



HONG ACADEMY

追 寻 自 我 发 现 世 界



美元环流监测报告

2021 年 1 月 25 日—2021 年 1 月 29 日

第 24 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】

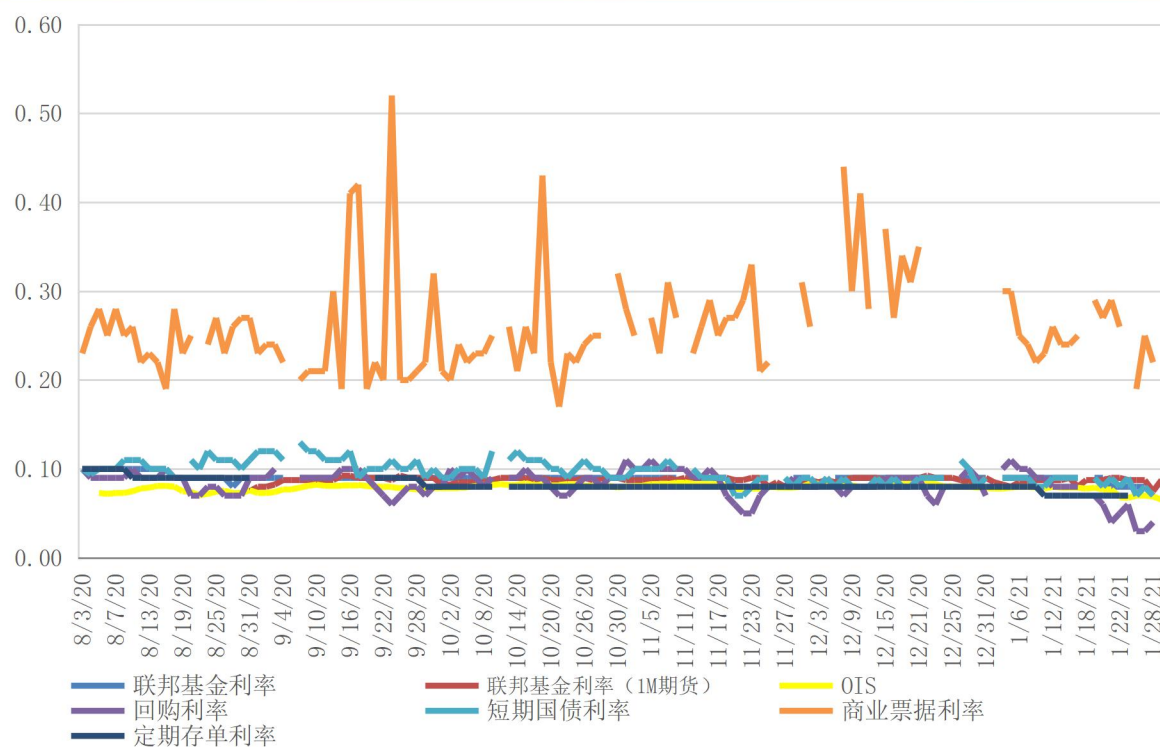
Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、Josh[数据分析]、Irac Wang[数据溯源与增补]、沉 镜[综合统筹]

