

仅供指定接收方参阅
不得分发

True Partner
Capital

AI 顶部或斜坡

“ 当我们创造了人工智能时，我们惊叹于自己的辉煌

墨菲斯，《黑客帝国》

09-2025, 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。

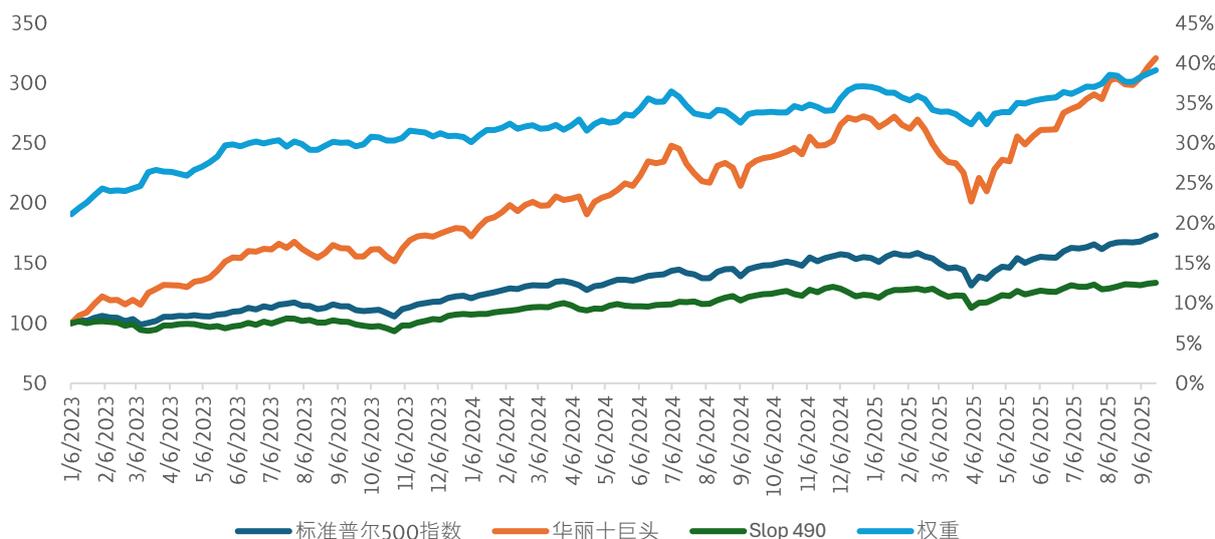
AI顶部或斜坡

华丽十巨头指数(Magnificent Ten index)是一支聚焦人工智能的指数

几周前，芝加哥期权交易所（CBOE）宣布推出一备受推崇的美国科技股“华丽十巨头指数”（Magnificent Ten index）衍生品。给越来越多的公司赋予“宏伟”的地位，不仅减少了有趣的首字母缩略词的范围，也让我们得以一窥最近股市极度

乐观情绪的驱动因素。下图显示了从2023年到目前，与标准普尔500指数整体相比，十大股票（谷歌母公司Alphabet、亚马逊、AMD、苹果、博通、Meta、微软、英伟达、Palantir和特斯拉）的表现。

标准普尔500指数和华丽十巨头指数的表现——2023年1月1日至2025年9月19日



来源：True Partner, 彭博社

虽然随着时间的推移，人们已经适当地反复注意到华丽十巨头辉煌的表现，但图形描述突出了其重要性。这十家公司一直是标准普尔500指数上涨的关键驱动力，因为这十家公司在指数成分股总市值中的权重几乎翻了一番，从2023年初的21%上升到目前的39%。从另一个角度来看，在这段时间内，市值增加了24.89万亿美元，其中大部分（15.85万亿美元，占64%）是由“十巨头”股票创造的，剩下的9.04万亿美元是由其他股票创造的，基本上是将指数分为前10名的十巨头和其余490

强“Slop 490”。按年化计算，“华丽十巨头”的年化回报率为53.9%，大大超过了“Slop 490”11.3%的年化回报率。

由于“十巨头”股票占标准普尔500指数总市值的近40%，市场广度似乎比以往任何时候都窄。但从表象下看，它的集中程度甚至更大，因为这十大股票的组成部分有一个共同点：非常重视人工智能（“AI”），如下表所示。

