

AI 的出资方换人了

AI 的出资方换人了——超大厂停掉回购、改走按市价增发，美国非金融企业股权净发行创 1946 年以来单季新高；下一道约束是二级市场的吸收能力

2026 年二季度，美国非金融企业股权净发行折年率 +6,128 亿美元，为 1946 年有数据以来单季最高，也是 2000 年一季度 (+1,968 亿) 与 2021 年一季度 (+2,260 亿) 两次科技高点读数的约 2.7—3.1 倍。驱动它的不是小盘股融资热，而是 AI 资本开支的出资结构换了：五家资本开支最重的超大厂单季回购由 328 亿美元降到 46 亿，同期资本开支由 810 亿升到 1,935 亿；Alphabet 与 Meta 回购归零，Alphabet 与甲骨文转为按市价增发的净发行方。四季度还压着 SpaceX 约 27.5 亿股解禁（按 10 月 5 日收盘约 4,710 亿美元，约为标普 500 单季回购的 1.9 倍）。在册 103 只美股的截面显示，股本扩张在单只层面几乎没有被单独定价（剔除层级后高发行组与回购组 3 个月收益只差约 2.2 个百分点），却在层级层面被定价（层级发行中位数与层级收益的秩相关 -0.52）——发行是一个层属性，而且和「现金流在后端」是同一件事。

超大厂停掉回购、改走按市价增发——股权净发行创 1946 年以来新高，下一道约束是二级市场的吸收能力

涌现资本产业研究部 · 2026-10-06 · 「AI 基建融资结构」系列

过去三年，美股的结构性买盘来自企业自己：标普 500 成分股每年约 1 万亿美元回购，把股本一路往下压。2026 年这件事反过来了。美联储 9 月 11 日发布的资金流量表显示，美国非金融企业二季度股权净发行折年率 +6,128 亿美元，为 1946 年有数据以来单季最高；1984 年以来的 170 个季度里净发行为正的只有 30 个。本篇回答三个问题：谁在发行，为什么是现在；市场的吸收能力还剩多少；股权供给在价格里由谁承担。最后一问用在册 103 只美股的股本与收益截面作答。

30秒结论卡

项	内容
一句话判断	AI 资本开支的出资方正从「自由现金流 + 回购节余」换成「股东」。五家资本开支最重的超大厂单季回购由 328 亿美元降到 46 亿，资本开支由 810 亿升到 1,935 亿，回购/资本开支比由 0.40 降到 0.02；Alphabet 与甲骨文转为按市价增发（ATM）的净发行方。供给侧下一个已知变量是 SpaceX 四季度约 27.5 亿股解禁。约束不在 AI 盈利，在二级市场的分母。
机会状态	🟡 观察 —— 公司层面的买盘仍大（2026 年回购预测 1.3–1.4 万亿美元），但它已由非科技公司、苹果与英伟达承担；AI 资本开支本身的融资已经从回购的反面拿钱。
市场忽略了什么	把股本扩张当成个股事件。截面上，股本扩张主要以层级为单位被定价：剔除层级后，高发行组与回购组 3 个月收益只差约 2.2 个百分点；按层级聚合，发行越多的层越弱（秩相关 -0.52）。需要外部股权的层与现金流在后端的层是同一批——这与 9 月 29 日篇的「久期税」是同一个经济属性。
重点标的（状态判定，非买卖建议）	🟢 NVDA \$238.90 · 🟢 LRCX \$345.80 · 🟡 MSFT \$525.18 · 🟡 GOOGL \$346.47 · 🟡 CRWV \$87.39 · 🔴 ORCL \$142.48 · 🔴 IREN \$40.48 · 🔴 SPCX \$171.09（均为 10 月 5 日收盘）
最大反证	若四季度 SpaceX 三个解禁窗口（10-09、10-24、约 11-04 的 13 亿股）前后 5 个交易日相对纳指 100 均未跑输，且 Alphabet/Meta 三季报回购恢复为正，则「吸收能力是约束」不成立，本篇降级为单纯的发行统计。

