



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界



美元环流监测报告

2021 年 2 月 15 日—2021 年 2 月 19 日

第 27 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]、Phoenix[石油牵头]、顽 石[商业体]、文 轩[黄金]、王 元[追逐真理]、炎 海[基 本 面]、依山观水[国际贸易]、张言卿[数字货币]、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】

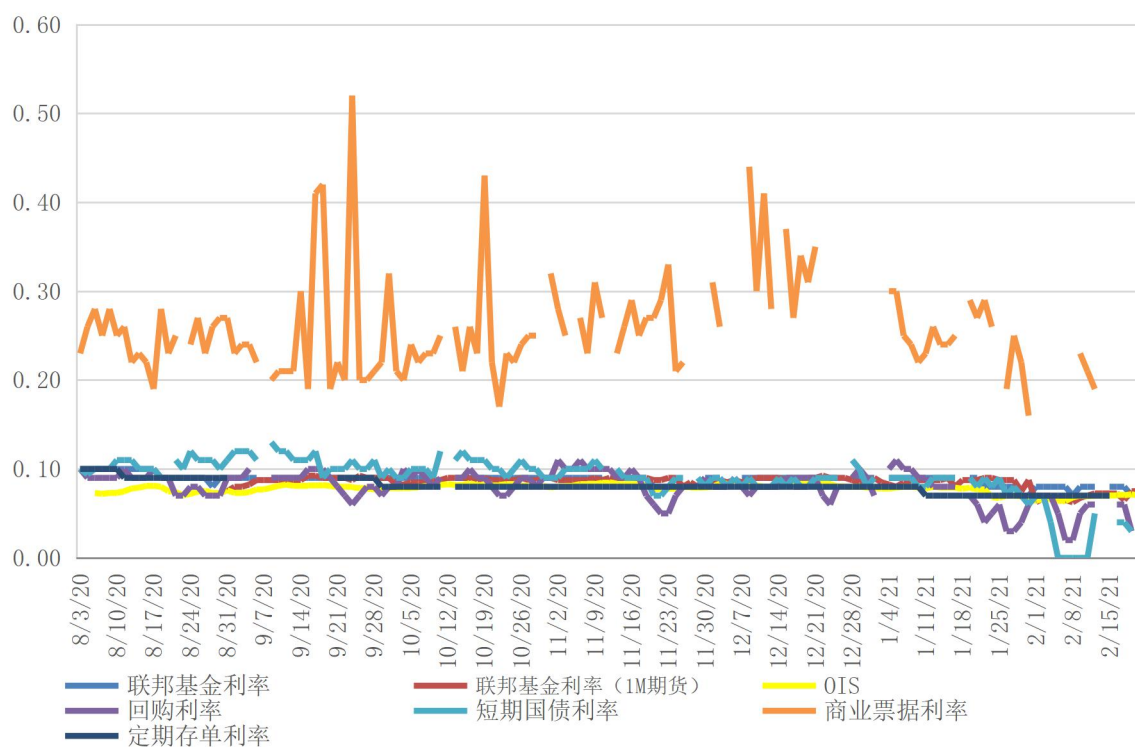
Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、Josh[数据分析]、Irac Wang[数据溯源与增补]、沉 镜[综合统筹]

