



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

2024年5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、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、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。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

供给滞缓、等待需求减退

摘要

2024 年第一季度，持续不降的通胀和强劲的就就业数据不断打击市场对美联储降息预期。高利率环境持续更久使得全球经济运行面临的不确定风险进一步加大。在此背景下，主要经济体国债利率普遍上行。在总供给增长面临瓶颈而总需求尚有支撑的情形下，美国经济最有可能前景为温和“滞涨”。需关注移民政策变化对总供给影响以及高利率对总需求影响。日本结束负利率政策，国债利率加速上行。展望未来，日本央行大概率采取审慎渐进的加息政策，但短期内日元或将继续承受贬值压力。欧元区摆脱技术性衰退但复苏分化，公债利率上行。由于通胀持续降温，市场预期欧元区 6 月先于美联储降息，但降息空间有限。

2024 年第一季度，美元保持强势，其他主要货币兑美元普遍贬值。美日与美欧利差驱动美元指数明显上涨，季度内上涨 3.09% 至 104.51。其中，日元兑美元逼近 155 关口，创近 34 年以来新低。未来，美国通胀以及货币政策变化决定美元指数走势。短期内，在美国经济基本面表现仍好于日欧，且利差尚未逆转的前提下，美元指数仍将处于较高位置。

2024 年第一季度，在高利率及降息预期弱化冲击下，全球主要股市冲高回落。美国经济超预期表现助推美股创历史新高，即使 4 月份经历了一定的下跌，美股当前估值水平仍然较高，伴随高利率的持续存在，美股维持高估值的压力持续存在。

2024 年一季度黄金、石油和铜价等大宗商品价格与美元齐涨引发市场高度关注。展望二季度，黄金虽然在一季度表现出一些“去美元化”的因素，但黄金与美元之间的关联性没有发生本

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
研究员
- 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

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

地方区域财政

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

质改变。考虑到一季度情绪和投机因素较强，后市可能震荡下行。原油方面，美国滞胀情况下，短期内难以形成资金面和供给面支撑。但供给偏紧、地缘政治不确定性仍在，油价二季度或将震荡走弱。铜价方面，中国需求仍是价格主导因素，二季度有望转向旺季，铜价仍存上升空间。铁矿石一季度价格探底，但国内财政政策存在一定支撑，二季度价格有抬升可能。大豆价格逻辑在二季度将由南美切换至北美，重点关注美豆种植面积，此前增产预期较为强力，如果种植面积不及预期，可能拉高大豆价格。而玉米价格缺乏明显多空方向，二季度大概率维持有底震荡格局。

2024 年一季度，人工智能大模型技术持续迭代。国际方面，主要进展在多模态和视频生成模型上。国内方面，一是人工智能模型文本处理容量取得突破；二是人工智能模型布局向立体式发展，产业级模型、垂直场景模型等轻量级大模型和相关应用创新频出。在人工智能井喷式发展的浪潮下，主要投资方向包括基础层、技术层和应用层。目前，我国与国际先进水平仍存一定差距，包括算力资源短缺、算法积累不足和训练数据质量不高与数量不足等问题。在长期影响方面，从国别视角来看，人工智能的快速发展可能会增大国家与国家之间的差距，加剧数字鸿沟；而从国内视角来看，人工智能对具体工作岗位的影响要看其提供的是替代效应还是互补效应。

2024 年一季度，以比特币为代表的加密资产价格大幅上涨，主要得益于 1、2 月份强烈的降息预期。跨境支付方面，SWIFT 联合多家央行、商业银行和金融基础设施开展的 CBDC 互联解决方案第二阶段沙盒测试成功，试验了包括 TvP、PvP、DvP 和 LSM 等用例。近年来，SWIFT 已经成为地缘政治博弈的工具，未来包括我国参与的 mBridge 等多边 CBDC 跨境支付基础设施均可能成为其竞争者和替代选择。

目 录

一、全球债券市场情况	1
(一) 美国持续通胀弱化了降息预期，美债利率大幅上行	1
(二) 日本结束负利率政策，国债利率加速上行	3
(三) 欧元区摆脱技术性衰退，但复苏分化，长端公债利率上行	4
(四) 新兴经济体政策和利率走势分化	5
二、全球外汇市场情况	7
(一) 美元保持强势，其他主要货币普贬	7
(二) 中美利差倒挂深化，人民币小幅贬值	8
三、全球股票市场情况	9
(一) 降息预期下降，全球股市冲高回落	9
(二) 美股创新高回落，高估值恐难以为继	10
四、大宗商品	13
(一) 黄金短期或将高位震荡，但中枢存在下行空间	13
(二) 油价二季度料震荡走弱	14
(三) 铜价二季度仍有上升空间	15
(四) 铁矿石价格探底，二季度有望回升	16
(五) 大豆价格二季度易涨难跌	17
(六) 玉米价格或将持续震荡格局	18
五、人工智能	19
(一) 一季度亮点事件梳理	19

(二) 人工智能与经济金融的关系	21
六、加密资产与数字货币	22
(一) 一季度加密资产回顾	22
(二) SWIFT 央行数字货币互联解决方案第二阶段沙盒测试结束	23

一、全球债券市场情况

(一) 美国持续通胀弱化了降息预期，美债利率大幅上行

2024 年第一季度，美联储维持自去年 7 月以来 5.25%~5.50%的基准利率。持续的高利率，使得美国经济运行面临更高的不确定风险，货币政策预期不断修正，金融市场波动性加剧：其一，美国通胀顽固，目前仍在 2%目标值上方，且降速逐渐钝化；其二，美国就业数据依旧强劲；其三，美联储降息预期不断弱化，首次降息时点延后、降息幅度下降。从经济增长来看，2024 年第一季度最新数据显示 GDP 环比增长 1.60%，相较于 2023 年第四季度的环比增长 3.4%，增速明显放缓。但从分项来看，私人消费和投资仍相对强劲，拖累项主要为进口和库存。从物价水平来看，美国通胀顽固，其回落趋势被中断。2024 年第一季度，美国月度核心 CPI 同比分别为 3.90%、3.80%和 3.80%。美联储青睐的指标核心 PCE 同比分别为 2.94%、2.84%和 2.82%。而从劳动力市场来看，美国就业数据依然强劲。其中，2024 年一季度，失业率保持在 3.70%~3.90%的历史低位区间小幅波动，自 2022 年以来，美国失业率一直维持在 4.0%以下；职位空缺率保持在 5.1%~5.3%之间，高于疫情前水平，相较于上季度无明显变化，劳动力市场依旧紧张；同时，每月新增非农 26.9 万，高于上季度的月均 21.2 万，远超预期，就业市场依旧强劲；劳动力参与率分别为 62.5%、62.5%和 62.7%，维持在自 2023 年 2 月以来的 62.5%~62.8%区间，表明劳动参与率难以恢复至疫情前 63.30%的水平，劳动力供给存在瓶颈。整体来看，2024 年第一季度，通胀预期和实际利率回升共同助推美债长端利率明显上行，短端利率受货币政策影响小幅波动。截至 2024 年 4 月底，美国 10 年期国债利率升至 4.69%，相较于年初上行超过 70BP（见图 1）。

通过总供给与总需求分析框架，我们继续坚持**温和滞涨是接下来美国经济走势的基准判断**。在去年四季度报告中我们指出，疫情后，劳动参与率持续回升促使美国劳动力市场实现再平衡，这是美国经济强力复苏的主要动力；而与此同时，总需求相对总供给的复苏力度则决定通胀走势。劳动力市场突出反映出以下几个问题：第一，在劳动参与率收敛且显著低于疫情前水平的情形下，**劳动力供给存在瓶颈**，未来劳动力供给主要取决于适龄总人口的增长。根据 CBO 预测，未来

