



HONG ACADEMY

追 寻 自 我    发 现 世 界



# 美元环流监测报告

2020 年 10 月 26 日—10 月 30 日

第 11 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、Forever、Helena、KK  
仁道兼非、文轩、徐華君、小明基德、昭昭之明

### 【数据/复核组】

Daiye、田 野、徐 湘、张 萌

### 【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[黄金数字货币石油]、左一/SS[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

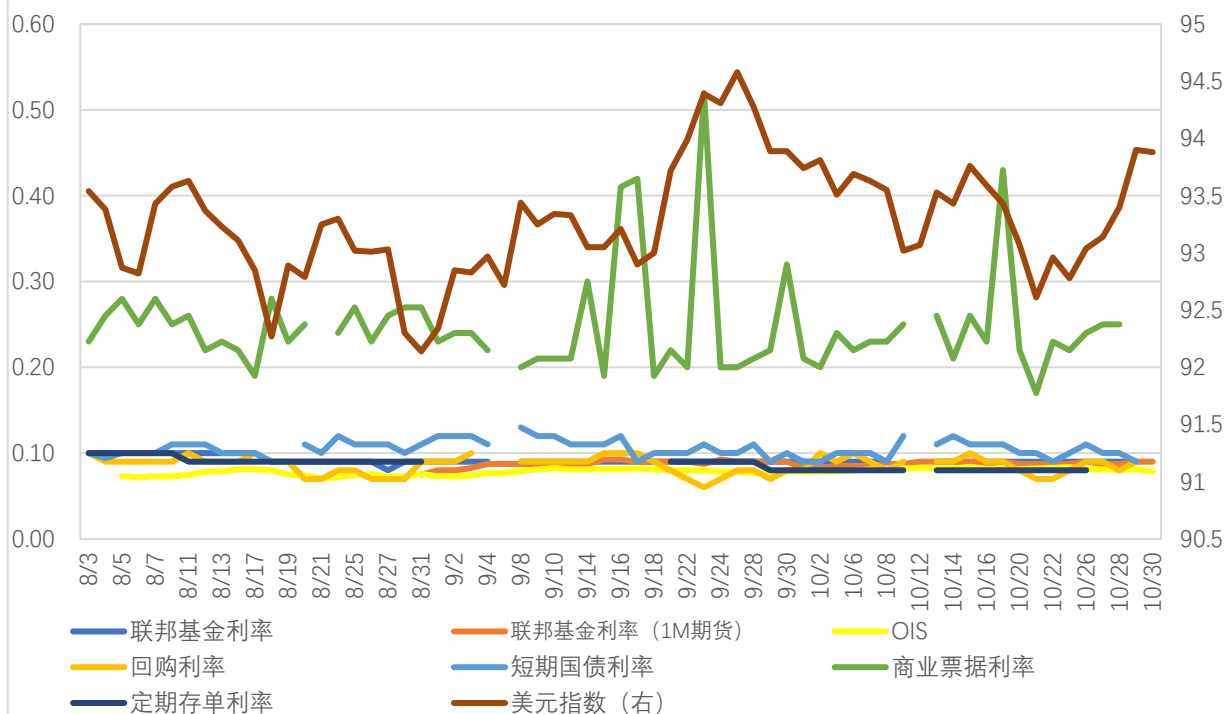
### 【其 他 组】

Daisy[数值区间统计]、Geory[指标预警]、昭昭之明[指标完善]、  
沉 镜[综合统筹]