【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。

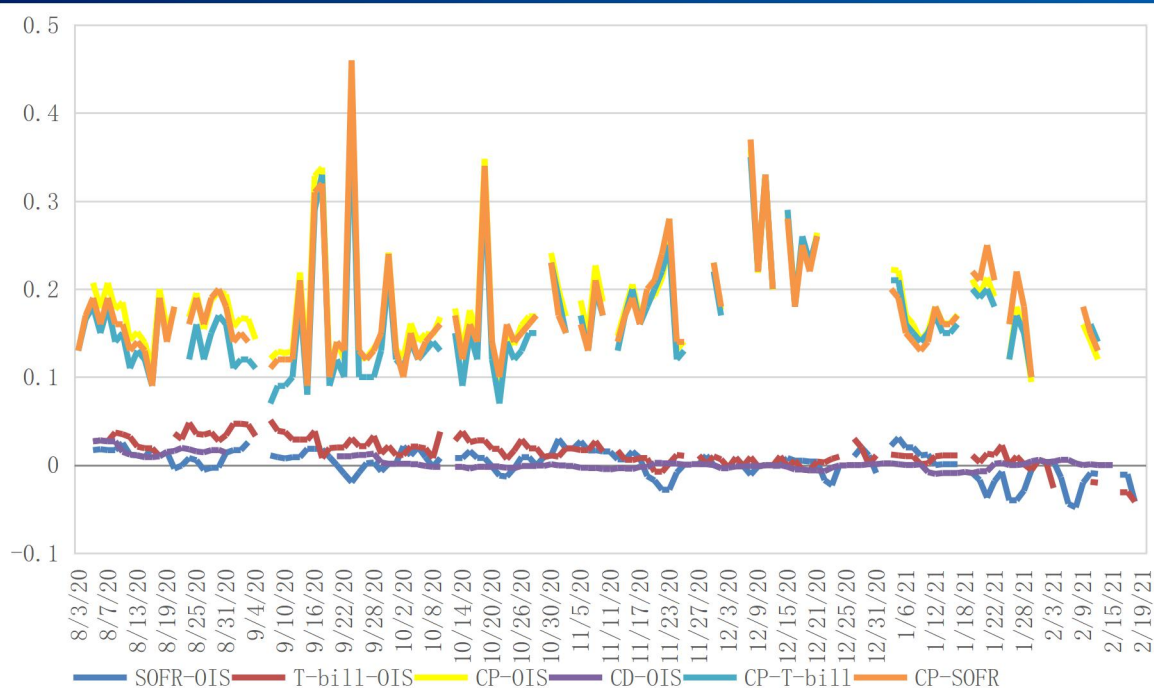
第一部分：美国货币市场指标

图 1-1 美国货币市场指标——主要定价指标对比（单位：%）



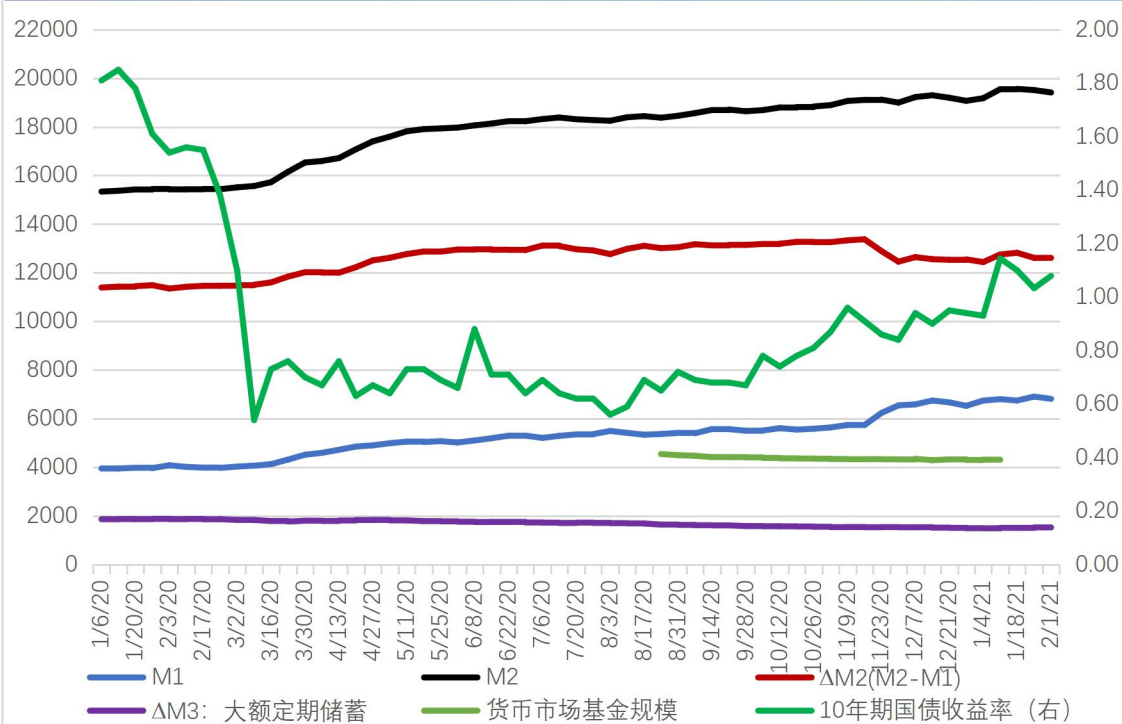
数据来源：美联储/圣路易斯联储/英为财经/CME/彭博资讯

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

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）



数据来源：美联储/圣路易斯联储/ICI/英为财经

【本周异常指标解读】

- ①本周，17日美元指数达到本周最高值，1月份美国零售销售额环比增长5.3%，远高于市场普遍预期的增长1.2%，美元强势上行。18日，**美联储1月FOMC纪要**称，美国经济状况与美联储的长期目标相去甚远，保持高度宽松的政策立场对促进经济持续复苏。经济可能需要一段时间才能取得实质性进展，会在调整资产购买之前与公众清晰沟通，并且不担忧疫情带来的通胀上行压力。美联储官员们认为，恐怕未来一段时间都不会满足缩减资产购买QE力度的那些条件。针对新冠肺炎疫情，刺激计划和疫苗接种都有可能向经济提供可观的支持。与会者普遍认为随着时间推进，通胀将会上升；与会者指出，整体金融环境仍是高度宽松的。
- ②周四，美元指数下挫，**美联储资产负债表规模**刷新纪录至7.56万亿美元，较上周增加1152亿美元，增幅1.5%，美联储继续推进宽松政策，推断随着扩表持续，SOFR rate 和 T-bill rate 周四来到近期低位，表明美国货币市场美元流动性持续充裕。耶伦同日表示尽管经济增长势头表明美国2021年经济增长比预期快，但仍需采取大规模刺激法案以使经济恢复全面增长，基建计划将花费许多年的时间。她担忧，刺激的规模不够大会造成更大的风险。上周

美国初请失业金人数达到了 86.1 万人，超过预期值约 10 万人，为四周以来最高水平，此外，预期通胀率也较上周下降，推断上述现象是美国就业市场复苏放缓的最新迹象。同时，本周美国南部州的极寒天气导致数百万人无电力供应，美国得州禁止天然气生产商跨州输送用于发电和供暖的天然气，并一直持续到 2 月 21 日。随着上述事件发生，预期通胀率对应下降，助推美元弱势。