10 年美国新增人口，新移民贡献占 70%。美国大选及移民政策将显著影响美国劳动力供给。2024 年第一季度，新增非农月平均 27 万，更多体现是大量移民的涌入。第二，劳动生产率环比增速已出现放缓，叠加劳动力供给瓶颈，这将共同拖累总供给增长。2024 年第一季度，劳动生产率环比增速降至 0.3%，而该指标前三个季度均超 3.0%。历史数据显示，新增非农结构与劳动生产率变化显著相关。在劳动力市场平稳（未受经济衰退或疫情等冲击）时期，新增非农分项中，商品行业相对服务比重上升，则劳动生产率增速较高。而当前以休闲与酒店行业为代表的服务行业与制造业为代表的商品行业职位空缺率差值显著高于历史平均水平，这意味着短期内劳动生产率将受到拖累。第三，当前求职倍数（职位空缺数/失业人数，V/U）降速放缓且仍高于疫情前水平，表明经济均衡点仍处于总供给曲线相对陡峭的右前方，总供需变化对物价产生的影响将明显超过经济增长。第四，时薪与实际单位劳工成本显示，目前总需求尚有支撑。2024 年第一季度，美国劳工名义时薪环比 5.0%，自 2023 年以来，连续五个季度增速超过 3.5%；同期，实际单位劳工成本环比转正，显示，劳工工资在收入分配中占比提升。

现在看来，短期内美国总供给增长仍将维持稳定，经济走势主要取决于需求端的变化。在目前总需求尚有支撑情况下，坚持温和滞胀是我们对美国经济走势的基准判断。中长期来看，要实现美联储 2% 通胀目标，需求增速放缓则是必要条件。在总供给改善空间有限的情形下，经济增速明显放缓，同时通胀降温，美联储才可能采取降息政策。若总需求仍未明显降温，而移民政策变化或其他因素对总供给造成负面冲击，美国则将陷入滞胀格局，届时美联储将面临更大挑战。



图 1 美国国债利率和期限利差

图 2 美国 10 年期国债利率与通胀预期

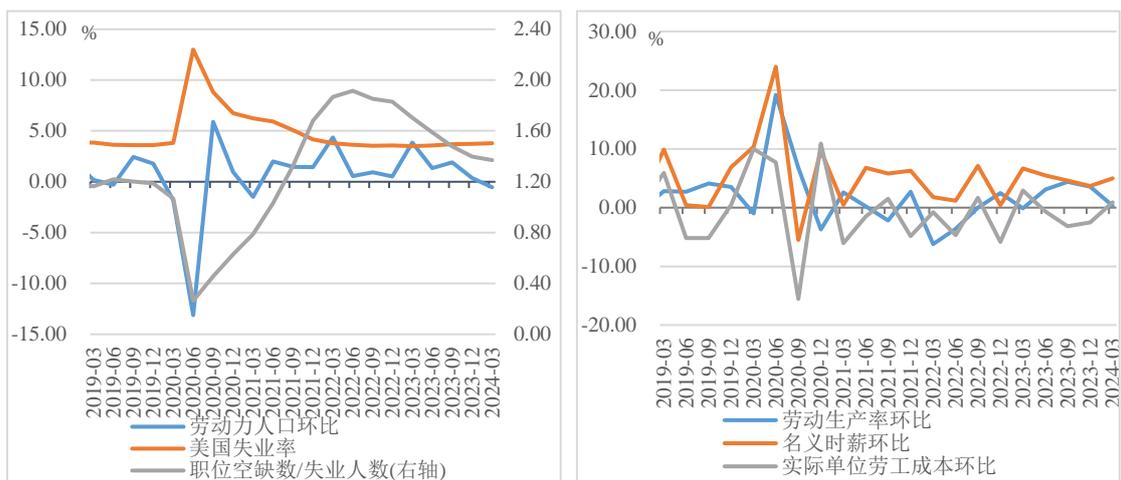


图3 美国劳动力市场总体情况

图4 美国劳动生产率、时薪、单位劳工成本情况

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）日本结束负利率政策，国债利率加速上行

2024 年第一季度，日本经济呈现弱复苏态势；春季薪资谈判结果超预期促使日本央行结束负利率，日本国债利率随之加速上行。截至 2024 年 4 月底，日本 2 年期与 10 年期国债利率分别升至 0.28%、0.88%，相较于年初均上行 23BP（见图 5）。

2024 年第一季度，日本经济保持复苏态势，但力度有所减弱。但春季薪资谈判结果超预期促使日本央行结束持续 8 年的负利率政策。第一，日本制造业复苏弱于服务业。其中，1 月至 3 月日本制造业 PMI 分别为 48.0、47.2 和 48.2，三个月的均值为 47.8，相较于 2023 年第四季度的 48.5 有所下降；1 月至 3 月，日本服务业 PMI 有所反弹，分别为 53.1、52.9 和 54.1，均处于荣枯线之上。第二，日本通胀仍位于 2% 之上且小幅反弹。1 月至 3 月，日本 CPI 同比分别为 2.2%、2.8% 和 2.7%。自 2022 年 4 月以来，日本 CPI 与核心 CPI 同比已连续 24 个月超过 2%。第三，春季薪资谈判涨幅超预期。2024 年 3 月 15 日，日本最大的工会组织——日本工会联合会表示，日本大型公司同意在 2024 财年将工资提高 5.28%，这是自 1991 年以来的最大涨幅。综上，2024 年 3 月 19 日，日本央行货币政策终于实施转向：一是结束 8 年的负利率，将基准利率从 -0.1%—0% 上调至 0%-0.1%；二是结束收益率曲线控制，日本央行不再对 10 年期日本国债收益率进行区间控制；三是取消部分资产购买，包括停止购买股票 ETF 和房地产投资信托

基金（J-REITs），但同时维持购买日本国债规模不变。

展望未来，日本央行大概率采取审慎渐进的加息政策，但短期内日元贬值压力凸显。一方面，日本国内需求依然疲软，工资与物价良性循环仍待确认，日本央行加息策略将是审慎渐进的。数据显示，截至 2024 年 2 月，日本实际工资收入连续 23 个月同比减少，工资上涨跟不上物价上涨的局面持续；同时，日本个人消费受到明显抑制，日本实际消费支出已连续 12 个月同比减少。另一方面，日本央行货币政策转向并未扭转美日利差扩大的趋势，日元贬值压力凸显。美日利差扩大，全球日元套利交易活跃使得日元面临做空压力。而日元快速贬值将通过推高进口价格，不利于日本外贸环境的改善。2024 年前两个月，日本对外贸易均为逆差，1 月逆差达到 1.77 万亿日元，为近一年来最高值。短期内，日本央行不太可能通过加息来抑制美日利差扩大，更有可能是忍受日元持续贬值的压力，直待美联储发布明确降息指引。

（三）欧元区摆脱技术性衰退，但复苏分化，长端公债利率上行

2024 年第一季度，欧元区摆脱负增长，但复苏分化，政策利率保持稳定，长端公债利率上行。截至 2024 年 4 月底，欧元区 10 年期公债利率升至 2.64%，相较于年初上行 56BP（见图 6）。

