

缺口是真的，但还没被贴现率定价：AI 投资的宏观回报缺口与久期这笔尚未到来的账

缺口是真的，但还没被贴现率定价 · AI 投资的宏观回报缺口与久期这笔尚未到来的账

美国 2026 年约 5,810 亿美元的 AI 投资，扣掉计算机类净进口后对实际 GDP 增速的贡献落在 0.2—0.6 个百分点之间，而 2026Q2 计算机及外围设备投资对 GDP 的贡献已经是 -0.04pp——不是因为钱少了，是因为价格涨了。这个缺口真实存在、可在四家超大厂的资产负债表上逐笔点清，但它至今没有通过贴现率通道被定价：净掉市场 beta 后，AI 半导体的实际利率敏感度无法与零区分。缺口被期限化了——从利润表推到融资端，从当期推到 2027 年以后一批已经排定日期的账上。

涌现资本产业研究部 · 2026-08-19

30秒结论卡

一句话判断：把美国 AI 投资的宏观回报缺口拆到国民账户与法定披露两张表上之后，得到的是三句彼此独立、都能逐位复核的话——①缺口真实存在：2026Q2 计算机及外围设备投资对实际 GDP 增速的贡献是 $-0.04pp$ ，而同期该项投资的名义水平创下 **4,064 亿美元** 折年的历史新高；②缺口至今没有被贴现率定价：净掉市场 beta 后，AI 半导体对 10 年期实际利率的敏感系数是 $+0.020$ ($t=0.44$ ，95% 置信区间 -0.069 至 $+0.109$)，无法与零区分；③缺口被期限化了：微软仅凭已经买进来的资产，未来 12 个月折旧要从 343 亿走到 **420–480 亿美元**；Alphabet 有 **1,228 亿美元** 资产挂在「尚未投入使用」项下、一分钱折旧没提；四家超大厂已签约但尚未起租的租赁付款额合计约 **9,533 亿美元**，起租日排到 2036 年。

机会状态：● 观察 —— 缺口不是崩塌的理由，是**排期表**。它对应的不是一次下杀，而是一串已经写好日期的确认时点。

市场错在哪：市场把这件事讨论成「AI 投资到底有没有用」，但国民账户根本不回答这个问题——GDP 增速的贡献认的是**流量的差分**，不是水平。2026Q2 现场演示了这一点：计算机投资名义环比 $+5.79\%$ ，实际环比 -0.89% ，因为该项投资的价格平减指数环比折年 $+29.8\%$ 、创 2009Q1 以来最高。**当期最容易被误读的那个数字，其实是内存与加速器涨价的影子**。而在企业账上，折旧是已经发生的采购的函数，不是未来销售的函数——这意味着分子端（折旧、利息）的时间表已经锁定，分母端（贴现率）反而还没动。

重点标的：● DLR (\$195.25·已签租约按月收租) · ● WMB (\$75.13·管道照付不议) · ● CEG (\$266.83·在运核电已签 PPA，与 OKLO \$41.36 构成同层内两端) · ● APLD (\$28.51·FY27 是第一个满负荷计息年) · ● CRWV (\$93.17·关键基建融资义务隐含利率 15%)

最大反证：缺口消失的最优雅方式不是 capex 更多，是**内存涨价停了**。若 BEA 计算机及外围设备投资平减指数由 115.15 回落到 110 以下，同样规模的 capex 会重新产生正的实际 GDP 贡献，本篇的整条价格通道随之作废。这个读数每季度公布一次，下一次在 2026-10-29。

一、投资要点

框架一句话：把「AI 有没有回报」这个问题拆成三笔账——国民账户的实际增加值、企业利润表的折旧与利息、市场的贴现率——三笔账的时钟完全不同步，而当前只有第一笔已经出结果、第二笔已经排好期、第三笔还没开始走。

