

Situational Awareness LP: 从杠铃到裸多，从 +439% 到 强平

Situational Awareness LP 持仓逻辑——Q2 13F 账本解剖、7 月强平机制与强平后的公开文件动作

Leopold Aschenbrenner 的基金在 2026 年走完了一条完整的"论点正确、仓位学失败"曲线：Q1 以 84.6 亿美元名义看跌期权做空芯片篮子、多电力与存储的杠铃结构在上半年赚出 +439%；Q2 把杠铃拆成裸多——看跌期权全部平掉、SanDisk 与美光合计 55.6%、前十大 91.8%——权重是"涨出来的"而非"买出来的"；7 月存储与 AI 基建高 beta 股同步回撤，6/30 至 7/29 账本加权跌幅约 42%，三家主经纪商同日追保，7/30 公开股票账本约 160 亿美元按前一日的恐慌价再折约一成整包转手 Citadel，单月净值约 -67%。EDGAR 一手文件给出的两个增量事实改写了市场叙事：Core Scientific 不在 7/30 大宗内（7 月中已自行减持、8/3 场外大宗再减 1,152 万股），SharonAI 21.1% 完整保留并转报 13D；7/30 之后没有任何公开股票的新建或加仓——他的新钱去了一级市场（Source Foundry 4 亿美元）。这份 13F 的正确用法不是"聪明钱买入清单"，而是"被迫卖方地图"：7/29 的低点是流动性价格，Citadel 已分销超过八成库存，反弹质量取决于第二批买家；真正值得研究的是"基本面在证实、价格无反应"的那一档——台积电、Riot、意法/Vishay 供电改造线、B&W——研究优先级来自雷达自身锚点，与他持有与否无关。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 8 日 方法：EDGAR 一手文件逐行核验（13F-HR/13D/13G/N-PX/ADV）+ 事件时间轴多源互证 + 26 个持仓三点价格（付费行情源复权收盘：6/30、7/30、9/4）+ 论点脉络重构 + 对抗式质检。锚定：涌现《矿转 AI 两本账》（08-14）、《存储与上游材料涨价链》（09-07）、《电力分层用电权》（08-07）与雷达评分卡。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议，更不构成跟单依据。

30秒结论卡

- **账本是真的，但已经不存在了。** Q2 13F（持仓截至 6/30、8/14 提交）26 行、202.4 亿美元、无保密省略；前十大 91.8%，SanDisk+美光 55.6%。这本账在 7/30 已整包转手，披露日的"Leopold 持仓"是 45 天前的遗照。
- **他赌的是同一个诊断的两面，Q2 拆掉了对冲的那一面。** Q1：GPU 层"非瓶颈却溢价"做空（芯片篮子看跌名义 84.6 亿美元）、存储/电力层"瓶颈却折价"做多。Q2：看跌全平，美光由 1.7 万股加到 483 万股、台积电由 2.2 万股加到 265 万股、SanDisk 翻倍——从"空 beta、押卡点"变成"裸多高 beta 卡点"，且权重是 Q2 涨出来的（BE 股数 -3.3% 但权重 6.4%→9.4%）。
- **强平不是论点错，是杠杆 × 集中度 × 周期峰值股三者相乘。** 6/30→7/29 账本加权 -42%（7/30 收盘口径 -30%），SanDisk 一只 28% 权重 × 单月 -44% 就贡献 -12 个百分点；三家主经纪商 7/29 同日追保，7/30 整包按恐慌价再折约一成成交，单月 -67%（7/30 信件时点未审计数）。
- **强平后没有任何公开股票新建或加仓。** EDGAR 7/30 之后仅五份归档：CORZ 13D/A（8/3 场外大宗减持 1,152 万股，且交易表证明 CORZ 不在 7/30 大宗内）、SHAZ 13G/A 与新 13D（21.1% 完整保留、60 天内无交易）、Q2 13F、N-PX。新钱去了一级市场：Source Foundry 4 亿美元（累计 5 亿）。"他爆仓后在买什么公开股票"要等 Q3 13F（11/16）。
- **被迫卖方地图比聪明钱地图有用。** 7/30 单日 NBIS +27%、IREN +31%、BE +27%、SanDisk +26%——强制卖家消失的共同签名；Citadel 8/21 信称已通过约 100 笔大宗卸掉超八成风险，剩余不足两成是唯一还挂着的供给。强平后五周仍不反弹的（STM/RIOT/APLD/VSH/BW/KEEL/CORZ）说明"没有人接"——基本面在证实、价格无反应，原因未判定。
- **最大反证：**若 Q3 13F（11/16）出现 7/30 后新建的公开股票仓位、或 Anthropic S-1 显示其私募头寸已减持，本篇"强平后无新仓、新钱只进一级市场"的判断即须改写；若美光/SanDisk 下季量的读数（位元增速）转正加速，则"论点对、仓位错"的定性升级为"论点与仓位都对、只是杠杆错"。
- **13F 的正确用法：**只报美股多头（期权按名义、不分方向），不含股票空头、韩股（SK 海力士）、互换、私募（Anthropic 约 50 亿美元才是他真正的第一大仓）；必须与 13D/13G 交易表联读——本篇全部增量发现没有一条来自 13F 本身。

