

仅供指定接收方参阅  
不得分发

True Partner  
Capital

# 太空与人工智能 新时代的投资顾问服务

假如天空并非极限。  
太空火箭也会不时  
遭遇惊人的失败。

06-2026, Hong Kong

True Partner Capital

香港九龍觀塘海濱道77號海濱匯  
5樓115室

[www.truepartnercapital.com](http://www.truepartnercapital.com)

Being a True Partner

## 关于True Partner Capital

True Partner Capital是一家全球资产管理公司，由前期权做市商和技术专家组成的团队创立，主要专注于股票波动率策略。该公司在美国、欧洲和亚洲设有办事处，核心人员已经合作超过15年。该公司代表不同的全球投资者进行投资。我们通过混合基金、单独委托以及定制解决方案为投资者提供投资专业知识，其中包括量身定制的波动率解决方案，例如尾部风险对冲。公司的相对价值波动率策略拥有超过15年的业绩记录。公司每天在流动性全球衍生品市场上交易近24小时，并利用我们经验丰富的团队开发的专有技术，使投资组合管理团队能够识别和利用交易机会。

# 太空与人工智能新时代的投资顾问服务

假如天空并非极限。太空火箭也会不时遭遇惊人的失败。

在1990年代末的一次电视讲话中，时任美联储主席艾伦·格林斯潘创造了「非理性繁荣」这一金融术语。

引用他的原话：「显然，持续的低通胀意味着对未来的不确定性减少，而较低的风险溢价意味着股票及其他生息资产的价格上升。我们可以从过去市盈率与通胀率所呈现的反向关系中看到这一点。但我们如何判断非理性繁荣何时已过度推高了资产价值，使其随后像过去十年的日本那样，陷入意料之外且旷日持久的收缩？」

事后看来，这类问题不难回答。但当资产价格呈现出愈发陡峭的上行轨迹时，投资经理便面临一个艰难的两难抉择：是减少敞口、可能错失任何后续涨幅，还是保持满仓、承受任何回调带来的冲击。

谈及上行轨迹，并聚焦于近期SpaceX的IPO，与太空火箭作类比可谓水到渠成。在所有发射中，失败的数量并非微不足道，而一旦发生，往往极为惨烈且代价高昂。最近的例子便

是今年5月蓝色起源（Blue Origin）New Glenn火箭在热试车（点火测试）中发生的大规模地面爆炸。

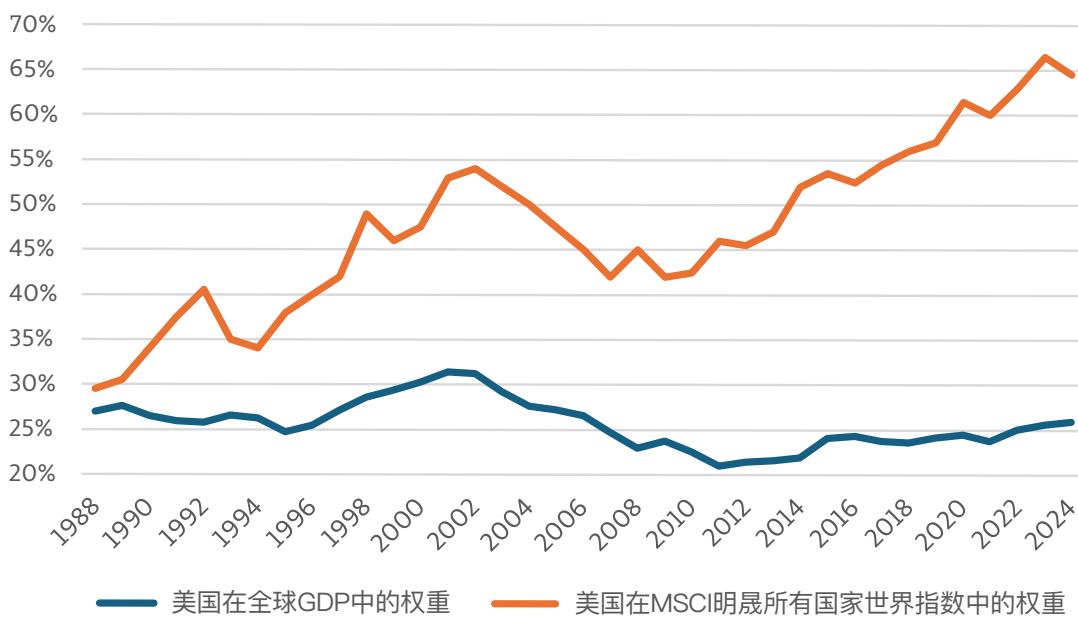
所幸，投资组合构建并非只是非此即彼的二元选择。精心构建的投资组合能够削弱极端的尖锐波动，力求实现「鱼与熊掌兼得」的目标。这正是True Partner Investment Advisory能够提供协助之处。在本文中，我们将着重指出一些我们认为在当前投资组合构建中被低估的发展趋势。

