



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD 季报

主编:李扬

全球金融市场

胡志浩

李晓华 李重阳

2025 年 8 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

供需失衡难改善，美国“胀”大于“滞”

摘要

当前，供给趋紧、需求放缓仍是美国经济运行的基本态势。同时，关税政策与“大美丽法案”通过将提振总需求，这会加剧供需失衡，抬升通胀风险。尤其在短期内会刺激美国经济增长，但中长期上加大滞胀风险。应特别关注美国关税政策对通胀多轮冲击后的滞后加总效应。美联储在权衡充分就业和稳定物价双重目标时，还同时面临政策独立性的政治挑战。下半年，债务上限提高将使美债净发行规模累计超2万亿美元，较上年同期翻倍。预计10年期美债利率仍以波动为主，即使市场有降息预期，但下行幅度有限。

2025年上半年，日本通胀持续抬升使得日本央行谨慎加息。展望未来，美日达成15%关税协议可能促成日本央行年内再次加息，日债利率或延续震荡上行。欧元区弱复苏且通胀向目标逼近，欧央行连续降息，欧盟财政开始转向扩张。展望未来，欧央行处于本轮降息尾声，未来进一步降息空间有限。

2025年上半年，新兴经济体通胀与货币政策继续分化，国债利率呈现下行或震荡两种趋势。其中，印度经济通胀大幅回落，三次降息后将政策立场由宽松转为中性，国债利率震荡下行；俄罗斯经济增速明显下滑，通胀反弹后回落，央行转为降息，国债利率高位震荡；巴西经济复苏转弱，通胀反弹，巴西央行持续加息，国债利率先上后下；中国经济在政策支撑下有所反弹，但有效需求不足问题难以扭转，国债利率先上后下。

2025年上半年，美元指数大幅下行，其他主要货币兑美元普涨。特朗普关税政策及其不确定性打破美元信仰，美元风险溢

本报告负责人：胡志浩

本报告执笔人：

● 胡志浩

国家金融与发展实验室
副主任

● 李晓华

国家金融与发展实验室
全球经济与金融研究中心
副主任

● 李重阳

国家金融与发展实验室
全球经济与金融研究中心
研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

全球数字资产

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国金融监管

中国宏观金融

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

保险业运行

机构投资者的资产管理

价大幅提升。展望未来，美元指数短期反弹，中长期震荡或下行。

2025年上半年，全球主要股市在经历一季度调整后大幅反弹，其中美股再创新高。展望未来，在财政刺激利多出尽，关税滞后和持续效应显现后，美股回调风险加大。

大宗商品方面，黄金预计维持高位震荡中枢上移，但突破前高需待增量催化剂：一是短期内地缘冲突再次升级；二是长期看，AI生产力革命证伪导致美国债务稀释路径破灭，美元信用再次受损带来美元进一步走弱。原油方面，供应过剩仍是核心矛盾，低库存现状可能放大短期因素的扰动，但不改变原油中枢阶段性下移趋势。铜价方面，矿端紧缺提供了基本面支撑，而宏观预期差则可能造成波动，可能呈现阶梯式震荡上行趋势。铁矿石方面，供给端增量确定性较高，需求端转弱，宽松格局深化将主导铁矿石震荡下行行情。大豆方面，供应总体宽松，但特朗普农业补贴政策可能面临退坡，价格或呈现“先抑后扬”态势。玉米方面，需要分两个阶段分析：新作上市前即三季度，供需紧平衡支撑偏强震荡；新作上市后即四季度，种植成本下移与增产或将令价格面临压力。

加密资产在2025年上半年先抑后扬，在美国监管框架逐步明朗的背景下，市值总体扩张，比特币价格创下历史新高。稳定币市场持续扩容，USDC发行人Circle在纽交所上市，价格大幅上涨，可能引发更多合规稳定币发行人和交易所到传统证券市场融资的热潮，同时带动传统金融机构布局稳定币赛道。RWA市场显著增长，其驱动力既有ZKSync Era协议等基础设施的加持，也有BUIDL等爆款产品的贡献。在监管层面，美国“加密周”奠定了加密资产监管“双支柱”。作为支柱1的稳定币监管框架，美国《GENIUS法案》与欧盟、中国香港的监管取向总体较为趋同，都以稳定币发行人作为监管抓手，并要求持有100%优质且高流动性的安全资产作为储备。作为支柱2的《CLARITY法案》则试图从纷繁复杂的加密资产中区分出实质属于证券的和实质属于商品的加密资产，从而厘清美国商品期货贸易委员会（CFTC）和美国证监会（SEC）的监管权限。

目 录

一、全球债券市场情况	1
(一) 关税和“大美丽法案”恐将进一步抬升美国通胀风险 .	1
(二) 日本复苏乏力而通胀抬升，央行谨慎加息，国债利率整体上行	2
(三) 欧元区弱复苏且连续降息，财政扩张驱动欧债长端利率上行	3
(四) 新兴经济体通胀与货币政策分化，国债利率呈现下行或震荡两种趋势	4
二、全球外汇市场情况	6
(一) 美元指数大幅下行，其他主要货币普涨	6
(二) 中美国债利差有所收窄，人民币小幅升值	7
三、全球股票市场情况	8
(一) 全球股市扭转跌势大幅反弹	8
(二) 美股 V 型反弹再创新高，回调风险较大	8
四、大宗商品	11
(一) 黄金向上突破需要三重条件	11
(二) 油价料中枢下行	13
(三) 铜价料震荡上行	14
(四) 铁矿石价格中枢或逐步下移	15
(五) 大豆价格可能先抑后扬	17
(六) 玉米价格料先扬后抑	18

五、加密资产与数字货币	19
(一) 加密资产市值扩张, 价格显著上涨	19
(二) 稳定币市场持续扩容	20
(三) RWA 市场显著增长.....	21
(四) 美国“加密周”奠定加密资产监管“双支柱”	22
支柱 1: 稳定币监管的国际比较.....	23
支柱 2: 《CLARITY 法案》对加密资产实质的认定	24

一、全球债券市场情况

(一) 关税和“大美丽法案”恐将进一步抬升美国通胀风险

2025年上半年，关税冲击下，美国经济例外论反转，一度呈现滞胀的特征。从增长来看，美国一季度产出环比萎缩0.31%。其中，关税引发的抢进口成为主要拖累项，净出口导致GDP下降4.61个百分点；同时，政府效率部的成立，使得财政支出经历自2022年二季度以来的首次下滑。从物价来看，美国通胀反弹后回落，但回落趋势不明显且不稳定。其中，2025年1月~5月，美国核心PCE同比分别为2.71%、2.95%、2.70%、2.58%和2.68%。从就业来看，美国就业市场有放缓迹象，但仍保持基本稳定。其中，月均新增非农约13万，较上年同期超16万有明显下降。与此同时，职位空缺率和失业率分别保持在4.30%~4.70%以及4.00%~4.20%小幅区间波动，显示出就业市场仍有韧性。在此背景下，美联储暂停降息，联邦基金利率保持在4.25%~4.50%限制性位置，降息预期变化驱动10年期美债利率呈倒“N”型波动。

当前，美国经济正处于供给不足且受瓶颈约束、需求总体尚稳但已有所放缓的状态。关税和大美丽法案或将加剧供需失衡，抬升美国通胀风险。从供给端来看，总供给=劳动生产率*工时。在当前以及未来一段时期，美国人口老龄化以及限制移民政策会抑制劳动参与率和就业人口的增长，总供给将持续受到劳工瓶颈制约；同时，劳动力受限使得就业市场长期处于紧平衡状态：失业率保持低位、求职倍数（职位空缺数/失业人数）大于1，解雇率低于1.0%等。短期内，劳动生产率受就业市场松紧变化的影响。若就业市场趋紧，产出效率较低的劳工难以被解雇，进而影响劳动生产率的提升。而关税对供应链冲击将进一步拖累劳动生产率，总供给将继续趋紧。从需求端来看，对等关税的“不对等性”（美国对其他国家产品高关税，其他国家对美国产品零关税），将提升美国产品竞争力和吸引力，促进美国总需求；同时，“大美丽法案”对企业和个人减税，短期内会刺激总需求增长，而这些因素在中长期上对总需求拉动作用减弱。尤其需要关注的是，美国关税政策的反复可能会对通胀造成多轮冲击，市场高估其首轮冲击后，反过来可能会低估其多轮冲击的滞后加总效应。

综合来看，关税和“大美丽法案”或进一步抬升美国通胀风险，短期内刺激

增长，中长期滞胀风险加大。美联储在权衡充分就业和稳定物价双重目标的同时，还面临特朗普政府对其独立性挑战。未来美国面临三种可能情形：第一，经济表现稳定或超预期强劲，美联储保持定力，暂缓降息；第二，美国经济保持平稳，但受制于政治压力，被迫降息，这将进一步抬升通胀风险；第三，美国经济相对疲软，美联储寻求主动降息。

