



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界



美元环流监测报告

2020 年 12 月 21 日—12 月 25 日

第 19 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】

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] Geory、Leo、炎海、左一

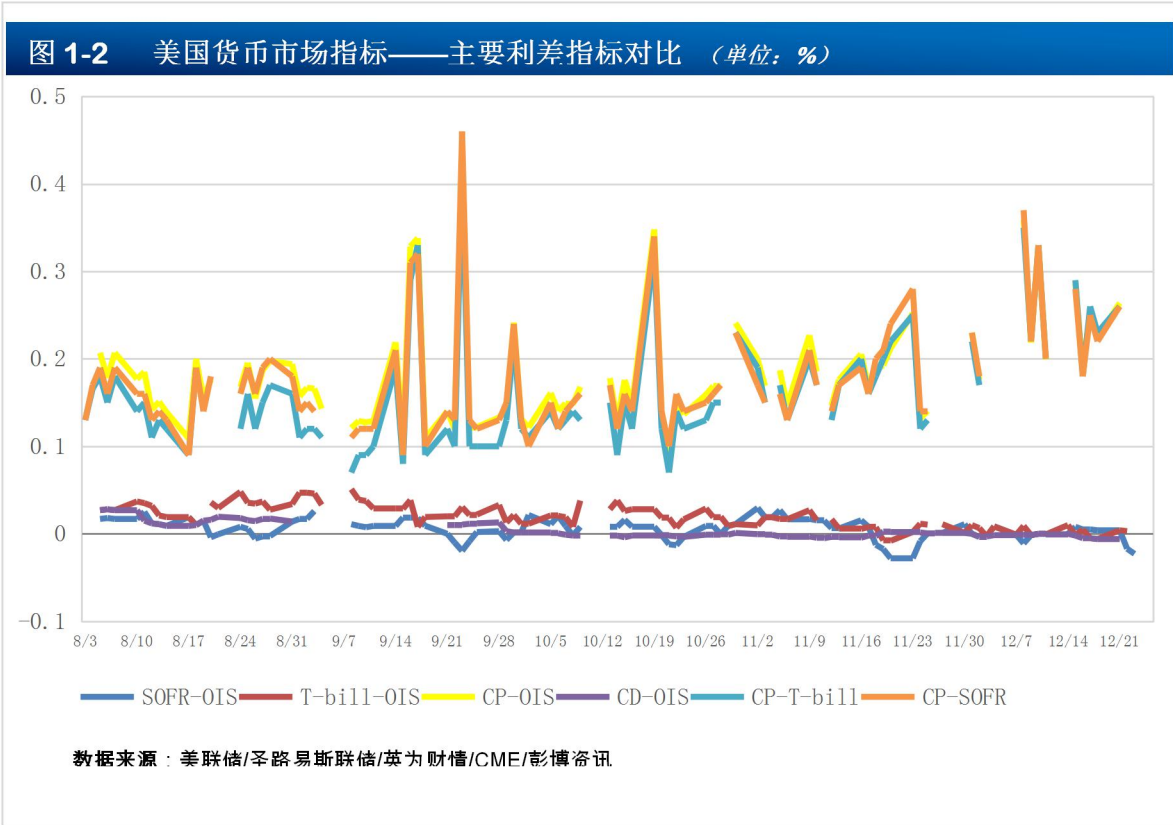
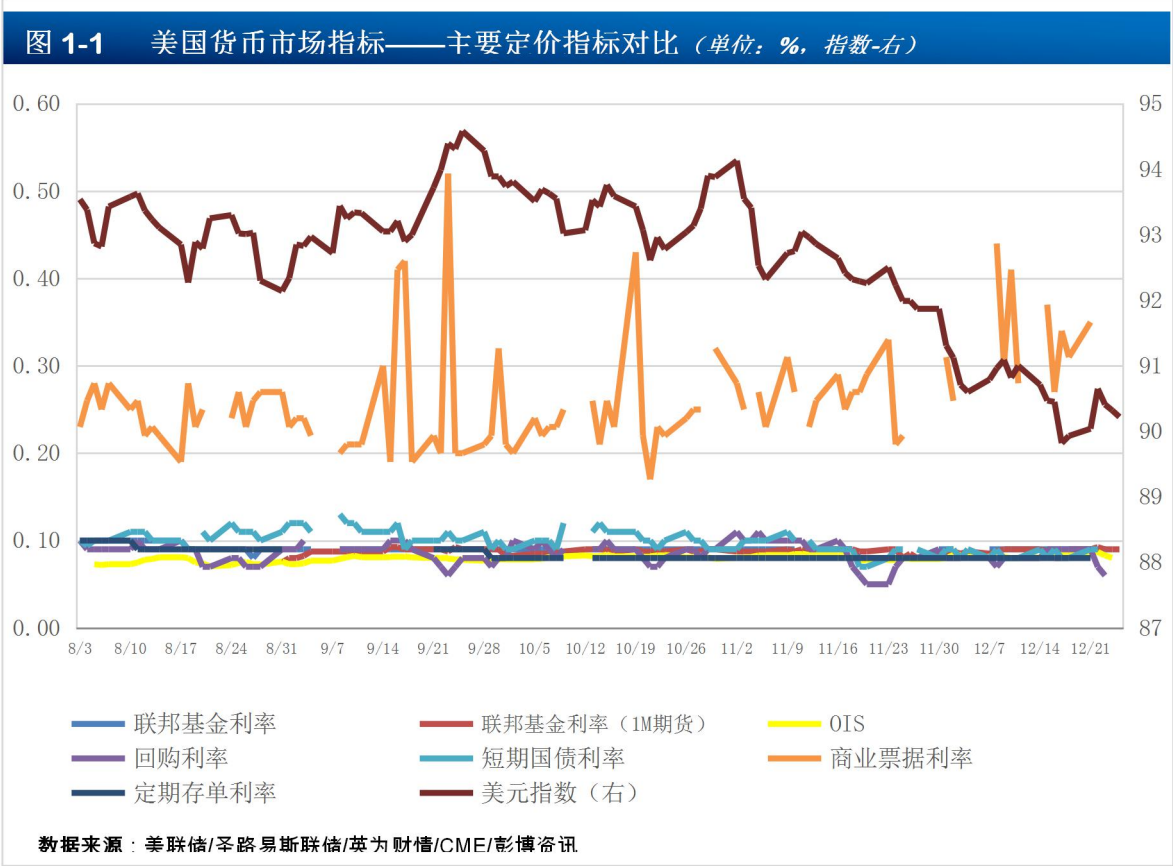
【专 项 组】

