



HONG ACADEMY

追寻自我 发现世界



# 美元环流监测报告

2020 年 12 月 8 日—12 月 12 日

第 17 期

鸿学院美元环流监测小组

## 概要

美元环流每周报告基于鸿学院核心课的美元环流框架，从三个方面观察美元环流的动向：

**一、美国货币市场。**美国货币市场是全球美元环流的发动机，也是美元流动性的心脏，我们将密切关注该市场体系之中的联邦基金、回购市场、短期国债、商业票据、定期存单五个子市场的利率状态，以及各市场之间的异常利差。显著的利差往往预示着美元环流发动机内部出现了不稳定因素。

**二、海外美元市场。**鸿学院定义的海外美元市场，是历史名词欧洲美元市场的延伸，包括所有美国司法管辖权之外的美元市场。我们将重点观察伦敦的美元拆借利率，以及伦敦美元市场与美国货币市场之间的利差组合。显著的利差标志着海外美元环流出现了潜在问题，往往预示着汇率市场将出现变化。

**三、中美货币利差。**中美货币利差旨在观察美元环流对中国金融环境的影响，这是判断人民币汇率变化的重要依据。

**本报告分为四个部分：**美国货币市场指标、海外美元市场指标、中美利差指标、本周美元环流结论。

# 鴻學院

HONG ACADEMY

## 美元环流监测小组

（根据姓氏字母排名）

### 【分 析 组】

Austin、不能吃冷、长颈鹿、Daiye、Edmund Lim 、Forever、  
广 龙、高然、Helena、KK、仁道兼非、顽 石、文 轩、  
徐華君、小明基德、张言卿、昭昭之明

### 【数据/复核组】

Daiye、田 野、徐 湘、张 萌、昭昭之明

### 【新 闻 组】

Chris[新冠疫情]、Edmund Lim[每周重点]、广 龙[货币政策]、  
高然[资本流动]、KK[资本流动牵头]、Phoenix[石油牵头]、  
顽 石[商业体]、文 轩[黄金牵头]、王 元[追逐真理]、  
炎 海[基 本 面]、颜南行[数字货币牵头]、依山观水[国际贸易]、  
左 一[商业体]

