



HONG ACADEMY

追 寻 自 我    发 现 世 界



# 美元环流监测报告

2021 年 2 月 1 日—2021 年 2 月 5 日

第 25 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/碳排放牵头]、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】

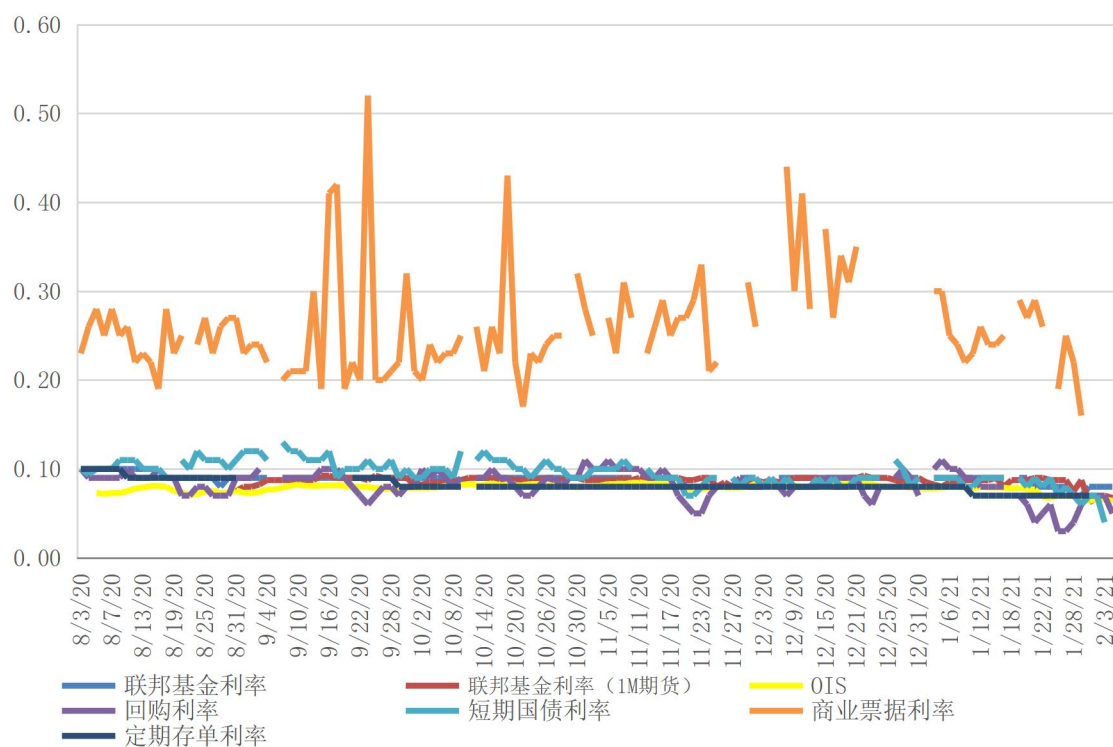
Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、Josh[数据分析]、Irac Wang[数据溯源与增补]、沉 镜[综合统筹]

