

2025 年 9 月 15 日 星期一

【First Call 策略】

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

第一上海——First Call 九月策略（二）

降息周期

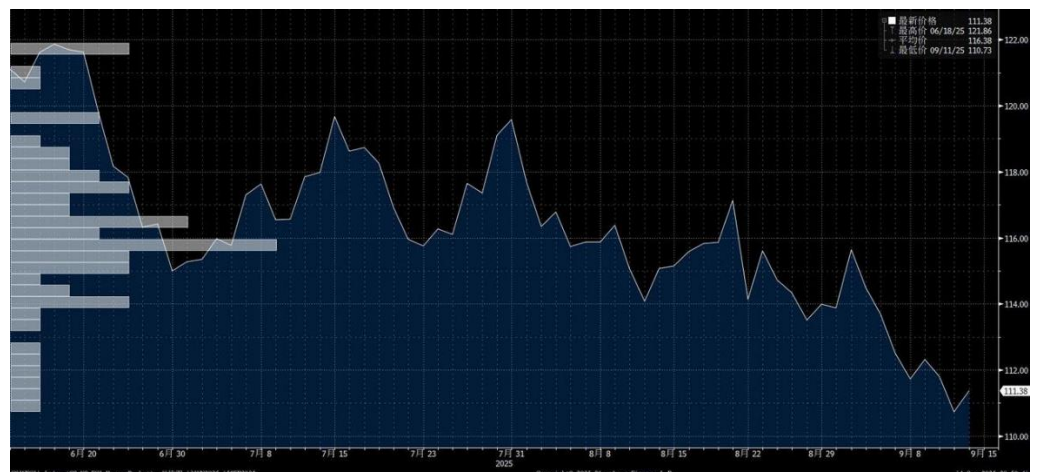
利率敏感型的 opendoor 暴涨 70%——降息交易开始了；宽财政、宽货币，两宽初期往往是梦想型资产打头阵，预期、估值驱动的公司跑得快，资金先涌向高弹性品种，甚至没估值的比有估值的涨得更快，走“流动性溢价”逻辑（反转杀估值也很猛）；第二阶段，盈利增长驱动的公司，受益于财政支出（订单增加、消费拉动），盈利改善，股价走“业绩兑现”的逻辑；区块链/Crypto、高 beta 行业（比如券商）、量子计算、AI 应用、meme 可能先跑出行情，但最终我们可能会发现，大部分收益仍然会兑现在最拥挤的四个交易里：AI、空美元、黄金、crypto；

图表 1：核心宏观指标追踪

0817-0823 0824-0830 0831-0906 0907-0913											
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	586.1	0.43%	0.78%	-0.89%	-1.49%	1.75%	2.57%	11.11%	16.50%	32.47%
	标普500指数ETF SPDR S&P 500 ETF Trust	644.8	-0.13%	1.69%	0.16%	-0.95%	0.90%	3.16%	4.76%	8.95%	33.47%
	罗素指数 Russell Indexes 3000	3759.6	0.12%	1.30%	0.48%	0.46%	1.53%	2.67%	9.39%	12.17%	18.22%
	罗素指数 Russell Indexes 2000	2416.1	-0.09%	3.11%	3.01%	2.75%	1.05%	5.84%	12.78%	6.82%	13.46%
	罗素指数 Russell Indexes 1000	3605.1	0.14%	1.24%	0.36%	0.37%	1.58%	2.79%	9.25%	12.39%	19.21%
	恐慌指数VIX	14.8	0.34%	-7.14%	-5.14%	-4.14%	-2.77%	-7.10%	-18.20%	-32.00%	-19.40%
	Commodity商品	COMEX黄金,美元/ozt	97.6	0.09%	-0.65%	1.20%	3.40%	-0.12%	-0.43%	-0.08%	-10.02%
Currency货币	USD	3686.4	0.35%	-0.66%	-0.43%	-0.25%	0.91%	8.46%	6.62%	33.23%	37.40%
Bond债	美国10年期国债收益率 US10Y (bp变化)	4.1	5	6	-8	-5	-4	-23	-30	-51	38

