

残值从假设变成价格

残值从假设变成价格 —— 算力期货挂牌前夜，谁的资产负债表要被重估

GPU 的残值至今不是一个价格，是一张会计估计表。四家超大规模厂商靠调整服务器折旧年限，单年增厚的报告利润在 25.9 亿至 37 亿美元之间，而其中一家已经反向调回。2026 年 10 月 5 日之后，算力租金将第一次拥有可结算、可审计、每日公布的外部曲线；8 月 17 日英伟达则以 8-K 落地了一笔封顶 1,050 亿美元、明确命名为「残值担保」的义务，覆盖约 4.25GW IT 负载——按其自身口径折算，封顶额相当于每兆瓦每年 123.5 万美元，接近整条租金流而非残值的一角。真正被这条新曲线重估的不是交易所，是折旧年限、抵押品估值与担保计量这三张表。比特币哈希率衍生品六年做到年名义额 3.8 亿美元、全部美股申报文件中零家公司提及——期货市场本身不会成为资产类别，它的全部作用是让一个此前私有的假设变成公开读数。

算力期货挂牌前夜，谁的资产负债表要被重估

30秒结论卡

一句话判断：算力期货本身不会成为一个大市场，但它会生产一样此前不存在的东西——一条公开的、每日的、可被审计师和债权人引用的 GPU 租金曲线。而整个 AI 基建的利润表，目前建立在「残值是一项内部会计估计」这个前提上。

项	内容
机会状态	🟡 观察——这是一次计量口径的迁移，不是一次需求或供给的变化；它改变的是谁必须先认账，不改变谁在赚钱
市场错在哪	把 10 月 5 日读成「算力成为可交易资产类别」的起点。可比先例给出的答案相反：哈希率期货上线六年，年名义成交额 3.8 亿美元，全部美股申报文件里零家公司提及使用
真正的信号	英伟达 8 月 17 日以 8-K 落地封顶 1,050 亿美元 的残值担保，覆盖约 4.25GW IT 负载——是其此前列示的全部对外担保（35 亿美元）的 30 倍
谁先被重估	折旧年限最激进、且负债规模已超过技术设备账面原值的一方。CoreWeave 单季折旧摊销已占营收 54.4%，利息净支出 6.40 亿美元与其 6.26 亿美元净亏损几乎等额
重点标的	NVDA 🟡 · CRWV 🔴 · NBIS 🟡 · APLD 🟢 · CME ⚪
最大反证	租金已经不再单调下行。一年期 H100 合约价自 2025 年 10 月低点回升约四成，且 CoreWeave 于 8 月 11 日签出一份延伸至 2029 年的 A100 合同——2020 年发布的卡，经济寿命被拉到约九年。若这条反转延续，公开曲线证实的将是残值被低估而非高估

投资要点

一句话框架：当一项资产的残值只存在于附注里，它的估值争议由管理层裁决；当它每天被挂在屏幕上，裁决权转移给市场，而利润表要按新的裁决重列。

观点	方向
10月5日挂牌的两只合约（H100 / B200 租金指数）现金结算、无实物交割，标的是报价型指数而非成交量加权基准	● 基准的有效性取决于编制方，而非市场深度
折旧年限是当前 AI 利润表上最大的一个自由裁量项：单次调整对单一公司的年度利润影响达 25.9 亿至 37 亿美元	● 这是一条尚未被外部价格约束的通道
亚马逊已经反向走过一次——2025 年把部分服务器由六年调回五年，明写理由是 AI 迭代加速	● 反向调整的先例已经存在，且落在云分部
英伟达的角色从设备供应商扩展为残值承接方，封顶额按其自身口径约合每兆瓦每年 123.5 万美元	● 承接的是整条租金流的量级，不是残值的尾部
算力衍生品市场本身规模微不足道，可比先例六年未起量；受益逻辑不在交易场所	● 交易所侧不构成可投标的
房东型商业模式（长租、take-or-pay、不持有 GPU）在这次口径迁移中结构性占优	● 不持有折旧最快的那件资产

