



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
李晓花、李重阳

2023 年 9 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。

美国能否避免硬着陆？

摘要

2023 年第二季度，全球通胀持续降温，主要经济体步入加息周期尾声。在通胀持续回落情形下，美国劳动力市场仍保持强劲，失业率处于历史低位，经济软着陆空间似乎被打开。在通胀降温和美国经济增长超预期的背景下，实际利率成为影响美国 10 年期国债利率走势的主要因素，进而助推美债利率二季度上行。美债曲线维持深度倒挂。疫情过后，美国扁平的菲利普斯曲线渐趋陡峭，需求增速趋缓令通胀逐渐回落。过去一年多，美国劳动力市场紧张程度缓解，其中劳动参与率提升和职位空缺率下降是最主要原因。展望未来，随着劳动参与率保持稳定，劳动力市场“供给约束”愈加显现，失业率和通胀或更具黏性。同时，劳动力市场降温更加依赖职位空缺率的进一步下降，之前不断右移的贝弗里奇曲线也将回归常态。随着美国劳工工时增速放缓甚至减少，劳动生产率尚未显著提升，美国经济增长或将面临放缓甚至停滞的压力。此外，高利率背景下美国债务压力更加凸显，需关注美国高债务风险。

2023 年第二季度，美日与美欧利差驱动美元指数小幅波动，季度内美元指数小幅上升 0.76%，其他主要货币兑美元多数贬值。未来短期内，在美国经济保有韧性、美国国债利率上行压力仍存的情形下，美元指数有上行动力。

2023 年第二季度，主要发达经济体股市继续上涨。美国经济韧性以及人工智能热潮助推美国股市强劲反弹。其中，二季度纳斯达克指数上涨 12.81%，上半年累计上涨 31.73%。当前美股估值水平处于 08 年危机以来的较高位置，随着美国继续保持高

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
- 李晓花
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

银行业运行

保险业运行

利率，若当前强劲的经济表现出现停滞压力，美股存在回调风险。

选取黄金、石油、铜、铁矿石、大豆和玉米 6 类代表性大宗商品，我们回顾了新冠疫情以来的价格走势及其影响因素。展望 2023 年下半年，我们认为在美国经济短期仍存韧性但下行趋势不变的情境下，黄金价格大概率承压；美国 SPR 补库存节奏预计影响较小，供给侧乌克兰危机溢价已基本收敛，产量控制可能持续，石油价格可能在弱宏观背景下中枢下移；铜产能处于扩张期，需求端中国能源绿色转型提供一定支撑，考虑到美国宏观降温，价格可能先强后弱；铁矿石三、四季度供需态势可能反转，预计价格总体先降后升，供给端仍将由美豆主导，需求端中国国内夏季气温偏高，不利于大豆储存，可能晚些时候会有需求拉动行情，大豆价格或先降后升；玉米影响因素仍在供给端，三季度巴西玉米集中出口，四季度逻辑切换到北半球，厄尔尼诺气候可能影响产量，玉米价格预计总体先降后升。

乌克兰危机以来，跨境支付问题持续受到关注，二季度至今已有多个数字货币跨境支付项目曝出新进展。其一，人民银行数字货币研究所参与的 mBridge 项目在京召开会议，讨论了最小可行性产品的研发及落地；其二，法国、新加坡、瑞士三国央行联合发起的 Mariana 项目完成原型验证，它借鉴了去中心化金融的自动做市商定价机制，设计了一个统一的国际外汇银行间市场，各国央行可以通过跨链桥向参与该市场的金融机构发行批发型央行数字货币；其三，PayPal 推出美元稳定币 PYUSD，成为首家入局稳定币赛道的美国大型金融机构。符合条件的美国 PayPal 用户可以在 App 里实现美元与 PYUSD 的互换，并能用 PYUSD 进行点对点个人支付、消费结账以及与兼容的外部钱包间转账。PYUSD 有望成为打通传统支付与加密资产市场的一道重要的桥梁。

目 录

一、全球债券市场情况	1
（一）美经济超预期助推美债利率上行，加息放缓促使美债曲线维持深度倒挂	1
（二）日本经济、政策稳定压制国债利率波动，欧元区持续紧缩驱动欧债曲线延续熊平	7
（三）新兴经济体形势分化，利率走势各不相同	8
二、全球外汇市场情况	10
（一）国债利差驱动美元指数整体保持稳定，其他多数主要货币兑美元走贬	10
（二）中美利差进一步倒挂，人民币短期承压	12
三、全球股票市场情况	12
四、新冠疫情以来代表性大宗商品走势回顾及未来展望	16
（一）黄金	16
（二）石油	17
（三）铜	19
（四）铁矿石	20
（五）大豆	21
（六）玉米	23
五、数字货币跨境竞争激烈	24
（一）法国、新加坡、瑞士三国央行联合发起的 Mariana 项目完成原型验证	25

(二) PayPal 推出美元稳定币	26
--------------------------	----

一、全球债券市场情况

（一）美经济超预期助推美债利率上行，加息放缓促使美债曲线维持深度倒挂

2023 年第二季度，美国经济尽显韧性，经济增速超预期；在通胀降温的同时，劳动力市场保持强劲，“软着陆”预期被市场进一步强化。在此背景下，美国 10 年期国债利率在经历 3 月份美国银行业危机短暂冲击之后开始稳步上行，季度内累计上行约 50BP 至 3.81%。在美国债券市场中，10 年期盈亏平衡点（10Y 名义利率-TIPS）是对美国通胀预期的衡量指标。图 1 展示，疫情以来，先是由通胀预期抬升驱动美国 10 年期国债利率走势；随着 2022 年 7 月美国通胀飙升至高点后回落，实际利率逐渐取代通胀预期，成为影响美国 10 年期国债利率走势的主要因素。同时，考虑到通胀降温以及银行业危机影响尚不明晰，美联储放缓加息节奏并于 6 月“跳过”一次加息，美国 3 月期国债利率稳步上行，美债曲线继续维持深度倒挂（见图 2）。

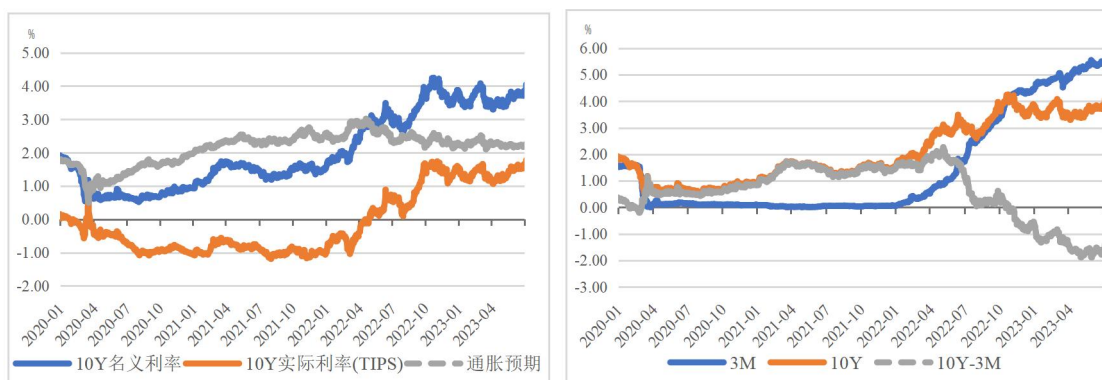


图 1 美国 10 年期国债利率与通胀预期 图 2 美国国债利率和期限利差

数据来源：wind。

美国经济增速超预期。2023 年第二季度，在持续加息背景下，美国经济超预期增长 2.4%，高于第一季度的 2.0%。分项来看，消费者支出、非住宅固定资产投资、政府支出和投资保持增长，而出口和住宅固定资产投资拖累经济。其中，占美国经济总量约 70% 的个人消费支出增长 1.6%，增幅较第一季度收窄 2.6 个百分点，拉动当季经济增长 1.2%，较一季度收窄 1.7 个百分点；反映企业投资状况的非住

宅类固定资产投资增长 7.7%，较第一季度大幅增长 7.1 个百分点，拉动经济增长 0.99%，较一季度增长 0.9 个百分点；住宅类固定资产投资下跌 4.2%，该数据已经连续 9 个季度下滑。此外，政府消费支出和投资拉动当季经济增长 0.45 个百分点；私人库存投资拉动当季经济增长 0.14 个百分点；净出口拖累当季经济增长 0.12 个百分点。

美国通胀逐步回落，劳动力市场保持强劲，“软着陆”预期进一步强化。2023 年第二季度，美国通胀如期降温，CPI 当月同比分别为 4.9%、4.0%和 3.0%；但剔除能源和食品的核心通胀下降缓慢，核心 CPI 当月同比分别为 5.5%、5.3%和 4.8%，均高于整体 CPI 指标。此外，发布时间相对滞后、美联储尤为关注的 PCE 当月同比分别为 4.32%、3.82%和 2.97%，仍高于 2%的政策目标值。同比分项来看，住宅拉动 CPI 同比增长 2.67 个百分点，贡献率将近 90%；其次为食品饮料，拉动 CPI 同比 0.83 个百分点；而交通运输项由于能源价格大幅下降拖累 CPI 同比 0.94 个百分点。2023 年第二季度，在通胀持续回落同时，美国劳动力市场则保持强劲，美国经济“软着陆”预期强化。二季度美国月度失业率分别为 3.4%、3.7%和 3.5%，保持在历史低位；新增非农分别为 21.7 万、28.1 万和 18.5 万，时薪环比增速分别为 0.3%、0.4%和 0.4%，处于较为合意水平。当前来看，美联储持续加息并未引起劳动力市场状况恶化。

然后，分析研判疫情以来美国经济走势，劳动力市场尤其值得关注。“需求驱动、供给约束”以及匹配效率重塑是疫情以来美国劳动力市场最显著特征。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，表示劳动力市场紧张程度提高；若曲线整体向右移动时，表示匹配效率下降（见图 4）。疫情以来，上述两种变化均已发生。一是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；二是疫情使得数百万人员退出劳动力市场，劳动参与率断崖式下降，而与此同时，美国大规模的财政金融刺激政策对总需求形成强力支撑，2021 年以来随着经济复苏，超低利率刺激企业对劳工需求，职位空缺率迅速飙升至 2022 年 3 月 7.4%的历史高点，劳动力市场持续高度紧张。**强劲需求驱动美国劳动力市场逐渐恢复，劳动参与率稳步提升，失业率稳步下降。**自 2022 年一季度美联储开启激进加息进程一年多以来，美国劳动力市场依旧持续紧张。虽然职位空缺率有所下降，但截至 2023 年