一、投资要点

#	核心观点	方向
1	美国非金融企业股权净发行 2026 年一季度 +2,051 亿、二季度 +6,128 亿美元 （折年率），后者为 1946 年以来最高；此前三个最高季度是 2021Q1 +2,260 亿、2026Q1、2000Q1 +1,968 亿	● 供给
2	五家资本开支最重的超大厂（MSFT/GOOGL/META/AMZN/ORCL）最近六个季度：单季回购 328 → 46 亿美元，资本开支 810 → 1,935 亿美元；Alphabet 与 Meta 回购归零	● 买盘撤出
3	Alphabet 6 月一次性净募资 496 亿美元（含普通股、强制可转优先股与伯克希尔私募），另设 400 亿美元 ATM；甲骨文 200 亿美元 ATM 在 6–8 月季度用满，净募资 199 亿（约 1.41 亿股），另发约 50 亿美元强制可转优先股	● 超大厂转发行方
4	美国 IPO 年内 112 宗、1,475 亿美元，已超 2021 年 1,424 亿的全年纪录；SpaceX 基础发行 750 亿（行使超额配售约 862.5 亿）、SK 海力士美国存托股 265 亿、Cerebras 55.5 亿	● 一次性大单
5	四季度解禁：SpaceX 约 27.5 亿股（占总股本约 21%），按 10–05 收盘约 4,710 亿美元；Cerebras 10–28 起；SK 海力士 90 天锁定期约 10–07 到期	● 日历供给
6	需求侧：2026 年美国回购预测 1.3–1.4 万亿美元、上半年回购授权 9,737 亿美元，但 7–01 至 9–23 新增授权 1,964 亿，仅为去年同期 3,685 亿的 53%	● 买盘在减速
7	在册截面：股本扩张 >10% 的 17 只与回购组 20 只，3 个月收益中位数 −3.5% vs +11.4%；剔除层级后只差 −0.5% vs +1.7%—— 差距约 85% 来自层级归属	● 层属性
8	同一截面 12 个月收益与股本扩张正相关（秩相关 +0.18）：发行方是过去一年的赢家，在价格高位开闸，与学术上的「窗口期发行」一致	● 反身性

二、钱从哪来：AI 资本开支的四个出资方

2.1 时间线

日期	事件
2026-02-02	甲骨文登记 200 亿美元 ATM；02-03 发 250 亿美元八档优先无担保债；02-04 发约 50 亿美元强制可转优先股
2026-03-04	IREN 登记 60 亿美元 ATM（取代原 10 亿美元计划）
2026-06-01	Alphabet 宣布 800 亿美元权益融资，后扩至 847.5 亿；同日 Anthropic 公告已秘密递交 S-1 草稿
2026-06-11	SpaceX 以每股 135 美元定价 5.56 亿股，次日在纳斯达克上市
2026-08-21	AAOI 登记年内第三份 6 亿美元 ATM（登记时股价 129.10 美元）
2026-09-11	美联储资金流量表：二季度非金融企业股权净发行折年率 +6,128 亿美元
2026-09-17/18	CoreWeave 登记 3,500 万股 ATM（可配领口远期）；9-18 定价可转债，9-22 交割 42 亿美元（含超额认购权，转股溢价 22.5%）
2026-10-09 起	SpaceX 第一批 3.284 亿股解禁；10-24 再 3.284 亿；三季报后第二个交易日约 13 亿；12-08 约 7.976 亿

