

参与A股市场“打新”，是国内投资者一项重要的投资收益来源。有研究机构甚至测算，机构投资者今年的打新收益就能达到10%。但问题的关键在于，随着A股注册制改革的不断深入，“打新股”成为投资者超额收益的来源还能持续多久？

市场扩容 规则修改 改革红利

“打新股”的超额收益还能持续多久？

新金融记者 张兆瑞

A股IPO

国内A股市场今年刚刚“三十而立”，而A股的IPO制度大约走过了三个主要阶段。第一个阶段是审批制，第二个阶段是核准制，第三个阶段是正在逐步完善的注册制。可以说，IPO制度的三个阶段，正是国内资本市场逐渐市场化的“缩影”。

比如，说起A股的审批制，那还是上个世纪最后十年的事情。彼时，国内市场化程度不高，上市公司又属于绝对的“稀缺资源”，因此上市企业的选择和推荐，地方政府和主要部委都有相应的名额，企业发行股票的规模也有相应的计划。同时，为了易于操作，上市公司选择定价（即固定价格）发行模式。

进入新世纪，为了适应新股发行供求关系的变化，新股的发行审核则逐渐由证监会负责，这种制度被称为审核制。相比审批制，审核制市场化程度更高些，比如在定价方面，引入了询价、竞价发行等手段，同时增加了一些二次发售机制，比如“绿鞋”机制和“回拨”机制等。但总体来说，在股票发行方式和股票发行定价上，依然存在较多的行政干预。

当前，国内正在推进的注册制改革，取消了监管机构挑选质地优良公司的责任（实际上监管机构也很难完成这项任务），而是将价值评判留给了市场自行决定。显然，IPO注册制的市场化程度最高。

超额收益

在注册制以前，正是由于上市公司资源的“稀缺性”，新股IPO破发的情况“极其罕见”，部分投资者开始以“打新股”作

近五年IPO过会情况

年份	审核家数	通过家数	过会率
2016年	270	247	91.48%
2017年	488	380	77.87%
2018年	180	111	61.67%
2019年	163	138	84.66%
2020年1—8月	342	324	94.74%

数据来源:Wind 制表 曹磊

为策略核心，制定出多种盈利模式。

比如，在某热门新股上市前，买入与之相关的个股“蹭热度”；然后，在新股申购时，加大现金申购力度争取中签；最后，在新股上市大涨后，买入拥有这个新股，但涨势相对滞后的基金。有投资者将这种打新策略称之为“一鱼三吃”。

上海一位资深投资者曾对A股打新的历史收益率做过一个回顾，2000年以前，因为A股上市公司的稀缺性，打新股年化收益率甚至可以达到35%。进入新世纪以后，打新收益率在2007年和2015年是两个高峰，这两个年份都是A股大涨之时，打新年化收益率分别为27%和20%左右。

有了收益率做保证，部分先知先觉的投资者开始将“打新股”变成了一种量化交易，即批量申购、无脑卖出、概率取胜。具体做法是，不关心新股的任何信息，只要有新股就顶格申购，然后上市后打开涨停板就卖出，盈利核心是依靠概率。

有投资者认为这种模式不能称为投资。但根据统计，从2000年至今，除去2013年IPO暂停，历年打新年化收益率中，最高是2007年的27%，最低是2008年的3.93%，大多数年份都在10%左右。《证券日报》曾在2018年做过一项统计，选择了41位任职年限超过10年的基

金经理，其平均年化收益率也不过9.08%。

2016年以来，随着市值配售制度的实施，“打新股”的难度有所增加。所谓市值配售，要求投资者每持有1万元的股票市值，才可以获得一定数量的新股认购权。简单说，就是投资者必须持有股票市值，才能参与新股摇号。

对投资者来说，虽说新股是“稳赚不赔”的，但选择“门票股”就是一门学问了。如果投资者持有茅台，那么随着市值增长，叠加新股收益，绝对是A股中的“佼佼者”；但如果投资者选择了乐视网，那么门票市值一路缩水，最终恐怕是“赔了夫人又折兵”。因此，部分“打新策略”建议投资者持有银行等蓝筹股，虽然个股涨幅不高，但贵在市值稳定，且有稳定分红，再叠加新股收益，是相对稳妥的一种选择。

不仅仅是个人投资者，打新也成为机构投资者超额收益的重要来源。中金公司的研报就估算，5亿元A类投资者全年打新收益率有望超过10%，科创板是年初至今打新收益的主要贡献来源。

有分析认为，新股发行配售政策向机构投资者倾斜，是机构打新胜率提升的重要原因。一方面，在科创板IPO政策制定初期，就划定了网下申购资金6000万元的门槛；另一方面，要安排不低于网下发

行股票数量的70%，优先向公募产品、社保基金、养老金、保险资金和企业年金基金以及合格境外机构投资者资金等六类中长线资金对象配售。

从监管角度看，通过新股申购政策，吸引中长期增量资金入市，从而降低企业融资成本，支持产业升级是国内资本市场改革的应有之义。

交易求变

随着新三板、科创板和创业板陆续实行注册制，以及相应交易规则的修改，投资者的“打新策略”也必须进行调整。

首先，“新股不败”已经被打破。以新三板为例，首批32个精选层个股的第一个交易日，12只上涨，涨幅超过10%的也就7只，但其余20只个股下跌，其中9只下跌超过10%以上。有投资者开玩笑，这次新三板精选层的新股，不是“中新”而是“中弹”。更重要的，如果“新股不败”被打破了，那么整个“打新策略”的逻辑就被颠覆了。

其次，创业板新股交易规则进行了修改，比如前5个交易日不设涨跌幅限制，此项规则直接改变了打新股的“生态”。

此前，因有涨停板限制，“打新股”也被称为“数涨停板”。资深投资者可以从个股估值、行业估值和市场氛围多方面估计开板日期。但新股前5个交易日不设涨跌幅，则意味着以往经验全部作废。

根据Wind统计，注册制后上市的21只创业板新股，上市首日平均涨幅为263.24%。其中，涨幅最大的康泰医学首日暴涨1061.42%，涨幅最小的锋尚文化首日上涨43.10%。上市首日涨幅不足100%的新股达到8只，占比近四成。

简言之，“打新策略”虽然还能延续一段时间，但随着注册制的实施，新股的超额收益空间将被逐渐压缩。