



**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2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、银行业运行、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。

# 政策转向的前夜

## 摘要

2023年，美欧相继暂停加息、日本微调收益率曲线控制政策，全球主要经济体货币政策面临转向。高利率环境下，主要发达经济运行均面临一定风险。2023年，美日欧发达经济体国（公）债利率整体经历先上后下行情，但具体影响因素与波动幅度不尽相同。美国经济增速超预期驱动10年期美债利率于10月中旬突破5%，创近16年新高；随着通胀超预期下行和降息预期强化，美债利率转而大幅回调。此轮加息周期中，宽财政弱化了紧货币对需求抑制作用，叠加劳动参与率提升持续修复供给缺口，供给弹性逐渐恢复，供需动态平衡使得美国经济增长彰显韧性、通胀持续下行。然而，随着劳动参与率逐渐收敛导致供给增长降速，美国总供给或将再次面临弹性降低的压力，温和“滞涨”成为接下来美国经济最可能的前景。日本央行边际调整YCC政策但尚未根本转向，国债利率上行空间被压制。在通胀持续超2%的情况下，日本央行或将缩减购债计划、继续微调YCC政策，但短期内能否退出负利率和YCC政策，仍存不确定性。欧元区强力紧缩促使通胀大幅回落，衰退风险加剧，欧央行或先于美联储开启降息。

2023年，伴随美欧货币政策转向预期的出现，新兴经济体资本外流和货币贬值的压力逐渐得以缓解。由于经济环境和政策取向不同，新兴经济体国债利率走势也不尽相同。其中，印度经济和政策保持相对稳定，国债利率小幅波动；俄罗斯央行大幅加息，应对通胀压力和卢布贬值，国债利率持续上行；由于通胀明显回落，巴西央行调整先前超高基准利率，率先开启降息通道，

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

国债利率持续下行。中国经济面临经济下行和阶段性通缩压力，货币政策适度宽松，利率整体下行。

2023 年，美元指数保持震荡，但波动加剧。全年来看，除日元外主要发达经济体货币兑美元升值，除巴西雷亚尔外，新兴经济体货币兑美元普遍贬值。展望未来，美元指数或将保持震荡。一方面，美国经济增速放缓、通胀下行的前景，美元指数面临下跌压力；另一方面，美国经济基本面表现仍好于日欧，在未来欧央行可能先于美联储降息的前提下，美元指数也有上涨动力。

2023 年，全球主要股市普遍上涨，发达市场表现显著优于新兴经济体。在盈利预期提升和利率下降的助推下，美股创新高，未来市场风险在于盈利不及预期及利率反弹。在美国通胀下行但短期内保持一定黏性的背景下，美债利率或将震荡下行但短期内反弹风险较大，预计 2024 年美股或将先抑后扬。

展望 2024 年，黄金价格中枢大概率继续上行，但美国 CPI 走势、美国财政问题以及美联储宽松预期和实际政策落地之间的博弈和预期差仍将反复拉扯黄金价格。原油供给不确定性提高，需求不容乐观，地缘政治风险仍存，油价料企稳宽幅震荡。铜价的核心交易逻辑将是美联储降息时点，在降息开始前，铜价可能先行偏弱，随着降息空间打开，铜价重心或重新上移。铁矿石 2024 年料供需两旺，考虑到库存处于偏低状态，叠加美联储货币政策宽松预期，预计 2024 年铁矿石价格易涨难跌。大豆和玉米丰产预期均较高，两者价格中枢或将进一步下移。

2023 年，加密资产价格整体上行，特别是 10 月以来比特币现货 ETF 推出预期带动比特币领涨，稳定币总市值也显著放量。2024 年初，比特币现货 ETF 已获得 SEC 批准，我们认为这将是一把双刃剑。一方面，这会扩大比特币需求，有助于比特币进一步沐浴监管阳光；另一方面，ETF 的推出使比特币与传统金融体系更深度绑定，意味着将愈发成为一种风险资产而非货币，即背离了比特币的初衷。

2023 年第四季度，人民银行数研所参与的 mBridge 项目取得新进展。其在分布式账本设计、共识算法、互操作性和报文标准兼容性等方面都具备一定吸引力。数字欧元方面，欧洲央行宣布将研发工作推进至准备阶段，并表示主要关注 CBDC 带

来的支付数字化升级、隐私保护和维护欧元货币主权这三大问题。

# 目 录

一、全球债券市场情况 .....	1
(一) 美国经济活动减弱、通胀下行，降息预期强化推动美债利率触顶回调 .....	1
(二) 日本货币政策微调但尚未转向，国债利率上行空间被压制 .....	5
(三) 欧元区强力紧缩促使通胀大幅回落，衰退风险加剧，欧元区公债利率整体下行 .....	7
(四) 新兴经济体政策和利率走势分化 .....	8
二、全球外汇市场情况 .....	11
(一) 美元指数明显回调，其他主要货币普涨 .....	11
(二) 中美利差触底反弹，人民币贬值压力缓解 .....	13
三、全球股票市场情况 .....	14
(一) 全球主要股市总体普涨 .....	14
(二) 盈利预期提升和利率下降助推美股创新高 .....	15
四、大宗商品 .....	18
(一) 黄金价格中枢仍有上行空间 .....	18
(二) 油价将企稳震荡，一季度存在中枢下行压力 .....	19
(三) 美联储降息时点将成铜价拐点 .....	21
(四) 铁矿石供需紧平衡，价格易涨难跌 .....	22
(五) 大豆中枢有进一步下行压力 .....	22
(六) 玉米或仍将维持供大于求局面 .....	23

五、数字货币 .....	24
(一) 2023 年加密资产回顾 .....	24
(二) 人民银行数研所参与的 mBridge 项目取得新进展 .....	27
(三) 数字欧元进入准备阶段 .....	28

## 一、全球债券市场情况

### (一) 美国经济活动减弱、通胀下行，降息预期强化推动美债利率触顶回调

2023 年美联储加息逐步放缓，并于 7 月底完成最后一次 25BP 加息后停止加息。高利率环境下，美国经济运行以及依赖数据货币政策面临高度不确定性，市场对经济和政策的预期已转变为：其一，美国通胀下行，但是其经济表现强劲；其二，美国经济衰退预期逐渐消散，软着陆预期不断强化；其三，2023 年第四季度，美国经济活动减弱，通胀超预期下行，市场的降息预期有所强化。从经济增长来看，2023 年，美国前三季度 GDP 环比年化增长率分别为 2.20%、2.10% 和 4.90%。其中，二、三季度增长超市场预期，个人消费和私人投资成为了拉动经济增长的主要分项。从物价水平来看，2023 年，美国通胀率整体有明显下行。美联储青睐的指标核心 PCE 同比由 1 月 4.87% 持续回落至 12 月 2.93%。从劳动力市场来看，美国劳动力市场边际放松但总体仍保持强劲。其中，全年失业率 3.40% 至 3.80% 的历史低位区间波动，似有逐渐抬升的迹象；12 月职位空缺率 5.3%，较年初 1 月 6.40% 稳步下降，但仍显著高于疫情前水平，这表明劳动力市场依旧紧张；劳动参与率由 1 月 62.40% 缓慢提升至 11 月 62.80%，但 12 月又回落至 62.50%，疫情和人口老龄化或导致劳动参与率难以恢复至疫情前 63.30% 的水平，美国劳工供给增速将进一步下降。整体来看，2023 年，美国国债利率走势大致分为三个阶段：2023 年一季度，加息背景下，美国银行业冲击暂时中断美债上行趋势，10 年期美债利率在 3.40%~4.00% 区间波动；2023 年 4 月~10 月，美国经济增长超预期和软着陆预期强化，10 年期美债利率大幅上行，10 月突破 5%，创近 16 年新高。2023 年 11 月至 12 月，美国通胀超预期下行以及降息预期强化，10 年期美债利率明显回调至 3.88%（见图 1）。

通过总供给与总需求的（AD-AS）分析框架，我们能够更为清晰地分析接下来美国宏观经济走势的发展态势。从劳动力市场角度，劳动力人口、失业率以及求职倍率（职位空缺数/失业人数，V/U）三个指标可反映供需曲线的变化。为刻画经济变量之间的关系，我们将上述三个指标和增长、通胀两个变量的数据统一为季度指标，相关增长率数据均转换为环比年化率（见图 3、图 4）。此外，供需

均衡点的变化决定了劳动力市场两条重要曲线——菲利普斯曲线与贝弗里奇曲线的形态变化。其中，菲利普斯曲线是刻画失业率与通胀率经验关系的一条曲线，2008年危机以来菲利普斯曲线扁平化以及疫情后菲利普斯曲线垂直化成为了各方关注的焦点。贝弗里奇曲线是刻画失业率与职位空缺率经验关系的一条曲线。沿曲线向左上方移动，表示劳动力市场趋于紧张；若曲线整体向右移动时，表示匹配效率下降（见图9）。基于上述框架，我们先简单回顾疫情以来美国经济运行的三个阶段：

第一，2020年上半年，疫情冲击导致供需大幅下降且需求下降幅度大于供给，美国经济增速和通胀均大幅下降（见图5）。2020年前两个季度，美国劳动力人口急剧下降，年化环比率分别为-1.83%和-13.15%，AS曲线大幅左移；同时，失业率大幅上升，2020年第二季度，美国失业率飙升至13.00%，表明AD曲线相对AS曲线明显左移；V/U急剧下降，显示总供需的均衡点供给弹性足够大，菲利普斯曲线加速扁平化（见图10）；此外，疫情引起的远程办公、子女照顾等加剧劳动力市场摩擦，劳动力市场匹配效率下降，贝弗里奇曲线外移（见图9）。

