

利率收的是久期税，不是 AI 税

利率收的是久期税，不是 AI 税 —— 加息后两周的截面：半导体与大盘用同一把利率尺，被分母重新定价的是电力与核能

9 月 16 日加息 25bp 后，10 年期美债由 5.006% 升至 5.244%，费城半导体 ETF 同期 +10.68%，市场据此形成「AI 股抗加息」的共识。按 172 只在册美股、23 个交易日做「市场 + 利率（剔除市场后）」两因子拆解，结论是另一件事：半导体 ETF 对利率的独立敏感度约为零 ($t = -0.5$)，在 6 个收益率上行日累计 -2.39%，与标普 500 的 -2.46% 几乎相同——它不是抗利率，而是利率中性，超额收益全部来自其余 17 个交易日的盈利因子。真正被利率单独定价的，是现金流在后端的电力层：核能投机簇在上行日累计 -19.9%、燃料电池与燃气簇 -16.3%、独立发电商 -8.6%。高杠杆本身不是利率日的定价变量 (CRWV 净债务约 11.9 倍 EBITDA，独立利率敏感度仅 -0.56%/10bp)，它在对手方消息日才被定价——利率和融资是两本账。

加息后两周的截面：半导体与大盘用同一把利率尺，被分母重新定价的是电力与核能

涌现资本产业研究部 · 2026-09-29 · 「AI 基建融资结构」系列

9 月 16 日，联邦公开市场委员会以 12 比 0 加息 25 个基点至 3.75%—4.00%，为 2023 年以来首次；点阵图中位数指向年内再加一次。此后两周，10 年期美债收益率由 5.006% 升至 5.244%，30 年期升至 5.552%，费城半导体 ETF 却上涨 10.68%。市场由此形成一个方便的共识：「AI 股抗加息」。本篇不讨论利率还会升多少，只回答三个可以用数据检验的问题：这份抵抗力是否真实；如果真实，它属于「AI」还是属于某种现金流结构；被利率单独定价的究竟是哪一层。

30秒结论卡

项	内容
一句话判断	「AI 股抗加息」是一个层级陈述被说成了群体陈述。半导体 ETF 在剔除大盘后对利率的独立敏感度约为零，在 6 个收益率上行日累计 -2.39%，与标普 500 的 -2.46% 几乎相同——它是利率中性，不是抗利率；两周 +10.68% 全部来自其余 17 个交易日的盈利因子（代理 CPU 需求、存储涨价）。被利率单独定价的是现金流在后端的电力层。
机会状态	🟡 观察 —— 分母冲击仍在进行（9 月 28 日 10 年期 5.244%，10 月 28 日再加息概率约七成），电力层的久期折价尚未结束；但它是贴现率重定价，不是电力瓶颈松动，一旦收益率回落，这一格的弹性也最大。
市场忽略了什么	把「杠杆高」当成「利率敏感」。高杠杆的 neocloud 与托管方在利率日并没有被单独定价（CRWV 按数据商口径净债务约 11.9 倍 EBITDA，独立利率敏感度仅 -0.56%/10bp；托管层存量债务绝大部分为固定利率）；利率日被杀得最狠的，恰恰是账上净现金、却没有近端现金流的核能投机簇（OKLO -6.07、SMR -7.61%/10bp）。杠杆是在对手方消息日（甲骨文不可抗力）才被定价的——利率与融资是两本账。
重点标的（状态判定，非买卖建议）	🟢 TSM \$452.88 · 🟢 KLAC \$189.17 · 🟢 GEV \$949.77（电力层内唯一利率中性的一格）· 🟡 VST \$138.02 · 🟡 CEG \$260.43 · 🟡 CRWV \$85.07 · 🔴 OKLO \$37.11 · 🔴 SMR \$7.91 · 🔴 BE \$262.87（利率与对手方两本账同时受压）
最大反证	若 10 年期回落至 5.0% 以下的交易日，电力层（尤其核能与燃料电池簇）并未相对半导体跑赢，则本篇「电力层承受的是久期税」不成立，其下跌另有基本面原因，需要逐簇改写。

