

# 基金打新收益剥离：方法论、数据库与展望

## ——“聚沙”基金专题之 1

### 报告要点：

#### ● 打新策略显著优化了各类公募产品的夏普比率

受益于近年来 A 股注册制改革推进、IPO 保持平稳发行节奏、新股定价让利二级、A 类账户中签率高、公募产品规模普遍迈过打新门槛等优势，打新策略为公募产品贡献了较为丰厚的收益，其较小回撤的特点显著优化了各类产品的夏普比率。

#### ● 打新收益：测算精准、逻辑独立、兼容性强

对基金研究而言，打新收益剥离极具价值。打新策略动量的逻辑完全不同于基金经理的业绩动量，是具备独立逻辑、可以精准进行日度收益测算的基金策略，该方法可以和 Brinson、Barra、Campisi、利润表收益分解等基金分析方法兼容。伴随打新红利，市场周期性地涌现出一系列以打新策略为核心的基金产品，剥离打新收益有助于我们筛选和识别这些基金，分析收益的核心来源。

#### ● 基金打新收益率的计算流程

**成本端：**每只新股单独披露每个网下申购账户的报价、获配数量、锁定比例，成本端可以精确计算。

**收益端：**对大部分股票而言，机构往往采取上市首日（开板日）即卖出的策略，价格以当日 vwap 估算，收益端可以较为精准地获取。

**打新收益率：**多数公募产品季度披露规模、ETP 日度披露规模，结合申购新股数量填充日度规模、锁定期折扣等因素，可以推算日度打新收益率。

基于此，我们为全市场公募产品构建了打新收益率分解数据库。

#### ● 打新风险收益均值回归，机构定价能力凸显

作为 A 股特色的收益增厚策略，打新策略的收益核心是 A 股阶段性的制度红利。据估算，2019、2020、2021 年 2 亿公募多头产品打新收益率峰值在 13%、17%、11%，7 亿固收+产品打新收益率峰值在 5.5%、8%、4.5%，预计明年的收益率在今年基础上会有 50% 的下滑。

随着注册制改革深化，高比例降低、新股价格抬升、中签率下降，新股只涨不跌的“不败金身”逐步打破。长期来看，A 股的新股定价会向港股市场化定价看齐，机构定价能力的重要性逐步凸显，打新策略的收益风险比也会向市场其他低风险策略回归。

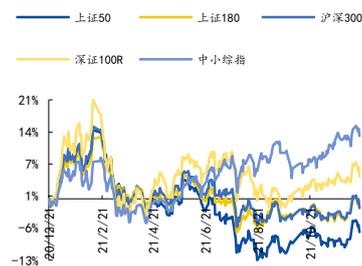
#### ● 风险提示

本文收益测算方法存在较多假设条件，IPO 节奏放缓、新股申购规则变化、基金参与度降低、机构改变卖出策略、锁定期规则调整、基金巨量申购等因素都可能影响测算结果。基金历史业绩不能代表未来收益，本文数据仅供参考，不作为投资建议。

### 主要数据：

上证综指：	3632.36
深圳成指：	14867.55
沪深 300：	4954.76
中小盘指：	4975.79
创业板指：	3434.34

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师	朱定豪
执业证书编号	S0020521120002
邮箱	zhudinghao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

---

## 内容目录

1.基金打新收益：测算精准、逻辑独立、兼容性强.....	5
2.注册制打新现状：无风险收益不再，机构定价能力凸显.....	6
2.1 注册制后 IPO 提速，发行节奏保持平稳 .....	6
2.2 注册制改革推进，无风险收益均值回归 .....	7
2.3 公募基金参与打新的情况 .....	8
3 基金打新收益计算与剥离 .....	9
3.1 基金打新规则、流程 .....	9
3.2 基金打新询价机制 .....	11
3.3 基金打新收益率的一般算法 .....	12
3.4 细节讨论：新股锁定期处理 .....	15
3.5 细节讨论：基金规模的修正 .....	16
3.6 细节讨论：打新的考量维度 .....	17
4.打新对基金产品的收益增厚.....	18
4.1 打新对 ETF 产品收益增厚.....	18
4.2 打新对股指增强产品收益增厚.....	20
4.3 打新对全市场产品收益增厚 .....	22
4.4 基金理论打新收益计算.....	22
5. 打新策略的展望 .....	26
6.风险提示.....	28

---

## 图表目录

图 1: 基金打新收益测算示意图.....	5
图 2: 2015 年以来 IPO 规模和家数.....	6
图 3: 分板块募资金额 .....	7
图 4: 分板块募资数量 .....	7
图 5: 10 月份以来破发股票统计 .....	7
图 6: 创业板首日涨跌幅.....	8
图 7: 科创板首日涨跌幅.....	8
图 8: 公募基金月均参与数-主板 .....	8
图 9: 公募基金月均参与数-创业板 .....	8
图 10: 公募基金月均参与数-科创板 .....	8
图 11: 公募基金月均参与数-全市场 .....	8
图 12: 参与打新公募基金类别统计 .....	9
图 13: ABC 类网下投资者分类 .....	10
图 14: 2020 年以来网下中签率统计 .....	10
图 15: 科创板入围数量(十天滚动值).....	11
图 16: 创业板入围数量(十天滚动值).....	11
图 17: A 类投资者网下询价制度.....	12
图 18: 基金打新收益剥离.....	13
图 19: 利用线性差值法估算基金日度规模 .....	14
图 20: 某中证 500 指数增强基金净值表现 .....	14
图 21: 某中证 500 指数增强基金打新收益剥离 .....	15
图 22: 新股上市 120 天打新折扣率(20 天滚动均值).....	16
图 23: 某打新基金线性插值下的规模变化 .....	17
图 24: 参与度、入围率计算示例.....	18
图 25: 中证 500ETF 基金打新收益剥离比较 .....	19
图 26: 沪深 300ETF 基金打新收益剥离比较 .....	19
图 27: 创业板 ETF 基金打新收益剥离比较.....	20
图 28: 上证 50ETF 基金打新收益剥离比较 .....	20
图 29: 沪深 300 增强基金打新收益剥离 .....	21
图 30: 中证 500 增强基金打新收益剥离 .....	21

---

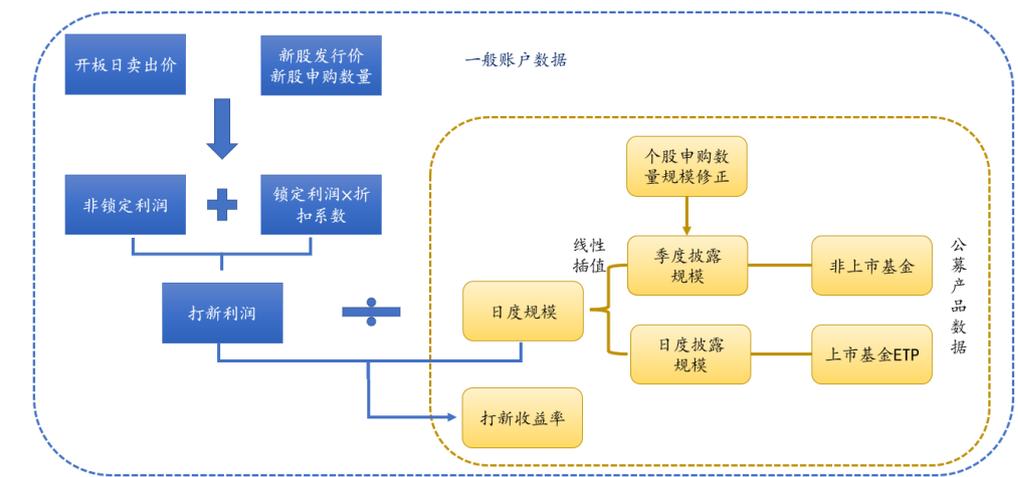
图 31: 不同类型基金分位数打新收益 .....	22
图 32: 基金打新收益区间与基金数量 .....	22
图 33: 近期新股的打新收益及满中收益 .....	23
图 34: 不同规模月度打新收益 .....	23
图 35: 所有板块不同规模账户月度打新收益率 .....	24
图 36: 主板不同规模账户月度打新收益率 .....	25
图 37: 创业板不同规模账户月度打新收益率 .....	25
图 38: 科创板不同规模账户月度打新收益率 .....	26
图 39: A 类账户科创板和创业板单位规模打新收益 .....	27
图 40: A 类账户主板单位规模打新收益 .....	27
图 41: 滚动 60 只新股平均单位规模打新收益 .....	27
图 42: 不同参数假设下 2022 年 A 类账户打新收益率(2 亿规模) .....	28
图 43: 不同参数假设下 2022 年 A 类账户打新收益率(7 亿规模) .....	28

## 1.基金打新收益：测算精准、逻辑独立、兼容性强

受益于近年来 A 股注册制改革推进、IPO 保持平稳发行节奏、新股定价让利二级、A 类账户中签率高、公募产品规模普遍迈过打新门槛等优势，打新策略为公募产品贡献了较为丰厚的收益，其较小回撤的特点显著优化了各类产品的夏普比率。不同于一般股票持仓季度披露前十大、中报/年报披露全部持仓，新股申购披露频率更高、数据更全，使我们能够较为精准地在日频上测算打新收益。

每只新股单独披露每个网下申购的账户报价、获配数量，详细的新股中签数据使得打新策略的成本端可以精确计算。公募机构长期持有的股票往往集中于行业基本面向好、个股财务优质、具有长期成长潜力、市值中大的股票，在 4000 余支股票中，重仓（基金前十大）个股数量在 1200 支左右，核心覆盖的可能不到 500 支。对于大多数新股而言，机构往往采取上市首日（开板日）即卖出的策略，使得打新策略的收益端可以相对准确地进行估算。普通基金季度披露规模，上市基金每日可以计算规模，加上中签数量做辅助，我们可以推算每只基金当日的规模，进而测算每只基金的日度打新收益率。

图 1：基金打新收益测算示意图



资料来源：国元证券研究所

对基金研究而言，打新收益剥离是极具价值的。打新收益动量的逻辑完全不同于基金经理的业绩动量，是具备独立逻辑且为数不多可以精准剥离的基金策略。

打新收益测算的意义在于：1) 对外部投资者而言，该收益披露数据较多，测算相对误差较小，精准度高，2) 该收益几乎完全独立于其他投资收益，受监管要求基金公司往往统一报价，该收益并不直接反映基金经理的投资能力，3) 该收益独立于其他收益，前置假设较少，可以和 Brinson、Barra、Campisi、利润表收益分解等基金分析方法兼容，4) 伴随着打新红利，市场周期性地涌现出一系列以打新策略为核心的基金产品，剥离打新收益有助于我们筛选和识别这些基金。

作为 A 股特色的收益增厚策略，打新策略的收益核心是 A 股阶段性的制度红利，随着注册制改革深化，高剔比例降低、新股价格抬升、中签率下降，新股只涨不跌的“不败金身”逐步打破。长期来看，A 股的新股定价会向港股市场化定价看齐，打新策略的收益风险比也会向市场其他低风险策略回归。

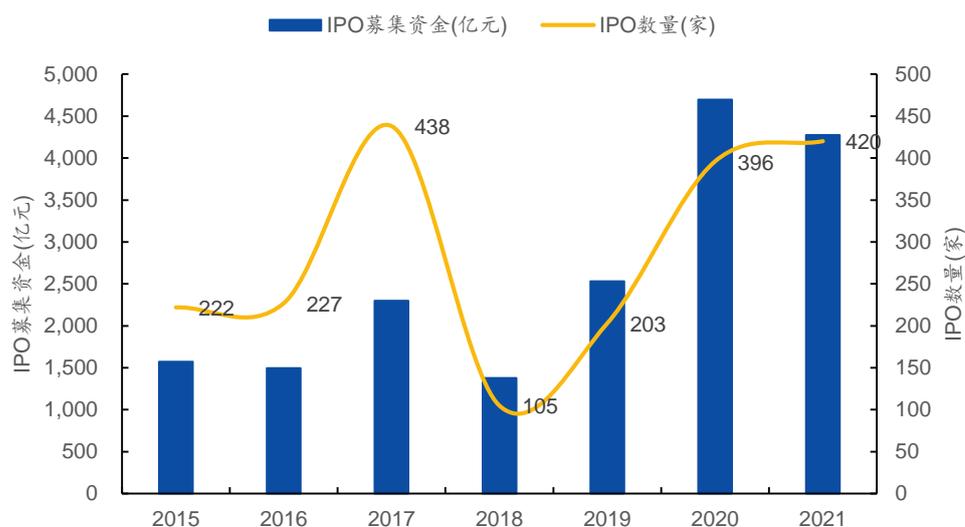
## 2.注册制打新现状：无风险收益不再，机构定价能力凸显

### 2.1 注册制后 IPO 提速，发行节奏保持平稳

2019年6月13日，科创板正式开板，实行注册制。2020年6月12日，深圳证券交易所发布了《深圳证券交易所创业板首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》，规定了注册制下新股发行与承销的实施细节，2020年8月24日，创业板正式开始实施注册制，随后北交所也开通。

