



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 11 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。

紧缩对需求的抑制愈发显现，通胀尚未远离

摘要

2023 年第三季度，主要经济体国债利率普遍上行，但背后影响因素不尽相同。美国经济增速超预期以及美债供需失衡驱动美债中长期利率快速上行，美国 10 年期国债利率于 10 月中旬突破 5%，创近 16 年新高。此轮加息周期中，美国“紧货币、宽财政”政策组合力求在抑制通胀的同时仍能对需求形成一定支撑，叠加劳动参与率提升不断修复供给缺口，美国经济持续强劲复苏，“软着陆”预期有所强化。然而，随着劳动参与率进一步提升面临瓶颈，叠加紧货币的滞后效应和累计效应愈发显现，美国经济前景更有可能面临的是温和“滞涨”；日本央行边际调整收益率曲线控制（YCC）政策，国债利率上行空间逐渐打开。但在日本尚未确保实现稳定通胀之前，判定日本货币政策转向为时尚早；欧元区延续持续紧缩政策驱动欧债利率上行，在欧元区经济通胀明显下行且经济面临停滞甚至衰退风险的背景下，未来欧央行继续加息可能性大为降低。

2023 年第三季度，美元延续强势，其他主要货币兑美元普遍贬值。美日与美欧利差驱动美元指数明显上涨，季度内上涨 2.72% 至 106.79。未来，其他货币兑美元贬值压力将得到缓解；然而，在美国经济基本面表现仍好于日欧，且利差尚未逆转的前提下，预计美元指数仍将处于较高位置。

2023 年第三季度，在高利率冲击下，全球主要股市止涨转跌。但从前三季度整体来看，全球主要股市仍整体上涨，发达市场表现优于新兴经济体，而沪深指数和香港恒生指数大幅下跌，在全球主要股市中表现垫底。在经历第三季度一定幅度下跌后，

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

当前美股估值水平仍然不低，随着美国继续保持高利率，若当前强劲的经济表现出停滞压力，美股存在一定回调风险。

展望 2023 年第四季度，在黄金与美元利率负相关关系明显减弱的情况下，叠加央行购金与地缘政治冲击，预计即使美元汇率继续保持高位，黄金短期内也易升难降。石油需求整体走弱，这将施压油价，但考虑到沙特和俄罗斯维持减产，美国产量增长缓慢，四季度原油供给偏紧预期依然存在，油价可能高位震荡运行，同时需关注巴以冲突升级风险对油价造成的扰动。铜矿供给较为宽松，需求则边际走弱，价格存在下行压力。铁矿石供给整体偏强，内外需均存在回落可能，价格中枢大概率下行。大豆和玉米仍将由供给主导，二者供给面都存在宽松预期，价格有向下压力。

2023 年第三季度至今，大多数加密资产缺乏新叙事，价格整体呈现下行趋势。10 月以来，受益于美国可能批准比特币现货 ETF 预期和避险需求，比特币“逆市”上涨 25.74%。

2023 年 9 月 7 日，FSB 与 IMF 共同发布加密资产监管报告，围绕宏观经济风险、财政风险、金融稳定风险和其他风险提出了政策和监管建议。2023 年 8 月 15 日，新加坡金管局发布稳定币监管框架，明确了监管适用的稳定币要求、发行人资质、储备资产管理和托管等规定。作为全球首先将稳定币纳入正规监管的司法辖区，新加坡并未将人民币囊括在允许的挂钩货币之内，这可能对人民币国际化形成一定掣肘。对此，可以积极推动中国香港包容性监管框架落地，同时，可以考虑将内地加密资产全面禁令转向有针对性的限制与完善监管框架的有机结合。

目 录

一、全球债券市场情况	1
（一）实际利率和期限溢价助推美债利率破 5%， “软着陆”窗口或已变窄.....	1
（二）日本政策微调逐渐打开国债利率上行空间，欧元区持续紧缩驱动欧债利率上行	5
（三）新兴经济体政策分化，但利率普遍上行	7
二、全球外汇市场情况	9
（一）美元延续强势，其他主要货币承压	9
（二）中美利差长短分化，人民币小幅贬值	11
三、全球股票市场情况	12
（一）高利率冲击下，全球股市普跌	12
（二）美股有继续回调风险	13
四、大宗商品.....	16
（一）黄金.....	16
（二）石油.....	17
（三）铜.....	18
（四）铁矿石	19
（五）大豆.....	20
（六）玉米.....	21
五、数字货币.....	22
（一）三季度以来加密资产价格回顾	22

（二）IMF 与 FSB 共同发布加密货币监管报告	22
（三）新加坡率先推出稳定币监管框架	23

一、全球债券市场情况

(一) 实际利率和期限溢价助推美债利率破 5%，“软着陆”窗口或已变窄

在全球金融市场中，金融资产“定价之锚”——10 年期美债利率常被两种方式所分解：一是名义利率等于实际利率与通胀预期之和；二是长期利率等于未来短期利率预期与期限溢价之和。其中，对于前者，通常采用同期限 TIPS（通胀保值国债）利率指标来度量实际利率，用 10 年期盈亏平衡点（10Y 名义利率-TIPS）来度量美国通胀预期（见图 1）。对于后者，由于缺乏直接金融工具，需要利用数理模型进行估计。市场人员通常采用纽约联储开发的 ACM 模型估值结果（见图 3）。2023 年第三季度，美债中长期利率持续快速上行，均创 08 年金融危机以来最高值。其中，10 年期美债利率于三季度末达到 4.59%，季度内累积上行 78BP，并于 10 月中旬一度突破 5%。结合前述两种分解方法可以看到，**2023 年第三季度美债利率上行**，一方面是由于经济增长超预期促使实际利率大幅上行；另一方面，是由于美债供需失衡加剧引发期限溢价摆脱负区间，大幅飙升。同时，在核心通胀持续降温以及加息处于尾声的背景下，美联储于三季度仅加息一次，美债 3 月期利率小幅上行，美债收益率斜率走陡但仍处于负区间。整体来看，2023 年第三季度，美债收益率曲线整体呈现“熊陡”态势（见图 2）。

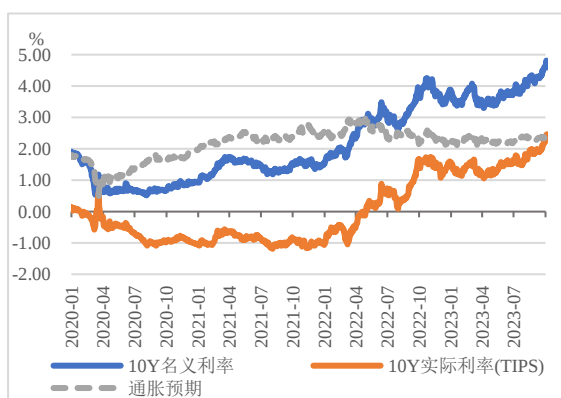


图 1 美国 10 年期国债利率与通胀预期

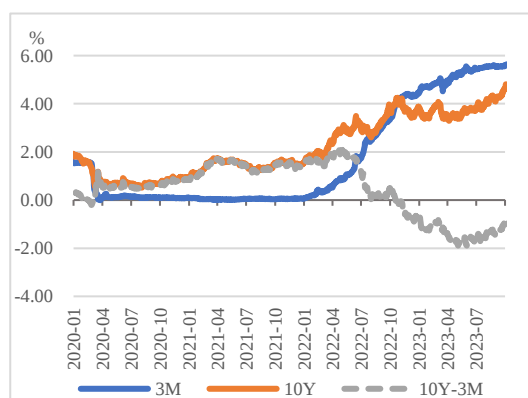


图 2 美国国债利率和期限利差

美国经济增长超预期助推实际利率上行。2023 年第三季度，在持续高利率背景下，美国经济超预期增长 4.9%，远高前两个季度的 2.2%和 2.1%。分项来看，消费者支出、私人投资和政府支出保持增长，而净出口拖累增长。其中，占美国

经济总量约 70%的个人消费支出增长 4.0%，拉动当季经济增长 2.69%，均创 2022 年以来新高；反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资受高利率影响，继续与上季度持平，实现零增长；住宅类固定资产投资在连续 9 个季度下滑后反弹 3.90%，拉动当季 GDP 增长 0.15。此外，政府消费支出和投资拉动当季经济增长 0.79 个百分点，其中，国防支出贡献 0.28%，为 2021 年以来最高值；私人库存投资拉动当季经济增长 1.32 个百分点。2023 年第三季度，美国通胀符合预期，对美债利率影响相对有限。其中，7~9 月 PEC 同比分别为 3.40%、3.45%和 3.44%，较 6 月 3.20%同比数据小幅反弹；7~9 月核心 CPI 同比分别为 4.29%、3.84%和 3.68%，延续 2022 年 10 月以来的下行趋势，但离 2%的政策目标仍有一定距离。2023 年第三季度，美国劳动力市场有所改善，但总体依然紧张。其中，9 月劳动参与率由 6 月的 62.60%升至 62.80%，失业率由同期的 3.60%小幅升至 3.80%。与此同时，9 月职位空缺率仍高达 5.70%，显著高于失业率；9 月非农新增 33.6 万，也远超预期。美国劳动力市场强劲、经济增长超预期叠加核心通胀如期回落，强化了美国“软着陆”预期，助推美债实际利率快速上行；同时，实际利率快速上行引发金融条件可能过度收紧对金融稳定和经济前景的担忧，美联储政策更加谨慎，三季度仅加息一次。

