



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11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。

美联储开启降息，但政策路径仍不明朗

摘要

2024年第三季度，美国就业与通胀延续降温，但节奏趋缓。在维持一年多的超高基准利率后，美联储于9月开启降息通道，美债利率明显回落；同时，美债曲线斜率开始逐渐走陡。由于市场对再通胀风险的担忧以及美国9月非农数据大幅超预期，三季度末以来，美债利率快速回升。展望未来，在总供给增长受制约，总需求稳步放缓的前提下，维持“温和滞涨”是未来美国经济走势的基准判断。同时，需关注美国大选对劳动力供给的负面冲击以及总需求可能加速下滑的风险。从利率分解的角度来看，利率预期主导美债10年期利率走势，期限溢价同步小幅波动。

2024年第三季度，日本经济整体平稳，央行谨慎加息，10年期国债利率呈“V”型走势。展望未来，综合考虑通胀持续性、日元币值以及金融市场稳定，预计日本央行将采取审慎渐进的加息政策，日债利率或将震荡上行。

2024年第三季度，欧元区核心通胀仍具黏性，但考虑到复苏乏力，欧央行继续维持降息政策，欧债利率整体下行。展望未来，欧央行或将继续降息政策以支持经济复苏，但降息力度和节奏受制于核心通胀的走势以及美联储货币政策选择。

2024年第三季度，美元指数高位回落，其他主要货币涨多跌少。在中美国债利差反弹的背景下，人民币兑美元升值3.56%。展望未来，美联储降息预期与美国基本面相对较好将驱动美元指数保持震荡态势，人民币兑美元可能呈现双向波动。

2024年第三季度，全球主要股市普涨，中国股市一转颓势大幅反弹。根据现金流贴现模型估计，当前美股估值水平较高。

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

展望未来，在美国经济“温和滞涨”的基准情形下，屡创新高的美股回调风险加大。

大宗商品方面，黄金价格未来仍将主要受货币政策和地缘政治格局影响，四季度关注美国大选和美联储12月议息会议，接下来一段时间内易涨难跌。原油方面，四季度多空因素交织，但供给宽松和需求回落对原油价格的下行压力更大，宏观货币宽松和地缘政治扰动不足以弥补供需上的不平衡，油价可能呈现宽幅震荡下行。铜供需结构或将维持紧平衡，铜价会在中高位维持震荡格局。铁矿石方面，供给过剩压力仍然较为明显，需求端政策落地需要一定时间，回暖存在不确定性，因此铁矿石价格大概率继续走弱。大豆短期丰产格局较为明朗，价格可能在底部震荡；中期大豆价格逻辑将切换至巴西，要关注新作种植表现，特别是可能的天气炒作。玉米价格逻辑仍以新作为主，供给较为充裕，玉米价格短期内震荡偏弱，四季度后期存在反弹可能。

加密资产市场在2024年上半年呈现稳健增长，总市值达到2.27万亿美元，其中去中心化金融的总锁定价值增长72.8%，达到941亿美元，真实世界资产（RWA）的代币化也成为市场新趋势，政府债券和大宗商品的RWA市值领先。蚂蚁数科在香港发行国内首个新能源实体资产RWA，利用区块链技术提高透明度和降低风险。央行数字货币跨境支付竞争愈发激烈。我国参与的多边央行数字货币桥项目已进入MVP阶段，旨在解决现行跨境支付的高成本和低效率问题。该项目存在一定技术优势，有可能成为新的跨境支付基础设施。同时，美国积极参与国际合作，如“集市”项目召集了广泛的参与者，且明显有针对我国的定位。SWIFT也在积极探索与央行数字货币和加密资产的互联互通，计划在2025年试行，以巩固其全球跨境支付核心地位。

目 录

| | |
|--|----|
| 一、全球债券市场情况 | 1 |
| (一) 美国就业与通胀降温趋缓，美联储降息落地，美债利率回落、斜率走陡 | 1 |
| (二) 日本经济整体平稳，央行谨慎推进货币政策正常化，国债利率呈“V”型走势 | 4 |
| (三) 欧元区复苏乏力，欧央行延续降息政策，欧债利率整体下行 | 5 |
| (四) 新兴经济体政策和利率走势分化 | 6 |
| 二、全球外汇市场情况 | 9 |
| (一) 美元指数高位回落，其他主要货币涨多跌少 | 9 |
| (二) 中美国债利差触底反弹，人民币整体升值 | 11 |
| 三、全球股票市场情况 | 11 |
| (一) 全球股市普涨，A股扭转跌势大幅反弹 | 11 |
| (二) 美股屡创新高，回调风险加大 | 12 |
| 四、大宗商品 | 15 |
| (一) 黄金价格易涨难跌 | 15 |
| (二) 油价料宽幅震荡，中枢可能进一步下行 | 16 |
| (三) 铜价料在中高位维持震荡偏强格局 | 18 |
| (四) 铁矿石价格可能继续走弱 | 19 |
| (五) 大豆价格总体仍将处于低位 | 20 |
| (六) 玉米价格或继续震荡走弱 | 20 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 五、加密资产与数字货币 | 21 |
| (一) 加密资产市场半年回顾 | 21 |
| (二) 蚂蚁数科在香港发行国内首个新能源实体资产 RWA ... | 22 |
| (三) 数字货币跨境支付竞争愈发激烈 | 23 |

一、全球债券市场情况

（一）美国就业与通胀降温趋缓，美联储降息落地，美债利率回落、斜率走陡

2024 年第三季度，美国就业市场与通胀水平延续降温趋势，但速度有所放缓。在维持自 2023 年 7 月以来 5.25%~5.50% 超高基准利率一年多之后，美联储于 2024 年 9 月首次降息 50BP，正式开启本轮降息周期。在此背景下，美债利率明显回调；同时，美债曲线斜率从历史底部开始逐渐走陡。由于市场对再通胀风险担忧以及美国 9 月非农数据大幅超预期，9 月底以来一个月内，美债利率快速回升，预示未来美联储降息路径或将充满波折。其一，美国失业率在历史低位抬升后又小幅回落。2024 年第三季度，美国月度失业率分别为 4.30%、4.20% 和 4.10%，其平均值较上季度 4.00% 小幅抬升，显示美国就业市场已温和降温。其二，美国新增非农波动加大。第三季度美国新增非农分别为 14.4 万、7.8 万和 22.3 万，其平均值与上季度基本持平，但是波动明显加大。其三，美国整体通胀持续回落，但核心通胀仍具黏性。其中，第三季度 CPI 月度同比分别为 2.90%、2.60% 和 2.40%，延续上季度以来的下行态势；核心 CPI 同比分别为 3.20%、3.30% 和 3.30%，其平均值较上季度 3.43% 小幅下行；同期，美联储关注的核心 PCE 同比平均值较上季度仅下降 0.05%，表明核心通胀仍具黏性。其四，在维持一年多的超高基准利率后，美联储终于开启新一轮降息周期。2024 年 9 月 18 日，美联储将联邦基金利率大幅下调 50BP 至 4.75%~5.00%。这表明美联储对“实现 2% 通胀”目标更有信心，将“充分就业”目标前置。与此同时，美联储主席鲍威尔表示，“降息 50BP 不是新速度，美联储也不会停止缩表，缩表可以和降息同时进行”，显示未来美联储降息节奏和力度也存在诸多不确定性。在美国 9 月非农数据超预期的情况下，市场预期年内美联储将放缓降息力度，年内将再降息两次，每次降息 25BP。在此背景下，2024 年第三季度美债利率明显回落。截至 2024 年 9 月 18 日美联储降息日，美债 10 年期利率降至 3.70%，较季初 4.48% 下行幅度近 80BP；之后，伴随 9 月非农数据大幅超预期，利率持续反弹，10 月末升至 4.28%，反弹幅度近 60BP。对于美债曲线斜率的情况，我们在 2023 年第二季度报告判断，在美联储明确降息之前，美债曲线斜率仍将维持震荡；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。正是在8月5日，美国劳工部公布的7月就业数据疲软，市场一致预期美联储将于9月启动降息的情况下，美债斜率才开始从历史底部形成趋势性走陡行情。

综合来看，美国经济保有一定韧性，但宏观经济中总供给与总需求的变化，仍将是研判未来美国经济和利率走势的重要依据。第一，通胀反复以及就业市场相对稳健，是美联储维持长时间超高利率而迟迟不肯降息的原因，而在当前核心通胀仍具黏性以及就业数据波动加剧的情况下，美联储降息路径的选择也充满挑战。第二，总供给约束仍将持续影响美国未来经济走势。从供给端来看，伴随美国劳动参与率逐渐收敛，美国劳工数量增速或将放缓，制约美国经济增速与通胀降温。步入2024，美国劳动参与率稳定于62.50%~62.70%区间，当前已连续三个月处于区间顶部，进一步改善空间有限。其中，第一季度由于劳动参与率和劳工数量小幅下降，引发美国产出增速下降而通胀反弹；第二、三季度因劳动参与率和劳工数量小幅回升，美国产出增速反弹（亚特兰大联储GDPNow模型预测美国第三季度GDP增速为3.20%）而通胀下行。未来，若劳工数量受冲击，美国或将面临再通胀和经济增速下滑风险；第三，总需求降速总体平缓，也存在加速下滑的风险。从需求端来看，新增非农、职位空缺数和雇佣率小幅下降表明劳工需求持续温和降温。美国劳工部数据显示，2024年第三季度，美国季调后新增非农月度均值为14.8万，与第二季度持平，但显著低于第一季度；同时，职位空缺数延续下降趋势，降至744万；此外，雇佣率整体下降但保持在3.40%~3.50%之间。在持续高利率背景下，美国就业市场保持相对稳健，体现美国经济的韧性。然而，美国经济存在加速下滑的风险。其中，职位空缺率已降至疫情前水平，求职倍数（职位空缺数/失业人数）以及雇佣率低于疫情前水平，而新增非农数据的大幅波动也为就业市场增添不确定因素。

展望未来，美国经济走势主要有以下三种情形。第一种：基准情形“温和滞涨”，在美国劳动参与率提升空间压缩且有下降压力的情况下，美国劳工增速或将放缓，制约总供给能力，通胀持续下行将受到制约；同时，需求延续缓慢下行，使得供需达到新平衡。此种情形下，美国经济增速或将降至1%~1.5%区间，通胀缓慢下降至2.5%左右。在这种环境下，美联储不得不继续在稳增长和降通胀的两难中进行抉择。美联储或将采取“渐进式谨慎”的降息政策。第二种情况：再

通胀，美国总供给受冲击。其中，美国大选是主要风险因素。特朗普当选限制移民政策将对劳动力供给造成持久冲击，高物价仍将持续较长时间。在这种环境下，美联储或将暂停降息甚至加息的政策。第三种情况：衰退，总需求大幅快速回落实现供需再平衡。此种情形下，美联储将采取积极的降息政策。

利率预期主导 10 年期美债利率走势，期限溢价小幅波动。 根据期限溢价理论，可以将长债利率分解为利率预期(未来短期利率的平均)和期限溢价两部分。其中，利率预期主要由市场对未来政策利率的期望决定。2024 年第三季度，伴随降息预期强化及落地，利率预期主导 10 年期美债持续下行。美联储降息前，季度内美债 10 年期利率下降 78BP，利率预期贡献 58BP；由于 9 月非农数据超预期，降息落地后，利率预期抬升驱动 10 年期美债反弹。同时，期限溢价主要由货币政策的不确定性、美联储减持美债规模决定。美联储降息前，货币政策预期倾向一致，导致期限溢价下行。9 月非农数据超预期，增加了未来货币政策不确定性。同时，9 月底以来，美联储减持美债规模有所加快，期限溢价随之上行。但三季度以来，期限溢价波动幅度明显小于利率预期。展望未来，在美联储持续降息但对降息幅度存在分歧的背景下，预计利率预期将震荡下行。同时，期限溢价仍随货币政策不确定性以及美联储减持美债的节奏变化而波动。



