

「痛苦與狂喜」：亞洲集中股票持倉的風險與回報

2025 年 9 月

陳緯衡、朱家梁

岑博智先生(Michael Cembalest)在其[《痛苦與狂喜》](#)文章中，曾經重點講述並全面研究了集中股票持倉涉及的風險與回報。我們以此為鑒，針對亞洲主要股市進行了類似的研究分析，同時擴大研究範圍，並在不同的地理與經濟環境下檢驗相關的假設情景分析。總體而言，我們的研究結果進一步印證了之前研究分析所得的結論，並且認為我們對投資者提供的投資啟示依然適用：「**儘管集中股票持倉有望創造可觀財富，但也極有可能引起巨大損失，繼而可能導致您為自己和家人制定的財務目標無法實現。**」

在亞洲地區，財富高度集中的情況尤為顯著。亞洲區內的億萬富豪人數超過世界上任何其他地區¹，而且還在繼續以驚人速度增長。不同行業領域的技術不斷創新，再加上充滿活力的經濟基本面和資本市場，為亞洲區內企業家與投資者創造了新的投資機會。然而，在這個充滿競爭與勝負的歷程中，「創造性重構」成為取得成功的關鍵，新興及創新型的企業將顛覆或取代曾在各自領域獨樹一幟的傳統企業，產生新的贏家和輸家。亞洲市場投資者，無論是成功還是失敗的經驗，都會因為對特定公司或行業的投資集中程度而被放大。此外，在亞洲地區也一直存在諸多行業和宏觀風險，例如新興市場固有的政策不確定性以及各種宏觀風險等，令集中持倉所需要的風險管理變得更為複雜。

自 2022 年末我們發布上一篇研究分析報告以來，股票受人工智能推動而持續創造價值，市場的風險情緒在全球貨幣政策轉向寬鬆的預期下趨向積極，投資者得以把握機會「乘風而上」。本輪上漲行情已將全球多地股市推升至歷史（或近年）高位。然而，由於各種微觀和宏觀原因，一些企業和行業未能把握發展機遇，同時，地緣政治不確定性、通脹回升以及長期財政可持續性等風險依然存在。

有鑑於此，我們針對集中股票持倉風險進行量化，開展重點案例研究分析，並且總結亞洲市場的一些宏觀風險特徵。在當前市場一片繁榮之際，我們希望幫助投資者回顧市場歷史下跌時期的經歷，以便充分運用切實有效的策略方案，積極管理集中持倉風險，多元分散回報來源，為實現長期財富目標採取有效的操作。

衡量集中持倉風險

我們將重點探討亞洲地區（除日本外）的兩大主要交易所：香港與新加坡。自 1986 年以來，很多在這兩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%）經歷了「災難性下跌」。就本文而言，「災難性下跌」是指股票從高位下跌 70%，且至今仍未能完全恢復。

需要說明的是，其中一些股票可能仍收復了部分跌幅，或者儘管期間經歷災難性下跌，但較首次公開募股發行價仍有顯著上漲。我們將此類股票也納入本次分析，是因為我們的主要關注點在於當前集中

¹ 瑞銀集團。數據截至 2024 年。

股票持倉的投資者應如何管理投資組合風險，而不是衡量股票相對於首次公開募股發行價的回報表現。

我們也可以通過另一種方式來思考集中股票持倉的風險：「相比集中持有股票，如果一個家庭持有現金資產或相關股票市場指數，其財務狀況會改善還是惡化？發生的概率是多少？」

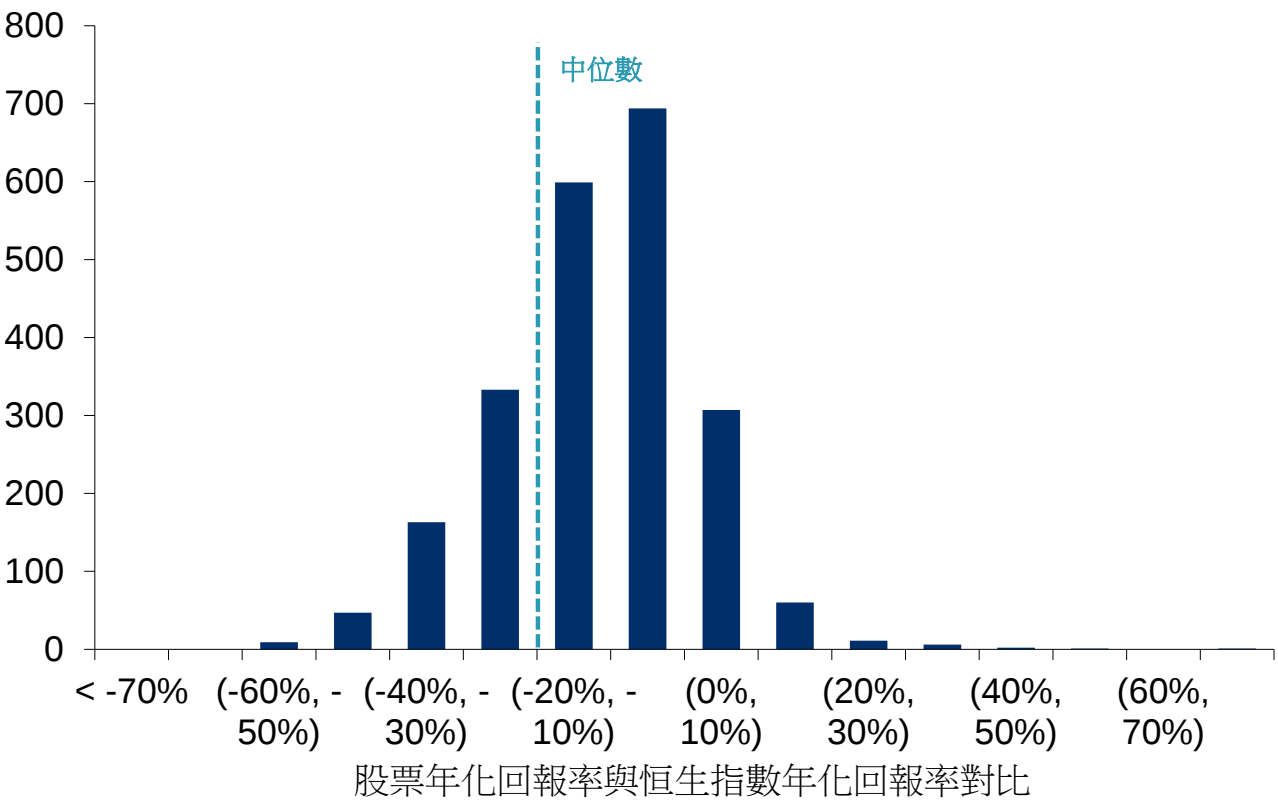
在大約三分之二的情況下，集中持有一隻股票帶來的絕對回報為負（意味著其表現跑輸現金）。在大約 80%的情況下，僅投資於一隻股票的集中持倉表現不及投資於相應市場股指的多元化持倉。雖然最成功的企業都能在長期內創造豐厚財富，但只有 4%的股票符合「超級贏家」的定義，即其累計表現跑贏相關市場指數 500%以上。兩家交易所的中位數股票回報也顯著跑輸相應基準指數。

香港交易所

板塊	經歷災難性下跌的股票佔比	絕對回報為負的股票佔比	超額回報為負的股票佔比與指數對比	超級贏家股票百分比
全部	74%	74%	82%	4%
資訊科技	74%	75%	80%	5%
能源	79%	71%	79%	3%
非必需消費品	77%	73%	83%	5%
醫療保健	67%	72%	78%	4%
通訊服務	76%	81%	86%	1%
房地產	82%	76%	87%	3%
工業	74%	72%	80%	4%
材料	72%	71%	81%	3%
金融	59%	71%	79%	5%
必需消費品	71%	73%	79%	2%
公用事業	64%	60%	69%	6%

