



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 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、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。

# 从“抗通胀”到“防衰退”：美联储降息将至

## 摘要

2024 年第二季度，美国就业市场与通胀同步降温，美联储政策目标由“抗通胀”逐渐转为“防衰退”，美联储降息预期不断强化，美债利率明显回落。展望未来，在供给平稳增长，需求稳步放缓的前提下，“温和滞涨”是未来美国经济走势的基准判断。疫情对就业市场冲击以及移民因素可能导致此次“萨姆规则”衰退信号失效，以此来判断美国即将步入衰退为时尚早。从利率分解的角度来看，未来利率预期与期限溢价或将共同推动 10 年期美债利率震荡下行。

2024 年第二季度，日本经济边际回暖，通胀稳定，日本央行进行退出负利率后的首次加息，国债利率明显上行。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 年第二季度，在欧元区复苏承压、通胀压力依然高企的背景下，欧央行开启降息通道，欧债利率整体下行。未来，在面临经济复苏和通胀压力的双重挑战下，预计欧央行将采取谨慎降息政策。

2024 年第二季度，美元指数高位震荡，其他主要货币涨跌互现。在中美国债利差触及历史极值的背景下，人民币小幅贬值。未来，美元指数将小幅震荡下行，人民币或将逐步企稳。

2024 年第二季度，全球主要股市表现分化，美股延续上涨趋势但涨幅收窄，日欧股市回调。根据现金流贴现模型估计，当前美股估值水平相对较高。未来，在美国经济“温和滞涨”的基准情形下，美股面临一定回调风险。

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

大宗商品方面，2024年二季度至今，黄金价格总体震荡上行。未来，虽然基于降息预期的上涨空间有限，但考虑到地缘政治、避险需求和各国央行购金需求仍高，金价仍然易涨难跌；原油方面，三季度是成品油消费旺季，随着中东地缘政治风险上升，短期内原油价格存在支撑。而尚未被减产政策覆盖的四季度，可能因需求疲弱拖累油价，因此我们认为未来一段时间油价可能先扬后抑；铜价方面，虽然海外矿产开始提产，但一段时间内铜矿紧平衡格局仍将继续，铜价逻辑将更多转向中国国内需求，需关注政策力度和相关产业发展。中国当前经济环境下，需求增速放缓但总量可观，铜价可能震荡回落，但有底支撑；铁矿石方面，短期需求较为疲弱，但四季度美联储降息落地后，叠加冬储可能支撑铁矿石价格，预计价格先抑后扬；大豆方面，8月过后大豆逻辑将由北美切换至南美，市场可能首先会交易供应宽松预期，继续维持大豆价格低位，然后根据天气因素寻求多头交易。因此，我们认为大豆价格总体仍将维持低位，天气不确定性可能带来上涨机会；玉米方面，进入四季度后，交易逻辑将转向新作玉米。随着种植成本下行，产量预期相对平稳。其他谷物价格也难有较大上涨空间，这导致玉米的替代品较为充沛。四季度玉米价格或将进一步走弱。

近期，美国、俄罗斯两个大国分别对比特币出台了政策或草案。美国方面提出了《比特币战略储备法案》，意图在美国建立比特币储备。俄罗斯方面，则将比特币挖矿和交易合法化。我们认为，比特币真正成为储备资产的概率并不高。一方面，美、俄相关法案都有短期行为痕迹；另一方面，比特币风险资产属性短期不会变化，而且随着美国金融机构介入比特币市场，比特币的集中度进一步提升，该网络存在潜在安全隐患，使用比特币作为储备资产同样难以避免被美西方“收缴”的可能。二季度，美国数字资产新政频出，特别是共和党对CBDC和加密资产表现出一抑一扬的不同态度。考虑到特朗普在选举期间持续向加密领域抛出橄榄枝，后续如果共和党上台，可能会迎来加密资产的发展热潮。国内方面，内地机构出海参与加密资产创新力度加大，通过参与海外区块链项目和加密资产市场，可探索区块链在不同领域的应用潜力，促进交流和创新，增强风险管理能力，提升国际竞争力和影响力。

## 目 录

一、全球债券市场情况 .....	1
(一) 美国就业市场走软，通胀放缓，美联储降息将至，美债利率明显回落 .....	1
(二) 日本经济边际回暖，央行谨慎加息并缩减购债规模，国债利率明显上行 .....	3
(三) 欧元区复苏承压，欧央行开启降息通道，欧债利率整体下行 .....	5
(四) 新兴经济体政策和利率走势分化 .....	5
二、全球外汇市场情况 .....	8
(一) 美元指数高位震荡，其他主要货币涨跌互现 .....	8
(二) 中美国债负利差触及历史极值，人民币小幅贬值 ....	10
三、全球股票市场情况 .....	10
(一) 美股上涨幅度下降，日欧股市回调 .....	10
(二) 美股续创新高但下跌行业增多，美股面临回调风险 ..	11
四、大宗商品 .....	14
(一) 黄金价格易涨难跌，料高位震荡 .....	14
(二) 油价料先扬后抑 .....	15
(三) 铜价料震荡回落但有底支撑 .....	16
(四) 铁矿石价格有望先抑后扬 .....	17
(五) 大豆价格总体仍将处于低位 .....	18
(六) 玉米或将进一步走弱 .....	19

五、加密资产与数字货币 .....	20
(一) 比特币再度成为大国关注焦点 .....	20
(二) 美国数字资产新政频出 .....	21
(三) 国内机构出海参与加密资产创新 .....	22

## 一、全球债券市场情况

### (一) 美国就业市场走软，通胀放缓，美联储降息将至，美债利率明显回落

2024 年第二季度，美联储维持去年 7 月以来 5.25%~5.50% 的基准利率。在两大政策目标——就业和通胀持续降温的背景下，美联储降息预期不断升温。在此背景下，美债利率水平明显回调。其一，美国失业率稳步抬升，就业市场走软。其中，美国 7 月失业率升至 4.3%，触发了著名衰退指标“萨姆规则”。<sup>1</sup>其二，美国通胀持续降温。在经历第一季度短暂反弹后，二季度美国通胀重回下降趋势。其中，第二季度 CPI 月度同比分别为 3.40%、3.30% 和 3.00%。7 月 CPI 同比继续下探至 2.90%，贡献度最大分项依次为住宅、食品和医疗保健。其中，住宅项对 CPI 同比贡献率超过 64%。其三，就业和通胀持续降温，美联储政策由“抗通胀”逐渐转向“防衰退”，市场不断强化降息预期。2024 年 7 月 10 日，美联储主席鲍威尔在美国众议院半年度货币政策报告听证会上表示，“美联储在抗击通胀方面取得了相当大的进展，且不需要等到通胀率降至 2% 才开始降息”。此后，7 月议息会议也发出 9 月可能降息的信号。根据 CME 观察显示，截至 8 月 1 日，市场预期美联储 9 月降息的概率达到 100%。在此背景下，美债中长期利率明显回落。截至 2024 年 7 月末，美债 10 年期利率降至 4.09%，较 4 月末的阶段高点 4.69% 下行 60BP。

综合总供给与总需求的变化趋势，我们仍然维持美国未来温和滞涨的基准判断。从供给端来看，美国劳工数量由疫情后的报复性反弹转为平稳增长。疫情后，劳动参与率回升以及适龄人口的稳步增长，使得美国劳工数量快速反弹，劳工短缺问题逐渐缓解。但步入 2024 年后，伴随劳动参与率稳定于 62.50%~62.70% 区间，美国劳工数量增速降档，进入平稳增长期。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且通胀反弹；第二季度因劳动参与率和劳工数量小幅回升，美国则表现为产出增速反弹而通胀明显下行。从需求端来看，新增非农、职位空缺数和雇佣率下降表明劳工需求持续降温。美国劳工