资料来源：WIND

图表 2：流动性继续改善



资料来源：Bloomberg

ETH 和 bmnr

看汇率，上一个高点——21 年从年初 0.025 拉升到年中的 0.081，涨幅 224%，并且一直持续到次年 9 月，持续时间比 17 年 ICO 投机长很多，背景是 DeFi Summer+NFT，基本面也比 17 年好；我算是一个参与者，见证了 21-22 期间的狂热，体感热度比现在高很多；crypto 寒冬之后，汇率一路向下一直跌到今年 4 月的 0.018，目前在 0.040，底部上来翻了一倍，但距离 21 年高点还有一倍空间；当然，历史不会简单重复，线性外推尤其不适用于这一轮，因为 crypto 的底层逻辑发生了很大改变；btc 失去了传统的四年减半周期，eth 也进入了机构需求（基建）主赛道，短期两者是竞争关系，中长期很难看清；但是，用汇率反应两个周期的背景、市场共识是有一定价值的，这一轮从政策到预期都比上一次强；币也好，股也好，看价格不如看趋势，大级别行情里价格不容易准确预测，更多反馈的是结果；回到 22 年看 nvda，同样很难测出今天市值是 4.3 万亿，tom lee 和木头姐都认为 eth 价格能破 15000，当然，当做 PR 动作理解就可以了。

图表 3: ETH 对 BTC 的价格比值走势图



资料来源: coinmarketcap

bmnr 这周涨了 35%；核心指标溢价率从 11.7%修复到了 63.9%，iv 百分位从 3%升到了 36%；涨幅体现了一个朴素的交易逻辑：高波动资产，低波时买入；前一个交易日 bmnr 成交量 34.9 亿（和 mstr 持平），sbt 只有 4.8 亿，对于金库公司来说没有量是很悲剧的，意味着被机构抛弃；回顾 mstr 的成功，他创造性的把无法参与 crypto 的债券投资者、以及波动套利的 hf 都拉了进来，债券资金和套利资金叠加放大，转化成持续的、外部增量的真实买盘，这种结构不仅带来了新增资金，还触发了股价与比特币之间的正反馈循环，进一步放大了对底层资产的需求；和 Saylor 相比，tom lee 勤奋程度青出于蓝，每天都能看到 he 活跃在社交媒体，上节目跑路演，相较之下 lubin 和市场的沟通太少，sbt 机会越来越小了。

ETF 和 DAT，虽然功能相近，但本质还是有很大区别；收益的角度，ETF 很难做到 100%Staking，质押或者退出质押通常需要几天时间排队，基金必需为赎回准备流

动性，我们猜测 ETF 合理的质押率在 30-50%左右；而 DAT 屯币是用于长期储备，不需要像基金那样频繁赎回 / 面对流动性压力，所以质押率几乎能做到 100%；从灵活性和便利性的角度，股票也是更好的选择，当市场冷却时 DAT 被抛弃，而活跃起来后 DAT 优势就会显现出来，因为股票方便更多人参与，大幅背离的溢价通常是最不理性的人买出来的，这些人几乎不可能去买 ETF。

图表 4：BMNR&SBET 溢价率及其他指标对比

	NYSEAM:BMNR	NYSEAM:BMNR	NasdaqCM:SBET	NasdaqCM:SBET
	BMNR.A	BMNR.A	SBET.O	SBET.O
更新时间	2025/9/9	2025/9/13	2025/9/9	2025/9/13
ETH 数	2,069,443	2,069,443	837,230	837,230
ETH ASP	4,313	4,724	4,313	4,724
ETH Value (mn USD)	8,240.0	8,240.0	3,611.0	3,954.9
BTC 数	192	192	-	-
BTC ASP	112,031	115,808	-	-
BTC Value (mn USD)	21.51	22.24	-	-
ETH/BTC当日收盘	0.04	0.04	-	-
BTC等价ETH	4,313.0	4,723.8	-	-
Net Cash (mn USD) 净现金	266.0	266.0	200.0	200.0
Total NAV (mn USD) 总资产净值	8,528	8,528	3,811	4,155
股本 (basic mn)	173.5	173.5	176.4	176.4
股价 (USD) -前一日收盘价	44.6	55.1	16.7	17.7
市值 (mn USD)	7,738	9,558	2,945	3,123
溢价率 %	-9%	12%	-23%	-25%
股本 (fully diluted mn)	253.8	253.8	212.5	211.6
股价 (USD) -前一日收盘价	44.6	55.1	16.7	17.7
市值 (mn USD)	11,319	13,981	3,547	3,745
①溢价率 %	32.7%	63.9%	-6.9%	-9.9%
②每千股ETH数 (ETH数/千股, 不含BTC等价ETH)	8.15	8.15	3.94	3.94
②每千股ETH数 (ETH数/千股, 含BTC等价ETH)	8.17	8.17	3.94	3.94
周度千股ETH变化	2.7%	2.7%	0.0%	0.0%
周度总ETH增速	12%	12%	0%	0%
③每股价值 (NAV/股,USD) -EPS	33.6	33.6	17.9	19.6
周度每股价值增速-EPS	-11.5%	-11.5%	0.8%	10.4%
④全仓持仓价	4,122	4,122	3,595	3,595
⑤占总数量比例	1.7%	1.7%	0.7%	0.7%
股票日成交量	27.4	67.5	24.1	28.0
股票日成交额 (mn USD)	1,224.0	3,719.7	401.7	496.4
Follower on X				
公司, K	29.2	35.1	46.6	48.9
Chairman, K	504.1	516.5	366.3	370.8
	Thomas Lee	Thomas Lee	Joseph Lubin	Joseph Lubin

