

机密：  
仅供机构投资者

True Partner  
Capital



2023年5月，芝加哥/香港

不要低头.....

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

Being a True Partner

## 关于True Partner Capital

True Partner Capital是一家全球波动率交易公司，由前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、欧洲和亚洲均有驻点，核心人员已经合作了10多年。该公司拥有超过14亿美元的资本，并代表不同的全球投资者进行投资。我们将投资专业知识运用于混合基金、单独委托以及定制解决方案（量身定制的波动率解决方案，例如尾部风险对冲）。公司运营时间最长的混合基金拥有超过10年的业绩记录，这支基金一直践行我们的相对价值波动率策略。公司每天在流动性全球衍生品市场上交易近24小时，并使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。

# 不要低头.....

谚语“美在旁观者眼中”（源于美是客观存在还是主观概念的哲学争论）自公元前3世纪在希腊兴起后，风行至今。最终，该谚语为我们揭示了视角的微妙。正如2021年奥斯卡提名电影《不要抬头》完美捕捉到的那样：人们只看见他们愿意看见的，而对不想看见的闭上眼睛。荷兰著名艺术家埃舍尔是展示不同视角的大师。在他的作品和他的语录中：“事物是不确定的，可以用两种不同的方式看待：地板也是天花板；内部也是外部；凸同时也是凹。”（摘自《埃舍尔论埃舍尔：探索无限》）。我们发现令人困惑的视角不仅局限于艺术领域，因为金融市场的现状与埃舍尔的作品有些相似。我们是正站在继续向上攀沿的山脚，还是在悬垂处，即将坠入深渊？

## 印象深刻的市场反弹.....

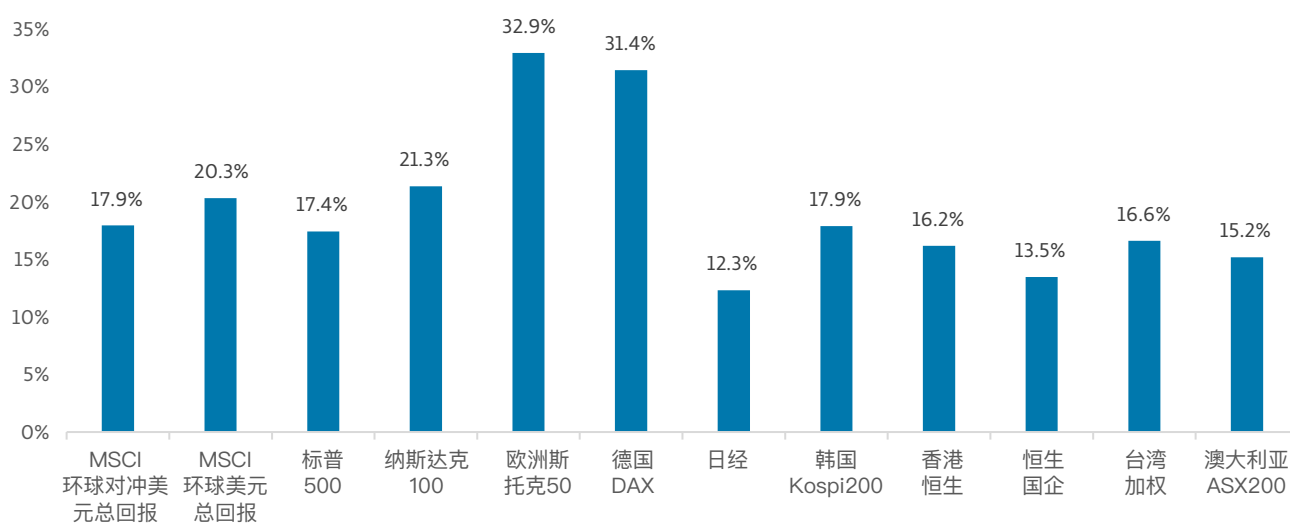
正如我们在4月第一季度业绩会上所强调，近期的市场表现令人印象深刻。继2022年第四季度的反弹之后，市场在2023年开局强劲，纳斯达克指数甚至创下了自2001年以来涨势最好的1月。自2022年9月底以来，全球各市场都取得了实质性收益，各主要指数以当地货币计量的涨幅均达到两位数。截至4月底，MSCI环球指数（对冲美元的总回报）已上涨17.9%，标普500指数（总回报）涨17.4%，欧洲斯托克50指

数（总回报）更是飙升了32.9%。日经指数相对落后，只上涨12.3%，但弥补其2022年的所有损失也绰绰有余了。面对乌克兰战争、高通胀和利率大幅走高（2021年末，市场定价2023年12月的利率在零附近；而2023年4月，市场定价2023年12月的利率约为3.5%），欧洲斯托克50相较于2021年末的水平仍上涨了5%。与此同时，隐含波动率的指标出现下滑。自2022年9月以来，一支广受欢迎的短期VIX期货ETF基金

已经跌去一半以上的净值，截至2023年4月末下跌了55.7%。从这些数字看，市场貌似强劲、并准备持续上涨。下面我们展示了截至 2023 年4月末的 7 个月市场回报率快照：几乎每

个市场都上涨了 15% 或更多，即使表现最差的市场（日本日经指数）也上涨了 12.3%。

### 自2022年第三季度末以来股票市场的表现



■ 2022年10月至2023年4月

## .....尽管阻力相当大

鉴于市场似乎无视各个方面的所有威胁，过去几个月更加值得关注。虽然目前我们还没有看到市场崩盘的直接催化剂，但我们确实看到了一系列潜在影响因素。我们认为这些因素是整个股市，特别是美国市场的主要阻力。这些因素包括挥之不去的长期恶化，以及越来越流行和公开的恶意评论。通货膨胀仍在，美国中小型银行的麻烦也仍在。各国央行似乎致力于需要收紧货币的信念，而此时美国消费者们几乎已经耗尽了新冠救济带来的过剩流动性。地缘政治局势仍然岌岌可危，美国挑战债务上限的高风险政治游戏再次拉开帷幕。

