



2025 年展望

私密文件

仅供指定收件人使用。不得转发。

2024 年 12 月

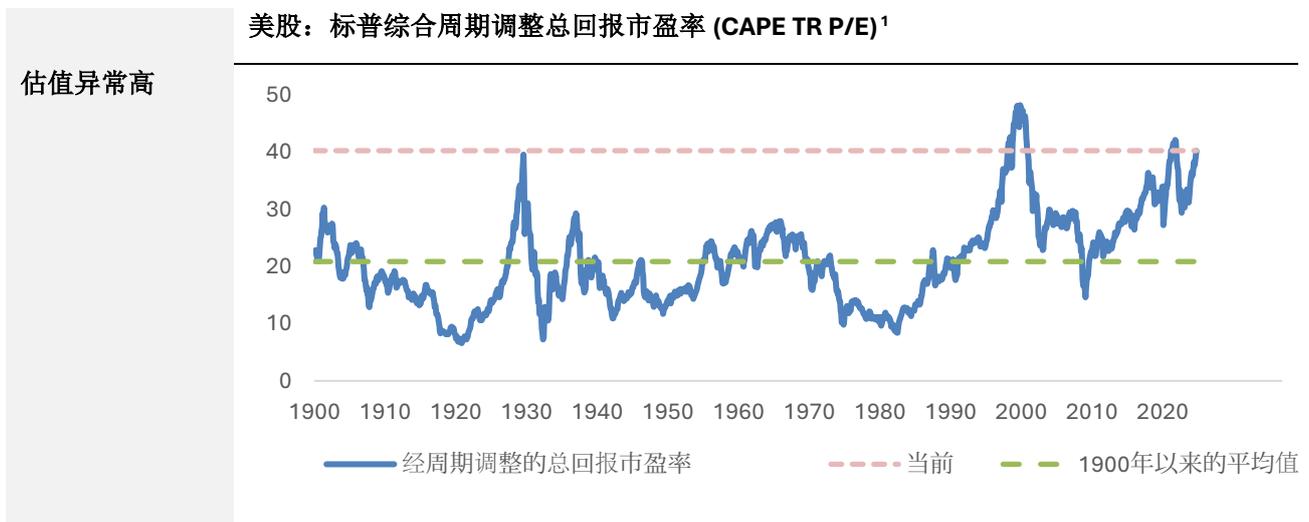
2025 年展望

展望

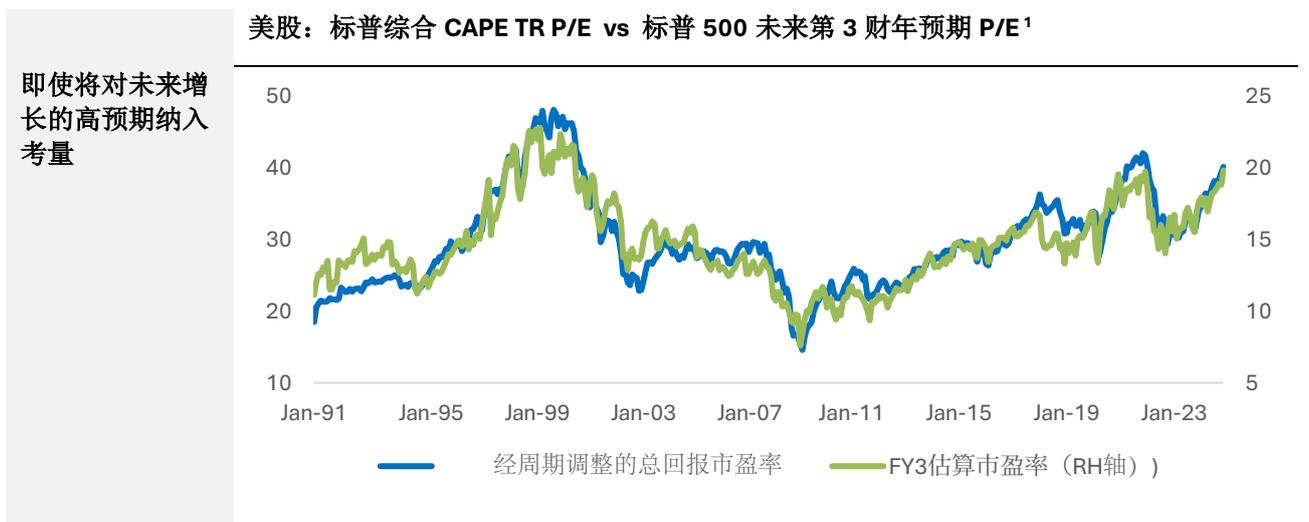
如无异议，2024 年标普 500 指数将连续第二年回报超过 25%，且美国和欧洲市场的隐含波动率徘徊在历史低点附近。上一次连续两年出现 25% 以上的回报是 1997 年和 1998 年，当时正值互联网繁荣时期。

近来，对美国股市持续跑赢全球市场的乐观情绪比比皆是——投资者们是否应该在特朗普执政期间继续美股投资？多元化投资已无必要吗？美国例外论是资产配置的核心问题。虽然把握市场时机总是很困难，但我们认为投资者们也应该退后一步，考虑下投资组合在市场回调时可能会如何表现。首先，我们将研究围绕美国例外论的一些指标以量化投资者的乐观程度。然后，我们将转向多元化投资的潜在方向。