### 【IT /美工组】

[美工]双鱼子  
[线上数据平台]Alex、Geory、炎海、左一

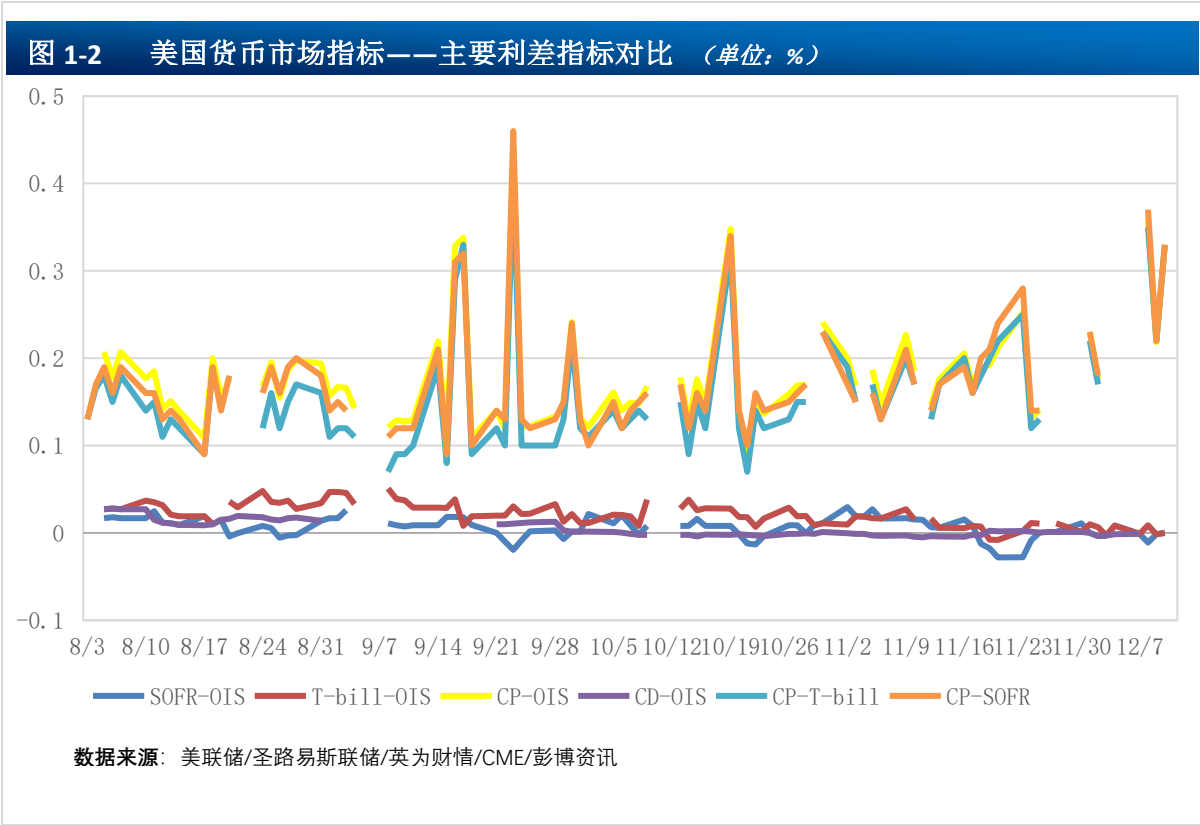
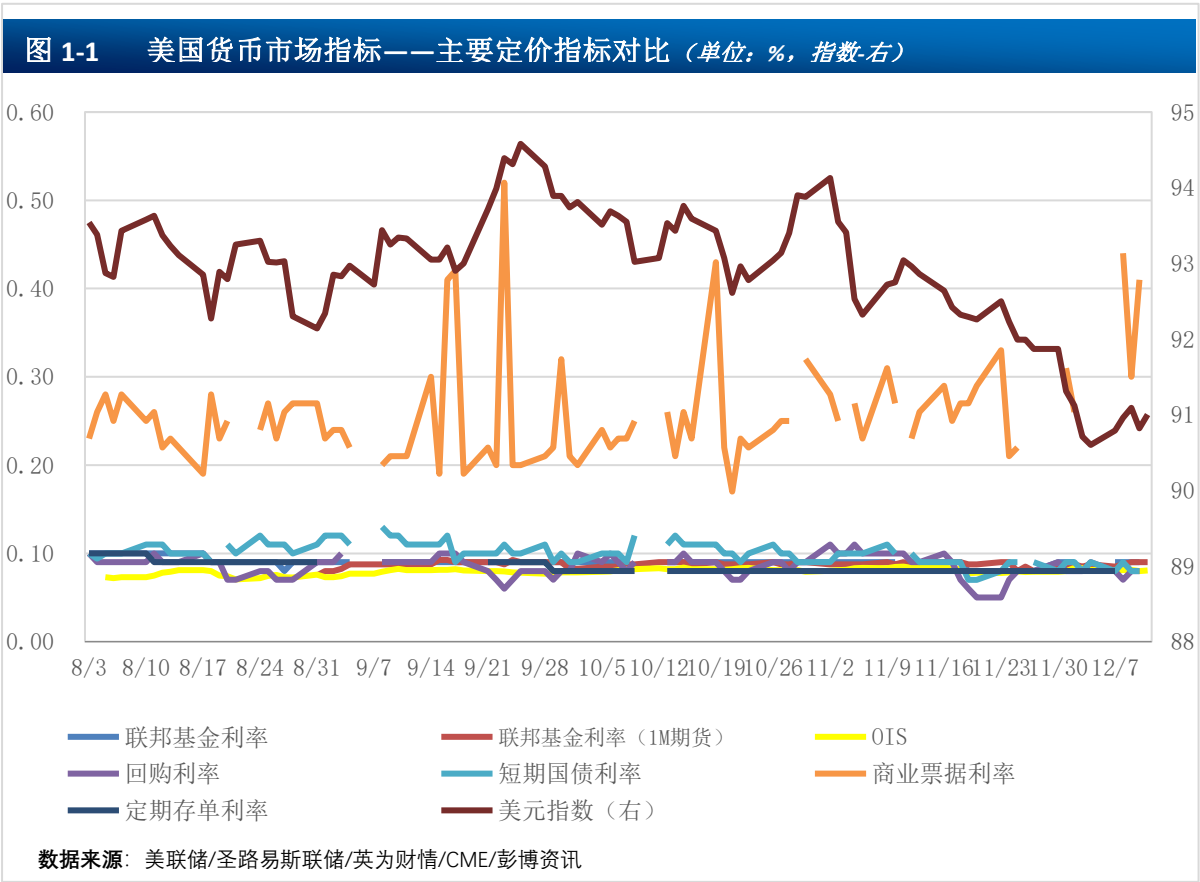
### 【专 项 组】

Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、Josh[数据分析]、  
Irac Wang[数据溯源与增补]、沉 镜[综合统筹]