如鸿学院学员对报告有建议及阅读需求欢迎与鸿学院小鸿鸿和书童联系，或加入鸿学院美元环流答疑组与我们沟通。

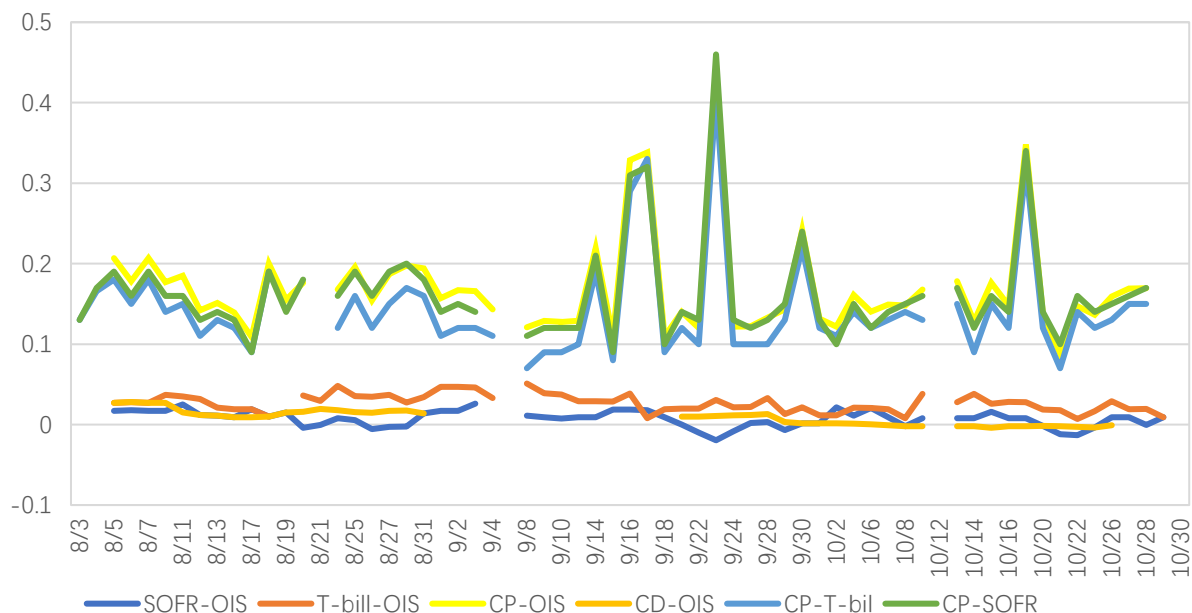
# 第一部分：美国货币市场指标

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】

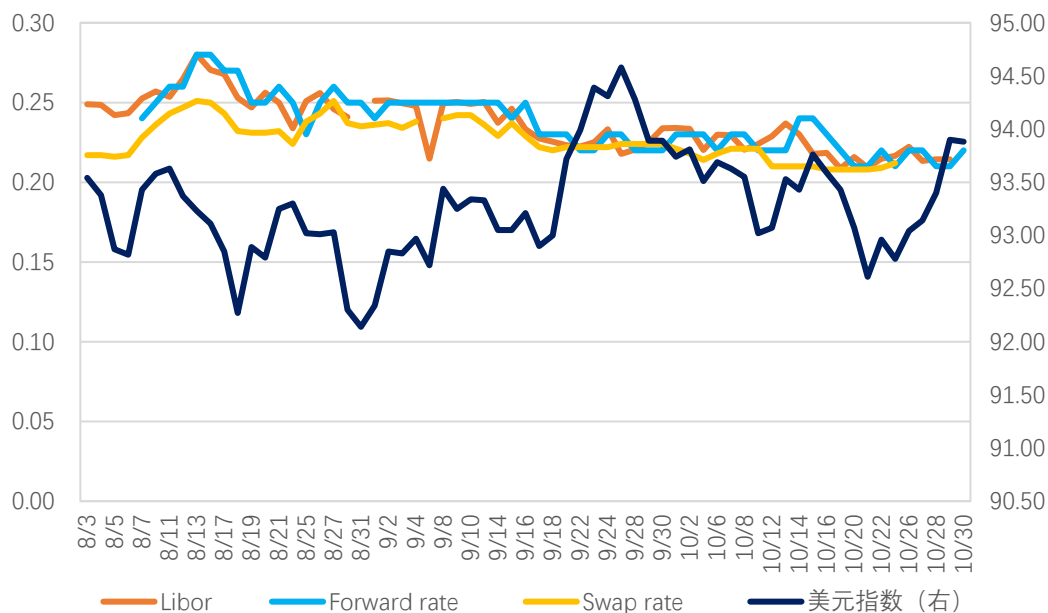
- ① 本周 SOFR、OIS、商业票据利率恢复至正常波动水平。
- ② 美国货币市场其他指标处于正常波动范围。

### 【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 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，随着加息预期或通货膨胀不断升高，可能突破 0.09%区间上限。

