



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界

美元环流监测报告

2020 年 11 月 30 日—12 月 4 日

第 16 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。



【分 析 组】

Austin、不能吃冷、长颈鹿、Daiye、Edmund Lim 、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]、广 龙[货币政策]、KK[中国资本流动情况]、
Phoenix[美国大选]、顽 石[商业体]、文 轩[重点跟踪]、
王 元[追逐真理]、Edmund Lim[每周重点]、炎 海[基 本 面]、
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]Alex、Geory、炎海、左一

【专 项 组】

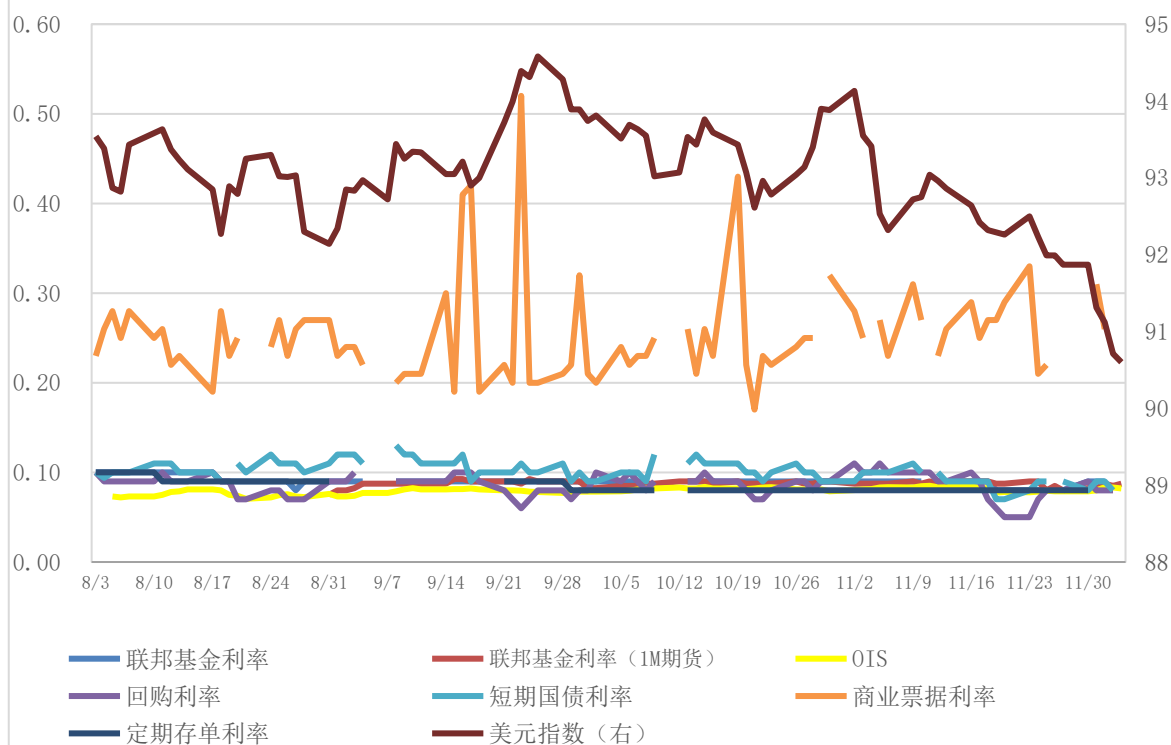
Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、Josh[数据分析]、
Irac Wang[数据溯源与增补]、沉 镜[综合统筹]

