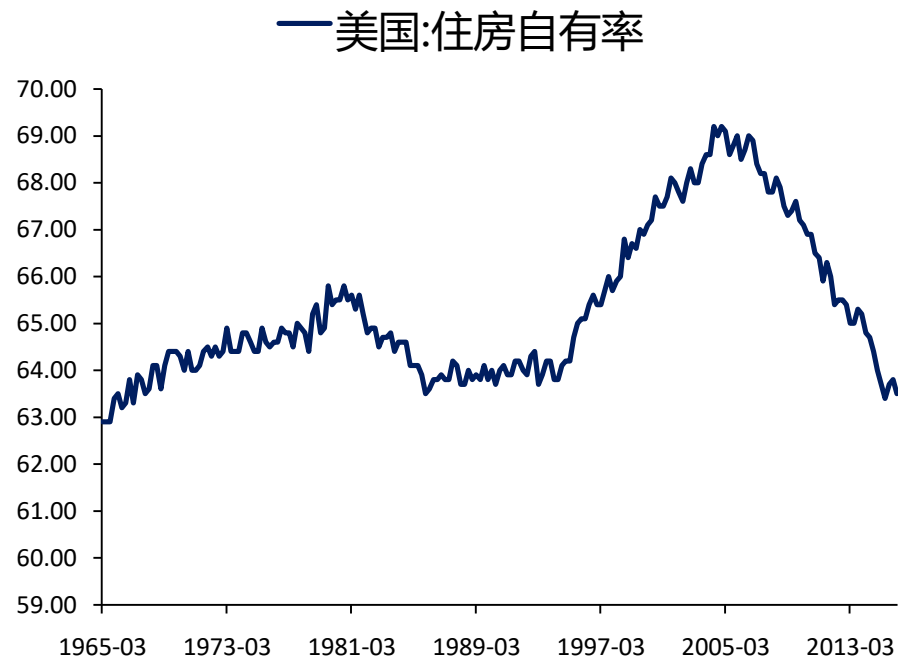


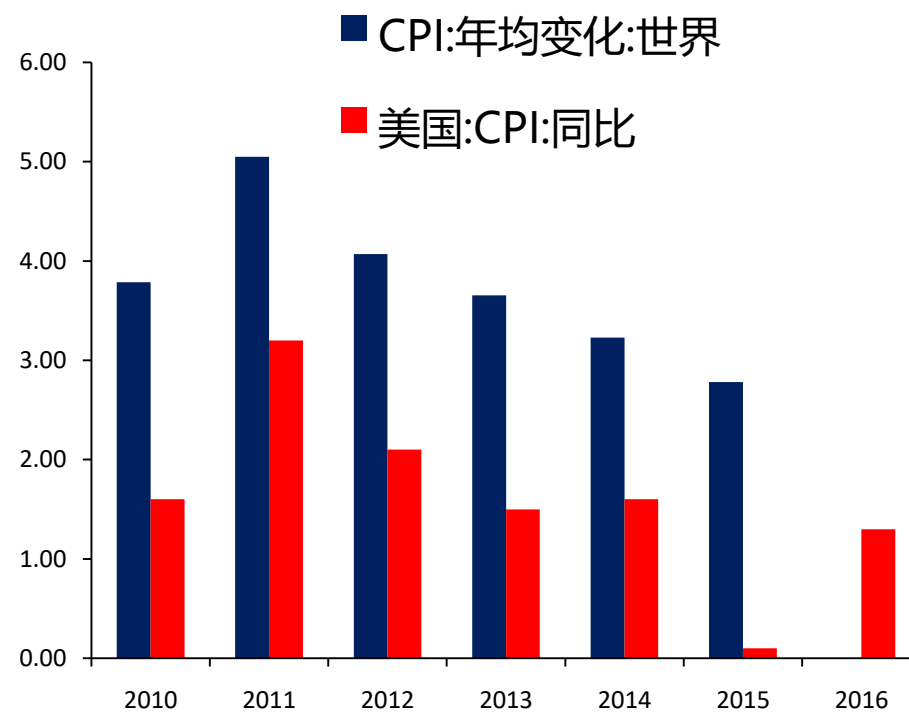
2017-03-17: 美国地产也疯狂!	01
2017-03-20: 白银、黄金比价关系的背后逻辑	02
2017-03-21: 黄金跨境套利行为反映的人民币汇率预期	03
2017-03-22: 欧美日三大央行资产负债表总规模	04
2017-03-23: 特朗普交易反转了吗?	05
2017-03-24: 今年以来EM领跑全球权益市场	06
2017-03-27: 抬升的通胀与“被”压低的实际利率	07
2017-03-28: 金油比——全球通胀天平	08
2017-03-29: 10年期美日国债净利差	09
2017-03-30: 美元指数构成货币持仓与美元走势	10
2017-03-31: 大类资产波动率系列——大宗商品	11
2017-04-05: 大类资产波动率系列——中美股指	13
2017-04-06: 大类资产波动率系列——主要外汇	14
2017-04-07: 美国股债估值比较	16
2017-04-10: 海外金融压力指标科普系列之VIX	17
2017-04-11: 海外金融压力指标科普系列之圣路易斯联储金融压力指数	18
2017-04-12: 海外金融压力指标科普系列之TED	20
2017-04-13: 海外央行系列之欧美日央行资产负债表规模/GDP	21

2017-04-14: 海外央行系列之外汇走势与流动性	22
2017-04-17: 海外央行系列之FED资产期限变化	23
2017-04-18: 海外央行系列之现有规则下ECB资产购买时限	24
2017-04-19: 海外央行系列之BOJ资产购买时限	25
2017-04-20: 法国大选哪家强?	26
2017-04-24: 聚焦2017法国大选第一轮投票	28
2017-04-21: 全球人口结构系列之总和生育率	29
2017-04-25: 全球人口结构系列之人口增长率	31
2017-04-26: 全球人口结构系列之抚养比	33
2017-04-27: 全球人口结构系列之主要经济体人口结构特征及差异	34
2017-05-03: 全球人口结构系列之劳动力与信贷	37
2017-04-28: 北美自由贸易协定 (NAFTA) 意味着什么?	38

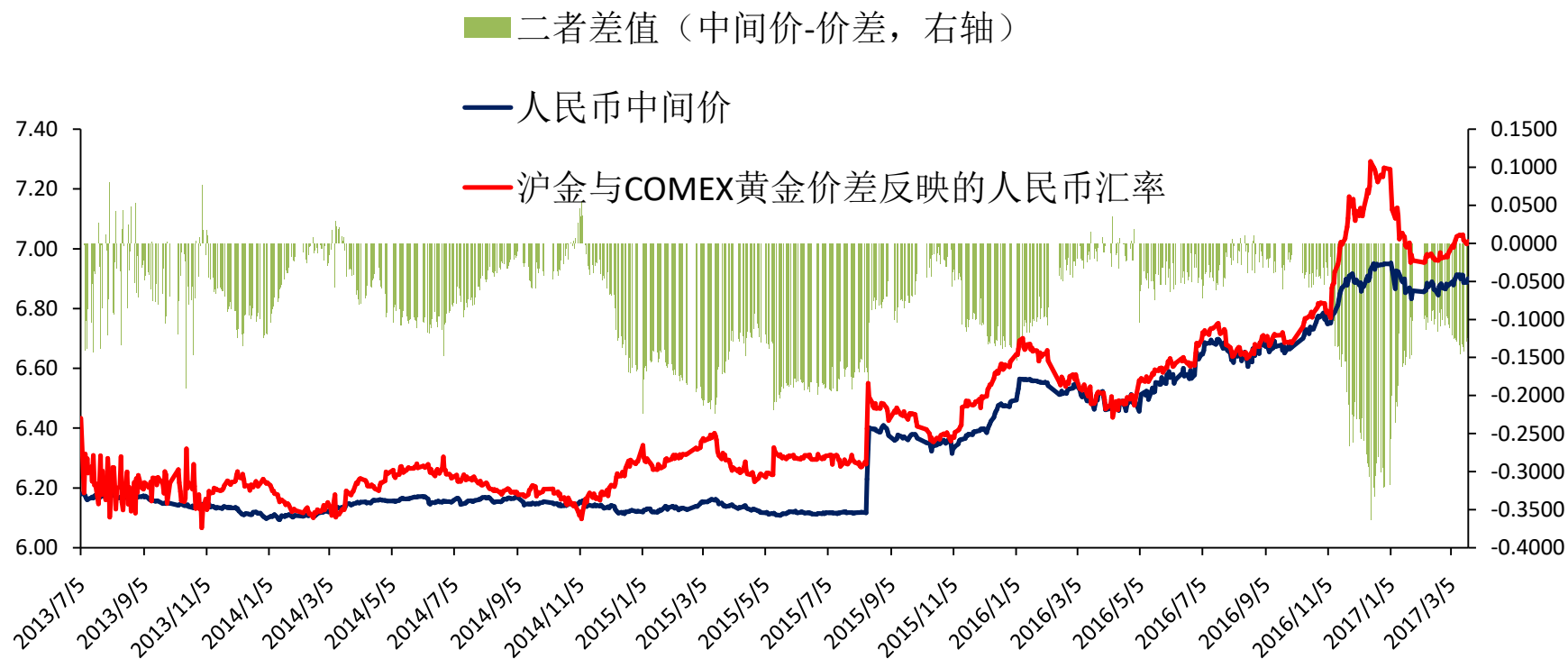
2011年美国地产进入上升周期并带动经济复苏。随着联储加息的推进，已经持续 6 年的地产复苏是否进入降温潮？3月16日公布的2月营建许可环比萎缩 6.2%，降至11个月新低。但3月的NAHB住房市场指数高达71，为2005年6月以来新高，此外，美国住房自有率也仍在低位。



银金比（COMEX白银价格与COMEX黄金价格的比值）相当于剔除了白银中的货币属性而保留其商品属性，因此银金比可用于反映全球主要经济体的通胀形势。换言之，就趋势而言，当通胀抬升，银金比大概率走高；通胀回落，银金比则大概率走低。



黄金跨境套利可以反映出投资者对于人民币汇率的预期：当内盘黄金价格出现溢价时，体现贬值预期，溢价程度越高，预计的贬值幅度越大；当外盘黄金相对内盘溢价时，则体现为人民币的升值预期。

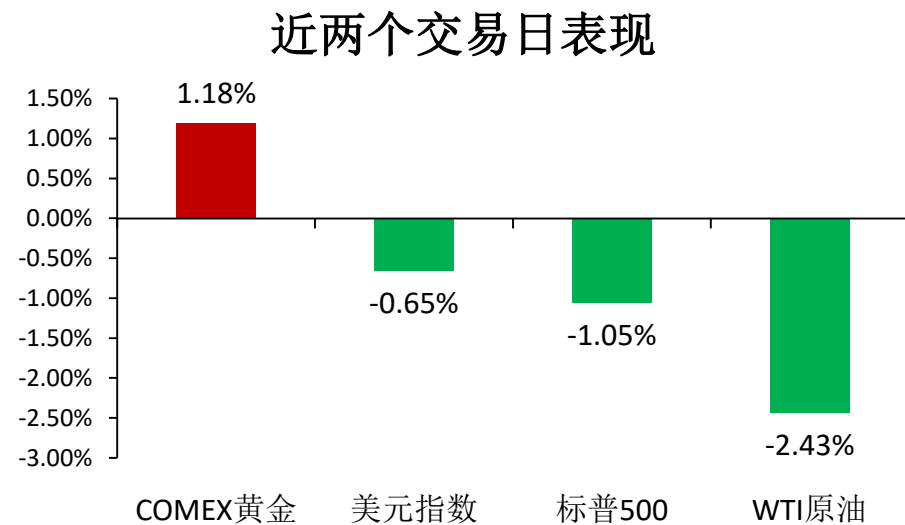
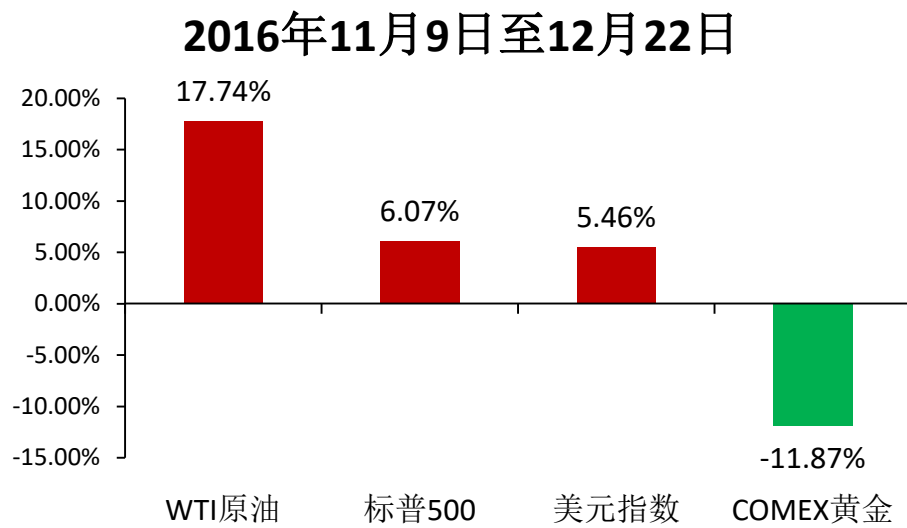


金融危机前，欧美日三家央行资产负债表总规模仅 4.03万亿美元。经过多轮量化宽松，截止3月初，三家央行资产负债表总规模已高达 12.84万亿美元，较危机前增长218.6%。