图 1 美国国债利率和期限利差

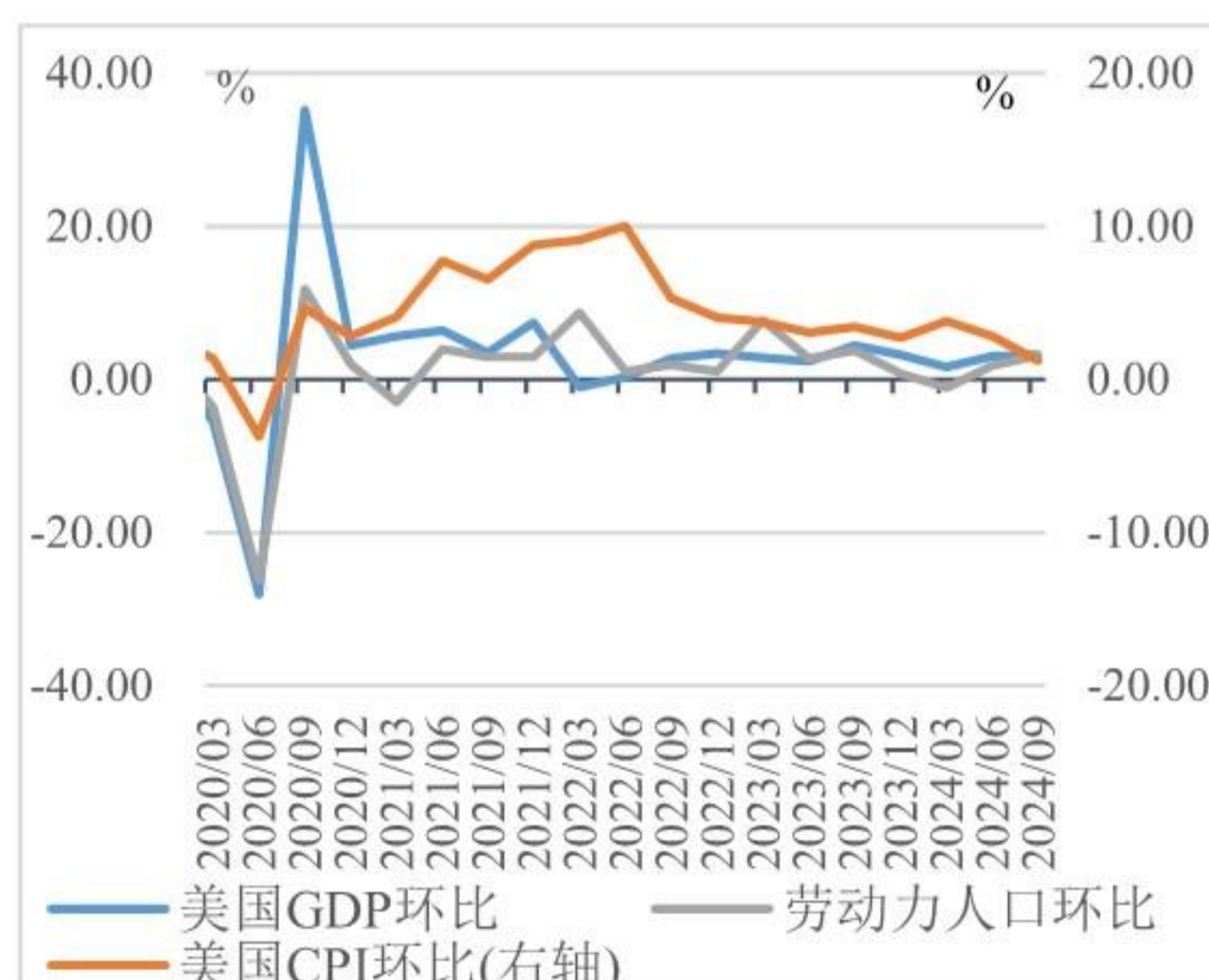


图 2 美国经济增长、通胀与劳工数量

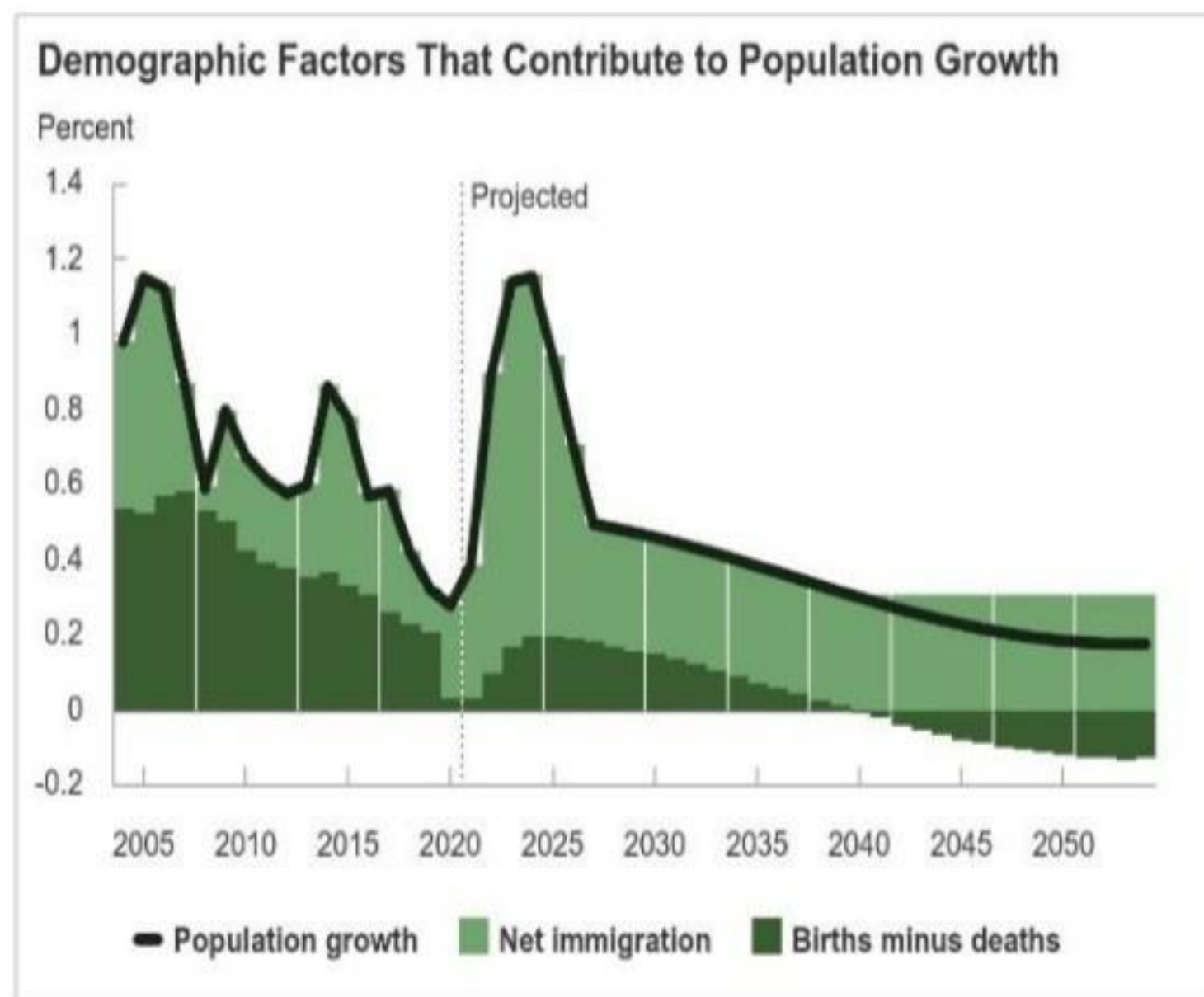


图3 美国人口增长的影响因素 图4 美债利率分解：利率预期与期限溢价

数据来源：wind，CBO，纽约联储，国家金融与发展实验室整理。

（二）日本经济整体平稳，央行谨慎推进货币政策正常化，国债利率呈“V”型走势

2024年第三季度，日本经济保持平稳，日本央行谨慎推进货币正常化进程，7月底将政策利率从0%~0.1%提高至0.25%左右，日本10年期国债利率呈“V”型走势。其一，日本制造业和服务业表现分化。其中，7月至9月，日本制造业PMI分别为49.1、49.8和49.7，较上季度整体微跌，处于收缩区间；服务业PMI分别为53.7、53.7和53.1，较上季度明显改善，处于扩张区间。其二，日本通胀率保持在2%以上。2024年第三季度，日本CPI同比分别为2.8%、3.0%和2.5%，核心CPI同比分别为2.7%、2.8%和2.4%，均值较上季度均有小幅抬升，但9月份通胀有所回落。自2022年4月以来，日本CPI与核心CPI同比已连续30个月超过2%。其三，日本就业状况保持稳定，7月至9月，失业率分别为2.7%、2.5%和2.5%，处于历史低位。其四，日本家庭收入状况有所好转，但消费依然不足。2024年“春斗”后，日本劳动者家庭实际收入同比自5月份开始转正，但实际消费支出同比基本为负值。其中，7月和8月，日本劳动者家庭实际收入同比分别为5.5%和2.0%，实际消费支出同比为0.1%和-1.9%。2024年“春斗”令日本民众的收入有所增加，但尚未显著传导至消费。货币政策方面，7月31日，日本央行在未与市场充分沟通的情况下，意外将0%~0.1%的政策利率调整至0.25%，此次加息为今年3月退出负利率政策以来的首次加息。但此次小幅加息对金融市场影响有限。8月5日，美国就业数据欠佳强化美联储降息预期，导致

全球债券价格上涨。其中，日本 10 年期国债利率当日下跌 17 个基点至 0.78%。之后，随着美国金融市场和宏观数据稳定，日本 10 年期国债利率随之反弹。（见图 5）。

展望未来，预计日本央行将采取审慎渐进的加息政策，日债利率或将震荡上行。一方面，通胀持续稳定为央行加息提供基本支持；同时，美联储降息放缓以及美日利差扩大风险，将对日元形成新一轮的贬值压力。过去一年多，日元疲软是加速通胀的一个因素。另一方面，日本经济复苏尚不稳固，加息或将增加其经济前景的不确定性。日本国内消费依然不足，工资和通胀的正向螺旋是否形成仍需确认，这就要求相对宽松的货币环境予以支持。此外，日本央行加息可能会导致日元套利交易平仓，影响全球资本流动，引发金融市场震荡。在金融市场不稳定的情况下，日本央行并不会提高政策利率。未来，日本将继续推进货币政策正常化，但紧缩力度从根本上取决于经济基本面的修复以及美联储降息节奏。

