



NIFD

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

NIFD季报

主编:原磊

全球金融市场

胡志浩 李晓华 李重阳

2026 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。

供需仍失衡，美国经济“滞胀”凸显

摘要¹

2026 年上半年，美国经济处于增长放缓但通胀黏性仍强的“滞胀”状态。在通胀尚未明显回到 2% 目标之前，美联储维持谨慎立场，联邦基金利率目标区间保持在 3.50%~3.75%。受货币政策预期反复、财政供给压力和通胀风险影响，美债利率震荡上行，10 年期美债收益率由 2025 年末的 4.18% 升至 2026 年 6 月末的 4.44%。从利率分解看，2026 年上半年美债利率上行主要由利率预期抬升驱动，期限溢价在阶段性高位保持小幅波动。

2026 年上半年，日本通胀韧性和货币政策正常化继续推升日债利率。日本 10 年期国债收益率由 2025 年末的 2.07% 升至 2026 年 6 月末的 2.69%，期限利差明显走阔；从利率分解看，期限溢价抬升是长端利率上行的主要来源。欧元区方面，弱复苏、通胀反弹后回落，短端利率上行、长端利率基本持平，利率预期上行与期限溢价回落相互对冲。展望未来，日本央行仍可能延续渐进正常化，欧央行进一步调整空间则相对有限。

2026 年上半年，新兴经济体通胀与货币政策继续分化，国债利率有下行亦有高位上行。其中，印度经济保持韧性、通胀压力相对可控，10 年期国债收益率震荡下行；俄罗斯通胀和财政压力仍大，国债收益率继续高位上行；巴西短端利率小幅回落但长端利率上行，期限利差由负转正；中国在低通胀和有效需求不足背景下，3 月期和 10 年期国债收益率均有所下行。

2026 年上半年，美元指数阶段性上行，主要货币兑美元汇率表现分化。美元指数由 2025 年末的 98.27 升至 2026 年 6 月末的 101.19，涨幅约 2.97%。分币种看，土耳其里拉、韩元、泰铢、印度卢比、日元、欧元和英镑兑美元贬值，而巴西雷亚尔、澳元、墨西哥比索和人民币兑美元升值。美元走

¹ 报告作者：胡志浩、李晓华、李重阳，中国社会科学院国家金融与发展实验室全球金融市场研究团队。

势并非单纯由利差解释，美欧利差走阔支撑美元，但美日利差收窄又对美元形成牵制，政策不确定性和避险需求仍是阶段性变量。

2026 年上半年，全球主要股市在一季度调整后于二季度明显反弹，整体呈现上涨但结构分化的特征。新兴市场指数上涨 22.68%，明显好于发达市场指数的 9.59%；日本股市、创业板指数、MSCI 新兴市场指数和纳斯达克 100 指数涨幅居前。美股方面，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分别上涨 9.55%、12.79%和 8.85%，但行业分化明显，工业、信息技术和能源表现居前，金融和可选消费相对偏弱。美股上涨主要由盈利预期和科技成长板块支撑，但高利率环境下估值扩张空间有限，回调风险仍需关注。

2026 年上半年，大宗商品走势分化显著。黄金经历剧烈行情，1 月触及 5405 美元/盎司历史新高后震荡回落，7 月跌破 4000 美元/盎司，上半年跌幅 5.93%，利率逻辑覆盖避险逻辑成为定价核心，央行购金量升价跌但结构性增持趋势未改。原油经历极端行情，年初宽松预期下低位波动，2 月底美以对伊朗军事打击致霍尔木兹海峡实质中断，供应短缺恐慌驱动布伦特原油飙升至 144.59 美元/桶，此后边打边谈高位拉锯，7 月初冲突二次升级再度推升油价，半年涨幅 47.23%。铜在宏观紧缩预期与基本面持续偏紧的拉锯中宽幅震荡，硫酸危机与库存极低水平构成支撑，半年涨幅 11.77%。铁矿石核心矛盾为供应增量持续兑现与需求韧性边际收敛之间的博弈，半年下跌 9.96%，下半年供需宽松格局将进一步强化。大豆在南美丰产宽松基调下围绕多因素拉锯运行，巴西 1.80 亿吨产量兑现抑制价格走高，但天气炒作与中国采购加快等因素也增加了价格扰动，半年涨幅 16.73%。玉米围绕结构性矛盾博弈走出“倒 V 型”格局，阶段性供需错配推动价格升至年内高点 2428 元/吨后，替代品全面冲击与饲用需求走弱驱动回落，半年涨幅 0.91%。

2026 年上半年，全球加密资产市场显著回调。截至 7 月 18 日，加密

资产总市值约 2.27 万亿美元，较 2025 年末缩水 26.06%；比特币收于 6.48 万美元，较 2025 年末下跌 25.96%。稳定币总市值 2990 亿美元，仅微增 0.18%，扩容明显放缓。美元稳定币占比 98.36%，泰达币（USDT）以 60.5% 的份额维持主导地位。与之形成对比，现实世界资产（RWA）代币化市场保持高增长，总市值达 347 亿美元，较 2025 年末增长 60.40%，其中美国国债 RWA 占比最高达 45.86%，股票 RWA 涨幅达 101.60%。监管层面，主要经济体加速推进立法。美国证券交易委员会（SEC）与商品期货交易委员会（CFTC）联合发布数字资产解释性指引与最终规则，参议院推出《CLARITY 法案》新版草案；英国金融行为监管局完成最终规则手册定稿；香港先后落地稳定币牌照、虚拟资产全链条监管框架和税务信息交换立法。国际资金清算系统（SWIFT）从报文网络向统一结算层升级。主权数字货币方面，数字欧元获欧洲议会通过并启动 36 家试点机构；日本零售与批发型央行数字货币协同推进；数字人民币生态持续扩展，22 家机构接入“数币达”（CBETS）平台，多边央行数字货币桥（mBridge）国际合作持续推进。

目 录

一、全球债券市场情况	1
（一）美国呈现“滞胀”格局，美债利率震荡上行	1
（二）日本通胀韧性与政策正常化延续，期限溢价推升日债利率	2
（三）欧元区弱复苏、通胀反弹后回落，利率预期与期限溢价对冲	3
（四）新兴经济体通胀与货币政策分化，国债利率下行或高位上行	4
二、全球外汇市场情况	7
（一）美元指数阶段性上行，主要货币表现分化	7
（二）中美国债负利差走阔，人民币仍小幅升值	7
三、全球股票市场情况	8
（一）全球股市震荡反弹，结构分化明显	8
（二）美股 V 型反弹后再创新高，行业表现明显分化	9
四、大宗商品	11
（一）黄金：避险逻辑失效，利率逻辑主导	11
（二）原油：地缘脉冲下的供需再平衡	15
（三）铜：宏观紧缩预期与基本面持续偏紧之间的拉锯	17
（四）铁矿石：供需博弈下的宽幅震荡	19
（五）大豆：供给宽松基调下的多因素拉锯	21

(六) 玉米：阶段性供需错配与替代品分流	23
五、数字资产	25
(一) 加密资产市值缩水，价格显著下跌	25
(二) 稳定币市场扩容放缓	26
(三) 现实世界资产（RWA）市场保持高增长	27
(四) 全球加密资产监管跟踪	28
(五) 主权数字货币进展跟踪	31

一、全球债券市场情况

（一）美国呈现“滞胀”格局，美债利率震荡上行

2026 年上半年，美国经济增长速边缘放缓，通胀反弹。从增长来看，一季度实际 GDP 按年率计算环比增长 2.1%，二季度放缓至 1.5%，经济由前期强韧扩张转向温和增长。居民消费仍是支撑美国经济的主要力量，但高利率对耐用品消费、房地产交易和企业资本开支的抑制逐步显现，私人投资和库存变化对季度增速的扰动加大。从物价来看，通胀黏性仍然较强，核心个人消费支出（PCE）同比由 1 月的 3.10% 逐步抬升，6 月达到 3.29%，明显高于 2% 的政策目标，说明服务价格、住房相关成本和工资成本对通胀回落形成制约。从就业来看，劳动力市场虽较前期降温，但失业率仍处于相对低位，6 月约为 4.2%，新增就业和工资增速没有出现快速恶化，因而美国经济更多表现为“软着陆过程中的放缓”，而非需求突然收缩。

在通胀尚未显著回到目标之前，美联储保持谨慎立场。2026 年上半年，联邦基金利率目标区间维持在 3.50%~3.75%，实际政策利率仍处于限制性区间。在此背景下，3 月期美债收益率由 2025 年末的 3.67% 升至 2026 年 6 月末的 3.87%，10 年期美债收益率由 4.18% 升至 4.44%，10 年-3 月期限利差由 51BP 小幅走阔至 57BP。短端和长端利率同步上行、曲线斜率仅小幅变化，说明投资者对未来政策利率路径和财政供给压力仍保持较高敏感度。

从利率分解来看，2026 年上半年美债利率上行主要由利率预期抬升驱动。10 年期零息利率由 2025 年末的 4.24% 升至 2026 年 6 月末的 4.48%；其中，利率预期由 3.49% 升至 3.96%，上行约 47BP，期限溢价则由 0.75% 回落至 0.51%，下降约 24BP。也就是说，市场对未来短端利率路径的重新定价，是推动美债长端利率上行的核心因素。这一结构表明，上半年美债市场定价的核心不是对远期财政风险的单向放大，而是对“高利率维持更久”的重新确认；同时，全球资金对美元资产的配置需求、风险偏好阶段性改善以及长端实际利率吸引力，也在一定程度上限制了期限溢价。

综合来看，美国经济处于增长放缓但通胀黏性仍强的“滞胀”状态，债券市场也呈现基本面和政策预期相互拉扯的特征。未来美债利率走势取决于两个方向的力量：一方面，若居民消费、房地产和就业进一步走弱，市场降息预期可能重

新升温，带动短端和长端利率下行；另一方面，若核心通胀回落不及预期，叠加财政赤字、国债发行供给和政策不确定性，美债利率仍难以大幅下行。总体看，美债长端利率的下行空间受到通胀韧性和财政供给压力约束，但经济增速放缓又限制其继续显著上行。预计 2026 年下半年 10 年期美债收益率仍将以高位波动为主，市场交易主线将在货币政策预期、通胀数据和财政供给之间反复切换。

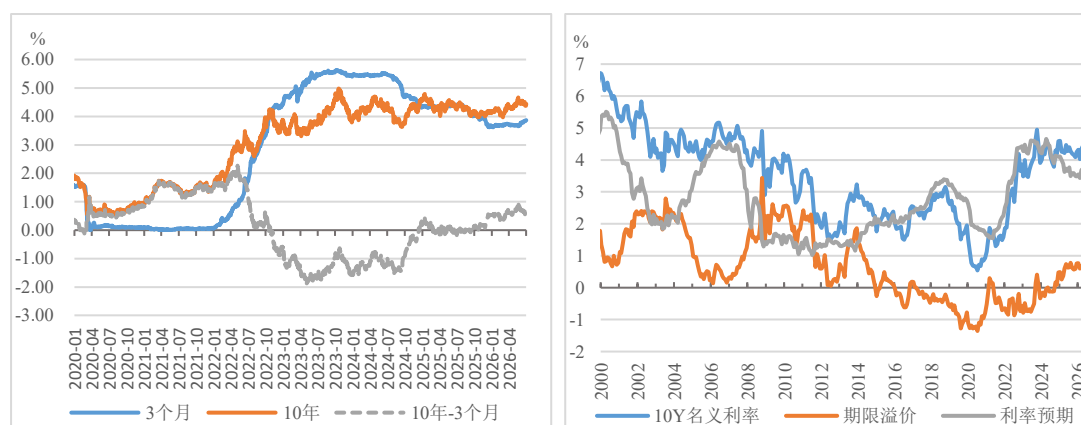


图 1 美国国债利率和期限利差 图 2 美债利率分解：利率预期与期限溢价

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）日本通胀韧性与政策正常化延续，期限溢价推升日债利率

2026 年上半年，日本经济处于温和修复但动能不均衡的状态，通胀韧性和货币政策正常化预期继续推升国债收益率。其中，工资上涨对居民收入形成支撑，但消费恢复仍不稳固，外需和日元汇率波动也对企业盈利和进口成本产生影响。在此背景下，市场更关注日本能否形成较为持续的工资-物价循环，以及日本央行在通胀高于长期目标时的政策正常化节奏。日本国债收益率整体上行，且长端上行幅度明显大于短端。2 年期国债收益率由 2025 年末的 1.17% 升至 2026 年 6 月末的 1.38%，10 年期国债收益率由 2.07% 升至 2.69%，10 年-2 年期限利差由 90BP 走阔至 131BP。收益率曲线走陡，反映出市场对日本中长期通胀、财政可持续性以及国债供需结构的重新定价。

