

电网闸门，不是分区投票：AI 数据中心选址约束的真实位置

AI 数据中心的选址闸门——真正卡住的是电网侧审批与电价前置承诺，不是分区投票

2026 年美国 AI 数据中心的地方政治阻力确实在增强，但它主要作用于「怎么建」而不是「许不许建」——地方正式行动里暂停令与条例合计 28 项、项目级否决仅 6 例。真正 binding 的闸门装在两个地方：电网侧互联审批（ERCOT 438GW 队列改批次制、NYISO 逐案批准、FERC 对六家 RTO 同时发出 §206 show cause）与电价前置承诺（Ohio 25MW/12 年/85% take-or-pay、Virginia GS-5 25MW/14 年、Georgia 100MW/15 年——门槛与期限按州跨度达 6 倍）。监管的终局形态是把稀缺性货币化而不是消灭稀缺性：同一道 PUCO 命令在收紧电价的同时要求终结接入暂停。由此得到本轮最被忽视的一条：挖矿 MW 与 AI 关键 IT MW 的转换比远低于 1:1，公司自己的法定披露否定了市场普遍隐含的等量换算。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 8 日

方法：六维并行调研（阻力取证 / 州法地图 / 电价与并网案卷 / 免疫路径 / 反向推翻 / 标的落地）+ 逐维对抗式数字稽核，被击杀读数 52 条。现价为付费行情源 2026-09-04 美股收盘（09-05 非交易日、09-07 劳工节休市）。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议。

30秒结论卡

项	内容
一句话判断	地方投票否决是真实但次级的闸门；真正决定「谁能在 2027–2028 交付算力」的是 电网侧互联审批位置与电价前置承诺的资产负债表门槛 。这两样东西不在县议会，在 RTO 队列和公用事业委员会案卷里。
机会状态	🟡 观察 —— 闸门真实且在增强，但它当前尚未成为被持续定价的因子（见 §五横截面）。可交易的不是“许可稀缺”这个概念，是 转换比 。
市场忽略了什么	市场把「矿场持有 X MW 电力接入」直接读成「X MW AI 容量」。公司自己的法定披露否定了这个等量换算：同一场址 245MW 挖矿容量对应的关键 IT 负载，起点是 18MW。转换比远低于 1:1，且中间那一段要靠互联审批和资本开支去填。
重点标的（状态判定，非买卖建议）	🟢 WULF \$16.51（全样本披露最清晰：在运 102MW 关键 IT / 在建 336MW / 另 250MW 明写须互联批准）· 🟢 CIFR \$17.74（把 ERCOT 批次制写进风险因子，逐场址给毛容量）· 🟡 IREN \$44.68（Horizon 1 给出全样本唯一可核的 75 毛/50 IT 配对）· 🟡 APLD \$26.37（1,410MW 关键 IT 口径统一，但已签约 ≠ 已通电）· 🟡 CEG \$298.96（Crane 重启许可逐格打开，尚未获恢复功率运行授权）· 🔴 OKLO \$41.27 / SMR \$9.70（闸门是 NRC 反应堆审批，不属本主题受益池）
最大反证	若 FERC 依 Docket RM26–4–000 确立 全国统一 的大负荷并网流程，则「地理不均匀」这根支柱直接坍塌，存量互联位置的稀缺性随之折价。这是唯一能一次性推翻全篇的单一事件。

一、投资要点

框架一句话：闸门不在「许不许建」那一票上，在「电什么时候接进来、以及要先掏多少钱才接得进来」这两件事上；因此 α 不归土地持有人，归已过电网侧审批且扛得住前置承诺的场址持有人。

#	核心观点	方向
1	地方正式行动以「限制怎么建」为主：28 项在效行动中 21 项暂停令 + 7 项条例，项目级否决仅 6 例	● 次级闸门
2	州级阻力确在增强且出现质变：纽约 EO #62 为全美首个州级暂停，限可裁量环境许可、期限一年	●
3	电价前置承诺才是资产负债表门槛：Ohio 25MW/12 年/85% take-or-pay, Virginia GS-5 25MW/14 年	● 成本前置
4	门槛按州跨度达 6 倍（Ohio 25MW vs Georgia 100MW），不均匀本身比任何单一门槛更可交易	● 择地
5	监管终局是「开闸 + 定价」：同一道 PUCO 命令在收紧电价的同时要求终结接入暂停	● 关键反证
6	电网侧才是真队列：ERCOT 约 438GW 请求改批次制，Batch Zero 到 2027 年春才下发容量分配	●
7	挖矿 MW 与关键 IT MW 转换比远低于 1:1，市场隐含的等量换算被公司披露否定	● 最大错价
8	该闸门尚未成为被持续定价的因子：三个月口径下自供电组反而跑输受监管组	● 未定价

