

订单簿的出资方审计

订单簿的出资方审计 —— 3,500 亿里只有 1,792 亿有履约义务，而甲骨文经营现金流的一半是负债

AI 订单簿是 2026 年三季度被引用最多、被扣减最少的一组数字，而它在过两道扣减之前不可交易。第一道是口径扣减：博通「两年出货 3,500 亿美元」是电话会上的管理层判断，法定披露的剩余履约义务只有 1,792 亿美元，覆盖率 51.2%，其中仅 25%（448 亿）落在未来十二个月内，只能覆盖 FY27 那 1,150 亿美元 AI 收入目标的 39.0%。第二道是出资方扣减：甲骨文单季经营现金流 231.03 亿美元中 113.63 亿（49.2%）是带重大融资成分的客户预付款，非流动递延收入单季由 54.79 亿跳至 161.03 亿，剔除预付款后自由现金流由 -53.96 亿走到 -167.59 亿。本篇建立的自有口径是「订单簿的出资方阶梯」——同一批 GPU 的资金成本从 Alphabet 三年期 T+33bp 一路排到 xAI 无评级票据 12.5% 票息，跨度约 11 个百分点；订单簿的质量不取决于金额，取决于它挂在这把尺子的哪一格，而决定格位的是残值风险由谁承担。2026 年的结构变化有三处：投资级与高收益的分界线已等同于「谁同意持有这批硬件的折旧」；同一发起人的表外票据在九个月内重定价约 95 个基点；出资方的最后一格已从买方移到芯片厂商——英伟达最大总敞口 1,085 亿美元，其中 1,050 亿为 8 月 17 日备案的残值担保上限。

3,500 亿里只有 1,792 亿有履约义务，而甲骨文经营现金流的一半是负债

涌现资本产业研究部 · 2026-09-24 · 「AI 基建融资结构」系列

本系列此前处理的是资金的**供给侧**：公司资产负债表上的杠杆、信用市场按租客给数据中心债分层的定价、一级市场发行台账的五个并行口径。本篇转到**需求侧的镜像**——那些被市场当作确定性来消费的订单簿数字，究竟由谁的资产负债表兑现。



30秒结论卡

一句话判断：订单簿在过两道扣减之前不可交易——**口径扣减**（口头出货额 → 法定履约义务）与**出资方扣减**（谁的资产负债表兑现、谁持有这批硬件的折旧）。过完这两道之后剩下的那一部分，才是可以给估值的東西。

项	内容
机会状态	● 观察为主 · ● 仅限「不为自己的订单簿出资」的卖铲层
市场错在哪	把管理层口头出货判断当成合同订单簿；把订单簿的 金额 当质量，不问它挂在出资方阶梯的哪一格
统领读数一	博通两年 3,500 亿美元出货判断 vs 法定剩余履约义务 1,792 亿 → 覆盖率 51.2% ；十二个月内 448 亿仅覆盖 FY27 目标 1,150 亿的 39.0%
统领读数二	甲骨文单季经营现金流 231.03 亿中 113.63 亿 (49.2%) 是带重大融资成分的客户预付款；非流动递延收入单季 54.79 亿 → 161.03 亿 ；剔除后自由现金流 -53.96 亿 → -167.59 亿
统领读数三	同一批 GPU 的资金成本跨度约 11 个百分点 (Alphabet T+33bp → xAI 12.5% 票息)，而分界线是 谁同意持有这批硬件的折旧
结构变化	出资方最后一格已移到芯片厂商：英伟达最大总敞口 1,085 亿美元 （含 2026-08-17 备案的 1,050 亿残值担保上限）
重点标的	AVGO \$354.99 · NVDA \$225.51 · META \$744.10 · ORCL \$144.56 · CRWV \$86.90 (2026-09-23 收盘)
最大反证	出资方风险的重定价事件是 利率日与信用日 ，不是财报日。若十年期美债回落至 4.5% 以下而高杠杆层仍被持续压制，本篇的定价机制部分须重写

