

AI 的信用侧定价

AI 的信用侧定价 —— 债市在给 AI capex 单独打分，但它算的不是担保，是租约

股价之外出现了第二条独立定价通道。信用市场给 AI capex 的报价，与股权市场对同一份合同的符号相反：股权把厂商担保读成需求锁定，信用把它读成或有负债。但真正已入表、已付息、有抵押的那部分风险不在担保方——英伟达财报里唯一列示的对外信用担保只有 35 亿美元，而债券市场已经开始按「谁是租客」给数据中心债定出约 330 个基点的价差。承担违约的是债券持有人与私人信贷，不是芯片厂。

债市在给 AI capex 单独打分，但它算的不是担保，是租约

30秒结论卡

一句话判断：AI 资本开支已经有了第二条独立定价通道——信用市场。这条通道当前给出的最硬信号不是「英伟达担保了多少」，而是**同一座数据中心，租客不同，票息差 3.3 个百分点。**

项	内容
机会状态	● 观察——信用分层是真实的结构变化，但可投标的普遍已在杠杆定价的另一端，不构成买入窗口
市场错在哪	把「7,500 亿」当成英伟达的表外担保。这个数字既非担保额、也非英伟达的义务；财报里唯一列示的对外信用担保是 35 亿美元 ，两者相差 214 倍
真正的信号	债券市场已按「租客信用」给数据中心债分层定价：租客是 Meta 的项目拿 6.581% 与 A+ 评级，租客是 CoreWeave 的项目拿 9.875% ，且担保链条内 不含 CoreWeave
谁承担违约	不是芯片厂（合同型敞口 35 亿 + 63 亿封顶），是债券持有人、私人信贷基金与其背后的保险与养老金，抵押物是 7 年寿命的 GPU
重点标的	NVDA ● · CRWV ● · APLD ● · IREN ● · GEV ●
最大反证	英伟达 FY2027 Q2 报告（预计 8 月下旬）若首次披露该项担保并按 ASC 460 计提负债，「担保未入表」这一支柱当场失效

投资要点

一句话框架：信用市场对 AI capex 的定价，锚定的是租客的履约能力，不是芯片厂的担保意愿。

观点	方向
债市已成为独立于股价的第二条 AI 定价通道，7 月的分化是定点定价而非系统性信用收缩	● 结构性变化，非危机信号
厂商担保的规模被严重高估：财报口径 35 亿 vs 叙事口径 7,500 亿，差 214 倍	● 对担保方为利空出尽
数据中心债已按租客评级分层，价差约 330 个基点，且担保链条通常不含承租方	● 对算力转售层是持续性成本压力
违约损失由债券持有人与私人信贷承担，保护形式是资产留置权而非母公司担保	● 抵押物为 7 年寿命的 GPU，与设施寿命错配
信用侧压力打击的是融资依赖度，不是卡点纯度——物理闸门未松动	● 收款端设备与电力侧净受益

一、钱从哪来：AI capex 的钱流出现了第二条定价通道

2026 年 7 月最后一周，同一批消息在两个市场得到方向相反的定价。

7 月 26 日至 27 日，围绕英伟达为 OpenAI 位于俄亥俄 Pike County 的 10GW 园区提供租赁与建设融资支持的报道出现后，英伟达 5 年期信用违约互换单日走阔约 14 个基点，至约 82 个基点——这是该合约自 2025 年 11 月开始活跃交易以来的最大单日跳升与最高读数。同日股价收 196.51 美元，跌 4.99%。

值得注意的是路径：该合约 6 月下旬约 42 个基点，7 月中约 57 个基点，7 月 27 日约 82 个基点。一个月内翻倍。

而同期整体信用市场几乎没动。ICE BofA 美国投资级企业债期权调整利差 7 月 30 日为 80 个基点，仍处历史极紧区间；高收益利差 284 个基点，同样位于历史最紧的十分位附近。

指数级利差贴地、AI 单名信用同时创纪录，这两件事同时发生，意味着信用市场做的是定点定价，不是系统性收缩。 这一判断在方向上稳健：投资级与高收益两条指数都没有配合。但幅度不可量化——现金债券的期权调整利差与信用违约互换是两套口径（现金对合成、OAS 对 par spread），把两者相减得出的「超额多少个基点」没有可引用的精度，本报告因此只作定性表述。