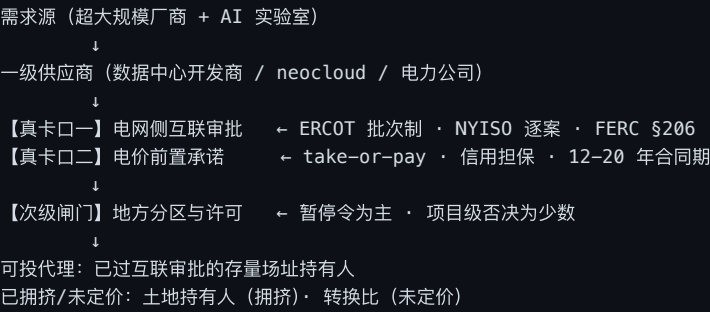
二、钱流：资本侧没有因为地方阻力而收缩

先把因果链的左端钉死——如果闸门 binding，钱应该先变少。它没有。

- **Alphabet 2026Q2 单季资本开支 \$44.9B，全年指引由 \$180–190B 上修至 \$195–205B。**量级自洽（ $44.9 \times 4 \approx 180B$ ，管理层明示下半年加速交付）。同期经营现金流 \$39.1B、自由现金流 $-\$5.9B$ 。
- 其余三家超大规模厂商的 2026 年资本开支目前只有二手转述口径，本篇不列数字，「**四大厂如期执行**」**这一表述不成立**，只能说 Alphabet 一家上修。
- **CBRE 口径下北美八大市场 H1 2026 在建 7,481MW 创历史新高**，H1 净吸纳 1,456MW（同比增近 12%），在建容量预租率超过 80%，空置率与 2025 年末持平于 1.4%。

需要与结论同段出现的限定有三条：在建量是 18–36 个月的滞后指标，无法用来否定闸门对未来容量的约束；Alphabet 的自由现金流转负说明**现金流约束是一道比地方政治更早生效的闸门**；CBRE 本身是数据中心经纪服务方，其“取得地方批准已与电力、光纤同等关键”的定性表述在方向上支持而非削弱本篇论点。

三、价值链五层：闸门装在哪一格



关键在于两个卡口的性质不同：**互联审批限制数量，电价条款抬高成本**。前者决定能不能建，后者决定谁建得起。把两者混为一谈，就会把一个资产负债表问题误读成一个许可问题。

卡点四特征逐条

特征	电网侧互联审批	电价前置承诺	地方分区否决
短缺强度	高（ERCOT 约 438GW 请求排队）	中（成本项非数量项）	低（否决仅 6 例）
替代难度	高（无法自行绕过 RTO）	中（可换州）	低（可换县）
集中度	高（六家 RTO/ISO）	中（按州分散）	低（高度分散）
定价权归属	RTO 与电力公司	电力公司	无（不产生定价权）

四、州与监管地图：不均匀本身就是那个可交易的事实

全美不存在统一的大负荷门槛，跨度达 6 倍。这张不均匀地图比任何单个门槛数字都硬。

辖区	门槛	合同期	最低承诺	性质
Ohio (AEP Ohio·PUCO 2025-07-09)	25MW	12 年 (含 4 年爬坡)	85% 需量 take-or-pay	🔴 最严
Virginia (GS-5·SCC PUR-2025-00058)	25MW	14 年	85% 输配 + 60% 发电	🔴 2027-01-01 生效
Pennsylvania (PUC M-2025-3054271)	>50MW 单一 / ≥100MW 聚合	—	下调上限 20% (须提前 42 个月)	🟡 示范电价
Georgia (PSC 2025-01-23)	100MW	最长 15 年	终止费仅 2 年最低账单	🟢 宽松端
New York (EO #62·2026-07-14)	州长办公室口径未设 MW 门槛	暂停期 1 年	限可裁量环境许可	🔴 全美首个州级暂停
West Virginia (HB2014·2025-04-30 签署)	—	2025-07-11 生效	审批权由县上收至州	🟢 反向拆闸门

同一家公司 AEP 在 8 个州的条款跨度即为 25–150MW、10–20 年、80%–90% 最低需量，已批准四州 (Ohio、West Virginia、Indiana、Kentucky)，另四州在审。