2024 年第一季度，欧元区摆脱技术性衰退。最新数据显示，2024 年一季度，欧元区 GDP 环比增长 0.30%，超市场预期。去年四季度 GDP 下调至-0.1%，显示去年下半年欧元区陷入技术性衰退。欧元区经济复苏分化，具体表现在：一是服务业持续复苏，制造业则持续下滑。其中，1 月至 3 月，制造业 PMI 分别为 46.6%、46.5%和 46.1%，处于荣枯线以下；同期服务业 PMI 分别为 48.4%、50.2%和 51.5%，重回扩张区间，带动 3 月综合 PMI 升至 50.3%，超出市场预期。二是，南欧表现强于核心国家。近期，国际货币基金组织下调欧元区所有主要经济体今明两年的增长预期，但西班牙除外，预计该国经济增速将是欧元区平均水平的两倍以上。同期，德国一季度 GDP 由去年四季度下降-2.0%重回正增长、法国则延续缓慢复苏态势。

欧元区通胀降温，市场预期欧元区 6 月先于美联储降息，但预计降息空间有限。2024 年一季度，欧元区通胀持续下降。其中 3 月通胀和核心通胀率分别降为 2.4%和 2.9%。2024 年 3 月欧央行行长拉加德表示，其内部已开始讨论缓和限

制性立场的问题，并且指出不会等到通胀率达到 2%才采取行动。欧央行降息预期升温，但在美欧利差扩大以及欧元面临贬值压力的背景下，预计其降息空间有限。

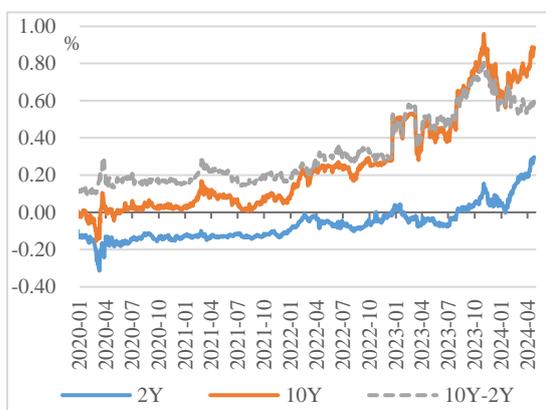


图 5 日本国债利率



图 6 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）新兴经济体政策和利率走势分化

2024 年第一季度，新兴经济体货币政策分化，但国债利率普遍上行。印度经济和政策保持相对稳定，国债利率小幅波动；俄罗斯经济显示韧性，通胀持续反弹，国债利率持续上行；巴西央行延续去年三季度以来的降息政策，同时经济保持复苏态势，短债利率下行而长债利率上行。中国物价持续低迷，货币政策适度宽松，利率持续下行。

2024 年第一季度，印度经济保持稳步增长，通胀震荡波动，货币政策保持稳定，10 年期国债利率在 7.10%~7.30% 区间小幅波动。具体来看，2023 年四季度印度 GDP 同比增速 8.36%，增长相对强劲。2024 年 1 月至 3 月 CPI 同比分别为 5.10%、5.09% 和 4.85%，保持在央行 4%~6% 合意区间。同期，印度保持较高的经济景气度。其中，2024 年 1 月至 3 月，印度制造业 PMI 分别为 56.5、56.9、59.1，服务业 PMI 分别为 61.8、60.6、61.2，综合 PMI 分别为 61.2、60.6、61.8，均较上季度明显上升。

2024 年第一季度，俄罗斯经济显示韧性，通胀持续反弹，国债利率持续上行。其中，10 年期国债利率由年初 12.30% 升至 4 月末的 14.41%，上行 211BP。具体来看，2023 年俄罗斯 GDP 增速 3.6%，超国际货币基金组织 2023 年 10 月预测值 2.2%。其中四季度 GDP 同比增速为 4.9%，远超市场预期。2024 年一季

度，俄罗斯保持较高的经济景气度。其中，1月至3月，俄罗斯制造业 PMI 分别为 52.4、54.7 和 55.7，服务业 PMI 分别为 55.8、51.1 和 51.4，综合 PMI 分别为 55.1、52.2 和 52.7。同期，俄罗斯通胀压力更加严峻。在 16% 的超高基准利率下，2024 年一季度，俄罗斯 CPI 同比持续攀升，3 月升至 7.72%。

2024 年第一季度，巴西经济保持复苏态势，同时巴西央行延续降息政策，短债利率下行而长债利率上行。其中，1 年期国债利率由季初 10.18% 降至季末 9.85%，下行 33BP；同期 10 年期国债利率由 10.36% 升至 10.98%，上行 62BP。具体来看，2023 年四季度，巴西 GDP 同比增速为 2.05%，略高于上季度 1.96%，巴西经济保持复苏态势。其中，净出口是拉动 GDP 增长的最大贡献项。同时，通胀整体延续回落态势，CPI 同比增速由去年四季度 3.90% 降至一季度的 3.69%。与此同时，央行延续降息政策，2024 年 2 月和 3 月分别降息 50BP，将基准利率降至 10.75%。

2024 年第一季度，中国经济保持恢复态势，但物价持续低迷。同时货币政策适度宽松，利率延续下行态势。其中，10 年期国债利率由季初 2.56% 降至季末 2.29%，下行 27BP；同期，3 月期国债利率由 1.80% 降至 1.63%，下行 17BP。具体来看，2024 年一季度 GDP 同比增速 5.3%，超市场预期，主要得益于净出口改善和固定资产投资的提升。经济景气度有所恢复，3 月制造业 PMI 为 50.80，时隔 5 个月重回扩张区间；服务业 PMI 稳步回升，1 月至 3 月，分别为 50.1、51.0 和 52.4。然而，物价水平持续低迷，一季度 CPI 同比为 0%，PPI 同比 -2.70%。显示需求不足仍是当前我国经济的主要矛盾。其中，内需持续下滑，一季度社会消费品零售总额同比 4.70%，不仅显著低于疫情前水平，同时也低于 2023 年同期的 5.80%。同时，外需也面临压力，以人民币计价，3 月出口同比下降 7.50%。2024 年一季度，央行通过一系列降准、降息延续适度宽松货币政策。2024 年 1 月 25 日结构性降息，将支农支小再贷款、再贴现利率由 2.0% 下调至 1.75%；2 月 5 日，下调存款准备金率 0.5 个百分点，预计释放流动性近万亿元；2 月 20 日，非对称下调 LPR，1 年期维持不变为 3.45%，5 年期 LPR 下调 25BP 报 3.95%，有利于支撑房地产等长久期资产。