投资要点

框架：三本账——仓位学账（杠杆 × 集中度 × 周期峰值股相乘）、卖方结构账（被迫卖方地图与边际买家三层出清）、披露账（13F 与 13D/13G/N-PX 联读）。

#	核心判断	方向
1	Q1 杠铃（空芯片篮子 + 多电力/存储）在上半年有效，Q2 拆成裸多后暴露于同因子回撤——论点未变、结构变了	● 仓位学教训
2	强平的三因子相乘：有效净杠杆约 1.4–2.2x（非媒体口径 4x）、前二 55.6%、周期峰值股 beta 3–4——SanDisk 一只贡献六成以上跌幅	● 集中度
3	7/30 之后公开文件只有减持（CORZ）与保留（SHAZ），无新建/加仓；新钱进一级市场（Source Foundry）	● 无跟单对象
4	Citadel 已分销超八成库存，剩余不足两成名单未知；新持有人为大宗对手方而非自然长线多头，反弹质量待财报日验证	● 供给已大部分出清
5	存储 55.6% 的赌注与涌现分歧不在方向而在量价拆分：他赌价的持续性、涌现赌价的斜率见顶（09–07 报告：合约价斜率连续两季收窄）	● 峰值分母
6	电力/供电改造线（BE/SEI/PUMP/BW/STM/VSH）与涌现“通电时点=第一约束”高度一致，但微盘档强平后无人接——研究对象非追买对象	● 方向一致
7	研究优先级来自雷达自身锚点：台积电（唯一雷达判低估）、Riot（0→241MW 合同化）、STM/VSH（订单已到价格未到）、B&W（积压 +533%）	● 分类轴

一、时间轴：从长文到强平（证据等级：A=SEC/公司一手或行情，B=主流媒

体多源，C=单源或推断)

时点	事件	等级
2024-06	《Situational Awareness》长文：电力=约束、CoWoS/HBM=关键瓶颈、2030 万亿级集群需台积电一年全部先进产能	A
2024-09	基金成立（旧金山），种子约 2.25 亿美元（Collison 兄弟/Friedman/Gross）	B
2025 全年	约 +200%；年末 13F 55.2 亿美元/29 行，纯多头基建形态（BE 15.9%、CRWV call 14%、INTC call 13.5%、CORZ 7.6%、SanDisk 仅 4.5%）	A/B
2026-03-31 (Q1 13F, 5/18 迟交)	全表 136.8 亿美元/42 行 = 正股 38.6 亿/26 行 + call 名义 13.6 亿/5 行 + put 名义 84.6 亿/11 行（SMH 20.4 亿、NVDA 15.7 亿、ORCL 10.7 亿、AVGO 10.1 亿、AMD 9.7 亿...）；美光/台积电同时持 put+call	A
2026-01~05	净 +270%、成立以来 >1,000%、总敞口超 200 亿美元、Jane Street 成为 LP	B
2026-04	看跌期权应在 4 月早期已平或本为低成本保险——若持整季，与 Q2 SMH +71%、美光 +242% 下的 1-5 月 +270% 不相容	C（行情反推）
2026-04-30	SanDisk FQ3：营收环比 +97%、毛利率 78.4%、五份多年 AI 供应协议最低合约收入 420 亿美元附 110 亿担保——Q2 加仓 SanDisk 的直接触发	A
2026-05-19→06-30	NBIS 13G 1,241 万股（5.6%）→ 季末仅 446 万股：Q2 内先建后减 64%，资金输血存储	A
2026-06-17/22	SharonAI PIPE 签约/交割：正股 + 637 万份预付款证，累计成本 5.24 亿美元	A
2026-06-30 (Q2 13F, 8/14 提交)	26 行 202.4 亿美元、无保密省略；多头股 99.6%、call 0.3%（BE/TSM）、put 0.03%（INFY）；前十 91.8%、SanDisk+美光 55.6%	A
2026-07-01~17	Meta 售卖算力传闻→ CRWV -14%/NBIS -17%/美光 -11%；7/10 SK 海力士 ADR 上市、7/13 韩股 -15%、韩国 120 万杠杆账户追保；7/14-15 基金场内减持 CORZ 40 万股（最早可见的去杠杆动作）	A/B
2026-07-24	致 LP 信：H1 净 +439%（FT 审阅）；承认亚洲敞口受损；称抛售为 2025 年初以来最佳机会、8/1 起开放追加认购	B
2026-07-28~29	SK 海力士首尔 -14.7%、Kospi -10.8%；7/29 高盛/摩根大通/美银同日追保（逐日动态保证金）；核心多头创年内低	A/B
2026-07-30	公开股票账本约 160 亿美元（FT） / >100 亿（NYT）整包转手 Citadel，折价约一成（参照 7/29 收盘）；当日盘中已反弹 20-27%；单月 -67%、YTD +80%（信件时点未审计）	B
2026-08-03/04	CORZ 两笔场外大宗各 576 万股（约 2.26 亿美元，较 7/31 收盘折让 5-6%）售予非关联第三方 → 4.4%；13D/A 交易表内无 7/30 交易	A

