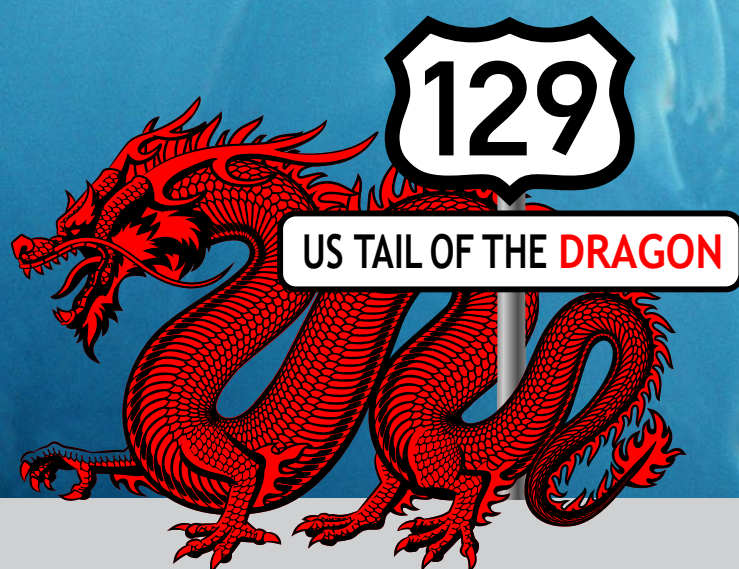


仅供指定接收方参阅
不得分发

True Partner
Capital

我们是否正步入一个 新的“冰河时代”？



走进中国股市
(同时关注美国股市动态)

02-2026, Chicago / Hong Kong

True Partner Capital

香港九龍海港城港威大廈第
5座16樓A123室

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

Beursplein 5,
1012 JW Amsterdam,
The Netherlands

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。

我们是否正步入一个新的“冰河时代”？

走进中国股市 (同时关注美国股市动态)

与 2025 年相比，MSCI 世界指数增长了 19%，继 2023 年和 2024 年分别增长 24% 和 22% 之后，连续第三年实现了两位数的增长。强劲的表现使得这一全球股票基准指数从 2022 年年末上涨了 80%。在这三年的大部分时间里，美国股票，尤其是科技股是此次上涨的主要推动力。但在 2025 年，其他市场开始迎头赶上，韩国的 KOSPI 200 指数表现尤为出色：上涨了 90%。美国股市上涨了 26%，日本的日经 225 指数去年的表现也优于美国。然而，尽管上述所有市场都创下了历史新高，但中国股市的交易价格仍远低于 2007 年的峰值，这在大陆的上证综合指数（曾达到 6000 以上，目前仅在 4000 以上）以及香港的 H 股（HSCEI）指数（曾达到 20000 以上，目前仍低于 10000）中都有体现。

在 70 年代，气候科学家们认为地球正走向一个新的冰河时代。但当时物价普遍高涨，因为那是美国高通胀且货币政策过于宽松的十年。最终导致美国放弃了金本位制，这进而引发了极高的利率和极高的大宗商品价格，尤其是贵金属。这十年间股票市场波动也很大。正如马克·吐温所说：“历史不会重演，但往往会有相似之处。”客观而言，有很多相似之处，但如今气候科学家们转而指出全球变暖这一现象。在 70 年代，中国在国际舞台上更为孤立。而目前，在市场一片狂热的背景下（我们将在下文进行论述），美国的尾部风险似乎最为令人担忧。选择“进入中国股票市场”这一方案似乎是风险与回报最为合理的选择。

美国的对抗性外交政策开始令非美国投资者感到担忧

自去年四月“解放日”之后市场出现短暂波动以来，一种新的投资方式逐渐流行起来：投资非美国资产。随着特朗普政府发出的强烈威胁以及随之而来的市场疲软态势不断变化¹，投资非美国资产的潮流似乎已不再倾向于长期对美国股票的过度投资。一个有趣的指标可以是将道富银行的标普 500 指数交易所交易基金信托（通常称为“蜘蛛”或其代码 SPY）与追踪富时全球所有国家股票指数（不包括美国）的 VXUS 交易

所交易基金进行比较。换句话说，VXUS 跟踪的是一个代表所有非美国可投资资产的基准指数。虽然基于标普 500 的交易所交易基金仍是全球资产规模最大的交易所交易基金之一，但自 2025 年年初以来，SPY 的流通股数量略有下降，减少了 4%。相比之下，VXUS 的流通股数量在此期间稳步增长了 32%，使其跃居交易所交易基金排名的前列。

