

恒生指数：一个数字如何称出半个香港

它由什么拼成、谁在管、以及过去六年的过山车

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

它由什么拼成、谁在管、以及过去六年的过山车

每天香港收市，新闻只用一句话交代一整个股市：「恒生指数今日收报两万六千点，升一百二十点。」

我们都假装听懂了。可是，**这两万六千「点」，到底是什么东西的两万六千？**不是两万六千块钱，不是两万六千家公司，也不是两万六千股。那究竟是什么？多出来的那一百二十点，又是从哪里凭空长出来的？

这本书打赌：大多数天天看它的人，其实答不上来。这不丢人——指数本来就是被精心设计、却从不自我解释的东西。它像一台只显示读数、却从不告诉你原理的仪表。

我们要做的，就是把这台仪表拆开，一个零件一个零件地看明白：

- **它由什么拼成**——凭什么是那八十来家公司？为什么腾讯打个喷嚏，整个指数就要抖三抖，而一家小公司涨停却激不起半点水花？
- **谁在后台拨弄它**——换公司的那一刻，这个数字凭什么不无缘无故地跳一下？这背后藏着一个叫「除数」的、出奇优雅的小魔法。
- **它这六年经历了什么**——从三万点出头的高位，俯冲到跌穿一万五的谷底，再绝地反弹回两万六千点之上。这个大 V 的每一个拐点，到底踩在什么鼓点上？

全书只认一个问题，从第一页追到最后一页：**当你看到「恒指两万六千点」时，你到底该读出什么，又不该读出什么？**

读到最后你会发现，答案远比那个大数字有意思——而且一旦看穿，世界上几乎所有股票指数，在你眼里都会变得透明。它们不过是换了篮子、换了起跑线的同一套把戏。

别急着记数字。我们先从那个最该问、却几乎没人问出口的问题开始——这个「点」，究竟是什么的点。

第一章 · 一个数字能代表一座城市吗

每天香港收市，新闻里都会蹦出一句话：「恒生指数今日收报两万六千点，升一百二十点。」听的人点点头，好像懂了。可要是追问一句——这两万六千「点」，到底是什么东西的两万六千？多出来的那一百二十点，又是从哪里长出来的？——多数人其实答不上来。

这本书想做的，就是把这一个数字拆开给你看：它由什么拼成、是怎么算出来的、谁在后台拨弄它，以及过去六年它为什么像坐过山车。弄懂了它，你再看任何一个股票指数——上证、标普、日经——都会觉得透明。

一个数字，替一整个市场说话

先想一个麻烦。香港交易所里挂着两千多家公司，今天这家涨、那家跌，有的大涨、有的微跌。你站在旁边，想知道一句最简单的话：**今天香港股市整体是好了还是坏了？**

一家一家看，看到天黑也看不完，而且看完还是一团乱麻——涨的跌的混在一起，到底算好算坏？你需要有人替你把这两千家「揉成一个数」，一眼就知道风往哪边吹。

这个「揉成一个数」的东西，就是股票指数。说白了，它是一个代表整个市场（或市场里某一群公司）的平均分。市场整体涨了，这个数就往上走；整体跌了，它就往下掉。你不用再数两千家，只要盯住这一个数，就知道大盘的脸色。

恒生指数不盯那两千多家，它只挑其中最大、最有代表性的几十家（今天是八十家出头，后面会细讲），用它们来代表整个香港市场的大趋势。就像你想知道一个班的成绩，不必把每个人的卷子都翻一遍，看几个有代表性的同学，大致就有数了。

大白话

指数不是某只股票的价格，而是一个「大盘温度计」：它自己不值钱，但它上下跳动，告诉你这一群公司今天整体是热了还是凉了。

「香港的道琼斯」

这个主意不是香港人原创的。更早的榜样在大洋彼岸——1896 年美国人就搞了道琼斯工业平均指数（挑一批美国大公司、算出一个数来代表美股大盘的老牌指数）。到了 1960 年代，香港股市一天比一天热闹，却始终没有一个公认的数字能回答「今天港股整体怎么样」。

当时恒生银行的主事人何善衡起了个念头：香港也该有一个自己的「道琼斯」。1964 年，他把这个活儿交给银行研究部的主管**关士光**（Stanley Kwan）去做。关士光带着人算了一批有代表性的香港上市公司，造出了一个数——这就是恒生指数的雏形。

有意思的是，它造出来之后，一开始只是恒生银行内部自己用、给高层看的参考，并没有公开。又过了五年，到 **1969 年 11 月 24 日**，恒生指数才正式对外发布，从此变成全香港每天都要看一眼的那个数字。它名字里的「恒生」，就是恒生银行的恒生——这面「温度计」是这家银行发明并挂出来的。

它不是裁判，是记分牌

这里要先破一个常见的误会：很多人以为指数像个裁判，能「决定」市场涨跌。恰恰相反。**指数不推动市场，它只是记录市场**。是成千上万的买家卖家先把那几十家公司的股价买上去、卖下来，指数被动地跟着算出一个新数字。

打个比方：恒生指数是球场边的记分牌，不是球场上的球员。球员（买卖双方）在场上你来我往，记分牌老老实实把比分显示出来。记分牌不会自己得分，但你只要瞄一眼比分，就知道这场球打到哪一步了。所以当新闻说「恒指升了」，真正发生的是：那几十家大公司今天整体被买贵了。

于是，三个问题

既然恒生指数是用几十家大公司「揉」出来的一个数，接下来的问题自然就排好了队，这本书也按这个顺序往下讲：

- **它由什么拼成**——挑哪些公司？每家在这个数里占多大分量？凭什么腾讯说话比一家小公司响？（第二到第六章）

- **谁在管它**——谁决定哪家公司进、哪家出？换人的时候，怎么保证这个数不会无缘无故跳一下？（第七、第八章）
- **它这些年经历了什么**——2019 到 2025，这个数字从三万多点一路坐过山车，背后到底发生了什么？（第十到第十二章）

全书只回答一个问题：**当你看到「恒指两万六千点」时，你到底该读出些什么？**读到最后，希望你能自己回答出来。下一章，我们先从那个最该问、却几乎没人问的问题开始——这个「点」，究竟是什么的点。

第二章 · 「点」到底是什么的点

上一章留了个问题：「恒指两万六千点」里的这个「点」，到底是什么的点？是多少钱吗？是多少家公司吗？都不是。这一章专门把这个被所有人跳过的问题讲透——因为想不通这一点，后面的一切都是空中楼阁。

