



大类资产配置专题报告 2025年1月2日

2025年：中美基钦周期共振冲顶

研究员：于军礼
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1月篇

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1月2日星期四



更多精彩内容请关注格林大华期货官方微信

美国经济再加速，美国基钦周期上行期大概率运行至四季度；
中国本轮基钦周期上行期大概率运行至2025年三季度；
美联储货币政策决定行情时点，本轮降息进程大概率在2025年三季度结束，最快2025年底加息；
中美关税大博弈决定行情节奏；
中国房地产市场进入K型分化阶段；
专项债自发自审，省级统筹，地方政府展开新一轮债务扩张驱动，核心点在新兴产业基础设施，新兴产业迎来爆发潮；
本轮基钦周期上行期，大宗商品价格仍欠缺一轮上升浪；
中国权益市场逐步由慢牛转向快牛，夏季转向市场中性策略；
AI迈向大规模应用，预示中国在AI竞争中将超车和领先；
中国不会走向零利率，缘于中国超大规模市场、中国持续增长的经济总量、中国在科技树持续攀爬；
长久期国债大概率出现踩踏；
黄金对冲大通胀，向3000美元上方进发具有高确定性；
人民币汇率进入弹性防御局；

各项大类资产1月展望：

权益类资产：中国权益市场延续震荡上行慢牛行情；

大宗商品资产：文华工业品指数横盘蓄势，等待春节后发力；

黄金白银避险资产：黄金白银是对冲全球二次通胀的最佳工具，短期波动无碍中长期乐观；

债券类资产：央行再出手，长久期国债政策风险激增；

外汇资产：人民币汇率处于弹性防御局；



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。

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》一书中首次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。

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。被称为“库兹涅茨”周期，也称建筑业周期。

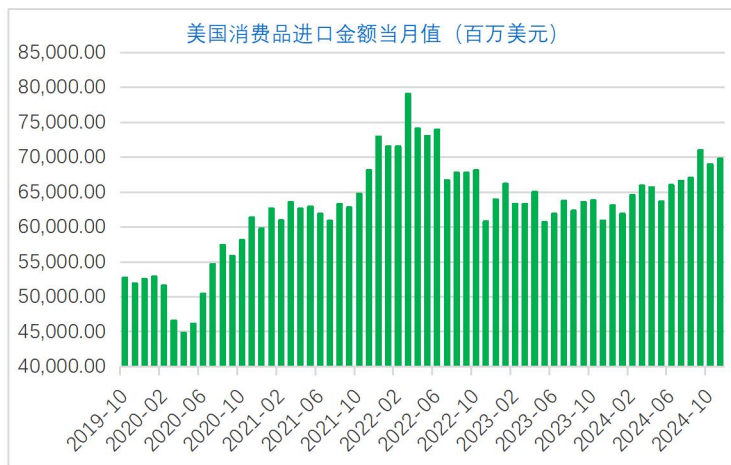
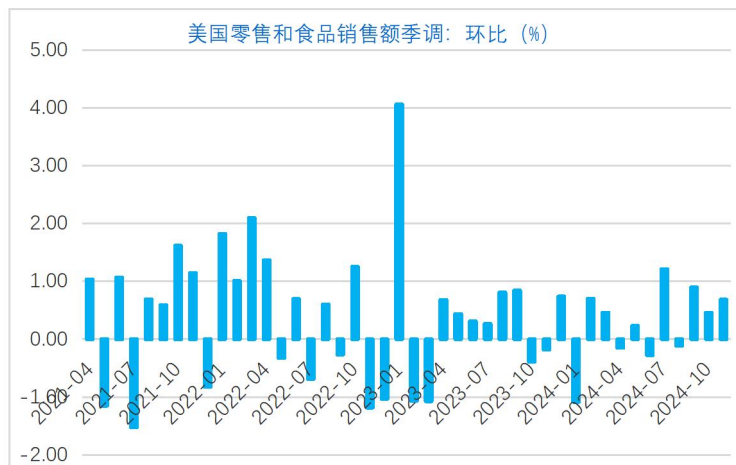
4、康波周期：