1. “TACO”这一缩写词意为“特朗普总是临阵退缩”，它于 2025 年 4 月被创造出来，并一直适用于美国的经济政策。

至于原因，很可能是外国投资者，尤其是那些来自被美国加征关税及其他敌对外交政策所针对的国家的投资者，开始怀疑他们在美国的投资是否安全，或者未来是否可能会成为攻击目标。此外，可以说一些国家也开始思考，为何还要通过购买美国国债来为美国政府提供资金支持，因为作为回报，他们却会遭受关税及其他各种威胁。例如，随着美国觊觎格陵兰岛一事的出现，一个相对规模较小的丹麦养老基金（Akademiker阿卡德米克基金）公开宣布已减少了其在美国

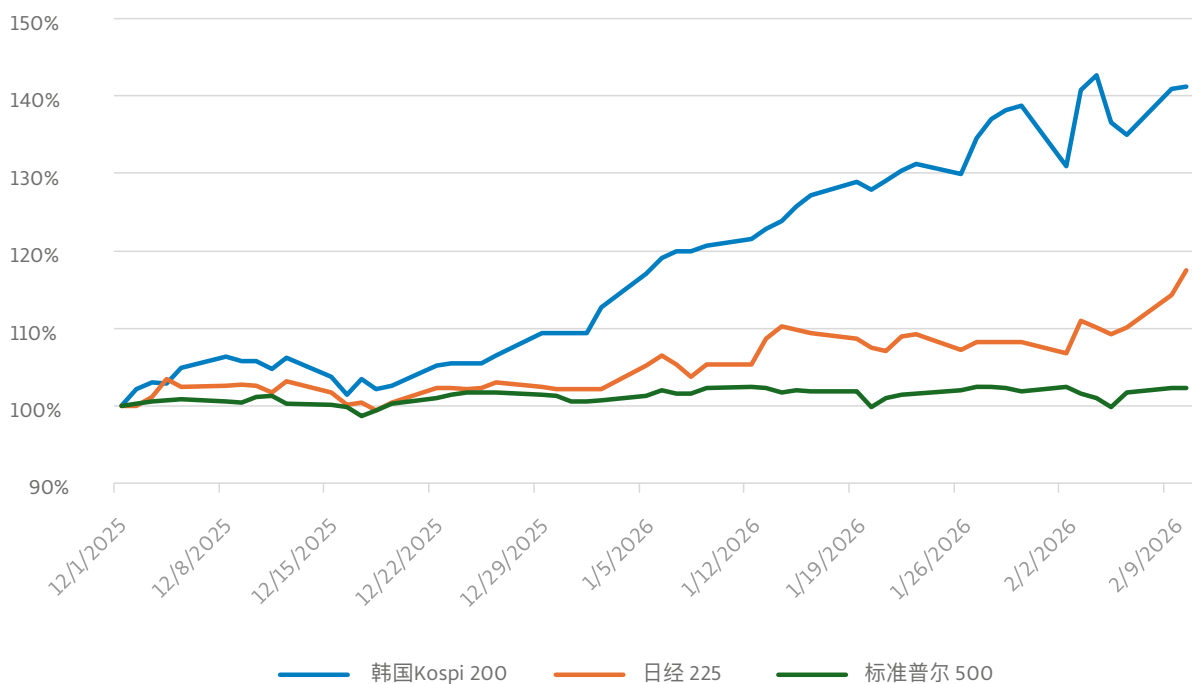
国债的持有量。这很可能是一种微妙的政治威胁，重要的是并非撤资的规模有多大，而是欧洲养老计划所持有的数千亿美元的国债也有可能面临被撤资的风险。同样地，最近中国已要求其银行减少对美国国债的持有，因为它们被认为“风险更高”。尽管中国的持有量自 2013 年达到峰值以来一直在稳步下降，但如果欧洲较大的持有者也效仿，那么加速抛售将对美国交易商构成挑战，尤其是如果规模更大的欧洲持有者也这样做的话。

近期市场异常活跃，波动性有所加大，但美国和中国股市除外。

自 2026 年年初以来，两个重要的亚洲市场加快了其上涨的步伐，其中韩国Kospi指数表现尤为出色，今年已实现了近 30% 的涨幅，并且还延续了此前的上涨势头。自 2025 年年初以来，该市场已上涨近 150%。日本最近的临时选举激发了投资者的乐观情绪，选举在突破 50,000 点后不久便迅速展开，

日本基准指数正朝着 60,000 点迈进。如下面的图表所示，在整个亚洲市场的热烈氛围中，美国市场似乎相对较为平稳，尽管近期我们也看到了一些波动，原因是投资者对人工智能支出的可持续性以及与格陵兰岛相关的短暂争端感到担忧。当然，美国在 2023 年和 2024 年的表现明显优于这些市场。

