

被担保的是房子，不是芯片

被担保的是房子，不是芯片——算力金融化的第一条公开价格曲线，与它绕开的那个资产

算力将在 2026-10-05 拿到第一条交易所公开价格曲线。但把已签署的担保、已发行的证券化、已写进融资合约的损失顺位逐层摊开，指向同一件事：每一层信用结构都精确地绕开了 GPU 本身。被担保的是地、电、壳，被证券化的是厂房，被写进第一顺位吸损的是二手 GPU 残值——而那个真正按年贬值的资产，没有担保方、没有证券化载体、八家主要持有人中没有一家披露过它的残值假设。租金下行风险不是"由谁兜底"的问题，是"没有人兜底、且连该值多少钱都没有可核验读数"的问题。

算力金融化的第一条公开价格曲线，与它绕开的那个资产

涌现资本产业研究部 · 2026-08-26 · 「AI 基建融资结构」系列

姊妹篇划界：《AI 的信用侧定价》（2026-08-03）讲债市如何给同一座数据中心按租客分层报价；《AI 基建的债务侧》（2026-07-14）讲供给侧融资；《杠杆地图》（2026-07-31）讲持有人杠杆。本篇问的是三者都没问的那一个：当算力租金第一次有了公开价格，这个价格底下的那块资产，残值归谁。

🕒 30秒结论卡

一句话判断：算力金融化正在为「装 GPU 的那间房子」建立完整的价格发现与信用体系——期货、担保、证券化、评级一应俱全；而 GPU 本身被系统性地留在了这套体系之外。

项	内容
机会状态	🟡 观察。这是一张风险地图，不是买入窗口。真正的可投结论只有一条：为这套体系收费的一方（交易所、基准商）与承担残值的一方（neocloud 股债持有人）必须分开定价
市场错在哪	市场把「英伟达为算力残值兜底」当成既成事实。一手文件里，英伟达 FY2027Q1 10-Q 全文 residual value 出现 0 次；8-17 新签的 \$1,050 亿担保，标的是俄亥俄州的地、电、壳，租户是 OpenAI，且 OpenAI 全额补偿英伟达实际支付的任何金额
真正的信号	全美最大的独立 GPU 租赁商在 10-K 里写死一句话："公司目前没有任何带残值担保的租赁安排"。同时 2026 年至今含 "data center" 的 ABS-15G 共 27 份、全部来自地产型托管商，含 GPU / compute equipment 的 0 份
谁承担租金下行	合约白纸黑字指定了顺位：二手 GPU 残值第一顺位吸损 → 母公司担保补差 → SPV 债权人 → 股权。芯片厂商不在这条链上
量级	八家主要持有人合计，折旧年限每差一年 = 年折旧差额约 \$253 亿。而这八家中，披露过 GPU 残值假设数字的：0 家
重点标的	NVDA 🟡 · CRWV 🔴 · NBIS 🟡 · IREN 🔴 · CME 🟢（机制受益·非 universe 标的）
最大反证	英伟达 FY2027Q2 10-Q 今日盘后披露，\$1,050 亿担保的协议范本将作为附件首次公开。若其中含 GPU 回购或算力残值条款，本篇「担保绕开芯片」这一支柱当场失效

