



大类资产配置专题报告 2025年8月4日

轰轰烈烈“反内卷”与10年周期再现

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

摘要：

从经济四周期配置大类资产8月篇

中央财经委反内卷号角吹响，轰轰烈烈反内卷快速展开。

反内卷是朱格拉周期的10年再现，对应制造业投资周期进入顶部区域后的政策反应，10年前的政策反应是供给侧改革。

本轮朱格拉10年周期再现的同与不同。

反内卷快速推升大宗商品价格，是本轮基钦周期上行期第三波也是最后一波大宗商品价格上升，上行时间段大概率为年底前。

反内卷对上市公司业绩、股价形成向上多击。A股财富效应显现，场外资金入场节奏加快。

美联储大概率9月重新开启降息，并有望在2026年进入跳水式降息，中美利差快速缩窄，中国庞大的海外资金将加速回流。

全球专业投资机构延续去美国化，持续增配中国资产。

黄金仍在技术调整中，大机会或在年底。

反内卷开启通胀上行方向，长久期国债下行空间打开。

贸易、资本有望双顺差，离岸人民币汇率有望继续走强。

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8月4日星期一



更多精彩内容请关注格林大华期货官

方微信

各项大类资产8月展望：

权益类资产：A股财富效应显现，场外资金入场节奏加快；7月底的回调属于突破上证指数3500点大平台后的回抽确认。

大宗商品：大宗商品急升后在7月下旬进入二浪回调，有望在8月下旬结束回调，进入本轮大宗商品上行期的主升浪。

黄金资产：黄金仍在技术性调整中，大机会或在年底。

债券类资产：反内卷开启通胀上行，长久期国债下行空间打开。

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、中央财经委反内卷号角吹响，轰轰烈烈反内卷快速展开

7月1日，中央财经委会议召开。

会议指出，纵深推进全国统一大市场建设，基本要求是“五统一、一开放”，即统一市场基础制度、统一市场基础设施、统一政府行为尺度、统一市场监管执法、统一要素资源市场，持续扩大对内对外开放。

会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

规范政府采购和招标投标，加强对中标结果的公平性审查；规范地方招商引资，加强招商引资信息披露。持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系。

7月3日，工业和信息化部党组书记、部长主持召开第十五次制造业企业座谈会，聚焦加快推动光伏产业高质量发展，听取光伏行业企业及行业协会情况介绍和意见建议。强调聚焦重点难点，依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

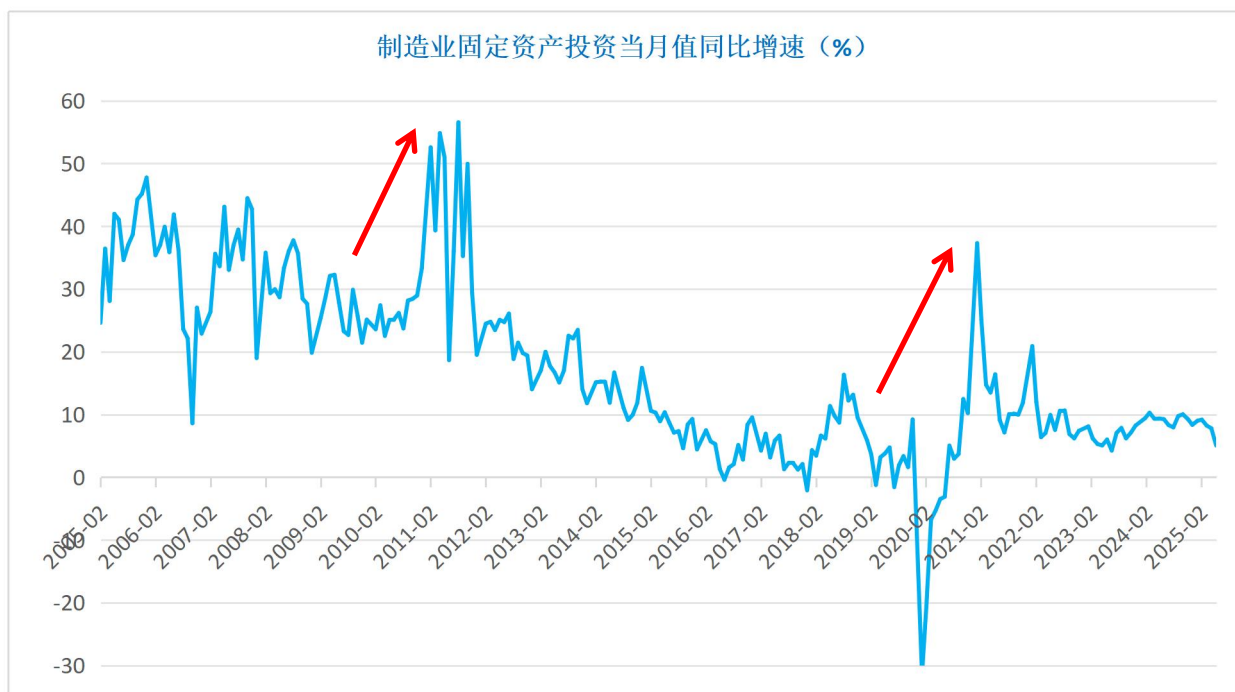
7月16日召开的国务院常务会议明确提出，要着眼于推动新能源汽车产业高质量发展，针对该产业领域出现的各种非理性竞争现象，坚持远近结合、综合施策，切实规范新能源汽车产业竞争秩序。7月17日下午，中央第四督导组聚焦“综合整治新能源汽车行业非理性竞争问题”专项工作赴中国汽车工业协会开展下沉调研。