一、投资要点

一句话框架：订单簿的可交易价值 = 金额 × 履约义务覆盖率 × 出资方等级折扣 × 转化久期折扣。四个乘数里，市场目前只定价第一个。

#	核心观点	方向
1	口头出货判断与法定履约义务之间存在系统性楔子，博通一家 1,708 亿美元	● 口径风险
2	订单簿增量已减速，而资本开支指引仍在上修——剪刀差是未来两季最该盯的一格	● 承压
3	客户预付款既是缓冲也是信号：降低出资压力，同时说明锁的是量不是价，并把负债塞进经营活动现金流	● 双向
4	未起租租赁是全场增速最快的一行，微软一年 +255%、Meta 一年增至 5.3 倍	● 承压
5	残值风险与权益比例背离：承租人持合资实体 20% 权益，却承担与建设成本近乎等额的残值担保门槛	● 承压
6	投资级与高收益的分界线，就是「有没有人同意持有这批硬件的折旧」这一条	● 机制
7	芯片厂商已成为最终出资方，且是已备案、有金额上限的硬义务	● 待验证
8	不为自己的订单簿出资的卖铲层，在这轮扣减中结构性占优	● 受益

二、钱从哪来（上）：口径扣减

2.1 博通：口头 3,500 亿与法定 1,792 亿

2026 年 9 月 2 日发布的 FY2026 第三财季（截至 2026-08-02），管理层给出的是未来两个财年向 AI 客户出货约 3,500 亿美元，拆为 FY2027 约 1,150 亿、FY2028 约 2,300 亿（合计 3,450 亿，取整为「约 3,500 亿」），措辞为「judged number」。同一时点的法定口径是剩余履约义务 1,792 亿美元，其中约 25% 在未来十二个月内确认。

口径	金额	载体	十二个月内
两年出货判断	约 3,500 亿美元	电话会口头	—
剩余履约义务	1,792 亿美元	季报附注（法定）	约 448 亿美元
覆盖率	51.2%	自建口径	覆盖 FY27 目标的 39.0%
合同负债	131.24 亿美元	资产负债表	约 58% 附「便利终止」条款

这是第一道扣减。FY2027 那 1,150 亿美元目标，当前有履约义务支撑的部分占 39.0%。同时已收到的 131.24 亿美元合同负债中约 58%（约 76.1 亿）对应可因客户便利而终止的安排——收到钱不等于锁定。

季度 AI 半导体收入路径本身无量级矛盾：FY26 四季为 84 亿、108 亿、167 亿、指引 217 亿，合计 576 亿美元。FY28 的 2,300 亿相当于 FY26 全年的 4.0 倍，而支撑它的履约义务只到 39.0% 这一格。

2.2 「收到钱不等于锁定」有一个已备案的样本

同一条原理在新云服务商一侧有更干净的记录。某上市新云服务商 2026 年一季报记载：当季递延收入变动「主要由 13 亿美元重分类至客户负债所驱动」——对应的是可在无罚则条件下撤销的期间，因此不能列作递延收入。递延收入与「可无罚则撤销的预收款」是两个科目，而市场通常把两者一并读作已锁定收入。

三、钱从哪来（下）：出资方扣减

3.1 甲骨文：增量在减速，出资结构在换挡

财季	季末	剩余履约义务	环比增量
Q2 FY26	2025-11-30	5,233 亿美元	+680 亿
Q3 FY26	2026-02-28	5,530 亿美元	+300 亿
Q4 FY26	2026-05-31	6,380 亿美元	+850 亿
Q1 FY27	2026-08-31	6,640 亿美元	+260 亿

增量由 +850 亿降至 +260 亿，降幅 69.4%；这不是单调下滑，而是大单到量脉冲后的回落。转化节奏：十二个月内 13%（约 863 亿），13—36 个月 37%，37—60 个月 34%。

与之并列的四个数字定义了出资结构的换挡，全部来自当季季报（2026-09-11 备案）与业绩附件：

1. 单季经营现金流 231.03 亿美元，其中现金流量表单列的「含重大融资成分的客户预付款带来的递延收入增加」113.63 亿美元，占 49.2%。这一项在法律性质上是负债，却全额穿过经营活动。剔除后为 117.40 亿。
2. 非流动递延收入单季由 54.79 亿跳至 161.03 亿美元（+194%），当季总递延收入由 153.95 亿增至 307.89 亿。这是预付款换挡最硬的一处印证，因为它出现在资产负债表而非现金流量表。
3. 单季资本开支 284.99 亿美元，自由现金流 -53.96 亿；按剔除预付款口径重算为 -167.59 亿。
4. 一年期以上无条件采购及其他义务由 133.09 亿增至 341.50 亿美元（+157%），另有尚未起租的租赁承诺 2,880 亿美元（上季 2,600 亿），绝大部分为数据中心，租期 15—19 年，自本财年二季度起陆续起租。