6月仍处于5.8%的高位，劳动力需求并未显著降低，同时，失业率一直稳定在3.6%左右的历史低位。随着劳动市场匹配效率的提升，贝弗里奇曲线开始向疫情的水平回归（图4中灰色点）。**劳动市场紧张程度依靠劳动参与率提升来缓解，随着劳动参与率连续4个月保持62.6%水平，劳动市场愈加受到“供给约束”。**在美联储强力加息控通胀的同时，美国劳动力市场失业率并未明显变化，仍稳定在历史低位，使得美国经济愈显“软着陆”特征。这令金融市场再次加注美国经济可以避免“硬着陆”风险。

在美国劳动力市场延续“需求驱动、供给约束”特征的背景下，“温和滞涨”是否是美国经济实现“软着陆”的一条路径？从劳动力市场与通胀的关系来看，本世纪以来扁平的菲利普斯曲线在疫情后逐渐变陡，通胀对于劳动力市场的反应开始变得灵敏（见图5）。对于菲利普斯曲线扁平化，可以从失业率指标度量、央行锚定通胀预期、工资黏性变化以及工资价格传导等不同角度进行探讨。而劳动力市场供需变化，可能是影响菲利普斯曲线斜率的一个重要因素。疫情前，美国劳动力市场供给充足，工人议价能力较弱，失业率对工资的影响较小；疫情后，随着劳动力市场变得紧张，劳动力供给逐渐失去弹性，失业率对工资影响变大。据此逻辑，**持续紧张的美国劳动力市场或将呈现“工资增长持续、非农增加放缓”的情形。**当前美国通胀主要受工资支撑的住房成本驱动，工资增长稳定也将支撑通胀粘性。另一方面，**若通胀持续回落，正常化的菲利普斯曲线或驱动失业率从底部回升。**从劳动力市场与产出的关系来看，在劳动参与率稳定而失业率处于历史低位且改善空间有限的情形下，未来劳工数量增长将明显放缓。同时，人均工作时间已连续6个季度下降，未来总工时或延续下降态势（2023年第二季度环比为负）。而劳动生产率与劳动者结构紧密相关，疫情后就业人数增加以低技能服务人员为主，劳动生产率有所下降。随着劳动力市场整体恢复，2023年以来，劳动生产率有小幅改善。但在劳动生产率并未显著改善的情况下，美国经济增速将逐步放缓，甚至步入停滞或衰退。从匹配效率来看，贝弗里奇曲线经过匹配效率重塑之后职位空缺率与失业率的关系也终将回归正常。**随着职位空缺率逐渐向正常值收敛，失业率也将由底部上升。**

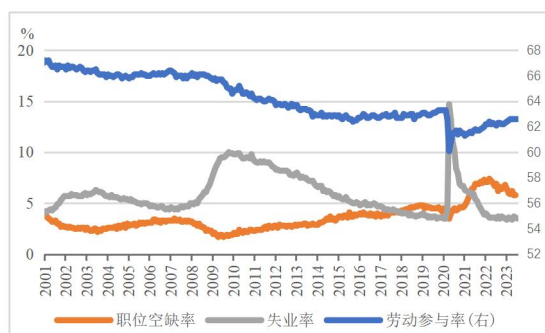


图3 美国劳动力市场指标

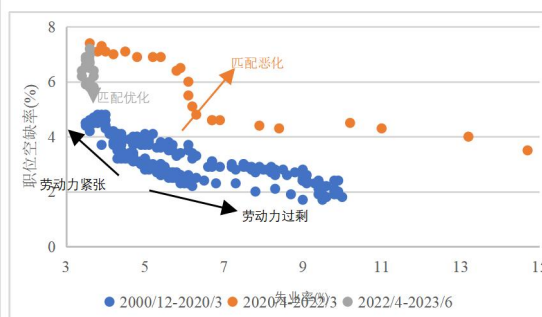


图4 贝弗里奇曲线

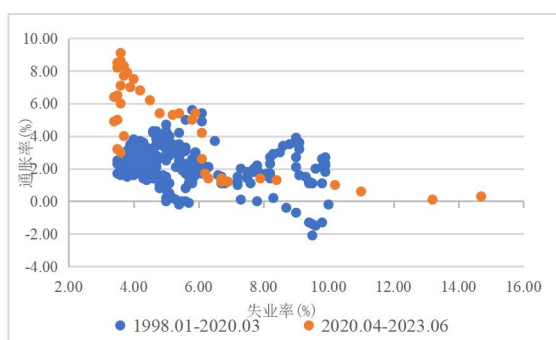


图5 美国菲利普斯曲线

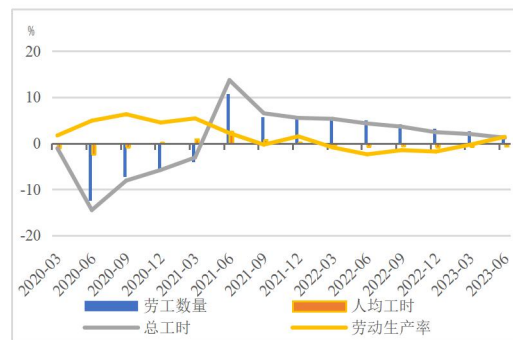


图6 美国劳工与劳动生产率（同比）

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

另外，美国债务风险值得关注，高利率背景下，美国债务压力更加凸显。

第一，美国债务率屡创新高。2023 年第二季度末，美国联邦政府债务余额为 32.33 万亿美元，占 GDP 比重（债务率）123.70%，较 2020 年历史最高点 127.94%略有下降，但仍处于二战峰值以上。根据美国国会预算办公室（CBO）预测，未来 10 年美国政府债务率将进一步提升，2033 年将达到 133.30%的新高点。自建国以来，美国政府债务率曾出现过 8 次持续上升时期，分别是第二次独立战争时期（1812~1815），南北战争时期（1861~1865），第一次世界大战时期（1914~1919），大萧条时期（1929~1933），第二次世界大战时期（1939~1945），里根布什时期（1981~1993），次贷危机时期（2007~2014），新冠疫情时期（2020~2022）（见图 7）。政府债务率持续上升通常由于战争或经济衰退的出现，大幅增加财政支出所形成的被动结果。

第二，美国财政状况不断恶化，美债面临供需失衡冲击。自 1980 年以来，除了克林顿时期（1993~2001），美国政府财政支出持续超出财政收入，财政赤字长期化，2020 年财政赤字更是高达 14.9%。根据 CBO 预测，未来 10 年美国财政状况仍将不断恶化，赤字率长期维持在 6%的高位（见图 8）。

历史数据表明，财政支出中社会保险和医疗保健项目（包括医疗保险和医疗补助）两大类支出持续增长的影响尤为关键。1980~2022 年，两类支出占 GDP 比重由 5.9% 飙升至 11.4%，年均增长 0.14%。与此同时，财政收入占 GDP 比重保持在 18% 左右波动（见图 7）。CBO 预测显示，未来 10 年上述支出和收入趋势仍将延续，至 2033 年美国社会保险和医疗保健项目支出占 GDP 比重将达到 13.7%。美国财政受长期压力外，短期内美债面临供需失衡冲击。供给端来看，5 月底债务上限解决后弥补财政存款缺口、财政支出增加以及利率上行提升再融资成本，需要短期内大量发行国债。其中，弥补财政存款缺口主要依赖短期国债发行。7 月，美国财政部预测三季度需要举债约 1 万亿美元，较 5 月预测高出 2740 亿美元。需求端来看，自 2022 年以来，美债的前两大买家——海外投资者和美联储均在减持美债。其中，自 2022 年 6 月美联储开启缩表一年以来，其持有美债由高点 5.77 万亿美元降至 5.00 万亿美元，累计减持美债约 0.77 万亿美元；海外投资者持有美债由 2021 年 12 月的高点 7.83 万亿美元降至 7.63 万亿美元，累计减持美债约 0.20 万亿美元。尤其需要关注的是，2022 年以来，美债的两大海外买家——日本和中国大陆均大幅减持美债。与此同时，美国财政部通过短债净发行用以补充债务上限危机后 TGA 账户余额，但美联储高达 2 万多亿美元的隔夜逆回购具有极大的调节余地，可以有效地缓冲短债发行对于美元流动性体系的影响（见图 10）。第三，美国政治两极化使得债务上限危机不断上演，增加美债违约风险。基于上述原因，2023 年 8 月 1 日，国际三大评级机构之一惠誉将美国主权信用评级，从最高级的“AAA”下调至“AA+”，这也是继 2011 年标普之后，美国历史上主权评级第二次被下调。



