

恒生科技指数：香港的纳斯达克，为什么这么能涨能跌

它由谁拼成、怎么加权、这几年怎么过山车，以及统计学到底能不能预测它

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

它由谁拼成、怎么加权、这几年怎么过山车，以及统计学到底能不能预测它

先讲一个数字的过山车。

2020 年 7 月，一台新的秤在香港通电，叫**恒生科技指数**。它一出生就是六千多点，然后几乎不回头地往上冲，七个月后摸到约 10945 点的历史最高——一年半里差不多翻了一倍。紧接着，它用接下来的一年半，从一万点以上一路砸到两千多点，**蒸发了约四分之三**。后来又弹回五六千，再砸回三千多。同一台秤、同一批公司，几年之内像坐电梯一样上上下下。

这本书想回答的，就是藏在这条疯狂曲线背后的一个朴素问题：

恒生科技指数这个「点」，到底在称量什么？它凭什么能涨得这么猛、又跌得这么狠？

我们不堆术语，也不背定义。我们把这台秤当成一件可以拆开的机器，一块一块看清楚：它为什么要被造出来、「科技」在它眼里算什么、装了哪几家公司、怎么给它们称重、那条 8% 的封顶线和「除数」各是什么魔法、谁在管它、它这几年到底经历了什么。

然后，我们用统计给它量一张体检表（它到底有多颠），诚实地聊聊种子里那两个最诱人的词——**技术分析**和**预测**到底能信几分，最后把一直在盘面之外推搡它的那几只看不见的手，——点名。

读完，你再在新闻里看到「恒生科技指数今日大涨/大跌几个点」，心里会有数：它在替谁说话，为什么这么激动，以及那个激动的数字，到底说明了什么、又说明不了什么。

先别急着看点位。翻开第一章，我们从「一个指数，本质上是一台秤」开始。

第一章 · 为什么要单独给科技股立一个数字

先说一件容易被忽略的事：**一个指数，本质上是一台秤**。你往秤盘里放一篮子股票，它报给你一个数字，让你一眼看出这一篮子今天比昨天重了还是轻了。问题是，秤盘里放什么、怎么放，决定了这台秤到底在称谁。恒生科技指数的故事，就是从「有一篮子东西，一直没有一台合适的秤去称」开始的。

香港本来那台秤，偏科得厉害

香港最有名的那台秤是恒生指数——就是新闻里天天念的「恒指今日收报多少点」，它想用 一个数字代表整个香港股市。但它有个毛病：秤盘里装的大多是银行、保险、地产公司。汇丰、友邦、长和这些老牌巨头块头大、权重高，科技公司要么没进去，要么进去了也只占一点点。

这在过去不是问题——香港本来就是金融和地产的城市。可是到了 2017 年之后，情况变了。阿里巴巴、腾讯、美团、小米、京东这一批内地长出来的科技巨头，陆陆续续把股票挂到了香港交易所。它们的块头一个比一个大，可恒生指数这台老秤，要么还没把它们放进去，要么放进去的分量远远配不上它们的真实体量。

大白话

打个比方：你们班来了几个一米九的篮球特长生，可班级平均身高的统计表里，要么没算他们，要么把他们当成普通学生只记了一行。那张表再也说不清这个班真正的样子了。

于是，专门给科技股造一台秤

2020 年 7 月 27 日，恒生科技指数正式上线——它是香港一台新的秤，专门只称「在香港上市的、块头最大的那批科技公司」。一上来，它挑出 30 家这样的公司装进秤盘，报出一个数字。从那天起，你想知道「中国这批互联网和科技巨头今天整体是涨是跌」，不用再一家一家去翻，看这一个数字就够了。

它很快有了个外号：「**香港的纳斯达克**」。纳斯达克是美国那个以苹果、微软、英伟达等科技股为主的市场和指数，是全世界科技股的风向标。叫恒生科技指数「香港的纳斯达克」，意思是——它想在香港扮演同样的角色：一提它，大家就知道说的是科技股这一块的冷暖。这个外号是媒体和投资者叫出来的，不是官方名字，但它确实抓住了这台秤的定位。

造出来，到底是给谁用的

一个指数本身只是个数字，不能买也不能卖。它真正的用处，是当一把**公用的尺子**，让一堆东西挂在它身上：

- **给基金当标尺。**很多基金（替你打包买一篮子股票的产品）直接照着恒生科技指数的成分和权重去买股票，这叫**指数基金**或**ETF**（一种能像股票一样在交易所随时买卖的指数基金）。你买一份这样的ETF，等于一口气买下了这30家公司的一小片，指数涨它就涨。
- **给专业投资者当成绩单。**一个主动选股的基金经理，年底要向客户交代业绩。他不会只说「我赚了10%」，而要说「同期恒生科技指数跌了5%，我还赚了10%」——有了这把公用尺子，好坏才有个参照。
- **给对冲和交易当标的。**围绕这个指数还衍生出**期货**和**期权**（事先约定价格、未来再成交的合约），机构用它们来押注涨跌或给手里的持仓上保险。

换句话说，造这台秤不是为了好看，而是因为一旦有了一个大家公认的数字，围绕它才能长出一整套能真金白银交易的工具。没有秤，就称不了重；称不了重，这一篮子科技股就很难被大规模、标准化地买卖。

这本书要回答的那个问题，从这里开始冒头：恒生科技指数这个「点」，到底在称量什么？它为什么能在短短一年半里涨到近一倍，又在接下来的一年半里腰斩再腰斩？想回答它，得先弄明白这台秤是怎么拼起来、怎么称重、又被什么推着晃的。后面每一章，拆一块。

第二章 · 「科技」在这里到底算什么

上一章说，这台秤专门称「科技公司」。听起来简单，可马上有个坑：**到底什么算科技公司？** 阿里巴巴主要在卖货、美团主要在送外卖、小米一半收入来自卖手机硬件——它们都算科技吗？如果标准含糊，这台秤就会一会儿称这个、一会儿称那个，报出来的数字没人信得过。所以恒生指数公司第一件要做的事，就是先把「科技」这两个字，用白纸黑字定死。