（三）欧元区复苏乏力，欧央行延续降息政策，欧债利率整体下行

2024 年第三季度，欧元区复苏乏力，欧央行延续降息政策，欧债利率持续下行。其一，欧元区景气度有所下滑，综合 PMI 再度跌破荣枯线。2024 年 7 月至 9 月，欧元区综合 PMI 分别为 50.2、51.0 和 49.6，显示经济动能减弱。其中，制造业 PMI 在荣枯线以下持续恶化，更创下年内新低，制造业复苏前景黯淡；服务业 PMI 处于扩张区间，但呈下滑趋势，表现亦不及市场预期。其二，欧元区整体通胀持续回落，核心通胀仍具有黏性。其中，2024 年 9 月整体通胀率甚至跌破 2.0%，主要原因是能源价格走低和基数效应。同时，核心通胀率降至 2.7%，仍处于相对高位，同时降速明显变缓。其三，欧元区消费者信心边际改善，但投资者信心继续恶化。2024 年三季度，欧元区消费者信心延续温和回升态势，消费者信心指数平均值为-13.1，较上季度-14.3 有所改善；同期，欧元区投资者信心指数分别为-7.3、-13.9 和-15.4，表明投资者信心持续恶化。其四，2024 年 9 月 12 日，欧央行将存款便利利率下调 25BP 至 3.50%，将主要再融资利率和边际贷款利率均下调 60BP 至 3.65%和 3.90%。这是欧洲央行今年以来的第二次降息。在此背景下，欧债利率整体下行。截至 2024 年 9 月末，欧债 3 月期和 10 年期利

率分别降至 3.12%和 2.24%，较 6 月末分别下行 30BP 和 26BP。展望未来，欧央行或将采取继续降息政策以支持经济复苏，但降息的力度和节奏受制于欧元区核心通胀的走势以及美联储货币政策选择。

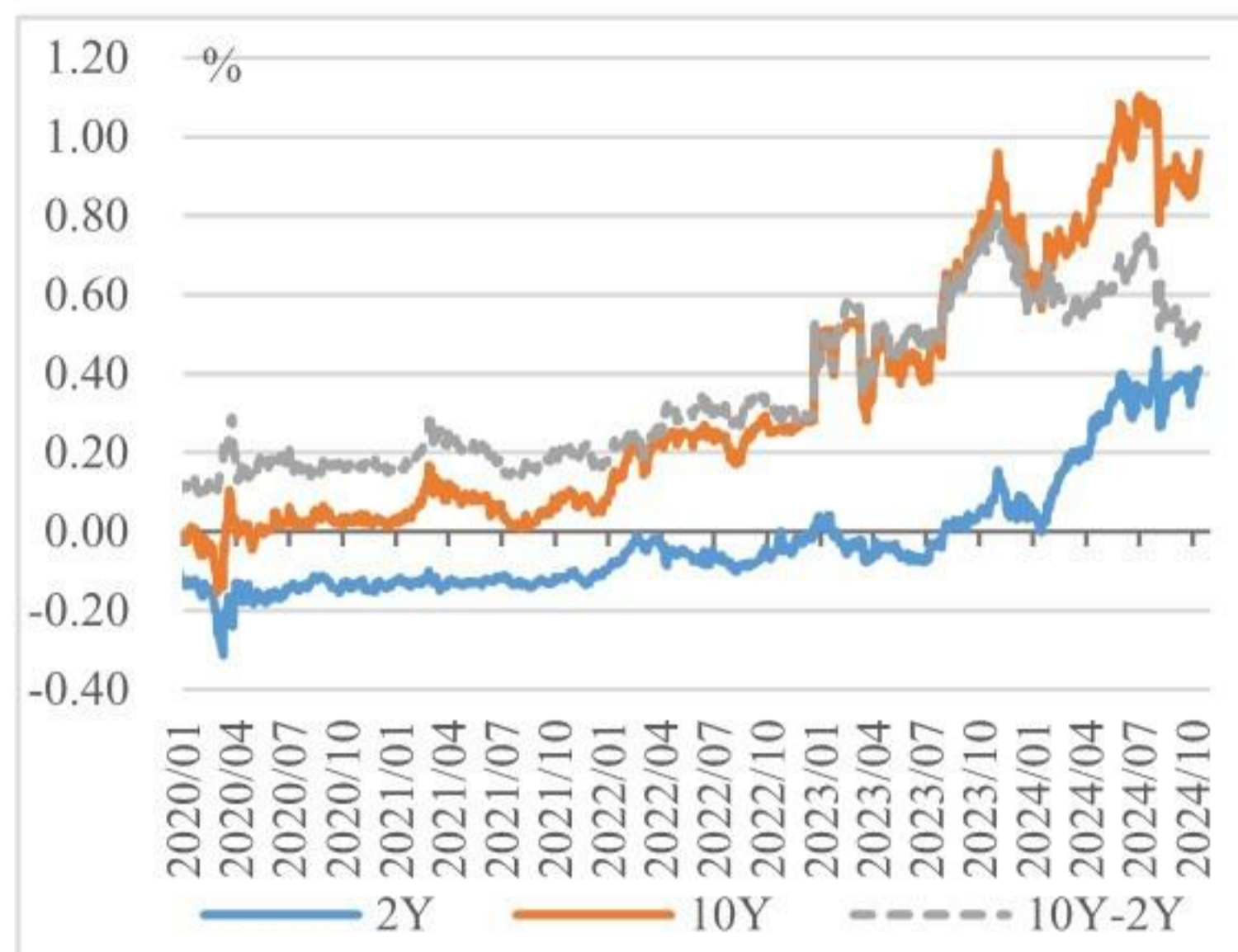


图 5 日本国债利率



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 年第三季度，新兴经济体货币政策分化，国债利率走势也不尽相同。同时，由于欧美相继开启降息政策，新兴经济体面临外部压力有所趋缓。其中，印度经济增速小幅放缓、通胀稳步回落后又经历了短暂反弹，货币政策保持稳定，国债利率震荡下行；俄罗斯经济显示韧性，通胀持续反弹叠加央行加息，国债利率持续上行创新高；巴西经济继续复苏，通胀反弹，巴西央行由降息转为加息，国债利率整体上行；中国经济持续承压，有效需求不足导致消费、投资和物价持续低迷，央行采取降息降准货币政策，国债利率持续下行；伴随 9 月末政策持续发力抬升市场风险偏好，国债利率由底部明显反弹。

2024 年第三季度，印度经济增速小幅放缓、通胀稳步回落后又短暂反弹，货币政策保持稳定，10 年期国债利率震荡下行。具体来看，第一，2024 年第二季度印度 GDP 同比增速 6.7%，略低于预期的 6.8%，较一季度 7.8%小幅放缓。第二，2024 年第三季度，印度经济景气度处于扩张区间，但有所下滑。其中，印度制造业 PMI 分别为 58.1、57.5 和 56.5，服务业 PMI 分别为 60.3、60.9 和 57.0，综合 PMI 分别为 60.7、60.7 和 59.3，较上季度中枢水平均有所下移。第三，印度通胀稳步回落后又短暂反弹，9 月 CPI 同比增速由 8 月 3.65%反弹至 5.49%，主要是由

于食品价格大幅上涨。由于降雨量充沛，预计未来几个月通胀可能会有所缓和。同时，印度央行保持货币政策稳定。对于未来政策取向，印度央行行长一再表示，在考虑宽松政策之前，希望将通胀长期降至4%的目标水平。在此背景下，2024年第三季度，印度国债利率一路震荡下行。其中，印度10年期国债利率季度内下行26BP至6.75%，3月期国债利率下行38BP至6.45%。

2024年第三季度，俄罗斯经济显示韧性，通胀持续反弹叠加央行加息，国债利率创新高。具体来看，2024年第二季度，俄罗斯GDP同比增长4.10%，自2023年第二季度以来，俄罗斯经济增速均保持在4%以上，平均增速约5%，凸显俄罗斯经济韧性。2024年第三季度，俄罗斯经济景气度先上后下，受制造业拖累，跌至收缩区间。其中，综合PMI分别为51.9、52.1和49.4，制造业PMI分别为53.6、52.1和49.4，服务业PMI分别为51.0、52.3和50.5，重回扩张区间。同期，俄罗斯通胀压力更加严峻。在超高基准利率下，2024年第三季度，俄罗斯CPI同比持续攀升，分别为9.13%、9.05%和8.63%，明显超出4%的通胀目标。因此，俄罗斯央行于2024年7月和9月将基准利率分别调升200BP和100BP，调整后高达19%。在此背景下，俄罗斯国债利率持续上行。2024年9月末，俄罗斯10年期国债利率升至15.85%，创2003年以来新高。

2024年第三季度，巴西经济继续复苏，通胀反弹，巴西央行由降息转为加息，国债利率整体上行。具体来看，2024年第二季度，巴西GDP同比增速为3.3%，经济增速连续三个季度反弹。2024年第三季度，巴西通胀和经济景气度呈“V”型走势。其中，CPI同比分别为4.06%、3.71%和4.09%；制造业PMI分别为54.0、50.4和53.2；服务业PMI分别为56.4、54.2和55.8。与此同时，巴西央行货币政策转向，一改自2023年8月至2024年5月的降息政策，于2024年9月启动加息，将政策利率由10.50%调整为10.75%。在此背景下，2024年第三季度，巴西10年期国债利率呈“V”型上行态势，由季初12.33%降至11.39%，后又反弹至季末的12.41%；巴西1年期国债利率则持续上行，季度内累计上行102BP至季末的12.16%。

2024年第三季度，中国经济持续承压，有效需求不足导致消费、投资和物价持续低迷，央行采取降息降准货币政策，国债利率持续下行。具体来看，2024年第三季度GDP同比增速4.6%，较二季度4.7%进一步下滑，实现全年5%经济增

长目标需要四季度增速明显提升。PMI 指数显示经济景气度有所下降。其中，制造业 PMI 下降后企稳，服务业 PMI 跌破荣枯线。7 月和 8 月制造业 PMI 为 49.4 和 49.1，延续下降趋势，9 月回升至 49.8；7 月至 9 月，服务业 PMI 分别为 50.0、50.2 和 49.9，整体延续下降趋势。同时，有效需求不足问题尚未改善。社会消费品零售总额累计同比持续下降；物价水平有所回升但尚未摆脱历史低位，CPI 同比在 0.5%附近波动，核心 CPI 同比持续走低，逼近零值；PPI 跌幅进一步扩大，9 月 PPI 同比下降 2.8%。同时，M1、社会融资规模、居民与企业新增信贷规模等金融数据全面下滑，市场期待央行进一步降息。2024 年 7 月，央行调低 7 天逆回购操作利率 10BP。在此背景下，中国国债利率整体下行。9 月下旬以来，中央陆续出台一系列稳定增长、稳定房地产市场、稳定市场预期的增量政策，助推 10 年期国债利率快速反弹。根据 10 年期国债利率分解的时间序列数据显示，2024 年第三季度情形与往常无异，相对利率预期，期限溢价基本主导了长端利率走势。其中，利率预期在 1.89%~1.93%极窄区间波动。期限溢价在投资者风险偏好降低、竞相追逐安全资产的情绪下一路走低至 0.12%的历史极值。伴随“9.24”新政、9 月 26 日中央政治局会议定调以及 9 月 29 日央行 7 天逆回购利率正式下调等密集重磅政策驱动，市场投资者偏好抬升带动期限溢价从底部快速反弹至 0.31%。



