



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界

美元环流监测报告

2020 年 9 月 21—25 日

第 6 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。

鸿学院美元环流监测小组友情编制：

【分 析 组】仁道兼非、不能吃冷、小明基德、Forever、Austin、daiye、文轩、长颈鹿、黑桃 K、徐華君、Helena

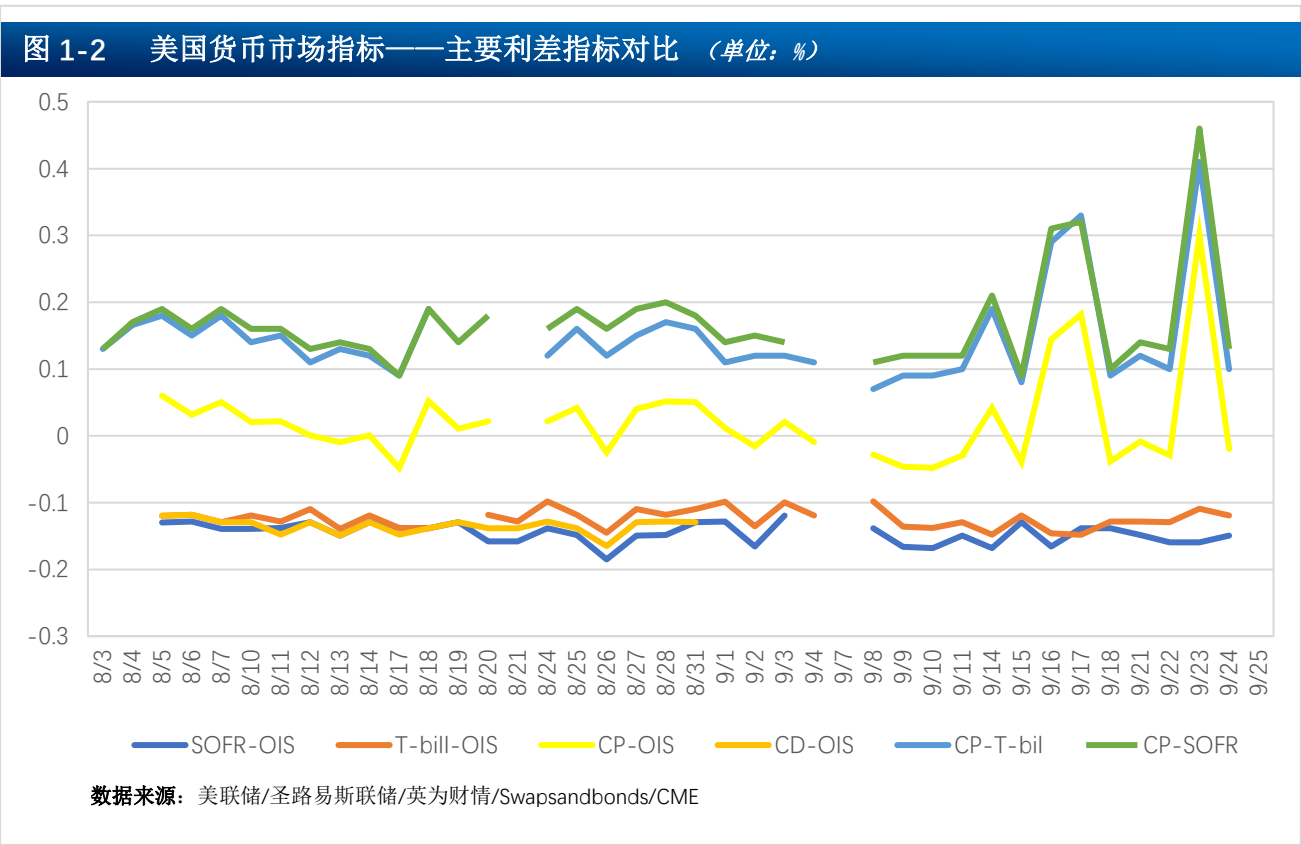
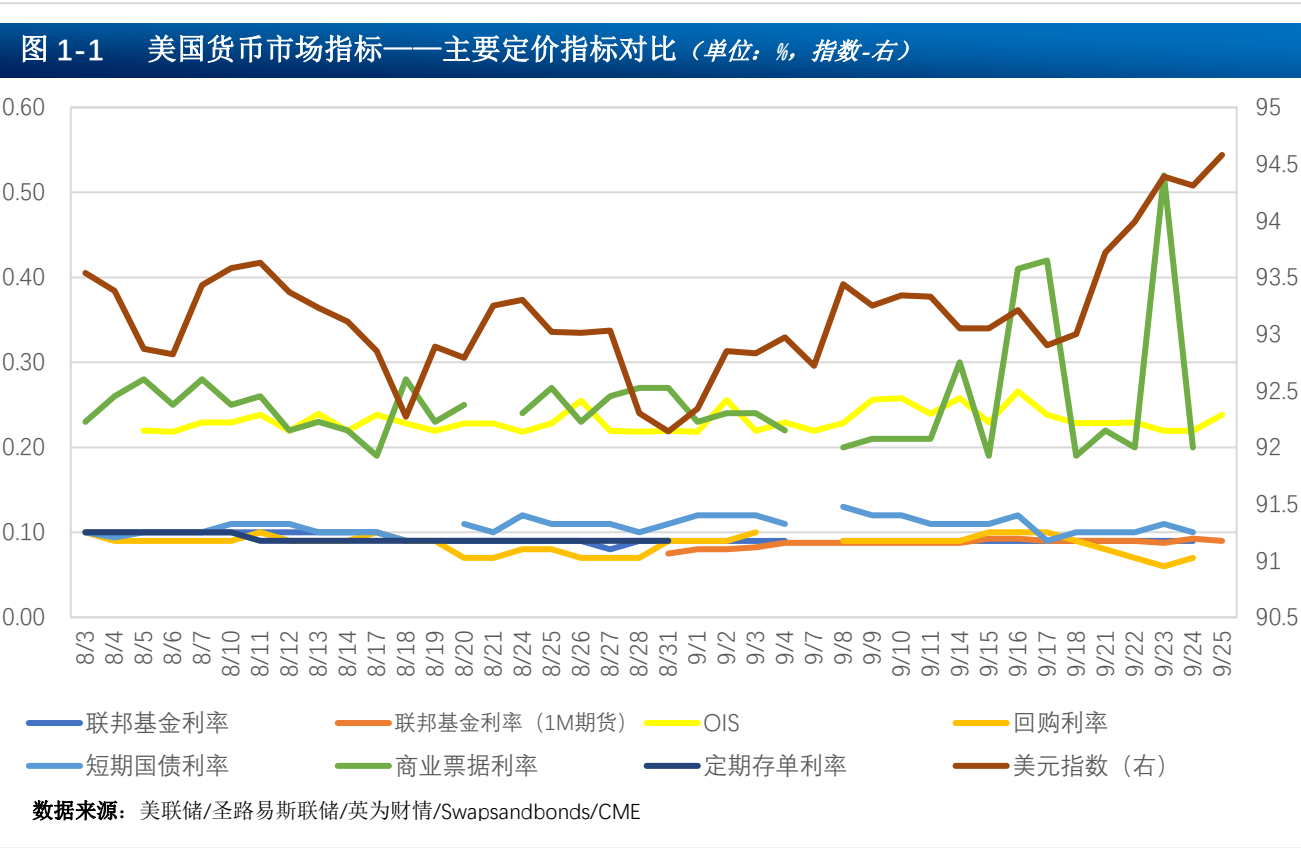
【数据/复核组】徐湘、张萌、田野