把 1 与 3 合起来读：每确认 1 美元订单收入，需先支出约 1.04—1.10 美元资本开支（未来十二个月可确认 863 亿，对应本财年资本开支指引 900—950 亿美元总额，后者为口头指引）。把 2 与 4 合起来读：订单簿正在从「自有资产负债表承建」切向「客户出钱出卡」——管理层称本季新签超 300 亿美元 AI 合约中绝大多数走预付款或客户自带硬件。

预付款是缓冲，也是信号：它压低增量融资需求，同时说明这一层锁的是量而不是价。

3.2 未起租租赁：全场增速最快的一行

资本开支是已经花掉的钱；采购承诺与未起租租赁是已经签下、尚未入表的钱。这组数字全部来自法定披露，且全部不进资产负债表负债项。

公司	快照	采购/合约承诺	未起租租赁
微软	2026-06-30	1,940.6 亿（上年 1,099.5 亿，+76%）+ 在建承诺 345.7 亿	3,291 亿（上年 927 亿，+255%）
Meta	2026-06-30	3,493.1 亿（上年同期 279.5 亿）	2,789.9 亿（上年同期 525.6 亿）
亚马逊	2026-06-30	无条件采购义务 1,300.7 亿（年初 847.7 亿，+53%）	1,372.1 亿（年初 963.7 亿，+42%）
Alphabet	2026-06-30	7,070 亿（上季 2,327 亿）	经营租赁未起租 852 亿
甲骨文	2026-08-31	341.5 亿（上季 133.1 亿，+157%）	2,880 亿

三条读表纪律：其一，**横向不可直接排序**——Alphabet 把长期供应协议、能源服务协议与内容许可一并计入，口径最宽；微软的合约义务总表为 7,438 亿美元，与单一采购项不同层。其二，**Alphabet 的同比不成立**：上年末该附注仅披露 71 亿美元内容许可，本年为披露范围扩展叠加真实增长，因此只有 2,327 亿 → 7,070 亿这一个季度环比是同口径可比的。其三，**Meta 的季报标签易错读**——2,789.9 亿美元对应的是未起租租赁而非采购承诺，二者相差 703.2 亿。

纵向的量级才是重点：Meta 一家承诺 3,493.1 亿加未起租租赁 2,789.9 亿，合计 **6,283 亿美元**，另在 7 月后新增约 680 亿美元数据中心租赁（2027–28 年起租）。亚马逊全部承诺合计 6,500.3 亿美元，一年增 48%。

评级机构对这一层已有量化口径：五家超大厂**未起租数据中心租赁 6,620 亿美元**（2026–02 口径），相当于其调整后债务的 **113%**；至 2026 年年中，租赁承诺总量约 1.2 万亿美元，其中逾 8,200 亿尚未起租。

3.3 残值风险与权益比例背离

Meta 与一家另类资管机构管理的基金合资开发路易斯安那数据中心，Meta 持 **20%** 权益，合资实体层发行 **272.94 亿美元** 优先担保票据（2049 年到期，票息 6.581%，定价 T+225bp，A+，全额摊还）。会计上，Meta 在季报附注中记载：由于不具备主导该实体经济表现之活动的权力，**并非主要受益人，因此不并表**。

但风险不按权益比例分布：**残值担保门槛约 280 亿美元**（随时间递减，覆盖运营前十六年，迄今未确认负债）；**最大损失敞口 460.3 亿美元**（2026–06–30）；初始租赁承诺约 123.1 亿美元，2029 年起租。

同一结构在 2026–07–28 复制到得州项目：Meta 持 20%，实体层发行约 125 亿美元票据，残值担保门槛约 **130 亿美元**。

两笔的共同特征是担保门槛与建设成本大致等额（280 亿对 270 亿、130 亿对 140 亿），随后逐年递减。这不是按比例分担的结构，而是**权益 80% 在外部资本、残值风险初始接近全额回到承租人的结构**。「表外」二字最实质的含义就在这里。

同一发起人、同一结构、九个月的重定价幅度：路易斯安那项目 2025-10-16 定价于 6.581%；得州项目 2026-07-27 定价于 **7.53% 收益率**，两者相差约 **95 个基点**。发起人信用未变、结构未变，变的是市场对这一类纸的要价。

