



大类资产配置专题报告 2025年10月9日

无尽算力与无尽电力

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10月篇

摘要：

AI泛化进入大规模应用期，对算力需求指数级上升，千行百业激增无尽的算力需求。英伟达对OPEN AI投资1000亿美元，作为建设10GW算力规模数据中心的初始资金。

无尽的算力需求，对应的是指数级增长的无尽的电力需求。美国正在进入电力危机，中国大概率1至2年将重现电荒。

华为AI芯片算力超节点领先英传达两年，中国芯片产业链实现全面的自主可控。算力激增下，半导体设备产业，将持续高景气。

无尽电力竞争下，中国必然将在中美AI博弈中胜出。无尽电力需求，带动储能产业链高景气，光伏需求边际加速。

白银：无尽算力与无尽电力的双重受益商品。

股市风格开始转换，沪深300指数攻守兼备。

美联储政策转向充分就业，容忍通胀，黄金开启自由飞翔。

中下游反内卷背景下，大宗商品需求转淡。

贸易、资本有望双顺差，离岸人民币汇率有望进入6字头。

各项大类资产10月展望：

权益类资产：股市财富效应显现，居民部门储蓄资金向股市大迁移。美联储进入降息周期，海外资金大潮涌向中国资产。

黄金白银：美联储政策转向，黄金开启自由飞翔。白银受益于无尽算力和无尽电力，或引发严重供不应求，上升空间打开。

大宗商品：反内卷背景下，上游资源品需求转弱。

债券类资产：反内卷走出通缩，实际利率趋向于负值。国债市场成为股市上涨的弹药库。

外汇资产：贸易、资本有望双顺差，离岸人民币向7以下进发。

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10月9日星期四



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。

预期中国本轮基钦周期在2025年四季度进入顶部区域，美国在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、AI泛化进入大规模应用期，对算力需求指数级上升，千行百业激增无尽的算力需求

8月27日，《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》发布，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。

“人工智能+”行动以国家意志的方式快速展开，标志着中国经济全面转向AI经济。

AI泛化进入大规模应用期，对算力需求指数级上升，千行百业激增无尽的算力需求。

9月24日，阿里云栖大会上，阿里巴巴首席执行官吴泳铭透露，token（词元）使用量每两到三个月即翻一番，显示出AI需求的爆炸式增长。

以token使用量每两到三个月即翻一番的增速测算，token使用量一年大致增长30倍，两年900倍，三年27000倍。

无尽算力的时代已到来，对算力的需求指数级增长，无边无际。

阿里计划在未来三年3800亿元人民币投资的基础上进行额外投资，进一步强化算力基础设施。显示阿里决策层已通过阿里云的指数级增长数据看到了无尽算力时代，决心向算力基础设施公司转型，未来三年阿里在算力的投资大概率远超3800亿元。

9月23日，英伟达对OPEN AI投资1000亿美元，作为建设10吉瓦算力数据中心的初始资金。

9月24日，OPEN AI宣布与甲骨文和软银合作，在美国开发五个新的数据中心站点，加上此前已宣布的得克萨斯州阿比林数据中心和与CoreWeave合作的项目，OpenAI、软银、甲骨文未来3年在AI数据中心上的联合投资将超过4000亿美元，规划的算力规模接近7吉瓦。

9月24日，摩根士丹利最新研究报告中预计，阿里云在2026年至2032年间每年新增的数据中心容量超过3吉瓦，几乎等同于2025年整个中国市场的新增总量。

10月1日，OpenAI与韩国两大芯片巨头三星电子和SK海力士达成初步协议，为其庞大的星际之门项目供应芯片及其他设备。总需求可能达到每月90万片晶圆，这一预测需求是当前全球高带宽存储器（HBM）产能的两倍多

10月6日，AMD与OpenAI达成为期四年的协议，将向OpenAI提供数十万块人工智能芯片，并给予OpenAI持股多达10%的选择权。



大摩预计到2028年，全球AI数据中心和芯片投资将高达2.9万亿美元，其中科技巨头将承担约1.4万亿美元。余下的缺口预计将通过债务融资填补，规模达1.2万亿美元。

