



**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。

## 摘要

2022年，全球经济从疫情中复苏，持续高通胀和发达经济体相继实施紧缩政策是影响全球金融市场的主线，发达经济体国债利率均有明显上行。同时，强紧缩政策对经济增长造成巨大压力，全球经济衰退预期不断被强化，发达经济体国债利率也有不同程度的回调。具体来看，2022年欧美国债收益率曲线整体呈现熊平态势，美国国债曲线深度倒挂；第四季度，随着通胀降温 and 衰退预期强化，美国长债利率回调，国债收益率曲线呈现牛平态势；由于日本坚持量化宽松和收益率曲线控制政策，仅在2022年12月扩大10年期国债利率区间，在通胀持续升温 and 日元贬值的背景下，日本长债利率承压，屡次逼近并突破“上限”，国债收益率曲线呈现熊陡态势。展望未来，劳动力市场是观察通胀走势和美联储政策调整的关键。劳动供给短期内难以改善，加息导致需求进一步下降，劳动力市场供求关系达到新的平衡。美国国债收益率曲线深度倒挂，为近四十年以来之最，美国经济衰退风险进一步提升。

2022年，在美欧持续紧缩政策的背景下，新兴经济体面临通胀高企、资本外流、债务危机和货币贬值的压力进一步凸显，国债收益率波动加剧。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，印度和巴西采取跟随美欧加息政策，国债收益率曲线整体呈现熊平态势；8月后，巴西在通胀回落的背景下暂停加息，国债收益率曲线有所回调；俄罗斯在卢布坚挺背景下将乌克兰危机前期超高利率逐渐恢复至正常水平，国债收益率曲线经历熊平转牛陡两个阶段；土耳其采取“降息抗通胀”的策略，国债收益率曲线整体呈现牛陡态势；中国为应对经济下行采取偏松的货币政策，国

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

债利率在历史低位保持小幅震荡。

2022年，中美国债收益率利差延续收敛态势，由历史较高正区间快速回落至深度负区间。3月期利差大幅收窄431BP，降至-267BP；10年期利差大幅收窄230BP，降至-104BP。未来，由于美联储延续紧缩政策、中国保持稳健货币政策，中美3月期国债利差或将进一步下探，但速度和幅度会明显放缓；考虑美国经济衰退预期、中国经济较强劲复苏，中美10年期国债利差或将开始震荡上行态势。

2022年，加密资产市场变动巨大，价格大幅下跌，自2021年11月初创下历史高点以后，2022年加密资产价格总体呈现跌势，比特币和以太坊跌幅均超七成。导致加密资产下跌的宏观风险主要受到美联储紧缩政策的影响，微观事件冲击则包括乌克兰危机、Terra稳定币项目失败和FTX交易所破产等。

2022年11月，一度位居全球第二的加密货币交易所FTX申请破产保护，使得挪用客户资产和依赖牛市过度投机的“老桥段”在加密资产领域再度重演。这一事件令加密资产领域存在的法律空白、监管合规缺失、公司治理不力、信息不透明、误导与欺诈、风险传染等问题被国际社会高度关注。美国、欧洲等监管当局以及IMF、BIS等国际组织纷纷呼吁尽快对加密资产建立有效监管，当局普遍认同“同样的风险、同样的活动、同样的对待”原则，以确保金融监管的一致性。

2023年加密资产市场风险仍在，“大浪淘沙”或将持续。首先，大量“空气币”和劣质项目可能消亡。其次，随着加密资产可能面临更严格的监管，国家的干预、政治的考量、商业的利益将进一步深刻影响数字世界的发展，加密世界将越来越接近权力和资本，远离自由与去中心。第三，应高度关注稳定币风险。第四，应正视“大浪淘沙”，基于区块链和分布式的新型金融基础设施大有可为。

未来，数字美元可能表现出与数字人民币创新研发不同的特点。一是数字美元研究在前、立法在先、谋定而动。二是金融机构、科技公司等私营部门仍将是美国金融创新的主要推动者，其盘根错节的利益关系将极大影响数字美元的命运，如果监管之下的稳定币就能提供数字美元所预期的好处，这种私人化的、更符合所谓美国价值观的路径可能会受到更广泛的青睐。

# 目 录

一、全球国债收益率情况 .....	1
(一) 发达经济体国债收益率曲线情况 .....	1
(二) 新兴经济体国债收益率曲线情况 .....	6
(三) 中美国债利差情况 .....	10
(四) 中国国债期限利差情况 .....	11
二、信用利差情况 .....	12
(一) 发达经济体信用利差曲线情况 .....	12
(二) 新兴经济体信用利差曲线情况 .....	13
三、2022 年加密资产市场回顾 .....	14
四、FTX 交易所破产加速全球加密资产监管建立 .....	16
五、2023 年数字货币展望 .....	19
(一) 加密资产市场风险仍在，“大浪淘沙”难避免 .....	19
(二) 高度关注数字美元研发进程 .....	20

## 一、全球国债收益率情况

### (一) 发达经济体国债收益率曲线情况

2022 年，全球经济从疫情中复苏，持续高通胀和强紧缩政策是影响全球金融市场的主线，发达经济体国债利率均有明显上行。同时，强紧缩政策对经济增长造成巨大压力，全球经济衰退预期不断被强化，发达经济体国债利率在不同阶段有不同程度的回调。具体来看，2022 年欧美国债收益率曲线整体呈现熊平态势，美国国债曲线深度倒挂；第四季度，随着通胀降温 and 衰退预期强化，美国长债利率回调，国债收益率曲线呈现牛平态势；由于日本坚持量化宽松和收益率曲线控制政策，仅在 2022 年 12 月上调 10 年期国债利率区间目标，在通胀持续升温 and 日元贬值的背景下，日本长债利率承压，屡次逼近并突破“上限”，国债收益率曲线呈现熊陡态势。

#### 1. 美国加息节奏放缓，曲线倒挂加深，经济衰退概率进一步提升

2022 年，持续的高通胀和强力的货币紧缩政策是美国乃至全球经济金融运行最为显著的特征。在此背景下，美国国债收益率曲线水平大幅上行，斜率深度倒挂；第四季度，随着通胀降温 and 衰退预期强化，美国长债利率有所回调。具体而言，美国国债收益率曲线经历了前三个季度熊平和第四季度牛平两个阶段。

2022 年上半年，美国物价延续 2021 年年中开始的上升趋势，CPI 同比增速由年初的 7.5% 持续上升到 6 月份的 9.1%，创近四十年以来新高。从剔除商品和能源的核心 CPI 来看，其上升趋势一直持续到 9 月的 6.6%，也创近四十年以来新高。之后通胀开始回落，但回落的幅度并不明显。12 月的 CPI 同比为 6.5%，剔除能源和食品影响的核心 CPI 同比为 5.7%，同期美联储关注的 PCE 和核心 PCE 同比增速也高达 5.02% 和 4.42%，远高于美联储 2% 的政策目标。根本上来说，供需失衡叠加乌克兰危机是造成持续高通胀的主因。一是疫情期间大规模的财政金融刺激措施助推了经济复苏阶段的需求。以美联储为例，资产负债表由疫情之初的 4.2 万亿美元大幅飙升至 8.9 万亿美元，扩张超过一倍；二是疫情反复以及美国对中国的持续打压引发的供应链和产业链的断裂导致的供应瓶颈；三是乌克兰危机推高能源和粮食价格是短期内通胀飙升的主要原因。为遏制通

胀，美联储不得不在 2022 年连续加息七次，力度为近四十年之最。在通胀持续超预期以及强力加息政策下，美国国债利率大幅上行；在第四季度，由于强紧缩政策对经济增长带来巨大压力，市场对经济衰退预期不断强化，美联储 12 月议息会议在前期连续四次加息 75BP 的基础上，加息 50BP，并暗示未来可能会进一步放缓加息幅度，美国长债利率从高位回落，国债收益率曲线呈现牛平态势。

**2022 年，在美联储强力加息背景下，美国国债收益曲线倒挂不断加深，经济衰退概率进一步提升。**首先，美联储关注的 10 年期与 2 年期国债利差自 2022 年 7 月 6 日以来持续倒挂，倒挂最深达 84BP，为近四十年之最；其次，从经验上看，十年期与三月期国债利差在预测经济衰退方面更加精准。该利差自 2022 年 10 月 25 日以来持续倒挂，且倒挂迅速超过 90BP，接近四十年以来最低；更值得关注的是，随着美联储未来持续加息，倒挂加深的趋势也将延续。历史数据表明：美国十年期与三月期国债利差持续倒挂，预示未来 3 至 6 个季度美国经济将步入衰退。自 1982 年以来，在美国经济研究局（NBER）经济周期测定委员会测定的 5 次衰退之前，十年期与三月期国债利差均倒挂；同时，当十年期与三月期国债利差呈现倒挂时，除 1998 年（财政盈余引发市场对国债回购预期）外，在未来 3 至 6 个季度美国经济均步入衰退。当前，美国十年期与三月期国债利差持续深度倒挂，预示美国经济将大概率步入衰退。

