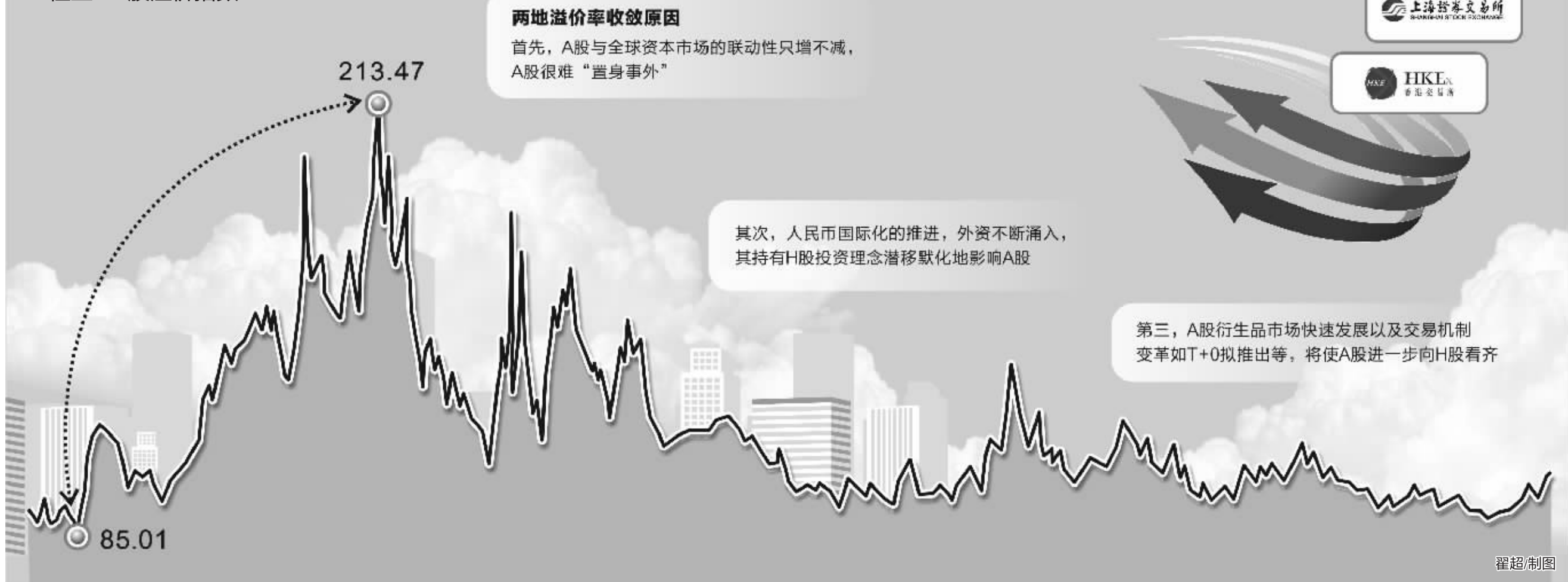


沪港通启动 AH股溢价指数逐渐沦为“鸡肋”？

恒生AH股溢价指数



证券时报记者 唐立

11月17日,沪港通正式开通。在A、H股折价明显收窄的背景之下,一度作为投资者投资风向标之一的恒生AH股溢价指数是否会因此失宠?这个问题正逐渐受到越来越多的投资者关注。

前生和今世

2007年7月9日,香港恒生指数服务公司正式对外发布恒生AH股溢价指数,旨在追踪在内地和香港两地同时上市的股票(内地称A股,香港称H股)的价格差异。该指数一经发布,立即引起套利者的兴趣。

恒生AH股溢价指数根据纳入指数计算的成分股A股及H股的流通市值,计算出A股相对H股的加权平均溢价(或折让)。指数越高,代表A股相对H股越贵(溢价越高);反之,指数越低,代表A股相对H股越便宜。

行情数据显示,恒生AH股溢价指数发布首日报收于133.24点,这也意味着A股对H股的溢价整体上是33.24%。而截至昨日收盘,该指数报于104.30点。七年前,表面上看其点位变化似乎不大,但过程则足够让投资者回味。

自2007年AH股溢价指数推出以后,指数每次探底接近100点,均触发A股的反弹行情,且涨幅相对可观。不过,自2010年6月中旬开始,该指数一度跌下100点,同时低点迭出,向市场发出A股平均价格水平走向与H股接轨的信号。2013年上半年,AH股溢价指数升势明显,最高曾涨至116.48点,但随后一路下滑,今年7月24日创下该指数正式对外发布88.72点的历史低位。此后,伴随着沪港通开通的传闻,AH股溢价指数开始显著回升,目前已站稳100点一线,表明此前漫长的A、H股价格趋向融合。

