



True Partner  
Capital Holding

# 2024年報

## True Partner Capital Holding Limited

根據開曼群島法律註冊成立的有限公司  
股份代號：8657

# 阿姆斯特丹國家博物館



阿姆斯特丹國家博物館—世界知名荷蘭藝術瑰寶

*True Partner Capital*向全球傳遞美麗及藝術，向偉大的荷蘭歷史致敬。

每年有超過250萬名遊客探索阿姆斯特丹最大的荷蘭大師作品收藏之一，而更多遊客則在線上體驗博物館大量的數字化收藏。

於本年報中，我們邀請閣下欣賞阿姆斯特丹國家博物館的精選傑作。



## 香港聯合交易所有限公司(「聯交所」) GEM的特色

**GEM**的定位，乃為中小型公司提供一個上市的市場，此等公司相比起其他在聯交所上市的公司帶有較高投資風險。有意投資的人士應了解投資於該等公司的潛在風險，並應經過審慎周詳的考慮後方作出投資決定。

由於**GEM**上市公司普遍為中小型公司，在**GEM**買賣的證券可能會較於主板買賣之證券承受較大的市場波動風險，同時無法保證在**GEM**買賣的證券會有高流通量的市場。

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本報告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本報告的全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。

本報告的資料乃遵照聯交所**GEM**證券上市規則(「**GEM**上市規則」)而刊載，旨在提供有關True Partner Capital Holding Limited (「本公司」)的資料，本公司的董事(「董事」或各為一名「董事」)願就本報告資料共同及個別承擔全部責任。各董事在作出一切合理查詢後，確認就其所深知及確信，本報告所載資料在各重要方面均屬準確完備，沒有誤導或欺詐成份，且並無遺漏任何事項，足以令致本報告或其所載之任何陳述產生誤導。

## 公司概況

成立於二零一零年，由前莊家團隊組建，  
為一間專業對沖基金管理公司

專注於流動性市場的波幅交易，主要為股指期貨、期權及交易所交易基金(ETF)

產品均具有多元化的**全球投資者基礎**

**穩定的資深管理層**：關鍵人員已共同奮鬥近十年

**取得長足發展**的專業化資產管理分部

3-T模式—結合**先進的技術**及**經驗豐富的團隊**，涵蓋**專業的交易策略**

**覆蓋全球**，於亞洲、美國及歐洲設有辦事處，實現**全天候交易**

本公司受惠於包含一系列模型及工具的**專有技術**，塑造其交易方法

利用**可擴展的投資平台**，在相鄰的細分市場中獲得潛在的**增長機會**

## 目錄

公司資料	7
業績	8
主席函件	17
管理層討論及分析	24
財務回顧	54
董事及高級管理層履歷	59
企業管治報告	67
董事會報告	85
環境、社會及管治報告	99
獨立核數師報告	135
綜合損益及其他全面收益表	140
綜合財務狀況表	141
綜合權益變動表	143
綜合現金流量表	144
綜合財務報表附註	146
財務概要	197

# 公司資料

## 董事會

### 執行董事

Ralph Paul Johan van Put  
(主席兼行政總裁)  
Godefriedus Jelte Heijboer  
Tobias Benjamin Hekster  
Roy van Bakel

### 獨立非執行董事

Jeronimus Mattheus Tielman  
白琬婷  
魏明德

## 審核委員會

白琬婷(主席)  
Jeronimus Mattheus Tielman  
魏明德

## 薪酬委員會

白琬婷(主席)  
Ralph Paul Johan van Put  
Godefriedus Jelte Heijboer  
Jeronimus Mattheus Tielman  
魏明德

## 提名委員會

白琬婷(主席)  
Ralph Paul Johan van Put  
Godefriedus Jelte Heijboer  
Jeronimus Mattheus Tielman  
魏明德

## 公司秘書

蕭月秋  
ACG, HKACG

## 授權代表

Ralph Paul Johan van Put  
Godefriedus Jelte Heijboer

## 開曼群島註冊辦事處

P.O. Box 31119 Grand Pavilion  
Hibiscus Way  
802 West Bay Road  
Grand Cayman KY1-1205  
Cayman Islands

## 總部及香港主要營業地點

香港  
九龍  
海港城  
港威大廈  
第5座16樓A123室

## 開曼群島主要股份過戶登記處

Appleby Global Services (Cayman)  
Limited  
71 Fort Street  
PO Box 500  
George Town  
Grand Cayman KY1-1106  
Cayman Islands

## 香港股份過戶登記分處

卓佳證券登記有限公司  
香港  
夏慤道16號  
遠東金融中心17樓

## 法律顧問

有關香港法例：  
郭葉陳律師事務所

有關開曼群島法律：  
毅柏律師事務所

有關美國法律：  
Thompson Coburn LLP

## 核數師

大信梁學濂(香港)會計師事務所  
有限公司  
執業會計師  
香港銅鑼灣  
威非路道18號  
萬國寶通中心26樓

## 主要往來銀行

星展銀行(香港)有限公司

## 股份代號

8657

## 公司網站

www.truepartnercapital.com  
(網站內容並不構成本年報的一部份)

## 2024年度報告

本公司董事會(「董事會」)欣然公佈本公司及其附屬公司(統稱「本集團」)截至二零二四年十二月三十一日止年度(「報告期」)的經審核全年業績,連同二零二三年同期的比較數據載列如下:

## 財務摘要

	二零二四年 (千港元)	二零二三年 (千港元)	變動 百分比
總收益	9,569	13,289	-28%
來自基金管理業務之收益	5,752	12,398	-54%
諮詢服務費之收益	1,944	873	123%
貿易收入淨額	1,873	18	10306%
毛利	8,594	11,687	-26%
經營虧損 <sup>附註1</sup>	(47,962)	(65,429)	-27%
年度虧損	(48,506)	(67,001)	-28%
本公司擁有人應佔虧損	(48,506)	(67,001)	-28%
全面虧損總額	(49,475)	(66,510)	-26%
每股虧損(港仙) — 基本及攤薄 <sup>附註2</sup>	(12.13)	(16.75)	-28%

## 附註：

- 經營虧損指除所得稅前虧損加回透過損益按公平值計量的金融資產的收益淨額、融資成本及分佔聯營公司業績。
- 每股基本虧損金額乃根據本公司擁有人應佔年內虧損48,506,000港元(二零二三年：67,001,000港元)及年內已發行普通股加權平

均數400,000,000股計算。由於二零二四年及二零二三年十二月三十一日並無已發行潛在普通股，因此截至二零二四年及二零二三年十二月三十一日止年度的每股攤薄虧損與每股基本虧損相同。

## 節選業務及財務摘要

- 儘管對貨幣政策放寬的預期價格未實現，二零二四年全年(「報告期」)全球股市仍然延續二零二三年的強勁升勢。於報告期間，股票指數引伸波幅的相關指標表現參差，而已實現波幅水平則普遍較低，低於長期平均水平。
- MSCI世界總回報對沖美元指數(「**MSCI世界指數**」)於報告期內上升21.2%。MSCI世界指數在本年度所有四個季度均錄得升幅，其中二零二四年第一季的升幅最強(10.2%)，而第二季(3.2%)、第三季(4.9%)及第四季(2.1%)的升幅則較弱。彭博全球政府債券對沖美元指數(「**全球債券指數**」)於報告期內的升幅為3.6%。
- 衡量價內引伸波幅的流行指標於報告期內小幅上升。該等指標提供不同時間點的引伸波幅的簡要說明，但不能直接進行交易。VIX指數由12.5上升至17.4。類似指標Euro Stoxx 50指數及VSTOXX由13.6上升至17.0，而同等指標日本日經指數及韓國Kospi 200指數分別由17.5上升至21.8及由17.8上升至21.1。<sup>1</sup>



大麗花，威廉·赫金及威廉·赫金二世，1806年至1904年

1. 所引述指標為日經股票平均波幅指數及Kospi 200波幅指數。

2. 資料來源：彭博、True Partner

- 在上述各種波幅指數中，VIX透過VIX期貨及期權擁有流動性最高的衍生工具市場。ProShares VIX短期期貨ETF(「VIX ETF」)有系統地買入及賣出短期VIX期貨，可被視為持續持有VIX短期期貨的長期頭寸表現的代表，而我們認為其較VIX指數更能反映波幅行為的代表(因如上所述，VIX指數本身不可直接交易)。儘管波幅指數小幅上升，VIX ETF於報告期內下跌27.4%。<sup>2</sup>
- 就已實現波幅(即股票指數每日實際波幅)而言，報告期內的前六個月與後六個月之間存在明顯差異。上半年延續去年的環境，每日波幅相對較小。在此期間，MSCI世界指數的年化波幅為8.5%，而標準普爾500指數的年化波幅為10.5%，略高於其長期平均值的一半。然而，下半年的波幅確實有所回升，MSCI世界指數在此期間的年化波幅為12.5%，標準普爾500指數的年化波幅為14.3%，但仍低於長期平均值。大部分亞洲市場的波幅較高，更符合長期平均值，有助提供機會。
- 在報告期的背景下，預計我們的指數波幅交易將面臨相對挑戰的局面，尤其是上半年。本集團的交易策略在本質上主要是相對價值，但從歷史上觀之，在股市下跌及波幅上升期間，其表現最好。然而，我們的相對價值波幅策略能夠在上半年保留資本，並輕微正回報0.5%。<sup>3</sup>我們的相對價值波幅策略於二零二四年四月錄得上半年最佳回報。該月是整個報告期間MSCI世界指數表現最差的月份，我們的相對價值策略則上升1.4%，而MSCI世界指數的回報則為-3.2%。
- 二零二四年下半年，我們的相對價值波幅策略表現良好，在第三季度6.2%增長的推動下，取得5.5%的正回