它定的是「主题」，不是「行业」

一般人分类公司，习惯按行业——也就是「这家公司主营什么生意」，比如零售、餐饮、制造。但恒生科技指数偏偏不这么分。它用的是主题：不看你挂在哪个行业名下，而看你的生意**是不是高度依赖、并且推动某几类科技**。

大白话

区别在哪？按行业分，阿里巴巴会被归到「零售」，和一家开百货商场的公司放一起——可它俩明明不是一回事。按主题分，问的是另一个问题：这家公司是靠算法、数据、平台、网络效应在赚钱，还是靠地段和货架在赚钱？阿里显然是前者，于是它进。

这就解释了那个常见的疑惑：为什么一家「卖东西的」「送外卖的」能算科技股。因为恒生科技指数关心的不是它卖什么，而是它**用什么方式**把生意做起来。美团的核心是一套调度几百万骑手、实时匹配订单的系统；阿里的核心是支撑起海量交易的技术平台。生意的壳是零售和餐饮，里子是技术。

具体是哪几个主题

一家公司想进这台秤，它的业务得明显落在几个指定的科技主题里。指数刚推出时定了五大类：互联网、金融科技（用技术做支付、借贷这类金融生意，比如手机里的在线支付）、云、电子商务、以及数字化业务。覆盖面很宽，基本把当时中国互联网巨头的生意都圈了进来。

到了 2026 年，恒生指数公司做了一次大修，把主题重新梳理成**六个**：数字平台与解决方案、**人工智能**、先进硬件、**机器人与自动化**、云，以及前沿科技。细分的子主题也从 16 个增加到 24 个。这次改动最值得注意的，是把人工智能和机器人单独拎出来当成大主题——这等于承认：过去几年真正在重塑科技产业的，是 AI 和自动化，这台秤得跟上。

这件事本身就是一条线索：主题清单不是一次定死的，它会随着「什么才叫前沿科技」而改。秤盘里放什么，背后是人在判断潮水往哪涌。

光是主题对了还不够

定义只是第一道门。一家公司就算主题完全契合，也不是自动就能进这 30 个名额。它还得过另外几关——块头够不够大、股票平时买卖得够不够活跃、上市时间够不够长。这些门槛决定的是「从一大堆符合主题的公司里，最后挑哪几家」，属于选股规则，我们留到第七章专门讲。

这里先记住一个容易被忽略的后果：因为是**按主题圈定一个候选池、再从池子里挑最大的几家**，这台秤天然就偏向「大而成熟的平台型公司」。真正小而新、还没长大的硬核科技创业公司，哪怕技术再前沿，也往往够不着门槛、进不来。所以别被名字骗了——

大白话

「恒生科技指数」这几个字，念起来像是把中国所有搞科技的公司都装进去了。其实它装的是「已经长成巨头的那一小撮科技公司」。它称的是科技界的大象，不是整片丛林。这个偏科，是后面理解它为什么这么能涨能跌的关键伏笔。

第三章 · 它装了哪三十家公司

现在打开秤盘看看里面具体躺着谁。到 2026 年底扩容之前，恒生科技指数装的是 **30 家公司**。名字你大概率都认得——它们合起来，差不多就是「中国人每天用手机都绕不开的那些公司」。

几张熟脸

按块头排在最前面的，长期是这么几家：腾讯（微信、游戏）、阿里巴巴（淘宝、云）、美团（外卖、本地生活）、小米（手机、智能硬件）、京东（电商、物流）、快手（短视频）、网易（游戏）、百度（搜索、AI）。再往下还有中芯国际（造芯片）、比亚迪、联想、舜宇光学这些偏硬件的。

大白话

你会发现它们分两种味道。一种是「软的」——靠 App、平台、流量赚钱，像腾讯、美团、快手。一种是「硬的」——造芯片、造手机镜头、造电子元件，像中芯国际、舜宇光学。这台秤两种都收，因为上一章说过，它认的是「科技主题」，软硬都算。

名字后面那些小尾巴

你可能注意到这些股票写出来常带个后缀，像「阿里巴巴-W」「网易-S」「京东-SW」。这不是乱码，每个字母都有意思：

- **-W**：同股不同权——创始人手里的股票，一股能顶好几票的投票权。很多科技公司怕上市后被人夺走控制权，就用这种结构，香港允许它们这样挂牌。
- **-S**：第二上市——这家公司早就在别的地方（通常是美国）上过市了，香港这边是「再挂一次」。
- **-SW**：上面两样都占。

这些尾巴本身就是一段历史：这批公司大多先去美国上市，后来因为中美之间的摩擦（后面章节会细讲），又回香港「加挂」一份，给自己留条后路。恒生科技指数能在 2020 年应运

而生，很大程度上正是因为这批公司集体「回港」，香港一下子攒够了足够多、足够大的科技股。

真正要记住的一个数：头部有多挤

比认得几张脸更重要的，是看清**分量是怎么分布的**。这 30 家不是平摊的。以 2026 年初的一个时点为例：

- 最大的 5 家，合起来就占了全秤约 **40%** 的分量。
- 最大的 10 家，合起来约占 **69%**。

换句话说，剩下 20 家挤在一起，才分那最后三成。这意味着——**这台秤的读数，基本由最大的那十来家说了算**。排在二十几名的那些公司涨跌再剧烈，对指数的影响也微乎其微。

头部这么挤，是这台秤最重要的性格之一。它既是优点也是软肋：优点是你一眼就抓住了「最能打的那批巨头」；软肋是一旦头部这几家同时出事（比如同时被监管盯上），整台秤就会剧烈晃动——这正是后面要讲的「过山车」的物理基础。

而且，座次一直在换

别以为头把交椅是谁的就一直是谁的。早些年腾讯、阿里稳坐前二；可到 2026 年，阿里靠云和 AI 重回第一，腾讯反而滑到了第六，中芯国际、比亚迪这些「硬科技」一路往上爬，有的时点中芯甚至窜到了第一。