时点	事件	等级
2026-08-05	一级市场：Source Foundry（AI 芯片制造装备，对标 EUV，估值约 50 亿美元）4 亿美元，累计 5 亿	B
2026-08-14	Q2 13F 披露；SHAZ 13G/A 19.9%	A
2026-08-21	Citadel 致客户信：已通过约 100 笔大宗、逾 40 亿美元市值卸掉所接盘组合超八成风险（未点名个股）	B
2026-08-28	SHAZ 新 13D：21.1%（权证上限解除），60 天内无交易，保留增减持/对冲/质押自由	A
2026-09-08	无 Form 4/13F-NT/13F-HR-A/新 13G；ADV 最新版（6/11）RAUM 92.8 亿美元	A

口径纪律：总敞口峰值约 450 亿美元（含杠杆）；净值 7 月初约 200-220 亿 → 7/30 后约 100 亿（含 Anthropic 约 50 亿）。杠杆"最高 4x"为媒体口径且定义未披露；按总敞口/净值反推 6/30 附近约 2x。

二、Q2 账本解剖：七桶持仓逻辑（钱流）

"他在赌什么"为从长文、两封 LP 信与持仓行为反推的推断——本人从未逐票解释。权重按 EDGAR 13F 市值计。

桶	权重 / 金额	成分	他在赌什么	涌现怎么看
存储/内存	55.6% / 112.5 亿	SanDisk 28.0、美光 27.5 (另 SK 海力士韩股与 ADR 基石不在 13F, 信件点名为核心仓)	"带宽墙+容量墙": GPU 非瓶颈却溢价、存储是瓶颈却按商品折价; HBM4/HBF/AI 长约把存储从商品周期变成结构性稀缺——DRAM+NAND+SKH 存储三押	分歧不在方向而在量价拆分: 他赌价的持续性、涌现赌价的斜率见顶。雷达: SanDisk B73 (周期峰值读数、环比 2/3 来自价、护栏封顶)、美光 S86 但 rich"已 price-in" (0-2%); 09-07 报告: 合约价斜率连续两季收窄、SanDisk/Kioxia 强而短、成本免疫层泛起/RMBS/慧荣才是该找的格。55.6% 单桶集中度本身就是"峰值分母名单"的仓位学版本
矿转 AI 托管	12.5% / 25.2 亿	CORZ 3.3、APLD 2.3、RIOT 2.3、IREN 2.1、CLSK 0.9、KEEL 0.8、WYFI 0.3、BTDR 0.3、HIVE 0.2	已并网电力+场地=最快可交付的 AI 机柜, "通电时点"是稀缺资产; Q2 内部再分层: 加未签约 MW (RIOT/KEEL/HIVE)、减已兑现者 (IREN -19%)、CORZ 7 月中先减	方向一致、定价冲突。08-14 报告: AI 因子敏感度已是比特币因子 2.3-4.8 倍, 但市场给已签约 MW 仅 0.59-1.18 倍理论股权创造; 他 Q2 加的恰是"未签约 MW"一档 (KEEL 2.2GW 管线零租约), 按两本账口径股权创造为零——桶内最弱腿。雷达: CORZ C66、APLD B72 bubble、IREN B75 rich、BTDR C69 bubble
neocloud	12.0% / 24.3 亿	NBIS 6.1、CRWV 3.7、SHAZ 2.3	算力买方端的"售罄叙事": 每季新上线容量即被吃光, 预付款把稀释风险外包给对手方; SHAZ PIPE 21.1% 是把 neocloud 逻辑推到"自己当基石股东"	部分一致。雷达: NBIS B76 rich (预付款覆盖 50-60% capex 削弱稀释理由; 四笔逾 10 亿合约对手方未具名; 8/19 再发 45 亿美元可转债须重看融资结构)、CRWV B78 bubble (本质是算力买方非卡点、依赖英伟达配额)。他自己在 Q2 把 NBIS 减了 64%, 说明 neocloud 是资金池不是核心
电力与燃料电池	10.6% / 21.4 亿	BE 9.4+call 0.2、SEI 0.5、TE 0.2、PUMP 0.1、BW 0.1	长文"电力=约束"的直接兑现: 表后自备电 (燃料电池/燃机/往复式/锅炉补燃机交期缺口); T1 光伏减半=从发电资产退向交付速度	高度一致 (08-07 报告: 分层用电权、通电时点=第一约束)。雷达 BE S85 rich (盈利性质拐点三件套已确认, 三条件 warning 维持); SEI/PUMP/BW/TE 不在册。BW 与 APLD (Base Electron 1.2GW) 在他账本里是"园区+电源"叠层, 是可借鉴的同项目双端结构