一、投资要点

#	核心观点	方向
1	加息后两周（09-15 → 09-28），10 年期 +23.8bp、2 年期 +26.4bp；5 年期盈亏平衡通胀率仅由 2.41% 升至 2.42%，本轮是 实际利率冲击 （加息定价 + 国债拍卖疲弱 + 期限溢价），不是通胀预期上修	宏观
2	同期费城半导体 ETF +10.68%、标普 500 +1.34%、公用事业 ETF -4.31%、20 年期以上国债 ETF -2.59%、黄金 ETF -4.12%。「AI 抗加息」的读数只在半导体一格成立	口径
3	两因子拆解：半导体 ETF 对利率的独立敏感度 -0.51%/10bp（t=-0.5），晶圆代工与设备层 +0.03、电源半导体层 0.00—— 利率中性 ；它对利率的暴露全部经由大盘贝塔传导	半导体
4	电力层独立利率敏感度 -2.39%/10bp（t=-2.1），层内极差 26.7pp，须拆子簇：核能投机 -4.92（t=-2.8）、燃料电池与燃气 -3.71（t=-2.0）、独立发电商 -1.43（t=-1.5）、电力设备 -0.70（t=-0.6）	电力后端
5	6 个收益率单日上行 ≥5bp 的交易日（合计 +54.9bp），核能投机簇累计 -19.9%、燃料电池与燃气 -16.3%、矿企转托管 -11.9%、独立发电商 -8.6%，半导体 ETF -2.39%、标普 500 -2.46%	电力后端
6	兑现度（现金流在前端的代理）三分位：低兑现组独立利率敏感度 -1.22、高兑现组 -0.39；未盈利的基建股 -1.95、盈利的 -0.44—— 利率收的是久期税，按现金流到账时间收，不按「是否 AI」收	方法
7	杠杆不是利率日的定价变量：净债务 ≥4 倍 EBITDA 组独立利率敏感度 -0.86，与净现金组 -0.76 相近；但该组 09-22 → 09-28 中位数 -5.1%，净现金组 -1.4%——差额出现在对手方消息日（甲骨文 09-24 不可抗力），不在利率日	融资
8	9 月 16 日一周的判断「重资产瓶颈环节的可交易变量改为融资成本」部分落空：利率日被单独定价的是无债务、无近端现金流的核能投机簇，而不是高杠杆的 neocloud	回溯

二、时间线、宏观读数与钱流

2.1 时间线

日期	事件	10 年期 (收)
2026-09-15	议息前一日	5.006%
2026-09-16	加息 25bp 至 3.75%—4.00% (12 比 0)；点阵图中位数 2026 年末 4.1%，指向年内再加一次	5.023%
2026-09-17	收益率回落 8.6bp；半导体全线上涨	4.937%
2026-09-21	Meta 个人 Agent 登顶美区免费榜，代理 CPU 需求叙事推动 ARM、INTC、AMD 单日大涨（详见 compute-tenor-curve-agent-cpu-memory-2026-09-26 ）	4.956%
2026-09-23	制造业与服务业数据强于预期；700 亿美元 5 年期国债拍卖投标倍数 2.212，为 2018 年 12 月以来最低；10 年期升破 5.10%	5.116%
2026-09-24	30 年期创 2004 年以来新高；同日甲骨文向 Project Jupiter 开发方发出不可抗力通知（详见 force-majeure-delay-risk-ladder-offgrid-gate-2026-09-25 ）	5.205%
2026-09-28	美方拒绝伊朗重开霍尔木兹海峡的提议，布伦特原油回升至约 106 美元；10 年期收 5.244%、黄金 ETF 单日 -3.94%；10 月 28 日再加息概率由约 64% 升至约 70%	5.244%

2.2 宏观六数（2026-09-28 收盘 · 09-29 拉取）

指标	读数	09-15 → 09-28	读法
10 年期美债	5.244%	+23.8bp	升破 5.10% 改判线后连续第四个交易日在其上方
黄金 ETF	377.91	-4.12% (09-28 单日 -3.94%)	与美元同向相反
标普 500 ETF	765.61	+1.34%	指数层面几乎未受冲击
美元指数 ETF	28.70	+1.70%	美元走强
高收益债 ETF	77.54	-1.07%	信用利差温和走阔
VIX	16.07	17.20 → 16.07	恐慌未启动

读法：金跌、美元涨、股指平稳、VIX 未升——这是一次**实际利率与期限溢价冲击**，不是去杠杆式的流动性危机。市场在重估久期，而不是降总仓位。5 年期盈亏平衡通胀率两周只升 1bp (2.41% → 2.42%)，名义收益率上行几乎全部落在实际利率上：油价抬升了加息定价，但尚未进入通胀预期。

2.3 钱流：从后端现金流流向前端现金流

以价格口径观察（非基金申赎数据），09-15 → 09-28 两周资金的方向是清楚的：流出久期最长的资产——20 年期以上国债 ETF -2.59%、公用事业 ETF -4.31%、黄金 ETF -4.12%、小盘股 ETF -1.80%、区域银行 ETF -4.18%；流入现金流最靠前的资产——费城半导体 ETF +10.68%、纳斯达克 100 ETF +4.65%。标普 500 仅 +1.34%，说明这不是总仓位的进出，而是在同一个股票仓位内部，从「钱在后面」的资产换到「钱在眼前」的资产。

三、价值链分层：谁的现金流在后端

利率冲击对一家公司的作用有两条通道，本篇分开记账：

通道	机制	作用于	典型形态
分母（贴现率久期）	现金流越靠后，贴现率每上升 10bp 带来的现值损失越大	估值倍数	尚无营收的核能、订单到 2028 年后才转收入的电源与发电
分子（融资成本）	浮动利率债务与再融资直接抬高利息支出；新项目融资成本上升	利润与项目回报	高杠杆 neocloud、托管方、独立发电商