Alphabet (谷歌母公司)	“随着人工智能驱动的支出推动云收入，字母表股价飙升” ¹
亚马逊	“亚马逊计划今年投入1000亿美元，抓住人工智能领域“一生一次的机会” ²
AMD	“近75%的人工智能乐观主义者认为，如果他们的组织落后于其他行业，那么不投资人工智能的风险更大” ³
苹果	“首席执行官蒂姆·库克(Tim Cook)表示，苹果准备打开钱包，在人工智能领域迎头赶上” ⁴
博通	首席执行官陈福阳(Hock Tan)在谈到他的客户时说：“他们正在全力投资。他们会在资金耗尽或股东阻止他们这样做的时候停下来” ⁵
Meta	首席执行官马克·扎克伯格(Mark Zuckerberg)表示，他宁愿冒着“花错几千亿美元”的风险，也不愿错过超级智能 ⁶
微软	“微软首席执行官纳德拉(Nadella)刚刚重申了他计划在2025年向人工智能数据中心投入8000万美元的计划……”以及“作为参考，该公司在2024年的总资本支出约为500亿美元” ⁷
Palantir	“英伟达同意以15亿美元的价格租用自己的人工智能芯片” ⁸
帕蘭提爾	首席技术官希亚姆·桑卡尔(Shyam Sankar)在谈到人工智能的实现速度时表示：“你可以将公司分为两类，快速和死亡” ⁹
特斯拉	首席执行官埃隆·马斯克表示：“特斯拉80%的价值将来自擎天柱机器人” ¹⁰

这些评论似乎表明了对人工智能支出的高度紧迫性和乐观态度，随着投资者不断抬高宣布大规模人工智能资本支出的“十巨头”的股价，市场似乎也普遍存在这种看法。从Meta的这

句话的背景来看，直到2022年11月，Meta的股价才触底下跌73%，因为投资者认为“马克·扎克伯格在建造他神秘的虚拟世界上浪费了数百亿美元”¹¹。

人工智能投资于人工智能

这张表中最有趣的可能与英伟达有关。最近的发展表明，该公司不断投资潜在客户，其中最新的例子是向OpenAI投资1000亿美元，允许后者使用前者的先进芯片建立人工智能数据中心。但在与Lambda (该公司拥有股权) 的交易中，英伟

达据称承诺以15亿美元的价格租用1.8万个自己的人工智能芯片。Lambda的商业模式是为数据中心配备由英伟达提供支持的服务器，然后将其出租给云客户，该公司正准备上市，根据协议，英伟达将成为Lambda最大的客户。

1. Reuters — 2025年7月24日
2. CNBC.com — 2025年2月6日
3. AMD人工智能的前景— <https://www.amd.com/content/dam/amd/en/documents/solutions/ai/ai-outlook-are-it-teams-prepared.pdf>
4. Reuters — 2025年8月1日
5. Ft.com — 2024年12月19日

6. 摘自Access播客，发布于2025年9月18日
7. The Motley Fool — 2025年2月4日
8. 彭博社— 2025年9月4日
9. Palantir第四季度财报电话会议— 2025年2月3日
10. 2025年9月1日，埃隆·马斯克在X上发帖
11. 《卫报》— 2022年11月2日

尽管情况可能有所不同，但这些交易至少带有本世纪初循环融资协议的味道，北电网络（Nortel Networks）就是其中较为臭名昭著的实践者之一。在互联网泡沫破灭之时，这家主要的通信设备供应商为买家提供了慷慨的供应商融资协议，以增加收入。在某些情况下，开办电信服务的供应商甚至会获得超过销售收入的供应商融资¹²。当市场逆风持续时，几乎所有为互联网革命提供硬件的主要供应商最终都对此类供应商融资安排进行了重大减记，并不是所有供应商都能幸免

于难。北电在其鼎盛时期约占加拿大总市值的三分之一，于2009年申请破产。

如上所述，人工智能领域拥有出色的市值，与互联网泡沫破裂时的电信设备公司完全不同，但由于它们基于预期收入的稳定倍数，这种循环融资安排进一步增加了近期收入，确实具有为自己买单的效果。

