



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界



美元环流监测报告

2020 年 12 月 28 日—2021 年 1 月 1 日

第 20 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】

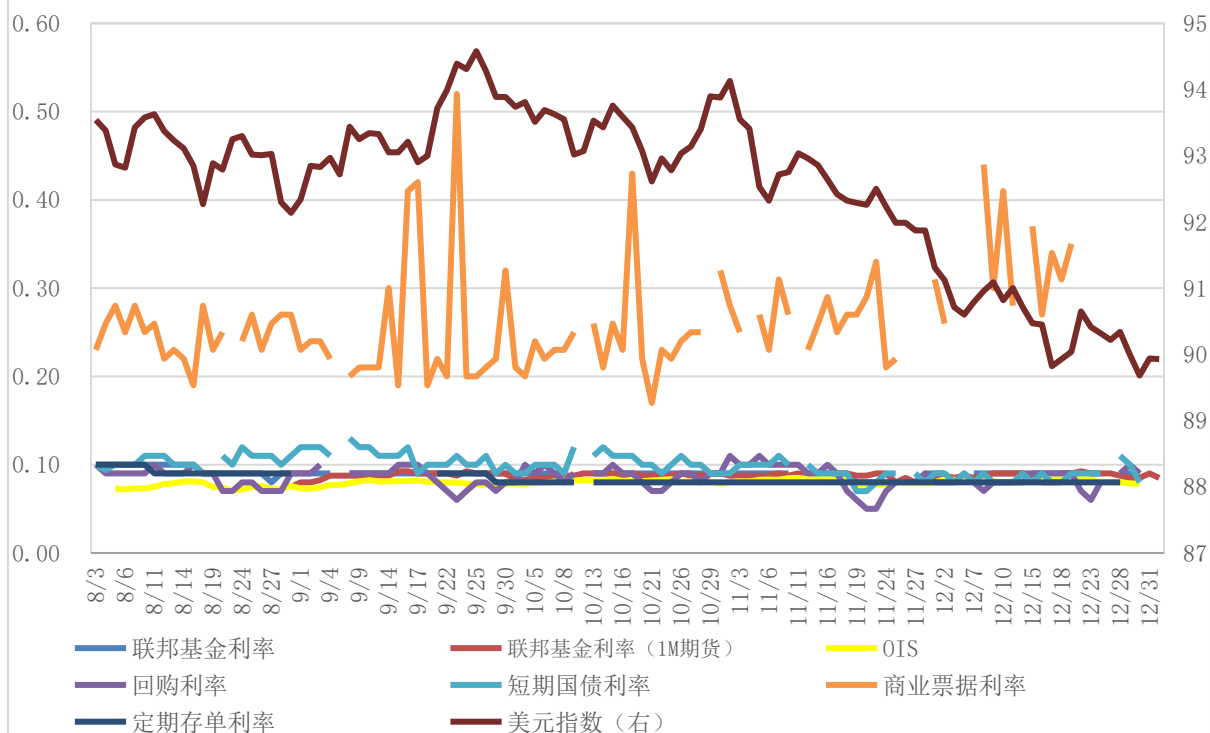
Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、Josh[数据分析]、Irac Wang[数据溯源与增补]、沉 镜[综合统筹]