按 AI 资本开支价值链的五层，两条通道的强度如下：

层	现金流位置	分母暴露	分子暴露	本期定价（独立利率敏感度，%/10bp）
需求源（超大规模云）	前端，但资本开支后移	中	中（债务融资上升）	-0.76
算力芯片与存储	前端（本季订单本季出货）	低	低（多为净现金）	GPU/ASIC -1.16、存储 -1.90（均不显著）
晶圆代工与设备	前端	低	低	-0.38
电力与能源	后端（合约 2027-2030 年交付）	高	中至高	-2.39 (t=-2.1)
托管与 neocloud	中段（租约已签、起租在后）	中	高	矿企转托管 -1.04、neocloud -1.05（均不显著）

四、卡点：分母收的是久期税

4.1 两因子拆解：剔除大盘之后，谁还对利率敏感

样本为 172 只在册美股，窗口 2026-08-25 至 09-28 共 23 个交易日，EODHD 复权收盘价。先把 10 年期单日变动对标普 500 回归，取残差作为「剔除大盘后的利率冲击」（窗口内两者相关系数 -0.70，不剔除会把大盘贝塔误读成利率敏感度）；再对各层等权组合做「大盘 + 独立利率」双因子回归。

组合	样本数	大盘贝塔	独立利率敏感度 (%/10bp)	t 值	09-15 → 09-28 中位数
资源端（上游金属）	5	1.95	-3.48	-4.0	-2.9%
电力层	25	1.77	-2.39	-2.1	+0.3%
航天	6	2.40	-2.34	-1.7	+4.4%
CPU 与服务器整机	5	4.12	-2.32	-1.5	+17.2%
存储	6	1.62	-1.90	-1.0	+16.2%
公用事业 ETF	1	0.47	-1.29	-3.4	-4.3%
网络与光模块	18	2.32	-0.96	-0.6	+6.8%
先进封装与测试	14	1.86	-0.71	-0.5	+15.9%
数据中心建造与电源	12	2.05	-0.55	-0.6	+3.5%
云计算	13	2.42	-0.54	-0.5	+2.6%
费城半导体 ETF	1	1.97	-0.51	-0.5	+10.7%
电源半导体	11	2.20	0.00	0.0	+8.5%
晶圆代工与设备	8	2.08	+0.03	0.0	+12.3%
软件平台	22	1.55	+1.75	1.0	-3.1%
AI 垂直应用（含支付与交易所）	14	2.08	+2.41	2.5	-0.1%

三点读法：

1. **半导体的「抗加息」是利率中性。**费城半导体 ETF 的独立利率敏感度在统计上与零无异，大盘贝塔约 2——它对利率的全部暴露经由大盘传导。两周 +10.68% 不是因为利率伤不到它，而是另一个更大的因子（盈利上修）在同一窗口压过了利率。
2. **CPU 与存储的利率敏感度并不低，**只是被盈利因子掩盖。CPU 与服务器整机层独立敏感度 -2.32、存储 -1.90，与电力层同一量级，但两周分别上涨 17.2% 与 16.2%。这两格一旦盈利叙事停顿（美光 9 月 30 日财报是第一个检验点），利率会重新显形。

3. 利率上行的受益方在金融一侧：支付、交易所与在线券商组成的「AI 垂直应用」独立敏感度 +2.41 (t = 2.5)，净息差逻辑压过了久期。

4.2 收益率上行日的直接读数

不依赖回归，只看 10 年期单日上行 ≥5bp 的 6 个交易日（09-09、09-10、09-18、09-23、09-24、09-28，合计 +54.9bp）与其余 17 个交易日的累计收益：

簇	上行日均值	6 个上行日累计	其余 17 日累计	09-17（-8.6bp）单日
核能投机（OKLO / SMR / LEU / CCJ / UEC）	-3.62%	-19.9%	-2.9%	+6.10%
燃料电池与燃气（BE / WMB / FRVO / INIO / ORA）	-2.90%	-16.3%	+13.5%	+6.29%
矿企转托管（CIFR / IREN / APLD / CORZ / WULF / HUT / BTDR）	-1.99%	-11.9%	+10.0%	+3.32%
独立发电商（CEG / VST / TLN / NRG / PEG）	-1.48%	-8.6%	+2.6%	+1.05%
超大规模云（GOOGL / MSFT / AMZN / ORCL）	-1.19%	-7.0%	+4.5%	+2.53%
neocloud（CRWV / NBIS）	-0.92%	-5.8%	+6.9%	-0.02%
数据中心 REIT（EQIX / DLR）	-0.90%	-5.3%	-1.3%	+1.36%
电力设备（GEV / CAT / CMI / PWR / POWL / GNRC / ETN / VRT）	-0.82%	-4.9%	+5.6%	+2.81%
软件平台（22 只）	-0.73%	-4.4%	+8.1%	+0.71%
标普 500 ETF	—	-2.46%	+2.74%	+1.13%
费城半导体 ETF	—	-2.39%	+10.60%	+2.76%
GPU/ASIC（NVDA / AVGO / AMD / MRVL）	-0.38%	-2.4%	+12.0%	+4.00%
存储（MU / STX / SNDK）	-0.19%	-1.5%	+15.7%	+4.75%
晶圆代工与设备（TSM / ASML / KLAC / AMAT / LRCX）	-0.07%	-0.6%	+3.7%	+1.24%

