

Bloomberg Businessweek

彭博商業周刊/中文版

2026.9.23 | 第358期

港股向前， 恒指向後？

面對外圍股市的一騎絕塵，港股投資者對今年恒生指數 (Hang Seng Index) 的反覆爭持，多歎「恨鐵不成鋼」。當市場幾乎默認：恒生指數表現差，等於港股表現差，心理落差之下，究竟是投資者需要破除對大市點數的執念；還是指數本身，其實已難以反映市場浪潮，早待一場革新？



港股向前， 恒指向後？

面對外圍股市的一騎絕塵，港股投資者對今年恒生指數反覆爭持，多歎「恨鐵不成鋼」。當市場幾乎默認：恒指表現差，等於港股表現差，心理落差之下，究竟是投資者需要破除對大市點數的執念；還是指數本身，已難以反映市場浪潮，早待一場革新？

撰文 鄭文珏 編輯 鄧詠筠

重上30000點，

幾乎是所有大行在今年年初時，齊聲高呼的恒生指數（下稱：恒指）目標價。

近乎六合彩投注般熱鬧，大行慣例於年關時分，對港股進行分析預測。當然，市場最關注的，往往不是宏觀基本面等邏輯的推演，而僅是「估點數」，即預測的恒指目標價為幾多。

所以在恒指去年以25630點收關，相當於全年飆升27.8%，實現八年來最好表現，同時跑贏美股三大指數的背景之下，市場並不認為劍指30000大關是遙不可及的。甚至在「最牛」情形下，星展和摩根士丹利分別祭出了36500點和34700點的驚人預測上限。

須知道，恒指的歷史高位亦不過33000點，自2021年後便再未重見三字頭，距今已有約五年半的時間。

美夢在一點點碎裂，恒指上半年就已狠跌10.7%，儘管步入七月漸拾升浪，由22600點的低位彈上。惟從關鍵技術指標上看，其始終受制於被視為「牛熊分界線」的250天移動平均線，近來亦失守25000點的心理關口。更殘酷的是，「人比人，比死人」，韓國KOSPI指數上半年同期卻近乎倍升，升幅高達96.7%；台灣加權指數緊追其後，半年累升59.2%；日經225指數則升39.2%。

哀其不幸、怒其不爭。短短數月間，市場情緒急轉直下，投資者真正抱怨的，或許並非港股缺乏優質資產，只是其被恒指「失真」的點數所困住，形成了某種意義上的結構錯位。

恒指公司近來已對恒生科技指數（下稱：科指）啟動改革諮詢，通過擴容、取消行業限制等新措施優化篩選機制，本月底即將公布結果。不過這場市場久盼的改革，尚只針對科指，對恒指仍未有動作，僅靠「局部手術」一翼突圍，又真能為大市整體解困嗎？

「現在只算『牛市二期』，大家不要一直想著：哎呀，今年股市要到30000點，很困難的，不是那麼容易，不要抱太大的憧憬，」香港股票分析師協會副主席郭思治開門見山，潑上一盆冷水。儘管距年底尚有一個季度，市場情緒已然漸陷低沉。

恒指今年究竟落後在哪？郭思治分析道，開年以來，伴隨中東局勢始終未明朗，油價高企推升通脹，減息預期屢有落空，兼之美債危機若隱若現，上述種種對股市的影響都較負面。因此股市表現失色，都算情理之中。

不過從更為技術性的層面，當前恒指的低迷，本質在於高權重的股份表現不佳。郭思治援引數據指出，若撇除八月最近一次季檢新納入的2隻股份，以原先的93隻成分股計算，單隻

權重佔比不足1%的股份有66隻，合佔權重為24.6%；單隻權重介乎1%至2%的股份有13隻，合計佔比有16.5%。（實時權重會隨市況波動，或存在差別，僅參考當時情景。）

換而言之，93隻成分股中的79隻，只佔據了41.1%的權重，即使有某一隻「黑馬」能狂飆逾倍，對於市場的整體影響依舊有限。最終領軍大市的希望，只寄託於十多隻股份上，甚至為數不多的幾隻龍頭股份。

再看權重名列前茅的龍頭，郭思治就點評道，除卻滙豐（0005.HK）走勢頗為亮眼，其餘股份今年大多平平無奇：騰訊（0700.HK）高位下挫回彈乏力；阿里巴巴（9988.HK）有波幅無升幅；美團（3690.HK）、小米（1810.HK）、比亞迪（1211.HK）等曾經熱炒的明星股份更是因激烈的市場競爭，在低位掙扎許久……而其他高權重股份，大多來自內銀、石油等素以高息「穩陣」著稱的板塊，難以對其股價勁揚寄予厚望。他坦言，恒指不排除會繼續下探關鍵支持位，短期內的想法仍然保守。

平心而論，將升市的籌碼押注於龍頭個股，並非港股獨有，從數學原理看來，這甚至幾乎是市值加權指數的必然。

以上半年最為風光無限的韓股為例，SK海力士（000660.KS）與三星（005930.KS）雙管齊下狂升逾倍，合佔韓國KOSPI指數權重逾五成，帶領韓股一洗頹勢，迎來大時代；台股更不遑多讓，台積電（2330.TW）一隻便貢獻了台股加權指數的四成權重，真正意義上實現「一個救全家」。

