



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界



美元环流监测报告

2021 年 1 月 4 日—2021 年 1 月 8 日

第 21 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

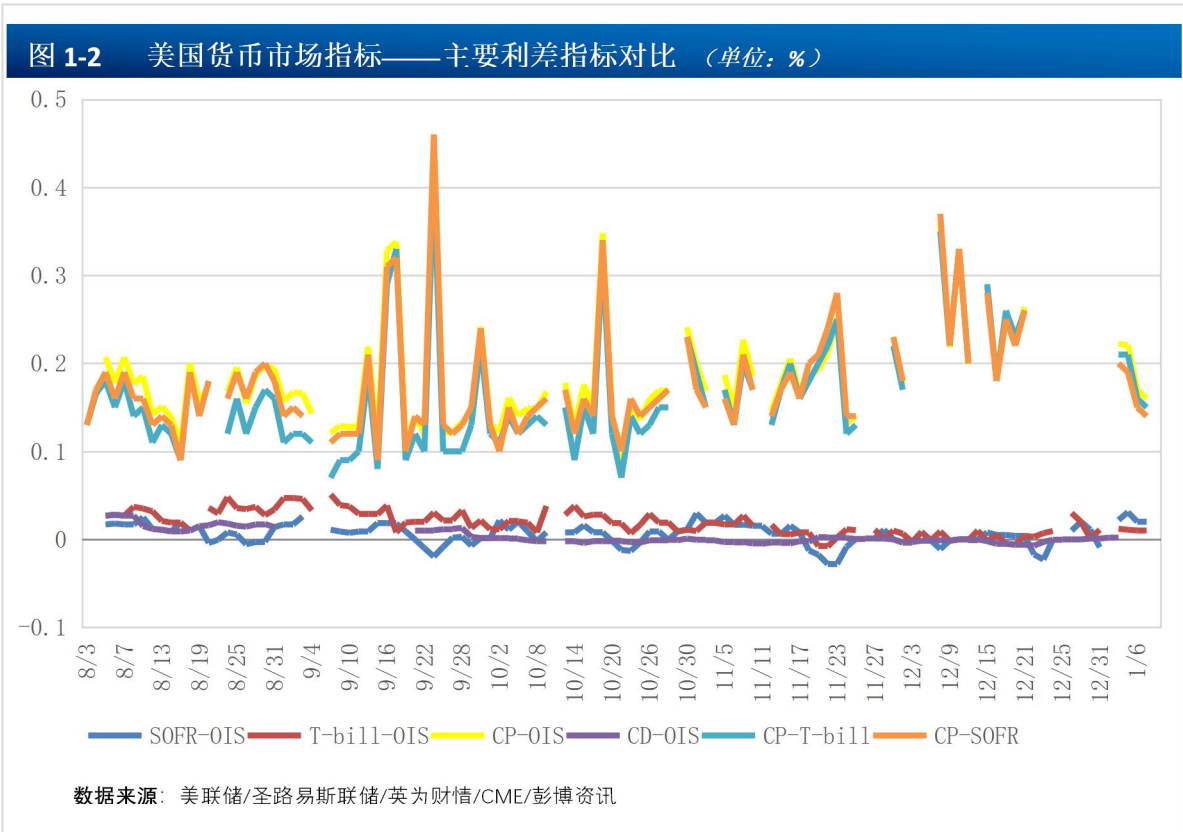
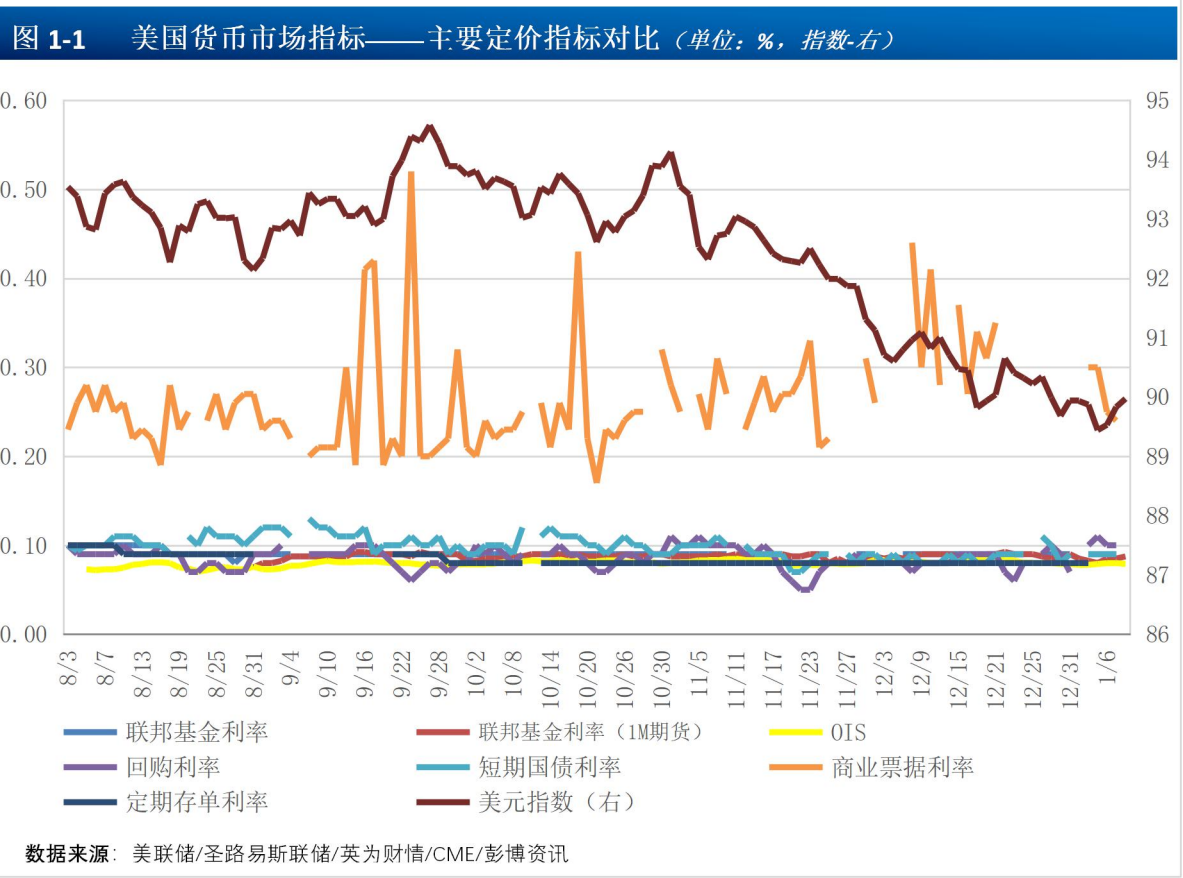
【专 项 组】

