



HONG ACADEMY

追 寻 自 我    发 现 世 界



# 美元环流监测报告

2020 年 11 月 2 日—11 月 6 日

第 12 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、Daisy、Daiye、Forever、Helena、仁道兼非、顽 石、文 轩、徐華君、小明基德、昭昭之明

### 【数据/复核组】

Daiye、田 野、徐 湘、张 萌、昭昭之明

### 【新 闻 组】

依山观水[国际贸易]、Chris[新冠疫情]、Phoenix[美国大选]  
广 龙[货币政策]、文 轩[重点跟踪]、左 一[商业体]、  
顽 石[商业体]、炎 海[基 本 面]、王 元[追逐真理]、  
K K[中国资本流动情况]

### 【IT /美工组】

[美工]双鱼子  
[线上数据平台]Alex、Geory、炎海、左一

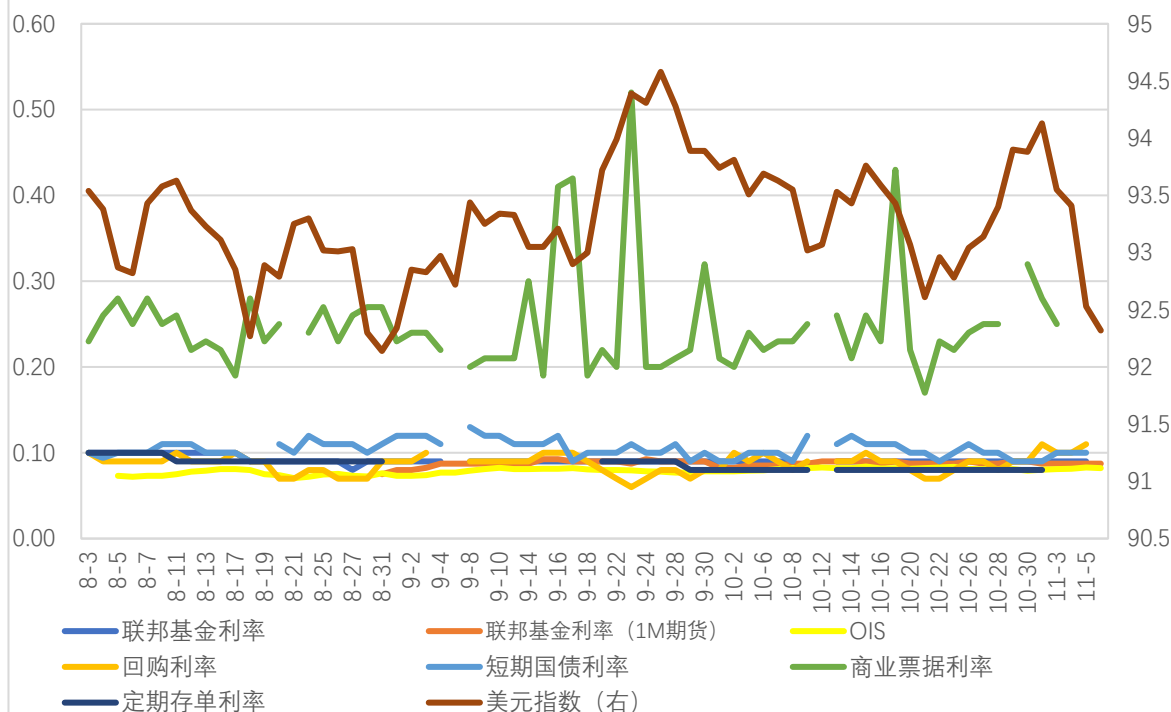
### 【其 他 组】

Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、沉 镜[综合统筹]

