

聚焦 FOCUS 新股定价之询价机构

机构新股询价价格局生变 券商晋升报价“贵族”

编者按：自首次公开募股（IPO）重启以来，新股发行“三高”现象如影随形。近三年间，新股发行体制改革一次比一次深入，志不可谓不坚，效果亦开始显现，“三高”现象得到了一定程度的遏制。不过，要彻底解决“三高”，还有很长的路要走。

今年以来，在市场低迷的背景下，新股询价市场格局悄然生变，其中询价机构大佬——公募基金报价日趋谨慎，券商则接棒成为报价“贵族”。本专题旨在一探新股报价“贵族”变更缘由，尝试为化解“三高”提供些许有益建议。

见习记者 李恒

随着新股发行体制改革的深入，机构投资者参与新股询价时的报价格局已悄然改变，证券公司取代基金公司成为报价“贵族”。

券商成为“贵族”

证券时报记者发现，今年以来数据可供统计的 98 只新股询价中，券商对近六成新股的平均报价不仅高于财务公司、信托公司、保险公司、QFII（合格境外机构投资者）和推荐类机构投资者，也高于传统“贵族”——基金公司。

“贵族”特征的体现不仅如此，还在于最高报价和最终确定的发行价上。从单家询价机构对单只新股最高报价看，在这 98 只新股中，有 31 只新股的最高报价来自证券公司，占比远超基金公司和其他询价类机构。不仅如此，在同一类型询价机构平均报价上，券商对 6 只新股的平均报价甚至还高于最终发行价。

对此，一位投行人士称结论在他的意料之中。他表示，今年以来因市场低迷，基金公司业绩排名压力空前之大，在新股大面积破发的背景下，为了避免出现账面浮亏，基金公司自然会选择谨慎报价策略。相反，券商自营业务几乎没有外在排名压力，更何况在很大程度上，券商之间互相高报价都是出于互助和合作，并非只是投资部门自己的事。

询价市场鲜见险企及QFII

尽管基金公司失去了“贵族”身份，但它依然是新股最大的网下申购群体，称之为新股申购的“中流砥柱”并不为过。统计显示，上述 98 只新股中，基金公司网下申购的股数占全部机构网下申购股数的 52.01%，而券商、信托公司和财务公司的占比仅分别为 24.93%、7.14%和 3.33%。

值得注意的是，与新股“贵族”和“中流砥柱”相对应的是，目前保险机构和 QFII 机构在新股询价及网下申购市场上鲜有亮相。统计显示，在这 98 只新股中，有保险公司参与报价和网下申购的新股仅有 4 只，QFII 机构则没有参与其中。在这些

新股里，又以创业板新股最受保险公司的冷落。

某大型投行对机构投资者新股参与策略的跟踪调查结果显示，QFII 机构对新股询价和网下申购基本处于半停滞状态，几乎被承销商踢出了主要询价机构行列。QFII 不参与国内新股询价及申购，主要是这类机构对 A 股发行机制不了解，所以这类机构更倾向于参与二级市场或再融资市场。

对于保险资金的情况，该投行表示，一是政策层面一直未明朗保险资金参与创业板新股申购事宜；二是保险资金尽管偶尔也参与主板、中小板新股询价和申购，但本身还是以投资固定收益类产品为主，尤其在新股大面积破发的情况下更是如此。

