

【头条评论】

# 对内幕交易实施“双罚”彰显执法长效震慑

熊锦秋

近期,浙江证监局对一起当事人控制私募基金实施内幕交易案予以行政处罚,这既是对《证券法》内幕交易条款的精准适用,同时对类似案件认定、规范私募行业运作也具有指导意义。

经查明,内幕信息敏感期内,高某与朋友黄某(内幕信息知情人)接触,高某控制使用其控制的淮安相弘毅投资管理有限公司(有限合伙)私募基金证券账户卖出相关公司股票1.12亿元。经计算,私募基金产品交易获利876.2万元,高某控制相关公司以咨询服务名义利用内幕信息交易获利45.6万元。浙江证监局认定构成内幕交易,依照《证券法》第191条没收淮安相弘毅投资管理有限公司(有限合伙)违法所得876.2万元,没收高某违法所得45.6万元,并处150万元罚款。

《证券法》第191条规定,从事内幕交易的,责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得,并处违法所得一倍以上

十倍以下的罚款。浙江证监局据此作出“双主体”处罚,执法逻辑清晰严谨。淮安相弘毅作为被管理人实际控制的交易载体,利用内幕信息减持避损,监管将避损金额认定为违法所得并予以没收,契合市场公平原则。高某作为交易决策与执行的核心责任人,通过咨询服务费变相获利,监管对其没收违法所得并处罚款,符合上述条款处罚尺度,形成对个人主导内幕交易的有力震慑。

本案表明,私募基金并非内幕交易的“免责通道”。即便产品本身不具备独立意志与主观过错,只要被管理人操控实施内幕交易并产生违法所得,也应依法没收。管理人通过咨询服务费等方式实施变相利益输送,同样被认定为内幕交易违法所得,由此封堵私募基金借产品通道实施内幕交易的套利空间,实现对私募基金与个人的全链条追责。

为从源头防范私募领域内幕交易风险,需构建事前防范、事中监测、事后惩戒的全流程管控体系,推动私募基金、

监管等多方协同发力,全面提升合规风控能力。

一是私募基金应健全内控机制。要建立集体决策、合规前置审查、投资权限分级管理制度,严禁单一人员擅自决定重大交易,所有投资指令须经合规风控审核并全程留痕。完善公平交易、集中交易与异常交易自查机制,对内幕信息敏感期大额交易,无合理依据突然调仓等行为强制相关人员说明理由。同时强化合规培训与执业操守教育,将内幕交易防控纳入绩效考核,压实岗位责任,切实履行信义义务。

二是私募基金应严格费用管理与利益冲突审查。全面规范咨询费、服务费等各类费用收取,严禁虚构服务、变相利益输送,所有费用必须具备真实业务背景、完整服务凭证与合理定价标准。强化关联交易、关联方往来审查,建立利益冲突识别、申报、回避机制,严防利用基金财产为个人或关联方牟利,确保基金运作始终以投资者利益为核心。

三是私募基金应完善敏感信息隔离与

行为管控。建立内部信息隔离墙制度,严格管控投研、交易、运营等岗位信息流转,禁止员工主动打探、被动接受未公开重大信息。规范与上市公司、中介机构敏感主体的沟通行为,保留联络及调研记录,杜绝私下接触、不当交流,筑牢信息安全防线。

四是应强化异常交易智能监测预警。优化监测模型,提升智能识别与线索固定能力。重点关注私募基金在内幕信息敏感期大额交易行为,之后再进一步核查是否存在管理人与知情人联络时点高度同步、无合理依据大幅调仓、无实质服务高额收费等情形,实现早预警、早介入、早处置。

五是坚持“双罚”执法形成长效震慑。监管部门应持续对私募基金内幕交易实行“基金没收违法所得、管理人连带带罚”的执法导向,对基金产品与管理人牟利同步认定、同步处罚,显著提高违法成本。加大典型案例公开力度,强化行业警示教育,引导私募机构敬畏法律、坚守合规底线,推动行业规范健康发展。

【市场雷达】

# 防“第一高楼”搁浅 仅收紧审批是不够的

冯海宁

过去一段时间,一些地方热衷于上马展示度高、标志性强的大项目,竞相建设“区域第一高楼”,希望以超高层建筑地标塑造城市封面、完善功能布局、提振片区发展能级。然而,多地投资达百亿元的摩天大楼,陆续被曝出施工搁浅、长期闲置等问题……这些“半拉子工程”,建设工地“悬”在半空,不仅没能成为城市名片,反而成为地方政府的“烫手山芋”。