下半年美债集中大规模发行或将进一步推升期限溢价，美债利率难以大幅下行。2025年上半年，降息预期变化驱动美债利率预期震荡下降；同时，政策不确定性、对政府治理能力与财政可持续性质疑、美联储独立性受到挑战等诸多因素，驱动期限溢价持续上升。7月4日，特朗普签署“大美丽法案”，提升美国债务上限5万亿美元，预计今年下半年，美债将合计净增超2万亿美元，每月平均净增超3500亿美元，为本轮债务上限重启前的2倍。综合美国增长与物价抬升、重启降息以及美债大规模发行等因素，2025年下半年10年期美债利率仍以波动为主，即使下行，幅度也有限。



图1 美国国债利率和期限利差

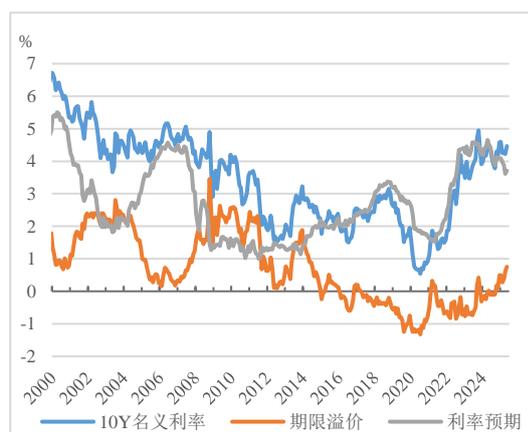


图2 美债利率分解：利率预期与期限溢价

数据来源：wind，纽约联储，旧金山联储，国家金融与发展实验室整理。

（二）日本复苏乏力而通胀抬升，央行谨慎加息，国债利率整体上行

2025年上半年，日本经济复苏乏力。其一，由于出口和政府支出拖累，2025年一季度日本GDP环比下降0.2%，折年率下降0.7%。其二，制造业复苏弱于服务业。制造业PMI处于收缩区间，服务业PMI处于扩张区间。其三，就业状况保持稳定，失业率处于2.4%~2.7%的历史低位，略有抬升。

通胀持续抬升，日本央行谨慎加息。一方面，日本通胀明显抬升推动政策调整。日本核心 CPI（剔除生鲜食品）已连续 39 个月高于 2% 目标，2025 年 6 月同比上涨 3.3%；与此同时，2025 年春斗工资大幅上涨，基本形成“工资-物价良性循环”，尤其是日本家庭支出明显好转，2025 年 5 月，实际消费支出同比增长 4.7%，为 2022 年 9 月以来最高值。另一方面，特朗普关税政策以及国内国会选举不确定性使得央行加息更加谨慎。最终，日本央行仅在 2025 年 1 月，上调政策利率 25BP 至 0.5%，为 2008 年以来最高水平。展望未来，预计日本央行将采取审慎渐进的加息政策，美日达成 15% 关税协议可能促成日本央行年内再次加息可能，日债利率或延续震荡上行。

（三）欧元区弱复苏且连续降息，财政扩张驱动欧债长端利率上行

2025 年上半年，欧元区弱复苏，通胀保持下行并逼近政策目标。其一，欧元区延续低速增长。2025 年第一季度欧元区 GDP 环比增长 0.3%。其中，德国和法国两大欧洲经济引擎仅分别增长 0.2% 和 0.1%。其二，欧元区景气度有所提升。制造业 PMI 处于收缩区间，但已向荣枯线靠近；服务业 PMI 基本处于扩张区间。其三，欧元区通胀下行放缓，逼近 2% 目标。6 月通胀率与核心通胀率分别降至 2.00% 和 2.30%。

欧央行连续降息、财政扩张，驱动短端利率下行，长端上行，斜率走陡。2025 年，欧央行延续上年 6 月以来的降息政策，分别于 2 月、3 月、4 月和 6 月连续降息 4 次。其中，主要再融资利率累计降息 100BP 至 2.15%。同时，在德国带领下，欧盟财政政策积极转向，在国防支出、绿色和数字化转型以及教育和基础设施方面增加支出，预计 2025 年欧盟整体财政赤字率由 3.0% 升至 3.3%。展望未来，欧央行处于本轮降息尾声，未来进一步降息空间较小。当前的低利率环境，有助于支持欧盟的财政扩张努力，但同时应关注财政可持续性问题。



图3 日本国债利率

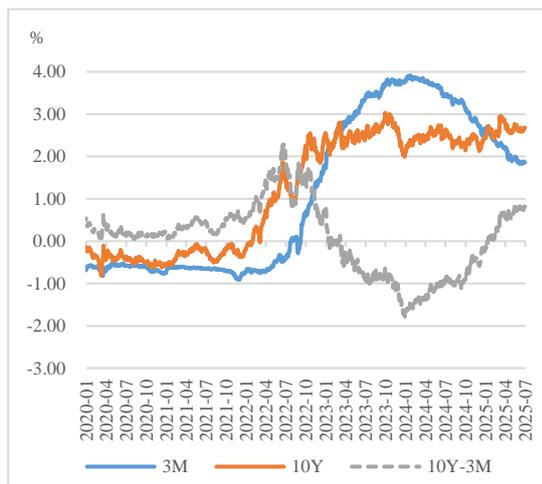


图4 欧元区公债利率

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（四）新兴经济体通胀与货币政策分化，国债利率呈现下行或震荡两种趋势

2025 年上半年，新兴经济体通胀与货币政策继续分化，国债利率下行或高位震荡。其中，印度经济稳定增长、通胀大幅回落，降息后将政策立场从“宽松”调整为“中性”，国债利率震荡下行；俄罗斯经济增速明显回落，通胀反弹后回落，央行转为降息，国债利率高位震荡；巴西经济复苏转弱，通胀反弹，巴西央行持续加息，国债利率先上后下；中国经济在政策支撑下有所反弹，但有效需求不足问题有待扭转，国债利率先上后下。

2025 年上半年，印度经济稳定增长、通胀大幅回落，央行降息驱动国债利率震荡下行。具体来看，第一，经济增速反弹，但预期未变。2025 年第一季度印度 GDP 增速分别为 7.4%，超过市场预期，但印度央行将全年 GDP 预期维持在 6.5%，反映其对美国关税威胁拖累经济增长的担忧。第二，经济景气度均处于扩张区间，尤其是制造业 PMI 有明显反弹。第三，通胀大幅回落，为央行提供降息空间。6 月 CPI 同比降至 2.1%，为近 7 年以来最低，远低于 4% 央行目标。印度央行于 2 月、4 月和 6 月连续降息，将回购利率累计下调 100BP 至 5.5%。由于通过货币政策支持经济增长的空间有限，央行已将货币政策立场从宽松改为中性。

2025 年上半年，俄罗斯经济增速明显回落，通胀反弹后回落，央行转为降息，国债利率高位震荡。具体来看，2025 年第一季度，俄罗斯 GDP 同比增长 1.4%，

增速明显放缓。由于劳动力持续短缺，国内供给难以满足需求增长。伴随需求放缓，二季度俄罗斯通胀压力有所缓解，但6月通胀率仍高达9.4%。6月，俄罗斯央行将基准利率下调100BP至20%，这是自2022年9月19日以来的首次降息。此前，基准利率连续数月维持在21%水平。在此背景下，俄罗斯10年期国债利率保持高位震荡。

2025年上半年，巴西经济复苏转弱，通胀反弹，巴西央行持续加息，国债利率先上后下。具体来看，2025年第一季度，高利率对内需以及全球增长乏力对外贸影响，巴西GDP同比2.85%，增速有所下滑。同时，巴西通胀持续反弹，在4月达到5.32%后小幅回落至6月的5.18%。巴西央行延续上年9月以来的紧缩政策，将政策利率累加上调275BP至15.00%。在此背景下，巴西10年期国债利率先上后下。

2025年上半年，中国经济在政策支撑下有所反弹，但有效需求不足问题仍有待扭转，国债利率先上后下。具体来看，财政提前发力以及适度宽松货币政策支持下，2025年上半年中国经济增长5.3%，表现相当抢眼。其中，超长期特别国债发行超过6500亿元，新增地方政府债2.6万亿元，有力支持“两重”和“两新”。但与此同时，有效需求不足问题难以扭转。房地产行业仍处于调整阶段，投资跌幅仍在扩大；私人消费在“以旧换新”政策支持下有所反弹但稳固性有待观察；物价水平持续低迷，CPI同比基本处于负区间，PPI同比跌幅持续扩大。在此背景下，我国10年期国债利率先上后下。从利率分解来看，期限溢价和利率预期均处于历史底部同步波动，共同主导了长端利率走势。

