



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

2025 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、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。

供给紧约束下的美国经济新平衡

摘要

2024 年，全球经济保持低位运行。其中，美国经济在主要发达经济体中“一枝独秀”。在高利率环境下，其各项经济数据远超预期；在维持一年多的超高基准利率后，美联储于 9 月开启降息并于年内连续降息 3 次。在此背景下，10 年期美债利率保持宽幅波动；同时，美债曲线斜率由历史底部开始逐渐走陡。在总供给复苏滞后总需求，且总供给面临劳工数量紧约束的情况下，未来美国经济仍将面临滞胀风险，特朗普政府移民与关税政策还将进一步加大滞胀风险。从利率分解的角度来看，伴随美债供给大幅增加以及美债需求转向价格敏感型投资者，期限溢价持续上升，并于 2024 年第四季度取代利率预期主导 10 年期美债利率大幅上行。展望 2025 年，美国经济滞胀风险、美联储政策的不确定性将主导美债利率走势，同时债务上限重启将通过影响美债供给、TGA 账户余额等方式加大美债利率波动。综合判断，全年 10 年期美债利率可能先下后上。

2024 年，日本经济整体保持弱复苏平稳态势，日本央行正式结束负利率开启货币正常化进程，年内加息两次，日债利率整体上行。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，欧元区复苏乏力、增长再度停滞，欧央行开启连续降息，欧债利率跟随美债保持波动。展望未来，欧央行或将采取继续降息政策以支持经济复苏，但降息的力度和节奏受制于欧元区核心通胀的走势以及美联储货币政策选择。

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
副主任

● 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

2024 年美元指数波动上行，并于年末升至两年来的最高值，其他主要货币兑美元普跌。在中美国债负利差持续深化的背景下，人民币兑美元小幅贬值 2.73%。展望未来，美国经济滞胀局面以及美联储货币政策调整，驱动美元指数或将保持震荡态势，人民币兑美元呈现双向波动。

2024 年全球主要股市延续上年的涨势，A 股和港股也扭转长期以来的跌势大幅反弹。根据现金流贴现模型估计，当前美股市场价格较均衡水平高 6.25%。展望未来，美国经济面临滞胀风险，屡创新高的美股面临回调风险加大。

大宗商品方面，黄金的利率和通胀逻辑都对价格有支撑，在特朗普上台、美国通胀不确定、地缘冲突频发等变乱交织的背景下，我们判断黄金仍具配置价值。2025 年原油供给不确定性很高，需求层面增量有限，一季度原油价格将会在中长期基本面因素和短期地缘因素的拉锯下延续震荡格局，但随着供需平衡走向宽松，油价中枢可能下移。海外铜矿低速增长，国内新能源汽车、绿电转型、数据中心等产业有长期需求支撑，预计 2025 年一季度会在预期与修正两个方向来回拉扯，铜价大概率在震荡中先弱后强。铁矿石一季度供给增量空间不大，需求端也存在疲软因素，预计价格将震荡偏弱。大豆的总基调仍然是较为确定的丰产格局，我们预计其价格仍将低位运行。可能出现反弹的因素包括拉尼娜天气、种植减少和特朗普贸易战。2025 年一季度，玉米供给宽松，下游需求特别是饲料需求稳步提升，短期将继续底部盘整，二、三季度有反弹机会。

加密资产在 2024 年整体上涨，比特币以 121% 的涨幅领涨，以太币与比特币涨幅脱钩，仅上涨 46.3%。得益于模因币基础设施的发展，Solana 平台发展迅猛，一些模因币创造了极高的收益率。我们认为，模因币的火爆主要有两方面成因，一是模因币极其简单且极度虚拟的属性，二是名人效应和参与感。特别要关注特朗普发布的 Official Trump Meme，二次入主白宫后可能出现“meme 治国”现象。2024 年同样表现亮眼的还有 RWA。RWA 的实质仍是区块链上的金融证券化，虽然借助新技术能实现更透明、更低成本、更自动化的分润，但关键还在底层资产。那些本应受到全球追捧的、但却因为种种技术或制度原因缺乏流动性的资产，将最可能通过

RWA 获益。2024 年以来，国际加密资产政策转向友好。一是美国、巴西、俄罗斯、日本、波兰等国家均表现出对比特币战略储备的兴趣，但都处于草案阶段，尚未正式形成立法；二是特朗普上任后预计会废除 SAB 121，银行托管加密资产无需再列入资产负债表；三是美国 FASB 于 2024 年 12 月 15 日正式实施了针对加密资产的新会计准则，允许上市公司以公允价值记录持有的加密资产，可能会促使更多上市公司购买并持有加密资产；但反过来，当流动性和加密资产市场转向时，可能会引发股票市场和加密资产市场的螺旋共振。

目 录

一、全球债券市场情况	1
（一）高利率环境下美国经济超预期驱动美债利率宽幅波动，但供给复苏滞后需求，滞涨风险上升	1
（二）日本经济运行呈弱复苏平稳态势，央行开启货币政策正常化进程，国债利率整体上行	4
（三）欧元区复苏乏力、增长再度停滞，欧央行开启连续降息，欧债利率保持波动	5
（四）新兴经济体通胀与货币政策分化，国债利率趋势性下行或上行	7
二、全球外汇市场情况	10
（一）美元指数波动上行，其他主要货币普跌	10
（二）中美国债负利差持续深化，人民币小幅贬值	11
三、全球股票市场情况	12
（一）全球股市普涨，中国股市扭转跌势大幅反弹	12
（二）美股屡创新高，回调风险加大	13
四、大宗商品	15
（一）黄金仍具配置价值	15
（二）油价料延续震荡，中枢大概率下行	17
（三）铜价可能先抑后扬	18
（四）铁矿石震荡偏弱	20
（五）大豆价格仍将低位运行	21

(六) 玉米价格料底部盘整	21
五、加密资产与数字货币	22
(一) 2024 年比特币翻倍有余，以太坊涨幅不足 50%	22
(二) 模因币受到追捧	23
(三) RWA 需要优质的底层资产	24
(四) 国际加密资产政策转向友好	25

一、全球债券市场情况

（一）高利率环境下美国经济超预期驱动美债利率宽幅波动，但供给复苏滞后需求，滞涨风险上升

2024 年，美国经济在诸多发达经济体中“一枝独秀”。面对高利率环境的持续加压，美国经济彰显韧性，各项经济数据超预期。其一，美国经济表现强劲，并未如预期大幅下滑。2024 年美国 GDP 增长 2.80%，基本持平于上一年的 2.90%。分季度来看，在经历一季度 1.60% 的较慢增长后，二、三季度大幅反弹至 3.00% 和 3.10%，四季度回落至 2.30%；其二，美国通胀显黏性，其降温趋势停滞并于四季度明显反弹。2024 年美联储关注的核心 PCE 同比季度数据分别为 2.99%、2.73%、2.69% 和 2.81%；其三，美国就业市场依旧稳健。2024 年美国失业率由 1 月份 3.70% 的历史低位小幅上升后，下半年维持在 4.1%~4.2%。

美联储开启降息周期。在维持一年多的超高基准利率后，美联储于 2024 年 9 月大幅降息 50BP，将基准利率将至 4.75%~5.00%。随后，伴随就业和通胀数据反弹，美联储在 11 月和 12 月放缓降息力度，每次降息 25BP。由于美国经济前景以及美联储内部分歧加大，未来降息路径不确定性上升。

2024 年，10 年期美债利率呈“N”型宽幅波动；同时，美债曲线斜率由历史底部开始逐渐走陡。2024 年 1 月~4 月，顽固通胀和强劲就业数据弱化市场降息预期，10 年期美债利率由年初 3.88% 升至 4.69%；5 月~9 月，美国就业市场与通胀同步降温，美联储降息预期不断强化并落地，10 年期美债利率回落至 3.81%；10 月~12 月，就业和通胀数据反弹，美联储降息力度放缓，10 年期美债利率又快速反弹至 4.58%。与此同时，美债曲线斜率持续走陡，10 年期与 3 个月期期限利差由年初 -152BP 升至 21BP，结束自 2022 年 10 月以来的持续倒挂状态（见图 1）。

美国总需求持续回升、总供应滞后且面临约束，未来美国经济仍存在滞涨风险。从需求（又称国内购买者最终销售额=个人消费+私人固定投资+政府支出，均为实际值）来看，自 2021 年二季度以来，美国强劲的个人消费和政府支出推动总需求基本处于疫情前趋势线（基于 2015 年至 2019 年季度数据的对数线性回归）上方（见图 2）。美国个人消费支出约占总需求的三分之二，2024 年美国

个人消费支出季度环比年化率分别为 1.90%、2.80%、3.70%和 4.20%，对总需求形成强劲支撑。美国消费强劲在于美国实际时薪保持稳定增长以及持续上涨美股对居民财富的贡献。从供给（技术上等于 $GDP = \text{工时} \times \text{劳动生产率}$ ，均为实际值）来看，疫情以来，工时拖累总供给尚未完全恢复，基本处于疫情前趋势线下方。2024 年四季度数据显示，总供给比疫情前趋势低 1.50%，工时比疫情前趋势低 4.50%，劳动生产率比疫情前趋势高 3.20%（见图 3）。疫情后，劳动生产率持续高于趋势线，其原因有两点：其一，工人行业结构变化，疫情后失业集中发生在生产率较低的休闲和酒店业；其二，工人年龄结构变化，疫情后黄金年龄工人占比上升（见图 4）；工时持续低于趋势线，主要在于劳动参与率降低且难以恢复至疫情前水平。此外，2024 年季度环比数据显示，GDP 增速与劳动力人口增速正相关，CPI 增速与劳动力人口增速负相关（见图 5），表明 **2024 年美国需求相对稳定，经济波动主要受紧约束下的供给波动的影响**。从供需缺口（需求-供给=进口-出口+库存减少）来看，供给复苏滞后需求导致供需缺口不断变大，美国需求满足更加依赖进口（见图 2）。展望未来，美国滞胀风险上升。一方面，美国总供给仍面临约束，美国经济增速将进一步放缓。关键在于，美国黄金年龄劳动参与率已触及历史最高值并开始回调，未来美国劳动生产率和工时进一步改善空间有限，尤其是特朗普大规模驱逐非法移民政策，可能导致美国总供给情况恶化；另一方面，当前美国需求更加依赖进口，特朗普大幅增加关税的政策也将提升美国消费者成本，加大美国再通胀的风险。

