



大类资产配置专题报告 2025年9月1日

A股进入大牛市与10年周期律

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

从经济四周期配置大类资产9月篇

摘要：

A股存在10年周期律，印证A股进入大牛市。

反内卷大背景下，投资熄火，预期出口降速，消费将成为四季度拉动经济增长的主要动力。

股市上行创造财富效应，提振居民部门消费能力。

居民部门储蓄资金向股市大迁移。

美联储放鸽9月降息，国际资金将从美股和美债大规模流出，海外资金大潮涌向中国资产。外资跑步入场。

人工智能+行动发布，中国全面AI化，科创将成为主导风格。

国债市场成为股市上涨弹药库，实利利率趋向负值。

反内卷提振消费品、下游制造业产成品，对上游资源品作用有限。美联储降息后，大宗商品回升强度存在不确定性。

美联储9月降息利多黄金，2026年黄金有望飞升。

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9月展望：

权益类资产：A股财富效应显现，居民部门储蓄资金向股市大迁移，外资跑步入场。持续的资金流入推动股市进入大牛市。

债券类资产：反内卷走出通缩，实际利率趋向于零。国债市场成为股市上涨的弹药库，债券基金持续大规模赎回。

大宗商品：反内卷提振消费品、下游制造业产成品，对上游资源品作用有限。美联储降息后，大宗商品回升强度存在不确定性。

黄金资产：美联储降息利多黄金，2026年黄金有望飞升。

外汇资产：贸易、资本有望双顺差，离岸人民币有望继续走强。

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9月1日星期一



更多精彩内容请关注格林大华期货官

方微信



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年年底见顶，美国2026年一季度见顶。

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、股市存在10年周期律，印证A股进入大牛市

1949年10月1日，在战火纷飞中，中华人民共和国宣告成立。10月14日，华南最大的城市广州解放，12月14日，广西南宁解放，1950年5月1日，海南岛全境解放。

自此，武装斗争以10年周期律的形式，深刻在国家记忆中。

1959年8月25日，在印度军队持续北进的背景下，中印双方爆发第一次武装冲突，边境战火延续至1962年中国决定性大反击。1969年3月，中苏珍宝岛战役打响，中国硬抗当时超级大国苏联的百万大军。1979年2月，中国大规模对越自卫反击战展开，3月攻克越南谅山，越南首都河内已无险可守，中国班师后，中越边境战争延续至1989年。

国家记忆存在10年周期律，从康波周期视角，10年周期律同样存在于中国股市运行中。

康波周期中的繁荣期运行时间长，可达20年。1990年至2008年，是康波繁荣期。

1996-1997年的牛市，是康波繁荣期第一牛市。2005-2007年的牛市，是康波繁荣期的第二牛市，二者存在10年周期律。

2014-2015年的牛市，是康波衰退期牛市，特点是双创，流动性扩张，加杠杆。

2024-2025年的牛市，是康波萧条期牛市，特点是科创，人工智能+行动，低利率，居民储蓄大迁移，国际金融资产再配置涌向中国资产。

2015和2025年的牛市，存在10年周期律。从历史看当下，A股波澜壮阔的新一轮大牛市行情已展开，2025年的牛市行情，正在进入主升浪。

康波萧条期是科技创新的大时代，中国是本轮科技创新的中心国，人工智能是本轮科创大时代最伟大的科技创新，智能人形机器人是中美科技竞争的终极之战，中国将赢得科技战的全面胜利。2030年左右，中国将进化为科技创新型超大经济体。

科创是时代最强音，对应本轮牛市行情的主导风格，即为科创风格、人工智能风格。预期本轮牛市最强悍的指数，是科创50指数、科创芯片指数、人工智能指数、机器人指数、科创100指数、科创成长指数、科创综合指数。上述指数对应的ETF，有望成为最牛ETF。



