



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

2022 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、特殊资产行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。

政策紧缩与供给冲击的叠加

摘 要

在疫情持续和通胀上升的情况下，2022 年一季度全球经济复苏弱于预期，同时，俄乌冲突使得增长放缓和通胀提速的局势进一步恶化。在此背景下，发达国家收益率曲线呈现明显上行态势。其中，美国国债利率快速上行，加之对未来多次加息预期的强化以及对长期通胀和经济增速回落的预期，美国 2 年期和 10 年期国债利率一度出现倒挂，但这尚不能成为判断美国即将步入衰退的充分条件；日本央行坚持宽松立场，通胀回升和日元贬值导致资本外压力使得 10 年期国债利率曾短暂超越 0.25% 的央行控制上限；欧元区经济在通胀持续创新高的情况下，10 年期公债收益率终于在年初转正并保持上行趋势。

在美国加快收紧政策的背景下，新兴经济体的前景更加不确定。一是新兴经济体普遍面临通胀高企和公共债务大幅上升的问题；二是新兴市场的复苏尚不稳健；三是俄乌冲突使得企业信心和投资者风险偏好下降，对资产价格形成压力。若金融环境进一步趋紧，新兴经济体可能会陷入经济增长放缓和脆弱性上升的负反馈循环。

2022 年一季度，中美国债收益率利差快速收窄，10 年期与 2 年期国债甚至出现 2011 年以来的首次倒挂。接下来，随着中美经济周期和政策周期持续分化，中美国债利率倒挂或将持续。金融市场将在截然不同

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
中国宏观金融
中国金融监管
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
特殊资产行业运行

的利差环境下寻找新的平衡。

收益率曲线的斜率（期限利差）主要包含两个部分：利率预期和期限收益（持有长债相对于短债的超额收益）。2022 年第一季度，持 5.5 年期中国国债收益最高，相对于持有 3 个月国债的超额收益为 1.94%。

数字资产已成为国际金融体系的重要组成部分。一季度的价格走势再次凸显了加密货币风险资产而非货币属性。美联储首次发布数字美元讨论文件，新赛道的“美元化”端倪已现。俄乌冲突这一极端事件给观察加密资产提供了重要时间窗口，捐赠与空投、黑市与反制裁、制裁与中心化、接纳与监管，这些概念在这一时期得到充分的证实或证伪。

目 录

一、全球收益率曲线的变化	1
(一) 发达经济体的收益率曲线	1
(二) 新兴经济体收益率曲线	5
(三) 中美利差出现倒挂	7
(四) 中国国债期限利差情况	8
二、信用利差	9
(一) 发达经济体信用利差曲线情况	9
(二) 新兴经济体信用利差曲线情况	10
三、数字货币	11
(一) 主要加密资产的走势变化	11
(二) 美联储首发数字美元讨论文件	12
(三) 俄乌冲突下的加密资产	13

一、全球收益率曲线的变化

（一）发达经济体的收益率曲线

2022 年一季度，在全球通胀高企、美联储政策收紧的情况下，发达国家国债利率都呈现了明显上行态势。但由于经济复苏、通胀以及政策取向的强弱力度不同，发达经济体国债利率上行幅度也不同。其中，美国国债利率上行最大，欧元区次之，日本最小。

美国国债利率快速上行，收益率曲线出现倒挂

2022 年一季度，美国国债利率呈现两个鲜明特征：一是利率出现了历史上少有的快速上行。其中，10 年国债利率由年初 1.52% 上行至季度末 2.32%，最新数据为 4 月 11 日的 2.79%，今年以来累计上行 127BP。二是紧缩周期之初国债曲线便出现倒挂，史上少有。其中，7 年期和 10 年期在 3 月 18 日以来持续倒挂；备受关注的 2 年期和 10 年期也在 4 月 1 日至 4 日出现短暂的倒挂，此指标通常被认为是经济步入衰退的先兆。上述特征反映在收益率曲线上，表现为收益曲线水平快速上扬，斜率相对稳定，曲率飙升至历史高位。

美国国债利率快速上行，是其经济强劲复苏和持续加息预期的结果。1 月份 IMF《世界经济展望》下调了 2022 年全球增速预测值 0.5 个百分点。其中，由于“重建美好未来”法案受阻、当局更早退出宽松货币政策以及供给短缺问题持续三方面的原因，美国增速预测被下调了 1.2 个百分点。即便如此，预计 2022 年美国经济增长仍有 4% 的增长，尤其是 2022 年第一季度美联储一直关注的劳动力市场表现抢眼。其中，失业率持续下降，3 月份失业率已降至 3.6%，与疫情前水平相当；劳动参与率也明显改善，3 月份升至 62.4%，正向疫情前 63.4% 的水平趋近；前三个月的新增非农人数均超过 40 万。但与此同时，由于供应瓶颈仍存，叠加俄乌冲突导致的能源和农产品价格上涨，美国通胀飙升至 40 年以来的最高水平，3 月 CPI 同比达到 8.5%。在就业市场强劲复苏的情况下，为对抗通胀，美联储继去年底缩减资产购买之后，在 2022 年 3 月开启加息进程。最新点阵图显示今年剩余 6 次议息会议都将加息，至 2022 年底至少还将加息 150BP；市场预计美联储或将加快加息步伐，结合联储官员最新表态，5 月份或将加息 50BP，同时开启缩减美联储资产负债表，按每月 950 亿美元的速度计算，一年将缩减近

1 万亿美元规模。

此次美国 10 年期和 2 年期国债利率出现倒挂，但这未必预示美国经济即将步入衰退。这次倒挂主要由市场对未来多次加息的强共识以及对长期通胀和增长回落的预期共同作用所导致的。第一，自 1976 年以来的 6 次衰退之前，都曾出现过 10 年期和 2 年期国债利率倒挂（见图 2）。但不容忽视的是，每次衰退都伴随有 10 年期和 3 个月国债利率的倒挂，目前 10 年期和 3 个月国债有大概 100BP 利差。即使未来 3 个月国债利率随着加息推进会逐渐上升，但 10 年期和 3 个月国债是否倒挂仍不确定。第二，历史上 10 年期和 2 年期国债利率出现倒挂，美国经济未必进入衰退。比如，1995 年的情况。第三，利率期限结构理论表明，长期利率等于未来短期利率预期的平均加上期限溢价。此轮通胀持续性与幅度都超出了美联储之前的预想，在前期货币政策的静默下，通胀创出近 40 年新高。在就业持续好转的情况下，美联储加息从“落后曲线”到“追赶超调”，在与市场充分沟通的情况下，最终市场形成了未来两年内持续多次加息的强共识，进而导致两年期国债利率快速上行。根据 IMF 的最新预测，美国经济经历 2021 年—2023 年 5.6%、4.0% 和 2.6% 的强劲复苏后，经济增速会逐渐回落至 1.7% 左右；同时，通胀也将逐渐回落至 2%。这种情形下，未来短期利率将随经济增速和通胀的回落而有所回调，预期 10 年期利率低于 2 年期利率有其合理性。第四，疫情以来美联储新一轮大规模的量化宽松可能对期限溢价造成扭曲，对长期利率形成抑制。待缩表预期强化和推进，长期利率或将迎来新一轮的上行。目前，2 年期利率已对紧缩预期进行了充分的定价，未来 10 年期和 2 年期利率倒挂的情形，或将在短期内消失。