先承认：这个数字本身没有单位

你买一斤苹果五块钱，「五块」后面跟着「钱」；你跑了十公里，「十」后面跟着「公里」。可「恒指两万六千点」后面那个「点」，不跟任何东西。它不是两万六千港元，不是两万六千家公司，也不是两万六千股。**它是一个纯粹的比值，一个没有单位的数。**

这听起来有点玄，其实特别简单。它衡量的是：今天这一篮子大公司，比起很久以前的某一天，整体贵了多少倍。

一切从 1964 年 7 月 31 日那天说起

每个指数都要先找一个「起跑线」——专业的说法叫基准日（定一个历史上的某一天当作比较的原点，那天的指数值人为规定成一个整数）。恒生指数挑的起跑线是 **1964 年 7 月 31 日**。

那天收市，关士光把他选中的那一篮子香港公司的股票总价值加起来，得到一个数字（具体多少钱不重要）。然后他做了一件很聪明、也很省事的事：**不管那天的总价值是多少钱，一律把它叫作「100 点」。**

于是「点」的定义就出来了：

100 点 = 1964 年 7 月 31 日那天，这一篮子股票值的那笔钱。

从此以后，这个数字就不再管「值多少钱」，只管「是当年那笔钱的多少倍」。今天如果这一篮子的总价值涨到了当年的 260 倍，指数就是 **$100 \times 260 = 26000$ 点**。就这么简单。

「点」就是「以 1964 年 7 月底为 1 倍」的一把尺。26000 点的意思是：这些大公司加起来，比 1964 年那个夏天贵了大约 260 倍。

为什么要绕这一道？直接报总市值不行吗？

你可能会想：那何必搞个「100 点」出来，直接告诉我这些公司今天总共值多少万亿港元，不是更实在？

两个原因，都很实际。

第一，大数字没法比较，倍数才能比。「今天总共值 48 万亿港元」这句话，你听完毫无感觉——这是多还是少？可是「比年初涨了 15%」你一下就懂。指数把绝对金额换成了相对倍数，就是让你一眼看出「涨跌了几成」，而不是去跟一串天文数字较劲。

第二，篮子里的公司会换人，总市值会因此跳动，倍数不该跳。这是更深的一层。假设明天指数把一家小公司换成一家超大公司，这一篮子的总市值「唰」地涨一大截——可市场其实啥也没发生，只是换了个成员而已。如果直接报总市值，你会误以为大盘暴涨。指数用一套机制（第八章专门讲的「除数」）把这种「换人造成的假涨跌」抹平，让那个数字只反映真实的涨跌。这件事，用「倍数」这把尺比用「金额」这把尺好办得多。

所以，别去比「谁的点数高」

明白了「点是比值」，有一个常见的糊涂账立刻就清楚了：拿恒指的「两万六千点」去跟别的指数的点数比高低，**毫无意义**。

比如上证指数三千多点、恒指两万六千点、日经三万多点——这完全不说明香港股市比上海「贵八倍」或「强八倍」。三者的差别，只是因为它们各自的起跑线定在不同的年份、起点规定成了不同的数（有的从 100 起步，有的从 1000 起步），起点不同，今天的点数当然没法横着比。

能比的只有一样：**同一个指数自己跟自己比**——今天比昨天、今年比去年涨跌了百分之几。这才是指数真正有意义的用法。两万六千点这个数字本身不重要，重要的是它从哪儿涨上来、或从哪儿跌下去的。

好，现在你知道了「点」是一篮子公司相对 1964 年的倍数。那么下一个问题马上就来：这一篮子里，是不是每家公司都算一样的分量？一家几万亿的巨头，和一家几百亿的公司，在这个数里说话一样响吗？下一章揭晓。

第三章·为什么大公司说话更响：市值加权

上一章结尾问：一篮子公司里，大公司和小公司说话一样响吗？答案是不一样——而且差得很远。这一章讲恒生指数的核心规则：**按个头大小分配发言权**。弄懂它，你就明白为什么腾讯打个喷嚏，恒指就要抖三抖；而一家小成分股涨停，恒指可能连个水花都没有。

先算清楚：一家公司「有多大」

衡量一家上市公司的个头，用的不是股价，而是市值（这家公司在股市上整体值多少钱）。算法简单得很：

$$\text{市值} = \text{股价} \times \text{总股数}$$

一家公司股价 10 元、发行了 100 亿股，它就值 1000 亿；另一家股价高达 500 元，但只发行了 1 亿股，它只值 500 亿。**股价高的那家，反而是小公司。**

大白话

股价只是「一股多少钱」，是把公司切成亿万份后的单价。公司真正的个头，要把所有份数乘回去——那才是市值。只看股价就像只看一片西瓜的价钱，却不问整个瓜有多大。

加权：个头越大，占的分量越重

知道了每家的市值，恒生指数怎么把它们揉成一个数？它用的是市值加权（按每家公司的市值大小，决定它在指数里占多大比重的算法）。

道理就像给一个班算平均身高，但不是普通平均，而是「体重加权」的平均：体重越重的人，他的身高对结果影响越大。放到指数里，**市值越大的公司，它的涨跌对指数的影响越大。**

举个干净的例子。假设篮子里只有两家公司：巨头 A 市值 8000 亿，小公司 B 市值 200 亿，加起来 8200 亿。那么在这个篮子里——

- A 占的比重约 **98%** ($8000 \div 8200$)
- B 占的比重只有约 **2%** ($200 \div 8200$)

现在，如果 A 涨 1%、B 原地不动，整个篮子差不多就涨 0.98%，指数几乎全被 A 拖着走。反过来，B 哪怕涨停（涨 10%），对整个篮子的拉动也不过 0.2% 左右——塞牙缝都不够。这就是为什么财经新闻天天盯着腾讯、汇丰、阿里这几只「权重股」：**它们才是真正能搬动恒指的人，剩下几十家合起来还不如头部几家有分量。**

对照组：道琼斯的「怪规矩」

市值加权听起来天经地义，但世界上第一个大指数——美国的道琼斯——偏偏不是这么算的。它用的是一套今天看来很别扭的老办法：股价加权（谁的股价高，谁在指数里的分量就大，根本不看公司实际多大）。

这就闹出怪事了。在道琼斯里，一家股价 500 美元的中型公司，分量能压过一家股价 200 美元、但实际规模大它十倍的巨头——就因为前者「每股标价」更高。这显然不合理：股价高低很大程度上只取决于公司当初把自己切成了多少股，和公司到底多大没有必然关系。

道琼斯是 1896 年的产物，那年头没有计算机，人们只能把几个股价手工加起来除一除，图的是算着方便。恒生指数晚了六十多年才诞生，一上来就用更讲道理的市值加权——**让「大公司说话更响」，而不是「股价标得高的说话更响」**。今天世界上绝大多数主流指数（标普 500、沪深 300、恒指……）都是市值加权，道琼斯那套股价加权反倒成了少数派的「活化石」。