資料來源： FactSet、彭博財經、香港交易所、摩根大通私人銀行。數據截至2025年6月。

香港交易所個股上市以來相對於恒生指數的超額回報分布，1986年-2025年
股票數量



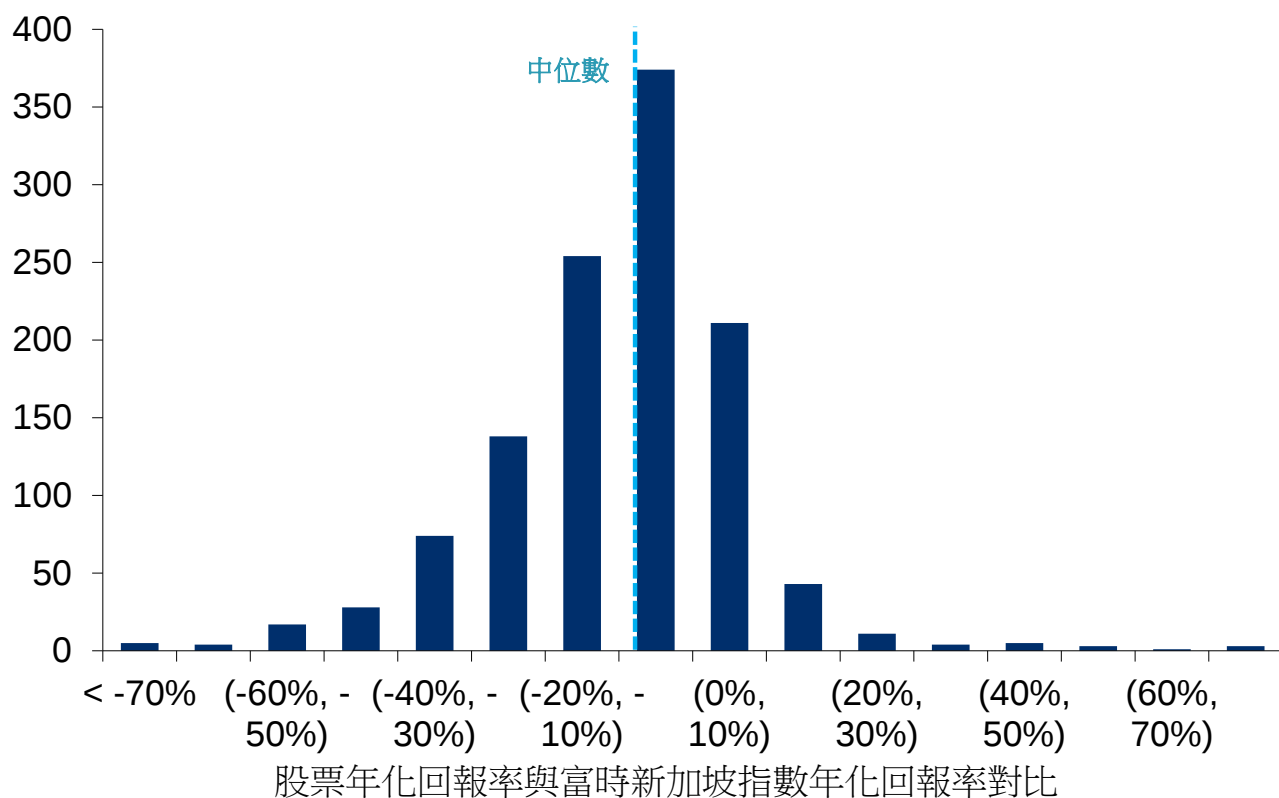
資料來源： FactSet、摩根大通私人銀行。數據截至2025年6月。

新加坡交易所

板塊	經歷災難性下跌的 股票佔比	絕對回報為負的 股票佔比	超額回報為負的 股票佔比 與指數對比	超級贏家 股票百分比
全部	60%	64%	79%	4%
資訊科技	60%	73%	82%	3%
能源	81%	78%	85%	0%
非必需消費品	59%	61%	80%	4%
醫療保健	42%	56%	69%	8%
通訊服務	59%	59%	94%	0%
房地產	47%	61%	79%	4%
工業	63%	62%	75%	4%
材料	74%	72%	86%	2%
金融	41%	41%	65%	7%
必需消費品	61%	60%	79%	4%
公用事業	70%	74%	85%	7%

資料來源： FactSet、彭博財經、新加坡交易所、摩根大通私人銀行。數據截至2025年6月。

新加坡交易所個股上市以來相對於富時新加坡指數的超額回報分布，1986年-2025年
股票數量



資料來源： FactSet、彭博財經、新加坡交易所、摩根大通私人銀行。數據截至2025年6月。

雖然個股表現落後的現象遍布各行業板塊，但有一點毋庸置疑，就是市值較小的股票遭遇災難性下跌的概率高於市值較高的股票。

香港交易所

新加坡交易所

市值	每個市值類別中遭遇災難性下跌的股票百分比	災難性下跌股票分別屬各市值類別的百分比	市值	每個市值類別中遭遇災難性下跌的股票百分比	災難性下跌股票分別屬各市值類別的百分比
小型	80%	38%	小型	63%	92%
中型	78%	38%	中型	45%	7%
大型	61%	24%	大型	35%	2%

資料來源：FactSet、摩根大通私人銀行。數據截至2025年6月。

註：市值按峰值計算。大型公司是指市值超過100億美元的公司，小型公司是指市值低於20億美元的公司，中型公司是指市值介於20億美元至100億美元之間的公司。

投資啟示：統計數據顯示，集中持倉很可能會隨時間推移而大幅貶值、回報不如現金，以及跑輸基準指數。投資於多元化指數基金的投資者通常獲得更為豐厚的回報，因為此類基金往往集中投資大型公司，而大型公司本身蒙受災難性跌失的概率遠低於中小型公司。

案例研究

儘管從事後的角度來看，基於管理不善而導致失敗的商業案例似乎顯而易見且難以避免，但許多失敗案例可能是源自管理團隊無法控制的行業、監管或宏觀因素。本節列舉了過去幾十年來一些廣為人知的失敗商業案例。我們將這些案例研究分為三大類：行業變化、監管與市場不確定性，以及宏觀經濟風險。

1. 行業變化

即便是最炙手可熱的公司，最終也必須認識到，文化影響力如同時尚潮流一樣轉瞬即逝。無論是重塑日常生活的社交網絡、成為風尚地標的連鎖餐廳，還是看似永遠供不應求的奢侈品牌，那些曾令一代消費者為之傾倒的事物都難敵消費偏好轉變、經濟週期更迭與競爭衝擊而被逐漸淡忘。在中國，這種潮起潮落的現象最為劇烈。過去 30 年迅猛的城市化進程和數碼化轉型浪潮推動行業轉變的節奏加快、烈度放大，有時甚至讓最敏銳的投資者和消費者都始料未及。

直播熱潮曇花一現

網上用戶的偏好與互聯網的節奏瞬息萬變

每一代人都有自己的娛樂方式。不久前，人們還認為網上直播是未來前景可期且最具吸引力的網上娛樂形式之一。從電子競技到選秀節目，再到棋類遊戲甚至餐飲，形形色色的活動都可在網絡上進行直播，每月觀看用戶人數高達數億。當時，直播平台中的佼佼者「虎牙」，其股價在 **2018 年** 首次公開募股後的一個月內就大幅上漲了三倍以上。

不到三年的時間，這位昔日的後起之秀就幾乎成為了華爾街投資者公認的空頭之選。同行股價也從峰值大幅下跌了 **70%-80%**，主要因為這些公司的用戶時長份額迅速被短片這種更加容易上癮的娛樂頻道取代。網上娛樂板塊當中，TikTok、抖音和快手等應用的合計用戶時長份額，從七年前的僅有 **5%** 顯著上升到 **50%** 左右。在用戶偏好分析的強大算法驅動下，這些應用可以輕而易舉地讓用戶平均每天花上一個多小時瀏覽短片，通過瀏覽數百個一分鐘的短片，在不知不覺之間消磨坐地鐵或排隊時的碎片時間。

