

2025 年 8 月 24 日 星期日

【First Call 策略】

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

第一上海——First Call 8 月策略

宏观与交易主线

14 号 ppi，市场急转之下，由于服务业贡献突出，表示通胀粘性更高，更难以抑制，于是市场快速推翻了对 9 月降息 50bp 的定价，并且押注鲍威尔会在杰克逊霍尔会议上放鹰（polymarket 预测显示，9 月 25 个基点的概率升高到 80%，50 个基点的概率下降到 3.4%）；没想到 22 号鲍威尔杰克逊霍尔演讲走了 1 号剧本——鸽了，特朗普亲自表扬鲍师傅为“最出色的联储主席”，市场逆转，vix 一夜下跌 14%（2 号剧本，鲍威尔大放鹰，eth 顶部回调 20-30%，对应 3800-3400；3 号剧本中性，eth 横盘）；

特朗普这大半年，关税从 2.5%拉到 18.6%，财政部关税&消费税 63 日滚动存款从 50-100 亿，提到了 330 亿，翻了 3 倍不止；财政收入本质上不是额外创造价值，而是从消费者和企业口袋里转移过来；结合大美丽法案，关税收入短期内正好“补贴”这部分财政缺口，账面上形成一个“关税补贴产业政策”的闭环；但是滞胀的账面风险也在提高，联储腾挪空间确实不大了，鲍威尔看菜（数据）下饭在情理之中；市场总是先行一步，美联储的许多官员在 7 月就业报告后，从鹰派转向了中性或鸽派，而市场定价的剧烈程度又超过了联储官员；对鲍威尔来说，他希望在等待 8 月劳工和通胀数据公布的同时，保留政策的灵活性和可选性，为了不让市场预期过早地固化，他很可能会在杰克逊霍尔会议上发表鹰派言论，以对抗市场的降息预期；所以会议之前，考虑用什么样的策略对冲多头仓位是 ok 的。

24、25 宏观大年、动量交易推动的背景下，如此小波动已让我麻木；

图表 1：近期全球宏观重要指标走势

0728~0802 0804~0808 0811~0815 0818~0822											
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	571.97	-1.44%	-2.51%	1.85%	0.78%	-0.89%	1.59%	12.54%	9.75%	24.11%
	Invesco QQQ Trust										
	标普500指数ETF	645.31	-0.36%	0.53%	0.85%	1.69%	0.16%	2.18%	5.19%	10.61%	9.92%
	SPDR S&P 500 ETF Trust										
	罗素指数										
	Russell Indexes 3000	367.28	1.72%	-2.50%	0.77%	1.30%	0.48%	0.83%	5.66%	8.61%	12.38%
	罗素指数										
Commodity 商品	Russell Indexes 2000	234.83	1.21%	-4.10%	0.27%	3.11%	3.01%	6.28%	1.54%	2.78%	6.08%
	Russell Indexes 1000	354.53	0.35%	-2.43%	0.88%	1.24%	0.36%	2.52%	4.35%	10.12%	9.95%
	恐慌指数VIX	14.22	-14.34%	35.60%	-13.53%	-7.14%	-5.14%	-13.82%	-29.88%	-18.04%	-18.97%
Commodity 商品	COMEX 黄金,美元/ozt	3,418.50	1.09%	1.37%	1.89%	-0.65%	1.20%	2.36%	1.78%	29.47%	34.08%
Currency 货币	USD	97.6	-0.92%	0.54%	-0.59%	-0.66%	-0.43%	0.52%	-1.41%	-9.93%	-3.74%
Bond 债	美国10年期国债收益率 US10Y	4.26%	-7.0 bp	-19.0 bp	+5.0 bp	+6.0 bp	-8.1 bp	-9.0 bp	-28.0 bp	-32.0 bp	+40.0 bp