③周五，**美联储公布半年度货币政策报告**，美联储承诺将维持基准利率近零，且每月至少维持 1200 亿美元的 QE 政策，以补充政府财政救市的流动性紧张。在没有过度通胀压力迹象的情况下收紧货币政策可能会导致许多美国人不必要地失去机会，而如果通胀出现不必要的上升，货币政策制定者拥有应对此类现象的工具。货币政策规则目前规定美国的利率为深度负值，这一事实促使美联储采取其他行动来支持经济。对冲基金杠杆的脆弱性仍然很高，而人寿保险公司的杠杆处于 2008 年之后的最高水平。同日，美国国会众议院周五公布 **1.9 万亿美元刺激草案**。该提案将给予每人 1400 美元的救济，加上 2020 年 12 月疫情纾困方案的每人 600 美元，将总共的救济金提高到每人 2000 美元。此外，该提案还包括提高失业救济金和最低工资、援助州和地方政府、援助教育机构、增加新冠检测及疫苗开支、资助租户等多个方面。众议院预算委员会将于周一开会，评估对该议案的修正，然后将其提交众议院全体辩论和表决。

④美国十年期国债收益率持续攀升，目前已经超过去年 3 月份金融风暴爆发前的水平，最新月度国际资本流动报告显示，2020 年 12 月海外投资者持仓规模降至 7.0361 万亿美元，截止去年 12 月，全球央行连续第 5 个月保持净抛售态势，在过去 33 个月中有 28 个月出现大幅情况，净抛售总额达 1.52 万亿。本周三美国财政部标售的 270 亿美元 20 年期国债标售利率 1.92%，投标倍数 2.15，低于上次的 2.28 倍，且创下去年 5 月以来新低。随着全球疫情状态好转（周增率连续 5 周下降），3 万亿刺激法案消息放出及对经济复苏和成长的预期，市场乐观情绪上扬，资金从债市走向其他资产，全球国债均面临较大卖压，美国国债被抛售，本周原油贵金属前半周上涨，铜等工业金属持续上涨，全球债券收益率普遍上涨，YCC 曲线进一步陡峭，10Y-3M，10Y-2Y，30Y-5Y 息差持续拉大，债券波动率 MOVE 本周波动率加大，预计全球负利率债规模开始慢慢缩减。美联储三号人物 John Williams 表示，美国国债收益率上升是市场对经济复苏抱有乐观情绪的信号，推断这表明美联储

可能无意采取措施阻止这一转变。与此同时，1 月份美国零售销售指数激增 5.3%，可能导致市场预期商品价格会迎来暴涨，转而将资金抽离美债至大宗商品，全球债券资产收益率集体上升，铜、镍、铝等有色品种的涨幅较大。