這只是一個成功的商業模式被另一個似乎更具吸引力的商業模式所取代的例子。問題在於，這一次短片平台的表現會截然不同嗎？

虎牙直播(HUYA US)
價格



歡聚集團(JOYY US)
價格



歡文集團 (MOMO US)
價格



鬥魚國際控股(DOYU US)
價格



火鍋沸騰至熄火

疫情期間客流銳減，遭受重創

還記得人們為了吃一頓火鍋而甘願等位兩小時的日子嗎？隨著 2010 年代中國城市收入增長，消費者開始追求更具創意的餐飲體驗。海底撈等新興火鍋餐廳精準地捕捉到市場脈搏，以令人難忘的極致服務體驗、創新菜式以及熱鬧的用餐環境成就了餐飲神話。門店以前所未有的速度擴張，在 2021 年之前的幾年裡，網紅連鎖餐廳門店數量保持著約 40% 的複合年增長率，營收增速同樣令人驚歎。這番狂歡背後自有商業邏輯支撐：當時，中國人均餐飲消費水平顯著低於其他發達國家，而市場格局也較為分散，截至 2017 年，龍頭連鎖餐廳的市場份額僅為 10% 左右，而在日本和美國這一比例已接近 50%。

股價也隨著餐廳門口隊伍的長度同步節節攀升，2018 至 2020 年期間，海底撈及其供應商頤海國際的股價均實現翻倍，為投資者帶來了豐厚回報。然而，挑戰在 2021 年不期而至。持續的疫情封控及隨後中國經濟陷入漫長的下行週期，削弱了人們外出就餐的意願和消費能力，而疫情期間養成的依賴外賣和生鮮配送的消費習慣則逐漸根深蒂固。同店銷售額增長大幅下滑，低線城市尤為明顯，而隨著翻枱率下降，門店數量也開始收縮。此後，公司管理層開始將戰略重心從全面擴張轉向門店優化，深刻領悟到遍地開花的布局終究難敵消費需求的變遷。

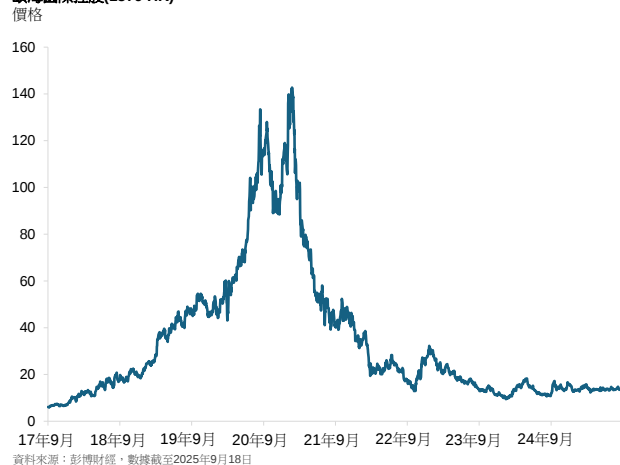
海底撈國際控股 (6862 HK)



呷哺呷哺餐飲管理 (520 HK)



頤海國際控股 (1579 HK)



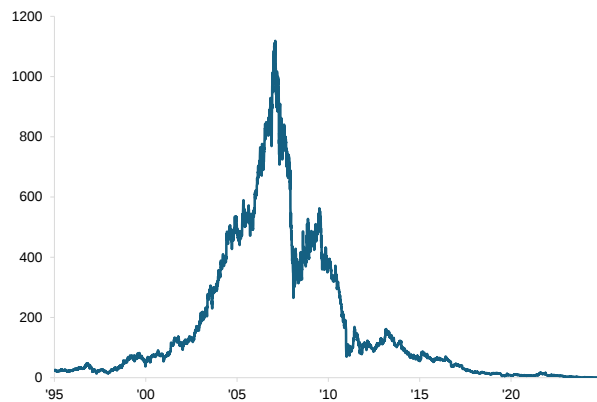
快時尚：來也匆匆，去也匆匆

長期消費增長的故事看似有吸引力，但消費者偏好可能會迅速改變。

消費者對快時尚的偏好經常快速變化，難以捉摸。1990 年代曾主導香港時裝行業的大型時裝品牌，如 **Espirit**、**Bossini** 和 **Giordano** 等現在已經大不如前，主要原因是歐洲快時尚連鎖品牌 **Zara** 和 **H&M** 的崛起，以及這些品牌成功超越現有競爭對手的能力。

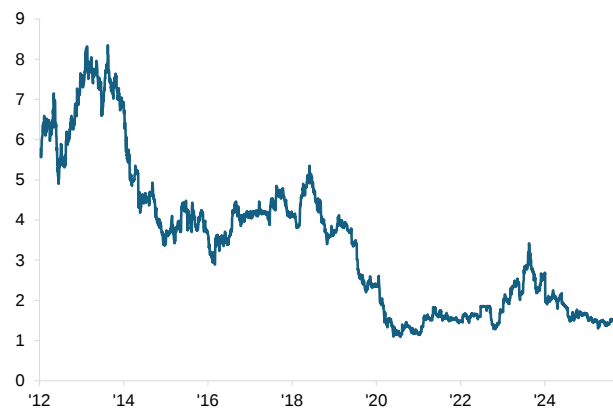
究其原因，主要是因為這些企業未能迅速回應消費者偏好的快速轉變以及電子商務的普及，這些經驗教訓廣泛適用於整個行業板塊。我們對其中一個品牌 **Espirit** 進行了深入的研究，對於亞洲 30 多歲的人來說，這個品牌可謂毫不陌生，但如今在青少年間卻默默無聞。1993 年，企業家邢李媛將這一源自美國的品牌引入香港，在短短十年間迅速將其從一家小型零售商發展成為在香港成功上市的快時尚巨頭。在他的任期內，公司銷售額增長了 30 倍。在 2008 年的巔峰時期，**Espirit** 錄得營收 372 億港元，是 1993 年 7.7 億港元的數十倍有餘。然而，**Espirit** 隨後面臨新一波歐洲快時尚連鎖品牌 **Zara** 和 **H&M** 帶來的競爭壓力，加上未能調整自身風格來吸引年輕顧客，使其核心客戶群體也開始逐漸流失。最終，由於受疫情封控影響，該公司於 2020 年初宣布，關閉亞洲市場內全部 56 家門店。

思捷環球(330 HK)
價格



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日

佐丹奴國際(709 HK)
價格



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日

2. 監管與市場環境的不確定性

監管既能推動股市上漲，亦能制約股市表現。當政策制定者批准某些項目（例如可再生能源、醫藥及金融科技）時，往往也會給予優惠待遇，資本隨之湧入，估值飆升。但政策也可以瞬間轉向而毫無預兆——2021年中國房地產及遊戲行業的經歷正好印證這點。每一輪政策更迭都可能造就新的市場寵兒，同時將昔日傳奇化為警世寓言。隨著新一輪的五年規劃以及潛在的政策調整將至，我們不禁思考：下一輪的變革與創新會是什麼？