目前科创板和创业板均实行了注册制，明年可能实施全面注册制，A股IPO速度在注册制实施之后显著加快。图表2为2015年以来中国A股市场IPO募资规模与募资家数（主板、科创板、创业板，不含新三板），可以看到2018年为IPO募资的分水岭，2018年全年仅有105家企业进行了IPO，募资金额仅为1378亿，均创下了2015年以来的新低，注册制后IPO提速，2020年IPO数量达到了396，截止2021年11月15日，今年IPO数量已经达到了420家，募集资金超过了4000亿，IPO规模显著增长，新股发行节奏保持平稳。

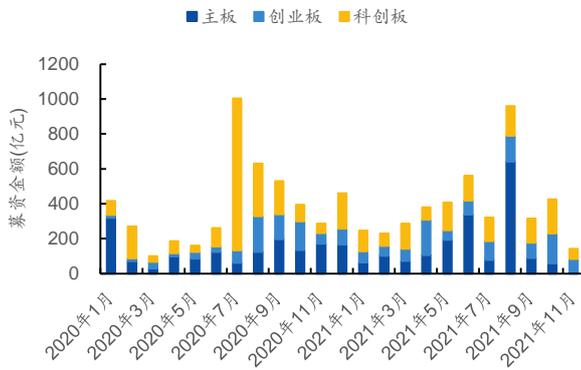
图2：2015年以来IPO规模和家数



资料来源：wind，国元证券研究所

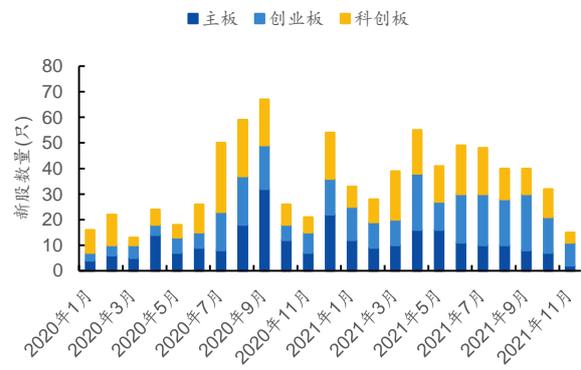
下图为截至2021年11月15日，分板块的每月新股募资数量和募资金额统计。可以看到年初募资金额和募资数量均处于相对低位，2月份仅有28家企业募资上市，募集资金229亿，随着节后复工与疫情的好转，4月份募资数量达到了55家，募资金额379亿，2021年8月中国电信在主板上市，募集资金479亿，将8月份的募资金额推向今年以来的最高位，整体IPO节奏保持平稳，科创板的开通以及创业板注册制的实施加快了A股IPO的速度。近期的中央经济工作会议在明年对经济工作中提及，改革开放政策要激活发展动力，全面实行股票发行注册制，预计明年IPO节奏仍将稳步推进。

图 3：分板块募资金额



资料来源：wind，国元证券研究所

图 4：分板块募资金数量



资料来源：wind，国元证券研究所

## 2.2 注册制改革推进，无风险收益均值回归

随着注册制改革的不断推进，A 股市场新股发行定价越发市场化。赚取一二级市场价差不再是无风险收益，市场博弈趋向于均衡，“新股必赚”的神话被打破，无风险打新收益出现均值回归的迹象，A 股打新生态悄然发生变化。

自中自科技 10 月 22 日上市首日破发后，市场连续八天出现新股破发，10 月份以来共有 9 只新股破发，成大生物募资 45.82 亿元，上市首日跌幅达到了 27.27%，新锐股份上市首日跌幅为负的 14.04%，除了争光股份上市首日微跌 0.61%外，其余几只破发股票均有较大跌幅，这为打新带来了一定的风险，机构定价能力的重要性逐步凸显。

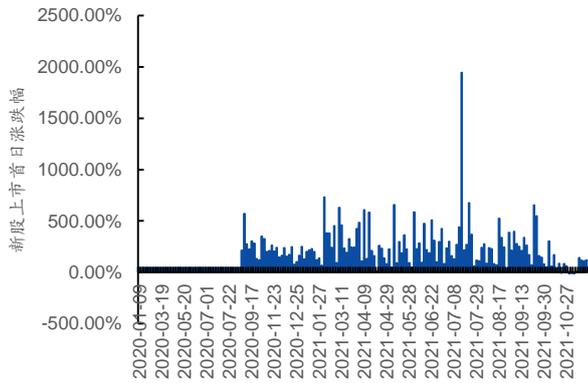
图 5：10 月份以来破发股票统计

股票代码	股票名称	上市日期	上市板	募资金额(亿元)	首日涨跌幅
301092.SZ	争光股份	2021-11-02	创业板	12.10	-0.61%
301093.SZ	华兰股份	2021-11-01	创业板	19.55	-10.09%
301091.SZ	深城交	2021-10-29	创业板	14.60	-7.97%
688739.SH	成大生物	2021-10-28	科创板	45.82	-27.27%
301088.SZ	戎美股份	2021-10-28	创业板	18.90	-13.18%
688257.SH	新锐股份	2021-10-27	科创板	14.45	-14.04%
688211.SH	中科微至	2021-10-26	科创板	29.77	-12.63%
301087.SZ	可孚医疗	2021-10-25	创业板	37.24	-4.43%
688737.SH	中自科技	2021-10-22	科创板	15.25	-6.87%

资料来源：wind，国元证券研究所

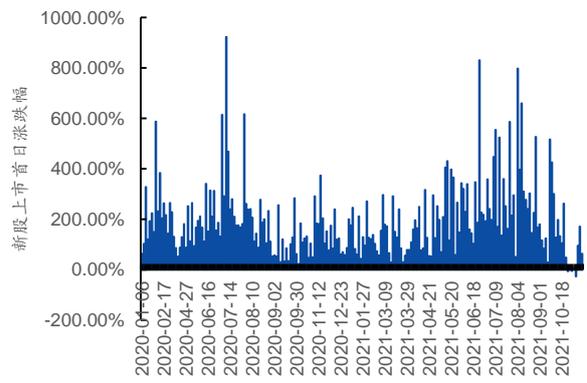
左图为创业板首日涨跌幅，可以看到在创业板注册制实施以前，创业板上市首日涨跌幅很小，随着注册制的实施，上市首日涨跌幅大幅上升，2021 年 7 月 19 日读客文化上市，发行价格 1.55 元，收盘价格 31.66 元，带动创业板当天新股首日涨幅达到 19 倍。可以看到，十月份以来创业板股票上市首日涨幅很小。科创板的上市首日涨跌幅变动情况与创业板类似，也都在今年十月份出现了大幅回落，科创板和创业板的打新收益出现了明显的均值回归迹象。

图 6：创业板首日涨跌幅



资料来源：wind，国元证券研究所

图 7：科创板首日涨跌幅

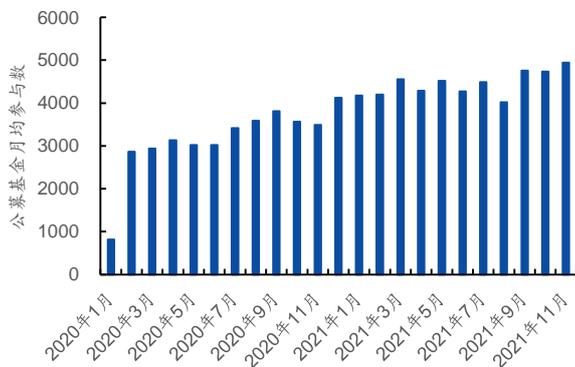


资料来源：wind，国元证券研究所

### 2.3 公募基金参与打新的情况

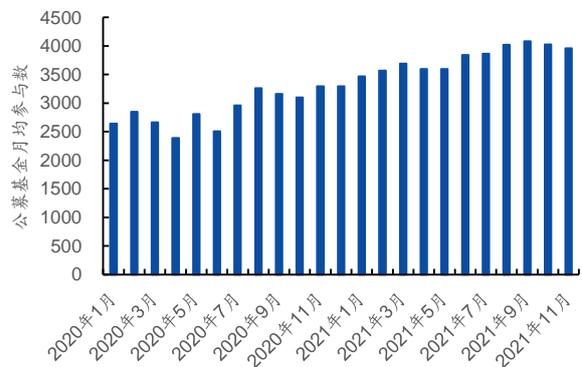
公募基金打新目前主要以股票市场为主，主要参与主板、创业板和科创板的打新，新三板市场较少参与。所有板块中，参与主板市场打新的公募基金最多，11月份，有接近 5000 只公募基金参与主板市场的打新。创业板和科创板市场参与打新的公募基金数量较主板少，11月的数量在 4000 只左右。

图 8：公募基金月均参与数-主板



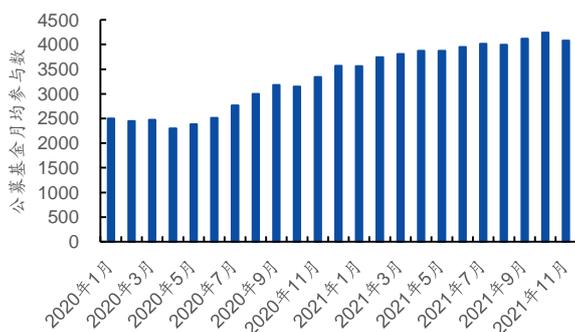
资料来源：wind，国元证券研究所

图 9：公募基金月均参与数-创业板



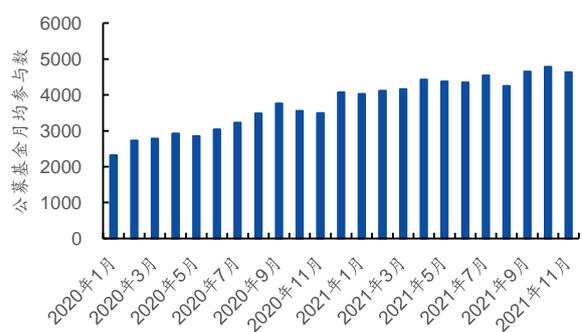
资料来源：wind，国元证券研究所

图 10：公募基金月均参与数-科创板



资料来源：wind，国元证券研究所

图 11：公募基金月均参与数-全市场

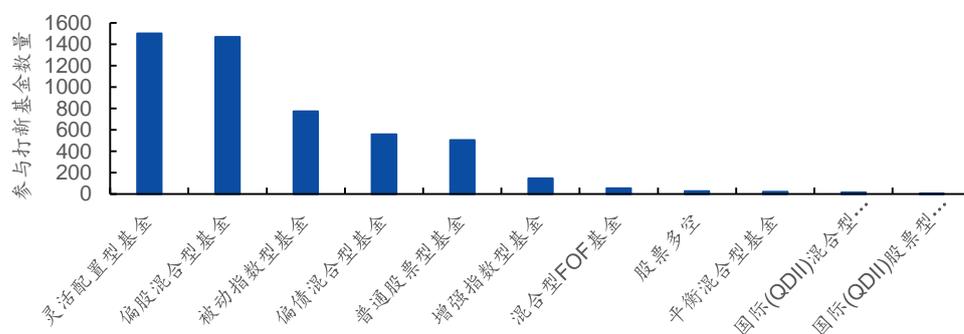


资料来源：wind，国元证券研究所

根据规则，目前股票型（普通股票、被动指数、指数增强）、混合型（灵活配置、偏债混合、股债平衡、偏股混合）等基金可以参与打新，债券型（主要包括中长期纯债、一级债基、二级债基）等基金无法参与打新。两种产品最受机构欢迎，第一是规模在1.5-2亿左右的权益基金，可以最大化打新收益率；第二种是规模在7-8亿左右的固收+产品，股票仓位约20%，打新策略大幅提升了产品的收益风险比。

