



大类资产配置专题报告 2025年7月1日

A股向资金推动型上涨演化

宏观金融 于军礼
研究员：

从业资格证号： F0247894

交易咨询资格： Z0000112

联系邮箱： yujunli@greendh.com

格林大华期货交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1288号

成文时间：2025年7月1日星期二



更多精彩内容请关注格林大华期货官方微信

从经济四周期配置大类资产7月篇

摘要：

以伊停火，是双方为了更大规模冲突积蓄力量，战争魔盒已打开，伊朗大概率趋于“加沙化”。康波萧条期，和平是短暂的。

原油6月的脉冲大概率只是第一波，上一轮康波萧条期的70年代，原油暴涨是推动全球大通胀的重要因素。

美国债务货币化通胀、对等关税通胀、原油脉冲、中国反内卷，共同勾画出全球大通胀的曲线。

全球投资机构集体“去美国化”，卖出美股、美债、美元，全球金融资产再配置，推动全球金融资金流向中国资产。

1年期存款利率史无前例下降至1%以下，预期居民部门储蓄资金、保险资金加速向股市迁移。6月高股息银行ETF连续创新高。

美联储在9月降息的概率增大，中国通胀将降低实际利率，预期国际资金和国内储蓄资金加速入市，财富效应将吸引更多资金，A股有望向资金推动型上涨演化。

中国反内卷、美联储降息预期有助于工业品价格回升。

稳定币对应贸易结算“去美元化”，黄金仍在技术调整中。

债券发行规模庞大，央行删除“择机降准降息”。

贸易、资本有望双顺差，离岸人民币汇率有望继续走强。

各项大类资产7月展望：

权益类资产：全球金融资产再配置，推动全球金融资金流向中国资产，居民部门储蓄资金加速向股市迁移；

大宗商品：反内卷、美联储降息预期有助于工业品价格回升；

黄金资产：稳定币替代美元贸易功能，黄金仍在技术性调整中；

债券类资产：央行二季度货币政策会议删除“择机降准降息”；

外汇资产：贸易、资本有望双顺差，离岸人民币有望继续走强；



前言

四大经济周期定义

1、基钦周期：

约瑟夫·基钦（Joseph Kitchin），英国统计学家。他在1923年发表的论文《经济因素的周期和趋势》中，对1890-1922年间英国和美国的商业周期进行了研究，发现了经济短周期（Business cycle）运行的规律。基钦发现金融和商业数据中银行信贷活动、大宗商品价格、利率存在着3年半左右的周期波动规律，并且三者之间存在着领先与滞后的相对关系。后人将基钦观察到的经济周期波动，命名为基钦周期，也称为经济短周期。

本轮基钦周期处于上行期，预期中国基钦周期2025年四季度见顶，美国2025年年底见顶。

2、朱格拉周期：

1862年法国医生、经济学家克里门特·朱格拉（C Juglar）在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书中提出资本主义经济存在着9~10年的周期波动。“朱格拉周期”也称为制造业投资周期，又称中周期。中国朱格拉周期当前处于上行期，预期2027年初见顶。

3、库兹涅茨周期：

1930年，美国经济学家库兹涅茨（S·Kuznets）提出了存在一种与房屋建筑业活动相关的经济周期，这种周期平均长度为20年左右。被称为“库兹涅茨”周期，也称建筑业周期。预期本轮中国库兹涅茨周期，在2030年左右见底。

4、康波周期：

俄国经济学家康德拉季耶夫（N·D·Kondratieff）于1925年提出资本主义经济中存在着50~60年一个的周期，故称“康德拉季耶夫”周期，也称长周期。

康波周期分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。康波萧条期是康波周期大循环中最动荡的周期时段，通常会充斥着混乱、战争、饥荒、大通胀、货币剧烈贬值等现象。