从这个角度看，市场估值和波动水平与市场之外的世界是脱节的。这种脱节不仅提供了一个波动率环境（在我们看来，现在比过去几年更值得玩味），而且对于没有完全相信积极因素的所有投资者来说，这也是一个理想的机会：可以对冲下行风险，同时保留市场上行空间。

在本文中，我们将带您了解这些不利因素，然后回到当前的波动率环境看看存在的机会，并讨论我们看到的对投资者而言，挑战与机遇并存的点。

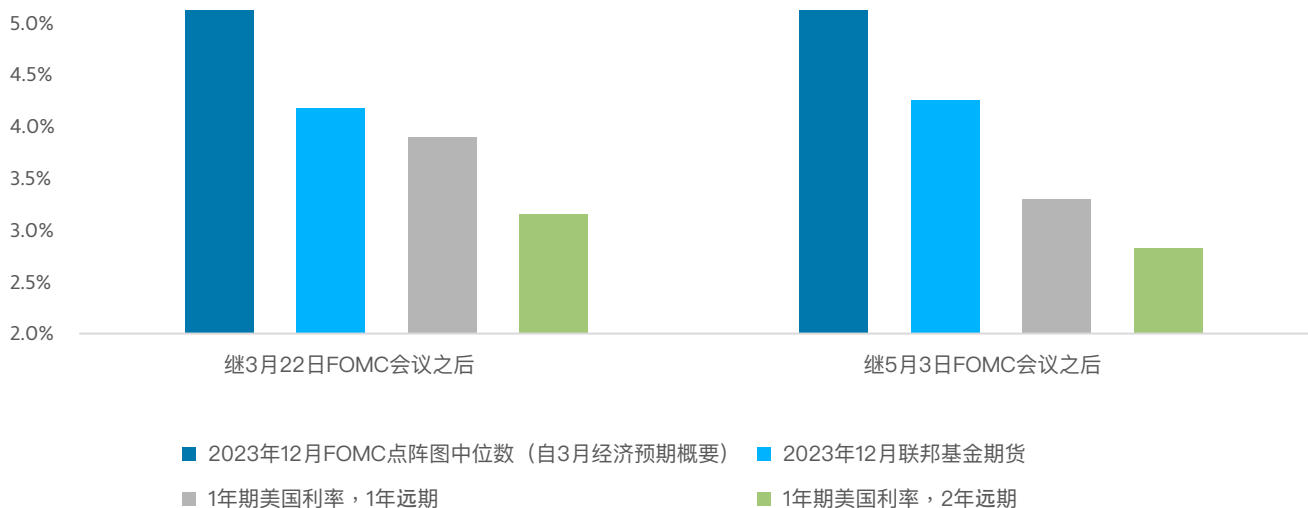
## 通货膨胀与加息

通货膨胀可以说是 2022 年市场的主要克星，它仍然是广泛而持久的。美国和欧洲的通胀率从早先的峰值回落：一是物流瓶颈得到缓解，二是欧洲的暖冬避免了能源危机。但通胀仍远高于目标水平，各国央行普遍继续上调通胀预期。

在欧洲，能源成本的下降削弱了整体预测，但核心层面的通胀继续传递。通胀预期继续上升，正如我们4月在第一季度更新会议上强调的那样。欧洲央行看似坚定地继续其加息之路。与此同时，美国市场仍在“金发姑娘”的支配下，预计经济将温和放缓，从而提前降息，但不会达到经济衰退的程度。罢工的增加和更高的工资要求也指向新的工资通胀螺

旋。市场对各数据的反应出奇温和，选择了正面乐观的视角：通胀数据减轻了经济衰退的风险，而表明经济放缓的读数支持利率迅速放松。3月FOMC会议（紧随瑞士信贷/瑞银交易之后的3月22日），FOMC经济预测摘要（更为人知的点阵图）显示，参与者预期年底的基本利率为5.125%。市场更加鸽派，定价了将跌近100个基点的利率。继5月FOMC会议（5月3日）美联储将利率上调至5.125%之后，市场对年底的利率给出了类似的定价，并预期2024年1月前可能会有两次降息。市场正在定价2024年的另一轮降息，这轮降息将使利率迅速回落至3%左右。

### FOMC点阵图 vs 市场定价



## 过多的银行问题

自3月危机以来（事后看来可以称之为小型银行危机），股票市场行动迅速：标普500在3月上涨了3.7%，4月份进一步上涨1.6%。虽然几家银行在3月倒闭，包括最引人注目的硅谷银行，被精心策划救援的瑞士信贷；以及4月底仅一个周末时间就崩盘的第一共和银行。我们写这篇文章时，第一共和银行企业债券价格显示该银行在救援后几乎零违约回收率。

然而，在评估利率对经济的影响时，银行的倒闭可能会投下阴影。正如鲍威尔主席在3月和5月的两次FOMC新闻发布会上所提到的，小型银行危机的一个重要影响是信贷供应的整体减少，效果相当于加息，虽然等效水平会有一些偏差。持续向为数不多的大型银行转移存款不仅会减少所有其他美国银

行的贷款，作为低息活期账户替代品的货币市场基金的触手可得也很可能会提高存款融资成本，给净息差带来压力，从而推高所有银行的信贷成本。

雪上加霜的是，被认为最容易受到存款基础崩盘影响的美国中小型银行恰好对包括写字楼在内的商业房地产敞口最大。在后疫情时代，对办公空间的需求似乎受到永久性破坏。虽然估计各不相同，但斯坦福大学的月度调查显示：2023年1月超过四分之一的带薪工作日人们都是在家工作的（疫情前这个数据约为5%），而且超过10%的人完全在家工作。<sup>1</sup> 一些指标甚至显示办公室工作更大幅度的减少。<sup>2</sup> 《纽约时报》最近报道，2022年底10亿平方英尺的办公空间未出租。