2025 年 12 月至 2026 年 2 月期间的韩国Kospi 200、日经 225 指数以及标准普尔 500 指数

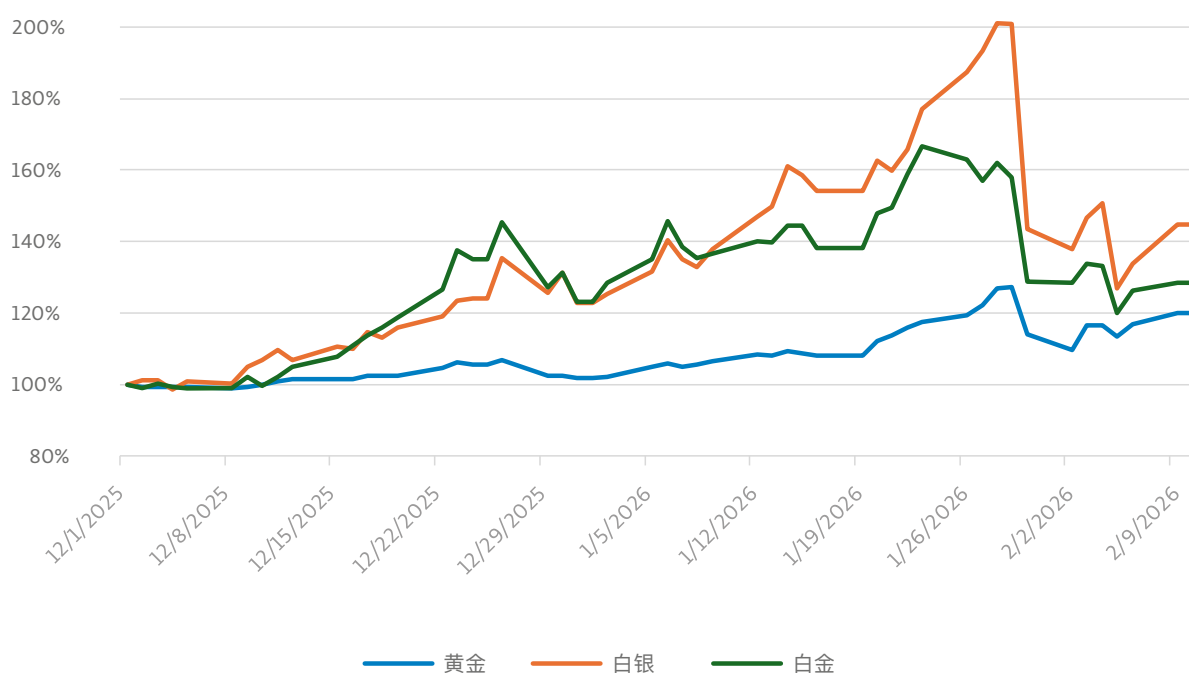


来源：True Partner 数据，彭博社——截至 2026 年 2 月 10 日

投资领域也出现了重大转变，投资重点转向了其他资产类别，其中最显著的是贵金属。过去几年里黄金价格的稳步上涨似乎反映了避险需求和对通货膨胀的担忧的综合影响。但从去年年底开始，具有工业用途的贵金属，如银和铂金，价格大幅上涨。为支持未来人工智能的预期增长而进行的对数

据中心的巨额投资提供了一个解释，因为特别是银作为导体的需求将会非常旺盛。但这种与人工智能相关的视角似乎吸引了那些一直以不断攀升的估值大量积累所有与人工智能相关资产（以及加密货币）的投机者。

