

那条"空头腿"其实是第二条多头腿：AI 超级周期的持仓杠杆地图

AI 超级周期的持仓杠杆地图——那条"空头腿"其实是第二条多头腿

2026 年 7 月被清算的不是 AI 论点，是持有 AI 的那部分加了杠杆的钱。监管原始持仓文件显示，本轮被强制平仓的那本账簿并非"多头 AI"，而是一个方向高度一致的双腿结构：用约 38.6 亿美元普通股重仓电力—矿场改建数据中心—存储这条物理层，同时在半导体复合体上挂着约 84.6 亿美元名义的看跌头寸。上半年该组合净回报 +439%，而同期 SMH 上涨 82.1%——这一组算术只有在看跌头寸是卖出方（收权利金的做多杠杆）而非买入方（对冲）时才成立。7 月两条腿同向下跌：物理层长仓市值加权 -26.9%，看跌标的 -12.4%，卖出的保护同时被击穿，保证金要求随价内程度非线性膨胀，于是三家主经纪商同日追保。结论：真正的风险不在杠杆的大小，在杠杆的可见度——13F 无法区分买入与卖出的期权，主经纪商保证金与互换敞口根本不进任何披露表。可见的杠杆早已被定价，不可见的杠杆只在爆掉那天被定价。

涌现资本产业研究部 · 2026-07-31 · 「AI 基建融资结构」系列

姊妹篇：《AI 基建的债务侧》（2026-07-14，公司资产负债表侧的杠杆）。本篇补上从未单独拆过的另一侧——持有这些资产的钱本身加了多少杠杆、加在哪一层、爆掉时怎么传导。前者问“公司还得上吗”，本篇问“股东扛得住吗”。

 30秒结论卡

- **一句话判断**：7 月被清算的不是 AI 论点，是持有 AI 的那部分加了杠杆的钱。监管持仓文件把这本账簿的真实形状还原出来后，它不是“多头 AI”，而是一条把物理层重仓与半导体卖出保护绑在一起的同向双腿结构——两条腿在 7 月同时失灵。
- **机会状态**：🟡 观察。指数层面几乎零痕迹（SPY 7 月 -0.7%），拥挤持仓层面却打出近 39 个百分点的超额跌幅。这是持有人结构定价，不是现金流定价；在 8 月中旬两个数据窗口打开之前，“出清完成”无法确认。
- **市场忽略了什么**：市场把这本账簿读成“AI 多头爆仓”，因而得出“AI 见顶”或“错杀抄底”两种同样草率的结论。真实结构是**方向一致的双腿**——名义上的看跌头寸是收权利金的做多杠杆，不是对冲。理解这一点，才能解释为什么半导体下跌反而加速了它的死亡。
- **重点标的**：CEG 🟢 / AVGO 🟢 / NVDA 🟢（流通盘深、单一强制卖方占比低，是杠杆事件的避风港）；SNDK 🔴 / CRWV 🔴 / IREN 🔴 / CORZ 🔴 / BE 🔴（已知强制卖方的重仓腿，浮筹处置未完）；MU 🟡 / TSM 🟡 / AMD 🟡（卖出保护被击穿的标的，机械性买盘消失）。
- **最大反证**：7 月下跌存在独立于强制平仓的通道。INTC 单月 -34.7%、GLW -47.1%，二者均非该账簿的普通股重仓；若 8 月财报季重灾组全年指引同步下修，则本篇的归因判断被推翻，跌幅性质从“结构性错杀”变为“估值中枢下移”。
- **今日盘面自证**（2026-07-30 收盘，EODHD 实时口径）：深跌组集体暴力反弹——IREN +30.5%、NBIS +27.1%、AXTI +27.0%、SNDK +26.0%、CRWV +21.5%、APLD +20.5%、ALAB +20.0%、MU +18.4%；同日 SPY 仅 +1.7%、SMH +6.9%。**跌得最深的弹得最猛，与基本面强弱无关，与被强平的程度有关。**