人类社会重大的科技创新通常出现于康波萧条期，因此康波周期也被称为科技创新周期。每一轮科技创新周期都会有一个科创中心国，本轮科技创新周期的中心国是中国。人工智能是本轮科创大时代最伟大的科技创新。AI人形机器人是本轮科技创新的终极代表。

DeepSeek打开了AI极低成本、大规模、本地化部署的极广阔应用空间，将带来全球生产力的大迸发。

人类社会正在进入科幻世界，未来已来。

本轮康波萧条期始于2020年新冠冲击，预期在2030年左右结束，然后进入为期10年左右的康波复苏期。



一、以伊停火，是双方为了更大规模冲突积蓄力量，战争魔盒已打开，伊朗大概率趋于“加沙化”。康波萧条期，和平是短暂的。

6月最吸引眼球的是以伊大战，以色列攻击伊朗核设施具有历史必然性。

6月23日，以伊戏剧性停战，以色列停战的重要原因是防空拦截弹不够用了，需要时间从美国大规模补充拦截弹，同时给疲惫的以色列空军以休息的时间。

对于以色列来说，需要在最亲以的共和党总统特朗普任期内，完成对伊朗的摧毁。

以色列摧毁伊朗，大概率分为四步走。第一步摧毁伊朗核设施或大幅推迟伊朗浓缩铀武器化的时间（已基本实现）；第二步是摧毁伊朗的导弹发射能力和导弹生产能力（已部分实现）；第三步是摧毁伊朗的经济能力，包括伊朗的炼厂、原油出口设施、石油天然气开采和运输设施、主要工业基地；第四步是扶持伊朗叛军，彻底颠覆伊朗政权。

当地时间6月25日，在北约峰会上，特朗普表示，以色列和伊朗之间的冲突可能再次爆发，也许很快。当地时间6月27日，美国总统特朗普表示，他希望伊朗能够接受国际检查，以核实其不会重启核计划。他还表示，将考虑因铀浓缩问题再次轰炸伊朗。

战争的魔盒已经打开，在康波萧条期，和平通常是短暂的。

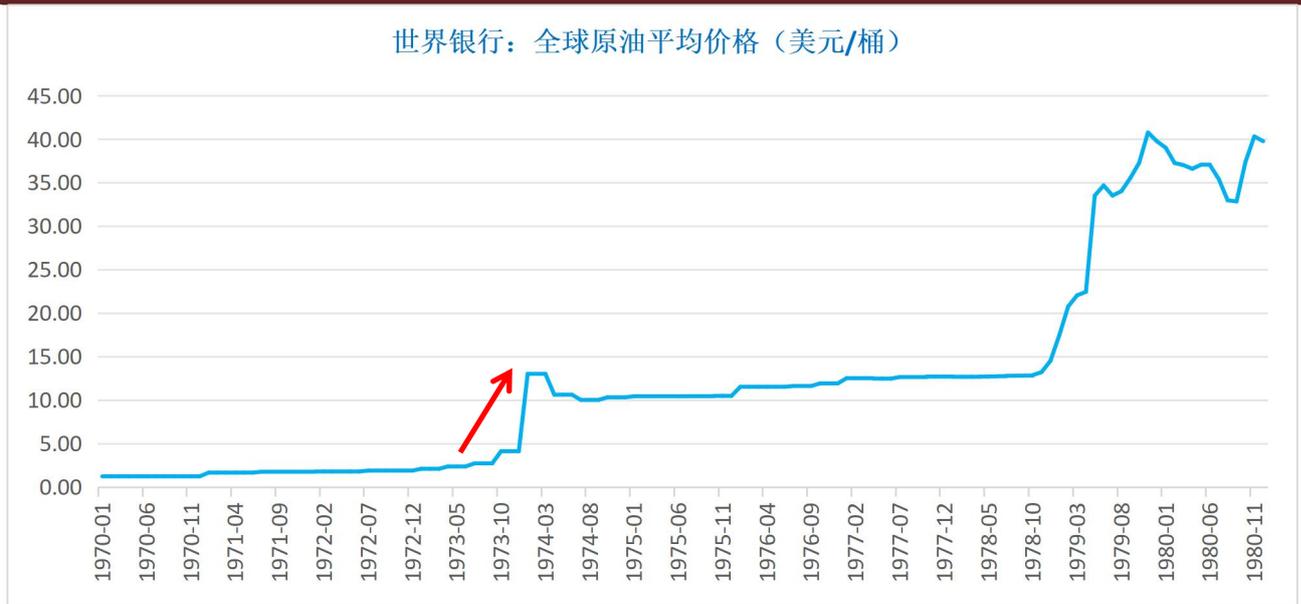
伊朗大概率趋于“加沙化”。伊朗是中东地区可以制衡以色列和美国势力的唯一国家，具有很高的统战价值，伊朗大概率成为各方大国势力的逐鹿场。