长期来看，最好的估值指标之一是罗伯特·席勒（Robert Shiller）在 1990 年代后期提出的周期调整市盈率。根据该指标（下面的总回报图已包含企业回购因素），美国股市估值已接近峰值，周期调整后的市盈率为 40 倍——与 1929 年华尔街大崩盘前的水平相当，但仍略低于 1999 年的历史峰值 48 倍。当然，这是在互联网泡沫破灭前夕——之后的三年半里，该比率下降了一半以上。



看涨的市场参与者经常会反驳说，CAPE 是一种回顾性指标。但市场对未来增长的预期也很高，基于远期市盈率的估值也接近历史峰值。前瞻性估值指标的表现也往往与回顾性 CAPE 同步，如下所示。

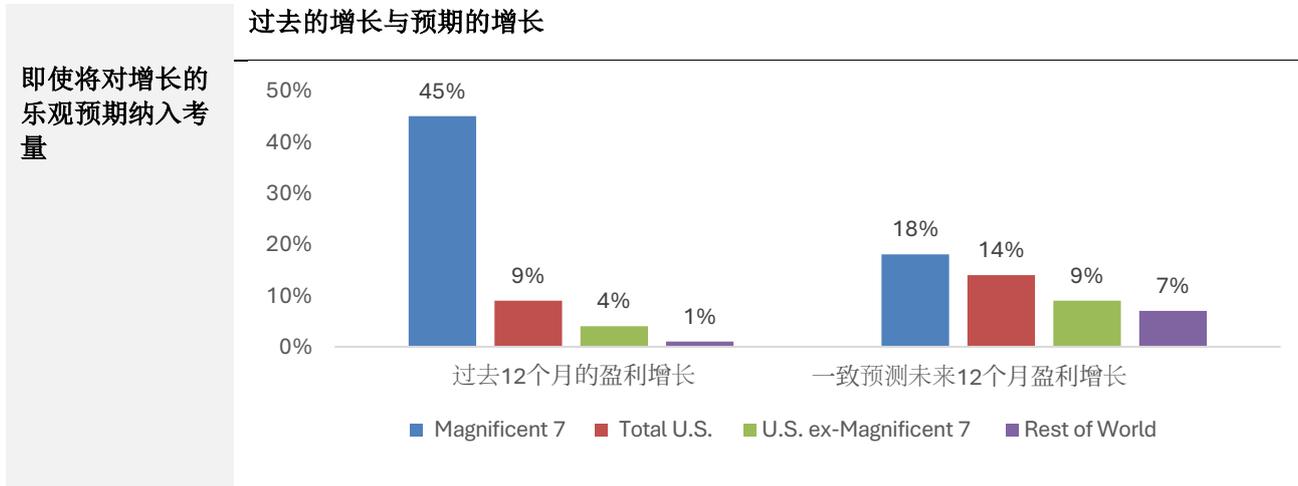


¹ 源自：罗伯特·席勒/耶鲁大学，彭博社，True Partner。数据截至 2024 年 11 月。

2025 年展望

对未来的看涨，很大一部分源于看好“七巨头”和对 AI 的乐观情绪。这些公司目前正在对 AI 项目进行大量投资。AI 可能是未来盈利的驱动因素，但盈利的程度？个股巨头们对指数的影响也达到了历史之最：标普 500 指数中排名前 10 的股票占其市值的三分之一以上，远高于互联网时代的峰值水平（略高于 25%）。²

市场不仅仅是对“七巨头”存在狂热的乐观情绪，看涨预期是全盘性的（如下图所示）。放眼全球，在过去 10 年中，美股市场增长了 6.6%，美股以外的市场增长了 4.2%。分析师估计，不包括“七巨头”的未来涨幅将大约是当前水平的两倍。³



在如此高的期望中，回顾下 1990 年代后期在互联网发展中对电信和网络庞大投资的命运是有意义的。虽然许多互联网公司的商业模式有问题（例如 Pets.com），但也有许多快速增长的公司业务强劲。多年来，随着互联网需求的快速增长和公司竞相投资基础设施，相互关联的增长“良性循环”应运而生。朗讯科技、高通、北电网络、思科和 Sun Microsystems 等公司连续几年实现强劲增长。然而，当估值和增长预期变得过高，增长就会令人失望，资本支出被大幅削减（美国电信资本支出从 1996 年到 2000 年翻了一番，然后跌破 1996 年的水平），公司陷入削减成本和股价下跌的恶性循环。AI 无疑具有巨大的潜力，投资收益可能与市场定价一致。但风险仍然存在，这些资本支出可能引发过度竞争和供应过剩，最终导致令人失望的投资回报。

特朗普效应

美国大选后，市场的乐观情绪明显增加。市场似乎正在为华尔街定价“金发姑娘特朗普”——美国企业的税负将降低、监管将更少，政府支出将缩减或效率提升，财政赤字将收敛稳定，而在关税和移民方面更具破坏性的竞选承诺不会被兑现。特朗普的提名有利于其忠诚追随者，如果他以更具破坏性的方式兑现其竞选承诺，则市场可能面临进一步调整。征收关税和驱逐非法移民出境可能会对经济增长和抑制通胀产生负面影响——进口商品价格上涨，且工资因劳动力供应萎缩而上涨。