【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。

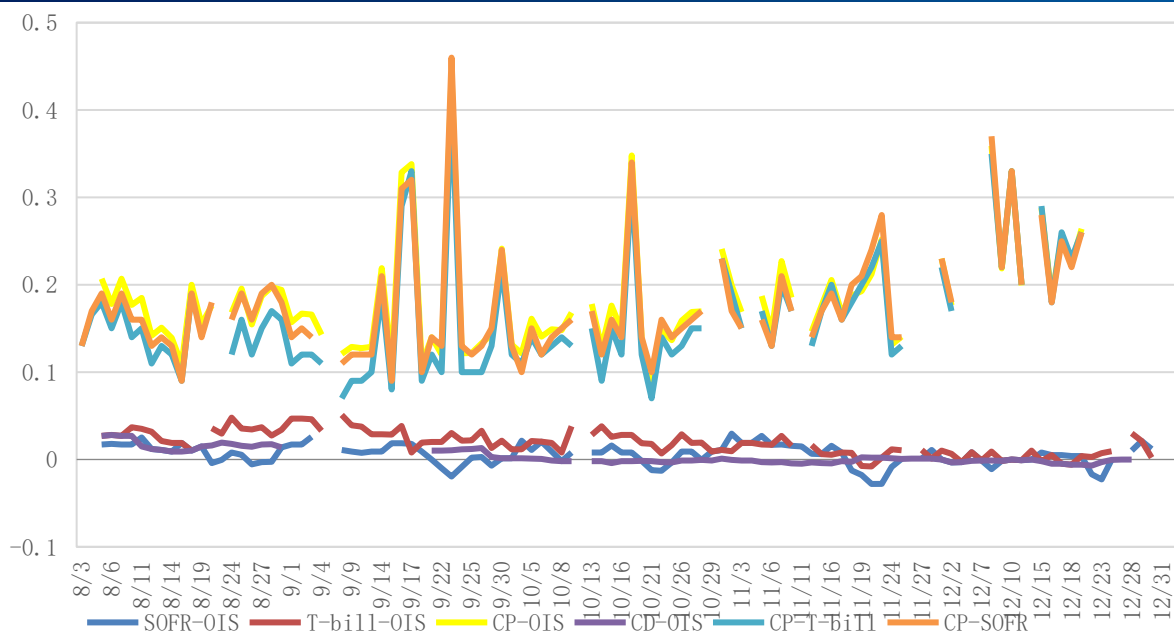
第一部分：美国货币市场指标

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 本周美元指数持续疲软，本周均值 90.0 与上周均值 90.3 下降 0.3，同时，跌破 90 指数关口，于本周三 30 日达到本周低点后小幅恢复。推测相关原因如下：a) 月度平衡再交易（月底前平衡投资组合）打压美元；b) 目前美国的刺激政策，市场参与者心理层面一定程度预期美元将进一步贬值，同时，美国参议院共和党人阻挠 2000 美元个人纾困补贴法案；c) 短期来看，美国顶级传染病学专家福奇周日早些时候表示，美国将在未来几周面临新冠病毒大流行最严重的情况，经济复苏预期下降。
- ② 刺激法案方面，28 日，特朗普签署经济刺激法案（包括约 9000 亿美元的纾困计划和 1.4 万亿美元政府拨款），扭转了政府将在周二关门的风险，法案将 1400 万美国人的紧急失业救济金延长至明年 3 月中旬，将数百万租房者的驱逐保护延长至明年 1 月 31 日。还包括为一些成年人和儿童提供 600 美元的支票；每周为失业救济金充值 300 美元，持续 11 周；为小企业提供 2800 亿美元的援助，以及为疫苗、教育和交通提供资金。同时，参议院多数党领袖麦康奈尔阻止了民主党人试图将新冠救助支票金额从 600 美元提高到 2000 美元的努力，该法案已于周一获众议院通过。29 日，麦康奈尔提出了一项法案，将 2000 美元的新冠援助支票与特朗普关于社交媒体公司法律保护以及选举欺诈的相关要求挂钩。截止 1 月 1 日，美国国会参议院连续第三天拒绝将现金派发规模提高至 2000 美元。
- ③ 美联储资产负债表数据本周较上周降低 0.5%，主要是 MBS 资产抵押债券减少所致，同时，中央银行货币互换近几周均处于上升态势。
- ④ 本周 A2/P2 商业票据利率均未公布，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