二、原油6月的脉冲大概率只是第一波，上一轮康波萧条期的70年代，原油暴涨是推动全球大通胀的重要因素

在以伊战争随时可能重启的大背景下，原油6月的脉冲式上涨大概率只是第一波。

在当前的康波萧条期，寻找原油价格的未来，需要在上一轮的康波萧条期寻找答案。

上一轮康波萧条期的70年代，1973年10月在第四次中东战争的背景下，中东产油国对西方实施石油禁运，原油价格应声从2美元多暴涨至13美元，涨幅500%。



资料来源：WIND 格林大华研究院

在大周期中，历史往往会重现。未来以色列很可能摧毁伊朗的石油生产、炼化、出口能力，伊朗也很有可能封锁霍尔木兹海峡，原油价格同样可能涨入天际。

原油是大宗商品之王，在70年代的康波萧条期，原油价格的暴涨是推动全球大通胀的重要因素。

大通胀是康波萧条期的重要特征，2025年位于本轮康波萧条期的中段，全球经济是否做好了应对原油价格暴涨引发通胀大冲击的准备？

三、美国债务货币化通胀、对等关税通胀、原油脉冲、中国反内卷，共同勾画出全球大通胀的曲线

在美国大规模减税的《大漂亮法案》中，参议院将美国债务上限一次性上调5万亿美元。激增的美国债务在吓跑国际投资人，美债的崩盘不是线性的，将是指数化的。

桥水创始人达利欧表示，在接下来的一年里，美国必须出售大约12万亿美元国债。需要1万亿美元支付利息，有9万亿美元的债务要偿还，还需要再出售2万亿美元债务，因为有赤字2万亿美元要填补。美国债务增长类似动脉斑块淤积，美国财政心脏病会随时发作。

在巨量美债无人接盘情况下，美联储必然被动下场大规模买入美债，开启债务货币化。美国债务货币化将引发印钞式通胀，极端例子，远可参考民国的金圆券，近可参考津巴布韦元。

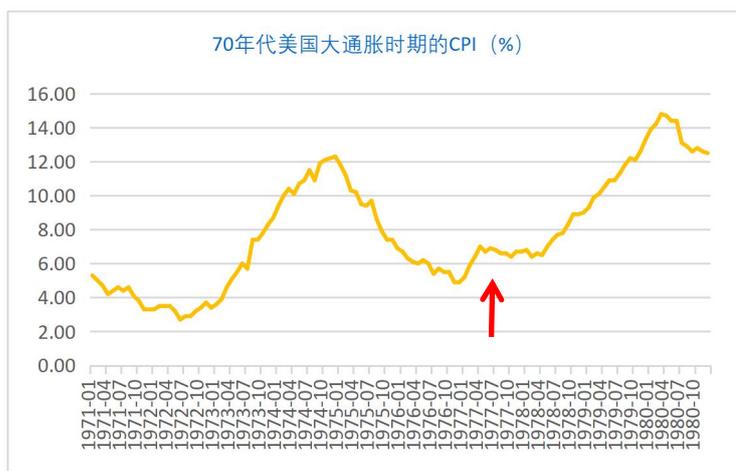


美国为制造业回流开启的对等关税，必然会引发通胀上行，通胀上行的力量在秋季就会体现出来。美国大规模驱逐移民，引发的劳动力价格上涨。会形成酷似70年代的物价—薪资上涨螺旋。

