

漏算的不是钱，是名单

AI 投资口径重建 · 从 8000 亿到 1 万亿的差额归属

漏算的不是钱，是名单——差额的四分之三来自汇总样本的选择，真正在统计口径之外的只剩电力那一层

AI 投资从 8000 亿到 1 万亿，那两千亿的差额归属

涌现资本产业研究部 · 2026 年 8 月 12 日 命题：当一个被反复引用的分子本身口径不完整，所有挂在它下面的比值都要重算——但这次重算的结论是，缺口的机制是**统计样本的选择**，不是披露的缺失。

30秒结论卡

一句话判断：从 \$800B 到 \$1T 的差额不是一个黑箱，而是三段可以逐笔点名的账——\$102B 是中国（被样本排除，不是不可知）、约 \$100B 是「新主体」（上市 neocloud 与 xAI，钱已按季公开披露却不在惯用名单里）、只剩约 \$50–90B 才真属统计口径之外，且几乎全部是电力。

机会状态：● 观察为主 · 电力与电气设备层已重度定价，未定价的敞口在非美市场的设备上游

市场错在哪：

1. 错把「不在名单里」当成「不知道」。SpaceX 已于 2026 年上市并按季披露 xAI 的资本开支（上半年 \$23.5B，二季度环比翻倍），这笔钱完全公开，只是不在「八大厂 capex」这张表里。缺口因此从不可知问题降级为**可修补的统计选择问题**——这是本篇最有价值的一句。
2. 错把锚当常数。同一家机构同一口径的全球 CSP 资本开支，2026 年 5 月 6 日读数为 \$830B，8 月 3 日已上修至 \$886.7B——三个月上修 \$57B。「\$800B」是一个系统性滞后的读数，不是稳定基线。
3. 错把土建当成缺口的答案。美国私人数据中心建筑的实际现金投入，2026 年 4 月折年率仅 \$50.7B。全球土建现金撑不起 \$200B。这一层发生的不是漏算，是**所有权外移**。
4. 错把分子的通胀当成算力的扩张。2026 年 capex 美元里有相当一块是投入品涨价——单是微软 \$190B 资本开支中约 \$25B 归因于组件成本上涨。芯片账单翻倍，物理算力没有翻倍。

重点标的：GEV（燃机与电网·已重度定价）· 5631.T 日本制钢所（大型锻件·明显未定价）· 7011.T 三菱重工（重型燃机·相对未定价）· PRY.MI（高压电缆·AI 溢价最低）· EQIX/DLR（长租对手方·但量级是百亿不是千亿）

最大反证：\$1T 本身可能是循环交易的重复计算——A 承诺投资 B、B 向 C 采购、C 再投 A，同一笔钱在「承诺 / 订单 / capex」三个口径被计三次。若剔除全部 announced 数字、只累计各主体现金流量表的资产购置，总额回到 \$800B $\pm$ 5%，本篇立题即告推翻。

投资要点

框架一句话：口径题优先于方向题——先确认分子是什么，再讨论它是不是太大。

核心观点	方向	依据
差额的主体可以逐笔点名，不是黑箱	●	中国 \$102B + 上市 neocloud 约 \$55B + xAI 约 \$47B，三项即覆盖差额的四分之三
真正在统计口径之外的只有电力层	●	约 \$50—90B，且无任何官方机构发布「数据中心可归因电力投资额」这一分项统计
土建不是缺口所在，租赁是所有权外移	●	美国私人数据中心建筑 \$50.7B 折年率；已签未起租租约半年内 \$662B → \$1,090.5B
capex/经营现金流是唯一口径干净的比值，且已经翻转	●	五家现金 capex 约 +70%/年 vs 经营现金流约 +23%/年，聚合自由现金流约 2026Q3 归零
capex/半导体销售额这个比值应当废弃	●	分母是全终端市场销售额，与 AI 资本开支无包含关系，不可相除
口径缺口不等于 GDP 缺口	●	经营租赁在国民账中按服务与中间投入处理，不进固定资本形成
公开市场在土建层可投标的稀缺，本身就是证据	●	主要独立数据中心平台已私有化，利润被私募捕获，公开报表看不见

一、锚在滑动——「8000 亿」到底是什么口径

被当作基准的那个数字，是五家美股云厂商（微软 / 谷歌 / 亚马逊 / Meta / 甲骨文）2026 日历年现金资本开支的汇总，中枢约 \$795B（区间 \$780—810B）。这个口径有两处结构性的缝：

