



HONG ACADEMY

追 寻 自 我   发 现 世 界



# 美元环流监测报告

2020 年 11 月 16 日—11 月 20 日

第 14 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。



### 【本周分析】

Austin、不能吃冷、长颈鹿、Forever、Helena、KK、顽石、文轩、昭昭之明、徐華君

### 【数据/复核组】

Daiye、田野、徐湘、张萌、昭昭之明

### 【新闻组】

依山观水[国际贸易]、Chris[新冠疫情]、Phoenix[美国大选]、广龙[货币政策]、文轩[重点跟踪]、左一[商业体]、顽石[商业体]、炎海[基本面]、王元[追逐真理]、KK[中国资本流动情况]

### 【IT/美工组】

[美工]双鱼子

[线上数据平台]Alex、Geory、炎海、左一

### 【其他组】

Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、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）

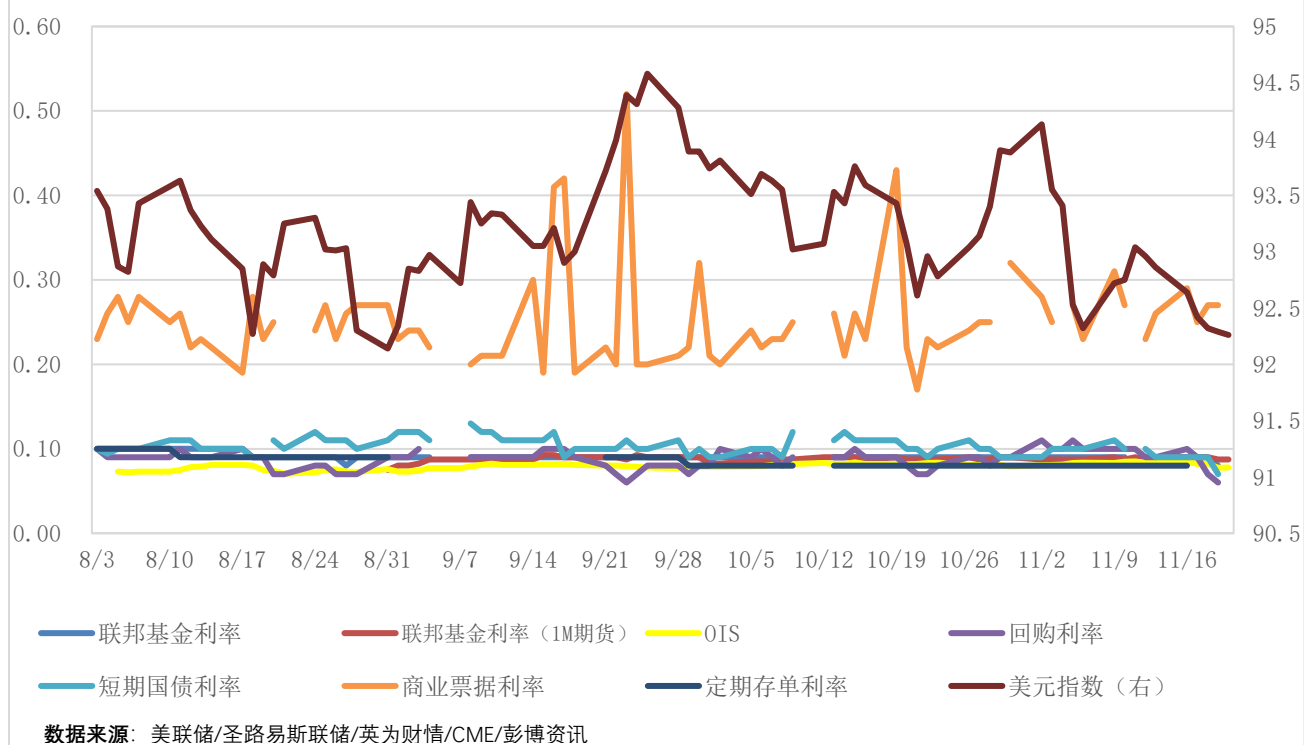
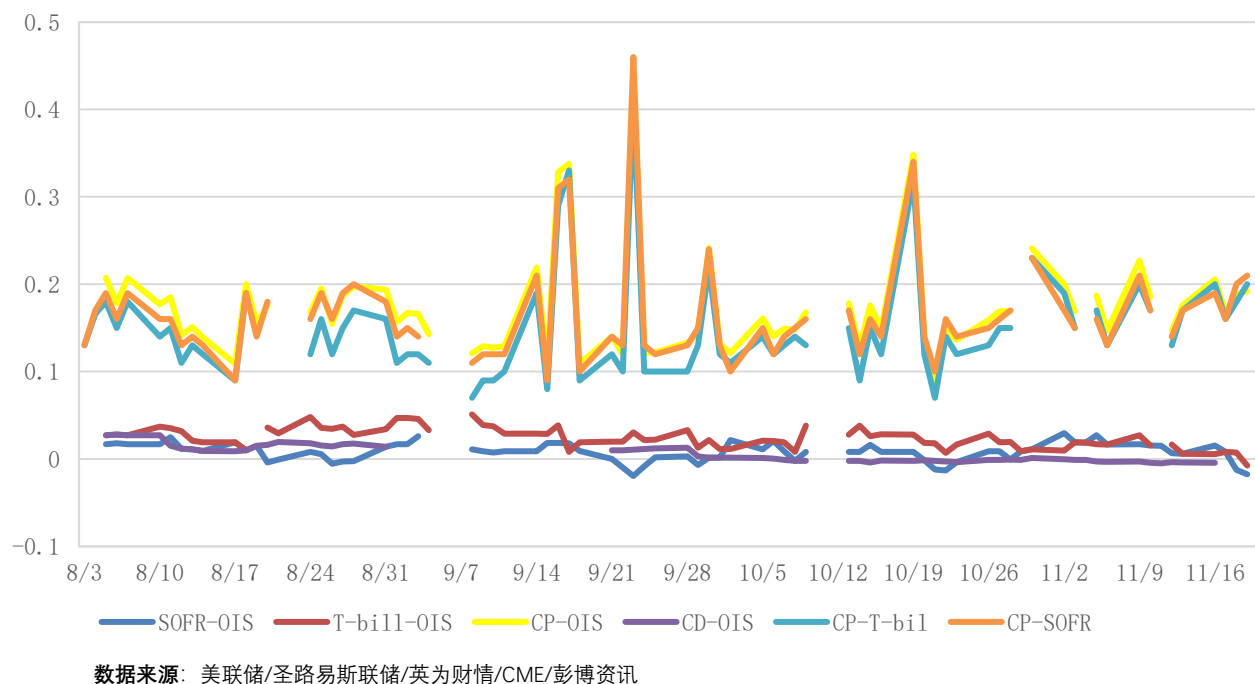


