

True Partner
Capital

美国优先是否意味着 美国例外的结束？

2025 年 3 月

仅供指定收件人使用，不得分发。

美国优先是否意味着美国例外的结束？

进入 2025 年，对美国例外论的拥戴已成常态，这反映在投资者持仓和美国资产溢价上。我们对 2025 年的展望侧重于强调风险，尽管我们知道风险需要时间才能显现。当基本面发生变化时，市场并不总是立即跟随。能证明变化的数据通常会滞后，投资者的行动也由多因素驱动。但是，变化一旦开始，它就有可能迅速发生。

去年的一些“微观事件”过后，我们开始看到更多影响价格走势的变化迹象。这为我们的波动率策略创造了机会，并且各个市场的宏观变化也越来越明显。我们预见到未来市场的波动，也预见到未来几年世界经济和政治秩序的重调。这将带来风险，同时也带来机遇。我们预计波动率策略将从中受益，尤其是适应高波动率的策略。

虽然我们不做宏观交易，但读懂市场背景的变化对于了解市场走势和预测变化至关重要。我们希望本文能对您有所帮助，并期待您的反馈和斧正。

历史是怎么走到今天的？

二战后，美国崛起为世界占主导地位的经济、军事和文化大国。（大国之间）相对和平的这段时期被称为美利坚治世，并在上世纪末苏联解体时达到鼎盛。冷战结束后的和平红利见证了全球经济的持续增长。随着劳动力、资本和消费市场的进一步整合，全球化加速了全球经济的发展，有效推动了全球经济的供给侧增长。同时，国防开支显著下降。中国的发展战略利用了这些变化，助力中国成长为工业和经济强国。

在 True Partner 团队的职业生涯中（尤其是自全球金融危机以来），这种变化体现在美国持续逼近全球金融市场的主导地位。美国例外论将人才、创新和流动集中到美国主要的金融中心。自由、自治和法治的结合，加上美国经济的总体活力，吸引了大批企业家、青年才俊以及其他人才（快速浏览下美国知名企业 CEO 和科技公司创始人的履历，就能发现这一点）。这种良性循环有助于经济增长和美国企业的估值溢价。美元也一直是主导货币——88%的外汇交易涉及美元¹，超过一半的官方外汇储备以美元计价²。

但十多年来，美国和西欧的不满情绪一直在上涨。全球化导致消费品价格下降的同时，也推动了发达国家的去工业化、并限制了实际工资中位数的增长。由于资产价格受益于低利率和财富收入的不平等，住房相对于平均收入变得越发昂贵。许多普通人觉得全球化对他们没有好处。2016 年是个转折。在这一年英国举行了脱欧公投，特朗普当选了美国总统。这两个事件让大多数西方精英和金融市场措手不及。

此后，事态沿着这一趋势发展。英国选择了“硬脱欧”，右翼政党在欧盟的几个成员国（以及其他一些关键国家）渗透进入政府，局势逆转不利于执政当局。特朗普在 2020 年连任失败和 2021 年 1 月 6 日事件后被许多人抛弃，但现在他重新变得强大，并带领共和党在 2024 年总统选举中横扫白宫、众议院和参议院。

新冠疫情也给经济发展蒙上了一层阴影。活动受限和供应链中断造成了需求的积压。刺激措施引发了货币供应和债务的大幅增长。俄罗斯入侵乌克兰并被实施制裁，则进一步扰乱了能源等领域的供应链，导致通胀飙升。

通胀的高压和持久一再地突破各国央行和经济学家的预期。过去十年，通胀低迷到不可思议，也预示着戏剧性的大逆转。人们对以往通胀模型的信心被削弱，利率大幅上升。随着利率恢复到 2008 年前的常态，危机后时代的“新常态”结束了。2020 年，各国央行制定了明确而激进的政策以应对新冠

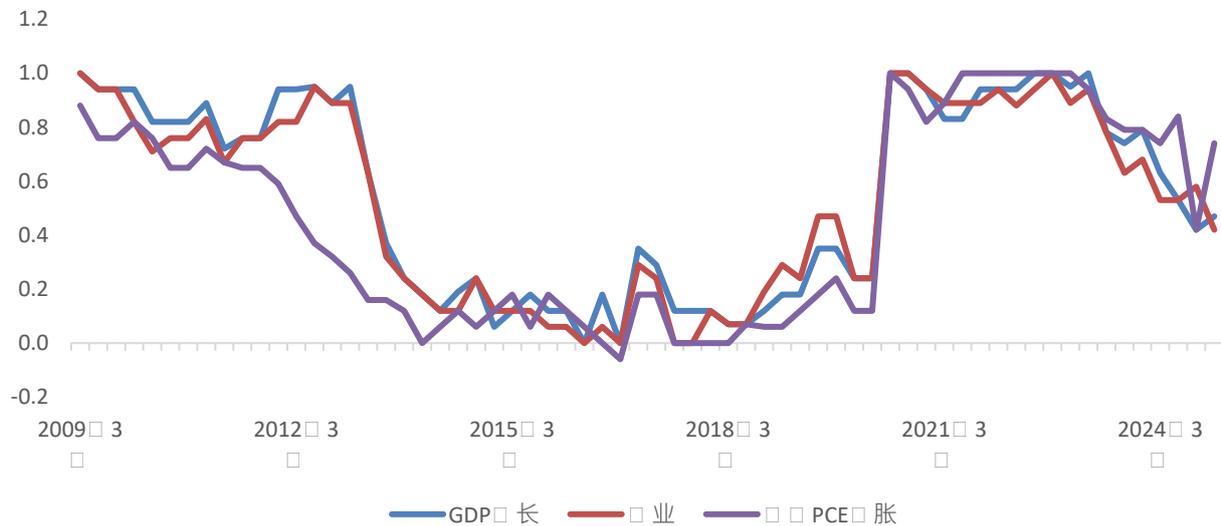
¹ 2023 年 10 月 28 日 Tombini, Alexandre 《国际碎片化的影响和美元的作用》。