## 1) 美国股票在全球市场基准中的主导地位

美国占全球国内生产总值（GDP）的26%，占全球人口的4%。但这个全球最大的经济体在全球股票市场中的分量远超其实际体量。如下图所示，美国股票在MSCI明晟所有国家世界

指数（MSCI ACWI）中的占比，已从1980年代末约30%翻了一倍多，升至远超60%。但图表同时显示，在同一时间跨度内，美国占全球GDP的份额却保持得相对稳定。

美国GDP与美国股票的全球主导地位并不匹配

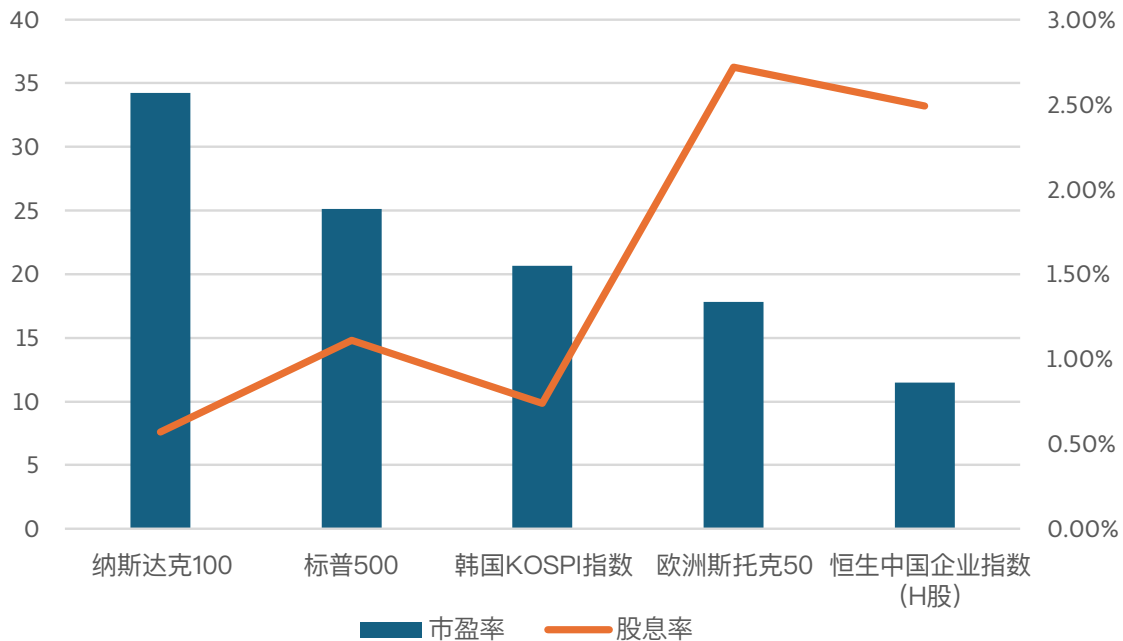


资料来源：LPL Research、MSCI、Y-charts

美国股票相对于美国GDP占比偏高的主要驱动因素，一直是股票市场的估值。如今，美国市场的市盈率远高于其他全球市

场。与此同时，持有美国股票所提供的股息收益相对较低，尤其是与欧洲和中国股票指数相比时。

## 美国股票估值高企且收益率低



资料来源：彭博数据

换言之，总体而言，在当前水平投资美国股票，似乎高度倚重未来增长。美国公司的这种增长还被定价为将在美国境外发生，这一点从美国公司在全球可投资资产范围中所占的份额相对于美国GDP份额便可看出。美国公司的定价不仅以经济上的完美无瑕为前提，也以地缘政治上的完美无瑕为前提。

自1980年代以来，美国资本市场已成为事实上的全球资本市场，将此前更具可比性的金融中心（如欧洲和日本）远远甩在身后。这一格局显然让美国受益匪浅。从马歇尔计划开始，美国对二战后欧洲（以及日本）的投资已收获回报，这也使当前关于北约的讨论呈现出不同的视角。跨大西洋关系，以及在较小程度上美国与其亚太盟友的关系，一直是双向的，因为美国的军事保护伞也成就了一个以美国资本市场

为锚的金融世界秩序。

自第二届特朗普政府上任以来，美国的全球同盟框架已承受严重压力，因为特朗普正勾勒出一条愈发重商主义的路线。

「美国优先」似乎与一种零和博弈联系在一起，在这种博弈中协同效应并不存在，一方的所得必然是另一方的所失。除国防之外，这一动态也体现在贸易关税的实施上，盟友所受的对待似乎比对手更为严苛。

金融市场上的反应已经开始渗透：在特朗普就格陵兰发出威胁后，丹麦养老金计划抛售了所持的美国国债。如果地缘政治形势恶化，美国国债的其他大型持有者可能会效仿。在美国的外国投资者还面临着「大而美法案」中一项条款带来的

风险。第899条款（「报复税」）可能迫使在美国经营的外国投资者及跨国公司缴纳惩罚性预扣税。此外，冻结外国及其国民的资产，也已成为美国愈发频繁使用的政治工具。

总而言之，二战后的世界秩序似乎越来越有可能瓦解，但与此同时，美国资产的当前估值却已计入这些良性安排将得以延续的预期。这一发展趋势要求对投资配置实践进行彻底的评估：

- 对于非美国投资者而言，一个纳入了当前美国主导地位的战略基准在多大程度上是有效的？
- 战术资产配置在多大程度上应将可投资范围中美国的极端主导地位纳入考量？
- 投资经理在多大程度上需要为投资的政治化做好规划，即地缘政治因素发挥作用的局面？