---

<sup>1</sup> 当失业率的 3 个月平均值高于过去 12 个月的最低值 0.5 个百分点时，就会触发衰退。该法则准确地预示了 1970 年以来的历次经济衰退。

部数据显示，2024 年第二季度，美国季调后新增非农月度均值为 16.8 万，显著低于一季度且不及市场预期；同时，职位空缺数延续下降趋势，降至 800 万左右；此外，2024 年 6 月雇佣率降至 3.4%，低于疫情前水平 3.9%。从供需均衡来看，美国劳动力市场走软但仍有韧性。劳动力供给平稳增长与需求稳步放缓，导致失业率小幅抬升，菲利普斯曲线由垂直状态逐渐转向平缓。同时，求职倍数（职位空缺数/失业人数）延续稳步下降趋势。截至 2024 年 6 月，求职倍数由 2022 年 3 月历史高点 2.03 降至 1.20，与疫情前水平相当，显示劳动力市场紧张程度得到明显缓解。但市场可能高估美国就业恶化程度：一是与以往不同的是，此次“萨姆规则”是在美国劳动力市场由疫情冲击导致的极度失衡状态向正常状态转变中出现的问题，当前失业率仍处于历史上较低位置；二是尽管求职倍数持续下降，但依旧是疫情前最高水平。同时，职位空缺数仍高于失业人数，表明劳工仍处于相对短缺状态。展望未来，新移民将成为美国新增人口的主要力量，美国大选及移民政策将显著影响美国劳动力供给。由于移民转为劳动力需要数月时间，因此，预计短期内移民政策影响相对有限，美国劳动力供给将保持平稳增长。在需求稳步放缓的条件下，温和滞涨或是美国经济走势的基准情形：产出增速或将放缓至 1%~2% 的区间；同时，通胀持续降温但降速放缓，预计今年年底，核心 CPI 同比将降至 2.7% 左右。

**利率预期与期限溢价或将共同推动 10 年期美债利率震荡下行。**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；期限溢价主要由货币政策的不确定性、美债供求关系以及未来经济周期状态的影响。Cohen 等（2018）研究表明，不同模型对利率分解的估计值有差异，但趋势基本相同。市场最为熟知的 ACM 模型估计结果显示（数据公布于纽约联储官网），2024 年第二季度，伴随着市场对美联储降息预期强化，利率预期主导 10 年期美债利率回落，期限溢价在接近 0 的负区间小幅震荡上行。未来，在市场一致预期美联储即将开启降息，但对降息幅度存在分歧的背景下，预计 10 年期美债利率在利率预期的影响下将震荡下行。同时，期限溢价下行的概率更高。这是因为，一来美国货币政策不确定性边际减弱，二来美债供求关系相对稳定。当前，美国财政存款稳定在 7000 亿~8000 亿美元的合意区间，财政部额外发债融资压力较小。同时，

美联储已放缓缩表力度，美债海外需求也相对稳定。此外，根据最新 CBO 预测数据，2024 年美国产出缺口超过 0.9%且在 2028 年之前均保持为正，显示当局预计未来几年美国经济前景可能总体尚可，大量动用财政力量会刺激经济的可能性不太高。