同一周的其他信用侧读数：CoreWeave 5 年期合约约 855 个基点，隐含 5 年违约概率约 50%（按 40% 回收率假设，年化约 14%，五年累计约 50%，算术自治）；7 月 29 日，其一笔 26 亿美元杠杆贷款定价上调至基准加 5.5 个百分点，较初始询价高出最多 1.25 个百分点。标普于 7 月 9 日将甲骨文下调至 BBB-，距投机级仅一档，理由是其 FY2027 资本开支指引升至 900 亿至 950 亿美元区间以及单一客户在剩余履约义务中的高度集中。

需要在时间轴上分清三件被媒体合并的事：股票口径的「黑色星期一」是 7 月 13 日（韩国综合指数收 6,806.93，单日跌 8.95%，触发熔断）；信用违约互换创纪录是 7 月 27 日；CoreWeave 杀跌是 7 月 29 日。三个日期、三条不同的传导链。

二、「7,500 亿担保」：一个被拼出来的数字

这个数字在中文与英文报道中都被反复引用，但它的构成经不起拆解。

Bloomberg 7 月 27 日的原始表述是英伟达正在推进的新一轮 AI 交易总额超过 7,500 亿美元，指交易与合作的名义盘子，不是担保额。把它拆成「5,000 亿 SK 集团 + 2,500 亿 OpenAI」的等式同样不成立——同批报道中还存在**第三笔最高约 3,500 亿美元**、为该园区芯片采购提供融资的谈判。三项相加远超 7,500 亿，说明这个总数根本不是这样构成的。

方向也是反的。SK 集团那 5,000 亿美元以上，是 SK 电讯建设 2GW 以上 Vera Rubin AI 数据中心与 SK 海力士长期 HBM 合作的双向多年业务规模，签署形式是意向书，属于英伟达的**潜在收入与供应链锁定**，不是英伟达对外提供的信用支持。把它计入担保是类别错误。

回到财报。截至 2026 年 4 月 26 日的季度报告中，英伟达列示的对外信用担保只有一项：为合作伙伴的厂房租赁义务在其违约时提供担保，以认股权证为对价，**最大总敞口 35 亿美元**，期限 5 至 7 年，随合作伙伴向出租人付款而递减，合作伙伴已托管 7.12 亿美元保证金；该项按信用衍生品核算，公允价值变动计入其他收益。此外，已签署的对客户支持型合同只有 CoreWeave 一例：2025 年 9 月 9 日的新订单，初始价值 63 亿美元，英伟达有义务采购其至 2032 年 4 月 13 日的剩余未售出算力，属于承购性质，且以该金额封顶。

财报中的其余大额承诺性质完全不同，不可与担保混为一谈：制造、供应及产能承诺 1,190 亿美元（其中 950 亿于本财年剩余期支付）、多年云服务采购承诺 300 亿美元、其他供应商承诺 60 亿美元、股权与基金投资承诺 270 亿美元、尚未起租的数据中心租赁义务 324 亿美元。这些是对上游的付款义务与自身扩张开支，加总没有经济含义。

分三层看才不会失真：

层级	性质	金额	状态
L1	已入表的对外信用担保	35 亿美元	财报列示，公司称非重大
L2	已签合同型客户支持	63 亿美元	承购义务，2032-04 到期，金额封顶
L3	意向书与谈判中	5,000 亿（意向·方向为收入） / 2,500 亿（租赁支持·谈判中） / 3,500 亿（芯片融资·谈判中）	无公司确认，无监管披露

三层不得相加。L1 与 L3 相差两个数量级，任何把它们并列的表述都会误导。

承受能力这一侧同样需要摆正：英伟达 FY2027 Q1 单季营收 816 亿美元（同比增长 85%），单季自由现金流 486 亿美元，并于 2026 年 5 月 18 日追加 800 亿美元回购授权。即便按 2,500 亿美元的谈判上限，这也不是一张需要靠外部融资才能承受的资产负债表。