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，美国民主党在选举中赢得参议院、众议院多数席位，“白人之上主义川粉”1月6日攻占国会，暴动事件后，特朗普首次承诺有序过渡，总统选举落下帷幕叠加民主党一统国会在短期增强了市场对美元的信心。同时，美国辉瑞疫苗公布自己的疫苗对于南非变异后的新冠病毒有效，黄金因此三天从高点暴跌100多美元，资金涌入美元，美元指数周末恢复90指数关口。
- ②美联储公布2020年12月货币政策会议纪要：美联储的主要行动包括，宣布一致通过维持联邦基金利率区间在0-0.25%水平不变，直到达到就业、通胀目标；美联储将至少每月购买1200亿美元的国债和机构MBS，直到在实现充分就业和物价稳定目标方面取得实质性的进一步进展为止；全面上调2020-2022年美国经济增长预测值。一些官员指出，一旦就业和物价目标取得了实质性的进一步进展，就可以开始“逐渐减少购债。费城联邦储备银行行长 Patrick Harker 预计可能最快在2021年末开始缩减债券购买规模。美联储文件中醒目出现“taper（缩减）”这个词，FOMC已开始设想如何逐渐缩减量化宽松政策。与会者还提出，委员会必须在判断为足以保证购买速度变化的时间之前，早日传达其对实现长期目标的实际和预期进展评估，推测意在避免13年债市“缩减恐慌”重演。
- ③本周A2/P2商业票据利率由周一0.3%恢复至周四0.24%普遍运行期间，美元流动性逐步改善，值得注意的是，周三数据显示，未偿付商业票据总额单周增加8.3%（其中国外未偿付商业票据单周增加7.4%）。
- ④美联储资产负债表数据本周较上周降低0.4%，为连续第二周下降，需要注意的是，净持仓的企业信贷工具 Corporate Credit Facilities LLC、市政流动性工具 Municipal Liquidity Facility LLC、定期资产抵押证券贷款工具 TALF II LLC 三项工具急速下降，推测相关工具到期。
- 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。
- ②A2/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。
- ③OIS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