只因依照市值加權的計算機制，市值越大者，權重越高，每當有新資金流入指數，都必須按照權重比例買入成分股，龍頭股份自然便會分配到最多資金，再推動股價和市值，形成「強者越強」的邏輯循環。

除卻上述指數，諸如標普500、納斯達克100等在內的多個主要指數，均採用廣義的市值加權計算方法。恒指亦明文規定，採用流通市值加權，且為免指數偏重個別股份，還設有個股8%的權重上限，只是目前較少有股份可觸發該封頂調節機制。

見賢當思齊。既然計算方法的底層邏輯大同小異，那麼真正令外圍股市大幅跑出的原因，還應歸於績優股自身質素以及行業週期。



郭思治

圖片：由受訪者提供

首十位恒指成份股

股票號碼	公司名稱	行業分類	股份類別	比重
0005	滙豐控股	金融業	香港普通股	8.91%
0700	騰訊控股	資訊科技業	其他香港上市內地公司	7.67%
9988	阿里巴巴	非必需性消費	其他香港上市內地公司	7.11%
0939	建設銀行	金融業	H股	5.47%
1299	友邦保險	金融業	香港普通股	4.79%
1398	工商銀行	金融業	H股	3.73%
0388	香港交易所	金融業	香港普通股	3.06%
1810	小米集團	資訊科技業	其他香港上市內地公司	3.00%
0941	中國移動	電訊業	紅籌股	2.95%
3690	美團	非必需性消費	其他香港上市內地公司	2.62%

註：截至2026年8月；數據來源：恒生指數公司

無論是2022年底ChatGPT橫空出世，引爆美股長達數年的升浪，由輝達(Nvidia, NVDA.US)領軍的「七雄」霎時間風頭無兩；還是年內SK海力士、三星、台積電、美光(MU.US)、閃迪(SNDK.US)「你方唱罷，我登場」般，在資本市場高潮迭起，其背後的驅動因素無一例外，均是人工智能(AI)掀動的科技巨浪。而今年，更是硬件領域的狂歡。

回看恒指，其自1969年底問世，隨後在1985年推出分類指數，而上世紀的香港市場仍以舊經濟股為主流，因此目前隸屬於恒指的四個分類指數僅為金融、公用事業、地產及工商業，被視為科技股代表的「資訊科技業」被歸入工商業範疇。而單獨追蹤科技股的科技指數則於2020年7月才單獨推出。

也正是2020年，恒指首次納入「同股不同權」及「第二上

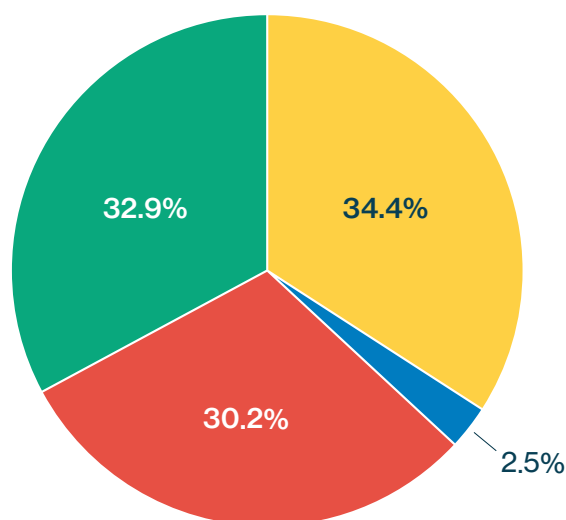
市」公司，隨著阿里巴巴與小米的入局，新經濟股崛起，二者與騰訊、美團共同組成了時下耳熟能詳的「ATMX」陣型，亦成為港股科技成分的代表。

細究恒指科技含量，翻查公司官方資料，至今年八月底，權重排名前十的成分股中，一半都來自銀行、保險等在內的金融業，位居榜首的就是滙豐。雖然「ATMX」盡數闖入權重十強，惟主營業務為電商和外賣的阿里巴巴與美團，科技基因未夠純正，最終被歸入「非必需消費」類別。

縱觀全部行業類別，最新季檢前的合計93隻成分股當中，「資訊科技業」僅得6隻。而「非必需性消費」類別股份高達23隻，「金融業」與「地產建築業」則各有10隻。再結合各類別權重，「金融業」足佔據34.5%，「非必需性消費」佔21.1%，而「資訊科技業」雖然位列第三，但權重只得15.6%。對比美國的「科技七雄」雖同樣只得7隻，卻皆為精兵悍將，合計貢獻了▶