投资要点

一句话框架：风险不在杠杆的大小，在杠杆的可见度——可见的杠杆已被定价，不可见的杠杆只在爆掉那天被定价。

#	核心观点	方向
1	被强平账簿的真实结构是"物理层重仓 + 半导体卖出保护"的同向双腿，不是多空对冲	●
2	7 月两条腿同向失灵：物理层长仓 -26.9%，卖出保护标的 -12.4%，保证金要求非线性膨胀	●
3	冲击强度取决于强制卖方持股占标的流通盘的比例，与持仓绝对金额无关	●
4	流动性最深的龙头是杠杆事件的避风港，中小市值拥挤票是承压点	●
5	主通道在不可披露层（主经纪商保证金 + 互换），可披露层的量级与形态都解释不了这次冲击	●
6	韩国给出同一周的对照实验：可见的零售杠杆通道打崩指数，不可见的机构通道打崩个股	●

一、钱从哪来：分子分母必须三件套齐备

任何杠杆数字，缺"分子含什么 / 分母是什么 / 何时点"三件套之一就不可用。本轮公开讨论的数字混乱，根源全在这里。

分子的四种互不等价口径：融资余额（券商融资，不含主经纪商与互换）；毛敞口（多加空的名义合计，不等于方向性净敞口）；期权名义额（不等于市值、不等于权利金、不等于 delta 净敞口，三者可差一个数量级）；管理规模（不等于净值、不等于名义敞口）。

分母两种口径给出方向相反的结论，必须并列：

分母口径	比值（2026 年年中）	隐含分母反算	分位结论
美国名义 GDP	融资余额 / GDP $\approx$ 4.71%	约 31.9 万亿美元 ✓	历史最高
美股总市值（全口径）	1.87%（5 月）	约 80.3 万亿美元 ✓	低于 2007 年约 3.0%
Wilshire 5000	2.2%（同期）	约 68.3 万亿美元 ✓	低于 2007 年约 3.0%
AI 板块市值	不可得	—	本篇不构造该比值

只取 1.87% 论证"杠杆不高"，与只取 4.71% 论证"杠杆见顶"，是同一个错误的两面。**能同时成立的表述只有一个：**融资余额本身创历史新高（2026 年 6 月约 1.502 万亿美元，连续第三个月上行），投资者信用余额创历史新低（约 -1.06 万亿美元），账户每 1 美元自由现金对应约 3.40 美元融资负债——三个数字互相闭合（ $1.502 - 0.442 = 1.060$ ✓），这是本篇唯一一组能自我验算的宏观读数。

统领比值（全篇锚）：拥挤度超额跌幅 = 38.8 个百分点。2026-06-30 至 07-30，五只最深跌的拥挤票均值 -39.5%（SNDK -43.7 / KLAC -40.2 / MRVL -38.5 / ALAB -38.0 / COHR -36.9，算术已复核），同期 SPY -0.7%，超额 -38.8pp；即便扣掉板块 beta（SMH -17.8%），仍有 -21.7pp。一次百亿美元量级的单一账簿被动平仓，在指数层面几乎没有痕迹，却在拥挤持仓层面打出近 39 个百分点的超额跌幅——本轮的边际定价力量是钱的杠杆结构，不是资产的现金流。

二、账簿解剖：42 个头寸拆成三本账

监管持仓文件（2026-03-31 报告期，2026-05-18 递交，42 个头寸、报告值 13,676,657,577 美元）拆开后是三本性质完全不同的账：

分册	报告值	头寸数	内容
普通股长仓	38.56 亿美元	26	燃料电池、存储、算力租赁、矿场改建数据中心、能源基建
看跌头寸（按标的市值列示）	84.59 亿美元	11	半导体 ETF、NVDA、ORCL、AVGO、AMD、MU、TSM、ASML
看涨头寸（按标的市值列示）	13.62 亿美元	5	MU、SNDK、TSM、CRWV、BE

公开讨论里流传的"26 个头寸 / 38.6 亿美元"与"42 个头寸 / 136.8 亿美元"两套互斥读数，其实是同一份文件的**子集与全集**——前者是普通股长仓，后者含按标的市值列示的期权。二者不矛盾，混用才矛盾。

普通股长仓的集中度极高：前六大占长仓 84.8%——BE 22.8%、SNDK 18.8%、CRWV 14.4%、IREN 10.4%、CORZ 10.1%、APLD 8.3%。这不是分散的"AI 多头"，这是一个高度纯粹的下注：**价值正在从芯片迁向电子、迁向能把电变成算力的物理资产**。

