

A 股與 H 股的價格漸趨貼近

市場監察部研究科李兆麟、潘嘉怡¹

2005 年 1 月

摘要

A 股的價格相對於 H 股一直出現溢價²。除了其他因素外，這是由於 A 股的供應有限及供內地人士投資的機會亦屬有限所致。由於內地當局可能會減持國有股，並可能會在管控措施的配合之下放寬對境外投資的限制，所以有關溢價在近年不斷下跌。隨著市場預期 A 股與 H 股的價格漸趨貼近，H 股價格近年大幅攀升。然而，溢價收窄的情況在 2004 年開始減慢。這似乎是由於內地實施宏觀調控及 H 股的集資活動增加所致。

引言

1. 在 2004 年 12 月底，有 30 家 H 股公司同時發行 A 股，其中 28 隻 A 股的價格較相關的 H 股出現溢價(其中兩隻 H 股的價格則較相關 A 股高出 0.1%至 8.9%)。溢價的幅度介乎 5.5%至 349%，加權平均數約為 39%(表 1)³。

A 股相對於 H 股的溢價	2004 年 12 月
0 – 50%	10
50 – 100%	4
100 – 200%	9
200 – 300%	4
>300%	1
小計	28
H 股相對於 A 股的溢價	
0 – 25%	2
小計	2
總計	30
資料來源：證監會研究科	

¹ 本文僅作探究事實及研究之用，並非意圖評論任何市場／公司的發展或詮釋有關的政策。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