这张表是本篇最硬的证据：在收益率上行的日子里，半导体与标普 500 跌得一样多；两者全部的分化都发生在收益率不动或下行的日子。反过来，核能投机簇在 6 个上行日里丢掉了约两成，而在其余日子几乎不动——它的走势几乎完全是一只利率期权。唯一一个收益率大幅下行日（09-17），核能与燃料电池簇反弹 6% 以上，幅度也是全表最大，方向对称。

4.3 久期代理：按现金流到账时间收税

用在册「兑现度」（已被报表验证的增长占比，越高代表现金流越在前端）把 120 只 AI 基建股（剔除软件、金融、资源、航天）三等分：

兑现度三分位	样本	兑现度中位数	独立利率敏感度（%/10bp）	09-15 → 09-28	09-22 → 09-28
低（现金流在后端）	40	50	-1.22	+3.1%	-5.5%
中	40	70.5	-0.50	+7.4%	-2.5%
高（现金流在前端）	40	85.5	-0.39	+9.4%	-0.1%

横截面上，兑现度与独立利率敏感度的相关系数为 +0.28（兑现度越高，利率敏感度越接近零）；未盈利的基建股中位数 -1.95，盈利者 -0.44。**利率冲击是按现金流到账时间收的税**——同是 AI 基建，一格的钱在本季入账、另一格的钱在 2029 年，面对同一个 10bp，后者的现值损失是前者的约三倍。

这与「真瓶颈」框架并不矛盾，但暴露了一个错位：**物理上最硬的卡点（电力）恰恰是现金流最最后的一格**。瓶颈的稀缺性写在分子里，久期写在分母里；加息周期里，分母先动。

4.4 杠杆与浮动利率：分子通道没有在利率日被定价

按 EODHD 最近一期资产负债表（多为 2026-06-30）的净债务（数据商口径，含租赁负债）与 EBITDA，把 119 只基建股分四组：

净债务 / EBITDA	样本	独立利率敏感度（%/10bp）	09-22 → 09-28 中位数	代表
净现金	30	-0.76	-1.4%	MU、TSM、GEV、ANET
0-2 倍	40	-0.20	-0.8%	AVGO、AMAT、GOOGL、MSFT
2-4 倍	16	-0.29	-1.4%	ORCL、CEG、VST、CAT
≥4 倍	16	-0.86	-5.1%	EQIX、DLR、TLN、NRG、CIFR、IREN、NBIS、CRWV
EBITDA 为负	17	-1.96	—	OKLO、SMR、WULF、CORZ、APLD

读法：

1. **高杠杆组的独立利率敏感度（-0.86）与净现金组（-0.76）几乎相同**。利率日被单独定价的不是「谁欠债」，而是「谁的现金流在后面」——EBITDA 为负组（多为无营收的核能与转型中的托管方）才是最敏感的一组。
2. **高杠杆组在 09-22 → 09-28 仍跌去 5.1%**，比净现金组多跌约 3.7pp。逐日拆开：收益率单日上行最多的 09-23（+14.6bp），两组中位数只差 0.8pp；差额最大的一天是 09-25——收益率下行 4bp、甲骨文不可抗力通知的次日，高杠杆组 -1.76%、净现金组 +1.27%，一日差 3.0pp；09-28 再差 1.9pp

（当日收益率上行与离网电源链的甲骨文项目报道同日发生，无法完全分离）。差额主要出现在**对手方消息日**，而非利率日——托管层这一周同时被两本账压着，但两本账的日期大体可以分开。

