

True Partner
Capital



01-2021, Chicago / Hong Kong

未来不再是曾经的样子..... 对一个充满不确定性的世界 之观察

True Partner Capital

香港九龍尖沙咀
廣東道25號海港城
港威大廈二期
29樓2902-03室

111 West Jackson boulevard,
Suite 1700, Chicago,
60604, USA

www.truepartnercapital.com

Being a True Partner

未来不再是曾经的样子..... 对一个充满不确定性的世界 之观察

回顾及展望

新年好！对于个人和金融市场而言，都有一种解脱般的共识：“至少2020年总算过去了”。但在写这篇文章时，华盛顿特区的幕后正经历一场前所未有的事

件，且Covid-19的严峻数据依然不断被刷新，人们很快就意识到一年只不过是界定时间的概念，而新一年的到来，并未改变目前的现状。但它仍然是一个

新的机会，从新的视角去反思、总结、展望。我们从2020学到了什么？我们又应该期待怎样的2021？

回首2020，它在许多方面都如此异乎寻常。在我们关注金融市场之前，我们首先要正视这一年发生的人类悲剧。据报道，Covid-19已夺去了近200万人的生命，且确诊感染病毒的人数已超过9000万人。同时，感染病毒的人数在世界的许多地方仍在急剧攀升。在我们写这篇文章时，也清醒地意识到有些读者正经历着这一切。新年伊始，我们向所有失去挚爱亲朋或正在遭受病毒持续影响的人们致以最深切的慰问，并祝愿所有的读者健康且快乐。

目光转向市场，我们当中的许多人会轻易回忆起2020年压力最大的时期。然而，当我们回顾这一整个日历年，却惊讶

地发现，经过第一季度中期的采取的风险规避举措（回报率降低了33%），并促成从3月下旬开始的更激进的牛市复苏，MSCI World¹ 股票指数反常地实现了超过14%的回报。

2020再次提醒我们，尾部事件虽不常见，但的确会发生，并形成很大的影响。但是，确定尾部时间的才是最棘手的部分，2008年前的牛市年份充斥着关于信贷快速扩张和房地产市场风险的警告，而过度的互联网泡沫也被广泛评论，甚至Covid-19疫情大流行也没有完全脱离常规。而最近一次真正意义上的全球性瘟疫对现在大多数活着的人来说，已不复记忆，但它仍然并非未知的风险。事实

¹ 在本文档中，MSCI World指对冲至美元的MSCI World总回报（来源：彭博社）。

上，2019年9月，世卫组织发布了一个重要报告，警告此前曾发生过的人类健康紧急事件很有可能再次发生²。总有太多的风险需要担心，而市场似乎经常忽略它们。但频繁发生的事件足以引起重视，其中有些风险则逐渐增大，以至于无法忽视。未雨绸缪则能带来巨大收益。

从市场的角度来看，尾部事件永远不会一成不变。但它们肯定与常见的避险反应相吻合，包括资产向“安全”领域转移、流动资产、概念风险敞口减少(伴随感知风险敞口上升)、流动性溢价和总体风险溢价上升、相关性上升，最后同样重要的是波动性显著上升。常见的风险模型关注于短期的风险处理措施，或者允许低概率的尾部事件保持风险不对冲（甚至根本未意识到），在市场已经以非同寻常的方式在运作时，通常导致投资者处于不得不在短期内作出较大调整的境地。这在一季度已非常明显。

尽管事件发展很快，但这些进展并非瞬间发生。正如之前的尾部事件，只有当人们开始（或停止）交易，且市场微观结构及定位成为重要因素时，价格才会真正发生重大调整。市场起初把Covid-19视为一系列某种程度上独立的地区性事件，但全球供应链以及投资者们内部联系的本质意味着它对资本市场及供应的联系产生全球性冲击的影响，远大于国内市场的严重情况。对反应的时间滞后性则创造了交易机会。

每一场危机都可能创造新的“前所未有”的时机。这些前所未有的波动往往集中于一些投资者对结构的过度依赖，即做空波动性和流动性，但这些措施在上一场危机中表现良好。对于那些有充足的资金准备的投资人，这场不可避免的困局则能创造交易机会，他们在一季度就是这样做的。有时，央行的支持提供了一条生命线，正如它在3月份对部分固定收益市场所做的那样。但有时它也不会，比如对那些做空股权随机变量尾部风险的市场。我们已经看到一些新的利基产品在2020年发挥了作用，但嵌入了相同的短尾。

2020年的波动快于2008年

第一季度和第二季度的综合波动速度和幅度不同寻常，标普500指数在23天内大跌(跌幅达34%)，并在9月初创下历史新高。纳斯达克100指数在6月初回归并达到历史新高，并在2020年收盘时成为历史最高年回报率的年度之一(增幅达49%)。在2008年金融危机中，标准普尔500指数在一年多的时间从峰值跌至谷底(2007年10月至2009年3月)，直到