第二，2020年下半年至2022年上半年，劳动参与率回升和强力财政金融救助政策促使供需复苏且需求复苏力度强于供给、供给弹性急剧衰减，美国经济增速触底反弹，通胀飙升（见图6）。在此阶段，美国劳动参与率稳步回升助推美国劳动力人口平均年化增速为1.90%，明显高于疫情前三年平均值1.09%，美国供给快速恢复，AS曲线持续右移；同时，失业率快速下降，反映需求反弹速度大于供给，AD曲线相对AS曲线明显右移；V/U由2020年二季度阶段性低点0.27迅速飙升至2022年二季度的历史最高值1.90，总供给在均衡点上的弹性急剧衰减，菲利普斯曲线由扁平迅速转变为垂直，同时，失业率和职位空缺率移至贝弗里奇曲线最左端，显示劳动力市场极度紧张。

第三，2022年下半年至2023年年底，劳动参与率提升推动供给持续改善、“宽财政、紧货币”政策导致需求增长速度放缓，供给弹性缓慢恢复，美国经济保持平稳增长，通胀稳步降温。在此阶段，美国劳动力人口保持1.49%速度增长，总供给曲线平稳右移；同时，失业率保持历史低位，反映需求曲线相对供给曲线缓慢右移；V/U由历史高点缓慢下降至1.39，但仍高于疫情前水平，劳动力市场依旧紧张但已出现边际缓和。与此同时，菲利普斯曲线继续保持垂直。

综上，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，是美国经济强力复苏的主要动力。劳动参与率提升不仅有助于供给修复、促进经济增长，同时还缓解了劳动力市场紧张程度，使供给弹性得以恢复，利于通胀降温。同时，需求相对供给复苏力度决定通胀走势。以加息为转折点，加息前，需求复苏力度强于供给，表现为失业率下降和求职倍数上升，通胀抬升；加息后，财政对需求仍有支撑但增速弱于供给，表现为失业率相对稳定但求职倍率下降，通胀回落。此外，在通胀分析框架中，劳动力市场主要影响核心 CPI 走势。在本轮通胀周期中，除劳动力市场因素外，原油等能源价格大幅波动对整体 CPI 走势也有明显影响。

接下来，从供给面看，考虑到疫情以及人口老龄化等因素，美国劳动参与率进一步提升空间有限，尤其是 2023 年 11 月的最新数据，美国劳动参与不仅没有提升，反而显著下降 0.3 个百分点，预示美国劳动力改善空间不大，供给曲线右移速度将明显放缓；需求端，必须综合考虑美国私人消费的韧性与财政支持力度能否持续，以及美联储利率政策转变时机和力度。因此，美国接下来的经济走势主要取决于需求端的变化，在供给改善空间有限的前景下，美国经济增长中枢将明显下降，而要实现美联储 2% 通胀目标，需求增速放缓则是必要条件。从短期来看，美国职位空缺率较高、劳动力市场依然强劲，同时，私人消费仍有韧性，通胀或将保持一定黏性。从季度数据来看，2023 年四季度美国核心通胀环比 3.33%，较三季度 2.86% 有所回升。总之，在美国经济增速放缓，通胀下行但短期内保持一定黏性的背景下，美债利率或将震荡下行但短期内反弹风险较大。此外，还应当关注石油等商品价格波动对整体通胀的影响。

有关美债利率曲线斜率走势的判断，我们仍坚持 2023 年二季度报告的观点：在美联储停止加息后，美国国债曲线斜率将维持震荡，只有当美联储明确开启降息进程，曲线斜率才会趋势性地随之走陡。