必须与上表同时读的一条：PUCO 那道命令在收紧电价的同时，要求 AEP Ohio **终结其自设的接入暂停**。监管的终局形态是把稀缺性货币化，不是消灭稀缺性——这是对“闸门越收越死”叙事最强的反向读数。

电网侧：真正的队列在这里

- **ERCOT：**大负荷并网请求约 438GW（约九成为数据中心），PUCT 2026-06-18 批准改按批次集中研究；Batch Zero 于 2026-08-07 完成项目分类，**2027 年春季**才向各大用户下发电量与容量分配，Batch 1 申请 2027 年夏季开放。
- **FERC：**大负荷并网在联邦层面此前无统一流程；Docket RM26-4-000 收到逾 3,500 页意见后，FERC 于 2026-06-18 未出终局规则，而是对**全部六家 RTO/ISO 各发一份 FPA §206 show cause order**。因此全美层面尚无官方可比的大负荷排队时长统计。
- **口径纠正：**常被引用的“等 5 年才能并网”出自 LBNL《Queued Up: 2026 Edition》，其统计对象**仅为寻求接入的发电请求**（2025 年底约 8,200 个项目、1,312GW 发电 + 749GW 储能），把它安到负荷侧属口径错配。同一份材料另给出一条反向读数：全美活跃队列总量同比下降约 10%。
- **共址路径未决：**FERC 2024-11-01 否决了可把 Susquehanna 场址共址负荷由 300MW 提至 480MW 的 ISA 修订；2025-12-19 认定 PJM 关税就共址负荷不公正不合理并责令重写规则，2026-04-16 部分接受部分驳回 PJM 合规文件、明确驳回其修改“Co-Located Load”定义的尝试。共址到底通不通，目前是未决状态。

五、这道闸门被定价了吗：横截面给出的答案是「还没有」

2026-09-04 当日出现过一次教科书式的分化。在下跌的大盘上（标普 500 -0.38%、纳斯达克综合 -0.29%、NVDA 仅 +0.84%）：

- 电已在手 / 可表后自供的一档全线上涨：NBIS +7.48%、BE +7.35%、IREN +7.27%、NRG +6.42%、CRWV +5.68%、CEG +4.88%、VRT +4.35%、TLN +3.76%、VST +3.52%、ETN +3.46%
- 必须去申请、去过听证的受监管公用事业全线下跌：EXC -2.00%、D -1.42%、DUK -0.97%、NEE -0.75%、SO -0.74%、AEP -0.17%
- 需要新许可的数据中心房东基本不动：DLR +0.32%、EQIX -0.47%

当日不是 beta。但把窗口拉长，这个读法立刻站不住：

分组（中位数涨幅）	1 个月	3 个月	6 个月
自供电 / 已锁场址（9 只）	+5.6%	-7.6%	-1.1%
受监管公用事业（7 只）	-0.6%	-2.9%	-7.7%
数据中心 REIT 房东（2 只）	-1.6%	-1.1%	+10.0%

三个月口径上自供电组反而跑输受监管组，且组内离散度（NBIS +153.4% vs OKLO -29.2%，六个月口径）远大于组间差异。许可与互联稀缺性目前只在事件日以脉冲形式出现，尚未沉淀为被持续定价的因子。本篇不暗示它已被定价。

六、受益链与公司卡：α 归转换比，不归土地

可被推翻的 α 表述：α 归于「在闸门收紧的分界日之前已完成电网侧互联审批、且资产负债表扛得住 take-or-pay 与担保前置的存量场址持有人」。判据是——自 2026 年起，同一 RTO 内，已获互联批准的场址其每 MW 关键 IT 的合同单价，应显著高于仅持有土地与规划许可的场址；若两者单价无系统性差异，本论点被推翻。

本轮最被忽视的一条：转换比

公司	同场址挖矿 / 毛容量	关键 IT 负载	含义
WULF	Lake Mariner 245MW 挖矿容量	起点 18MW → 在运 102MW	转换需时间与资本，非等量平移
IREN	Horizon 1 毛容量 75MW	IT 负载 50MW	全样本唯一可核配对，比率 66.7%

市场普遍隐含「矿场持有 X MW 电力接入 = X MW AI 容量」。公司自己的法定披露否定了它。本篇不据此建立任何折算率：可核配对仅 IREN 一例，n=1 不构成量级参考，任何 MW 汇总表不得跨公司相加。