实质性代表

恒生AH股溢价指数虽然从整体上反映A股对H股的溢价(折价)比例情况,但实质上则属于金融股溢价指数。因为该指数是以流通市值加权计算的,如果将指数进行拆分,可以看到,金融服务占指数的权重一度接近八成。因此,莫尼塔投资认为,恒生AH股溢价指数主要反映的是金融股的折溢价情况,其本质就是金融股的溢价指数。

实际上,目前同时在A股和H股上市的86只成分股中,如果以标准差/溢价率均值代表个股溢价波动率,我们还可以发现,波动率大于100%的个股大多来自金融行业,并构成整个溢价指数波动的核心部分。未来,随着华泰证券、广发证券等金融股相继于H股上市,恒生AH股溢价指数的“金融”成色将再添一笔。

金融股主导恒生AH股溢价指数平衡的一个典型例子,就发生在今年

的2月11日。当日,银行、保险等权重股齐涨,导致上一交易日还大涨1.95%的恒生AH溢价指数当日应声回落1.27%。当前,银行、证券、保险等金融股联袂走势逼空行情,也使得恒生AH股溢价指数强势上升。昨日证券、保险板块平均涨幅分别达到4.13%、3.65%,成为恒生AH股溢价指数当日上涨1.62%的直接推手。

值得提及的是,也正是基于恒生AH股溢价指数本质上反映金融股折溢价程度的特点,不少机构也据此为投资者提供了AH金融股的对冲策略,并取得上佳的投资效益。显然,投资者正确认识恒生AH股溢价指数的实质非常有必要。

收敛之原因

早期的A股属于相对独立的资本市场,因此有着自身的波动逻辑。不过,在与香港股价接轨之后,特别是在经济全球化进程加快以及沪港通推进的背景下,A股已完全不可能“独善其身”于全球资本市场,A股与境外市场的联动已越来越明显。比如,仅仅时隔4个月,恒生AH股溢价指数已从88.72点的历史低点回归100点,A股长时间较H股折价的现象已明显改观,其差价几乎可以抹平。

早前,有分析人士指出,当AH股溢价指数低于120点,即A股相对H股的溢价低于20%时,A股更有相对估值优势且可能处于阶段性底部。而当AH股溢价指数超过160点时,即A股相对H股的估值水平大幅高于历史平均31%的水平时,A股估值较高,H股则估值相对便宜,因此更具中期投资价值。这样的观点曾获得市场走势的证明。不过,在目前沪港通已通,且未来有可能扩大步伐的背景下,类似观点仍有待验证。

需要指出的是,沪港通的推出必然会在很大程度上促进A、H股股价趋同,其结果则直接导致恒生AH股溢价指数走势平稳化。所以,理论上的恒生AH股溢价指数超过160点的状况能否一见,只能期待时间给出答案。

至于恒生AH股溢价指数走势平稳化,或者说趋于收敛,原因除了沪港通甚至是未来的深港通之外,人民币国际化、全球经济同步等因素也不容忽视。首先,次贷危机后,全球经济同步性大幅提升,中国经济加大出海步伐,A股与全球资本市场的联动性将只增不减,A股或被别人影响,或影响别人,唯独很难“置身事外”;其次,人民币国际化的推进,导致外资不断涌入,当合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外投资者(RQFII)成为A股市场的重要成员时,其持有的H股投资理念自然也会潜移默化地影响着

A股。此外,A股衍生品市场快速发展以及交易机制变革如T+0拟推出等,将进一步向H股看齐。当这些基础的市场因素趋同时,AH股溢价折价自然很难再漠然处之。

向“窄”不向“无”

尽管未来恒生AH股溢价指数可能会随着沪港通的发展而出现平稳走势,导致其作为套利风向标的作用减弱,但这并不能表明恒生AH股溢价指数将百无一用。

毋庸赘言,恒生AH股溢价指数的存在基础,即A、H股之间的价差,除非这种价差完全消失,否则恒生AH股溢价指数依然在投资中发挥着作用。说到价差,此前不少投资者认为沪港通开通后即可抹平“A+H”股的价差,但预期并未实现,沪港通开通之后大部分的“A+H”股股价呈现沪港齐跌的走势。可见,价差不会因沪港通而消失,只会收窄,而即便收窄也不会是一蹴而就的事情。

