



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 5 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。

摘要

2023 年第一季度，整体通胀下行但仍处高位，核心通胀黏性十足且久居不下，促使美欧货币政策仍保持紧缩状态；同时，经济增速放缓以及美欧银行业危机事件强化了美欧将停止加息甚至出现降息的预期。对于美欧国债市场而言，受银行业危机影响，美欧国（公）债收益率曲线水平在 3 月份扭转上行态势，转为下行；同时在加息的背景下，曲线斜率均处于倒挂状态，且倒挂程度均创历史之最。日本货币政策保持稳定，受美欧银行业危机影响，国债收益率曲线水平和斜率由震荡转为下行。2023 年第一季度，美国经济愈显衰退特征，银行业危机导致的信贷紧缩以及亟需解决的债务上限问题也给美国经济带来了不确定性，同时增加了美联储政策制定的难度。展望未来，在美国通胀缓慢下降的基准条件下，美联储可能于 6 月停止加息，以观察和评估紧缩政策的累积和滞后效应。未来，美国国债曲线倒挂或将进一步加深；待美联储停止加息，美国国债曲线斜率将维持震荡；直至美联储开启降息，曲线斜率将随之走陡。

2023 年一季度，在美欧紧缩幅度放缓的背景下，新兴经济体面临的通胀高企、资本外流、债务危机和货币贬值的压力也有所放缓，国债收益率波动趋缓。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；俄罗斯和巴西货币政策保持稳定，国债收益率曲线整体保持震荡；土耳其受强震影响采取降息措施，叠加大选不确定，汇率持续贬值，国债收益率曲线震荡上行；中国经济温和复苏但内生动力不足，在保持市场流动性宽裕的背景下，国债利率在历史低位保持小幅震荡。

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

2023 年第一季度，中美国债利差仍处于倒挂区间，但逐渐收敛。其中，中美 3 月期国债利差倒挂加深，降至-295BP；10 年期国债利差处于震荡态势，整体上升 42BP，升至-63BP。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；综合考虑美国经济衰退预期、中国经济复苏，中美 10 年期国债利差或将处于震荡上行态势。

2023 年一季度，美元指数呈现震荡回落格局，全球主要货币兑美元汇率升贬不一。其中，人民币兑美元汇率基本维持在 6.7 至 7.0 的区间，稳中有升。综合考虑中美经济增长和货币政策路径，人民币兑美元汇率或将延续双向波动的格局。

2023 年一季度，加密资产价格显著上涨。截至 4 月中旬，比特币和以太坊已经回到 2022 年 6 月市场动荡前的水平，成为一季度表现最好的风险资产类别。究其原因，主要得益于美国通胀降温、美联储未来加息预期减弱、FTX 破产以及一系列监管执法行动展开使得利空出尽抛盘疲软，以及人工智能的火热。上述因素使得加密资产在波动中不断上涨。但与加密资产行业关系密切的三家美国银行在 3 月份相继破产，其风险传导使得全球第二大稳定币 USDC 与美元短暂脱锚，这也意味着加密市场与传统金融体系的融合不断加深，已初步形成了风险双向传导的格局。

2023 年一季度，美欧加密资产监管进一步趋于严格，法案、草案频出，监管层执法行动力度也显著加大。与美欧不确定性的监管环境相反，中国香港对加密资产展现了开放包容的态度，正逐步建立起一套较为全面的数字资产监管框架：对于无抵押加密资产，香港将之单独归类为“虚拟资产”，并推出全新的持牌要求和监管规则；对于稳定币，将受到《支付系统及储值支付工具条例》的监管；对于代币化证券，则根据“相同业务、相同风险、相同规则”的原则由《证券及期货条例》监管；对于 NFT，将根据其实质，部分归类为代币化证券进行监管、部分作为虚拟资产监管。

数字美元仍处研究论证阶段，是否推进其研发仍需论证两个关键问题：一是决策者面临的问题是什么，数字美元能否解决这些问题；二是数字美元的方案需要考虑哪些因素、可能产生哪些风险。一言以蔽之，这仍是收益-成本的权衡取舍问题。在收益层面，美联储主要关注国内国际支付系统的改善、金融普惠、货币政策执行

以及美元国际地位的维持,且美联储仍将稳定币作为解决上述问题的一种潜在方案。在设计特征、成本和风险方面,美联储主要关注隐私、互操作性和对银行系统的影响。

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	7
(三) 中美国债利差情况	11
(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、全球外汇市场	14
(一) 人民币汇率走势	14
(二) 国际汇率走势：主要货币对	15
四、加密资产市场回顾	17
(一) 价格走势	17
(二) USDC 脱锚	18
(三) 以太坊 Shapella 升级完成	20
五、美欧加密资产监管趋严	20
六、香港建立包容监管框架	21
七、数字美元仍处研究论证阶段	22

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

2023 年第一季度，美欧银行业危机干扰经济复苏进程，美欧国（公）债收益率曲线水平在 3 月份扭转上行态势，转为下行；同时在加息的背景下，曲线斜率均处于倒挂状态，尤其倒挂程度均创历史之最。日本货币政策保持稳定，受美欧银行业危机影响，国债收益率曲线水平和斜率由震荡转为下行。

1. 美联储艰难加息，国债曲线倒挂程度续创历史，银行业危机和债务上限增加不确定

2023 年第一季度，美国经济增长继续放缓，通胀缓慢降温但仍远高于 2% 的政策目标，同时，劳动力市场仍保持强劲。在此背景下，美联储在稳定物价的同时，谨慎防范经济衰退风险，放缓加息节奏，美国国债收益率曲线水平波动上行。然而，3 月以来的银行业危机，使美联储陷入降通胀、防衰退和稳金融的三难境地，其政策抉择充满挑战 and 不确定性。同时，银行业危机带来的信贷紧缩强化了市场对美国经济陷入衰退和美联储政策提前转向的预期。基于此，美国国债收益率曲线水平迅速回调，使得曲线水平在第一季度整体略有下行。与此同时，由于美国国债短期利率随加息不断上升，国债收益率曲线斜率持续走低，倒挂程度续创历史之最。

美联储激进加息政策初见成效，也带来经济增长持续放缓的负面效应。为对抗持续高通胀，自 2022 年 3 月以来，美联储开启近四十年最激进加息政策，截至 2023 年第一季度末，其连续加息 9 次，累计加息 450BP，基准利率由 0.25%~0.50% 在一年之内飙升至 4.75%~5.00%。在强有力的加息背景下，美国通胀降温但节奏缓慢，通胀率实现 9 连降。其中，CPI 同比由 2022 年 6 月 9.10% 高点降至 2023 年 3 月的 5.00%，美联储关注的 PCE 同比也降至 4.16%，但仍远高于 2% 的政策目标。尤其需要关注的是 2023 年 3 月，核心通胀率指标高居不下，开始超过整体通胀率。其中，核心 CPI 同比为 5.60%，核心 PCE 同比为 4.60%。美国就业市场依然强劲，但已呈现降温迹象。一是，劳动参与率稳步回升，由 2022 年年底 62.30% 升至 2023 年 3 月的 62.60%，与疫情前的 63.30% 差距在缩减，劳动力供给有所增加；二是，职位空缺数降至 1000 万以内，职位空缺率也有明显

下降，由 2022 年年底的 6.8% 降至 2023 年 3 月的 5.8%，劳动力需求有所减少。三是，雇佣率和离职率均与疫情前相差无几，说明雇主招聘和雇员离职更加谨慎，劳动力市场回归均衡状态迹象明显。**美国经济增速延续放缓。**2023 年第一季度，美国 GDP 环比增长 1.1%，低于预期的 2.0%，且经济增速连续两个季度放缓，美联储激进加息政策副作用逐渐显现，也引发市场对于未来美国经济衰退的预期。

