

2025 年 10 月 13 日 星期一

【First Call 策略】

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

第一上海——First Call 十月策略（一）

宏观观察

- 聊一聊过去两周的宏观市场；
- 10.11 日大跌，让我想起了 24 年 8 月日元套息交易逆转导致的市场风暴；黑天鹅之所以被称为黑天鹅，主要特点是：事前几乎无人预见，事中冲击很大，事后能找到合理的解释；我理解应对黑天鹅是一道选择题，预测事件以及可能发生的时间非常困难，但在趋势中做一些方向性应对相对容易；举例来说，4 月以来市场快速修复，不断创出新高，但特朗普不确定性依然存在，中美关系并未取得实际平衡；当下的市场基调，基本不算互信市场，CN 出公司美国出体制的合作机制一去不复返；这种状态下，选择强市场做多核心资产我认为合理但不足够，应保持一定的风险平衡，比如黄金，比如其他战略级资源；我的反思是铀以外的战略金属研究不够，后视镜看非常明显；CRML、NB、IDR、MP，表现并不亚于 AI 资产中的高风偏标的，但确定性更好；对于事件本身，我认为应该更乐观一些，双方强硬表态的目的是谈判，特朗普总统的风格也已被市场摸透，TACO 的概率很大。
- 今年美股市场基本由 AI 驱动，但是搞 AI 太花钱了，据摩根士丹利报告，2025-2028 全球数据中心资本支出预计 2.9 万亿（不含电力），其中 48% 由巨头现金流覆盖，私募信贷与资产抵押融资占比 28%，PE、VC 等一级投资占比 12%，剩下的部分，企业债 7%，资产证券化 5%（比如以数据中心租约、现金流或房地产资产打包发行的 ABS 或 CMBS）；但是，IDC 只是冰山一角，据 GS 最近的 AI 测算报告，美国 AI 最大的缺口是电，到 2030 年，美国能源转型需要 12 万亿资金支持（长期走向核能），电力与公用事业需要 3 万亿（发电、传输），数字基础设施（算力、通信）需要 2 万亿，总计 17 万亿；把两份数据拼起来看，美国 AI 资本需求远超企业自身现金流能力，巨头可自筹算力设施，但能源是最大的缺口与系统性瓶颈，很难短期突破；一方面我们看到了能源的投资机会，另一方面未来可能产生新的趋势：电力资产金融化、数字化、证券化，这和我们美国拥抱区块链的认知形成了闭环——RWA=全新融资窗口；
- 能想到 70 年代的资产证券化吗？能源类资产与房地产类似，具有天然的金融化基础——重资产、长期稳定现金流（PPA 多在 10 年以上）、物理可度量，发电量、上网电价、回款周期都有客观数据，非常适合代币化成“可量化、可拆分、可追踪”的链上资产；一旦上链，周期更短、融资范围更广阔、成本更低，智能合约自动根据现金流分配利息、电量数据接入后自动触发支付，这将是非常大的场景；RWA 对于初创企业来说同样有利，以 CoreWeave 为例，今年发行了多笔 GPU 抵押债券，债券利率最低 9%，最高 15%；如果上链发行，面向全球机构、家办、合格投资人，无需承销商，可拆分成更小单位，显著降低融资成本，提高融资效率；对美国来说，RWA 挂钩到国家战略上——用区块链技术串联全球资本，为美国 AI 输血；