### 【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。

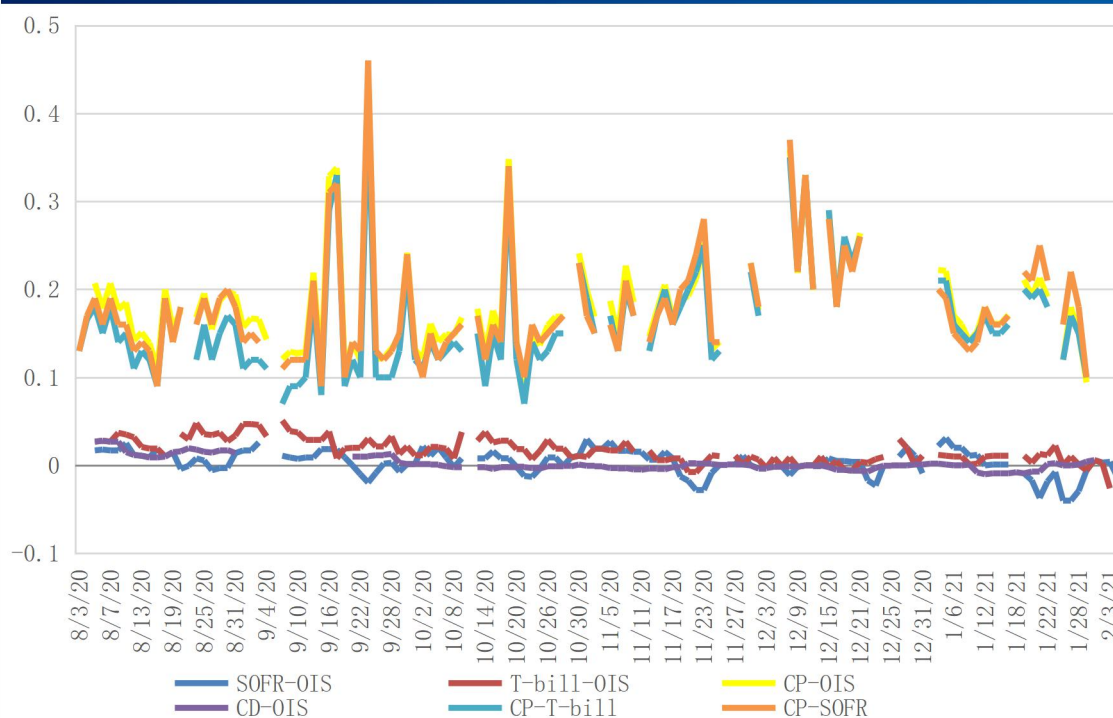
# 第一部分：美国货币市场指标

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

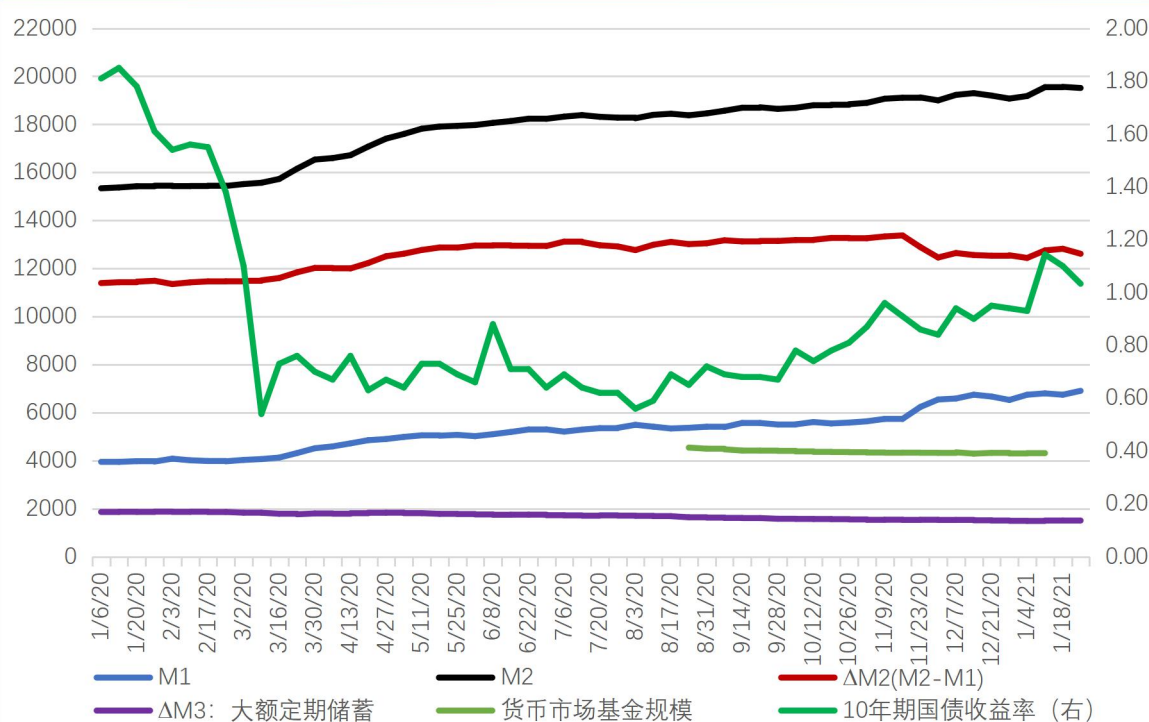
图 1-2 美国货币市场指标——主要利差指标对比（单位：%）



数据来源：美联储/圣路易斯联储/英为财情/CME/彭博资讯



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，散户逼空大战降温，白银逼空失败大幅下挫，同时黄金下跌，美元指数呈现前低后高格局，美元指数在 90 下方反弹后连续第五周收盘企稳 90 上方，本周更是向上收于 91.3（上一次美元指数 90 低点是在 2018 年 1 月中旬到 4 月中旬），周一，10 位温和派共和党参议员周日敦促拜登大幅缩减方案规模，以赢得两党共同支持，周二，德国《明镜》周刊网站 2 月 2 日报道，在南非和巴西出现了明显能使疫苗有效性降低的新毒株，周三，拜登拒绝在纾困支票金额方面做出让步，但愿意考虑更严格的发放标准，本周，美联储官员暗示美国经济恢复不及预期，表示如果基于拜登政府的刺激政策和新冠疫情控制的乐观预期，则 2021 年美国的经济将会有较大的复苏，周四前美元指数上涨态势，全球风险资产受到提振；周四，美国众议院通过了一项预算协调方案，该决议能够推动 1.9 万亿刺激方案进展，后续仍需参议院通过，加上周五 1 月非农就业数据低于预期，美元指数小幅下跌。