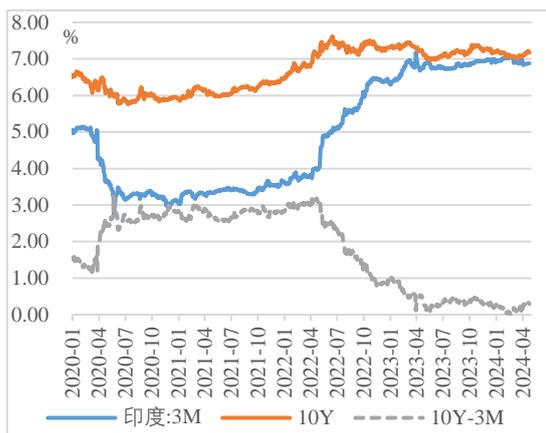


图7 印度国债利率

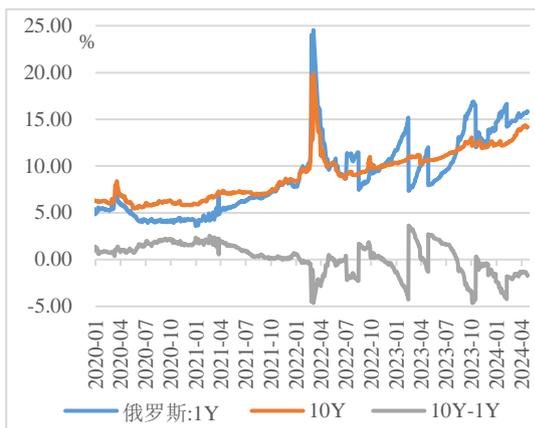


图8 俄罗斯国债利率

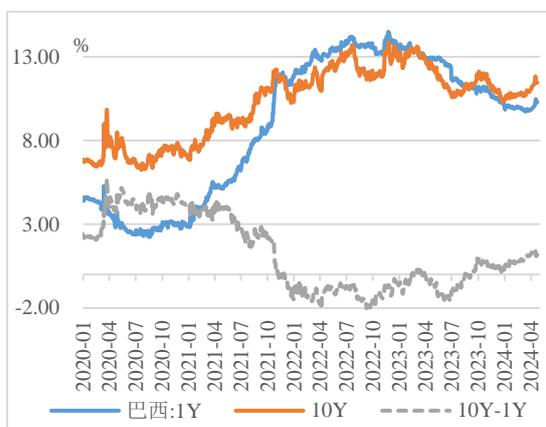


图9 巴西国债利率



图10 中国国债利率

数据来源：wind。

二、全球外汇市场情况

(一) 美元保持强势，其他主要货币普贬

2024 年第一季度，美元保持强势，美元指数由季初的 101.38 升至季末的 104.51，上涨 3.09%。除墨西哥比索外，其他主要货币兑美元均贬值。新兴经济体贬值幅度有限，部分发达经济体则有明显贬值。其中，瑞士法郎、新西兰元、挪威克朗、瑞典克朗和日元兑美元贬值超 5%，欧元、加元和英镑兑美元分别贬值 2.23%、2.11%和 0.86%；新兴经济体中，印度卢比、人民币、土耳其里拉、巴西雷亚尔和俄罗斯卢布兑美元依次贬值 0.15%、1.61%、1.74%、2.59%和 2.90%（见图 14）。

2024 年第一季度，美元指数主要受基本面差异和利差影响，整体呈现上涨行情，但在 2 月底至 3 月上旬有小幅回调。一季度，美国通胀顽固、经济增长超预期以及降息预期弱化等因素，主导美日与美欧利差持续扩大。但 2 月底至 3 月上旬，由于美联储官员讲话偏“鸽派”以及 2 月 ISM 制造业 PMI 指数、密歇根大学消费者信心指数等部分经济数据低于预期，美元指数跟随美债利率回调。展望未来，在美国保持高利率、经济基本面表现仍好于日欧，且利差尚未逆转的前提下，美元指数仍将处于当前较高位置。

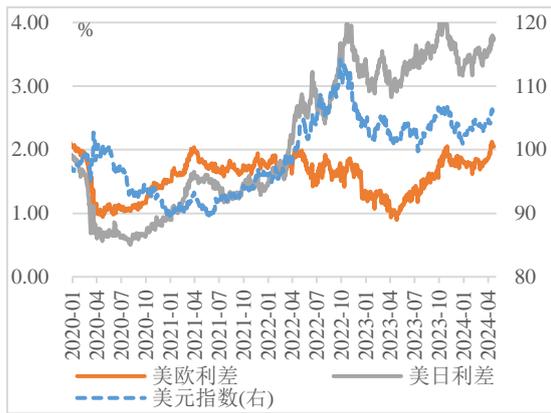


图 11 美元指数与国债利差



图 12 欧元汇率与欧美国债利差



图 13 日元汇率与美日国债利率

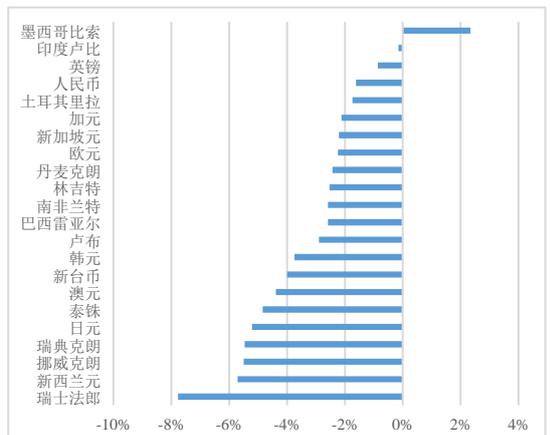


图 14 2024 年一季度主要货币汇率变化

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

(二) 中美利差倒挂深化，人民币小幅贬值

2024 年第一季度，中美利差倒挂深化，人民币兑美元贬值 1.61%，但贬值趋势放缓。一季度，美国经济增长强劲、通胀顽固，中国经济处于恢复态势、物价

低迷，中美利差倒挂加深。其中，中美 10 年期国债利差季度内下行 59BP，倒挂达 191BP；中美 3 个月期国债利差季度内下行 22BP，倒挂达 381BP，逼近 2023 年 8 月份的历史最高值。展望未来，由于美债利率波动显著高于中债利率，美债利率走势将决定中美利差变化。短期内，美债利率或将保持高位，人民币仍面临一定的贬值压力。中长期，伴随中美利差收敛，人民币贬值压力也将逐步缓解。



图 15 人民币汇率与美元指数

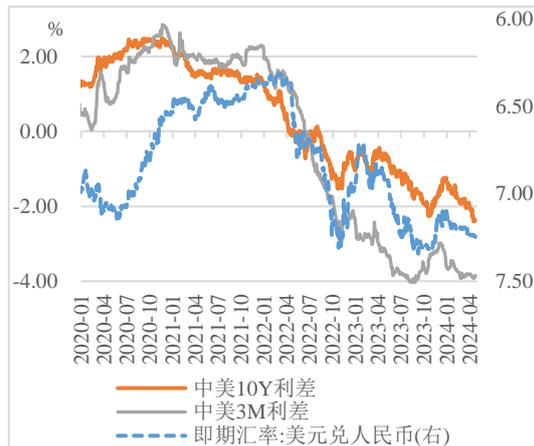


图 16 人民币汇率与中美利差

数据来源：wind。

三、全球股票市场情况

（一）降息预期下降，全球股市冲高回落

2024 年第一季度，全球主要股市延续上涨态势。受主要央行降息预期影响以及全球经济稳定增长，全球股市普遍上涨。MSCI 全球指数季度内上涨 7.73%，其中，发达市场表现优于新兴市场，分别上涨 9.65%和 1.63%。发达市场中，东京日经 225 指数、欧元区 STOXX50 价格指数、法兰克福 DAX 指数和标普 500 指数依次上涨 20.03%、12.42%、10.39%和 10.16%。新兴市场中，俄罗斯 RTS 指数、沪深 300 指数、孟买 Sensex30 指数和上证综合指数依次上涨 4.13%、2.62%、1.95%和 1.20%。而深证指数、恒生指数、创业板和中小板则依次下跌 1.91%、2.97%、4.47%和 6.73%。

2024 年 4 月以来，随着降息预期大幅下降，全球股市由高点明显回落。4 月初至 4 月末，前期上涨越大的股市，回落的幅度也越大。MSCI 全球指数回落 4.33%，其中，MSCI 发达市场与新兴市场指数分别回落 4.03%和 2.74%。发达市

场中，东京日经 255 指数、纳斯达克综合指数和标普 500 指数依次下跌 6.80%、5.67%和 4.64%。新兴市场中，俄罗斯 RTS 指数和沪深 300 仍保持小幅上涨，而深证成份指数、恒生指数、创业板指数和中小板指数延续下跌。

表 1 2024 年以来全球主要股票指数涨跌情况 (%)

