

“痛苦与狂喜”：亚洲集中股票持仓的风险与回报

2025 年 9 月

陈纬衡、朱家梁

岑博智先生(Michael Cembalest)在其[《痛苦与狂喜》](#)文章中，曾经重点讲述并全面研究了集中股票持仓涉及的风险与回报。我们以此为鉴，针对亚洲主要股市进行了类似的研究分析，同时扩大研究范围，并在不同的地理与经济环境下检验相关的假设情景分析。总体而言，我们的研究结果进一步印证了之前研究分析所得的结论，并且认为我们对投资者提供的投资启示依然适用：“**尽管集中股票持仓有望创造可观财富，但也极有可能引起巨大损失，继而可能导致您为自己和家人制定的财务目标无法实现。**”

在亚洲地区，财富高度集中的情况尤为显著。亚洲区内的亿万富豪人数超过世界上任何其他地区¹，而且还在继续以惊人速度增长。不同行业领域的技术不断创新，再加上充满活力的经济基本面和资本市场，为亚洲区内企业家与投资者创造了新的投资机会。然而，在这个充满竞争与胜负的历程中，“创造性重构”成为取得成功的关键，新兴及创新型的企业将颠覆或取代曾在各自领域独树一帜的传统企业，产生新的赢家和输家。亚洲市场投资者，无论是成功还是失败的经验，都会因为对特定公司或行业的投资集中程度而被放大。此外，在亚洲地区也一直存在诸多行业和宏观风险，例如新兴市场固有的政策不确定性以及各种宏观风险等，令集中持仓所需要的风险管理变得更为复杂。

自 2022 年末我们发布上一篇研究分析报告以来，股票受人工智能推动而持续创造价值，市场的风险情绪在全球货币政策转向宽松的预期下趋向积极，投资者得以把握机会“乘风而上”。本轮上涨行情已将全球多地股市推升至历史（或近年）高位。然而，由于各种微观和宏观原因，一些企业和行业未能把握发展机遇，同时，地缘政治不确定性、通胀回升以及长期财政可持续性风险依然存在。

有鉴于此，我们针对集中股票持仓风险进行量化，开展重点案例研究分析，并且总结亚洲市场的一些宏观风险特征。在当前市场一片繁荣之际，我们希望帮助投资者回顾市场历史下跌时期的经历，以便充分运用切实有效的策略方案，积极管理集中持仓风险，多元分散回报来源，为实现长期财富目标采取有效的操作。

衡量集中持仓风险

我们将重点探讨亚洲地区（除日本外）的两大主要交易所：香港与新加坡。自 1986 年以来，很多在这两大交易所上市的公司（新加坡交易所上市公司的 60%，香港交易所上市公司的 74%）经历了“灾难性下跌”。就本文而言，“灾难性下跌”是指股票从高位下跌 70%，且至今仍未能完全恢复。

需要说明的是，其中一些股票可能仍收复了部分跌幅，或者尽管期间经历灾难性下跌，但较首次公开募股发行价仍有显著上涨。我们将此类股票也纳入本次分析，是因为我们的主要关注点在于当前集中

¹ 瑞银集团。数据截至 2024 年。

股票持仓的投资者应如何管理投资组合风险，而不是衡量股票相对于首次公开募股发行价的回报表现。

我们也可以通过另一种方式来思考集中股票持仓的风险：“相比集中持有股票，如果一个家庭持有现金资产或相关股票市场指数，其财务状况会改善还是恶化？发生的概率是多少？”

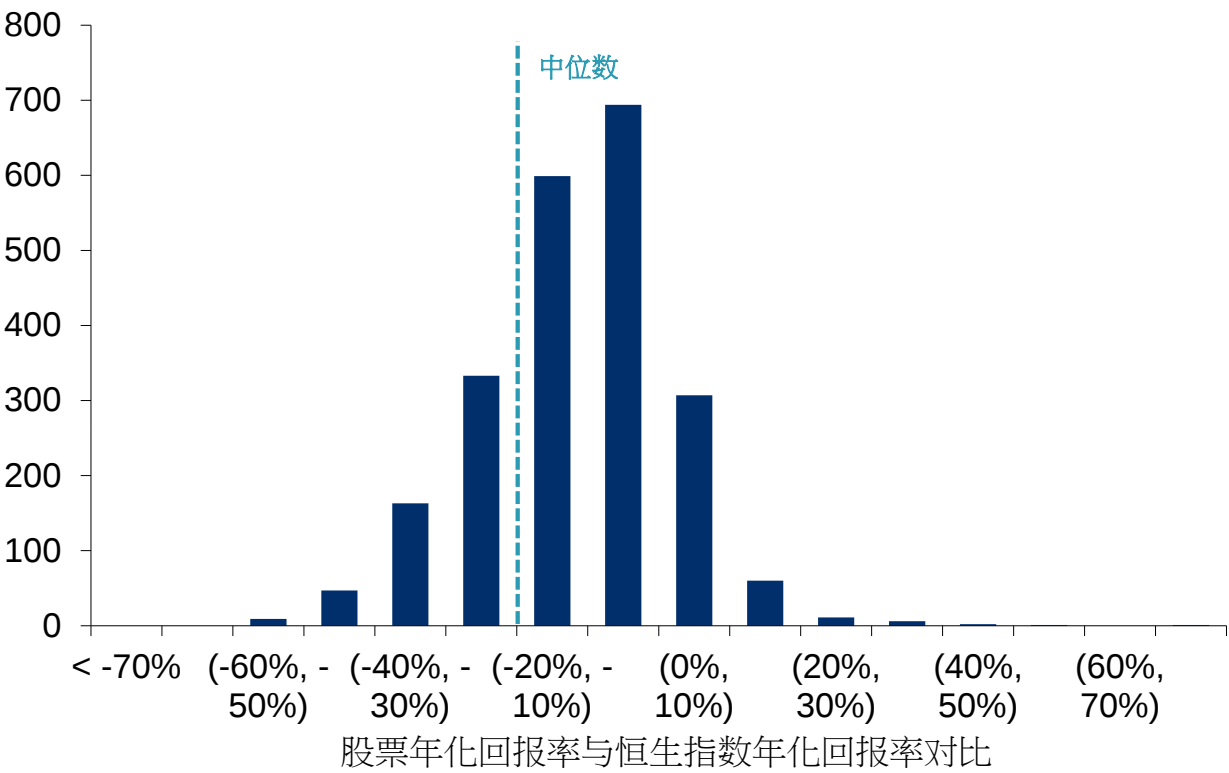
在大约三分之二的情况下，集中持有一只股票带来的绝对回报为负（意味着其表现跑输现金）。在大约 80%的情况下，仅投资于一只股票的集中持仓表现不及投资于相应市场股指的多元化持仓。虽然最成功的企业都能在长期内创造丰厚财富，但只有 4%的股票符合“超级赢家”的定义，即其累计表现跑赢相关市场指数 500%以上。两家交易所的中位数股票回报也显著跑输相应基准指数。

香港交易所

板块	经历灾难性下跌的股票占比	绝对回报为负的股票占比	超额回报为负的股票占比与指数对比	超级赢家股票百分比
全部	74%	74%	82%	4%
信息技术	74%	75%	80%	5%
能源	79%	71%	79%	3%
非必需消费品	77%	73%	83%	5%
医疗保健	67%	72%	78%	4%
通信服务	76%	81%	86%	1%
房地产	82%	76%	87%	3%
工业	74%	72%	80%	4%
材料	72%	71%	81%	3%
金融	59%	71%	79%	5%
必需消费品	71%	73%	79%	2%
公用事业	64%	60%	69%	6%