2012年才收复失地。这两个时期都提醒我们，市场可以非常迅速地改变其对“风险”的看法，且改变的方式高度相关。在2008年9月，出现多个阶段的快速亏损，但每个阶段都创造了压力和机会。在2020年，压力及资金亏损集中于一个时期。在这个典型的高压时期，我们发现了具有吸引力的交易机会，并很高兴在第一季度为我们的投资者实现了丰厚回报。如政策没有做出巨大且迅速的回应，我们相信市场可能更像2008年，那甚至可能意味着更多的机会。

和2008年一样，流动性在某些市场颇令人担心，但它们并非我们关注的领域：我们向来偏爱的短期指数期权是少数几个流动性保持强劲的市场之一。在可获得的机会增加时，我们有能力进行交易且不受损害，第一季度再次证明了这一

² “A World at Risk: annual report on global preparedness for health emergencies”, 世界卫生组织全球备灾监测委员会, 2019年9月 https://apps.who.int/gmb/assets/annual_report/GPMB_Annual_Report_English.pdf. 报告警告“高影响呼吸道病原体……通过呼吸道飞沫传播……[并且可以]在多个地区快速移动”的理论风险

点。正如我们过去与许多读者讨论的那样，这是我们喜欢自己的产品配置的原因之一。同时，我们观察到，在期限更长且更复杂的场外期权交易工具上的流动性正在蒸发，自然买方和卖方越来越少，风险投资机构则常常囤积银行不能或不愿持有的风险。在期权市场之外，有大量迹象显示信贷甚至主要政府债券市场的流动性受到限制，直到央行大举干预。

展望未来

展望2021年，我们面临哪些挑战和机遇？尽管我们的策略是量化驱动，也并非宏观交易员，但总体环境仍然是一个重要的背景。我们将分享我们对波动性的观察及其含义。

正如某些人在其他地方争论的那样，我们认为2021年的一个重要目标将是寻求适当多元化的资产。对于那些负责宏观资产分配的人，在一个由央行引导流动性并使所有人受益的世界里，似乎很难找到绝对价值及多元化。尽管2020年收益减少，许多股票市场却实现历史新高。那使得对多元化的需求较以往更为强烈。

关于估值的争论似乎往往基于其它一些更贵的资产，即政府债券。如果它们的长期实际利率保持为负，则较高的股票市盈率似乎更可持续。但另一方面，如债券收益增加，似乎会逐渐削弱股票市盈率异常高的影响。股票和债券估值之间的相关性增加，在资产抛售中可能导致二者的相关性为正，而非负。在投资者对话中，我们越来越多听到对GMO高论的赞同，即投资者应该重新考虑政府债券在投资组合中的作用³。我们将在下面再谈。

继续关注股票。多元化的扩张当然会带来未来的收益，无论股票收益偏低或亟需其未来盈利增长强劲。如果市场对实际利率在未来十年内保持为负的估值正确，则预示着经济增长在较长期限内将令人失望，每股收益的增长难以推动未来股权回报。或者，如果财政支出和改革在促进经济增长方

面产生了人们所期望的效果，则有可能中性利率将再次变为正。这将意味着央行将不再需要提供同样多的经济刺激措施，而且长期的未来收益将再次可被与当前收益进行折算。那将影响增长的贸易及近年来提振股票市场的相关的多样化扩张。11月9日在辉瑞疫苗利好消息传出后出现的短暂而激烈的轮伐期就是鲜活例子。这就有必要问一个问题：如财政支出促进经济增长并导致利率上升，对市盈率是好还是坏？不确定性可能会导致2021年令人惊奇的经济数据发生有趣的波动。

1999的回响？

于2020年刺激计划的规模，可能不可避免地，一些过剩的流动性已经通过“财富效应”和“投资组合再平衡”等渠道，影响了风险资产价格——当然，这也正是量化宽松的目的之一。然而，随着近几个月在一些地区所见的加速增长，过度繁荣的迹象已然出现。很难解释9月以来比特币约300%的上涨（市值增加5000亿美元，是黄金涨幅的4倍），以及11月中开始特斯拉的翻番（市值增加4000亿美元）背后的基本面。MicroStrategy发行收益率低于1%的可转债，以进行杠杆式比特币投资是当时的另一个预兆。⁴2020年超过240个SPAC上市，尖锐的提醒人们，2008年以前的那些旧时SPAC，婉转地讲，结局并不美好。与此同时，FOMO（错失恐惧症）无疑正在迫使怀疑论者们加入“这次会不同”的浪潮。

正如被大家已经注意到的，令人不禁想起1999和2000年初的繁荣。⁵那时，我们看到大量散户入市，新技术使小投资者能够更容易并以更低的成本进行交易。那个时代，在人们的记忆中是没有现实商业模式的公司会因为散户炒作而被高估的时代。显然，有一些上市是凭借所谓“乐观的”商业模式（读者们可能还记得在成功上市后12个月就破产了的Pets.com）。但繁荣大部分源于对有良好基本面的公司的过度兴奋，从而

