



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界



美元环流监测报告

2021 年 1 月 18 日—2021 年 1 月 22 日

第 23 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、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】

长颈鹿[黄金框架数据]、Daiye[复核]、田 野[复核]、徐 湘[核心数据]、张 萌[核心数据]、昭昭之明[市场深度数据]

【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/碳排放牵头]、左 一[商业体]

【IT /美工组】

[美工]双鱼子
[线上数据平台] Geory、Leo、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

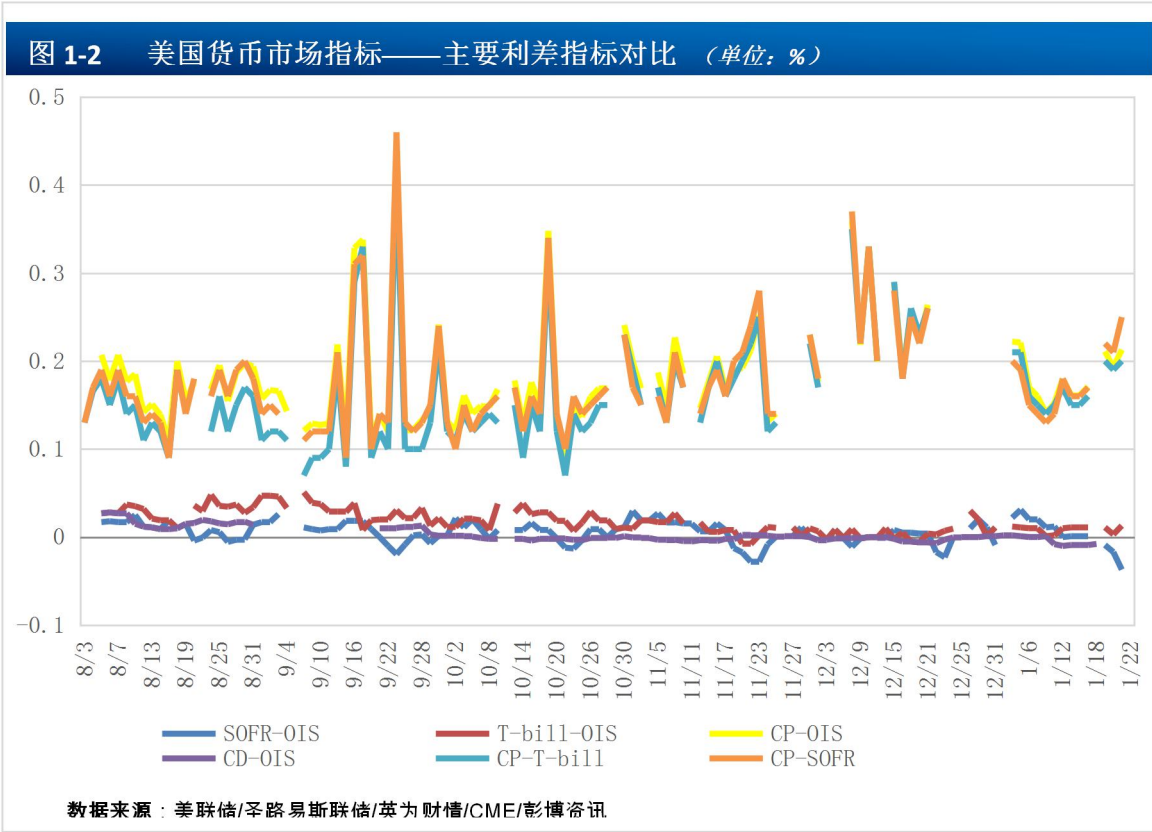
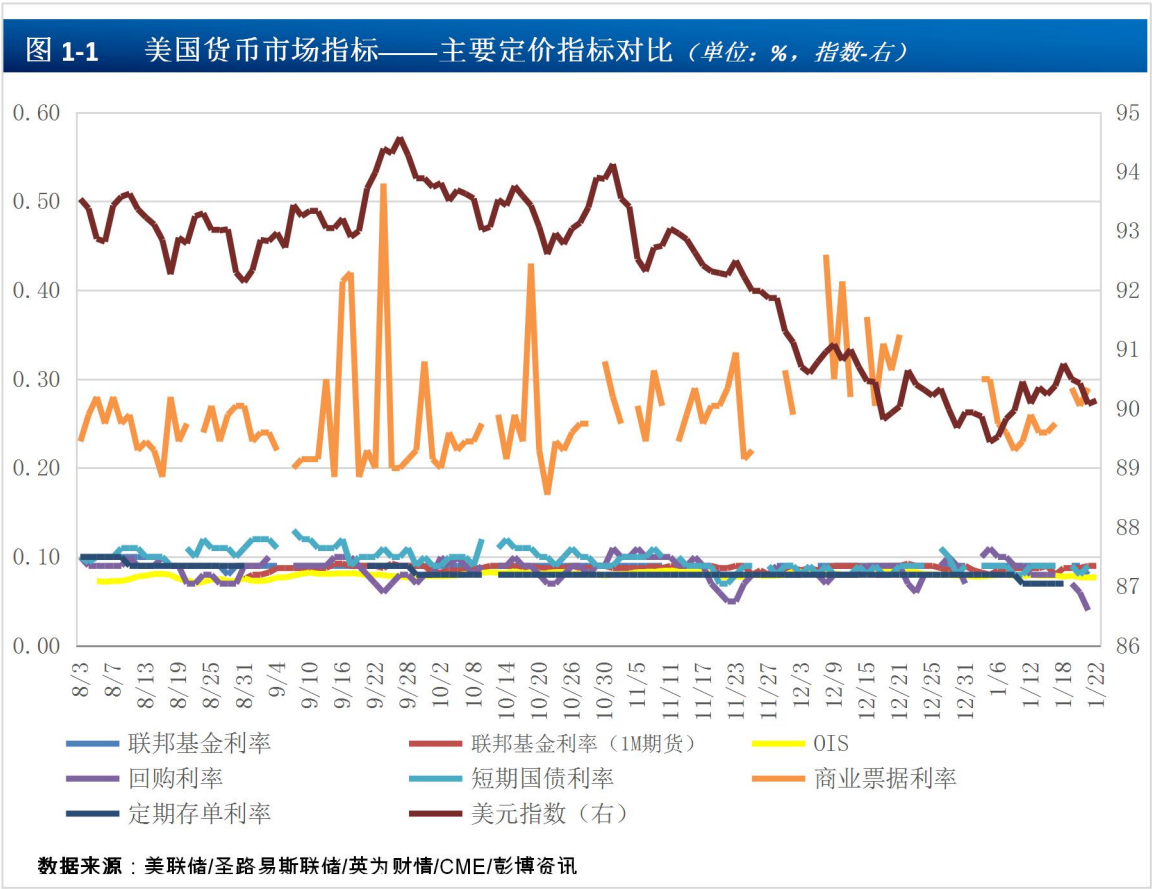
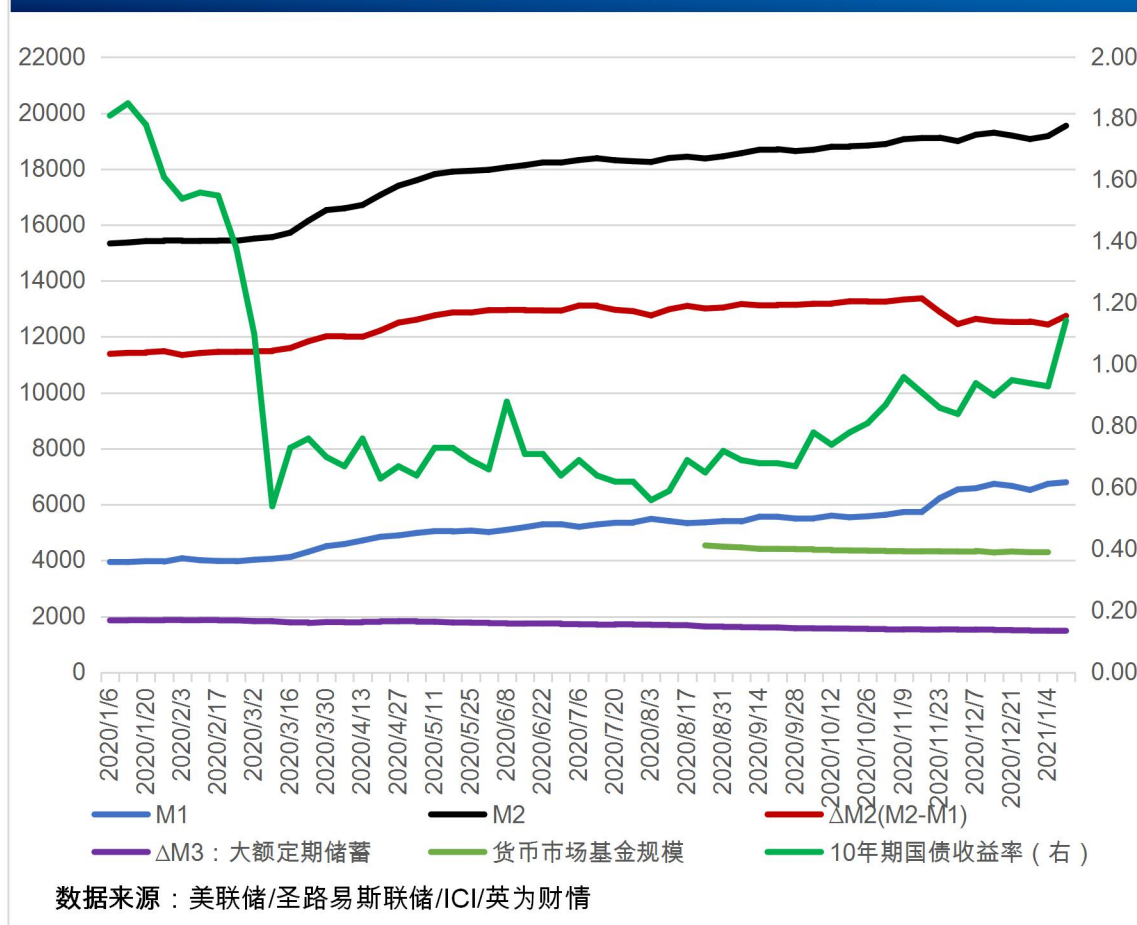


