



2026年01月05日 星期一

【First Call 策略】

第一上海——First Call 2026年美股前瞻

張鐵言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

2025年回顧

- 25年大風大浪，主線是和AI x 特朗普；AI頂住了經濟，成為國運神器，特朗普破壞或者說重塑了美國與全球秩序；從特朗普上任開始，市場進入超級宏觀大年，拜登時期弱宏觀、強微觀，主要影響分子（現金流），這種影響是局部的、線性的，比如《通脹削減法案》，利好新能源，但不影響蘋果或微軟；特朗普對分子和分母（折現率/估值模型）的影響都非常劇烈，去監管與減稅，直接加厚相關公司EPS，通脹、利率、風險溢價，又打擊分母，所以市場沒有全面牛市，而是更分化，更具結構性；特朗普像個壞孩子一樣搖晃桌子，市場認定他不會真掀桌子，但又害怕他玩脫，就這樣在戰戰兢兢中上漲；一年下來，特朗普綜合症逐漸脫敏，劇烈下跌後再修復的時間越來越短，但26年疊加了中期選舉，主要風險從害怕特朗普搞砸到擔心失去特朗普，不確定性依然很高，風浪很大魚很貴。
- 回顧25年初設定的宏觀主線——長債利率見頂+美元見頂+特朗普去監管，實際跑下來美元見頂基本兌現，USDindex從108.48下行到98.06，曲線流暢；長債利率方向正確，但計入波動和降幅的話，誤判比重更大一些，關稅和信用擴張讓通脹並沒有如期回到2%，而是維持在3%以上，這導致利率下行幅度受限，US10Y收益率目前仍接近4.2，過程則非常反復，出現了數次回馬槍；
- 特朗普去監管條線基本正確；
- 三個主要假設之外，最大疏漏是過度關注“內政”，對地緣政治風險預判不足，原因既有上一個特朗普週期的肌肉記憶（任期第二年打毛衣戰），也有對trump put的機械理解——我認為trump對股市的容忍度在標普-20%，一、二季度實質經濟指標沒問題，前瞻型、預測型指標普遍崩潰，這更類似於一種信心危機；四月份標普跌破20%，儘管跌破不多又快速收回，但跌破那一下，對內心的衝擊幾乎相當於又跌了20%，典型刻舟求劍了；
- 回顧這一年的判斷，正確率大致在60-70%，如把地緣政治也併入框架，疊加美元、利率、去監管等因數解釋一年資產走勢，會更合理；
 - a) 信用貨幣比爛，商品貨幣走強；
 - b) 黃金，美元、地緣按兩下，走出了歷史級行情；
 - c) crypto，去監管提供了政策方向，但沒有提供足夠流動性，表現平平；DAT行情短暫，比較依賴交易能力；
 - d) 去監管條線，典型標的hood、fnma；
 - e) 長債令人失望，TLT年回報只有不到5%；