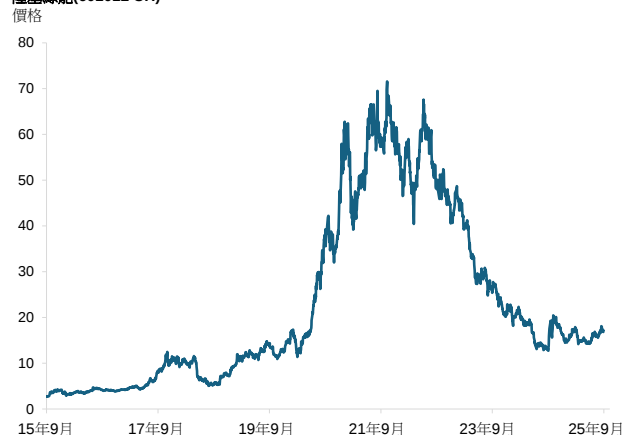
產能過剩灼傷光伏產業

產品積壓和利潤微薄存在供過於求的危險。

眾所周知，中國是全球領先的光伏設備製造國。截至 2024 年，中國生產的太陽能電池板及多晶矽、矽片和電池等上游組件佔全球供應量的 80% 以上。然而，中國光伏企業並非一直獨佔鰲頭。2010 年代初期，美國競爭對手對中國光伏行業（當時被政策制定者確定為戰略新興產業）極為警惕，他們指控中國政府的補貼和中國光伏製造商低於成本的定價構成了不公平的價格競爭。這些指控並非毫無根據。為推動光伏產業發展，中國政府為企業提供研發補助、退稅、優惠貸款和廉價土地使用權，同時還出台電價補貼等措施以刺激國內需求。結果如何？相比歐美同類產品，中國太陽能電池板始終保持著 50% 以上的價格優勢，而中國的產能也不斷攀升，足以滿足當前全球市場的兩倍需求。

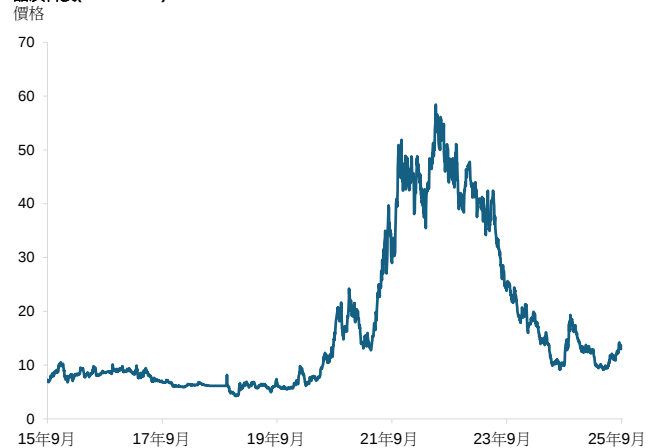
股票隨之暴漲：從 2015 年第一季度至 2021 年第三季度期間，晶澳科技和隆基綠能等光伏企業為投資者帶來了 2 倍甚至 30 多倍的投資回報。然而牛市過熱，崩盤風險已然迫近。公司股價在 2021 年第三季度後暴跌，此後一蹶不振。光伏製造商在產業刺激政策的支持下快速（過快）增長，產量甚至超出了全球光伏市場需求的歷史峰值。儘管安裝量自 2020 年以來一直保持雙位數的穩步增長，但市場仍難以消化持續擴張的產能。工廠開工率長期低於滿負荷水平，過剩庫存不斷積壓。中國光伏企業競相壓價以清理庫存，這不僅侵蝕了行業利潤率，更使光伏產業成為中國「內捲」問題的典型代表。

隆基綠能(601012 CH)



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日

晶澳科技(002459 CH)



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日

晶科能源(688223 CH)
價格



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日

天合光能(688599 CH)
價格



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日

健康即財富，但未必總是如此。

對公共政策預期和非預期效應的案例研究

邁入新千年以來，中國在實現財富增長的同時，國民健康水平亦有長足進步。居民人均預期壽命從 2000 年的 71 歲提高至 2022 年的 79 歲，同期人均醫療保健支出也從 44 美元的低位大幅升至 899 美元。雖然醫療保健支出逐漸接近發達國家水平，但與日本和美國等國（兩者居民人均醫療保健支出分別為 4,800 美元和 12,000 美元）相比，仍存在明顯差距。

在前景可期的機會吸引下，跨國公司預測中國醫療保健支出將保持追趕勢頭，並紛紛擴大在中國的業務布局和委託中國的醫藥合同研究機構(CRO)及合同研發生產機構(CDMO)協助開發及生產新一代治療藥物。政策環境也為私營醫療保健企業發展帶來支持。企業上市門檻降低，外資持股比例限制放寬，知識產權保護法規也得到強化。

總體而言，中國醫療保健行業前景似乎一片光明，而投資回報也同樣可觀。從 2016 年第一季度至 2021 年第三季度，MSCI 中國醫療保健指數上漲了一倍有餘。

但與其他諸多行業一樣，政策變化讓這場盛宴戛然而止。2021 年，帶量採購計劃(VBP)擴大實施範圍，為中選的藥品和醫療器械設置價格上限的同時卻也擠壓了企業的利潤空間，而隨著企業盈利前景惡化，整個行業的估值也隨之被下調。此後，2023 年和 2024 年席捲全行業的醫療反腐調查又進一步打壓了股價，投資者面對政策風險對中國醫療資產望而卻步，持有意願持續降低。

值得慶倖的是，帶量採購計劃在限制仿製藥價格的同時，也鼓勵企業加大研發投入，為 2025 年行業重拾信心奠定了基礎。雖然醫療保健行業在 2025 年的出色表現或許安撫了市場情緒，但卻沒有靈丹妙藥，抹去投資者對 2021 年遭受慘痛損失的記憶。



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日

恒瑞医药(600276 CH)
價格



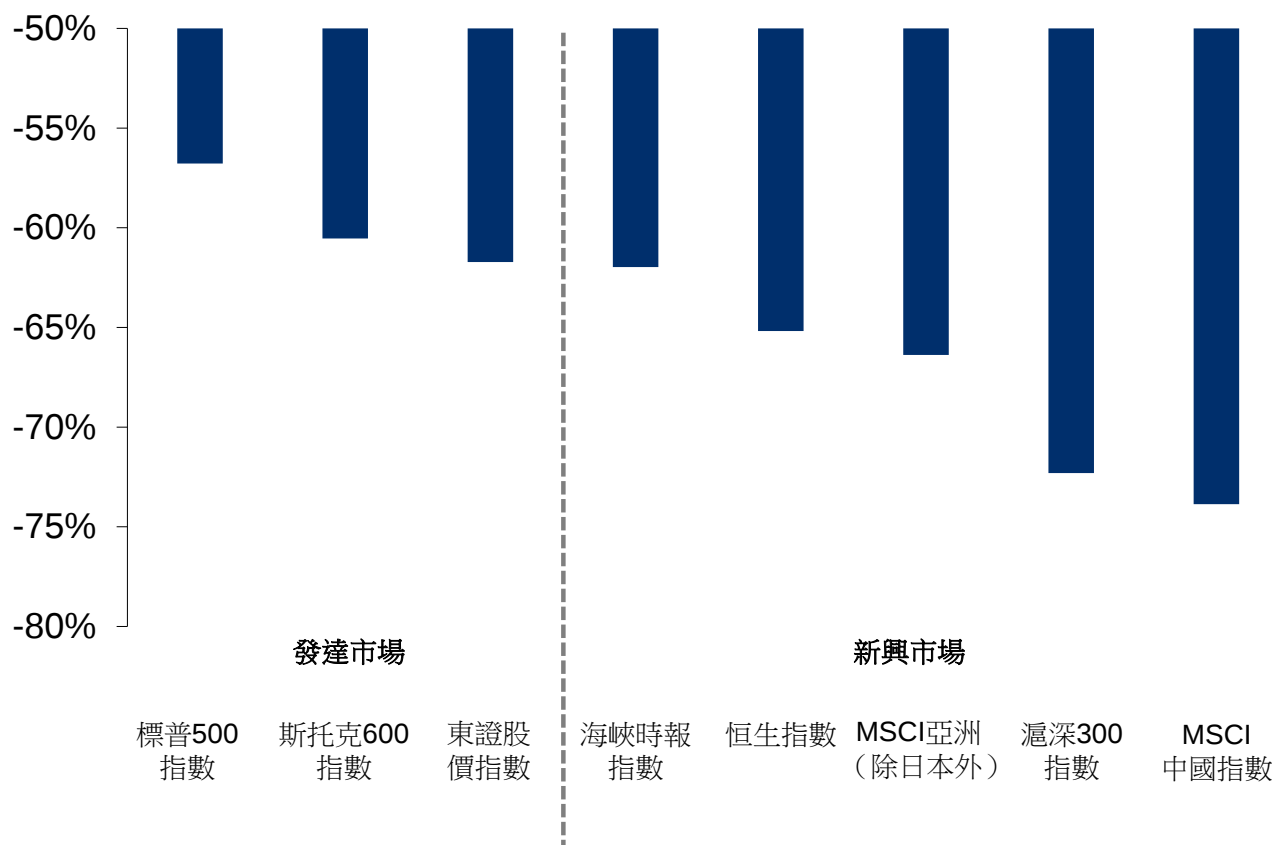
資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月18日