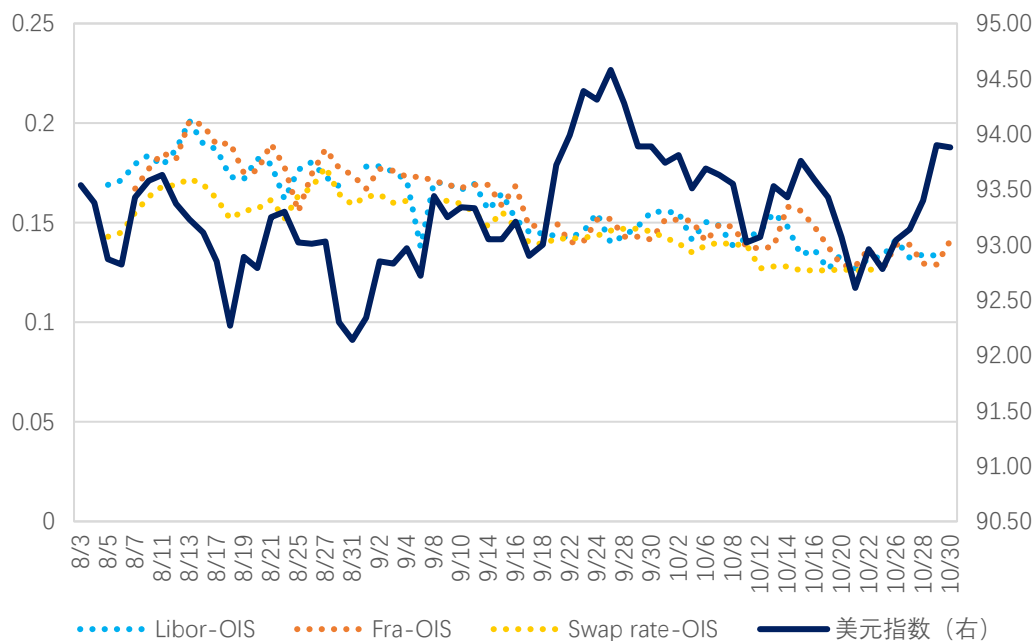
## 第二部分：海外美元市场指标

图 2-1 海外美元市场指标——主要定价指标对比（单位：%、指数-右）



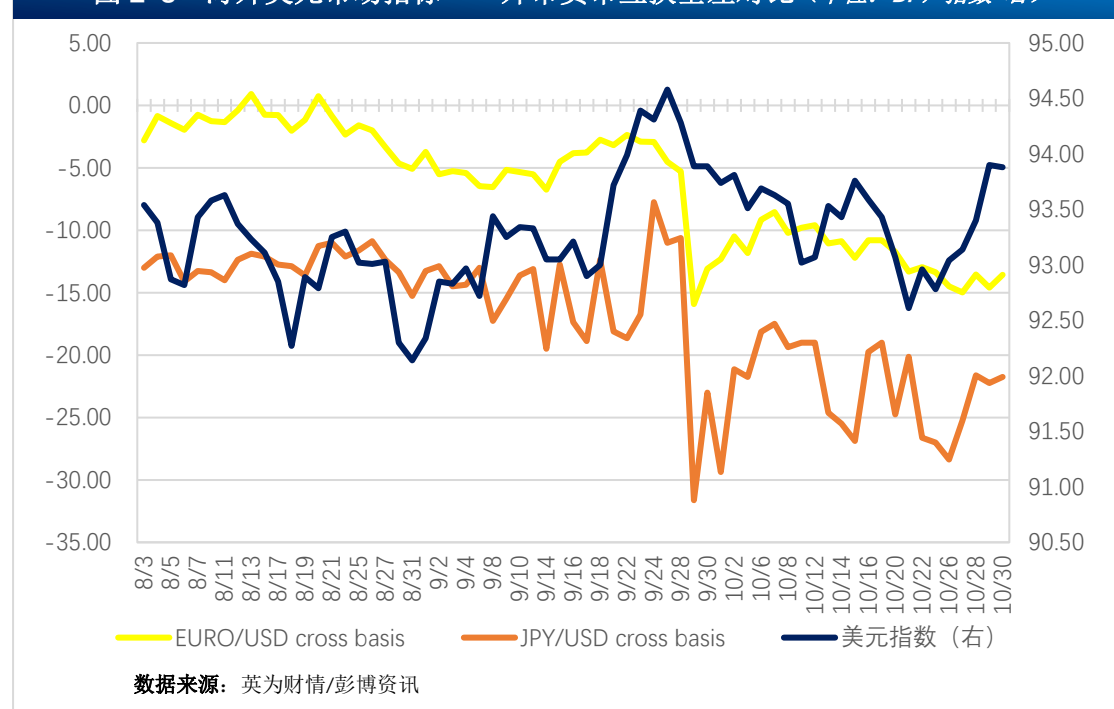
数据来源：东方财富/圣路易斯联储/Chathamfinancial

图 2-2 海外美元市场指标——主要利差指标对比（单位：%、指数-右）



数据来源：美联储/圣路易斯联储/英为财情/Swapsandbonds/CME

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】

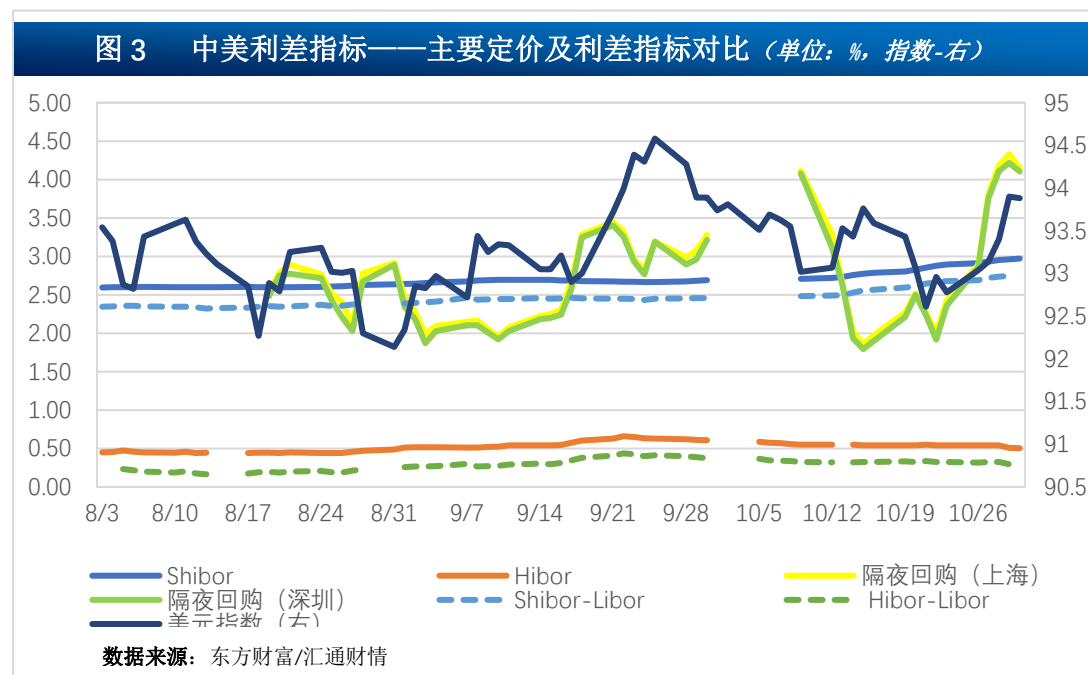
- ① 美国方面，美国第三季度 GDP 年化季率增长 33.1%，好于市场预期的 31.0%，并创下记录新高，促进美元指数本周上涨。
- ② 欧元方面，欧元兑美元货币互换基差均值较上周扩大 1.81%，均处于-13.54%水平之下。26 日（周二），欧洲的二次疫情强势反扑，各国政府重新开始实施封锁、限制等防疫措施，投资者的信心也受到冲击，避险模式开启，美元指数走高；29 日（周四），欧洲央行政策出台，维持三大利率不变，将在年底前额外进行规模 1200 亿欧元的临时购买，周五欧元兑美元贬值，基差缩窄。
- ③ 日元方面，日元兑美元货币互换基差均值较上周扩大 0.35%，均处于-21.63%水平之下，美国新冠疫情救助计划谈判缺乏进展，市场避险情绪提振美元。值得注意的是，本周出现日元兑美元货币互换基差与美元指数正相关的短暂时期，该现象于 9 月 24、25 日也同时出现过，推断两次正相关原因均为受欧洲疫情影响，资金流出欧洲，涌入避险资产日元、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，但如出现利空欧洲相关系统性风险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，提振美元、日元，后期将紧密跟踪美国政坛选举、刺激法案及欧洲经济等相关重大事件。