东部沿海某城市打造700米“第一高楼”,最终以烂尾收场,地块将转型建设宜居社区;西部某国家级新区高度超500米的地标建筑,施工至280米后停工至今已逾两年;北方某城市计划建设高度为597米的“北方第一高楼”,工程停摆长达10年之久……这些失败的区域“第一高楼”案例,显然无论是城市管理者还是项目投资者、设计者等都“猜中了开头,没猜中结局”。

实际上,很多区域“第一高楼”都是盲目上马,存在诸多“先天缺陷”。当初只是为了追求建筑高度第一、地标建筑、形象工程,忽视了资金、消防、出售出租等很多风险。于是,部分区域“第一高楼”,要么在建设中途就停摆,要么建成后空置率高。一旦变成“半拉子工程”,不仅给城市增添了一道“疤痕”,也造成了相关资源严重浪费,还容易引发纠纷占用司法资源。而且,如何解决“半拉子工程”,成为相关各方难解之题,有的项目停摆多年也找不到解决办法。对此,既要严防区域“第一高楼”上马,也要对存量“第一高楼”开“药方”。

为防止区域“第一高楼”陷入“攀比”“争高”导致失控,我国有关部门多次发布“限高令”,明确禁止新建500米以上建筑,严格限制250米以上建筑审批,这给曾经火热的区域“第一高楼”泼了一盆冷水,无论是政绩冲动还是资本冲动,都受到了抑制。不过仅“限高”是不够的,还要对限高范围内的某些高层建筑采取科学合理的措施,防止某些合规高楼也变成烂尾工程。

在项目审批阶段要适当收紧对高层建筑项目的审批,即便其高度符合“限高令”要求,也要汲取部分区域“第一高楼”停摆、闲置等教训,尽量避免项目在资金、股权、市场等方面“栽跟头”。这并不是有形之手对项目投资方或建设方自主经营权进行干预,而是提醒、督促有关各方前期要做好充分论证和风险防范,以确保高层建筑项目从建设到运营不发生重大风险。

对于现有停摆、闲置的区域“第一高楼”,各地有关方面也要调查研究盘活措施。比如,由于资金链断裂导致项目烂尾,既要督促投资方、建设方自筹资金,也要协调金融机构提供贷款支持;对于股东纠纷导致项目停摆,要组织股东协商解决办法。对于空置率高的项目,要通过降价、降租、重新定位等方式进行盘活。总之,绝不能让“第一高楼”再无休止停摆、无节制浪费资源。

【法治之道】

# 建立恶意退货账号黑名单正当其时

贺成

一年一度的“618”年中大促即将到来,网购相关话题热度随之攀升。近日,江苏苏州一小学家委会的一起退货纠纷上了热搜——45把红色雨伞,学校用完后以“七天无理由退货”为由全部退回,商家收到货后发现,伞面褶皱破损,而且每把伞上都用水笔写着学生的姓名,已无法二次销售。

无独有偶。因“恶意退货太多”,今年5月,奢侈品牌圣罗兰、Miu Miu被报道先后对浙江杭州部分街道实施发货限制,引发社会广泛关注。

这两起热点事件,都反映出电商领域部分消费者滥用“七天无理由退货”规则的问题,也暴露出行业诚信缺失、规则失衡、监管亟待细化的深层问题。为了最终保障商家权益,遏制“薅羊毛”乱象,平台切实履行责任,建立恶意退货账号黑名单,并优化商家维权通道,无疑正当其时。

“七天无理由退货”规则是为了保护消费者的合法权益,但法律也规定,消费者退货的商品应当完好。法律这么规定的目的,是便于商家对商品进行二次销售。如果消费者退货的商品有破损或者影响二次销售,商家可以拒绝退货。换言之,商家要依法执行“七天无理由退货”的规定,对于符合“七天无理由退货”条件的,应及时予以退货退款;对于确实不符合退货条件的,可以给出合理理由后拒绝退货,不能将使用过或出现明显瑕疵问题的商品再卖给其他消费者。