图 7 美国政府债务率

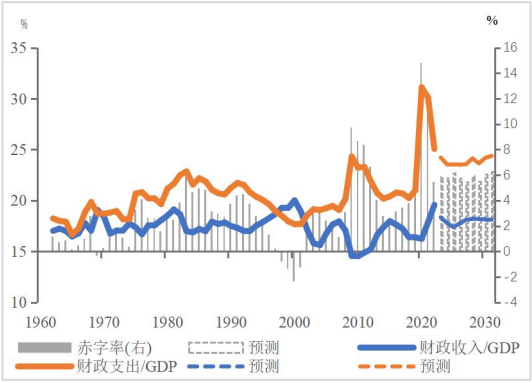


图 8 美国联邦政府财政收支与赤字

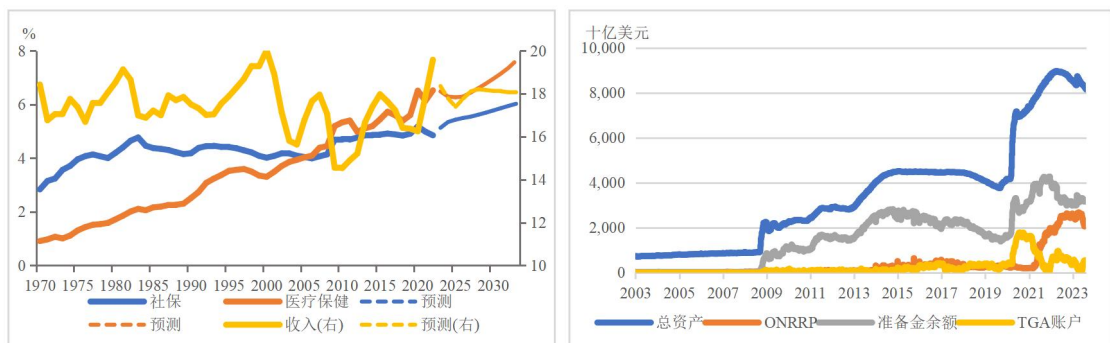


图9 美国联邦政府社保、医疗支出与收入 图10 美联储资产与负债

数据来源：wind，美国财政部，美国国会预算办公室。

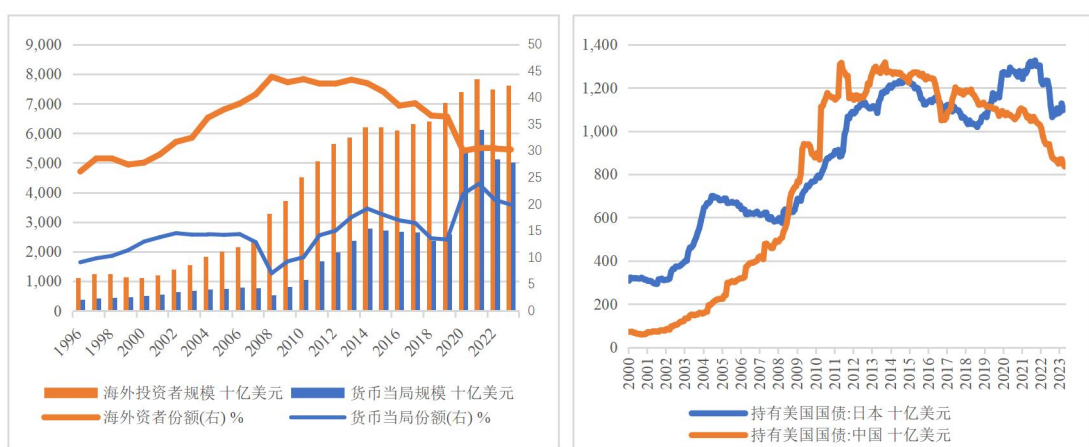


图11 海外投资者与美联储持有美债规模 图12 中国与日本持有美债规模

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

对于市场押注美债曲线斜率走陡的问题，建议保持谨慎。当前美债曲线斜率仍处于历史极低位置，并呈现向上反弹的迹象，投资者开始纷纷押注美债曲线斜率走陡。我们认为美债斜率终将回归正常，但是在美联储尚未明确停止加息的前提下，当前时点未必是美债曲线斜率开始走陡的拐点。我们仍然认为：即使美联储决定停止加息，美国国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（见图13）。其背后的逻辑在于美联储停止加息的条件是美国经济与通胀降温，在此条件下，美债长端利率上行的主要驱动力也将不复存在。

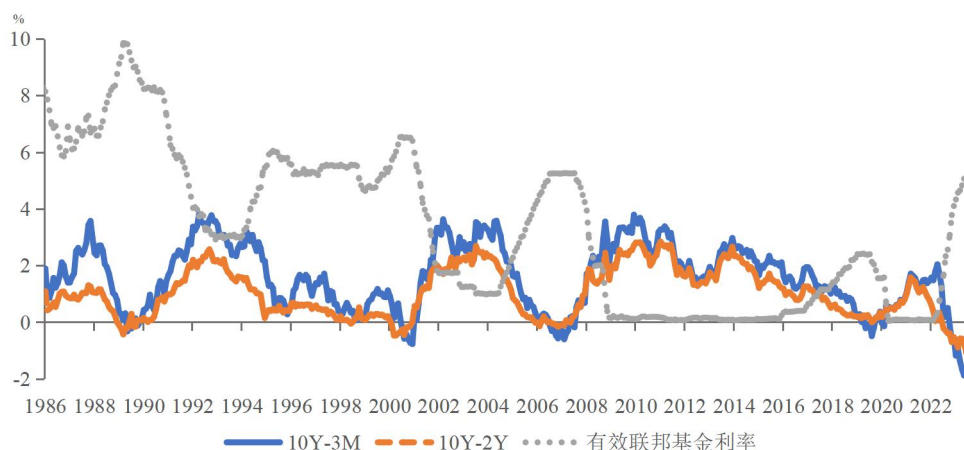


图 13 美国国债曲线斜率与联邦基金利率

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）日本经济、政策稳定压制国债利率波动，欧元区持续紧缩驱动欧债曲线延续熊平

2023 年第二季度，日本经济与政策保持稳定，10 年期国债利率基本在 0.40%~0.50% 的区间小幅波动。从基本面来看，日本经济温和扩张，失业率处于低位，CPI 仍位于 2% 之上且小幅回落。其中，制造业 PMI 处于荣枯线附近、服务业 PMI 保持荣枯线之上。随着大宗商品价格回落，日本贸易条件改善，但消费较疲软。在货币政策方面，日本央行保持稳定。4 月 9 日，植田和男正式就任日本银行总裁，任期 5 年。他重申日本银行为达到价格稳定目标，将继续采用 QQE 和收益率曲线控制政策，同时他还指出，在未来一年到一年半的时间里，对货币政策的实施进行评估。2023 年 7 月 28 日，日本央行意外调整收益率曲线控制（YCC）政策，将灵活控制 10 年期收益率，允许 10 年期国债利率偏离 0.5% 的目标范围，允许日本央行以最高 1% 的收益率购买 10 年期日本国债。同时强调此次 YCC 调整不是货币政策转向，反映出日本央行在显示政策灵活性的同时，依然保持了谨慎的政策态度。日本边际调整 YCC 政策，一是政策灵活性和持续性，二是通胀考量，虽然当前日本有通胀压力，但是经历多年通缩困扰，日本央行对通胀确认仍比较谨慎。

2023 年第二季度，欧元区恢复增长，通胀压力不减，未来增长仍具不确定。欧元区二季度 GDP 环比增长 0.3%，从一季度 0% 中恢复增长。欧元区整体通胀

持续回落，核心通胀粘性。欧元区 CPI 同比由 2022 年 10 月份 10.60%持续降至 2023 年 6 月份的 5.50%；二季度核心 CPI 月度同比分别为 5.60%、5.30%和 5.50%，核心通胀在历史高位震荡。欧元区未来经济仍具不确定性，二季度制造业 PMI 处于荣枯线下并继续下探、服务业 PMI 有所下行，整体 PMI 降至荣枯线以下，同时投资者和消费者信心指数处于负区间并不断恶化。在此背景下，欧元区二季度连续两次加息 25BP，或是不得已而为之。

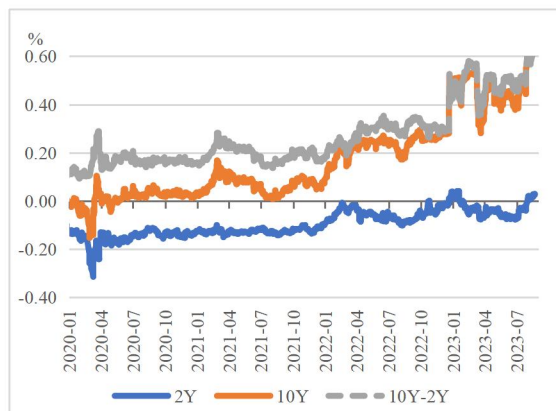


图 14 日本国债利率

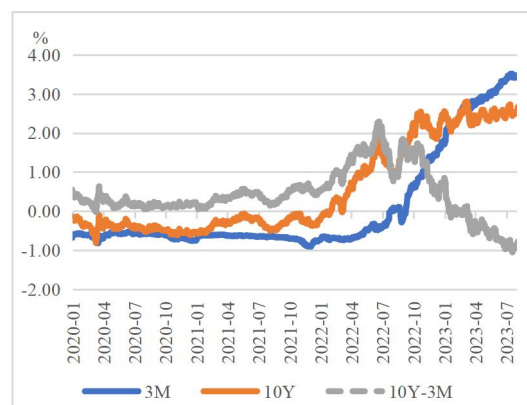


图 15 欧元区公债利率

数据来源：wind。

（三）新兴经济体形势分化，利率走势各不相同

2023 年二季度，在通胀持续回落的背景下，新兴经济体国债长端利率普遍下行。俄罗斯受到财政状况恶化和汇率大幅贬值，国债利率上行。中国在经济增速面临下行压力、通胀率降至 0%和降息的背景下，国债利率下行。

2023 年第二季度，印度经济稳步增长，经济景气度较高。二季度印度月度制造业 PMI 分别为 57.20、58.70 和 58.80，服务业 PMI 分别为 62.00、61.20 和 58.50，较一季度均有显著提升。印度通胀显著回落，央行停止加息。二季度印度月度 CPI 分别为 4.70%、4.31%和 4.87%，处于 2%~6%的央行合意区间，央行回购利率保持 6.5%。二季度印度 10 年期国债收益率随通胀回落而下行，随着 6 月食品价格上涨，收益率随之上行。

2023 年第二季度，俄罗斯经济萎缩，财政状况恶化。其中，一季度 GDP 增速为-1.8%，GDP 同比连续四个季度为负。受基数效应与需求下降影响，CPI 同比较低，但受产出下降和汇率大幅贬值，俄罗斯未来面临通胀压力。同时，财政收入减少，支出增加，1~5 月，俄罗斯财政收入累计同比增速为-18%，财政支出

累计同比增速为 26.5%，财政赤字达到 3.4 万亿卢布。面临通胀压力和汇率大幅贬值，俄罗斯央行于 7 月 24 日加息 10BP，俄罗斯国债利率上行，曲线斜率倒挂。

2023 年第二季度，巴西经济延续复苏，通胀显著下降。一季度巴西 GDP 同比增长 4%，较上季度显著回升。其中私人消费、固定资产投资同比增速分别为 3.4% 和 1.0%，净出口同比显著扩大。巴西通胀显著下降，为降息打开通道。二季度巴西月度通胀率分别为 3.83%、3.74% 和 3.00%，通胀显著下降。2020 年 9 月以来，为对抗高通胀，巴西基准利率从历史最低水平 2.0% 逐步上调至 2022 年 5 月的 13.75%，一直保持在高位，巴西通胀显著下降，为降息打开通道。巴西国债利率下行，斜率变平。

2023 年第二季度，中国经济持续恢复，但受制于有效需求不足和微观主体预期较弱，面临经济下行和阶段性通缩压力。二季度中国 GDP 同比增长 6.3%，相比一季度 4.5%，经济延续恢复态势，但总体低于市场预期。从投资来看，社会固定资产投资总额同比连续下降，1~6 月累计同比降至 3.8%；从消费来看，社会消费品零售断崖式下跌，6 月份同比仅为 3.1%；此外，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。二季度月度 CPI 同比分别为 0.10%、0.20% 和 0.00%，PPI 同比分别为 -3.60%、-4.60% 和 -5.40%。在经济增长不及预期、经济下行和通缩压力较大的情况下，央行于 6 月降息 10BP，中国国债利率下行。

