



战略配售基金： 从业界追捧到理性认购

以中国存托凭证（CDR）为布局方向的战略配售基金，已经结束募集，成绩不俗但与预期差距较大。不仅封闭期较长、配售期偏短带来直接影响，参与主体受限、收益率不确定也不无干系。

文 | 唐杰

6月份，以中国存托凭证（CDR）为布局方向的战略配售基金登场，“一元就有机会做BAT的战略投资者”“打新‘独角兽’”

等广告通过网页、短信、微信甚至“抖音”推送得铺天盖地，可谓火爆一时。

随着CDR制度核心规则落地，A股资本市

场正式开门迎接新经济“独角兽”。监管层对战略配售基金的推进力度也堪称高效。5月29日接受材料，5月31日被受理，6月6日，南方、华夏、易方达、嘉实、汇添富、招商等6家基金公司的封闭3年期战略配售灵活配置混合基金以“闪电速度”正式获得批文。

如今，6只战略配售基金已经结束了募集，共计募资1041亿元，平均每只基金超过150亿元。这个成绩可以说是喜忧参半。一方面，与5月份新成立基金平均6亿元左右、最高61亿元的规模相比，战略配售基金可谓身躯庞大、战绩惊人；另一方面，距离每只基金500亿元、6只基金3000亿元的上限还有很大距离，值得认真审视。

何以“战略”

战略配售，是“向战略投资者定向配售”的简称。我国《证券发行承销与管理办法》规定，首次公开发行股票数量在4亿股以上的，或者在境内发行存托凭证的，可以向战略投资者配售股票。这一方式通过更长的股票锁定期提高获配比例的方式引入长期战略投资者参与新股或CDR，以锁定持股为代价获得优先认购新股的权利，赢得其他绝大部分投资者所没有的投资机会。

3月22日，国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知，其中提到创新企业的具体要求：符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模。

很多人认为，战略配售基金是创新企业发行股票及CDR的配套措施。因此，战略配售基金的投资对象自然就是创新企业。不过，在此轮战略配售基金的招募说明书里，对于投资对象的规定十分宽泛，投资范围包括股票、债券、债券回购、同业存单、银行存款、货币市场工具以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。其中找不到有关创新企业的描述，也找不到互联网、大数据等行业要求。这样看来，战略配售基金的投资对象并不限于创新企业。如果传统企业发行股票，战略配售基金业可以参加配售。这种

投资对象上的模糊处理，一定程度上也使其缺乏特色，不利于吸引投资者——看好创新企业的投资者可能不愿看到自己买的基金投资传统企业。

战略配售基金的投资对象限定于创新企业，其收益率难免面临很多不确定性。符合国务院文件要求的创新企业无疑是好企业，拥有灿烂的发展前景，但是好企业不等于好股票，关键问题还要看估值。即便是好企业，如果估值太高，也不是好股票，也不会带来好回报。

出于两个原因，创新企业很容易出现较高的估值。首先，创新企业在发行股票或CDR时可能没有定价上的限制。一般企业在发行股票时，会面临统一的市盈率上限。由于这个上限通常低于市场水平，买到新股就意味着赚到，打新股的现象经久不衰正是源于此。如果创新企业的定价接近于市场水平，那么配售相应的新股或CDR也就没有特别高的收益率。其次，过去很多创新企业去美国上市，美国股市的估值对于创新企业是个重要的参考。经过多年的上涨，美国股市可以说处于高位。如果国内的估值大幅低于美国，则创新企业在国内上市的动力就不足；如果国内的估值与美国相当，在日后美国股市大幅下行的情况下，则创新企业在国内的股价也难免随之回落，影响战略配售基金的收益率。

短暂募集

根据招募说明书，战略配售基金在基金合同生效后进入三年的封闭运作期，封闭运作期间投资者不能赎回基金份额。之所以设置三年的封闭期，是因为战略投资者的定位。作为战略投资者，在享受配售优先权的同时，也要承担较长股票锁定期的义务。既然股票处于锁定，投资者的资金也需要锁定，否则就会出现股票无法卖出、不能支付投资者资金的情况。

当然，战略配售基金也为投资者的提前退出提供了渠道，投资者可以把基金份额转让给其他

战略配售基金通过更长的股票锁定期提高获配比例的方式引入长期战略投资者参与新股或CDR，以锁定持股为代价获得优先认购新股的权利，赢得其他绝大部分投资者所没有的投资机会。