图 1-2 美国货币市场指标——主要利差指标对比（单位：%）



## 【本周异常指标解读】

- ① 本周，AA 级商业票据利率持续高于或等于 0.14% 常态上限，A2/P2 商业票据利率也处于 0.28% 上限小幅波动，两者利率中枢同步上移，显示出存在流动性潜在不足的迹象。据查证，本周三，美国 11 月 18 日当周经季节调整的未偿还商业票据增加 213 亿美元，周五，美国财长努钦致信美联储主席鲍威尔，要求只延长商业票据融资工具（CPFF）、一级交易商信贷工具（PDCF）、货币市场共同基金流动性工具（MMLF）和薪酬保障计划流动性工具（PPPLF）90 天，其他贷款计划将在 12 月 31 日如期到期，同时，努钦要求美联储将未使用的资金返还财政部，那将允许国会重新拨款 4550 亿美元。美国联邦储备银行和财政部的重量级新闻证明美国精英层的矛盾已经公开化，后续会持续关注事态的发展（需要重点关注美联储的货币创造能力）。如果美联储的紧急贷款工具在今年年底到期不再延长，金融市场可能感到不安。
- ② 随着美联储继续扩表，本周增加国库券和 MBS 资产抵押证券，EFFR-SOFR 利差逐渐改变 11 月 2 日以来负利差局面，上周实现持平，本周实现正利差，SOFR 周五降低至 0.06% 的低位，同时，短期国债收益率降低至 0.07%（短期国债利率近半年达到最低点，他们是 QE4 的标的，证明流动性趋紧后美联储开始加大资金供应），说明联邦基金市场、短期国债市场流动性较好。根据最新数据，截止 9 月末，全部外国投资者持仓美债连续 2 个月降低（主要是 1 年以内美国政府债券，2-10 年、10 年以上美国政府债券仍在增持），该指标后续将继续关注。
- ③ 本周，对冲基金套利空间恢复正常水平，后期仍将紧密跟踪该指标进展。
- ④ 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