资料来源：Wind

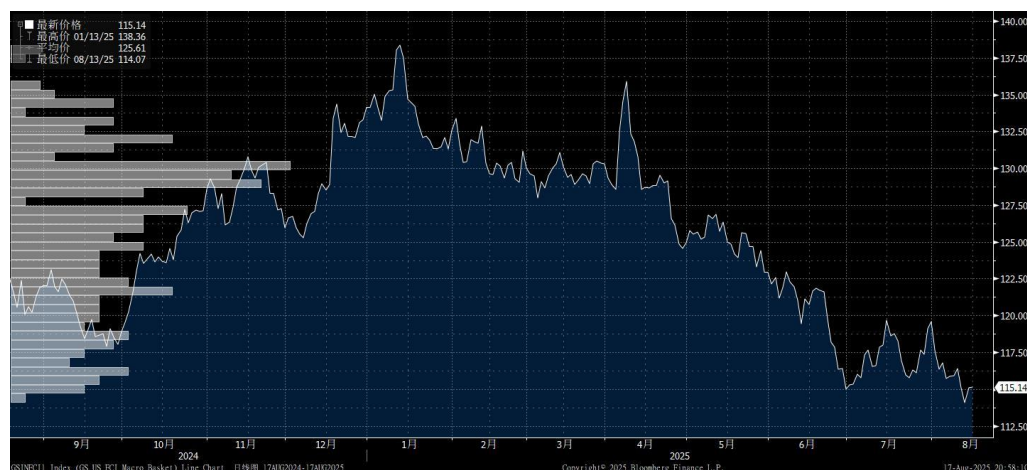
回顾 24 年的投研框架，大体上有得有失，得到的艰难，失去的遗憾：

- **预判正确的：**①去监管→金融创新，领头羊 hood YTD206%，币股合流加速，ipo 批量启动（circle、figma、bullish 等）；②政府融资→fnma YTD240%，由于 fnma 盈利能力更强，历史估值更高，所以在两房中选择了 fnma，fmcc YTD 表现为 173%；③太空竞赛，rklb YTD74%；④黄金对冲美元，gld YTD27%；⑤trump 医改与廉价医疗，hims YTD90%，与之配对的 UNH 则 YTD 为-40%；
- **失误的：**①24 年底给予厚望的 saas 赛道，代表 crm YTD 表现为-27%；saas 逻辑再度被 ai 逆转；②24 年末高度看好核电，却在 25 年产生误判，错误归类到类似“机器人”的炒作逻辑中，结果 oklo YTD 230%，leu YTD 175%；③pltr 在特朗普军事出口+AI 的逻辑中越战越勇，被估值束缚需反思；

市场主线是什么？新年伊始至今并未改变：

- **产业的角度**，仍然是科技创新&金融创新，AI 和区块链；
- **最大变量的角度**，是特朗普以及围绕他所有的交易，打击美联储独立性，海外兜售，支持加密货币，去监管与减税，紧缩财政并给私营部门上杠杆（紧缩财政失败了），以及私人利益兑现，尽管中间有所变化，但基线未移，他是个“诚实”的人；
- **美元的角度**，中期弱美元，长期强美元，这是看黄金的逻辑；
- **流动性的角度**，边际改善，尤其四月以后一路势如破竹，明年有更良好的宽松预期；

图表 2：GS FCI 指数显示流动性在 4 月后改善明显



资料来源：Bloomberg

另一条暗线，散户定价成为异军突起的力量，今年散户日均成交量比 2024 年增长了 44.5%，增幅接近 2020 年牛市水平；特朗普和散户，两股神奇的力量在 25 年合流，并形成 26 年强共振预期，这个主题下的标的，既是动量交易的重要载体，也是“不理性”的一部分，比如已经发生的 pltr，和在路上的 hood、币股。

大科技看多谷歌

这一周 m7 领跌市场，粗糙的定义：m7 就是 AI，AI 就是 m7，m7 在指数中的权重变化，约等于 AI 的趋势变化，也约等于 AI 对于整体市场的影响；非常明显的是，年初 deepseek 冲击之后美国 AI 在加速，google 的 Token 使用量从 2024 年 4 月的

9.7 万亿飙升 50 倍到 2025 年 4 月的 480 万亿，6 月份月度使用量更加速达到 980 万亿；经过 4 月份 m7 权重下降，半年报之后 m7 集中度再次提高到高水位，我们大致看到 AI 重新进入加速阶段；

市场曾经很担心 ai 会侵蚀搜索，google 的市占从 2024 年 7 月的 91% 下降到 2025 年 7 月的 89.5%，但同时市场整体规模上升了 5%（google 搜索收入甚至同比增长了 12%），这说明 ai 和搜索并不是替代关系，两者叠加显著放大了增量，甚至融合产生新物种，搜索进化成 Agent，google 摘走果实的逻辑非常顺畅；

Gemini 崛起证明 google 是被低估了的 ai 大厂，google 的 ai 体系在 DeepMind 主导下，模型进展以及与核心搜索产品的融合都走得很快，有强有力基础模型打底，有生态支持，20x 预期市盈率，先看修复到 25x-30x；

crypto 看多 eth

eth 短暂突破了历史前高 4868，这一刻是历史性的，eth 的叙事不需要多讲了（目前仍然是叙事下的资金推动），聊一聊策略；

观察指标：在假定宏观背景不变的情况下，①看资金流速，etf 和币股的流入速度；②看 btc/eth 主导地位的变化，crypto 当下总市值 3.98 万亿，和去年 12 月峰值 3.72 万亿相比只增长了 7%，但是 eth 权重开始明显加速，btc 被分流，这解释了去年以来比特币横盘的走势，以及我们对《稳定币法案》的判断→eth 地位高于 btc；交易层面，大户钱包正在进行积累，而小户正在减持，这导致在中心化交易所(CEXs)的 ETH 余额正在减少，造成“供不应求”的动态；

