



HONG ACADEMY

追 寻 自 我    发 现 世 界



# 美元环流监测报告

2021 年 1 月 11 日—2021 年 1 月 15 日

第 22 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

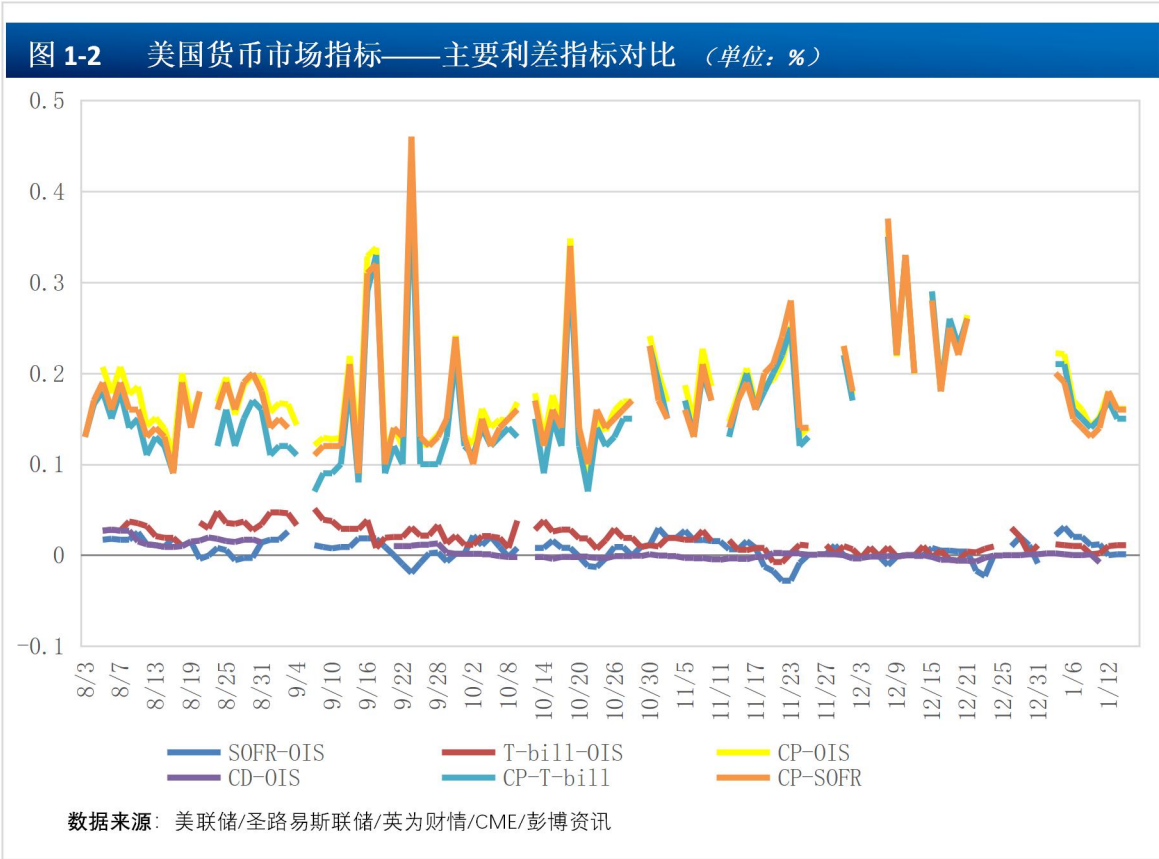
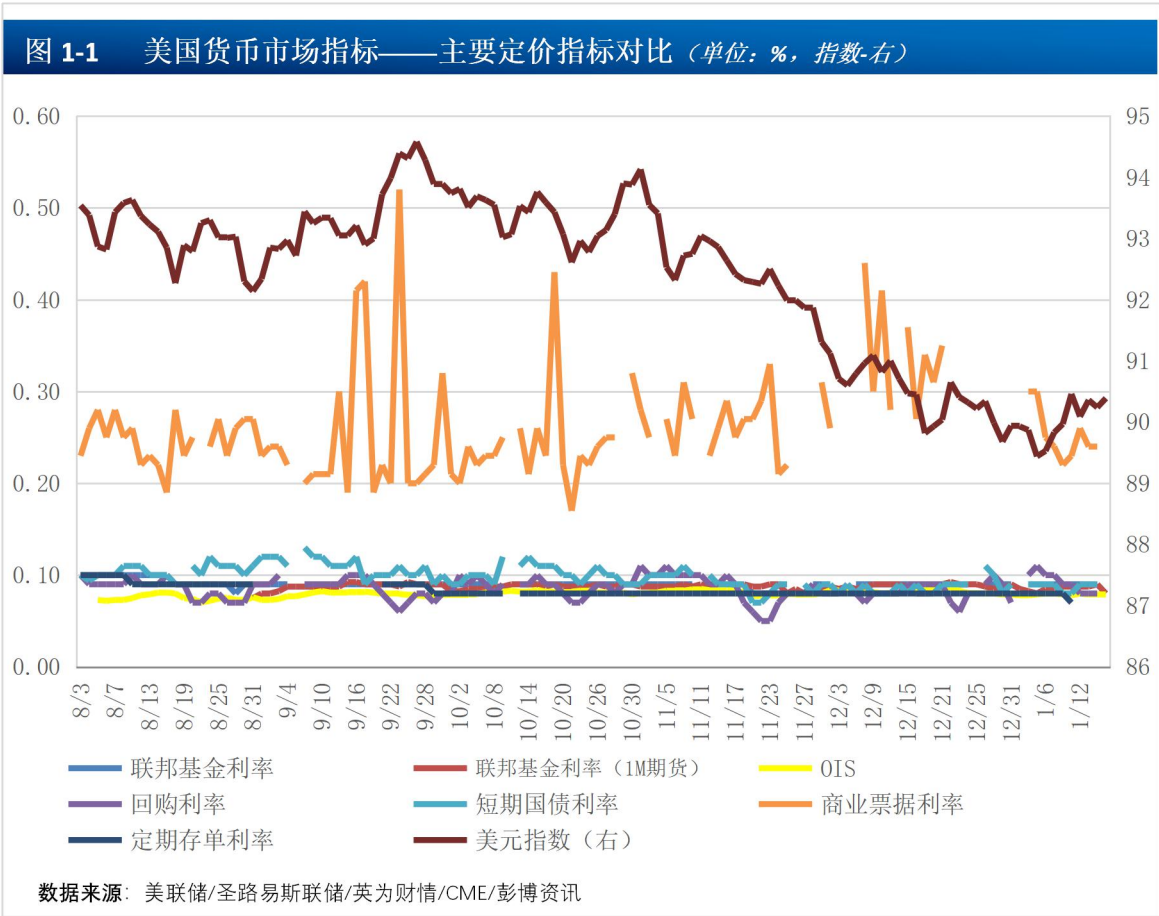
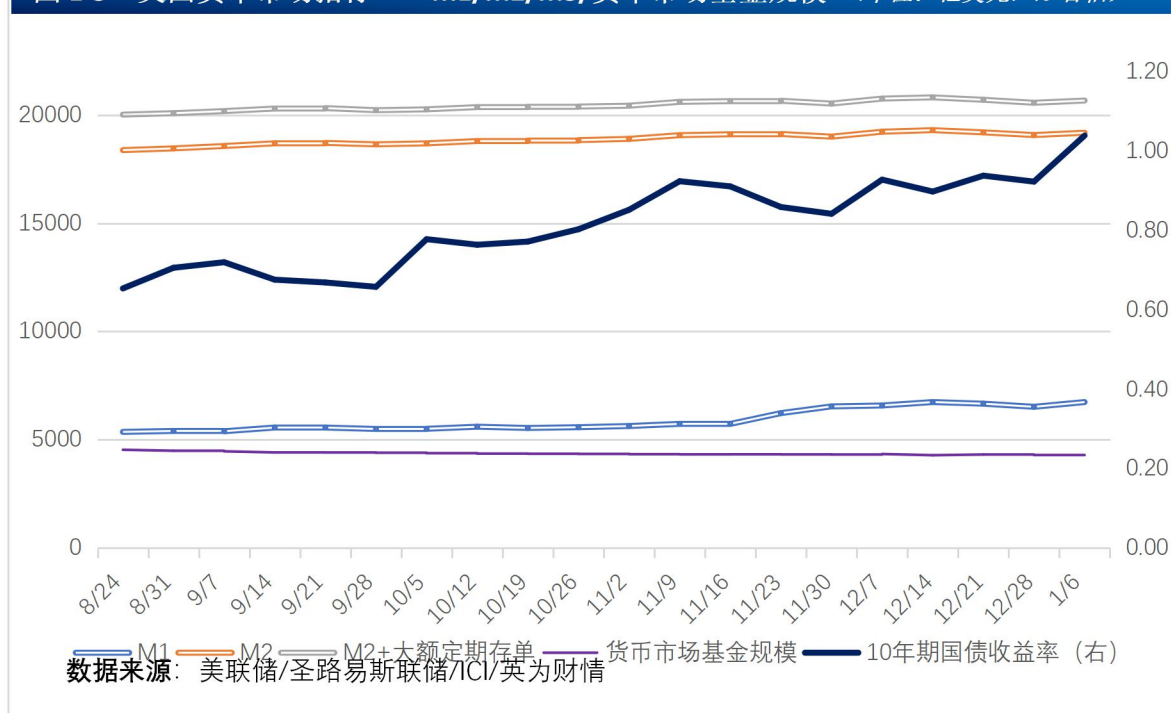