2022 年，美联储强力加息，一方面是通胀持续超预期，对前期“通胀只是短期问题”的观点的纠偏。早在 2021 年初美国通胀就出现抬升的趋势，2021 年 12 月，PCE 同比增速接近 6%，但由于对总需求的持续担忧和低通胀环境形成的思维惯性，通胀短期化的预期一直持续到 2022 年第一季度。另一方面是就业市场持续紧张。2022 年，美国失业率一路走低，12 月降至 3.5% 的历史低点。同时，职位空缺率也一直保持在 6% 以上，显示就业市场需求旺盛。因此，抗通胀成为美联储更主要的政策目标。**当前来看，劳动力市场是观察通胀走势和美联储政策调整的关键。**第一，服务已经替代商品成为了当前更为主要的通胀来源。由于能源价格的逐步回落，美国商品的通胀同比增速已由 6 月的 13.4% 下降到 12 月的 4.8%，同期核心商品通胀也从 7.1% 下降到 2.1%；而同期的服务同比增速却从 6.2% 上升到 7.5%，同期核心服务同比增速则从 5.5% 上升到 7.0%。

第二，从 CPI 指数分项来看，占比权重超过 40%的住宅项对通胀的贡献最为显著，仅此一项指标对 12 月份 CPI 同比增长的贡献率就达到 52.7%，住房消费已成为当前影响美国物价的最重要因素。强劲的劳动力市场有力地支撑了当前不断上涨的住房消费。

总体来看，**美国就业市场紧张可能主要是供给的问题**，并且在不短的时间内，似乎劳动力供给问题难以改善，最终不得已只能以需求减弱来达到新均衡。第一，2022 年以来劳动参与率一直处于 62.1%至 62.4%之间，没有继续改善的趋势，相较疫情前，美国劳动力市场丧失的 400 多万劳动力似乎难以恢复；第二，从行业来看，低薪雇员的休闲酒店、医疗保健等职位空缺情况最为严重，且这些行业也是新增就业人数最多的行业；第三，对于低薪雇员的高度依赖，使得美国劳动生产率出现负增长。低薪雇员的大量进入使时薪增速不断下降，而紧张的劳动力市场又使单位劳动成本不断上升，两种因素叠加，使得美国劳动生产率出现近四十年来的最大跌幅。未来，劳动力市场衍化路径可能是劳动力供给短期内难以改善，加息导致需求进一步下降，劳动力市场供求关系达到新的平衡。在此情况下，美国经济衰退概率或将进一步提升。

## **2. 日本扩大收益率曲线控制区间，国债利率上行**

2022 年，日本整体保持质化与量化宽松政策（QQE）和收益率曲线控制（YCC）政策，在国内通胀升温以及国际美欧强力加息的双重影响下，日本国债利率屡次逼近并突破上限，**国债收益率曲线全年基本保持熊陡态势**。

在经历长期的通缩后，日本物价呈现抬升趋势。2022 年，由于能源价格飙升和劳动力市场紧张，日本 CPI 同比由 0.5%稳步上升至 4.0%，创三十年以来的新高。总体来看，日本物价反映的更多是输入型通胀，而不是需求驱动型通胀。日本前三季度 GDP 同比增长分别为 0.4%、1.6%和 1.5%，远低于美欧。日本央行一再强调“日本经济前景仍然存在极高的不确定性，包括国内外疫情发展及其影响、俄乌局势发展，大宗商品价格波动，以及海外经济活动和物价的发展”。这也是欧美央行纷纷加息之际，日本央行保持宽松政策的原因。在此背景下，汇率和利率承压。首先，今年以来，日元兑美元汇率跌幅曾高达 20%之上，一度跌至 24 年来的低点，逼近 1 美元兑换 150 日元的重要关口。其次，在日元贬值情况下，日本贸易逆差仍然创出新高，日本财务省发布的数据显示，

自 2021 年 8 月以来，日本已连续 17 个月贸易逆差。最后，在 YCC 政策下，10 年期日本国债曾连续几天“零交易”，成为市场流动性恶化的新信号。尽管日本央行实施固定利率无限量购债操作，但国债收益率仍屡次突破央行控制目标。

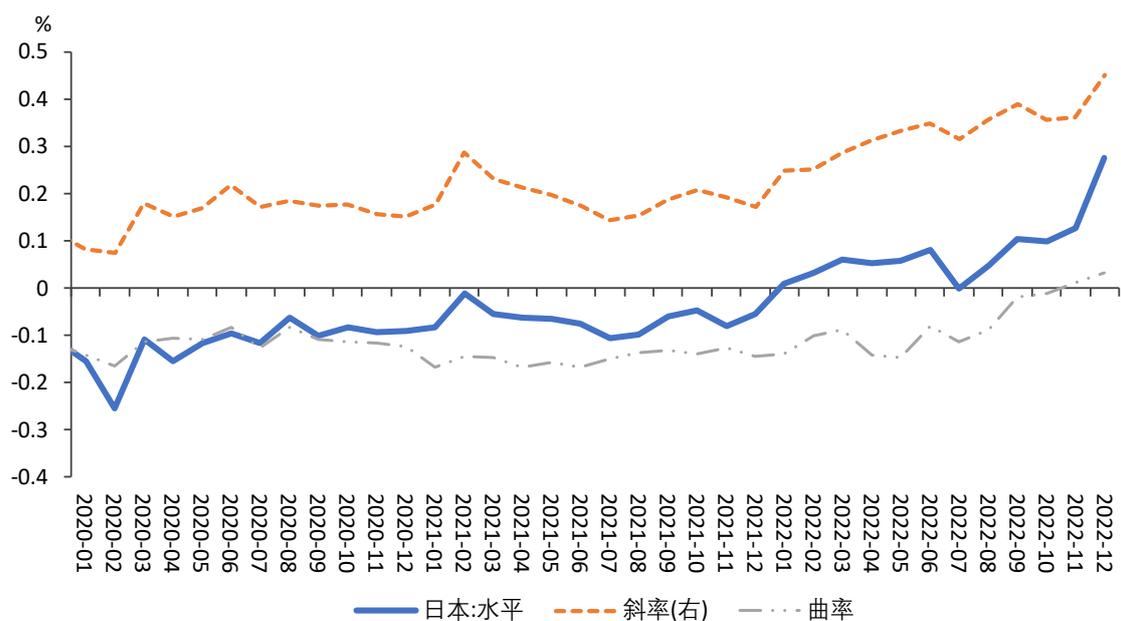
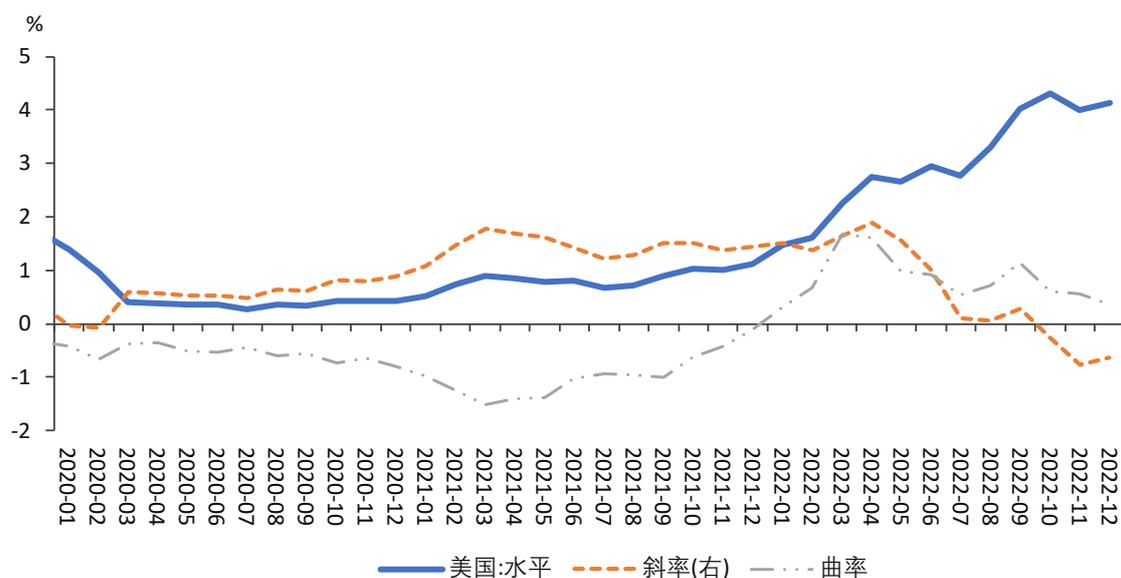
2022 年 12 月 20 日，日本央行宣布扩大收益率曲线控制（YCC）政策区间，将日本 10 年期国债利率区间从 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.50\%$ ，同时宣布 2023 年 1~3 月购买长期政府债券的规模从此前的 7.3 万亿日元增加至约 9 万亿日元。受此消息影响，日本国债收益率全线飙升，10 年期日本国债收益率跃升 21 个基点至 0.46%，为 2015 年以来最高。目前，日本央行持有日本国债的占比已超过 50%，日本央行调整 YCC 政策区间，一方面，可以缓解收益率曲线扭曲和市场流动性压力，从而保障央行购买和 YCC 政策持续性；另一方面，尽量减轻输入型通胀对日本经济的影响。日本央行调整收益率曲线控制区间，被市场解读为日本货币政策转向的标志。当前来看，紧张的劳动力市场和稳步抬升的通胀，支持日本央行开启货币政策正常化；但从日本经济复苏的程度以及面临的不确定性风险来看，尤其是在全球经济衰退预期的背景下日本外贸形势难以改善，日本央行弃宽松政策，开启货币政策正常化具有相当大的挑战。

