

不可抗力不是撤单

不可抗力不是撤单，是把工期风险往出资方阶梯下游推 —— Project Jupiter 与离网园区的新闸门

甲骨文对新墨西哥 2.45GW 的 Project Jupiter 发出不可抗力通知，市场把它读成需求松动，但它在机制上是另一件事——租户把「付租时钟」重新对齐到「通电时钟」，把工期风险沿出资方阶梯推给开发商股本与 180 亿美元银团贷款（已报 89—91 美分）。工期本身的闸门也不在市场买的那一层：燃料电池 55—90 天可交付，而一条 17.77 英里的燃气支管因 0.6 英里州属信托地路权两度被拒、又被移出联邦快速通道，交付期从约 6.5 个月拉长到约 12 个月。法定披露在通知之前三个月已经给出信号：甲骨文未起租租赁的起租窗口终点在 2026 年 6 月的 10-K 中由 FY2028 一次后移至 FY2029。

工期风险沿出资方阶梯往下推，而离网园区的闸门在一段 0.6 英里的路权上

涌现资本产业研究部 · 2026-09-25 · 「AI 基建融资结构」系列

2026 年 9 月 24 日，甲骨文向 Project Jupiter（新墨西哥州多尼亚安娜县圣特雷莎，四栋数据中心、设计容量约 2.45GW、Stargate 五个站点之一）的开发方 STACK Infrastructure（Blue Owl 旗下）发出不可抗力通知。甲骨文称项目仍按计划推进、此类通知在大型项目中属常见；开发方称通知不改变财务承诺。当日甲骨文收跌 3.47%、Blue Owl 跌 3.65%、ARM 跌 7.88%，而标普 500 与费城半导体 ETF 几乎持平。本篇不讨论这份通知「严不严重」，而是回答三个可验证的问题：它把风险推给了谁、工期的闸门在哪一层、法定披露有没有提前说过。

30秒结论

一句话判断：不可抗力通知在机制上不是需求信号，而是**时钟对齐**——租户把 15—19 年租约的付租起点从合同日期改挂到通电日期，工期风险随之沿出资方阶梯下移：租户 → 开发商股本 → 银团贷款 → 设备商。离网园区的工期闸门也已离开电网，落在**燃气支管的州属土地路权与州级空气许可**上。

项	内容
机会状态	🟡 观察为主 · 🟢 仅限「已持有路权、且管道所有人即开发方」的中游一格
市场错在哪	把一份保护性法律文书当成需求撤退；又把「燃料电池能不能交货」当成离网园区的约束，而真正的时间常数在一段 0.6 英里的州属信托地上
统领读数一	甲骨文未起租租赁 2,880 亿美元 （2026-08-31），是资产负债表上已确认租赁负债 438.06 亿的 6.57 倍 ；起租窗口终点在 2026-05-31 的 10-K 中由 FY2028 后移至 FY2029 ，比通知早三个月
统领读数二	Jupiter 约 180 亿美元 银团建设贷款（约 20 家银行，SOFR+250bp）二级报价 89—91 美分 ；按 SOFR 3.87% 推算，全额提款时年利息约 11.47 亿美元 ，三年递延期的利息约为 Blue Owl 已投股本（约 30 亿）的 1.15 倍
统领读数三	燃气支管全长 17.77 英里 ，被拒的州属信托地段约 0.6 英里（约 3.4%） ，却决定 100% 的供气；投运日由 2026-08-15 后移至 2027-02-01
重点标的	ORCL \$139.54 · BE \$266.65 · WMB \$70.58 · GEV \$955.04 · ARM \$306.34（2026-09-24 收盘）
最大反证	若联邦能源管理委员会于 2026-12-03 前核发管道许可、州空气许可于 2027 年一季度内落地，且甲骨文下一份 10-Q 的起租窗口终点仍停在 FY2029，则本篇「风险下移」部分只剩法律层面的意义，没有现金流后果