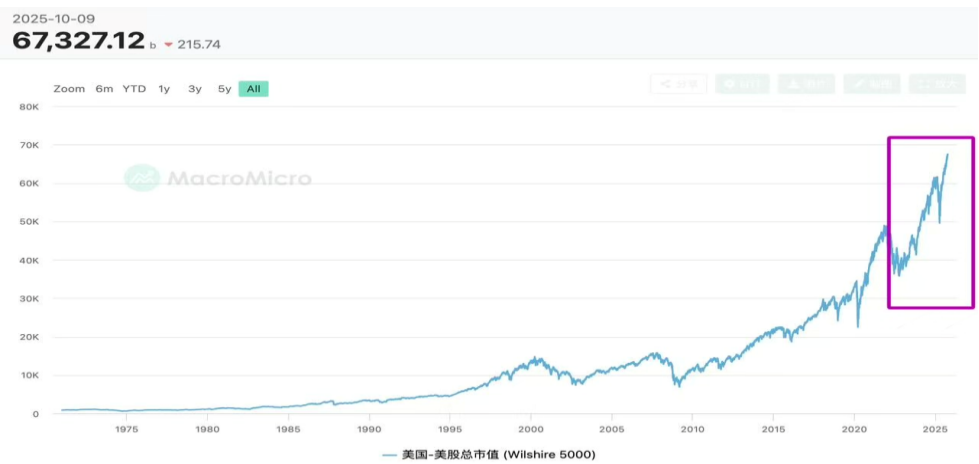
图表 1：核心宏观指标追踪

0914-0920 0921-0927 0928-1004 1005-1012											
Category 品类	Name 名称	Index 指数	1 D%1日变化	5 D%5天变化				1 Mo%1月变化	3 Mo%1季变化	YTD%	1 Yr%
Stock股票	纳斯达克指数ETF Invesco QQQ Trust	589.5	-3.47%	2.16%	-2.34%	0.74%	-2.27%	1.52%	6.13%	15.54%	19.67%
	标普500指数ETF SPDR S&P 500 ETF Trust	653.0	-2.70%	0.96%	-1.18%	0.83%	-2.42%	1.76%	4.36%	11.70%	13.71%
	罗素指数 Russell Indexes 3000	3725.6	-2.72%	1.00%	-1.41%	1.13%	-2.52%	-2.72%	4.23%	11.16%	13.30%
	罗素指数 Russell Indexes 2000	2394.6	-3.67%	1.35%	-2.65%	1.96%	-3.30%	0.70%	6.56%	5.87%	9.84%
	罗素指数 Russell Indexes 1000	3580.8	-2.71%	1.34%	-1.35%	1.07%	-2.48%	0.09%	3.92%	11.35%	15.10%
	恐慌指数VIX	21.7	31.83%	1.78%	-6.80%	3.29%	30.06%	31.70%	33.50%	20.78%	38.90%
Commodity 商品	COMEX黄金,美元/ozt	4000.4	0.70%	0.03%	1.23%	1.39%	2.35%	9.79%	20.59%	49.98%	51.95%
Currency货币	USD	99.0	-0.56%	0.53%	0.85%	-0.18%	1.29%	1.50%	1.40%	-9.51%	-6.50%
Bond债	美国10年期国债收益率 US10Y (bp变化)	4.1	5	8	-8	-4	-4	1	-8	-57	-77

资料来源：WIND，第一上海整理

- 美国经济到底好不好？我觉得很难直接定调，经济基本面是复杂的；鲍威尔已经将重心从通胀转移到就业，通胀趋于稳定，失业率上行，反馈经济正在从过热转向疲软，总需求不足，有降息的必要；联储释放货币政策宽松信号，意在支持软着陆，防范硬着陆风险；具体政策层面，川普政府不确定性与移民减少抑制了经济，同时又支持降息和鼓励 AI 投资；两者相抵，贡献出今年的弱增长，市场呈现出 AI 超级繁荣、消费萎缩、失业上升的图景——今年 AI 投资占据了美国经济增量的一半（应用贡献很小，主要是投资），上半年 AI 对 GDP 的贡献已经超过了消费；所以我们看到的美国经济图景是割裂的，并没有那么好，但好的一面又特别强，我们可以粗暴的说，AI 和美国经济深度捆绑，一荣俱荣一损俱损；特朗普在政府节流失败以后，押注到 AI 上的筹码又重了一些；股市反馈看下面这张图，新一轮美股市值扩张的起点和 chatgpt 发布时间完全重合，曲线陡峭，市场先拉估值，再扩 EPS，带动总市值循环向上；22 年底美股总市值 39.8 万亿，现在已经发展到 67 万亿，作为融资窗口，股市是美国国运的一部分，我也很能理解，特朗普是多么希望股市一直涨下去。