### 3. 通胀持续飙升下，欧央行连续加息，公债利率上行

2022 年，欧元区通胀持续飙升和欧元大幅贬值“逼迫”欧央行连续大幅加息，半年内累计加息 250BP，欧元区公债收益率曲线整体呈现熊平态势，其中，10 年期公债收益率保持上行，走出负区间；公债收益率曲线斜率保持走平，当前处于历史低位。

2022 年，乌克兰危机令欧洲面临更严重的供应链中断和原材料价格上涨，而该地区急于摆脱对俄罗斯能源的依赖则进一步加剧了通胀压力，自 2022 年 1 月以来，欧元区通胀几乎每月均创历史新高。其中，CPI 同比均在 5% 以上，在 10 月份达到 10.60% 的高点；核心 CPI 同比一路上行，在 12 月达到 5.2% 的高点。在通胀持续高企背景下，由于对经济衰退风险以及欧元区外围国家（如希腊、意大利、爱尔兰、葡萄牙等）的债务危机的担忧，欧元区迟迟不愿加息。最终，在欧元大幅贬值的压力下，欧央行被迫于 7 月开启近 11 年以来的首次加息，加息幅度为 50BP。之后连续两次加息 75BP，由于担心经济衰退担心，欧央行在 12 月加息 50BP，半年内累计加息 250BP。由于高通胀和持续加息，2022 年，

欧元区公债收益率整体呈现熊平态势。其中，10年期公债收益率由-0.19%升至2.56%。由于地处乌克兰危机前沿，乌克兰危机对欧元区影响更加深远，在强力紧缩背景下，市场对欧元区经济衰退风险的担忧从未间断。在加息和经济衰退预期强化背景下，7月欧元区公债利率有所回调，曲线呈现牛平态势。随着欧元区通胀继续走高，欧元区陷入衰退似乎难以避免，欧央行面临处境将愈加困难。预计，欧央行在货币政策正常化的过程中，将更加关注经济的不确定性与衰退风险，政策调整也将是温和渐进的。



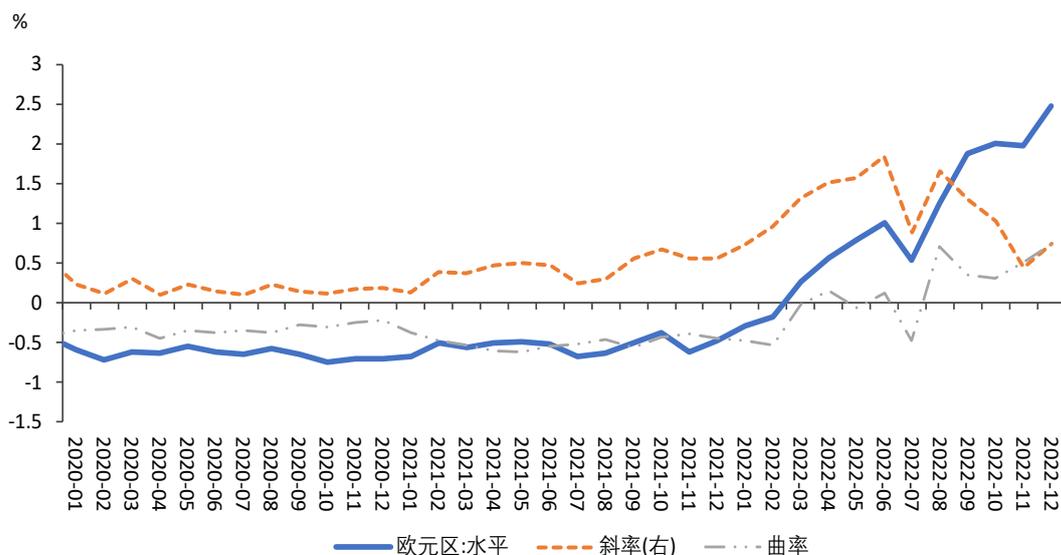


图1 主要发达经济体国债收益率曲线情况

数据来源：WIND、国家金融与发展实验室。

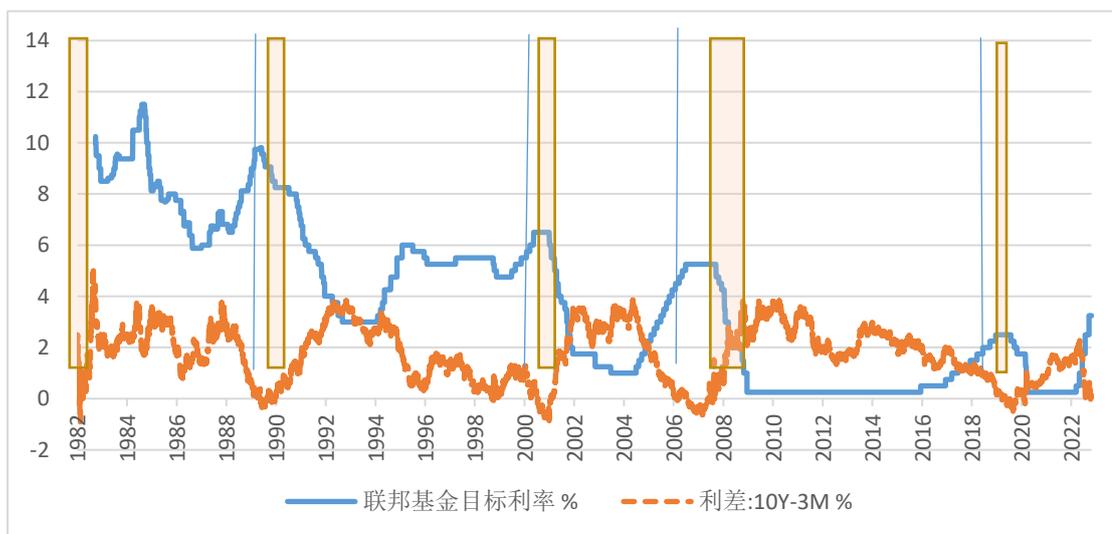


图2 美国联邦基金目标利率与国债期限利差

数据来源：WIND、国家金融与发展实验室。

## (二) 新兴经济体国债收益率曲线情况

2022年，在美欧持续紧缩政策的背景下，新兴经济体面临通胀高企、资本外流、债务危机和货币贬值的压力进一步凸显，国债收益率波动加剧。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，印度和巴西采取跟随美欧加息政策，国债收益率曲线整体呈现“熊平”态势；8月后，

巴西在通胀回落的背景下暂停加息，国债收益率曲线有所回调；俄罗斯在卢布坚挺背景下将乌克兰危机前期超高利率逐渐恢复至正常水平，国债收益率曲线经历熊平转牛陡两个阶段；土耳其采取“降息抗通胀”的策略，国债收益率曲线整体呈现“牛陡”态势；中国为应对经济下行采取偏松的货币政策，国债利率在历史低位保持小幅震荡。