## 债券从分散化工具转变为风险来源

经典的60/40投资组合将很大一部分投资配置于债券，因为债券既能提供可预测的收入，又能在市场动荡时期提供缓冲——此时利率往往会因避险潮而下行。但这两项有利特征

在过去十年中都一直在恶化。下图显示了自1999年初以来（纽约证券交易所10年期国债期货总回报指数的起始日期）美国10年期国债的累计回报。

美国国债产生的回报较为有限……



资料来源：彭博数据

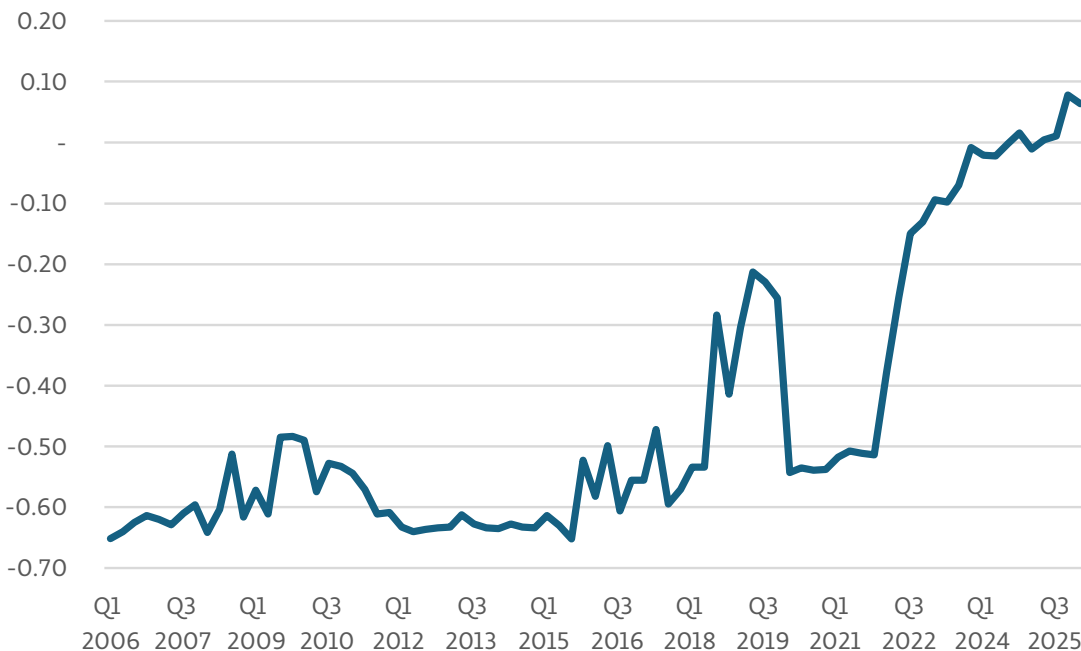
从2010年代中期开始，随着低收益率使持有国债的回报变得不那么可观，那条稳步上行的曲线开始走平。在同一时期，美国债务与GDP比率（负债占GDP比例）已经翻倍，从1999年第一季度的60%升至截至2026年第一季度（Q1 2026）的当前123%。从新冠疫情开始，该比率一直维持在120%左右，而在2025年「大而美法案」减税之后，当前的轨迹再次指向上行。

新冠疫情期间国债回报的这波上行（2020年第一季度季度回报为8.4%）相对小于全球金融危机最糟糕季度的涨幅（2008年第四季度季度回报为11.6%）。然而，在2025年4月关税或当前伊朗战争所引发的短暂市场动荡中，国债与股票一同下跌，根本没有任何涨幅。

原因或许很简单：如今持有美国国债的风险比过去更高。似乎没有多少人在意，但美国已有一段时间不再拥有AAA评级，因为各大评级机构在下调评级时无一例外地援引了国家债务增加、利率上升导致的偿债成本攀升以及政治两极分化等理由。此外，在通胀走高以及压低利率的政治压力之下，按当前水平，回报不太可能大幅跑赢通胀。