3. 宏觀風險

即便依靠高效精幹的企業管理團隊能夠避開競爭對手與監管機構帶來的風險，企業也依然難以規避宏觀風險。由於這些宏觀風險可能導致市場出現大範圍震盪，從而影響地區大部分行業（乃至各行各業）及企業表現。這一點在新興市場中體現的更為明顯。

衡量不同市場波動性的最基本方法，便是比較一段時間範圍內各指數的最大跌幅。過去 20 年來，最大跌幅大多發生在 2008 至 2009 年金融危機期間。相比發達市場，亞洲新興市場的下跌幅度明顯較大。

亞洲新興市場在過去20年經歷了更嚴重的最大跌幅
2002年以來最大跌幅，%



資料來源：彭博財經，數據截至2025年6月

過去 10 年來，亞洲新興市場經歷的波動幅度亦高於發達市場。儘管部分指數或個別公司成功創造了亮麗的回報，但在亞洲市場擁有集中股票持倉的投資者，其投資組合可能面臨著較高的波動性，這也進一步凸顯了審慎管理風險的必要性。

儘管亞洲新興市場創造了較高的歷史回報，但也經歷了較大幅度的波動
2005年6月–2025年6月

市場	年化回報(%)	市場	年化波動率(%)
印度	13.9	中國A股	27.6
美國	10.7	中國	26.0
台灣地區	10.5	印度	21.2
中國A股	9.9	東盟	18.9
中國	8.2	台灣地區	18.9
韓國	8.0	韓國	18.8
日本	6.8	日本	17.4
歐洲	6.7	美國	15.3
東盟	6.0	歐洲	14.4

資料來源：彭博財經，數據截至2025年6月。註：總回報率和年化月度波動率。

2015 年的中國股市泡沫，以及 1997 年的亞洲金融危機，都是歷史上由於宏觀環境波動而導致股市明顯下跌的有力例證，投資者至今仍記憶猶新。我們在下文總結了一些案例並進行深入分析。

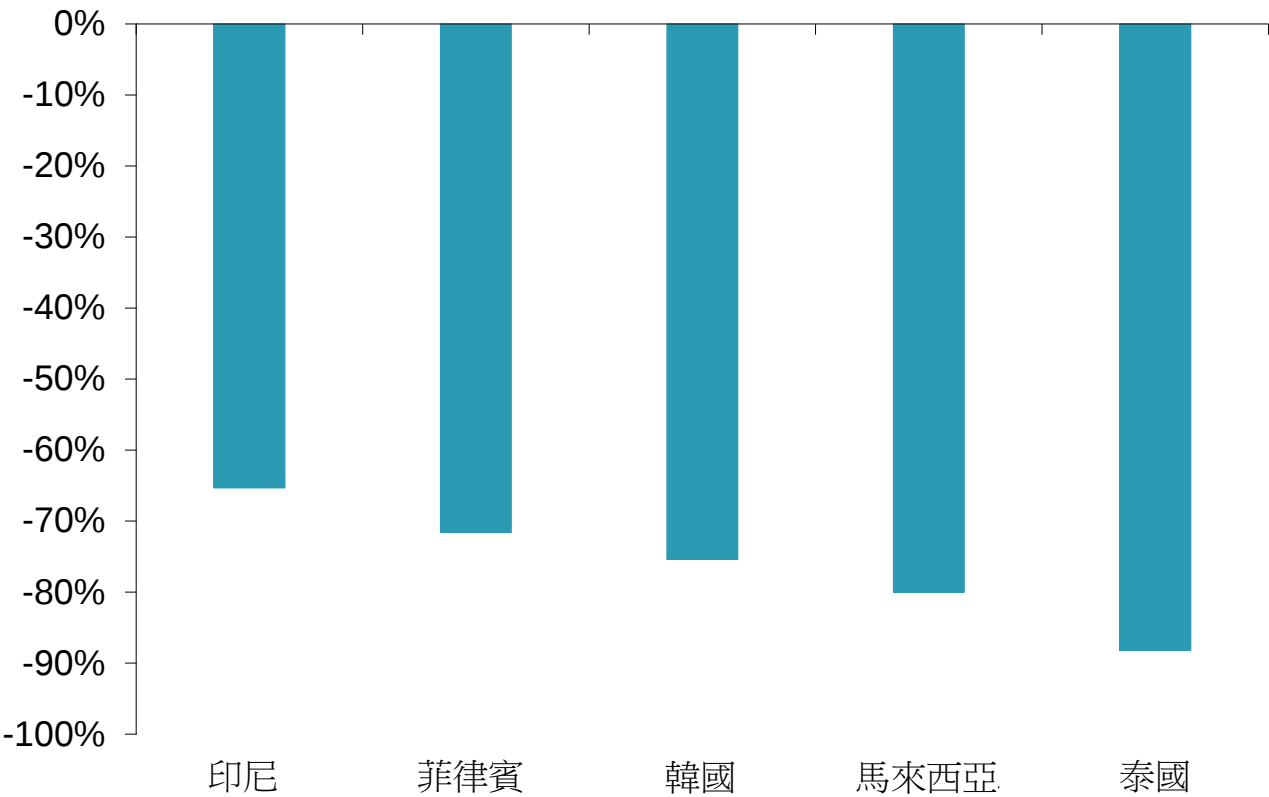
得之易，失之易：亞洲金融危機

好景不常在？新興市場的宏觀脆弱性

在良好的經濟基本面與經濟快速增長（尤其是出口）的支撐下，亞洲幾大新興經濟體在 20 世紀 80 年代至 90 年代期間蓬勃發展。然而，整體市場的強勁表現掩蓋了許多經濟體本身存在的結構性問題，包括外債敞口、信貸承銷標準欠佳以及腐敗問題，導致了資產泡沫氾濫。到 20 世紀 90 年代中期，美國利率上升和美元升值帶來的壓力越來越大。經濟危機一觸即發，而 1997 年泰銖崩盤則成為導致危機爆發最直接的導火索。當時，由於投機攻擊加上外匯儲備枯竭，泰銖與美元掛鈎被打破，泰銖被迫實行浮動匯率機制。隨後，恐慌情緒在貸款機構中迅速蔓延，導致信貸緊縮並擴散至該地區其他新興經濟體，貨幣和資產市場承壓，最終導致企業和金融部門全面崩潰。在這場災難最嚴重的時期，經濟、貨幣和股票市場的價值損失達到 30% 到 70%，其中印尼、韓國與泰國承受的打擊最為嚴重。