美债供需失衡加剧促使期限溢价转正。期限溢价一般受三方面的影响，一是货币政策的不确定性；二是货币政策对未来经济前景的影响；三是国债的供求关系。图 3 显示，通常情况下期限溢价为正，然而，2015 年以来，美债利率期限溢价基本为负（2021 年 3 月 2021 年 5 月短暂为正）。**2023 年三季度末，美债利率期限溢价迅速转为正值，根本原因在于美债供需失衡加剧。**从供给端来看，5 月底债务上限解决后，为了弥补财政存款缺口、财政支出增加以及利率上行提升再融资成本等压力，需要短期内大量发行国债。2023 年 6 月在历时 8 个月突破 32 万亿美元规模后，此后仅仅用时 3 个月便刷新 33 万亿美元“新高”。截至 2023 年三季度末，美国国债余额 33.44 万亿美元。从需求端来看，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 4.93 万亿美元，累计减持美债约 0.84 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 7.71 万亿美元，累计减持美债约 0.12 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。需要关注的是，随着美联储加息处于尾声，美国短期国债利率稳定高于隔夜逆回购利率，因此，美联储高达 2.4 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冲击。从美联储资产负债表可以看出，6 月初以来，发行短期国债补充财政存款的同时隔夜逆回购同步回落（见图 4）。但是中长期美债的供需失衡仍在加剧，这也是三季度以来，美债短期利率小幅上升，而中长期利率大幅飙升的重要原因。

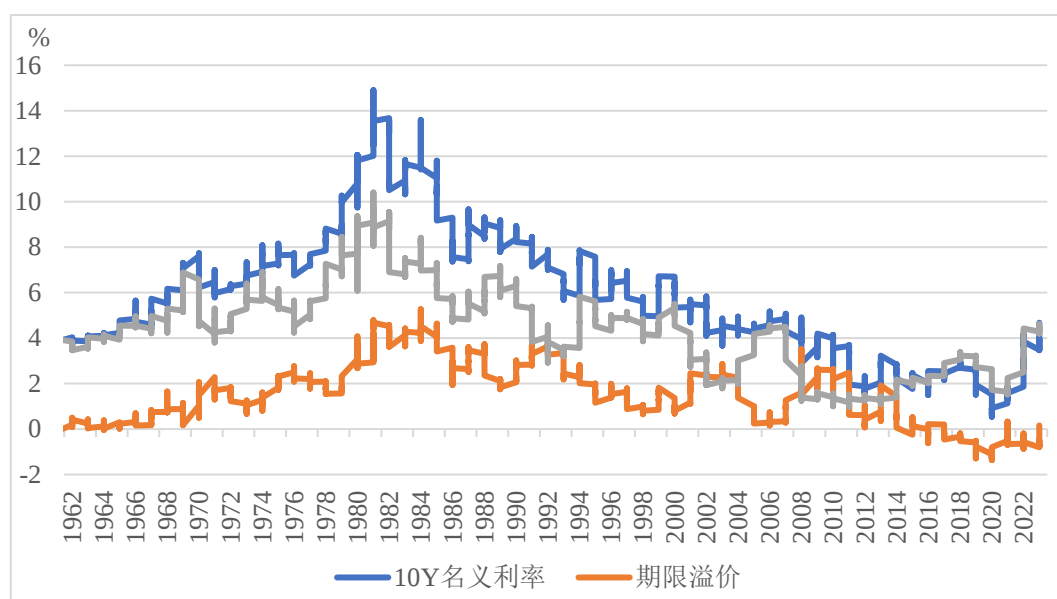


图 3 美国 10 年期国债利率和期限溢价

数据来源：wind，纽约联储官网。

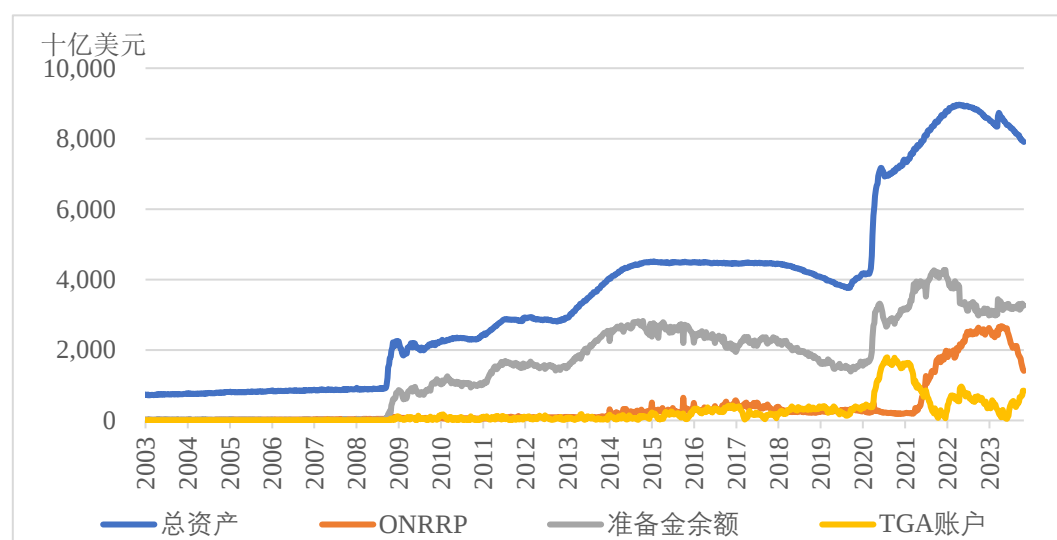


图 4 美联储资产与负债

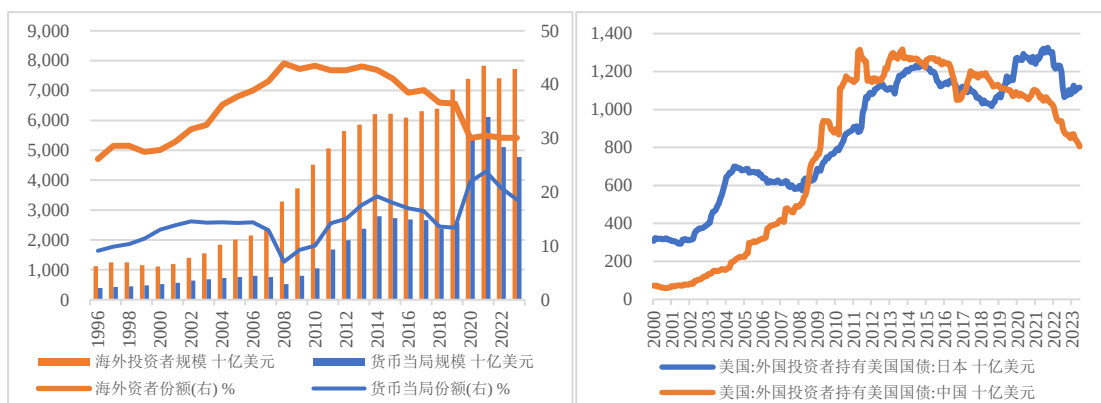


图5 海外投资者与美联储持有美债规模 图6 中国与日本持有美债规模

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

在总供给与总需求分析框架下，疫情以来，“需求驱动，供给约束”是当前美国经济运行最主要的特征。从需求端来看，疫情以来，美国巨额财政支出对总需求形成强力支撑。包括为应对疫情冲击对企业和居民的财政补贴、为重塑产业链和制造业回流实施的《抗通胀法案》、《芯片法案》等财政补贴、以及为乌克兰危机提供大量军事援助等。从供给端来看，劳动力短缺和供应链断裂（疫情冲击和中美经济“脱钩”风险）对总供给形成约束。上述供需结构性失衡是疫情后美国通胀飙升、菲利普斯曲线由扁平逐渐变陡直至垂直化以及贝弗里奇曲线移动的根本原因（详情见2023年二季度报告中美国劳动力市场供需分析）。当前来看，2021年以来，由于美国劳动参与率逐渐抬升，美国供给约束有所缓解；同时，高利率对总需求的抑制作用逐步显现，但经济仍保持稳步增长、通胀稳步回落，“软着陆”预期不断强化。可这只是故事前半部分。随着劳动参与率逐渐达到瓶颈，在美国对中国经济和科技持续打压的政治背景下，美国供给改善的空间将被压缩。而与此同时，美国强力加息的滞后效应和累积效应也将逐渐显现。

接下来，供需再平衡的路径决定了美国未来的经济前景。第一种：软着陆，通过劳动参与率再次提升或劳动力（移民）大幅增加，美国劳动力市场紧张的情况大为缓解。此种情形下，供给增长空间被再次打开，同时，供给弹性恢复将有助于物价回落。第二种情况：温和滞涨，通过需求稳步回落来实现供需再平衡。此种情形下，供需失衡持续时间较长，经济增速放缓或停滞，供给弹性逐渐恢复，通胀缓慢回落，且高物价仍将持续较长时间。美联储不得不在稳增长和降通胀的两难中进行抉择。第三种情况：衰退，通过总需求大幅快速回落实现供需再