- ⑤在特斯拉带动效应下，市场重量级人士纷纷改口认可比特币的数字黄金属性，比特币市值突破 1 万亿美元。北美第一支 BTC ETF 上市且首日交易火爆；本周比特币站稳 40000 点关口，周四较上周末上涨 26%，Tesla 宣布将长期持有数字资产（不只是比特币），而且接受比特币支付，比特币作为“数字黄金”的“共识”已经基本形成。近日加拿大证券监管机构批准全球首只比特币 ETF 比比特币突破 1 万亿美元更具有里程碑意义。纽约数字投资集团已经向美国证券交易委员会（SEC）提交了比特币 ETF 申请，比特币 ETF 在美国通过 SEC 批准成为大概率事件，倒计时已开启。与此同时，美国财长耶伦近日表示，“将监管比特币交易机构”。标志着 BTC 开始成为一种被主流接受的“货币”，而不再仅仅是资产。
- ⑥美国联邦基金利率 2021 年 5 月以后的期货却在下跌，推断表明市场预期今年 5 月以后利率即将上扬。与此同时，近几个月以来的美国 10 年盈亏平衡通胀率以及倒挤通胀率持续走高，美联储量化宽松正在引起通货膨胀上扬，推断这有可能最终导致 1.9 万亿抗疫救援计划就位后，进一步的量化宽松政策将很难非常顺利地实施。
- ⑦本周 M1、M2、M3、货币市场基金暂未公布最新数据，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联邦基金利率预计长期逐渐缓慢下降。
- ②A2/P2 级商业票据利率将根据美国财政刺激法案产生相关变化。
- ③OIS、T-bill rate 预计未来随着财政货币政策进一步宽松，将有可能逐渐趋近于 0 利率水平。