图 1-3 美国货币市场指标——M1/M2/M3/货币市场基金规模（单位：亿美元，%-右轴）



### 【本周异常指标解读】

- ①14日，美联储主席鲍威尔：1）再次强调核心PCE的重要性。短期内可能会看到美国物价上扬，但一次性的物价上涨并不意味着持续的通胀。美联储在实现充分就业方面还有很长的路要走。全球范围内都存在需求缺口。如果没有看到令人不安的通胀和失衡，美联储将不会加息，FOMC加息时间点“不会很快到来”，如果美国通胀上升方式不受欢迎，美联储可以通过若干政策工具来应对。2）美联储关于利率和资产购买的前瞻指引以政策的效果为依据，现在还不是谈论美联储退出（资产购买和低利率政策）的时候，缩减资产购买所引发的市场恐慌凸显出投资者对债券购买的敏感性，美联储需要非常谨慎地（向外界）沟通政策，美联储的政策将非常透明，我们将让整个世界明显地提前知道美联储关于缩减购债力度的意图。
- ②本周，延续受上周美联储12月会议纪要中出现“taper”的影响，市场开始对美联储可能收紧流动性定价，导致对美元现金的需求增大以及长端收益率上涨，所有大类资产出现下跌，代表性资产是比特币出现11700美元的回调，同时，叠加市场基于CPI反推美联储会加息的市场预期造成了国债价格的下跌。而后在美联储集体发声安抚市场之后收益率快速下降，周五美元指数在稳定在90上方。综合看来，市场已经初步具有了接受美联储适时收紧流

动性的心理预期。

- ③本周美元货币市场流动性较好，美联储资产负债表数据本周与上周基本持平，但国库券投放增加（国库券增幅 0.5%），十年期美债收益率维持在 1%上方可能与年初发债量有关，长期恐无法持续。此外，A2/P2 商业票据利率恢复普遍运行期间，美国国内未偿付商业票据减少 4.0%，AA 级商业票据本周利率均值较上周下降，最低来到 0.08%。
- ④M1、M2、M3 中大额定期储蓄数据及货币市场基金数据更新频率较其他数据晚一周，根据上周数据，M2-M1、大额定期储蓄较上上周仍处于下降趋势，美国货币市场基金规模较上周有小幅回升（增幅 0.3%）。
- 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

