

【头条评论】

# 美股“超级IPO潮”会终结AI牛市吗？

陈霞昌

这个夏天，美股IPO市场热闹非凡。SpaceX、OpenAI、Anthropic三家科技巨头密集启动上市进程，合计募资规模或超2000亿美元。这次“超级IPO潮”，究竟是美股牛市再出发的起点，还是泡沫破裂的致命信号，引发了投资者激烈讨论。

从已经公开的信息看，SpaceX的募集资金规模预计在750亿—800亿美元，将创下历史最大IPO融资规模。而OpenAI和Anthropic的募资金额均预计在600亿美元左右。三家公司IPO合计融资金额达2000亿美元级别，而2025年全年美股IPO募资总额约450亿美元，过去四年总和仅为约1000亿美元。如果三巨头顺利上市，也意味着美股2026年IPO募资总额将创下历史之最。

此次历史罕见的融资潮将对美股走

势产生什么影响，市场并没有共识。但从历史上看，巨型IPO对股市的影响总体偏负面。1929年美国大萧条前，铁路、工业巨头密集上市，市场集中度飙升，随后美股崩盘并引发全球经济危机。1999—2000年，互联网公司扎堆IPO，估值泡沫化，最终在2000年泡沫破裂，股市同样暴跌。2021年，美股再迎IPO盛宴，Rivian更于当年11月完成超百亿美元的巨型IPO。随后，美股在2022年出现大幅回调，但市场分析认为，彼时股市回调的主要原因是美联储开启了加息周期。

目前市场上机构观点分歧也比较大。其中，美国银行分析师迈克尔·哈雷特是悲观派的代表。他认为当前市场呈现出强劲价格走势、散户狂热情绪与波动率低迷并存的“泡沫特征”，以“人工智能十巨头”（即“科技七巨头”，加上博通、AMD、美光）为代表的市场集中度已接近48%，

超过了1920年代“咆哮年代”、1970年代“漂亮50”、1980年代日本泡沫及1990年代科技股泡沫时期的水平。超级IPO很可能将成为“压死骆驼的最后一根稻草”。

与此形成鲜明对比的是摩根大通的乐观。该机构认为，上世纪90年代互联网浪潮推动美国企业生产力大幅提升，1995年至2000年，标普500指数连续五年年化回报率超20%。如今人工智能正在复刻这一逻辑，AI技术落地将全面抬升企业生产效率，驱动企业盈利长期保持10%以上增速，且有望实现高增长与低通胀共存，为美股长牛筑牢基本面根基。即便市场担忧行情过度集中于科技板块，但在AI生产力革新兑现的背景下，科技龙头的高估值具备基本面支撑，并非单纯泡沫炒作。

但一个不容忽视的事实是，即将IPO的三家科技企业，其估值与基本面严重背离。三家公司目前均处于“烧钱扩张”阶段：

SpaceX当前极度依赖星链收入，短期难以盈利；OpenAI和Anthropic的AI大模型商业化尚未成熟，营收增速远低于估值增速。

历史上，巨型IPO后的市场表现往往印证“高估值陷阱”。数据显示，过去20年美股30家最大IPO公司，上市一年后平均跑输标普500指数15%，高估值未盈利企业跌幅更大。本轮美股科技牛市，主要原因是AI超级产业周期的刺激，科技企业盈利持续超预期，全球资金持续涌入。但在指数和个股大幅上涨后，当前美股已经处于情绪泡沫与产业长周期的博弈临界点。SpaceX、OpenAI、Anthropic领衔的“超级IPO潮”，恰逢市场情绪见顶、资金抱团极致的敏感窗口，短期或许引发流动性收紧与估值回调，打破单边上涨格局。但从长期看，AI技术革命如何对产业和经济基本面产生持续的正面影响，可能更值得投资者关注。

【法治之道】

# 严打证券市场犯罪 全力净化市场生态

熊锦秋

近日，公安部召开新闻发布会，通报2025年至2026年4月底打击防范经济犯罪工作成效，发布会还公布了20起打击经济犯罪典型案例，其中包括金某某公司财务造假等证券市场案例，精准直击资本市场违法违规痛点，充分彰显监管与司法机关对证券期货犯罪“零容忍”态度。