	一季度	4 月以来
东京日经 255 指数	20.03	-6.80
欧元区 STOXX50 价格指数	12.42	-2.88
法兰克福 DAX 指数	10.39	-3.42
标准普尔 500 指数	10.16	-4.64
MSCI 发达市场	9.65	-4.03
欧洲证券交易所 100 指数	9.37	-1.55
纳斯达克综合指数	9.11	-5.67
巴黎 CAC40 指数	8.78	-2.02
纳斯达克 100 指数	8.49	-5.72
MSCI 全球指数	7.73	-4.33
道琼斯工业平均指数	5.62	-3.94
俄罗斯 RTS 指数	4.13	4.07
伦敦富时 100 指数	2.84	0.90
沪深 300 指数	2.62	0.28
孟买 Sensex30 指数	1.95	0.00
MSCI 新兴市场指数	1.63	-2.74
上证综合指数	1.20	1.13
深证成份指数	-1.91	-1.11
恒生指数	-2.97	-0.18
创业板指数	-4.47	-3.12
中小板综指	-6.73	-3.03

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）美股创新高回落，高估值恐难以为继

2024 年一季度，美国经济强劲表现助推美股创历史新高。美股市场三大股指——标准普尔 500 指数、纳斯达克综合指数和道琼斯工业平均指数依次上涨 10.16%、9.11%和 5.62%。从行业看，仅有房地产行业微跌 1.36%，其余十个行业均上涨。其中，通讯服务、能源、信息技术、金融以及工业等五个行业涨幅超 10%。进入 4 月以来，伴随美联储降息预期大幅下降，美股由历史高位明显回调，尤其是前期大幅增长的科技股。从行业看，除能源和公用事业微涨，其余各行业均有不同程度下跌。信息技术、可选消费和医疗保健行业跌幅靠前。

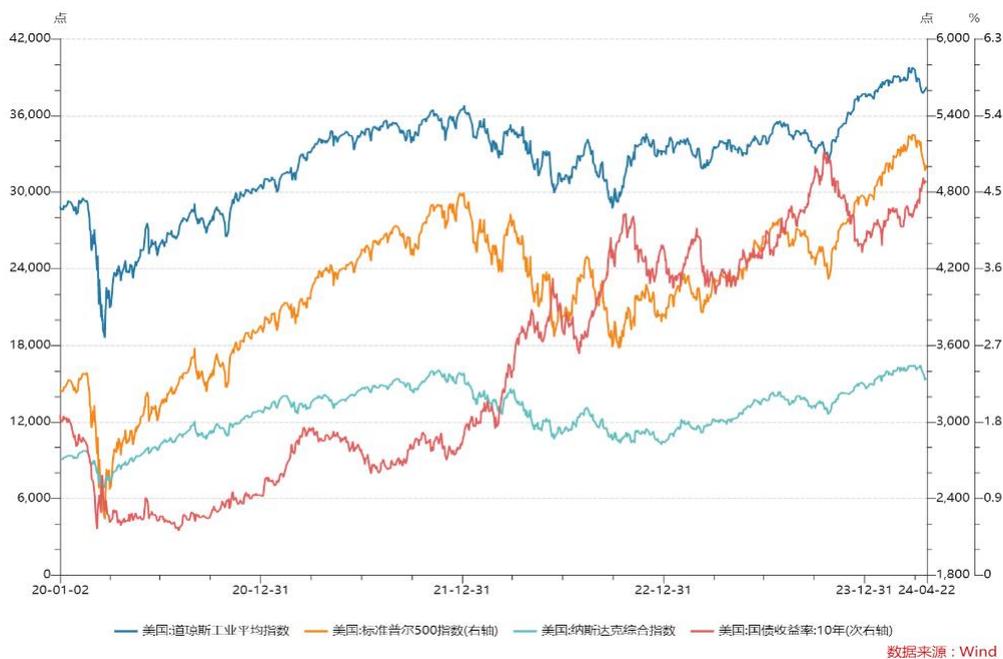


图 17 美国股票指数走势

数据来源：wind。

表 2 2024 年以来标普 500 指数各行业表现 (%)

	一季度	4 月以来
通讯服务	15.57	-0.93
能源	12.69	1.30
信息技术	12.48	-7.22
金融	11.97	-3.05
工业	10.57	-3.71
材料	8.44	-4.20
医疗保健	8.40	-5.73
日常消费	6.81	-1.54
可选消费	4.75	-6.34
公用事业	3.59	0.56
房地产	-1.36	-8.65

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

采用 Damodaran 股票估值模型对标普 500 指数价格进行情景分析。Damodaran 模型是对经典股票现金流贴现估值模型——DDM (Dividend Discount

Model) 的一种扩展。股票价格等于所有未来现金流贴现之和。Damodaran 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）。具体来看：

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

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；

R 为股票或股指预期回报率；

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： $ERP = R - r_f$ r_f 为无风险利率，通常取 10 年期国债收益率；

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；（2）未来无风险利率；（3）长期稳定增长率；（4）股票风险溢价 ERP。我们基于 2023 年 10 月 1 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。

设定参数基准情形和区间：（1）未来 5 年盈利增长率为 8%，这是基于 FactSet 的市场调查研究报告。情景假设区间为 5%~9%；（2）未来 10 年期国债利率为 4.5%，基于美国未来大概率处于温和滞涨情景，情景假设区间为 3%~6%；（3）长期稳定增长率为 5%，上市公司盈利增长率略高于名义 GDP 长期增长率 4%（2% 通胀率+2% 实际增长率），情景假设区间为 4%~6%；（4）ERP 为 5%，过去 10 年 ERP 均值为 5.35%，情景假设区间为 3%~7%。

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，2024 年 3 月 28 日，标普 500 指数的内在价值等于 4425.51。当日市场价格点 5254.35，比模型估值高出 18.73%。当前估值已低于上季度末 4927.75 的估计值，主要是因为高利率持续更久在拖累未来美股盈利预期的同时，还会提高贴现率。

四、大宗商品

（一）黄金短期或将高位震荡，但中枢存在下行空间

2024 年一季度，黄金价格大幅上行。截至 4 月 8 日，伦敦金收盘已创下 2320.25 美元/盎司新高，较年初上涨超 12.22%；沪金也收高于 553.32 元/克，涨幅达 14.70%。正如上一份季报分析中提到，地缘政治和美国大选等事件带来的不确定性和美联储降息预期是黄金上行的主要因素。