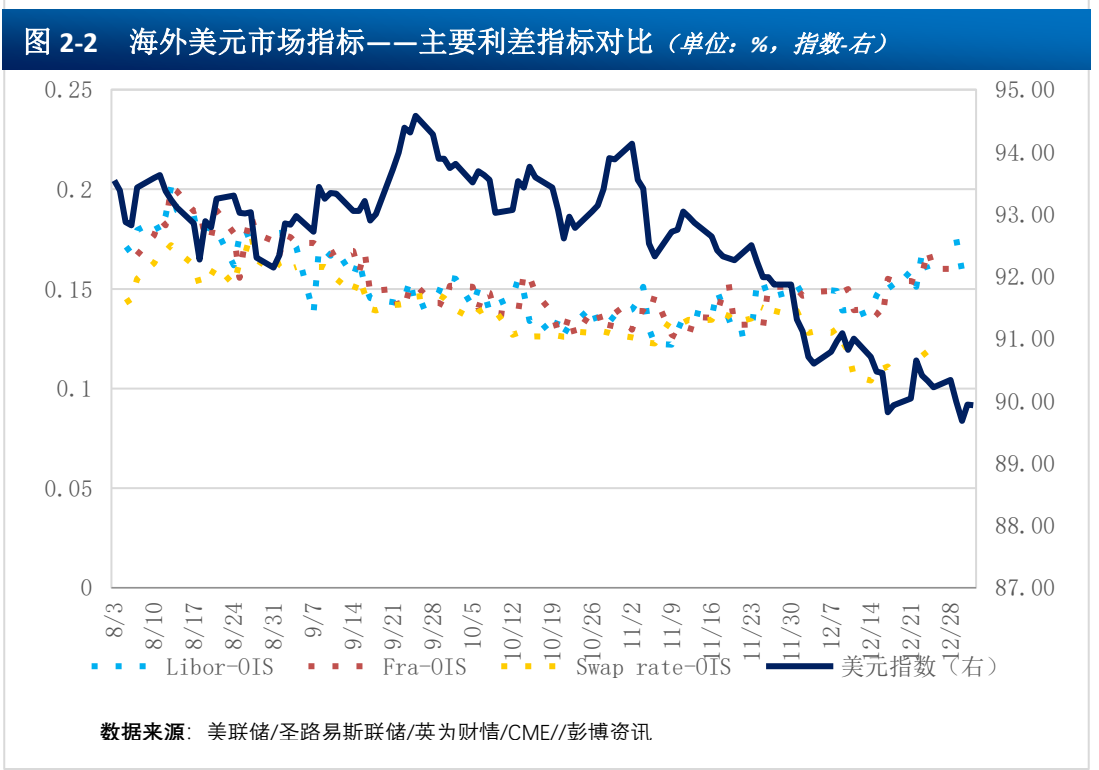
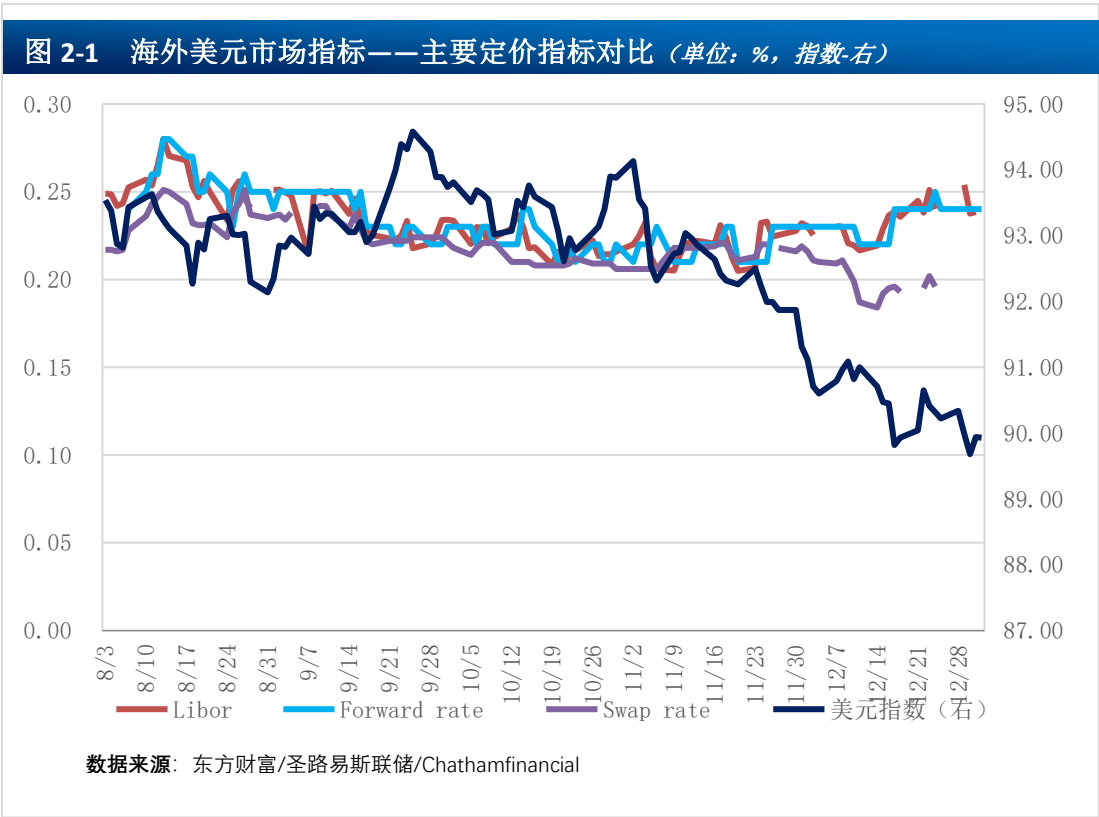