尽管打击成效显著，但当前证券市场违法仍呈现手段翻新、隐蔽性强、跨区域明显的新特征，有关各方仍需持续完善严打资本市场违法长效机制，为此建议：

一是持续强化“追首恶”精准打击。查办财务造假违法行为，要将上市公司实控人、控股股东、核心高管及中介机构关键负责人作为重点打击对象，对非法获利特别巨大、造成公司退市或投资者重大损失、多次违法等情形，依法从严从重判处，严格控制缓刑适用。加大财产刑适用和执行力度，全额追缴全部违法所得，依法并处高额罚金，让违法分子“得不偿失”。落实证券市场禁入规定，对构成犯罪的主体，可实施终身证券市场禁入，禁止担任上市公司董事高管、从事证券服务业务，从源头阻断再犯路径。

二是深化“一案双查”机制。在依法惩处上市公司内部涉案人员的同时，同步核查会计师事务所等中介机构履职尽责情况。对罔顾执业准则、出具虚假证明文件、刻意隐瞒重大问题、未勤勉尽责的中介机构直接责任人，坚决依法追究刑事责任，依规吊销执业资质。同时深挖造假上下游配合违法行为，严厉打击协助虚构业务、伪造凭证等第三方主体，实现查处一案、警示一片、规范一方的治理效果。

三是升级科技赋能与跨域协同治理能力。依托大数据、人工智能等现代技术，搭建智能化资本市场监管监测体系，整合多部门数据资源，对股票异常交易、大额资金异动、财务数据大幅偏离等风险线索实时监测、智能研判，精准甄别隐性违法违规行为，实现风险早预警、早发现、早处置。进一步理顺行政执法与刑事侦查衔接流程，细化案件移送标准，固定关键证据，防止证据流失、案件拖延等问题。健全跨区域联合办案机制，打破地域执法壁垒，高效处置跨省、跨市场团伙性违法案件。

四是完善投资者权益全链条保护体系。坚持严打犯罪与护企惠民双向发力，健全刑事追责、行政惩戒、民事赔偿三位一体的联动处置模式。常态化推进证券纠纷代表人诉讼机制落地，简化中小投资者维权流程，统一损失核算标准、降低维权成本，畅通集体维权渠道。优化涉案资产处置机制，对涉案资金、股权、不动产等资产快速冻结、依法处置，推动涉案资产优先用于赔付投资者，严防违法人员转移资产、逃避赔偿责任。同时完善先行赔付、支持诉讼等配套制度，丰富中小投资者权益救济路径。

五是健全源头防控与合规激励长效机制。引导上市公司完善现代化内部治理架构，优化内控审核、财务核查、信息披露全流程管理制度，压实管理层、审计委员会的监督责任，从企业内部筑牢防范财务造假、信息披露违规的第一道防线。完善现行中介机构分类评级体系，赋予遵纪守法方面更多权重，根据合规执业情况实施差异化监管，扶持合规经营、勤勉尽责的优质机构，淘汰失信违规、履职失范的不良主体，推动中介机构回归资本市场“看门人”本源。

【银行观察】

# 货基收益率跌破1% “躺赚”式理财观需重构

蒋光祥

目前，全市场已有约三成货币基金的7日年化收益率滑落至1%以下，而且这个势头还在延续。这打破了过去多年很多人已经习惯的一种隐性预期——零钱放在余额宝就能有每年2%—3%乃至更高的无风险收益，也提醒我们，特定历史时期的货币基金红利并非金融常态。

货币基金收益率屡创新低的答案其实并不复杂，它就在宏观利率环境的镜像之中。近年来货币政策保持适度宽松，资金面整体充裕，作为锚的7天公开市场逆回购操作利率稳定在1.4%左右的历史低位。当1年期国债收益率降至约1.16%，AAA级1年期同业存单利率跌破1.45%时，底层资产收益率的下行，必然传导至终端，从而影响到主要投资于短期国债、央行票据、同业存单以及银行间高信用等级债券等资产的货币基金的收益率。与此同时，市场利率定价自律等机制的不断完善，对同业活期存款等高收益短期资产的定价进行了规范，消除了过往部分高溢价弹性的空间，货基套利的空间被进一步压缩。在资产端收益全面收窄，而资金涌入规模创新高（一季度末货基总规模突破15.58万亿元）的双重挤压下，货币基金迈入“微利生存”新阶段，便是逻辑上的必然。