如鸿学院学员对报告有建议及阅读需求欢迎与鸿学院小鸿鸿和书童联系，或加入鸿学院美元环流答疑组与我们沟通。

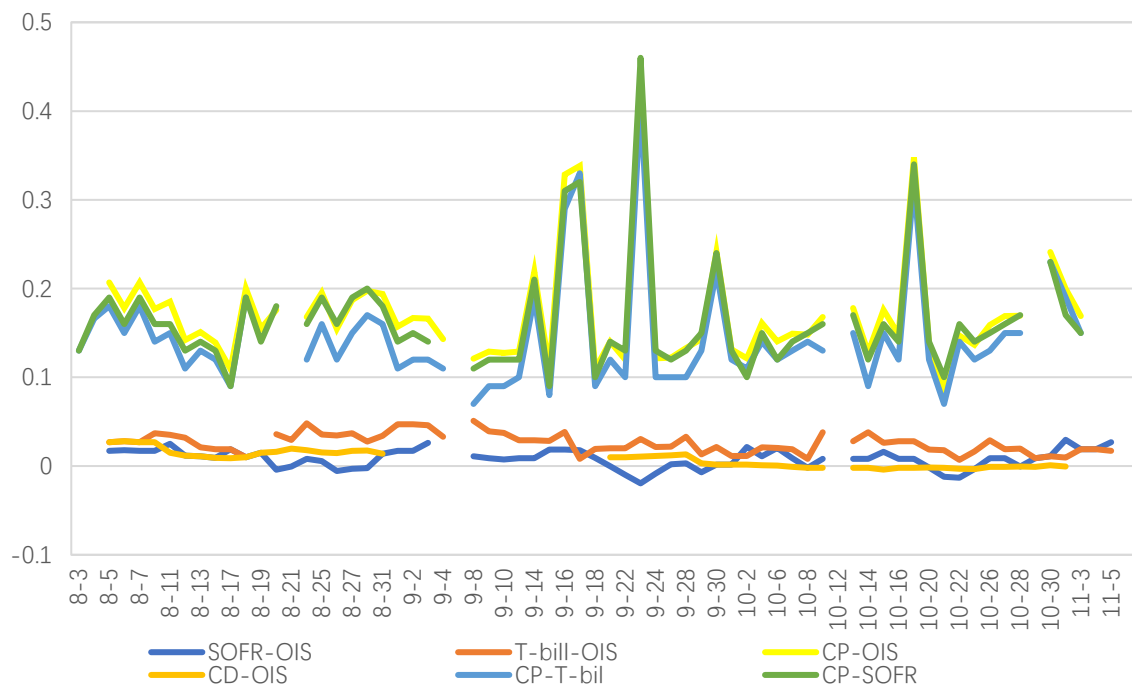
# 第一部分：美国货币市场指标

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/英为财经/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/英为财经/CME/彭博资讯