资料来源： FactSet、彭博财经、香港交易所、摩根大通私人银行。数据截至2025年6月。

香港交易所个股上市以来相对于恒生指数的超额回报分布，1986年-2025年
股票数量



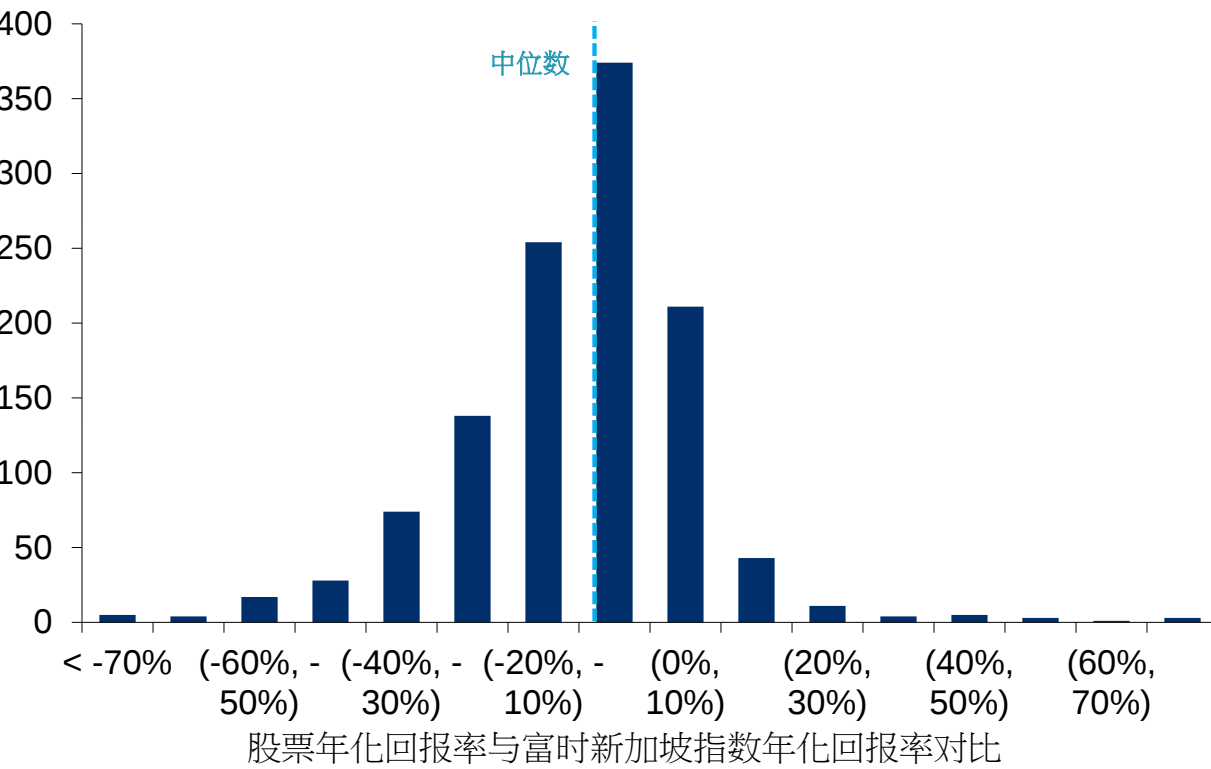
资料来源： FactSet、摩根大通私人银行。数据截至2025年6月。

新加坡交易所

板块	经历灾难性下跌的股票占比	绝对回报为负的股票占比	超额回报为负的股票占比与指数对比	超级赢家股票百分比
全部	60%	64%	79%	4%
信息技术	60%	73%	82%	3%
能源	81%	78%	85%	0%
非必需消费品	59%	61%	80%	4%
医疗保健	42%	56%	69%	8%
通信服务	59%	59%	94%	0%
房地产	47%	61%	79%	4%
工业	63%	62%	75%	4%
材料	74%	72%	86%	2%
金融	41%	41%	65%	7%
必需消费品	61%	60%	79%	4%
公用事业	70%	74%	85%	7%

资料来源： FactSet、彭博财经、新加坡交易所、摩根大通私人银行。数据截至2025年6月。

新加坡交易所个股上市以来相对于富时新加坡指数的超额回报分布，1986年-2025年
股票数量



资料来源： FactSet、彭博财经、新加坡交易所、摩根大通私人银行。数据截至2025年6月。

虽然个股表现落后的现象遍布各行业板块，但有一点毋庸置疑，就是市值较小的股票遭遇灾难性下跌的概率高于市值较高的股票。

香港交易所

市值	每个市值类别中遭遇灾难性下跌的股票百分比	灾难性下跌股票分别属于各市值类别的百分比
小型	80%	38%
中型	78%	38%
大型	61%	24%

新加坡交易所

市值	每个市值类别中遭遇灾难性下跌的股票百分比	灾难性下跌股票分别属于各市值类别的百分比
小型	63%	92%
中型	45%	7%
大型	35%	2%

资料来源：FactSet、摩根大通私人银行。数据截至2025年6月。
注：市值按峰值计算。大型公司是指市值超过100亿美元的公司，小型公司是指市值低于20亿美元的公司，中型公司是指市值介于20亿美元至100亿美元之间的公司。

投资启示：统计数据显示，集中持仓很可能会随时间推移而大幅贬值、回报不如现金，以及跑输基准指数。投资于多元化指数基金的投资者通常获得更为丰厚的回报，因为此类基金往往集中投资大型公司，而大型公司本身蒙受灾难性跌失的概率远低于中小型公司。

案例研究

尽管从事后的角度来看，基于管理不善而导致失败的商业案例似乎显而易见且难以避免，但许多失败案例可能是源自管理团队无法控制的行业、监管或宏观因素。本节列举了过去几十年来一些广为人知的失败商业案例。我们将这些案例研究分为三大类：行业变化、监管与市场不确定性，以及宏观经济风险。

1. 行业变化

即便是最炙手可热的公司，最终也必须认识到，文化影响力如同时尚潮流一样转瞬即逝。无论是重塑日常生活的社交网络、成为风尚地标的连锁餐厅，还是看似永远供不应求的奢侈品牌，那些曾令一代消费者为之倾倒的事物都难敌消费偏好转变、经济周期更迭与竞争冲击而被逐渐淡忘。在中国，这种潮起潮落的现象最为剧烈。过去 30 年迅猛的城市化进程和数字化转型浪潮推动行业转变的节奏加快、烈度放大，有时甚至让最敏锐的投资者和消费者都始料未及。

直播热潮昙花一现

线上用户的偏好与互联网的节奏瞬息万变

每一代人都有自己的娱乐方式。不久前，人们还认为网上直播是未来前景可期且最具吸引力的在线娱乐形式之一。从电子竞技到选秀节目，再到棋类游戏甚至餐饮，形形色色的活动都可在网络上进行直播，每月观看用户人数高达数亿。当时，直播平台中的佼佼者“虎牙”，其股价在 **2018 年** 首次公开募股后的一个月就大幅上涨了三倍以上。

