

## H 股加入恆指及對市場可能產生的影響

市場監察部研究科<sup>1</sup>

2006 年 8 月

### 摘要

1. 恆指服務有限公司剛剛公布了 2006 年 8 月對恆指的季度檢討結果。由於市場上可能會出現較多的交投及較大的價格波幅，投資者在指數調整前後作出投資決定時，有必要格外留意當時市場的變化。
2. 8 月份的恆指檢討將 H 股首次納入恆指。除其他變化外，恆指的編算方法亦將由總市值加權法改為以流通市值調整計算，並為個別成分股的比重設定 15% 的上限。本文旨在分析該等變動可能會帶來的影響。
3. 由於新方法將會對高市值股份的比重設定上限，與恆指有關的基金或需出售一些高市值股及買入其他成分股，以調整其投資組合。因此，在臨近指數調整實施前數日內(及緊接該實施後的短時間內)，若干股票或會有大量的交投及大幅的價格變動。為減低可能產生的影響，恆指服務有限公司已決定在 12 個月內分三個階段實施該等調整。
4. 然而，由於尚有太多未知的可變因素，現階段難以估計指數調整對市場造成的實質影響。而潛在的影響亦將取決於當時的市況及投資者情緒。所以，投資者有必要格外留意該等指數調整及其可能帶來的影響，並在進行投資決定時將這些因素考慮在內。

---

<sup>1</sup> 本文僅作研究用途。該文所表達的意見並不一定代表證監會的觀點。

## 研究目標及範圍

5. 恒指服務有限公司剛剛公布了 2006 年 8 月對恆指的季度檢討結果。有關成分股之變動，將於 2006 年 9 月 11 日起正式生效，其中包括 H 股第一次被納入恒指。早前，恒指服務有限公司亦公布了計算成分股在恒指內的比重的新方法。本文旨在分析該等指數調整可能會產生的影響，並提醒投資者在指數調整前後作出投資決定時需格外留意一些事項。

## 背景

6. 2006 年 2 月 10 日，恒指服務有限公司宣布，假如 H 股符合以下其中一種情況，便符合資格在 2006 年 8 月獲考慮納入恒指：
  - 該 H 股公司的普通股本以全 H 股形式於香港交易所上市；
  - 該 H 股公司已完成整個股權分置改革，且公司內沒有非上市股本；或
  - 新上市的 H 股公司沒有非上市股本。
7. 2006 年 6 月 30 日，恒指服務有限公司宣布，在向市場參與者及監管機構進行諮詢後，恒指編算方法將由總市值加權法改為以流通市值調整計算，並為個別成分股的比重設定 15% 的上限。換言之，恒指內單個股票的比重會根據其經調整的流通市值而並非全部已發行股份的市值來進行計算，即：
  - 在編算指數時會為每一隻成分股訂定一個流通量調整系數(流通系數)，以反映其流通股份的數量<sup>2</sup>；及
  - 個別成分股的比重上限將設定為 15%，以免指數內某隻高市值股票的比重過高。
8. 新的恒指編算方法將按以下時間表於 2006 年 9 月至 2007 年 9 月的十二個月期間內分三個階段實施：

---

<sup>2</sup> 恒指服務有限公司已決定自 2006 年 8 月的指數成分股檢討起修訂流通量的定義，以剔除受鎖定期條款限制的股權。

### 在 12 個月內分三個階段實施

	第一階段 (於 2006 年 9 月 8 日 收市後)	第二階段 (於 2007 年 3 月 9 日 收市後)	第三階段 (於 2007 年 9 月 7 日 收市後)
現有成分股的流通系數	無調整	$100\% - 2/3 \times (100\% - \text{流通系數 } i)$	流通系數 $i$
比重上限	25%	20%	15%
新成分股的流通系數 (如有)	已調整的 流通系數	已調整的 流通系數	已調整的 流通系數

備註：流通系數  $i$  是股票  $i$  的流通量調整系數。於第二階段實施的流通系數是按照上述公式計算得出的結果，並上調至最接近 5% 的倍數。

資料來源：恒指服務有限公司

9. 此外，恒指服務有限公司亦宣布，恒指的成分股數目將逐步增加。作為過渡性的安排，恒指成分股的數目將按獲選加入恒指的 H 股公司的數目而增加。當恒指成分股的總數達到 38 隻時，恒指服務有限公司便會進一步公布關於恒指的成分股數目的最終安排。

### H 股加入恆指

10. 據恒指服務有限公司指出，H 股獲考慮納入恒指及新的編算方法反映了 H 股日益增加的重要性：
- 截至 2006 年 7 月底，H 股公司的總市值達 19,310 億港元，佔主板總市值約 19%；
  - 2006 年 1 至 7 月，H 股的平均每日成交額達 87 億港元，佔主板總成交額約 28%；及
  - 2005 年，H 股公司的首次公開招股籌集的資金總額達 1,370 億港元，佔市場總額的 83%。
11. 因此，如果恒指包括 H 股，將具有更廣泛的市場代表性。據恒指服務有限公司表示，截至 2006 年 7 月 31 日有 21 隻 H 股符合獲考慮納入恒指的要求<sup>3</sup>。在該 21 家 H 股公司中，中國建設銀行剛剛獲選納入恒指，並將於 2006 年 9 月 11 日起生效。目前中國建設銀行是香港股票市場上第三大上市公司。至 2006 年 7 月底，其市值約達 7,640 億港元，佔市場總值的 7.5%。