二、反内卷大背景下，制造业投资、基建投资熄火，出口预期降速，消费将成为四季度拉动经济增长的主要动力



资料来源：WIND 格林大华研究院

通过对等关税，美国逐步对全球关闭国内市场，钢铝关税泛化、准备对家具、药品征收高关税，都是加速关闭市场的表现。

美国消费市场长期以来是全球经济增长的重要原动力，美国关闭市场将直接影响中国的出口产业群，引发中国制造业的产能过剩。

作为应对之策，反内卷大旗举起，为逆全球化作准备，未雨筹谋。硬币都有两面，反内卷的副作用就是制造业投资和基建投资失速。

在出口降速，投资失速的大背景下，三驾马车已去其二，不管愿意与不愿意，消费都将当仁不让，也必须成为秋冬季、乃至今后相当长一段时间的中国经济增长的主动力。

三、股市上行创造财富效应，提振居民部门消费能力，构建中国超级大市场

消费不仅需要为出口产业的回流提供市场，同时也有为亚非拉欧国家提供增量市场的任务，更是肩抗为中国科创产业快速迭代升级提供大市场的重任。



因各种历史原因，中国消费市场增长羸弱，居民部门收入占国民收入总分配比例长期下行。急迫形势之下，国家创新性开展消费贷贴息，为3%的消费贷利率提供1个百分点的贴息，将消费贷利率降到2%。

远水不解近渴，通过股市上行的财富效应，为居民部门创造财产性收入，进而提振消费，构建中国超级大市场已提上日程。

股市的上涨，一方面可以为居民部门创造财产性收入，提振消费。另一方面，财富效应将带动居民储蓄资金向股市的大迁移，为全国科技创新提供更大规模的资金，加速中国向科技创新型超大经济体进化。

可见，A股本轮的上涨，是时代的需要，也是时代的必然。

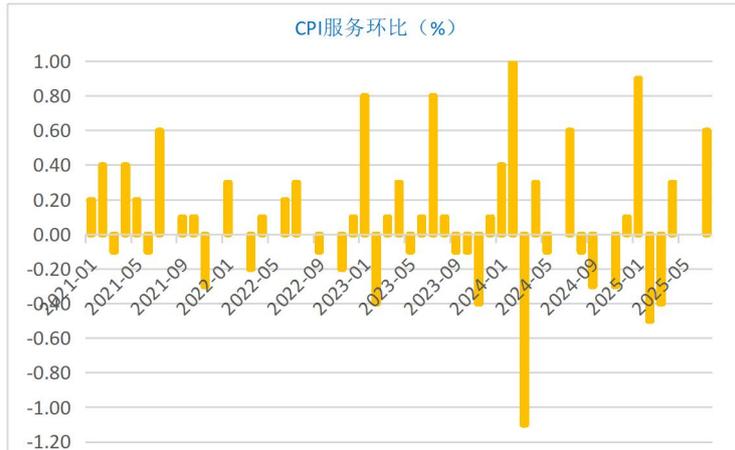
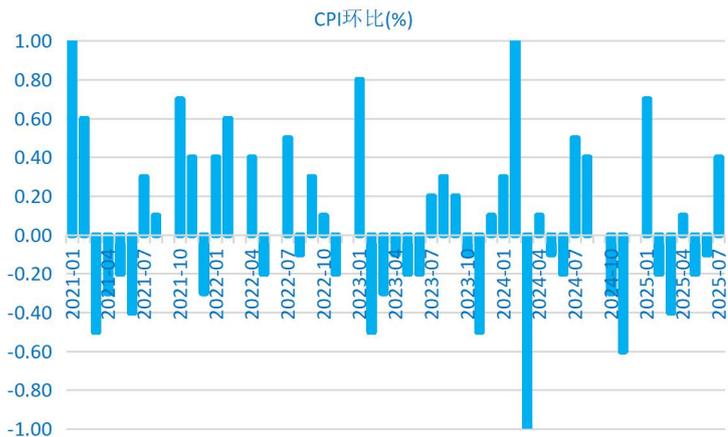
四、居民部门储蓄资金向股市大迁移