投资要点

一句话框架：给一个资产建期货，不等于给这个资产建了信用体系；这一轮建起来的是不动产的信用体系，芯片只是住在里面。

#	观点	方向
1	算力期货 2026-10-05 挂牌（待监管审核），合约粒度 730 GPU-小时 = 一颗 GPU 一个月	● 价格发现是真实进步
2	但「算力价格」不是一个数：同型号 H100 同期分三档，最高 / 最低 3.21 倍	● 基差风险大于被对冲的价格风险
3	三档在同一窗口内方向都不一致：超大厂 -33.0%、marketplace -24.4%、neocloud +11.4%	● 对冲失效是基准情形不是尾部
4	监管机构在正式文件里写下：算力尚不具备可替代性、标准化与充足流动性	● 挂牌合规但前提有争议
5	英伟达已签担保 \$35 亿（净 \$27.88 亿）+ \$1,050 亿，标的 全部是不动产租约	● 敞口真实但错位
6	英伟达非上市股权余额 \$423.36 亿 = 净担保上限的 15.2 倍	● 它不是优先级担保人，是劣后股权
7	「收入分成」方向是反的：一手披露的是英伟达 支出 \$300 亿采购云服务	● 回流叙事无一手源
8	GPU 残值：0 家披露假设、0 份证券化、SEC 全文检索 0 条二手成交价	● 缺口不可观测

一、钱从哪来：三段闭环，只有一段有一手价格

把「算力金融化」拆成可取证的三段，逐段问一句「有没有一手价格」：

段	内容	可观测性	硬证据
① 价格发现	CME x Silicon Data 两只算力期货	已可观测	2026-10-05 挂牌（待监管审核）· NYMEX 规则 · 730 GPU-小时 / 手 · 现金结算 · 连续 36 个月度合约
② 残值担保	芯片厂商为下游兜底	标的错位	已签 \$35 亿 + \$1,050 亿，标的均为 设施租约 ； residual value 在 10-Q 出现 0 次
③ 收入回流	厂商从云收入分成	方向相反	一手披露的是英伟达 多年期云服务采购承诺 \$300 亿（自述主要用于研发）

三段里，第①段是真的、第②段错位、第③段方向反了。「闭环」成立，但它闭合的圆心不是 GPU。

第①段的合约事实（交易所通告口径）

项	值
合约	Silicon Data H100 / B200 Rental Index Futures（Globex 代码 GPU1 / GPU2）
挂牌	2026-10-05（周一）交易日，待监管审核；挂 NYMEX 规则 Ch.1045 / Ch.1047
合约规模	730 GPU-小时 = 365÷12×24，即一颗 GPU 一个自然月
报价 / 最小变动	\$/GPU-小时；\$0.01；每跳 \$7.30
结算	现金结算；连续 36 个月度合约
归属目录	CME 能源与环境产品条线

口径自校验：730 × \$0.01 = \$7.30，与通告给出的每跳价值逐分吻合——730 这个数未被转述污染。曲线长度反算：36 个月 × 730 = 26,280 GPU-小时，恰为单颗 GPU 三年全期机时。可挂牌曲线最远端只覆盖三年，而下文八家里没有一家用三年折 GPU。

二、资金地图：把「谁承担 GPU 残值」逐层摊开

这是本篇的主表。每一层都问同一个问题：这一层的信用工具，标的物是芯片还是房子？

层	工具	标的物	GPU 在不在里面
芯片厂商担保	设施租赁担保 \$35 亿（净 \$27.88 亿，换取认股权证）	合作方设施租约义务	❌ 房子
芯片厂商担保	残值担保 \$1,050 亿（2026-08-17 签，2028 起随租约生效）	俄亥俄 4.25GW 地、电、壳租约	❌ 房子
证券化	2026 年含 "data center" 的 ABS-15G 共 27 份	全部为地产型托管商	❌ 房子
证券化	含 GPU / compute equipment 的 ABS-15G	—	0 份
租赁条款	最大独立 GPU 租赁商 10-K 明文	「没有任何带残值担保的租赁安排」	不存在
SPV 融资	GPU 抵押贷款损失顺位	①二手 GPU 残值 ②母公司担保 ③债权人	✅ 且排第一顺位吸损
会计	八家的残值（salvage）假设披露	—	0 家披露数字
二级市场	SEC 全文检索 2025-01→2026-08 GPU 转售价	—	0 条

读表规律：GPU 只在一个地方出现——**损失顺位的第一位**。它在担保里没有、在证券化里没有、在残值披露里没有；唯一被写进合约的地方，是「租金下跌时先拿它抵」。