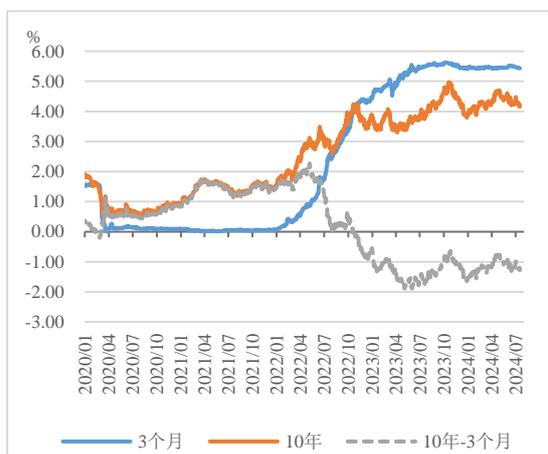


图 1 美国国债利率和期限利差

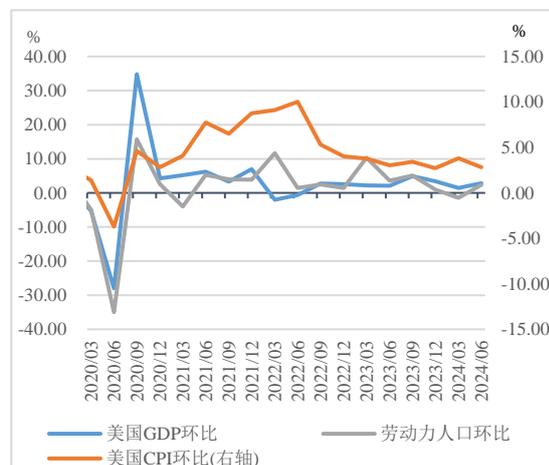


图 2 美国经济增长、通胀与劳工数量

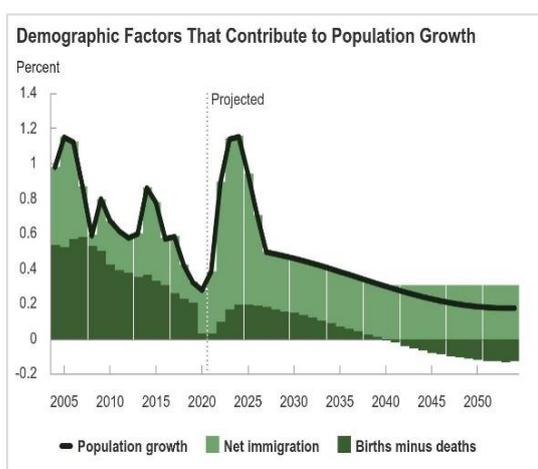


图 3 美国人口增长的影响因素

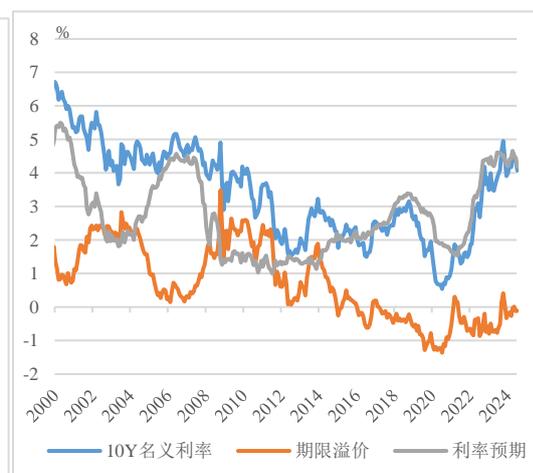


图 4 美债利率分解：利率预期与期限溢价

数据来源：wind，CBO，纽约联储，国家金融与发展实验室整理。

## （二）日本经济边际回暖，央行谨慎加息并缩减购债规模，国债利率明显上行

2024 年第二季度，日本经济边际回暖，加息预期回升，并于 7 月议息会议上决定加息并缩减国债购买规模，国债利率明显上行。其一，日本经济边际回暖，

制造业和服务业表现分化。其中，日本制造业 PMI 有所反弹，强于第一季度的平均水平，在 5 月和 6 月份站上 50 荣枯线之上；服务业 PMI 表现则有所疲软，2024 年 4 月到 6 月，日本服务业 PMI 分别为 54.3、53.8 和 49.8，呈现向下趋势。其二，日本通胀率保持在 2% 以上。2024 年第二季度的三月份，日本 CPI 同比分别为 2.5%、2.8% 和 2.8%，较一季度略有上升；核心 CPI 同比分别为 2.2%、2.5% 和 2.6%，与一季度大致持平。自 2022 年 4 月以来，日本 CPI 与核心 CPI 同比已连续 27 个月超过 2%。其三，日本消费状况有所好转，但可持续性仍需要观察。从环比来看，2024 年第二季度，日本私人消费环比实际增速 1.00%，这是自 2023 年第二季度以来首次转正，助推日本二季度 GDP 环比年化增长 3.1%，逆转了一季度萎缩 2.3% 的走势。从同比来看，二季度日本私人消费同比实际增长 -0.16%，连续四个季度负增长，但相较于一季度 -1.92% 增长率，萎缩幅度明显收窄。数据显示，日本收入增长与支出增长的良性循环可能正在开始形成。日本央行随之于 2024 年 7 月 31 日，决定将 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。同时，日本央行决定将逐步减少国债购买规模，将目前每月 5.7 万亿日元的购买规模，计划在未来的 1 至 2 年内，降至 2.9 万亿日元左右。在此背景下，日债利率将延续上行态势。截至 2024 年 7 月底，日本 2 年期与 10 年期国债利率分别升至 0.45%、1.07%，均创 2013 年日本实施 QQE 超宽松货币政策以来的最高值（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，加息可以收窄美日利差，有利于缓解日元贬值压力。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，加息或将增加经济前景的不确定性。2024 年前两个季度，日本 GDP 同比均为负，尽管萎缩幅度有所收窄。此外，日本央行加息可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，日本央行很难提高政策利率。当前来看，日本实际利率仍为负值，反映出日本货币政策仍保持宽松，对实体经济起支撑作用。未来，日本将继续推进货币政策正常化，但加息和缩表力度从根本上取决于经济基本面的修复和通胀持续改善。

### （三）欧元区复苏承压，欧央行开启降息通道，欧债利率整体下行

2024 年第二季度，欧元区复苏承压，欧央行开启降息通道，欧债利率随之下行。其一，欧元区 PMI 结束回升态势，表明经济动能减弱，尤其是制造业和国际贸易数据持续恶化。2024 年 6 月，欧元区综合 PMI 结束了连续八个月的回升态势，重新跌回荣枯线附近。其中，制造业 PMI 更创下年内新低，打破了市场对制造业活动逐渐复苏的预期。同时，服务业动能也在减弱，服务业 PMI 在二季度呈逐月下滑趋势，表现亦不及市场预期；其二，欧元区通胀结束回落趋势，表明通胀压力仍存。2024 年 5 月和 6 月份欧元区通胀率为 2.6%和 2.5%，高于 3 月和 4 月的 2.4%。其中，服务业价格的同比增速居高不下，欧元区通胀持续下行趋势仍不明确；其三，2024 年 6 月 6 日，在欧元区复苏承压、通胀压力依然存在的背景下，欧央行将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率等三大关键利率均下调 25BP 至 4.25%、4.5%和 3.75%，这是欧央行近五年来的首次利率下调。在此背景下，欧债利率整体下行。截至 2024 年 7 月底，欧债 3 月期和 10 年期利率分别降至 3.29%和 2.33%，较 4 月底分别下行 45BP 和 31BP。未来，在面临经济复苏和通胀压力的双重挑战下，预计欧央行将采取谨慎降息政策。

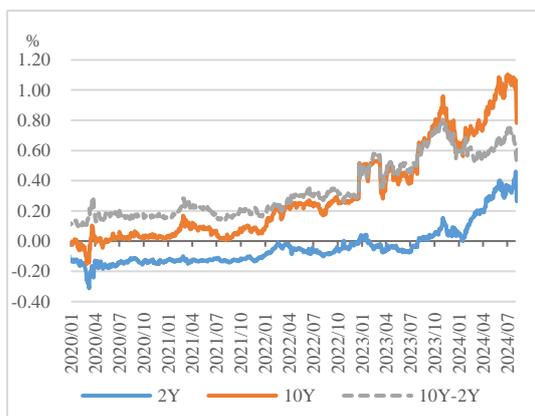


图 5 日本国债利率



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 年第二季度，新兴经济体货币政策分化，国债利率走势也不尽相同。印

度经济和政策保持相对稳定，通胀显著回落，国债利率震荡小幅下行；由于持续的刺激政策，俄罗斯经济仍具韧性，通胀持续反弹，国债利率不断上行；巴西经济继续复苏，通胀结束回落态势，同时巴西央行延续降息政策，但降息节奏和幅度明显放缓，国债利率整体上行；中国经济温和复苏，有效需求不足导致消费和物价持续低迷，叠加金融数据下滑，国债利率持续下行。

2024年第二季度，印度经济保持稳步增长，通胀显著回落，货币政策保持稳定，10年期国债利率小幅震荡，利率中枢较一季度小幅下行。具体来看，2024年第一季度印度GDP同比增速7.76%，继续保持稳健增长。2024年第二季度，印度经济保持较高的景气度。其中，4至6月份印度制造业PMI分别为58.8、57.5、58.5，服务业PMI分别为60.8、60.2、60.4，综合PMI分别为61.5、60.5、60.9，与一季度基本持平。同时，印度通胀显著下行，CPI同比增速分别为4.83%、4.80%和5.08%，回到央行设定的2%~6%的通胀目标区间。在此背景下，2024年第二季度，印度国债利率保持小幅波动。其中，印度10年期国债利率基本保持在7.00%~7.20%区间，利率中枢较一季度小幅下行。

受补贴和刺激政策的影响，2024年第二季度，俄罗斯经济继续保持稳定，通胀持续反弹，国债利率持续上行。具体来看，2024年第一季度，俄罗斯GDP同比增长5.4%，自2023年第二季度以来，俄罗斯经济增速均保持在5%左右，平均增速接近5.3%。2024年第二季度，受服务业拖累影响，俄罗斯经济景气度有所下滑。其中，综合PMI分别为51.9、51.4和49.8，制造业PMI分别为54.3、54.4和54.9，服务业PMI分别为50.5、49.8和47.6，跌至荣枯线以下。同期，俄罗斯通胀压力更加严峻。在16.00%的超高基准利率下，2024年第二季度，俄罗斯CPI同比继续攀升，6月升至8.59%，明显超出4%的通胀目标。因此，俄罗斯央行于2024年7月将基准利率进一步提高至18.00%。在此背景下，俄罗斯国债利率持续上行。根据最新数据，2024年6月14日，俄罗斯10年期国债利率升至15.12%，创2015年以来（剔除乌克兰危机爆发初期）的最高值。

2024年第二季度，巴西经济保持复苏态势，通胀结束回落态势，同时巴西央行延续降息政策，国债利率整体上行。具体来看，2024年第一季度，巴西GDP同比增速为2.5%，环比增长0.8%，经济增速连续两个季度反弹。同时，通胀结束回落态势。2024年4月CPI同比增速降至3.23%，随后又反弹至4月和5月

的 3.34% 和 3.70%。与此同时，央行延续降息政策，但降息节奏和幅度明显放缓。仅在 2024 年 5 月降息 25BP，将基准利率降至 10.50%。相较而言，一季度连续两次分别降息 50BP。在此背景下，2024 年第二季度，巴西国债利率整体上行。其中，1 年期国债利率由季初 9.85% 升至季末 11.14%，上行 129BP；同期 10 年期国债利率由 10.98% 升至 12.33%，上行 135BP。