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

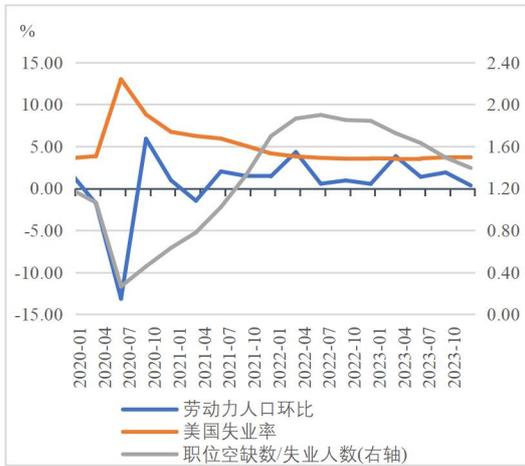


图3 美国劳动力市场总体情况

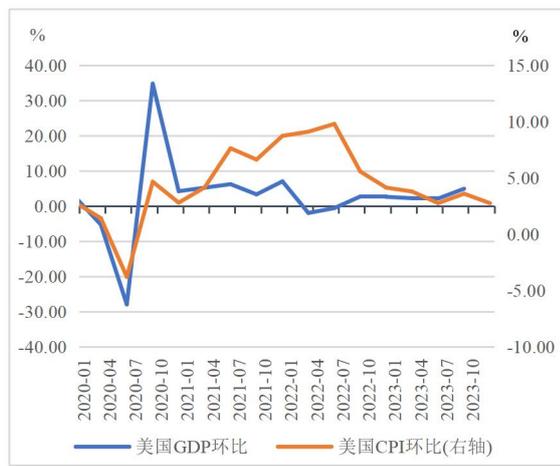


图4 美国经济增长与通胀情况

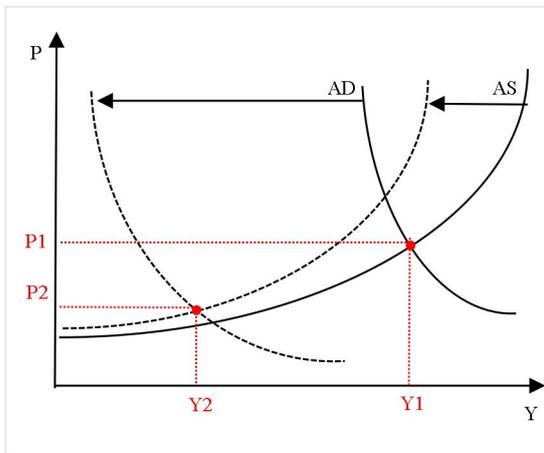


图5 第一阶段美国AS-AD曲线移动情况

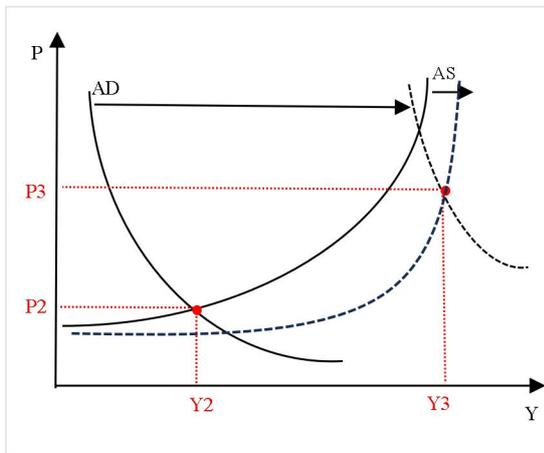


图6 第二阶段年美国AS-AD曲线移动情况

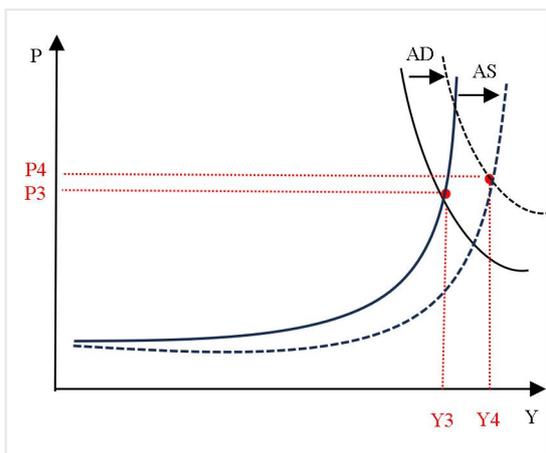


图7 第三阶段美国 AS-AD 曲线移动情况

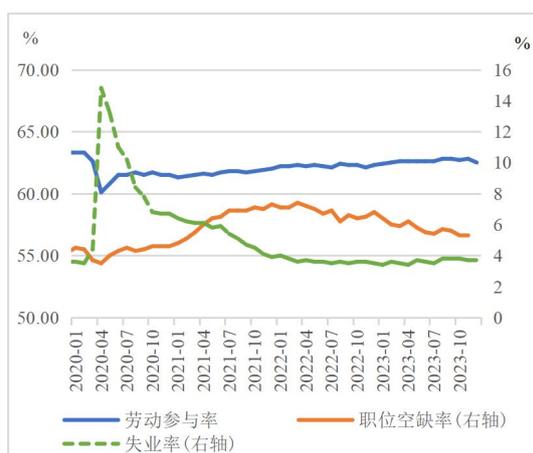


图8 第三阶段美国 AS-AD 曲线移动情况

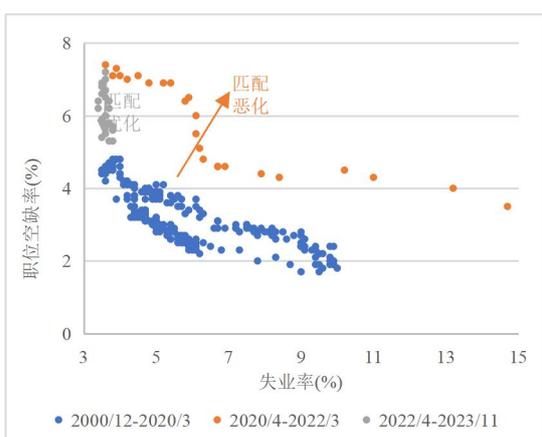


图9 美国贝弗里奇曲线

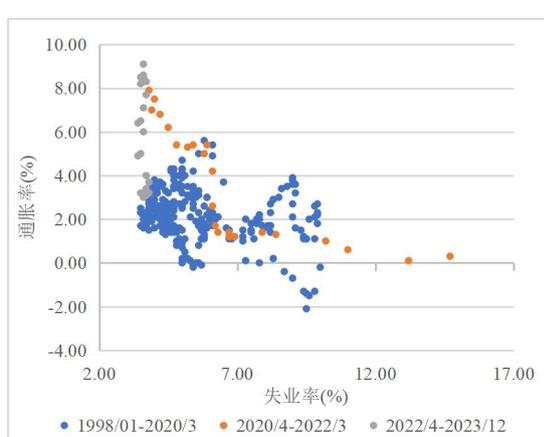


图10 美国菲利普斯曲线

## (二) 日本货币政策微调但尚未转向，国债利率上行空间被压制

2023 年，日本经济整体保持温和复苏态势，但增长力度逐渐减弱；同时，日本央行货币政策边际微调但对政策转向仍保持耐心。在此背景下，2023 年日本国债收益率曲线先后经历熊陡——牛平两个阶段。其中，日本 10 年期国债利率由年初 0.49% 升至 11 月 1 日的 0.96% 的高点后，回落至年底的 0.65%。

2023 年，日本经济整体保持温和复苏态势，货币政策微调但尚未实质性转向。从经济基本面来看，日本前三季度 GDP 同比增长分别为 2.5%、2.2% 和 1.5%；日本 PMI 指数在二季度达到阶段性高点后有小幅回落，其中，服务业 PMI 一直处于扩张区间，制造业 PMI 则降至荣枯线以下；日本劳动力市场依然紧张，在劳动参与率升至本世纪以来最高值的情况下，新增求职倍数也处于历史高位。同

时，2023 年全年失业率处于 2.4%~2.80% 的低位区间波动。从物价水平来看，日本通胀除了二季度有所反弹外逐渐放缓，但仍保持在央行 2% 目标以上，2023 年 12 月，CPI 同比与核心 CPI 同比分别为 2.60% 和 2.30%。2023 年 7 月 28 日，在日本经济保持复苏、通胀稳定以及美联储重启加息的影响下，日本央行再次调整 YCC 政策，将 10 年期国债利率上限由 0.5% 上调至 1%，但同时强调持续保持货币宽松政策立场，坚持负利率和大规模购债计划。受此消息影响，日本 10 年期国债收益率持续上行，在 2023 年 11 月 1 日升至 0.96%，创 2012 年以来新高。由于经济复苏和通胀放缓，2023 年四季度日本央行多次强调“工资/通胀的正周期是否会形成仍存在很大的不确定性”，弱化市场对日本央行货币政策提前转向的预期，日本国债利率随即转为下行。2022 年底，日本首次调整 YCC 政策，被市场解读为货币政策转向的标志。在美欧强力加息背景下，市场对日本退出全球仅存的负利率政策一直存在预期。2023 年日本仅在边际上调整 YCC 政策，这表明经历多年通缩困扰，日本央行对通胀确认仍比较谨慎。

**2024 年，日本央行货币政策正常化仍存不确定性。**在通胀持续超越央行目标的情况下，日本央行或将缩减购债计划、继续微调 YCC 政策，但能否正式退出负利率和 YCC 政策，仍取决于能否实现工资/通胀良性循环，2024 年春季薪资谈判是当前市场和央行关注的焦点。一方面，从数据上看，日本经济与通胀的风险总体平衡。首先，自 2022 年 4 月以来，日本已连续 21 个月保持通胀率（包括核心通胀率）超过 2%，但在 2023 年一季度通胀率冲高回落后保持相对稳定，这或许表明输入型通胀因素效应减弱后，通胀可持续性在逐步得要验证；其次，由于大宗商品价格回落，日本外贸形势有所好转，2023 年以来，其贸易逆差逐渐收窄进而转为顺差；再次，日本投资者企业信心增强，劳动力市场或将持续紧张，企业进一步加薪概率提升。此外，2024 年 1 月，央行行长植田和男表示“实现 2% 持续通胀目标的确定性正在逐步上升”。另一方面，从未来国内外环境来看，日本经济仍面临不确定风险。首先，伴随全球经济增速下滑，日本刚刚改善的外贸形势将重新面临压力；其次，当前，日本的私营部门需求仍低于新冠肺炎疫情前的水平，对工资/通胀循环形成抑制；同时，若美欧进入降息周期，日元贬值压力释放，日本货币政策转向的紧迫性也将大大减小。总之，在全球经济增速下滑，美欧货币政策转向宽松的预期下，日债利率上行的压力锐减。因此，日本央行

或将逐渐缩减购债计划，同时在美国通胀和美债利率反弹的情况下，或将继续通过微调 YCC 政策来缓解日元贬值压力。对于短期内能否退出负利率和 YCC 政策，市场继续持谨慎态度。

### （三）欧元区强力紧缩促使通胀大幅回落，衰退风险加剧，欧元区公债利率整体下行

2023 年欧元区强力紧缩促使通胀大幅回落，但衰退风险加剧。2023 年 9 月，欧央行实施年内最后一次加息。加息阶段，欧元区 10 年期公债利率缓慢上行；随着通胀持续下行和衰退风险加剧，10 年期公债利率快速下行，低于年初水平。同时，欧元区公债曲线斜率倒挂加深，创历史之最。

2023 年，欧央行延续强力加息政策以应对通胀压力，但也导致欧元区经济增长低迷，衰退风险不断加剧。自 2022 年 7 月开启本轮加息周期至 2023 年 9 月，欧央行已连续加息 10 次，累计加息 450BP，主要再融资利率由 0% 升至 4.50%，并一直持续至今。欧央行陡峭的加息政策促使通胀大幅回落，同时也导致欧元区衰退风险加剧。其中，2023 年 12 月，欧元区 CPI 同比由 2022 年 10 月 10.60% 高点大幅降至 2.90%，核心 CPI 同比由 2023 年 3 月 5.70% 高点降至 3.40%。2023 年欧元区经济形势逐渐恶化，其中前三季度 GDP 同比分别为 1.30%、0.60% 和 0%，显著低于同时期美日水平，该数据自 2022 年二季度以来已连续 6 个季度下滑。多项经济指标显示，欧元区经济面临停滞甚至萎缩。其中，2023 年三季度 GDP 环比年化增速为 -0.50%；2023 年，欧元区制造业 PMI 在收缩区间进一步下行；服务业 PMI 也于 8 月下滑至收缩区间，导致整体 PMI 在收缩区间深度下行，表明欧元区经济活动低迷。同时，欧元区投资者和消费者信心指数不断恶化。与上述数据不同的是，欧元区劳动力市场仍保持强劲。其中，2023 年欧元区失业率处于历史低位区间，11 月失业率为 6.40%，创历史新低；欧元区就业人数增速下降，2023 年前三季度，欧元区就业人数环比分别为 0.50%、0.10% 和 0.20%。可见，整个欧元区劳动力供给改善空间有限。而与此同时，“欧元区经济火车头”德国职位空缺率稳定在 4.1% 的历史高位，显示欧元区劳动力市场依旧紧张。

欧元区经济前景黯淡，或将先于美联储开启降息。从 AD-AS 角度来看，一方面，劳动参与率接近饱和的情况下，欧元区劳工供给改善空间有限，欧元区总

供给增速将放缓；另一方面，当前维持较长时间的高利率对总需求抑制影响将逐渐发挥作用。未来，欧元区经济增长前景依然黯淡，随着总需求增速的快速回落，通胀也将随之进一步放缓，欧元区或将率先开启降息。但同时，由于短期内欧元区劳动力市场仍保持强劲，2023年四季度失业率仅小幅下降，GDP环比增速或将在三季度负增长的基础上小幅反弹至正区间，勉强避免技术性衰退。因此，未来欧元区公债利率走势与美国类似，整体震荡下行但短期内反弹风险较大。



图 11 日本国债利率

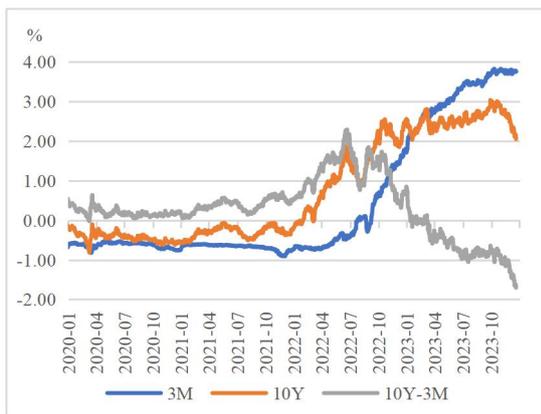


图 12 欧元区公债利率

数据来源：wind。

#### （四）新兴经济体政策和利率走势分化

2023年，伴随美欧货币政策出现调整迹象，新兴经济体资本外流和货币贬值的压力逐渐得以缓解。由于经济环境和政策取向不同，新兴经济体国债利率走势也不尽相同。其中，印度经济和政策保持相对稳定，国债利率小幅波动；俄罗斯央行大幅加息，应对通胀压力和卢布贬值，国债利率持续上行；由于通胀明显回落，巴西央行调整先前超高基准利率，率先开启降息通道，国债利率持续下行。中国经济面临经济下行和阶段性通缩压力，货币政策适度宽松，利率整体下行。