折旧年限：唯一在替市场给 GPU 残值定价的东西

八家最新原值口径，**折旧年限每差一年的年折旧差额：**

公司	当前年限	原值口径	年差额
MSFT	2—6 年	\$2,158.74 亿	\$71.96 亿
AMZN	5—6 年	\$1,724.92 亿	\$57.50 亿
META	5—5.5 年	\$1,196.83 亿	\$48.36 亿 (5.5→4.5)
GOOGL	约 6 年	约 \$1,222.07 亿	\$40.74 亿
ORCL	6 年	\$596.34 亿	\$19.88 亿
CRWV	6 年	\$338.23 亿	\$11.27 亿
NBIS	5 年 (2026-01 由 4 年延长)	\$51.98 亿	\$2.60 亿
IREN	5 年	\$8.11 亿	\$0.41 亿

合计约 \$252.7 亿 / 年。 算式统一为「原值 ÷ n - 原值 ÷ (n+1)」，各家资产负债表日不同（详见口径节）。

三个方向性事实：

- 全行业只有一家真正缩短过年限：**亚马逊自 2025-01-01 将一个子集的服务器与网络设备由 6 年缩为 5 年，理由明写为「技术迭代加速，特别是 AI 与机器学习领域」。实际多计折旧 **\$14 亿**，而它事前预估仅 **\$7 亿**——**缩短年限的代价被低估了一倍。**
- 最新的一次变更方向相反：**Nebius 于 2026-01 把 GPU 由 4 年延长到 5 年，H1 2026 少提折旧 \$8,610 万。
- 甲骨文在风险因素里最接近承认压力：**为锁定 AI 加速器与内存供给而接受较差供应商条款，已经「提高了这些硬件的过剩与陈旧风险」。

唯一一个「按市场残值定价」的真实样本：IREN 于 2025-12-31 把一批 ASIC 矿机（非 GPU）的残值改按「预期处置日的二手市场价」定为约 \$950 万。**同一期它的累计减值从 \$38.5 万跳到 \$1.715 亿——445 倍。** 这就是把算力资产真按市场残值定价时，账面会同时发生什么。

三、价格发现这一段：一条即将上市、却分裂成三档的曲线

期货只能结算到一条曲线上。而基准编制方自己的数据显示，同一颗 H100 在同一时点有三个价格（\$/GPU-小时，各档中位数）：

窗口	超大厂档	neocloud 档	marketplace 档
2023-08 ~ 12	7.76	—	—
2024-06 ~ 12	9.34	2.99	2.58
2025-01 ~ 05	8.96	3.50	2.29
2025-06（单月）	6.94	3.29	2.00
2025-07 ~ 12	6.26	3.33	1.95
区间变动（2024H2→2025H2）	-33.0%	+11.4%	-24.4%

这张表是本篇最锋利的一张。三个读数在同一 12 个月窗口里，方向都不一致：超大厂档跌三分之一，marketplace 档跌四分之一，而 neocloud 档上涨 11.4%。

自建判据一：基差不是残差，是主项

- 档间价差： $\$6.26 - \$1.95 = \$4.31/\text{GPU-小时}$
- 折算每手： $\$4.31 \times 730 = \$3,146$
- 而 marketplace 档整手名义值： $\$1.95 \times 730 = \$1,424$
- → 选错档的基差 = 合约本身名义值的 2.21 倍。

区域维度同样成立。2026Q3 同型号超大厂 / 非超大厂比值：美西 3.05x、加拿大 2.35x、欧洲 1.93x、美东 1.86x、北欧 1.58x。对照编制方自算的 H100 年化已实现波动率 26.2%：基差幅度（比值-1）落在 0.58~2.05，即标的年化波动率的 2.2 至 7.8 倍。