四、资金地图：出资方阶梯与那条分界线

把同一批 GPU 与同一批数据中心背后的资金成本按出资方排序，得到一把跨度约 11 个百分点的尺子。

格	出资方	代表工具（定价日）	价格	评级
一·自有现金流	Alphabet / 微软 / 亚马逊	经营现金流直接支付	零外部成本	Aa2–Aaa
二·投资级公司债	Alphabet 235 亿美元十档（2026-08-06）	最短档 T+33bp ，最长档 T+130bp	票息 3.33%–6.50%	Aa2 稳定
二'·投资级但已降级	甲骨文 250 亿美元八档（2026-02-02）	三年 T+95bp → 四十年 T+195bp	票息 4.55%–6.85%	Baa2 负面 / BBB–
三·表外合资实体	路易斯安那项目 272.94 亿（2025-10-16）与得州项目 125 亿（2026-07-27）	6.581% → 7.53%	较母公司高约 170bp	A+
四·长约抵押（有人持折旧）	新云服务商延迟提款定期贷第四代（2026-03-31）	SOFR+225bp / 固息约 5.9%	首笔投资级 GPU 抵押	A3 / A(low)
四'·短约抵押（无人持折旧）	同一发行人第五、五点五代（2026-05 / 08-10）	SOFR+450bp → +550bp	同一抵押物、同一发行人	Ba2 / BB+
五·无评级前沿实验室	2025 年担保票据与定期贷	票息 12.5% （浮息档 S+725bp）	尺子的末端	无评级

4.1 本篇最重要的机制：分界线是「谁持有折旧」

第四格与第四格'是同一个发行人、同一类抵押物（GPU 与客户合约）、相隔不到五个月，价差 **325 个基点**。差别只有一条：**第四格的债务期限落在长约投资级对手方的合约期内，第四格'是约五年期的债务压在平均约三年期的客户合约上**——这批硬件在合约到期后还值多少钱，由贷款人自己承担。

同一发行人的历史价格曲线把这条规律显示得更完整：2023 年 SOFR+962bp → 2024 年 +600bp → 2025 年 +400bp → 2026 年 3 月 **+225bp（首次取得投资级）** → 5 月 +450bp → 8 月 +550bp。前半段的收窄不是信用改善的直线，后半段的走阔也不是信用恶化——**两段都是同一个变量在定价：这笔债的期限有没有被合约覆盖。**

由此得到一条可推广的判据：

在 AI 算力融资里，投资级与高收益的分界线，等同于「有没有第三方同意持有这批硬件的折旧」。

三组证据支持这条判据：其一，某矿工转型企业发行 32 亿美元七点七五厘优先担保票据，抵押包中含一家超大厂对承租方租赁义务的背书与认股权证质押；另一家同类企业的 17.33 亿美元票据，与同一超大厂提供的约 17.3 亿美元背书**规模几乎逐美元相等**——债券是按担保规模裁出来的。其二，某算力企业为同一处建设同时取得两笔钱：由超大厂合约背书的 36.5 亿美元融资拿到 A 级、混合成本约 6%，而纯 GPU 设备抵押的 24 亿美元**融资利率与期限均未披露**。其三，一笔面向前沿实验室的 350 亿美元结构化方案中，据市场信息其约 300 亿优先档附带芯片厂商的残值担保——这一条仅见于媒体，发起方公告未载担保条款。

4.2 第五格背后：没有评级、没有审计报告的对手方

对手方	已知权益与授信	承诺量（第三方汇总口径）	覆盖率	置信度
实验室甲	1,220 亿美元轮次（2026-03-31 完成，投后 8,520 亿）+ 约 47 亿循环授信（未提用）	约 1.15 万亿美元（跨 2025—2035）	约 11%	股权 A / 承诺 C
实验室乙	G 轮 300 亿美元（2026-02-12，投后 3,800 亿）+ 约 150 亿循环授信；另有约 150 亿项目债由一家超大厂背书	约 2,000 亿美元（第三方测算）	约 55%	股权 A / 承诺 D
实验室丙	2025 年 50 亿美元担保票据与定期贷，票息 12.5%	已披露 2025 年收入 32 亿、消耗 64 亿	—	A（上市申请文件）

三条读法：第一，覆盖率的分母跨十年而分子按年募集，这是久期错配的量度而非近端流动性缺口。第二，这些「承诺」的可撤销条款从未被任何一方公开，**每一个吉瓦级数字都是上限而非合同量**。第三，整组对手方里唯一有审计报告的是实验室丙——经其母公司 2026-05-20 提交的上市申请文件——显示 32 亿美元收入对应 64 亿美元消耗；**这是读其余各家未经审计口径时唯一可用的基准率**。那 12.5% 的票息则是市场为无担保前沿实验室风险开出的实际价格：当前有投行为未上市实验室争取上市时的投资级评级，而评级机构方面的描述仍是投机级与亏损状态。