2022年，印度国债收益率曲线大致经历稳定——熊平两个阶段。2022年第一季度，印度通胀相对稳定，CPI同比略高于通胀目标上限6%，相对于去年底仅上升一个百分点；同时，制造业和服务业PMI均处于景气区间；政策利率自疫情以来，一直稳定在3.35%的水平。在此背景下，印度国债利率保持小幅震荡，其中，10年期国债利率维持在6.40%~6.90%区间，有小幅上行。进入二季度，印度通胀维持在7%以上的高位，CPI同比在4月创下7.79%的8年以来高点；同时，印度面临贸易逆差扩大、资本加速外流的双重压力，其中，7月贸易逆差扩大至310亿美元的历史高点，印度股市海外资金净流出达289亿美元，在亚洲仅次于日本。在此背景下，印度卢比持续贬值，兑美元汇率屡创历史新低，今年以来累计贬值超过10%。大宗商品尤其是油价上涨以及全球金融状况收紧是印度贸易逆差扩大和资本外流的主要原因。为应对通胀和稳定汇率，印度在今年5月以来连续5次加息，基准利率累计上调225BP，至6.25%。受通胀和加息影响，二季度以来，印度国债收益率曲线呈现“熊平”态势。

2022年，受政策利率大幅调整的影响，俄罗斯国债收益率曲线大致经历熊平——牛陡——稳定三个阶段。2022年第一季度，受乌克兰危机以及西方集团对俄罗斯经济金融全方位的制裁，俄罗斯金融市场接连受挫，卢布一个月之内大幅贬值超过50%，俄罗斯通胀恶化，3月CPI同比达到16.69%。俄罗斯采取资本管制，同时将政策利率由9.5%大幅提升至20%，俄罗斯国债利率曲线呈现熊平态势。进入二季度，随着俄罗斯将卢布与黄金和大宗商品挂钩，同时宣布对于“不友好国家”的债务由卢布结算，受此影响，卢布在不到半个月时间内“收复之前失地”，升至冲突前水平。在汇率和金融市场相对稳定的情况下，俄罗斯央行自4月11日开始直至9月19日，央行连续6次，将基准利率由20%降至7.5%，俄罗斯国债收益率曲线转为牛陡。第四季度，随着乌克兰危机处于相持阶段且俄罗斯金融市场逐步稳定，俄罗斯央行维持政策利率不变，俄罗斯

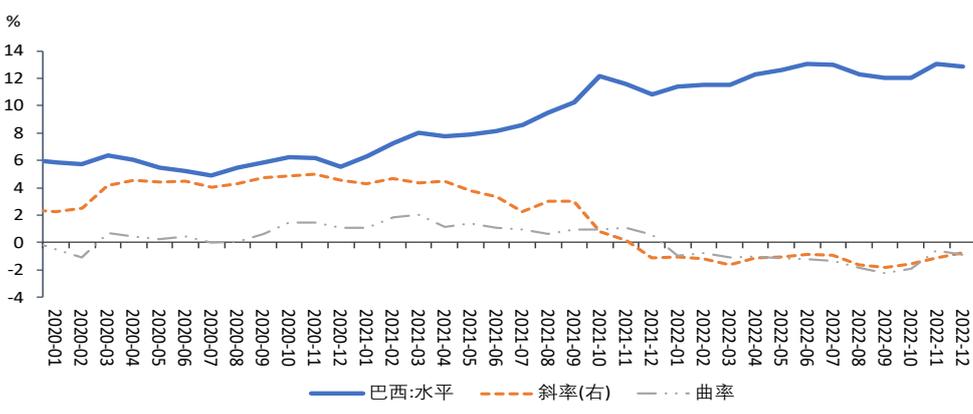
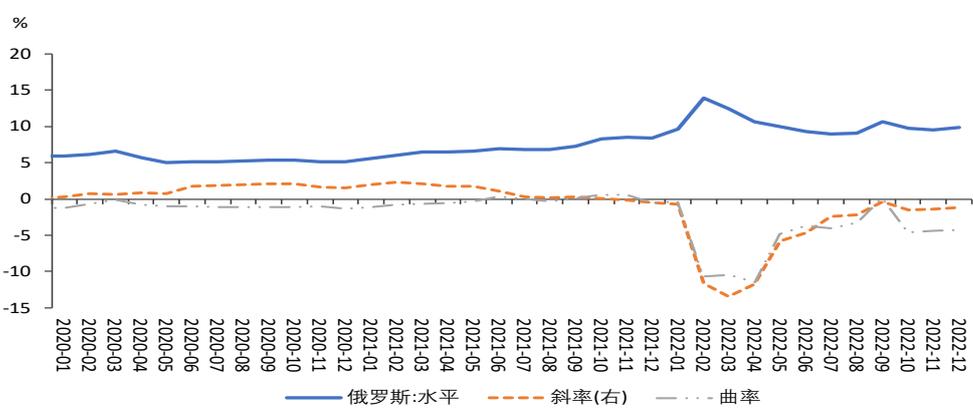
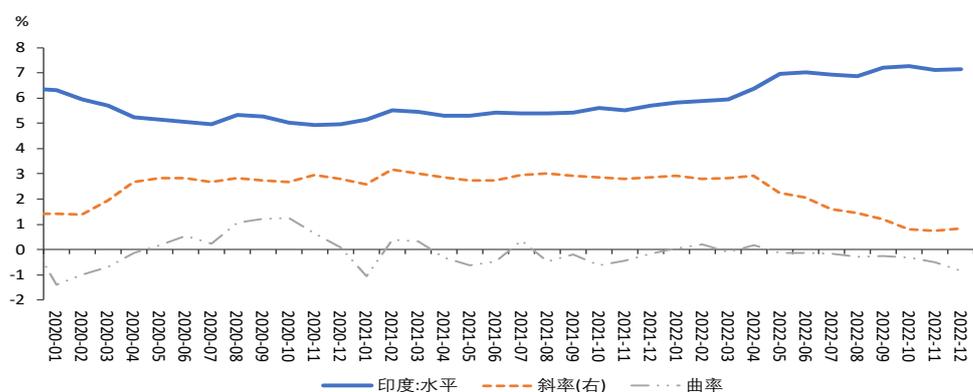
国债利率保持相对稳定态势。

2022 年，巴西国债收益率曲线大致经历熊平——小幅波动两个阶段，曲线基本保持倒挂状态。2022 年上半年，巴西物价延续抬升趋势，CPI 同比增速均超 10%，在 4 月份高达 12.47%，为 2004 年以来新高。为对抗资本外流和通胀压力，巴西自 2021 年 3 月开启加息周期，连续 12 次加息，将基准利率提高至 2022 年 8 月的 13.75%，其间累计加息 11.75 个百分点，国债收益率曲线呈现熊平态势。得益于大宗商品价格的高涨，巴西雷亚尔兑美元汇率在历史低位有所反弹，全年累计升值 7.07%。自 2022 年 7 月以来，由于巴西通胀持续回落，之后基准利率保持不变，巴西国债收益率呈现小幅波动态势。

2022 年，土耳其国债收益率曲线大致经历熊陡—牛平—牛陡三个阶段。土耳其长期面临恶性通胀，受能源和食品价格影响，2022 年，土耳其通胀持续恶化，除 1 月份之外，全年 CPI 同比均超 50%，10 月份更是高达 85.51%，为 1998 年以来新高。与经典西方经济学收紧货币政策来抗通胀的做法相反，土耳其总统埃尔多安反对加息，主张降息抗通胀。在此背景下，土耳其里拉兑美元汇率在 2021 年四季度贬值 50%的基础上，今年又贬值 28.7%。总体来看，2022 年，土耳其国债收益率受通胀以及降息政策主导。一季度，在通胀恶化以及总统反对加息的情况下，国债利率呈现熊陡态势。二季度，由于通胀上涨低于经济学家预测，在政策利率保持不变的背景下，国债利率呈现牛平态势。三、四季度，土耳其实施“降息抗通胀”的政策，土耳其央行于 8 月、9 月和 10 月分别降息 100BP、100BP 和 150BP，国债利率曲线呈现牛陡态势。

2022 年，中国国债收益率曲线整体呈现小幅震荡态势，10 年期国债利率在 2.60%~2.9% 的小幅区间波动。2022 年，中国地产部门收缩、收入增速拖累影响消费，四季度以来，前期强劲的外贸急速下滑，再叠加疫情的反复干扰，经济面临较大下行压力。制造业和服务业 PMI 在荣枯线左右波动，大部分月份都处于收缩区间，全年 GDP 增速 3.0%，为改革开放以来（除 2020 年疫情以外）的最低值。从物价水平来看，在全球通胀高企背景下，中国物价整体保持稳定。PPI 同比持续回落至负区间，CPI 同比相对稳定，三季度以来，除食品和能源外的核心 CPI 同比下滑，反映内需不足。在此背景下，央行货币政策保持宽松，通过降准降息方式，支持实体经济。其中，1 月份央行将 1 年期 MLF 和 LPR 利