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



【本周异常指标解读】

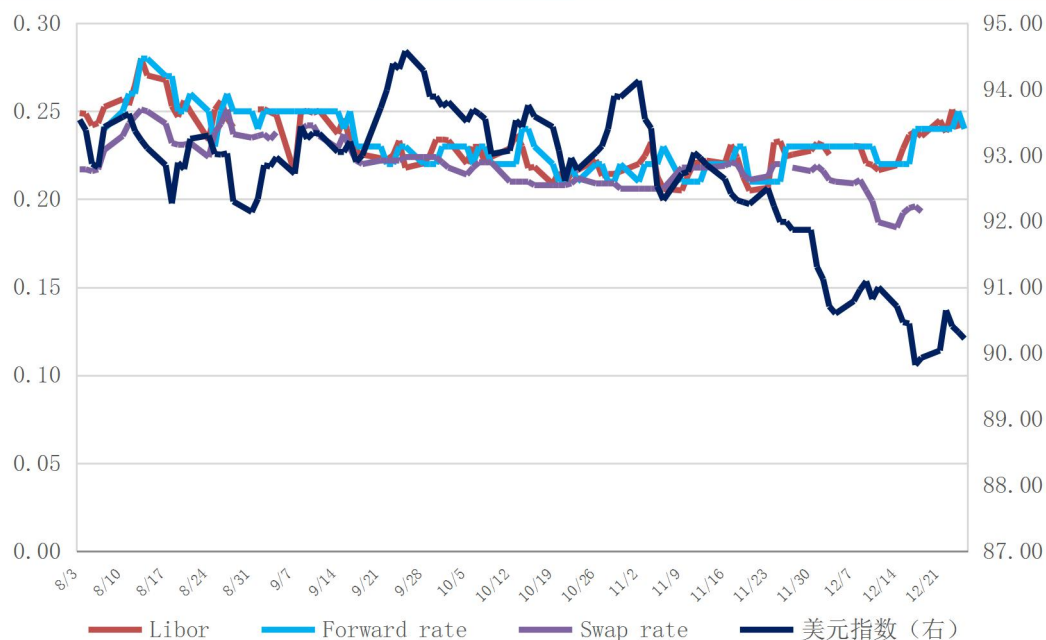
- ① 本周美元指数维持小幅震荡，本周均值 90.3 与上周均值保持一致。上周日晚至本周一，英国变异疫情冲击市场情绪，引发对美元的避险需求（联动影响商业票据市场和海外美元市场），同期美元指数升高，黄金、有色金属等资产有资金流出的现象。越来越多对冲基金在买涨大宗商品方面做了双面押注，若经济保持当前复苏态势且欧美央行按原定节奏加码 QE 力度，他们将继续重仓持有原油、铜铝、农产品等大宗商品期货待涨而沽；反之若经济再度疲软导致欧美央行不得不扩大 QE 力度，他们则转而将更多资金押注到农产品身上。
- ② 刺激法案方面，周初，国会通过了一项为期 7 天的临时开支法案，美国联邦政府得以运作至 12 月 28 日。21 日，美国两党就一揽子综合法案达成一致，包括约 9000 亿美元的纾困计划和 1.4 万亿美元政府拨款，新刺激与避免周一政府关门的全年政府支出议案捆绑，如美国两党未就刺激法案达成一致，下周一美国政府将有关门的危险，当日美元指数走强。22 日：特朗普暗示不会签署这一计划。24 日，美国众议院议长佩洛西表示：特朗普将在 28 日前签署法案避免政府关门。25 日，美国圣诞节，债市股市休市一天。
- ③ 需注意的是，国际货币基金组织(IMF)周四公布数据显示，第三季度美元在向其报告的外汇储备中，所占比重从第二季度的 61.2% 降至 60.4%。
- ④ 本周大部分商业票据利率尚未公布，从近 2 周数据来看，A2/P2 商业票据利率处于较高水平的概率越来越大，17 日-21 日与美元指数同向震荡现象明显。商业票据利率波动可能与季节性、节日、本周变异病毒影响相关，从历史数据看圣诞节前夕商业票据利率都会逐步升高。
- ⑤ 美联储资产负债表数据本周尚未公布，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。