3. 本資料並非旨在招攬投資於我們的基金產品或管理賬戶。我們的基金產品及管理賬戶僅供合資格投資者投資，且不供於若干司法權區銷售。本集團認為與股東有關的若干基金產品的表現會每月自願向聯交所披露。若干基金產品的表現亦會向彭博及若干對沖基金表現資料庫報告。回報率以B類股份為基準，並已扣除費用與開支。

報。儘管並無出現重大波動，但該策略仍能受惠於亞洲及美國的小型波動事件(如韓國市場下跌、香港市場上升、日本日經指數各種交易機會，以及美國八月初非常短暫的VIX波動)。報告期內的一個顯著特點是，儘管該策略在全球市場下跌的月份提供了分散投資的好處，但該策略也能夠捕捉波動上行的時期。這也是該策略在九月取得3.0%增長的部分原因，而九月是報告期內表現最佳的月份。

- 誠如我們於錄得正回報及負回報的各時期中所強調，任何特定短期內的投資表現可根據當時的市場機會在長期平均值附近波動。本集團產品的投資者通常以長期投資表現作為關鍵指標，原因是彼等通常尋求長期投資。於考慮二零一一年七月成立起至二零二四年十二月三十一日止整段期間時，本集團運作時間最長的基金產品True Partner Fund的回報及alpha值方面均高於Eurekahedge資產加權對沖基金指數(為對沖基金表現的廣泛指數)，儘管廣泛指數對股票有正beta值(有利於其於期內的表現)及True Partner Fund對股票有負beta值。與Eurekahedge相對價值波幅對沖基金、Eurekahedge多頭波幅對沖基金及Eurekahedge空頭波幅對沖基金指數相比，True Partner Fund亦已交出較高的alpha值(為風險調整回報的重要衡量標準)。<sup>4</sup>
- 儘管投資者一般專注於長線，但我們欣然注意到，True Partner Fund於二零二四年的表現優於大部分我們視為同業的基金<sup>5</sup>，亦優於Eurekahedge相對價值波幅對沖基金指數、Eurekahedge多頭波幅對沖基金指數、Eurekahedge空頭波幅對沖基金指數及Eurekahedge相對尾端風險對沖基金指數中的各個指數。
- 本集團的資產管理規模相對於二零二三年十二月三十一日有所減少，但與二零二四年六月三十日的水平相若，顯示在一段具挑戰性的淨資產流量期間後的穩定性。截至二零二四年十二月三十一日，資產管理規模為501百萬美元，而截至二零二四年六月三十日為512百萬美元，截至二零二三年十二月三十一日為885百萬美元。
- 二零二四年資產管理規模的減少幾乎完全由二零二四年上半年的變動所推動。誠如本公司截至二零二四年六月三十日止六個月之中期報告(「中期報告」)所述，二零二四年上半年的變動主要由部分投資者調整投資組合所致。這包括IAM True Partner Volatility UCITS基金關閉，詳情請參閱本公司的中期報告。於

<sup>4</sup> 本集團認為這些指數是同行業績的相關基準，因為它們由交易不同類型波動策略的對沖基金組成。



阿姆斯特丹，阿姆斯特丹國家博物館  
鳴謝：私人收藏租借

兩個孩子和一隻貓，朱迪絲·萊斯特，約1630年

二零二四年下半年，在一個大型投資者團體贖回後，長期偏向波幅基金終止。根據我們與相關投資者的討論，我們了解到，報告期內的大部分資產管理規模的變動乃由特定客戶原因而發生，並不反映我們的投資方式的看法變化。

- 二零二四年下半年，本集團亦與機構投資者推出一項新產品。該產品目前為管理賬戶形式，但本公司正考慮推出混合基金版本。該產品的投資策略利用投資團隊的技能和經驗以及本公司開發的專有量化工具。該產品高度分散本公司的相對價值策略。董事欣然注意到，自首次公開發售起，本公司所投資的工具對產品開發過程亦有顯著幫助。本公司現正為該產品物色潛在的額外投資者。
- 二零二四年的收入為9.6百萬港元，而二零二三年的收入為13.3百萬港元。收入減少主要由於期內資產管理

5. 同業組別參考僅供說明之用，所參考的同業可能與True Partner Fund的策略有重大差異。對於任何同業策略，本基金不做任何聲明。所參考的同業組別是根據其他也在彭博社上公佈其表現的基金的現有公開資訊而選出，並預計會隨著同業策略的演變及數據可用性的改變而改變。



阿姆斯特丹，阿姆斯特丹國家博物館  
鳴謝：哈勃姆·J.B.A.M.韋斯特沃特遺贈

草原上的奶牛，傑拉德·比爾德斯，1806年至1865年

規模減少及產品組合變動所致。該等因素導致二零二四年的平均資產管理規模及就本集團資產管理規模收取的平均管理費較二零二三年有所減少。

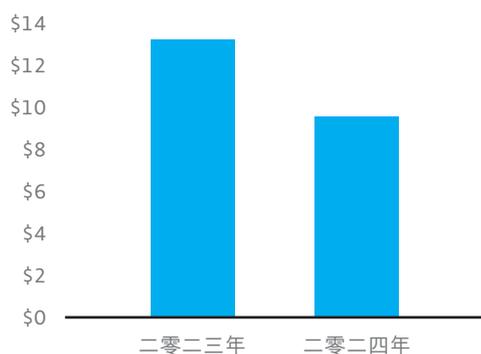
- 誠如上文所討論，本集團投資方法的市場環境亦充滿挑戰。此舉降低表現費收入，較本集團的長期目標為低。所有該等因素的綜合影響導致二零二四年的資產管理規模平均水平、每單位資產管理規模平均收益及整體收益較二零二三年上有所減少。誠如上文所述，自本公司中期報告發佈起，資產管理規模更為穩定。
- 二零二四年的一般及行政開支為57.9百萬港元，而二零二三年則為78.3百萬港元。減幅主要來自員工成本、專業及行政開支，此乃由於本集團主動對其業務進行審查，並在能夠確定裁員及增效機會的情況下進行調整。鑑於本集團投資方法的機會具有週期性質，本集團專注於確保業務保持穩健、高效及專注於本公司日期為二零二零年九月三十日之招股章程（「招股章程」）所述的本公司計劃，能夠承受週期內目前具挑戰性的部分，並準備好把握週期可能出現的轉折，從而取得更有利的條件。
- 本集團削減36%的員工人數，並於一般及行政開支方面實施成本削減計劃。儘管開支受不確定性及一系列因素的影響，但本集團預計於未來十二個月內將從該等調整中額外受益。作為本集團降低成本計劃的一部分，本集團亦正研究重組本集團實體的機會，以進一步提升營運效率。因此，招股章程中概述的所得款項使用進度仍然適用，但本集團已選擇將動用餘下未動用所得款項淨額的預期時間表延長至二零二五年十二月三十一日。該等調整不會改變招股章程所概述的本公司計劃。
- 本集團於報告期內的除所得稅前虧損為虧損48.4百萬港元，而二零二三年則為虧損65.5百萬港元。二零二四年的本公司擁有人應佔虧損為48.5百萬港元（稅後），而二零二三年則為虧損67.0百萬港元。

# 業績

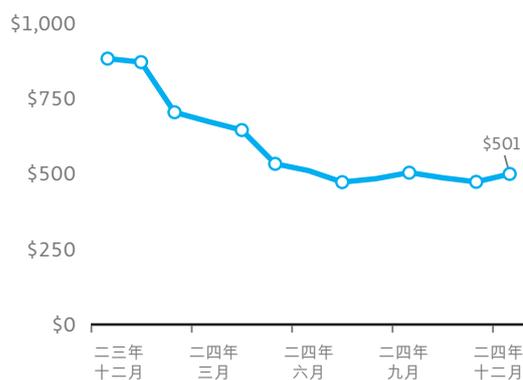
## 財務摘要

(除另有列明外，截至二零二四年十二月三十一日並以百萬港元計，與二零二三年十二月三十一日作比較)

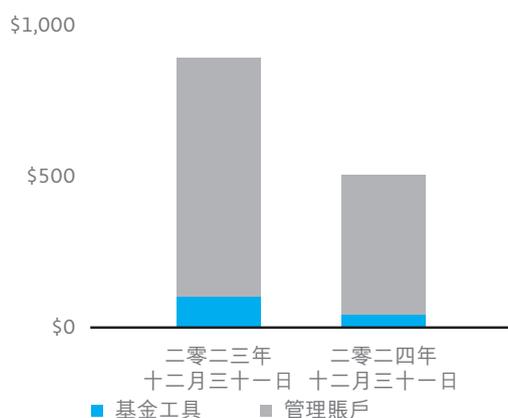
### 收益



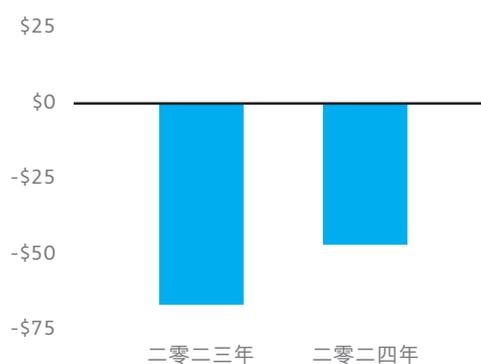
### 資產管理規模(百萬美元)<sup>6</sup>



### 按產品類別劃分的資產管理規模明細(百萬美元)<sup>4</sup>



### 本公司擁有人應佔虧損



6. 本集團同時管理基金產品及其他投資委託或提供諮詢。就本報告而言，由本集團或聯同本集團推出並由本集團的附屬公司為投資經理或副投資經理的基金產品乃歸入「基金工具」；其他委託則歸入「管理賬戶」。本集團的管理賬戶可能部署本集團相對價值交易策略及/或其他交易策略。於二零二四年六月三十日，本集團相對價值交易策略部署於基金產品及管理賬戶。