从利率分解来看，期限溢价抬升是日债长端利率上行的主要来源。2026 年上半年，日本 10 年期零息利率由 2.09% 升至 2.75%，上行约 65BP；其中，利率预期由 0.80% 升至 0.91%，仅上行约 12BP，期限溢价则由 1.26% 升至 1.79%，上行约 53BP。这说明市场虽然认可日本央行仍会采取渐进式正常化，但对未来国债供给、央行购债规模调整以及长期通胀风险的补偿要求明显提高。展望未来，

若工资-物价循环延续、日元仍承压，日本央行仍可能继续渐进正常化，日债利率中枢或保持抬升；但若外需放缓、消费恢复不稳或金融市场对利率上行反应过强，日债利率上行节奏也会受到抑制。

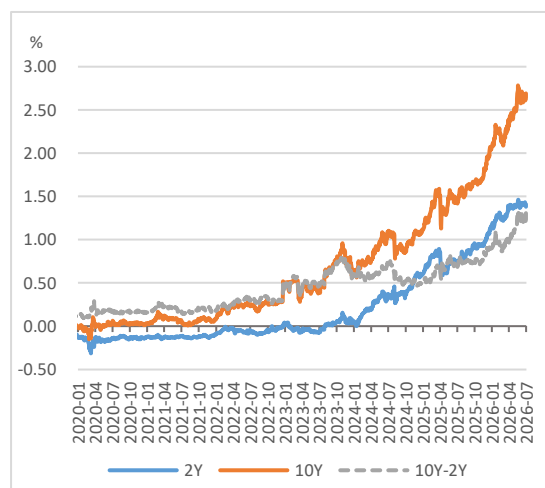


图3 日本国债利率



图4 日债利率分解：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。

（三）欧元区弱复苏、通胀反弹后回落，利率预期与期限溢价对冲

2026 年上半年，欧元区经济延续弱复苏，增长动能仍明显弱于美国。制造业修复较慢，服务业和就业市场对经济形成一定支撑，但居民实际收入恢复、企业投资信心和外需改善均较为有限。通胀方面，欧元区物价升至 5 月高点后回落，但服务通胀和工资成本仍有黏性，财政扩张预期也使通胀难以趋向政策目标。在此背景下，欧元区公债短端利率由 2025 年末的 1.98% 升至 2026 年 6 月末的 2.28%，10 年期公债收益率由 2.95% 小幅回落至 2.92%，10 年-3 个月期限利差由 97BP 收窄至 64BP。短端上行、长端基本持平，使欧债曲线整体趋平，反映出市场一方面上修政策利率预期，另一方面仍对欧元区中长期增长保持谨慎。

从利率分解来看，欧元区 10 年期零息利率 2026 年上半年基本持平，并非单一因素驱动。名义利率由 2025 年末的 2.91% 小幅降至 2026 年 6 月末的 2.88%。其中，利率预期由 1.25% 升至 1.60%，上行约 35BP，期限溢价则由 1.64% 降至 1.28%，下降约 36BP，两者几乎完全对冲。利率预期上行，主要受通胀反弹、欧洲央行政策调整节奏以及财政扩张影响；期限溢价下降，则与增长偏弱、长期通胀预期相对稳定以及避险资金对欧元区核心债券的配置需求有关。展望未来，欧央行进一步调整空间有限，财政扩张、国防和基础设施投资需求可能对长端利率

形成支撑，但经济增长偏弱又限制利率持续上行，欧债长端利率大概率维持区间震荡。



图 5 欧元区公债利率

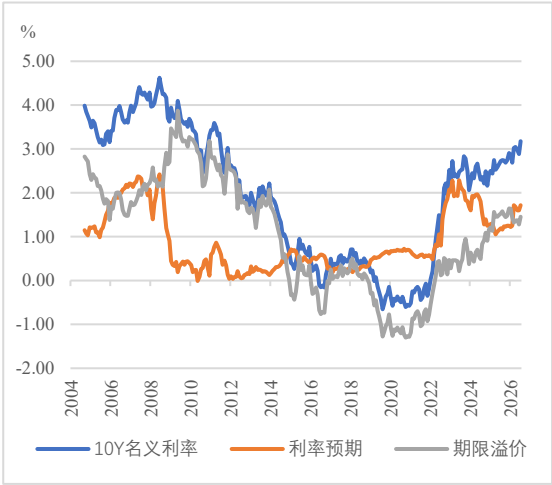


图 6 欧债利率分解：利率预期与期限溢价

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（四）新兴经济体通胀与货币政策分化，国债利率下行或高位上行

2026 年上半年，新兴经济体通胀、增长与政策取向继续分化，国债利率走势也明显分层。在外部环境上，美元和美债利率高位波动使新兴市场资本流动仍较敏感，大宗商品价格和地缘风险也会通过贸易条件、通胀预期和汇率渠道影响本币债券定价。在内部环境上，各经济体的财政约束、央行信誉、通胀结构和增长动能差异较大，导致利率走势各异。总体看，印度和中国利率整体下行或保持低位，反映通胀压力相对可控和政策环境偏稳；俄罗斯和巴西利率仍处高位，长端利率上行反映通胀、财政和风险溢价压力仍未消退。

2026 年上半年，印度经济保持韧性，国内需求和基础设施投资对增长形成支撑，通胀压力相对可控，国债利率震荡下行。具体来看，印度短端利率基本持平，由 2025 年末的 5.25%微升至 2026 年 6 月末的 5.26%；10 年期国债收益率由 7.02%降至 6.75%，下行约 26BP。短端利率稳定而长端下行，说明政策利率预期变化不大，但市场对未来通胀和期限溢价的担忧有所缓和。展望未来，财政整顿进程、食品价格波动、国际油价和外资流动仍是影响印度债券市场的重要变量。若通胀继续温和、财政融资压力可控，印度长端利率仍将维持低位；若油价或食品价格重新上行，利率下行空间将受到限制。

2026 年上半年，俄罗斯国债利率继续高位上行，整体仍处于高利率、高波动

状态。短端利率由 2025 年末的 12.10% 升至 2026 年 6 月末的 13.52%，10 年期国债收益率由 14.44% 升至 16.44%，上行约 200BP。高通胀、财政支出压力和地缘风险共同推升期限溢价，使投资者对持有中长期债券要求更高补偿。长端利率上行幅度大于短端，说明市场关注的不仅是短期政策利率水平，也包括未来通胀中枢、财政融资和制裁环境对俄罗斯资产定价的持续影响。展望未来，即使政策利率存在阶段性调整空间，只要通胀预期和财政压力没有明显缓和，俄罗斯国债收益率仍可能维持高位波动。

2026 年上半年，巴西短端利率小幅回落但长端利率上行，期限利差由负转正。短端利率由 2025 年末的 14.06% 降至 2026 年 6 月末的 13.79%，反映市场对短期政策边际缓和有所定价；而 10 年期国债收益率由 13.86% 升至 14.33%，上行约 47BP，期限利差由 -20BP 走阔至 54BP。利率结构变化表明，巴西市场并不只交易短期降息预期，更关注中长期通胀预期、汇率波动以及财政情况。由于公共债务和财政支出约束仍是影响巴西风险溢价的核心变量，长端利率对财政和通胀预期变化较为敏感。展望未来，若财政可信度改善、通胀继续回落，巴西长端利率有望趋稳；若汇率承压或通胀预期再度上行，收益率曲线仍可能保持较陡状态。

2026 年上半年，中国经济延续修复，但有效需求不足和价格低位运行仍对债券市场形成支撑。宏观政策保持宽松取向，市场流动性充裕，实体融资成本处于低位，债券市场对增长修复斜率和通胀回升力度仍保持谨慎。具体来看，3 月期利率由 2025 年末的 1.27% 降至 2026 年 6 月末的 1.04%，10 年期国债收益率由 1.85% 降至 1.73%，期限利差由 58BP 小幅走阔至 69BP。短端利率下行主要反映流动性宽松和资金利率中枢下降，长端利率下行则更多体现市场对低通胀、信用需求偏弱和资产荒环境的定价。展望未来，若财政发力和地产修复带动需求改善，长端利率下行空间可能收窄；若物价和信用扩张仍偏弱，中国国债利率仍将维持低位震荡。