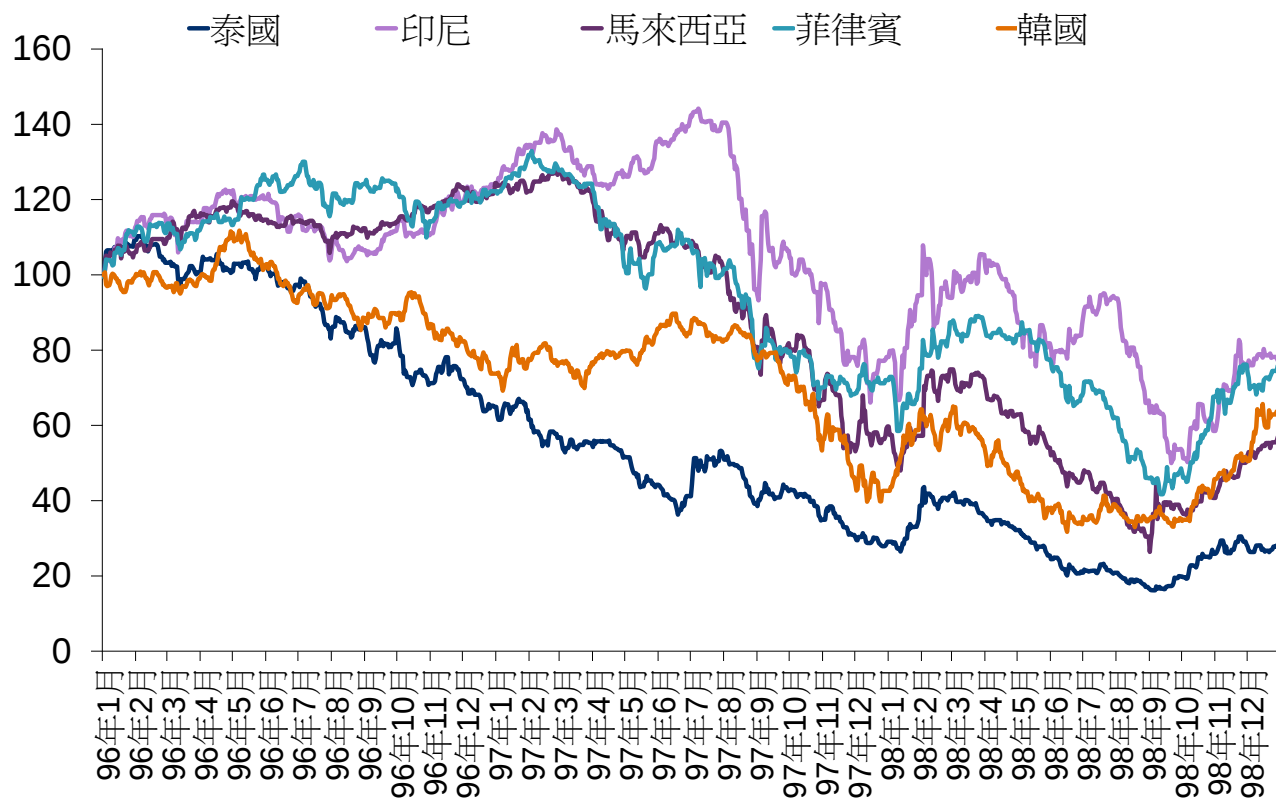
儘管金融危機爆發後亞洲地區逐漸復甦，但貨幣與股票市場遭遇歷史性震盪後，許多未能分散風險的投資組合元氣大傷。這些市場的跌勢迅猛，導致許多資產價格在短短一年間大幅縮水，投資者甚至沒有時間管理投資敞口。投資者應當審慎關注較為脆弱的新興經濟體各自面臨的風險，以及新興市場的整體風險。

亞洲新興市場在亞洲金融危機期間經歷了股價迅猛跌勢
最大跌幅，%



資料來源：彭博財經，數據截至1998年12月。

1997年亞洲金融危機之後，亞洲新興股票市場花費了很長時間才恢復到金融危機前的水平指數化，1996年1月=100



資料來源：彭博財經，數據截至1998年12月。

2015 年中國股市崩盤

本輪週期將會何去何從？市場結構和監管環境也許比基本面更重要

在 2021 年中國科技行業監管風暴之前，中國在 2007 年和 2015 年也曾經歷兩次真正的股災。對於 2015 年的那場崩盤而言，監管機構在泡沫形成前的幾年裡，開始逐漸放鬆關於禁止賣空和保證金交易方面的法規規定。政府大力推動股票投資，主導中國在岸股票市場的散戶投資者自 2014 年起開始湧入股市，數千萬人開立了保證金賬戶，導致未償還保證金大幅增加。從 2014 年到 2015 年，股市上漲一倍多但經濟同時放緩，市場表現脫離了企業和經濟基本面。股市泡沫最終於 2015 年 6 月破滅，過度槓桿化的投資者面臨追加保證金的要求，加速了股市大幅崩跌。官方為遏制市場震盪而採取干預措施，包括限制賣空、強制執行大股東持倉的鎖定期，以及為國有金融機構直接購買股票提供流動性，除了對市場起到短期提振作用之外，並未能完全奏效。最初階段的拋售令中國在岸股市市值在一個月內從其峰值蒸發了超過 2.6 萬億美元，隨後幾個月裡又再出現了幾輪波動。