#	核心观点	方向
1	扣掉计算机类净进口后的净贡献落在 0.2—0.6pp，取值取决于进口最终用途的归属方法，而这一步是假设不是测量	●
2	2026Q2 计算机投资贡献转负（-0.04pp）的主因是价格而非量：平减指数环比折年 +29.8%，为 2009Q1 以来最高	●
3	数据中心建造的繁荣在公司层面为真、在 GDP 层面为零：+214 亿被制造业建造 -480 亿完全吞没	●
4	生产率端尚不足以进入宏观读数：2025 年私营非农全要素生产率仅 +0.83%，而 2026 年的答案要等到 2027 年 3 月	●
5	时滞没有被承担，而是被期限化：折旧未进表、租赁未起租、资金缺口先转到融资端	●
6	1 年 GPU 经济寿命 $\approx$ 760 个基点的 WACC——分子端的假设比分母端重要一个量级	●
7	近期横截面的组织变量是事前动量与 beta，不是久期；久期是尚未到来的那一笔账	●
8	现金流已被合同锁定的资产（已签租约、照付不议、在运 PPA）是这轮里唯一没被杀的一档	●

二、时间线：缺口是怎么形成的

2.1 三个数字，三本账

数字	口径	谁的账
美国 2026 年 AI 投资 5,810 亿美元 = GDP 的 1.8%	超出 2022 年基数的增量，并尽可能剔除融资租赁；2027→2.5%、2028→2.8%；全球约 1 万亿	分析师自建聚合
2026Q2 计算机及外围设备投资 4,064 亿美元折年，创历史新高	名义水平，季调折年	国民账户水平
同期该项对实际 GDP 增速贡献 -0.04pp	链式实际、贡献度	国民账户流量差分

三个数字都对，且不能相加。第一个是增量口径、第二个是水平、第三个是差分。国民账户不设 AI 科目行——任何「AI 对 GDP 贡献 X pp」都是自建聚合而非官方统计量，这一点连编制方自己都在方法附注里写明。

2.2 缺口的第一个来源：进口漏出

2026Q2，美国计算机、外围设备及零部件的净进口 4,377 亿美元折年，已经超过同期国内该项投资 4,064 亿美元达 313 亿。把时间拉长看边际：2024Q4 到 2026Q2，国内计算机投资增加 2,203 亿，净进口增加 2,808 亿——增量部分的漏出超过 100%。

这就是「6,000 亿只换 0.1 个百分点」这类说法的算术来源。但它的正确表述是区间不是点：全额扣除（漏出上限）下 2025 年净贡献为 **+0.22pp**；按资本品份额做降权处理约 **+0.40pp**；官方序列 2025Q1–2026Q1 的五季均值为 **+0.56pp**。分歧不来自数据版本，来自进口最终用途的归属方法——而国民账户本身并不按最终用途拆分进口。

2.3 缺口的第二个来源：价格

这是本篇最反直觉、也最容易被忽略的一条。

项目	2026Q2 读数	含义
计算机及外围设备投资平减指数	115.15 (2017=100)	2009Q1 以来最高季度读数
环比 / 环比折年 / 同比	+6.74% / +29.8% / +11.1%	价格在加速
同期名义投资环比	+5.79%	企业花的钱在增加
同期实际投资环比	-0.89%	买到的实际产能在减少

同一笔钱买到的东西变少了。二十五年里这个指数从 317 一路跌到 96——计算机投资的价格通道长期是通缩的，这一轮反转本身就是内存与加速器涨价压过质量调整的直接证据。它同时解释了三件事：为什么 capex 创新高而 GDP 贡献转负；为什么同一笔名义 capex 对应的实际产能在缩水；以及为什么按名义成本计提的折旧，其单位实际产能的折旧成本正在以两位数速度上升。

2.4 缺口的第三个来源：建造侧的对冲

私人数据中心建造 2026 年 6 月为 **683 亿美元折年、同比 +45.8%**。同期私人非住宅建造总额从 7,821 亿降到 **7,453 亿 (-4.7%)**，其中制造业建造从 2,183 亿掉到 **1,703 亿 (-480 亿)**。数据中心的 **+214 亿** 被制造业的 **-480 亿** 完全吞没——这也是非住宅建筑对 GDP 已连续六个季度负贡献（2026Q2 -0.14pp）的原因。

繁荣发生在哪张表上，决定了它算不算数：公司层面为真，宏观净值为零甚至为负。

三、生产率端：答案要等到 2027 年 3 月

最干净的检验是全要素生产率，因为它剥掉了资本深化。

期间	私营非农 TFP 年均	对照含义
1995–2004	1.52%	IT 繁荣期
2004–2019	0.59%	基线
2022–2025	1.33%	本轮
2025 单年	+0.83%	从 2023–24 的 1.5–1.6% 回落