平衡。通过现有数据分析，我们认为美国更大概率将是面临第二种情景：温和的滞涨。形成这种判断是因为，一方面，美国持续扩张财政政策对总需求尚有支撑，同时劳动力市场仍处于供给短缺的紧平衡状态；另一方面，随着劳动参与率逐渐收敛，美国劳动力市场改善空间收窄，同时产业链的重塑是一个漫长的过程，且不说这一调整能否以某一方的意志为转移，就短期来看，这也会以牺牲经济效率和增加社会成本为代价。值得关注的是随着劳动参与率提升逐渐趋缓，美国供给瓶颈压力将更加凸显。在此基准情景下，美国 10 年期国债利率将在 4.5%~5.5% 高位区间波动。其中关键的风险因素在于货币紧缩政策对于总需求的影响，其将决定通胀黏性以及美联储货币政策转向时机。

（二）日本政策微调逐渐打开国债利率上行空间，欧元区持续紧缩驱动欧债利率上行

2023 年第三季度，日本经济延续恢复态势，但力度边际放缓。继 2022 年底首次调整收益率曲线控制政策（YCC，将 10 年期国债利率上限由 0.25% 上调至 0.50%）后，日本央行再次微调 YCC，日本国债利率上行空间逐渐打开。其中，10 年期国债利率由二季度末 0.43% 升至三季度末 0.77%，季度内累计上行 34BP。从基本面来看，2023 年第三季度，日本 PMI 指数较二季度均有所下滑。其中，7 月至 9 月制造业 PMI 分别为 49.60、49.60、48.50，由二季度的荣枯线附近波动降至荣枯线以下；服务业 PMI 分别为 53.80、54.30、53.80，处于扩张区间，但二季度有所下降。日本整体 PMI 指数也呈现相似特征。日本就业状况良好，三季度失业率稳定在 2.60% 和 2.7%，处于历史低位。日本通胀仍位于 2% 之上且小幅回落。其中，9 月 CPI 同比为 3.00%，核心 CPI 同比为 2.80%，连续 18 个月处于日本央行 2% 目标之上。由于实际工资下降令民众消费意愿降低，日本国内消费需求持续萎缩。在货币政策方面，2023 年 7 月 28 日，日本央行调整 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，日本央行以最高 1% 的收益率购买 10 年期日本国债。同时强调货币宽松政策立场，坚持负利率和大规模购债计划，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，即考虑了政策灵活性和持续性的平衡，同时也反映出对于通胀问题的深入考量。虽然当前日本恢复了物价上涨

的情形，但是经历多年通缩困扰，日本央行对通胀确认仍比较谨慎，当局认为日本货币政策整体转向仍需保持足够耐心。在 YCC 政策下，由于美日利差不断扩大，日本央行面临着保汇率还是保债券的两难境地，在确认实现稳定通胀目标之前，日本央行依然会选择“保债弃汇”。然而，伴随美元兑日元再度逼近 150 的关键位置，日本央行也面临进一步调整 YCC 的压力。

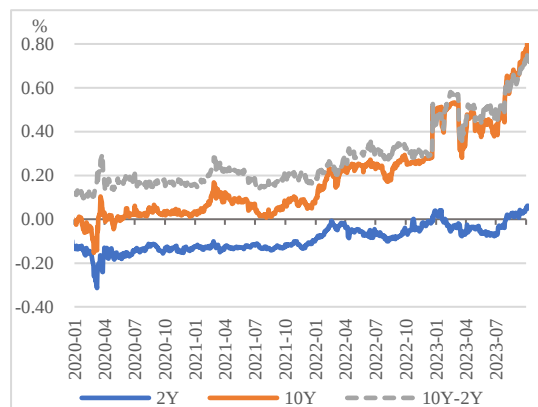


图 7 日本国债利率

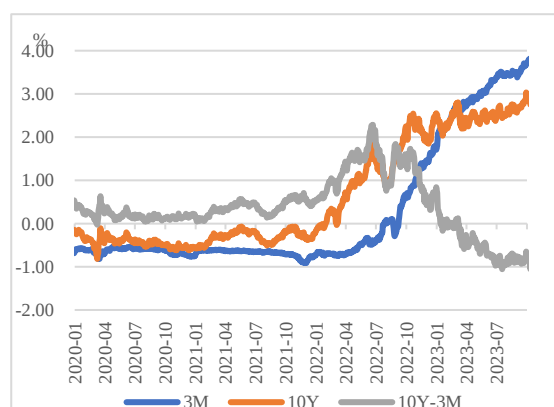


图 8 欧元区公债利率

数据来源：wind。

2023 年第三季度，欧元区持续加息，通胀回落，经济面临停滞甚至衰退风险。2023 年第三季度，欧元区仍面临高通胀风险，欧央行延续加息政策。截至 2023 年 9 月，欧央行自 2022 年 7 月开启加息进程以来，已连续十次加息。加息后的欧元区基准利率为欧元问世以来的最高值。伴随着能源价格下降和持续紧缩政策，2023 年第三季度，欧元区通胀明显回落。2023 年 9 月，欧元区 CPI 同比降至 4.30%，核心 CPI 也降至 4.50%。虽然仍高于 2% 的央行政策目标和美日同期水平，但下降趋势明显，这明显缓解欧央行进一步加息的压力。2023 年第三季度，欧元区经济形势有所恶化。2023 年第一、二季度，欧元区 GDP 环比增速分别为 0.0% 和 0.2%，显著低于同时期美日水平。2023 年第三季度，各项经济指标显示，欧元区经济面临停滞甚至萎缩。7 月至 9 月，欧元区制造业 PMI 分别为 42.70、43.50 和 43.40，在收缩区间进一步下行；服务业 PMI 也下滑至收缩区间，导致整体 PMI 在收缩区间深度下行，表明欧元区经济活动低迷。同时，欧元区投资者和消费者信心指数不断恶化。在持续加息和美债利率飙升的驱动下，2023 年第三季度欧元区公债利率延续上行态势。但是，欧元区糟糕的经济状况抑制利率的上行速度。其中，欧元区 10 年期公债利率由上季度末 2.51% 升至 2.88%，3

月期公债利率由 3.39% 升至 3.70%，季度内分别累计上行 37BP 和 31BP，欧元区公债长短利率仍深度倒挂。

（三）新兴经济体政策分化，但利率普遍上行

2023 年第三季度，新兴经济体经济货币政策出现分化，但国债利率多数出现上行。从经济增长来看，新兴经济体经济运行好转，印度、巴西延续复苏态势，俄罗斯经济增速转正，中国经济底部特征显现；从物价水平来看，印度、巴西通胀有所反弹，俄罗斯面临高通胀压力、中国则面临阶段性通缩压力；从货币政策来看，印度保持稳定、俄罗斯大幅加息、巴西开启降息通道、中国小幅降息。

2023 年第三季度，印度经济继续稳步增长，通胀有所反弹，经济景气度保持较高水平。三季度印度月度制造业 PMI 分别为 57.70、58.60 和 57.50，服务业 PMI 分别为 62.30、60.10 和 61.00，均保持在荣枯线以上较高位置，表明印度经济活跃。三季度印度通胀有所反弹，月度 CPI 分别为 7.44%、6.83% 和 5.02%，在经历 7 月和 8 月短暂脱离后，重回 2%~6% 的央行合意区间，食品饮料价格大幅上升是导致通胀反弹主要因素。三季度印度央行保持回购利率 6.5% 不变。在经济持续增长和通胀反弹的影响下，三季度印度国债利率有所上行。其中，10 年期国债利率由二季度末 7.11% 升至三季度末 7.21%，3 年期国债利率由二季度末 6.77% 升至三季度末 6.87%，季度内均上行 10BP。

2023 年第三季度，俄罗斯经济增速转正，财政恶化程度略有改善。为应对通胀压力和卢布持续贬值，俄罗斯央行大幅加息。二季度俄罗斯 GDP 同比增长 4.9%，扭转连续四个季度负增长的局面。三季度俄罗斯综合 PMI 分别为 53.3、55.8 和 54.7。其中，制造业 PMI 分别为 52.1、52.7 和 54.5，服务业 PMI 分别为 54、57.6 和 55.4，俄罗斯保持二季度以来的较高的经济景气度。三季度俄罗斯通胀回升，通胀压力进一步凸显。在去年高基数的背景下，三季度俄罗斯 CPI 同比仍达到 4.3%、3.7% 和 6.0%，相较于二季度显著回升，俄罗斯未来面临高通胀压力。同时，俄罗斯卢布兑美元持续大幅贬值，俄罗斯央行重新开始加息，分别于 7、8、9 月加息三次，共计加息 550BP，将关键利率从 7.5% 升至 13%。2023 年以来，由于财政收入减少、支出增加，俄罗斯财政持续恶化，三季度俄罗斯财政恶化程度略有改善。1~8 月，俄罗斯财政赤字为 2.8 万亿卢布，较 1~5 月的 3.4 万亿卢布，有显著下降。三季度，俄罗斯央行大幅加息导致俄罗斯国债利率上行。其中，