不到三年的时间，这位昔日的后起之秀就几乎成为了华尔街投资者公认的空头之选。同行股价也从峰值大幅下跌了 **70%-80%**，主要因为这些公司的用户时长份额迅速被短视频这种更加容易上瘾的娱乐频道取代。在线娱乐板块当中，TikTok、抖音和快手等应用的合计用户时长份额，从七年前的仅有 **5%** 显著上升到 **50%** 左右。在用户偏好分析的强大算法驱动下，这些应用可以轻而易举地让用户平均每天花上一个多小时浏览短视频，通过浏览数百个一分钟的短视频，在不知不觉之间消磨坐地铁或排队时的碎片时间。

这只是一个成功的商业模式被另一个似乎更具吸引力的商业模式所取代的例子。问题在于，这一次短视频平台的表现会截然不同吗？

虎牙直播(HUYA US)
价格



欢聚集团(JOYY US)
价格



摩文集团 (MOMO US)
价格



斗鱼国际控股(DOYU US)
价格



火锅沸腾至熄火

疫情期间客流锐减，遭受重创

还记得人们为了吃一顿火锅而甘愿等位两小时的日子吗？随着 2010 年代中国城市收入增长，消费者开始追求更具创意的餐饮体验。海底捞等新兴火锅餐厅精准地捕捉到市场脉搏，以令人难忘的极致服务体验、创新菜式以及热闹的用餐环境成就了餐饮神话。门店以前所未有的速度扩张，在 2021 年之前的几年里，网红连锁餐厅门店数量保持着约 40% 的复合年增长率，营收增速同样令人惊叹。这番狂欢背后自有商业逻辑支撑：当时，中国人均餐饮消费水平显著低于其他发达国家，而市场格局也较为分散，截至 2017 年，龙头连锁餐厅的市场份额仅为 10% 左右，而在日本和美国这一比例已接近 50% 。

股价也随着餐厅门口队伍的长度同步节节攀升，2018 至 2020 年期间，海底捞及其供应商颐海国际的股价均实现翻倍，为投资者带来了丰厚回报。然而，挑战在 2021 年不期而至。持续的疫情封控及随后中国经济陷入漫长的下行周期，削弱了人们外出就餐的意愿和消费能力，而疫情期间养成的依赖外卖和生鲜配送的消费习惯则逐渐根深蒂固。同店销售额增长大幅下滑，低线城市尤为明显，而随着翻台率下降，门店数量也开始收缩。此后，公司管理层开始将战略重心从全面扩张转向门店优化，深刻领悟到遍地开花的布局终究难敌消费需求的变迁。

海底捞国际控股 (6862 HK)



呷哺呷哺餐饮管理(520 HK)



颐海国际控股(1579 HK)



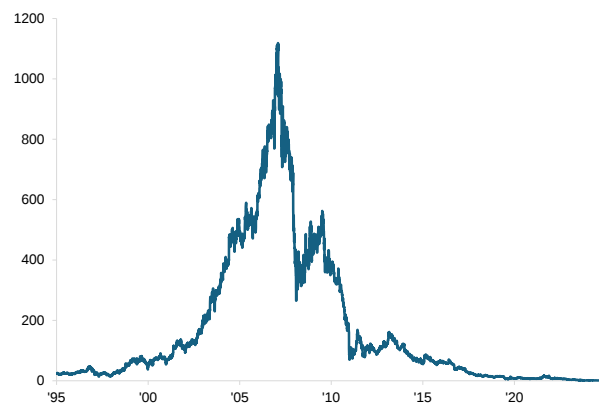
快时尚：来也匆匆，去也匆匆

长期消费增长的故事看似有吸引力，但消费者偏好可能会迅速改变。

消费者对快时尚的偏好经常快速变化，难以捉摸。**1990** 年代曾主导香港时装行业的大型时装品牌，如 **Esprit**、**Bossini** 和 **Giordano** 等现在已经大不如前，主要原因是欧洲快时尚连锁品牌 **Zara** 和 **H&M** 的崛起，以及这些品牌成功超越现有竞争对手的能力。

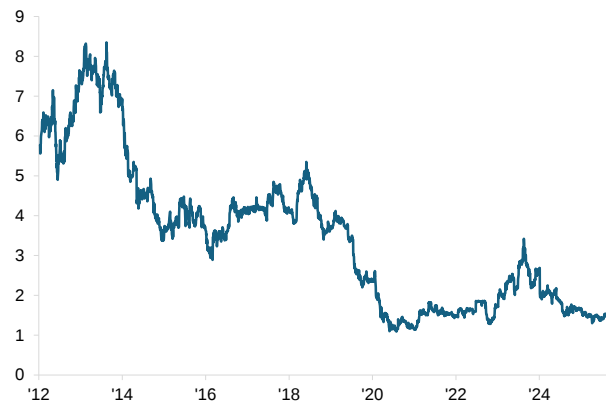
究其原因，主要是因为这些企业未能迅速回应消费者偏好的快速转变以及电子商务的普及，这些经验教训广泛适用于整个行业板块。我们对其中一个品牌 **Esprit** 进行了深入的研究，对于亚洲 **30** 多岁的人来说，这个品牌可谓毫不陌生，但如今在青少年间却默默无闻。**1993** 年，企业家邢李焯将这一源自美国的品牌引入香港，在短短十年间迅速将其从一家小型零售商发展成为在香港成功上市的快时尚巨头。在他的任期内，公司销售额增长了 **30** 倍。在 **2008** 年的巅峰时期，**Esprit** 录得营收 **372** 亿港元，是 **1993** 年 **7.7** 亿港元的数十倍有余。然而，**Esprit** 随后面临新一波欧洲快时尚连锁品牌 **Zara** 和 **H&M** 带来的竞争压力，加上未能调整自身风格来吸引年轻顾客，使其核心客户群体也开始逐渐流失。最终，由于受疫情封控影响，该公司于 **2020** 年初宣布，关闭亚洲市场内全部 **56** 家门店。

思捷环球(330 HK)
价格



资料来源：彭博财经，数据截至2025年9月18日

佐丹奴国际(709 HK)
价格



资料来源：彭博财经，数据截至2025年9月18日

2. 监管与市场环境的不确定性

监管既能推动股市上涨，亦能制约股市表现。当政策制定者批准某些项目（例如可再生能源、医药及金融科技）时，往往也会给予优惠待遇，资本随之涌入，估值飙升。但政策也可以瞬间转向而毫无预兆——2021年中国房地产及游戏行业的经历正好印证这点。每一轮政策更迭都可能造就新的市场宠儿，同时将昔日传奇化为警世寓言。随着新一轮的五年规划以及潜在的政策调整将至，我们不禁思考：下一轮的变革与创新会是什么？

产能过剩灼伤光伏产业

产品积压和利润微薄存在供过于求的危险。

众所周知，中国是全球领先的光伏设备制造国。截至 2024 年，中国生产的太阳能电池板及多晶硅、硅片和电池等上游组件占全球供应量的 80% 以上。然而，中国光伏企业并非一直独占鳌头。2010 年代初期，美国竞争对手对中国光伏行业（当时被政策制定者确定为战略新兴产业）极为警惕，他们指控中国政府的补贴和中国光伏制造商低于成本的定价构成了不公平的价格竞争。这些指控并非毫无根据。为推动光伏产业发展，中国政府为企业 提供研发补助、退税、优惠贷款和廉价土地使用权，同时还出台电价补贴等措施以刺激国内需求。结果如何？相比欧美同类产品，中国太阳能电池板始终保持着 50% 以上的价格优势，而中国的产能也不断攀升，足以满足当前全球市场的两倍需求。

