

超大厂自由现金流拐点：AI capex 正从利润表挪进资产负债表

超大厂自由现金流拐点 · AI capex 从利润表挪进资产负债表

分水岭不是谁花得多，而是谁的花还记在自己账上——内生现金流覆盖率跌破 100% 之后，增量 capex 被迫外部化，价值转移给收下这笔融资的一侧。

涌现资本产业研究部 · 2026-08-04

30秒结论卡

一句话判断：2026 年二季度是超大厂"内生现金流覆盖 capex"这一二十年常态的终结点——Alphabet 自 2004 年上市以来首次单季自由现金流转负（-59 亿美元），Meta 单季自由现金流被压到 7.84 亿美元（同比 -91%），Oracle 全财年自由现金流 -237 亿美元。**真正的信息不是"花得多"，而是"多出来的部分记在谁的账上"：**增量 capex 正被系统性地挪出利润表与自有资产负债表，转成债券、租赁与合资 SPV。

机会状态：🟡 观察为主 —— 现金流拐点本身不是卖出信号，但它把"谁承担融资"这条此前不存在的定价通道打开了；受益最确定的一侧是**收下这笔外部化融资的收款方**，不是花钱方。

市场错在哪：市场仍用"capex 增速"当唯一变量，忽略了**capex 的记账位置**已经分叉——微软把更多机房租约从融资租赁改记经营租赁，一次就把日历 2026 年 capex 口径从约 1,900 亿降到约 1,750 亿美元；Meta 把最大单体项目 Hyperion 装进 80/20 合资 SPV，270 亿美元建设不进它的 PP&E 也不进它的 capex。**同样的物理机房，不同的会计路径，投资者看到的"资本开支"数字可以差出一个 Meta 的季度。**当口径本身在移动，跨公司比 capex 增速已经失效。

重点标的：🟢 GEV（收款端·电力设备）· 🟢 ETN（收款端·配电）· 🟡 GOOGL（覆盖率承压但现金垫最厚）· 🟡 MSFT（口径腾挪空间最大·未起租租约 3,291 亿美元）· 🔴 META（覆盖率最先破位 + 表外结构争议）

最大反证：若 2027 年 AI 相关收入的增速超过折旧墙的爬升速度（AWS 已加速至 +37%、经营利润 166 亿美元即为反向证据），则"覆盖率跌破 100%"只是投产前置期的会计现象，两年后自愈——那样一来本篇的核心担忧不成立，只剩收款方受益这一条仍然成立。

一、投资要点

框架一句话：把 capex 从利润表挪走的三条路径——发债、租赁、合资 SPV——决定了这一轮 AI 基建的价值从股东转移到谁手上。

#	核心观点	方向
1	内生现金流覆盖 capex 的比率已系统性跌破 100%，二季度为分水岭	●
2	增量融资的三条外部化路径已全部打开：公司债、经营租赁、表外合资 SPV	●
3	会计口径本身在移动，跨公司比 capex 绝对值/增速已失效，须改比"现金 PP&E + 融资租赁 + 表外承诺"合并口径	●
4	回购是第一个被挤出的科目，指数层面的技术性买盘随之减弱	●
5	确定受益的是收款端：电力设备、配电、EPC、以及承接债务的私人信贷与 ABS 通道	●
6	折旧墙在 2027–2029 兑现，届时压力从现金流量表移回利润表	●

二、钱从哪来：分母口径先拍死

讨论"覆盖率"之前必须先统一分母。市场上流传的 capex 数字至少有四种口径，彼此差异可达数百亿美元：

口径	含什么	谁在用	备注
① 现金购置 PP&E	现金流量表投资活动项	财报正文·最保守	微软 FY26Q4 为 358 亿美元
② 现金 PP&E + 融资租赁	公司口径"capex"	微软管理层口径	同季 410 亿美元（融资租赁 56 亿）
③ ② + 经营租赁承诺	经济实质口径	信用分析师	微软未起租租约另有 3,291 亿美元
④ ③ + 合资 SPV 项目	全口径建设量	本研究部主张	Meta Hyperion 270 亿美元不进任一前三项