关键判断：这条看跌腿不是对冲，是第二条多头腿。持仓文件不区分买入与卖出的期权，但两种读法给出方向相反的敞口，而算术只允许一种成立：2026 上半年 SMH 上涨 82.1%、MU +304.6%、AMD +171.3%、AVGO +9.6%、NVDA +7.4%，若这 84.59 亿美元名义的看跌头寸是**买入**的保护，权利金几近全损，与该组合上半年 +439% 的净回报无法并存。**卖出看跌期权收权利金**——一种在标的上涨或横盘时稳定盈利、并把杠杆进一步放大的做多结构——才与上半年的收益轨迹自洽。7 月的结局同样只与这一种读法自洽：买入的保护在半导体下跌 12.4% 时会赚钱，赚钱的账簿不会被三家主经纪商同日追保。

三、七月：两条腿同时亏的算术

按 2026-03-31 的持仓构成，用逐日行情重算 2026-06-30 至 07-30 的区间表现：

分册	市值加权区间涨跌	说明
普通股长仓（覆盖 95.3%）	-26.9%	前六大合计 -28.8%
看涨头寸标的	-28.0%	与长仓同向
看跌头寸标的	-12.4%	卖出方随价内程度追加保证金
对照：SPY	-0.7%	指数层面几乎无痕
对照：SMH	-17.8%	板块 beta 只解释一部分

这张表是全篇的因果核心。**三本账在同一个月全部指向亏损**：长仓 -26.9%，看涨腿 -28.0%，而卖出的看跌保护随标的下跌 12.4% 逐步进入价内——卖出期权的保证金要求不随亏损线性增长，而是随价内程度与波动率非线性膨胀。于是出现了最坏的组合：**抵押品在缩水的同时，保证金要求在扩张**。这不需要任何基本恶化来解释，它是结构本身的必然。

分腿看长仓的伤口：SNDK -43.7%、BE -31.6%、BTDR -30.1%、CRWV -25.8%、APLD -25.0%、RIOT -19.2%、HIVE -17.6%、IREN -16.3%、CORZ -14.8%。而这些标的在上半年是收益引擎——SNDK 上半年 +857.8%、BE +248.4%、CORZ +75.8%。**同一批标的，半年造出 +439%，一个月还回去。这是杠杆的对称性，不是判断的错误。**

值得单独记一笔的是 ORCL：它是看跌腿里唯一在上半年下跌的标的（-24.3%），也就是说，若为卖出方，这一条腿在上半年就已经在流血，7 月再跌 12.7%。**一本账簿里最先裂开的地方，往往不是最大的头寸，而是最早方向做反的那个。**

四、资金地图：杠杆的五层分布

排序原则是**被迫卖出的自由度与可预测性**，从“永不被迫”到“被迫且不可预知”。反直觉之处在于：第三层每日被迫但幅度可算、可提前定价；第四层不每日被迫但幅度不可知——**尾部风险在第四层，不在第三层。**

层	代表性持有人	可观测规模	被迫卖出触发条件	观测频率
L1 无杠杆长钱	被动指数、退休金、主权基金、公司回购	无法分离出 AI 部分，仅定性	仅赎回潮与成分调整；价格下跌本身不触发	季频，仅多头
L2 零售保证金	券商融资账户	约 1.502 万亿美元（全市场，非 AI 专属）	账户权益跌破维持线自动强平	月频，滞后约 6 周
L3 产品化日频杠杆	单股与板块 2x-3x 杠杆产品（美国约 2,000 亿美元量级；韩国 16 只三星与海力士单股产品）	恒等式：名义交易额 = 净资产 × L × (L-1) × 涨跌幅绝对值	无追保触发，每日收盘机械再平衡，涨跌都必须交易	日频，当日可见
L4 主经纪商保证金 + 互换	多空杠杆基金（本次样本毛杠杆约 4 倍），对手方为三家大型投行	结构性不可见	主经纪商单方面追保，阈值零披露；各家互不知全貌	无制度性窗口
L5 嵌套衍生品与做市商对冲	卖出期权头寸、0DTE、做市商 gamma 对冲盘	几乎全部不可用；仅可定性	对冲方向随 gamma 符号翻转	无可靠公开序列