## 主席函件

### 緒言

去年，我在主席函件開頭陳述了全球事務狀況，當中充斥著重大戰爭和衝突。不幸的是，二零二四年並未帶來任何解決方案。衝突繼續肆虐，烏克蘭戰爭遠未結束，蘇丹和剛果等地的內戰也愈演愈烈。加沙局勢仍然不容樂觀，伴隨大範圍破壞和大量生命損失。數百萬巴勒斯坦人流離失所，尤其是婦女和兒童，而大量以色列人質仍被囚禁。

儘管這場衝突有望最終結束，但新當選美國總統有關「遷出」的言論迅速遭到中東幾個主要國家反對，似乎不太可能帶來持久的和平。總體而言，地緣政治緊張局勢將可能在未來一段時間升高，包括美國與其盟友之間的貿易戰。美國的關稅和孤立主義會為全球化帶來致命打擊嗎？

我們的心繼續與在戰爭和政府壓迫下受苦受難的人們同在。真正的自由仍然是我們應該珍惜並努力追求的事物。

股票市場在過去一年屢創歷史新高，主要原因是科技股在人工智能相關產業令人矚目的估值下湧入市場。以總回報計算，標準普爾500指數連續兩年漲幅達25%或以上，這種罕見的壯舉上一次出現在上世紀末緊接互聯網泡沫爆破前幾年。這次的市場廣度狹窄得令人擔憂。所謂的「Magnificent Seven」是指數增長的主要動力，佔標準普爾500整體市值不少於30%。儘管人工智能的故事可

能具吸引力，但投資者對美國科技股的定價如同他們是這個領域的贏家，因此能獲得近乎壟斷性的利潤。中國的DeepSeek人工智能引擎能夠以極低的成本實現類似功能的重磅消息似乎為這一論點潑上冷水，但由於散戶投資者蜂擁入市逢低買入，股票拋售非常短暫。我們強烈認為，這次事件暴露了目前高估值所帶來的風險，任何後續發展都很可能觸發人工智能股票價值大幅調整，從而拖累整個市場。



女性肖像，可能是瑪麗亞·特里普(1619年至1683年)，  
倫勃朗·範·賴恩，1639年

中國對電動車、電池、人工智能和其他新技術領域的長期專注似乎已見成效，並且不斷增強發展勢頭。因此，如果我們在這些不同領域看到更多「DeepSeek」時刻，我們並不會感到驚訝，因為這些時刻可能會擾亂西方市場的既有參與者。面對日益激烈的競爭和購買中國產品的情緒，德國汽車製造商在中國的市場份額急劇下降，已經感受到壓力。從中國對美國關稅的回應也可以看出，中國對美國的態度更有信心。中國並不擔心貿易戰，反而視之為加強與歐洲、南美洲、非洲、中東及亞洲聯繫的機會。

美國政策的波幅與中國更長期的方針形成了對比。對於一些國家而言，與中國合作並參與「一帶一路」倡議可能是押注美國的一個有力替代方案，因為美國政策的不穩定性似乎可能持續，而個人結盟似乎越來越重要。

就經濟角度而言，市場很可能過早宣佈通脹之戰的勝利。去全球化趨勢持續，美國關稅威脅打破了近期「近岸化」的趨勢。物流仍然面臨挑戰，非洲之角不穩定迫使航運業繞道好望角，而巴拿馬運河則繼續面對因持續乾旱（以及美國可能接管）而引發的重量限制。

如果通脹未完全受到控制，有關利率的討論將從即將出現的潛在降息轉為是否需要加息來控制通脹。由於即將



手持法杖和長笛的牧羊人，戈弗特·弗林克，約1636年

可能出現通脹政策，尤其是特朗普政府所構想的政策，如沒有資金支持的富人減稅和驅逐移民勞工，因此利率環境提高似乎具有現實可能性。過去幾個月的利率預期變動突顯了這一發展趨勢，長遠而言，這將順理成章地影響股票市場。

## 市場

股市強勁增長多少掩蓋引擎蓋下的脆弱性。雖然二零二三年結束時，市場對美國聯邦儲備局將快速大幅降息抱持樂觀預期，但二零二四年的市場背景卻讓這種熱情有所收斂。最終，二零二四年發生了三次減息，而預期二

二零二五年和二零二六年進一步減息顯著減弱。年內，利率持續走高的敘述導致股市出現一些短暫波動，尤其是在四月，並在年底再次成為市場關注的焦點。

繼二零二三年引伸波幅被大幅壓縮，VIX從21.7降至12.5之後，二零二四年的惡劣環境有所緩和。不可直接交易的VIX指數在該年從12.5升至17.4，但這也應由遠期定價的角度而言：以VIX短期期貨ETF為代表的VIX期貨實際長倉在二零二四年的損失為-27.4%。環境改善的一個重要驅動因素是每日移動增加，為波幅水平設置了下限。但值得注意的是，多個市場的引伸波幅持續遠低於長期平均值，且距離歷史低點不遠。

整體而言，市場較為脆弱，因此在短暫市場動盪期間，波幅的反應較大。八月份VIX指數短暫飆升明顯反映市場脆弱。由於經濟增長的憂慮壓抑了亞洲指數，一些美國交易員開始在開市前的交易中回購空頭波幅倉位。但做市商及其他流動性提供者大多「淡出」市場。他們不但沒有提供流動資金，反而提高價格和擴大報價範圍。受此影響，VIX指數一度飆升，但可交易的VIX期貨合約的漲幅卻並不顯著。由於美國股市開盤時僅有輕微損失，VIX指數迅速回落，但我們認為相對溫和的開盤讓市場躲過了一劫。如果開盤的情況與我們在亞洲市場看到的情況更加一致，那麼更廣泛的空頭波幅倉位平倉將會引發真正的波幅爆發和市場動盪。

自此之後，我們見到更多的情況是，市場最初受到不利發展的影響，但隨後恢復穩定。由於引伸波幅處於目前相對較低的水平，我們相信引伸波幅可能會出現強勁上行重新定價。

## 業務發展

就業務發展的角度而言，團隊不斷改進我們的基金和授權的波幅策略。其中，策略的改進使我們的相對價值波幅策略在二零二四年的低波幅環境中的表現優於大多數同行。我們的旗艦基金True Partner Fund表現優於Eurekahedge四個波幅對沖基金指數(相對價值、多頭波幅、空頭波幅及尾端風險)。在二零二四年，無論是股票上漲或下跌的月份，True Partner Fund的整體表現都是正面的，但大部分的收益都是在股票下跌時期取得，這也是長期以來的典型表現，再次證明True Partner Fund有能力以對投資者組合特別有價值的方式產生Alpha。

在二零二四年，團隊透過網絡研討會及一對一的方式，積極與投資者及潛在客戶聯繫。本集團亦持續透過公司通訊及文章與投資者及潛在客戶保持聯繫。這些刊物繼續協助推動與現有及潛在投資者的接觸，而彭博最近亦引用我們的展望作為亞洲對沖基金成功的文章之一。

除了透過數位方式與投資者接觸外，我們的團隊亦親自透過國際旅遊積極與投資者及潛在客戶會面，在商業上有利及履行環境及社會管治責任的情況下與投資者會面。

高級人員參與了全球各地產業活動的小組討論。我們參與的活動主要針對參與者專注於投資波幅策略的活動。

集團人員曾參與的活動包括東京全球波幅峰會、倫敦波幅投資活動、紐約全球波幅峰會、倫敦CBOE/FTSE Russell研討會、阿姆斯特丹Northern Trust Market Mingle及新加坡Asia EQD會議。這些活動讓我們有機會分享對市場的看法、與投資者和潛在客戶會面，並在業界專業人士的目標受眾中建立我們的品牌。這些活動還透過領英等平台提供了額外的品牌曝光，CBOE等活動主辦單位會分享提及我們參與的內容，同時也為本集團提供了分享其內容的機會。

Northern Trust Market Mingle圍繞我們與北方信託就荷蘭退休金過渡風險所做的思想領導工作，我們在此領域看到與退休基金合作的潛在機會。北方信託是全球最大的金融機構之一，截至二零二四年十二月三十一日資產管理規模超過1.6兆美元。

我們在客戶關係管理軟體方面的投資也取得了更多成果。隨著時間的推移，使用此工具使我們能夠開始更廣泛地使用其產生的專有數據。

在二零二四年，我們也積極與本集團開發的新產品的潛在投資者接洽。自首次公開發售前購股權計劃以來，本集團已投資額外的量化工具，並將這些工具與現有工具一併使用，以協助開發更多策略。除上述努力外，於二零二四年下半年，本集團透過與一家大型機構投資者開

立的管理賬戶，推出新波幅投資策略。該策略為我們的相對價值策略提供多元化回報及收入來源，我們預期該策略的資產管理規模將於二零二五年進一步增長。

在二零二五年，我們打算專注於多種潛在渠道的業務發展機會。我們將繼續就現有產品(尤其是我們的相對價值策略)與現有及潛在投資者接洽，並就我們的客製化尾端風險解決方案與潛在投資者接洽。我們也會繼續獨立及與北方信託合作，尋求與荷蘭退休基金合作的機會。

過去幾年來，我們的研究也讓我們得以發展其他投資策略。這讓我們的產品組合更多元化，因此擴大了我們的潛在投資者基礎，以及與現有投資者的潛在「錢包分享」。除上述新策略外，我們目前正與一家機構投資者討論新離岸中國股票衍生品策略，並與第二家機構投資者討論新在岸中國多資產衍生品策略。

## 技術發展

根據招股章程，我們的資訊科技團隊於二零二四年完成了數據中心增強，包括更換我們的伺服器，並通過新的集中式存儲區域網絡提高我們的存儲能力。這使本集團在管理和監控存儲環境方面得到了改進，使我們能夠更好地評估存儲增長和需求，並根據業務的增長擴展我們的存儲環境，並通過更快的訪問大大提高了存儲表現。此外，我們還完成了網絡設備的現代化改造，包括安裝下一代防火牆以增強對威脅的防護，以及支援和集成病