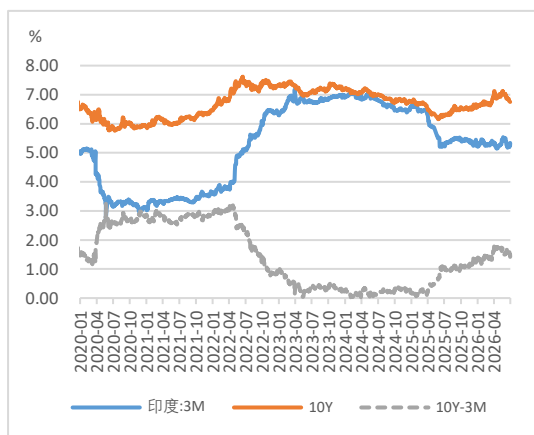


图7 印度国债利率

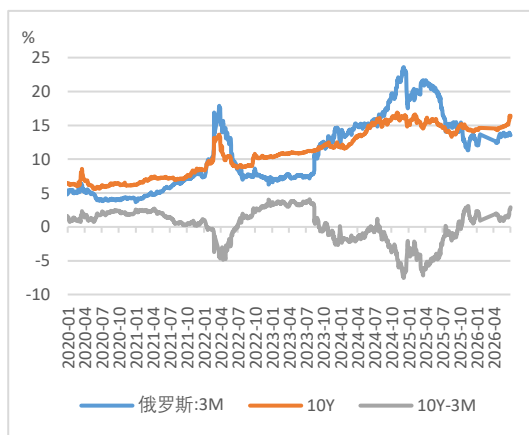


图8 俄罗斯国债利率

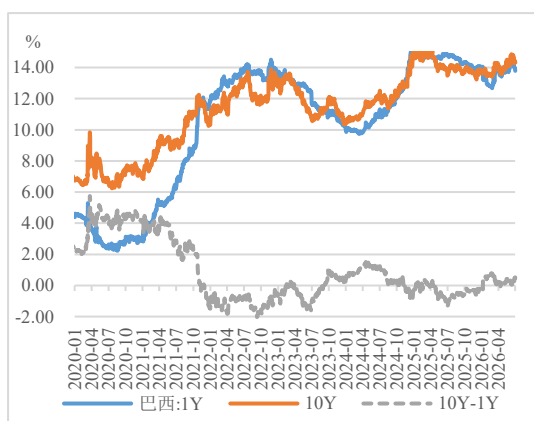


图9 巴西国债利率

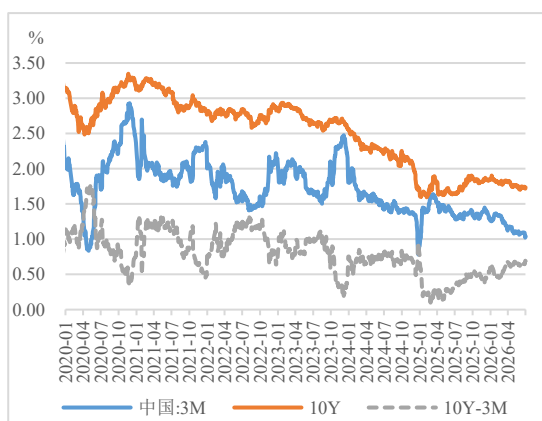


图10 中国国债利率

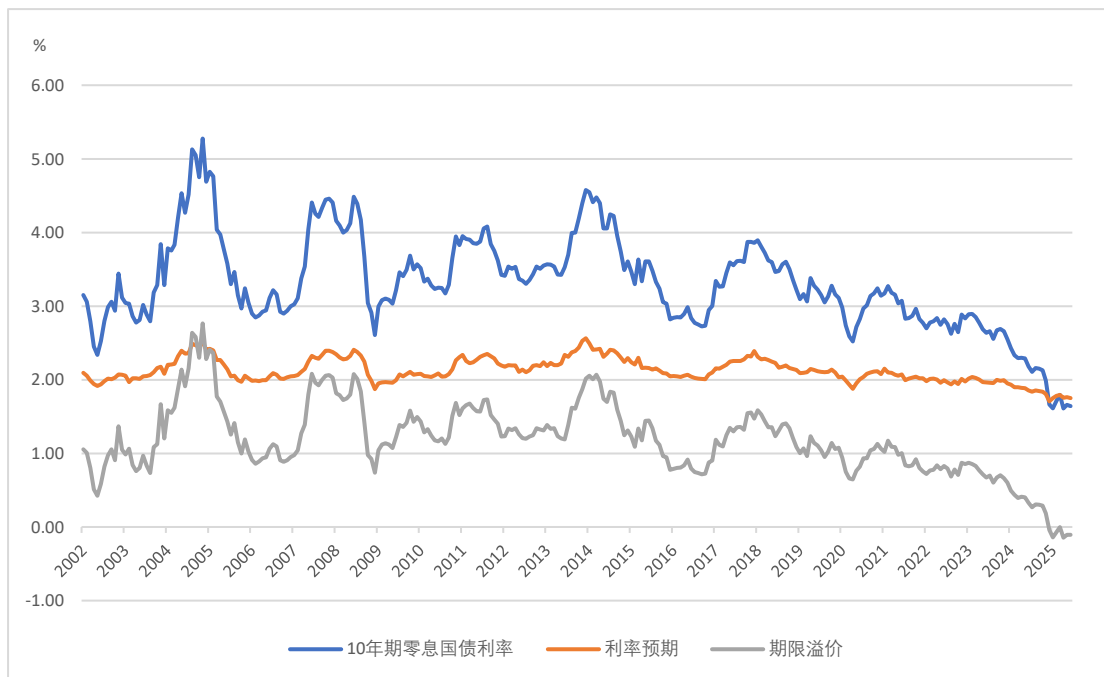


图11 中债利率分解：利率预期与期限溢价

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）美元指数阶段性上行，主要货币表现分化

2026 年上半年，美元指数伴随美国利率高位震荡阶段性上行。整体来看，美元指数由 2025 年末的 98.27 升至 2026 年 6 月末的 101.19，涨幅约 2.97%。同期，美欧利差由 1.19 个百分点扩大至 1.52 个百分点，对美元形成支撑；美日利差则由 2.06 个百分点收窄至 1.75 个百分点，对美元形成一定牵制。因此，2026 年上半年美元走势并非简单由利差单独解释，政策不确定性、风险偏好和避险需求共同影响汇率定价。分货币看，土耳其里拉、韩元、泰铢、印度卢比、日元、欧元和英镑兑美元贬值，而巴西雷亚尔、澳元、墨西哥比索和人民币兑美元升值，主要货币呈现明显分化。

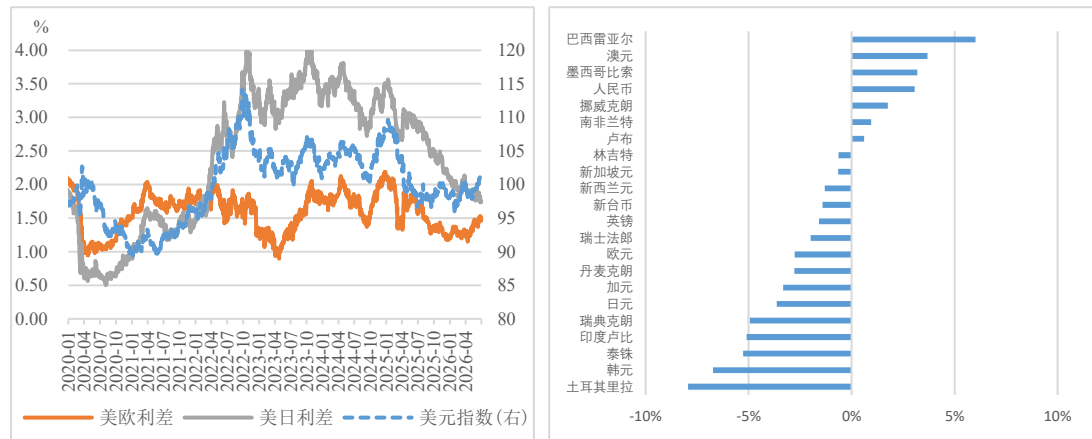


图 12 美元指数与国债利差

图 13 2026 年上半年主要货币汇率变化

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）中美国债负利差走阔，人民币仍小幅升值

2026 年上半年，人民币兑美元在中美国债负利差走阔背景下仍小幅升值。10 年期中美利差由 2025 年末的-2.33 个百分点扩大至 2026 年 6 月末的-2.71 个百分点，3 个月中美利差由-2.40 个百分点扩大至-2.83 个百分点；但人民币兑美元仍升值约 3.07%。这说明人民币走势并不完全由中美利差决定，美元阶段性强弱、跨境结售汇、政策预期和国内资产价格表现均会共同影响汇率。展望未来，若美元指数维持高位且中美负利差继续走阔，人民币仍面临阶段性贬值压力；但在稳汇率预期和经常账户韧性支撑下，人民币兑美元大概率保持双向波动。



图 14 人民币汇率与美元指数

数据来源：wind。

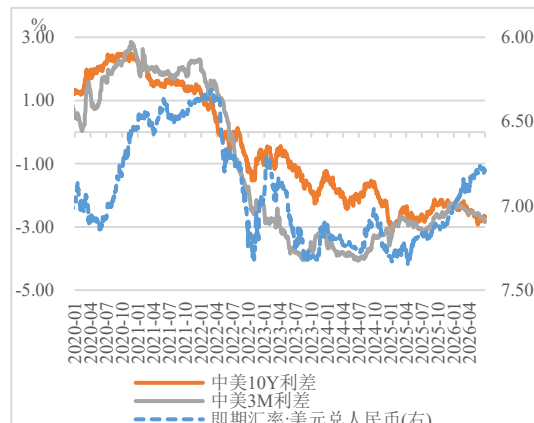


图 15 人民币汇率与中美利差

三、全球股票市场情况

(一) 全球股市震荡反弹，结构分化明显

2026 年上半年，全球主要股市在一季度调整后于二季度明显反弹，整体上涨但结构分化明显。美国利率高位震荡、人工智能产业链景气和风险偏好修复，是推动二季度股市反弹的重要因素。上半年整体来看，MSCI 新兴市场指数上涨 22.68%，明显高于 MSCI 发达市场指数的 9.59%；东京日经 225 指数、创业板指数、MSCI 新兴市场指数、纳斯达克 100 指数和深证成份指数涨幅居前。与此同时，孟买 Sensex30 指数、恒生指数和俄罗斯 RTS 指数下跌，说明新兴市场内部同样分化明显。

表 1 2026 年上半年全球主要股票指数涨跌情况 (%)

	H1	Q2	Q1
东京日经 225 指数	39.18	37.21	1.44
创业板指数	35.58	36.35	-0.57
MSCI 新兴市场指数	22.68	23.31	-0.51
纳斯达克 100 指数	19.91	27.53	-5.98
深证成份指数	19.82	20.24	-0.35
纳斯达克综合指数	12.79	21.41	-7.11
欧洲证券交易所 100 指数	11.95	11.09	0.77
MSCI 全球指数	10.43	14.46	-3.52
MSCI 发达市场	9.59	13.53	-3.46
标准普尔 500 指数	9.55	14.87	-4.63
欧元区 STOXX50 价格指数	9.27	13.62	-3.83
中小板综指	8.89	8.90	0.00
道琼斯工业平均指数	8.85	12.90	-3.58
伦敦富时 100 指数	5.70	3.15	2.47
上证综合指数	3.16	5.20	-1.94
巴黎 CAC40 指数	3.12	7.51	-4.08
法兰克福 DAX 指数	2.06	10.21	-7.39
孟买 Sensex30 指数	-10.26	6.30	-15.57
恒生指数	-10.73	-7.69	-3.29
俄罗斯 RTS 指数	-15.17	-12.20	-3.38

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）美股 V 型反弹后再创新高，行业表现明显分化

2026 年上半年，美股在一季度回调后于二季度快速反弹。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上半年分别上涨 9.55%、12.79%和 8.85%；其中，纳斯达克综合指数二季度上涨 21.41%，显著修复一季度跌幅。从行业看，标普 500 指数多数行业上涨，工业、信息技术和能源上半年分别上涨 19.46%、19.43%和 17.98%，表现居前；材料、房地产和日常消费也实现正收益。相较之下，金融和可选消费上半年分别下跌 2.06%和 1.11%，通讯服务仅小幅上涨 0.45%。整体看，美股上涨仍由盈利预期和科技成长板块支撑，但高利率环境下估值扩张空间有限，回调风险仍需关注。

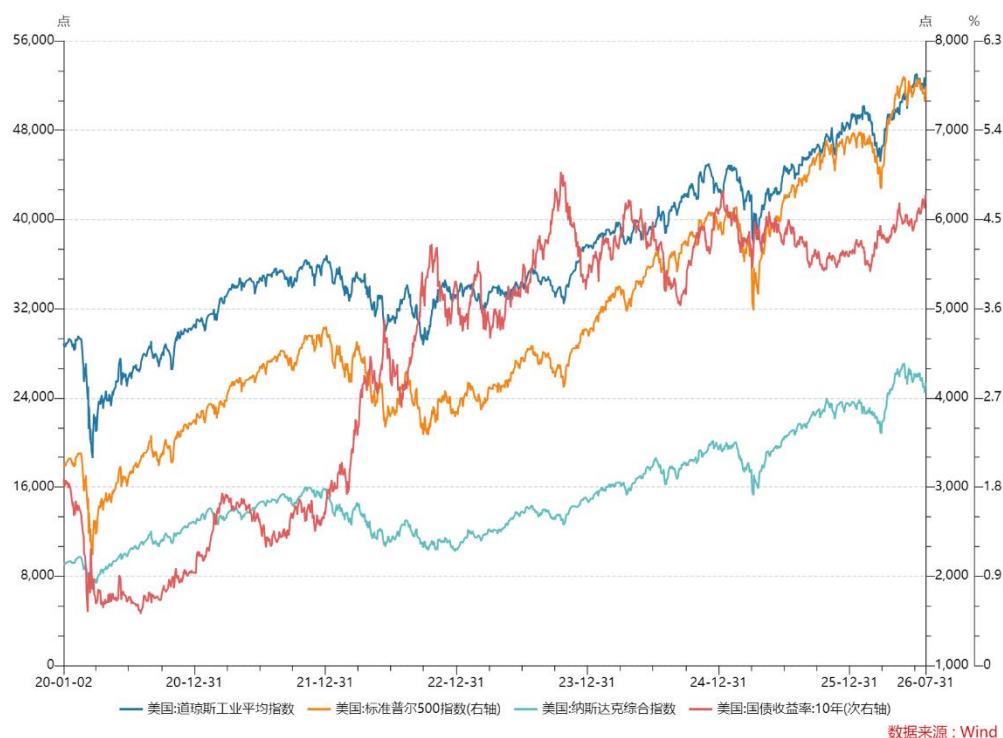


图 16 美国股票指数走势

数据来源：wind。

表 2 2026 年上半年标准普尔 500 指数各行业表现 (%)