图 1-3 美国货币市场指标——M0/M1/M2 vs. 美国 10 年期国债收益率（单位：十亿美元，%-右）



【本周异常指标解读】

- ①上周末，美国当选总统拜登推出了规模 1.9 万亿美元的刺激计划。不过高盛认为，美国国会最终通过的刺激案规模大约为 1.1 万亿美元；18 日，耶伦预计将会议上重申对市场决定汇率的承诺，明确美国不会寻求弱势美元来获得竞争优势（既不会寻求本币贬值，也反对其他国家做这样的尝试），美元达到本周高点 90.8。20 日，拜登宣誓就任美国第 46 任总统，当日三大股指创新高，拜登在就职演说中重点呼吁美国团结，拒绝美国孤立，将修复与盟友关系，与世界再次建立良好联系。20 日之后，随着耶伦周二在美国参议院进行的财政部提名人听证会上表示相关意见及欧盟拟减少对美元依赖导致美元指数随之走弱：1)耶伦：不论是拜登还是我本人，在提出新的救助方案时，都不是没有考虑到国家的债务负担。但是在利率处于历史低位之际，我们能做的最明智的事情就是来一场大的。我相信这样做的好处会远远超过弊端，尤其是如果我们真正希望帮助那些已经面临很长时间艰难生活的人们；在美元汇率问题上，耶伦称相信由市场所决定的汇率，美国不会寻求弱

势货币来获取经济优势，这种做法不可接受，也反对其他国家试图这样做；耶伦将非常愉快地考虑发行长期债卷，包括发行 50 年期美国国债。目前市场对于耶伦的讲话有两种解读，一种观点是认为耶伦会捍卫美元的价值，回归强势美元的政策。另外一种观点认为耶伦无路可走，必然大放水。2) 欧盟正在制定计划以减少对美元的依赖，加强欧盟的独立性，欧盟还准备就全球市场过于依赖美元发出警告；欧盟委员会 19 日通过了一项旨在强化欧元地位与金融体系建设的战略文件，提出扩大以欧元结算的商品和证券交易业务。