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。

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。



一、美国经济再加速，美国基钦周期上行期大概率运行至2025年四季度



资料来源：WIND 格林大华研究院

美国在2024年5月前后进入主动补库存，11月美国零售和食品销售额环比劲增0.7%，显示美国经济有边际加速迹象。

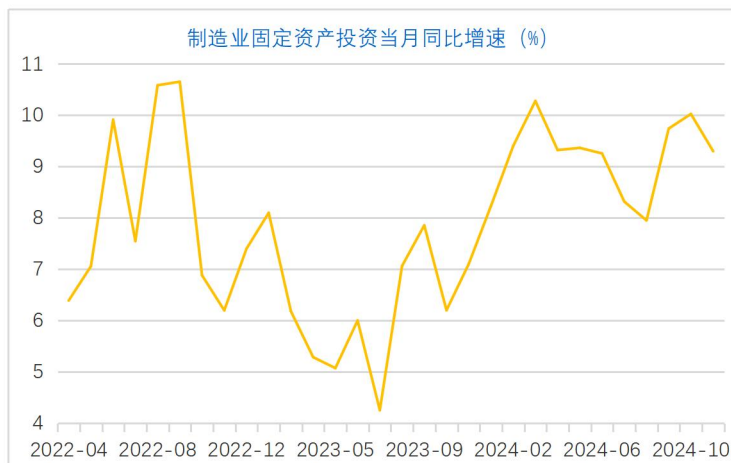
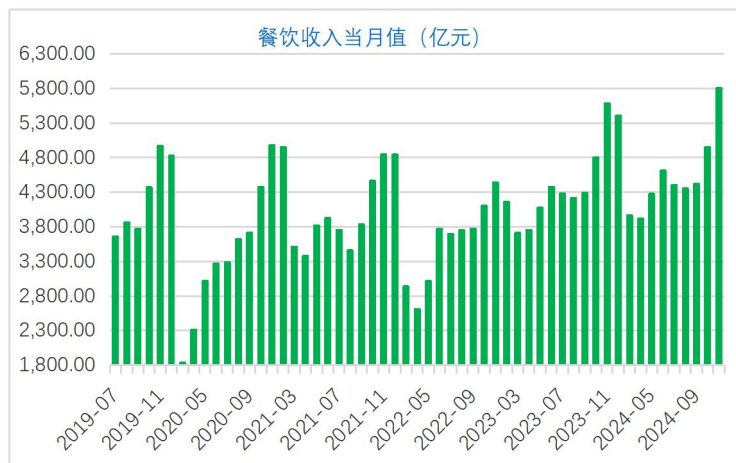
共和党在2025年1月20日执政，伴随大规模降税，叠加美联储处于降息周期，美国经济有望继续加速。

伴随共和党大规模驱逐移民，2025年下半年美国劳动力市场紧张加剧，薪资上调将持续推升通胀，叠加关税战带来的通胀上升，美国经济很可能在2025年三季度进入过热状态。

美国本轮基钦周期上行期有望在2025年四季度见顶。

美联储大概率在2025年夏季结束本轮降息，在通胀压力下，最快2025年底重返加息周期。

二、中国本轮基钦周期上行期大概率运行至2025年三季度





资料来源：WIND 格林大华研究院

2023年6月，中国新一轮基钦周期上行期展开，至2024年年底，已运行18个月，从基钦周期运行时间上测算，大概率上行期可以运行至2025年三季度。

从中央经济工作会议方向看，2025年是财政大年，实施更加积极的财政政策。从全国财政工作会议分析，赤字率有望上调至4%-4.5%，特别国债发行规模有望增长至3万亿。

中央财政全线发力加杠杆，加杠杆的目标是提振消费。

中国国内消费占GDP的比例过低，意味着大量新增产能在外需受抑制后将无法完全消化，需要提振国内消费需求以实现国内大循环。

中央财政加杠杆的发力点是适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准，加大消费品以旧换新支持力度。对于中低收入群体来说，具有更强的边际消费倾向。

需要引起注意的是，美国共和党的关税战策略是分四轮实施，第一轮春季在现在的对中国平均20%关税基础上，再加税10%的影响并不大。而在2025年四季度将实施的第二轮对中国关税加税至50%，即再加税20%，将会对中国的外需产生较大冲击。

三、美联储货币政策决定行情时点，本轮降息进程大概率在2025年三季度结束，最快2025年底加息

美国虽然债台高筑，但仍然是全球最大的经济体，美国的消费需求仍然是拉动全球经济增长的原动力。美国GDP的统计方法是支出法，消费越多，GDP越高，9000亿美元的军费也是计入美国GDP之内的。简单说，美国借钱越多，GDP越高，只要美国政府还能持续借到钱。