股票随之暴涨：从 2015 年第一季度至 2021 年第三季度期间，晶澳科技和隆基绿能等光伏企业为投资者带来了 2 倍甚至 30 多倍的投资回报。然而牛市过热，崩盘风险已然迫近。公司股价在 2021 年第三季度后暴跌，此后一蹶不振。光伏制造商在产业刺激政策的支持下快速（过快）增长，产量甚至超出了全球光伏市场需求的历史峰值。尽管安装量自 2020 年以来一直保持双位数的稳步增长，但市场仍难以消化持续扩张的产能。工厂开工率长期低于满负荷水平，过剩库存不断积压。中国光伏企业竞相压价以清理库存，这不仅侵蚀了行业利润率，更使光伏产业成为中国“内卷”问题的典型代表。



晶科能源(688223 CH)
价格



资料来源：彭博财经，数据截至2025年9月18日

天合光能(688599 CH)
价格



资料来源：彭博财经，数据截至2025年9月18日

健康即财富，但未必总是如此。

对公共政策预期和非预期效应的案例研究

迈入新千年以来，中国在实现财富增长的同时，国民健康水平亦有长足进步。居民人均预期寿命从 2000 年的 71 岁提高至 2022 年的 79 岁，同期人均医疗保健支出也从 44 美元的低位大幅升至 899 美元。虽然医疗保健支出逐渐接近发达国家水平，但与日本和美国等国（两者居民人均医疗保健支出分别为 4,800 美元和 12,000 美元）相比，仍存在明显差距。

在前景可期的机会吸引下，跨国公司预测中国医疗保健支出将保持追赶势头，并纷纷扩大在中国的布局和业务。委托中国的医药合同研究机构(CRO)及合同研发生产机构(CDMO)协助开发及生产新一代治疗药物。政策环境也为私营医疗保健企业发展带来支持。企业上市门槛降低，外资持股比例限制放宽，知识产权保护法规也得到强化。

总体而言，中国医疗保健行业前景似乎一片光明，而投资回报也同样可观。从 2016 年第一季度至 2021 年第三季度，MSCI 中国医疗保健指数上涨了一倍有余。

但与其他诸多行业一样，政策变化让这场盛宴戛然而止。2021 年，带量采购计划(VBP)扩大实施范围，为中选的药品和医疗器械设置价格上限的同时却也挤压了企业的利润空间，而随着企业盈利前景恶化，整个行业的估值也随之被下调。此后，2023 年和 2024 年席卷全行业的医疗反腐调查又进一步打压了股价，投资者面对政策风险对中国医疗资产望而却步，持有意愿持续降低。

值得庆幸的是，带量采购计划在限制仿制药价格的同时，也鼓励企业加大研发投入，为 2025 年行业重拾信心奠定了基础。虽然医疗保健行业在 2025 年的出色表现或许安抚了市场情绪，但却没有灵丹妙药，抹去投资者对 2021 年遭受惨痛损失的记忆。



恒瑞医药(600276 CH)
价格



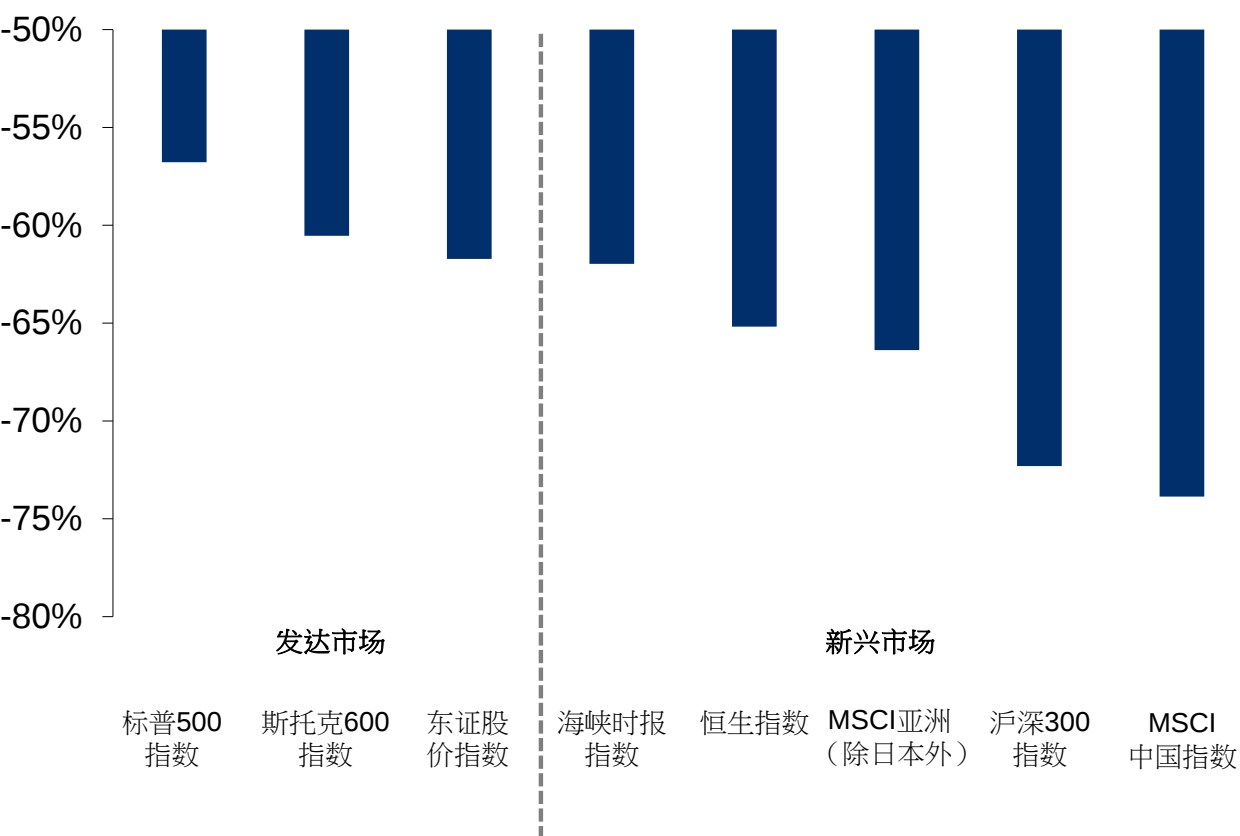
资料来源：彭博财经，数据截至2025年9月18日

3. 宏观风险

即便依靠高效精干的企业管理团队能够避开竞争对手与监管机构带来的风险，企业也依然难以规避宏观风险。由于这些宏观风险可能导致市场出现大范围震荡，从而影响地区大部分行业（乃至各行各业）及企业的表现。这一点在新兴市场中体现的更为明显。

衡量不同市场波动性的最基本方法，便是比较一段时间范围内各指数的最大跌幅。过去 20 年来，最大跌幅大多发生在 2008 至 2009 年金融危机期间。相比发达市场，亚洲新兴市场的下跌幅度明显较大。

亚洲新兴市场在过去20年经历了更严重的最大跌幅
2002年以来最大跌幅，%



资料来源：彭博财经，数据截至2025年6月

过去 10 年来，亚洲新兴市场经历的波动幅度亦高于发达市场。尽管部分指数或个别公司成功创造了亮丽的回报，但在亚洲市场拥有集中股票持仓的投资者，其投资组合可能面临着较高的波动性，这也进一步凸显了审慎管理风险的必要性。