### 对信贷提供者（银行）和信贷接受者（小企业）的调查均表明信贷条件收紧



1. 源自：《工作安排和态度调查（SWAA）》，[https://wfhresearch.com/wp-content/uploads/2023/02/WFHResearch\\_updates\\_February2023.pdf](https://wfhresearch.com/wp-content/uploads/2023/02/WFHResearch_updates_February2023.pdf)。该调查基于以下原论文：由Barrero, Jose Maria, Nicholas Bloom, 和 Steven J. Davis于2021年联合发表的NBER28731号文《为什么居家办公会持续》。www.wfhresearch.com

2. 《我们知道有多少人在居家办公吗》纽约时报，2023年3月30日载。  
<https://www.nytimes.com/2023/03/30/business/economy/remote-work-measure-surveys.html>

多大面积呢？大约相当于纽约所有办公空间的 2.5 倍。<sup>3</sup>同时，根据美国银行和高盛的研究：到2025年底2.9万亿美元商业抵押贷款中的一半以上将需要重新谈判，地方和区域银行占据了其中近70%的贷款。<sup>4</sup>主营写字楼的房地产公司股价，例如Vornado Realty Trust (纽约证券交易所代码：VNO) 和 SL Green Realty Corp (纽约证券交易所代码：SLG)，以及房

地产金融公司股价，例如Blackstone Mortgage Trust (纽约证券交易所代码：BXMT)，让人们窥见前方困难之巨。

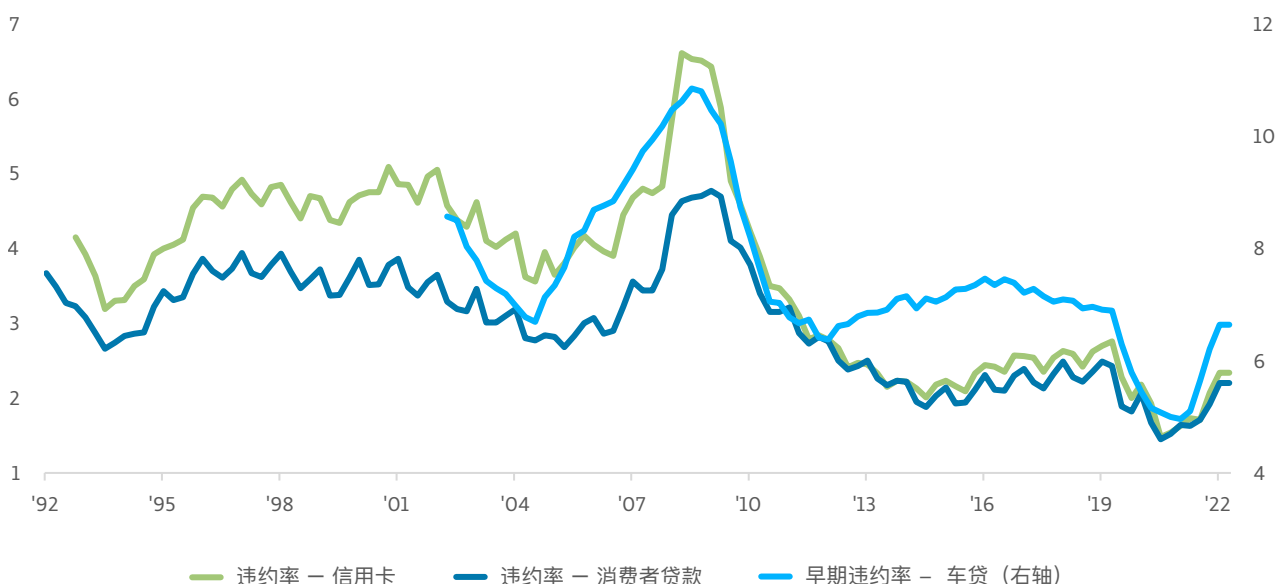
如上图所示，鲍威尔提到的可用信贷的总体减少在《美联储高级信贷官意见调查》等记录中也清晰可见。5月9日即将发布的下一次《高级信贷官意见调查》将是一个值得关注的点。

## 房地产市场放缓，美国消费者无力为继

企业端阻力之外，消费端也出现了麻烦的迹象。美国房屋销售价格中位数3月份比去年同期下降3.3%<sup>5</sup>，房价上涨出现逆转，对消费者权益产生了负面影响。4月27日的美国房地产数据进一步黯淡，3月末决房屋销售环比下降5.2%，同比下降超20%。信贷的任何减少都将影响美国消费者，而此时从新冠救济计划获得的储备已经减少，新的救济措施也在逐渐减少。

消费者违约率已经开始上升，尽管起点异常低，但车贷违约率急剧飙升。作为疫情后市场情绪的积极驱动力，美国消费者的韧性似乎越来越面临枯竭的威胁。第一季度GDP数据的不及预期——年化率收于1.1%，而市场普遍预期为1.9%——是另一个令人担忧的迹象。

### 消费者违约率已经开始上升，尽管起点异常低；增长速度相当快



3. 基于纽约时报统计：<https://www.nytimes.com/2023/04/25/nyregion/office-landlords-nyc.html>；以及 <https://www.nytimes.com/2022/12/27/business/what-would-it-take-to-turn-more-offices-into-housing.html>。