2023年，印度经济保持稳步增长，通胀震荡波动，小幅加息25BP后货币政策保持稳定，10年期国债利率基本在7%~7.5%区间波动。具体来看，印度国债利率走势大致分为四个阶段。第一，2023年1月~2月，印度央行将基准利率小幅上调25BP至6.50%，结束了自2022年5月开启的本轮加息周期，印度国债收益率呈现熊平态势；第二，2023年3月~5月，印度通胀率回落至2%~6%央行合意区间，印度国债收益率呈现牛平态势；第三，2023年6月~9月，印度通胀有所反弹，经济景气度保持年内较高水平，国债利率呈现熊陡态势；第四，2023

年 10 月~12 月，印度通胀在央行合意区间上部小幅波动，经济景气度处于扩张区间小幅下降，印度国债利率呈现牛平态势。

2023 年，俄罗斯经济与财政状况有所改善，为应对通胀压力和卢布持续贬值，俄罗斯央行大幅加息 850BP，10 年期国债利率持续上行，曲线斜率基本处于负区间。具体来看，2023 年前三季度俄罗斯 GDP 同比分别为-1.80%、4.90%和 5.50%，远超经济学家预期，逐渐摆脱了自 2022 年二季度以来的持续萎缩；2023 年 2 月以来，俄罗斯制造业和服务业 PMI 均处于扩张区间，保持较高的经济景气度；2023 年上半年，由于财政收入减少、支出增加，俄罗斯财政持续恶化，下半年形势逆转，俄罗斯财政状况显著改善。1~11 月，俄罗斯财政赤字为 0.88 万亿卢布，较 1~5 月的 3.4 万亿卢布，有显著下降。2023 年俄罗斯面临严峻通胀压力，在去年高基数的背景下，俄罗斯通胀持续上涨，2023 年 12 月 CPI 同比达到 7.42%。同时，俄罗斯卢布兑美元持续大幅贬值，俄罗斯央行于 2023 年 7 月重启加息，年内连续加息 5 次，累计加息 850BP，将关键利率从 7.50%升至 16.00%。在经济形势好转、通胀高企以及大幅加息的背景下，2023 年俄罗斯 10 年期国债利率持续上行，由年初 10.36%升至年底 12.30%，累计上行约 200BP，曲线斜率维持倒挂状态。

2023 年，巴西经济保持复苏态势，通胀整体延续回落，央行率先开启降息周期，国债曲线整体呈现牛陡态势，斜率转正。具体来看，2023 年前三季度，巴西 GDP 同比分别为 4.2%、3.5%和 2.0%，保持复苏态势，其主要源于净出口的强劲增长，2023 年巴西月度平均贸易顺差超过 80 亿美元，创历史纪录。自 2022 年 8 月以来，巴西央行维持 13.75%超高基准利率来对抗两位数增长的通胀压力，至 2023 年 6 月，CPI 同比已降至 3.00%。在全球主要央行中，巴西央行也于 2023 年 8 月率先开启降息，连续 4 次累计降息 200BP，将基准利率下调至 11.75%。在通胀下降和降息如期而至的背景下，巴西国债利率整体呈现牛陡态势，斜率在历时近三年后摆脱负区间。其中，10 年期国债利率由年初 13.16%降至年底 10.36%，累计下行 280BP。在三季度通胀回升的情况下，巴西 10 年期国债利率也出现阶段性反弹。

2023 年，中国经济面临经济下行和阶段性通缩压力，货币政策适度宽松，利率整体下行。整体来看，经济恢复进程以及政策预期影响主导国债利率走势。

第一阶段：1月至2月，市场对经济复苏预期较强，通胀温和，货币和信贷开门红，10年期国债利率短期内明显上行，由2.80%升至2.90%以上；第二阶段：3月至8月，中国经济弱复苏，有效需求不足，市场主体预期较弱，货币政策保持宽松，10年期国债利率降至2.60%以下。二季度GDP同比增长6.3%，但低于市场预期；同时，消费、投资、进出口增速大幅下降，1-8月，社会消费品零售累计同比降至7.0%，社会固定资产投资总额累计同比降至3.2%；进出口同比均跌至负区间，外贸压力凸显。同时，中国物价增长乏力，面临阶段性通缩压力，央行于6月、8月分别降息10BP。第三阶段：9月至11月，中国经济复苏斜率有所改善，防空转叠加财政发力，资金面偏紧，利率回升至2.7%。三季度中国GDP同比增长4.9%，低于二季度6.3%，但超市场预期；为防止资金套利和空转以及应对人民币贬值压力，市场资金利率不断抬升；同时财政发力，地方专项债发行节奏明显加快，此外，10月24日，全国人大常委会明确，中央财政将在2023年四季度增发1万亿元国债。第四阶段：12月，货币进一步宽松预期较强，资金面逐渐宽松，10年期国债利率下行至2.6%以下。国内CPI同比处于负区间，需求仍就较弱，同时美联储降息预期弱化人民币贬值压力，市场对于货币宽松预期强化。



图 13 印度国债利率

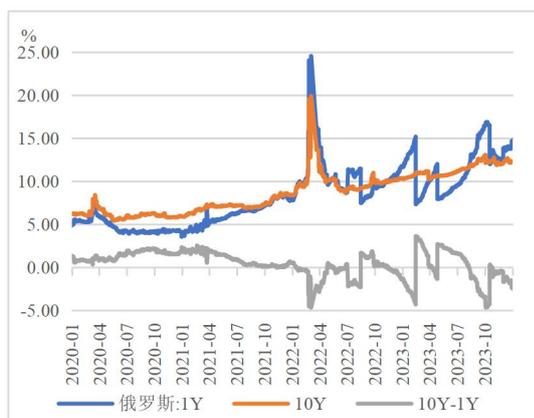


图 14 俄罗斯国债利率



图 15 巴西国债利率



图 16 中国国债利率

## 二、全球外汇市场情况

### (一) 美元指数明显回调，其他主要货币普涨

2023 年第四季度，美元指数明显回调，其他主要货币兑美元普涨。由于美国经济活动减弱、通胀超预期下行强化美联储降息预期，美元指数由三季度末 106.19 下跌至年末的 101.38，回吐三季度的大部分涨幅，与年初水平相差无几。除土耳其里拉大幅贬值和印度卢比小幅贬值外，其他主要货币兑美元均有升值，尤其是前期大幅贬值的俄罗斯卢布和日元有明显反弹。其中，发达经济体中，瑞士法郎、瑞典克朗、日元、欧元和英镑兑美元分别升值 8.76%、8.39%、5.91%、4.42%和 4.39%；新兴经济体中，俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、墨西哥比索、人民币兑美元分别升值 8.61%、3.09%、3.00%、2.76%（见图 20）。纵观 2023 年全年，美元指数保持震荡，但波动加剧。全年来看，除日元外，主要发达经济体兑美元升值。其中，瑞士法郎、英镑、欧元、加元分别升值 9.99%、5.29%、3.12%和 2.21%，日元贬值 7.02%；除墨西哥比索、巴西雷亚尔外，新兴经济体货币兑美元普遍贬值。其中，墨西哥比索和巴西雷亚尔升值 15.36%和 8.94%，俄罗斯卢布、南非兰特、人民币和印度卢布分别贬值 21.58%、6.94%、2.85%和 0.56%（见图 21）。

2023 年，美元指数主要受基本面和货币政策差异以及利差影响，先后经历震荡—上涨—下跌行情。第一阶段：2023 年年初至 7 月 13 日，在美联储加息放缓、市场对美国经济预期不断反复，欧元区持续加息以及日本 YCC 政策调整预

期的多重影响下，美元指数在 101~106 区间波动。期间，3 月银行业危机触发的避险情绪促成美元指数阶段性高点，而美联储 6 月份“跳过”一次加息，促使美元指数扭转上涨势头小幅回调；第二阶段：2023 年 7 月 14 日至 10 月 3 日，美国经济数据超预期和美债利率飙升的驱动下，美元指数一路上涨，由 99.94 涨至 107.07，累计上涨 7.33%。其中，欧元兑美元和美元兑日元的走势与美元指数走势均保持一致。第三阶段：2023 年 10 月 4 日至年底，美债利率大幅下行导致美欧和美日利差快速收窄，美元指数大幅回调至 101.38，基本回吐了上一阶段上涨幅度。美元兑日元由 144.307 跌至 149.372，日元贬值 3.39%。展望未来，美元指数或将保持震荡。一方面，美国经济增速放缓、通胀下行的前景，美元指数有下行压力；另一方面，美国经济基本面表现仍好于日欧，在未来欧央行可能先于美联储降息的前提下，美元指数也有上涨动力。