² 国际货币基金组织《官方外汇储备的货币构成》，截至 2024 年第三季度。

美国优先是否意味着美国例外的结束？

疫情的冲击。鉴于现在宏观环境的不确定性高涨，各国央行可能会更加依赖短期数据、并且更加抗拒大胆的行动。

FOMC 委员不确定关键经济数据（2009 年 3 月至 2025 年 3 月）³



由于美国意在对抗中国的崛起并惩罚俄罗斯，贸易限制、制裁和保护再次成为地缘政治工具。在这种背景下，特朗普 2.0 应运而生，并伴有贸易和外交政策上的孤立主义和重商主义。先前的世界秩序，似乎已经被破坏。

直到最近几周，大多数股市在估值等诸多方面持续创下历史新高。标普 500 指数在 2023 年和 2024 年连续上涨 25% 以上，并以异常高的估值进入 2025 年。截至 2025 年 3 月 14 日，MSCI 世界指数（总回报，对冲美元）自 2020 年 3 月低点以来涨超 150%，自 2022 年 9 月低点以来涨超 60%。

MAGA 计划的关键要素

美国竞选期间，人们普遍将特朗普的言论视为竞选和谈判所需——故意夸大其词以赢得支持者，并迫使对手尽快向美国做出让步。借用特朗普 1987 年出版的书名，这被视为“交易艺术”的一部分，他在书中说“有一点点夸张也无妨”。⁴

但 MAGA 对共和党的接管——加上其在 2024 年的选举成功——给了特朗普及其团队巨大的自由空间。现在，国会中的共和党多数派普遍支持特朗普。他们害怕失去特朗普的青睐，并深知自己对他有所依赖。这意味着政策可能更多受意识形态驱动，并且可能包含对市场不友好、或者改变既定内外政策原则的实质性内容。

从特朗普的就职典礼开始，美国经历了一系列计划、政策、行政命令和诉讼。虽然伴随着夸张和多次逆转，但可以看到特朗普及其团队非常认真地执着于他们的意图。尽管美国在诸多方面明显领先，但他们认为需要采取果断的行动、并迅速实施“2025 计划”蓝图（尽管特朗普在竞选期间坚称他“没有读过‘2025 计划’”，且“与之不相干”⁵）。

负责推动该任务的团队不同于以往。首先，该团队包括几位亿万富翁，其中许多人是特朗普竞选的大金主或者与政治行动委员会 PACs 相关联。任命也是高度重视忠诚度和个人关系，有时甚至会被人质疑这是以漠视经验为代价。虽然最具争议的两个提名被撤回，但其他候选人都获得了参议院的批

³ 资料来源：美联储（FOMC 委员的经济预测）。

⁴ 唐纳德·特朗普与托尼·施瓦茨著《交易的艺术》，1987 年出版。

⁵ 特朗普在辩论中再次否认参与“2025 计划”，ABC 新闻 2024 年 9 月 11 日报道。

<https://abcnews.go.com/Politics/trump-debate-denies-involvement-project-2025/story?id=113569516>

美国优先是否意味着美国例外的结束？

准。美国企业界已经注意到了这一点。许多企业放弃了之前的计划来应对不断变化的政治环境，并纷纷争取有利的地位。

特朗普也乐于打破传统，尤其不拘一格启用了马斯克。马斯克似乎是政府中权力最强大的人物之一，而且他的角色设定试图摆脱高级官员通常面临的审查、披露和撤资等规则约束。这是招纳贤才的代价？也许是。再加上呼吁弹劾也被视为政府行事的阻力，以“把事情做成”的名义推翻制度惯例似乎日渐可行。

政策方面，美国政府有几个优先事项。对内，政府希望减税（通过将 2017 年的减税措施永久化）、减少政府支出、驱逐非法移民，并通过重塑制度来树立保守主义间杂自由主义的价值观。对外，政府希望调整贸易关系，减少对搭便车盟友的支出（从零和、重商主义的角度看，这些盟友在占美国的便宜）。

在美国国内，政策看起来兼具破坏力和通胀功能。政府的目标是驱逐数百万非法移民，这些非法移民是酒店、建筑和农业等低工资行业的主要劳动力，据估计高达总劳动力的 5% 以上。⁶ 2017 年根据《减税和就业法案》（TCJA）制定的减税措施将于 2025 年底到期，且已计划延长、并有多项减税新措施被提出。美国财政部在 1 月估计，延长 TCJA 即将到期条款的成本在 2026 年至 2035 年期间将达 4.2 万亿美元。如果延长 TCJA 中即将到期的营业税条款、并撤销 TCJA 内的新营业税条款，成本将额外增加 1.3 万亿美元。⁷

与此同时，马斯克和他的 DOGE 团队似乎正在采用“快速行动，打破常规”的方法来削减政府支出。虽然存在浪费领域不容置疑，但在短期内，我们可能会看到削减政府资助岗位带来的负增长冲击。从 1962 年到 2019 年，联邦政府支出平均占 GDP 的 20%。2020 年至 2021 年新冠疫情肆虐期间，联邦政府支出平均约占 GDP 的 30%，2022 年至 2024 年平均占 GDP 的 23.5%。这些支出差额由政府赤字融资而来，近年来一直在推动美国经济增长。⁸ 快速切割可能会带来痛苦。

DOGE 的生硬手段还造成了某些职能无法正常运转的风险。政府正在迅速将特朗普的忠实拥护者安插到高级职位上，并清除反对者。这可能会对那些试图警告负面后果的人起到威慑作用。风险之一是重大安全漏洞，这可能会破坏人们对政府计划的信心。

贸易和外交政策正在遭受更大的破坏。大选之前，许多人以为特朗普关于关税的言论只是一种谈判策略，目的是赢得贸易伙伴的让步。然而，政府似乎真的相信关税是一种有效的政策工具和收入来源，这意味着我们会看到许多国家持续被加征关税。如果美国根据广义的“对等”定义来设定关税（据说这可能包括适用于国内产品和进口商品的销售税，例如欧洲的增值税），那么许多欧洲国家以及其他美国盟友将被征收两位数的关税。