图12为截至目前(2021/11/15)参与打新的公募基金的类别统计，可以看到参加打新最多的基金类别为灵活配置型基金，共有接近1500只灵活配置型基金参与打新，其次是偏股混合型基金，数量也接近1500只。有接近800只被动指数型基金参与了打新，再然后是偏债混合型基金，普通股票型基金，增强指数型基金，混合型FOF基金。除此之外，其他类型基金参与较少。

图 12：参与打新公募基金类别统计



资料来源：wind，国元证券研究所

参与打新的基金并不是独自参与打新，一般以整个公司为单位一起参与，根据规则参与询价的网下投资者可以为其管理的不同配售对象账户分别填报一个报价，同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不超过3个。参与打新与否和公司关联方、公司打新积极程度、打新能力等因素有关，与基金经理的选股能力几乎无关，是独立的维度，因此对基金进行研究时，需要对基金的打新收益进行剥离来更好的反应基金的整体情况。

### 3 基金打新收益计算与剥离

#### 3.1 基金打新规则、流程

打新分为网上打新和网下打新，机构投资者可以同时参与网上打新与网下打新，其他投资者则只能参与网上打新。对于网下打新来讲，流程主要包括待询价，正在询价，已完成询价待公布发行，已公布发行价待申购，已结束申购待上市，上市。

网下投资者又可以细分为A类投资者、B类投资者、C类投资者。注册制与非注册制下的网下投资者划分有所差别，注册制下A类投资者包含了公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金，B类投资者是指合格境外机构投资者资金，C类投资者是指所有不属于A类、B类的网下投资者，每类投资者的详细信息见图13。另外根据规定，A类和B类获配比例要求在70%以上，这是A类、B类账户相对于

C类账户的核心优势，这也使得公募基金具有天然的打新优势。

图 13: ABC 类网下投资者分类

网下投资者分类	主板	科创板+创业板(注册制)	备注
A类投资者	公募基金、社保基金、养老金	公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金	创业板(科创板)要求发行人安排不低于本次网下发行数量的70%(50%)优先向A类投资者配售
B类投资者	根据《企业年金基金管理办法》设立的企业年金基金和符合《保险资金运用管理暂行办法》等相关规定的保险资金	合格境外机构投资者资金	
C类投资者	所有不属于A类、B类的网下投资者	所有不属于A类、B类的网下投资者	在向A类、B类投资者进行配售 后,保荐机构将向C类投资者进行配售

资料来源: wind, 国元证券研究所

2020年以来,无论是A类投资者还是C类投资者,在创业板和科创板的中签率都要高于主板,科创板的中签率最高,A类投资者科创板中签率中位数为0.038%,远高于主板的  
中签率中位数0.016%,也高于创业板的中签率中位数0.032%。比较A类投资者和C类投资者  
中签率可以发现,A类投资者的中签率明显高于C类投资者中签率。

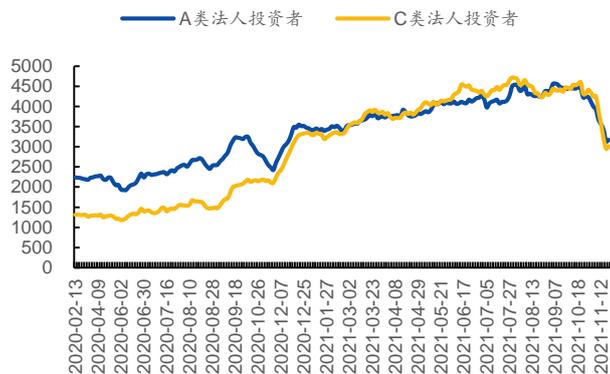
图 14: 2020 年以来网下中签率统计

上市板	A类中签率(2020/01/01-2021/11/15)			C类中签率(2020/01/01-2021/11/15)		
	最小值	中位数	最大值	最小值	中位数	最大值
主板	0.005%	0.016%	10.975%	0.001%	0.006%	0.870%
创业板	0.009%	0.032%	0.229%	0.001%	0.015%	0.124%
科创板	0.018%	0.038%	0.770%	0.009%	0.024%	0.712%

资料来源: wind, 国元证券研究所

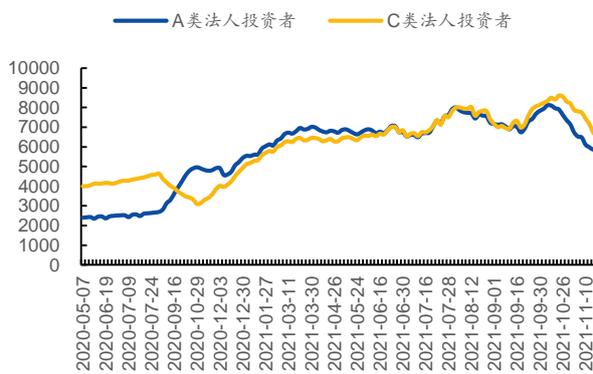
科创板C类投资者入围数量在2020年明显少于A类投资者入围数量,到了2021年数量上已经接近甚至超过了A类投资者入围数量,创业板C类投资者入围数量在实行注册制之后也有大幅的增长。无论是创业板还是科创板,A类和C类投资者入围数量在2020年均  
有较大幅度的增长,在2021年A类和C类投资者入围增长速度逐渐放缓,从10月份以来,随着新股打新收益的回落、整体入围率下降,科创板和创业板的A类和C类投资者入围数量有所回落。

图 15: 科创板入围数量(十天滚动值)



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 16: 创业板入围数量(十天滚动值)



资料来源: wind, 国元证券研究所

### 3.2 基金打新询价机制

根据《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》首次公开发行股票应当向证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人等专业机构投资者（以下统称网下投资者）以询价的方式确定股票发行价格。

注册制网下新股申购规定：参与询价的网下投资者可以为其管理的不同配售对象账户分别填报一个报价，同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不超过 3 个，首次公开发行股票价格（或发行价格区间）确定后，提供有效报价的投资者方可参与申购。有效报价，是指网下投资者申报的不低于主承销商和发行人确定的发行价格或发行价格区间下限，且未作为最高报价部分被剔除，同时符合主承销商和发行人事先确定且公告的其他条件的报价。

值得注意的是，2021 年 9 月 18 日，上海证券交易所发布《上海证券交易所科创板发行与承销规则适用指引第 1 号——首次公开发行股票（2021 年修订）》与《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法（2021 年修订）》，深圳证券交易所发布《深圳证券交易所创业板首次公开发行股票发行与承销业务实施细则（2021 年修订）》。发行新规对科创板和创业板的询价机制做出了一定的修订。

对于科创板与创业板新股，新规实施之后，发行人和主承销商在初步询价结束后剔除拟申购总量中报价最高的部分由不超过所有网下投资者拟申购总量的 10% 变为不超过所有网下投资者拟申购总量的 3%。新规对科创板与创业板新股放松了定价预警的要求，对新股发行价格影响较大。

参与不同市场打新对资金的要求是不一样的，根据《上海市场首次公开发行股票网下发行实施细则（2018 年修订）》，参与主板网下发行业务的网下投资者及其管理的配售对象，以该次初步询价开始日前两个交易日为基准日，其在基准日前 20 个交易日（含基准日）所持有上海市场非限售 A 股股份和非限售存托凭证总市值的日均市值应为 1000 万元（含）以上，且不低于发行人和主承销商事先确定并公告的市值要求。科创板和创业板则要求分别持有沪市和深市日均 6000 万市值，具体规则见下图。

图 17: A 类投资者网下询价制度

	主板	科创板	创业板(注册制)
市值门槛	持有沪市/深市非限售A股股份和非限售存托凭证日均总市值应当在1000万元及以上	6000万沪市市值	6000万深市市值
市值计算窗口	T-2日(T日为初步询价起始日)前20个交易日(含T-2日)		
限售情况	依据主承销商公告	摇号限售(锁定网下配售对象中10%的账户)或者比例限售(锁定网下投资者10%的获配证券账户)	

资料来源: wind, 国元证券研究所

### 3.3 基金打新收益率的一般算法

新股网下中签数据由每只股票单独披露,涉及到“初步询价明细”、“网下申购获配明细”数据表格。以 wind 底层数据库为例,分别对应 IPOInquiryDetails 和 ASharePlacementDetails 两张表。IPOInquiryDetails 包含了询价对象、申报价格、申报数量、是否为有效报价等字段。ASharePlacementDetails 包含配售对象、配售数量等字段。通过这两张表的匹配挂钩,我们可以测算基金的打新收益。

我们构建基金打新收益率测算模型,假定基金每日收益率由基金正常投资收益率与基金打新收益率两部分构成,即:

$$Ret_{it} = Ret_{investment_{it}} + Ret_{ipo_{it}}$$

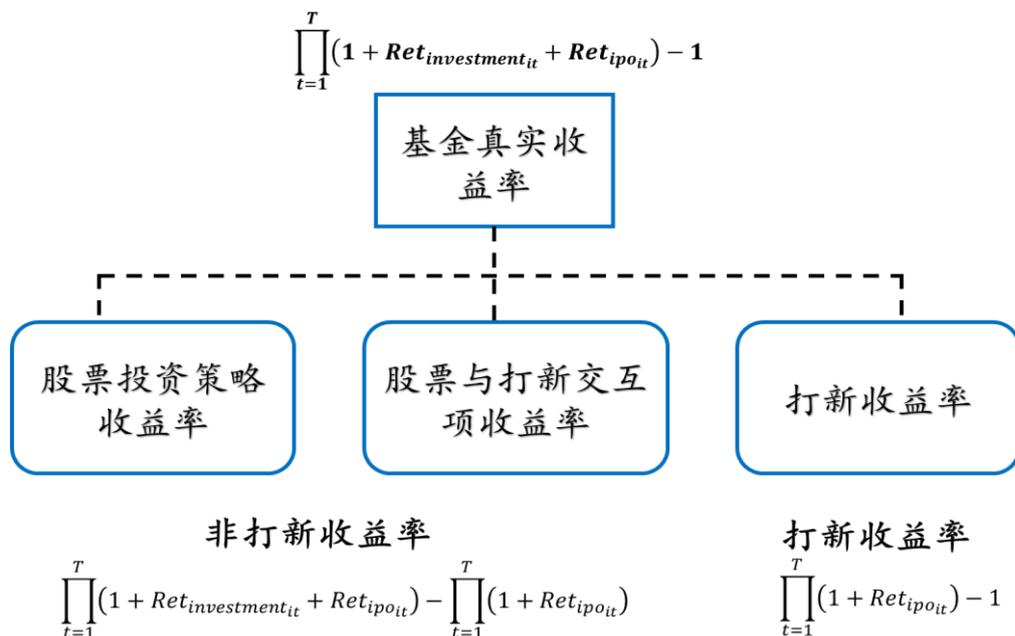
由于基金获得的打新收益可以继续投资于股票获得收益,因此基金的区间收益率则由基金投资收益率、基金打新收益率以及基金投资与打新收益交互项三部分构成。

$$\text{基金区间收益率} = \prod_{t=1}^T (1 + Ret_{investment_{it}} + Ret_{ipo_{it}}) - 1$$

$$\text{基金打新区间收益率} = \prod_{t=1}^T (1 + Ret_{ipo_{it}}) - 1$$

$$\text{基金非打新区间收益率} = \prod_{t=1}^T (1 + Ret_{investment_{it}} + Ret_{ipo_{it}}) - \prod_{t=1}^T (1 + Ret_{ipo_{it}})$$