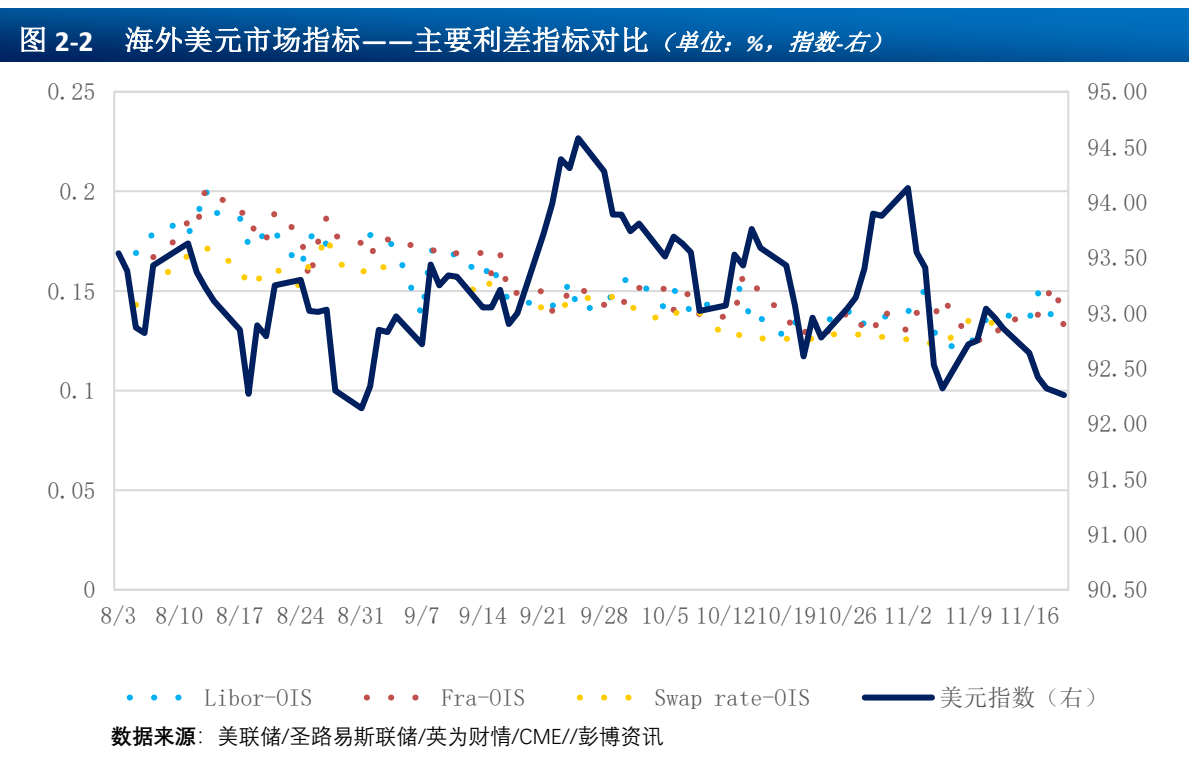
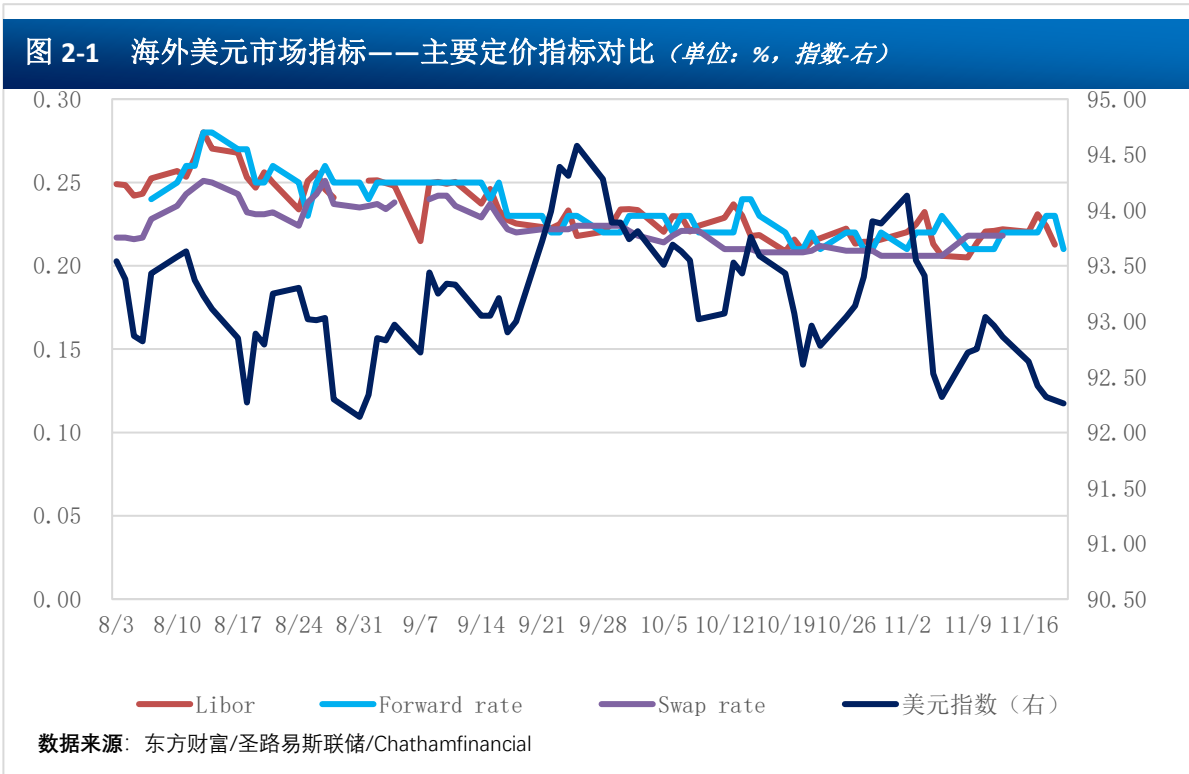