图 17 美元指数与国债利差



图 18 欧元汇率与欧美国债利差



图 19 日元汇率与美日国债利率

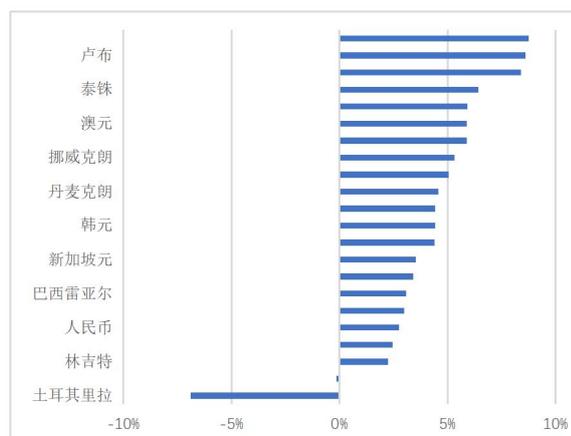


图 20 2023 年 Q4 主要货币汇率变化

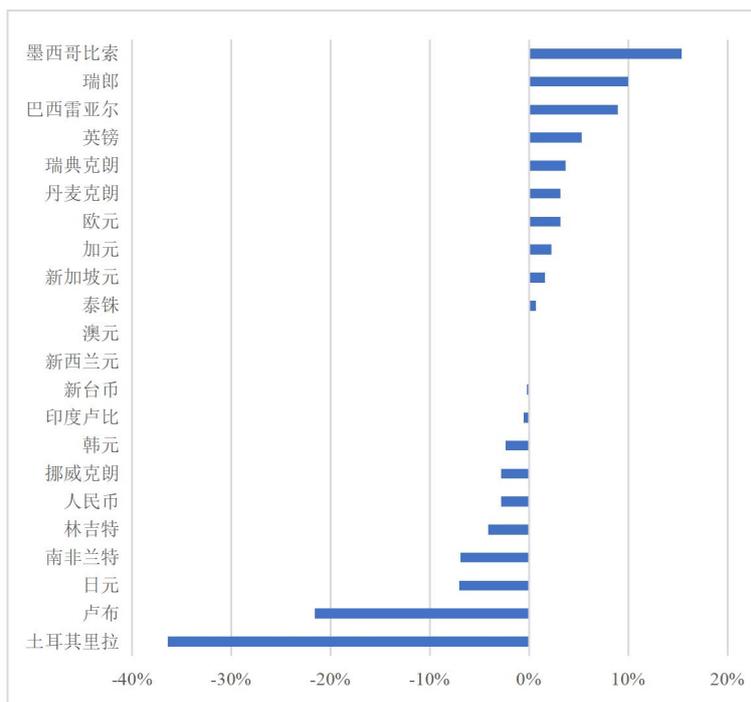


图 21 2023 年主要货币汇率变化

## (二) 中美利差触底反弹，人民币贬值压力缓解



图 22 人民币汇率与美元指数

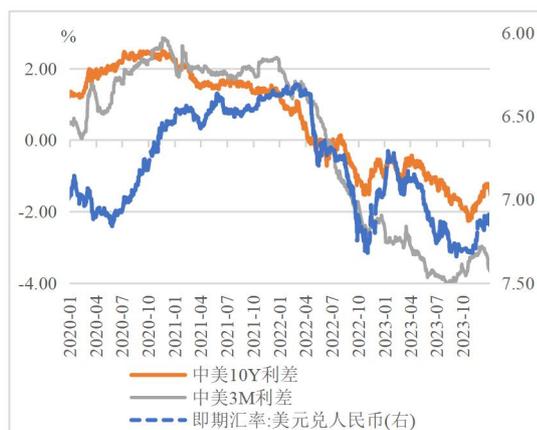


图 23 人民币汇率与中美利差

数据来源：wind。

2023 年第四季度，中美利差触底反弹，人民币兑美元小幅回升 2.85%，人民币贬值压力有所缓解。纵观 2023 年全年，中美 10 年期国债利差驱动人民币汇率波动，由于美债利率波动幅度远大于中债利率，实质上美债利率基本主导人民币汇率变化。围绕中美国债利差变化，人民币汇率大致经历震荡波动-大幅贬值-小

幅反弹三个阶段。第一阶段：1月至3月，人民币汇率基本处于6.7至7.0区间波动。一季度，美国衰退预期、加息以及银行业危机引发美债利率上下波动；第二阶段：4月至10月，美国经济增长超预期和软着陆预期强化，10年期美债利率大幅上行，人民币汇率由6.87贬为7.32，累计贬值6.10%，人民币面临较大贬值压力；第三阶段：11月至12月，美国通胀超预期下行以及降息预期强化，10年期美债利率明显回调，人民币汇率由7.32升为7.09，累计升值3.18%，人民币贬值压力缓解。2024年，在美债利率下行的背景下，人民币汇率或将稳中有升，但短期内应关注因美债反弹可能导致人民币贬值压力。

### 三、全球股票市场情况

#### （一）全球主要股市总体普涨

2023年第四季度，美股引领全球主要股市普遍上涨。受全球利率下行和主要央行货币政策转向降息预期的影响，美股引领全球股市总体普遍上涨。其中，美股三大指数——纳斯达克指数、道琼斯工业指数和标普500指数分别上涨13.56%、12.48%和11.24%；法兰克福DAX指数、巴黎CAC40指数、欧洲证券交易所100指数分别上涨8.87%、5.72%和5.42%；东京日经225指数上涨5.04%。新兴市场中，孟买Sensex30指数和俄罗斯RTS指数分别上涨9.74%和7.53%。中国市场各大指数延续下跌趋势，其中，沪深300指数、中小板和创业板分别下跌7.00%、3.31%和5.62%；恒生指数下跌4.28%。

纵观2023年全年，全球股市整体大幅上涨，发达市场表现显著优于新兴经济体。2023全年，MSCI全球指数累计上涨20.09%，发达市场指数上涨21.11%，新兴市场指数上涨7.04%。对于发达市场，纳斯达克指数、日经225指数和标普500指数涨幅靠前，分别上涨43.42%、28.24%和24.23%。截至2023年年末，美股三大股指中道琼斯工业指数创历史新高，纳斯达克指数和标普500指数均逼近2022年初的历史最高值。日本股市走出近十年来最佳表现，日经225指数在11月一度触及33年历史纪录高点。对于新兴市场经济体，孟买Sensex30指数上涨18.74%，实现连续八年上涨。俄罗斯RTS指数也上涨11.63%。沪深指数和香港恒生指数在全球股票市场中表现垫底。其中，创业板指数、恒生指数、沪深300指数和中小板指数累计下跌19.41%、13.82%、11.38%和8.47%。

表 1 2023 年全球主要股票指数涨跌情况 (%)

	2023 年	Q4	Q3	Q2	Q1
纳斯达克综合指数	43.42	13.56	-4.12	12.81	16.77
东京日经 225 指数	28.24	5.04	-4.01	18.36	7.46
标准普尔 500 指数	24.23	11.24	-3.65	8.30	7.03
MSCI 发达市场	21.11	9.50	-2.99	6.60	6.96
法兰克福 DAX 指数	20.31	8.87	-4.71	3.32	12.25
MSCI 全球指数	20.09	10.68	-3.81	5.58	6.84
欧元区 STOXX50 价格指数	19.19	8.31	-5.10	1.95	13.74
孟买 Sensex30 指数	18.74	9.74	1.66	9.85	-3.11
巴黎 CAC40 指数	16.52	5.72	-3.58	1.06	13.11
道琼斯工业平均指数	13.70	12.48	-2.62	3.41	0.38
欧洲证券交易所 100 指数	13.31	5.42	-3.64	0.99	10.45
俄罗斯 RTS 指数	11.63	7.53	2.51	-1.39	2.70
MSCI 新兴市场指数	7.04	7.45	-3.71	-0.08	3.55
伦敦富时 100 指数	3.78	1.65	1.02	-1.31	2.42
上证综合指数	-3.70	-4.36	-2.86	-2.16	5.94
中小板综指	-8.47	-3.31	-7.42	-4.22	6.75
沪深 300 指数	-11.38	-7.00	-3.98	-5.15	4.63
深证成份指数	-13.54	-5.79	-8.32	-5.97	6.45
恒生指数	-13.82	-4.28	-5.85	-7.27	3.13
创业板指数	-19.41	-5.62	-9.53	-7.69	2.25

## (二) 盈利预期提升和利率下降助推美股创新高



图 24 美国股票指数走势

数据来源: wind。

**2023年四季度，美联储降息预期下美债利率大幅下行，推动美股大幅反弹。**2023年四季度，美国通胀超预期下行强化市场对美联储2024年提前降息预期，推动美债10年期国债利率从10月份5%的高点大幅下行超过100BP，美股集体大幅反弹。标普500指数累计上涨超11%。从行业看，只有能源行业下跌超9%，剩余10个行业中，二季度大幅下跌的房地产行业累涨超18%，信息技术行业紧随其后累涨超17%。

纵观2023年全年，估值和盈利共同驱动标普500指数上涨。其中，标普500指数PE增长12.2%，每股收益EPS增长7.8%，贡献标普500指数全年上涨24.2%的绝大部分。从行业来看，2023年只有三个板块下跌，分别是公用事业、能源和日常消费下跌10.2%、4.8%和2.2%；在剩下的8个板块中，信息技术、通信服务和可选消费涨幅靠前，分别上涨56.4%、54.4%和41.0%，凸显科技股强劲涨势。其中，科技龙头占主导。在标普500指数24%的涨幅中，科技“七姐妹”（苹果、微软、Meta、亚马逊、Alphabet、英伟达和特斯拉）贡献超过15%。英伟达全年上涨近246%，创2001年以来最大年度涨幅；Meta上涨近184%，创上市以来最大年度涨幅；特斯拉、亚马逊、Alphabet、微软和苹果分别上涨约130%、77%、57%、57%和54%。