【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。

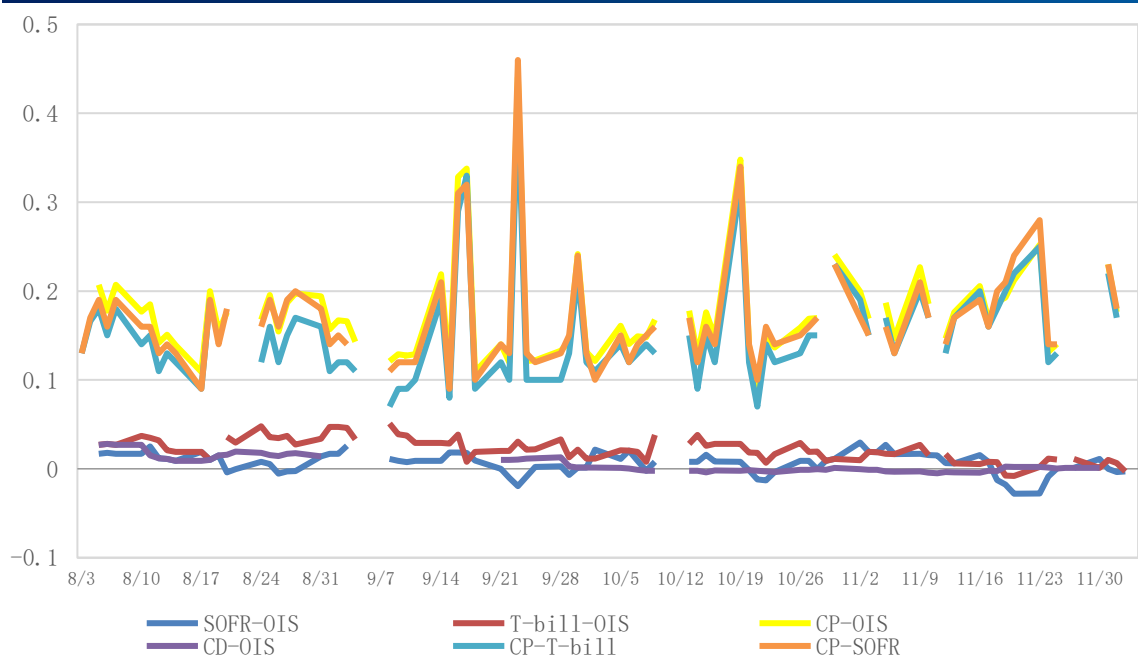
第一部分：美国货币市场指标

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，美元将进一步走弱，美国 2 年期国债和 10 年期国债利差触及 3 月 20 日以来最宽，标普 500 走高、聪明钱指数走高，风险资产偏好提升，推断因为：a. 美联储将多个紧急贷款计划延长至 2021 年 3 月 31 日，美联储延长了对商业票据和一级交易商的计划，延长了货币市场共同基金和薪酬保障计划，通过主街贷款工具发放了大约 50 亿美元的贷款（本期美国财政部现金存款增加），市场对参众两院达成新一轮财政刺激计划共识的预期升温，新的救助方案较之前有了很大妥协因此可能更容易达成，引发市场的对于美元进一步走软的预期。b. 政府对几乎所有联邦机构的拨款都将于 12 月 11 日到期，周二，美国国会开始为期两周的谈判，讨论如何避免政府陷入停工。c. 英国率先批准辉瑞-BioNTech 新冠疫苗上市应用，下周开始全面接种。d. 10 年期通胀保值债券预示目前通胀水平已来到 1.89% 水平。e. 本周美国 11 月非农就业人数仅增加 24.5 万人，非农数据远不及预期，经济复苏乏力。f. 11 月末债券投资者一直等待 2019 年以来最大的月末指数久期延展。
- ② 过去 5 年的时间里，铜/金比和美国 10 年期国债收益率之间有着相当明显的正相关关系。但近来，在铜价走高、金价下跌的影响下，铜/金比较之前大幅上涨，相比之下，美国 10 年期国债收益率的涨幅温和。铜金比大幅上涨是市场预期实体经济将大幅好转，抬升了市场对通胀上涨的可能，从而迫使美国 10 年期国债收益率的也向上抬升，达到 1% 的关键位置，但是目前这两指标的背离程度依旧很大。鉴于美国目前有 5000 万人依靠食品银行，而且这一情况可能进一步加剧，并且到 12 月 31 日将有 1400 万人失去失业救济，如此庞大的群体需要救济，通胀是否真的能被推动有待进一步观察。
- ③ SOFR 回到 0.08% 以上的正常运行区间，但 SOFR（1M）期货确进一步下降至 0.075% 水平，预示着市场预期未来 SOFR 将进一步走低。
- ④ 未偿付商业票据总体来说较上周减少，其中，国外未偿付商业票据增加，国内未偿付商业票据减少。A2/P2 商业票据周二仍出现高于 0.28% 大概率运行期间来到 0.31%，随后随着美联储一系列货币刺激措施法案通过的预期增加，利率回到正产运行区间。同时，BBB/CCC 基差也持续缩窄，显示当前市场上美元流动性比较充足。