### 【答 疑 组】

如鸿学院学员对美元环流监测报告有疑问、数据采集及阅读需求，  
欢迎与鸿学院小鸿鸿和书童联系，加入鸿学院美元环流答疑组。

# 第一部分：美国货币市场指标



## 【本周异常指标解读】

- ① 本周，美元指数自上周五触及 90.67 低点后，前半周小幅回升并保持震荡。推断原因：**a.**技术层面，美元指数在 90.47 附近形成了微型 W 底；**b.**脱欧谈判陷入了僵局，欧盟不在峰会中探讨脱欧问题表明欧盟的强硬态度，不愿意再做出任何让步，英国首相约翰逊提到极有可能无协议退欧，有关英国退欧的悲观情绪凸显人们对英国退欧无协议的担忧，可能压低报价。**c.**美国的援助法案有了一定的进展，美国现任财长姆努钦向众议院提交了规模为 9160 亿美元的新刺激方案。周四，美元指数短暂回调，推断原因：**a.**佩洛西与参议院少数党领袖舒默(Chuck Schumer)周二拒绝麦康奈尔提出的新纾困法案，指出该法案不包括商界免责及地方政府援助等有争议内容。同时，两人也不同意财长努钦(Steven Mnuchin)其后提出的 9160 亿美元纾困方案，指方案没有包括额外失业救助部分。民主党仍支持两党温和派提出的 9080 亿美元纾困方案，但在商界免责与地方政府援助方面仍未有共识，故投资者对新一轮纾困计划磋商进展感到失望。**b.**美国众议院周三表决了短期开支法案，容许政府周五后继续有资金运作一周。
- ② SOFR 保持 0.08%的稳定水平，但 SOFR（1M）期货本周均值仍与上周均值持平，保持 0.075%的水平，预示着目前市场预期未来 SOFR 将进一步走低。
- ③ 美国 M1 货币供应量在最近两周内大幅增加了 8100 亿美元，今年短期同等当量的增加是在 3 月 16 日至 4 月 27 日，当时 M1 货币供应增加了 7730 亿，从 3 月至今，短短 8 个月间，美国的狭义货币供应量 M1 就激增了 40%，因同期各主要币种对美元升值、主要金融资产（美股、石油、比特币等）价格升高，推断该货币主要流向金融市场而非实体经济。
- ④ 未偿付商业票据较上周增加，美国国外和国内未偿付商业票据同步增加。根据美联储网站公布已有数据，本周 3 天均出现 A2/P2 商业票据利率高于 0.28%大概率运行期间的现象，AA 商业票据本周波动率也同步加大。推断原因：一是根据 ICI（Investment Company Institute）公布每周的货币型基金资产市值来看，自 11 月 4 日当周开始至 12 月 9 日，非政府型货币型基金（Prime money market fund assets）资产每周持续缩小，处于资金流出状态，政府型基金仍在不断加大国债回购操作。二是美联储贷款工具（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）自 4 月 8 日达到顶点后，至今每周处于下降趋势。商业票据救援工具的逐渐缩

减及购买对手方购买力持续减弱共同造成上述总体震荡现象。

- ⑤ 美国货币市场其他指标处于正常波动范围。同时也存在商业票据利率升高可能与季节性有关的影响，从历史数据看圣诞节前夕商业票据利率都会逐步升高。

### 【长期趋势预判】

- ① 联邦基金利率、短期国债收益率预计长期逐渐缓慢下降。
- ② A2/P2 级商业票据利率近期波动较大，目前超出 0.22%—0.28% 的短期波动区间概率逐渐加大，推测短期内趋势将根据美国财政政策工具产生相关变化。
- ③ OIS 预计长期将保持 0.07%—0.09% 区间波动。