恒指的組合成分

■ 金融股 ■ 半導體及AI—相關股 ■ 其他科技股 ■ 其他股票

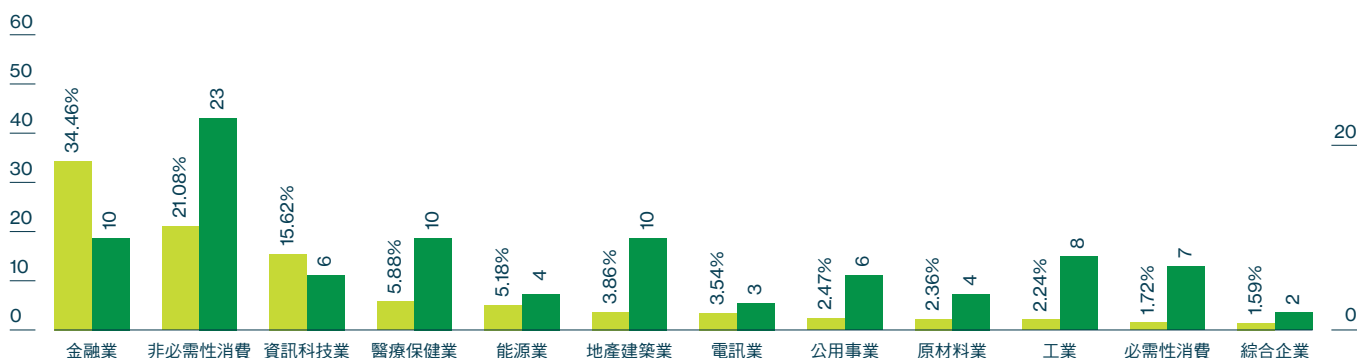


註：截至2026年上半年；數據來源：證監會

恒指行業比重

■ 比重

■ 成分股數目



註：截至2026年8月；數據來源：恒生指數公司

◀ 標普500指數三分之一的市值。

證監會今年發表的《環球及香港證券市場半年回顧》闡釋道，香港市場的結構有別於不少海外市場，並未由大型半導體股主導表現，過去數年在港上市的部分半導體及AI相關公司雖然錄得強勁表現，但由於其市場總值相對較小，並未被納入指數成份股，或在指數中的權重很低。

值得一提的是，研究論文一針見血指出，香港指數內的科技股以電商平台、應用程式及消費導向股等界別為主。半導體及AI相關股票在恒指僅佔2.5%，對大市的影響僅屬溫和。「因此，香港市場受惠於全球AI熱潮的程度亦相對有限。」也就難怪在市場的整體觀感中，當前的恒指仍是由金融與消費股主導，期待此類股份爆升，無異於是期待「大象起舞」。

資金的流向，代表著市場真金白銀投票的結果，尤其是ETF等巨額被動資金，話語權更是舉足輕重。科技動向絕非只能吸引外圍市場目光，在港股亦是當之無愧的資金風向標。

華夏基金（香港）多資產投資總監龔偉廷援引數據表示，自年初至8月中旬，本港掛牌ETF產品中主要有三大類別最受追捧，其一為正向或反向槓桿產品，整體錄得約500億港元（下同）流入；其二為高息股產品，錄得約200億元流入；其三便是有特定行業主題的產品，錄得約140億元流入。單就其公司自身產品而言，最大的流入則來自日股對沖產品。

論及恒指相關的ETF，他就直言，表現較為平淡，區內對比下，滬深300的成分股更多，更能代表中國，故客戶對滬深300的偏好高過恒指。



龔偉廷

他續指，近年來投資者對港股資產的取態，呈現出「主題性」趨勢，例如客戶會直接選擇生物醫藥，或者ESG等特定主題指數，而非一味被動地追蹤大市。尤其是在科技領域，客戶對高增長的新興科技公司興趣盎然，熱情遠勝於對傳統大市值的科網龍頭。

參考基金研究公司晨星發布的《香港交易所買賣基金

（ETF）第二季資金流動回顧》，本港ETF在今年第二季錄得淨流入286億元，僅XL二南方海力士（7709.HK）及XL二南三星（7747.HK）兩隻韓股晶片龍頭的槓桿ETF，就佔據次季ETF總淨入金額的86%。但也正因七月初AI晶片板塊的暴跌，使此類產品高台跳水，令本港ETF在次季的整體淨流入，較首季的

622億元，按季銳減54%。

即使上述兩隻產品價格震盪不休，驚心動魄的走勢之下，定然有賺有蝕，惟不可否認的是，市場的注意力確實是被南韓「雙子星」牢牢吸引，背後潛藏的便是AI浪潮的萬有引力。那麼理論上，港股自己的科技指數，也可以乘此東風水漲船高？事實的殘酷在於——恰恰相反。

在恒指上半年挫逾一成的落後表現下，同期的科指「失血」更為慘重，大跌足近兩成，且跌幅至今未見顯著收窄。晨星報告形容，科技股ETF的資金流動出現了大幅逆轉，與首季280億元的資金流入相比，轉勢的主要原因是追蹤科指的南方恒生科技ETF（3033.HK）在次季出現大量贖回，錄得約140億元流出，從高材生一落千丈，反成了季內淨流出額最大的ETF。