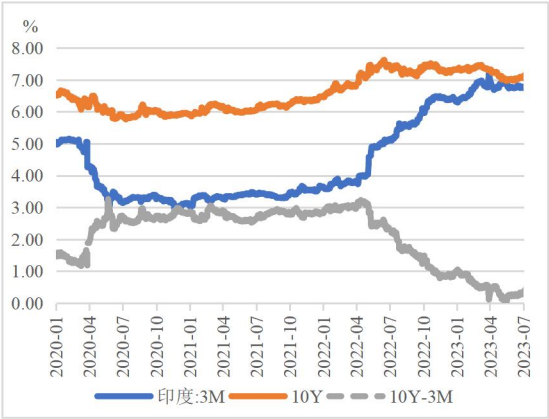


图 16 印度国债利率

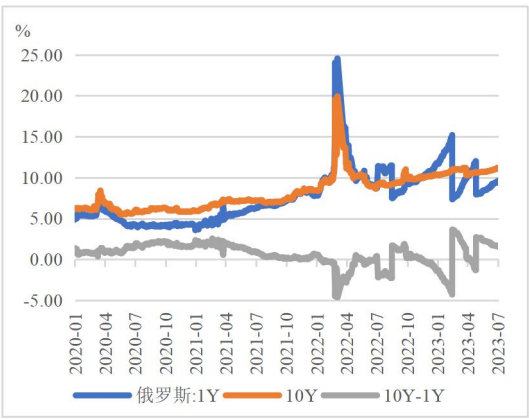


图 17 俄罗斯国债利率

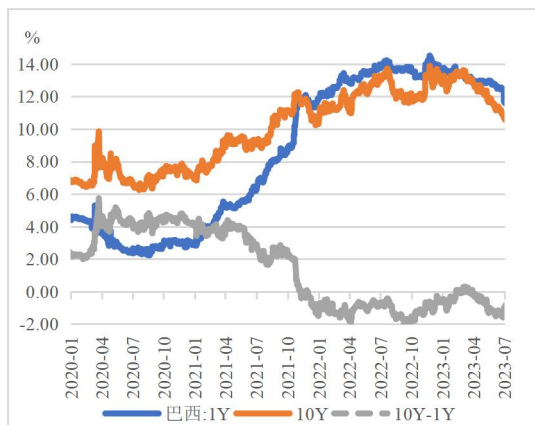


图 18 巴西国债利率

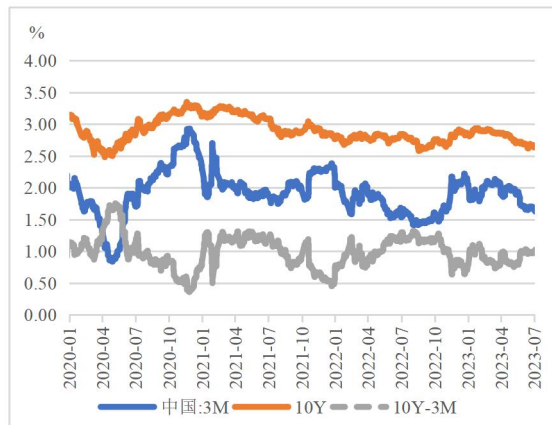


图 19 中国国债利率

数据来源：wind。

二、全球外汇市场情况

（一）国债利差驱动美元指数整体保持稳定，其他多数主要货币兑美元走贬

2023 年第二季度，美元指数跟随国债利差波动，由上季度末的 102.60 升至二季度末的 103.38，小幅升值 0.76%。其他主要货币兑美元多数贬值。其中，发达经济体中，日元、澳元有所贬值，其兑美元分别贬值 7.96%和 2.15%；英镑、加元、欧元小幅升值，其兑美元分别升值 2.96%、2.00%和 0.65%；新兴经济体中，巴西雷亚尔有所升值，其兑美元升值 5.41%；印度卢布兑美元小幅升值 0.61%；韩元、人民币有所贬值，其兑美元分别贬值 1.06%和 5.29%；土耳其里拉和俄罗斯卢布兑美元继续大幅贬值 25.86%和 11.55%（见图 23）。

美元指数主要受利率平价、基本面差异、美元供求等因素综合影响。回顾疫情以来的美元指数走势，大致分为四个阶段：2020 年全年整体下跌、2021 年至 2022 年 9 月大幅上涨、2022 年 10 月至 2022 年 12 月快速下跌以及 2023 年上半年小幅震荡（见图 20）。第一阶段：2020 年全年整体下跌。2020 年 3 月突发疫情，避险情绪使得美元指数短时间内迅速飙升。随后，由于美联储于 3 月 3 日和 3 月 16 日合计降息 150BP 至零利率，美国相对日本与欧洲的利差优势顷刻间荡然无存，之后的 8 月份美联储调整货币政策框架，预示将在更长时间保持宽松政策。同时，美联储大规模量化宽松以及财政部大规模发债使美元供给急剧增加，

2020 年全年，美元指数基本保持连续下跌态势。第二阶段：2021 年至 2022 年 9 月大幅上涨阶段。2021 年，在发达经济体中，美国相对于日欧率先复苏，且复苏力度更强，之后，美国于 2022 年 3 月率先开启加息进程，美国与日欧的利差优势重新建立，美元指数持续大涨，2022 年 9 月 24 日升至 114，为 08 年金融危机以来的最高点。第三阶段：2022 年 10 月至 2022 年 12 月，在美国国债收益率曲线深度倒挂以及美国经济步入衰退预期的影响下，美元指数从高点一路下行。第四阶段：2023 年上半年小幅震荡。在美联储放缓加息周期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。未来短期内，在美国经济增长仍保有韧性、美国国债利率仍存上行压力的情形下，美元指数有上行动力。



图 20 美元指数与国债利差

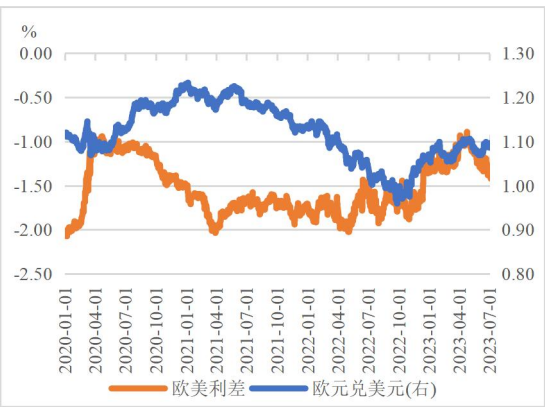


图 21 欧元汇率与欧美国债利差

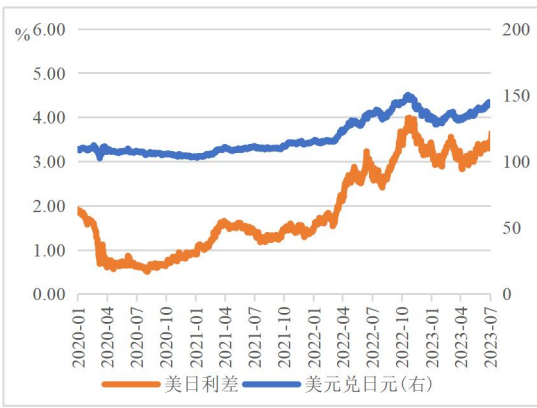


图 22 日元汇率与美日国债利率

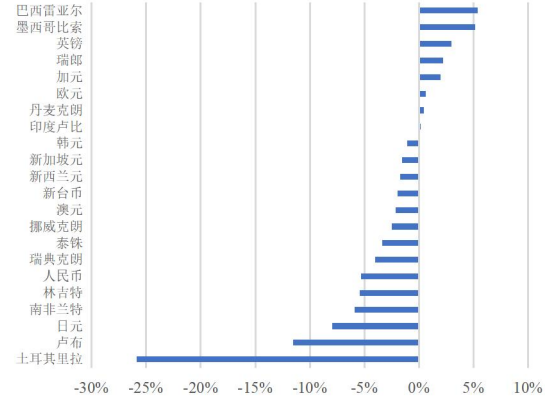


图 23 主要货币汇率变化

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）中美利差进一步倒挂，人民币短期承压

2023 年第二季度，中美利差倒挂进一步扩大，人民币兑美元继续贬值 5.3%，人民币短期承压。二季度，中美国债利差仍处于倒挂区间且程度进一步加深。其中，3 月期国债利差下行 82BP，倒挂 378BP，至历史最低位置；10 年期国债利差下行 54BP，倒挂 117BP。中美利差倒挂是因为中美经济周期和政策周期错位。2023 年第二季度，美国仍处于紧缩周期，加息 25BP，幅度放缓；中国由于经济下行压力降息，6 月中国央行降息 10BP。同时，市场预期未来进一步降息，中美 3 月期国债利差大幅下行。二季度，美国经济走强迹象愈加明显，实际利率驱动美债长端利率上行；中国经济数据普遍低于预期，经济下行压力大，物价水平上涨乏力，中美 10 年期国债利差也进一步倒挂。未来，伴随美国停止加息，中美 3 月期国债利差将保持震荡态势；综合考虑美国经济保有韧性但将走向温和滞涨、中国经济缓慢恢复，中美 10 年期国债利差或将转为震荡态势，人民币贬值压力也将逐步缓解。

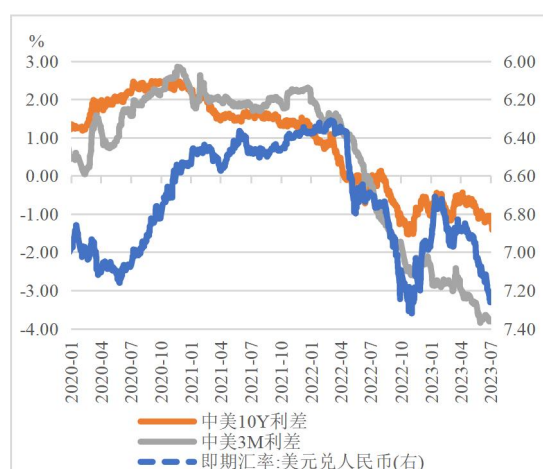
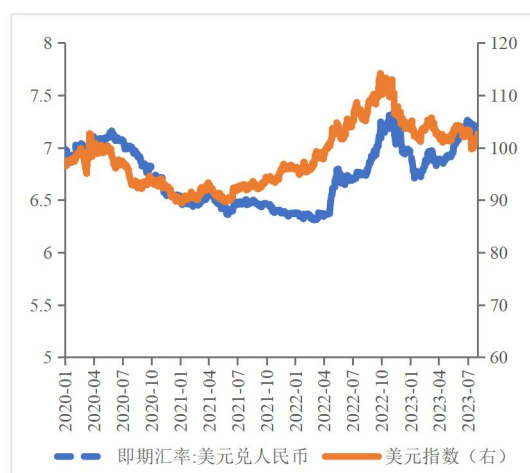