7月18日，工业和信息化部负责人在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上透露，将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。近期将印发机械、汽车、电力装备等行业稳增长工作方案，提升优质供给能力，优化行业发展环境。

8月1日，国家发展改革委召开通报会。会议部署了下半年多项重点任务，包括稳就业、扩大内需、推动“人工智能+”行动走深走实、破除“内卷式”竞争等



二、反内卷是朱格拉周期的10年再现，对应制造业投资周期进入顶部区域后的政策反应，10年前的政策反应是供给侧改革



资料来源：WIND 格林大华研究院

朱格拉周期，即制造业投资周期，一轮回大约是10年，本次反内卷政策是制造业投资周期进入高位后的政策应对，上一轮的政策应对是供给侧改革。

2008年金融危机后，中国推出四万亿稳增长，制造类投资在煤炭、钢铁、玻璃等领域大规模展开，新一轮朱格拉周期展开，制造业投资成为当时拉动经济增长的重要动力。

至2015年，制造业投资周期进入高位区域，大规模制造业投资已形成海量产能，供大于需形成产业危机。作为政策应对，供给侧改革应运而生，通过行政力量去除煤炭、钢铁产能。

2020年，疫情冲击下，中国启动新一轮制造业大规模投资，通过投资拉动经济增长，新一轮朱格拉周期启动。本轮制造业投资的重点是光伏、锂电池、新能源车。

至2025年，制造业投资周期再次进入高位区域，大规模光伏、新能源车产能海量堆积，形成产业危机。作为政策应对，反内卷应运而生，新一波去产能展开。

反内卷是朱格拉周期的10年再现。



三、本轮朱格拉10年周期再现的同与不同

两轮朱格拉周期的相同之处在于，都是制造业投资周期进入高位区域后的政策应对，目标都是去产能。

不同之处在于，上一轮的供给侧改革重点是在传统产业，产业链上游。本次反内卷重点是在新兴产业、产业链下游。

第二是本轮反内卷，不仅局限在制造业，而是包括电商平台为目标的服务业。以中央的意志和决心，本轮反内卷会扩散至国内制造业、服务业的各个领域，甚至包括证券业和期货业。本轮反内卷的政策效果和对中国经济的深远影响，将远超上一轮的供给侧改革。

金融服务业反内卷已展开。近期多地银行业、保险业协会发布“反内卷”自律公约，从禁止房贷“返点”、落实“报行合一”等多方面对银行、保险机构提出规范，引导行业良性健康发展。此外，监管加大打击银行业“全员营销”违规行为力度。年中工作会议上，工商银行明确要求带头整治内卷式竞争，成为首家将反内卷列入下半年重点工作的国有大行。

8月1日晚，中期协发布《期货公司经纪业务不正当竞争行为管理规则（征求意见稿）》，标志着期货业反内卷的展开。

四、反内卷快速推升大宗商品价格，是本轮基钦周期上行期第三波也是最后一波大宗商品价格上升，上行时间段大概率为年底前

（一）、本轮大宗商品上涨持续时间的测算

光伏行业是本轮反内卷的重点，光伏行业的期货标的多晶硅应声而起，从6月底的3万元每吨，快速上涨至7月24日的最高5.5万元每吨。

低估值的工业类大宗商品集体上涨。



（文华大宗商品工业品指数日线图）



资料来源：文华财经 格林大华研究院

本轮基钦周期上行期始于2023年6月，见顶期大概率是2025年年底。

每一轮基钦周期上行期，大宗商品价格通常会有两至三轮上涨。

大宗商品价格波动由四大周期力量共同作用决定。

本轮基钦周期上行期是决定大宗商品价格的上行力量，但面对的是康波萧条期的下行冲击，房地产库兹涅茨周期下行期的剧烈冲击，同时朱格拉制造业投资周期进入高位区域后，巨大的新增产能也对大宗商品价格形成向下冲击。

