



HONG ACADEMY

追 寻 自 我    发 现 世 界



# 美元环流监测报告

2020 年 10 月 20 日—10 月 24 日

第 10 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、文轩、Forever、仁道兼非、Daiye、Helena、长颈鹿、小明基德、不能吃冷、徐華君

### 【数据/复核组】

徐 湘、张 萌、田 野、Daiye

### 【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[黄金数字货币石油]、左一/SS[商业体]  
炎 海[基 本 面]、王 元[追逐真理]

### 【IT /美工组】

[美工]双鱼子  
[线上数据平台]Alex、Geory、炎海、左一

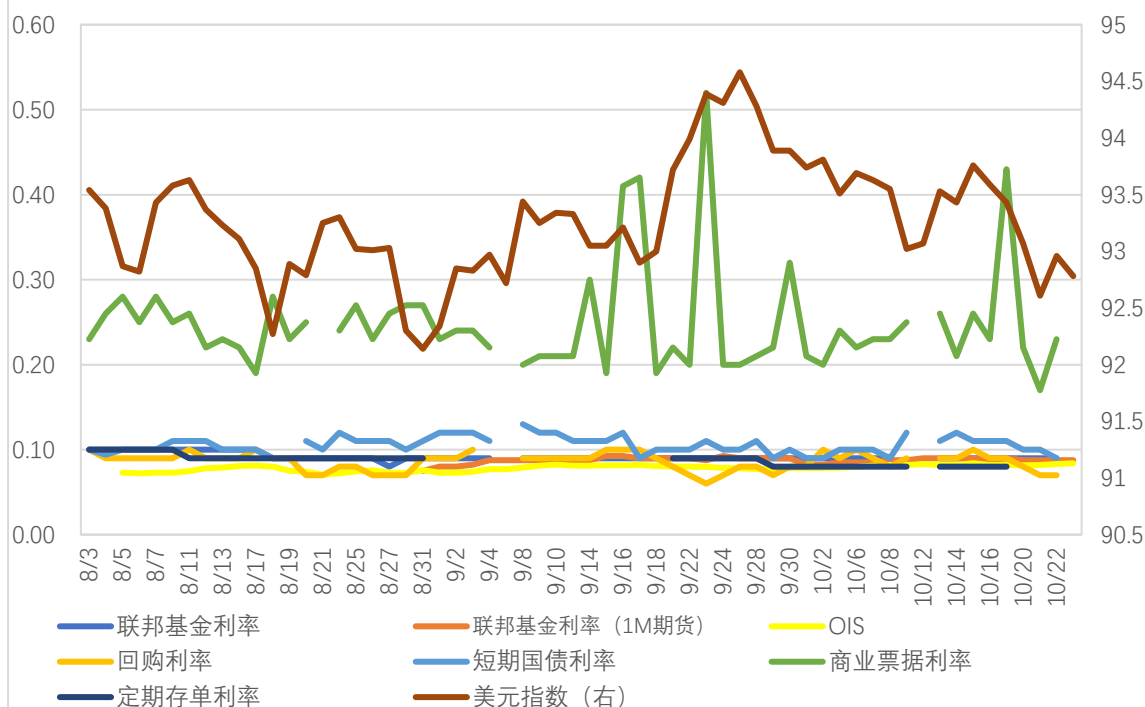
### 【其 他 组】

Geory[指标预警]、Daisy[数值区间统计]、昭昭之明[指标完善]、  
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。