图 24 人民币汇率与美元指数

图 25 人民币汇率与中美利差

数据来源：wind。

三、全球股票市场情况

2023 年第二季度，主要经济体股市继续上涨，中国股市下跌。受全球通胀持续回落、主要经济体加息节奏放缓、失业率普遍处于低位和部分经济体经济增长强劲影响，主要经济体股市持续回升。MSCI 发达市场指数上涨 6.60%，带动 MSCI 全球指数上涨 5.58%。其中，纳斯达克指数和标普 500 分别上涨 12.81%和

8.30%，上半年累计上涨 31.73%和 15.91%。欧洲股市继续上涨，涨幅较一季度略有收窄。欧洲证券交易所 100 指数微幅上涨 0.99%，法国巴黎 CAC40 指数、德国法兰克福 DAX 指数分别上涨 1.06%、3.32%；东亚股市继续上涨。其中，二季度东京日经 225 指数大幅上涨 18.36%，上半年累计上涨 27.19%。印度股市也止跌回升，二季度孟买 Sensex30 指数上涨 9.85%。俄罗斯和中国股市下跌。二季度，俄罗斯 RTS 指数下跌 1.39%，中国市场各大指数均下跌，其中，二季度，沪深 300 指数下跌 5.15%，幅度超过一季度上涨的 4.63%，上半年累计下跌-0.75%。

表 1 2023 年上半年全球主要股票指数涨跌情况（%）

	一季度	二季度	上半年
东京日经 225 指数	7.46	18.36	27.19
纳斯达克 100 指数	20.49	15.16	38.75
纳斯达克综合指数	16.77	12.81	31.73
孟买 Sensex30 指数	-3.11	9.85	6.43
标准普尔 500 指数	7.03	8.30	15.91
MSCI 发达市场	6.96	6.60	14.01
MSCI 全球指数	6.84	5.58	12.80
道琼斯工业平均指数	0.38	3.41	3.80
法兰克福 DAX 指数	12.25	3.32	15.98
欧元区 STOXX50 价格指数	13.74	1.95	15.96
巴黎 CAC40 指数	13.11	1.06	14.31
欧洲证券交易所 100 指数	10.45	0.99	11.54
MSCI 新兴市场指数	3.55	-0.08	3.46
俄罗斯 RTS 指数	2.70	-1.39	1.27
美国证交所指数	3.36	-2.15	1.14
上证综合指数	5.94	-2.16	3.65
中小板综指	6.75	-4.22	2.25
沪深 300 指数	4.63	-5.15	-0.75
深证成份指数	6.45	-5.97	0.10
创业板指数	2.25	-7.69	-5.61

数据来源：wind。

2023 年上半年，美国经济超预期驱动美股强力反弹。在银行业危机、美联储持续加息以及债务上限危机的背景下，美股却出现明显反弹。美股三大指数纳斯达克指数、标普 500 指数和道琼斯工业平均指数分别上涨 31.71%、15.91%和 3.80%。主要是因为强力加息背景下，美国经济表现韧性，通胀持续回落的同时，失业率一直维持在 3.6%左右的历史低位水平。随着二季度各项经济数据超预期，美联储即将结束加息周期，美国经济预期由衰退逐渐转向软着陆。

科技股带动美股上涨。2023 年上半年，ChatGPT 的火爆激发了 AI 为主题的科技股强势反弹，从而带动纳斯达克与标普 500 指数在银行业危机短期冲击之后开启新一轮上涨；道琼斯工业指数是在 5 月底，即美国经济走强迹象强化之后才开始上涨。从标普 500 指数行业来看，2023 年前两个季度，信息技术、通讯服务和可选消费均处于领涨位置。其中，信息技术连续上涨 21.49%和 16.93%，上半年累计上涨 42.06%。金融和医疗保健行业止跌反弹，能源和公用事业行业则连续下跌。

表 2 2023 年上半年标普 500 指数各行业表现 (%)

	一季度	二季度	上半年
信息技术	21.49	16.93	42.06
可选消费	15.76	14.31	32.33
通讯服务	20.18	12.82	35.58
工业	3.03	6.01	9.22
金融	-6.05	4.83	-1.51
材料	3.75	2.76	6.61
医疗保健	-4.72	2.51	-2.33
房地产	1.04	0.80	1.85
日常消费	0.16	-0.20	-0.04
能源	-5.57	-1.79	-7.26
公用事业	-4.04	-3.26	-7.16
标准普尔 500 指数	7.03	8.30	15.91

数据来源：wind。

美股融资逐步恢复，但尚未完全复苏。2022 年美股市场在美国经济陷入技术性衰退以及美联储激进加息的影响下，其融资规模曾陷断崖式下降，2023 年上半年有所好转。数据显示，包括 IPO 和再融资，2023 年上半年美国证券市场融资合计 683 次，融资规模达 741 亿美元，均超 2022 年全年总和，但跟 2020~2021 年的历史高点相比仍有较大差距，表明美股融资市场正在逐步恢复，但距全面复苏尚需时间。从行业来看，2023 年上半年医疗保健和信息技术行业在融资家数和融资规模方面均位居前两位。其中，医疗保健行业融资 292 家，规模达 262 亿美元，占比 35.36%；信息技术行业融资 92 家，规模为 122 亿美元，占比 16.46%。

当前美股估值水平处于 08 年危机以来的较高位置，存在回调风险。一方面，高利率时代或将来临。如果将 10 年期国债利率分解为中性利率、平均通胀率和期限溢价三个部分来分析，可以看到：美联储主席鲍威尔在全球央行会议上指出

在不断加息背景下，美国经济依然强劲，中性利率可能比市场预期要高。随着高通胀持续和通胀预期抬升，平均通胀率或将处于美联储 2% 的目标值以上。08 年金融危机之后，美债利率曲线长期走平不断压缩期限溢价空间，很大程度上是由于经济衰退预期和零利率下限约束导致长债需求旺盛。随着美国经济保有韧性以及美联储政策正常化推进，期限溢价也将不断回升。综上所述，美国低利率时代或将结束，市场可能要面临高利率时代的来临。另一方面，在美国经济强劲和人工智能热潮的推动下，美股强劲反弹，三大指数估值均处于 08 年危机以来的较高位置。其中，2023 年 7 月，纳斯达克市盈率倍数已升至 40.88，当前高估值水平须经过基本面验证才可持续。在美国将更长时间处于高利率水平的预期和美国经济将步入温和滞涨的预测基准下，美股面临短期回调的风险，尤其是前期增长较快的科技股和纳斯达克指数。

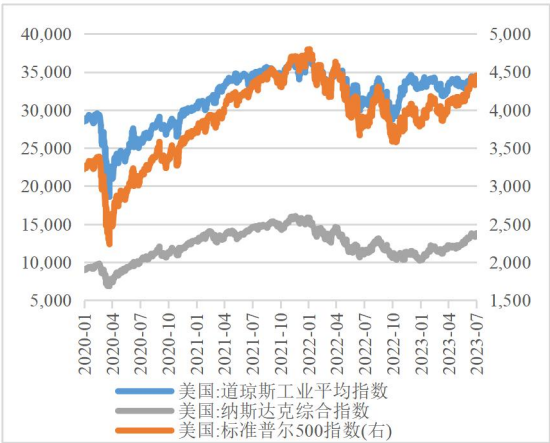


图 26 美国股票指数走势

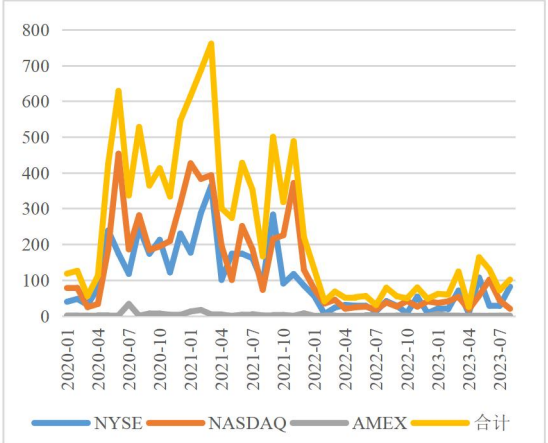


图 27 美股融资规模(含 IPO 和增发)