下图显示了美国10年期国债回报与MSCI世界指数之间的5年滚动相关性。随着持有美国国债风险的上升及其收益的下降，其缓冲特性也已减弱，因为本世纪早期持续为负的相关性已经趋于中性（接近零）。

.....与此同时美国国债提供的分散化收益也小得多



资料来源：彭博数据

鉴于对世界各国政府偿付能力的担忧，以及过去几年面临的顽固通胀，审慎评估投资组合分散化工具的运用是明智之举。在 True Partner Capital，我们一直坚信波动率作为一种强大且具流动性的分散化工具的力量。投资组合经理应当自问的问题：

- 对危机阿尔法（crisis alpha）的配置是否真正提供了保护？这些分散化工具能在哪些情景下发挥作用，在很大程

度上取决于所选取的策略成分？

- 哪些另类投资策略能够在市场承压期间提供更优的危机阿尔法（crisis alpha）和凸性？

私募市场一直是颇受欢迎的分散化途径之一，但它们也伴随着自身潜在的难题：

### 3) 私募市场与波动率

去年2月，CNBC的两名记者使用Anthropic的Claude工具构建了一个功能可用的Monday.com仿制品，Monday.com是一个项目管理平台，当时市值达50亿美元。在数小时之内，他们便完成了一个可运行的原型。这则关于以「氛围编程」（vibe coding）复制「软件即服务」（SaaS）产品的新闻犹如一枚重磅炸弹。Monday.com股价下跌30%，其他SaaS服务商的股票也随之暴跌。公开股票市场是持续不断的价格发现过程，新信息几乎会立即转化为股价。视乎你信奉尤金·法马有效市场假说（市场有效性）的哪一种形式，人们普遍认为新信息会立即反映在市场价格中。

