



新股发行“变奏”，导致收益回调——

揭秘期货对敲

本报记者 何川

近日，大连商品交易所发布公告称，已对4起通过对敲手段转移资金违规案件的调查审理终结。根据《大连商品交易所违规处理办法》的相关规定，对违规的4名自然人客户和1名法人客户，给予通报批评并处罚暂停开仓交易2个月或3个月的纪律处分。

尽管期货市场上的对敲交易不时发生，但很多投资新手可能对此不是很了解。实际上，所谓的对敲交易，是指在两个账户之间在相同的期货合约上，按照事先约定的时间、价格和方式进行的互为对手的交易。对敲交易是期货市场典型的违规交易行为，通常发生在流动性较差的远期期货合约，通过对敲交易能够影响市场价格、转移资金或者谋取不正当利益。

从对敲交易的类型来看，部分对敲交易是由投资者在不了解期货交易规则的情况下因错误操作或好奇尝试引起的；也有部分对敲交易带有违法犯罪意图，即通过这种方式获取和转移交易关联方账户资金。从以往的中国证监会、期货交易场所和人民法院处理的对敲案件来看，往往一方或双方有预谋，目的是转移资金。

就近些年市场上影响较大的对敲案例来看，2013年4月，首起发生在上海市并经查实的、通过期货市场通过对敲交易转出资金实施诈骗的案件，在全国范围内也具备典型性。当时，受害人陈先生将名下390万元期货账户交由通过互联网认识的一位职业期货炒家(受托人)操作，并以此获取每日千分之一的固定收益，该受托人利用陈先生的期货账户买卖远期无人交易的棕榈油期货合约，造成其期货账户390万元“不翼而飞”，即通过骗取他人账户和事先开设账户之间进行对敲并转出资金，获取数以百万计的违法“快钱”。

值得关注的是，基于投资者身份、动机和目的不同，对敲交易引起的法律后果不完全相同。有的投资者自己在不同期货公司的账户之间以对敲转移资金、涉嫌洗钱；有的投资者在获取他人的交易密码后，将他人账户的资金对敲至自己账户或关联第三方账户，涉嫌盗窃；有的是法人投资者的指定下单人及资金调拨人，利用职务之便将法人资金对敲至关联第三方账户，涉嫌侵占。总之，对敲行为具体的违法犯罪的定性需要综合主客观等不同方面认定。另外，对敲操作者为了达到目的，一般采取在双方账户之间通过高买低卖来达到对敲目的，背离了期货交易低买高卖的一般规律，严重扰乱合理价格，破坏了期货市场正常运行。

为了防范对敲交易给客户造成损失、保护客户资金安全，目前证监会要求期货公司严格执行当日无负债结算制度，投资者当日平仓盈利在结算完成前不得出金。同时，针对期货交易所通报对敲转移资金等涉嫌违法违规情形的，还明确亏损投资者所在期货公司应立即与投资者核实交易情况，盈利投资者所在期货公司在事件调查结束前应当限制投资者出金。此外，投资者也应当妥善保管好自己的交易账户信息，以防账户被盗窃、资金被对敲转移。

打新基金如何“好中选优”

本报记者 周琳

▲ 在IPO发行频率加快、中小市值股票稀缺度降低的背景下，打新基金参与新股申购热情未见明显缩减，但收益已不及预期

▲ 打新只是基金管理人的投资策略之一。对打新基金来说，债券投资是其基础收益，打新收益则是“锦上添花”。因此，投资者在选择打新基金时，应重点考虑基金管理人的债券投资能力，同时规模大小也是关键指标之一

随着近期A股市场IPO发行频率加快，新股供应增加，采用打新股获取稳健收益的策略出现较大变数。对于借道“低门槛”打新基金的投资者来说，是否该继续持有这一类型基金？存量打新基金产品如何“好中选优”？

打新参与度提高 基金收益回调

Wind资讯统计显示，截至1月23日，2017年以来发行的新股总数为37家，平均每天通过核发的新股数为2.67家。2016年以来参与过打新的公募基金中，占总数50%的基金参与申购了过半数以上新股，30%的基金参与过八成数量的新股申购。据上海证券基金评价中心统计显示，2016年A股市场有175只新股上市，共1705只基金参与过打新，数量较2015年上升160%以上。其中保本型、股票多空型、混合型、指数增强型等基金都是积极参与打新的主力。