4. 《信贷收紧威胁到商业房地产，担忧加剧》纽约时报，2023年4月6日载。

5. 源自：Redfin。

## 地缘政治风险与去全球化

在通胀和经济放缓之间的拉锯战、银行业的麻烦以及世界主要央行采取更严格的政策行动之外，全球地缘政治形势仍然严峻。俄乌持续的冲突虽然少有被主要的头条新闻报道，但仍在不断变化，并且仍然存在相当大的附带损害风险。该风险不仅仅局限于欧洲最大的核电站。冲突的次要影响是它在国家和地区之间制造了持续的撕裂，使西方发达国家越来越多地与俄罗斯及其盟国对立，而中国、印度、巴西和沙特阿拉伯则可能被认为是旁观者。冲突之前就已经发生的去全球化进程，在速度和规模上都得到了加强。制裁是其中的一个明显因素，但也有更微妙的政策转变迹象将产生长期影响。我们认为，这会形成长期通胀阻力。这也是政策圈越来越频

繁讨论的话题。欧洲央行行长Christine Lagarde最近的讲话证明了这一点，她指出，欧洲央行的分析表明，地缘政治驱动的全球价值链分裂可能导致消费者价格短期上涨多达5%，长期上涨约1%。<sup>6</sup>

西方联盟支持乌克兰的团结也可能受到威胁。马克龙总统（对台湾问题）和总统候选人德桑蒂斯（对乌克兰问题）最近的言论表明，未来的支持可能面临压力。西方民主国家的政治更加两极分化，美国的失能令人震惊。美国政治把我们带到了房间里的500磅大猩猩面前：31.4万亿美元债务上限。

## 美国债务上限之争

虽然我们没有看到市场崩盘的迫在眉睫的可能原因，但债务上限显然就是这样的风险之一。虽然从理论上讲，这些僵局很容易解决、违约的可能性极小，但如果预期足够接近极限，即使没有违约，市场也会被扰乱。请记住，2011年，2012年和2013年一直等到终点冲刺时，常识才最终占了上风。过去的表现并不能保证未来的结果。总体两极分化的程度，加上众议院共和党人和参议院民主党人的微弱多数，虽然及时解决了很多问题，但定局除外。时间至关重要。所谓的X日期（非常措施到期、美国政府可能违约的日期）最初预计将在夏季到来，但风险一直存在，即低于预期的税收收入可能将该日期提前到6月初。现在风险加剧，X日期的提前备受关注。固收和信贷市场承受的压力显而易见，但股票市

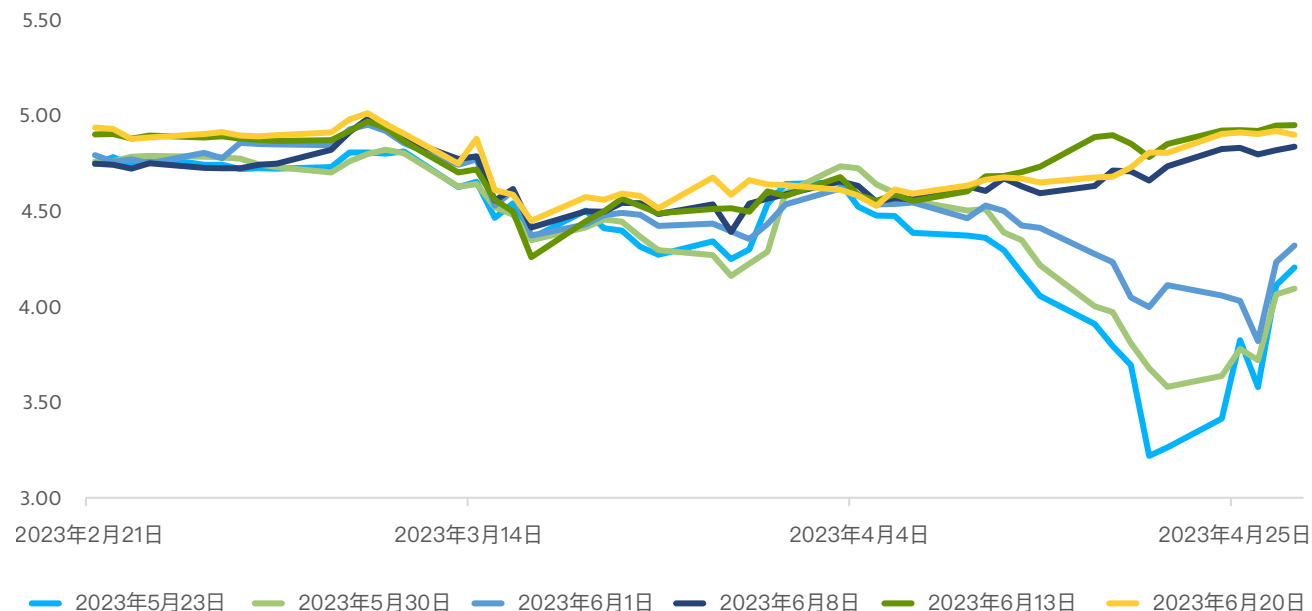
场没有承压。例如，以欧元支付的1年期美国信用违约互换4月底在177个基点左右交易；相比之下，摩根大通交易在46个基点附近。美国国库券市场也被扭曲了：在撰写本文时，5月23日到期的交易价格比6月13日到期低约80个基点，差额大多集中在6月1日到期和6月8日到期之间——大约在财政部可能耗尽现金的时候。

技术违约的影响尚不清楚，意图与意料之外的后果都可能存在。英国最近的经验也许富有启发：抵押品需求被低估，且抵押品以现金结算，加上许多大股东同时试图平仓，这几乎摧毁了金边债券市场。这段插曲中，对现金抵押品的要求似乎只是合同上的一个细微差别，其潜在的尾部风险可能被一

6. 《分裂世界中的中央银行》，欧洲央行行长Christine Lagarde于2023年4月17日在纽约外交关系委员会国际经济C. Peter McColough系列上的讲话。<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230417~9f8d34fbd6.en.html>



