下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

# 云厂商信用利差走阔，关注英伟达供应链融资
## ——AI投融资跟踪半月报

2026年9月1日

证券分析师：姚　佩　执业编号：S0360522120004　邮箱：yaopei@hcyjs.com
证券分析师：丁炎晨　执业编号：S0360523070005　邮箱：dingyanchen@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。
**请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。**

©2021华创 版权所有

下载日志已记录，仅供内部参考



# 核心结论

- **长端美债收益率上行、叠加AI相关企业债供给的集中释放已经推高了云厂商的信用利差，并进一步抬升了整体的综合融资成本。**5家云厂商新发美元债券的加权平均信用利差（较美债）从25/4低点0.41pct升至26/2高点1.12pct，7月回落至0.75pct，8/10谷歌新发美元债信用利差小幅回落至0.74pct。
- **8月谷歌新发两批债券，8/10发行美元债250亿美元，8/27发行澳元债39亿美元。**从信用利差来看，谷歌8/27发行的5/10/20年期澳元债利率（固定利率）分别为5.5%/6.25%/6.9%（较当前同期限澳大利亚国债收益率分别+0.84/+1.23/+1.37pct），相较于8/10发行的5/10/20年期美元债券利率4.9%/5.45%/6.25%（较同期限美国国债收益率分别+0.47/+0.73/+1.00pct），债券信用利差均明显抬升，反映市场对科技企业信用的定价正在重新校准。
- **英伟达宣布达成多项战略合作，将与阿波罗、贝莱德、黑石、布鲁克菲尔德、高盛以及KKR合作设立独立算力融资平台，计划逐步调动超过5000亿美元第三方资本，用于AI基础设施建设。**
- 按照平台运行逻辑，六大机构会设立大规模专项资本池，以有竞争力的利率，向英伟达生态内的前沿AI实验室、企业、AI云服务商提供融资支持，英伟达可以提前锁定订单，获得硬件销售收入；
- 客户借助这笔第三方资金，可以采购硬件、建设DSX架构的AI工厂，不必大量消耗自身资产负债表内的自有现金；
- 最终，AI公司再用未来几年收到的算力租金还本付息，英伟达在部分项目中提供最高 25% 的资产残值兜底，作为信用缓冲提升放贷意愿。资本方获得与算力实际使用情况挂钩的长期收益，把AI算力项目变成类似公用基建一样，可供全球机构资本配置的投资标的。

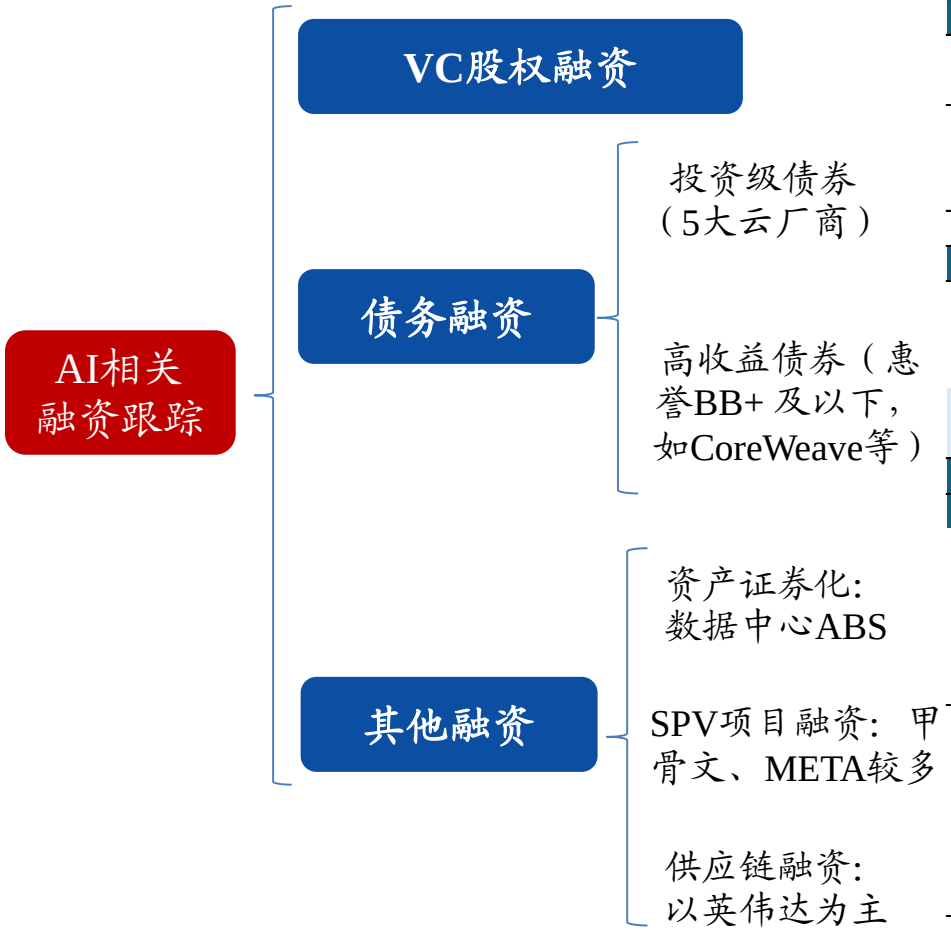


数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

# AI融资：跟踪框架及数据汇总






| 融资端：规模（亿美元） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2024年 | 2025年 | 2026年（截至8/31） | 本期（2026年8月） | 上期（2026年7月） |
| 股权融资 | AI初创企业全球VC规模 | 1846 | 2789 | 4731 | 187 | 424 |
| | AI投资占全球VC投资比重 | 52% | 59% | 73% | 51% | 53% |
| 债券融资 | 投资级债券（5大云厂商） | 201 | 1084 | 2231 | 289 | 250 |
| | 全球AI相关高收益债券（惠誉BB+及以下，如CoreWeave等） | 361 | 556 | 440 | 20 | 27 |
| 资产证券化 | 全球数据中心ABS发行规模 | 215 | 363 | 348 | 21 | 72 |
| 融资端：重点事件跟踪 | | | | | | |
| SPV项目融资 | | 2026年7月，Meta与BlackRock宣布成立合资公司，开发并持有得克萨斯州El Paso的1GW数据中心园区，总开发成本约140亿美元；BlackRock管理基金持股80%、Meta持股20%，其中BlackRock通过125.5亿美元债务融资（票息7.534%） | | | | |
| 供应链融资 | | 2026年8月，英伟达联手6家华尔街巨头建AI算力融资平台，计划调动超过5000亿美元第三方资本。 | | | | |
| 融资端：利率及利差（%） | | | | | | |
| | | 2024年 | 2025年 | 2026年（截至8/31） | 本期（2026年8月） | 上期（2026年7月） |
| 投资级债券 | 5大云厂商加权平均发债利率 | 4.68 | 4.84 | 4.89 | 5.57 | 5.35 |
| | 5大云厂商美元债加权平均信用利差（较美国国债利率） | 1.13 | 0.76 | 0.85 | 0.74 | 0.75 |
| | 美国投资级债券整体信用利差（期权调整价差） | 0.89 | 0.84 | 0.78 | 0.78 | 0.78 |
| 高收益债券 | 全球AI相关高收益债券加权平均发债利率 | 6.96 | 7.83 | 6.77 | 5.60 | 6.82 |
| | AI相关美元债高收益债加权平均信用利差（较美国国债利率） | 3.37 | 4.46 | 3.51 | 1.16 | 2.87 |
| | 美国高收益债券整体信用利差（期权调整价差） | 3.02 | 2.92 | 2.76 | 2.60 | 2.79 |

注：计算信用利差的基准利率取发行债券的币种所属国家对应期限的国债收益率；
加权平均是指按照发债规模加权，计算平均利率/利差；
SPV、供应链融资缺少统一数据口径，因此以事件跟踪为主。

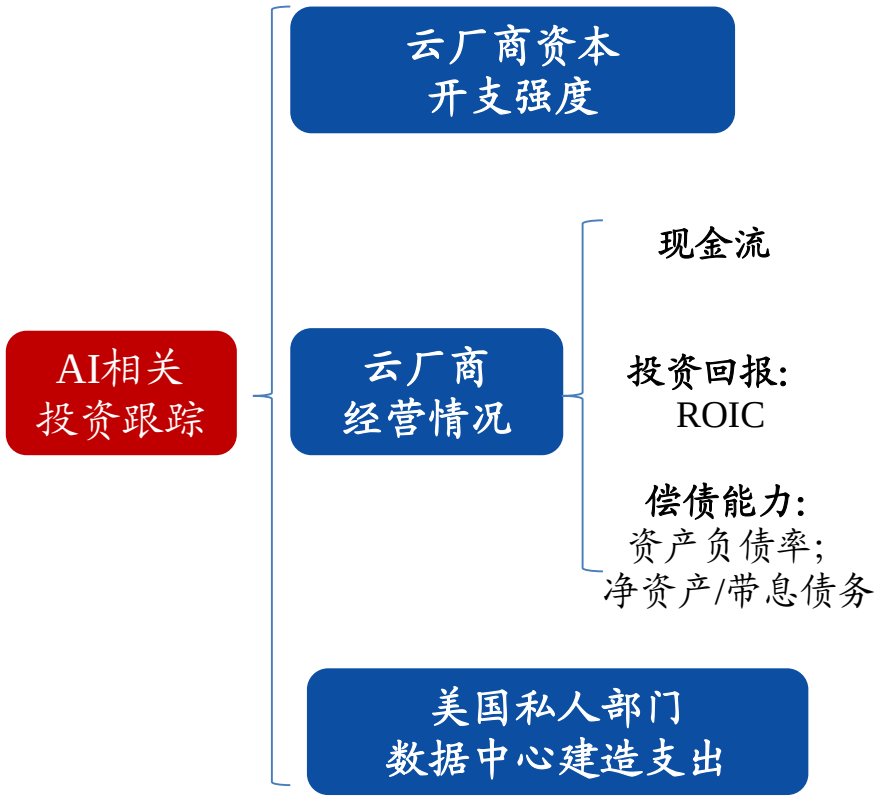


数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# AI投资：跟踪框架及数据汇总




| 投资端：资本开支 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 自然年 | | 2024年 | 2025年 | 2026年指引（26Q1） | 2026年指引（26Q2） |
| 亚马逊 | 资本开支规模（亿美元） | 777 | 1283 | 2000 | 2200 |
| | yoy(%) | 61.3 | 65.2 | 55.9 | 71.4 |
| 谷歌 | 资本开支规模（亿美元） | 525 | 914 | 1850 | 2000 |
| | yoy(%) | 62.9 | 74.1 | 102.3 | 118.7 |
| 微软 | 资本开支规模（亿美元） | 556 | 831 | 1900 | 1750 |
| | yoy(%) | 57.8 | 49.6 | 128.7 | 110.6 |
| META | 资本开支规模（亿美元） | 373 | 697 | 1350 | 1375 |
| | yoy(%) | 36.6 | 87.1 | 93.7 | 97.3 |
| 总计（亿美元） | | 2230 | 3726 | 7100 | 7325 |
| yoy（%） | | 56.1 | 67.1 | 90.6 | 96.6 |
| 财年 | | 2024年 | 2025年 | 2026财年 | 2027财年指引 |
| 甲骨文 | 资本开支规模（亿美元） | 69 | 212 | 557 | 700 |
| | yoy(%) | -21.0 | 209.0 | 162.4 | 25.8 |

| 投资端：数据中心建设 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 美国私人部门数据中心建造支出（亿美元） | 2024年 | 2025年 | 2026年（YTD，截至6月） | 2026年6月（折年数） | 2026年5月（折年数） |
| | 347 | 497 | 305 | 683 | 638 |
| yoy(%) | 73.8 | 43.2 | 27.8 | 45.8 | 32.4 |

