



中国资本市场的历史，绕不开深圳。论起A股的打新，1992年8月的深圳注定要史册留名，尽管场面不怎么好看。

实际上，在“8.10风波”发生的两个月前，深交所即将发售新股的消息就已经被很多人知道了。1992年5月21日，上海证券交易所完全放开涨跌幅限制，当天上证指数猛涨105%。如今赚钱的机会要落在自己头上，几乎所有人都陷入了狂热。参与深圳这次的新股发售需要凭个人身份证购买抽签表，这就引发了一场身份证租借大战。职业炒家开始从各地尤其是农村大量收购身份证，有的邮局甚至收到装有多达700张身份证的包裹。据当时有关部门统计，大约有320万张居民身份证通过各种方式来到了深圳。

赵迪、蔡晓铭所著的《股市风云三十年》里提到，从1992年7月下旬开始，各地股民纷纷南下深圳，抽签表发售的前几天，广州到深圳的火车票甚至炒到了400元一张，超过正常价格的10倍，汽车票炒到上千元一张。据估计，外地前往深圳的股民至少70万人，深圳的酒店、旅馆、招待所全部爆满，许多人露宿街头。

抽签表发售时间是8月9日至10日两天。8月8日，城内303个销售点排队人数就已多达百万，多个销售点的队伍发生争吵、打斗。每一个人都死死抱住排在前面的人，誓死捍卫自己想象中即将获得的暴富机会。8月10日当晚7点，深圳电视台发布消息称，90%的销售点抽签表已售完。有的发售点数千人排队，但只有30多人买到抽签表；有的发售点刚刚宣布卖完抽签表，就有一些“黄牛”手握几十张、上百张的抽签表，以每张700~1000元的价格兜售。舞弊现象严重，导致广大股民极度愤怒，开始上街闹事。

10日当晚11点，深圳市里召开局级以上干部紧急会议。会上，时任市委书记李灏说：“个别党政干部、管理人员受利益诱惑，在这次售卖抽签表中营私舞弊，把抽签表在内部分给有关系的人，使在外面排队几天几夜、日晒雨淋的群众没能买到。走后门，影响很坏，一定要查，要严肃处理。”事后的调查表明，抽签表的发售工作出现了集体舞弊的事件，涉及金融系统4180人，各发售点平均私分私购达44.6%。

“8.10风波”成了当年深圳股市最大的利空消息，也让很多人看到了股票市场作为金融工具的巨大威力。

随着市场的逐步规范，A股的打新，也开始“摸着石头过河”了。

1992~2000年：审批制下的打新神话

中国资本市场的上市发行制度，经历了从审批制到核准制，再到注册制的演变历程。相应的发行定价制度，也有一个市场化不断深化的过程。

1993年4月25日我国正式确立审批制，标志是《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称“《暂行条例》”）的出台。对于打新来说，则经历了固定价格定价与固定市盈率定价两个时期。1992年至1995年，新股发行的定价基本由证监会决定，根据《暂行条例》的规定，证监会每年根据社会现状和其他依据，确定股票发行份额，由国务院审议，再下达至经济委员会，分发给各省、自治区、直辖市、计划单列市和国家有关部委。各主管机构在其所在地区的发行额度内有权推荐企业，由证券监管机构审批其申报材料，获批后报证监会进行复审，并安排股票的发行价格、发行方式与发行时间等。从1996年至1999年，新股定价则采用相对固定市盈率定价的方式，发行市盈率被限定在12~15倍之间。

如此定价方式下，IPO发行抑价率极高，与此相对的就是打新收益的狂飙突进。同花顺iFinD

数据显示，1992年至1998年共发行856只新股，上市首日收盘涨幅算术平均值为235.53%，涨幅最夸张的是1998年5月6日上市的四川九洲（600644.SH），发行价1.00元/股，上市首日收盘价高达36.90元，足足涨了36倍。这是什么概念？根据国家统计局数字，1998年全国城镇居民人均可支配收入为5425元，假设花1000元认购1000股四川九洲，当日卖出，一天的收益就相当于普通人干6年。1999年《证券法