【新 闻 组】依山观水

【美 工 组】双鱼子

【其 他 组】沉静

第一部分：美国货币市场指标



【本周异常指标解读】

- ① 非金融 A2/P2 商业票据利率上周及本周出现较大波动，本周初恢复 0.2 左右正常水平后于 23 日跳升至 0.52，A2/P2 级非金融商业票据利率与 AA 级非金融商业票据利差扩大至 0.40，经查询，推断很可能与小企业援助的失效相关：①鲍威尔表示，美联储只向有偿付能力的借款人发放贷款；到目前为止，对美联储贷款计划感兴趣的都是大企业，最好是通过另一个拨款类型的计划，比如薪资保护计划 (PPP)，来帮助小企业。②美国最高经济政策制定者在援助范围可能有多广以及应该如何提供援助的问题上存在分歧，但仍有数以千计的中小企业和行业面临流动性危机，美联储很难为所有受损企业提供资金。同时，在截至 9 月 23 日的一周内，投资者从美国高收益债券基金当中撤资 48.6 亿美元，这一周资金流出规模仅次于 3 月中旬疫情最严重时期的 56 亿美元。相关利差指标受该指标影响呈现同向波动，下一步将持续关注该指标动态。
- ② 回购利率初现下降趋势，本周以来，该利率一改 0.09-0.1 运行区间，逐日最低下降至周四 0.06 后周五至 0.07，与 SOFR99%分位数据趋势一致，经查询官网中 SOFR 近期每日利率水平及每日成交量，无明显变化，推断可能代表着美元国债市场进一步充裕。
- ③ 定期存单利率本周公布，无明显变化，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将维持 0.1% 水平窄幅波动。
- ② 商业票据利率近期波动较大，暂时超出 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 因缺乏历史数据暂不预测长期趋势。

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)

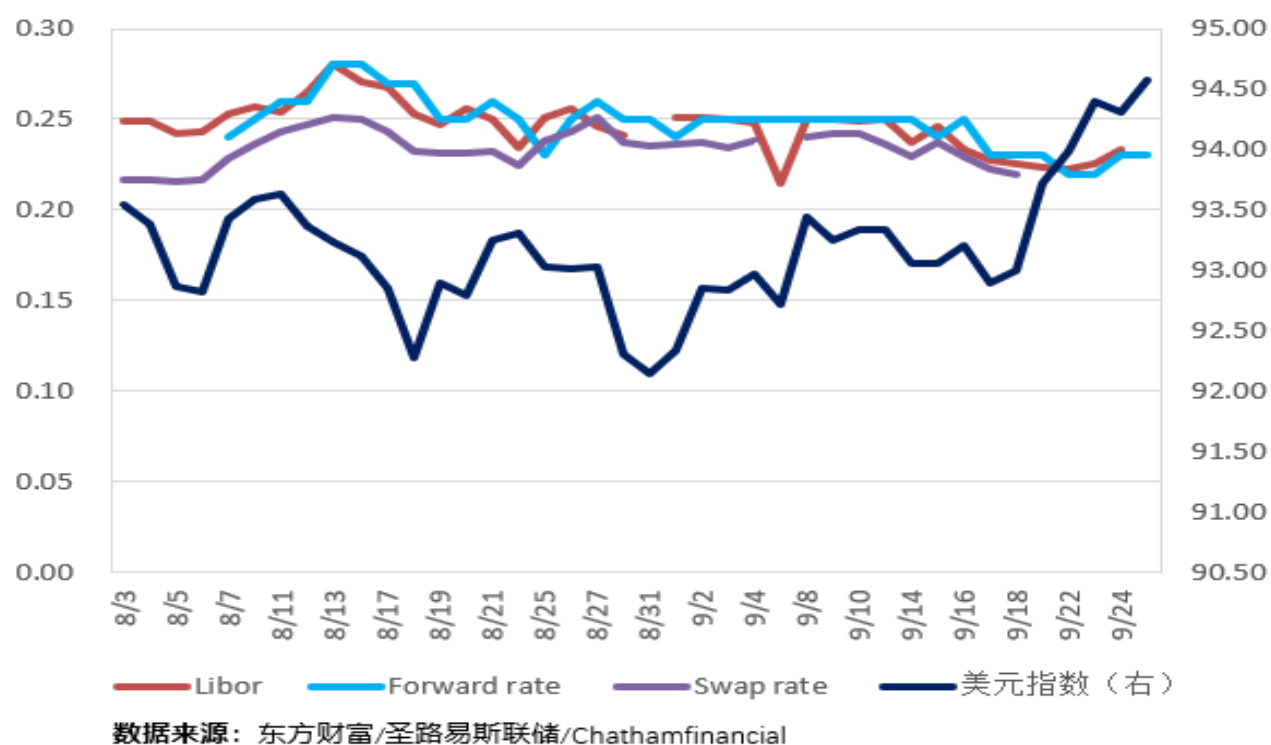


图2-2 海外美元市场指标——主要利差指标对比 (单位: %, 指数右)