率均下调 10BP 分别至 2.85%和 3.70%；5 月份下调 5 年期 LPR15BP；8 月 MLF 和逆回购操作利率均下降 10BP，1 年期 LPR 下调 5BP 到 3.65%，5 年期以上 LPR 下调 15BP 到 4.3%；4 月份和 11 月分别降准 25BP。同时，货币市场资金利率保持低位，且长期显著低于政策利率。为减少资金利率倒挂造成扭曲，下半年市场资金利率逐渐向政策利率靠拢。在货币政策调整节点，国债利率均有反应，但调整幅度有限。一方面是由于我国政策调整以微调为主，另一方面是由于当前市场利率处以历史低位，与逆回购政策利率利差较小，进一步下行空间有限。



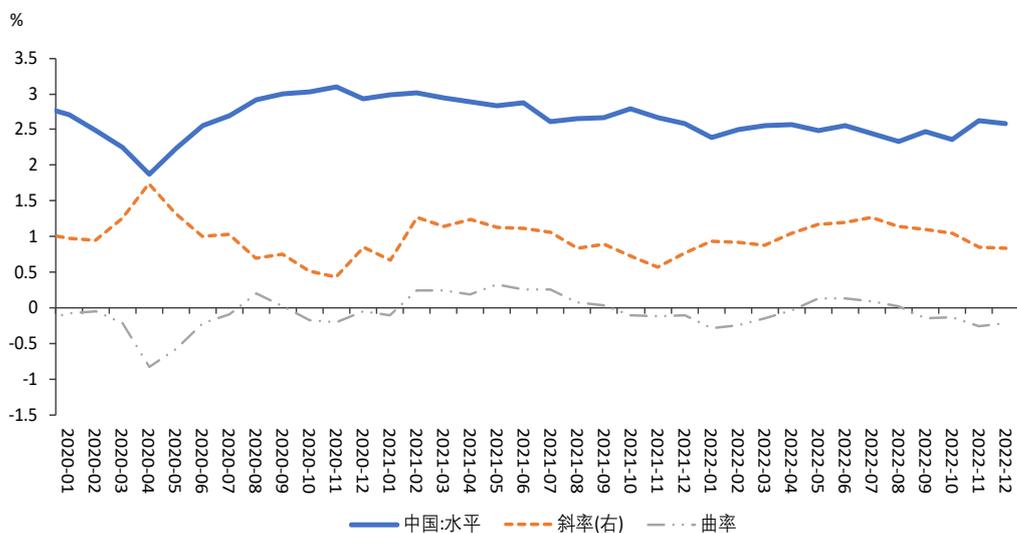
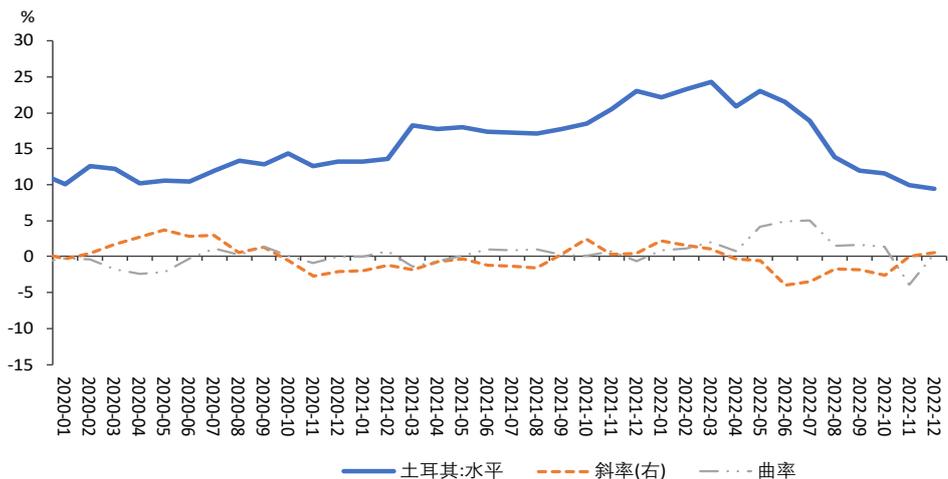


图3 部分新兴经济体国债收益率曲线情况

数据来源：WIND、国家金融与发展实验室。

### (三) 中美国债利差情况

2022年，中美国债收益率利差延续收敛态势，由处于历史较高正区间快速回落至深度负区间。其中，中美3月期国债利差大幅收窄431BP，降至-267BP；10年期国债利差大幅收窄230BP，降至-104BP。在4月11日，中美10年期国债利差出现自2011年以来的首次倒挂，之后，中美利差倒挂开始向短端蔓延，6月13日中美3月期国债利差出现倒挂。中美利差倒挂是因为中美经济周期和政策周期错位。中国受疫情冲击，经济下行压力较大，有效需求不足，通胀温和，货币政策偏宽松；美国经济处于复苏阶段，通胀持续飙升，货币政策大幅收紧。未来，由于美联储延续紧缩政策、中国保持稳健货币政策，中美3月期

国债利差或将进一步下探，但速度和幅度放缓；综合考虑美国经济衰退预期、中国经济较强劲复苏，中美 10 年期国债利差或将处于震荡上行态势。

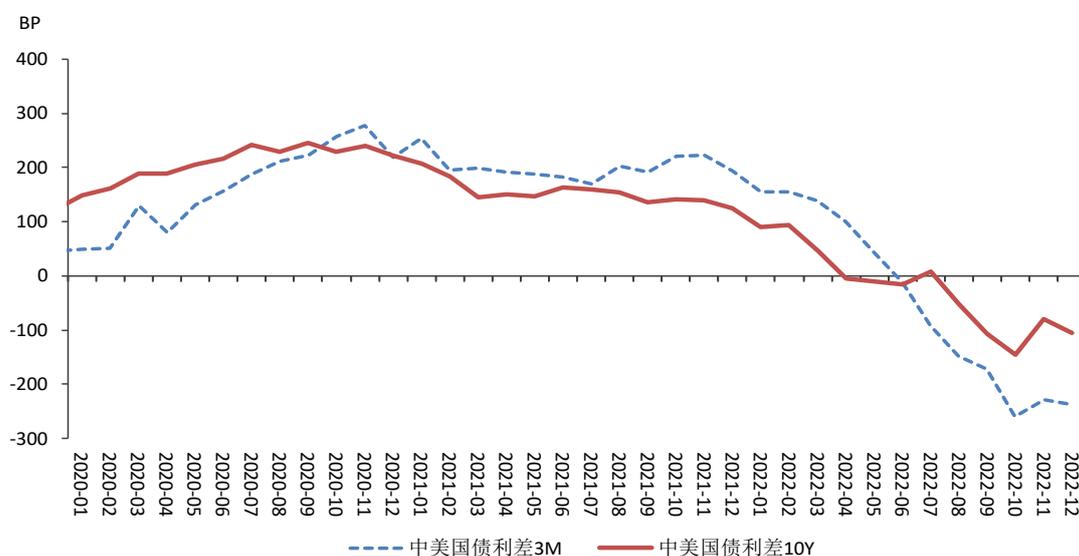


图 4 中美国债利差情况

注：利差等于中国国债对应期限收益率减去美国国债对应期限收益率。  
数据来源：WIND。

#### (四) 中国国债期限利差情况

经过严格推导，收益率曲线的斜率（期限利差）可以分解为三个部分：利率预期、期限收益（持有长债相对于短债的超额收益）以及凸度偏差（价格与收益率的非线性部分）。其中，凸度偏差通常较小，期限利差主要包含前两个部分。通俗可以理解：陡峭的收益率曲线，预示未来利率上行或正的期限收益；倒挂的收益率曲线，预示未来利率下行或负的期限收益。

本文以一个季度为频率，短债设期限为 3 个月的国债收益率，持有期也设为 3 个月，重点考察中国国债市场。

2022 年第四季度，持有 4 年期中国国债的收益相对其他期限来说，收益最高。图 5 展示了 2022 年 9 月末持有各个期限中国国债 3 个月后，期限利差分解情况。其中，蓝色表示 2022 年 9 月末收益率曲线期限利差；红色表示利率预期，即 3 个月后，各个期限收益率变化部分；灰色线表示期限收益，即持有各个期限债券相对于 3 个月期国债的超额收益部分。图中可以看出，由于持有期利率下行，利率预期部分为负，期限收益部分为正。