广东煜融投资管理有限公司董事长吴国平认为:沪港通不会抹平A+H股价差。道理很简单,沪市和港市属于两个不同体量的商场,各自的消费人群完全不一样。就好像我们去不一样规格的商场,同样商品其价格体现肯定是完全不一样的,就算同一品牌,很多时候都会有差异性。再具体点,比如香港的鸡肉等价格,同样的东西,在内地会一样价格吗?肯定不一样吧。股票也可以理解为商品,在不同环境下,价格肯定是有差异的。”

由此来看,A+H股价差将长期存在,这也为价差套利提供了基础。不过,这也仅仅是一种理论上的可能,现实可操作性有多强,目前市场上鲜见到较为成功的案例。根据数据统计,沪港通开通前的9月份,A+H股中A股比H股溢价20%以上的标的有20多只,相反的也有20多只,但目前“A+H”股中价差超过20%的标的已经不多。在汇率、手续费等因素的影响下,可套利的空间其实已不大。

虽然如此,沪港通开通后,不少机构还是加快研发步伐,准备试水针对沪港通套利的产品。齐鲁资管近期已向市场推出首款专为沪港通设计的跨境套利产品——水滴一号。齐鲁资管董事长章飙对媒体表示,沪港通的出现大大降低价差扩大风险,为资管行业推出收益更高、风险更低产品提供机制保障。资料显示,水滴一号产品投资的标的为内地A股市场、香港H股市场、新加坡市场,包括期货三大交易所中的股指期货,以及H股市场中的沪深300指数、ASO指数ETF及其他衍生品。该产品采用跨市场套利策略,即在一个交易所购入(或卖出)一定数量的股票(期货、ETF),在相对应另一个交易所卖出(或购买)相同数量的同种股票(或期货、ETF),以获取不同市场差价。

另外,重阳投资也准备发行针对沪港通套利产品,并表示产品正在进行模拟测试;鼎锋资产总经理李霖君在今年9月发行针对AH股套利产品。国内券商首只沪港通概念对冲基金产品——“君享丰盈”,也将由国泰君安资管公司于下月发行。

■记者观察 | Observation |

AH股溢价指数会否消失

证券时报记者 罗峰

最近,A股市场有一种沮丧的声音,H股的折价或溢价并未随沪港通的开通而消失,甚至有的品种还扩大了差价。

在市场的时间长河中,以周和月为单位来纵观市场,总是容易失真。其实,即便是以沪港通开通之后来看,AH差价较大的个股还是以缩小差价为主流趋势,而不是扩大;恒生AH股溢价指数也持续在101-103间窄幅波动,在看上去很平稳的平台上整理。

不过,把观察的时间窗口放大一点,可以看到更有意思的场面。

主流是缩小差价

“这是7月23日收盘后A股与H股的一份比价表:与H股相比,中国人寿A股便宜22%,中国铁建A股便宜20%,招商银行A股便宜20%……在这份名单上,A股便宜过H股的股票有17只,其中金融股占了10只,四大国有银行、三大保险股全部在列。”

上文是2010年证券时报一个关于AH股差价专题报道的开头。与4年前相比,现在差价明显缩小,部分股票的差价甚至消失了。上述与H股差价最大的蓝筹股,以11月27日收盘价计算,中国人寿A股贵2%,中国铁建A股贵16%,招商银行A股便宜6%。三大保险股中,中国太保、中国平安的A股折价率分别为4.5%、3.3%,较4年前远为缩小。

如果从蓝筹股来看,除了近期因成为热门概念股而突然积累巨大涨幅的高铁、基建等股票外,多数大盘股的A股与H股的差价幅度呈现逐渐缩小态势。目前,新的差价格局体现的是两地市场投资风格上的差异——香港市场不太讲究概念带来的上涨,注重业绩实效,即便认为高铁、基建行业景气回升,也没认为能达到股价动辄涨50%的程度。以中国铁建为例,今年国庆假期后,H股大涨24%,但同期A股大涨53%,这令中国铁建的A股消除了对H股的折价后形成了新的溢价。

再来看四大国有银行,A股对H股的溢价为工商银行-5.7%、建设银行-3.5%、农业银行-5%、中国银行1%,差价程度亦呈现明显的收窄趋势。其中,中国银行的AH股差价一段时间以来围绕零溢价小幅波动。同样,已经将差价缩小到较小波动范围的还有交通银行、中信证