五、出资方的最后一格：芯片厂商

2026 年最具结构性的变化不在买方，在卖方。相关季报与 2026-08-17 备案文件披露的最大总敞口为 1,085 亿美元，由两部分构成：

- 1,050 亿美元（上限）：**为俄亥俄州一处约 4.25 吉瓦 IT 负载园区的租赁提供多笔残值担保，承租方为一家人工智能实验室（二十年期），分期随各数据中心投用生效，首笔预计在其 2029 财年；另持有对约 3.8 吉瓦追加提供信用支持的自主选择权。赔付机制为：支付租赁「保证最低价值」与出租方通过转租或出售实际回收额之间的差额。
- 35 亿美元：**对云合作伙伴数据中心租赁违约的「土地、电力与外壳」担保。

同一层还有三项已备案义务：对某新云服务商**剩余未售出算力的购买义务**，初始估值 **63 亿美元**，至 2032-04-13（相关主协议签于 2023 年 4 月，而该安排 2025 年 10 月才进入披露——**这类结构的披露滞后以年计**）；**供应与产能承诺 2,790 亿美元**（上季 1,190 亿），另有 **290 亿美元**云服务采购协议——即芯片厂商同时是其所资助的新云服务商的客户；以及**预付供应与产能款**在资产负债表上的常设科目。

与之并列的是「以股换单」那一层：向某实验室的「至多 1,000 亿美元」投资是意向书性质，且该厂商负责人已于 2026-02-02 公开表述其「从来不是承诺」；另一家芯片设计商分别于 2025 年 10 月与 2026 年 2 月向两家客户各发行 1.6 亿股行权价 0.01 美元的认股权证，会计上按负债分类、以授予日公允价值**冲减收入确认**，截至 2026-06-27 季报尚无任何批次归属或可行权。

这一节的读法：市场叙述的是软的那一半（意向书、认股权证、吉瓦路线图），而已备案、有金额上限、进得了法律义务清单的是硬的那一半。**风险落在硬的那一半，注意力落在软的那一半。**

六、折旧假设：官方口径已经进场

出资方阶梯的每一格，最终都压在同一个假设上——这批硬件能用多久。当前各家的服务器与网络设备折旧年限为：亚马逊 **5 年**（2025-01-01 由 6 年**缩短**为 5 年，理由是技术迭代加快）、Meta 5.5 年（2025-01-01 延长）、Alphabet 6 年（2023-01 延长后未变）、微软 6 年（另于本财年将数据中心与办公楼宇由 15 年延长至 25 年）、甲骨文 6 年（自 FY2025 起由 5 年延长）、主要新云服务商 6 年。**全场只有一家缩短过。**

2026 年的新变化是官方口径进场，且并非单一来源：

- 国际货币基金组织 2026 年 4 月的全球金融稳定报告设专栏指出，超大厂资本的实际可用年限**可能短于当前隐含的约七年**，并测算在三年寿命叠加高资本密度的情景下，行业合计息税前利润率将被完全抵销；同一章节还就数据中心证券化规模（预计 2028 年达 1,500 亿美元）与上市、非上市 AI 企业之间的循环融资关系作了专门映射。
- 美联储 2026-05-08 金融稳定报告显示，将人工智能列为显著金融稳定风险的受访比例由 2025 年秋的 30% 升至 **50%**。
- 会计准则机构方面，美国财务会计准则委员会于 2026 年 4 月将「数据基础设施投资与非传统放贷（含私募信贷）」列入**研究议程**（尚未进入技术议程）；国际会计准则理事会于对租赁准则的实施后审阅结论为「按预期运作」，未就本主题立项。
- 监管执行层面，公开记录中目前唯一直接质疑 AI 算力资产年限的，是 2026-04-24 就一份上市申请草案发出的审查意见函：其中指出「AI 基础设施」占固定资产总额 45%，而该类资产被赋予 **5 至 30 年**的折旧年限区间，要求就这些资产在性质与功能上的接近程度作更细拆分。另有 2026-07-29 的一份不采取行动函认定，某类数据中心证券化所发行的证券不属于交易所法下的资产支持证券。