关税是整体政策的一部分，它反映出普遍的、孤立主义的、现实主义的，又带点重商主义的世界观。所谓的“海湖庄园协议”（看起来像是要通过期限互换和通胀使外国持有的美债贬值），是这种世界观的一个佐证。而特朗普对乌克兰冲突的态度，或许是最明显的例子。虽然拜登政府向乌克兰宣称“美国与你们站在一起”、并与欧洲盟友一道给予大力支持，但特朗普似乎专注于收回美国的付出（尽管这些付出皆为赠予，并且金额也多有虚报）并避免美国作出安全承诺——从而消除为乌克兰（实质是欧洲）防御的资金支持义务。正如特朗普在社交媒体上所讲：“这场战争对欧洲来说远比对我们重要——我们与战争之间隔着一片巨大而美丽的海洋。”⁹

这促进了欧洲的政治团结，坚定了欧洲大幅提高国防开支的决心，并引发欧洲国防板块股价大幅上涨。德国新任总理弗里德里希·默茨（Friedrich Merz）在德国大选后立即总结了德国（如果不是欧洲

⁶ 《移民劳工对美国经济的重要性》，移民研究中心发表于 2024 年 9 月 2 日。

⁷ 《延长 2017 年<减税和就业法案>到期条款的成本和分配》，美国财政部发表于 2025 年 1 月 10 日 <https://home.treasury.gov/system/files/131/The-Cost-and-Distribution-of-Extending-Expiring-Provisions-of-TCJA-01102025.pdf>

⁸ True Partner Analysis 基于 CBO 数据。

⁹ 特朗普在 Truth Social 平台的发帖，2025 年 2 月 19 日于 X 平台再次发帖。

美国优先是否意味着美国例外的结束？

的话)的心态：“我从来没有想过我会在电视节目中说这样的话，但是，特朗普上周发表言论后……很明显，这届美国政府不太关心欧洲的命运。”¹⁰

市场已经迅速为这一重大转变定价——政策必须跟进以避免市场失望。德国军火制造商莱茵金属公司 (Rheinmetall AG) 是市场对国防股热情高涨的一个例子。在 2022 年俄罗斯入侵乌克兰之前的 5 年里，该股平均市盈率为 15 倍，现在已达 74 倍。经过 3 年的快速增长，该公司预计 2024 年至 2027 年期间其盈利将增加两倍以上，而其 2027 年的远期市盈率仍高于英伟达。

减税、贸易战和关税——经济增长的秘诀？

1992 年，克林顿的竞选军师詹姆斯·卡维尔 (James Carville) 曾打趣说：“这就是经济，愚蠢”。民主党 2024 年的失败在很大程度上是因为高通胀让美国人感觉更糟糕，尽管民主党执政时实际 GDP 增长强劲。我们认为，经济仍然是关键。

政府的安排对经济意味着什么？没有资金支持的减税将使美国赤字从已经很高的水平进一步上升。国会不太可能接受这一点，因此政府需要开源节流。DOGE 的影响很难衡量。如上所述，近年来政府支出一直是 GDP 的重要贡献者，大幅削减支出可能会在短期内产生明显的负面影响。而且，大规模削减支出并不容易。一些公司报告了相关影响。¹¹ 尽管屡上头条，总统还是承诺将保留政府中多个高支出部门，例如医疗和社会保险。如果总统履行承诺，那么仅靠节流是不够的。

政府可能会通过关税来填补资金缺口。然而，关税收入很可能是暂时的，因为它们会导致代偿。关税也可能导致通货膨胀，负面的供应冲击、更高的物价和利润下降会随之而来。许多美国公司的投入可能会被关税网络捕获，进而导致物价普遍上涨——与此同时，驱逐非法移民减少了劳动力供应，工资上涨也会导致物价上涨。因为关税而转移生产可能会导致生产力增长放缓，这是脱离高效全球供应链的代价。一套组合拳下来，利率将在更长时间内保持高位，进而提高偿债成本。关税的威胁也增加了商业不确定性，进而推后或减少投资。

围绕关税的论调、以及利用关税来应对其他问题（例如药物）上的政策失败，是在针锋相对的报复中铤而走险，而非缓和局势。正如中国外交部发言人最近所说：“中国不吃霸凌霸道那一套……对中国搞极限施压，那是找错了对象，打错了算盘……美方如果执意打关税战、贸易战或者别的什么战，中方将奉陪到底。”¹²

如果加征关税被广泛推行，对特朗普选民的影响将会加重。我们可能会看到铁锈地带的选民获得更多、更高薪的制造业工作岗位，但可能会以牺牲其他地方的岗位为代价。随着日常用品和白色家电越来越贵，低收入人群（包括 2024 年支持特朗普的许多新选民）¹³ 很可能被高通胀的大部分成本刺痛。关税通常是一种累退税，主要影响中低收入人群，因为这些人将更大比例的收入用于购买商品和服务。

物价上涨和投资减少对强大的美国消费者来说是一个威胁。近年来，在疫情期间积累的超额储蓄的帮助下（部分源于大规模财政刺激），美国消费者一直非常有弹性。由于现在超额储蓄大部分已花光，加上信用卡余额上升、贷款拖欠的早期迹象，负面冲击可能更难消化，进而造成消费紧缩。

¹⁰ 2025 年 2 月 24 日路透社引述“可能的下一任德国总理默茨以‘当前形式’质疑北约的未来”。<https://www.reuters.com/world/europe/germanys-merz-questions-longevity-natos-current-form-2025-02-23/>