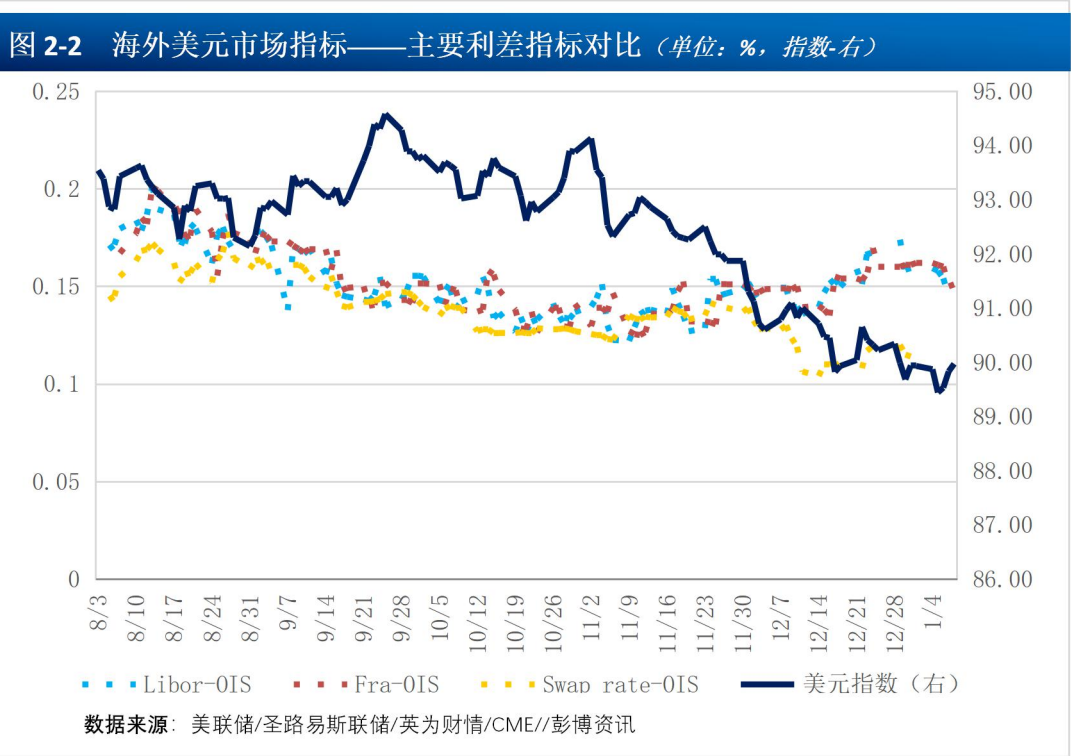
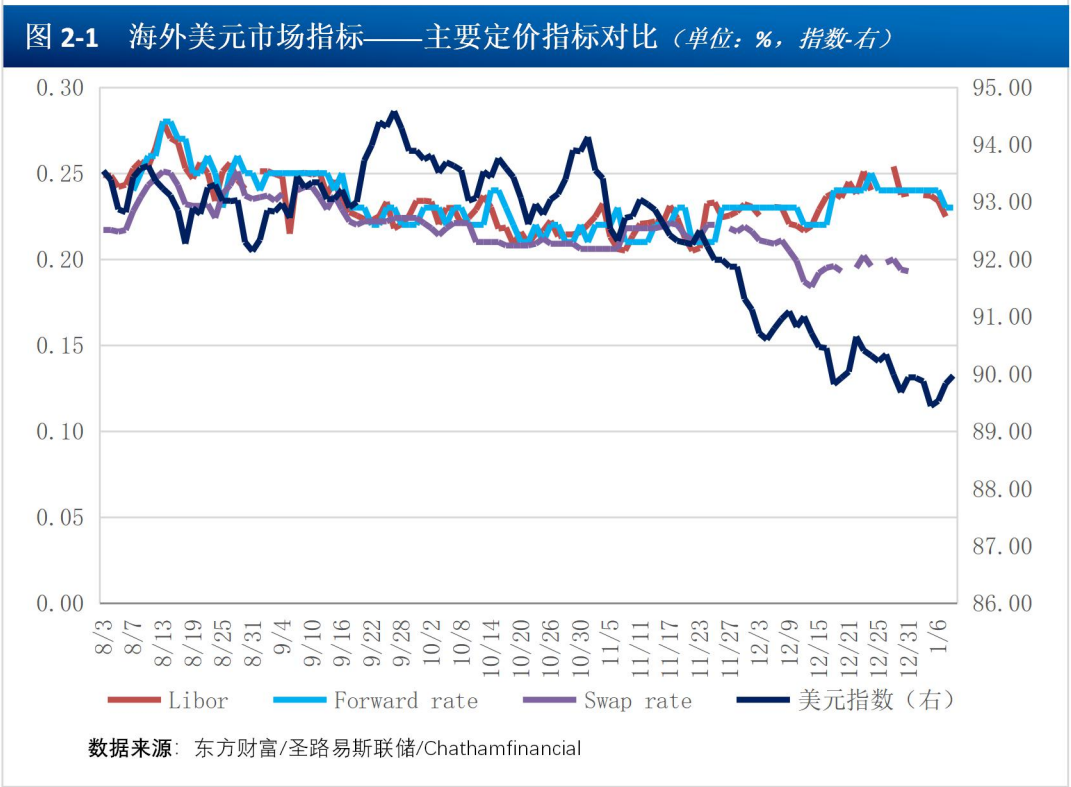