一个副作用：强者愈强

市值加权虽然讲道理，却藏着一个值得警惕的脾气：**它天生偏爱已经很大的公司**。一家公司越涨，市值越大，在指数里占的分量就越重，于是它下一步的涨跌对指数的影响就更大——赢家的话语权会自己滚雪球。

这会带来一个麻烦：万一某一两家巨头涨到个头特别大，整个指数就被它们「绑架」了——它们一感冒，几千万投资者跟着的指数就重病一场。恒生指数早就看到了这个风险，所以给每家公司的分量设了一个上限，不许任何一家大到可以只手遮天。这个上限是多少、为什么要设，是第五章的事。

但在讲上限之前，还有一个更微妙的问题要先解决：一家公司的市值，真的是「股价 × 总股数」那么简单吗？那些锁在大股东保险柜里、永远不会拿出来卖的股票，也该算进来吗？下一章见。

第四章 · 只数你买得到的那部分：自由流通

上一章结尾埋了个钩子：一家公司的分量，真的按「股价 × 总股数」这个全市值来算吗？恒生指数的回答是：**不。它只数你真正能在市场上买到的那部分股票**。这一章讲的，就是这个听起来绕、想通了却特别讲道理的调整——自由流通。

一个尴尬的事实：很多股票根本不流通

一家公司发行了 100 亿股，不等于这 100 亿股都在市场上转手。相当一部分，是被牢牢锁住的：

- 创始人、家族、控股集团自己攥着的大头——他们是来当老板的，不是来炒股的，几十年都不会卖；
- 政府或国有机构持有的战略股份；
- 公司之间互相持股、长期绑定的那部分。

这些股票名义上存在，却几乎永远不进入买卖。它们就像博物馆里非卖品的展品——标了价，但你永远买不走。真正在市场上你来我往、天天换手的，往往只是其中一部分。

自由流通：只认能上市交易的那部分

于是恒生指数做了一个修正，叫自由流通调整（计算市值时，只算那些真正能在市场上自由买卖的股票，把被大股东、政府锁住的部分剔除掉）。英文叫 free-float，「自由漂浮」——能在市场里自由漂着、随时被买走的那部分股票。

所以第三章那个公式，要升级一下：

算分量用的市值 = 股价 × 总股数 × 自由流通比例

这个自由流通比例（一家公司有多大比例的股票是真正能自由买卖的），恒生指数会给每家公司估一个，再向上归整到 5% 的整数档（比如估出来 73%，就按 75% 算）。一家公司如

果七成股票锁在老板手里、只有三成在外面流通，那它进指数时的分量，就只按那「三成」来算，而不是按它名义上的全身家。

大白话

一句话：指数衡量的不是「这家公司理论上值多少钱」，而是「市场上真正能被买卖的这家公司，有多大一块」。锁在保险柜里、永不流通的股票，对买卖双方来说等于不存在，自然也不该在指数里占分量。

为什么非这么算不可？

你可能觉得这是吹毛求疵。其实不是，这里有个很硬的道理。

指数是给投资者当标尺用的，而投资者只能买到流通的那部分。一只追踪恒指的基金，想照着指数去买股票，它根本买不到锁在创始人手里的那些股——那些股票不在市场上卖。如果指数把这些买不到的股票也算进分量里，就会给某家公司虚高一个它「实际可投资规模」撑不起的比重，基金照着它去配，会发现根本配不进去。**按自由流通算，指数的权重才和「市场上真能买到的量」对得上。**

再说一个更实际的后果。有些公司股本巨大，但九成九都攥在一个大股东手里，市面上流通的寥寥无几。这种股票，少量买卖就能把价格推得忽上忽下（因为盘子太浅）。要是按全市值给它一个大分量，它那虚高的、容易被操纵的价格就会去左右整个指数。自由流通调整顺手把这个风险也压了下去——**流通盘越小的公司，在指数里的分量也越小，没法用一点点交易去撬动大盘。**

一段小历史：恒指也是后来才改的

值得一提的是，自由流通并不是恒生指数一开始就有的。早年它和许多老指数一样，用的是「全市值」加权——锁住的股票也照单全算。直到 **2006 到 2007 年**，恒生指数才正式改用自由流通调整的算法，和国际主流指数接轨。这是它历史上一次重要的「体检升级」：让这把尺量得更诚实，只量市场上真实可交易的那部分。

到这里，一家公司在恒指里的分量，已经不再是简单的「个头大小」，而是「**能自由买卖的个头**有多大」。但故事还没完——哪怕按自由流通算，万一某家巨头还是大得吓人，大到一

家就占了指数的两三成怎么办？指数要不要给它封个顶？这就是下一章的 8%。

第五章 · 8% 的天花板

第三章结尾提过市值加权的一个脾气：强者愈强，赢家的话语权会滚雪球。第四章又说，哪怕按自由流通算，总有巨头大得吓人。这一章就讲恒生指数给这个问题装的「刹车」——一道谁也不许越过的天花板：**8%**。

不封顶会怎样？一个真实的隐忧

先想象一下没有上限的世界。按市值加权，一家公司越大，占的分量越重。假如香港出了一家超级巨无霸——比如某段时间的腾讯——它的自由流通市值大到可以在恒指里占到百分之二十、三十，会发生什么？

那恒生指数就名存实亡了。它号称代表「整个香港市场」，实际上三分之一的命运攥在一家公司手里。这家公司财报好，恒指就大涨，哪怕其他几十家全在跌；这家公司被监管敲打一下，恒指就重伤，哪怕香港经济本身毫发无损。**一个本该代表「一群公司」的指数，变成了「一家公司的影子」。**这显然违背了指数存在的初衷。

大白话

指数的意义在于「分散」——用一群公司摊平单家公司的运气。要是其中一家大到能一手遮天，这个「摊平」就失效了，指数又退回到了「押注一家公司」。

8% 的天花板

为了防住这件事，恒生指数设了一道权重上限（规定任何一家成分股在指数里占的比重，都不得超过某个百分比）。今天这个上限是 **8%**。

意思是：无论一家公司实际多大，它在恒指里的分量，最多只能占到 8%。按市值算出来超过 8% 的部分，会被人为「削掉」，匀给其他公司。于是哪怕腾讯、汇丰、阿里这些巨头的真实身家远不止 8% 的分量，它们在恒指里也一律被按到 8% 封顶——**谁也别想一家独大。**