毒和惡意軟體威脅檢測。這一點尤為重要，因為網絡安全已成為投資者和資產分配人士在運營盡職調查中專注的關鍵問題，並且相信這種趨勢可能會在不久的將來持續下去。最後，我們優化了我們的全球數據中心部署和連接，以提高成本效益，同時仍然保持我們對冗餘和穩定性的要求不變。我們的開發團隊一直專注於維護和逐步改進我們核心專有系統的關鍵元素，包括我們的前端應用程式和我們的回溯測試環境。

我們的技術使我們能夠輕鬆地擴展交易策略，並在平台同時運行多個任務，使我們能夠以有效的方式向多個機構提供定制的投資組合。精密的執行邏輯，結合我們的風險管理系統，使我們能夠持續監測、分析並迅速適應不斷變化的市場。

我們在全球的佈局。在香港、新加坡、阿姆斯特丹、倫敦和芝加哥，我們都設有辦事處，使我們能夠每天23小時進行交易，並為客戶積極管理投資策略。通過這種全球佈局，我們可以與全球各地的國際機構客戶聯絡，因我們提供的投資解決方案進一步滿足全球客戶的目標及要求。

我們的往績。在過去的十年，我們提供了積極的、多元化的投資回報，以我們的旗艦基金True Partner Fund為代表，在在彰顯示我們的實力。它亦構成了有針對性的保護策略的潛在構件，保護策略乃根據投資者的個人要求定制，並與我們開發的其他定制部分協同工作。但是，我們的往績與經驗也反映了我們公司的適應性特點。自從我們成為莊家以來，在不斷變化的市場中唯一永恆不變的就是適應這些轉變。

我們的銷售工作因本公司持續投資而加強，使我們能夠有效地與投資者和潛在客戶就我們的基金和量身定制的投資解決方案進行接觸。我們不僅在全球波幅峰會等行業活動中分享我們的見解和知識，或通過我們的主要經紀人參加投資論壇，亦通過參



荷蘭船舶即將錨定，威廉·範·德·韋爾德，約1660年

加入數眾多的季度網絡研討會和在行業雜誌上發表有針對性的文章。我們的客戶關係管理系統擁有1000名以上投資者和潛在客戶，該系統利用專有工具和FolioMetrics等行業領先的系統，使我們能夠鎖定、追蹤和接觸該等投資者和潛在客戶。由於教育是銷售週期的重要組成部分，我們不斷努力吸引投資者了解我們在投資解決方案工程方面的專長，並強調我們的專業能力能夠滿足他們的投資需求。

最後，我們承諾利用這些工具與經驗來提供具競爭力的產品。如前文所述，我們相信，對於那些能夠真正為客戶增加價值的經理來說，未來存在著具吸引力的機遇。憑藉我們可擴展及高效率的環球平台，我們相信我們可以為投資者提供一個真正的合作夥伴關係，目標與利益一致，而且收費是公平的。我們的公司名稱並非巧合，而是我們在十多年來一直賴以發展與重視的宗旨。

在過去十年，我們為我們的全球多策略對沖基金平台奠定基礎，二零二四年也不例外地持續這種發展。我們不斷擴大業務版圖。

捕捉我們在上市時設想的增長及機會仍然會是我們的重點。除定制產品的增長，以及在技術與地點方面的擴大基建，我們在中國的在岸業務也取得進展，並預計在今年稍後時推出我們的第一個衍生品基金產品。我們的團隊一如既往地努力探索各種途徑，為股東創造潛在價值。因此，本公司可能會不時參與涉及其他公司的潛在業務交易討論。倘任何此類討論進展到更重大的階段，我們當然會通過市場公告向所有股東通報最新情況。

總而言之，二零二四年是多方面的一年。在這一年裡，充滿挑戰的市場環境對我們的基金及委託的業績造成挑戰，這反映在表現費收入的減少上。在這一年裡，我們繼續進行投資，以便把握未來機遇。因此，董事會建議截至二零二四年十二月三十一日止年度不派付股息。

董事會同寅與本人謹此感謝基金管理客戶及股東對本公司的支持和信任，並與True Partner全體團隊期待於來年繼續為各方服務。

主席兼行政總裁

Ralph Paul Johan van Put

香港，二零二五年三月二十八日



瀕臨滅絕的天鵝，後來被設想為約翰·德維特的寓言，簡·阿塞林，約1650年

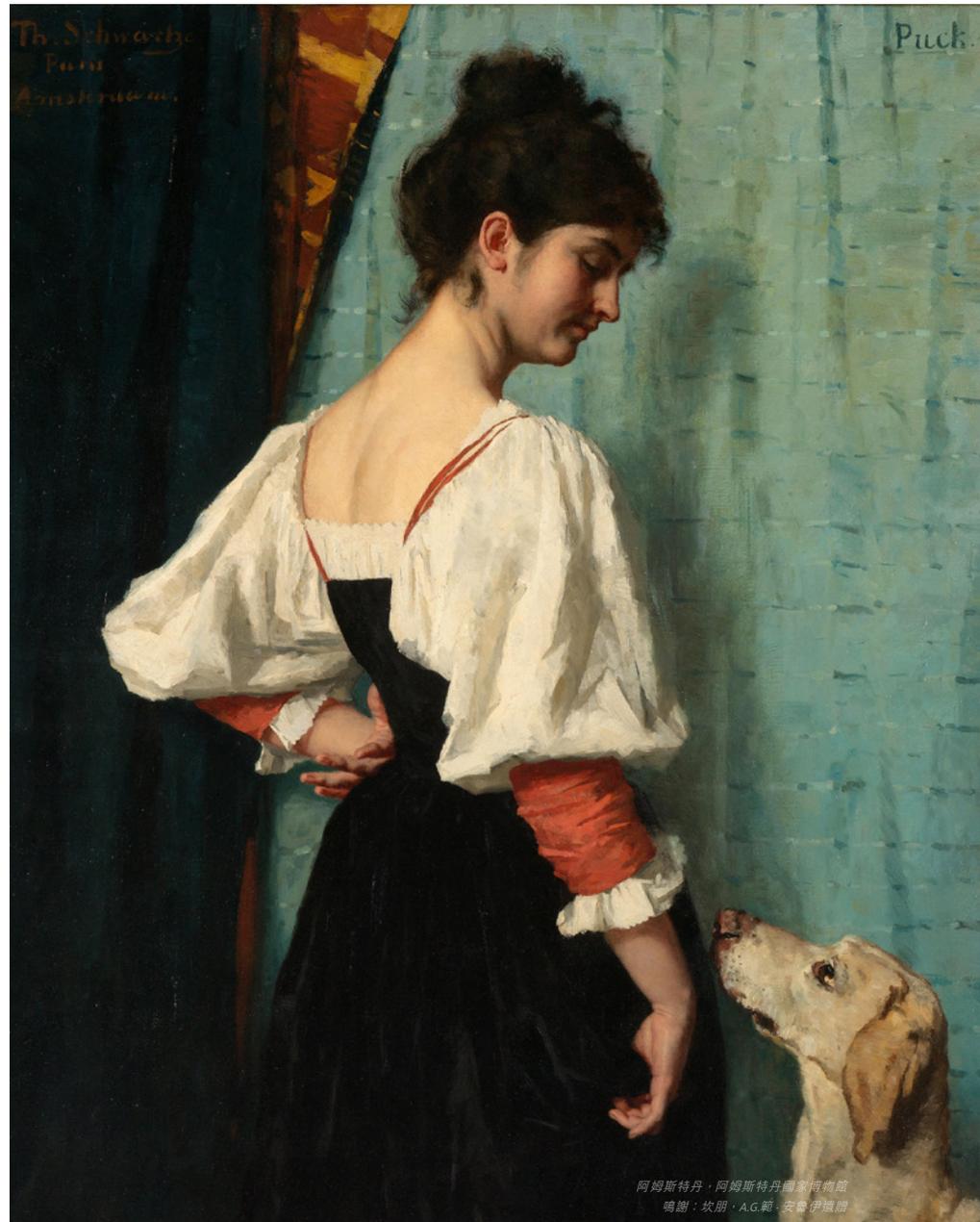
## 管理層討論及分析

### 業務回顧

本公司為建基於香港、歐洲及美國的基金管理集團，業務集中於流動性市場的波幅交易。本公司及其附屬公司(統稱「本集團」)使用全球相對價值波幅策略及本集團開發的其他波幅策略，主要按全權委託基準管理基金及管理賬戶。本公司亦可能參與有限的自有資金交易(主要透過衍生工具)，作為其研究新策略及新市場的一部分，該等策略及市場可能適合納入本公司為外部客戶執行的委託中。本集團實施的策略主要涉及在多個主要市場(包括美國、歐洲及亞洲)以及不同時區對流動性交易所上市衍生工具(包括股指期權、大型股單一股票期權，以及期貨、交易所交易基金及股票)進行活躍交易。我們的交易決策由內部自營交易平台(嵌入期權定價及波幅曲面模型)提供支援，該平台專為我們的特定交易方式而設計，實現對引伸波幅的實時定價、定量比較、風險管理以及快速執行交易。我們的團隊在期權及波幅交易方面匯聚的專業訣竅及專門知識是本集團自營交易技術的根基。

截至二零二四年十二月三十一日，本公司的資產管理規模為501百萬美元，目前我們同時管理基金產品及管理

賬戶，或就此提供諮詢。我們運作時間最長的基金產品於二零一一年七月推出，其後改組為主從結構，以方



帶著狗帕克的年輕義大利女人，特蕾莎·施瓦茨，約1885年至1886年

7. 參考指數為日經股票平均波幅指數及Kospi 200波幅指數。

8. 資料來源：彭博、True Partner

便美國應稅投資者進行投資。與該等基金產品相關的資產管理規模被歸納入上文及下文內的「基金工具」中。除由我們推出的基金或聯同我們推出的聯合品牌基金外，我們亦與第三方訂立投資管理授權，有關第三方將其傘型基金下的子基金或部分資產交託我們管理。儘管該等