2.2 资金地图：四个出资方的份额迁移

AI 资本开支的钱有四个来源：经营现金流、债务、客户预付、股东。前两季的变化是**第四项从负变正**——过去企业把现金还给股东（回购），现在向股东要钱（增发）。

出资方	2025 年状态	2026 年状态	证据
经营现金流	主力	仍是主力，但被资本开支超过	卖方估算 2027 年超大厂资本开支超出经营现金流约 1,500 亿美元
债务	投资级债为主	投资级 + 高收益 + 资产担保	甲骨文 250 亿；CIFR/CORZ/HUT/APLD 年内均发有担保高收益债
客户预付	少量	neocloud 的头号资金来源	见 10-05 篇：Nscale 上半年投资支出 51.3% 由客户预付覆盖
股东	净回购（负贡献）	净发行（正贡献）	Alphabet/甲骨文 ATM、CoreWeave/IREN/Nebius 可转债、AAOI/IREN/OKLO/SMR ATM

2.3 超大厂：回购让位给资本开支

公司	单季回购（六季首→末，亿美元）	单季资本开支（亿美元）	回购/资本开支
微软	47.8 → 45.8	167.5 → 358.0	0.29 → 0.13
Alphabet	150.7 → 0	172.0 → 449.2	0.88 → 0
Meta	127.5 → 0（连续三季为零）	129.4 → 301.2	0.99 → 0
亚马逊	0（2022 年起无回购）	250.2 → 542.1	0
甲骨文	1.5 → 0（连续四季为零）	90.8 → 285.0	≈0
五家合计	327.5 → 45.8	809.8 → 1,935.5	0.40 → 0.02
对照：苹果	259.0 → 251.1	30.7 → 24.6	6—10 倍
对照：英伟达	141.0 → 197.3	12.3 → 26.8	3—11 倍

读表：五家超大厂一年半里把单季资本开支提高到 2.4 倍，回购砍掉了 86%。剩下的结构性买盘来自资本开支轻的苹果与英伟达，以及非科技公司——AI 资本开支最重的那一侧已经不再回购自己的股票。

三、股权供给的全貌：发行、解禁与净额

3.1 净发行：1946 年以来的最高读数

季度	非金融企业股权净发行（折年率，亿美元）	背景
2000Q1	+1,968	纳斯达克 3 月见顶
2007 全年	−5,410	杠杆收购与回购高峰
2021Q1	+2,260	SPAC 与 IPO 高峰
2025 全年	−3,482	回购主导
2026Q1	+2,051	
2026Q2	+6,128	SpaceX 上市、Alphabet 增发

这里的口径须写清：资金流量表的「净发行」是新发行减去回购，再减去现金收购导致的退市，并覆盖非上市企业；二季度的季度实际值约为折年率的四分之一，即约 1,532 亿美元。它不等于「IPO + 增发 − 回购」，但方向是权威的。美元读数是名义值，未按市值缩放；按市值缩放的读法见 3.3。

3.2 毛发行：三条供给线

供给线	2026 年至今	备注
IPO	112 宗 / 1,475 亿美元（一季度 99 亿、二季度 1,048 亿、三季度 328 亿）	三季度剔除 SK 海力士仅 62 亿；SpaceX + SK 海力士 + Cerebras 合计约 1,070 亿，约占 73%
增发与大宗	约 1,250—1,420 亿美元（上半年 749—920 亿 + 三季度约 500 亿）	二季度增发中约 53% 为老股东出售
可转债	三季度单季逾 400 亿美元；年内已超 2025 年全年	约一半与 AI 相关；零息占比约 41%
二季度毛发行	2,520 亿美元，单季纪录（前高 2021Q1 2,340 亿）	含 IPO、增发、可转债

3.3 解禁：四季度的已知日历

日期	解禁股数	按 10-05 收盘市值（亿美元）
SpaceX 10-09（第 120 天）	3.284 亿	562
SpaceX 10-24（第 135 天）	3.284 亿	562
SpaceX 三季报后第二个交易日（约 11-03 至 11-05）	13.0 亿	2,224
SpaceX 12-08（第 180 天）	7.976 亿	1,365
SpaceX 四季度合计	27.5 亿（约占 7-28 总股本 131.8 亿股的 21%）	约 4,710
Cerebras 10-28 / 三季报后（不晚于约 11-10）	约 1,940 万 / 至多约 1.85 亿	按 181.55 美元计约 35 / 至多约 336