3. 比特币同期仅由 86,172 美元跌至 83,503 美元（-3.1%），解释不了矿企转托管簇 -12% 左右的跌幅；币价不是本期主因。

为什么分子通道在利率日几乎不起作用——法定披露给出了答案：托管层与 neocloud 的存量债务绝大部分是固定利率。

公司 (报表 日)	债务本金 (\$M)	浮动利率部分 (\$M)	12 个月内到期 (\$M)	上季利息 支出 (\$M)	期后新增融资 (利率)
CRWV (06-30)	35,551	约 12,206 (另有 4,661 名义本金利率互换；两笔延迟提款贷款条款要求 $\geq 95\%$ 浮动部分须互换为固定)	7,513	558	延迟提款贷款 5.5 期 26 亿 (SOFR + 5.5%)；42 亿可转债 (2.875%，2033 年到期)
NBIS (06-30)	10,042	0	0 (首笔到期 2029 年)	119	7.75 亿担保贷款 (SOFR + 2.50%)；可转债 0.50% 与 4.50% 两档
IREN (06-30)	7,706	413 (另有 1,500 名义本金支付固定互换)	169	财年 47	最高 24 亿 (9.0% 固定、30 个月)
CIFR (06-30)	6,016	0	95	67	—
WULF (06-30)	5,725	0	91 (另有 1,500 可转债因持有人可转换列为流动)	56	—
CORZ (06-30)	4,385	0	0	41	循环额度与信用证额度 (SOFR + 1.75%)，未提款
APLD (05-31)	5,307	300 (过桥贷款)	16	财年 85	15.9 亿担保票据 (7.000%，2031 年到期)
VST (06-30)	19,764	1,461	1,876	312	次级票据 8.5 亿 (7.000%) + 6.5 亿 (7.250%)，2057 年到期
TLN (06-30)	9,696	2,875 (另有 990 名义本金利率衍生品)	29	214	—
ORCL (08-31)	125,000	约 7,605 (05-31 口径，其中 47 亿已互换为固定)	7,625	1,428	—

资料来源：各公司最近一期 10-Q / 10-K / 6-K 与期后 8-K；本金口径不含经营租赁，与数据商「总债务」口径（含租赁）不同。

三点读法：

1. **存量债务几乎不受加息影响。**WULF、CORZ、CIFR、NBIS 浮动利率部分为零；唯一有大额浮动敞口的 CRWV 披露「利率每上升 100bp，季度利息约增加 3,000 万美元」，约为上季利息支出 5.58 亿美元的 5%，且条款要求绝大部分须互换为固定。加息 25bp 对它的利润表影响以千万美元计，不足以解释股价。
2. **利率真正作用于这一层的，是「下一笔钱」的价格。**本轮期后融资的边际成本：IREN 9.0% 固定、APLD 7.0% 担保票据、VST 7.0%—7.25% 次级票据、CRWV 延迟提款贷款 SOFR + 5.5%。这个成本决定的是**新项目的回报门槛**，作用于 2027 年以后的扩张节奏，而不是本季利润——它本身也是一种久期暴露。
3. **可转债是这一层的主力融资工具**（CRWV 约 66 亿、IREN 约 67 亿、NBIS 约 100 亿），加息抬高的不是票息，而是转股权对股价的依赖：股价下跌 → 转股概率下降 → 到期现金偿付压力上升。这条通道经由股价而非利率传导，再次说明托管层的风险是「对手方与股价」一本账，而不是「利率」一本账。

五、市场怎么定价：半导体买盈利，电力卖久期

把 09-15 → 09-28 的层级分化拆成「利率贡献」与「非利率贡献」两块：

簇	两周实际	其中：6 个上行日	其中：其余 17 日	主导因子
费城半导体 ETF	+10.68%	-2.39%	+10.60%	盈利（代理 CPU、存储涨价、CoWoS 上调）
存储	+13.6%（中位数）	-1.5%	+15.7%	盈利（涨价周期）
电力设备	+6.3%（中位数）	-4.9%	+5.6%	订单与盈利，利率中性
独立发电商	-2.3%（中位数）	-8.6%	+2.6%	久期
核能投机	-4.6%（中位数）	-19.9%	-2.9%	久期（接近纯利率）
矿企转托管	+4.3%（中位数）	-11.9%	+10.0%	大盘贝塔 × 3.7 + 对手方

注：单只组合的「6 个上行日」与「其余 17 日」为 08-25 起 23 日窗口内的累计，与 09-15 → 09-28 两周实际不可直接相加。

三点结论：

1. **利率并没有「放过」AI**，它按久期收税。半导体这一格恰好是全链现金流最靠前的一格，于是看起来「抗加息」。

2. **电力层内部按现金流位置分成两半**：电力设备（GEV 净现金、订单在手、独立敏感度 -0.24 ）利率中性；核能投机与燃料电池（尚无或刚有盈利、价值在 2028 年后）承担了几近全部久期折价。**层中位数在此不可单独引用**（层内两周极差 26.7pp）。
3. **托管层的下跌是两本账**：利率日按大盘贝塔（约 3.7 倍）放大下跌，对手方消息日按客户集中度下跌。把两者合并成「加息杀 neocloud」会在收益率回落时得出错误的反弹预期——对手方那一半不会随收益率回来。