² H 股公司指在中國內地註冊成立並經中國證監會批准來港上市的公司。這些中資企業的股份面值以人民幣計算，並以港元或其他貨幣認購及買賣。

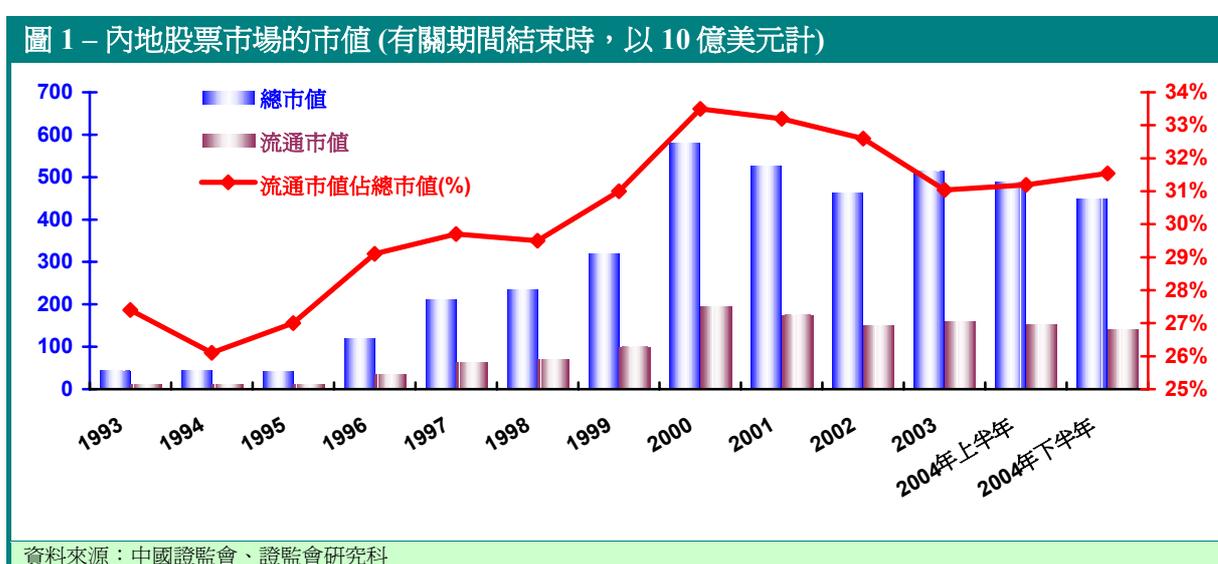
³ 溢價按市值加權計算。

出現差價的原因

2. 除了其他因素外，A 股價格相對於 H 股出現溢價的原因是由於：
 - A 股的供應有限；及
 - 內地人士的投資機會有限。

A 股的供應有限

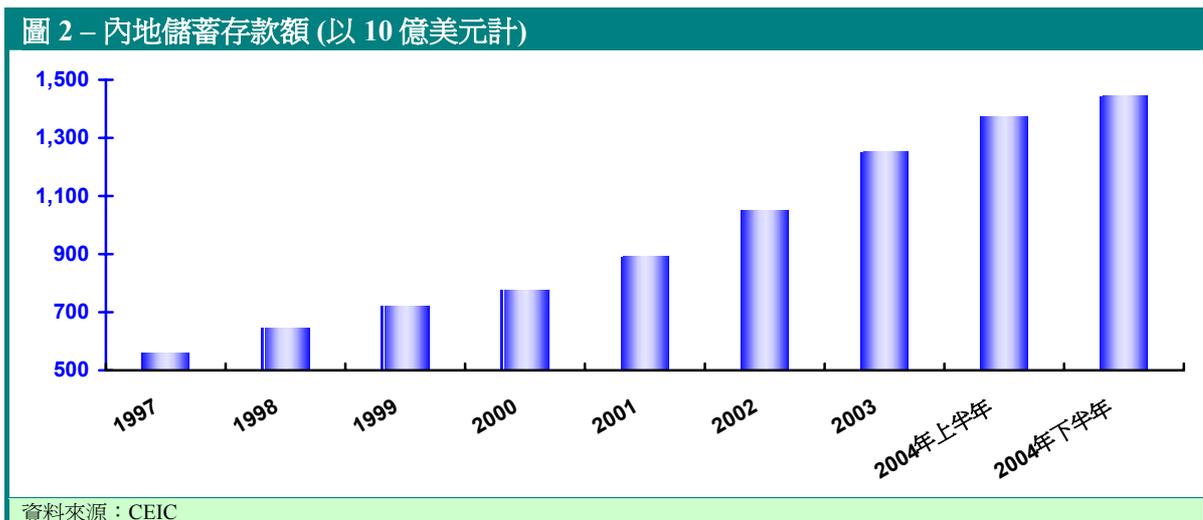
3. 在內地兩個交易所上市的 A 股中，只有約三分之一可供買賣(圖 1)。餘下的三分之二主要為不可買賣的國有股及法人股。雖然內地股份在 2004 年 12 月底的總市值達 4,477 億美元，但流通市值只有 1,412 億美元(佔總額 31.5%)。



內地人士的投資機會有限

4. 中國內地過去 20 年一直維持平均約 9% 的經濟增長。內地的人均國內生產總值的最新數字為 2003 年的 1,087.2 美元。根據世界銀行⁴的指標，中國內地的人均國內生產總值在就購買力而作出調整後已達到一個中入息國家的水平。
5. 在內地，對境外市場作出金融投資是受管控的，而內地的投資機會仍然有限。因此，存款額持續增加。在 2004 年 12 月底，儲蓄存款額為 14,444 億美元，約相等於內地市場總市值的 3.2 倍及其流通市值的 10.2 倍(圖 2)。

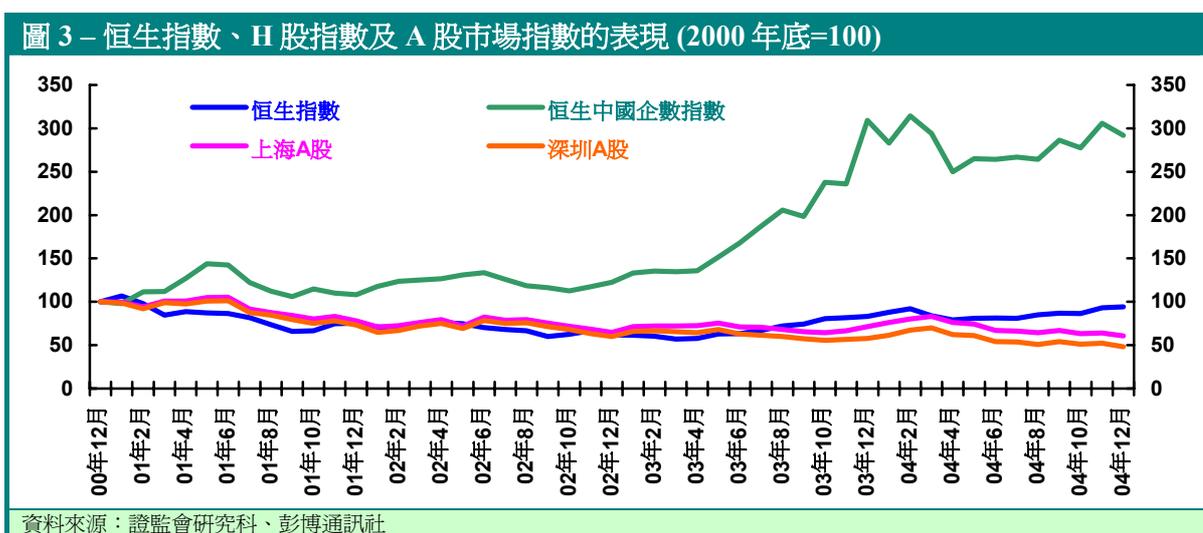
⁴ 世界銀行 (2003) 《世界經濟指標》，可從以下網站下載 http://econ.worldbank.org/files/30042_select.pdf