10 年期国债利率由二季度末 11.19% 升至三季度末 12.93%，1 年期国债利率由二季度末 9.55% 升至三季度末 16.45%，季度内分别上行 174BP 和 690BP，曲线斜率深度倒挂。

2023 年第三季度，巴西经济延续复苏，通胀小幅回升，央行开始降息。二季度巴西 GDP 同比增长 3.4%，延续复苏态势。其中，私人消费、固定资产投资同比增速分别为 2.9%、-2.5%，净出口由去年同期小幅逆差转为 2023 年二季度的大幅顺差，对 GDP 贡献最大。三季度，巴西制造业 PMI 分别为 47.8、50.1 和 49.0，较二季度有所提升；服务业 PMI 分别为 50.2、50.6 和 48.7，较二季度有所减弱。三季度巴西通胀小幅回升，CPI 同比分别为 3.53%、4.06% 和 4.51%。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%，并一直保持在历史高位。2023 年以来，随着通胀回落，市场预期巴西央行降息。2023 年三季度巴西央行开启降息，分别于 8 月、9 月降息 50BP，将隔夜利率降至 12.75%。2023 年第三季度，由于经济基本面和货币政策错位，巴西长短期国债利率走势相反：经济持续增长和通胀回升驱动 10 年期国债利率由 10.68% 升至 11.71%；央行降息驱动 1 年期国债利率由 11.69% 降至 11.00%。

2023 年第三季度，中国经济持续恢复，经济底部特征显现，但有效需求不足仍较为突出，经济下行和阶段性通缩压力仍存。国家统计局数据显示，前三季度我国国内生产总值 913027 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。其中，三季度中国 GDP 同比增长 4.9%，低于二季度 6.3%，但超市场预期，经济底部特征显现。其一，消费边际改善，前三季度消费对 GDP 累计同比贡献率高达 83.2%。9 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较 7、8 月有显著改善，但较疫情前尚有较大差距。国内消费改善主要得益于就业向好，9 月失业率下降到关键点位 5%，人均可支配收入的增速为 5.9%，接近疫情前水平。其二，外需阶段性企稳，出口增速降幅收窄。随着海外经济增速放缓，外贸仍面临较大压力。其三，地产投资拖累固定资产投资持续疲软。1~9 月份，全国固定资产投资同比增长 3.1%，延续增速放缓态势；其中，房地产投资同比降幅扩大，9 月地产投资同比下滑 11.3%。从物价水平来看，消费需求改善，但疫情疤痕效应仍在，9 月份，整体 CPI 为 0%，核心、服务 CPI 同比在 1% 左右，消费品、食品 CPI 同比分别下降 0.9%、3.2%，

阶段性通缩压力仍存。从宏观政策来看，三季度宏观政策更加积极，财政支出开始加速，货币政策降息降准，国内社会融资和信贷规模增速均有所回升。其中，8月我国政府债券净融资 1.18 万亿元，同比多增 8700 多亿元。在国内经济增长超预期，底部特征逐渐显现背景下，中长期国债利率有所上行；同时，在政府债券供给增加以及人民币贬值压力的双重影响下，三季度国内资金面偏紧，市场资金利率 DR007 基本运行在 7 天逆回购的政策利率上方，8 月以来短端利率明显上行，国债利率曲线斜率变平。

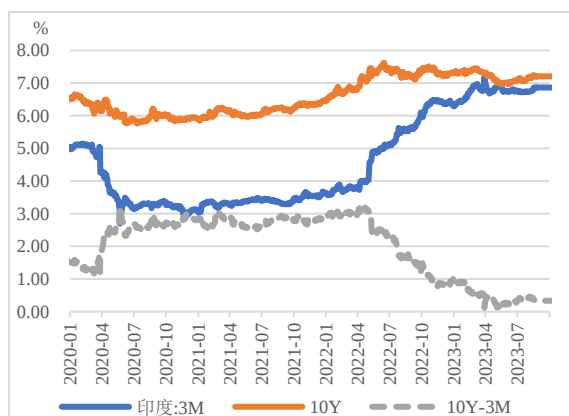


图 9 印度国债利率

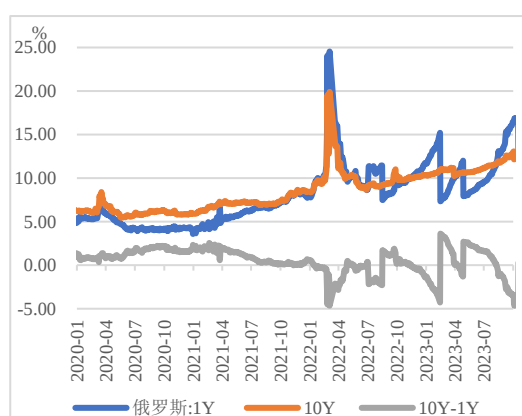


图 10 俄罗斯国债利率

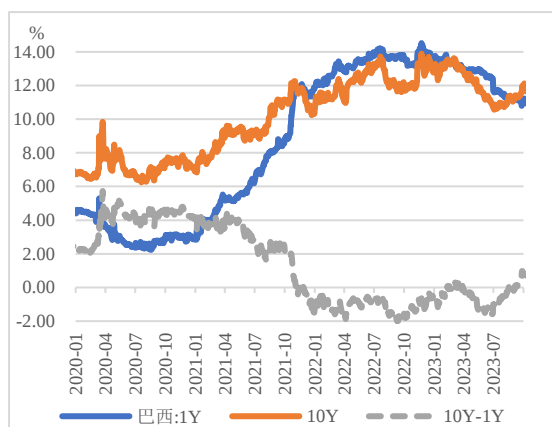


图 11 巴西国债利率



图 12 中国国债利率

数据来源：wind。

二、全球外汇市场情况

（一）美元延续强势，其他主要货币承压

2023 年第三季度，美元延续强势，美元指数由上季度末的 103.38 升至三季

度末的 106.19，上涨 2.72%。除挪威克朗在前两个季度大幅贬值后有小幅反弹，其他主要货币兑美元均出现贬值。其中，发达经济体中英镑、日元、欧元兑美元贬值超过 3%，分别贬值 3.90%、3.39%和 3.13%；加元兑美元贬值 2.43%，澳元兑美元贬值 1.89%。新兴经济体中俄罗斯卢布和土耳其里拉兑美元继续大幅贬值 10.66%和 5.67%；巴西雷亚尔、印度卢布和人民币兑美元分别贬值 3.84%、1.23%和 0.61%（见图 16）。

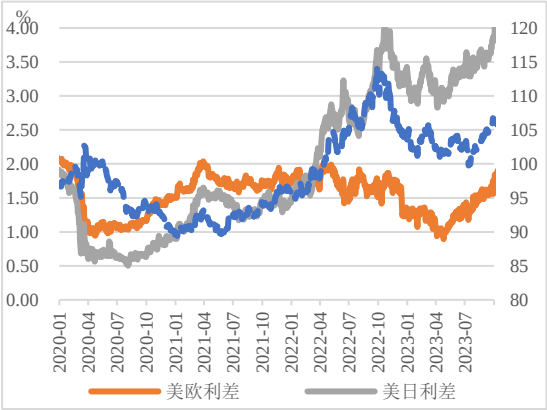


图 13 美元指数与国债利差

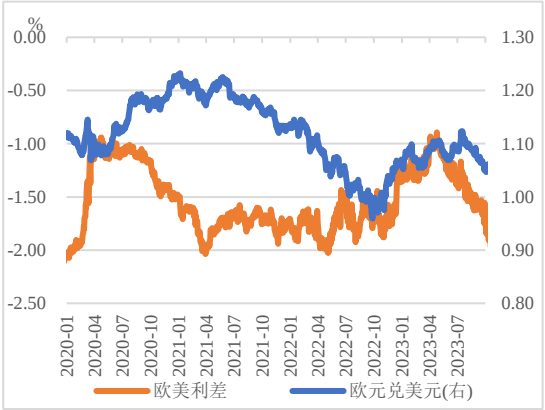


图 14 欧元汇率与欧美国债利差



图 15 日元汇率与美日国债利率

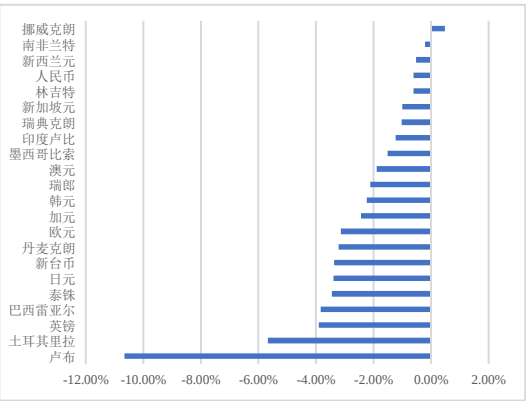


图 16 主要货币汇率变化

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

2023 年第三季度，美元指数主要受基本面差异和利差影响，经历先跌后涨、整体明显上涨的行情。第一阶段：2023 年 7 月 1 日至 7 月 18 日，由于美国 6 月通胀超预期回落、新增非农不及预期，美债利率有短期明显下行，美元兑欧元和美元兑日元有所下跌，导致美元指数由 103.38 跌至 99.94，跌幅 3.32%。第二阶段：2023 年 7 月 19 日至三季度末，美国经济数据超预期和美债利率飙升的驱动下，美元指数一路上涨，由 99.94 涨至 106.19，涨幅 6.25%，三季度内累计上涨