一、投资要点

一句话框架：一份长期租约有两只时钟——付租时钟与通电时钟。不可抗力通知做的事，是把前者挂到后者上；谁承担两只时钟之间的空档，就是这次事件真正的损益分配。

编号	观点	方向
1	通知不是撤单：租户保留主租户地位、只取得在 2028 年目标落空时最长约三年的付租递延权，需求侧没有减少一兆瓦	●
2	风险下移的第一承接方是开发商股本：建设贷款利息不因租金递延而停止，三年全额利息约为已投股本的 1.15 倍	●
3	第二承接方是银团：180 亿贷款报价已跌至 89—91 美分，隐含账面损失约 16.2—19.8 亿美元	●
4	离网园区的工期闸门是州属土地路权与州空气许可，不是发电设备：燃料电池 55—90 天可交付，支管约 12 个月且仍未拿到联邦许可	●（持有既有路权者）
5	法定披露领先于新闻：起租窗口终点在 10-K 中一次后移一整年，而同期未起租金额几乎持平（2,610 亿 → 2,600 亿），即「没有新签、只有延后」	●（ORCL 转化节奏）
6	期限错配是更深的结构问题：租约期 15—19 年，而对应的最大客户合同约 5 年；不可抗力只保护前端，后端 10 年以上没有合同客户覆盖	●
7	设备商是阶梯最末一格：燃料电池供应商上半年约 73% 收入来自单一客户，而甲骨文在其法定文件中只是「客户的客户」	●

二、钱流：两只时钟与未起租租赁

2.1 未起租租赁：五期法定口径

甲骨文在每份 10-Q / 10-K 的租赁附注里披露一行「尚未起租、未入表」的额外租赁承诺。把五期原句并排：

截至	未起租金额（亿美元）	预计起租窗口	租期
2025-08-31	998	FY26 Q2 → FY2028	10—16 年
2025-11-30	2,480	FY26 Q3 → FY2028	15—19 年
2026-02-28	2,610	FY26 Q4 → FY2028	15—19 年
2026-05-31（10-K）	2,600	FY27 Q1 → FY2029	15—19 年
2026-08-31	2,880	FY27 Q2 → FY2029	15—19 年

读表规律：窗口起点每季后移一个季度，这是正常的滚动（已起租的部分转入资产负债表）；但窗口终点在 2026 年 5 月那一期一次后移了一整年，而同一期末起租金额从 2,610 亿降到 2,600 亿——**没有新签，只有延后**。这份 10-K 于 2026-06-22 备案，比不可抗力通知早三个月。同一份 10-K 还披露其中一项租约由甲骨文为出租方借款提供最高 33 亿美元担保、该借款于 2026 年 9 月到期；2026-08-31 的 10-Q 不再出现这句话。该租约未具名，本篇不将其与 Jupiter 关联，只列入监控。

2.2 两只时钟的量级

- 已入表租赁负债：经营租赁 346.21 亿 + 融资租赁 91.85 亿 = **438.06 亿美元**；未起租 2,880 亿是它的 **6.57 倍**。
- 剩余履约义务 **6,640 亿美元**，其中约 13%（约 863 亿）预计在未来十二个月内确认。
- 未起租租赁 2,880 亿 ÷ 剩余履约义务 6,640 亿 = **43.4%**：每 1 美元合同收入背后，有约 0.43 美元尚未入表的租赁承诺。
- 单季资本开支 285 亿美元（上年同期 85 亿）。

机制：按美国租赁准则，租赁在「出租方交付可使用资产」那一天起租并入表。建设期内工期延后，租赁只是更晚入表；但若建筑交付而电力未到，租约可能照常起租——这正是不可抗力通知要处理的空档：把付租起点从「建筑交付」改挂到「电力到位」。收入这只时钟则从来挂在通电上：没有电，剩余履约义务无法转化为收入。

2.3 期限错配

对应 Stargate 的核心客户合同约为 5 年、约 3,000 亿美元、自 2027 年起（媒体口径，约 4.5GW）；而未起租租赁的租期是 15—19 年。**不可抗力通知只处理这 15—19 年的最前端几年**；第 6 年到第 19 年之间，租户承担的是一段没有合同客户覆盖的租金流。这一点在通知之前就存在，通知只是让市场第一次去看两只时钟的对表。

三、价值链：工期风险沿出资方阶梯怎么走

格	主体	承担什么	可观测读数	方向
1	终端客户（OpenAI）	算力晚到，但无额外现金支出	约 5 年合同；同系列更新的站点已改由芯片厂商提供租赁担保（英伟达 8-K：最高 1,050 亿美元、20 年）	●
2	租户（甲骨文）	收入晚确认；取得最长约三年付租递延权	起租窗口终点 FY2029；剩余履约义务十二个月内仅约 13%	●
3	开发商股本（Blue Owl / STACK）	建设贷款利息照付，高回报期后移	已投股本约 30 亿；年息约 11.47 亿（全额提款推算）	●
4	银团（约 20 家银行）	贷款估值下修	89—91 美分；4 年期 + 两次一年展期	●
5	设备商（燃料电池）	发货节奏被管道绑定；收入高度集中	上半年 73% 收入来自单一客户；法定剩余履约义务约 4.94 亿	●