一、时间线：担保先落地，价格后出现

两件相隔八天的事情定义了这个季度的计量议题。

2026 年 8 月 17 日，英伟达以 8-K 披露与 SB Energy 就俄亥俄州 Portsmouth 园区签署的多份**残值担保**协议，覆盖约 4.25GW IT 负载，累计支付义务封顶 1,050 亿美元，并可自主选择为另外约 3.8GW 追加信用支持。园区预计自 2028 年起陆续具备服务能力，承租方为 OpenAI 关联方，OpenAI 同意就英伟达的实付金额进行补偿。单份担保义务在租赁起始后第 20 周年、或 OpenAI 取得令人满意的信用评级等情形下终止。

这个金额需要一个参照系才能读懂。英伟达在 FY2027 第一季度 10-Q 中列示的全部对外担保，是为伙伴设施租赁义务提供的、最大总敞口 **35 亿美元**（伙伴已托管 7.12 亿美元），按信用衍生品计量，公允价值变动金额不重大。新落地的这笔，是它的 30 倍。

2026 年 10 月 5 日，两只算力期货计划在 NYMEX 挂牌：Silicon Data H100 Rental Index Futures 与 Silicon Data B200 Rental Index Futures，标的为 Silicon Data 编制的 GPU 每小时租赁价格指数，每张合约代表一个月的租金，现金结算。截至公告日（8 月 11 日），产品状态为有待监管审查。

顺序值得注意：**为残值兜底的合同先签，给残值定价的市场后开。**

封顶额到底覆盖了什么

把 1,050 亿美元放进本研究部一贯使用的每兆瓦分母：

计算	结果
封顶额 ÷ IT 负载	105,000 ÷ 4,250 = 每兆瓦 2,471 万美元（全期封顶）
摊到 20 年担保期	每兆瓦每年 123.5 万美元
对照：批发托管/powered shell 的单位经济带	每兆瓦每年 120 万至 250 万美元

结论是清楚的：这不是一笔覆盖资产残值尾部的或有义务，它的量级相当于把整条基础租金流承接下来。担保方的敞口性质，因此更接近租约的最终承租人，而不是一个提供信用增强的第三方。

与 2026-08-03《AI 的信用侧定价》的边界：那一篇处理的是债券市场如何按租客信用给数据中心债分层（价差约 330 个基点），落点是**谁承担违约**；本篇处理的是资产端的计量——**谁承担贬值**。两者是同一张资产负债表的两侧，不可互相替代。

二、残值今天是怎么被决定的：一张没有外部价格的估计表

GPU 的账面价值由使用年限决定，而使用年限是一项会计估计，由管理层评估后前瞻适用。过去四年，这项估计被反复调整，每一次调整都直接改写当年利润。

公司	变更	生效	对当年报表的一手口径影响
微软	服务器与网络设备 4 年 → 6 年	FY2023	营业利润 +37.0 亿美元、净利润 +30.0 亿美元、每股 +0.40 美元
Alphabet	服务器及部分网络设备 4 年 → 6 年	2023	折旧减少约 34.0 亿美元
Meta	多数服务器与网络资产 → 5.5 年	2025	折旧减少 29.2 亿美元、净利润 +25.9 亿美元、每股 +1.00 美元
亚马逊	服务器 5 年 → 6 年	2024	——
亚马逊	部分服务器与网络设备 6 年 → 5 年	2025	折旧 +14.0 亿美元、净利润 -10.0 亿美元、每股 -0.10 美元，主要落在 AWS

亚马逊那一行是整张表里唯一反向的，理由在 10-K 中写明：技术迭代速度加快，尤其在人工智能与机器学习领域。反向调整不是一种理论风险，它已经发生过一次，并且发生在最大的一家云厂商身上。