对冲的定义是用基差风险换价格风险。当基差是价格波动的 2.2~7.8 倍时，这笔交换是负值的。这不是尾部情形，是基准情形。

监管机构写下的前提争议

监管在 2026-08-21 刊出的正式征询文件（91 FR 54259，评论截止 2026-10-20）中，逐字写下：

委员会初步认为，算力可能尚不具备通常支撑商品衍生品市场的某些商品特征，包括可替代性、标准化与充足的流动性。

同一份文件还写明：算力市场是碎片化的，价格形成主要发生在不透明的双边交易中；非公开的双边协议承载了大部分经济价值，但往往不披露、私下议定。

时序算术：首月合约拟于 10-05 开始交易，评论期 10-20 截止，两者相隔 15 天；首月合约最后交易日约为 10-30（按合约月最后一个营业日推算），即评论截止后约 10 天。**第一笔现金结算价产生时，监管尚未就“该价格是否可靠、可公开获得”形成结论。** 这不构成违规——挂牌走的是自我认证程序——但正因不违规，才值得记下来。

四、担保这一段：\$1,050 亿的标的物是俄亥俄的地皮

2026-08-17，英伟达签署多份**残值担保**，这是「残值担保」一词首次正式出现在其一手文件中。逐条摊开条款：

条款	内容
标的	俄亥俄州 Pike 郡 PORTS 园区约 4.25 GW IT 负载的租约；可自主追加约 3.8 GW
上限	累计封顶 \$1,050 亿（初始承诺口径，非年度）
生效	各份随对应租约起租生效，以出租人满足可服役条件为前提， 预计自 2028 年开始
租户	OpenAI
触发	仅限 (i) OpenAI 破产导致租约违约，或 (ii) OpenAI 未付租金
赔付	担保最低价值与 再出租或出售所回收金额 之间的差额
反向补偿	OpenAI 已同意就英伟达实际支付给出租人的任何及全部金额予以补偿并使其免受损失
终止	最早发生者：起租后第 20 周年 / OpenAI 依约终止租约 / OpenAI 取得令人满意的信用评级

三点判读：

1. **标的仍然是不动产。**担保的是「地、电、壳」的租约残值，不是 GPU。英伟达 FY2027Q1 10-Q 全文 **residual value** 出现 0 次。
2. **今日在生效金额为 \$0。**各份担保随租约起租才生效，预计 2028 年起——这是一笔三年后才开始承压的义务。
3. **净经济内容是 OpenAI 的信用，不是算力的残值。**有了全额反向补偿条款，英伟达的真实敞口 = **OpenAI 承诺与 OpenAI 偿付能力之间的差额。**而终止条件里那一条——「OpenAI 取得令人满意的信用评级」——等于把这笔安排的性质写在了脸上：**它存在的目的，是在 OpenAI 拥有自己的评级之前，把英伟达的资产负债表评级借给它用。**

自建判据二：英伟达不是优先级担保人，是劣后股权

把英伟达对下游的全部敞口通道放进同一张表（截至 FY2027Q1，2026-04-26）：

通道	金额	性质
设施租赁担保（毛）	\$35.00 亿	或有·换取认股权证·按信用衍生品核算
减：合作方托管保证金	-\$7.12 亿	合作方先垫首损
= 净担保上限	\$27.88 亿	5—7 年递减
非上市股权投资余额	\$423.36 亿	已出资·首损级
— 其中单季净增	\$178.99 亿	上年同期 \$6.49 亿， 27.6 倍
基金权益法最大损失敞口	\$23.00 亿	含未出资承诺
投资承诺（未出资）	\$270.00 亿	预计 FY2027 内投出
多年期云服务采购承诺	\$300.00 亿	英伟达付钱买算力

\$423.36 亿 ÷ \$27.88 亿 = 15.2 倍。

房利美的机制是**优先级信用担保 + 证券化**。英伟达的实际持仓是：担保只占 1 / 15，剩下十四份是**股权**——资本结构里最劣后的那一档。它**不是这套结构的担保人，它是这套结构的首损方**。两者在压力情景下的行为完全相反：担保人只在违约时付钱，首损方在价格下跌时就已经在亏。

