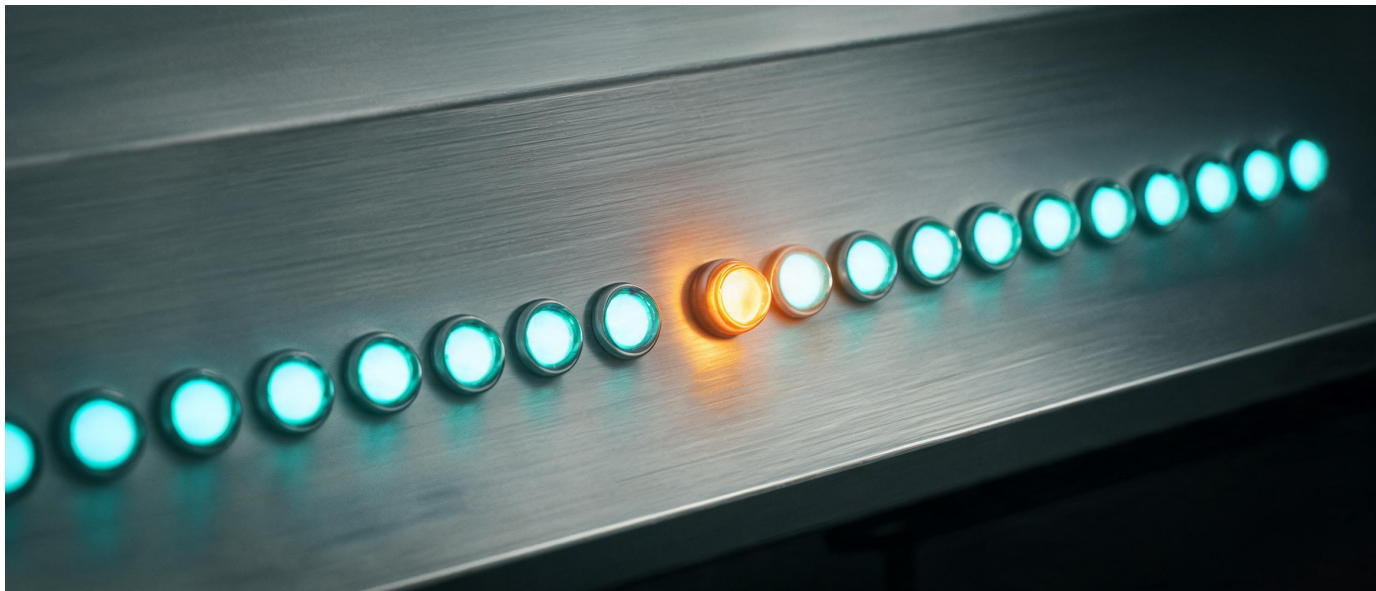




甲骨文的危机不在还不上，在必须一直借下去

文 / Opm.AI

本金 69.4% 到期在 FY2032 之后，真正的触发点是再融资窗口

翻甲骨文过去八个季度的财报新闻稿，有个东西悄悄消失了。

前六期，每一份稿子里都有管理层具名说话——安全岛声明之外，董事长、CEO、CFO 轮流被引述两到四段；FY2026 Q2 那期赶上双 CEO 交接，具名引述堆到四段。到了 Q3、Q4，这些引述整整齐齐归零。全文再找不到一句“某某表示”，只剩一段谁都不担责的 Safe Harbor 样板。

同一时间，Ellison 没有出现在 Q4 电话会上。CFO 一年换了三任：Safrat Catz 卸任、Kehring 短暂接手、2026 年 4 月空降 Hilary Maxson。

沉默不写在财务报表里。但它是信号。

很多人一看到甲骨文的债务规模，第一反应是：它是不是快还不上。

打开到期结构，这个担心站不住。本金 1301 亿美元里，**69.4% 到期在 FY2032 之后**（FY 为甲骨文财年，6 月起）。FY2027 一整年，真正到期的只有 **72 亿美元**。以甲骨文的经营现金流，这个数字不构成压力。短期偿债，几乎不是问题。

