



甲骨文真正的债，不在资产负债表上

文 / Opm.AI

表外租赁承诺一年从 434 亿涨到 2600 亿美元，是账面有息负债的两倍

翻开甲骨文 2026 财年的 10-K，资产负债表上最扎眼的一行是有息负债：**1295.41 亿美元**，流动加非流动，还不含任何租赁。

一家做云的公司背这么多带息的债，已经够让人皱眉。

同一张表上，经营租赁负债这一栏，也从上一年的 115 亿涨到了 **266 亿**，一年翻一番。两笔加起来，账面上的长期义务大约 **1562 亿**。

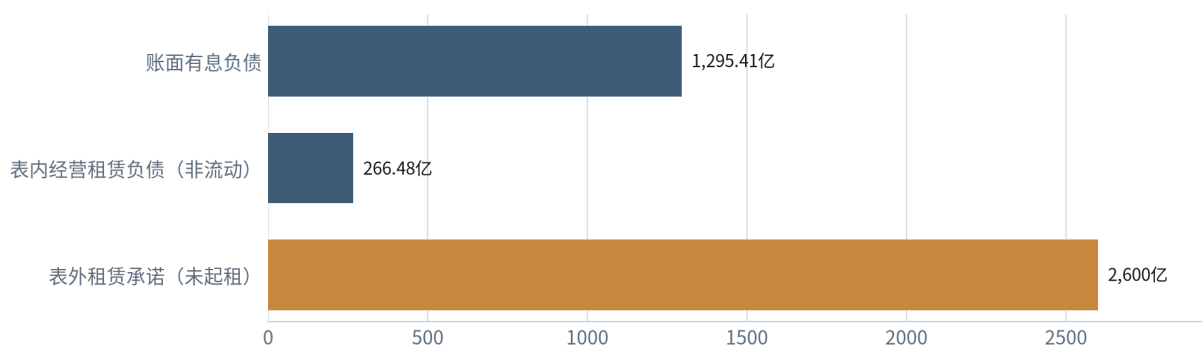
到这里，你以为已经看全了。

没有。翻到附注里租赁承诺那一节，还压着一个更大的数字：**2600 亿美元**。这些是已经签字、但尚未起租的数据中心长期租约。它不进负债栏，却是白纸黑字、退不掉的付款义务。

2600 亿，是账面那 1295 亿有息负债的整整两倍。

报表上看到的，只是全部义务的一小半

FY2026 期末 · 美元 · 表外租赁承诺为 10-K 附注披露的尚未起租金额



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

账面有息负债1295亿、表内经营租赁266亿，都不及表外那2600亿尚未起租的租约——报表上看到的，只是全部义务的一小半

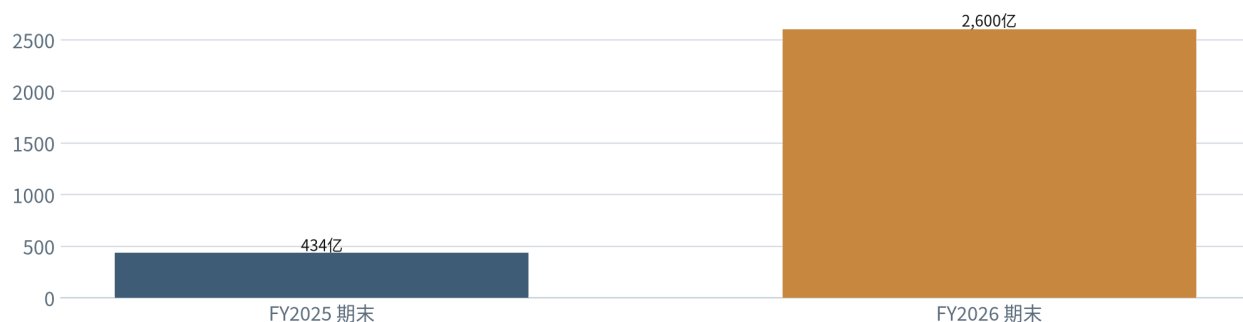
真正吓人的不是这个数，是它涨的速度

一年前，这个表外数字是 **434 亿**。

十二个月，从 434 亿到 2600 亿，翻了近 6 倍。最陡的一跳在 2026 财年二季度——一个季度，就多签了 **1482 亿美元**的租约。

一年 5.99 倍，大半是最近几个月签下的

尚未起租的租赁承诺 · 10-K/10-Q 附注 · 美元



数据来源：美国证监会 SEC EDGAR

Opm.AI 出品

尚未起租的租赁承诺逐季阶梯：从434亿到2600亿，单在FY26Q2一个季度就跳增1482亿——一年签下的义务，大半是最近几个月按下的

这 2600 亿不是意向、不是框架、不是备忘录。是租约。甲骨文要在别人的机房里塞进 GPU、跑起 OpenAI 们的模型，就得先把楼、把电、把机架长期租下来。签了就得按月付，砍不动、退不了。