三季度已经释放过两批：首份财报后第二个交易日（8-06）约 9.115 亿股、8-20 约 3.190 亿股。12-08 一档之所以按 7.976 亿股计：招股书另设一条以股价为条件的提前释放条款（股价不低于发行价的 130%，即 175.50 美元），可于 8-06 额外释放 4.558 亿股；SpaceX 7 月下旬至 8 月初的收盘区间为 108—125 美元，按收盘数据该条件未满足，这批股份顺延到 12-08。10 月 5 日 SpaceX 收于 171.09 美元，两个交易日涨 15.5%，距离那条 175.50 美元的线只差 2.6%。

量级对照：解禁不等于卖出，4,710 亿美元是供给上限而不是成交。但即便只有一成兑现为卖盘，也相当于标普 500 一个季度回购（2025 年三季度 2,490 亿美元）的约 19%；全部释放则约为 1.9 个季度。按市值缩放的读法：资产管理机构对美股供给的测算是，股本年变化由约 -1% 转为接近 +5%，历史上股本每增加 1%，此后 12 个月总市值约少 4%。这是一个历史回归的经验关系，不是定价模型。

四、卡点：二级市场的吸收能力

4.1 需求侧还有多少

买盘	读数	方向
标普 500 回购（实际支出）	2025Q3 2,490 亿美元，滚动 12 个月 1.02 万亿（纪录）	2026Q1 同比 +1%（同期资本开支 +38%）、Q2 +11%
2026 全年回购预测	1.3–1.4 万亿美元（两家投行预测）	由非科技、金融、苹果、英伟达承担
回购授权（宣布额，不等于支出）	上半年 9,737 亿；7–01 至 9–23 仅 1,964 亿（去年同期 3,685 亿）	三季度授权同比 –47%
企业融资盈余	二季度约占 GDP 2%（1952 年以来非危机期最高）	现金流增速仍快于资本开支——但这是全体企业，不是 AI 出资方
住户部门	二季度净买入折年率 1.35 万亿美元	住户成为最大边际买方

两组读数并不矛盾。**全体企业仍是净买方**（非科技公司现金流充裕、继续回购），**AI 出资方是净卖方**（超大厂、neocloud、核能、光通信小盘）。市场整体的吸收能力仍在，但它要靠住户与非科技企业的买盘，去接 AI 侧的卖盘。这正是供给约束的形态：不是「没人买」，而是**价格要降到足以让另一类买家接手**。

4.2 卡点评分卡：谁的资本开支最依赖股东

自建「发行悬顶率」= 已登记未使用的股权发行额度 ÷ 当前市值，衡量下一年还会有多少股票被印出来。配合「过去一年股本增速」看已经印了多少。

公司	过去一年股本增速	已登记未使用额度	当前市值 (亿美元)	发行悬顶率
IREN	+47.5%	60 亿 ATM 已售约 25 亿 → 余约 35 亿	约 160	约 22%
AAOI	+35.6%	第三份 6 亿 ATM，截至 6-30 后无出售披露	约 103	至多约 5.8%
OKLO	+26.0%	9-11 新登记 10 亿 ATM	约 67	至多约 15%
CRWV	约 +10.7% (约 9 个月)	3,500 万股 ATM (可配领口远期)	约 482	约 6.3%
Alphabet	上半年总股本 122.28 → 123.09 亿股 (+0.7%)，6 月净募资 496 亿	400 亿 ATM 自三季度起，已用部分未披露	约 42,650	至多约 0.9%
甲骨文	一个季度内 28.80 → 30.24 亿股 (+5.0%)	200 亿 ATM 已基本用完	约 4,310	新额度待观察
英伟达 (对照)	-0.8%	无	约 57,860	0 (上半财年回购约 390 亿)

