

20260102—跨年阶段性观察：美股 AI 叙事逐渐让位于亚洲增长叙事，即花钱叙事开始弱于赚钱叙事

负债端流向可能在起变化，



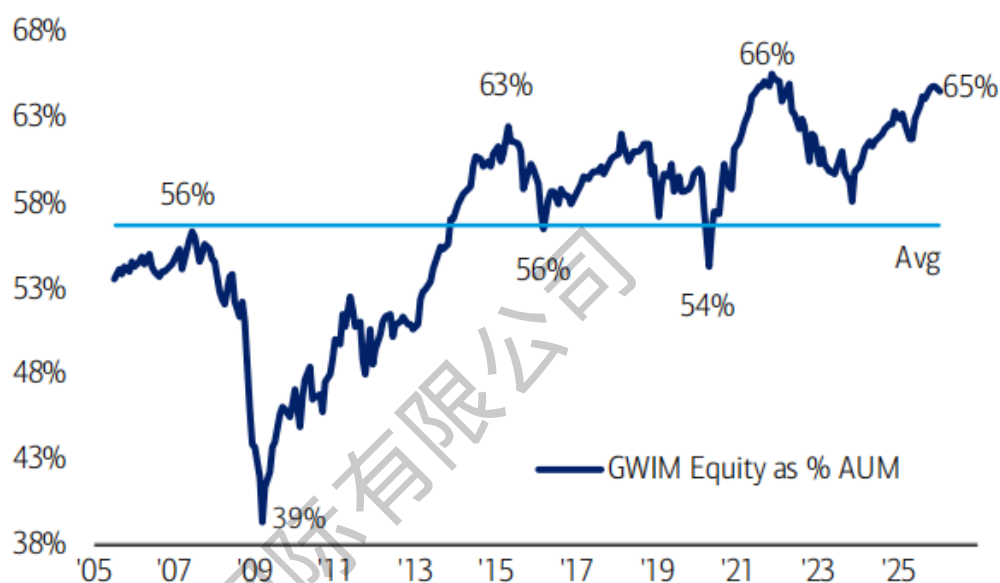
从两张图理解变化:为什么美股开始跟不上韩股台股, 和为什么台积电、海力士、铝和化工的图长得一模一样。这不是AI, 是再通胀环境里, 出口国的涨价周期品, 钱比货多。



美股的钱在出来, 美股映射反向切换为出口国制造业比较优势集群, 并映射给美股纳指开始跟不上韩股台股, 叠加升值明显的RMB, 我们应该认为AI 资本开支担忧一抱团铲子股这件事, 从纳指内部开始走向了主权市场再平衡:美国人花钱, 亚洲出口经济体赚钱, 后者才是最大的那个卖铲子的。

Chart 12: GWIM equity allocation at 65%

BofA private client equity holdings as % of AUM



Source: BofA Global Investment Strategy

BofA GLOBAL RESEARCH

Chart 14: GWIM cash allocation at 10%

BofA private client cash holdings as % of AUM



Source: BofA Global investment Strategy

BofA GLOBAL RESEARCH

大摩今天更了一篇报告，H200 加单后 HBM3 从过剩预期直接变紧缺，利多海力士。随后又惯例念经一遍 DRAM 和 NAND 涨价云云，但是我建议从两个角度反向思考卖方报告：

1. 过去两个月里平均每天都能看到两篇吹存储的报告，但是股价走得并不顺畅，分化非常剧烈。能新高的只有两类：做 HBM 的，因为中国暂时不扩产这个，所以不太怕过剩担忧，如海力士和三星。和不做 CN 市场的（尤其是快速退出消费电子市场的），不怕 CN 消费者无法接受存储涨价、顺困难，如被 CN 禁入的美光。