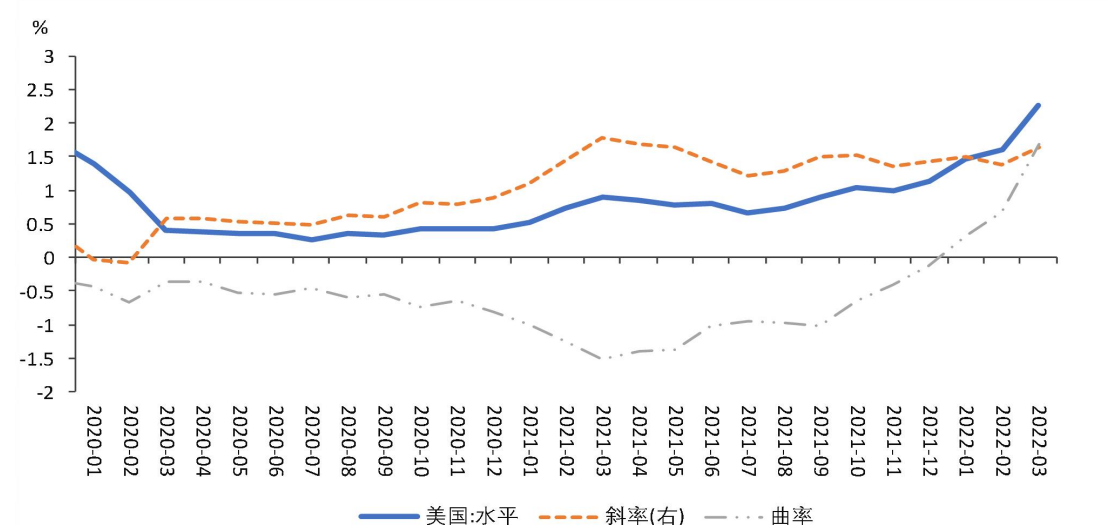
日本坚持政策宽松与收益率曲线控制，压制国债利率上行

2022 年一季度，日本国债收益率曲线呈“熊陡”态势，但上行幅度远不及美国。一方面，2022 年一季度日本 CPI 同比延续正值，1~2 月分别为 0.5% 和 0.9%，通胀相对温和，低于 2% 通胀目标；但企业物价指数同比持续超过 9%，受美联储货币紧缩和美债利率飙升的影响，日本 10 年期国债连续逼近 0.25% 的上限，并终于在 3 月 28 日突破。另一方面，日本央行坚持宽松货币政策，通过购买长期国债，使 10 年期国债利率保持在零左右。在长期利率突破 0.25% 上限的当天，日本央行发起了为期四天的无限制购债行动，以压制国债利率上行。美日国债利

差拉大也导致日元暴跌，截至4月13日，日元对美元跌至20年以来新低，今年已累计贬值超过8%，日元避险资产的吸引力逐渐下降。根据日本央行的表态，日元疲软对日本整体经济有积极影响，低而稳定的利率对经济和物价是必要的。与此同时，需注意通胀相对稳定是货币政策保持宽松的前提。而日元持续贬值将进一步推高进口成本，这将抵消日元疲软对出口的刺激，日本货物贸易已连续7个月逆差；同时贬值也会带来输入型通胀的压力，日本央行预计CPI可能从4月开始升至2%左右。在通胀趋近2%目标之际，日本货币政策立场、汇率变化以及对外贸易平衡，将成为影响其收益率曲线形态的重要变量。

欧元区通胀飙升推动10年期公债收益率由负转正

2022年，欧元区公债收益率曲线呈“熊陡”态势，上行幅度处于美国和日本之间，10年期公债收益率在通胀飙升推动下由负转正。俄乌冲突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。欧元区3月CPI同比增长7.5%，再创历史新高，远高于2%的目标，其中能源价格同比增长40%。欧央行3月会议纪要释放鹰派信号，许多决策者认为货币政策有必要立即正常化，资产购买计划在夏季结束可以为第三季度的加息铺平道路。值得注意的是，在通胀飙升的同时，欧洲经济的衰退风险正在上升。欧央行估计下个季度的经济增长将趋近于零，并下调了今明两年的经济增长预期。在通胀持续高企、经济预期悲观和投资消费疲软的背景下，欧央行面临较大挑战。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，政策调整大概率将呈现渐进、温和的态势。