二、无尽的算力需求，对应的是指数级增长的无尽的电力需求。美国正在进入电力危机，中国大概率不到2年将重现电荒。在无尽电力竞争下，中国必将在中美AI博弈中胜出。

无尽的算力需求，对应的是指数级增长的无尽的电力需求，中美之间的AI竞争，正在快速演化为中美电力竞争。

Open AI内部披露的信息，公司预计2025年底建造数据中心容量超过2GW，并计划在2033年达到250GW的惊人规模。

OpenAI的创始人 Altman的策略核心是“规模化计算”。指通过数百万芯片、大型数据中心园区、千兆瓦级电力以及大量冷却用水的“暴力工业化”方式，推动人工智能向通用人工智能(AGI)和超级人工智能(ASI)发展。

若按目前建造一座1GW核电站约500亿美元的成本估算，仅电力设施的投资就可能高达12.5万亿美元。

（一）、美国正在进入电力危机

美国电网，已成为美国AI发展的瓶颈。9月28日，高盛预警，美国电网的平均寿命已达40年以上，已接近其设计运营寿命的终点。美国的电力需求增长已开始对区域市场造成显著压力，美国13个区域电力市场中已有9个在2025年夏季达到临界紧张状态。

大型燃气轮机在美国热销，成为美国数据中心保障电力供应的重要措施。在大型燃气轮机供应极其紧张的情况下，新建的数据中心们开始争抢小型燃气轮机。

9月，美国进步中心(Center for American Progress)报告显示，全美超过100家天然气和电力公司已经上调或计划在今年或明年上调电费，预计这将影响约8100万电力公司用户和约2800万天然气公司用户。

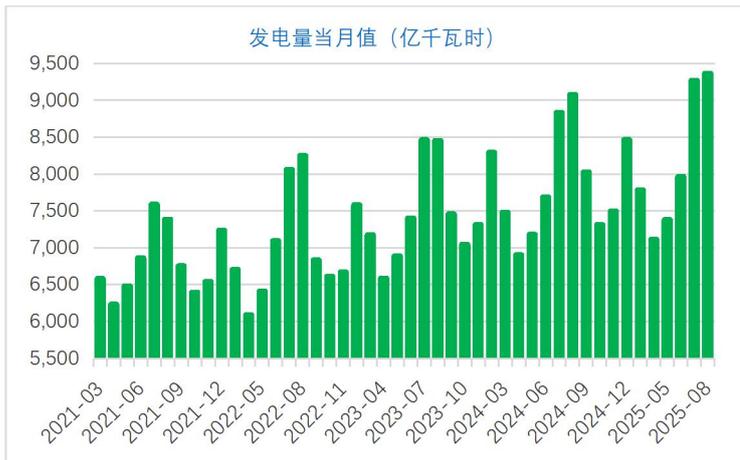
美国正在进入电力危机。无奈之下，OPEN AI先后宣布在中东、英国、韩国建立数据中心，本质上是需要当地可用的电力。



(二)、中国大概率1至2年将重现电荒



资料来源：WIND 格林大华研究院



资料来源：WIND 格林大华研究院

7月，中国用电量首次超过1万亿千瓦时，8月再次超过，双双创造人类历史。

当前，中国每年新增用电量，大致在5000亿千瓦时左右。这个数字是相当震撼的，三峡电站一年发电量约在1000亿千瓦时，最新开建的巨型工程雅鲁藏布江水电站，2035年建成后年发电量可达3000亿千瓦时。

中国每年新增用电量相当于五个三峡电站。尽管中国在大规模扩张光伏、风电等新能源电力新增供应，但在AI对电力需求指数级增长的当下，大概率1至2年，中国将重现电荒。



三、华为AI芯片算力超节点领先英伟达一年多，中国芯片产业链实现全面的自主可控。 算力需求激增下，半导体设备产业，将持续高景气

在AI单卡性能受限的情况下，国内大厂转向“超节点”，实现了算力基础设施弯道超车。

超节点，即Superpod，是一种用于构建大规模算力集群的技术架构。最早由英伟达提出，指将数千张GPU集成在一个逻辑单元内，形成类似“超级计算节点”的系统。与传统架构不同的是，超节点可以通过高速互联技术，弥补原先服务器间带宽不足以及高时延等问题，以实现算力效率的优化。