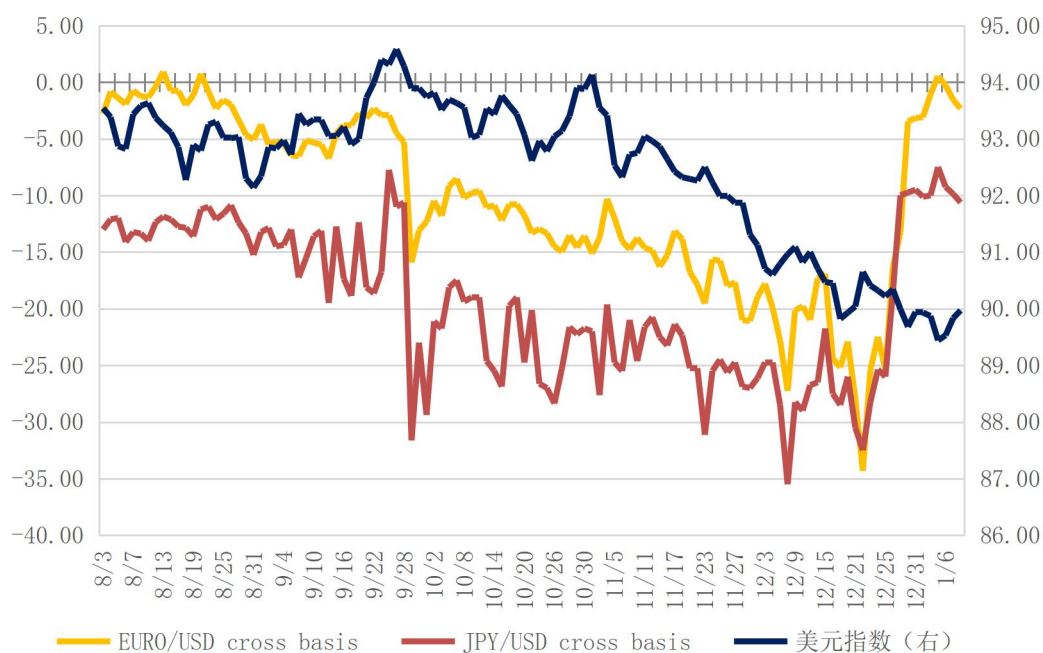


