



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界



美元环流监测报告

2020 年 11 月 9 日—11 月 13 日

第 13 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。



【本期分析人员】

Austin、不能吃冷、长颈鹿、Daiye、Forever、Helena、KK、
仁道兼非、顽石、文轩、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]、
KK[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]

【答疑组】

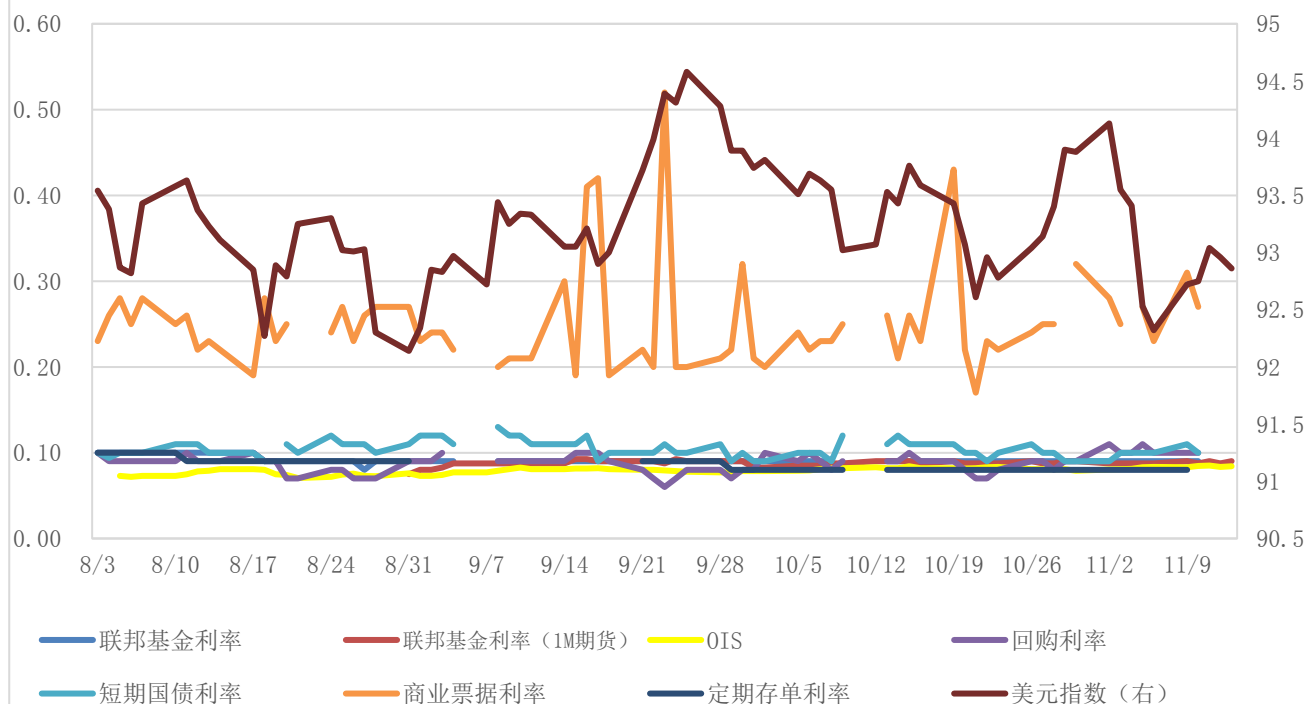
如鸿学院学员对美元环流监测报告有疑问、数据采集及阅读需求，
欢迎与鸿学院小鸿鸿和书童联系，加入鸿学院美元环流答疑组。