9月召开的华为全连接大会上，华为表示CloudMatrix 384超节点已销售300余套，实际性能表现上超越了英伟达同期的主流产品，且每千瓦提供算力是英伟达1.2倍。华为还将推出Atlas 950 SuperPoD超节点，算力规模8192卡，预计于2026年四季度上市。新一代产品Atlas 960 SuperPoD算力规模将达到15488卡，预计2027年四季度上市。

华为2026年H2推出最强超节点Atlas 950 SuperPoD，相比英伟达2026年下半年上市的NVL144，Atlas950超节点的规模是它的56.8倍，总算力是它的6.7倍，内存容量是它的15倍，达到1152TB，互联带宽是其62倍，达到16.3PB/s。同时大幅超越英伟达2027年H2规划推出的NVL576，集群算力华为领先英伟达一年多。

华为正在从“并跑”转变为“领跑”，旨在为中国AI产业提供全球最顶级的算力基础设施，从根本上摆脱对外部算力的依赖。

华为的超节点技术突破，意味着中国在芯片产业链已经实现了全面的自主可控。

近日英伟达创始人黄仁勋接受采访时表示，美国在AI领域只领先中国几纳秒，相当于承认中美在AI算力竞争中已处于并跑阶段。

在算力需求激增带动下，近期存储芯片价格开启大幅涨价。

DeepSeek近期发布的实验性新模型DeepSeek V3.2-Exp，显著降低了训练和推理成本，使其API（应用程序编程接口）费用下降超过50%。高盛认为，这将有效降低AI技术的应用门槛，推动其更广泛的商业落地。

中国AI应用的爆发式增长，将催生对数据中心电源管理芯片（PMIC）、AI设备相关的蓝牙/WiFi、图像传感器（CIS）、射频（RF）及微控制器（MCU）等芯片的巨量需求。



无尽算力芯片、叠加存储芯片短缺、其它各类芯片的巨量需求，意味着半导体大规模扩产已箭在弦上，对应的半导体设备产业链，有望成为高景气、高确定性的赛道。

跟踪半导体设备材料指数的ETF、跟踪科创半导体设备材料指数的ETF，均有望成为大牛ETF。

(半导体设备材料ETF)



资料来源: WIND 格林大华研究院

四、无尽电力竞争下，中国大规模电力建设动员能力远超美国，意味着中国必然将在中美AI博弈中胜出。无尽电力需求，带动储能产业链高景气，光伏需求边际加速





资料来源：WIND 格林大华研究院

在无尽电力竞争下，虽然中美均有电力瓶颈，但中国每年电力的新增量级远超美国，中国大规模电力建设的动员能力远超美国。

中国的光伏技术和产能、风电技术和产能、超高压输电技术和产能、储能技术和产能，均对美国及其他国家实现断崖式领先。

可以看到，在算力竞争即电力竞争的格局下，中国必然将在中美AI博弈中胜出。

中国已禁止对外出口火电技术，意味着国外新增的电力，主要是光伏和风电为代表的新能源。天然气发电一是原料供应紧张，二是成本高昂。

国内新增的电力，同样主要是光伏和风电，新增的火电厂主要作为配套调峰使用。

无论国内国外，新能源都是主要的新增电力，对应2025年下半年，国外与国内均出现了储能需求的激增，电池厂纷纷处满产状态，储能产业链持续处于高景气。

(电池50ETF)