本节最重要的机制：昨日篇 [backlog-funder-audit-whose-balance-sheet-2026-09-24](#) 给出的判据是「信用分界线 = 谁同意持有这批硬件的折旧」。今天补上它的时间维度：**工期风险的分配，同样由合同决定、而不由谁最强决定**。不可抗力条款把空档从第 2 格推到第 3、4 格；而第 3 格的利息负担在三年内就超过其股本，意味着若递延权真被行使，开发商股本会先于任何一方承压。

四、卡点：离网园区的闸门在哪一层

4.1 这次延误的物理链条

环节	时间常数	本案状态
燃料电池（约 2,275 台固体氧化物，约 2.46GW）	公司自称 55 天交付，承诺 90 天	不是约束
燃气支管（17.77 英里、24 英寸、约 40 万 Dth/日）	2026-01-29 申请 → 2027-02-01 投运，约 12 个月	约束：州土地办公室两度拒绝约 0.6 英里信托地路权；联邦能源管理委员会将其移出一揽子许可快速通道、改走个案审查，决定期限 2026-12-03
州空气许可（申请方 Yucca Growth Infrastructure）	2025-11 申请；2025-12 被认定不完整	约束：州最高法院 9-17 解除暂停令，听证官尚未重新指定；30 余份异议
用水（紧急授权取水约 2,400 英亩-英尺/年）	—	另有诉讼

支管口径自检： $2.45\text{GW} \times 24 \text{ 小时} \times \text{约 } 6,300 \text{ Btu/kWh} \approx 37 \text{ 万 MMBtu/日}$ ，与约 40 万 Dth/日的设计输量同量级——这条支管就是整座园区的唯一燃料来源，不存在部分通电。

4.2 卡点 6 指标：燃气支管路权 vs 发电设备

指标	支管路权 + 州许可	燃料电池	燃气轮机
短缺强度	高（逐条、逐地块）	低（55-90 天）	高（在手订单+预留约 116GW，年产约 20GW）
替代难度	高（绕行需重新申请，且终点固定）	中	中
认证/审批周期	约 12 个月起，受诉讼影响	按台交付	2029-30 年剩余槽位约 10GW
集中度	高（地方政府一票否决）	中	高（三家）
定价权	归既有路权持有者	归买方	归卖方
可投性	● 仅限既有路权中游	●	●（已定价）

四象限定位：支管路权是「真卡点、但多数买不到」的一格——卡点属于具体地块与州监管者，不属于任何可交易公司；可投的代理只有已经持有路权、且管道所有人本身就是开发方的那一类。俄亥俄的反例说明了这一点：一家中游公司为 Meta 园区建设 $2 \times 200\text{MW}$ 自备电厂，气源来自其既有的 17.9 英里管线，至今未见延误报道。

4.3 这是一个样本还是一类

第三方统计显示，美国已宣布的表后 (behind-the-meter) 数据中心约 90GW、59 个项目，实际在线约 2GW (约 2.2%)；可识别设备的部分约 75% 为燃气。同期其他离网燃气项目的摩擦同样集中在许可层：新泽西一处园区 62 台发电机中 45 台无空气许可运行，发动机许可申请已撤回；密西西比一处园区涡轮机运行先于许可、遭民权组织起诉；宾夕法尼亚一处 4.4GW 项目的空气许可与 5.8 英里支管均在上诉/听证中。「离网」绕开的是电网排队，换来的是州级土地与空气监管——闸门没有消失，只是换了一个监管者。这与 grid-gate-not-zoning-aids-2026-09-08 的判据同构：约束落在谁的签字上，而不是谁的设备上。

五、受益链

- **需求源**：Stargate (OpenAI / 甲骨文 / 软银)，合同约 4.5GW。
- **直接承压**：甲骨文 (收入晚确认)、Blue Owl (股本与利息)、银团。
- **二阶承压**：燃料电池供应商 (发货被管道绑定)、承建支管的中游 (Transwestern, Energy Transfer 子公司；对其整体体量影响有限)。
- **隐形受益**：既有路权中游——任何一条新支管的气源都要接入既有干线 (本案起点为 Kinder Morgan 旗下 El Paso Natural Gas 系统)，这部分过路费不随哪条支管先建而改变。
- **伪受益 (排除)**：把本事件读成「电网公司受益」——本案园区本来就不接电网，事件本身不增加任何电网负荷。
- **不可投但监控**：STACK Infrastructure、BorderPlex Digital Assets、Yucca Growth Infrastructure (均非上市主体)。

六、公司卡 (7 行)