【招募令】

美元环流监测小组急需建设国内总体资金流向分析及跟踪体系，
有相关工作经验和知识经验的小伙伴优先考虑，期待您的加盟！

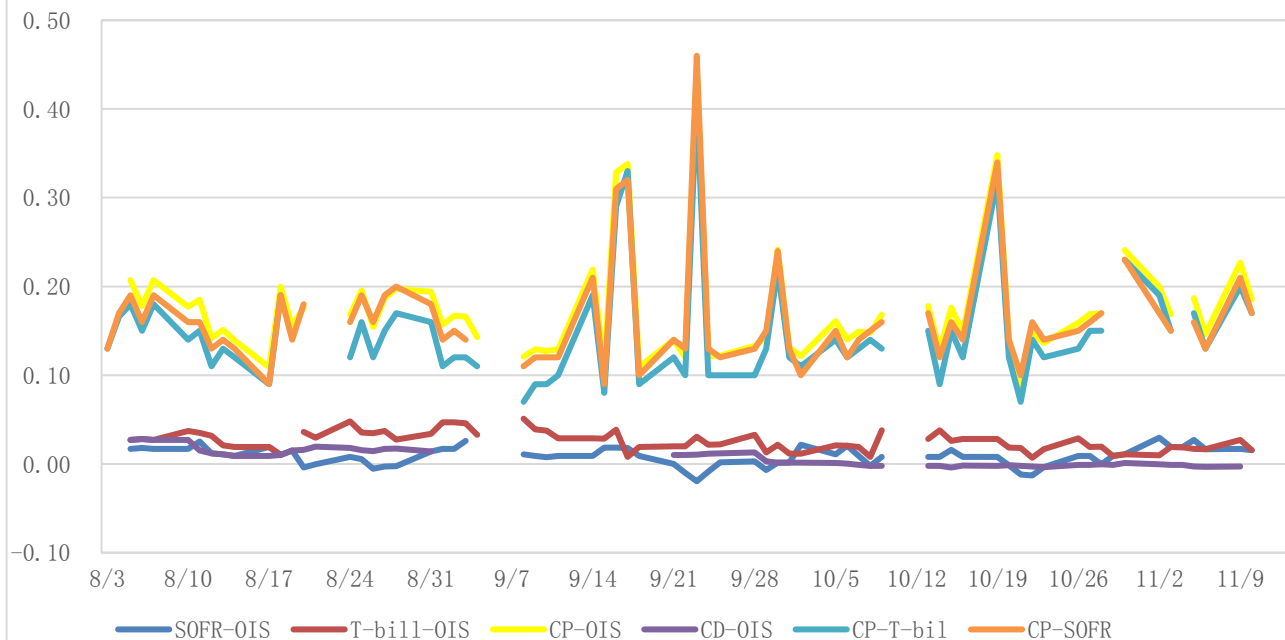
第一部分：美国货币市场指标

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 11月11日是美国退伍军人节，放假一天，股市例行休市日，相关交易市场无交易数据。本周9日，美股上涨、原油上涨，黄金大跌，A2/P2商业票据利率达到0.31%，超出0.22%—0.28%大概率区间，带动商业票据相关利差指标波动，推断一是辉瑞制药宣布疫苗研制成功，该消息刺激风险资产上涨，避险资产下跌。二是共和党退出与民主党财政刺激政策的协商，叠加大选计票的分歧显示出美国两党分裂愈演愈烈，财政刺激政策短期很难落地，该市场仍承受一定流动性紧张压力，从图表来看，A2/P2商业票据利率与美元指数呈现动向波动规律，后期将通过数据分析工具验证其相关性。
- ② 本周10年国债收益率一路上涨，至11日达到最高点0.98%，非常逼近小摩测算的美联储承受极限1%，同时10年国债叫买叫卖价差跳升至0.69%，显示美债长端流动性出现困难。显示大选有尘埃落定迹象后，市场急不可耐地逃离美债转向权益类标的。12日指标就恢复正常，疑似美联储进行了收益率曲线控制操作。
- ③ 本周的标普500的市场深度指标除了11月12日以外均高于100，出现频率之高已经超过了今年1月底二月初即3月金融风暴前夕。美国10年国债的市场深度指标于11月11日出现了较大的波动，叫买价与叫卖价之差创下了开始收集该数据以来之最，此外，美国10年与30年国债的收益率持续上扬，最高位也已超过了今年6月5日的高位。从本周市场深度指标数据的表现来看，金融市场的不稳定性在集聚，这与美国大选尘埃尚未最终落定且救援计划难产有关，这两点均是金融市场的最大不稳定因素，目前须密切观察美国大选的最终结局。
- ④ **值得注意的是**，美国总资产仍在缓慢扩张，其中本周主要是新增国库券资产，央行互换政策工具仍持续发挥其调控作用，自10月28日3799M低点发生转向，本周继续升高至8036M，同时，美国财政部现金存款本周降幅3%。**值得警惕的是**，对冲基金套利空间于11月6日已达到0.03%的低点，预计即将触动对冲基金实施相关操作，该因素是否是本周各市场深度指标发生异常的原因有待进一步跟踪观察。