这些，都和卖方研报念经的 DRAM 和 NAND 紧缺关系不大，同一件事 BB 四个月了，还有个卵预期差？Gemini 的 token 每天都在增长，但谷歌涨吗？如果这个报告内容正确，那么英伟达、谷歌、甲骨文都不可能走成这个 B 样。既然他们走成这个 B 样，就说明存储涨的不是报告里的老故事。

2. H200 的中国需求确实比预期要好，但是为什么宁可涨海力士也不涨 NV？以至干留在美股的、硕果仅存的 AT 硬件+设备本质上已经沦为亚洲映射：美股半导体设备，是台股映射。美国存储，是韩股映射，美股光通信，是 A 股映射。

何以至此？

我个人认为还是**边际问题，负债端在转移**。有 21-22 年交易经验的，肯定对锂电和光储不陌生：身处 2022 年，我们都知道不可能找到比他们分子更硬的品种，所以成长赛道赌狗仍然 all in 新能源。可是 22 年通胀一起来，新能源还是高波动；赛道选手们维持了一致性，死扛一整年。直到 2023 年 AI 景气度边际超过新能源，大家才一哄而散，卖了储能去买 CPO，劝新能源投降书这也就出现了。利好不涨一个是说明筹码阻力大，一个是说明基本面提前定价充分：NV 从 10 月以来的走势已经向我们反复说明这个问题了，

老黄给 5000 亿天文数字指引，市场“好耶”，然后就没有然后了。谷歌有巴菲特买入、gemini 3 强边际，市场“好耶”，然后又没有然后了。但与此同时，美股 AI 之外的其他区域，如 A、H、韩、台市场的走势都要强于纳指。

这种情况只能从**负债端解释**。美股估值不贵不便宜，想加想减都尴尬，横着。美股仓位都比较高、现金也少，想加也加不动，而东亚经济体均受益于出口高增长，结汇资金堪称热钱，增量资金主导各自资本市场投机，开始跑赢美股。CN 市场热钱多不多不用问了，钱少的话能把新上市的国产算力买成这个估值我倒立吃皮鞋。



而这个负债端变动也能从宏观维度得出三个重要观察点，这对于我们理解再通胀市场风格会有帮助：

1. 美国例外论一定程度上受到冲击，大美丽法案+关税+制造业回流目标目前来看不仅没有利空东亚出口，反而有效提振了其出口。因此从经济增长边际上，2026年的东亚市场看点颇多，中国大陆制造业 PMI、韩国、台湾省出口指标均向好

AI 例外论也受到一定冲击，即全球一比吊糟、只有 M7 牛逼、所以要卖一切买 M7 的氛围开始产生变化，产生风格切换的苗头：复苏是成长股抱团的敌人，美股金融开始跑赢 AI。

2. 在不实质性提高全要素生产率的前提下，财政扩张对美元纸币购买力有负面影响，也就是再通胀交易。对美元不信任环境下具备产能优势的东亚经济体均有相当规模的出口结汇资金，央行都拦不住升值(除了日本，这地方的制造业出口被 CN 抢走了)。此类资金开始呈现出补库存的风险偏好回升，即我们能观察到商品涨价开始人传人，商品期货市场的沉淀资金规模在扩张。

3. 前两条加起来，是我们能看到的韩股台股跑赢美股，且商品市场走强抽水美股的一种猜想——即复苏&通胀环境下，全球权益风格开始更利于顺周期资产。

台积电是台湾省的出口涨价顺周期，三星海力士是韩国的出口涨价顺周期，对着人家的强项去刻舟容易画虎不成反类犬

中国的出口顺周期比较优势，是电力设备、电解铝、大炼化。美股映射、国债映射之外，CN 还一直存在商品期货映射这个门类。

风格切到这一拍，利多出口国最强比较优势资产继续提估值。不要聊具象的微观产业，从宏观维度做思考：钱比货多，买能出口赚钱的、本国最具全球比较优势的制造业门类。切记不要硬映射，21 年煤炭不是涨煤，磷化工不是涨化肥，氟化工不是涨家电，本质都是涨出口。