	H1	Q2	Q1
工业	19.46	14.53	4.30
信息技术	19.43	31.60	-9.25
能源	17.98	-14.03	37.24
材料	11.09	1.63	9.30
房地产	9.67	7.59	1.94
综合	9.55	14.87	-4.63
日常消费	6.72	-0.27	7.01
公用事业	6.19	-1.23	7.52
医疗保健	2.56	8.29	-5.29
通讯服务	0.45	8.12	-7.10
可选消费	-1.11	9.09	-9.35
金融	-2.06	8.59	-9.80

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 10.00%，这是基于 FactSet 的市场调查研究报告；（2）当前无风险利率为 4.44%；（3）未来无风险利率预期值，设定为 4.00%，基于美国未来大概率处于滞胀情景；（4）长期稳定增长率，设定为 4.43%；（5）股票风险溢价 ERP ，设定为 4.25%，基于过去 10 年 ERP 均值。我们基于 2026 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 指数市场价格相对合理。依据上述参数基准情形，通过 Damodaran 模型估算，2026 年 6 月 30 日，标普 500 指数的内在价值等于 7692.5，当日市场价格点 7499.4，市场价格比模型估值低 2.51%。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 4.35%，略高于过去 10 年的平均值 4.25%。展望未来，美股上涨仍依赖盈利的高速增长和货币政策的稳定。若美股盈利不及预期或货币政策转向收紧，美股则面临回调风险。

四、大宗商品

（一）黄金：避险逻辑失效，利率逻辑主导

2026 年上半年，黄金经历了剧烈而戏剧性的行情演绎。截至 7 月 21 日，伦

敦现货金从 2025 年末的 4307.95 美元/盎司跌至 4052.30 美元/盎司，累计下跌 255.65 美元，跌幅 5.93%。期间金价于 1 月 29 日触及 5405.00 美元/盎司的历史高点，随后于 7 月 16 日下探至 3993.55 美元/盎司的年内低点，振幅达 35.29%。沪金主力合约同期从 981.22 元/克跌至 879.22 元/克，跌幅 10.40%，年内最高 1218.88 元/克、最低 871.90 元/克。从波动结构看，上半年行情大致可划分为五个阶段：

第一阶段为 2026 年 1 月份的牛市冲顶行情，金价创下历史新高。2025 年全年黄金涨幅显著，市场延续强烈的降息预期进入 2026 年，年初市场定价美联储年内降息 2 至 3 次，为贵金属提供了坚实的利率逻辑支撑。与此同时，地缘层面的多重风险叠加——美委关系紧张、格陵兰岛主权争端、美欧关税矛盾加剧——持续推升去美元化情绪。日本政坛出现黑天鹅事件，日债遭到集中抛售，长端利率创下历史新高，全球主权债市场的共振效应进一步放大了避险资金的涌入。在上述多重因素驱动下，伦敦金 1 月 27 日站上 5100 美元/盎司，1 月 29 日盘中触及 5598.75 美元/盎司的历史高点，单月涨幅超过 20%。

第二阶段为 2026 年 1 月底至 2 月的沃什提名冲击与反弹行情。1 月底，美国总统特朗普提名凯文·沃什（Kevin Warsh）担任美联储主席，这一人选显著偏离市场此前对鸽派候选人的定价。沃什以鹰派立场著称，长期主张在降息的同时推进缩表，并多次批评量化宽松政策的副作用。提名消息公布后，金银价格在短短几个交易日内累计下跌超过 20%，2 月初伦敦金回落至 4715 美元/盎司附近。但此后的反弹力度同样超出预期，在抄底买盘的持续推动下，2 月末伦敦金回升至 5222 美元/盎司，几乎回到前高区域。

第三阶段为 2026 年 2 月底至 3 月的美伊冲突引发的第二轮抛售，也是上半年跌幅最剧烈的阶段。2 月末，美国与以色列对伊朗发动军事打击，霍尔木兹海峡事实性关闭导致原油价格急剧飙升，通胀预期随之大幅抬升。美国个人消费支出（PCE）价格指数同比增速从 2 月的 2.80% 快速攀升至 3 月的 3.50%，市场对美联储的政策预期迅速从“何时降息”转向“是否加息”。利率逻辑在此阶段完全压倒了传统避险逻辑，3 月 23 日“黑色星期一”，伦敦金跌破 4100 美元/盎司，单日跌幅超过 8.7%，3 月全月累计下跌约 11.60%，录得 2008 年以来最差单月表现。同期，土耳其央行以掉期形式在两周内抛售超过 80 亿美元黄金以捍卫里拉，

全球黄金 ETF 录得 2022 年以来最大单月净流出，加剧了下行压力。

第四阶段为 2026 年 4 月至 5 月的弱修复与盘整。3 月 23 日特朗普宣布暂停对伊朗能源设施的打击 5 天，阶段性低点确认，金价围绕 4500 至 4800 美元/盎司区间宽幅震荡。美伊停火谈判反复拉锯，市场对冲突前景的判断持续摇摆。美国非农就业数据持续超预期，加息预期逐步升温，叠加科技股尤其是纳斯达克指数的资金虹吸效应，贵金属市场面临持续的资金流出压力。

第五阶段为 2026 年 6 月至 7 月中旬的加息预期击穿与触底。6 月初公布的美国 5 月非农就业人口新增 17.20 万人，为市场预期 8.80 万人的近两倍，彻底击碎了市场残存的降息预期。6 月中旬美伊达成停火协议后原油价格大幅回落，进一步削弱了通胀对冲需求。6 月 17 日至 18 日的美联储 FOMC 会议维持联邦基金利率在 3.50% 至 3.75% 不变，点阵图中有 9 名委员预计年内将加息一次。受此影响，伦敦金跌破 4000 美元/盎司关口，6 月末收于 4026 美元/盎司。7 月 16 日，金价触及 3993.55 美元/盎司的年内新低，但随后 6 月消费者价格指数数据显示通胀超预期回落，沃什在国会听证会上的态度亦较预期温和，7 月加息概率从 41.70% 骤降至 16.60%，金价于 7 月 21 日小幅反弹至 4052.30 美元/盎司。



图 17 2026 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。

总体来看，金融属性是 2026 年上半年压制金价的核心力量，在这一背景下，避险属性在上半年呈现出被利率逻辑覆盖的非典型特征。中东地缘冲突的升级并未如传统教科书所预期的那样推升金价，反而通过“能源价格→通胀预期→加息预期”的传导链条压制了贵金属价格，使利率逻辑完全覆盖了避险逻辑，形成了“地缘风险越严重、金价越下跌”的反直觉格局。这一逻辑在 3 月的美伊冲突和

7月中旬伊朗革命卫队再度宣布封锁海峡时均有体现。展望下半年，避险属性对金价的影响预计以脉冲式为主，在地缘事件爆发初期可能短暂推升金价，但若引发油价上涨并进一步强化加息预期，则中期影响仍偏负面。

全球央行购金活动在 2026 年上半年呈现量升价跌的格局，结构性增持趋势未改。据世界黄金协会数据，2026 年第一季度全球央行购金量为 243.66 吨，同比增长约 3%，高于 2025 年第四季度的 207.64 吨。回顾来看，全球央行年度购金量在 2022 年至 2024 年连续三年超过 1000 吨，2024 年全年达到 1092.37 吨，2025 年全年为 850.14 吨，虽较 2024 年有所回落，但仍处于历史较高水平。

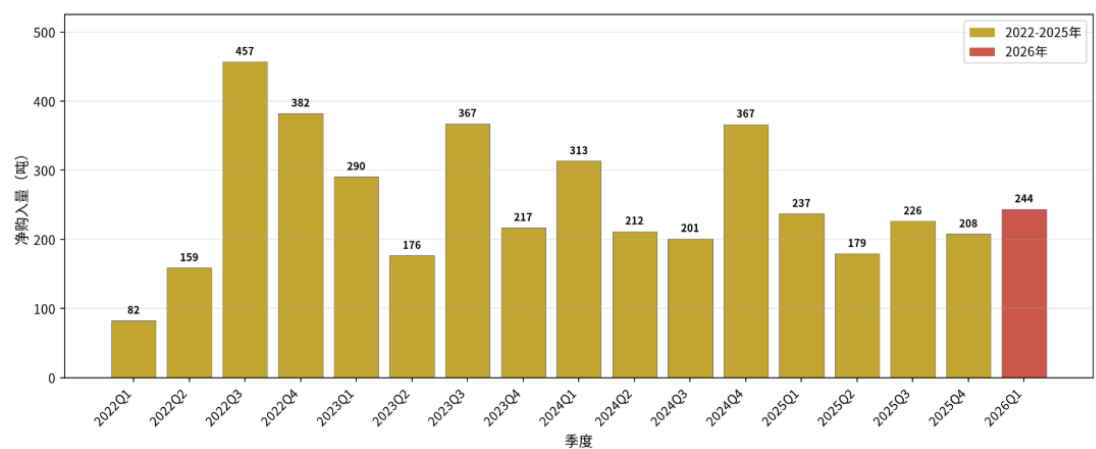


图 18 乌克兰危机以来全球央行持续净买入黄金

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

各国央行的购金行为在 2026 年上半年呈现显著分化。中国央行延续了持续的增持节奏，截至 2026 年 6 月末黄金储备达到 7544 万盎司，上半年累计增持约 40 吨，已连续 20 个月保持增持态势。土耳其央行的行为则成为上半年最大的供给侧扰动因素——3 月份以掉期形式大规模抛售约 127 吨黄金以捍卫里拉汇率，导致金价短期承压，但 4 月以后土耳其央行的操作趋于平稳，抛售压力基本消退。俄罗斯央行在 1 月至 4 月期间累计减持 27.9 吨，可能与财政支出需求有关。

从结构性视角审视，央行购金行为正在经历模式转型。本币购金机制的推广使得新兴市场经济体的央行能够在不消耗美元外汇储备的前提下增持黄金，这在一定程度上解释了为何在美元走强的背景下央行购金意愿不降反升。世界黄金协会 2026 年 6 月调查中 89% 的受访央行认为全球黄金储备总量将继续增加，45% 的受访央行计划在未来 12 个月内增加黄金储备，创该调查 2018 年启动以来

的最高水平。这反映出多数央行将黄金储备视为长期战略性资产配置的判断。中国央行连续 20 个月增持的行为模式，以及 45%受访央行计划未来一年增储的调查数据，均指向央行购金的结构性动力在中长期内仍将维持。

展望 2026 年下半年，短期来看，在美联储加息预期尚未被证伪之前，金价大概率维持偏弱震荡格局。美元指数在 100 以上的运行中枢和 10 年期美债实际利率的攀升，持续抬升持有黄金的机会成本，利率层面对金价的压制在短期内难以解除。中长期来看，央行购金和去美元化趋势构成了金价较为坚实的底部支撑。美国财政赤字的不可持续性、全球储备货币多元化的持续推进，以及本币购金新模式对央行购金约束的解除，均指向黄金的货币属性将在中长期持续发挥支撑作用。下半年金价的运行节奏可能取决于两个关键变量：一是美联储加息路径的实际兑现程度，二是中东地缘局势的演变及其对能源价格和通胀预期的传导效应。

（二）原油：地缘脉冲下的供需再平衡

2026 年上半年，原油市场经历了一轮由地缘冲击主导的极端行情。年初市场对全年供给过剩仍有较强共识，油价维持低位窄幅波动，但 2 月底美以对伊朗发动军事打击、霍尔木兹海峡出现现代能源史上最严重的实质性中断，供应短缺恐慌驱动油价暴力冲顶。此后边打边谈格局使油价在高位剧烈拉锯，6 月中旬签署的谅解备忘录曾短暂推动地缘溢价快速释放，但 7 月初冲突再度升级、海峡遭遇二次封锁，油价从低位强势反弹。截至 7 月 21 日，布伦特原油收于 92.61 美元/桶，较 2025 年末的 62.90 美元/桶上涨 47.23%；WTI 原油收于 84.34 美元/桶，较 2025 年末的 57.42 美元/桶上涨 46.88%。期间布伦特原油于 4 月 7 日触及 144.59 美元/桶的年内高点，较 1 月 2 日的 61.31 美元/桶的年内低点振幅达 135.83%。从波动结构看，上半年行情可划分为四个阶段：