桶	权重 / 金额	成分	他在赌什么	涌现怎么看
制造与功率器件	9.4% / 18.9 亿	TSM 6.3+call 0.1、STM 2.9、VSH 0.1	台积电由跨式解为正押（制造层不再对冲）；STM/VSH 新建=英伟达 800V 直流供电改造线（STM 在官方硅伙伴名单）	台积电一致（S94 基础层、雷达唯一判"低估"2-4%）；STM 雷达 bubble 为 7 月前读数、须按前瞻重设（Q2 毛利率抬升）；VSH 周期底部倍数无效。3% 合计更像探路仓
推理芯片	0.01%	CBRS 1 万股	象征性跟踪仓；真正敞口在私募 MatX/Source Foundry	不构成信号
IT 服务空头	0.03%	INFY put（三季未动）	"AI 吃外包"的唯一存续空头表达	不构成信号

钱流一句话：Q1→Q2 的资金从"看跌名义"搬到"存储正股"，从"跨式对冲"搬到"裸多"；Q2 内部从 neocloud（NBIS -64%）搬到存储；7 月中从 CORZ 开始主动去杠杆；7/30 后从二级搬到一级（Source Foundry）。

三、新建与加仓逐标的（公司卡）

全部为 4/1-6/30 动作，7/30 已整本转手。价格三点：6/30 → 7/30 → 9/4（复权收盘）。"被强平"除注明外均为推定。

标的	动作	他的逻辑	6/30→7/30→9/4	强平后	涌现判断
SanDisk	114 万→250 万股 (+119%), 另平 61 万 call; 28.0%	NAND 长约 (最低合约收入 420 亿 +110 亿担保) 把商品周期变结构性稀缺; 账本第一大仓=论点核心	\$2,274→\$1,280 (-43.7%) →\$1,740 (+35.9%)	推定在大宗内; 7/29 低点 \$1,016	B73 观察池: 7.7x 前瞻是 NAND 周期顶信号, 环比 2/3 来自价; 财报日双 beat 仍跌 5.4% ——市场在交易下一个拐点
美光	1.7 万→483 万股, 另平 173 万 put + 125 万 call; 27.5%	Q1 跨式在 3/18 FQ2 (HBM4 量产、2026 HBM 售罄) 后解为单边多; 与 SanDisk 构成 DRAM+NAND 双押	\$1,154→\$875 (-24.2%) →\$1,017 (+16.2%)	推定在大宗内; 跌得最少反弹最温和	S86 但 rich (fair value 每股约 \$760): 峰值 EPS 的低 PE 是便宜假象; 万亿级流动性吸收了分销, 边际买家结构比 SanDisk 健康
台积电	2.2 万→265 万股, call 105 万→5 万、平 158 万 put; 6.3%	制造层由跨式解为正押: 2030 万亿集群需台积电一年全部先进产能	\$478→\$403 (-15.5%) →\$429 (+6.3%)	推定; 受损最轻	S94 基础层、雷达唯一判"低估" (对内含价值折价约 22%, 2-4%); Q2 营收 +36%、全年美元增速上调至"略高于 40%"——账本里基本面与定价轴都不冲突的一只
NBIS	新建 446 万股; 6.1%	售罄叙事+预付款; 实为 Q2 内先建 (5/19 前 1,241 万股) 后减 64%, 13F"新建"为季末残量	\$276→\$188 (-31.8%) →\$226 (+20.1%)	媒体点名在大宗内; 7/30 单日 +27%	B76 rich: Q2 收入 +454%、ARR 30 亿、重申 2026 ARR 70-90 亿; 8/19 新发 45 亿可转债须重看