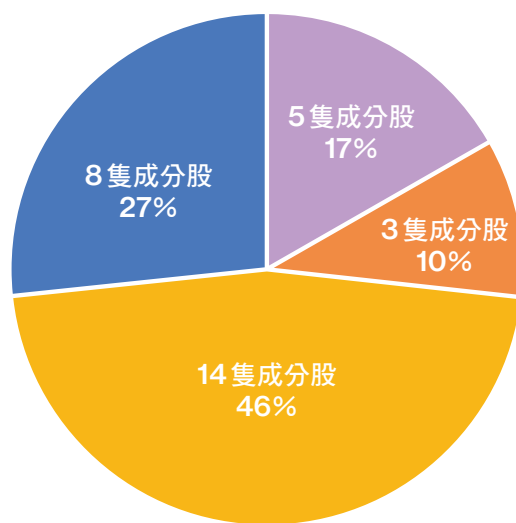
一邊是席捲全球的科技狂歡，一邊是恒生科指的獨自憔悴，冰火兩重天的際遇，折射的困境更像是指數科技含量，存在某種程度的失真。那麼，是時候改變了。

變革的序幕悄然拉開。恒生指數公司對科指啟動改革諮詢，建議將科指成分股數目由30隻增至50隻，並引入分組選股機制。選股範疇為恒生綜合大中型股指數成份股，按「市值」及「收入增長」兩個組別揀股，分別佔40隻及10隻。換而言之，按市值排名選取前40隻，並按過去十二個月收入增長排名選取其餘10隻。

另外，諮詢文件還建議取消科指的行業要求，擬修訂六大主題為「數碼平台及解決方案」、「AI」、「先進硬件」、「機器人及自動化」、「雲端」和「前沿科技」，相關科技子主題則由16個增至24個，新增航天及衛星科技、量子計算、腦機介面及先

恒生科技指數：30隻成分股

■ 先進硬件 ■ 人工智能 ■ 數碼平台及解決方案 ■ 機械人及自動化



數據來源：恒生指數公司

■ 圖片：由受訪者提供

進材料等新範疇。

恒指公司模擬的結果顯示，若落實修訂，現時科指前十大比重股的權重，將由70.6%攤薄至66.3%，略微降低權重的集中度。而成份股的平均市值由3770億港元降至2520億元，中位數則由1180億元降至700億元，反映新增成份股的規模會相對較小。

諮詢文件刊出後，本刊從市場與業界接獲的迴響均積極正面。香港證券及期貨專業總會會長陳志華對諮詢文件回應指，今次擴容有助於提高科技板塊覆蓋度，較廣闊的成份股基礎，亦有助提升指數作為香港科技市場基準的代表性。

不過他也補充，一方面，成份股擴容不宜削弱指數的投資容量，尤其是「收入增長」組別的公司，應符合明確的最低流通市值、成交額、自由流通比例及上市年期要求，以確保ETF及其他追蹤產品能在合理成本下完成調整。同時他也建議，需評估新增股份在市場壓力情境下的成交深度及潛在交易衝擊，而非只依賴一般市況下的平均成交數據。

針對「收入增長」指標，他則建議，應配合基本面及流動性篩選，降低單一財政年度數據造成的偏差，特別是對由低基數、併購整合、一次性項目、會計準則調整或資產出售所推動的收入增長，宜作適當調整或剔除，並作出定期披露。

另一邊廂，由於今次擬新增多個子主題行業範疇，陳志華也指出，這對於評估準則提出了新要求，建議指數公司建立具一致性與可驗證性的評估體系，例如考慮科技相關收入或研發開支等核心指標。尤其是目前許多公司的業務趨於多元化，指數公司宜設定科技業務的重要性門檻，避免公司僅憑少量投

資、合作計劃或市場敘事就被視作科技企業。

此外，在科指成份股的整體陣型中，他也強調，應避免集中於相同的客戶群、供應鏈、技術路線或宏觀風險因素，確保指數成份股真正實現分散效果。

當未盈利、新科技、高潛力等關鍵字再次同時疊加，便會不由自主令人聯想到另一類同樣被冠以這些字眼的



陳志華

群體：18C公司。近水樓台先得月的憧憬，隨之而來。

18C公司，即循《主板上市規則》第18C章節上市的特專科技公司，該章節於2023年推出，專為未能符合傳統財務資格測試的科企開闢上市渠道。港交所（0388.HK）明文指出，18C章歡迎五大行業的公司遞表，即新一代信息技術、先進硬件及軟件、先進材料、新能源及節能環保、新食品及農業技術，與科指所希望吸納的成份股領域高度重疊。

章節推出之初，順利闖關的公司數目寥寥無幾，前三年僅8間公司循此章掛牌。不過今年已有15間新公司成功上市，集資額佔據年內香港首次公開招股（IPO）總集資額逾一成。但即使如此，18C公司仍面臨著資金不足，多有公司接連配股抽水。內媒《證券時報》引述萬得（wind）數據指，首八個月合計23間18C企業的再融資總額達到594.3億港元，多於IPO合計集資額的403.6億元，證明今年18C板塊的再融資規模，甚至已經全面反超IPO集資的本身。