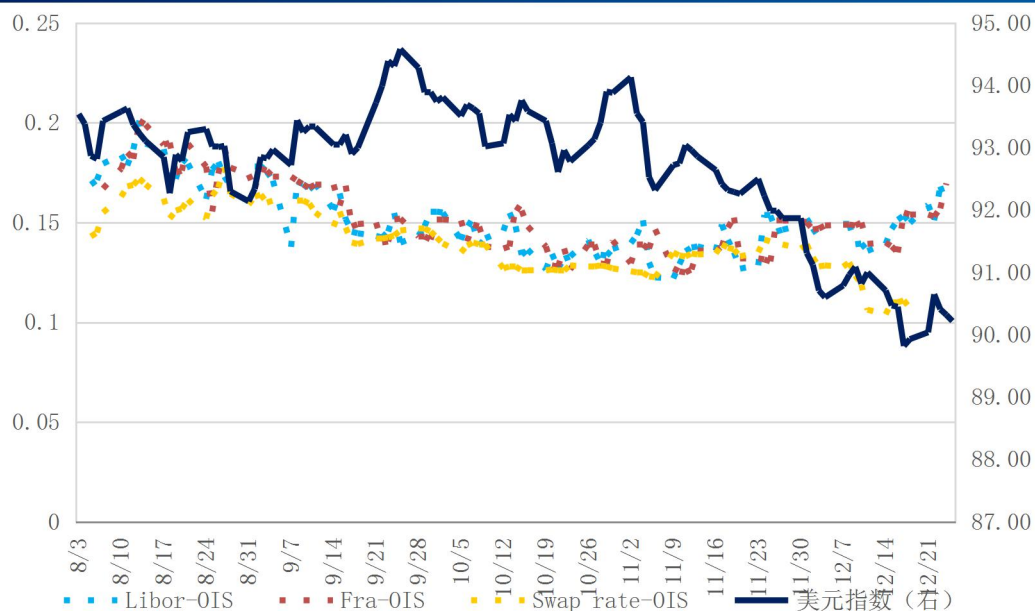
第二部分：海外美元市场指标

图 2-1 海外美元市场指标——主要定价指标对比（单位：%、指数-右）



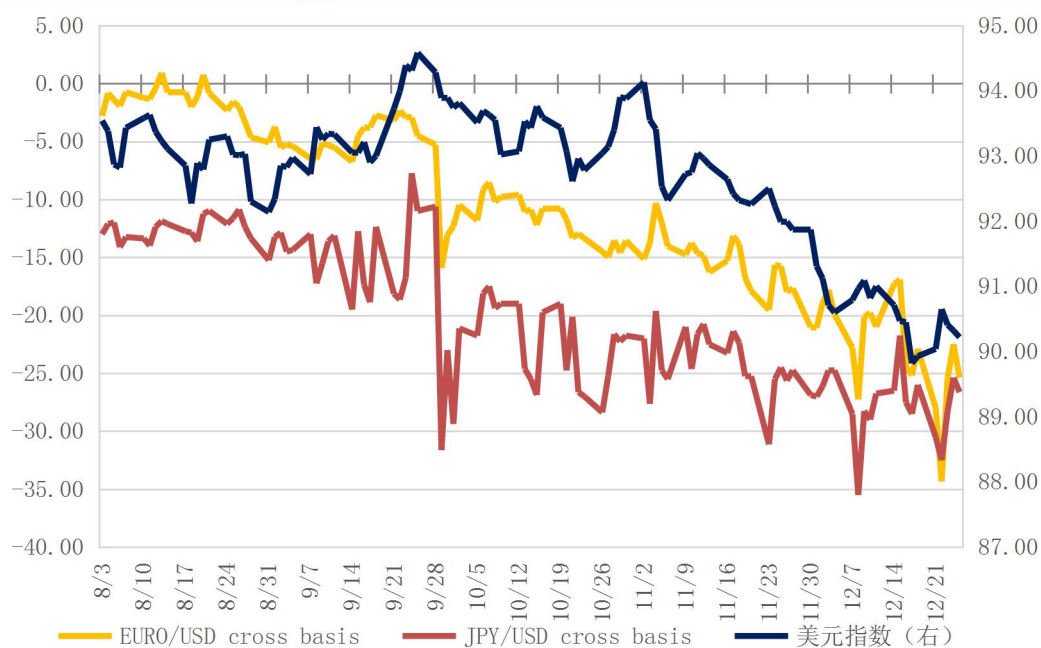
数据来源：东方财富/圣路易斯联储/Chathamfinancial

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/CMF//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】