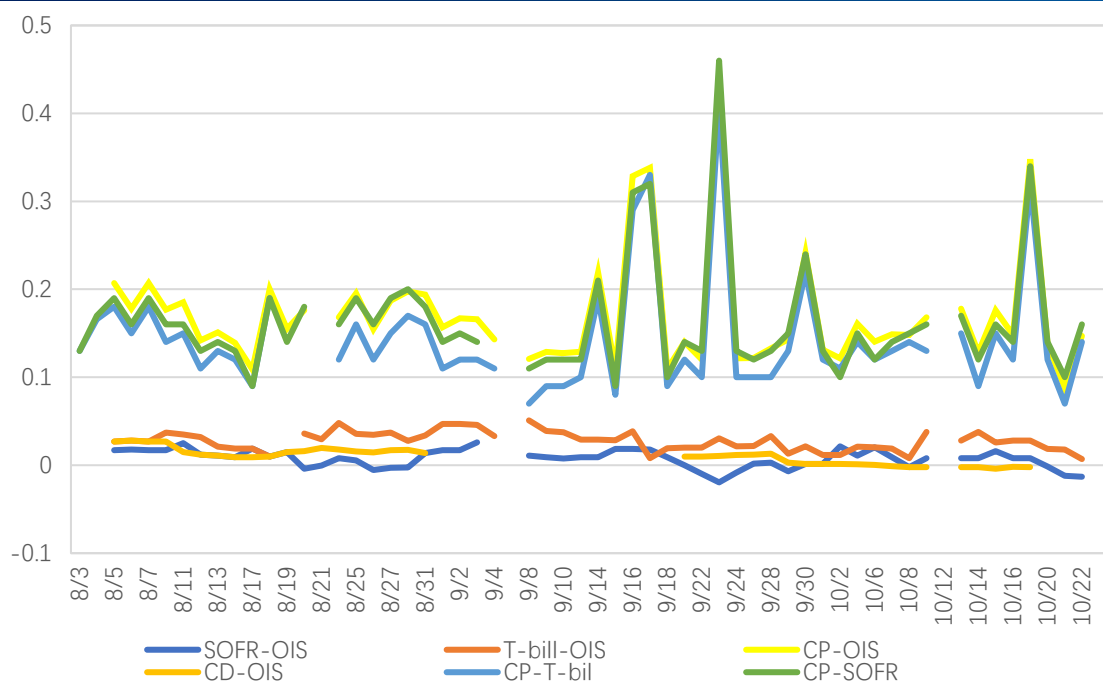
# 第一部分：美国货币市场指标

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/Swapsandbonds/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/Swapsandbonds/CME

## 【本周异常指标解读】

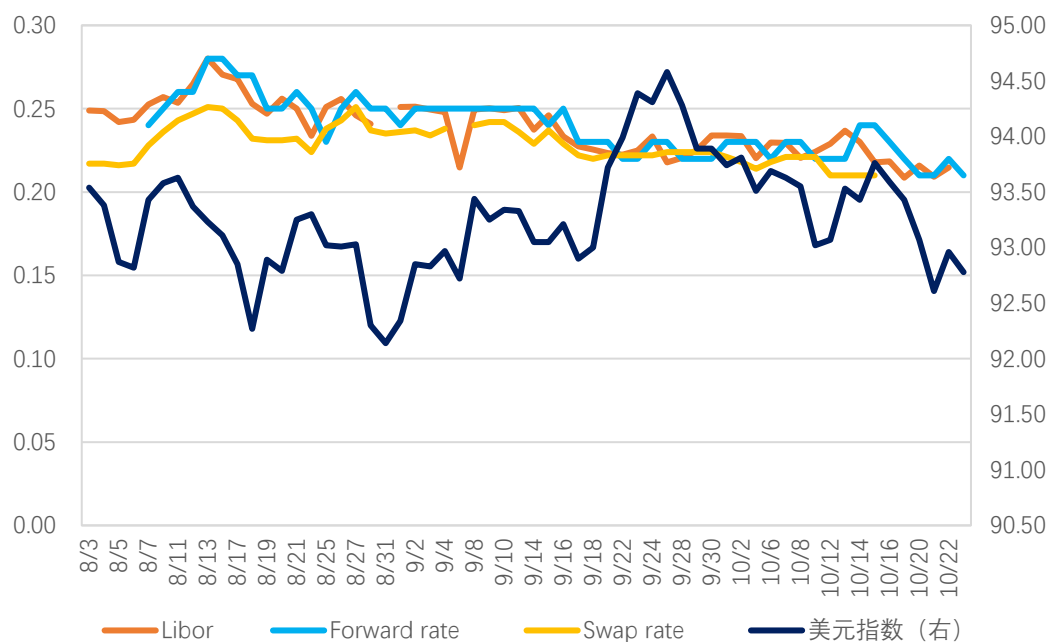
- ① SOFR 自 9 月 18 日以来，第二次降低至 0.07% 低位水平，表明回购市场流动性短期内较充裕，或更多对手方实施回购。
- ② OIS 本周末上升至 0.084%，缓慢爬升到自今年 3 月金融风暴以来最高水平，表明市场对于中央银行利率预期升高。
- ③ 非金融 AA 级商业票据呈现短暂上升趋势，A2/P2 级商业票据利率 10 月 19 日又出现 0.43% 较高水平异常值，当日，中日英最大美债持有国领衔各国抛售美债，恐慌指数较上周五收盘上涨 6.5%，标普下跌 1.6%，纳斯达克现货下跌 1.4%，根据小组对该指标的统计数据（见附表），10 月 19 日该指标单日波动率达到 87%，超过正常单日波动区间 -24.22%—25.4% 区间范围，据查询基金研究机构 Investment Company Institute 的数据（见附件），推断导致异常原因基本面是商业票据主要购买者三类基金近 2 月逐渐减少非金融类商业票据投资转而投向回购市场强相关（即美联储表态商业票据之前缺乏充分的对手方），但短期内造成 A2/P2 商业票据单日波动率异常的原因推断是美债供应量增加的预期、刺激法案尚未出台而导致商业票据缺乏对手方所致。本周后期，纽约联储选择了更多的对手方来支持商业票据融资工具（CPFF）和二级市场公司信贷工具后，该指标恢复正常区间。
- 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，可能随着加息预期不断升高，将突破 0.09% 区间上限。