美联储的货币政策仍然会对全球经济和金融产生根本影响力。美联储始于2024年9月降息是预防式降息，缘于持续激增长国债利息支出压力，毕竟当前美国已达到每季度增长1万亿美元国债的力度，美国国债利息支出压力山大。

降息会推动经济增长是基本规律，运用到美国经济就是不着陆，再起飞，降息后美国经济已出现边际加速的迹象。

共和党的执政改变了美联储的规划，大规模减税会推升通胀，增加关税也会推升通胀，大规模驱逐非法移民会导致劳动力市场紧张进而推升通胀。美联储已预见到通胀的紧张性，已在12月18日降息后发出鹰式预警，承认到2025年夏天就是降不动了。



2025年夏天，美联储大概率结束本轮降息，从而深度影响全球经济、金融、大类资产运行方向。

由于通胀上行速度可能很快，美联储最快在2025年底进入被动加息。

四、中美关税大博弈决定行情节奏

随着共和党在2025年1月20日上台执政，中美关税大博弈再度展开。

在9月14日竞选时，特朗普宣称将对美国所有进口产品征收高达20%的关税，并对来自中国的商品征收 60%-100% 的额外关税。

从媒体上已披露的共和党策划的关税战材料分析，美国的策略方向是加速和中国脱钩，对中国的关税战分为四步走，分四步走的重要原因是不希望对美国通胀产生大幅冲击。

美国对中国关税战计划分为四轮，每轮间隔在半年以上，第一轮是将对中国关税加征至30%，即在当前对中国关税平均接近20%的基础上再加税10%，实施时点是春节前后。这一点从特朗普在11月25日宣称将在上任首日对华加征10%关税的发言中已经得到验证，戏剧性的是，特朗普宣布将对加拿大和墨西哥加征25%的关税。

第二轮关税战目标是对中国关税加征至50%，可能实施的条款是进行301调查，301调查需要时间大致在半年以上，加征301关税的实施时点大概率是2025年四季度。

第三轮关税战目标是对中国关税加征至70%，可能措施是极端反华的美国众议院“美中战略竞争委员会”主席穆莱纳尔提议的取消中国最惠国待遇，实施时点目标可能是2026年夏季。

第四轮关税战目标是对中国关税加征至100%，实现和中国的完全脱钩，实施时点目标可能是2026年底或2027年初。

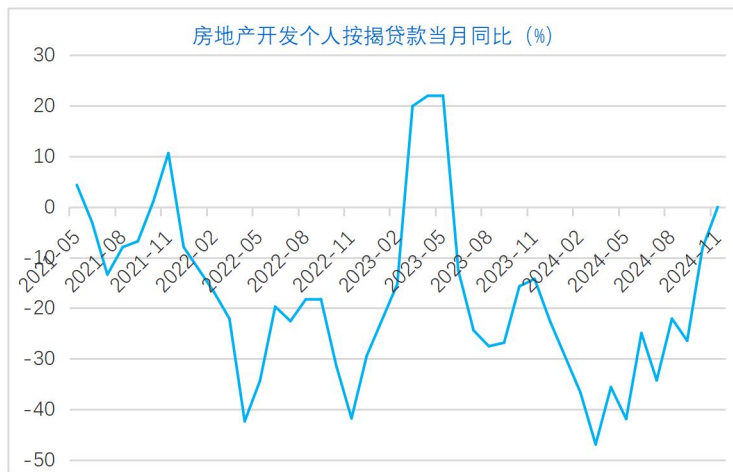
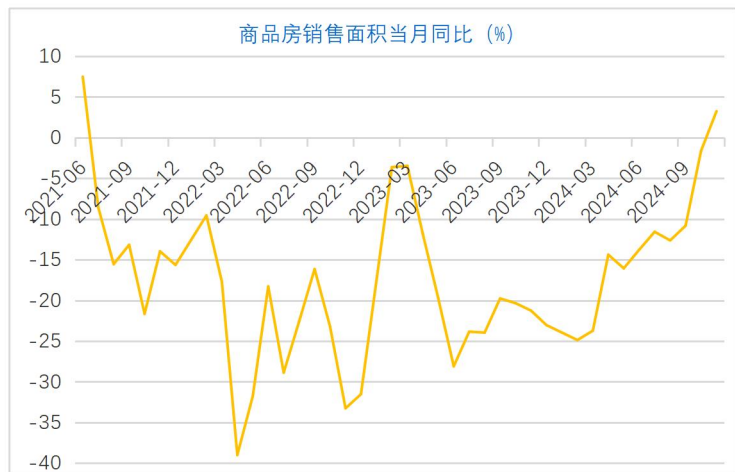
第一轮关税战是春季加征10%，中美比较容易达成交易，对中国的外需实质性压力较小。第一轮关税博弈落定后，国内权益市场、大宗商品市场有望启动新一轮上升行情。

