



HONG ACADEMY

追寻自我 发现世界



# 美元环流监测报告

2020 年 11 月 23 日—11 月 27 日

第 15 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。



### 【分 析 组】

Austin、不能吃冷、长颈鹿、Daiye、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]、广 龙[货币政策]、KK[中国资本流动情况]、Phoenix[美国大选]、顽 石[商业体]、文 轩[重点跟踪]、王 元[追逐真理]、Edmund Lim[每周重点]、炎 海[基 本 面]、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】

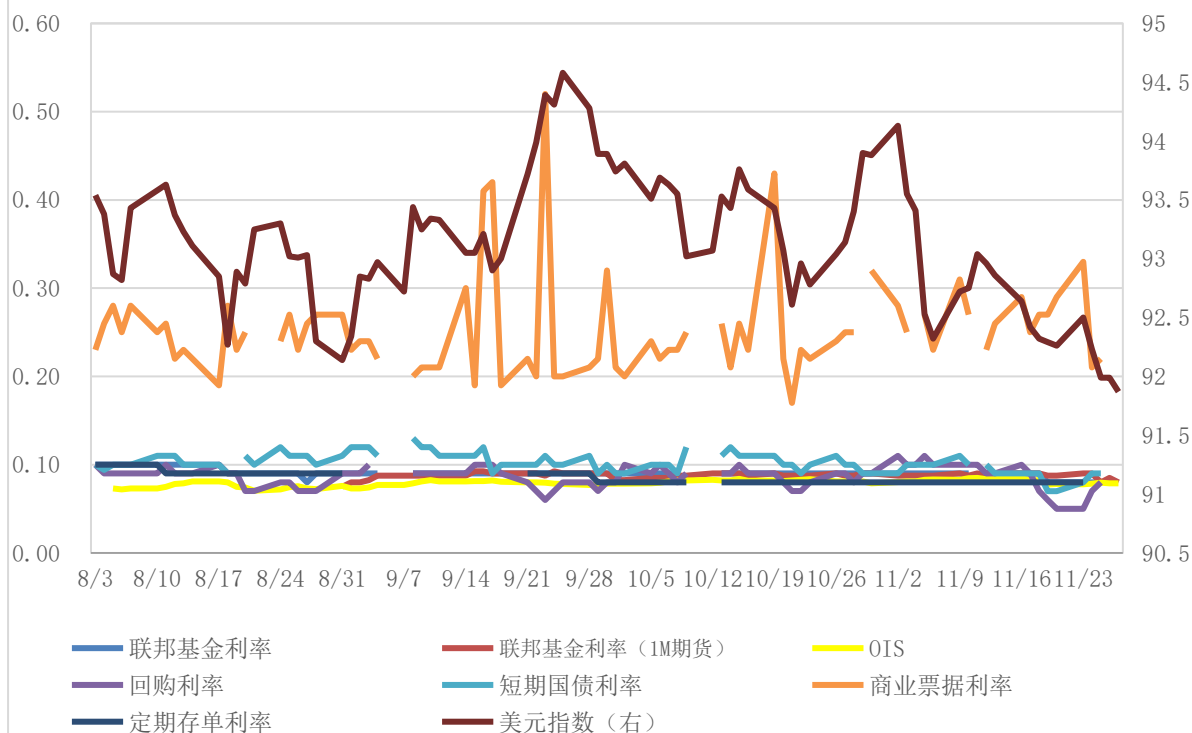
Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、Josh[数据分析]、Irac Wang[数据溯源与增补]、沉 镜[综合统筹]