³ 参见 <https://www.gmo.com/asia/research-library/2q-2020-gmo-quarterly-letter/>

⁴ 参见 <https://www.microstrategy.com/en/company/company-videos/microstrategy-completes-650-million-offering-of-convertible-senior-notes>

⁵ 实际上，我们注意到一家备受尊敬的资产管理公司最近根据与2000-02年类似的TMT退出预测，推出了一款产品

过分哄抬价格。举个例子，在1999年底2000年初，因市场对其辉煌未来的预期，思科的市值翻了一番，在四个月内增加了3000亿美元的市值。从那时起，思科的收入增长了四倍，利润增长了五倍（比美国20年的GDP增长快了两倍以上）——巨大的基本面成功。但是市场出价更甚。思科的股票从最高点下跌了90%，股价至今仍未恢复到其2000年3月的水平。

在一片繁荣的同时，偶尔的头条新闻提醒人们并非一切都在往上走。商业地产危机日益显现，⁶开始有人注意到，曼哈顿的一些豪华公寓和零售物业的估值仅为其几年前价值的一半。⁷在2008年危机和2009年市场的强势复苏之后，欧洲外围债务问题成为了2010年的主要关注点。在未来的1-2年，新冠病毒危机留下的潜在问题是否会升级？

但是，风险资产会很快大范围逆转吗？从周期性角度来看，一旦疫苗推出，经济活动肯定会增加，受影响部门的工作机会将开始恢复。鉴于境况较好地区的高储蓄，随着经济重新开放，似乎有足够的空间增加消费支出。一些分析师预期这将推动通胀的显著上升。各央行可能会忽略这一点，并将短期利率保持在较低水平，从而使收益曲线变陡，而我们已经看到盈亏平衡通胀率的上升。高增长对市场来说通常是好事，因此许多策略师都主张保持这种增长。随着许多股票市场高出Covid-19之前的水

平，这场复苏的很大部分都一定会被计价——但计多少？

重新开放的步伐可能依然令人失望。社交距离和其他保护措施可能也仍需保留一段时间，从而限制了产能水平。截至目前，疫苗的推出亦花费了比预期更久的时间，因为事实证明快速生产和运送数百万剂疫苗的后勤挑战正如人们想象的那般困难。所有2020年政策支持所带来的经济效益，大多基于借贷而非补助。对很多公司而言，Covid-19只是意味着生产性资产闲置，通过增加借款来避免破产。偿还借款将拖累未来收益，一些公司也许会艰难地懂得流动性并不等于偿付能力。

令人担忧的是，Covid-19本身似乎试图超越在病毒对抗中人类智慧的惊人速度。最近的突变导致更多的传染性菌株，并将一些国家的医疗系统逼近极限。虽然英国迄今为止受到的打击最为严重，但值得注意的是，英国也是少数几个定期筛选测试结果以识别此类突变的国家之一。如果突变发生在其他地方，他们可能不会被识别得这么快。更具传染性的菌株需要更快的反应才能被控制。事实上，布里斯班最近已因为一例这种新变种病例宣布进行封锁。需要以这种方式作出反应，意味着遏制成本可能仍然很高。总之，回归正常的步伐会以各种方式令人失望地缓慢。

多元化踪影难觅

最终，鉴于现金收益率一般为零或为负，投资者总得买点什么。如TINA (There Is No Alternative) 所表达的，“别无选择”（对于股票）。回到资产配置困境，超低的政府债券收益对大多数人而言代表更低的投资组合收益预期，代表一个对冲不那么完善的投资组合。这意味着会有压力去在其他地方冒更大的风险，与此同时这样做的空间又较小。

对此，一个流行的答案似乎是减少政府债券，持有风险资产，承担更多的流动性风险，并在其他地方寻找多元化。虽然两种方法都存在争议，但减少政府债券的理由显而易见。很多这样的债券收益率为负，并且在一季度毫无作为。事实上，做多日本、德国或瑞士债券——这些利率为负并且已经进入抛售的政府债券——在三月是亏损的。负收益加之没有多元化是一个困难的组合。

即便第一季度取得丰厚回报的长期美国国债，在股市抛售热潮中也是不那么可靠的对冲，受巨大持仓量的影响有显著波动。以（持有20年期以上美债的）TLT ETF为代表，长期美债从2月19日（标普500指数峰值）到3月18日略有下滑，而该期间标普500指数下跌29%且美联储已经大幅降息。这不是人们通常期望从对冲资产中获得的行为。