座次的变化本身就是一张晴雨表：它告诉你此刻市场最看好哪条赛道。当造芯片、造硬件的公司往前挤，说明钱正在从「互联网平台」流向「硬科技」。**秤盘里谁重谁轻，记录的是潮水的方向**。至于这个分量具体是按什么规则算出来的——为什么是市值、怎么还给大公司封了顶——下面两章接着拆。

第四章·怎么配比（上）：按个头大小称重

上一章留了个问题：这 30 家公司在秤盘里的「分量」，到底是怎么定出来的？凭什么腾讯占 8%、某家小公司只占 0.5%？这就是加权要解决的事——给每家公司分配一个权重，也就是它在这台秤里说话的音量。

先说一个最容易踩的坑：不是看股价

很多人第一反应是：股价高的公司分量重。**错**。股价高低几乎说明不了一家公司的

大白话

举个极端例子。A 公司每股 500 块，但总共只发行了 100 万股；B 公司每股 5 块，却发行了 100 亿股。单看股价，A 是 B 的一百倍。可把它们各自「值多少钱」算出来：A 是 $500 \times 100 \text{ 万} = 5 \text{ 亿}$ ；B 是 $5 \times 100 \text{ 亿} = 500 \text{ 亿}$ 。B 其实比 A 大一百倍。股价只是「一股多少钱」，跟公司整体多大，完全是两码事。

所以恒生科技指数不看股价，它看的是市值——公司的整体身价，算法很简单：

市值 = 每股股价 × 公司发行的总股数

市值才是一家公司真正的「体重」。这台秤按市值分配权重，叫市值加权：公司越值钱，在指数里的分量就越大，它的涨跌对指数读数的影响也越大。这也是为什么上一章说，座次基本由最大的那十来家说了算——它们市值大，音量自然大。

为什么市值加权是「公道」的

市值加权有个很优雅的性质：它天然模拟了「按市场实际规模去持有」。假设你想买下整个市场的一小片，按每家公司真实身价的比例去买，那你买到的组合，权重分布恰好就是市值加权。所以追踪指数的 ETF 几乎不用费劲调整——市场自己涨跌，权重就自动跟着变，**基金经理不需要天天买进卖出去维持比例**。这是市值加权能成为全世界主流做法的根本原因：省事、低成本、而且诚实地反映「钱实际押在哪」。

但有一半的股，其实你买不到

这里藏着一个更精细的问题。一家公司发行在外的股票，并不是每一股都能在市场上自由买卖。很大一部分被牢牢锁住了：

- 创始人、大股东自己攥着的，不会拿出来卖；
- 公司战略投资方持有的；
- 有些还被政府或关联方长期持有。

这些被锁住的股票，虽然计入「总股数」，但市场上根本流通不起来。如果按包含它们的全部市值去加权，就会高估这家公司在市场里真正的分量。

于是恒生科技指数用了一个修正：自由流通调整——只数那些真正能在市场上自由买卖的股票。它给每家公司估一个自由流通系数（能自由买卖的股占总股数的比例），用它打个折再算市值。

大白话

打个比方：一家公司名义上发了 100 亿股，但 60 亿锁在创始人和大股东手里动不了，真正在市场上流通的只有 40 亿股。那算权重时，就只认这 40 亿——自由流通系数是 40%。它在指数里的分量，按能买到的那部分算，不按纸面上的全部算。

为什么非得这么较真

因为指数要替真实的投资者说话。一个追踪指数的 ETF，只能去买市场上买得到的股票。如果指数把那些锁死、买不到的股份也算进权重，ETF 根本没法照着买——想买也买不着。自由流通调整，就是让这台秤称的东西，和投资者真能拿到手的东西**对得上**。

到这儿，「按什么大小、以及哪部分算数」两件事就清楚了：按自由流通后的市值定分量。但还差最后一道关卡——要是某一家实在太太大，大到快把整台秤压垮怎么办？这就引出了下一章的主角：那条 8% 的封顶线。

第五章·怎么配比（下）：8% 的封顶线

上一章把分量算法讲清了：按自由流通后的市值加权，谁大谁的音量大。听起来很公道，可一旦真照这个算，马上会撞上一个麻烦——**有的公司实在太大了**。

如果不封顶，会发生什么

腾讯、阿里这种公司，市值动辄上万亿港元，比排在后面的那些公司大出一个数量级。如果纯粹按市值加权、谁大给谁多少，算下来腾讯一家可能就要占到整台秤的百分之二十甚至更多。

大白话

那会变成什么局面？这台秤名义上称的是「30 家科技公司」，实际上三四家就决定了七八成的读数，剩下二十几家几乎成了陪衬。更要命的是，万一腾讯一家出点事，哪怕其他 29 家都在涨，指数照样被它一家拖下水。这就不叫「一篮子科技股」了，基本等于「腾讯 plus 一堆配菜」。

指数的本意是**分散**——用一篮子来摊平单一公司的风险。可要是一两家独大，分散就名存实亡。为了堵住这个漏洞，恒生科技指数设了一条硬杠杠。

那条杠杠：单只不超过 8%

规则是：在每次调整权重的那一刻，**任何一家公司的权重都不许超过 8%**。谁按市值算出来超了，就把超出的部分一刀切掉，匀给其他公司。

这个 8% 不是拍脑袋定的。它是一种平衡：设得太松（比如 15%），巨头照样独大，封了等于没封；设得太紧（比如 3%），又会强行压低真正最能打的公司、人为抬高小公司，秤就不诚实了。8% 是「既让头部巨头当主角、又不让任何一家一手遮天」的折中点。

还有个现实原因：很多国家和地区对基金有分散度的监管要求，单一持仓不能太高。把指数的单只上限压在 8%，追踪它的 ETF 才能合规地照着买。

一个被忽略的细节：封顶只在调仓那一刻生效

这点特别容易误解。8% 不是一条时时刻刻焊死的天花板，而是**只在定期调整权重的那一天，把超标的拉回 8% 以内**。调完之后，市场照常天天涨跌——如果某家公司接下来一路猛涨，它的权重完全可能悄悄爬回 9%、10%，一直要撑到下一次调仓才被重新摁回去。