## 【本周异常指标解读】

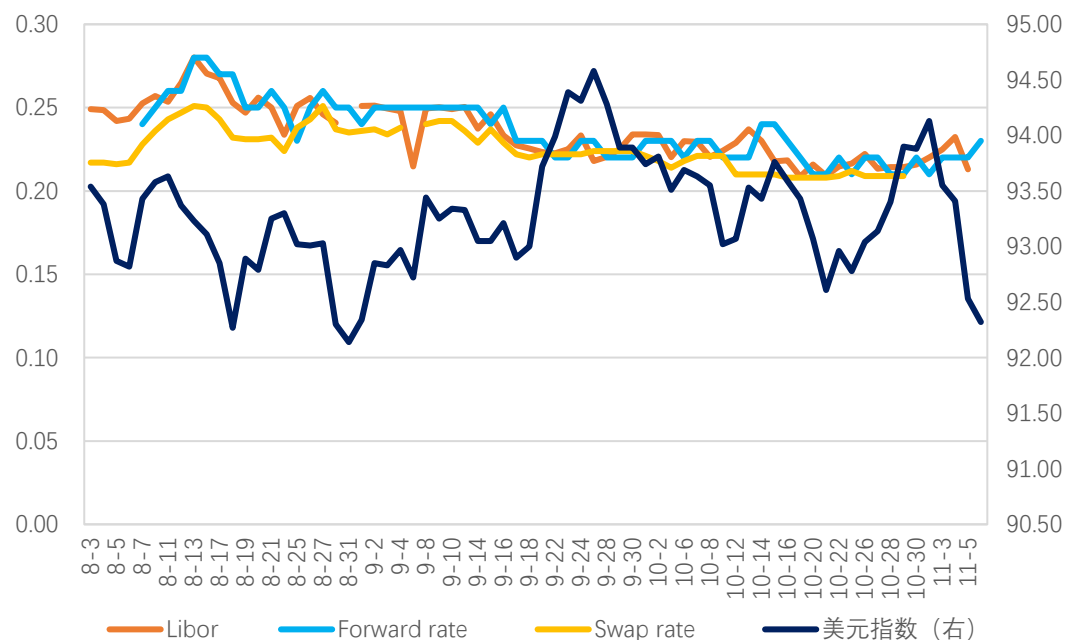
- ① 本周压倒性事件无疑是美国大选，美元指数在 11 月 2 日以及 3 日川普取得一定潜在领先优势后达到最高，但随后美元指数随民主党暂停计票以及之后的种种“反超”情形出现而开始掉头向下，推断主要原因为美国大选基本选情明朗后拜登当选的可能性较大，提振了出台更大规模刺激措施的希望。特别是在美元指数于 11 月 2 日达到最高值 94.1 当日，SOFR、非金融 AA 级和非金融 A2/P2 商业票据利率同时升至本周最高值。本周 SOFR 均值较上周均值 0.88% 升高 0.17% 至 1.05%，美国联邦基金市场和商业票据市场资金前半周较紧张，推测 10 月 28 日随着 MBS 持有量下降导致总资产规模略微下降也对流动性紧张产生一定关系。
- ② 值得注意的是，从 11 月 2 日公布的央行利率互换额度来看，自 10 月 28 日 3799M 低点发生转向，提升至 7248M，央行互换政策工具又开始发挥其调控作用。
- ③ 11 月 6 日，美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变，符合市场预期，美联储主席鲍威尔发布会要点：美联储可以考虑调整债券购买的组合方式、久期以及购买的规模；绝对有必要实施财政支持政策；美联储将对经济预期概要 SEP 作出调整，今后的每次会议都会发布具备全面细节内容的 SEP。
- ④ 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 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，随着加息预期或通货膨胀不断升高，可能突破 0.09% 区间上限。