图 7 印度国债利率



图 8 俄罗斯国债利率

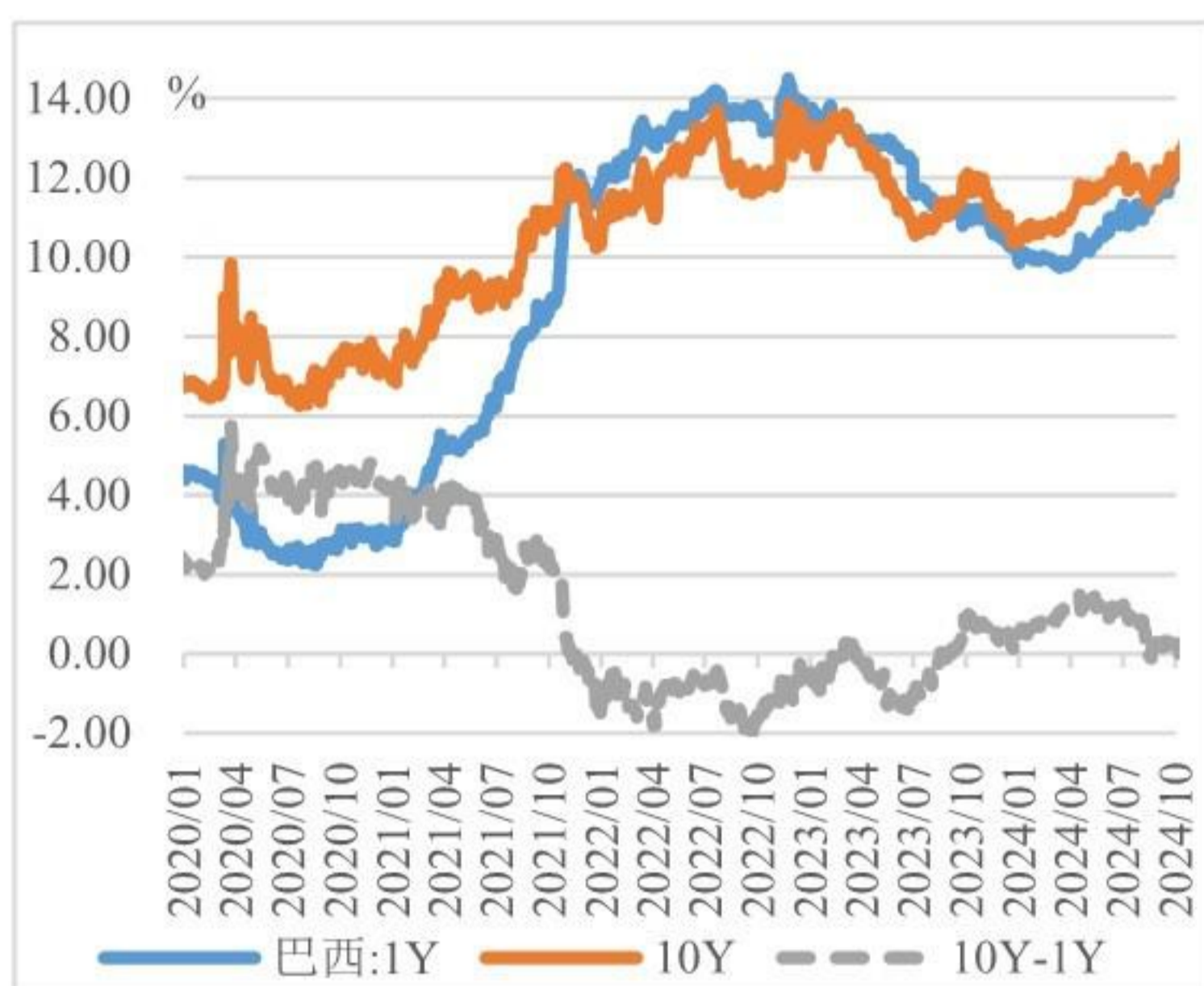


图9 巴西国债利率

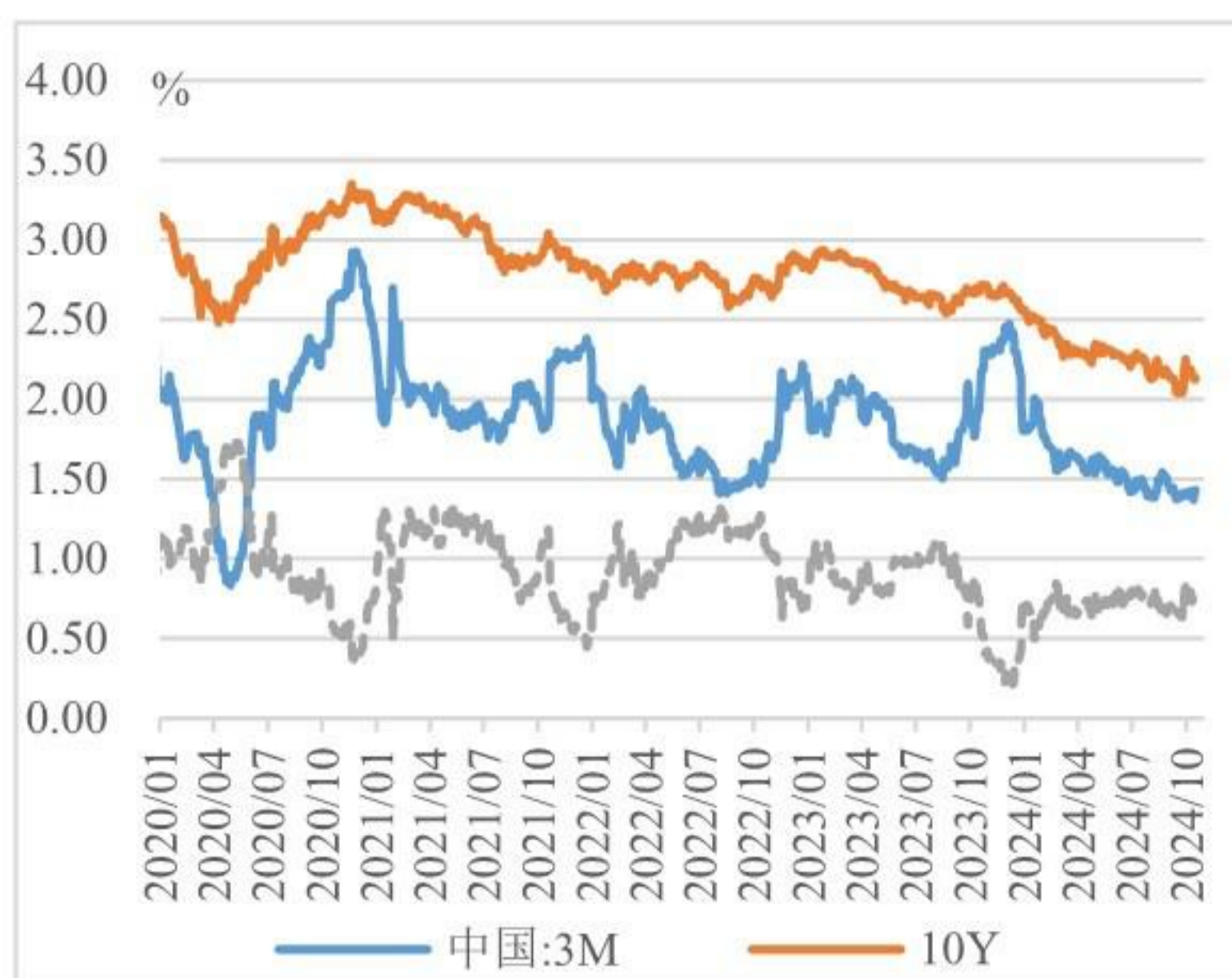


图10 中国国债利率



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) 美元指数高位回落，其他主要货币涨多跌少

2024年第三季度，伴随美联储降息预期强化及落地，美元指数由105.84高位回落至100.76，跌幅4.80%。其他主要货币兑美元涨多跌少，多数呈现“均值回归”的特征。其中，美元指数六大构成货币兑美元均升值，前期贬值幅度较大的日元兑美元升值12.01%。瑞士法郎、英镑、瑞典克朗、欧元和加元兑美元依次

升值 6.33%、5.78%、4.50%、3.93%、3.84%和 3.64%。对于新兴经济体来说，前期跌幅较大的林吉特和泰铢兑美元分别升值 14.43%和 13.61%，成为表现最好的两个主要货币。同时，前期兑美元升值的俄罗斯卢比和墨西哥比索贬值幅度最大，分别贬值 7.51%和 7.26%。由于土耳其在通胀高企情形下采用低利率政策，土耳其里拉兑美元延续 2022 年以来的大幅贬值趋势。（见图 15）。

展望未来，美元指数或将保持震荡态势。一方面，在美联储处于降息周期，美债高利率优势逐渐减弱；另一方面，预计未来美国经济基本面表现仍好于日欧，且美联储降息路径充满不确定性，美元指数下行将是温和且有波动的。