- ②美国财政部将下周的再融资债券发行规模提高到了创纪录的 1260 亿美元，EFFR（1M）期货本周均值 0.0665%，低于上周 0.085% 均值，同时，SOFR（1M）期货本周均值 0.042%，低于上周 0.0625% 均值，随着美联储持续购买国库券操作增加，OIS、T-bill 利率进

一步下跌，预期美国联邦基金市场美元流动性充足且预期未来仍较充足。

- ③1月19日至1月23日当周，M1较上周增幅2.4%，M2基本持平，M3增幅1.3%，美国10年期国债收益率小幅降低至当周25日的1.03%水平。本周，商业票据利率升幅较大，美元指数升高，从而影响了A2/A2市场，从上周的0.16跳升到了0.3，同时推断上周M2-M1的再次下降也为A2/A2的抬升助力。
- ④随着美国当周确诊新冠疫情增速下降，疫苗接种快速推进，美国初请救济金人数降低，ADP就业人数提高，OPEC减产协议执行率在1月升至103%导致原油价格上涨，美债供给大于需求等因素综合影响，市场燃起对疫情迅速结束、经济快速恢复的期望，通胀预期提升，美国10年期通胀保值债券（TIPS）盈亏平衡通胀率达2.197%，为2018年5月以来最高，带动10年期国债收益率长端利率来到本周五1.18%高点。美国国债收益率今年开年以来持续陡峭化，周五，5年期与30年期美国国债收益率息差达到1.47%。近期美元指数和美债收益率持续走高，是否是流动性紧缩的信号还将进一步观察。
- 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、国库券收益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预计长期将保持0.07%—0.09%区间波动，目前已经低于0.07%下限，预计未来随着财政货币政策进一步宽松，将有可能继续降低。

