6万亿元，保险资产规模11.6万亿，券商资产规模10.97万亿。曹德云表示，大资管市场发展迅猛，创新不断加快，市场竞争越来越激烈。庞大的资金规模

需要得到有效配置，才能实现保险资金的保值增值。

资管进入“整合”阶段

巨量的资金如何配置？曹德云表示，在当前低利率、资产荒的环境下，保险资金成本的居高不下，导致保险资产负债率匹配难度和压力不断加大。同时，经济社会发展对于保险资产管理业发挥更大作用的要求也不断提高，不仅需要做好投资业务，更需要在保障民生、助力经济和市场建设上作出新的贡献。因而，保险资产管理业必须积极拓展新产品、新业务、新模式，寻找更多的新领域、新工具和新资产，提升能力，改善效益，维护投资收益率的长期稳定。

太平洋寿险董事长徐敬惠认为，从全球市场经验来看，利率下行环境下寿险公司资产负债管理重要性更加凸显。寿险业发展与经济周期密切相关，要注重中长期资产负债匹配管理，准确把握资产负债的变动趋势。在利率下行的环境下，保险公司要管控好负债成本，坚持稳健审慎的定价策略，同时加强产品创新，大力发展保障产品和可变利率产品，并坚持稳健投资策略。

曹德云认为，近几年来，大资管市场已进入活跃期和快速增长期，呈现出自上而下的行业放松管制和自下而上的创新不断加快的发展态势。不同金融机构可以开展同质化的资产管理业务，资产管理行业从“割据竞争”进入“融合协作”的发展阶段。据了解，近期不少险企纷纷布局私募、PE以及加强海外资产配置。此前在接受媒体采访时，曹德云表示，另类投资会是保险资金未来的一个重要投资方向，比例会持续增加。所谓另类投资，是指传统的股票、债券和现金之外的金融和实物资产，如股权、房地产、基础设施、证券化资产、对冲基金、私人股本基金、大宗商品等。

机构乐观估计

明年打新收益降至3%

□本报记者 黄丽

从本周起，IPO重启后的新股陆续申购，同时也将成为老制度下的最后一批新股。打新一度被认为是“无风险高收益”的代名词，但如今历史即将改写。部分券商、基金等机构认为，11月初监管部门出台取消预缴款制度的打新新规，将降低单次打新的网下中签率，但也同时提高了资金效率，减少资金占用对市场的冲击。根据机构测算，乐观估计，明年纯打新的收益约为3%。

减少资金占用

暂停4个月的新股发行重新开闸，被认为是股市从前期暴跌中恢复元气的信号。监管部门于11月初表示，将取消新股申购预先缴款制度，改为定配售数量后再缴款。此前动辄数以万计计的打新资金被冻结的现象将一去不复返，因而也避免了新股发行的“抽血效应”造成股市大幅波动，有益于维护市场稳定。不少机构认为，新股发行配套制度的完善，将有利于股市中长期健康发展，伴随着增量资金回归，“慢牛”行情可能已经到来。

本次《征求意见稿》最大的改动是取消了申购全额缴款的规定，采用获配之后再缴款的方式，无需冻结资金。尽管并没有做此规定，市场依然意犹未尽地讨论所谓“网下市值配售”的问题。这种所谓市值配售的形式，指的是在各产品申报都符合申购上限的前提下，按照各产品股票市值再进行新股分配，可能会对不同规模产品进行分层获配等。这也是《征求意见稿》未出时，市场上较为普遍的猜测。但华创证券表示倾向于认为明年重启后新规则不会采用所谓网下市值配售的形式，因为在《征求意见稿》和答记者问发言稿中都没有提及，配套制度也未发生变化，本次改革的重点依然是减少资金占用。

博时基金总经理江向阳认为，此

前新股发行伴随的巨额缴款，容易对货币市场利率产生冲击，给金融机构流动性管理带来不必要的困难，也给货币政策的执行、货币政策意图的传递带来不必要的障碍。这次取消新股申购预先缴款，除了减少打新带来的旧股卖压，对货币政策传导也是个不小的好消息。

打新收益将大幅降低

由于无需占用大量资金，所以机构普遍预计，参与打新的投资者比例将大幅提升，尤其是股票型和混合型公募基金将积极参与新股配售。因此，在新规之下，预计新股中签率将较今年上半年出现明显下降，之前0.1%左右的中签率水平将会再次下降，会对打新整体的收益率产生一定的冲击。

华创证券表示，关于新规则下中签率的测算，可以采取两种方式：一种是利用有效申报规模估算，一种是利用可比产品数量估算。两种方式计算出来的结果类似，以目前市场容量来算，预计中签率在万分之四到万分之五左右，对应产品数量和规模扩张，中签率还有望进一步降低。对于规模在25—30亿元的新打新基金，保守估计明年打新收益增强约1%，乐观估计打新收益增强约3%。对于新打新基金来说打新增强的收益仍然具有吸引力。

但部分券商、基金同时也认为，明年纯打新部分贡献的收益有限，只是作为一个增强部分，债券部分的收益可能将占到大头，因此如何将债底部分的收益做好非常重要，相对稳定的规模对于打新基金来说可以拉长久期、提高杠杆，从而做大债券部分的收益。“有债底的打新基金本身就是‘进可攻、退可守’的品种，即使打新收益下降较快，债券部分的收益也完全可以尽力做好，那么银行理财赎回的动力估计也不会很强。在打新基金中的竞争过程中，最终留下的会是那些债底收益既好，打新收益又好的产品。”华创证券如是分析。

“末日狂欢”后或迎转型潮

打新基金能够成为基金公司扭转排名的利器，很大原因是银行、保险等规模较大的机构资金必须依赖公募基金，因为现有制度对公募类基金投资新股有一些红利，IPO规则规定了四类网下申购的投资者，其中公募基金和社保基金为A类投资者，网下申购的份额有40%优先向A类投资者配售。根据历史数据统计，A类投资者中签率是平均中签率的1.5倍到3倍，因此，公募基金享有制度红利，参与新股申购具备得天独厚的优势。

目前，新股发行基本不会出现超高价发行或超募资金的情况，新股发行价格的市盈率有一个行业发行指引标准，不会高于二级市场平均的市盈率。因此，新股发行定价会比二级市场偏低，同时新股市场流动性比二级市场小，这是获得绝对收益的重要前提条件。

市场普遍预计，未来打新的新规出台后，一二

级市场价差有望进一步缩小，新股制度性红利将摊薄并普惠化。如果未来网下打新也按照市值规则进行购买，那么打新收益就更加减少了，同时市值带来的波动也将使打新基金的净值曲线不再单边向上。有分析人士认为，纯打新基金将退出历史舞台，因为很多打新基金都是机构定制式产品，这类机构风险偏好较低，所以与基金公司协议规定这类产品只能进行打新，不能做股票投资。事实上，基金公司对于打新基金并不悲观，他们已经提前铺好了后路。

据记者了解，多家基金公司的意向是将打新基金操作思路从打新为主、闲时参与货币市场变为债券投资为主、打新增强收益，向债券增强型打新基金转型。“基本都是做债券增强收益，八到九成仓位配债，剩余仓位打新股。”打新基金规模排名行业前五的某基金公司人士表示，转型后的打