这就像给一场合唱团定了规矩：哪怕你嗓门天生最大，也不许盖过全团一个固定的音量上限，免得整首歌变成你一个人的独唱。

2021 年的那次收紧：从 10% 到 8%

这个天花板不是一成不变的，它被调过。

在 **2021 年之前**，规矩是分两套的：普通公司的上限是 **10%**；而对于两类特殊公司——「同股不同权」的公司（创始人用少量股份掌握多数投票权，比如小米）和「第二上市」的公司（已经在美国等地上市、又来香港挂第二个牌的公司，比如当年回港的阿里巴巴）——上限更低，只有 **5%**。

这套双轨制越来越别扭。因为恰恰是腾讯、阿里、美团这些新经济巨头，很多都属于「同股不同权」或「第二上市」，被压在 5% 的低顶之下——结果就是：香港市场明明越来越靠科技股驱动，恒生指数里科技股的分量却被规则人为压低了，指数越来越跟不上市场的真实模样。

于是 **2021 年 3 月**，恒生指数公司宣布了一次大改革，其中一条就是**把上限拉齐**：取消双轨，所有成分股——不管同股不同权还是第二上市——统一按 **8%** 封顶。这一下，科技巨头从 5% 的低顶抬到了 8%，在恒指里的分量明显加重，指数也更贴近「今天的香港到底靠谁撑着」。（这次改革动的不止上限，还有成分股数量等，下一章细说。）

封顶是门艺术：既要防垄断，又不能太碎

为什么偏偏是 8%，不是 5%，也不是 15%？这里面有个平衡。

上限定得太低（比如每家都压到 2%），指数就被摊得太平——它会和「市场真实结构」脱节：市场上明明就是那几家巨头举足轻重，你却假装大家一样大，这把尺同样量不准。上限定得太高（比如 20%），又防不住一家独大。**8% 是一个折中**：既承认巨头确实更重要、让它们占大头，又不让任何一家重到可以绑架全局——头部几家各占 8% 封顶，剩下的分量留给一长串中小公司。

这个上限不是定了就不管了。恒生指数每个季度重新算一次权重，把又涨超 8% 的公司重新削平——这是一件需要定期打理的活儿。到底是谁在后台做这件事、按什么规矩做，是第七章的主题。但在那之前，还有一个更基础的问题：这几十家公司，当初是怎么被选进篮子的？谁有资格进，谁又会被踢出去？下一章讲选拔。

第六章 · 谁进谁出：成分股的选拔

前面几章讲的都是「进了篮子之后怎么算分量」。这一章往前倒一步：这几十家公司，当初是怎么被挑进篮子的？香港交易所挂着两千多家公司，凭什么是这八十来家，而不是另外那一千九百多家？这一章讲恒生指数的「选拔赛」。

两道硬门槛：够大，而且够活跃

想进恒指，先过两关，缺一不可。

第一关：够大。按前面讲的自由流通市值排队，你得排在整个市场的前列。一家市值很小的公司，哪怕业务再好，也进不了——恒指代表的是大盘的主干，不是小苗。

第二关：够活跃。光大还不够，你的股票还得天天有人买卖、成交量足够大。专业说法叫成交额（一段时间里这只股票被买卖的总金额），恒指要求候选公司的成交额也排在市场前列。

恒生指数把这两关合成一句话：候选名单只在「市值和成交额都排进市场前 90%」的公司里选。**一家公司必须又大又活跃，才有资格被考虑。**为什么活跃这么重要？因为一只没人交易的「僵尸股」，价格是虚的、不灵敏的，把它放进指数，指数就被一个不动的死数拖着，反应不出市场的真实脉搏。

大白话

进恒指的资格，约等于「香港股市里又大、又天天被人真金白银买卖的那批公司」。个头小的、或者挂牌却没人交易的，都排不上号。

定期检讨：每季度重新排一次队

选进来不等于一劳永逸。市场在变——有的公司萎缩掉队，有的新贵迅速长大。所以恒生指数会定期检讨（每隔一段固定时间，重新审视名单，该换的换）成分股名单。

过去这个检讨是半年一次，2021 年改革后加密到**每个季度一次**。每到季末，指数公司按最新的市值、成交额重新排队：掉出标准的老成员被请出去，达标的新面孔补进来。这就是为什么你偶尔会在新闻里看到「某某股纳入恒指、某某股被剔除」——那是季度检讨的结果。

一进一出之间，其实藏着市场的变迁史。早年的恒指里全是地产、银行、公用事业这些「旧经济」招牌；这些年，腾讯、阿里、美团、小米这些科技新经济公司一个个被纳进来，老面孔一个个淡出。**看恒指成分股的更替，就像看香港经济换血的慢镜头。**

一条特快通道：巨型新股可以插队

常规选拔要看过去一段时间的表现，可有时候会冒出一个「巨婴」——一家刚上市、但一出生就是巨头的公司（比如一家超大型企业回香港挂牌）。要是老老实实让它排队等几个季度，恒指就会在这几个月里明显地「缺了一块」，代表性打折。

为此恒指留了一条快速纳入机制（新上市的超大型公司，不必走完常规等待期，可以提前被纳入指数）。规则大意是：一家新股如果一上市，个头就大到能排进市场前列，就可以走特快通道，尽早进入恒指，不必干等。同时，常规的上市年限门槛在 2021 年也从过去较长的要求大幅缩短到了**三个月**——让指数能更快地把市场上的新主角纳进来。

还要讲究「荤素搭配」

如果只按市值和成交额硬排，可能排出来的全是金融股、或者全是科技股，指数就偏科了。所以恒生指数在选拔时还会兼顾**行业的均衡**：它把市场公司按金融、地产、科技、消费等几大行业分组，尽量让各个行业都有代表进入指数，而不是让某一个行业独占。目的是让这个「篮子」尽量像香港经济本身的缩影——有荤有素，而不是一锅乱炖里全是肉。

从 50 家，到目标 100 家

恒生指数的成分股数量，也是一路变过来的。很长一段时间里（大约 2012 到 2021 年），它固定装 **50 家** 公司。2021 年那次大改革定了个新目标：把成员数一步步扩大到 **80 家**，并最终迈向 **100 家**。到今天，恒指里大约装着八十来家公司。

为什么要扩？因为 50 家越来越装不下香港市场的变化了——新经济公司蜂拥上市，老的 50 个名额腾挪不开。扩容就是给这些新主角让出位置，让指数的代表性更全。**从 50 到**

100，本质上是这把尺在努力跟上一个越变越快的市场。

到这里，「谁进、谁出、每家占多重」的规则你都清楚了。但一个关键问题还悬着：这些规则，是谁在执行？是某个人凭感觉拍板，还是有一套铁打的章程？换成员的那一刻，指数又怎么保证自己不会凭空跳一下？下一章，我们走进后台。