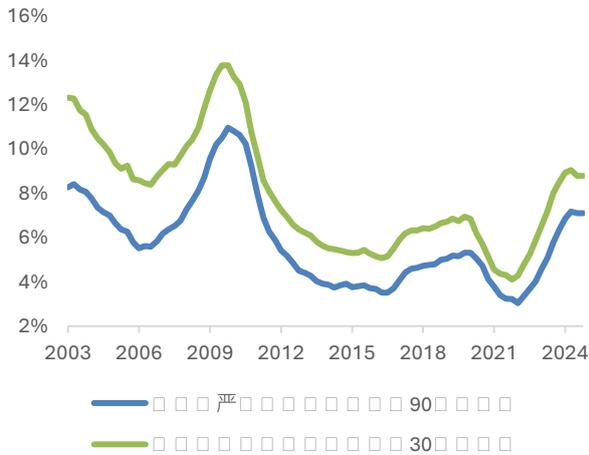
¹¹ 埃森哲警告马斯克 DOGE 主导的削减支出正在冲击收入，《金融时报》2025 年 3 月 21 日。

¹² 2025 年 3 月 4 日中国外交部例行记者会上，外交部发言人林剑讲话。https://www.fmprc.gov.cn/eng/xw/fyrbt/lxjzh/202503/t20250304_11568271.html

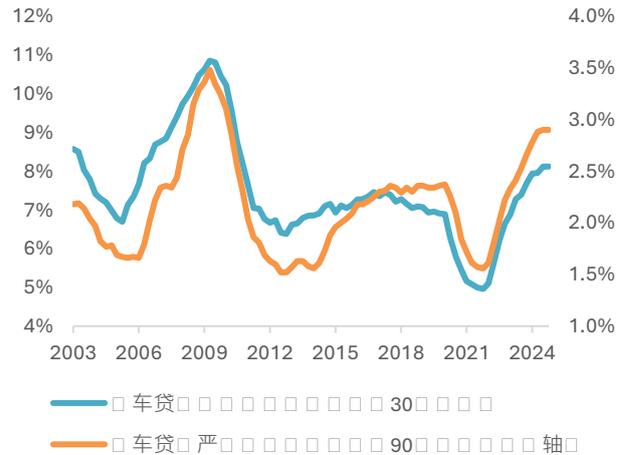
¹³ “贫穷的选民涌向特朗普——以及选举的其他数据点”，《金融时报》2024 年 11 月 9 日 <https://www.ft.com/content/6de668c7-64e9-4196-b2c5-9ceca966fe3f>

美国优先是否意味着美国例外的结束？

美国信用卡逾期率（截至 2024 年第四季度）



美国汽车贷款逾期率（截至 2024 年第四季度）



减税能否抵消这种负增长冲击？大部分拟议的减税措施看起来是利好美国社会最富裕的阶层，他们更有可能将额外的收入用于储蓄或投资。这可能会在短期内提振市场，但考虑到当前资本市场表现活跃、信贷利差较低以及股票市盈率较高，似乎很难想象企业投资会因此大幅增长。

政府可能会争辩说，他们正在遵循“供给侧”和“涓滴”理论的思路，削减低效支出并将其重新引导到财富创造上。这是马斯克和商务部长霍华德·卢特尼克（Howard Lutnick）建议将政府支出从 GDP 核算中剔除的表面理论依据。¹⁴ 不认可的经济学家可能会反驳说，这是用低乘数效应的支出来取代潜在的高乘数效应支出。多年来，涓滴经济学没有带来预期效果的例子屡见不鲜，例如本世纪初萨姆·布朗巴克（Sam Brownback）担任州长时的堪萨斯州。¹⁵ 无论长期效果如何，如果这种做法在短期内削减大量工作岗位，那么它将对近期增长产生负面影响。如果市场只是简单地“忽略”近期影响而专注于长期潜在增长收益，这将不可思议。

对资产配置的潜在影响

正如上面的简要讨论，当前政治动荡突显的一个问题是国际架构的安全。随着美国质疑其对北约的承诺、并对盟友征收惩罚性关税，这给非美国政府和投资者带来了潜在的尾部风险，这在以前几乎是不可想象的。

这可能会对全球资产配置产生长期影响。自全球金融危机以来，美国公司证券（股票+债券）的外国持有量大幅上升（如下图所示）。与 20 或 30 年前相比，MSCI 世界指数等基准也更加侧重美国资产（美国资产现在占 MSCI 世界指数的 70% 以上，而 2007 年仅为 42%）。

在美国的盟友眼中，美国资本市场具有高流动性和更先进的投资策略生态系统（例如私募股权，以及最近兴起的私募信贷），美国市场一直是投资首选目的地。支撑美国相对超配的基础是各国金融体系的近乎趋同，和事实上对美国世界金融之都的认可。这种联系体现在美国投资银行和私募股权公司的全球主导地位，以及大多数加拿大大型企业的股票交易于华尔街和湾街（多伦多证券交易所），且后者正努力阻止加拿大企业完全绕过多伦多外流¹⁶。

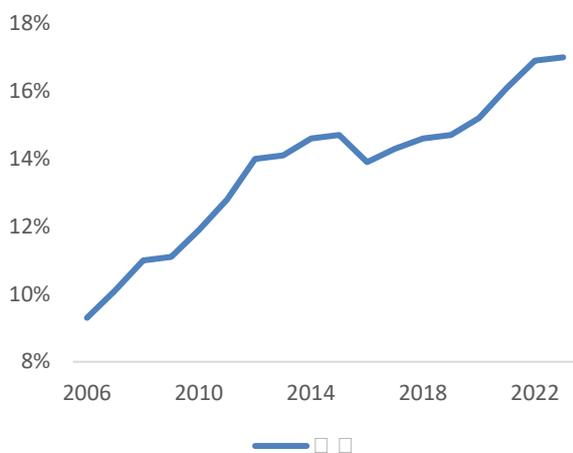
¹⁴ 美联社，2025 年 3 月 3 日。 <https://apnews.com/article/trump-gdp-economy-government-spending-lutnick-7414ba1bd441bd4bf64620bfd66923b2>