三、真正的信用风险已经入表，只是不在英伟达那里

信用市场在给英伟达的或有负债做想象，而已经发行、已经计息、有抵押品的那部分债，早已存在，并且已经被清晰地分层定价。

两笔交易并排看，是本报告最硬的证据。

第一笔：Meta 与 Blue Owl 管理的基金 2025 年 10 月为路易斯安那 Hyperion 园区完成的融资。发行主体 Beignet Investor LLC，单笔 272.94 亿美元高级担保全额摊还债券，2025 年 10 月 16 日按面值定价，**票息 6.581% 固定**，预期到期 2049 年 5 月 30 日；标普初步评级 **A+**，仅较 Meta 主体评级低一档；Blue Owl 系基金持股 80%、Meta 持股 20% 并整租。太平洋投资管理认购约 180 亿美元作为锚定投资人。

第二笔：Galaxy Digital 为德州 Dickens County 的 Helios 园区所做的融资。发行主体 Galaxy Helios Data Centers II LLC，35.07 亿美元高级担保票据，2031 年 8 月 1 日到期，**票息 9.875%**，半年付息，首次付息 2027 年 2 月 1 日，建设完工后 10 个月起每年偿还原始本金的 4%。项目约 260 英亩、400MW 市电容量、260MW 关键 IT 容量，CoreWeave 为承租方，15 年基础租期加两个 5 年续期。

两笔都是数据中心、都是高级担保、都有实物资产抵押。差别只有一个：**租客是谁**。

价差 3.294 个百分点。这就是信用市场当前给「Meta 的租约」与「CoreWeave 的租约」标出的差价。

结构上还有一条更要紧的细节：Helios 票据的担保人是 Galaxy Helios II LLC，抵押为发行人与担保人资产及股权的一顺位留置权——**担保链条内不含 CoreWeave**。也就是说，债券持有人承担的是 CoreWeave 的**租约履约风险**，而不是 CoreWeave 的**主体信用**。租约违约时，债权人拿到的是德州一座 260MW 的机房和它的电力接入权，不是对 CoreWeave 母公司的追索权。

这个区分决定了整条链的风险归属。当市场谈论「谁为 AI 数据中心兜底」时，答案在多数交易里是：**没有人兜底，债权人自己持有资产**。

四、借款方的账本：利息已经开始咬人

被担保、被出租、被融资的这一侧，杠杆是实打实的。

主体	已确认债务结构	关键条款	状态
CoreWeave	长期负债 175.27 亿 (2026-03-31)；含流动的总债务约 248.6 亿	Q1 利息支出 5.36 亿；Q2 报告至本文发出未提交	●
Applied Digital	债务约 50 亿、现金及受限现金 42 亿 (FY2026 末 2026-05-31)	21.5 亿 6.750% 票据 (按面值 98% 发行) + 15.9 亿 7.000% 票据，均 2031 到期	●
IREN	36 亿 GPU 抵押融资 = 21.0 亿 5.96% 票据 (2031-12-31) + 15.0 亿延迟提取定期贷款 (基准加 2.25%)	季度测试最低偿债覆盖率 1.05:1.00；连续 6 个月低于 1.10 或贷款成本比超 65% 触发强制提前偿还	●
Galaxy Helios II	35.07 亿 9.875% 票据，2031-08-01	完工后 10 个月起年偿本金 4%；担保链不含承租方	●

三点口径提醒，不注明就会读错：

其一，Applied Digital 的利息净支出从上一财年 3,210 万美元降至 2,950 万美元，但这个下降来自资本化利息与利息收入，**不代表利息负担下降**。这类公司大量利息被资本化进在建工程，标准的息税前利润除以利息费用在这里没有意义。

其二，CoreWeave 的 175.27 亿是长期口径、248.6 亿是含流动的总口径，两者不是同一层数字。

其三，IREN 的 5.96% 与浮动腿之间不存在一个可披露的「混合成本」——浮动腿是延迟提取，提取前只付 0.40% 承诺费。

抵押物本身是这条链最薄的一环。GPU 的经济寿命约 7 年，而数据中心设施寿命 20 至 30 年，两者错配意味着资产池必须靠持续再融资来滚动。这一点在现有公开材料里只有定性判断可用——早期以 GPU 为抵押的证券化中所使用的残值假设，其充分性尚无监管文件级的公开检验，本报告不做量化推演。