人工智能的提升导致标普500指数估值上升，但指数隐含的波动性较低

对于True Partner的团队，作为波动交易者，我们不会对我们目前正在经历的人工智能驱动的牛市的有效性做出判断。上行波动毕竟也是波动，但鉴于“十大股”目前估值更高，尤其是市场环境的任何脆弱性或小插曲都可能引发显著的下行波动。这就是为什么在这个无所不包的人工智能热潮中，任何

潜在的支点都将直接成为我们的业务。尤其是在隐含波动率远低于长期平均水平（左轴）的情况下，就像目前的情况一样。至少对美国 and 欧洲来说是如此。下面的图表绘制了当前30天隐含波动率与世界主要股指长期（2006年以后）平均隐含波动率（左轴）和当前隐含波动率水平的百分比（右轴）。

全球指数30天隐含波动率：2025年9月19日与长期平均水平



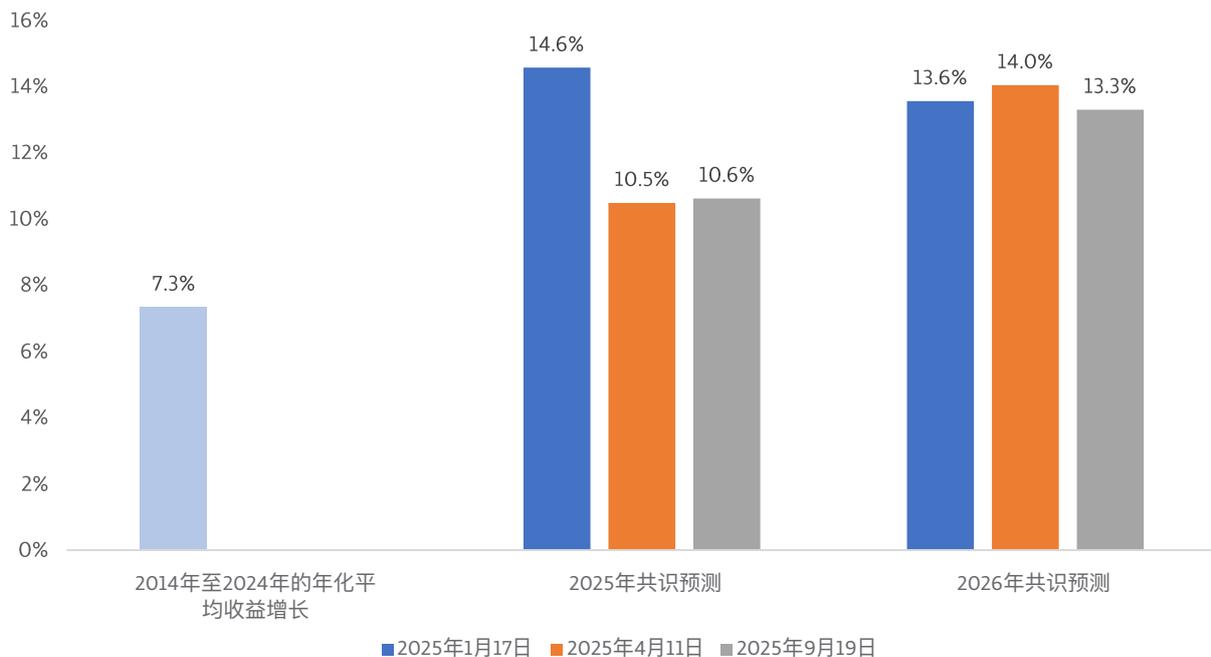
来源：True Partner, 彭博社

12. 1999年10月，北电网络宣布向墨西哥无线公司Unefon的一家子公司提供了6亿美元的供应商融资，并签订了价值4.8亿美元的销售合同。这一问题最终于2002年9月在法庭上结束，当时北电提交了一份违约通知，称联合电信剥离了其网络资产，并促成了北电的破产。

图表中值得注意的是，欧美指数与亚洲指数之间的差异，后者的交易价格接近其长期平均水平。与长期平均水平相比，交易“最富有”的指数实际上是台湾证券交易所指数，考虑到半导体行业（包括行业领头羊台积电）的强大权重，该指数本身就值得注意。当然，海峡两岸的紧张关系在这里也发挥了作用，但这是几十年来任何台湾投资案例的一贯特征，无法解释目前相对较高的百分比。受人工智能人气的推动，该指数一直在大幅反弹，隐含波动率反映了这种上涨热潮。然而，对于西方市场来说，他们的定价过于自满。