云基建侧的年限则更长、且仍在延长：

公司	计算设备年限	变更
CoreWeave	6 年	自 2023 年 1 月由 5 年延长
Nebius	4 年 → 5 年	2026 年 1 月评估完成，自 2026 年 1 月 1 日前瞻适用，预计减少当年折旧约 1.676 亿美元
IREN	HPC 硬件 5 年	同一张表里，其比特币矿机曾在 FY2024 被下调至 2 年

IREN 那条脚注是本节最有信息量的一行：同一家公司、同一张折旧表，已经演示过把一类算力硬件的寿命一次性砍半是什么样子。

而在全部检索范围内，没有任何一家公司披露过针对 GPU 资产的减值计提——CoreWeave、Nebius 与四家超大规模厂商的最新申报文件中，该科目为零。IREN 列示的资产减值科目对应的是比特币矿机，不是 GPU。

这就是 10 月 5 日之前的状态：一项占据 AI 基建资产负债表主体的资产，其贬值速度由持有人自行估计，没有任何外部价格对其构成约束，也从未有人认过一次账。

三、租金实际走了什么路径：不是单调下跌，是渠道分层后各走各的

若要判断公开曲线出现后会指向哪个方向，必须先把租金按渠道分层——不同档位的价格在同一时期方向相反，混用即得出相反结论。

按挂牌口径的 H100 按需价格中位数：

时期	超大规模厂商	Marketplace	Neocloud
2024 年下半年	9.34 美元	2.58 美元	2.99 美元
2025 年 1—5 月	8.96 美元	2.29 美元	3.50 美元
2025 年下半年	6.26 美元	1.95 美元	3.33 美元

单位为美元每 GPU 小时。三条线在 2025 年下半年同步下移，但幅度极不对称：超大规模厂商档两年内自约 9.3 美元降至约 6.3 美元，其中包含 2025 年 6 月亚马逊对 NVIDIA GPU 实例最高 45% 的一次性降价；而 neocloud 档从 2.99 美元升到 3.33 美元，方向向上。渠道价差最宽时，超大厂档是 marketplace 档的约 3.9 倍。

更重要的是期限档的反转：一年期 H100 合约价自 2025 年 10 月的低点约 1.70 美元/GPU 小时回升至 2026 年 3 月的 2.35 美元一线。截至 2026 年 8 月 25 日，Silicon Data 的 neocloud 口径 H100 指数报 2.65 美元、B200 报 5.67 美元。

CoreWeave 在 8 月 11 日给出的一手佐证最为直接：新签的一份 A100 合同延伸至 2029 年，价格被管理层形容为有吸引力。这颗 SKU 发布于 2020 年——隐含经济寿命约九年，长于其自身适用的六年折旧年限。

因此本篇不做「租金崩塌」的判断。当前可核事实是：**租金的绝对水平较峰值大幅回落，但已在 2025 年第四季度触底回升，且二手硬件与长约两端都在给出残值优于账面假设的信号。**公开曲线在挂牌初期证实的方向，很可能是对持有人有利的一侧。

基准本身的局限必须先说清

- 标的指数为**报价型基准**，输入同时包含实际成交数据与挂牌报价，经供应商层加权后合成，并对租期类型、地域、CPU 平台与 GPU 形态做基差标准化。基差标准化环节的权重与样本量未公开，无独立复核。
- GPU 租赁的公开成交量数据**不存在**。指数编制方与第三方均只发布价格，不发布成交量、笔数或名义金额。这意味着「市场厚度是否足以支撑基准」在公开信息层面既无法证实也无法否认。
- 现金结算的设计已经绕开了这个问题——不需要交割，就不需要现货深度。代价是基准的可信度完全落在编制方的方法论上。

四、可比先例：算力衍生品这个品类，六年没有起来

这是本篇最重要的一次否认检验。比特币哈希率是一种比 GPU 算力**同质得多**的商品——单位统一、全球可比、无地域与配置差异、有公开的链上结算数据。如果算力衍生品能成立，它应该先在这里成立。