第一阶段为 2026 年初至 2 月底的宽松预期下的窄幅震荡。该阶段延续 2025 年宽松基调，市场普遍预期 2026 年供给过剩、油价中枢下移。布伦特原油围绕 60 至 70 美元/桶区间徘徊。但 1 月起伊朗国内因汇率暴跌、通胀高企引发社会动荡，叠加美国为阻止伊朗获取核武器而增加军事部署，美伊风险抬升，布伦特重心逐步抬升至 60 美元/桶上方，为后续暴涨埋下伏笔。

第二阶段为 2026 年 2 月 28 日至 4 月初的海峡实质中断与供应短缺恐慌。2 月 28 日美以发动军事行动打击伊朗核心军政目标，伊朗随即宣布封锁霍尔木兹

海峡。作为承载全球约五分之一石油运输量的咽喉要道，海峡通行量骤降至正常水平的零头，引发原油与成品油大规模断供。海湾产油国被迫历史性减产，全球日均供应一度锐减近千万桶。供应短缺恐慌迅速主导定价，布伦特从冲突前的约70美元/桶飙升至4月7日的144.59美元/桶，涨幅超过一倍。

第三阶段为2026年4月中旬至5月底的边打边谈与高位剧烈震荡。4月初美伊在第三方斡旋下实现首次停火谈判，此后谈判与军事摩擦交替出现，海峡处于“时开时关”状态，地缘风险溢价反复修正，油价在85至145美元/桶区间宽幅剧烈拉锯。宏观层面美国就业数据持续超预期、通胀黏性难退，市场对美联储降息预期一再推迟甚至定价加息，压制大宗商品风险偏好。供需层面呈“双弱”格局——供给端因海峡受限存在实质缺口，需求端受高价反噬而走弱。

第四阶段为2026年6月至7月中旬的短暂缓和与冲突二次升级。6月中旬美伊正式签署为期60天窗口的谅解备忘录，约定全线停火、重启海峡通航、推进相关资产解冻。前期累积的地缘风险溢价集中释放，布伦特从85美元上方一路回落，7月2日触及68.60美元/桶的阶段低点，基本回吐冲突以来大部分涨幅。然而7月7日美军重启对伊朗军事打击，停火协议迅速破裂。与首次封锁不同的是，红海航线同步受到胡塞武装威胁，沙特绕行通道亦遭袭扰，替代运输路线的缓冲能力被削弱。油价从70美元/桶低位强势反弹，7月21日收于92.61美元/桶，7月23日进一步突破100美元/桶。这一阶段的核心特征是短暂缓和窗口被迅速打破，地缘冲突以更激烈形式回归。

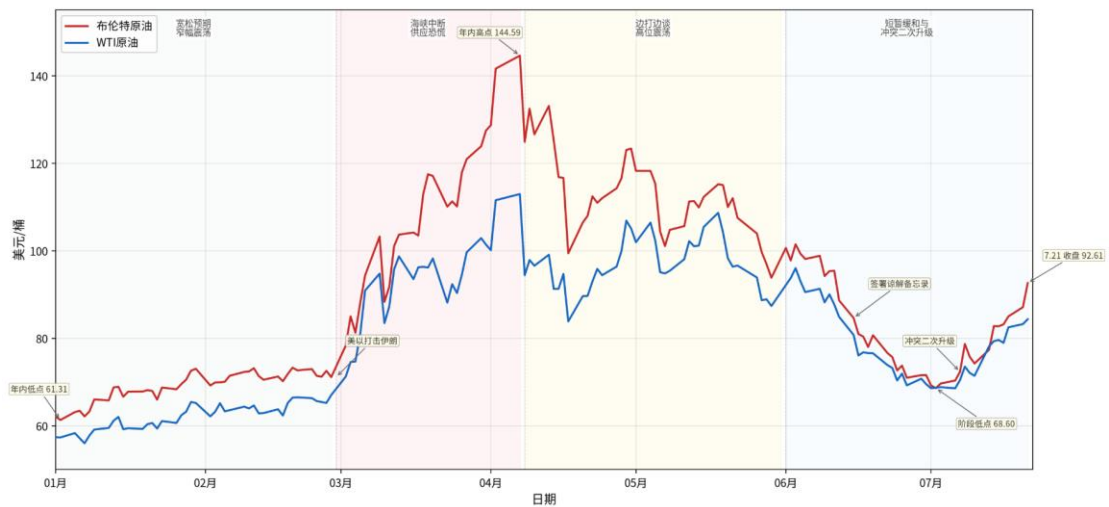


图 19 2026 年上半年石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2026 年下半年，地缘冲突仍是油价定价的核心变量，供需基本面退居次席。7 月冲突二次升级后，霍尔木兹海峡与红海双重航运中断风险并存，全球静态供给缺口处于历史罕见水平。供应端，海峡复航取决于美伊谈判实质进展，短期全面恢复的可能性较低；海湾产油国即使有意增产，产出也难以绕过受限航道输送至全球消费市场，OPEC+名义剩余有效产能仅约 250 万桶/日，处于历史偏低水平。需求端，高价反噬与能源转型压制需求上限，但北半球传统旺季与亚洲炼厂检修结束对刚需形成阶段性支撑。下半年需重点关注两个变量：一是美伊军事冲突是否进一步升级或出现实质性停火进展，若冲突扩大至能源基础设施或地面行动，油价面临更大上行压力；二是 OPEC+增产的实际落地节奏与非 OPEC 产油国的供应响应，若供应恢复超预期叠加需求持续走弱，油价重心将向成本端回归。

（三）铜：宏观紧缩预期与基本面持续偏紧之间的拉锯

2026 年上半年，铜市场在宏观逆风与基本面韧性的持续拉锯中保持宽幅震荡。截至 7 月 21 日，伦敦金属交易所（LME）三个月期铜收于 13885 美元/吨，较 2025 年末的 12423 美元/吨上涨 11.77%；沪铜主力合约收于 105460 元/吨，较 2025 年末的 98240 元/吨上涨 7.35%。期间 LME 铜于 3 月 20 日下探至 11930 美元/吨的年内低点，5 月 13 日触及 14153 美元/吨的年内高点，振幅达 18.64%。从波动结构看，上半年行情可划分为四个阶段：

第一阶段为 2026 年初至 2 月底的矿端紧缺延续与高位震荡。该阶段延续了 2025 年以来的矿端紧张格局，全球铜精矿现货加工费（TC）持续运行在历史极端低位。宏观层面，特朗普年初对关键矿产加征关税的言论引发短暂扰动，随后美国最高法院裁定大规模加征关税违法，美元走弱推动空头回补，铜价在 1 月下旬一度触及 13618 美元/吨的阶段性高位。春节假期期间，国内库存按季节性规律累积，但累库幅度尚属可控，LME 铜在 12700 至 13200 美元/吨区间窄幅震荡。

第二阶段为 2026 年 3 月的滞胀交易与铜价急跌。2 月 28 日美以对伊朗发动军事打击后，霍尔木兹海峡实质中断推动油价暴力冲顶。这一供给侧冲击沿两条路径同时作用于铜价。第一条是金融属性路径：油价飙涨引发通胀预期急剧升温，市场迅速压缩年内降息预期甚至开始定价加息，美联储 3 月议息会议点阵图偏鹰印证了这一转向，实际利率上行与美元走强对以美元计价且金融属性极强的铜形

成直接压制。第二条是需求预期路径：原油作为基础生产要素价格飙升，推升全球制造业成本，经济衰退预期加重，铜作为工业金属的需求前景被下修。两条路径共同构成滞胀交易格局，LME 铜从 3 月初的约 13100 美元/吨急跌至 3 月 20 日的 11930 美元/吨，跌幅近 9%，沪铜同步跌至 92100 元/吨的年内低点。

第三阶段为 2026 年 4 月至 5 月中旬的停火缓和与修复反弹。4 月 7 日美伊实现首轮停火，油价高位回落，通胀预期走弱，市场风险偏好显著回升。供需层面出现两个关键变化：一是霍尔木兹海峡运输受阻切断了中东硫磺供应，叠加中国 5 月起实施硫酸出口禁令，全球超过 15% 依赖湿法冶炼的铜产能面临硫酸原料危机，刚果（金）和智利湿法铜产量受到直接冲击；二是传统消费旺季到来，铜价回落后下游刚需补库启动，国内社会库存自 4 月起持续大幅去化。此外，印尼格拉斯伯格铜矿将全面重启时间推迟一年、秘鲁能源危机导致主要矿山开工率降至六至七成等矿端扰动持续发酵。铜价从 3 月底强势反弹，5 月 13 日 LME 铜触及 14153 美元/吨的年内高点，较 3 月低点涨幅近 19%。

第四阶段为 2026 年 5 月下旬至 7 月中旬的宏观鹰派与基本面持续角力。5 月沃什出任美联储主席后表态偏鹰，叠加美国就业数据持续超预期、通胀黏性难退，市场对美联储年内加息预期进一步升温，美元指数创年内新高，铜价承压回调。6 月中旬美伊签署谅解备忘录，地缘冲突短暂缓和，但美联储偏鹰立场使铜价未能延续反弹，6 月整体录得 1.71% 的小幅下跌。然而，7 月初美伊冲突二次升级后，铜价并未像原油那样大幅回落，反而在短暂回调后快速企稳并重新走强，7 月 21 日 LME 铜反弹至 13885 美元/吨。这一背离的核心原因在于铜价此时已由宏观叙事切换至基本面主导——截至 7 月 20 日，国内铜社会库存降至 14.4 万吨，较 3 月初高点累计去化超 50 万吨，为 2021 年以来同期最低水平；智利遭受极端天气冲击，多家大型矿企启动应急预案；国际能源署（IEA）7 月发布报告警告铜供应前景“显著恶化”，硫酸危机加剧全球精炼铜供应压力，这些都对铜价形成支撑。

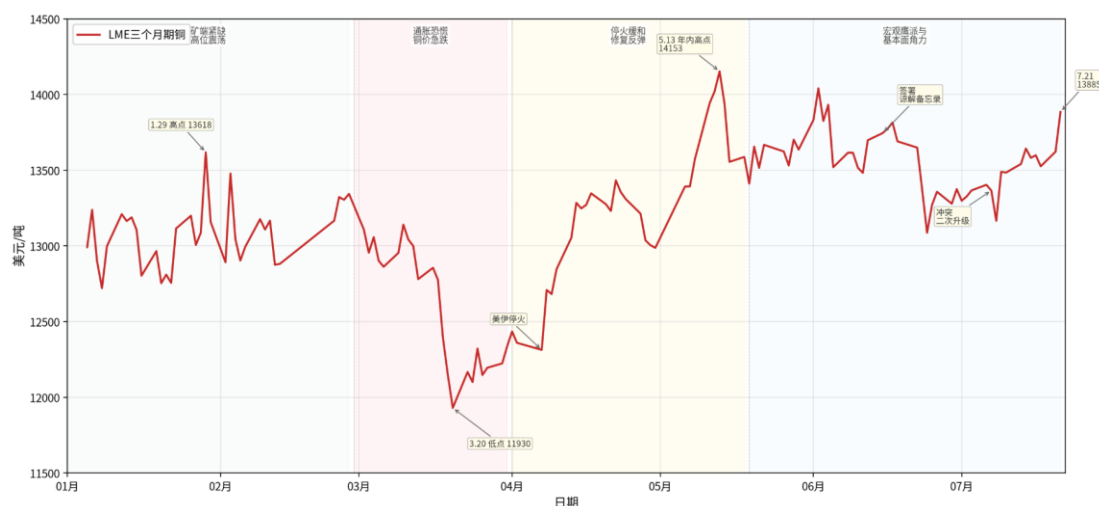


图 20 2026 年上半年铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2026 年下半年，铜价大概率维持高位宽幅震荡格局，核心矛盾在宏观紧缩预期与基本面持续偏紧之间的拉锯。三季度面临消费淡季与美联储鹰派立场的双重压力，铜价或阶段性承压。但供需层面的支撑因素同样明确。四季度若美联储加息预期随油价回落和经济数据走弱而逐步降温，铜价有望重新获得向上的宏观动能。下半年需重点关注三个变量：一是美国铜关税政策的最终落地时点与幅度，若 2027 年起分阶段加征关税，2026 年下半年将成为海外库存囤积的高强度窗口；二是智利极端天气与全球硫酸危机的演化，若湿法铜产能被迫进一步削减，全球精炼铜短缺将加剧；三是美联储货币政策路径，若年内实现从加息预期到维持利率不变的切换，将为铜价提供估值修复空间。