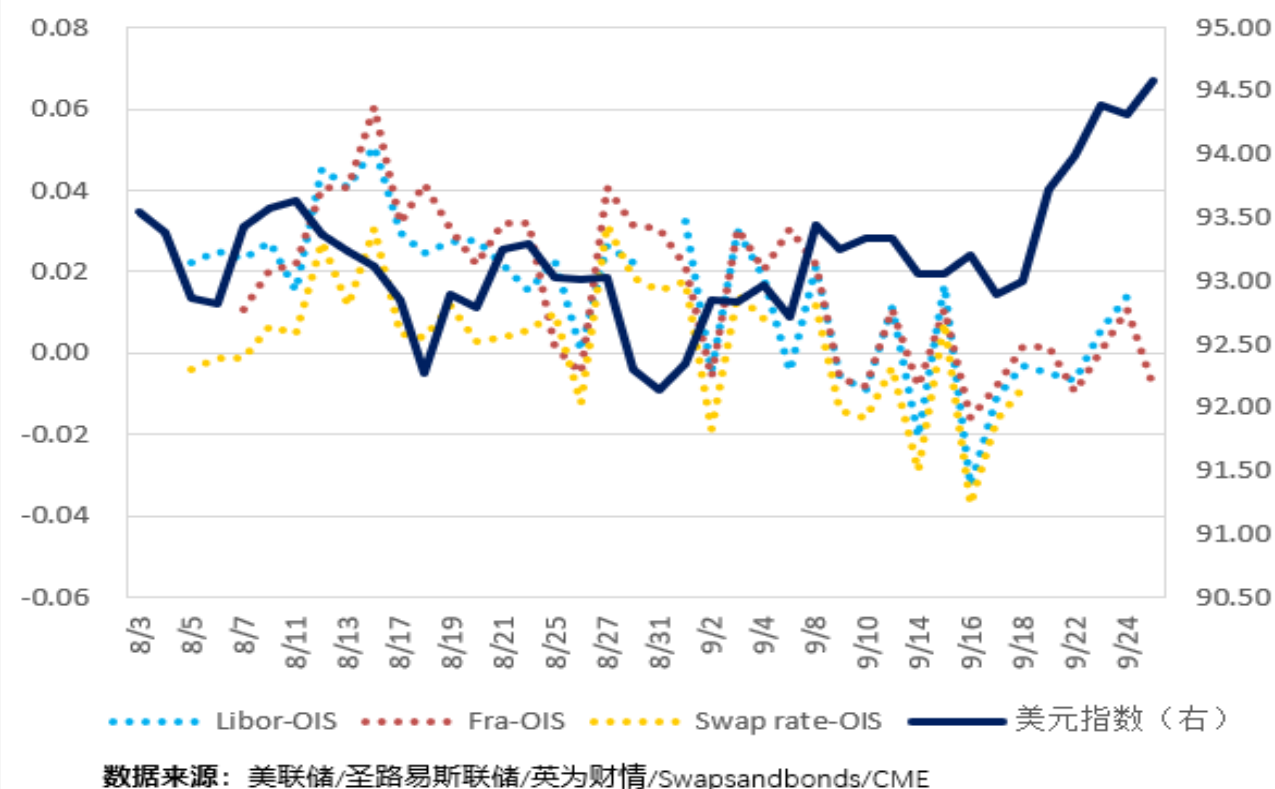