【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。

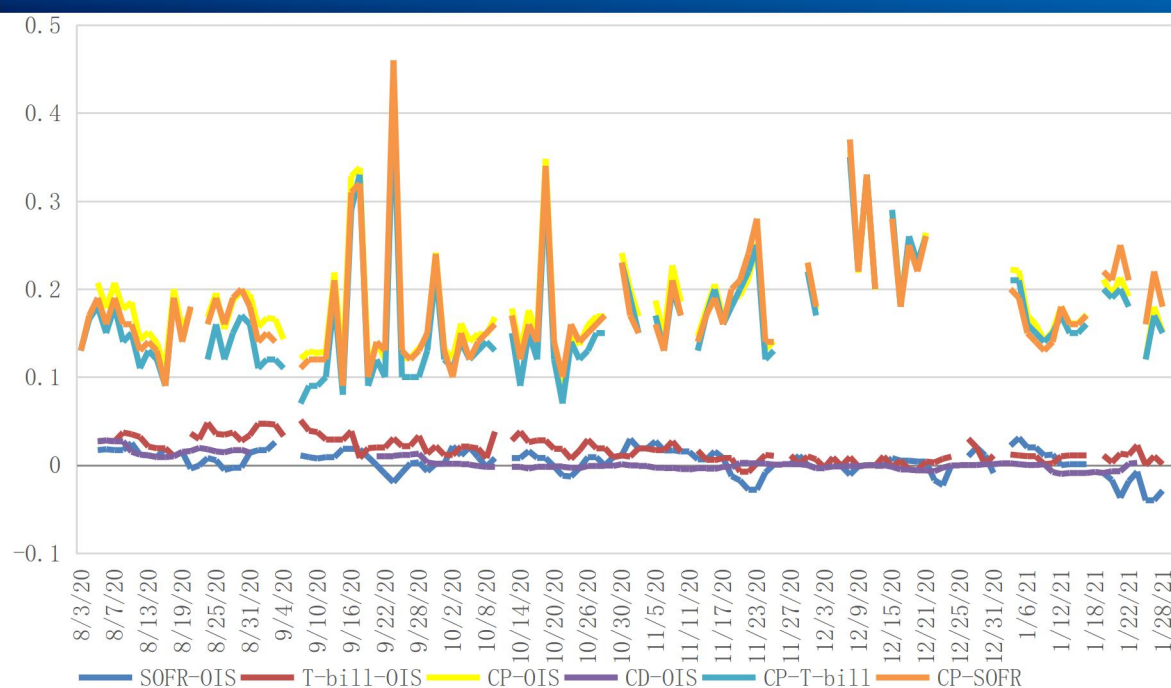
第一部分：美国货币市场指标

图 1-1 美国货币市场指标——主要定价指标对比（单位：% ，指数-右）



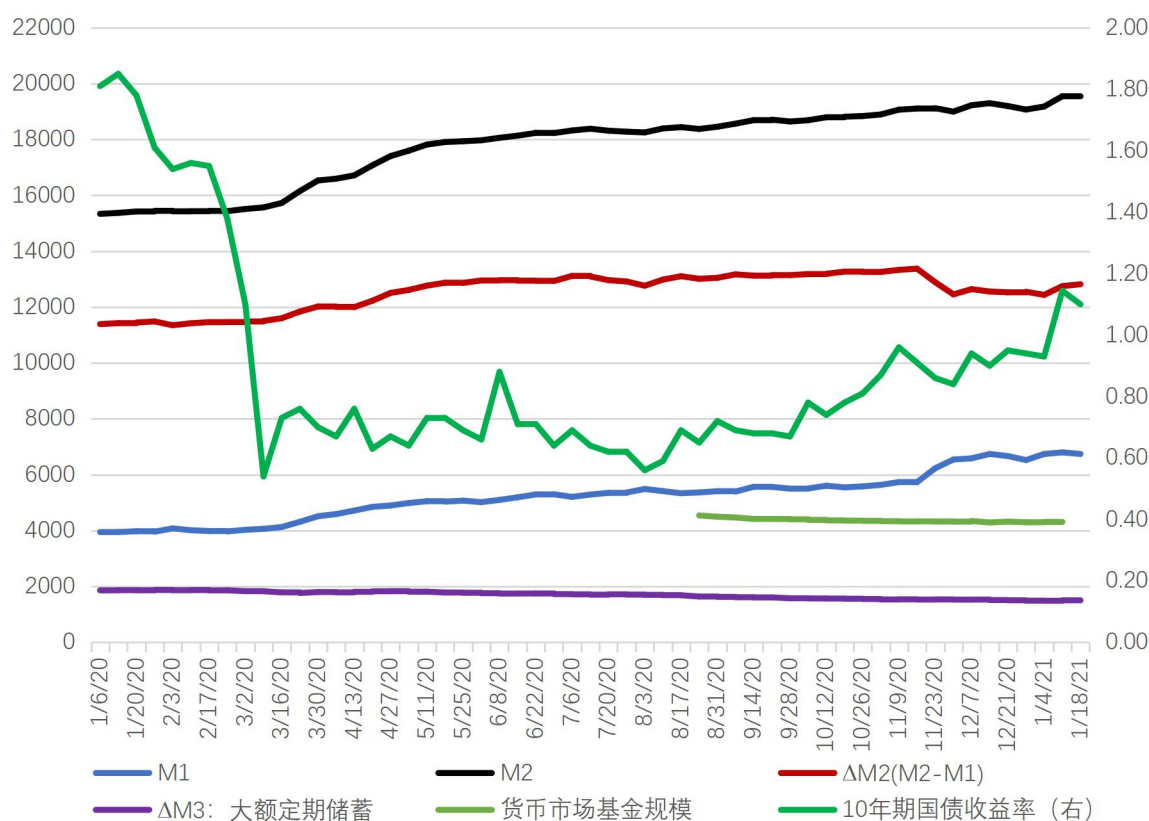
数据来源：美联储/圣路易斯联储/英为财情/CME/彭博资讯

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周二，发生美股散户大战对冲基金事件，“散户根据地”Reddit 论坛发帖带领逼空机构，以 WSB 为代表的多头采用盘前拉高的模式开盘即让空头爆仓，导致以 VIX 指数为代表的股票波动率跳升，白银 ETF 及全球被沽空的股票如游戏驿站、澳大利亚 URW、矿工 GME、美国航空集团、狗狗币纷纷大涨。周三及周四美股盘中，多家券商限制了 WSB 概念股交易并提高保证金，建制派采用拔网线、app 限制交易等办法压制了散户，这激怒了散户多头，甚至有券商因限制交易被客户起诉，逼空大战也开始蔓延至全球不同资产市场，迫使大型对冲基金集体平仓，知名对冲基金梅尔文资本遭逼空。近日，Facebook 封禁了拥有 15.7 万名成员的罗宾汉股票交易员群。市场分析认为，零利率和量化宽松提供了免费资金，资本市场流动性极其充裕，美国政府发钱，散户们拿着钱在市场上买买买，这均鼓励了冒险行为。在经历去年软银逼空事件后，华尔街并没有出台相关的条约来约束这种逼空做多波动性的操作，导致这次 GME “故伎重演”。需注意的是，美国商品期货交

易委员会的最新数据显示，截至1月12日，对冲基金等投机性投资者累计押注美元空头约100亿美元，为2018年3月以来最多。”未来或成为美元下跌的一股力量。国际货币基金组织发出警告称，金融市场与实体经济脱节仍在延续，全球资产价格或将面临回调风险。社会群体投机行为，目前来看将冲击对冲基金，散户抱团爆仓机构的模式会不会引发系统性风险需要关注。