美国银行业危机引发的信贷紧缩，强化市场对美国经济衰退预期，这增加美联储政策制定的难度。2023 年 3 月以来，美国硅谷银行、签名银行和第一共和银行相继关闭并被监管机构联邦存款保险公司（FDIC）接管，引发市场对于美国银行业健康状况的担忧。**银行资产配置策略、美联储宽松后急转为激进加息政策、相关监管标准放松等是导致银行业危机的主要原因。**疫情期间，美联储推出无限量宽松政策，美联储资产负债表由疫情前的 4.2 万亿美元飙升至缩表前的近 9.0 万亿美元，在两年时间飙升 1.1 倍。同时，特朗普上任后，逐步放松对 2008 年金融危机以来的强监管要求。其中，对系统重要性金融机构的认定门槛从合并资产 500 亿美元以上大幅提高至 2500 亿美元以上，资产低于该门槛的“中小”银行不仅免于定期开展流动性压力测试，同时监管压力测试场景数量、压力测试频率等方面也有所下调。美联储宽松政策叠加金融监管放松，美国中小银行快速扩张，以硅谷银行为例，同期其资产增长了近 2 倍。2022 年 3 月美联储开启激进加息政策，使得大量配置债券资产的银行蒙受巨额亏损，随着储户恐慌情绪蔓延，美国众多中小银行遭受流动性风险和利率风险问题。由于美联储、美国财政部和 FDIC 及时采取救助措施，美国银行业危机暂时缓解。但当前美联储仍处于紧缩阶段，同时美国中小银行面临较高的商业地产风险敞口，美国银行业危机隐患仍存，这进一步强化了市场对美国经济衰退预期。美联储最新公布的金融稳定性报告指出，持续的银行业压力将导致更广泛的信贷收缩，使得经济活动显著放缓。同时，美联储面临降通胀、防衰退和稳金融的三大挑战。

美国债务上限重启，两党激烈博弈，美国政府面临违约风险。债务上限是美国国会为联邦政府设定的为履行已产生的支付义务而举债的最高额度，触及这条“红线”，意味着美国财政部借款授权用尽。设置债务上限是为了方便政府融资的同时控制债务水平，强化财政纪律。由于美国两党政治分歧，**债务上限这一单纯的经济金融问题，近年来愈加成为两党政治博弈的工具。**自二战结束以来，美

国国会提高或暂停债务上限共 105 次，最近一次是在 2021 年 12 月，债务上限从 28.9 万亿美元提高到 31.4 万亿美元。2023 年 1 月，美国债务余额再次达到上限，财政部采用非常规措施和动用财政部在美联储现金账户（TGA）余额等临时举措来应对。随着财政存款的消耗，美国财政部多次公开强调，若不及时解决债务上限问题，美国最早会在 6 月 1 日（“X 日”）陷入债务违约的困境。此次债务上限问题的症结在于是否将削减开支与提高债务上限挂钩：共和党要求政府在未来 10 年的联邦财政开支削减 4.5 万亿美元，并取消部分清洁能源减税政策，在此前提下，将批准债务上限提高 1.5 万亿美元；而民主党则强调国会必须“干净利落”地提高债务上限而不附加任何条件。随着“X 日”逐渐逼近，美国政府面临停摆和违约的风险逐渐提升。历史来看，每次债务上限问题都未导致美国政府实质性违约。因此，本次债务上限问题大概率也会得以妥善解决，但由于两党政治分歧加大，解决过程也将更为艰难，可能会拖至最后一刻。同时，在解决之前金融市场要面临波动加剧的风险。历史经验显示，由于受债务违约担忧的影响，短债利率通常上行；受避险情绪和国债供给减少的影响，长债利率通常下行。综上，债务上限因素或将促使美国国债利率曲线倒挂进一步加深。

美国经济愈显衰退特征。第一，美国国债收益率曲线倒挂深度续创历史之最。在《2022 年四季度全球金融市场报告》中，我们指出，从经验上看，10 年期与 3 月期国债利差在预测经济衰退方面更加精准。2023 年第一季度，美国 10 年期和 3 月期国债利差在 2022 年末达到-90BP 的历史低点基础上，继续延续快速下行态势，在季度末达到-142BP，续创历史之最，预示经济步入衰退的概率提升。从历史经验判断，美国国债收益率曲线倒挂程度或将进一步加深。从上世纪 80 年代以来的历次经济衰退情况来看，美国国债利率曲线斜率通常在美联储加息结束前后达到最低值；在基准利率保持高位期间，曲线斜率保持震荡；之后随着经济衰退和美联储连续降息，曲线斜率才开始逐渐走陡。因此，从历史经验判断，美国国债收益率曲线倒挂程度或将进一步加深，或将在二季度末达到极值，并在该位置保持相当时间，只待美联储开启降息进程。第二，美国产出和就业指标符合经济衰退前特征。首先，2023 年一季度，美国劳动生产率同比连续五个季度下降，同时环比也显著下降 2.3%。其次，美国单位劳工成本同比连续五个季度超过 5%。这表明美国劳动力市场持续强劲，但新增就业人员主要以生产率较低的

底薪雇员为主。然后，美国人均工作时间同比连续五个季度下降，表明劳动力需求增速在逐渐放缓。最后，雇佣率和离职率回归疫情前水平，表明劳动力市场降温迹象明显。从历史来看，美国经济衰退，通常是在劳动力市场相对强劲，失业率处于历史拐点，同时美国加息接近尾声时开启的。此时，美国就业率处于高位，但劳动生产率持续下降。随着紧缩政策持续压制总需求，劳动力市场将出现拐点：第一阶段，产出增速放缓、人均工时减少；第二阶段，失业率飙升、产出下降同时伴随劳动生产率提升。若按照历史推演，当前美国或处于第一阶段。第三，正如上文所说，美国银行业危机和债务上限僵局等事件强化了美国经济衰退风险。

2. 日本货币政策保持稳定，受银行业危机影响，国债收益率曲线水平和斜率由震荡转为下行

2023 年一季度，日本央行在 2022 年 12 月扩大收益率曲线控制（YCC）政策区间之后，保持质化与量化宽松政策（QQE）和收益率曲线控制（YCC）政策不变。在通胀率连续超过 2% 的政策目标，以及市场押注日本央行政策转向的预期下，日本 10 年期国债收益率紧贴甚至突破 0.5% 的区间上限；3 月受美欧银行业危机的影响，日本 10 年期国债收益率又回调至 0.3% 左右。整体而言，**2023 年一季度，日本国债收益率曲线水平和斜率由保持震荡继而转为下行。**

2023 年一季度，日本经济和政策基本保持相对稳定。首先，从经济景气度看，日本制造业收缩、服务业扩张，综合 PMI 连续回升。2023 年 1-3 月，日本制造业 PMI 分别为 48.9、47.7 和 49.2，均处于收缩区间，其中，2 月份制造业 PMI 创下 2020 年 9 月以来的新低；服务业 PMI 分别为 52.3、54.0 和 55.0，均处于扩张区间且呈现上涨态势。在服务业 PMI 的带动下，日本综合 PMI 连续上升，1-3 月，日本综合 PMI 分别为 50.7、51.1 和 51.9。其次，从物价水平看，日本通胀率冲高回落。1-3 月，日本 CPI 同比分别为 4.3%、3.3% 和 3.2%，日本央行特别关注的剔除食品和能源的核心 CPI 同比分别为 4.2%、3.1% 和 3.1%。其中，食品价格是导致日本通胀较高的主要因素，1-3 月，日本食品价格分别同比上涨 7.3%、7.5% 和 7.8%。除食品项外，其他项目的价格增速有所放缓，尤其是能源价格自 2 月份开始出现断崖式下跌，2 月和 3 月环比分别为 -10.7% 和 -0.7%，预计 1 月份或将成为本轮通胀的最高点。然后，从对外贸易看，日本延续贸易逆差。

2023 年一季度，日本自 2021 年 8 月以来，连续 20 个月保持对外贸易逆差，1-3 月贸易逆差分别为 35064 亿日元、9199 亿元日元和 7551 亿日元，较去年同期均有明显的扩大。最后，日本央行保持货币政策稳定。2022 年 12 月，为缓解收益率曲线扭曲和市场流动性压力，日本央行将 10 年期国债利率的区间由 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ ，这被市场解读为日本货币政策转向的标志。然而，在 2023 年一季度，日本货币政策保持稳定，主要基于以下考量：一是日本央行行长处于新旧交替期，货币政策需创造稳定的市场环境；二是日本经济仍面临较大不确定性，尤其是制造业和对外贸易压力凸显；三是，日本央行认为日本当前面临更多输入性通胀且不可持续，未来物价下行的风险相对更高；此外，美欧银行业危机在一定程度上缓解了日本债市压力。