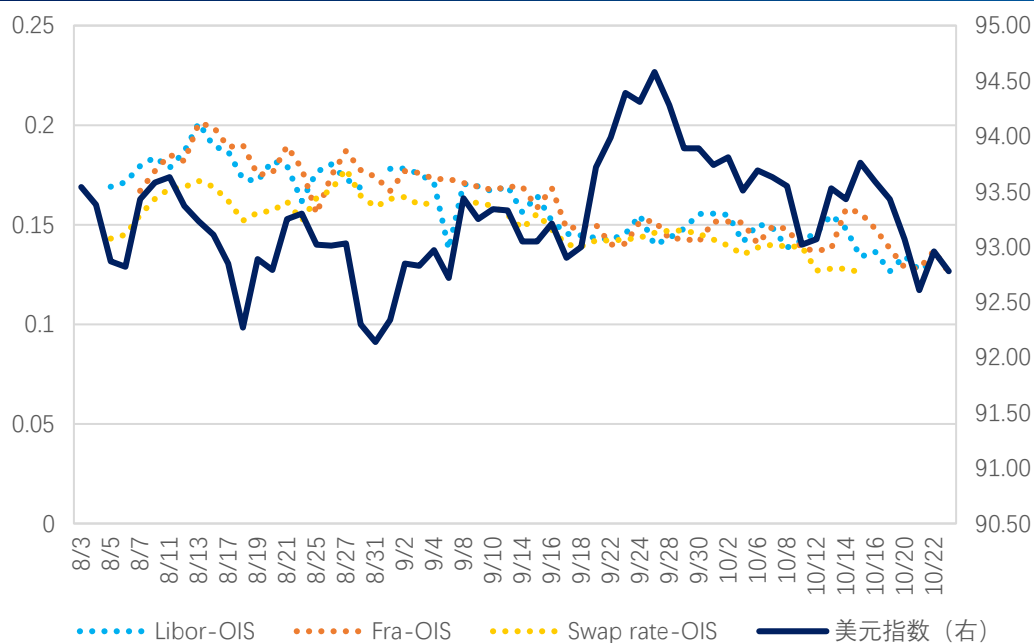
## 第二部分：海外美元市场指标

图 2-1 海外美元市场指标——主要定价指标对比（单位：%，指数-右）



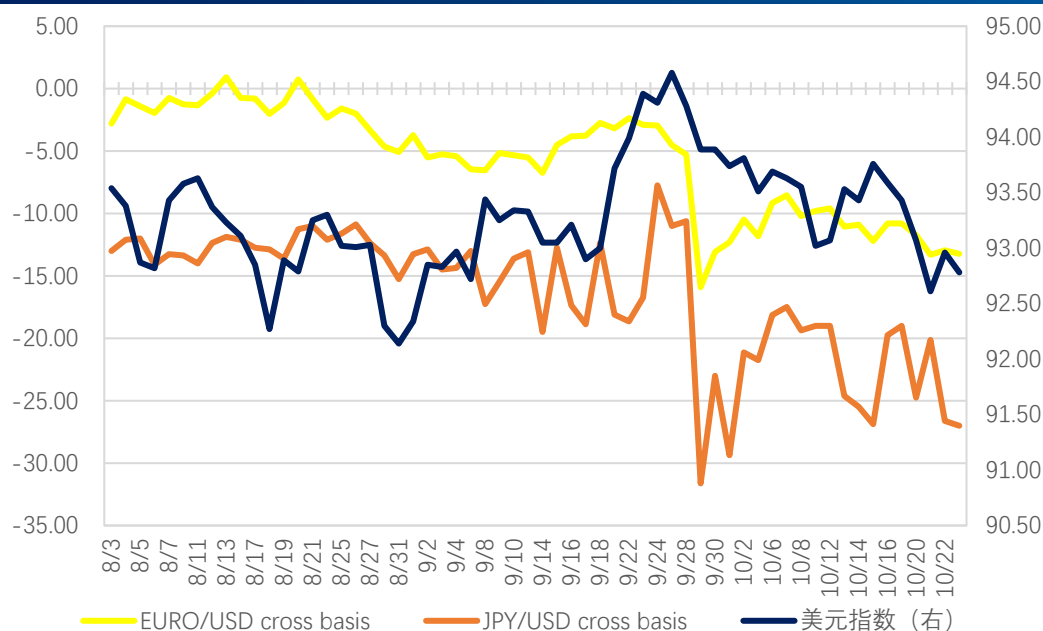
数据来源：东方财富/圣路易斯联储/Chathamfinancial

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/Swapsandbonds/CME

图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：%、指数-右）



数据来源：英为财经/彭博资讯