2025年12月至2026年2月的黄金、白银和白金



来源：True Partner 数据，彭博社——截至 2026 年 2 月 10 日

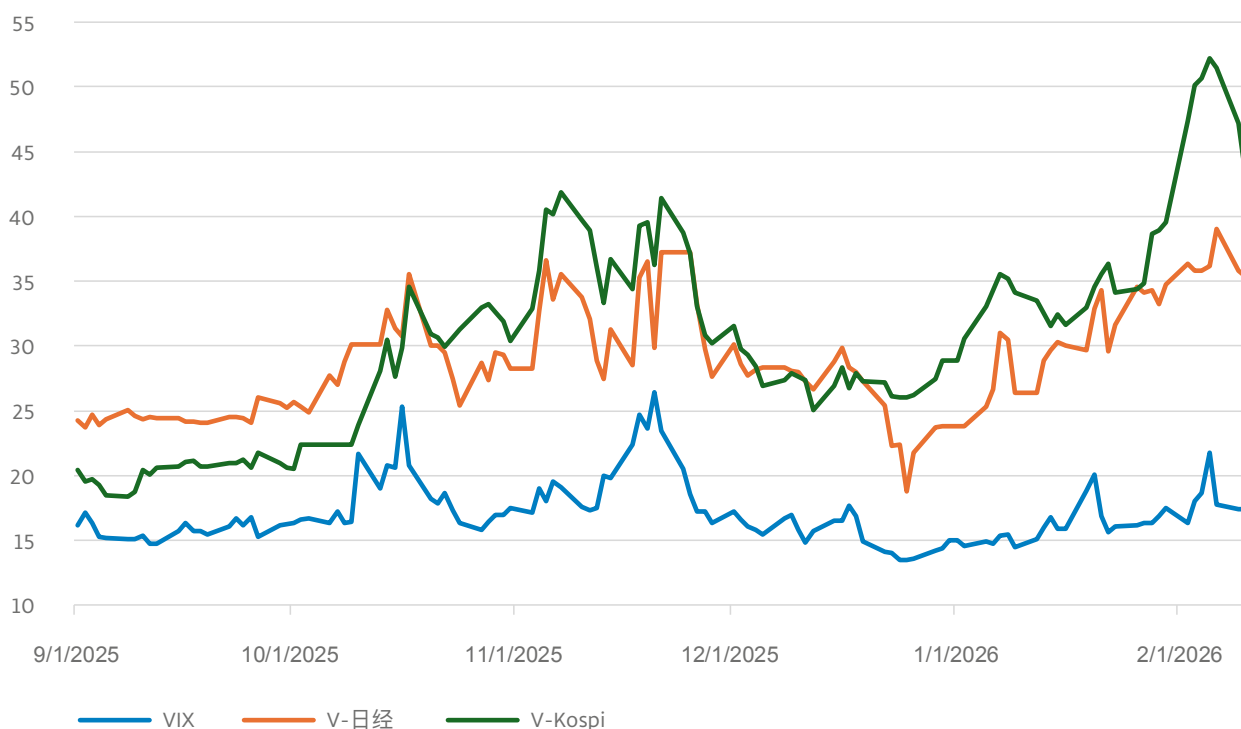
过去几周的情况揭示了如此大规模投机行为的另一面：当有关人工智能相关资本支出可持续性的疑虑再度浮现时，与之相关的科技股遭受重挫，贵金属和加密货币也表现不佳，其中后者跌幅更大。所有热门（且可以说竞争激烈）的投资品

种突然之间都呈现出高度相关性和波动性。尽管美国科技股在过去几年的大幅上涨中发挥了重要作用，但目前其对整个市场的传染作用仍较为有限。但从波动率市场的定价来看，美国市场的隔离状态似乎是最有可能出现的情况。下图显

示，虽然韩国Kospi 200和日经225的隐含波动率在增加的运动中显着上升，但美国隐含波动率仍保持在区间内。2026 年

1 月和 2 月初 VIX 指数的两次短暂飙升很快又回落到较低水平，幅度有限，尽管金融媒体对市场焦虑的报道异常频繁。

从2025年9月到2026年2月的VIX、V-日经和V-Kospi指数



来源：True Partner 数据，彭博社——截至 2026 年 2 月 10 日

尽管美国市场的波动性较低，且市场市盈率处于高位，但中国股市的波动性仍处于区间内波动，不过市盈率则明显降低。这可能主要是因为许多全球基金经理对中国的投资仍严重不足，并且对中国这个全球第二大经济体的兴趣也大多表