大白话

想象理发：规定头发不能超过 8 厘米。理发师不会跟在你后面每天剪，而是每隔一阵把你叫来，长出头的一截一次剪齐。两次之间，头发照长。指数的 8% 封顶就是这么个「定期修剪」，不是「实时焊死」。

封了顶，头部还是很挤

这里有个让人意外的事实。前面说过，这台秤前十大合起来约占 69% 的权重。奇怪了——既然单只封在 8%，十家顶格也才 80%，怎么还能挤到近七成？

答案是：封顶只限制**单独一家**，不限制**一群大公司加起来**。能顶到或接近 8% 的，恰恰就是那几家最大的巨头；它们一字排开，每家七八个点，几家加起来就奔着四五成去了。所以 8% 的封顶压住了「一家独大」，却压不住「寡头集体当家」。

这正是 2026 年那次大改要动的痛点之一：恒生指数公司测算，扩容前前十大权重高达约七成，太挤了。扩到 50 家、再调一调规则，就是想把这个「头重脚轻」稍微摊平一点（细节第七章讲）。你看，连规则本身都在跟「头部太挤」这个老毛病较劲——它实在是这台秤甩不掉的影子。

第六章 · 「点」是怎么算出来的

恒生科技指数在 2026 年中大概是四五千点。可「点」到底是什么？是钱吗？——不是。你拿着四千块，买不到「一份恒生科技指数」。这个数字不是价格，而是一个**比值**。这一章就把这件最基础、却最多人想当然的事讲透。

一切从一个起点开始

任何指数都得先定一个**基准日**——某一天，把当天那一篮子股票的总市值，规定为一个整齐的数字。恒生科技指数挑的基准日是 **2014 年 12 月 31 日**，并把那一天的篮子定为 **3000 点**。

大白话

注意：3000 这个数是人为规定的，不是算出来的。它就像体重计开机时先归零。你完全可以把起点定成 100、1000 或者任何数——恒指当年起点是 100，恒生科技指数的起点是 3000。数字本身没有含义，它只是个「从这里开始数」的记号。

有意思的是，指数 2020 年 7 月才正式推出，基准日却定在 2014 年底。也就是说，它上线时并不是从 3000 点起步，而是把 2014 年底到 2020 年的历史行情**倒推算**了一遍——这几年来这批科技股整体涨了一倍多，所以指数一「出生」就已经是六千多点了。这叫回溯测算，好处是让人一眼看到它过去的轨迹。

「点」的真正含义

定好起点后，之后每一天的点数，算的就是**今天这篮子相对 2014 年底那个起点，重了多少倍**：

$$\text{今天的点数} = 3000 \times (\text{今天篮子的总市值} \div \text{基准日篮子的总市值})$$

所以 6000 点的意思是「现在这篮子是起点的 2 倍」，3000 点是「跌回了起点」，1500 点是「只剩起点的一半」。

大白话

这就是为什么前面说「点不是钱」。它是一个倍率，一把相对标尺。涨到 6000 点，不代表谁有 6000 块，只代表这篮子科技股比 2014 年底整整翻了一倍。你真正该盯的从来不是点数本身，而是它**相对某个时间的变化**——涨了几成，跌了几成。

一个要命的麻烦：换人怎么办

这里冒出一个精妙的难题。指数的成分股会变——有公司被踢出去、有新公司被纳进来，也会有公司送股、增发。可这些是「换篮子」造成的，不是「市场真涨真跌」。

举个例子：某天把一家市值小的公司换成一家市值大得多的新公司。单看篮子总市值，一下子凭空大了一截。如果直接套上面的公式，指数会「啪」地跳涨一大段——可这一天市场其实什么都没发生，纯粹是换了个人进来。**这种假涨假跌，会让指数彻底失真。**

除数的魔法

解决办法叫**除数**——指数公式里真正用的不是「÷ 基准日市值」这么一个固定数，而是一个会被悄悄调整的分母。每当发生换股、送股这类「人为换篮子」的事，公司就同步微调这个除数，让**换人那一瞬间，指数的点数保持不变**。

大白话

想象一杆老式天平，一边放砝码一边放东西。现在我要往「东西」那边加一块新石头（纳入新公司）。为了让指针不动，我就在天平的支点或刻度上做个对应的补偿——指针纹丝不动，说明这块新石头是「换进来的」，不是「东西本身变重了」。除数就是这个补偿机制。换篮子的那一下，它负责把人为的跳动抵消掉；换完之后，指数继续如实反映市场的真涨真跌。

这招看着不起眼，却是所有正经指数的命根子。正因为有除数在背后默默补偿，几十年里成分股换了一拨又一拨，恒生科技指数这条曲线才始终是**连续、可比**的——今天的 4000 点和五年前的 4000 点，衡量的是同一把尺子上的同一个位置，而不会因为中途换过人就对不上。下一章就来看，这「换人」到底是按什么规矩进行的。

第七章·谁进谁出、谁在管（以及 2026 年的大改）

上一章说到「换人」。现在就看这换人到底谁在换、按什么规矩换。一台秤的公信力，很大程度上就取决于这件事：如果谁进谁出全凭某个人心情，这指数就不值得信任；只有规则透明、机器也能照着跑，大家才敢把真金白银押在上面。

谁在管这个数字

管恒生科技指数的，是恒生指数公司——它是恒生银行旗下专门编制指数的子公司，恒指、国企指数、还有一大堆分类指数都归它编。它的角色更像一个**裁判和记分员**，而不是球员：它自己不买卖股票、不押涨跌，只负责把规则定清楚、把数字算准、把该换的成分股按时换掉。

定大方向时，它还会征求一个顾问委员会（由市场里的专业人士组成的参谋团）的意见，以及公开向市场征询。但日常的纳入剔除，**靠的是事先写死的规则，不是临时拍脑袋**。这一点很关键——规则化意味着可预测，投资者能大致算出下次哪家可能进、哪家可能出，而不必担心裁判突然改判。