安排可能會根據客戶的偏好而有不同的基本結構，但為簡化起見，我們將與該等委託有關的資產管理規模歸納入上文及下文內的「管理賬戶」中。

截至二零二四年十二月三十一日，我們的資產管理規模由43百萬美元的混合型旗艦基金True Partner Fund及

458百萬美元的管理賬戶或類似安排組成(包括一對一結構)。由我們管理或提供諮詢的基金及賬戶的投資者主要為專業投資者，包括集合投資計劃、家族辦公室、退休基金、捐贈基金／基金會、金融機構及高淨值人士。

## 市場環境

MSCI世界總回報對沖美元指數(「MSCI世界指數」)於報告期內上升21.2%。MSCI世界指數在本年度所有四個季度均錄得升幅，其中二零二四年第一季的升幅最強(10.2%)，而第二季(3.2%)、第三季(4.9%)及第四季(2.1%)的升幅則較弱。彭博全球政府債券對沖美元指數(「全球債券指數」)於報告期內的升幅為3.6%。

衡量價內引伸波幅的流行指標於報告期內小幅上升。該等指標提供不同時間點的引伸波幅的簡要說明，但不能直接進行交易。VIX指數由12.5上升至17.4。類似指標Euro Stoxx 50指數及VSTOXX由13.6上升至17.0，而同等指標日本日經指數及韓國Kospi 200指數分別由17.5上升至21.8及由17.8上升至21.1。<sup>7</sup>

在上述各種波幅指數中，VIX透過VIX期貨及期權擁有流動性最高的衍生工具市場。ProShares VIX短期期貨ETF

(「VIX ETF」)有系統地買入及賣出短期VIX期貨，可被視為持續持有VIX短期期貨的長期頭寸表現的代表，而我們認為其較VIX指數更能反映波幅行為的代表(因如上所述，VIX指數本身不可直接交易)。儘管波幅指數小幅上升，VIX ETF於報告期內下跌27.4%。<sup>8</sup>

就已實現波幅(即股票指數每日實際波幅)而言，報告期內的前六個月與後六個月之間存在明顯差異。上半年延續去年的環境，每日波幅相對較小。在此期間，MSCI世界指數的年化波幅為8.5%，而標準普爾500指數的年化波幅為10.5%，略高於其長期平均值的一半。然而，下半年的波幅確實有所回升，MSCI世界指數在此期間的年化波幅為12.5%，標準普爾500指數的年化波幅為14.3%，但仍低於長期平均值。大部分亞洲市場的波幅較高，更符合長期平均值，有助提供機會。

## 投資表現

在報告期的背景下，預計我們的指數波幅交易將面臨相對挑戰的局面，尤其是上半年。本集團的交易策略在本質上主要是相對價值，但從歷史上觀之，在股市下跌及波幅上升期間，其表現最好。然而，我們的相對價值波幅策略能夠在上半年保留資本，並輕微正回報0.5%。<sup>9</sup>我們的相對價值波幅策略於二零二四年四月錄得上半年最佳回報。該月是整個報告期間MSCI世界指數表現最差的月份，我們的相對價值策略則上升1.4%，而MSCI世界指數的回報則為-3.2%。

二零二四年下半年，我們的相對價值波幅策略表現良好，在第三季度6.2%增長的推動下，取得5.5%的正回報。儘管並無出現重大波動，但該策略仍能受惠於亞洲及美國的小型波動事件(如韓國市場下跌、香港市場上升、日本日經指數各種交易機會，以及美國八月初非常短暫的VIX波動)。報告期內的一個顯著特點是，儘管

該策略在全球市場下跌的月份提供了分散投資的好處，但該策略也能夠捕捉波動上行的時期。這也是該策略在九月取得3.0%增長的部分原因，而九月是報告期內表現最佳的月份。

誠如我們於錄得正回報及負回報的各時期中所強調，任何特定短期內的投資表現可根據當時的市場機會在長期平均值附近波動。本集團產品的投資者通常以長期投資表現作為關鍵指標，原因是彼等通常尋求長期投資。於考慮二零一一年七月成立起至二零二四年十二月三十一日止整段期間時，本集團運作時間最長的基金產品True Partner Fund的回報及alpha值方面均高於Eurekahedge資產加權對沖基金指數(為對沖基金表現的廣泛指數)，儘管廣泛指數對股票有正beta值(有利於其於期內的表現)及True Partner Fund對股票有負beta值。與Eurekahedge相對價值波幅對沖基金、Eurekahedge多頭波幅

對沖基金及Eurekahedge空頭波幅及Eurekahedge尾端風險對沖基金指數相比，True Partner Fund亦已交出較高的alpha值(為風險調整回報的重要衡量標準)。<sup>10</sup>

儘管投資者一般專注於長線，但我們欣然注意到，True Partner Fund於二零二四年的表現優於大部分我們視為同業的基金<sup>11</sup>，亦優於Eurekahedge相對價值波幅對沖基金指數、Eurekahedge多頭波幅對沖基金指數、Eurekahedge空頭波幅對沖基金指數及Eurekahedge相對尾端風險對沖基金指數中的各個指數。

相對於二零一九年、二零二零年下半年及二零二一年期間股票強勁升幅及波幅下降的相若艱難時期，我們的相對價值策略抵禦市場挑戰的能力亦有所提升。於二零二二年十二月三十一日至二零二四年十二月三十一日止兩年期間，MSCI世界指數上升

9. 本資料並非旨在招攬投資於我們的基金產品或管理賬戶。我們的基金產品及管理賬戶僅供合資格投資者投資，且不供於若干司法權區銷售。本集團認為與股東有關的若干基金產品的表現會每月自願向聯交所披露。若干基金產品的表現亦會向彭博及若干對沖基金表現資料庫報告。回報率以B類股份為基準，並已扣除費用與開支。

10. 由於該等指數由根據不同類型波幅策略進行交易的對沖基金組成，故本集團認為該等指數為相關同行表現基準。

11. 同業組別參考僅供說明之用，所參考的同業可能與True Partner Fund的策略有重大差異。對於任何同業策略，本基金不做任何聲明。所參考的同業組別是根據其他也在彭博社上公佈其表現的基金的現有公開資訊而選出。同業組別的選擇涉及主觀考慮。隨著同業策略的演變及數據可用性的改變，預計同業組別也會改變。



穿著白色和服的女孩，喬治·亨德里克·布雷特納，1894年



十七世紀台夫特運河的海牙景色，科尼利斯·斯普林格，約1850年至1852年

阿姆斯特丹，阿姆斯特丹國家博物館  
鳴謝：哈勒姆，J.H. 斯普林格贈予

51.5%，而VIX ETF下跌80.2%。同一期間，我們的相對價值策略上升6.8%。<sup>12</sup>於兩年期間，我們的相對價值策略

相對於MSCI世界指數的alpha值也高於廣泛的Eurekahedge資產加權對沖基金指數以及Eurekahedge相對價值

波幅、Eurekahedge多頭波幅、Eurekahedge空頭波幅和Eurekahedge尾端風險對沖基金指數。

12. 本資料並非旨在招攬投資於我們的基金產品或管理賬戶。我們的基金產品及管理賬戶僅供合資格投資者投資，且不供於若干司法權區銷售。本集團認為與股東有關的若干基金產品的表現會每月自願向聯交所披露。若干基金產品的表現亦會向彭博及若干對沖基金表現資料庫報告。回報率以B類股票為基礎，以目前1%的管理費及20%的表現費顯示。誠如先前所披露，自二零二三年十月起，收費結構已調整為1%的管理費及20%的表現費。此前，基金收取2%的管理費及20%的表現費。於該18個月期間，使用過往費用會導致較低的回報率0.5%。



顧問業務及衍生工具交易業務均對本集團的收入作出貢獻，而衍生工具交易業務則視乎基金管理業務而定。由於本集團可能不時為市場監管機構(如香港證券及期貨事務監察委員會)擔任專家證人，故顧問業務的附帶性質令其收入符合預期。衍生工具交易業務的收入預期亦甚微。然而，我們為基金投資者的潛在利益而探索的新策略錄得盈利，是一個令人鼓舞的正面訊號，因為這顯示新策略對潛在投資者可能具有吸引力，因而成為我們基金管理業務的未來潛在收入來源。本集團目前正在努力探索與潛在客戶的潛在合作夥伴關係，以推出基於此策略的產品。

二零二四年的一般及行政開支為57.9百萬港元，而二零二三年則為78.3百萬港元。減幅主要來自員工成本、專業及行政開支，此乃由於本集團主動對其業務進行審查，並在能夠確定裁員及增效機會的情況下進行調整。鑑於本集團投資方法的機會具有週期性質，本集團專注於確保業務保持穩健、高效及專注於招股章程所述的本公司計劃，能夠承受週期內目前具挑戰性的部分，並準備好把握週期可能出現的轉折，從而取得更有利的條件。

本集團削減36%的員工人數，並於一般及行政開支方面實施成本削減計劃。儘管開支受不確定性及一系列因素

的影響，但本集團預計於未來十二個月內將從該等調整中額外受益。作為本集團降低成本計劃的一部分，本集團亦正研究重組本集團實體的機會，以進一步提升營運效率。因此，招股章程中概述的所得款項使用進度仍然適用，但本集團於報告期內已選擇將動用餘下未動用所得款項淨額的預期時間表延長至二零二五年十二月三十一日。該等調整不會改變招股章程所概述的本公司計劃。

本集團於二零二四年的除所得稅前虧損為虧損48.4百萬港元，而二零二三年同期則為虧損65.5百萬港元。二零二四年的本公司擁有人應佔虧損為48.5百萬港元(稅後)，而二零二三年同期則為虧損67.0百萬港元。於二零二四