保證金交易是 2015 年中國股市泡沫破裂的一個主要驅動因素

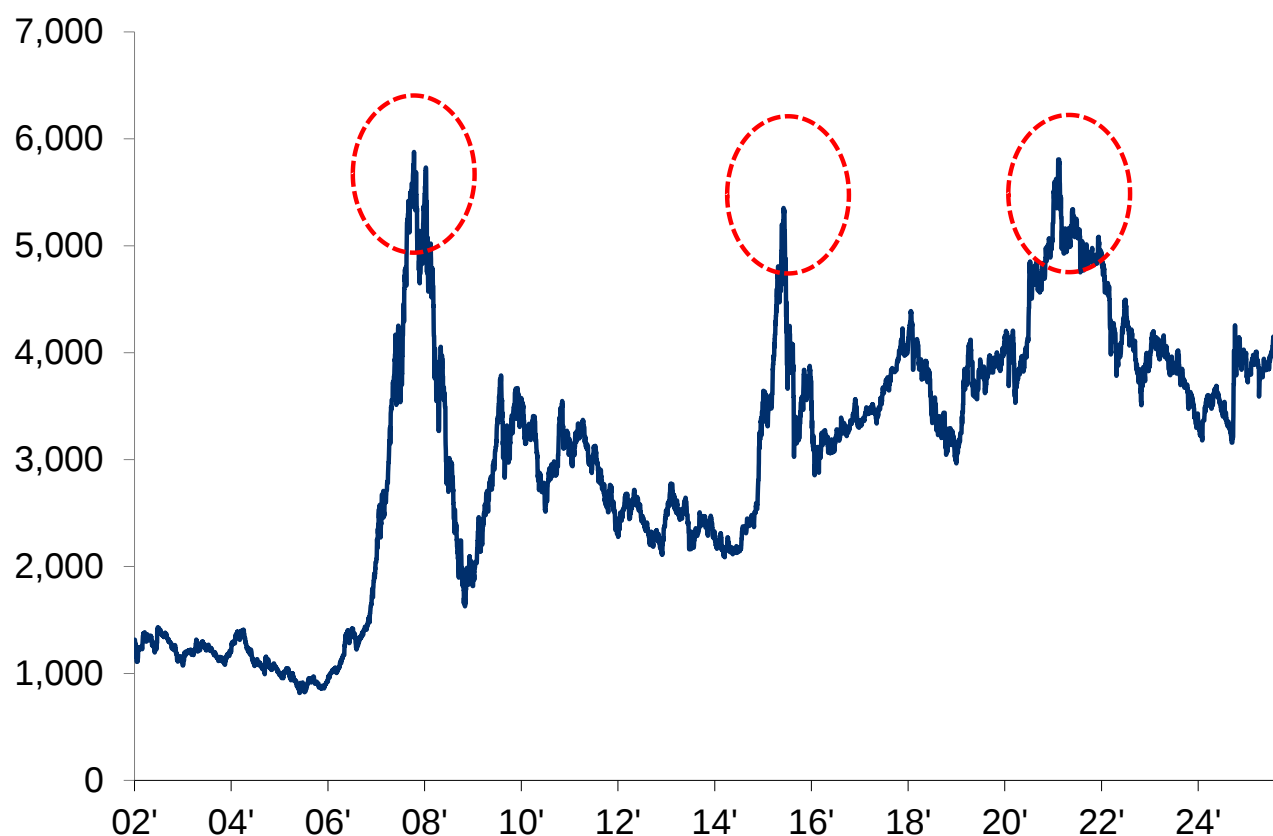
新開保證金賬戶數量

億元人民幣



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月。

中國在岸股票市場尚未恢復到先前的峰值水平 滬深300指數



資料來源：彭博財經，數據截至2025年9月。

到塵埃基本落定的 2016 年初，中國在岸股市已從峰值水平下跌近一半。那些在 2015 年峰值時買入股指的投資者，目前可能仍然處於虧損狀態（儘管市場自 2024 年末以來已累計上漲逾 40%）。儘管中國經濟在泡沫破裂後（以及在此之前）的幾年裡保持著強勁的高個位數增長率，但股市並沒有與經濟同步增長。

事實上，中國股市歷次上漲行情幾乎完全由估值擴張和市場動能驅動，經濟基本面和企業盈利增長則鮮少提供支撐，這一點與美國等市場由企業盈利長期穩定增長驅動的模式形成鮮明對比。主要啟示在於，相比試圖在瞬息萬變的「交易型市場」（例如中國股市）中捕捉市場時機，投資於能持續為股東實現盈利增長的股市，才是實現財務目標的更穩健方式。

中國股市的回報幾乎完全由估值變動所驅動
MSCI中國指數

MSCI中國指數12個月遠期市盈率



資料來源：彭博財經，數據截至2025年8月。

美國股市的良好表現基於可持續的盈利增長，而非估值擴張

標普500指數

標普500指數12個月遠期市盈率



資料來源：彭博財經，數據截至2025年8月。

無論是個股投資，還是地區投資，集中持倉投資者評估中國市場相關風險時，都應該意識到其獨有的特色和市場動態，以及監管干預的可能性，這些只是眾多需要考量的因素的一部分，並可以考慮採取必需的操作手段來緩解。如果歷史走勢可供參考，中國市場屬 主動交易型市場，而非買入持有型市場。隨著 2025 年中國股市迎來上漲行情，繁榮和崩盤的周而復始是否會再次上演？

對集中持倉投資者的啟示

儘管集中持倉往往是創業或投資成功導致的結果，有望創造可觀財富，但同時也提高了出現重大損失的可能性，以及增加了實現長期財務計劃的不確定性。投資者需要制定長期及短期財務目標，並以此作為指導，思考可以有效管理集中持倉的策略方案。市場上有很多不同的策略都可以幫助降低風險，助力投資者實現回報收益同時分散投資風險，因此需根據個人投資目標及具體財務狀況審慎選擇。最新版《痛苦與狂喜》針對上述各個問題進行了深入而全面的討論，我們在此不再贅述。如欲進一步探討能夠滿足您特定需求的定制化投資策略，請與您的摩根大通代表聯繫。

釋義

標普 500 指數：由美國 500 家市值最大的上市公司構成的市值加權指數。

TOPIX 指數：該指數是一項用於衡量東京證券交易所(TSE)股票價格的市值加權指數，其中包含 TSE 市場一部的所有企業。TSE 市場一部將所有上市的大型企業歸為一組，而 TSE 市場二部則彙集所有市值較低的其它企業。

MSCI 中國指數：追蹤代表中國 A 股、H 股、B 股、紅籌股、P 股和外國上市股票（美國存托憑證）的大中盤股。該指數共有 712 隻成份股，涵蓋中國該股市總體約 85%的市值。目前，該指數包括大中盤 A 股，佔其自由流通調整市值的 20%。

滬深 300 指數：這是一項市值加權股票市場指數，旨在追蹤上海及深圳股票交易所上市規模最大的 300 只股票表現。

恒生指數：是香港經自由流通股數調整後的市值加權股票市場指數。它用於記錄和監察香港股市規模最大公司的每日變化，同時也是香港整體市場表現的主要指標。

MSCI 所有國家亞洲半導體及半導體設備指數：這是一項旨在衡量亞洲地區半導體及半導體設備行業公司表現的股票市場指數。該指數包括來自該地區發達市場和新興市場的公司，提供了展現亞洲半導體行業表現的全面視角。

富時新加坡指數：是一項旨在衡量新加坡交易所(SGX)上市的規模最大、最具流動性的公司表現的股票市場指數。該指數是由全球指數提供商富時羅素管理的富時全球股票指數系列的一部分。

海峽時報指數(STI)是一項主板股票市場指數，追蹤新加坡交易所(SGX)上市的 30 家規模最大、最具流動性的公司的表現，被廣泛視為新加坡股票市場的基準指數。

歐洲斯托克 600 指數（通稱為斯托克 600 指數）是一項重要的股票市場指數，代表著歐洲地區 17 個國家中規模最大的 600 家上市公司的表現。該指數旨在為歐洲股市提供一個覆蓋廣泛的多元化基準。

MSCI 中國醫療保健指數是一項衡量中國醫療保健行業大中型公司表現的股票市場指數。該指數是 MSCI 中國指數系列的一部分，由全球領先的指數提供商 MSCI Inc.維護。

MSCI 亞洲（除日本外）指數是一項股票市場指數，用於追蹤亞洲發達市場和新興市場（不包括日本）的大中型市值公司的表現。該指數被廣泛用作亞洲股票投資組合（不包括日本股票）的基準。

CRO：合同研究機構

CDMO：合同研發生產機構

VBP：帶量採購計劃

免責聲明

僅供說明用途。本文件載列的預估、預測及比較數字全部均為截至本文件所述日期為止。

過往表現並非未來業績的保證。

指數並非投資產品，不可視作為投資。

上述所示全部案例研究分析僅供說明用途，不應視為可信賴的建議或推薦。我們的研判以當前市場狀況為依據，未來可能發生變化。本文所示表現並不旨在代表實際投資業績。隱含表現並不保證未來業績。

所提供的資料無意對任何政府決策或政治選舉的預期結果做出價值判斷。

新興市場可能令投資者面臨更高的風險，因而投資者在進行投資前應了解所涉及的風險並確信該等投資具有適當性。投資者必須了解涉及新興市場貨幣的交易具有很大的損失風險。

新興市場投資可能並不適合所有投資者。新興市場投資涉及更大程度的風險和更大的波動性。貨幣匯率的變動以及美國以外地區的會計和稅務政策的差異可能會提高或降低回報。一些海外市場的政治和經濟狀況可能不及美國和其他國家／地區穩定。投資於新興市場可能較為波動。

國際市場投資可能並不適合所有投資者。國際市場投資涉及較高風險且波動性增加。外幣匯率變動以及美國以外地區的會計及稅務政策存在差異可能會增加或降低回報。此外，一些海外市場的政治及經濟環境可能不及美國及其他國家般穩定。國際市場投資可能較為波動。

大宗商品投資相較傳統證券投資涉及較高的波動性，尤其是有關金融工具涉及槓桿。

股票證券的價格可能會因為大盤市場的變動、公司財政狀況的變動、利率風險及缺乏流動性而上升或下跌，有時候可能會比較急速或不可預料。股票證券須承擔「股市風險」，即股價通常在短期或較長時間內可能下跌。

投資於另類資產涉及比傳統投資更高的風險，僅適合成熟的投資者。另類投資涉及比傳統投資更大的風險，不應被視為完整的投資計劃。另類投資不能節稅，投資者應在投資之前向其稅務顧問諮詢。另類投資的費用高於傳統投資，而且槓桿可能很高，會用到投機性投資技巧，因而會放大可能的投資損益。投資價值可升亦可跌，投資者可能無法收回投入資金。