标的	动作	他的逻辑	6/30→7/30→9/4	强平后	涌现判断
STM	新建 780 万股；2.9%	英伟达 800V 供电改造官方硅伙伴，SiC 周期底部买入	\$75→\$53 (−29.1%) →\$52 (−1.5%)	推定； 五周无反弹	Q2 收入 +26% 超指引、毛利率 34.8%→Q3 指引约 37%——基本面证实、价格无反应，原因未判定；雷达 bubble 旗为 7 月前读数须重设；层属待复议至供电改造
VSH	新建 37.5 万股；0.1%	800V 生态无源+功率器件二线（固态变压器/DC-Link 电容/SiC 肖特基），探路仓	\$54→\$34 (−37.2%) →\$32 (−5.9%)	推定；新建仓中跌幅最大	Q2 收入创纪录 +20.5%、订单出货比 1.32、积压 19 亿美元、AI 客户下单排到 52 周外——"兑现开关前移"判据成立；周期底部倍数无效
RIOT	1,150 万→1,710 万股 (+49%)；2.3%	未签约 MW 即将签约：Q2 时 Corsicana 756MW 仅意向	\$27.4→\$22.1 (−19.2%) →\$21.8 (−1.4%)	推定； 五周零反应	不在册（提请并池入"矿转 AI 两本账"）：8/10 与前沿实验室签 20 年 191MW、约 91 亿美元合同——七个月内合同化容量 0→241MW 而价格无反应
SHAZ	80 万→540 万股 (+578%) +267 万预付权证；2.3%，成本 5.24 亿	把 neocloud 逻辑推到"自己当第一大股东"：赌 88 亿美元合同价值与 212MW 锁定容量的重估	\$85→\$49 (−42.4%) →\$56 (+14.7%)	未被强平 (13D 一手坐实) ：PIPE 头寸不可交易	不在册。Q2 净亏 4.3 亿中 4.24 亿为可转债公允价值损失（非经营项拆出）；新签五年 take-or-pay 9.5 亿；研究价值在"13D 自由度=未来供给"而非跟随

标的	动作	他的逻辑	6/30→7/30→9/4	强平后	涌现判断
HIVE / BW / PUMP / KEEL	分别 +169% / +50% / +115% / +33%; 合计 <1.2%	绿电挖矿+GPU 云 小盘期权 / 锅炉补 燃机交期 (FastPower 300MW 模块) / 压 裂商转表后往复机 发电 / 最纯"电力地 产" (2.2GW 管线零 租约)	BW \$14.1→\$9.5→\$7.1 (-49.6%); KEEL \$5.7→\$4.1→\$3.5 (-39.5%); PUMP -20%; HIVE -15%	推定; BW/KEEL 强平后继续 跌	BW 积压 +533%、盈利转 正、向西门子锁定 额外 1GW 汽轮机 ——基本面证实、 价格无反应最大的一 笔; KEEL 无 HPC 收入、无租 约, 两本账都空, 加仓名单里论点最 弱
CBRS	新建 1 万股; 0.01%	推理芯片路线象征 性跟踪	\$221→\$203→\$210	不构成信号	不在册; 9/16 首批 解禁为供给事件

四、7/30 之后的公开文件动作（结论：无新建、无加仓）

截至 9/8, 没有任何证据表明 7/30 后建立过公开股票仓位; 上表全部新建/加仓均为 4/1-6/30 动作, 7/30 已整本转手。SEC 可见动作只有保留与减持, 新投资在一级市场。