美国国库券收益率-选定短期期限-数据截至2023年4月28日



些人忽视。如果美国债务触及上限，或者技术违约发生，哪些问题会暴露出来呢？鉴于美国国债在全球金融体系中的重要作用，与债务上限有关的风险加剧。例如，美国国债在回购市场中至关重要，回购市场每天或在交换抵押品过程中提供超过3万亿美元的资金。没有这些资金，金融市场就无

法运作。（技术）违约很可能导致资本市场在某个意想不到的方面被破坏，进而引发全球流动性危机。是的，违约的可能性不大，但哪怕只有几天流动不畅，市场参与者也无法忽视其风险——这可能导致快速的持仓转移。

## 市盈率上升，尤其在科技板块

从我们的角度来看，除了“金发姑娘”回归之外的任何情况，美国的估值似乎都相当具有挑战性，尤其是那些利润较低的成长型科技公司的估值。在今年至今反弹20%之后，纳斯达克股指的远期市盈率目前约为26.2倍，比2009年至今的均值21高了5个点。虽然低于互联网泡沫时期以及2020年峰值的水平，但鉴于利率环境和宏观背景，上行空间似乎有限，英伟

达（约占指数的5%）等大型股票已经拥有超过100倍的市盈率。今年，纳斯达克指数看似对利率下降敏感，在3月中旬的动荡中表现出了弹性，但对导致了2月和3月底小型银行危机的加息却明显免疫。正如历史所载，如果利率下降的主要原因是（担心）经济衰退，那么对于成长型股票的估值来说，这通常不是好兆头。

从范围更广的标普综合指数来看，席勒周期性调整后的总回报市盈率在3月底为31倍，而50年平均水平为24倍，长期平均水平为21倍（自1881年以来）。<sup>7</sup>这使得估值在整个数据

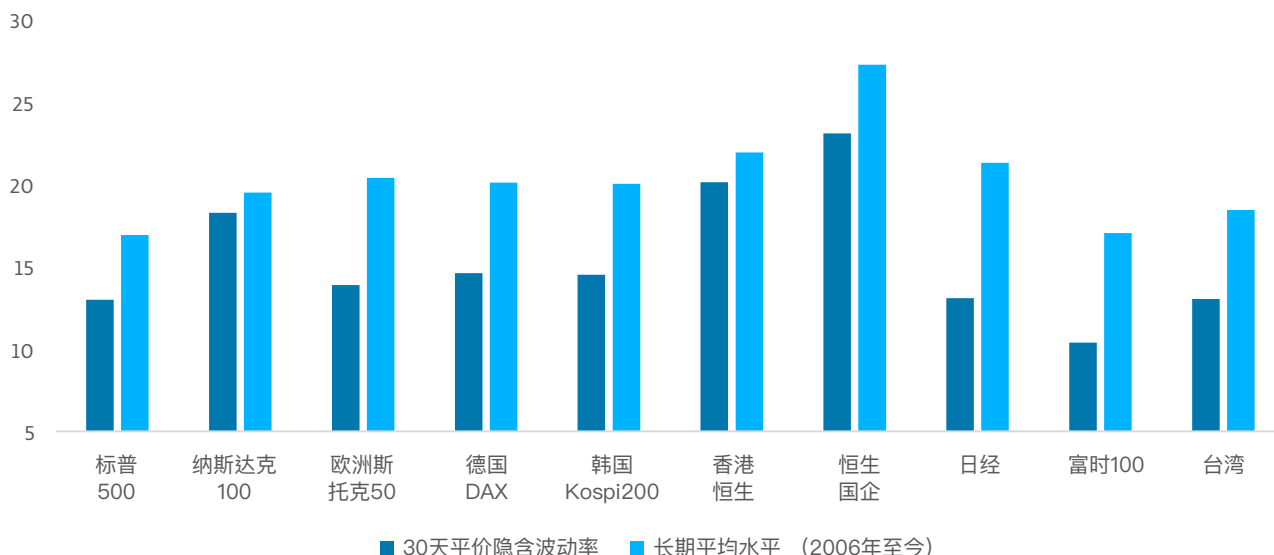
集中处于最昂贵时期的前十分之一，在过去50年中处于最昂贵时期的前四分之一，或者说比进入2008年时的股票还要贵一些。

## 波动率总览

总之，自我们2月份的最新波动率展望以来，或者自几周前我们的季度更新电话会议以来，众所周知的情节加剧了。美国银行业的困境继续对美国除头部银行以外的所有银行造成严重破坏，以及在债务上限辩论中出现意外后可能出现的违约，都可以添加到担忧清单中。

但在一个明显的脱节中，从当前股票波动率定价的角度来看，本文讨论的背景基本上是不可见的。隐含波动率的交易水平低于长期平均水平，在某些市场甚至大幅低于长期平均水平。纵观全球，截至4月底，几个市场的隐含波动率处于近波谷25分位数以内（自2006年以来），而日本市场则处于近波谷10分位数以内。