2025 年的增长核算是：实际增加值产出 +2.61% = 合并投入 +1.75% + TFP +0.83%，其中资本投入 +2.72%、劳动投入 +1.06%。**产出加速里的大头来自投入的增加，不是效率的提高——这正是资本深化的定义。**

采用侧同样指向「刚开始」：全国企业 AI 使用率 **19.8%**，已在 17%—20% 区间横盘六个月；采用者中 **57% 只用于三个以内的业务职能**，最常见的三项是销售营销、战略、IT，**全部是辅助职能**；而真正决定生产率的互补投资——数据管理实践改造与配套资本支出——只发生在 **AI 使用企业的 7—8%**，折合全部企业约 1.3—1.4%。

但必须并列写下反向证据，否则就是选择性引用：**16% 的 AI 使用企业已经用 AI 替换了设备与软件**，高强度任务替代占比由 2.5% 升到 7%，而官方回归显示业务职能广度与当期及未来业绩、销售增长**正向且统计显著**。因此正确的表述是「J 曲线刚开始、尚不足以进入宏观读数」，不是「尚未启动」。

这里有一个无法补齐的空洞，而它本身就是久期风险的来源：全要素生产率只发年度值、滞后约 15 个月。**2026 年这个 capex 峰值年的生产率答案，要到 2027 年 3 月才拿得到**。在此之前，任何一方都无法用官方数据结束这场争论——持有人得替这段信息真空付利息。

四、时滞由谁承担：三个蓄水池

答案不是「某一方承担了」，而是**被期限化转移了**。三个蓄水池，注水速度都快过泄水速度。

4.1 第一个蓄水池：折旧还没进利润表

公司	期间	capex	折旧/摊销	capex ÷ D&A
微软	FY26 全年	1,159.5 亿	343.0 亿	3.38x
Alphabet	2026Q2	449.2 亿	71.0 亿	6.32x
Amazon	2026Q2	542.1 亿	199.9 亿	2.71x
Oracle	FY26 全年	556.6 亿	76.2 亿	7.30x
Meta	2026Q2	301.2 亿	63.6 亿	4.74x

这个比值本身就是一张欠条。Alphabet 把它直接量化了：净不动产项下有 **1,228 亿美元**列为「尚未投入使用」，占其净 PP&E 的 **38.2%**，完全不计提折旧；该科目半年增加 442 亿。Oracle 的在建工程半年从 165 亿涨到 **400 亿 (+142%)**。

用只包含**已经买进来的资产**的方法测算，微软的折旧收敛区间是：机械结转档 405.5 亿、含次年新增档 472.8 亿、按披露寿命的结构档 582.4 亿；用同业披露的未投产占比折减后，**未来 12 个月更可能落在 420—480 亿**，582 亿是 24—36 个月的水平。相对 FY26 的 343 亿，即使是最保守的档也要多吃掉 **62 亿美元税前利润**。

同一期间，Alphabet 与 Amazon 的**单季自由现金流已经转负**（-58.6 亿、-88.2 亿），Oracle 是**全年口径转负**（-236.9 亿）。

4.2 第二个蓄水池：已签约、尚未起租的租赁

公司	未折现名义付款额	起租年份	租期
微软	3,291 亿	FY27—FY33	1—20 年
Meta	2,790 亿	2026—2036	1—30 年
Oracle	2,600 亿	FY27—FY29	15—19 年
Alphabet	852 亿	—	—
合计	约 9,533 亿	2026—2036	跨度极宽

需要说清楚的一点：这不是表外融资。会计准则下经营租赁与融资租赁在起租日都要上表——「已签约未起租」是时点问题，不是出表问题。它的意义在于：这是折旧与租金费用的第二个蓄水池，注水时点已经写好，泄水会在 2026—2036 年逐年发生。

真正意义上「风险留下、资产不在表上」的是另一类：Alphabet 的数据中心信用背书名义额半年由 169 亿升到 438 亿 (+158%)，期限最长 15 年、违约时可接管标的租约；Meta 的残值担保合计约 410 亿；Oracle 为出租人借款提供最高 33 亿担保。这三笔是敞口上限而非预期损失，但它们的方向一致。