- CORZ——减持, 且证明不在 Citadel 大宗内 (A)。**8/4 13D/A 六十天交易表: 7/14 卖 13.4 万股、7/15 卖 26.6 万股 (→8.1%); 表内没有 7/30 交易; 8/3 两笔场外大宗各 576 万股 (\$19.69/\$19.48, 较 7/31 收盘折让 5-6%) 售予非关联第三方 → 8/4 持 1,409 万股 = 4.4%, 不再是 5% 持有人。这是他在追保前两周就开始自己减的仓 (并购流产后论点消失) ——"主动去杠杆"的唯一可见样本; 8/3 买家身份未披露。
- SHAZ——保留, 完整 (A)。**8/28 13D: 807 万股 = 21.1%, 60 天内除 6/30 行权外无任何交易; 累计成本 5.24 亿美元。原因是 PIPE 头寸不可进大宗而非选择保留。13D 保留增减持/对冲/质押自由, 且 ≥1% 变动须两个工作日内修订——**这是他减持的最快信号源, 也是明确的未来供给声明。**
- NBIS——披露缺口 (A)。**5/27 13G 5.6% 后未见修订, 而 6/30 已约 2.0%、7/30 后应为零; 记为观察项, 不推断违规。
- Source Foundry——一级市场加仓 (B)。**8/4-5 完成 4 亿美元 (累计 5 亿), AI 芯片制造装备、对标 EUV、估值约 50 亿美元。爆仓一周内把钱投进"制造装备"而非回补公开股票——与 Q2 制造层正押同向, 且从二级转一级=规避主经纪商杠杆与流动性。
- 私募保留 (B)：**Anthropic 约 50 亿美元 (发言人否认已出售)、MatX (5 亿 B 轮联合领投)、Fluidstack (8 月末 B 轮 15 亿@180 亿由 Jane Street 领投, 是否跟投未披露)。
- 未见：**7/30 后任何新发行人的 13G/13D、Form 4、13F-NT、13F-HR/A、Form D/A、ADV 修订。小盘名单 KEEL/WYFI/BTDR/HIVE/CLSK/RIOT/APLD/IREN/SEI/TE/BW/PUMP/VSH/CBRS 均无该主体的 13G/13D。

7. **Citadel 侧 (A/B)**: 8/5 Griffin 各实体 13G 合计 CORZ 6.5% (因 CORZ 未进大宗, 不是承接证据); 8/21 信: 已卸超八成总风险、约 100 笔大宗、逾 40 亿美元市值 (未点名个股; 按 6/30 权重 SanDisk/美光大概率在内, 推断)。

8. **资金面 (B)**: 8/6-7 LP 几无赎回、不接新钱、不再经主经纪商募资; Jane Street 备忘录称其份额全年约持平; 8/24 SEC 向四家银行发传票 (追保时点与杠杆沟通)。

如何跟踪 (操作段): Q3 13F 截止 11/16——先看总行数与总额是否与表内合计相等 (判保密省略)、有无 13F-NT; 再看 CORZ 余量 (1,409 万股是否还在)、SHAZ 股数; 任何新发行人才是真正的"爆仓后新仓"。13G: 被动身份新建 >5% 须五个工作日内报 (截至 9/8 未见=没有 >5% 新仓)。SHAZ 13D/A 是他减持的最快信号。Citadel 剩余不足两成库存: 盯其季后 45 天的 13G、大宗成交与 SanDisk/美光借券费率。Anthropic S-1 (预期 10 月) 将首次可见其持股比例与锁定期——那才是他"爆仓后最大单一头寸"的第一份公开文件。

五、强平机制解剖

三组读数并列 (26 行按 13F 市值权重 × 复权收盘, 期权按名义、INIFY put 反号): 6/30→7/30 收盘 -30.3%; 6/30→7/29 收盘 (追保日) -42.3%; 6/30→7/29 再折约一成 (实际出清价) 约 -48%。贡献拆分: SanDisk -12.3pp、美光 -6.7pp、BE -3.0pp、NBIS -1.9pp、台积电 -1.0pp、SHAZ -1.0pp、CRWV -1.0pp——**前二 55.6% 贡献了六成以上跌幅**。

杠杆只给区间: 若 -67% 全由公开多头解释, 对应公开多头/净值约 1.4x (按出清价口径) 至 2.2x (按 7/30 收盘口径); 与 FT 总敞口/净值约 2x 同数量级。SK 海力士 (6/30→7/29 -47%) 与软件空头反向 (ADBE 7 月 +22%) 不在 13F、把比值往下推; 约三分之一净值是未减记的私募、把比值往上推。媒体"最高 4x"更像峰值毛敞口口径。一个自治示例 (只证数量级): 公开多头约 $1.8x \times -30\% \approx -54\%$, 空头腿约 $0.4x \times -20\% \approx -8\%$, 甩卖折价 -5~-8%, 合计 -67~-70%。

三因子相乘: 杠杆决定"跌多少会被迫卖", 集中度决定"谁的跌幅算数", 周期峰值股决定"跌幅有多大快"。SanDisk 一只 $28\% \times \text{单月} -44\% = -12\text{pp}$, 在 2x 杠杆下就是 -24% 净值, 足以触发逐日动态追保。这些不是 beta 1.5 的股票: SanDisk 6/30→7/29 -55%、SHAZ -53%、NBIS -46%、BE -46%, 是动量因子载体 (动量指数四日 -17% 史上最差); 且它们在 6/30 快照里已涨完 Q2 (BE +123%、美光 +242%), **权重是涨出来的——BE 股数 -3.3% 但权重升 3 个百分点, 说明没有减仓控制被动集中度**。这正是"峰值分母名单"的仓位学版本: 分母已在峰值, 仓位权重自然被推到峰值。