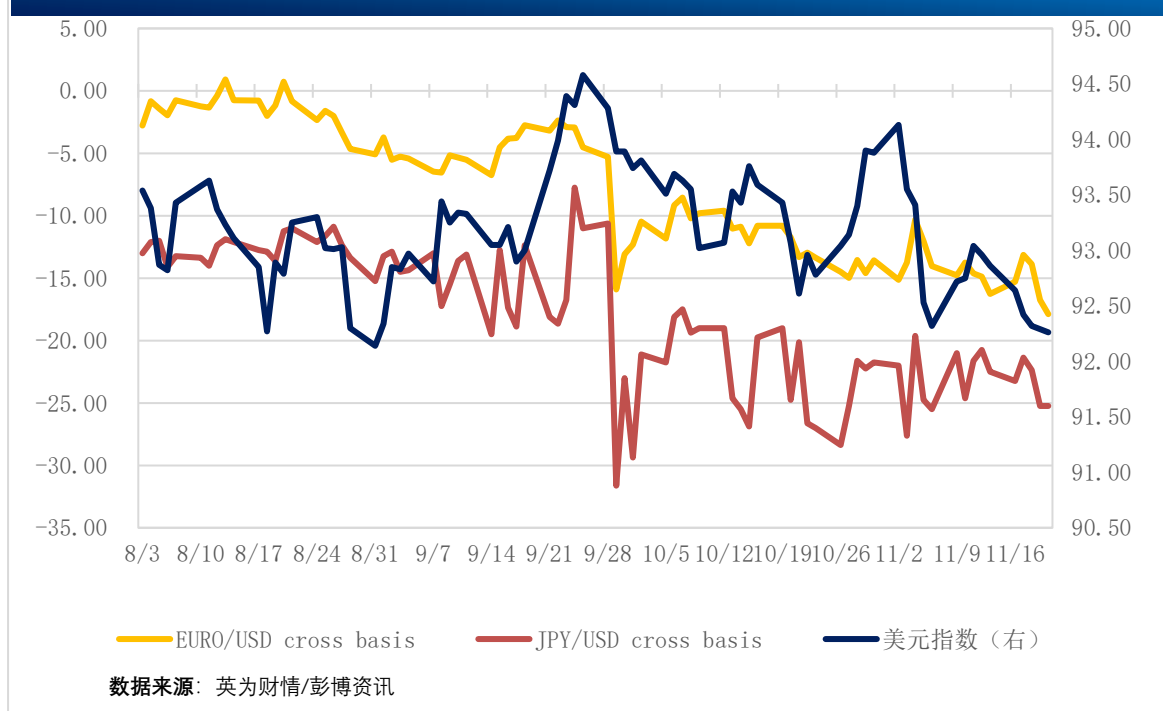