期限溢价持续上升，主导 10 年期美债利率在四季度大幅上行。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（长债相当于短债的风险补偿）两部分。美联储数据显示，2024 年 10 年期美债利率的期限溢价部分由负转正，持续上行（见图 6）。主要原因在于美债供给的大幅增加以及美债需求更多转向价格敏感性投资者。2024 财年，美国联邦政府的财政赤字达到 1.833 万亿美元，为有纪录以来第三高，仅次于新冠疫情期间 2020 财年的 3.132 万亿美元和 2021 年财年的 2.772 万亿美元，这导致国债供应量大幅上升。截至 2024 年年底，美国国债余额由 2020 年疫情初期的 23.2 万亿美元升至 36.2 万亿美元，净增长达 13 万亿美元。与此同时，美债需求转向对价格更为敏感的投资者。具体来看，疫情以来，海外投资者持有国债份额基本保持不变。疫

情期间，增发美债主要由美联储持有。自 2022 年初美联储缩表以来，个人和私人基金承接美联储减少的美债份额，自 2021 年底至 2024 年第三季度，其持有份额由 18.5% 上升至 28.8%（见图 7）。与此同时，海外官方和私人投资者持有美债规模此消彼长。自 2023 年一季度起，海外私人投资者持有美债规模开始超越海外官方且差额迅速扩大（见图 8）。

美国债务上限重启或将加大美债利率波动。2025 年 1 月 1 日，美国债务上限暂停结束。此时，美国财政部将不再被授权额外借款，只能通过超常规措施或消耗 TGA 账户资金来弥补赤字。当前财政部 TGA 账户接近 7000 亿美元，市场预计可支撑 3~5 个月，两党博弈使得债务上限问题可能要拖到年中才能真正妥善解决。在此之前，美债供给受限以及 TGA 余额减少释放流动性驱动美债利率下行；待债务上限问题得以解决，美债短期内集中大量发行以及 TGA 余额恢复正常水平收紧市场流动性，美债利率有大幅上行压力。**综合判断，2025 年 10 年期美债利率或先下后上。**

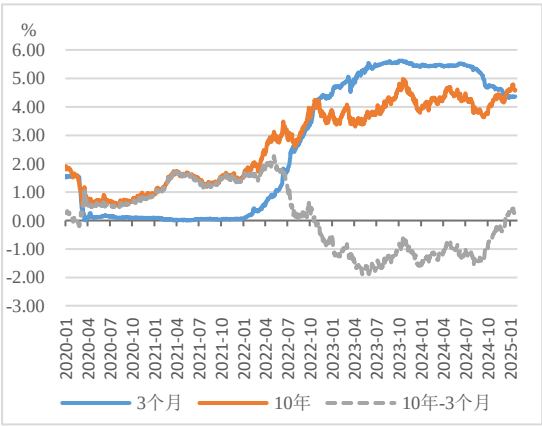


图 1 美国国债利率和期限利差

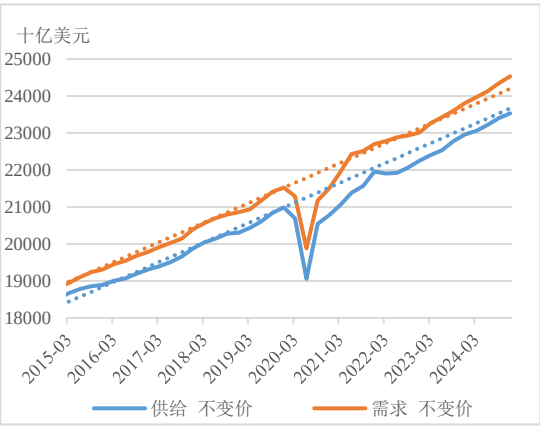


图 2 美国供需及趋势情况

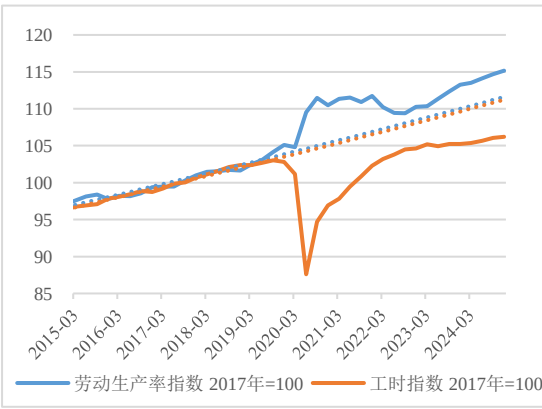


图 3 美国供给分解及趋势情况

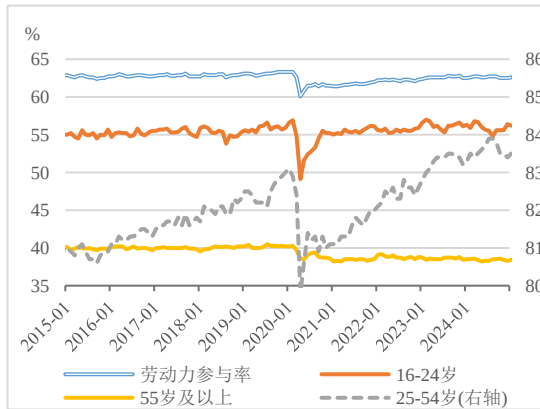


图 4 美国各年龄段的劳动参与率

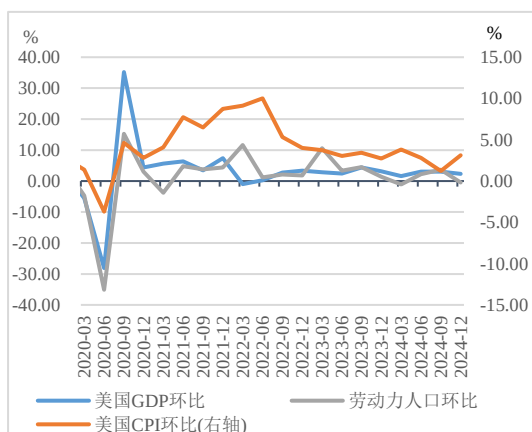


图5 美国经济增长、通胀与劳工数量

图6 美债利率分解：利率预期与期限溢价

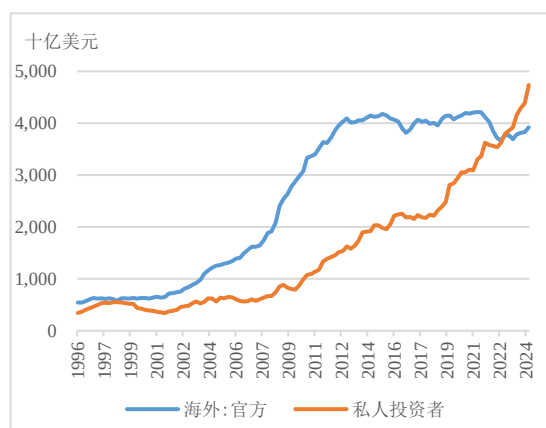
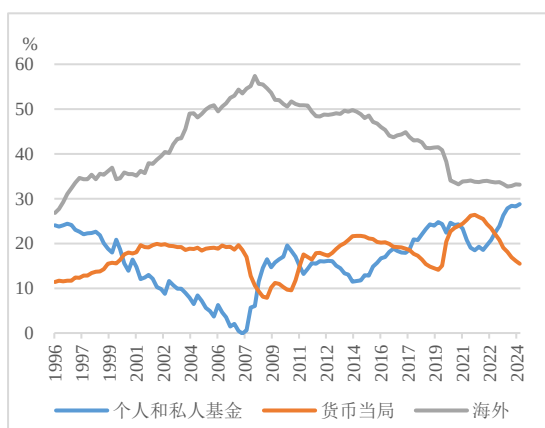


图7 美国国债投资者结构

图8 美国国债海外投资者情况

数据来源：wind，纽约联储，旧金山联储，国家金融与发展实验室整理。

（二）日本经济运行呈弱复苏平稳态势，央行开启货币政策正常化进程，国债利率整体上行

2024年，日本经济整体保持弱复苏平稳态势。其一，日本经济低速增长，显示复苏力度较弱。IMF最新预测，2024年日本GDP增长仅0.3%，较上一年1.5%增长明显下滑。分季度来看，日本产出一季度收缩，二、三季度边际改善。其二，日本通胀稳定，小幅波动上行。自2022年4月以来，日本CPI与核心CPI同比均保持在2%以上，2024年末，分别升至3.60%和3.00%，均为年内最高值。其三，日本制造业复苏弱于服务业，整体景气度先上后下。其中，制造业PMI除4月和5月外，其他月份均处于收缩区间。服务业PMI除6月和10月，均处于扩

张区间。经济景气度在 4 月和 5 月升至最高，之后有所降温。其四，日本就业状况保持稳定，2024 年全年失业率处于 2.4%~2.7%的历史低位。其五，日本家庭收入状况有所好转，但消费依然不足。2024 年“春斗”后，日本劳动者家庭实际收入同比自 5 月份开始转正，但实际消费支出同比基本为负值。