¹⁵ <https://www.cbpp.org/research/kansas-provides-compelling-evidence-of-failure-of-supply-side-tax-cuts>；更多分析，请参阅伦敦政治经济学院（英国伦敦）David Hope 和 Julian Limberg 于 2020 年著《大规模对富人减税的经济影响。第三卷：工作论文（55）》。该论文分析了 18 个经合组织国家的数据。以下网页也对该论文有所讨论：<https://www.lse.ac.uk/research/research-for-the-world/economics/tax-cuts-for-the-wealthy-only-benefit-the-rich-debunking-trickle-down-economics>。

¹⁶ <https://financialpost.com/news/tsx-fights-stock-listings-canada-over-us>

美国优先是否意味着美国例外的结束？

**美国公司股票的外国持有量：
占市值的百分比¹⁷**



**美国公司债券的外国持有量：
占未偿债务的百分比**



当前的贸易战使这种资产配置受到质疑。在加拿大自由党领导人选举前夕，马克·卡尼因他在布鲁克菲尔德资产管理公司（**Brookfield Asset Management**，加拿大最大的上市公司之一）从多伦多迁往美国的过程中所扮演的角色，遭到猛烈抨击。伴随特朗普关税引发的“购买加拿大货”情绪，越来越多的人呼吁发起针对“枫叶八”（**Maple Eight**，即加拿大八大养老基金）所管理的 1.6 万亿美元养老资产的“投资加拿大”运动。

随着乌克兰事件的最新发展，欧洲的情绪与加拿大并无太大不同。欧洲拥有一些世界上最大的资产池，例如挪威 1.8 万亿美元的主权财富基金（世界最大）和 1.7 万亿美元的荷兰养老基金（其中 1 万亿美元投资于五大基金）。这些大玩家会从他们目前重仓的美国资产中转移投资吗？

我们看到政府支出开始转向。欧盟委员会于 3 月 19 日提议，新的 1,500 亿欧元国防基金支出仅限于欧盟公司和与欧盟签订有防务协议的国家的产品。重要的是，提议意在排除对第三国产生关键依赖性的产品。¹⁸ 我们还看到越来越多的欧洲政客呼吁升级伽利略卫星导航系统，以减少对美国 GPS 的依赖。

如果资本确实开始转移，公共市场仓位可能首当其冲。加拿大和欧洲的养老金计划在私募股权和私募信贷领域有巨量的风险敞口，短期内很难轻易剥离。转移上市股票和债券投资组合将是自然而然的第一步。年初至今，欧洲和亚洲资产相对跑赢全球市场，最近的投资者调查数据也表明投资已经开始从美国市场转向欧洲和亚洲（尽管目前尚不清楚是否有大型投资者参与其中）。其他市场会开始获得与美国市场相同的股指溢价吗？或者美国市场的估值会下滑到其他市场的水平吗？随着美股估值逼近历史高位，我们认为后者是一个真正的风险。

虽然现有的私募仓位难以退出，但对美国资产的兴趣变化也会影响市场。超过 87% 的私募信贷集中在美国，只有 6% 分布在欧洲¹⁹。私募股权也主要集中在美国。²⁰ 融资放缓将对已经习惯于持续增长的基金发起人构成挑战。即使对美国的看法没有转变，我们也看到近年来部分央行在警示私募市场的风险。

新冠疫情后，充裕的流动性催生了一批规模巨大的私募股权投资（以及达到或接近创纪录水平的市盈率²¹）。在公共市场疲软、退出速度减慢、资金筹集降速以及地域偏好转移的情形下，货币化或再融资可能成为挑战。经济放缓还可能凸显出一些常见的提高回报的金融手段风险，例如资产净值

¹⁷ 两个所有权图表的来源：《美国证券的外国投资组合持有量》表 3，美国财政部等发表于 2024 年 6 月（数据截至 2023 年 6 月 30 日）。

¹⁸ “欧盟将英国、美国和土耳其军火商排除在 1500 亿欧元巨额采购之外”，《金融时报》2025 年 3 月 20 日。

¹⁹ 国际清算银行季度回顾《私人信贷的全球驱动因素》，2025 年 3 月 11 日。

²⁰ 麦肯锡《2025 年全球私募市场报告》

²¹ <https://www.bain.com/insights/the-private-equity-market-in-2020/>

美国优先是否意味着美国例外的结束？

贷款（NAV loan，即私募股权基金发起人以标的投资组合为抵押借款，以减少资本筹集需求，从而提高内部收益率）。

私募信贷规模已从 2010 年的 1,000 亿美元增长到 2024 年的超过 1.2 万亿美元（其中，美国市场逾 1 万亿美元）。²² 作为一种资产类别，它从未像今天这样在规模和重要性上经受过考验。然而，最近债权人对抗债权人的案例²³（美其名曰“债务管理行动”）表明：经济下行期间，老练的市场参与者可能会利用宽松的契约条款保护自己的投资，即使这会损害其他债权人的利益。²⁴ 私募资产的二级市场已经大幅增长，但在到期前出售份额仍然难免折价问题（即使并无市场压力）。而且，一旦承压，折扣可能剧增。近年来，私募市场增长很快，如果遇到危机很容易就会形成各种负面影响。