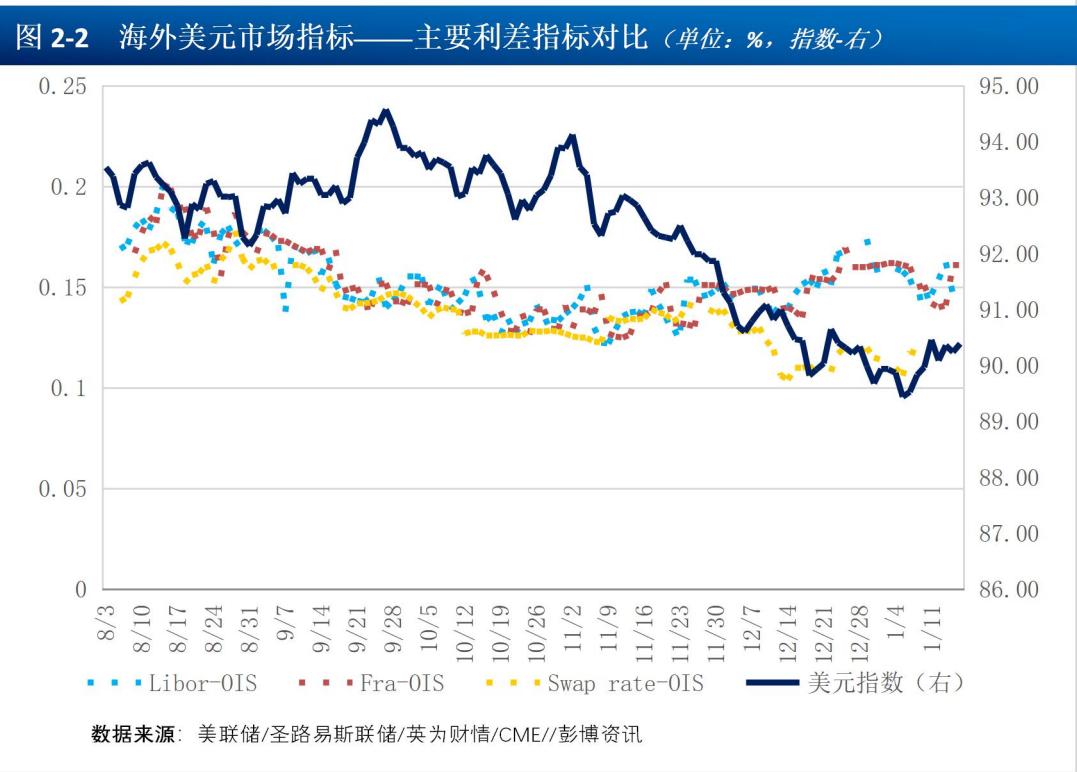
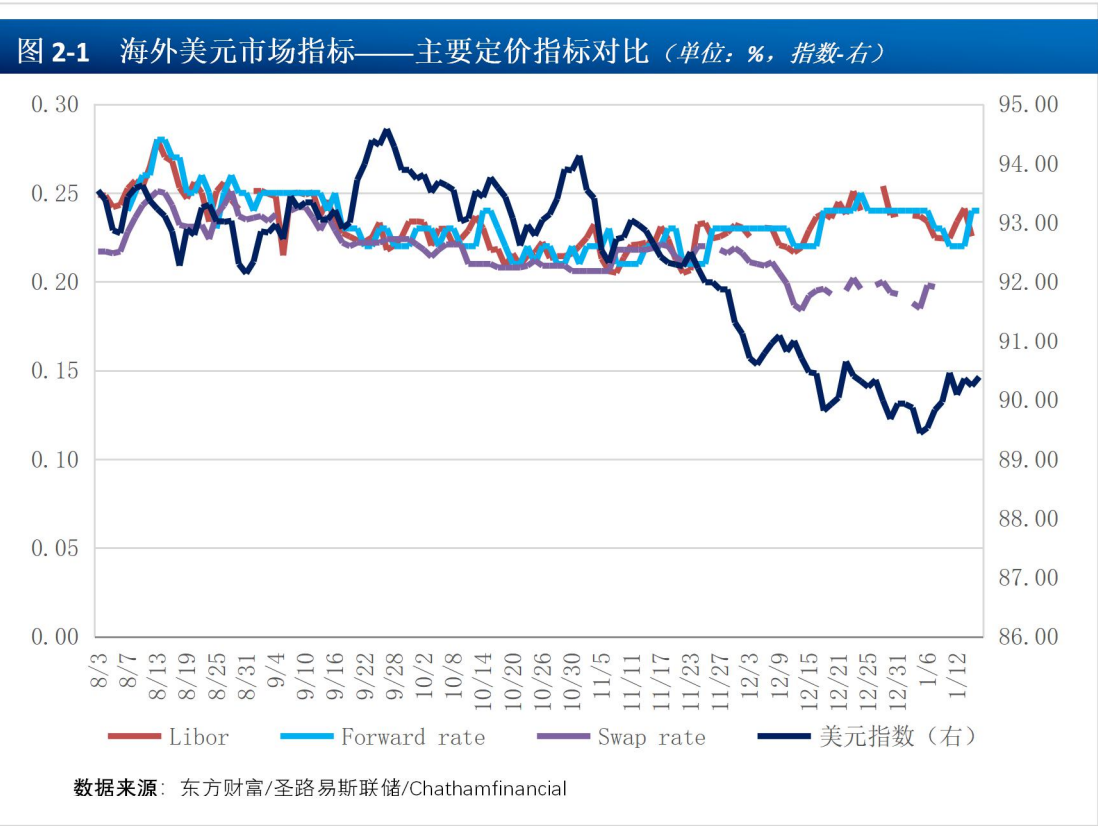