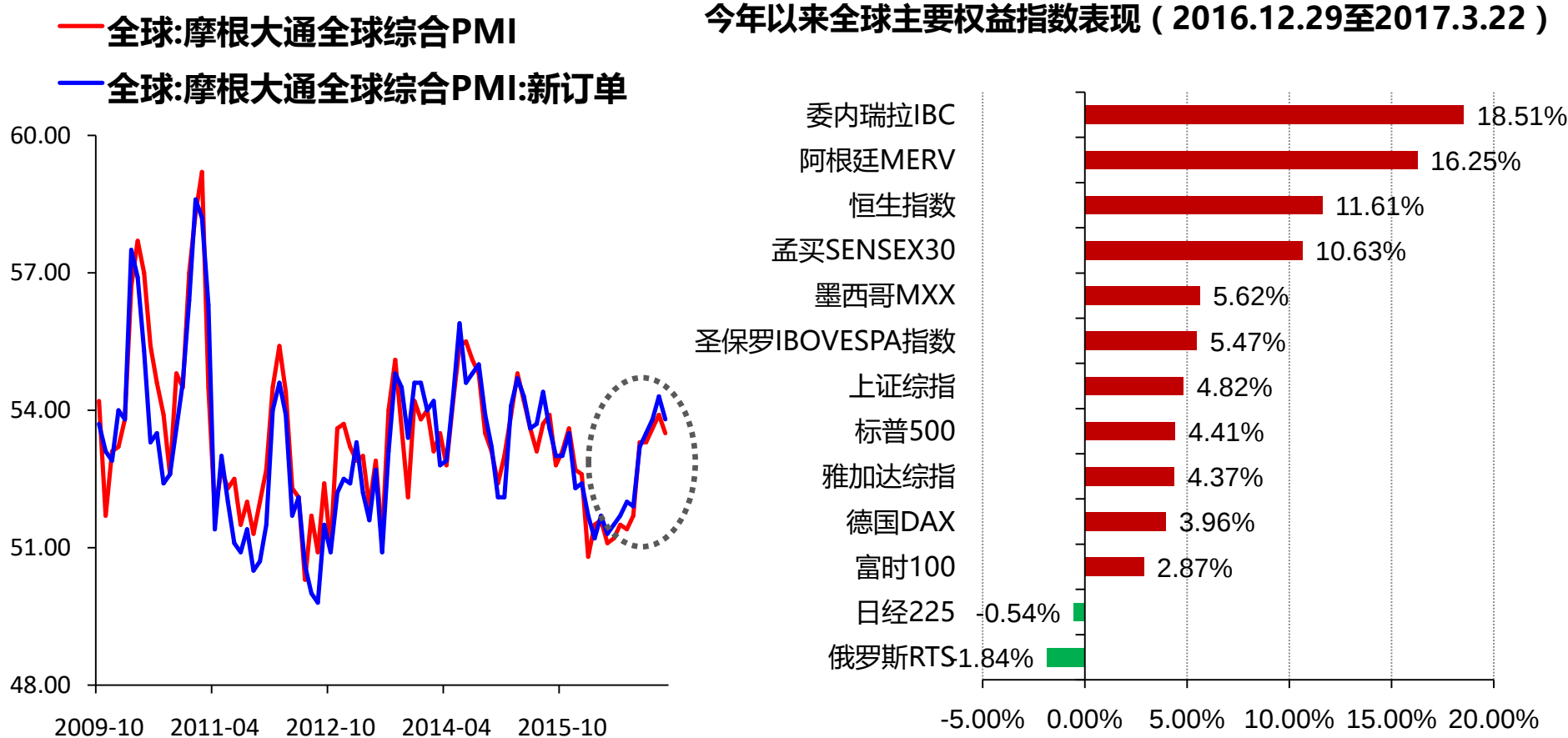


2016年11月9日美国大选尘埃落定后，市场出现了所谓的“特朗普交易”：以认可特朗普政策对美国经济产生提振为前提的看多原油、美股、美元指数，做空安全资产。截止2016年12月22日，WTI原油、标普500指数及美元指数分别收涨17.74%、6.07%和5.46%，黄金重挫11.87%。

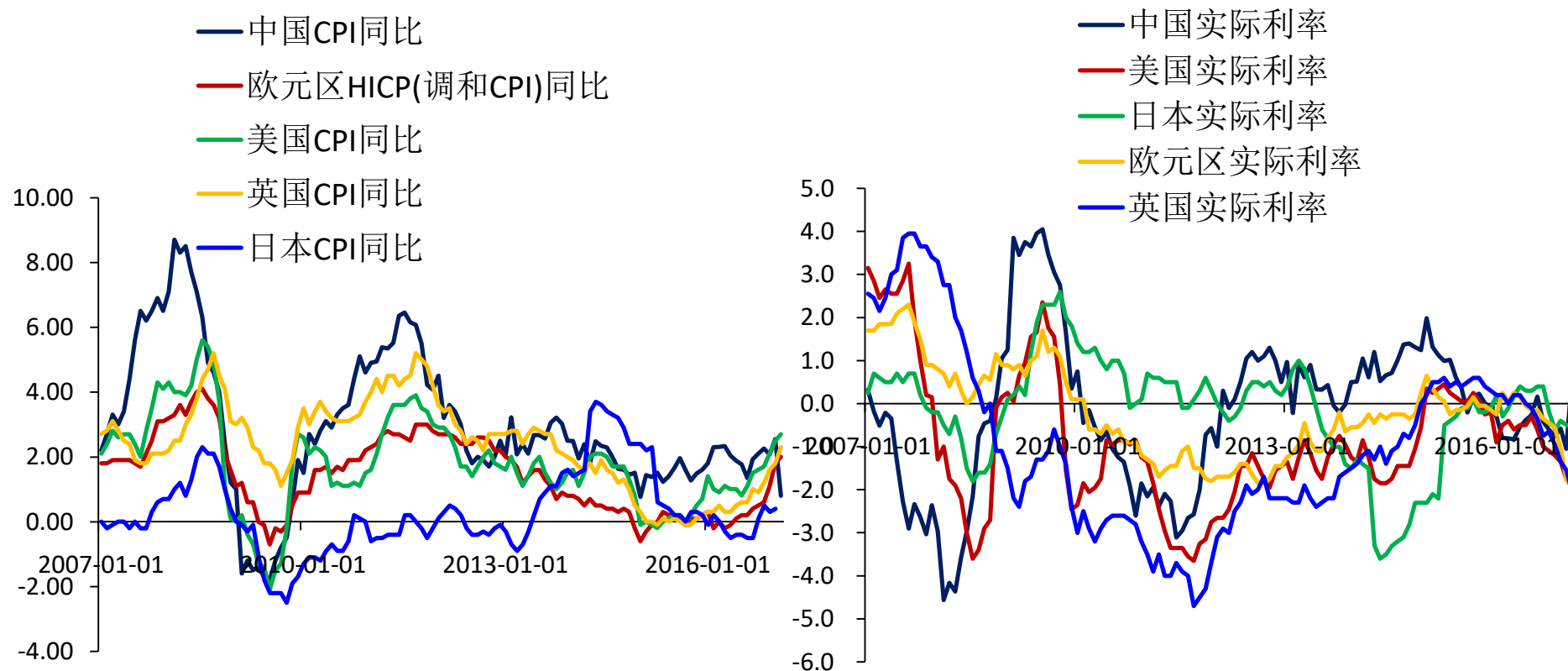
3月下旬，共和党内部就特朗普政府推出奥巴马医改替代议案问题出现重大分歧，“特朗普交易”也遭遇滑铁卢。