（四）铁矿石：供需博弈下的宽幅震荡

2026 年上半年，铁矿石市场的核心矛盾是供应增量的持续兑现与需求韧性边际收敛之间的博弈。主导这一阶段价格走势的是全球矿山发运节奏、国内铁水产量变化与港口库存的累积压力。截至 7 月 20 日，普氏 62%铁矿石指数报 97.7 美元/吨，较 2025 年末的 108.5 美元/吨下跌 9.96%；大连商品交易所铁矿石主力合约收于 758 元/吨，较 2025 年末的 789.5 元/吨下跌 3.99%。期间普氏指数于 2 月 13 日跌至 96.75 美元/吨的年内低点，5 月 11 日触及 112.35 美元/吨的年内高点，振幅 14.38%。从波动结构看，上半年行情可划分为四个阶段：

第一阶段为 2026 年初至 2 月中旬的淡季走弱。春节前后钢厂补库谨慎，日均铁水产量在 228 至 230 万吨低位波动，终端钢材市场供需双弱，宏观处于政策

空窗期。供给端海外发运季节性恢复，港口库存持续攀升，供应压力逐步显现。在缺乏需求驱动和政策催化的背景下，矿价重心逐级下移。

第二阶段为 2026 年 2 月下旬至 5 月上旬的供应扰动叠加需求修复推动反弹。这一轮上涨由供给端冲击启动、需求端接力。2 月 28 日美以对伊朗发动军事打击后，霍尔木兹海峡实质中断推动油价飙升，带动澳大利亚和巴西至中国的海运费大幅上行，巴西航线运费最高上涨 14 美元/吨，铁矿进口到岸成本被显著抬升。同期，澳洲热带气旋连续干扰皮尔巴拉地区发运，供应端多重扰动叠加。进入 3 月，华北钢厂加速复产，铁水产量快速回升，叠加旺季成材去库顺畅，钢厂原料补库需求释放。在成本推升和需求修复的双重驱动下，普氏指数于 5 月 11 日触及 112.35 美元/吨的年内高点，期货主力最高突破 820 元/吨。其中，4 月上旬出现了一轮显著急跌，主要原因是 4 月 7 日美伊首轮停火协议达成，此前因霍尔木兹海峡中断推升的海运费溢价和供应恐慌集中释放，叠加 4 月 2 日美国宣布对等关税升级压制市场风险偏好。但因为基本面并未恶化，这次回调只是恐慌情绪溢价的快速出清，并未改变第二阶段的上涨趋势。

第三阶段为 2026 年 5 月中旬至 7 月初的供应放量与需求动能衰竭。5 月中旬后，前期支撑价格的多重因素开始逐一消退：地缘溢价随美伊和谈进展和运费回落而减弱，澳洲矿山财年冲量叠加巴西发运恢复，到港量大幅攀升。需求端，铁水产量增速放缓，钢厂盈利率回落，补库意愿明显减弱，港口库存从去库通道切入累库轨道。供需格局的切换决定了价格趋势的逆转，普氏指数从 112 美元/吨的高位震荡回落。

第四阶段为 2026 年 7 月上旬至中旬的低位修复与反弹受限。7 月初中东冲突二次升级再度推升油价和海运费，叠加上一阶段价格快速下跌后钢厂逢低补库，矿价从低位企稳反弹。但反弹空间受制于港口库存处于历史同期高位和钢厂盈利率持续回落两个结构性因素，价格上行面临压制。

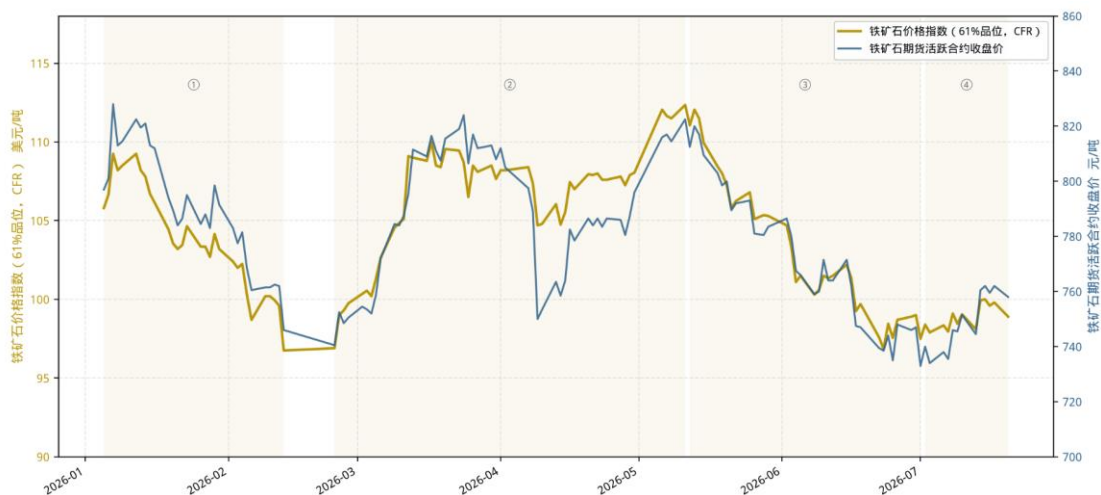


图 21 2026 年上半年铁矿石价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2026 年下半年，铁矿石供需宽松格局将进一步强化，价格中枢料承压下移。供应端，必和必拓（BHP）和福特斯克（FMG）均已上调新财年发运指引，淡水河谷二季度产量超预期，机构普遍预计其全年产量中枢上调 500 万吨。西芒杜铁矿产能爬坡持续推进，三季度末至四季度有望加速释放，全年发运量有望突破 2000 万吨。全球海运铁矿石供给仍处于扩张通道，巴西矿到岸成本在 90 美元/吨附近形成非主流矿的边际成本支撑。需求端，粗钢产量调控政策从顶层设计转向刚性执行，叠加房地产用钢持续疲弱和制造业边际回落，下半年铁水产量预计高位缓降。港口库存累库压力难以逆转。

（五）大豆：供给宽松基调下的多因素拉锯

2026 年上半年，CBOT 大豆活跃合约从年初的 1047.5 美分/蒲式耳上涨至 7 月 21 日的 1222.75 美分/蒲式耳，累计涨幅 16.73%。年内低点 1038.75 美分/蒲式耳出现在 1 月 13 日，年内高点 1229.0 美分/蒲式耳出现在 5 月 13 日，振幅 18.17%。价格走势可大致划分为四个阶段：

第一阶段为 2026 年初至 1 月中旬，大豆价格在 2025 年末回调的基础上继续小幅探底。巴西大豆播种进展顺利，全球供应宽松的预期已在盘面得到较为充分的定价。这一阶段市场缺乏方向性驱动，交投清淡。

第二阶段为 2026 年 1 月中旬至 5 月中旬，大豆价格中枢震荡上行。第一轮快速冲高的核心驱动力来自原油价格的持续飙升。原油通过三条路径向大豆传导：一是化肥和农药等石化投入品价格上涨推升种植成本；二是农机柴油成本上升；

三是原油暴涨提振生物燃料掺混经济性，豆油作为生物柴油核心原料的需求预期走强，压榨利润扩张反过来拉动大豆原料价格。3月中旬后美伊传出谈判消息，地缘溢价出现短暂回吐，但随后在美豆种植面积预期增加与巴西大豆丰产兑现的博弈中再次进入第二轮震荡上行区间，于5月13日录得上半年内高点1229美分/蒲式耳。

第三阶段为2026年5月中旬至6月中旬，大豆价格进入一轮持续回落。这一阶段的主导逻辑是丰产压力的集中兑现。巴西大豆1.80亿吨的创纪录产量完全落地，7月出口预估达1376万吨至1462万吨，集中到港压低了全球现货升水。美豆方面，新作种植面积预期增加至8540万英亩，产区天气总体适宜，种植进度和出苗率均好于常年，缺乏天气升水的炒作基础。国内方面，6月单月到港达1355万吨创历史新高，油厂开机率升至69%以上，豆粕库存快速累库至74万吨以上，内盘定价持续承压。阿根廷同步推行减税政策刺激大豆和豆粕出口，全球供给端的竞争进一步加剧。

第四阶段为2026年6月中旬至7月21日，大豆价格触底反弹。这一轮反弹的核心驱动是美豆天气炒作窗口的开启与中国采购节奏的加快。7月是美豆开花结荚的关键期，中西部主产区持续高温少雨，截至7月14日处于干旱区域的大豆比例达18%，远高于2025年同期的7%；全美优良率65%，低于2025年的70%。天气对单产的威胁为盘面注入了持续的风险溢价。需求端，中国自7月初起集中采购美豆，美国农业部累计确认对华销售超100万吨，中美框架协议下2026年至2028年每年至少2500万吨的采购承诺正在逐步兑现。此外，7月7日中东冲突二次升级推动原油再度飙升，也从上述三条路径推高大豆价格。



图 22 2026 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 2026 年下半年，大豆定价的核心变量将集中在三个方面。其一，8 月是美豆结荚灌浆的单产决定期，当前干旱面积和高温趋势意味着单产下调的风险尚未出清，天气仍是最大的不确定性来源。其二，全球供给宽松的底色未变，巴西 2026/27 年度产量预估达 1.80 亿至 1.86 亿吨，美国农业部（USDA）7 月报告预计全球大豆产量同比增长 2.83%，若后期天气未出现极端恶化，丰产预期将对价格上方空间形成压制。其三，中国采购的持续性和节奏是连接内外盘的关键变量，中美采购框架下的执行力度将直接影响美豆出口前景和国内进口成本。综合来看，短期天气博弈仍可能推升价格，但中期在全球丰产预期逐步兑现的背景下，上方空间受制于供需格局的宽松底色。

（六）玉米：阶段性供需错配与替代品分流

2026 年上半年，玉米市场整体呈现先涨后跌的走势。行情的核心驱动力是阶段性供需错配与替代品分流之间的反复博弈，形成了一个典型的“倒 V 型”走势。

2026 年初至 4 月底，阶段性供需错配推动玉米价格震荡上行。这一轮上涨的根源在于供给侧的结构性收紧：华北地区 2025 年秋收玉米受天气影响质量偏低，有效商品粮供给受限；物流环节运力偏紧，北港库存同比处于低位且回升缓慢；贸易商看好后市争相建库，推动基层收购成本逐步抬升。需求侧，深加工企业开工负荷提升，叠加畜禽存栏维持高位，饲用和工业消费均保持较强韧性。且