图 18：基金打新收益剥离



资料来源：国元证券研究所

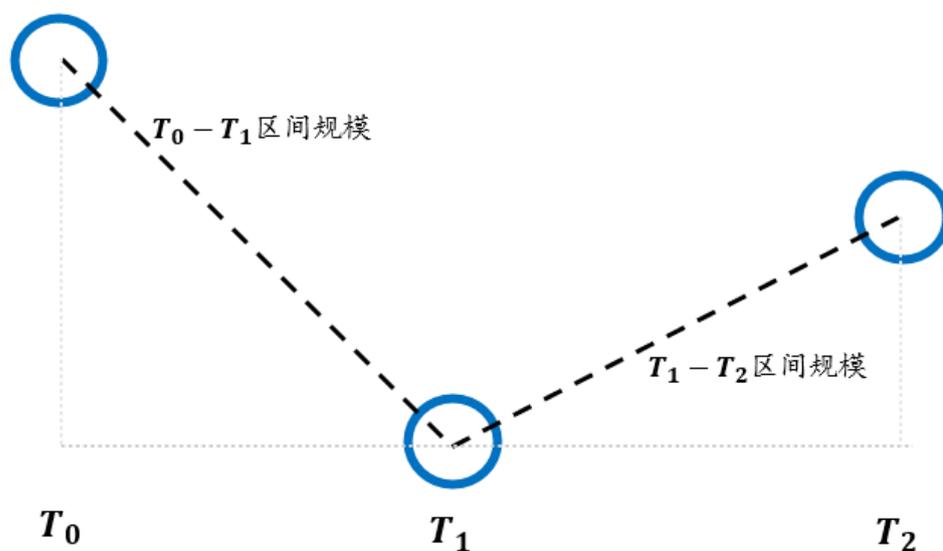
我们统计基金的每一只中签新股的数量，假设新股都按首次开板日的均价卖出，忽略新股锁定期，在我们估计的基金每日规模下，测算基金每日打新收益率。假设在  $t$  时刻，基金  $i$  申购的新股中有  $k$  只新股首次开板，则在  $t$  时刻，基金  $i$  的日度打新收益率  $Ret_{ipo_{it}}$  可以表示为如下：

$$Ret_{ipo_{it}} = \sum_k \frac{(P_{market_{kt}} - P_{ipo_k})N_k}{FundAum_t}$$

$P_{market_{kt}}$  为股票  $k$  在首次开板日  $t$  的成交均价， $P_{ipo_k}$  为股票  $k$  的发行价格， $N_k$  为基金  $i$  获配的股票  $k$  的数量， $FundAum_t$  为基金  $i$  在首次开板日  $t$  的估算规模。

对于上市基金来讲，由于每天都会公布基金的净值和份额，因此我们可以得到上市基金每天的规模，并直接计算上市基金的每日打新收益率，对于非上市基金来讲，由于只会在每个季度末公布基金季度总资产净值，因此我们需要根据非上市基金季末的总资产净值来反推非上市基金的日度规模，常用的方法为线性差值法，最新值则假设最新可获得的规模不变。

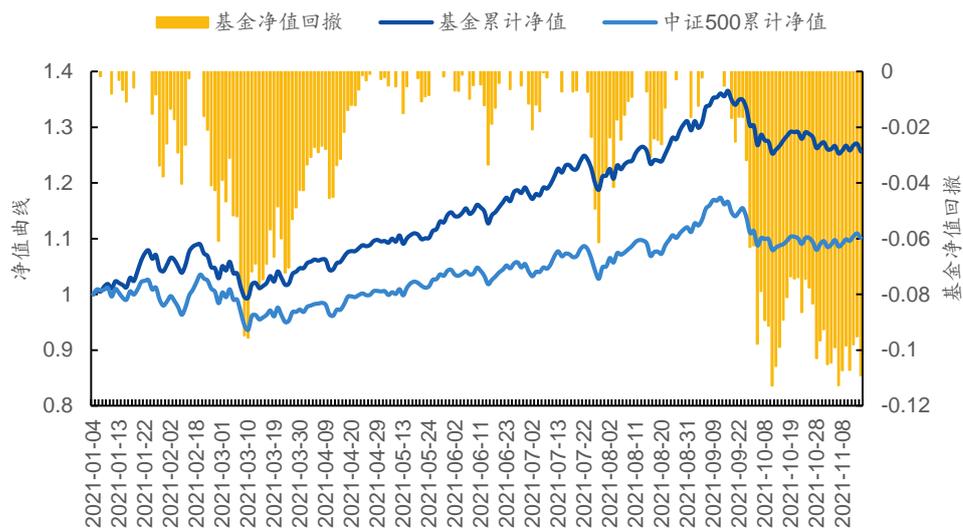
图 19：利用线性差值法估算基金日度规模



资料来源：国元证券研究所

我们以某中证 500 股指增强基金为例来说明，截至 2021 年 11 月 15 日，该基金今年累计上涨 25%，最大回撤 11%，同期中证 500 累计上涨 10%，基金超额收益明显。

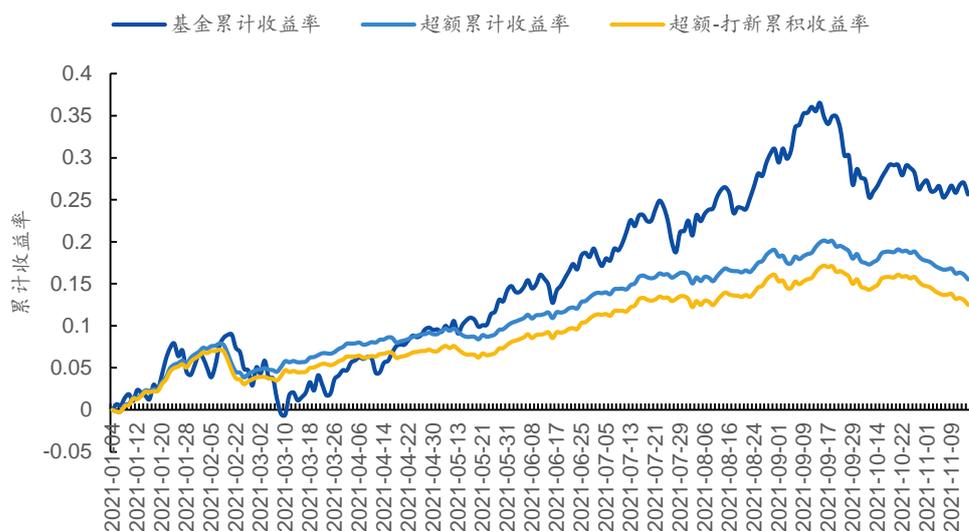
图 20：某中证 500 指数增强基金净值表现



资料来源：wind，国元证券研究所

利用上面的方法，分别计算该指数增强基金的打新收益率，以及剥离打新收益率之后的超额收益率。下图为该指数增强基金超额收益率以及剥离打新收益率之后的超额收益率。可以看到打新收益为该指数增强基金提供了一定的收益增幅，同时剥离了打新收益率之后的超额收益率更能反应基金经理获取除打新之外 alpha 的能力，从图中可以看到该指数增强基金获取除打新之外 alpha 的能力较强。

图 21：某中证 500 指数增强基金打新收益剥离



资料来源：wind，国元证券研究所

### 3.4 细节讨论：新股锁定期处理

需要注意的是，科创板在设立之初，为了规避网下打新乱象，制定了摇号抽签制度，通过摇号抽签方式抽取公募产品、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中 10% 的账户，中签账户的管理人承诺中签账户获配股份锁定，持有期限为自发行人股票上市之日起 6 个月。目前创业板和科创板都实行新股锁定制度，有两种可选方式，包括摇号限售(锁定网下配售对象中 10% 的账户)和比例限售(锁定网下投资者 10% 的获配证券账户)

根据历史数据统计，相对于上市首日以均价卖出的情况，锁定期 6 个月的打新收益较低，因此我们将基金的打新收益拆分成非锁定打新收益和锁定打新收益两部分，将锁定打新收益乘以折扣系数与非锁定打新收益结合形成基金的打新收益，具体公式如下：

$$\text{打新收益} = \text{非锁定打新收益} + \text{折扣系数} \times \text{锁定打新收益}$$

折扣系数的选取需要根据锁定 6 个月后的打新收益与非锁定打新收益比值的 historical 情况来判定，图 22 中 2021 年以来 120 日打新收益折扣系数的中位数为 70%，因此我们取折扣系数为 70%，于是打新收益可以表示为：

$$\text{打新收益} = \text{非锁定打新收益} + 70\% \times \text{锁定打新收益}$$

图 22：新股上市 120 天打新折扣率(20 天滚动均值)



资料来源：wind，国元证券研究所

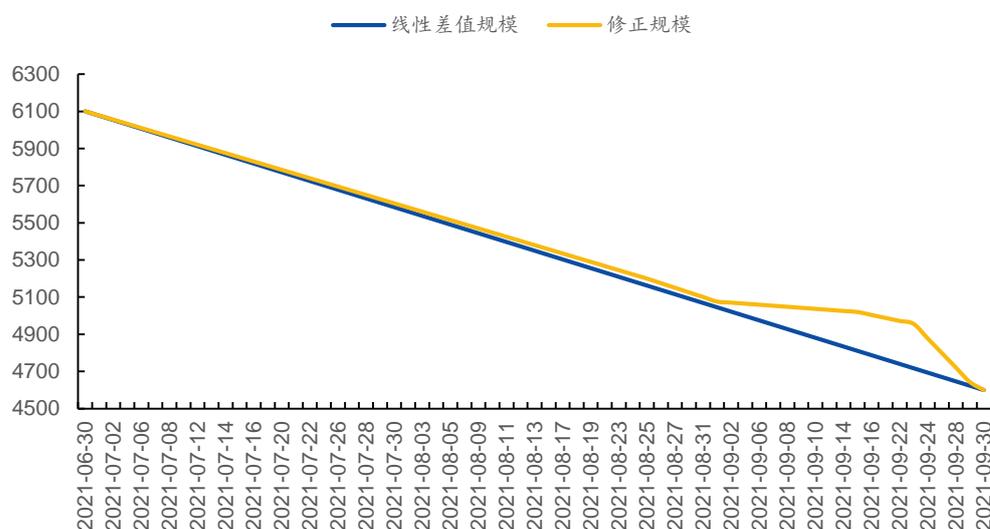
### 3.5 细节讨论：基金规模的修正

对于上市基金来讲，由于每天会公布基金单位净值以及基金份额，因此可以准确的得到上市基金的每日基金规模，对于非上市基金来讲，只能通过上面的线性插值法进行反推基金的每日规模，这会产生一定的误差，特别是当基金规模波动较大时，直接使用线性插值的每日规模来计算基金打新收益会产生比较大的偏差，因此需要对基金规模进行修正。

根据证监会发布的《公开募集证券投资基金运作管理办法》规定，基金网下申购市值（申购价格×申购数量）不得超过基金总资产，这意味着当基金网下申报市值大于线性插值得到的市值时，网下申报市值比线性插值得到的市值更接近基金真实市值，此时我们需要对线性插值的市值进行规模调整使其更加接近基金真实市值。

图 23 为某打新基金的季度规模变化，该基金为非上市基金，因此我们只能得到季度披露的基金规模，该基金在 2021 年 6 月 30 日和 2021 年 9 月 30 日的基金规模分别为 6100 万和 4600 万，如果不做规模修正的话，则该基金的日度估算规模为蓝色实线部分，在该时间区间内，该基金有过新股申购记录，且新股申购规模大于同时间线性差值下的规模，如果不进行规模修正，则会低估该基金的规模，从而高估该基金的打新收益率，因此需要将该基金的规模根据新股申购规模进行修正。

图 23：某打新基金线性插值下的规模变化



资料来源：国元证券研究所

### 3.6 细节讨论：打新的考量维度

对于基金来讲，由于打新收益率容易受到个别异常股票的影响，高打新收益率基金也有可能单纯因为运气成分从而导致过去一段时间比较高的打新收益率，因此需要从多个维度来考量基金打新。

对基金产品而言，我们引入参与度和入围率两个概念。我们用基金的参与度来衡量基金历史参与新股打新活动的积极程度，用基金的入围率来衡量基金历史报价入围的概率，不同新股之间等权。用公式表示为：

$$\text{参与度} = \frac{\text{基金参与网下打新股票数量}}{\text{网下发行股票数量}}$$

$$\text{入围率} = \frac{\text{报价入围股票数量}}{\text{基金参与网下打新股票数量}}$$

对基金公司而言情况略微复杂，同一基金公司既有专户产品也有公募产品，同一基金公司可能会申报多个价格导致部分入围（要求不超过 3 个），同一报价下也可能因为申报时间，发生部分账户入围部分没有入围的案例。