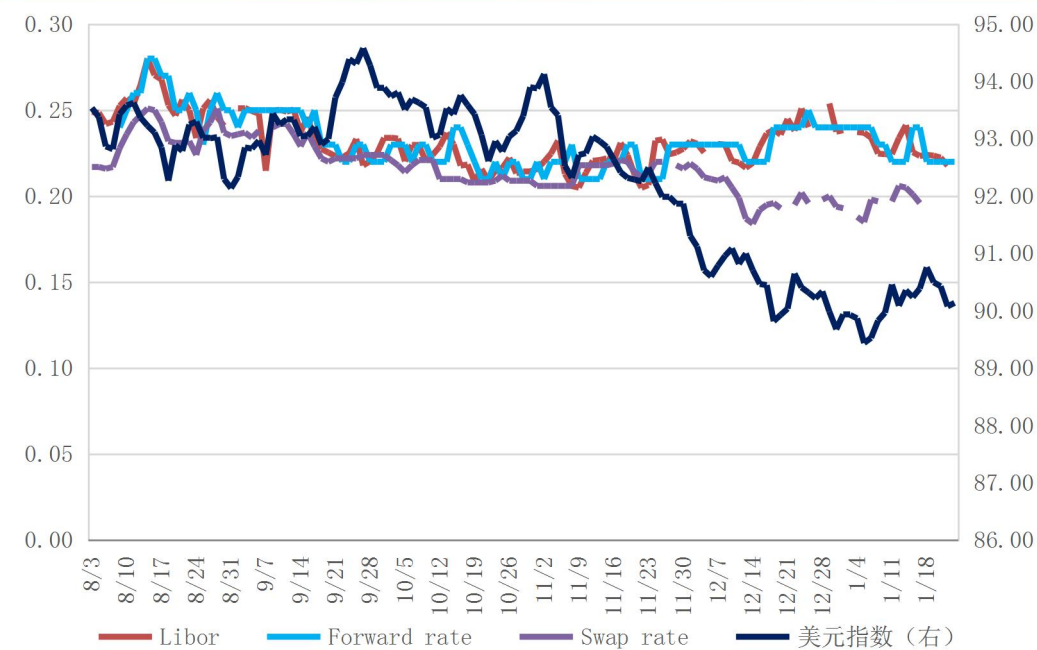
- ② 本周 SOFR 利率快速下行至 0.04% 水平，美联储资产负债表总资产本周较上周增长 1.1%，主要是 MBS 资产抵押债券和国库券增长。根据目前积累数据，本周，在 SOFR 成交量与前期基本相同的情况下，SOFR 与 EFR 差值来到 0.04% 水平，SOFR 在 3 月金融风暴时达到过 0.01% 水平。一旦 SOFR 低于 EFR，则市场参与者可能更愿意卖出 SOFR 期货买入 FF 期货构建套利组合，接下来将继续关注该指标。
- ③ 1 月 4 日至 1 月 11 日当周，M1、M2、M3 均呈上升态势，M2 增幅 1.9%，M1 增幅 0.8%，M2-M1 增幅 2.5%。同时，美国 10 年期国债收益率上行至当周末 1.14% 水平。
- ④ AA 级商业票据及 A2/P2 商业票据利率恢复普遍运行期间，未偿付商业票据下降 0.3%。
- ⑤ 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，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。