第二轮关税战的目标是四季度可能再加征20%，将对中国的外需将产生较大的实质性压力，中美很难达成妥协，两国博弈可能从关税蔓延至各个领域。第二轮关税战将对中国权益市场和大宗商品市场带来较大的不确定性。

至于第三轮和第四轮，都只是美国共和党的单边理想，理想很丰满，现实很骨感。在中国对关税战的严厉反击下，打的一拳开，免的百拳来，美国还有没有能力进行第三轮和第四轮，都需要打一个大大的问号。



五、中国房地产市场进入K型分化阶段



资料来源: WIND 格林大华研究院

2024年中国房地产市场已经出台一系列利多政策,在9月下旬系列增量政策出台后,市场预期已发生较大改变。

一线城市的二手房销售已快速回暖,11月上海、深圳的二手房销量均创下40个月来的新高。一线城市的新房销售也是回暖。

2025年,房地产投资有望不再对中国经济增速构成负面拖累。

不同于美国房地产市场的5年见底,也不同于西班牙等地房地产市场的10年见底。中国房地产市场的复苏是K型结构,一线和强二线有望在2025年回暖,属于K型结构的上半部分。但由于中国人口结构的变化,弱二线以下的城市难言回暖,属于K型结构的下半部分。

总体而言,在系列增量政策的作用下,2025年房地产投资有望不再对中国经济增速构成负面拖累。

六、专项债自发自审,地方政府展开新一轮债务扩张驱动,核心点在新兴产业基础设施,新兴产业和未来产业迎来爆发潮

国办12月25日发文,对经济发达省份下放专项债权限,实行自审自发。

专项债对应项目本息偿还机制改变,变更为专项债本息由省级政府统筹。



对于财力充裕的经济发达省份而言，在当前的低利率机制下，自审自发和专项债本息省级统筹为经济发达省份打开了专项债大规模发行之门。

中国每一轮经济扩张，除了科技进步因素外，都伴随着大规模债务驱动。这一轮债务驱动，除中央政府加杠杆外，主力是经济发达省份加杠杆。

在专项债券用作项目资本金范围方面，将信息技术、新材料、生物制造、数字经济、低空经济、量子科技、生命科学、商业航天、北斗等新兴产业基础设施，算力设备及辅助设备基础设施纳入专项债券用作项目资本金范围。

可以预见的是，本轮经济发达省份加杠杆的方向是新兴产业和未来产业，新兴产业和未来产业迎来爆发潮。

对标股市风格，预期科创风主导上半年行情。

七、反内卷大规模展开，本轮基钦周期上行期，大宗商品价格仍欠缺一轮上升浪



资料来源：文华财经 格林大华研究院

在基钦周期的运行中，大宗商品周期和基钦周期属于同步状态。

在每一轮基钦周期的上行期，大宗商品通常会出现两至三轮上升浪。



本轮基钦周期始于2023年6月，文华大宗商品指数至今只走出了两轮升浪，第一轮是2023年6月至2023年9月下旬，第二轮是2024年4月初至5月底。

这两轮上升浪的共同特征是时间不长，分别是三个多月、两个月，上升幅度也不够大。上升浪的时间短和幅度小应该和当前处于全球康波萧条期、中国房地产周期的下行期有关联。

2024年9月，文华大宗商品指数出现快速回升，而后回落整理，大概率正在为第三轮上升浪进行蓄势。

对标美联储进入降息周期，中国同步开启新一轮增量财政政策和增量货币政策扩张。中国正在启动内需以对冲2025年美国关税的外部不确定性。

从中央经济工作会议看，已旗帜鲜明的提出反内卷。12月25日，国务院下属的经济日报发文，要谨防平台的“低价”策略将生产带入了“低价漩涡”，阻碍产业的转型升级和产业带的可持续发展。如果企业的利润空间被压缩，则会打破甚至逆转提质—提价—创新—增利的正循环。