一对三，造成了本轮基钦周期上行期，大宗商品价格的上行时间短，上行力量弱，只发生了两个明显的上行期。

反内卷推动本轮大宗商品价格上涨，是本轮基钦周期上行期的第三轮上涨，时间大概率可运行至年底。由于反内卷去产能、美联储9月大概率降息的助力，大宗商品第三轮上涨的力度和运行时间有望明显强于前两轮。

（二）、大宗商品二浪回调的时间估算



由于7月1日反内卷的快速展开，低估值大宗商品上涨速度过快。上涨速度快，则意味着运行时间短。7月25日，交易所对焦煤实施限仓，始于6月4日的第一浪上涨结束，进入二浪回调期。

从文华工业品指数分析，第一浪上涨运行38个交易日见阶段性顶部，二浪回调很可能运行21个交易日左右，时间点在8月下旬。

美联储大概率在9月中旬的议息会议上启动降息，大宗商品价格有望在降息前启动主升浪。进入8月下旬后，需密切关注大宗商品价格动向。

五、反内卷对上市公司业绩、股价形成向上多击。A股财富效应显现，场外资金入场节奏加快

各大行业上市公司均为各自细分领域的头部公司，受益于淘汰落后产能，反内卷有望提升相关行业上市公司的利润、每股收益，同时推动相关行业上市公司重估。

相关行业上市公司不再进行新增产能的资本支出扩张，主要利润用于分红、回购，股息率的提升有望吸引更多居民部门储蓄资金、保险资金进入股市，回购规模增加有利于推升股价。

十大稳增长行业，多为传统行业上市公司，沪深300指数更具代表性，沪深300指数上行力度增大，弹性增加。

沪深300指数上行有望推动股市上台阶，创造财富效应，吸引更多资金进入股市，形成良性循环。

更多资金进入股市，市场热点将持续扩散，推动进攻性强的成长类的中证1000指数和中证500指数的更高弹性的上升。

股市7月底的回调，属于上证指数突破3500点后的回抽确认，鉴于上证指数已在3500点一线构建了8个多月的大平台，因此上证指数3550点下方支撑强劲，回落空间有限。

对比7月1日中央财经委会议内容，有机构认为7月31日政治局经济工作会议内容中，将“治理企业无序竞争”少了“低价”两字理解为利空。实则不然，低价只是无序竞争中的方式之一，删除“低价”两字，则无序竞争的定义大幅扩展，意味着反内卷的政策力度将大幅强化，对经济、股市、大宗商品均构成更强劲的利多。



六、美联储大概率9月重新开启降息，并有望在2026年进入跳水式降息，中美利差快速缩窄，中国庞大的海外资金将加速回流

无论是外部行政压力还是内部金融利益集团的需要，美联储大概率在9月份重启降息进程，区别只是降息50个基点还是降息25个基点。

美国统计局历史上曾多次大幅上修或下修就业数据，8月初大幅下修5月和6月就业数据，本质是为美联储9月降息进行舆论造势为数据铺垫。在美国通胀因对等关税进入上行期后，下修的就业数据成为美联储降息的唯一数据依据。