2.72%。其中，欧元兑美元和美元兑日元的走势与美元指数走势均保持一致。三季度内，欧元兑美元由 1.091 跌至 1.057，贬值 3.13%；美元兑日元由 144.307 跌至 149.372，日元贬值 3.39%。展望未来，在美国经济温和“滞涨”基准情形下，日元和欧元贬值压力将得到缓解。然而，在美国经济基本面表现仍好于日欧，且利差尚未逆转的前提下，预计美元指数仍将总体处于较高位置。

（二）中美利差长短分化，人民币小幅贬值

2023 年第三季度，中美利差倒挂进一步扩大，人民币兑美元继续贬值 5.3%，人民币汇率短期承压。3 月期中国国债利差下行 82BP，中美利差倒挂 378BP，至历史最低位置；10 年期中国国债利差下行 54BP，中美倒挂 117BP。中美利差倒挂是因为中美经济周期和政策周期错位。2023 年第三季度，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。三季度，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，人民币贬值压力或将逐步缓解。



图 17 人民币汇率与美元指数

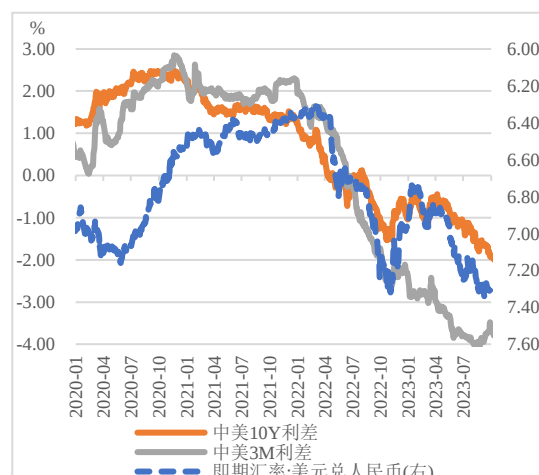


图 18 人民币汇率与中美利差

数据来源：wind。

三、全球股票市场情况

（一）高利率冲击下，全球股市普跌

2023 年第三季度，主要经济体股市止涨转跌。受全球利率上行影响尤其是美债 10 年期利率飙升至近 16 年以来高点，全球主要经济体股市普遍下跌。MSCI 发达市场指数和新兴市场指数分别下跌 2.99%和 3.71%，带动 MSCI 全球指数下跌 3.81%。美日欧等发达市场指数均止涨转跌。其中，纳斯达克指数和标普 500 分别下跌 4.12%和 3.65%；德国法兰克福 DAX 指数、欧洲证券交易所 100 指数、法国巴黎 CAC40 指数分别下跌 4.71%、3.64%和 3.58%；东京日经 225 指数下跌 4.01%。中国市场各大指数延续下跌趋势，其中，沪深 300 指数下跌 2.86%，中小板和创业板大幅下跌 7.42%和 9.53%。俄罗斯 RTS 指数、孟买 Sensex30 指数和伦敦富时 100 指数是为数不多上涨的指数，分别小幅上涨 2.51%、1.66%和 1.02%。

但 2023 年前三季度总体来看，全球股市仍整体上涨，发达市场表现优于新兴经济体。2023 年前三季度，MSCI 全球指数累计上涨 8.50%，发达市场指数上涨 10.60%，新兴市场指数下跌 0.38%。对于发达市场，纳斯达克指数、日经 225 指数和标普 500 指数涨幅靠前，分别上涨 26.30%、22.09%和 11.68%。对于新兴市场经济体，孟买 Sensex30 指数和俄罗斯 RTS 指数分别上涨 8.20%和 3.81%。沪深指数和香港恒生指数在全球股票市场中表现垫底。其中，创业板指数、恒生指数、中小板指数和沪深 300 指数累计下跌 14.61%、9.97%、5.34%和 4.70%。

表 1 2023 年前三季度全球主要股票指数涨跌情况（%）

	三季度	二季度	一季度	前三个季度
俄罗斯 RTS 指数	2.51	-1.39	2.70	3.81
孟买 Sensex30 指数	1.66	9.85	-3.11	8.20
伦敦富时 100 指数	1.02	-1.31	2.42	2.10
道琼斯工业平均指数	-2.62	3.41	0.38	1.09
上证综合指数	-2.86	-2.16	5.94	0.69
MSCI 发达市场	-2.99	6.60	6.96	10.60
纳斯达克 100 指数	-3.06	15.16	20.49	34.51
巴黎 CAC40 指数	-3.58	1.06	13.11	10.22
欧洲证券交易所 100 指数	-3.64	0.99	10.45	7.48
标准普尔 500 指数	-3.65	8.30	7.03	11.68

MSCI 新兴市场指数	-3.71	-0.08	3.55	-0.38
MSCI 全球指数	-3.81	5.58	6.84	8.50
沪深 300 指数	-3.98	-5.15	4.63	-4.70
东京日经 225 指数	-4.01	18.36	7.46	22.09
纳斯达克综合指数	-4.12	12.81	16.77	26.30
法兰克福 DAX 指数	-4.71	3.32	12.25	10.51
欧元区 STOXX50 价格指数	-5.10	1.95	13.74	10.04
恒生指数	-5.85	-7.27	3.13	-9.97
中小板综指	-7.42	-4.22	6.75	-5.34
深证成份指数	-8.32	-5.97	6.45	-8.23
创业板指数	-9.53	-7.69	2.25	-14.61

数据来源：wind。

（二）美股有继续回调风险

2023 年三季度，美联储进一步加息遏制了美股上涨势头。2023 年 7 月在美国经济火热，“软着陆”预期强化的背景下，美股延续上涨势头，逼近 2022 年的历史最高点。2023 年 7 月 27 日，美联储在跳过 6 月议息会议后再次加息 25BP，联邦基金利率调整为 5.25%~5.50%，刷新 2001 年以来最高。受再次加息影响，美债利率迅速飙升，美股扭转势头，开启下跌行情。尤其是，前期大幅上涨的科技股再次引领美股回调。截至 2023 年三季度末，纳斯达克指数、标普 500 指数和道琼斯工业指数相对于 7 月底高点分别下跌 7.93%、6.56%和 5.96%。从标普 500 指数行业来看，2023 年第三季度，仅有能源行业（能源价格反弹）和通讯服务行业上涨，其余 9 个行业均下跌，带动标普 500 指数整体下跌。从前三季度来看，通讯服务、信息技术和可选消费处于领涨位置。其中，信息技术行业在三季度回调 6.21%的情况下，前三季度仍然累计上涨 33.24%。尤其是，今年前三季度，科技“七姐妹”（苹果、微软、Meta、亚马逊、Alphabet、英伟达和特斯拉）贡献了标普 500 指数绝大部分的涨幅：标普 500 总回报率约为 11%，若剔除这 7 家巨头，回报率将为 0.6%。与此同时，科技“七姐妹”市值占标普 500 总市值由 2022 年年底的 22%上升至三季度末的 30%，这也意味着它们股价的变化将直接影响指数的走向。



图 19 美国股票指数走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

表 2 2023 年前三季度标普 500 指数各行业表现 (%)

	三季度	二季度	一季度	前三季度
能源	13.57	-1.79	-5.57	5.33
通讯服务	3.59	12.82	20.18	40.45
金融	-0.72	4.83	-6.05	-2.22
医疗保健	-2.31	2.51	-4.72	-4.59
综合	-3.65	8.30	7.03	11.68
工业	-5.00	6.01	3.03	3.76
材料	-5.04	2.76	3.75	1.25
可选消费	-5.50	14.31	15.76	25.04
信息技术	-6.21	16.93	21.49	33.24
日常消费	-6.37	-0.20	0.16	-6.41
房地产	-9.97	0.80	1.04	-8.31
公用事业	-10.28	-3.26	-4.04	-16.71

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

采用 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。股票价格等于所有未来现金流贴现之和。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）。具体来看：

$$P = \sum_{t=1}^N \frac{E(C_t)}{(1+R)^t} + \frac{E(C_{N+1})}{(R-g_l)(1+R)^N}$$

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；

R 为股票或股指预期回报率；

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： $ERP = R - r_f$ r_f 为无风险利率，通常取 10 年期国债收益率；

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；（2）未来无风险利率；（3）长期稳定增长率；（4）股票风险溢价 ERP。我们基于 2023 年 10 月 1 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。

设定参数基准情形和区间：（1）未来 5 年盈利增长率为 7%，这是基于 Factset 的市场调查研究报告。情景假设区间为 5%~9%；（2）未来 10 年期国债利率为 4.5%，基于美国未来大概率处于温和滞涨情景，情景假设区间为 3%~6%；（3）长期稳定增长率为 5%，上市公司盈利增长率略高于名义 GDP 长期增长率 4%（2% 通胀率+2%实际增长率），情景假设区间为 4%~6%；（4）ERP 为 5%，过去 10 年 ERP 均值为 5.35%，情景假设区间为 3%~7%。