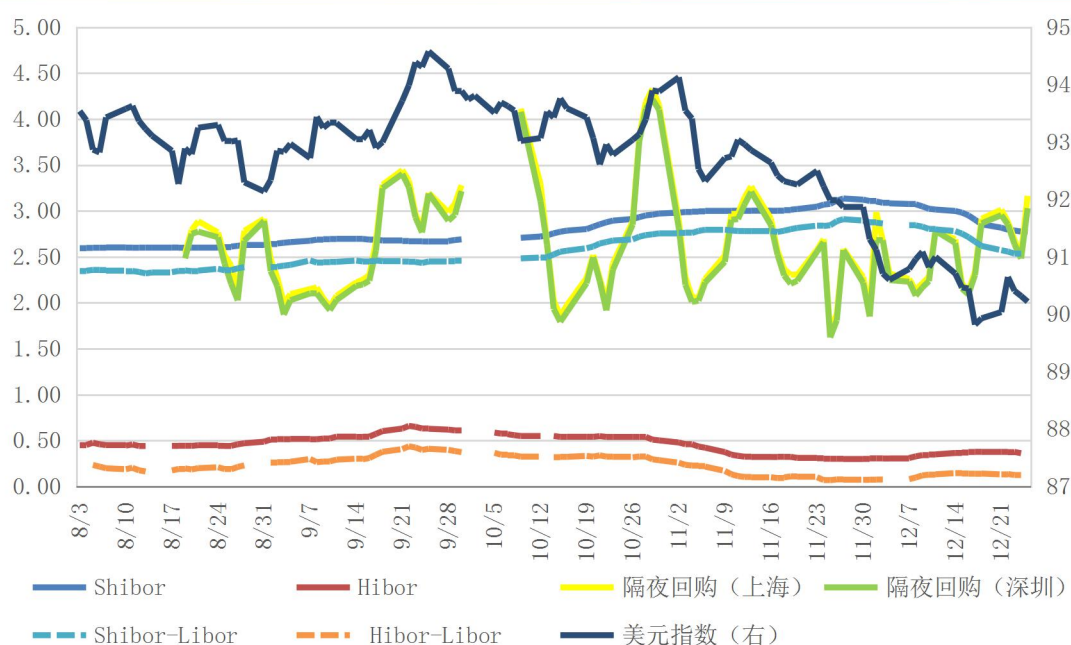
- ① Libor 与 Fra 自上周 17、18 日同步走高后向上抬升的趋势一直持续至本周末，推断可能由于新冠病毒变异、脱欧谈判前资金避险所致。
- ② 前半周，英国变异病毒造成的恐慌，导致欧洲大陆诸国均中断与英国的航班，美元避险需求加大，欧元兑美元货币互换基差负值最低值达到-34。英国政府和欧盟 24 日宣布，双方已经就“脱欧”后的自由贸易协议达成共识，确定了英国将退出欧盟，英镑上涨，推动美元普跌。在英国和欧盟经过数年的谈判终于达成贸易协议之后，欧元兑美元货币基差互换利率开始收窄，英镑周四表现优于他国货币，风险偏好的改善打压了美元和避险货币。
- ③ 海外美元市场其他指标处于正常范围。

【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）



数据来源：东方财富/汇通财经

【本周异常指标解读】

- ① 在中国 10 年期国债收益率整体下降，而美国 10 年期国债收益率整体上升的情况下，中美利差呈现持续下降的趋势。由上周均值 2.39% 下降至本周均值 2.33%。推测美国 10 年期国债收益率上升原因是：1. 美国国债在市场上已经越来越不受投资者的青睐。近期有三次总额达 800 亿的 10 年期和 5 年期国债拍卖已经出现了滞销趋势，因此滞销对美国国债价格下降起到了一定的作用，从而对抬高收益率起到一定的作用。2. 全球主要的美债持有国都在抛售美债。在过去的 12 个月中全球主要央行净购入美国国债的数量为 -1741 亿美元，预计未来全球国债净负购买量仍会持续。
- ② 23 日，国债市场出现了短暂的流动性“缺血”，30 年/10 年国债收益率都达到高峰，30 年买卖价差一度达到 0.69%。推测是与圣诞节假期和特朗普拒签刺激所导致。
- ③ 前期提及 11 月存量社融同比增长 13.6%，前一个月是 13.7%，社融增速在今年出现了首次下降，市场一直关注的社融拐点出现。法国兴业银行在近期报告中称，从市场高度关注的所谓的“信贷

脉冲”来看，中国的这一指标也将见顶，这会对与通胀相关的资产带来重要影响。法兴认为首先受到影响的是与中国经济密切相关的资产，包括中国债券收益率以及工业金属；其次是西方国家的盈亏平衡通胀率以及国债收益率；最后是欧洲银行业以及澳元/日元等对经济增长敏感的资产。