考虑到这一点，12 月 18 日（本文数据的截止日期也接近此日）发布的美联储点阵图，以及市场对此的反应值得关注。美联储点阵图预测通胀将走高，并相应下调降息预期（甚至出现了一票反对降息）。正如我们在此文中警告的那样，通胀的持续出人意料。鲍威尔在新闻发布会上警告说，需要通胀改善后方能进一步降息，但市场秉持偏鸽派的观点。通胀的居高不下，可能会将回归正常推至美联储的预测之外，进而让市场担忧。市场在 FOMC 会议之后的几个小时内躁动不安，但随后在一夜之间得以恢复。

² 2024 年 9 月资本集团《股市集中度是否达到了临界点》。https://www.capitalgroup.com/individual-investors/se/en/insights/articles/has-stock-market-concentration-reached-a-tipping-point.html

³ MSCI 美国指数和 MSCI 全球指数（不含美国市场）的摊薄后 EPS。通胀数据未考虑这种差异——美国 CPI 在过去 10 年（截至 2024 年 11 月）平均为 2.9%，高于市场定价的未来 1 年盈亏平衡通胀率 2.7%。源自：彭博社，True Partner。

2025 年展望

全球其他市场表现如何？

继美股市场多年出色表现后，许多投资者已经对美股进行了高额配置。投资者会分散投资到其他股票市场吗？应该分散吗？诚然，其他市场的估值不高，而且与美股市场相比折价巨大。然而，正如我们在下面将展示的那样，尽管金融危机后当地政府出台了强有力的货币刺激政策，这些市场表现却相对停滞不前。一些关键的其他市场面临低增长、关税威胁、政局不稳和财政困境等不利因素。

因为其他市场的总回报明显落后于美股市场，希望修正相对估值的人也需要信心来逆势而为。如下所示，美股市场目前在 MSCI 全球指数中占比 67%（在 MSCI 世界指数占比 74%），而 2012 年为 47%、2007 年仅为 42%。基准表现不佳的风险也可能让许多投资组合经理感到有压力。⁴ 虽然有评论员以此为地域多元化投资提供理由，但我们几乎没有看到投资者大额减持美股的迹象。从波动率的角度来看，这也使美股市场的修正值得关注。一旦出现大幅下跌，历史和当前格局表明其他主要市场（尤其是欧洲和日本，中国则较少）也可能出现高度相关的下跌。

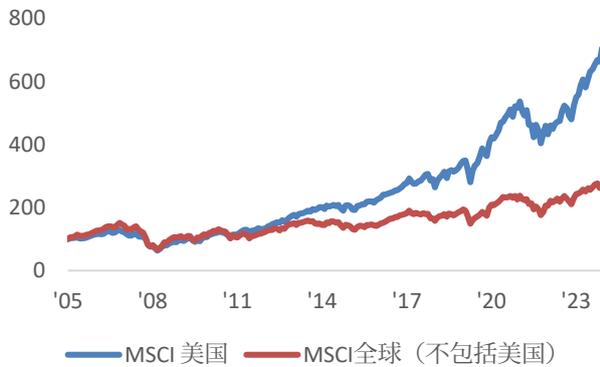
非美市场折价交易，即使考虑了预期增长（对未来第 3 财年 P/E 的共识预期）⁵



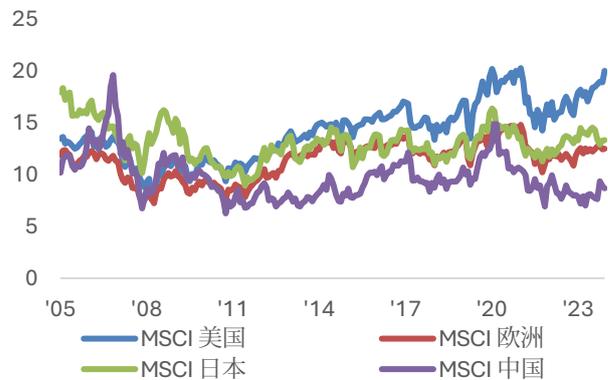
但多年来非美市场的增长令人失望（摊薄 EPS）



美国市场表现大幅领先（总回报指数）



主要市场中，中国市场价格异常便宜（对未来第 3 财年 P/E 的共识预期）



⁴ 源自：MSCI。

⁵ 本页图表源自：彭博社，数据截至 2024 年 11 月底。

2025 年展望

我们密切关注的一个市场是中国。中国股票市场是唯一相对独立于西方的主要市场，且对其他亚洲市场很有影响力，是我们交易机会集的关键所在。被冷落多年的中国股票，现在的交易价格较其他市场有大幅的折让。当局正在采取协调一致的财政和货币刺激措施，而股市回报（恒生国企指数远期收益率超 10%，略低于 MSCI 中国指数）是政府债券利率的数倍（10 年期利率不到 2%）。10 年前，标普 500 指数的回报也远高于 10 年期美债利率，但现在标普 500 指数的回报低于 10 年期美债利率。尽管中国市场面临诸多挑战，但我们认为中国股市是可能出现强劲上涨的市场之一。在过去的几年里，我们一直在内部开发、模拟交易利用中国股票波动机会的策略，同时也意图抓住这种逢低买入的机会。如果您想了解更多信息，请与我们联系。