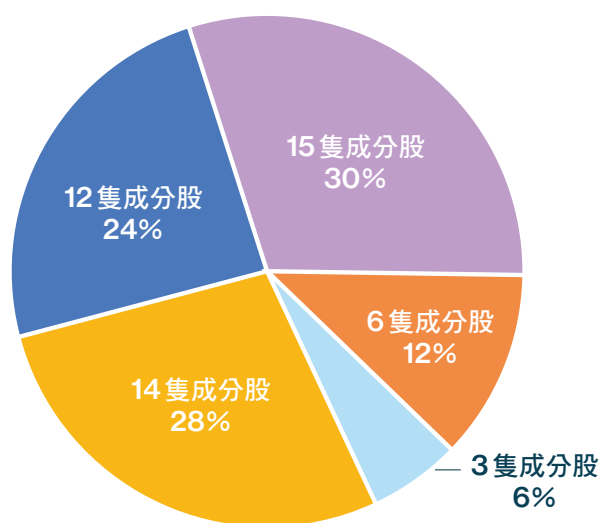
而恒指公司發布科指改革諮詢時披露，截至今年六月，追蹤科指的資產管理規模達404億美元（折合逾3150億港元），這就意味著一旦改革結果落地，該筆資金也將迎來史無前例的大調倉。對盈利能力有限的新興科企而言，無疑最值得雀躍，因成功納入指數，便自動觸發無數被動資金的追隨，如天降甘霖般，為流動性開閘引水。

曾錄得逾7500倍超額認購、一度登頂的「主板超購王」滴普科技（1384.HK），便是依循18C章節上市。公司被稱為港股「企業級大模型AI應用第一股」，招股時「頂頭錘飛」方能穩中一手。自遞交A1申請至掛牌，僅歷時196天，刷新了自2025年以來港股非二次上市且須經中國證監會備案程序項目中的最快紀錄。在今年第二季，也已經實現單季扭虧。

惟觀乎其股價，不足26.7元的招股價，曾被炒高至升破100元，無奈隨後幾乎盡數回吐其升幅。且上市不足一年，►

修訂後的恒生科技指數：50隻成份股

■ 先進硬件 ■ 人工智能 ■ 雲端 ■ 數碼平台及解決方案 ■ 機械人及自動化



數據來源：恒生指數公司

◀ 公司便兩度配股集資，合計再籌近9億港元。滴普科技創辦人兼行政總裁趙杰輝解釋指，公司投資者結構較市場化，多有來自滬深港通的北水資金及散戶力量，經歷去年的股價急升，許多資金獲利離場換手，屬正常市場行為。

「一個公司進入了資本市場，可能最方便的融資方式就是增發（即配股），」他回應道。以其公司為例，第一輪配股是為支持海外業務發展，第二輪便是為增加研發力量。趙杰輝表示，目前兩輪配股都迴響可觀，證明香港市場的流動性足以支持公司需求，而較之於炒賣交易，配股反而更便於公司直接掌握資金，也可令流通盤擴大。

至於獲納入指數的憧憬，他坦然稱，「如果能夠納入指數，當然是一個非常好的事情，但不是公司努力就可以的，它基於客觀的一些數據指標，所以從公司角度做不了任何工作，就是把自己基本面業務做好……任何一個公司的發展，都不可能以媒體的評價或聯交所指數的方向，作為根本性指引，一定是根據對產業和技術的洞察，以及市場客戶的需求來定位。」截至訪問日期，公司未接獲官方有關改革諮詢的接洽。

其反覆強調，改革是好事，因為市值往往是短期的反映，但長期的技術、增長亦都是重要的衡量指標。他還提出，今次科指改革其實有借鑒A股科創板的邏輯，例如科創板會更強調研發人員比例、專利數量等科創屬性；亦會考慮毛利、現金流等綜合財務指標，並非以市值論英雄。

而被問及為何在A股科創板與港股18C章節中，最終選擇了來港上市，18C章節有何獨特的優勢？趙杰輝也直言，其實是基於2024年啟動上市時的市場環境考慮，因此受到港股更火熱的氣氛感染，也就是俗話所說的「買漲不買跌」。



趙杰輝

受市場氛圍的渲染，而放棄A股科創板轉港上市，無形中反映出港股年內表現的另一大迷思，即一級市場如火如荼，二級市場卻乏善可陳。

在一級市場的IPO表現上，港交所先聲報捷，行政總裁陳翊庭披露，截至八月底，有104間公司在港上市，融資額逾3400億元，已經超過去年全年總數。今年全球前五大新股中，有三間選擇到港上市，同時來自東南亞、中東地區發行人亦陸續選擇香港作為上市地，表現頗為亮眼。

但若視乎二級市場，除卻恒指走勢的橫行，成交額亦漸露疲態。今年首八個月，港股平均每日成交金額為2825億元，按年上升14%；惟單計八月，日均成交額已縮至2534億元。若市場對2024年九月啟動的政策「組合拳」尚存記憶，當年在中央出招不足20日內，港股就接連刷新單日4、5、6千億成交的重要關口，日均成交甚至曾突破6200億元，足見潛力無窮，對比如今的成交額，距當時的高位尚有距離。