五、损失最终落在谁的账上

传导链的末端是三类持有人。

债券与证券化持有人。摩根大通预计 2026 与 2027 年数据中心证券化年发行量各为 300 亿至 400 亿美元，占美国商业地产抵押贷款证券与资产支持证券合计发行的 7% 至 10%，2025 年基数约 270 亿美元。需要注意 2025 年发行量的口径分歧显著——不同机构给出的区间在 190 亿至 270 亿美元之间，按 ABS 与 CMBS 拆分的数字更不一致，本报告不采用任何单一精确值。

私人信贷基金。Hyperion 那笔 272.94 亿美元是目前最大的单笔样本，太平洋投资管理认购约 180 亿。逐只基金的数据中心行业敞口披露在公开材料中不存在——这是本主题最大的量化缺口，任何用「某基金数字基础设施管理规模」替代「其数据中心信贷敞口」的做法都是口径替换，本报告不做。

保险与养老金。通过私募债与私人信贷份额间接持有，同样无法从公开数据中拆出与数据中心相关的部分。

结构上值得记住的是，这三类持有人拿到的保护形式是**资产留置权**，**不是母公司担保**。当承租方停付租金，他们持有的是一座通了电的机房——其残值取决于当时是否还有下一个租客愿意按接近的价格接手。这正是 6.581% 与 9.875% 之间那 3.3 个百分点在补偿的东西。

六、按卡点透镜看：这一层值不值得投

用真瓶颈四特征逐条过，信用侧本身**不是**一个可投的卡点层——它是一条定价通道，不是一段产能。

资金地图 · 价值链 5 层图（资金而非物料口径）：

需求源（超大厂与模型商的算力订单）
 → 一级供应商（数据中心开发与运营方：Galaxy、Applied Digital、IREN）
 → 真卡口（已通电容量 + 愿意承接租约风险的资本）
 → 可投代理（收款端设备与电力：GEV 一类；条款透明的借款方：IREN）
 → 已拥挤 / 已被信用市场定价（算力转售层：CRWV、NBIS）

资金在这条链上的流向是单向的：从债券持有人流向开发方，再流向设备与电力供应商，最终沉淀为机房与电力接入权。**唯一在这条链上收现金而不承担租约风险的位置，是设备与电力的收款端。**

真正因这条通道而分化的，是三类资产的相对位置：

1. **需求所有者**（自建、自有信用、自己就是租客）：融资成本最低，信用市场给的是接近主体评级的待遇。
2. **资产所有者**（建了机房、把租约风险转给债权人）：赚的是资本成本与租金之间的价差，风险已被债市明码标价。
3. **算力转售者**（自己既是租客又是借款人，且尚未盈利）：同时承受两端，是三类中唯一被信用市场按投机级定价的。

从这个排序能得到一条对选股有直接用处的结论：**7 月的信用侧重定价没有改变任何物理闸门**。电力、先进封装、高带宽内存的紧张程度与 6 月相比没有变化，变的只是谁能以什么成本把机房建起来。因此这一轮压力打击的是**融资依赖度**，不是**卡点纯度**——两者在同一张持仓表里往往落在不同的名字上。

大公司受益链：

- **需求源**：Meta、Microsoft、Alphabet、OpenAI —— 其主体信用本身就是这条链上最值钱的资产，Hyperion 那笔 A+ 评级完全建立在租客是谁之上。
- **直接受益**：电力设备与并网侧收款方（GEV 一类），交付即收现金，不进入租约风险敞口。
- **二阶受益**：条款透明、成本处于同业下沿的借款方（IREN），在利差走阔环境中相对融资优势扩大。
- **隐形受益**：承接资产留置权的私人信贷管理人——但逐只基金的数据中心敞口无公开披露，不可投性错配。
- **伪受益**：因「利差回落」而反弹的高杠杆算力转售标的，其成本曲线并未改变。
- **不可投但需监控**：OpenAI（未上市，是这条链最大的单一租客信用）。