资料来源：公司公告，第一上海整理

房利美的最后一枪

财政部拯救两房的过程中埋了两个雷：①2008 年 9 月，政府通过高级优先股购买协议（SPSPA）向房利美注资，同时以象征性价格获得了 80%的普通股认股权证；2012 年房利美开始盈利，累计向财政部分红 1810 亿，超过实际注资；所以此处有一个重要假设：财政部的高级优先股已视同清偿注销，财政部在私有化过程中只主张占总股本 80%的普通股认股权；但在实际执行过程中，高级优先股权益属于全体纳税人，Trump 不太容易一笔抹掉。②FHFA 在 2020 年最终确定、并于 2022 年和 2023 年修订的资本规定——将两房担保业务的资本要求提高到了 4.5%（08 年危机前是 0.45%，提高了 10 倍），而阿克曼代表的市场派认为两房是低风险的信用保险模式，与传统银行或私人抵押贷款保险公司不同，2.5%足矣，同时这个比例也比较容易促成交易，因此市场大多数定价都参考了 2.5%；在这两个不确定性面前，fnma 交易预期比交易兑现空间更大，鉴于今年来的高倍数回报，是时候开始套现了。

铀 ETF

图表 5: NLR (VanEck Uranium & Nuclear) /公用事业权重高、运转相对平稳的核能综合 ETF

名称	权重
Constellation Energy	7.55
Cameco	7.03
Uranium Energy	6.73
BWX Technologies	6.43
Public Service Enterprise Group	5.37
Denison Mines	5.07
CGN Power	4.77
Centrus Energy	4.72
PG&E	4.46
Kazatomprom	4.39

资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 6: URA (Global X Uranium) /持股集中度高，铀矿+核电组件/技术

名称	权重
Cameco	21.77
Oklo	11.12
Uranium Energy	6.3
Sprott Physical Uranium Trust	6.17
NuScale Power	5.02
NexGen Energy	4.85
Centrus Energy	4.12
Kazatomprom	3.84
Energy Fuels	3.06
Denison Mines	2.57

资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 7: URNM (Sprott Uranium Miners) /铀矿与铀的纯度最高, 对铀价最敏感

名称	权重
Cameco	17.59
Kazatomprom	13.14
Sprott Physical Uranium Trust	10.33
Energy Fuels	8.39
Uranium Energy	6.58
CGN Mining	5.32
Denison Mines	4.98
Deep Yellow	4.95
NexGen Energy	4.84
Paladin Energy	3.68

资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 8: 铀一周行业新闻

名称	事件
NYSE: CCJ (Cameco)	9/12 官方新闻稿: 与斯洛伐克 Slovenské elektrárne 签署长期 UF ₆ 供应协议, 为欧洲核燃料供应链提供保障 (属本周行业/公司要闻)。
NYSE: LEU (Centrus Energy)	本周出席 H.C. Wainwright 全球投研大会 (9/8-9/10), 为投资者更新 HALEU/燃料业务进展 (属活动信息, 非业绩)。 (Sharplink)
NYSE: OKLO (Oklo)	本周未见新公告; (上周) 9/4 宣布拟在俄亥俄建设燃料回收与核材料生产设施, 推进微堆燃料闭式循环布局 (供背景参考)。 (GlobeNewswire)
KAS:KZAP (Kazatomprom)	本周未见公司层面新公告; 国家/行业维度: 9/8-9/9 哈总统国情咨文与政府会议强调扩大核能建设与稀土/产业园发展; (上周) 路透 9/5 报道公司将三倍提升勘探并寻求更多海外合资, 同时确认 2025 产量指引。 (The Astana Times)
铀行业新闻	① Cameco 与 Slovenské elektrárne 签 UF ₆ 长单 (9/12) 加强欧洲燃料保障; ② 铀现货价本周维持两个月高位附近 (~\$76/lb), “近端供给风险+核电扩张预期”支撑价格; ③ 哈萨克斯坦政策面继续强调核能扩张, 行业长期需求预期受益。 (交易经济)

资料来源: 公开信息, 第一上海整理

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)