随着全球经济形势好转、原油价格重心逐步抬升，全球风险偏好正在修复。除了对风险事件的韧性增强外，另一重要指标是今年以来新兴市场权益正在领跑全球。

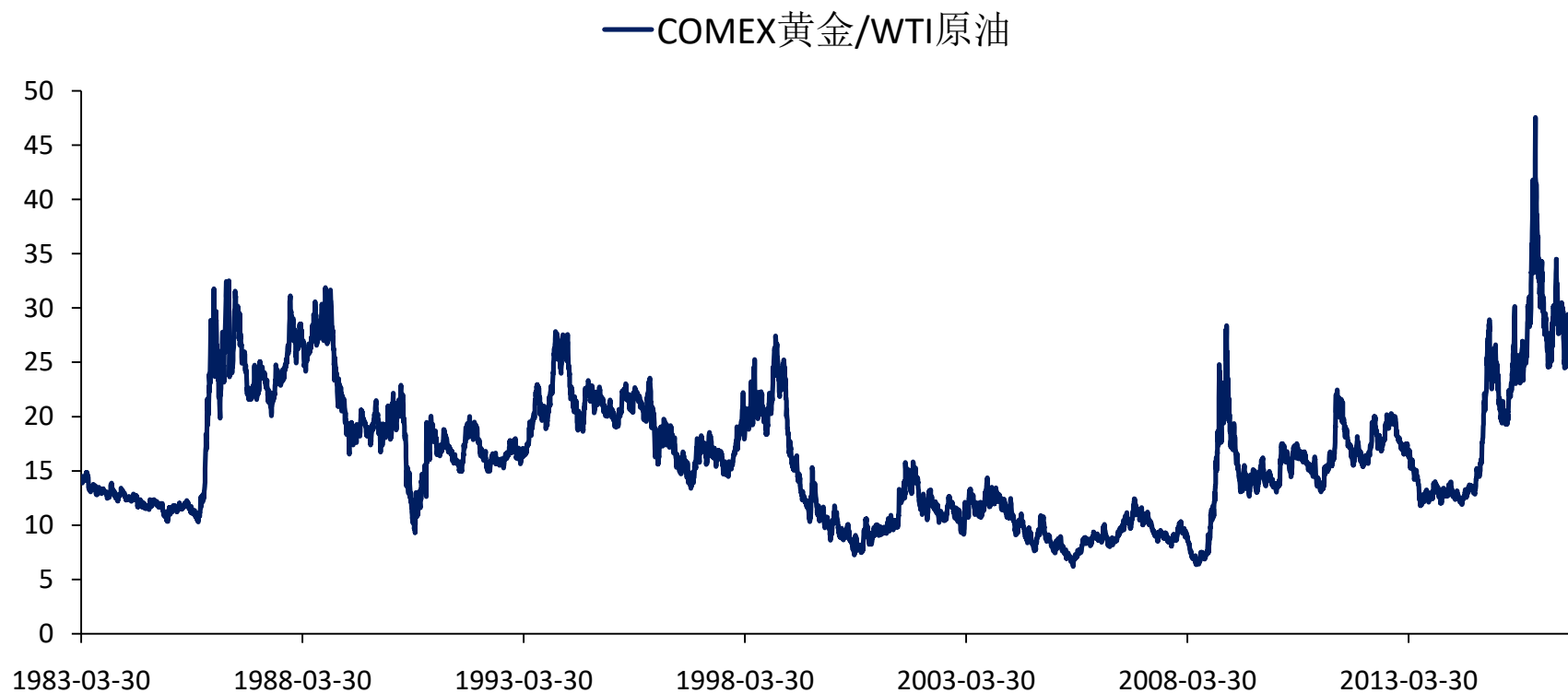


今年以来主要海外经济体（美欧日英）CPI口径通胀全面快速上扬。在名义利率仍处低位的背景下，美欧英实际利率均触及欧债危机后最低水平，日本实际利率也回落到负区间。

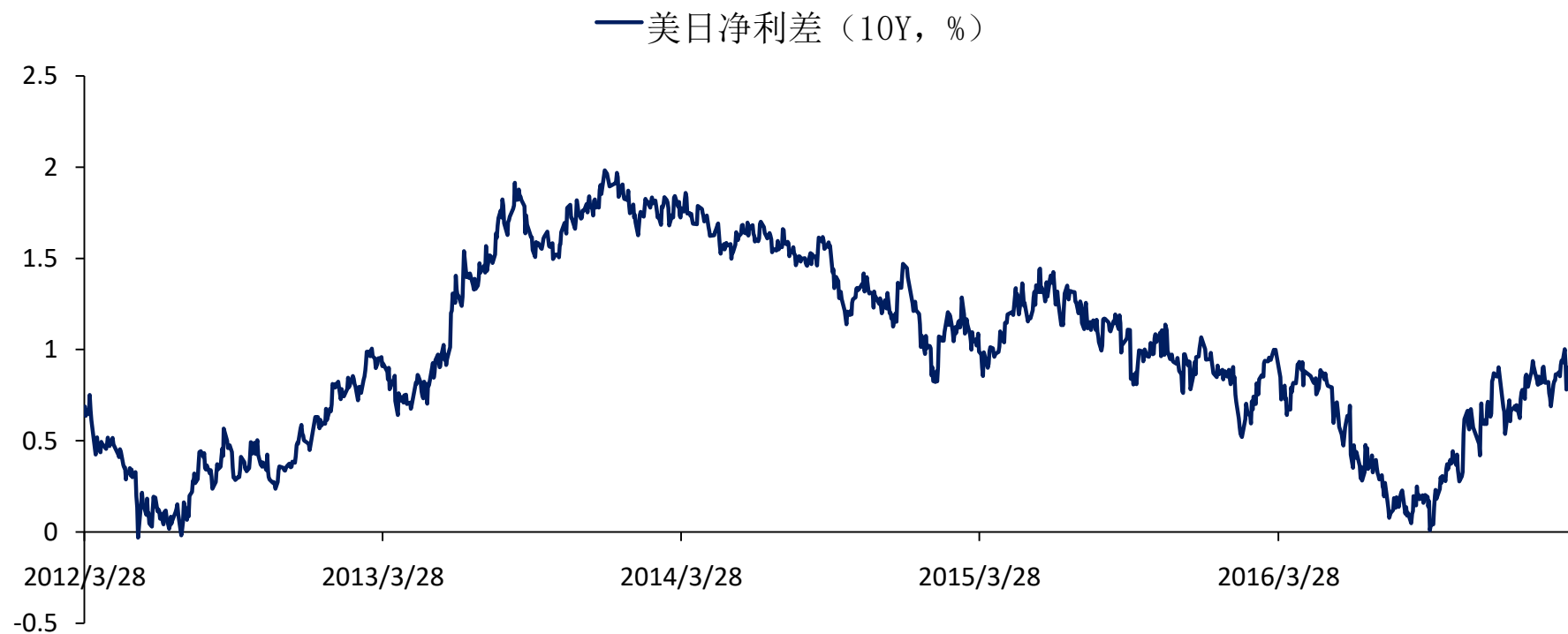


备注：单位均为%

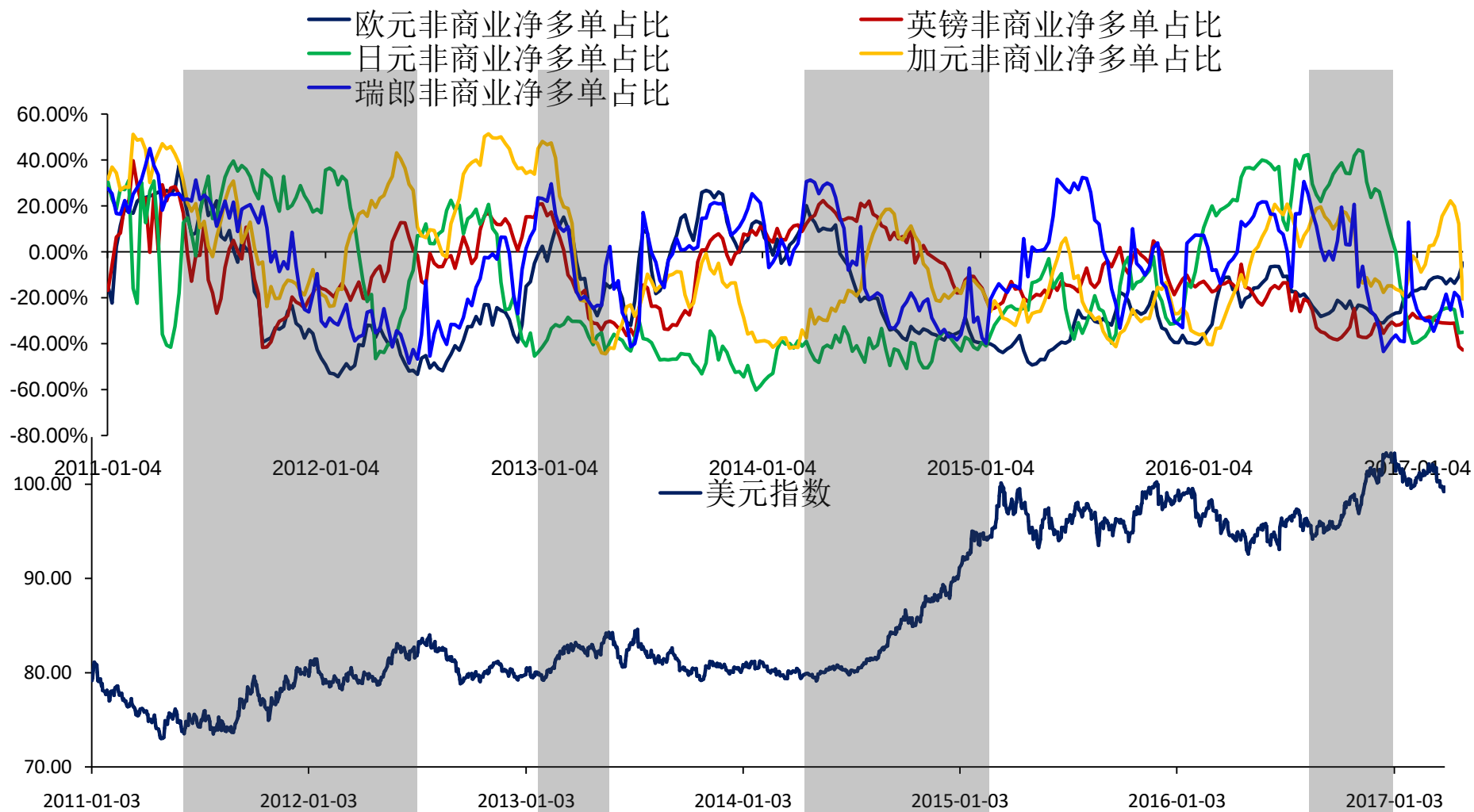
传统逻辑上，原油创造通胀，黄金跟随通胀，二者像是站在全球通胀天平的两端。但是“负利率”的出现打破了这种平衡。1983年以来，COMEX黄金与WTI原油比价的历史均值为16.43；峰值为47.57（去年2月11日，也即：日本央行实施负利率后）；目前该比价为 26.02。



套利交易在国际市场上比较盛行，其终极结果就是令净收益为0。2012年至今，10年期美日国债净利差就曾两度跌至0，第一次是2012年6-7月，第二次是2016年7-9月。



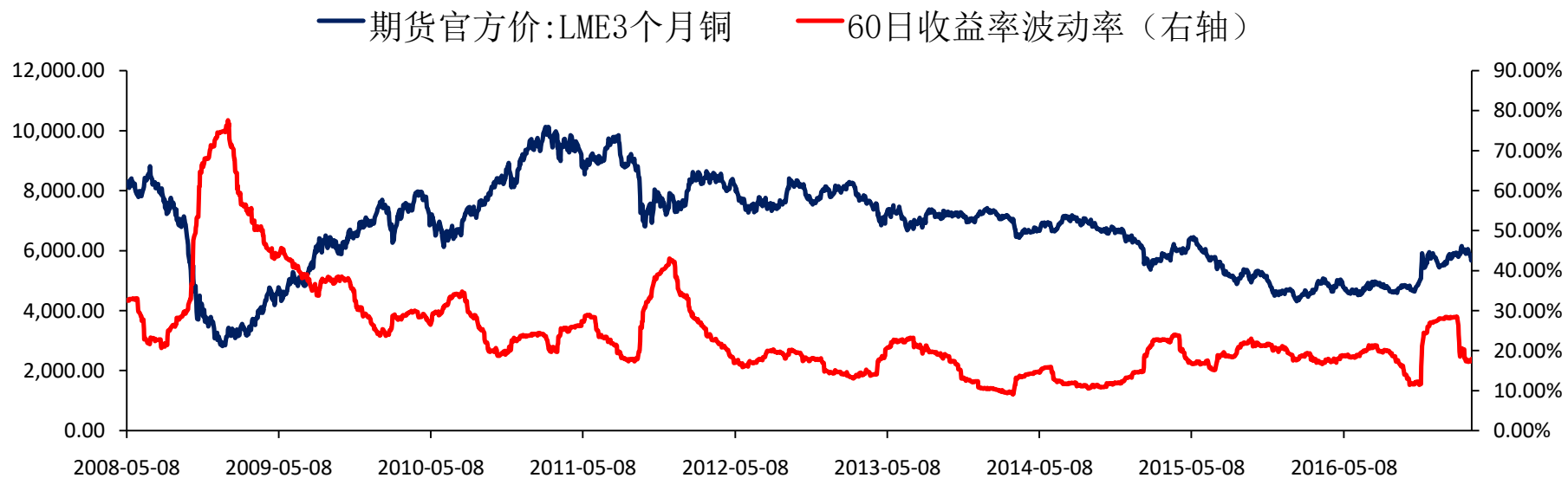
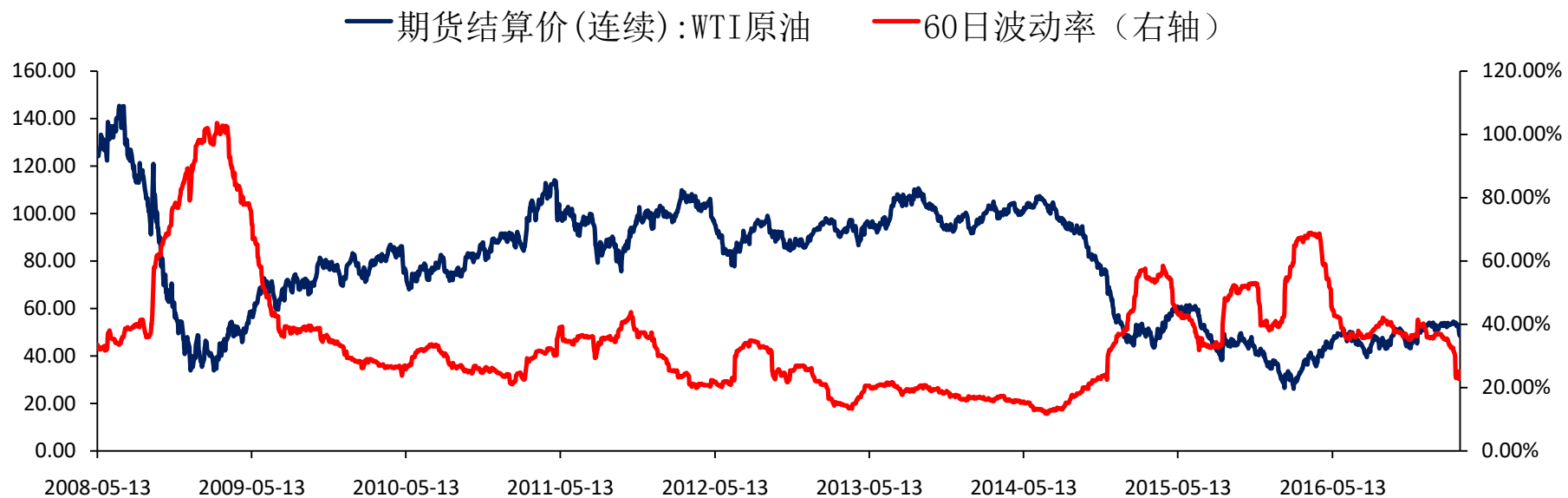
美元指数由欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎构成，其占比分别为57.6%、13.6%、11.9%、9.1%、4.2%以及3.6%。上述非美货币CFTC持仓变化与美元指数走势密切相关，具体如图。



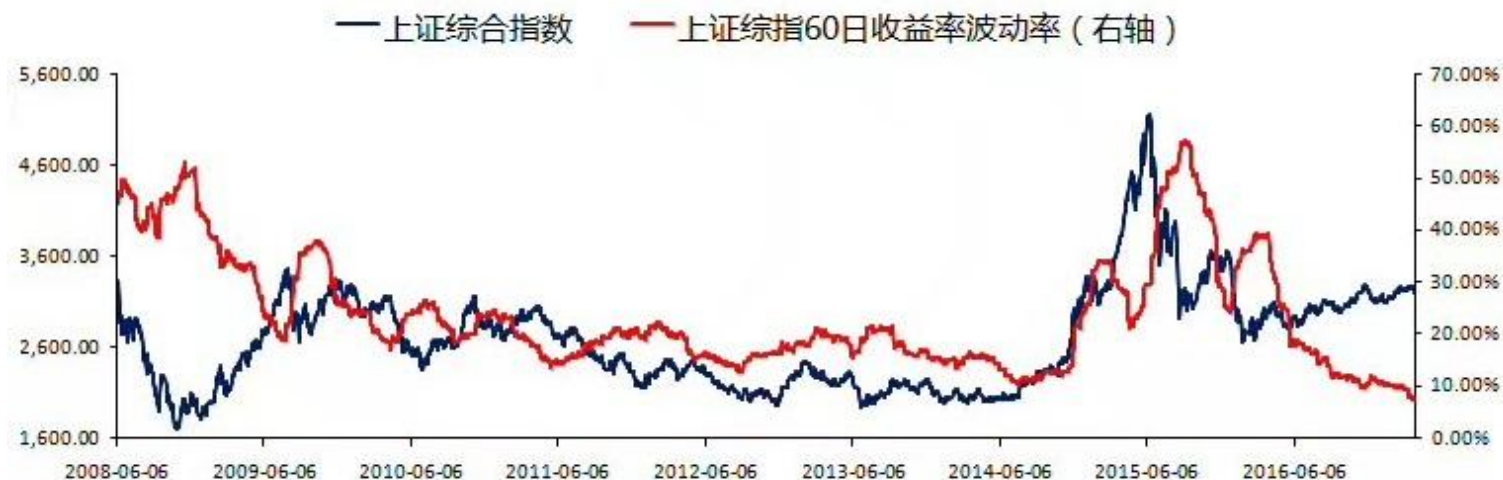
对数收益率：第N+1日的对数收益率=LN（第N+1日的收盘价/第N日的收盘价）；

60日波动率：指过去60个交易日对数收益率标准差的年化结果。





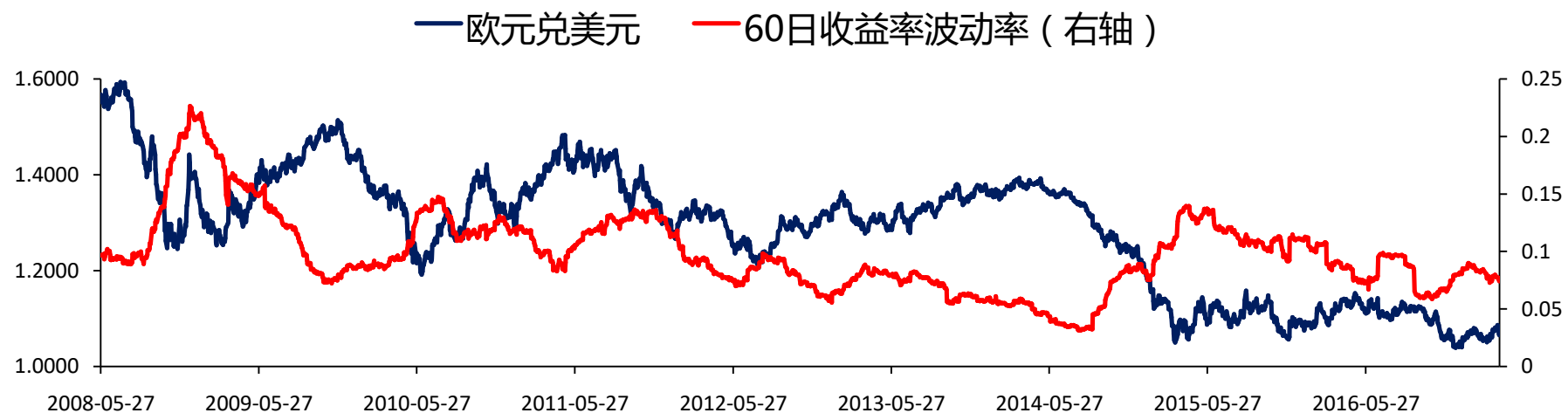
对数收益率：第N+1日的对数收益率=LN（第N+1日的收盘价/第N日的收盘价）；
60日波动率：指过去60个交易日对数收益率标准差的年化结果。



