

从“集体躺赚”到“精英游戏” 公募打新策略“豹变”

□本报记者 王雪青



视觉中国图片

7月25日，中国证券业协会正式发布2024年网下专业机构投资者“白名单”，博时基金、大成基金、富国基金、广发基金等21家机构入围。据中国证券报记者调研了解，今年以来，伴随网下配售系列新规和“白名单”制度的出台，公募基金的打新策略正在发生显著变化。

“打新热回来了，但打新策略已经完全不同了。”某公募基金资深人士表示，今年以来，随着A股打新赚钱效应回归，公募基金参与网下配售热度显著提升。但是，随着市场和监管环境变化，公募机构打新策略经历了从“集体躺赚”到“优中选优”，再到“精英游戏”的二次进化。

据了解，当前，类似通道业务的狭义打新基金已逐渐被市场淘汰，打新策略主要作为公募产品收益增厚的方法之一。监管新规对机构定价能力提出了更高的要求，一些中小基金几乎退出了打新市场，头部公募成为主流玩家。

公募打新策略重回公众视野

“从2024年10月前后，随着市场活跃度上升，公募发现打新又可以赚钱了，沉寂已久的公募打新策略重回公众视野。”上述公募基金资深人士对中国证券报记者表示。

Wind数据显示，2024年全年上市新股共100只，首日收盘破发的仅有1只。2024年9月以来，红四方、长联科技、强邦新材等多只个股上市首日涨幅较大，打新“大肉签”频出，拉动2024全年新股首日收盘价平均涨幅超250%。2025年前7个月，A股59只新股首日收盘“零”破发，上市首日收盘价平均涨幅为236%。丰厚的打新收益，吸引来了大量资金参与，导致网下申购中签率大幅下降，今年前7个月的平均网下申购配售比例（0.0191%）仅为2023全年数据（0.3658%）的零头。

公募基金参与新股网下配售的热情显著回归。Wind数据显示，截至7月末，今年以来已有超过3530只公募产品获得新股配售，获配金额约54亿元；2024年同期分别为3100余只和41亿元。从2024年9月至2025年7月，公募基金每月获得新股网下配售的产品数量从2200余只增至接近3200只，每月公募基金获配新股金额从3.8亿元增至14.8亿元。

在刚刚发布的公募基金二季报中，不少产品提及上半年打新的收益贡献，以及下半年计划通过打新增厚收益的策略。其中，不乏跟踪沪深300指数的增强型产品计划通过科创板和创业板打新获取超额收益。

例如，万家沪深300指数增强基金二季报显示：“后续投资运作继续坚持以量化多因子选股为策略基础，积极参与科创板、创业板打新等事件性机会，追求长期稳健的超额收益。”Wind显示，该产品今年6月获配科创板新股影石创新，7月获配科创板屹唐股份，首日都有翻倍以上的涨幅，2024年下半年，该产品获配科创板拉普拉斯、先锋精科、合合信息，创业板无线传媒、上大股份等新股，均为产品贡献了超额收益。

“报告期内，IPO发行维持常态化节奏，相关政策有所回暖，市场预期向好。受供需影响，叠加新股发行定价估值中枢相对克制，新股上市涨幅表现较强。”长盛盛崇混合基金二季报显示：“本基金2025年3月以来转向沪深300指数化策略的稳健配置。在满足新股网下申购的沪深股票市值要求后，积极参与新股网下申购，获取打新收益增强。”

公募打新策略演化

根据相关规定，公募基金属于网下打新A类投资者，拥有优先配售权。但是近些年，伴随市场和监管环境变化，公募基金参与打新的策略经历了调整和演变。

“在2019—2021年网下打新制度红利期，2亿元股票市值A类账户可以依靠网下打新获得10%以上的收益贡献。”中金公司研报显示，“预计2025年，2亿元规模A类账户的A股（不含北证）全年打新收益贡献或为4.54%。”

据了解，传统的公募“打新基金”流行两种策略。一种类似“固收+”策略，即灵活配置型基金因其仓位调整的灵活性（股票仓位0—95%），通常只保留5%—10%的股票仓位用于满足打新底仓要求，其余资金配置债券，加之打新收益增厚，形成“低波动+打新增厚”的收益模式。

另一种是“指数+对冲”的策略。例如，基金通过配置上证50等指数成分股作为底仓，满足沪市新股申购的市值要求，同时做空相应指数的股指期货，以此对冲掉底仓的市场波动风险；同时主要精力用于打新。这种策略的重点在于，通过精准对冲，可以将投资组合的收益来源锁定在纯粹的打新收益上。

“过去，公募‘打新基金’凭借低风险、高收益的特点，成为银行理财资金和保险资金的重要配置选择。”业内人士称，“不少基金公司选择走‘捷径’，大量发行打新策略产品，相当于成为银行和保险机构的打新通道。然而，单一的打新策略基金在市场突变时暴露了其脆弱性——当市场下跌、IPO放缓后，大量资金迅速撤离，只留下规模缩水至几十万、百万元级别的‘空壳’基金。”

当前，虽然IPO打新再度变得火热，但在多重因素影响下，打新策略已经褪去光环，不再是基金产品的主要收益来源。

究其原因，公募基金资深人士表示：“一方面，是网下打新收益水平明显下降，从早期的6%—7%，甚至10%，降到目前的2%—4%。另一方面，IPO打新监管趋严，对公募机构的新股定价能力提出了很高要求——若新股上市后一段时间内涨跌幅偏离报价过多，机构可能面临处罚。这一事后追责机制使得部分中小基金公司选择退出打新市场，头部公募成为网下打新的主流玩家。”