只有估值值得关注吗？

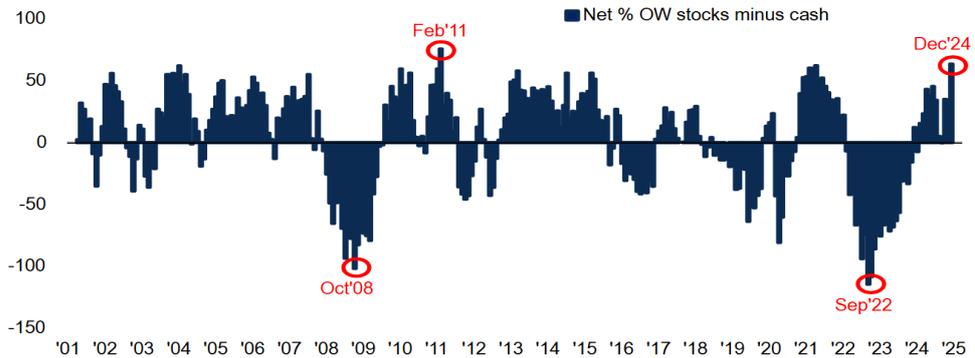
回到美国市场，将估值作为前瞻性指标的难点在于时机。长远来看，估值是一个强有力的指标；但短期来看，回报的来源非常广泛。美市股价在 1998 年高企，最终急剧下坠——但标普 500 指数在 1999 年又上涨了 21%，然后市场又开始下行。这一情形吸引了部分全世界最优秀的投资者，其中包括老虎基金的 Julian Robertson 和索罗斯旗下的 Stanley Druckenmiller。Druckenmiller 先是在空头交易中失手，接着又不幸地选择了做多。其关于情绪如何影响投资的评论值得我们反复思考：

“我买进了价值 60 亿美元的科技股，6 周内，我在那次买进中损失了 30 亿美元。你问我学到了什么，我什么也没学到。我其实知道我不应该那样做。我就像一个情绪化的篮子，无法控制自己。也许我学会了不再这样做，但我其实早已知道不该这样做。”⁶

还有其他警告信号吗？仓位信号也开始闪烁。20 多年来，美国银行一直在对基金经理们进行调查。2024 年 12 月的调查报告显示，资产配置被极度看涨，且基金经理情绪指标创下自 2020 年 6 月以来最大月度涨幅。

美国银行全球基金经理调查 - 净超配股票 % - 净超配现金 %⁷

基金经理对股票持仓异常看涨



Source: BofA Global Fund Manager Survey

美国消费者们也是前所未有地看涨股市。在过去近 40 年里（自 1987 年以来），总体悲观的这群人（尽管其股票配置可观）预期未来 12 个月股票上涨比预期下跌的平均占比仅多 8%。现在这个比例是多 35%。有趣的是，虽然消费者异常看好股市，但他们对自己的收入增长前景并没有特别乐观。2024 年前，消费者上一次对股市持强烈乐观态度是在 2020 年 2 月（净占比多 21%）。在 12 月创下历史新高之前，看涨净占比的上一个高潮是在 2000 年 1 月，接近峰值。⁸