因此，正如Monday.com的例子所示，新信息可能导致价格突然而剧烈的变动。当Monday.com的股价仍在距其低点不远处徘徊时，其他公司的股价则在市场消化了更多信息和分析之后，从早先的低点反弹回升。公开市场这种持续不断的价格

发现功能，使其有别于私募市场的价格形成方式，在私募市场中，估值标记由私募管理人或第三方顾问定期提供。

但在各种投资分析方法中，公开市场投资却因持续定价的可得性而受到惩罚。夏普比率和索提诺比率会受到剧烈波动的影响，即便这些波动随后发生逆转。值得注意的是，夏普比率甚至会惩罚上行波动，而投资者极少对上行波动有所抱怨。

在市场危机中，私募市场的估值标记最初往往具有黏性，呈现出某种「观望」（wait and see）的态度，而公开市场则立即作出反应。自2020年新冠疫情以来，市场的复苏几乎与下跌一样迅速。下图显示了从新冠疫情前的峰值、2025年4月关税宣布以及当前美国与伊朗之间的战争（其可用交易日不足90个）起算的90个交易日。

## V型复苏为估值标记不频繁的资产提供了虚假的稳定感



资料来源：彭博数据

对这三种情形采用季度估值，本会呈现出温和得多的图景：关税和伊朗战争很可能不会有任何减值，而新冠疫情即便有减值，相比公开市场低点也要轻微得多。在资产负债管理（ALM）和风险情景分析中运用历史数据时，这种V型市场回调现象会使公开市场处于不利地位，而对于私募市场而言，只有当未来的回调遵循类似的V型时，其更优的波动率特征才具有代表性。

人们常常认为私募市场能够提供优于公开市场的回报，原因在于将承担非流动性风险所对应的溢价加以变现。但这种变现不过是对一项实际风险的补偿。它不仅仅是必须为更长持有期做规划、无法快速退出所带来的不便。在某些情形下，

整个投资逻辑都可能改变。这正是先前Monday.com的例子重新发挥作用之处。

软件即服务（SaaS）易受人工智能颠覆的脆弱性，给后新冠疫情时代私募股权（基金年份/份额）的投资者，以及与这些份额相关的私募贷款，带来了重大困扰。在投资者资本充裕、利率低迷的背景下，私募股权领域全力押注SaaS的经常性收入，以堪比真正公用事业的估值收购软件公司。

鉴于人工智能的颠覆，投资者干脆想要退出，这一点从近期一波商业发展公司（BDC）在面临大量赎回请求时选择限制赎回（实施所谓的「赎回限制（闸门）」）便可看出。私募信

贷行业强调，要让贷款方蒙受损失，私募股权权益持有人必须先被全部抹去（血本无归），这或许在事实上是正确的，但并不能给私募市场投资者带来太多安慰。对私募市场的诚实审视，要求重新审视配置方式与风险评估：

- 是否有更好的方法来对私募市场风险建模并应用（更频繁的）影子估值？
- 私募投资力求变现的非流动性溢价，其实际成本究竟是多少？

## True Partner Investment Advisory 能够提供帮助

最后，我们着重指出了投资组合构建中三个我们认为当前被低估的宏观层面。这一关注焦点并不意味着近期的市场前景乐观。除其他外，我们还可以评论一下推动股票市场的人工智能及相关半导体的强劲热潮，因为该领域大多数股票都已「垂直拉升」（went vertical）。我们对这轮上涨可持续性的怀疑，则属于较为普遍的看法，因为这种定价模式人人都看得一清二楚。