- ⑤ OIS 本周回到 0.08%以上正常运行区间，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，偶尔超出 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 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

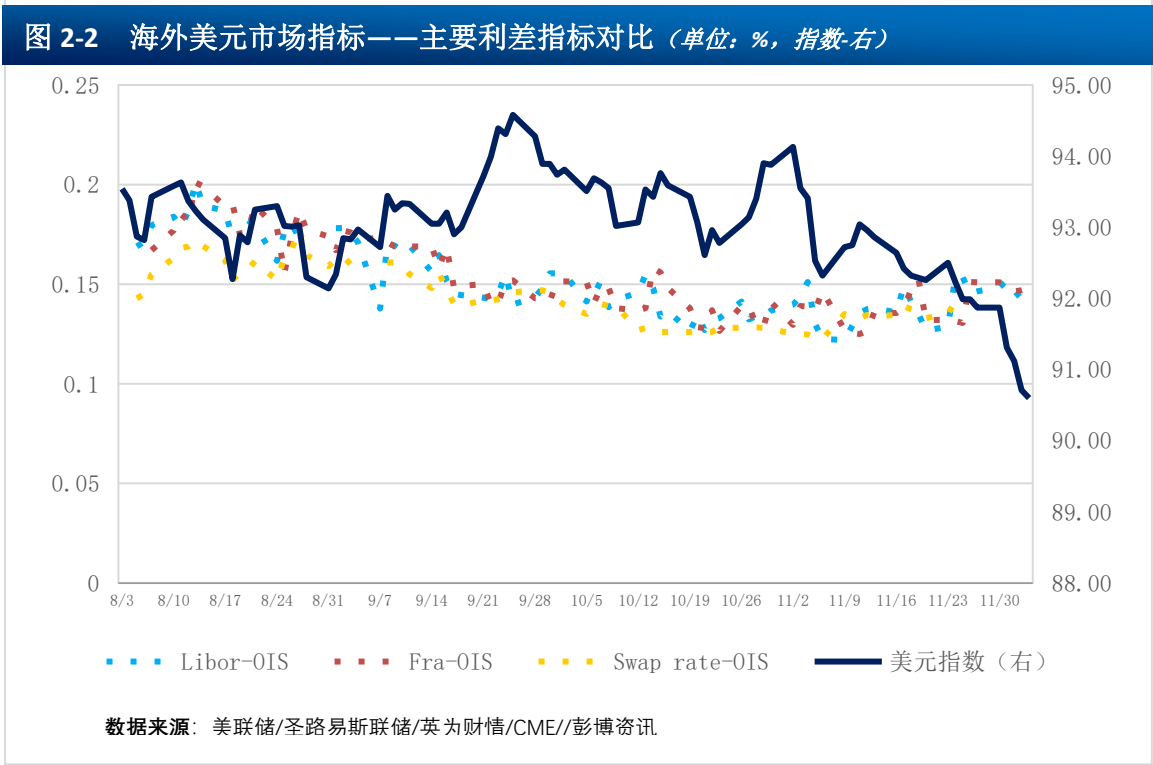
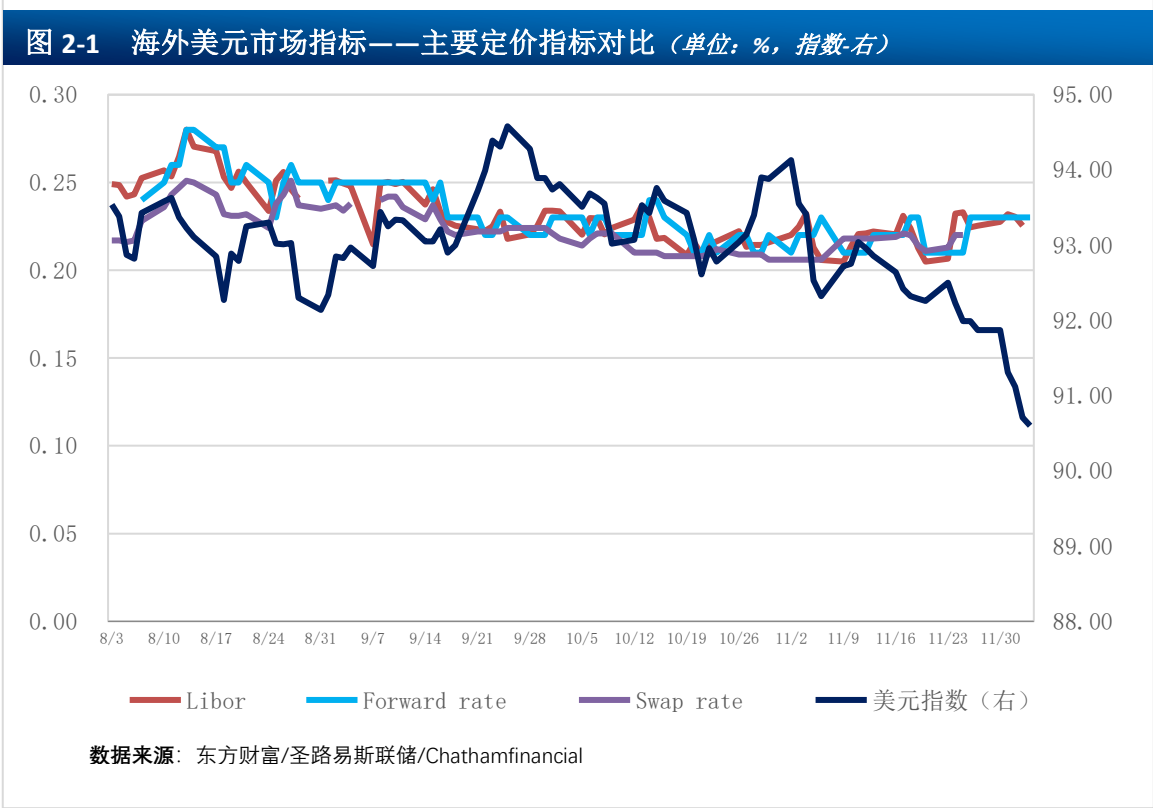
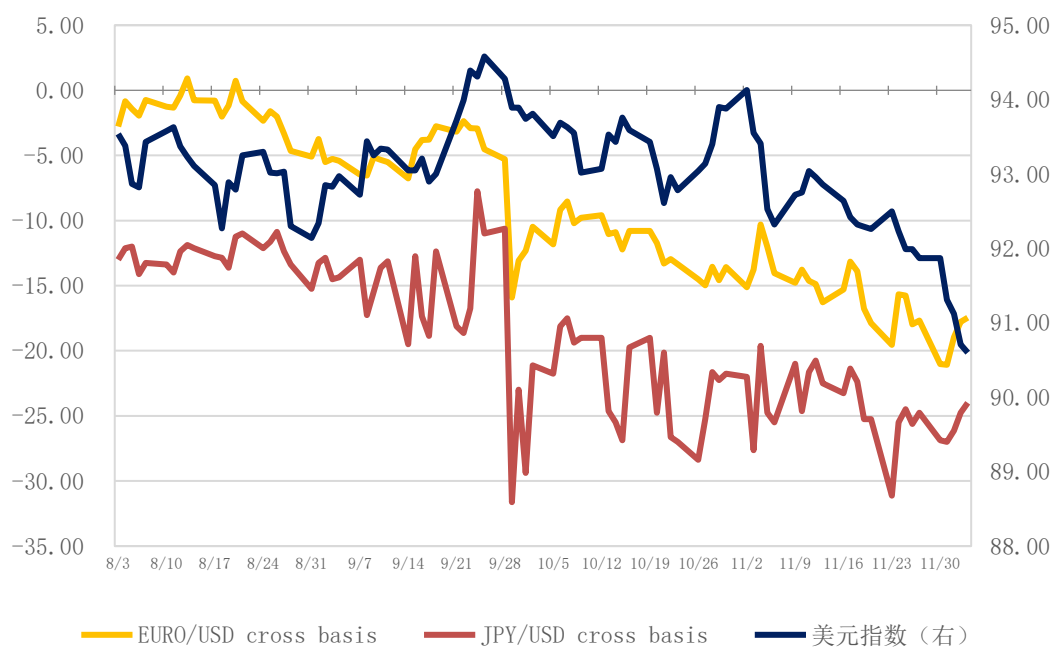