2024 年第二季度，中国经济温和复苏，有效需求不足导致消费和物价持续低迷，叠加金融数据下滑，在市场期待中，央行于 7 月下调 7 天逆回购操作利率 10BP，国债利率水平延续下行态势。具体来看，2024 年第二季度 GDP 同比增速 4.7%，较一季度有所放缓。PMI 指数显示经济景气度有所下降。其中，制造业 PMI 指数呈下降趋势，4 月和 5 月均为 49.5，在经历短暂扩张后重回收缩区间；服务业 PMI 虽处于扩张区间，但相较于一季度明显下滑。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。物价水平持续低迷，CPI 同比低于 0.5% 的区间波动。同时，M1、M2 以及社会融资规模等金融数据全面下滑，市场期待央行进一步降息。在此背景下，中国国债利率水平整体下行。截至 2024 年 7 月底，中债 10 年期利率降至 2.15%，逼近历史最低点；同期，3 月期国债利率降至 1.40%。10 年期国债利率分解的时间序列数据显示，由于中国货币政策调整相对温和，相对利率预期，期限溢价基本主导了长端利率走势。以 2021 年 3 月以来的此轮利率下行周期为例，期限溢价的贡献度超过 80%。2024 年 7 月，期限溢价降至 0.26% 的历史最低点，表明当前看多长端国债的交易过于拥挤，长端利率继续下行空间被极度压缩。为此，央行多次发声提醒长债利率风险，并尝试通过借券来稳定长债利率。

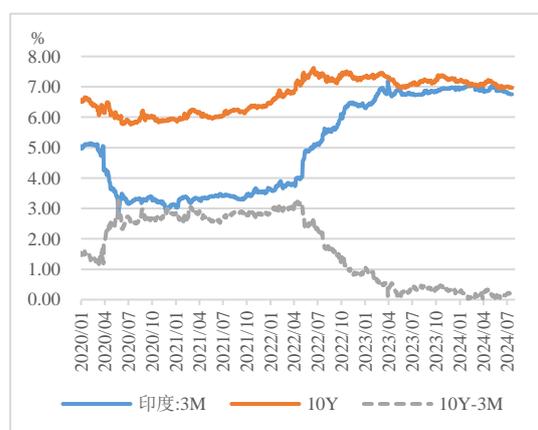


图 7 印度国债利率



图 8 俄罗斯国债利率

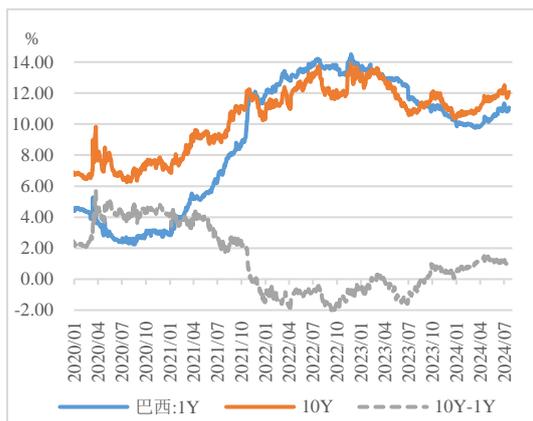


图9 巴西国债利率

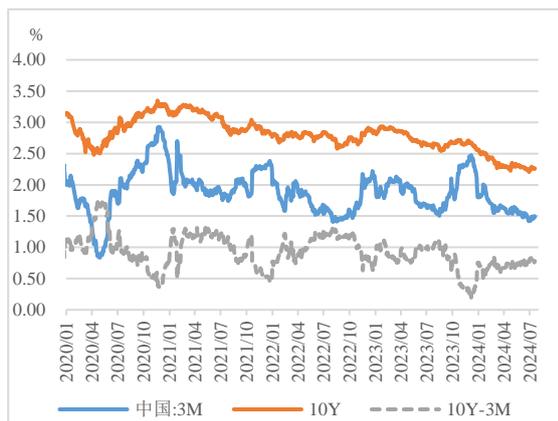


图10 中国国债利率

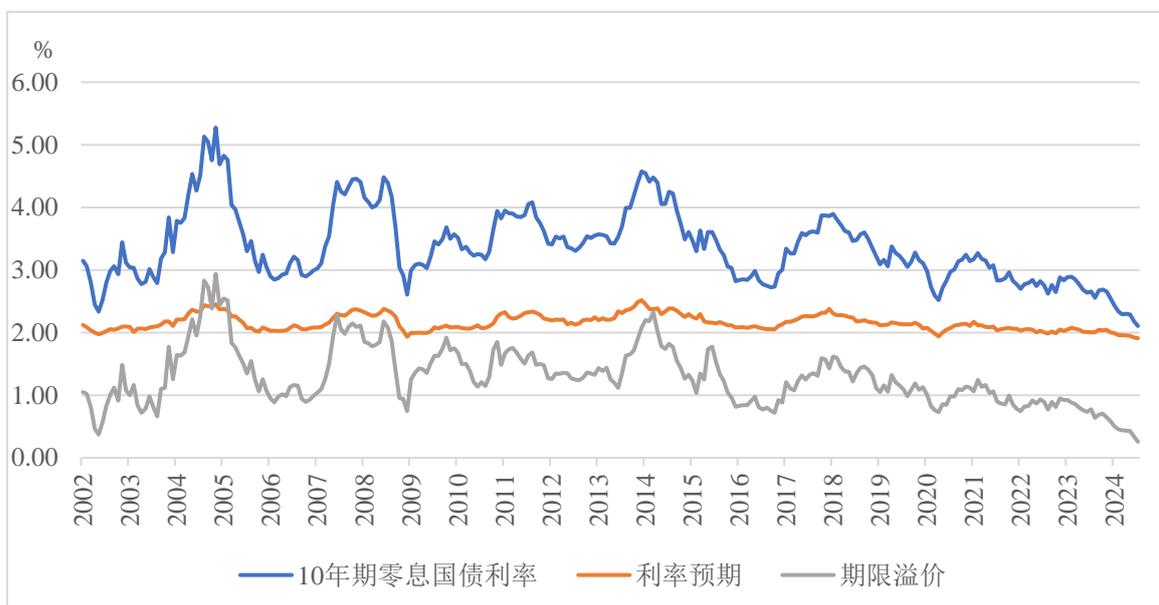


图11 中债利率分解：利率预期与期限溢价

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) 美元指数高位震荡，其他主要货币涨跌互现

2024年第二季度，美元保持强势，美元指数在104~105高位区间波动，较上一季度整体小幅上升。其他主要货币兑美元涨跌互现，多数呈现“均值回归”的特征。其中，前期贬值幅度较大的货币，如俄罗斯卢布、南非兰特部分新兴经济体货币以及澳元、新西兰元以及挪威克朗等发达经济体货币兑美元汇率明显上涨。前期升值的货币，如巴西雷亚尔、墨西哥比索等兑美元汇率大幅回调。此外，

日元、韩元以及土耳其里拉等货币兑美元延续贬值趋势（见图 15）。

未来，在美联储即将启动降息，美债高利率优势逐渐减弱的背景下，美元指数压力会有所增大。然而，未来美国经济基本面表现大概率仍好于日欧，且美联储降息路径充满不确定性，即使美元指数有所下行，预计也将是温和的波动变化。