热心关注我们季度更新的人可能会认出下面的图表，其中标普500指数每股收益的市场预期被映射出来。与过去10年7.3%的年化增长率相比，对近期的预测仍然乐观。图表右侧值得注意的是年初的数据点与4月2日解放日关税公告后不久的数据点之间的比较。虽然2025年的预期没有反弹，但2026年的高增长率似乎从未受到影响。换句话说，市场坚信，关税和全球贸易紧张局势升级的影响在今年之后不会显现，企业盈利增速将接近过去10年的两倍。

对标普500指数每股收益的普遍预测



来源：Factset数据

地缘政治破坏潜力

退一步来看整体市场背景，仍有各种潜在的催化剂可能破坏这种相当乐观的基本情况。尽管对2026年标准普尔500指数成分股公司盈利的普遍预测表明，关税只是暂时的干扰，但全球贸易流动正在发生变化，可能带来更持久的影响。这不仅体现在大宗商品领域（在大宗商品领域，变化可以相当快地实施（和逆转），就像中国完全取代美国农产品进口所显示的那样），也体现在更复杂的供应链领域。对美国更为负面的敌意不仅在实物交易中可见，而且在美国旅游业和金融业也越来越明显，因为欧洲和加拿大的机构投资者希望在没有美国金融中介机构帮助的情况下，将更大一部分资产部署到美国以外。

欧洲经济似乎不仅是美国关税的受害者，也是中国出口从美国转移的受害者。中国庞大的汽车行业最受关注，海外销量大幅下滑，来自亚洲的竞争日益激烈，尤其是在电动汽车领域。从2023年初到现在，德国主要汽车制造商的市值下降了8%（宝马）和41%（大众），而雷诺和斯特兰提斯等其他汽车

制造商的股价也在同期下跌。

尽管在亚洲，中国是美国贸易关税的主要目标，但其他主要亚洲出口国（包括美国坚定的政治盟友）也面临着重大的关税阻力。韩国Kospi 200指数（迄今为止上涨了49%）和日本日经225指数（迄今为止上涨了13%）的市场表现都很稳定，就像美国市场一样，这些指数在历史高点附近交易，隐含波动率表明未来的不确定性程度更高。虽然这可能与与上涨相关的波动性增加更具“亚洲”动力有关，但另一种解释是，市场参与者更担心非人工智能经济。与美国市场相反，日经指数和韩国综合指数的专家都对其前景持负面看法，因为韩国和日本似乎错过了众所周知的人工智能列车。因此，这些市场是基于更为传统的经济领域的上涨而达到历史高点的，这与美国形成了鲜明对比，在美国，Slop 490指数的表现远远落后于大盘。按照这种解释，人工智能将是一个必然的赌注，以至于人工智能公司的主导地位实际上会抑制指数的下行风险。

谁还记得漂亮50（Nifty Fifty）？

这种动态会让人想起50多年前的漂亮50（Nifty Fifty）热潮。漂亮50是一组美国大盘股的名称，这些股票被认为是稳定增长的股票，并被认为推动了20世纪70年代初的牛市。但由于它们的受欢迎程度，估值与基本面脱节，股票随后暴跌，整个80年代都表现不佳。除了目前仍然繁荣的公司（尽管估值较为温和），一些关键成员是柯达和宝丽来，后者在1971年达到了90倍的市盈率，与博通目前的82倍或超威半导体的88倍¹³相差不远。

这与漂亮50年代也有一些相似之处。特朗普政府向美联储施压并非史无前例，当时尼克松总统也曾试图采取类似的方式推动降息。这也是一个美元走弱、黄金强劲上涨的时代（在废除金本位后的地缘政治和通胀担忧中）。