进这台秤要过几关

一家公司想被选进来，先得符合第二章讲的科技主题，然后还要迈过几道硬门槛，主要是三样：

- **够大**。在符合主题的候选公司里，按市值从大到小排，只有排在前面的才有资格。这台秤要的是巨头。
- **够活跃**。股票平时得有足够的成交量——天天有人买有人卖。太冷清的股票就算市值不小也不要，因为追踪指数的基金得能顺畅地买进卖出。
- **上市够久**。得挂牌满一定时间、经过市场检验，不能刚上市几天就塞进来。

一条特别的「快速通道」

规则里有个有意思的设计叫快速纳入。正常情况下成分股按季度慢慢检讨，但如果一家新上市的科技公司块头特别大——大到挂牌没多久市值就冲进了最前列——那它可以走快速通道，不用傻等常规检讨，提前被纳进来。

大白话

为什么要开这条通道？因为科技行业变化太快，动不动就冒出一家巨无霸直接上市。要是死守「必须等满一年、等下次季度检讨」，这台秤就会错过市场上最重要的新角色，反而不能如实代表「当下最大的科技公司」。快速通道是给规则留的一个弹性口子。

多久换一次

常规的成分股和权重检讨，每**季度**做一次（一年四次）。每次检讨，公司会按规则重新排一遍：谁掉队了该剔除、谁长大了该纳入、各家权重按最新市值重算、超过 8% 的拉回来。检讨结果会提前公布，到指定的生效日才真正调整——这中间就要用上一章讲的除数，保证换人那一刻指数不跳。

2026 年的那次大改

2026 年，恒生指数公司对这台秤做了一次推出以来最大的改造。经过市场征询（超过八成受访者赞成），决定在当年 **12 月 7 日** 把成分股从 **30 只** 扩到 **50 只**。几处关键变化：

- **扩容到 50。** 其中 40 只还是按市值排名选，另外 **10 只按过去 12 个月的营收增速** 选——这是头一回把「成长性」也当成选股标准，专门给那些增长快、但市值还没挤进前 40 的新锐留了位子。
- **候选池换了。** 从「所有主板上市公司」收窄到「恒生综合大中型股指数」的成分，等于先过一道大小的筛子。
- **松了行业绑定。** 过去候选公司必须落在几个指定行业分类里，这次取消了这条，改为更看重科技主题本身；主题也从五个扩成六个，新增了人工智能、机器人等。

恒生指数公司自己测算，改完之后，这台秤能覆盖的科技公司市值从约 85% 提高到约 91%，成分股的营收增速中位数也更高；而前面一直诟病的「头部太挤」会稍有缓解——前

十大的合计权重，预计从约 71% 降到约 66%。

你看，这台秤不是一件定型的死物。它随着「什么公司算大、什么才算科技、增长重不重要」这些判断，不断被重新校准。规则在变，但变的方式本身是规则化、公开征询的——这正是它敢让全世界的钱押在上面的底气。接下来，我们就把镜头拉远，看看这台一直在微调的秤，过去几年画出了一条怎样惊心动魄的曲线。

第八章·过山车（上）：从诞生冲到 10945 点

前面七章把这台秤拆开了看——怎么拼、怎么称、谁在管。现在把它装回去，通上电，看它这几年真实跑出来的那条曲线。先说清一件事：这台秤 2020 年 7 月才通电，到现在也就五年多。但它一「出生」就自带一段回溯的历史，而且开头那一年半，涨得几乎不像真的。

生在一个奇特的年份

2020 年是个被疫情重塑的年份。全世界的人被关在家里，上班、上课、买菜、看病、娱乐，全搬到了手机和屏幕上。这对一批公司是天上掉馅饼——做电商的、做外卖的、做游戏的、做云计算的，订单像潮水一样涌来。而这批公司，恰好就是恒生科技指数秤盘里装的那些。

大白话

换句话说，这台秤出生的时点，正好踩在它所称量的那批公司最风光的当口。别人家生意停摆，它们的生意反而因为「大家出不了门」而暴涨。指数一通电，底下的公司就集体顺风。

还有一股更猛的风：便宜的钱

比生意好更重要的，是另一件事：**钱突然变得极其便宜**。为了救疫情下的经济，美国等主要央行把利率（借钱的成本）压到了接近零，还大量印钱投放到市场里。

钱一多一便宜，就会到处找地方增值，而它们最偏爱的去处，就是**成长型的科技股**。道理不难懂：

- 利率低，把钱存银行、买债券几乎没收益，资金只好去追更能涨的资产。
- 科技公司讲的是「未来能赚大钱」的故事。当下利率越低，「未来那笔钱」在今天看来就越值钱（这是估值的一个核心逻辑，后面章节会细说）。

于是全球的热钱一股脑涌向科技股。香港这边，又正赶上阿里、京东、网易这批巨头集体「回港」上市（第三章讲过那些 -S、-SW 尾巴），新鲜筹码足、故事性强，钱更是蜂拥而入。

七个月，冲到历史最高点

两股风叠在一起——生意旺 + 钱便宜——这台秤就像被架上了火箭。从 2020 年 7 月通电时的六千多点，一路几乎不回头地往上冲。到 **2021 年 2 月中旬**，恒生科技指数摸到了它至今都没再回去过的历史最高点：约 **10945 点**。

从出生到见顶，中间只隔了**约七个月**，涨幅超过六成。如果从它回溯的 2020 年初算起，一年多里差不多翻了一倍。那阵子市场里弥漫着一种情绪：中国科技巨头的上升是不可阻挡的，买它们就是买未来，越早上车越好。

大白话

这里埋着一个后来反复上演的教训：当一样东西涨到「大家都觉得它只会继续涨」的时候，往往就是最危险的时候。价格里塞满了美好的预期，塞得太满，任何一点坏消息都会让它泄气。而坏消息，正在路上。

10945 点，是这台秤的高光，也是它迄今的天花板。站在 2021 年 2 月那个点往下看，谁也没想到接下来等着它的，是一场长达一年半、把它从一万点砸到两千多点的雪崩。下一章，我们就走进那段最惨烈的下坡路——以及它后来几次死里逃生的反弹。