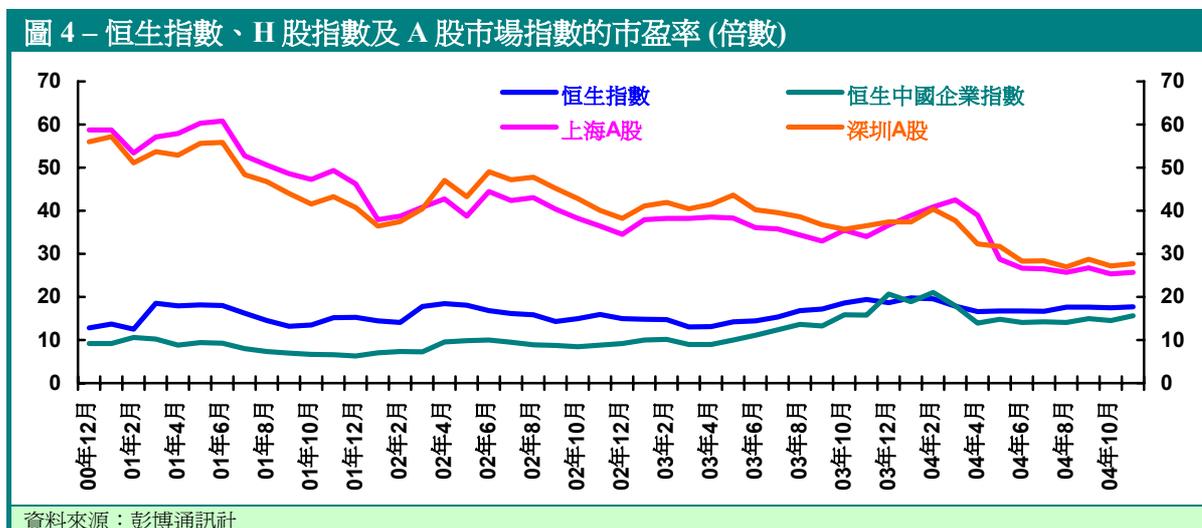
6. 由於內地經濟發展及財富累積的速度迅速上升但投資機會卻有限，以致資金可能已轉移至當地股市，從而可能令該等市場攀升至較高水平。

溢價收窄

7. 然而，A 股價格相對於 H 股價格的溢價已由 2000 年底的加權平均數約 830% 收窄至 2004 年底的 39%。在 2000 年底至 2004 年底期間，上海 A 股及深圳 A 股指數分別下跌 39% 及 52% (圖 3)。相反，儘管恒生指數於同期下跌 5.7%，但 H 股指數卻上升 192%。



8. 根據資訊供應商提供的資料，上海 A 股及深圳 A 股市場的市盈率分別由 2000 年底的 59 倍及 56 倍，下降至 2004 年底的 24 倍及 26 倍(圖 4)。相反，H 股的市盈率則由同期 9 倍上升至 16 倍，而恒生指數的市盈率則由 13 倍上升至 20 倍。



9. 除其他因素外，溢價收窄可能是由於以下因素所致：
- 內地當局可能減持國有股及／或發售新股；及
 - 有關當局可能放寬對境外投資的限制。

溢價收窄的原因

內地當局可能減持國有股及／或發售新股

10. 有關當局希望藉著出售國有股，使上市公司的管理層能夠按照市場原則行事，為股東謀求最佳利益。此舉有助加強投資者的信心，從而使股價獲得支持。然而，出售國有股會增加股份的供應，並可能對股價構成壓力。至於對股價的最終影響，將視乎減持有關股份的幅度而定。
11. 過去數年，出售國有股或甚至是發售新股的傳言並未為股市帶來利好因素。每當有傳言指當局可能會出售國有股或發售新股時，股價通常都會下跌。這可能是導致 A 股及 H 股價格水平漸趨貼近的原因。