尽管亚洲新兴市场创造了较高的历史回报，但也经历了较大幅度的波动
2005年6月–2025年6月

市场	年化回报(%)	市场	年化波动率(%)
印度	13.9	中国A股	27.6
美国	10.7	中国	26.0
台湾地区	10.5	印度	21.2
中国A股	9.9	东盟	18.9
中国	8.2	台湾地区	18.9
韩国	8.0	韩国	18.8
日本	6.8	日本	17.4
欧洲	6.7	美国	15.3
东盟	6.0	欧洲	14.4

资料来源：彭博财经，数据截至2025年6月。注：总回报率和年化月度波动率。

2015 年的中国股市泡沫，以及 1997 年的亚洲金融危机，都是历史上由于宏观环境波动而导致股市明显下跌的有力例证，投资者至今仍记忆犹新。我们在下文总结了一些案例并进行深入分析。

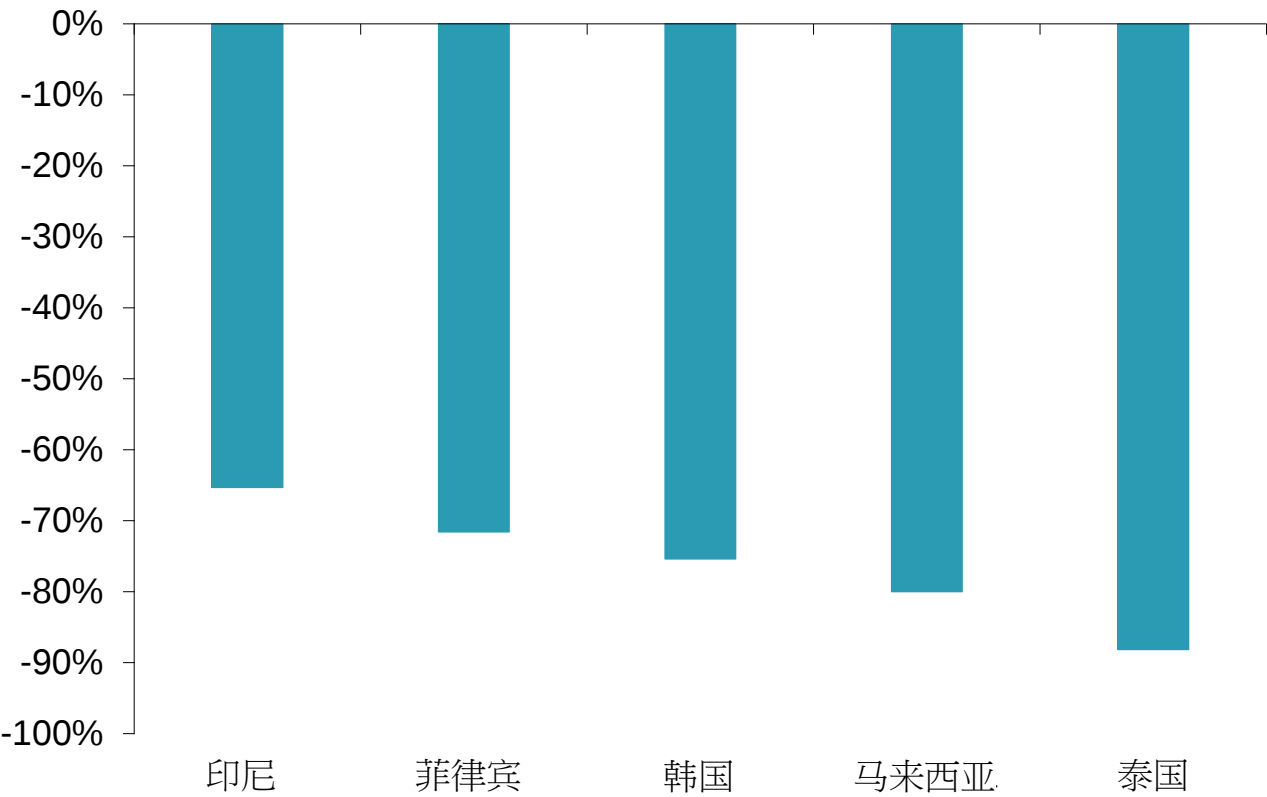
得之易，失之易：亚洲金融危机

好景不常在？新兴市场的宏观脆弱性

在良好的经济基本面与经济快速增长（尤其是出口）的支撑下，亚洲几大新兴经济体在 20 世纪 80 年代至 90 年代期间蓬勃发展。然而，整体市场的强劲表现掩盖了许多经济体本身存在的结构性问题，包括外债敞口、信贷承销标准欠佳以及腐败问题，导致了资产泡沫泛滥。到 20 世纪 90 年代中期，美国利率上升和美元升值带来的压力越来越大。经济危机一触即发，而 1997 年泰铢崩盘则成为导致危机爆发最直接的导火索。当时，由于投机攻击加上外汇储备枯竭，泰铢与美元挂钩被打破，泰铢被迫实行浮动汇率机制。随后，恐慌情绪在贷款机构中迅速蔓延，导致信贷紧缩并扩散至该地区其他新兴经济体，货币和资产市场承压，最终导致企业和金融部门全面崩溃。在这场灾难最严重的时期，经济、货币和股票市场的价值损失达到 30% 到 70%，其中印尼、韩国与泰国承受的打击最为严重。

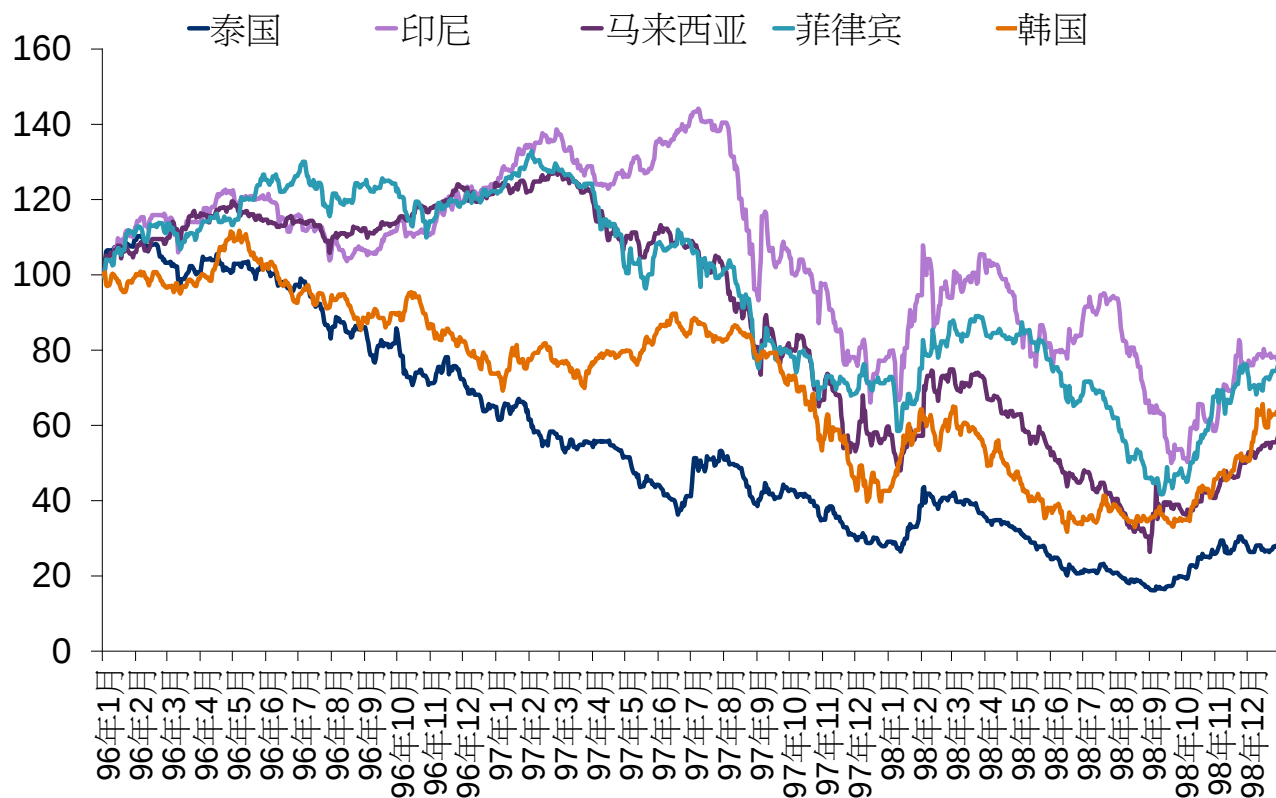
尽管金融危机爆发后亚洲地区逐渐复苏，但货币与股票市场遭遇历史性震荡后，许多未能分散风险的投资组合元气大伤。这些市场的跌势迅猛，导致许多资产价格在短短一年间大幅缩水，投资者甚至没有时间管理投资敞口。投资者应当审慎关注较为脆弱的新兴经济体各自面临的风险，以及新兴市场的整体风险。