读表：大盘股的发行规模大、悬顶率低；小盘股的悬顶率高，并且**股权就是它们的融资货币**——股价跌，同一笔资本开支要多印更多股，融资成本反身性上升。真正被「吸收能力」卡住的，是悬顶率两位数、自由现金流为负的那一格。

4.3 截面检验：股本扩张由层级承担，不由个股承担

样本：在册美股中，能从最近一份 10-Q/10-K 封面取得股本、且有约一年前对照值的 103 只（外国发行人与部分双重股权公司缺失）；股本增速按拆股回填后折年；收益为 adjusted_close，3 个月窗口为 7-02 至 10-05。

股本增速分组	只数	12 个月收益中位数	3 个月收益中位数	剔除层级后 3 个月中位数
>10% (扩张)	17	+30.0%	-3.5%	-0.5%
3%-10%	17	+5.5%	-9.0%	-0.2%
-1%-3% (持平)	49	+43.8%	+0.8%	+0.1%
<-1% (回购收缩)	20	+5.1%	+11.4%	+1.7%

三点读数：

1. 原始差距 14.9 个百分点，剔除层级后只剩 2.2 个百分点。扩张组集中在光通信 (AXTI/AAOI/LITE/COHR)、neocloud 与托管 (WULF/HUT/APLD)、核能与太空 (OKLO/RKLB/RDW)；收缩组集中在软件 (CRM/ADBE/HUBS/DT/GWRE) 与设备 (LRCX/KLAC/TER)。个股层面，股本扩张没有被单独惩罚。

2. **层级层面被定价**：9 个至少 4 只样本的层级里，层级股本增速中位数与层级 3 个月收益中位数的秩相关为 -0.52 。云计算层股本增速中位数 $+3.8\%$ 、3 个月 -1.3% ；电力层 $+1.1\%$ 、 -15.0% ；软件平台层 -1.0% 、 $+30.3\%$ 。
3. **发行方是过去的赢家**：12 个月收益与股本增速的秩相关为 $+0.18$ ，AXTI（股本 $+41.9\%$ 、12 个月 $+1,589\%$ ）、LITE（ $+28.2\%$ 、 $+566\%$ ）、AAOI（ $+35.9\%$ 、 $+335\%$ ）都是在价格高位开闸。学术上的发行异象（1963—2026 年最高发行十分位按市值加权每年跑输最低十分位约 4.5 个百分点， $t=2.99$ ）在 2016 年以来的大盘股样本中并不显著（ $t=1.09$ ）——**大盘股的发行目前没有被系统性惩罚，小盘股的才是。**

与 9 月 29 日篇的关系：那一篇在同一样本里发现，加息后被利率单独定价的是电力层后端现金流。本篇发现被股权供给定价的也是这几层。这不是两个巧合——**现金流在后端的公司就是需要外部股权的公司**，「久期」与「发行依赖」是同一个经济属性的两种读法。9 个层级的样本不足以把两者分开，本篇不做此分解。

五、市场怎么定价：买现金流的发行方，卖股东出资的发行方

维度	已定价	未定价
超大厂发行	Alphabet 增发后股价未受明显冲击（大盘股发行异象近十年不显著）	回购归零意味着失去一个长期价格托底；三季报回购是否恢复是第一个检验
小盘发行	层级整体已打折（电力层 3 个月 -15.0% ）	悬顶率两位数的个股在层内并未更弱——层内仍按故事定价
解禁	SpaceX 解禁前两日 $+15.5\%$ ，与「解禁前抬价」的常见模式一致	约 11-04 那一档 13 亿股，是单日最大的一笔已知供给
IPO 排队	Anthropic 已于 6-01 公告秘密递交；Nscale 9-18 公开 S-1	媒体报道 Anthropic 估值约 2 万亿美元、融资至多约 1,000 亿美元（未经公司公开披露）