**表2 2023年标普500指数各行业表现（%）**

	2023年	Q4	Q3	Q2	Q1
信息技术	56.39	17.38	-6.21	16.93	21.49
通讯服务	54.36	9.90	3.59	12.82	20.18
可选消费	41.04	12.79	-5.50	14.31	15.76
<b>综合</b>	<b>24.23</b>	<b>11.24</b>	<b>-3.65</b>	<b>8.30</b>	<b>7.03</b>
工业	16.04	11.83	-5.00	6.01	3.03
材料	10.23	8.87	-5.04	2.76	3.75
金融	9.94	12.43	-0.72	4.83	-6.05
房地产	8.27	18.07	-9.97	0.80	1.04
医疗保健	0.30	5.13	-2.31	2.51	-4.72
日常消费	-2.16	4.54	-6.37	-0.20	0.16
能源	-4.80	-9.62	13.57	-1.79	-5.57
公用事业	-10.20	7.82	-10.28	-3.26	-4.04

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）基于 Factset 的市场调查研究报告，假设未来 5 年盈利增长率为 8.5%。情景假设区间为 5.5%~10.5%；（2）未来 10 年期国债利率为 4%，情景假设区间为 3%~5%；（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 指数市场价格定价相对合理。依据上述参数基准情形，通过 Damodaran 模型估算，标普 500 指数的内在价值等于 4927.75，比 12 月 31 日市场价格点 4769.83 高 3.31%，处于合理定价区间。未来市场风险

在于盈利不及预期及利率反弹。标普 500 指数的内在价值等于 4927.75，相较于 9 月 31 日估值 3961，显著提升，主要在于未来 5 年盈利增长率由 7% 升至 8.5%，市场无风险利率由 4.50% 降至 3.88%。在美国通胀下行但短期内保持一定黏性的背景下，美债利率或将震荡下行但短期内反弹风险较大，**预计 2024 年美股或将先抑后扬。**

## 四、大宗商品

### （一）黄金价格中枢仍有上行空间

回顾 2023 年，黄金价格整体呈上行趋势，大体经历了三轮上涨、两轮下跌。2023 年 1 月，黄金价格承接 2022 年末美联储加息幅度边际放缓带来的涨势，但好景不长，2 月份美国通胀回落不及预期、非农数据远超预期，紧缩预期回归，黄金价格下跌并回吐了 1 月的全部涨幅。进入 3 月后，美国银行业危机带动避险情绪上升，金价显著上涨直到 5 月。5 月至 10 月初，此前的避险预期退却，且货币政策方面美联储官方态度持续鹰派，不断引导“higher for longer”的基准利率预期，导致金价向下调整。而这一阶段，人民币相对贬值，所以沪金震荡走高，两者出现背离。10 月中旬至年底，黄金再度上涨。正如我们在 2023Q3 全球金融市场报告中预判的，“强美元叠加巴以冲突，黄金价格将走强”。本轮上涨前期由巴以冲突升级导致，避险情绪推动金价走高；后期则主要受到美联储政策宽松预期影响。



图 25 2023 年黄金价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2024 年，黄金价格中枢大概率继续上行。12 月 FOMC 会议中，美联储已讨论降息时点问题。在降息背景下，美债利率与美元指数都趋于下行，总体推动金价走高。此外，当前地缘冲突时有发生，乌克兰危机以来全球主要央行连续增持黄金（见图 26），黄金作为国家、企业和个人的储备资产的地位显著上升。2024 年，黑天鹅事件担忧仍然高企，叠加美国大选年的政治不确定性，对黄金而言都属利多。但这其中，几方面预期和实际之间的差异仍将反复拉扯。一是宽松预期和实际政策的博弈，市场和美联储都将根据美国的经济表现不断动态调整降息时间和幅度，从而影响黄金波段走势。二是美国财政问题，目前美国赤字规模已经很高，利率高企也导致利息支出和再融资成本不断增加。考虑到此前美国财政对经济软着陆助益颇丰，财政的难以为继可能会显著降低美国经济韧性。三是美国 CPI 是否能如期下行，这其中可能会受到能源、租金和薪资等方面的影响。

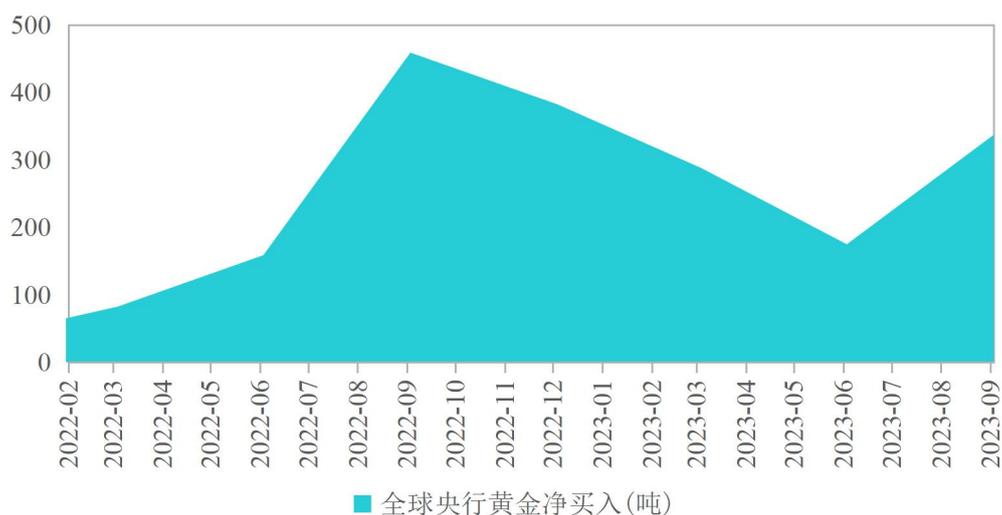


图 26 乌克兰危机以来全球央行持续净买入黄金

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

## （二）油价将企稳震荡，一季度存在中枢下行压力

2023 年，原油价格走势整体可以分为三段。第一段是 1 至 6 月的宽幅震荡行情，市场多空信号并存。其中，利好信号包括中国疫情防控转段后，交通出行需求迅速回升；而阶段性利空因素包括美国三家银行和瑞信的倒闭事件以及美联储的紧缩政策。第二阶段是 7 至 9 月的持续上行。这主要由供需带动，即沙特和俄罗斯两大主要产油国联手减产叠加欧美传统需求旺季。第三阶段是 10 月至年末，油价震荡下跌。供给方面，减产效应减弱，且 11 月 30 日 OPEC+ 发布的 2024

年一季度减产计划并没有新增减产量，弱于市场预期；需求方面，四季度是欧美传统需求淡季。虽然期间有巴以冲突带来的地缘风险，但随着冲突演进，市场预期的失控风险不断减小，风险溢价趋于收敛。

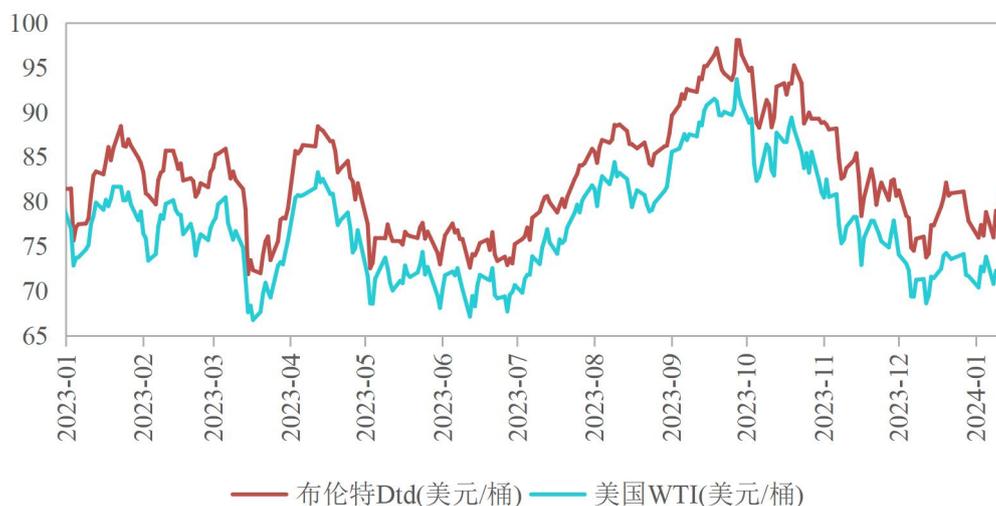


图 27 2023 年石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2024 年，供给方面，OPEC+组织内部存在分歧。其一是中东产油国存有增产预期，比如阿联酋对本次减产就颇不情愿；其二是安哥拉不满减少产量配额，已经决定退出 OPEC+，这可能会诱导其他中等产油国的不满。目前虽然对 2024 年一季度达成了资源减产协定，但这些矛盾只是被搁置和拖延，存在一系列增产压力。不过，经历了 2023 年的超预期增长后，2024 年美国页岩油增产预期较低，这是由于经历了此前一段时间的高速增长，页岩油田密度大幅增加，开采初期红利已经消失殆尽，后续增产动能匮乏。需求方面，正如本报告全文所述，当前路径下，美国经济增速可能会明显放缓后保持相对稳定，美国石油消费增速可能受到经济下行压力和高利率环境影响而放缓。欧洲方面亦然，经济数据不佳、利率高企叠加财政约束，其原油和成品油需求不容乐观。地缘政治方面，2024 年是美国、俄罗斯和乌克兰等国的大选年，中国台湾地区也面临领导更替。特别是美国方面，很可能拿中国台湾问题做文章，中美关系面临新考验。此外，仍需关注乌克兰危机和巴以冲突的失控风险，冲突规模扩大可能影响原油供应。总体来看，2024 年油价料宽幅震荡，一季度存在中枢下行压力。