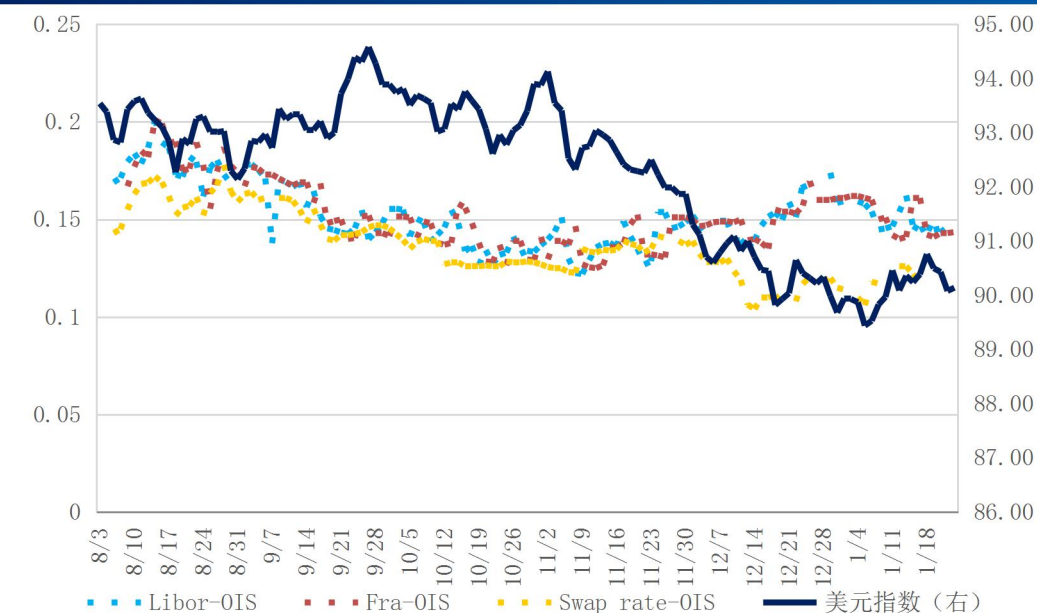
第二部分：海外美元市场指标

图 2-1 海外美元市场指标——主要定价指标对比（单位：%、指数-右）



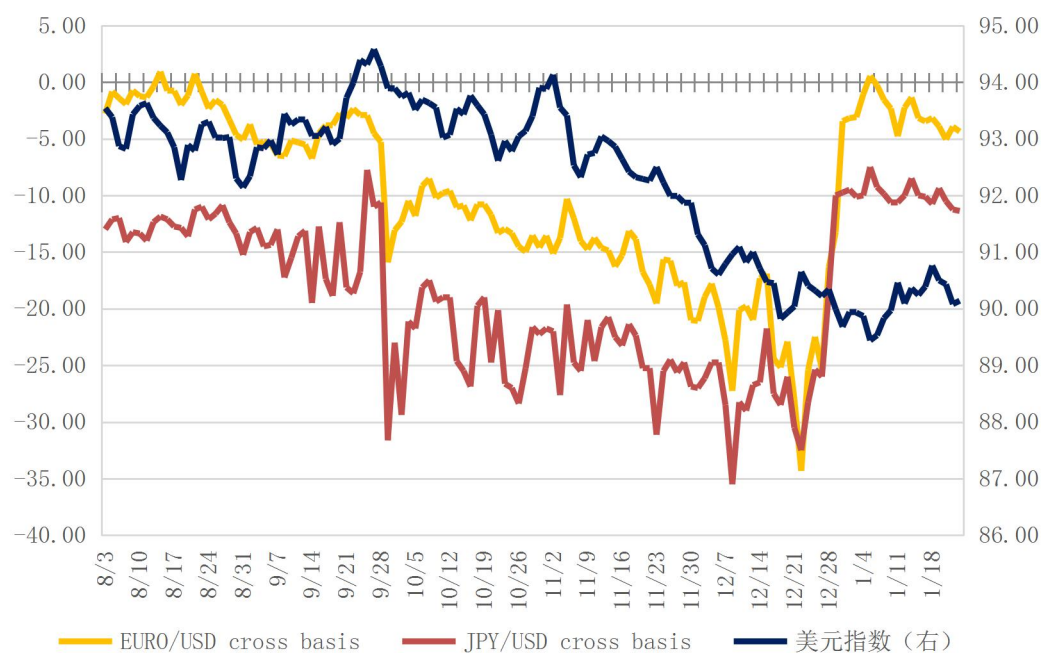
数据来源：东方财富/圣路易斯联储/Chathamfinancial

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 Libor 与美元指数同步逐渐走弱（原因同美元指数影响因素），从 Fra 和 ICE swap rate 来看，推测未来 3 个月至 1 年内海外美元利率将处于下降趋势。
- ②欧元/日元兑美元货币基差互换利率在上周区间上下小幅波动。日本方面，21 日，日本央行将公布利率决定，预期该央行将按兵不动。欧元区，21 日，欧洲央行行长拉加德：充足的货币刺激至关重要；通胀仍然非常低；正在监控通胀对汇率的影响；短期前景面临下行风险；准备好在需要的时候调整所有工具；将保证购债的灵活性，以确保平稳转变。欧洲央行公布利率决议维稳利率不变，欧央行将保持 APP（资产购买计划）200 亿美元的速度，欧央行确认疫情购买计划规模在 1.85 万亿欧元；PEPP（紧急抗疫购买计划）至少运行至 2022 年 3 月；QE 将运行至加息前不久；欧央行将通过 TLTROs（定向长期再融资操作）继续提供充足的源流性将再投资到期的 PEPP 债卷至少至 2023 年底；PEPP 计划不必完全使用。随着欧盟减少对美元的依赖相关表态后，欧元兑美元后半周逐渐升值。英国方面，英国央行行长贝利表示，对于负利率，表示英国央行尚未就负利率作出任何决定，也没有就负利率进行讨论；但英国央行