流动性: 202 亿美元账本里 SanDisk/美光两只 112 亿, 在日均成交几十亿美元的市场里无法在追保日内卖出, 所以只剩"整本打包给一个买家"一条路——折价一成是流动性价格不是估值价格。顺序也要写清: 7/29 是低点 (追保日), 7/30 大宗按 7/29 恐慌价再折约一成成交, 当日盘中已回升 20-27%——基金卖在最低点再打折, 买家买在最低点再打折。

杠铃为何 Q1 有效、Q2 拆掉后暴露: Q1 两腿同因子 (都是 AI 基建 beta), 风险事件里看跌腿的 delta 随下跌变大, 是凸性对冲; 低波动体制下 84.6 亿名义看跌的实际成本可能只有低个位数百分点; 多头腿是当时 beta 最低的一档, 高 beta 的美光/台积电用跨式而非裸多。Q2 平掉看跌、跨式解为正股、加 SanDisk

翻倍——同因子裸多 + 涨出来的集中度，7 月的回撤没有任何一腿反向。论点没有变（存储与电力是瓶颈），变的是“对冲被拆掉 + 权重被涨上去”。

六、价值链与受益链：研究优先级与定价轴（卡点归属）

研究优先级来自雷达自身锚点，与 Leopold 持有与否无关。分类轴（值得研究）与定价轴（Citadel 供给出清程度）分开回答。“基本面证实、价格无反应”的原因未判定——可能是边际买家缺失，也可能是市场对该基本面不认同或已在定价下一个变量。

标的	雷达现状	本事件带来的新信息	定价轴
台积电	S94 基础层、唯一“低估”（折价约 22%，2-4%）	被强平清单里跌最少（-15.5%），Q2 财报与全年指引上修同期兑现	2.2 万亿美元市值对 Citadel 库存无感
Riot	不在册，提请并池入“矿转 AI 两本账”	0→241MW 合同化、约 91 亿美元/20 年具名合同（租户未点名），强平后价格零反应	Citadel 剩余库存名单未知
STM / VSH	STM bubble 旗为 7 月前读数须重设、层属待复议；VSH 观察池	STM Q2 beat + 毛利率抬升、VSH 订单出货比 1.32/积压 19 亿——订单已到、价格未到，五周无人接	供电改造线无 AI 基建的边际买家结构
B&W	不在册	积压 +533%、盈利转正、第二个 1GW 汽轮机锁定；价格 -50%	微盘、分销无人接；等下一个 NTP 事件
BE	S85 rich，三条件 warning 维持（GAAP 口径与全年毛利率兑现、订单口径质疑、拐点再确认）	7 月 -32% 为去杠杆驱动下跌；现价距 7/29 低点 +54%	分销大部分完成；三条件未变
SanDisk / 美光	B73 峰值护栏 / S86 rich	7/29 低点（\$1,016 / \$739）是流动性价格，可作各卡“去杠杆底”参照，不动潜力/兑现	Citadel 已分销超八成；财报日不涨=大宗对手方在出货、不跌=自然买家已接
NBIS / CRWV	B76 rich / B78 bubble	“去杠杆卖压”warning 改写为：Citadel 已分销超八成、剩余不足两成未知、新持有人为大宗对手方	反弹质量待财报日验证
KEEL / HIVE / WYFI / CLSK	不在册	无租约或 AI 收入占比 <10%	不建议并池

三条可迁移结论：① 被迫卖方地图 > 聪明钱买入地图——追保日创年内低 + 次日 >20% 反弹 + 无公司新闻 + 板块共振 = 强平印记，这类低点是流动性价格锚；② 边际买家三层结构（杠杆散户 → 杠杆基金 →

库存做市商) 在 7/13→7/29→8 月依次出清, 拥挤度读数应盯"还剩哪一层没出清"而不是"涨了多少"; ③ 13F 的正确用法是三问: 资金从哪桶搬到哪桶 (Q2: 看跌名义→存储)、哪些仓是涨出来的权重 (BE) vs 买出来的权重 (美光/台积电/SanDisk)、哪些仓 13F 之外有一手文件证明其真实状态 (CORZ/SHAZ)。