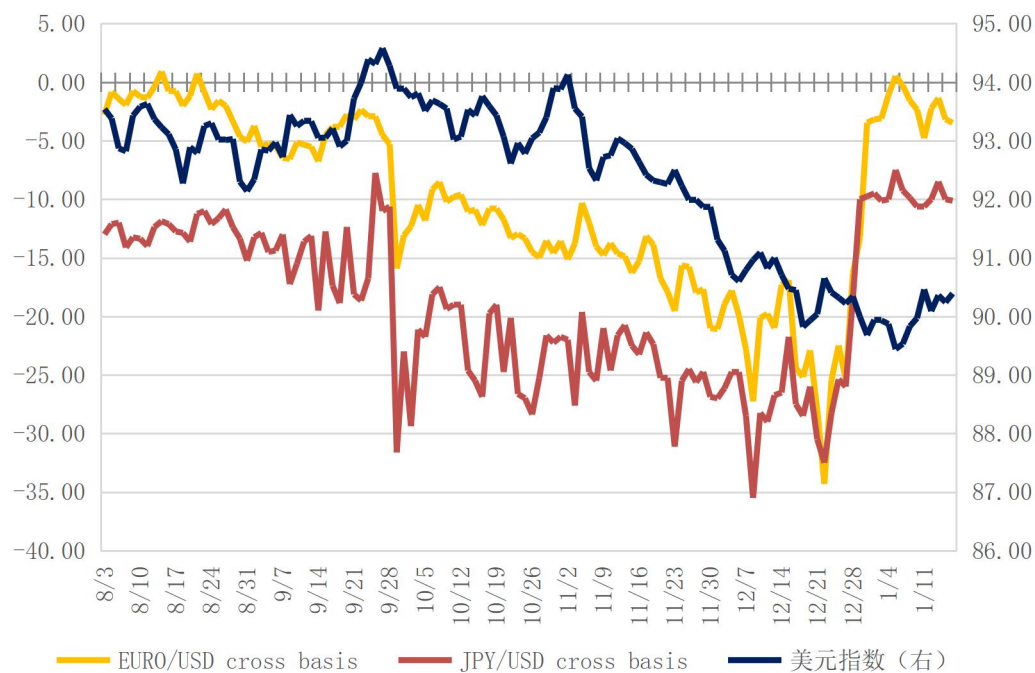