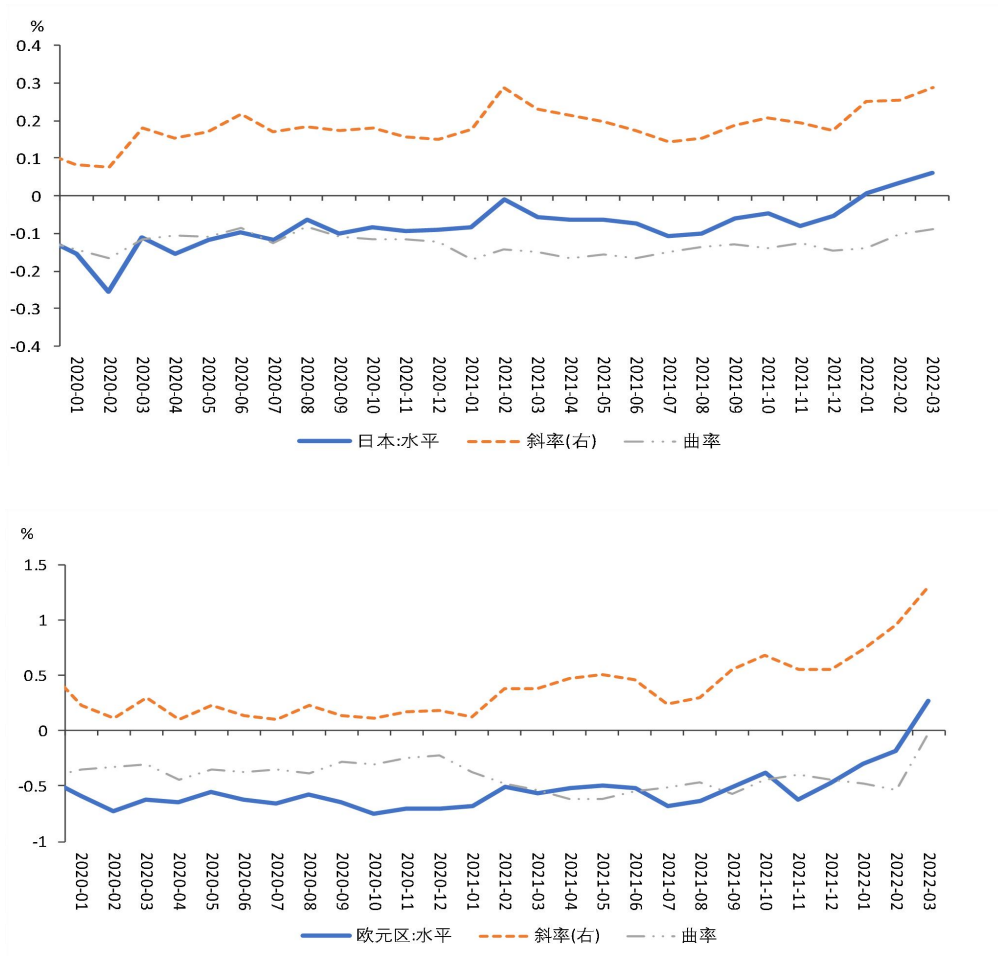


图1 主要发达经济体国债收益率曲线情况

数据来源：WIND、国家金融与发展实验室。

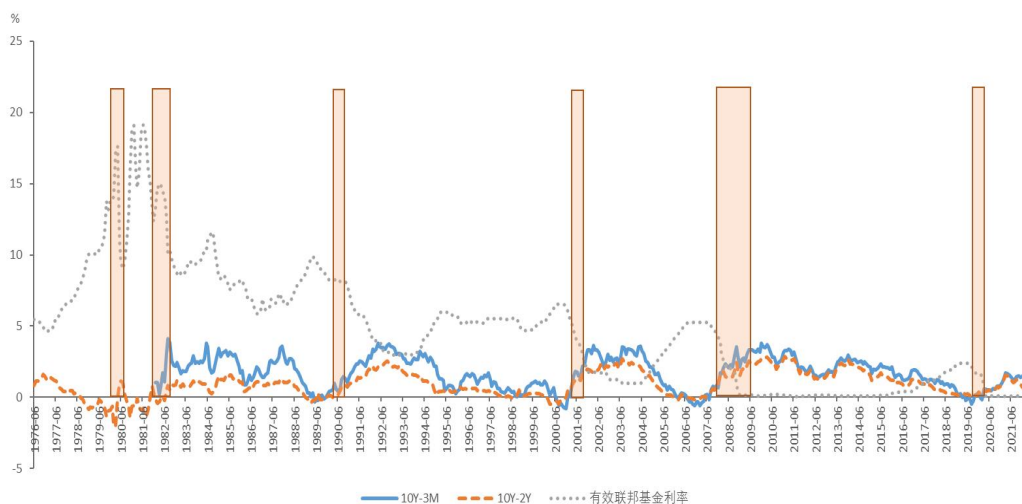


图2 美国国债利差、联邦基金利率与经济衰退

注：图中阴影部分为衰退时期。

数据来源：WIND、国家金融与发展实验室。

（二）新兴经济体收益率曲线

2022 年一季度，在俄乌冲突以及美国加快政策紧缩的背景下，新兴经济体的经济运行前景不确定进一步加大。对内，新兴经济体的复苏尚不稳健且普遍面临通胀高企和公共债务大幅上升的问题；对外，俄乌冲突使得企业信心和投资者风险偏好下降，这对资产价格形成明显压力，而美国紧缩政策，又使得金融环境进一步趋紧，新兴经济体可能会陷入经济增长放缓和脆弱性上升的负反馈循环。

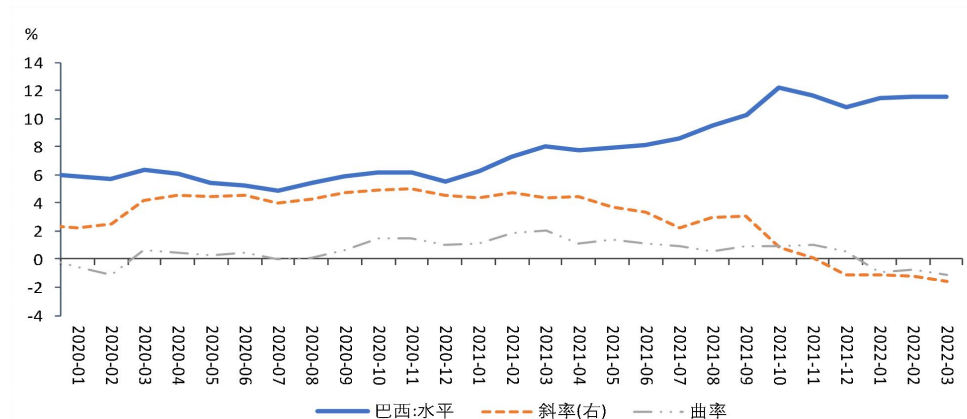
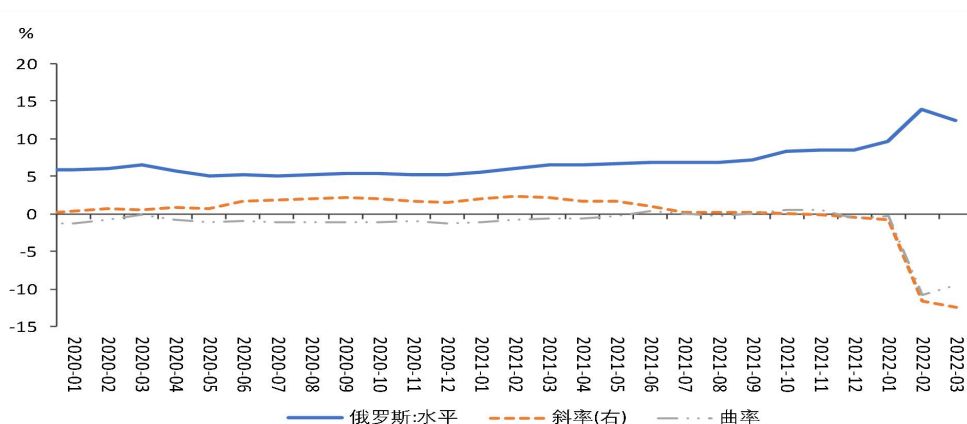
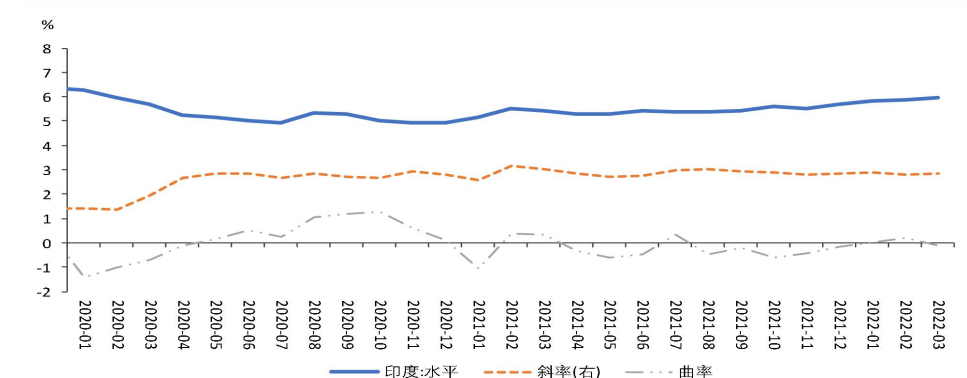
2022 年一季度，中国和印度经济结构完整、通胀上行幅度有限以及政策稳定，加之受到外部冲击有限，国债利率基本保持相对稳定。其中，印度制造业和服务业 PMI 保持在景气区间，通胀水平低于 7%，相对去年底仅上升 1%，相对温和；政策利率自疫情以来，一直稳定在 3.35% 的水平，国债曲线水平也仅有小幅上行 24BP。中国经济中，由于地产部门的收缩、收入增速拖累影响消费，经济面临下行压力。1 月 IMF 对 2022 年中国增长预测由 5.6% 下调至 4.8%。同时，多地疫情连续爆发对生产和服务造成较大影响。从物价水平看，中国 PPI 同比持续回落，CPI 同比温和上升，剪刀差逐渐收窄，3 月份 PPI 和 CPI 同比分别为 8.3% 和 1.5%。在 1 月份中国央行降息（1 年期 MLF 和 LPR 利率均降息 10BP 分别至 2.85% 和 3.70%）的推动下，一季度中国 10 年期国债利率小幅下降，目前基本稳定在 2.80% 附近。