第一处缝：轴不齐。 甲骨文按财年披露，与另外四家的日历年不在同一时间轴上，汇总时天然错位。其 2026 财年资本开支 \$55.7B、占营收 82.6%、自由现金流 -\$23.7B；2027 财年毛口径 \$90—95B、净口径约 \$70B——毛净两个读数并列，是本轮最典型的口径教科书。

第二处缝：租赁归类。 微软 2026 年资本开支存在 \$190B 与 \$175B 两个读数，差异来自融资租赁计入与否。取哪一个，直接改变全表总和。

更重要的是，这个锚在滑动。 前九大云厂商口径的全球资本开支，2026 年 5 月读数 \$830B、8 月读数 \$886.7B，三个月内上修 \$57B。用一个每季度都在上修的数当固定基线去算比值，误差会被系统性地压向同一个方向。

二、钱从哪来——口径分层加总表

计量规则贯穿全表：只数「谁买了物理资产」，不数「谁买了算力时间」。承诺、订单、积压一律不入表；买方的运营支出一律不入表（它已经在卖方的资本开支里变成了资产）。

#	层	2026 金额（中 枢）	口径	重复计算风险	置信
L0	五家美股云厂商	\$780—810B (795)	日历年现金资本开 支；含非 AI 存量	基准层	B
L1	中国四家（阿里 / 腾讯 / 字节 / 百度）	\$102B	AI 资本开支口径； 字节部分为外推	低	B
L2	上市 neocloud（CoreWeave + Nebius）	\$51—60B (55)	公司年度资本开支 计划	中：资金部分来自 云厂商与模型公司 的运营支出	C
L3	xAI（经 SpaceX 披露）	\$40—55B (47)	现金资本开支；上 半年已确证 \$23.5B	中	上半年 B / 全 年 D
L4	电力（受监管公用事业表前 + 独 立发电商，已剔除超大厂表后自 建）	\$50—90B (70)	年度现金投资推算	高（反向）：表后自 建已在 L0 内	D
L5	土建外壳（非云厂商出资的上市 colo 净增）	\$10—15B (12)	当年现金资本开支 净额	高：建楼与租楼是 同一批资产两侧	B
L6	主权 AI 当年现金落地额	不进加总	公开信息全为多年 期承诺	极高	—
L7	模型公司算力采购（运营支出）	\$0（按规则）	已在卖方 L0/L2/L3 转成资 产	定义级双记	—
修正后总量		\$1.03—1.13T (≈\$1.08T)	2026 年度·全球· 现金形成物理资产		C

加总自洽核对：中枢 795 + 102 + 55 + 47 + 70 + 12 = **1,081**；下沿 1,033；上沿 1,132。子项和等于总额，无「部分大于整体」。

一处必须说清的交汇：另有全球建模口径给出 2026 年 \$1.019T，与本表 \$1.08T 数值接近，但**构成不同**——该口径已先剔除云厂商的非 AI 存量基线（AI 热潮前 >\$150B），本表未剔除；本表另含 xAI 与电力层。两者只是在 \$1T 附近交汇，**不构成对账成功**。若统一按「纯 AI」口径重做，L0 应下修，待解释的缺口反而变大。

承诺口径单列（绝不与上表相加）

项目	金额	性质
五家已签未起租租约合计	\$1,090.5B	未折现·跨最长 30 年·非当年现金
四大云合约锁定的未来收入	约 \$2T	backlog
燃机龙头在手订单	116GW	已签 53GW + 可撤预留 63GW
电网设备龙头积压订单	€51B	backlog

三、情景——口径修正落在哪一层，决定买哪一层

情景	核心假设	修正后总量	差额主要落点	标的动作
🐻 熊：缺口是记账幻觉	差额主要来自循环交易与承诺口径重复计入	回到 \$0.85—0.95T	无真实新增落点	电力设备层的 AI 溢价回吐，转守 FCX 等按宏观定价的敞口
🎯 基准：缺口是名单问题	中国 + 新主体覆盖四分之三，电力层贡献 \$50—90B	\$1.03—1.13T	电力、电气设备、非美设备上游	观察 5631.T / 7011.T / PRY.MI；GEV / ETN / PWR 只监控不追游
🐮 牛：缺口被低估	主权 AI 当年落地额显著为正，且购电协议预付款可量化	\$1.15T 以上	电力上游与工程总包进一步吃紧	设备上游交期与预收款成为最强信号，工程总包重估