4.3 第三个蓄水池：利息还没满负荷计息

Applied Digital 是这条链上最干净的样本：FY26 capex 28.66 亿、经营现金流 0.90 亿、自由现金流 -27.76 亿；长期债务净额从 6.78 亿涨到 49.60 亿 (7.3 倍)；期限贷款加权平均利率从 1.7% 升到 7.1%。而利润表上的净利息只有 0.295 亿——因为 21.5 亿的高级担保票据 2026 年 3 月才完成发行，财年内只存续了约 2.7 个月，另有 0.396 亿利息被资本化进在建工程、完全没过利润表。

按本金与利率两法互证，满负荷年化利息约 3.8—4.0 亿美元。FY27 是第一个满负荷计息年，利息费用将从约 0.3 亿跃升一个数量级。这是本篇最快、也最可被下一份季报直接检验的一条硬预测。

五、久期算术：分子比分母重要一个量级

5.1 自建口径①：折旧-贴现等价率

把「GPU 经济寿命缩短一年」翻译成等价的 WACC 上行基点数，两个假设从此可以放在同一把尺子上比。用资本回收系数 $CRF(r, T) = r / (1 - (1+r)^{-T})$ ，中心点 $T=5$ 、 $r=10\%$ ：

- 寿命减 1 年 → 所需年度 EBITDA +19.59%
- WACC +100bp → 所需年度 EBITDA +2.57%
- 等价率 = 7.63 → 1 年 GPU 经济寿命 $\approx$ 760bp 的 WACC

非线性验算通过：把贴现率直接从 10% 抬到 17.6% (+760bp)，所需 EBITDA +20.12%，与寿命减一年的 +19.59% 几乎重合。这个口径不引入营收、opex、增长率、终值任何假设——这正是它的全部价值。

含义：在这门生意里，关于 GPU 到底能用几年的争论，其经济分量抵得上七个半百分点的融资成本。而市场每天在交易的是后者。同一时期，Amazon 把部分服务器与网络设备寿命由 6 年**缩短**到 5 年（理由写明技术迭代加快、尤其是人工智能与机器学习），Meta 与 Nebius 则各自**延长**了年限。**缩短的那一次信息含量更高，因为它逆着管理层自身的每股收益利益。**

5.2 自建口径②：久期因子的三重净化检验

在把任何横截面涨跌差异叫做「久期效应」之前，必须依次净掉市场 beta、事前动量，再做系数差检验。

资产	双因子实际利率系数 b_rate	t 值
SMH (AI 半导体)	+0.0198	0.44
IGV (软件)	−0.0169	−0.33
XLP	−0.0475	−1.85
ARKK	−0.0666	−1.74
XLU	−0.0857	−3.32
TLT	−0.1354	−13.92

系数差检验的结论更严格：SMH 与 TLT 的差 $t=+3.33$ （成立），与 XLU 的差 $t=+2.01$ （勉强），与 ARKK 的差 $t=+1.45$ （不成立）。

因此本篇不做「哪一层先被杀」的层间排序——数据只支持一句话：与 AI 半导体有统计意义差别的只有长债。同时必须披露功效限制：期内实际利率日变动的标准差只有 3.4 个基点，「测不出」很可能是样本问题而不是现实问题。统计上的正确说法是「无法与零区分」，不是「等于零」。

5.3 三类现金流剖面的贴现率弹性

原型	现金流主体	+100bp 的现值冲击	+47bp（年内实际利率涨幅）
A 成熟现金牛	1–2 年	−4.2%	约 −2.0%
B 资本开支供应链	3–5 年，无延续价值	−4.2%	约 −2.0%
B' 同上，但给一个占现值 13.9% 的保守延续价值	3–5 年 + 终值	−6.6%	约 −3.1%
C 远期卡位型	6–10 年以上	−17.2%	−8.7%

C 的损失是 A 的 4.1 倍。 值得单独指出的是 B 与 B' 的差别：资本开支供应链在贴现模型里**本身不是长久期资产**——它的久期几乎完全取决于市场愿不愿意给它延续价值。加一个保守的延续价值，弹性就上升 57%。这解释了为什么同一个板块在「订单可见」与「订单不可见」两种情绪下的估值弹性差异，远大于其现金流结构的差异。

六、横截面实证：发生了什么，和为什么

6.1 发生了什么

自有池 507 个标的中的美股部分（171 只），2026-06-22 至 08-18 的 40 个交易日：

分组	样本	中位回报	收负比
供给侧（资源/建造/存储/网络/电源/代工/封装/电力等）	111	-18.64%	90.1%
需求侧合计（云计算/软件平台/垂直应用）	49	+25.13%	26.5%
— 其中企业软件	22	+35.59%	—
— 其中云计算（真正掏 capex 的那一层）	13	-7.09%	9/13 下跌
同期 SPY	—	+3.10%	—