日本央行结束负利率，正式开启货币正常化进程。2024 年日本“春斗”薪资涨幅超预期，3 月，日本央行宣布结束长期的负利率和收益率曲线控制政策，将基准利率从-0.1%~0%上调至 0%~0.1%，同时取消除国债外的资产购买。此后，日本央行于 7 月再次加息，将政策利率调整至 0.25%，同时缩减国债购买规模。纵观疫情后，日本货币政策的调整以审慎渐进方式进行。第一阶段，微调收益率曲线控制区间，日本央行于 2022 年底将日债 10 年期利率区间由 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.50\%$ 、2023 年 7 月又将其上限扩大至 1%；第二阶段，加息并缩减购债规模，当前刚步入此阶段。未来，或将效仿美联储进行缩表操作。

2024 年，日本国债利率整体上行。其中，10 年期日债利率由年初 0.65%上行 46BP 至年底的 1.11%；8 月 5 日，受美国就业数据欠佳强化美联储降息预期的影响，10 年期日债利率曾大幅下行 17BP（见图 9）。**展望未来，预计日本央行将采取审慎渐进的加息政策，日债利率或延续震荡上行。**其一，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；其二，日本国内消费依然不足，同时日本当局意识到，过去两年日元疲软是加速通胀的一个因素，因此，工资和通胀的正向螺旋仍需确认和巩固；其三，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。**未来，日元持续贬值、日本消费向好是观察日本央行加息的重要契机。**

（三）欧元区复苏乏力、增长再度停滞，欧央行开启连续降息，欧债利率保持波动

2024 年，欧元区复苏乏力，增长再度面临停滞。其一，欧元区延续低速增长。IMF 最新预测，2024 年欧元区 GDP 在上一年 0.40%的低增速基础上，仅增长 0.80%。其中，2024 年四季度欧元区 GDP 环比年化率为 0.10%，欧元区经济增长再度面临停滞。其二，欧元区景气度持续低迷。其中，除第二季度外，2024 年欧元区综合 PMI 季度均值均处于收缩区间。尤其是制造业 PMI 在荣枯线以下持

续恶化，制造业复苏前景黯淡。其三，欧元区通胀呈现出黏性，核心通胀降温趋势停滞。2024 年，欧元区整体通胀缓慢降温并于四季度有明显反弹，2024 年 12 月通胀率为 2.50%。同时，9 月核心通胀率降至 2.70%并保持不变。其四，消费者和投资者信心边际改善后又再次出现明显恶化。

欧央行先于美联储开启降息周期，且年内降息幅度超过美联储。2024 年 6 月，欧央行先于美联储开启本轮降息周期，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。此后，欧央行分别于 9 月、10 月和 12 月再次降息，年内共降息 4 次，主要再融资利率和边际借贷利率累计降息 135BP、存款机制利率累计降息 100BP。

2024 年，10 年期欧债利率走势与美债相似，呈“N”型波动；同时，欧债曲线斜率由历史底部开始逐渐走陡。2024 年 1 月~5 月，欧元区摆脱增长停滞且经济景气度回升，10 年期欧债利率由年初 2.08%升至 2.70%；6 月~9 月，欧元区经济活动疲软、通胀降温，欧央行开启降息，10 年期欧债利率回落至 2.24%；10 月~12 月，降息和通胀反弹驱动欧债 10 年期利率震荡上行至 2.45%。与此同时，欧债曲线斜率持续走陡，10 年期与 3 个月期期限利差由年初-170BP 升至年底-13BP，距离结束自 2023 年 1 月以来的倒挂状态仅一步之遥（见图 10）。展望未来，欧央行或将采取继续降息政策以支持经济复苏，但降息的力度和节奏受制于欧元区核心通胀的走势以及美联储货币政策选择。

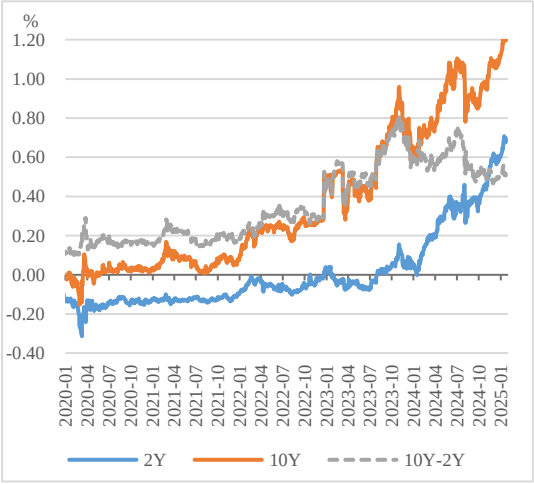


图 9 日本国债利率

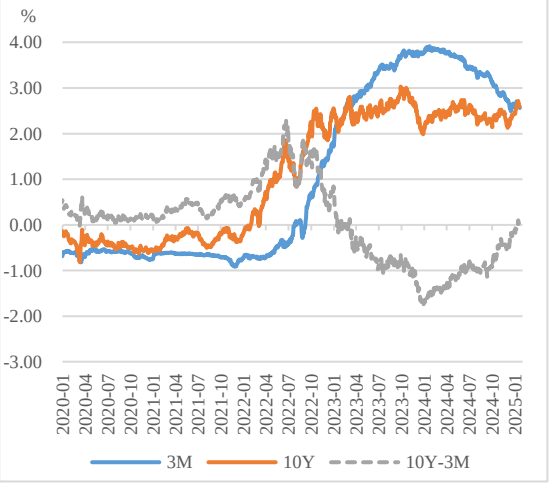


图 10 欧元区公债利率

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（四）新兴经济体通胀与货币政策分化，国债利率趋势性下行或上行

2024 年，新兴经济体通胀与货币政策出现分化。其中，印度经济增速小幅放缓、通胀稳步回落后反弹，货币政策保持稳定，国债利率震荡下行；俄罗斯经济显示韧性，通胀持续反弹叠加央行加息，国债利率持续上行创出新高；巴西经济继续复苏，通胀反弹，巴西央行由降息转为加息，国债利率整体上行；中国经济持续承压，有效需求不足导致消费、投资和物价持续低迷，央行采取降息降准货币政策，国债利率持续下行；伴随 9 月末政策持续发力抬升市场风险偏好，国债利率曾小幅反弹。

2024 年，印度经济增速小幅放缓、通胀稳步回落后反弹，货币政策保持稳定，10 年期国债利率震荡下行。具体来看，第一，经济增速持续小幅放缓。2024 年前三季度印度 GDP 增速分别为 7.8%、6.7%和 5.4%。第二，经济景气度处于扩张区间，但有所下滑。其中，印度服务业 PMI 持续下滑，2024 年季度均值分别为 61.2、60.5、59.6 和 59.0。同期，制造业 PMI 保持震荡，分别为 57.5、58.2、57.4 和 58.4。第三，通胀稳步回落后有所反弹。2024 年印度季度 CPI 同比均值分别为 5.0%、4.9%、4.2%和 5.6%。同时，印度央行保持货币政策稳定。在此背景下，2024 年，印度国债利率一路震荡下行。其中，印度 10 年期国债利率由年初 7.18%下行 42BP 至年末 6.76%，3 月期国债利率由年初 6.90%下行 35BP 至年末 6.55%。

2024 年，俄罗斯经济显示韧性，通胀持续反弹叠加央行加息，国债利率创新高。具体来看，2024 年前三季度，俄罗斯 GDP 同比增长分别为 5.40%、4.10%和 3.10%。三季度增长略有减弱，除此之外，自 2023 年第二季度以来，俄罗斯经济增速均保持在 4%以上，凸显俄罗斯经济韧性。2024 年俄罗斯综合 PMI 基本处于扩张区间，但前三季度整体有所下滑。在 9 月跌破荣枯线之后，四季度又重回扩张区间。俄罗斯通胀压力更加严峻。2024 年俄罗斯月度 CPI 同比均在 7%以上且稳步提升，2024 年 12 月达到 9.52%的年内高点。因此，俄罗斯央行于 2024 年 7 月、9 月和 10 月连续 3 次加息，累计加息幅度为 500BP，将基准利率调高至 21%。在此背景下，俄罗斯国债利率持续上行。其中，俄罗斯 10 年期国债利率由年初 11.86%下行 336BP 至年末 15.22%，3 月期国债利率由年初 11.73%上行 707BP 至

年末 18.80%。

2024 年，巴西经济延续复苏，通胀反弹，巴西央行由降息转为加息，国债利率整体上行。具体来看，2024 年前三季度，巴西 GDP 同比分别为 2.6%、3.3%和 4.0%，经济增速连续反弹，保持复苏态势。2024 年，巴西通胀回落结束后持续反弹。2024 年 4 月 CPI 同比增速降至 3.2%的年内低点后持续反弹至年末的 4.8%。与此同时，巴西央行货币政策转向，一改自 2023 年 8 月至 2024 年 5 月的降息政策，于 2024 年 9 月、10 月和 11 月连续加息，将政策利率由 10.50%上调至 12.25%，累计加息 175BP。在此背景下，巴西国债利率持续上行。其中，巴西 10 年期国债利率由年初 10.36%上行 479BP 至年末 15.15%，1 年期国债利率由年初 10.18%上行 529BP 至年末 15.47%。