图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



数据来源：英为财经/彭博资讯

### 【本周异常指标解读】

- ①本周三 Libor 来到 0.24%高位，与美元指数同步走强（原因同美元指数影响因素），后半周，鲍威尔鸽派发言及拜登刺激计划的宣布另 Libor 恢复到正常区间。
- ②经历英国脱欧及美国大选后，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。
- ③海外美元市场其他指标处于正常范围。

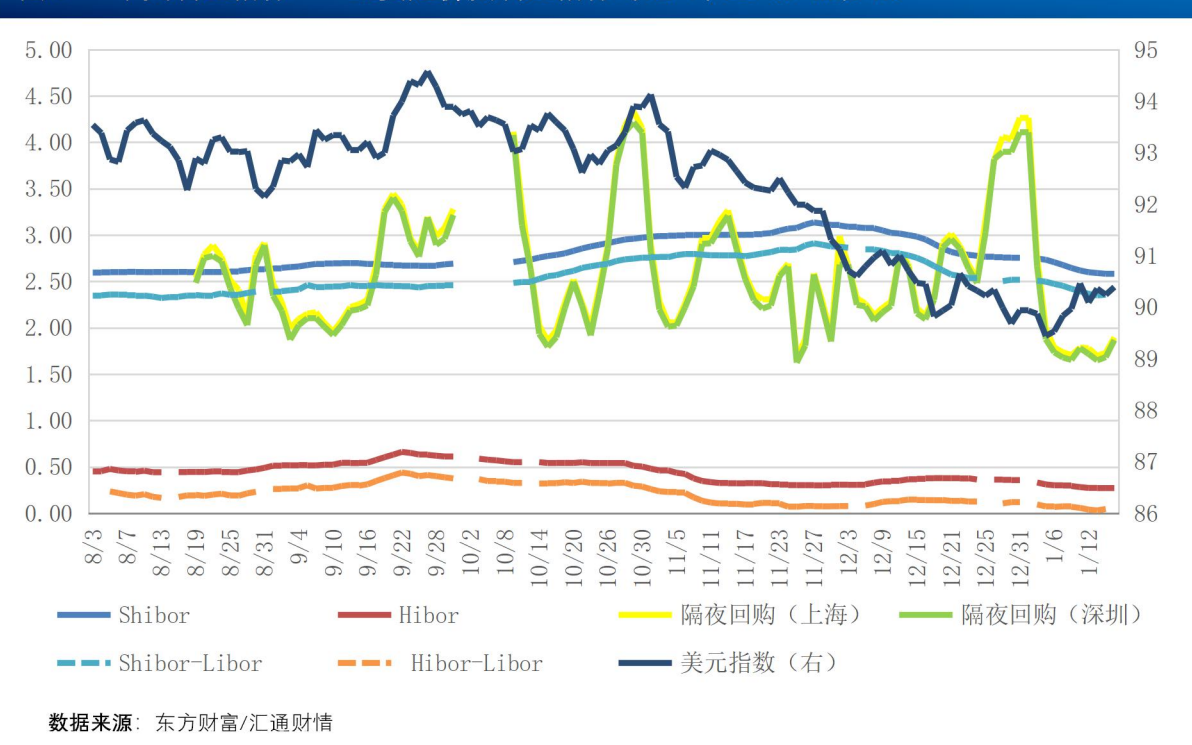
### 【长期趋势预判】

- 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。
- 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 本周，在美联储主席鲍威尔释放不会减少购债规模的信号前，通胀率上升预期令美债收益率迅速走低。但在美国当选新总统拜登公布 1.9 万亿美元经济刺激方案后，美债收益率短时间内快速上升。展望后市，国际投行高盛将 2021 年十年期美债收益率目标从 1.3% 上调至 1.5%。花旗分析师预期，未来数月美债收益率可能升至 1.25%，年底存在进一步升至 1.45% 的可能性。
- ② 中美利差方面，虽自 2021 年以来，人民币兑美元处于上升态势，但本周中美 10 年期国债收益率利差均值 2.03% 较上周均值 2.19% 继续收窄，主要是因为美国 10 年期国债收益率升高且中国 10 年期国债收益率同时降低所致，美国 2 年期和 10 年期国债收益率差达到 2017 年以来最大，美国 10 年期通胀平衡债券收益率周五为 2.09%，是两年多以来的最高水平。分析人士认为，美元升值和美债收益率上行可能引发新兴市场国家汇率贬值，并影响风险资产表现。根据小组统计数据，美债收益率月波动率超过普遍水平，缩减购债和加息预期，加上疫苗利好经济恢复预期向好，美债被