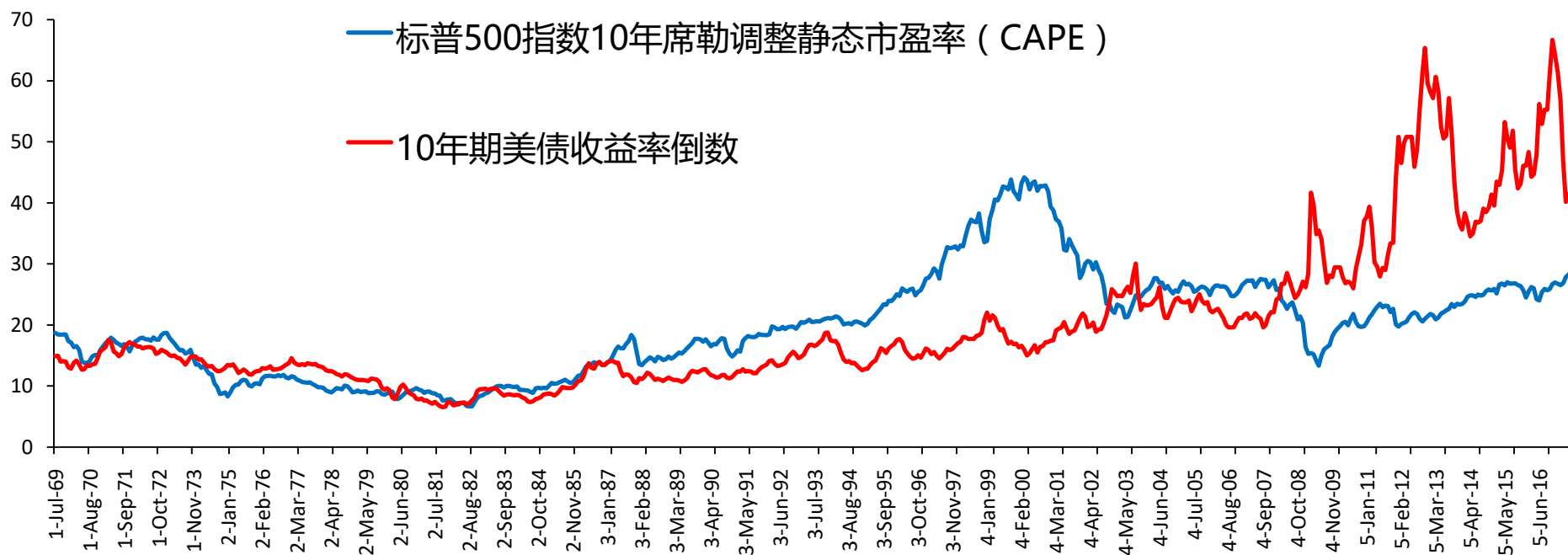
对数收益率：第N+1日的对数收益率=LN（第N+1日的收盘价/第N日的收盘价）；

60日波动率：指过去60个交易日对数收益率标准差的年化结果。





若以10年期美债收益率倒数作为可参考的美国国债估值，则金融危机至今美债估值始终高于美股。那么问题来了，美联储已进入缩表预期引导阶段，哪类资产受到的影响会更大呢？



VIX指数：美国标准普尔500波动率指数，以S&P500指数期权的隐含波动率计算得来。它反映的是市场对未来30天市场波动幅度预期的年化结果。比如VIX=20，隐含的未来30天美国标普500波动幅度约为5.75%。VIX的历史峰值出现在金融危机期间，为80.86；2017年4月7日VIX报收12.87。



圣路易斯联储金融压力指数 (St.Louis Fed Financial Stress Index)：该指标由三个部分共计18个变量组成（具体变量见下页），每周编制更新。以0为历史均值，该指标位于0下方且绝对值越大表明市场压力越小；位于0上方则相反。

美国:圣路易斯金融压力指数(周)



圣路易斯联储金融压力指数的构成变量包括：

Interest Rates:

- Effective federal funds rate
- 2-year Treasury
- 10-year Treasury
- 30-year Treasury
- Baa-rated corporate
- Merrill Lynch High-Yield Corporate Master II Index
- Merrill Lynch Asset-Backed Master BBB-rated

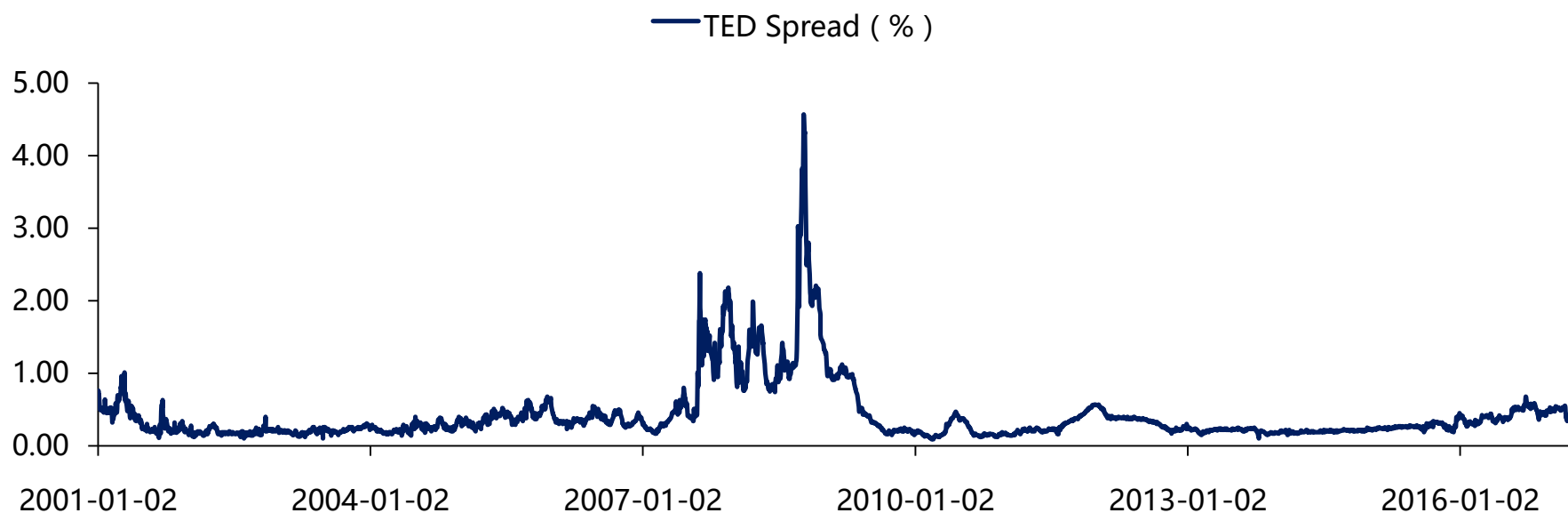
Yield Spreads:

- Yield curve: 10-year Treasury minus 3-month Treasury
- Corporate Baa-rated bond minus 10-year Treasury
- Merrill Lynch High-Yield Corporate Master II Index minus 10-year Treasury
- 3-month London Interbank Offering Rate - Overnight Index Swap (LIBOR-OIS) spread
- 3-month Treasury-Eurodollar (TED) spread
- 3-month commercial paper minus 3-month Treasury bill

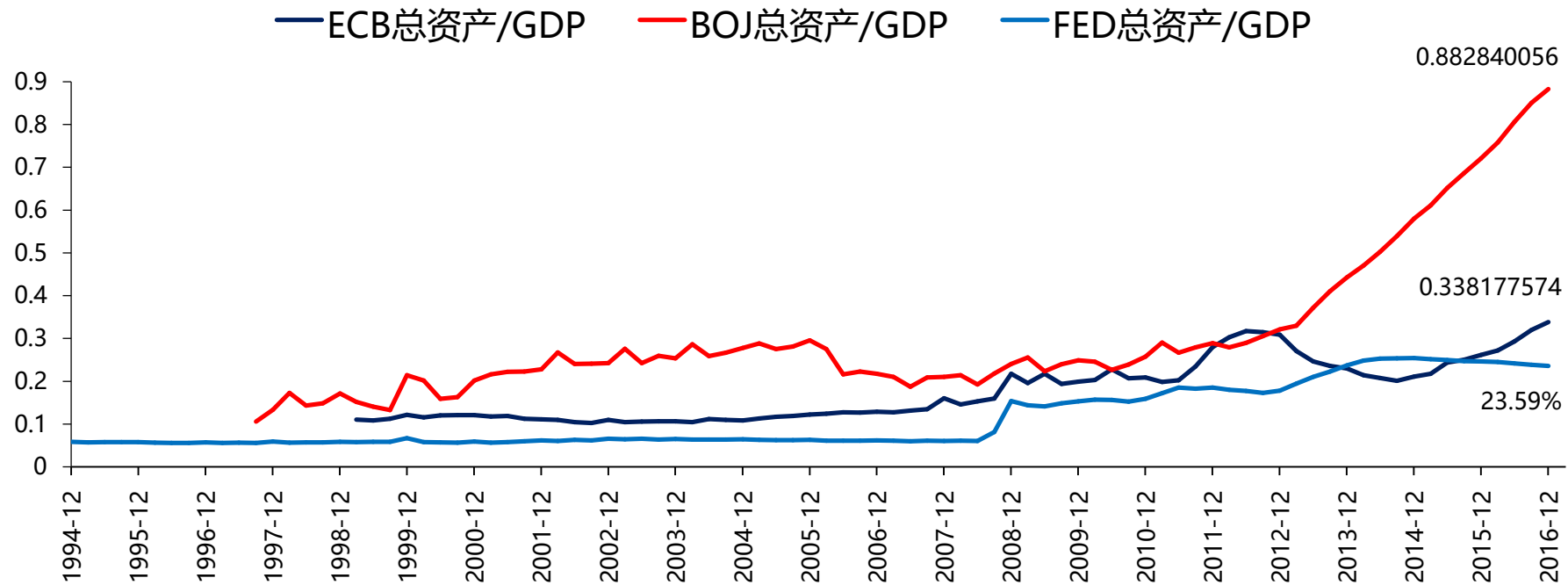
Other Indicators:

- J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus
- Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (VIX)
- Merrill Lynch Bond Market Volatility Index (1-month)
- 10-year nominal Treasury yield minus 10-year Treasury Inflation Protected Security yield (breakeven inflation rate)
- S&P 500 Financials Index (equities)

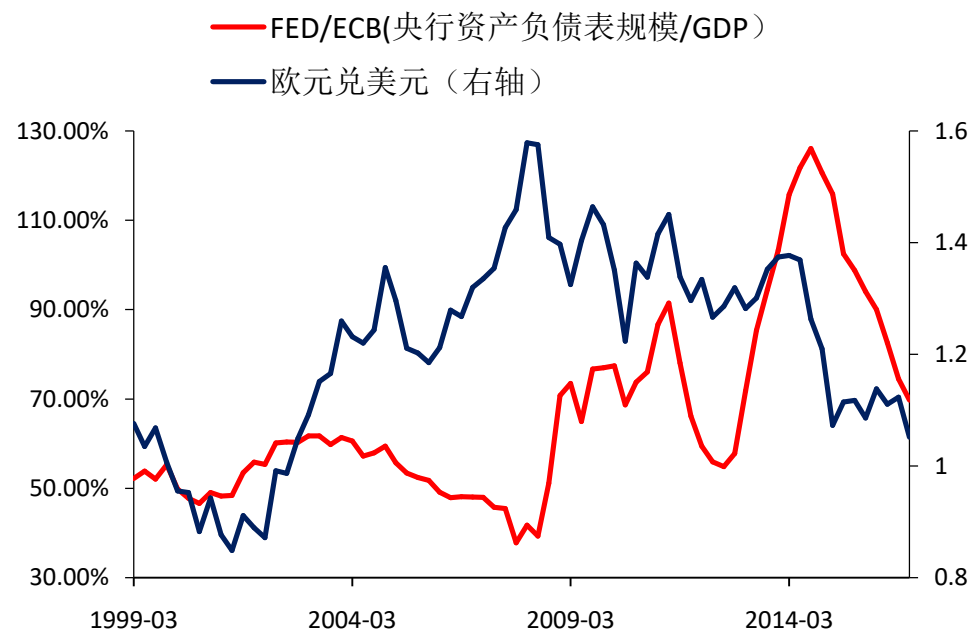
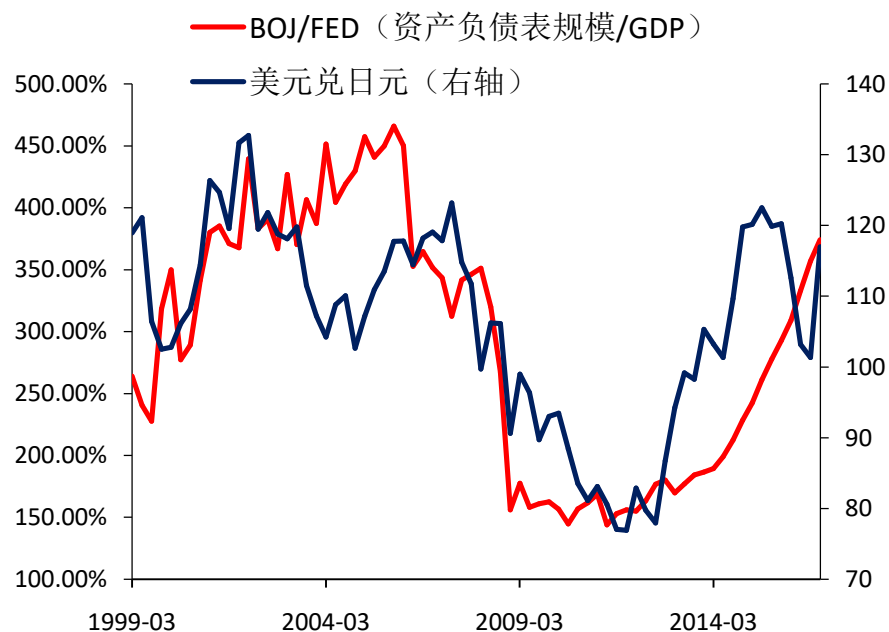
TED利差 (TED Spread) 是指3个月期的LIBOR美元利率与3个月期美国国债收益率的差值，是反映海外美元流动性的重要指标之一。该指标的历史峰值同样出现在金融危机期间 (2008年10月10日)，为4.57%；2017年4月7日该指标报收0.34%。