曾任恒生銀行私人銀行及信託服務主管、現鴻鵠資產管理行政總裁陸庭龍分析指，今年一級市場與二級市場的背離，幾乎是某種必然。香港IPO市場近幾年復甦向好，投資者抽新股熱情高漲，可能本就需要將原本的持倉沽出，才可換馬認購。

而目前香港市場的資金許多仍來自於內地，如果沒有外來的新錢，大型IPO的登場反而令大量資金因禁售的要求而被鎖住。一待解禁或立即逢高離場，難免會對二級市場造成新一輪沽壓。



陸庭龍

最重要的是，陸庭龍強調，恒指二級市場的改革難點，歸根到底還需回望一級市場。「有甚麼材料就煮甚麼菜」，他比喻道，如果沒有足夠好、足夠代表AI發展的公司來香港上市，那無論怎樣改革指數，都很難產生像外圍股市那樣的影響力。而招募優質新股這件事的責任在於交易所，非指數公司可以改變。

所以是否缺乏足夠代表AI發展的公司來港上市，港股是否從IPO開始就錯失了AI浪潮呢？以原封不動的邏輯詢問趙杰輝，得到的回答是斬釘截鐵的否定，「其實A股幾乎沒有大模型公司上市，而港股有非常多大型模型公司，目前來說反而是A股錯過了這一波，並不是港股。」

如果說南韓有AI「雙子星」熠熠生輝，港股今年其實也有AI「雙子星」橫空出世。智譜（2513.HK）年初上市，招股價僅有116.2元，隨後過關斬將直至高見2980元，相當於上市半年狂升25倍，躍升為有史以來單股股價最高的主板公司。市值甚至一路超越美團、小米、京東（9618.HK）等老牌科網龍頭。

稀有科技MiniMax（0100.HK）亦曾艷驚四座，成立至上市不足四年，1月9日登陸港股時定價只165元，卻在3月衝高至1330元，躋身「金牛股」。美中不足的是，伴隨市場競爭及解禁壓力，二者股價大幅跳水，距離巔峰高位，市值已合計蒸發逾萬億港元。

染藍生效日期	染藍股份	生效日股價(單位:港元)	9月10日收市價(單位:港元)	升幅/跌幅
2024年12月9日	快手(1024)	46.9	31.7	-32.4%
	新東方(9901)	48.6	43.2	-11.1%
2025年6月9日	美的集團(0300)	76	99.3	+30.7%
	中通快遞(2057)	134.6	164.9	+22.5%
2025年9月8日	中國電信(0728)	5.7	4.6	-19.3%
	京東物流(2618)	13.1	10.8	-17.6%
	泡泡瑪特(9992)	304	152.7	-49.8%
2025年12月8日	信達生物(1801)	93	94.4	+1.5%
2026年3月9日	寧德時代(3750)	513	561.5	+9.5%
	洛陽鉬業(3993)	20.5	17.3	-15.6%
	老鋪黃金(6181)	640	387.6	-39.4%
2026年6月8日	極兔速遞(1519)	9	9.4	+4.4%
	中國鋁業(2600)	10.2	8.8	-13.7%
	百濟神州(6160)	160	207	+29.4%

數據來源: 歷史股價

明星新股引爆的行情，近年在港股並不罕見，例如去年泡泡瑪特(9992.HK)、老鋪黃金(6181.HK)等新消費股嶄露頭角，同樣惹來資本狂歡。只是此類股份在最熱炒的時間段，大多仍未獲納入指數；而當順利滿足門檻時，往往炒風已散，反成拖累。

多年來，坊間流傳著「染藍魔咒」的都市傳說，即股份一旦被納入恒生指數，躋身藍籌新貴，股價便會一瀉千里，俗稱「股一藍，價便殘」。為印證該說法，本刊對染藍後的股份表現進行統計，因「924」救市後，港股整體邁上新台阶，故今次統計僅參考2024年9月24日之後的歷次季檢結果。

2024年底至今，恒指成分股已從82隻升至95隻，撇除除牌股份及最新一次季檢才生效的股份，以其餘獲納入股份截至9月10日收市表現計，14隻股份中，有6隻較染藍時有所上揚，只是當中3隻的升幅僅為個位數。而下挫的8隻跌幅均為雙位數，尤以泡泡瑪特與老鋪黃金這兩隻明星股份最傷，分別跌近五成與四成。

「染藍魔咒」雖非全然應驗，但染藍後的股份表現，確乎也未算令人滿意。Pagoda智庫共同創辦人及經濟研究總監徐家健分析指，目前的機制存在偏差，「不算夠貼市」，因此當恒指長期跑輸其他指數，業界需從兩方面思考，其一是納入什麼公司，其二是剔除什麼公司。

他表示，現時是當股份市值超過某個門檻，就允許進入，看的是之前的數字，而非之後的表現。因此在納入的選擇中，需要「諗長遠少少」，既不可只關注短期爆上的股份，否則一旦政策或地緣政治等改變，就易引起估值的劇烈波動；亦需權衡未儲夠時間或市值要求的潛力股，「如果股價升上去好久都不能入內，好像這個市場就沒能反映這麼好的股票。」