口径迁移已经开始发生，且方向一致——向下调整可见数字。微软明确表示未来更多机房租约将记为经营租赁而非融资租赁；因融资租赁计入 capex、经营租赁不计入，这一项调整把日历 2026 年 capex 从约 1,900 亿美元降到约 1,750 亿美元。同期它把办公与数据中心建筑的折旧年限从 15 年延长至 25 年。两项都不改变一块钢筋、一台 GPU 的物理投入，只改变它出现在报表哪一行、分几年出现。

因此本篇的统一比较基准是"覆盖率" = 经营现金流 ÷ 公司口径 capex，并对每家单列表外承诺。覆盖率跌破 100% 意味着：这一期的机房，公司自己挣的钱已经不够付。

三、资金地图：四家超大厂 + Oracle 的覆盖率现状

公司	期间	经营现金流	capex (公司口径)	自由现金流	覆盖率	方向
Alphabet	2026Q2	391 亿	449 亿	-59 亿	87%	● 上市以来首次转负
Meta	2026Q2	—	311 亿	+7.84 亿	勉强 100%	● 同比 -91%
Microsoft	FY26Q4	554 亿	410 亿	+196 亿	135%	● 唯一仍有厚垫
Amazon	2026 全年指引	—	约 2,200 亿	—	—	● 上调 200 亿·管理层未说明资金来源
Oracle	FY2026	320 亿	557 亿	-237 亿	57%	● 缺口最深

(单位：美元。Meta 与 Amazon 未在公开口径中给出可直接对应的单季经营现金流分母，故留空不推算。)

三条延伸事实把上表的方向坐实：

- Alphabet**：二季度 capex 449 亿美元、同比翻倍（2025Q2 为 225 亿），全年指引由 1,800–1,900 亿上调至 1,950–2,050 亿美元，并预告 2027 年“显著增加”。同时它暂停了回购、长期债务翻倍至 982 亿美元。滚动十二个月自由现金流仍为正的约 530 亿美元、账上现金及有价证券约 2,400 亿美元——**垫子还很厚，但垫子开始被使用，这是二十年来第一次。**
- Meta**：二季度营收 600 亿美元以上、同比 +28%，业务本身没有问题；问题全部来自分母——全年 capex 指引下沿由 1,250 亿抬到 1,300 亿、区间 1,300–1,450 亿美元，管理层拒绝给 2027 年指引。卖方对 2027 年的建模已到 2,000 亿美元以上，对应自由现金流阶段性转负。财报后股价下跌约 10%，**跌的是分母不是分子。**
- Amazon**：把 2026 年现金 capex 由约 2,000 亿上调至约 2,200 亿美元，管理层给出的增量归因是**存储器涨价而非新增机位**——这与本部 07–30《谁在为内存涨价买单》的结论直接咬合：上游超级周期正在以成本形式流进下游 capex。同期 AWS 收入 +37% 至 422 亿美元、经营利润 166 亿美元，为 18 个季度最快；被问及如何为增量融资时，管理层表示暂无可披露。

Oracle 是这条路径的极端样本：FY2026 capex 同比 +162% 至 557 亿美元、自由现金流 -237 亿美元，靠 430 亿美元债务 + 50 亿美元股权补齐；FY2027 净 capex 指引 700 亿美元，而全口径 900–950 亿美元的差额来自**客户预付款 200–250 亿美元**。这是全表最值得单独拎出的结构：当自有现金流与债券市场都不够用时，第三条腿是让下游先付钱——与本部 08–02《预付款作为卡点证据》同源，但方向相反：那一篇里预付款是卡点确权的证据，这里预付款是融资工具。同一现象，在产业链两端含义不同。