第二部分：海外美元市场指标

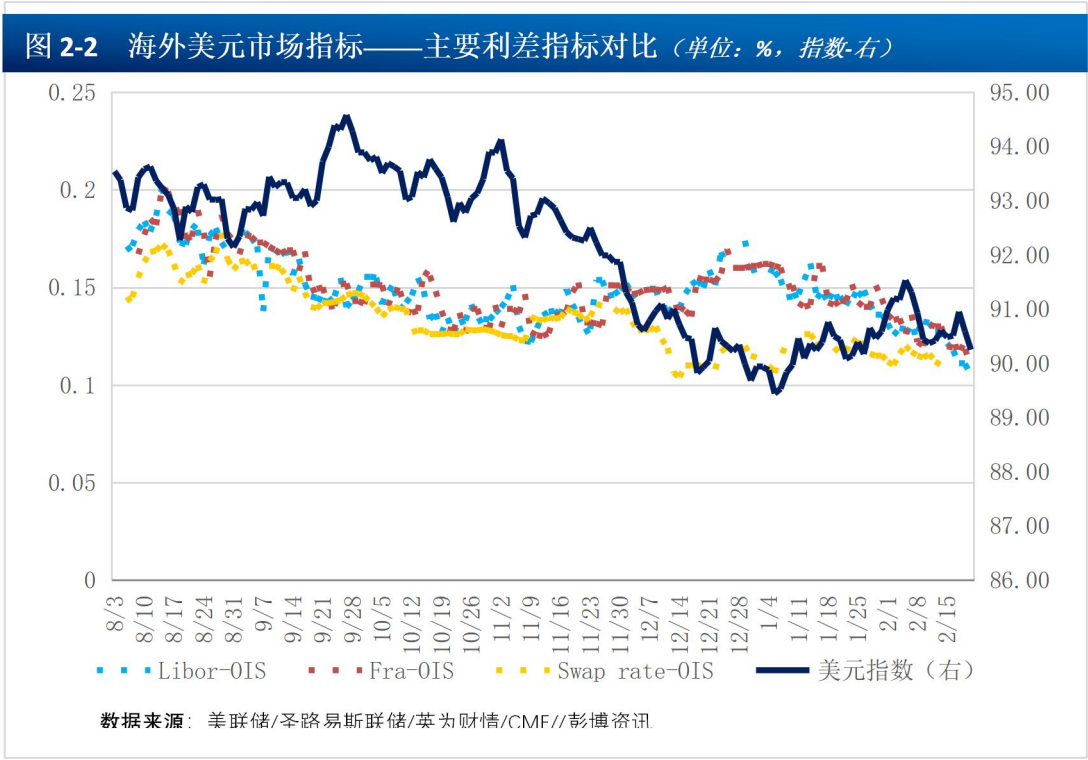
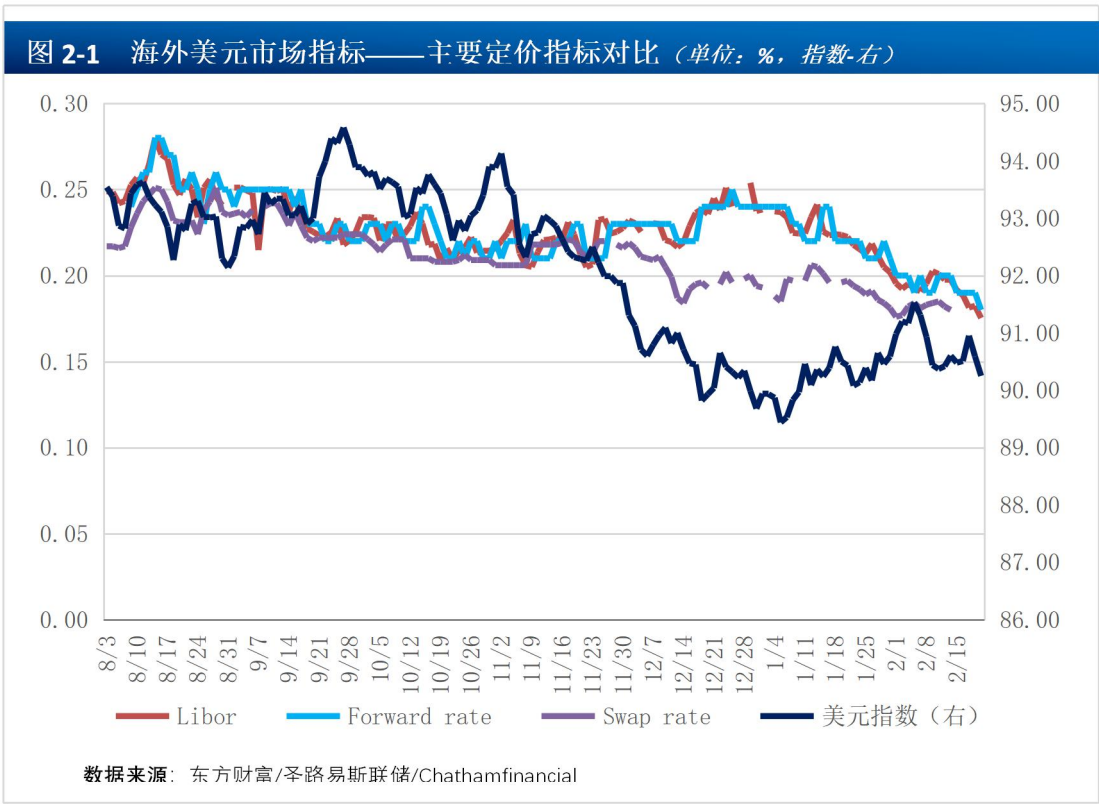
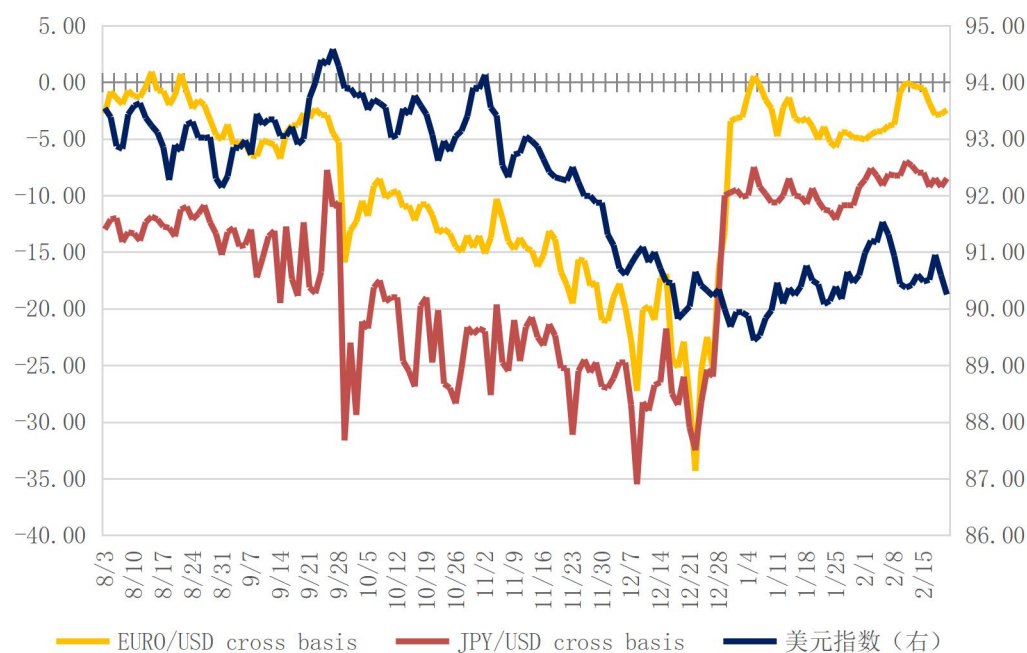