### 【本周异常指标解读】

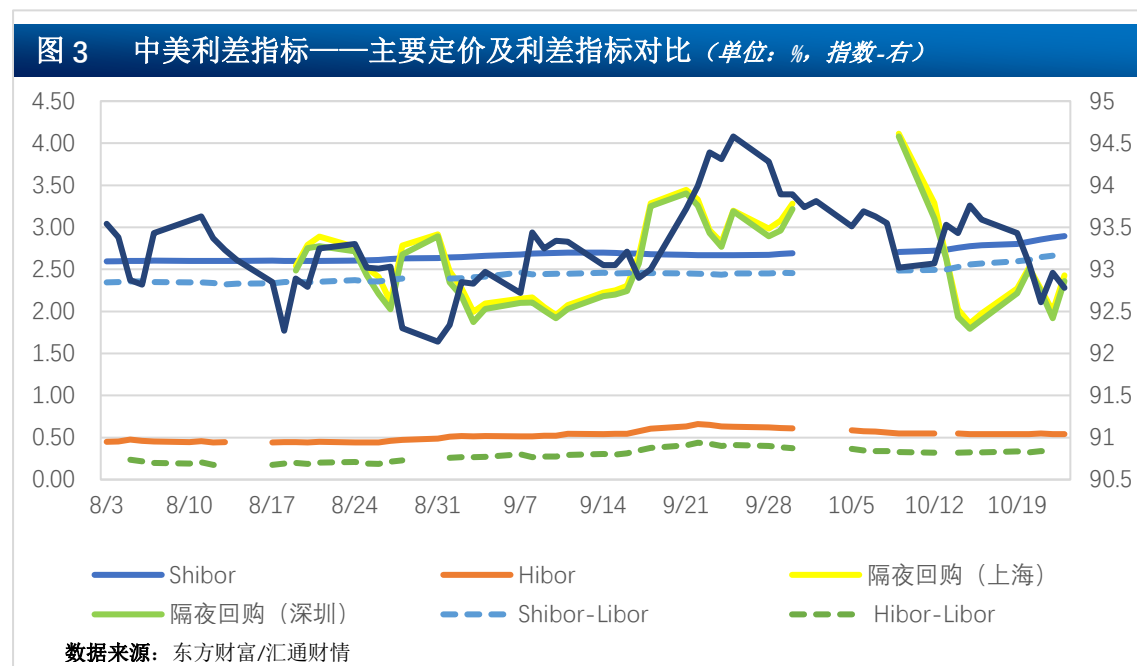
- ① 伦敦美元利率、远期利率协议和洲际交易所掉期三个利率指标波动中枢本周持续缓慢下降，表明海外美元市场流动性充裕。
- ② 本周，欧元兑美元、日元兑美元货币互换基差扩大。本周早些时候，因为市场预期美国共和党 and 民主党将就新的救助方案的条款达成一致，尤其是在美国财政部长姆钦和众议院议长佩洛西说会谈可能在周二早些时候恢复之后，市场有关一揽子财政刺激计划的传言令投资者情绪持续升温，并引发欧元、日元进一步的卖压。本周晚些时候，受 10 月 23 日大选辩论资金避险需求影响，基差进一步扩大。
- ③ 海外美元市场其他指标处于正常范围。