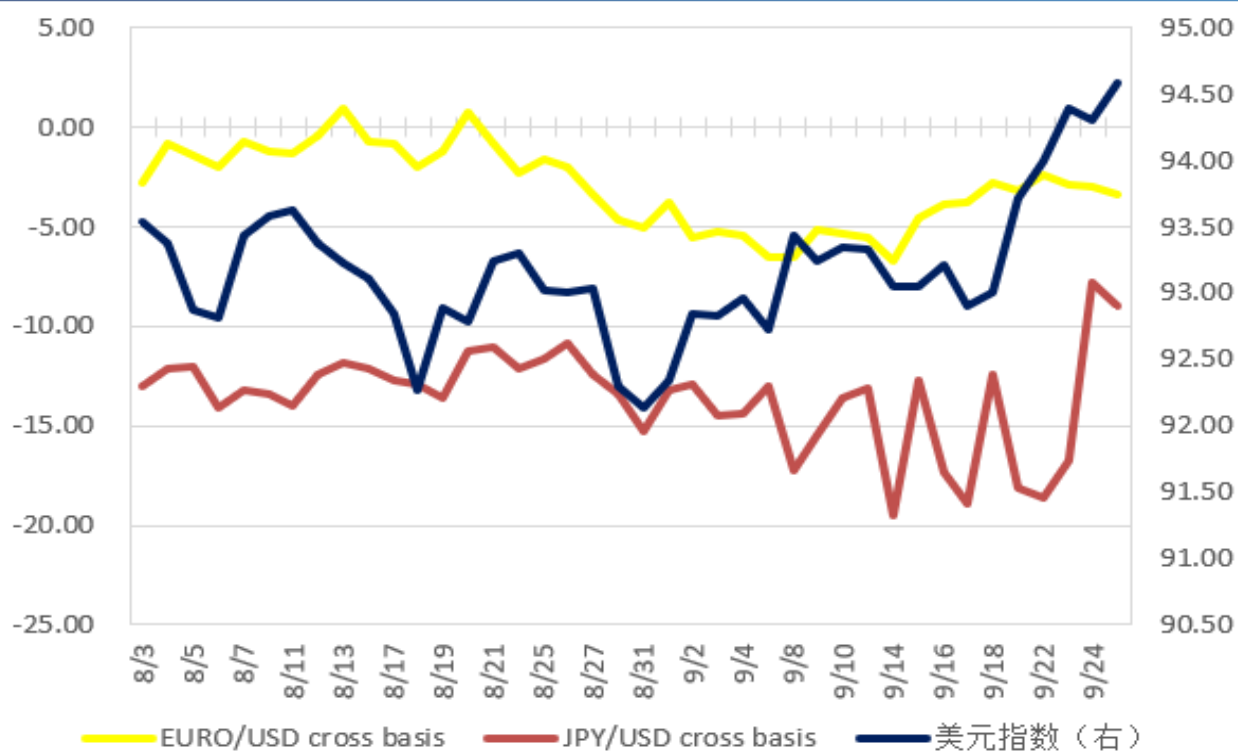