- f) 航太、國防安全等熱門賽道 x 高久期公司回報優異；
- g) AI 主線獨立敘事；

大美麗

- Trump 政府的最大特點-----雇傭了一群來自產業的超級富豪，他們擁有過人的商業眼光，注重效率和實際落地，很少受意識形態束縛，卻沒有通過政府賺錢的訴求；比如馬斯克、Bessent、David Sacks、Doug Burgum、Jared Isaacman，這一串名單和 Trump 疊加在一起，形成的**共識是以商業效率和科技主權為核心，重構美國競爭力**；25 年科技公司在資本重組市場的權重大幅提升，企業展示出強烈的拆分與並購欲望，這種欲望大半是主動的，來自於全行業被 AI 化-----A 時間窗口太緊，自研慢、風險高，而並購/整合可以直接買能力、買人才、買客戶；資料 / 能源 / 算力都有“規模閾值”，沒有規模就沒有效率，並購是跨過閾值最快的方式；小半是被動的，來自於過去幾年的交易匱乏，投資人巨大的變現壓力。
- Trump 策略，一手關稅，提高海外生產成本，逼企業回美國；一手稅改，把在美國投資的現金流變好，讓企業主動願意回來；OBDDA 的政策細節：當年一次性折舊、100%upfront expensing，半導體半導體製造 35% tax credit，這些都是投資回扣券血包，只要企業在美國本土投資，人工、試驗、演算法、廠房、工程投入，全部當年抵稅，半導體還有單獨的稅收抵免；利息抵扣永久限制在 30% EBITDA；
- Obdd10 年期新增預算 4.1 萬億美元，如果把到期的臨時條款永久化將是 5.5 萬億，obdd 本身並不是債務的問題，而是政府用赤字換增長，它想達成的目的是把 CapEx 的時間成本降到最低、把美國 vs 海外的回報率拉開、不鼓勵借錢回購、套利；obdd 希望用永久性稅制的改變，人為製造一個美國本土的 CapEx 超級週期，投資方向垂直明確，基本沒有轉移支付、較小的普惠式補貼，主要方向是以 AI 為核心的高端再工業化；AI 基建外，法案中新增 1500 億國防用途新增撥款，其中 1100 億左右在 2026 年集中支出，疊加已簽字的 9000 億，26 年國防投資超過 1 萬億；而國防投資的樞紐則佈局在航空、航太領域，特朗普在上一個任期內籌建了太空軍，新任期他的智囊團如馬斯克、新任 nasa 局長 Jared Isaacman 大概繼續加深了他對於太空領域的認知，亦或是俄烏戰爭的啟發，特朗普啟動了金色穹頂計畫，包括成百上千顆小型、廉價衛星組成的防禦網、天基導彈，瞄準系統；26 年，中美很可能開啟新時代星球大戰，在空天領域展開競爭，這一競爭會同步在二級市場，打開拉估值的視窗。

圖表 1： OBBBA 核心稅改條款與執行細則一覽

类别	核心条款	政策详情与执行细节
资本开支与研发	红利折旧	100% 全额折旧：将原计划逐年递减的比例恢复并设为永久性，鼓励短期内的大规模设备投资。
	国内研发费用化	恢复 100% 当期费用化：取消之前要求的 5 年摊销限制，改为永久性允许研发投入在当年全额抵扣。
	国际研发费用化	维持 15 年摊销 不变，旨在鼓励企业将研发中心留在美国境内。
制造业激励	制造设施 100% 费用化	2025-2028 年间建成的符合条件设施，投入使用当年可 100% 抵税。
	半导体制造抵免	35% 税收抵免：2026 年 1 月起生效。
	美产汽车贷款利息抵扣	针对美国组装的汽车，个人贷款利息每年最高可抵扣 \$10,000 (设有收入门槛)。
税务与利息	企业净利息支出抵扣	上限固定为 EBITDA 的 30% (永久性变更)
	个人所得税率	2017 年减税政策永久化：最高税率维持在 37%，不恢复至 39.6%。
	遗产税免税额	永久提高至 1,500 万美元：每人免税额显著增加，并随通胀挂钩。
新增社会与个人政策	“无税小费/加班费”	小费所得 (最高 \$25k) 和 加班费 (最高 \$12.5k) 在 2025-2028 年间可享受税前扣除。
	SALT (州与地方税) 扣除上限	上限提高至 \$40,000：针对年收入 50 万美元以下群体
	MAGA 账户 (特朗普账户)	允许家长为子女开设税收递延账户，并可获得最高 \$1,000 的启动资助。
能源与农业	绿色能源补贴削减	大幅削减或终止拜登时期的清洁能源补贴 (如 45V 氢能、45Y 电力)。
	化石能源支持 (45Q)	强化碳捕集 (45Q) 补贴，使碳捕集用于提高石油产量 (EOR) 与地质封存享受同等待遇。
	农业支持	将 20% 离岸商业收入扣除 (199A) 永久化，并增加农作物保险保费支持。