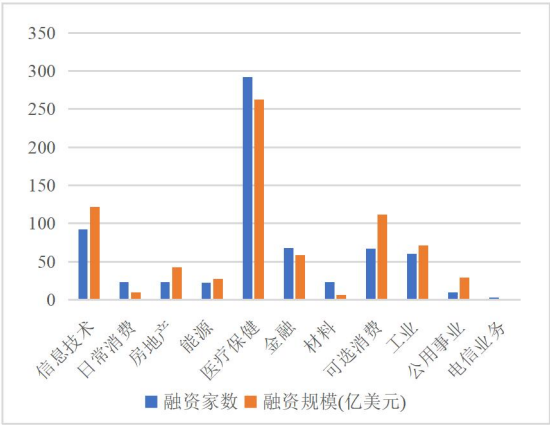


图 28 2023 年美股市场融资行业分布

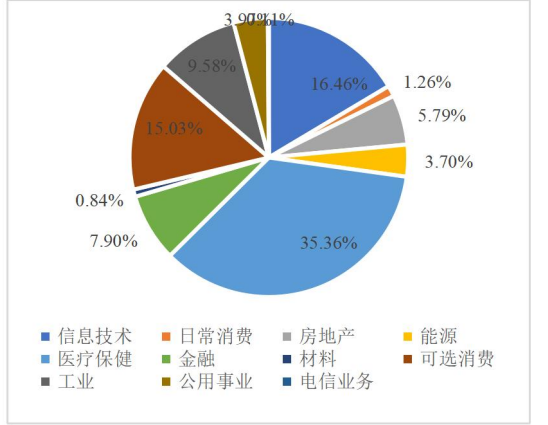


图 29 2023 年美股市场融资行业份额

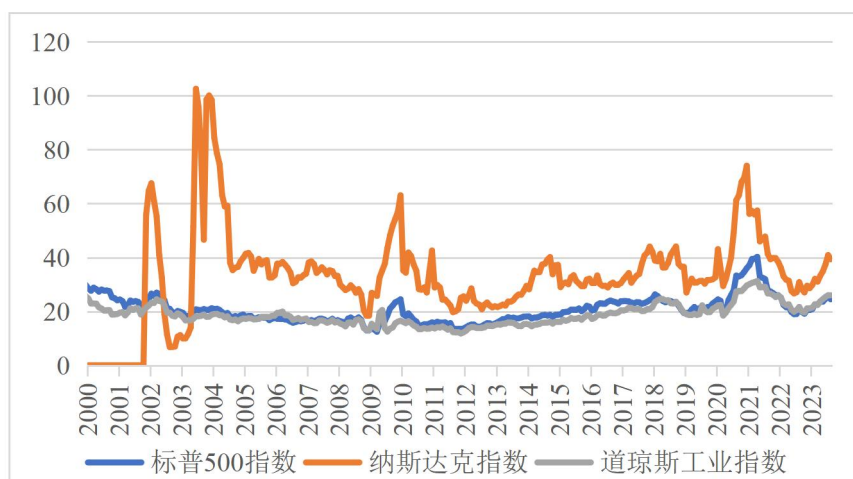


图 30 美国股票市盈率

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

四、新冠疫情以来代表性大宗商品走势回顾及未来展望

（一）黄金

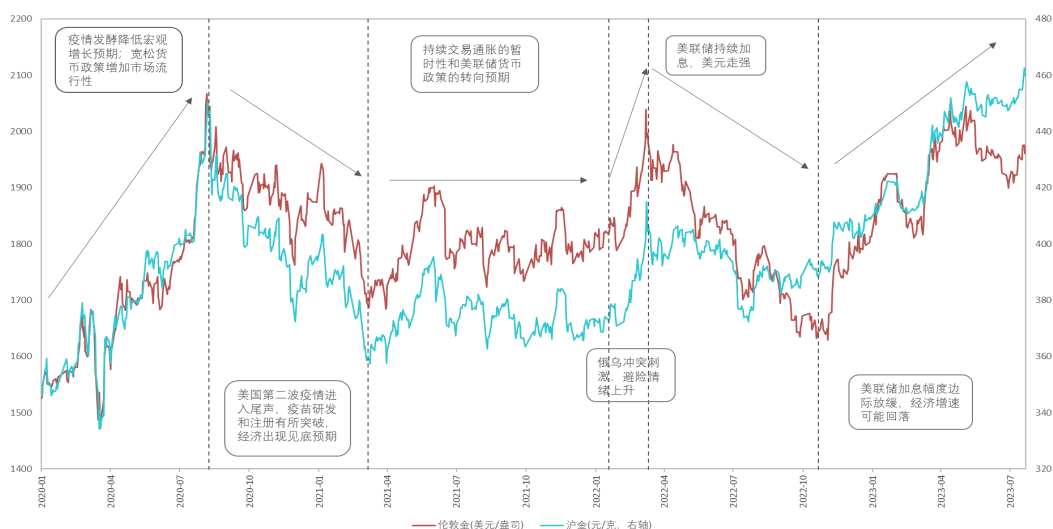


图 31 新冠疫情以来黄金价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

黄金方面，新冠疫情以来其走势大体可以分为个 6 阶段（见图 31）：

（1）2020 年初至 2020 年 8 月初，黄金价格强势上升。这一时期，疫情逐步在全球范围内发酵，叠加各国央行大规模推出宽松货币政策。

（2）2020 年 8 月初至 2021 年 3 月末，黄金价格逐步回落。这一阶段美国第二波疫情进入尾声、疫苗研发和注册有所突破，经济出现见底预期。

(3) 2021 年 3 月末至 2022 年 1 月，黄金价格震荡调整期。期间伊始，美联储的宽松承诺出现软化；随后，2021 年年中美国通胀开始走高，市场出现美联储货币政策正常化的预期。此后，市场一直在持续交易通胀的“暂时性”和美联储货币政策的转向预期，导致金价震荡不居。

(4) 2022 年 2 月至 3 月，黄金短期上涨。主要受乌克兰危机刺激，避险情绪短期快速上升。

(5) 2022 年 3 月至 11 月，黄金再度下跌。主要因素是美联储持续加息，美元走强，黄金价格承压。

(6) 2022 年 11 月至今，黄金在波动中走高。大趋势来源于美联储加息幅度边际放缓，美国经济增速可能回落。但一系列短期事件造成了这其中的波动，包括美国就业等经济数据好于预期、美国银行破产风波迅速化解、美国政府债务上限问题解决、美联储维持鹰派加息等事件，均造成了短期的金价下行行情。

展望 2023 下半年，美国经济短期韧性仍存，但下行趋势不变。美联储紧缩货币政策仍将持续一段时间，但预期已接近尾声。考虑到黄金在国际经济繁荣、货币政策紧缩以及强美元周期中均易表现不佳，2023 年下半年黄金价格大概率承压。然而一旦美国经济确认衰退、美联储货币政策逆转，黄金可能迎来趋势性上涨。

(二) 石油

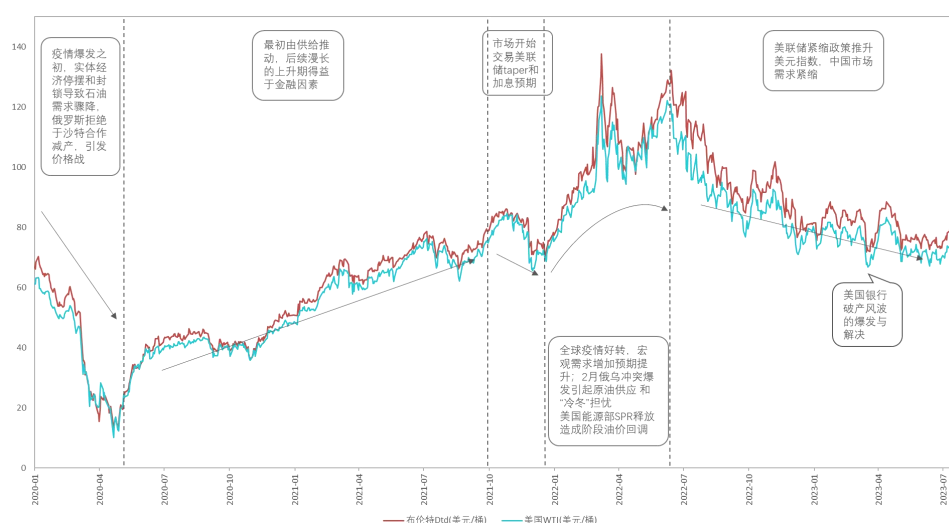


图 32 新冠疫情以来石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

石油方面，新冠疫情以来，其价格波动可以大略分为 5 个阶段（见图 32）：

（1）2020 年 1 月至 4 月，石油价格大幅下跌，主要由供需结构主导。这段时期是疫情爆发之初，实体经济的停摆和封锁导致石油需求骤降，而作为石油主要出口国的俄罗斯拒绝与沙特合作减产，引发了价格战，导致价格下挫。

（2）2020 年 4 月至 2021 年 10 月，石油价格缓步回升。回升最初由减产等供给推动，后续漫长的上升期则得益于流动性宽松的金融因素。

（3）2021 年 10 月至 2021 年 12 月，石油价格出现回调，主因是金融因素发生逆转，市场开始交易美联储 taper 和加息预期。

（4）2022 年 1 月至 6 月，石油价格高位运行，期初因素是全球疫情回暖，宏观需求增加预期回升。随后 2 月份乌克兰危机爆发，引起原油供应担忧，此后供应矛盾和“冷冬”需求引导油价维持高位。其间也存在 3 至 4 月的一次回调，这主要受到库存调剂，期间美国能源部承诺从战略石油储备（SPR）中释放 3000 万桶原油以保障供应，引导了油价短期回落。

（5）2022 年 6 月至今，油价缓慢回落。前述供应矛盾和冷冬需求被证伪，油价下行周期开启。这一长周期的主要因素是美联储的紧缩政策和中国市场需求收缩。期间一些事件则形成了短期向下突破或价格支撑作用，比如 2023 年 3 月美国银行破产风波造成了恐慌性冲击，油价短时间暴跌；但随着风波迅速解决，反而提振了油价的反弹。

美国和欧洲开启紧缩货币政策以来，一直致力抬升利率以使通胀回归目标水平。更高的利率会增加企业和消费者的借贷成本，这可能会削弱经济活动、减少石油需求。在供给侧，OPEC+通过限产的方式维持油价。俄罗斯方面，对于俄油的制裁已经通过贸易流的再平衡而充分规避，乌克兰危机的溢价已经基本收敛，影响几乎消失。未来一段时间，预计供给端的产量控制可能得到有效持续，那么 2023 年下半年的走势主要看需求端，即全球经济增速和美国战略石油储备补库存的情况，后者可能以“温水煮青蛙”的方式进行，不会形成集中的需求释放，因此石油更可能表现为区间震荡态势，并在弱宏观背景下中枢下移。

(三) 铜

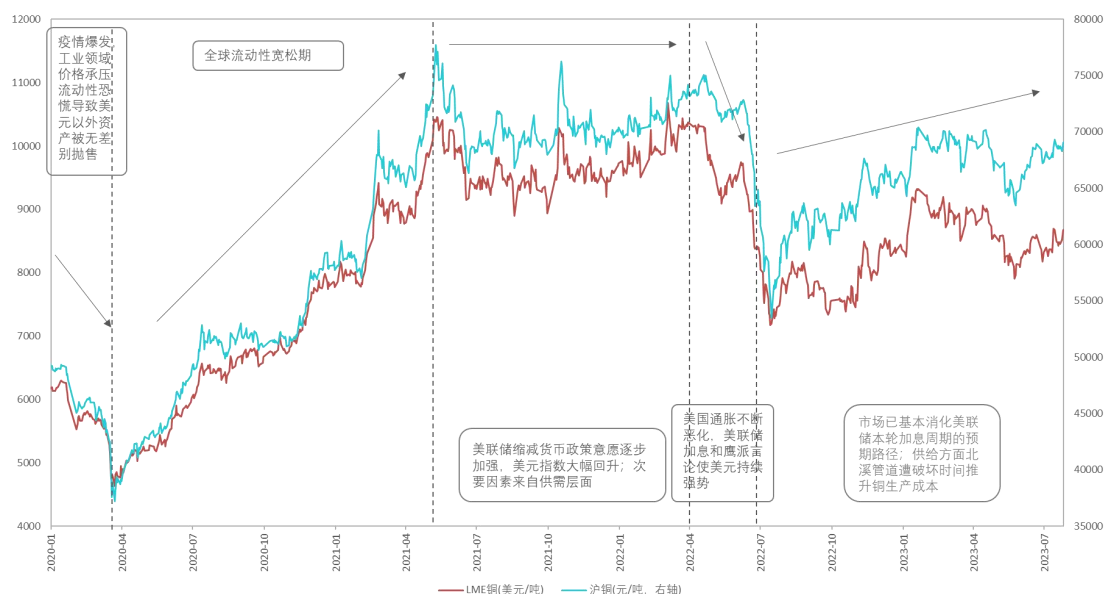


图 33 新冠疫情以来铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

铜价方面，新冠疫情以来大致可分为 5 个阶段（见图 33）：

（1）2020 年 1 月至 3 月，铜价下行。这一阶段疫情先后在国内、国际爆发，全产业尤其是工业领域价格承压。且 3 月海外疫情爆发加剧市场恐慌情绪，除美元以外的资产遭受无差别抛售，铜价快速下跌。