## 第二部分：海外美元市场指标

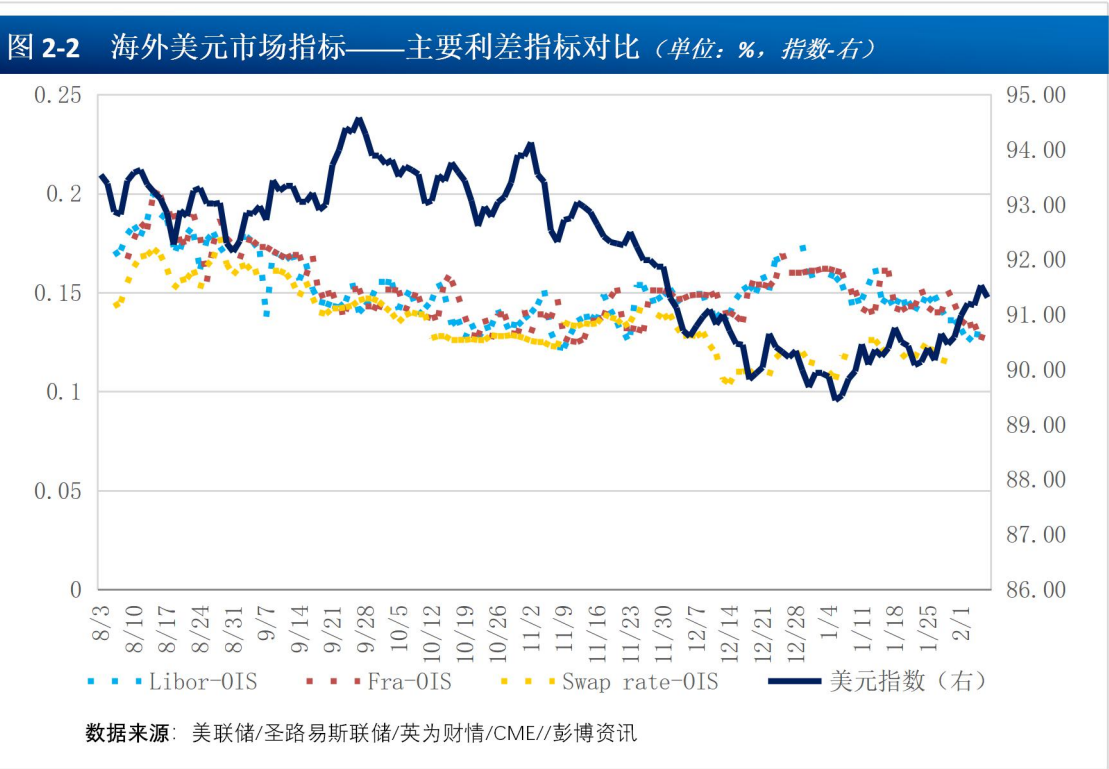
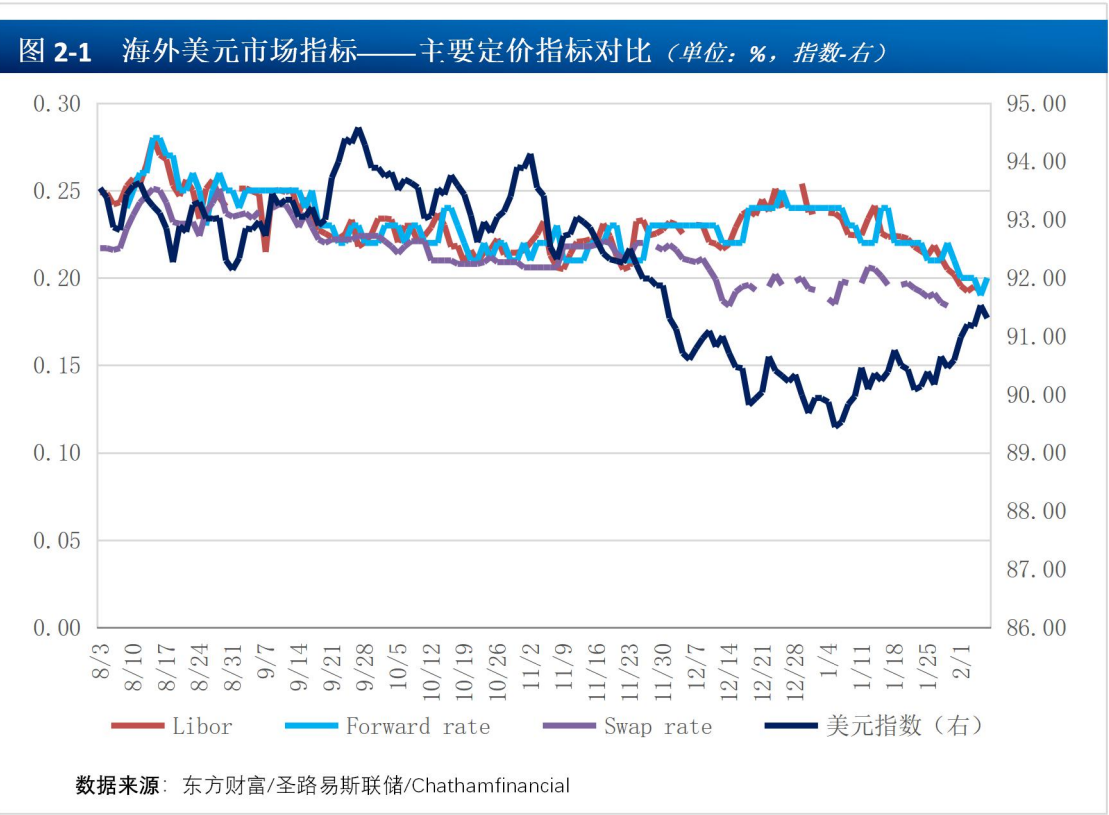
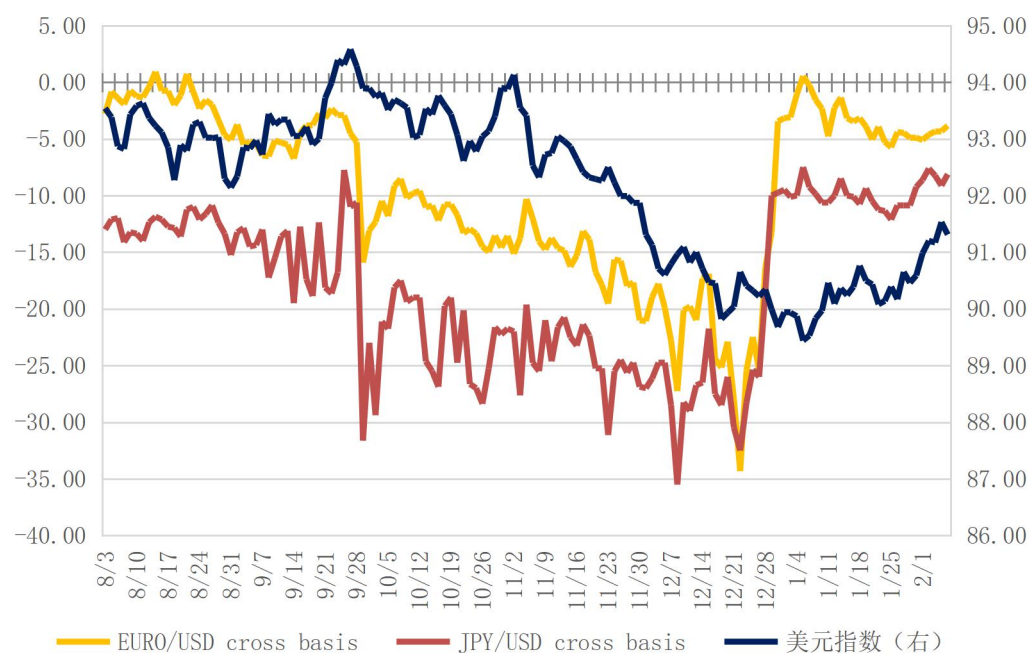