日本将保持货币宽松的基调，但 YCC 政策进一步调整值得期待。一方面，日本经济长期停滞的趋势难以彻底改变，且全球经济增速放缓甚至衰退的风险，不利于日本外贸条件的改善。日本央行公布的二季度购债计划显示，日本央行扩大了购买国债金额区间。其中，每次购买 10 年期至 25 年期的日本国债的金额区间为 1000 亿-5000 亿日元，5 年期以上 10 年期以下日本国债的金额为 4750 亿-8750 亿日元，而对应的一季度购债区间分别为 2000 亿-4000 亿日元和 5750 亿-7750 亿日元。另一方面，YCC 政策的弊端逐渐显现。为捍卫 YCC，日本央行上财年直接购买的日本国债规模升至 135.989 万亿日元，创历史新高，几乎是前一财年 72.87 万亿日元的两倍，日本央行持有日本国债的占比也已超过 50%，对日本国债收益率曲线造成严重扭曲。同时，新任行长植田和男公开表示要对过去货币政策进行全面评估，并强调，在通胀以可持续和稳定的方式达到 2% 时，将考虑调整 YCC 政策。从数据来看，在 2022 年 4 月以来，日本已连续 12 个月保持通胀率（包括核心通胀率）超过 2%，且在一季度通胀率冲高回落后保持相对稳定，或许表明输入性通胀因素边际效应减弱后，通胀可持续性在逐步得到验证。若通胀率在二季度继续稳定保持在 2% 之上，日本央行或将于下半年调整甚至取消 YCC 政策。

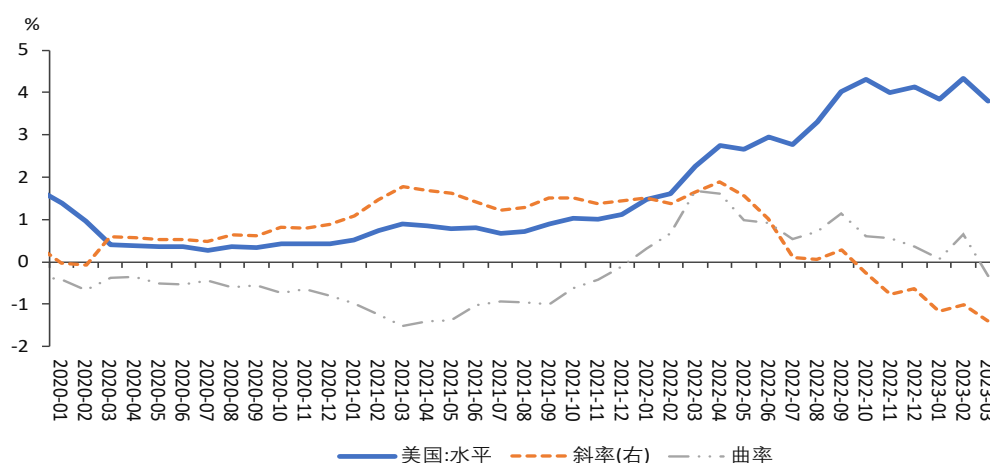
3. 欧央行延续紧缩政策，受银行业危机影响，公债利率由上行转为下行；曲线斜率步入倒挂状态

2023 年一季度，欧元区经济增速低于预期，通胀继续高企，欧央行延续紧缩

政策。受银行业危机影响，公债利率由上行转为下行。同时，曲线斜率正式步入倒挂状态，且创历史之最。

2023 年一季度，欧元区在高通胀和银行业危机的压力下，面临滞胀风险。环比来看，欧元区一季度 GDP 增长 0.1%，低于预期 0.2%，但较前值 0.0%有所回升；同比来看，欧元区一季度 GDP 增长 1.3%，低于预期 1.4%和前值 1.8%，为连续第四个季度下滑，为 2021 年一季度以来的最低值。其中，作为欧洲经济火车头，德国环比持平，同比下降 0.1%，处于衰退边缘。同时，欧元区仍面临通胀高企的巨大压力。从整体 CPI 同比来看，欧元区通胀率实现五连降，但是核心 CPI 同比延续上升态势，2023 年 3 月达到 5.7%的历史纪录，欧元区面临严重的滞胀风险。

欧元区本轮加息和通胀高点的时间点滞后于美国，未来其货币政策转向的时间点也将大概率晚于美国。疫情后，美国经济复苏早于欧元区，在面对持续高通胀时，美联储于 2022 年 3 月开启加息进程；而欧元区则于 2022 年 7 月开启加息，比美国晚 4 个月；同时，美国通胀率于 2022 年 6 月达到 9.1%的高点，而欧元区则于 2022 年 10 月达到 10.6%的高点，同样比美国晚 4 个月。2023 年一季度，欧元区通胀相比美国更加严峻。在此背景下，美联储连续两次加息 25BP，欧元区央行连续两次加息 50BP。未来，在市场预期美联储将于 2023 年 6 月停止加息的前提下，欧元区停止加息的时间点大概率晚于美国。



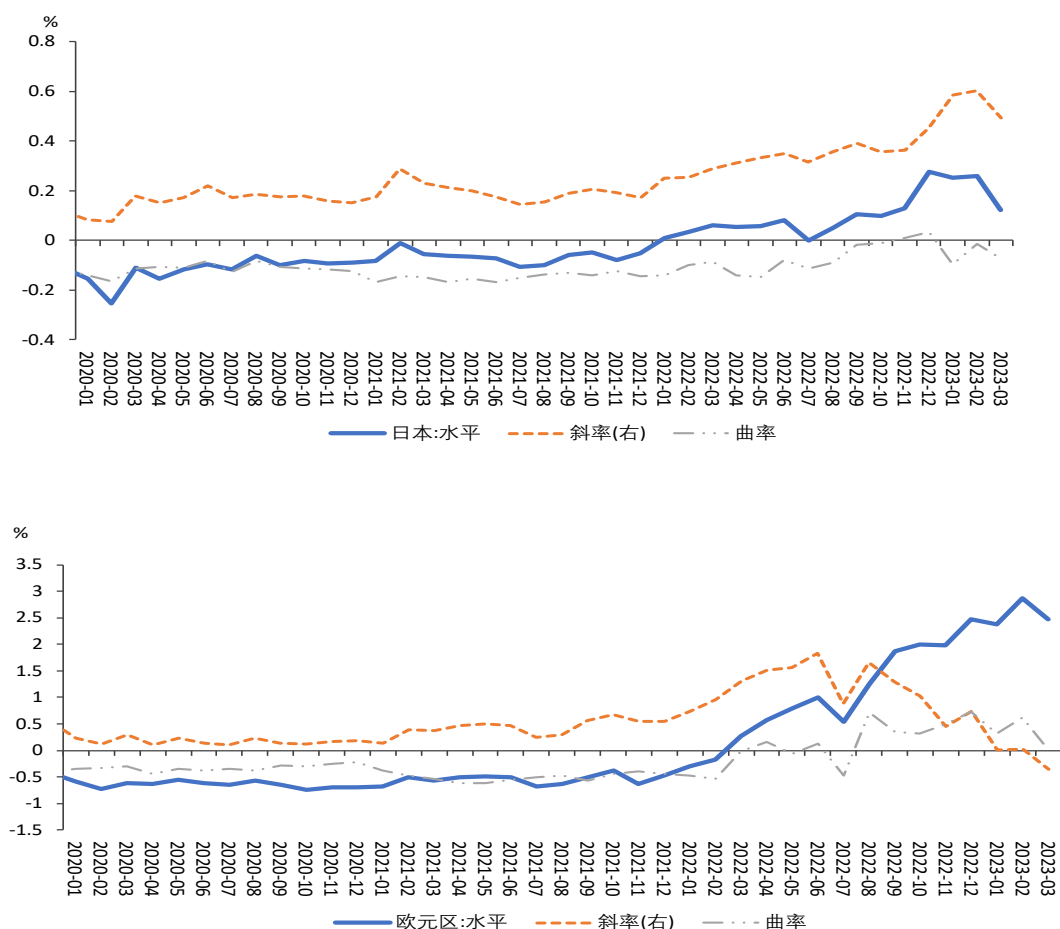


图1 主要发达经济体国债收益率曲线情况

数据来源：WIND、国家金融与发展实验室。

（二）新兴经济体国债收益率曲线情况

2023 年一季度，在美欧紧缩幅度放缓的背景下，新兴经济体面临的通胀高企、资本外流、债务危机和货币贬值的压力也有所放缓，国债收益率波动趋缓。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；俄罗斯和巴西货币政策保持稳定，国债收益率曲线整体保持震荡；土耳其受强震影响降息 50BP，叠加大选不确定，汇率持续贬值，国债收益率曲线震荡上行；中国经济温和复苏但内生动力不足，在保持市场流动性宽裕的背景下，国债利率在历史低位保持小幅震荡。