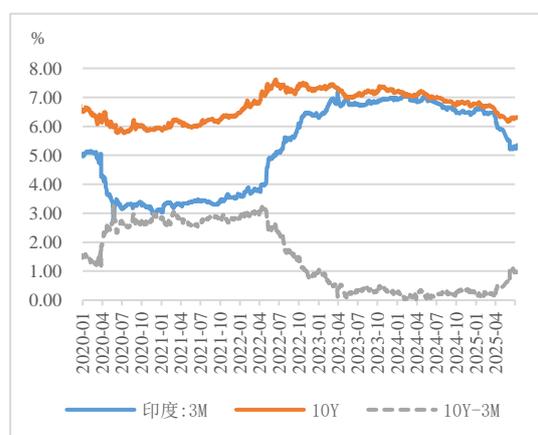


图5 印度国债利率

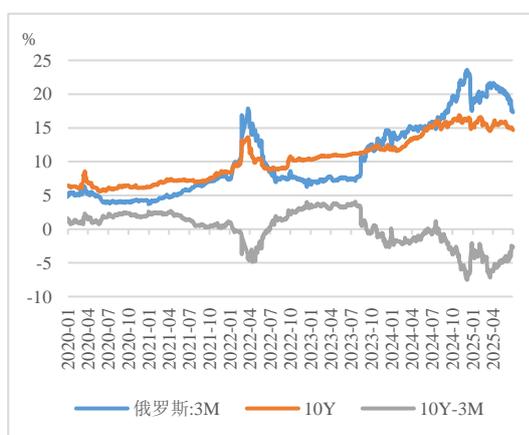


图6 俄罗斯国债利率

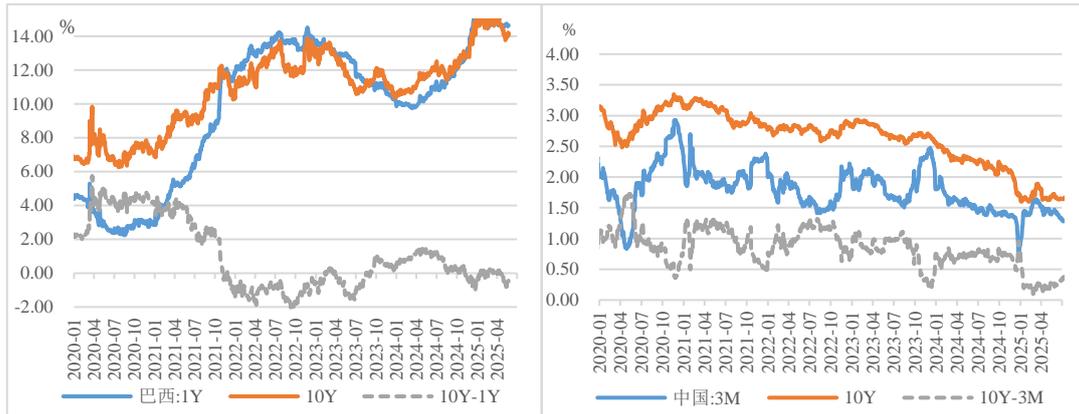


图7 巴西国债利率

图8 中国国债利率

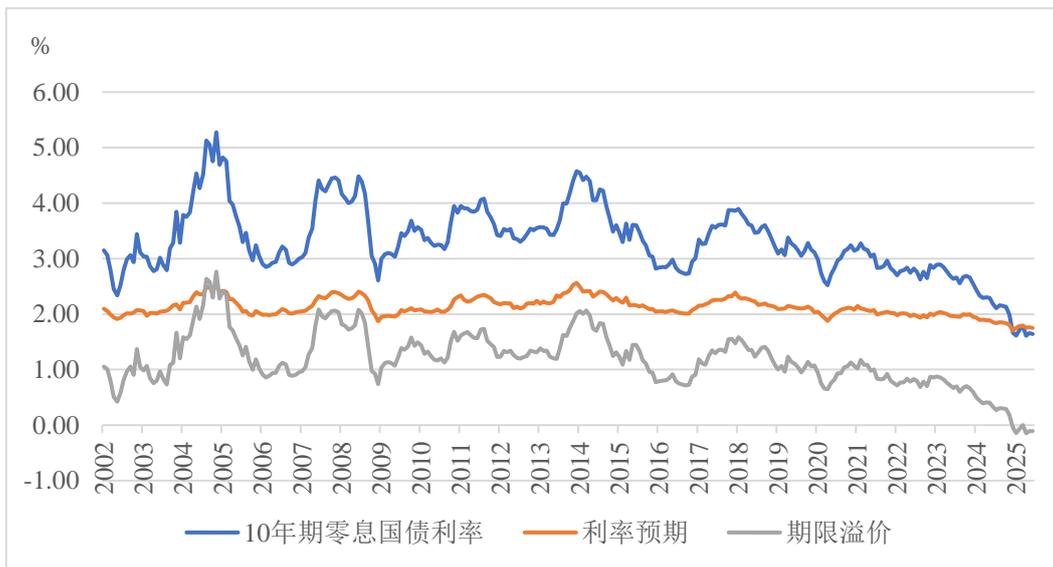


图9 中债利率分解：利率预期与期限溢价

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

二、全球外汇市场情况

（一）美元指数大幅下行，其他主要货币普涨

2025年上半年伴随美国经济和美债利率波动，美元指数大幅下行。整体上看，美元指数跟随美欧与美日利差同步波动。相对于美欧与美日利差分别收窄54BP和66BP，美元指数从年初108.48跌至6月末的97.67，跌幅达10.80%，下跌幅度远超利率平价理论的推导结果。根本原因是在于，特朗普关税政策及其不确定性打击了投资者对美元信心，美元安全资产的信仰被打破，风险溢价大幅提升。尤其是在4月初宣布对等关税后，美国金融市场遭遇罕见的股债汇三杀的局

面。在此背景下，其他主要货币兑美元普涨。伴随关税政策暂缓和金融市场恢复稳定，美元信心得到部分修复。展望未来，美元指数短期反弹，中长期仍存在下行压力。

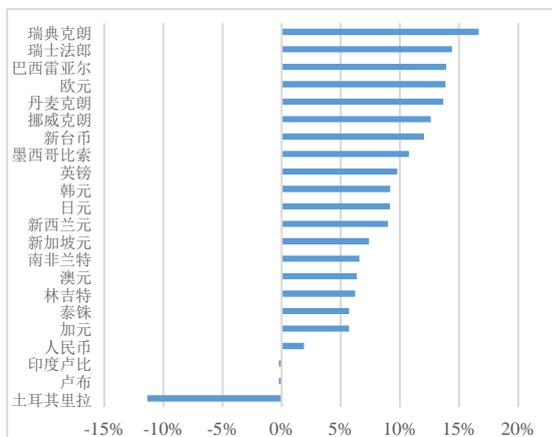
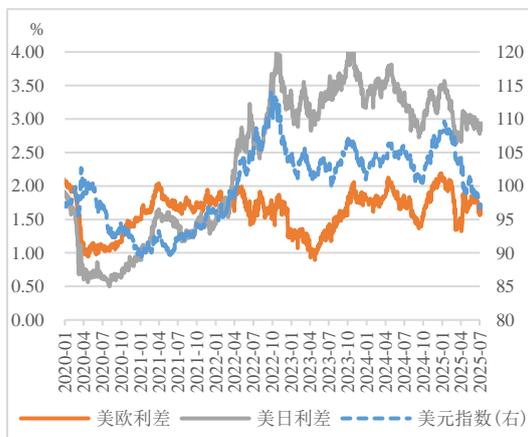


图 10 美元指数与国债利差

图 11 2025 年第一季度主要货币汇率变化

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）中美国债利差有所收窄，人民币小幅升值

2025 年上半年，美元指数和中美国债利差变化驱动人民币走势，人民币兑美元整体小幅升值约 2%。具体来看，对等关税之前，伴随中美负利差收窄，人民币兑美元升值；中美关税加码期间，人民币兑美元快速贬值；伴随中美关税摩擦放缓以及美元指数下跌，人民币兑美元升值又重回升值通道。展望未来，美国经济短期复苏，人民币有贬值压力，中长期人民币兑美元预计仍为双向波动。

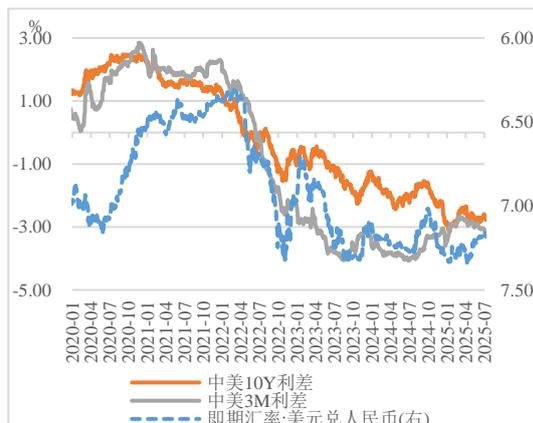


图 12 人民币汇率与美元指数

图 13 人民币汇率与中美利差

数据来源：wind。

三、全球股票市场情况

(一) 全球股市扭转跌势大幅反弹

2025 年上半年，全球主要股市在经历一季度调整后大幅反弹。美国关税政策及其不确定性成为上半年全球股票市场最主要的变量。在经历第一季度不同程度下跌后，伴随美国关税政策暂缓，全球股市在第二季度明显反弹，使得上半年全球主要股票指数总体呈上涨态势。其中，第一季度美日股票市场大幅下跌，纳斯达克综合指数和东京日经 225 指数均下跌超 10%。上半年整体来看，新兴市场上涨 13.70%，优于发达市场 5.73% 的涨幅。

表 1 2025 年全球主要股票指数涨跌情况 (%)