图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



数据来源：英为财经/彭博资讯

### 【本周异常指标解读】

- ①基于联邦基金市场美元流动性充足的现状，Libor、远期利率本周自上周低位继续降低，从海外美元市场和联邦基金市场利差来看，TED（Libor-T-bill）、Libor-OIS、Fra-OIS 利差水位小幅收窄，海外美元流动性同样充足，海外美元市场与美国货币市场水位小幅收窄。
- ②从 Fra 和 ICE swap rate 来看，推测未来 3 个月至 1 年内海外美元利率将处于下降趋势。
- ③欧元兑美元、日元兑美元货币基差互换利率本周波动较小，**日元方面**，周二，日本首相菅义伟表示，将延长包括东京、大阪在内的十个都府县的紧急状态至 3 月 7 日，后半周基差有所扩大。**欧元方面**，最近的官员讲话表明欧洲央行甚至可能会调降存款利率，以抑制欧元走强。欧洲央行管委克诺特表示，如果事实证明有必要进一步下调已经为负值的存款利率，以使通胀目标不致于脱轨，那么欧洲央行可能会决定这么做。**英国方面**，英国央行决议中，英国央行维持利率决议不变，并维持资产购买规模在 8950 亿英镑不变，符合市场预期。英国央行称，如有需要，银行可以开始为负利率做准备了。推断全球经济经历这轮疫情之后，还将继续减速，如疫情尚未过去