跨层结论：L2 是全市场、月频、无标的选择性的；L3 是无标的选择性的机械交易。二者在形态上都无法生成集中于特定拥挤票的 38.8pp 横截面离散度。能生成这个形态的只有 L4 的集中账簿。**这也意味着，7 月这场去杠杆的规模，在任何公开数据里都查不到。**

五、两条传导路径：同一周、同一产业链的对照实验

	美国	韩国
主通道	L4 不可见（主经纪商保证金 / 互换）	L3 可见（零售杠杆产品）
传导方式	单一账簿整体大宗转让，绕开二级市场	日频再平衡叠加散户连环止损，直冲集合竞价
指数级后果	SPY 月 -0.7%	KOSPI 7/28 -10.84%，7/29 -5.98%，两日连续熔断为史上首次
个股放大	拥挤票超额 -38.8pp	2x 产品实现放大 2.65—2.69 倍（三星 -15.2% 对应杠杆产品 -40.2%；海力士 -18.4% 对应 -49.4%）
监管反应	无	现金门槛由 1,000 万韩元升至 3,000 万韩元、最小买入 20 股、暂停新产品上市，原定 8/05 生效

这组对照给出全篇第二个硬结论：**传导路径决定指数级冲击的量级差**。同等甚至更小的名义规模，走零售可见通道，结果是指数两日熔断、全民可见；走机构大宗通道，结果是指数零痕迹、个股 -40%、绝大多数人到事后才知道发生过什么。**监管能收紧的是它看得见的那条，而危险的是另一条。**

六、情景

情景	前提	可观测标志	时间窗	操作含义
S1 机械出清已过半	账簿已整体转手，无第二本同构账簿	拥挤票两两相关性回落、成交量回到 20 日均值 1.5 倍以内、隐含波动率与偏度回归、借券费率常态化、拥挤篮子相对强弱转正	5—15 个交易日	分批建仓，每批不超过计划仓位三分之一，间隔不少于 5 个交易日；回避强制卖方持股占流通盘 5% 以上的标的
S2 接盘方派发	买方为做市实体，风控逻辑倾向快速派发而非长期持有	无大额权益申报出现；重灾票反弹后重新走弱；持续出现折价大宗	数周	反弹视为流动性窗口，而非底部确认
S3 行业性下修	7 月跌幅本就含真实基本面恶化	重灾组 Q2 全年指引下修；融资余额 7 月仍创新高（说明本轮根本不是杠杆事件）	8 月财报季	估值中枢下移，不适用“等强平结束再抄底”的逻辑

情景阈值为本部自定的观察规则，未经历史回测标定；5—15 个交易日的观察窗来自 2007 年量化地震与 2020 年 3 月两个**指数级**样本，**不适用于单票**——2021 年 Archegos 事件已经证明，单票浮筹压制可以持续数个季度。

七、受益标的与承压标的

判定两轴：**杠杆悬顶**=持有人侧是否压着已知的强制卖方；**性质**=价格是需求驱动（强平结束后回归）还是杠杆自身的产物（杠杆退潮后中枢下移，不回归）。

标的	方向	杠杆悬顶	7 月区间	理由
CEG	●	轻	逆势收涨	电力层未被机械抛压触及，股东结构无已知强制卖方
AVGO	●	轻	+2.7%	对 SMH -17.8%，直接说明抛压是持仓特异而非板块普适
NVDA	●	金额重、占流通盘极轻	-2.5%	流动性最深，单一卖方相对流通盘占比最低，是杠杆事件的避风港
MU / TSM / AMD	●	中	-24.2 / -15.5 / -16.4%	卖出保护被击穿的标的，一类机械性买盘就此消失，但基本面未见对应恶化
SNDK	●	重	-43.7%	长仓第二大（占 18.8%），全样本最深跌；上半年 +857.8% 的收益引擎，回吐同样剧烈
BE	●	最重	-31.6%	长仓第一大（占 22.8%），浮筹处置节奏决定其后续弹性
CRWV / IREN / CORZ / APLD	●	重	-25.8 / -16.3 / -14.8 / -25.0%	长仓第三至第六大，合计占长仓 43.2%；中小市值叠加高持股占比，是冲击强度最大的一组
韩国半导体双雄	●	中（零售通道）	见第五节	8/05 新规若如期生效，边际零售杠杆买盘被制度性掐断