模型计算结果显示，当前标普 500 指数市场价格偏高。一旦未来企业盈利不能显著提升，或者 10 年期国债利率不能明显下降，当前的美股估值都难以获得稳固的支撑。依据上述参数基准情形，通过 Damodaran 模型估算，标普 500 指数的内在价值等于 3961，比 10 月 1 日市场价格点 4288 低 7.63%。同时，在设定其他参数为基准情形时，若要支持当前市场定价，需要未来 5 年盈利增长超过 8.7%；或者未来 10 年期美债利率低于 4.16%；或者长期稳定增长率高于 5.63%；或者股票风险溢价低于 4.66%。其中，依据市场价格计算的隐含股票风险溢价 4.66%，显著低于过去 10 年 5.35% 的平均值。

四、大宗商品

（一）黄金

2023 年三季度，伦敦金行情保持宽幅波动，基本稳定在 1900~2000 美元/盎司之间。9 月底至 10 月上旬，市场对美联储长期维持紧缩货币政策和高利率的预期不断升温，美元指数明显走强，相对地，黄金吸引力降低，出现了短暂的价格下跌。而巴以冲突爆发以来，随着地缘政治风险和避险情绪的上升，黄金价格迅速反弹。

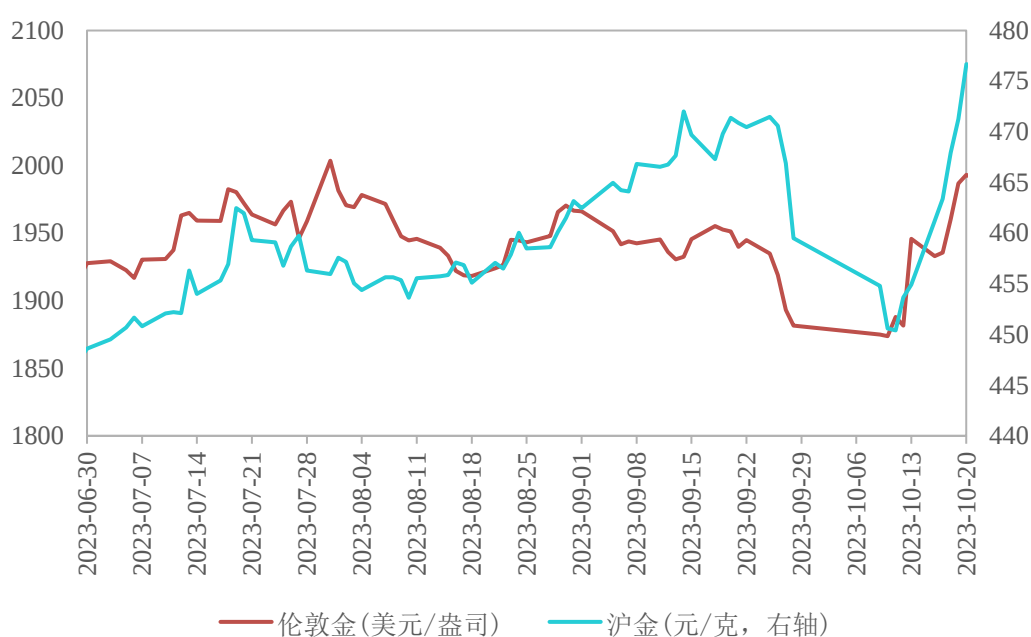


图 20 三季度以来黄金价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，虽然美国通胀压力有所趋缓，但其国内供需结构性矛盾仍需要一段时间缓解，美联储也明确表达了维持当前紧缩货币政策的取向。考虑到美国经济在全球范围内仍属强势，虽然利率是持有黄金的机会成本，但近期美元利率与黄金价格的负相关关系已显著减弱。叠加央行持续购金，需求侧亦存在支撑。同时，巴以冲突的进一步升级也会使风险偏好抬升，导致黄金整体走强。因此，即使在强美元下，黄金价格中枢短期内预计仍将易升难降。

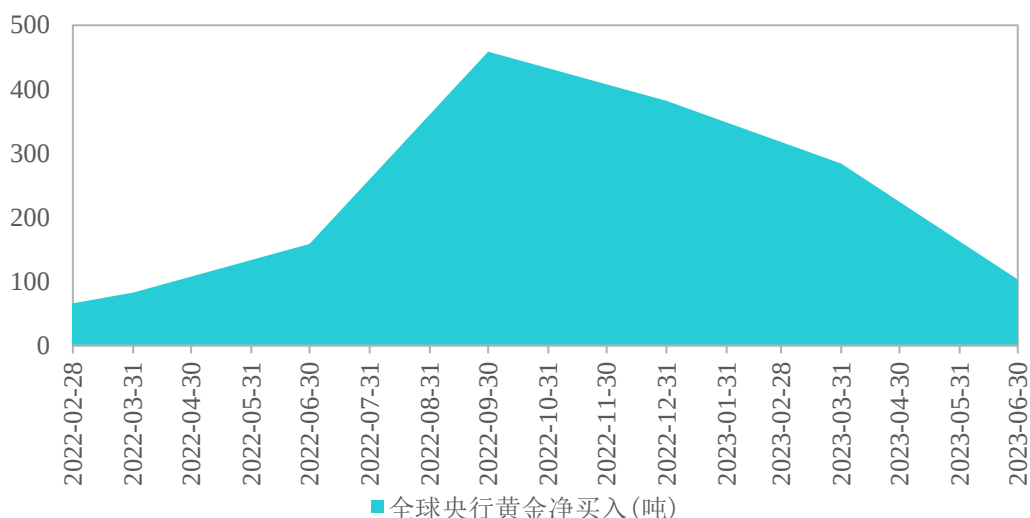


图 21 乌克兰危机以来全球央行持续净买入黄金

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

(二) 石油

受到宏观经济和供给两方面影响，三季度石油价格整体上行。宏观层面，三季度初始，市场主要交易美国经济软着陆预期，随着美联储态度在季度末转鹰，市场情绪受到影响，油价在高位震荡。10月初，与黄金逻辑类似，美元指数走强也带动油价下行。供给方面，沙特继续减产 100 万桶/天，并宣布该政策持续至 2023 年底；俄罗斯也减少了石油出口量，这些因素都促进了三季度油价的上涨。而巴以冲突持续升级的可能，也令石油生产和运输蒙上了一层不确定因素，10月中旬以来石油价格止跌回升。

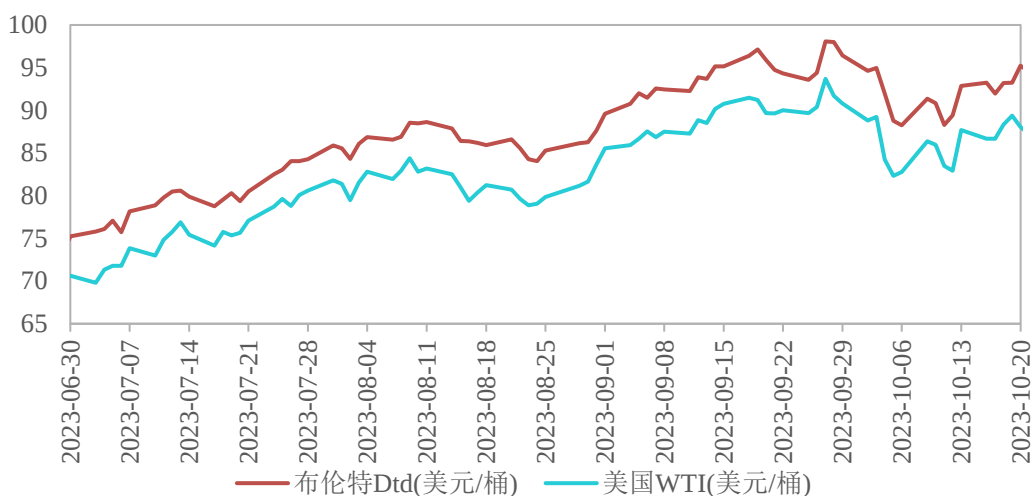


图 22 三季度以来石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，**需求方面**，全球经济仍面临下行压力，美联储紧缩继续，需求整体走弱，这将施压油价。四季度是美国石油传统消费淡季，欧洲虽然可能有寒冷天气带来的阶段性采暖需求，但受到其经济下行拖累，预计需求仍以走弱为主。中国国内制造业和房地产复苏迹象不明显，石油需求主要来源于疫情放开后的出行需求集中释放，推动了旅游业、航空和自驾出行的复苏，然而随着国庆假期的结束，2023 中国全年长假额度已用尽，这也使需求在四季度的拉动作用进一步减弱。**供给方面**，沙特和俄罗斯继续维持减产策略至年底，下一次欧佩克成员国全体大会将于 11 月 26 日举行；美国原油产量则增长缓慢。总体来看，整个四季度供给偏紧预期依然存在。**巴以冲突方面**，巴勒斯坦和以色列都不是主要产油国。如果冲突能够尽快平息或维持在较小的范围内，则其影响主要在避险情绪方面，对油价的推升将是较为短暂的；如果冲突持续升级，一旦蔓延到周边中东产油国，则可能引发原油市场巨震。总体来看，四季度油价料维持高位震荡，中枢存在下行压力，但有底支撑。