图表 3：ETH/BTC 比率近期走势



资料来源：coinmarketcap

图表 4：近期加密货币市场重要指标走势

成交量 (亿)	0817	0818	0819	0820	0821	0822	0823E	0727-0802	0803-0809	0810-0816	0817-0823
USDT	464.7	619.6	1,012.3	982.9	989.5	782.7	2,230.7	4,367.0	5,886.9	3,401.2	7,082.4
USDC	36.4	48.5	181.5	85.6	186.8	134.9	384.5	637.3	889.9	416.7	1,144.6
BTC	156.8	209.1	473.4	461.6	421.7	320.5	913.4	1,886.2	2,814.8	1,648.4	2,956.5
ETH	210.8	281.0	439.4	416.3	398.6	217.0	618.5	1,752.2	2,481.3	1,315.2	2,581.6
Solana	32.6	43.4	64.0	60.1	62.3	53.5	152.5	283.4	289.0	260.8	459.4
ETHA	0	0.4	0.6	0.6	0.4	1.2	3.3	3.0	3.0	2.6	3.3
比特币	0817	0818	0819	0820	0821	0822	0823E	0727-0802	0803-0809	0810-0816	0817-0823
USDT	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
USDC	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
BTC	117,340	116,236	112,778	114,252	112,414	116,834	121,587	116,584	115,688	119,657	115,912
ETH	4,460	4,317	4,075	4,330	4,224	4,829	5,214	3717	3787	4517	4496
Solana	184	183	176	188	180	201	213	183	171	189	189
ETHA	33	33	31	33	32	37	37	28	—	34	34

资料来源: coinglass

图表 5：近期加密货币市场重要指标走势

现货净流入 (亿美元)	24小时	7天	15天	30天	市值
USDT	-1.32	-1.67	-8.27	-14.73	1670.82亿
USDC	0.66	2.84	9.00	6.44	675.34亿
BTC	-3.78	-8.15	-10.42	-27.59	2.28万亿
ETH	0.67	1.74	-11.45	-22.02	5706.64亿
Solana	-0.04	-0.56	-6.17	-9.77	1095.16亿

现货净流入 (亿美元)	0818	0819	0820	0821	0822	0803-0809	0810-0816	0817-0823
ETH	-2.0	-4.3	-2.4	2.9	3.4	3.3	28.5	-2.4
ETHA	-0.8	-0.1	-2.6	2.3	1.1	1.1	23.2	0.0

ETH 现货 ETF: 逐日净流入 (亿美元)	日期	净流入
	2025/8/11	10.19
	2025/8/12	5.24
	2025/8/13	7.29
	2025/8/14	6.40
小结 (8/11-8/14)	历史级净流入	
	2025/8/18	-1.97
	2025/8/19	-4.30
	2025/8/20	-2.40
小结 (8/18-8/20)	合计	-8.66
	2025/8/21	2.88
	2025/8/22	3.38
小结 (8/21-8/22)	合计	6.25

资料来源: coinglass

交易策略：etf+币股，etf 买确定性，币股买赔率；如果以杠杆 etf 形式持有，要注意横盘期间的磨损；

bmnr 和 sbet，出现了狗跑不过主人的现象，eth 破历史新高，两个币股尤其是 sbet 居然出现了 0 溢价；bmnr 上周单日成交在 25-40 亿之间，sbet 单日成交在 7-17 亿之间，作为对比千亿体量的 mstr 成交在 40-60 亿区间；以太坊周期不能把溢价率作为唯一指标，因为竞争变多，保持交易量非常重要，没有量就意味着大玩家进不来，mstr 的成功就在于提供产品创新的同时还有足够的交易空间；bmnr 溢价更高，除了币量，也在于目标和战略清晰；sbet 具备更好的行业条件，但很遗憾在财报会上讲了一堆片汤话，战略仍然是模糊的；需要留意贝莱德已经在 7 月 16 号提交了质押申请，sec 有 45 天的审查期（从 7 月底开始计算），最长可顺延到 90 天，如果质押申请通过并且投资者可分享收入，对于币股的商业模式是很大的考验；