2023 年一季度，印度国债收益率曲线呈现熊平态势，曲线斜率逼近“零”。2023 年一季度，印度制造业和服务业 PMI 均处于景气区间，小幅波动；印度通

胀逐渐回落，3月CPI同比降至5.66%，处于6%的通胀目标以内。随着通胀降温，印度央行放缓加息步伐：2月8日，印度央行将基准利率调高25BP至6.5%，这是印度央行自去年5月以来第6度升息，同时也是升幅最小的一次。与此同时，印度外贸形势依然严峻，一季度印度进出口均有明显回落，3月，印度进口和出口同比分别下降7.90%和13.89%，贸易逆差达197亿美元。受发达经济体激进加息和美欧银行业危机导致全球金融状况持续收紧，以及地缘政治紧张等因素影响，印度经济增长也面临较大不确定性。整体而言，2023年一季度，受央行持续加息以及通胀仍处高位因素主导，印度国债收益率曲线呈现熊平态势，曲线斜率持续走平逼近“零”。

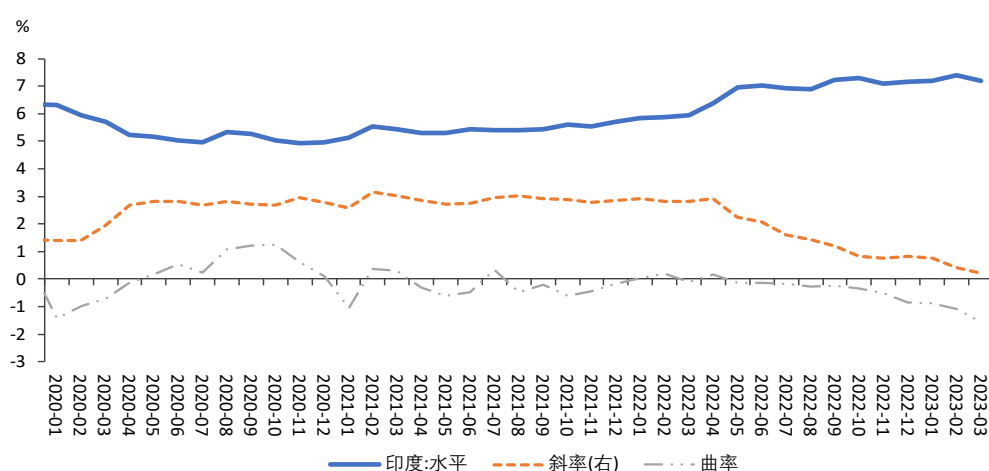
2023年一季度，俄罗斯国债收益率曲线保持小幅震荡态势，曲线斜率在“零”附近波动。据俄罗斯经济与发展部数据显示，2023年一季度，俄罗斯经济GDP下降2.2%，好于预期。其中，3月份同比萎缩1.1%，下降幅度有所改善。服务业PMI重回扩张区间，带动综合PMI指数稳步回升。1-3月，服务业PMI分比为48.7、53.1和58.1。俄央行指出，基于一季度较强的消费和投资活动以及持续保持的低失业率，预计2023年俄GDP增长率将达到0.5%-2.0%，高出俄央行此前预测。与此同时，俄罗斯通胀快速回落，1-3月，CPI同比分别为11.77%、10.99%和3.51%。在此背景下，俄央行连续五次维持基准利率7.5%不变。在通胀回落、经济呈现复苏迹象以及货币政策稳定的综合影响下，俄罗斯国债收益率保持小幅震荡态势。

2023年一季度，巴西国债收益率曲线保持小幅震荡态势，曲线斜率维持在负区间。2023年一季度，巴西央行连续第五次维持13.75%基准利率保持不变。受高利率的持续影响，巴西通胀快速下行，3月CPI同比降至4.36%，但仍超过巴西2023年3.25%的通胀目标。同时，高利率使得信贷成本升高，直接影响消费和生产，令经济活动下降。去年第四季度，巴西GDP环比下降0.2%，同比增1.9%，增速明显放缓。在制造业PMI延续收缩的情况下，服务业增长势头也在减弱。在通胀下行但仍高于目标、政策利率维持高位的背景下，巴西国债收益率曲线保持小幅震荡态势，曲线斜率维持在负区间。

2023年一季度，土耳其国债收益率曲线震荡上行，曲线斜率在“零”附近波动。2022年，土耳其通胀持续恶化，10月份更是高达85.51%，为1998年以

来新高。土耳其采取的“降息抗通胀”策略，使得土耳其里拉兑美元汇率持续大幅贬值。去年 11 月土耳其宣布结束上一轮降息周期后，土耳其通胀有所缓解。2023 年 3 月，CPI 同比降至 50.51%，仍处于极高的水平。为应对强震影响，2 月 23 日土耳其央行决定降息 50BP。同时，土耳其临近政治大选，不确定性升高，土耳其兑美元汇率在一季度又贬值 2.35%。在通胀仍处高位，央行小幅降息的背景下，土耳其国债收益率曲线震荡上行，曲线斜率在“零”附近波动。

2023 年一季度，中国国债收益率曲线整体延续小幅震荡态势，10 年期国债利率在 2.80%至 3.0%的小幅区间波动。2023 年一季度，我国经济社会全面恢复常态化运行，国内经济温和复苏，一季度 GDP 同比增长 4.5%，好于预期，制造业 PMI 和服务业 PMI 大幅改善，进入扩展区间。在经济逐渐回暖和政策前置发力的背景下，一季度货币和信贷开门红。其中，一季度新增人民币贷款 10.6 万亿元，同比多增 2.27 万亿元；M1、M2、社会融资规模分别同比增长 5.1%、12.7%、10.3%，较上季度有显著提升。但 M2-M1 增速剪刀差 7.6%，较上季度小幅收窄 0.5%，处于历史高位，表明实体部门资金利用率依然不高。一季度中国通胀温和，同比上涨 1.3%。分月来看，1-3 月，CPI 涨幅逐月下行，分别为 2.1%、1.0%和 0.7%；PPI 同比降幅扩大，分别为-0.8%、-1.4%和-2.5%。从物价水平来看，政策支持下我国供给能力较强，而需求复苏偏慢。此外，一季度，我国房地产投资同比仍处于负区间，进出口波动较大，在全球经济增长趋缓的背景下，我国外贸面临一定压力。在经济温和复苏、政策发力以及国内经济内生动力不强、需求不足的背景下，中国国债收益率曲线整体延续小幅震荡态势。