第九章·过山车（下）：腰斩再腰斩，又三连跳

2021 年 2 月，恒生科技指数站在约 10945 点的顶上。接下来发生的事，是现代金融史上数得着的一场大型雪崩：它用了大约一年半，从一万点以上，一路跌到 **2800 点上下——蒸发了约四分之三**。这不是普通的回调，这是腰斩之后再腰斩。

三件事同时砸下来

一台秤跌成这样，从来不是单一原因。是三股力量几乎同时压上来，而且专挑它头部那几家最重的巨头下手。

第一，监管的急刹车。2020 年底，蚂蚁集团（阿里旗下的金融科技公司）的超级大 IPO 在上市前夕被突然叫停，成了转折的信号。随后一年多里，针对互联网平台的监管密集出台：反垄断的巨额罚单、对网约车和在线教育等行业的整顿、对游戏和数据安全的收紧。

大白话

关键不在某一条规定本身，而在于它彻底改写了市场的预期。此前投资者相信这些平台能「赢家通吃、无限扩张」，股价里早就塞进了这种无上限的想象。监管一来，等于告诉市场：这些公司的扩张是有边界的、利润是要被约束的。那个「无限增长」的故事破了，塞在高价里的预期就必须吐出来。

第二，退市的恐慌。这批公司很多在美国上市。美国一项法规要求：外国公司若连续几年不满足美方的审计检查要求，就得从美国交易所退市（被赶下市、股票不能再在那里交易）。2021 到 2022 年，中美就审计监管一直谈不拢，市场一度真的担心这些中概股会被集体赶出美国市场。

这对恒生科技指数是直接打击——它装的正是这批公司。"会不会被退市"的阴云，让国际资金纷纷撤离，不管公司生意本身好不好。

第三，经济的冷气。与此同时，中国的房地产行业爆发了债务危机（恒大等大型房企接连暴雷），拖累整个经济的信心；疫情反复又让消费和出行一再受挫。宏观一冷，这批依赖消费和广告的科技公司，生意和估值一起往下走。

谷底：2800 点

三股力量叠加，到 **2022 年 10 月**前后，恒生科技指数跌到了约 **2800 点**的历史最低。从 10945 的顶算，跌幅约 **74%**——也就是说，如果有人恰好在最高点买进并一直拿着，手里的钱缩水到只剩约四分之一。这就是第三章说的「头部太挤」的代价：当最大的那几家被同一批坏消息同时击中，整台秤根本无处分散，只能跟着一起坠落。

后来的三连跳

谷底之后，并不是一条直线爬回来，而是剧烈的上蹿下跳。把每年的成绩单摊开看最清楚（这是指数公司口径的年度涨跌幅）：

- **2021 年：约 -33%**——顶部开始崩，全年大跌。
- **2022 年：约 -27%**——继续探底，10 月见历史最低。
- **2023 年：约 -9%**——跌势放缓，但反弹屡屡落空，又阴跌一年。
- **2024 年：约 +19%**——五年来首次翻红。拐点来自当年 9 月下旬，中国突然推出一揽子强力刺激政策（市场叫它「**924 行情**」），资金一夜回流，港股科技股暴力反弹。
- **2025 年：约 +23%**——推出以来**最好的一年**。年初一家中国公司 DeepSeek 发布了低成本、高性能的 AI 模型，震动全球，市场猛然重估中国科技公司的实力，科技股掀起一波 AI 行情，短短几周指数就蹿升三成。

大白话

注意这两年上涨的触发点：2024 靠政策，2025 靠一个技术叙事（AI）。它们的共同点是——都不是「生意慢慢变好」带来的温和上涨，而是情绪和预期的突然反转。这台秤涨跌都极猛，很大程度上是因为推动它的，往往是这种一夜之间就能翻盘的宏观与叙事力量，而不是公司基本面的缓慢爬坡。

然后，2026 年又回落了

好故事没有一直延续。到 2026 年，这台秤再度大幅回落——到当年 10 月，指数跌破 3900 点，年内跌幅超过三成，几乎回吐了「924 行情」以来的全部涨幅。又一次印证了它那个甩不掉的性格：涨得有多猛，跌得就有多狠。

把这几年连起来看：从一万点到两千多，再弹回五六千，又砸回三千多——同一台秤，同一批公司，几年之内能有翻几倍的摆动。这种剧烈到有点吓人的波动，到底是偶然，还是它骨子里就这样？下一章，我们用统计的尺子，给它量一张体检表。

第十章 · 它到底有多颠：一张统计画像

上一章看的是故事：涨到一万、砸到两千、又弹回来。故事好看，但主观。这一章换一把客观的尺子——**统计**，给这台秤量几个数，把「它很颠」这个模糊印象，变成能比较的硬指标。这正是种子里问的「统计学分析」。别担心公式，我们只认四个数，每个都用大白话讲明白它量的是什么。

第一个数：波动率——它平时抖得有多厉害

波动率量的是一个东西的价格平时上下跳动的幅度，说白了就是「有多颠」。算法是看它每天涨跌幅的**离散程度**：如果每天都涨跌一点点、很温和，波动率就低；如果今天 +5%、明天 -4%、后天 +3% 地乱蹦，波动率就高。

为了方便比较，大家习惯把它换算成年化波动率（把日常的抖动放大成「一整年」的尺度）。恒生科技指数的年化波动率大约是 **37% 到 39%**。这个数到底算高还是低？拿同城的两把秤一比就清楚了：

- 恒生科技指数：约 **37%-39%**
- 恒生指数（那台偏金融地产的老秤）：约 **23%**
- 国企指数：约 **24%**

大白话

翻成人话：37% 的年化波动率，对应每个交易日平均上下跳动约 2.3%（用 37% 除以一年约 250 个交易日的平方根估出来的）。也就是说，这台秤「正常发挥」的一天，就能轻松涨跌两三个点——这在别的市场可能是「出大事」的级别，在它这儿只是家常便饭。它比旁边那台恒指，颠簸程度高出六成还多。