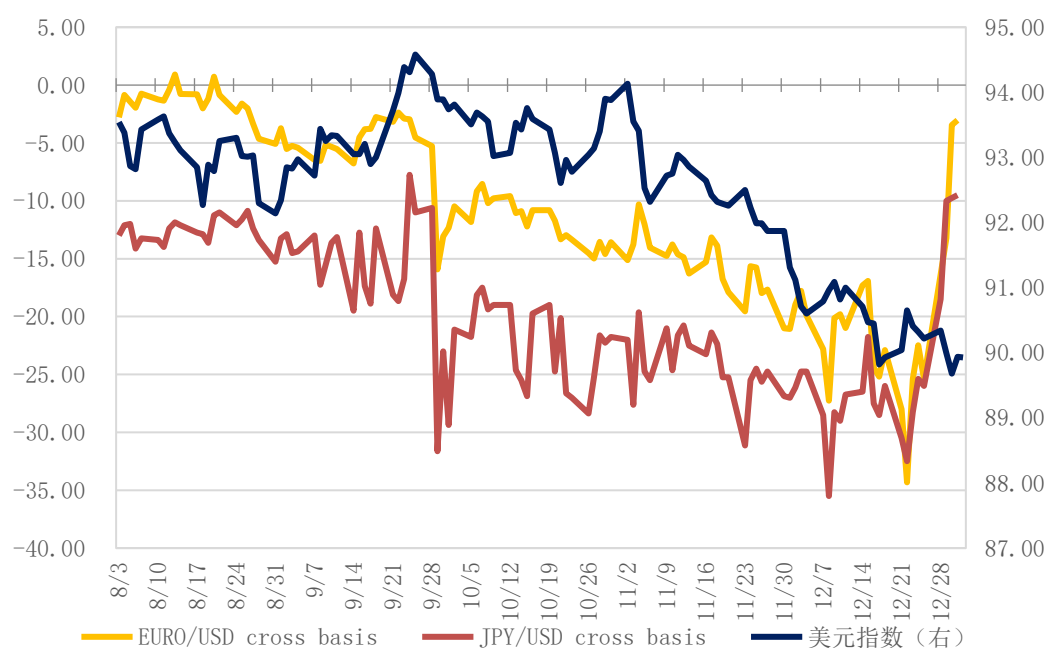