注：谷歌、脸书的资本开支指引取指引区间中位数，26Q2谷歌资本开支指引从1800-1900上调至1950-2050亿美元；脸书从1250-1450上调至1300-1450亿美元。

由于资本开支的指引口径不同，亚马逊、谷歌、脸书、微软统计自然年数据，甲骨文统计财年数据。



数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目录

01 融资端：云厂商信用利差走阔，关注英伟达供应链融资

02 投资端：云厂商资本开支与财务状况

下载日志已记录，仅供内部参考



# 1、本期重要事件——谷歌8月两度发债，信用利差走阔

- 长端美债收益率上行、叠加AI相关企业债供给的集中释放已经推高了云厂商的信用利差，并进一步抬升了整体的综合融资成本。5家云厂商新发美元债券的加权平均信用利差（较美债）从25/4低点0.41pct升至26/2高点1.12pct，7月回落至0.75pct，8/10谷歌新发美元债信用利差小幅回落至0.74pct。
- 8月谷歌新发两批债券，8/10发行美元债250亿美元，8/27发行澳元债39亿美元。从信用利差来看，谷歌8/27发行的5/10/20年期澳元债利率（固定利率）分别为5.5%/6.25%/6.9%（较当前同期限澳大利亚国债收益率分别+0.84/+1.23/+1.37pct），相较于8/10发行的5/10/20年期美元债券利率4.9%/5.45%/6.25%（较同期限美国国债收益率分别+0.47/+0.73/+1.00pct），债券信用利差均明显抬升，反映市场对科技企业信用的定价正在重新校准。

| 发行人名称 | 发行日期 | 货币 | 发行规模(亿美元) | 发行期限(年) | 息票(%) | 基准利率 | 信用利差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Alphabet股份有限公司 | 08/27/2026 | AUD | 7.15 | 20 | 6.90 | 5.53 | 1.37 |
| | | AUD | 7.15 | 10 | 6.25 | 5.02 | 1.23 |
| | | AUD | 5.36 | 5 | 5.50 | 4.66 | 0.84 |
| | | AUD | 10.70 | 5 | 5.39 | 4.66 | 0.73 |
| | | AUD | 5.36 | 3 | 5.14 | 4.62 | 0.52 |
| | | AUD | 3.57 | 3 | 5.20 | 4.62 | 0.58 |
| | 08/10/2026 | USD | 25.00 | 40 | 6.50 | 5.25 | 1.25 |
| | | USD | 45.00 | 30 | 6.38 | 5.25 | 1.13 |
| | | USD | 30.00 | 20 | 6.25 | 5.25 | 1.00 |
| | | USD | 45.00 | 10 | 5.45 | 4.72 | 0.73 |
| | | USD | 25.00 | 7 | 5.20 | 4.56 | 0.64 |
| | | USD | 35.00 | 5 | 4.88 | 4.41 | 0.47 |
| | | USD | 20.00 | 3 | 4.63 | 4.31 | 0.32 |
| | | USD | 5.00 | 3 | 4.26 | 4.31 | -0.05 |
| | | USD | 12.50 | 2 | 4.50 | 4.25 | 0.25 |
| | | USD | 7.50 | 2 | 4.10 | 4.25 | -0.15 |

注：计算信用利差的基准利率取发行债券的币种所属国家对应期限的国债收益率。



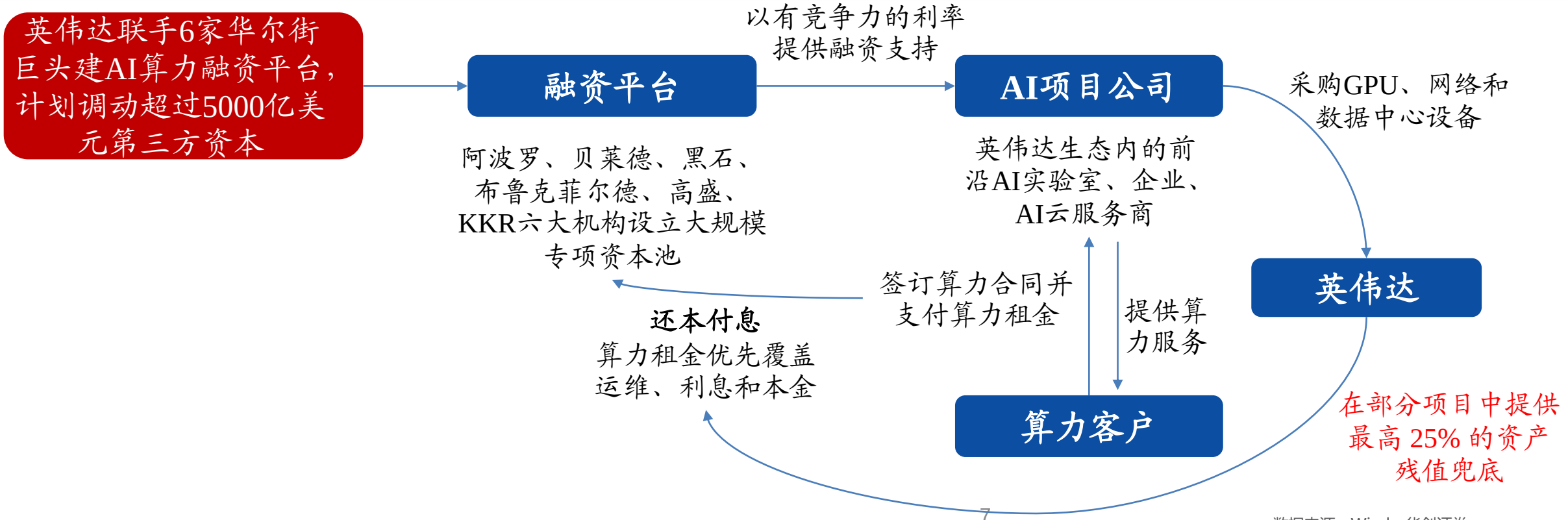
数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 1、本期重要事件——英伟达联合6家金融机构成立5000亿算力融资平台

- 英伟达宣布达成多项战略合作，将与阿波罗、贝莱德、黑石、布鲁克菲尔德、高盛以及KKR合作设立独立算力融资平台，计划逐步调动超过5000亿美元第三方资本，用于AI基础设施建设。
- 按照平台运行逻辑，六大机构会设立大规模专项资本池，以有竞争力的利率，向英伟达生态内的前沿AI实验室、企业、AI云服务商提供融资支持，英伟达可以提前锁定订单，获得硬件销售收入；
- 客户借助这笔第三方资金，可以采购硬件、建设DSX架构的AI工厂，不必大量消耗自身资产负债表内的自有现金；
- 最终，AI公司再用未来几年收到的算力租金还本付息，英伟达在部分项目中提供最高 25% 的资产残值兜底，作为信用缓冲提升放贷意愿。资本方获得与算力实际使用情况挂钩的长期收益，把AI算力项目变成类似公用基建一样，可供全球机构资本配置的投资标的。





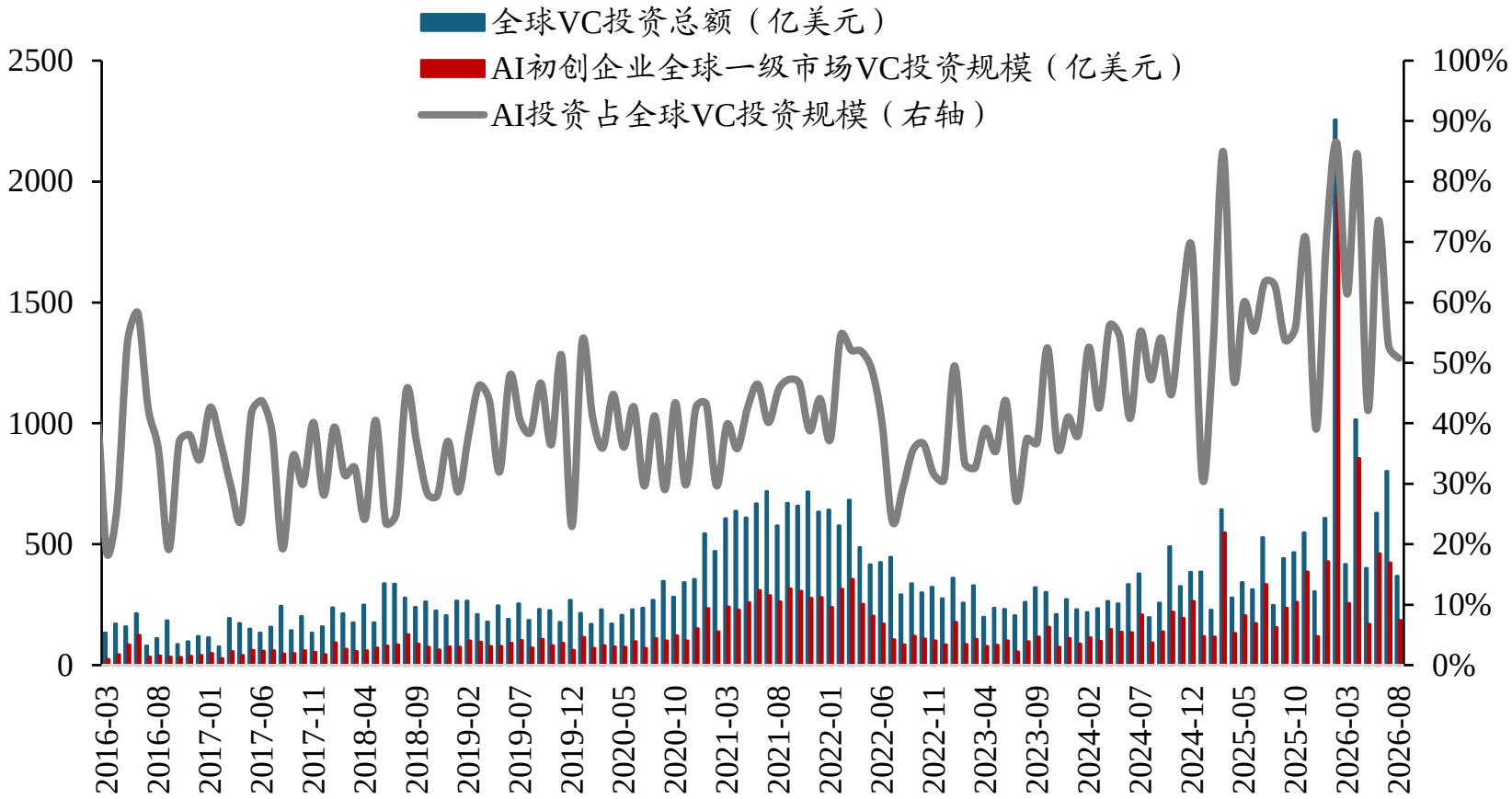

数据来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 2、股权融资——二季度以来VC投资放缓

- 今年以来，全球风险投资正以前所未有的集中度涌向AI：2024-2025年全球AI初创企业VC投资规模分别1846、2789亿美元，占全球VC投资总额比例分别52%、59%。今年前8个月（截至8/31）AI初创企业VC投资规模已达到4731亿美元，占比73%。
- 今年以来AI初创企业VC投资的高增主要集中在一季度，26Q1总规模超2600亿美元，其中2月单月达到1947亿美元。二季度以来有所放缓，尤其8月已降至187亿美元，较6-7月平均440亿左右规模显著下滑。




数据来源：Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 2、股权融资——VC重点事件表

- AI初创企业的VC投资规模跳升主要由超大私募轮主导。2026Q1的读数中仅OpenAI一轮就贡献超千亿美元，一级市场对少数巨头的依赖度显著上升。
- 这也埋下了集中度风险：一旦头部两三家融资节奏放缓，总量读数将出现台阶式回落。