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 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）

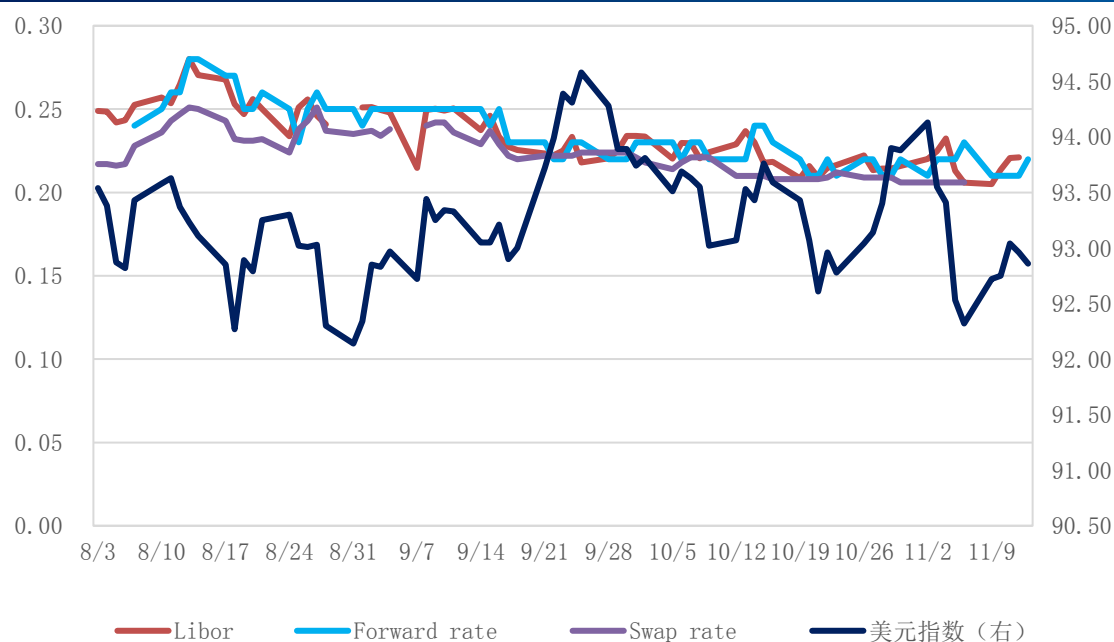


