

# AI 的钱在大搬家：从「算力·软件」流向「电力·内存」

顺着顶级 AI 多头 Leopold 的调仓，看清谁在失血、谁在吸金、谁被错杀

2026 年中市场最强的资金信号不是「AI 崩了」，而是 AI 内部的一次大迁移——钱从「算力 / 软件」涌向「电力 + 内存 + 算力承载」。监控 KOL Leopold Aschenbrenner (Situational Awareness LP) 的 Q1 13F 把这张图画得最清楚：\$13.68B 仓位、一个季度 +148%，一边用约 \$8.46B put 名义额空整条半导体栈 (SMH/NVDA/AVGO/AMD)，一边重仓电力 (Bloom \$879M) + 内存 (SanDisk \$724M) + 算力承载 (CoreWeave/Nebius/矿转 AI)。但读这张图必须守三条口径纪律：① put 是名义额、不是净空头；② 这是 barbell 不是单边做空 (他同时持 MU/TSM/SNDK 的 call)；③「投 Anthropic」是私募一级、不在 13F、不可由 13F 证实。更关键的是：虹吸是真的，但不是「算力崩了」——NVDA 基本面仍在加速 (FY27Q1 实际 \$81.6B/+85%、四大厂 2026 capex ~\$725B/+77%)，所以这是估值消化 + 板块轮动 (宏观引擎是沃什鹰派 + 灰犀牛长端利率)，不是流动性危机。真正的机会不在已透支的承接侧旗舰 (SNDK 约 47 倍 (+4590% \* 分拆复权) / BE +1357% / MU 破万亿 = 追高即接盘)，而在被「Agent 冲击席位」统一错杀的软件 Agent 派 (NOW 距高 -55%、fwd P/E ~22)。把 Leopold 当地图、别当跟单。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 6 月 股价 / PE / 52 周涨幅取自 2026-06-18 实时行情 API；13F 数据为季末快照 (2026-03-31, 提交 2026-05-18)。评级 ● 受益且可配 / ● 受益但有硬伤·中性 / ● 承压·拥挤·回避。

## 一、投资要点

1. 市场在发生的是「大搬家」不是「崩盘」：2026 年中，钱在 AI 内部从「算力 / 软件」大规模迁移到「电力 + 内存 + 算力承载」（机构口径里叫“流动性虹吸”）。这是结构性轮动，不是流动性危机——确诊指标：算力基本面仍加速、避险资产未同跌、宏观是「通胀+利率」此消彼长。
1. 这张地图最清楚的画法 = Leopold 的 Q1 13F: Situational Awareness LP 季末持仓 \$13.68B (一季度 +148%)，一边空整条半导体栈、一边重仓电力+内存+算力承载。这是当前「电力 > 算力」论点最真金白银的表达。
  1. 但读图必须守三条口径纪律（否则就把信号读反了）：
    - put 是名义额，不是净空头——约 \$8.46B put 名义额 ≠ 「已净空 \$8.46B」；13F 不披露多空意图。
    - 这是 barbell，不是单边做空——他对 MU/TSM/SNDK 同时持 call，真实信号是「空泛半导体 beta、押多内存+代工」，不是「做空内存」。
    - 「投 Anthropic」不可由 13F 证实——私募一级（约 20% AUM、2025-02 以 ~\$60B 估值首投），不在 13F 披露范围，媒体口径需独立标注。
  1. 核心判断：承接侧（电力/内存旗舰）涨幅已极端、反身性透支，**追高即接盘**；真正的风险回报在**被错杀的软件 Agent 派** (NOW/CRM/SNOW) ——这正是总纲「第二波」的点火位。
  1. 姿态：学 Leopold 的虹吸框架，不抄他的 put（名义额 + 喊单反身性）。承接侧选硬卡点（GEV）不选反身性最高的（BE）；错杀侧逢回调布局 Agent 派。

flow/value 透镜	研究部判断
承接侧 · 电力 (BE/GEV/VRT/CEG/VST)	● 方向对，但旗舰已透支 (BE +1357%)；选硬卡点不选反身性
承接侧 · 内存 (MU/SNDK)	● 周期上行真实，但 SNDK 约 47 倍 (+4590% ※分拆复权) / MU 破万亿 = 反身性顶部区
被虹吸侧 · 算力 (NVDA/AVGO/AMD)	● 估值消化+轮动，非崩盘；AMD 估值最危、AVGO 已消化
被错杀侧 · 软件 Agent 派 (NOW/CRM/SNOW)	● 统一错杀里的修复候选 = 最佳风险回报
Leopold 反身性 (NBIS 披露即 +12%)	● 喊单成变量，抄单接盘红线