图 2-3 海外美元市场指标——外币货币互换基差对比（单位：BP，指数-右）



### 【本周异常指标解读】

- ① 本周，在权利交接的混乱、敏感期间，成熟的投资策略更倾向于在市场边缘观望，而具备“赌徒”心理的资金更热衷于参与市场浪潮。从九月中旬开始 SMART Index vs S&P 500 两个指标分歧就明显开始加大持续至今。
- ② 随着美联储扩表，OIS 隔夜掉期利率疑似改变长期缓慢攀升的趋势，周四出现短期内拐点，Libor-OIS 利差短期停止上升势头，Libor、Forward rate、Swap rate 小幅波动，美国货币市场与海外美元市场水位本周较上周利差相对扩大。
- ③ 本周，根据小组统计数据，全球新冠疫情周增率总体下降，本周增幅 7.3%，低于上周 7.7% 增幅，出现拐点。但是，主要经济体中，美国、日本周增率仍处于上升态势。其中，本周四，日本当日新增新冠确诊病例 2377 例，再创疫情暴发以来新高，当日，日元兑美元货币互换基差扩大，周五，日本 10 年期国债收益率接近于 0 的水平。同日，欧洲央行行长拉加德表示，欧洲仍面临严峻形势，预计整体通胀将持续维持在负值区域直至 2021 年初，当日，欧元兑美元货币互换基差扩大。19 日，据报道，欧元的全球支付份额自 2013 年以来首次超过美元。