图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



数据来源：英为财经/彭博资讯

【本周异常指标解读】

- ① Libor 与 Fra 近几周来均超过前期运行普遍区间，特别是 29 日 Libor 来到最高位 0.254% 水平，推测前述经济刺激法案影响较大。值得注意的是，Libor 和 Fra 均以 3 个月时限为统计，Swap rate 则统计的是 1 年期数据，从图形可知，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。
- ② 英国、欧洲方面，30 日，欧盟、英国下议院批准脱欧贸易协议，31 日，上议院及英国议会依次批准了脱欧贸易协议。至此，在 31 日最后时点前，脱欧大戏全剧终，英国结束脱欧过渡期。英国正式离开欧盟单一市场和关税同盟，彻底脱欧，双方将根据去年年底达成的贸易协议，开启新的关系。31 日，德国 10 年期国债收益率突然跌至 -4.58%，后恢复正常。推测在中欧投资协定的敲定后利好欧元区，最大的受益者将是德国大型车企，可能受该消息刺激。
- ③ 日本方面，本周日本新冠疫情确诊周增速较上周提高，日本政府决定从本月 28 日至明年 1 月底，暂停所有国家和地区的新旅客入境，并依据明年 1 月底的疫情状况再决定是否继续暂停新旅客入境，日本政府此次“封国”是为了有效应对疫情。同时，过去三

周里海外投资者合计买入超过 800 亿美元的短期日本国债，这是美元负基差套利交易的一部分（10 月份以来 3 个月日元基差互换走阔 20 个基点，美元投资者进入基差互换赚取离岸美元溢价，剔除买入短期日债的对冲成本，依然有明显正回报）。

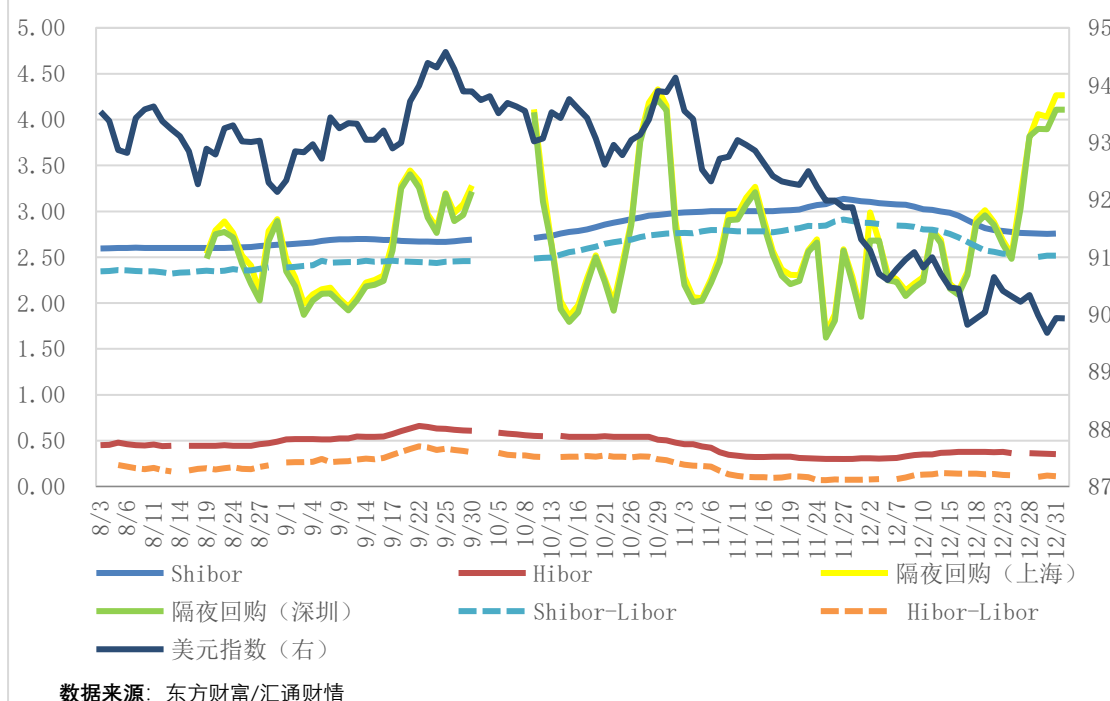
- ④ 受到达成的英国脱欧贸易协议的提振，市场避险情绪消散叠、新冠疫情扩散、美元水位充足、国际资本套利等因素影响，欧元、日元兑美元货币基差互换利率单边收窄。
- ⑤ 海外美元市场其他指标处于正常范围。