## 第二部分：海外美元市场指标

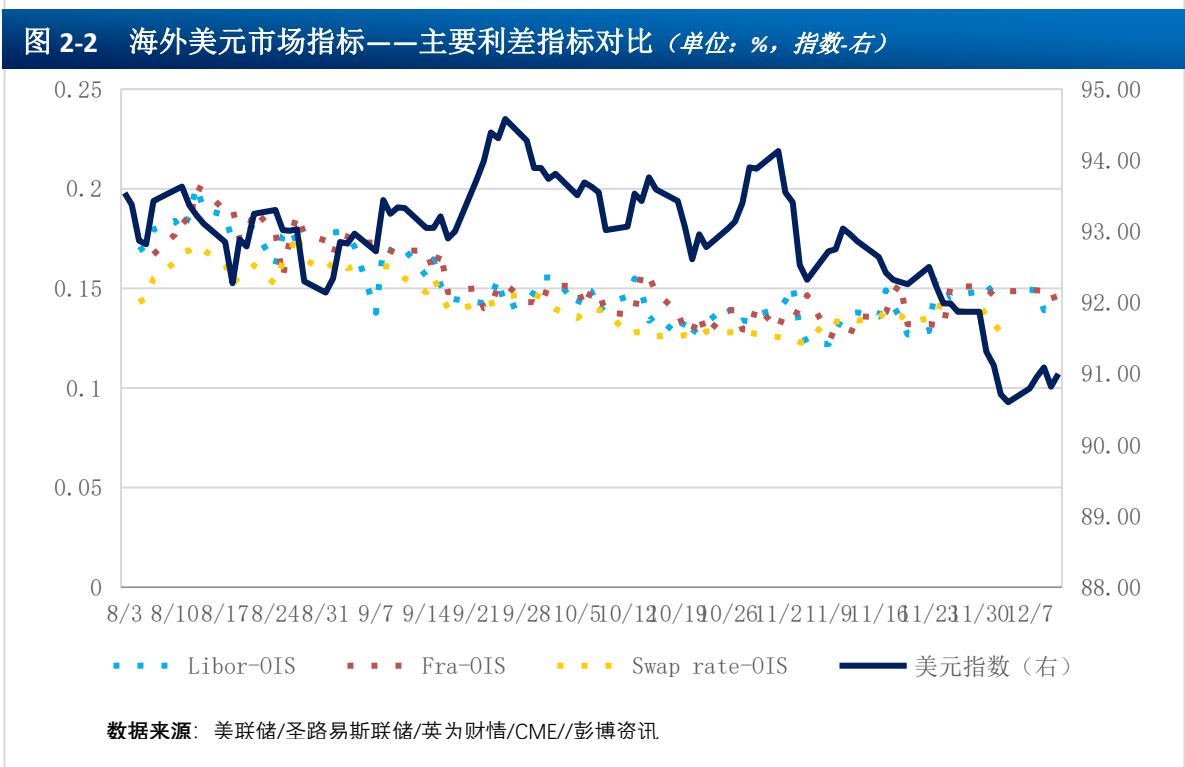
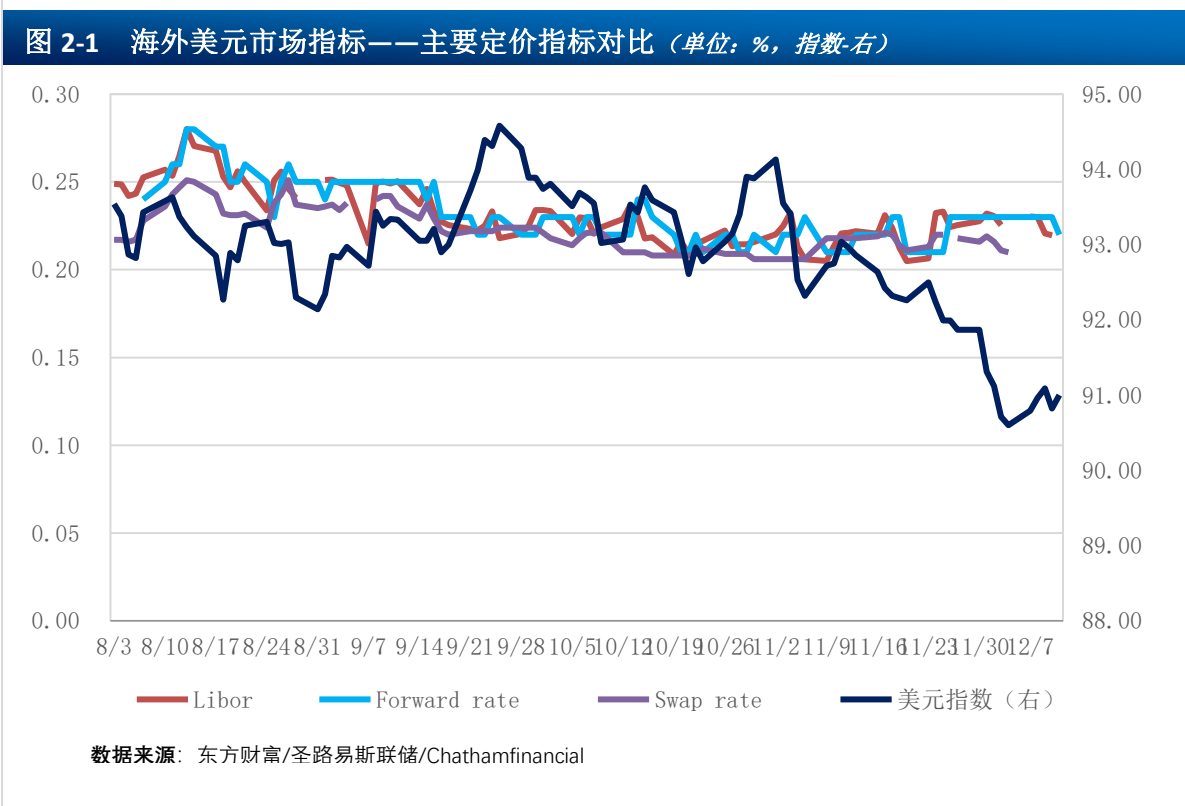
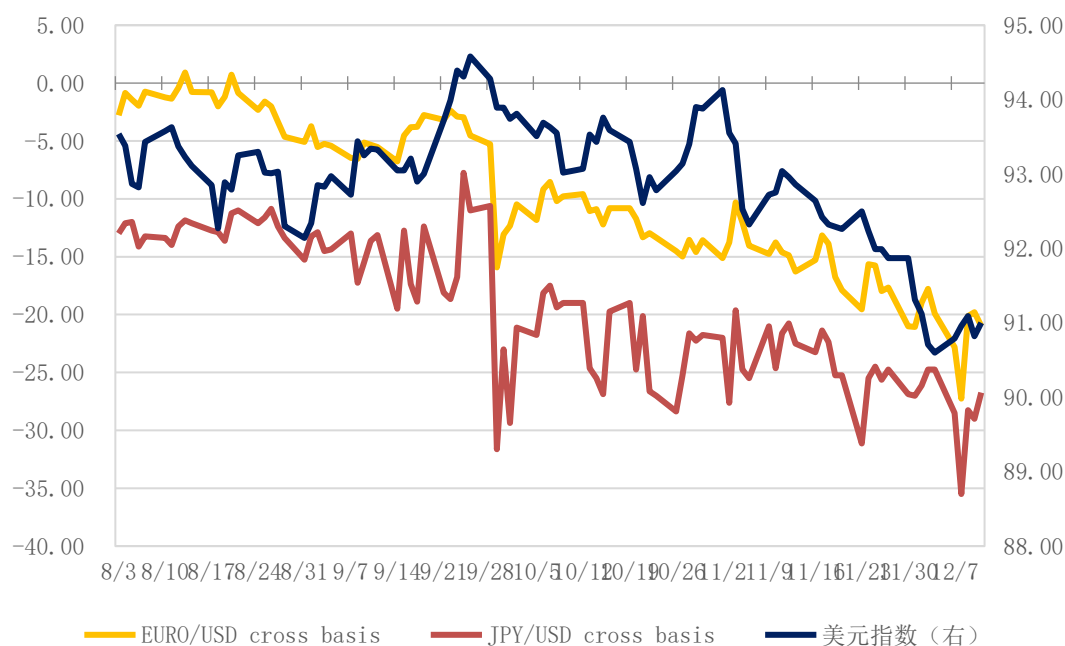