图 2-2 海外美元市场指标——主要利差指标对比（单位：%、指数-右）

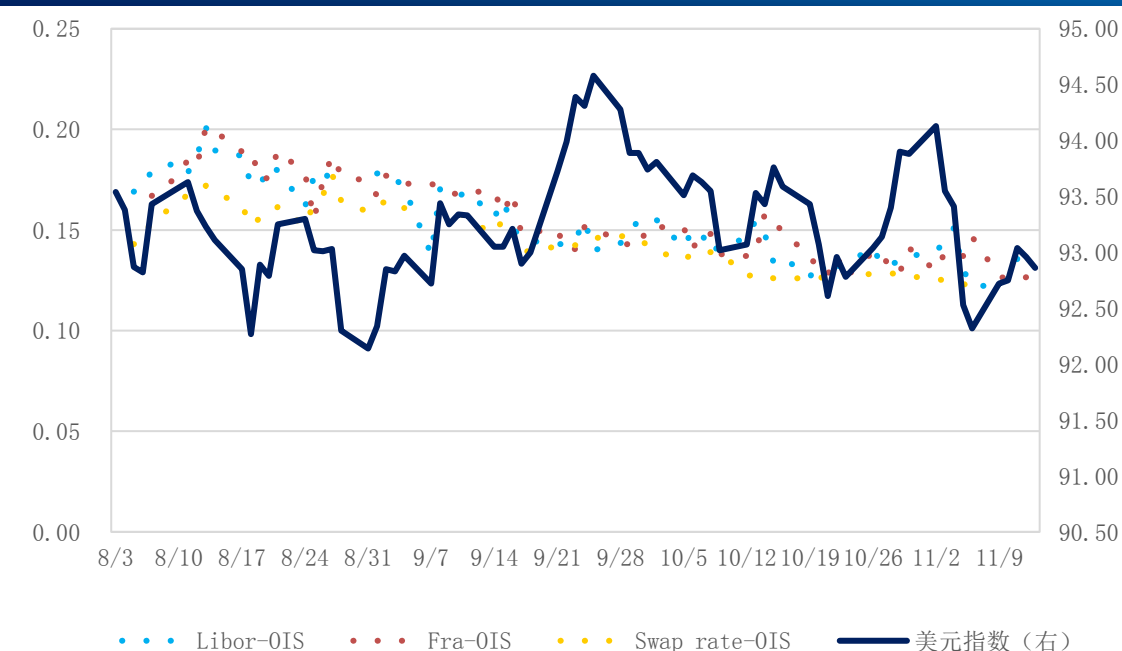
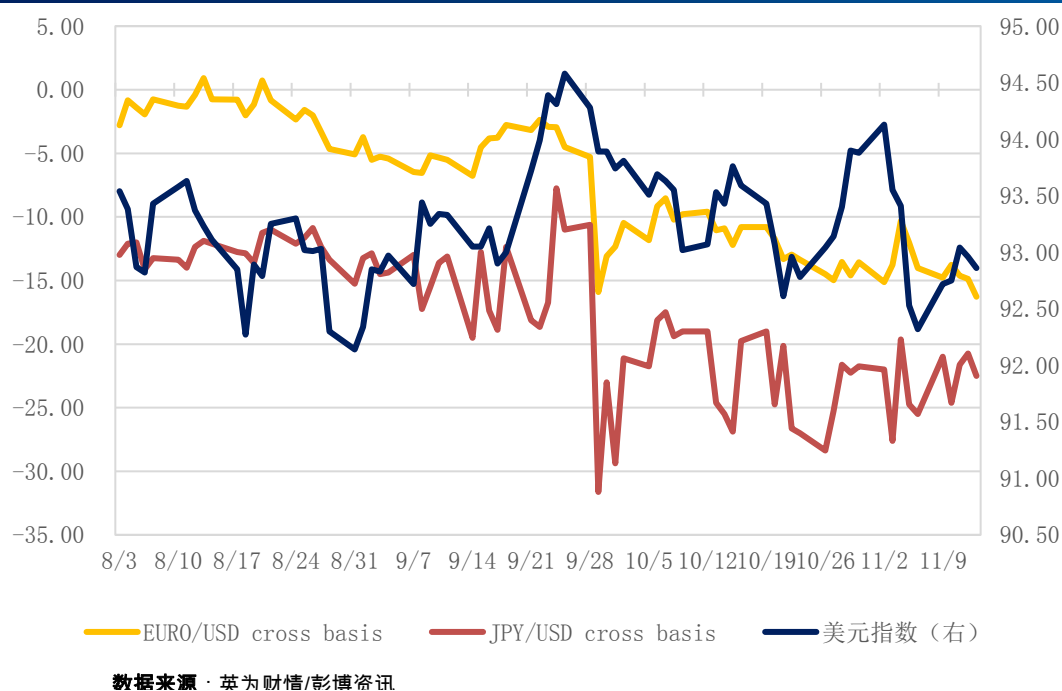