2024 年，中国经济持续承压，有效需求不足导致消费、投资和物价持续低迷，央行多次采取降息降准货币政策，国债利率持续下行。具体来看，政策托底下，2024 年中国实现 5%的增长目标。其中，GDP 季度同比分别为 5.3%、4.7%、4.6%和 5.4%。PMI 指数显示经济景气度持续下降，四季度有所企稳。其中，制造业 PMI 在前三季度基本处于收缩区间，在 8 月触及 49.1 的年内点后反弹，第四季进入扩张区间。服务业 PMI 全年基本处于扩张区间，在 9 月短暂跌破荣枯线后企稳，重回扩张区间。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，全年 CPI 月度同比基本处于 0%~0.5%区间；核心 CPI 同比持续走低逼近零值，虽然四季度有所回升但尚未摆脱历史低位；PPI 跌幅减小后在下半年又重新扩大，四季度 PPI 同比跌幅达 2.6%。同时，前三季度，M1、社会融资规模、居民与企业新增信贷等金融数据全面下滑，四季度政策支持下有所好转。2024 年中国宏观逆周期调节力度加大，央行采取多次降准降息、重启二级市场国债买卖、确立 7 天逆回购政策利率等政策。其中，一季度，央行下调存款准备金率 0.5 个百分点，同时结构性调降支农支小再贷款、再贴现利率，指导 LPR 非对称下调，支撑房地产等长久期资产。三季度，经济复苏有所走弱，中国人民银行除继续降准降息外，通过重启国债买卖操作，确立 7 天逆回购操作利率为政策利率等方式，推动货币政策框架完善与转型；四季度，中央经济工作会议明确我国货币政策取向从“稳健”转向“适度宽松”。在此背景下，我国国债利率持续下行。从利率分解来看，2024 年，期限溢价基本主导了

长端利率走势。其中，利率预期由年初 1.95%下行 26BP 降至年末 1.69%；同期期限溢价由 0.60%下行 63BP 降至-0.03%。期限溢价在投资者风险偏好降低、竞相追逐安全资产以及央行操作净买入国债的影响下，一路走低（见图 15）。

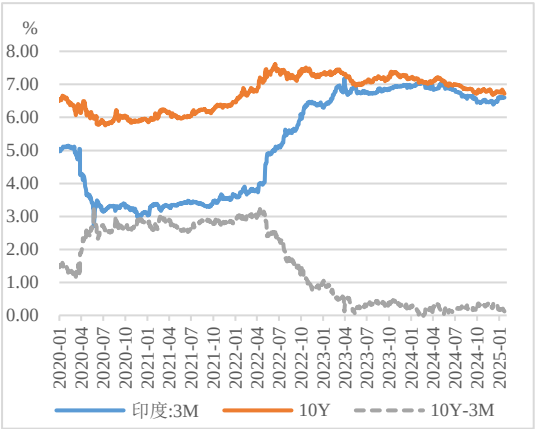


图 11 印度国债利率

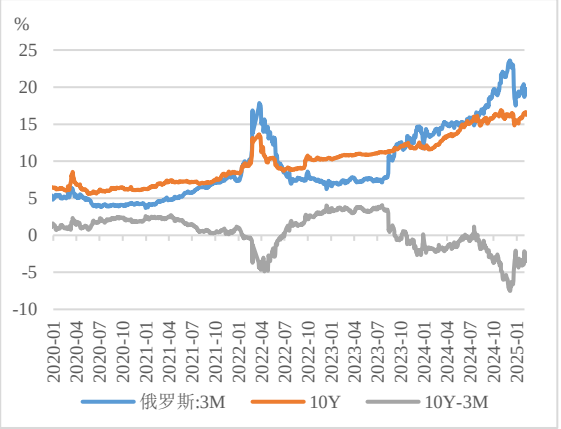


图 12 俄罗斯国债利率

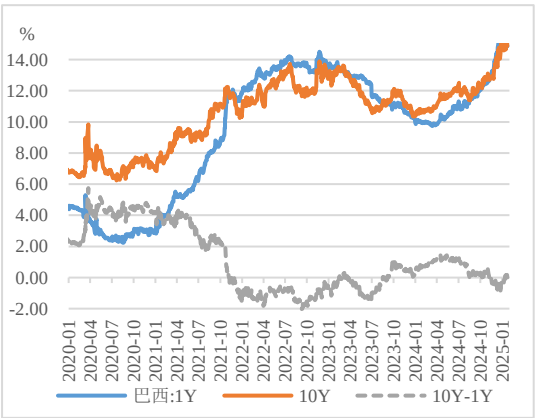


图 13 巴西国债利率

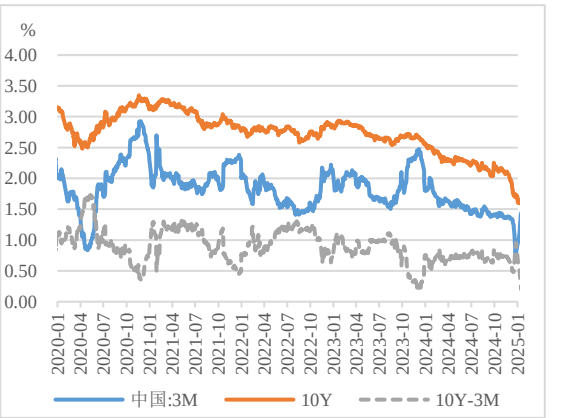


图 14 中国国债利率

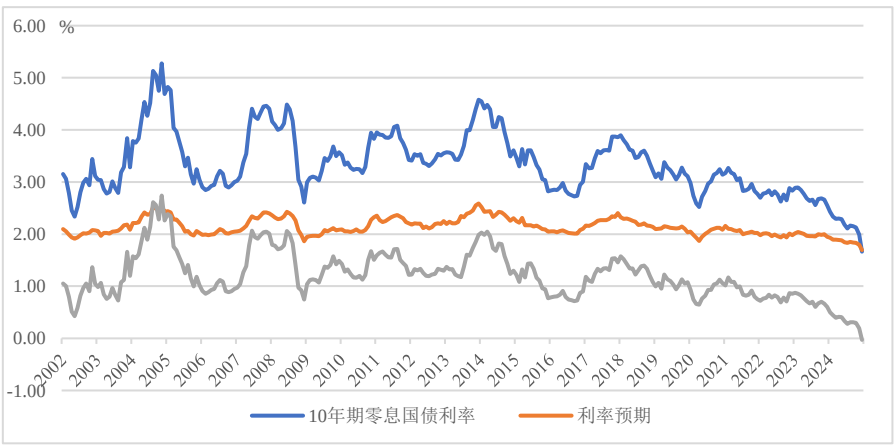


图 15 中债利率分解：利率预期与期限溢价

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）美元指数波动上行，其他主要货币普跌

2024 年第四季度，伴随美国经济和美债利率波动，美元指数波动上行。具体来看，美元指数经历上涨—下跌—再上涨的“N”型走势。2024 年年初至 4 月底，伴随美国经济反弹以及美债利率上行，美元指数走强，由期初 101.38 上涨至 106.34，涨幅 4.89%；5 月初至 9 月末，伴随美国经济降温以及美债利率回落，美元指数又跌至 100.76，跌幅 5.24%；10 月初至年末，伴随美国经济和美债利率反弹，美元指数升至 108.48，为 2023 年以来最高值，涨幅 7.67%。展望未来，美国经济滞胀局面以及美联储货币政策调整，驱动美元指数或将保持震荡态势。

2024 年，其他主要货币兑美元普跌。具体来看，除马来西亚林吉特兑美元小幅升值 2.7%外，其他主要货币均有不同程度的贬值。其中，上一年兑美元明显升值的巴西雷亚尔和墨西哥比索跌幅领先，分别下跌 21.54%和 18.97%；土耳其里拉、日元和韩元在上一年分别贬值 36.40%、7.02%和 2.39%的基础上，再度下跌 16.54%、10.29%和 12.65%；日元外的其他 5 个美元指数的构成货币，如英镑、欧元、瑞士法郎、加元、瑞典克朗，在上一年升值的情况下，其兑美元依次下跌 1.70%、6.21%、7.26%、7.83%和 9.19%。新兴经济体中，俄罗斯卢布、印度卢比和人民币兑美元依次下跌 11.79%、2.76%和 2.73%。