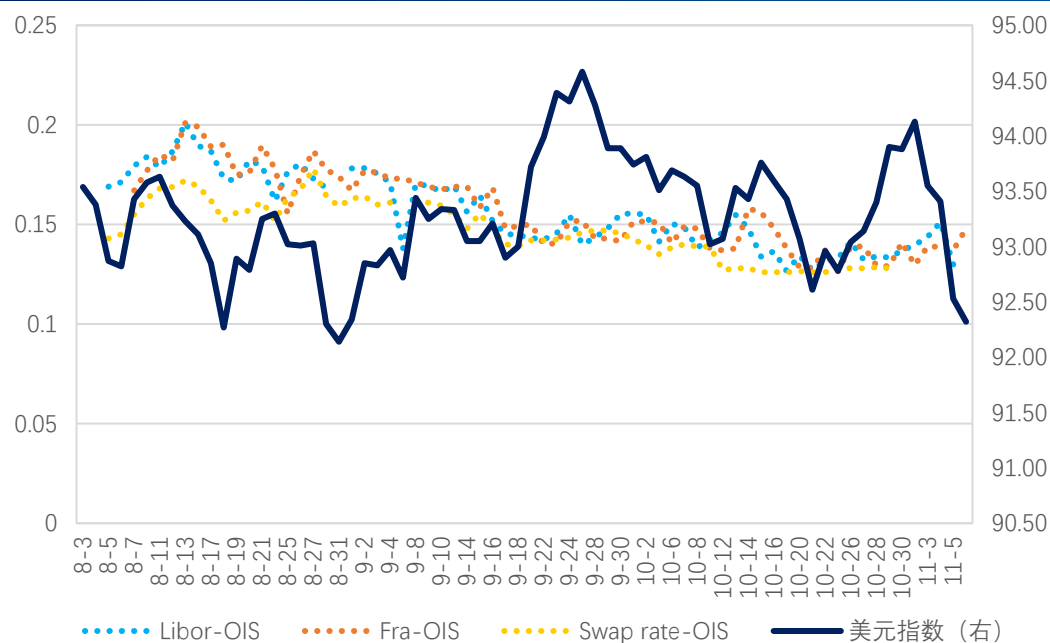
## 第二部分：海外美元市场指标

图 2-1 海外美元市场指标——主要定价指标对比（单位：%，指数-右）



数据来源：东方财富/圣路易斯联储/Chathamfinancial

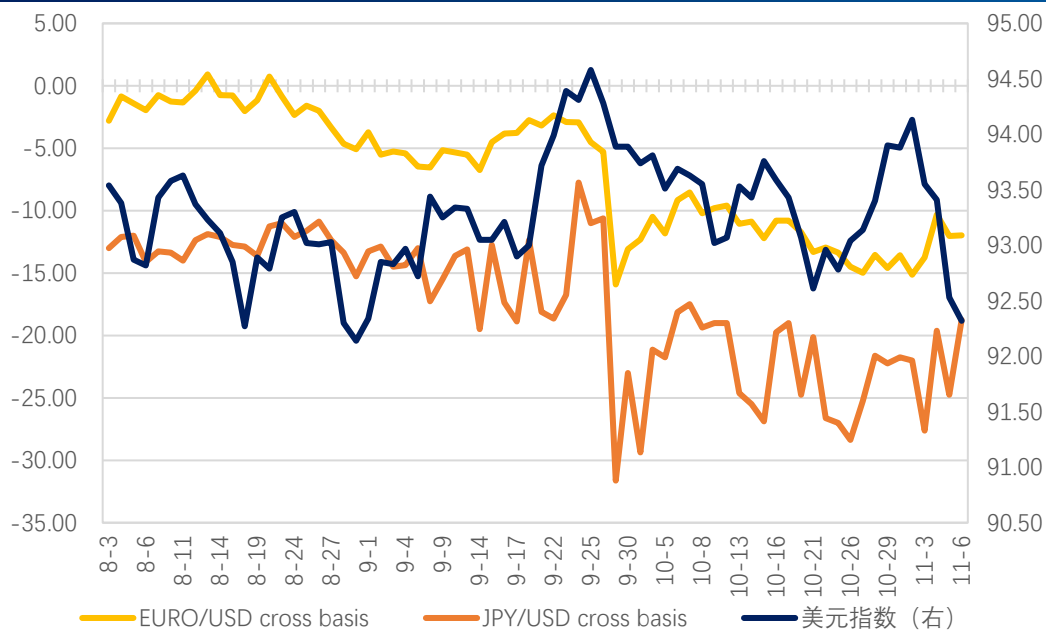
图 2-2 海外美元市场指标——主要利差指标对比（单位：%，指数-右）



数据来源：美联储/圣路易斯联储/英为财经/CME/彭博资讯



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

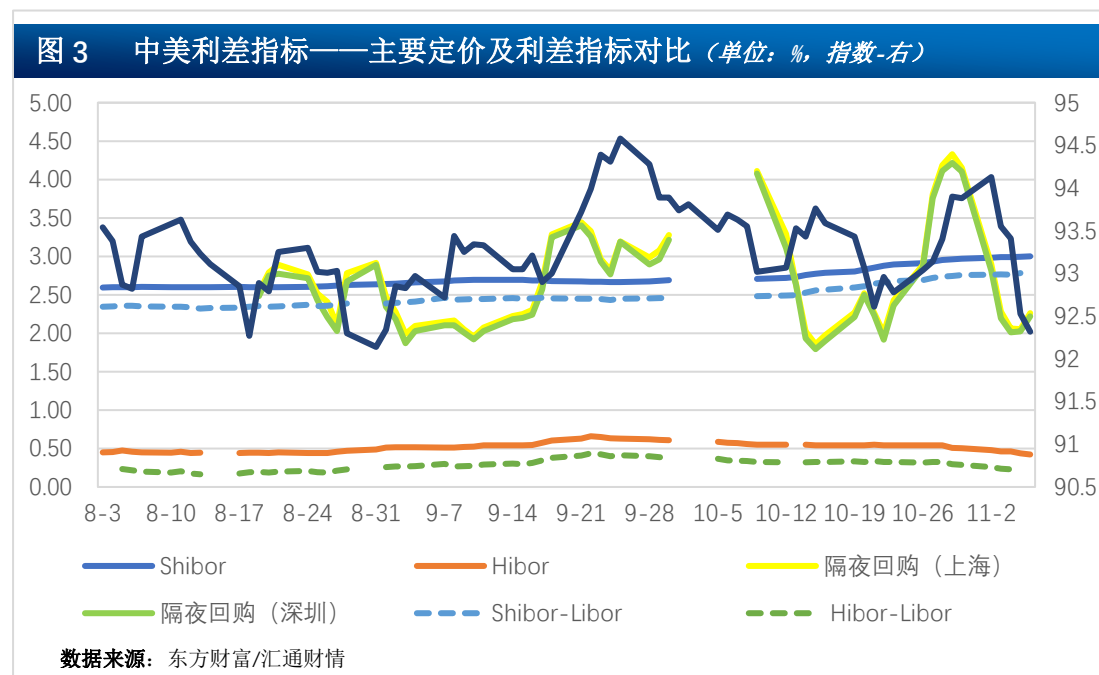
### 【本周异常指标解读】

- ① 本周，欧元兑美元、日元兑美元货币互换基差于 11 月 2 日、3 日两日大选日前后呈现本周最大负差，同时，欧元、日元兑美元汇率与美元指数以 11 月 2 日为明显分水岭呈负相关关系。
- ② 欧元方面，11 月 5 日，英国央行宣布维持利率不变，但大幅提高资产购买规模 1500 亿英镑至 8950 亿英镑，较市场预期多出 500 亿英镑，对欧元兑美元汇率有一定提振作用，欧元兑美元基差随后负相关减弱。
- ③ 日元方面，美元指数强弱变化影响日元兑美元货币互换基差，两者呈现负相关波动规律。
- ④ 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



#### 【本周异常指标解读】

- ① 得益于中国在抗疫方面的显著成果及对中国经济的乐观预期，自今年5月以来人民币一度保持着升值趋势，中美利差持续拉大，本周，高层在进博会上全面经济开放的表态将吸引外资流入，Hibor与Shibor的利差仍处于继续拉大的趋势，将有可能促进北上资金的流入。