第七章·谁在管这个数字

前面六章把「这个数字怎么算出来」讲清了。现在换个角度问：这一切规则——挑谁进、踢谁出、每家封顶 8%、每季度重排——是谁在执行？新闻里从没见过哪个人出来说「我决定让恒指今天这么算」。这一章走进后台，看看是谁在打理这个数字，以及它靠什么取信于成千上万的投资者。

有一家专门的公司，就干这一件事

管理恒生指数的，是一家名叫恒生指数有限公司（Hang Seng Indexes Company，一家专门负责编制、计算、维护恒生指数及其一系列相关指数的公司）的机构。它不是政府部门，也不是交易所，而是一家**恒生银行全资拥有的子公司**。

这条血缘很清楚：当年是恒生银行发明了这个指数（第一章讲过），后来干脆成立一家专门的子公司来打理它，并以此为生意——把指数的使用权授权给基金公司、数据商、金融产品发行方，收授权费。所以恒生指数不只是一个「公共温度计」，它同时也是恒生银行旗下一门正经的生意：一个被精心维护的品牌。

大白话

一句话捋顺血缘：汇丰控股是恒生银行的大股东，恒生银行全资拥有恒生指数公司，恒生指数公司编制并「出售」恒生指数这个产品。那个每天挂在新闻里的数字，背后是这么一条商业链。

关键点：它不靠「人拍脑袋」，靠章程

这是整章最该记住的一点。恒生指数公司管指数，**靠的不是哪位高管的判断，而是一本事先写死、公开可查的规则手册**。

这本手册——行话叫编算方法（指数公司公开发布的、规定指数一切算法与规则的文件）——把前面几章讲的东西全都白纸黑字定死了：候选公司要满足什么条件、权重怎么算、上限多少、多久检讨一次、换股怎么处理……事无巨细。到了每个季度检讨，工作人员做的

事，本质上是「拿最新数据，套进这本手册的公式，机械地算出结果」，而不是「开个会，投票决定今年让谁进」。

为什么非要这么死板？因为**指数的全部价值，建立在「可信」和「可预期」之上**。想象一下，如果哪家公司进出恒指靠几个人关起门来拍板，那会怎样？被偏爱的公司可以走后门挤进去，投资者会怀疑其中有猫腻，一个追踪恒指的万亿基金会不敢照它配置——因为规则随时可能被人为改动。规则化、公开化，恰恰是为了把「人情」和「黑箱」挡在门外：谁都能拿着那本手册，自己验算一遍，结果应该分毫不差。**一把尺要让所有人都信，它自己就不能偷偷伸缩。**

那「顾问委员会」是干嘛的？

既然都按规则来，恒生指数公司还设了一个**顾问委员会**（由市场专业人士组成、为指数的规则与重大调整提供意见的委员会），又是做什么的？

关键在于区分两件事：**「执行规则」和「修订规则」**。

- **日常执行规则**——季度检讨、算权重、换成员——是机械照章办事，不需要谁来临场拍板。
- **而规则本身要不要改**——比如「要不要把成员从 50 扩到 100」「上限该定 8% 还是 10%」——这是大事，需要专业判断。顾问委员会就是为这种事存在的：它由市场里的专业人士组成，为规则的制定和重大调整出主意、把关。

换句话说，委员会管的是「立法」，不是「执法」。它偶尔聚在一起讨论要不要修订章程；一旦章程定下来，日常运转又回到铁面无私的照章办事。**人只在「改规则」时出场，不在「用规则」时出场**——这正是让指数既稳定又能与时俱进的巧妙安排。

改规则之前，还要先「公开征询」

更讲究的是，像 2021 年那种大改革，恒生指数公司不会自己悄悄改完就算。它会先发布一份**征询文件**，把打算怎么改公之于众，向整个市场——基金、学者、投资者——公开征求意见，收集反馈后再定稿。2021 年把成员扩到 80、上限拉齐到 8%，走的就是这套「先征询、再拍板」的流程。

这又是「取信于人」的一环：动这把全市场都在用的尺，得先跟用尺的人打招呼、听他们怎么说。**一个好的指数，改起来是透明的、留痕的、可追溯的。**

好，现在你知道了后台是谁、靠什么运转。但还有一个最精巧的技术问题悬着没答：季度检讨那天，指数把一家公司换成另一家，这一换，篮子的总价值肯定变了——可市场明明什么都没发生，指数凭什么不跟着「假摔」或「假涨」一下？这个让换股不穿帮的魔法，就是下一章的主角：除数。

第八章·除数的魔法：换股为什么不跳水

这一章解决一个一直悬着的难题，也是整套机制里最精巧的一环。问题是这样的：季度检讨那天，指数把一家公司踢出去、换一家新公司进来。新公司的个头和老公司不一样，这一换，篮子里装的「总价值」肯定变了。可就在那一刻，市场上**什么真实买卖都没发生**——没人涨、没人跌，只是名单改了一行字。凭什么指数不该因此跳一下？它又是怎么做到不跳的？

先把指数的完整公式摆出来

前面我们一直说「指数 = 这篮子相对 1964 年的倍数」。现在把它写成真正的算式。指数公司每一刻都在做这么一道除法：

$$\text{指数} = \text{篮子里所有成分股的「可计分市值」之和} \div \text{一个除数}$$

分子，是前面几章一路算下来的东西：每家公司的（股价 × 股数 × 自由流通比例），再套上 8% 封顶，全部加起来。分母，就是这一章的主角——除数（一个人为设定、专门用来「校准」指数的数字，让算出来的结果落在该在的刻度上）。

这个除数，当初就是为了让 1964 年那天的结果正好等于 100 而反推出来的（第二章说过那天定为 100 点）。此后它就静静待在分母上，大部分时候一动不动——股价天天涨跌，分子跟着变，指数自然跟着动，这都是真实的涨跌，除数不用管。

换股那一刻，麻烦来了

我们用一组干净的数字走一遍。假设周一收市时：

- 篮子的可计分市值总和 = **5000**（单位无所谓，就当是某种计价单位）
- 当前除数 = **0.2**
- 于是指数 = $5000 \div 0.2 = \mathbf{25000 \text{ 点}}$

现在季度检讨生效，把一家个头为 100 的小公司 X 剔出，换进一家个头为 300 的新公司 Y。篮子的总市值立刻变成： $5000 - 100 + 300 = 5200$ 。

如果除数还死守 0.2 不动，下一刻指数就是： $5200 \div 0.2 = 26000$ 点。

——指数「唰」地涨了 1000 点！可这一刻，没有任何一只股票涨过一分钱，这 1000 点是凭空变出来的，纯粹因为换了个成员。要是真这么报出去，看指数的人会以为香港大盘暴涨了 4%，全是假的。**这就是「假涨」，是必须被消灭的穿帮。**