七、情景与监控

7.1 情景表

情景	条件	含义
 论点 被时间证实	美光 9/30 财报 DRAM 位元增速升至中个位数以上、 SanDisk 下季指引再超预期且股价不跌; Anthropic S-1 显示 其持股完整	"论点对、仓位错"的教科书; 被强平 清单中基本面证实者由第二批买家接 盘
 基准	存储斜率收窄兑现、矿转 AI 合同化继续、Citadel 剩余库存 Q4 前出清	分类轴与定价轴分开: 研究台积电/Riot/供电改造线, 不追存储
 论点 也错	4Q 合约价转负、HBM 长约价同比下跌、AI capex 换挡	峰值分母名单双杀; 被迫卖方地图升 级为基本面清单

7.2 监控日历

美光 FQ4 (9/30) → SanDisk 下季指引 → Anthropic S-1 (预期 10 月, 首见其持股与锁定) → SHAZ 任何 13D/A (两个工作日) → Citadel 各实体季后 45 天 13G → Q3 13F (11/16: 新发行人=真正的爆仓后新仓; CORZ 余量; SHAZ 股数) → 主经纪商传票事项进展。

八、风险与反证：口径边界

#	边界	内容
1	13F 覆盖范围	只报美国上市证券多头（含 ADR）；不含股票空头（媒体口径软件空头）、非美持仓（SK 海力士韩股及基石配售）、互换/TRS、私募（Anthropic 约 50 亿、MatX、Source Foundry、Fluidstack）。202 亿只是约 450 亿总敞口中的公开美股多头切片
2	期权口径	按标的名义（股数 × 标的价）申报，只报持有的多头期权，不报卖出方、不分价差腿；Q1 84.6 亿看跌名义不等于占用资本，也无法判定是保险还是价差腿
3	时滞	45 天滞后的季末快照；8/14 披露的 6/30 账本在 7/30 已整本转手。“新建/清仓/加仓”计数受换码（KEEL=Bitfarms 换 CUSIP）、期权行、季内先建后减（NBIS）影响，第三方追踪站计数不可直接引用
4	"被强平"的证据等级	除 CORZ（13D/A 交易表证明未进 7/30 大宗）与 SHAZ（13D 证明完整保留）两条一手例外，其余标的无个股级证据证明其进入 Citadel 大宗，均为推定
5	"他在赌什么"	全部为从长文、两封 LP 信与持仓行为反推；本人从未逐票解释，2025-26 无公开访谈谈及基金
6	杠杆与 AUM	各来源定义不一（净/毛、起始/时点）；本篇只给区间；AUM 从 450 亿到 100 亿含去杠杆与赎回，不等于收益率
7	APLD 一行	13F 市值隐含 \$30.49/股与 6/30 收盘 \$37.30 不自洽：按市值权重 2.32%，按股数 × 收盘应为 2.8%；13F 本身无法裁决，Q3 13F 前按存疑处理

九、来源置信度表 · 数字三道关自评

结论/数字	来源	置信度
Q2/Q1 13F 逐行、CORZ 13D/A 交易表、SHAZ 13G/13D、N-PX、ADV	EDGAR 一手	A
26 个标的三点价格与组合加权跌幅	付费行情源复权收盘自算	A
H1 +439%、7 月 -67%、YTD +80%、致 LP 信措辞	FT/WSJ 审阅信件转述	B
总敞口 450 亿、净值 200-220→100 亿、Citadel 约 160 亿/折价约一成、三家追保	FT/NYT/WSJ/CNBC/IFR	B
Citadel 8/21 信（超八成、约 100 笔、逾 40 亿）	CNBC 转述	B（未点名个股）
Source Foundry 4 亿/累计 5 亿	Bloomberg/WSJ	B
看跌期权 4 月早期已平	行情反推	C
"他在赌什么"	长文 + 持仓行为推断	C
涌现对表判断	雷达评分卡 + 既有报告	D（载重）

数字三道关自评：①量级——26 行 13F 隐含价与 6/30 收盘逐行互证（APLD 一行存疑已注）；组合加权 -30.3%/-42.3%/约 -48% 三口径并列，-67% 的杠杆反推只给区间；Q1 全表 136.8 亿 = 正股 38.6 + call 13.6 + put 84.6 对账通过。②口径——总敞口/净值、名义/权利金、公开/私募、推定/一手逐处分列。③多源——事件链三源以上互证，单源与推断降档标注。

免责：本报告由涌现资本产业研究部独立完成，基于公开文件与行情推演，对第三方基金持仓逻辑的重构均为推断。不构成任何证券的买卖要约或投资建议，亦不构成对任何基金持仓的跟随建议；读者应独立决策并自负风险。市场有风险，投资需谨慎。© Emergence Capital

涌现资本产业研究部 · 2026-09-08 · 关联：《矿转 AI 两本账》（08-14）·《存储与上游材料涨价链》（09-07）·《电力分层用电权》（08-07）·《AI 资金轮动：电力与存储》（06-19）