（三）铜

三季度铜价总体呈现震荡走势，主要由金融因素主导。其中，7 月份美元走弱带动铜价走强，然而进入 8 月后，市场逐渐对美国高通胀和紧缩货币政策将持续达成一致预期，美元走强、铜价中枢有所下移。

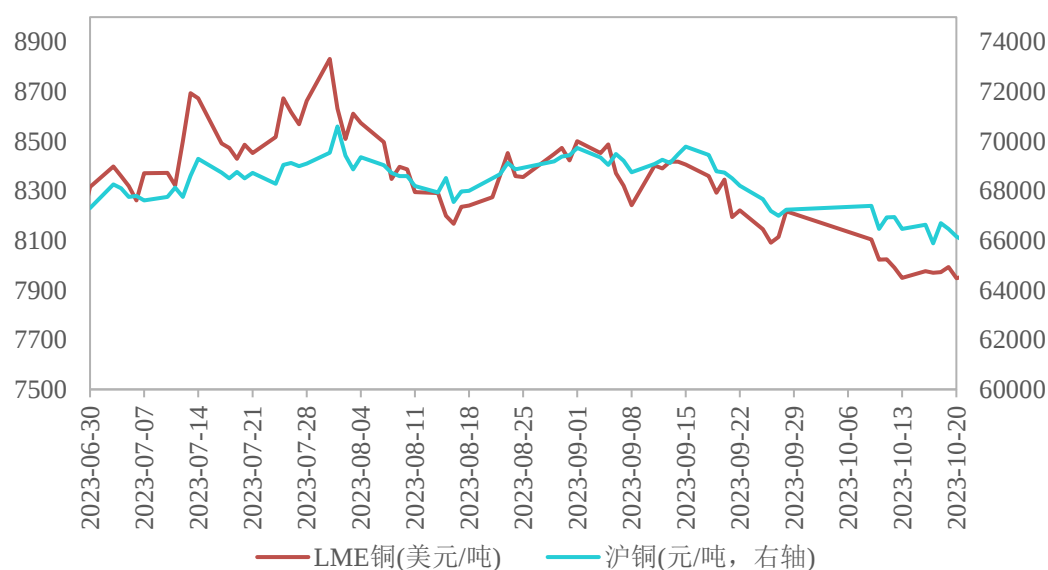


图 23 三季度以来铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，供给侧矿山产能处于扩张期，**供应较为宽松**。需求侧欧洲受经济下行压力影响，**需求显著边际走弱**。中国国内货币政策和财政政策频频发力，保增长意图明显。其中，绿色（风电、光伏、新能源汽车等）是需求增长点，然而房地产依旧低迷，可能不足以对冲海外需求下滑。**因此总体上宏观层面对铜的需求支撑较弱，未来价格存在下行压力。**

（四）铁矿石

三季度以来铁矿石走势波动明显，主要逻辑是预期与现实的切换，大致可以分为上涨、下跌、再上涨三个阶段，对应着预期 1、预期 1 修正与预期 2 产生、预期 2 修正三个过程。7 月初国际上出现降息预期、美元走弱，国内稳增长政策预期增强（预期 1），带动铁矿石价格上涨。然而 7 月末开始，海外降息预期后移、国内政治局会议召开政策刺激力度落地（预期 1 修正），叠加云南地区宣布全年实行粗钢平控政策，未来钢材减产预期（预期 2）带动铁矿石价格下跌。8 月中旬以后，钢厂并未如此前预期那样减产，预期 2 修复，铁矿石价格回升。而三季度人民币贬值则导致国内铁矿石估值抬升高于国际。

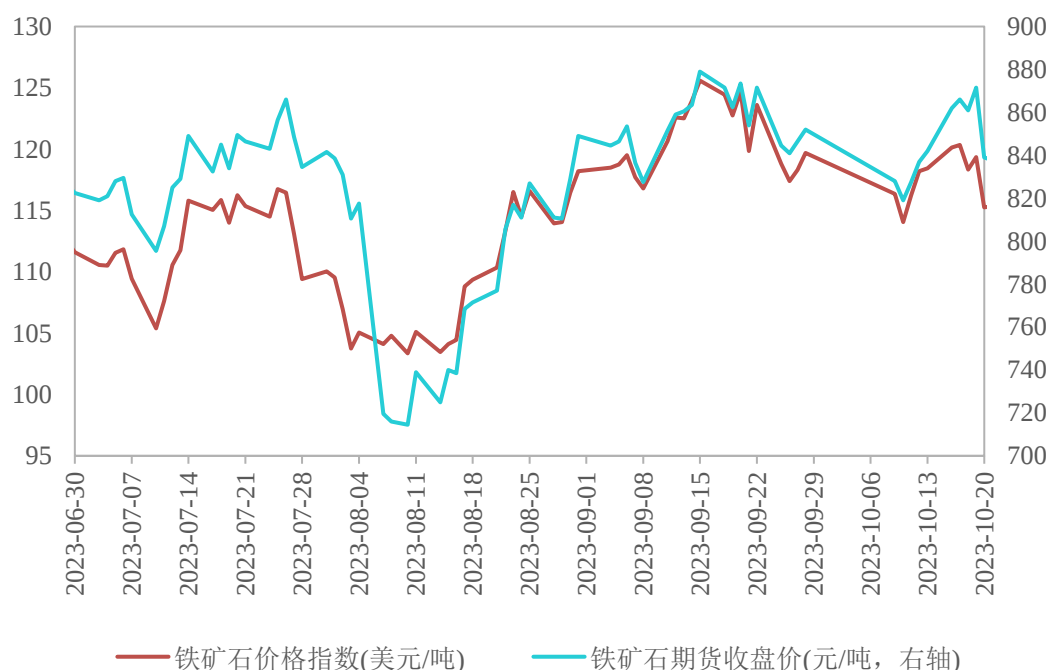


图 24 三季度以来铁矿石价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

三季度以来，铁矿石价格已经涨至高位。展望四季度，供给端整体偏强，需求方面，国际上特别是欧洲需求偏弱，国内下游钢材生产由于粗钢平控政策控价，已经形成倒挂。事实上，7月末、8月初的一波下跌就来源于钢材生产亏损导致钢厂减产的预期。然而现实情况是钢材生产仍有一定韧性，导致上述预期被逆转。然而四季度钢厂是否能继续维持高成本下的生产始终存疑，要么钢材需求走强钢价上涨解决钢厂亏损问题，要么钢厂被动减产。目前来看，国内房地产行业短期难见起色，钢厂减产可能更大。因此**四季度铁矿石需求回落可能性更大，价格中枢将下行。**

（五）大豆

三季度大豆价格一波三折。三季度是美豆的生长期，7月份美国中西部主产区天气和降水带来了利多，同时黑海运输问题导致全球农产品供应预期下滑，拉动大豆价格上涨。进入8月后，美国产区天气转向利于作物生产的降雨天，大豆价格回落；随后 USDA 报告连续下调美豆单产和产量，价格又出现一定反弹。进入9月以后，美豆供应利多出尽，同时南美大豆进入种植期，且天气预期良好，叠加美国货币政策持续紧缩压力，大豆中枢整体下行。

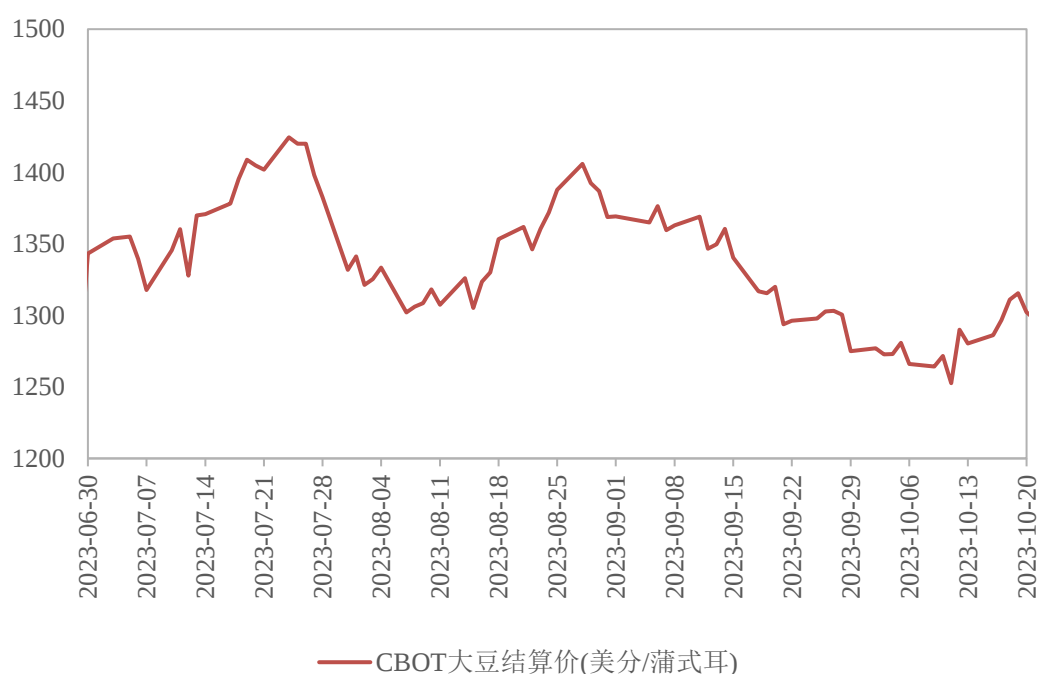


图 25 三季度以来大豆价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望四季度，大豆价格仍将由供给端主导。美豆新作情况基本尘埃落定，优良率处于历史低位，供应格局偏紧。南美大豆进入种植期，新作面积及产量都预计创纪录。从生产来看，**四季度供给面可能进一步转松，价格中枢有下行压力。**但也要关注出口方面，四季度不是巴西大豆出口高峰期，美豆出口节奏也较为缓慢，可能会给价格变动增加一定摩擦。