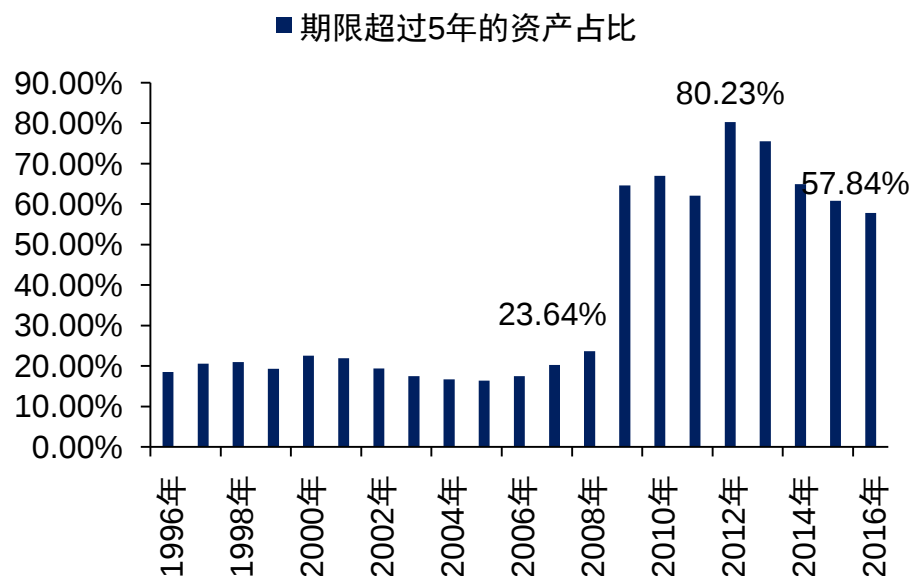
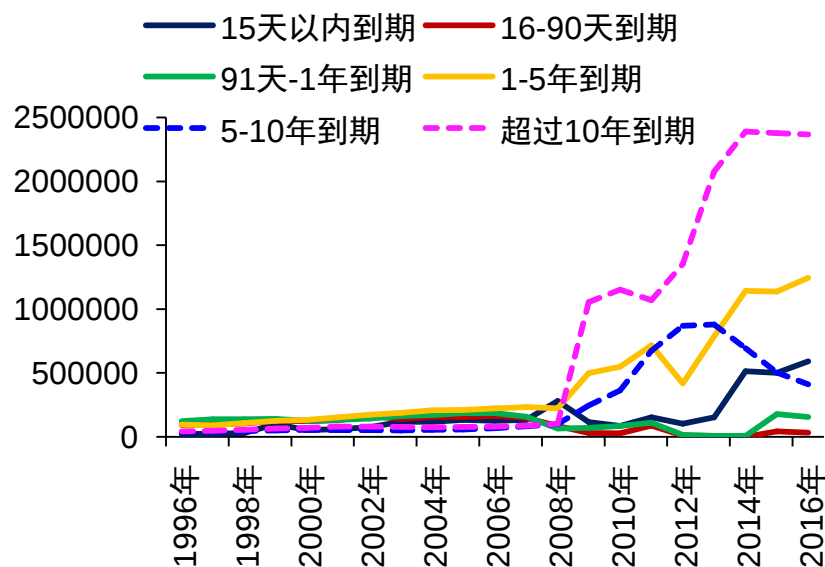
截止2016年12月，美欧日央行资产负债表规模占其名义 GDP比重分别为23.59%、33.83%和88.28%。



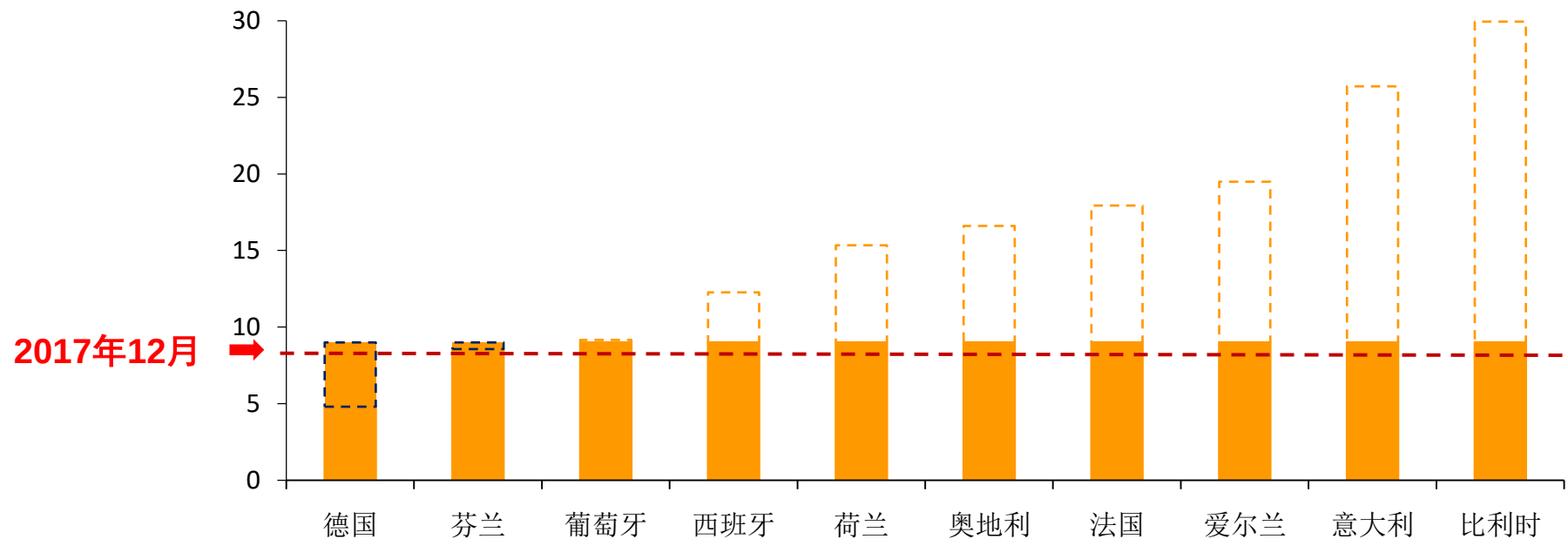
将一国央行资产负债表规模占名义 GDP 比重简称为流动性指标。左下图所示1999年至今美元兑日元走势基本与日本流动性指标与美国流动性指标的比值一致；金融危机以来欧元兑美元与欧洲央行流动性指标与美联储流动性指标比值的运行趋势也趋同。



在我们的报告《是时候聊聊美联储缩表了》（2017年3月26日）中提到，尽管2012年9月到2014年10月美联储仍在扩张其资产负债表规模，但此过程中 FED持有资产久期在不断下降。数据约束下，我们并不能得到一个确切的久期值，但可利用超过 5年期的资产占比进行观测。



在我们的报告《从欧日宽货币的或有“极限”看其政策退出》（2017年4月13日）中提到，若欧洲央行（ECB）维持公共部门购买计划（PSPP）当前规则，按照2017年3月底的欧元区各成员国PSPP购债情况，计算得出：德国剩余购买时间为5个月，芬兰为（不足）9个月，也即上述两国无法完成ECB延长至今年底的资产购买计划。备注：红线时间即为2017年12月。



在我们的报告《从欧日宽货币的或有“极限”看其政策退出》（2017年4月13日）中假设了不同情形下的日本央行（BOJ）国债购买时限，如表所示。其中，若BOJ降低购买速度且日本政府维持当下的债券发行速度，且假定BOJ持有日本政府债券上限为50%，则其购债计划可持续至2019年8月。

表：日本央行购买政府债券上限总结（单位：日元）

情景	约束条件		央行持有量占总量的上限		
	央行购买速度	政府债券增速	40%	45%	50%
BOJ扩大购买	100万亿/年	20万亿/年	0.4年	0.9年	1.5年
		30万亿/年	0.4年	1年	1.6年
		60万亿/年	0.4年	1.2年	1.9年
BOJ维持现状	80万亿/年	20万亿/年	0.7年	1.2年	1.9年
		30万亿/年	0.7年	1.3年	2年
		60万亿/年	0.6年	1.6年	2.6年
BOJ减少购买	60万亿/年	20万亿/年	0.7年	1.6年	2.6年
		30万亿/年	0.7年	1.8年	2.9年

数据来源：日本央行，广发证券发展研究中心

4月23日将迎来法国大选中的第一轮投票选举 目前 7家民调公司的结果均指向极右翼总统候选人勒庞大概率进入第二轮选举,但最终难以胜出。英国脱欧的事实告诉我们民调结果可能并不那么靠谱,但究竟结果如何,我们也只能拭目以待。

表：2017年法国大选最新民调

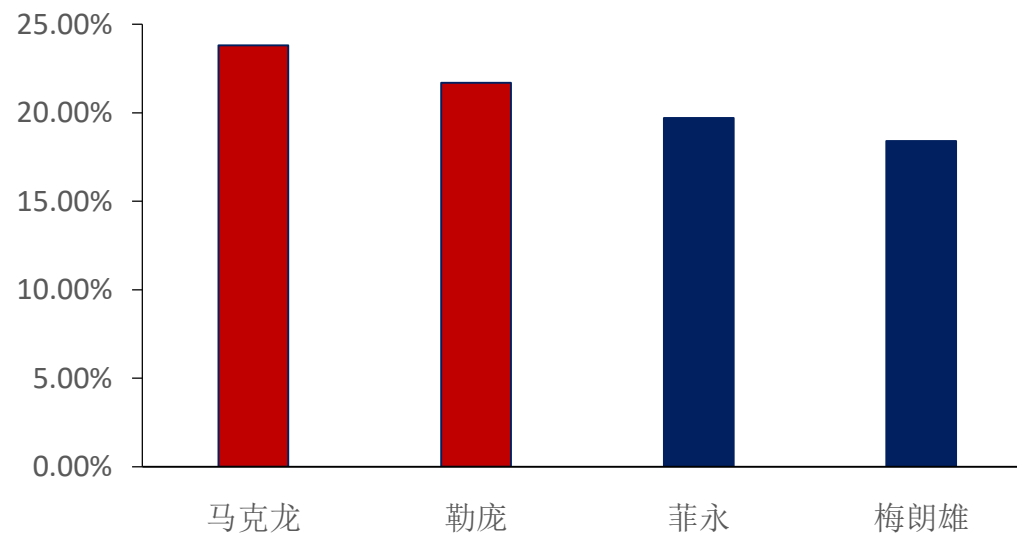
民调来源	一轮选举	决胜选举情境（胜出概率）	小结	截止日期
BVA	马克龙：23%； 勒庞：22%； 菲永：20%； 梅朗雄：20%； 阿蒙：7.5%	马克龙VS勒庞（64%:36%）	一轮选举马克龙和极右翼勒庞出线几率高； 二轮选举马克龙胜率高，极左翼梅朗雄胜率中，勒庞胜率低。	17日
		马克龙VS菲永（64%:36%）		
		马克龙VS梅朗雄（58%:42%）		
		菲永VS勒庞（58%:42%）		
		梅朗雄VS勒庞（60%:40%）		
		梅朗雄VS菲永（58%:42%）		
IPSOS	马克龙：22%； 勒庞：22%； 梅朗雄：20%； 菲永：19%； 阿蒙：7.5%	马克龙VS勒庞（63%:37%）	一轮选举马克龙和极右翼勒庞出线几率高； 二轮选举马克龙胜率高，极左翼梅朗雄胜率中，勒庞胜率低。	13日
		马克龙VS菲永（64%:36%）		
		菲永VS勒庞（56%:44%）		
		马克龙VS梅朗雄（55%:45%）		
		梅朗雄VS勒庞（60%:40%）		
		梅朗雄VS菲永（60%:40%）		
OPNION WAY	勒庞：23%； 马克龙：22%； 菲永：20%； 梅朗雄：19%； 阿蒙：8%	马克龙VS勒庞（64%:36%）	一轮选举马克龙和极右翼勒庞出线几率高； 二轮选举马克龙胜率高，极左翼梅朗雄胜率中，勒庞胜率低。	18日
		菲永VS勒庞（58%:42%）		

表（续）：2017年法国大选最新民调

HARRIS	马克龙： 24%； 勒庞： 22%； 菲永： 20%； 梅朗雄： 19%； 阿蒙： 8%	马克龙VS勒庞（67%:33%）	一轮选举马克龙和极右翼勒庞出线几率高； 二轮选举马克龙胜率高，极左翼梅朗雄胜率中，勒庞胜率低。	13日
		马克龙VS菲永（70%:30%）		
		菲永VS勒庞（58%:42%）		
		马克龙VS梅朗雄（58%:42%）		
		梅朗雄VS勒庞（64%:36%）		
ODOXA	马克龙： 24.5%； 勒庞： 23%； 梅朗雄： 19%； 菲永： 18.5%； 阿蒙： 8%	马克龙VS勒庞（61%:39%）	一轮选举马克龙和极右翼勒庞出线几率高； 二轮选举马克龙胜率高，极左翼梅朗雄胜率中，勒庞胜率低。	14日
		马克龙VS菲永（67%:33%）		
		马克龙VS梅朗雄（60%:40%）		
		菲永VS勒庞（52.5%:47.5%）		
		梅朗雄VS勒庞（58%:42%）		
TERRAIN	马克龙： 24%； 梅朗雄： 22%； 勒庞： 21.5%； 菲永： 17.5%； 阿蒙： 8%	马克龙VS勒庞（71%:29%）	一轮选举马克龙出线几率最高，勒庞和梅朗雄出线几率较高； 二轮选举马克龙胜率高，极左翼梅朗雄胜率中，勒庞胜率低。	18日
		马克龙VS菲永（67%:33%）		
		菲永VS勒庞（64%:36%）		
		马克龙VS梅朗雄（58%:42%）		
		梅朗雄VS勒庞（64%:36%）		
ELABE	马克龙： 24%； 勒庞： 23%； 菲永： 20%； 梅朗雄： 18%； 阿蒙： 8%	梅朗雄VS菲永（60%:40%）	一轮选举马克龙和极右翼勒庞出线几率高； 二轮选举马克龙胜率高，极左翼梅朗雄胜率中，勒庞胜率低。	17日
		马克龙VS勒庞（62%:38%）		
		马克龙VS菲永（65%:35%）		
		菲永VS勒庞（57%:43%）		
		马克龙VS梅朗雄（59%:41%）		
		梅朗雄VS勒庞（58%:42%）		
		梅朗雄VS菲永（57%:43%）		