尽管参与度较高，打新收益却不及预期。今年以来上市的海利尔、太平鸟等新股均在第4个交易日就打开涨停板，后期表现与过去的次新股相差甚远。次新股指数在2016年12月1日至2017年1月23日期间由103412点下跌至7680点，跌幅超过25%，日均成交额仅为110亿元左右，远不及2016年10月份、11月份200亿元左右的水平。

之所以打新收益回调，与IPO“变奏”和打新市场表现有关。融通新能源基金经理付伟琦认为，在IPO加速的背景下，中小市值股票稀缺程度降低，投资者对新股热情降低；从市场表现看，新股上市后涨停板过快打开，降低了打新基金收益率，引起部分资金的抛压。

新股上市表现分化，打新基金还有必要继续持有吗？上海证券基金评价中心分析师李颖认为，在目前的新股发行制度和监管体制下，打新基金的策略套利空间依旧存在。据统计，2016年1月1日至12月15日发行的149只新股上市至开板平均涨幅13.46%。同时，公募基金在网下申购享有政策优势，作为A类机构的公募基金中签率明显高于B类投资者和C类投资者。从数据上来看，2016年A类投资者的配售率几乎是网下整体配售率的2倍。这意味着公募基金只要顶格申购每次打新平均能收获1.61万股的新股。

“换个角度看，打新只是基金管理人的投资策略之一，并非基金产品的品类，管理人可以在合适的时机参与打新，也可以择机退出，还可采取债券策略、股票策略等其他策略，没必要为了维护本不存在的打新基金名头，每逢



新股必打。”金牛理财网分析师官曼琳说。

上海证券基金评价研究中心统计显示，2016年积极参与新股申购、基金业绩稳健的“打新基金”仅有42只。这些基金2016年以来收益率区间在0至5.5%之间。

“未来的打新收益依然会较为丰厚，尤其是对中小盘股组合。”华创证券分析师汤雅文认为，打新基金需要在增强收益与底仓波动之间权衡，作为多策略基金，打新基金除了获取打新确定的收益外，债券策略和股票策略也非常重要。

债券投资是基础 规模选择是关键

既然打新基金数量越来越多，打新收益仍具有吸引力，那么投资者如何选择市场上存量的1700余只打新基金？

据业内人士介绍，从打新基金的特点看，这类产品主要追求确定性较高的新股收益、债券投资收益等，与固收类基金相差无几，因此比较适合低风险投资者。

官曼琳认为，打新基金与其他固收产品的差异主要体现在两方面：一是作为基础收益的债券投资部分。二是作为“锦上添花”的打新收益部分。剔除目前市场上采用打新策略的股票型基金(股票投资仓位在80%以上)，打新基金主要为灵活配置型基金和偏债混合型基金产品。这些基金在2016年三个季度末平均债券持仓91%，最低50%，最高为124%。这说明，在选择打新基金时，应重点考虑基金管理人的债券投资能力。

从增强收益部分看，打新基金2016年近三个季度末平均股票持仓为4.6%，八成基金股票仓位控制在5%以内，最高为民生加银新

动力，2016年三个季度平均股票持仓为17.33%。打新基金重仓持股均以大中盘、价值型、平衡型股票为主，极少基金重仓小盘、成长风格股票。可见，在对冲股票风险的手段较为有限的情况下，大部分打新基金都通过严控仓位、精选大盘价值股票，将整体组合风险保持在可控范围内。

据上海证券基金评价中心统计，由于基金新股申购市值不能超过基金规模，假设规模在0.5亿元、1亿元、1.5亿元、3亿元的基金，均获得每只新股最大可配售额或市值匹配的配售额，则单纯的打新策略最高能为上述基金贡献年度收益率为6.21%、5.95%、5.39%和3.99%。

由此不难看出，除了成立期限、基金品类、债券投资能力之外，规模大小也是选择打新基金的关键指标之一。李颖表示，参与网上打新的基金至少需要有一定市值的底仓，基金申购的金额不能超过该基金的总资产。“因此，基金规模不能太小，否则可申购的新股数量将大幅减少；同时，基金规模也不宜过大，否则将摊薄打新收益。”李颖说。