2月美伊冲突升级期间大宗商品普遍上涨，也间接提振了市场情绪。玉米指数从年初的2242点涨至4月29日的年内高点2428点，涨幅约8.4%。

2026年5月以来，替代品集中释放叠加下游需求走弱，玉米价格进入持续回落通道。供应端，新季小麦批量上市，部分芽麦以显著的价格优势大量流入饲用领域，到厂价较玉米便宜约200元/吨；定向陈化稻谷重启拍卖，进口玉米持续投放，进口高粱和大麦到港量明显增加，多元化替代粮源几乎同时涌入市场。需求端，生猪养殖行业陷入深度亏损，自繁自养利润跌至负值区间，饲料企业被迫寻找最优性价比原料组合，配合饲料中玉米添加比例自3月以来快速下降。与此同时，深加工行业进入季节性停产检修期，开机率降至62%左右，企业仅维持刚需采购。7月份，市场一度寄望于天气炒作提供支撑，但实际效果不及预期。外盘方面，美国农业部7月报告大幅下调2026/27年度美玉米期末库存，低于市场预期，对CBOT玉米形成支撑。但国内玉米替代粮源充足和下游需求疲软仍是当前主导因素。

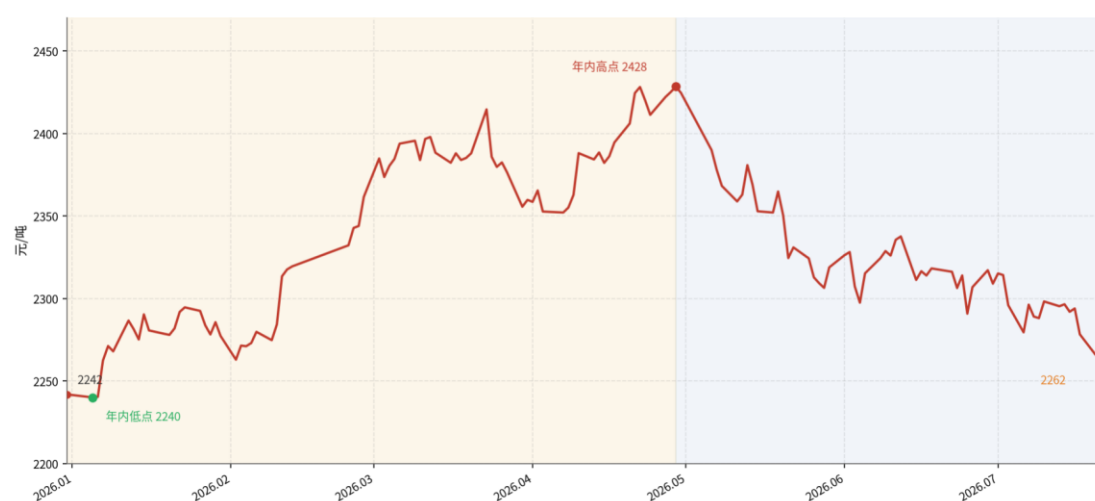


图 23 2026 年上半年玉米价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2026 年下半年，国内玉米市场面临的核心变量包括三个方面。一是新作产量能否兑现。2026/27 年度玉米播种面积增至约 6.24 亿亩，同比增加 1500 余万亩，只要主产区不出现全域性极端天气，全年产量大概率再创历史新高，供给基础将对价格上行形成刚性约束。**二是替代品的挤出效应能否缓解。**当前玉米在饲料中的使用比例已降至历史低位，若新季小麦价格企稳、政策性粮源投放节奏放缓，替代对玉米的分流压力可能边际减轻，但短期内难以逆转。**三是种植成本**

对价格底部的抬升作用。新季玉米地租、农资、人工等综合成本同比显著上升，贸易商建仓成本偏高，这在一定程度上限制了价格的下跌空间。综合来看，下半年玉米价格大概率维持区间震荡格局，三季度受成本支撑和天气不确定性影响存在阶段性反弹可能，四季度随新作集中上市和饲用需求走弱，价格有再次承压的风险。

五、数字资产

（一）加密资产市值缩水，价格显著下跌

根据 CoinGecko 的统计，截至 2026 年 7 月 18 日，加密资产总市值约 **2.27 万亿美元**，较 2025 年末的 **3.07 万亿美元** 缩水 **26.06%**。其中排名前五的加密资产及其占比分别为：比特币 57.06%、以太币 9.93%、泰达币 8.10%、币安币 3.33% 和 USDC 3.22%。价格方面，比特币显著下跌。根据 CoinGecko 的统计，截至 2026 年 7 月 18 日，比特币收盘价为 6.48 万美元，较 2025 年末的 8.75 万美元下跌 25.96%。



图 24 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，2026 年 1 月至 2 月、5 月至 6 月有两轮明显下行行情，其主要影响因素均来自金融层面。1 月中旬以后，凯文·沃什（Kevin Warsh）可能被提名

为下一任美联储主席的消息出现，其鹰派作风引发市场担忧；而 5 月份美联储释放鹰派信号。美联储暗示 2026 年底前可能至少加息一次，颠覆市场此前降息预期，风险资产出现大范围资金分流。此外，这两个期间还叠加了地缘政治紧张等风险事件。

（二）稳定币市场扩容放缓

稳定币方面，二季度市场价值持续扩容。根据 RWA.xyz 的统计，截至 2026 年 7 月 18 日，稳定币总市值为 2990.47 亿美元，较 2025 年末仅微增 0.18%。加密资产市场价格持续走弱的背景下，稳定币作为市场的名义锚，其增长也自然难以维持。但与 2022 年熊市中稳定币市值崩溃不同，本轮收缩伴随着中心化交易所稳定币交易量逆势上升。这一背离表明，市值下降主要源于资金从链上被动余额向其他加密资产的转换，而非从加密市场撤离。具体来看主要有两个流向，一是流向代币化国债等 RWA 产品，后者可以类比为链上的货币基金，当其提供更高收益和类似的流动性时，稳定币持有者就会将手头的余额转换为 BUIDL 等产品。二是流向代币化股票，2026 年二季度代币化股票交易量创纪录的同时伴随稳定币收缩。



图 25 稳定币市值走势

资料来源：CoinGecko，国家金融与发展实验室。

从锚定的货币角度看，美元稳定币市值超过 2941 亿美元，占比为 98.36%，比 2026 年初的 96.14%有所回升；欧元稳定币市值为 7.0 亿美元，占比 0.23%，比 2026 年初的 0.29%进一步降低。从发行人角度看，稳定币市场仍保持双头垄断。

断格局。泰达公司发行的 USDT 市值约为 1841 亿美元，占比约 60.5%；Circle 公司发行的 USDC 市值约 733 亿美元，占比约 24%。

（三）现实世界资产（RWA）市场保持高增长

现实世界资产（RWA）正显著增长。根据 RWA.xyz 统计，截至 2026 年 7 月 18 日，RWA 总市值达 347.11 亿美元，较 2025 年末的 216.40 亿美元增长 60.40%。根据其底层资产划分，美国国债 RWA 占比最高，为 45.86%，市值约 159.19 亿美元，相关产品主要作为加密资产的货币市场基金功能，在美国稳定币合规进程中，这类产品发展迅速，二季度增速高达 28.25%；其次为大宗商品 RWA，市值 44.90 亿美元，占比 12.94%；各种信贷类 RWA（包括企业信贷、多元化信贷、资产支持信贷等）共计市值 49.55 亿美元，总占比 14.28%；股票 RWA 增长显著，涨幅 101.60%，市值达到 18.18 亿美元，占比 5.24%。其余底层资产及其 RWA 市值占比为：特定行业专业化融资 5.89%、主动管理策略 5.10%、非美国政府债务 3.95%、私募股权 3.18%、风险投资 2.98%、房地产 0.58%。

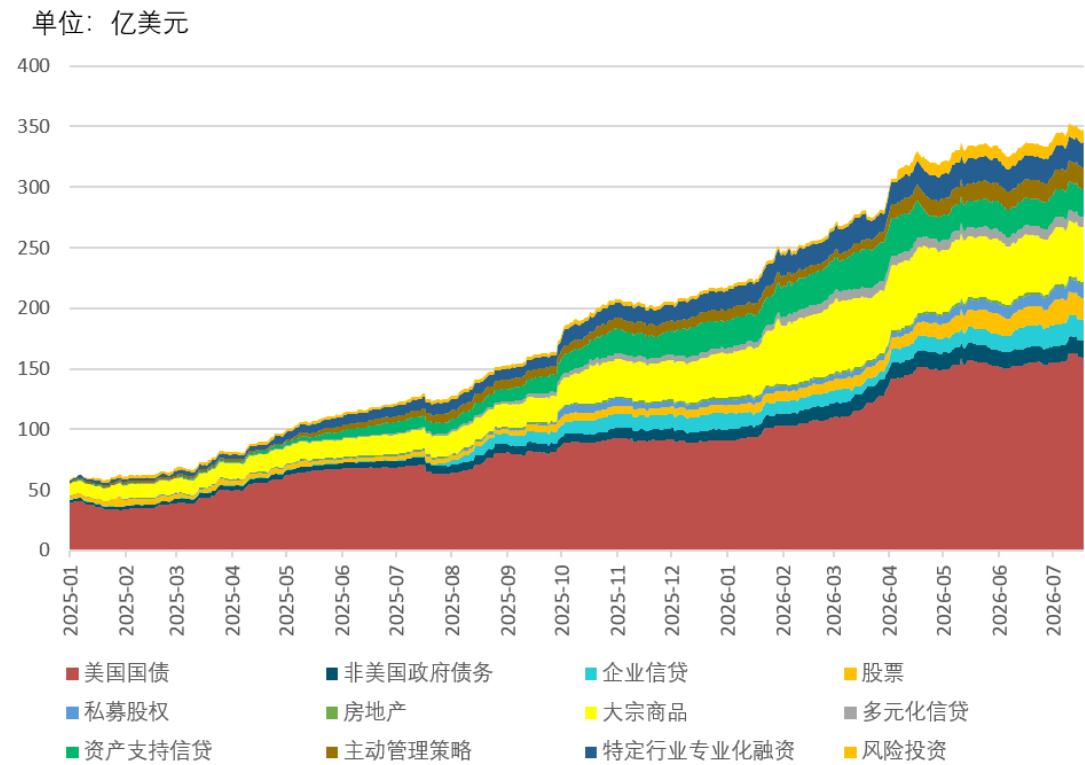


图 26 RWA 市值

资料来源：RWA.xyz，国家金融与发展实验室。

（四）全球加密资产监管跟踪

1. 美国：从行政指引到立法框架

2026 年上半年，美国加密资产监管长期以来的模糊状态迎来实质性突破。

首先，3 月 17 日，美国证券交易委员会（SEC）与商品期货交易委员会（CFTC）联合发布《联邦证券法对特定类型加密资产及特定加密资产交易的适用》解释性指引与最终规则（以下简称《指引》），试图在不修改上位法的前提下为市场提供监管确定性。《指引》根据加密资产的特征与功能，将其划分为数字商品、数字收藏品、数字工具、稳定币和数字证券五个类别，逐一分析其在联邦证券法下的地位。其中，比特币、以太坊、Solana、Cardano 和 XRP 等被明确归为数字商品，本身不属于证券；由获许可发行人发行的支付型稳定币依据《GENIUS 法案》被排除在证券定义之外。关于加密资产何时受投资合同约定，《指引》提出了“依附与分离”的解释框架：一个原本不属于证券的加密资产，若发行方在销售时做出了关于进行必要管理努力以创造利润的明确承诺，则该发售行为可能构成投资合同；但当发行方兑现承诺、完成系统功能性开发后，投资合同即告解除，后续加密资产不再按证券监管。对协议质押、封装代币及无偿空投等常见去中心化金融活动，《指引》亦给予明确豁免。

《指引》的事实定位，可视为加密新势力与华尔街传统金融资本之间寻求“最大公约数”的阶段成果。其分类方法和“依附与分离”原则均来自《CLARITY 法案》的立法构想，二者共同构成了从行政解释到立法规则的递进关系。