六、受益链与公司卡： α 归现金流位置，不归「是否 AI」

可被推翻的 α 表述：加息周期中，AI 基建内部的相对收益由「现金流到账时间」而非「AI 纯度」决定。判据是——在 10 年期单日上行 $\geq 5\text{bp}$ 的交易日，高兑现度三分位应持续跑赢低兑现度三分位；若未来 20 个交易日出现相反结果（低兑现组在上行日跑赢），则本表述失效。

受益标的表

代码	现价 (09-28)	市值 (\$B)	PE	独立利率敏感度 (%/10bp)	现金流位置与杠杆	评级
TSM	\$452.88	2348.85	37.7	-0.73	前端；净现金	● 利率中性
KLAC	\$189.17	247.11	67.9	-0.16	前端；净债务约 0.7 倍	● 利率中性
AMAT	\$486.76	386.47	55.6	+0.40	前端；约净现金	● 利率中性
NVDA	\$228.86	5543.22	30.5	+0.31	前端	● 利率中性
GEV	\$949.77	255.22	30.2	-0.24	订单在手、净现金约 92 亿美元	● 电力层内唯一利率中性的一格
MU	\$1053.98	—	49.8	-1.90	前端，但处周期高位	● 盈利因子掩盖利率，09-30 财报检验
VST	\$138.02	46.54	27.5	-1.90	长约电力；净债务约 2.9 倍	● 久期折价中，基本面未松动
CEG	\$260.43	93.0	23.3	-1.13	长约核电；约 3.0 倍	● 同上
CRWV	\$85.07	38.08	—	-0.56	起租在后；约 11.9 倍	● 利率日不敏感，对手方日敏感
NBIS	\$231.88	51.11	106.3	-1.54	起租在后；约 7.8 倍	●
EQIX	\$1011.07	99.72	75.5	-0.13	租金在前端；约 4.9 倍	● 杠杆高但利率中性
OKLO	\$37.11	6.46	—	-6.07	尚无营收、净现金	● 近似纯利率期权
SMR	\$7.91	2.74	—	-7.61	营收下滑、净现金	● 全样本利率敏感度最高
BE	\$262.87	74.77	—	-5.72	订单向 2027 年后延伸；客户集中	● 利率与对手方两本账同时受压

注：现价为 09-28 收盘；PE 与市值取自在册数据；独立利率敏感度为单只 23 日回归，单只估计噪声大 (t 值多在 ± 2 以内)，仅作排序参考，以簇级结论为准。

七行公司卡（择要三家）

GEV \$949.77 · ● 电力层的利率中性格

- 位置：电力层里唯一「订单在手 + 净现金」的大市值设备商。

- 为什么重要：同一层内，核能投机簇在 6 个上行日累计 -19.9%，GEV 所在的电力设备簇仅 -4.9%，GEV 自身独立利率敏感度 -0.24——分母冲击几乎不经过它。
- 为什么被低估/高估：在册估值状态为偏贵，重估的轻松段已经走完；它的价值不在「被错杀」，而在加息周期里是电力敞口中久期最短的载体。
- 证据：EODHD 资产负债表显示净现金约 92 亿美元；燃机订单排至 2028 年以后（已在前期报告覆盖）。
- 估值状态：PE 30.2，偏贵。
- 催化：10 月下旬季报的订单与定价；若收益率回落，电力层整体修复时它的弹性反而最小。
- 反证：若订单延后或取消在三季报出现，它会从利率中性格变成盈利下修格。

VST \$138.02 · ● 被杀的是贴现率，不是电价

- 位置：长约电力现金流，久期长、杠杆中等（净债务约 2.9 倍 EBITDA）。
- 为什么重要：两周 -2.3%，6 个上行日所属簇累计 -8.6%，而同期二季度调整后 EBITDA 同比 +30%——价格下跌与基本面方向相反。
- 为什么被低估：市场按久期打折，没有区分已签长约与尚未签约的容量；已签长约的价值只受贴现率影响，不受电价影响。
- 证据：9 月 24 日 8-K 次级债发行利率 7.0%-7.25%，为本轮融资成本的一手锚。
- 估值状态：PE 27.5，在册估值状态正常。
- 催化：10 年期回落至 5.0% 以下；新的超大规模云长约签署。
- 反证：若新长约定价低于前期，或再融资利率继续上行吞噬利差，则下跌转为基本面驱动。

SMR \$7.91 · ● 全样本最长久期

- 位置：尚无稳定营收、价值集中在 2030 年前后的小型堆项目。
 - 为什么重要：独立利率敏感度 -7.61%/10bp，为 172 只样本中最高；09-22 → 09-28 -11.0%。
 - 为什么被高估：账上净现金、几乎无债务，利率冲击不经过融资成本，而是完全经过贴现率——这是纯粹的久期敞口。
 - 证据：在册营收大幅下滑、深度亏损，在册估值状态为泡沫区间。
 - 估值状态：市值 27.4 亿美元，无 PE。
 - 催化：收益率回落时反弹幅度最大（09-17 单日所属簇 +6.10%），但那是利率交易，不是基本面兑现。
 - 反证：若出现具约束力的商业订单并给出近端收入，久期缩短，利率敏感度会显著下降。
-