图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



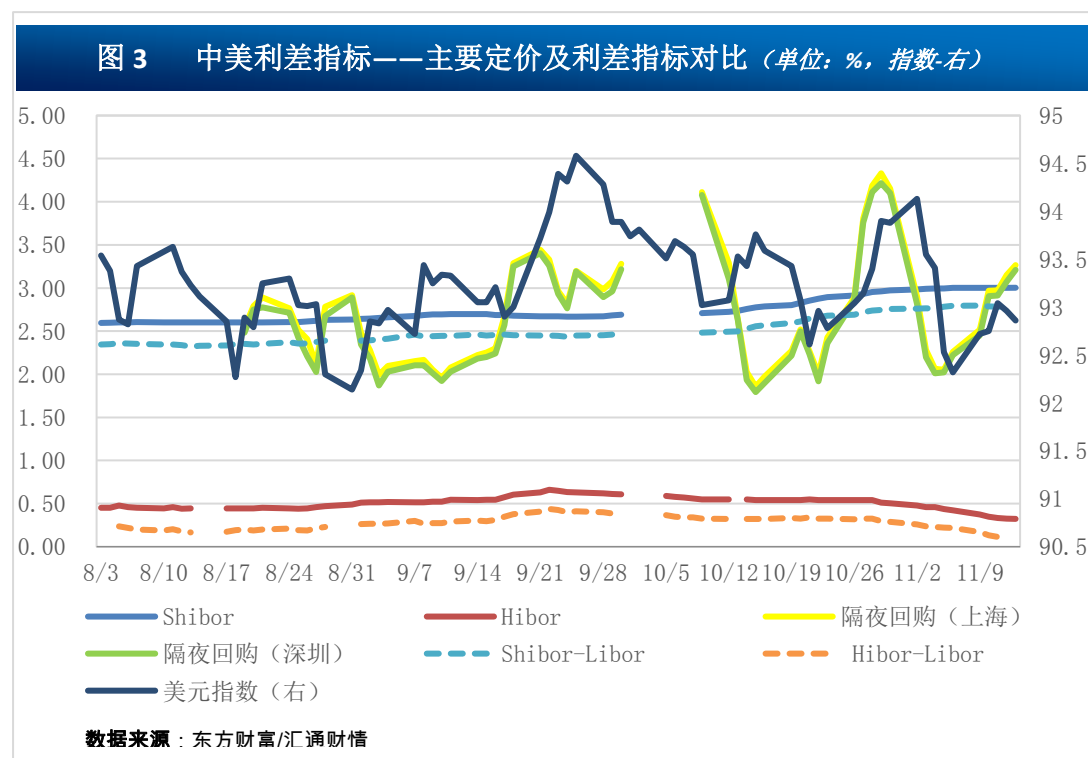
【本周异常指标解读】

- ① 随着 OIS 隔夜指数掉期利率长期缓慢攀升，以及 Libor、Forward rate、Swap rate 缓慢下降，三大利差指数处于不断下降的趋势，美国货币市场与海外美元市场水位差不断缩窄。
- ② 本周，欧元兑美元、日元兑美元货币互换基差小区间波动，欧元兑美元、日元兑美元也处于稳定区间，海外货币基差整体处于正常范围内且波动率较上周明显收窄，推断主要原因为美国大选落地，市场担忧减轻。
- 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



【本周异常指标解读】

- ① 三季度宏观杠杆率增速为 3.7%，相比一季度 13.9%和二季度的 7.1%的增幅，增幅快速回落，如果四季度延续此趋势，预计将进入去杠杆阶段，央行总资产/名义 GDP 比值是处于收缩状态，将导致货币的收缩。本周 10 年期国债收益率小幅上扬，推断一是信用风险传导至利率市场，国内方面永煤的违约引发了一系列的连锁反应，AAA 级国企违约对于债券市场的定价发出了挑战(对信用的估值)，重仓该类债券的债基净值大幅下滑并遭遇赎回，开始通过抛售高等级及流动性较好的债券及在资金市场拆入资金的方式应对赎回压力。二是美国大选构成的不确定性消除，提振全球风险资产大幅飙涨，国内股市亦高开高走，叠加基本面持续复苏预期，银行间市场隔夜回购加权利率继续大幅上行。周五央行已经在公开市场净投放 1600 亿元抑平波动，公开市场本周合计净投放 2300 亿元，创逾一个月新高。综上所述，国内流动性拐点疑似即将初步显现。

- ② 本周，中美利差维持稳定状态，自上周高层在进博会上全面经济开放的表态将吸引外资流入后，Hibor 与 Shibor 的利差本周仍处于继续拉大的趋势，将有可能促进北上资金的流入（本周沪股通、深股通均处于净流入状态），同时，Hibor-Libor 利率利差进一步缩小，资金两地套利活动减少。
- ③ 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】