（2）2020 年 4 月至 2021 年 5 月，铜价震荡上行。这一长期上涨行情主要受到金融政策影响，即 2020 年 4 月开始的全球流动性宽松局面。阶段性的因素包括宏观经济、供给等。

（3）2021 年 5 月至 2022 年 4 月，铜价高位震荡调整。这一阶段，金融政策预期是主要因素，美联储缩减货币政策意愿逐步加强，美元指数大幅回升，铜价失去上升动力，转为调整。其中，2021 年下半年，供需层面是次要因素，铜市场一度呈现出供需两淡的局面，铜价保持区间运行。进入 2022 年，乌克兰危机爆发引发欧洲能源危机，在供应焦虑的情绪下，铜价也有上涨动力，抵消了一部分美联储紧缩政策的影响。

（4）2022 年 5 月至 7 月，铜价快速下跌，这期间铜价金融属性明显。随着美国通胀不断恶化，美联储持续加息并不断释放鹰派言论，令美元持续强势，铜价被快速打压。

(5) 2022 年 7 月至今，铜价震荡回升。其中，2022 年下半年，金融层面上，市场已基本消化了美联储本轮加息周期的预期路径；这一阶段铜价上涨主要得益于供给方面，即北溪管道遭破坏事件推升铜生产成本。进入 2023 年，中国解除新冠疫情防控措施、美联储加息逐渐进入尾声等也抬升了铜价重心。

未来一段时期，铜的供给处于产能扩张期。国际矿业资本出于对未来经济绿色转型和新兴市场工业金属高增长的预期，仍在大力投资现有铜矿山和新建铜矿，阿根廷、蒙古和巴基斯坦都是当下新建铜矿热点地区。需求端中国作为全球最大铜消费地，能源绿色转型将为铜价提供一定支撑。然而考虑到美国宏观降温、加息进入尾声情景下，下半年铜价可能先强后弱，形成倒 V 型格局。

(四) 铁矿石

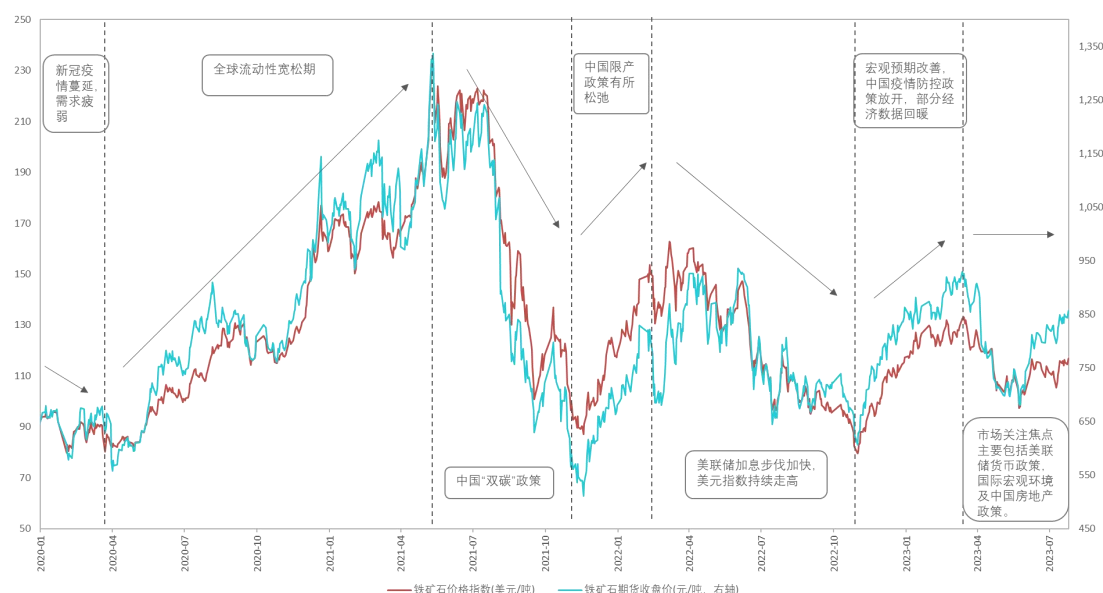


图 34 新冠疫情以来铁矿石价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

铁矿石方面，新冠疫情以来的走势大致可以分为个 7 阶段（见图 34）：

(1) 2020 年 1 月至 3 月，铁矿石价格低位震荡。在此期间疫情先后在中国和全球蔓延，需求疲弱，价格两度下跌。

(2) 2020 年 4 月至 2021 年 5 月，铁矿石价格震荡上行。与铜价类似，这一长期上行趋势主要受到金融层面宽松的货币政策影响。

(3) 2021 年 6 月至 2021 年 11 月，铁矿制价格快速下跌。这一时期中国“双

碳”政策是主要影响因素，作为铁矿石主要进口国，中国粗钢限产政策导致需求快速下滑，价格显著下挫。

(4) 2021 年底至 2022 年 2 月，铁矿石价格短暂回升。主因是政策因素回调，中国限产政策有所松弛。

(5) 2022 年 3 月至 11 月，铁矿石价格震荡下跌。这一阶段的主因是美联储加息步伐加快，美元指数持续走高。

(6) 2022 年 11 月至 2023 年 3 月，铁矿石价格回升。其主要因素是宏观预期的改善，随着中国疫情防控政策放开，宏观政策出现利好、部分经济数据回暖，铁矿石市场信心也获得提振。

(7) 2022 年 3 月至今，铁矿石价格宽幅震荡，市场关注焦点主要包括美联储货币政策、国际宏观环境以及中国的房地产政策等。

展望未来，铁矿石可能先强后弱，形成 V 字型格局。三季度作为季节性铁矿石到港期，铁矿石供应维持高位，边际上呈现供大于求的状态，因此 2023 年三季度价格存在下行压力。进入 2023 年四季度后，随着主要港口冬储累库，需求可能回温，价格可能获得支撑。

(五) 大豆

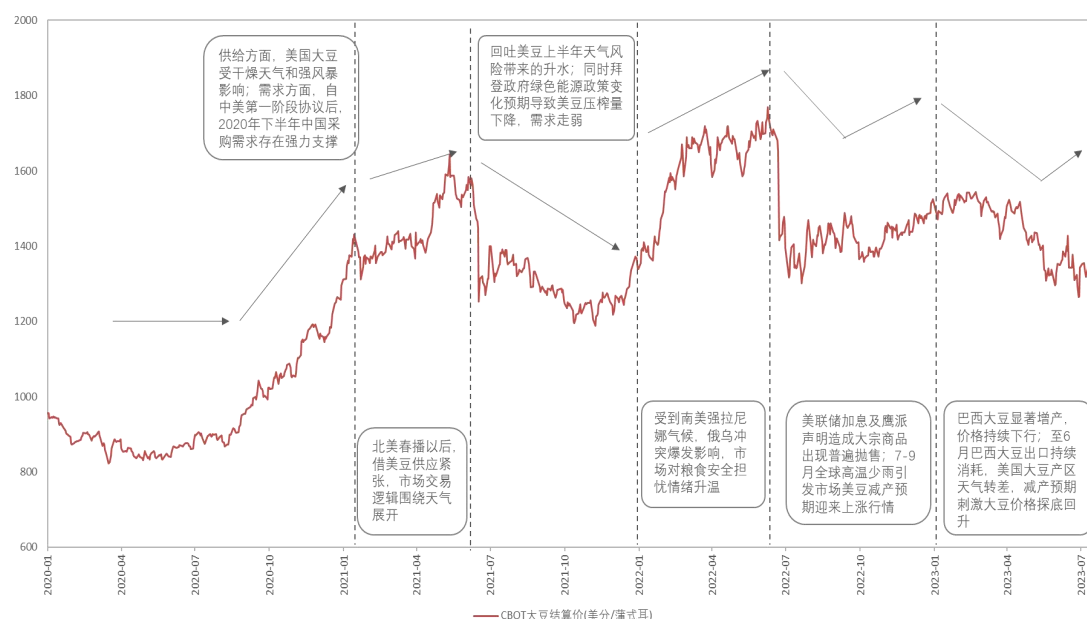


图 35 新冠疫情以来大豆价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

大豆方面，美国、巴西、阿根廷是主要大豆出口国。自 2013 年开始，全球大豆面积迅速扩张且逐年丰产，市场总体呈现供大于求的状态。然而 2018 年开始的中美贸易摩擦改变了全球大豆贸易格局，中国大豆采购向南美倾斜且更加多元化，巴西大豆种植积极性提升。2020 年是本轮宽松周期的尾声，在经历了 2020 年 1 月至 6 月的调整期后，新一轮大豆周期开启。由于农作物具有明显的季节属性，因此我们可以按半年为单位，将这之后的大豆价格走势分为 6 个阶段（见图 35）：

（1）2020 年下半年，大豆价格大幅上涨。这是由供需两方面力量同时推动的。供给方面，美国大豆生长关键期偏干燥天气及 8 月主产区遭受超强风暴影响，供给缺口出现；需求方面，自中美前述第一阶段协议后，2020 年上半年中国对美豆采购不足，导致下半年中国采购需求存在强力支撑，开启大豆上行走势。

（2）2021 年上半年，大豆价格震荡上涨。北美春播以后，借美豆供应紧张，市场交易逻辑围绕天气展开，带来一定升水。

（3）2021 年下半年，大豆价格下调，回吐了美豆上半年天气风险带来的升水，同时拜登政府绿色能源政策变化预期导致美豆压榨量下降，需求走弱，拖累大豆价格。

（4）2022 年上半年，大豆价格上行并维持高位震荡。该期间同时受到南美强拉尼娜气候、乌克兰危机爆发影响，市场对粮食安全担忧情绪升温，价格一路走高。

（5）2022 年下半年，大豆价格先降后升。美联储 6 月加息 75BP 后向市场发出偏鹰声明，导致大宗商品出现普遍抛售，大豆价格在 6~7 月出现显著下降。2022 年 7 月中旬至 9 月，全球高温少雨引发了市场的美豆减产预期，国际大豆迎来上涨行情。9 月后，随着美豆收获，上涨趋势结束，但美豆产量下调导致全球大豆供应仍然偏紧，因此大豆价格至 2022 年底仍保持高位震荡。