除数登场：当场把自己调一下

消灭的办法，优雅得出奇：**换股的那一瞬间，顺手把除数也改掉，让新的分子配上新的除数，算出来的指数和换之前一模一样。**

还是上面的例子。换股后分子变成了 5200，而我们要求指数在这一刻必须还是 25000（因为市场啥也没发生），那就反推出新除数该是多少：

$$\text{新除数} = 5200 \div 25000 = 0.208$$

于是换股完成的那一刻，指数 $= 5200 \div 0.208 = 25000$ 点，**纹丝不动**。穿帮被完美抹掉了。

而从这一刻往后，除数就固定成新的 0.208，待在分母上不动了。接下来若市场真的上涨、分子从 5200 涨到 5300，指数就真实地变成 $5300 \div 0.208 \approx 25481$ 点。**换股带来的那一下假跳被吃掉了，而此后一切真实的涨跌照样原原本本地反映出来。**

大白话

把除数想成汽车的减震器。路面有个因为「换零件」造成的假坑（换股、送股），减震器当场一压，车厢里的人（指数）感觉不到颠簸；可路面真正的上坡下坡（股价真涨真跌），减震器照样老老实实传上来。它只过滤假动作，不过滤真信号。

不只是换股：所有「假动作」都归除数管

需要动除数的，不止换成员这一种。还有一堆会让「股数」或「名单」变动、却不代表公司真实涨跌的事件，统统靠调除数来抹平：

- **送股 / 拆股**：一家公司把 1 股拆成 2 股，股价减半、股数翻倍，公司价值其实没变——除数调一下，指数不受影响。
- **增发 / 回购**：公司新发了一批股票，或买回注销了一批，流通股数变了——除数跟进。
- **季度封顶再平衡**：第五章说的，把又涨超 8% 的巨头重新削平、匀给别家，分子结构变了——除数校准。

一条总原则贯穿所有情况：**凡是「技术性」的变动（名单、股数、规则造成的），一律用除数当场吸收，让指数保持连续；只有「市场性」的变动（真金白银买卖出来的涨跌），才允许推动指数。**这条原则，是指数能够几十年一以贯之、昨天和今天可比、今年和 1964 年可比的根本保证。除数就是那个默默无闻、却让整把尺始终如一的守门人。

到这里，恒生指数「怎么拼、谁在管、怎么保持连续」已经全讲透了。接下来我们换口气，先看看恒指不是一个人在战斗——它有一大家子兄弟姐妹，各管一摊。认清这一家人，你才看得懂新闻里为什么一会儿说「恒指」、一会儿又冒出「恒生科技指数」「国企指数」。下一章，介绍这一家人。

第九章·恒指和它的一家人

看港股新闻，你会被一堆名字绕晕：一会儿「恒指」，一会儿「恒生科技指数」，一会儿又蹦出「国企指数」。它们是不是一回事？不是。恒生指数不是独生子，它是一大家子里的老大。认清这一家人各管什么，你才不会把「恒指涨了」和「科技指数跌了」听成自相矛盾——它们量的根本是不同的东西。

老大：恒生指数（HSI）

这本书从头讲到现在的主角，就是这位老大。它是整个家族的旗舰，挑香港市场里最大、最活跃的八十来家龙头公司（俗称蓝筹股，市场里规模最大、最稳健、最有代表性的那批公司），用前面讲的全套规则（自由流通、8% 封顶、季度检讨、除数）揉成一个数，代表香港大盘的整体脸色。新闻里不加任何定语、光说「恒指」的，就是它。

老大的「四个分身」：行业分类指数

恒指自己内部还切成了四块，叫行业分类指数（把恒指的成分股按行业分成几组，每组单独算一个数）。传统上分这四类：

- **金融**——银行、保险（汇丰、友邦这些）；
- **工商业**——如今最大的一块，科技、消费、医药全在这里（腾讯、阿里、美团……）；
- **地产**——香港的地产商；
- **公用事业**——电力、燃气这类「旱涝保收」的生意。

这四个分身的用处，是让你看清「今天恒指涨跌，到底是哪个行业在使劲」。比如某天恒指大涨，一看是工商业（科技）分类指数独自飙升、地产金融没动，你立刻就懂了：这是一波科技行情，不是全面开花。

二弟：恒生科技指数——「港版纳斯达克」

这是近几年最火的一位。恒生科技指数（挑香港上市的 30 家最大的科技公司单独编成的指数）在 **2020 年 7 月**才诞生，很年轻，但名气极大，被叫作「港版纳斯达克」。

它只装一类公司：香港上市的头部科技股——腾讯、阿里、美团、小米、京东这些。为什么要单拎出来？因为这些新经济公司是过去几年港股涨跌最剧烈的一群，波动比恒指大得多。想专门押注（或回避）中国科技股的人，盯恒生科技指数比盯恒指更对症。

大白话

恒指和恒生科技指数的关系，有点像「全班平均分」和「尖子班平均分」：尖子班（科技股）的成员也算在全班里，但他们自己又单独排了个榜。尖子班考砸了，全班平均分会被拖累，但不会跌得那么惨——因为还有稳健的金融、公用事业在里面垫着。

三弟：国企指数（HSCEI）——专盯内地公司

还有一个常被提到的是国企指数（正式叫恒生中国企业指数，专门挑在香港上市的内地大型企业编成的指数）。它和恒指的切法不同：恒指按「大不大、活不活跃」挑，不管你老家在哪；国企指数则专挑**根在内地、来香港上市**的那批大公司。

它的存在，点出了香港市场一个越来越重要的事实：如今在港股挑大梁的，很多并不是土生土长的香港公司，而是来香港上市的内地巨头。国企指数就是专门用来量「这批内地公司在香港表现如何」的一把尺。

认清这一家人，才看得懂恒指「装了谁」

把这一家子摆到一起，一个关键事实就浮出来了，它对理解后面三章的走势至关重要：

今天的恒生指数，早已不是一张纯粹的「香港本地经济晴雨表」。随着腾讯、阿里、美团这些内地背景的科技巨头被纳进来、而且各自顶着 8% 的大分量，恒指里「中国内地公司 + 科技股」的比重越来越高。换句话说，恒指越来越像是在量「在香港上市的中国大公司（尤其是科技公司）过得怎么样」，而不只是量香港这座城市本身的生意。

这件事直接决定了它的脾气：恒指的涨跌，如今极大地受中国内地的政策、经济、以及全球对中国科技股的情绪左右——而不只是看香港的地产和银行。**理解了「恒指今天到底装了谁」，你就拿到了读懂它过去六年过山车的钥匙。**