综合判断：会计准则层面尚无变更，压力来自评级机构与国际组织；而这三处的时点均晚于市场上流传的空方测算，属独立形成的同向意见，而非彼此转述。

七、定价机制：财报日定增长，利率日定出资方

标的	财报日	结果	次日	T+5
ORCL FY27Q1	2026-09-10	双边超预期，履约义务创纪录，资本开支 85 亿 → 285 亿	-1.74%（盘中一度 +7.8%）	自财报前收盘计 -3.49%
AVGO FY26Q3	2026-09-02	超预期，AI 收入 +221%	-2.74%	+1.03%（一周收复）
CRWV Q2	2026-08-11	超预期，订单簿 +246%	+19.28%	-15.65%
NBIS Q2	2026-08-11	超预期，营收 +454%	+34.14%	-13.62%

最硬的一块观测：两家杠杆最高的公司在同一天报喜、同一天被重奖，然后在 2026-08-18 同一天同时崩塌（当日分别 -12.10% 与 -7.60%）。当天的共同变量不是任一家的基本面，而是三十年期美债收益率触及 5.32%。

由此得到的机制判断：**出资方风险确实被定价，但定价事件是利率与信用事件，不是财报事件。财报日定价增长；只有当资本开支数字本身写在财报里时（甲骨文的 85 亿→285 亿），两件事才在同一天撞上。**

同期的信用与宏观读数：甲骨文五年期信用违约互换处于历史最阔区间（约 200—215 个基点，年初约 144），标普已于 2026-07-09 将其下调至 BBB-，距非投资级一档；AI 关联发行人投资级利差约 115 个基点对宽基约 78 个基点；一级市场需求覆盖倍数由年初约 5.0 倍降至年中不足 2.0 倍，2026-07-13 有一笔数据中心欧洲债在缩量后被搁置；2026-09-16 联邦公开市场委员会以 12 比 0 加息 25 个基点至 3.75%—4.00%，为 2023 年以来首次加息；2026-09-23 十年期美债 5.104%、三十年期 5.398%，均为 2007 年 6 月以来最高，美元指数 100.745。

反向的一半必须同时记账：2026-02-02 甲骨文 250 亿美元八档发行拿到创纪录订单簿，其信用违约互换随之大幅收窄。出资方风险不是单调走坏的变量，而是与发行日历共振的间歇性重定价。另需区分的是，2026 年二季度私募信贷侧的赎回限制事件，其公开归因是基金所持软件与信息技术借款人受 AI 冲击的担忧，而非 AI 基础设施资产本身出现损失——**私募信贷承压与 GPU 贷款出问题是两件事。**

八、情景

情景	触发条件	结果	动作
牛 (约 25%)	十年期美债回落至 4.5% 以下；订单簿增量重回 +500 亿量级；预付款占经营现金流比重下降	出资方折扣收窄，第三至五格重新按第二格定价	高杠杆层弹性最大，仅限已拆掉近端到期墙者
基准 (约 50%)	利率维持 5% 以上；订单簿增量低位横住；未起租租赁继续扩张而披露不变	层内分化拉大，资金成本成为排序变量本身	只持第一、二格与不为自己订单簿出资的卖铲层
熊 (约 25%)	折旧年限被下修，或短约抵押结构无法继续融资；私募信贷侧出现首笔与 GPU 抵押相关的实质计提	冲击点在信贷侧而非科技股侧，随后回传至订单簿估值	回避第四'、第五格；重估对最终出资方有硬义务上限的芯片厂商

九、受益标的

价格为 **2026-09-23 收盘**（实时端点在非交易时段返回上一交易日收盘，已据此标注）。本表为观察框架，不构成买卖建议。

标的	现价	层	在出资方阶梯的位置	方向
AVGO	\$354.99	L4 定制硅	单季自由现金流为经营现金流的 96.5%，产能与数据中心的钱都不由它出；风险全在收入端对手方	● 结构占优·口径需自行扣减
NVDA	\$225.51	L1 芯片	已从卖方变为最终出资方之一：最大总敞口 1,085 亿美元，另有 63 亿剩余算力购买义务	● 硬义务已备案·单列跟踪
META	\$744.10	需求源	权益 20% 而残值担保门槛约 280 亿；承诺加未起租租赁合计 6,283 亿；表外票据九个月重定价约 95bp	● 表外口径风险
GOOGL	\$337.83	需求源	第一、二格：最短档 T+33bp；同时以背书方身份出现在多家新云服务商的抵押包中	● 出资能力最强
MSFT	\$500.59	需求源	第一格：单季经营现金流 554 亿；未起租租赁一年 +255% 是其自身需盯的一行	● 出资能力最强
ORCL	\$144.56	云计算	自付建设的典型：经营现金流 49.2% 来自预付款，标普 BBB-，信用违约互换历史最阔	● 承压
CRWV	\$86.90	云计算	第四与第四'格之间：同一抵押物的价差 325 个基点由期限错配定价	● 利率敏感
NBIS	\$226.61	云计算	可转债成本 0.50%—4.50%，代价是股东承担全部残值风险	● 稀释敏感