### （三）美联储降息时点将成铜价拐点

2023年，铜价整体在高位震荡，走势可以分为四个阶段。第一阶段是2023年1至5月，年初中国疫情防控转段，宏观经济复苏预期强，引领铜价快速上行；但后续实际情况较弱、与预期存在差距，加之美联储继续加息，铜价有所回调。第二阶段是6至7月的触底反弹，这一阶段自6月初美国债务上限达成协议以及美联储暂停加息开始，主要交易美联储货币政策反转预期。第三阶段是8至10月，美联储态度偏鹰，引导“higher for longer”预期，与上一阶段差异较大，铜价进入下跌趋势。第四阶段是10月下旬至年末，美国通胀逐渐得到控制，货币政策转向预期重启，同时低库存问题发酵，铜价震荡走高。



图 28 2023 年铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

此前一段货币政策紧缩时期，铜的金融属性被压制，铜价主要受到供需和预期差影响。展望 2024 年，如果美联储如预期开启降息周期，铜的金融属性有望得到强化。供给方面，此前资本对未来经济绿色转型的预期，导致了一批现有铜矿扩产和新建铜矿项目，随着这些项目形成产能，新增供给将逐渐释放。需求方面，中国国内需求有望稳步增长，传统基建和制造业用铜量具有较强韧性，电力、新能源等重要下游将持续拉动，且中国铜库存长期保持在相对低位，也存在支撑作用。在供需双双齐升的情况下，两方面力量的影响是背离的。因此，美联储的降息时点将成为交易核心逻辑，在降息开始前，年初铜价可能偏弱；随着降息空间打开，铜价重心或重新上移。

#### （四）铁矿石供需紧平衡，价格易涨难跌

2023 年，铁矿石价格走势大致可以分为三个阶段。第一阶段从 2022 年 11 月延续至 2023 年 3 月，铁矿石价格上涨。主要因素是中国宏观预期改善、部分经济数据回暖，支撑铁矿石市场信心。第二阶段从 3 月至 6 月，由于钢厂产量大幅减少叠加供给偏宽，铁矿石价格大幅回落。第三阶段从 6 月至年底，面对美国持续加息，中国国内宽松政策频出，钢厂平控导致钢材减产预期被证伪，高炉开工率持续上升，大幅提振市场信心，增加了铁矿石需求，铁矿石价格震荡回升。



图 29 2023 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 2024 年，供给方面，随着铁矿石新项目投产，四大矿山运营状况改善，非主流矿山增产顺利，二者产量可能同步提升。同时，海外发运稳定增长，铁矿石供给扩张预期较为确定。需求方面，国内房地产行业料应能维持弱稳运行，基建扩张、制造业坚挺，内需存在支撑；但在碳达峰、碳中和的大背景下，对钢材生产的紧箍咒持续存在，值得注意；国际上，美国、俄罗斯、印度、韩国等国家都加大了基础设施建设投资，海外需求亦呈现复苏态势。考虑到库存处于偏低状态，叠加美联储货币政策宽松预期，预计 2024 年铁矿石价格易涨难跌。

#### （五）大豆中枢有进一步下行压力

2023 年，大豆价格中枢整体下降，但存在几番波折。2023 年 3 月，经历了一季度的高位震荡后，随着巴西大豆集中出口期到来，大豆行情主导因素移交至

南美，由于本年巴西大豆显著增产，因此大豆价格持续下行。直到6月，巴西大豆出口持续消耗，美豆新作种植开启，行情主导因素转移至美国。随着美国大豆产区天气变化，美豆减产预期刺激大豆价格探底回升。进入9月以后，美豆供应利多出尽，同时南美大豆进入种植期，且天气预期良好，叠加美国货币政策持续紧缩压力，大豆中枢整体下行。虽然10月巴西中西部旱情支撑大豆价格，但市场对巴西大豆供应担忧转淡，四季度大豆价格整体走弱。



图 30 2023 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 2024 年，南美丰产预期较高。受天气影响，巴西大豆产量不确定性上升，但阿根廷预计产量和出口双双恢复，因此预计 2024 年初大豆价格将在震荡中走弱。2024/25 年度的美豆将于 2024 年 4 至 5 月份播种，此前的厄尔尼诺天气预计会在 2024 年春季结束，其对新作美豆的影响可能很小，美豆产量有望恢复。同时，根据美国农业部（USDA）的预测，美豆种植成本有望进一步下调，届时美豆从量价两方面支撑可能减弱，即 2024 年三季度后大豆价格中枢将有进一步下行压力。

## （六）玉米或仍将维持供大于求局面

2023 年，玉米价格走势总体下行，呈下跌、反弹、再下跌的三段走势。2023 年 1 至 4 月，玉米价格整体偏弱。这一阶段供给端相对充裕，但在 2023 年一季度期间，玉米种植成本上升和南美玉米产区天气预期较为浓厚，支撑了玉米价格

仅震荡走弱。进入4月以后，巴西二茬玉米生长情况良好，美国新季玉米种植面积预期也大幅增加，供给端引领玉米价格下跌。2023年5月至8月，玉米价格反弹，主要来自供给端拉动。华北地区在临近小麦收货时期大范围降雨，使小麦对玉米替代减弱，玉米价格因此出现上升。9月至年末，玉米价格在震荡中逐步回落。供给方面，全球玉米供应较为宽松，特别是国产玉米迎来收获期，产量小幅上升；而需求方面，美国环保署调低了未来两年玉米基乙醇的强制掺混数量，未来需求预期下降。国内养殖业利润持续不佳，因而寻找成本更低的谷物替代玉米，双重因素综合导致玉米价格中枢下移。

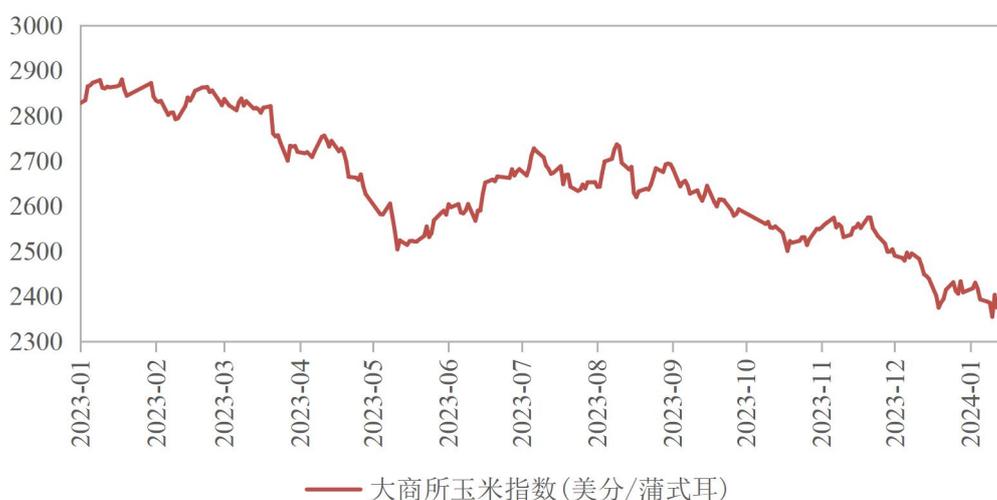


图 31 2023 年玉米价格走势

展望 2024 年，南美、美国、乌克兰玉米增产预期强烈，作为我国玉米第一大进口国，巴西大豆播种推迟可能会影响二茬玉米的种植，后续需重点关注巴西天气及相关播种情况。国内玉米单产及种植面积也有所增长，这意味着 2024 年度玉米仍将维持供大于求的局面，价格运行区间或仍将下移。

## 五、数字货币

### (一) 2023 年加密资产回顾

刚刚过去的一年中，加密资产市场总体在震荡中缓慢上涨。以比特币和以太坊为代表（见图 32），截至 2023 年末，比特币收于 42265.19 美元，较 2023 年初上涨 154.23%；以太坊收于 2281.47 美元，较 2022 年同期上涨 89.97%。具体来看，2023 年的价格走势可以大致分为三个阶段：



图 32 比特币和以太坊价格走势

资料来源：CoinMarketCap，国家金融与发展实验室。

(1) 2023 年初，受上一年 FTX 交易所破产事件影响，加密资产价格从低点起步。2023 年初至 4 月中旬，得益于美国通胀降温、美联储未来加息预期减弱等因素，加密资产市场流动性环境改善，价格整体上涨。其间，3 月初硅谷银行等三家美国银行倒闭事件引起了短暂的回调，但美国政府的迅速反应阻止了金融风险的蔓延。特别是站在加密资产拥护者的视角来看，这一事件恰恰反映了部分准备金制度下银行体系的固有风险，凸显了传统中心化金融的问题。因此，这反而助推了后续一段时间加密资产的上涨。此外，2023 年初人工智能的火热也是助推因素之一，AI 在 DeFi、GameFi、NFT、DAO、智能合约等领域都存在应用场景，多家基于人工智能和机器学习的区块链平台相继获得大额融资。

(2) 2023 年 4 月至 10 月，比特币和以太坊价格宽幅震荡。这其中美国的监管态度起到了很大作用。6 月，美国证券交易委员会 (SEC) 向币安和 Coinbase 公司发起提供未经注册的证券等指控，涉及 Solana、Cardano 和 Polygon 等诸多加密资产；此外，币安也一直因其 BNB 和 BUSD 而受到 SEC 的审查，导致这一段时间加密资产市场整体清淡。

(3) 2023 年 10 月至年末，比特币领涨带动加密资产价格显著上升。这主要是由美国可能批准比特币现货 ETF 预期带动的。早在 8 月 29 日，灰度在与 SEC 的诉讼中获胜，法官在裁决中指出，SEC 批准比特币期货 ETF 而拒绝灰度将 GBTC 转换为比特币现货 ETF 的决定是“武断且反复无常的”。这一判决意味