	H1	Q2	Q1
俄罗斯 RTS 指数	27.88	2.88	24.30
法兰克福 DAX 指数	20.09	7.88	11.32
恒生指数	20.00	4.12	15.25
MSCI 新兴市场指数	13.70	11.02	2.41
MSCI 全球指数	9.10	10.97	-1.69
欧元区 STOXX50 价格指数	8.32	1.05	7.20
纳斯达克 100 指数	7.93	17.64	-8.25
欧洲证券交易所 100 指数	7.92	1.07	6.78
中小板综指	7.57	3.74	3.69
伦敦富时 100 指数	7.19	2.08	5.01
孟买 Sensex30 指数	7.00	8.00	-0.93
MSCI 发达市场	5.73	9.01	-3.01
标准普尔 500 指数	5.50	10.57	-4.59
纳斯达克综合指数	5.48	17.75	-10.42
巴黎 CAC40 指数	3.86	-1.60	5.55
道琼斯工业平均指数	3.64	4.98	-1.28
上证综合指数	2.76	3.26	-0.48
东京日经 225 指数	1.49	13.67	-10.72
创业板指数	0.53	2.34	-1.77
深证成份指数	0.48	-0.37	0.86

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

(二) 美股 v 型反弹再创新高，回调风险较大

2025 年上半年，美股下跌后反弹再创新高。其中，标准普尔 500 指数、纳

斯达克综合指数、道琼斯工业平均指数分别上涨 5.50%、5.48%和 3.64%，再创新高。其中，特朗普关税政策暂缓、美国通胀降温且就业稳定等超预期表现，以及大美丽法案短期对经济提振预期是主要因素。从行业看，标普 500 指数 11 个行业中，除可选消费、医疗保健与能源三个下跌，其余均上涨。



图 14 美国股票指数走势

数据来源：wind。

表 2 2025 年标普 500 指数各行业表现 (%)

	H1	Q2	Q1
工业	11.96	12.56	-0.53
通讯服务	10.62	18.20	-6.41
金融	8.39	5.12	3.11
公用事业	7.75	3.49	4.12
信息技术	7.70	23.50	-12.79
综合	5.50	10.57	-4.59
日常消费	5.09	0.49	4.58
材料	4.97	2.60	2.30
房地产	1.71	-0.99	2.72
能源	-0.94	-9.37	9.30
医疗保健	-2.01	-7.62	6.08
可选消费	-4.22	11.32	-13.97

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

我们根据改进的 Damodaran 股票估值模型对标普 500 指数进行估值。模型包括两个阶段：未来 N 年内的高增长阶段和 N 年之后长期稳定增长阶段（永续模型）：

$$P = \sum_{t=1}^N \frac{E(C_t)}{(1 + ERP + r_f)^t} + \frac{E(C_{N+1})}{(ERP + r_f^l - g_l)(1 + ERP + r_f)^N}$$

其中， P 为当前股票价格（股票指数的数值）；

C_t 为未来第 t 年的现金流，包括股息和回购；

g_s 为前 N 年盈利增长率；

g_l 为长期稳定增长率；

在高增长阶段： $E(C_t) = C_0 * (1 + g_s)^t \quad 1 \leq t \leq N$ ；

在稳定增长阶段： $E(C_t) = E(C_N) * (1 + g_l)^{t-N} \quad t > N$ ；

股票风险溢价： ERP

贴现率：前 N 年采用 $ERP + r_f$ ， r_f 为当前无风险利率，通常取 10 年期国债收益率；

N 年后采用 $ERP + r_f^l$ ， r_f^l 为 r_f 未来长期预期值；

N 通常取 5 年。

具体计算过程中，模型的参数包括：（1）未来 5 年盈利增长率，设定为 9.00%，这是基于 Factset 的市场调查研究报告；（2）未来无风险利率预期值，设定为 3.50%，基于美国未来大概率处于滞胀情景；（3）长期稳定增长率，设定为 4.00%；（4）股票风险溢价 ERP ，设定为 5.00%，基于过去 10 年 ERP 均值。我们基于 2025 年 6 月 30 日从公开渠道获取的数据，计算基准情形下标普 500 指数内在价值。

模型计算结果显示，当前标普 500 指数市场价格相对偏高。依据上述参数基准情形，通过 Damodaran 模型估算，2025 年 6 月 30 日，标普 500 指数的内在价值等于 5627.38，当日市场价格点 6204.95，市场价格比模型估值高 9.31%。同时，在当前市场价格实现的前提下，标普 500 指数的隐含风险溢价为 4.59%，低于过去 10 年的平均值 5.00%。展望未来，在财政刺激利多出尽，关税滞后和持续效应显现后，美股面临回调风险加大。

四、大宗商品

(一) 黄金向上突破需要三重条件

2025 年上半年，黄金价格呈现冲高回落再高位震荡的格局，核心驱动由关税政策主导。行情演进可分为四个清晰阶段：

第一阶段（1月~2月下旬），特朗普政府上任后频出贸易保护政策，威胁对加拿大、墨西哥等关键贸易伙伴普遍加征 25% 关税。由于加墨两国占美国黄金进口量超 60%，市场担忧关税落地将大幅抬升实物交割成本，触发伦敦 LBMA 至纽约 COMEX 的跨市场套利交易热潮：期货空头为规避关税风险提前平仓，并加速将黄金运往美国以博取溢价，导致伦敦金库提货周期延长至 4 周以上，COMEX 库存激增，租赁利率冲至 2022 年以来高位。

第二阶段（2月下旬~4月初），焦点转向经济基本面。关税不确定性叠加特朗普“DOGE 政府裁员计划”削减财政开支，市场担忧美国经济加速恶化。2 月通胀数据不及预期强化降息逻辑，美财长贝森特表态财政紧缩政策进一步打压经济预期，十年期美债收益率逼近 5%，美元指数跌破 100 关口，避险资金持续涌入黄金。

第三阶段（4月初~4月下旬），特朗普签署所谓“对等关税”法案，宣布对中国等主要贸易伙伴全面加征高额关税，并威胁解雇美联储主席鲍威尔。此举重创美元信用体系，“Sell America”交易主题引发股债汇三杀，伦敦金现价格于 4 月 22 日强势突破 3500 美元/盎司历史峰值，单月涨幅超 15%。

第四阶段（4月下旬~6月底），中美 5 月 12 日达成日内瓦协议超预期缓和关税，市场风险偏好显著修复。金价自高点回落逾 200 美元，沪金受人民币升值 2% 影响跌幅更甚。后续消息面总体平稳以后，多空在 3200~3400 美元区间展开拉锯，形成震荡格局。



图 15 2025 年上半年黄金价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

2025 年下半年，黄金预计维持高位震荡中枢上移，但突破前高需待增量催化剂。宏观经济层面，据 CBO 测算，“大美丽法案”未来十年将新增赤字 2.4 万亿~4.2 万亿美元，债务上限提升至 40.1 万亿美元。穆迪下调美主权评级反映债务可持续性危机，付息压力已占财政支出 20%。黄金作为“终极偿付工具”的配置逻辑强化。流动性及货币政策方面，通胀黏性强化政策约束，降息节奏或显著慢于市场预期，实际利率维持高位或成常态。微观供求结构方面，央行购金具备强持续性。2024 年全球央行购金 1086 吨创纪录，新兴市场储备占比仍显著低于发达国家（中国黄金储备占比仅 7%），增量需求空间巨大。总体来看，财政赤字货币化与央行购金支撑黄金长期定价中枢上移，但三季度需警惕风险偏好切换带来的回调压力。金价向上突破还需要一些触发因素：一是短期内地缘冲突再次升级；二是长期看，AI 生产力革命证伪导致美国债务稀释路径破灭，美元信用再次受损带来美元进一步走弱。

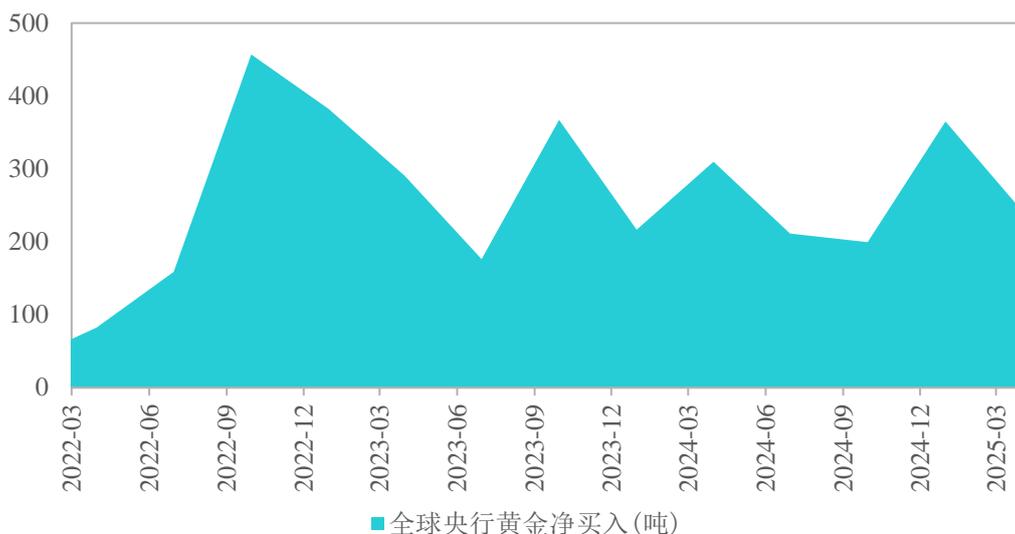


图 16 乌克兰危机以来全球央行持续净买入黄金

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

(二) 油价料中枢下行

2025 年上半年原油价格在地缘冲突与政策博弈主导下呈现四阶段行情：

第一阶段（1~3 月中旬）：震荡下行，供需预期转弱奠定基调。 年初随着特朗普关税战预期升温，叠加 OPEC+释放加速增产信号，市场提前交易供应过剩逻辑。三大能源机构同步下调全年需求预测，平均需求增速较年初预估下降 35 万桶/日。美国页岩油钻机数量在此期间骤降，反映成本线承压的早期迹象。