资料来源：WIND 格林大华研究院



无尽电力需求下，光伏产业链有望在2026年从需求端恢复景气，2026年光伏需求将开启边际加速。

五、白银：无尽算力与无尽电力的双重受益商品

白银具有优良的导电性，电子元器件需求一直是白银需求的重占构成，白银焊点在电子元器件总成本的占比极低，对白银价格的上涨不敏感。

无尽算力，对应着无尽的芯片、无尽的服务器、无尽的数据中心，对应着无尽的白银需求。

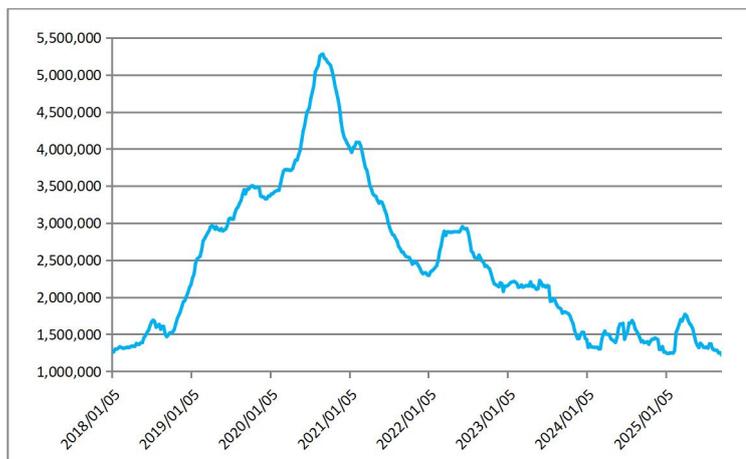
无尽电力的新增需求，主要由成本最低的光伏电力满足，而光伏用白银，是白银新增工业需求的主要构成。

2024 年全球白银需求分为五大类：工业需求21165 吨、实物投资需求5938吨、首饰业需求6481 吨、银器需求1523 吨、摄影业需求1100 吨。工业需求占比58.5%，且持续快速增长。

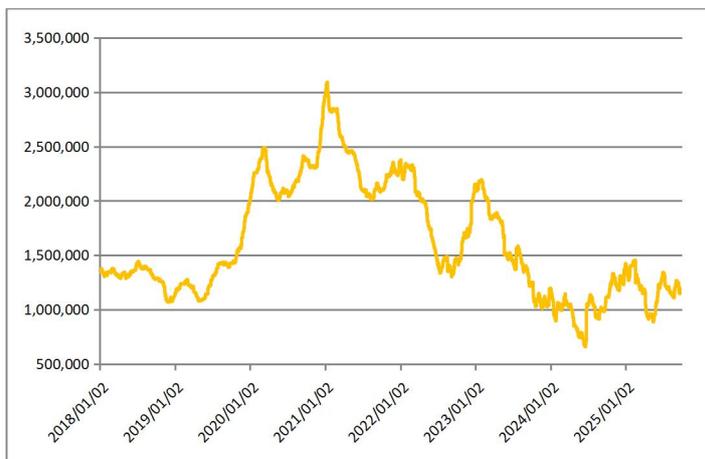
2024年白银需求量 36207 吨，供应量则长期稳定在3万吨左右，2025年已经是白银的第5年发生供需缺口，白银的真实库存持续下降。

白银受益于无尽算力，同时受益于无尽电力，对应的白银需求将出现激增，白银的供需缺口将快带拉大，白银的实物短缺时代正在到来。

（上海黄金交易所白银库存 公斤）



（上海期货交易所白银库存 公斤）



资料来源：WIND 格林大华研究院



白银8月以后的快速上涨，已属于对算力时代来临的反应。白银在历史高点50美元一线或将有短期技术波动。

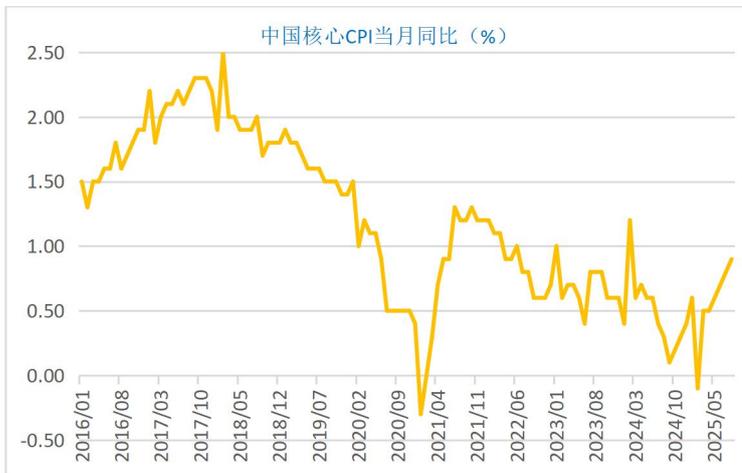
越过50美元后，白银的上升空间将打开，白银的上涨幅度有望远超预期。

(伦敦银)