⁶ "Distress looms over U.S. commercial real estate in 2021", Marketwatch, 2020年12月13日; <https://www.marketwatch.com/story/distress-looms-over-u-s-commercial-real-estate-in-2021-11607801514> ;
⁷ "Billionaires' Row Condo Records 51% Resale Loss in Luxury Glut", 彭博社, 2021年1月8日, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-08/billionaires-row-condo-records-51-resale-loss-in-luxury-glut> ;
"Ho, ho — oh, no! Values of troubled Manhattan retail properties sink 53%", Marketwatch, 2020年12月8日; <https://www.marketwatch.com/story/ho-hooh-no-values-of-troubled-manhattan-retail-properties-sink-53-11607478010>

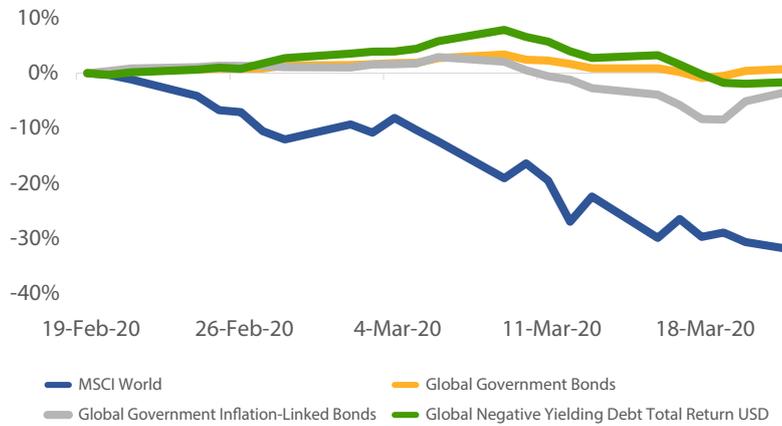
美债收益率是否会在巨大风险下走低？也许。但它很难再重现一季度的收益。美联储明确表示不喜欢负利率，而平坦的收益率曲线会给通过短借长贷获取利润的银行系统带来问题。政策制定者看起来试图找到不同的工具。国际清算银行的研究人员最近指出，美债带来的多样化收益下降已经有一段时间了。一如国际清算银行所强调，值得回看的是我们已经习惯了的股票/债券负相关市场并非一种固定现象：从长期看来，股票和债券在过去曾有着长期的正相关关系。⁸

近几个月的市场动向也突显了债券的资本损失风险。在拜登赢得大选和民主党参议院以微弱优势获胜后，十年期美债收益率突破了1%大关。美联储承诺要弥补过去的低通胀，以达到其“平均”目标，这意味着在一段时间内通胀目标将被定在2%以上。因此我们会同时看到大量的借贷、一个温和的美联储以及不断上升的通胀。在2020年，欧洲已经有人主张各国央行干脆取消政府债券，有效直接地通过印钞解决财政支出。最终，出于各种原因，负的实际收益似乎并不特别有吸引力。

通胀挂钩债券也非灵丹妙药，因为在有重大避险举措期间通胀预期往往会下降。一季度标普500指数从峰值到谷底，美国通胀挂钩政府债券总收益略为负。全球同类指数下跌-2.4%，不算美元套期保值则下跌-6.5%。在2008年经济崩溃最严重的时期，通胀挂钩债券也是输家。⁹

从作为股票期权交易商的角度来看，把股票和债券之间的相关性视为一种潜在催化剂将会非常有趣。读者会回忆起2013年的“缩减恐慌”，当时美国债券收益率在不到两个月内上涨了100个基点，而股票则被抛售，这一时期为我们的策略创造了有吸引力的机会。固定收益出现大幅抛售，引发股票同时抛售的可能性似乎高于以往。

股市下跌期间的股票和债券



如果固定收益不可取，去哪里找多元化呢？对冲基金总的来说过了个不错的2020，但只有部分基金在一季度提供了多元化。先撇开我们自己的基金（表现不错）不谈，2020年市场的变化速度使得某些早已远离了货币期权的尾部风险策略（也是2008年的赢家）受益匪浅。我们要给予那些正确预判了美联储快速反应的宏观经理以应有的赞扬。也许他们还可以识别下一次的政策工具包。另一方面，这些举措捕捉到了一些在2008年表现不错的多元化策略，例如一些长期趋势跟随者。另类风险溢价总体表现更倾向于风险溢价而非分散。现在有时被吹捧为一种对冲的比特币在一季度下跌了35%。投资者不妨考虑采取一种使用多种不同工具的投资组合方式。随着央行加大对市场的干预，我们认为重要的是去思考哪个市场会有异动，能多快获利。参照2008年的经验，金融危机后的变革有助于减轻货币市场的压力。在下一场危机中，还有什么可以自由移动？