④ 海外美元市场其他指标处于正常范围。

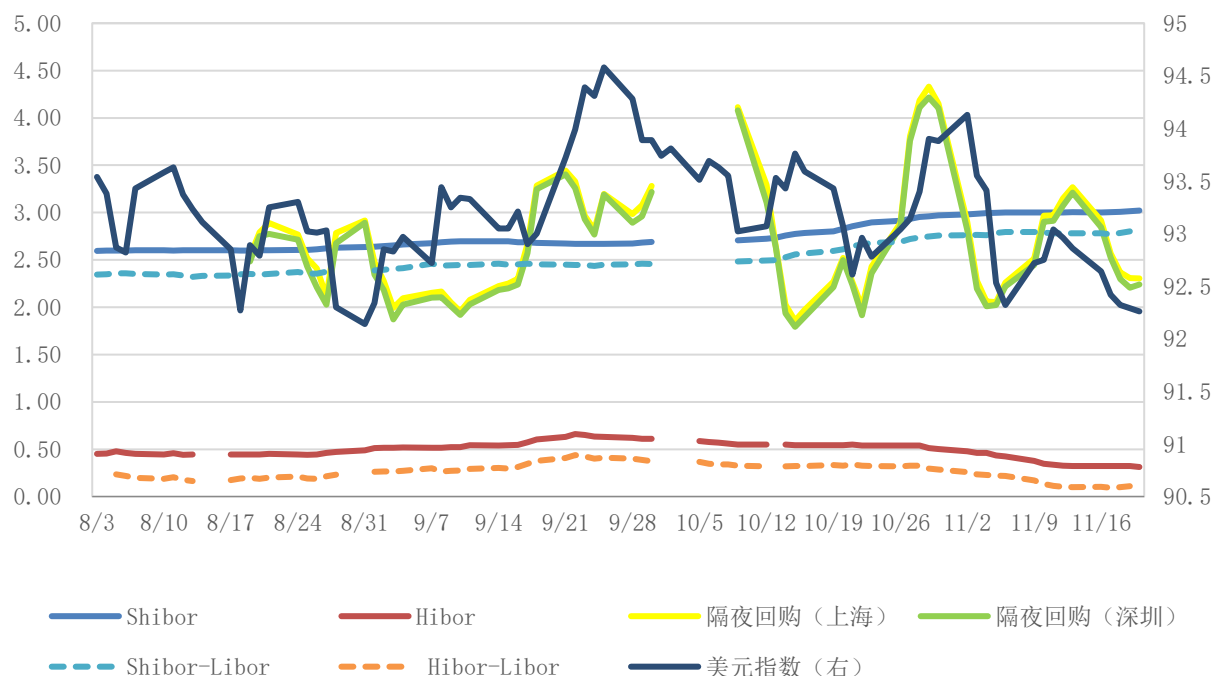
**【长期趋势预判】**

- 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。
- 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，因信用债市场的违约事件及外资持续流入，央行加大对市场的货币投放，平抑短期市场利率，央行本周净投放资金 3500 亿，为近两个月的单周新高，观察最近两周隔夜回购利率围绕 2.7% 的中枢进行波动，波动收窄，以目前来看流动性较为平稳，但是仍需观察信用风险是否会大规模的发酵导致流动性出现问题。中国央行从今年 5 月份起就在收紧放水的龙头，此后十年期国债收益率持续上涨，给企业债券形成比较大的资金压力，尤其对于那些资质弱、负债率高的企业，投资者提前抛售这类企业的债券近期的信用债违约事件又强化了债券收益率上升的趋势，公募基金等产品的净值、利率债、可转债、存单等流动性好的资产价格都会下跌，所以国债作为利率债收益率仍在上升。
- ② 美国方面，随着辉瑞（Moderna）接连发布有效率超 90% 的新冠疫苗，成为经济复苏的强心剂，疫苗有效性以及能否顺利推广将

成为市场关注的焦点，本周标普 500 及美国 10 年、30 年国债的市场深度指标均回落到了正常区间，10 年美债收益率前期攀升至 0.98%（突破 6 月的高点），本周回落至 0.84%，美联储出手控制收益率曲线，一旦市场形成实际利率走强的预期的话，使长期信贷及生产性投资收到打击，所以只能出手压降国债收益率，但与此同时，由于美联储与美国财政部就疫情贷款计划产生了争议，预计 10 年美债收益率将继续上升。

- ③ 区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）15 日在东亚合作领导人系列会议期间正式签署，中美利差进一步扩大，将进一步引发资金流入中国以及人民币继续升值的趋势。中国的资产继续受到追捧，11 月 18 日，中国财政部顺利发行 40 亿欧元主权债券。交易执行仅用了两天半的时间。同时，Hibor 与 Shibor 的利差本周仍处于继续拉大的趋势，中美利差仍在扩大，北上资金持续流入（本周沪股通、深股通均处于净流入状态），人民币兑港元仍处于升值态势，同时，Hibor-Libor 利率利差进一步缩小，资金两地套利活动减少。

- ④ 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，央行货币政策委员会三季度例会指出稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。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】

本周，部分新冠疫苗有效率达 95%成为经济复苏的强心剂，国际油价持续拉升，避险资产价格迅速下跌，商业票据市场局部流动性紧张程度加剧，国内信用债违约风险未来尚不明确，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 11 月 20 日美元环流暂未出现重大转向的基本判断。