货币基金收益率跌破1%，也在倒逼投资者走出“躺赚”的舒适区，追求理财观念的提升。说到底，买货基就必然接受其收益略高于活期但绝对数值不高的现实，其好处是换取确定的流动性和安全性。想稍微再高点，可关注短债基金或纯债基金。如果买短债基金或纯债基金，有希望通过票息和基金经理对底层资产低买高卖“手搓”波段，来获取略高于货基的回报。而还想再高点，则“固收+”策略（80%债券+20%以内的股票等含权资产）是一个绕不开的选择，但既然有股票等波动资产在内，则必然要承受一定风险，万一出现“固收-”（80%债券的收益覆盖不了20%以内的股票等含权资产带来的亏损），也要能接受。毕竟银行理财在净值化转型后也已打破“刚兑”，出现一块钱之下的“破净”早已见怪不怪，遑论基金。

换个视角看，曾经“躺赚”的货币基金收益率跌破1%，不是现理财的终点，而是理性配置的起点。它教会我们，当市场平均收益变薄时，更要看重资产的功能属性而非单纯的数值博弈。在充满不确定性的时代，货币基金提供的早已不再是丰厚的利息，而是一种“随时能转身”的财务弹性。这种弹性，在微利时代，本身就是一种隐形的价值。

【算法论衡】

# 构建商家反向监督平台机制

叶韦明

在平台社会里，平台、劳动者和商家同处于一个被算法“中介”的生态系统中，商家面临的“高抽成”与劳动者面临的“严苛考核”，本质上都是平台凭借数据垄断和流量分配带来的结构性权利失衡。此时平台已不仅是交易场所，也是商业机会的分配者、市场秩序的判定者。在这个游戏里，商家作为相对弱势一方，有没有可能对平台进行“反向监督”，构建制度化博弈机制，成为衡量平台社会健康度的重要维度。

本文所说的“反向监督”，并不是要求商家替代平台制定规则，而是在平台规则直接影响商家经营利益时，商家应当拥有必要的知情、解释请求、申诉纠错、集体协商和外部核查渠道。其关键在于，平台与商家之间存在明显的信息与权利不对称，通常表现在三个层面：一是规则不透明，商家难以判断流量变化究竟来自服务质量、市场竞争还是平台算法调整；二是成本不可预期，佣金、推广费、活动补贴等费用叠加后压缩利润空间；三是纠纷渠道有限，当商家遭遇限流、下架或评级下降时，往往难以获得充分解释。

传统市场中，商家盈亏主要取决于产品与服务能力。在平台经济条件下，商家的曝光机会、订单来源乃至利润空间，越来越依赖平台算法的分配机制。头部商家尚可透过多平台布局分散风险，但普通商家难以及时跟进、准确理解平台规则频繁变化的逻辑，迁移成本极高。因此，将商家纳入平台治理体系，保障其程序性权利；让商家在平台的中介下“有生意可做”，才是数字经济赋能实体产业的应有之义。

近年来，国际社会对平台经济的治理重点，正在从传统反垄断与价格监管，逐渐转向算法规则、数据使用与平台权利边

界等问题。比如，欧盟在2020年实施的《P2B条例》，要求平台披露影响搜索排序与流量分发的主要参数，对重大规则调整提前通知商家，并对下架、限流等处理提供清晰的、基于数据的理由。从法律上赋予了商家算法知情权与解释请求权。随后出台的《数字市场法案》进一步限制大型“看门人”平台既当“裁判员”又当“运动员”。

立足我国实际，构建商家对平台的反向监督机制，可从以下四个维度建立制度框架：

其一，规则透明化。监管可督促头部平台在商家后台设立算法透明面板，明确公示基础佣金、技术服务费、推广费等构成，以及影响流量分发的核心参数；并责成平台对重大规则调整提前告知，打破抽成与流量分配的隐性黑箱，让商家能够理解经营结果与利润结构形成的基本逻辑。

其二，协商常态化。针对中小商家个体议价能力弱的困境，可在行业协会或工商联指导下，培育“数字商家自治组织”。行业协会围绕抽成比例、活动规则、推广费用等核心议题，形成平台与商家之间的长期沟通渠道，通过“集体议价”对冲平台的垄断定价权。从而减少“一刀切”政策带来的经营冲击，同时提高规则设计的现实合理性。

其三，第三方监督机制。当前商家申诉常陷入平台“既是规则制定者，又是裁判员”的循环。未来可探索由市场监管部门牵头设立独立的算法专家委员会，赋予商家“算法审计申请权”。对涉嫌流量歧视、不合理限流、强制推广等问题开展独立核查。第三方可调取后台日志与数据进行核查，形成外部约束，保障申诉渠道公正有效。