那六年到底发生了什么？从三万多点的高位，到跌穿一万五，再到绝地反弹——下一章，我们正式进入这段惊心动魄的走势。

第十章·过去六年（上）：从高位到裂缝

前面九章把这把尺拆得明明白白。现在，我们用它来量真实的历史。从 2019 到 2025 这六年，恒生指数坐了一趟极其惊险的过山车：从三万点出头的高位，一路俯冲到跌穿一万五，再绝地反弹。这一章先看前半程——2019 到 2021，从高位到第一道裂缝。

读这段时，请始终记着第九章那把钥匙：**今天的恒指，装的大头是中国内地的科技与地产巨头**。所以它的涨跌，常常和香港本地的新闻对不上，却和中国内地的政策与经济严丝合缝。下面每一段，你都会看到这把钥匙在起作用。

2019：街头很乱，指数却涨了 9%

2019 年下半年，香港经历了持续数月的社会动荡，街头天天上新闻。按直觉，股市该被吓趴下才对。可那一年恒指不跌反涨，全年**上涨约 9%**，从年初的约 25,800 点收在约 28,190 点。

这个反差，正是第九章那把钥匙的第一次亮相。恒指里挑大梁的巨头，生意的根大多不在香港的街头，而在内地和全球市场。那一年，美国联储局连续降息、全球股市普遍走高，这些大公司跟着受益。**香港本地的紧张，撼不动一群「身在香港、心在内地与全球」的巨头**。这是理解恒指的第一课：别拿它当香港本地新闻的情绪计。

2020：史上最快的暴跌，和一次沉默的复原

2020 年初，新冠疫情席卷全球，各国股市在 3 月上演了史上最急的一轮崩盘。恒指也未能幸免，在 **2020 年 3 月** 一度跌到约 21,700 点的低谷，短短一个多月市值蒸发了一大截。

但接下来发生的事更值得玩味：恒指又悄悄地爬了回来，全年收在约 27,230 点，**只微跌约 3.4%**——几乎抹平了疫情的坑。推着它回来的，依然是那群科技新经济公司：疫情把人关在家里，线上购物、外卖、游戏、云服务反而大爆发，腾讯、阿里、美团这些恒指权重股的股价一路走高，硬是把指数从坑里拽了上来。

2020 年是个绝佳的观察窗：恒指表面只微跌 3%，像什么都没发生，底下却是「传统行业大伤、科技股狂欢」两股力量激烈对冲的结果。只看指数那一个数，你会错过底下的惊涛骇浪——这正是第九章说的，要学会看「是哪个行业在使劲」。

2021：登顶，然后是第一道裂缝

进入 2021 年，趁着科技股的热浪，恒指在 **2 月中旬冲到约 31,000 点** 的六年高位，离它 2018 年初创下的三万三千多点的历史纪录仅一步之遥。市场一片乐观，仿佛还要再上一个台阶。

然而这就是顶了。从那之后，恒指掉头向下，全年倒跌约 14%，收在约 23,400 点。为什么从云端摔下来？两记重拳，都砸在恒指的「命门」——那些科技与地产权重股上。

第一记：科技监管风暴。从 2020 年底蚂蚁集团上市被紧急叫停开始，内地对互联网巨头展开了一轮密集的监管整顿——反垄断、数据安全、教培行业被重锤……一连串政策接踵而至。恒指里那些顶着 8% 大分量的科技巨头首当其冲，股价集体承压。前两年推着指数往上冲的那股力量，这一年反过来成了往下拖的主力。

第二记：地产暴雷。2021 年下半年，以恒大为代表的内地大型房地产企业接连陷入债务危机，违约的阴云笼罩整个地产板块。恒指里的地产权重股跟着下挫，恐慌还蔓延到了金融股——因为银行借了钱给这些地产商。

科技和地产，恰恰是恒指最吃重的两块。两块同时裂开，指数自然撑不住。**2021 年，恒指第一次清晰地展示了它的「偏科」会带来多大的代价：成也科技地产，败也科技地产。**

可这还只是裂缝。真正的谷底、以及谷底之后那场谁也没料到的大反转，都在后半程。2022 年它会一路跌到十余年来的最低点，然后又在 2024、2025 年打出惊人的翻身仗。下一章，我们看完这趟过山车的下半程。

第十一章·过去六年（下）：谷底与反弹

上一章停在 2021 年的第一道裂缝。接下来这段更惊险：恒生指数先是跌进了十多年未见的深谷，连续三年收阴，让无数人灰心；然后又毫无征兆地打出一记翻身仗，两年里气势如虹。这一章看完 2022 到 2025 的下半程，这趟过山车才算走完。

2022：跌进十多年来的谷底

2022 年是恒指最黑暗的一年。多股逆风一起砸下来，而且每一股都正中它的命门：

- **内地严格的防疫封控**重创经济与企业盈利，尤其拖累消费和科技；
- **地产危机继续发酵**，暴雷从恒大蔓延到更多房企；
- **美国联储局暴力加息**对抗通胀，美元走强，全球资金从香港这类市场大举回流美国；
- **地缘政治紧张**，加上中概股在美国面临退市疑云，情绪雪上加霜。

多重打击下，恒指在 **2022 年 10 月底**一度跌到约 14,700 点——**这是 2009 年以来、也就是十多年来的最低水平**。从 2021 年初那个三万一千点的高位算起，不到两年腰斩有余。虽然年底靠着内地释放的放开防疫信号反弹了一波，全年仍收在约 19,780 点，**再跌约 15%**。

大白话

为什么同一年全球不少市场只是普通回调，恒指却跌到十年谷底？还是那把钥匙：恒指重仓中国科技与地产，而 2022 年恰恰是这两块承压最重的一年，又叠加了全球资金撤离。它的「偏科」在顺风时放大涨幅，在逆风时也加倍放大跌幅。

2023：期待落空，第三年收阴

2022 年底，内地放开了防疫管控，市场本来满心期待 2023 年会迎来一场强劲的经济复苏，恒指也应声反弹开局。可这份期待最终落了空：经济复苏的力度远不如预期，地产行业的困境仍未见底，消费也偏弱。

希望一点点泄气，恒指全年**再跌约 14%**，收在约 17,050 点。这已是它**连续第三年下跌**——对任何市场来说，三连阴都是罕见而煎熬的。此时市场情绪跌到冰点，很多人认定港股「没救了」。但往往正是在这种人人绝望的时刻，转折悄悄埋下了种子。