資料來源：IRS 官方條款說明頁

一級與一級半市場

- 25 年市場活躍度很高，全球超過 100 億美元的並購同比增加了 80%，美國占了總量的近一半；由 PE 主導的並購占了總量的 33%，接近 2020 - 2022 年 ±35% 的水準（20-22 這三年利率極低，杠杆便宜，IPO/exit 通道順暢，不具備典型意義），大幅超越 2010-2019 的 ±25%；YTD=33% 是非常強烈的信號，因為今年並購環境並不理想，利率不低，較高宏觀不確定性，這種外部條件 PE 仍占比到 33%，只能說明一件事：賬算得過來，慢錢在佈局；拆分交易，25 年總量顯著超越過去十年均值，和過去三年的均值相比增加了 30%；古根海姆標普分拆 ETF（反映拆分出來的公司股價）跑贏標普 500ETF；過去十年間，CSD 平均回報低於標普，年度勝率也低於標普，核心原因是過去十年標普由科技巨頭驅動，CSD 跑贏，說明這一趨勢在鬆動；明年二級市場有 spaceX、oai、Anthropic 等幾個超級 ipo，AI 和商業航太從 VC 故事正式走向公眾資本定價，可能會深刻改變二級市場資金流向，舊科技崩潰，市場重置。

國防戰略

- 新版國防報告回饋了特朗普週期的地緣政治新規劃：地緣戰略收縮為三個圈：核心圈北美大陸，是新門羅主義的主要範圍，絕對的國家後院，不允許任何人染指；中圈，可談判責任區，主要是歐洲，以及印太的一部分（日、韓、印等），部分中東、部分非洲；最外圈是 CN，是 G2 的另一端，策略上不主張軍事行動（強而不戰，增強軍事能力進行威懾），和 CN 展開長期的經濟競爭，爭取把 CN 鎖死在高成本區，進而失去市場；
- 三個圈子，最大變化在中圈：
 - a) 對歐洲，美國僅提供付費服務，同時建議歐洲大幅提高國防開支（指引 GDP 的 5%）；並要求歐在規則、技術標準方面與美對齊，配合美國出口管制、金融、制度協同；
 - b) 俄羅斯不是必須消滅的敵人，追求冷戰式管理，避免衝突——美國需要穩定的歐洲；
 - c) 中東戰略地位下降，不向中東輸出制度、軍事，不改造社會結構，最大危險伊朗已經被以色列收拾了（核武器被打擊），底線是紅海航道、霍爾木茲海峽必需暢通，能源不流向對手；
 - d) 全面否定過去三十年對非策略，否定輸出民主、援助和價值觀，未來只在非洲挑選適合的夥伴，認真搞投資和生意，比如輸出 SMR、穩定電力，讓非洲搞一搞電解、礦產等等；
 - e) 印太盟友和歐美共同體不一樣，沒有道德和歷史義務（當然特朗普覺得這本身是不對的），對美國的意義主要是：半導體（日韓 T）、稀土與關鍵礦產（東南亞、澳）、製造業（東盟）；TW 戰略意義重大，不會放棄；
- 對 CN 的認知也產生了很大變化：
 - a) CN 已不依賴向美國出口，對美出口額從 GDP 的 4% 下降到 2% 多一點，核心是 CN 控制了中低收入國家供應鏈（CN 對低收入國家出口規模≈對美國出口的 4X），並且通過第三國設廠、出口中轉，完成了對美繞行，可以預見美國對這塊已經基本放棄掙扎；
 - b) 對 CN 的目標：可控、互利、不依賴，扶植印度對沖；通過市場優勢，透明、重視自由和創新（鄙視了歐洲）、以及最強大的金融市場搶奪 CN 的合作夥伴；
 - c) 承認 G2（cn 按購買力平價計算的 GDP 接近全球 50%，這經濟動員能力~）；劃分地盤，明確紅線，維持基本的必需合作並避免熱戰；如果萬斯順利接班，這套對外策略應該是不會大改了，冷卻半年的 Make America Great Again 又回來了；
- 以歐為鑒，反思過去，重建未來：
 - a) 歐洲從 1990 年 GDP 占全球 25%，到現在是 14%，核心原因是歐盟削弱了國家主權和政治自由，大規模移民導致歐洲人口結構、社會結構不可逆；過強監管逼迫企業出走，美國公司受阻等等，總之一句話，歐洲已不配做對等盟友；美國的主張是：歐自主承擔軍費，北約堅決不能再擴，要求歐洲向美國開放市場；