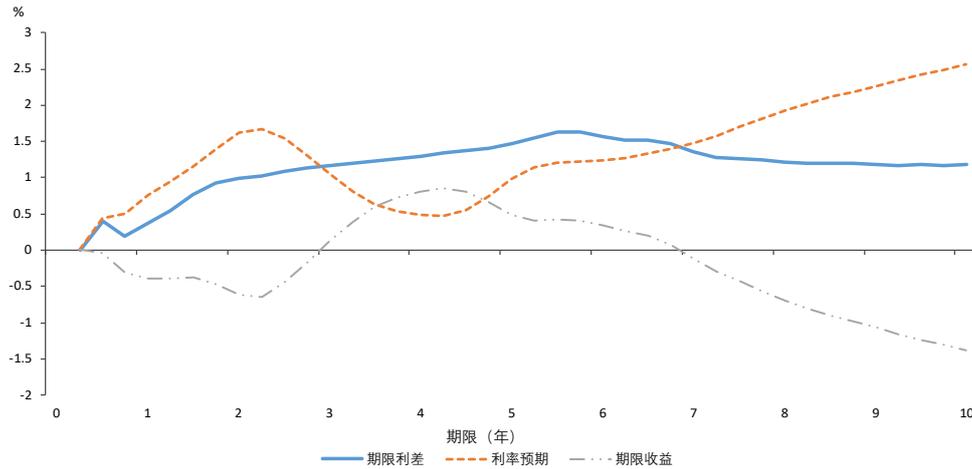


图5 2022年三季度末期限利差分解情况

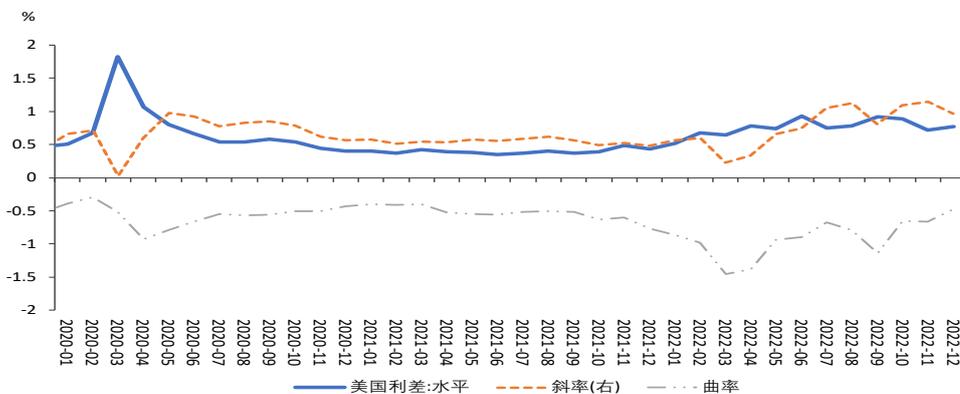
数据来源：中债估值中心、国家金融与发展实验室。

## 二、信用利差情况

本文中，信用利差曲线指同一信用等级、不同期限信用债收益率与对应期限国（公）债收益率曲线的利差组成的一条曲线。

### （一）发达经济体信用利差曲线情况

2022年，主要发达经济体信用利差有从历史低位抬升趋势。一方面，2022年发达经济体整体处于复苏阶段，私人企业投资需求有所回暖；另一方面，2022年，应对高通胀，发达经济体普遍采用紧缩货币政策，市场流动性边际收紧；而日本坚持宽松货币政策，是因为其经济增长面临诸多不确定性，市场信用风险有所抬升。展望未来，在全球经济衰退风险提升、货币政策紧缩放缓的背景下，发达经济体信用利差或将保持震荡态势。



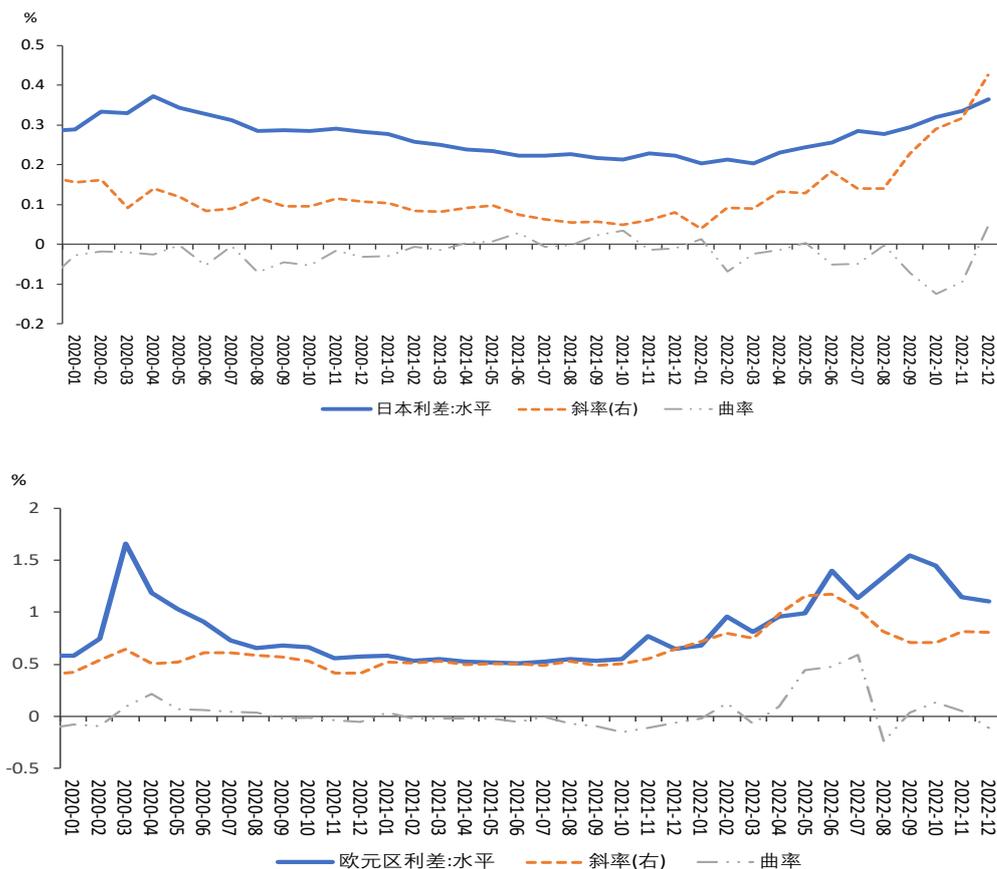


图6 主要发达经济体利差曲线情况

注：利差 = (美、日、欧)A级信用债收益率 - 国债收益率

数据来源：Bloomberge、中债估值中心、国家金融与发展实验室。

## (二) 新兴经济体信用利差曲线情况

2022年，中国和印度信用利差在历史低位保持小幅波动，其中，中国信用利差先下后上；印度信用利差基本保持稳定。2022年，由于疫情反复，中国经济下行压力增大，央行采用偏松政策，市场回购利率长时间低于政策逆回购利率，市场流动性充裕，信用利差随之下行；但在四季度，随着资金边际收紧，市场利率向政策利率靠拢，流动性趋紧使得信用利差又有所反弹。印度在面临高通胀和货币贬值压力，采取紧缩政策，但经济仍处于复苏阶段，其信用利差在历史低位基本保持稳定。展望未来，中国经济复苏预期较为强烈，但预期实现仍面临压力，货币政策仍将以偏松为主，中国信用利差或将保持稳定；同时，在新兴经济体持续高通胀和货币贬值压力背景下，面对疫情冲击和发达经济体政策外溢影响，其信用利差或将有所抬升。