图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



数据来源：英为财经/彭博资讯

### 【本周异常指标解读】

- ① Libor 本周三波动率超出正常范围，推断是英国首相约翰逊 8 日表示，“英国可能会在某个时刻不得不承认，是时候放弃谈判、达成无协议脱欧了”。同时，欧元兑美元汇率自上周五至今转向走低，英国十年期国债收益率转向走低，英国与美国十年期国债收益率利差进一步拉大，欧元兑美元基差的负值自 9 月开始便不断深化，本周更是超过了 3 月风暴前夕的数值，而日元兑美元的基差则相对保持在稳定区间内波动。
- ② 值得注意的是，欧元兑美元升值已来到欧债危机时低点 1.2 左右的水平，12 月 10 日，欧洲央行行长拉加德发布重点讲话：a. 欧元汇率：将继续监视汇率，不以外汇汇率为目标，欧元走强给物价带来下行压力；b. 购债计划：紧急抗疫购债计划（PEPP）工具不会被用完，如有必要，可增加 PEPP 规模；c. 通胀水平：通胀率将保持负值，直至至 2021 年初，预计通胀率在 2023 年前维持在 2% 以下；d. 货币政策：利率变动是工具箱的一部分，第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）的条件“有更大的挑战性”；e. 经济增速：第二波新冠疫情将导致第四季度经济大幅萎缩，预计将萎缩 2.2%，明年第一季度经济将受到拖累。同时，将目前规模



已达 1.35 万亿欧元的欧洲紧急抗疫购债计划（PEPP）再增加 5000 亿欧元。由于美联储、欧洲央行的无底线印钞放水，如欧元长期升值，就给了国际热钱一个巨大套利空间，很可能带来一次不可预见的债务危机。