六、受益链与公司卡：α 归「自己出钱」的那一侧

受益标的表

标的	10-05 收盘	过去一年股本	卡点 / 逻辑	状态
NVDA 英伟达	\$238.90	-0.8%	资本开支轻、自由现金流自给，上半财年回购约 390 亿美元，是 AI 链上最大的股东买方	●
LRCX 泛林	\$345.80	-1.1%	设备层股本收缩、无外部融资需求；供给冲击中属于「被卖时有人接」的一侧	●
MSFT 微软	\$525.18	-0.1%	唯一维持回购的高资本开支超大厂，但回购/资本开支已降到 0.13	●
GOOGL Alphabet	\$346.47	转为净发行	400 亿 ATM 悬顶；增发用途写明为 AI 基建，现金流仍强	●
CRWV CoreWeave	\$87.39	约 +10.7% (9 个月)	可转债 + ATM + 客户预付三线并举，股权只是出资方之一	●
ORCL 甲骨文	\$142.48	6-8 月季度 +1.41 亿股	200 亿 ATM 用完 + 强制可转债优先股 + 250 亿债；回购连续四季为零	●
IREN IREN	\$40.48	+47.5%	发行悬顶率约 22%，股权是主要融资货币	●
SPCX SpaceX	\$171.09	新上市	四季度约 27.5 亿股解禁（约 21% 股本）	●

七行公司卡（择要三家）

甲骨文（ORCL）

项	内容
位置	云计算层，AI 训练算力的出租方，资本开支单季 285 亿美元
为什么重要	资本开支最激进的出租方，同时使用债、强制可转优先股、ATM 三种外部资金
为什么被低估/高估	资本开支的出资方已从股东回报的反面拿钱：回购连续四季为零，6—8 月季度增发 1.41 亿股
证据	2026-09-11 10-Q：200 亿 ATM 用满、净募资 199 亿美元、本季无回购；2-02 登记 200 亿 ATM；2-04 约 50 亿强制可转优先股
估值状态 + 口径	10-Q 封面 30.24 亿股 × 10-05 收盘 ≈ 4,310 亿美元
催化	3 个月：下一份 10-Q 是否新登记 ATM；6 个月：强制可转优先股的转换摊薄；12 个月：订单兑现节奏
反证	若下一季不再登记新的股权额度、且经营现金流覆盖资本开支比例回升，则发行属一次性

IREN

项	内容
位置	电力/托管层，由比特币矿企转向 AI 云
为什么重要	本截面股本扩张最快的一只（+47.5%），发行悬顶率约 22%
为什么被低估/高估	2033 年到期可转债转股价 73.07 美元，比现价高约 81%——转股摊薄暂不触发，但 ATM 的余额在现价下等于再印约 8,650 万股
证据	2026-03-04 60 亿 ATM（424B5）；FY26 10-K：新 ATM 已售 4,717 万股、毛额约 25 亿；5 月 30 亿可转债
估值状态 + 口径	394.06 百万股 × 40.48 美元 ≈ 160 亿美元
催化	季报中的 ATM 出售节奏；合同收入起租时点
反证	若合同现金流起租后经营现金流覆盖资本开支，ATM 余额可停用

SpaceX（SPCX）

项	内容
位置	太空层，2026 年最大单笔 IPO
为什么重要	四季度单一来源最大的已知供给：约 27.5 亿股、按现价约 4,710 亿美元
为什么被低估/高估	解禁前两个交易日 +15.5%，价格逼近 175.50 美元——一个已失效条款的门槛
证据	424B4：基础发行 5.556 亿股 × 135 美元；解禁时间表；马斯克约 64 亿股锁到 2027-06-12
估值状态 + 口径	7-28 封面 131.8 亿股 × 171.09 美元 ≈ 2.26 万亿美元（未含 8-14 换股并购增发）
催化	10-09、10-24、约 11-04、12-08 四个窗口
反证	若四个窗口前后 5 个交易日相对纳指 100 均未跑输，说明需求足以吸收