### 【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。

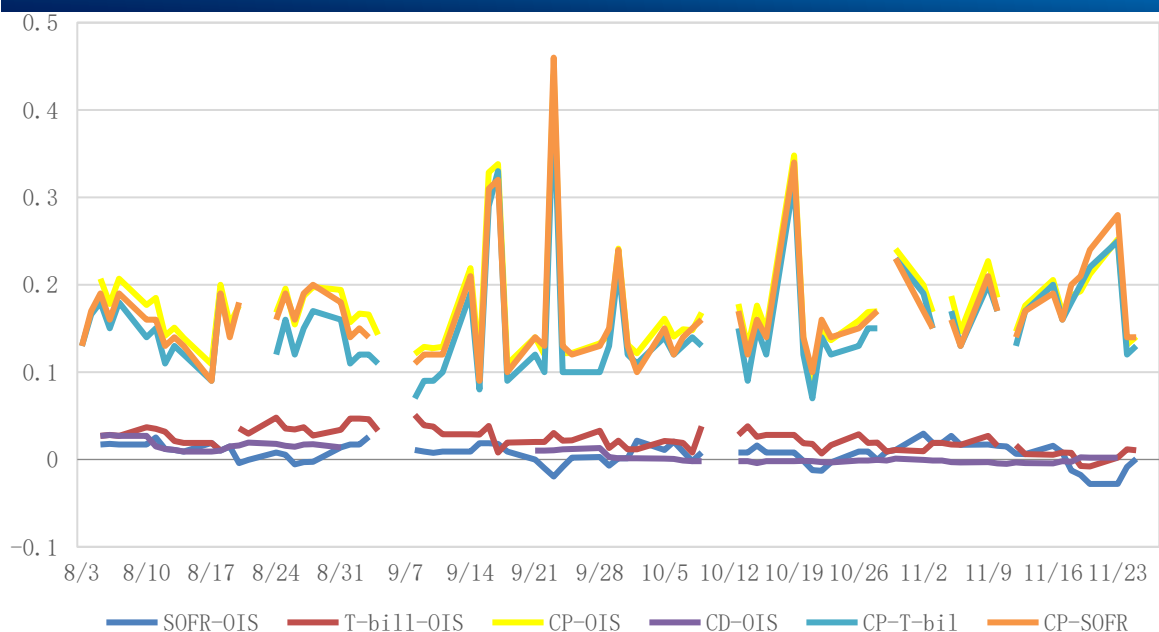
# 第一部分：美国货币市场指标

图 1-1 美国货币市场指标——主要定价指标对比（单位：%、指数-右）



数据来源：美联储/圣路易斯联储/英为财情/CME/彭博资讯

图 1-2 美国货币市场指标——主要利差指标对比（单位：%）



数据来源：美联储/圣路易斯联储/英为财情/CME/彭博资讯

## 【本周异常指标解读】

- ① 受脱欧谈判传来利好，刺激欧元与英镑走强，欧洲央行明确将在12月使用疫情紧急购债计划(PEPP)和定向长期再融资操作(TLTRO)，欧洲央行同意将在12月采取进一步的行动，在一定程度上可能会提振欧元区。美国维持财政僵局，美国政府出于权利交接的阶段，政治斗争的痕迹较为明显，美联储和欧洲央行均指出，受疫情影响，家庭消费动力不足或持续性存在隐患。再次，美国财长努钦将把他上周从美国联邦储备委员会(FED/美联储)收回的逾4,000亿美元 CARES 法案资金，存入一个需要国会批准才能动用的账户。将这笔资金转入财政部的"普通基金"，将使努钦的继任者--叶伦只有在得到国会的同意情况下才能动用这笔资金。这些资金包括4,290亿美元用于支持美联储的紧急贷款工具，以及290亿美元财政部指定用于企业贷款的资金。同时，因感恩节休会，国会在财政救济措施方面没有取得进展，这进一步降低了国会在年底之前通过一项重大财政刺激计划的几率，高盛预计国会将批准7,000亿美元国家财政支持（之前为1万亿美元）。美元指数本周维持弱势走势（11月26日为感恩节）。
- ② 周四凌晨3:00，美联储公布11月货币政策会议纪要，要点如下：美联储政策制定者认为，没有必要立即调整资产购买的步伐和构成，但如果情况发生变化，将允许调整购债。当前美联储官员针对资产购买的未来政策路径产生了分歧，多数美联储政策制定者认为，有关资产购买的指引应暗示，债券购买的增加将逐渐减少，并在首次加息前一段时间结束。少数与会者在近期调整资产购买指引方面有所犹豫，因经济前景尚不确定。官员们预计未来几个月美联储将“至少以目前的速度”增持资产，并且多数官员倾向于在加息前缩减资产购买，并倾向于将债券购买与经济结果挂钩。初步判断是，指引的变化可能会在12月到来，这将在未来的会议上促成更多的行动。根据美联储11月25日公布的总资产情况，在上周基础上缩表0.4%，本周国库券投放增幅0.5%，导致SOFR利率维持较低水平。
- ③ AA级商业票据利率恢复通常运行轨道，但A2/P2商业票据周一仍出现高于0.28%大概率运行期间来到0.33%，推断在上周基础上缩表0.4%相关，27日，据法国兴业银行的分析，美联储一系列货币刺激措施（包括正在进行的对美国国债和抵押贷款债券的