第二阶段（3 月下旬~4 月初）：断崖式下跌，政策利空集中爆发。 4 月初美国全面关税政策引发全球风险资产抛售潮，次日 OPEC+宣布将月度增产幅度扩大至原计划三倍。双重利空叠加导致原油单周跌幅创年内峰值，基准油价击穿页岩油新井运营成本线。

第三阶段（4~5 月）：低位企稳，市场进入多空博弈阶段。 中美经贸谈判释放缓和信号，叠加低油价迫使页岩油商削减钻井平台。但需求疲软持续发酵，中国原油进口同比增速趋近零，三大机构年内第二次下调需求预期，累计修正幅度最高达 54 万桶/日，限制油价反弹空间。

第四阶段（6 月）：地缘冲突引爆过山车行情。 中东突发军事冲突引发风险溢价飙升，油价单周涨幅突破年内纪录。但局势迅速缓和叠加伊朗实际产量不降反增，导致溢价快速回吐。全月呈现深倒 V 型走势，波动率指标升至乌克兰危机以来高位。



图 17 2025 年上半年石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2025 年下半年，在供需宽松主线下，原油价格中枢下移、波动提升。宏观层面，滞胀风险未解。美国核心通胀顽固性超预期，中国制造业景气度持续承压，贸易壁垒已实质拖累全球原油消费增量。供应过剩仍是核心矛盾，OPEC+ 延续激进增产策略，沙特实际产量突破近年高位，加拿大、巴西、圭亚那等非 OPEC 国家进入产能兑现期。低库存现状可能放大短期因素的扰动。全球原油库存处于五年低位，美国商业库存同比缺口超 10%，为地缘事件提供炒作基础。总体而言，原油短期可能面临波动，但价格中枢大概率呈阶段性下移态势。

（三）铜价料震荡上行

2025 年上半年铜价呈“三阶段”波动格局，核心驱动因素在宏观政策与基本面间切换。第一阶段（1~3 月）震荡上行。LME 铜价自 8800 美元/吨升至 10000 美元/吨，主因市场交易美国铜进口关税从 10% 升至 25% 的预期，COMEX 溢价扩大触发全球铜资源向美转移，叠加中国电网投资及新能源需求韧性支撑。第二阶段（3 月底~4 月初）急跌探底。特朗普突增“对等关税”，叠加欧盟反制措施引发贸易恐慌，LME 铜价单周暴跌 15% 至 8500 美元/吨，宏观风险压制商品情绪。第三阶段（4 月中旬~6 月）阶梯式回升。铜价修复至 9700 美元/吨，驱动逻辑

辑转向基本面：一是矿端紧缺及中国精炼铜去库超季节性；二是中美关税谈判阶段性缓和，叠加美国补库行为延续；三是废铜供应趋紧强化原料成本支撑。**整体看，关税政策博弈与矿端扰动主导价格波动，需求韧性则提供底部支撑。**

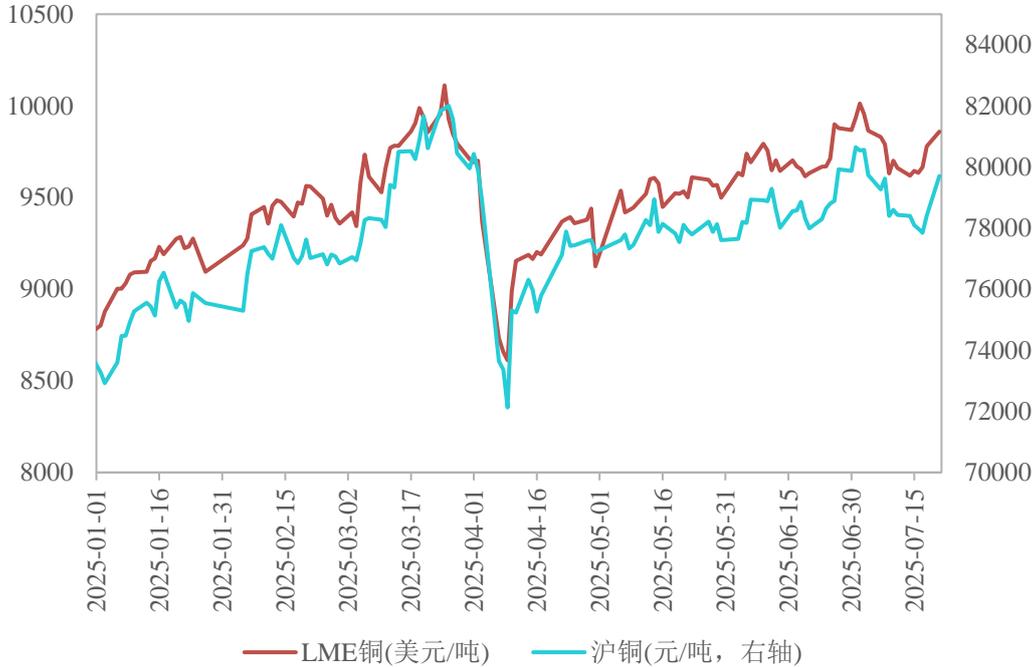


图 18 2025 年上半年铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2025 年下半年，铜价中枢预计震荡上移，但高度受制于宏观与矿端矛盾博弈。供给层面，紧约束持续强化。在地缘扰动和资本开支疲软等因素作用下，全球铜矿增速低迷。需求则呈结构性分化。中国电网投资及新能源汽车提供核心支撑，地产端拖累边际减弱；海外则依赖降息传导，而我们判断美国通胀情况可能导致降息延后，同时家电出口受关税压制及“抢装潮”退坡可能导致回落。宏观层面，美联储降息预期减弱，但我国国内政策加码形成利好。总体来看，矿端紧缺提供了基本面支撑，而宏观预期差则可能造成波动，铜价可能呈现阶梯式震荡上行趋势。

（四）铁矿石价格中枢或逐步下移

2025 年上半年以来，铁矿石价格一波三折，核心驱动由供应扰动转向需求预期与政策博弈。第一阶段（1~2 月）价格逆势冲高，主因澳洲飓风与巴西暴雨

导致主流矿山发运量骤降，澳洲发运量一度跌至历史低点，叠加国内钢厂节后复产提振补库需求，铁矿石价格走高。**第二阶段(2月末~4月上旬)价格快速回落**，核心矛盾转向需求端疲软与政策压力：粗钢压减政策传闻发酵叠加美国“对等关税”落地冲击市场情绪，终端房地产投资同比下滑 23%、新开工面积萎缩拖累建材消费，铁矿供需虽维持紧平衡但预期转弱。**第三阶段(4月中旬~6月末)价格转入震荡**，基本面缺乏主导矛盾，多空力量在“低库存现状”与“宽松预期”间反复拉锯。**第四阶段(7月以来)铁矿石价格快速上涨**。供给方面，澳洲飓风与港口物流导致发运量创 2014 年以来同期最低；需求方面，中国钢厂高炉开工率走高，基建需求增加；政策方面，中央“反内卷”引发供给侧改革预期，多重因素叠加带动铁矿石价格上行。



图 19 2025 年上半年铁矿石价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2025 年下半年，铁矿石价格中枢或逐步下移。供给端增量确定性较高，主流矿山新增产能集中于三季度释放，力拓西坡项目满产、淡水河谷 Capanema 矿区四季度达产，叠加澳洲财年冲量发运，下半年全球铁矿发运料保持高位。需求端韧性边际转弱，国内地产疲软与制造业“以价换量”格局难改，印度基建扩张贡献增量，而日韩受关税冲击、欧盟受碳成本压制制约全球需求复苏。宏观与