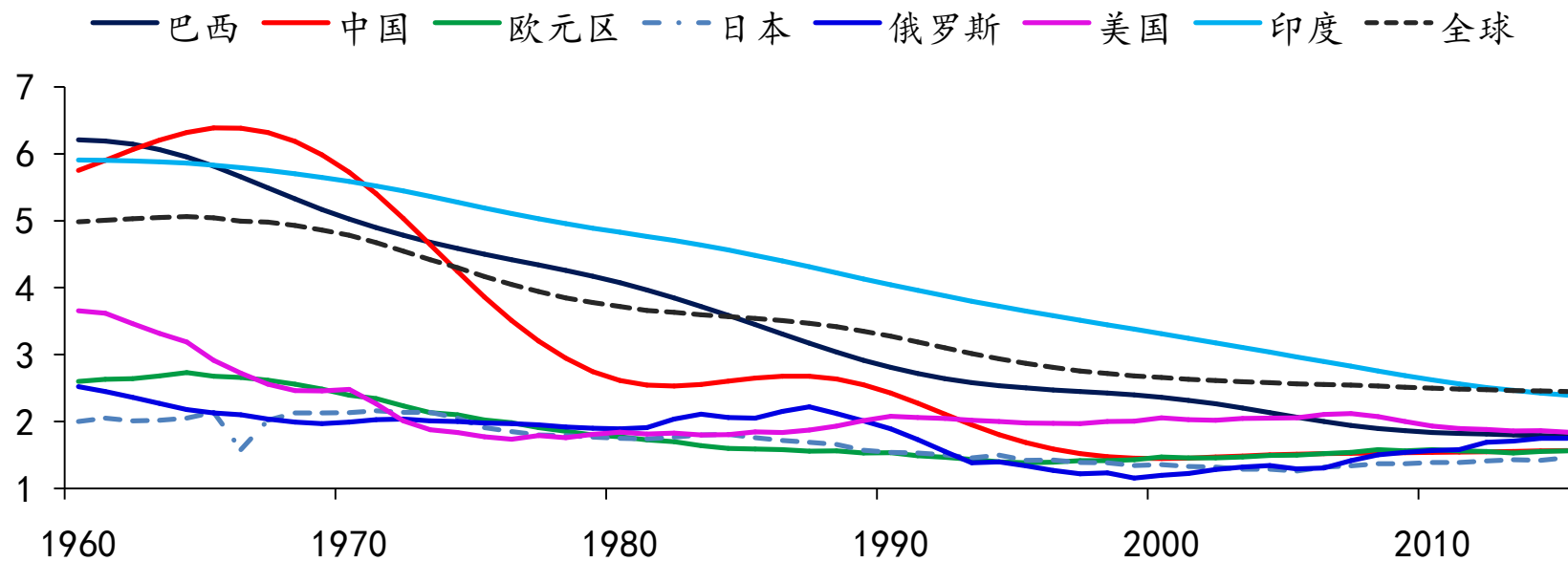
数据来源：<http://www.bva-group.com>；<http://www.ipsos.com>；<http://www.opinion-way.com>；<http://harris-interactive.fr>；<http://www.odoxa.fr>；<http://www.elabe.fr>；<http://www.leterrain.fr>

北京时间4月24日凌晨2:00，法国大选第一轮投票站点关闭，法国内政部开始统计并陆续发布计票结果，各家民调也纷纷发布实时出口民调结果，而首轮投票结果将在4月26日由宪法委员会正式公布。截至北京时间06:56，法国内政部统计了4597万选票（占比95.56%），结果显示马克龙得票率23.81%，勒庞21.58%，两位候选人最有望闯入大选第二轮。四位主要候选人当前得票率如下图。

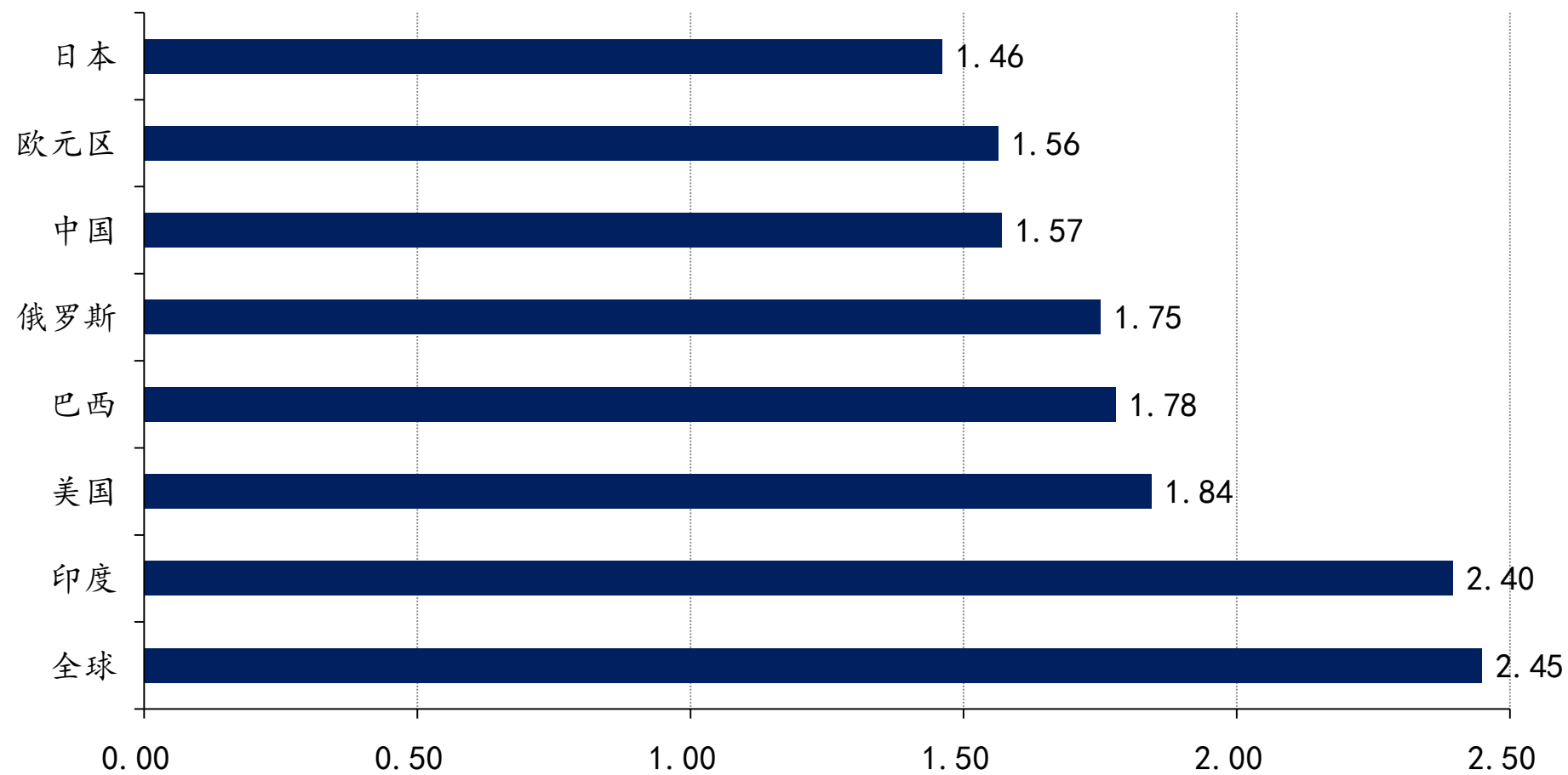


数据来源：法国内政部

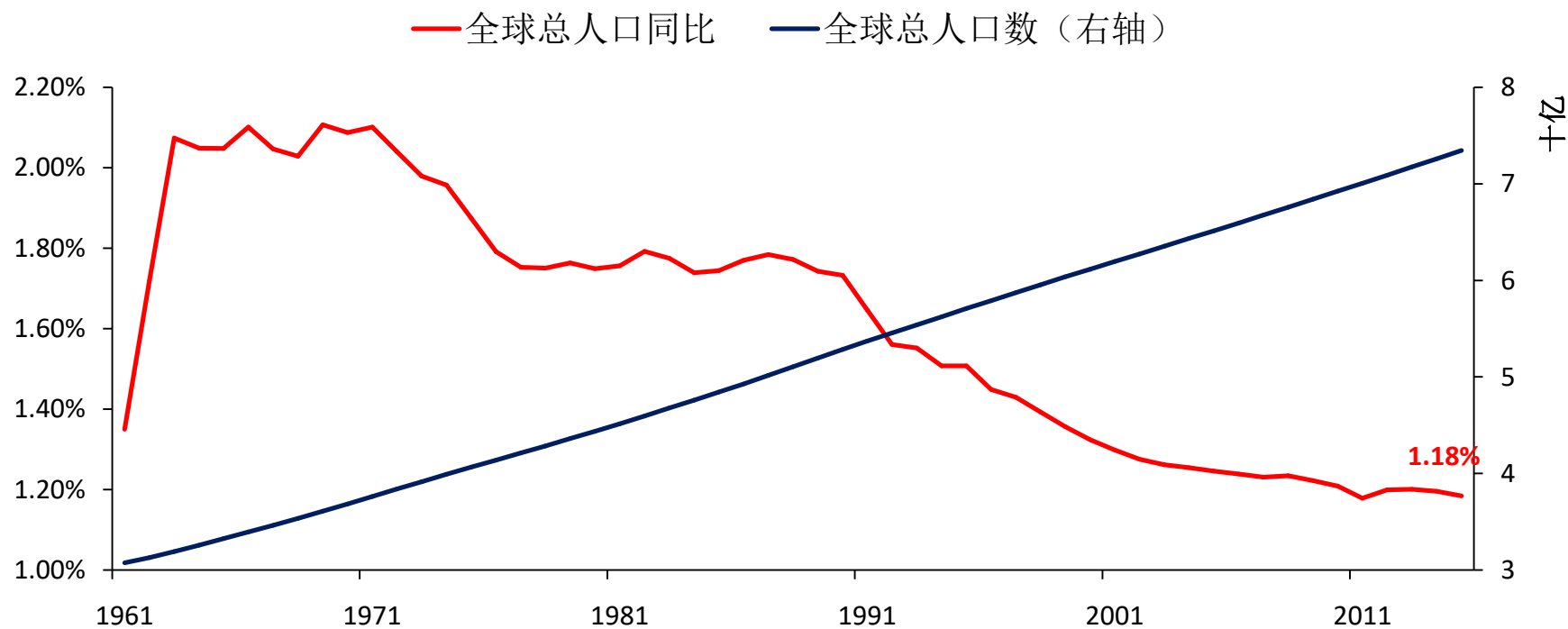
总和生育率（英文中称：total fertility rate，简称TFR），也称总生育率，是指该国家或地区的妇女在育龄期间，每个妇女平均的生育子女数。一般来讲，总和生育率低于2.1则表明未来存在人口结构恶化风险。全球及主要经济体总和生育率如下图所示。