（6）2023 年下半年，大豆价格先降后升。这一阶段的主因仍然在供给端，但经历了两次逻辑转换。2023 年 3 月，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转差，特别是中西部地区厄尔尼诺气候威胁，美豆减

产预期刺激大豆价格探底回升。

展望 2023 年下半年，供给端仍将由美豆主导，不过随着美国大豆产量逐步明确，市场关注在下半年晚些时候将更多转向需求。目前来看，中国国内夏季气温偏高，不利于大豆储存，可能会有需求拉动的行情，大豆价格可能先降后升，形成 V 型格局。

（六）玉米

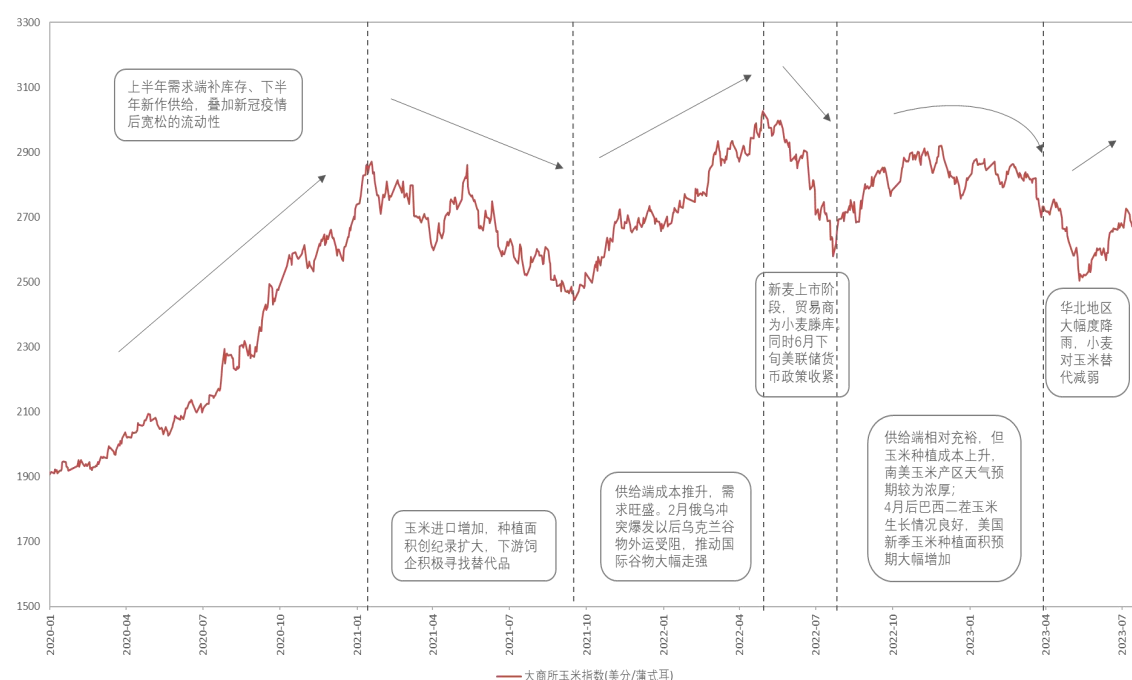


图 36 新冠疫情以来玉米价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

玉米方面，新冠疫情以来的价格走势大致可以分为 6 个阶段（见图 36）：

（1）2020 年全年，玉米市场总体趋势性上行。主要因素上半年为需求端补库存、下半年为新作供给，次要因素则是新冠疫情后宽松的流动性。

（2）2021 年 1 月至 9 月，玉米价格震荡回落。受到上一年玉米价格大涨的影响，国内市场在供给和需求两端出现了调整。一是加大了玉米进口规模，二是二季度玉米种植面积创纪录扩大，三是下游饲企积极寻找替代品，导致供需缺口收窄，玉米价格回落。

（3）2021 年 10 月至 2022 年 4 月，玉米价格再度走高。这一阶段主要是供给端成本推升；同时，由于猪肉价格反弹提振养殖信心，需求仍然旺盛，使玉米

价格反弹。而 2022 年 2 月乌克兰危机爆发以后，乌克兰谷物外运受阻，推动国际谷物大幅走强，同时提振玉米价格。

(4) 2022 年 5 月至 7 月，玉米价格下跌。该时期是新麦上市阶段，贸易商为小麦腾库，玉米阶段性供应增加。同时，6 月下旬美联储基金的紧缩货币政策也加剧了玉米的跌幅。

(5) 2022 年 8 月至 2023 年 4 月，玉米价格整体偏弱。这一阶段供给端相对充裕，但在 2022 年 8 月至 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。

(6) 2023 年 5 月至今，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。

展望 2023 年下半年，玉米价格的主要影响因素仍为供给端。南半球巴西玉米丰产，三季度是其集中出口期，令玉米价格有向下压力。四季度供给逻辑切换至北半球，厄尔尼诺气候可能影响其产量，而终端消费往往有季节性提升，玉米价格可能震荡上行。

五、数字货币跨境竞争激烈

6 月 29 日，多边央行数字货币桥（mBridge）项目在京召开会议，发起方包括国际清算银行、香港金融管理局、泰国中央银行、阿联酋中央银行和中国人民银行数字货币研究所，会议主题为讨论最小化可行性产品（minimum viable product, MVP）研发及阶段落地。所谓 MVP，指去掉多余细枝末节、仅满足基本需求的产品，将只含有主要功能的产品投入市场，基于用户反馈快速迭代，以期产品打磨到一个相对稳定的状态。基于 MVP 的开发具有实验成本低、快速打入市场缩短产品与用户距离、获取核心用户反馈等优点。

目前，mBridge 项目在诸多数字货币跨境支付国际研发项目中进展较快，但乌克兰危机以来，跨境支付问题持续受到关注，仅今年二季度以来，就有公共部门推动研发的 Mariana 项目和私人部门推动的稳定币 PayPal USD 发布，该赛道竞争日益激烈。

（一）法国、新加坡、瑞士三国央行联合发起的 Mariana 项目完成原型验证

6月28日，由国际清算银行创新中心、法国银行、新加坡金融管理局和瑞士国家银行共同发起的 Mariana 跨境支付研究项目发布报告，称已完成基于区块链的国际外汇银行间市场的概念验证（proof of concept, PoC）。该项目探索了从国内支付网络向国际外汇银行间市场传输批发型央行数字货币（wholesale central bank digital currency, wCBDC），并使用自动做市商机制（AMM）定价，完成外汇交易。

具体而言，Mariana 项目的设计包含三个核心组件：发行 wCBDC 的国内支付系统，一个基于区块链和 AMM 的统一国际外汇银行间市场，以及连接这两个系统的“桥”。首先，各国央行在国内支付系统中向金融机构发行 wCBDC，同时管理本国支付系统与国际外汇市场之间的“桥”。当持有本国 wCBDC 的金融机构需要参与跨境支付时，央行会将一定数量的本国 wCBDC 锁在本国支付系统的一个智能合约中，同时在国际外汇市场中向该金融机构发行同等数量的 wCBDC。这一过程称为“上桥”，相当于在国际外汇市场发行了本币的存托凭证。国际外汇市场使用恒函数做市商（CFMM）型的 AMM 产生报价，该报价不需要双边报价、也无需维护订单簿，完全依赖智能合约自动化地提供统一动态报价。定价主要取决于外汇交易所涉及货币的流动性充足程度：一种货币在交易中越稀缺，它的对价就越高。国际外汇市场基于区块链技术运行，可以实现原子化交易。最后，交易完成后，央行可以赎回国际外汇市场中锁定的 wCBDC 并投放回国内支付体系中，即“下桥”过程。

我们认为，相较此前基于 CBDC 跨境支付的探索，Mariana 项目的进步主要体现在三个维度上。首先，此前的跨境支付项目主要围绕结算机制开展研究，Mariana 项目借鉴了去中心化金融（DeFi）的 AMM 机制，将探索领域拓展到价格决策机制上来；其次，它为 wCBDC 的互操作性提供了一系列技术标准；第三，“桥”的设计既维护了央行在本国支付系统的独立地位，同时也实现了高效的链上治理和安全的链下通信。

（二）PayPal 推出美元稳定币

8月7日，美国支付巨头贝宝(PayPal)宣布正式推出美元稳定币 PayPal USD (PYUSD)，从而成为首家入局稳定币赛道的美国大型金融机构。根据披露，PYUSD 的储备资产将包括美元存款、美国国债和类似的现金等价物，由 PayPal 与 Paxos 合作发行，后者是纽约州金融服务管理局监管的持牌机构，也是 BUSD、USDP 和 PAXG 等主流加密资产的发行方。符合条件的美国 PayPal 用户可以在 App 里实现美元与 PYUSD 的互换，并能用 PYUSD 进行点对点个人支付、消费结账以及与兼容的外部钱包间转账。由于 PYUSD 基于以太坊 ERC-20 代币发布，对外部开发者具有很高的开源性，能够方便地被其他钱包或应用程序采用，因此很可能成为打通传统支付与加密资产市场的一道重要的桥梁。美国众议院金融服务委员会主席、共和党众议院 Patrick McHenry 认为：“该公告是一个明确的信号，在明确的监管框架下发行的稳定币，有望成为美国 21 世纪支付系统的支柱。”

PYUSD 的发行的确给现行监管框架提出了新问题。一方面，稳定币乃至整个加密资产大类一直饱受洗钱和恐怖主义融资的质疑。稳定币的发行和流动更为复杂，匿名状态下的链上活动也更为隐秘，因此需要更严格的了解你的客户 (KYC) 措施。作为货币服务类企业，发行稳定币的机构理应受到类同银行的监管，并应视监管当局的需求实施数据追溯、资产冻结等责任。另一方面，稳定币的货币属性还可能对货币主权造成一定冲击。目前，中央银行可以通过公开市场操作等工具影响货币数量不能够调控利率，但稳定币相当于创造了一个不完全受央行掌控的货币市场，其供需可能反过来导致货币数量变化，影响通货膨胀或货币价值。更进一步，如果其其他国家广泛使用，并承担计价功能，则可能威胁他国货币主权。

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。