2022 年一季度，俄罗斯国债利率大幅上行后又逐渐回落。爆发于 2022 年 2 月 24 日的俄乌冲突以及以美国为首的西方集团对于俄罗斯的金融经济全方位的制裁，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%，通胀持续恶化，3 月 CPI 同比达到 16.69%。俄罗斯随即采取资本管制，同时将政策利率由 9.5% 大幅提升至 20%，国债利率水平大幅上行。3 月底，面对西方制裁，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，国债利率从高位下行。在汇率和金融市场相对稳定的情况下，俄罗斯央行在 4 月 11 日宣布将政策利率下调至 17%。

2022 年一季度，受美联储紧缩影响，巴西两次加息，国债利率呈现熊平态势，曲线呈倒挂状态。作为全球大宗商品的主要出口国之一，巴西出口受益于大宗商品价格的上升，贸易顺差扩大。但诸如通胀飙升和债务高企等不利因素仍使

其饱受困扰。受美联储紧缩影响，巴西在 2 月和 3 月连续两次加息，累计加息 250BP 至 11.75%，国债利率呈现熊平态势。

2022 年一季度，土耳其通胀飙升至 61.14%，汇率延续贬值态势，在总统反对加息的情况下，国债利率呈现熊陡态势，曲线斜率由负转正。一方面，土耳其通胀恶化，2022 年前三个月 CPI 同比分别为 48.69%、54.44%和 61.14%，创 20 年新高。另一方面，在总统反对加息的情况下，政策利率保持在 15.50%，汇率延续去年 9 月以来的贬值趋势，今年一季度在去年四季度贬值 50%的基础上又贬值 11%。



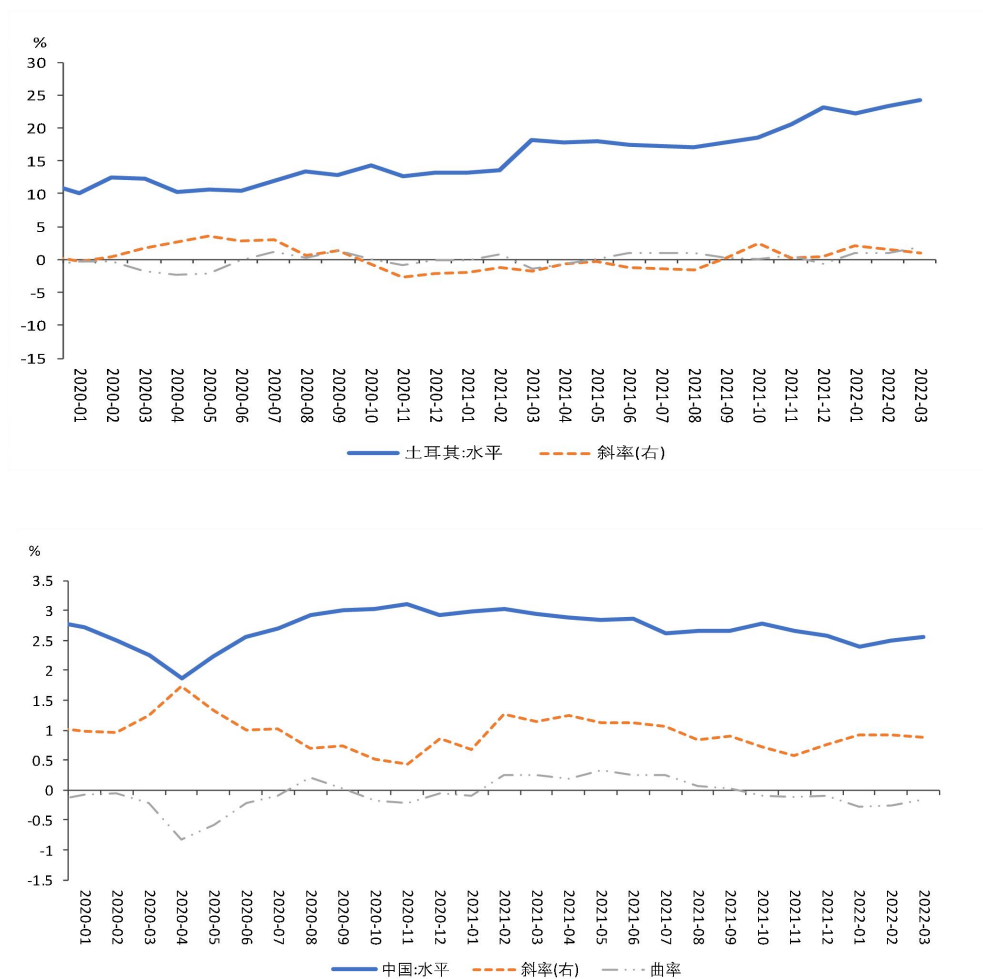


图3 部分新兴经济体国债收益率曲线情况

数据来源：WIND、国家金融与发展实验室。

(三) 中美利差出现倒挂

2022 年第一季度，中美国债收益率利差延续收窄趋势。其中，中美 3 月期国债收益率利差降至 139BP，减少了 60BP；中美 10 年期国债收益率利差降至 47BP，大幅收窄 98BP。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。中美 10 年期利差倒挂归因于中美经济周期和政策周期错位，加之上述原因仍将继续存在，中美 10 年期利差倒挂也还将持续一段时间。对于 10 年期中美利差倒挂虽然不必过于担忧，但仍需关注其背后的变化。一方面，中美利差仍然是决定汇率的重要因素之一。今年以来外贸保持较高增长，贸易顺差增长显著，实际利用资本金额也超去年同期，这将对汇率形成一定的支撑。但双边利差倒挂持续存在所产生的影响，仍需要密切观察；另一方面，随着美国加息进