读表规律：本轮扣减中结构性占优的，是不需要为自己的订单簿出资的那一层——资本开支由别人承担，自身现金流转换率极高。被压制的是自己出钱建的那一层。新云服务商属第三类：在财报日按前者定价，在利率日按后者定价。

十、风险与反证

#	反证条件（出现即须重写对应结论）	当前状态
1	十年期美债回落至 4.5% 以下，而高杠杆层在财报后仍被持续压制 → 第七节的定价机制不成立	十年期 5.104%
2	博通后续季报中履约义务跳升至可覆盖 FY27 目标 70% 以上 → 第二节的扣减幅度须大幅下调	当前覆盖 39.0%
3	甲骨文下一季增量重回 +500 亿以上且预付款占经营现金流降至 30% 以下 → 第三节的换挡判断不成立	增量 +260 亿，占 49.2%
4	出现一笔短约抵押的算力融资仍取得投资级定价 → 第四节「谁持有折旧」这条分界线判据被推翻	同发行人价差 325bp
5	承租人将合资实体并表，或残值担保被评估为「很可能」而确认负债 → 表外这一层的量级须重估	未并表，未确认负债
6	芯片厂商的残值担保出现首次实际支付或首次计提 → 第五节由待验证升格为已兑现风险	首笔生效预计其 2029 财年
7	有超大厂进一步缩短服务器折旧年限 → 第六节的官方口径压力实体化	仅一家曾由 6 年缩至 5 年
8	一级市场需求覆盖倍数重回 4 倍以上、AI 发行人与宽基投资级利差压回 20 个基点以内 → 出资方折扣的可交易性下降	覆盖不足 2 倍，利差约 37bp

十一、监控清单

下一季必看的六个数字：①博通履约义务与 FY27 目标的覆盖率是否由 39.0% 上行；②甲骨文环比增量、非流动递延收入与剔除预付款后的自由现金流；③五家超大厂季报中「采购承诺」与「未起租租赁」两行的环比；④芯片厂商残值担保与租赁支持敞口是否继续扩大；⑤同一新云服务商下一笔融资的利差与其所压合约期限之比；⑥AI 关联发行人与宽基投资级的利差。

只监控不参与：无评级前沿实验室相关的一切非上市载体；每一个「吉瓦」量级的路线图数字——它们是上限而非合同量。

绝不追：把口头出货判断当成合同订单簿的叙事；把「订单簿创纪录」单独当作买入理由而不问出资方等级与折旧归属的做法。

十二、数据冲突与口径

本篇处理的四处数字打架，逐条列出取舍：

1. 「3,500 亿美元订单」的归属。该数字是博通对**全部 AI 客户**未来两年的出货判断，在部分汇总中被整体记入单一客户名下。本篇一律按全客户口径使用，并以法定履约义务 1,792 亿作为可引用基准。
2. 芯片厂商担保敞口。市场上流传的 2,500 亿美元版本出现在备案之前，属拟议阶段的报道；已备案口径为 1,050 亿上限加 35 亿，合计最大总敞口 1,085 亿。本篇只用后者。另有一处约 200 亿美元的第三方数据中心租赁支持口径与前述 35 亿不一致，因未能取得同一份文件的对应行次，本篇不采用该数并在此列明。
3. 甲骨文评级。惠誉确认 BBB；标普 **2026-07-09 下调至 BBB-**（稳定）；穆迪 Baa2 负面。三家不一致，本篇以**已发生的评级动作**为主，并标注另两家状态。
4. 信用违约互换水平。约 200—215 个基点的读数来自媒体与聚合站，**未能取得交易商报价的日频一手数据**，因此只使用其方向性（处于历史最阔区间、显著宽于同层），不以任何单点数值作推算。

另有三项未能取得一手源，正文已相应降级处理：甲骨文本财年资本开支指引（口头，非备案）；某实验室「年化超 650 亿美元收入且经营性盈利」的说法（与同月评级机构关于其持续亏损的描述直接冲突，本篇不采用）；350 亿美元结构化方案中约 300 亿优先档的残值担保条款（发起方公告未载，仅见于市场信息，正文已标注）。

数字三道关自评：①量级一致性——博通四个季度 AI 收入合计 576 亿，无单季超全年；甲骨文单季资本开支 284.99 亿与本财年 900—950 亿指引相容；亚马逊承诺分项合计 6,500.34 亿与其披露总额逐项相等。