- ②本周四，美国联邦公开市场委员会 **FOMC** 公布**最新利率决议**：将基准利率维持在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1%不变，将贴现利率维持在 0.25%不变。美联储在声明中重申债卷购买指引，将继续每个月购买 800 亿美元国债和 400 亿美元的住房抵押贷款支持证卷。美联储表示经济和就业复苏步伐放缓，重申“继续购买资产直至美国经济出现实质性进一步进展”这一承诺。**鲍威尔发布会要点**：美联储采取高度宽松的政策是非常合适的，在目标实现之前保持宽松政策；**当到一定阶段时，我们将在逐步削减购债规模之前就进行良好的沟通；缩减购债规模将是渐进的**；美联储将在通胀上扬时保持耐心，相比通胀回暖，更担忧经济复苏；紧急借贷工具仍是可用的，倾向于使用宏观审慎工具来处理金融稳定问题；尚未与财政部讨论那些应急工具，财政政策绝对必要，财政的支持有助于抵御经济低迷；实际失业率接近 10%，在疫情过去后，仍需要帮助失业人群重返就业岗位。利率决议符合市场预期，本次议息会议声明中最主要的变化是经济预期的改变。
- ③美国商务部 1 月 28 日公布数据显示，美国 2020 年全年 GDP 增速录得-3.5%，为 2009 年以来首次录得负值，且创 1946 年以来新低。不及市场预期，周四全球资产价格下跌，美元指数先下跌后回涨，美股大幅低开之后强势反弹收复跌幅。EFFR 周四来到 0.07%，EFFR（1M）也于同日来到了 0.075%近期低位。同时，SOFR 利率自上周 0.04%水平来到进一步低点 0.03%，SOFR（1M）期货也下降至进一步低点 0.05%。本周美联储资产负债表总资产虽然与上周基本持平，但国库券增幅 0.5%。T-bill、AAcp、A2/P2cp rate、OIS 同步于本周走低（国外未偿付商业票据增幅较大），推断美国联邦基金市场美元流动性充足且预期未来仍较充足。
- ④1 月 12 日至 1 月 18 日当周，M1、M2、M3 与上周持平，美国 10 年期国债收益率当周末较前期基本持平。
- 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

