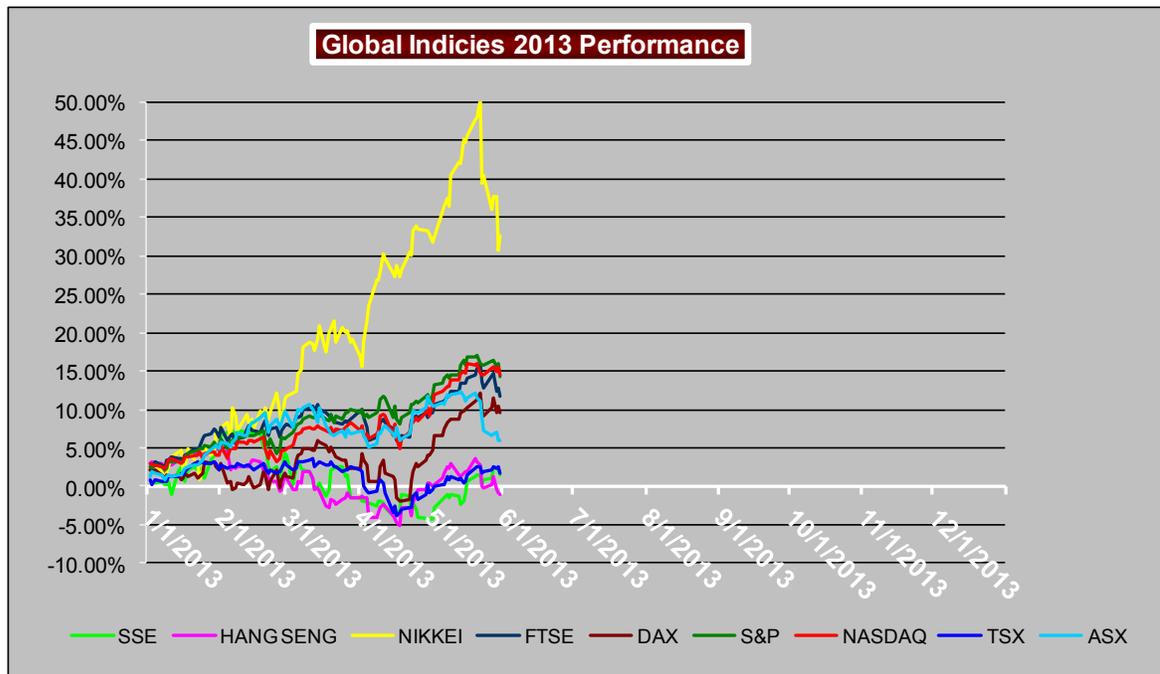


**GDB 投资环境通讯 (2013 年 6 月)**

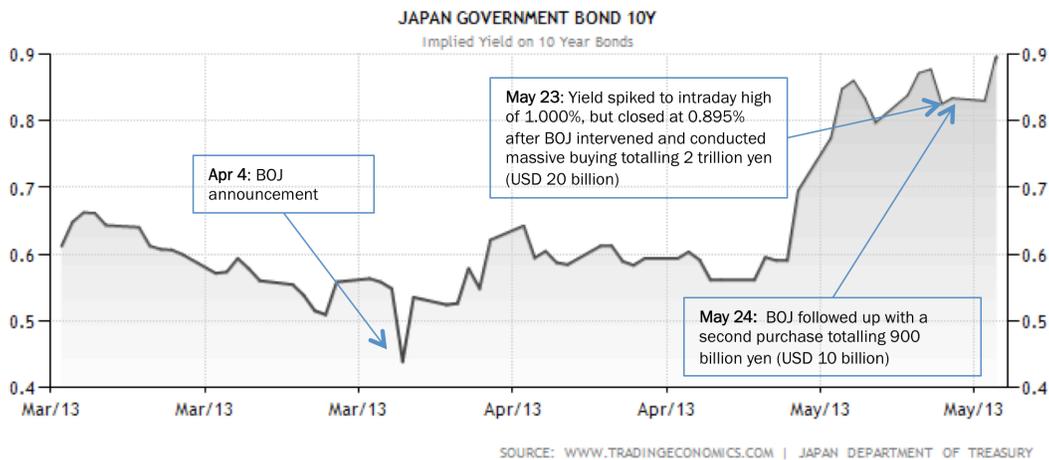
每月股市走势:

2013 May Market Activity		
SSE COMPOSITE	2,300.59	+122.68 (+5.63%)
HANG SENG	22,392.16	-344.85 (-1.52%)
NIKKEI 225	13,774.54	-86.32 (-0.62%)
FTSE 100	6,583.10	+153.00 (+2.38%)
DAX	8,348.84	+435.13 (+5.50%)
DOW	15,115.57	+275.77 (+1.86%)
S&P 500	1,630.74	+33.17 (+2.08%)
NASDAQ COMPOSITE	3,455.91	+127.12 (+3.82%)
ASX 200	4,926.60	-264.60 (-5.10%)
TSX COMPOSITE	12,650.40	+193.90 (+1.56%)
TSX VENTURE	965.83	-3.42 (-0.35%)