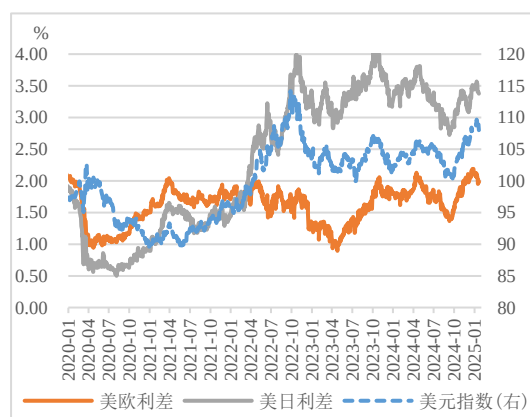


图 16 美元指数与国债利差

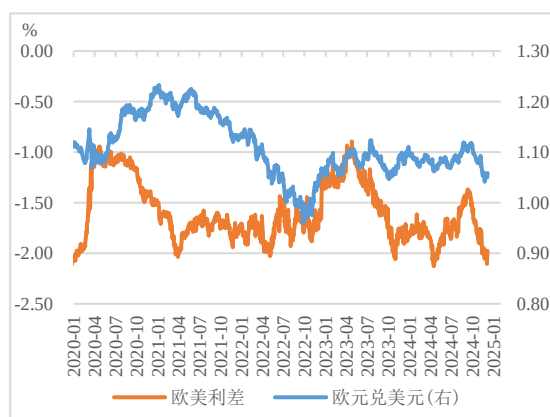


图 17 欧元汇率与欧美国债利差

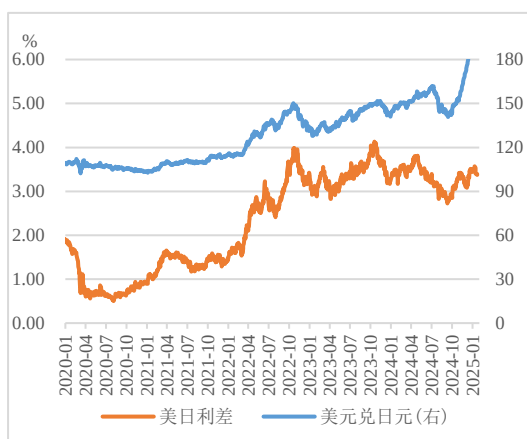


图 18 日元汇率与美日国债利率

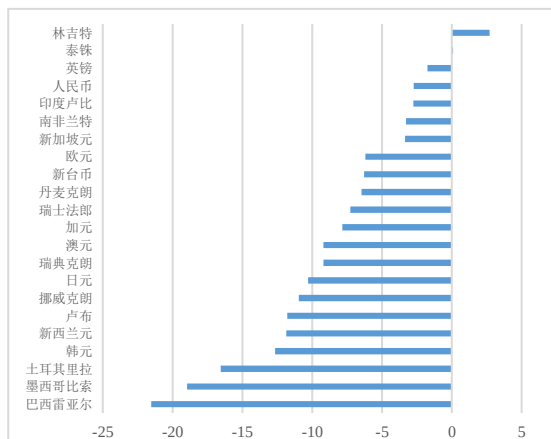


图 19 2024 年主要货币汇率变化

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

(二) 中美国债利差持续深化，人民币小幅贬值

2024 年，美元指数和中美国债利差变化驱动人民币走势，人民币兑美元整体小幅贬值。具体来看，人民币兑美元经历下跌—上涨—再下跌三个阶段。2024 年年初至 7 月底，美元指数走强以及中美 3 月期国债利差持续下探至历史极值，人民币兑美元下跌 2.14%；2024 年 8 月至 9 月底，美元指数走弱，短端和长端的中美利差均出现反弹，人民币兑美元上涨 3.30%；2024 年 10 月至年底，美元指数走强，中美 10 年期国债利差下探至历史极值，人民币兑美元下跌 3.88%。展望未来，伴随美元指数保持震荡态势，人民币兑美元有望呈现双向波动特征。



图 20 人民币汇率与美元指数

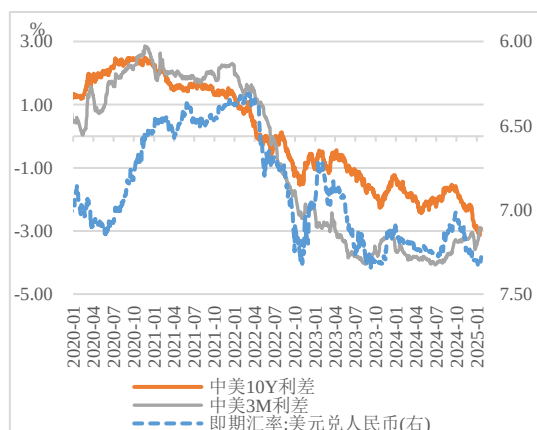


图 21 人民币汇率与中美利差

数据来源：wind。

三、全球股票市场情况

（一）全球股市普涨，中国股市扭转跌势大幅反弹

2024 年，全球主要股市整体延续上一年走势，继续大幅上涨。其中，中国股市扭转长期以来的跌势大幅反弹；俄罗斯加息政策、法国经济及政治局势，影响其股市从高位回调。具体来看，美股大幅上涨，继续引领全球股市。2024 年纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨 28.64%和 23.31%；发达市场表现优于新兴经济体。2024 年，MSCI 全球指数上涨 15.73%。其中，发达市场指数上涨 19.33%，新兴市场指数上涨 5.05%。此外应注意，由于全球利率大幅上行，在经历前三季度显著上涨后，全球股市在第四季度或上涨速度放缓或下跌，拖累 MSCI 全球指数下跌 1.23%。其中，发达市场指数仅上涨 1.67%，新兴市场大幅回调 8.15%。

表 1 2024 年全球主要股票指数涨跌情况（%）

	2024 年	Q4	Q3	Q2	Q1
纳斯达克综合指数	28.64	6.17	2.57	8.26	9.11
标准普尔 500 指数	23.31	2.07	5.53	3.92	10.16
MSCI 发达市场	19.33	1.67	4.34	2.58	9.65
东京日经 225 指数	19.22	5.21	-4.20	-1.46	20.03
法兰克福 DAX 指数	18.85	3.02	5.97	-1.39	10.39
恒生指数	17.67	-5.08	19.27	7.12	-2.97
MSCI 全球指数	15.73	-1.23	6.21	2.41	7.73
沪深 300 指数	14.68	-2.06	16.07	-1.68	2.62
创业板指数	13.23	-1.54	29.21	-6.83	-4.47
道琼斯工业平均指数	12.88	0.51	8.21	-1.73	5.62
上证综合指数	12.67	0.46	12.44	-1.44	1.20
深证成份指数	9.34	-1.09	19.00	-5.29	-1.91
欧元区 STOXX50 价格指数	8.28	-2.09	2.17	-3.73	12.42
孟买 Sensex30 指数	8.17	-7.31	6.66	7.31	1.95
伦敦富时 100 指数	5.69	-0.78	0.89	2.66	2.84
MSCI 新兴市场指数	5.05	-8.15	7.79	4.41	1.63
欧洲证券交易所 100 指数	4.17	-2.09	0.03	-2.75	9.37
中小板综指	3.96	2.56	15.20	-5.66	-6.73
巴黎 CAC40 指数	-2.15	-3.34	2.09	-8.85	8.78
俄罗斯 RTS 指数	-17.56	-7.50	-16.67	2.71	4.13

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）美股屡创新高，回调风险加大

2024 年，美股延续涨势，屡创新高。其中，纳斯达克综合指数、标准普尔 500 指数、道琼斯工业平均指数分别上涨 28.64%、23.31%和 12.88%。在美债利率波动，尤其是上行阶段，美股依然保持增长趋势。这意味着市场由经济增长、企业盈利向好以及降息逻辑来主导。若美国经济形势发生扭转，尤其是出现滞胀局面后，当前处于高位的美股面临较大的回调风险。分季度来看，标普 500 指数增长动力逐季减弱。2024 年标普 500 指数季度分别上涨 10.16%、3.92%、5.53% 和 2.07%。从行业看，标普 500 指数 11 个行业中除材料行业外，其余均上涨。尤其是在人工智能概念的强势推动下，以“科技七姐妹”为代表的科技股涨幅靠前。

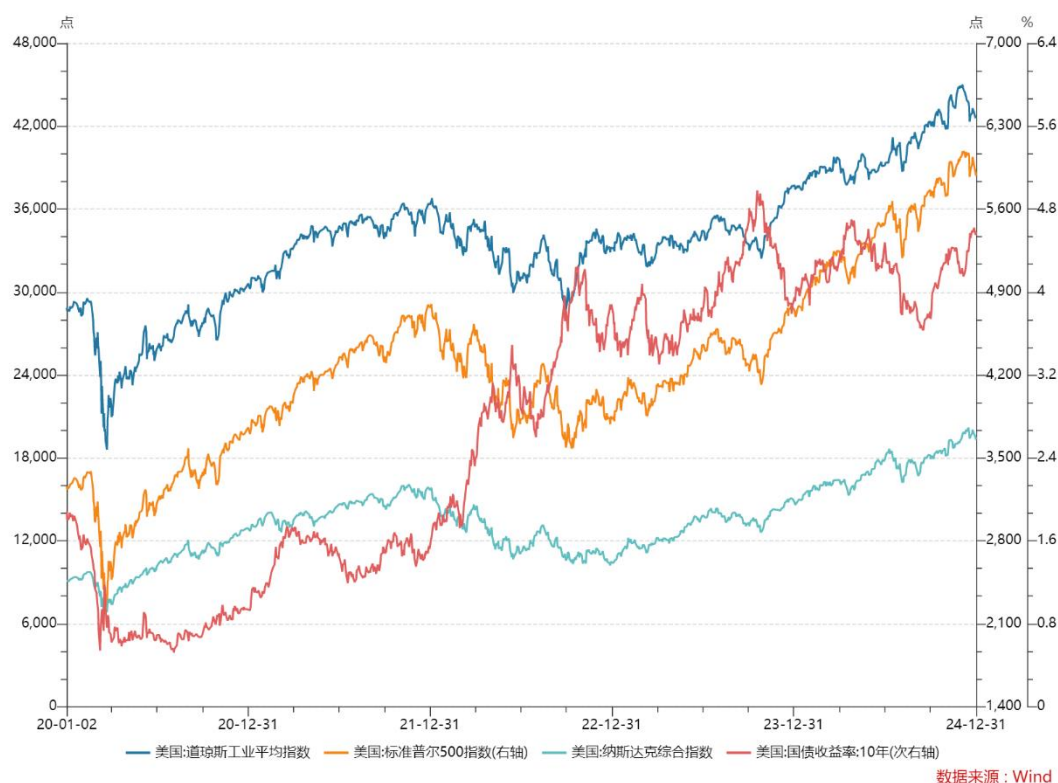


图 22 美国股票指数走势

数据来源：wind。

表 2 2024 年标普 500 指数各行业表现 (%)

	2024 年	Q4	Q3	Q2	Q1
通讯服务	38.89	8.60	1.42	9.11	15.57
信息技术	35.69	4.67	1.44	13.61	12.48
可选消费	29.13	14.06	7.59	0.45	4.75
金融	28.43	6.67	10.21	-2.43	11.97
综合	23.31	2.07	5.53	3.92	10.16
公用事业	19.58	-6.17	18.47	3.85	3.59
工业	15.64	-2.74	11.15	-3.26	10.57
日常消费	11.98	-3.84	8.28	0.69	6.81
能源	2.31	-3.20	-3.12	-3.19	12.69
房地产	1.73	-8.75	16.29	-2.82	-1.36
医疗保健	0.90	-10.67	5.65	-1.37	8.40
材料	-1.83	-12.82	9.20	-4.90	8.44