另一方面，當前機制需要相對長的時間，才會將股份剔除出局，徐家健建議業界思考剔除的標準，例如市值跌至多低、持續下挫的時間維持多久，以免明知成分股表現不佳，卻難以剝離，最終拖累大市。至於恒指早先定下的100隻成分股目標，他也對比指，美股亦只依靠幾隻龍頭個股，真正的核心在於市值與流動性，對成分股數目的執著是無謂的。

納入與剔除的標準，背後其實蘊含著指數設計者的價值選擇：在天平的一端，成分股可以「快進快



徐家健

◀出」，最大限度地實時反映市場；而另外一端，則需要長期的考察才可入內，留存時間亦更長更穩健。

參考年內最重磅新股、馬斯克旗下太空探索公司SpaceX (SPCX.US) 的例子，其強勢登陸時，不同的指數公司就做出了不同的選擇。納斯達克 (Nasdaq) 在掛牌不足一個月時，就允許其加入納斯達克 100 指數，富時羅素 (FTSE Russell) 與明晟 (MSCI) 同樣開啟了快速通道。然而，標普 (S&P Dow Jones Indices) 卻強硬拒絕「開綠燈」，意即SpaceX上市後被納入標指要等待至少一年。

徐家健認為，「快進快出」在當前的市況下，具借鑒意義，「原本的做法很審慎，如果市場上落得快，以及經濟轉型的時候，其實真的可以盯得緊一點。」

點數的弱勢，令恒指今年跑輸外圍，已成為共識，但市場的語境似乎默認將「大市」、「港股」作為恒指單一指數表現的代名詞，無形中形成了某種思想盲點——恒指表現差，等於港股表現差。那麼港股今年真的如此悲觀嗎？

瑞銀全球投資銀行部副主席及亞洲企業客戶部聯席主管李鎮國的看法是，今年二級市場的氛圍其實仍正面。且正因南韓等外圍股市的高波動性，外資難免會調整配置，將一部分資金置於港股的高息資產，作為風險平衡。另外，他亦認為港股的科技板塊對外資同樣具備吸引力，例如大模型、機械人以及印刷電路板 (PCB) 等 AI 材料相關的股份。

除卻外資，近幾年為人稱道的撐市力量，更多來自北水。結合ETF的資金動向，龔偉廷指出，年初至八月中旬，已有480億美元（折合約3744億港元）的北水南下。他還提到，港



李鎮國

股市場的吸引力，也在於對內地小股東而言，難以直接投資外圍熱門股票，但可藉滬深港通投資基金，例如在港掛牌的基金持倉中含有SpaceX，那麼經香港就可買到日常難以交易的股票。

他還透露，公司旗下的主動型基金也有參與新股活動，相信伴隨科指改革，會吸引更多硬科技公司湧港，包括A股的許多晶片龍頭也可逐漸同步「A+H」的上市

進程，熱門科技IPO或陸續有來，屆時可吸引更多資金追隨。

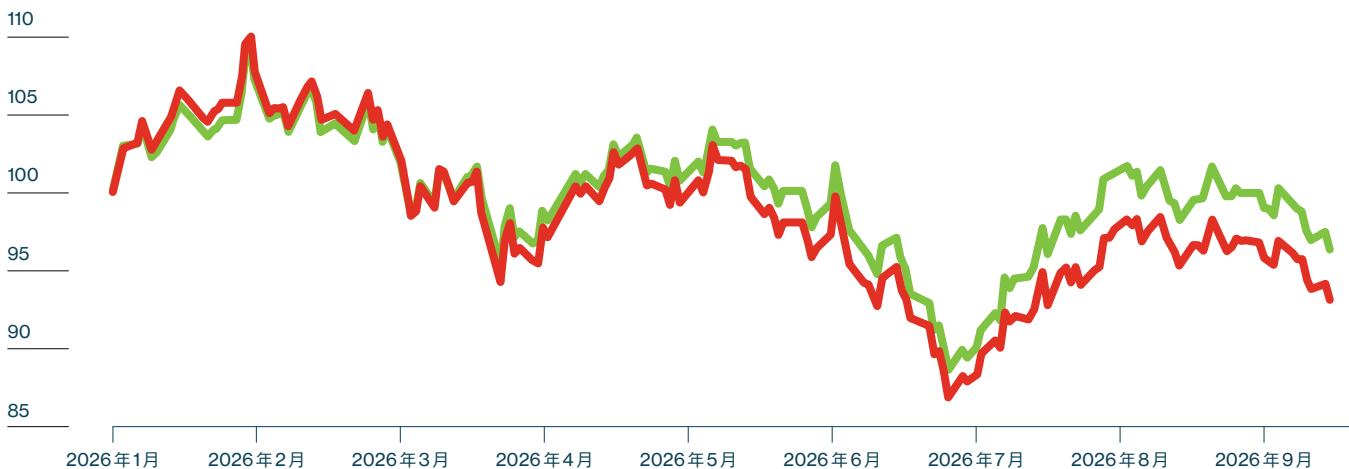
拋卻逐利的緊迫，競爭的喧囂，回歸指數本質，當呼籲改革時，我們真正期待的理想指數，到底是什麼樣子？什麼樣的改革結果才是令人滿意的？什麼樣的指數設計才是好的？香港大學經管學院副教授熊琰，對此給出了一個詞：風險敞口 (risk exposure)。