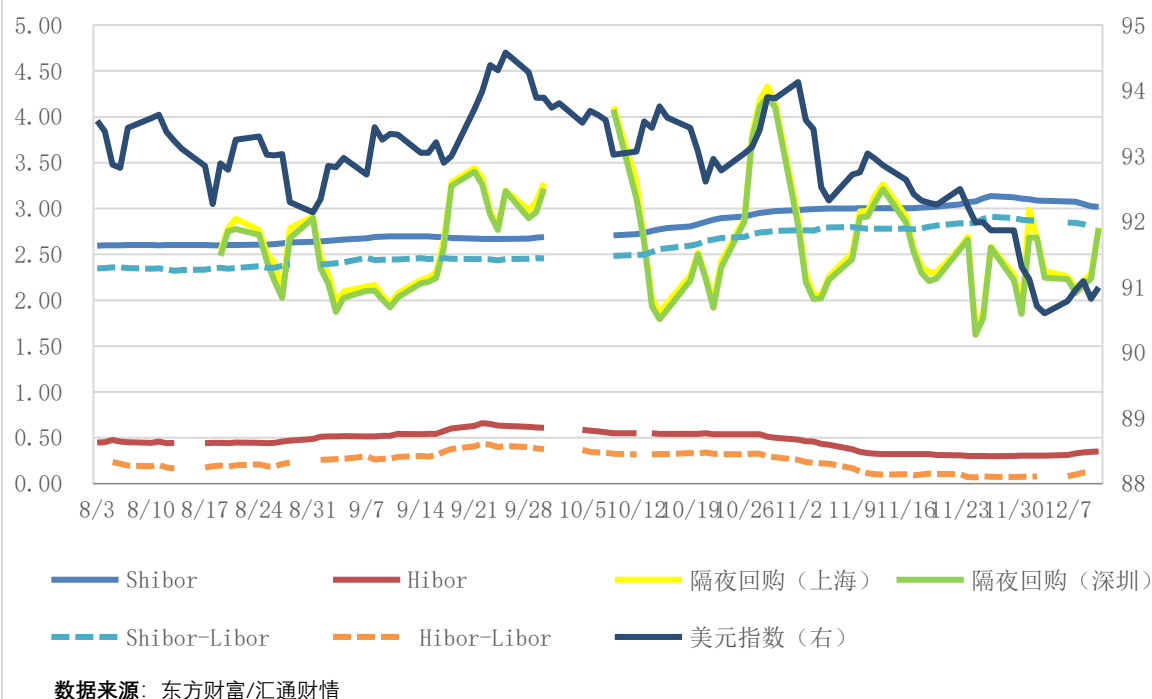
③ 海外美元市场其他指标处于正常范围。

### 【长期趋势预判】

- ① 欧元兑美元和日元兑美元货币互换基差的波动，大多数时间与美元指数呈负相关关系，但如出现独立的利空欧洲相关风险或机会事件后呈短暂正相关关系，作为三大交易外汇的欧元资产将涌出或涌入，欧洲相关经济重大事件应独立并特别关注。
- ② 伦敦美元利率和洲际交易所掉期利率仍处于缓慢下降趋势。
- ③ 远期利率协议因缺乏历史数据暂不预测长期趋势。

### 第三部分：中美利差指标

图3 中美利差指标——主要定价及利差指标对比（单位：%、指数-右）



#### 【本周异常指标解读】

- ① 本周，央行公开市场操作净回笼-3500 亿元，其中 12 月 6 日净回笼 3000 亿元。R007-DR007 本周均值 0.28% 高于上周 0.22%，R007-R001 本周均值 0.99% 低于本周 1.20%，本周 R007 和 DR007 中枢较 11 月高点有较大的幅度的下移，说明资金市场整体流动性较为合理且预期未来一周流动性较好。BR007 自 11 月 25 日达到近期高点之后持续回落，DR007 也于本周 12 月 8 日再次回到 2.2% 中枢下方，银行同业存单在内的各期限市场资金利率均下行明显，随着永煤事件得到后续的妥善解决，其对市场资金紧张情绪的冲击逐渐被淡化。同时，当前社融已超额完成全年任务（33.16 万亿），11 月存量增速见顶回落（13.6%），符合此前预期；但为支撑经济复苏，宽信用仍将贯穿四季度。
- ② 中美十年期国债收益率本周五出现翘尾现象来到 2.43%，DR007-EFFR 同样出现翘尾现象，北向资金录入低于上周水平，是否市场预期中美利差将进一步扩大有待进一步观察，周五，央行、外

汇局调降跨境融资宏观审慎调节参数 给人民币升值预期降温。

- ③ 本周标普 500 及美国 30 年国债的市场深度指标基本在正常区间内波动，美国十年期国债收益率周四波动率超出正常范围，周五的十年国债收益率市场深度指标叫买价与叫卖价发生了较大波动，推断与前述纾困救助法案进程有关。
- ④ 从图形上看，内地与香港利差逐渐转向缩窄状态，12 月 7 日消息，香港金管局总裁余伟文上周五在一份声明中表示，香港金管局正与中国人民银行数字货币研究所研究使用数字人民币进行跨境支付的技术测试，并作相应的技术准备。
- ⑤ 中美利差板块其他指标处于正常范围。

### 【长期趋势预判】

- ① 国内货币市场方面，央行发布《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》：中首提“全球金融市场表现与经济基本面脱节，全球股市未来存在回调风险”充分说明目前全球尚难以离开宽松的货币环境。我国作为全球为数不多的仍坚持货币政策正常化的大型经济体，不需要以央行大规模扩表的方式投放流动性，不宜简单根据央行资产负债表扩张幅度、货币乘数来衡量货币政策效果。人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，弹性增强，市场预期平稳，跨境资本流动有序，市场供求平衡。如中美利差保持目前差距，随着中国进一步金融、经济对外开放，外资流入的可能性将增加。
- ② 长期来看，隔夜回购利率是央行调控主要是为稳定市场预期、引导货币市场利率围绕政策利率平稳运行、平滑外资流入导致汇率波动而使用的宏观调控工具。
- ③ 美国货币政策执行空间有限，现阶段重点关注美国财政政策动向，央行将努力把中美利差维持在合理或期望水平，长期趋势有待进一步观察。