- ② 本周三人民币兑美元汇率剧烈波动，本周人民币兑美元汇率变动明显受到美国大选预期结果的影响，两位候选人在对华政策方面的主张短期内会对中美关系的走向产生显著的影响，周初在特朗普领先的情况下，市场预期中美关系将继续受到特朗普在贸易领域的保护主义和外交方面单边主义的影响，中美关系将不断恶化。随着选举态势的反转，市场预期如果拜登当选，中美关系短期内将出现缓和趋势，特朗普领先时人民币汇率大跌，拜登选票逆转后，人民币汇率转为大涨。
- ③ 本周央行逆回购操作回笼资金1900亿元，央行暂未对周四到期的4000亿MLF进行续做，本周净回笼资金达5900亿元，Shibor小幅提升，结合资金流入指标来看，北向资金本周流入较多，人民币本周升值，外来资金较多，推断是央行回收市场流动性净回



笼货币，导致上海深圳回购利率与美元指数同步。

- ④ 本周 10 年与 30 年美债市场深度指标均出现了波动，叫买价与叫卖价之间的利差较上周有所放大。本周 10 年与 30 年美债收益率振幅较大，仍在保持上升态势，美国国债发行量增大，以及美联储没有继续实施量化宽松，两者均导致国债市场的流动性下降，进而短期推升美国国债收益率，但中美利差仍保持在稳定区间。
- 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，央行货币政策委员会三季度例会指出稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。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】

本周，随着特朗普对摇摆州提起诉讼，申请重新计票，市场变得扑朔迷离，市场预期民主党夺回参议院控制权希望渺茫，共和党仍把持参议院，意味着国会仍处于分列状态，但预期美联储不得不在更长的时间内维持极度宽松的货币政策，后市无论谁上台都将推出财政刺激法案，短期利好股市，S&P500 市场深度指标再次出现波动，本周有两次收盘均超过了 100，美元下跌，VIX 指数下跌，欧元、日元等非美货币上涨，黄金比特币等避险资产大涨。同时，美联储马上要举行政策会议之际，美国财政部的最新发债计划宣布在提高总体发债规模的同时，政府将减少对长债发行的倚重，也导致长债收益率的上升。