### 【组员提醒】

- ① 疫情会衍生其它系统性风险，比如第二波疫情战线太长或经济封锁太久，很多经历了第一轮疫情勉强活下来的公司，可能被第二轮疫情彻底压垮。
- ② 疫苗的进展受到实质性的阻挠，投资者的信心挫败可能导致金融市场的大幅波动。
- ③ 未来要关注美国权力交接的不确定性 & 美联储与美国财政部疫情贷款计划的进展，流动性紧缩很有可能山雨欲来风满楼。
- ④ 美国大规模刺激计划的搁浅和欧美流动性随时发生问题的可能性也许短期让美元环流转向，美元指数 92 附近有明显支撑，美国没有进一步刺激计划出台的情况下，有可能出现短期的反弹，形成区间震荡，市场普遍在等待新一轮央行的刺激计划，如果刺激计划超预期出台，可能美元指数将开启新一轮的趋势性下跌。如果目前已经被市场消化的拜登当选预期出现转折或参众两院无法有效达成新一轮的财政刺激，美元指数反而会向上冲高，当下仍然需要持续观察货币与财政刺激能否按预期的规模顺利落地，没有水位落差的堰塞湖可以产生的动能有限，但破坏力会加大。

### 【持续关注建议】

- ① 美国方面：对冲基金套利空间、美国大选进展、刺激法案进展、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：欧洲刺激法案、经济复苏情况、疫情进展。
- ③ 中国方面：汇率政策、货币政策、中国国内流动性、信用债违约进展。
- ④ 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	11/9	11/10	11/11	11/12	11/13	11/16	11/17	11/18	11/19	11/20
★ALL★	美元指数	实时	USDX	92.7	92.8	93.0	93.0	92.9	92.6	92.4	92.3	92.3	92.3
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	0.090	0.090	NA	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090	0.080	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.090	0.088	0.090	0.088	0.090	0.090	0.090	0.090	0.088	0.088
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.100	0.100	0.100	0.090	0.090	0.100	0.090	0.070	0.060	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.083	0.085	0.085	0.084	0.084	0.085	0.082	0.083	0.078	0.078
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.11	0.12	NA	0.14	0.14	0.15	0.16	0.16	0.14	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.31	0.27	NA	0.23	0.26	0.29	0.25	0.27	0.27	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	0.11	0.10	NA	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.07	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02	0.01	-0.01	-0.02	NA
	T-Bill — OIS			0.03	0.02	NA	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	-0.01	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.23	0.19	NA	0.15	0.18	0.21	0.17	0.19	0.19	NA
	CD — OIS			0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	NA	NA	NA	NA
	CP (A2/P2) — T-Bill			0.20	0.17	NA	0.13	0.17	0.20	0.16	0.18	0.20	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.21	0.17	NA	0.14	0.17	0.19	0.16	0.20	0.21	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.21	0.21	0.22	0.22	0.22	0.22	0.23	0.22	0.21	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.21	0.21	0.21	0.21	0.22	0.22	0.22	0.23	0.23	0.21
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-14.77	-13.76	-14.63	-14.87	-16.28	-15.29	-13.15	-13.88	-16.76	-17.89
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-21.00	-24.63	-21.63	-20.75	-22.50	-23.25	-21.38	-22.38	-25.25	-25.25
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.12	0.13	0.14	0.14	0.14	0.14	0.15	0.14	0.14	NA
	Fra — OIS			0.13	0.13	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15	0.13
	ICE Swap Rate — OIS			0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	NA	NA	NA	NA	NA
中国货币市场	上海银行间拆放利率	3M	Shibor	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.01	3.01	3.02
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.38	0.35	0.33	0.33	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.31
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.52	2.97	2.97	3.15	3.27	2.92	2.57	2.37	2.31	2.30
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.45	2.90	2.91	3.07	3.21	2.85	2.53	2.30	2.21	2.24
中美利差	Shibor — Libor			2.796	2.788	2.781	2.781	2.781	2.782	2.772	2.785	2.801	NA
	Hibor — Libor			0.170	0.133	0.114	0.104	0.101	0.101	0.093	0.099	0.111	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%
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。