⁶ 源自：2018 年 5 月雅虎财经 Michael Batnick 撰文《Stanley Druckenmiller 的大错误》。

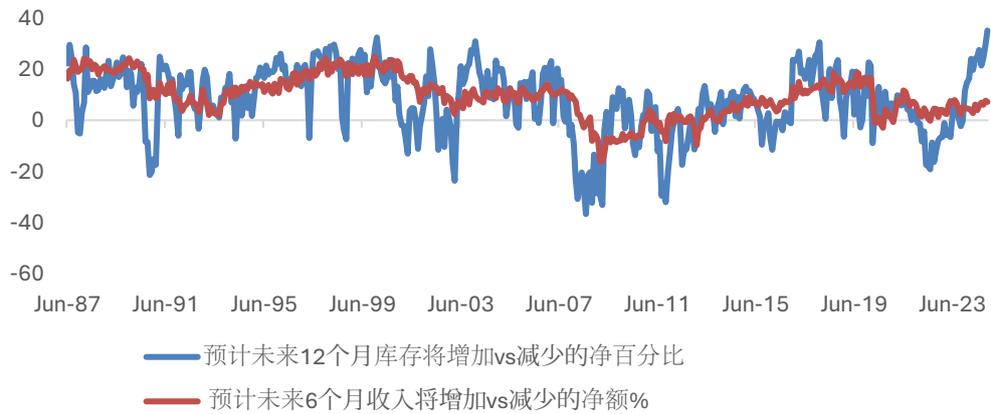
⁷ 源自：美国银行基金经理调查，2024 年 12 月 17 日，数据流。

⁸ 源自：会议委员会调查，彭博社。

2025 年展望

美国消费者
前所未有地
看涨股票

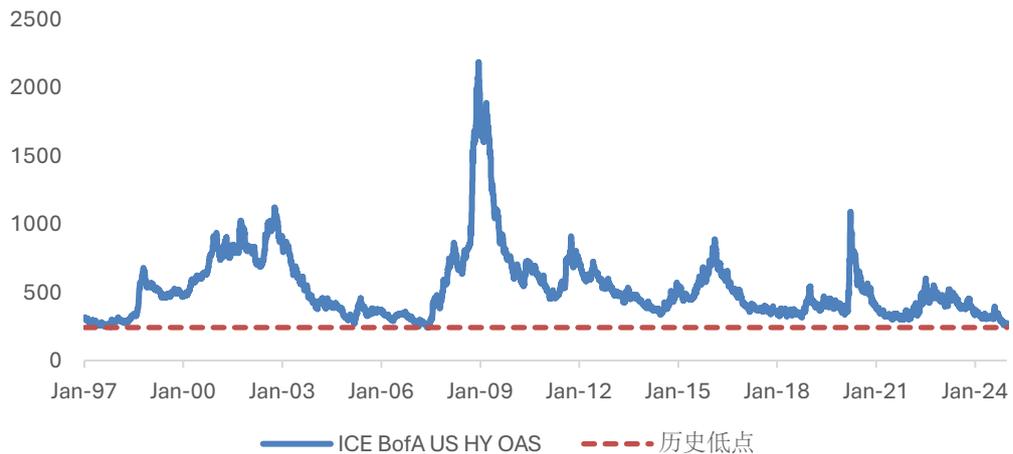
会议委员会消费者调查 - 预期股票上涨% vs 预期股票下跌%⁹



纵观信贷的资本结构，企业信贷利差也接近历史低点，多元化投资收益受限。私人信贷利差不太容易追踪，但有证据表明它们也在收紧。¹⁰

信贷利差接
近历史低点

相对于美国国债，美国高利率信贷利差¹¹



传统市场之外，没有明显效用的资产在模因币的主场获得了令人瞠目结舌的估值。例如，市值超过 80 亿美元的佩佩币 Pepe “通过制定无税政策并坦承其缺乏实用性来吸引加密货币社区，并保持模因币的纯粹和简单”。狗狗币 Dogecoin 是最出名的模因币（并且无限供应），市值约为 550 亿美元（具体金额视当天情况而定）——大致相当于一个纽约银行梅隆公司。¹²

更广泛的加密市场正在通过微策略（MicroStrategy）等股票渗透到传统市场（微策略有望加入纳斯达克 100 指数）。无论您是否喜欢价格超过 10 万美元的比特币，微策略的市值比其持有的比特币价值高出 100% 以上。此外，还有数十亿美元的 2 倍杠杆 ETF 跟踪它，这些 ETF 的年化波动率超过 200%。¹³ 如果微策略的交易价格跌至净资产价值（NAV），这些 ETF 可能在一两天内轻易就被清零，而比特币的价格甚至不需要下跌。如果比特币也大幅下跌，可转换债券持有人（主要是对冲基金）的对冲动力可能会开始专注于保护他们的名义资产，从

⁹ 源自：彭博社；会议委员会于 2024 年 11 月 26 日公布的最新调查数据（能获取的最新数据）。

¹⁰ 参见示例 2024 年 12 月 4 日标普全球《私募市场：私人信贷将如何应对利率下降？》。

¹¹ 源自：Ice Data Indices, LLC，从圣路易斯联邦储备银行的 FRED 数据库检索，截至 2024 年 12 月 17 日。

¹² 源自：Coinmarketcap, 彭博社。2024 年 12 月 11 日至 18 日期间，狗狗币的市值从 530 亿美元波动至 620 亿美元。同一时期，纽约银行梅隆公司的市值在 550 亿美元到 580 亿美元之间波动。

¹³ 源自：彭博社，True Partner, 截至 2024 年 12 月 16 日。

2025 年展望

而加剧下跌。对冲动力可能很复杂，并且会随着下跌而变化——如果您想讨论细节，请与我们联系。然而，在没有修正的情况下，微策略仍在发行新股以购买更多的比特币，从而推高比特币价格。

加了杠杆的 ETF 在大型个股中很受欢迎。让我们以英伟达为例，该股市值约占纳斯达克 100 指数的 8%。穿透来看，有超过 250 亿美元的单一或高度集中的加杠杆 ETF/ETP 跟踪该股，另外还有近 400 亿美元的加杠杆纳斯达克 100ETF/ETP 敞口。2020 年 3 月，英伟达下跌了 18%，当时还没有这些 ETF。今天英伟达如果下跌 18%，则将蒸发约 5700 亿美元的市值——比新加坡的 GDP 还要多，这还没有考虑 ETF。ETF 需要在接近收盘时相对狭窄的时间窗口内进行交易。想象一下这将是怎样的交易日？我们看了一下数字，结果并不好看。如果英伟达再次下跌 18%，将触发这些 ETF 卖出超过 40 亿美元以达到再平衡（占单日交易量的 15% 以上），而所有这些都将在交易日的最后几分钟内完成。¹⁴ 由于英伟达不是独立于市场进行交易，并且热门个股和指数存在其他杠杆结构，这很容易演变成雪崩般的强制抛售直至收盘。