图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



数据来源：英为财经/彭博资讯

【本周异常指标解读】

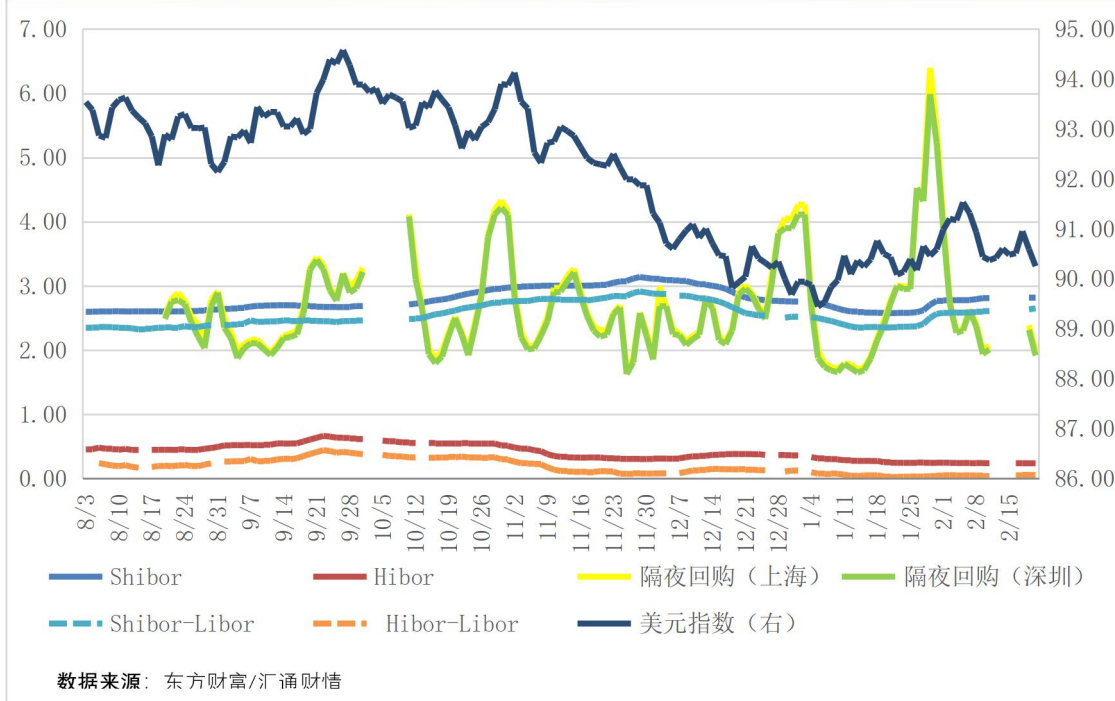
- ①欧洲方面，欧洲系统性风险委员会敦促欧洲各国为退出巨额刺激措施做好准备，欧洲央行拉加德重申，将继续保持当前宽松货币政策不变，以推动欧元区经济复苏。全球目前仍处于持续宽松阶段，Libor\Swap\FRA 持续下行，三者与 OIS 利差逐渐收窄，美国货币市场与海外美元市场水位不断收窄。
- ②海外美元市场其他指标处于正常范围。