随着美联储主席在2026年4月离任，美联储大概率丧失货币政策独立性，进入跳水式降息周期。

随着美联储重启降息周期，中美利差有望快速收窄，以贸易盈余等各种方式存留在国外的庞大的中国海外资金有望开启回流进程。

美股风险积聚，中国对投资美股、港股的收益征收资本利得税，都会提升海外资金回流的速度。

七、全球专业投资机构延续去美国化，持续增配中国资产

（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。

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。

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。

八、黄金仍在技术调整中，大机会或在年底。海南将成为全球金融资本新乐园

黄金在3500美元下方的整理，属于为更大级别的行情蓄力。

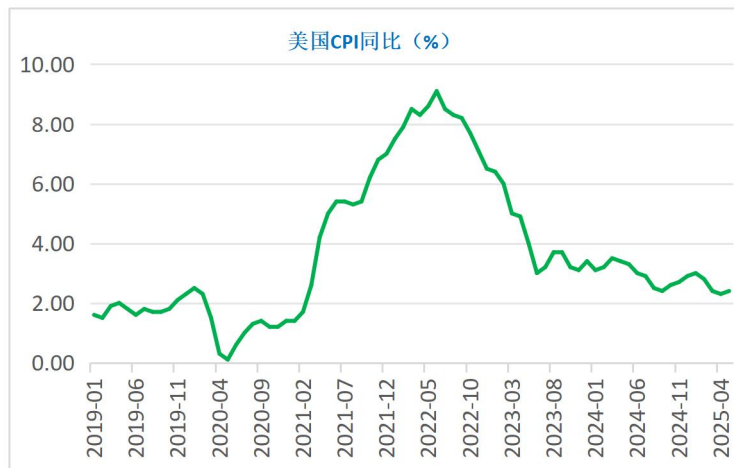
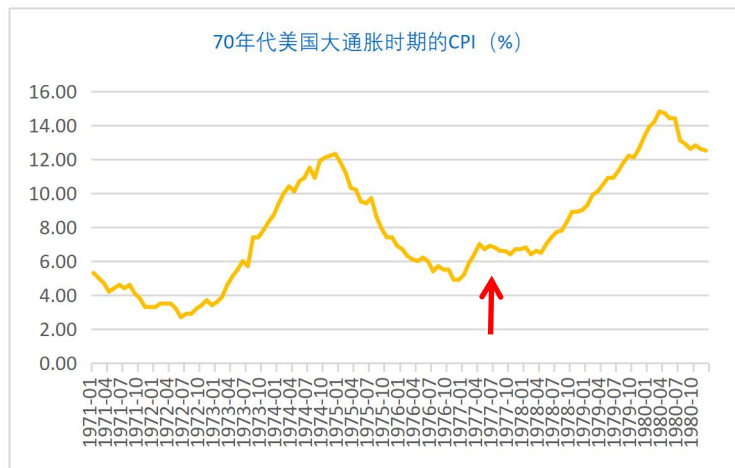
美国金融利益集团费劲九牛二虎之力将黄金压制在3500美元下方，为美国金融利益集团的金融资产大挪移腾出时间。

中国仍是全球现有金融秩序的受益者，无意在当前掀美元的桌子。

上一轮康波萧条期的70年代，时任美联储主席服从于尼克松政府的降息要求，酿成了美国70年代的灾难性的大滞胀，美元对黄金贬值95%。

自2026年，70年代的大滞胀景象，历史将重现。

黄金的大级别机会，大概率在2025年年底开启。



资料来源：WIND 格林大华研究院

美国金融大厦将倾，大难临头各自飞，若问规模庞大的国际金融资本乾坤大挪移到哪里去，看看海南岛2025年12月18日的封关时间就知道了。

海南岛将对标和替代美国的佛罗里达，成为全球金融资本的新乐园，欢迎全球各路金融资本在中国愉快的投资。

九、反内卷开启通胀上行方向，长久期国债下行空间打开

反内卷的重要目标就是要治理低价无序竞争，去除落后低效产能。《反不正当竞争法》已开始执行，《价格法》也在快速修订。

轰轰烈烈的反内卷将蔓延到各行各业，无论是制造业各类商品价格，还是服务业各类细分价格，都将进入上升趋势，PPI上行，CPI也会上行。

短久期国债价格主要由央行决定，长久期国债价格则是由市场预期决定。

在走出通缩，通胀上行的大背景下，长久期国债的下行空间已打开。

在股市向好的背景下，债基遭遇大面积赎回，债基赎回压力也是国债卖压的重要原因。

财政部、国家税务总局8月1日联合对外发布公告称，自2025年8月8日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。政策意图一目了然，推动更大规模债券资金向实体经济、向股市流动。



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继续延续。

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。

叠加美国9月重启降息进程，中国海外资本有望加速回流。

人民币的升值速度有望陡然加快，年底前很可能升至7元的下方。



十一、各项大类资产8月展望

各项大类资产8月展望：

权益类资产：A股财富效应显现，场外资金入场节奏加快。7月底的回调属于突破上证指数3500点大平台后的回抽确认。技术整理充分后，在场外资金持续流入推动下，A股仍将趋势上涨。

大宗商品：大宗商品急升后在7月下旬进入二浪回调，有望在8月下旬结束回调，进入本轮上升周期的主升浪。反内卷和美联储大概率9月降息是本轮大宗商品主升浪的催化剂。

黄金资产：黄金仍在技术性调整中，大机会或在年底。

债券类资产：反内卷开启通胀上行，长久期国债下行空间打开。

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。