

恒生的新“度量衡”将A-H股溢价推向何方?

向 静,王苏生^①,郝嘉吉^②,李金子^③

(哈尔滨工业大学 深圳研究生院,广东 深圳 518055)

[摘 要] 由于市场分割、计价货币、投资环境、投资理念、需求价格弹性差异等各种主客观原因,导致同一公司A股和H股的同股不同价现象。随着恒生AH股溢价指数的推出,衍生产品发行商为投资者开发利用价差套利的新产品就更加容易了,这无疑为两地股市套利交易铺平道路,从长远看,A、H股的价差将逐步缩小并可能消失。

[关键词] A股; H股; 溢价指数

[中图分类号] F83 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2008)06-0035-03

一 我国A-H股的价差空间彰显

一般来说,同一公司的股票应该大致有相等的价格,但由于市场分割、计价货币、投资环境、投资理念、需求价格弹性差异等各种的主客观原因,导致同一公司A股和H股的同股不同价现象。^[1]截止到2008年4月30日,A股和H股双重上市的公司共53家。长期以来,A-H股公司的A股价格相对于同类H股一直保持着较高的溢价,即使在A股市场最低迷时期的平均溢价率也高达35%。据统计,目前53家A-H公司存在着较大幅度的价差。其中,价差幅度最小的是中国平安和海螺水泥;价差幅度最大的则是ST科龙和洛阳玻璃,A股对H股的溢价率均超过500%;溢价率超

过100%的公司多达17家(网易财经20080430的A+H股价格对比表)。

二 现有溢价率算法及近年来A-H股总市值加权平均溢价状态

对同时在A、H股上市的公司股票溢价率描述性统计,常用的溢价率计算为:

$$(P_{A,i,t} - P_{H,i,t} X_t) / P_{H,i,t} X_t$$

其中, $P_{A,i,t}$ 和 $P_{H,i,t}$ 表示公司*i*的A股和H股在时期*t*时的收盘价,以人民币计价, X_t 时间*t*时港币对人民币的汇率。

1999年12月至2007年6月A-H股总市值加权平均溢价状态描述(如图1)

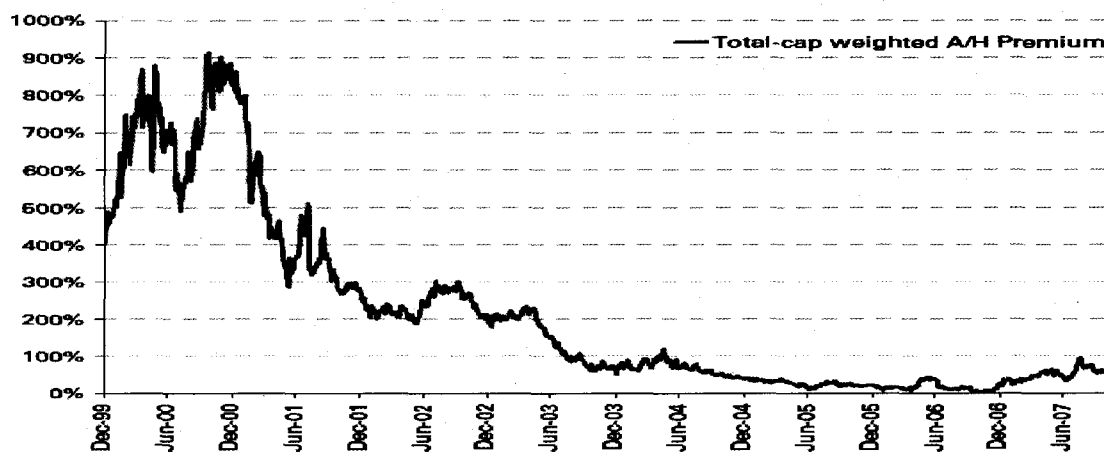


图1 1999-2007年A-H股总市值加权平均溢价状态图

资料来源:Datastream (Thomson Financial)

[收稿日期] 2008-07-18

[作者简介] 向静(1976-),女,湖南怀化人,哈尔滨工业大学深圳研究生院管理科学与工程博士后。

①哈尔滨工业大学深圳研究生院教授。②哈尔滨工业大学深圳研究生硕士生。③哈尔滨工业大学深圳研究院博士生。

三 A-H 股的溢价现象亟待解决

2006 年以来,我国股票市场进入发展的“快车道”,市场规模不断扩大,随着国内大型企业从 H 股市场不断回归,证券市场之间联动性日益增强,投资者数量迅速增加,而 A 股和 H 股的同股不同价现象揭示了巨大套利空间^[2],对两地市场套利机制的需求越来越强烈。^[3] 2007 年 1 月,香港政府公布了“十一五”规划行动纲领,纲领中明确建议在香港的 H 股与内地 A 股间建立一套“套利机制”,来解决目前 A 股与 H 股存在的价差问题。该建议在 2007 年的两会上得到了正式回应:国家外汇管理局局长胡晓炼在接受媒体记者采访时称,A 股和 H 股两个市场建立套利机制是一项推动资本市场发展的措施,外管局正在研究 A 股和 H 股两个市场建立套利机制的建议。