在制度层面，中国证券业协会于2024年11月发布的《首次公开发行股票网下投资者分类评价和管理指引》及配套文件，体现出对网下打新机构定价能力的严格要求。《指引》自2025年1月1日起实施，明确对网下投资者出现报价较上市后60个交易日、120个交易日成交均价的偏离度为

+80%以上或者-90%以下的情形予以重点关注；并将异常报价申购情形的监测期由两个月延长至三个月。

“这对公募产品参与打新提出了更高的要求，机构不仅要有更好的选股能力，也要加强投资研究结合。需要对打新流程进行梳理，相较之前关注打新频率和命中率，未来可能要更注重新股基本面和定价情况，择优参与新股投资。”业内人士评价称。

系列新规重塑IPO定价生态

近年来，网下打新监管政策不断完善。2024年10月，中国证券业协会发布《关于修改〈首次公开发行股票网下投资者管理规则〉的决定》，完善询价和配售相关禁止性规定，明确禁止：在询价结束前泄露机构或个人的估值定价方法、估值定价参数、有关报价信息，打听、收集、传播其他网下投资者的上述信息，或者网下投资者之间就上述信息进行协商报价；以“博入围”等目的故意压低、抬高报价，或者未审慎报价等违规行为，并强化对违规主体的震慑。

2024年11月，中国证券业协会发布上述《首次公开发行股票网下投资者分类评价和管理指引》及配套文件。今年1月，中国证券业协会又发布了《网下专业机构投资者“白名单”管理指引（试行）》。

在网下打新监管趋严的背景下，目前已有公募机构接到“罚单”。

2025年4月，中国证券业协会网站发布自律措施决定书，某中小基金公司因在网下打新时未审慎报价、定价依据不充分等问题，被采取列入网下投资者限制名单六个月并要求参加合规教育的自律措施。

据披露，该基金公司在2024年12月开展的新股网下询价和配售业务网下投资者自律检查中存在以下情形。一是未审慎报价，对新股研究报告审核不到位，只对新股研究报告进行形式审查，未对实质内容进行审核，未发现项目研究报告估值区间存在计算错误的情况。二是定价依据不充分，新股定价仅简单采用估值区间的中值确定最终报价，没有逻辑推导过程，无法支持最终报价结果。三是未严格履行报价评估和决策程序确定最终每股报价区间和具体报价，该机构投资决策只对估值中枢进行口头讨论，未见新股定价讨论过程及各方意见留痕的记录，投资决策机制执行不到位。

中国证券报记者调研了解到，在网下配售系列新规出台后，不少基金公司开启了长达数月的内部整改，以完善IPO报价的合规管理流

程。有业内人士透露：“部分中小基金公司在综合考虑打新收益和新增合规成本后，几乎放弃了打新策略；但头部公募机构通常合规流程比较完善，且依然看好打新收益，是当前打新市场的主流玩家。”

为引导长期资金入市，2025年3月28日，沪深交易所修订并发布《首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》，在参与新股申购方面，给予银行理财产品、保险资产管理产品与公募基金同等的A类投资者政策待遇。

7月25日，中国证券业协会发布2024年网下专业机构投资者“白名单”，21家人围机构分别为：博时基金、大成基金、富国基金、广发基金、国泰基金、华安基金、华泰资管、汇添富基金、交银施罗德基金、景顺长城基金、南方基金、平安资管、睿远基金、东方证券资管、泰康资管、银华基金、招商基金、中金公司、国寿养老、中欧基金和中信证券（排名不分先后）。

在日常管理工作中，中国证券业协会将对“白名单”机构采取一定激励措施。例如：开通网下投资者注册绿色通道、减免信息报送要求；在入会、登记、备案、注册、业务创新安排等工作中，提供优先办理、简化程序或者材料等服务；选任专业委员会委员时优先考虑“白名单”机构的工作人员等。

“‘白名单’制度可能影响公募基金打新策略的业务路径。”天相投顾基金评价中心对中国证券报记者表示：“过往，网下打新存在‘协商报价’或‘抱团压价’的现象，而且存在部分投资者对非限售股票拿到就卖的情况；部分机构因缺乏专业定价能力，依赖于承销商给出的价格，使得股票发行市场存在定价乱象，降低了市场定价效率。‘白名单’机构依靠专业能力和市场声誉，可能会对股票发行的乱象进行一定程度的遏制。”

天相投顾基金评价中心进一步表示：“‘白名单’机制不仅将使新股定价更加合理，还可能通过专业机构的影响，让打新不再只是一种博取超额的短期行为，而成为一种长期战略性投资。从长期来看，一级市场的充分定价或有利于二级市场股价稳定。”

那么，公募机构应当如何提升网下打新的定价精准度？天相投顾基金评价中心认为：“本质上，还是需要依靠更加强大的投研能力。对于大型公募机构来说，应该加大相关投入，构建更全面、更专业的投研队伍，成为价值发现的核心力量；作为中小机构，如果暂时能力不足以进行市场全面覆盖，或应该在某一行业进行深度研究，成为‘专才’。但无论如何，各机构都应该减少短期博弈，而是更加看重企业基本面，践行长期投资、价值投资。”