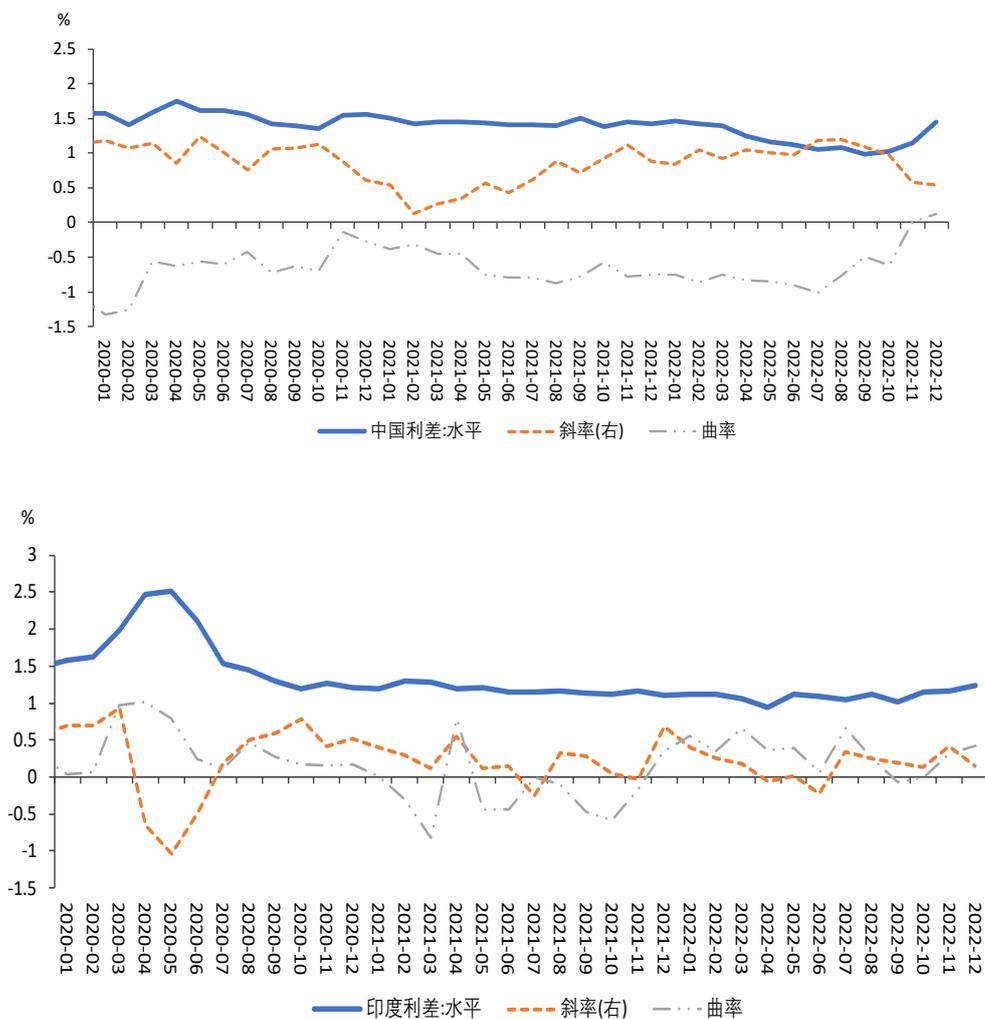


图7 部分新兴经济体利差曲线情况

注：利差 = (中、印) AA 级信用债收益率 - 国债收益率

数据来源：Bloomberge、中债估值中心、国家金融与发展实验室。

### 三、2022 年加密资产市场回顾

2022 年，加密资产市场变动巨大，一方面价格大幅下跌，另一方面出现了多起风险事件。自 2021 年 11 月初创下历史高点以后，2022 年加密资产价格总体呈现跌势。以比特币和以太坊为例，2021 年 11 月，二者收盘价一度冲高到 67566.83 美元和 4812.09 美元。然而截至 2022 年末，比特币和以太坊分别收于 16547.50 美元和 1196.77 美元，下跌 75.51% 和 75.13%。



图 8 2022 年比特币、以太坊价格走势

数据来源：CoinMarketCap，国家金融与发展实验室整理。

分阶段来看，2022 年比特币和以太坊两大头部加密资产大致经历了下跌、反弹、暴跌、震荡等四个阶段（如图 8 所示）。

**第一阶段：2022 年初至 2023 年 1 月 22 日，受美联储缩表和加息预期的下跌阶段。**2021 年四季度，美联储缩表和加息预期形成，比特币和以太坊等加密资产价格和其它风险资产一道价格受挫。截至 1 月 22 日，比特币和以太坊收盘价分别是 35000 美元和 2400 美元，这与 11 月下跌前的高点相比已是腰斩。这一时期可以看做是 2021 年 11 月跌势的延续。

**第二阶段：2022 年 2 月末乌克兰危机爆发，加密资产因可能成为避险和逃脱制裁手段而受到关注，价格阶段性反弹；以太坊“合并”计划顺利推进，升幅跑赢比特币。**乌克兰危机爆发后，市场预期俄罗斯将面临严重制裁、卢布将会暴跌，于是比特币等加密资产似乎成为了俄罗斯寡头和民众绕开制裁的救命稻草。因此，冲突发生后的几天内，比特币价格拉升超过 10%，在 3 月 1 日收盘价接近 4.5 万美元。然而，这种猜测很快被证伪。一是因为加密资产市场无法容纳俄罗斯所需的交易量，二是因为美欧迅速推出了加密领域的制裁措施，导致比特币价格再度跌回 3.8 万美元附近。不过，随着冲突导致的紧张情绪逐渐恢复，3 月下半月，比特币和以太坊重新上涨，几乎回到了年初的价格。在这一阶段，由于以太坊 Klaytn 测试网部署完毕，其“合并”计划的推进也反映在价格的超涨上。从 3 月 15 日至 3 月 31 日，以太坊上涨 25.2%，而同时期比特

币涨幅仅为 15.7%。以太坊跑赢比特币，究其原因，一方面，以太坊向 POS 的过渡可以成功地减少碳足迹并提升交易效率，从而受到市场追捧；另一方面，看好以太坊的投资者已经在 ETH 2.0 合约上锁定了超过 1000 万以太币，这本身也减少了以太币的供应，从供求角度助推价格上涨。

**第三阶段：从 4 月到 7 月，美联储加息的宏观环境叠加算法稳定币暴雷的事件驱动，双重因素交织引发加密资产暴跌。**5 月 9 日，算法稳定币 TerraUSD (UST) 与美元脱钩，Terra 区块链上的两大加密资产 UST 和 Luna 形成“死亡螺旋”，在短短数天内被“双杀”，一度被追捧为“算稳龙头”的 Terra 项目终结，一时间诸多稳定币、加密货币、交易所及场外市场受到波及。而进入 6 月以来，随着美联储加息的开展，加密资产集体暴跌，山寨币的跌势甚至更加惨烈。加密资产市场的动荡也传导至诸多平台和机构，包括知名加密资产对冲基金三箭资本 (Three Arrows Capital)、加密资产交易平台 AEX、加密资产借贷平台 Celsius、Babel Finance 和 CoinLoan 等。

**第四阶段：7 月到年末的震荡走势以及 11 月初事件驱动型的短期下跌。**这一阶段虽然加密资产价格整体震荡，但考虑到其他主要大类风险资产都在期间下跌明显，加密资产在震荡中稍有上涨的表现已经堪称“亮眼”。我们认为这主要得益于以太坊“合并”的完成以及美国可能出台的关于加密资产监管的全面框架的预期，后者当时被市场认为是监管当局对加密资产作为一种全新数字化资产的认可。在这一波较为平坦的走势中，11 月初 FTX 交易所为其中平添了一道波澜，并拉低了震荡中枢，针对这一事件的具体分析，我们将在报告的第二部分详细展开。

#### **四、FTX 交易所破产加速全球加密资产监管建立**

2022 年 11 月 11 日，全球第二大加密货币交易所 FTX 发布申请破产保护的声明，创始人 Sam Bankman-Fried (以下简称 SBF) 辞去 CEO 职务。而此时，FTX 交易所发行的加密货币已经从此前的 20 余美元跌至 2 美元左右 (见图 9)。



图9 FTX交易所崩盘前后FTT价格及交易量

数据来源：CoinMarketCap，国家金融与发展实验室整理。

FTX交易所成立于2019年5月，为用户提供比特币、以太坊和其它加密资产及相关衍生品的交易服务。同时，SBF还控制着名为Alameda Research的基金公司（以下简称Alameda）。2022年11月2日，加密资产领域知名媒体Coindesk的一份报告称，Alameda 146亿总资产中，有58亿美元的资产是FTX发行的FTX Token（FTT）代币及其衍生品，占比39%。如果扣除80亿美元的总负债，其净资产将为66亿美元，那么它持有“自家”关联资产的占比将达到净资产的88%。这份报告一石激起千层浪，FTX交易所遭到挤兑，FTT代币被大面积抛售。其间，全球最大交易所币安于11月6日宣布抛售公司账面所有FTT币，到11月9日已有60亿美元被从FTX交易所提现（见图9，这期间交易量急剧放大）。虽然11月9日币安表示愿意收购FTX，但经过仅1天的尽调，币安便宣布“FTX的问题超出了我们的控制和帮助能力。”自此，FTX全面崩盘，并于11月11日申请破产。