图 12 美元指数与国债利差

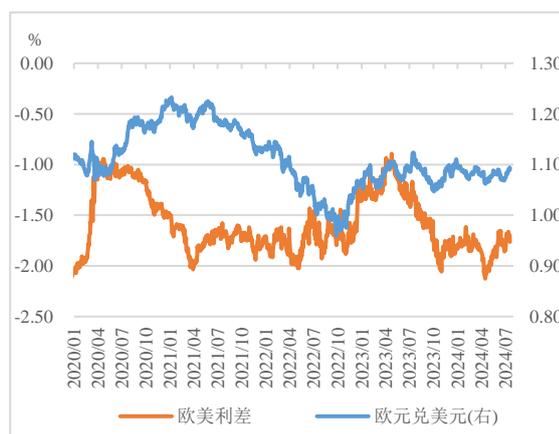


图 13 欧元汇率与欧美国债利差



图 14 日元汇率与美日国债利率

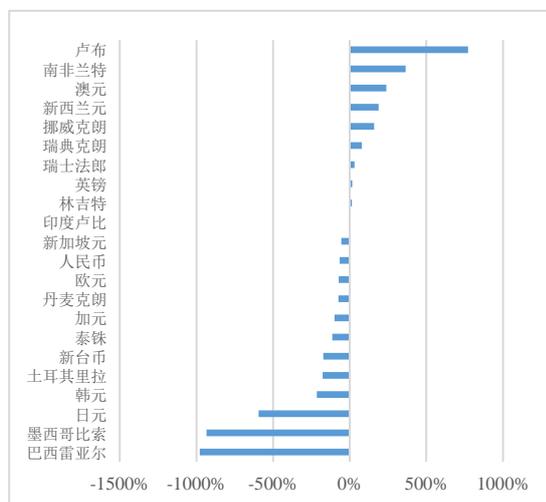


图 15 2024 年第二季度主要货币汇率变化

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

## （二）中美国债利差触及历史极值，人民币小幅贬值

2024 年第二季度，中美负利差继续加深，触及历史极值，人民币兑美元小幅贬值 0.65%，但贬值趋势开始放缓。2024 年二季度，在美联储货币政策不变的情况下，美债短端利率基本保持稳定。由于中国降息预期不断增强且 7 月央行逆回购操作利率降息 10BP，中美 3 月期国债负利差超过 400BP，触及历史极值，同时，中美 10 年期国债负利差在 4 月触及历史极值 243BP 后温和收窄。未来，在美国经济“温和滞涨”的基准判断以及美联储启动降息的背景下，中美利差有望温和收窄，人民币汇率贬值压力或将有所缓解。

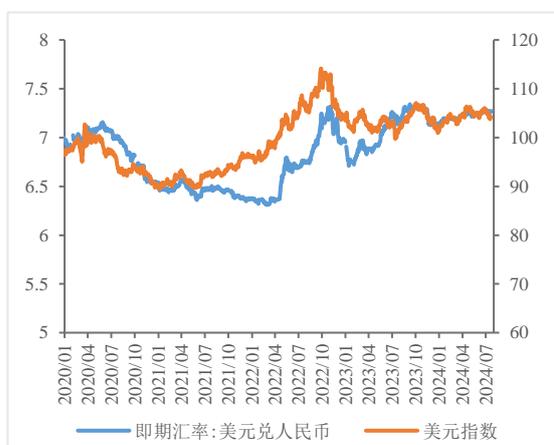


图 16 人民币汇率与美元指数



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）美股上涨幅度下降，日欧股市回调

2024 年第二季度，全球主要股市表现分化。其中，美股继续上涨但涨幅收窄，日欧股市从高位回调。2024 年第二季度，人工智能仍引领全球股市投资热潮，美股纳斯达克综合指数以及标普 500 指数延续上涨趋势，续创历史新高，但涨幅较一季度有所下降。同时，日本加息预期以及欧元区经济复苏乏力，日欧股市从历史高位回调。欧洲证券交易所 100 指数和东京日经 255 指数季度内分别下跌 2.75%和 1.46%。此外，部分新兴经济体股市表现抢眼。其中，印度孟买 Sensex30 指数上涨 7.31%；香港恒生指数触底反弹，上涨 7.12%。

表 1 2024 年上半年全球主要股票指数涨跌情况 (%)

	二季度	一季度	上半年
纳斯达克综合指数	8.26	9.11	18.13
孟买 Sensex30 指数	7.31	1.95	9.40
恒生指数	7.12	-2.97	3.94
MSCI 新兴市场指数	4.41	1.63	6.11
标准普尔 500 指数	3.92	10.16	14.48
俄罗斯 RTS 指数	2.71	4.13	6.96
伦敦富时 100 指数	2.66	2.84	5.57
MSCI 发达市场	2.58	9.65	12.48
MSCI 全球指数	2.41	7.73	10.32
法兰克福 DAX 指数	-1.39	10.39	8.86
上证综合指数	-1.44	1.20	-0.25
东京日经 225 指数	-1.46	20.03	18.28
沪深 300 指数	-1.68	2.62	0.89
道琼斯工业平均指数	-1.73	5.62	3.79
欧洲证券交易所 100 指数	-2.75	9.37	6.36
欧元区 STOXX50 价格指数	-3.73	12.42	8.24
深证成份指数	-5.29	-1.91	-7.10
中小板综指	-5.66	-6.73	-12.01
创业板指数	-6.83	-4.47	-10.99
巴黎 CAC40 指数	-8.85	8.78	-0.85

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

## （二）美股续创新高但下跌行业增多，美股面临回调风险

2024 年二季度，美股内部表现分化。其中，纳斯达克综合指数、标准普尔 500 指数分别上涨 8.26%和 3.92%，道琼斯工业平均指数则下跌 1.73%。从行业看，相较于第一季度的仅房地产行业下跌，第二季度下跌行业增加至 6 个，超过上涨行业个数。其中，信息技术、通讯服务和公共事业等三个行业涨幅超 3%；同时，材料、工业和能源三个行业跌幅靠前，下跌幅度均超 3%。

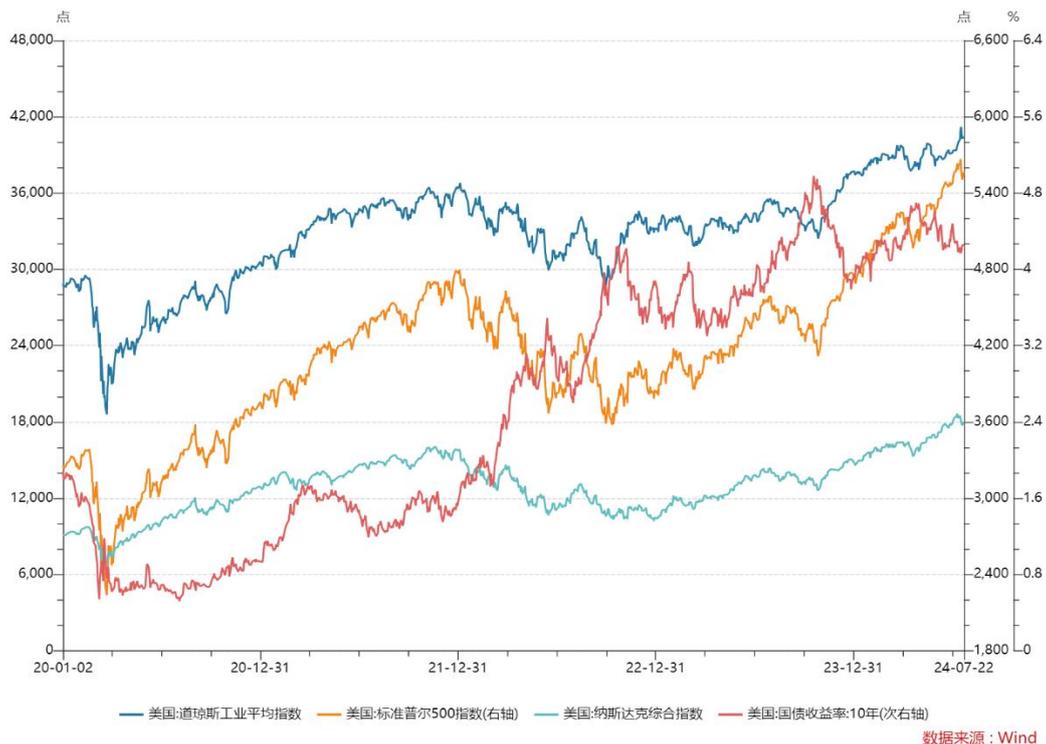


图 18 美国股票指数走势

数据来源：wind。

表 2 2024 年以来标普 500 指数各行业表现 (%)