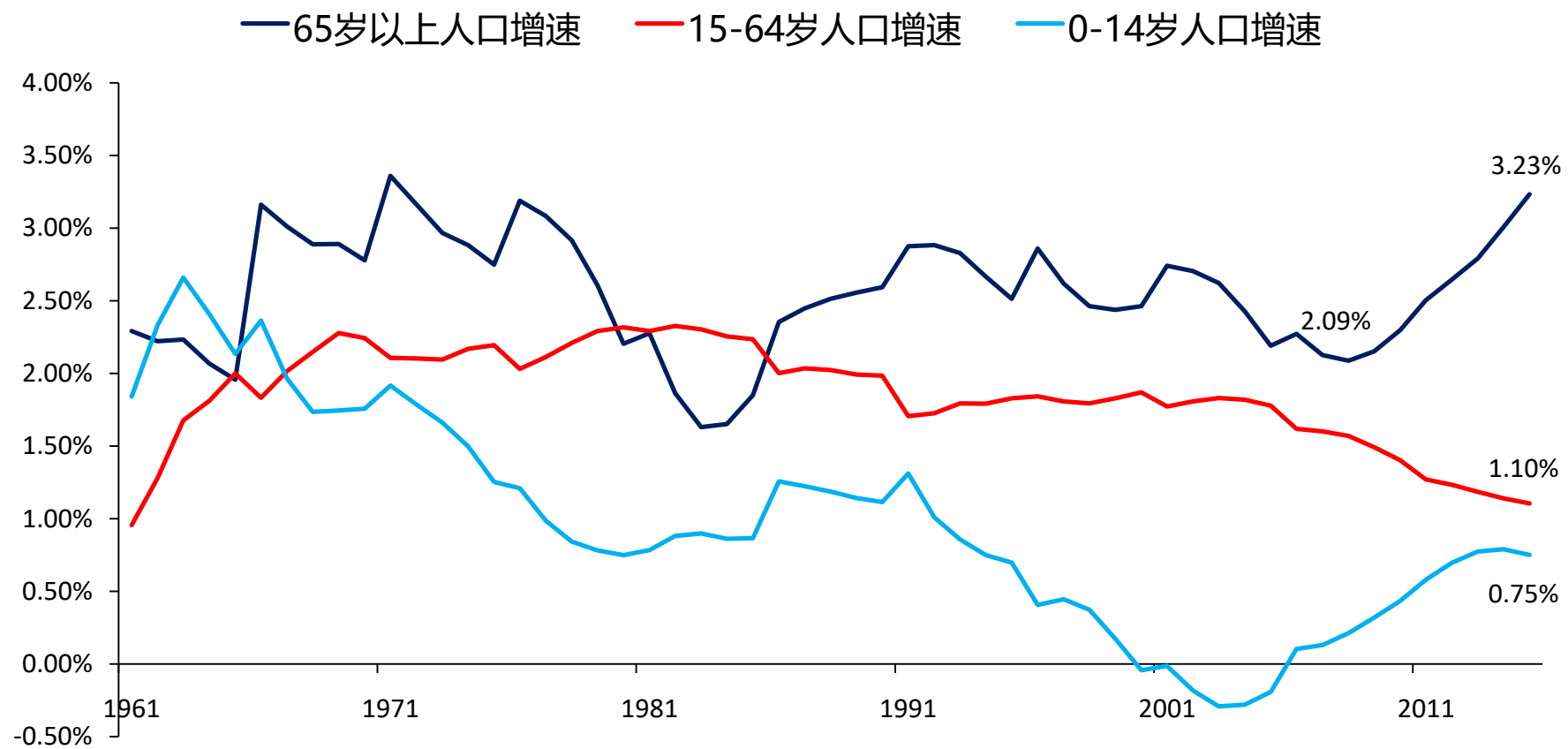


2015年全球及各主要经济体总和生育率

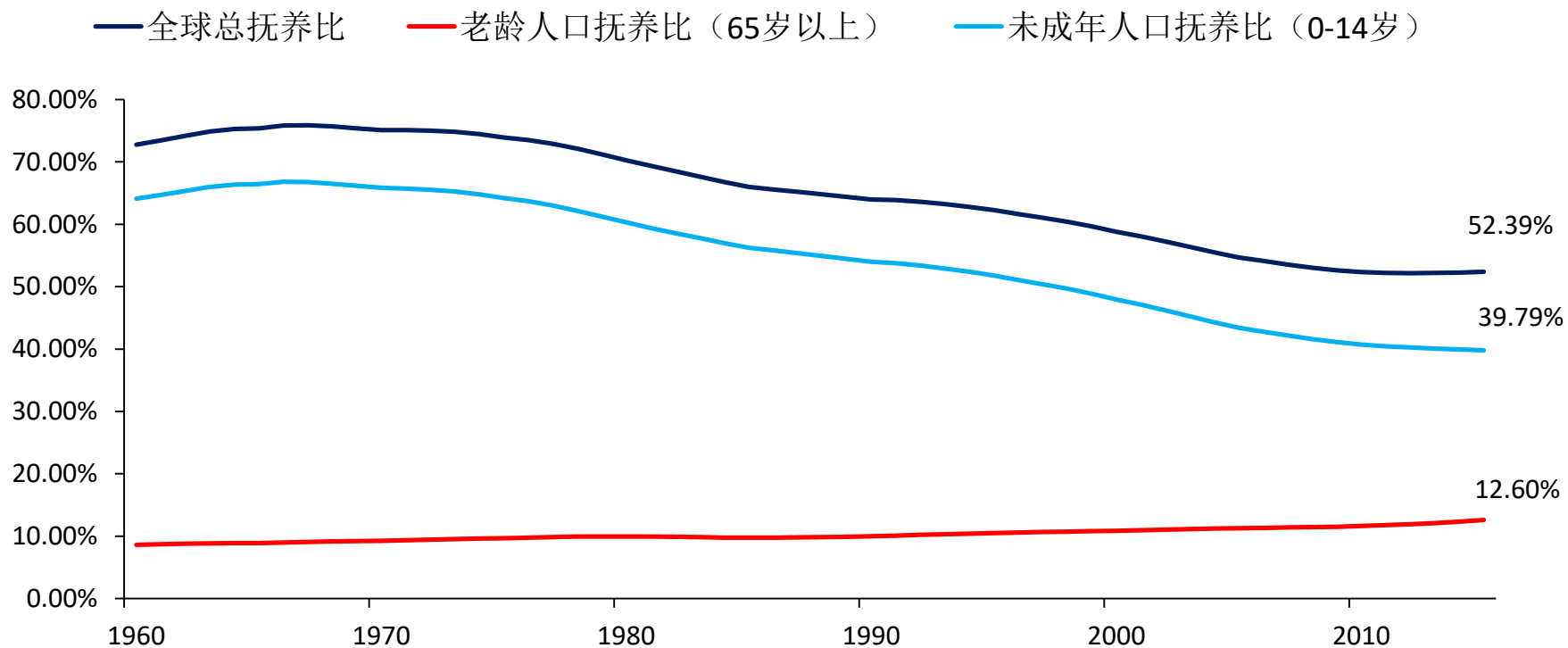


全球人口增速在70年代、90年代分别出现过陡峭下行；尽管2000年以来该指标相对平稳，但2008年后全球人口出现结构性恶化。

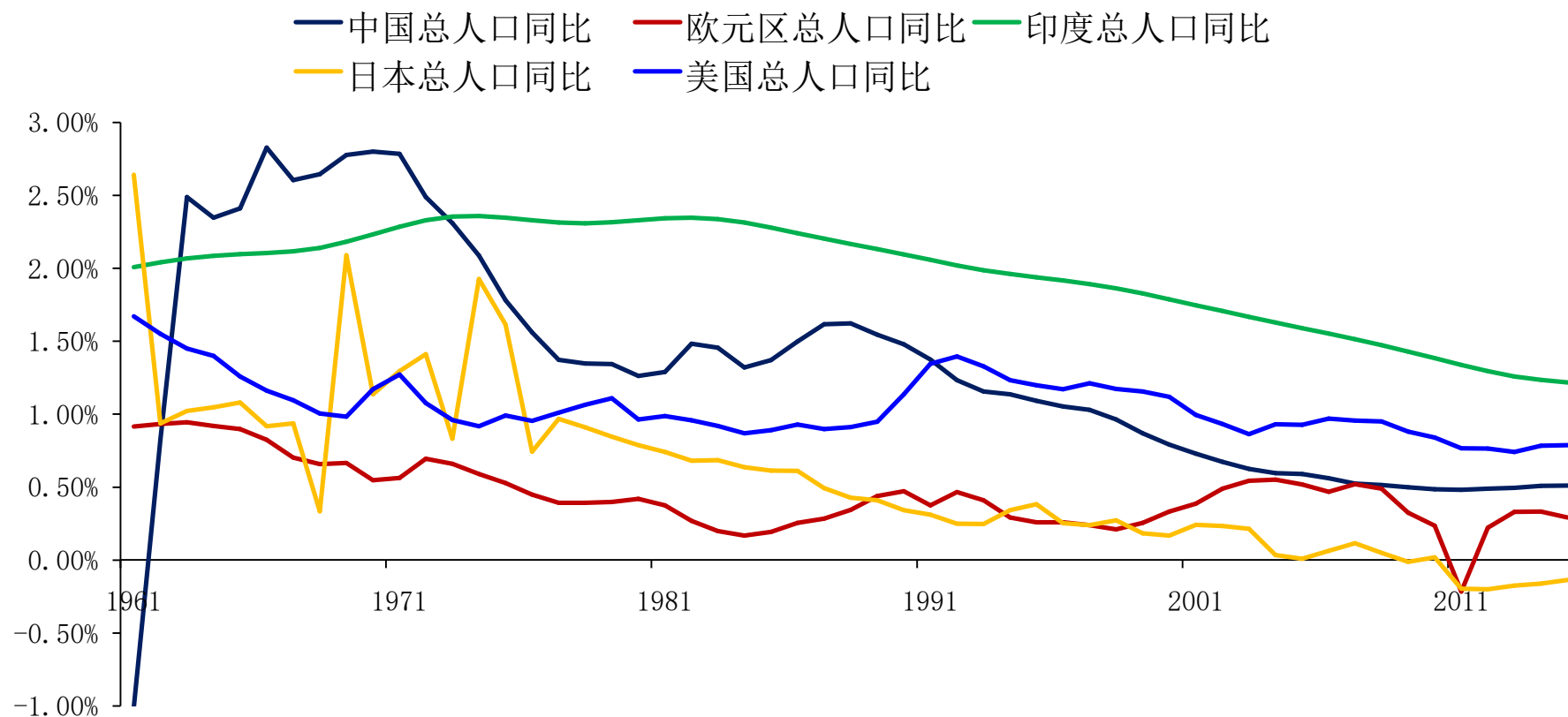


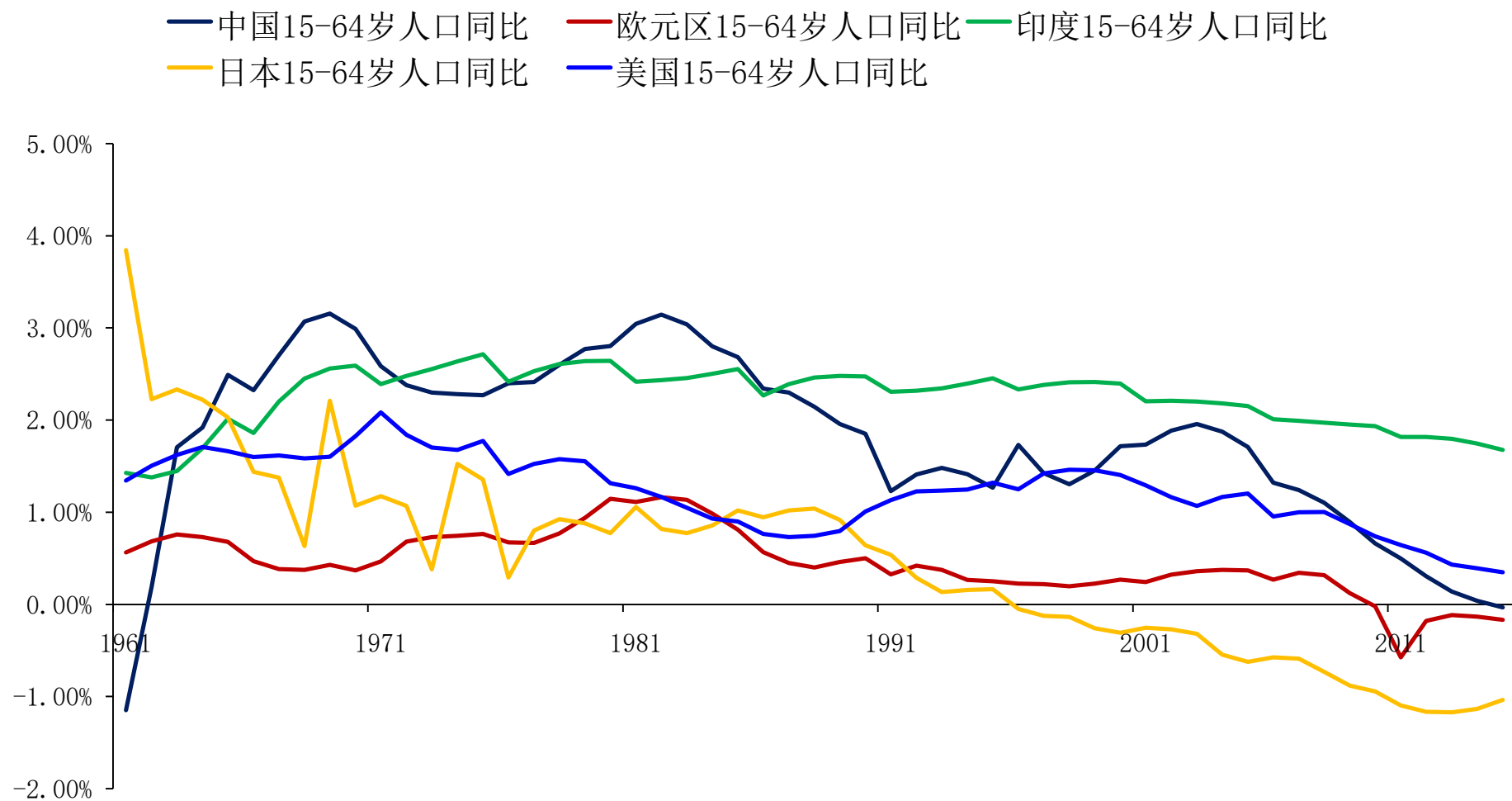


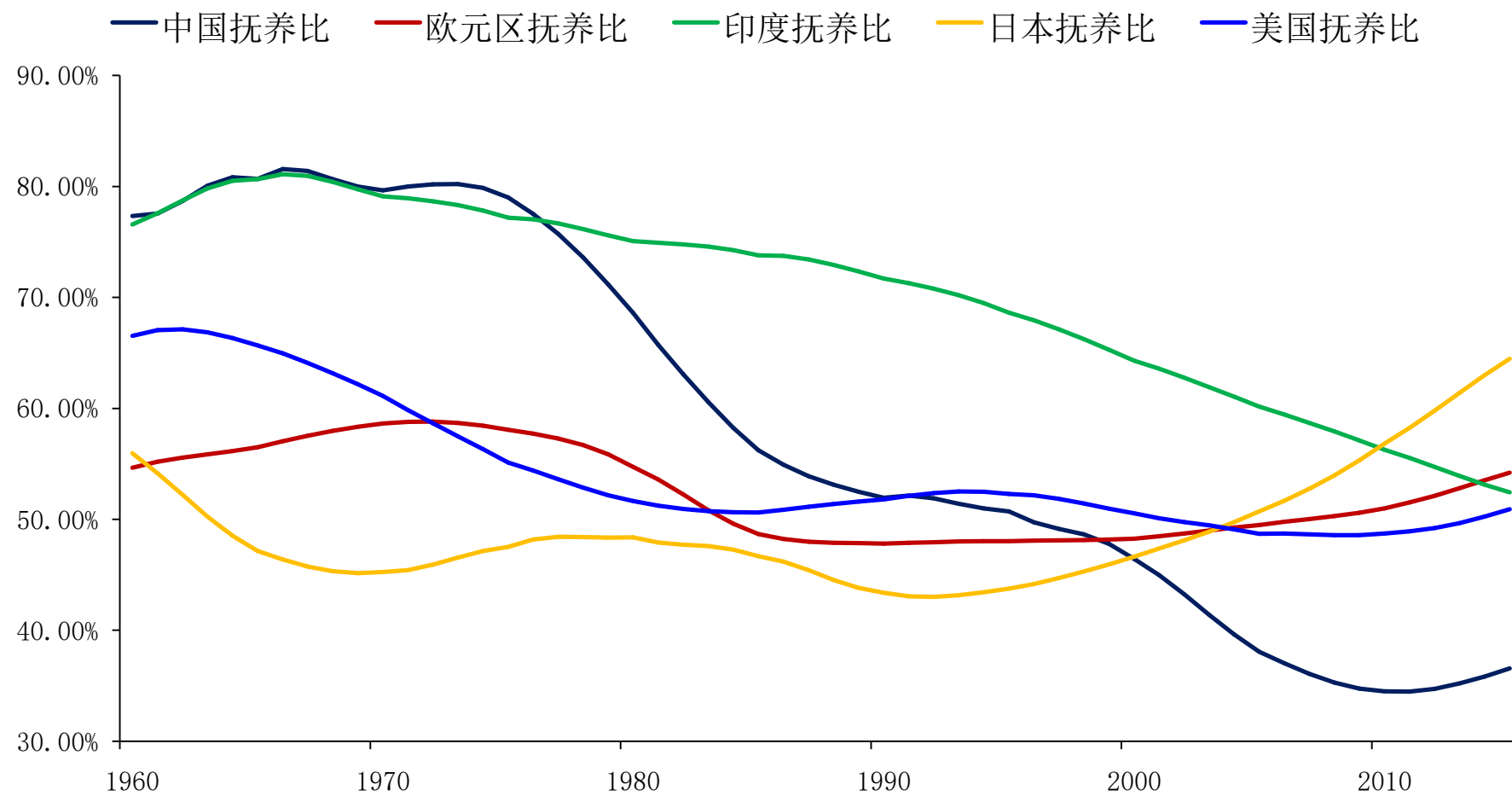
抚养比：又称抚养系数，是指非劳动年龄人口对劳动年龄人口数之比，总抚养比等于老龄（65岁以上）人口抚养比与未成年（0-14岁）人口抚养比之和。抚养比越大，表明劳动力人均承担的抚养人数越多，即劳动力的抚养负担越重。全球总抚养比于2012年触底回升。



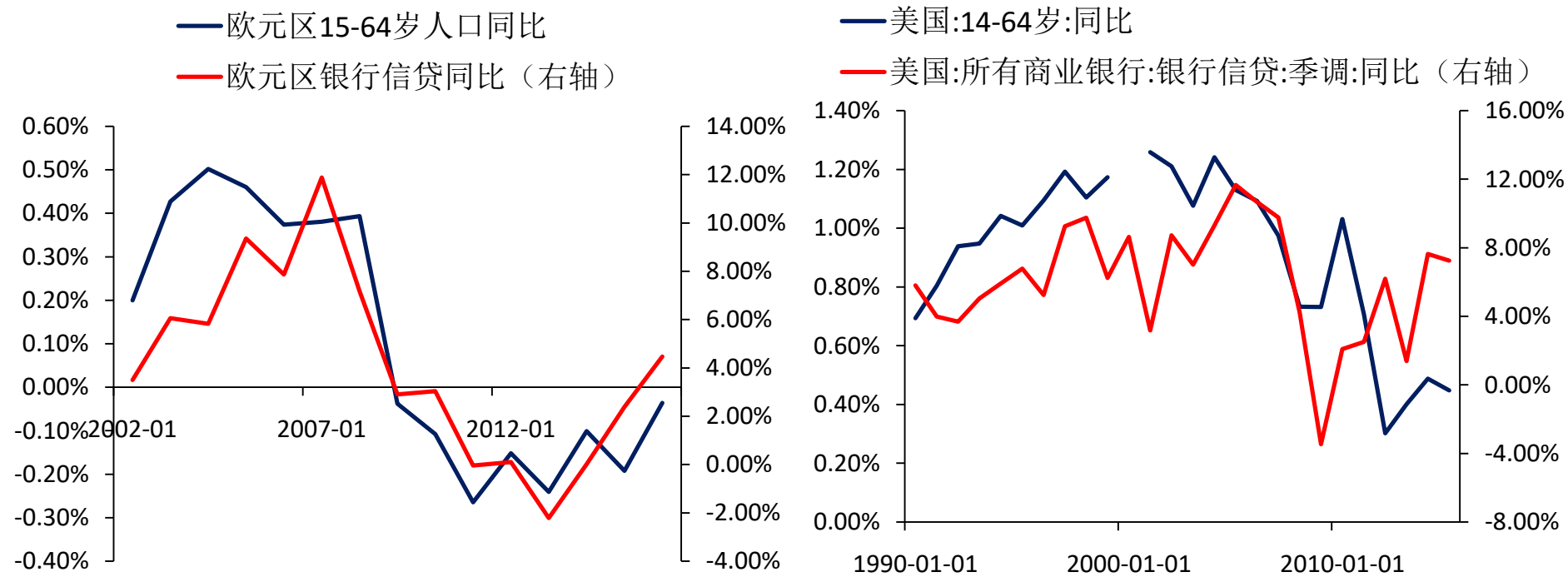