海上航行的帆船，魯道夫·巴克惠曾，1697年

年本公司擁有人應佔本集團全面收入為虧損49.5百萬港元，而二零二三年同期則為虧損66.5百萬港元。

13. 資產管理規模的數字可能包括基於本集團管理或建議的基金工具或管理賬戶的估計淨資產價值的數字。

## 資產管理規模

本集團以美元報告其資產管理規模。<sup>13</sup>本集團大部分基金工具及管理賬戶均以美元為基準貨幣。截至二零二四年十二月三十一日，本集團的資產管理規模為501百萬美元，而截至二零二四年六月三十日的資產管理規模512百萬美元及截至二零二三年十二月三十一日的885百萬美元。相對於二零二三年可比期間及二零二四年六月三十日的減少乃主要由於部分本集團產品投資者的投資組合調整

所致。誠如本公司中期報告所述，根據我們與客戶的討論，我們認為二零二四年上半年的大部分資產管理規模調整乃由特定客戶因素驅動，並不反映客戶對我們的投資方式的看法變化。董事認為，二零二四年下半年資產管理規模相對穩定使這一觀點正確無誤。

截至二零二四年十二月三十一日，本集團基金工具的資產管理規模為43

百萬美元及管理賬戶的資產管理規模則為458百萬美元。相比之下，截至二零二四年六月三十日，基金工具的資產管理規模為87百萬美元，管理賬戶的資產管理規模為426百萬美元，截至二零二三年十二月三十一日，基金工具的資產管理規模為157百萬美元，管理賬戶的資產管理規模為728百萬美元。

## 業務發展活動

於過去數年，本集團已成功適應COVID-19及COVID-19後環境帶來的挑戰。這包括擴大其數碼內容供應及利用技術與全球投資者進行互動。這使我們能夠在限制親身互動及旅遊的環境下保持積極溝通，並隨著旅遊限制現已放寬及取消，提供有利平台以促進更廣泛及更深入的互動。誠如過往報告所述，我們看到，COVID時代的一些變動已成為標準慣例；例如，過往透過語音電話進行互動現在變成視訊電話會議。

於報告期內，團隊透過網絡研討會及參加一對一網上會議與投資者及潛在客戶積極互動，當中包括為True Partner Fund舉辦網上研討會及多個一對一會議，提供機會以討論基金於二零二三年、二零二四年的表現及我們的投資展望。本集團亦持續透過公司通訊及文章與投資者及潛在客戶保持聯繫。這些刊物繼續協助推動

與現有及潛在投資者的接觸，而彭博最近亦引用我們的展望作為亞洲對沖基金成功的文章之一。

作為我們數位溝通方式的一部分，本集團使用其認為處於行業領先的客戶關係管理軟體，這有助於我們有效地與廣泛的潛在客戶進行溝通，並輕易令知識制度化。隨著時間的推移，使用此工具使我們能夠開始更廣泛地使用其產生的專有數據。在此期間，我們亦積極與我們的資本引入合作夥伴接洽。

於本年度內，本集團的高級人員亦親自透過國際旅遊積極與投資者及潛在客戶會面，在商業上有利及履行環境及社會管治責任的情況下與投資者會面，同時透過數碼內容與投資者及潛在客戶溝通。



阿姆斯特丹，阿姆斯特丹國家博物館  
鳴謝：阿姆斯特丹，A.範登博羅遺贈

阿姆斯特丹達姆拉克，喬治·亨德里克·布雷特納，1903年

高級人員亦參與了全球各地產業活動的小組討論。我們參與的活動主要針對參與者專注於投資波幅策略的活動。集團人員曾參與的活動包括東京全球波幅峰會、倫敦波幅投資活動、紐約全球波幅峰會、倫敦CBOE/FTSE Russell研討會、阿姆斯特丹Northern Trust Market Mingle及新加坡Asia EQD會議。這些活動讓我們有機會分享對市場的看法、與投資者和潛在客戶會面，並在業界專業人士的目標受眾中建立我們的品牌。這些活動還透過領英等平台提供了額外的品牌曝光，CBOE等活動主辦單位會分享提及我們參與的內容，同時也為本集團提供了分享其內容的機會。

Northern Trust Market Mingle圍繞我們與北方信託就荷蘭退休金過渡風險所做的思想領導工作，我們在此領域看到與退休基金合作的潛在機會。北方信託是全球最大的金融機構之一，截至二零二四年十二月三十一日資產管理規模超過1.6兆美元。其被《財星》雜誌評為全球最受欽佩的公司之一，並因其業務獲得多個獎項，包括與歐洲退休金合作的獎項。<sup>14</sup>

誠如二零二三年年報所述，於二零二三年下半年，本集團與北方信託合作，在荷蘭主要財經日報《金融日報》和

14. 資料來源：北方信託

退休基金主要出版物《Pensioen Pro Magazine》上聯合發表文章。於二零二三年十二月，本集團與北方信託聯合發布一份白皮書，重點關注荷蘭即將到來的退休金轉型，本集團與北方信託都對該白皮書進行宣傳，包括透過兩家公司的網站和社交媒體進行宣傳。於二零二三年及二零二四年，本集團的高級人員一直與荷蘭的相關各方保持接觸，而我們預計這也將是二零二五年的重點領域。我們的專有分析工具在這項工作中發揮重要作用，使我們能夠為退休基金提供詳細的風險見解。二零二四年，

我們注意到許多荷蘭退休基金推遲了預定過渡日期，這將市場的機會轉移到了較後的日期。若干基金計劃在二零二五年底過渡，我們正在尋找與該群體互動的機會。

在二零二四年，我們也積極與本集團開發的新產品的潛在投資者接洽。自首次公開發售前購股權計劃以來，本集團已投資額外的量化工具，並將這些工具與現有工具一併使用，以協助開發更多策略。除上述努力外，於二零二四年下半年，本集團透過與一家大型機構投資者開立的管理賬戶，推出新波幅投資策略。該策略為我們的





相對價值策略提供多元化回報及收入來源，我們預期該策略的資產管理規模將於二零二五年進一步增長。

在二零二五年，我們打算專注於多種潛在渠道的業務發展機會。過去幾年來，我們的研究也讓我們得以發展其他投資策略。這讓我們的產品組合更多元化，因此擴大了我們的潛在投資者基礎，以及與現有投資者的潛在「錢包分享」。

除上述新策略外，截至撰寫本報告時，我們正在有針對性地與潛在投資者就另外兩項策略進行接觸。第一個是新離岸中國股票衍生品策略；第二個是新在岸中國多資

產衍生品策略。我們還繼續與現有和潛在投資者就我們現有的產品進行接觸，尤其是我們的相對價值策略，該策略在二零二四年實現了6%的回報，表現優於大多數同行和各四個EurekaHedge波幅對沖基金指數(如上所述)。此外，我們專注於我們定製的尾端風險解決方案的潛在前景，並與Northern Trust一起繼續與荷蘭退休基金合作尋找機會。

阿姆斯特丹國家博物館



## 技術發展

根據招股章程，我們的資訊科技團隊於二零二四年完成了數據中心增強，包括更換我們的伺服器，並通過新的集中式存儲區域網絡提高我們

的存儲能力。這使本集團在管理和監控存儲環境方面得到了改進，使我們能夠更好地評估存儲增長和需求，並根據業務的增長擴展我們的存儲

環境，並通過更快的訪問大大提高了存儲表現。

此外，我們還完成了網絡設備的現代



阿姆斯特丹，阿姆斯特丹國家博物館  
捐贈，荷蘭政府與法蘭西共和國聯合收藏，國立博物館收藏/羅浮宮博物館收藏

馬爾丹·蘇勒曼的肖像，倫勃朗·賴恩，1634年

化改造，包括安裝下一代防火牆以增強對威脅的防護，以及支援和集成病毒和惡意軟體威脅檢測。這一點尤為重要，因為網絡安全已成為投資者和資產分配人士在運營盡職調

查中專注的關鍵問題，並且相信增加聚焦該事宜的趨勢可能會持續下去。

最後，我們優化了我們的全球數據中心部署和連接，以提高成本效益，同

時仍然保持我們對冗餘和穩定性的要求不變。我們的開發團隊一直專注於維護和逐步改進我們核心專有系統的關鍵元素，包括我們的前端應用程式和我們的回溯測試環境。



阿姆斯特丹，阿姆斯特丹國家博物館  
捐贈，荷蘭政府與法蘭西共和國聯合收藏，國立博物館收藏／羅浮宮博物館收藏

卡彼特的肖像，倫勃朗·範·賴恩，1634年



## 市場展望

我們的投資方法乃以量化驅動，過程嚴謹，且不依賴宏觀預測。然而，整體環境仍然是一個重要的背景因素。以下我們將分享我們對當前宏觀環境的部分簡要觀察以及對投資者的投資組合方針的潛在影響。

二零二四年是標準普爾500指數連續第二年總回報指數超過25%。上一次連續兩年超過25%是在一九九七年和一九九八年，當時正值互聯網泡沫爆破。在特朗普於十一月勝出後，共和黨控制了眾議院和參議院，而投資

者對美國股市的看漲情緒再創新高。二零二五年一月，政府在股票估值創歷史新高、美國「例外論」已被定價、投資者樂觀地認為政策改變將有利於美國企業。誠如我們在二零二五年二月撰寫本報告時，新政府已開始執行其政策議程，雖然不確定性叢生，但我們可以更好地預測立法的潛在方向。其中一個結論是，我們相信波幅交易很可能成為受益者。在本展望中，我們將先回顧股票估值、地緣政治背景、引伸波幅市場定價，並總結對本集團的潛在影響。