■特写 | Feature |

某新股发行T-3日纪事

见习记者 李恒

14:30，才有 15 家机构报价，离 20 家还差 5 家。

大家不要看了，赶紧打电话，发动各自的资源。”主承销商负责发行的领导语速飞快地说。

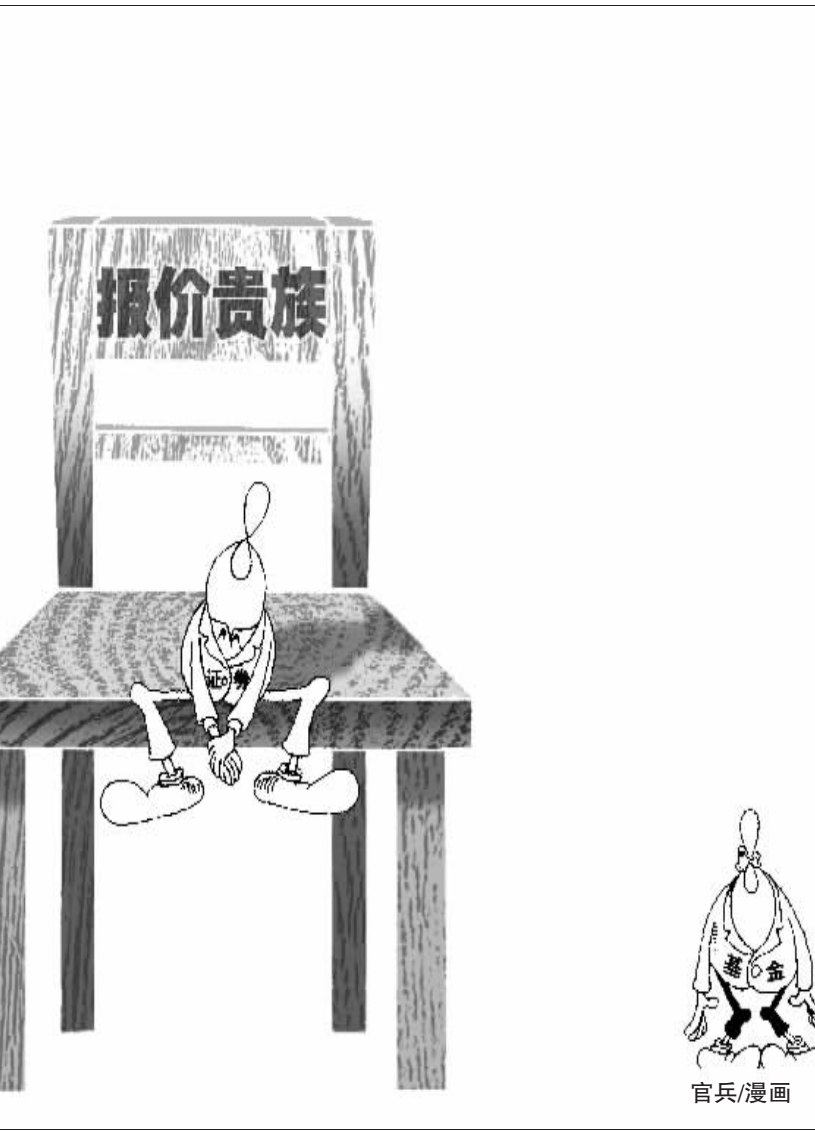
14:40，增加一家，达 16 家。还差 4 家，大家再加把劲，把那些有参与意向的机构电话再打一遍。”领导继续下达任务，声音略带颤抖。

14:45，18 家了。警报尚未解除，气氛依然紧张，领导还在自己的办公室里不断地拨打着电话。

14:50，还是 18 家。……

14:55，终于达到 20 家了！办公室里的人不约而同地欢呼起来，此刻大家绷紧的神经终于完全放松。领导微笑着走过来，对大家辛苦了！”

这就是今年 4 月，某新股 A 发



行 T-3 日主承销商工作氛围的真实写照。

按照发行方案，发行期间将申购日定为 T 日，T-3 日即是申购日之前的 3 天——也是询价机构报价日，是决定新股发行成功与否的关键日。在 T-3 日下午 3 点，如果交易所网下申购平台上具有询价资格的机构投资者报价家数少于 20 家（发行量在 4 亿股以上的为 50 家），发行人及其主承销商将不得确定发行价格，并应当中止发行。

对于还在沿用老版发行方案的新股来说，4 月份是个并不利于新股发行的月份。因为，除了股市低迷外，还涉及发行规则的新老交替——按老规则，机构网下获配新股还有 3 个月锁定期，新规则之下无锁定期。

这不，使用老版发行方案的海达股份就是前车之鉴，中止发行后不得不采用新规则重启发行。而新股 A 上报证监会并获批的发行方案正好就是老版本。这不得不让新股 A 的主承销商发行业务的领导和全部门人员

绷紧了神经，除了被要求提前与机构投资者做好充分预沟通、游说尽量报价外，还不得不做好最坏打算——按新规则准备了另一个发行方案。

15:05，全部报价数据统计出来了。应该说该承销商承销能力的确很强，竟然共 26 家机构参与报价，其中五成报价的机构为券商。最高报价刚触及报价报告底价，此报价的机构为北方一家大型证券公司（B 券商）自营盘。次高报价为主承销商刚刚推荐为询价机构的第七类机构——推荐类询价机构。

“今天好悬呀。”定价结束后，主承销商发行部门员工在一起聊天时还心有余悸。大家一致的看法是，幸亏有券商的帮忙才凑够了 20 家，尤其是 B 券商给出的报价给足了其他机构信心。

几天之后，小道消息传出，说 B 券商之所以报出最高价，可能是该主承销商董事长亲自做了工作。这消息，不管你信不信，反正不少业内人士都信。

安信信托继续停牌

继 8 月 1 日因拟议资产出售事宜开始停牌 5 个工作日，安信信托今日公告称，因截至目前该公司仅收到上海国之杰投资公司同意该事项的函回确认，资产出售事宜尚存在不确定性。为保护投资者利益，避免公司股价异常波动，经向上海证券交易所申请，该公司股票 8 月 8 日起继续停牌，停牌时间不超过 5 个交易日，待相关事项明确后公告有关进展情况并复牌。（唐曜华）