七行公司卡（择要三家）

WULF \$16.51 · ● 披露最清晰

位置：闸门有利侧，但转换尚在早期。为什么重要：全样本中唯一把 MW 三档（在运 / 在建 / 待审批）分开披露的公司。证据：截至 2026Q2，Lake Mariner 在运 102MW 关键 IT、在建 336MW、另 250MW 明写"subject to applicable interconnection approval"；Abernathy 合资权益变现约 \$5.30 亿；Google 为 Fluidstack 租约义务提供 \$6.00 亿信用支持。估值状态：在册层属标为"云计算"、潜力 64 / 兑现 26，与同模式的 IREN / CIFR（均标 POWER）不一致。催化：250MW 的 NYISO 批准结果。反证：签约容量与通电容量差距仍大，转换比是主要风险而非许可本身。

CIFR \$17.74 · ● 把闸门写进风险因子

位置：ERCOT 侧，批次制的直接暴露方。证据：10-Q 风险因子中明确写入 ERCOT 可能"batch multiple large load interconnection requests"；逐场址披露 Barber Lake 300 兆 MW（Fluidstack 承租 244 + 56，和相等）、Odessa 207MW、Wink 300MW；Ulysses 200MW 容量购自 AEP Ohio；Colchis 已与 AEP 签直接互联协议、目标 2028 通电。估值状态：在册 pe_ttm 为空、flag=bubble。催化：Batch Zero 2027 年春的容量分配结果。反证：Ohio 的 25MW / 12 年 / 85% 条款正落在 Ulysses 上，成本前置最重。

APLD \$26.37 · ● 口径统一但已签约不等于已通电

位置：关键 IT 口径全样本最统一。证据：截至 FY2026 年末五个园区长期租约覆盖约 1,410MW 已签约关键 IT 负载，对应 15 年初始租期约 \$36.2B 合同总收入，全部续约行权约 \$86B。由此可自建 $\$36.2B \div 1,410MW \div 15 \text{ 年} \approx \$1.71M/MW/\text{年}$ （算术复核通过）。估值状态：在册 pe_ttm 为空、flag=bubble。反证：该均值跨多份不同起租日的租约，分母是已签约而非已通电，且不含续约期——单点无法构成价差，不足以判断稀缺性是否已被定价。

不属本主题受益池：OKLO \$41.27（TTM 营收 121 万美元）与 SMR \$9.70（TTM 营收 1,069 万美元、市值 \$39.8 亿、P/S 约 372 倍）的闸门是 NRC 反应堆审批，与地方政治否决权无关；在册潜力 / 兑现落差分别为 85 / 20 与 82 / 15，双 bubble。GLXY 的行情源基本面字段被加密做市名义额灌入（营收与毛利完全相等、经营利润率 0.96），全部倍数不可用。

七、情景

情景	核心假设	结果	标的含义
● 熊（闸门联邦化）	FERC 依 RM26-4-000 确立全国统一大负荷并网流程	地理不均匀消失，存量互联位置折价	全篇论点被推翻，择地 α 归零
● 基准（货币化）	各州继续「开闸 + 定价」，门槛与期限维持 6 倍跨度	稀缺性转为成本前置，资产负债分层	扛得住 take-or-pay 者胜出
● 牛（闸门变硬）	出现上市公司因地方否决计提减值或延后 COD 的法定披露	闸门由摩擦项升级为数量项	存量已批场址重定价

八、风险与反证

#	可推翻本篇结论的观察点	触发后如何改写
1	六家 RTO/ISO 对 FERC §206 show cause 的答复及后续裁定 (RM26-4-000 / EL25-49-000)	若流程联邦化，「地理不均匀」支柱坍塌，全篇重写
2	任一上市公司在 8-K/10-Q 中因地方否决披露项目撤销、减值或 COD 延后	出现即把闸门由摩擦项升级为数量项 (论点变强)
3	「被否 → 迁址 → 异地获批」出现首个完整闭环 (同一开发商、同等规模、12 个月内)	证明否决权只搬运不消灭容量，α 归属改为低阻力州土地持有人
4	Virginia GS-5 于 2027-01-01 生效后首批合同的担保量纲 (\$/MW)	若担保额度不高，则「闸门=资产负债表门槛」整条作废
5	纽约 EO #62 一年期满时 GEIS 的落地形态与 S.10642/A.11560 的立法结果	行政令转常设立法是质变；反之最硬的一条 A 级证据自动失效

本篇不成立的几件事，一并写明：①缺分母——全美数据中心分区 / 特殊用途许可的总申请数与总否决数无可用统计，故本篇不使用「第一道」「最主要」「比电力更早」等排序性表述；②被否决的产能有多少 MW 不可回答，五例否决中四例只有英亩或平方英尺；③闸门 → 工期成本 → 财务后果的中间传导缺一手证据，尚未做过全池法定披露扫描，因此不把「零披露」当作证据使用。