图 12 美元指数与国债利差

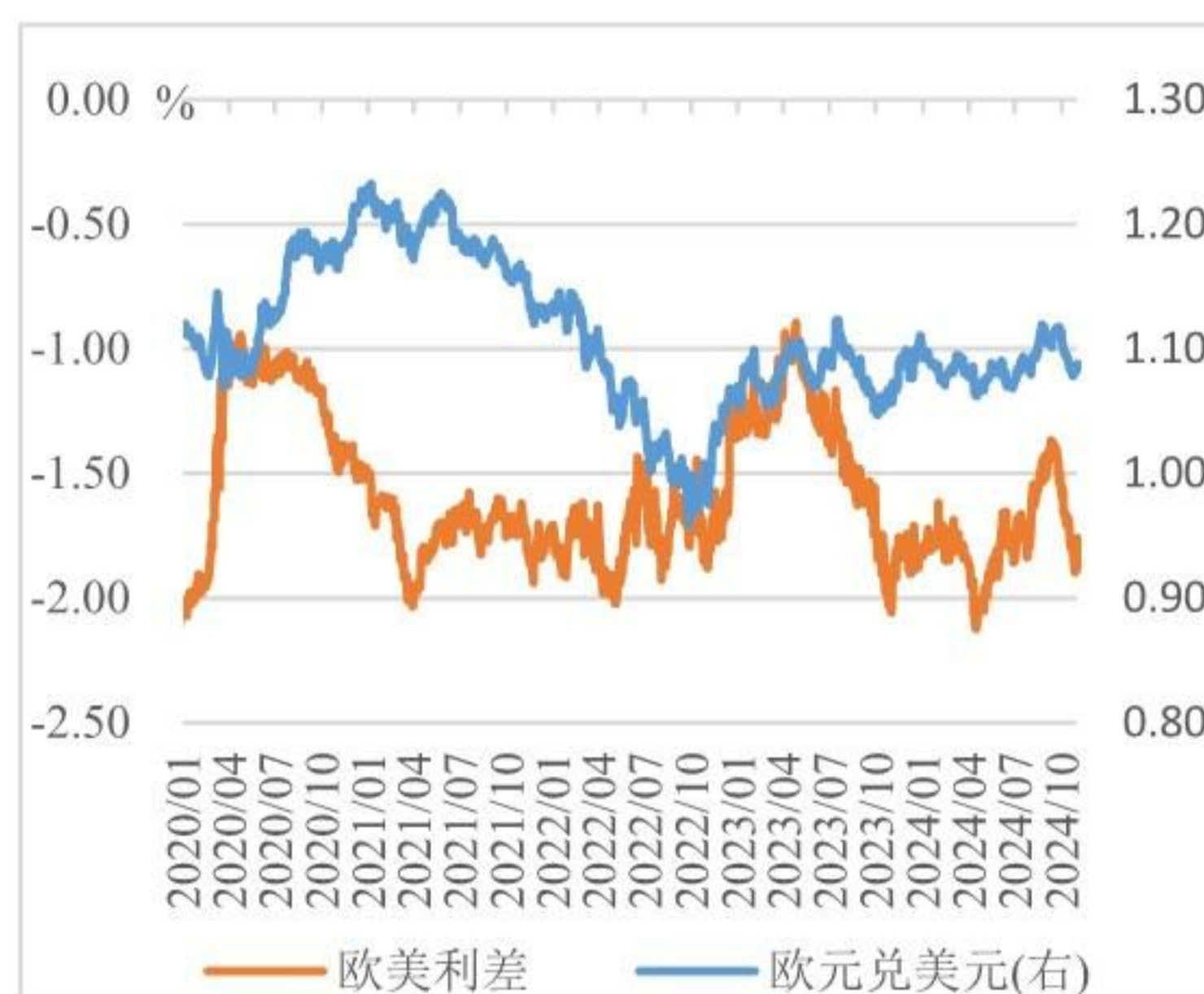


图 13 欧元汇率与欧美国债利差



图 14 日元汇率与美日国债利率

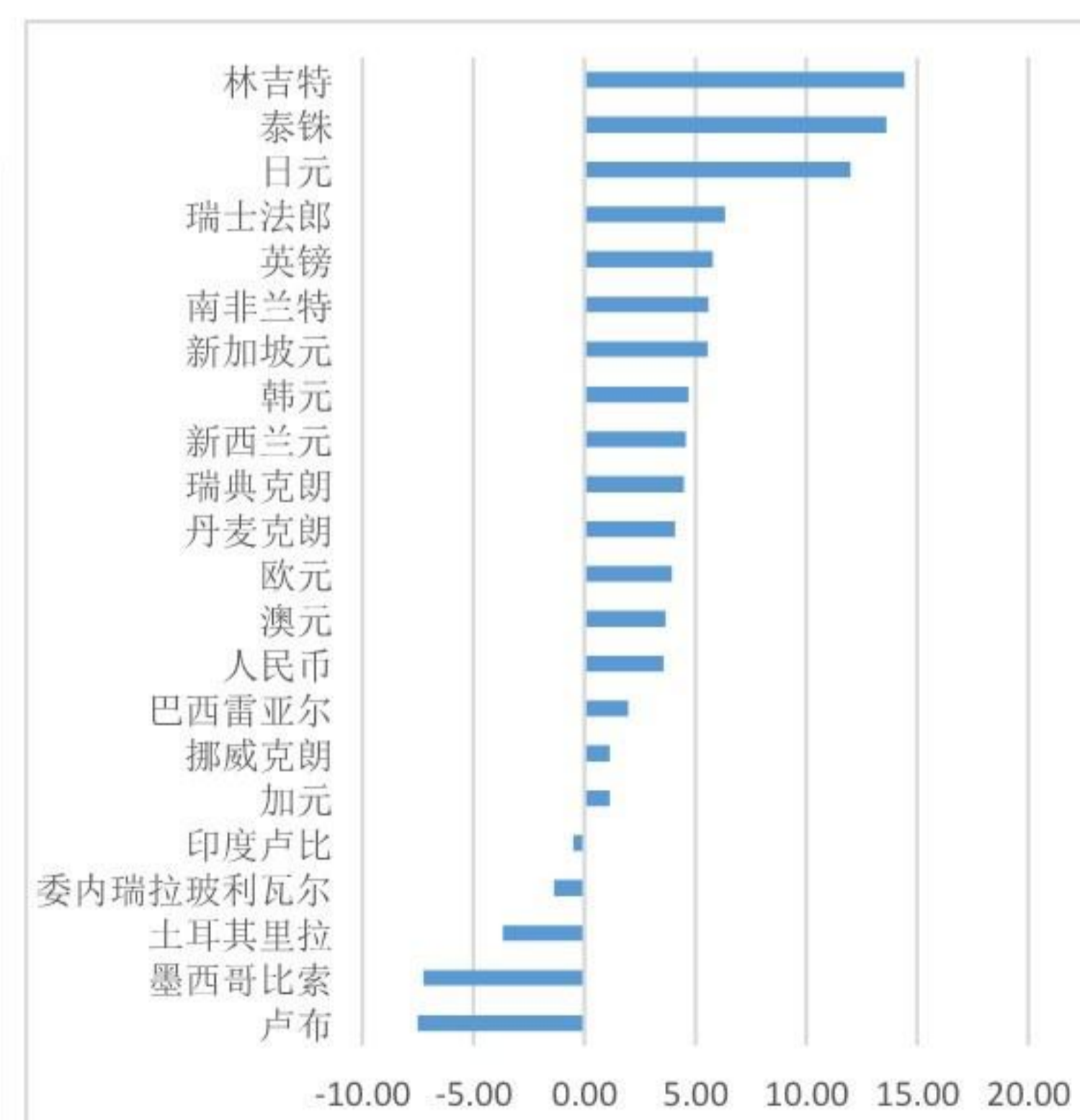


图 15 2024 年第二季度主要货币汇率变化

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）中美国债利差触底反弹，人民币整体升值

2024年第三季度，中美国债利差触底反弹，人民币兑美元升值3.56%。2024年三季度，一方面，美国降息幅度超过中国；另一方面，美国经济整体处于下行周期，而中国经济处于筑底企稳阶段。中美货币政策与基本面差异分别驱动中美国债长、短利差触底反弹。其中，中美3月期国债利差由-4.04%反弹至-3.33%；同时，中美10年期国债利差由-2.15%反弹至-1.66%。展望未来，伴随美元指数保持震荡态势，人民币兑美元呈现双向波动特征。