银行理财产品钓鱼式营销惹争议

证券时报记者 唐曜华

像房地产开发商推出几套特价房吸引购房者一样，银行零星推出的高收益理财产品格外抢手。

投资者未能如愿抢购到高收益理财产品，退而求其次购买收益率略低的产品大有人在。无论银行有心还是无意，钓鱼式销售手法让投资者对理财产品的热度未降反增，但同时也引发了争议。

抢购总是晚一步

经常购买银行理财产品的王女士向证券时报记者抱怨称，她每次买高收益理财产品都很难抢购成功。高收益产品发行规模通常较小，往往低于普通理财产品，频频造就投资者“秒杀”理财产品的火爆景象。建行 7 月末发行的一款理财产品预期收益率颇为诱人，期限为 365 天、预期最高收益率为 6.1%，但计划发行规模只有 0.5 亿~2 亿。而建行同期发行的收益率并不突出的理财产品募集规模上限大多达到 20 亿元。

中行一款期限为 364 天的理财产品预期最高收益率为 4.7%，但计划募集规模只有 0.475 亿元；中行另一款期限与前者接近，但预期最高收益率只有 3.9%的理财产品计划募集规模则没有上限。“大银行发理财产品一般募集规模达几十个亿。”交行深圳分行一位客户经理称。

正因为募集规模上限与认购需求存在较大差距，高收益理财产品的销售火爆景象持续存在。

钓鱼式营销惹争议

除规模限制外，高收益理财产品还会有区域限制、渠道限制、认购起点限制等，尤其在月末时段，部分银行会限制收益率略高的理财产品的销

售渠道，比如规定仅限手机银行渠道销售，还有的银行要求部分产品只能在银行营业网点认购。

尽管如此，这并不影响投资者购买理财产品的热情。在网上银行点击购买数款预期收益率超过 4%的理财产品均提示失败后，小尹退而求其次认购了一款预期收益率为 3.6%的产品。在小尹看来，即使理财产品收益率降低了，但总比银行存款利息高。

不管银行有意还是无意，银行某个时间段推出的一两款预期收益率偏高的理财产品均吊足了投资者胃口，吸引大量投资者前往认购。但最后认购成功的往往只是少数。

类似的销售手法房地产开发商运用娴熟，开发商通常会打出特价房的广告吸引到大批的购房者，但特价房数量通常较少，最终只有少数人能有幸认购到。

银行高收益理财产品发行时，大多先通知大客户认购，普通投资者在获取信息方面不具优势，因此认购成功的难度相对大些。”普益财富吴泞江称。

高收益资产有限

高收益理财产品之所以预期收益率较高，与其投资的资产有关。高收益理财产品投资的资产跟普通理财产品不同。”吴泞江称。

目前收益率较高的固定收益类品种主要有城投债、中小企业私募债券等。这两类债券我们都会投一点，但高收益的资产是有限的。而且有的品种需注意其他风险，比如城投债交投不活跃，有一定的流动性风险。”江浙某城商行理财产品中心人士说。

商业银行出于流动性管理需要，亦会对理财产品的总体规模、时点规模进行控制。我们通常会根据掌握的高收益资产的情况、理财产品到期情况等，安排一段时间内的理财产品发行总规模。”该城商行人士称。

19家上市券商7月份共赚6.6亿

截至今日，19 家上市券商已全部披露今年 7 月份财务数据。数据显示，这 19 券商 7 月份共实现净利润约 6.6 亿元。净利润排名前五的券商依次是中信证券、广发证券、海通证券、招商证券和宏源证券。

其中，有 4 家券商 7 月份出现亏损，分别是西南证券亏损 7117.82 万元、方正证券亏损 5690.67 万元、太平洋证券亏损 4088.25 万元、兴业证券亏损 2081.79 万元。

共有 3 家券商 7 月份净利润超过 5000 万元，分别是中信证券 3.27 亿元、广发证券 1.7 亿元、海通证券 5053 万元。7 月份营业收入超过 1 亿元的券商有 10 家，分别是中信证券 7.78 亿元、广发证券 4.85 亿元、海通证券 3.54 亿元、招商证券 2.42 亿元、华泰证券 2.06 亿元、宏源证券 1.66 亿元、光大证券 1.6 亿元、国金证券 1.35 亿元、长江证券 1.15 亿元、东吴证券 1.02 亿元。