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 9.57%,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 3.50%,基于美国未来大概率处于滞涨情景;(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 12 月 31 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,且偏离幅度大于上季度末。依据上述参数基准情形,通过 Damodaran 模型估算,2024 年 12 月 31 日,标普 500 指数的内在价值等于 5514.26,当日市场价格点 5881.63,市场价格比模型估值高 6.25%。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 4.72%,略低于过去 10 年的平均值 5.00%。展望未来,在美国经济滞涨风险提升的情形下,美股面临回调风险加大。

四、大宗商品

(一) 黄金仍具配置价值

2024 年四季度,黄金价格宽幅震荡。本轮行情大致可分为三个阶段。第一个阶段是 10 月初至 11 月初美国大选结果公布前,主线是“特朗普交易 2.0”。特朗普宣称上台后将大幅提高关税,这可能导致显著的通胀效应,利多大宗商品。同时,特朗普上台后,美国预算赤字可能增加,与中国的贸易战可能重启,这些不确定性也会推高黄金价格。第二个阶段是 11 月初美国大选结果公布后至 11 月中,随着大选尘埃落定,不确定性降低,黄金市场降温,金价显著下行。第三个阶段是 11 月中旬至今,黄金价格宽幅震荡。这段时间市场分歧加大,虽然有“特朗普交易 2.0”加持,但反过来,欧美降息周期正式开启,降息及其预期对黄金价格的边际驱动力减弱,地缘政治并未显著升级,还存在一些弱化可能。多空交织下,黄金价格总体维持震荡格局。

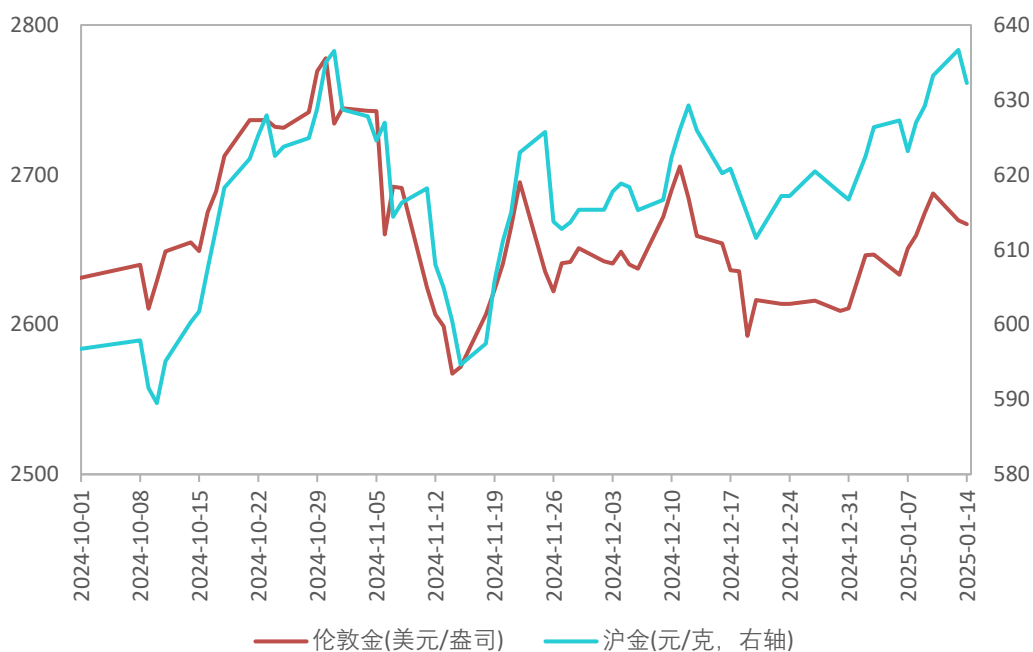


图 23 2024 年四季度黄金价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

2025 年一季度，黄金价格上涨动力减弱，但仍具配置价值。宏观经济层面，黄金的逻辑主要来自两方面，一是利率，二是通胀。利率方面，中、美、欧等主要经济体均处于货币宽松周期，利率下行有助于推动金价上升。通胀方面，特朗普不断宣称上台后要提高关税，并可能进一步扩大预算赤字。这两个因素会带来较强的通胀预期，也会推高黄金价格。至于美联储方面，一季度应该不用担心货币政策转向，因为即便通胀预期回升，美联储也不会“先手”紧缩，而是事后确认通胀再实行货币政策转向。利率和通胀这两方面逻辑的实现链条不同，但在一季度殊途同归，对黄金价格将起到支撑作用。另外，由图 24 可以看到，各国央行从乌克兰危机以来，每个季度都在净购入黄金，特朗普上台后，“美国优先”和保护主义可能加剧国际社会对美元信用的不信任。在变乱交织的背景下，我们判断黄金仍具配置价值。

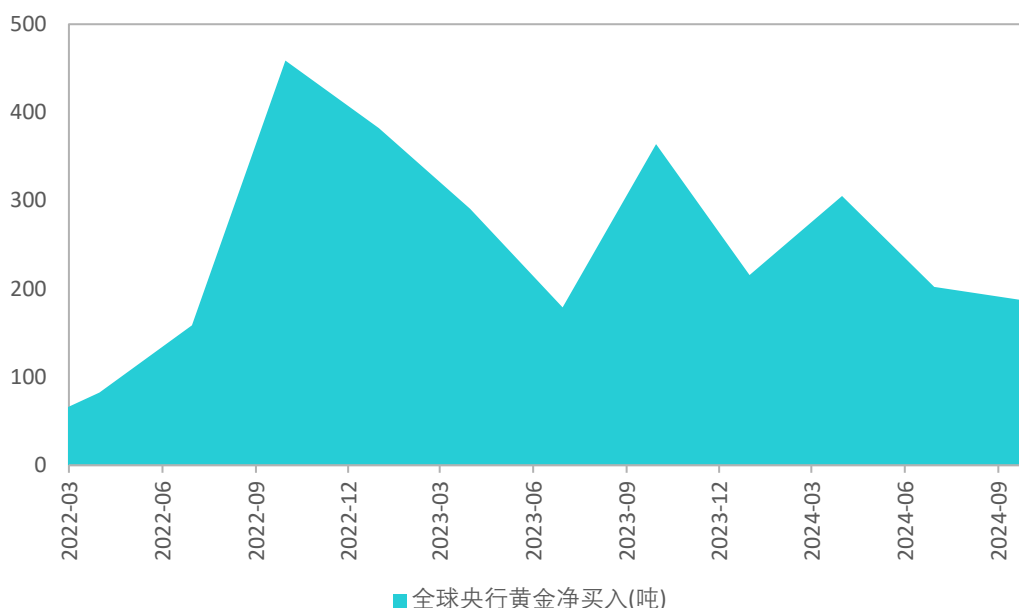


图 24 乌克兰危机以来全球央行持续净买入黄金

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

（二）油价料延续震荡，中枢大概率下行

2024 年四季度，原油价格基本呈现横盘整理的态势，是背后诸多因素不断拉扯的结果。第一重因素是地缘政治。俄乌、以色列和黎巴嫩、以色列和伊朗等冲突下，一旦出现事态发酵升级，油价就会向上反弹。比如伊朗率先对以色列发动大规模导弹袭击后，油价就显著拉升。而地缘政治趋于平稳、冲突因素缓和后，油价往往缺乏支撑力。第二重因素是供给。OPEC+等产油国不断推迟增产计划，非 OPEC 产油国如巴西产量下滑，为供需变紧、价格抬升提供了一些动力。第三重因素来自需求端。IEA、OPEC、EIA 三大月报接连下调原油需求预测，存在利空压力。而中国从 9 月下旬以来不断推出经济刺激政策，虽然新能源道路坚定，但总归能够稍稍扭转市场的悲观情绪。综合上述因素，在不断拉锯中，四季度原油价格在低位区间不断震荡。

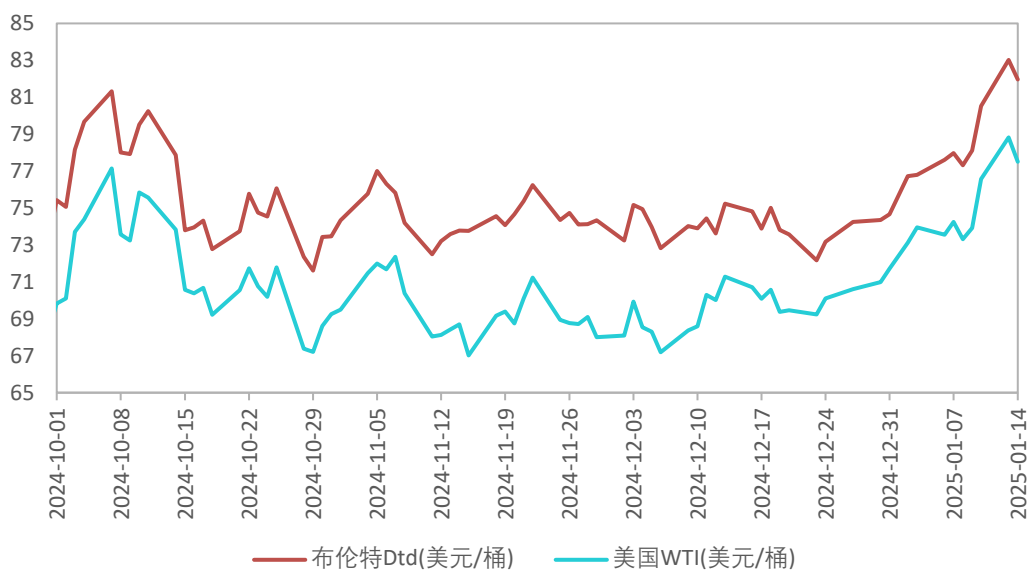


图 25 2024 年四季度石油价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2025 年一季度，油价将延续震荡，中枢大概率下移。2025 年的原油供给不确定性很高。一是 OPEC+ 延长减产至一季度末，但其对各国的控制力有所下滑。二是非 OPEC 产油国可能增产，这回抵消 OPEC+ 的减产数量。三是特朗普上任后可能加大对伊朗的制裁力度，伊朗原油供应不明朗。多重因素交织下，我们判断供给随时间逐步走向宽松的可能性更高。需求层面增量有限。中国处在新旧能源转换期，原油等传统能源需求会持续下滑。虽然 2025 年国家还会出台经济刺激政策，在总体上会利好一部分需求，但在中长期减油增化的方向不会变。其他国家中，美国、欧洲原油需求基本稳定，印度等新兴国家虽然增速可观，但是基数较小，对全球原油需求的影响相对有限。至于地缘政治，会制造一些短期波动和机会。出现事件后会提升原油风险溢价，只要不对中长期供给造成实质影响，价格会很快回调，并重归基本面逻辑。因此，我们认为一季度原油价格将会在中长期基本面因素和短期地缘因素的拉锯下延续震荡格局，但随着供需平衡走向宽松，油价中枢可能下移。

