

2026年06月02日 星期二

## 【First Call 策略】

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

第一上海——FirstCall 组合策略更新

持仓明细

李南泠

852-25321539

ashley.li@firstshanghai.com.hk

图表 1: First call 组合收益率

累计收益率 (2025.10 - 至2026.5.29)		
First Call	QQQ	SPY
45.48%	23.13%	13.89%

First Call 月度收益率		
月份	2025	2026
Jan		10.58%
Feb		7.10%
Mar		-8.02%
Apr		6.33%
May		18.61%
Jun		
Jul		
Aug		
Sep		
Oct	8.60%	
Nov	-4.05%	
Dec	1.44%	
YTD	5.80%	37.50%

资料来源: 第一上海

图表 2: First call 组合明细

大类	大类合计	股票	个股权重
硬件	51.97%	Memory ETF (DRAM)	17.11%
		AMD (AMD)	7.95%
		美光科技 (MU)	5.67%
		高通 (QCOM)	5.56%
		剑桥科技 (06166)	5.36%
		诺基亚 (NOK)	5.02%
		博通 (AVGO)	2.83%
		维谛技术 (VRT)	2.47%
黄金/美元对冲	9.23%	黄金ETF-SPDR (GLD)	9.23%
科技互联网	9.15%	亚马逊 (AMZN)	9.15%
能源核电	4.10%	Cameco (CCJ)	4.10%
现金	25.55%	现金及等价物	25.55%
合计	100%		100%

资料来源：第一上海

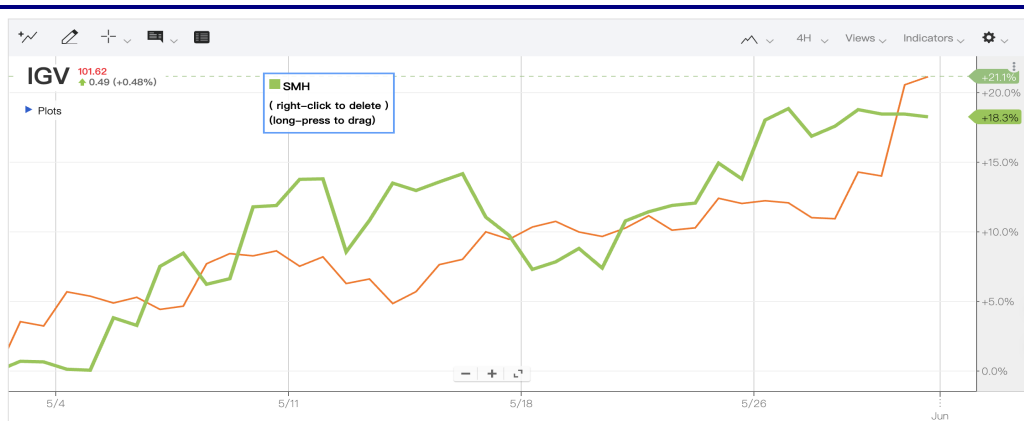
- 全球市场，五月延续了四月走势，AI 链主--纳指继续向上，纳指的杠杆-东亚，尤其是韩国综指呈倍数上涨；其他市场则乏善可陈，排名尾部的巴西、印尼受油价、大宗商品影响大幅下跌，又由于缺乏 AI 含量，在美伊和谈、及 AI 财报季全面报喜的反弹中，表现孱弱；AI 链就像一条鞭子，上游模型厂和云厂挥动鞭头，处于鞭梢的韩国获得了最大动能，一方面存储共识强，竞争格局清晰，另一方面估值低，以 27 年为基准，算力龙头 nvidia 19x，光互联普遍在 30-40x，液冷、asic、设备也在 30x 以上，整链只有存储仍然是个位数。
- 美股市场，半导体、科技板块带动指数上行，医疗保健、可选消费、必选消费、通信、房地产、公用事业等板块大部分为负；市场集中度高，us10y 横在 4.5 左右，这种情况我认为应提高警惕；软件（IGV）YTD 涨幅-4%，硬件（SMH）为 66%，YTD 角度硬件大幅领先；但五月发生了逆转，IGV 反超（见下图 2），我们可以看到硬件内部开始分化，算力龙头 nv、代工龙头 tsm 涨不动，光互联 lite、glw 为负，存储、MLCC 保持强势；硬件缩圈，软件超越硬件，对于市场是好事，说明宽度在改善，对于纯硬件持仓则代表进一步收紧，需注意分散风险，FirstCall 五月下旬开始留强减弱，六月如没有其他变量，将继续止盈，放大现金仓位；