【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）



【本周异常指标解读】

- ① 中美利差方面，本周中美10年期国债收益率利差均值2.28%，较上周均值2.33%继续收窄，主要是因为中国10年期国债收益率降低所致，今年来，由于人民币债券收益较高，从央行境外机构和个人持有境内人民币金融资产每月情况来看，截止9月，持有的债券仍然处于上升态势。
- ② 本周隔夜回购(上海)大幅攀升至4.26%，隔夜回购(深圳)大幅攀升至4.11%，R007-DR007本周攀升至0.902%后压降至0.138%，对非银机构而言，充足的流动性总量令其跨年无忧，但受分层因素影响，其资金价格略高，周中的跳升可能的原因是质押品资质不好(如用AA+信用债质押)及年末资金紧张的常规现象，预计假期过去各项成本将会恢复正常。
- ③ 人民币兑港元汇率超过上周高点来到1.188，Shibor-Hibor自美国刺激法案通过后，又开始趋向短期内利差扩大的趋势。
- ④ 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

在本周的四个交易日当中，市场显得较为平静，各类资产稳步向上，市场一片欣欣向荣的景象。英国脱欧协议的正式签署，以及中欧双边投资协定的顺利敲定，不论是二级市场的各类资产表现，还是汇率的上扬，都给各自市场带来利好。虽然美国参议院共和党领袖麦康奈尔拒绝就 2000 美元支票发放进行投票的提议，但美元指数继续破位的事实表现了市场对出台进一步刺激措施持乐观态度。需要注意的是，Paypal 自 10 月开始开通了比特币的支付通道，美国政界层面加大对非主权加密货币掌控力度，商业体和边缘主权国家在积极拥抱加密货币作为绕道美元霸权的工具，随着未来比特币使用认可度提高，会对美元持续形成压力，对美元指数进一步下降起到推波助澜的作用。回首看，难忘的 2020 年已经过去，这一年我们所经历过的，将会成为未来宝贵的财富。让我们携手迎接，2021 辛丑年的到来。

重要风险提示：①冬季疫情二次爆发的不可测性；②参议院拒绝 2000 美元的救助方案；③货币泛滥的宽松条件下导致的市场波动性加剧；④气候或自然条件异常导致粮食价格超预期上涨，疫苗兑现不及预期导致供需缺口持续存在，通胀持续上行压力加大。