（三）铜价可能先抑后扬

2024 年四季度，铜价震荡下行。究其原因，一方面，美国消费端通胀有所抬头，导致美联储 2025 年降息预期下调，利空大宗商品。另一方面，基本面需求

转弱，主要来自美国特朗普关税政策、移民政策和财政赤字预期，以及中国传统消费淡季，导致铜下游需求偏弱。两方面因素叠加，导致铜价震荡下行。



图 26 2024 年四季度铜价走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2025 年一季度，铜价可能先抑后扬。供给端，海外矿山将以较低增速维持正增长。**需求端**，随着特朗普上台，数据中心等产业可能带动需求复苏。中国方面，财政和货币政策刺激也有望带动铜消费。传统板块中，电网投资较为稳定，房地产板块不确定性较高，需要观察后续政策落实落地情况。新能源汽车和电子消费依旧是主要需求带动点。2024 年，新能源汽车月度产销量创新高，2025 年政策延续预期较强，需求较为稳定。家电在 2024 以旧换新政策下表现优异，但家电消费具有一定周期性，2024 年的需求提前释放将使得 2025 年的需求扩张存在一些不确定性；出口也因为贸易战预期面临回落压力。**长期来看**，在我国新能源汽车、绿电转型、数据中心等产业发展势头的加持下，铜具备长期价值。**从季度框架下**，一季度特朗普政府上台，在关税、财政赤字等问题上，可能会出现先交易悲观预期，然后根据特朗普实际政策力度和中国的应对，相应地修正预期。考虑到特朗普在政策宣传上往往夸大其词，因此这种预期修正更大概率表现为回调效应。综合上述因素，我们认为一季度铜价大概率在震荡中先弱后强。

（四）铁矿石震荡偏弱

2024 年四季度以来，铁矿石价格呈宽幅震荡态势。9 月底国内推出一系列宏观刺激政策，从价格传导路径来看，应该是：刺激政策带动终端需求恢复，钢厂盈利触底反弹，进而带动铁水产量恢复，最后传导到铁矿石价格回升。然而铁矿石借着预期和乐观情绪于 9 月底就大幅反弹，这导致 10 月初至今，过度乐观的情绪消退后，在铁矿石库存水平依然处于相对高位的情况下，价格没有继续突破的动力，回归区间震荡。

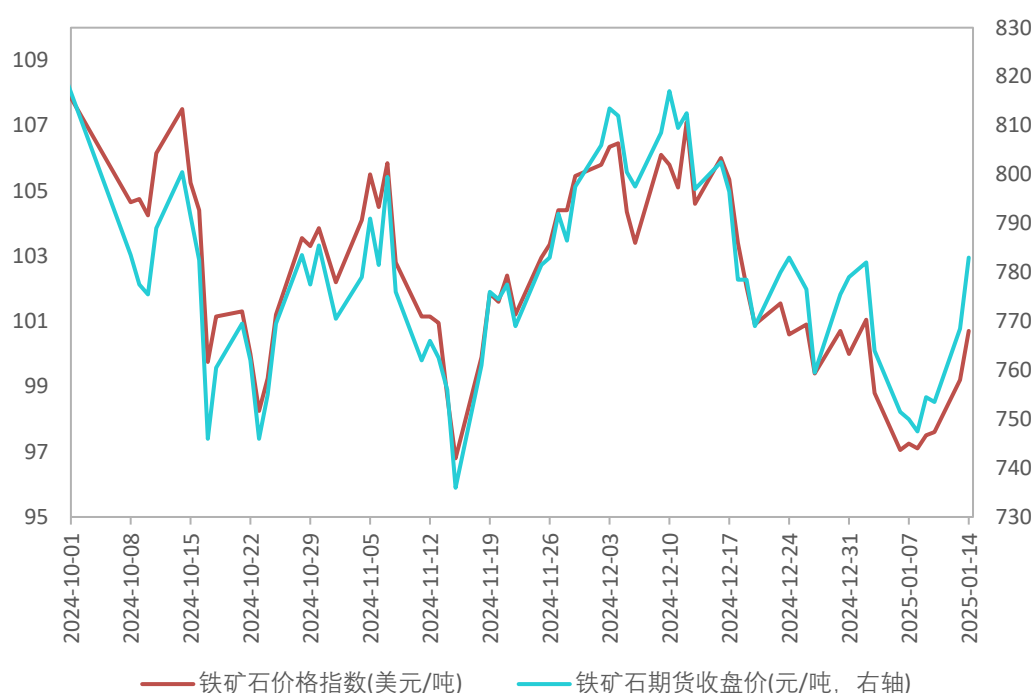


图 27 2024 年四季度铁矿石价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2025 年一季度，供给端，主要矿山和非主流矿山都有产能扩张计划，但一般增量会出现在下半年，上半年的产出增量空间不大，且一季度属于发运淡季，因此供给总体稳重偏紧。**需求端**，2025 年国内政策支撑力度预期足够，但特朗普上台后有关税压力，终端需求可能疲软，导致铁水产量下降。需要注意的是，铁矿石发运习惯贴合需求预期，即预期需求旺盛时发运量大，预期需求不足时发运量会随之降低，即一般基本面不会出现供求过于不平衡，要么供需两旺，要么供需均疲弱。综合上述分析，我们预计 2025 年一季度铁矿石震荡偏弱。

（五）大豆价格仍将低位运行

四季度以来，大豆价格呈先下降后回升的走势。四季度是新季北美大豆的供应期，同时南美大豆也进入了生长期，丰产格局较为确定。小的波段上，主要炒作需求和天气预期等。在这样的背景下，2024 年四季度，大豆价格一度走弱。进入 2025 年这段时间，天气炒作抬头，价格有所回升。



图 28 2024 年四季度大豆价格走势

数据来源：wind，国家金融与发展实验室整理。

展望 2025 年一季度，大豆的总基调仍然是较为确定的丰产格局，我们预计其价格仍将低位运行。可能出现反弹的因素有三：天气问题仍然是首要影响因素。根据预测，全球冬季气候将逐步转变为拉尼娜状态——这是西班牙语“小女孩”的意思，指赤道太平洋东部和中部海表温度大范围持续异常变冷的现象。2022/23 年阿根廷在拉尼娜的三波摧残下，产量几乎腰斩，因此这波天气将成为重要关注点。第二个因素是大豆长期低位运行是否会出现种植减少的情况。第三是特朗普上任后的贸易战会不会波及大豆，抑制美豆出口。如果出现这一情况，中国可能更多转向进口巴西豆，意味着南美大豆价格可能上扬。

（六）玉米价格料底部盘整

2024 年四季度，玉米价格总体仍处低位。由于玉米季产年销，接近年末阶段农户手中余量较多。一方面，今年玉米粮质一般，下游饲料企业谨慎采购；另

一方面，今年冬天气温普遍偏高，不利于新粮储存，售粮节奏加快。两方面因素合成，玉米价格仍在低位震荡。



图 29 2024 年四季度玉米价格走势

展望 2025 年一季度，供给层面，巴西是我国最大进口来源国，目前巴西和阿根廷都有新作增加预期。美国虽然成本较巴西更低，但目前对我国出口量处于历史偏低水平，这主要来自政治因素考量。2025 年，考虑到特朗普关税政策的不确定性，美国新作产量变动（目前预期是下降）对我国影响有限。国内售粮节奏上，春节过后随着气温升高，农户售粮节奏可能加快。**需求层面**，饲料需求稳步提升。能繁母猪存栏自 2024 年 4 月起不断上升，预计明年生猪供应依旧较为充足，下游需求有保障。综合上述考量，预计 2025 年一季度玉米价格仍将在底部盘整，寻找二、三季度新作玉米反弹空间。

五、加密资产与数字货币

（一）2024 年比特币翻倍有余，以太坊涨幅不足 50%

2024 年，加密资产整体呈上涨态势。其中，比特币较 2023 年年末涨幅超 121%，于 2024 年 12 月 17 日达到 106138.9 美元的年度最高点。以太币表现相对疲弱，全年涨幅仅 46.3%，且 ETH/BTC 显著下降。从图 30 中也能看出，从 8 月以后，以太币价格和比特币就逐渐脱钩。在过去的很多年中，二者价格相关性一般维持在 90%以上，而 2024 年这一指标骤降至 64%。