True Partner Investment Advisory团队的成员拥有广泛的经验。从历史视角看，他们亲历了从2000年互联网泡沫（科

网泡沫）到2008年全球金融危机（GFC）低点期间的交易，从2011年欧洲债务危机到负利率，再到如今股票市场的历史高位，以及其间的一切。而从地理视角看，他们曾在美国、欧洲和亚洲进行交易。该团队见证了全球各地市场结构的变迁，从算法交易与高频交易的出现，到中国GDP及其股票市场的崛起与开放。

我们乐于就当前的投资组合构建和资产配置提供保密的第三方意见，并给出改进建议，甚至承担实际的实施工作。

## 作者简介



**Govert Heijboer**先生是True Partner的联席首席投资官，自2003年以来一直活跃于欧洲和亚洲衍生品市场以及仓位交易的做市商。Govert最初是阿姆斯特丹Saen Options的一名交易员/研究员，并于2007年升任衍生品交易主管和执行团队成员。2008年，他移居香港，在新成立的Saen Options香港分公司设立并负责所有交易活动。他持有荷兰特温特大学（University of Twente）管理科学博士学位和应用物理学硕士学位。他是公司的创始合伙人。



**Tobias Hekster**先生是True Partner的联席首席投资官，在过去的29年里以不同身份活跃于全球多个市场。1998年在阿姆斯特丹IMC担任场内交易员起步，Tobias建立了场外套利交易部门，在芝加哥办事处主管从场内交易向电子交易的转型，并在香港设立了亚洲波动率套利部门。Tobias拥有荷兰格罗宁根大学经济学硕士学位。除了高级策略师的角色外，他还在香港中文大学担任兼职副教授，并在国立台湾大学担任金融实践兼职教授。

## 关于True Partner Capital

True Partner Capital是一家全球资产管理公司，由前期权做市商和技术专家组成的团队创立，主要专注于股票波动率策略。该公司在美国、欧洲和亚洲设有办事处，核心人员已经合作超过15年。该公司代表不同的全球投资者进行投资。我们通过混合基金、单独委托以及定制解决方案为投资者提供

投资专业知识，其中包括量身定制的波动率解决方案，例如尾部风险对冲。公司的相对价值波动率策略拥有超过15年的业绩记录。公司每天在流动性全球衍生品市场上交易近24小时，并利用我们经验丰富的团队开发的专有技术，使投资组合管理团队能够识别和利用交易机会。

地址:

**True Partner Advisor Limited**  
香港九龍觀塘海濱道77號海濱匯  
5樓115室

电话 852 3845 5900

电邮 [vol.contact@truepartnercapital.com](mailto:vol.contact@truepartnercapital.com)

### 免责声明

源自第三方的数据被认为是准确的，但不就其准确性作出任何声明。本文件由 True Partner Advisor Limited (「True Partner」) 编制并发布。本材料属保密性质，仅供其所发送的专业人士使用，未经 True Partner 事先书面同意，在任何情况下均不得向授权接收人以外的任何人出示、复制、传送或以其他方式提供副本。本文所载内容均不构成出售任何证券的要约，亦不构成购买任何证券

之要约的招揽，亦不构成对任何投资策略或投资工具的背书。过往业绩并不保证或预示未来结果。任何投资策略的目标均无法保证实现。

本材料无意以任何方式招揽投资。重要的是，您不得使用本材料来请求、授权或实施任何证券的买卖，发送资金转账指令，实施任何其他交易，或发送对时间敏感的指令。本材料中的任何内容均

不构成投资、法律、会计或税务建议，亦不构成任何投资或策略适合或适宜于您个人情况的陈述。

任何对过往业绩的讨论均不应被视为对未来结果的预示，对于未来结果，不作任何明示或暗示的陈述。在实施或同意实施任何交易之前，您应考虑任何投资或策略的具体回报与风险特征（风险收益特征）。