参与度计算上，凡有一个账户参与报价，即视该基金公司参与报价。入围率计算上，每只股票按账户数量进行统计，以实际入围账户数量除以参与账户数量，不同股票之间等权平均。公式表示如下：

$$\text{基金公司参与度} = \frac{\text{基金公司参与网下打新股票数量}}{\text{网下发行股票数量}}$$

$$\text{报价入围率} = \frac{\sum \text{单只股票实际入围账户数量}}{\text{基金公司参与网下打新股票数量}}$$

$$\text{实际入围率} = \frac{\sum \text{单只股票实际入围账户数量}}{\text{网下发行股票数量}}$$

参与度、入围率、打新收益率等指标往往需要综合使用，仅使用打新收益率可能受到单个高收益新股的异常值影响，仅使用参与度、入围率可能不能公允地衡量“保大弃小”等策略的贡献。对于基金与基金公司参与度和入围率的具体计算方式可参见示例：

图 24：参与度、入围率计算示例

	基金公司M			基金公司N		
	账户M1	账户M2	账户M3	账户N1	账户N2	账户N3
股票A				0		0
股票B	1	1	1	1	1	
股票C		1	1	1		0
<b>对于基金公司而言</b>						
	参与度		报价入围率		实际入围率	
基金公司M	2/3=66.7%		$(0+3/3+2/2)/2=100\%$		$(0+3/3+2/2)/3=66.7\%$	
基金公司N	3/3=100%		$(0/2+2/2+1/2)/3=50\%$		$(0/2+2/2+1/2)/3=50\%$	
<b>对于账户（基金）而言</b>						
	参与度		入围率		入围/参与/新股数	
账户M1	1/3=33.3%		1/1=100%		1/1/3	
账户M2	2/3=66.7%		2/2=100%		2/2/3	
账户M3	2/3=66.7%		2/2=100%		2/2/3	
账户N1	3/3=100%		2/3=66.7%		2/3/3	
账户N2	1/3=33.3%		1/1=100%		1/1/3	
账户N3	2/3=66.7%		0/2=0%		0/2/3	

资料来源：国元证券研究所

## 4.打新对基金产品的收益增厚

本章我们将上述基金收益分解的方法，运用在实际产品中，分别探讨打新对 ETF 产品、指数增强产品以及全市场的收益增厚的幅度，考察该方法的估算精度。

### 4.1 打新对 ETF 产品收益增厚

本章我们列举了部分宽基 ETF 产品 2021 年至今(2021/11/15)的收益表现，并运用上述打新剥离方法进行分析。

目前 A 股大多数 ETF 采用完全复制法复制指数收益，每日披露 PCF 清单，因此假设忽略费率、转融通、交易细节的差异，在不考虑打新收益率的差异下，追踪同一指数的基金实际投资业绩应该相近。从测算结果看，追踪同一指数的各 ETF 剥离打新收益后的非打新收益率基本处于同一水平，基金原始收益率的差距可能达到 9%，而剥离打新贡献后，大部分基金的非打新收益差异已经回落到 0.5% 以内，证明我们的打新收益测算模型较为精准。

我们选取了跟踪中证 500、沪深 300、创业板和上证 50 四大宽基指数的 ETF。其中前两个为跨市场指数后两个为单市场指数，追踪跨市场指数的 ETF 产品可以打沪市

和深市两个市场的新股，而追踪单市场指数的 ETF 产品则只能打单市场的新股。从中证 500 和沪深 300 的成分股构成来看，沪深 300 沪市成分股占比较高，沪市占比约为 61%，中证 500 则深市成分股占比较高，占比约为 56%。

下图为中证 500ETF 基金打新收益剥离比较，可以发现打新表现比较好的中证 500ETF 基金规模集中在 4-5 亿左右，如鹏华中证 500ETF、博时中证 500ETF 和华泰柏瑞中证 500 ETF。其中鹏华中证 500ETF 打新收益率最高，截止到 11 月 15 日的 2021 年打新收益达到了 7.02%，带来了丰厚的打新增益。由于存在网下申购数量上限，因此几亿规模的资金往往就能打满，而上百亿规模的基金则受制于申购数量往往打新收益较差，如南方中证 500ETF，基金规模达到了 475.17 亿，但打新收益率只有 0.06%。

图 25：中证 500ETF 基金打新收益剥离比较

基金代码	基金名称	基金成立日	基金规模	基金收益率	打新收益率	非打新收益率	2021 入围/参与/新股数
510500.SH	南方中证500ETF	2013-02-06	475.17	13.08%	0.06%	13.02%	247/314/339
159922.SZ	嘉实中证500ETF	2013-02-06	32.67	13.96%	1.02%	12.94%	272/322/339
510510.SH	广发中证500ETF	2013-04-11	28.65	13.84%	1.05%	12.80%	266/324/339
159820.SZ	天弘中证500ETF	2020-08-07	28.27	14.15%	1.36%	12.79%	310/332/339
510580.SH	易方达中证500ETF	2015-08-27	14.01	16.41%	2.83%	13.58%	270/322/339
510590.SH	平安中证500ETF	2018-03-23	13.22	14.65%	2.21%	12.43%	289/327/339
512510.SH	华泰柏瑞中证500ETF	2015-05-13	5.85	17.94%	4.59%	13.35%	279/332/339
159968.SZ	博时中证500ETF	2019-08-01	5.26	17.58%	4.38%	13.21%	279/320/339
159982.SZ	鹏华中证500ETF	2019-11-21	4.75	20.08%	7.02%	13.06%	292/329/339
510530.SH	工银瑞信中证500ETF	2019-10-17	3.77	12.46%	0.48%	11.99%	89/89/339
159935.SZ	景顺长城中证500ETF	2013-12-26	1.12	12.98%	1.46%	11.52%	85/87/339
159999.SZ	永赢中证500ETF	2020-07-14	0.56	11.94%	0.45%	11.49%	3/3/339
515550.SH	中融中证500ETF	2019-11-15	0.28	13.67%	1.59%	12.08%	55/62/339
510550.SH	方正富邦中证500ETF	2018-11-30	0.20	11.53%	0.14%	11.39%	3/3/339
510570.SH	兴业中证500ETF	2020-06-30	0.14	11.17%	0.00%	11.17%	

资料来源：wind，国元证券研究所

沪深 300ETF 也是可以打两个市场的新股，方正富邦沪深 300ETF 和永赢沪深 300ETF 打新收益表现较好，打新收益率分别为 9.05%和 7.78%，这在今年比较差的沪深 300 行情下为基金获得了丰厚的打新增益，截止到 11 月 15 日两个基金的今年收益率分别为 4.11%和 2.98%，成为今年为数不多的收益率为正的沪深 300ETF 基金。

图 26：沪深 300ETF 基金打新收益剥离比较

基金代码	基金名称	基金成立日	基金规模	基金收益率	打新收益率	非打新收益率	2021 入围/参与/新股数
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	2012-05-04	389.25	-4.87%	0.07%	-4.94%	280/332/339
159919.SZ	嘉实沪深300ETF	2012-05-07	189.04	-4.78%	0.14%	-4.92%	271/321/339
510310.SH	易方达沪深300ETF	2013-03-06	90.43	-4.23%	0.34%	-4.57%	274/322/339
515380.SH	泰康沪深300ETF	2019-12-27	42.61	-4.28%	0.52%	-4.79%	3/6/339
510350.SH	工银沪深300ETF	2019-05-20	30.85	-4.31%	0.77%	-5.08%	272/317/339
510360.SH	广发沪深300ETF	2015-08-20	18.53	-3.75%	1.18%	-4.92%	264/324/339
159925.SZ	南方沪深300ETF	2013-02-18	16.65	-3.56%	1.45%	-5.02%	248/315/339
510390.SH	平安沪深300ETF	2017-12-25	16.41	-3.17%	1.82%	-5.00%	289/327/339
515660.SH	国联安沪深300ETF	2019-11-25	6.81	-2.63%	2.62%	-5.25%	300/334/339
515930.SH	永赢沪深300ETF	2020-04-13	3.42	2.98%	7.78%	-4.80%	310/333/339
515390.SH	华安沪深300ETF	2019-12-13	2.76	0.02%	5.47%	-5.45%	285/333/339
515130.SH	博时沪深300ETF	2020-04-03	2.64	-1.83%	3.72%	-5.55%	153/175/339
515360.SH	方正富邦沪深300ETF	2019-09-24	2.56	4.11%	9.05%	-4.94%	292/332/339
515310.SH	汇添富沪深300ETF	2019-12-04	2.08	-1.14%	3.27%	-4.41%	83/116/339

资料来源：wind，国元证券研究所

创业板 ETF 只能打深市的新股，表现最好的创业板 ETF 为建信创业板 ETF，2021 年至今打新收益率为 3.58%，其次为华夏创业板 ETF，2021 年至今打新收益率为 3.44%，创业板 ETF 整体的打新表现要差于沪深 300ETF 和中证 500ETF。

图 27：创业板 ETF 基金打新收益剥离比较

基金代码	基金名称	基金成立日	基金规模	基金收益率	打新收益率	非打新收益率	2021 入围/参与/新股数
159915.SZ	易方达创业板ETF	2011-09-20	130.10	15.01%	0.07%	14.93%	111/128/339
159977.SZ	天弘创业板ETF	2019-09-12	38.83	15.10%	0.31%	14.80%	118/132/339
159948.SZ	南方创业板ETF	2016-05-13	24.33	15.53%	0.38%	15.15%	95/127/339
159952.SZ	广发创业板ETF	2017-04-25	16.84	15.39%	0.50%	14.89%	100/130/339
159908.SZ	博时创业板ETF	2011-06-10	4.68	16.98%	2.19%	14.79%	98/124/339
159964.SZ	平安创业板ETF	2019-03-15	4.67	16.98%	2.25%	14.73%	105/129/339
159957.SZ	华夏创业板ETF	2017-12-08	2.82	18.11%	3.44%	14.67%	108/127/339
159958.SZ	工银瑞信创业板ETF	2017-12-25	2.62	14.52%	0.17%	14.35%	24/24/339
159956.SZ	建信创业板ETF	2018-02-06	0.98	17.31%	3.58%	13.73%	61/79/339
159810.SZ	浦银安盛创业板ETF	2020-06-12	0.21	15.24%	0.65%	14.59%	14/17/339
159955.SZ	嘉实创业板ETF	2017-07-14	0.19	14.32%	0.36%	13.97%	9/10/339

资料来源：wind，国元证券研究所

上证 50ETF 也是单市场 ETF，只能打沪市的新股。打新表现最好的是申万菱信上证 50ETF，打新收益率为 5.17%，其次为万家上证 50ETF，打新收益率为 3.85%。

图 28：上证 50ETF 基金打新收益剥离比较

基金代码	基金名称	基金成立日	基金规模	基金收益率	打新收益率	非打新收益率	2021 入围/参与/新股数
510050.SH	华夏上证50ETF	2004-12-30	528.87	-10.26%	0.03%	-10.30%	177/200/339
510100.SH	易方达上证50ETF	2019-09-06	6.58	-6.60%	3.24%	-9.83%	161/193/339
510710.SH	博时上证50ETF	2015-05-27	5.88	-8.12%	2.45%	-10.57%	179/196/339
510850.SH	工银上证50ETF	2018-12-07	3.94	-9.43%	1.26%	-10.69%	93/101/339
510600.SH	申万菱信上证50ETF	2018-09-03	0.58	-5.74%	5.17%	-10.91%	130/148/339
510680.SH	万家上证50ETF	2013-10-31	0.31	-6.69%	3.85%	-10.54%	94/96/339
510860.SH	兴业上证50ETF	2020-11-13	0.14	-11.19%	0.00%	-11.19%	

资料来源：wind，国元证券研究所

## 4.2 打新对股指增强产品收益增厚

本部分重点关注打新对股指增强产品的收益增厚，国内股指增强产品主要对标的指数为沪深 300 和中证 500，因此本部分也围绕着这两个指数的股指增强产品展开。

今年以来，大盘股整体表现较差，拖累沪深 300 指数今年的表现，截至 2021 年 11 月 15 日，沪深 300 指数今年下跌 6.31%，导致了今年大部分以沪深 300 指数为跟踪标的的沪深 300 股指增强基金收益为负，但是部分沪深 300 股指增强基金的打新收益较高，使得这些产品的总收益超过了绝大多数的同类产品。