购买)已经缓解了金融状况,联储暂时不会采取进一步行动。

- ④ OIS 本周 5 天有 4 天低于 0.08%的通常运行区间下限,市场流动性较宽松,根据目前已更新的前 3 天数据,SOFR-OIS 连续 6 天小于等于 0%状态,推断该期间市场流动性较好。
- ⑤ 本周美国 10 年、30 年国债的市场深度指标均在正常区间内波动,标普 500 市场深度指标周五收盘窜升到了 430,虽然这其中有节假日(所谓的"感恩节")提前收盘的因素,但对比去年同期的数据发现,该指标仍然较高,更深层的原因是救援计划迟迟未出台,市场不确定性持续积累。
- ⑥ 美国货币市场其他指标处于正常波动范围。

### **【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,偶尔超出 0.22%—0.28%的短期波动区间,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

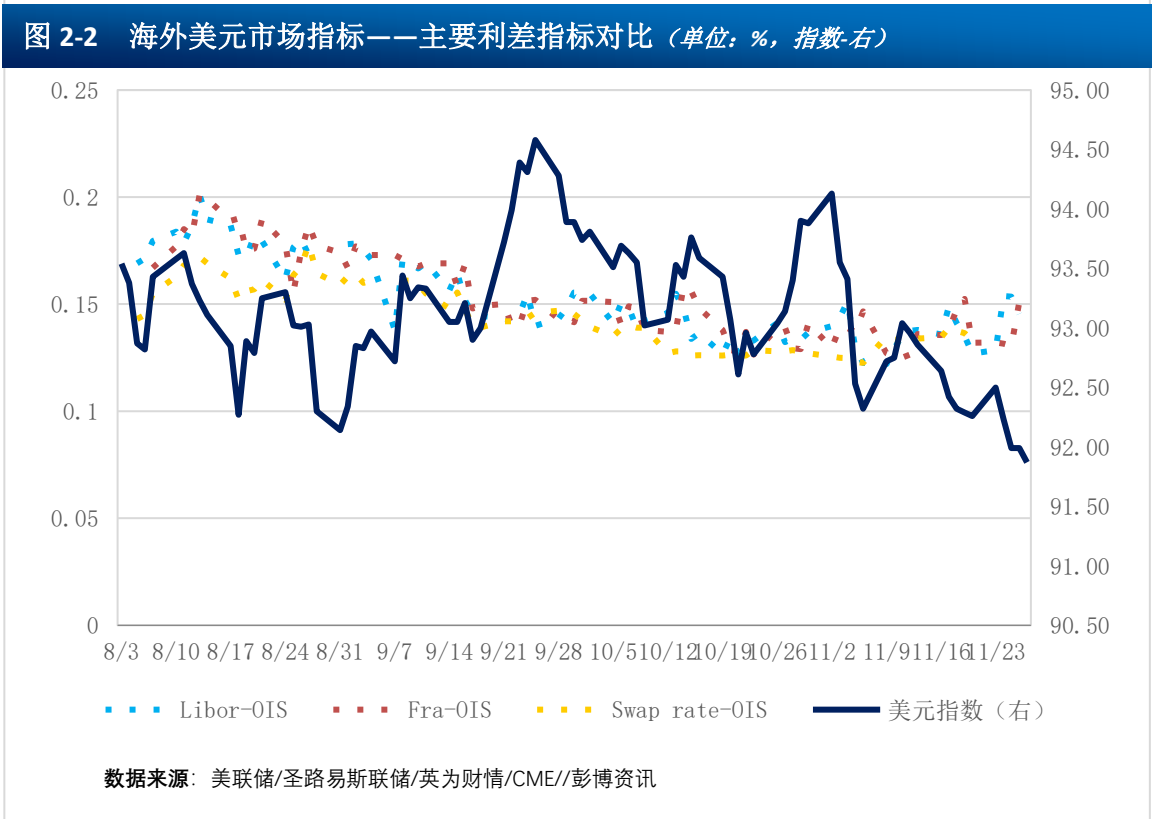
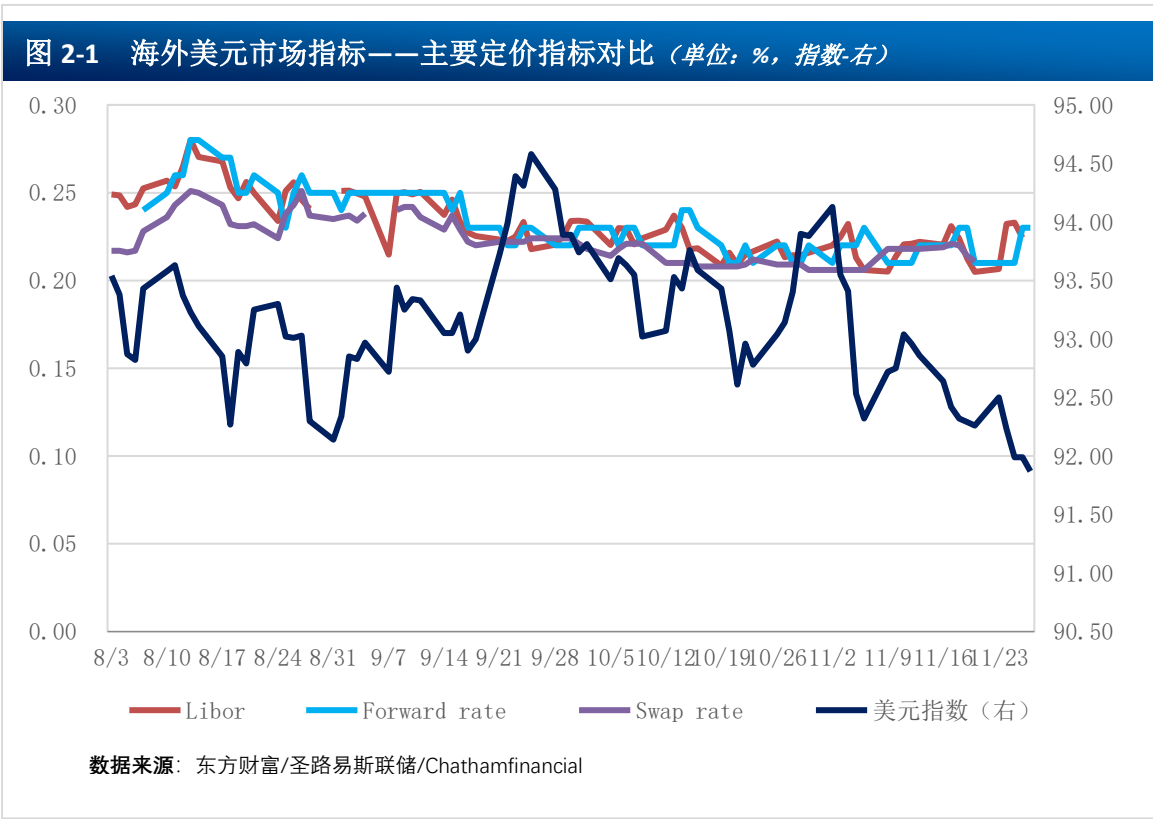
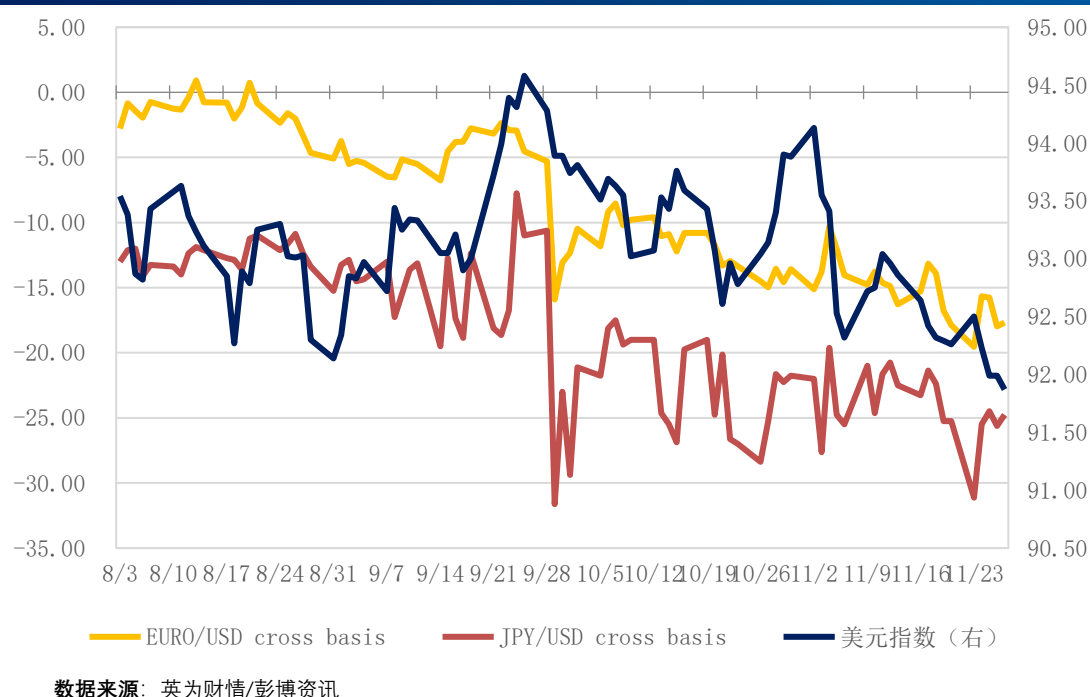