图2-3 海外美元市场指标——外币交叉互换利率对比 (单位: %, 指数右)



数据来源: 英为财经/彭博资讯

【本周异常指标解读】

- ① 美元指数方面, 经 2 个月震荡后, 反转上升至 94.6, 一周涨幅 1.72%, 导致黄金原油大跌。交叉货币互换利率方面, 欧元兑美元、日元兑美元基差本周进一步缩小 (日元对美元基差与美元指数同向变化), 海外美元市场美元流动性进一步宽裕 (推测部分流向美国货币市场)。推断主要受欧洲二次疫情爆发影响, 自上周 18 号法国一天新增感染病例 13215 例、创下疫情暴发以来的最高纪录以来, 欧元兑美元汇率下降, 欧元流出欧洲, 且欧元对美元 3M 期货与现货出现正向利差, 推断人们对欧洲在疫情处理方面比美国做得更好的信心在下降。此外, 欧元区进一步宽松预期也导致一定影响: 英国央行和新西兰联储正在考虑负利率, 澳洲联储预计将在今年年底前将关键贷款利率下调至 0.1%。

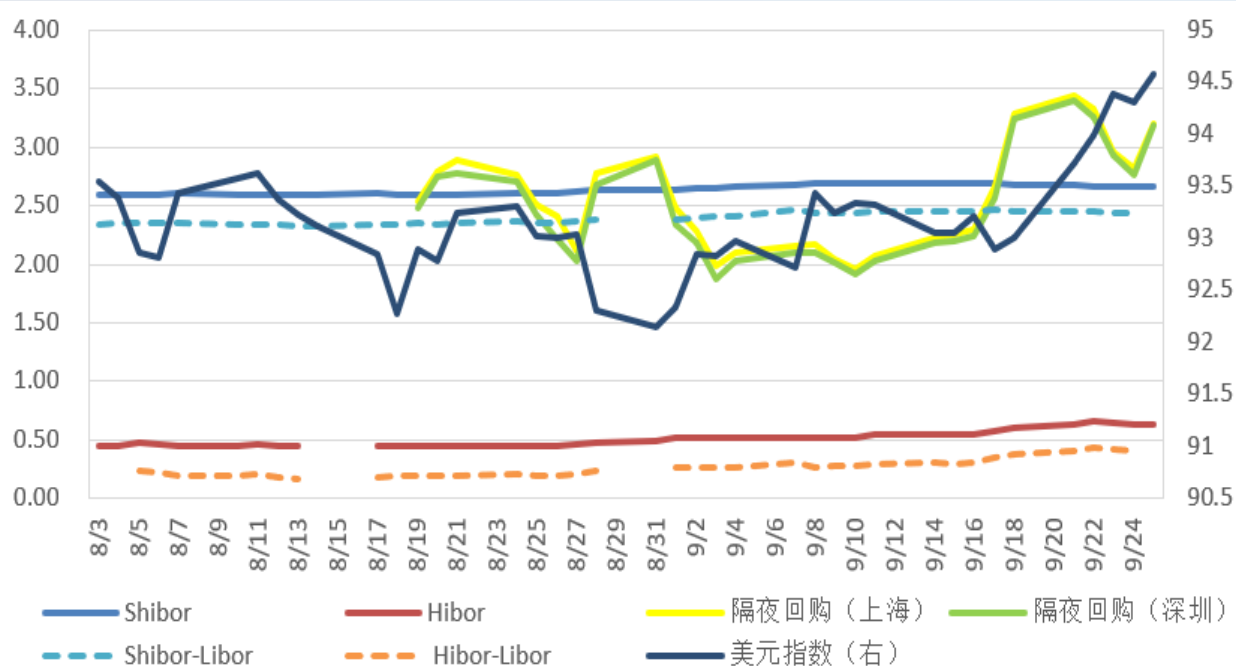
- ② 主要利差指标从上月正数逐渐转向本月末负数，是否未来将逐渐走向负数趋势有待进一步观察，如负利差扩大，则可能预示美元海外市场将产生性质上的变化。
- ③ Fra 本周末公布数据，海外美元市场其他指标处于正常范围。

【长期趋势预判】

- ① 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。
- ② 远期利率协议、交叉货币互换利率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/万得资讯

【本周异常指标解读】

- ① 拉长时间来看，上海和深圳隔夜回购与美元指数涨跌大部分时期呈现负相关关系，中美十年期国债收益率利差本月基本控制在2.45%水平左右，综合来看，推测是央行为稳定市场预期、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导致波动，属于正常央行调控行为。
- ② 中美利差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 美国货币政策执行空间有限，现阶段重点关注财政政策动向，中美利差本月维持在较稳定水平，长期趋势有待进一步观察。

第四部分：本周美元环流结论

综合来看：

本周，①美国财政刺激法案一拖再拖，最高法院大法官金斯伯格（Ruth Bader Ginsburg）的逝世，导致纾困计划顺利出台的可能性进一步降低，宽松预期减少、流动性释放停滞；②汇丰、渣打等国际大行卷入洗钱丑闻；③美国芝加哥联储主席埃文斯美联储的新利率指引并不排除在通胀一定时期内平均达到 2%之前收紧货币政策；④美国二季度经常账户赤字飙升 52.9%，创下 2008 年三季度以来的最高水平，高盛、摩根分别下调美国四季度经济预期；⑤企业信用进一步恶化：CCC 级与 BBB 级信用利差进一步拉大、杠杆贷款违约率进一步上升，美国高收益债券基金撤资；上述原因导致标普 500 指数大幅震荡，带动 VIX 指数波动加大，石油黄金下跌。观察三大板块主要指标，全球金融市场有一定波动，局部市场美元流动性紧张（如商业票据市场、垃圾债市场），但仍不改变近期美元环流暂未出现重大转向的基本判断。