2024：五年来第一次翻红

2024 年，恒指终于止跌回升，全年**大涨约 17.7%**，收在约 20,060 点——**这是它自 2019 年以来、五年里的第一次年度上涨。**

最关键的推力出现在 **2024 年 9 月下旬**：内地密集出台了一揽子强力刺激政策——降息、降准、并拿出专门工具支持股市。这套「组合拳」力度超出市场预期，点燃了一轮爆发式的行情，恒指在短短一两周里急速飙升。连跌三年、估值已经被压得极低的港股，就像一根被死死压住的弹簧，政策的手一松，立刻弹了起来。

这一年给了「指数偏科」最生动的另一面注解：正因为恒指对中国政策极度敏感，当政策由紧转松，它反弹起来也比谁都猛。

2025：AI 点燃的大行情

如果说 2024 年是绝地反击，2025 年就是乘胜追击，而且来了个新的主角——人工智能。

2025 年初，内地一家公司推出的 AI 大模型 **DeepSeek** 震动全球，让市场重新相信中国科技公司在这轮 AI 浪潮里不会缺席。资金重新涌向港股的科技巨头，恒生科技指数领涨，恒指也水涨船高，一路涨到约 **26,000 点以上——创下 2021 年底以来、约四年里的最高水平。**全年恒指**上涨约 28%**，是 2017 年以来表现最好的一年。

两年连涨，恒指基本收复了 2022 年谷底以来的大半失地。驱动它的，依旧是那群科技权重股——只不过这一次，故事从「监管打压」换成了「AI 重估」。

六年，画了一个大大的 V

把这六年连起来看，恒指走出的是一个惊心动魄的大 V：从 2021 年初的三万一千点高位，一路跌到 2022 年底的谷底（中途一度见十余年最低的约 14,700 点），再用 2024、2025 两年强势反弹回两万六千点之上。涨跌的幅度之大，在全球主要市场里都算剧烈。

而这整个大 V 的每一个拐点——2021 的监管、2022 的封控与加息、2024 的刺激、2025 的 AI——几乎都踩在同一个鼓点上：**中国内地的政策与科技产业的起落**。这把名叫「恒生指数」的尺，六年来忠实地记录的，与其说是香港，不如说是中国这群头部公司在全球资本眼里的冷暖。

走势看完了。最后一章，我们回到全书开头那个问题：当你下一次看到「恒指两万六千点」时，你到底该读出些什么、又不该读出些什么？

第十二章 · 这个数字到底告诉你什么

我们从一个最朴素的问题出发：「恒指两万六千点」里的那个「点」，到底是什么？走到这里，你已经拆开了它的全部零件——它怎么拼、谁在管、这六年怎么走。最后一章，把零件装回去，回答全书那个真正的问题：**下一次看到「恒指两万六千点」，你到底该读出什么，又不该读出什么？**

该读出的三件事

第一，它是方向，不是判决。恒指上涨，意思是「这八十来家龙头公司今天整体被买贵了」，仅此而已（第一章的记分牌）。它不预言未来，也不评判对错，只忠实记录此刻的集体出价。把指数当成能「决定」或「预测」市场的神谕，是第一个该戒掉的错觉。

第二，绝对点数不重要，相对变化才重要。「两万六千点」这个数字本身，只告诉你这篮子比 1964 年夏天贵了约 260 倍（第二章），这几乎没有实用价值。真正有用的，永远是它**相对自己的**变化：比去年高还是低？从谷底涨回来多少？（第十、十一章那个大 V）。拿它去和别国指数比点数高低，更是毫无意义——起跑线根本不一样。

第三，它只代表一个特定的篮子，不代表「香港」。这是最重要、也最容易被误读的一点，值得单独展开。

不该读出的：别把它当成「香港经济晴雨表」

很多人下意识把「恒指」等同于「香港」。但你读完第九章就知道，这是个美丽的误会。

今天的恒指，大头是在香港上市的**中国内地科技与地产巨头**，还顶着 8% 的大分量。所以它的脉搏，跳的其实是中国这群头部公司在全球资本眼里的冷暖——这正是为什么 2019 年香港街头动荡它却照涨，而 2022 年内地封控加息它却跌到十年谷底（第十、十一章）。**它量的从来不是香港这座城市本身的生意，而是「在香港挂牌的那群中国大公司」的估值情绪。**

而且，它只装最大最活跃的八十来家。香港市场还有一千九百多家公司，它们的悲欢，恒指一个字都不记。**把一个八十来家的、偏中国科技地产的篮子，当成整座城市乃至整个市场的体检报告，是第二个该戒掉的错觉。**

一个隐藏的误读：它还漏掉了「分红」

最后这一点，连很多老股民都忽略。我们天天看的那个恒指数，是一个价格指数（只统计成分股的股价涨跌，不把你收到的现金股息算进去的指数）。

这意味着什么？香港的大公司——尤其是银行、公用事业——很多都慷慨地给股东派现金分红。可这些实实在在落进投资者口袋的钱，恒指那个数字**一分都没算**。它只记股价的涨跌，不记你收到的红包。

后果是：恒指这个「牌价」，系统性地**低估**了长期持有者的真实回报。那几年指数连跌、看着很惨，但一个拿着这些股票、年年收着分红再投进去的人，实际的处境要比那条阴跌的曲线好一截。专门有一个把分红也算进去的版本，叫「恒生指数总回报指数」，可惜它从不上新闻头条。**下次看到「恒指跌了多少」，记得心里给长期投资者补上那笔没被算进去的分红——那才是更完整的真相。**

大白话

一句话收齐：你每天看到的恒指，是「八十来家偏中国科技地产的龙头、按自由流通市值加权、封顶 8%、不含分红、相对 1964 年的一个比值」。每一个定语，都是前面某一章的内容。读懂这串定语，你就真正读懂了这个数字。

回到那个问题

所以，当新闻再念出「恒生指数今日收报两万六千点」，你脑子里该浮现的，不再是一个空洞的大数，而是一串清清楚楚的画面：

一群香港最大、最活跃的龙头公司（其中大半是中国内地的科技与地产巨头），它们能自由买卖的那部分身家，被按市值揉成一个数、谁也不许超过 8%，再拿去和 1964 年夏天那个起点相比，今天大约是当年的 260 倍；而这个数相对它自己的高低起落，映出的是全球资本此刻对这群中国头部公司的信心冷暖——不含它们派发的分红。

这，就是「恒指两万六千点」真正告诉你的东西。一个看似简单的数字，背后是一整套关于「如何用一个数公平地代表一群公司」的精巧设计。**看懂了它，你就看懂了世界上几乎所有股票指数——它们只是换了篮子、换了起跑线的同一套把戏。**而把戏一旦看穿，就再也骗不了你了。