	二季度	一季度	上半年
信息技术	13.61	12.48	27.79
通讯服务	9.11	15.57	26.09
公用事业	3.85	3.59	7.58
日常消费	0.69	6.81	7.55
可选消费	0.45	4.75	5.22
医疗保健	-1.37	8.40	6.91
金融	-2.43	11.97	9.25
房地产	-2.82	-1.36	-4.14
能源	-3.19	12.69	9.09
工业	-3.26	10.57	6.97
材料	-4.90	8.44	3.13

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 8.37%，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 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 指数市场价格相对偏高。**依据上述参数基准情形，通过 Damodaran 模型估算，2024 年 6 月 28 日，标普 500 指数的内在价值等于 5124.69，当日市场价格点 5460.48，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 4.76%，低于过去 10 年的平均值 5.00%。未来，在美国经济“温和滞涨”的基准情形下，美股面临回调风险。

## 四、大宗商品

### （一）黄金价格易涨难跌，料高位震荡

2024年二季度，黄金价格总体震荡上行。具体来看大致可分为三个阶段：4月至5月中，承接一季度3月以来的涨势，黄金价格震荡上行，这主要受益于地缘政治风险的增加，提升了黄金作为避险资产的吸引力，金价首度上涨至2400美元/盎司上方。5月中旬至6月底，金价震荡回调。6月初，中国央行公布5月停止黄金增持、美国5月非农就业数据超预期、美联储议息会议也偏鹰派，几方因素叠加，导致金价回落。7月至8月，金价再度震荡上行，这一阶段美国大选事件频出，哈马斯领导人被暗杀，地缘政治风险进一步增加，叠加降息预期有所强化，支撑金价上攻。

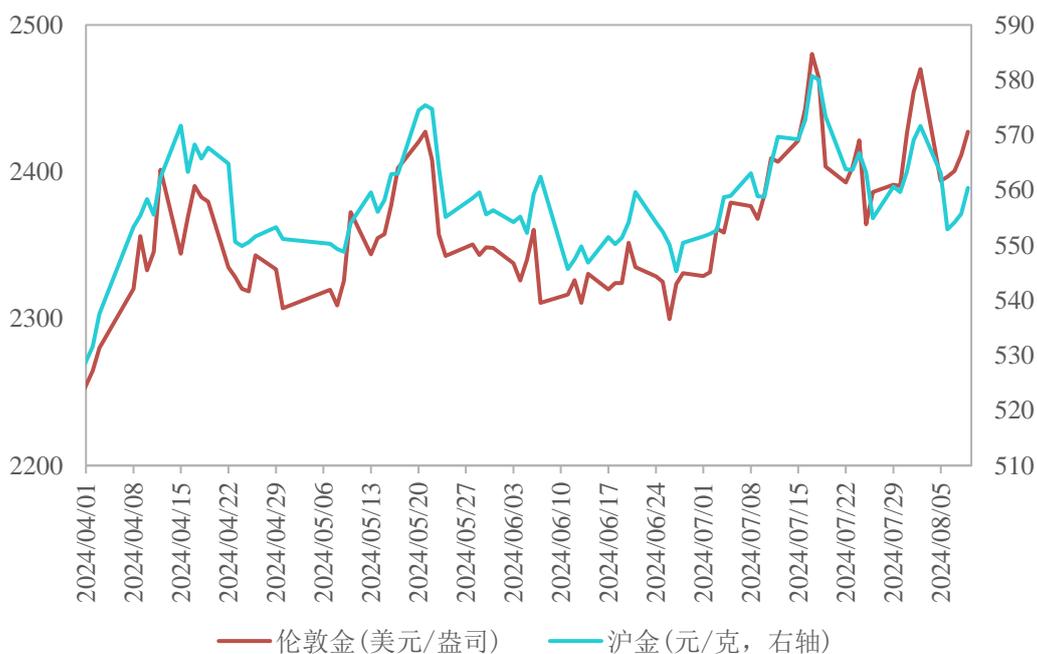


图 19 2024 年二季度黄金价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

未来一段时间，**宏观层面**，美国就业市场转冷，供给见顶，经济更多由需求主导。前一段时间降息预期已经充分发酵，市场也抢先进行了降息相关交易，目前黄金价格已经较为充分地反映了降息定价，后续基于降息预期的上涨空间有限。**需求方面**，虽然我国央行在 5 月份结束了连续 18 个月的净买入，但土耳其、印

度、新加坡等国家央行仍在持续买入，自 2022 年乌克兰危机发生以来，多国央行黄金一直呈现净购入格局，对需求的支撑仍然较为坚实。在地缘政治和避险需求方面，金价亦存在长期支撑。考虑到美国大选将进入关键期，如果民主党选情好转，则当下的地缘政治态势可能持续，将有利于金价上行。总体而言，未来一段时间金价易涨难跌。

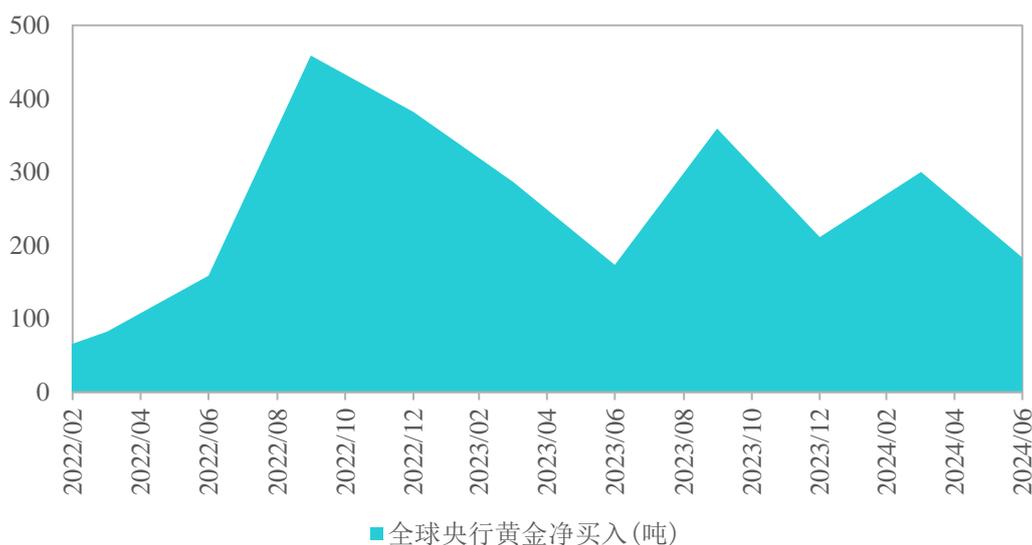


图 20 乌克兰危机以来全球央行持续净买入黄金

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

## （二）油价料先扬后抑

2024 年二季度，原油价格总体呈现下跌-回涨-再下跌的过程。

4 月至 5 月，原油总体下跌。供给层面，OPEC+减产履行率未达标，伊以冲突未进一步扩大，而需求侧宏观数据走弱，美联储降息预期落空，供需合力导致原油价格下挫。6 月至 7 月上旬，夏季出行需求回温，供给方面，OPEC+会议将每日 386 万桶的减产协议延长一年至 2025 年底并将最近一次减产措施（八个成员国每日减产 220 万桶）延长至 2024 年 9 月底，供给端短期内给予油价一定支撑，原油价格触底反弹。7 月中旬至 7 月底，中美经济数据较为疲软，引发需求走弱预期，油价再次下跌。