进一步说,商品不完好的、恶意仅退款不退货的行为,属于滥用消费者权利、违背诚实信用原则,商家有权依法拒绝此类不合理退货申请,平台也不能袖手旁观。

须知,对于影响二次销售的商品,商家拒绝退货后,消费者会找平台进行退货,平台偏向于“息事宁人”,优先满足消费者的诉求,但损失却由商家承担,这本身就有失偏颇。尽管有些平台允许商家申诉,但是商家举证、申诉、维权的时间和经济成本居高不下,只能被迫承担损失。此外,平台未给商家提供定向屏蔽失信用户的合规渠道,导致商家维权难,只能采取极端的自保方式,比如加挂巨型吊牌等,这些都反映出平台在矛盾化解等方面还有进一步提升的空间。

制度良性运行依赖消费者诚信素养。当商家有权拒绝个别失信消费者,但无权拉黑整个区域时,行业应摒弃简单粗暴的区域限购,转向精准化失信治理。尤其是平台,亟待建立恶意退货账号黑名单,实现对不良用户的精准识别与限制。也只有如此,消费者才会珍惜自身消费信用,合理行使七天无理由退货权。至少,不会因一己私利随意违背市场规则,破坏网购环境和良好消费秩序。

本版专栏文章仅代表作者个人观点

【时代风口】

# Token经济学 重塑全球贸易版图

朱兆一

每隔几十年,一种新的基础性商品会重新定义全球贸易秩序。19世纪是煤,20世纪是石油,今天,Token(AI处理文字的最小单位)正在承担这个角色。Token本是AI模型处理语言的最小单元,但它已不仅仅是技术概念——它凝结着算力、电力与算法,是智能时代国际贸易的最小结算单元。

2026年5月下旬,全球最大AI模型API聚合平台OpenRouter发布了一组数据:当周全球AI大模型总调用量达28.9万亿Token,DeepSeek-V4-Flash单周调用量3.43万亿Token,环比暴涨66%,首次登顶全球第一。若将DeepSeek旗下所有模型合并计算,中国大模型周调用量已达9.22万亿Token,美国模型为4.93万亿Token,中国整体连续数周稳居全球榜首。这组数字,是理解本文讨论核心的起点。

DeepSeek的崛起,如果只理解为“价格战”,就低估了这件事的意义。

价格只是结果,根源在于算法架构的重新设计。DeepSeek V4系列采用混合专家模型(MoE)架构,总参数约284B,但每次推理时实际激活的参数仅约13B,同等性能下计算资源消耗被大幅压缩。DeepSeek训练V3的总成本约560万美元,业界对GPT-4训练成本的估算超过1亿美元,相差约18倍。低成本训练带来的是可持续的定价能力,V4-Flash的API定价约为每百万Token输入0.1美元,同期美国头部闭源模型高出50到250倍不等。2026年5月,DeepSeek宣布将折扣永久化,彻底打消了市场对“低价补贴换流量”的疑虑。

这种成本革命恰好遇上AI Agent的

规模化落地。一个中等复杂度的Agent任务需要数十次模型调用,消耗10万Token级别的算力;复杂任务动辄百万Token起步。全球开发者很快发现,用美国高价模型跑Agent成本曲线陡峭,用中国开源模型作为后端,同样的预算可以支撑多出十倍乃至二十倍的调用量。OpenRouter平台用户中,美国开发者占比约47%,中国开发者仅占6%——推动中国模型调用量飙升的主力,是海外开发者的真实市场选择。

从贸易结构看,Token出口是一种极为奇特的商品形态:生产消耗的是电力,运输走的是光纤,不需要集装箱和港口,不受海关限制,不会被霍尔木兹海峡的地缘博弈所阻断。有测算显示,中国西部一度电转化为Token服务后,市场价值可放大约22倍,增值幅度远超任何传统制造业产品。

回顾中国外贸40年,比较优势经历了从廉价劳动力、到制造业规模效应、再到供应链深度整合的三次跃迁。Token出口意味着第四次跃迁——出口的不再是有形商品,也不是软件代码,而是凝结在算法与算力中的智识服务本身,边际成本几乎为零,规模效应无上限。

这种模式同时解决了中国长期存在的能源消耗难题。中国西部绿色电力单价约0.15元/度到0.28元/度,仅为欧美电价的五分之一到三分之一,但因距离东部用电中心太远,长期面临弃风弃光困境。“东数西算”工程的战略意图之一,正是将西部富余的绿色就地转化为算力,通过光纤输送出去。Token出口相当于把西部绿色电装进“数字货柜”,以AI服务的形式卖给全球用户。能源消纳、外汇创收、产业升级,三个目标在同一个商业模式里同时实现。