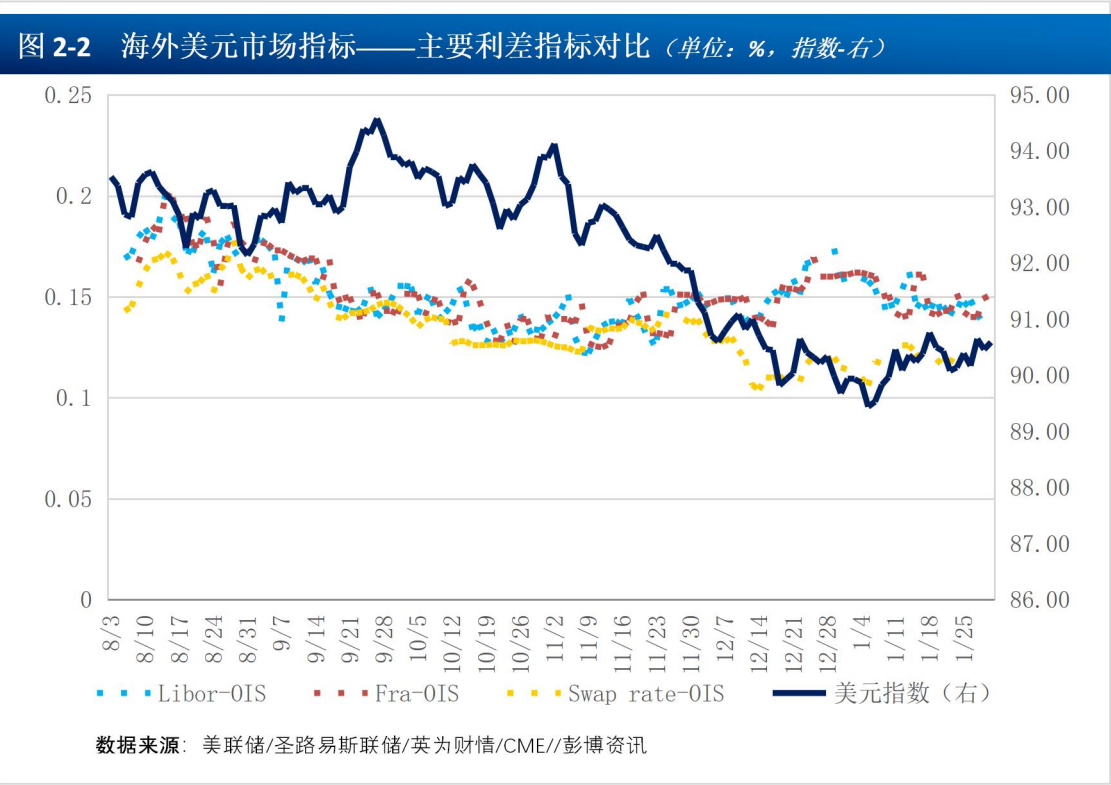
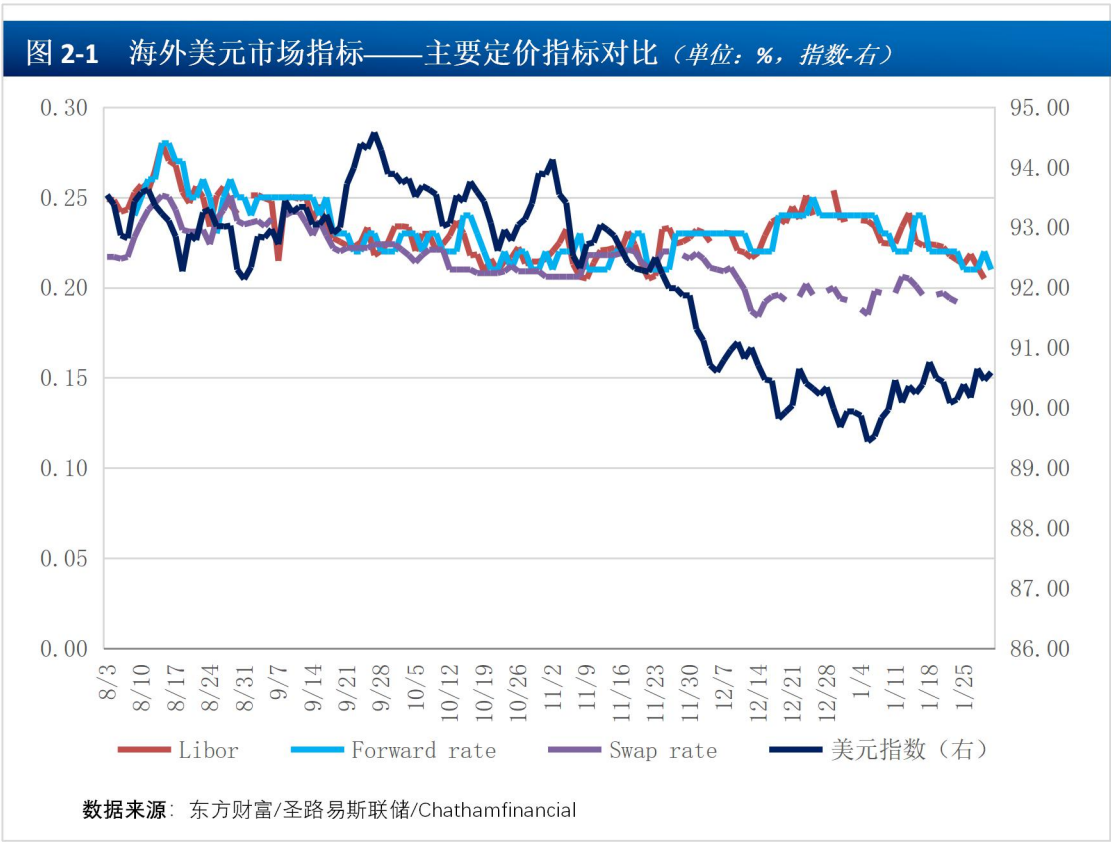