- ④ 23 日，央行在香港成功发行了 100 亿元 6 个月期人民币央行票据，中标利率为 2.70%。美、欧、亚洲等多个国家和地区的银行、央行、基金等机构投资者参与认购，此次发行投标总量达到发行量的 3 倍。中国人民银行常态化在中国香港发行人民币央行票据，丰富了中国香港市场人民币投资产品系列和流动性管理工具，带动了境内金融机构、企业等其他主体在离岸市场发行人民币债券。
- ⑤ 中共中央政治局会议首次明确提出要“强化反垄断和防止资本无序扩张。”中国市场监管机构 24 日称，已经开始对阿里巴巴涉嫌垄断行为进行调查。
- ⑥ 中央结算公司副总经理、上海总部总经理徐良堆近日表示，将逐步向境外机构开放回购、国债期货等交易工具，进一步丰富其境内流动性管理和风险对冲手段。同时，鼓励设立以境内债券为标的的 ETF 产品，推动境外投资者投资。
- ⑦ 中美利差板块其他指标处于正常范围。

【长期趋势预判】

- ① 国内方面，中央经济工作会议指出：**积极的财政政策**要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。**稳健的货币政策**要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
- 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

英国宣布完成脱欧，将于 2021 年 1 月 1 日起实现全面的政治和经济独立，英国与欧盟一波三折的脱欧后贸易谈判终于结束，脱欧贸易协议将在欧洲议会投票之前先生效；纾困刺激法案再度陷入僵局，但是市场对特朗普的阻挠行为没有明显反应，拜登上台之后更大规模的刺激是市场的定心丸。从美元指数上看，在触及新低 89.73 之后，围绕 90 整数关口进行了反弹，从当前数据的观测上来看，从美国国内的货币市场到欧元区美元货币互换市场以及亚元区美元货币互换市场，再到外汇市场大宗商品市场的数据传导是十分迅速的，联动性很强，有较强的相关性。就本轮周期性大宗商品的普涨来看，市场对流动性过剩的观点支撑了大宗商品的大幅上扬，但是在全球经济无实质性扭转的前提下，如此迅猛的涨幅值得警惕。

重要风险提示：①疫情二次爆发的不可控性；②纾困法案难产可能导致市场情绪转变；③市场过热的投机情绪导致市场波动性加大。

美元环流监测小组当前时点环流结论：本周美元由于英国脱欧及美国刺激法案出现短暂性趋紧的现象，流动性局部偏紧的局面仍需要关注，不改变截止 12 月 25 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	18 期	19 期
美国	政府陷入停摆进展	★	目前支撑着美国政府继续运转的临时支出方案将于本周五午夜到期，国会很可能需要在周末加班并延长短期支出法案的有效期，以避免政府停摆	1.国会通过了一项为期 7 天的临时开支法案，美国联邦政府得以运作至 12 月 28 日 2.新刺激与避免周一政府关门的全年政府支出议案捆绑，美国众议院议长佩洛西：特朗普将在 28 日前签署法案避免政府关门。 3.如美国两党未就刺激法案达成一致，下周一美国政府将有关门的危险
	刺激法案	★	国会领导人连日来表示，他们已接近就 9000 亿美元的救援方案达成协议，该法案将成为 1.4 万亿美元支出法案的一部分	21 日：美国两党就一揽子综合法案达成一致，包括约 9000 亿美元的纾困计划和 1.4 万亿美元政府拨款 22 日：特朗普暗示不会签署这一计划，原因：疫情纾困-拨款一揽子计划包括不必要的组成部分，要求进行修改，并将“发放给个人的现金”金额从 600 美元提升至 2000 美元。
	美国大选		拜登赢得 306 张选举人票，寻求连任的现任总统特朗普获得其余 232 张，特朗普宣称此次选举存在大规模舞弊行为，迄今未承认自己败选	特朗普仍不承认自己在 11 月 3 日大选中败给了拜登。他继续在推特上转发有关大选舞弊的报道和证据
	商业票据		无政策进展，本周均值 0.33%	刺激法案尚未通过，本周均值 0.35%
	对冲基金套利空间		上上周均值：0.14%	上周均值：0.15%
	10 年期国债收益率		上周末：0.94%	本周末：0.93%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差		上周末：6.64%	本周末：6.69%
	杠杆贷款违约率		11 月：3.89%	12 月：3.83%
	经济复苏情况		前值当周救济金人数：88.5 万人 上周末通胀平衡债券利率：1.95%	19 日当周救济金人数：80.3 万人(12 月 23 日) 本周末通胀平衡债券利率：1.97%
	资产负债表情况		上周：7362592 百万美元，增速 1.7%	本周数据未更新
	疫情进展-周增确诊		上周周增速：9.6%	本周周增速：7.6%
欧元区	英国脱欧进展	★	欧洲议会将本周日定为脱欧贸易谈判的最后期限，各方目前正在讨论捕鱼权问题，这也是最后一个阻碍协议达成的因素	英国政府和欧盟 24 日宣布，双方已经就“脱欧”后的自由贸易协议达成共识，确定了英国将退出欧盟
	新冠疫情周增速上升国家		英国、法国、德国	英国、法国
中国	中国加入 CPTPP		韩国正考虑加入； 英国有意向加入 CPTPP	18 日)闭幕的中央经济工作会议提出，积极考虑加入 CPTPP
	货币政策/流动性		本周净投放量：5400 亿元	本周净投放量：3900 亿元
	信用债违约		11 月全月违约债券余额：227.92	12 月至今违约债券余额：80.8
综合	常规交易日	★	美国：25 日圣诞节	中国：12 月末季末财政结算、银行季末考核
	新冠疫情	★	—	英国又检测到了另一种新冠病毒变异毒株，传播能力较此前提升了 40-70%，除英国外，澳大利亚、丹麦、意大利、冰岛与荷兰等国也已发现了这种变异病毒；新冠病毒的又一个新变种似乎已在尼日利亚出现