图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



【本周异常指标解读】

- ①经历英国脱欧及美国大选最终一站特朗普对权力过渡做出表态后，Libor 与 Fra 恢复至普遍区间。Swap rate 统计的是 1 年期数据，上周，Swap rate 与 Libor 和 Fra 出现了明显的分歧，预示着未来 1 年时点美元融资利率将进一步下行，但本周暂时缺乏相关数据，有待进一步观察。同时，Libor 逐渐回落至正常区间。英国脱欧后，苏格兰政府首席大臣斯特金暗示，该地区很快将以“独立国家”身份重返欧盟，美国有线电视新闻网称，除苏格兰外，北爱尔兰、威尔士也面临“脱英”问题。
- ②基于民主党拿下参众两院、下届政府可以顺利推出各种经济刺激政策，市场预期刺激加码，流动性宽松，本周欧元/日元兑美元货币基差互换利率在上周区间上下小幅波动，这显示美元元旦过后极度泛滥，这一点也与垃圾债、比特币、石油、中美股市走势一致。
- ③海外美元市场其他指标处于正常范围。

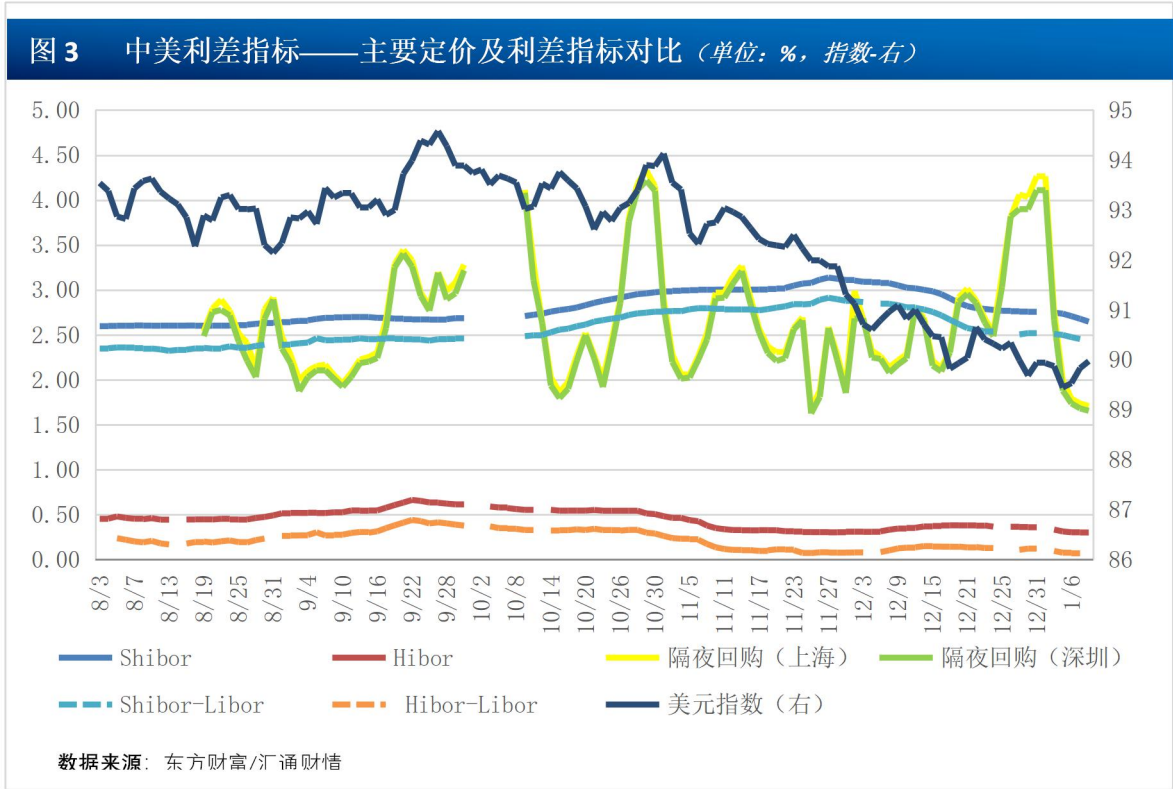
【长期趋势预判】

- 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、洲际交易所掉期利率及远期利率协议处于缓慢下降趋势。

第三部分：中美利差指标



【本周异常指标解读】

- ① 本周，美元兑人民币汇率进一步走低，人民币短期内呈现升值态势，人民币升值和 A 股启动的时间及本周北向资金流入情况相吻合。基于 12 月 31 日 17:00 中国外汇交易中心发布《关于调整 CFETS 人民币汇率指数货币篮子的公告》对货币权重进行下调美元 2.8% 的情况，节假日后 4 日人民币继续升值。本周，**央行、外汇局决定将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5**。政策调整后，境内企业境外放款的上限相应提高，有利于满足企业“走出去”的资金需求，也有利于扩大人民币跨境使用，促进跨境资金双向均衡流动。**央行、外汇局发布通知，决定将企业跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1**。民生银行认为，过去一年人民币汇率弹性增强，下调跨境融资宏观审慎调节参数，将有助于金融机构树立汇率“风险中性”的理念，做好外币的资产负债管理，避免汇率敞口风险，确保金融机构稳健经营，更好地服务实体经济。