（六）玉米

三季度以来，玉米价格在震荡中逐步回落。供给方面，全球玉米供应较为宽松，特别是9月以来华北、东北等地已有新作玉米上市；而需求方面，美国环保署调低了未来两年玉米基乙醇的强制掺混数量，未来需求预期下降。两方面因素综合导致玉米价格中枢下移。



图 26 三季度以来玉米价格走势

展望四季度，上述逻辑可能仍将持续。美国受到干旱天气影响，玉米优良率可能下降，但种植面积的提升可能冲抵这一影响，其产量预计基本平衡。巴西二茬玉米丰产已确定，正陆续出口到港。因此**四季度玉米价格仍会延续稳中偏弱态势。**

五、数字货币

（一）三季度以来加密资产价格回顾

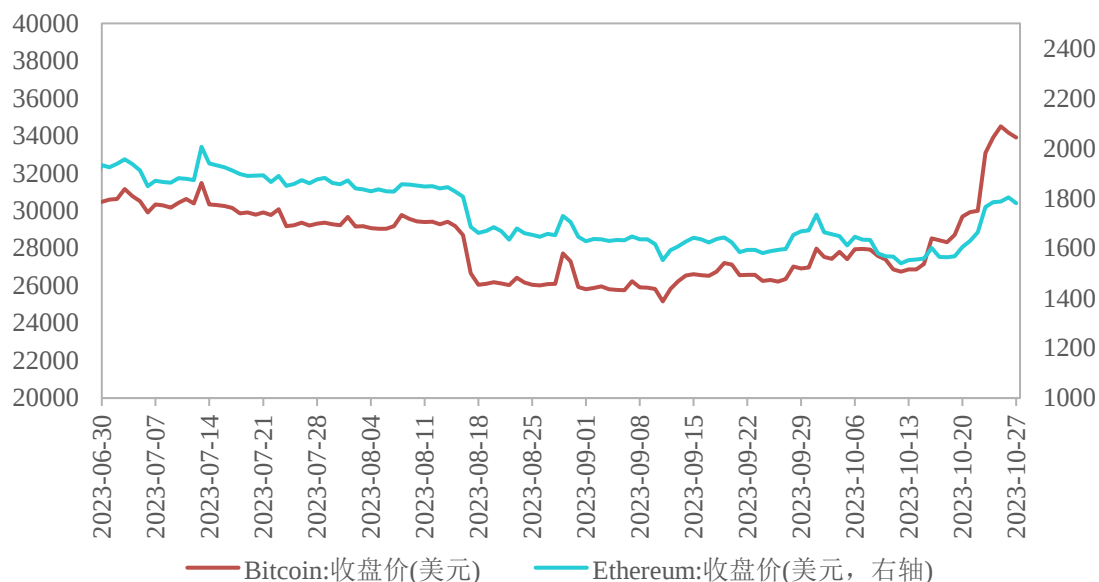


图 27 三季度以来比特币和以太坊价格走势

三季度内，加密资产市场整体呈下行趋势，截至 2023 年 9 月 30 日，比特币和以太坊相较 5 月 31 日收盘价分别下跌了 0.92% 和 10.83%。然而形势在 10 月份发生了转变。一方面，美国批准比特币现货 ETF 预期再次高企，贝莱德、富达、方舟等金融巨头等公布正在申请比特币现货 ETF，导致后市比特币需求预期放大；另一方面，巴以冲突等地缘政治事件也使比特币收获了部分避险需求。在两方面作用下，截至 2023 年 10 月 27 日，比特币较 9 月底“逆市”上涨 25.74%。而其他大多数加密资产则和三季度一样缺乏反弹叙事，比如以太坊作为 Defi 生态领袖，在美国高压监管的态势下，10 月份涨幅仅 6.52%，尚未回到三季度初的价格水平。

（二）IMF 与 FSB 共同发布加密资产监管报告

2023 年 9 月 7 日，国际货币基金组织（IMF）和金融稳定理事会（FSB）发布《IMF-FSB 联合报告：对加密资产的政策》（以下简称《联合报告》），提出了针对加密资产的政策框架和监管建议，以防止其对宏观经济和金融稳定造成风险。相关问题，我们在《NIFD 季报》中也多次提示。《联合报告》指出，加密资产已

经与传统金融市场形成双向风险传染格局，且呈现自加强趋势。为此，IMF 和 FSB 围绕宏观经济风险、财政风险、金融稳定风险和其他风险提出了政策和监管建议。在宏观经济方面，《联合报告》建议，加密资产不应被认定为法定货币，应将法定支付工具限制为主权国家发行的货币；各司法辖区应防止通过加密资产导致的过度跨境资本流动，并通过避免巨额赤字等方式巩固货币主权。在应对财政风险方面，《联合报告》建议，应将加密资产交易作为所得税和增值税等税种的征收对象，并通过国际协作和利用加密资产交易平台等中介机构的信息来开展税务合规工作。在金融风险方面，《联合报告》秉持“相同活动、相同风险、相同监管”原则，基本继承了 FSB 在加密资产应对方面提出的监管框架（我们的《NIFD 季报》从 2021 年起就开始跟踪该监管框架的提出和发展）。《联合报告》关注的其他风险还包括明确加密资产的定性防止监管套利、反洗钱和反恐怖主义融资、市场诚信和投资者保护等。

（三）新加坡率先推出稳定币监管框架

2023 年 8 月 15 日，新加坡金融管理局（MAS）发布了稳定币监管框架，使得新加坡成为全球首先将稳定币纳入正规监管的司法辖区。从监管的适用范围来看，MAS 的稳定币监管框架主要面向与锚定单一主权货币的稳定币（Single-Currency Stablecoin, SCS），挂钩货币允许是新加坡元或 G10 货币的一种，挂钩一篮子主权货币、挂钩数字资产（如 DAI）和使用算法发行（如 Terra）的稳定币则不被允许。在受监管的机构主体方面，该框架允许银行和非银行机构发行稳定币，但必须满足价值稳定性、资本、按面值赎回和信息披露等规定。在稳定币储备资产管理方面，MAS 允许的储备资产包括现金、现金等价物和剩余期限不超过 3 个月的债券，且资产发行主体要求为政府、央行或评级在 AA-以上的国际机构。在稳定币发行人的资质方面，MAS 规定了最低资本要求、偿付能力要求和业务限制要求，还需要满足信息披露、网络安全和反洗钱等方面规定。

符合 MAS 监管框架的稳定币将被打上“MAS-Regulated Stablecoin”的标签，以与其他稳定币区分开来。对于发行人来说，这将有利于自身稳定币品牌的推广，也更容易获得投资者和中介机构的欢迎。然而，目前 MAS 要求稳定币发行人在开始阶段不允许跨司法辖区发行稳定币，这无疑对既有的全球稳定币（比如在公链上发行的稳定币）和意图获得更广泛市场的稳定币暂时关上了大门。

随着金融科技创新的蓬勃发展和金融环境的快速变化，加密资产和稳定币愈发成为不可忽视的重要资产大类。美国、新加坡和中国香港是探索加密资产和稳定币监管最为活跃的三大地区。由于 2023 年美国金融监管部门执法行动频发、监管取向偏严，加密资产和稳定币投资者更多转向新加坡和中国香港。而目前，显然新加坡领先一步，率先推出了面向稳定币的监管框架。虽然该规则暂时能容纳的稳定币市场份额并不是特别大，但对持牌银行已经具有了足够的吸引力。然而 MAS 并未将人民币包括在允许的挂钩货币之内，这可能对人民币国际化形成一定的掣肘。中国香港方面，我们今年的《NIFD 季报》一季度中分析了其征求意见中的包容性监管框架，并特别指出，通过香港触达内地市场是香港对加密公司的重要吸引力，而内地对加密资产的禁令也是很多机构踌躇不前的担忧所在。正如 IMF 在《联合报告》中所言，“加密资产的全面禁令可能无助于减轻相关的风险”，还可能限制金融创新。更好的做法可能是有针对性的限制与完善监管框架的有机结合，比如将满足一定合规条件的加密资产和稳定币纳入正规监管，而将一些旨在增强匿名性逃避监管的“隐私币”列入限制范围之内。

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。