中国已开启大规模反“内卷式”竞争，有助于中国经济走出通缩，同样意味着中国对海外经济体将输出通胀。在对等关税背景下，对美国输出通胀的力度最大。

美国债务货币化通胀、对等关税通胀、原油脉冲、中国反内卷，共同勾画出全球大通胀的曲线。

对标上世纪的70年代，当前类似于1976、1977年，二次大通胀的前夜。



资料来源：WIND 格林大华研究院

四、全球投资机构集体“去美国化”，卖出美股、美债、美元。全球金融资产再配置，推动全球金融资金流向中国资产

(1)、5月28日，花旗发布了一份重磅报告，研究了全球最大的15家资管机构的动向。这些机构合计管理超20万亿美元资金，是全球资金流向的风向标。

花旗研究发现，全球大资金正集体“去美国化”，减少美股、美债、美元配置，转而增配欧洲、亚洲股市、黄金和非美货币。不过，机构对美股意见不统一，但整体配置已降至中性水平，成全球最不被看好的市场。

“买亚洲和欧洲”正成为全球大资金达成的共识。欧洲、日本股市被上调，现在成了共识性多头，新兴市场股市仍然是超配状态。



机构普遍减持美债、日债，转向加仓英国、德国、意大利国债和新兴市场当地债券。

在外汇市场，卖美国更明显，美元继续被减配，欧元、日元继续被加仓

花旗收集的是这些机构对未来1个月到1个季度的资产配置观点，分析的是这些机构公开发布的配置观点，尤其是那些会定期打分、做配置表的机构。

(2)、6月16日美国银行报告显示，全球央行自3月底以来已抛售480亿美元美债，同时外国投资者在美联储逆回购工具中的持仓也减少约150亿美元。

这一资金流向很可能反映了各国官方部门正在进行美元持仓的多元化配置。

海外投资者的需求，长期以来是支撑庞大美国国债市场的重要基石之一。然而，这一基石正在松动。

2025年第一季度美国国债的购买需求几乎全部来自经纪交易商和外国投资者。经纪交易商的购买量往往只是为了填补债券供给与私人投资者需求之间的缺口，并非真正意义上的终端需求。这意味着，一旦外国需求持续减弱，美国国债市场的稳定性将面临严峻考验。

特朗普的贸易和财政政策持续搅动金融市场，加剧了外界对于海外买家将规避美国资产的猜测——即所谓的“抛售美国”（Sell America）交易。

美国银行警告称：鉴于越来越多的全球投资者正寻求减少美国资产或提高对冲比率，未来的外国需求轨迹令人担忧。

(3)、当前不仅全球的专业投资机构集体“去美国化”，卖出美股、美债、美元。连各国央行也在集体“去美国化”。

全球专业投资机构大规模金融资产再配置进行时，需要新的资产配置市场。中国权益市场具有低估值、中高速增长、科技创新高地效应，是全球专业投资机构进行大规模金融资产再配置的最佳承载地。全球金融资产再配置，将推动全球金融资金大规模流向中国资产。

五、1年期存款利率史无前例下降至1%以下，预期居民部门储蓄资金、保险资金加速向股市迁移。银行ETF连续创新高。

1年期存款利率史无前例的下降至1%以下，庞大的国内居民部门储蓄资金有望加速向股市迁移，高股息板块成为居民储蓄资金的主要流入标的，银行板块最具吸引力。



资料来源：WIND 格林大华研究院

存款利率降低后，保险资金需要配置收益更高的项目，叠加政策要求，保险资金流向A股的速度同样会加快。

2025年中国股市进入低波动状态，受益于中国经济从投资拉动模式转向消费拉动模式，资本过剩的传统产业转向股市分红和回购。股市盈利模式从赚取宽幅波动价差收益，转向赚取低波上行持有收益。A股开始复刻多年前美股长牛的低波上升模式。