【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2020 年									
	中文	期限	英文简称	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25
★ALL★	美元指数	实时	USDX	90.7	90.5	90.5	89.8	89.9	90.0	90.7	90.4	90.3	90.2
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	NA	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.090	0.088	0.080	0.080	0.090	0.090	0.093	0.090	0.090	0.090
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.080	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090	0.070	0.060	NA	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.080	0.082	0.085	0.085	0.086	0.086	0.087	0.083	0.080	NA
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.12	0.12	0.12	0.11	0.12	0.13	0.13	NA	NA	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	NA	0.37	0.27	0.34	0.31	0.35	NA	NA	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	0.08	0.09	0.08	0.08	0.09	0.09	NA	NA	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02	-0.02	NA	NA
	T-Bill — OIS			0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — OIS			NA	0.29	0.19	0.26	0.22	0.26	NA	NA	NA	NA
	CD — OIS			0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			NA	0.29	0.18	0.26	0.23	0.26	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			NA	0.28	0.18	0.25	0.22	0.26	NA	NA	NA	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.219	0.229	0.236	0.239	0.236	0.245	0.238	0.251	0.240	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.220	0.220	0.220	0.240	0.240	0.240	0.240	0.240	0.250	0.240
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.184	0.192	0.195	0.196	0.193	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-17.32	-16.91	-24.42	-25.18	-22.90	-28.01	-34.32	-25.42	-22.49	-25.38
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-26.50	-21.75	-27.50	-28.50	-26.00	-30.50	-32.50	-28.25	-25.38	-26.63
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16	0.15	0.17	0.16	NA
	Fra — OIS			0.14	0.14	0.14	0.16	0.15	0.15	0.15	0.16	0.17	NA
	ICE Swap Rate — OIS			0.10	0.11	0.11	0.11	0.11	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	3.00	2.98	2.95	2.91	2.86	2.82	2.80	2.79	2.78	2.77
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.37	0.37	0.38	0.38	0.38	0.38	0.37	0.38	0.36	NA
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.69	2.21	2.13	2.34	2.92	3.01	2.88	2.68	2.53	3.17
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.65	2.16	2.09	2.30	2.87	2.96	2.85	2.64	2.48	3.03
中美利差	Shibor — Libor			2.781	2.754	2.716	2.666	2.619	2.573	2.558	2.536	2.536	NA
	Hibor — Libor			0.146	0.142	0.140	0.139	0.141	0.132	0.136	0.125	0.123	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。