

资本洞见

拆解资管机构“打新热”的深层逻辑

邢萌

资管机构年内扎堆“打新”，引发市场热议。Wind数据显示，今年上半年，A股市场平均每只新股网下申购的配售对象超9000个，同比增幅超40%，广泛涵盖公募基金、保险资管、银行理财、信托计划等。

A股新股申购，分为网上和网下两种渠道：网上摇号抽签，机构与个人均可参与；网下询价配售，则以专业机构为主。相比之下，网下打新门槛虽高，但获配概率高、配售规模大，是基金、保险、信托等各类资管机构参与新股申购的主渠道。

在笔者看来，资管机构的“打新”热潮，既体现出优质资产对资金的强大吸引力，也反映出机构对超额回报的积极追求，打新策略正成为机构资产配置的常规选项。

这一热潮的兴起，得益于监管机构长期以来的引导和规范。

注册制改革下，新股定价强调市场化询价，机构参与网下询价，能够发挥价格发现功能，推动新股定价更加市场化、透明化。

为此，监管机构多措并举优化新股定价发

行机制。一方面，扩容机构队伍，拉齐待遇标准。去年新增银行理财为网下投资者，并给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇，均列入A类投资者，享受更高配售比例。另一方面，强化过程监管，严厉打击机构违规报价，规范新股信息披露，营造公平有序的市场环境。

随着规则壁垒被逐步打破、待遇标准趋于统一，多元而稳定的资管机构加速入场。这既增强了新股定价的有效性，也提升了市场运行的稳定性，让“打新”生态在规范中走向成熟。

这一热潮亦是市场环境催化的结果，体现出机构资金追逐优质资产的强劲势头。

今年上半年，A股上市新股主要集中在新一代信息技术、高端装备制造等新兴产业领域，标的质地优良、成长性突出，上市后股价表现亮眼。数据显示，上半年新股上市“零破发”，首日平均涨幅超200%，“打新”的收益确定性显著增强。首日高涨幅更是打开了全年收益的想象空间，吸引各路资管机构纷纷入场，参与热情持续攀升。

赚钱效应与资金涌入形成共振，进一步推

高了“打新”热度。高确定性收益标的是机构资金争相追逐的焦点，“打新”也成为资管机构角逐超额回报的核心战场。

这一热潮，更源于资管机构主动拓展收益来源、增厚产品业绩的现实需求。

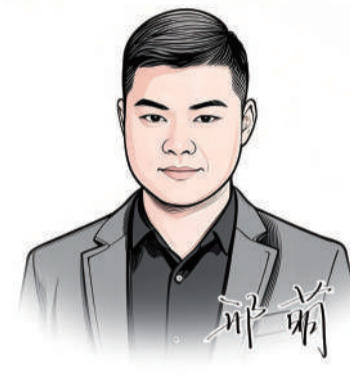
当前，资管产品普遍面临收益承压困境，资产端收益率持续下行与负债端成本刚性之间的矛盾日益突出。低利率环境下，传统固收类产品的收益空间被持续压缩，“打新”则成为填补这一缺口的有效工具。从产品组合的视角看，机构以少量仓位参与“打新”，可在不大幅增加风险敞口的前提下，为相关资管产品贡献可观的超额回报，改善整体风险收益比。

可以说，“打新”策略既是资管机构对资产端收益率下行压力的回应，也是其维系产品竞争力、稳定资产规模与改善盈利水平的战略性配置举措。

不过也应看到，随着参与者激增，网下中签率被稀释，“打新”收益也会摊薄。这一变化倒逼部分机构“报高价保入围”，推高了入围门槛，也在客观上抬升了新股发行定价中枢，使新股

在定价层面形成一定压力，甚至引发投资者对于新股定价过高的担忧。

归根到底，资管机构“打新”策略的可持续性，取决于定价机制的完善、市场生态的优化与机构定价能力的精进。这种可持续性，也将推动形成机构理性报价、企业合理定价、市场有效定价的良性循环，进一步优化新股定价发行生态，吸引更多资金入市。



以“薪”革新 夯实证券行业稳健发展根基

李文

近期，券商薪酬制度改革加速落地。多家证券公司密集修订、发布薪酬管理制度，围绕绩效薪酬占比、递延支付节奏、追索扣回边界以及绩效考核的功能导向等维度展开系统性优化。笔者认为，这场以“薪”为支点的深层次改革，并非仅仅调整薪酬分配规则，更是在为证券行业长期健康发展夯实根基。