图表 3：全球各市场月度涨幅

排名	市场	指数	月度涨跌(MTD)
1	韩国	KOSPI	28.04%
2	台湾	TWSE	14.92%
3	日本	日经225	11.88%
4	美国	纳斯达克	8.36%
5	美国	标普500	5.15%
6	意大利	富时MIB	3.71%
7	德国	DAX	3.34%
8	西班牙	IBEX35	3.27%
10	加拿大	TSX	2.37%
12	以色列	TA125	1.97%
13	法国	CAC40	0.84%
14	墨西哥	IPC	0.60%
15	智利	IPSA (ECH) *	0.53%
16	英国	富时100	0.29%
18	印度	NIFTY50	-1.12%
19	香港	恒生指数HSI	-2.30%
21	巴西	Ibovespa	-7.30%
22	印尼	IDX (雅指JCI)	-14%

资料来源：Bloomberg，第一上海整理

图表 4：IGV 与 SMH 五月走势



资料来源：seekingalpha

- 黄金五月表现平淡，mtd 收益-1.7%；比较奇特的是五月下旬--油价和利率都回落之后，金价依然疲软；我猜原因是虽然利率略有下行，但市场忧虑并没有退去（要等 6 月 cpi）；黄金三大买家：央行、散户、机构，央行跟随地缘与政治，散户、机构跟随实际利率；三买家合力最明显的是 25 年，尽管央行增速放缓（当年净买入 860 吨，低于 24 年 1092 吨），但散户买入量超过央行增速缺口，推动 25 年黄金上涨 64.6%；力量分散比较典型的是 23、24 年，央行强力买入，散户净卖出，但央行买入更大，推动黄金持续上涨；今年五月，我们观察到的情况是央行继续增持，散户加速卖出，两者相抵，金价微跌；短期看，油价传导压力仍

然比较大，新主席降息空间有限，黄金被利率预期压制；中长期看，黄金核心逻辑不变，一旦利率预期掉头，金价上行空间将被打开。

- 亚马逊质地变得更好，据 semianalysis 数据，Bedrock（模型调用）一年内，占 aws AI 收入的比例从 9% 升到 37%，我猜这个过程主要发生在今年上半年，在企业 coding 用量上来之后；Bedrock 增速惊人，大概率会超过 IaaS 成为 AI AWS 的主要利润来源，这和亚马逊绑定 Anthropic 的战略直接相关；和其他云厂裸卖算力相比，卖 token 服务（大头还是 Anthropic）明显赚钱能力更强；另外考虑 Trainium 和 Graviton 对降本贡献，目前 Bedrock 已经有 50% 的驱动来自自研芯片，这也在一定程度上解释了为啥 nvidia 涨不动，asic 逐渐起量了。
- 上一期报告中我们测算了 spaceX 的实际价值，其中 X 大约 1330 亿，考虑到 x 并入 spaceX 时的估值 2500 亿，我们把整体估值提升到 6720 亿，但仍然不到 ipo 价格的零头，SpaceX 实际验证的是市场流动性和新一代美国梦的兑现程度，建议 ipo 后追高慎重。
- 6.16-17 沃什 FOMC 首秀，虽然被认为是 Trump 想要的“降息主席”，但他接手的是 CPI/PPI 偏热、油价/地缘推通胀的环境，债市已经帮沃什提前加息了（见下图），6.10 日 CPI 是他这届 Fed 会前要消化的第一个通胀数据，沃什会不会改通胀的统计口径，给降息创造空间呢？在这之前，我认为最好把仓位降到合理水平，明确方向再做选择。

图表 5：2 月底以来 us10y 上行



资料来源：seekingalpha

## 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。

©2026 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)