程推进，中美 3 个月国债利差也将快速收窄，这将压缩国内的政策调整空间，对中国的政策宽松形成一定的掣肘。

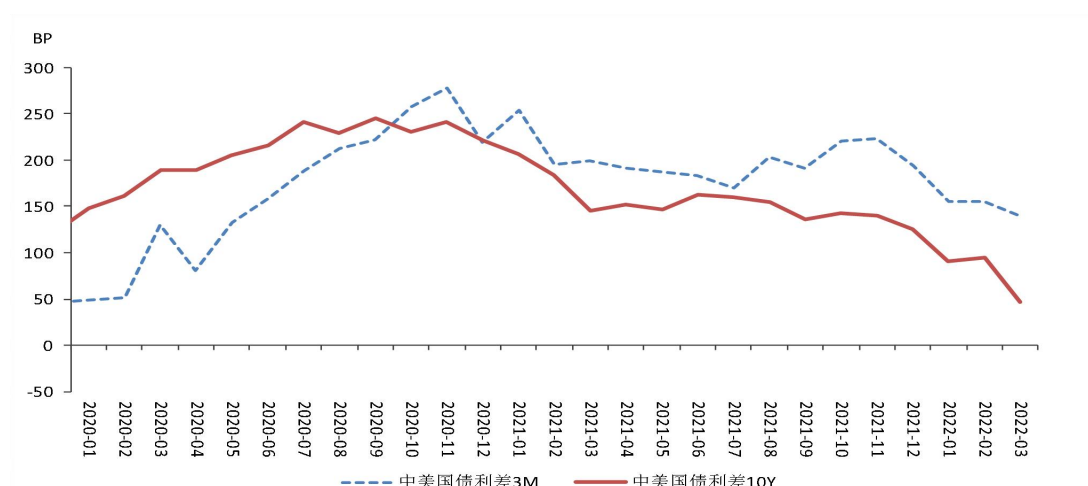


图 4 中美国债利差情况

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 年第一季度，持有 5.5 年期中国国债的收益最高，相对于持有 3 个月国债的超额收益为 1.94%。图 5 展示了 2021 年 12 月末持有各个期限中国国债 3 个月，期限利差分解情况。其中，蓝色表示 2021 年 12 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。

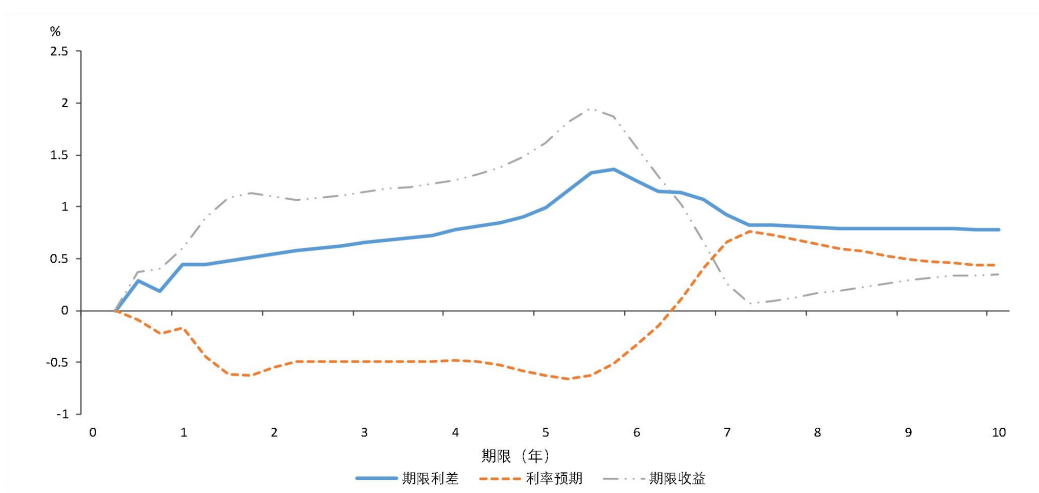


图5 2021年12月末期限利差分解情况

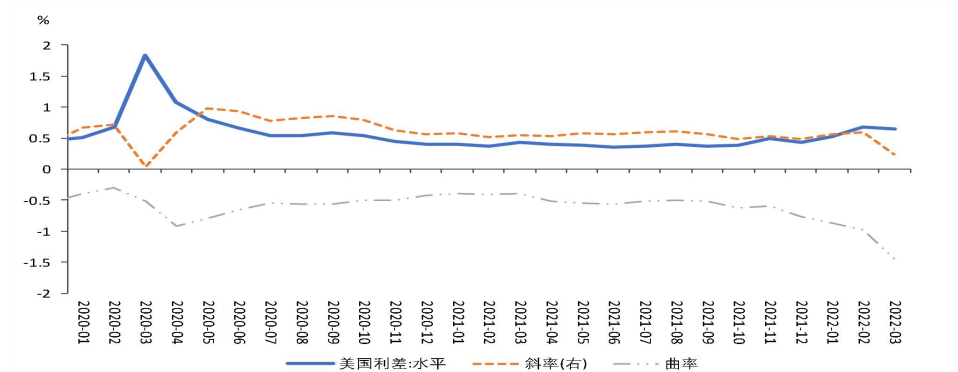
数据来源：中债估值中心、国家金融与发展实验室。

二、信用利差

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年一季度，美欧信用利差由历史低位呈现反弹迹象，日本在历史低位保持震荡小幅态势。这主要是政策分化导致的结果。2022年一季度，美联储开启加息进程，并呈现加速紧缩的态势；欧元区尚未开启加息，但宽松政策有所松动，鹰派信号不断强化资产购买将逐步减码，市场预期三季度将开启加息；日本央行坚持货币宽松政策，宣称2023年之前不会加息。展望未来，在全球经济复苏不确定性增多，同时货币政策进一步收紧的态势下，发达经济体信用利差或将持续反弹。