四、切面一：外部化的三条路径与各自的收款方

路径	机制	规模坐标	谁收下这笔钱	方向
公司债	投资级发行	六家大型科技公司 2026 年至年中已发行约 2,440 亿美元，2025 全年五家为 1,210 亿；Amazon 单笔约 540 亿（3 月）、NVIDIA 单笔 250 亿（6 月）	债券投资者·承销行	●
租赁	经营租赁替代自建/融资租赁	微软未起租租约 3,291 亿美元；行业未上表的机房租约承诺媒体估算至少 6,620 亿美元	机房开发商·DC REIT	●
合资 SPV	项目公司股权出表	Meta—Blue—Owl Hyperion 合资：Blue Owl 系基金持 80%、Meta 持 20%，SPV 通过私募票据募集近 270 亿美元、A+ 评级、2049 年到期摊还	私人信贷·保险资金·ABS 买方	●

判断：三条路径的顺序不是随机的，而是按“稀释可见度”排序。 公司债最透明、直接进负债表；经营租赁只进附注；合资 SPV 连附注里的金额都只体现权益法下的份额。当一家公司的融资从第一条向第三条迁移，其“报表上的资产负债率”与“经济上承担的义务”之间的缺口就在扩大。Meta 的 Hyperion 结构已经引发审计层面的关注，即为此缺口的第一个公开摩擦点。

必须与本部 08-03《债市算的不是担保、是租约》划清界限：那一篇处理的是信用衍生品与租客价差如何给风险定价；本篇处理的是现金流量表口径与融资外部化的路径选择。前者问“债市怎么给已发生的风险报价”，后者问“钱一开始为什么会跑到债市来”。

五、切面二：被挤出的科目——回购

覆盖率下降的第一顺位受害者不是研发、不是分红，是回购。

- 2010-2024 年，这一组公司合计产生 2.7 万亿美元经营现金流，其中 39% 用于 capex，61% 可用于回购与分红。
- 2026 年，五大超大厂 capex 合计约 7,550 亿美元、同比增长约 83%，这一比例被推向 90% 以上。
- 一季度已见到方向性证据：回购增长转为 -64%，而 capex 增长接近翻倍；Alphabet 直接暂停回购。

这条链的传导终点在指数层面：过去十年大盘科技股估值的一部分技术性支撑来自持续回购形成的稳定买盘。当这块买盘同时从多家权重股撤出，指数的边际买家结构改变——这不是基本面利空，但会放大波动，且与本部 07-31《杠杆地图》记录的去杠杆窗口叠加。● 归入市场微观结构变量，不作为个股买卖依据。

六、下一站：折旧墙把压力从现金流量表送回利润表

今天挪走的，明天要以折旧的形式回来。

- 行业普遍把服务器折旧年限由 3–4 年延长至 6 年，合计每年减少约 180 亿美元折旧费用。
- 2025 年这一趋势首次分叉：Amazon 缩短了部分服务器的使用年限，Meta 则进一步延长。**方向分叉本身就是信号——同一类资产在两家公司的账上有两种寿命判断，其中至少一个会被现实修正。**
- 若把 4–6 年折旧年限压回接近 2–3 年的实际换代节奏，业界对 2026–2028 年累计报表利润的影响估算超过 1,760 亿美元（该数字为第三方推演，列为 D 级置信度，仅作量级参考）。

判断：2027–2029 年是折旧集中兑现窗口，而此前用于平滑的年限延长手段已基本用尽。 现金流量表的压力今天可见，利润表的压力延后两年——这正是市场给“业绩好但股价跌”定价的深层原因之一。

七、受益方落地：收款端是确定的一侧

花钱方的估值影响取决于 ROI 何时兑现（不确定）；收款方的收入则在钱花出去的当期确认（确定）。这是本篇最可执行的推论。

标的	位置	现价 (2026-08-04 02:08Z)	PE	52 周	判断
GEV	收款端·发电与电网设备	\$1,006.76	28.9	+89.9%	● capex 外部化不改变设备订单，唯一不受记账路径影响的一层
ETN	收款端·配电与机房供电	\$438.23	42.9	+40.5%	● 同上·估值已不便宜
VRT	收款端·热管理与供电	\$263.05	59.5	+121.6%	● 逻辑成立但拥挤度最高（本部 07–23 已标最挤）
EQIX	承接端·机房 REIT	\$1,031.44	66.6	+43.1%	● 经营租赁路径的直接收款方
DLR	承接端·机房 REIT	\$191.22	242.1	+30.8%	● 同上·PE 口径受 REIT 折旧扭曲，须看 AFFO 而非 PE
APO	承接端·私人信贷	\$129.42	81.4	+30.0%	● SPV/ABS 通道受益·但同时是信用风险承担方