图表 2：美股总市值



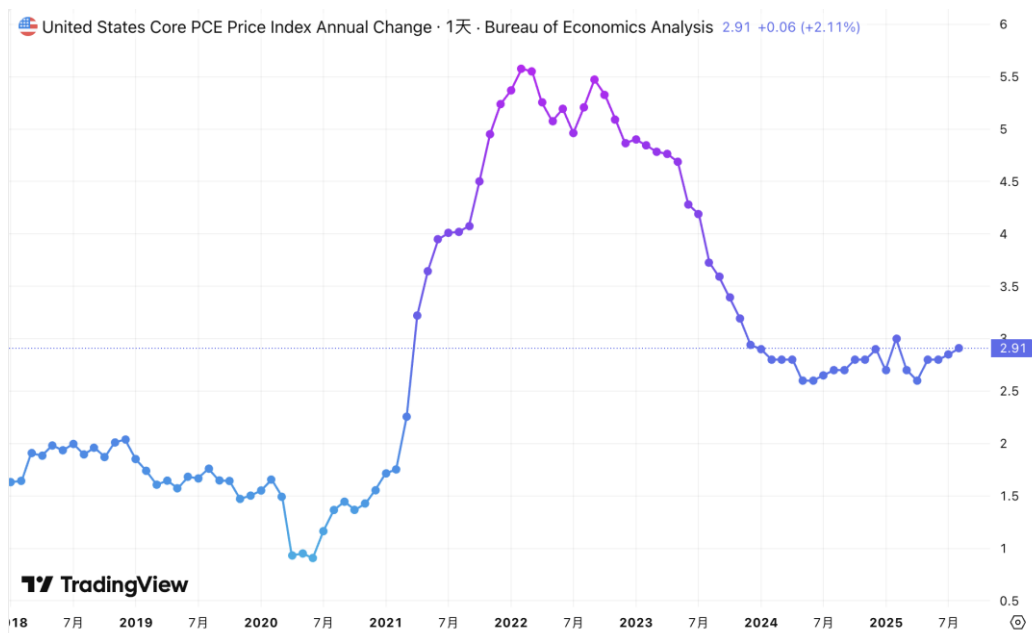
资料来源：MacroMicro

图表 3：失业率曲线



资料来源: tradingeconomics

图表 4：Core PCE



资料来源: tradingview

微观观察

- 政府停摆，按照以往的经验，股票大体呈弱势，债券坚挺，黄金上涨；这次略不同，由于 AI 主题非常火热，带动指数继续上行，此外还增加一个新角色——BTC，5 个交易日中+12.5%，并在上周末创出新高；停摆期间由于 ZF 不收集和公布就业及物价相关数据，大家摸黑交易，但是波动并没有想象的大，停摆当周 VIX 只上升了 10%，没有达到可交易的地步（至少 30%起跳才值得找做空的机会）；就市场综合表现来看，停摆影响很微弱，没有风险暴露，只体现了

一点技术性波动；

- 谷歌最近删除了搜索算法中的 NUM=100 参数，意味着不能一次关键词搜出 100 条搜索结果了；移除这个参数后，获取同样深度的数据就需要拆成多个分页请求——1 次变 10 次；内部的角度，带宽、服务器资源、API 请求次数、响应延迟、错误率等成本都会显著上升，对于外部，那些依赖“广撒网、长尾关键词 + 深层页流量”策略的网站边际效益可能大幅减少，比如 Reddit；对于 oai 以及其他大模型的负面影响相对有限，它们的训练语料大部分早在上线前就已确定，不太可能在某一刻因 Google 改动立刻丢失大量训练数据；这次调整本质是一次“收紧下游依赖、巩固上游内容和广告主关系”的策略，对 Google 自身是强化垄断与 Gemini 生态的训练闭环；
- 最近软件涨势非常好，大概来自于 OAI “操作系统大会”，获得了一波流量加持；对于这波上涨，我认为应该更谨慎一些；用了两天 gpt 内置的 canva，OAI 呈现的应用窗口，和 windows、小程序之于微信完全不同，此系统非彼系统；以 canva 为例，输入命令到完成创作，过程中没有展示 canva 界面，也不提供微操，gpt 接到命令直接调用底层应用，canva 全程被隐藏；如果 OAI 能做的很好，一次成稿，就和我们之前讨论的超级 siri 很接近，成为应用和流量分发者，对于软件长期是削弱；如果做的不好，比如保持现在的状态（目前允许用户点击稿件，自动转入 canva 二次编辑，完成最后一公里），就是纯粹的给软件导流；OAI 这波完成度不高，大模型内置专业工具和专业工具内置大模型，哪个是最终归宿还不好说，但模型内置工具功能多系统复杂，明显难度更大，总之，完成态看不清，对于股价上涨保持克制；
- 如宏观部分所讲，能源是我们近期研究的重头戏；美国缺电是长期的，缺乏稳定供电也是长期的，两者都不会短期内逆转；发电侧，短期靠燃气，CCGT（联合循环燃气轮机）+调峰，中长期靠核能；电网侧，短期靠扩容和表外电网，中长期大规模翻新（智能化、储能、高压）；这个条件下，铀需求明确又清晰，美国的电力结构中，核能要从补充能源变为核心基载能源，这不是 1-2 年的趋势，而是至少 20 年的能源战略性转向；铀矿开采 → 转化 → 浓缩 → 反应堆燃料棒，高度集中、供应链脆弱；核燃料使用周期约 12-24 个月，加载前需提前锁定供应；核电厂寿命 40-60 年，一旦建成必须长期供应铀；这就意味着铀需求与核电装机容量呈长期线性关系，波动极小；铀价格波动对电厂成本影响有限（燃料成本仅占发电成本的 5% 左右），因此核电运营商更倾向于锁定长期采购合约；以核电为主的能源组合，锚点是算力电力化，AI 对电的可靠性要求远超以往任何产业，每一个新增反应堆背后对应 20-30 年以上的长期铀消耗需求；
- 对于存储，我只有一个问题，周期是不是被打破了？去年有大行警告内存进入周期尾部，HBM 即将过剩；但四月以来，存储板块走势极强，美光 3x，wdc4x，sndk4x，说明需求没有拐点，在持续增强，美光 HBM 产能排期已覆盖至 2026 年底；oai 存储订单和模型更新是清晰的路标，视频大模型进入到推理阶段，5 秒视频消耗的内存是 2000token 文本的 500-1000x，经过优化后约 100-300x；说明一方面需求猛增，打破了传统存储周期，叠加供给弹性下降（扩产周期、