货币政策方面，美联储降息预期推迟支撑美元阶段走强，资本回流压制大宗溢价。综合来看，供需宽松格局深化将主导铁矿石震荡下行行情。

（五）大豆价格可能先抑后扬

2025 年上半年以来全球大豆价格呈现三阶段震荡格局，核心驱动在南美供应、北美种植及贸易政策间切换。第一阶段（1~4 月初），价格承压下行。南美大豆丰产格局全面兑现：巴西产量达 1.69 亿吨创历史新高，同比增幅 14.8%，叠加阿根廷洪灾影响低于预期，全球库存消费比升至 29.5%。与此同时，中美贸易摩擦升级，美豆对华出口骤降 54%。第二阶段（4~5 月下旬），北美新作题材主导反弹。美国农业部 3 月种植意向报告显示美豆面积缩减至 8350 万英亩，为五年最低，叠加中西部产区干旱预警升温，天气升水注入市场。第三阶段（5 月下旬~7 月），供需现实引导震荡下行。巴西大豆集中到港，其中 5 月中国进口 1392 万吨创单月纪录，港口库存突破 660 万吨，叠加中美阶段性关税休战，市场回吐风险溢价。

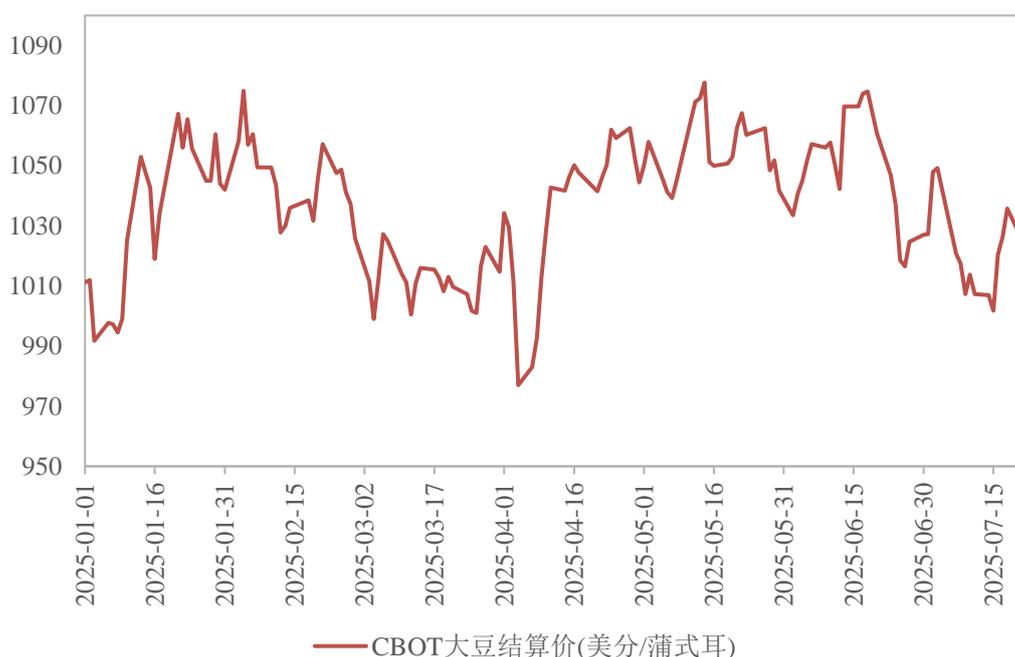


图 20 2025 年上半年大豆价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2025 年下半年，大豆市场将面临供应宽松与政策不确定性的双重博弈，价格或呈现“先抑后扬”态势。微观供求层面，三季度南美供应压力持续释放，

巴西 6~9 月出口能力增加，中国月均到港量预计维持高位，港口库存压力或延续至 9 月。四季度新作焦点将转向北美单产脆弱性。**需求端分化显著**，美豆压榨量有支撑，但中国饲料配方中豆粕添加比降至历史低位，替代谷物进口同比增加。**宏观与政策可能放大波动**，特朗普农业补贴政策若退坡，或触发美豆农抛售加速，而雷亚尔贬值则可能刺激南美超卖，加剧市场波动幅度。

（六）玉米价格料先扬后抑

2025 年上半年，国内玉米期现价格整体呈现阶梯式震荡上行态势，可划分为四个关键阶段：**第一阶段（1月初~3月初）**，政策驱动筑底反弹。中储粮连续三次增储政策落地，新增 400 余个收储库点，叠加东北雨雪天气延缓供应释放，市场信心显著修复。**第二阶段（3月中旬~4月中旬）**，需求疲软触发回调。深加工企业开机率下跌，行业亏损扩大抑制玉米消费，同时小麦-玉米价差缩窄。**第三阶段（4月下旬~6月底）**，猪禽存栏同比扩张，支撑价格反弹，与此同时巴西干旱延缓二季玉米收割，东北低温威胁新作单产，价格返回高位震荡。**第四阶段（7月以来）**，贸易商看空情绪浓厚，积极出货导致供应短时增加，而下游深加工和饲料企业需求疲软，供强需弱格局驱动价格下行。

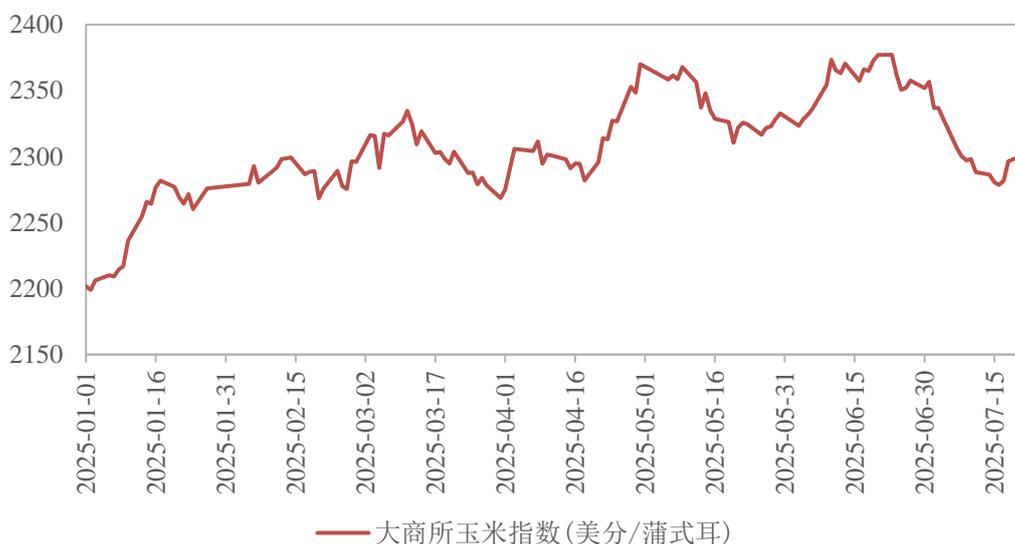


图 21 2025 年上半年玉米价格走势

展望 2025 年下半年，需要分两个阶段分析。新作上市前即三季度，供需紧平衡支撑偏强震荡。供应端，旧作余粮见底，北方港口库存同比下降；需求端，能繁母猪存栏处于绿色区间，禽类存栏高位支撑饲料刚性消费。玉米价格有底部

支撑。新作上市后即四季度，种植成本下移与增产或将压力显现。新作方面，农业农村部预估 2025/26 年度产量 2.96 亿吨，同比增 100 万吨，地租下降及补贴增加降低种植成本，且中美博弈若缓和或提升美玉米进口预期。南美供应增量显著，将吸引企业加大采购。需求端关注养殖利润变化，若三季度未改善或触发产能去化，将削弱饲料需求。综合来看，四季度新玉米集中上市后，市场可能承压回调。

五、加密资产与数字货币

（一）加密资产市值扩张，价格显著上涨

根据 CoinGecko 的统计，截至 2025 年 7 月 19 日，加密资产总市值约 3.92 万亿美元，较 2025 年一季度末的 2.76 万亿美元上涨 42%。其中排名前五的加密资产及其占比分别为：比特币 59.85%、以太币 10.91%、瑞波币 5.18%、泰达币（USDT）4.70%和币安币 2.71%。价格方面，比特币大幅反弹，创下历史新高。根据 CoinGecko 的统计，截至 2025 年 7 月 19 日，比特币收盘价为 11.79 万美元，较一季度末的 8.25 万美元上涨 42.89%。

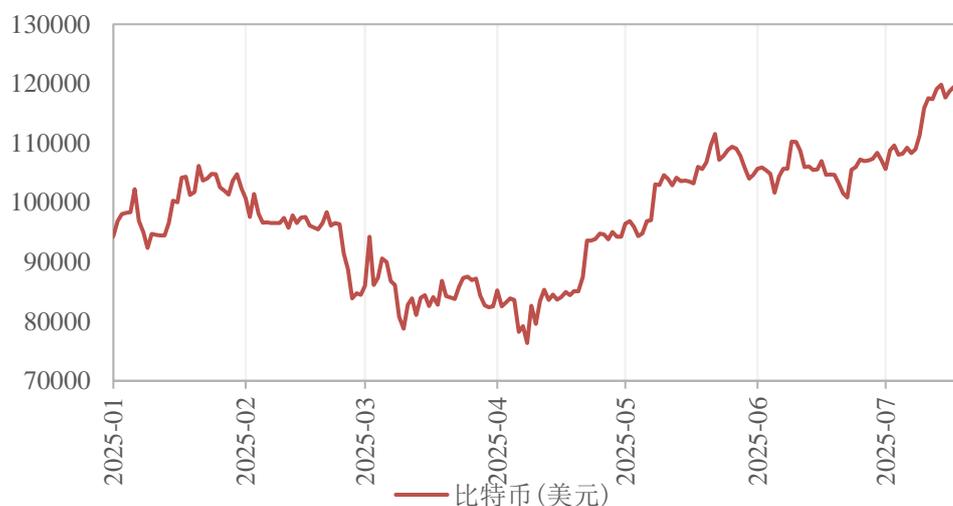


图 22 比特币价格走势

资料来源：CoinGecko，国家金融与发展实验室。

具体来看，一季度总体冲高走弱，主要是特朗普政策高开低走，特别是比特币战略储备命令只涉及存量而没有提供增量需求，叠加特朗普关税战影响，到 4 月上旬达到低点。此后关税争端缓和，《GENIUS 法案》等更多政策出台并快速推进，带动二季度加密资产价格回升。比特币于 7 月 7 日盘中突破 12 万美元大