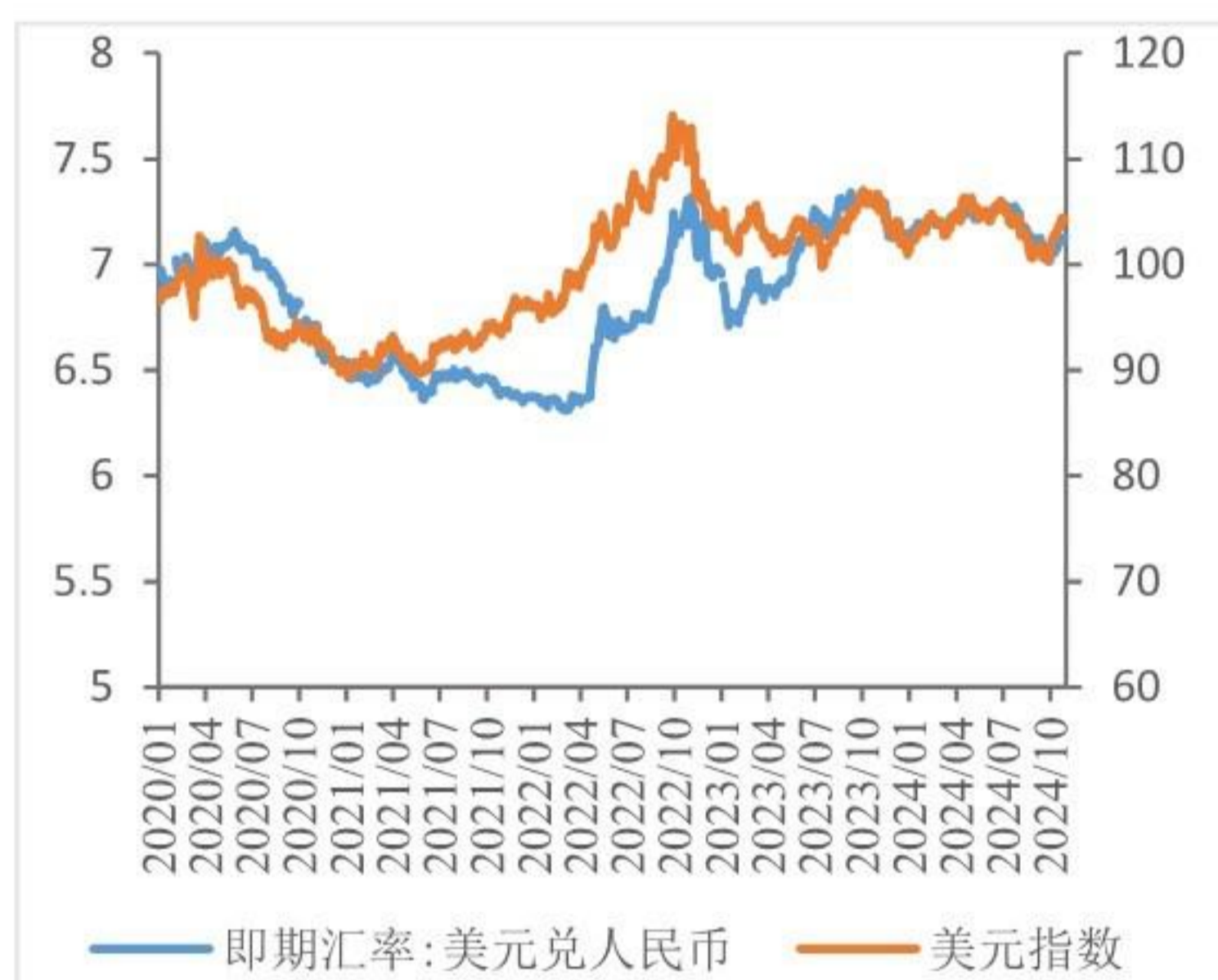


图 16 人民币汇率与美元指数

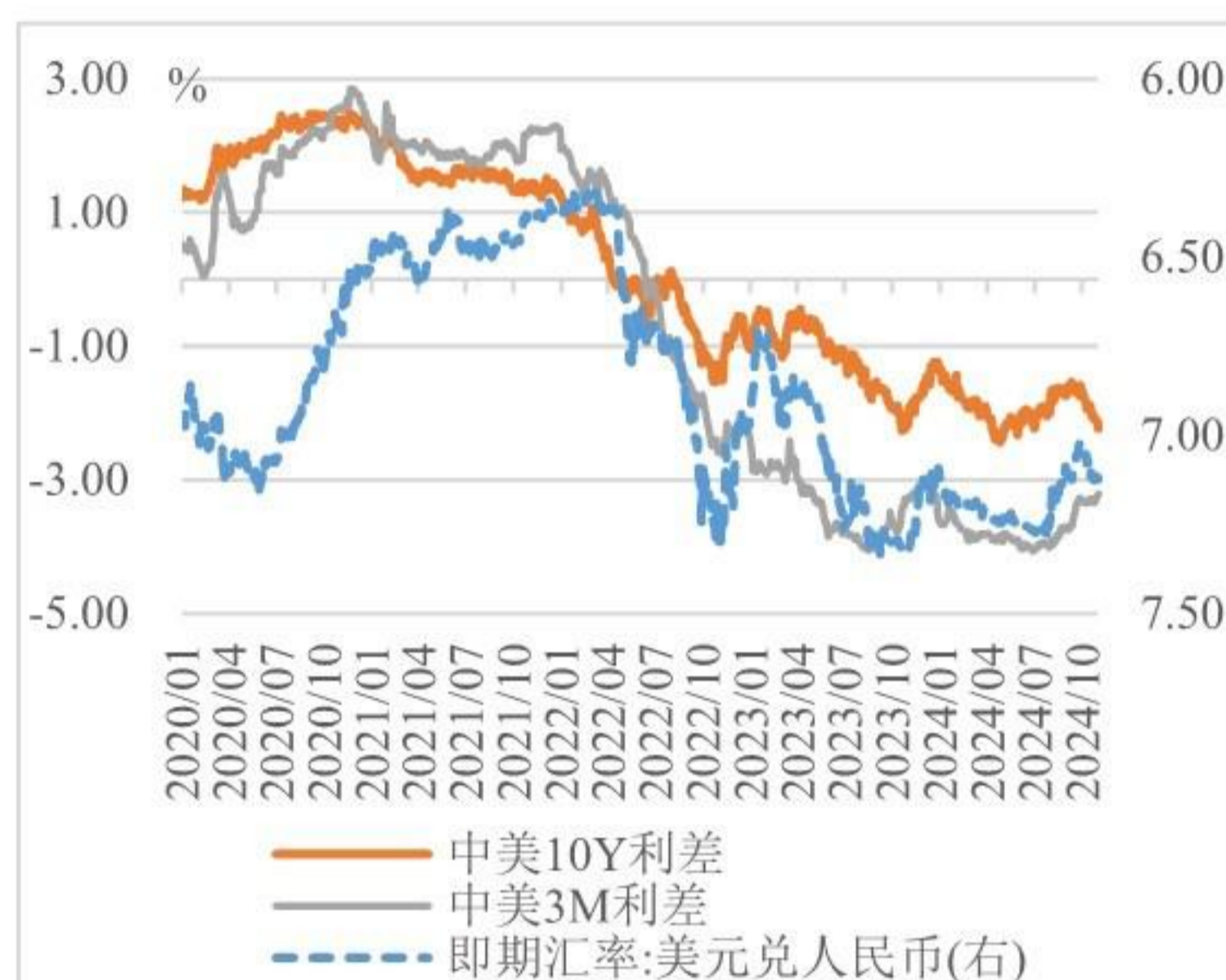


图 17 人民币汇率与中美利差

数据来源：wind。

三、全球股票市场情况

（一）全球股市普涨，A股扭转跌势大幅反弹

2024年第三季度，全球主要股市普涨。其中，A股一改长期颓势，日本和俄罗斯加息政策，影响其股市从高位回调。2024年9月，中国各主管部门密集出台的经济金融政策，刺激中国股市短期内大幅上涨。其中，2024年第三季度，创业板指数上涨29.21%，领涨全球主要市场股票指数。同时，在央行降息驱动下，欧美股市延续上涨态势，且呈现板块轮动特征。其中，此前涨幅较小的道琼斯工业指数在三季度上涨8.21%，超过前期大涨的纳斯达克指数。此外，由于2024年第三季度，日本和俄罗斯采取加息政策，其国内股市从高位回调。尤其是俄罗斯采取超高基准利率对抗通胀，导致其主要股票指数——俄罗斯RTS指数大幅下跌16.67%。

表 1 2024 年前三季度全球主要股票指数涨跌情况 (%)

| | 三季度 | 二季度 | 一季度 | 前三季度 |
|------------------|--------|-------|-------|--------|
| 创业板指数 | 29.21 | -6.83 | -4.47 | 15.00 |
| 恒生指数 | 19.27 | 7.12 | -2.97 | 23.97 |
| 深证成份指数 | 19.00 | -5.29 | -1.91 | 10.55 |
| 沪深 300 指数 | 16.07 | -1.68 | 2.62 | 17.10 |
| 中小板综指 | 15.20 | -5.66 | -6.73 | 1.36 |
| 上证综合指数 | 12.44 | -1.44 | 1.20 | 12.15 |
| 道琼斯工业平均指数 | 8.21 | -1.73 | 5.62 | 12.31 |
| MSCI 新兴市场指数 | 7.79 | 4.41 | 1.63 | 14.37 |
| 孟买 Sensex30 指数 | 6.66 | 7.31 | 1.95 | 16.69 |
| MSCI 全球指数 | 6.21 | 2.41 | 7.73 | 17.16 |
| 法兰克福 DAX 指数 | 5.97 | -1.39 | 10.39 | 15.36 |
| 标准普尔 500 指数 | 5.53 | 3.92 | 10.16 | 20.81 |
| MSCI 发达市场 | 4.34 | 2.58 | 9.65 | 17.37 |
| 纳斯达克综合指数 | 2.57 | 8.26 | 9.11 | 21.17 |
| 欧元区 STOXX50 价格指数 | 2.17 | -3.73 | 12.42 | 10.59 |
| 巴黎 CAC40 指数 | 2.09 | -8.85 | 8.78 | 1.23 |
| 伦敦富时 100 指数 | 0.89 | 2.66 | 2.84 | 6.51 |
| 欧洲证券交易所 100 指数 | 0.03 | -2.75 | 9.37 | 6.39 |
| 东京日经 225 指数 | -4.20 | -1.46 | 20.03 | 13.31 |
| 俄罗斯 RTS 指数 | -16.67 | 2.71 | 4.13 | -10.88 |

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

(二) 美股屡创新高，回调风险加大

2024 年第三季度，美股延续涨势，屡创新高。其中，道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克综合指数分别上涨 8.21%、5.53%和 2.57%。从行业看，标普 500 指数 11 个行业中除能源行业由于能源价格持续回落而下跌外，其余均上涨。从各个行业涨幅来看，呈现板块轮动特征。其中，前期大涨的信息技术和通讯服务行业涨幅垫底，小幅上涨 1.44%和 1.42%；前期持续下跌的房地产行业则涨幅靠前，大幅上涨 16.29%。

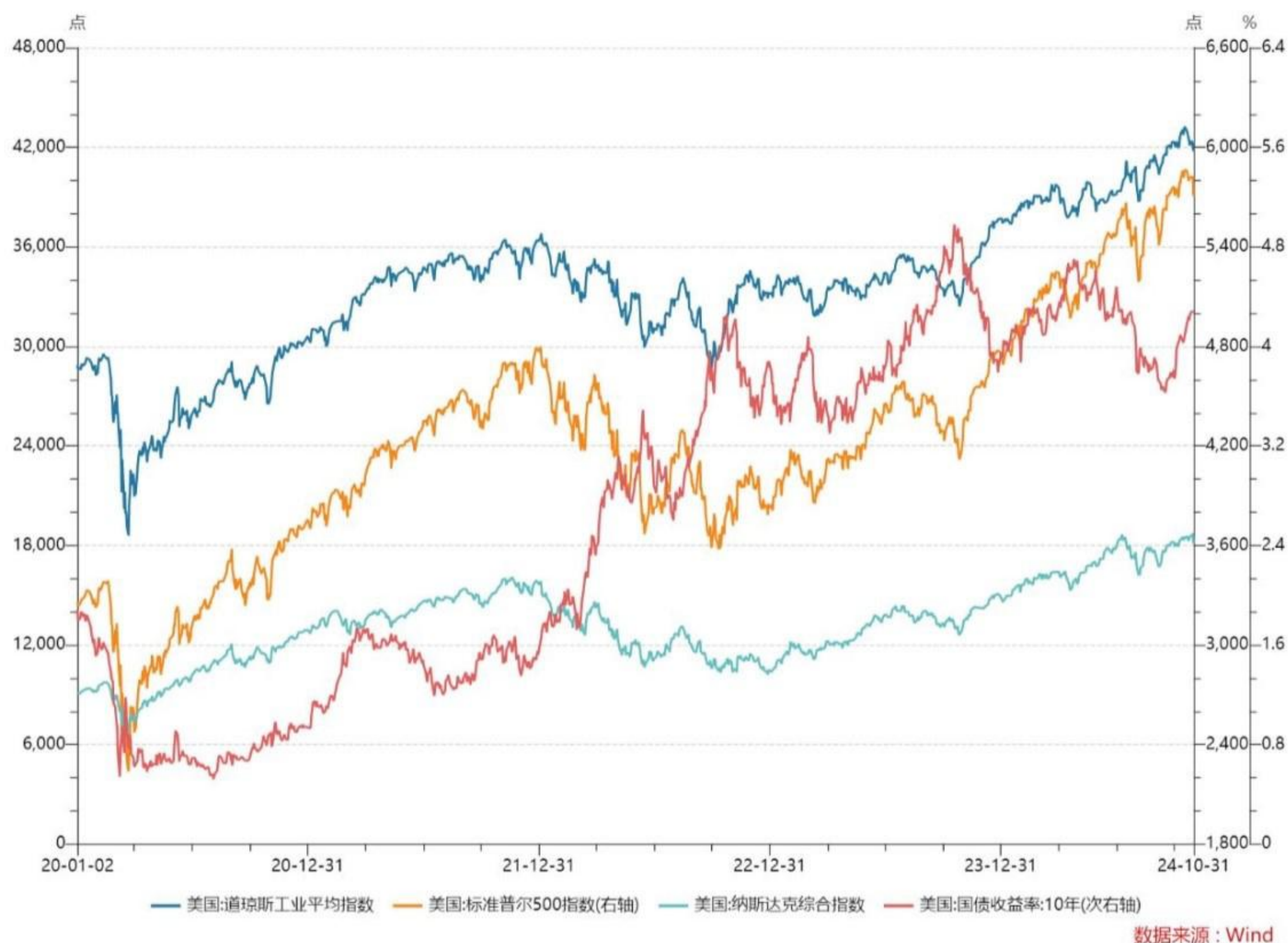


图 18: 美国股票指数走势

数据来源: wind。

表 2 2024 年以来标普 500 指数各行业表现 (%)

| | 三季度 | 二季度 | 一季度 | 前三季度 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 公用事业 | 18.47 | 3.85 | 3.59 | 27.45 |
| 房地产 | 16.29 | -2.82 | -1.36 | 11.48 |
| 工业 | 11.15 | -3.26 | 10.57 | 18.90 |
| 金融 | 10.21 | -2.43 | 11.97 | 20.40 |
| 材料 | 9.20 | -4.90 | 8.44 | 12.62 |
| 日常消费 | 8.28 | 0.69 | 6.81 | 16.46 |
| 可选消费 | 7.59 | 0.45 | 4.75 | 13.21 |
| 医疗保健 | 5.65 | -1.37 | 8.40 | 12.96 |
| 信息技术 | 1.44 | 13.61 | 12.48 | 29.63 |
| 通讯服务 | 1.42 | 9.11 | 15.57 | 27.89 |
| 能源 | -3.12 | -3.19 | 12.69 | 5.69 |

数据来源: wind, 国家金融与发展实验室整理。

我们采用改进的 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。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)。改进后的 Damodaran 模型如下：

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

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 8.48%，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 3.00%，基于美国未来大概率处于温和滞涨情景；(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 2024 年 9 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，且偏离幅度大于上季度末。依据上述参数基准情形，通过 Damodaran 模型估算，2024 年 9 月 30 日，标普 500 指数的内在价值等于 5271.77，当日市场价格点 5762.48，市场价格比模型估值高 8.52%。采用相同方法，上个季度末 (2024 年 6 月 28 日)，市场价格比模型估值高 6.15%。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 4.66%，略低于过去 10 年的平均值 5.00%。展望未来，在美国经济“温和滞涨”的基准情形下，美股回调风险有所加大。

四、大宗商品

（一）黄金价格易涨难跌

2024 年三季度，黄金价格总体震荡上行，创出历史新高。本轮行情大致有两条逻辑主线。一是美联储降息。7 月份美联储议息会议上，鲍威尔论调偏鸽派；同月，美国非农数据不佳，8 月劳动力市场数据走弱；最终 9 月美联储确认降息 50bp。第二条主线是“特朗普交易”。特朗普宣称上台后将大幅提高关税，这可能导致显著的通胀效应，利多大宗商品。因此随着特朗普被袭击和两党竞争的逐渐白热化，黄金价格也会有所抬升。此外，中东的紧张局势如哈马斯领导人遇刺等，也会增强黄金作为避险资产的吸引力。



图 19 2024 年三季度黄金价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，黄金价格将主要受货币政策和地缘政治格局影响。目前，美联储已经开启了货币政策宽松周期，全球主要央行可能进一步降息。地缘政治风险方面，中东地区和朝韩冲突都存在升级可能。在变乱交织的背景下，多国央行近期都公开表示将持续增加黄金储备，央行净购入黄金的总体格局会持续。这些因