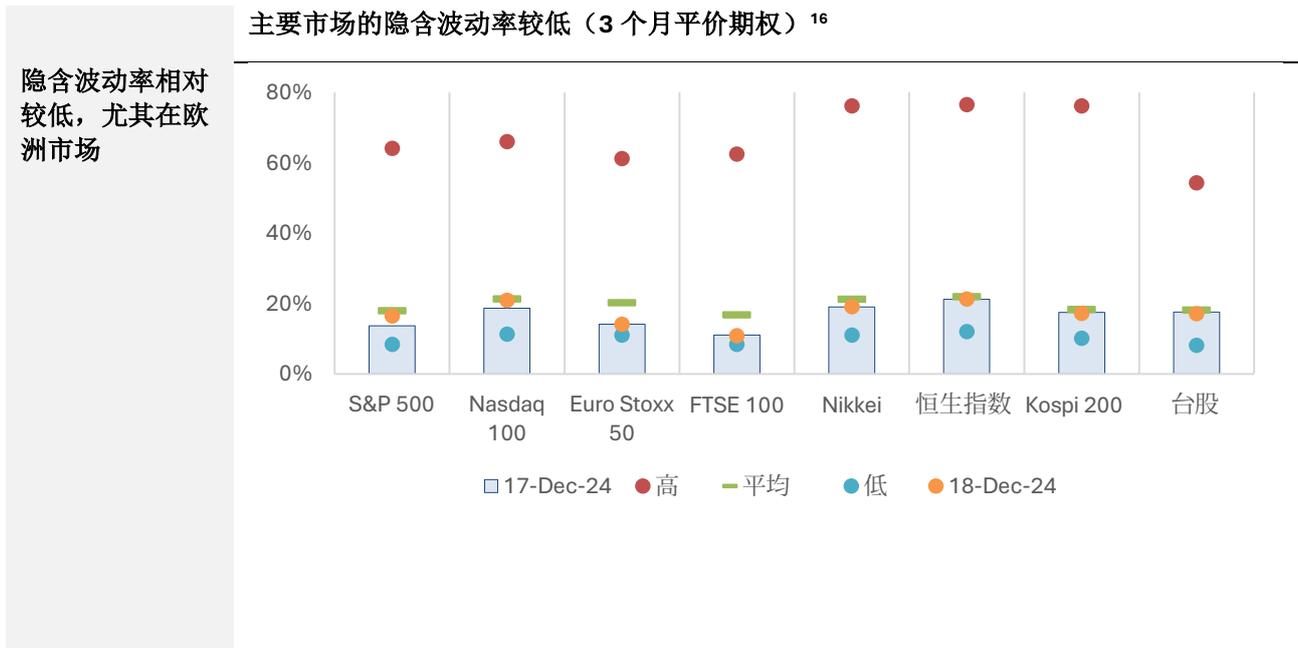
高估、杠杆和极度看涨的情绪相结合，可能成为一种有害因素。此外，还存在流动较慢的风险。正如国际清算银行和欧洲央行今年早些时候所强调的那样，发达市场政府的财政状况形势严峻，¹⁵ 而欧洲央行也强调了美元流动性的脆弱。危机发生时，这两个问题都可能迅速上升为投资者的关注焦点。当投资者们担心安全资产的安全性时，他们可能会对风险资产加倍恐慌。

市场完全忽略风险了吗？

波动率市场反映了投资者对风险的感知动态。观察一下波动率定价，3 个月平价波动率已接近欧洲市场的历史低点、低于美国市场的平均水平，尽管预期这段时间美国新政府会出台新的政策（主流预期会有一些市场动作）。我们对比了 12 月 17 日和 12 月 18 日的情形，因为在 12 月 18 日 FOMC 的意外之举后美国市场波动率短暂走高——但后续几乎没有跟进，并且在 19 日的亚洲和欧洲交易时段回撤。

价外下行波动率也处于较低水平。这使得尾部对冲在几个市场相对便宜。一些亚洲市场的隐含波动率较高，反映出近期的实际波动率较高。在标普 500 指数中，相对于平价波动率，下行保护的溢价略高——这是大多数投资者通常首选的对冲重点（受此影响的市场往往比其他市场具有更高的波动率风险溢价）。这反映了市场定价在一定程度上存在将高波动率低定价常规化的风险。鉴于平价波动率较低，下行溢价主要反映了正常溢价，且下行溢价的变化也与市盈率的上升密切相关。值得注意的是，其他指数的保护溢价也偏低，例如高歌猛进的纳指。