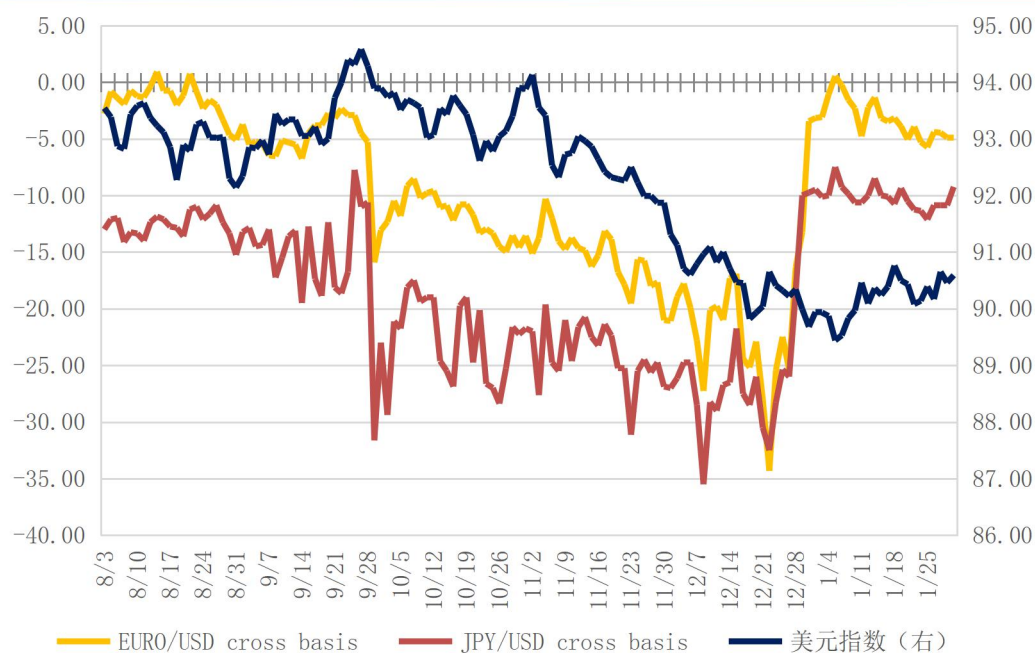