甲骨文自己在财报里最爱提的那句是：「甲骨文多云 AI 数据库本季度增长 404%，是我们有史以来增长最快的业务。」撑起这条曲线的，正是这些提前锁死的机房。需求有多猛，承诺就有多刚。

已经起租的那一角，账已经很重

甲骨文一边疯狂签租约，一边也在自建。光是自有的物业厂房设备，折旧费用就从 FY2024 的 31 亿、FY2025 的 39 亿，一路涨到 FY2026 的 **76 亿**——两年翻一番还多。

自建的折旧已经这么沉。而租来的那 2600 亿，大部分还没开始起租。

钱的来路，同样陡。融资活动现金流从上一年 11 亿美元涨到 **403 亿**，一年 37 倍；2026 财年净融资 480 亿（发债 430 亿、股权 50 亿），下一财年还计划再融约 400 亿。

附注里还藏着一笔容易被漏掉的口子：**33 亿美元**的出租方借款担保，2026 年 9 月到期——甲骨文替它的房东做了贷款担保。表外义务不只是自己要付的租金，还包括替别人兜的底。

财报口径不到 3 倍，评级口径 4 倍——差的那一块就在表外

大多数人只看资产负债表。按公司财报口径算净债务对 息税折旧摊销前利润（EBITDA），甲骨文的杠杆率还不到 3 倍，账面看着是稳的。

评级机构不这么算。

2026 年 7 月 9 日，标普把甲骨文的长期信用评级从 BBB 下调到 **BBB-**——投资级里最低的一档，再降一格就是垃圾级。理由之一，就是把这些表外租赁义务计进了「调整后债务」。算进去之后，标普预测其调整后杠杆率会冲到 **4 倍中段**，总债务 1600 到 1670 亿美元。它还点名：OpenAI 一家，约占甲骨文剩余履约义务的一半。

公司口径的「不到 3 倍」和标普口径的「4 倍中段」，量的不是同一样东西——一个把 2600 亿挡在门外，一个把它请进屋。两个数不能直接比大小。但它们之间的差，恰好就是那笔表外义务的重量。

摩根士丹利看到的是同一件事。分析师 Keith Weiss 测算，把租赁全算进来，甲骨文的调整后债务会超过 **4000 亿美元**、杠杆率破 5 倍（此为分析师立场性测算），他把目标价从 320 美元一路砍到 207。

有意思的是，标普下调评级那天，甲骨文股价反而涨了 2.7%。市场那天，没打算认这笔账。

你看到的，只是它一半的债

资产负债表上的甲骨文，是一家背着 1295 亿有息负债、杠杆不到 3 倍的公司。

翻到附注，是另一家：真实的长期义务是它的两倍还多，而且大部分还没开始付。

同一家公司，两张面孔。剩下的问题只有一个：当那 2600 亿从「承诺」变成「每月账单」，那些要来还它的收入，真的会按时到账吗？

来源说明：本文数据来自甲骨文 FY2026 年度报告（10-K）与季度财报新闻稿（8-K，均为 SEC 申报文件）、标普全球评级下调公告、摩根士丹利研报（经 Barchart、TheStreet 等财经媒体转述）、CNBC。剩余履约义务（RPO）、收入、现金收款三个口径不混用；表内债务与评级机构调整后债务口径不同、不可直接比较；分析师测算为其立场性观点。

风险提示：本文不构成任何投资建议。历史数据不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。

◆ Opm.AI 出品

RPO 6380 亿的另一面：capex 吃掉经营现金流 174%，自由现金流 -237 亿

真图驱动

一手权威源

多源交叉核验

数据与口径

数据来源

美国证监会一手披露文件 · 标普全球评级 · 万得金融终端 · 具名财经媒体

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口

Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。

© 2026 Opm.AI