截至2023年4月28日的隐含波动率



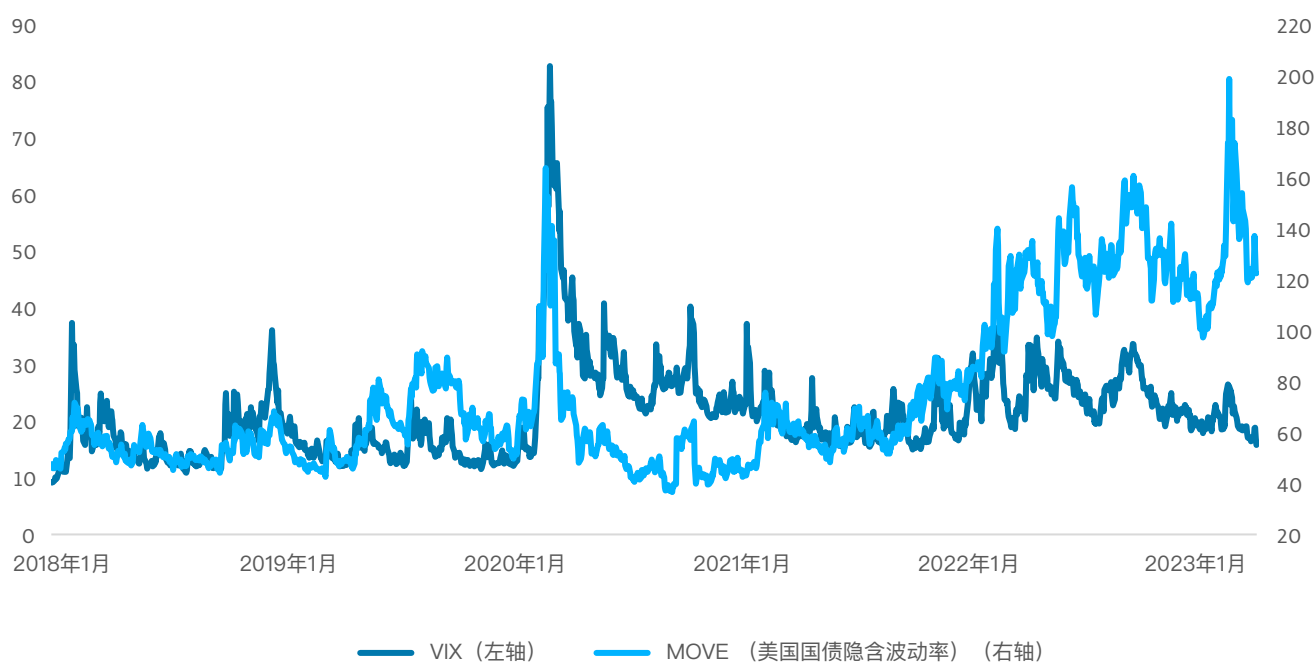
7. 源自：True Partner，罗伯特·席勒/耶鲁大学经济学系。

市场不仅看好瑞士信贷和瑞银之间的联姻（由瑞银股价随后上涨反映），而且似乎相信银行业危机已经得到解决，尽管有证据与市场相矛盾。第一共和国银行周末的崩盘，股东和债券持有人面临的账面清零，显示了市场在下行。五月伊始，紧张氛围还在增加。对银行业自身债务的连锁反应值得关注——鉴于该行业风险传导快速及损失的严重程度，银行们是否会开始质疑持有彼此债务的明智性？货币市场基金是

否会开始质疑银行间市场？

如果不是更严重的话，股指波动率与其他资产类别波动率之间的脱节仍然与我们今年早些时候标记时一样明显。3月中旬，追踪美国国债隐含波动率的MOVE指数飙升至高于2020年第一季度的水平。即使在从这些高点回落后，该指数交易价格仍处于大幅上涨后的水平，与VIX所代表的股票波动率形成鲜明对比。

股票 vs 固收隐含波动率 — 2018年1月至2023年4月



## 前方的机遇

那么，投资者应该怎么做呢？我们将就投资组合的更广泛影响提供我们的观点，聚焦波动率视角。首先考虑范围更广泛的投资组合，我们知道投资者有不同的出发点，我们的日常工作不是全球资产配置——相反，我们是波动率方面的专家。但是，如果在多资产投资组合中运作一个长期资本池，那么风险资产很可能是其中的重要组成部分。我们认为，来自各个方面的信号都指向谨慎行事。具体而言，我们认为投资者需要为其持有的股票和信贷的潜在下行做好准备。政府债券的反应似乎也比一些人想象的更不确定，因为即使在经济低迷时期，债券利率上升的某些原因也可能仍然存在。

这并不意味着我们看到了会导致崩盘的直接诱因——如果我们看到了，其他人也可能会察觉到，市场就会在更大程度上定价崩盘。但我们确实看到了来自多方面的负面意外的可能性，以及更容易导致风险定价错误的自满情绪。

当所有人都在亏损时，可以获利的策略最被低估的好处之一

### 相较于其他资产类别，股票波动率提供了有利的凸性

我们不禁去推断 2022 年以及今年前面几个月的市场和波动率行为。这可能指向利用在此期间表现出最大反应性的资产类别的波动率来构建对冲，比如固收类资产。但是，应该考虑到更长期的历史情况。2022 年不同于以往，股票波动率与其他资产类别的波动率是脱节的。个别资产类别波动率当前的定价提高损害了可行性的两个关键方面。首先，从隐含波动率的高水平切入对冲使得维持对冲的成本极高；其次，较高的隐含波动率意味着较多的涨跌幅已经被纳入定价。因此，这一类持仓也往往缺乏凸度，无法创造有利的回报。结果，

是它提供了重新平衡的机会。如果一个策略在一般风险资产受困时能带来收益，则在此期间该策略很可能被超配，而风险资产可能会在亏损后被减持。在长期参数不变的情况下，这为对冲策略提供了获利并重新投资于风险资产的机会（风险资产的估值会更有吸引力），正如我们在 2008 年或 2009 年初、2020 年看到的那样。持续几年后，获利机会与估值会降低，比如 2018 年、2011 年以及 2015 年夏。由于复利，随着时间的推移，这可能会产生迥异的效果。明确的尾部对冲是这种收益的显而易见的来源，同样的逻辑也可以应用于其他类型的负相关策略（其尾部场景收益会逊色些）。

回到波动率市场的当前定价，宏观背景向我们发出了信号：我们可能会看到波动率突增。简单来说，负面意外的潜在可能似乎增加了，而对该意外的定价低于历史平均值。我们认为，这预示着波动率交易策略可以从这些意外中受益的机会，以及波动率作为更广泛的多资产投资组合的防御性组成部分可以发挥的有利作用。下面我们将扩展其背后的一些因素：