图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



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，Libor（除周二受金融市场波动影响有所上升外）、远期利率本周也来到近期低位，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 利差水位较上周没有较大变化，美元流动性在海外也较充足。
- 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欧元兑美元货币基差互换利率受逼空事件影响，对冲基金被逼迫加大大量保证金，美元流动性出现局部收紧，同时，本周欧盟突发利空，德国对于 2021 年的经济增长指标由原来 4.4% 下调到 3%。欧元兑美元货币基差互换本周处于小幅拉大态势。
- ④海外美元市场其他指标处于正常范围。

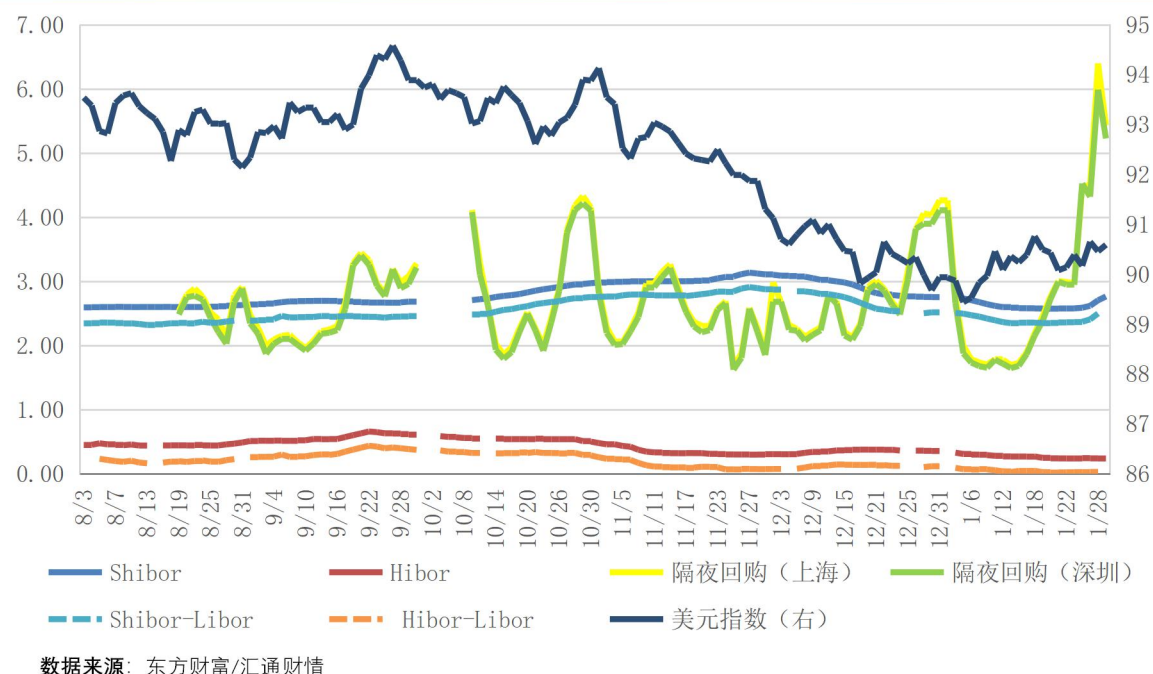
【长期趋势预判】

- 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

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，短期隔夜利差方面，本周 DR007-EFFR 达到近期高值，本周均值 2.76%较上周 2.32%拉大，长期 10 年期国债收益率利差方面，本周均值 2.14%较上周均值 2.07%也处于拉大状态。主要为美国利率降低的同时中国利率同步抬升所导致。**值得注意的是**，北向资金本周较上周录入有所减少，自本周二以来，港股经历了连续三日的大跌，南向资金本周却因抄底港股流入增加。
- ②从全口径看，央行本周实现净回笼 4705 亿元，本周二开始，上交所、深交所 1 天/7 天回购利率、银行间同业拆借中心 1 天/7 天利率及 Shibor 全线走高，至周五达到最高点，1 天与 7 天利率出现倒挂，同时，人民币兑美元、港元本周也处于升值态势。推断主要原因：缴税抽走了较多流动性；春节临近，银行为应对取现需求，会增加备付性需求，对外拆出的意愿减弱；缴准因素；央行 1 月以来的净回笼，使银行体系的流动性水位进一步下降。可能一是扭转此前市场偏乐观的流动性预期，抑制金融机构过度使用“杠杆套息策略”，防范资产价格过快上涨风险；二是央行有意收紧