七、情景

情景	核心假设	结果	标的动作（状态判定）
熊	Anthropic 年内上市 + SpaceX 解禁兑现为卖盘 + 超大厂三季报回购仍为零	净发行三季度维持 +4,000 亿以上（折年），高悬顶率小盘层再打折	● IREN/OKLO/ORCL 承压；● NVDA/LRCX 相对受益
基准	解禁部分兑现、住户与非科技回购接住大部分供给	净发行回落但仍为正，层级分化延续，指数层面影响有限	● 按悬顶率在层内做减法
牛	超大厂回购恢复、Anthropic 推迟、可转债以溢价发行为主	净发行回到零附近，供给约束解除	● 高发行层反弹弹性最大

八、风险与反证

风险 / 反证条件	若出现，说明什么	观察点
Alphabet 或 Meta 三季报回购恢复为正	超大厂把发行当作一次性，而不是新常态	10 月底三季报现金流量表
SpaceX 四个解禁窗口前后相对纳指 100 均未跑输	需求足以吸收，吸收能力不是约束	10-09 / 10-24 / 约 11-04 / 12-08
资金流量表三季度净发行转负	二季度是 SpaceX 与 Alphabet 两笔大单造成的单季尖峰	12 月发布的三季度资金流量表
层内高悬顶率个股开始跑输同层	市场从按层定价转向按股本定价，本篇的截面结论需改写	每周层内截面复跑
回购授权四季度回升	三季度授权 -47% 只是季节性	回购授权月度数据
大盘股发行异象持续不显著	大盘股的发行无需折价，约束只在小盘股	年度复核

九、行动清单与监控

- **现在重点观察：**NVDA、LRCX 这类「自己出钱、还在回购」的一侧在供给日的相对表现。
- **只监控不追：**ORCL、IREN、OKLO 等发行悬顶率高、股权是主要融资货币的标的；回调不等于便宜，股本在扩张。
- **绝不追：**解禁窗口前被推高的新上市股。
- **下次看哪 5 个数据：**①Alphabet/Meta/甲骨文三季报回购与 ATM 已售额；②AAOI 三季报中第三份 ATM 的已售金额；③SpaceX 约 11-04 那一档解禁前后的相对收益；④Anthropic S-1 是否在 EDGAR 公开及融资规模；⑤12 月资金流量表三季度净发行。
- **哪个信号出现要重写结论：**超大厂回购恢复且净发行转负——AI 出资方回到「现金流 + 债务」，股东不再是出资方。

十、来源置信度、口径、数字三道关与免责

来源置信度表

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
非金融企业股权净发行 +2,051 / +6,128 亿（折年）	美联储资金流量表 F51.1.t, 序列 FA103164105; FRED NCBCEBQ027S	2026-09-11	季调折年率, 含现金收购退市	A
超大厂回购与资本开支	各公司 10-Q/10-K XBRL (回购现金流出、购置固定资产)	至 2026-09	单季 = 年初至今差值; 亚马逊、英伟达用生产性资产科目	A
Alphabet 847.5 亿融资结构、6 月净募资 496 亿	Alphabet 8-K、2026Q2 10-Q	2026-06/07	含优先股与私募	A
甲骨文 ATM 净募资 199 亿 / 约 1.41 亿股	甲骨文 FY27Q1 10-Q	2026-09-11	6-8 月季度	A
SpaceX 发行与解禁时间表	SpaceX 424B4	2026-06	股数为上限	A
AAOI 三份 ATM、股本 +35.6%	AAOI 424B5 x3、2026Q2 10-Q	2026-08	第三份截至目前无出售披露	A
IREN/OKLO/CRWV/NBIS 融资	424B5、8-K、6-K	2026		A
IPO 1,475 亿 / 112 宗	IPO 研究机构统计	2026-10-05	含 SK 海力士美国存托股	B
二季度毛发行 2,520 亿、2026 回购 1.4 万亿	投行股票策略, 经主流媒体转引	2026-08	毛发行	B
回购授权 9,737 亿 / 1,964 亿	资金流数据商, 经二手转引	2026-09-23	宣布额	C
企业融资盈余约 GDP 2%	投行流动性报告, 经二手转引	2026-09-24		C
股本每 +1% 对应 12 个月市值约 -4%	资产管理机构季度信	2026-09	历史回归	A (机构自有文件)
发行异象幅度	Ken French 净发行组合数据, 本部计算	至 2026-08	十分位多空	A 数据 / 本部计算