资料来源：WIND 格林大华研究院

六、股市风格开始转换，沪深300指数攻守兼备



资料来源：WIND 格林大华研究院



8月下旬以来，代表小盘成长风格的中证1000指数未能创新高。

与此对应的是，代表中盘成长的中证500指数、有大盘成长风格的沪深300指数，均创下了本轮新高。

8月份工业利润大幅增长20%，有低基数的原因，也有反内卷后上市公司利润提升的贡献。

在指数的政策调控中，沪深300指数中的大金融板块已调整非常充分，周期板块开始上行，科技板块则保持进击强势。整体上看，沪深300指数下行空间小，上行空间大，攻守兼备。沪深300股指期货，可以作为股指期货多单的主要配置。

无尽算力的芯片需求，将推动科创50指数继续创新高。

无尽电力的储能需求，电池板块和光伏板块将推动创业板指数创新高。

摩根士丹利9月30日报告，A股9月份的外资流入主要由被动型基金推动，流入总额达到52亿美元，创下2024年11月以来的最高单月流入记录。

长假期间，恒生科技指数上涨，外资大举增配阿里、百度等中国AI标的。

长假后，上证指数有望向4000点进军。

七、美联储政策转向充分就业，容忍通胀，黄金开启自由飞翔

自8月全球央行年会起，美联储政策转向，政策目标由控制通胀转向充分就业。

华为创始人任正非表示，人工智能是人类历史上第四次工业革命，也将是最后一次工业革命。

AI快速进化，将大规模替代白领工作岗位。智能人形机器人以月为单位迭代，未来将大规模替代劳动密集型岗位。历史上的工业革命，旧岗位消失，新岗位被创造，进程是先消失，后创造。

传统的降息周期理论，降息促进就业，在本次AI进化时代，大概率会失灵。

美联储本轮降息开启后，科技股估值提升，海量资金会加速向AI流动。AI快速进化会带来更大规模岗位替代，失业率上升，引发美联储更大力度降息。更大力度的降息引发更快速的AI进化，形成降息悖论。



美联储降息和AI进化形成双向螺旋，2026年美联储利率或无限趋向于零。而美国通胀，则会在美国对等关税、中国反内卷等因素下被持续推升。美国实际利率或大幅转向负值。

美国实际利率或大幅转向负值，意味着黄金进入自由飞翔时间。

(伦敦金)



资料来源：WIND 格林大华研究院

八、中下游反内卷背景下，大宗商品需求转淡

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。

中下游反内卷对上游资源品会产生的边际负面影响，大宗商品需求转淡。

从经济周期视角，中国基钦周期在2025年四季度进入顶部区域，四季度后，大宗商品价格趋势将转入下行周期。

铜或许是例外，无尽电力对铜的需求增加，全球第二大铜矿山因泥石流阶段性停产，或推动铜价阶段性走强。



无尽电力对储能电池的需求，会加速碳酸锂的供需平衡，碳酸锂的新一轮大级别牛市，或在2026年下半年到来。

九、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。

(三十年期国债期货2512合约)



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。

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。



十、贸易、资本有望双顺差，离岸人民币汇率有望继续走强

美国8月份对中国商品的进口额环比大幅增长，显示美国在对各国普遍开征对等关税的情况下，中国商品在美国的竞争力反而边际增强。

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

人民币的升值速度有望陡然提速，年底前很可能进入6字头。



十一、各项大类资产10月展望

各项大类资产10月展望：

权益类资产：股市财富效应显现，居民部门储蓄资金向股市大迁移。美联储进入降息周期，海外资金大潮涌向中国资产。股指期货多单以配置沪深300指数为主。受益于半导体扩产的半导体设备指数、受益于储能需求大增的电池指数，有望保持高景气。

黄金白银：美联储政策转向，黄金开启自由飞翔。白银受益于无尽算力和无尽电力，或引发严重供不应求，上升空间打开。

大宗商品：反内卷背景下，上游资源品需求转弱。

债券类资产：反内卷走出通缩，实际利率趋向于负值。国债市场成为股市上涨的弹药库。

外汇资产：贸易、资本有望双顺差，离岸人民币年底前很可能进入6字头。

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。