（唐曜华）

中信证券联席承销首批资产支持票据获批

银行间市场交易商协会昨日发布通知称，首批非金融企业发行资产支持票据（ABN）已获得接受注册。公开信息显示，项目涉及上海浦东路桥建设股份有限公司、南京公用控股集团和宁波城建投资控股有限公司，总额度为 25 亿。

值得注意的是，首批 ABN 承销

商中，中信证券拔得头筹。信息显示，首批三家发起 ABN 的企业中，中信证券分别和中信银行、工行联席承销了两家，分别为宁波城投和南京公用控股，募资合计为 20 亿元。此外，浦发银行参与了浦东路桥公司总金额 5 亿元的项目。

（林巧 赵缙言）

稳健投资，注重客户需求——招商证券高级投资顾问苏云雁介绍



苏云雁女士现任招商证券柳州市解放北路营业部高级投资顾问。自 2006 年加入招商证券以来，一直从事客户服务工作，积累了丰富的知识和专业经验。苏云雁致力于打造招商证券“智远理财”的高端

财富管理品牌，深受客户信赖。稳健投资是苏云雁女士一直以来崇尚的投资理念。无论是“稀土热”还是“金

改热”，这类由游资支撑的行情都没有成为她与客户交流的主题。苏云雁向客户介绍与国家长期战略相吻合的环保板块以及降息周期下的保险板块，并取得战胜大盘的正收益；在银行存款利率一降再降的情况下，建议客户使用富余资金参与固定收益类产品和国债逆回购的投资，成功回避了通货膨胀的风险。

苏云雁女士不仅努力为客户资产增值保值，同时还注重客户体验，关注客户综合需求。通过与客户充分沟通，建立客户档案，总结分析客户投资规律，从中发现客

户的潜在需求，有针对性地进行深度服务、风险管理、产品创新，为客户提供合适的投资咨询服务。在提供专业服务的同时，为客户的事业及生活提供力所能及的帮助，进一步地赢得客户的信赖。（CIS）



■记者观察 | Observation |

询价机构利益博弈机制亟待完善

见习记者 李恒

无利不起早，人如此，询价机构亦如此。要约束人或机构，除了现有的法律、法规外，还需要进一步从“利”字上下工夫。

在新股询价中，部分机构出于各种利益考虑，报出高价推高发行价，已成业界不争之实。要根治该问题，还需要进一步完善询价机构在报价过程中的利益博弈机制。

按照现行的发行机制，具备询价资格的机构投资者报高价推动发行价走高和最终是否掏钱高价申购没有直接的必然联系。首先，报高价除了部分拉高发行价外，和最终确定的发行价没有必然联系，因为发行价的确定还需要考虑申购机构的覆盖率、申购倍数和发行市盈率等多方面因素；其次，报高价者不一定就产生真实的认购行为，因为在报价结束后，只有报价不低于最终确定

的发行价者，才有机会参与网下申购摇号，且中签后才产生申购行为；第三，也是最关键的，报高价者即使中签了，也不是按自己报出的高价去认购。

也就是说，询价机构的报价行为和它最终的申购行为之间还存在诸多不确定性，而就是这种不确定性，产生了“久情报价”、请托报价等不良现象。甚至，有些主承销商还埋怨有些机构投资者捣乱报价、不负责任地报价，因为这类机构报价太低。

要消除这些现象，就必须将上述不确定性因素转换成实实在在的确定性因素，让报价行为和申购行为直接挂钩，建立必然联系的询价机构报价行为和申购操作的利益博弈机制，即建立起价高者按其报价优先获得申购额度的机制，从而真正从询价机构切身利益角度使得报价和申购言行一致。其具体理由如下：

首先，该机制符合人之常情。从

理论上讲，机构报出的每一个价格，本应经过其内部的研判并做出决策而产生的，并反映出该机构对新股价值的认可程度，那么，价高者按其报价优先获得申购额度，就如同人要言行一致一般。

其次，有利于抑制捣乱报价、压低报价行为。捣乱报价、压低报价者无非是想拉低该新股的发行价，让发行人少募资金，让承销商少获得承销费用，自己则以低成本获取新股股份。但新股申购资金毕竟是有成本的，实行价高者按其报价才能优先获得申购额度的规则，对于压低报价者而言，就有可能因申购不到新股而颗粒无收。

最后，有利于促使保荐机构不断提高保荐项目质量。常言说，千里马常有而伯乐不常有，但在新股市场中，只要项目是真正的“千里马”，总会有几家“伯乐”机构会给出相匹配的报价。从而给发行人、保荐机构和承销商带来相应的利益补偿；反之，则会导致这些市场主体利益受损。