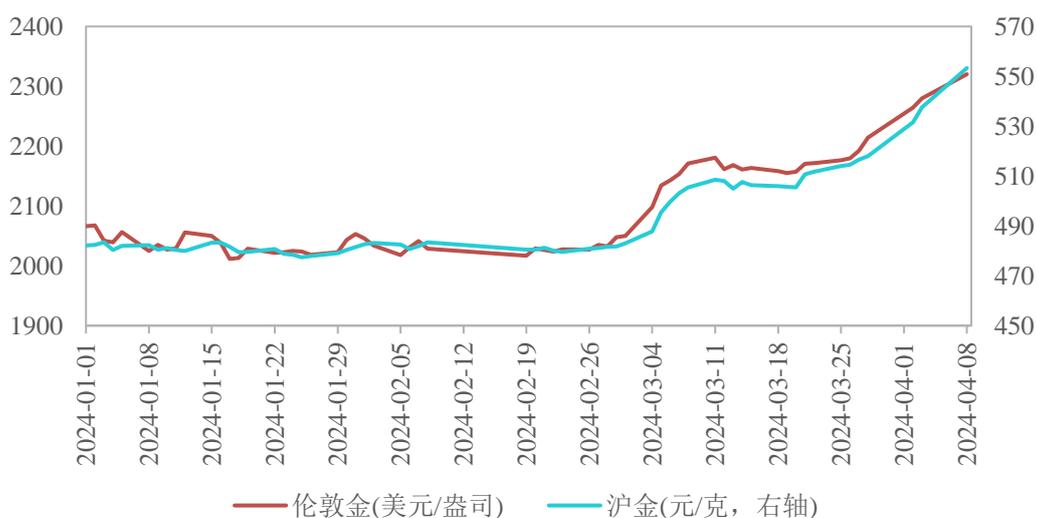


图 18 2024 年一季度黄金价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

近年来，美联储货币政策变化剧烈，无论是量化宽松还是紧缩政策，都以服务本国为务，缺乏承担国际货币应有的责任，给其他经济体带来了巨大的外溢效应。与此同时，美国将金融霸权武器化，用于脱钩断链和打击异己。在逆全球化和地缘局势不稳的格局下，很多国家都有摆脱美元控制的主观意愿。如图 19 所示，2022 年乌克兰危机以来，全球央行持续净买入黄金，且 2022 年一年间净购买量就达 1081.88 吨，创历史最高记录；2023 年也净购入了 1037.38 吨；中国人民银行连续 17 个月增持黄金储备。黄金占各国央行储备的比重也持续上升。但必须明确的是，一季度黄金与美元价格同向变动，并未改变黄金与美元之间的关联关系，即二者价格在通常状况下呈负相关，但特殊状态下可能正相关。考虑到未来几个月美元继续维持强势的概率仍然较大，且一季度金价屡屡攀升，“出圈”

现象明显，情绪因素和投机交易性因素影响较多，不排除后续利好出尽的可能。进一步考虑到近期地缘风险频发，且今年又是大选之年，不确定性较高，黄金短期内可能维持高位震荡，但总体价格中枢下行的概率更大。

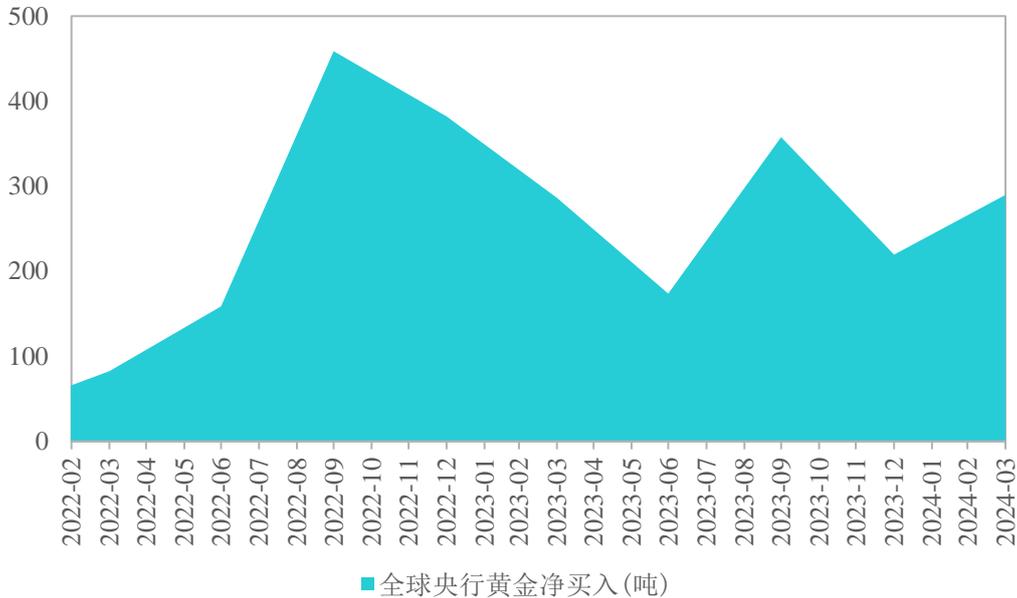


图 19 乌克兰危机以来全球央行持续净买入黄金

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）油价二季度料震荡走弱

2024 年一季度，原油价格经过 1 月份的震荡筑底后，总体持续上涨。供给端，从去年年末红海危机爆发以来，海运船遇袭风险就引发了原油供应方面的担忧。3 月初，OPEC+ 表示将资源减产措施延长至二季度末，减产规模维持在 220 万桶/日，进一步限制了供给节奏。需求方面，宏观面中美 2、3 月份需求恢复较为强劲，OPEC、国际能源署（IEA）和美国能源信息署（EIA）三大机构都不同程度上调了需求预期。叠加乌克兰危机、巴以冲突等地缘动荡持续，风险溢价持续，油价整体上扬。



图 20 2024 年一季度石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望二季度，原油价格可能在震荡中走弱。总体来看，由于美国就业市场长期维持充分就业状态，供给弹性显著不足，而需求层面，前期的财政刺激政策效果仍在持续，需求相对供给更加旺盛，这种供需结合导致了美国出现了如今的轻微“滞胀”情况。短期内，美国在供给提升空间十分有限的情况下，只能依靠总需求的降温来抑制通胀，金融宽松的预期走弱，这使得能源资源在短期内缺乏需求面和资金面的支撑。**供给方面**，二季度已在 OPEC+减产覆盖范围之内，供需平衡偏紧，可能导致震荡格局。**地缘政治层面**，红海危机持续激化，巴以和谈屡次受阻，乌克兰危机持续，上述事件导致原油价格中已经包含大量风险溢价。未来如果地缘政治局势缓和，则油价存在一定回吐诉求。总体而言，我们认为原油价格可能在宽幅震荡下走弱。

（三）铜价二季度仍有上升空间

2024 年一季度，铜价重心总体上移。分阶段来看，1 月份到 2 月初我国春节前是典型淡季，需求不振；美国降息预期有所修正，铜价震荡之中小幅回落。春节过后，国内需求复苏，特别是 3 月份两会后，中央强调经济扩内需，推动制造业调结构促转型和绿色经济发展，这使得新能源、新基建等与铜板块相关的产业景气度走高，进而拉动铜价回升。国际方面，美国数据依然较为强劲，经济软着陆预期抬升，也利多铜价。



图 21 2024 年一季度铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望二季度，国内需求仍是价格主导，主要关注交通运输板块中的新能源汽车，电力板块中的光伏、风电，家电板块的以旧换新政策，以及地产板块能否回暖等，相关产业在二季度往往是由淡季向旺季转换的时期。国际层面，欧美选举期临近，这一期间往往是民族主义、贸易保护主义等思想抬头的窗口，其与中国的博弈可能加剧，上游原材料供应可能受限，推动铜价上升。因此，我们认为铜价在二季度仍有上升空间。

（四）铁矿石价格探底，二季度有望回升

2024 年一季度，铁矿石总体走出一波下跌行情，主要受供需两方面因素影响。供给方面，一季度全球发运水平偏强，澳洲和巴西的发运总量达到了近五年的高点，特别是巴西一季度矿区降水量较小，天气对发运影响减弱。此外，虽然乌克兰危机仍在持续，但乌克兰的铁矿石出口自去年 11 月份开始回升，目前已基本恢复至 2021 年的水平。而需求端比较疲弱，特别是春节后房地产弱势持续，传统基建资金到位也不明显，导致原本 3 月份的旺季没有出现。供需两方面因素合成，促使了这一波铁矿石下跌行情。