建议关注：

- ① 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。
- ② 因利率政策操作空间有限，紧密关注新一轮欧洲刺激法案以及美国刺激法案进展，同时关注汇率政策进展情况。
- ③ 关注本周美国 11 月 3 日总统选举动态（含对华贸易政策），注意大选前的不确定性。
- ④ 关注美国疫情进展，以及美国经济恢复基本面及 PCE 通胀率变化情况。
- ⑤ 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。

【本周原始数据】

市场/维度	指标			2020									
	中文	期限	英文简称	9/14	9/15	9/16	9/17	9/18	9/21	9/22	9/23	9/24	9/25
★ALL★	美元指数	实时	USDX	93.1	93.1	93.2	92.9	93.0	93.7	94.0	94.4	94.3	94.6
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	0.090	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.088	0.093	0.093	0.090	0.090	0.090	0.090	0.088	0.093	0.090
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.09	0.10	0.10	0.10	0.09	0.08	0.07	0.06	0.07	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.26	0.23	0.27	0.24	0.23	0.23	0.23	0.22	0.22	0.24
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.11	0.11	0.12	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.30	0.19	0.41	0.42	0.19	0.22	0.20	0.52	0.20	NA
定期存单市场	定期存单利率	3M	CD	0.09	NA	NA	NA	NA	0.09	NA	NA	NA	NA
短期国债市场	短期国债收益率	3M	T-Bill	0.11	0.11	0.12	0.09	0.10	0.10	0.10	0.11	0.10	NA
美国货币市场	SOFR — OIS			-0.17	-0.13	-0.17	-0.14	-0.14	-0.15	-0.16	-0.16	-0.15	NA
	T-Bill — OIS			-0.15	-0.12	-0.15	-0.15	-0.13	-0.13	-0.13	-0.11	-0.12	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.04	-0.04	0.14	0.18	-0.04	-0.01	-0.03	0.30	-0.02	NA
	CD — OIS			-0.17	NA	NA	NA	NA	-0.14	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			0.19	0.08	0.29	0.33	0.09	0.12	0.10	0.41	0.10	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.21	0.09	0.31	0.32	0.10	0.14	0.13	0.46	0.13	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.24	0.25	0.23	0.23	0.23	0.22	0.22	0.23	0.23	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.25	0.24	0.25	0.23	0.23	0.23	0.22	0.22	0.23	0.23
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.23	0.24	0.23	0.22	0.22	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元交叉利率互换	3M	EUR/USD	-6.76	-4.52	-3.82	-3.78	-2.76	-3.18	-2.36	-2.91	-2.94	-3.41
	日元兑美元交叉利率互换	3M	JPY/USD	-19.50	-12.75	-17.37	-18.87	-12.37	-18.12	-18.65	-16.75	-7.75	-9.00
海外美元市场	Libor — OIS			0.00	0.02	-0.02	0.02	-0.03	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	0.01
	Fra — OIS			0.03	0.02	-0.01	0.01	-0.02	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00
	ICE Swap Rate — OIS			NA	0.01	-0.03	0.01	-0.04	-0.02	-0.01	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	2.70	2.70	2.69	2.69	2.68	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.54	0.54	0.54	0.57	0.60	0.63	0.66	0.65	0.63	0.63
	上交所加权平均回购利率	0/N	上海回购	2.22	2.25	2.30	2.67	3.29	3.45	3.33	2.97	2.82	3.20
	深交所加权平均回购利率	0/N	深圳回购	2.18	2.20	2.24	2.57	3.25	3.40	3.26	2.93	2.77	3.19
中美利差	Shibor — Libor			2.460	2.450	2.455	2.461	2.454	2.450	2.448	2.445	2.435	NA
	Hibor — Libor			0.303	0.297	0.311	0.346	0.378	0.408	0.438	0.425	0.399	NA

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。