资料来源：WIND 格林大华研究院

7月非银金融机构新增人民币存款2.14万亿元，居民部门人民币存款下降1.11万亿元，居民部门储蓄资金向权益资产的大迁移拉开序幕。

股市的财富效应已开始显现，连银行理财产品中，含权类产品也处于热销状态。



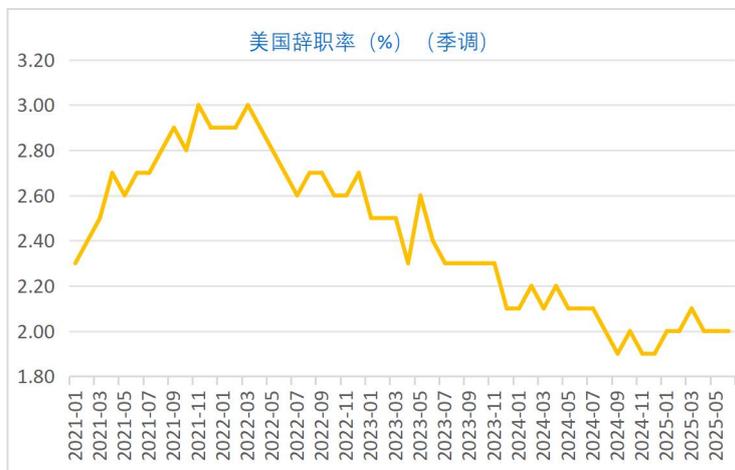
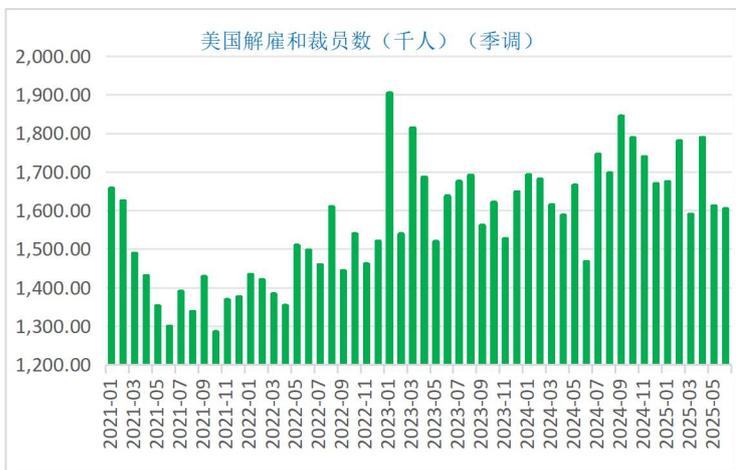
资料来源：WIND 格林大华研究院

反内卷助力中国经济走出通缩，7月CPI环比增长0.4%，其中CPI服务环比增长0.6%。各行各业普遍开启不于低于成本价销售，摒弃内卷式恶性价格竞争。

通胀的上升将降低中国实际利率，使0.95%的一年期名义存款利率的实际利率水平趋向于零，并进一步进入负值区间。

实际利率趋向负值区间将推动规模庞大的160万亿元居民部门储蓄资金加速向权益资产迁移，如同在非洲大草原大迁移的百万头角马群，浩浩荡荡。

五、美联储放鸽9月降息，国际资金将从美股和美债大规模流出，海外资金大潮涌向中国资产。外资跑步入场





资料来源：WIND 格林大华研究院

美联储主席在全球央行年会上放鸽9月降息，其依据是美国劳动力市场可能降温，属于预防式降息。

美国企业当前不招聘、不解聘，美国员工不辞职，形成了劳动力市场供需的奇异平衡。不招聘是因为对等关税扰乱美国经济，美国企业看不清未来方向，不解聘是因为企业一旦解聘再重招极为困难，并付出极高成本。美国员工不辞职同样是因为看不清经济方向，因此不辞职以降低风险。

美联储9月重启降息，中美利差将快速缩减。海量盘据在美国股市和债市的金融资金将开启大规模撤退、迁移，简称全球金融资产再配置。

海量国际资金将涌向中国资产，如同在大洪水时代看到了诺亚方舟。

高盛主经纪商业（GS PB）数据8月19日显示，对冲基金周净买入中国股票的规模达到了七周以来最高，使得中国成为八月以来其平台上的最大资金净流入市场。

外资跑步入场将推动中国权益市场持续性水涨船高。

中国沪深300指数市盈率仍只有13倍，相对于成熟市场的美股和新兴市场的印度股票，实在是太便宜了。

科创竞赛方面，中国在AI领域和美国同步，在AI应用端则快速超越。中国智能人形机器人以月为单位快速迭代。中国快速的科技进步将吸引国际海量资金持续增配中国科技资产。

六、人工智能+行动发布，中国全面AI化，科创、人工智能将持续成为股市主导风格

8月26日晚，国务院《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》震撼发布。表明了中国经济全面向AI转型的国家意志。

意见指出，推动人工智能与经济社会各行业各领域广泛深度融合，**重塑人类生产生活范式，促进生产力革命性跃迁和生产关系深层次变革**，加快形成人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济和智能社会新形态。

加快探索人工智能驱动的新型科研范式，加速“从0到1”重大科学发现进程。支持智能化研发工具和平台推广应用。**加强人工智能与生物制造、量子科技、第六代移动通信（6G）等领域技术协同创新。**



推动智能终端“万物智联”，培育智能产品生态。大力发展智能网联汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人、智能家居、智能穿戴等新一代智能终端。