**2025年以来AI公司大额股权融资事件梳理**

| 发生时间 | 融资主体(公司) | 轮次/性质 | 融资金额(亿美元) | 领投/主要出资方 |
|---|---|---|---|---|
| 2025-03 | Anthropic | E 轮 | 35 | 多机构参与（领投方未披露） |
| 2025-09-04 | Anthropic | F 轮 | 130 | Iconiq Growth、富达、Lightspeed 领投 |
| 2026-01-07 | xAI | E 轮（与 SpaceX 合并前） | 200 | 英伟达、思科等参与 |
| 2026-02-12 | Anthropic | G 轮 | 300 | GIC、Coatue 领投；微软、英伟达、红杉参与 |
| 2026-02-27 | OpenAI | 公司少数股权轮（史上最大单笔） | 1100 | Amazon 500 / 软银 300 / 英伟达 300 + a16z/MGX/TPG |
| 2026-05-13 | Anduril | H 轮 | 50 | Thrive Capital、a16z 共同领投 |
| 2026-05-29 | Anthropic | H 轮（含 150 亿算力侧承诺） | 650 | Altimeter/Dragoneer/Greenoaks/红杉领投；Amazon 等 50 亿 |
| 2026-06-16 | DeepSeek | 首次外部融资 | 74 | 国家人工智能产业投资基金及产业方 |
| 2026-07-22 | AMD → Anthropic（出资方视角） | 战略投资（AMD 首次投 AI 公司） | 50 | AMD（换 2GW MI450 采购承诺） |
| 2026-07-23 | Etched | C 轮 | 3 | 红杉资本领投；a16z/SK 海力士/Jane Street 参与 |
| 2026-07-29 | 月之暗面（Moonshot AI） | F 轮（超购 3 倍提前关闭） | 35 | 多机构（含阿里/腾讯体系等） |
| 2026-08-01 | Amazon → OpenAI（出资方视角） | 战略投资（完成全部 500 亿，分三批） | 500 | Amazon 持股约 5% |
| 2026-08-03 | Databricks | 融资轮（年内最大单笔） | 50 | Coatue 领投；黑石/MGX/T.Rowe Price 跟投 |
| 2026-08-11 | River AI（xAI 联创） | 种子+A 轮 | 11 | General Catalyst、AMP PBC 领投；英伟达/AMD Ventures/YC/淡马锡 |


数据来源：Bloomberg，AI新智能，财联社，太平洋科技，新浪财经等，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 3、投资级债券：北美云厂商发债规模高增

- 早期云厂商龙头资本开支已自有资金为主，去年下半年以来开始转向外部债务融资。2024年五大云厂商发债总额仅201亿美元，2025年达1084亿美元，今年前8个月累计发债规模已达到2231亿美元。
- 亚马逊与谷歌是今年以来发债主力，分别发行规模923、808亿美元，8月发债主要集中在谷歌，8/10发行250亿美元债券、8/27首次发行澳元债，规模约39亿美元。

| | 发债规模（亿美元） | | | | | | 发债利率（%，按照发行规模加权平均） | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 亚马逊 | 谷歌 | META | 微软 | 甲骨文 | 合计 | 亚马逊 | 谷歌 | META | 微软 | 甲骨文 | 合计 |
| 2020年 | 78 | 90 | | 100 | 165 | 433 | 2.08 | 1.70 | | 2.58 | 3.42 | 2.63 |
| 2021年 | 123 | | | 82 | 123 | 327 | 2.57 | | | 2.95 | 3.36 | 2.96 |
| 2022年 | 155 | | 299 | | 60 | 514 | 4.03 | | 4.04 | | 6.50 | 4.32 |
| 2023年 | | | 85 | 68 | 53 | 206 | | | 5.23 | 2.88 | 5.09 | 4.41 |
| 2024年 | | | 105 | 33 | 63 | 201 | | | 5.10 | 2.87 | 4.93 | 4.68 |
| 2025年 | 150 | 376 | 300 | | 258 | 1084 | 4.68 | 4.30 | 5.14 | | 5.38 | 4.84 |
| 2026年（YTD，截至8/31） | 923 | 808 | 250 | | 250 | 2231 | 4.60 | 4.69 | 5.73 | | 5.80 | 4.89 |
| 2026年1月 | | | | | | | | | | | | |
| 2026年2月 | | 275 | | | 250 | 525 | | 4.94 | | | 5.80 | 5.35 |
| 2026年3月 | 537 | 39 | | | | 576 | 4.52 | 1.06 | | | | 4.28 |
| 2026年4月 | | | | | | | | | | | | |
| 2026年5月 | 36 | 204 | 250 | | | 490 | 1.33 | 3.81 | 5.73 | | | 4.61 |
| 2026年6月 | 100 | | | | | 100 | 4.32 | | | | | 4.32 |
| 2026年7月 | 250 | | | | | 250 | 5.35 | | | | | 5.35 |
| 2026年8月 | | 289 | | | | 289 | | 5.57 | | | | 5.57 |



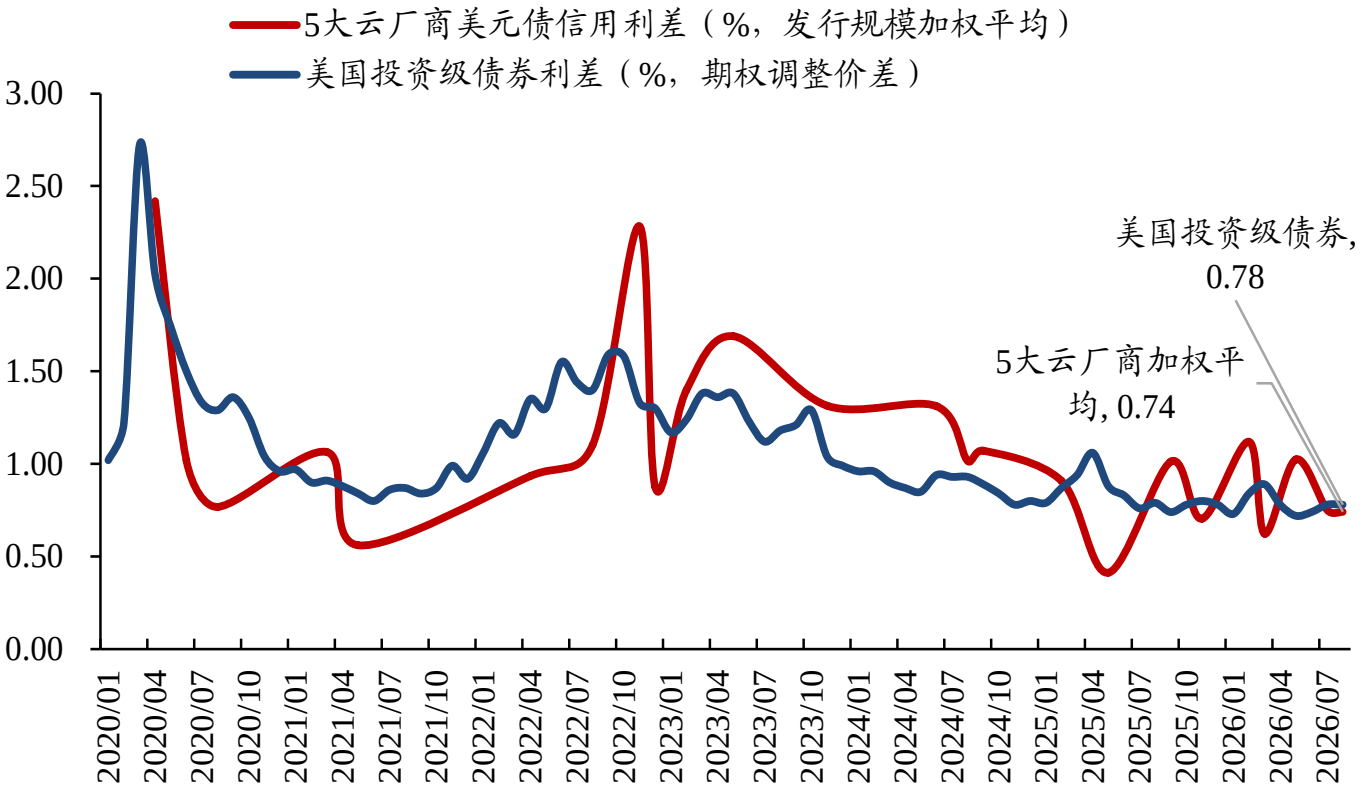
数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 3、投资级债券：信用利差

- 长端美债收益率上行、叠加AI相关企业债供给的集中释放已经推高了云厂商的信用利差，并进一步抬升了整体的综合融资成本。从5家云厂商新发美元债券的加权平均信用利差（较美债）来看，从25年4月低点0.41pct升至26年2月高点1.12pct，7月回落至0.75pct，8/10谷歌新发美元债信用利差小幅回落至0.74pct。
- 当前云厂商新发美元债的信用利差与美国投资级债券信用利差基本持平，美国投资级债券信用利差今年以来维持在0.7-0.9pct，7-8月均为0.78pct。
- 变化在于8/27谷歌新发澳元债，信用利差（较澳大利亚国债）较8/10美元债明显走阔，虽然不同市场信用溢价有差别，但市场对AI融资的担忧仍值得关注。




| | 今年以来美元债信用利差变化（%） | |
|---|---|---|
| | 5大云厂商加权平均 | 美国投资级债券 |
| 2026/8/31 | 0.74 | 0.78 |
| 2026/7/31 | 0.75 | 0.78 |
| 2026/6/30 | | 0.74 |
| 2026/5/29 | 1.02 | 0.72 |
| 2026/4/30 | | 0.78 |
| 2026/3/31 | 0.62 | 0.89 |
| 2026/2/27 | 1.12 | 0.84 |
| 2026/1/30 | | 0.73 |