第二个数：beta——大盘动一下，它动多大

beta（贝塔）量的是「跟大盘比，它的反应有多夸张」。把整个香港大市（比如恒指）当作参照，规定大盘的 beta 是 1：

- $\beta = 1$ ：大盘涨 1%，它大致也涨 1%，同步。
- $\beta > 1$ ：它比大盘更敏感、更夸张。
- $\beta < 1$ ：它比大盘更迟钝、更稳。

恒生科技指数相对恒指的 β 大约在 **1.3** 一带。意思是：大盘涨 1%，它平均涨 1.3%；大盘跌 1%，它平均跌 1.3%。**涨跌都被放大**。这就从数字上解释了前两章的故事——它不是偶然涨得猛跌得狠，而是结构上就比大市更「用力」。

第三个数：相关性——它和大盘有多同步

β 说的是「幅度」，相关性说的是「方向上有多步调一致」，取值从 -1 到 $+1$ 。 $+1$ 是完全同涨同跌， 0 是毫无关系， -1 是完全反着来。恒生科技指数和恒指的相关性大约是 **0.8**——相当高。

大白话

0.8 意味着：它大体上跟着香港大市一起走，很少独自逆行。这点很重要，它戳破了一个常见幻想——「我买科技指数来分散风险」。可当它和大盘 0.8 高度同步、 β 又有 1.3 时，你买到的根本不是「另一个方向的保险」，而是「同一个方向、但踩了油门的版本」。大市好的时候它更爽，大市崩的时候它更惨。

第四个数：最大回撤——最坏能坏到什么地步

波动率讲平时，最大回撤讲极端：从历史最高点跌到随后最低点，中间最多亏掉了多少。恒生科技指数的最大回撤，就是上一章那段——从 10945 跌到约 2800，**约 74%**。

为什么这个数要单独拎出来？因为波动率是「平均的抖动」，容易让人低估尾部的凶险。74% 的回撤告诉你一件波动率不会直接说的事：**在真正的坏年份，这台秤能把你的本金干掉接近四分之三，而且这种深坑要爬好几年才可能回得来**（它到今天都没回到过 10945）。统计上，这类资产的坏消息往往不是温和地来，而是厚厚地堆在尾巴上——专业点叫肥尾，意思是「极端大跌发生的概率，比教科书里那种理想的钟形曲线预计的要高得多」。

四个数连起来，这台秤的体检表就出来了：平时比大市颠六成（高波动）、涨跌被放大三成（高 beta）、方向上又和大市高度绑定（高相关），而且最坏能腰斩再腰斩（深回撤、肥尾）。这不是性格缺陷，是它「只装一小撮高成长巨头、头部又极挤」这个结构的必然结果。既然它这么颠，那下一个自然的问题就是：能不能靠看图、靠统计，预测它接下来往哪走？下一章，专门拆这件最多人想做、又最容易被骗的事。

第十一章 · 技术分析和预测，能信几分

种子里有两个最诱人的词：**技术分析**和**预测**。几乎每个看盘的人都忍不住想：能不能从走势图里看出它接下来往哪走？这一章不绕弯子，先讲技术分析到底在算什么，再老老实实说它能做到和做不到的边界。

技术分析：只看价格，不看公司

技术分析是一套只盯着「价格和成交量的历史走势」来判断买卖时机的方法。它有个大胆的前提：公司好不好、财报怎么样，统统不用管，因为「所有信息最终都反映在价格里」——所以只研究价格本身就够了。它最常用的几件工具：

- **均线（移动平均线）**：把最近 N 天的收盘价算个平均，连成一条线，用来抹掉每天的噪声、看清趋势的大方向。比如「20 日均线」就是最近 20 天的平均价。价格站上均线常被看作偏强，跌破常被看作转弱。
- **支撑与压力**：价格历史上多次跌到某个位置就反弹，这个位置就被叫作**支撑**（像地板）；多次涨到某处就回落，叫**压力**（像天花板）。
- **RSI 之类的指标**：**RSI**（相对强弱指数）把最近一段时间的涨和跌做个比值，换算成 0 到 100 的数，用来提示「是不是涨过头了（超买）或跌过头了（超卖）」。

大白话

这些工具的共同点是：它们全都是把**过去**的价格重新算了一遍，换一种方式画给你看。均线是过去价格的平均，支撑压力是过去的高低点，RSI 是过去涨跌的比值。没有任何一个用到了「明天的信息」——它们本质上是**历史的整理**，不是**未来的情报**。

那它到底管不管用

诚实的回答分两半。

有用的那一半：技术分析能帮你把纪律变具体。比如「跌破某条均线我就止损」，这不是在预测未来，而是在给自己定一条冷静的卖出规则，免得被情绪牵着走。它也能描述**现状**——

此刻是强是弱、量能大不大。作为一套管理风险、控制情绪的工具，它有其价值。

靠不住的那一半：用它来**预测具体点位和时间**，基本不可靠。原因要从一个著名的理论说起。

随机游走：为什么图形预测这么难

金融学里有个叫随机游走的说法：短期的价格变动，很接近**随机**——下一步往上还是往下，很难从过去的走势稳定地推出来。背后的道理其实很直白：

如果真有一种看图方法能稳定预测涨跌，那么一旦它被发现，所有人都会抢着用。大家都在价格涨之前买、跌之前卖，这个「规律」就会被买卖行为自己抹平——它一旦被看见，就失效了。

换句话说，市场里但凡是明摆着、人人能看到的图形规律，早就被无数聪明钱榨干了。这就是为什么长期来看，很少有人能靠画线稳定战胜市场；偶尔画对几次，更多是运气，而不是方法真的能预见未来。

对恒生科技指数，预测尤其难

前面十章其实已经把原因摆明了。回头看它每一次大转折的触发点：蚂蚁 IPO 被叫停、监管文件突然下发、中美审计谈判的进展、2024 年的「924」政策、2025 年初 DeepSeek 的横空出世——**这些全是突发的政策和事件，不是走势图里能提前看出来的东西。**