花钱方（同口径对照）

标的	位置	现价 (2026-08-04 02:08Z)	PE	52 周	判断
GOOGL	花钱方	\$373.51	18.7	+96.5%	● 覆盖率破位但现金垫最厚 (约 2,400 亿)·估值仍是四家里最低
MSFT	花钱方	\$487.65	27.2	+39.6%	● 唯一覆盖率仍 >130%·但口径腾挪最多, 须按全口径重算
AMZN	花钱方	\$284.02	22.8	+44.9%	● AWS 加速是最强反向证据·增量 capex 归因于内存成本而非产能
META	花钱方	\$590.24	22.2	+13.5%	● 覆盖率最先破位 + 表外结构争议 + 2027 指引缺失

注: META 目前不在本部 universe 名单内, 建议按本篇结论补入观察位 (花钱方样本里现金流特征最极端的一只)。ORCL (\$141.85 / PE 24.3 / +23.9%) 已在名单, 本篇不改其评分, 仅记录其 FY26 自由现金流 -237 亿美元与预付款融资结构。

八、情景与赔率

情景	核心假设	结果	动作
● 牛 (约 35%)	AI 收入增速持续快于折旧爬升 (AWS +37% 为样板), 覆盖率在 2027 下半年自愈	拐点被迫认为投产前置期的会计现象; 花钱方估值修复	收款端继续持有; 花钱方按各自估值分位处理, GOOGL 相对优
● 基准 (约 45%)	覆盖率在 90-100% 区间横盘 2-3 年, 增量靠债券 + 租赁 + SPV 三条腿补齐	回购持续受压、指数技术性买盘减弱; 收款端订单能见度维持	维持收款端超配; 花钱方只做估值分位交易, 不做趋势加仓
● 熊 (约 20%)	2027 折旧墙提前反映 + 债券市场需求转弱, 融资成本抬升	表外结构被迫上表、评级承压; capex 增速主动下修	收款端订单假设需重算; 私人信贷承接方 (APO 类) 由受益方转风险方

九、风险与反证（可反证信号）

反证信号	若出现意味着	观察位置
Alphabet 三季度自由现金流回正且全年指引不再上调	本篇"拐点"定性过早，二季度为单季现象	2026Q3 财报现金流量表
AWS/Azure/Google Cloud 增速继续加速且经营利润率上行	覆盖率下降属健康的产能前置，非结构性恶化	三家云业务分部数据
会计准则或监管要求 SPV 并表	表外路径关闭，融资全部回到公司债，透明但成本上升	FASB/SEC 动向·审计意见
数据中心 ABS 发行利差走阔或流标	第三条腿变窄，capex 指引面临被动下修	月度 ABS/CMBS 发行与定价
电力设备订单增速跑输 capex 增速	收款端受益逻辑失效（钱去了土地/融资成本而非设备）	GEV/ETN/VRT 订单与在手订单