### 【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，明显与美元指数呈负相关关系，后期将紧密跟踪美国政坛选举、刺激法案等相关重大事件。
- 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 自 11 日央行公告称自 10 月 12 日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0 之后，本周美元兑人民币汇率改变升值趋势，中美 10 年期国债收益率利差开始收窄，随着央行对流动性的收紧，Shibor 利率进一步抬升，说明期间市场上的人民币比较紧缺。人民币十年期国债收益率与 PPI 的同趋势性也产生一定影响，9 月份 PPI 结束了此前 3 个月的上升趋势开始下降，10 月份以来 PPI 同比继 9 月份继续小幅回落。
- ② Hibor 自 9 月 21 日以来止升转跌至本周末，仍处于下降趋势，Hibor 利率跟 Shibor 利差决定两地套利资金的流向，后期将完善国内资金流向配套监测指标观测现金流出入中国情况。
- ③ 美国 10 年、30 年期国债收益率本周上涨明显，10 年期与 2 年期/3 个月利差均有所扩大，主要由于：中日英三个美债持有国及各国持续抛售美债；新的财政刺激始终难产的前提下美联储只能将重点用在短期利率上而无法顾及长期利率；美元从抗风险资产



流向周期性资产（金属、能源、粮食）；TIPS 隐含通胀预期指标从 4 月至今持续上行。

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，央行下半年仍将释放继续保持流动性合理充裕的信号，仍会持续开展公开市场操作，但净投放规模不会明显扩大，资金面紧平衡状况将会延续。
- 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，与美元指数呈现负相关关系。
- 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本月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

### 【环流结论】

本周，美国大选二次辩论结束，美国财政刺激法案尚未出台，中日英三个美债持有国及各国持续抛售美债，市场上周期性资产上涨的同时长期美债收益率走高，美元环流监控小组不改变截止 10 月 23 日美元环流暂未出现重大转向的基本判断。但需注意局部市场出现流动性紧张将导致市场动荡加剧，市场情绪波动感较大，需提高警惕。

### 【建议关注】

- ① 紧密关注美国 11 月 3 日选举辩论前资金再次避险导致美元指数升高的动态。
- ② 紧密关注美国通胀进展、美联储加息预期及相关言论。
- ③ 紧密关注美国债券收益率变化情况及中美利差变化情况。
- ④ 紧密关注美国商业票据市场及垃圾债市场美元流动性变化情况。
- ⑤ 因利率政策操作空间有限，紧密关注欧洲刺激法案以及美国刺激法案进展。
- ⑥ 关注各主要经济体疫情进展以及因此影响美国经济基本面变化情况。
- ⑦ 关注中国、欧元区（德国、法国、意大利）、英国、日本各国央行货币政策。