银行负债端，倒逼银行缩减 1 月对实体的信贷支持，平抑信贷投放节奏，控制杠杆率。29 日，市场有传言称央行上调 SLF 利率，中国人民银行表示“我们注意到了有关传言，这一传言完全不属实，人民银行已就此事向公安机关报案”。从近期中国央行的操作态度可以看出，在地产调控、警防市场过度加杠杆以及控制信贷总量的目标下，央行投放较为谨慎，对于资金价格波动区间容忍度提升。分析人士预计，面对春节前客观存在的流动性缺口，预计央行将适时提供必要流动性支持。

- ③证监会召开 2021 年系统工作会议，明确要把党的领导优势和资本市场发展规律有机结合，扎实推进全面深化资本市场改革开放落实落地，努力保持复杂环境下资本市场稳健发展势头，全面落实“零容忍”的执法理念和打击行动，坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战持久战，并加快推进科技和业务的深度融合。
- ④ 央行金融科技委员会召开会议研究部署 2021 年重点工作：出台新阶段金融科技发展规划，加快推动金融数字化转型，发挥“技术+数据”双轮驱动作用，助力构建适应数字经济发展的现代金融体系；健全金融科技监管基本规则 and 标准，推动金融领域科技伦理治理体系建设，强化金融科技创新活动的审慎监管；出台金融业数据能力建设指引，组织开展金融数据综合应用试点。
- ⑤ 中美利差板块其他指标处于正常范围。

【长期趋势预判】

- ①央行近期表示，要保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。信贷和社融的增长，从疫情发生之前的与名义经济增长基本匹配，到转为与反映潜在产出的名义经济增长匹配，是一个重大的转变。反映潜在产出的名义 GDP 就是在潜在产出的基础上考虑通胀的影响，即 GDP 平减指数的影响。反映潜在产出的名义经济增长波动相对较小，信贷与社融要与之相匹配，表明信贷与社融的增长更加关注经济的长期增长趋势。这意味着 2021 年货币政策可能会做出相应调节。
- 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

美股散户逼空小型对冲基金破圈，极大调动了市场各方的交易热情，从本周一开始不断有新闻宣称许多对冲基金在美股 GME 遭遇逼空而亏损惨重，市场在周三开始进入高潮，接连几个交易日股价巨幅波动，周四振幅达 106.69%，虽然美股在大幅回调，但是“散户论坛概念股”一度热情高涨，甚至影响到了贵金属。此事可能出乎所有人的意料，但这是流动性泛滥所催生出的必然结果。

数字货币方面。散户大本营 WSB 推文助推加密货币“狗币”24 小时涨幅超过 800%。芝加哥商品交易所（cme.us）宣布将于 2021 年 2 月推出以太坊期货产品。前 Ripple（前第三大加密货币公司）董事会成员 Michael S.Barr 被任命为美国 OCC（货币监理署）署长；美联储为其数字创新政策计划招聘经理。俄罗斯加密货币法案通过。欧洲央行正探索使用即时支付平台 TIPS 发行数字欧元。香港数字资产交易所 HKD.com 实体交易所正式投入服务。主权国家在进一步与数字货币产生融合。

重要风险提示：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。⑤对冲基金受风险事件影响的规模及持续性。