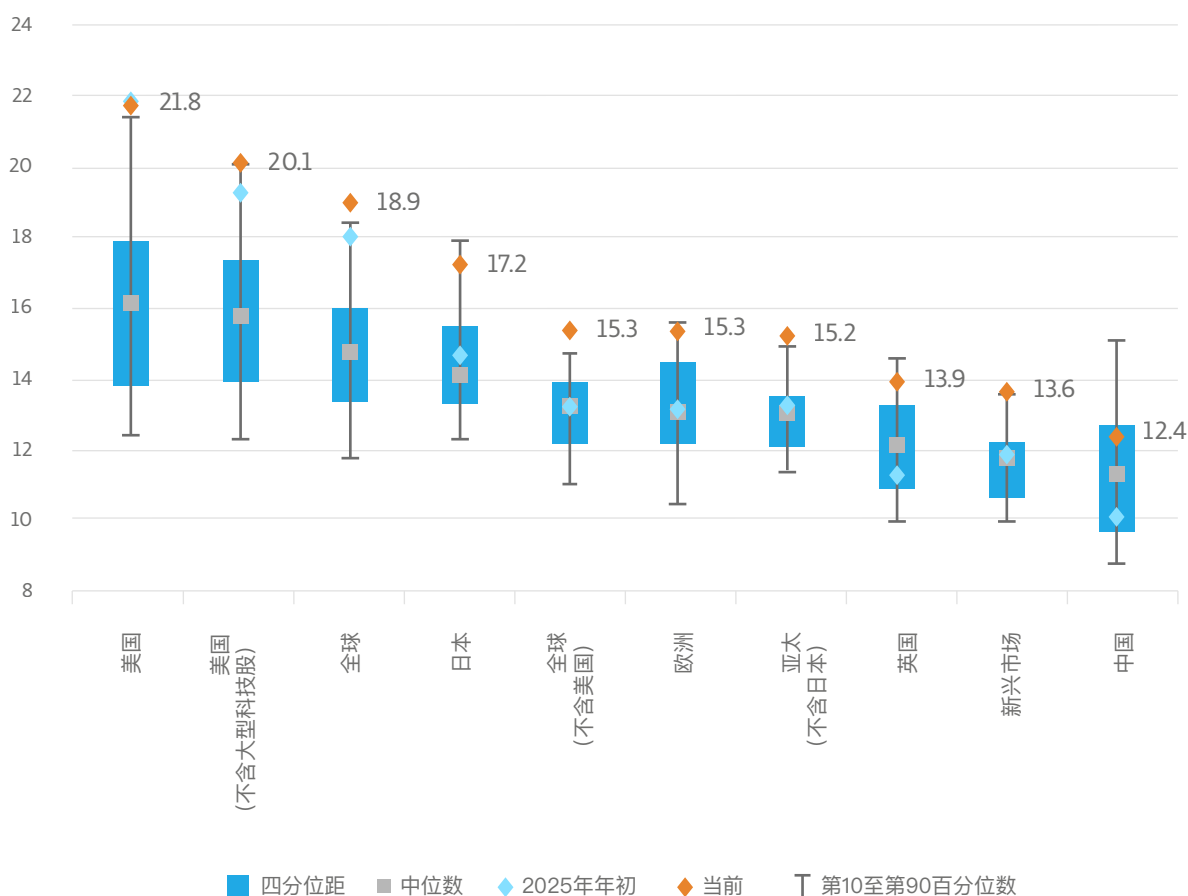
现得不温不火。这两个全球最大经济体之间的估值差异表明，中国的经济逆风状况将会持续，而美国的经济则不会受到其近期对全球其他地区采取的对抗性立场所带来的负面影响。

美国与其他市场之间的估值差距较大

总体而言，尽管近期亚洲市场的表现优于美国市场，但从估值角度来看，仍存在显著差异。美国市场去年确实取得了不错的收益，这反过来导致了持续高昂的估值水平，这些估值水平相对于世界其他地区仍处于溢价状态。如下面的图表所示，美国的市盈率仍处于最高的百分位数，而其他市场只是

市盈率倍数有了较为稳健的增长。在某种程度上，美国与世界其他地区的估值差异有所缩小，但这仅仅是因为世界其他地区的市场达到了更具挑战性的估值水平，使得美国市场依然显得极为昂贵。