亚洲新兴市场在亚洲金融危机期间经历了股价迅猛跌势
最大跌幅，%



资料来源：彭博财经，数据截至1998年12月。

1997年亚洲金融危机之后，亚洲新兴股票市场花费了很长时间才恢复到金融危机前的水平
指数化，1996年1月=100



资料来源：彭博财经，数据截至1998年12月。

2015 年中国股市崩盘

本轮周期将会何去何从？市场结构和监管环境也许比基本面更重要

在 2021 年中国科技行业监管风暴之前，中国在 2007 年和 2015 年也曾经历两次真正的股灾。对于 2015 年的那场崩盘而言，监管机构在泡沫形成前的几年里，开始逐渐放松关于禁止卖空和保证金交易方面的法规规定。政府大力推动股票投资，主导中国在岸股票市场的散户投资者自 2014 年起开始涌入股市，数千万人开立了保证金账户，导致未偿还保证金大幅增加。从 2014 年到 2015 年，股市上涨一倍多但经济同时放缓，市场表现脱离了企业和经济基本面。股市泡沫最终于 2015 年 6 月破灭，过度杠杆化的投资者面临追加保证金的要求，加速了股市大幅崩跌。官方为遏制市场震荡而采取干预措施，包括限制卖空、强制执行大股东持仓的锁定期，以及为国有金融机构直接购买股票提供流动性，除了对市场起到短期提振作用之外，并未能完全奏效。最初阶段的抛售令中国在岸股市市值在一个月之内从其峰值蒸发了超过 2.6 万亿美元，随后几个月里又再出现了几轮波动。

保证金交易是2015年中国股市泡沫破裂的一个主要驱动因素

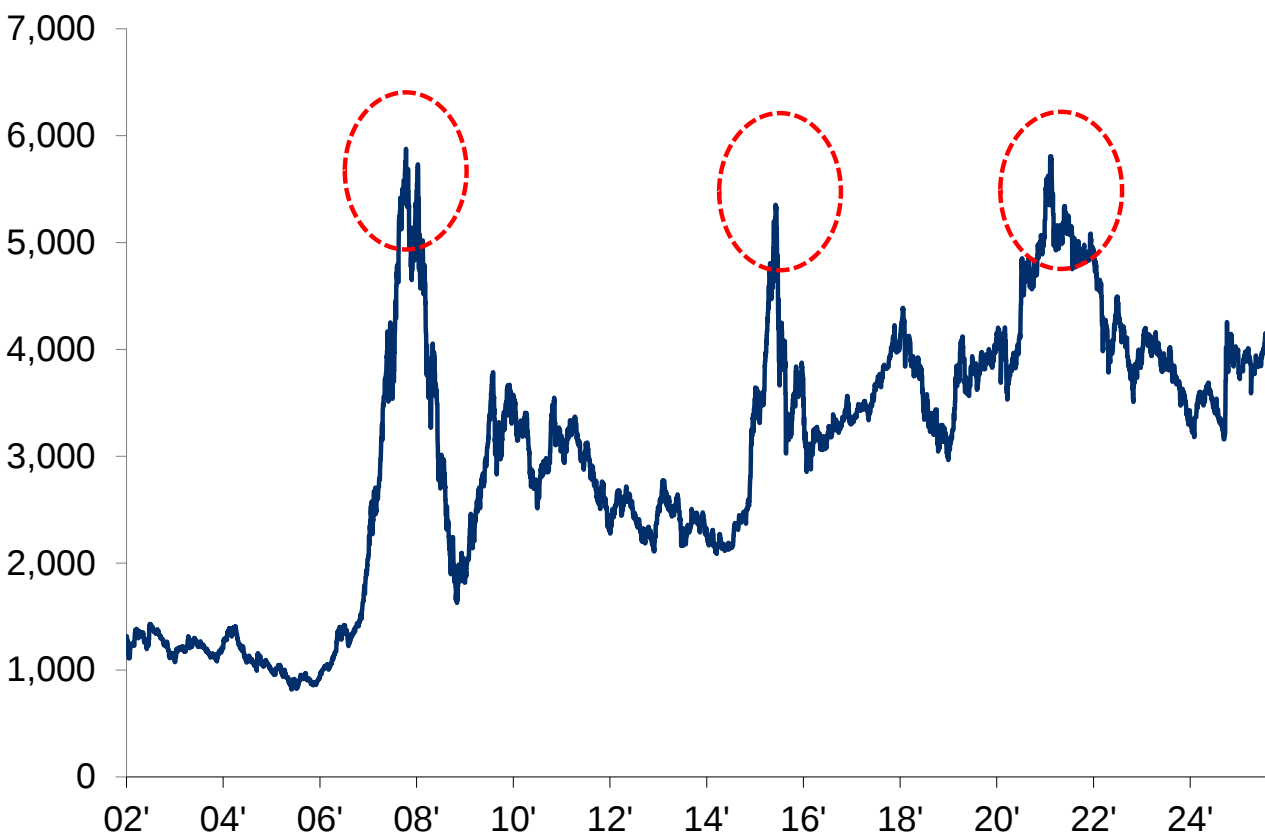
新开保证金账户数量

亿元人民币



资料来源：彭博财经，数据截至2025年9月。

中国在岸股票市场尚未恢复到先前的峰值水平 沪深300指数



资料来源：彭博财经，数据截至2025年9月。

到尘埃基本落定的 2016 年初，中国在岸股市已从峰值水平下跌近一半。那些在 2015 年峰值时买入股指的投资者，目前可能仍然处于亏损状态（尽管市场自 2024 年末以来已累计上涨逾 40%）。尽管中国经济在泡沫破裂后（以及在此之前）的几年里保持着强劲的高个位数增长率，但股市并没有与经济同步增长。

事实上，中国股市历次上涨行情几乎完全由估值扩张和市场动能驱动，经济基本面和企业盈利增长则鲜少提供支撑，这一点与美国等市场由企业盈利长期稳定增长驱动的模式形成鲜明对比。主要启示在于，相比试图在瞬息万变的“交易型市场”（例如中国股市）中捕捉市场时机，投资于能持续为股东实现盈利增长的股市，才是实现财务目标的更稳健方式。