美元环流监测小组当前时点环流结论：本周美元由于美国刺激法案通过及英国结束脱欧过渡期，美元热环流状态较上周有所加大，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 1 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	19 期	20 期
美国	政府陷入停摆进展	★	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 关注 1 月 5 日佐治亚州参议员选举	特朗普突然一改前几日的抗拒姿态，在佛罗里达州的度假村签署了规模约 9000 亿美元的经济刺激法案，扭转了政府将在周二关门的风险。
	刺激法案	★	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。	28 日，法案签署，法案将 1400 万美国人的紧急失业救济金延长至明年 3 月中旬，将数百万租房者的驱逐保护延长至明年 1 月 31 日。方案还包括为一些成年人和儿童提供 600 美元的支票；每周为失业救济金充值 300 美元，持续 11 周；为小企业提供 2800 亿美元的援助，以及为疫苗、教育和交通提供资金。
	美国大选	★	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	美国参议员霍利确认将在 1 月 6 日挑战选举人团结果。
	A2/P2 商业票据		刺激法案尚未通过，周均值 0.35%	刺激法案通过，本周末公布数据
	对冲基金套利空间		上上周均值：0.14%	本周无数据
	10 年期国债收益率		上周末：0.93%	本周末：0.92%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差		上周末：6.69%	本周末：6.37%
	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：80.3 万人 上周末通胀平衡债券利率：1.97%	当周救济金人数：78.7 万人 本周末通胀平衡债券利率：1.99%
	资产负债表情况	★	上周：7404039 百万美元， 增速 0.6%	本周：7363351 百万美元， 增速-0.5%
欧元区 / 英国	疫情进展-周增确诊		上周周增速：7.6%	本周周增速：6.8%
	英国脱欧进展	★	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	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。
	欧洲央行 12 月刺激法案		将目前规模已达 1.35 万亿欧元的欧洲紧急抗疫购债计划（PEPP）再增加 5000 亿欧元	欧洲官员：可能有必要再次扩大欧洲央行应对疫情的购债计划。
	新冠疫情周增速上升国家	★	英国、法国	英国
中国	中欧投资协议谈判		—	30 日，中国和欧盟达成历史性投资协定 减少投资限制开放市场。
	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。
	货币政策/流动性		本周净投放量：3700 亿元	本周净投放量：900 亿元
综合	信用债违约		11 月全月违约债券余额：227.92 亿元	12 月至今违约债券余额：80.8 亿元
	常规交易日		中国：12 月末财政结算/银行季末考核	美国：1 月 5 日佐治亚州参议员选举
	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。	澳大利亚、丹麦、意大利、荷兰、日本、新加坡等国已发现变异新冠病毒感染者。南非政府 18 日报告另一种变异新冠病毒。

【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	12/21	12/22	12/23	12/24	12/25	12/28	12/29	12/30	12/31	1/1
★ALL★	美元指数	实时	USDX	90.0	90.7	90.4	90.3	90.2	90.3	90.0	89.7	89.9	89.9
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	NA	0.090	0.090	0.090	NA	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.090	0.093	0.090	0.090	0.090	0.088	0.085	0.085	0.090	0.085
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.090	0.070	0.060	0.080	NA	0.090	0.100	0.090	NA	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.086	0.087	0.083	0.080	0.080	0.080	0.079	0.078	NA	NA
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.13	0.13	0.11	0.21	NA	0.12	0.11	0.12	NA	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.35	NA	0.35	NA	NA	NA	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	0.09	0.09	0.09	NA	0.11	0.10	0.08	NA	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			0.00	-0.02	-0.02	0.00	NA	0.01	0.02	0.01	NA	NA
	T-Bill — OIS			0.00	0.00	0.01	0.01	NA	0.03	0.02	0.00	NA	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.26	NA	0.27	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	CD — OIS			-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			0.26	NA	0.26	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.26	NA	0.29	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.245	0.238	0.251	0.240	NA	NA	0.254	0.238	0.238	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.240	0.240	0.240	0.250	0.240	0.240	0.240	0.240	0.240	0.240
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	NA	0.195	0.202	0.196	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-28.01	-34.32	-25.42	-22.49	-25.38	-16.35	-13.22	-3.45	-3.03	NA
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-30.50	-32.50	-28.25	-25.38	-26.00	-18.50	-10.00	-9.75	-9.50	NA
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.16	0.15	0.17	0.16	NA	NA	0.17	0.16	NA	NA
	Fra — OIS			0.15	0.15	0.16	0.17	0.16	0.16	0.16	0.16	NA	NA
	ICE Swap Rate — OIS			NA	0.11	0.12	0.12	NA	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	2.82	2.80	2.79	2.78	2.77	2.76	2.76	2.76	2.76	NA
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.38	0.37	0.38	0.36	NA	0.36	0.36	0.36	0.35	NA
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	3.01	2.88	2.68	2.53	3.17	3.81	4.06	4.03	4.26	4.26
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.96	2.85	2.64	2.48	3.03	3.82	3.90	3.90	4.11	4.11
中美利差	Shibor — Libor			2.573	2.558	2.536	2.536	NA	NA	2.503	2.518	2.518	NA
	Hibor — Libor			0.132	0.136	0.125	0.123	NA	NA	0.105	0.119	0.113	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。