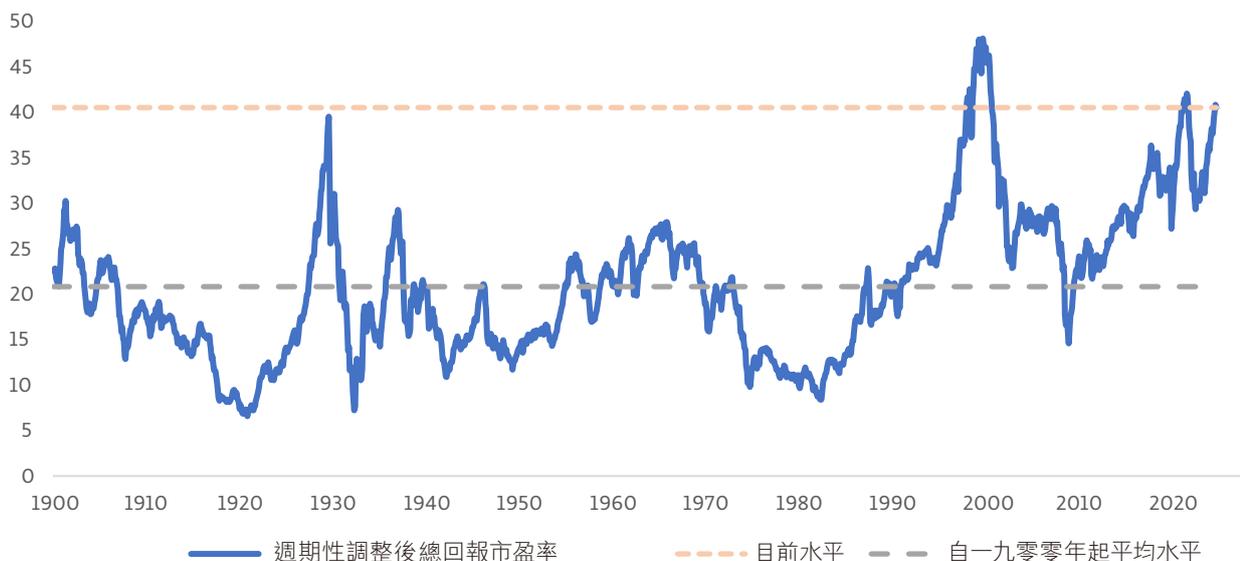
## 估值

長期而言，最佳的估值指標之一是週期性調整市盈率，其由Robert Shiller在一九九零年代後期提出。根

據該指標(我們將在下文展示總回報版本，其中也包含回購因素)，美國股票的開銷已接近峰值，二零二五年一月底的週期性調整市盈率为41倍，處於一九零零年以來觀察值的第98

百分位數。唯一估值持續處於或高於目前水平的時期是一九九八年中至二零零零年中(市場於二零零零年三月達到峰值)互聯網泡沫爆破末期。

美國股票：標準普爾綜合週期性調整後總回報市盈率<sup>15</sup>



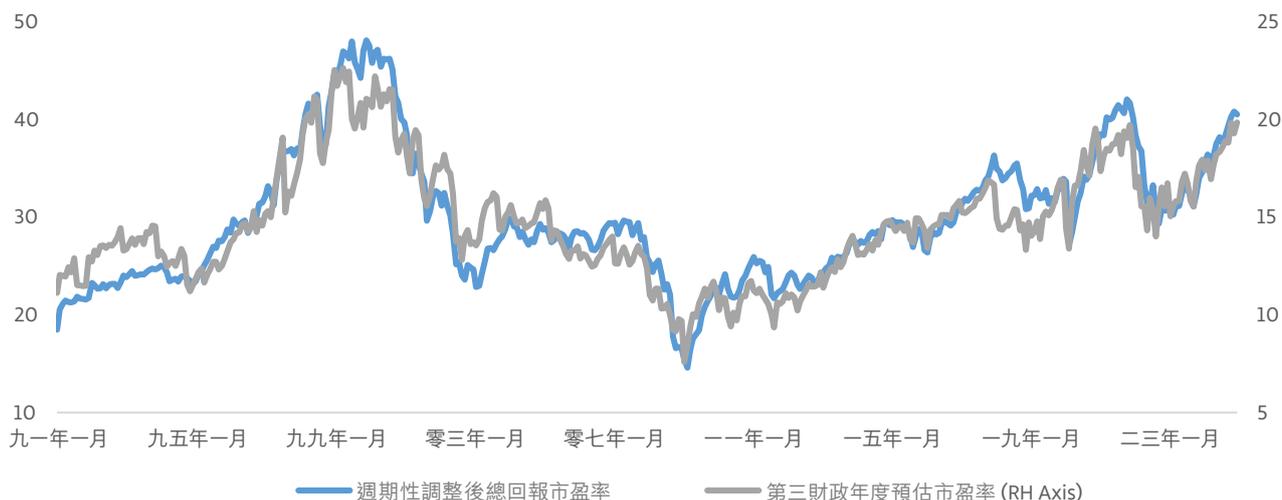
15. 資料來源：Robert Shiller / 耶魯大學，True Partner。二零二五年一月數據。

看漲的市場參與者通常會反駁說，週期性調整後總回報市盈率是一種後向指標。但市場對未來增長的預

期也很高，根據遠期市盈率計算的估值也接近歷史高位。如下圖所示，遠期性的估值指標也傾向與後向性的

週期性調整後總回報市盈率同步移動。

美國股票：標準普爾綜合週期性調整後總回報市盈率vs標準普爾500指數財政年度第三期遠期市盈率<sup>16</sup>



對未來盈利增長的看漲，有相當大的部分是源自於Magnificent Seven股票以及對人工智能的樂觀。這些公司目前正投入大量資本支出在人工智能項目上。人工智能似乎可能成為未來獲利的驅動力，但獲利能力有多大？DeepSeek的R1模型的出現在二零二五年一月底引起了人工智能投資者的恐慌，因為投資者開始考慮中國公司顯然更便宜、更有效率的方法可能會大幅降低潛在需求。到目前為止，

我們只看到西方人工智能相關股票的估值有輕微變化，但我們也看到中國科技股的復甦，以及阿里巴巴等中國公司宣佈對人工智能進行重大投資。這表明投資者開始將中國公司視為該領域的潛在領導者。從全球層面來看，資本支出的增加可能會導致更多競爭，並增加供過於求的可能性，這可能會影響未來的利潤。

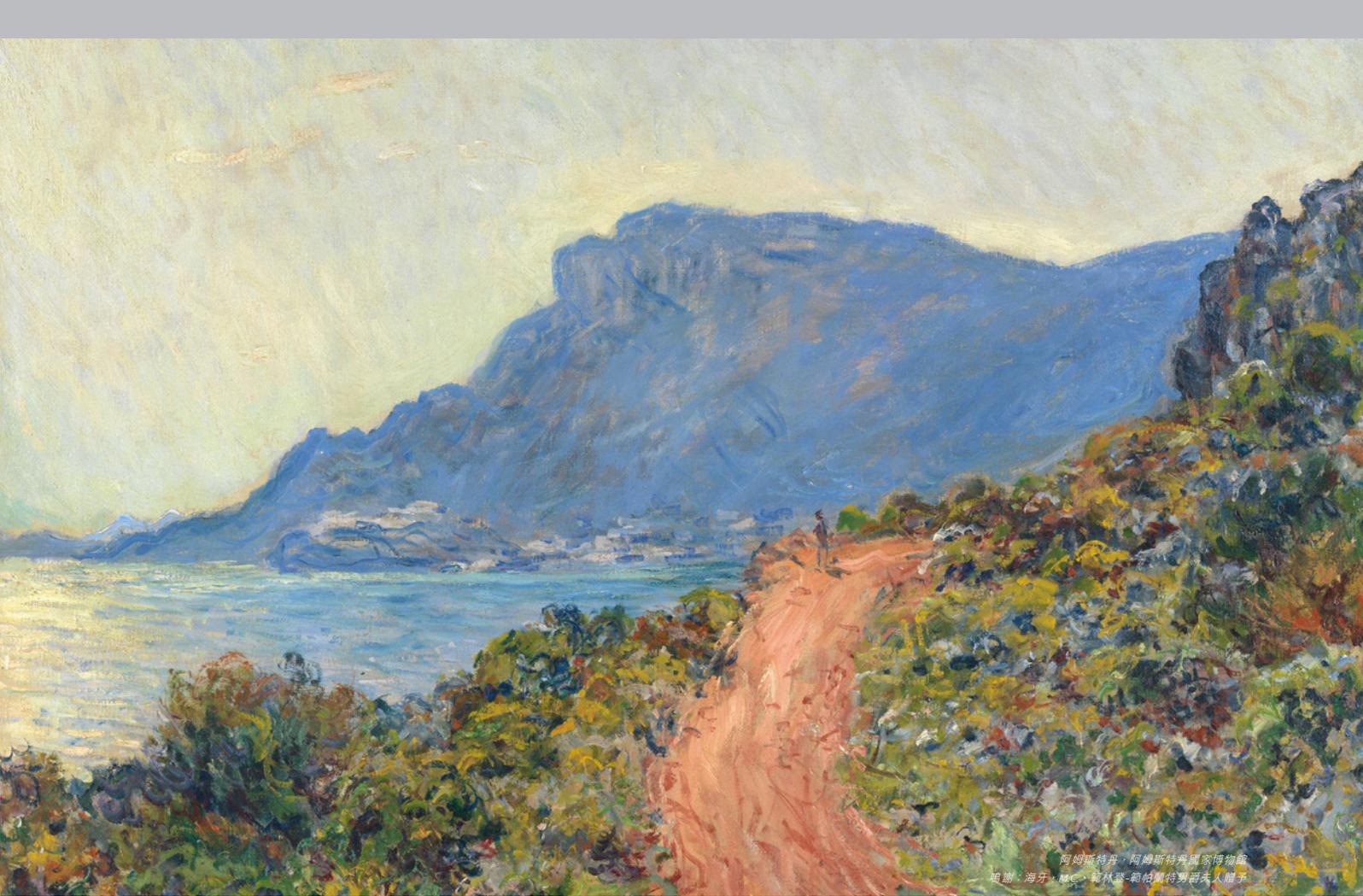
美國的頂尖股票對指數投資者的重

要性在歷史上也是異數：標準普爾500指數中的前10大股票佔其市值超過三分之一，遠高於互聯網泡沫時代的峰值水平（前10大股票僅佔25%以上）<sup>17</sup>。但並非只有頂級股票才充滿看漲情緒。如下圖所示，進入二零二五年後，盈利增長預期全面看漲。分析師預計Magnificent 7將有18%的增長率，美國市場整體增長率為14%，除Magnificent 7以外的美國市場增長率為9%，全球其他市場增長率為7%。