有關當局可能放寬對境外投資的限制

12. 據傳媒報道，內地的社會保障基金已就進行境外投資取得所有必需的批准，並可能最早於 2005 年初落實執行。在 2004 年 9 月底，有關基金的資產值為人民幣 1,489 億元。分析員推測大約 5 億至 10 億美元可用作境外投資(包括香港)。隨著更多資金流入香港，將會有助帶動股票市場，令兩地股份的價格差距收窄。
13. 儘管合資格境內投資者(QDII)計劃還未有具體的實施時間表，但有傳言指內地有關當局正在考慮落實該計劃。如該計劃確實執行，將標誌著在管控措施下進行的境外投資向前邁進一大步，而香港將會受惠於放寬對境外投資的限制。

溢價收窄減慢

14. 雖然 A 股相對於 H 股的溢價持續下降，其下降速度在 2004 開始減慢。例如，在 2003 年底，有關溢價為 53%，而在 2004 年底則為 39%(圖 5 及表 2)。以往，有關溢價由 2000 年底的 830% 下跌至 2001 年底的 307%，以及進一步下跌至 2002 年底的 214% 及 2003 年底的 53%。下降速度減慢看來是由於以下原因所引致：

- 內地實施宏觀調控措施；及
- H 股的集資活動增加。

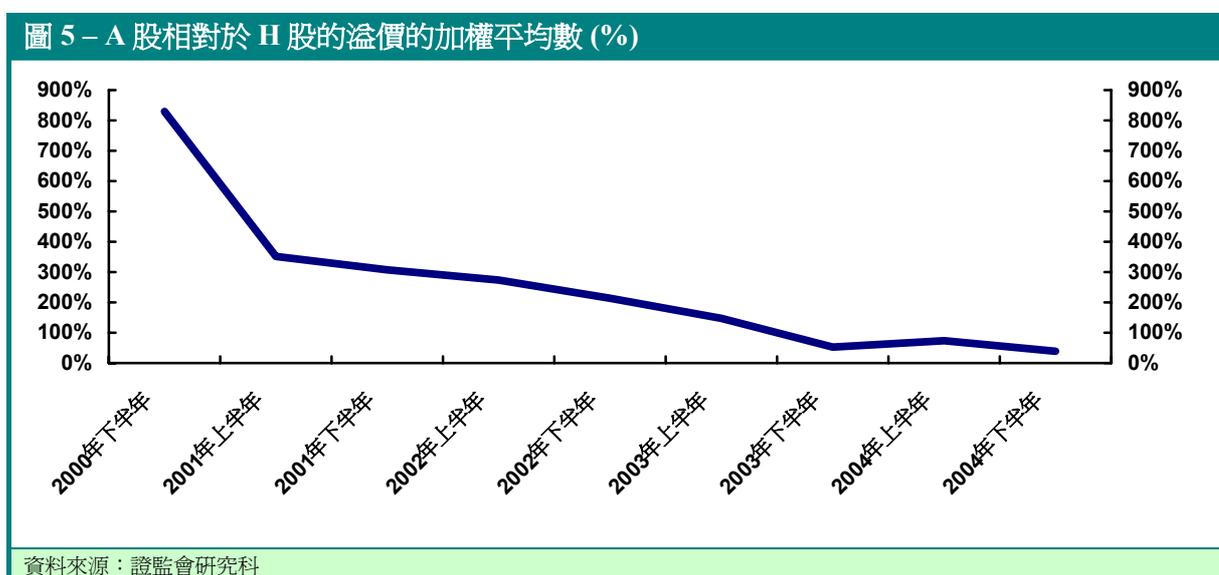


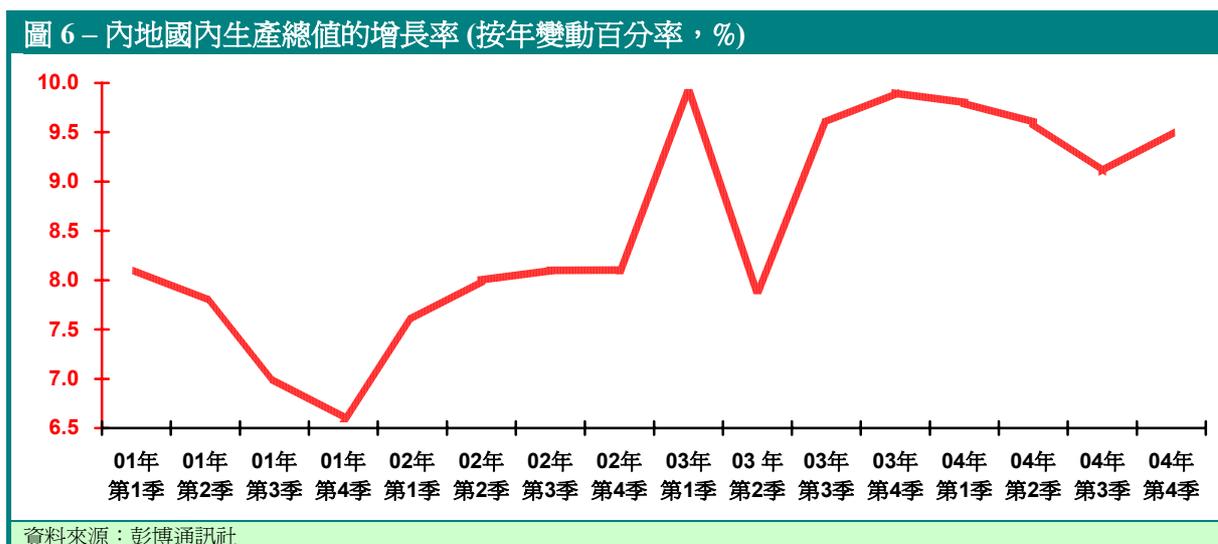
表 2 – A 股與 H 股之間的差價 (有關期間結束時，以股份數目計)

A 股相對於 H 股的溢價	2000	2001	2002	2003	2004 年上半年	2004 年下半年
0 – 100%	0	0	2	12	12	14
100 – 200%	0	1	6	10	7	9
200 – 300%	0	6	1	6	6	4
300 – 500%	6	12	11	0	4	1
>500%	13	5	7	0	0	0
小計	19	24	27	28	29	28
H 股相對於 A 股的溢價						
0 – 25%	0	0	0	1	0	2
小計	0	0	0	1	0	2
總計	19	24	27	29	29	30

資料來源：證監會研究科

內地的宏觀調控措施