图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



数据来源：英为财情/彭博资讯

【本周异常指标解读】

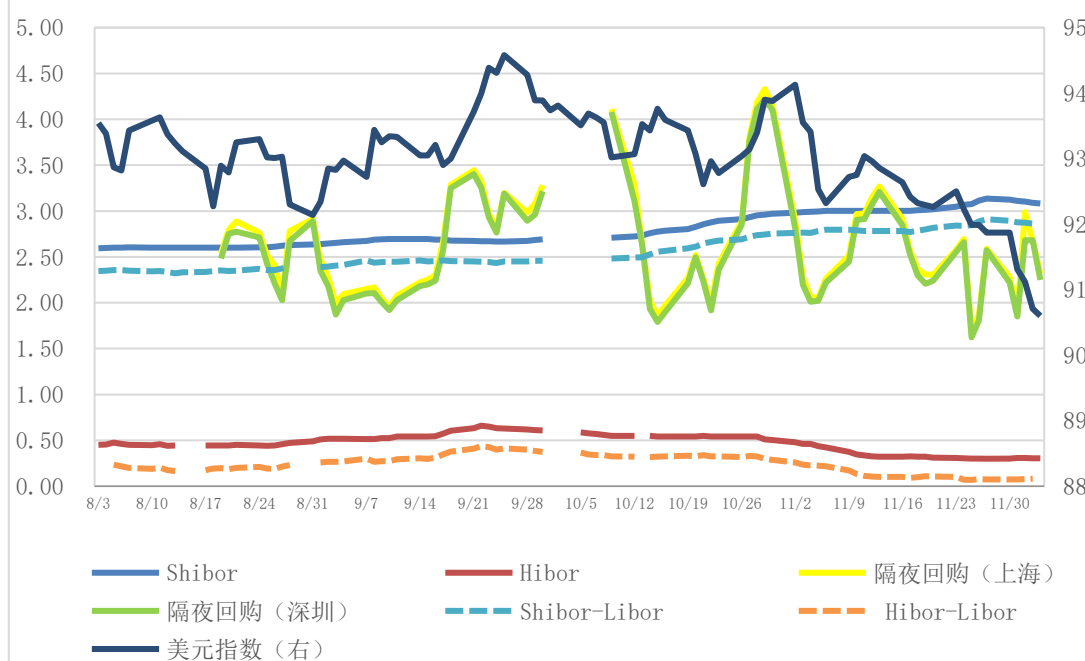
- ① 欧元兑美元方面，货币基差互换周二加深，欧元兑美元期货、欧元兑美元现货本周均呈现单边上涨趋势，推断是在美元指数下跌的基础上，因对美国出台进一步财政刺激以及全球经济稳固复苏的预期，提升投资人风险偏好，机构投资者最近增持了欧元和大宗商品相关货币，同时，受英国脱欧谈判进展不及预期、市场预期欧央行工具箱已经用尽影响，鉴于欧元区经常账户的盈余情况，欧洲的贸易伙伴可能会认为欧元低于其中期均衡水平。
- ② 海外美元市场其他指标处于正常范围。