潛臺詞削弱歐盟、扶植歐洲右翼；

- b) 全面否定曾經的國際政策，主導全球秩序導致掏空了國內製造業、摧毀了中產、削弱了工業基礎；
- c) 以“AI”為再工業化的軸心、推動製造業回流；結束移民時代，力保國內就業；軍事上追求強大軍隊，威懾換和平；確保核心供應鏈安全，關鍵資源自主可控。

AI 改變命運

- 不知不覺中，GWh 取代 Tflops 成為算力的新單位；儘管在 GPT4 或更早之前，各廠很少用 Tflops 來討論成本，但 GWh 成為顯性敘事主要發生在 25 年；這說明 AI 從晶片與算力，轉化為更大的工業視角；AI 價值中樞轉移，nv 過去一年跑輸電力、存儲以及大模型本身，但對 NV 並不是壞消息，說明生態系統的可持續性在變好，NV 拿走產業鏈絕大部分利潤是短期現象，持續下去客戶會死掉，基礎設施會跟不上；只有電廠賺到了錢，才有動力去建設 GWh 能源基座，只有存儲廠商賺到了錢，才能擴產 HBM 來匹配 NVDA 的 GPU 頻寬，2025 年的變化意味著 NV 將自己嵌入到了人類工業最底層的能源系統中，它的價值依然堅挺，只是超額收益分配到了其他節點；
- AI 和互聯網模式最大的區別是：互聯網一次生產，多次分發，邊際成本低，所以互聯網的模式是規模、免費、以及廣告；而 AI 每一次請求都需要一次新的計算、產生一次新的成本，所以商業模式無法複製互聯網（可能推理複用會降低成本）；那麼，AI 會產生兩個流向：**低性能低功耗請求，由端側 AI 解決**；端側，一方面需要模型小型化技術進步，另一方面需要系統級支援，豆包手機證明了模型廠家試圖控制終端的難度，沒有任何一個 APP 會乖乖交出許可權，具備這種能力的只有蘋果和安卓；當然，用手機來推測端側形態是有局限的，因為我們無法想像沒有見過的東西；**高性能高功耗請求，以拍賣定價的形式存在**，誰能用 AI 創造更大價值，誰就有更強意願付出高價格；長期結果是頂級人類使用頂級 AI，然後依次遞減；免費使用者將不再是使用者，而是系統的一部分，持續向雲端提供負樣本、Prompt 的分佈多樣性和長尾場景，讓最貴的模型變得更好；而最終人類的操作頻率和付費意願是有上限的，AI 最大的用戶會變成 Agent，人類只負責下達模糊的指令，具體的執行過程將由無數個 AI Agent 相互調用、相互付費來完成，比如 AI 策劃一次旅行，Agent 會去調用訂票 AI、攻略 AI、天氣 AI，在這個鏈條中，B2B 的交易量將遠遠超過 B2C；換個角度，現有的金融結算體系（信用卡、銀行轉帳）對於 Agent 之間高頻、小額、毫秒級的調用來說過於笨重且昂貴，未來的支付應該是區塊鏈。

2026 前瞻

1. **基本判斷：財政、貨幣政策謹慎樂觀，AI 主線不變，結構牛為主，估值牛為輔：**
 - 寬財政：OBBBA 的支出前置效應在 2026 年一二季度達到頂峰，從科技向製造業擴散，但受赤字/利息約束，邊際加碼更審慎；
 - a) 稅收返還週期：OBBBA 中的多項減稅政策在 2025 年已經生效，但個人和企業要在 2026 年初的報稅季才能拿到實際的退稅返還，這幾千億美元的現金