中国股市的回报几乎完全由估值变动所驱动
MSCI中国指数

MSCI中国指数12个月远期市盈率



资料来源：彭博财经，数据截至2025年8月。

美国股市的良好表现基于可持续的盈利增长，而非估值扩张

标普500指数

标普500指数12个月远期市盈率



资料来源：彭博财经，数据截至2025年8月。

无论是个股投资，还是地区投资，集中持仓投资者评估中国市场相关风险时，都应该意识到其独有的特色和市场动态，以及监管干预的可能性，这些只是众多需要考量的因素的一部分，并可以考虑采取必需的操作手段来缓解。如果历史走势可供参考，中国市场属于主动交易型市场，而非买入持有型市场。随着 2025 年中国股市迎来上涨行情，繁荣和崩盘的周而复始是否会再次上演？

对集中持仓投资者的启示

尽管集中持仓往往是创业或投资成功导致的结果，有望创造可观财富，但同时也提高了出现重大损失的可能性，以及增加了实现长期财务计划的不确定性。投资者需要制定长期及短期财务目标，并以此作为指导，思考可以有效管理集中持仓的策略方案。市场上有很多不同的策略都可以帮助降低风险，助力投资者实现回报收益同时分散投资风险，因此需根据个人投资目标及具体财务状况审慎选择。最新版《痛苦与狂喜》针对上述各个问题进行了深入而全面的讨论，我们在此不再赘述。如欲进一步探讨能够满足您特定需求的定制化投资策略，请与您的摩根大通代表联系。

释义

标普 500 指数：由美国 500 家市值最大的上市公司构成的市值加权指数。

TOPIX 指数：该指数是一项用于衡量东京证券交易所(TSE)股票价格的市值加权指数，其中包含 TSE 市场一部的所有企业。TSE 市场一部将所有上市的大型企业归为一组，而 TSE 市场二部则汇集所有市值较低的其它企业。

MSCI 中国指数：追踪代表中国 A 股、H 股、B 股、红筹股、P 股和外国上市股票（美国存托凭证）的大中盘股。该指数共有 712 只成份股，涵盖中国该股市总体约 85%的市值。目前，该指数包括大中盘 A 股，占其自由流通调整市值的 20%。

沪深 300 指数：这是一项市值加权股票市场指数，旨在追踪上海及深圳股票交易所上市规模最大的 300 只股票表现。

恒生指数：是香港经自由流通股数调整后的市值加权股票市场指数。它用于记录和监察香港股市规模最大公司的每日变化，同时也是香港整体市场表现的主要指标。

MSCI 所有国家亚洲半导体及半导体设备指数：这是一项旨在衡量亚洲地区半导体及半导体设备行业公司表现的股票市场指数。该指数包括来自该地区发达市场和新兴市场的公司，提供了展现亚洲半导体行业表现的全面视角。

富时新加坡指数：是一项旨在衡量新加坡交易所(SGX)上市的规模最大、最具流动性的公司表现的股票市场指数。该指数是由全球指数提供商富时罗素管理的富时全球股票指数系列的一部分。

海峡时报指数(STI)是一项主板股票市场指数，追踪新加坡交易所(SGX)上市的 30 家规模最大、最具流动性的公司的表现，被广泛视为新加坡股票市场的基准指数。

欧洲斯托克 600 指数（通称为斯托克 600 指数）是一项重要的股票市场指数，代表着欧洲地区 17 个国家中规模最大的 600 家上市公司的表现。该指数旨在为欧洲股市提供一个覆盖广泛的多元化基准。

MSCI 中国医疗保健指数是一项衡量中国医疗保健行业大中型公司表现的股票市场指数。该指数是 MSCI 中国指数系列的一部分，由全球领先的指数提供商 MSCI Inc.维护。

MSCI 亚洲（除日本外）指数是一项股票市场指数，用于追踪亚洲发达市场和新兴市场（不包括日本）的大中型市值公司的表现。该指数被广泛用作亚洲股票投资组合（不包括日本股票）的基准。

CRO：合同研究机构

CDMO：合同研发生产机构

VBP：带量采购计划

免责声明

仅供说明用途。本文件载列的预估、预测及比较数字全部均为截至本文件所述日期为止。

过往表现并非未来业绩的保证。

指数并非投资产品，不可视作为投资。

上述所示全部案例研究分析仅供说明用途，不应视为可信赖的建议或推荐。我们的研判以当前市场状况为依据，未来可能发生变化。本文所示表现并不旨在代表实际投资业绩。隐含表现并不保证未来业绩。

所提供的信息无意对任何政府决策或政治选举的预期结果做出价值判断。

新兴市场可能令投资者面临更高的风险，因而投资者在进行投资前应了解所涉及的风险并确信该等投资具有适当性。投资者必须了解涉及新兴市场货币的交易具有很大的损失风险。

新兴市场投资可能并不适合所有投资者。新兴市场投资涉及更大程度的风险和更大的波动性。货币汇率的变动以及美国以外地区的会计和税务政策的差异可能会提高或降低回报。一些海外市场的政治和经济状况可能不及美国和其他国家／地区稳定。投资于新兴市场可能较为波动。

国际市场投资可能并不适合所有投资者。国际市场投资涉及较高风险且波动性增加。外币汇率变动以及美国以外地区的会计及税务政策存在差异可能会增加或降低回报。此外，一些海外市场的政治及经济环境可能不及美国及其他国家般稳定。国际市场投资可能较为波动。

大宗商品投资相较传统证券投资涉及较高的波动性，尤其是有关金融工具涉及杠杆。

股票证券的价格可能会因为大盘市场的变动、公司财政状况的变动、利率风险及缺乏流动性而上升或下跌，有时候可能会比较急速或不可预料。股票证券须承担“股市风险”，即股价通常在短期或较长时间内可能下跌。

投资于另类资产涉及比传统投资更高的风险，仅适合成熟的投资者。另类投资涉及比传统投资更大的风险，不应被视为完整的投资计划。另类投资不能节税，投资者应在投资之前向其税务顾问咨询。另类投资的费用高于传统投资，而且杠杆可能很高，会用到投机性投资技巧，因而会放大可能的投资损益。投资价值可升亦可跌，投资者可能无法收回投入资金。

房地产、对冲基金和其他私募投资不一定适合所有个别投资者，可能含有巨大风险，也可能会按照高于或低于原始投资金额的价格被出售或赎回。私募投资仅可在提供更全面阐述了潜在风险的发售备忘录的情况下提呈发售。概不保证任何投资产品所述的投资目标将会达到。对冲基金（或对冲基金中的基金）往往涉及杠杆及其他具投机性质的投资工具操作，可能会增加投资损失风险；可能非常不流通；并无规定需向投资者定期提供定价或估值数据；可能涉及复杂的税务结构及发布重要的税务数据时出现延误；无须受到共同基金等相同监管法规所规限；收费通常亦会较高。此外，管理和／或运营任何对冲基金时可能存在任何数目的利益冲突。

本文件仅供一般说明之用，可能告知您 JPMorgan Chase & Co.（“摩根大通”）旗下的私人银行业务提供的若干产品及服务。文中所述产品及服务，以及有关费用、收费及利率均可根据适用的账户协议而可能有变，并可视乎不同地域分布而有所不同。并非所有地区都提供所有产品和服务。如果您是残障人士并需取得额外支持以查阅本文件，请联系您的摩根大通团队或向我们发送电邮寻求协助（电邮地址：accessibility.support@jpmorgan.com。）**请参阅所有重要信息。**