中国人民银行在最近发布的《2006 中国金融稳定报告》中提出,考虑对需要两地上市的公司推出中国存托凭证(CDR)产品,通过允许跨境套利交易,形成内地和香港之间相互参照的股票定价机制。相关监管部门也已允许开展代客境外理财业务(QDII)。

香港的多家金融机构(包括港交所)都已在积极研究 A 股和 H 股之间价差的套利措施,主要的设计理念是,通过特别批准的投资银行,在一定额度内在两地市场进行套利活动以拉近 A 股与 H 股之间的价差。这些表明建立套利机制已势在必行,并将会对缩小以人民币计价的 A 股和以港元计价的 H 股之间的价差有正面意义。由于市场交易往往会超前反映预期变化的市场信息,这意味着启动研究 A 股和 H 股套利机制会促使 A 股投资者(主要是机构投资者)更加关注 A 股与 H 股之间的价差问题,由此又会逐渐影响到他们的投资策略及市场操作行为。当 A 股投资者充分意识到目前的 A 股股价(或市盈率)普遍高于其对应的 H 股股价(或市盈率)时,他们就会采取相应的套利交易策略来平抑 A 股与 H 股之间的价差,获取无风险的套利收益。其实,现行的 QFII 和 QDII 的制度安排已表明这样的操作是可行的。^[4]

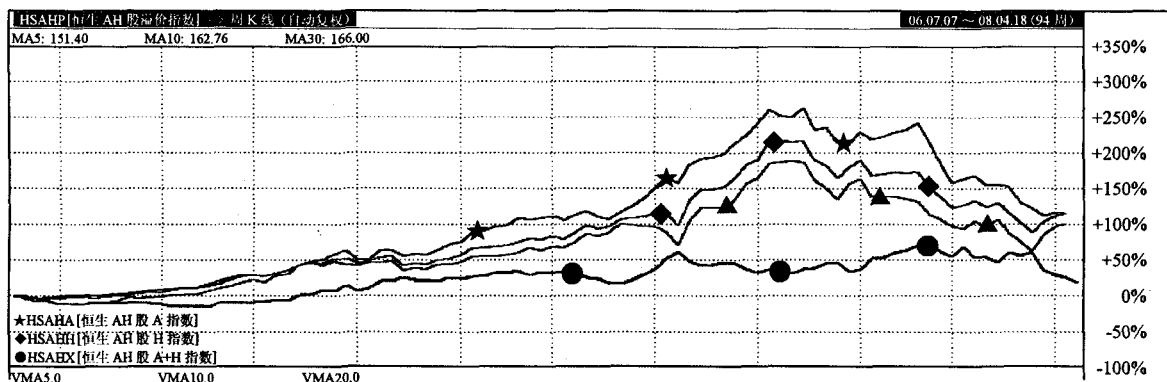
四 最新整体价差度量工具的推出——恒生 AH 股溢价指数和其它三项价格指数

为了捕捉投资机会,恒指服务有限公司于 2007 年 7 月 9 日推出了恒生 AH 股溢价指数(“AH 股溢价指数”),为市场提供了一项简明的指标,以量度同时拥有 A 股及 H 股上市地位的大型公司于两地上市的股票价差。指数采用加权平均法,以 A 股股价及 H 股股价计算成份股公司的总流通市值并进行比较,从而计算出 A 股相对 H 股的加权平均溢价(或折让)。当 AH 股溢价指数超过 100,表示 A 股股价平均较 H 股高。指数越高,则表示 A 股相对 H 股的溢价越大;当 AH 股溢价指数低于 100,则表示 A 股股价平均较 H 股低。指数越低,则表示 A 股相对 H 股折让越大。当整体 A 股股价与 H 股股价相若,指数水平将会是 100。

为了量度这些同时拥有 A 股及 H 股上市地位的大型公司股价表现,恒指服务公司也同时推出了 3 项价格指数,用以量度 AH 股整体的股价表现及于个别市场的股价表现。这 3 项价格指数分别为 AH 股 A+H 指数(美元)、AH 股 A 指数(人民币)及 AH 股 H 指数(港币),成份股与 AH 股溢价指数的成份股相同。