用“技术冷战”或“脱钩”来描述中美



## 新官要善于“理旧账”



新官务必理旧账,切莫人走茶就凉。  
民生工程有成本,科学规划待续章。  
勇肩前任千钧重,细理沉疴百结长。  
跑好发展接力赛,敢为善为孚众望。

朱慧卿/漫画 孙勇/诗

【理财锦囊】

# 投资结构性存款要关注收益计算规则

姜飞鹏

今年以来,多家银行密集推出挂钩黄金、汇率、指数等的结构性存款产品。在银行净息差处于低位,负债成本管理压力较大的情况下,推出结构性存款更有助于银行开展差异化竞争,吸引投资者从而稳定负债并控制成本。同时,在当前利率水平较低的情况下,黄金等贵金属价格上涨,结构性存款以比较高的预期收益率吸引了投资者的关注,成为投资者在低利率环境下提升投资收益的一个可行选择。面对结构性存款产品快速推出,投资者需要增加对结构性存款的理解,根据自身情况科学开展结构性存款投资。

按照人民银行的界定,结构性存款是指金融机构吸收的嵌入金融衍生产品的存款,通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或与某实体的信用情况挂钩,使存款人在承担一定风险的基础上获得更高收益的业务产品。其可视为“存款+金融衍生品”,具有固定收益证券和金融衍生品的双重特征。与一般存款相比,结构性存款的投资收益一部分是存款所产生的利息,

另一部分是金融衍生品的投资收益。投资者面临的风险主要来自金融衍生品投资部分,其预期的高收益也主要来自金融衍生品的投资收益。

结构性存款分类标准多样,并且每一个分类方式都可分为多种类型。如按照挂钩标的分类,结构性存款可以分为利率挂钩型、汇率挂钩型、商品挂钩型、股票或指数挂钩型、信用挂钩型等。按照收益结构分类,结构性存款可以分为保本浮动收益型,这是最常见的类型,本金安全,收益浮动;非保本浮动收益型,不保障本金安全,潜在收益率更高的同时风险也更大。除了上述分类外,还有按照本金币种的不同,结构性存款可分为外汇结构性存款和人民币结构性存款。按照期限的不同,结构性存款有不同的期限等。

结构性存款的本质属于存款,《存款保险条例》明确存款保险实行限额偿付,最高偿付限额为人民币50万元,此规定适用于结构性存款。这一特性也决定了虽然投资收益都有波动,但结构性存款不同于银行理财等资产管理产品。虽然

结构性存款收益有波动,但是其本质上是存款,而银行理财属于资产管理产品。结构性存款由银行创新推出,理财产品则是理财公司创新推出。结构性存款通常保本或部分保本,而银行理财产品存在净值波动风险。结构性存款有明确的预期收益区间,银行理财产品则不存在。

由此一来,结构性存款因为有一部分资金投资于挂钩的标的也就是金融衍生品,并且大多数情况下本金安全有保障,对投资者有较大吸引力。相对于银行理财等资产管理产品而言,结构性存款投资更加安全,同时其预期收益比普通银行存款高。因此,结构性存款更适用于风险偏好相对保守,不愿意承担本金损失风险,又想通过投资获得较高预期收益的投资者。加上结构性存款的起购金额通常为1万元,也适合于资金规模较小的投资者投资。不过需要投资者注意的是,结构性存款投资并非稳赚不赔。

就结构性存款本身而言,首先是存在收益不确定风险,投资者最终不能取得超额收益取决于挂钩标的表现。如果挂

球开发者群体,恰恰是美国高端模型潜在用户的最大蓄水池。双方竞争愈激烈,全球AI市场扩张愈快,彼此的绝对收益也随之增大,这是一种深层的共生关系。

Token是智能文明的氧气,流经每一次人机交互,每一个被AI辅助的决策。与石油不同的是,Token不依赖特定地理,任何拥有足够电力的地方都可以生产,这决定了Token经济学天然比石油经济学更具竞争力,也更难被单一力量垄断。真正的竞争,是谁能在这套新秩序形成的窗口期,将自己的规则写入全球Token市场的底层逻辑——即规则之争。这场博弈刚刚开始。