房地產、對沖基金和其他私募投資不一定適合所有個別投資者，可能含有巨大風險，也可能會按照高於或低於原始投資金額的價格被出售或贖回。私募投資僅可在提供更全面闡述了潛在風險的發售備忘錄的情況下提呈發售。概不保證任何投資產品所述的投資目標將會達到。對沖基金（或對沖基金中的基金）往往涉及槓桿及其他具投機性質的投資工具操作，可能會增加投資損失風險；可能非常不流通；並無規定需向投資者定期提供定價或估值數據；可能涉及複雜的稅務結構及發布重要的稅務數據時出現延誤；無須受到共同基金等相同監管法規所規限；收費通常亦會較高。此外，管理和／或營運任何對沖基金時可能存在任何數目的利益衝突。

本文件僅供一般說明之用，可能告知您 JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）旗下的私人銀行業務提供的若干產品及服務。文中所述產品及服務，以及有關費用、收費及利率均可根據適用的賬戶協議而可能有變，並可視乎不同地域分布而有所不同。並非所有地區都提供所有產品和服務。如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請聯繫您的摩根大通團隊或向我們發送電郵尋求協助（電郵地址：accessibility.support@jpmorgan.com。）請參閱所有重要資料。

一般風險及考慮因素

本文件討論的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。**投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。**資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。我們敦促您仔細考慮所討論的服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類資產投資、商品等）或策略是否適合您的需要。在做出投資決定之前，您還必須考慮與投資服務、產品或策略相關的目標、風險、費用和開支。請與您的摩根大通團隊聯絡以索取這些資料及其他更詳細資料，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出陳述或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其它領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。**本文件不應視為研究報告看待。**任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

在摩根大通銀行或其任何附屬機構（合稱「摩根大通」）管理客戶投資組合的活動中，每當其有實際或被認為的經濟或其他動機按有利於摩根大通的方式行事時，就可能產生利益衝突。例如，下列情況下可能發生利益衝突（如果您的賬戶允許該等活動）：**(1)** 摩根大通投資於摩根大通銀行或摩根大通投資管理有限公司等附屬機構發行或管理的共同基金、結構性產品、單獨管理賬戶或對沖基金等投資產品時；**(2)** 摩根大通旗下實體從摩根大通證券有限責任公司或摩根大通結算公司等附屬機構獲取交易執行、交易結算等服務時；**(3)** 摩根大通由於為客戶賬戶購買投資產品而收取付款時；或者**(4)** 摩根大通針對就客戶投資組合買入的投資產品所提供的服務（服務包括股東服務、記錄或託管等等）收取付款時。摩根大通與其他客戶的關係或當摩根大通為其自身行事時，也有可能引起其他衝突。

投資策略是從摩根大通及業內第三方資產管理人處挑選的，它們必須經過我們的管理人研究團隊的審批流程。為了實現投資組合的投資目標，我們的投資組合建構團隊從這些策略中挑選那些我們認為最適合我們的資產配置目標和前瞻性觀點的策略。

一般來說，我們優先選擇摩根大通管理的策略。以現金和優質固定收益等策略為例，在遵守適用法律及受制於賬戶具體考慮事項的前提下，我們預計由摩根大通管理的策略佔比較高（事實上可高達百分之百）。

雖然我們的內部管理策略通常高度符合我們的前瞻性觀點，以及我們對同一機構的投資流程、風險和合規理念的熟悉，但是值得注意的是，當內部管理的策略被納入組合時，摩根大通集團收到的整體費用會更高。因此，對於若干投資組合我們提供不包括摩根大通管理的策略的選擇（除現金及流動性產品外）。

在美國，銀行存款賬戶及相關服務（例如支票、儲蓄及銀行貸款）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。FDIC 成員。

投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其關聯公司（合稱「**摩根大通銀行**」）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是**金融業監管局**和**證券投資者保護公司**的成員。保險產品通過 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）提供。CIA 乃一家持牌保險機構，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及 CIA 均為受摩根大通共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在**德國**，本文件由**摩根大通有限責任公司 (J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會（CSSF）監管，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司馬德里分行**分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會（CNMV）監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會（CONSOB）監管，並已於意大利央行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 8076；其米蘭商會註冊編號為 REA MI 2536325。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行（DNB）和荷蘭金融市場監管局（AFM）監管。於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為 72610220。在**丹麥**，本文件由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）**分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）同時須受丹麥金融監管局（Finanstilsynet）監管，並於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為 29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（德意志聯邦銀行）和歐洲中央銀行（ECB）共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局

(Finansinspektionen) 監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在比利時，本文件由**摩根大通有限責任公司比利時分行**分派，其註冊辦事處位於 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行 (德意志聯邦銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管。摩根大通有限責任公司比利時分行同時須受比利時國家銀行 (NBB) 及比利時金融服務和市場管理局 (FSMA) 監管，並已於 NBB 登記註冊，註冊編號為 0715.622.844。在希臘，本文件由**摩根大通有限責任公司雅典分行**分派，其註冊辦事處位於 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行 (德意志聯邦銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行同時須受希臘央行監管，並已於希臘央行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 124，其雅典商會註冊編號為：158683760001；VAT 編號為：99676577。在法國，本文件由**摩根大通巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於 14, Place Vendome 75001 Paris, France，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行 (德意志銀行) 和歐洲中央銀行 (ECB) 共同監管，監管代碼為 842 422 972。摩根大通巴黎分行同時須受法國銀行業監管機構——審慎監管與決議管理局 (ACPR) 和金融市場管理局 (AMF) 監管。在瑞士，本文件由 **J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派，其註冊辦事處位於 rue de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士受瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 監管。

就金融工具市場指令 (MIFID II) 和瑞士金融服務法 (FINSA) 而言，本通訊屬廣告性質。除非基於任何適用法律文件中包含的資料，這些文件目前或應在相關司法管轄權區內提供（按照要求），否則投資者不應認購或購買本廣告中提及的任何金融工具。

在香港，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派。摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在新加坡，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由（通知您的）摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供。銀行及託管服務由摩根大通銀行新加坡分行向您提供。本文件的內容未經香港或新加坡或任何法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請務必尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於**拉美國家**，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。我們可能會向您提供和／或銷售未按照您祖國的證券或其他金融監管法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和／或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協議或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能會受到特定監管法例和／或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲提供其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋、概以英文版本為準。

「**摩根大通**」是指**摩根大通**及其全球附屬公司和聯屬公司。「**摩根大通私人銀行**」是**摩根大通**從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經**摩根大通**的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用、分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或不欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的**摩根大通**團隊聯絡。

© 2025 年。**摩根大通**。版權所有。

摩根大通銀行(JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011／AFS 牌照編號：238367) 受澳大利亞證券投資委員會和澳大利亞審慎監管局監管。**摩根大通銀行**於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。就本段的目的而言，「批發客戶」的涵義須按照公司法第 2001 (C)第 761G 條（《公司法》）賦予的定義。如您目前並非批發客戶，或在日後任何時間不再為批發客戶，請通知**摩根大通**。

摩根大通證券是一家在美國特拉華州註冊成立的外國公司（海外公司）(ARBN 109293610)。根據澳大利亞金融服務牌照規定，在澳大利亞從事金融服務的金融服務供應商（如**摩根大通證券**）須持有澳大利亞金融服務牌照，除非已獲得豁免。**根據公司法 2001 (C)**（《公司法》），**摩根大通證券已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照，且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管，這些法律與澳大利亞的法律不同。****摩根大通證券**於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。本文件提供的資料不擬作為亦不得直接或間接分派或傳送給澳大利亞任何其他類別人士。就本段目的而言，「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第 761G 條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知**摩根大通**。

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中：

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位；
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金融資料；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及沒有處理澳大利亞的稅務問題。