图 21 2024 年二季度石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

未来，原油价格可能先扬后抑。三季度是成品油消费旺季，8月初 OPEC+ 联合部长级会议维持石油产量政策不变，申明后续可能暂停或逆转资源减产的退出政策，同时考虑到在哈尼亚遭到暗杀后，中东地缘政治风险不断上升，三季度原油价格存在支撑。而四季度尚未被减产政策覆盖，目前伊拉克、俄罗斯、哈萨克斯坦均超过 OPEC+ 限额生产，加拿大、巴西、美国等非 OPEC+ 国家也存在增产可能；与此同时，美国、中国、印度等需求仍存在疲弱预期。综合来看，预计下半年原油价格总体先扬后抑。

### (三) 铜价料震荡回落但有底支撑

2024 年二季度，铜价先涨后跌。分阶段来看，从季度初到 5 月中旬，铜价显著上涨，并创历史新高。主要因素是需求增长预期引领，如中国通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，北京、深圳、杭州等地新政出台等；与此同时，海外铜矿资源供应偏紧，伊以冲突爆发，对俄罗斯的制裁增加贸易成本等，合力带动铜价向上突破。5 月下旬到 7 月底，铜价自高位回落。这期间美国经济数据走弱，而美联储货币政策也维持鹰派；中国三中全会的刺激政策未及市场预期，特别是中美制造业都重回收缩区间；而供给方面，刚果金铜矿提前投产，缓解了铜矿供应偏紧的格局。供需反转导致铜价下跌。

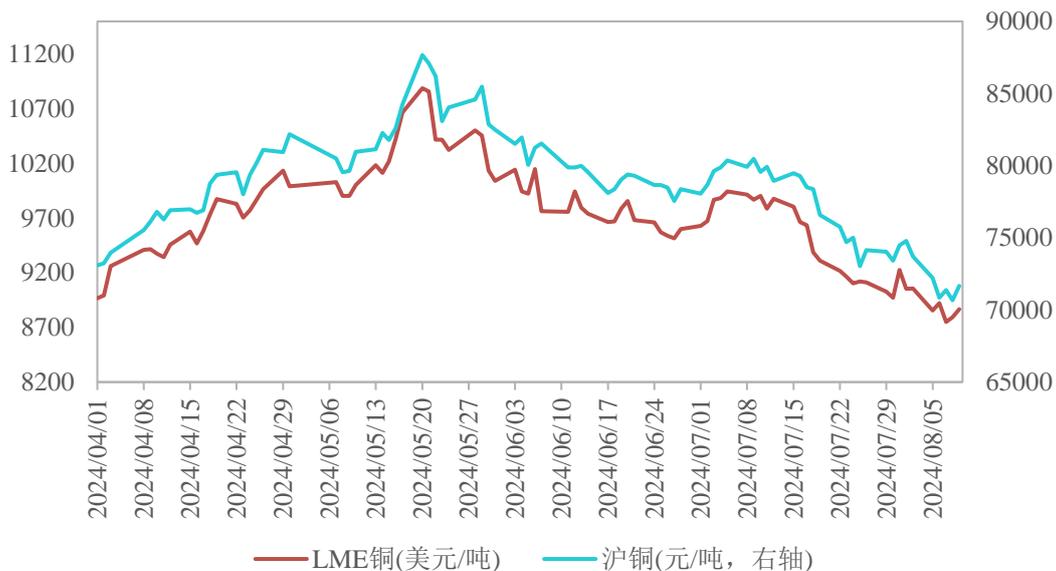


图 22 2024 年二季度铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

未来，虽然海外矿产开始提产，但一段时间内铜矿紧平衡格局仍将继续，铜价逻辑将更多转向国内需求，关注政策力度和相关产业发展。近期高位铜价对电网投资影响较大，随着铜价逐步回落，电网投资有望开始复苏，但预计总体仍将处于低增速区间。除房地产外，国内其他行业用铜仍具韧性，预计新能源汽车将继续维持高增速，在家电换新政策下家电用铜将继续保持韧性，光伏、风电等可再生能源，数据中心和算力中心建设也存在一定需求。总体来看，中国当前的经济环境下，需求增速放缓但总量可观，铜价可能会震荡回落，但有底支撑。

#### （四）铁矿石价格有望先抑后扬

2024 年二季度，铁矿石价格总体先升后降。第一阶段是 4 月到 5 月中旬，铁矿石价格承接一季度触底反弹，主要影响因素来自中国国内需求政策。这一时段国内宏观利好较多，政策面房地产政策、专项债发行等带动预期走强，情绪上则与铜等有色金属上涨形成共振，导致铁矿石价格上涨。5 月下旬到 7 月底，铁矿石价格震荡下行，主要诱因是上述利好不及预期或证伪，比如房地产政策效果平淡，三中全会政策主要着眼于长期、短期刺激不及预期等，铁矿石价格至 8 月初基本回吐二季度以来的涨幅。

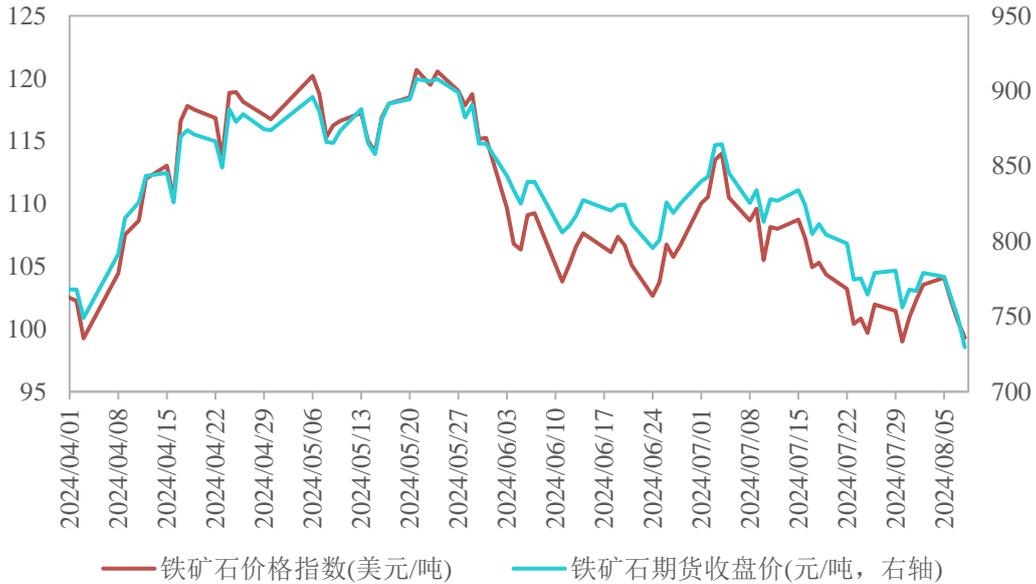


图 23 2024 年二季度铁矿石价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望下半年，铁矿石价格有望先抑后扬。**供给端**，三季度铁矿石产量继续增加，海外发运平稳回升，特别是我国进口累计总量达到历史高点供应较有保障。**需求端**，钢厂面临亏损降低铁水产量、增加高炉检修，而政策面控产能、扩电炉产量、节能降碳等方案不利于铁矿需求扩张，短期内预计价格仍可能下行。**四季度**美联储降息预期实现后，在货币宽松环境下，叠加冬储可能会支撑铁矿石价格。因此，我们判断铁矿石价格先抑后扬。

### （五）大豆价格总体仍将处于低位

2024 年二季度，大豆价格先震荡后下行。从 3 月开始一直到 5 月，大豆价格呈窄幅震荡格局，主要来自于巴西大豆和美豆供应的“平衡”。这一阶段，巴西大豆收割进度持续，先前对巴西大豆供应不足的预期被证伪；而美国大豆则较为疲软，干旱面积较高，两相抵消，大豆价格围绕 1200 美分/蒲式耳窄幅震荡。5 月末巴西南里奥格兰德遭遇大规模洪水，一度使大豆价格抬头，但 6 月起，暴雨和洪水带来的减产被巴西其他主产州以及阿根廷的增产所抵消，另一方面，美豆产区天气持续适宜大豆生长，优良率保持高位，丰产预期较为确定，导致大豆价格持续下行，连创新低。