她解釋道，指數存在的根本目的，是為地區提供一個風險敞口，即假設投資者在構建整體投資組合時，需要選擇某個地區的資產納入其中，如果該指數可以反映地區整體表現和風險敞口，那麼其編制就是合理的，而非需要追求絕對回報。正如恒指公司列明的指數設計目的，是作為反映香港股票市場整體表現的指標。

那麼恒指，完成了編制所要求的職能了嗎？熊琰提供了一

恒生指數與恒生綜合指數年初至今走勢對比

● 恒生指數 ● 恒生綜合指數



數據來源：恒生指數公司官網

圖片：由受訪者提供

種參考方法。

論對香港上市股份的全面反映，當屬恒生綜合指數，其涵蓋了聯交所主板上市證券總市值最高的95%，採用流通市值加權法計算。因此若衡量是否反映香港上市公司風險敞口，其實可觀察兩大指數走勢的關聯程度。

以二者年初至今表現看，整體走勢相若，上半年波動橫行，六月突然跌勢洶湧，七月初開始見底回彈，現雖未重返年初高位，亦重歸穩步橫行。如此看來，恒指其實未算「失職」。

熊琰強調，以所謂的是否跑出，作為指數編制好壞的衡量標準並不合理，這是市場額外附加的任務，且賦予的期待過

高，只許升不許跌，「你不能升的時候說編制好，跌的時候又反過來。」

她比喻道，類似體育比賽，原本只是娛樂或是運動能力的比拼，最後卻可能被視為地區之間的角力，「問題是，如果指數已經完成了編制所要求的、反映市場的使命，理論上漲跌就與之無關了，因為展現的市場就是這樣，我們可能就是沒有輝達。」



熊琰

所以，一切關乎改革討論的前提，其實是所有人都默認，我們的世界正被鋪天蓋地的AI巨浪包圍，或許每個市場都渴望能擁有一隻輝達。

談及AI導致的投資市場風起雲湧，納斯達克首席經濟學家Phil Mackintosh直言，「我無法預測哪些公司會在AI時代勝出，」例如歐洲地區AI應用率極高，北歐和波羅的海地區更是湧現大量創新成果，也許下一間突破性的AI公司就來自歐洲。

他解釋道，AI催生出我們從未想過的事，這正是價值的來源，就像亞馬遜（Amazon，AMZN.US）原是網絡書店，現在卻成為全球最大的超大規模雲端服務商之一，相信在AI領域會看到同樣的模式：現有的科



Phil Mackintosh

技龍頭或演變得完全不同，又或者可能會出現新的公司。

AI確乎構成了時下幾乎所有產業發展、投資的底層敘事架構，但假如真的有一天，這個敘事不復存在呢？古話說「成也蕭何，敗也蕭何」，歷史上數次的科網泡沫、金融海嘯、地產崩盤，教訓仍歷歷在目。如若時移世易，AI淪為泡沫，成為拖累外圍指數的元兇又當如何，熊琰聽聞就笑稱，「那時大家也許會反過來，稱讚恒指守住了底線。」

同樣的疑問，我們拋向了受惠於美股AI牛市的大贏家之一，標普道瓊斯指數公司，何以應對行業輪轉，何以永葆長盛不衰？

公司亞太區美國股票產品管理主管Amit Pathak表示，標普500指數在歷史上一直伴隨重大經濟轉變而演進。無論是早先的工業、能源、金融包括移動互聯網，到如今的AI年代，如果某一類公司的市場領導地位擴大，或者新產業誕生，指數同樣會隨之默默適應。

「標普500的角色是衡量市場，不是預測市場，」他反覆強調，「它不需要對哪個主題會勝出做出主觀判斷，不試圖預言贏家，因為它提供的是基於規則的框架，本質上反映的是投資者的集體評估，讓市場領導者自然浮現，並隨著時間反映在指數中。」

因此Amit Pathak認為，指數設計沒有任何試圖推動AI相關的股份的做法。他舉例稱，儘管標普500被視為代表美國大型股的指標，但若看首八個月表現，反而是代表中小型股的標普400和600指數跑出，是投資者綜合估值、風險偏好、投資組合建構等需求做出選擇。

至於環球資金的熱捧，他直言美國市場的規模是很大的驅動因素，投資者需要予以足夠的配置。他指出，截至去年底，全球行業分類標準（GICS）之下的11個行業當中，美國股票佔據超過一半權重的行業就有9個。尤其是資訊科技、通訊服務等最受熱議的行業，現在美國股票的權重高佔逾七成。且從營業利潤率等指標看，美國公司確乎為全球同類公司的三倍，有時甚至是四倍。

或許指數跑贏的秘訣，只如Amit Pathak一句總結所言：「因為獲利是真實存在的，這不是指數設計的問題，這是市場本來的樣貌。」^B



Amit Pathak