全球主要市场的市盈率



来源：Factset 数据

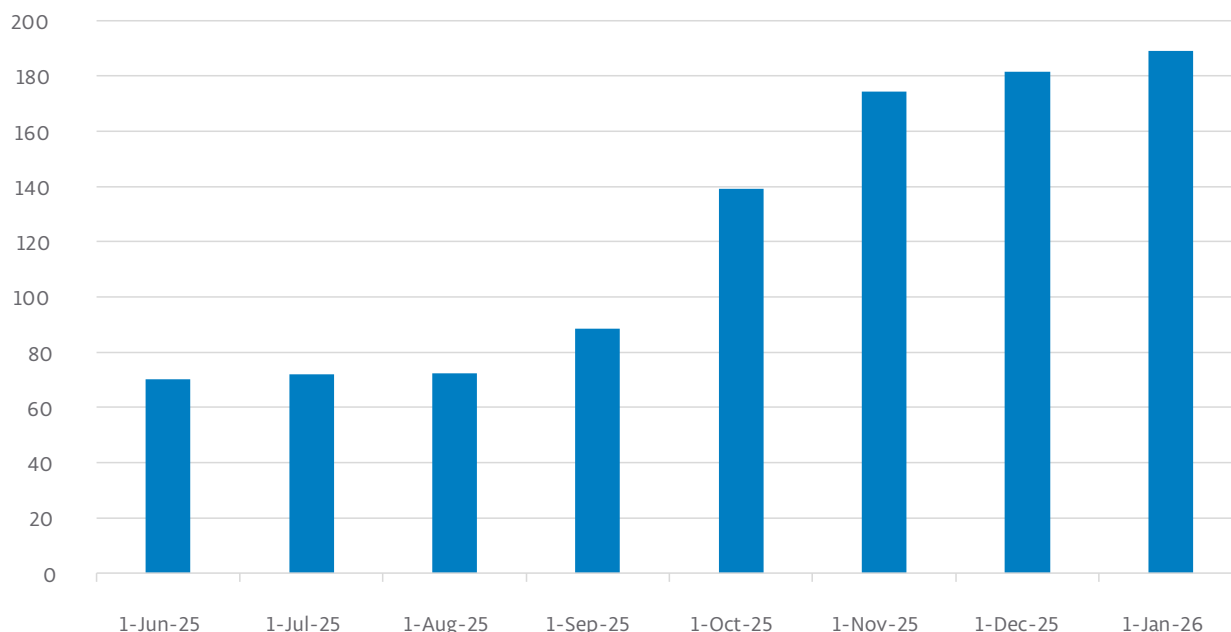
当前的风险环境：地缘政治、人工智能与日元

目前，亚洲地区的市场波动（以及贵金属和加密货币市场）已得到控制，但未来不久美国市场很可能也会受到波及。我们可能会看到各种蔓延的迹象。

如前所述，为支持人工智能应用的预期增长而大规模建设的数据中心项目已经对（工业）贵金属市场产生了影响。尽管每年数万亿美元的资本支出正在发生，但这些投资能否收回以及何时能收回仍是一个未知数。特别是，甲骨文公司成为

了投资者关注的焦点，因为去年 9 月宣布的大规模投资热潮过后，投资者的热情很快就转为怀疑态度。如果人工智能的繁荣未能实现，该公司显然会面临极大的风险，因为即使是私人信贷也不愿意承担对甲骨文数据中心项目的风险敞口。这些支出（以及为其提供资金的承诺债务）对该公司信用状况造成的损害反映在信用违约互换（CDS）价格的大幅上涨上。下面的图表显示，在 9 月的公告发布后，CDS 价格几乎翻了一番，而甲骨文的股价则远低于 9 月（糖价）的高点。

Oracle甲骨文- 2025年6月至2026年1月期间的CDS (5年期, 高级)



来源：True Partner 数据，彭博社——截至 2026 年 2 月 10 日

关于通货膨胀问题，市场或许已经过早地宣称取得了胜利。这要追溯到去年 12 月美联储的最新降息举措（此后，美联储已停止进一步降息，到 2027 年年底仅再有两次 25 个基点的降息预期²）。美国持续存在的关税威胁（在最近的格陵兰事

件中再次得到强调）很可能永久性地改变了贸易模式，这一点在加拿大总理卡尼在达沃斯的演讲中有所体现。全球化似乎即将终结，随之而来的有利的通货膨胀抑制也将停止。与此同时，由于非洲之角的持续不稳定以及持续的干旱导致巴