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继续加码，全球局部风险事件需持续关注，逼空事件是否将带来新的风险仍将进一步观察，不改变截止 2021 年 1 月 29 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	23 期	24 期
美国	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。	美国民主党高层周四表示，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。
	A2/P2 商业票据		周均值：0.28%	本周均值：0.22%
	对冲基金套利空间		上上周均值：0.1435%	上周均值：0.1525%
	10 年期国债收益率		上周末：1.09%	本周末：1.07%
	CCC 级与 BBB 级高收益债利差		上周末：5.71%	本周末：5.7%
	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：90.0 万人 上周末通胀平衡债券利率：2.09%	救济金人数：84.7 万人 本周末通胀平衡债券利率：2.13%
	资产负债表情况	★	上周：7414942 百万美元， 增速 1.1%	本周：7404926 百万美元， 增速 1.1%
	疫情进展-周增确诊	★	上周周增速：4.6%	本周周增速：5.1%
欧元区/英国	英国脱欧后续进展		1.脱欧后关税叠加 英国零售商欲放弃欧盟退货商品；2.英国渔商会不满脱欧协议渔业安排，开扇贝卡车上唐宁街抗议；3.英国脱欧美国得利 衍生品交易大量改用美国平台；4.英国目前拒绝给予欧盟驻伦敦大使完整的外交地位。	英国脱欧后另辟蹊径 将与瑞士继续推进达成金融服务贸易协议,英国财政部称，周三的会谈料将涵盖保险、银行、资产管理和资本市场。
	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。
	新冠疫情周增速上升国家		无	无
中国	中国加入 CPTPP		商务部：将进一步扩大自贸网络的范围；愿与更多贸易伙伴商签自贸协定，共同推动贸易投资自由化便利化，比如，加快推进中日韩自贸协定谈判，推动与海合会、以色列、挪威等自贸谈判进程，积极考虑加入 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。
	货币政策/流动性	★	上周净投放量：5980 亿元	本周净投放量：-4705 亿元
	信用债违约		12 月全月违约债券余额：74 亿元	1 月截止目前违约债券余额：30.92 亿元
综合	CBOE 股权认购与认沽期权比率		上周末：0.40	本周末：0.58

【近 2 周原始数据】

市场/维度	指标			2021 年									
	中文	期限	英文简称	1/18	1/19	1/20	1/21	1/22	1/25	1/26	1/27	1/28	1/29
★ALL★	美元指数	实时	USDX	90.8	90.5	90.4	90.1	90.1	90.4	90.2	90.7	90.5	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	NA	0.090	0.090	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.070	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.088	0.088	0.088	0.090	0.090	0.088	0.088	0.088	0.075	0.088
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	NA	0.070	0.060	0.040	0.050	0.060	0.030	0.030	0.040	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.078	0.079	0.077	0.077	0.068	0.068	0.070	0.070	0.069	0.066
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	NA	0.10	0.09	0.10	0.09	0.11	0.08	0.08	0.09	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	NA	0.29	0.27	0.29	0.26	NA	0.19	0.25	0.22	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	NA	0.09	0.08	0.09	0.08	0.09	0.07	0.08	0.07	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			NA	-0.01	-0.02	-0.04	-0.02	-0.01	-0.04	-0.04	-0.03	NA
	T-Bill — OIS			NA	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	0.00	0.01	0.00	NA
	CP (A2/P2) — OIS			NA	0.21	0.19	0.21	0.19	NA	0.12	0.18	0.15	NA
	CD — OIS			-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			NA	0.20	0.19	0.20	0.18	NA	0.12	0.17	0.15	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			NA	0.22	0.21	0.25	0.21	NA	0.16	0.22	0.18	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.224	0.224	0.222	0.218	0.215	0.213	0.219	0.212	0.205	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.21	0.21	0.21	0.22	0.21
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	NA	0.196	0.197	0.194	0.192	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-3.18	-3.91	-5.06	-3.94	-5.28	-5.75	-4.41	-4.47	-4.91	-4.91
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-10.75	-9.38	-10.50	-11.25	-11.38	-12.13	-10.88	-10.88	-10.88	-9.25
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.15	0.14	0.15	0.14	0.15	0.15	0.15	0.14	0.14	NA
	Fra — OIS			0.14	0.14	0.14	0.14	0.15	0.14	0.14	0.14	0.15	0.14
	ICE Swap Rate — OIS			NA	0.12	0.12	0.12	0.12	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	2.58	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58	2.59	2.62	2.71	2.77
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.27	0.25	0.24	0.24	0.24	0.24	0.25	0.24	0.24	0.24
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.19	2.46	2.76	3.01	2.99	2.98	4.46	4.51	6.40	5.43
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.15	2.38	2.72	3.00	2.95	2.95	4.53	4.32	5.99	5.23
中美利差	Shibor — Libor			2.354	2.349	2.353	2.360	2.363	2.366	2.371	2.408	2.500	NA
	Hibor — Libor			0.048	0.026	0.020	0.023	0.025	0.027	0.027	0.030	0.035	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。