事实	读数
首个受监管哈希率期货上线	2024 年 5 月 28 日（更早的非监管产品可追溯至 2020 年 5 月）
场外哈希率远期 2025 年全年名义成交额	逾 3.8 亿美元，270 余笔——约合每个交易日 1.1 笔
上年同口径	6,500 万美元
全部美股申报文件中提及「hashrate futures」「hash rate futures」「hashrate derivative」的公司数	0 家
「hashrate forward」在全库的命中	1 篇，为一家微型公司 2023 年 10-K 的合同附件
世界最大衍生品交易所是否挂牌该品类	未见

规模数字来自产品发行方自报，仅用于确认数量级；**唯一完全独立可复现的证据是申报文件全文检索本身**——这个检索任何人都可以重跑，结果是零。上线两年多，没有一家在美申报公司在任何表格中提到自己使用哈希率衍生品对冲。

推论的举证责任由此发生转移：在一个条件更有利的市场里，算力衍生品六年未能成为资产类别；那么主张 GPU 算力期货会成为万亿级资产类别的一方，需要解释异质性更强、地域与配置碎片化更严重的标的凭什么做到前者没做到的事。

这不否定 10 月 5 日的意义，而是**把它的意义搬到另一个地方**：这条曲线的价值不在于有多少人交易它，而在于它一旦存在，就会被不交易它的人引用——审计师、债权人、评级机构、以及在附注里填写使用年限的那个人。

五、口径迁移落到谁头上：三类资产负债表

类型	代表	持有 GPU?	折旧敞口	公开曲线出现后的处境
担保承接方	NVDA	否	或有	敞口从 35 亿跃至 1,050 亿封顶，计量方式待协议全文公开后方可判定
自持算力出租方	CRWV · NBIS · IREN	是	直接	折旧年限与公开租金曲线的偏离将首次可被外部计算
房东	APLD	否	极低	收取的是 15 年 take-or-pay 场地租金，不承担 GPU 贬值

其中敞口最集中的是 CoreWeave，理由不是它的折旧年限最长（六年在同业中属常规），而是三项条件同时成立：

1. **折旧已经吃掉一半以上的收入**。2026 年第二季度营收 25.75 亿美元，物业与设备折旧摊销 14.00 亿美元，占比 54.4%。
2. **负债规模超过技术设备的账面原值**。技术设备原值 338.23 亿美元（上年末 209.03 亿美元），而未来债务本金合计 355.51 亿美元。
3. **这些债务以合同现金流与资产本身作抵押，且利率高企**。定期贷款各档位利率在 9% 至 15% 之间，OEM 融资余额 48.00 亿美元加权利率 9%；单季合同利息费用 5.92 亿美元、同比增长 137%，利息净支出 6.40 亿美元——与当季 6.26 亿美元的净亏损几乎等额。

换句话说，**这家公司当季的亏损，约等于它的利息支出**；而其抵押品的估值，此前从未有过外部报价。需要同时说明的是期限结构：CoreWeave 截至 6 月 30 日的剩余履约义务为 1,037 亿美元，其中 41% 预计在最初 24 个月内确认、39% 在第 25 至 48 个月、其余在第 49 至 78 个月。这条分布**不等于短约敞口**——前 24 个月的部分包含长约在近期确认的收入。四家公司中没有任何一家披露按现货或短约出租的算力占比，该数字在公开一手文件中不存在，任何基于「某家现货敞口若干」的推断均无出处。

六、受益标的与承压方

标的	代码	位置	当日现价	判断	方向
英伟达	NVDA	残值担保承接方 + 设备供应方	208.48	敞口性质变了：从卖设备扩展到为设备产生的租金流兜底。协议全文随下一份季报提交，计量方式届时才可判定	●
CoreWeave	CRWV	自持算力出租方	86.25	折旧占营收 54.4%、负债超设备原值、利息吞掉全部利润；抵押品首次将有外部报价	●
Nebius	NBIS	自持算力出租方	210.91	刚把 GPU 年限自四年延至五年、当年少提折旧 1.676 亿美元，方向与亚马逊相反	●
Applied Digital	APLD	房东（不持有 GPU）	26.89	GPU 云业务已列作终止经营，转为长租房东；本轮口径迁移中结构性占优	●
芝商所	CME	基准与场所方	279.17	单季营收 17 亿美元、日均 2,980 万张合约的体量下，两只新合约不构成可辨识的损益贡献	●