关，当日收盘价格 11.94 万美元。随着比特币价格的快速上涨，其占加密资产市场的比重也接近 60% 的历史高点。

（二）稳定币市场持续扩容

稳定币方面，二季度市场价值持续扩容。根据 CoinGecko 的统计，截至 2025 年 7 月 20 日，稳定币总市值已达 2677 亿美元，较一季度末增长 14%。从锚定的货币角度看，美元稳定币市值为 2634 亿美元，占比高达 98.4%；欧元稳定币市值为 4.9 亿美元，占比 0.18%；人民币稳定币仍只有泰达公司早期发行的 CNH Tether，市值约 265 万美元。从稳定机制来看，由法币支持的稳定币是绝对主流，市值约 2544 亿美元，占比约 95%；通过超额抵押加密资产的稳定币市值约 64 亿美元，占比约 2.4%；算法稳定币市值约 6.7 亿美元，占比约 0.3%。从发行人角度看，稳定币市场呈现双头垄断格局（如图 23 所示）。泰达公司发行的 USDT 市值约为 1617 亿美元，占比约 60.4%；Circle 公司发行的 USDC 市值约 646 亿美元，占比约 24.1%。

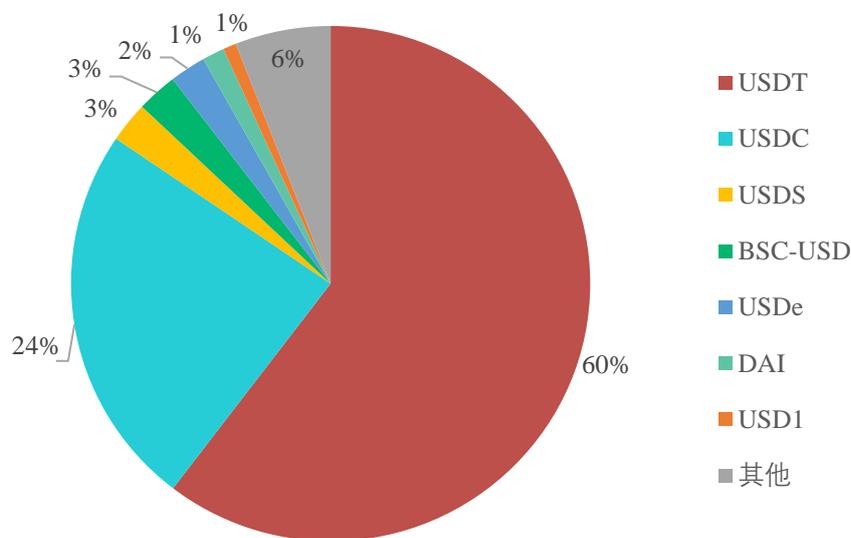


图 23 稳定币发行人分布

资料来源：CoinGecko，国家金融与发展实验室。

USDC 发行人 Circle (CRCL) 于 6 月 5 日在纽交所上市，可能带动更多合规稳定币发行人和交易所到传统证券市场融资的热潮，同时带动传统金融机构布局稳定币赛道。CRCL 上市超额认购倍数超过 25 倍，发行价每股 31 美元，首日收盘价 83.23 美元。6 月 23 日，CRCL 创下 298.99 美元的高点，较 IPO 价格

上涨了 864.5%。截至 7 月 18 日，CRCL 收于 223.78 美元。CRCL 股价的上涨，反映出市场普遍认为随着监管框架逐步明确，CRCL 这类合规稳定币的支付需求和机构需求将显著放大。事实上，传统金融机构已经开始积极布局稳定币赛道，例如 4 月，信用卡机构 Visa、MasterCard 与 Kraken、OKX、Crypto.com 等加密交易所合作，使用稳定币用于日常消费支付；5 月，在线支付平台 Stripe 推出“稳定币金融账户”，允许企业用户在 101 个国家以稳定币形式持有账户余额；6 月，法国兴业银行旗下加密资产子公司宣布，计划发行一种可公开交易的美元稳定币。

（三）RWA 市场显著增长

真实世界资产（RWA）正显著增长。根据 RWA.xyz 统计，截至 2025 年 7 月 18 日，RWA 总市值达 255.62 亿美元，较一季度末的 201.51 亿美元增长 26.85%。根据其底层资产划分，私人信贷 RWA 占比最高，为 59.21%，市值约 151.36 亿美元；其次为美国国债 RWA，市值 69.9 亿美元，占比 27.35%；其余底层资产及其 RWA 市值占比为：大宗商品 6.65%、机构另类投资基金 3.02%、股票 2.07%、非美国政府债务 1.08%、企业债券 0.06%和房地产 0.56%。

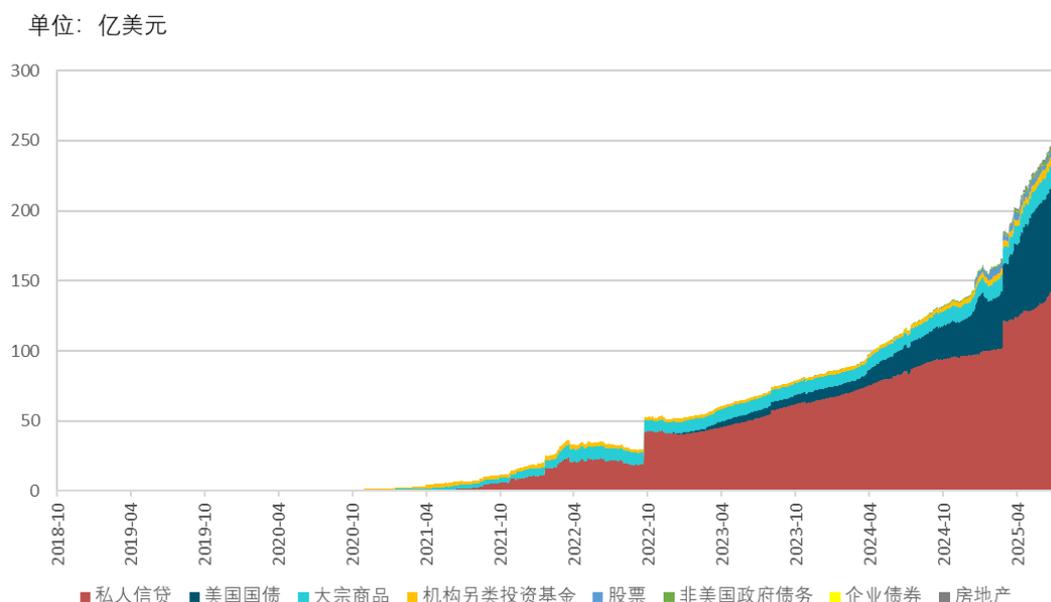


图 24 RWA 市值

资料来源：RWA.xyz，国家金融与发展实验室。

这一增长的驱动力之一是 Tradable 于 2025 年 1 月推出的 ZKSync Era 协

议，它是以太坊上的 2 层网络汇总（Layer 2 rollup），采用零知识证明技术以在尽可能少地损失安全性和去中心化的前提下，增加交易的可扩展性。ZKSync Era 发布后吸引了大量项目方和投资者，截至目前已有 37 个 RWA 项目在 ZKSync Era 上运行，总规模已达到 23.3 亿美元。

更重要的驱动力来自“贝莱德美元机构数字流动性基金”（**BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund**，简称 **BUIDL**），它是 2024 年 3 月贝莱德与 RWA 平台 Securitize 合作发行的代币化基金，它以安全合规的方式向白名单大客户提供链上货币基金（在上文分类中属于美国国债 RWA），并通过 Circle 垫资的方式支持 T+0 赎回为 USDC。根据 RWA.xyz 的统计（如图 24 所示），截至 2025 年 7 月 19 日，BUIDL 总市值为 26.08 亿美元，较一季度末的 19.28 亿美元增长了 35.27%。BUIDL 可以看做是合规的付息稳定币，解决了链上机构参与者的流动性管理问题，一经发售就收到了来自 ONDO 等协议的青睐，并已和 DeFi 高度集成，为 RWA 提供了可参考的模式，并有可能成为 DeFi 与链下传统金融融合的重要一步。