着比特币现货 ETF 的获批大概率只是时间问题。10 月 25 日，在美国存款信托与清算公司（DTCC）网站上出现了贝莱德的比特币现货 ETF 拟议代码，导致市场对后市比特币需求放大的预期进一步加强。与此同时，巴以冲突等地缘政治事件也使比特币收获了部分避险需求。在两方面作用下，比特币“逆市”上涨近 70%，以太坊等加密资产亦随之上涨。虽然 ETH 的价格涨幅稍显落后，但经历了 2023 年 4 月上海升级以及更多二层应用（Layer-2）拓展后，以太坊的生态系统仍在不断扩大和发展。

目前，比特币现货 ETF 已于美东时间 2024 年 1 月 10 日获得 SEC 批准，贝莱德、富达、景顺、灰度等 11 家公司申请的产品获得通过。展望后市，比特币现货 ETF 的推出是一把双刃剑。一方面，投资者能够通过受监管的产品直接投资比特币，这无疑会扩大比特币的需求，有利于资金进入市场；叠加即将在 2024 年 4 月进行的减半，这可能推高比特币价格。同时，监管的介入有机会让比特币更多地沐浴在阳光之下，挤出洗钱、恐怖主义融资等非法交易，有利于比特币长期健康发展。事实上，通过稳定币总市值的变化，已经能够看到显著的资金进场势头。如图 33 所示，我们统计了 USDT、USDC、DAI、BUSD 四种代表性稳定币市值。可以发现，2023 年以来由于美国监管趋严、大类资产轮动（美国国债替代稳定币）以及投资者离开加密资产市场等因素影响，稳定币存量持续下降，2023 年 9 月 30 日录得最低值 1159.8 亿美元。而进入 10 月以来，随着比特币现货 ETF 的预期不断增强，稳定币存量也持续上升，截至 2023 年末累积回升 5.67%，喻示着加密资产市场投资热度的回升。

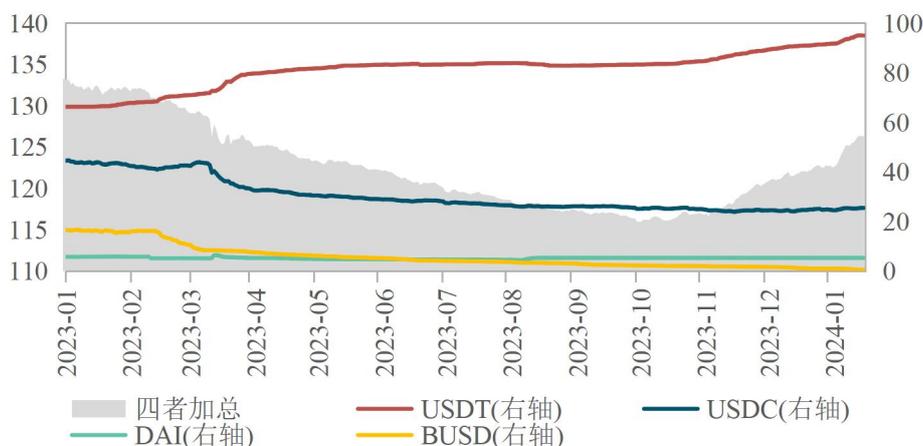


图 33 稳定币总市值在 2023 年 10 月后显著回升 (单位: 十亿美元)

资料来源: CoinMarketCap, 国家金融与发展实验室。

另一方面，比特币现货 ETF 也可能带来一些问题。首先，ETF 的推出将使比特币愈发成为一种风险资产而非货币，它将鼓励投资者通过比特币的价值波动获利，而不是使用它来进行交易。这将进一步破坏比特币寻找实际用途并构建相应生态的机会，意味着比特币将与华尔街的金融机构更深度地捆绑了起来，推动其愈发背离初衷——充当去中心化货币、改变传统金融体系。其次，本轮 ETF 的推出正值加密货币上涨走势，它们可能重蹈历史上很多主题 ETF 的覆辙，即吸引投资者在高位买入。事实上，ETF 落地后几天的行情已经初见端倪。此前，比特币因 ETF 推出的预期而大幅上涨，然而真到靴子落地后却是“利好出尽”，2024 年 1 月 10 日至 14 日比特币价格连续下跌，跌幅达 10.36%。

## （二）人民银行数研所参与的 mBridge 项目取得新进展

2023 年 10 月 31 日，由国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）创新中心、香港金管局、泰国央行、中国人民银行数字货币研究所（下称“数研所”）和阿联酋央行共同发起的 mBridge 项目发布报告《跨境支付的多边 CBDC 新尝试》（experimenting with a multi-CBDC platform for cross-border payments），将迄今为止项目的成果做了综述性的介绍，详细描述了 mBridge 平台的定义、遵循的原则、具备的功能和技术特征，并介绍了其在隐私保护、互操作性、法律与治理等方面的情况，可以将该报告看作目前最为全面的 mBridge 平台宣传手册。目前，mBridge 项目已经建立了一个用于安全模拟的沙盒环境，供观察成员访问测试。截至报告发布时，已有 11 个观察成员参与了沙盒测试。未来，项目将以打造最小可行产品（MVP）为目标，继续拓展 mBridge 平台的功能和用例，完善法律和治理框架，吸纳更多的参与者。

笔者认为，至少有四方面内容值得注意。首先，mBridge 开发了专用的许可型 DLT，称为 mBridge 分类账，简称 mBL。该分类账支持 Solidity 编程语言，可以加载智能合约。参与 mBridge 项目的中央银行是 mBL 的验证节点，既参与共识机制的验证过程，也具备完整的节点能力；而商业银行作为普通节点，不参与共识形成，但具备完整的节点能力。验证节点和普通节点的区分，通过参与央行的信用背书，确保了 mBL 分类账的真实可信，也维护了各方央行的主导权力。其次，区块链共识机制采用了数研所联合清华大学发布的大圣（DASHING）协议共识算法。根据现有的披露内容，大圣协议的底层逻辑仍属于拜占庭容错机

制（Byzantine Fault Tolerance, BFT），是许可型 DLT 上一种比较高效的共识算法，能够同时满足高安全、高延展、高吞吐和低延迟的四方难题，为 mBL 的运行提供了自主可控的共识技术基础。再次，在互操作性方面，mBridge 平台可以通过 API 接口连接国内支付基础设施。这个基础设施既可以是 CBDC 系统，也可以是传统的 RTGS 系统，这意味着某个司法辖区即便没有发行国内 CBDC，也可以参与 mBridge 平台，大大提高了平台的普适性。最后，mBridge 平台报文使用了全球主流标准，即基于 ISO 20022 金融信息传递标准设计，这与 SWIFT 主流报文标准一致。未来，更多央行和商业银行加入 mBridge，这能显著降低系统对接和数据标准统一的难度。

### （三）数字欧元进入准备阶段

2023 年 10 月 18 日，欧洲央行发布报告《数字欧元盘点》（A stocktake on the digital euro），宣布经过前期的调查阶段（investigation phase），欧洲央行管理委员会（Governing Council of ECB）决定将数字欧元研发工作推进至准备阶段（preparation phase）。该报告详细归纳了调查阶段对数字欧元形成的共识，包括引入数字欧元的动机、数字欧元的设计特征、公私合作的模式以及其将如何促进金融普惠和保障用户隐私。

从终端使用者视角，欧洲央行具体介绍了数字欧元的适用范围，注册、充值、线上和离线支付的方式等设计考量。特别地，为减轻数字欧元发行对商业银行的影响，欧洲央行将设定每类用户的数字欧元持有量上限，以防止金融脱媒。其中，零售用户的持有量上限为正；而商业用户和政府部门的持有量上限将为零，这意味着他们收到的数字欧元将自动转入其银行账户。

在公私合作方面，欧洲央行将负责数字欧元结算、数字欧元 app 开发、相关法律和规则框架的制定、维护用户注册信息、开展反欺诈和风险管理、以及可能提供的多货币功能等事务；而私人部门的支付服务提供商（payment service providers, PSPs）则负责面向用户的注册/注销、支付发起与合规审查、流动性管理和交易管理等事务。根据欧洲央行的设想，一个用户只能拥有一个数字欧元账户、对应一个 PSP，为避免用户被某个 PSP 深度捆绑导致垄断，欧洲央行要求 PSPs 必须为客户提供“携号转网”服务，即可以快速、无缝地将数字欧元账户从一个 PSP 转移到另一个 PSP。在商业激励和成本分摊方面，欧洲央行指出，发

行数字欧元与发行纸币类似，数字欧元作为一项公共产品，欧洲央行将承担其自身的运营成本，个人用户可以免费使用数字欧元的基本功能。对于私人部门而言，PSPs 被允许收取与其他电子支付工具类似的费用。由于数字欧元的使用会产生网络效应，因此商户和 PSPs 将获得足够的经济激励以参与数字欧元的分发和推广。

总体来看，欧洲央行主要关注 **CBDC 带来的支付数字化升级、隐私保护和维护欧元货币主权这三大问题**。欧洲央行认为，数字欧元能够为最广泛的群体提供一种通用、可得的央行货币，能够最大限度地减少对私人货币的依赖，在全球政治经济环境动荡和地缘紧张背景下，有助于增强欧洲的战略自主性和弹性。为此，欧盟委员会已于 2023 年 6 月公布了相关提案，这标志着数字欧元立法程序的启动。接下来的准备阶段将从 2023 年 11 月起持续两年，欧洲央行将积极推动相关立法法案的通过，同时对数字欧元开展进一步的试验。

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。