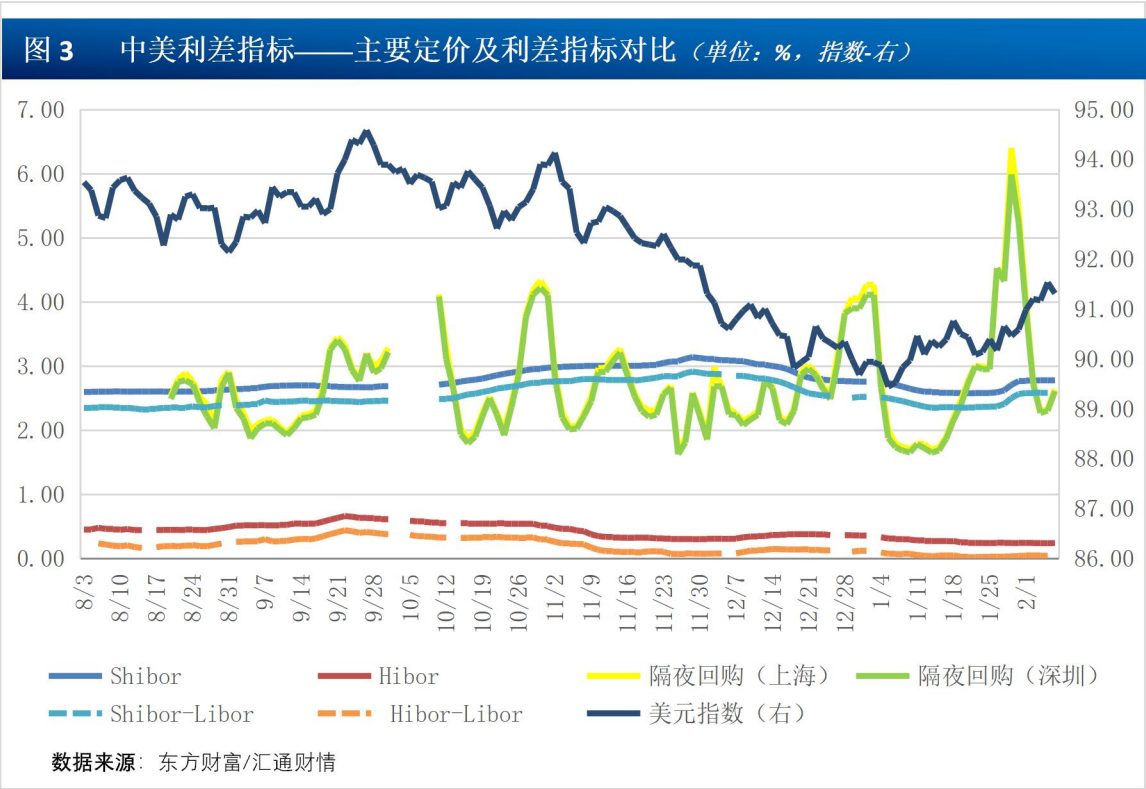
经济无法尽快复苏，则发达经济体先后都会进入负利率时代。

④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



#### 【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 2.38%较上周 2.83%收窄，长期 10 年期国债收益率利差方面，本周均值 2.09%较上周均值 2.14%也处于小幅收窄状态。主要为美国方面利率较中国方面利率升高更快所致。
- ②从全口径看，央行本周实现净投放 960 亿元，除周一上交所、深交所隔夜回购利率与 7 天回购利率倒挂外，其他工作日利率恢复正常规律。央行公开市场开启跨春节资金投放，但仅对冲了当日到期量，本周银行间市场日均交易量 4.07 万亿元，较上周 3.42 万亿元增幅 19%，利率较上周畸高的情况回复正常，资金面维持紧平衡。央行重启 14 天逆回购操作，近期资金面成为影响债市最主要的因素，市场对节前流动性预期不甚乐观，债券收益率全线上行。
- ③ 外汇交易中心：为进一步推动同业存单市场平稳有序发展，丰富金融机构境内外币融资渠道，经中国人民银行同意，市场利率定价自律机制自即日起在银行间市场推出外币同业存单。推断为银行补充负债新来源，有助于拓展金融机构融资渠道。

- ④全球金融信息和跨境支付系统 SWIFT 已与中国中央银行的数字货币研究所和清算中心成立了合资企业，这标志着中国正在探索全球使用其计划的数字元。根据公开信息，这家总部位于北京的合资企业的其他股东包括中国的跨境银行间支付系统（CIPS）和中国支付与清算协会，这两个机构均由中国人民银行（PBOC）监管。比特币再次触及 4 万美元位置，数字货币在美国已超过黄金成为继房产、401k、股票后的第四大投资工具，推断中国将有序推进数字人民币。
- 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。
- ①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。
- ②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

所谓“散户暴动”的闹剧仅仅持续了两周便土崩瓦解，白银市场与 GME 两者市场深度相差数个数量级，盲目的跟风只会成为精准屠手刀俎的鱼肉，理性，才是唯一可以依靠的坚强固盾。本周美国十年国债收益率依旧维持上行，美元指数在周五非农数据公布之前有强势的反弹，表明在美国国内资金流向风险资产而全球资金则流向美元避险资产，内外资金的反差或许说明了当前市场矛盾的心态，受新一轮刺激方案通过众议院的提振，美股本周持续上行，屡创新高，VIX 也同步走弱回到 24.17，宏观上基本没有改变，需要持续关注的是 2 月下旬可能面临的海外疫情加剧所导致的可能的市场波动。从过往经验来看，往往春节期间外盘波动可能性加大，建议注意投资风险。