3 项价格指数均采用流通市值调整计算,个别成份股的比重上限设定为 15%。成份股比重将会在每月的调整日按整体流通市值调整,每只成份股在 A 指数及 H 指数中的比重将被调至跟 A+H 指数中的比重相同。在此设计下,指数变动便能避免因个别股份于不同市场的比重不同所造成的差异,从而反映了相同的成份股及相同的市值比重下,指数走势因 A 股及 H 股价格变动所产生的影响。

简单来说,若把 AH 股 A 指数及 AH 股 H 指数以图表方式表示,并以相同的水平作线型图起点,两条线中间的差距便代表了 A 股相对 H 股的溢价(或折让)。将 AH 股溢价指数配合 AH 股 A 指数及 AH 股 H 指数一起使用,便有助投资者分析两地市场的动向及成份股公司的估值变化。^[5]



2006.07.07 ~ 2008.04.18 A-H 股整体价差状态——恒生 AH 股指数四线叠加图

数据来源:Wind 资讯。

五 AH 指数系列为两地套利铺平道路,A-H 股差价缩小

恒指服务公司编制的 AH 指数使得大陆和香港市场同一股票的价差进一步透明化,指数可以反映两地股价关系及

差异,帮助市场理解 A+H 股的未来走势,将使越来越多的投资者看到 A 股与 H 股之间价差所隐含的套利机制。于是,顺理成章地有了这个猜测:有了差价指数,衍生产品发行

商为投资者开发利用价差套利的新产品就更加容易了,“A+H”指数的推出无疑是为两地股市套利交易铺平道路。从长远看,随着两地机构投资者的融合、投资理念的趋同与人民币资本项目的自由兑换,特别是股票市场完全开放后,A、H股的价差将逐步缩小并可能消失。^[6]

[参考文献]

- [1] 李大伟,朱志军,陈金贤. H股相对于A股的折让研究[J]. 中国软科学,2004,(1).
- [2] 何本虎. A股与H股价值型融合仍将延续[J]. 证券导刊,2004,(43).
- [3] 申银万国策略研究小组. 从A、H股运行差异看A股趋势[J]. 证券导刊,2004,(35).
- [4] 韩德宗. A股和H股市场软分割因素研究——兼论推出QDII的步骤和时机[J]. 商业经济与管理,2006,(3).
- [5] 恒指服务有限公司. 你了解恒生行业分类系统与恒生AH股溢价指数吗?[J]. 恒生财富,2007,(11).
- [6] 武幼辉,张万成. A-H股联动的前景如何?[N]. 广发证券——投资策略周刊,2007-10-22.

What influence will Hang Seng China AH Premium Index have on the “A Shares’ premium”

XIANG Jing, WANG Su - sheng, HAO Jia - ji, et al

(Shenzhen Graduate School, Haerbin University of Technology, Shenzhen 518055, China)

Abstract: Because the market segmentation, different currency, different investment environment and principle etc., the A Share’ premium phenomenon appeared. After Hang Seng China AH Premium Index was released, the stock market arbitrage of the two sides become more simple and smooth. In the future, the A Shares’ premium will diminish gradually and may disappear also.

Key words: A Share; H Shares; Premium Index

(上接第34页)

- [3] 王莉华. 我国高等教育的绩效专项经费改革及完善思路[J]. 中国高教研究,2008,(9).
- [4] 石 均. 我国高等教育投入机制研究[J]. 湖北农村金融研究,2008,(5).
- [5] 储敏伟. 高等教育财政管理:我国的实践及改革方向[J]. 上海金融学院学报,2007,(4).
- [6] [美]托马斯·戴. 理解公共政策[M]. 北京:北京大学出版社,2006.
- [7] 张自强. 日本高等教育财政制度改革特征及趋势[J]. 中国市场,2008,(6).
- [8] 刘天佐. 美国与日本高等教育财政拨款体制对我国的启示[J]. 生产力研究,2007,(15).
- [9] 王 莹. 我国高等教育财政投入现状及效益提升[J]. 宏观经济研究,2008,(3).

Fiscal Expenditure of Higher Education: Pitfalls, International Comparison and Reform

WANG Zhi - yang

(Jimei University, Xiamen 361021, China)

Abstract: Education is a kind of quasi - public goods and so is higher education. This thesis analyzes the pitfalls of the fiscal expenditure of higher education in China, compares the fiscal expenditure of higher education in the United States and Japan. And it puts forward the measures to reform the fiscal expenditure of higher education in China.

Key words: higher education; fiscal expenditure; pitfalls; international comparison; reform