图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



### 【本周异常指标解读】

- ① 27 日，疫情凶猛、阿斯利康疫苗遇挫支撑避险资产需求，日元创四日新高，全球新冠病例仍在攀升支撑了市场对最安全资产的需求。
- ② 欧元兑美元及日元兑美元货币互换基差均值小幅加深，美国大选结果尚有变数，关于后续政策美联储尚未表态，市场恐慌心理严重，各类资产价格波动剧烈，避险情绪浓厚，显示市场美元内在流动性不足。同时美联储总资产略微缩减的情况下央行互换额度逆势上涨约 10%，显示美联储为稳住市场继续使用工具。
- ③ 海外美元市场其他指标处于正常范围。

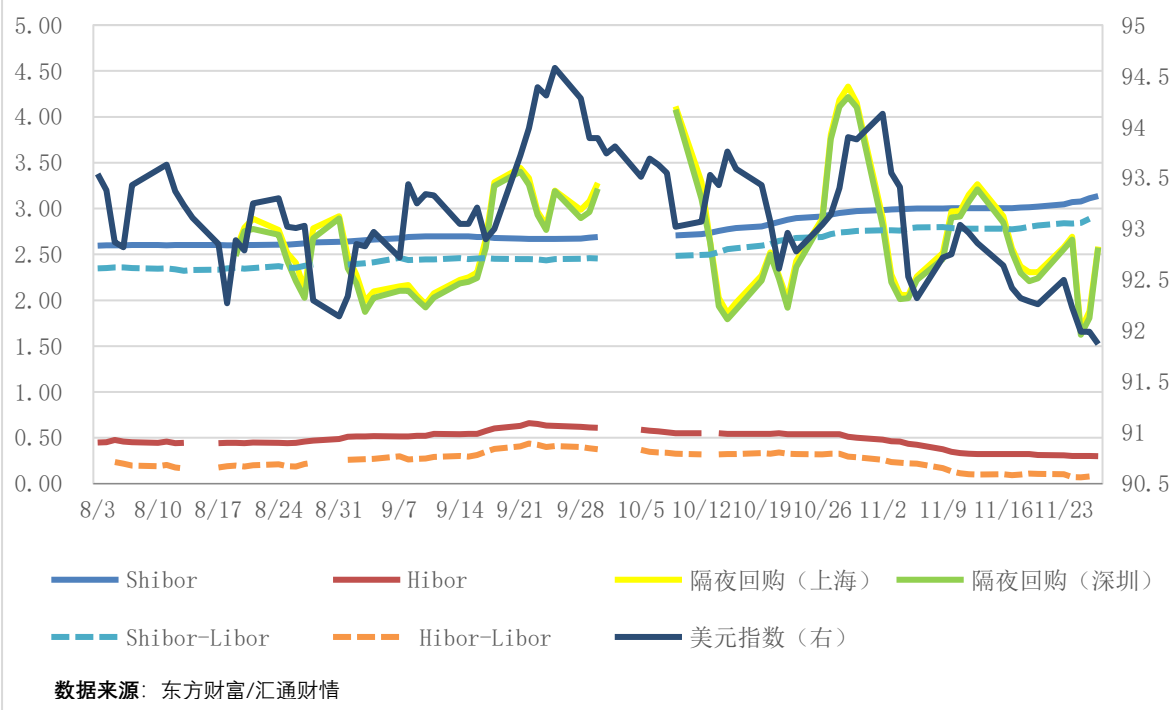
### 【长期趋势预判】

- 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 26日，央行发布《2020年第三季度中国货币政策执行报告》：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。市场分析来看，我国货币政策已正式转为稳健中性，当前继续宽松和过快收紧的基础都不具备，短期内将既结构性紧又结构性松。疫情期间超常规货币工具将逐步退出，而非转向全面收紧和加准加息。操作上，央行将继续精准滴灌，既要防止资金流入房地产和空转，稳定宏观杠杆率，避免货币超发叠加直达实体程度更强引发的通胀，又要加大对制造业、中小微企业、绿色、科技、新经济等领域的支持。
- ② 近期，由于中国国内疫情得到有效控制，经济状况持续改善，货币政策稳定，同时全球美元泛滥，大量短期美元流入中国。本周，中国人民银行与香港金融管理局续签了货币互换协议，互换规模由原来的4000亿元人民币/4700亿港元扩大至5000亿元人民币/5900亿港元，有效期五年，经双方同意可以展期；11月25