想要从已经升高的波动率价格中找到相当大的凸性，必须发生真正的灾难级行情。

在当今相互关联的市场中，如果固定收益等市场发生如此大规模的事件，我们认为股票市场极有可能也会受到重大影响，从而使股票波动率迎头赶上。从低迷的波动水平开始猛烈追赶，提供了建立更大收益的凸性空间。将当前的波动率水平与之前的峰值水平进行比较可以看到，股票波动率在这种追赶中还有空间。上面我们展示了美国市场的股票与固定

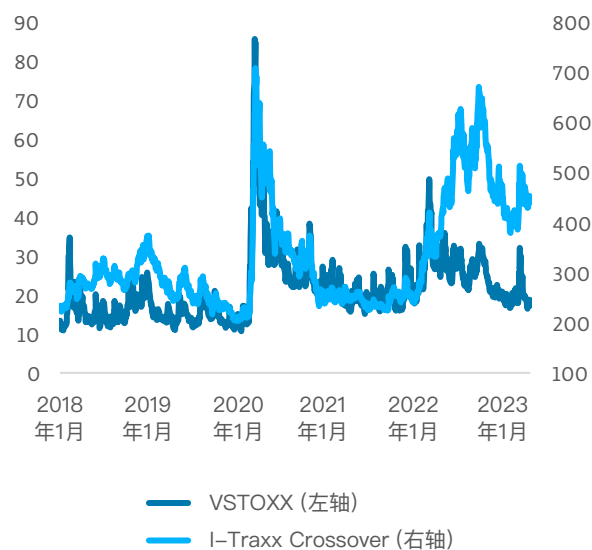
收益波动率的对比; 下面我们再增加一些与外汇波动率和信用利差的比较, 以说明可以在多个指标中看到这一点。最后,

我们将当前股票隐含波动率水平与历史峰值水平相对比——这表明在重大避险行动中可能会发生什么。

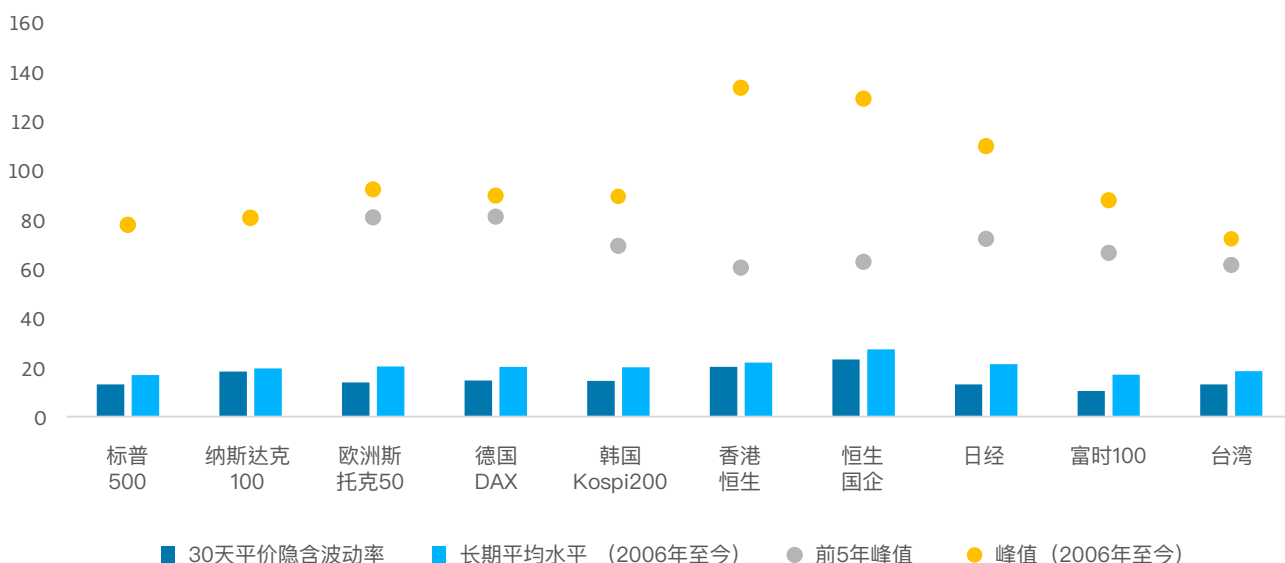
美国股票 vs 全球外汇隐含波动率



欧洲股票隐含波动率 vs 信贷利差



隐含波动率 vs 历史峰值



### 当部分市场曲线相对平坦时，实际波动率成为重要考量因素

股票波动率与其他资产类别波动率脱节的一个驱动因素是日常波动幅度较小。虽然实际波动率仍远高于2017年的历史低点，但低于其长期平均水平。由于较短期限的期权更容易受到日常波动不足的影响，套期保值者倾向于较长的期限系列。虽然一般来说，与较长期限相关的成本沿着（陡峭）向上倾斜的波动率曲线上升。但在某些市场中，期限结构目

前却相当扁平，特别是考虑到隐含波动率的绝对水平相对较低，这往往与（甚至）更陡峭的向上倾斜曲线有关。以4月底为例，韩国Kospi指数期权6月到期（6月8日，平价水平13.7）与9月到期（9月14日，平价水平14.4）之间相差0.7个波动点，欧洲斯托克50指数期权6月到期（6月16日，平价水平14.9）与9月到期（9月15日，平价水平16.6）之间的差异为1.7点。

### 反应正在回升

2022 年股票波动率对冲的一个主要不利因素是隐含波动率对市场下跌的反应有限（有时，隐含波动率甚至在市场下跌期间下降，就像 12 月发生的那样）。从这个角度来看，3月中旬小型银行危机期间单个行权价波动率（以及VIX期货合约）的变化耐人寻味。虽然与前几年的下跌相比，波动率变化的