现价为 2026 年 8 月 25 日读数，单位美元。CME 与 BLK 当前不在本部覆盖池内。

当日盘面本身给出了一个耐人寻味的对照：算力持有方全线下跌（NBIS -3.75%、IREN -4.94%、NVDA -2.91%、CRWV -1.82%），而金融化层的场所与资产管理方上涨（CME +1.52%、ICE +1.08%、BLK +1.39%）。这一天的定价，把风险放在了持有资产的一侧。

不构成可投标的的三项

- **交易场所**：芝商所与洲际交易所的体量决定了新合约的收入贡献不可辨识；洲际交易所至今未见相关产品披露。
- **指数编制方**：Silicon Data 未上市。
- **资产管理推手**：贝莱德的 AI 基建载体（目标 300 亿美元股权、撬动至多 1,000 亿美元总投资）与算力期货是两件事，前者是股权投资平台，不因期货挂牌而改变。

七、数据分歧与口径

本篇存在两处真实的机构间分歧，单列如下，不做合并处理。

分歧一：GPU 的经济寿命到底几年。 会计估计自四年到六年不等，且同一时期存在方向相反的调整（Nebius 由四年延至五年、亚马逊由六年缩回五年）。产业侧的证据同样分裂：一份延伸至 2029 年的 A100 合同隐含约九年经济寿命，而同一家公司的比特币矿机曾被一次性下调至两年。这不是数据错误，是**同一类资产在不同用途下寿命确实不同**——训练前沿模型的卡与承接推理长尾的卡，退役曲线不同。

分歧二：租金方向。 峰值以来的绝对跌幅显著，但一年期合约价自 2025 年 10 月已回升约四成，neocloud 渠道的按需价中位数在 2024 至 2025 年间不降反升。看多与看空双方各引其中一段，均可自洽。本篇不对未来方向下判断，只指出：**10 月 5 日之后，这个分歧将第一次拥有一个公共裁判。**

数字三道关自评

量级一致性：担保封顶 1,050 亿美元 ÷ 4,250MW = 每兆瓦 2,471 万美元，摊 20 年为每兆瓦每年 123.5 万美元，落在批发托管单位经济带（120 万至 250 万美元）内，量级自洽。CoreWeave 单季折旧摊销 14.00 亿美元 ÷ 营收 25.75 亿美元 = 54.4%，部分小于整体。技术设备原值 338.23 亿美元与债务本金 355.51 亿美元为同期存量口径，可比。

单位显式化：租金一律标注为美元每 GPU 小时并注明渠道档位（超大厂/marketplace/neocloud）与期限档（按需/一年期合约），跨档位数字不做对照。担保额与设备原值均为美元，未与人民币口径混用。

两源以上：折旧年限与利润影响全部取自各公司申报文件原句；担保条款取自 8-K；哈希率先例的核心证据为可复现的监管全文检索。租金指数点位为单一编制方读数，已在置信度表中标注等级。

八、情景、风险与反证

三种情景，区分方式只有一个变量——公开指数挂牌后走哪个方向。

情景	核心假设	结果	标的动作
熊	指数挂牌后连续下行，长约价跟随走弱	折旧假设与外部价格的偏离被外部计算，抵押品估值承压	自持算力出租方转向回避，房东型继续持有
基准	指数在当前区间震荡，方向不明	计量口径迁移照常发生，但无强制重估触发	维持观察，等下一份季报的担保计量方式
牛	指数延续 2025 年第四季度以来的回升	公开曲线证实残值被低估，年限延长获得外部背书	承压方与受益方对调，自持算力方重估