三个情景共用一个判别指标：各主体现金流量表的资产购置合计。它是唯一不受承诺口径污染的读数。

四、土建与租赁——不是漏算，是所有权外移

这一层的调研把原有假设反了过来。

土建现金撑不起缺口。 美国私人数据中心建筑的实际投入，2026 年 4 月折年率 **\$50.7B**（同比约 +28%），该分项已超过普通办公楼的 \$43.8B，成为私人办公类建筑中最大的一项。这是 A 级官方统计，只含建筑物本体，不含 IT 设备、GPU 与变电站。全球尺度上，土建的当年现金流出是百亿到千亿量级的低位，不是 \$200B。

真正发生的事是所有权迁移。 已签未起租的租约规模，从 2025 年末的 \$662B 升到 2026 年年中的 **\$1,090.5B**，半年 +65%：

主体	未起租租约	备注
微软	\$329.1B	表内已确认租赁负债仅 \$88.5B，比值约 3.7 倍
Meta	\$278.99B	三个月内从 \$182.9B 增至 \$279.0B (+53%)；7 月另签 \$68B 不含在内
甲骨文	\$260B	
亚马逊	\$137.21B	
谷歌	\$85.2B	

含义要精确：**这使「存量与未来」失真，不使「2026 年的流量」失真。** 千亿级资产被挪到表外由私募与 colo 持有，报表上只留租金。它不是本年度被漏算的现金，而是**未来若干年被锁定的义务，以及利润归属的静默转移。**

第二条同构的漏算路径已识别、未量化：超大厂与发电商之间的长期购电协议，付款是数据中心的运营支出、电力公司也不记资本开支——这笔产能两头都不入账，与「经营租赁不入 capex」是同一种机制。目前无公开汇总。

五、资金地图——哪些被引用的比值失真

比值	分子 +25% 后	判定
capex / 营收	升约 25%	程度变化， 不翻转
capex / 折旧	2.91x → 情景 3.64x	最易翻转： 若租约重述为融资租赁，运营支出转折旧摊销，2027–29 年每股收益直接受损。须注明 3.64x 是假设不是读数
capex / 经营现金流	已经翻转	唯一口径干净的比值—— 分子分母同为一张现金流量表的现金科目。现金资本开支约 +70%/年 vs 经营现金流约 +23%/年；聚合自由现金流约 2026Q3 归零，甲骨文已越过、亚马逊正在越过、谷歌约 2027Q1、Meta 约 2027Q3、微软约 2028Q3。增量年度债务占资本开支比重由 9% 升至 32%
capex / 半导体销售额	—	应当废弃： 分母是全终端市场销售额，与 AI 资本开支无包含关系
AI capex 占美国 GDP	若缺口在海外或租赁则 不变	2026Q1 AI 相关约占美国 GDP 0.8% ，计算基础设施整体 1.5%（2015–22 均值 0.7%）。经营租赁在国民账中按服务与中间投入处理，不进固定资本形成
对 GDP 增长的贡献	至多微升	口径缺口 ≠ GDP 缺口， 这是本篇的重要边界

分子被投入品通胀灌水（必须并列提示）：微软 \$190B 资本开支中约 \$25B 归因于组件涨价；2026 年全球半导体销售额预计 \$1.51T，其中存储同比增幅达三位数、规模逾 \$800B。同一台服务器的芯片账单翻倍，物理算力没有翻倍——任何以「capex 美元」衡量算力扩张的比值，本年度内都在分子端被污染。

六、受益标的落地

差额若集中在电力、电气设备与工程而非芯片，受益层就在下表。现价为 2026-08-12 02:0X-02:2X UTC 实时读数。

Ticker	层	现价	PE	市值	为什么受益于「被漏算的那一层」	定价状态
5631.T 日本制钢所	L4 设备上 游	¥7,680	29.4	¥5,653 亿	锻造转子与大型锻件的全球寡头——漏算层里的漏算层	🟢 明显未定价
7011.T 三菱重工	L4 重型燃 机	¥4,071	58.1	¥13.68 万 亿	全球仅少数几家可供重型燃机，非美市场未被当作 AI 链定价	🟡 相对未定价
PRY.MI Prysmian	L4/L5 高压 电缆	€127.55	26.5	€373 亿	最纯粹的「电力+土建」敞口，AI 溢价最低	🟡 低价
6501.T 日立	L4 变压器	¥5,673	32.2	¥25.40 万 亿	高压变压器双寡头之一，交期以年计即定价权	🟡 部分定价
FCX	L4 铜	\$68.87	33.8	\$964 亿	按宏观定价而非按 AI 定价	🟡 未按 AI 定价
GEV	L4 燃机与 电网	\$1,011.88	29.0	\$2,695 亿	在手 116GW，产能 2026 年化 20GW → 2030 年 30GW	🔴 已重度定价
ETN	L4 电气设 备	\$459.29	46.7	\$1,784 亿	电气订单有机增长逾四成，配电全链	🔴 已定价
PWR	L5 工程总 包	\$670.58	76.9	\$1,008 亿	并网与输配电施工，最直接吃五年 \$1.4T 计划	🔴 已定价