图 29：沪深 300 增强基金打新收益剥离

基金名称	基金规模	收益率	原始alpha	打新收益率	非打新alpha	最大回撤	净值波动率	收益波动比	2021入围/参与/新股数
基金1	55.05	-1.15%	5.17%	0.42%	4.75%	-16.13%	19.91%	-0.06	248/276/339
基金2	47.01	-2.61%	3.70%	0.56%	3.15%	-14.82%	18.41%	-0.14	287/325/339
基金3	47.00	-7.77%	-1.45%	0.53%	-1.98%	-20.82%	18.66%	-0.42	266/321/339
基金4	25.94	-10.43%	-4.12%	0.93%	-5.05%	-19.06%	18.56%	-0.56	255/305/339
基金5	22.10	-4.48%	1.83%	1.34%	0.50%	-16.81%	19.84%	-0.23	273/324/339
基金6	15.08	1.08%	7.39%	2.20%	5.19%	-15.68%	19.94%	0.05	290/328/339
基金7	14.33	-3.06%	3.25%	1.76%	1.49%	-15.17%	19.37%	-0.16	229/292/339
基金8	12.96	1.04%	7.35%	2.33%	5.02%	-17.68%	20.98%	0.05	252/295/339
基金9	12.60	-6.52%	-0.21%	1.41%	-1.62%	-20.11%	20.84%	-0.31	268/329/339
基金10	12.44	5.96%	12.27%	2.36%	9.91%	-16.69%	20.53%	0.29	306/332/339
基金11	12.43	4.06%	10.37%	3.25%	7.12%	-14.41%	19.79%	0.21	309/332/339
基金12	12.20	-0.60%	5.71%	2.07%	3.64%	-15.61%	20.58%	-0.03	293/315/339
基金13	10.50	-4.13%	2.18%	2.70%	-0.53%	-19.05%	19.96%	-0.21	316/336/339
基金14	9.68	-4.02%	2.29%	2.37%	-0.08%	-17.20%	21.03%	-0.19	274/322/339
基金15	9.34	0.24%	6.55%	3.13%	3.42%	-14.32%	18.63%	0.01	301/326/339
基金16	7.90	3.33%	9.64%	4.94%	4.69%	-17.97%	20.97%	0.16	268/324/339
基金17	6.79	-2.08%	4.24%	4.32%	-0.09%	-15.26%	19.38%	-0.11	318/334/339
基金18	6.51	-1.93%	4.38%	4.42%	-0.04%	-14.21%	18.10%	-0.11	301/336/339
基金19	5.58	-1.54%	4.77%	5.61%	-0.83%	-15.10%	19.12%	-0.08	308/332/339
基金20	5.35	3.35%	9.66%	5.61%	4.05%	-16.74%	20.24%	0.17	287/328/339
基金21	5.33	0.60%	6.91%	3.90%	3.01%	-13.01%	18.56%	0.03	314/326/339
基金22	4.75	-2.98%	3.33%	5.02%	-1.68%	-15.71%	19.14%	-0.16	311/331/339
基金23	4.66	0.89%	7.20%	5.30%	1.91%	-16.91%	20.13%	0.04	293/322/339
基金24	4.62	2.06%	8.37%	7.71%	0.66%	-14.33%	18.73%	0.11	283/322/339
基金25	4.55	2.18%	8.49%	6.76%	1.73%	-12.45%	17.52%	0.12	271/315/339

资料来源：wind，国元证券研究所

受益于中小盘股今年的表现，中证 500 指数今年以来表现较好，截至 11 月 15 日，中证 500 指数今年以来涨幅 11%，与沪深 300 行情形成了明显的反差。这也带动了中证 500 指数增强基金的表现，表现最好的中证 500 指数增强基金今年以来的收益率达到 29.73%。受益于规模，部分增强基金打新收益较高，如某只中证 500 指数增强基金的打新收益达到了 10.07%。

图 30：中证 500 增强基金打新收益剥离

基金名称	基金规模	收益率	原始alpha	打新收益率	非打新alpha	最大回撤	净值波动率	收益波动比	2021入围/参与/新股数
基金1	52.48	15.78%	4.30%	1.59%	2.71%	-13.55%	16.82%	0.94	311/332/339
基金2	52.01	29.73%	18.24%	3.06%	15.18%	-10.89%	18.01%	1.65	314/334/339
基金3	48.78	17.20%	5.72%	0.66%	5.06%	-10.62%	17.56%	0.98	303/334/339
基金4	32.97	24.73%	13.24%	3.29%	9.96%	-9.86%	15.41%	1.60	280/320/339
基金5	17.73	19.02%	7.54%	2.08%	5.45%	-11.05%	16.87%	1.13	301/326/339
基金6	15.87	19.61%	8.13%	4.74%	3.39%	-11.21%	16.15%	1.21	287/324/339
基金7	13.79	24.49%	13.01%	4.45%	8.56%	-9.91%	15.59%	1.57	252/316/339
基金8	10.65	21.03%	9.55%	5.86%	3.68%	-11.98%	15.82%	1.33	269/312/339
基金9	9.50	6.01%	-5.47%	3.47%	-8.94%	-14.10%	16.63%	0.36	277/321/339
基金10	9.10	12.90%	1.41%	3.67%	-2.25%	-10.06%	15.70%	0.82	311/331/339
基金11	7.68	6.63%	-4.85%	3.08%	-7.93%	-16.52%	20.46%	0.32	238/299/339
基金12	6.50	24.98%	13.50%	4.77%	8.73%	-10.25%	15.63%	1.60	194/242/339
基金13	6.06	14.05%	2.57%	4.65%	-2.08%	-14.30%	19.74%	0.71	302/327/339
基金14	4.37	21.67%	10.19%	2.40%	7.79%	-12.81%	17.94%	1.21	125/147/339
基金15	4.24	20.60%	9.12%	7.05%	2.07%	-8.54%	15.68%	1.31	303/331/339
基金16	3.20	25.88%	14.40%	10.07%	4.33%	-12.35%	17.54%	1.48	274/296/339
基金17	2.59	13.78%	2.30%	7.73%	-5.43%	-12.76%	16.42%	0.84	288/320/339
基金18	2.26	13.24%	1.76%	6.30%	-4.53%	-11.59%	16.92%	0.78	250/326/339
基金19	2.26	12.80%	1.32%	7.12%	-5.80%	-11.13%	18.38%	0.70	295/337/339
基金20	1.70	22.53%	11.05%	3.80%	7.25%	-12.95%	16.29%	1.38	134/138/339
基金21	1.39	12.24%	0.76%	2.21%	-1.45%	-11.20%	15.04%	0.81	111/117/339
基金22	1.07	13.68%	2.20%	1.97%	0.23%	-10.31%	15.79%	0.87	85/91/339
基金23	0.94	11.68%	0.20%	4.61%	-4.41%	-10.44%	15.46%	0.76	136/146/339
基金24	0.81	18.75%	7.27%	1.70%	5.57%	-9.55%	15.96%	1.17	73/79/339
基金25	0.80	14.27%	2.79%	7.34%	-4.55%	-12.27%	17.00%	0.84	103/115/339

资料来源：wind，国元证券研究所

### 4.3 打新对全市场产品收益增厚

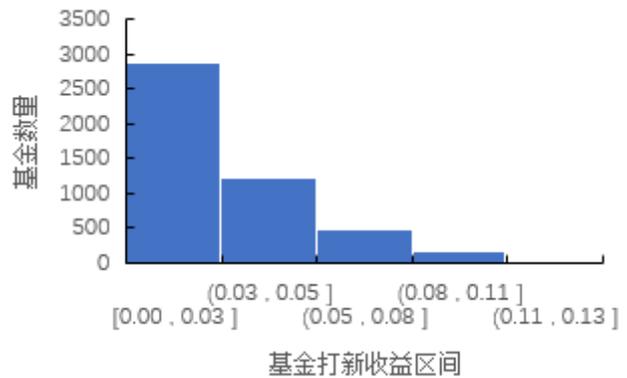
我们考察打新对全市场的收益增厚。剔除了部分已经除牌基金产品以及 2021 年之后新成立的基金产品，我们最终统计了 4750 只基金产品今年以来的打新收益，各类基金都受益于打新策略，其中指数增强基金的收益率更高。

图 32 为基金打新收益区间与基金数量的关系，可以看到大部分基金的打新收益在 0 到 3%之间，175 只基金的打新收益在 8%到 11%之间，有 15 只基金的打新收益较高，超过了 11%。

图 31：不同类型基金分位数打新收益

2021 至今 A 类打新收益 (2021-01-01~2021-11-15)				
基金类型	总个数	1/4	1/2	3/4
增强指数型基金	136	5.30%	3.27%	1.59%
灵活配置型基金	1397	4.71%	3.03%	1.57%
股票多空	25	4.62%	2.70%	1.49%
普通股票型基金	441	4.47%	2.22%	0.83%
被动指数型基金	701	3.54%	1.45%	0.42%
偏股混合型基金	1445	3.26%	1.46%	0.48%
偏债混合型基金	516	2.70%	1.20%	0.40%

图 32：基金打新收益区间与基金数量



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

### 4.4 基金理论打新收益计算

本部分我们探讨不同规模资金的理论网下 A 类打新收益以及网下 A 类满中打新收益。对于不同规模资金的打新收益，假设使用网下 A 类平均中签率、账户参与所有新股打新、科创板和创业板报价全部入围、资金配置一半沪市一半深市且股票满仓、按首次开板日均价卖出，我们测试不同账户规模下的逐股票网下打新收益。不同规模资金打新收益具体可以由下式来表示：

$$\text{不同规模打新收益} = (\text{首次开板日均价} - \text{上市价}) \times \text{资金规模} / 2 \times \text{A 类账户中签率}$$

对于满中打新收益，我们测算 A 类账户对新上市股票全部打满时，可以获得的收益。利用首次开板日的均价与股票上市价格来计算收益，其中创业板和科创板由于是注册制，因此上市日即为首次开板日，主板股票则为开板日。满中打新收益具体可以由下式表示：

$$\text{满中打新收益} = (\text{首次开板日均价} - \text{上市价}) \times \text{可申购限额上限} \times \text{A 类账户中签率}$$

我们选用 2021 年 10 月 25 日到 2021 年 11 月 15 日区间内上市的新股来进行不同规模打新收益和满中打新收益的计算，其中强瑞技术、零点有数、瑞纳智能、天亿马采用上网定价方式，因此我们予以剔除，对剩余的 25 只股票进行不同规模打新收益和满中打新收益的计算。

下图为规模在 1.5 亿到 10 亿之间的不同规模打新收益以及满中收益。可以发现大部分新股的打新收益为正，但仍有部分新股为负的打新收益，如可孚医疗于 10 月 25 日上市，但满中情况下的打新收益为负的 4.04 万元，中科微至于 10 月 26 日上市，满中情况下的打新收益为负的 3.51 万元，打新收益亏损最大的是 10 月 28 日上市的

成大生物，10 亿规模资金打新收益为负的 13.91 万元，满中情况下打新收益亏损达到了负的 27.2 万元。在近期的打新氛围下，虽然部分新股破发，但大部分新股仍然涨幅不错，满中打新收益在 0-20 万之间，其中安路科技的满中收益达到了 32.74 万。