支持人工智能芯片攻坚创新与使能软件生态培育，加快超大规模智算集群技术突破和工程落地。优化国家智算资源布局，完善全国一体化算力网，充分发挥“东数西算”国家枢纽作用，加大数、算、电、网等资源协同。

10年前的2015年，国务院发布《实施互联网+行动意见》，深刻改变了中国经济。

寒武纪股价已超越茅台，寒王登基。人工智能产业链景气度从上游芯片、加速向中游软件、下游应用扩展。

中国经济全面AI化的国家意志，决定了本轮股市牛市的科创风格、人工智能风格，将成为持续的主导风格。

(人工智能ETF周线图)



资料来源：WIND 格林大华研究院

人工智能ETF，有望成为最靓的ETF。



七、国债市场成为股市上涨弹药库，债券基金持续大规模赎回。反内卷走出通缩，实际利率趋向于零

股市上涨带来的财富效应，引发债市资金向股市的大规模转移。



资料来源：WIND 格林大华研究院

债券基金持续面临大规模赎回，公募债券基金经理压力山大。

保险资金、股债平衡基金持续增加权益资产配置，减持债券资产。

债券市场已成为股市上涨的巨型弹药库，民间俗称为“血包”。

反内卷推动通胀上行，实际利率趋向于零，同样会使债券持有人加大对债券资产的减配。

八、反内卷提振消费品、下游制造业产成品，对上游资源品作用有限。美联储降息后，大宗商品回升强度存在不确定性

与10年前的供给侧改革强烈作用于上游资源品不同，2025年的反内卷主要提振消费品，下游制造业产成品，对上游资源品作用有限。

某种程度上，反内卷对上游资源品会产生一定的边际负面影响。



比如说光伏组件反内卷，则会影响多晶硅的产量。多晶硅行业反内卷，则会影响上游工业硅的需求量。

美联储9月降息后，大宗商品的回升强度存在一定的不确定性。

本轮反内卷的三驾马车，多晶硅、焦煤、碳酸锂均已阶段性熄火。

在期货市场众多品种内部，股指期货已成为“最靓的星”，会对众多大宗商品期货品种产生持续的“吸金”作用。

九、美联储降息利多黄金，2026年黄金有望飞升，重现1970年代盛景

美联储放鸽9月降息，会对黄金价格产生提振作用。黄金的大级别机会，在2026年。

美国总统逼退美联储理事库克，即将掌控美联储理事会中七席中的四席。

2026年2月，美国行政力量可以在5年一次的地方联储行长再任命的时刻，作手脚，可以延缓任命，或者拒绝任命。

2026年5月，新任美联储主席将到任，共和党将全面掌控美联储。

2026年，美联储将丧失货币政策的独立性，跟随总统行政意志起舞。

2026年4月后，美联储大概率会出现跳水式降息，大幅降低美国名义利率。

美联储只能掌控短久期利率，长久期利率则由市场决定。与美国总统大幅降低利率的美好意愿相反，美国国债在2026年将面临大规模抛售，长久期利率飙升，因为没有人会信任一个丧失独立性的美联储。

2026年，美国大通胀，长久期利率飙升，对等关税反噬美国经济，美国大滞胀将到来。

2026年，黄金价格有望开启新一轮飞升，上不封顶，可参考1970年代的黄金表现。



资料来源：WIND 格林大华研究院

十、贸易、资本有望双顺差，离岸人民币汇率有望继续走强

中国出口品类在持续升级，市场竞争力在持续增强，贸易项下的顺差有望延续。

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。

美国9月重启降息进程，中国海外资本有望加速回流。



资料来源：文华财经 格林大华研究院



8月28日，离岸人民币汇率大涨超300点。离岸人民币汇率一度涨至7.1173元，为2024年1月6日以来首次突破7.12元，创近10个月以来新高，最终离岸人民币报7.1209，大涨314点。人民币的升值速度有望陡然提速，年底前很可能升至7元的下方。

十一、各项大类资产9月展望

各项大类资产9月展望：

权益类资产：A股已进入新一轮大牛市，财富效应显现，居民部门储蓄资金向股市大迁移，外资跑步入场。持续的资金流入将推动股市进入大牛市。主导风格是人工智能+。

债券类资产：反内卷走出通缩，实际利率趋向于零。国债市场成为股市上涨的弹药库，债券基金持续大规模赎回。

大宗商品：反内卷提振消费品、下游制造业产成品，对上游资源品作用有限。美联储降息后，大宗商品回升强度存在不确定性。

黄金资产：美联储9月降息利多黄金，2026年黄金有望飞升，重现1970年代盛景。

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。