供应链约束、技术升级)，周期或延迟到 2027 年；另一方面推动内存技术发展，利好技术储备有深度的公司；

- 10.11 日，比特币一度跌 13%，黄金则稳守在 4000 以上；对“比特币是数字黄金”这一论断，我始终有困惑，既然买比特币是为了获得黄金的属性，那为什么不直接买黄金呢？从市场表现来看，比特币在关键风险时刻并未展现出“避险”特征，仍然与风险资产同涨同跌，更像是流动性周期的放大器而非“价值锚”；以太坊跌幅更甚，一度跌至 3300；以太坊与比特币，如果必须二选一的话，我选叙事更宏大、街上共识更强的以太坊；技术指标，退出质押队列从两周前的 35 天上升到 41 天，进入质押队列从 3 天上升到 23 天，质押利率波动不大，维持在 2.85 附近；这些指标说明，尽管 10.11 日剧烈下跌，但网络表现是再平衡而非恐慌；对 ETH 价格而言，是波动消化、筹码再分布阶段，不是顶部信号；根据历史经验，价格剧震 + 网络稳定往往是中期信号，代表市场去杠杆或洗盘过程，不是趋势反转。

图表 5：加密币交易额与交易量情况

周成交额（亿美元）	0817-0823	0824-0830	0831-0906	0914-0920	0921-0927	0928-1004	1005-1011
USDT	7,062.4	6,537.7	5,526.6	6,561.7	7,275.0	7,309.5	10,080.4
USDC	1,144.6	1,198.9	723.9	1,033.8	793.0	835.3	1,201.5
BTC	2,956.5	2,867.5	2,783.1	2,765.5	3,291.6	3,825.3	5,385.5
ETH	2,581.6	2,555.5	2,048.5	2,154.6	2,500.1	2,322.2	3,220.5
Solana	468.4	777.3	468.1	631.2	578.5	514.3	610.8
ETHA	3.3	2.8	2.1	1.9	2.3	2.1	2.7
周环比	0817-0823	0824-0830	0831-0906	0914-0920	0921-0927	0928-1004	1005-1011
USDT	108%	-7%	-15%	19%	11%	0%	38%
USDC	175%	5%	-40%	43%	-23%	5%	44%
BTC	79%	-3%	-3%	-1%	19%	16%	41%
ETH	96%	-1%	-20%	5%	16%	-7%	39%
Solana	80%	66%	-40%	35%	-8%	-11%	19%
ETHA	25%	-15%	-26%	-7%	19%	-8%	29%
日均价	1005	1006	1007	1008	1009	1010	1011
BTC	123,506.0	124,774.0	121,519.0	123,353.0	121,698.0	113,202.0	112,476.0
ETH	4,515.3	4,689.1	4,454.3	4,527.6	4,368.7	3,835.6	3,839.7
Solana	228.5	232.6	220.9	229.1	220.8	189.9	183.5
ETHA	—	35.8	33.9	34.2	32.8	30.2	—
周均价	0824-0830	0831-0906	0914-0920	0921-0927	0928-1004	1005-1011	
BTC	115,912.0	110,411.2	110,284.2	116,131.8	112,003.0	115,918.2	121,342.0
ETH	4,496.0	4,458.3	4,435.0	4,548.5	4,144.6	4,265.9	4,398.4
Solana	189.0	201.9	204.0	240.4	213.4	217.6	220.3
ETHA	34.0	33.8	32.8	34.1	30.8	32.9	33.4
周环比	0824-0830	0831-0906	0907-0913	0907-0913	0914-0920	0928-1004	1005-1011
BTC	-3%	-5%	0%	5%	-4%	3%	5%
ETH	0%	-1%	-1%	3%	-9%	3%	3%
Solana	0%	7%	1%	18%	-11%	2%	1%
ETHA	1%	0%	-3%	4%	-10%	7%	2%