## 投资环境及政策走势：

5 月份，日本市场的活动再次吸引了我们的注意。这一次，是 10 年期日本国债（JGB）的收益率的飙升。4 月 4 日，日本银行（BOJ）公布史无前例的货币宽松政策。次日，我们看到的 10 年期日本国债（JGB）的收益率最初跌于盘中低点 0.315%，但不像央行希望的那样，收益率逆转朝向稳步走高，直到它于 5 月 23 日盘中一度触及高点 1.000%。5 月 23 日和 5 月 24 日，日本央行果断干预注入巨资 2.9 万亿日元（300 亿美元），尝试平复波动。这次 BOJ 的干预在经济市场规模来讲，相当于美联储在短短两天购买美金 90 亿元国债。



对于不熟悉债券的读者,也许不很明瞭: 收益率的飙升与债券价格是成反比的

$$\text{收益率} = \text{票息金额} / \text{债券价格}$$

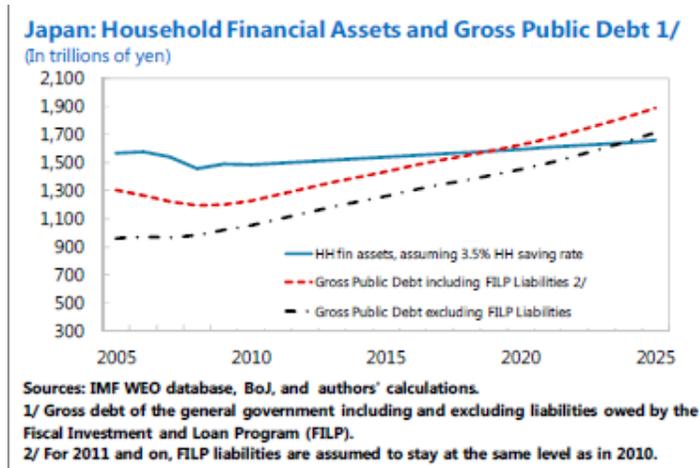
在票息金额一定的情况下，债券价格降低会导致收益率的上升，相对而言债券价格上升会导致收益率下降。对于已经持有债券的投资者，收益率上升有负面影响，但收益率上升对于新投资者是具有吸引力的。

JGB 收益率的最初上升是和予计背道而驰的，因为 BOJ 通过大规模的资产购买计划，包括国债，注入 1.4 万亿美元，是试图刺激经济，让通货膨胀到 2% 的目标。更多购买债券转换为国债的需求，应该增加它的价格和降低收益率。我们看到了市场的最初反应的从前一天的收益率 0.559%，降到盘中低点为 0.315%。然后，我们相信引起逆转的是因为市场参与者意识到 BOJ 的策略是矛盾的。一方面，BOJ 希望利用通胀促进消费，刺激经济，在通胀环境下投资者通常寻求较高的固定收益率，以抵消通胀；另一方面，BOJ 的资产购买计划被人为地试图压制收益率，迫使资金流入建设投资。0.315% 的收益率在 2% 的通胀率下，将意味着负的实

际利率是负 1.685%！这样的投资回报使得 JGB 失去吸引力，造成债券价格下降，收益率上升。

从长远来看，我们不相信 BOJ 行能保持收益率持低。有多个市场力量引导我们得出这样的结论：

1. 人口老龄化。尽管日本的高层公共债务水平估计在 12 万亿美元，较高的本国国债所有权对市场稳定和低收益率提供了关键的支持。家庭住户已直接或间接通过银行持有超过一半的国债。展望未来，作为人口老龄化最快的发达经济体，日本的家庭盈余将下降。这将使家庭吸收新债务的能力减弱，并把日本的国债收益率提升。



2. 企业部门的资金投放下降。如果 BOJ 的经济刺激方案被证明是有效的，将引导更多的企业增加支出，资本投资和消费。企业盈余的减少将导致国债需求下降。然而，来自私营部门的增加的税收应可抵销部分的偿债负担和额外的债务融资。
3. 日本金融部门降低日本国债券持有量。日本的银行资产负债表上持有大量国债。如果收益率上升，其投资组合的价值会受到重大打击。由于 BOJ 已公开承诺购买国债，这是日本银行向政府转移国债的绝佳机会。
4. 持续上涨的国内股市。日经指数后期持续上涨使得股票投资更具吸引力。从债务到股票的资金转移将进一步削弱对国债的需求，并导致收益率上升。