## 二、虹吸地图：Leopold 的 Q1 13F 拆解

维度	数据 (季末 2026-03-31, 提交 5/18)
总持仓	42 个、名义额 <b>\$13.68B</b> (Q4'25: 29 个 / \$5.52B → 一季度 +148%, put 空头书基本本季全新建立)
做空侧 (put 名义额, 非净空)	合计 ~ <b>\$8.46B</b> : SMH \$2.04B · NVDA \$1.57B · ORCL \$1.07B · AVGO \$1.01B · AMD \$969M · MU \$583M · TSM \$535M · ASML \$494M · INTC \$159M · GLW \$21M
barbell (同票看涨)	MU call \$422M · SNDK call \$388M · TSM call \$355M · CRWV call \$140M · BE call \$55M
承接多头 · 电力	<b>Bloom Energy 6.49M 股 \$879M</b> (建仓至 5/1 约 +176%)
承接多头 · 内存	<b>SanDisk 1.14M 股 \$724M + call \$388M</b>
承接多头 · 算力承载	CoreWeave 7.18M 股 \$556M + call \$140M; 矿转 AI: IREN \$401M · CORZ \$389M · APLD \$320M · RIOT \$295M
季后更新 (13G, 非 13F)	<b>Nebius 12.41M 股 / 5.6% / ~\$2.6B</b> , 披露日 2026-05-28 当日 +11.47%
私募 (不在 13F)	Anthropic 约 20% AUM (2025-02 ~\$60B 首投, 现报道估值 ~\$965B)

**研究部判断**: 把 put 和 call 放在一起读, Leopold 的真实表达不是「做空半导体」, 而是「空掉泛半导体/算力的估值 beta, 把子弹押到电力、内存、代工、算力承载这些『下半场卡点』」——与「AI 下半场的决定因素从芯片/算法转向电力」一脉相承 (注: 此措辞为媒体转述、非其直接引语)。这恰好就是一张「电力 > 算力」的资金地图。

## 三、虹吸是真的, 但不是「算力崩了」

把「虹吸」误读成「AI 见顶」是最危险的错误。三组数据说明这是**估值消化 + 板块轮动**, 不是基本面崩盘:

- **算力基本面仍在加速**: NVDA FY26Q4 营收 **\$68.1B (+73%)**, FY27Q1 指引 ~\$78B、实际落地 **\$81.6B (+85%)**、数据中心 \$75.0B——增速强于指引。
- **capex 还在翻倍**: 四大超大规模厂 2026 capex ~**\$725B** (2025 ~\$410B, +77%); 高盛 2026-2031 累计约 \$7.6T。
- **是轮动不是去杠杆**: 宏观是「通胀+利率」驱动的此消彼长 (强就业/CPI 4.2% → 美债收益率上行 → 同时压制加密与高估值软件、利好确定性现金流), 不是金股同跌的流动性危机。

**存量 vs 流量**: 被虹吸的是「估值」(高 P/E 的软件、拥挤的算力多头), 不是「基本面」(NVDA 收入仍加速)。NVDA 现价 ~\$208.82、1y +44%、**fwd P/E 已降到 ~20.6**——这是「股价没怎么涨、业绩猛涨」

的估值消化，不是崩盘。

## 四、宏观引擎：沃什鹰派 + 灰犀牛长端利率

虹吸的水泵是利率。资金从「高估值无现金流」流向「确定性现金流」，背后是降息预期的清零：

- 6 月 FOMC 12-0 维持 3.50—3.75%；点阵图 9 名委员预计年内加息（1 名 +75bp / 5 名 +50bp / 3 名 +25bp），仅 1 名预计降息；2026 中位利率 3.8%、PCE 3.6%。沃什上任后基调偏鹰，市场年内降息预期已接近清零、部分定价年末加息。
- 灰犀牛延续：长端利率的主驱动是「通胀 + 霍尔木兹能源」，沃什鹰派是新增维度。高估值资产（软件 PE>40、加密）在这个窗口被系统性压制——这与总纲「6—7 月留弹药等利率冲击砸坑」完全一致。
- 加密同步失血：BTC 自 5 月峰值 ~\$82,700 跌到 6 月初 ~\$65,710 (YoY ~-34%)，MicroStrategy 首次自 2022 年卖出 BTC，现货 BTC-ETF 连续 10—11 日净流出。但应表述为「同一宏观驱动下此消彼长」，不是「加密的钱直接买了芯片」。

## 五、flow/value：钱从哪流出、流向哪

资金流实证（硬数据）：2026-04 半导体 ETF 创纪录月度流入 \$5.5B (SMH \$3.4B + SOXX \$2.05B)；软件 ETF (IGV) 同期净流出。对冲基金软件多头占比降至 2019 年来最低、共同基金软件敞口 2012 年来最低；半导体机构持仓创纪录新高 (JPM「半导体拥挤度远高于软件」——方向确证，但坊间「99.3% vs 22.8%」的精确值未见一手源，存疑)。