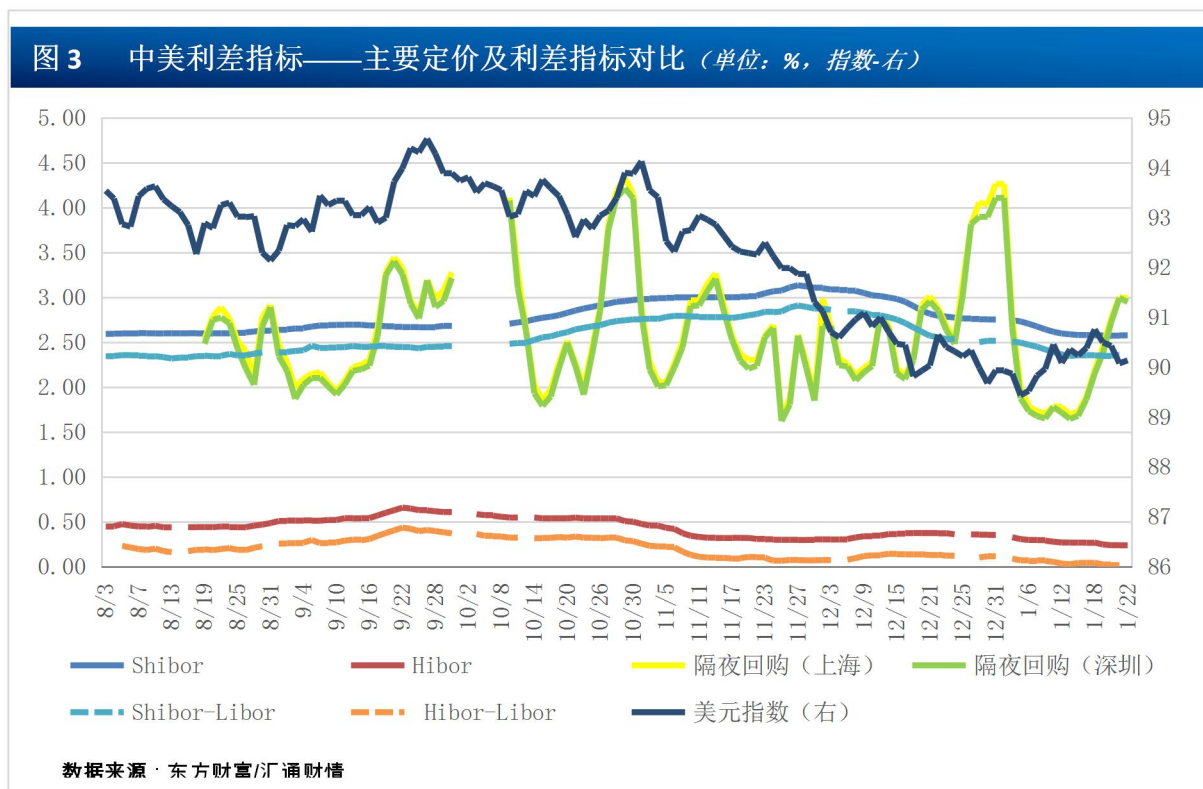
应将负利率视为工具箱中的选项之一。

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。
- ②3M 伦敦美元利率及 3M 远期利率协议处于缓慢下降趋势，1Y 洲际交易所掉期利率逐渐转向降低。

第三部分：中美利差指标



【本周异常指标解读】

- ① 中美利差方面，本周均值 2.07%较上周均值 2.03%小幅拉大，美国 10 年期国债收益率上周触及 1.13%高点后，本周掉头至 1.09%，美国财政部公布的美国国际资本流动报告(TIC)显示，美国 11 月整体资本净流入 2141 亿美元，上月修正后为净流出 111 亿美元。中国所持美债由 10 月时的 1.054 万亿增加到 1.063 万亿美元。本周人民币在 1 月 4 日突破 6.5 大关后继续保持强劲，两周来均维持在 6.47 左右的水平。随着全世界大量的热钱涌向人民币资产，需要先用美元等其他货币首先兑换成人民币进而再进行投资，因此对人民币的大量需求促使人民币的坚挺稳定。
- ②从全口径看，央行本周实现净投放 5980 亿元，本周央行公开市场有 6140 亿元逆回购和 2405 亿元 TMLF 到期，税期高峰已过，目前主要是维护银行体系流动性合理充裕，本周后半周，上海及深圳交易所加权平均隔夜回购率利率、银行间同业拆借中心同业拆借利率 1 天期均大于 7 天期利率，净投放均在本周后半周与该现象匹配。
- ③证券日报头版消息：加强国际宏观政策协调配合，货币政策执行或

将遵循“四不原则”首先是“不急转弯”，其次是“不让市场缺钱”，第三是“不搞大水漫灌”，第四是“不让市场的钱溢出来”。货币政策遵循“四不原则”是基于国内、国际经济现状做出的选择，有利于国内实体经济转型升级，有利于促进经济恢复活力，也有利于与其他经济体协同合作共同抵御疫情。