光伏行业多晶硅的大规模减产，已打响反内卷的第一枪。

国内各行各业大规模反内卷的展开，将减少供给，推动各类商品价格的回升，进而推动国内通胀上行。

2025年中美经济仍处于共振上行阶段，将助力大宗商品价格在本轮基钦周期上行期走出第三轮上升浪。

七、中国权益市场逐步由慢牛转向快牛，夏季转向市场中性策略

中央经济工作会议定调2025年实施适度宽松的货币政策，1年期国债收益率应声而下，从12月10日的1.34%快速下行至12月24日的0.91%，短短时间下行40个基点。

1年期国债收益率下行至0.90%，使得股市的高股息板块性价比凸显，场外资金和股债平衡资金大规模流入高股息板块。

在高股息板块中，银行板块股息率最高，在银行板块中，四大行股息率最高。场外资金对高股息板块的追逐推动四大行持续创出本轮新高。数据显示，至12月24日，2024年四大行涨幅均超40%，其中中国银行、建设银行涨幅超42%，工商银行涨幅超50%，农业银行更是涨超53%。

高股息板块的上涨，推升了上证50指数和沪深300指数的支撑位。并使市场风格出现了阶段性的变化。



高股息板块大规模的资金流入，只是2025年的场外资金大规模流入的一个缩影。

2024年中国股市已完成从融资型市场向投资型市场的兑变，分红和回购金额历史上首次超过融资金额。

伴随个人养老金的全面实施，国际资金的西金东移，场外资金的持续流入将推动中国权益市场走出震荡上行的慢牛行情。

2025年反内卷的深化，上市公司盈利有望迎来普遍性回升，分子端同样支持慢牛行情。

随着场外资金流入的加速，2025年慢牛行情可能向快牛转化。

美联储有望在2025年夏季结束降息周期，中美利差可能在2025年夏季出现新的边际变化。在2025年夏季，一旦出现快牛行情，可以将慢牛策略逐步转化为市场中性策略。

七、AI迈向大规模应用，预示中国在AI竞争中将超车 and 领先

12月份，“豆包”行情席卷国内市场，“豆包”是字节跳动旗下的AI应用。

12月份，Open AI的GPT-5的项目开发已超过18个月，至少经历了两轮训练，根据估算，一轮长达6个月的训练耗资高达5亿美元。而效果远不及预期，分析认为，当下全球可能没有足够的数据让它变得足够聪明。

美国的大模型已耗尽美欧的历史数据，并且运行成本激增，边际进步快速放缓。

中国的大模型已跟快速跟上。中国有14亿人口，最大规模的4G和5G网络，C端的数据在持续海量产生。中国有门类最齐全的制造业，制造业各细分链条的各环节在持续产生B端数据。

在AI进入应用端后，中国远超美国的应用端数量和远超美国的海量数据，决定了中美AI大战中，未来胜出的必然是中国。

以芯片为例，虽然美国可以通过AI芯片限制中国前进的步伐，但中国成熟制程芯片在快速占领市场，2024年中国芯片出口规模将达到1万亿人民币以上。美国科技企业不仅失去了庞大的高增长的中国市场，在全球存量市场中也被打的节节败退，美国本土企业也在加快中国芯片的进口。

美国大型科技企业在AI领域投入重金，是希望未来能够创造出巨大收益。失去中国市场和在全球市场的败退将使美国科技企业无法实现成本的回收，也就没有资金和能力实现技术的持续迭代。美国大型科技企业都是上市公司，一旦企业增长放慢，投资者预期未来很难收回AI成本，将会面临猛烈的抛售。



中国的科技企业持续投入AI，不仅拥有中国大市场，而且在全球市场攻城掠地，并且反攻美欧市场，持续的收入增长推动技术的持续快速迭代，并能持续吸引更大规模的资金投入。

进入AI大规模应用环节后，中美此消彼长，AI大战中，中国必然胜出。

12月下旬DeepSeek-V3刷屏，综合评估表明，幻方量化旗下深度思索公司的DeepSeek-V3-Base 已经成为目前可用的最强大的开源基础模型，特别是在代码和数学方面。DeepSeek-V3的聊天版本在其他开源模型上的表现也优于其他开源模型，并在一系列标准和开放式基准测试中实现了与 GPT-4o 和 Claude-3.5-Sonnet 等领先闭源模型的性能相当。现在DeepSeek用550万美金2000张卡训出的开源模型，和OpenAI几亿美元烧出的模型一样好了。