经过上面的分析，要达到市场平衡，国债的收益率必须上升。然而，这种平衡暂时被 BOJ 积极的货币政策干预着。日本的公共债务是国家的国内生产总值的 230%。在这个层面上，日本是一个借贷过度的发达国家之一。更令人担忧的是，日本的债

务总额为国家每年的税收的 2,700%。因此，如果收益率继续走高，政府要承担额外的债务负担。所以政府最佳之策是人为地保持低的收益率，使它能够满足其当前的偿债义务，降低任何新债务的发行风险。

短期来看，我们已经可以从 BOJ 最近的行动猜测他们的目的。最新的资产购买公告前，10 年期 JGB 债收益率为 0.559%。这就告诉我们，日本央行原本打算抑制收益率低于或至少等于这一水平。5 月 23 日和 5 月 24 日，当收益率飙升至 1.000%，就看到了大规模的干预发生，提示我们相信日本央行不希望 10 年期国债收益率上升 1.000% 以上。因此，在短期内，我们可以预测 10 年期 JGB 收益率会以 0.559% 为下限及略高于 1.000% 为上限。当 10 年期国债的收益率是 1.000% 或以上时，我们可以在日本央行进行公开市场购买前先购买。在收益率等于或低于 0.559% 的水平时，我们可以抛售 10 年期国债。

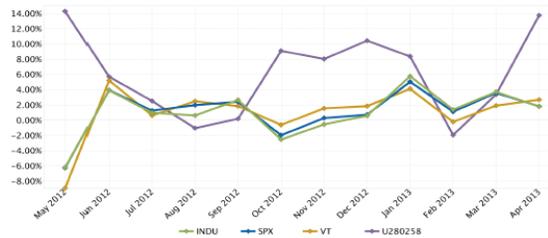
中长期来看，我们并不认为 BOJ 的补丁解决方案将解决日本的债务问题。除非真正的财政政策作出调整，促进真正的经济增长，导致健康税收，不然政府将面临巨大的债券市场风险。

海外投资项目推荐

**1. Sino-GDB 基金**

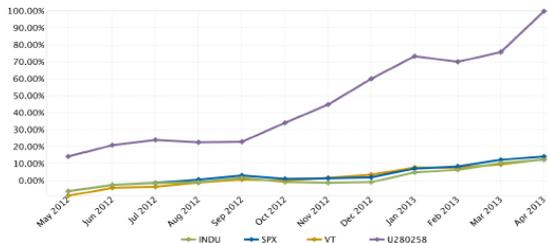
基金由 GDB 管理。资金投资于股票，期货，商品及其衍生产品的长/短仓的对冲策略及组合。基金预计目标达到税前收益率每年 20%（在 2012 年的基金回报率达到 107%）。最低投资额 10 万美元。GDB 会确保投资的损失率在投资者原始投资的 5% 以下。下面是 GDB 基金业绩相对于美国主要指数的比较。

Time Period Benchmark Comparison



Date	INDU	SPX	VT	U280258
May 2012	-6.21%	-6.27%	-8.93%	14.32%
Jun 2012	3.93%	3.96%	5.23%	5.73%
Jul 2012	1.00%	1.26%	0.63%	2.53%
Aug 2012	0.63%	1.98%	2.48%	-1.03%
Sep 2012	2.65%	2.42%	1.87%	0.18%
Oct 2012	-2.54%	-1.98%	-0.60%	9.12%
Nov 2012	-0.54%	0.28%	1.55%	8.03%
Dec 2012	0.60%	0.71%	1.86%	10.43%
Jan 2013	5.77%	5.04%	4.11%	8.38%
Feb 2013	1.40%	1.11%	-0.19%	-1.94%
Mar 2013	3.73%	3.60%	1.91%	3.37%
Apr 2013	1.79%	1.81%	2.68%	13.77%
Average	1.02%	1.16%	1.05%	6.07%

Cumulative Benchmark Comparison



Date	INDU	SPX	VT	U280258
May 2012	6.21%	6.27%	-8.93%	14.32%
Jun 2012	-2.52%	-2.56%	-4.17%	20.86%
Jul 2012	-1.55%	-1.33%	-3.56%	23.92%
Aug 2012	0.93%	0.62%	-1.17%	22.64%
Sep 2012	1.69%	3.06%	0.67%	22.86%
Oct 2012	-0.89%	1.02%	0.06%	34.07%
Nov 2012	-1.42%	1.31%	1.61%	44.84%
Dec 2012	0.87%	2.02%	3.50%	59.94%
Jan 2013	4.90%	7.17%	7.76%	73.35%
Feb 2013	6.36%	8.35%	7.55%	69.98%
Mar 2013	10.33%	12.25%	9.60%	75.71%
Apr 2013	12.31%	14.28%	12.54%	99.90%
May 2012 to Apr 2013	12.31%	14.28%	12.54%	99.90%