图表 6: BMNR&SBET 溢价率对比

	NYSEAM:BMNR BMNR.A	NYSEAM:BMNR BMNR.A	NasdaqCM:SBET SBET.O	NasdaqCM:SBET SBET.O
更新时间	2025/8/18	2025/8/23	2025/8/20	2025/8/23
ETH 数	1,523,373	1,523,373	728,804	728,804
ETH ASP	4,326	4,326	4,311	4,311
ETH Value (mn USD)	6,590.1	6,590.1	3,141.9	3,141.9
BTC 数	192	192	0	0
BTC ASP	114,880	114,880		
BTC Value (mn USD)	22.06	22.06	0	0
Net Cash (mn USD)	201.0	201.0	5.0	5.0
Total NAV (mn USD)	6,813	6,813	3,147	3,147
股本 (basic mn)	173.5	173.5	168.9	168.9
股价 (USD) - 前一日收盘价	54.9	53.5	19.5	20.9
市值 (mn USD)	9,520	9,280	3,288	3,524
溢价率 %	40%	36%	4%	12%
股本 (fully diluted mn)	205.5	205.5	184.5	184.5
股价 (USD) - 前一日收盘价	54.9	53.5	19.5	20.9
市值 (mn USD)	11,273	10,990	3,592	3,851
溢价率 %	65%	61%	14%	22%
ETH Concentration	7.41x	7.41x	3.95x	3.95x
剩余 ATM (亿USD)	-5.1	-5.1	50	50
股票成交额 (亿USD)	62.2	62.2	15.6	15.6
周成交额 (亿USD)	311.0	311.0	78.2	78.2
Follower on X				
公司, K	20.8	20.8	43.1	43.1
Chairman, K	460	460	364.7	364.7
	Thomas Lee	Thomas Lee	Joseph Lubin	Joseph Lubin
周度囤币增速		29%		0%
股本 (fully diluted mn) 测算附录				
期初股本数	172.04			
后续ETH增加数 (mn,估计)	0.344			
假设: 增持成本	3,783			
后续ETH增加数所需资金 (mn USD,估计)	1303			
公司筹资需求	1303			
新增股本数 (mn)	33.4			
期末股本数	205.5			

资料来源: 各公司公告、第一上海整理

联合健康是否已经到底

UNH 是我们上半年的优选做空标的，但最近有一些反转；巴菲特买入了 16 亿美元，按照巴老的选股风格，长期稳定的商业模式，稳定现金流，护城河坚固，以及非常便宜；联合健康跌到现在 TTM 12x，低于行业中位数 17x，更低于过去 5 年平均水平 21.5x（相当于打了 5.5 折），确实便宜；商业模式和盈利能力，比较抱歉，我不擅长对这类公司的理解，上半年的策略只是把 unh 当做政治风险兑现工具；目前他还面临着司法部调查的不确定性、名誉损害，以及美国医疗保健支出仍然是世界发达国家平均水平 2x 的事实，我不知该如何定价；但对于空头应该及时止盈，多头要有和巴菲特一致的耐心；

hood 和 coin

两个都是 beta 品种，区别是 hood 强 alpha，coin 弱 alpha；hood 在这一 q 继续强化全资产平台优势，q2 加密货币交易整体退坡的情况下，coin 营收环比下降 26%，hood 加密货币在整个交易收入里占比从 47%下降到 30%，都受损；但是 hood 总营收环比+7%，多资产类别稀释了 crypto 的影响；隐性的部分，hood 从券商→全资产交易平台→交易+资管的逻辑切换是顺畅的，平台扩展和 IRA 账户快速增长构成支撑；coin 从加密交易所向链上基础设施切换的逻辑流畅度差很多，营收仍然受限于 crypto 周期，第二大收入来源则受 circle 影响，在降息周期内需要规模增

长比利率下行跑得快；总之，除了贵，hood 几乎找不到 bug，而 coin 有一些和 tsla 类似的特点：在预期中上涨，在财报后下跌。

图表 7：一周区块链新闻

公司名称	主要事件
Circle	0818: Circle 收购 Informal Systems 的 Malachite 共识引擎，用于即将上线的 Arc L1（稳定币金融为核心定位
SBET (SharpLink Gaming)	0815 发布 Q2 财：营收 \$0.7M（去年同期 \$1.0M），毛利 \$0.2M / 30%；同时披露持有 728,804 枚 ETH（公告口径）。 0822 公告董事会授权最高 \$15 亿回购，管理层称当股价低于其 ETH 资产净值时将优化资本配置；消息发布当日股价反弹。
BMNR (BitMine Immersion Technologies)	本周动向：股价在 8/22 盘中走强、成交活跃。公司宣传其为“全球最大的 ETH 库存 (ETH treasury)”，并称近期交易活跃度大增
UPXI (Upexi)	本周事件：公司网站列示 8/19 特别股东大会 (Special Meeting)；近两周更新包括 SOL 金库存量突破 200 万枚及设立顾问委员会并邀请 Arthur Hayes 加入。
DFDV (DeFi Development Corp)	0819 参加 Lytham Partners 投资者峰会（线上）
MSTR (MicroStrategy / Strategy)	本周暂无重大新闻。
Tron	0819 钱包集成：MetaMask 宣布将原生集成 Tron，拓展资产直达与跨链体验。 0820 资产代币化：Kraken 与 Backed 携手 TRON DAO 推出 xStocks 作为 TRC-20，本周宣布扩展至 Tron 链。

资料来源：各公司公告，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)