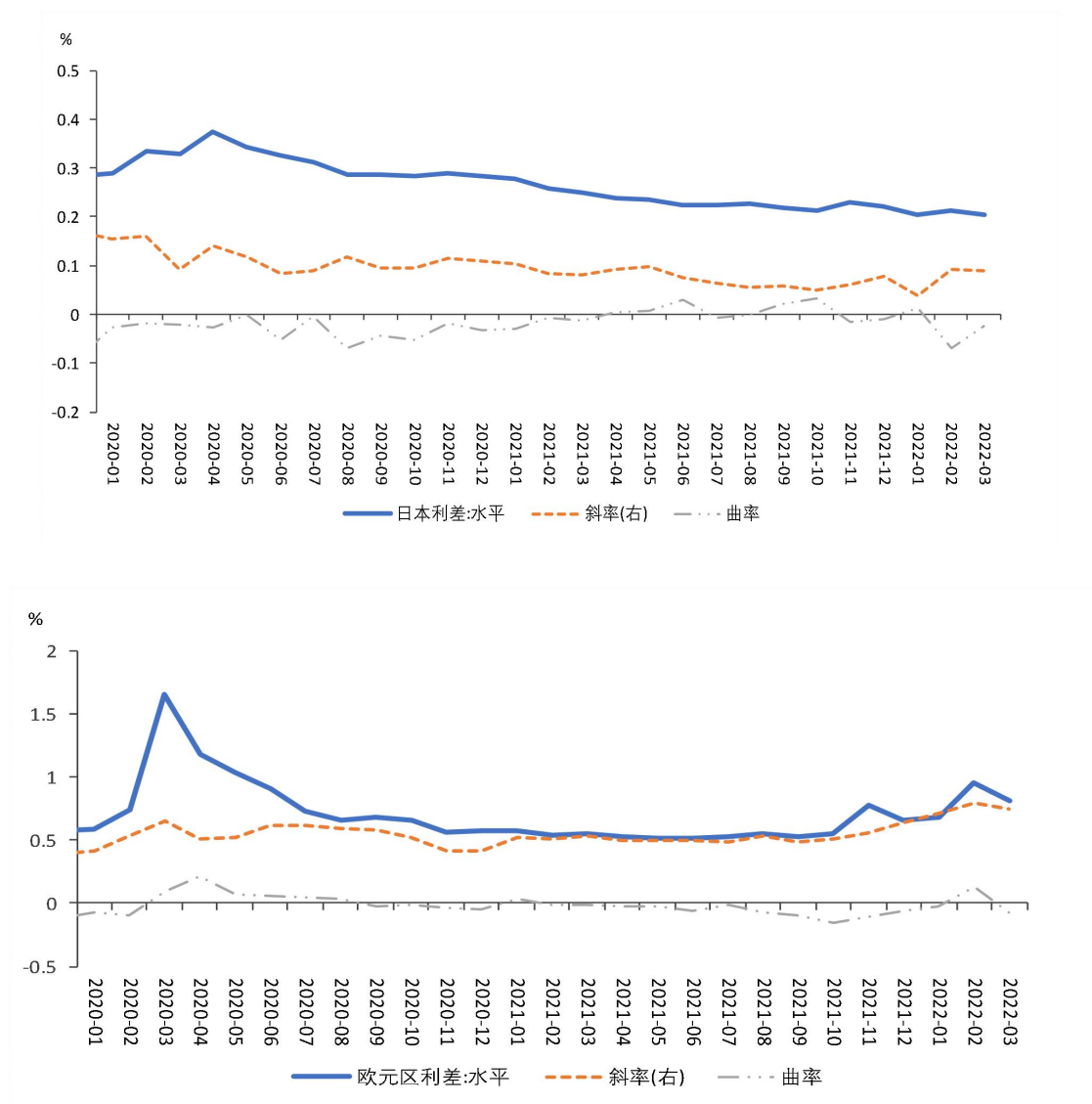


图6 主要发达经济体利差曲线情况

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 年一季度，中国和印度信用利差继续维持在历史低位。2022 年一季度，中国经济面临下行压力，但政策空间尚存；印度经济保持复苏态势。同时，中国、印度的货币政策与市场流动性基本保持稳定，信用利差也基本维持在历史低位。展望未来，中国信用利差或将继续保持稳定。但其他大部分新兴经济体，在持续高通胀、高债务和货币贬值压力背景下，面对疫情冲击和发达经济体紧缩政策外溢影响，其信用利差或将出现明显抬升。

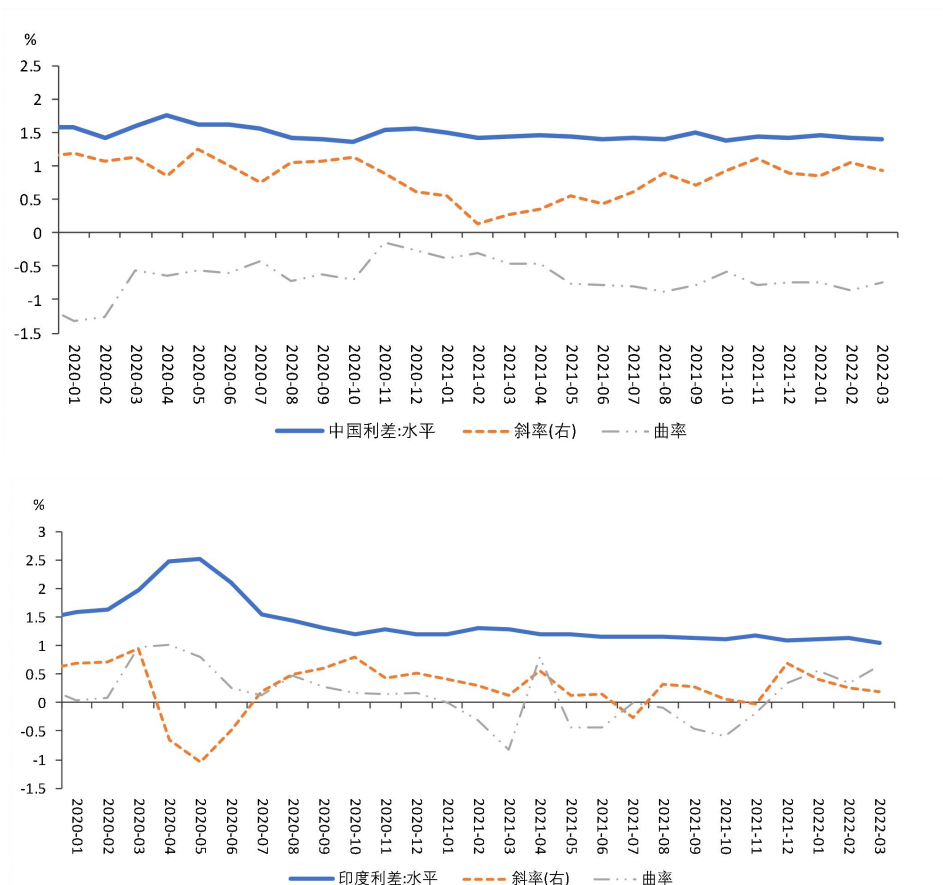


图7 部分新兴经济体利差曲线情况

注：利差 = (中、印) AA 级信用债收益率 - 国债收益率

数据来源：Bloomber、中债估值中心、国家金融与发展实验室。

三、数字货币

(一) 主要加密资产的走势变化

2022 年开年以来，比特币和以太坊延续去年 11 月开始的大跌，于 1 月 22 日触及季度最低点，分别为 35000 美元和 2400 美元，这相较于去年 11 月下跌前的高点相对而言，已是腰斩。经过短暂的调整，恰逢 2 月末俄乌冲突爆发，当时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，加密资产成为避险和逃脱制裁手段的猜测很快被证伪，一方面，无论是比特币还是整个加密资产市场，其体量都无法容纳俄罗斯这样一个体量的国家所需的市值和交易量；另一方面，美欧在加密领域的制裁接踵而至，比特币价格再度跌回 3.8 万美元价格