所以危机不在“还不上”。

甲骨文的麻烦在另一头：**它必须继续借。**

它手里那套扩张计划——为 OpenAI 之类的客户铺算力、砸 capex——不是靠还旧债维持的，是靠源源不断的新钱撑着。FY2027 光 capex 指引就摆到 **700 亿美元** 一档（业绩电话会转录口径）。这个规模，经营现金流填不满，缺口要靠发债、发股来补。

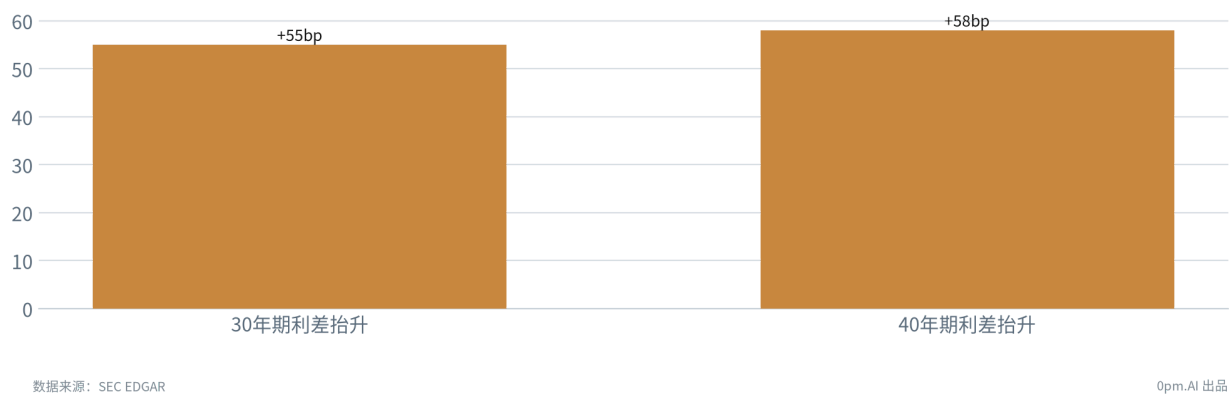
一个把借新当成呼吸的公司，怕的不是某一笔到期，是有一天借不进来、或者借得太贵。

而借钱，正在变贵。

同一个甲骨文，四个月里，30 年期债券的信用利差从 **125bp** 走阔到 **180bp**，40 年期从 **137bp** 拉到 **195bp**。发行人没变，评级没动，市场对它的定价先动了。

发行人没变，评级没变，市场先加了价

两次发行最终定价利差之差 · 基点(bp) · 2025-09 → 2026-02



甲骨文再融资成本阶梯：四个月内 30 年期利差 125→180bp、40 年期 137→195bp，发行人与评级未变、市场先加价利差每宽一档，都是未来每一笔新债要多付的利息。

今年 2 月，甲骨文一口气宣布最多 500 亿美元的债务加股权融资计划，还专门声明——「2026 日历年内不再增发债券」。话说得满，动作更快：宣布后数日内，靠投资级债券和强制可转换优先股就募到 **300 亿美元**，订单簿创纪录、大幅超额认购。

一边喊着今年不再发债，一边几天扫进 300 亿。这不是从容，是趁窗口还开着赶紧把钱收进兜里。

借得贵，贵到什么程度会真正伤筋动骨，SemiAnalysis 的一组情景测算给了个刻度（模型测算、非实际经营数据）：一个 GPU 租赁项目，全包融资成本 5.62% 时，税前利润率还有 **14.8%**；融

资成本升到 10%，利润率直接掉到 **5.4%**。同一个项目，利润被融资成本吃掉近三分之二。要是背书结构被触发，模型里的 内部收益率（IRR） 甚至归零、转负。

算力资产的账，对钱的价格敏感。利差走阔几十个 bp，压在这种薄利润率上，是能把一个项目从赚钱推到不赚钱的量级。

真正该盯的，是评级机构划的那条线。

据报道，标普给甲骨文列了三条降级触发条件：一，杠杆持续高于 **4.5 倍**；二，看不到在 FY2029 转正自由现金流的路径；三，对它这套 AI 战略的看法转向负面（该三条为单源转述）。