注：基准利率为美国国债利率，云厂商信用利差为每月云厂商发债的信用利差按照发债规模加权平均。



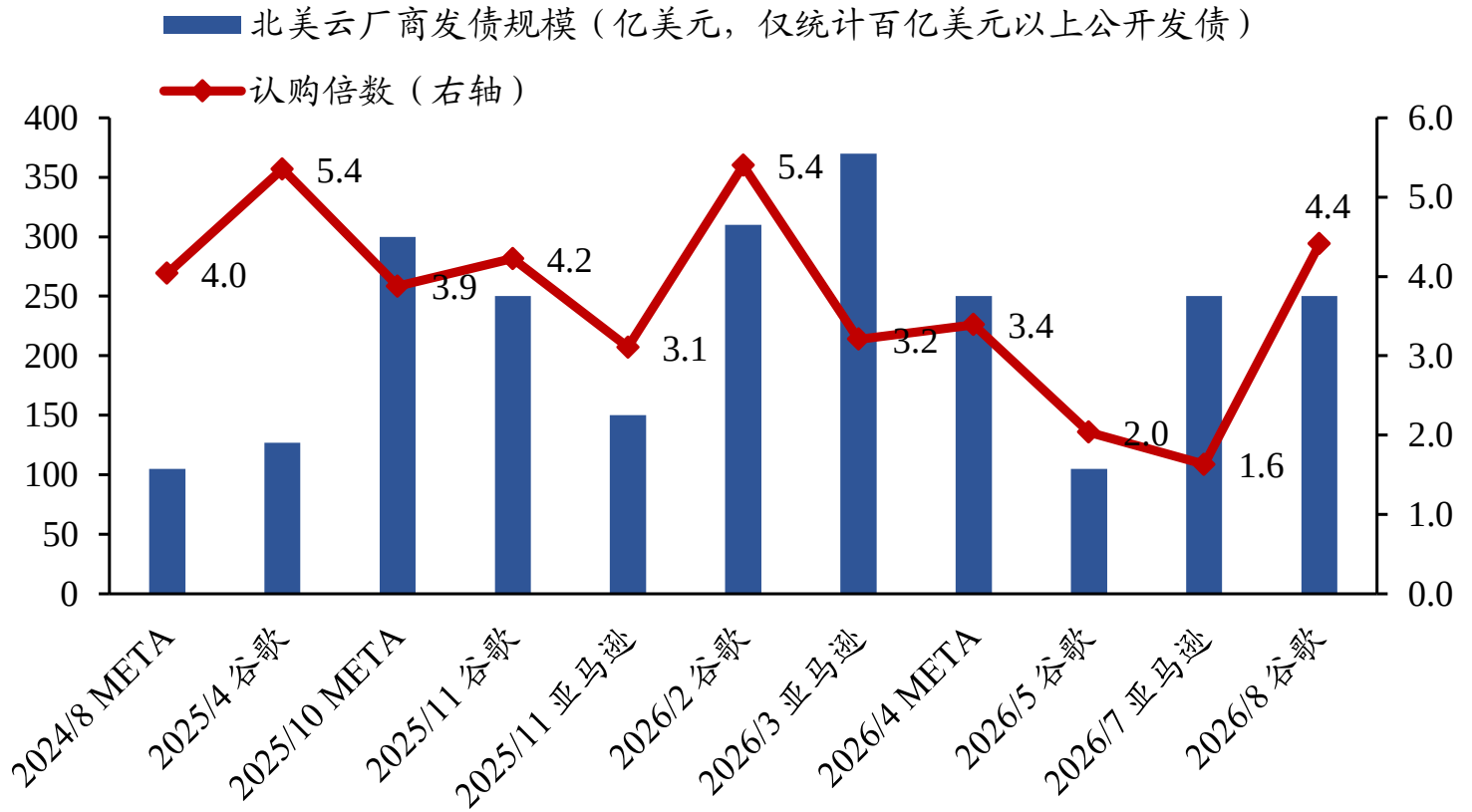
数据来源：Wind，Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3、投资级债券：云厂商发债认购倍数持续下行，8月显著回升



- 统计云厂商单月发行百亿以上规模债券的认购倍数，今年上半年以来持续下行，反映市场承接意愿边际转弱。认购倍数自2026年2月谷歌峰值的5.4倍持续降至2026年7月亚马逊的1.6倍。期间谷歌自身发债的认购倍数也降至5月的2.0倍。
- 受益于中报披露后市场对AI产业景气的验证，8月谷歌新发债券认购倍数显著提升，8/6发行的250亿美元债券整体认购倍数回升至4.4倍。





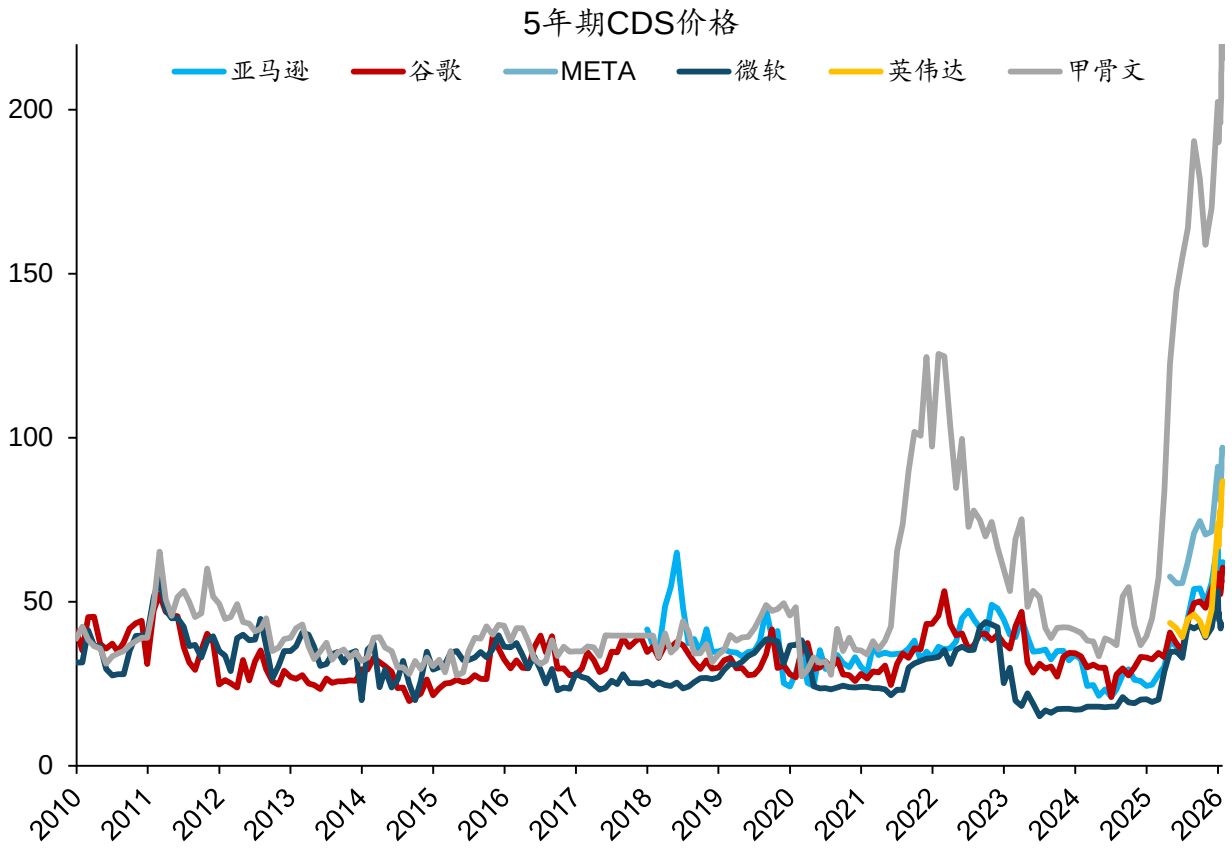

数据来源：Bloomberg，华创证券

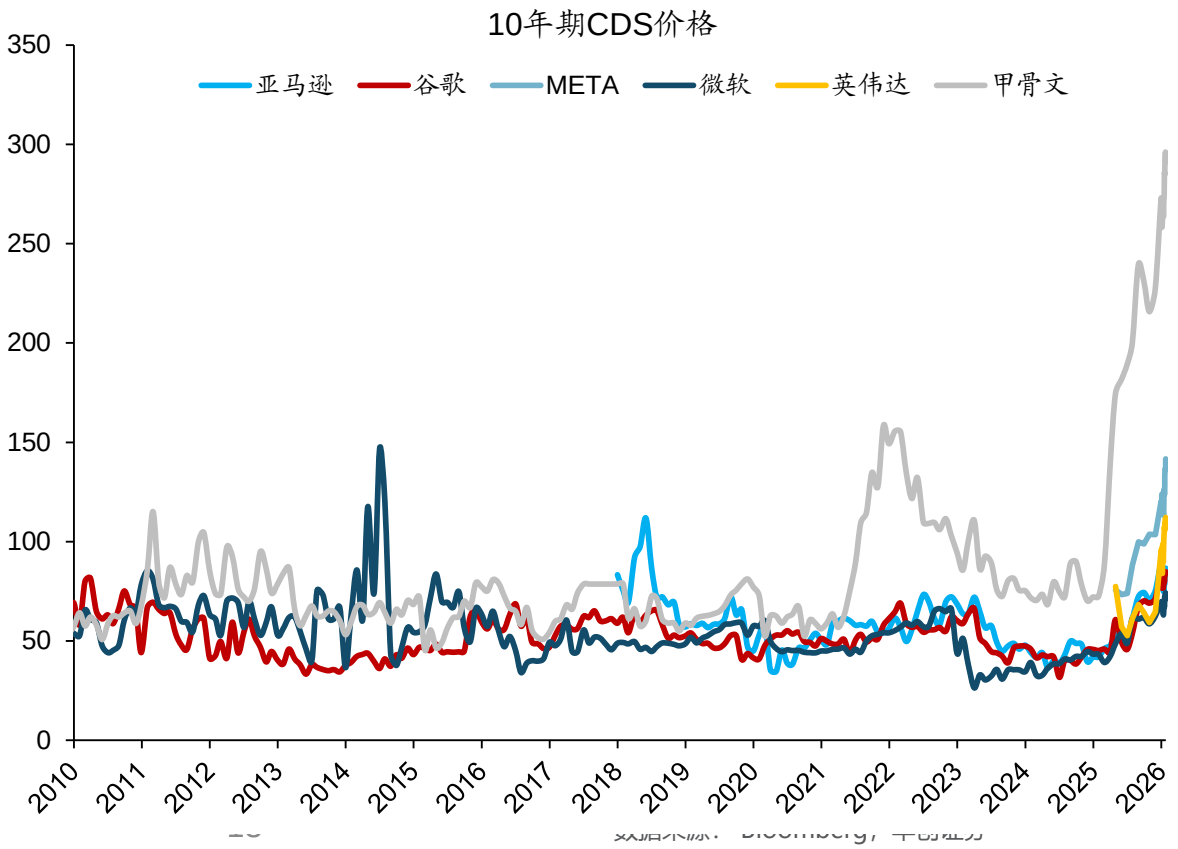
下载日志已记录，仅供内部参考



# 3、投资级债券：CDS已处历史高位

- 从CDS（信用违约互换，用于转移或对冲债券违约风险的金融保险合约：买方定期支付保费，一旦实体发生违约，卖方需赔偿损失）来看，本轮云厂商CDS上行较快，当前均已处历史高位。具体来看，截至8/31：
- 亚马逊：5年期62（历史98%分位）、10年期87（96%分位）；谷歌：5年期60（99%）、10年期84（98%）；META：5年期96（93%）、10年期142（100%）；微软：5年期43（93%）、10年期74（95%）；甲骨文：5年期216（99%）、10年期291（100%）；英伟达：5年期87（100%）、10年期109（93%）。