过去，券商薪酬激励高度锚定年度营收与利润指标。在行业高速扩张期，这种模式固然能快速激发创收动力、助力抢占市场份额。但同时，这也产生了一些弊端。比如，部分业务人员为追逐短期高薪，放松风险管控，盲目开展高风险业务或违规承揽项目，最终使机构付出了资产减值与声誉损失、甚至被处罚等代价。同时，失衡的薪酬结构造成行业资源错配，部分高管及核心创收岗位短期薪酬溢价过高，与公司整体效益及普通员工薪酬增长脱节，重前轻后业务、轻中后台风控合规的薪酬导向，易导致行业风险防线薄弱。这种薪酬结构不仅会对券商自身稳健经营产生影响，更可能通过业务链条传

导至市场，损害市场秩序与投资者权益。

直面行业症结，改革便有了清晰的指向。综合券商近期发布的薪酬管理制度来看，绩效薪酬占比的硬性约束成为重点。不少券商明确要求董事及高级管理人员绩效薪酬占比不得低于薪酬总额的50%，部分券商进一步将比例提升至60%。此举扭转了过去部分人员因薪酬占比过高、“旱涝保收”的不合理格局，使薪酬与企业经营业绩和人员自身价值创造深度挂钩，券商也可根据自身治理结构和风险偏好，探索差异化的薪酬弹性空间。

在支付机制上，长周期约束成为突出亮点，递延支付的节奏被进一步量化。“3年期限、T+2起付(起付年不早于绩效薪酬归属年度往后的第2年)”，等分发放“成为行业标配。这类薪酬支付方式，改变了过往“即时兑现、风险后置”的模式。

更具突破性的是，本轮券商薪酬制度改革大幅拓宽了追索扣回机制的约束边界，实现全员、全周期覆盖，不仅在员工因违规履职或造

成风险敞口须退绩效薪酬、终止长期激励，离职或退休人员若履职期间存在违规失职行为，同样适用追索规则，这从制度上堵住了“带病离职、高薪离场”的漏洞。

随着薪酬改革向纵深推进，证券行业的经营生态、人才格局也会发生变化。对行业而言，薪酬体系重构倒逼券商经营思路从“规模扩张型”向“质量效益型、风险稳健型”转变。过去同业比拼的是业务体量与营收增速，未来则更聚焦于合规经营水平、风险管控能力、长期ROE(净资产收益率)表现及可持续发展韧性。随着递延支付与追索扣回机制常态化推进，机构必然主动优化业务结构，加大对合规风控、研究赋能、客户服务等长期价值业务领域的投入，推动经营模式回归金融本源。

对证券行业从业者而言，这场改革重构了职业价值的评判标尺。过往“唯业绩论”的单一评价体系逐步瓦解，合规意识、风险把控能力与长期价值创造力正成为从业者薪酬分配和职业晋升的核心考量指标。行业人才结构将从“重

营销、重创收”转向“重专业、重合规、重长期”。同时，递延支付与追索扣回机制也将倒逼从业者强化责任意识，使个人收益与公司风险、行业发展真正深度绑定。

站在资本市场高质量发展的宏观视角看，券商薪酬改革具有更为深远的意义。作为资本市场中重要的中介机构之一，券商的合规经营与稳健发展直接影响市场生态健康。过去行业中的一些高薪乱象与短期逐利行为，一定程度上侵蚀了金融行业的公信力。本轮改革正通过制度约束筑牢风险防范底线，引导券商回归“服务资本市场、服务实体经济、保护投资者权益”的本源，以薪酬机制的“稳”筑牢行业高质量发展的根基。

当然，改革的并非抑制激励，而是剔除投机性高薪，保留合理性激励。未来，券商应在稳健合规与人才激励之间找到最优解，优化差异化薪酬体系，针对不同岗位、不同业务属性制定分层考核规则，既守住风险底线，又充分激发人才活力。

AI设备运输需求驱动航空货运行业多维变革

李雯珊

AI(人工智能)浪潮下，服务器、半导体、算力设备等AI硬件设备的跨境流通需求爆发，持续推动航空货运行业发生结构性变革。国际航空运输协会公布的数据显示，2025年，AI相关贸易货值的三分之一以上由航空货运承担，数据存储单元和服务器等关键产品分别有68%和56%的贸易量依赖航空货运。从数量看，AI相关货物仅占航空货运总量的7%，但从货物价值看，其占航空运输贸易总货值的53.5%。