行动清单：现在可看的是 CEG / AVGO / NVDA 这类股东结构干净、跌幅由板块 beta 而非持仓结构解释的标的；只监控不动的是 BE / SNDK / CRWV / IREN / CORZ / APLD 这条被强平腿——它们的问题不在生意，在浮筹；绝不追的是 7/30 单日涨幅 20% 以上的反弹本身。下次要看的五个数据见第九节。

八、风险与反证

最大反证：7 月下跌存在独立于强制平仓的通道，"论点没错、只是杠杆错了"很可能是过度自利的自我安慰。

反证点	内容
R-1	INTC 单月 -34.7%、GLW -47.1%，两者均非该账簿的普通股重仓，说明存在与强平无关且幅度不小的下跌通道
R-2	半导体板块自 6 月下旬高点回落逾两成，SOXX 月内 -21.3%——板块性下跌客观存在，超额部分的归因不能吃掉全部跌幅
R-3	归因拆分依赖基准选择：以 SPY 为基准超额 -38.8pp，以 SMH 为基准 -21.7pp，以 SOXX 为基准更低。"超额跌幅中有多少属强制平仓"在数学上不可判，本篇只主张它是当期主要边际力量，不主张它解释全部
R-4	拥挤度本身即风险：半导体多头为近期机构调查中最拥挤的交易，现金比例跌破逆向卖出阈值。即使本次强平结束，拥挤度清算可能才刚开始
R-5	卖出看跌期权的判断来自算术推断而非头寸披露；持仓文件不区分买入与卖出方向。若 8 月中旬的新一期文件或基金持仓明细显示为买入保护，第二、三节的因果链需要重写
R-6	历史类比不可外推：2007 年量化地震的对象是市场中性因子拥挤，2020 年 3 月的恢复速度由空前政策响应决定，Archegos 的重灾单票从未恢复。三者都不是本次结构的直接对应物

九、下次看这五个数据

#	数据点	可得时间	判读规则
1	该账簿 Q2 报告期的持仓文件	2026-08-14 截止	验证 6/30 账簿构成与集中度，并确认看跌腿方向。这是唯一能把本篇多数推断抬到监管原始级别的文件
2	融资余额 7 月数据	8 月中下旬	环比转负且降幅超过 3% → 零售层同步去杠杆；继续创新高 → 本轮为纯专业杠杆事件，S3 情景加强
3	接盘方是否就任一标的申报大额权益	触发后 10 日内	有申报 → 接盘方持有，二次抛压推迟；无申报 → 倾向已派发
4	韩国单股杠杆新规是否如期 8/05 生效、相关产品净买入是否转负	2026-08-05 起	生效且净买入转负 → 边际零售杠杆买盘制度性掐断
5	重灾组 Q2 营收与全年指引斜率	8 月财报季	半数以上下修全年指引 → 本篇归因判断被推翻，S3 成立。看全年斜率，不看单季超预期

十、数据冲突（单列，不静默取其一）

#	冲突	处置
C1	该笔转让的成交额存在 50 亿 / 100 亿 / 100—160 亿 / 200 亿美元四种口径，跨度 4 倍；其中 200 亿一档疑为含空头的毛敞口	全部不用于定量，全篇仅表述为"百亿美元量级单笔转让，成交金额无一手确认"
C2	峰值管理规模有 450 亿 / 240 亿 / 200 亿美元三种口径，另有含杠杆的监管口径 92.78 亿美元；本部两轮内部核验对 450 亿给出相反判定	仅作量级定性，不入任何比值计算
C3	持仓文件"26 个头寸 / 38.6 亿"与"42 个头寸 / 136.8 亿"两套读数	已由监管原始文件裁决：二者是同一份文件的子集与全集，见第二节
C4	融资余额 6 月点位 1.502 万亿 vs 1.53 万亿（差 1.9%）；环比 +6.1% vs +7.9%（相对差 30%）	点位统一取 1.502 万亿；环比数值降级为不可用，只写"创历史新高、连续第三个月上行"
C5	融资余额 / 总市值 1.87%（隐含分母 80.3 万亿）vs 2.2%（隐含 68.3 万亿）	并列，注明分母来源与月份
C6	收益率口径：上半年净回报 +439%（截至 6/30）vs "成立以来约 1,000%"	各自标注起止区间，不并列、不相加、不年化，且都不等于 7/30 之后的净值
C7	美国杠杆产品总资产 1,700 / 1,920 / 1,980 亿美元三值，口径是否含反向与 ETN 未说明	仅写"约 2,000 亿美元量级"，不引用任一具体值
C8	韩国 16 只产品规模三口径：散户累计净买入 14 万亿韩元、模型适正规模 5.5 万亿韩元、实际净资产缺失	三者根本不是同一个量，并列而非择一；累计净买入不得当净资产代入再平衡公式