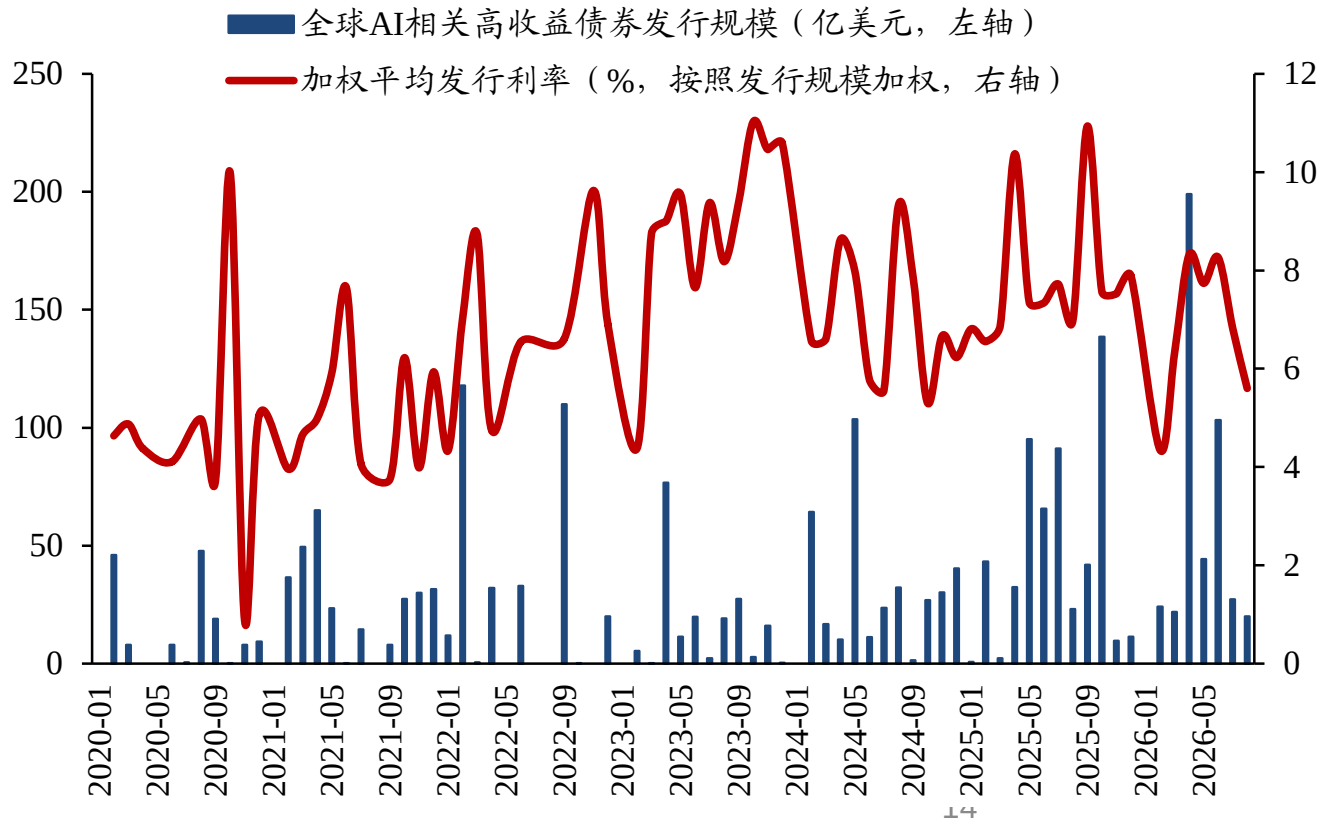



下载日志已记录，仅供内部参考



# 3、高收益债：发行规模放缓，发债利率下降

- 除云厂商发行的投资级债券外，部分低信用评级的公司也会通过发行债券进行融资，但由于成本较高，发行规模往往相对较小。
- 我们统计的AI相关高收益债是指惠誉BB+ 及以下的主体发行的债券，典型如CoreWeave等。2024-2025年全球AI相关高收益债券发行规模分别361、556亿美元，今年以来（截至8/31）累计发行规模440亿美元，加权发行利率从2025年7.8%降至6.8%。
- 过去两个月明显下滑，7-8月分别发行27、20亿美元；加权平均发行利率6.8%、5.6%。
- （高收益债发行规模较小，加权平均发行利率容易受个别公司影响，因此波动较大）



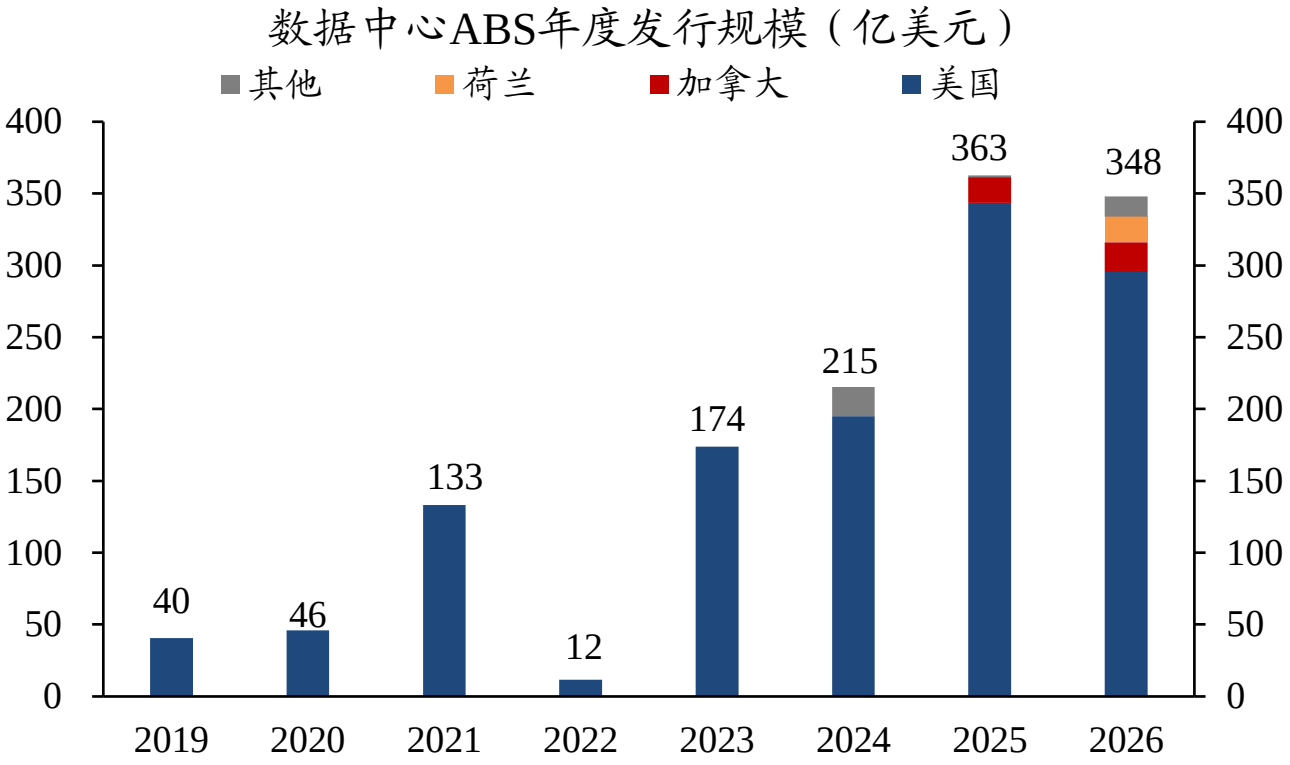

数据来源： Bloomberg，华创证券

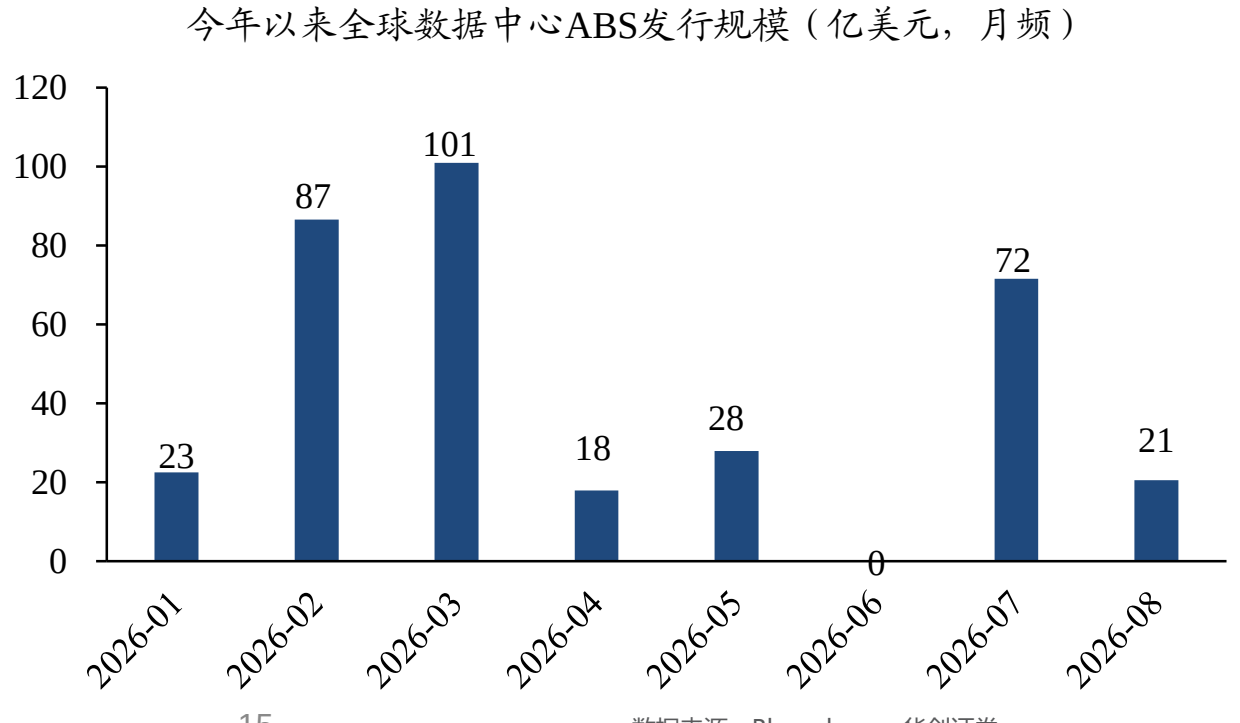
下载日志已记录，仅供内部参考



# 4、证券化融资——ABS大幅高增

- 以数据中心为底层资产的证券化融资明显放量。全球数据中心ABS发行额2021年约133亿美元，2022年一度骤降至12亿，2023年起逐年修复，2024-2025年分别215、363亿美元。2026年前8个月已达到348亿美元，节奏上同样集中在一季度，26Q1数据中心ABS总计210亿美元。
- 证券化的意义不在绝对规模，相对巨头数千亿美元的资本开支，两三百亿只是补充。相比之下，资金结构的信号更重要，当数据中心租约现金流被打包成标准化产品、向保险与养老金等更广的资金池分销时，说明本轮建设的融资半径仍在扩张。






数据来源：Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 5、SPV——表外融资，甲骨文&META为主

- SPV（特殊目的载体）系为特定项目单独设立的法人实体，核心功能是实现项目资产、债务与发起人之间的风险隔离。在 AI 基础设施领域，SPV 通常作为数据中心项目的持有与融资主体，由发起人与基础设施基金共同出资设立，项目债务留存于 SPV 层面、不并入发起人合并报表，实现表外融资。
- 2025 年以来 AI 基建领域 SPV 项目融资中，Meta 规模最大：一是 2025 年 10 月通过 Beignet 项目公司（BlueOwl 持股 80%、Meta 持股 20%，不并表）为 Hyperion 数据中心发行约 270-273 亿美元私募债（PIMCO 锚定，2049 年到期）；二是 2026 年 7 月通过 Sopaipilla 项目公司（BlackRock 持股 80%）为 El Paso 数据中心发行约 125.5 亿美元项目债，并设立总开发成本约 140 亿美元的合资项目。Meta 相关 SPV 融资合计逾 500 亿美元，SPV 项目融资已成为 AI 基建资本开支的重要通道。