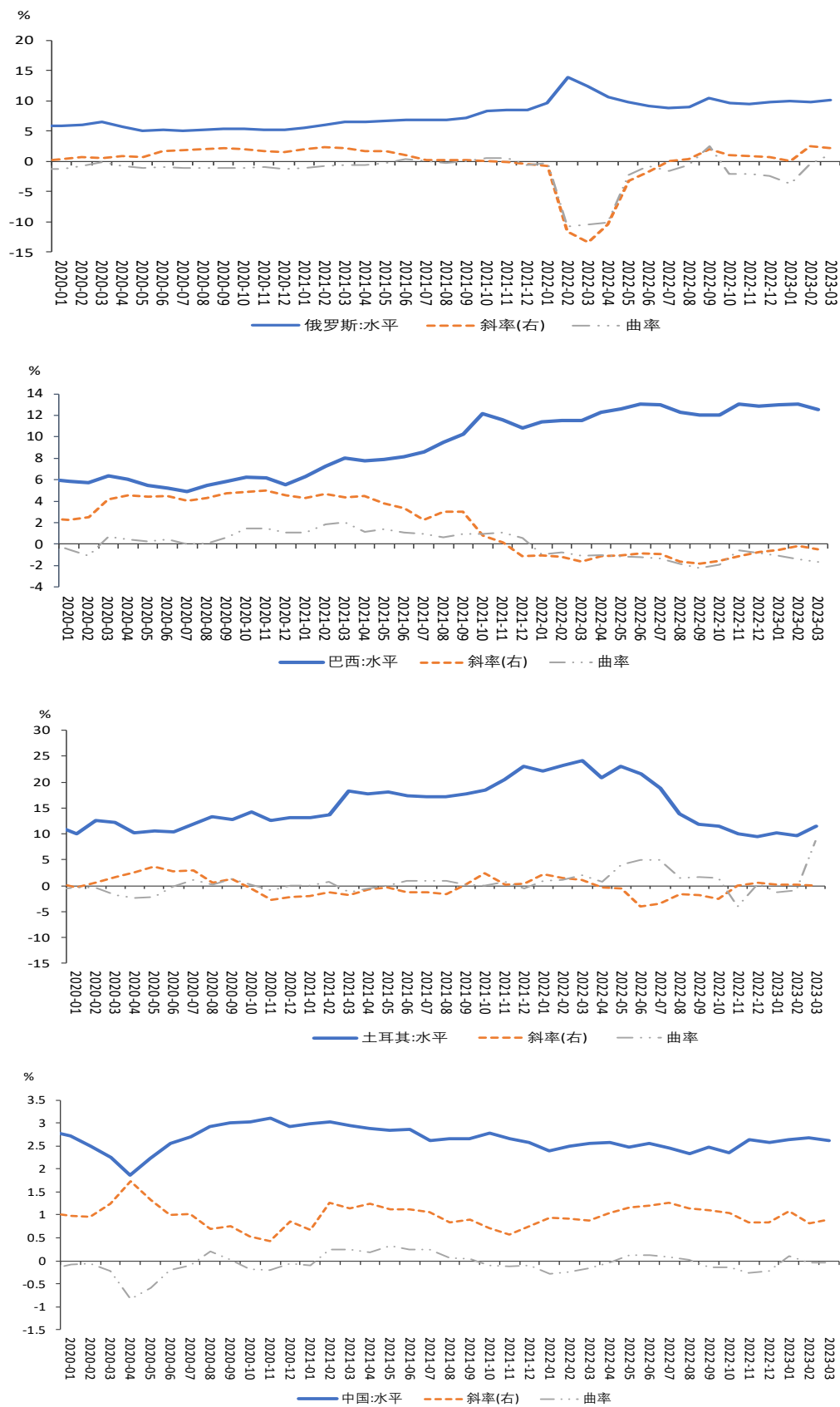


图2 部分新兴经济体国债收益率曲线情况

数据来源：WIND、国家金融与发展实验室。

（三）中美国债利差情况

2023 年一季度，中美国债利差仍处于倒挂区间，但逐渐收敛。其中，中美 3 月期国债利差倒挂加深，整体下行 58BP，降至-295BP；10 年期国债利差处于震荡态势，整体上升 42BP，升至-63BP。中美利差倒挂是因为中美经济周期和政策周期错位。2023 年一季度，美国仍处于紧缩周期，但加息幅度放缓，中美 3 月期国债利差延续下行但幅度收敛；受银行业危机冲击，美国经济衰退预期强化，10 年期国债利率整体下行，中国则保持相对稳定，中美 10 年期国债利差处于震荡上行态势。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；综合考虑美国经济衰退预期、中国经济复苏，中美 10 年期国债利差或将延续震荡上行态势。

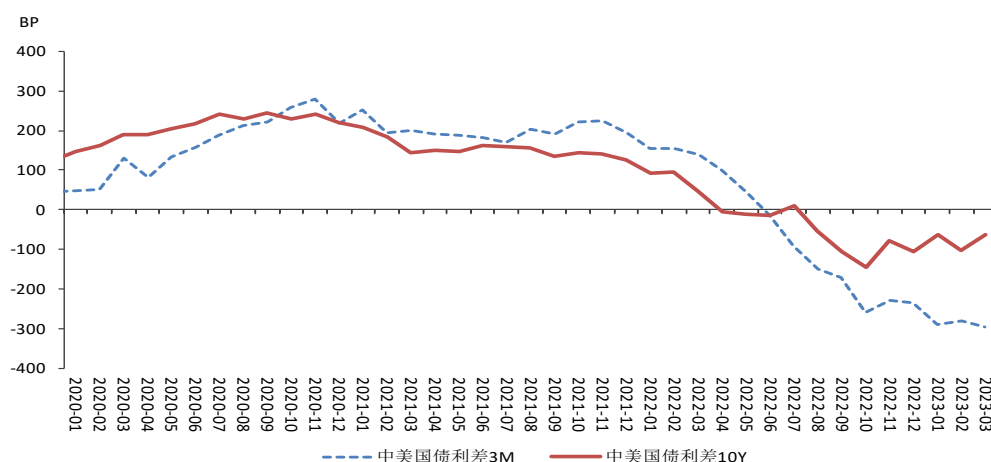


图3 中美国债利差情况

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。

2023 年第一季度，持有 7 年期中国国债的收益相对其他期限来说，收益最高。图 4 展示了自 2022 年末开始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，由于持有期多数期限国债利率上行，利率预期部分为正。若利率上行幅度超过期限利差，则期限收益为负；反之，期限收益率为正。图中 7 年期利率预期与期限利差间距最大，因此，持有 7 年期国债的收益最高。

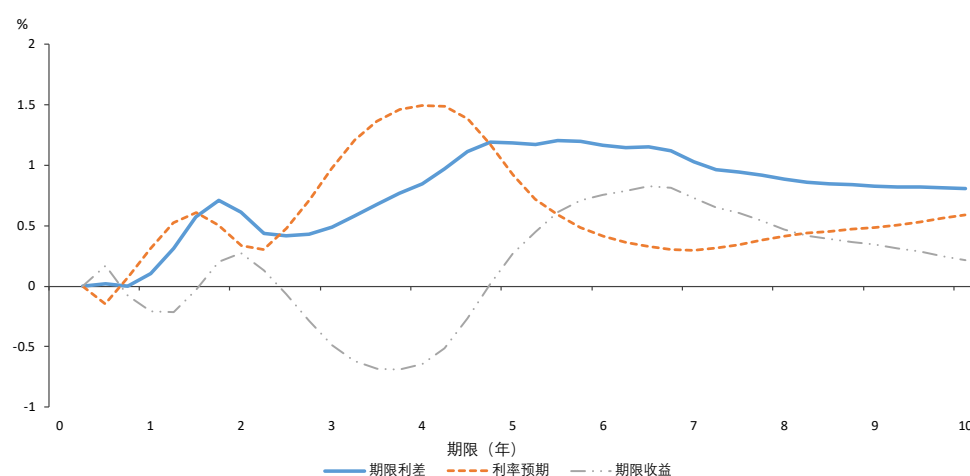


图 4 2022 年末期限利差分解情况

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

2023 年一季度，主要发达经济体信用利差保持震荡态势。2023 年一季度，美欧货币紧缩政策放缓，市场流动性压力边际缓解，信用利差有所下降，但受 3 月银行业危机影响，信用利差又有所抬升，整体保持震荡态势。而日本经济和货币政策保持稳定，信用利差在 2022 年二季度以来抬升的基础上保持小幅震荡。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。