耐人寻味的是第一条。标普自己对甲骨文 FY2027 的杠杆预测，就是 **4 倍出头（mid-4x）**。预测值已经贴着触发线在走。留给它的余量，薄得几乎没有。

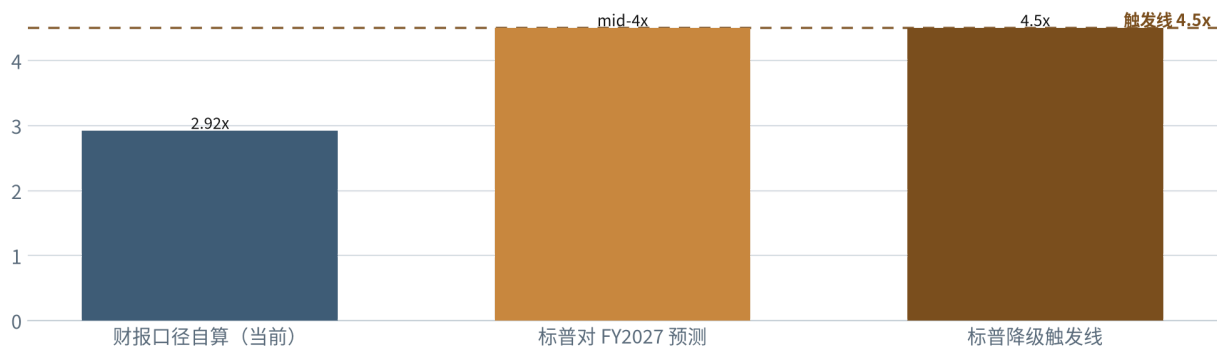
评级下调之所以致命，是因为投资级和垃圾级之间那道线不只是面子。一旦评级跌破 BBB-（投资级最低一档）掉进垃圾级，一大批只能持有投资级债券的指数基金、被动资金，会被规则强制抛售。抛售压低债价、推高利差，新债发行成本再上一个台阶——一个借钱越贵、越难借的循环。

对一个"必须继续借"的公司，这个循环就是那扇窗关上的声音。

我不预测崩盘。只把这场危机拆成一张你能自己逐条核对的表。

标普自己的预测，已经贴着它的触发线

净债务/EBITDA · 评级机构调整后口径与财报口径不可并列比较 · 触发条件为据报道的单源转述



数据来源：标普全球评级

Opm.AI 出品

甲骨文危机的五个可观测阈值——每条给出"看什么数、翻到什么值算兑现"

- **新发债利差**：接着盯 30 年、40 年期。已经从 125bp 走到 180bp，再往上走阔，就是窗口收紧。
- **评级迁移**：任何一家机构再降一档，尤其逼近 BBB-，就是被动抛售的前夜。
- **表外租赁承诺增速**：这是绕开表内债务的隐形杠杆，增速越快，真实负债越被低估。
- **OpenAI 付款节奏**：这套算力扩张押在少数大客户身上，客户回款一旦变慢，缺口就得更多新债去填。
- **FY2027 Q1 实际 capex 对 700 亿指引的偏差**（电话会转录口径）：超支，意味着融资缺口比说的还大。

每一条，都是那扇再融资窗口开或关的读数。

甲骨文不缺还这一笔的钱。它缺的，是往后十年借下去、每一次都借得进、还借得起的把握。所以真正的问题不是它还不还得起这一笔——而是当一家公司的生存，不取决于能不能还清、只取决于市场愿不愿意一直借给它，你还看得懂它的利润表吗？

风险提示：本文所涉数据与观点仅供研究交流，不构成任何投资建议。文中信用利差、评级触发条件等含单源转述与机构情景测算，口径已随文标注；历史与预测不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源说明：甲骨文 FY2026 各季度 8-K 财报新闻稿及业绩电话会转录；标普全球评级相关报道；SemiAnalysis 情景测算。

◆ 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