三条必须同时写出来的限制条件：①**43.77pp** 的价差是基准日邻域的局部最大值，把基准日在 06-08 至 07-07 之间逐日滑动，价差区间是 15-44pp、中位约 30pp，正文应采用「约 30pp」；②**市值加权后价差只有 25.58pp**，因为超大市值供给商基本没被杀（NVDA +5.32%、AVGO -3.09%）；③**这是过去九个同长度窗口里唯一一次供给侧跑输**——把窗口整体前推，此前每一个 40 日窗口供给侧全部跑赢，250 个交易日口径下供给侧 +69.92% 对需求侧 -5.51%。

因此正确措辞是「杀 AI 硬件、买企业软件」，不是「杀 capex 层、不杀应用层」——买家也被杀了。

6.2 为什么：三个高度共线的变量，本窗口无法区分

供给侧内部按「有无当期利润」三分，得到 -15.34% / -23.87% / -29.18% 的单调梯度。看上去像久期。但同一组的事前 beta 是 2.01 / 2.66 / 3.80，完全同序；而且在此前三个窗口里，这条梯度是反向单调的——所谓的「远端组」在上涨窗口里涨得最多。一个涨时第一、跌时最后的变量，定义就是 beta。

更强的替代解释是动量反转：按窗口开始前十个月的回报五等分，当期中位回报是 +28.47% / -3.01% / -8.36% / -26.09% / -24.19%，完美单调，极差 52.7pp，比家族价差还大。而供给侧事前十个月中位 +131.3%、需求侧 -25.1%——两个「家族」恰好坐在事前动量分布的两端。

还有一道量级自检：30 年期收益率此间上行 36 个基点，真实长久期资产 TLT 只跌 4.41%，却要用来解释 55 个百分点的横截面离散——隐含的贴现率弹性是 TLT 的 6 到 12 倍。同期除 AI 硬件外几乎普涨（能源 +17.8%、软件 +16.8%、医疗 +13.1%、金融 +7.7%）。形状上这是板块轮动，不是贴现率事件。

宏观四项判据（高收益债相对久期匹配国债 +0.90pp、必需消费 +4.14%、30 年与 2 年利差走阔 41bp 而 2 年反跌 5bp、美元 -1.36%）一致指向：这不是去杠杆。但「不是去杠杆」并不等于「就是久期」。

单窗口横截面只能回答「发生了什么」，不能回答「因为什么」。这是本篇给自己划的线。

七、情景

情景	核心假设	结果	对应动作方向
● 熊：贴现率通道启动	实际利率再上 50bp，且 AI 半导体 60 日滚动利率系数连续两个月 $t < -2$	现金流兑现最晚的一档承受 8—17% 的估值压缩，与基本面无关	远期卡位型只监控
● 基准：期限化继续，分子先动	折旧与利息按已排定时点入表，贴现率不动	超大厂经营利润率受 5%—9% 量级的税前拖累；重资产租赁方先在利息端露出	现金流已合同化的一档相对占优
● 牛：价格通道反转	计算机投资平减指数回落到 110 以下，内存与加速器涨价停止	同样 capex 重新产生正的实际 GDP 贡献，缺口叙事自行消解	供给侧被压制的估值修复

三个情景里，**牛市情景的触发条件最不像牛市**：它要求上游涨价停止——而上游涨价正是过去一年供给侧最强的盈利来源。这是本轮最值得琢磨的一处结构性张力。

八、受益标的：现金流已被合同锁定的那一档

方向判断的依据是**现金流的时间剖面**，不是层号。评级只给方向，不含买卖指令。

标的	现价	40 日	现金流性质	方向
WMB	\$75.13	+0.24%	管道照付不议合同	●
DLR	\$195.25	−0.15%	已签租约按月收租	●
ETN	\$431.33	−0.78%	订单当年转收入	●
CEG	\$266.83	−3.01%	在运核电、已签购电协议	●
OKLO	\$41.36	−29.18%	首堆尚在前期，与 CEG 构成同层两端	●
APLD	\$28.51	—	FY27 首个满负荷计息年	●
CRWV	\$93.17	−16.28%	关键基建融资义务隐含利率 15%	●
MSFT	\$481.63	+31.11%	折旧收敛的最大单体，但现金流自给	●