## 附件：部分研报及数据摘录

Investment Company Institute													
Monthly Government Money Market Funds													
Value of Portfolio by Security Type and WAM / WAL													
(millions of dollars)													
月份	基金	US Treasury debt	US Government agency debt	Repurchase agreement			Certificate of deposit	Commercial paper				Others	Total portfolio securities
				Total	US Government agency	US Treasury		Total	Asset backed	Financial company	Non-Financial company		
7月	Government Funds	2120476	750334	830645	302624	528021	0	0	0	0	0	17398	3718853
	Prime Funds	158217	35770	118068	44696	27084	170108	199182	57694	112378	29110	79266	760611
	Tax Exempt Funds	0	0	0	0	0	0	5844	0	0	5844	115432	121276
	合计	2278693	786104	948713	347320	555105	170108	205026	57694	112378	34954	212096	4600740
8月	Government Funds	2120496	703732	862711	329410	533301	0	0	0	0	0	16343	3703282
	Prime Funds	160782	41879	124107	42784	35041	157223	187605	54527	111032	22046	86169	757765
	Tax Exempt Funds	0	0	366	0	366	0	5844	0	0	5844	113982	120192
	合计	2281278	745611	987184	372194	568708	157223	193449	54527	111032	27890	216494	4581239
	较上月	2585	-40493	38471	24874	13603	-12885	-11577	-3167	-1346	-7064	4398	-19501
9月	Government Funds	2182218	697851	869658	318826	550832	59	0	0	0	0	11131	3760917
	Prime Funds	92942	1992	127566	47485	33896	138117	172396	51802	104234	16360	76684	609697
	Tax Exempt Funds	0	0	0	0	0	0	5507	0	0	5507	108022	113529
	合计	2275160	699843	997224	366311	584728	138176	177903	51802	104234	21867	195837	4484143
	较上月	-6118	-45768	10040	-5883	16020	-19047	-15546	-2725	-6798	-6023	-20657	-97096
—	近2月累计	-3533	-86261	48511	18991	29623	-31932	-27123	-5892	-8144	-13087	-16259	-116597

## 【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2020 年									
	中文	期限	英文简称	10/12	10/13	10/14	10/15	10/16	10/19	10/20	10/21	10/22	10/23
★ALL★	美元指数	实时	USDX	93.1	93.5	93.4	93.8	93.6	93.4	93.1	92.6	93.0	92.8
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	NA	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	0.090	0.090	0.090	0.088	0.090	0.088	0.088	0.088	0.088
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	NA	0.090	0.090	0.100	0.090	0.090	0.080	0.070	0.070	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.083	0.082	0.082	0.084	0.082	0.082	0.082	0.082	0.083	0.084
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	NA	0.10	0.11	0.12	0.10	0.12	0.13	0.13	0.13	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	NA	0.26	0.21	0.26	0.23	0.43	0.22	0.17	0.23	NA
定期存单市场	定期存单利率	3M	CD	NA	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	NA	0.11	0.12	0.11	0.11	0.11	0.10	0.10	0.09	NA
美国货币市场 利差	SOFR — OIS			NA	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.01	NA
	T-Bill — OIS			NA	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.01	NA
	CP (A2/P2) — OIS			NA	0.18	0.13	0.18	0.15	0.35	0.14	0.09	0.15	NA
	CD — OIS			NA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			NA	0.15	0.09	0.15	0.12	0.32	0.12	0.07	0.14	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			NA	0.17	0.12	0.16	0.14	0.34	0.14	0.10	0.16	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.23	0.24	0.23	0.22	0.22	0.21	0.22	0.21	0.21	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.22	0.22	0.24	0.24	0.23	0.22	0.21	0.21	0.22	0.21
	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	-9.60	-11.05	-10.89	-12.21	-10.80	-10.80	-11.73	-13.31	-12.96	-13.24
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-19.00	-24.63	-25.50	-26.88	-19.75	-19.00	-24.75	-20.13	-26.63	-27.00
海外美元市场 利差	Libor — OIS			0.15	0.15	0.15	0.13	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	NA
	Fra — OIS			0.14	0.14	0.16	0.16	0.15	0.14	0.13	0.13	0.14	0.13
	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	2.72	2.73	2.76	2.77	2.79	2.80	2.83	2.86	2.88	2.90
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.55	NA	0.55	0.54	0.54	0.54	0.54	0.55	0.54	0.54
	上交所加权平均回购利率	O/N	上海回购	3.29	2.64	2.03	1.86	1.97	2.27	2.52	2.27	2.00	2.43
	深交所加权平均回购利率	O/N	深圳回购	3.11	2.63	1.93	1.79	1.90	2.21	2.50	2.24	1.92	2.36
中美利差	Shibor — Libor			2.493	2.497	2.527	2.556	2.568	2.594	2.613	2.646	2.662	NA
	Hibor — Libor			0.320	NA	0.320	0.323	0.324	0.333	0.325	0.339	0.326	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	1.12%	2.39%	5.08%	—
	下限	-1.11%	-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。