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
截面 103 只	SEC 封面股本 + EODHD 复权 收盘，本部计算	2026- 10-05	见 4.3	本部计 算
Anthropic 估值与融资规模	媒体报道	2026- 09-28	秘密递交，未公开 披露	C

数据冲突与口径

- **2026 年可转债发行总额：**一家数据源给出 9 月初年内 1,310 亿美元，另一家 7 月初 570 亿、8 月单月 250 亿，两者无法衔接（口径可能在是否含强制可转优先股与非美上市），本篇只采用「三季度单季逾 400 亿、年内已超 2025 年全年」这一交集表述。
- **IPO 年内总额：**1,475 亿（112 宗）与 1,658 亿（88 宗）的差异来自是否含超额配售、是否计入 SK 海力士美国存托股以及最小规模门槛，本篇用前者。
- **净发行 vs 净回购：**资金流量表显示二季度大额净发行，投行口径则认为全年企业仍是净买方（回购 1.4 万亿 vs 发行约 7,000 亿）。前者含非上市企业与现金收购退市、后者为上市公司毛额对比；两者可以同时成立，见 4.1。
- **在册数据的股本口径：**universe 记录的部分发行方股本早于最新 10-Q（CRWV 4.48 亿股 vs 10-Q 封面 5.52 亿股，IREN 3.57 亿 vs 3.94 亿，AAOI 0.80 亿 vs 0.85 亿），本篇市值按 10-Q 封面股本 × 10-05 收盘计算，因此高于在册市值。**高发行公司的在册市值系统性偏低**，这本身是供给的一个后果，已提请刷新。另，在册 GOOGL 股本 58.67 亿仅为 A 类股，全部类别合计约 123.09 亿股，在册市值约低估一半。
- **截面样本偏差：**外国发行人（TSM、ASML、NBIS 等）没有季度封面股本，未进入截面；Alphabet、Meta 等多类股公司在汇总口径上未通过筛选，以 10-Q 现金流量表读数补充。

数字三道关自评

- **量级：**五家超大厂回购 $47.8+150.7+127.5+0+1.5=327.5 \rightarrow 45.8$ ；资本开支 $167.5+172.0+129.4+250.2+90.8=809.8 \rightarrow 358.0+449.2+301.2+542.1+285.0=1,935.5$ ，逐项加总相符；IPO $99+1,048+328=1,475$ 与年内总额相符；SpaceX 四季度解禁 $3.284+3.284+13.0+7.976=27.544$ 亿股。
- **单位：**资金流量表为百万美元折年率（612,836 $\rightarrow$ 6,128 亿美元）；季度实际值约为折年率 $\div 4$ 。
- **双源：**净发行以美联储 PDF 与 FRED 两处核对一致；超大厂回购以 XBRL 与 10-Q 正文核对；AAOI 股本以两期 10-Q 封面核对。

免责声明

本报告由涌现资本产业研究部基于公开信息独立撰写，仅供研究交流，不构成任何投资建议或买卖要约。文中状态判定（  ）为对标的所处位置的研究判断，不代表买卖指令。价格为 2026-10-05 美股收盘，取自行情接口；媒体报道与二手转引数据已在置信度表中标注。投资有风险，决策需独立判断。