不难看出，FTX的失败并不是一件“太阳底下的新鲜事”，它只是挪用客户资产和依赖牛市过度投机在加密领域的重演而已。Alameda的运作方式与FTX交易所深度绑定，并强烈依赖加密市场的上涨环境。Alameda通过内部交易首先低价买入FTX交易所的FTT代币，然后以FTT向FTX交易所进行质押

融资，将客户存在 FTX 交易所的资金套取出来。Alameda 使用这些挪用的资金进行加密资产、股票投机，并被曝出还为美国民主党提供了巨额的政治献金。在加密资产价格上涨的牛市，Alameda 自然可以通过炒作 FTT 推高其价格，从而可以质押出更多的客户资产，并用投机收益“堵回窟窿”；然而在 2022 年加密资产市场整体下跌的环境中，这种做法便不可持续了。据报道，SBF 至少亏损了 10 亿美元的 FTX 客户资金。

**FTX 暴雷**引起了美国、欧洲等诸多经济体监管当局以及 IMF、BIS 等国际组织的高度关注，纷纷呼吁尽快对加密资产建立有效监管。2023 年 1 月 3 日，美联储、联邦存款保险公司以及货币监理署等三大美国银行监管机构共同发表《银行业加密资产风险的联合声明》。该声明强调，鉴于 2022 年加密资产市场发生的重大风险，三机构将加强对美国银行业加密资产风险的审慎监管，严防加密资产风险向银行机构迁移及蔓延。在 2021 年底，这三部门也曾发布过一份联合声明，表示将在 2022 年围绕银行能否以及如何参与加密资产相关活动进行“政策冲刺”。短短一年过去，“政策冲刺”恐怕已被加密资产的“暴雷冲刺”和“暴跌冲刺”打乱，美联储等监管部门恐怕将对银行参与加密资产相关活动采取更为审慎的态度。与此同时，美国金融稳定监督委员会也建议通过立法弥补加密资产的监管空白，认为联邦应收归加密资产监管规则制定权，防止监管套利。1 月 5 日，欧洲央行指出加密资产是伪装成投资的赌博，存在根本性缺陷，因此应尽快实施欧盟《加密资产市场监管条例》，并呼吁建立全球统一的监管规则，防止监管套利。欧央行还强调只有 CBDC 才能提供无风险、可靠的数字结算资产。

**总体而言，FTX 破产对加密资产领域的远期影响可能比即期影响更为深远。**在传统金融机构谋求参与加密资产相关活动苗头初现时，给各经济体监管当局敲响了警钟。经此一役，加密资产领域存在的法律空白、监管合规缺失、公司治理不力、信息不透明、误导与欺诈、风险传染等问题引起了国际社会高度关注，监管者普遍认为应该秉持“同样的风险、同样的活动、同样的对待”原则，将类似于对待传统金融机构和金融活动的工具应用到加密资产相关机构和市场中来，以确保金融监管的一致性。

## 五、2023 年数字货币展望

### （一）加密资产市场风险仍在，“大浪淘沙”难避免

目前的加密资产领域仍旧处于新技术和新机制的探索过程当中，其应用事实上是非常原始的，基本上是用区块链等技术复现既有的金融产品，甚至有些复现还是相当“低水平”的。在这样刀耕火种的时代，叠加全球经济下行和货币政策的不确定性，加密资产市场存在进一步风险释放的可能。

首先，大量“空气币”和劣质项目可能消亡。领头羊如比特币、以太坊都难以逃过价格蒸发近七成的噩梦，那些应用更少、市场更小、更缺乏价值实质的币和项目必将在这一轮出清中被淘洗。同样遭到冲击的还可能包括一些专注加密资产投资的基金和机构，这些机构通常持有大量山寨币以操控价格套取收益，但在市场整体下跌的环境中，这些筹码可能会彻底丧失价值和流动性。Terra 和 FTX 的暴雷充分说明，即使是名噪一时的明星项目，也很难抵御持续下跌的市场风险。

其次，要关注加密资产“中心化”问题。无论在理论上还是实践中、无论在算力层面还是治理层面，加密资产的“去中心化”都愈发成为一个伪命题。由于区块链交易的便利性很差，大多数投资者只能依靠第三方交易所提供的服务进行交易。尤其在国际金融资本大举进入加密领域后，大量衍生品合约如同雨后春笋般出现，更促进了中心化交易所的繁荣。然而这些交易所长期游走在监管之外，面对巨大数额客户资金的诱惑，“人性往往是禁不起考验的”。未来，加密资产将面临更严格的监管，那么国家的干预、政治的考量、商业的利益将进一步深刻影响数字世界的发展，加密世界将越来越接近权力和资本，远离自由与去中心。

复次，我们着重提示稳定币的风险。稳定币的产生其来有自。最初是因为加密资产价格波动剧烈，投资者迫切需要一种价值稳定的支付手段，并能与传统现实世界的货币连接起来。一言以蔽之，就是需要“货币锚”。因此，与美元挂钩的稳定币一经创造便受到欢迎，规模急剧上升。正是在这样巨大的成功之下，隐藏着风险隐患。目前市值最大的稳定币 USDT，其发行人 Tether 公司一度被认为缺乏有效审计和监管；但由于 USDT 体量相对较大，同时大规模赎回

的风险“被认为”暂时较小，因而 Tether 尚未暴雷。然而 2022 年 5 月，美联储副主席布雷纳德曾表示有意推动数字美元作为加密资产的结算层。如果美元以数字化的形式直接介入加密资产结算，那么锚定美元的、增加了额外信用风险的稳定币，其立足之基就将被极大地撼动。到时候，投资者将不再会对 USDT 的不足额抵押“视而不见”，许多稳定币项目可能暴雷，并通过风险传染波及整个市场。

最后，“大浪淘沙”并非坏事。从投资的角度，真正的机会往往蕴藏在市场变革之中。2022 年的价格动荡和风险事件，是加密资产领域洗去浮躁、迎接监管、走入正轨的一次机会。只有野蛮发展阶段的那些投机项目和泡沫资产被洗去，才可能有真正杰出的应用脱颖而出。数字经济是未来世界发展的必然趋势，区块链和分布式金融仍将是充满想象的创新前沿，未来要高度关注以这些新技术、新机制搭建的金融基础设施，它们有可能作为底层架构，演化出新一代加密生态圈。

## （二）高度关注数字美元研发进程

在乌克兰危机背景下，美国的一系列动作预示着在数字时代的货币竞争中，美国仍会积极扩张美元霸权的势力范围。2022 年 1 月，美联储首次发布数字美元报告，讨论其经济背景、主要政策考虑以及发行数字美元的潜在风险和好处；3 月，拜登政府签署行政命令，要求对数字美元的潜在利益和风险进行全面评估；11 月，纽约联邦储备银行创新中心已经完成了其首个 CBDC 研究项目 Project Cedar 第一阶段试点报告，并将与花旗集团、汇丰控股、万事达卡、纽约梅隆银行、富国银行等在内的华尔街金融机构开始为期 12 周的数字美元试点，目的是测试基于分布式账本技术的金融基础设施的技术可行性、法律可行性和业务适用性，同时测试数字货币并探索监管框架。

未来，数字美元可能表现出与数字人民币创新研发不同的特点。一是研究在前、立法在先、谋定而动。针对央行数字货币，美国在很长时间中没有明确的官方表态，但并不意味着其不关注这条赛道的竞争。相反，美国政界、学界、业界一直在持续研究和评估，目前似乎已经有了决断，即着手研发数字美元。二是金融机构、科技公司等私营部门仍将是美国金融创新的主要推动者，其盘根错节的利益关系将极大影响数字美元的命运。因此数字美元会否发行以及如

何呈现，前期的论证阶段可能很长、不同声音的辩论会很激烈，而后续一旦确定发行，其商业化推进速度相对更快。三是**数字美元与数字资产的关联可能更加密切**。中国得益于发达的数字化支付基础设施，数字人民币的研发试点的核心在于支付；而美国作为全球金融中心，数字资产市场十分发达。加密资产特别是稳定币的发展和监管将很大程度上影响数字美元的研发决断。FTX交易所暴雷为美国建立完备加密资产监管框架提供了机遇，如果监管之下的稳定币就能提供数字美元所预期的好处，这种私人化的、更符合所谓美国价值观的路径可能会受到更广泛的青睐。

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。