（其余已定价标的与口径样本见附录 A。）

一条结构性观察：主要独立数据中心平台（CyrusOne / Vantage / QTS / Aligned）已陆续私有化，单家另类资产管理机构自称持有 \$150B 数据中心资产加 \$160B 管线。公开市场在这一层可投标的稀缺这件事本身，就是口径缺口的证据——利润被私募捕获，公开报表看不见。（\$150B / \$160B / 基金募资目标三者性质各异，一律不进任何年度加总，仅作所有权迁移的定性证据。）

宏观背景层：10 年期美债收益率 4.68%、美元指数 99.84（2026-08-12 02:04Z）。利率环境对久期资产不友好，而本篇指认的受益层恰恰是现金流靠前、久期偏短的设备与工程——这是它相对算力层的一个结构性顺风。

七、风险与反证（可推翻信号）

#	反证	检验方法	若成立的后果
1	\$1T 本身是循环交易的重复计算。 A 承诺投资 B、B 向 C 采购、C 又投 A，同一笔钱在承诺 / 订单 / capex 三个口径被计三次。已知的三级链条：两家模型公司合计每月约 \$2.17B 付给 xAI，年内约 \$26B——买方运营支出直接变成 xAI 的资本开支	只累计各主体现金流量表的资产购置 + 已披露融资租赁新增，剔除全部 announced 数字。若总额回到 \$800B ± 5%，本篇立题即告推翻	● 立题作废
2	\$800B 本来就不是「上市大厂 capex」口径。 若被引用的读数实际已是全球全口径建模值，则「漏算的层」早就在分子里	逐个回溯所引 \$800B 的原始出处与成分表	● 缺口不存在
3	钱没花出去，只是在排队——不是漏算，是时点错配。 关键电力设备交期普遍为疫情前的 2—4 倍，燃机逾三年；美国并网排队约 2,060GW，2025 年投运项目从申请到商运中位时长已超 5 年。 backlog 越长，越证明这部分钱不在 2026 年流出	查各电气设备厂 backlog 转收入的比率与预收款科目。若 2026 实际现金流流出仅 \$800B、其余是 2027—2030 年的合同义务，会计前提被推翻	● 层级归属重排
4	电力层 \$50—90B 是全表唯一的 D 级推算	若出现官方分项统计且显著低于此区间，修正后总量下沿破 \$1.03T	● 总量区间收窄
5	分子被投入品涨价污染的比例高于预估	拆解各家资本开支的量价构成	● 「投资加速」被还原为「账单涨价」

八、披露空白（不得用推演填补）

- 主权 AI 的当年可归属现金落地额——完全空白。中东两大项目、中国国家级算力规划，全部只有多年期承诺，无按年拆分。「多出的钱有多少来自主权」目前**既不能证实也不能推翻**，这是明确的不可知边界，不是可以用「总额÷年数」填的洞。
- 没有任何官方机构发布「数据中心可归因电力投资额」这一分项统计。电力层金额只能是推算。
- 购电协议预付款与容量预留费无公开汇总（已识别、未量化）。
- 租赁承诺折成年度现金的分年到期表未取得——该层目前只能定性不能定量。
- 五家资本开支未逐家直读季报披露文件，capex / 折旧的分子分母亦未逐家复核（C 级）。
- 非上市 colo 与部分模型公司的资本开支不可核实，不进加总。
- 买卖双方轧差的量级未量化——这直接决定本表是高估还是低估。

九、口径护栏（本篇沉淀·可复用）

1. **承诺 ≠ 已花 ≠ 租来的**——任何数字先归到这三桶之一。
2. **年化 ≠ 年度**——年中起算的合同，当年只有部分月份。
3. **滚动窗口陷阱**——五年计划两版相减得到的差额不是新增需求，窗口滚掉了一个早年、加进一个基数更高的晚年。
4. **主体倒错**——用单位成本推翻某个读数前必须先锁定「这笔钱是谁出的」。客户侧宣布额不是电力公司支出，计入即双记。
5. **更宽的篮子给出更小的总额 = 独立源伪装**，数值接近是巧合不是交叉验证。
6. **同源加总不是验证**——分项和与报道总额严丝合缝，往往只是同一组数的四舍五入。
7. **子集当增量**——必须画包含关系图，不能只列数。
8. **残差不是披露**——两个总量相减得到的差额，不等于任何机构说过的话。
9. **同一个「万亿」可能指三件事**——任何「某机构说一万亿」必须带年份与地域。