7 行公司卡 · CoreWeave（本轮信用侧定价的核心样本）：

项	内容
位置	既是租客（Helios 15 年租约）又是借款人（总债务约 248.6 亿），处于链上风险最集中的一格
为什么重要	它的租约信用直接决定了两笔数据中心债之间那 330 个基点的价差
当前定价	信用市场按投机级定价，5 年期合约约 855 个基点，隐含 5 年违约概率约 50%
证据	Q1 长期负债 175.27 亿、利息支出 5.36 亿；7 月 29 日一笔 26 亿贷款定价上调 1.25 个百分点
估值状态	亏损，市值 391.6 亿，无有效市盈率口径
催化	Q2 报告（利息支出与经营现金流覆盖率）；下一笔融资的实际成本
反证	若以低于 9.875% 的成本完成新一轮融资，投机级定价被基本面反驳

情景表：

情景	核心假设	结果	标的动作
熊	出现首笔租约实质违约，资产折价成交	租客评级价差从 330 个基点扩至 500 以上，证券化发行停滞	借款端全线回避，收款端亦受订单递延拖累
基准	分层持续，投资级利差维持 80 个基点附近	融资成本按租客信用固化，物理闸门不变	收款端 ● 持有；借款端仅留条款最优者观察
牛	算力转售层实现经营现金流覆盖现金利息	投机级定价收敛，融资成本曲线整体下移	● 层具备上调条件，但需等报表而非等股价

受益标的：

标的	现价	PE	位置	判断
GEV	\$990.29	28.4	收款端·电力设备	● 卖设备收现金，不承担租约风险，是信用分层的净受益方
NVDA	\$200.75	30.8	担保方（敞口远小于叙事）	● 单季自由现金流 486 亿，35 亿担保非重大；风险在 8 月下旬报告是否改变口径
IREN	\$36.80	47.8	借款方·条款最透明	● 契约明确、成本 5.96% 属同业最优，但偿债覆盖率触发线是硬约束
NBIS	\$190.41	73.5	算力转售	● 与 CoreWeave 同层，但杠杆结构未受同等审视
CIFR	\$22.32	43.1	矿改 AI 房东	● 观察，一手债务数据待其报告确认
APLD	\$27.39	216.2	借款方·双高息票据	● 6.750% 与 7.000% 两笔叠加，资本化利息掩盖真实负担
CRWV	\$71.77	亏损	既是租客又是借款人	● 信用市场按投机级定价，Q1 利息支出 5.36 亿

价格为 2026-08-03 02:04Z 取数。

七、数据冲突与口径分歧

以下分歧无法调和，列出以备核：

- 1. **甲骨文 5 年期信用违约互换点位**：7 月下旬同时存在约 203 与约 215 个基点两个「纪录」读数，另有 174.9 与 139 个基点的更早快照被混引。分歧根源可能是期限、买卖报价与中间价、不同日期快照的混用。本报告只写区间与方向，不引用单点。
- 2. **单名信用违约互换的数据商口径全部未确证**：所有点位均为媒体转述，无一注明是 Markit 曲线还是 Bloomberg 曲线、是中间价还是收盘价。因此本报告的量化结论只到「方向」为止。
- 3. **2025 年数据中心证券化发行量**：机构口径在 190 亿至 270 亿美元之间，差幅达 40%，按 ABS 与 CMBS 的拆分互不相容。不采用单一值。
- 4. **「7,500 亿」的归属**：同时被用于指代英伟达相关 AI 交易总盘子与 OpenAI 到 2030 年的自有算力支出计划，两者都不是担保额。另需注意中文写法——750 billion 是「7,500 亿」，写成「7.5 万亿」即错。
- 5. **英伟达信用违约互换合约的市场深度**：该合约 2025 年 11 月才出现，未平仓名义规模极小。规模极小的合约，其报价的噪音成分显著高于信息成分——这是本报告不把单名点位当作结论支柱的原因。

八、风险与反证

#	反证条件	触发后如何改写
1	英伟达 FY2027 Q2 报告（预计 8 月下旬，资产负债表日约 2026-07-26）首次披露该项担保并按 ASC 460 计提负债	「担保未入表、敞口 35 亿」这一支柱失效，需重估其调整后杠杆与评级路径
2	投资级利差从 80 个基点显著走阔并带动高收益同步	「定点定价而非系统性收缩」的判定翻转，信用侧压力升级为宏观变量
3	出现第一笔数据中心租约实质违约，且资产在二级市场以显著折价成交	「债权人持有实物资产即有保护」被证否，6.581% 与 9.875% 的价差需要重新标定
4	CoreWeave Q2 报告显示经营现金流覆盖现金利息，或以低于 9.875% 的成本完成新一轮融资	信用市场对其的投机级定价被基本面反驳，  需上调
5	电力、先进封装或高带宽内存的物理闸门出现松动	本报告「信用压力不改变卡点」的前提消失，需从融资维度切回产能维度
6	数据中心证券化年发行量显著低于 300 亿美元下沿	信用通道的规模化前提减弱，分层定价的样本不足以支撑结构性结论