- ② 中美利差方面，本周中美 10 年期国债收益率利差均值 2.19%，较上周均值 2.28% 继续收窄，主要是因为美国 10 年期国债收益率升

高所致，在民主党拿下参议院两票后，十年期美债收益率周三攀升至 1% 上方并在后两日持续攀升，对贵金属等避险资产行成压力。同时，美国 10 年期通胀平衡债券收益率周五为 2.06%，本周一度超过 2% 的水平，是两年多以来的最高水平，据报道：1) 随着脱欧贸易协议达成并且美国国会增加了纾困刺激，投资者在为 2021 年的经济复苏做准备。2) 新冠疫苗接种的推进也提振了这一趋势。3) 该指标与沙特宣布石油减产也有一定关系。4) 市场普遍预期，民主党控制的国会将更有可能推出更大规模的刺激措施，对州和地方政府提供援助，并扩大预算赤字，在基础设施建设方面投入巨资，从而拉动经济，美联储大概率会继续债务货币化，推高名义美债收益率和通胀预期。5) 外国投资者加速逃离美债，摩根大通美国国债客户调查结果显示，空头头寸创 2018 年 2 月份以来新高，净空头头寸也创 2020 年 2 月份以来新高，证明有部分资本在逢高减持美国国债。

- ③本周央行净回笼资金 5050 亿。跨年后银行类机构融出资金增多，央行持续净回笼无碍资金面的平衡局面，资金利率多处于下行态势。周五央行采取了 50 亿超小剂量的逆回购，表示央行满足市场的资金需求外不愿对给。经济虽在强势运行区间，但近期本土新冠疫情呈明显反弹之势，人民币开年升值加速以及春节临近备付压力将逐渐升温，货币政策短期通过逆回购+MLF（中期借贷便利）组合维护流动性稳中偏松。
- ④贸易方面，1 月 5 号，美国纽交所宣布撤回中国三大企业退市的决定，这三家企业将不会被强制退市，1 月 7 日，纽约证交所二度转身，再次宣布摘牌中国三大电信运营商，摩根士丹利宣布将把中国三大电信运营商从全球指数中删除。英国富时罗素在同日宣布，将包括联通 A 股在内的一部分中资股从中国 A 股指数与全球股票指数中剔除，并称这是为了响应白宫的禁令。
- ⑤外汇局部署 2021 年外汇管理重点工作：要防范跨境资本异常流动风险，加强市场预期管理和宏观审慎管理，避免外汇市场无序波动；深化外汇领域改革开放，完善境外机构境内发行股票、债券资金管理，推进私募股权投资基金跨境投资试点；完善外汇市场“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架，完善中国特色外汇储备经营管理。
- ⑥中美利差板块其他指标处于正常范围。