6.1 甲骨文 (ORCL) ● 短期 / ● 中期

项	内容
位置	出资方阶梯第 2 格：租户 + 云服务商
为什么重要	未起租租赁 2,880 亿，是已入表租赁负债的 6.57 倍
为什么被错读	市场读成需求撤退；实际是付租时钟对齐，现金流上短期反而受保护
证据	10-K 起租窗口终点 FY2028 → FY2029；未起租金额同期 2,610 → 2,600 亿
估值状态	PE (TTM) 24.0；前瞻倍数随剩余履约义务转化节奏而定
催化	2026-12 前后下一份 10-Q 的起租窗口措辞；12-03 联邦许可决定
反证	窗口终点维持 FY2029 且未起租金额开始下降（即转入表内）

6.2 Bloom Energy (BE) ●

项	内容
位置	出资方阶梯第 5 格：发电设备
为什么重要	与甲骨文签有最高 2.8GW 框架协议，其中约 1.2GW 已签约
为什么被错读	它是交付最快的一环，却因管道而延后确认收入
证据	上半年营收 18.164 亿，约 73% 来自单一非关联客户；甲骨文认股权证公允价值 3.244 亿冲减收入
估值状态	GAAP 亏损，无 TTM PE；6 个月涨幅数倍，反身性高
催化	三季报：客户集中度与发货节奏
反证	三季报显示对应发货未递延、全年 39-42 亿营收指引不下调

6.3 Williams (WMB) ●

项	内容
位置	既有路权中游 + 自备电厂开发方
为什么重要	「管道所有人 = 开发方」把本案的两道许可合并为一道，并用既有管线规避新路权
为什么被低估	被归类为线性增长的管输股，市场未给「离网园区交付确定性」定价
证据	为 Meta 俄亥俄园区建设 2 × 200MW，气源为既有 17.9 英里管线，计划 2026 年底投运
估值状态	PE (TTM) 33.3，已非便宜
催化	2026 年底俄亥俄项目投运；新的同类合同
反证	该项目同样出现许可或气源延误

更多标的（GE Vernova、Kinder Morgan、Energy Transfer、Blue Owl、ARM）见第八节表格与附录。

七、情景

情景	核心假设	结果	标的动作
● 熊 (25%)	空气许可拖入 2027 年下半年；联邦许可再延；2028 目标落空，递延权被行使	开发商三年利息约 34 亿，超过其股本；银团报价跌破 85 美分；剩余履约义务转化再后移	ORCL、OWL 继续承压；BE 发货递延
● 基准 (55%)	12-03 前取得联邦许可，支管 2027-02-01 投运，空气许可 2027 上半年落地	通知停留在保护性文书；起租落在 FY2029 窗口内	观察 10-Q 窗口措辞，不追不砍
● 牛 (20%)	许可提前落地，工期回到原计划	贷款回到 95 美分以上，通知成为无效条款	ORCL 修复；既有路权中游溢价收敛

情景概率为本部推演，用于排序而非预测。

八、受益标的表

标的	现价 (09-24)	当日	PE	卡点位置	评级
WMB	\$70.58	-0.75%	33.3	既有路权 + 开发方一体	● 观察
KMI (未在库)	\$31.25	-0.38%	—	干线过路费，不随支管顺序改变	● 建议观察
GEV	\$955.04	+0.34%	30.2	轮机槽位是别处的闸门，本案不是	●
BE	\$266.65	-3.10%	—	交付最快，收入被管道绑定	●
ORCL	\$139.54	-3.47%	24.0	付租时钟 vs 通电时钟	● 短期
OWL (未在库)	\$9.25	-3.65%	—	开发商股本 + 利息承担方	●
ARM	\$306.34	-7.88%	436.2	与单一站点的关联很薄，属高估值动量回撤	●

当日对照：SPY -0.08%、QQQ -0.01%、SMH -0.15%；CoreWeave +3.72%。同为算力租户，自有资产负债表建设的一方当日上涨，说明市场定价的是这一份合同结构，不是整层需求。

九、风险与反证

本篇结论	什么出现即说明结论错	观察时点
风险在下移而非消失	通知后开发方公开确认租金按原日起付、无递延	随时
法定披露领先	下一份 10-Q 起租窗口终点回到 FY2028	2026-12
闸门在许可层	支管按期取得联邦许可而园区仍因设备或施工延误	2026-12-03
期限错配是结构问题	核心客户合同延长至与租期匹配，或第三方为后段租金提供担保	随时
离网 ≠ 绕开监管	其他离网燃气园区在 2026 Q4 按期通电且无许可摩擦	2026 Q4