笔者认为，这组“量占比低、价值却占半壁江山”的反差数据，显示出航空货运市场格局正在改变，从需求结构、盈利模式、枢纽建设三个维度全方位重塑行业运行结构。

其一，需求结构生变，高价值AI硬件撑起航空货运行业收入基本盘。

传统航空货运长期依靠普通货物、跨境电商驱动，货量规模决定行业收入，但AI产业热潮正在扭转这一供需底层逻辑，形成“小货量、高价值”的全新盈利模式。

国际航空运输协会预测，2026年，全球航空货运总量仅增长0.7%，但依托AI高附加值货物支撑，全年货运总收入有望达到1620亿美元，同比增长7.2%；货运收益率同比提升6.5%，终结持续三年的下滑态势。由此可见，在油价高企、地缘扰动挤压利润的市场环境下，AI硬件运输业务成为航空货运企业稳定利润的“压舱石”。

第二，盈利模式迭代，从“拼吨价走量”转向“专业化增值服务”。

此前，航空货运企业的竞争主要围绕运量规模、基础运价展开，利润高度依赖油价差与舱位利用率。而AI硬件运输打开了全新盈利空间，行业商业模式从同质化运力竞争逐步转向高门槛专业供应链服务。

高盛发布的最新研报预测，2028年，全球服务器市场总规模将达到1.1万亿美元，其中AI服务器机架市场规模将增至5614亿美元，年复合增长率达118%，约占全球服务器市场总收入的51%，持续释放长期跨境空运需求增量。AI设备运输并非简单的舱位租赁，航司需配套恒温恒湿仓储、防震特种包装、专业大件装卸、全程可视化追踪、危化品管控等增值服务，毛利率远高于普通货物运输。

第三，推进枢纽建设，亚太地区航空货运节

点加速巩固市场地位。

中国民航局数据显示，2025年，中国航空货运总量达1017.2万吨，同比增长13.3%。其中，国际航线货邮运输量同比增长达22.1%，增速远超国内航线，国际货运占货邮运输总量的43.3%、占周总量的78.7%。由此可见，国际市场成为推动中国航空货运增长的重要驱动力。

当前，我国已构建完善的AI硬件产业链，覆盖半导体封装、服务器整机制造、算力配套零部件等环节，海量高价值货物催生稳定的跨境空运刚需，持续推动国内头部货运航司加密洲际全货机航线。各大枢纽机场同步升级特种货运营设

施，扩容恒温仓储、大件货物装卸区，匹配AI精密设备运输标准，进一步强化区域竞争优势。

总而言之，AI浪潮为航空货运行业打开了全新的增长空间，相关企业需持续加码专业化设施建设，推进数字化全链路管控，以适配AI精密设备运输的长期市

场需求，充分享受全球算力建设带来的产业红利。



如何正确理解光伏装机数据大幅下跌？

殷高峰

国家能源局近日发布的数据显示，今年前5个月，全国太阳能发电(光伏)新增发电装机容量为59.59GW，同比下降69.88%。其中，5月份单月新增发电装机容量仅为8.68GW，同比下降90.66%。

对于这一数据变化，行业出现了一些焦虑的声音。但笔者认为，光伏行业正经历深刻洗牌，装机数据放缓为行业提供了“挤泡沫”的契机。产业发展并非正在“退潮”，而是按下了从“规模扩张”转向“价值竞争”的换挡键。

装机放缓并不意味着战略后退，光伏行业已不再盲目追求“装了多少”，而是更加关注“装得出、送得走、用得好”。政策也为光伏产业确定了更长远的发展目标。6月份印发的《新型能源体系建设“十五五”规划》，首次明确2030年风电和太阳能发电装机容量比重超过50%、非化石能源发电量比重达到50%的刚性目标，光伏产业的战略地位得到进一步强化。同时，光伏行业技术门槛正在抬升，BC技术加速从小众走向主流，银浆替代等降本技术逐步拉开企业间的成本差距。过去靠低价就能拿到订单的落后产能，如今甚至连入围资格都不具备。

笔者认为，在这一背景下，光伏企业可从以下几个方面发力，平稳穿越行业周期。

第一，坚守技术主航道。效率提升与成本下降是企业摆脱“价格战”的重要手段之一，当前，部分头部企业已在钙钛矿叠层等下一代技术路线上加速布局，以技术优势重塑成本优势。

第二，积极拥抱“光伏+”新场景。AI与算力革命带来的巨量电力需求，正在成为光伏产业新的增长极。光储融合、算电协同等新商业模式，不断打开光伏产业发展空间。

第三，加快从“卖组件”向“卖解决方案”转型。光伏行业竞争正从单一产品比拼转向场景化价值交付，系统集成能力、数字化调度能力、全生命周期服务能力等，将成为光伏企业新的护城河。

短期的调整，是行业从初期的野蛮生长迈向高质量发展的必经之路。光伏行业的未来竞争，不在于比拼“谁装得更多”，而在于“谁能把每一度电发得更高、卖得更值钱”。装机数据变化背后，是光伏产业正迈向更有质量、更可持续的新周期。