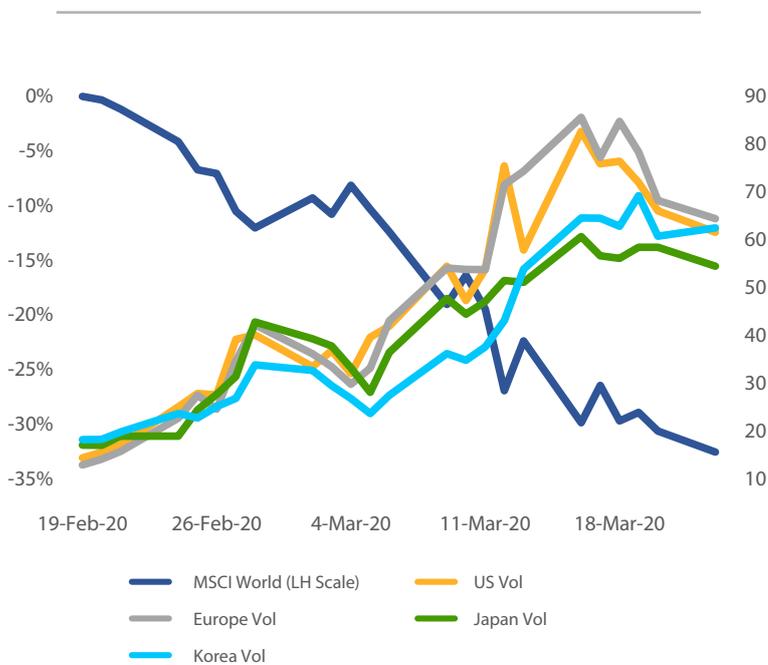
⁸ Fernando Avalos 和 Dora Xia, "US Treasuries and equity sell-offs: is the hedge faltering?" BIS Quarterly Review, 2020年12月7日

⁹ 所用指数是Bloomberg Barclays US Government Inflation-Linked All Maturities Total Return Index和Bloomberg Barclays Global Inflation Linked Index Hedged USD以及其未对冲的等价物。来源：彭博社

股票波动率保持对风险情绪的高度敏感

考虑到我们自己的机会集，股票波动性是为数不多的在2020年超越2008年水平的“避险”晴雨表之一，市场的快速变化导致VIX飙升至略高于雷曼倒闭后的水平，尽管逆转也更快。股票，位于资本结构的最底层，被用于对变化边际的感知，也依然是政策制定者干预的最后阵地之一。在我们看来，大量市场参与者可以进行大宗交易的股票可能是市场中表达风险情绪变化最“自由”的。简而言之，在宏观冲击下，股票产品仍是调整风险最快也最简单的方法。

股市下跌期间的隐含波动率¹⁰



第一季度的政策干预比2008年的更猛也更迅速，使得市场更快转正，但当时股票波动率提供了更具吸引力的多元化机会。导致尾部风险管理者获利，对我们的策略而言也是具有吸引力的相对价值机会。我们尤其感到高兴的是，我们的基金能够快速将获利货币化，并且不仅在标普500指数最糟

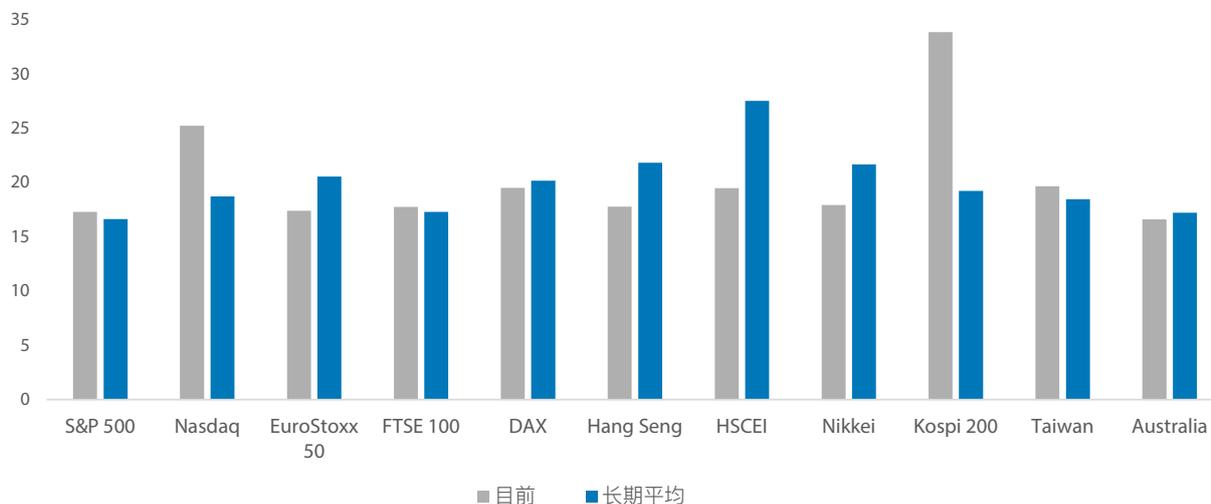
糕的一周（3月20日结束的那一周，也是我们表现最好的一周）获利，也在接下来反弹的那周获利（相对较小规模）。