**2025年以来AI公司重点SPV融资事件梳理**

| 发生时间 | 融资类型 | 融资主体/项目 | 金额(亿美元) | 融资情况具体说明 |
|---|---|---|---|---|
| 2025-10-14 | SPV高级担保票据 | TeraWulf（WULF Compute，Lake Mariner 纽约） | 32 | 据TeraWulf官方公告，其全资子公司WULF Compute拟发行32亿美元2030年到期高级担保票据，用于纽约Barker的Lake Mariner数据中心扩建；票据以Fluidstack指定锁箱账户及谷歌认股权证质押为担保，摩根士丹利担任独家簿记行。 |
| 2025-10-21 | SPV私募债（表外） | Meta Hyperion（Beignet Investor LLC，路易斯安那5GW） | 273 | 据The Asset等报道，Meta与Blue Owl Capital完成270亿美元合资融资，用于路易斯安那州Richland Parish的Hyperion数据中心园区建设，为史上最大私募信贷交易；Blue Owl持80%、Meta持20%（不并表），PIMCO为最大买家（锚定约180亿美元） |
| 2026-04-24 | SPV项目融资 | Oracle Michigan（Related Digital/Blackstone，Saline Township） | 160 | 据Related Digital与黑石官方新闻稿，专为甲骨文定制的密歇根州Saline Township数据中心园区完成160亿美元融资；融资包括Related Digital与黑石关联基金的股权出资，以及PIMCO管理基金锚定的固定利率长期债务融资；美银担任结构顾问，高盛与富国银行提供顾问支持。 |
| 2026-06-09 | SPV项目债（投资级） | Hut 8 Beacon Point（得州1GW） | 42.5 | 据Hut 8官方新闻稿，其全资子公司Beacon Point DC LLC定价发行42.5亿美元6.129%高级担保票据（2042年到期、全额摊销、对Hut 8无追索权），用于得州Beacon Point数据中心项目融资；项目以两期各352MW（合计704MW）15年租约（投资级租户，未披露）为支撑，园区基础期合同价值达196亿美元。 |
| 2026-07-06 | 项目债（拟）+租约 | TeraWulf（Justified Data Campus，肯塔基） | 35 | 据TeraWulf官方公告，公司以Anthropic 190亿美元数据中心租约现金流为基础，拟为肯塔基州Justified Data Campus募资35亿美元；同时将其Abernathy合资公司多数权益出售给Fluidstack。 |
| 2026-07-28 | SPV合资（股权+项目债） | Meta×BlackRock El Paso园区（1GW） | 125.5 | 据Meta官方公告，Meta与BlackRock宣布成立合资公司，开发并持有得克萨斯州El Paso的1GW数据中心园区，总开发成本约140亿美元；BlackRock管理基金持股80%、Meta持股20%，其中BlackRock以约49亿美元现金出资，并通过125.5亿美元债务融资（票息7.534%、较美债+287.5bp、2048年到期）支持项目；Meta将土地及在建资产（约23亿美元）注入合资公司，并获得约10亿美元一次性分配以对齐持股比例；预计2028年投产，Meta为唯一租户。 |


数据来源：Bloomberg，财联社，公司官方新闻稿，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

# 6、供应链融资：供应商与客户之间“投资+采购”的闭环网络



- 供应链融资指供应商（芯片、设备厂商）以股权投资、担保或采购承诺等方式，为下游客户提供信用支持、绑定需求。
- 英伟达为最主要运用方，扮演股东、供应商与兜底方多重角色：2025 年以来先后投资 OpenAI（300 亿美元）、Anthropic（100 亿美元）、xAI（200 亿美元）、SSI（50 亿美元）等客户。
- 7月英伟达宣布为OpenAI俄亥俄数据中心项目提供财务担保2500亿美元，近期已决定削减至1050亿美元。8月英伟达宣布达成多项战略合作，将与阿波罗、贝莱德、黑石、布鲁克菲尔德、高盛以及KKR合作设立独立算力融资平台，计划逐步调动超过5000亿美元第三方资本，用于AI基础设施建设。
- 其影响在于：客户以融资所得采购英伟达芯片，形成"投资—采购—收入回流"的循环融资链条，将客户资产负债约束转移至外部资本，风险相应后置，市场对其循环融资及信用敞口持续关注。

**2025年以来AI领域供应链融资重点事件梳理**

| 发生时间 | 融资类型 | | 金额(亿美元) | 融资情况具体说明 |
|---|---|---|---|---|
| 2025-09 | 容量兜底 | 英伟达 → CoreWeave | 63 | 英伟达与CoreWeave签署约63亿美元协议，承诺购买CoreWeave未售出的云容量，为下游云服务商的收入提供背 |
| 2025-09-18 | 股权投资 | 英伟达 → 英特尔 | 50 | 英伟达以约23.28美元均价买入英特尔股份，持股约4.9%，双方将共同开发AI基础设施。 |
| 2025-10-14 | 信用增级（认股权证抵押） | 谷歌 → Fluidstack（TeraWulf 结构） | 32 | 谷歌同意在项目完工前质押其持有的TeraWulf认股权证（pre-completion pledge of Google warrants），作为Fluidstack承租租约 |
| 2025-11-18 | 股权投资 | 英伟达+微软 → Anthropic | 150 | 英伟达与微软合计拟向Anthropic投资至多150亿美元（其中英伟达约100亿美元），绑定Anthropic算力生态。 |
| 2026-01-01 | 长约/保证金（存量） | 美光（take-or-pay SCA，16 份） | 220 | 据美光官方财报，公司战略客户协议（SCA）剩余履约义务约1,000亿美元，并收取约220亿美元现金保证金，锁定约20% |
| 2026-01-07 | 股权投资 | 英伟达 → xAI（E 轮参与） | 200 | 英伟达参与xAI E轮融资（轮次规模约200亿美元），为SpaceX合并前的一轮投资。 |
| 2026-02-04 | 股权投资（单季） | 英伟达 → 私营公司+基础设施基金 | 186 | 英伟达2026年2-4月单季对私营公司及基础设施基金投资186亿美元，部分投资对象未来将间接采购英伟达芯片。 |
| 2026-02-27 | 股权投资+采购绑定 | 英伟达 → OpenAI | 300 | 英伟达对OpenAI的投资由原计划的1,000亿美元缩减至300亿美元，换取5GW Vera Rubin训练算力及3GW专属推理算力。 |
| 2026-03-02 | 股权投资+战略协议 | 英伟达 → Coherent | 20 | 英伟达与Coherent签署多年期光学/光互连战略合作协议，并投资20亿美元支持美国本土制造。 |
| 2026-04-01 | 股权投资+采购绑定 | 亚马逊 → Anthropic | 330 | 亚马逊对Anthropic追加投资330亿美元，换取10年AWS合约1,000亿美元及5GW算力（含Trainium设计绑定）。 |
| 2026-07-22 | 股权投资+采购绑定 | AMD → Anthropic | 50 | AMD首次投资AI公司，向Anthropic投资50亿美元，换取2027年上半年起2GW MI450采购承诺。 |
| 2026-07-26 | 信贷担保（谈判中） | 英伟达 → OpenAI 俄亥俄 10GW 项目 | 2500（现已下调至1200以下） | 英伟达拟为OpenAI俄亥俄州10GW数据中心项目提供最高2,500亿美元信贷担保，后已削减至1,200亿美元以下；SB |
| 2026-07-27 | 股权投资 | 英伟达 → Naver | 10 | 英伟达与Brookfield共同向Naver投资10亿美元，共建韩国AI算力中心，锁定10万GPU长期需求。 |
| 2026-07-28 | 股权投资 | 英伟达 → SSI（Ilya 实验室） | 50 | 英伟达以现金出资50亿美元投资Ilya实验室（SSI，非算力抵扣），支持其在12个月内将算力扩充10倍（Vera Rubin）。 |
| 2026-08-08 | 股权投资 | 英伟达 → Lancium | 30 | 英伟达拟向数据中心电力基础设施公司Lancium投资至多30亿美元（先期20亿美元获得约20%股权，可追加10亿美元）。 |
| 2026-08-10 | 融资平台（MOU） | 英伟达 ×Apollo/贝莱德/黑石/博枫/高盛/KKR | 5000 | 英伟达与阿波罗、贝莱德、黑石、博枫、高盛、KKR六家金融机构合作建立AI算力基础设施融资平台，动员超过5,000亿 |
| 2026-08-17 | 股权投资（谈判中） | 英伟达 → SB Energy（软银旗下） | 30 | 英伟达拟投资软银旗下SB Energy约30亿美元，推动俄亥俄州100亿瓦发电项目（OpenAI数据中心配套）。 |

 数据来源：Bloomberg，财联社，央广网，金融时报，21经济报等，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目录

01 融资端：云厂商信用利差走阔，关注英伟达供应链融资

02 **投资端：云厂商资本开支与财务状况**

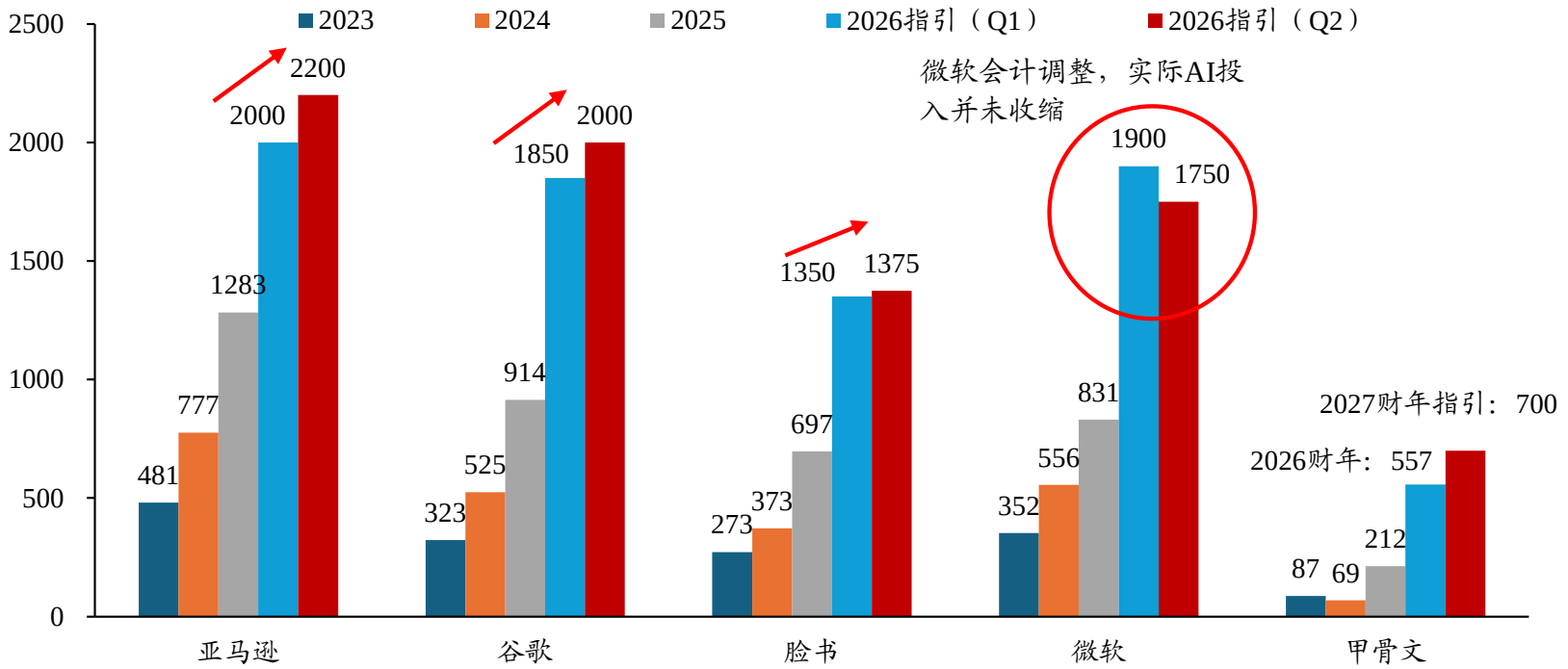
下载日志已记录，仅供内部参考



# 1、北美云厂商资本开支指引上调

- 亚马逊、谷歌、微软、Meta在7月财报季公布的财报中，基本都上调全年资本开支指引。中位数情况下，四大云厂商全年合计资本开支规模有望上调至7350亿美元以维持大规模数据中心和算力投入。若加上甲骨文27年指引的700亿美元，五大云厂商合计资本开支有望突破8000亿美元。其中，Alphabet资本开支从1800亿美元至1900亿美元，上调到1950亿美元至2050亿美元；亚马逊从2000亿美元上调至2200亿美元；Meta将下限从1250亿美元提升至1300亿美元（上限维持1450亿美元不变）；微软虽然因会计调整将指引金额从1900亿美元下调至1750亿美元，但实际AI投入并未收缩。