套用马克·吐温的话，市场可能不会重演，它们往往会押韵，过去的教训往往被新一代交易员遗忘。

13. 根据彭博数据，2025年9月24日的市盈率

感受燃烧

当谈到未来的市场表现时，所有的道路似乎都通向人工智能的成功，看看未来的预测可能会有所帮助。考虑到所有已宣布的投资项目，预计的资本支出方面多少有些清晰。根据彭博情报，到下一个十年开始，最大的科技公司将把它们在人工智能上的年度总支出增加到5000亿美元以上。与互联网时代没有什么不同，目前的市场正在奖励增加的支出或增加的烧钱率（当时被称为股价上涨）。

电力和水需求等外部性正成为一种制约因素，为此，需要有人为超大规模人工智能买单，以证明当前估值的合理性。

美国消费者已经对电费大幅上涨感到不安，因为升级电网的成本越来越多地由纳税人承担，美国主要电网运营商PJM Interconnection上月创纪录的拍卖价格就是明证。

收入方面则更加模糊。根据贝恩资本的一项研究，到2030年，人工智能公司将需要2兆美元的年收入，才能为满足预计需求所需的计算能力提供资金。但鉴于人工智能服务货币化的努力落后，贝恩预计收入可能会比这一目标少8000亿美元¹⁴。随着创新和竞争的加剧，盈利可能不会那么简单。

来自中国的潜在压力

中国新兴的人工智能巨头也增加了支出，但方式不同。今年1月发布的DeepSeek的教训是，更灵活的开源替代品很可能是可行的。这将使人工智能大型语言模型（“LLM”）商品化，并将给利润率带来巨大压力。

在硬件方面，预计来自中国的竞争也会更加激烈。美国政府禁止英伟达向中国出售其最先进的人工智能芯片已经有一段时间了。然而，这在中国引发了一场加速的追赶竞赛，各种高科技芯片公司最近也推出了他们的首款人工智能芯片。虽然他们可能还没有达到英伟达的水平，但最近中国政府下令中国公司完全远离英伟达的芯片，这是一个明显的迹象。除非他们知道中国正在生产好的替代品，否则他们不会这么

做。虽然首先是在国内使用，但下一步当然会出口这些人工智能芯片，而且可能会以比目前英伟达芯片低得多的价格压低利润率。回顾最近的历史，它可能会像太阳能电池的价格竞争一样，当时欧洲最大的太阳能电池公司Q-cells破产，例如第一太阳能公司（First solar）的股价仍低于2008年的高点。另一个最近的例子是，电动汽车领域的价格竞争给美国和欧洲汽车制造商带来了巨大压力。

就像互联网、太阳能和电动汽车一样，这些创新本身将继续存在，这一点毫无争议，但美国人工智能市场在规模扩张速度和收入利润率方面可能再次走在了自己的前面。

14. AI industry faces US\$800 billion revenue shortfall amid data centre expansion: Bain | South China Morning Post

AI是如何看待AI的？

也许把最后的决定权交给人工智能本身才是公平的。当我们向（免费版）Grok询问人工智能股票是否存在泡沫的问题时，它给出了一个非常清晰和诚实的答案。“根据最近的分析 and 市场情绪，**是的，许多迹象表明人工智能泡沫正在形成，让人想起互联网时代，但它还没有达到狂热的顶峰，破裂可能需要几个月或几年的时间**”¹⁵。

我们同意Grok的观点，即预测泡沫的时机是一个关键因素。如果从美国股市撤资，可能会在牛市持续之际错失上行空间。但与此同时，保持对美国股市的敞口确实存在相当大的下行风险。从这个角度来看，在当前隐含波动率较低的情况下，这很可能是通过波动率策略投资来增加股票

敞口的好时机。

因此，为什么不把股票投资组合中的一小部分投资于像True Partner fund这样的相对价值波动基金呢？这只基金将是一个很好的分散投资工具，因为自成立以来的14年里，该基金的年化回报率为+4.1%，与股市呈负相关。这一壮举之所以成为可能，是因为我们的相对价值波动策略往往在市场动荡时期获得超额回报，如2011年8月（欧洲债务危机）、2013年6月（缩减恐慌）、2015年8月（人民币贬值“黑色星期一”）、2018年2月（“末日浩劫”）和2020年第一季度（新冠疫情）。对于那些担心即将发生重大事件的人，True Partner capital还提供针对下行和尾部对冲的定制解决方案。

作者简介



Govert Heijboer先生是True Partner的联席投资官，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。他是创始合伙人，并自2010年3月起参与True partner Fund的启动工作。