【长期趋势预判】

- ①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

本周的市场仍然处于一片激昂狂热之中，各类资产屡创新高，似乎已经陷入了疯狂，CBOE 股权买卖期权比率本周末已达 0.44（需警戒）。本周美国政治选项尘埃落定，拜登上台，民主党控制参议两院，这对美元来说将使其长期承压，虽然出现了狂热的占领国会的闹剧，但是市场对此并没有很大的反应，反而是在周四周五连创新高，涨幅较大，目前的现状是在未来预期更加宽松的财政和货币政策与短期看已经失控的疫情之间的矛盾，市场似乎已经变成了赌场，本周三美国十年期国债一律飙升至 1%。从逻辑上看，没有永远向上的资产也没有永远向下的资产，市场是存在周期的，走势也是会自洽的。后续仍然维持谨慎乐观，理性克制的态度，市场的机会永远都只出现在夺路而逃的恐慌中，而非趋之若鹜的盲目狂热中。

此外，**黄金方面**，市场普遍反映出现“技术性回调”。自从参议院决选结束以来，黄金被各类事件打压：1）长期美债收益率破 1% 且正在稳步攀升；2）非农数据利空黄金；3）疫苗进展导致黄金短期抛售。从中长期来看相比飞上天的各种高估值标的，黄金或许是更为稳健的选择。**数字货币方面**。8 日，加密货币总市值破新高、比特币再创新高，美国货币监理署（occ）发表政策说明信表示：允许银行成为区块链节点以及使用稳定币进行结算，OCC 许可其银行将公链（部分非主权数字货币）作为结算基础设施，美国为争夺数字时代的货币领导权相关举动应当引起高度重视。

重要风险提示：①冬季疫情二次爆发的不可测性；②短期美国国内政治的稳定性是否会遭受冲击；③疫苗的有效性存在疑问；④流动性宽松条件下市场波动的加大。

美元环流监测小组当前时点环流结论：目前全球仍面临长期处于债务周期末端的非正常状态，本周美元热环流状态持续，但流动性局部偏紧的局面仍需持续关注，不改变截止 2021 年 1 月 8 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	20 期	21 期
美国	美国大选	★	美国参议员霍利确认将在 1 月 6 日挑战选举人团结果。	在美国 6 日爆发特朗普示威者入侵国会大厦的冲突后，美国国会此后恢复认证程序，并最终确认拜登正式当选下任美国总统。特朗普也对权力过渡做出表态。
	FOMC 会议决议		—	详见报告正文
	A2/P2 商业票据		刺激法案通过，本周末公布数据	本周均值回落，周末恢复正常区间 0.24%。
	对冲基金套利空间		上上周均值：0.1587%	上周均值：0.1439%
	10 年期国债收益率	★	上周末：0.92%	本周末：1.09%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差		上周末：6.37%	本周末：6.18%
	杠杆贷款违约率		11 月：3.89%	12 月：3.83%
	经济复苏情况	★	前值救济金人数：80.3 万人 上周末通胀平衡债券利率：1.99%	上周救济金人数：78.7 万人 本周末通胀平衡债券利率：2.06%
	资产负债表情况	★	上周：7363351 百万美元，增速-0.5%	本周：7334809 百万美元，增速-0.5%
	疫情进展-周增确诊	★	上周周增速：6.8%	本周周增速：7.4%
欧元区/英国	英国脱欧后续进展	★	31 日，英国首相鲍里斯·约翰逊与欧盟达成的脱欧后贸易协议，在周三终于获得英国议会的批准。	苏格兰政府首席大臣斯特金暗示，该地区很快将以“独立国家”身份重返欧盟。美国有线电视新闻网称，除苏格兰外，北爱尔兰、威尔士也面临“脱欧”问题。
	新冠疫情周增速上升国家		英国、法国	英国、法国、意大利
中国	中国加入 CPTPP		中央经济工作会议提出，积极考虑加入 CPTPP。	日相菅义伟称中国加入 CPTPP 不容易。
	汇率政策	★	中国外汇交易中心再度调整 CFETS 人民币汇率指数货币权重，进一步调低美元权重，调低了日圆、韩元权重，而欧元的权重在最近三次调整中稳步上升。	央行、外汇局决定将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5，将企业跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。
	货币政策/流动性	★	本周净投放量：900 亿元	本周净投放量：-4650 亿元
	信用债违约		11 月全月违约债券余额：227.92 亿元	12 月全月违约债券余额：85.8 亿元
综合	CBOE 股权买卖期权比率		上周末：0.44	本周末：0.44