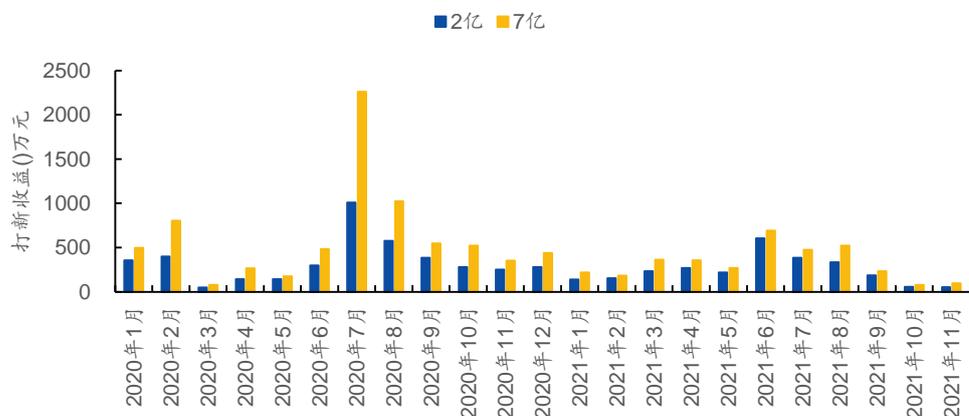
图 33：近期新股的打新收益及满中收益

代码	股票名称	上市日期	1.5亿	2亿	3亿	4亿	5亿	6亿	7亿	8亿	9亿	10亿	满中收益
688212.SH	澳华内镜	2021-11-15	2.98	3.97	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96
688105.SH	诺唯赞	2021-11-15	3.20	4.27	6.41	8.54	10.68	12.81	14.95	17.08	17.75	17.75	17.75
688107.SH	安路科技-U	2021-11-12	0.00	13.33	20.00	26.67	32.74	32.74	32.74	32.74	32.74	32.74	32.74
301098.SZ	金埔园林	2021-11-12	6.09	6.09	6.09	6.09	6.09	6.09	6.09	6.09	6.09	6.09	6.09
301188.SZ	力诺特玻	2021-11-11	5.42	8.56	9.27	9.27	9.27	9.27	9.27	9.27	9.27	9.27	9.27
603213.SH	镇洋发展	2021-11-11	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
301149.SZ	隆华新材	2021-11-10	5.58	8.78	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69
688162.SH	巨一科技	2021-11-10	5.56	7.42	11.13	14.84	18.55	18.96	18.96	18.96	18.96	18.96	18.96
301092.SZ	争光股份	2021-11-02	0.03	0.05	0.07	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
001288.SZ	运机集团	2021-11-01	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
301093.SZ	华兰股份	2021-11-01	0.52	-0.69	-1.04	-1.38	-1.73	-2.08	-2.23	-2.23	-2.23	-2.23	-2.23
301091.SZ	深城交	2021-10-29	0.53	-0.70	-1.05	-1.40	-1.71	-1.71	-1.71	-1.71	-1.71	-1.71	-1.71
688739.SH	成大生物	2021-10-28	2.09	-2.78	-4.17	-5.56	-6.95	-8.35	-9.74	-11.13	-12.52	-13.91	-27.20
301088.SZ	成美股份	2021-10-28	0.58	-0.77	-1.16	-1.54	-1.93	-2.31	-2.56	-2.56	-2.56	-2.56	-2.56
301089.SZ	拓新药业	2021-10-27	1.97	2.23	2.23	2.23	2.23	2.23	2.23	2.23	2.23	2.23	2.23
605138.SH	盛泰集团	2021-10-27	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
688257.SH	新锐股份	2021-10-27	0.81	-1.08	-1.62	-2.16	-2.25	-2.25	-2.25	-2.25	-2.25	-2.25	-2.25
688280.SH	精进电动-UW	2021-10-27	1.81	2.41	3.62	4.83	6.03	7.24	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39
301082.SZ	久盛电气	2021-10-27	7.54	10.05	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38	10.38
301090.SZ	华润材料	2021-10-26	2.50	3.34	5.00	6.67	8.34	10.01	11.68	12.01	12.01	12.01	12.01
688211.SH	中科微至	2021-10-26	0.44	-0.58	-0.88	-1.17	-1.46	-1.75	-2.04	-2.34	-2.63	-2.92	-3.51
688553.SH	汇宇制药-W	2021-10-26	0.20	0.26	0.40	0.53	0.66	0.79	0.92	1.05	1.14	1.14	1.14
301087.SZ	可孚医疗	2021-10-25	0.45	-0.60	-0.90	-1.20	-1.50	-1.80	-2.10	-2.40	-2.70	-3.00	-4.04
688255.SH	凯尔达	2021-10-25	0.37	0.49	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71
605566.SH	福莱蒾特	2021-10-25	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40

资料来源：wind，国元证券研究所

下图为 2 亿和 7 亿资金规模自 2020 年以来的月度打新收益，可以看到 2020 年的打新收益在经历了 3 月的短暂下滑之后，逐渐回升，7 月份中芯国际在科创板上市，上市首日涨幅 201.97%，带来了丰厚的打新收益，2 亿规模的资金在 7 月份的打新收益达到了 1000 万，7 亿规模资金 7 月份的打新收益接近 2500 万，均创下了 2020 年以来的打新收益最高值。随后打新收益有所回落，值得注意的是，2021 年 6 月份以来，打新收益持续降低，受多只新股破发的影响，10 月份 2 亿规模资金的打新收益仅有 58 万元，7 亿规模的打新收益为 77 万元，双双低于 100 万元，打新收益均值回归迹象明显。

图 34：不同规模月度打新收益



资料来源：wind，国元证券研究所

图 35 到图 38 为所有板块以及主板、创业板、科创板下不同规模账户的月度打新收益率，可以看到创业板和科创板打新收益要好于主板，每个板块下 1.5 亿规模基金的打新收益最高，基金的打新收益随着基金规模上升而递减。2021 年至今(2021/11/15)，1.5 亿资金的理想打新收益为 15.92%，2 亿资金下的理想打新收益为 13.19%，规模超过 2 亿的资金理想打新收益均低于 10%。在目前科创板和创业板注册制下，线下打新门槛为 6000 万元，1.5 亿到 2 亿规模的基金刚好可以满足同时打新沪市与深市，因此意味着更高的资金利用效率与更高的打新收益。

图 35：所有板块不同规模账户月度打新收益率

年月	1.5亿	2亿	3亿	4亿	5亿	6亿	7亿	8亿	9亿	10亿
2020年1月	2.22%	1.78%	1.31%	1.05%	0.90%	0.79%	0.71%	0.64%	0.58%	0.52%
2020年2月	2.14%	1.99%	1.75%	1.56%	1.40%	1.26%	1.15%	1.06%	0.99%	0.91%
2020年3月	0.28%	0.25%	0.22%	0.19%	0.16%	0.13%	0.11%	0.10%	0.09%	0.08%
2020年4月	0.81%	0.72%	0.62%	0.55%	0.51%	0.44%	0.38%	0.33%	0.30%	0.27%
2020年5月	0.79%	0.72%	0.54%	0.43%	0.35%	0.29%	0.25%	0.22%	0.19%	0.18%
2020年6月	1.61%	1.49%	1.23%	1.04%	0.90%	0.79%	0.69%	0.62%	0.56%	0.51%
2020年7月	5.21%	5.05%	4.57%	4.06%	3.68%	3.42%	3.23%	3.08%	2.97%	2.86%
2020年8月	3.17%	2.88%	2.44%	2.11%	1.83%	1.62%	1.46%	1.31%	1.19%	1.09%
2020年9月	2.31%	1.93%	1.48%	1.20%	1.01%	0.88%	0.78%	0.70%	0.64%	0.59%
2020年10月	1.51%	1.40%	1.21%	1.07%	0.98%	0.85%	0.74%	0.67%	0.60%	0.55%
2020年11月	1.42%	1.26%	0.99%	0.80%	0.66%	0.57%	0.50%	0.44%	0.39%	0.35%
2020年12月	1.59%	1.40%	1.08%	0.90%	0.79%	0.70%	0.63%	0.57%	0.52%	0.47%
2021年1月	0.82%	0.70%	0.56%	0.47%	0.41%	0.36%	0.31%	0.28%	0.25%	0.23%
2021年2月	0.93%	0.78%	0.58%	0.44%	0.36%	0.30%	0.26%	0.23%	0.20%	0.18%
2021年3月	1.40%	1.17%	0.91%	0.76%	0.66%	0.58%	0.52%	0.47%	0.43%	0.39%
2021年4月	1.66%	1.35%	0.99%	0.79%	0.66%	0.57%	0.51%	0.45%	0.40%	0.36%
2021年5月	1.33%	1.09%	0.79%	0.61%	0.51%	0.44%	0.39%	0.35%	0.32%	0.29%
2021年6月	3.78%	3.02%	2.13%	1.66%	1.36%	1.14%	0.99%	0.87%	0.78%	0.71%
2021年7月	2.28%	1.92%	1.39%	1.09%	0.90%	0.77%	0.68%	0.61%	0.55%	0.51%
2021年8月	1.95%	1.68%	1.31%	1.10%	0.96%	0.84%	0.75%	0.68%	0.62%	0.57%
2021年9月	1.15%	0.94%	0.69%	0.55%	0.45%	0.38%	0.33%	0.30%	0.27%	0.24%
2021年10月	0.32%	0.29%	0.21%	0.16%	0.14%	0.12%	0.11%	0.10%	0.08%	0.07%
2021年11月	0.28%	0.26%	0.23%	0.20%	0.19%	0.16%	0.14%	0.12%	0.11%	0.10%
2020年至今	38.99%	34.07%	27.21%	22.82%	19.76%	17.40%	15.62%	14.19%	13.02%	12.04%
2021年至今	15.92%	13.19%	9.79%	7.84%	6.59%	5.66%	4.98%	4.45%	4.02%	3.66%

资料来源：wind，国元证券研究所

图 36：主板不同规模账户月度打新收益率

年月	1.5亿	2亿	3亿	4亿	5亿	6亿	7亿	8亿	9亿	10亿
2020年1月	1.41%	1.06%	0.70%	0.53%	0.42%	0.35%	0.30%	0.26%	0.23%	0.21%
2020年2月	0.34%	0.26%	0.17%	0.13%	0.10%	0.09%	0.07%	0.06%	0.06%	0.05%
2020年3月	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
2020年4月	0.21%	0.16%	0.11%	0.08%	0.06%	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%
2020年5月	0.10%	0.07%	0.05%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%
2020年6月	0.23%	0.18%	0.14%	0.12%	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%	0.05%	0.05%
2020年7月	0.16%	0.12%	0.08%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%
2020年8月	0.16%	0.12%	0.08%	0.06%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%
2020年9月	0.26%	0.20%	0.13%	0.10%	0.08%	0.07%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%
2020年10月	0.08%	0.06%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%
2020年11月	0.27%	0.20%	0.14%	0.10%	0.08%	0.07%	0.06%	0.05%	0.05%	0.04%
2020年12月	0.15%	0.11%	0.07%	0.06%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%
2021年1月	0.10%	0.07%	0.05%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%
2021年2月	0.10%	0.07%	0.05%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%
2021年3月	0.07%	0.05%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
2021年4月	0.12%	0.09%	0.06%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
2021年5月	0.29%	0.22%	0.15%	0.11%	0.09%	0.07%	0.06%	0.05%	0.05%	0.04%
2021年6月	1.71%	1.28%	0.86%	0.65%	0.52%	0.43%	0.37%	0.32%	0.29%	0.26%
2021年7月	0.08%	0.06%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
2021年8月	0.31%	0.23%	0.16%	0.12%	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%	0.05%	0.05%
2021年9月	0.06%	0.05%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
2021年10月	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
2021年11月	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2020年至今	6.27%	4.73%	3.18%	2.40%	1.92%	1.60%	1.37%	1.20%	1.07%	0.96%
2021年至今	2.87%	2.16%	1.45%	1.08%	0.87%	0.72%	0.62%	0.54%	0.48%	0.43%

资料来源：wind，国元证券研究所

图 37：创业板不同规模账户月度打新收益率

年月	1.5亿	2亿	3亿	4亿	5亿	6亿	7亿	8亿	9亿	10亿
2020年1月	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2020年2月	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2020年3月	0.08%	0.06%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%
2020年4月	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2020年5月	0.12%	0.09%	0.06%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
2020年6月	0.08%	0.06%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%
2020年7月	0.20%	0.15%	0.10%	0.08%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%
2020年8月	1.28%	1.12%	0.92%	0.80%	0.68%	0.58%	0.52%	0.47%	0.42%	0.39%
2020年9月	1.39%	1.12%	0.82%	0.65%	0.55%	0.48%	0.42%	0.39%	0.36%	0.33%
2020年10月	0.68%	0.63%	0.50%	0.40%	0.34%	0.30%	0.27%	0.25%	0.23%	0.22%
2020年11月	0.57%	0.53%	0.44%	0.36%	0.29%	0.24%	0.20%	0.18%	0.16%	0.14%
2020年12月	0.67%	0.60%	0.44%	0.34%	0.29%	0.24%	0.21%	0.18%	0.16%	0.15%
2021年1月	0.42%	0.33%	0.23%	0.18%	0.14%	0.12%	0.10%	0.09%	0.08%	0.07%
2021年2月	0.48%	0.38%	0.27%	0.20%	0.16%	0.13%	0.11%	0.10%	0.09%	0.08%
2021年3月	0.71%	0.57%	0.42%	0.33%	0.28%	0.25%	0.23%	0.21%	0.20%	0.19%
2021年4月	0.96%	0.80%	0.62%	0.51%	0.44%	0.39%	0.35%	0.31%	0.28%	0.25%
2021年5月	0.35%	0.27%	0.18%	0.13%	0.11%	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%	0.05%
2021年6月	0.88%	0.71%	0.49%	0.37%	0.29%	0.24%	0.21%	0.18%	0.16%	0.15%
2021年7月	1.01%	0.86%	0.60%	0.47%	0.38%	0.32%	0.28%	0.24%	0.21%	0.19%
2021年8月	0.64%	0.52%	0.38%	0.31%	0.27%	0.22%	0.19%	0.17%	0.15%	0.13%
2021年9月	0.67%	0.50%	0.33%	0.25%	0.20%	0.17%	0.14%	0.13%	0.11%	0.10%
2021年10月	0.19%	0.18%	0.12%	0.09%	0.08%	0.06%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%
2021年11月	0.12%	0.11%	0.09%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%
2020年至今	11.56%	9.61%	7.12%	5.66%	4.69%	4.01%	3.52%	3.14%	2.83%	2.59%
2021年至今	6.44%	5.23%	3.73%	2.91%	2.40%	2.04%	1.78%	1.57%	1.41%	1.28%