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，不改变截止 11 月 6 日美元环流暂未出现重大转向的基本判断，但需警惕大选期间重大风险变化、局部市场出现流动性紧张将导致市场动荡加剧的现象。

### 【近期提示】

当前市场剧烈震荡，美联储在上周公布 11 月议息决议时表示持续的公共卫生危机将在短期内继续影响经济活动、就业和通货膨胀，并对中期经济前景构成相当大的风险，并且表示如果出现可能阻碍实现美联储目标的风险，美联储将致力于在这个充满挑战的时期，利用其各种工具来支持美国经济，从而促进实现其就业最大化和物价稳定的目标，如果疫情二次爆发，那么美联储将继续加大印钞力度，也正是由于此的预期，叠加拜登在关键摇摆州的翻蓝，风险资产在周三至周五出现了强势的反弹。市场的逻辑是：将所有可能都列出来，然后 price in 最可能的结果，只有结果往最不好的情况演变时再 beat the market；但是理性来看：美国大选在 1 月 20

日总统权力交接之前仍然存在很大的不确定性，当前市场的反映更多的反应的是一种非理性的情绪，并无明确的逻辑传导路径，虽然无法预测短期是否会发生黑天鹅事件，但是应当理性规避不确定性。

### **【持续关注建议】**

- ① 美国方面：美国大选进展、刺激法案进展、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、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：欧洲刺激法案、经济复苏情况、疫情进展。
- ③ 中国方面：汇率政策、货币政策。
- ④ 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	10-26	10-27	10-28	10-29	10-30	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6
★ALL★	美元指数	实时	USDX	93.0	93.1	93.4	93.9	93.9	94.1	93.6	93.4	92.5	92.3
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	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.090	0.088	0.088	0.090	0.090	0.088	0.088	0.088	0.088	0.088
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.090	0.090	0.080	0.090	0.090	0.110	0.100	0.100	0.110	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.081	0.081	0.081	0.081	0.079	0.080	0.081	0.081	0.083	0.082
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.12	0.14	0.12	0.12	0.11	0.14	0.11	0.12	0.16	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.24	0.25	0.25	NA	0.32	0.28	0.25	NA	0.27	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	0.11	0.10	0.10	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.03	0.02	0.02	0.03	NA
	T-Bill — OIS			0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.16	0.17	0.17	NA	0.24	0.20	0.17	NA	0.19	NA
	CD — OIS			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			0.13	0.15	0.15	NA	0.23	0.19	0.15	NA	0.17	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.15	0.16	0.17	NA	0.23	0.17	0.15	NA	0.16	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.22	0.21	0.21	0.21	0.22	0.22	0.22	0.23	0.21	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.22	0.22	0.21	0.21	0.22	0.21	0.22	0.22	0.22	0.23
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.21	0.21	0.21	0.21	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-14.50	-14.98	-13.54	-14.59	-13.57	-15.13	-13.76	-10.31	-12.03	-11.99
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-28.38	-25.25	-21.63	-22.25	-21.75	-22.00	-27.63	-19.63	-24.75	-18.75
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.14	0.13	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.13	NA
	Fra — OIS			0.14	0.14	0.13	0.13	0.14	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15
	ICE Swap Rate — OIS			0.13	0.13	0.13	0.13	NA	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	2.91	2.93	2.95	2.96	2.97	2.98	2.99	2.99	3.00	3.00
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.54	0.54	0.54	0.51	0.50	0.48	0.46	0.46	0.44	0.42
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.89	3.81	4.19	4.33	4.15	2.90	2.28	2.06	2.05	2.26
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.85	3.76	4.11	4.22	4.10	2.82	2.20	2.01	2.02	2.22
中美利差	Shibor — Libor			2.691	2.720	2.738	2.746	2.756	2.762	2.764	2.761	2.783	NA
	Hibor — Libor			0.318	0.327	0.326	0.296	0.287	0.259	0.236	0.228	0.223	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%
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。