- 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



#### 【本周异常指标解读】

- ① 自央行公告称自10月12日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0之后，本周美元兑人民币汇率延续贬值趋势，中美10年期国债收益率利差均值维持上周水平。本周，央行净回笼资金9100亿元，Shibor、上交所及深交所回购利率全线上行，Hibor自9月21日以来止升转跌至本周末，仍处于下降趋势，Hibor上行及与Shibor的利差将有可能促进北上资金的流入。本周，国内发布《上海期货交易所做市商管理办法（修订版）》、《深圳市外商投资股权投资企业试点办法（征求意见稿）》、《海南省关于开展合格境外有限合伙人(QFLP)境内股权投资暂行办法》出台，吸引外资各类举措相继出台。
- ② 美国短期国债收益率下行、长期国债收益率上行，长短端债券收益率逐渐拉大，新的财政刺激始终难产的前提下美联储只能将重点用在短期利率上而无法顾及长期利率，短期流动性偏好提升。
- ③ 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，央行下半年仍将释放继续保持流动性合理充裕的信号，仍会持续开展公开市场操作，但净投放规模不会明显扩大，资金面紧平衡状况将会延续。
- 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，支撑美国股市的权重科技公司的财报不及预期，投资者放弃风险资产转向现金，叠加投资者对于大选有可能激发美国更加混乱的预期，大选前避险情绪升温，美元指数本周上涨 1.19%，28 日特朗普官宣两党“谈崩”——大选前无法退出刺激计划，VIX 指数本周来到 40.28 的高位。值得注意的是，美国资产负债表总资产较上一公布日（21 日）总量缩减，其中，MBS 资产抵押债券减持量较大，国库券持仓量增加。