口径自校验：非上市股权 \$222.51 亿（期初）+ 净增 \$178.99 亿 + 未实现浮盈 \$26.03 亿 - 重分类 \$3.89 亿 - 减值 \$0.28 亿 = **\$423.36 亿**（期末），逐项吻合。

五、收入回流这一段：方向是反的

「厂商从云收入里分成、形成百亿美元级经常性收入」——这一段在一手披露中**无对应科目**。一手文件里真实存在的是**反方向**的两笔：

1. **多年期云服务采购承诺 \$300 亿：**英伟达**支出**，向云厂商采购算力，自述「主要用于支持研发」。分年付款 \$60 / 70 / 70 / 50 / 30 / 20 亿。

> **子项和校验：**6+7+7+5+3+2 = **30**，与总额逐项吻合。

1. **股权重估：**真正流回损益表的不是分成，是持股浮盈——单季未实现收益 \$26.03 亿计入 Other income。

\$300 亿采购承诺 ÷ \$27.88 亿净担保 = 10.8 倍。若要问「英伟达通过什么通道把钱送回生态」，答案不是担保、也不是分成，是**采购与股权**这两条。

六、租金敞口：谁在下跌时立刻见血

三家 neocloud 的合约结构差异极大，「已锁定」金额不同口径、不可横向相加：

项	CRWV	NBIS	IREN
RPO	\$1,037 亿	\$374.9 亿	\$7.10 亿
承诺合约占收入	98% (take-or-pay)	—	—
立刻暴露于现货	约 \$0.52 亿/季 (年化 \$2.06 亿)	未披露 (≤1 年合约不计入 RPO)	ARR 目标中约 15% 未签约
客户集中度	36%+26%+10% = 72%	24%+21%+14% = 59%	微软单一
债务本金	\$355.51 亿	可转债 \$100.42 亿	可转债 \$37.46 亿 + SPV \$36 亿
关键条款	无残值担保安排	GPU 抵押 SOFR+2.50%	DSCR ≥ 1.05，按季测试

三点判读：

1. CRWV 的现货敞口小得惊人：98% take-or-pay，直接暴露于现货定价的年化收入仅约 \$2.06 亿。租金下跌不会打在它的当期收入上，会打在续约与残值上——即 2028 年后的事。
2. IREN 的 RPO 只有 \$7.10 亿，因为 \$97 亿的微软合约在每个 tranche 被验收前一分钱不入 RPO。「签约」与「可计费」之间的缺口，在它身上是 13.7 倍。
3. IREN 的 SPV 融资写死了损失顺位：租金一跌，DSCR 按季测试立刻触发；而处置时第一顺位吸损的是 GPU 二手残值，母公司担保只补残值之后的缺口。这是全篇唯一把 GPU 残值风险明确指派给某一方的合约条款，而它指派的对象是「二手市场」——一个 SEC 全文检索下 0 条成交价的市场。

七、情景

情景	触发条件	结果	标的动作
基准 60%	期货挂牌、成交清淡；档间基差维持 2~3 倍；无人按市场残值重估	价格发现停留在参考层，信用结构照旧	维持观察，CME 收挂牌费
熊 25%	任一大厂缩短 GPU 年限 → 引发同业跟随；或首笔 GPU 二手大宗成交价公开	\$253 亿/年折旧敏感度被激活；neocloud 抵押率同步重估	CRWV / IREN 承压最重
牛 15%	期货流动性起来、基差收敛；GPU ABS 首单落地	残值第一次有市场价 → 抵押融资成本下行	neocloud 融资成本改善