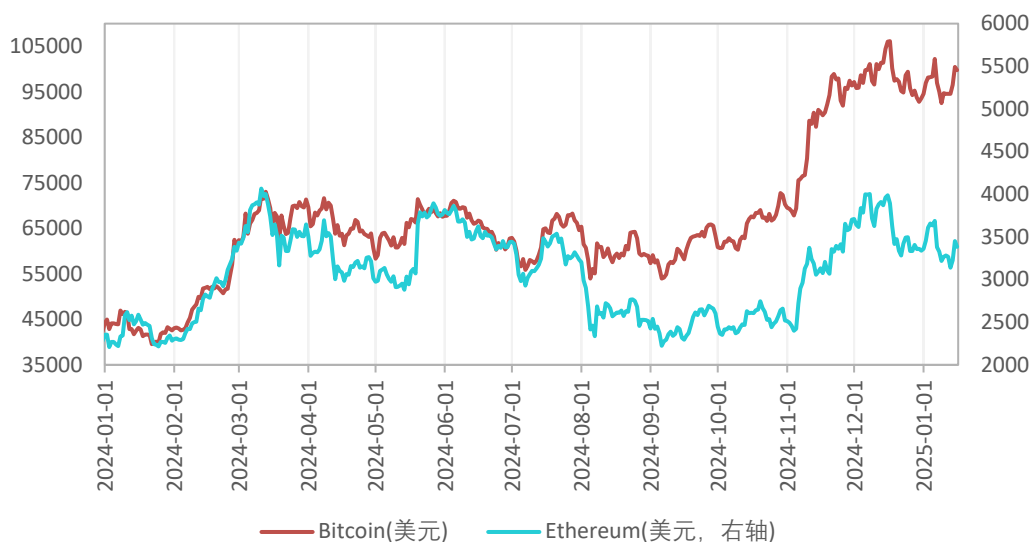


图 30 比特币和以太币价格走势

资料来源：CoinMarketCap，国家金融与发展实验室。

具体来看，一季度的牛市行情主要得益于美国首批现货比特币 ETF 于 1 月 11 日获批上市，大量资金净流入加密资产市场。以太坊在 3 月推出 “Duncun” 升级，显著降低了二层网络的费用。积极的作用是，二层网络的流行缓解了以太坊主网的高费用问题，有助于以太坊生态的繁荣；然而短期内这也意味着以太坊主网不那么受追逐了，对以太币价格产生了一定的压力。3 月中旬以后，加密资产市场进入漫长调整期。直到 9 月，美联储降息落地，交易情绪逐步回暖。刚刚过去的四季度，美国大选和特朗普的不断造势是比特币大涨的重要推动力。特别是在特朗普胜选后，美国加密资产监管将更为开放和积极的预期愈发明朗，比特币和以太币等加密资产齐涨，并持续维持在较高水平。

（二）模因币受到追捧

除了比特币和以太坊生态外，Solana 异军突起，其去中心化金融（DeFi）的总锁定价值（TVL）已经超过 90 亿美元。这主要得益于该平台的模因币（memecoin）基础设施发展领先，头部应用是 pump.fun，该平台基于 Solana 运行，集发行（一级市场）和交易（二级市场）于一体。特别是在模因币的一级市场方面，pump.fun 极大地简化了发行流程和技术门槛：只要为自己的模因币起一个名称、代号并上传一张 jpg 图片，再支付 0.02 SOL 的手续费，就能在几秒钟内创造一个自己的模因币。针对二级市场，pump.fun 有较为完善的定价和流动性做

市机制，还设计了推广和社交等功能。

根据币安的统计，2024 年新发加密资产和既有加密资产中收益最高的前五名，分别有四个席位属于模因币；新发模因币的回报率均值在 7.4 倍，中位数在 3.4 倍；既有模因币的回报率均值在 2.1 倍，中位数在 1.7 倍。**模因币的火爆主要有两方面成因。一是模因币极其简单且极度虚拟的属性。**这种属性在传统金融理论中被认为完全不具有价值，理性投资者的预期会引导这种资产价格归零。然而 2024 年的事实却是，国外散户投资者认为那些 VC 币——指有团队、有白皮书、有具体项目的加密资产——和传统金融资产差别不大，信息不对称等不公平问题仍在，因此转向了反而没有多少现实基础却显得更为公平的模因币。模因币发行简单、单价低，展现出极强的“彩票属性”，即花点小钱买一买，亏不了心疼，博一个“万一单车变摩托呢”。特别是在 2024 年四季度美国货币宽松后，模因币成为了散户资金的重要入口。

促成模因币火爆的第二个原因是名人效应和参与感。狗狗币（Dogecoin）作为最早的模因币，起初就是以一种玩笑的方式基于“Doge”表情包创建的，后来在马斯克的宣传造势下被广泛认识。目前，任何互联网上的流行趋势或者重大政治事件都可能被作为铸造模因币的“基础”，越是名人、越是讨论度高的事件、越是戏谑的设定越容易引起病毒式传播，推高模因币价格。美国大选期间，关于竞选的模因币层出不穷，普通民众购买模因币仿佛是在加密世界投下选票、参与“建政”，能够获得政治“参与感”。2025 年 1 月 18 日，即将就任美国总统的特朗普在其自有平台上发布了模因币 Official Trump Meme。作为政治家和商人的特朗普将自身强大的影响力与毫无价值支撑的投机工具结合，可能从特朗普 1.0 的“推特治国”转向特朗普 2.0 的“meme 币治国”，须高度关注。

（三）RWA 需要优质的底层资产

如前所述，虽然模因币在 2024 年表现亮眼，但根据币安的统计，有一个项目远远超越了包括 Memecoins PEPE（上涨 1231%）在内的所有其他项目，即全年涨幅达到 6118%的 Mantra（OM）。Mantra 是一个专门为构建 RWA 打造的第一层区块链，并对接现实世界的监管规则，便利法币、股票和 RWA 的上下链交易。OM 作为 Mantra 的治理代币，持有它的用户拥有倡议和投票权，并可以获取生态系统发展的相关奖励。无独有偶，USDT 的发行商 Tether 也宣布推出 RWA 平

台，专注于将政府债券、房地产和其他固定收益资产 RWA 化，提供更多代币化的投资方式。

我们的报告从上季度开始跟踪 RWA 项目的发展，并提出要将挂钩法币的稳定币和挂钩风险资产的 RWA 分开对待。但在研判 RWA 发展时，稳定币作为与之“亲缘”关系最近的品类，其发展脉络具有十分重要的借鉴意义。稳定币在加密资产市场中引入了代币化的法币，为波动剧烈的其它加密资产提供了货币锚。经过十余年的发展，超过 99% 的稳定币锚定美元，而锚定欧元、日元和人民币的稳定币分别只占 0.2%、0.007% 和 0.002%。可以说，是美元在现实世界的主导地位造就了美元稳定币的成功，而代币化这种具有马太效应的技术手段则强化了美元在加密市场中的影响力。类比到 RWA 也会是相似的逻辑：**RWA 和稳定币、NFT 的本质差异不大，在技术上是链下资产上链代币化，在金融上更无甚新意：只是证券化而已。RWA 较之传统证券化，其额外的好处可能只限于更透明、更低成本、更自动化的分润，并没有革命性的变化，其关键仍在于底层资产。那些本应受到全球追捧的、但却因为种种技术或制度原因缺乏流动性的资产，将最可能通过 RWA 获益。**

（四）国际加密资产政策转向友好

2024 年以来，随着比特币价格再创新高，越来越多的国家表现出对比特币战略储备的兴趣。2024 年 7 月，怀俄明州参议员、共和党人辛西娅·M·卢米斯（Cynthia M. Lummis）提交了《2024 年比特币法案》（BITCOIN Act of 2024），法案建议美国财政部建立比特币战略储备，并在五年内购买一百万枚比特币。作为战略储备的比特币必须持有至少 20 年，并要求美联储每年将一定比例的净利润用于购买比特币。类似地，巴西《主权比特币储备法案》（RESBit）已经提交至众议院，俄罗斯、日本、波兰等国家也有相关提案。虽然各国的这些提法都处于草案阶段，立法机构能否通过、何时通过都是未知数，但如此密集的动态确实反映了国际社会对比特币和加密资产的高度关注。

美国两项政策变动利好加密资产。一是特朗普上任后预计会废除《121 号特别会计公告》（Staff Accounting Bulletin 121, SAB 121）。该法案是美国证监会（SEC）于 2022 年发布的，要求托管加密资产的银行、交易所和其他金融机构必须将这些加密资产视为负债，列入资产负债表中。然而对于股票等传统资产，

托管银行无需在资产负债表中列示。这种差异增加了银行等托管机构的资本负担和披露成本，不利于围绕加密资产的金融服务开展。如果后续该法案被特朗普废除，可能会加速美国传统金融机构进入加密市场的节奏。

美国的第二项政策变动是美国财务会计准则委员会（FASB）于 2024 年 12 月 15 日正式实施了针对加密资产的新会计准则，它要求上市公司以公允价值记录持有的加密资产。此前，上市公司只能以成本法记录持有的加密资产，即只能在加密资产价格下跌时记录损失，而价格上升时则不能记录收益（除非立即卖出）。这种不对称的信息披露阻碍了更多上市公司购买比特币。而新政实施后，加密资产的价格上涨能够反映在财报中。借助四季度加密资产价格大涨的东风，此前大量持有比特币的特斯拉、微策略（MicroStrategy）等公司显著受益。特别是后者，微策略只是一家年营收不到 5 亿美元的商业智能软件开发商，一度处于亏损状态，在一众美国科技公司中存在感微弱。然而微策略确是全球持有比特币最多的上市公司，根据新会计准则实施当日的披露，截至 2024 年 12 月 15 日，微策略共持有 439000 枚比特币，市值陡增，其购币、持币策略受到众多股票和加密资产投资者的追捧。有这样的“珠玉在前”，在宽松的货币环境和加密资产牛市背景下，这一政策变化可能会促使更多上市公司购买并持有加密资产，实现“股价管理”，但反过来，当流动性和加密资产市场转向时，可能会引发股票市场和加密资产市场的螺旋共振。

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。