资料来源：wind，国元证券研究所

图 38：科创板不同规模账户月度打新收益率

年月	1.5亿	2亿	3亿	4亿	5亿	6亿	7亿	8亿	9亿	10亿
2020年1月	0.80%	0.72%	0.60%	0.52%	0.47%	0.44%	0.41%	0.38%	0.34%	0.31%
2020年2月	1.79%	1.73%	1.57%	1.43%	1.30%	1.17%	1.07%	1.00%	0.93%	0.86%
2020年3月	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.12%	0.10%	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%
2020年4月	0.58%	0.55%	0.51%	0.47%	0.44%	0.39%	0.33%	0.29%	0.26%	0.23%
2020年5月	0.58%	0.56%	0.43%	0.35%	0.28%	0.24%	0.20%	0.18%	0.16%	0.14%
2020年6月	1.30%	1.24%	1.04%	0.89%	0.78%	0.69%	0.61%	0.54%	0.49%	0.45%
2020年7月	4.84%	4.77%	4.38%	3.92%	3.57%	3.33%	3.15%	3.01%	2.91%	2.81%
2020年8月	1.74%	1.64%	1.43%	1.26%	1.11%	1.00%	0.91%	0.81%	0.74%	0.67%
2020年9月	0.66%	0.61%	0.52%	0.45%	0.39%	0.34%	0.30%	0.27%	0.24%	0.22%
2020年10月	0.76%	0.72%	0.67%	0.64%	0.61%	0.52%	0.45%	0.40%	0.35%	0.32%
2020年11月	0.59%	0.53%	0.41%	0.34%	0.29%	0.27%	0.24%	0.21%	0.19%	0.17%
2020年12月	0.77%	0.70%	0.57%	0.50%	0.46%	0.42%	0.39%	0.36%	0.33%	0.30%
2021年1月	0.31%	0.30%	0.27%	0.26%	0.24%	0.21%	0.19%	0.17%	0.16%	0.14%
2021年2月	0.35%	0.33%	0.26%	0.21%	0.17%	0.15%	0.13%	0.11%	0.10%	0.09%
2021年3月	0.63%	0.55%	0.46%	0.40%	0.35%	0.31%	0.28%	0.25%	0.22%	0.20%
2021年4月	0.58%	0.47%	0.31%	0.23%	0.19%	0.16%	0.13%	0.12%	0.10%	0.09%
2021年5月	0.68%	0.60%	0.47%	0.37%	0.31%	0.28%	0.25%	0.23%	0.21%	0.19%
2021年6月	1.20%	1.02%	0.78%	0.65%	0.55%	0.47%	0.41%	0.36%	0.33%	0.30%
2021年7月	1.19%	1.00%	0.75%	0.59%	0.49%	0.43%	0.39%	0.35%	0.33%	0.30%
2021年8月	1.00%	0.92%	0.77%	0.67%	0.60%	0.54%	0.49%	0.45%	0.42%	0.39%
2021年9月	0.42%	0.38%	0.32%	0.27%	0.23%	0.20%	0.17%	0.16%	0.14%	0.13%
2021年10月	0.10%	0.09%	0.07%	0.06%	0.06%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%
2021年11月	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.13%	0.12%	0.10%	0.09%	0.08%	0.07%
2020年至今	21.16%	19.72%	16.91%	14.77%	13.15%	11.80%	10.73%	9.85%	9.12%	8.49%
2021年至今	6.61%	5.81%	4.61%	3.85%	3.32%	2.90%	2.58%	2.33%	2.13%	1.95%

资料来源：wind，国元证券研究所

## 5. 打新策略的展望

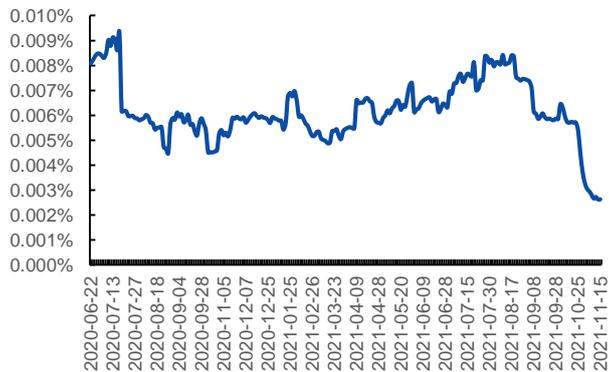
注册制改革红利后，打新策略一度享有较高的无风险收益。受降低“高剔”比例、赋予投行“低剔”权等新政策影响，越来越多的企业突破“四数孰低值”，新股定价权向投行转移，新股上市涨幅大幅分化，未来机构难以在打新市场上获取无风险收益，对于新股的定价能力重要性将凸显。

从 10 月份开始，有多只新股出现破发，基金的打新收益率出现了较大幅度的下滑。通过滚动跟踪 60 只新股的表现，分别测算 A 类账户创业板、创业板和主板单位规模的打新收益，可以看到注册制下的科创板和创业板与非注册制下的主板单位规模打新收益差异较大，科创板和创业板下的单位规模打新收益明显高于主板下的单位规模打新收益。同时，进入十月以来，科创板和创业板下的单位规模打新收益出现了大幅的下滑，而主板表现比较平稳。

我们使用下述公式对明年的打新收益进行测算，明年的打新收益受三个变量影响，分别是预测新股上市规模、近期单位规模的打新收益、以及折扣系数。

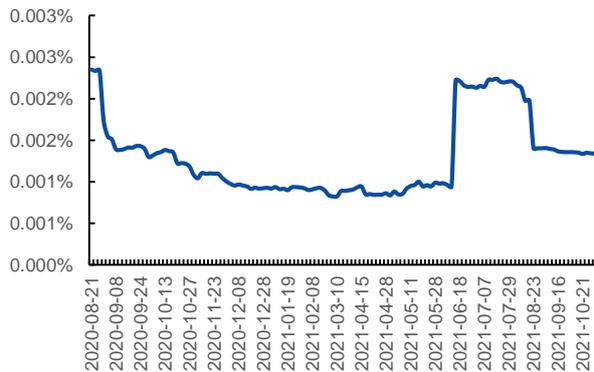
$$\text{预测规模打新收益} = \text{预测规模} \times \text{单位规模打新收益} \times \text{折扣系数}$$

图 39: A 类账户科创板和创业板单位规模打新收益



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 40: A 类账户主板单位规模打新收益

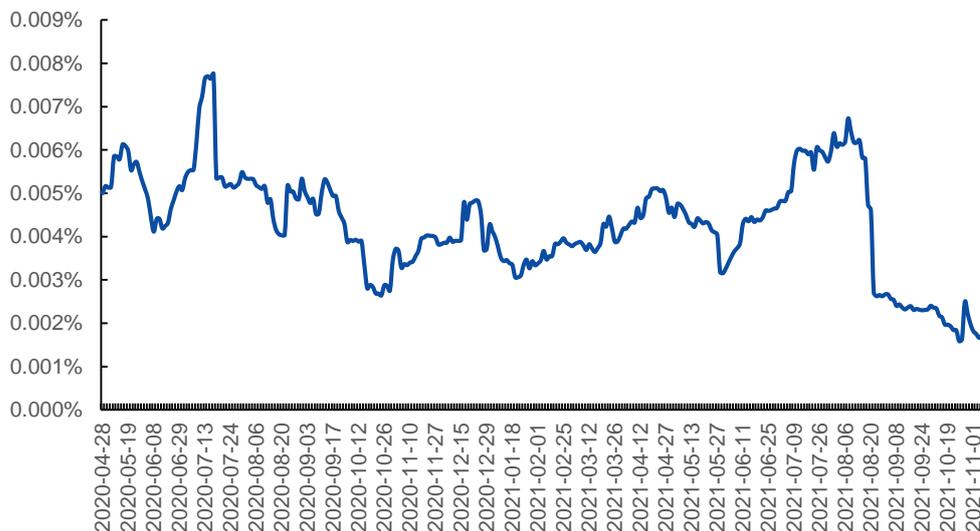


资料来源: wind, 国元证券研究所

近期结束的中央经济工作会议在谋划明年经济工作时提到，要全面实行股票发行注册制，我们预计明年 IPO 仍将保持过去两年的发行节奏，新股规模可期。按照 2020 年的 4699 亿，2021 年预计能达到 5000 亿，2022 年预计维持在 5000 亿左右。

单位规模新股打新收益近期下滑明显，主要原因是新规后新股价格大幅攀升，新股上市涨幅下降，此外报价入围率也有一定程度的下滑。过去部分机构以报价入围数量进行考核，逐步转向未来以报价质量进行考核，选择性地参与优质项目。我们计算了滚动 60 只新股的平均单位规模打新收益，可以看到单位规模打新收益在今年 7 月份达到阶段性的高点之后便快速下滑，目前该指标维持在 0.002% 左右。

图 41: 滚动 60 只新股平均单位规模打新收益



资料来源: wind, 国元证券研究所

折扣系数方面主要考虑到市场有效性不断提升，打新策略的收益风险比将向其他风险策略回归，我们预估整体折扣可能在 60% 左右，整体打新收益率预计较今年有 50% 左右的下滑。

在 2 亿和 7 亿规模的 A 类账户下，我们根据不同预测规模和折扣比例，进行打新收益率的敏感性分析，结果如下图所示：

图 42：不同参数假设下 2022 年 A 类账户打新收益率(2 亿规模)

折扣比例	不同预测规模(亿元)				
	3000	3500	4000	4500	5000
85%	4.62%	5.39%	6.16%	6.93%	7.70%
80%	4.35%	5.07%	5.80%	6.52%	7.24%
75%	4.07%	4.75%	5.43%	6.11%	6.79%
70%	3.80%	4.44%	5.07%	5.70%	6.34%
65%	3.53%	4.12%	4.71%	5.30%	5.89%
60%	3.26%	3.80%	4.35%	4.89%	5.43%
55%	2.99%	3.49%	3.98%	4.48%	4.98%

资料来源：wind，国元证券研究所

图 43：不同参数假设下 2022 年 A 类账户打新收益率(7 亿规模)

折扣比例	不同预测规模(亿元)				
	3000	3500	4000	4500	5000
85%	1.80%	2.09%	2.39%	2.69%	2.99%
80%	1.69%	1.97%	2.25%	2.53%	2.82%
75%	1.58%	1.85%	2.11%	2.38%	2.64%
70%	1.48%	1.72%	1.97%	2.22%	2.46%
65%	1.37%	1.60%	1.83%	2.06%	2.29%
60%	1.27%	1.48%	1.69%	1.90%	2.11%
55%	1.16%	1.36%	1.55%	1.74%	1.94%

资料来源：wind，国元证券研究所

## 6. 风险提示

本文收益测算方法存在较多假设条件，IPO 节奏放缓、新股申购规则变化、基金参与度降低、机构改变卖出策略、锁定期规则调整、基金巨量申赎等因素都可能会影响测算结果。基金历史业绩不能代表未来收益，本文数据仅供参考，不作为投资建议。