16. 資料來源：Robert Shiller/耶魯大學，彭博，True Partner。二零二五年一月數據。

17. 資料來源：S&P Global(二零二五年二月)，Capital Group。「Has stock market concentration reached a tipping point」，Capital Group，二零二四年九月。<https://www.capitalgroup.com/individual-investors/se/en/insights/articles/has-stock-market-concentration-reached-a-tipping-point.html>

18. MSCI美國和MSCI世界指數(不包括美國)的攤薄每股盈利。通脹不構成差異—美國CPI通脹在截至二零二四年十二月的10年間平均為3.0%，高於二零二四年底為下一年度定價的2.6%收支平衡通脹。資料來源：貝萊德、彭博、True Partner



阿姆斯特丹，阿姆斯特丹國家博物館  
 贈謝：海牙，M.C. 範林登-範伯蘭特男爵夫人贈予

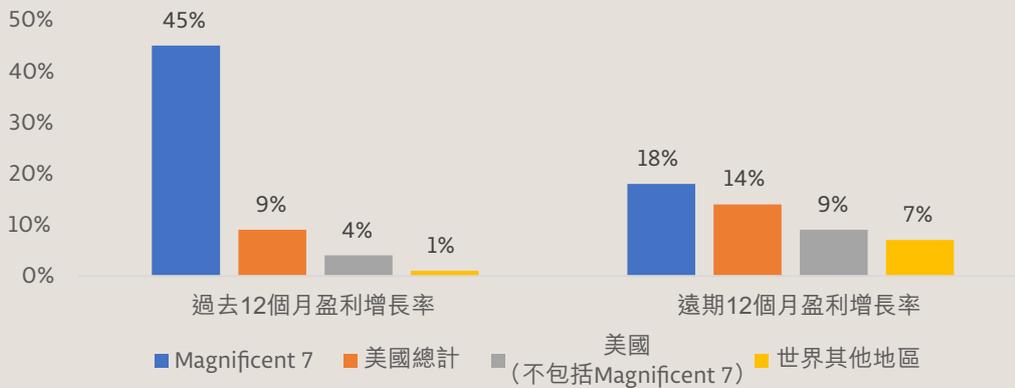
摩納哥附近的濱海大道，克勞德·莫奈，1884年

就背景而言，在截至二零二四年底的過去10年中，美國的收益增長了6.6%（基於MSCI美國完全攤薄的每股收益），美國以外的收益增長了4.2%（根

據MSCI世界指數（不包括美國）），其中包括科技股的強勁貢獻，尤其是美國科技股。分析師估計，不包括Magnificent 7的未來增長將大約是這

些水準的兩倍。<sup>18</sup>

### 追蹤與預期盈利增長

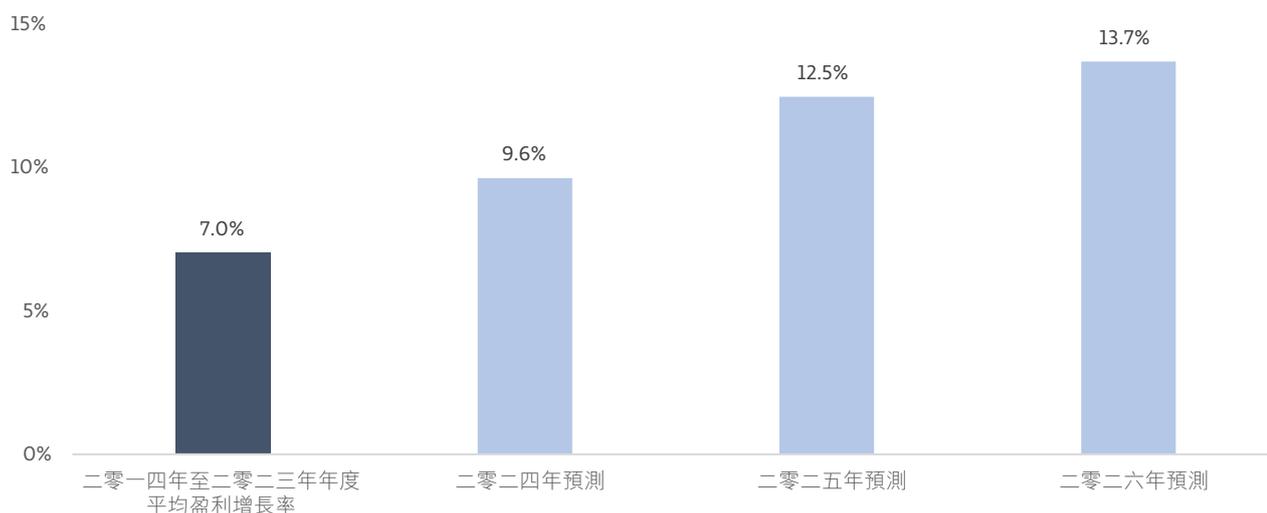


如果我們進一步放大美國的情況，使用截至二月中旬由下而上的分析師對標準普爾500指數的預測(因此與

上面引用的角度略有不同)，我們可以看到分析師不僅預測二零二五年的盈利會快速增長，而且預測二零

二六年的盈利也會快速增長。如此強勁的增長實屬罕見。

標準普爾500指數盈利預測(自下而上的每股收益，截至二零二五年二月二十一日)<sup>19</sup>



在如此高的期望中，值得回顧一下一九九零年代後期在互聯網增長中進行的巨大電信和網絡相關投資的命運。雖然有許多互聯網公司的商業模式出現問題(Pets.com躍入腦海)，但也有許多快速發展的公司擁有大量業務。多年來，隨著互聯網需求的快速增長和公司競相建設基礎

設施，存在著相互關聯的增長的「良性循環」。朗訊科技、高通、北電網絡、思科和昇陽電腦等公司連續幾年實現強勁增長。然後，估值和增長預期變得過高，增長令人失望，資本支出大幅削減(美國電信資本支出從一九九六年到二零零零年翻倍，然後跌至一九九六年的水準以下)，公

司陷入了削減成本和股價下跌的惡性循環。人工智能無疑具有巨大的潛力，投資的利潤可能與市場定價一樣高。但同時存在風險，所有這些資本支出都可能引發競爭和供應過剩，最終導致令人失望的獲利率。

19. 資料來源：FactSet Earnings Insight，二零二四年二月二十一日

## 特朗普2.0：讓美國再次偉大？

談到政策背景，共和黨在選舉中大獲全勝，贏得總統職位、眾議院和參議院席位，被股市視為看漲訊號。市場似乎正在為華爾街定價一個「金髮女孩特朗普」—減稅等對企業有利的政策將會出台，而對市場不利的政策將會被拋棄。一些評論員援引特朗普的第一個任期作為這一



身穿藍色衣服的女孩的肖像，約翰尼斯·科尼利烏斯·韋斯普朗克，1641年

觀點的依據。不過，我們認為特朗普2.0可能與他的第一任期有所不同。

在第一任期內，特朗普在治理和管理官僚機構方面經驗有限，他的任命受到共和黨廣泛影響。淨影響是，特朗普政府只有在共和黨及其支援者中得到廣泛支援的

政策才能實施政策，特別是通過二零一七年的《減稅與就業法案》主要針對富人的重大減稅。特朗普的另一個主要功績主要基於他擔任總統的時間安排，這讓他有機會更換三名最高法院大法官。透過任命三名保守派法官，他大大改變了美國最高法院的權力平衡。

對前政府官員的採訪和傳記表明，在特朗普的第一任期內，特朗普及其團隊提出一些被官員認為比較離譜的要求被忽略了，或者故意推遲了回應，這些官員認為這是出於國家利益。同樣，國會中的共和黨多數派也更加獨立於特朗普，並採取行動來約束他，包括在支持北約等問題上。<sup>20</sup>

這一次非常不同。特朗普和他的團隊進入政府時，已經做好了充分的準備，並有明確的變革計劃。自二零一六年起，共和黨也發生了轉變。「讓美國再次偉大」對國會競選、黨內政治和資金產生了重大影響，結果是該黨現在與特朗普及其團隊更加一致並受其控制。一月下旬就職典禮後的早期跡象表明，特朗普的提名有利於忠於總統人士，而他願意任命有爭議觀點的人士。

在官僚機構內部，二零二五年計劃藍圖正在迅速實施，人員發生重大變動，似乎整個部門都被關閉(美國國際開發署和消費者金融保護局)。總統行政命令被用於對廣泛主題進行變革。就經濟角度而言，最重要的措施涉及關稅、重新轉向化石燃料、賦予政府效率部權力以及削減援助等特定領域的開支。但更廣泛的情況也說明了政府的優先事項和對其觀點的信心，包括赦免參與二零二一年一月六日國會騷亂人士、更改墨西哥灣的名稱以及撤銷拜登時代的幾項行政命令。

20. 「Congress Can Check the President on Foreign Policy—Even Under Trump」，卡內基國際和平基金會，二零二五年一月三十日 <https://carnegieendowment.org/emissary/2025/01/trump-congress-foreign-policy-check?lang=en>