如果资产配置者确实用流动性政府债券取代了流动性较低的公司或私人信贷，可能也用一些上市股票取代了私募股权，则将留给股票市场更多最容易也最快被投资组合风险变化影响到的流动资产。在三月，公司信贷的资产净值大幅折价。ETF表明，股票市场现在甚至被用于调整非股权资产类别的风险敞口（正如一些政策制定者也同样指出的）。资产净值的折扣也提醒大家，现金工具交易量很少时的信贷结算价格，价格可能看似稳定但并非总是可交易。我们认为，这意味着股票波动率将一如既往地易于受到意外新闻及持仓变化的冲击。或许更甚。市场微观结构效应依然存在。这些将在避险期带来持续的有吸引力的相对价值机会，也让我们对自己在这种压力时期的持续机会集充满信心。

但是更高的隐含波动率水平是什么？3月以来，隐含波动率已大幅回落，以至于即便你已经在2月下旬——即在股票主要部分被抛售之前，成功做多了VIX ETF，在2020年底依然会遭受大幅下跌。而且，波幅仍高于2019年底的水平。

如我们在2020年1月的信中所指出的，2019年底的水平异乎寻常的低。波动率基本上持续低于2018年底的水平，而且在某些市场低很多。30天隐含波动率当前的水平接近于长期平均值，并且在整个市场存在一定程度的分散性。一些指数的隐含波动率低于长期平均值（以及中位数）水平，另一些则高些。2020年的峰值提醒大家，为什么隐含波动率通常高于实际波动率。与波动率水平一样，溢价也有所分散。总之，隐含波动率不一定“贵”，也不一定“便宜”。一如既往，相比VIX而言，跨市场观察会给出一个更微妙的图景。

¹⁰ US Vol = VIX Index; Europe Vol = VStoxx Index; Japan Vol = Nikkei Stock Average Volatility Index; Korea Vol = Kospi 200 Volatility Index (来源: 彭博社)

30天隐含波动率对比长期平均值 (2006年至今)¹¹

倘若如愿以偿，疫苗将顺利推出、病毒将消退，工作将恢复，经济将复苏，速度足以偿付2020年所有借贷并实现EPS增长，但不至于快到带来通货膨胀的担忧和更高的借贷成本。在那种金发女郎情境中，市场可能会上扬，实际波动率可能会下降，而隐含波动率的跟随很可能会滞后。对我们的空头来说，这会是一个很好的环境，但对于多头来说则可能更具挑战。而对于绝对做多波动率偏好而言则会有些困难，即便它仍然可以提供有用的投资组合功能。

显然，很多事可能会让这幅图景不如所愿。最令人担忧的是，也许病毒会发生变异使得疫苗不再有效，或者只是有所遗漏，直至已经在全球传播。如果英国的变异在其他地方发生，是否会被及时发现并限制传播？也许市场开始更多的

担忧资产闲置公司的债务水平、信贷息差的扩大、以及更多的破产事件。也许办公室、房地产、实体零售业，以及依赖于租金的“安全”信贷工具会遭受永久性损害。也许如哈佛商学院一名讲师最近指出的那样，气候变化将导致一场新的房地产驱动的金融危机。¹²最简单的讲，失去动力及情绪的转向，可能会看到某些市场逆转中的繁荣，引发投机者在面对保证金交易时更大规模的平仓。随着最近加密资产的繁荣，市场的持续逆转可能对持仓带来比以往更广泛的影响。综上所述，我们相信固定收益与股票之间日益增长的相互依存可能会加剧任何震荡。

也许最有可能的是，市场在不同时期面临着这些故事略有不同的版本，以及各个版本之间的中间版本，而新事件最近

都销声匿迹。这将在波动性和其他策略中创造多空机会。因此我们很高兴采取相对价值法，关注净vega和theta敞口，努力实现一季度和二季度组合回报，避免部分吐回我们在2020年下半年看到的收益。

如果一帆风顺的航行没有被偶尔的波动性峰值所打断，我们将会感到惊讶，因为这些甚至是牛市的典型特征，而我们已经过去十年——长期看来股票收益远高于平均水平的十年，中获取了我们的大部分收益。因而，当我们向前看，我们对于机会集和我们为投资者提供服务的能力充满乐观。我们想要感谢所有客户的一如既往的支持，并期待在未来的一年与您继续合作。

¹¹ 来源：彭博社，True Partner。数据从2006年1月或最早可获得的到2021年1月12日。

¹² “Are we on the verge of another financial crisis?” Harvard Business Review, 2020年12月18日
<https://hbr.org/2020/12/are-we-on-the-verge-of-another-financial-crisis>