## 第四部分：本周美元环流结论

欧洲方面，本周的外汇市场中波动最大的是英镑与欧元，主要受到英国可能无协议脱欧的影响，英国与欧盟的谈判再次产生了不可调和的矛盾，双方均要求各自做好无协议脱欧的准备，市场预期可能过分悲观，英国与欧盟仍然存在通过“瘦身版”脱欧协议的可能性；周四央行公布了维持三大关键利率水平不变，同时加大紧急资产收购计划的总规模至 1.85 万亿欧元，在一定程度上提振欧元区，同时也说明了短期经济将会二次探底。

美国方面，美国大选再次出现了不稳定因素，总统就职委员会未能确认拜登为当选总统，且美国十七个州联名上诉最高法院要求撤销 2020 总统选举的结果，这对美国国债市场也带来了较大负面影响。同时，小规模刺激法案仍然难产，每日单日新增确诊病例不断刷新新高，两种情况都不可避免地指向更坏的方向，从 11 月份的核心 CPI 来看，美联储未来将会陷入较大的通胀压力之中，而经济数据上，周三的初请也刷新了 9 月份以来的新高，经济形势不容乐观，需要谨慎跟进。

**美元环流监测小组当前时点环流结论：大选结果不断有新的信息传出，美元流动性局部偏紧的局面需要关注，不改变截止 12 月 11 日美元环流暂未出现重大转向的基本判断。【具体建议关注事件见下表】**

## 【美元环流监测小组持续关注事件】

板块	事件	提醒	16 期	17 期
美国	政府陷入停摆进展	★	所有政府机构 12 月 12 日拨款到达时限	12 月 9 日投票通过为期一周的权衡法案，避免 12 月 18 日之前关门
	12 月 14 日选举人投票	★	以得克萨斯州为代表的美国近 20 各州对拜登当选美国总统提出了异议与否定	本期关注
	12 月 FOMC 会议决议	★	—	本期关注
	商业票据		商业票据融资便利 CPFF 和货币市场共同基金流动性便利 MMLF 延长至 2021 年 3 月 31 日	无政策进展，利率中枢抬高
	刺激法案	★	—	佩洛西与参议院少数党领袖舒默拒绝麦康奈尔提出的新纾困法案。同时，两人也不同意财长努钦的 9160 亿美元纾困方案
	对冲基金套利空间		上上周均值：0.16%	上周均值：0.14%
	10 年期国债收益率	★	上周：0.93%	本周：0.89%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差		上周：6.85%	本周：6.81%
	杠杆贷款违约率		10 月：4.11%	11 月：3.89%
	经济复苏情况		GDP 增速：-32.9%（二季度） 全美失业率：6.9%（10 月） 初请失业金：71.6 万人（11.28） 通胀率：1.89%（上周）	GDP 增速：33.1%（三季度） 全美失业率：6.7%（11 月） 初请失业金：85.3 万人（12.5） 通胀率：1.87%（本周）
	资产负债表情况	★	7222414 百万美元	7242658 百万美元
	疫情进展	★	周增速：8.9%	周增速：9.2%
欧元区	英国脱欧进展	★	—	约翰逊表示英国很有可能无协议下脱欧。双方同意 13 日或之前一定要达成协议，否则就要为无协议脱欧做准备
	欧洲央行 12 月刺激法案	★	—	将目前规模已达 1.35 万亿欧元的欧洲紧急抗疫购债计划（PEPP）再增加 5000 亿欧元
	疫情进展		周增速上升国家： 英国：5.9% 法国：3.3%	周增速上升国家： 英国：6.4% 法国：3.4%
	新冠疫苗有效性	★	BIONTECH 和辉瑞表示，他们的新冠疫苗试验的最终疗效结果显示，该疫苗有 95% 的有效率	—
中国	中国加入 CPTPP		—	韩国正考虑加入； 英国有意向加入 CPTPP
	汇率政策	★	—	央行、国家外汇局决定把金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
	货币政策/流动性		上周净投放量：-300 亿元	本周净投放量：-3500 亿元
	信用债违约		11 月全月违约债券余额：227.92 亿	12 月至今违约债券余额：50 亿
综合	常规交易日	★	—	18 日衍生性金融商品到期结算日