【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

图3 中美利差指标——主要定价及利差指标对比（单位：%、指数-右）



【本周异常指标解读】

- ① 中美利差方面，短期隔夜利差方面，本周 DR007-EFFR 本周均值 2.16%较上周 2.27%收窄，长期 10 年期国债收益率利差方面，本周均值 1.98%较上周均值 2.10%小幅收窄状态，主要是美国 10 年期国债收益率升高所致。
- ②从全口径看，央行本周实现净回笼 3400 亿元，超出市场预期，显示了央行精准调控以“保持好正常货币政策空间的可持续性”的鲜明态度。但操作利率保持不变，则说明货币政策“稳字当头”的总基调未发生根本变化。当前，我国疫情得到有效控制，春节假期消费较为活跃，经济增长获得有效支撑，货币政策短期内或偏重于防范金融风险，资金面将维持紧平衡的状态。本周四春节后首个交易日，央行仅等量对冲到期的 MLF，机构融出资金谨慎，供给显得不足，隔夜回购利率超过 7 天回购利率形成倒挂。
- ③本周一港元兑人民币出现大幅升值然后贬值的情况。在其他市场休市的情况下，港元兑人民币汇率波动小，由此推断正常情况下，港元兑人民币汇率波动主要来自于各个市场的交易需求(包括股市债市和大宗商品)。周四，人民币涌入香港市场，使得人民币兑港

元贬值，股票市场尤为明显，A股南向资金净流入高达149.93亿元，而周五净流入62.17亿元。周五资金有所回流，不管是节前的交易性资金还是外资，同样股票市场最明显，周四北向资金净流入83.46亿元，周五北向资金净流入高达127.79亿元。同时，19日，中国人民银行在香港成功发行了两期人民币央行票据，其中3个月期央行票据100亿元，1年期央行票据150亿元。券商中国指出，由于在港发行央票可以回收离岸人民币流动性，提高离岸市场利率，抬高做空人民币的成本，从而达到稳定汇率的目的。再结合近几日人民币贬值预期快速升温的市场变化看，央行此时出手发央票，稳定汇率意图明显。

- ④中国央行主管的金融时报周四发表评论文章称，当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。
- ⑤中美利差板块其他指标处于正常范围。

【长期趋势预判】

- ①央行货币政策司司长孙国峰发文称，中央银行需要创新货币政策工具体系，不断疏通传导渠道，实现货币政策目标，将这三者形成有机的整体系统。要健全现代货币政策框架，搞好跨周期政策设计，保持正常货币政策，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，构建金融有效支持实体经济的体制机制，推动构建新发展格局迈好第一步，见到新气象。
- 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

春节期间，市场风险偏好全面上扬，第一是美国纾困法案得到进一步推动，推动全球股市进一步上涨，美债长端收益率进一步上扬，反应市场对于经济回归常态的预期，第二是国际股价进一步上涨，市场的进一步在享受通胀带来的泡沫化，第三是国际原油价格突破 60 美元/吨，第四是全球新增确诊病例连续数周回落，疫苗接种加快，整体均为利好消息。LIBOR-OIS 利差今年以来持续下跌，据专业人士最新预测，到今年 6 月前，LIBOR-OIS 利差可能跌至 0 以下，这将是史无前例的。从货币政策角度，各央行将加速 QE，以史无前例的速度释放流动性。从财政的角度，美国财政部在美联储的账户（TGA）是个关键变量，美国财政部可以通过将自己存储于美联储的现金余额降低来增加市场的流动性。因美国大型银行的补充杠杆率（SLR）有严格限制、货币基金隔夜逆回购工具（o/n RRP facility）的上限，两者难以容纳天量的资金流动性，美联储只有采取行动（否则商业银行可能在几周内就出现负利率，回购市场也将出现负利率），故资金只能大概率继续流向股市、商品、比特币等风险资产。

风险提示：①重点关注美债十年到期收益率的变动情况；②拜登政府新一轮刺激方案若难产或规模不及预期对市场产生的利空影响；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。