日，在香港特别行政区顺利发行 50 亿元人民币国债。表明央行试图在稳定人民币汇率方面起到积极的作用：发行离岸人民币国债将抽走部分市场上人民币的流动性，抬高人民币的拆借利率，从而压缩海外对冲基金借入离岸人民币头寸沽空套利的收益空间，另一方面，抬高离岸人民币债券收益率，可缓解中美利差收窄所造成的人民币贬值的压力。中美利差自周一暂时出现短期高点以来开始向下，但下周趋势及长期趋势尚不明确。

- ③ 美元兑人民币暂时停止升值态势，本周北向资金仍处于净流入状态，Shibor 继续上升，Shibor-Libor、Shibor-Hibor 进一步走高。Hibor 本周仍虽处于下降态势，但降幅收窄，人民币对港元汇率自周一以来暂时改变上升趋势。
- ④ 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

### 【当前环流结论】

随着疫苗推出以及大选不确定性的下降，部分风险事件逐步消退，9月下旬至今，白银价格从震荡期进入下跌期，市场在本周选择进入风险资产，道指也在这周配合地创出了历史新高，美股于周二创新高，与之相对应的避险资产遭到抛售，比特币11月26日一度跌破17500美元关口，贵金属在周五遭抛售，贵金属让位于其他市场，昨天北京时间20:30白银黄金突然跳水，跳水之前中国国有大型商业银行集体紧急暂停贵金属新开账户，疑似进一步保护个人投资者，上述现象体现投资人风险态度周期变化。从历史数据来看，感恩节之后的一周美股向下回调的概率较大，从季节性因素来说，每年的11月到12月份都会是贵金属的低点，从中长期来当前的宏观经济环境并没有出现明显改善。值得注意的是当前做空美元的头寸依然比较拥挤，在没有其他风险事件发生的情况下，美元指数破位之后可能会迎来新一波的趋势下跌。