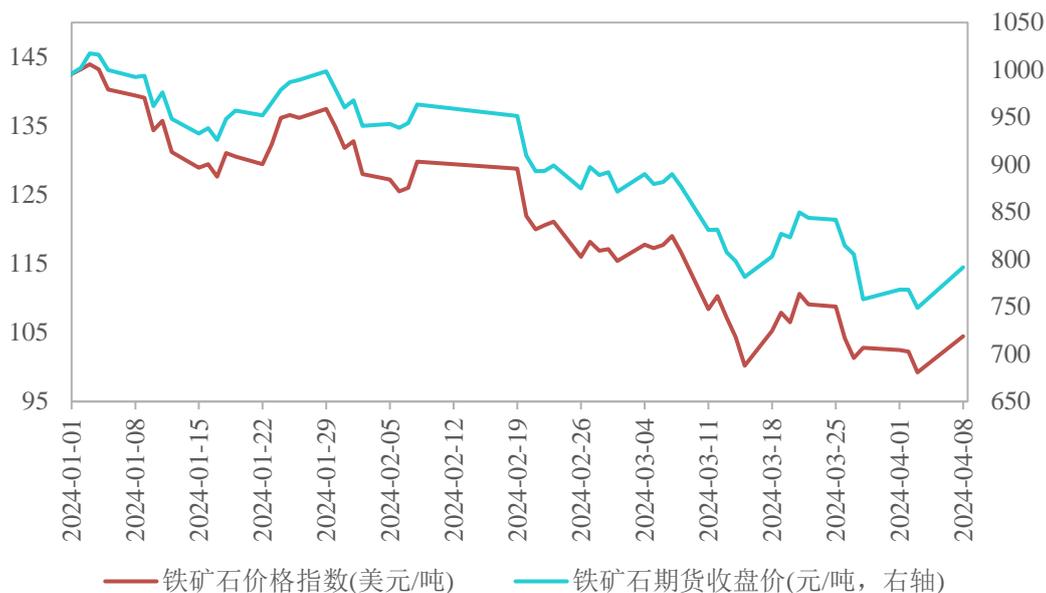


图 22 2024 年一季度铁矿石价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望二季度，供给端，国际发运量和国内矿产量大概率继续增加，供应较为宽松。需求端，美联储降息大概率不会在二季度开启，日本央行也于 3 月实现正利率，海外经济体预计在二季度仍然会维持高息环境，总体需求偏弱。国内在加快发展新质生产力推动下，制造业投资增速良好，基建增量平稳，房地产在各种政策推动下出现企稳迹象。综合上述因素，我们判断，铁矿石价格中枢有抬升的可能。

（五）大豆价格二季度易涨难跌

2024 年一季度，大豆价格先抑后扬。其中，1、2 月份大豆价格总体下跌，其原因基本在 1 月份的年报中已预判：一是巴西天气炒作接近尾声，干旱地区迎来“及时雨”，此前的天气升水回吐；二是阿根廷天气提振产量前景，抵消了巴西大豆减产幅度；三是 USDA 预测美豆种植面积提升，后市供应庞大。三项利空事件叠加，拉低了大豆价格。进入 3 月以后，一方面巴西大豆产量持续下调，另一方面美豆新作增产不及预期，引发了一波价格反弹。



图 23 2024 年一季度大豆价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2024 年二季度，交易逻辑将由南美向北美切换。近三个月 USDA 已经连续下调巴西大豆单产和产量，这意味着巴西干旱天气的减产效应已经基本反映在价格当中；此前阿根廷丰产预期很强，要防止预期外的天气变化对产量的不利影响。总体而言，南美对大豆价格的边际影响将逐渐减弱。重点关注美豆种植面积，此前增产预期较为强力，如果种植面积不及预期，可能拉高大豆价格。总体而言，我们认为二季度大豆价格易涨难跌。

（六）玉米价格或将持续震荡格局

2024 年，玉米价格一波三折。从年初到 1 月 22 日，玉米价格震荡下行，主要是年关将近，供应端变现需求强烈，价格支撑减弱。1 月 23 日至 2 月底，玉米价格回升，主要得益于政策性增储提振市场信心。2 月底至 3 月底，增储边际效应减弱，供应边际增强，带动玉米价格下跌。



图 24 2024 年一季度玉米价格走势

展望 2024 年二季度，供给端，根据 USDA 的报告，全球玉米种植面积和产量预期双增，总供给宽松局面基本落实。我国进口以巴西玉米为主，其干旱问题将是关键变量，恐对二茬玉米播种和生长带来影响。需求方面，下游生猪养殖和深加工利润较为平稳，饲料和深加工需求较好。总体而言，玉米价格缺乏明显多空方向，二季度大概率为有底震荡格局。

五、人工智能

（一）一季度亮点事件梳理

2024 年一季度，人工智能大模型技术持续迭代，多家大模型相继取得新突破，全球主要机构的布局也愈发明朗。

国际方面，主要进展在多模态和视频生成模型上。2 月 16 日，OpenAI 发布 Sora 模型，可以根据用户输入的文本描述或静态图像生成一段视频内容。相比此前的视频生成模型只能生成 4 秒左右的“动图”，Sora 一下将视频长度扩展到 60 秒。且其拥有更强的语义理解能力、对不同宽高比和分辨率的适应能力，以及更优秀的视频扩展能力。于此同时，还能在单个生成的视频中创建多个镜头且支持镜头的运动，即便人和物被遮挡或离开画面后，其行为也能较为准确地被保存和呈现。2 月 17 日，Meta 发布 V-JEPA 模型，主打对图片和视频的“预测”能力，

能够利用人类的抽象能力预测图片或视频中被遮挡的部分。2月26日，谷歌发布 Genie，它是一个 110 亿参数的基础世界模型，可以通过单张图像或文字描述生成可交互的世界环境。相比 Sora，Genie 的主要特点在于可交互性或者说可玩性，它能够在一定程度上理解空间和物体之间的互动关系，并对潜在的动作进行预测。

国内方面，一是人工智能模型文本处理容量取得突破。3月18日，月之暗面宣称其 Kimi 智能助手的上下文窗口已从 20 万汉字拓展至 200 万汉字，在智能搜索、高效阅读、资料整理、辅助创作和编程助力等方面表现亮眼。3月22日，阿里通义千问大模型宣布免费开放 1000 万字的长文档处理功能，成为全球文档处理容量最大的 AI 应用。

二是人工智能模型布局向立体式发展。百度于 3 月 21 日和 27 日接连举办百度智能云产品发布会，升级和推出了多款人工智能云产品。其一，产业级 AI 原生应用开发平台 App Builder，提供代码态和零代码态两种形态的服务，继承了百度搜索、语音合成、字符识别和图像识别等 55 个组件工具，并可一键对接多个平台对外分发。其二，推出基于垂直场景的轻量级大模型。首先是 ERNIE Speed、ERNIE Lite 和 ERNIE Tiny，其中，规模相对较大的 ERNIE Speed 为百亿级参数量，根据特定产业应用场景精调后的表现可以超越百度的文心大模型 ERNIE4.0；规模最小的 ERNIE Tiny 参数规模约为亿级，能以约三分之二的成本实现接近 ERNIE3.5 的性能。于此同时，百度还推出了 ERNIE Character 和 ERNIE Functions 两个精调产品，前者专为角色扮演类场景研发，适合游戏 NPC、智能客服等场景；后者则定位智能工具，可以执行订票、查询航班等任务。其三，推出 7 款大模型应用产品，包括一念（营销内容创作）、曦灵（数字人）、客悦（智能客服）、甄知（知识管理）、超级助理（办公辅助）、百度 GBI（数据分析）、Comate2.0（代码编写）。目前，百度人工智能布局愈发明朗，如表 3 所示，基本形成了基础通用大模型-轻量级大模型-精调垂直场景模型的三层结构，其中基础大模型面向通用场景；轻量级大模型用于特定产业的定制训练并提供三种不同的参数量级，可供产业用户根据模型能力需求和预算自行选择；垂直场景模型则已经过精调，适用于特定场景。