关于作者



Govert Heijboer先生，True Partner联席 CIO，自2003年起，活跃于欧洲及亚洲衍生品市场的做市商交易及头寸交易。他在位于阿姆斯特丹的Saen Options公司，从交易员/研究员做起，于2007年成长为衍生品交易总监，并进入执行运营团队。2008年，他移居香港，设立Saen Options香港分公司，并统揽新公司的全部交易活动。Govert拥有管理学博士学位及荷兰Twente大学应用物理学的理学硕士学位。他是创始合伙人，自2010年3月起便致力于推动True Partner Fund的面市。

他在位于阿姆斯特丹的Saen Options公司，从交易员/研究员做起，于2007年成长为衍生品交易总监，并进入执行运营团队。2008年，他移居香港，设立Saen Options香港分公司，并统揽新公司的全部交易活动。Govert拥有管理学博士学位及荷兰Twente大学应用物理学的理学硕士学位。他是创始合伙人，自2010年3月起便致力于推动True Partner Fund的面市。



Tobias Hekster先生，True Partner联席 CIO，在过去21年间以不同身份活跃于全球各类交易市场。1998年，他在阿姆斯特丹IMC以场内交易所代表起步，建立了场外套利交易席位，带领芝加哥办事处完成了从场内交易到电子交易的转变，并在香港设立了亚洲波幅套利交易席位。Tobias Hekster拥有荷兰Groningen 大学的经济学硕士学位。除了高级策略官的身份之外，他还曾在香港中文大学担任兼职副教授，并在国立台湾国立大学担任金融实践兼职教授。

他在阿姆斯特丹IMC以场内交易所代表起步，建立了场外套利交易席位，带领芝加哥办事处完成了从场内交易到电子交易的转变，并在香港设立了亚洲波幅套利交易席位。Tobias Hekster拥有荷兰Groningen 大学的经济学硕士学位。除了高级策略官的身份之外，他还曾在香港中文大学担任兼职副教授，并在国立台湾国立大学担任金融实践兼职教授。



Robert Kavanagh先生自 2004 年以来一直从事对冲基金行业，2019 年加入 True Partner。在加入 True Partner 之前，他是高盛资产管理的执行董事，在高盛另类投资和管理者选择集团 (AIMS) 服务了 15 年。Robert 拥有丰富的对冲基金投资经验，以及与各类对冲基金投资者的广泛合作。Robert 是 CFA持证者，他拥有英国Bristol大学哲学与政治一级荣誉学士学位，并在那里获得了社会科学奖学金。

在加入 True Partner 之前，他是高盛资产管理的执行董事，在高盛另类投资和管理者选择集团 (AIMS) 服务了 15 年。Robert 拥有丰富的对冲基金投资经验，以及与各类对冲基金投资者的广泛合作。Robert 是 CFA持证者，他拥有英国Bristol大学哲学与政治一级荣誉学士学位，并在那里获得了社会科学奖学金。

关于True Partner Capital

True Partner Capital是一支由前做市商和IT专家组成，合作超过15年的团队。

地址：

True Partner Advisor Hong Kong Ltd.

香港九龍尖沙咀
廣東道25號海港城
港威大厦二期
29樓2902-03室

電話：+852 3845 5900

他们在交易、执行、风险管理以及专有交易技术方面的综合专业知识，使团队能够识别并利用交易机会。

True Partner Capital USA Holding, Inc.

111 West Jackson boulevard,
Suite 1700, Chicago,
60604, USA

Tel: +1 312 675 6128

免责声明

本文由 True Partner Advisor (以下简称“True Partner”)准备并发表。本文呈现的内容属保密信息, 仅针对已收到本文的对象。任何情况下, 未经 True Partner 的事先书面许可, 不得向授权接收人以外的任何人展示、复制、传播或以其他方式向其他人提供。尽管如前所述, 投资者可向任何或所有人提供 True Partner 基金(以下简称“基金”)的税收处理及税收架构、包括向投资人提供的任何形式且与之相关的观点或税务分析的资料。在某些司法管辖区, 本文所载信息的传播可能属于受限制范围。因此, 任何潜在投资者有义务确保自己遵守相关的法律法规。

本文不包含对任何证券的出售要约或对购买要约的引诱, 也不构成对任何投资策略或投资工具的背书。任何证券发售仅能通过保密备忘录(以下简称“备忘录”)的形式完成, 其包含有关本基金及投资相关费用等额外信息, 且只向法律允许的司法管辖区内的成熟投资者提供。在投资前应仔细阅读所有有关的发行文件。任何投资于本基金的决定应完全基于备忘录中所载的信息。如本文与备忘录有任何表述或定义的冲突, 以备忘录为准。

过去的业绩并不代表将来的业绩。本文所包含的信息是初步的, 仅作为关键信息的摘要供讨论之用, 并不完整, 也不包含有关发行的某些重要信息。本文所包含的信息亦未考虑任何可能收到本文的特定投资人的投资目标或财务状况。