九、来源、口径与免责

来源置信度

结论 / 数字	来源	口径	置信度
Ohio 25MW/12年/85%；AEP 八州条款跨度；63GW 已签约	AEP Q1-2026 业绩演示（2026-05-05）逐页提取；PUCO 2025-07-09 命令	已签约增量负荷，非在运	A
Virginia GS-5 25MW/14年/85%+60%	Virginia SCC PUR-2025-00058 最终命令（2025-11-25）	2027-01-01 生效	A
纽约 EO #62 暂停一年	纽约州长办公室新闻稿（2026-07-14）	仅限可裁量环境许可；官方口径未设 MW 门槛	A
WULF 102/336/250MW；Google \$6.00 亿信用支持	SEC 托管 Q2-2026 业绩稿（CIK 1083301）	关键 IT 负载	A
CIFR 场址 MW 与 ERCOT 批次制风险因子	SEC 托管 10-Q（cifr-20260630，CIK 1819989）	毛容量（公司未标注 gross / IT）	A
APLD 1,410MW / \$36.2B / \$86B	FY2026 业绩稿与 10-K	已签约关键 IT，非已通电	A

监管与并网侧

结论 / 数字	来源	口径	置信度
ERCOT 约 438GW 队列与批次时间表	PUCT 2026-06-18 规则；ERCOT 专题说明	请求量非批准量	B
PJM 2028/29 容量拍卖 \$325/MW-day	PJM 新闻稿与结果报告（2026-07-14）	UCAP，触顶价	B
地方行动 34 项=6 否决+21 暂停+7 条例	独立政策追踪器 dcmmap.us（2026-08）	仅收录有正式行动的辖区，分母缺失	C
现价与多周期涨幅	付费行情源日线 adjusted_close，2026-09-04 收盘	区间涨幅非持有回报	A

本篇弃用的流传数字：①「2026 年 \$130B 数据中心被阻止或延迟」及同源的「反对团体 396→833」——发布方方法论、样本框与资金来源均未公开，且把永久否决与推迟数月合并为单一美元额，同机构另一 vintage 的「2023-2025.03 累计 \$64B」与之时间序列自相矛盾，仅可作阻力方向的定性佐证，不入任何

量化结论；②「2026 年计划 12GW、仅 5GW 在建」——GW 口径未定义，且宣布到开工的落地率可由缺电、设备交付、融资等多因解释，与政治否决无因果绑定；③任何由英亩或平方英尺折算 MW 的推演。

数字三道关自评

①量级一致性：AEP 63GW 的三组拆分（州别 41+12+5+3+1+1、市场 41+16+6、年度 7+10+16+16+14）各自求和均等于 63，通过；CIFR Barber Lake 244+56=300 通过；PJM 138,318+10,864=149,182 通过。②单位显式化：全篇毛容量与关键 IT 负载分别标注、不作跨口径折算与相加；美元区分资本开支、合同总额与拍卖成交额。③双源与官方优先：州法与电价条款一律以州长办公室、PSC/SCC/PUCO 案卷或公司 SEC 托管文件为准，律所与媒体转述仅作参考；AEP「63GW 已签约」与「约 190GW 活跃请求池」为包含关系，禁止相加，转化率约三分之一。

免责

本报告由涌现资本产业研究部独立出品，为信息聚合与研究判断，不构成任何证券的买卖要约或投资建议。所列标的为状态判定，非推荐。区间涨幅为价格变动，非持有回报。数据截至 2026 年 9 月 8 日，市场状况可能已发生变化。投资有风险，决策须自主。

附录：本轮击杀的代表性读数

读数	击杀理由
Hanover 案「2026-01 规划委建议否决」	与 Mountain Road 一案方向相反且属另一宗申请，两案被错误合并
CIFR「公司显式标注 gross」	法定披露中不存在该标注，属研究侧加注被写成公司披露
IREN Sweetwater 1「1.4GW / 2026-04 通电」	无一手源，且 1.4GW 毛容量与 IT 负载未分
GLXY 营收 \$58.37B / EBITDA \$56.87B	加密做市名义额灌入营收字段（营收=毛利、经营利润率 0.96 为指纹）
「空置率降至 1.4% 新低」	该口径为与 2025 年末持平，非下行
「四大厂 2026 合计资本开支约 \$725B」	仅二手转述，仅 Alphabet 一家有一手口径
由 \$130B ÷ 项目数求否决率	不同源、不同期、不同门槛、不同口径的无效运算