七、上期预判回看：9 月 16 日加息周的三个判断

当时的判断	本期读数	记分
长周期合约电力（CEG / VST / TLN / CCJ / LEU）被杀是贴现率重定价，不是电力瓶颈松动	独立发电商簇独立利率敏感度 -1.43 ($t=-1.5$)，6 个上行日累计 -8.6% 、其余日 $+2.6\%$ ；方向与机制均吻合，显著性中等	✅ 命中
重资产瓶颈环节的可交易变量改为融资成本（以 CRWV 为样本）	CRWV 独立利率敏感度 -0.56 、neocloud 簇 -1.05 ，均不显著；利率日被单独定价的是无债务的核能投机簇	❌ 落空：把「对手方与融资事件」错记在了利率名下
「把已通电兆瓦变成 AI 租金」的一端（GNRC / CIFR / FRVO / IREN / APLD / OKLO）与长约电力反向	这一组在本期分化：OKLO (-6.07) 与 FRVO (-4.69) 是全样本利率敏感度最高的一批，GNRC、CIFR 接近中性	❌ 落空：当时的分组混合了两种现金流位置

落空的两条有同一个来源——当时用「重资产 / 轻资产」和「电力 / 算力」分组，而不是用「现金流在前端 / 后端」分组。口径本身（贴现率重定价）没有错，分组维度错了。本篇起，利率敏感度以兑现度（现金流位置）为第一分组维度，杠杆单列为第二维度。

八、情景

情景	核心假设	结果	标的含义
🔴 熊（实际利率继续上行）	10 月 28 日再加息且点阵图上移；10 年期升向 5.5%	久期税继续征收；盈利因子若同时停顿，半导体的大盘贝塔（约 2）开始显形	核能与燃料电池簇再承压；CPU 与存储失去盈利掩护后利率敏感度显形
🟡 基准（高位横盘）	10 月加息落地后暂停，10 年期在 5.0%—5.3% 区间	分化由盈利因子主导，利率退为背景	半导体继续按盈利定价；电力层内设备与发电商企稳，核能投机仍弱
🟢 牛（油价回落、收益率回撤）	霍尔木兹海峡重开，布伦特回落，10 年期回到 4.8% 以下	久期折价回吐，电力层修复弹性最大	核能投机与燃料电池反弹最猛（09-17 已预演）；托管层只修复利率那一半，对手方那一半不回

九、风险与反证

#	可推翻本篇结论的观察点	触发后如何改写
1	10 年期回落至 5.0% 以下的交易日，电力层并未相对半导体跑赢	电力层下跌另有基本面原因，「久期税」一节降级为部分解释
2	美光 09-30 财报后存储簇回落，但在后续上行日的跌幅仍小于电力层	说明存储的利率敏感度低于本篇估计（-1.90 可能被盈利因子污染）
3	未来 20 个交易日内，低兑现度三分位在收益率上行日跑赢高兑现度三分位	「按现金流位置收税」不成立， α 表述失效
4	neocloud 或托管方出现浮动利率再融资压力的法定披露（利息覆盖倍数下降、契约条款调整）	分子通道开始在利率日被定价，第四节第 4.4 小节改写
5	半导体 ETF 在无盈利消息的上行日跌幅显著大于标普 500	「利率中性」不成立，半导体的利率暴露被低估

本篇不成立的几件事，一并写明：①23 个交易日的样本对单只股票的利率敏感度估计噪声很大，单只数值只作排序，结论只在簇级成立；②窗口内 10 年期与标普 500 相关系数 -0.70，残差化能分开两个因子，但分不开同日发生的公司事件（甲骨文 09-24 的不可抗力恰落在上行日），ORCL 的 -3.23 与 BE 的 -5.72 含有事件成分；③净债务与 EBITDA 取自数据商的最近一期报表，个别公司 EBITDA 口径偏旧，杠杆分组只作量级参照。

十、行动清单与监控

- **现在重点观察：**半导体中现金流最前端、利率中性的格（TSM、KLAC、AMAT）；电力层中订单在手且净现金的设备商（GEV）——两者在加息周期里是「AI 敞口」与「电力敞口」中久期最短的载体。
- **只监控不追：**VST、CEG 这类被久期折价、基本面未松动的长约电力——它们的修复开关是 10 年期回落，不是新的 AI 消息。
- **回避：**把核能投机簇当成电力瓶颈的受益者交易——在本期它的走势几乎完全由利率决定；以及把托管层的下跌全部归因于利率、在收益率回落时押注全额反弹。
- **下次看的五个数据：**①10 年期能否守住 5.10% 以上（改判线）；②10 月 28 日议息结果与点阵图；③美光 09-30 财报后存储簇在上行日的表现；④布伦特原油与 5 年期盈亏平衡通胀率是否开始同向（油价进入通胀预期的信号）；⑤托管方三季报中浮动利率债务占比与利息覆盖倍数。
- **重写结论的信号：**半导体 ETF 在无盈利消息的收益率上行日显著跑输标普 500（熊情景触发）；或电力层在收益率下行日未能跑赢（本篇核心机制失效）。