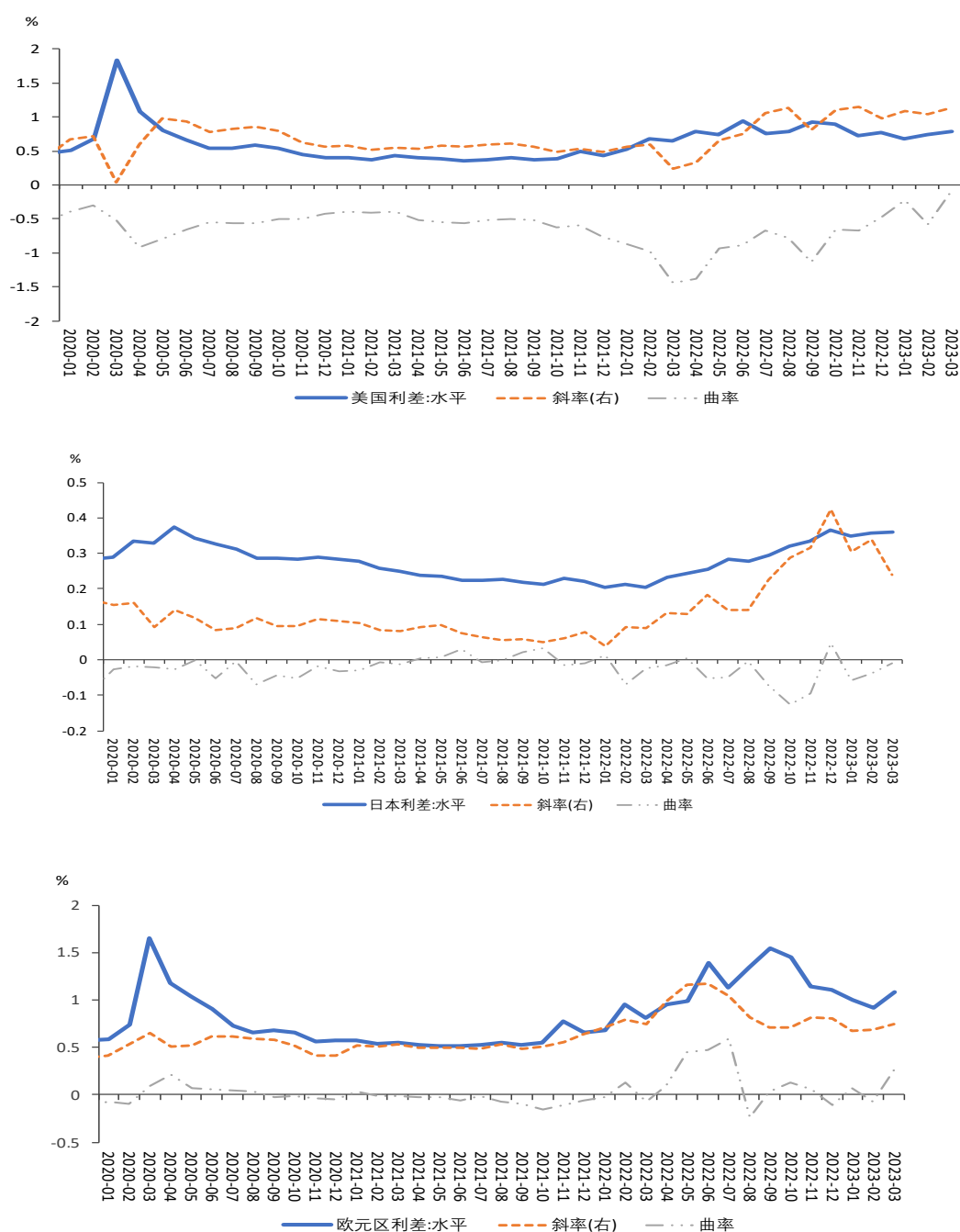


图5 主要发达经济体利差曲线情况

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

2023 年一季度，中国信用利差收窄，印度信用利差小幅震荡抬升。其中，中

国债市场流动性保持充裕，在经济温和复苏背景下，债券持续面临“资产荒”现象，中国信用利差收窄。印度在面临高通胀和货币贬值压力下，采取紧缩政策，其信用利差在历史低位小幅震荡抬升。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下，其信用利差或将有所抬升。

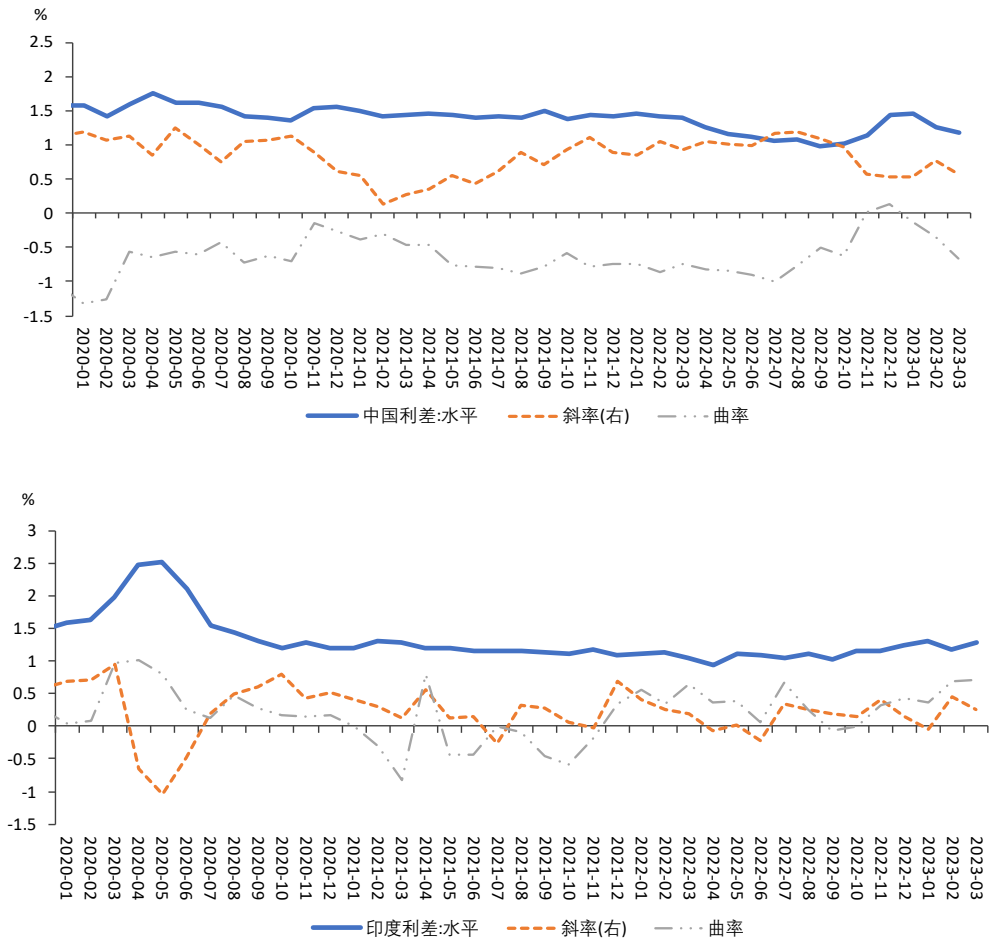


图 6 部分新兴经济体利差曲线情况

注：利差 = (中、印) AA 级信用债收益率 - 国债收益率
数据来源：Bloomberg、中债估值中心、国家金融与发展实验室。

三、全球外汇市场

(一) 人民币汇率走势

2023 年一季度，人民币兑美元汇率跟随美元指数波动，整体呈现较高的负

相关。2023 年一季度，人民币兑美元汇率基本处于 6.7 至 7.0 区间，美元指数主导人民币汇率的波动。2023 年 1~2 月，美联储延续加息政策，同时劳动力市场强劲强化美联储进一步紧缩的预期，人民币兑美元持续贬值；3 月，由于美国银行业危机爆发，引发对美联储激进加息政策负面效应的讨论，对美联储政策预期发生快速反转，美联储将停止加息甚至降息的预期强烈，人民币兑美元持续反弹。



图 7 人民币汇率与美元指数

数据来源：WIND。

(二) 国际汇率走势：主要货币对

2023 年一季度，美元指数六大构成货币兑美元普遍升值，只有日元贬值，美元指数保持震荡，小幅下行 0.86%。其中，英镑、欧元、瑞士法郎、瑞典克朗和加元兑美元分别升值 1.29%、1.94%、1.08%、0.68%和 0.25%；日元兑美元贬值 1.27%。2022 年，在美联储强力加息背景下，美元指数六大构成货币兑美元均有显著贬值。由于美国经济面临衰退风险，叠加美联储加息节奏放缓，2023 年一季度六大货币兑美元汇率有不同程度回升。由于日本坚持货币宽松政策，且外贸形势更加严峻，日元兑美元延续贬值。