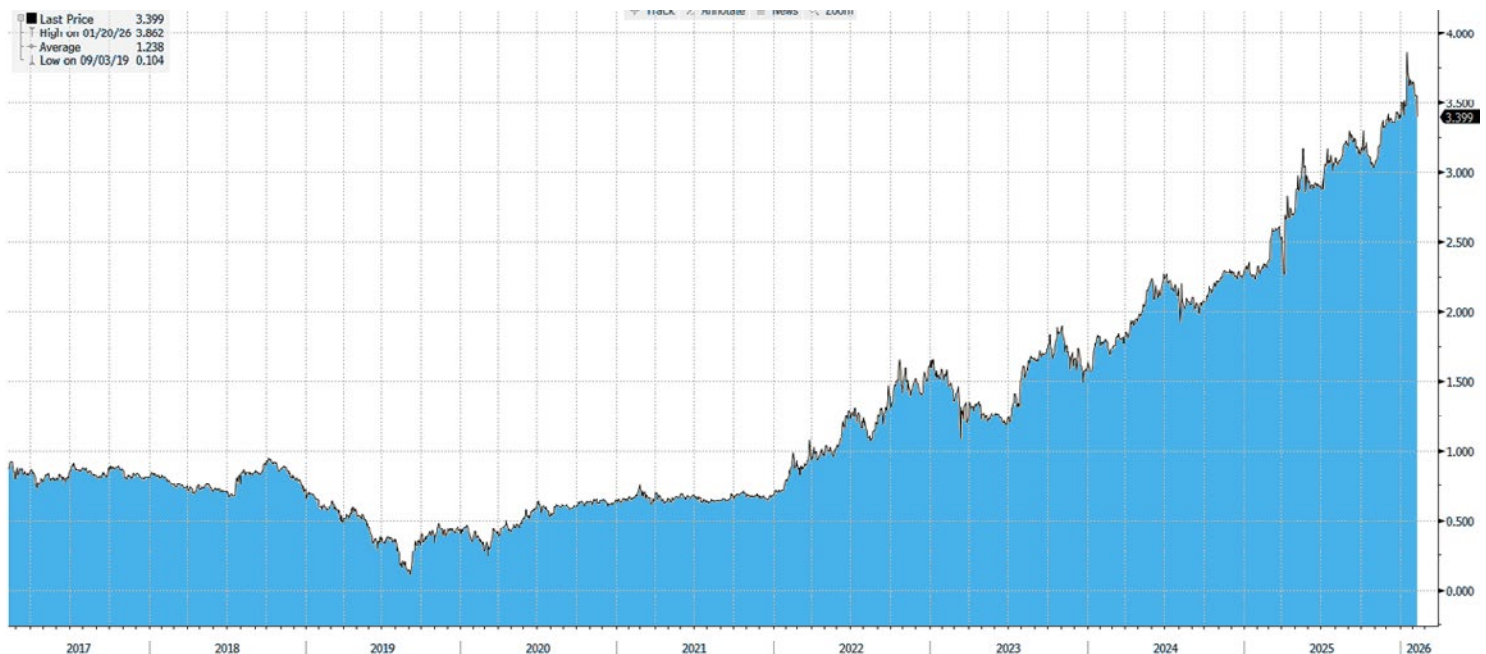
2. 根据芝加哥商品交易所（CME）“Fedwatch工具”的多数预期，该工具基于CME上市的联邦基金期货合约，统计市场对美联储公开市场委员会（FOMC）降息预期的分布情况。

拿马运河的运货限制（以及后者港口控制方面的法律和地缘政治争端），物流仍然面临挑战。

鉴于即将出台的可能引发通货膨胀的政策（尤其是特朗普政府推行的那些政策，比如为富人提供无资金支持的减税措施以及驱逐移民工人），较高的利率环境似乎很有可能出现。

在全球范围内，过去几个月里，债券收益率已从此前的较低水平有所上升。这种情况在日本体现得最为明显，因为 10 年期和 30 年期利率的大幅上升与财政政策的再度宽松有关，这标志着日本长期低利率时代的结束。如今，做空日本国债已不再是几十年来那种“致命”交易，这一点从下面的图表中可以明显看出。

日本自2017年以来的30年期收益率



来源：彭博社

机会:龙的尾巴和新的冰河时代

在各种威胁和风险中，我们也看到了机会。即便是在价格较高的美国股票市场，如果当前对人工智能的乐观预期最终是合理的，该市场仍有可能继续上涨。但这种潜在的上涨空间伴随着可能存在的重大下跌风险，即如果估值从当前的高位区间向长期平均水平压缩，那么就会出现这种情况。这就是

当前美国（以及一定程度上欧洲）市场相对于亚洲市场较低的隐含波动率水平所具有的优势所在，因为这能提供更有利的对冲手段。如果市场波动从亚洲市场蔓延至美国市场（在相关事件中），那么可以说美国市场在很大程度上具有更大的下跌风险，因为过去几年里它们积累了极高的估值水平。

然而，例如标普 500 期权的定价反映了美国股票的较高“免疫力”：如果其他市场出现停滞，它们暗示美国受到的影响将非常有限甚至不会受到影响。那句古老的谚语“当美国咳嗽时，世界其他地区就会生病”似乎并没有相反的含义。但在这样一个高度互联的世界里，那些未被充分考量的风险往往会在不恰当的时机突然显现出来。因此，我们认为现在正是为投资组合增加美国风险对冲措施的恰当时机。

这就是True Partner近20年的资产管理经验发挥作用的地方。凭借我们广泛的量化工具框架，我们可以为投资者提供量身定制的尾部对冲解决方案，包括价格优惠的动态尾部对冲，根据波动性变化调整对冲。与“永远在线”对冲相比，这种动态特性旨在降低保费支出，并在波动市场出现市场压力的早期迹象时提供保护。凭借我们完善的量化工具体系，我们能够为客户提供定制化的尾部套期保值解决方案，包括价格优惠的动态尾部套期保值产品，这类产品会根据诸如波动率变化等因素来调整套期保值策略。这种动态特性旨在通过与持续保值策略相比降低额外支出的方式，实现当市场波动出现早期压力迹象时也能启动保护机制的效果。