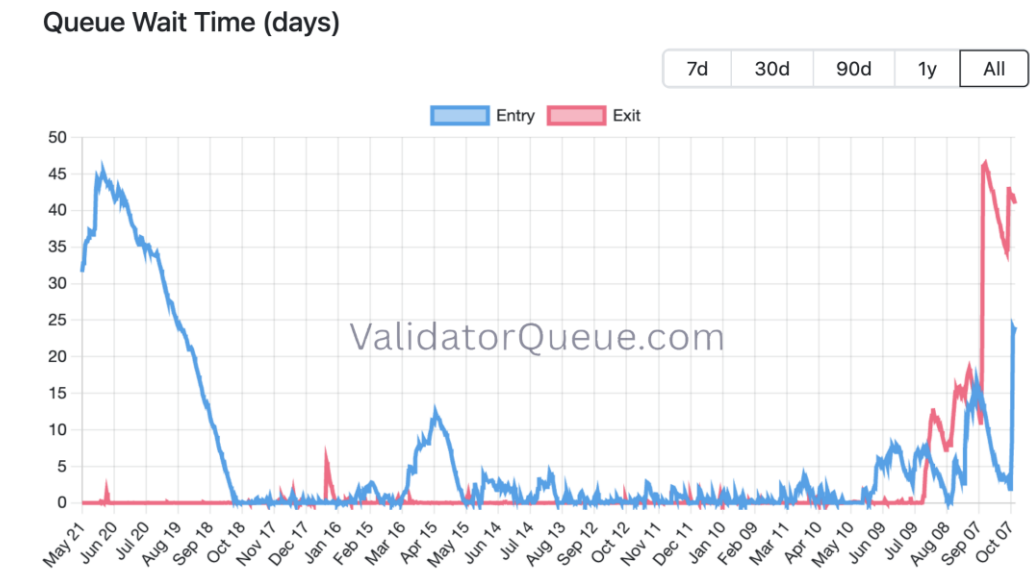
资料来源：CoinGecko，第一上海整理

图表 6：BMNR&SBET 溢价率及其他指标对比

	NYSEAM:BMNR	NYSEAM:BMNR	NasdaqCM:SBET	NasdaqCM:SBET
	假设交易完成	假设交易完成	SBET.O	SBET.O
更新时间	2025/10/5	2025/10/11	2025/10/5	2025/10/11
ETH 数	2,650,900	2,830,151	838,728	838,728
ETH ASP	4,488	3,820	4,488	3,820
ETH Value (mn USD)	11,897.2	10,810.7	3,764.2	3,203.8
BTC 数	192	192	-	-
BTC ASP	122,179	111,616	-	-
BTC Value (mn USD)	23.46	21.43	-	-
Net Cash (mn USD) 净现金	436.0	456.0	200.0	200.0
Total NAV (mn USD) 总资产净值	12,357	11,288	3,964	3,404
市值 (mn USD) -常规股数对应	16,131	14,940	3,511	2,958
溢价率 %	31%	32%	-11%	-13%
市值 (mn USD) -总稀释股份数对应	16,857	16,346	3,822	3,219
①溢价率 %	36.4%	44.8%	-3.6%	-5.4%
②每千股ETH数 (ETH数/千股)	8.91	9.08	3.99	3.99
③每股价值 (NAV/股,USD) -EPS	41.5	36.2	18.9	16.2
④全仓持仓价	4,203	4,222	3,603	3,603
⑤占总数量比例	2.2%	2.3%	0.7%	0.7%
注：增发交易一直未公告完成交割（原预计9月23日），追踪表中假设交易完成				

资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 7：以太坊质押验证者排队情况



资料来源: validator Queue

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)