各位应独立考察任何投资策略或基金经理, 并向各自的投资顾问咨询关于法律、税务、会计、监管及其它与投资相关的事宜。这些资料中可能包含历史市场数据, 但历史市场趋势并非未来市场行为的可靠指标。此外, 鉴于市场波动性的本质, 本文讨论的投资策略可能只适用于某些投资者。不能保证基金的资本回报与本文提供的历史回报相同。因为, 除其它原因外, 在经济条件、监管环境、投资组合规模、杠杆使用、费用和结构以及投资政策和技术方面都可能存在差异。任何关于如何构建投资组合的信息仅作参考, True Partner 可能在任何时候自行决定改变。除非另有说明, 本文件所载的信

息为截至所示日期的准确信息。对于该日期之后前述信息的持续准确性, 本公司不作任何声明或保证。

本基金并非根据1940年修订的《投资公司法》进行注册, 而是基于其修正案规定的例外情况注册。本基金的权益并非依据《1933年证券法》及其修正案、或任何州的证券法登记, 而是基于前述法案或法律的规定而依法豁免登记。

本基金的运作文件及其有限合伙权益的发行, 都未经美国联邦或州监管机构的审查或批准。本基金的权益并非任何银行或其他被保险的存款机构的存款或义务、亦未被前述机构所担保或背书, 亦未受来自联邦存款保险公司、美联储委员会或任何其他政府机构的联邦保险。本基金所发行的权益仅根据现行、适用的私募或发行规则提供或其它合法的方式提供。

对本基金的投资不具有流动性, 在转移基金的有限合伙权益上有严格的限制。对本基金的有限合伙权益不存在二级市场, 且无开发该类市场的预期。True Partner 对基金资产的分配有独立决定权。本基金系投机性投资, 存在高风险。本基金的投资组合由 True Partner 全权管理, 基本上属于股票波动套利基金。缺乏分散化可能导致更高的风险。

私募基金一般来说不受与共同基金相同的监管, 亦不受同样的监管要求的约束。本基金无需向投资者提供定期定价或估值信息。投资可能因涉及复杂的税收结构而导致重要的税收信息发布延迟。

某些工具可能没有现成的市场或第三方定价。基金业绩可能发生波动, 因为私募基金可能使用杠杆和其他投机性投资操作, 则可能增加投资损失的风险, 而坚持风险控制机制亦不能保证投资回报。此外, 费用可能会抵消投资者利润。在发行文件上将潜在风险因素列出一个详细的清单。

投资于金融市场即意味着高风险。无法保证本文所述的投资目标一定会实现。投资损失可能发生, 投资者可能会损失部分甚至全部投资, 克服市场准入壁垒(如即法律和监管

障碍)的公司亦未必能保证成功的投资业绩。本基金并未保证或声明本基金的投资计划(包括但不限于投资目标、策略、风险监控目的)将会成功, 且投资结果可能随时间发生较大变化。投资损失可能一再发生。本文并未暗示本基金的投资方法应被认为是“保守”、“安全”、“低风险”或“规避风险的”。任何对基金的投资均应是严格用于投机目的的可自由支配资金。

本文件所载的某些信息包括:“前瞻性陈述”, 可通过使用前瞻性术语来识别。如“可能”、“将”、“应该”、“期望”、“预期”、“目标”、“计划”、“估计”、“打算”、“持续”或“相信”或其否定词, 或这些词语的其它变体, 或其它类似术语。鉴于各种风险及不确定性, 基金的实际事件、结果或业绩可能与这些前瞻性声明所反映或预期的大相径庭。前瞻性信息受制于固有的不确定性和限制条件, 并可能以大量假设为基础。其仅以说明为目的, 不能、也不应被任何投资者视为事实或概率的担保、保证、预测或决定性声明。

业绩方法论: 过往业绩并非未来业绩的指标。True Partner Fund 的年化回报或业绩数据系基于B级份额得出, 且其体现的是扣除了2%的管理费用、20%的业绩奖励、投资者应该支付或已实际支付的与交易相关的其它成本后的净收益。

指数业绩则未反映交易成本、管理费用、或其它可能减少回报的成本等扣除因素。在特定期限内的市场或综合指数、基准或其他指标的相对市场表现(指数)仅供参考, 但并不意味着投资组合将实现同样的回报、波动或其他结果。

一个指数的构成可能不能反映一个投资组合的构建与预期或已实现的回报、投资组合指导方针、限制、行业、相关性、集中度、波动性或跟踪误差目标相关的方式, 且所有这些都随着时间的推移而改变。指数仅作为业绩基准, 因此 Partner 从未试图复制指数。指数的组成与 True Partner 所管理的基金并非必须一致。之前的业绩指数将不能用于预测 True Partner 所管理的基金将来的业绩。投资者不应直接根据指数进行投资。