【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）



数据来源：东方财富/汇通财经

【本周异常指标解读】

- ① 本周，央行公开市场操作净回笼 300 亿元，其中 11 月 30 日净投放 3100 亿元，央行主要为了对冲 11 月末的大额投放，整体看信用债违约事件影响有所减弱，利率债和高等级信用债交投情绪出现缓和，央行净回笼资金适度，保持平稳。当日，R007-DR007 和 R007-R001 呈现近期利差最小状态，表明当日流动性确实紧张，之后由高点 0.77% 将至本周五的 0.29%，流动性分层逐渐好转。
- ② 10 年美债收益率前期攀升至 0.973%，再次逼近 1% 的关键位置。本周标普 500 及美国 10 年、30 年国债的市场深度指标均在正常区间内波动，但是美国 10 年国债收益率于周五一度突破 11 月 10 日以来的高位，预计下周 10 年国债收益率将进一步上升。美国国债遭到各国的抛售，虽然有迹象显示救援计划有所进展，然而，尘埃落定之前资金仍然会从美国国债市场流出。
- ③ 受美元指数弱势影响，美元兑人民币汇率下行，人民币短期转向

升值，人民币兑美元升值，主因在于美元，次因在于人民币，由于美国十年期国债收益率持续上行及中国十年期国债收益率停止快速上行趋势，中美利差由前期高点 2.51% 逐步缩小至 2.39%。全球多家资管机构资产配置部门持续增加持仓人民币债券，市场普遍预估未来半年到一年有持续 6% 的升值空间，远远高于目前十年期国债 3.33% 的收益率。这意味着通过持有十年期中国国债，其利率收益将轻松跑赢国债自身的收益率。鉴于市场未来对美联储释放购买中长期国债的信号，未来美国国债收益率可能继续下滑，因此未来中美利差存在着持续走阔的可能性。

- ④ 人民币对港币持续升值，人民币兑港元升值，主因在于港币，次因在于人民币，Shibor-Hibor 利差逐步降低，未来可能随着利差逐渐收窄，香港流入内地资金可能放缓。12 月 2 日，债券市场双向开放有望迎来新进展。人民银行正在与香港货币当局一道，会同各方研究探讨“南向通”的框架性方案。
- ⑤ 政策面上市场对年末人民币资金面收紧的预期得到缓解，外汇掉期自高位回落；监管层继续利用升值窗口期加速拓宽海外资金配置渠道，包括 QDII 额度发放，扩大 QDLP、QDIE 试点规模。
- ⑥ 中美利差板块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，央行发布《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》：中首提“全球金融市场表现与经济基本面脱节，全球股市未来存在回调风险”充分说明目前全球尚难以离开宽松的货币环境。我国作为全球为数不多的仍坚持货币政策正常化的大型经济体，不需要以央行大规模扩表的方式投放流动性，不宜简单根据央行资产负债表扩张幅度、货币乘数来衡量货币政策效果。人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，弹性增强，市场预期平稳，跨境资本流动有序，市场供求平衡。如中美利差保持目前差距，随着中国进一步金融、经济对外开放，外资流入的可能性将增加。
- 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

【当前环流结论】

目前越来越有一个大趋势是全世界资本对欧美市场疫情新一波冲击的担忧，本周的标志性事件是洛杉矶颁布的禁足令，更加实际反映了美国为代表的欧美新一波疫情的严重程度。从市场表现来看，风险资产处于高位盘整向上，道琼斯指数隔夜再创新高，而上周遭受抛售得避险资产也在新一轮财政刺激得强烈预期下出现大幅反弹，从季节性因素上来看，第四季度往往是贵金属的阶段低点，从周五的非农行情看，虽然非农数据恶化利空美元，但是由于做空美元的头寸过于拥挤，市场产生了较大分歧，黄金宽幅震荡，总体来看，市场在迫切的等待新一轮规模约为 9080 亿的财政刺激出台，若法案流产或规模远不及预期，则可能会对美国进一步经济恢复和美国货币市场产生较大影响，但是从美元指数的走势看，开启的新一轮跌势或将试探前期低点 88.25；相较之下，英国脱欧谈判对市场的影响主要在英镑，欧盟脱欧代表即将返回或表明脱欧谈判接近尾声，英镑短线波动不大。如疫苗达不到预期甚至出现问题，刺激计划迟迟没有进展甚至停摆，可能导致市场出现较大波动。