本轮降息，1年期存款利率下调了15个基点，5年期存款利率下调了25个基点，但贷款利率只下调了10个基点，意味着银行息差在扩大，银行板块受益。

6月份，银行ETF（512800）连续创新高，虽然6月27日出现大跌，但大概率只是6月30日的年中资金结算效应。至6月底，WIND显示中证银行指数的股息率为5.2%，对应0.9%的1年期银行存款利率，对居民部门储蓄资金仍有很强的吸引力。



资料来源：WIND 格林大华研究院

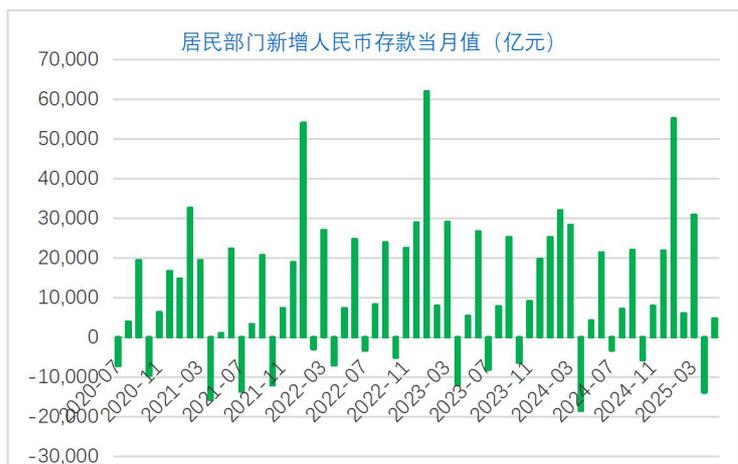
随着市场风险偏好的上升，股市风格开始向科技成长演化。

六、美联储在9月降息的概率增大，中国通胀上行将降低实际利率，预期国际资金和国内储蓄资金加速入市，财富效应将吸引更多资金，A股有望向资金推动型上涨演化

市场定价美联储在9月降息，随着美联储主席在2026年5月的换届，受美国总统行政压力的影响，美联储货币政策独立性将大幅下降，美联储降息速度可能在2026年陡然加快。摩根士丹利预计降息将从2026年3月开始，2026年共有七次降息，将利率降至2.5%-2.75%区间。

伴随美联储降息，中国相关积极政策也将同步实施，美联储放水，中国收水，市场开始提前定价9月的降息效应。

随着反内卷的深入，中国通胀有望回升，从而降低实际利率。伴随实际利率的下降，居民储蓄资金向股市的迁移带度有望继续提速。



资料来源: WIND 格林大华研究院

从非银金融机构新增人民币存款当月值分析, 2月新增2.83万亿元, 4月新增1.57万亿元, 5月新增1.19万亿元, 4月和5月的流入速度均在万亿元级以上。

自2024年10月以来, A股已在当前的位置构筑了长达8个月的大型整理平台。6月23日以伊停战, 市场风险偏好快速上升, 仅三天即冲击至大型整理平台的上沿, 显示人心思涨。

国内资金叠加国际资金向中国权益市场的持续流入, 有望推动股市出现由点到线的财富效应, 在财富效应的带动下, 有望吸引更大规模的国内、国外资金流入, 资金流入将由线到面, 中国权益市场向资金推动型上涨演化。