压力事件是出了名的难以预测，但最好做好准备。如果我们看到更多的稳定且信心十足的投资机会，那么就应当考虑进入这个全球第二大但备受冷落的经济体——中国，简而言之，就是“投资中国股票”（冰河时代）。我们在亚洲的布局使我们能够近距离观察中国目前迅猛发展的态势，这些发展正在塑造中国在电动汽车、绿色技术以及人工智能等领域的优势。从上海浦东机场出发，沿着华夏高架路驶向市中心，两侧是时速 240 英里的磁悬浮轨道，众多造型时尚且价格低廉的国产电动汽车让德国汽车业目前面临的困境一览无余。

去年1月，中国的DeepSeek提出了一个人工智能框架，该框架所需的资源只相当于美国平台所需资源的一小部分，而美国平台需要消耗能源、水，尤其是资本支出。与此同时，中国在获取关键资源方面的长期战略或许也能为其带来优势，而美国在全球贸易中明显的重商主义做法则为此前看似难以实现的贸易渠道开辟了道路，这一点在加拿大总理马克·卡尼上个月在达沃斯的演讲中也有提及。

但中国也确实面临着一些不利因素。正如西方媒体所大量报道的那样，房地产危机很可能会继续拖累中国经济，而地方政府的高负债情况则带来了更多风险。不过也有迹象显示局势正在趋于稳定，中国政府也采取了许多积极措施来支撑房地产市场，这些措施已经开始取得一定成效。

在当前市场环境下，中国股票的长期投资仓位颇具吸引力，但若出现下行冲击（无论是由国内引发的，还是通过其他市场的影响而产生的），仍可能导致大幅下跌。因此，我们认为，要充分挖掘中国市场的潜力，最佳方式是将长期持有的中国股票与一种积极的期权叠加策略相结合，这样既能捕捉大部分的上漲空间，又能限制下跌幅度。这就是“真伙伴”公司“中国龙尾策略”的核心理念。该策略已于 2025 年以管理账户的形式成功实施，我们期待在今年晚些时候推出混合版本。

总之，作为经验丰富的交易员，我们预计 2026 年将会是一个充满活力的年份，其精彩程度堪比在“龙尾”路段骑行（美国田纳西州斯莫基山脉中一段著名的道路）一样刺激，同时也标志着新的冰河时代的开始。一如既往，我们乐于为投资者提供量身定制的解决方案，以帮助他们更好地应对市场动荡，特别是提供应对尾部风险的策略以及中国投资机会方面的建议。

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 Hong Kong Ltd.
香港九龍海港城港威大廈第
5座16樓A123室

电话 852 3845 5900

电邮 vol.contact@truepartnercapital.com

True Partner Capital USA Holding, Inc.
111 West Jackson boulevard,
Suite 1700, Chicago,
60604, USA

电话 +1 312 675 6128

True Partner Capital Netherlands B.V.
Beursplein 5,
1012 JW Amsterdam,
The Netherlands

电话 +31 20 578 2011

免责声明

来自第三方的数据被认为是准确的，但对其准确性不做任何保证。本文件由 True Partner Advisor Limited 准备并发布，该公司是美国商品期货交易委员会注册的商品池运营商和商品交易顾问。其附属公司包括 True Partner Capital USA Holding, Inc. (一家注册于美国证券交易委员会的投资顾问) 和 True Partner Advisor Hong Kong Limited (一家香港证券及期货事务监察委员会认可的第 9 类资产管理机构) (统称“True Partner”)。本内容由 True Partner Advisor Limited 提供，而非其附属公司。此演示文稿为 True

Partner Advisor Limited 提供，仅供接收者使用，未经 True Partner Advisor Limited 事先书面同意，不得向任何其他人员展示、复制、传输或以其他方式提供给除授权接收者之外的任何人。文中所述内容不构成任何证券的销售要约或购买邀请，也不构成对任何投资策略或工具的认可。过往表现不能保证或预示未来结果。任何投资策略的目标都无法保证一定能够实现。

此材料绝无任何意图招揽投资。请您务必注意，切勿利用此材料来要求、授权或促成任何证券的购买或出售，也不得

发送资金转账指令、进行任何其他交易或发送时效性指令。此材料中没有任何内容构成投资、法律、会计或税务建议，也未表明任何投资或策略适合或适合您的个人情况。关于过往业绩的任何讨论不应被视为对未来结果的暗示，且本材料中没有任何关于未来结果的表述或暗示。在进行或同意进行任何交易之前，您应考虑任何投资或策略的具体回报和风险特征。真伙伴公司对第三方对本材料的不当使用不承担任何责任。