反证条件	一旦出现，本篇哪条结论失效
10 月 5 日挂牌被推迟或取消（8 月 11 日状态仍为有待监管审查）	「公开曲线即将出现」这一时点前提整体后移，全篇判断顺延而非失效
挂牌后指数持续上行，且长约价同步走高	「公开曲线将暴露折旧假设过于乐观」方向反转，承压方与受益方对调
下一份季报中，1,050 亿美元担保被按公允价值确认为重大负债	担保方的敞口从或有变为入表，NVDA 的评级需要重做
任何一家自持算力出租方首次计提 GPU 减值	「至今零减值」这一支柱当场失效，重估从预期变为已发生
有超大规模厂商再次反向缩短服务器年限	强化本篇结论，并把重估从 neocloud 扩散到超大厂利润表
算力期货首年成交与持仓落在与哈希率先例同一量级	印证「不在交易场所找标的」的判断；若显著超出，则需重估基准的市场影响力

本篇不构成任何标的的买入或卖出建议。需要格外说明的一点：折旧年限的偏离即使被公开曲线证实，也不会自动触发减值——会计上的减值测试锚定的是资产可回收金额，而非服务价格。这条传导链存在，但不是自动的，也不是即时的。

九、行动清单

现在监控什么

- 下一份英伟达季报的附件——1,050 亿美元担保的协议范本与其计量方式，是本季最硬的单一文件。
- 10 月 5 日挂牌是否如期，以及首个结算价。
- 任何一家自持算力方在季报中首次出现 GPU 减值科目。

只监控不买

- 交易场所与指数编制方：前者体量不匹配，后者未上市。

绝不追

- 以「算力成为新资产类别」为唯一理由的任何标的。可比先例在这一条上给出的是负面先验，而非正面。

下次看这五个数

- CoreWeave 折旧摊销占营收比（本季 54.4%）与利息净支出（本季 6.40 亿美元）
- Nebius 五年年限适用后的实际折旧节省（指引 1.676 亿美元）
- 一年期 H100 合约价（2026 年 3 月一线 2.35 美元/GPU 小时）
- 是否有第二家超大厂跟随亚马逊反向调整年限
- 算力期货挂牌后的持仓量——与哈希率先例同量级，还是高一个数量级

什么信号出现要重写本篇结论

公开指数连续两个季度上行，同时出现新的年限延长案例——那时这条曲线证明的将是残值被系统性低估，本篇的承压方与受益方需要整体对调。

附录 · 来源置信度与取证留白

结论/数字	来源	日期	置信度
残值担保封顶 1,050 亿美元 / 4.25GW / 20 年	公司 8-K	2026-08-17	A
对外担保 35 亿美元、托管 7.12 亿美元	公司 10-Q (FY2027 Q1)	2026-04-26	A
四家超大厂折旧年限变更及利润影响	各公司 10-K 原句	2023-2026	A
CoreWeave 财务与债务条款、RPO 期限分布	公司 10-Q / 财报稿	2026-06-30	A
哈希率衍生品在申报文件中的零命中	监管全文检索（可复现）	2026-08-25	A
两只合约名称、挂牌目标日、NYMEX、现金结算	交易所与指数商联合公告	2026-08-11	A—
H100 分渠道租金中位数序列	指数商公开数据表	2023-2025	A
一年期合约价自低点回升幅度	第三方指数页转述	2026-03	C
哈希率远期市场名义成交额	产品发行方自报	2025 全年	B

未取得的一手材料：交易所合约规格页（合约乘数、最小变动价位、月份序列、结算价计算窗口）与监管备案编号，均因取数通道受限未能逐字核到；1,050 亿美元担保的协议范本将随下一份季报作为附件提交，其计量方式、是否确认负债、是否换取权证或收入权益四项条款目前不可核。上述留白不影响本篇结论的方向，但构成后续复核的必查项。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 8 月 25 日

免责声明：本报告为产业研究与信息聚合，基于公开披露文件与公开数据编制，不构成投资建议，不构成任何证券的买卖要约。文中涉及的价格与财务数据以文中标注日期为准，市场状况可能已发生变化。投资有风险，决策请独立判断。