流出端（被虹吸） 流入端（承接）

高 P/E 软件 SaaS —————▶ 电力（现场发电/核电/液冷）

拥挤的算力多头 —————▶ 内存（HBM/NAND 周期上行）

无现金流加密 —————▶ 算力承载（Neocloud/矿转 AI）

## 六、投资含义与受益标的

股价 / PE / 52 周涨幅取 2026-06-18 实时 API。

## 6.1 承接侧（钱涌入）——方向对，但旗舰已透支

标的	现价	PE	市值 (\$B)	52w	卡位	评级	一句话
GEV GE Vernova	\$1102.69	32.3	296	+130%	电力硬卡点	● 甜蜜	燃机+电网真卡点·承接侧里相对未透支
VRT Vertiv	\$333.46	83.8	128	+203%	液冷/供电	● 观察	数据中心供电散热·估值已高
CEG Constellation	\$279.92	24.3	100	+16%	核电	● 甜蜜	核电确定性·涨幅最温和·PE 最低
VST Vistra	\$169.11	28.3	57	+28%	电力	● 观察	电力 beta·相对温和
BE Bloom Energy	\$311.95	71.7	89	+1357%	燃料电池	● 观察	Leopold 旗舰多头·但反身性透支顶部区·追高即接盘
MU Micron	\$1122.18	52.9	1266	+840% (约 9.4 倍)	HBM/内存	● 观察	破万亿·barbell 双向 (put+call)·绝非「做空」·已极端
SNDK SanDisk	\$2165.21	74.0	321	约 47 倍 (+4590% *分拆复权)	NAND	● 观察	反身性顶·NAND 非 HBM 卡点

**研究部判断：**承接侧的「方向」是对的（电力+内存是下半场卡点），但**旗舰涨幅已极端**（SNDK 约 47 倍 (+4590% \*分拆复权)、BE +1357%、MU 破万亿）= 反身性透支。要配就选**相对未透支的硬卡点**（GEV / CEG），回避涨幅最疯、反身性最高的（BE/SNDK）。

## 6.2 被错杀侧（最佳风险回报）——软件 Agent 派

标的	现价	fwd P/E	距 52w 高	卡位	评级	一句话
NOW ServiceNow	\$95.02	~22	-55%	治理编排层	● 基础	被「Agent 冲击席位」统一错杀的典范·治理编排·永不因价格行为降级
CRM Salesforce	\$152.10	~11	-4%	企业 SaaS	● 基础	安全边际派·席位→按任务迁移中·fwd P/E 11
SNOW Snowflake	\$229.44	—	—	数据云	● 甜蜜	用量制天然免疫席位压缩·高弹性高风险

**研究部判断：**软件被「AI 减席位 = 利空」统一错杀，但已转向 Agent 业务的公司是被错杀的——NOW 距高 -55%、fwd P/E 砍到 ~22，对一家治理编排层龙头是错杀。按总纲 Agent 判别式（吃 \$9 劳动力预算、不吃 \$1 软件费），NOW/CRM/SNOW 是第二波的点火位，比追高承接侧旗舰的风险回报好得多。这是本报告对用户最有价值的一条：虹吸把软件砸出了坑。

### 6.3 被虹吸侧（算力）——估值消化，非回避

NVDA (\$208.82 / fwd P/E ~20.6 / 1y +44%) = 估值已消化、基本面仍加速，不是「该清仓」而是「拥挤交易降温」；AVGO (\$407 / 定制 ASIC 卖铲子) 已消化；AMD (\$531 / PE 177 / 1y +319%) 估值最危、是算力栈里最该警惕反向 re-rate 的一个。

## 七、风险提示

#	风险	说明
1	把 put 名义额当净空头	约 \$8.46B put 是 13F 名义额、不披露多空意图；媒体常把它炒成「Leopold 净空 NVDA」
2	把 barbell 当单边做空	MU/TSM/SNDK 同时持 call；写成「Leopold 做空内存」即方向说反
3	承接侧反身性透支	BE +1357% / SNDK 约 47 倍 (+4590% * 分拆复权) / MU 破万亿 = 顶部区；Leopold 喊单本身成变量 (NBIS 披露即 +12%)，抄单接盘红线
4	误把虹吸当崩盘	算力基本面仍加速、capex +77%；这是估值消化+轮动，若误判为去杠杆会错杀算力
5	利率反转风险	若沃什转鸽 / 通胀回落，资金可能反向轮回算力，承接侧确定性溢价回吐
6	Anthropic 口径	「投 Anthropic」为私募、不在 13F、不可逐日核；估值 \$965B 为媒体口径

## 八、数据口径与冲突

- 13F notional ≠ AUM：Q1 13F 名义额 \$13.68B；媒体报道 AUM 已 >\$20B (2026 YTD +270%) ——两者口径不同，不可混用。Q2 13F (口径 6/30) 8/14 截止、今日未出。
- put 名义额口径：\$8.46B (期末 put 总名义额) vs 坊间 \$7.7B (疑为本季新增 put) ——以 SEC 原始 13F-HR 表加总为准。
- NBIS 披露：12.41M 股 / 5.6% / Schedule 13G，曝光 2026-05-28 (非 6 月)。
- JPM 拥挤度：「半导体 99.3% vs 软件 22.8%」精确值无一手源，仅方向确证 (半导体创纪录新高 / 软件 2019 来最低)。
- NVDA fwd P/E：~20.6 (stockanalysis) vs 23.4 (gurufocus) 口径差，取较新。

涌现资本产业研究部 · 机构中性 · 本文为产业研究，不构成投资建议。市场有风险。13F 为季末快照、非实时持仓。© Emergence Capital