（四）美国“加密周”奠定加密资产监管“双支柱”

7 月 14 日至 18 日的一周被美国众议院官方称作“加密周”，因为有三项涉及数字资产的法案在这一周提交美国众议院投票表决。这三项法案包括：

①为稳定币建立监管框架的《指导和建立美国稳定币国家创新法案》（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act，以下简称《**GENIUS 法案**》）；

②主要为稳定币以外的加密资产建立监管框架的《数字资产市场结构澄清法案》（Digital Asset Market Structure Clarity Act，以下简称《**CLARITY 法案**》）；

③旨在阻止美联储在未经国会明确批准的情况下发行或测试央行数字货币的《反 CBDC 监控国家法案》（Anti-CBDC Surveillance State Act，以下简称《**反 CBDC 法案**》）。

上述三项法案分别针对数字资产中的稳定币、非稳定币加密资产和央行数字货币三大类，基本囊括了数字资产的全部种类。这些法案于 7 月 17 日均获众议院通过，其中《GENIUS 法案》已经在两院均得到通过，经过总统签字就可正式生效。众议院“加密周”三项法案的通过意味着美国对数字资产的监管态度进一

步明晰、监管框架进一步完善。

具体而言，美国通过《反 CBDC 国家法案》禁止美联储直接向个人提供产品或服务、代表个人维护账户、以任何其他名义研发实质上属于 CBDC 的数字资产、以及使用 CBDC 作为货币政策工具。需要注意的是，不同于另外两项法案的高票通过，《反 CBDC 国家法案》在众议院仅以 219 票对 217 票的微弱优势获得通过，说明两党在这一问题上仍存在分歧，这一法案后续能够顺利成为立法不确定性较高。考虑到数字资产基本可以等同于 CBDC+加密资产，因此如果法案获得通过，美国政策语境中的“数字资产”就等同于“加密资产”，而《GENIUS 法案》和《CLARITY 法案》分别为具有货币属性的稳定币和具有风险资产属性的其他加密资产建立监管框架，共同形成了美国加密资产监管“双支柱”。

支柱 1：稳定币监管的国际比较

2025 年 7 月 17 日，《GENIUS 法案》在美国众议院以 308 票对 122 票获得通过；5 月 21 日，中国香港立法会正式三读通过了《稳定币条例》，并将于 8 月 1 日开始实施；更早时候，欧盟《加密资产市场监管法案》（Markets in Crypto-Assets Regulation，以下简称《MiCA 法案》）于 2023 年 6 月发布，并已于 2024 年 12 月 30 日全面生效。

总体而言，美国、欧盟和中国香港对稳定币的监管取向总体较为趋同。三者的监管对象都是以全额链下资产储备作为稳定机制的稳定币，链上超额抵押稳定币（如 DAI）和算法稳定币均不在合规范畴内。三者的监管抓手都是稳定币发行人，按照发行人的资质来控制准入，通过信息披露实现持续监督，并作为客户尽调和反洗钱、反恐怖融资的责任主体，以确保监管可落地。对于储备资产，均要求持有 100% 优质且高流动性的安全资产，并独立托管。在破产处置中，均明确稳定币持有人拥有优先受偿权，并将发行人风险与储备资产隔离。在受监管对象、监管主体、发行人资质、储备资产管理和域外管辖等方面，美国、欧盟和中国香港的处理存在差异（详见表 3）。

表 3 美国、欧盟、中国香港稳定币监管框架对比

	美国《GENIUS 法案》	欧盟《MiCA 法案》	中国香港《稳定币条例》
合规稳定币命名	支付稳定币 (payment stablecoin)	电子货币代币 (EMT)	指明稳定币
合规稳定币定义	一种被设计用于支付或结算手段的数字资产，其发行人有义务以固定金额的货币价值赎回该资产，并维护和创设该数字资产与固定金额货币价值保持稳定的合理预期	一种加密资产，旨在通过参考一种法定货币的价值来维持稳定的价值	一种价值的数字表示形式，宣称通过参考一种或多种官方货币或其他香港金融管理局指定的计算单位或经济价值来维持稳定的价值
发牌机构	联邦或州政府（市值小于 100 亿美元）	各成员国任命主管部门，并向欧洲银行管理局 (EBA) 和欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 报告	香港金融管理局
发行人	受存款机构子公司或联邦/州合规稳定币发行人	授权信贷机构或电子货币机构需要发行白皮书	在香港注册的公司或在香港以外成立为法团的认可机构
资本金要求	未设统一门槛，按规模分联邦和州两级监管	自有资金不低于 12.5 万欧元，并达到《支付服务指令》(PD2) 自有资金要求	最低实缴资本 2500 万港元
储备资产	1:1 支持； 美元硬币或现钞； 活期存款； 到期日小于等于 93 天的国债或由其支持的回购协议等	1:1 支持； 安全、流动、低风险资产； 至少 30% 存入信贷机构的单独账户中； 隔离管理，独立审计	1:1 支持； 与挂钩币种相一致的资产； 优质、高流动性、低风险； 隔离托管，定期审计
收益	无息	无息	无息
域外效力	允许互惠安排； 除此之外禁止外国支付稳定币发行人发行的支付稳定币	允许使用非欧元 EMT 进行加密资产交易活动，但不得用于日常商品和服务支付	境外发行人发行锚定港元的稳定币或向香港公众推广任一法币稳定币，需持牌

资料来源：congress.gov, eur-lex.europa.eu, 香港金融管理局，国家金融与发展实验室。

支柱 2: 《CLARITY 法案》对加密资产实质的认定

《CLARITY 法案》试图从纷繁复杂的加密资产中区分出实质属于证券的和实质属于商品的加密资产，从而厘清美国商品期货交易委员会 (CFTC) 和美国证监会 (SEC) 的监管权限。具体而言，《CLARITY 法案》给出了四个核心定义：数字资产、许可支付稳定币、数字商品和成熟的区块链系统。首先，“数字资产” (digital asset) 指记录在加密安全的分布式账本或其他类似技术上的数字价值表示。其次，许可支付稳定币 (permitted payment stablecoin) 指作为支付

或结算手段的数字资产，其发行人有将其兑换、赎回或回购为固定金额的货币价值的义务，或发行人表示将维护和创设该数字资产与固定金额货币价值保持稳定的合理预期，且其发行人须受到联邦或州相关监管机构的监管。第三，“数字商品”（digital commodity）指与区块链系统内在联系的数字资产，其价值来源于或合理预期来源于区块链系统的使用。第四，成熟的区块链系统（mature blockchain system）指不受任何个人或团体共同控制的区块链系统及与之相关的数字商品。

在上述分类指引下，一项加密资产总能被划分为以下三个监管类别之一，并受到相应监管部门的管理，大致而言：第一，许可支付稳定币通常被视为用于交易目的的数字商品，对其交易和托管活动由 CFTC 监管，对其发行人则根据《GENIUS 法案》进行监管。第二，数字商品二级市场受 CFTC 监管；数字商品一级市场默认由 SEC 监管，但当区块链网络达到或拟在 4 年内达到“成熟的区块链系统”以及其他一系列要求时，其代币发行可被归类为数字商品，从而豁免在 SEC 的注册。第三，无法满足数字商品定义条件的数字资产认定为证券，接受 SEC 的监管。此外，SEC 对在其注册实体（如经纪商和另类交易系统）上进行的数字商品和许可支付稳定币活动保留反欺诈和反市场操纵的监管权力。

总体而言，《CLARITY 法案》以较为宽松的监管要求鼓励技术创新。其背后的动因是，美国立法者认为区块链将形成下一代互联网（Web3），能更好地管理活动、分配资源和促进决策，加密资产在这一网络上提供了经济激励。在充分了解加密资产可能带来的风险隐患以后，美国国会仍然认为应该优先把握 Web3 的潜在机遇，并确保美国在相关技术和加密资产研发中保持领先。但也应注意到，《CLARITY 法案》尚处于草案阶段，许多条款仍不完备，其监管框架对投资者和金融稳定仍存在一定风险。第一，《CLARITY 法案》下，大多数加密资产将被归类为商品，削弱了 SEC 的权威。特别是对“投资合同资产”的豁免，可能导致一些具备证券属性的产品绕开监管，特别是高风险产品和欺诈活动，会危害消费者和投资者权益。第二，《CLARITY 法案》对证券的认定与美国“豪威测试”的传统有所出入，这会破坏监管的一致性，导致监管套利。考虑到加密资产相较传统证券有机会降低监管审查力度、降低合规成本，DeFi 活动也可能获得一定的豁免，很多传统证券业务可能会套上一层加密资产或 DeFi 的外衣，以规避监管。比如美国民主党参议员伊丽莎白·安·沃伦（Elizabeth Ann Warren）就

警告称 Meta 或特斯拉等大科技企业可能通过发行数字商品来规避 SEC 的监管。第三，《CLARITY 法案》中很多关键监管指标认证规则模糊性较高，仍具漏洞。比如“成熟区块链系统”主要依靠加密资产发行人自我认证，仅接受 SEC 的有限审查，这可能导致项目过早宣称其已达到“成熟”状态，从而逃避持续的信息披露要求。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。