线。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，几乎再次回到了年初的价格。



图8 2022年一季度比特币、以太坊价格走势

数据来源：CoinMarketCap，国家金融与发展实验室整理。

此外，以太坊方面，3月下半月，随着Klin测试网部署完毕，以太坊今年“合并”（Merge）计划再下一城。以太坊2.0进程的推进也反映在价格上，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1000万以太坊，这本身也减少了以太坊的供应，从而进一步助推了以太坊价格的上涨。

（二）美联储首发数字美元讨论文件

2022年1月20日，美联储发布数字美元讨论文件《Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation》（下称《讨论文件》），这是美联储首次系统阐述央行数字货币（CBDC）并征求利益相关方的意见。

《讨论文件》描述了CBDC的经济背景、主要政策考虑以及发行数字美元的潜在风险和好处。美联储认为，CBDC的潜在优势在于，它能够安全地满足数字时代的支付需求、改善跨境支付、支持美元国际货币角色、促进金融普惠、提

供公众获取中央银行安全货币的渠道。同时，CBDC 也存在可能的风险，包括改变金融行业结构、触动金融体系安全稳定、影响货币政策渠道和有效性、增加隐私保护和网络安全等风险隐患。《讨论文件》指出，美联储尚未就是否发行 CBDC 做出决定，其最终考量将是上述潜在优势是否大于潜在风险，以及发行 CBDC 是否优于其他替代性方案（比如私人稳定币）。

3 月 9 日，美国总统拜登签署行政命令，其中一个重要内容是呼吁在整个政府范围内紧急关注 CBDC 的研发。该命令要求对中央银行数字货币的潜在利益和风险进行全面评估，评估视角包括消费者、投资者以及整个美国金融系统。拜登要求研究和报告由财政部牵头，其他联邦机构包括商务部和国土安全部也要提供意见。

一直以来，美国对 CBDC 始终保持相当审慎的态度。首份《讨论文件》的发布展现出其对 CBDC 相关问题已有充分的先期研究，也意味着 CBDC 研发与否已经摆上美联储议程；而在俄乌冲突背景下，拜登行政命令预示着数字美元研发可能进一步提速。在数字时代的货币竞争中，美国不会轻易放弃美元霸权，其一方面积极推动将稳定币（通常与美元挂钩）纳入正规监管框架，另一方面紧锣密鼓筹备数字美元，这将在两条赛道上给全球各国带来新一轮的“美元化”担忧。

（三）俄乌冲突下的加密资产

2 月 24 日爆发的俄乌冲突把加密资产也推到了风口浪尖，一时间捐赠、制裁、新货币体系等各种传言甚嚣尘上，主流加密资产也经历了一波倒 V 形的涨跌走势。事实上，极端事件为市场带来了观察加密资产的重要时间窗口，许多似是而非的概念将在这一时期得到证实或证伪。根据冲突期间各方的行动和市场反应，加密资产相关的四个方面问题值得关注。

捐赠与空投

2 月 26 日，乌克兰政府在其官方推特上发布了接受 BTC、ETH、USDT 的捐赠请求，并随后组建了 Aid for Ukraine 网站，将受捐加密资产扩充到十余种。截至 4 月上旬，该项目已募集到价值超过 6 千万美元的捐赠款项。

3 月 2 日，乌克兰官方表示将向捐赠者的钱包地址发放空投，然而空投的消息却成为了加密资产领域投机氛围的放大镜。消息发出后，乌克兰官方以太坊钱包地址中涌入了大量捐赠，从此前每小时几百个钱包发来捐赠一下激增到数千个

钱包。然而这波大多从 0.0001 ETH 到 0.01 ETH 不等，价值约 0.30 美元到 30 美元，甚至超过 20%来自新创建的钱包。根据 Dune Analytics 的统计，空投消息发出后的 18 个小时内，捐赠加密货币的钱包数量已经超过了之前数天发起捐赠的钱包总量。

大量的小额捐款意味着以太坊用户正试图对乌克兰的钱包地址进行 Sybil 攻击。这种攻击被定义为网络中的少数节点通过控制多个虚假身份，从而影响网络大量正常节点的一种攻击方式，简而言之，就是同一用户伪装成多人参与网络。而此次 Sybil 攻击的主要目的则是通过持有多个捐赠钱包尽可能多地获得乌克兰预告的空投奖励，以增加个人获取的空投代币总量。不知是不是因为 Sybil 攻击的影响，乌克兰政府空投代币的活动最终被宣布取消。

从捐款者的角度出发，这种攻击导致“捐赠”行为出现变味，更像是一种大发战争财的手段；而从乌克兰来讲，它已经拥有了通过加密货币募集捐款的畅通渠道，单独发币并不会带来什么边际改善。这一举措更像是一种营销，类似 Defi 创新治理币一样，通过加密货币创造一种共同的价值观，然后基于这种价值将一群人捆绑在一起，形成更强的参与感和归属感。这种行为很像比特币最初在极客圈的“共识”一样，是一群人的理想和追求。然而它一旦扩大化、一旦变得有利可图，“共识”就很容易被资本和利益裹挟。

然而无论如何，捐款的呼吁让世界看到了，加密资产能够跳出物理空间和国界的限制，成为寻求援助者的工具。与此同时，另一个用途也同时被关注，那就是如何逃避法律、绕开规则。

黑市与反制裁

俄乌冲突伊始，乌克兰银行于 2 月 24 日就固定了格里夫纳的外汇汇率并限制了银行的现金提取。在危机情况下，对格里夫纳的抛压自然地形成汇率黑市市场，汇率黑市价格将按照资金供求来定价，必然偏离官定汇率。在此期间，乌克兰的一些交易所事实上充当了黑市的角色。比如冲突次日，USDT 在乌克兰 Kuna 交易所的价格曾飙升至 31.89 格里夫纳，而同时期 UAH/美元汇率为 29.89，这表明黑市的隐含溢价约为 6.7%。