**美元环流监测小组当前时点环流结论：不改变截止 10 月 30 日美元环流暂未出现重大转向的基本判断，**但需警惕局部市场（如商业票据市场）出现流动性紧张将导致市场动荡加剧的现象。

### 【近期关注重点】

根据以往分析经验，虽然目前从指标体系观察暂未发生反转，但美元临近大选愈加强势，可能再次出现流动性紧张行情。11 月 3 日是美国大选日，美国党争白热化，避险资金将涌入避险资产，美元指数将可能抬升，货币互换基差可能进一步加大，资本市场各类标的价格在 12 月 15 日前波动幅度将更加剧烈。

### 【持续关注建议】

- ① 美国方面：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、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。
- 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	10/19	10/20	10/21	10/22	10/23	10/26	10/27	10/28	10/29	10/30
★ALL★	美元指数	实时	USDX	93.4	93.1	92.6	93.0	92.8	93.0	93.1	93.4	93.9	93.9
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	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090	NA
	★联邦基金利率	1M	EFFR	0.090	0.088	0.088	0.088	0.088	0.090	0.088	0.088	0.090	0.090
	★隔夜担保融资利率	实时	SOFR	0.090	0.080	0.070	0.070	0.080	0.090	0.090	0.080	0.090	NA
	隔夜指数掉期利率	3M	OIS	0.082	0.082	0.082	0.083	0.084	0.081	0.081	0.081	0.081	0.079
商业票据市场	商业票据利率-非金融	3M	CP-AA	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13	0.12	0.14	0.12	0.12	NA
	商业票据利率-非金融	3M	CP-A2/P2	0.43	0.22	0.17	0.23	0.22	0.24	0.25	0.25	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	0.11	0.10	0.10	0.09	0.10	0.11	0.10	0.10	0.09	NA
美国货币市场利差	SOFR — OIS			0.01	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	NA
	T-Bill — OIS			0.03	0.02	0.02	0.01	0.02	0.03	0.02	0.02	0.01	NA
	CP (A2/P2) — OIS			0.35	0.14	0.09	0.15	0.14	0.16	0.17	0.17	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			0.32	0.12	0.07	0.14	0.12	0.13	0.15	0.15	NA	NA
	CP (A2/P2) — SOFR			0.34	0.14	0.10	0.16	0.14	0.15	0.16	0.17	NA	NA
海外美元市场	伦敦美元利率	3M	Libor	0.21	0.22	0.21	0.21	0.22	0.22	0.21	0.21	0.21	NA
	远期利率协议	3M	Fra	0.22	0.21	0.21	0.22	0.21	0.22	0.22	0.21	0.21	0.22
	洲际交易所掉期利率	1Y	ICE-SR	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	NA	NA	NA	NA	NA
	欧元兑美元货币互换基差	3M	EURO/USD	-10.80	-11.73	-13.31	-12.96	-13.36	-14.50	-14.98	-13.54	-14.59	-13.57
	日元兑美元货币互换基差	3M	JPY/USD	-19.00	-24.75	-20.13	-26.63	-27.00	-28.38	-25.25	-21.63	-22.25	-21.75
海外美元市场利差	Libor — OIS			0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.14	0.13	0.13	0.13	NA
	Fra — OIS			0.14	0.13	0.13	0.14	0.13	0.14	0.14	0.13	0.13	0.14
	ICE Swap Rate — OIS			0.13	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	2.80	2.83	2.86	2.88	2.90	2.91	2.93	2.95	2.96	2.97
	香港银行同业拆借利率	3M	Hibor	0.54	0.54	0.55	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.51	0.50
	上交所加权平均回购利率	O/N	GC001	2.27	2.52	2.27	2.00	2.43	2.89	3.81	4.19	4.33	4.15
	深交所加权平均回购利率	O/N	R001	2.21	2.50	2.24	1.92	2.36	2.85	3.76	4.11	4.22	4.10
中美利差	Shibor — Libor			2.594	2.613	2.646	2.662	2.679	2.691	2.720	2.738	2.746	NA
	Hibor — Libor			0.333	0.325	0.339	0.326	0.324	0.318	0.327	0.326	0.296	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。