流注入將直接轉化為 2026 年上半年的消費和投資動能；

- b) 退稅高峰：針對製造業的 100% 資本支出即時扣除，企業會在 2026 年 Q1 完成 2025 年度的退稅清算；
 - 寬貨幣：存在一定不確定性，再通脹和就業的壓力沒有消除，我們暫以 2-3 次降息—50-75BP 深度為基準；
 - 地緣政治博弈趨於平緩，25 年雙方已經摸到對方底牌，26 年劇烈衝擊可能性小；
 - 大廠舉債，政府擴大赤字，抬升了長期利率底部，看淡 26 年長債表現；
 - 中期選舉—Affordability（可負擔性/價格親民）是特朗普政府的政治生命線，如果 26 年夏天選民仍然沒有明顯感覺到生活壓力下降，共和黨保不住國會是大概率事件；
 - a) 能源：AI 耗電增加和居民電費上漲的矛盾——2025 年美國電價上漲了 13%，25 年已經把風能、太陽能的補貼砍得差不多了，26 年需要鼓勵擴大能源供給來壓低名義電價；
 - b) 住房：30 年按揭貸款在 6.2% 高位（目前 70% 存量房貸利率低於 5%），面對票倉，特朗普可能會對美聯儲施加巨大的非正式壓力，哪怕長端利率只出現短暫的、以月或者季度為單位的下行；
 - c) 利用上半年的返稅高峰和補貼（Trump Accounts 可能在 26 年年中落地），推動消費繁榮。
2. 特朗普推動的改革，本質上是一次供給側、以企業投資為核心的政策設計，不太刺激消費；在人為的 Capex 超級週期裡，大機會在科技復興的木桶短板和國家投資方向、中機會在融資驅動的金融創新，小機會在 obbba 退稅與 trump 選票讓步驅動的消費，牛市還是牛市，但更結構，指望 m7 大票救駕變得艱難；風險，主要不在於 AI，而在於加劇的社會矛盾，trump 希望 AI 做大蛋糕再分配，但技術變革的長期性和政治週期的短期限制存在期限錯配，時間不站在 trump 一邊。

2026 基礎股票籃子

- 我們的組合是納指的高 beta 品種，高波屬性，因此我們會去找有銳度的趨勢，做相對圓潤的交易策略；2026 年主要聚焦在：存儲、電力、應用、模型、商業航太、金融創新等領域；

圖表 2： 2026 基礎股票籃子一覽

配置层级	标的	代码	评级	资产/赛道	核心逻辑
高配	google	GOOGL	买入	AI 平台 / 云	Gemini phone TPU
高配	SK Hynix	SNDK	未评级	HBM / DRAM	超级周期
高配	Micron Technology	MU	未评级	DRAM / NAND	超级周期
高配	Cameco	CCJ	买入	铀矿 / 核燃料	铀供给刚性、核电长期确定性
高配	Robinhood	HOOD	买入	金融基础设施	新一代嘉信
中配	Rocket Lab	RKLB	未评级	商业航天	太空基建
中配	NVIDIA	NVDA	买入	半导体	AI算力需求刚性
中配	AST SpaceMobile	ASTS	未评级	天基通信	太空基建
中配	Softbank	SFTBY	未评级	折价资产包	OpenAI反转
中配	Gold	GOLD	未评级	宏观对冲	去美元化、财政扩张对冲
中配	Fannie Mae	FNMA	未评级	房贷金融	特朗普交易
中配	Ethereum	ELX	未评级	加密底层	链上金融基础设施
交易型	Oklo	OKLO	持有	核能	行业β
交易型	Centrus Energy	LEU	持有	LEU / 核燃料	行业β
交易型	BitMine Immersion	BMNR	未评级	DAT	行业β与流动性
交易型	Tesla	TSLA	买入	AI 应用	机器人 / Robotaxi 事件驱动

資料來源：第一上海分析

披露事項與免責聲明

披露事項

--	--	--

免責聲明

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2026 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利



第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

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