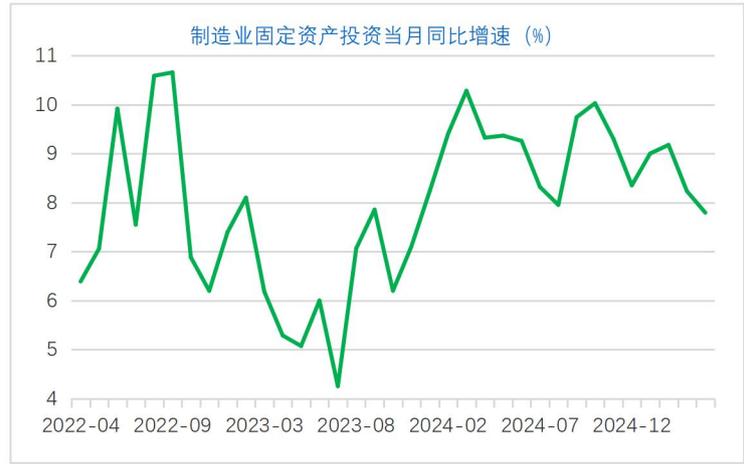
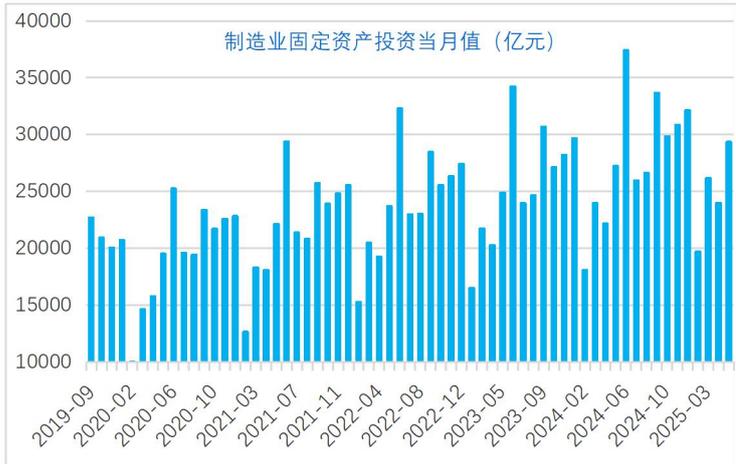
七、中国反内卷、美联储降息预期有助于工业品价格回升

比亚迪7月1日起取消降价, 以比亚迪降价引发的反内卷运动在全国各个行业开始加速。

从中国的朱格拉周期即产能周期分析, 本轮产能周期的上升期始于2020年新冠冲击, 上升期大概率在2026年年底可2027年年初结束, 当前大概率已进入产能周期上行期的高位区域。

在产能周期上行期的高位区域, 传统行业、部分新兴产业的投资规模在价格竞争压力下开始大幅下降, 反内卷无疑加速了这一进程。

当前至2026年底, 未来产业、部分新兴产业的大规模投资仍将继续进行。



资料来源：WIND 格林大华研究院

传统行业、部分新兴产业投资规模的大幅下降，有利于对应产品价格的回升。

美联储降息预期，有助于提升全球市场风险偏好，有助于国际大宗商品价格的回升。

6月下旬开始，有色板块中的铜、铝、锌定价美联储降息率先走强。焦煤、工业硅、碳酸锂等供需失衡的品种则在反内卷旗帜下快速回升。

八、稳定币对应贸易结算“去美元化”，加速美元信用瓦解，黄金仍在技术调整中

5月21日，美国参议院通过了美元稳定币法案，美元稳定币和美元1:1兑换，美元稳定币资金主要投资于美国短债。

美元稳定币的目标，是希望虹吸全球资本管制国家的富豪、中产资金，虹吸全球黑灰产业资金，以实现为美债续命。

中国和欧洲都不愿意被虹吸。5月30日，香港特别行政区政府在宪报刊登《稳定币条例》，《稳定币条例》正式成为法例，中国在香港果断推出港元稳定币，后期很可能会推出离岸人民币稳定币。《稳定币条例》严格限制稳定币的销售渠道，仅允许四类持牌机构向公众销售稳定币，分别是获金管局发牌的稳定币发行人、获香港证监会发牌的虚拟资产交易平台、从事证券交易活动的持牌法团、香港认可银行机构