美元环流监测小组当前时点环流结论：美元热环流局势短期难以扭转，但短期内出现流动性趋于紧张的征兆，不改变截止 12 月 4 日美元环流暂未出现重大转向的基本判断。

【持续关注建议】

- ① 美国方面：政府陷入停摆进展、12 月 14 日美国总统选举人投票的情况、12 月 FOMC 会议决议、商业票据操作工具及额度、刺激法案进展、对冲基金套利空间、美国大选进展、商业票据市场利率、垃圾债利差、通胀率、加息预期、美债收益率曲线控制、CCC 级与 BBB 级高收益债利差、经济复苏情况、缩表情况、疫情进展。
- ② 欧元区方面：英国脱欧进展、欧洲央行 12 月刺激法案、经济复苏情况、疫情进展。
- ③ 英国方面：阿斯利康在新冠疫苗的有效性。
- ④ 中国方面：中国加入 CPTPP 的后续进展、央行公开市场净投放金额、汇率政策、货币政策、中国国内流动性、信用债违约进展。
- ⑤ 跨区域：中美利差、欧元/日元相对美元汇率及货币互换基差。

【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2020 年									
	中文	期限	英文简称	11-23	11-24	11-25	11-26	11-27	11-30	12-1	12-2	12-3	12-4
★ALL★	美元指数	实时	USDX	92.5	92.2	92.0	92.0	91.9	91.9	91.3	91.1	90.7	90.6
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	0.080	0.080	0.080	NA	0.080	0.090	0.090	0.090	NA	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.090	0.090	0.080	0.085	0.080	0.082	0.085	0.088	0.085	0.088
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.050	0.070	0.080	NA	0.080	0.090	0.080	0.080	0.080	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.078	0.079	0.080	0.079	0.079	0.079	0.080	0.084	0.083	0.082
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.09	0.13	0.13	NA	NA	0.13	0.12	0.13	0.15	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.33	0.21	0.22	NA	NA	NA	0.31	0.26	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	0.08	0.09	0.09	NA	0.09	0.08	0.09	0.09	0.08	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			-0.03	-0.01	0.00	NA	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	NA
	T-Bill — OIS			0.00	0.01	0.01	NA	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.25	0.13	0.14	NA	NA	NA	0.23	0.18	NA	NA
	CD — OIS			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			0.25	0.12	0.13	NA	NA	NA	0.22	0.17	NA	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.28	0.14	0.14	NA	NA	NA	0.23	0.18	NA	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.207	0.232	0.233	0.224	0.225	0.228	0.232	0.231	0.225	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.210	0.210	0.210	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.213	0.220	0.220	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-19.54	-15.65	-15.77	-17.98	-17.68	-21.01	-21.08	-18.96	-17.79	-17.46
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-31.13	-25.50	-24.50	-25.63	-24.75	-26.88	-27.00	-26.13	-24.75	-24.00
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.13	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.14	NA
	Fra — OIS			0.13	0.13	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
	ICE Swap Rate — OIS			0.14	0.14	0.14	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	3.05	3.07	3.08	3.11	3.14	3.12	3.11	3.10	3.09	3.08
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.31	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.31	0.31	0.31	0.31
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.58	2.69	1.67	1.88	2.59	2.28	1.90	2.99	2.67	2.32
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.56	2.66	1.62	1.81	2.57	2.22	1.85	2.68	2.68	2.25
中美利差	Shibor — Libor			2.841	2.837	2.844	2.889	2.911	2.895	2.877	2.873	2.864	NA
	Hibor — Libor			0.102	0.070	0.069	0.078	0.074	0.073	0.075	0.076	0.080	NA

【关键指标非异常区间统计】

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%	—
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。