北美五大云厂商资本开支（亿美元）




注：谷歌、脸书的资本开支指引取指引区间中位数，26Q2谷歌资本开支指引从1800-1900上调至1950-2050亿美元；脸书从1250-1450上调至1300-1450亿美元。

由于资本开支的指引口径不同，亚马逊、谷歌、脸书、微软统计自然年数据，甲骨文统计财年数据。

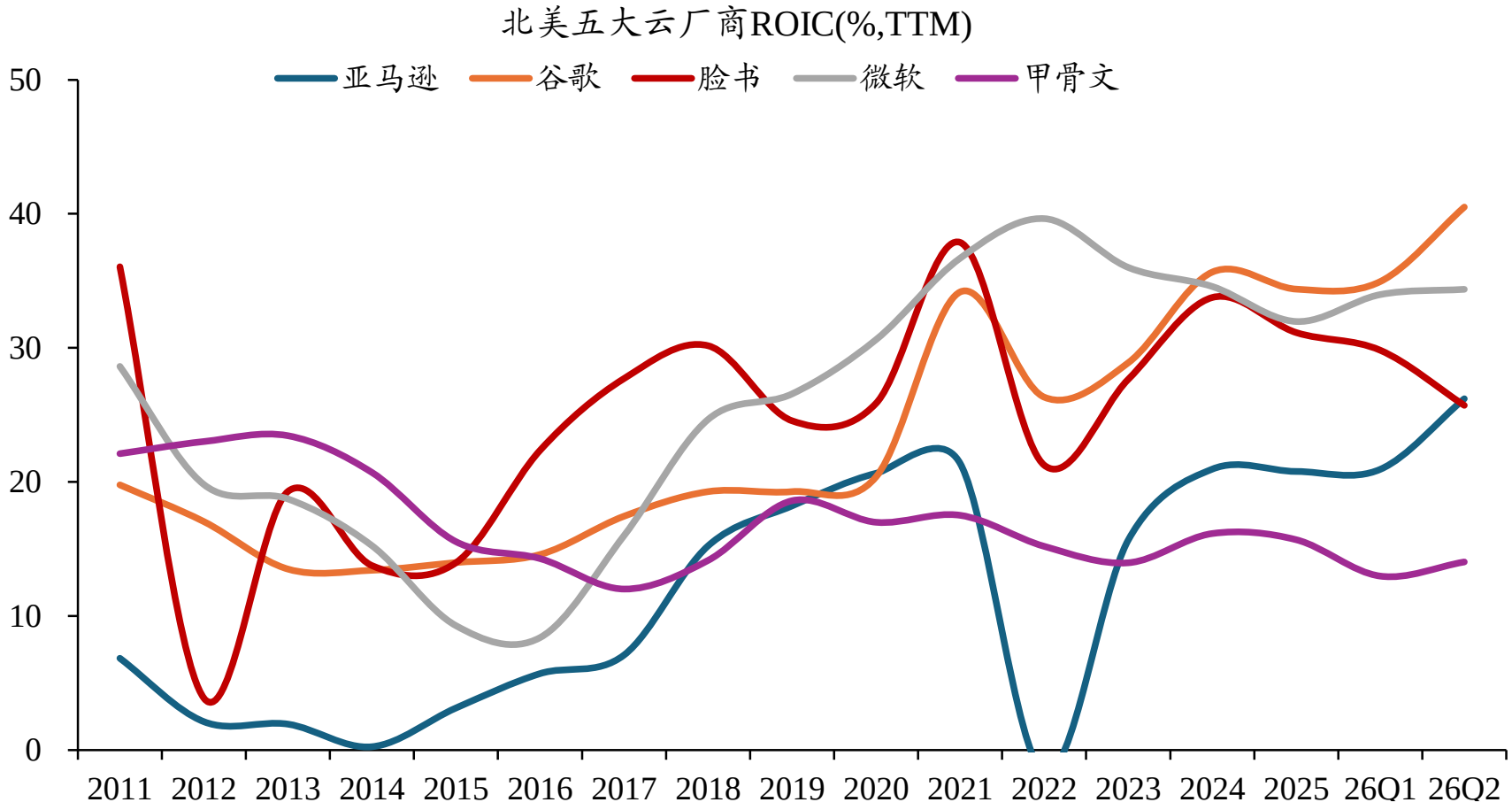
数据来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 2、北美云厂商投资回报：ROIC改善验证AI产业景气

- 此前市场普遍担忧AI巨额投资的回报问题，云厂商龙头的ROIC提升也一定程度缓解了市场对AI投资回报的担心，除Meta外，其他四家ROIC均显著提升：亚马逊21%→26%、谷歌35%→40%、微软34.0%→34.4%、甲骨文13%→14%。




注：由于会计年度不同，亚马逊、谷歌、脸书统计自然年数据，2026年数据截至2026Q2；微软、甲骨文统计财年数据。 数据来源：Wind，华创证券

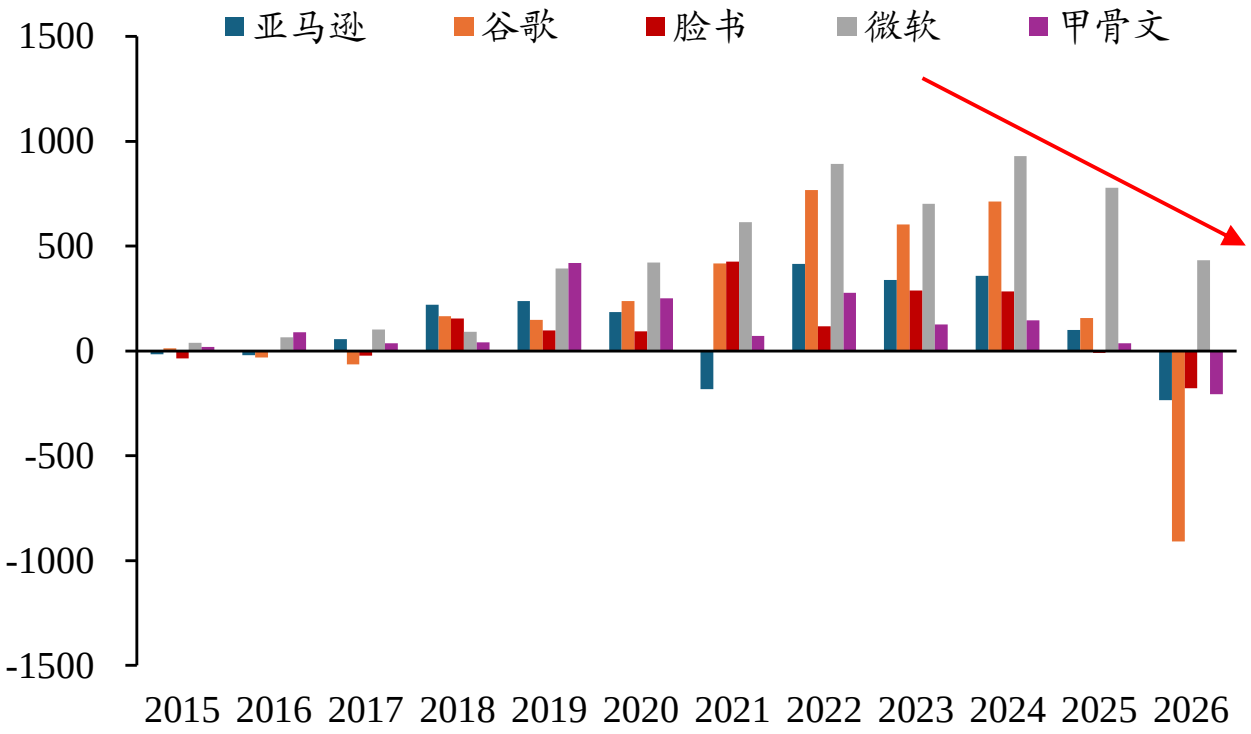
下载日志已记录，仅供内部参考



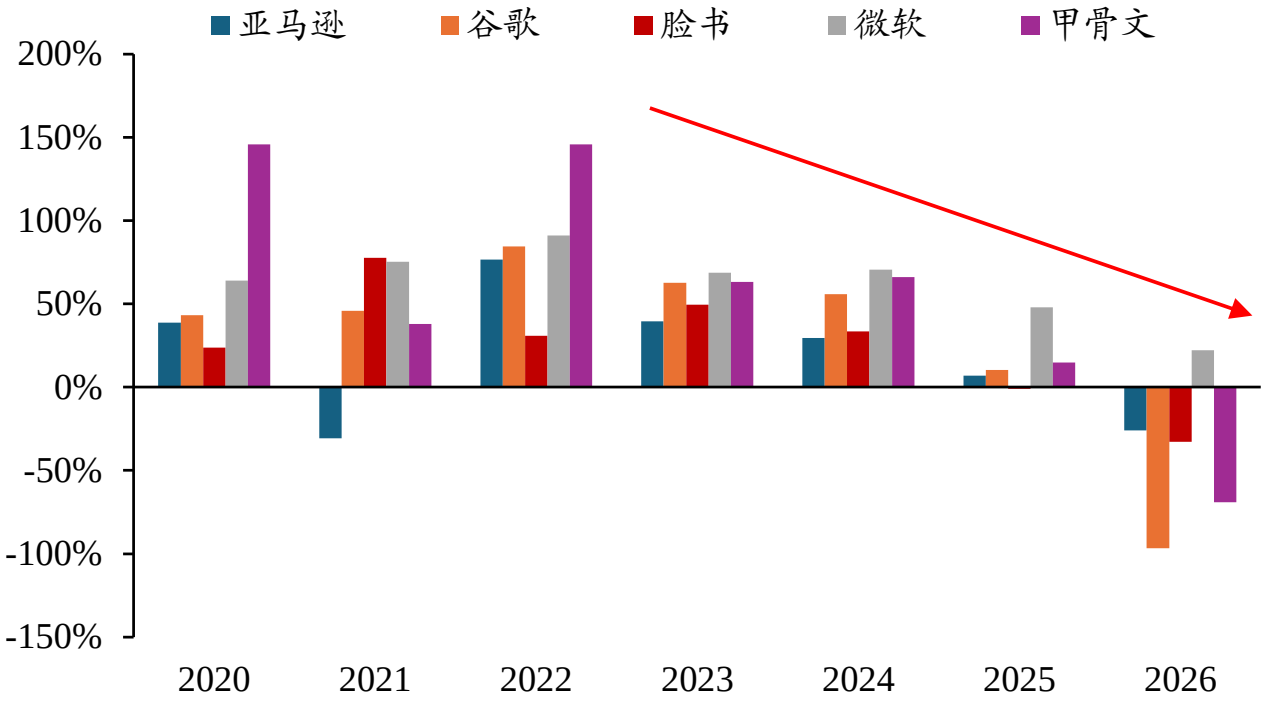
# 3、北美云厂商现金流转弱是成长型行业保持竞争力的必由之路

- 继一季度亚马逊自由现金流转负之后，二季度谷歌、Meta自由现金流也均转负。
- 但我们认为，对于成长型行业而言，护城河的维系和长期竞争力的保持需要资本开支的投入，关键在于投资能否带来可持续收入、利润和资产回报。