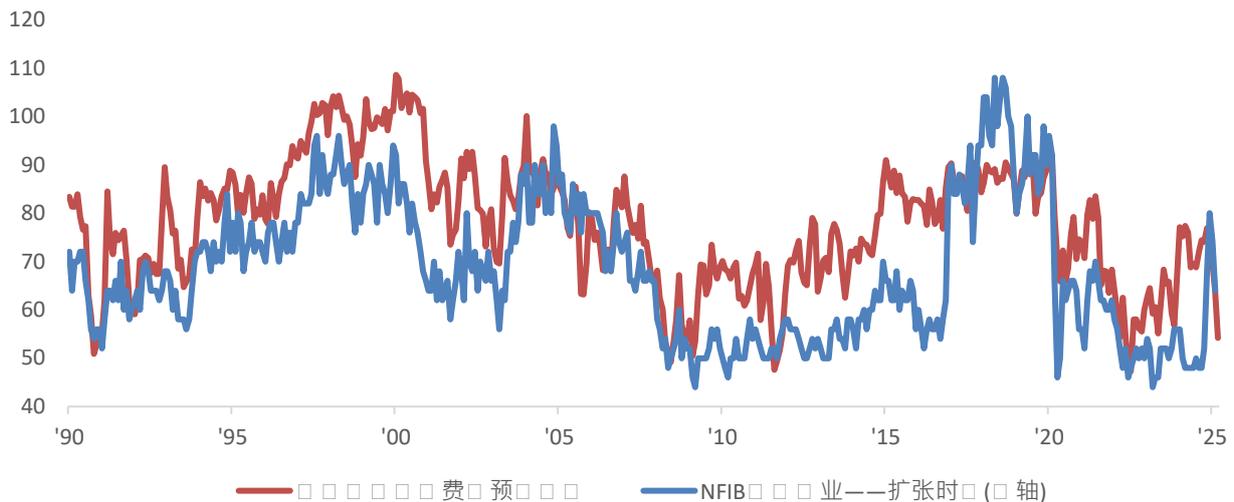
市场定价了什么？还有时间进行投资组合调整吗？

选举后几个月以及就职典礼后不久，美股市场主要关注特朗普执政的积极方面，并忽略掉对市场不友好的部分。特朗普的第一个总统任期被搬出来作参考，该任期开始时市场波动出奇地小。事后看来，应该是因为执政团队空有宏伟的计划和想法，但在治理和管理官僚机构方面的经验有限。结果是，政府只能实施得到共和党及其支持者广泛支持的政策，特别是针对富人的重大减税。

前政府官员的采访和传记清楚地表明，特朗普及其团队的一些极端要求被忽视，或者被故意拖延了回应。²⁵ 同样，国会中的共和党多数派独立于特朗普，并采取行动限制了他的行为。这意味着在特朗普的第一个任期内，许多想法只是口头说说、或者在推特上发发贴。而第二个任期，政策团队已准备好要采取行动。

但现在我们看到了变化。选举结束后曾一度表现强劲的调查数据和定位数据出现下滑。消费者信心指数急剧下降，最新数据于 3 月 14 日（周五）由密歇根大学发布，明显疲软。与此同时，对通胀的预期却在上调。密歇根大学的数据显示，消费者情绪是否下挫、以及通胀预期是否上调在对民主党人和共和党人的调查结果中存在明显分歧，但独立选民的数据中对此两项没有异议。

消费者和企业预期²⁶



²² 国际清算银行季度回顾《私人信贷的全球驱动因素》，2025 年 3 月 11 日。

²³ <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=65920>

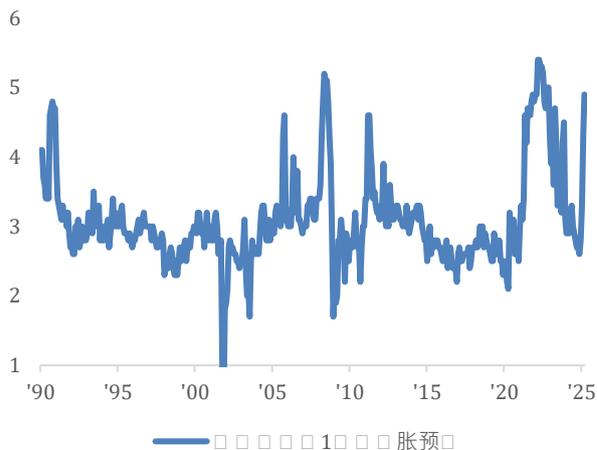
²⁴ <https://resonanzcapital.com/insights/when-creditors-collide-the-rise-of-creditor-on-creditor-violence>

²⁵ 例如，特朗普团队在 2017 年和 2018 年提出军事攻击朝鲜和伊朗 (<https://edition.cnn.com/2020/08/06/politics/trump-advisers-fears-military-options/index.html>)