正如上周给出的全球主要经济体总和生育率趋稳，目前主要经济体的人口同比也呈现平稳走势，但15-64岁人口同比方面中国仅出现一定边际改善。抚养比方面，发达经济体及中国的抚养比均已拐头向上，印度仍延续下降态势。





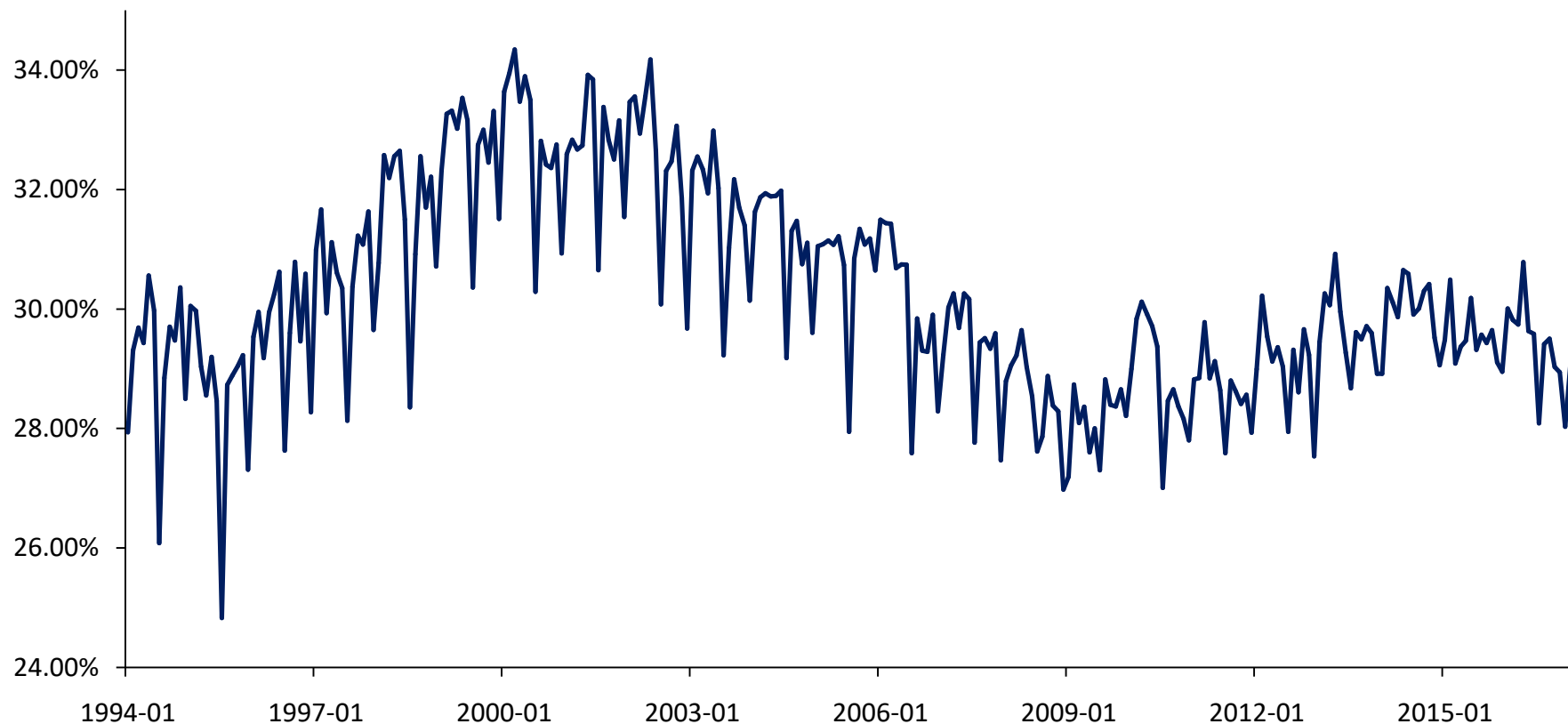


根据柯布-道格拉斯函数，经济增长三要素包括：生产效率、劳动力及资本，可见人口结构对于经济至关重要。本次每日一图为该系列最后一期。下方左图是欧元区 15-64岁人口同比与银行信贷同比趋势图；下方右图是美国 14-64岁人口同比与银行信贷同比趋势图。

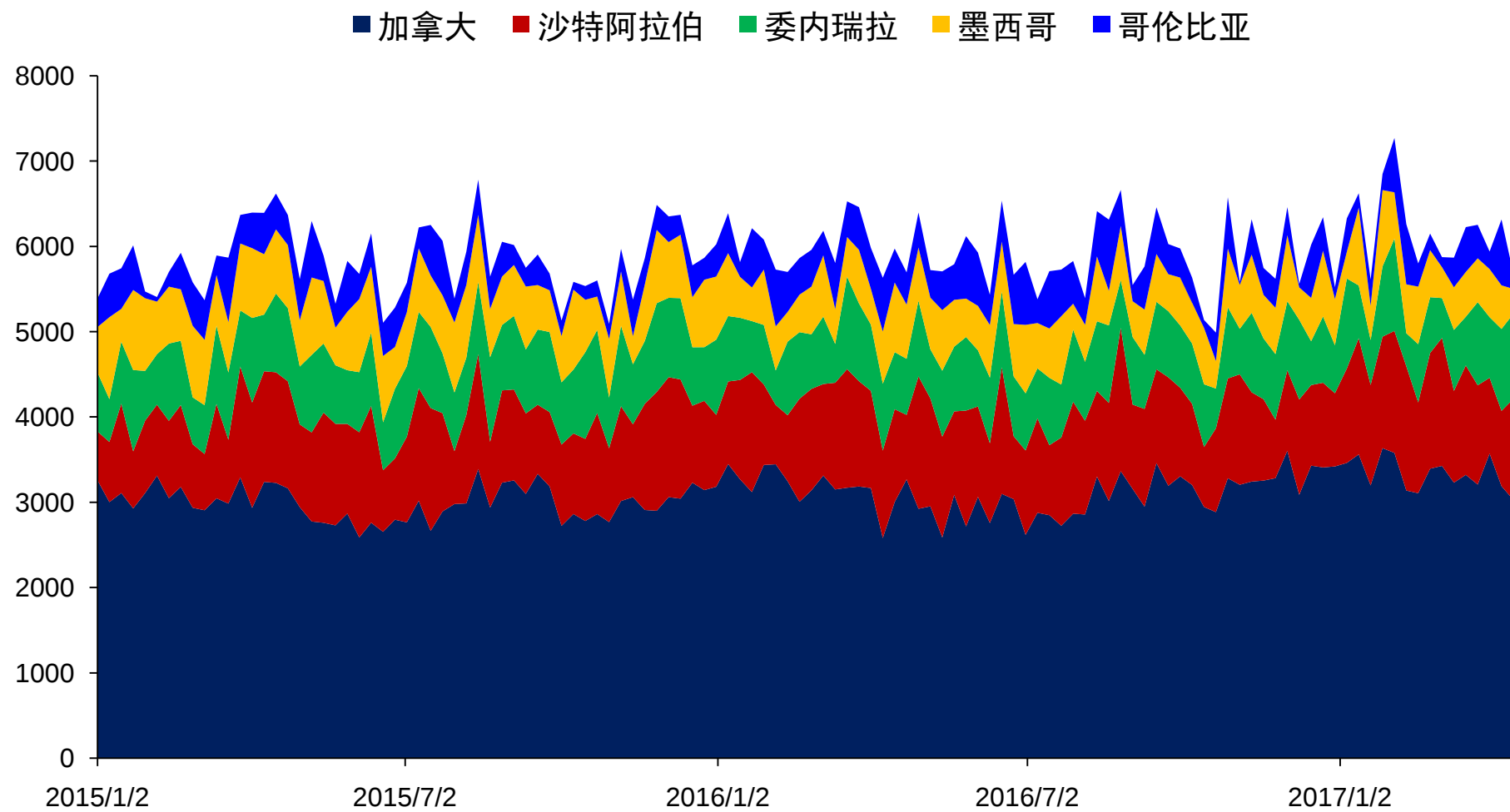


除了税改，特朗普最近也对北美自由贸易协定（NAFTA）有所表态。那么NAFTA意味着什么？简单地说，NAFTA等于美国近三成的货物贸易以及五成左右的原油进口通道。

— 加墨对美国货物贸易占美国货物总贸易比重



美国原油主要进口量（千桶/天）



—美国进口加墨两国石油占美国石油总进口量比重