6 只战略配售基金销售信息一览

基金简称	易方达 3 年封闭战略配售	华夏 3 年封闭战略配售	嘉实 3 年封闭战略配售	南方 3 年封闭战略配售
基金代码	161131	501186	501189	160142
发售时间	第一阶段：个人投资者发售（2018 年 6 月 11 日~2018 年 6 月 15 日），如第一阶段募集规模小于 500 亿元人民币，可转入第二阶段			
认购门槛	基金管理人官网交易平台及各大代销机构（最低认购金额为 1 元）	通过基金管理人直销机构及华夏财富（每次认购金额不得低于 10 元）	基金管理人官网交易平台及各大代销机构（最低认购金额为 1 元）	场外销售机构首次认购最低金额为人民币 1 元
认购金额上限	单个个人投资者的累计认购金额上限为 50 万元，募集金额总额不低于 50 亿元人民币且不高于 500 亿元人民币			
认购费率	个人投资者（0.6%），特定机构客户（每笔 1000 元）			
认购方式	基金份额首次发售只开通场外认购（基金管理人直销或各大代销机构），不开通场内认购			
管理费率及托管费率	管理费率（封闭期内 0.1%/年）；托管费率（封闭期内 0.03%/年），每年计提的管理费和托管			
托管银行	建设银行	工商银行	中国银行	工商银行
主要代销渠道	建设银行、交通银行、平安银行、浦发银行、国泰君安证券等	工商银行、农业银行、中国银行、中国建设银行、中信证券等	中国银行、蚂蚁基金、好买基金、北京新浪仓石基金销售等	工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、华泰证券等

投资者。但这种渠道面临两个问题：一是要在基金合同生效满 6 个月后，基金才能申请上市交易，在最开始的 6 个月是没有任何流动性的；二是受市场供需关系等各种因素的影响，投资者转让基金份额时有可能面临折价风险。在持有战略配售基金期间，基金净值也可能增长，但净值的增幅可能会低于折价的幅度。比如基金净值从最开始 1 元上涨到 1.03 元，从这个角度看投资者赚钱了；但是如果要想提前退出，只能按照 0.96 元卖，投资者不仅没有赚钱，反而有所亏损。目前三年左右封闭期的基金折价 7%~10% 很正常。不少投

资者认为，与其现在按原价买入，不如等 6 个月之后享受打折价。

此次配售期也较短。从 6 月 11 日开始发售，到 6 月 19 日结束募集，6 只战略配售基金的销售期只有 9 天。其中，面向个人投资者的销售期只有 5 天，面向特定机构投资者的销售期只有 1 天，实际总销售天数只有 6 天。在如此短的时间之内，要想让广大投资者了解并接受一个新投资品种是非常困难的。在认识不清的情况下，很多投资者自然而然就会选择静观其变。实际上，在证监会的批复文件里，募集期限自基金份额发售

汇添富 3 年封闭战略配售	招商 3 年封闭战略配售
501188	161728
第二阶段：面向全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金基金、职业年金基金等特定机构投资者（2018 年 6 月 19 日）	
基金管理人官网交易平台及各大代销机构（最低认购金额为 1 元）	基金管理人官网交易平台及各大代销机构（最低认购金额为 1 元）
部分基金采取末日比例确认控制规模	
费合计金额不超过 4000 万元	
工商银行	中国银行
工商银行、农业银行、中国银行、招商银行、东方证券等	工商银行、招商银行、中国银行、建设银行、招商证券等

资料来源：根据公开资料整理

之日起可以长达 3 个月。

销售期这么短，最主要的原因是为了赶上小米发行 CDR 的时间。6 月 7 日，小米向证监会申请发行 CDR，并在当天被受理。看上去，作为第一单 CDR，小米的发行将会很快开始。为了抢占小米发行 CDR 的先机，战略配售基金需要加紧推进。但是 6 月 18 日晚，小米向证监会递交了《关于推迟召开发审委会议的申请》，让已经结束面向个人投资者募集的战略配售基金十分尴尬。如果不是为了快马加鞭迎接小米，如果有更多时间募集，战略配售基金

的规模应该会有显著的增长。

销售受限

从目前来看，战略配售基金的投资主体主要有两类：第一阶段面向个人投资者发售，对于个人投资金额设置有 50 万元的上限；第一阶段结束后，单个基金募集规模若没有达到 500 亿元，进入第二阶段募集期，面向全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金基金、职业年金基金等特定机构投资者发售，其中全国社会保障基金、基本养老保险基金享有优先权，仍有不足的再向企业年金基金、职业年金基金等特定机构投资者发售。

保险公司作为大多数基金的主要投资者之一，被排除在战略配售基金之外。这对于战略配售基金的规模会有严重的不利影响。之所以会出现这样的安排，其原因应该是对于个人投资者及特定机构投资者的投资意愿严重高估。本以为经过三轮发售，从个人投资者到全国社会保障基金、基本养老保险基金再到企业年金基金、职业年金基金，战略配售基金会达到上限。万万没想到，三轮发售之后距离上限仍有很大距离。

战略配售基金的费率，则相当低廉，体现了监管机构和基金公司让利于民的苦心。对于个人投资者，认购费率是 0.6%，正常水平是 1.2%。封闭期间，基金管理费每年 1‰，正常水平是 1.5%；托管费每年万分之三，正常水平是 2.5‰。不仅如此，封闭运作期内，单只基金每年计提的基金管理人的管理费和基金托管人的托管费合计金额不超过 4000 万元。这个总量上的限制进一步降低了战略配售基金的费用。

不过，低费率也会起到反作用，特别是在销售方面。设置较低的认购费率对于投资者无疑是利好，但是对于经销机构和经销人员而言则未必如此。经销机构和经销人员可能会把部分客户资源保留给认购费率较高的基金产品。□

（作者系本刊编委，王悦对本文亦有贡献）

保险公司作为大多数基金的主要投资者之一，被排除在战略配售基金之外。这对于战略配售基金的规模会有严重的不利影响。