大白话

这台秤最大的那几下涨跌，都是被「盘面之外」的消息一巴掌打出来的。一条监管通知、一次政策发布、一个新技术的亮相，往往一夜之间就让它跳空几个点。再加上第十章讲的肥尾——极端行情出奇地多——任何基于「历史会平稳重复」的图形预测，在这种一惊一乍的资产面前，都格外脆弱。你能在图上画出再漂亮的形态，也挡不住明早一条谁都没料到的新闻。

那预测就完全没意义吗

也不是。有意义的「预测」，不是去猜「下个月几号到几点」，而是换一类问题：

- 不猜点位，但可以判断**区间和概率**——基于它 37% 的波动率，大致估计它未来一段时间可能的波动范围有多宽（这叫情景分析，是机构做风险管理的常规动作）。
- 不猜时点，但可以看**估值的冷热**——当它的市盈率跌到历史很低的分位（像 2025 年初那样），往往意味着悲观已经反映得差不多、未来几年的**赔率**变得有利；但这说的是「长期胜算」，绝不等于「明天就涨」。

所以对「能不能预测它」，最诚实的答案是：**短期的点位和时点，基本预测不了；能把握的是它的脾气（很颠）、它的区间（很宽）、和它的冷热（估值高低）**。把精力从「猜明天」挪到「认清它是什么、现在贵不贵、我能不能扛住它的回撤」，才是面对这台秤真正能用上的功夫。至于到底是什么在盘面之外一次次把它推上推下，下一章，我们把那几只看不见的手——一点名。

第十二章·被什么牵着走，又到底告诉了你什么

最后一章，把前面所有线索收拢。上一章说，推动这台秤的力量多半来自「盘面之外」。那就把这几只看不见的手——点名——到底是谁，在一次次把恒生科技指数推上推下。它们大致有六股。

六只手

一、美国的利率。这条线最反直觉，得解释清楚。香港实行联系汇率——港元和美元绑定在固定的汇率上。为了守住这个绑定，香港的利率必须大体跟着美国走。于是**美联储一加息，香港的资金成本就跟着上去**。而科技股是最怕高利率的：它们的价值大多押在「遥远的未来利润」上，利率一高，那笔未来的钱折算到今天就缩水（第八章那条逻辑的反面）。所以美国利率的一升一降，常常隔着太平洋，直接牵动这台秤。

二、中美关系。第九章讲过的退市阴云是典型。审计监管、科技制裁、投资限制——两国关系每紧张一次，国际资金就对这批中概科技股避险一次。这股力量和公司生意好坏无关，纯粹是地缘政治的冷暖。

三、中国的产业政策。这是最直接的一只手。2021 年的监管风暴能把它打到谷底，2024 年的「924」刺激能把它一夜拉起——同一只手，收紧时是寒冬，放松时是暖春。对这台装满中国平台巨头的秤来说，北京的政策风向，常常比财报更重要。

四、南向资金。南向资金指的是内地投资者通过「港股通」这条通道，南下买香港股票的钱。恒生科技指数的成分股大多在可买名单里，近年来内地资金是港股科技股越来越重要的买盘。这股钱什么时候涌入、什么时候退潮，对指数的短期涨跌影响很大。

五、AI 这类技术叙事。2025 年初 DeepSeek 一出，几周就把指数抬高三成，就是最新的例子。一个足够有冲击力的技术突破，能瞬间改写市场对「这批公司未来能赚多少」的想象——而想象，恰恰是高成长股估值里分量最重的部分。

六、公司自己的财报。说到最后，才轮到最「基本面」的这一项：腾讯、阿里们每季度到底赚了多少钱、增长快不快。它当然重要，但你会发现，在前面五只手面前，财报往往只是配角

——这台秤的大起大落，更多是被宏观和叙事掀动的，而不是被某一季利润的小数点推动的。

大白话

把六只手连起来看，会发现一个共同点：真正主宰这台秤的，大多是「公司管不了的事」——别国的利率、两国的关系、政策的松紧、资金的潮汐、技术的突现。这就是它为什么这么难预测、又这么颠的根源：它的命运，很大程度上握在它自己之外的手里。

还有一个技术性的提醒：你看到的「涨跌」可能不完整

收尾前补一个容易被忽略的点。我们平时念的恒生科技指数，是一个价格指数——它只算股价的涨跌，**不算公司发给股东的分红**。还有一个版本叫全收益指数，会把分红也再投进去一起算。

对科技股来说这点差别通常不大（它们分红少，利润多拿去再投资增长了）。但原理要懂：如果你拿一个只算价格的指数，去和一个把分红算进去的资产比长期回报，就会系统性地低估后者。**看指数衡量回报时，先搞清楚它算没算分红，别拿两把不同的尺子比长短。**

回到最初那个问题

全书开头问：这个「点」，到底在称量什么？走到这里，可以回答了。

它称量的，是「**在香港上市的、块头最大的那一小撮中国科技巨头，此刻相对 2014 年底那个起点的整体身价**」。它不是中国科技的全景——它只装了已经长成大象的那几家，头部还极挤（前十约七成）。正因为这个「小而挤、全是高成长巨头」的结构，再叠加它被六只盘面之外的手牵着走，它才会表现出那张体检表：平时比大市颠六成、涨跌放大三成、和大市高度同步、最坏能腰斩再腰斩。

所以它**能**告诉你的，是中国头部科技股此刻的集体冷暖、是市场对这条赛道的情绪温度计。它**不能**告诉你的，是整个中国经济的全貌（它太偏科），也不是明天的点位（它被太多突发的手推着，预测不了）。

读懂这台秤，最大的收获或许不是学会预测它——那件事连专业机构都做不好——而是看清它是什么：一台只称几头大象、又极易被外力推搡的高灵敏度的秤。认清这一点，你再看到新闻里「恒生科技指数今日大涨/大跌几个点」，心里就有数了：它在替谁说话，它为什么这么激动，以及，那个激动的数字，到底说明了什么、又说明不了什么。

恒生科技指数：香港的纳斯达克，为什么这么能涨能跌