券、中国石化等。当然,差价大的品种依然不少,中国石油A股较H股贵16%,中信银行、中煤能源A股均贵三成;不景气的传统行业更是由于A股下半年大涨而拉大了与H股的价差,中国远洋、马钢股份、郑煤机的A股溢价率都超过70%。

两类个股将泾渭分明

把差价变化放在十年、五年、三年以及今年来看,可以说,适合放在全球资本市场进行定价的品种,AH差价以缩小为趋势,超大盘的金融股莫不如此;而体现市场风气、取决于小气候的品种,差价的缩小还是扩大则缺乏规律,比如沪港通标的里差价最大的洛阳玻璃,A股价格是H股的240%,但市场难以判断这种差价会否消失,因为在目前A股氛围下,洛阳玻璃A股很难大幅下跌。同样的,在港股市场,缺乏业绩刺激的洛阳玻璃H股也难以超预期上涨。在这种格局下,AH股之间的巨大差价可能一定程度上对投资者心理形成羁绊,但难以消除差价,同一只股票在两地市场继续各玩各的游戏,直到将来新的因素来打破这个格局寻找新的平衡。

恒生AH股溢价指数本周四大涨2%,这是在A股继续强势上涨、港股市场弱势下跌的反差下拉大了距离,但溢价指数仍仅为104.3,属于合理范围。

AH股价差的背后,有两种主要因素:一是各自市场的主要买家在投资风格、投资理念上的差异;二是资本市场的定价分歧。第一种差异很难在短时间消除,这就是洛阳玻璃等股票在沪港通后仍将保持AH股较大差价的原因;第二种因素则在相对短些的时间里完成缩小差价。另一方面,由于价格围绕价值波动,即便是消除差价的这部分AH股,仍然会在合理范围内出现差价,甚至在某些极端时刻差价扩大很多。

从上述两因素的角度看,AH股差价现象在较长时间难以完全消除,但恒生AH股溢价指数将逐渐失去意义——在全球进行资本定价的超大蓝筹股终究要基本实现AH股同价(占溢价指数的权重高),而基于不同交易习惯的部分个股在可预见的数年内都很难实现AH股同价(占溢价指数的权重低)。也许,两三年后人们渐渐习惯了恒生AH股溢价指数的单日极小波动,因此该类指数缺乏参考价值而失去兴趣,该指数也就形同消失。

与H股差价最大的A股溢价变化(A股对H股溢价率)



A+H股溢价率居前个股一览表

A股代码	A股简称	A股最新价	H股代码	H股简称	H股最新价	溢价率(%)	行业
002703	浙江世宝	27.82	01057	浙江世宝	8.78	300.68	汽车
002490	山东墨龙	10.59	00568	山东墨龙	4.08	228.22	机械设备
000666	经纬纺机	18.99	00350	经纬纺机	8.85	171.34	非银金融
000585	东北电气	4.13	00042	东北电气	2.08	151.08	电气设备
600876	洛阳玻璃	7.24	01108	洛阳玻璃	3.80	140.93	建筑材料
000860	*ST京城	7.27	00187	京城机电	3.85	138.78	机械设备
601038	二拖股份	11.36	00038	第一拖拉机	6.03	138.23	机械设备
000756	新华制药	8.52	00719	山东新华	4.55	136.79	医药生物
600806	昆明机床	7.85	00300	昆明机床	4.41	125.09	机械设备
603993	洛阳钼业	8.83	03993	洛阳钼业	5.04	121.55	有色金属

A+H股折价率居前个股一览表

A股代码	A股简称	A股最新价	H股代码	H股简称	H股最新价	折价率(%)	行业
000002	万科A	10.27	02202	万科企业	15.38	-15.56	房地产
600585	海螺水泥	17.73	00914	安徽海螺	25.60	-12.42	建筑材料
600600	青岛啤酒	39.39	00168	青岛啤酒	54.90	-9.27	食品饮料
600377	沪沪高速	6.32	00177	江苏沪宁	8.72	-8.35	交通运输
000338	潍柴动力	21.47	02338	潍柴动力	29.55	-8.12	汽车
600011	华能国际	6.56	00902	华能国际	9.02	-8.03	公用事业
600027	华电国际	4.63	01071	华电国际	6.34	-7.65	公用事业
601088	中国神华	15.95	01088	中国神华	21.80	-7.48	采掘
601766	中国南车	5.80	01766	中国南车	7.89	-7.04	机械设备
601398	工商银行	3.83	01398	工商银行	5.18	-6.50	银行

数据来源:证券时报数据部 唐立/制表