中国12月下旬最新发布的两款六代机、076电磁弹射两栖攻击舰、空警3000第四代预警机，显示陆海空前沿军事技术领域，中国已全面领先于美国。

中国前沿军事技术的领先，验证了中国是本轮康波萧条期技术创新大时代的中心国，中国有望在2030年，实现在科技领域对美国的全面超越。

八、中国不会走向零利率，缘于中国超大规模市场、中国持续增长的经济总量、中国在科技树持续攀爬



资料来源：WIND 格林大华研究院

中央经济工作会议确认适度宽松货币政策后，一年期国债收益率出现罕见的快速下行，由12月10日的1.34%快速下行至12月25日的0.90%，短短10多个交易日快速下行40多个基点。

当前的低利率，和日本90年代相似的房地产下行，以及中日相似的人口结构演化，部分观点认为中国会象日本一样走向零利率。



事实上，中国不会走向零利率。

首先，日本90代后经济增长停滞，缘于日本国内市场狭小，主要依赖美欧市场实现科技升级。美国在80年代对日本关闭了市场，导致90年代泡沫破灭后日本科技树无法再迭代升级，日本科技树被美国“封印”。而日本在存量家电、汽车等领域则面临中国的持续竞争压力。日本已错过了互联网时代、移动终端时代，更不要说AI时代了。

中国经济持续保持增长，拥有超大规模国内市场，可以实现科技的持续迭代。中国不仅在存量市场占据越来越高的市场份额，在新兴产业和未来产业的持续大规模投资将持续创造出大规模的增量市场。

一个国家最先进的技术会最先应用在军事领域，中国近期海陆空最新装备集中亮相，显示中国前沿军事技术已超越美国。中国工程师红利正在喷发，中国科技树在快速生长，在越来越多的细分领域实现领先，进入无人区。

中国经济总量超越美国已属于经济规律，中国的人口规模是美国的4倍，超过美国后的经济增长空间依然广阔。

九、央行约谈国债交易激进机构，长久期国债政策风险激增

12月18日上午，央行约谈了本轮债市行情中部分交易激进的金融机构，被约谈机构包括部分银行、券商、保险资管、理财子公司、基金、信托等。央行的要求主要包括：要密切关注自身利率风险等风险状况，提高投研能力，加强债券投资稳健性，依法合规开展投资交易。

10年期国债收益率已下行至1.7%，而市场普遍预期的中性利率在1.8%左右。

央行对长债市场的持续预警，决非空穴来风。市场低估了更加宽松的财政政策的力量，从政策视角和通胀视角，政策风险激增，2025年长久期国债大概率出现踩踏风险。

十、黄金对冲大通胀，向3000美元上方进发具有高确定性；

共和党上台后，会先降税，而减支则是一个漫长的过程，意味着美国赤字会继续上行，美国国债发行将迎来新一轮高峰，当前美债已突破36万亿美元，40万亿美债不是梦。

美国当前的形势和70年代的情景相似，都处于康波萧条期的大通胀之中。连通胀运行的轨迹，都很相似，美国二次大通胀正在徐徐展开，并带动全球二次大通胀。



美元信用下降和美国大通胀同步展开，高盛已将黄金交易列为2025年十大交易之首，在通过配置黄金保卫存量财富方面，高盛是真诚的。

通过配置黄金对冲大通胀，2025年黄金向3000美元上方进发，具有高确定性。

八、人民币汇率进入弹性防御局

特朗普近期称上任后将对中国商品加税10%，远低于其竞选时宣传的60%加税幅度。但美国众议院的提案是分批加税，中美关税战可能会打上好几轮。

2025年，人民币汇率大概率是弹性防御局。中美关税博弈期间，人民币汇率可能滑向7.50元。而7.80至8.00元之间，是最后的防线，除非极其严重的事件，大概率不会被触及。

中国和美国的新贸易协议一旦达成，凭借中国强大的出口竞争优势，人民币汇率会再次向7.00元一线升值。

十一、各项大类资产1月展望

权益类资产：元旦后，各类投资机构进入新的会计年度，市场资金的流入速度有望加快，中国权益市场延续震荡上行慢牛行情；

大宗商品资产：文华工业品指数横盘蓄势，等待春节后发力；

黄金白银避险资产：黄金白银是对冲全球二次通胀的最佳工具，短期波动无碍中长期乐观；

债券类资产：央行约谈交易激进机构，长久期国债政策风险激增；

外汇资产：人民币汇率处于弹性防御局；

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。