抛售，收益率上升，周五 10 年国债收益率跌至 1.1%，对资产价格压力减轻。

- ③从全口径看，央行本周实现净投放 1610 亿元。流动性较前期有所收敛，此次操作量小幅收缩，央行货币政策操作保持稳健中性。同业拆借和回购等反映市场流动性的指标未见异常，说明市场流动性良好。
- ④1 月 12 日，央行公布 12 月金融统计数据：12 月新增社融 1.72 万亿元，同比少增 4821 亿元；人民币贷款增加 1.26 万亿，同比多增 1170 亿元。M2 同比下滑至 10.1%，M1 大幅回落至 8.6%。居民贷款季节性回落，地产调控影响或逐步显现，房地产调控加强的趋势已确定，尤其是房地产贷款集中度管理规定影响不容忽视，今年地产销售、居民贷款增速或出现明显下降。
- ⑤贸易方面，美国政府宣布将小米、中国商飞等 9 家中国公司列入所谓“共产党中国军队公司清单”，并将限制美国投资者交易这些公司的证券。
- 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，美元指数反弹，CBOE 股权认购与认沽期权比率本周二、三来到 0.34 低点（周五恢复 0.45），各类资产回调，美十年期国债收益率自上周开始大幅反弹突破 1%，某种程度上说明虽然市场普遍期待通胀但实际交易通缩。美联储方面，FED 或希望通过一个红脸一个白脸来无成本调节市场预期，稳定市场信心，美联储主席鲍威尔鸽派讲话否决缩减购债规模的打算，鲍威尔讲话平息了对加息和减码债券收购的担忧；短期内，美联储不会改变货币政策方向，宽松货币政策将会持续，对于美元美债而言依然形成压力。刺激方案方面，美国当选总统拜登在本周五，正式公布其本月上任后将提交的新一轮抗疫刺激计划。随着民主党掌控白宫和国会两院，为新一轮财政刺激计划的推出扫清了障碍，预计将会迅速推出。

数字货币方面。15 日，美国货币监理署 OCC 代理署长 Brian Brooks 受特朗普败选影响辞职：其在任期间 OCC 发布授权联邦特许银行提供加密货币信托服务；美国国家银行及联邦储备协会可以使用公有区块链和稳定币进行结算两封解释信）；12 号在金融时报发文“将 DeFi 与自动驾驶进行类比，高度看好 DeFi”，同日，加密托管机构 Anchorage 获得了 OCC 的有条件批准，成为美国首家全国性“数字资产银行”。

**重要风险提示：**①实际利率下行导致的通胀减弱的预期 ②随着时间的推进，疫情将面临愈加不确定的风险 ③在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 15 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	21 期	22 期
美国	美国大选		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。	美国候任总统拜登本月 20 日宣誓就职
	美联储政策	★	—	详见报告正文
	经济刺激政策	★	—	拜登宣布 1.9 万亿新刺激计划
	A2/P2 商业票据		周均值：0.26%	本周均值：0.24%
	对冲基金套利空间		上上周均值：0.1439%	上周均值：0.1357%
	10 年期国债收益率	★	上周末：1.09%	本周末：1.11%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差		上周末：6.21%	本周末：6.03%
	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：78.4 万人 上周末通胀平衡债券利率：2.06%	救济金人数：96.5 万人 本周末通胀平衡债券利率：2.09%
	资产负债表情况		上周：7334809 百万美元， 增速-0.5%	本周：7333968 百万美元， 增速 0.0%
	疫情进展-周增确诊	★	上周周增速：7.41%	本周周增速：7.45%
欧元区/英国	英国脱欧后续进展	★	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。	脱欧后新规不甚明朗 投资银行家离开伦敦前往欧盟。英国与欧盟达成了脱欧贸易协议，但有关金融服务的谈判才刚刚开始--尚无最后期限。
	新冠疫情周增速上升国家		英国、法国、意大利	法国
中国	中国加入 CPTPP		日相菅义伟称中国加入 CPTPP 不容易。	韩国政府表示积极考虑加入 CPTPP，上半年将改善一系列国内制度为此做准备。
	中美贸易标志性事件		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。	美国政府宣布将小米、中国商飞等 9 家中国公司列入所谓“共产党中国军队公司清单”，并将限制美国投资者交易这些公司的证券。
	货币政策/流动性		上周净投放量：-5050 亿元	本周净投放量：1600 亿元
	信用债违约		12 月全月违约债券余额：85.8 亿元	1 月截止目前违约债券余额：0 亿元
综合	CBOE 股权认购与认沽期权比率	★	上周末：0.44	本周末：0.45



# 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。