- ④香港方面：自上周以来，本周一港元兑人民币出现大幅升值，推断主要原因在香港一侧，与资金追逐香港资产有关，本周南向资金持续流入 971.72 亿元，上一周南向资金净流入 714.97 亿元，港股投资异常火爆，快手蓝月亮等公司在港上市，港股打新受追捧，香港资产颇受投资者青睐，人民币的持续流入推动港币升值。但是港股很多标的存在低估值陷阱，投资需谨慎。
- ⑤财政部方面：首次公布 2 年期国债收益率为进一步健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，更好发挥国债收益率定价基准作用，15 日财政部在网站首次公布 2 年期国债收益率。这是继 2014 年财政部第一次公布 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年等关键期限国债收益率曲线，2015 年、2016 年陆续增加公布 3 个月和 6 个月等短期、30 年期超长期国债收益率的又一次创新。此次 2 年期国债收益率的加入，标志着我国国债收益率曲线中短期价格反映具有较强的国际可比性，建立起涵盖 3 个月到 30 年等短、中、长期较为完整的国债收益率曲线。
- ⑥中美利差板块其他指标处于正常范围。

【长期趋势预判】

- ①央行近期表示，要保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。信贷和社融的增长，从疫情发生之前的与名义经济增长基本匹配，到转为与反映潜在产出的名义经济增长匹配，是一个重大的转变。反映潜在产出的名义 GDP 就是在潜在产出的基础上考虑通胀的影响，即 GDP 平减指数的影响。反映潜在产出的名义经济增长波动相对较小，信贷与社融要与之相匹配，表明信贷与社融的增长更加关注经济的长期增长趋势。这意味着 2021 年货币政策可能会做出相应调节。
- 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

美国商品期货交易委员会的最新数据显示，截至 1 月 12 日，对冲基金等投机性投资者累计押注美元空头约 100 亿美元，为 2018 年 3 月以来最多，本周 CBOE 股权认购与认沽期权比率达到 0.40。本周，拜登正式平稳入驻白宫，推翻特朗普任内诸多政策，市场预测拜登政府将会加大财政刺激措施，不排除将会提出额外财政刺激措施的可能，叠加新任财长耶伦对为寻求经济竞争优势而寻求美元贬值的消极态度，美元指数连续下跌，美国股市在上周四个交易日中更是屡创新高，带动全球风险资产同步上行，从理论上讲，只要美元作为世界储备货币的地位没有更公允的其他货币作为替代，以信用为担保的美元的超发可以存续，这是一个正反馈的过程，经济难以短期复苏，财政与货币政策将会持续宽松，美元继续超发，资产价格持续膨胀，货币效率会持续下行，对经济的复苏或产生负面影响。从理性看这样的正反馈是难以持续的，但是从哪里开始出问题是需要继续学习和探究的。

数字货币方面。受美国政策面影响和“双花”事件炒作影响，比特币在美国时间 21 日由 37692 美元一度跌至 29519 美元，单日跌幅超过 20%，22 日拉升至 33695 美元。耶伦新闻发布会言论和新提名 SEC 主席 Gary Gensler（加密专家）的上任意味着美国下一步对数字货币相关控制力度会加强。

地缘事件方面。阿根廷当前已经站上 13 年来第二次主权债务违约的悬崖。若 7 月 30 的最后期限来临前，阿根廷未能偿还债权人债务，则该国将陷入 2001 年以来的第二次违约，也是过去三十年的第三次违约。

重要风险提示：①冬季二次疫情爆发的不可控性；②拜登政府新一轮刺激方案若难产或规模不及预期；③流动性泛滥的情况下，风险资产高位回调的风险；④中期经济复苏之后央行对货币政策的收缩的可能性；⑤美国国债收益率上升对风险资产造成压力导致离岸美元短缺、导致美元升值。