本篇明确剔除、不入正文也不作定性佐证的高危数字：该账簿的净敞口、追保阈值、成交折价幅度（均零披露）；把 84.59 亿美元按 delta 净敞口使用的一切推论（持仓文件对期权可按标的市值或期权市值填报，两者可差一个数量级，本篇统一按标的市值口径且已标注）；用 4 倍毛杠杆反推方向性净敞口；用 +439% 反推标的涨幅；把"管理规模腰斩至约 100 亿"与"成交对价约 100 亿"当作同一事实链；把杠杆产品自身成交额当分母算出的"再平衡盘占比"；韩国某单日常需卖出金额的推算；机构调查中互不同源的拥挤度分位与配置比例串联为单一论断。

十一、来源置信度与口径

来源置信度表（A=监管原始文件与交易所数据 · B=多源交叉 · C=媒体二手 · D=本部推演）

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
42 头寸 / 13,676,657,577 美元 / 报告期 2026-03-31；三本账拆分与逐笔权重	SEC EDGAR 13F-HR 原始 XML (CIK 0002045724, 受理号 0002045724-26-000008)	2026-05-18 递交	期权按标的市值列示	A
全部区间涨跌、最大回撤、7/30 单日表现、上半年涨幅	EODHD 复权日线	2026-06-26 至 07-30	复权收盘价	A (单源)
融资余额 1.502 万亿、信用余额 -1.06 万亿、创纪录定性	FINRA Margin Statistics 及其行业转述	2026 年 6 月	券商融资，不含主经纪商与互换	A (定性) / B (点位)
三家主经纪商同日追保、毛杠杆约 4 倍、账簿整体转让做市实体	多家财经媒体交叉	2026-07-30	毛敞口口径	C
上半年净回报 +439%	投资者信转述	截至 2026-06-30	净回报，费后属性未确认	C
韩国指数跌幅、杠杆产品放大倍数、8/05 新规条款	韩国交易所与监管公告的多源交叉	2026-07-16 至 07-29	见第五节	B
看跌腿为卖出方	本部由收益轨迹与追保结局反推	—	推断，非披露	D

口径声明与数字三道关自评：①量级一致性——三本账 $38.56 + 84.59 + 13.62 = 136.77$ 亿美元，与文件申报总额逐位相符；融资余额 1.502 - 自由现金 0.442 = 信用余额 -1.060 万亿，三数闭合；②单位显式化——万亿韩元与美元换算隐含 1,478-1,490 韩元兑 1 美元，全篇三处换算交叉自治；③关键数字走监管原始件与交易所数据，媒体口径一律降级并单列冲突。另须明确：管理规模、净值、毛名义额三者互不等价，在取得一手数据前不做任何相乘相除；毛杠杆不可反推净敞口；区间涨跌幅不等于持有回报；累计净买入不等于净资产；成交额不等于管理规模降幅；杠杆产品成交额不等于正股成交额。价格数据为单源，本项目此前有过复权价异常先例，跌幅超过 30% 的极端值均已抽样回看逐日序列确认无拆分调整。

已知不可知，本篇不假装有数据：该账簿的净敞口与保证金阈值；接盘方成交折价；无杠杆长钱中的 AI 敞口分离；AI 相关结构性票据规模；互换名义额占净资产比。

免责声明

本报告为信息聚合与结构分析，非投资建议，不构成任何买卖要约。文中所有区间涨跌幅为价格区间变动，非持有回报。持仓文件仅反映报告期末的美国上市多头与已申报期权，不含空头、非美持仓、私募与衍生品净敞口；据其所做的任何杠杆推断均为推演而非披露。市场有风险，决策请独立判断。涌现资本产业研究部 · 2026-07-31