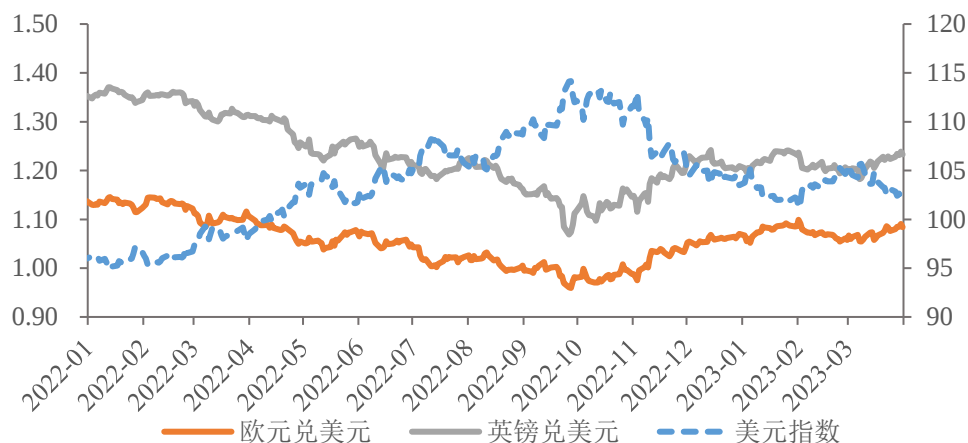


图8 欧元、英镑兑美元汇率与美元指数

数据来源：WIND。



图9 美元兑日元汇率与美元指数

数据来源：WIND。

作者收集了22个主要国家（地区）货币兑美元的汇率变化情况。2023年一季度，全球外汇市场汇率呈现升贬不一的格局。其中，发达经济体兑美元升贬幅度小于新兴经济体货币升贬幅度。随着美元指数回落，英镑、欧元、瑞士法郎、瑞典克朗、加元兑美元小幅升值；日元、韩元、新西兰元等货币兑美元小幅贬值。墨西哥比索、巴西雷亚尔兑美元大幅升值超过4%；而土耳其里拉由于土耳其降息抗通胀以及总统大选不确定事件，在过去大幅贬值的基础上，一季度再度贬值2.35%；俄罗斯卢布在去年大幅升值的基础上显著回调8.75%，逐渐回归疫情前水平。人民币兑美元汇率保持相对稳定，小幅升值0.43%。



图 10 2023 年第一季度主要国家和地区货币汇率变化

数据来源：WIND。

四、加密资产市场回顾

（一）价格走势

一季度加密资产价格显著上涨。截至 2023 年 3 月 31 日，比特币收盘价 28478.48 美元，较上季度末上涨 72.10%；以太坊收于 1822.02 美元，涨幅 52.24%。随着 4 月以来的进一步上涨趋势，比特币和以太坊已经回到 2022 年 6 月市场动荡前的水平，成为一季度表现最好的风险资产类别（见图 11）。伴随价格上涨的还有交易量的放大，一季度前十大加密货币交易所的现货交易量总计达到 2.8 万亿美元，相比 2022 年第四季度增长了 18.1%。

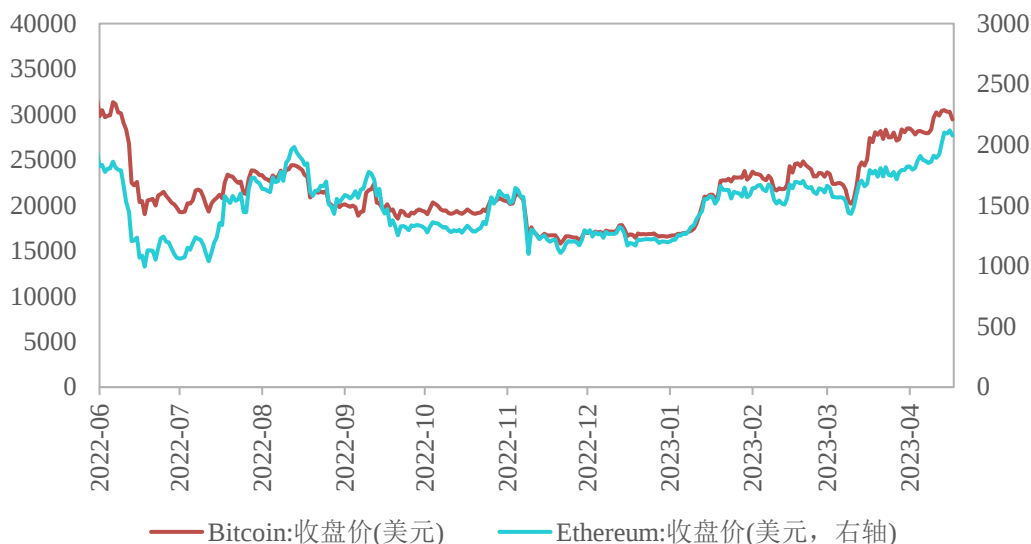


图 11 近期比特币、以太坊价格走势

数据来源：CoinMarketCap，国家金融与发展实验室整理。

加密资产一季度的火热主要得益于美国通胀降温、美联储未来加息预期减弱等因素，这有利于宏观环境的改善和市场流动性回归风险资产。技术层面，2022 年末 FTX 破产以及随之而来的一系列监管执法行动使得利空出尽抛盘疲软也是重要因素。此外，人工智能的火热也是助推因素之一，AI 在 DeFi、GameFi、NFT、DAO、智能合约等领域都存在应用场景。2023 年一季度，多家基于人工智能和机器学习的区块链平台相继获得大额融资。

（二）USDC 脱锚

2023 年 3 月，与加密资产行业关系密切的三家美国银行相继破产，且风险传导使得全球第二大稳定币 USDC 脱锚。此前，由于 USDC 发行方 Circle 采取 100% 储备制度，且每个月都会在其官网披露经审计的储备明细和托管商名单，因此 USDC 一直以透明性和安全性著称，受到了广泛的信任和快速的增长。然而，随着存有 33 亿美元 USDC 储备资产的 SVB 破产，市场对 USDC 流动性风险的担心转化为严重的挤兑风潮，USDC 一度与美元脱离锚定，3 月 11 日盘中曾跌至 0.87 美元低点，还带动 DAI、BUSD 等稳定币也出现了不同程度的脱锚。

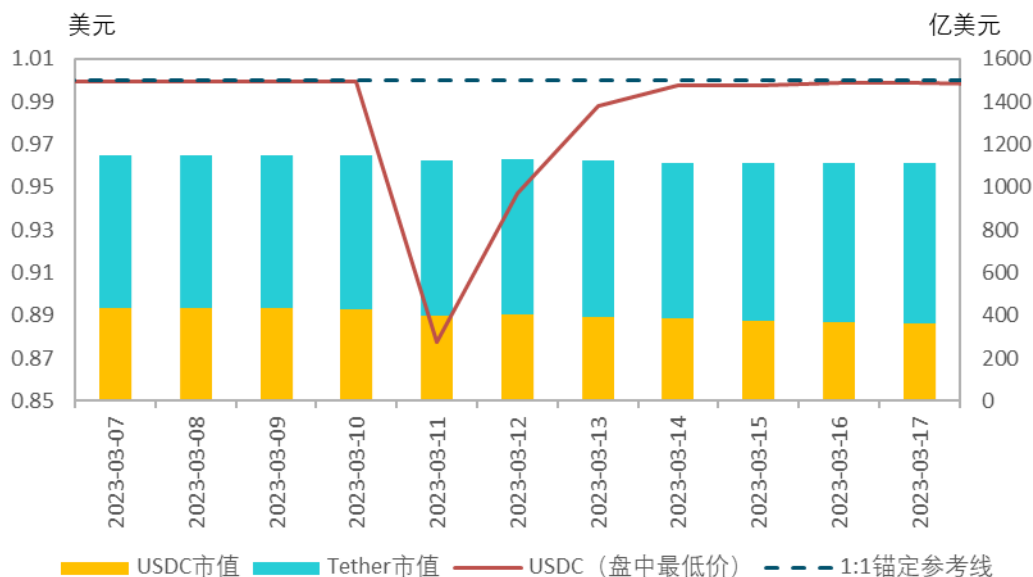


图 12 USDC 脱锚及市场份额下降

数据来源：CoinMarketCap，国家金融与发展实验室整理。

随着美国财政部、美联储和美国联邦存款保险公司的联合救市，市场信心很快恢复，USDC 也与美元恢复了锚定关系。但事件的影响是深远的。从加密资产市场整体价格走势上看，美国银行业的危机被加密领域视为传统金融体系（TradFi）的痼疾，并认为加密资产和 DeFi 能够更好地应对这些挑战、提供更高的信任和透明度，这一逻辑也促成了随后加密资产市场更为强劲的复苏。从稳定币市场内部格局来看，USDC 损失了 26.98% 的市场份额，相应地，USDT 市值增加了 20.29%，进一步巩固了其头把交椅的地位（见图 12）。从金融稳定的视角来看，此前政府和监管层往往只以底层储备资产的质押率和资产组合来判断稳定币的风险情况，然而 USDC 的脱锚警醒我们，储备资产托管机构的运营情况也可能导致风险的爆发。随着加密资产市场规模的不断扩大和投资者数目的不断增多，加密市场与传统金融体系的融合不断加深，已初步形成了风险双向传导的格局——加密创新会对传统金融市场产生威胁；而传统金融市场的风险同样会冲击加密资产市场。正如 Silvergate、SVB 和 Signature 银行的失败不仅与宏观利率环境的恶化有关，更与其在数字领域的高度专业化和过度风险承担有关；而这些银行的暴雷反过来也剧烈影响整个加密资产市场的投资者情绪和价格变动。如果考虑加密市场和传统金融体系的相对规模，后者对前者的影响可能更为剧烈。