15. 內地在 2003 年下半年實施的宏觀調控措施，冷卻了市場看漲 H 股的情緒，並且導致 A 股與 H 股的價格漸趨貼近的速度減慢的原因。
- 在沙士期間，內地經濟增長稍微放緩但仍維持堅挺。2003 年第 2 季的國內生產總值為 7.9%，並在 2003 年第 3 季急速反彈至 9.6%，其後一直保持強勁(圖 6)。
 - 中國人民銀行在 2003 年第 3 季將銀行儲備要求由 6%提高至 7%。
 - 然而，部分行業繼續迅速發展。例如，在房地產方面的投資在 2004 年首兩個月內便錄得 50.2%的增長。有關當局採取了收緊銀行信貸等行政措施。中國人民銀行在 2004 年第 2 季將銀行儲備要求由 7%進一步提高至 7.5%。可是，通脹率在第 3 季上升至 5%+，看來進一步的宏觀經濟措施快將出籠。
 - 中國人民銀行在 2004 年 10 月 29 日加息，這是 9 年來的首次加息行動。



16. 結果，H 股出現整固，同時恒生中國企業指數由 2004 年 2 月底最高的 5,102 下跌 20% 至 2004 年 4 月底的全年低位 4,061。上海 A 股及深圳 A 股市場同期分別下跌 4.7% 及 7.6%。除其他因素外，H 股價格的跌幅較大，解釋了 A 股與 H 股的價格漸趨貼近的速度減慢原因。

H 股的集資活動增加

17. H 股的集資額近年持續上升，但透過 A 股集資的數額卻不斷下跌。
- 在 2001 年，H 股的總集資額為 9 億美元(8.6%)，而 A 股的總集資額則為 91 億美元(91.4%)(圖 7)。
 - 在 2002 年，H 股的總集資額增至 22 億美元(21.1%)，但 A 股的總集資額則減至 82 億美元(78.9%)。
 - 在 2003 年，H 股的總集資額進一步上升至 65 億美元(48.6%)，但 A 股的總集資額則進一步下降至 68 億美元(51.4%)。
 - 在 2004 年，H 股的總集資額為 78 億美元(55.4%)，而 A 股的總集資額則為 63 億美元(44.6%)。
18. 這一方面會加強香港作為內地企業的集資中心的地位，另一方面則會改變 A 股及 H 股的供求情況，繼而影響 A 股與 H 股的價格漸趨貼近。