图 24 2024 年二季度大豆价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2024 年三季度，交易逻辑将由北美切换回南美。一般而言，8 月前大豆逻辑主要由北美（美豆）主导。截至完稿，时间已经来到 8 月，面积数据和天气不确定性已经大幅下降，未来一小段时间大豆价格料仍将在低位运行。8 月到 12 月底，定价逻辑将切换到南美，即以巴西为主。巴西已经经历了 17 年的大豆种植面积增长，产量和出口都在高位，难以给大豆价格带来有力支撑。因此 8 月以后市场可能首先会交易供应宽松预期，继续维持大豆价格低位，然后根据天气因素寻求多头因素。因此，我们认为大豆价格总体仍将维持低位，天气不确定性可能带来局部上涨机会。

### （六）玉米或将进一步走弱

2024 年二季度，玉米价格一波三折。二季度初至 4 月底，玉米价格震荡回落。供给端，国内东北售粮进入尾声，但地趴粮售粮积极性高；华北售粮积极性接续，供应充足。而需求方面，下游生猪去化持续，且养殖端替代品较多（如小麦），因此需求偏弱，价格震荡下行。5 月至 6 月底，玉米价格在震荡中稍有上行。这主要来自于前期小麦丰产预期较为浓厚，玉米价格包含了较多的替代效应。而这一阶段小麦产量预期有所下行，导致玉米价格回涨。7 月份至今，玉米价格

持续下跌。主要扰动来自外盘，美玉米产区天气较适宜，优良率上升，丰产预期增强，导致玉米期货被大规模做空，国内情绪也受到带动，持粮主体售粮意愿增强，而需求一直未见起色，导致玉米价格屡创新低，突破了 2023 年以来的低点。



图 25 2024 年二季度玉米价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望未来，三季度整体供需矛盾并不突出，料价格将维持震荡偏强。进入四季度后，交易逻辑将转向新作玉米。随着种植成本下行，产量预期相对平稳；其他谷物价格也难有较大上涨空间，这导致玉米的替代品较为充沛。比如小麦确认丰产，价格已经跌入对玉米的替代区间。因此，四季度玉米价格或将进一步走弱。

## 五、加密资产与数字货币

### （一）比特币再度成为大国关注焦点

近期，美国、俄罗斯两个大国分别对比特币出台了政策或草案。7月31日，美国参议员 Cynthia Lummis 提出了《比特币战略储备法案》(BITCOIN Act of 2024)，意图在美国建立比特币储备。具体而言，该法案设立了一个持续 5 年的“比特币购买计划”，即利用现有的联邦储备和财政资金，每年购买不超过 20 万个比特币，总计购买 100 万个比特币，最终将持有比特币总量的约 5%。配套措施方面，法案要求美国财政部建立并管理一个去中心化的比特币安全存储设施网络，并规定比特币的持有期至少为 20 年。较早些时候，美国共和党总统候选人

特朗普在“比特币 2024 大会”上宣称“如果被选为总统，美国政府将 100%保留目前所持有的比特币”，也与这一法案的思路相呼应。

8 月 8 日，俄罗斯总统普京签署法案，将加密资产挖矿合法化。稍早些的 7 月 30 日，俄罗斯国家杜马允许自 9 月 1 日起在跨境交易和交易所交易中使用加密资产（包括以太坊、稳定币等）。根据 2023 年的统计，俄罗斯是全球第二大加密货币挖矿国家，其比特币算力占全球算力的 13%，仅次于美国。由于俄罗斯能源资源丰富、气候寒冷，自然条件有助于降低挖矿成本和提高效率。这两项法案的出台，有利于帮助俄罗斯赚取外汇，同时规避美西方的金融制裁。

虽然看起来美国和俄罗斯的政策都转向比特币，但比特币真正成为储备资产的概率并不高。俄罗斯方面，放开比特币挖矿和交易主要是受到金融制裁使然；美国的法案草案数量繁多，《比特币战略储备法案》只是其中之一，要想成为法律还需要经过众议院、参议院和总统等多个门槛，况且在大选背景下，这样的法案更像是造势和拉拢选票。我们仍然坚持比特币风险资产的属性，而且随着美国金融机构介入比特币市场，比特币的集中度进一步提升，该网络存在潜在安全隐患，使用比特币作为储备资产同样难以避免被美西方“收缴”的可能。

## （二）美国数字资产新政频出

2024 年 4 月，美国与法国、英国、日本、韩国、墨西哥、瑞士共 7 家央行合作推出 Agor á 项目，旨在探索 BIS 统一账本（Unified Ledger）构想，主要涉及可编程的批发 CBDC、代币化存款和跨境支付创新，并于 5 月份宣布开放私人部门参与，寻求与全球金融机构的合作。

2024 年 5 月，美国众议院接连通过了两项关于数字货币和数字资产的法案。第一是《CBDC 反监控国家法案》，旨在阻止美联储发行央行数字货币（CBDC）。法案对 CBDC 可能被用来控制美国人表示担忧，但这更像是共和党防止民主党在大选期间推出 CBDC 拉取选票的一种防御性手段。第二是《21 世纪金融创新和技术法案》（Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act，以下简称“FIT21 法案”）。该法案定义了一系列与数字监管相关的术语，特别是厘清了受限数字资产（restricted digital asset）、数字商品（Digital commodity）和许可支付稳定币（Permitted payment stablecoin）三类数字资产的定义，以明确监管权限。其中，美国证监会（SEC）将监管受限数字资产，美国商品期货交易委员会

(CFTC) 则监管数字商品，同时法案对许可支付稳定币予以豁免。这两项法案一反一正，表现出共和党对 CBDC 和加密资产的不同态度。考虑到特朗普在选举期间持续向加密领域抛出橄榄枝，后续如果共和党上台，可能会迎来加密资产的发展热潮。

### (三) 国内机构出海参与加密资产创新

近期，内地机构出海参与加密资产创新力度加大。7 月 18 日，香港金管局公布首批“稳定币发行人沙盒”参与者名单，包括 3 家发行人：京东币链科技（香港）、圆币创新科技，以及联合申请的渣打银行（香港）、安拟集团（Animoca Brands Limited）、香港电讯（HKT）。其中，京东集团旗下的京东币链科技（香港）已与香港持牌虚拟银行天星银行（Airstar Bank）达成合作，双方共同尝试发行基于港币的稳定币以创新跨境支付解决方案。目前，天星银行的第一、第二大股东分别为小米集团和富途证券。

8 月 13 日，蚂蚁集团的国际部门“蚂蚁国际”与新加坡星展银行（DBS Bank）合作启动了“DBS 司库代币”（DBS Treasury Tokens）的试点项目，旨在改善财资和流动性管理。动因是利用区块链技术提高企业内部交易的结算效率，将原本可能需要几天的结算时间缩短至几秒钟，从而优化集团内部的流动性和营运资金。合作内容涉及星展银行的许可区块链与蚂蚁国际的 Whale 平台的整合，以实现多币种财资和流动性管理的即时性。

面对内地较为严格的监管政策，出海寻求合作创新，是内地金融机构和科技企业寻找新增长点的重要途径。目前，香港初步形成加密资产监管框架，已成为国际合作的良好试验场。内地机构通过参与海外区块链项目和加密资产市场，可以探索区块链在不同领域的应用潜力，促进交流和创新，增强风险管理能力，提升国际竞争力和影响力。

**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。