本周，波动最大的交易日是 11 月 9 日，辉瑞制药宣布疫苗研制成功的利好消息传出引发风险资产暴涨以及避险资产的暴跌，从幅度来看，当晚的走势市场行为占据多数，并非是理性的预期兑现。当前美国总统大选尚未尘埃落定，充满变数，特朗普拒绝承认败选并申请重新计票，拜登在领先之后频频向欧洲东亚“抛媚眼”，美国两党对于参议院以及众议院的争夺也在延续之中，民主党虽然守住了众议院，但是失去了部分席位，而参议院由共和党占据绝对优势（两院的归属会影响财政刺激的规模）。后期美国大选主要关注特朗普的斗争手段（据媒体报道已经撤换了美国防长），关注点在特朗普能否和平的交接美国权利及是否作出冒险行动。

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 13 日美元环流暂未出现重大转向的基本判断，但需警惕对冲基金套利空间可能即将转为负值，从而导致市场出现流动性紧张加剧的现象。

【近期提示】

首先是疫苗方面，疫苗的储存、运输、量产等都是未确定事件，且当前疫情失控的情况下，病毒的变异是否会影响疫苗的药效；其次，在当下疫苗的出现是否会从负面影响财政刺激以及货币政策的进一步放宽（如果疫苗问题解决，财政刺激或货币宽松规模都可能会收缩）。市场的不确定性仍然在逐步加大，但同时也意味着中期来看宽松的预期会愈加强烈，欧洲新一轮的刺激计划已经箭在弦上，三大央行行长一致重申了对未来经济面临挑战和不确定性，同上期主题观点相一致，当前市场反应的情绪性明显高于理性，追求确定性的投资者应当保持冷静，耐心等待潜在风险事件的结束。

【持续关注建议】

- ① 美国方面：对冲基金套利空间、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	11/2	11/3	11/4	11/5	11/6	11/9	11/10	11/11	11/12	11/13
★ALL★	美元指数	实时	USDX	94.1	93.6	93.4	92.5	92.3	92.7	92.8	93.0	93.0	92.9
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	0.090	0.090	0.090	0.090	NA	0.090	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.088	0.088	0.088	0.088	0.088	0.090	0.088	0.090	0.088	0.090
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.110	0.100	0.100	0.110	0.100	0.100	0.100	NA	0.090	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.080	0.081	0.081	0.083	0.083	0.083	0.085	0.085	0.084	0.084
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.14	0.11	0.12	0.16	0.13	0.11	0.12	NA	0.14	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.28	0.25	NA	0.27	0.23	0.31	0.27	NA	0.23	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	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11	0.10	NA	0.10	NA
美国货币市场 利差	SOFR — OIS			0.03	0.02	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	NA	0.01	NA
	T-Bill — OIS			0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02	NA	0.02	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.20	0.17	NA	0.19	0.15	0.23	0.19	NA	0.15	NA
	CD — OIS			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			0.19	0.15	NA	0.17	0.13	0.20	0.17	NA	0.13	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.17	0.15	NA	0.16	0.13	0.21	0.17	NA	0.14	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.22	0.22	0.23	0.21	0.21	0.21	0.21	0.22	0.22	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.21	0.22	0.22	0.22	0.23	0.21	0.21	0.21	0.21	0.22
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-15.13	-13.76	-10.31	-12.03	-14.03	-14.77	-13.76	-14.63	-14.87	-16.28
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-22.00	-27.63	-19.63	-24.75	-25.50	-21.00	-24.63	-21.63	-20.75	-22.50
海外美元市场 利差	Libor — OIS			0.14	0.14	0.15	0.13	0.12	0.12	0.13	0.14	0.14	NA
	Fra — OIS			0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.13	0.13	0.13	0.13	0.14
	ICE Swap Rate — OIS			0.13	0.13	0.12	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	2.98	2.99	2.99	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.48	0.46	0.46	0.44	0.42	0.38	0.35	0.33	0.33	0.32
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.90	2.28	2.06	2.05	2.26	2.52	2.97	2.97	3.15	3.27
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.82	2.20	2.01	2.02	2.22	2.45	2.90	2.91	3.07	3.21
中美利差	Shibor — Libor			2.762	2.764	2.761	2.783	2.795	2.796	2.788	2.781	2.781	NA
	Hibor — Libor			0.259	0.236	0.228	0.223	0.217	0.170	0.133	0.114	0.104	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。