**最后祝大家：新春快乐，牛转乾坤！**

**风险提示：**①进入冬季二次疫情爆发的不可控性可能对市场产生的影响；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疫情进展，不改变截止 2021 年 2 月 5 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	24 期	25 期
美国	经济刺激政策	★	美国民主党高层表示，参议院与众议院将在下周大举推进拜登总统提出的新一轮新冠纾困计划。	周四，美国众议院通过了一项预算协调方案，该决议能够推动 1.9 万亿刺激方案进展，后续仍需参议院通过
	A2/P2 商业票据	★	周均值：0.22%	本周均值：0.30%
	对冲基金套利空间	★	上上周均值：0.1525%	上周均值：0.1327%
	10 年期国债收益率		上周末：1.07%	本周末：1.18%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差		上周末：5.75%	本周末：5.34%
	杠杆贷款违约率		12 月：3.83%	1 月：3.38%
	经济复苏情况	★	前值救济金人数：84.7 万人 上周末通胀平衡债券利率：2.13%	救济金人数：77.9 万人 本周末通胀平衡债券利率：2.21%
	资产负债表情况	★	上周：7404926 百万美元， 增速 1.1%	本周：7410598 百万美元， 增速 0.1%
	疫情进展-周增确诊		上周周增速：5.1%	本周周增速：3.4%
欧元区/英国	欧洲央行	★	欧洲央行管委会委员 Olli Rehn 表示，央行准备使用一切必要工具来刺激通胀率，同时，欧洲央行正在密切关注外汇走势，准备好使用所有工具。	欧洲中央银行宣布将与部分非欧元区央行的双边欧元流动性协议延长 9 个月至 2022 年 3 月。该协议是欧洲央行去年为了应对公共卫生事件冲击而推出的新工具，原定于 2021 年 6 月到期，旨在向非欧元区国家的央行提供预防性的欧元回购便利，保障欧元的流动性。
	英国央行	★	—	英国央行决议中，英国央行维持利率决议不变，并维持资产购买规模在 8950 亿英镑不变，符合市场预期。英国央行称，如有需要，银行可以开始为负利率做准备了。
	新冠疫情周增速上升国家		无	无
中国	CPTPP		中国商务部国际经贸关系司副司长杨正伟当天表示，中方将积极考虑加入 CPTPP，愿与新西兰就此保持沟通。	英国将申请加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》。商务部表示，目前中方正在就加入 CPTPP 相关事项开展积极研究。
	汇率政策	★	—	外汇交易中心：为进一步推动同业存单市场平稳有序发展，丰富金融机构境内外币融资渠道，经中国人民银行同意，市场利率定价自律机制自即日起在银行间市场推出外币同业存单。
	中美贸易标志性事件		—	拜登上任后的首份外交政策演讲：在保证美国经济利益以及知识产权等受到充分保护的前提下，美国已经准备好与中国加强合作。
	货币政策/流动性		上周净投放量：-4705 亿元	本周净投放量：960 亿元
	信用债违约		1 月全月违约债券余额：30.92 亿元	2 月截止目前违约债券余额：8.77 亿元
综合	常规交易日		—	鲍威尔将发表重磅讲话
	CBOE 股权认购与认沽期权比率	★	上周末：0.58	本周末：0.41