## 【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2020 年									
	中文	期限	英文简称	11/30	12/1	12/2	12/3	12/4	12/7	12/8	12/9	12/10	12/11
★ALL★	美元指数	实时	USDX	91.9	91.3	91.1	90.7	90.6	90.8	91.0	91.1	90.8	91.0
美国联邦基金市场	★超额准备金利率	实时	IOER	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
	★联邦基金利率	实时	EFFR	0.090	0.090	0.090	NA	NA	0.090	0.090	0.090	0.090	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.082	0.085	0.088	0.085	0.088	0.085	0.088	0.090	0.090	0.090
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.090	0.080	0.080	0.080	0.090	0.080	0.070	0.080	0.080	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.079	0.080	0.084	0.083	0.082	0.081	0.081	0.082	0.080	0.081
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.13	0.12	0.13	0.15	0.14	0.15	0.08	0.18	0.11	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	NA	0.31	0.26	NA	NA	NA	0.44	0.30	0.41	NA
定期存单市场	定期存单利率	3M	CD	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	NA	NA	NA	NA
短期国债市场	短期国债收益率	3M	T-Bill	0.08	0.09	0.09	0.08	0.09	0.08	0.09	0.08	0.08	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	-0.01	0.00	0.00	NA
	T-Bill — OIS			0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	NA
	CP (A2/P2) — OIS			NA	0.23	0.18	NA	NA	NA	0.36	0.22	0.33	NA
	CD — OIS			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			NA	0.22	0.17	NA	NA	NA	0.35	0.22	0.33	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			NA	0.23	0.18	NA	NA	NA	0.37	0.22	0.33	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.228	0.232	0.231	0.225	NA	0.230	0.230	0.221	0.220	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230	0.220
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.216	0.219	0.216	0.211	0.210	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-21.01	-21.08	-18.96	-17.79	-19.90	-22.80	-27.26	-20.13	-19.79	-20.99
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-26.88	-27.00	-26.13	-24.75	-24.75	-28.50	-35.50	-28.25	-29.00	-26.75
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.15	0.15	0.15	0.14	NA	0.15	0.15	0.14	0.14	NA
	Fra — OIS			0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.14
	ICE Swap Rate — OIS			0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	3.12	3.11	3.10	3.09	3.08	3.08	3.07	3.05	3.02	3.02
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.30	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.33	0.34	0.35	0.35
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.28	1.90	2.99	2.67	2.32	2.26	2.14	2.21	2.28	2.79
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.22	1.85	2.68	2.68	2.25	2.23	2.08	2.17	2.24	2.78
中美利差	Shibor — Libor			2.895	2.877	2.873	2.864	NA	2.846	2.843	2.829	2.805	NA
	Hibor — Libor			0.073	0.075	0.076	0.080	NA	0.081	0.098	0.121	0.129	NA

## 【关键指标非异常区间波动率统计】

项目	正常 区间	单日波动率	单周波动率	单月波动率	单季波动率
联邦基金利率 (EFFR)	上限	19.3%	32.7%	55.5%	94.3%
	下限	-18.7%	-31.3%	-52.3%	-85.2%
SOFR	上限	46.0%	109.1%	205.7%	332.5%
	下限	-43.6%	-99.0%	-177.2%	-300.0%
定期存单	上限	4.28%	12.41%	39.59%	111.78%
	下限	-4.92%	-16.40%	-48.81%	-106.86%
T-Bill	上限	32.17%	67.08%	54.29%	265.07%
	下限	-31.38%	-64.17%	-44.96%	-244.87%
商业票据 A2/P2	上限	25.40%	31.63%	46.45%	77.27%
	下限	-24.22%	-30.34%	-45.07%	-71.59%
商业票据 AA	上限	24.84%	30.33%	49.08%	98.62%
	下限	-23.72%	-29.18%	-47.69%	-89.86%
美元指数	上限	1.05%	2.39%	5.08%	—
	下限	-1.05%	-2.37%	-4.98%	—
LIBOR	上限	2.29%	8.99%	24.02%	52.64%
	下限	-2.35%	-9.33%	-24.72%	-51.74%
SHIBOR	上限	1.78%	9.52%	28.08%	56.15%
	下限	-1.77%	-9.29%	-26.19%	-49.60%
HIBOR	上限	11.05%	29.62%	68.97%	182.22%
	下限	-10.90%	-28.42%	-63.28%	-158.87%
ICE-SR	上限	4.45%	13.32%	28.71%	58.89%
	下限	-4.23%	-11.34%	-20.18%	-28.21%
欧元兑美元	上限	1.21%	2.69%	5.64%	—
	下限	-1.21%	-2.67%	-5.56%	—
日元兑美元	上限	1.34%	2.86%	6.01%	—
	下限	-1.34%	-2.94%	-6.33%	—
美元兑人民币	上限	0.24%	0.55%	1.34%	—
	下限	-0.25%	-0.55%	-1.39%	—
人民币兑港元	上限	0.27%	0.60%	1.55%	—
	下限	-0.26%	-0.57%	-1.39%	—
美国十年期国 债收益率	上限	3.77%	7.64%	14.84%	—
	下限	-3.78%	-7.73%	-15.30%	—
CP-T-Bill	建议差值大于 1%时加强关注				
CP-SOFR	建议差值大于 1%或小于 0 时加强关注				





# 免责声明



本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向学院学员传送。本报告的版权仅归鸿学院所有，未经鸿学院书面同意，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。

合法取得本报告的途径为学院网络平台及学院授权的渠道，由授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，学院不承担任何法律责任。

本报告基于鸿学院认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。鸿学院可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

鸿学院提醒读者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述投资标的的投资建议，如涉及投资，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择，投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。