②单位显式化——全文统一「亿美元」，各公司季报原始单位为百万美元，已逐位换算核对（1,940.6 亿 = 194,060 百万）。

③两源以上走公司公告——所有进入正文的表内与附注数字均取自年报、季报、业绩附件或发行文件；仅信用违约互换、需求覆盖倍数与私营实验室承诺量为二手，已在冲突节与置信度表中单列。

附录一 · 来源置信度表

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
履约义务 1,792 亿、合同负债与便利终止比例	博通季报	2026-08-02 季末	法定附注	A
两年出货约 3,500 亿	电话会口头	2026-09-02	管理层判断	C
甲骨文履约义务、预付款、非流动递延收入、无条件义务、未起租租赁	业绩附件与季报	2026-09-10 / 09-11	一手·GAAP	A
四家超大厂采购承诺与未起租租赁及其比较数	年报与季报	2026-06-30 快照	一手	A
残值担保上限 1,050 亿、土地电力外壳 35 亿、供应承诺 2,790 亿	季报与 8-K	2026-07-26 季末 / 08-17	一手	A
不并表表述、残值门槛 280 亿、最大敞口 460.3 亿	季报附注	2026-06-30 季末	一手	A
合资实体票据 6.581% / T+225bp / A+ 与后续 7.53%	评级机构与一级市场记录	2025-10-16 / 2026-07-27	一手（发行层）/ 二手（后者收益率）	A / B
抵押贷款各代利差与评级	公司公告与投资者材料	2023-2026	一手	A
折旧年限与变更影响	各公司年报	2023-2026	一手	A
官方口径（国际组织、央行、准则机构、审查意见函）	官方文件	2026-04 至 2026-07	一手	A
加息 25bp、12 比 0、国债收益率、美元指数	官方决议与行情页	2026-09-16 / 09-23	一手	A
私营实验室承诺总量与覆盖率	第三方汇总	2026	媒体模型	C/D
信用违约互换水平、需求覆盖倍数	媒体与聚合站	2026	二手	C
个股价格	付费行情源	2026-09-23 收盘	一手	A

附录二 · 出资方阶梯明细

工具	规模	定价	评级	抵押/背书	日期
Alphabet 十档票据	235 亿美元	T+33bp 至 T+130bp	Aa2 / AA+	无担保	2026-08-06
Meta 六档票据	250 亿美元	T+53bp 至 T+147bp	Aa3 / AA-	无担保	2026-04-30
甲骨文八档票据	250 亿美元	T+95bp 至 T+195bp	Baa2 / BBB	无担保	2026-02-02
路易斯安那项目票据	272.94 亿美元	6.581% (T+225bp)	A+	园区资产 + 承租人残值担保	2025-10-16
得州项目票据	约 125 亿美元	7.53% 收益率	预评 A+ / AA-(EXP)	同上	2026-07-27
抵押定期贷第四代	85 亿美元	SOFR+225bp / 固息约 5.9%	A3 / A(low)	长约 + 投资级对手方	2026-03-31
抵押定期贷第五代	31 亿美元	SOFR+450bp	Ba2 / BB+	承购合约	2026-05-18
抵押定期贷第五点五代	26 亿美元	SOFR+550bp	Ba2 / BB+	约三年期客户合约	2026-08-10
矿工转型企业票据甲	32 亿美元	7.750%	未取得	含超大厂背书与认股权证质押	2025-10-16
矿工转型企业票据乙	17.33 亿美元	7.125%	未取得	与约 17.3 亿美元背书近乎等额	2025-11 起
算力企业合约背书融资	36.5 亿美元	混合成本约 6%	A (惠誉)	超大厂合约覆盖约 96% 设备支出	2026-06-01
算力企业设备抵押融资	24 亿美元	未披露	未取得	纯 GPU 设备，按交付分批提款	2026-08-28
前沿实验室担保票据与定期贷	50 亿美元	12.5% (浮息档 S+725bp)	无评级	担保	2025-07

涌现资本产业研究部

2026-09-24

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部独立编制，所载信息来源于公开渠道，本部力求但不保证其准确性与完整性。报告中的观点、判断与预测仅反映编制日的判断，可能随时调整且不另行通知。本报告不构

成任何证券买卖要约或投资建议，不应作为投资决策的唯一依据。投资者应自行独立判断并承担相应风险。本部及关联方可能持有报告所涉证券的头寸。