》正式生效施行后，规定发行人和承销商进行协商后可以直接确定股票价格，随后证监会又要求机构投资者进一步参与到新股发行定价中去，新股定价才更加市场化。

那么，作为一个投资者，在那个时候要怎么参与打新？

1992年以前，
新股发行采用

限量发售认购证的模式，凭
证摇号，中签后可认购新股

。股票认购证造就的“万元户”传奇比比皆是，当时的“黑市”、“黄牛”也格外盛行。1992年1月上海市发售股票认购证，到春节期间100套认购证的黑市价格已然从3000元飙升至5万元。

1993年起，我国开始实行无限量发放认购申请表、与储蓄存款挂钩的发行方式，一种是专项定期定额存单认购，在一定期限内无限量吸收定期定额存款，每张定额存单即是一张认购申请表，公开摇号确定中签号后，投资者凭存单号另外缴纳款项认购股票，如青岛海尔、甘肃长风等；另一种则是全额股款定期存单认购，存单面额与规定量股票的股款等额，中签者用中签单认购，无需另外缴纳现金，如济南轻骑。这种与储蓄存款挂钩的发行方式对新股发行不公的现象有所改善，但往往会引发存款“搬家”，积压大笔资金，也难以阻止“公款私存”这一腐败现象。

1995年~

1996年，全额预缴

款按比例配售方式出现。1995年10月

20日，中国证监会

下发了《关于股票发行与认购办法的通知》，通知中指出，股票发行可继续采用与储蓄存款挂钩的方式，推荐采用上网定价方式，经批准也可以进行上网竞价的试点。

2001~2013年：核准制与询价

2001年3月17日，证监会决定停止新股发行审批制，实行核准制。在这一期间，新股的定价方式也随之产生了变动。2001年5月，《新股发行上网竞价方式指导意见》出台，规定新股发行必须通过网上竞价，并使用累计投标法来确定新股发行价。到了2001年，股市出现严重动荡，同年11月证监会重新提出控制市盈率定价，要求发行新股市盈率不超过20倍，发行价格之间的浮动幅度为10%。直到2004年12月，沿用至今的股票询价制度才启动。

新股定价方式，涉及到一级市场

与二级市场之间的均衡。在过去相当长的一段时间里，A股都有着“新股不败”的传说，也就是学界与业界反复讨论的IPO抑价

率高的问题。无论是询价制度，还是此后进行的一系列新股定价制度的改革，都是在试图解决“上市首日暴涨”与后续二级市场破发的矛盾。2009年，新股定价改革继续。网上网下申购的投资者被分开，所有投资者只能通过一种方式参与申购，杜绝了之前机构在网下认购时的高报不买、低报价格然后在二级市场上申购的行为。

但改革

之后，新的问

题又出现了。2009年10月2

3日，筹备长达10年之久的创业板

正式开板，首批28只股票上市首日均因遭遇过度炒作被深交所按规定进行了临时停牌，“逢新必炒”的传统被演绎得淋漓尽致。在同年的新股定价改革之后，询价机构从抱团

压价变成了过度竞

争、高价发行，创业板“三高”即高

发行价、高市盈率

、高资金现象明显。2010年创业板一周岁之际，《北京商报》曾做了统计，当时创

业板平均市盈率高达65倍，远超中小板新股的51倍及主板新股的38倍，其中发行

市

盈率

超过60倍

的股票比比皆是。

在此期间，也出现了前所未有的大面

积破发，

2009年6月至

2013年12月首发的887家公

司中，145家遭遇首日破发。可以说，这段时间的打新投资者，有点提心吊胆。

2014至今：注册制的酝酿与启航

2014年6月，沪深交易

所出台新股上市首日交易机制规定，集合竞价

阶段报价不得超过发行价的120%且不得低于发行价的80%，连续竞价阶段报价不得

超过发行价的144%且不得低于发行价的64%。自此以后超过5年时间内，新股上

市首日收盘涨幅在铁打的44%面前风行草偃，直到注册制的降临。

2013年11月，十八届三中全会

首次将IPO注册制改革写入党中央文件。2014年5月9日国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》再次提出“积极稳妥推进股票发行注册制改革”。2019年6月13日，科创板正式开板，7月22日首批注册制新股上市。