最大反证：甲骨文在 2025 年 12 月也曾被报道部分站点由 2027 推迟至 2028，公司当时否认并称不影响合同承诺；若这一次同样在两个季度内以按期通电收尾，那么「通知 = 风险下移」只在法律层面成立。

十、监控清单

- 甲骨文下一份 10-Q（2026-11-30 季度）：未起租金额、起租窗口终点、那项 33 亿担保的去向。
- 联邦能源管理委员会 CP26-80 决定（期限 2026-12-03）；环评意见截止 2026-10-05。
- 新墨西哥环境部空气许可听证官任命与听证日期。
- Jupiter 贷款二级报价能否回到 95 美分以上。
- Bloom 三季报：单一客户占比、对应发货是否递延。

十一、数据冲突与口径

事项	冲突	取舍
园区容量	2.45 / 2.46 / 2.5GW	取 2.45GW（主租户口径）；空气许可申请为 2.46GW
支管长度	17 / 17.7 / 17.77 / 17.8 / 18 英里	取联邦申请口径 17.77
原投运日	2026-08-15（联邦申请） / 2026 年 9 月（媒体）	取申请文件
空气许可时点	2026-11-23 决定期限 vs 「听证可能明年开始」	两者并列；本篇按后者做基准情景
目标上线	2028（主流） vs 2026 Q4（个别地方媒体）	取 2028
1,650 亿美元	常被当成投资额	实为县工业收入债券授权上限，不是资本开支披露
燃料电池订单	约 200 亿「积压」（媒体引公司早前口径） vs 法定剩余履约义务约 4.94 亿	二者口径不同，本篇只用法定口径
当日跌幅	ORCL 媒体报 -3% 至 -5%，盘中约 -7%	取收盘价 API：-3.47%

数字三道关自检：①量级——未起租 2,880 亿 < 剩余履约义务 6,640 亿；十二个月内确认 863 亿 < 全部；单季资本开支 285 亿 < FY2026 全年 557 亿。②单位——所有美元金额统一为亿美元；Dth/日与 MMcf/日按约 1:1 换算已注明。③双源——未起租五期原句逐期取自 EDGAR 原件；贷款规模与报价取两家以上媒体交叉；现价取 EODHD 收盘价 API。

利息推算口径： $180 \text{ 亿} \times (\text{SOFR } 3.87\% + 2.50\%) = 11.47 \text{ 亿/年}$ ，假设全额提款；实际提款额未披露，故为上限值。

附录一 · 来源置信度表

结论/数字	来源	日期	置信度
未起租 2,880 亿、窗口 FY27Q2—FY2029、租期 15—19 年	甲骨文 10-Q (EDGAR)	2026-09-11 备案	A
窗口终点 FY2028 → FY2029、33 亿担保	甲骨文 10-K 及前三期 10-Q	2026-06-22 等	A
剩余履约义务 6,640 亿、资本开支 285 亿	甲骨文 10-Q	2026-09-11	A
燃料电池单一客户 73%、认股权证 3.244 亿	Bloom 10-Q	2026 Q2	A
轮机在手订单+预留 116GW、年产 20GW	GE Vernova 8-K	2026 Q2	A
英伟达 1,050 亿租赁担保	英伟达 8-K	2026	A
支管 17.77 英里、投运 2027-02-01、决定期限 12-03	联邦申请/公告 + 多家地方媒体	2026-08/09	B
不可抗力通知内容、最长约三年递延	彭博、地方媒体多源	2026-09-24	B
180 亿贷款、89—91 美分、SOFR+250bp	彭博、路透、地方媒体	2025-11 / 2026-09	B
表后项目约 90GW、在线约 2GW	第三方统计	2026 年中	C
情景概率、利息上限推算	本部推演	2026-09-25	D

附录二 · 时间线

日期	事件
2025-09-19	县委员会 4:1 批准 1,650 亿美元工业收入债券授权
2025-11	约 20 家银行 180 亿建设贷款
2026-01-29	支管向联邦能源管理委员会提交申请
2026-03-20	州土地办公室第一次拒绝路权
2026-04	园区由燃气轮机改为燃料电池微电网；甲骨文与燃料电池商签最高 2.8GW 框架
2026-06-22	甲骨文 10-K：起租窗口终点后移至 FY2029
2026-07	州土地办公室第二次拒绝
2026-08-17	联邦文件显示支管投运后移至 2027-02-01
2026-09-17	州最高法院解除空气许可程序暂停令
2026-09-24	不可抗力通知见报

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部基于公开信息独立编制，仅供研究参考，不构成任何投资建议或买卖要约。文中情景概率与推算值为研究假设，不代表对未来的保证。所列标的仅作参考观察，不代表持仓或交易建议。