最值得盯的不是价格，是「谁先眨眼」：任何一家把 GPU 年限从 6 年往下调的公司，都会把另外七家的假设一起拖下水。

八、受益标的

标的	现价	位置	判断	方向
CME	\$280.32	挂牌与清算方	收的是手续费不是残值风险； 唯一 一个在这套体系里只收费、不承担残值的位置	● 机制受益
NVDA	\$210.88	首损股权 + 不动产担保方	担保错位但可控（净 \$27.88 亿）；真实敞口在 \$423 亿股权， 首损不是优先	●
NBIS	\$216.75	合约结构最灵活	长约锁价 + 短约吃现货上行的双向结构；递延收入 \$59.75 亿是真实缓冲	●
CRWV	\$87.75	最大 GPU 持有人	98% take-or-pay 保住当期，但年限每缩一年 = FY2025 营收的 22.0%	●
IREN	\$40.51	损失顺位最靠前	DSCR 季度测试 + GPU 残值第一顺位吸损；RPO 仅 \$7.10 亿	●

现价为 2026-08-26 盘中，EODHD 口径；CME 与 BLK 不在 universe 名单内，本篇只作机制说明，不构成新增标的建议。

行动清单

- **现在盯：**今日盘后英伟达 FY2027Q2 10-Q 的担保协议附件（本篇最大反证的开关）
- **只监控不买：**CME——挂牌事件本身不改变其盈利量级
- **绝不追：**任何以「芯片厂商为 GPU 残值兜底」为前提的 neocloud 多头论证
- **下次看这 5 个数：**①10-Q 里 residual value 的出现次数与标的物 ②首月合约结算价与它挂的是哪一档指数 ③是否出现第一份含 GPU 的 ABS-15G ④八家中是否有第二家缩短年限 ⑤IREN 的 DSCR 实测值

九、风险与反证

反证条件	一旦出现	对本篇的影响
今日 10-Q 附件含 GPU 回购或算力残值条款	「担保绕开芯片」失效	核心支柱被推翻
期货挂牌后成交活跃、基差收敛至 1.5 倍内	「基差 > 波动率」失效	第三章结论需重写
出现首份含 GPU / compute equipment 的 ABS-15G	「证券化只装厂房」失效	第二章表格需更新
任一家披露 GPU 残值假设数字	「0 家披露」失效	缺口从不可观测变为可量化
监管征询后认定算力具备商品特征	前提争议解除	第三章监管段落降级为背景
neocloud 长约续约价接近原价	「残值下行」前提松动	熊情景概率下调

本篇自身的研究边界（须与结论同等醒目）：

1. **二手 GPU 成交价：无一手源。** SEC 全文检索 2025-01-01 至 2026-08-24, "secondary market for GPUs"、"resale value of GPUs"、"sale of GPUs"、"disposal of GPUs" 命中均为 0。「会计残值与市场残值的缺口」**当前不可量化**——不是缺口小，是两端都没有读数。
2. **GPU 单独年限：五家大厂均未与普通服务器分开披露**，一律并入 "servers and network equipment"。因此「大厂用 X 年折 GPU」这类说法无法从一手源确认，本篇的敏感度测算按合并科目做，属上限口径。
3. **基准编制方法学不公开**：权重规则仅定义为「市场相关性」，按季由内部委员会裁量；方法学文件本身禁止转发。期货挂哪一档指数结算，截至发稿无公开答案。
4. **档间价格序列（第三章）来自基准编制方自身**，属自证性数据；口径内部一致，但缺少独立第三方交叉验证。

十、来源 · 口径 · 免责

来源置信度表（一）· 监管与公司一手文件

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
担保 \$35 亿 / 托管 \$7.12 亿 / 股权 \$423.36 亿 / 云采购 \$300 亿	NVIDIA 10-Q (FY2027Q1)	2026-05-20	截至 2026-04-26	A
残值担保 \$1,050 亿 / 4.25GW / OpenAI 补偿条款	NVIDIA 8-K Item 1.01 + 2.03	2026-08-17	累计封顶·2028 起生效	A
期货合约规格 (730 小时 / \$7.30 / NYMEX)	CME 交易所通告 SER-9785 + 公司新闻稿	2026-08-11	待监管审核	A
监管征询正文与评论截止日	91 FR 54259 (govinfo)	2026-08-21	评论截止 2026-10-20	A
RPO / take-or-pay 98% / 债务结构	CRWV 10-Q、NBIS 6-K、IREN 10-Q 与 8-K	2026-08	截至 2026-06-30 (IREN 为 03-31)	A