【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2020 年~2021 年									
	中文	期限	英文简称	12/28	12/29	12/30	12/31	1/1	1/4	1/5	1/6	1/7	1/8
★ALL★	美元指数	实时	USD _X	90.3	90.0	89.7	89.9	89.9	89.9	89.4	89.5	89.8	90.0
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	NA	0.090	0.090	0.090	0.090	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.088	0.085	0.085	0.090	0.085	0.082	0.080	0.085	0.085	0.088
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.090	0.100	0.090	0.070	NA	0.100	0.110	0.100	0.100	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.080	0.080	0.079	0.079	0.078	0.078	0.079	0.080	0.080	0.079
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.12	0.11	0.12	0.13	NA	0.10	0.11	0.11	0.10	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	NA	NA	NA	NA	NA	0.30	0.30	0.25	0.24	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	0.11	0.10	0.08	0.09	NA	0.09	0.09	0.09	0.09	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			0.01	0.02	0.01	-0.01	NA	0.02	0.03	0.02	0.02	NA
	T-Bill — OIS			0.03	0.02	0.00	0.01	NA	0.01	0.01	0.01	0.01	NA
	CP (A2/P2) — OIS			NA	NA	NA	NA	NA	0.22	0.22	0.17	0.16	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	NA	NA	NA	0.21	0.21	0.16	0.15	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			NA	NA	NA	NA	NA	0.20	0.19	0.15	0.14	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	NA	0.254	0.238	0.238	NA	0.237	0.237	0.234	0.225	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.240	0.240	0.240	0.240	0.240	0.240	0.240	0.240	0.230	0.230
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.198	0.200	0.194	0.193	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-16.35	-13.22	-3.45	-3.18	-3.09	-1.08	0.53	-0.29	-1.56	-2.34
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-18.50	-10.00	-9.75	-9.50	-10.13	-10.00	-7.50	-9.25	-9.88	-10.63
海外美元市场利差	Libor — OIS			NA	0.17	0.16	0.16	NA	0.16	0.16	0.15	0.14	NA
	Fra — OIS			0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.15	0.15
	ICE Swap Rate — OIS			0.12	0.12	0.12	0.11	NA	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	2.76	2.76	2.76	2.76	NA	2.75	2.73	2.71	2.68	2.65
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.36	0.36	0.36	0.35	NA	0.33	0.31	0.30	0.30	0.29
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	3.81	4.06	4.03	4.26	4.26	2.77	2.00	1.79	1.74	1.71
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	3.82	3.90	3.90	4.11	4.11	2.66	1.88	1.74	1.68	1.65
中美利差	Shibor — Libor			NA	2.503	2.518	2.518	NA	2.509	2.497	2.473	2.452	NA
	Hibor — Libor			NA	0.105	0.119	0.113	NA	0.093	0.073	0.066	0.073	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。