（三）以太坊 Shapella 升级完成

4 月 13 日，以太坊完成 Shapella 升级完成，此次升级主要开放了锁定在信标链上以太币（ETH）的提取功能。在以太坊新的 PoS 共识机制下，成为网络验证节点的条件之一是在智能合约中锁定（质押）至少 32 个 ETH。和 PoW 矿池一样，PoS 也催生了一批质押服务商的出现，将众多用户的 ETH 集中锁定，并提供更为稳定的质押回报。据统计，此前锁定在信标链的 ETH 已超过 1600 万个，为了防止大规模提取质押的 ETH 造成市场波动，此次 Shapella 升级包含了提币限制及排队机制。事后来看，开放质押提取并未对 ETH 价格造成显著冲击，以太坊价格仅在当天盘中有所下跌，不过随后迅速反弹。长期来看，开放质押有利于以太坊用户在参与网络验证的同时保证资金的流动性，能够提升验证参与度，同时也会增加质押服务商之间的竞争。

五、美欧加密资产监管趋严

自 2022 年 Terra 项目暴雷、FTX 交易所破产等事件以后，国际社会便已高度关注加密资产监管问题；而 2023 年一季度美国银行业危机的发生则进一步推动加密领域监管环境趋于严格。

2023 年 3 月 22 日，拜登政府《2023 总统经济报告》发布，其第八章专门讨论了数字资产问题。报告措辞交易严厉，直言“许多加密资产没有内在价值（fundamental value），没有成为法定货币的有效替代品，也没有提高金融包容性或提高支付效率”。4 月 16 日，美国众议院金融服务委员会发布稳定币法案的草案版本。如果草案顺利通过，任何银行或非银行稳定币发行主体将必须持牌经营，美联储将负责监管非银行稳定币。草案允许的稳定币储备资产包括实物现金、短期国债和基于国债的回购，且在两年内禁止发布内生抵押型稳定币（如 UST）。

无独有偶，4 月 20 日，欧洲议会正式批准了《加密货币资产市场监管法》（MiCA）。作为欧盟首个加密货币法规，MiCA 要求在欧盟提供加密资产相关服务的所有公司必须在一个欧盟成员国注册方可运行，欧洲银行管理局（European Banking Authority）和欧洲证券及市场管理局（European Securities and Markets Authority）负责加密资产平台的监管。同日，欧洲议会还通过了一项《资金转移条例》的独立法案，要求加密资产运营商确认其客户的身份，以防止洗钱等违法

交易。

除了法案、草案频出以外，一季度美国还延续了自 2022 年 11 月 FTX 破产以来的执法高压环境。特别是美国证券交易委员会（SEC）大幅增强了对加密行业的执法行动力度，诸多头部机构被起诉。币安、Coinbase、Bittrex、Kraken 等头部加密资产交易平台均被波及，指控包括发行销售未注册证券、夸大收益宣传、过高储户风险等。此外，稳定币 BUSD 的发行方 Paxos 也面临被指控发行销售未注册证券的风险，导致 Paxos 不得不暂停 BUSD 的铸造，而投资者对 BUSD 的逃离也使其在一季度损失了 54.5% 的市值。美国近期高密度、高烈度的执法行动引发了加密领域的诸多不满，认为这些行动并无益于推动具体的行业立法，只会恶化监管环境、造成更多不确定性。鉴此，Paxful、Bittrex 等加密资产交易所相继宣布暂停运营或退出美国市场，币安、Coinbase 和 Circle 也着手将更多业务转移到美国以外。

六、香港建立包容监管框架

与美国严厉且充满不确定性的监管不同，香港对加密资产展现了开放包容的态度。2023 年 1 月，香港金融管理局发布《关于加密资产和稳定币的讨论文件结论》，明确了其主要监管态度。文件指出，鉴于当下稳定币可能带来更高、更紧迫的金融风险，香港金管局将优先对稳定币展开监管，落地时间预计为 2023 年到 2024 年。金管局计划采取以风险为基础的方法制定监管要求，考虑将稳定币的治理、发行与赎回、稳定机制与储备管理、钱包服务等首先纳入监管范畴。在牌照管理方面，金管局计划实施本地注册规定，一方面，在香港发行和销售稳定币需要持牌；另一方面，挂钩港元的稳定币，无论其活动是否在香港进行、是否面向香港公众，都需要接受金管局监管。特别地，被监管对象的资产和负债与集团其他成员适当分开，以在出现风险时方便扣押资产以保障投资者。

2 月 20 日，香港证监会就监管加密资产交易平台相关问题公开征求意见，新制度将于 6 月 1 日生效。根据咨询文件，加密资产交易平台需要同时持有《证券及期货条例》下的牌照以及《打击洗钱条例》下的 VASP 牌照。咨询文件对加密平台的展业地要求较为宽松，仅规定“应确保其遵守在其提供服务的司法管辖区内适用的法律及规例，应制定及实施各项措施”，这意味着注册在香港的加密货币交易平台原则上可面向全球展业。在用户方面，咨询文件对用户类型进行了

区分，针对专业投资者，仅需“尽职审查”和“预先通知”即可；而对于零售投资者，不仅需要“尽职审查”和“书面批准”，还需满足“合资格的大型虚拟资产标准”，即在 BTC 和 ETH 以外，还有哪些加密资产能够被纳入“合资格的大型虚拟资产”清单，其审核权将由香港证监会掌握。此外，咨询文件明确禁止平台运营者发布有关特定加密资产的广告、销售加密资产的期货合约和衍生工具、以及参与自营交易。

总体而言，香港正逐步建立起一套较为全面的数字资产监管框架。对于无抵押加密资产，香港将之单独归类为“虚拟资产”，并推出全新的持牌要求和监管规则；对于稳定币，将受到《支付系统及储值支付工具条例》的监管；对于代币化证券，则根据“相同业务、相同风险、相同规则”的原则由《证券及期货条例》监管；对于 NFT，将根据其实质，部分归类为代币化证券进行监管、部分作为虚拟资产监管。

根据官方数据，目前已有来自中国大陆、欧洲、加拿大和新加坡的 20 多家加密资产和区块链公司向港府表示计划在香港设立机构，另有 80 多家公司表现出强烈兴趣。香港对加密公司吸引力陡增，究其原因，一是近期香港开放包容的监管立场与美国等形成了鲜明的对比；二是香港作为国际金融中心，拥有成熟的资本市场、专业的投资者以及大量流动性；三是在香港注册也更有机会接触到大陆的机构投资者，以开发内地市场。当然，现阶段也同样存在诸多疑虑，比如零售交易受到“合资格的大型虚拟资产标准”限制，其范围宽严尚不可知，加密交易是否只面向香港居民这一狭窄市场等问题，也使得许多机构维持观望态度。

七、数字美元仍处研究论证阶段

4 月 16 日，美国众议院金融服务委员会发布的稳定币法案草案，不仅对稳定币提出了一系列监管规则，还要求美联储着手研究数字美元的内容，并重点关注数字美元对货币政策、金融稳定和个人隐私的影响。虽然美联储在 2022 年 1 月就发布了数字美元讨论文件，但迄今为止数字美元仍处于研究论证阶段。4 月 18 日，美联储理事 Bowman 在乔治敦大学发表演讲，系统阐述了 CBDC 论证的政策逻辑。Bowman 指出，CBDC 政策制定有两个关键问题，一是决策者面临的问题是什么，CBDC 能否解决这些问题；二是 CBDC 的方案需要考虑哪些因素、可能产生哪些风险——显然，这仍是一个收益-成本的权衡取舍，我们可以将

Bowman 提出的第一个问题视作 CBDC 的潜在收益，第二个问题则是 CBDC 的设计成本。在收益层面，美联储主要关注国内国际支付系统的改善、金融普惠、货币政策执行以及美元国际地位的维持，且美联储仍将稳定币作为解决上述问题的一种潜在方案。在设计特征、成本和风险方面，美联储主要关注隐私、互操作性和对银行系统的影响。总体而言，数字美元仍在研究论证阶段踌躇不前。

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。