主要市场的隐含波动率较低（3 个月平价期权）¹⁶



¹⁴ 源自：彭博社，True Partner，截至 2024 年 12 月 16 日。

¹⁵ 源自：2024 年 6 月国际清算银行年度经济评论，2024 年 11 月欧洲央行金融稳定评论。

¹⁶ 隐含波动率图表源自：彭博社，高盛，数据截至 2024 年 12 月 18 日。

2025 年展望

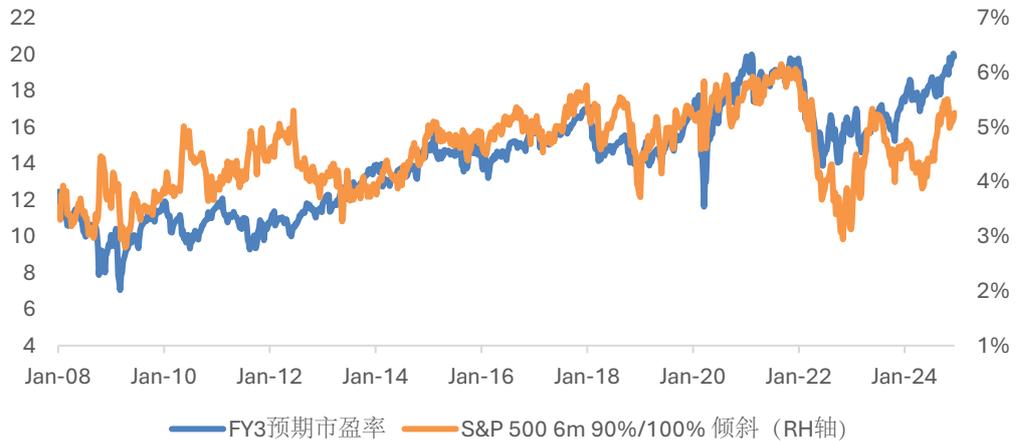
多个市场中，价外下行保护成本也相对较低

长期价外对冲成本（10%价外，6个月隐含波动率）



下行保护溢价表明市场担忧波动率可能大幅飙升

随着估值上涨，下行保护溢价也有所上涨¹⁷



投资者们能做什么？

很少有人能安然规避风险资产，我们可以未雨绸缪。有哪些稳健策略可以应对众所周知的市场风云突变？这是波动率策略的价值所在。投资者们需要能够应对市场环境变化的投资组合。一种选择是增加尾部风险保护，以在市场大幅下跌的情况下获得强劲回报。这可以提高回报的确定性，使投资者能够在投资组合的其他方面承担更多风险。而且，有限的资本能够充分投资于市场。择机对尾部风险进行对冲，将可能大大降低对冲成本。我们很乐意分享我们的想法，以及我们为美国养老基金设计的对冲策略的研究案例。

我们的相对价值波动策略（已部署于 True Partner Fund 十三年有余），可以作为重要的多元化工具。该策略历经时间的考验赢得了有吸引力的绝对回报，且往往在波动率上升和资产错配的市场冲击中表现尤佳。拉长时间轴后，该策略与股票市场呈负相关。当趋势跟踪等应变较慢的策略需要时间来改变方向时，该策略经常会成为应对市场冲击的“第一反应者”。在 2018 年 2 月这样的短暂冲击中，它能获利（这对于尾部风险策略来说可能很困难）。当然，无固定方向意味着它在 2020 年 3 月的类似场景中往往会表现逊于纯尾部对冲——但这种特质也使得该策略在全年负相关于股市的情况下，2024 年迄今获利 5.5%（截至 12 月 13 日）。

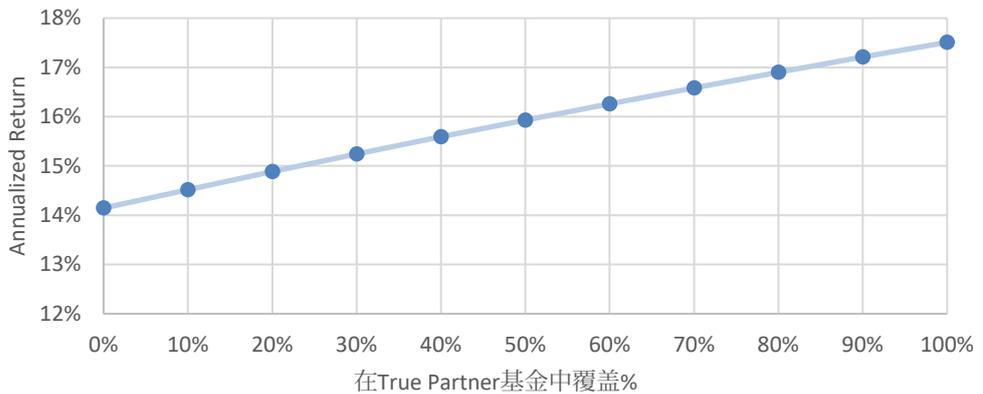
¹⁷ 源自：彭博社，高盛，True Partner。周数据截至 2024 年 12 月 13 日。

2025 年展望

该策略的现金效率，意味着它也可以作为多头股票投资组合的叠加，在不减少股票敞口的情况下提供多元化优势。下面是一个应用该方法的假设投资组合的简单示例。我们假设投资者对标普 500 指数保持 100% 的敞口（可以通过期货为投资者实施），并为 True Partner Fund 的相对价值策略增加配置作为叠加。如图表所示，这有助于提高整个投资组合的年化回报率和夏普比率。

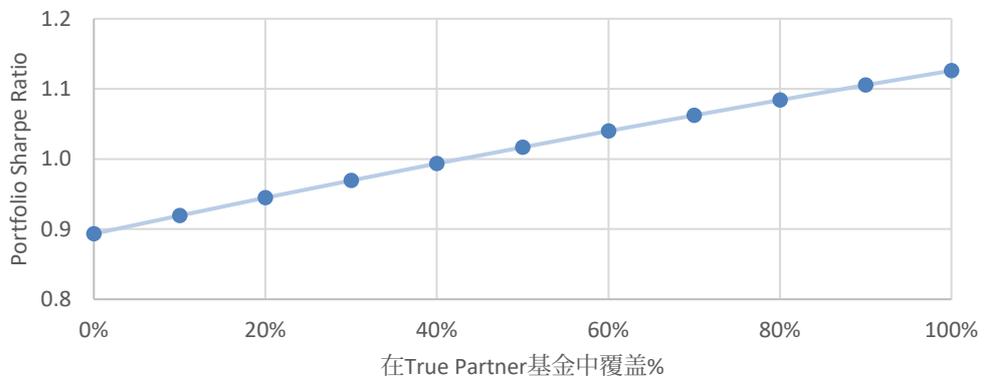
对股票投资组合叠加 True Partner Fund 可以增厚回报 假设投资组合示例¹⁸