欧洲也准备推出欧元稳定币，5月11日，欧盟理事会正式通过《加密资产市场监管法案》(MiCA)的最终版本，完成稳定币立法工作。



美元稳定币的推出，对于美国银行业将形成巨大冲击，传统银行业的商业模式将被大规模替代。美元信用下降的根源在于美国失控的国债规模，美元稳定币不会改变美元信用快速下降的趋势。美元信用的瓦解，也就意味着附着在美元信用之上的美元稳定币的瓦解。

亚马逊、沃尔玛准备发行美元稳定币，绕过银行系统，汇兑成本下降90%。

蚂蚁国际在香港、新加坡发行稳定币。

京东在香港发行稳定币，京东集团董事局主席刘强东表示，京东希望在全球所有主要的货币国家申请稳定币牌照，然后通过稳定币的牌照实现全球企业之间的汇兑，将全球跨境支付成本降低90%，效率提高至10秒钟之内。B端支付做完之后，就会朝C端支付渗透。

稳定币贸易结算绕过西方SWIFT系统，美元国际贸易结算功能坍塌，美元信用加速瓦解。

中美博弈稳定币，也是博弈数字时代国际支付的基础设施建设。离岸人民币稳定币有助于人民币加速国际化，中国资产加速国际化。

稳定币，只是便利兑换和贸易结算工具，储值功能等同于对应的信用货币，不会替代也无法掩盖黄金的储值光芒。在人类数千年的货币史上，黄金是最诚实的货币，是人类社会的货币王者。

当前黄金价格仍在技术性调整中，以修复长期超买的技术指标。

九、债券发行规模庞大，央行二季度货币政策会议删除“择机降准降息”

今年超长期特别国债集中在4月至10月发行，整体发行时间提前约1个月。前5个月，已发行国债6.29万亿元，同比增长38.5%；发行新增地方政府债券1.98万亿元，增长36.6%；发行用于置换存量隐性债务的再融资债券1.63万亿元。

下半年，国债、地方债的发行压力不会减轻，出于积极的财政政策需要，下半年极可能增加新的国债发行安排。

6月27日，央行发布2025年二季度货币政策委员会例会通稿，在货币政策思路上，删去了“择机降准降息”，增加了“灵活把握政策实施力度和节奏的表述”。

中国准备金利率已较低，继续下降的空间有限。1年期存款利率在下降至0.9%之后，在美联储9月降息前，继续下降的概率已不大。部分贷款利率已较难下降，比如消费贷利率已要求不低于3%。

当前国债收益率曲线已趋于平坦化，长久期国债收益率更多取决于通胀和经济预期，国债大规模发行、反内卷带来的通胀上行预期，均对长久期国债构成压力。



十、贸易、资本有望双顺差，离岸人民币有望继续走强

中美伦敦框架协议已正式签署，双方贸易趋于稳定。

随着中国科技创新的快速进步，中国贸易商品的科技含量也在持续快速提升，中国商品的竞争力持续增强，贸易顺差延续。

全球金融资产再配置进行时，预期大量国际金融资金向中国资本市场流动，中国有望迎来贸易项下、资本项下的双顺差。

离岸人民币，有望继续向7.0元进发。

十一、各项大类资产7月展望

各项大类资产7月展望：

权益类资产：全球金融资产再配置，推动全球金融资金流向中国资产，居民部门储蓄资金加速向股市迁移，A股向资金推动型上涨演化；

大宗商品：反内卷、美联储9月降息预期有助于工业品价格回升；

黄金资产：稳定币替代美元贸易结算功能，“去美国化”提速，黄金仍在技术性调整中；

债券类资产：央行二季度货币政策会议删除“择机降准降息”，国债大规模发行、反内卷带来的通胀上行预期，均对长久期国债构成压力；

外汇资产：贸易、资本有望双顺差，离岸人民币有望继续走强；

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，格林大华期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经格林大华期货研究院许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。