素都利多黄金。在波段方面，有两个关键节点。一是美国大选。从现在到 11 月美国大选结束前，美国大选结果还存在较大不确定性，各类资产价格尚存反转可能。第二个关键节点是美联储 12 月议息会议，这将落实降息预期。市场对信息的反应是非对称的，因此往往对美国经济走弱即货币宽松信号反应更强。综合上述因素，未来一段时间金价仍然易涨难跌。

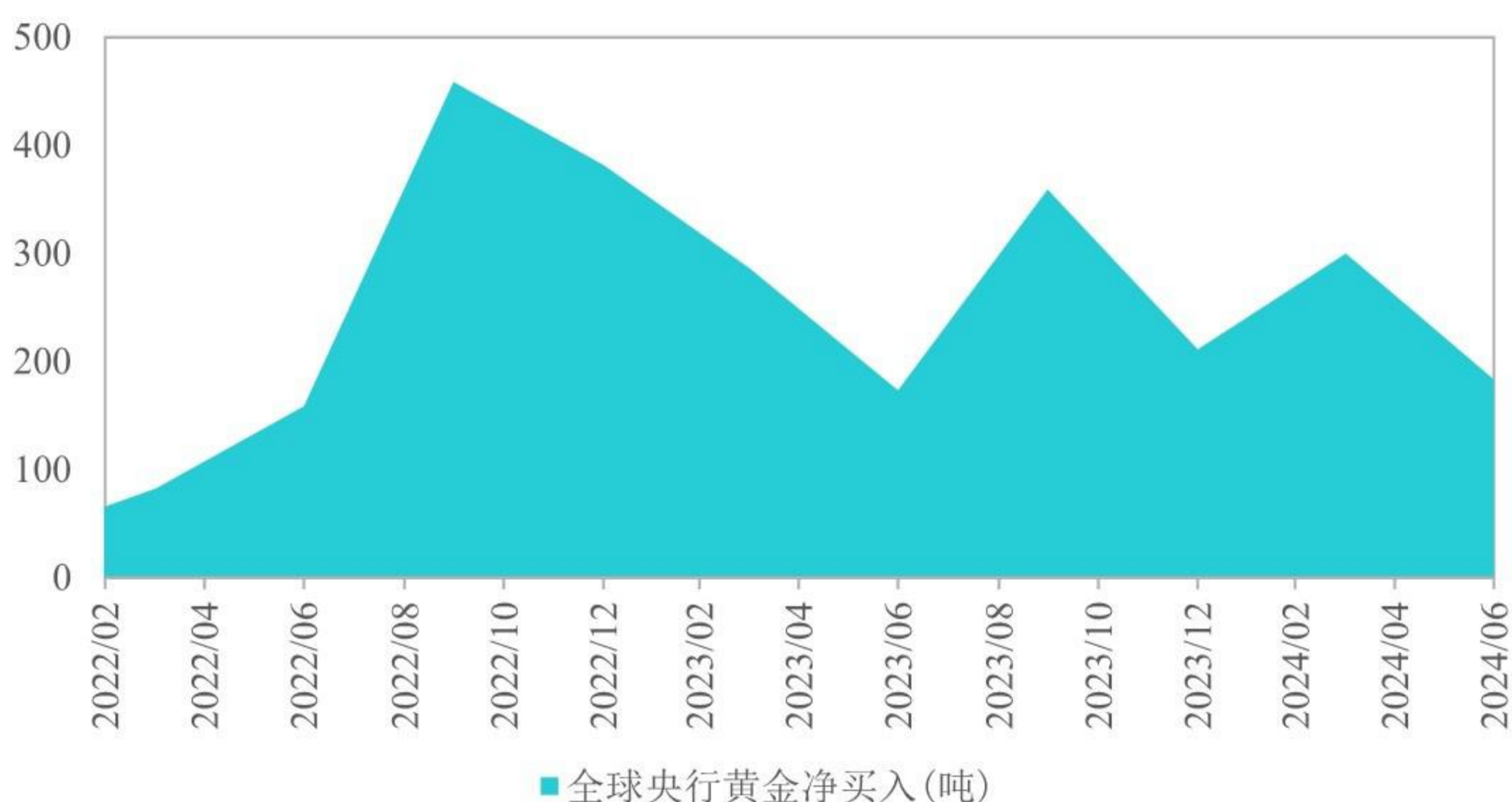


图 20 乌克兰危机以来全球央行持续净买入黄金

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

(二) 油价料宽幅震荡，中枢可能进一步下行

2024 年三季度，原油价格持续下跌，于季末略有震荡反弹。油价下跌主要来自需求层面。7 月份，美中两大经济体数据不佳，原油需求预期走弱；8 月，中国上半年原油进口数据出炉，显示进口下降；9 月，美国、欧洲和亚洲制造业活动疲软，不断预示原油需求不足问题。

全球三大能源机构（欧佩克、美国能源信息署、国际能源信息署）不断下调今明两年原油需求预期，加剧油价下行。欧佩克 9 月《石油市场月度报告》将 2024 年全球石油日均需求较 8 月份的预测下调 8 万桶，将 2025 年全球石油日均需求较 8 月份的预测下调 4 万桶。美国能源信息署 9 月《短期能源展望》对 2024 年全球液体燃料需求预测较 8 月份下调 20 万桶，对 2025 年全球液体燃料需求预测较 8 月份下调 10 万桶。国际能源署 9 月《石油市场月度报告》显示，2024 年上半年全球石油日均需求同比仅增 80 万桶，远低于 2023 年的 230 万桶，为 2020

年以来最低同比增长。

在短期波动上，地缘政治等因素提供了一些上涨支撑。7月最后一天，哈马斯领导人哈尼亚遇刺身亡；8月下旬利比亚原油减产；9月中下旬美联储降息和 中东局势再度升温，这些事件导致油价短期上涨，但随着中东局势不断反复，且 相关方逐渐表现出较强的克制能力，市场对中东问题的反应弹性有所下降。



图 21 2024 年三季度石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，油价料宽幅震荡，中枢可能进一步下行。宏观层面，美联储年内仍存降息预期，货币宽松预期利好商品价格。供给端，OPEC+额外延长减产政策至 11 月底，12 月将转入增产，供应宽松预期将在四季度后半段加强。需求端，四季度是原油传统消费淡季，美国制造业持续收缩，欧洲经济疲软，中国则有待观察政策传导效果，全球原油需求预期降低。地缘政治方面，俄罗斯和中东的地缘冲突继续，前者对油价的影响已经基本表现在价格中，而中东方面沙特和伊朗仍表现得较为克制。需高度关注伊斯兰国家对冲突的态度，如果其维持不了大规模介入，则油价对中东局势的弹性可能会降低。综合来看，四季度原油多空因素交织，价格可能呈现宽幅震荡格局；但供给宽松和需求回落对原油价格的下行压力更大，宏观货币宽松和地缘政治扰动不足以弥补供需上的不平衡，油价中枢可能进一步下行。

（三）铜价料在中高位维持震荡偏强格局

2024年三季度，铜价先跌后涨。分阶段来看，7月至8月，铜价下行筑底。这期间海外制造业 PMI 数据走弱，抑制了铜需求；同时，日本央行加息，导致市场流动性减少，影响整体大宗商品价格。9月以来，特别是9月中旬后，美联储降息落地，中国货币政策和财政政策同时发力，并出台了多项房地产支持政策，共同助力经济回暖，铜需求预期回升，带动铜价上行，并在10月转入震荡格局。



图 22 2024 年三季度铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，铜供需结构或将维持紧平衡。供给端，2024 年全球铜矿资源偏紧，上半年铜矿产能跟不上铜矿消耗。四季度以后，这一局面有可能稍稍缓解，国际铜研究小组（ICSG）预计 2024 年全球铜矿产量预计将增长 1.7%，2025 年预计增长 3.5%；预计 2024 年全球精炼铜产量增长约 4.2%，2025 年预计增长 1.6%。这预示着铜供给可能在恢复过程中，但短期内仍将是铜价上涨的不确定因素之一。需求端，主要关注我国房地产和新能源等领域。房地产方面，已有多方面政策出台，需要关注政策落地和实施效果。新能源汽车消费可能成为铜需求拉动的主要动力。9 月，新能源汽车产销分别完成 130.7 万辆和 128.7 万辆，同比分别增长 48.8%和 42.3%，而新能源汽车已占汽车新车总销量的 45.8%，接近半壁江山。汽车以旧换新政策叠加地方置换补贴，可能会带动新能源汽车销量提升。宏观层面，美国后续降息路径也会对铜价产生影响，但其对实体经济进而引发对铜需求的提振可能存在滞后。总体而言，铜价可能会在中高位维持震荡偏强格局。

（四）铁矿石价格可能继续走弱

2024年三季度以来，铁矿石价格呈现下行-反弹-再下行的态势。三季度初的下行其实源于5月底，并一直持续到9月中旬。主要原因是房地产和传统基建等疲弱，终端需求弱，而供给端相对过剩，铁矿石价格明显回落。9月下旬以来，美联储降息驱动大宗商品普遍转强，国内宏观政策利好，市场对未来预期改善，铁矿石价格大幅度反弹。但进入10月以后，由于供给过剩压力仍存，出现了价格再度下探的趋势。