一般风险及考虑因素

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置／多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。我们敦促您仔细考虑所讨论的服务、产品、资产类别（例如股票、固定收益、另类资产投资、商品等）或策略是否适合您的需要。在做出投资决定之前，您还必须考虑与投资服务、产品或策略相关的目标、风险、费用和开支。请与您的摩根大通团队联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标／情况的讨论。

非依赖性

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明／参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及／或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

在摩根大通银行或其任何附属机构（合称“摩根大通”）管理客户投资组合的活动中，每当其有实际或被认为的经济或其他动机按有利于摩根大通的方式行事时，就可能产生利益冲突。例如，下列情况下可能发生利益冲突（如果您的账户允许该等活动）：**(1)**摩根大通投资于摩根大通银行或摩根大通投资管理有限公司等附属机构发行或管理的共同基金、结构性产品、单独管理账户或对冲基金等投资产品时；**(2)**摩根大通旗下实体从摩根大通证券有限责任公司或摩根大通结算公司等附属机构获取交易执行、交易结算等服务时；**(3)**摩根大通由于为客户账户购买投资产品而收取付款时；或者**(4)**摩根大通针对就客户投资组合买入的投资产品所提供的服务（服务包括股东服务、记录或托管等等）收取付款时。摩根大通与其他客户的关系或当摩根大通为其自身行事时，也有可能引起其他冲突。

投资策略是从摩根大通及业内第三方资产管理人处挑选的，它们必须经过我们的管理人研究团队的审批流程。为了实现投资组合的投资目标，我们的投资组合建构团队从这些策略中挑选那些我们认为最适合我们的资产配置目标和前瞻性观点的策略。

一般来说，我们优先选择摩根大通管理的策略。以现金和优质固定收益等策略为例，在遵守适用法律及受制于账户具体考虑事项的前提下，我们预计由摩根大通管理的策略占比较高（事实上可高达百分之百）。

虽然我们的内部管理策略通常高度符合我们的前瞻性观点，以及我们对同一机构的投资流程、风险和合规理念的熟悉，但是值得注意的是，当内部管理的策略被纳入组合时，摩根大通集团收到的整体费用会更高。因此，对于若干投资组合我们提供不包括摩根大通管理的策略的选择（除现金及流动性产品外）。

在美国，银行存款账户及相关服务（例如支票、储蓄及银行贷款）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。FDIC 成员。

投资产品（可能包括银行管理账户及托管）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司（合称“**摩根大通银行**”）作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务（例如证券经纪及咨询账户）乃由**摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)**（“**摩根大通证券**”）提供。摩根大通证券是**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。保险产品通过 Chase Insurance Agency, Inc（“**CIA**”）提供。CIA 乃一家持牌保险机构，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及 CIA 均为受摩根大通共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在**德国**，本文件由**摩根大通有限责任公司 (J.P. Morgan SE)** 发行，其注册办事处位于 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会（CSSF）监管，注册编号为 R.C.S Luxembourg B255938。在**英国**，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司马德里分行**分派，其注册办事处位于 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管，并已于意大利央行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 8076；其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。在**荷兰**，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行（DNB）和荷兰金融市场监管局（AFM）监管。于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为 72610220。在**丹麦**，本文件由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）**分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）同时须受丹麦金融监管局（Finanstilsynet）监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，编号为 29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局

(Finansinspektionen) 监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在比利时，本文件由**摩根大通有限责任公司比利时分行**分派，其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司比利时分行同时须受比利时国家银行 (NBB) 及比利时金融服务和市场管理局 (FSMA) 监管，并已于 NBB 登记注册，注册编号为 0715.622.844。在希腊，本文件由**摩根大通有限责任公司雅典分行**分派，其注册办事处位于 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊央行监管，并已于希腊央行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 124，其雅典商会注册编号为：158683760001；VAT 编号为：99676577。在法国，本文件由**摩根大通巴黎分行**分派，其注册办事处位于 14, Place Vendome 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权，并由 BaFin、德国中央银行 (德意志银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管，监管代码为 842 422 972。摩根大通巴黎分行同时须受法国银行业监管机构——审慎监管与决议管理局 (ACPR) 和金融市场监管局 (AMF) 监管。在瑞士，本文件由 **J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派，其注册办事处位于 rue de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士受瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 监管。

就金融工具市场指令 (MIFID II) 和瑞士金融服务法 (FINSA) 而言，本通讯属广告性质。除非基于任何适用法律文件中包含的信息，这些文件目前或应在相关司法管辖权区内提供（按照要求），否则投资者不应认购或购买本广告中提及的任何金融工具。

在香港，本文件由**摩根大通银行香港分行**分派。摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在新加坡，本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由（通知您的）摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供。银行及托管服务由摩根大通银行新加坡分行向您提供。本文件的内容未经香港或新加坡或任何法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问，请务必寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言，本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行是依据美国法律特许成立的全国性银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

关于**拉美**国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。我们可能会向您提供和／或销售未按照您祖国的证券或其他金融监管法律登记注册、并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和／或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通，包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件，在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下，我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外，您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法例和／或契约限制，且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的**有价证券**若未依照相关法律管辖区的法律进行注册登记，则基金不得在任何拉美国家公开发行。

应收件人要求及为收件人之便，本文件收件人可能已同时获提供其他语言版本。尽管我们提供其他语言文件，但收件人已再确认有足够能力阅读及理解英文，且其他语言文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。若英文版本及翻译版本有任何歧义，包括但不限于释义、含意或诠释，概以英文版本为准。

“**摩根大通**”是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。“**摩根大通私人银行**”是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用，未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士，且任何其他人士均不得使用、分派或复制本文件的内容供作非个人用途。如您有任何疑问或不欲收取这些通讯或任何其他营销资料，请与您的摩根大通团队联络。

© 2025 年。摩根大通。版权所有。

摩根大通银行(JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011／AFS 牌照编号：238367) 受澳大利亚证券投资委员会和澳大利亚审慎监管局监管。摩根大通银行于澳大利亚提供的资料仅供“**批发客户**”。就本段的目的而言，“**批发客户**”的涵义须按照公司法第 2001 (C)第 761G 条（《公司法》）赋予的定义。如您目前并非批发客户，或在日后任何时间不再为批发客户，请通知摩根大通。

摩根大通证券是一家在美国特拉华州注册成立的外国公司（海外公司）(ARBN 109293610)。根据澳大利亚金融服务牌照规定，在澳大利亚从事金融服务的金融服务供应商（如摩根大通证券）须持有澳大利亚金融服务牌照，除非已获得豁免。**根据公司法 2001 (C)（《公司法》），摩根大通证券已获豁免就提供给您金融服务持有澳大利亚金融服务牌照，且根据美国法律须受美国证券交易委员会、美国金融业监管局及美国商品期货委员会监管，这些法律与澳大利亚的法律不同。**摩根大通证券于澳大利亚提供的资料仅供“**批发客户**”。本文件提供的资料不拟作为亦不得直接或间接分派或传送给澳大利亚任何其他类别人士。就本段目的而言，“**批发客户**”的涵义须按照《公司法》第 761G 条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中：

- 包含的金额可能不是以澳元为计价单位；
- 可能包含未按照澳大利亚法律或惯例编写的金融信息；
- 可能没有阐释与外币计价投资相关的风险；以及没有处理澳大利亚的税务问题。