十一、来源置信度、口径、数字三道关与免责

来源置信度表

结论/数字	来源	日期	口径	置信度	冲突来源
加息 25bp 至 3.75%—4.00%、12 比 0、点阵图中位数	联邦储备委员会新闻稿与经济预测摘要	2026-09-16	官方文件	A	无
10 年期、2 年期、30 年期收益率	EODHD 国债收益率序列；美国财政部每日收益率曲线	2026-09-15 至 09-28	收盘	A	见下方口径说明
5 年期国债拍卖投标倍数 2.212	媒体报道（CNBC、Bloomberg）	2026-09-23	拍卖结果	B	无
布伦特约 106 美元、霍尔木兹海峡提议被拒	媒体报道	2026-09-28	市场价格	B	无
10 月再加息概率约 70%	贵金属市场日报转引 CME FedWatch	2026-09-28	期货隐含	C	未直接取自交易所
5 年期盈亏平衡通胀率 2.41% → 2.42%	圣路易斯联储数据库	2026-09-22 至 09-28	市场隐含	A	无
172 只美股、ETF 与比特币收益率	EODHD 复权收盘价自算	2026-08-25 至 09-28	复权	A	无
两因子回归、上行日拆解、兑现度三分位	本部自建（残差化利率因子）	2026-09-29	自建口径	A（方法可复现）	单只估计噪声大
净债务、EBITDA	EODHD 最近一期资产负债表与摘要	多为 2026-06-30	数据商口径（含租赁）	B	个别 EBITDA 口径偏旧
债务本金、浮动利率部分、12 个月内到期、利息支出、期后融资	各公司 10-Q / 10-K / 6-K 与期后 8-K	2026-05-31 至 09-24	法定披露	A	ORCL 浮动部分为 05-31 口径；CRWV 浮动部分为债务表逐项加总，OEM 融资约 51 亿未标明利率类型
兑现度	在册评分数据	2026-09-29	在册	B	无

数据冲突与口径

- **10 年期收益率两套口径**：EODHD 序列 09-22 → 09-28 为 4.970% → 5.244% (+27.4bp)，财政部官方平价收益率为 4.96% → 5.24% (+28bp)，差异来自收盘时点与曲线拟合，方向与量级一致；本篇统一使用 EODHD 序列以保证与股价同源。2 年期同理：EODHD 4.751% → 4.935%，财政部 4.71% → 4.92%。
- **「加息后两周」与「回归窗口」不同**：前者为 09-15 → 09-28 (10 个交易日)，后者为 08-25 → 09-28 (23 个交易日)；上行日拆解使用后者，其中 09-09、09-10 两个上行日早于议息。
- **层中位数与极差**：电力层两周极差 26.7pp (GNRC +17.2% 至 UEC -9.5%)，超过 15pp 门槛，层中位数不单独引用，一律拆至子簇。
- **债务两套口径**：第 4.4 节杠杆分组用数据商「总债务」(含租赁负债，如 CRWV 约 516 亿美元)，法定披露表用债务本金 (不含经营租赁，CRWV 355.51 亿美元)；前者只用于分组排序，涉及浮动利率与到期结构一律以法定披露为准。
- **独立利率敏感度的单位**：每 10bp 的剔除大盘后收益率变动 (%)。负值表示收益率上行时跑输大盘。

数字三道关自评

①**量级一致性**：6 个上行日合计 $5.0 + 12.5 + 6.0 + 14.6 + 8.9 + 7.9 = 54.9\text{bp}$ ；10 年期 $5.244 - 5.006 = 23.8\text{bp}$ ；黄金 ETF $377.91 \div 393.41 - 1 = -3.94\%$ ；半导体 ETF $600.01 \div 542.11 - 1 = +10.68\%$ ；比特币 $83,503 \div 86,172 - 1 = -3.1\%$ 。②**单位显式化**：收益率一律为百分比、变动为基点；市值为十亿美元；利率敏感度为「%/10bp」。③**双源**：收益率 EODHD 与财政部两源互证；议息结果取联储新闻稿；股价单源 EODHD (付费源、复权)，为本部自算口径。

免责声明

本报告由涌现资本产业研究部基于公开信息与法定披露独立编制，仅供研究参考，不构成任何证券的买卖建议或收益承诺。文中「建议观察」仅指纳入跟踪，不代表持仓或交易建议；所列价格为 2026 年 9 月 28 日收盘价，回归与统计结果基于有限样本，存在估计误差。