本篇不构成任何买卖建议。覆盖率为描述融资结构变化的诊断指标，不是择时指标；收款端标的中已有多只处于高估值分位，逻辑成立不等于当前价位合适。

十、来源置信度表 · 口径与数字三道关自评

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
Alphabet Q2 capex 449 亿·OCF 391 亿·FCF -59 亿	公司季报	2026Q2	现金 PP&E 口径	A
Alphabet 全年 capex 指引 1,950-2,050 亿	公司业绩会 (CFO)	2026Q2	全年现金 capex	A
Meta Q2 capex 311 亿·FCF 7.84 亿·全年指引 1,300-1,450 亿	公司季报与业绩会	2026Q2	公司口径	A
Microsoft FY26Q4 capex 410 亿 (含融资租赁 56 亿)·现金 PP&E 358 亿·OCF 554 亿·FCF 196 亿	公司业绩会	FY2026Q4	管理层口径	A
Microsoft 未起租租约 3,291 亿	10-K 附注	截至 2026-06-30	未开始计提的租约承诺	A
Amazon 2026 capex 约 2,200 亿·AWS +37% 至 422 亿	公司季报与业绩会	2026Q2	现金 capex	A
Oracle FY26 capex 557 亿·FCF -237 亿·RPO 6,380 亿	公司财报	FY2026	公司口径	A

B/C/D 级（第三方统计与推演·不参与任何计算）

结论/数字	来源	日期	口径	置信度
Meta-Blue Owl Hyperion 合资 270 亿·80/20·A+ 票据 2049 到期	交易公告与债券条款	2025-2026	SPV 层面募集额	B
六家科技公司 2026 年至年中发债约 2,440 亿 (vs 2025 全年五家 1,210 亿)	卖方统计	2026-07	口径不一致：公司家数与地域范围不同，另有"AI 超大厂 1,590 亿"与"约 3,000 亿"两个流通口径	C
未上表机房租约承诺至少 6,620 亿	媒体汇总估算	2026	跨公司合并估算	C
数据中心 ABS/CMBS 2026-28 净发行约 1,300-1,500 亿	卖方研究	2026	证券化净发行	C
折旧年限压缩对 2026-28 利润影响 >1,760 亿	第三方推演	2026	假设性情景	D

数字三道关自评：①量级一致性——Alphabet 单季 449 亿 $\times 4 \approx 1,796$ 亿，低于全年指引 1,950–2,050 亿，与管理层“下半年加速”表述一致；Meta 单季 311 亿 $\times 4 \approx 1,244$ 亿，落在全年 1,300–1,450 亿区间下方，同样自洽；微软单季 410 亿 $\times 4 \approx 1,640$ 亿 vs 日历年 1,750 亿，差额由口径调整解释；Oracle FY26 全年 557 亿 $>$ 单季任何值，无“部分大于整体”。②单位显式化——全文统一“亿美元”，与英文原始披露的 billion 逐项换算核对（44.9B = 449 亿），无 $\times 10$ 风险。③ ≥ 2 源——所有 A 级数字来自公司财报与业绩会本身，不采用媒体转述值。

数据冲突单列：本篇涉及的唯一实质性口径冲突在“超大厂发债规模”一项——公开流通着三个数字（约 1,590 亿 / 约 2,440 亿 / 约 3,000 亿），差异来自统计公司家数（五家 vs 六家）、地域（美国境内 vs 全球）、以及是否含 NVIDIA 这类非机房运营方的发行。本篇正文采用“六家、全球、含 NVIDIA 单笔 250 亿”的口径并明示，不用于任何跨期同比推算。所有覆盖率计算只使用 A 级公司财报数字，不掺入上述 C 级统计。

十一、行动清单

- **现在重点观察：**GEV / ETN 的在手订单与交付节奏——它们是“记账路径变化不影响的那一层”。
- **只监控不买：**VRT（拥挤度最高）· DLR / EQIX（须改看 AFFO 口径）· APO（受益与风险同源）。
- **绝不追：**任何以“capex 增速”单一指标推荐的机房概念股——口径已经移动，该指标本轮失真。
- **下次看这五个数：**① Alphabet 2026Q3 自由现金流是否回正 ② Meta 是否给出 2027 capex 指引 ③ Microsoft 未起租租约余额环比方向 ④ 数据中心 ABS 月度发行利差 ⑤ 三家云分部经营利润率。
- **哪个信号出现要重写结论：**SPV 并表规则变化，或数据中心 ABS 出现一次公开流标。

涌现资本产业研究部 · 2026-08-04

免责声明：本报告为产业研究与信息聚合，不构成任何证券的买卖建议。数据以公司公开披露为准，现价取自 2026-08-04 02:08Z 行情快照。*