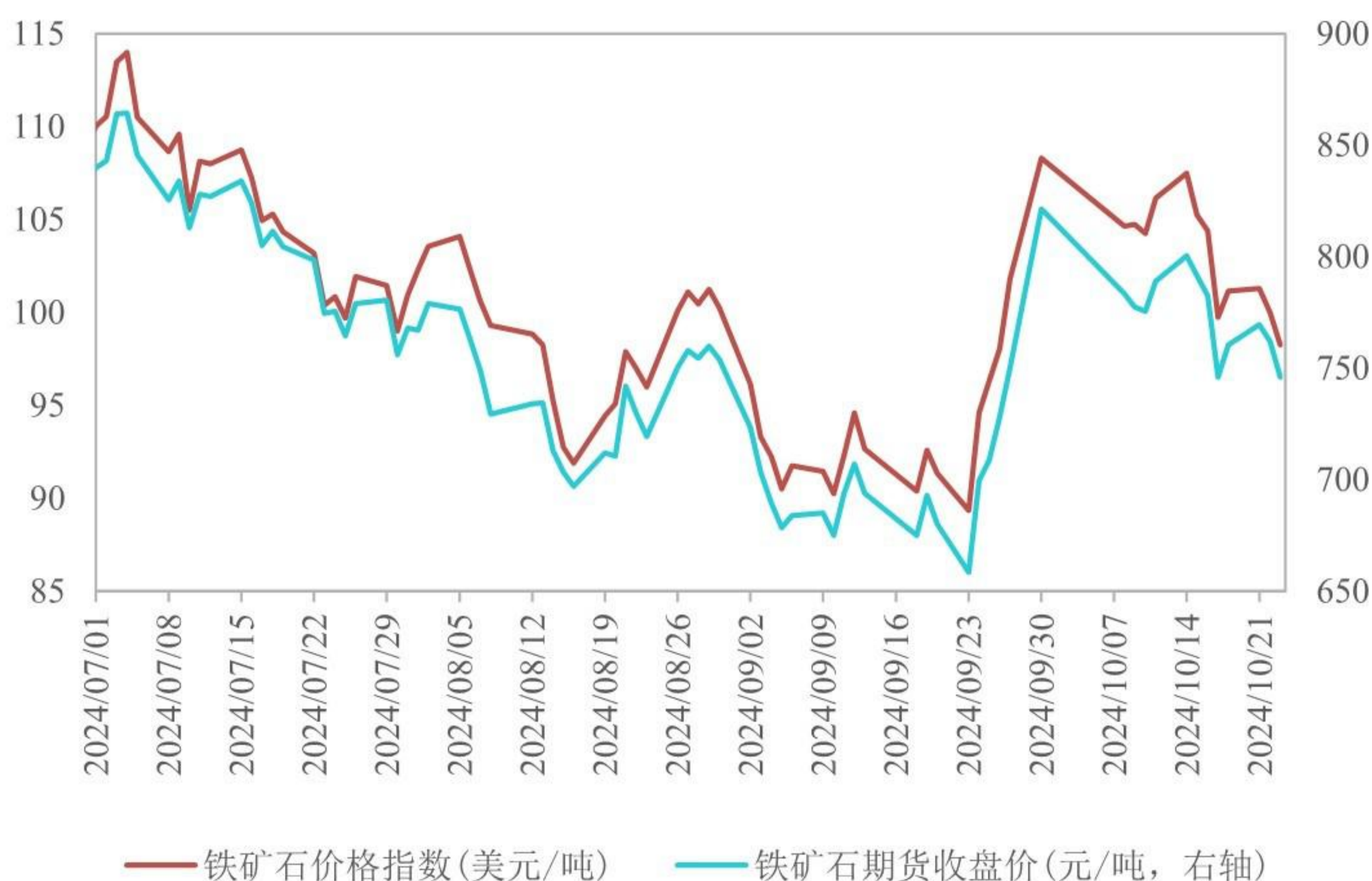


图 23 2024 年三季度铁矿石价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，供给端，此前9月铁矿石发运处于高水平，而10月以来，澳洲、巴西和南非等地发运出现回落，国内铁水产量较高，但即便在此背景下，钢厂厂内库存和港口铁矿石库存仍处于高位，去库存迹象仍不明显，说明铁矿石供给过剩压力仍然较为明显，会对铁矿石价格形成抑制。需求端，国内财政政策推出落地需要一定时间，需求方面存在一定预期支撑。总体而言，四季度供给端相对过剩的问题难以缓解，而需求端回暖的预期仍然存在不确定性，因此我们预计铁矿石大概率继续走弱。

（五）大豆价格总体仍将处于低位

三季度以来，大豆价格呈先下降后回升再下降的走势。7月初至8月中旬，美豆销售期叠加巴西大豆上市，同时8月USDA上调新作单产，导致大豆价格下行。8月下旬至9月底，巴西大豆销售放缓，而巴西新作面临天气干旱预期，此前影响价格的因素遭受反转，大豆价格上行，弥补了此前的部分跌势。然而进入10月以来，巴西新作迎来降水，旱情缓解，播种进度较为顺利。同时，美豆产区天气干燥利于收割，基本确立了较高的供给。因此大豆价格承压下行。



图 24 2024 年三季度大豆价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，美豆收割较为顺利，出口销售进度正常，后续需要关注销售进度。**短期**大豆丰产格局较为明朗，价格可能在底部震荡；**中期**大豆价格逻辑将切换至巴西方面，要关注新作种植表现，特别是可能的天气炒作。

（六）玉米价格或继续震荡走弱

2024 年三季度，玉米价格总体走弱。三季度中国余量较为充足，新作产量预期乐观，导致玉米价格走低。10月以来，玉米价格中枢有上移趋势，主要来自需求方面。生猪存栏逐步回升，饲料需求小幅增加；淀粉利润改善，玉米深加工需求有所提升。但供给端，国内新作玉米进入收割和上市高峰期，供给端压力仍然较大，因此价格上行有限。



图 25 2024 年三季度玉米价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望未来，四季度玉米价格逻辑仍以新作为主。国际上，北半球产量预期较高，后期巴西、阿根廷将进入新作播种期，需要关注天气炒作。但目前中国进口需求收缩，国际玉米价格对国内影响较小。国内新作玉米已上市，市场供应充裕，后期供给量将逐渐上升。需求方面，生猪存栏和体重预计进一步恢复，可能增加饲料消费。总体而言，玉米价格短期内震荡偏弱，四季度后期存在反弹可能。

五、加密资产与数字货币

(一) 加密资产市场半年回顾

加密资产市场 2024 年上半年数据出炉：截至 2024 年上半年末，加密资产市场总市值为 2.27 万亿美元，较年初增长 37.3%。其中，稳定币市值约为 1555 亿美元。

加密资产领域创新最活跃、发展最迅速的业态之一是去中心化金融 (DeFi)，截至上半年末总锁定价值 (TVL) 为 941 亿美元，较年初增长 72.8%。分业态来看，一是去中心化借贷，它以超额抵押链上资产的方式通过智能合约自动达成借贷协议并保障资金归还。截至上半年末，去中心化借贷业务的总锁定价值为 337 亿美元，主要参与者包括 Aave、JustLend、Compound Finance 以及 MakerDAO 的 SparkLend 等。二是去中心化交易所 (DEX)，一般使用自动做市商机制 (AMM)，

即通过算法自动计算加密资产之间的比价，而非采用订单簿撮合机制发现价格和达成交易。2024年上半年，DEX的累计交易额约为1.1万亿美元。但总体来看，中心化交易所（CEX）仍然占据加密资产市场的主导地位，上半年DEX/CEX平均成交比率仅为9.1%。目前主流的DEX包括Uniswap（市场占比33.1%）和Pancake Swap（市场占比11.7%）等。三是流动性挖矿，即向DEX注入某种加密资产流动性以赚取收益，因为AMM执行价格发现并维持较为平滑的价格变动需要持有大量流动性。截至上半年末的总锁定价值为74亿美元。

（二）蚂蚁数科在香港发行国内首个新能源实体资产 RWA

2024年以来，取得较快发展的是真实世界资产（Real World Assets，现实世界资产）。所谓RWA，指将链下的某种资产代币化，然后在链上发行。目前，底层资产为政府债券和大宗商品的RWA市值最大，分别约26.6亿美元和19.5亿美元。今年8月，蚂蚁数科在香港发行国内首个新能源实体资产RWA。该项目由瑞银承销，面向一级市场发行，涉及金额约1亿元人民币。项目募集资金将用于支持内地科技能源企业朗新集团旗下的“新电途”平台建造新能源充电桩等基础设施，其在区块链上发行的加密资产将对应“新电途”平台上运营的9000余部充电桩，并代表对充电桩的部分收益权。区块链使用蚂蚁数科旗下的“蚂蚁链”，保障资产链上数据透明、安全和不可篡改。显然，该项目的实质是资产证券化，与传统资产证券化相比，通过RWA发行有哪些优势呢？首先，在加密资产市场监管尚未健全的情况下，借由RWA开展资产证券化，可能面临较少的监管合规要求，在短期内存在监管套利空间。其次，在区块链上发行资产，其登记结算成本有可能低于传统模式，从而节省发行成本。第三，也是更为关键的一点，将真实世界的资产代币化以后，能够通过区块链实现信息流与资金流的合并。以该新能源RWA为例，通过代币化，每一台充电桩的收益在区块链上均透明、可查证、不可篡改，避免了传统模式下被项目方隐匿收益的可能。充电桩收益的分润比例可以提前以智能合约形式固定下来，每形成一笔进账，就向所有利益相关方派发利润，保障了投资者的收益，提升了透明度，降低了风险。

需要澄清的是，国际上通常将稳定币定义为“对某项资产或某个资产池保持价值稳定的加密资产”，这在概念上既包含对法定货币保持稳定的稳定币（如USDT），也包含对某项资产保持稳定的RWA。但在实际金融活动中，二者发

挥的功能是截然不同的：法币稳定币主要充当加密资产市场的货币锚，提供计价和交易媒介功能；而 RWA 的主要功能是资产证券化和代币化，提高资产的流动性和交易的透明度。因此，有必要将 RWA 的概念与稳定币的概念分离，作为单独的一类加密资产，即将稳定币的概念缩小到价值挂钩货币从而拥有货币属性的加密资产，而那些价值挂钩风险资产、不具备货币属性的 RWA，则不要冠以“币”之名。

（三）数字货币跨境支付竞争愈发激烈

在我国牵头的多边央行数字货币桥（以下简称“货币桥”）项目进入最小可行产品（MVP）阶段后，多个新兴跨境支付基础设施兴起，这表明该领域竞争愈发激烈。货币桥项目的相关技术是开源的，这意味着，如果这些技术被证实是高效的跨境支付解决方案，就可能被其他国家或地区“借鉴”，形成类似的跨境支付基础设施。当今时代下，许多国家“苦 SWIFT 久矣”：一是通过以 SWIFT 为中心的代理行网络进行跨境支付，成本高、耗时长、透明度低；二是在代理行网络收缩的背景下，许多欠发达经济体无法接入这一网络，遭受“金融排斥”；三是很多国家担心美西方“SWIFT 断连”的金融制裁大棒。从积极的意义上讲，货币桥项目带来的技术创新，确实有可能解决上述三个问题，形成替代 SWIFT 的解决方案。但反过来，美西方和 SWIFT 也不会坐以待毙，而会抓紧进行商业和政治上的打压。10 月 31 日，国际清算银行（BIS）总裁奥古斯汀·卡斯滕斯（Agustín Carstens）参加在马德里举行的 2024 年桑坦德国际银行会议炉边谈话，表示 BIS 将从货币桥项目“毕业”退出。虽然卡斯滕斯强调，BIS 的退出是项目孵化的正常流程，既不代表项目失败，也不是出于政治考量；但他也表示，货币桥不是“金砖桥”（BRICs bridge），该项目的宗旨不是满足金砖国家的需求，而是满足更广泛的央行需求。这种针对性的表述，不得不让人感到央行数字货币跨境支付领域竞争的波谲云诡。

2024 年，美国、法国（代表欧盟）、英国、日本、韩国、墨西哥、瑞士共 7 国的央行在 BIS 的指导下联合发起“集市”（Agorá）项目，围绕央行数字货币和跨境支付展开广泛合作与创新。9 月份，该项目通过国际金融协会（IIF）成功招揽了超过 40 家国际金融机构共同试点。集市项目旨在探索 BIS 的“金融互联网”构想，具体包括试验可编程的批发型央行数字货币、代币化存款，以及开展

跨境支付创新。该项目针对我国的意图十分明显，日本方面的参与者曾明确表示：“项目横跨美、欧、亚三大洲，有着应对中国这一定位”，未来这一领域竞争恐将愈发激烈。

2024年9月，环球银行金融电信协会（SWIFT）宣布正积极开展探索和研发，使其跨境支付系统兼容各类数字资产（主要包括央行数字货币和代币化资产）。目前，有三类网络拥有跨境支付能力（或潜力），一是代理行网络，这是传统的跨境支付渠道，SWIFT在其中已经占据垄断地位；二是加密资产网络，各种代币化资产可以跨越国境进行交易，既包括比特币、以太坊等无抵押加密资产，也包括USDT、USDC等稳定币；三是央行数字货币网络，也具有跨境支付的潜力。后两者的发展方兴未艾，与传统国际金融体系的连接相对较少，尚处于“孤岛网络”状态。而SWIFT计划通过建设一个标准化网关，让央行数字货币和加密资产均可以通过对接该网关加入跨境支付网络，即以SWIFT为中心实现不同网络间的互联互通和跨网络交易。SWIFT表示，希望在2025试行对数字资产的互联互通，这无疑意图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，使SWIFT已经从一个报文系统变成地缘政治博弈的工具。未来，如果其支付版图成功拓展至数字资产领域，美西方的制裁能力恐将进一步增强。

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。