2026 年 5 月 12 日，参议院银行委员会发布《CLARITY 法案》新版草案，在《指引》基础上实现架构升级。新版草案将法案结构从原有 6 个 Title 重构为 9 个，切分维度从监管机构转向政策领域，涵盖证券发行、反洗钱、去中心化金融监管、银行创新、破产安全港等具体场景，立法重心从监管权限划分转向具体业务场景的规则设计。新版法案引入两个核心概念：网络代币（Network Token），指依附于分布式账本系统、价值来源于该系统使用的数字商品，被界定为非证券；辅助资产（Ancillary Asset），为网络代币的特殊子集，指价值仍依赖于发起人或关联人管理才能的代币，被推定为投资合同、须履行 SEC 披露义务。新版法案设计了辅助资产向网络代币的转换认证制度：发起人向 SEC 提交认证，证明代币价值不再依赖其管理努力，经 60 天未否决后即转为纯网络代币，管辖权从 SEC

转入 CFTC。在稳定币收益问题上，新版法案采取折衷策略，禁止仅因持有稳定币余额而支付利息的被动收益产品，但允许基于真实交易的奖励，具体边界由 SEC、CFTC 和财政部联合制定。新版法案首次为去中心化金融建立系统性监管框架，根据协议是否存在可识别控制实体来区分监管强度：具有治理代币但保留核心团队控制能力的协议面临更严格的合规要求，代码完全不可变、由 DAO 完全治理的协议适用较轻力度的监管。

2. 英国：加密资产监管最终规则手册完成

2026 年 6 月 30 日，英国金融行为监管局（FCA）集中发布五份政策声明，完成加密资产监管最终规则手册。PS26/9 建立加密资产准入与披露框架，设立市场滥用制度，禁止内幕交易和市场操纵。PS26/10 规定合格稳定币的发行规则，覆盖储备资产管理、赎回要求、客户资产隔离和信息披露。PS26/11 定义受监管加密资产业务范围，包括交易平台运营、自营和代理交易、托管、质押和借贷服务。PS26/12 建立审慎监管制度，涵盖资本要求、流动性缓冲和压力测试。PS26/13 明确各项规则如何适用于受监管加密资产业务，包括消费者责任、客户资产保护、高级管理人员与认证制度等。整体框架将加密资产活动纳入与传统金融服务相同的《金融服务和市场法》授权体系，但针对加密资产特殊性设定单独的准入、披露、交易平台、托管和稳定币规则。FCA 将于 2026 年 9 月 30 日开放授权申请窗口，新制度于 2027 年 10 月 25 日正式生效。

稳定币是新框架中调整幅度较大的领域。资本系数从征求意见阶段的 2% 降至 1%，最低资本要求为 35 万英镑。发行人须对储备资产建立法定信托，确保在法律上与自有资产隔离，并赋予使用者按面值赎回的权利，赎回须在收到请求后下一个工作日结束前完成。英格兰银行放弃了对个人持有稳定币设置上限的方案，转为对每个系统性英镑稳定币设置 400 亿英镑的临时发行上限，同时将在央行持有的无息存款准备金比例从 40% 降至 30%，允许最多 70% 的储备投资于短期英国国债。对于去中心化金融，FCA 采取个案认定方式，仅对存在可识别控制实体的协议纳入监管范围，真正去中心化、没有可识别个人从事控制活动的协议不在监管范围之内。

3. 中国香港：全链条制度体系形成

2026 年上半年，香港在稳定币和虚拟资产监管两个方面同步取得实质性进

展。稳定币方面，4月10日，金管局正式公布首批稳定币发行人牌照，获批机构为汇丰银行和碗点金融科技有限公司。碗点金融由渣打银行（香港）、香港电讯与安拟集团共同设立，计划采用B2B2C模式，通过OSL和猎豹交易分发港元稳定币。汇丰银行则计划于下半年推出港元稳定币，接入PayMe及汇丰香港流动理财应用程序。5月13日，碗点金融与OSL及猎豹交易在以太坊主网完成港元稳定币HKDAP的首次端到端交易测试，覆盖法币入金、储备资产确认、代币铸造、链上转账和全额赎回全流程。从审批看，金管局共收到36家机构申请，首批仅2家获批，获批率不足6%，选择发钞银行及其关联主体发牌，意在起步阶段优先借助银行体系在资本实力、流动性管理和反洗钱合规等方面的成熟能力，降低系统性风险。

虚拟资产监管框架方面，2026年5月26日，香港财库局与证监会联合发表咨询总结，新发牌制度遵循“相同业务、相同风险、相同规则”原则，与《证券及期货条例》下第4类和第9类受规管活动对齐，目标于年内向立法会提交条例草案。至此，香港虚拟资产监管已覆盖交易、托管、咨询、资产管理四大业务支柱，配合此前已启动的场外交易商发牌制度，形成全业务链条的牌照框架。信息透明化立法同步推进，6月17日，立法会三读审议通过《2026年税务（修订）（自动交换资料）条例草案》，采纳经合组织《加密资产报告框架》（CARF）并更新共同申报准则（CRS），将加密货币、稳定币、加密衍生品及部分非同质化代币纳入强制申报范围，约8000家此前未纳入CRS监管的机构将被强制登记为申报财务机构，计划2028年9月启动首次加密资产信息跨境交换。

4. SWIFT 布局数字资产统一结算层

2026年1月，SWIFT发布报告，明确其战略定位从传统金融报文网络向跨越法币、CBDC、稳定币和代币化资产的统一结算层升级。具体规划包括四方面连接能力：连接公共链、私有链和联盟链等区块链网络；对接传统支付系统与数字资产系统；实现CBDC、代币化存款与稳定币的互操作；以及开发自有区块链共享账本Swift Ledger，直接参与交易执行。2025年SWIFT已与合作银行完成多项试验，包括代币化证券交换与结算、代币资产与传统支付轨道桥接、法币与数字货币支付结算等，初步验证了跨链枢纽的技术可行性。这意味着SWIFT正从报文服务的通道角色向兼具清算、结算和账本功能的平台角色演变。尽管

SWIFT 强调其所谓“中立性”，但 2022 年以来已被多次用作地缘政治工具的事实，使其在数字资产领域的扩张需要持续跟踪评估，特别是在标准制定和准入控制方面主导地位的逐步确立，可能加深我国跨境数字金融体系对外部基础设施的依赖。

（五）主权数字货币进展跟踪

1. 数字欧元：立法推进与试点启动

2026 年上半年，数字欧元从技术筹备阶段进入立法与试点准备的关键阶段。立法层面，6 月 23 日欧洲议会经济与货币事务委员会以 43 票赞成、14 票反对通过了数字欧元监管规则草案。7 月 9 日欧洲议会全体大会对单一货币包（Single Currency Package）进行投票，涵盖数字欧元法规、非欧元区成员国参与安排和现金法定地位三个文件，市场普遍预期整套立法框架有望在年底前完成审批。**试点层面**，欧洲央行 3 月发布意向征集，收到超过 50 家支付服务提供商申请，7 月 14 日正式选定 36 家机构参与试点，包括德意志银行、法国巴黎银行、Adyen、Revolut、Stripe 等，涵盖传统商业银行和非银行支付服务商。试点计划于 2027 年下半年启动，为期 12 个月，将在欧洲央行及 19 个欧元区国家央行同步展开，使用功能和技术上接近立法草案设计的“测试版”数字欧元，测试场景包括线上线下支付及对商户的实体和电商支付。

制度设计方面，数字欧元基本服务包括账户开立、资金管理和至少一种支付工具，均不收费。将同时支持在线支付和离线支付，离线功能通过近场通信技术实现，在无网络环境下提供类似现金的隐私保护；在线支付采用零知识证明技术，在不泄露个人信息的前提下验证交易。为防止对商业银行存款体系造成冲击，草案设置个人持有上限约 3000 欧元，企业仅可临时存放当日经营收款且不超过 24 小时，账户不计付利息。

数字欧元推进的战略诉求在于缓解欧元区日常支付对外部网络的高度依赖。Visa 和万事达卡占欧元区银行卡支付交易的约 61%，21 个欧元区成员国中有 13 个尚未建立本土银行卡支付体系。欧洲央行行长拉加德多次强调，数字欧元是维护欧元区货币主权和战略自主的重要举措。欧洲央行预计，最早将于 2029 年首次正式发行数字欧元，其开发总成本约为 13 亿欧元，此后年度运营成本约为 3.2 亿欧元，由欧洲央行体系承担。

2. 日本：零售与批发型 CBDC 协同推进

2026 年上半年，日本在央行数字货币领域的工作重心出现显著调整，从此前单一的零售型 CBDC 研究扩展到零售、批发型 CBDC 的系统性综合探索。零售型方面，CBDC 论坛从研究阶段转入社会实施框架阶段，原有 7 个工作组整合为 3 个讨论组，分别负责 CBDC 架构（外部连接、KYC/认证、用户体验等）、新技术（DLT、可编程性、代币化存款）和 CBDC 生态系统（普遍接入和服务差异化），参与实体超过 64 家，涵盖银行、证券、通信、电子商务和初创企业，标志着日本央行正从验证技术可行性转向定义零售 CBDC 所需的最小必要功能。批发型方面，5 月 19 日，日本执政党自民党的“次世代 AI 与链上金融构想项目小组”提案在自民党政调审议会获得通过，提案明确支持日元稳定币和央行活期账户存款代币化（实质即批发型 CBDC），同时支持三大银行联合发行稳定币计划，目标 2027 年 3 月前正式运营。5 月 29 日，日本央行理事神山一成系统阐述了批发型 CBDC 的制度设计思路，将其定义为“央行账面上的代币化活期存款”，基于 DLT 运行，支持银行间支付和数字资产的券款对付（DvP），计划在 CBDC 论坛内设立“DLT 沙盒项目”，在真实机构环境中测试可行性。

日本央行的整体思路是将零售型 CBDC、批发型 CBDC、稳定币、代币化存款、实时支付系统和金融资产 DvP 结算作为一个整体架构加以推进。副行长冰见野良三指出，未来全球货币体系的设计不应局限于 CBDC 和稳定币两个选项，各方路径的分歧表明货币体系设计需综合考虑技术可行性、社会成本、用户便利性、金融稳定性及货币政策等多重因素，并表示“日本为两条路径均做好了准备”。

3. 数字人民币：运营扩容与跨境平台建设

2026 年上半年，数字人民币在运营体系扩容和跨境基础设施建设两个方向均取得实质性进展。4 月，人民银行将数字人民币业务运营机构从 10 家扩容至 22 家，新增 7 家全国性股份制银行和 5 家城市商业银行，城商行首次进入运营机构序列，是试点以来规模最大的一次扩容。

跨境支付基础设施取得标志性进展。数字人民币国际运营中心将原有的跨境数字支付平台、区块链服务平台和数字资产平台整合升级为“数币达”（CBETS）跨境结算综合服务平台，启动品牌化运作。2026 年 6 月 16 日，在上海与首批 26

家境内外金融机构签署 CBETS 直接参与者服务协议，业务覆盖中国香港、中国澳门、新加坡、老挝、泰国、阿联酋、卡塔尔、巴西等国家和地区。平台支持点对点双边直连和“中心—辐射”式多边互通两种模式，境外参与者可通过香港接入点“一点接入”。技术路线上兼容集中式系统和区块链系统，报文标准兼容 ISO20022，可处理条码支付、汇款、贸易结算、投融资结算等业务，同时依托智能合约技术拓展担保支付、订单支付等增值服务。

多边央行数字货币桥（mBridge）亦加速扩容。澳门金融管理局于 2026 年初正式加入项目，6 月 2 日首批 11 家澳门本地银行获准上桥交易，开通首日完成 23 笔跨境交易，涉及中国内地、中国香港、阿联酋的跨境交易近 13 亿澳门元。据穆长春 6 月 24 日在夏季达沃斯论坛上披露的数据，自 2024 年 6 月进入真实交易持续运行阶段以来，mBridge 已吸引 49 家商业银行参与，其中境外外资银行 21 家；截至 2025 年底，累计交易额折合人民币近 5000 亿元，数字人民币在各币种交易额中占比约 95.3%。mBridge 的最终目标是发展成为多边治理、平等互利模式下由央行共建、金融机构参与的新型金融市场基础设施。

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。