幅度小了很多，但它们确实表现得比 2022 年大部分时间反应更敏锐。此外，在这次事件中，全球不同指数的隐含波动率之间可以看到传染性。鉴于市场情绪在3月快速转为正面，我们认为，这表明在 2022 年异常之后，波动率走势将进一步正常化。

### 现金利率上涨使现金效率高的解决方案更具吸引力

在超低利率的长期过往里，拥有现金效率高的流动性策略不会带来太大的差异，因为占用资本的机会成本很低。这是资本涌向提供高收益但流动性较低的资产的一个原因。现在，随着现金收益率趋于合理且借贷成本上涨，我们认为现金效

率是一个被低估的获益点。择机实施现金高效的衍生品策略可以释放可用于资助其他策略的现金，或者策略本身可以与高质量政府证券的有效现金管理相结合。

## 投资者们能做什么？

我们认为，我们很可能会看到波动率交易机会更大的历史行为的回归。于True Partner，我们预计这将有利于我们的相对价值策略，同时也看到持有风险资产敞口的投资者有机会进行更多的定向波动率对冲（以2020年初波动率飙升之前最具吸引力的波动率水平切入）。

我们的相对价值波动率策略应用于投资组合管理（并捕捉市场意外机会）的历史长逾10年，正如2020年第一季度、2018年第一季度、第四季度与2015年夏的业绩所示。然而，从设计上讲，该策略的净Vega敞口有限，并且仅择机部署风险。对于那些寻求更具方向性的波动率敞口或者需要收益匹配其特定投资组合下行风险的人来说，我们认为现在可能是考虑定制解决方案的好时机。我们可以部署一系列策略，包括直接对冲、投机波动率多头策略和相对价值方法。整体组合，可以通过定制使风险/回报更侧重于特定场景下的回报和alpha，以及/或者与投资者投资组合的其他部分互补。

面对不断变化的市场动态，我们认为投资者还应该考虑这种环境下的流动性溢价，从而规避因高价差或延迟导致的重大成本。由于许多投资者拥有比过去更大的私人市场配置，这一点可能特别有价值。例如，使用上市衍生品等流动性工具对冲有能力在需要时平滑地调整对冲，并能在紧张的市场环境中更好的预测定价，而使用更不透明的对冲工具在锁定收益时较为困难。

我们认为，24小时全球交易的设置是有益的。True Partner Capital可以为投资者在不同时区配备高级专业人士。这使我们能够在亚洲、欧洲和美国的交易日内筛选不同市场的头寸。当然，市场参与者像我们一样使用模型来监测市场并识别机会，但我们相信经验丰富的真人交易员可以识别更多有价值的交易场景，特别是在波动率大事件中。可供模型参照处理此类事件的样本量很小，而且不同大事件的具体诱因会发生变化。在这种情况下，拥有数十年的市场亲历经验更具优势，而全自动决策可能会很困难。全球布局也为我们带来了真正的时机优势：可以帮助我们捕捉机会，因为无论何时，高级决策者都可以快速做出决定。

最后，我们看到的是一个属于股票波动率交易的机会集（相对于宏观背景和其他资产类别，其定价更具吸引力）。当然，尾部风险可能不会兑现，市场会继续走高。但历史表明，这也可能只是一个危险的假设。虽然“不要低头”的方法可以让人感到更勇敢，但它并不能消除下跌的潜在风险。我们认为，为尾部场景提供适当的多元化工具有助于创建富有韧性的投资组合，无畏顺境与逆境。这可以使投资者在上涨的市场中承担适当的风险，同时使他们可以站在优势位置捕捉市场承压期间的获利机会，以有吸引力的价格进行对冲和调仓。我们认为，鉴于当前的波动率水平和市场背景，人们不需要用看跌来证明需要增加抵消风险资产下行风险的策略。或者只是不要低头.....

## 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。



**Tobias Hekster**先生，True Partner联席 CIO，在过去的24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，并在台湾国立大学担任金融实践兼职教授。



**Robert Kavanagh**先生，CFA，True Partner投资解决方案负责人，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。

## 关于 True Partner Capital

True Partner Capital 是一家全球波动率交易公司，由前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、欧洲和亚洲均有驻点，核心人员已经合作了10多年。该公司拥有超过15亿美元的资本，并代表不同的全球投资者进行投资。我们将投资专业知识运用于混合基金、单独委托以及定制解决方案（量身定制的波动率解决方

案，例如尾部风险对冲）。公司运营时间最长的混合基金拥有超过10年的业绩记录，这支基金一直践行我们的相对价值波动率策略。公司每天在流动性全球衍生品市场上交易近24小时，并使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 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

邮箱：vol.contact@truepartnercapital.com

**True Partner Capital USA Holding, Inc.**

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

Tel: +1 312 675 6128



## 免责声明

资料来源：True Partner，彭博社，路透社，Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>)。截至 2022 年 11 月 25 日的最新信息。个别证券、ETF 基金及指数的提述仅供说明之用，并未就特定证券、ETF 基金或指数发表意见。过往表现并非未来表现的指标或指引。数据来自被认为可靠的来源，但对来自第三方的数据不作任何声明。

本文由 True Partner Advisor Limited (“True Partner”) 准备及撰写。本演示文稿属于机密，仅供向其提供的人使用，未经 True Partner 事先书面同意，在任何情况下都不得向授权接收者以外的任何人展示，复制，传输或以其他方式提供副本。

这些材料包含历史市场数据；然而，历史市场走势并不是未来市场行为的可靠指标。过去的表现并不代表未来的结

果。投资金融市场涉及很大程度的风险。投资损失可能发生，投资者可能会损失部分或全部投资。

此处包含的信息并未考虑可能收到该信息的任何特定人员的任何特定投资目标或财务状况。各方应独立调查投资策略或投资经理，并应在投资前就法律、税务、会计、监管和相关事宜咨询各自的顾问。