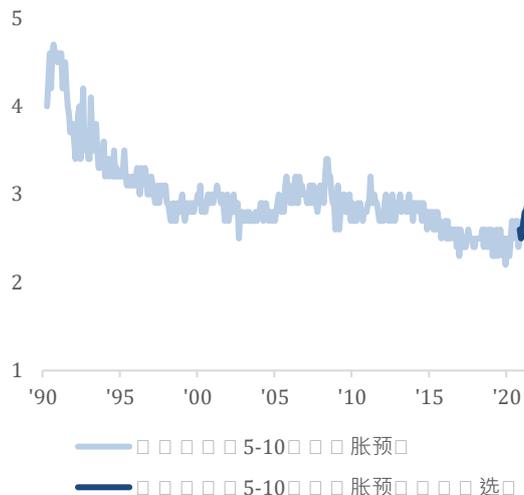
²⁶ 资料来源：彭博社。最新数据截至 2025 年 3 月 21 日。

美国优先是否意味着美国例外的结束？

1 年期通胀预期



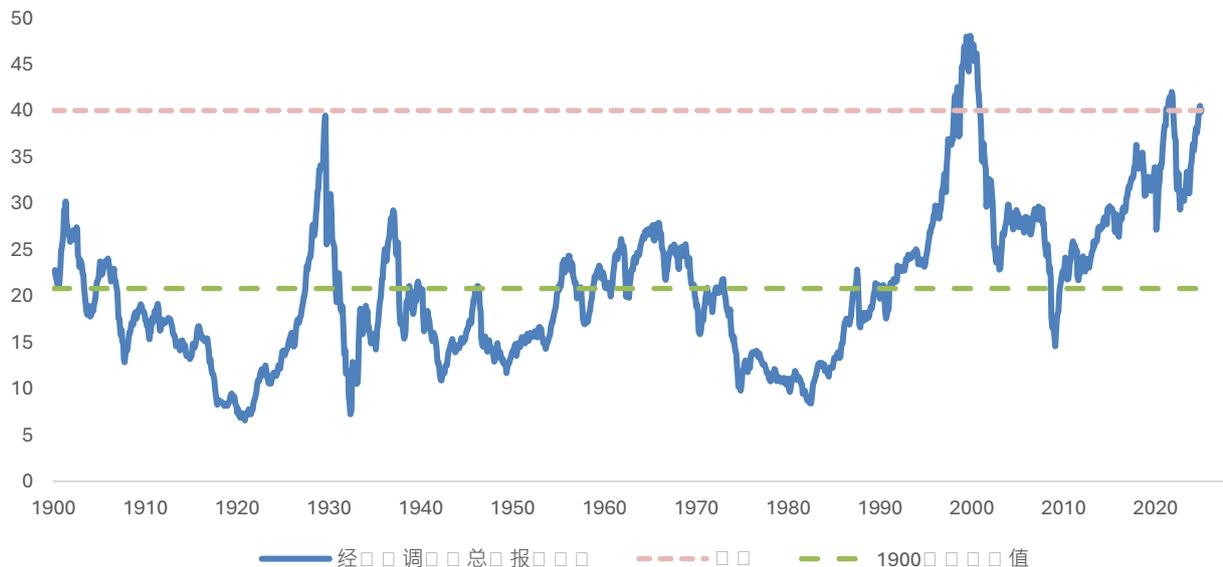
5-10 年期通胀预期



硬数据通常滞后于软数据，但一些早期迹象已经初露端倪。美国的家庭债务创下了历史新高，而各种贷款的逾期率正在上升，²⁷ 正如本文前面的图表所示。

市场现在似乎也有所留意，但到目前为止市场波动很小，标普 500 指数年初至今仅下跌了 3% 左右。市场估值仍然很高，预期很高。几个非美国市场强劲反弹，欧洲斯托克 50 指数涨超 15%，恒生指数涨超 20%。

经周期调整的总回报市盈率——标普综合指数²⁸



投资者们似乎仍然感到宽慰。有报道称，特朗普将股市表现作为衡量执政成功的晴雨表，就像他在第一个任期所做的那样——但特朗普及其高官们都对最近的抛售不屑一顾。有迹象表明，特朗普现

²⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-02-13/us-consumer-debt-delinquency-hits-highest-in-almost-five-years>

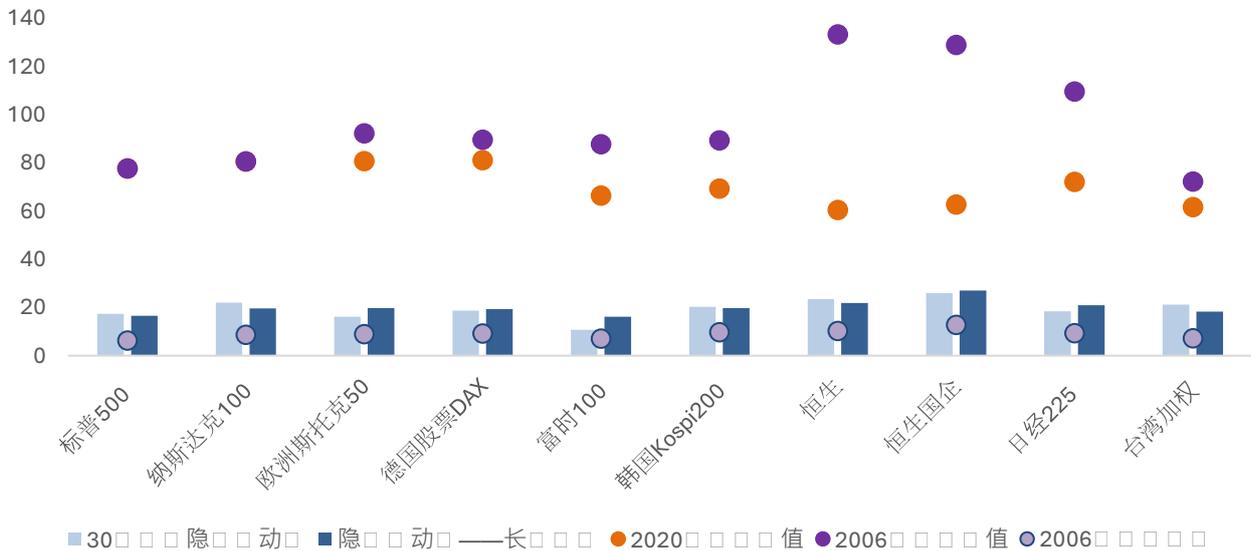
²⁸ 资料来源：罗伯特·席勒（耶鲁大学），True Partner。截至 2025 年 2 月。

美国优先是否意味着美国例外的结束？

在可能更关注他的政治遗产。在标普 500 指数经历了自 9 月以来最糟糕的一周后，他在 3 月 9 日（周日）评论道：“不要老盯着股市。如果你看看中国，他们可是按百年来规划的。而我们以季度为单位，我们按季度来。”²⁹ 几天后，财政部长斯科特·贝森特（Scott Bessent）指出，“市场回调是良性的，属于正常……我不担心市场。”³⁰

到目前为止，公共市场表现良好，下跌仍然有序。标普 500 指数单日最大跌幅是 3 月 10 日（周一）的-2.7%。隐含波动率仍然较低，波动率空头头寸抛售极少（如果有抛售的话）（最近甚至推出了新的空头 VIX ETN）。³¹ 总体而言，自 3 月初以来，基于相同行权价的隐含波动率显著下降。市场通常会在大动作之前经历这些回暖期，并且需要时间来解释这些事件。我们并不是说类似的危机一定迫在眉睫，但 2008 年始终值得铭记。那一年，标普 500 指数在雷曼兄弟破产后的几天里相对稳定，然后暴跌。

主要股指 30 天平价隐含波动率对比历史数据（2025 年 3 月 19 日）



在过去的 15 年里，投资者们越来越习惯于“逢低买入”（尤其是在美国市场）。这样交易赚钱是因为市场总是回弹，而市场波动从未威胁到金融和政治秩序，美国例外论仍然健在。