俄罗斯方面，由于冲突开始后美欧的制裁不断升级，产生了诸多通过加密资产实现规避制裁的猜想。有分析指出，由于比特币和其它加密资产网络是（所谓

的)匿名且无审查的,于是可能成为俄罗斯寡头和民众避免制裁的避风港。甚至有人提出,全球货币体系的“锚”有可能从美元脱钩,再次回到外部货币上来。随着美欧对俄制裁的不断加码和乌克兰接受加密资产捐款的消息频频发出,这场冲突首先带火了加密领域,表现为俄乌冲突初期,比特币上涨超过 10%。

的确,最初有迹象表明,使用俄罗斯卢布的加密资产交易量激增。加密货币研究机构 **Kaiko** 追踪的数据显示,大量的交易集中在总部位于美国之外的币安平台,主要的交易标的是 **BTC** 和 **USDT**。然而,随后的市场数据与事实证明,无论是避险还是规避制裁,这对于加密资产可能都是伪命题。第一,加密资产没有足够的市场规模和流动性来满足像俄罗斯这样体量的主权国家的需求。第二,大量资金通过加密资产流出俄罗斯,本身也会给当地货币带来沉重的抛售压力,推动汇率贬值,阻碍政府的融资努力。因此可以看到,俄罗斯中央银行(**CBR**)仍持禁止加密货币发行和流通的态度。第三,加密资产整体而言还属于另类投资领域,只有很小比例的人口掌握加密资产相关技术。匮乏的基础设施不会在冲突下被迅速建立起来,且随之而来的制裁反而会令这些加密资产的交易渠道越来越少。

制裁与中心化

在加密资产制裁方面,早在 2 月底,乌克兰副总理、数字转型部长 **Mykhailo Fedorov** 就已责成相关人员搜集俄罗斯和白俄罗斯政客持有的加密货币钱包地址。当时俄罗斯尚未被踢出 **SWIFT** 系统,**Fedorov** 便呼吁防范俄罗斯使用加密货币逃避制裁。乌克兰数字转型部向 **Coinbase**、币安、**Huobi**、**KuCoin**、**Bybit**、**Gate.io**、**Whitebit**、以及乌克兰交易所 **Kuna** 八个加密货币交易所发出了正式信函,要求他们停止为俄罗斯用户提供服务。但币安与其他几家交易所公开表示,他们不会封锁所有俄罗斯用户或 **IP** 地址。

3 月 1 日,美国政府出手制裁,要求加密资产交易所不要为制裁名单内的个人和实体提供交易便利,确保俄罗斯无法通过加密资产规避现有制裁手段。随后,总部位于美国的 **Coinbase** 宣布其已屏蔽了 2.5 万多个与俄罗斯个人或实体有关的账户。虽然 **Coinbase** 并没有具体说明这些账户涉嫌参与的被禁止活动类型,但该平台宣称,其中许多账户是通过平台主动调查确定的,且所有账户信息已经移交给美国当局。3 月 4 日,以太坊生态系统的两个关键服务——以太坊钱包 **MetaMask** 和 **API** 服务商 **Infura** 宣布出于法律合规原因,停止了在某些司法辖区

的服务。同日，总部位于美国纽约的全球最大 NFT 交易平台 OpenSea 开始禁止受到美国制裁规定的用户登录其平台。这些制裁名单包括俄罗斯和此前的伊朗、朝鲜和叙利亚。该平台称其服务条款明确禁止受制裁的用户或受制裁地区的用户使用平台服务。平台对相关个人和实体采取零容忍政策，如果被发现属于制裁范围，将迅速封杀用户账号。除了美国以外，3 月 9 日，欧盟将加密资产划归“可转让证券”范围，并将之补充到针对俄罗斯和白俄罗斯的制裁范围内，同时作为制裁的一部分，以加密资产为抵押向俄罗斯和白俄罗斯提供贷款也将遭到禁止。

可以发现，总部位于美国的加密资产平台响应制裁更为积极。因为纵然加密资产网络是开放的、无国界的和中立的，但交易平台却有自己的注册地和自身的利益。通过交易平台的活动，无论这些交易标的如何宣称去中心化，投资者却始终没有逃离“中心”的控制——国家机器的制裁依旧，加密资产交易所的行为和过去中心化交易所的拔网线、断电也如出一辙。更进一步，我们可以想象在一些极端情况下，以比特币的体量，依靠国家资本的规模发动 51% 攻击也并非难事；甚至通过军事打击矿场、切断网络、插入病毒等手段加以摧毁也均非不可能的。在今年一季度我们发布的年报中，就提出“去中心化之辩”；俄乌冲突的时间窗口也许能更让我们看清，除了分布式账本，加密资产还有多少模块仍是高度中心化的。

接纳与监管

无论如何，在俄乌冲突的背景下，加密资产的作用进一步凸显，在一定意义上加快了其被政府接纳的速度；但与此同时，也不可避免地走上了被监管与“招安”的道路。

3 月 17 日，乌克兰总统泽连斯基签署了一项关于加密资产的法案，将之在该国合法化。该法案明确了加密资产的法律地位、分类、所有权和监管机构，并为加密货币服务提供商设定了注册要求。

3 月 29 日，美国总统拜登公布了 2023 年预算提案。提案表明，拜登政府正计划更新加密资产的相关规定，包括市值计价规则时要包括加密资产、要求某些纳税人报告外国加密资产账户、规定金融机构和加密券商报告信息等。据估计，对这些规则进行的变更将在 2023 年至 2032 年期间带来 110 亿美元的额外财政收入。此外，预算提案还将美国司法部的预算增加了 5200 万美元，其中部分为提

升与加密资产相关的网络威胁的能力，包括“扩招特工人员，提高反应能力，加强情报收集和分析能力”等。

4月1日，欧盟通过了取缔匿名加密资产交易的措施，将超过1000欧元的反洗钱（AML）要求扩展到加密资产领域。同时，加密支付的匿名下限被取消，意味着未来无论大额还是小额加密资产交易，其付款人和收款人都必须被识别。有消息称，部分交易平台已经收到了欧盟制定的计划，预计在未来2个月内，会进一步加强平台的实名认证和加密资产的出入金审查。

在过去，高举“去中心化”大旗的加密资产行业极力反对隐私侵犯、回避监管审查。然而正如上文所说，虽然加密资产无国界，但参与方有立场。开发者、交易平台、投资者等一系列利益相关方都有动机扩大加密资产的接受程度，而要想让加密资产和交易平台成长壮大，谋求主流接受，并符合所在司法辖区的法律法规框架似乎成为了无法回避的选择。俄乌冲突事实上加强了政府与交易平台的联系，许多交易所均出手制裁俄罗斯，以示自己遵纪守法、并非所在国家的敌人——这些举措对平台的发展或许是有利的，但谁又能说这不是对“去中心化”初心的背离呢？

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。