究竟多大规模的打新基金比较合适？理论上，若基金只持有6000万元股票底仓参与打新，同时将股票仓位长期控制在5%左右，则理想的打新基金规模为12亿元。从目前实际情况看，业绩较好的打新基金平均规模约为13亿元。

“目前市场的打新基金大都遵循了分散投资、打新增厚收益、不额外参与二级市场股票投资这样的运作思路。若放宽对股票风险敞口的控制，长期将股票底仓控制在资产规模10%左右的基金，则规模为6亿元左右。”李颖认为，投资者在考虑打新基金规模时，可优先考虑6亿元至12亿元规模区间的混合基金类产品，当然也要根据自身风险偏好进行适当调整。



可转债“攻守兼备”

本报记者 李会

在经历了2015年股市剧烈调整、发行急剧萎缩之后，2016年转债市场逐渐走出低迷期。相关统计数据显示，全年可转债发行量达212亿元，较上一年有所恢复，市场规模也重新回到300亿元以上。

可转债是指在一定期限内，依据约定的条件和既定的转股价格，转换成发行人公司股票的债券。简单说，可转债是一种内嵌期权的债券，赋予了投资者一种选择的权利——既可以持有债券，也可以到期转成公司股票。

“亦股亦债”，不同属性的综合体意味着可转债投资“攻守兼备”。对投资者而言，可转债除了具有一般债券安全、稳定的属性外，还内含换股权，具有通过换股来实现更高收益的机会。即使最后选择不换股，也能获得债券本身的还本付息。

从历史发行情况来看，2010年之前转债的发行都寥寥无几，直到2010年转债发行出现井喷，随后在2013年整个存量市场规模达到1600亿元的顶峰。2015年股市剧烈调整导致转债整体发行量急剧下降，全年仅有两只转债发行，市场规模也大幅萎缩，创下2010年以来的新低。

由于可转债具有股票与债券的双重属性，可转债与股市、债市的联动效应明显。据上海证券分析师胡月晓介绍，2016年年初股市几度熔断，转债市场跟随A股向下调整，且调整幅度更为剧烈。6月底，随着债市走强以及股市的稳中趋升，可转债指数也一路攀升。但在年末收官季却遭遇债市深度调整，拖累可转债的表现，中证转债指数最低跌至276点，创全年新低后又随着债市的恢复性上涨有所回升。

据业内人士介绍，投资可转债，需要关注标的的股性和债性双重指标，其中股性指标主要用来观测转债的进攻性，债性指标主要用于衡量转债的防守性。

胡月晓认为，2017年的可转债市场，对于股性较强的个券来讲，还是有相对较好的表现机会，但仍需要根据基本面，对于正股未来的走势做出预判来精选个券，以获取可转债的“股性”收益。“对于债性较强的个券而言，则是很好的防御品种，可做配置长期持有。”胡月晓表示，尤其是当前到期收益率较高、纯债溢价率偏低且绝对价格也相对低位的一些券种，都是值得关注的防守品种，但跟涨的能力可能偏弱。

值得关注的是，可转债投资还要密切注意流动性冲击。回顾过去几年的情况，流动性冲击很容易反映到转债市场，转债交易的特点、投资者结构等因素，都容易导致转债在流动性冲击中快速调整。

据兴业证券分析师唐跃介绍，由于转债本身没有涨跌幅限制，而且是T+0交易(公募等机构不可以日内回转)，一旦股市发生极端下跌时，转债仍有变现能力，而这种变现能力往往会带来可转债的深度下跌。

当银行间市场流动性紧张时，转债的调整幅度也会大于正股。唐跃表示，这主要是两个因素造成：一是转债的投资者中公募债基占据很大比例，即转债与正股的投机者结构存在明显差异；二是转债几乎是债券资产中流动性最好的品种。当流动性冲击出现时，非银的债基遭遇赎回，信用债变现能力又较差，不得不卖出流动性好的转债，利率债等，所以转债的跌幅往往会很大。

信心指数回暖 私募乐观布局

数据来源：私募排排网