表 3 百度人工智能产品布局

	基础通用大模型		轻量级大模型			垂直场景精调模型	
模型名称	文心 ERNIE 4.0	文心 ERNIE 3.5	ERNIE Speed	ERNIE Lite	ERNIE Tiny	ERNIE Character	ERNIE Functions
上下文长度	8k	8k	8k/128k	8k	8k	8k	8k
输入 (元/千 token)	0.12	0.012	0.004	0.003	0.001	0.004	0.004
输出 (元/千 token)	0.12	0.012	0.008	0.006	0.001	0.008	0.008

(二) 人工智能与经济金融的关系

在人工智能井喷式发展的浪潮下，其对经济金融的影响受到业界和学界广泛关注。根据 IMF 的统计，全球 40% 的岗位与人工智能相关，其中发达经济体 60% 的工作与人工智能有关，而新兴市场经济体和低收入经济体的占比则分别为 40% 和 26%。因此，从国别视角来看，人工智能的快速发展可能会增大国家与国家之间的差距，加剧数字鸿沟。而从国内视角来看，人工智能对某一岗位的影响要看其提供的是替代效应还是互补效应，如果人工智能能够完全替代某一岗位的全部工作，那么它将对现有岗位工作者造成负面冲击；反之，如果人工智能能够提高某一岗位人员的生产率，那么它事实上起到补充人类劳动的作用，有利于产出的增长。在总收入层面，如果互补效应大于替代效应，那么就存在经济总产出的帕累托改善路径。而在收入结构和财富分配层面，一般认为，受过高等教育的群体和高收入群体更容易接受和利用人工智能的互补性，这意味着人工智能可能会拉大贫富差距；而年龄较大的人群对人工智能的接受程度不如年轻群体，这可能会导致代际收入的再分配。

2024 年《政府工作报告》中提出“制定支持数字经济高质量发展政策，积极推进数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合。深化大数据、人工智能等研发应用，开展人工智能+行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群。”在人工智能方面，我国与国际先进水平（主要指美国）仍存一定差距。一是算力资源短缺，这主要受制于美国芯片禁令；二是算法积累不足，与 OpenAI、谷歌等领头羊在模型架构设计方面的差距较大；三是训练数据数量和质量不佳。数量上，数字化的中文素材（以中文互联网内容为主）相对英文素材体量差距较

大,主流大模型训练数据集基本以英文为主。质量上,中文训练数据集清洗缺乏,语料库质量低、丰富度差,也阻碍了中文人工智能模型训练。此外,国内几家平台以数据为护城河,各自垄断数据资源独立发展,进一步限制了数据数量和多样性。

在金融投资方面,人工智能产业已成投资热门领域。据多家机构预测,从现在到 2030 年,人工智能市场规模将以 32%左右的复合增长率增长。主要被分为基础层、技术层和应用层三大投资方向。其中,基础层包括硬件(芯片、GPU、光模块、冷却系统、线缆等)、软件、算力平台、数据平台等;技术层包括 AI 算法、大模型、自然语言处理、智能交互等;应用层则包括智能制造、智能交通、智能金融、数字人等诸多细分场景。总体而言,当前仍处于人工智能发展初期,基础层投资特别是算力投资仍是金融关注的热点。由于大模型的快速研发迭代产生了持续大额的算力缺口,拉动了芯片、封装技术、服务器和通信模块的快速增长,新的摩尔时代已经到来,软硬件基础设施投资的快速扩张有望为人工智能的进一步发展提供支撑。在技术层面,人工智能主要朝着多模态、3D 生成、具身智能/数字人等方面展开突破,开源模型和可供定制的轻量级模型也发展较快。于此同时, AI 也在不断赋能金融行业,目前其已在智能风控、反欺诈、投资组合分析、智能客服、智能运营等多个业务领域中得到深度应用。

六、加密资产与数字货币

(一) 一季度加密资产回顾

2024 年一季度,以比特币为代表的加密资产价格大幅上涨。截至 3 月 31 日,比特币收于 71333.65 美元,较 2023 年 12 月 31 日上涨 68.78%;以太坊收于 3647.86 美元,涨幅 59.89%。加密资产上涨与美联储降息预期强相关,相关预期在 3 月前格外强烈,加密资产上涨迅速;随着后市对降息次数预期的降低和降息开启时间预期的延后,比特币和以太坊在 3 月中旬冲高后开始盘整。在比特币涨势之下,去年获美国 SEC 批准的比特币现货 ETF 基金获得成功,有四只基金跻身历史上增长最快的 25 只 ETF 之列,到季度末,比特币现货 ETF 的资金净流入量已超过 120 亿美元。以太坊方面,虽然 3 月 13 日的坎昆升级被认为有望大幅降低二层(Layer 2)交易费用,但市场并未在价格上给出相应溢价,这可能是因

为仍然缺乏真正有实用场景的应用。



图 25 2024 年一季度比特币、以太坊价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）SWIFT 央行数字货币互联解决方案第二阶段沙盒测试结束

3 月 25 日，环球银行金融电信协会（SWIFT）宣布央行数字货币（CBDC）互联解决方案的第二阶段沙盒测试成功。该测试历时 6 个月，包含 38 个工作组成员是至今全球在主权数字货币和代币化资产方面规模最大的合作之一。其中，测试工作组吸纳了德国、法国、澳大利亚、新加坡等 7 家央行，和汇丰、花旗、渣打、德意志银行等商业银行，以及持续联结清算（CLS）和美国存托信托和清算公司（DTCC）两家金融市场基础设施。

我们从 2022 年第三季度的季报中就关注了 SWIFT 的第一阶段测试，并指出，SWIFT 实现 CBDC 跨境互联的核心是一套网关系统，它提供各法域 CBDC 网络和 SWIFT 平台之间的标准化接口，为跨境支付提供统一出入口；同时还提供智能合约、条件支付和监管功能，可以兼容各法域间不同的基础设施。随着第二阶段测试的推进，这一网关被 SWIFT 命名为“Swift 联结器”（Swift connector），其功能也取得了进步，主要体现在四方面测试用例上。一是 TvP，即数字贸易与 CBDC 的联结。通过采购订单、票据签发和支付活动通证化，用智能合约确保一旦满足交易条件就自动支付 CBDC。二是 PvP，即不同 CBDC 之间的外汇交易。

SWIFT 模拟了银行间外汇市场和 CLS 两种模式下的外汇交易。三是 DvP，即多个证券市场基础设施上的金融资产与 CBDC 的原子化券款对付。四是 LSM，即各种交易场景下的流动性节约机制。

SWIFT 表示，希望在未来的 12~24 个月中将这个 CBDC 互联平台作为产品推出，这无疑是在数字时代进一步巩固其作为全球跨境支付核心基础设施的地位。然而，2022 年乌克兰危机以来，美欧等西方国家以 SWIFT 作为金融核弹，频频挥舞制裁大棒。仅 2024 年一季度，美国财政部就发布了一系列对俄新制裁，在国别上波及了包括中国、印度、土耳其、阿联酋等诸多第三方国家企业，在制裁领域上则频频牵涉到数字货币和加密资产领域。4 月下旬，布林肯访华前，也放出“将中国踢出 SWIFT”的风声，作为谈判筹码。显然，SWIFT 已经从一个金融交易平台变成地缘政治博弈的工具，未来包括我国参与的 mBridge 等多边 CBDC 跨境支付基础设施均可能成为其竞争者和替代选择。

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。