这四只 ● 在本轮基本没跌，说明市场已经认这套逻辑——这是「不会先被杀」的判断，不是「便宜」的判断。两者的区别，在下一段行情里会变得很重要。

只监控不参与：Nebius 与 IREN 的数据无法做同口径交叉核对，且时点落后一个季度；池内存储层的市值口径整体失效（三家存储龙头的市值字段缺失）；A 股 191 只、日股 54 只、台股 47 只完全未纳入本轮横截面，本篇结论不向这些市场外推。

九、监控清单：十二个月内会陆续给出答案的读数

监控项	当前读数	触发阈值	触发后的含义
BEA 计算机投资平减指数	115.15	回落 <110 / 冲上 120+	价格通道反转 / 实际量连续负增长
BEA 计算机投资贡献度	-0.04pp	连续第二季为负	宏观脉冲见顶
Applied Digital 季度净利息	全年 0.295 亿	单季 > 0.8 亿	满负荷计息年确认，本篇最快的验证点
微软下一财年折旧	343 亿	<405 亿 / >473 亿	有额外会计缓释 / 按结构档速度释放
Alphabet「尚未投入使用」资产	1,228 亿	季度环比首次下降	蓄水池开始泄入利润表
又一家延长或缩短服务器折旧年限	Amazon 已缩短，Meta/Nebius 已延长	新增任一家	用会计估计对冲时滞 / 加速确认
AI 半导体 60 日滚动利率系数	+0.020 (t=0.44)	连续两个月 t < -2	久期定价真正落到 AI 硬件上
全国企业 AI 使用率	19.8%，横盘六个月	至年底仍未突破 22%	扩散曲线低位拐头

十、风险与反证

#	会推翻本篇的条件	观测方式
1	未来 12 个月实际利率再上 50bp，而现金流最晚兑现的那一组仍跑赢大盘	说明真正的变量是订单预期而非折现，第六节整段要重写
2	任一超大厂再次延长服务器折旧年限，或微软下一财年折旧低于 405 亿	折旧收敛的时间表被推后一到两年；这是本篇最容易被现实软化的一条，且它与管理层的每股收益利益完全顺向
3	计算机投资平减指数回落到 110 以下	价格通道消失，缺口自行收敛
4	再观察两到三个 40 日窗口后，供给侧与需求侧的价差持续为正	说明这确是体制转换而非高位反转，本篇的谨慎变成了迟钝
5	Alphabet、Amazon 单季自由现金流连续两季回正	「谁承担时滞」的答案退回「经营现金流够，没人承担」
6	把利率回归窗口拉长到二十年后，AI 半导体的利率系数显著为负	说明久期早已在定价，本篇的时间轴错了半个周期

三条同时成立即构成全局否定：超大厂合计 capex 与折旧的比值收敛到 2 倍以下；已签约未起租租赁总额停止增长；重资产租赁方的融资利差收窄到投资级。任一条单独出现都不足以推翻。

十一、数据冲突与口径

#	冲突	取舍
C1	净贡献 0.22pp（全额扣进口） / 0.40pp（份额降权） / 0.56pp（官方五季均值）	并列写成 0.2—0.6pp 的方法区间；分歧根源是进口最终用途的归属方法，而这一步是假设不是测量。本篇不使用单季读数作为代表值
C2	毛贡献与净贡献（「AI 撑起本季增长七成」与「净贡献不到半个百分点」）	数学上不矛盾。毛口径接近各层营收脉冲，用于产业判断；净口径接近真实增加值，用于宏观与利率判断。只写一条即失衡
C3	5,810 亿（增量口径） / 市场共识 7,940 亿 / 四大厂季度实数年化 5,190 亿	与美国 GDP 相关的推演一律只用 5,810 亿；三者同段出现须显式标注口径， 绝不相加
C4	数据中心建造 +45.8% 与非住宅建筑连续六季负贡献	二者都对，差别在「繁荣发生在哪张表上」：公司层面为真，GDP 层面净值为零甚至为负
C5	劳动生产率 2.51% 与全要素生产率 1.33%	两个都不是干净检验，只能合起来读。前者含资本深化，后者是残差、且对资本品价格测度误差敏感——而本篇核心正好落在这个敏感方向上
C6	等权价差 43.77pp 与市值加权 25.58pp	两个都报，把差异本身当结论 ：市场杀的是「久期长 + 无当期现金流 + 拥挤」的组合，不是「AI 供应链」这个标签
C7	公用事业 ETF -1.57% 与池内电力层 -17.59%	不矛盾：前者装受监管、费率已锁定的现金流，后者装 AI 专属的通电土地与新增发电。用前者代理电力层会系统性低估该层跌幅
C8	单变量利率敏感度（符合直觉）与双因子结果（AI 半导体归零）	采信双因子 。AI 半导体的市场 beta 为 2.51，等权做空大盘只中和 1.0，残留 1.51 倍敞口——单变量与价差组合口径测到的仍是市场 beta