配置 True Partner Fund 可以增厚回报



对股票投资组合叠加 True Partner Fund 可以提高夏普比率 假设投资组合示例¹⁸

配置 True Partner Fund 可以提高风险回报



2025 年会是股市从繁荣回落的一年吗？事实上，我们不知道，而且几乎没有投资者拥有能精准预测的水晶球。但投资者可以使用具有不同特质的策略来构建稳健应对市场变化的投资组合。我们感谢所有投资者在 2024 年的支持，并借此机会祝愿各位读者节日快乐，来年万事如意。

¹⁸ 假设业绩结果存在诸多固有限制，请参阅免责声明。数据区间自 2011 年 7 月至 2024 年 11 月，假设将 100% 的资本分配给标普 500 指数，并将不同百分比的资本分配给部署在 True Partner Fund 中的相对价值策略（从 0% 到 100%），其回报用 True Partner Fund 的业绩来体现（必要时调整估计的杠杆成本）。回报已扣除费用和 True Partner Fund 收费（包括交易与非交易费用）；实际费用可能会根据基金的设置而有所不同，也可能高于 True Partner Fund 现行标准。

¹⁸

2025 年展望

免责声明

除非另有声明，本文数据截至 2024 年 12 月。数据来源：True Partner，彭博社。来自第三方的数据我们视作准确，但我们对其准确性不作任何陈述。本文由 True Partner Advisor Limited (“True Partner”) 撰写、发布。True Partner Advisor Limited 系 CFTC 注册的商品池运营商 (CPO) 和商品交易顾问 (CTA)，其关联方包括 True Partner Capital USA Holding, Inc. (SEC 注册的投资顾问)，True Partner Advisor Hong Kong Limited (香港 SFC 许可的第 9 类资产管理公司)。本文由 True Partner Advisor Limited 提供，而非其关联方。本文属于机密文件，仅供指定接收者使用。未经 True Partner 事先书面同意，在任何情况下都不得向指定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。本文中的任何内容均不构成出售任何证券的要约或购买任何证券的要约邀请，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结果。概不保证投资策略的目标都会实现。

本材料无意招揽投资。请务必注意，您不得使用此材料来要求、授权或实施任何证券的购买或出售，发送资金转账指示，执行任何其他交易或发送时效性指示。本材料中的任何内容均不构成投资、法律、会计或税务建议，也不构成适合您个人情况的投资或策略陈述。任何对过去表现的讨论均不应被视为对未来结果的指示，并且此处没有对未来结果做出任何明示或暗示的陈述。在进行或同意进行任何交易之前，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 (“基金”和“这些基金”)，True Partner Advisor Ltd., True Partner Advisor Hong Kong Ltd., True Partner Capital USA Holding Inc 和 True Partner Capital UK LLP 不对第三方滥用本材料的行为负责。

第 8 页展示了假设的回报，其中包括假设的业绩结果。假设的业绩结果具有多项固有限制，其中一些限制将在下面予以介绍。概不表示既定账户将或可能实现与所示类似的利润或损失。事实上，假设的业绩结果与特定交易程序实现的实际结果之间经常存在明显差异。

我们意在提供足够的信息，使您能够理解在呈现假设业绩时使用的标准和假设，并明示在做出投资决策时使用假设业绩的风险和限制。此外，我们认为假设的业绩可能与您的财务状况和投资目标相关，并且您很可能拥有资源和财务专业知识来适当考虑所提供的假设数据。

假设业绩结果的局限性之一是，它们通常是在事后视角下得出的。此外，假设交易不涉及财务风险，没有任何假设的交易记录可以完全解释财务风险对实际交易的影响。例如，承受损失的能力或在交易损失的情况下遵守特定交易计划的能力作为重要因素，也可能对实际交易结果产生不利影响。还有许多其他因素与一般市场条件或特定交易计划的实施有关，这些因素在推导假设的业绩结果时无法完全考虑，所有这些都可能对实际交易结果产生不利影响。

投资者应该取得并仔细阅读 True Partner Offshore Fund 或者 True Partner Onshore Fund, LP 的保密备忘录（均称为“备忘录”），其中包含有关相应基金和与其投资相关的费用等信息。备忘录在“风险因素和利益冲突”中简要描述了与投资相关基金相关的风险。任何投资于相应基金的决定均应基于备忘录中包含的信息。对本基金的投资须承受可能的资本损失，且仅适合能够承担该风险及本基金投资的流动性风险的人士。上述“基金”均不属于美国注册的投资公司。

基金的权益以私募方式提供给符合相应基金资格标准的潜在投资者，不受证券法注册要求的约束。该材料仅供其分发对象使用。该材料属于机密文件，不得全部或部分复制。未经“基金”同意，不得交付给他人。该材料不构成法律、税务或会计建议或投资建议，潜在投资者应就此类事宜咨询自己的顾问。

True Partner Offshore Fund 的注册地在开曼群岛。True Partner Offshore Fund 的瑞士代理是 Banque Heritage SA，其注册地址位于 Route de Chêne, 1208 Geneva, Switzerland。本基金在瑞士的份额销售仅面向合格投资者。备忘录、章程和年度报告可从瑞士代理处免费获得。负责 True Partner 瑞士分销的实体隶属于独立调解办公室，地址位于 Terraxis SA, rue de la tour de l'ille 1, 1204 Geneva, Switzerland。瑞士的付费代理是 Banque Heritage SA。在瑞士分销的基金份额的履约地和管辖地同代理的注册办事处。有关份额资讯在电子平台 www.fundinfo.com 发布。