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仍未改变，需紧盯全球主要经济体经济刺激措施及大类资产价格波动情况，不改变截止 2021 年 2 月 19 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	26 期	27 期
美国	经济刺激政策	★	1.9 万亿刺激法案进入速批通道，众议院已起草，众议院 2 月 22 日进行投票。	美国众议院预算委员会公布了 1.9 万亿美元的纾困法案，众议院预算委员会将于周一开会，评估对该议案的修正，然后将其提交众议院全体辩论和表决。
	美国大选		美参议院投票确认特朗普弹劾案审理合宪：在严密的安保措施下，美国国会参议院 9 日启动对前总统特朗普弹劾案的审理，并以 56:44 的投票结果确认审理符合宪法。	13 日就指控前总统特朗普“煽动叛乱”的弹劾条款进行投票。由于赞成票未达到三分之二多数，特朗普未被定罪。
	A2/P2 商业票据		周均值：0.21%	本周均值：0.22%
	对冲基金套利空间		上上周均值：0.081%	上周均值：0.085%
	10 年期国债收益率	★	上周末：1.16%	本周末：1.34%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差		上周末：5.07%	本周末：5.01%
	杠杆贷款违约率	★	12 月：3.83%	1 月：3.46%
	经济复苏情况	★	前值救济金人数：79.3 万人 上周末通胀平衡债券利率：2.21%	救济金人数：86.1 万人 本周末通胀平衡债券利率：2.14%
	资产负债表情况	★	上周：7442225 百万美元，增速 0.4%	本周：7557402 百万美元，增速 1.5%
	疫情进展		上周周增速：2.6% 上周疫苗接种率：—	本周周增速：1.8% 本周疫苗接种率：17.4%
欧元区/英国	欧洲央行		—	欧洲央行拉加德重申，将继续保持当前宽松货币政策不变，以推动欧元区经济复苏。
	新冠疫情周增速上升国家		无	无
中国	汇率政策		交通银行成功发行首批银行间市场外币同业存单，首期外币同业存单发行总额 1 亿美元、期限 1 个月、利率 0.11%，多家市场机构积极询量。	外汇局：稳妥推进境内金融衍生品市场对外开放，研究适当放宽境外机构投资者只能基于套期保值原则开展境内金融期货交易的限制。
	货币政策/流动性	★	上周净投放量：-500 亿元	本周净投放量：-3400 亿元
	信用债违约		1 月全月违约债券余额：53.92 亿元	2 月截止目前违约债券余额：28.17 亿元
综合	CBOE 股权认购与认沽期权比率	★	上周末：0.45	本周末：0.43
	新冠疫情		上周全球周增率：2.7%	本周全球周增率：2.2%

【近 2 周原始数据】

市场/ 维度	指标			2021 年									
	中文	期限	英文简称	2/8	2/9	2/10	2/11	2/12	2/15	2/16	2/17	2/18	2/19
★ALL★	美元指数	实时	USD _X	90.9	90.4	90.4	90.4	90.6	90.5	90.5	91.0	90.6	90.3
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	0.070	0.080	0.080	0.080	NA	0.080	0.080	0.080	0.070	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.063	0.067	0.070	0.073	0.073	0.073	0.073	0.065	0.075	0.075
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.020	0.050	0.060	0.060	NA	NA	0.060	0.060	0.030	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.068	0.070	0.069	0.070	0.070	0.070	0.071	0.070	0.072	0.070
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.08	0.08	0.09	0.11	NA	NA	0.12	0.08	0.07	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	NA	0.23	0.21	0.19	NA	NA	NA	NA	0.22	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	0.05	0.04	0.05	0.05	NA	NA	0.04	0.04	0.03	NA
美国货币 市场利差	SOFR — OIS			-0.05	-0.02	-0.01	-0.01	NA	NA	-0.01	-0.01	-0.04	NA
	T-Bill — OIS			NA	NA	-0.02	-0.02	NA	NA	-0.03	-0.03	-0.04	NA
	CP (A2/P2) — OIS			NA	0.16	0.14	0.12	NA	NA	NA	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			NA	NA	0.16	0.14	NA	NA	NA	NA	0.19	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			NA	0.18	0.15	0.13	NA	NA	NA	NA	0.19	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.195	0.203	0.201	0.198	0.198	0.192	0.189	0.181	0.182	0.175
	远期利率协议	3M	Fra	0.19	0.19	0.20	0.20	0.20	0.190	0.190	0.190	0.190	0.180
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.183	0.184	0.185	0.182	0.180	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-3.75	-0.90	-0.02	-0.29	-0.46	-0.52	-1.85	-2.91	-2.82	-2.46
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-8.25	-8.25	-7.00	-7.38	-8.00	-8.00	-9.25	-8.50	-9.25	-8.50
海外美元 市场利差	Libor — OIS			0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11
	Fra — OIS			0.12	0.12	0.13	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12	0.11
	ICE Swap Rate — OIS			0.12	0.11	0.12	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	2.79	2.81	2.81	NA	NA	NA	NA	NA	2.82	2.82
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.24	0.24	0.23	NA	NA	NA	0.24	0.23	0.23	0.23
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.41	2.00	2.07	NA	NA	NA	NA	NA	2.39	1.98
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.37	1.94	2.01	NA	NA	NA	NA	NA	2.31	1.91
中美利差	Shibor — Libor			2.596	2.606	2.611	NA	NA	NA	NA	NA	2.633	2.649
	Hibor — Libor			0.042	0.033	0.033	NA	NA	NA	0.046	0.053	0.051	0.057



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。