量级打假样本：某种以「\$5T 建 62GW 离网燃气」形式流传的读数，折合约 \$80,645/kW，比燃气电站真实全装机成本（\$1,200–1,600/kW）高约 50 倍——该读数以此形式流传时不成立。

十、行动清单

- **现在重点观察：**5631.T（大型锻件）、7011.T（重型燃机）、PRY.MI（高压电缆）——三者共同点是「吃电力层缺口、但尚未被按 AI 链定价」。
- **只监控不追：**GEV / ETN / PWR / VRT / POWL——逻辑成立但已重度定价，52 周涨幅 47%–165%，属于「论点可信 ≠ 价格可追」。
- **绝不据此加仓：**CRWV / NBIS——它们是被漏算的那一层本身，但杠杆与波动决定了口径修正不构成买入理由。
- **下次要看的五个数据：**①各家季报租赁到期表「未来 12 个月」那一行；②全球 CSP 资本开支口径的下一期上修幅度；③美国私人数据中心建筑 put-in-place 的月度折年率；④聚合自由现金流是否如期于 2026Q3 归零；⑤电气设备厂 backlog 转收入比率。
- **哪个信号出现要重写结论：**若出现按现金流量表口径重建、且剔除全部承诺数字的全球汇总，并落在 \$800B ± 5%，本篇立题作废。

来源置信度与口径

关键数字	来源性质	日期	口径	置信
美国私人数据中心建筑 \$50.7B 折年率	官方建筑统计	2026-04 数据	仅美国·仅私人·仅建筑本体	A
美国并网排队约 2,060GW	国家实验室年度报告	2026-06（截至 2025 年底）	仅美国·活跃申请容量	A
受监管电力公司 2026 资本开支 \$238.8B；五年 \$1.4T	行业协会	2026-05	全美·受监管·不含独立发电商与表后自建	B
全球电网投资 \$550B	国际能源机构	2026-05	全球·年度·全用途，未单列 AI 分项	B
五家未起租租约 \$1,090.5B	各家季报汇总	2026-08	未折现·跨最长 30 年·非当年现金	B
微软表内租赁负债 \$88.5B vs 表外 \$329.1B	公司季报	2026-06-30	已开始折现负债 vs 未起租承诺	B
租约 \$662B → \$1,090.5B (+65%)	评级机构	2026	uncommenced 口径	B
xAI 上半年现金资本开支 \$23.5B	SpaceX 招股文件与首份季报	2026-08	现金资本开支	B
五家云厂商 2026 资本开支 \$780-810B	本研究按公司指引自算	2026-08-12	含财年错轴与租赁分类两处口径缝	C
电力层可归因 \$50-90B	本研究推算	2026-08-12	无官方分项统计支撑	D
修正后总量 \$1.03-1.13T	本研究加总	2026-08-12	现金形成物理资产口径	C
实时价格（全部标的）	行情 API	2026-08-12 02:0X-02:2X UTC	收盘 / 最新成交	A

数字三道关自评：①量级一致性——分层表子项和等于总额，上下沿分别核对，无「部分大于整体」；②单位显式化——\$B / \$T、日元亿元与万亿、欧元与美元逐项标注，PRY.MI 行情源币种标签有误已按欧元校正；③关键数字来源——A/B 级为主，唯一 D 级（电力层）已显式标注为推算并单列区间。

附录 A：其余已定价标的与口径样本

Ticker	层	现价	PE	市值	位置	定价状态
VRT	L4/L5 机电	\$281.81	63.6	\$1,085 亿	积压订单 \$15B	● 充分定价
POWL	L4 开关设备	\$208.38	39.9	\$76 亿	变电与开关设备交期即定价权	● 已定价（52 周 +165%）
EQIX / DLR	L5 长租对手方	\$1,032.40 / \$190.81	66.4 / 244.6	\$1,019 亿 / \$719 亿	「经营租赁不入 capex」的直接受益方	● 已定价·量级是百亿不是千亿
CRWV / NBIS	L2 neocloud	\$90.32 / \$193.23	亏损 / 74.3	\$493 亿 / \$491 亿	本身就是被漏算的那一层	● 已定价·波动极大
ORCL	L0 口径特殊	\$145.48	25.0	\$4,191 亿	毛净两口径并列的教科书	● 已定价

免责声明

涌现资本产业研究部 · 2026 年 8 月 12 日

本报告为信息聚合与独立研究，不构成任何投资建议，不构成对任何标的的买卖推荐。文中涨幅均为区间价格变动，非持有回报。投资有风险，决策请独立判断。