Tobias Hekster先生是True Partner的联席投资官，在过去的27年以不同身份活跃于全球市场。1998年开始在阿姆斯特丹IMC做场内交易员，Tobias建立了场外交易套利柜台，主管从芝加哥办事处过渡过来场内交易转为电子交易，并设置亚洲波动套利部门。Tobias拥有经济学硕士学位来自荷兰格罗宁根大学。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。

15. 从哲学上讲，这个答案很有趣。如果确实存在泡沫，其答案的正确性将指向其价值，从而反驳泡沫。但如果不存在泡沫，那么答案是不正确的，这将表明可能存在泡沫。或者更有可能的是，从功能上讲，人工智能领域没有不合理的炒作，但判断是否存在泡沫的关键驱动因素是当前的估值。

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。

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

数据截至2025年9月，除非另有说明。来源在脚注中注明；其他数据来自True Partner、彭博社、高盛、美国银行。除上述说明外，图表数据均来自Bloomberg / True Partner。来自第三方的数据被认为是准确的，但不代表其准确性。本文件由True Partner Advisor Limited (“True Partner”) 拟备及发出。True Partner Advisor Limited是CFTC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. (美国证券交易委员会注册投资顾问) 和True Partner Advisor Hong Kong Limited (香港证监会许可的第9类资产管理公司)。本文由True Partner Advisor Limited提供，而不是其附属公司。本演示文稿是保密的，仅供提供该演示文稿的人员使用，未经True Partner事先书面同意，在任何情况下均不得向授

权接收方以外的任何人展示、复制、传输或以其他方式提供副本。此处不构成出售或征求购买任何证券的要约，也不构成对任何投资策略或工具的认可。过去的表现不能保证或预示未来的结果。我们无法保证任何投资策略的目标一定会实现。本材料无意以任何方式招揽投资。重要的是，您不要使用此材料来请求、授权或影响购买或出售任何证券，发送资金转移指示，进行任何其他交易或发送时间敏感指示。本材料中的任何内容均不构成投资、法律、会计或税务建议，也不代表任何投资或策略适合或适合您的个人情况。对过去业绩的任何讨论不应被视为对未来业绩的指示，对未来业绩也不作任何明示或暗示的陈述。阁下在进行或同意进行任何交易前，应考虑任何投资或策略的具体回报及风险情况。True Partner基金、True Partner离岸基金、True Partner在岸

基金、True Partner LP (各为“基金”或统称“基金”)、True Partner Advisor Ltd., True Partner Advisor Hong Kong Ltd. 和 True Partner Capital USA Holding Inc. 不对第三方滥用本材料承担任何责任。

投资者应获取并仔细审查True Partner离岸基金、True Partner在岸基金或LP的最终保密备忘录 (各为“备忘录”)，其中包含有关各自基金及其投资相关费用的额外信息。备忘录在“风险因素和利益冲突”项下简要描述了投资于各自基金的相关风险。任何投资于相应基金的决定都应基于备忘录中包含的信息。对本基金的投资可能会造成资本损失，只适合能够承担该风险和本基金投资的非流动性质的人士。这些基金都不是在美国注册的投资公司。

基金的权益将以私募方式提供给符合相应基金资格标准的潜在投资者，豁免适用证券法的注册要求。这些材料仅供分发给他们的人使用。它们是保密的，不得全部或部分复制，未经本基金同意，不得交付给任何人。这些材料不构成法律、税务或会计建议或投资建议。潜在投资者应就此类事项咨询自己的顾问。

True Partner离岸基金的注册地为开曼群岛。True Partner离岸基金在瑞士的代表是Banque Heritage SA，其注册办事处位于Route de Chêne, 1208 Geneva, Switzerland。本基金股份在瑞士的分配必须仅向合格投资者进行。备忘录、章程和年度报告可向瑞士代表免费索取。负责在瑞士分销的True

Partner实体隶属于独立监察员办公室，地址是Terraxis SA, rue de la tour de l'île 11,1204瑞士日内瓦。瑞士的支付代理是Banque Heritage SA。在瑞士分配的基金股份的履约地和管辖权在代表的注册办事处。有关股份的出版物在电子平台www.fundinfo.com上生效。