但在当前环境下，美国长期存在的民主治理惯例和冷战后的经济、政治秩序都不能再被视为理所当然。许多投资组合和投资者可能会毫无防备，因为重大变化可能会逐渐推进，也可能会雪崩式暴发。我们预计，随着全球政策变化和投资者重新审视长期以来的假设，未来波动率将持续走高。重大回调的风险也会高涨。

波动率策略可以发挥重要的保护作用

投资者应该如何应对这种程度的不确定性？我们认为，表现出凸性的波动率策略可以在强化投资组合应对不确定性方面发挥多元化和防御性作用。首先，包括尾部对冲在内的直接下行保护目前在市场上仍然相对便宜。但与往常一样，需要选择正确的对冲并积极适当地管理它们。其次，我们的旗舰产品 True Partner Fund 近 14 年的业绩记录表明，其相对价值波动率策略可以为投资组合提供超额收益，并在市场动荡时提供负相关回报。对于希望减少股市剧烈波动风险、且更喜欢绝对回报（非

²⁹ 2025 年 3 月 9 日特朗普接受福克斯新闻采访 <https://www.youtube.com/watch?v=wQ0vic8UzDw>。

³⁰ 彭博社引述 Bessent（于 2025 年 3 月 16 日接受 NBC 的采访）。

³¹ 摩根大通重新设计空头波动率 ETN。 <https://www.tradersmagazine.com/news/j-p-morgan-redesigns-short-volatility-etns/>

美国优先是否意味着美国例外的结束？

纯粹的尾部对冲)的投资者来说,我们的策略可以发挥有价值的防御作用。对于选择居中的投资者来说,我们在这方面也有经验。我们可以将相对价值策略与更多的波动率多头头寸和/或定制的尾部对冲相结合,以捕捉尾部事件中的绝对回报和高凸性。由于宏观背景表明风险在积压、但定价仍然有利,我们认为这是投资者认真考虑配置波动率策略的绝佳切入点。

True Partner Capital 于 2010 年成立,前身为期权做市商团队,常驻美国、欧洲和亚洲。True Partner 代表跨国投资者管理相对价值和方向性波动率策略,并提供混合和定制投资组合。True Partner 可以根据客户的投资组合风险量身定制解决方案,例如尾部风险对冲。

如需了解更多信息,请联系 investorrelations@truepartnercapital.com

美国优先是否意味着美国例外的结束？

免责声明

除非另有说明，本文数据截至 2025 年 3 月。数据来源请详脚注；其他数据源自 True Partner、彭博社、高盛，以及美国银行。除非本文说明，图表数据源自 Bloomberg 和 True Partner。第三方数据被视为准确，但我们对其准确性不作评价。本文由 True Partner Advisor Limited (“True Partner”) 编制和发布。True Partner Advisor Limited 是在美国 CFTC 注册的商品池运营商 CPO 和商品交易顾问 CTA，其关联公司包括 True Partner Capital USA Holding, Inc. (在美国 SEC 注册的投资顾问) 和 True Partner Advisor Hong Kong Limited (获得香港 SFC 许可的第 9 类资产管理公司)。本文由 True Partner Advisor Limited 提供，而非其附属公司。本文属于机密文件，仅供指定收件人使用。未经 True Partner 事先书面同意，不得向指定收件人以外的任何人展示、复制、传输本文或以其他方式提供本文副本。本文中的任何内容均不构成出售证券的要约或购买证券的要约邀请，也不构成对任何投资策略或工具的认可。过去的表现并不能保证或预示未来的业绩。概不保证投资策略的目标都会实现。

本文无意招揽投资。请务必注意，您不得使用本文来要求、授权或实施证券的买卖，发送资金转账指示，执行交易或发送时效性指示。本文中的任何内容均不构成投资、法律、会计或税务建议，也不构成适合您个人情况的投资建议或策略。任何对过去表现的讨论均不应被视为对未来结果的列示，我们没有在此明示或暗示未来结果。在进行或同意进行交易之前，您应该考虑投资或策略的具体回报和风险状况。True Partner Fund、True Partner Offshore Fund、True Partner Onshore Fund, LP (统称为“基金”)、True Partner Advisor Ltd.、True Partner Advisor Hong Kong Ltd.、True Partner Capital USA Holding Inc 和 True Partner Capital UK LLP 不对第三方滥用本文的行为负责。

投资者应获取并仔细阅读 True Partner Offshore Fund 或 True Partner Onshore Fund, LP 的正式保密备忘录 (简称为“备忘录”)，其中包含有关基金及其投资费用的其他信息。备忘录在“风险因素和利益冲突”中简要陈述了投资相关基金的相关风险。投资于相关基金的决定应基于备忘录中包含的信息。本基金的本金损失由投资者承担，且本基金仅适合能够承担该风险并认可本基金非流动性的投资者。本基金非美国注册公司。

基金份额以私募方式向符合相应基金资格标准的投资者进行发售，符合证券法规中关于豁免注册的相关规定。本文材料仅供指定收件人使用。材料内容属于机密，不得全部或部分复制；未经基金同意，不得转发他人。材料不构成法律、税务、会计建议或投资推荐。潜在投资者应就此类事宜咨询自己的顾问。

True Partner Offshore Fund 的注册地是开曼群岛。True Partner Offshore Fund 在瑞士的代表是 Banque Heritage SA，注册地址是 Route de Chêne, 1208 Geneva, Switzerland。本基金在瑞士的份额分销须仅限于合格投资者。备忘录、章程和年度报告可从瑞士代表处免费获取。负责瑞士分销的 True Partner 实体由独立调解办公室 Terraxis SA 提供调解服务 (Terraxis SA 地址在 Rue de la tour de l'ille 1, 1204 Geneva, Switzerland)。瑞士的付费代理是 Banque Heritage SA。本基金瑞士分销的履行地和管辖地为代表的注册办公地。相关份额公告发布在电子平台 www.fundinfo.com。