**美元环流监测小组当前时点环流结论：美元热环流局势短期难以扭转，但短期内出现流动性趋于紧张的征兆，不改变截止11月27日美元环流暂未出现重大转向的基本判断。**

### 【持续关注建议】

- ① 美国方面：12月14日美国总统选举人投票的情况、商业票据操作工具及额度、刺激法案进展、对冲基金套利空间、美国大选进展、商业票据市场利率、垃圾债利差、通胀率、加息预期、美债收益率曲线控制、CCC级与BBB级高收益债利差、经济复苏情况、缩表情况、疫情进展。
- ② 欧元区方面：欧洲央行12月刺激法案、经济复苏情况、疫情进展。
- ③ 英国方面：阿斯利康在新冠疫苗的有效性。
- ④ 中国方面：中美两国疫苗的产能能力及效果、汇率政策、货币政策、中国国内流动性、信用债违约进展。
- ⑤ 跨区域：中美利差、欧元/日元相对美元汇率及货币互换基差。

## 【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2020 年									
	中文	期限	英文简称	11/16	11/17	11/18	11/19	11/20	11/23	11/24	11/25	11/26	11/27
★ALL★	美元指数	实时	USDX	92.6	92.4	92.3	92.3	92.3	92.5	92.2	92.0	92.0	91.9
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	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	NA	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.090	0.090	0.090	0.088	0.088	0.090	0.090	0.080	0.085	0.080
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.100	0.090	0.070	0.060	0.050	0.050	0.070	0.080	NA	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.085	0.082	0.083	0.078	0.078	0.078	0.079	0.080	0.079	0.079
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.15	0.16	0.16	0.14	0.11	0.09	0.13	0.13	NA	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.29	0.25	0.27	0.27	0.29	0.33	0.21	0.22	NA	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	0.09	0.09	0.09	0.07	0.07	0.08	0.09	0.09	NA	NA
美国货币 市场利差	SOFR — OIS			0.02	0.01	-0.01	-0.02	-0.03	-0.03	-0.01	0.00	NA	NA
	T-Bill — OIS			0.01	0.01	0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.01	0.01	NA	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.21	0.17	0.19	0.19	0.21	0.25	0.13	0.14	NA	NA
	CD — OIS			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			0.20	0.16	0.18	0.20	0.22	0.25	0.12	0.13	NA	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.19	0.16	0.20	0.21	0.24	0.28	0.14	0.14	NA	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.220	0.231	0.224	0.213	0.205	0.207	0.232	0.233	0.224	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.220	0.220	0.230	0.230	0.210	0.210	0.210	0.210	0.230	0.230
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.219	0.221	0.220	0.214	0.211	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-15.29	-13.15	-13.88	-16.76	-17.89	-19.54	-15.65	-15.77	-17.98	-17.68
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-23.25	-21.38	-22.38	-25.25	-25.25	-31.13	-25.50	-24.50	-25.63	-24.75
海外美元 市场利差	Libor — OIS			0.14	0.15	0.14	0.14	0.13	0.13	0.15	0.15	0.15	NA
	Fra — OIS			0.14	0.14	0.15	0.15	0.13	0.13	0.13	0.13	0.15	0.15
	ICE Swap Rate — OIS			0.13	0.14	0.14	0.14	0.13	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币 市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	3.00	3.00	3.01	3.01	3.02	3.05	3.07	3.08	3.11	3.14
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.32	0.32	0.32	0.32	0.31	0.31	0.30	0.30	0.30	0.30
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.92	2.57	2.37	2.31	2.30	2.58	2.69	1.67	1.88	2.59
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.85	2.53	2.30	2.21	2.24	2.56	2.66	1.62	1.81	2.57
中美利差	Shibor — Libor			2.782	2.772	2.785	2.801	2.816	2.841	2.837	2.844	2.889	NA
	Hibor — Libor			0.101	0.093	0.099	0.111	0.107	0.102	0.070	0.069	0.078	NA

## 【关键指标非异常区间统计】

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%	—
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。