## 【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2021 年									
	中文	期限	英文简称	1/25	1/26	1/27	1/28	1/29	2/1	2/2	2/3	2/4	2/5
★ALL★	美元指数	实时	USDX	90.4	90.2	90.7	90.5	90.6	91.0	91.2	91.2	91.5	91.3
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	0.080	0.080	0.080	0.070	0.070	0.080	0.080	0.080	0.080	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.088	0.088	0.088	0.075	0.088	0.063	0.067	0.070	0.067	0.065
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.060	0.030	0.030	0.040	0.060	0.070	0.070	0.070	0.050	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.068	0.070	0.070	0.069	0.066	0.064	0.067	0.066	0.064	0.064
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.11	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.08	0.08	0.08	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	NA	0.19	0.25	0.22	0.16	NA	NA	NA	0.30	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	0.09	0.07	0.08	0.07	0.06	0.07	0.07	0.04	NA	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			-0.01	-0.04	-0.04	-0.03	-0.01	0.01	0.00	0.00	-0.01	NA
	T-Bill — OIS			0.02	0.00	0.01	0.00	-0.01	0.01	0.00	-0.03	NA	NA
	CP (A2/P2) — OIS			NA	0.12	0.18	0.15	0.09	NA	NA	NA	0.24	NA
	CD — OIS			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			NA	0.12	0.17	0.15	0.10	NA	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			NA	0.16	0.22	0.18	0.10	NA	NA	NA	0.25	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.213	0.219	0.212	0.205	0.202	0.196	0.192	0.195	0.193	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.21	0.21	0.21	0.22	0.21	0.20	0.20	0.20	0.19	0.20
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.189	0.191	0.186	0.184	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-5.75	-4.41	-4.47	-4.91	-4.91	-5.10	-4.63	-4.35	-4.32	-3.85
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-12.13	-10.88	-10.88	-10.88	-9.25	-8.63	-7.63	-8.25	-9.13	-8.13
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.15	0.15	0.14	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	NA
	Fra — OIS			0.14	0.14	0.14	0.15	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	0.14
	ICE Swap Rate — OIS			0.12	0.12	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	2.58	2.59	2.62	2.71	2.77	2.77	2.78	2.78	2.78	2.78
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.24	0.25	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.98	4.46	4.51	6.40	5.43	4.01	2.74	2.28	2.33	2.64
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.95	4.53	4.32	5.99	5.23	3.89	2.72	2.27	2.30	2.61
中美利差	Shibor — Libor			2.366	2.371	2.408	2.500	2.563	2.578	2.583	2.581	2.583	NA
	Hibor — Libor			0.027	0.027	0.030	0.035	0.041	0.047	0.047	0.043	0.046	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。