科创板新股上市前5个交易日不设涨跌幅限制，打新投资者的热情再次被点燃了。科创板首批上市的25家公司上市首日最高涨幅达400%，最低的也有80%。当年新成立的基金

很多都以科创板打新作为增厚收益的卖点之一，如南方科技创新、富国科技创新、华夏科技创新等，开市交易一个月以来收益率都在7%~8%左右。

但在最初的狂欢过后，股民开始敬畏市场了。

2019年12月，科创板首批新股

上市仅4个月之后，建龙微纳

（688357.SH）破发，上市首日收跌2.15%。对比中小板、创业板，从开板到首现破发，中小板用了1年，创业板用了6个月，而科创板仅用了4个月。

注册制下同样存在机构抱团压价的行为

。在正元地信（688509.SH）

的询价阶段，其网下发行询价在剔除无效报价后，报价区间为1.97元到28.12元，除了最高的28.12元报价，其余报价均在3元以下，而此次发行价1.97元的申购数量占总的申购数量的比例高达93.58%。

读客文化（301025.SZ）

更是以1.55元/股的发行价创下创业板开板以来的最低发行价纪录，上市首日收涨1942.58%，也是创业板与科创板实行注册制以来上市首日收盘涨幅的最高纪录。

2021年9月18日，询价新规出台，对《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》进行适当优化，重点解决实践中出现的部分网下投资者为博入围“抱团报价”等情况。修订主要围绕新股定价环节中的“四值约束”展开，“四值约束”指发行人与主承

销商询价确定的发

行价格超过剔除最高报价后网下投资

者报价的中位数和加权平均数，剔除最高报价后公募基金、社保基金

、养老金、企业年金基金

和保险资金报价中位数和加权平均数孰低值的，需根据超过的幅度发布不同次数的风险提示公告。新规明确后，发行价格超过网下投资者报价平均水平的，仅需在申购前发布1次投资风险

特别公告，无需延迟申购。在此之前，为防报价过高或过低导致无法入围，网下投

资者往往“抱团报价”。

这样一来，是真的“破发常态化”了。

注册制下，沪深两市首日破发新股共计24只，其中23只新股破发出现在2021年10月之后。2022年开年以来，沪深京三市注册制下新股共计38只，其中7只首日破发，破发率达18.42%。“新股不败”的时代，从此一去不复返了。

同在今年，全面注册制改革有望正式落

地。自2021年12月中央经济工作会议

首次提出全面实行注册制以来，监管层频繁就此发声，2022年1月6日证监会主席易会满再次表示：“目前来看注册制试点已经达到了预期目标，全面实行注册制的条件已逐步具备。”

全面注册制与破发常态化的情形下，A股打新又将何去何从？

国元证券

策略分析师陈大鹏在相关研报中表示：“新股发行定价市场化水平提升，市场博弈与均衡机制更加有效，同时也代表着以往定价机制趋待完善时所存在的较为稳定的超额收益已然不再，打新更需‘擦亮眼’。”对于询价新规落地后多只新股破发，陈大鹏称，从短期看会导致打新收益缩水，但从长期来看利好研究能力强的机构投资者；从新股储备来看，注册制改革加快新股发行节奏，从发行数量及规模而言，新股储备充足，能够提供持续收益增量；从收益对比来看，收益率相较往年肯定会有所下滑，以往稳

定的发行溢价收益已被弱化，但在此

环境下，北交所

发行效率高，有望成为新的增长点，同时，科创板+创业板发行节奏加快、中签率提升变化明显，也有望在渡过新规“适应期”后收益逐渐改善。

粤开证券相关研报称，注册制全面实行的大背景之下，未来新股投资需要更强的定价能力，尤其是询价新规公布后，进一步加强了新股定价市场化，建议投资者优先关注基本面较强、竞争壁垒较高的优质新股。

筌路蓝缕，以启山林。30年风云激荡，我们勇敢地做出尝试，也及时地查漏补缺，在历史的长河里波浪式前进。过去多

年的打新红利

来自比成熟资本市场更高的IPO抑价率，但正如多位业界与学界专家所说，新股破发是市场成熟的标志之一。

当打新的超额收益逐渐远去，或许更多的投资者，将更加敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险。