美元环流监测小组当前时点环流结论：本周美元热环流状态持续，但全球局部风险事件需持续关注，不改变截止 2021 年 1 月 22 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	22 期	23 期
美国	经济刺激政策		拜登宣布 1.9 万亿新刺激计划	暂无最新进展
	A2/P2 商业票据	★	周均值：0.24%	本周均值：0.28%
	对冲基金套利空间		上上周均值：0.1357%	上周均值：0.1435%
	10 年期国债收益率	★	上周末：1.11%	本周末：1.09%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差	★	上周末：5.85%	本周末：5.59%
	杠杆贷款违约率		12 月：3.83%	1 月：3.38%
	经济复苏情况		前值救济金人数：96.5 万人 上周末通胀平衡债券利率：2.10%	救济金人数：90.0 万人 本周末通胀平衡债券利率：2.09%
	资产负债表情况		上周：7333968 百万美元， 增速 0.0%	本周：7414942 百万美元， 增速 1.1%
	疫情进展-周增确诊		上周周增速：7.4%	本周周增速：4.6%
欧元区/英国	英国脱欧后续进展	★	脱欧后新规不甚明朗 投资银行家离开伦敦前往欧盟。英国与欧盟达成了脱欧贸易协议，但有关金融服务的谈判才刚刚开始--尚无最后期限。	1.脱欧后关税叠加 英国零售商欲放弃欧盟退货商品；2.英国渔商不满脱欧协议渔业安排，开扇贝卡车上唐宁街抗议；3.英国脱欧美国得利 衍生品交易大量改用美国平台；4.英国目前拒绝给予欧盟驻伦敦大使完整的外交地位
	新冠疫情周增速上升国家		法国	法国
中国	中国加入 CPTPP		韩国政府表示积极考虑加入 CPTPP，上半年将改善一系列国内制度为此做准备。	商务部：将进一步扩大自贸网络的范围；愿与更多贸易伙伴商签自贸协定，共同推动贸易投资自由化便利化，比如，加快推进中日韩自贸协定谈判，推动与海合会、以色列、挪威等自贸谈判进程，积极考虑加入 CPTPP。
	货币政策/流动性		上周净投放量：1610 亿元	本周净投放量：5980 亿元
	信用债违约		12 月全月违约债券余额：85.8 亿元	1 月截止目前违约债券余额：12.92 亿元
综合	CBOE 股权认购与认沽期权比率	★	上周末：0.45	本周末：0.40

【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2021 年									
	中文	期限	英文简称	1/11	1/12	1/13	1/14	1/15	1/18	1/19	1/20	1/21	1/22
★ALL★	美元指数	实时	USD _X	90.5	90.1	90.4	90.2	90.4	90.8	90.5	90.4	90.1	90.1
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	NA	0.090	0.090	0.080	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.088	0.088	0.088	0.090	0.080	0.088	0.088	0.088	0.090	0.090
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.090	0.080	0.080	0.080	0.080	NA	0.070	0.060	0.040	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.078	0.080	0.079	0.079	0.079	0.078	0.079	0.077	0.077	0.077
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.11	0.08	0.11	0.09	0.09	NA	0.10	0.09	NA	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.23	0.26	0.24	0.24	0.25	NA	0.29	0.27	0.29	NA
定期存单市场	定期存单利率	3M	CD	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	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	0.09	0.09	NA	0.09	0.08	0.09	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	-0.01	-0.02	-0.04	NA
	T-Bill — OIS			0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	NA	0.01	0.00	0.01	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.15	0.18	0.16	0.16	0.17	NA	0.21	0.19	0.21	NA
	CD — OIS			-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			0.15	0.17	0.15	0.15	0.16	NA	0.20	0.19	0.20	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.14	0.18	0.16	0.16	0.17	NA	0.22	0.21	0.25	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.225	0.234	0.241	0.226	0.223	0.224	0.224	0.222	0.218	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.220	0.220	0.220	0.240	0.240	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.197	0.206	0.205	0.201	0.196	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-4.78	-2.25	-1.36	-3.17	-3.47	-3.18	-3.91	-5.06	-3.94	-4.37
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-10.63	-10.00	-8.50	-10.00	-10.13	-10.75	-9.38	-10.50	-11.25	-11.38
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.15	0.15	0.16	0.15	0.14	0.15	0.14	0.15	0.14	NA
	Fra — OIS			0.14	0.14	0.14	0.16	0.16	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
	ICE Swap Rate — OIS			0.12	0.13	0.13	0.12	0.12	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	2.62	2.60	2.59	2.58	2.58	2.58	2.57	2.58	2.58	2.58
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.28	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.25	0.24	0.24	0.24
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	1.79	1.78	1.70	1.73	1.90	2.19	2.46	2.76	3.01	2.99
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	1.78	1.72	1.65	1.68	1.87	2.15	2.38	2.72	3.00	2.95
中美利差	Shibor — Libor			2.394	2.365	2.349	2.356	2.358	2.354	2.349	2.353	2.360	NA
	Hibor — Libor			0.057	0.038	0.029	0.045	0.045	0.048	0.026	0.020	0.023	NA



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。