其四，信用数据可跨平台迁移。当前商家的评价体系、交易记录与信用资产高



## 大力提升全国城市生活垃圾资源化利用率



生活垃圾资源化，市容告别脏乱差。分类处理抓细节，回收利用有办法。因地制宜政策好，变废为宝贡献大。科技进步来赋能，美丽中国共擘画。

朱慧卿/漫画 孙勇/诗

【楼市把脉】

# 从东莞“日光盘”看如何释放常住非户籍人口消费潜力

李宇嘉

近期，东莞市一个保障房新盘逆势热销，成为“日光盘”，令人瞩目。该保障房新盘是当地国企承建的一个配售房项目，165套房源开售后1小时全部被抢光。当地主管部门说，大家都很关注商品房，关注保障房的少，但笔者恰恰认为，该“日光盘”更值得关注，因为它给当下的楼市困局提供了一个启发性的破解新思路。

该“日光盘”热销的原因，不外乎四点：其一，平均售价9600元/㎡，只有周边商品房的50%；其二，品质不输商品房，国企物业、精装修、门窗、厨卫设施都是知名品牌；其三，未来想卖的话，可以按每年折旧1%的比例转交给政府；其四，现房销售，年内就交售。

近几年，商品房销售情况总体不太理想，各地国企建的保障房，尽管价格低，很多也不好卖。东莞这个保障房项目逆势热销，给市场带来了久违的暖意。

笔者深度访谈了一个在物业公司上班的80后小哥，他刚刚成为东莞这个“日光盘”项目的业主。超低的总价和不高的月供，是他尤为看重的。他买了这个项目

2楼的一套房子，总价83万元，首付15万元、月供68万元，月供3700元。

用他的话说，凡总价超100万元、月供超4000元的，他都不考虑。3700元的月供，他爱人（家政从业者）的收入完全可以覆盖。他的收入每个月有7000元，应付家庭日常开支、小孩教育等，从容且有余。为啥不买二手房？小哥告诉我，二手房确实便宜，但多数无电梯，采光通风不好，要重新装修，仅重装电梯这一项户均怎么也得花10万元左右。

对于配售房的两个主要瑕疵——不能上市交易、卖给政府每年要折旧1%，小哥是这么算账的：一年折旧8300元，而他每年租房（城中村）的费用有9200元，前者要低一些。再说，读小学的小孩还要在这里读小学，房子是用来住的，也方便小孩上学。说到小孩，小哥讲出了他买这个房子最核心的理由：孩子慢慢大了，长期住在城中村不太好。

在此，不妨将东莞与无锡的楼市做一个对比。东莞是一个“双万城市”，常住人口超过1000万、GDP超万亿。江苏无锡GDP也超万亿，但常住人口只有750万。2025年，无锡新房和二手房合计卖了5.5

万套，东莞只卖了4.5万套。无锡常住人口比东莞少250万，为啥房子卖得更多？原因很简单：无锡户籍人口有520多万。东莞户籍人口只有345万；非户籍人口近700万，其中多数是小哥那样的打工仔，没有房子，买不起商品房。

土地市场和新房市场萎缩的态势，短期内不易扭转。未来，靠高收入人群支撑商品房市场的难度很大。那么，房地产的机会在哪里呢？

当下，城市最大的竞争力就是人口。所谓“留得青山在，不怕没柴烧”。以上面提到的小哥为例，在东莞买房了，他就认为自己扎根东莞了，小孩在东莞接受完整的教育，全家都会安心在东莞打拼。

试想，近700万东莞常住非户籍人口，若都能在东莞安定下来、能入户口，这将释放出多大的消费潜力！先不说城市的高度、温度、包容性，也不说带动多少商品房销量，单就生活服务消费，就有很

大的容量。一个人的消费，就是另一个人的收入，消费多了、收入多了，就业就多了。这样，就有信心和有能力支付3700元的月供。这样的配售房，就有很大的市场潜力。

对于土地来说，尽管没卖个高价，但它留住了新时期东莞最宝贵的资源——人口。他们留下来，就是东莞最大的不动产。笔者建议，与其土地卖不出去，还不如将它拿出来做配售房；当然，最好的地块留给商品房，次好的、第三好的拿出来做配售房也行。另外，配售房在品质上要比商品房高，水电气路网要齐备，学校和菜市场要齐全。这些技术上的问题，不难解决。若做到这些，房子就不愁卖。这就是“人、房、地”匹配的逻辑。投资于人的逻辑、科学政绩观的逻辑。按照这个逻辑办，不仅能破解楼市困局，还能提升城市竞争力，为城市长远繁荣注入生机。