来源置信度表（二）· 自算与二手 / 推算口径

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
折旧年限与原值（八家）	各家最新 10-K / 10-Q / 20-F	2026	资产负债表日不一致，详见下	A
年折旧敏感度 \$253 亿	自算：原值 ÷ n - 原值 ÷ (n+1)	—	上限口径（含软件与已提足资产）	B
H100 三档价格序列	基准编制方自有序列	2025-12	月度中位数·编制方自证数据	B
2026Q3 区域比值与波动率 26.2%	基准编制方季度数据	2026-08	部分季度口径	B
ABS-15G 计数 (27 / 0)	SEC EDGAR 全文检索	2026-08-24	2026 年内含 "data center" 者	B
现价	EODHD	2026-08-26	盘中	A

数字三道关自评

关	检查项	结果
①量级一致性	非上市股权：期初 \$222.51 + 净增 \$178.99 + 浮盈 \$26.03 - 重分类 \$3.89 - 减值 \$0.28 = 期末 \$423.36 亿	✅ 逐项吻合
①量级一致性	云服务采购承诺分年 \$60/70/70/50/30/20 亿，子项和 = \$300 亿	✅ 等于总额
①量级一致性	采购承诺 \$1,190 亿，其中 FY2027 剩余 \$950 亿，余额 \$240 亿落在 FY2028-31	✅ 无部分>整体
①量级一致性	合约规模 730 × 最小变动 \$0.01 = 每跳 \$7.30	✅ 与通告吻合
②单位显式化	全文统一「亿美元」，\$1 billion = \$10 亿；\$105 billion = \$1,050 亿	✅ 逐位核对
②单位显式化	IREN 减值 \$171,502 千 = \$1.715 亿；上年 \$385 千 = \$38.5 万	✅ 千/亿已换算
③双源与官方优先	现价 EODHD 与另一独立源同日互证，差异在盘中漂移内	✅
③双源与官方优先	担保、期货规格、监管征询均取自 SEC / 交易所 / govinfo 一手件	✅ 官方口径

口径说明：折旧敏感度各家资产负债表日不同——AMZN / GOOGL 为 2025-12-31，ORCL 为 2026-05-31，MSFT / META / CRWV / NBIS 为 2026-06-30，IREN 为 2026-03-31；除 META 为 5.5→4.5 年一档外，其余均为一年一档。MSFT 科目混入 3 年寿命软件，其 \$71.96 亿为上限。GOOGL 依其自述「技术基础设施中约 60% 为服务器与网络设备」推算，属近似值。所有金额已按「亿美元」统一，\$1 billion = \$10 亿。

数据分歧（机构间真实并存的口径差异）：①监管在 2026-08-21 初步认为算力尚不具备商品特征，而挂牌方已排定 10-05 上市——同一时点、同一标的、相反判断；②「算力的可交易单位」目前存在 \$/GPU-小时与能源归一化两种并行口径，尚未收敛；③CRWV 对外 backlog 口径（约 \$1,040 亿）大于审计口径 RPO（\$1,037 亿），差额为公司自估的其他预计未来收入。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部出品，基于公开披露文件与公开数据独立编制，仅供研究与信息参考，不构成任何证券的买卖要约或投资建议。所列标的仅为研究示例，不代表推荐。市场有风险，读者应独立判断并自行承担投资决策的全部后果。报告中的前瞻性判断基于发稿时点的可得信息，后续可能因新披露而调整。

涌现资本产业研究部 · 2026-08-26