九、行动清单

- **现在关注：**收款端而非借款端。设备与电力侧在这轮信用分层中不承担租约风险。
- **只监控不买：**所有以 GPU 为主要抵押物、且尚未实现经营现金流覆盖现金利息的借款方。
- **绝不追：**因「信用利差回落」而反弹的高杠杆算力转售标的——利差回落先于基本面改善是常态，反过来不是。
- **下次看这 5 个数据：**①英伟达 FY2027 Q2 报告的承诺与或有事项章节 ②CoreWeave Q2 报告的利息支出与经营现金流 ③投资级期权调整利差是否突破 90 个基点 ④下一笔数据中心证券化的定价与租客评级 ⑤IREN 的偿债覆盖率季度测试结果。
- **信号出现要重写：**反证表第 1 与第 2 条中的任意一条。

十、来源置信度表

承重结论所依赖的一手证据：

结论 / 数字	来源	日期	置信度
英伟达租赁担保最大敞口 35 亿、托管保证金 7.12 亿	FY2027 Q1 定期报告附注	2026-04-26 资产负债表日	A
英伟达 CoreWeave 承购义务 63 亿、至 2032-04-13	CoreWeave 监管备案	2025-09-09	A
英伟达 FY27Q1 营收 816 亿、自由现金流 486 亿	公司新闻稿与监管备案	2026-05	A
Galaxy Helios 35.07 亿、9.875%、担保链不含承租方	公司备案与定价稿	2026-07-22 起	A
IREN 21.0 亿 5.96% + 15.0 亿延迟提取、DSCR 1.05 契约	公司备案	2026-05-29	A
CoreWeave 长期负债 175.27 亿、总债务约 248.6 亿	季度报告	2026-03-31	A
甲骨文被下调至 BBB-	评级机构公告	2026-07-09	A
Hyperion 债券 272.94 亿、6.581%、标普初步 A+	评级与发行披露，多源交叉	2025-10-16	B

置信度定义：A = 公司公告、财报或监管文件；B = 多源交叉或权威转述；C = 单一媒体或卖方口径；D = 推演假设。

数字三道关自评：①量级一致性——三层担保口径（35 亿 / 63 亿 / 谈判中）不做加总，避免部分大于整体；借款方长期债务与总债务分列，避免同层混读。②单位显式化——750 billion 对应「7,500 亿」，全文

未出现「万亿」表述；利差统一以基点计并注明绝对水平。③出处等级——承重结论全部建立在上表 A 级证据之上，C 级内容仅用于描述市场状态，不承担结论。

附录：C 级参考项（不承担结论）

数字	来源性质	日期
英伟达 5 年期合约约 82 个基点、CoreWeave 约 855 个基点	媒体转述，数据商口径未注明	2026-07-27 / 07-29
投资级利差 80 个基点、高收益 284 个基点	指数镜像读取	2026-07-30
Applied Digital 债务约 50 亿、现金 42 亿、两笔票据	FY2026 业绩稿转述	2026-07-27
2,500 亿美元租赁与建设融资支持	媒体报道，谈判中，无公司确认	2026-07-26/27
证券化年发行量 300 至 400 亿	卖方预测	2026
甲骨文 5 年期合约点位区间	媒体转述，多值冲突	2026-07

涌现资本产业研究部 · 2026-08-03

免责声明：本报告基于公开信息编制，仅供研究与信息交流之用，不构成任何证券的买卖要约或投资建议。文中价格数据取自公开行情接口，具有时效性；财务数据以各公司最新公开披露为准。标注为 C 级置信度的内容尚未取得一手文件支持，读者应自行核实。投资有风险，决策需谨慎。