数字三道关自评：①量级一致性——池内 507 条市值合计 50,865 十亿美元，子项和等于总额；微软季度 capex 三季合计与九个月披露值精确吻合；Alphabet 在役、累计折旧、未投用三项与净不动产恒等式自洽。②单位显式化——所有折年数据标注 SAAR，亿元与十亿美元逐位核对，未折现名义额与现值分列。③双源交叉——利率取自财政部日度曲线原始档，股价取自付费源并与第二独立源逐只比对（十只代理差异 0.00pp）；市值字段与股本乘收盘价反算，中位误差 0.005%，两条失效记录已单列待刷新。

十二、来源置信度与免责

结论/数字	来源	口径	置信度
投资贡献度、平减指数、进出口、建筑分项	BEA 国民账户表（2026-07-30 发布，Q2 初值，不含年度修订）	链式实际、季调折年	A
私人数据中心建造 683 亿折年、同比 +45.8%	Census 建造支出统计（6 月为初值）	名义、季调折年	A
全要素生产率与劳动生产率序列	BLS 生产率统计（TFP 年度至 2025，劳动生产率至 2026Q2）	实际、2017=100	A
企业 AI 使用率与互补投资占比	Census 企业趋势调查及配套研究论文	企业加权，样本逾 11.7 万家	A
各公司 capex、折旧、租赁、担保、利率	SEC 法定披露（MSFT FY26 10-K、GOOGL/AMZN/META 2026Q2 10-Q、ORCL FY26 10-K、APLD FY26 10-K、CRWV FY25 10-K）	现金口径，融资租赁单列	A
美债名义与实际收益率曲线、期限溢价	财政部日度曲线（名义最新可得为 08-17）、纽约联储期限溢价模型	par yield；期限溢价模型为名义结构，不用于分解实际曲线	A
美国 2026 年 AI 投资 5,810 亿 = GDP 的 1.8%	卖方宏观研究（2026-08-07）	超 2022 年基数的增量，尽量剔除融资租赁	A
折旧-贴现等价率 760bp、折旧收敛区间、三重净化检验	自建	假设与算式已在正文写明	A（算术）/ B（经济含义）
横截面 40 日回报、分层中位、事前 beta 与动量分组	自建（付费行情源，171 只美股）	等权中位与市值加权并列	B
池内标签（拥挤度、层归属）	自有框架自设	本研究部框架自设权重，非市场共识或产业口径	D
信用状况	高收益与投资级债券 ETF 代理	非官方利差，久期匹配为近似	C

已知的信息空洞（划定本篇能力边界）：国民账户不设 AI 或数据中心科目行，也不按最终用途拆分进口；全要素生产率不发布季度值，2026 年答案要等到 2027 年 3 月；没有一家云厂商拆分 AI 收入；没有一家

超大厂拆出付给第三方算力方的租用支出，因此无法从买方披露区分机房承诺与设备承诺——「设备订单被不可撤销承诺锁死」在本篇中只作假设、不作结论；GPU 二手残值与续约租金无一手序列，因此四年与六年只能作为外生情景，**影响最大的变量同时也是证据最薄的变量**；模型层公司尚无公开上市文件，这块信息真空的关闭时点在季度级而非年级。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部出品，为信息聚合与框架分析，不构成任何证券的买卖要约或投资建议，不构成跟单依据。报告中的方向性评级表达的是现金流时间剖面的相对位置，不代表对价格的预测。所有横截面读数仅覆盖池内美股 171 只（占全池 33.7%），且所处的 40 日窗口是过去九个同长度窗口中唯一一次供给侧跑输，任何引用都应带上这一限制条件。市场有风险，决策请独立判断。