北美五大云厂商自由现金流（亿美元）




北美五大云厂商自由现金流占EBITDA比例




注：由于会计年度不同，亚马逊、谷歌、脸书统计自然年数据，2026年数据截至2026Q2；微软、甲骨文统计财年数据。



数据来源：Wind，华创证券

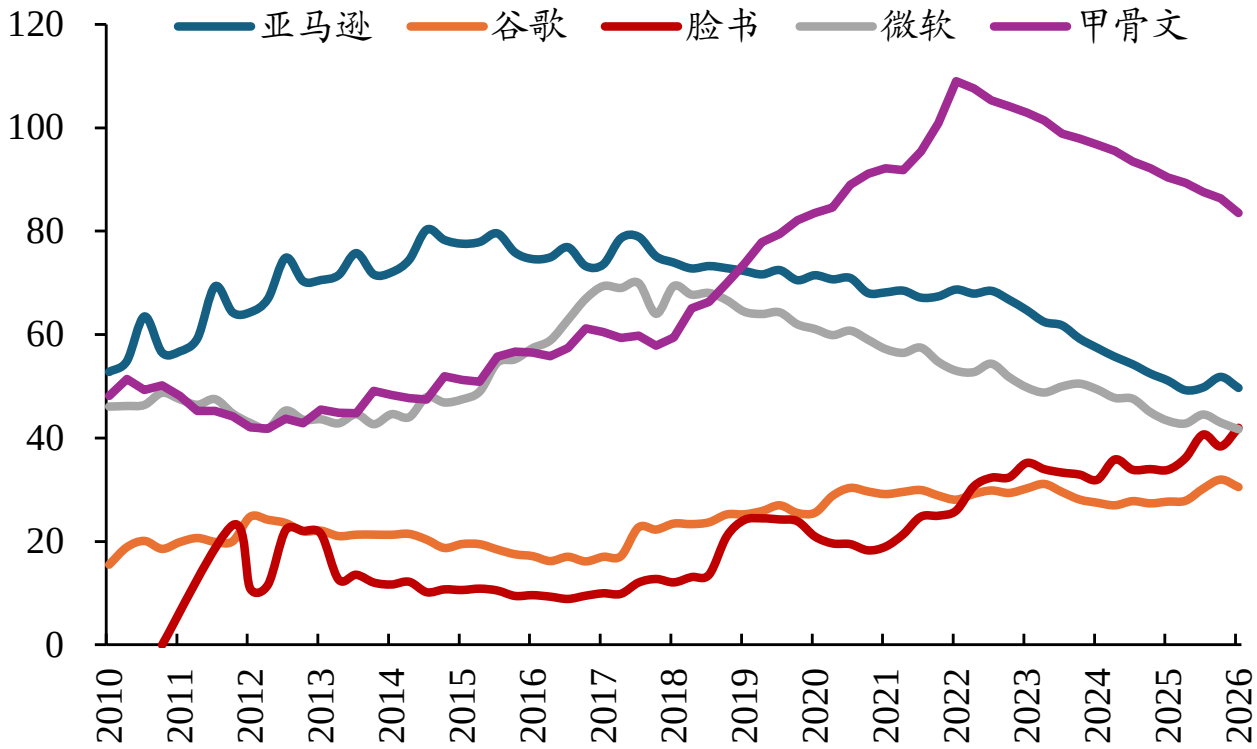
下载日志已记录，仅供内部参考



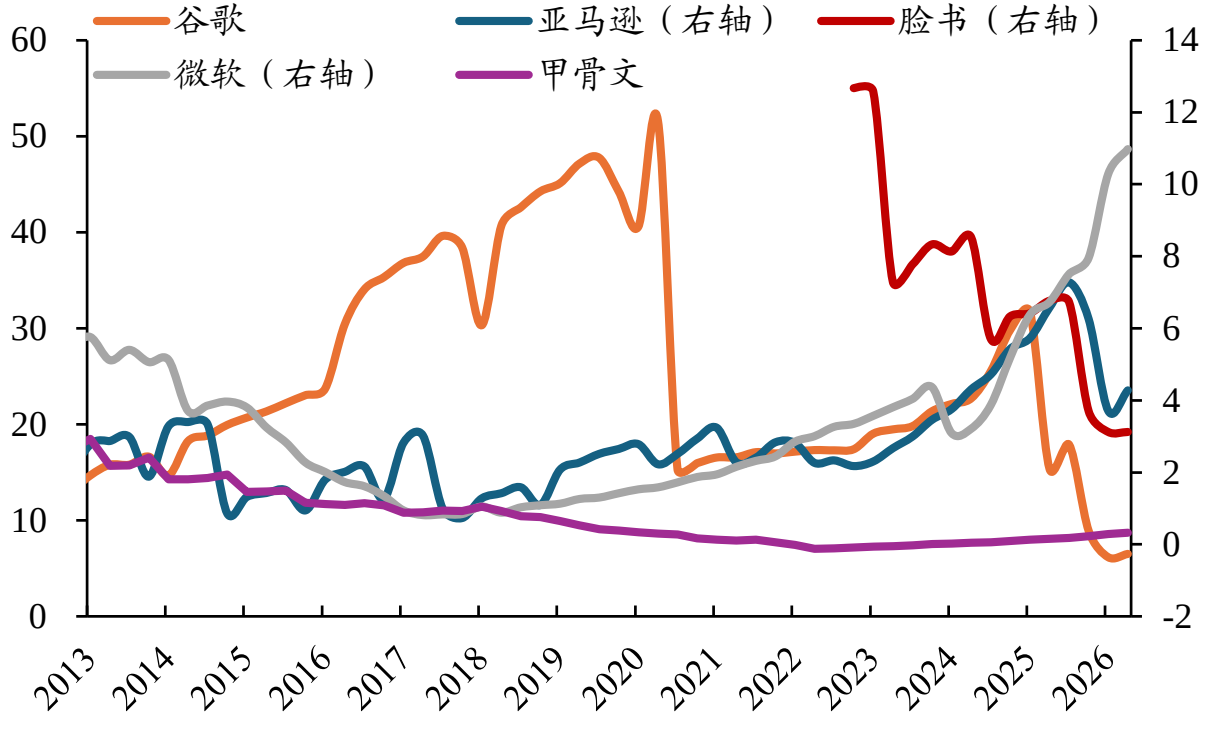
# 4、云厂商偿债能力尚处可控区间

- 负债方面，除甲骨文外（85%左右），其他四家厂商资产负债率虽有小幅抬升，但目前整体仍处于可控水平，截至26Q2，亚马逊、微软，谷歌、Meta分别50%、42%、31%、42%。
- 从偿债能力来看，亚马逊、微软，谷歌、Meta、甲骨文净资产与带息债务的比值分别4.3%、11%、6.5%、3.1%、0.33%，除Meta外，其余四家较26Q1均小幅提升。其中微软凭借庞大的经营现金流基数和相对克制的杠杆使用，目前仍保持了较强的偿债能力和财务弹性。

北美五大云厂商资产负债率（%）




北美五大云厂商偿债能力：净资产/带息债务（%）




注：由于会计年度不同，亚马逊、谷歌、脸书统计自然年数据，2026年数据截至2026Q2；微软、甲骨文统计财年数据。

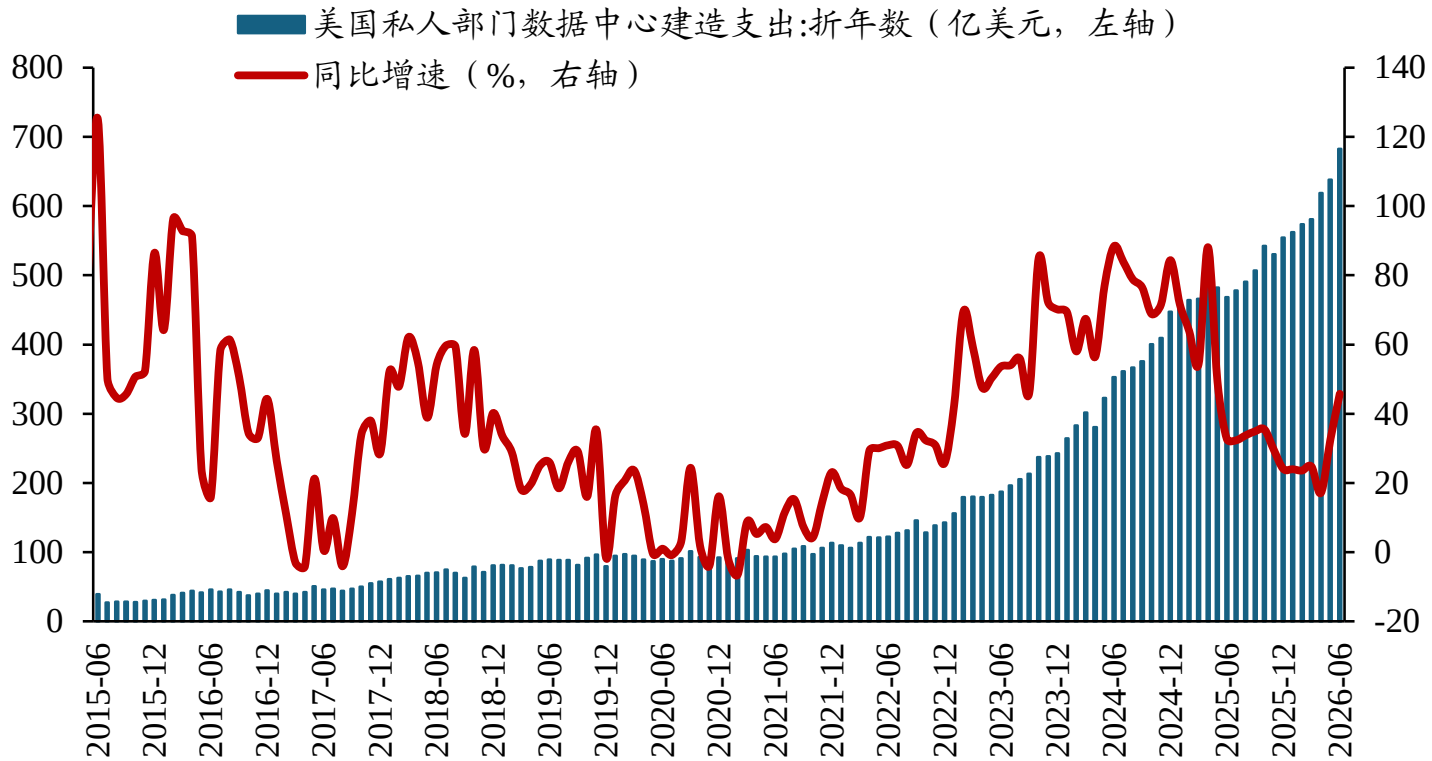
数据来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 5、数据中心建设：增速放缓，关注能源、基建约束

- AI资本开支不仅是芯片与服务器等硬件投入，算力落地必须配套电力、电网、土地与供水等基础设施投资。从美国私人部门数据中心建造支出来看，2024、2025年分别347、497亿美元，同比+74%、+43%，今年以来（最新数据截至6月）305亿美元、+28%。
- 据 Data Center Watch 统计，仅今年一季度，全美遭到封锁或延误的数据中心项目总价值高达约1300 亿美元，涉及至少75 个项目。今年7月，黑石集团旗下数据中心运营商QTS宣布终止在弗吉尼亚州的数据中心项目、OpenAI参与推进的耗资160亿美元的星门遭地方强烈抵制。若能源与基建投资不能同步跟上，电力将取代芯片成为制约AI增长的核心变量。






数据来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险提示

1、AI产业发展不及预期；

2、历史经验不代表未来；

3、由于统计口径不同，相关事件及数据梳理或有遗漏。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 策略组团队介绍

## 组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

**策略分析师：丁炎晨**

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023年4月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

**助理研究员：蔡雨阳**

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023年加入华创研究所。

**助理研究员：朱冬墨**

上海财经大学经济学学士、硕士，2024年加入华创研究所。

**助理研究员：周名未**

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 免责声明

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。