<sup>3</sup> 附錄顯示 21 隻 H 股及其相關統計數據。

## 新的恒指編算方法

12. 恒指服務有限公司在編算恒指時一直採用現行的總市值計算方法，而對個別成分股的比重並無上限，市場參與者對此都十分熟悉。但是該方法會令恒指的變動受到少數公司所支配。目前，匯豐及中國移動在恒指的比重大約佔 48%。
13. 流通量是用以編算股票指數的一種常用方法。在一些市場，若干大型股在指數中的比重會被加設上限，以免該類股票支配指數。此方法的一大優點是其與國際慣例看齊。根據此方法，指數亦能更好地反映在市場上流通的股份的市值，並有效減輕高市值股比重過集中的情況。然而，新編算方法亦導致大型股的比重被調低，例如匯豐的比重會由目前約 30% 下調至 15% 的上限。這樣會使得在指數調整實施前後，若干股票可能會有大量的交投及價格出現較大波幅。

## 投資組合的重新調整及其影響

14. 由於新方法將會對高市值股份的比重設定上限，與恒指有關的投資組合或須根據經修訂的指數比重進行調整。例如，將投資表現與恆指掛鈎的機構投資者可能需要出售一些高市值股份及買入其他成分股以調整其投資組合。同樣地，採納被動的管理策略的基金經理亦可能會調整其投資組合，以獲得與恒指相同的表現。
15. 恒指服務有限公司於 6 月 30 日表示，恒指編算方法的變動將於 2006 年 9 月至 2007 年 9 月的十二個月期間內分三個階段落實。此舉旨在盡量減低對市場可能產生的影響，並確保指數以循序漸進的方式發展。此外，恒指服務有限公司亦宣布恒指成分股的數目將逐步增加。作為過渡性的安排，當任何 H 股公司獲選加入恒指時，恒指成分股的數目將按獲選加入恒指的 H 股公司的數目而增加，而非 H 股公司的成分股數目將會維持在 33 隻不變。這樣不會導致列入恒指的香港公司數目減少。
16. 儘管恒指服務有限公司將會於一段長時間內漸進式地實施該等變動，市場仍然關注在臨近指數調整前後的數天內，交投量可能會增多及出現價格波動。證監會將會一如既往地密切監視市場運作。然而，在該段期間進行投資決定的人士亦應留意指數調整及其可能會產生的影響，包括該段時期可能出現的活躍交投及股價波動。

## 對市場的可能影響 — 舉例說明

17. 由於尚有太多不確定因素，因此難以在現階段預測恆指調整將會帶來的實質影響。並且該等影響很大程度上要取決於當時的市況及投資者的情緒。為了方便討論，我們假定恆指主要成分股的市值維持相對穩定，同時在 2007 年 9 月的檢討之前恆指成分股的組成不會發生太大變化。根據恆指服務有限公司公布的新的恆指編算方法及分三階段實施的安排，在中國建設銀行被納入恆指之後，恆指成分股的比重可能會出現如下表所示的變動：

股份代號	股份名稱	市值 (以 10 億港元計， 06 年 7 月)	平均每日成交額(以 10 億港元計，06 年 1 至 7 月)	流通量 調整系數	現時比重	估計新比重		
						第一階段 (06 年 9 月)	第二階段 (07 年 3 月)	第三階段 (07 年 9 月)
5	匯豐控股	1,608.5	2.43	100%	29.4%	25.0%	20.0%	15.0%
941	中國移動	995.2	1.04	25%	18.2%	18.5%	15.1%	11.3%
939	中國建設銀行	763.9	1.36	15%	-	2.1%	3.5%	5.2%
13	和記黃埔	302.3	0.79	50%	5.5%	5.6%	6.4%	6.9%
883	中國海洋石油	286.4	0.71	30%	5.2%	5.3%	4.8%	3.9%
16	新鴻基地產	203.5	0.59	55%	3.7%	3.8%	4.3%	5.1%
1	長江實業	195.0	0.55	65%	3.6%	3.6%	4.7%	5.8%
11	恒生銀行	189.8	0.19	40%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
2388	中銀香港	167.0	0.47	35%	3.0%	3.1%	3.0%	2.7%
2	中電控股	111.0	0.14	75%	2.0%	2.1%	2.9%	3.8%

備註：有顏色部分代表該隻股票的比重設有上限。  
資料來源：香港交易所、恆指服務有限公司、證監會研究科

18. 正如以上例子所示，所有主要恆指成分股的比重都會受到影響。例如，在第一階段的調整完成後，匯豐於恆指的比重將會降低 4.4 個百分點，而中國移動的比重將會增加 0.3 個百分點。當三階段的變動全部落實後，匯豐於恆指的比重將會降低 14.4 個百分點。由於該等變動可能會增加相關股票的買賣活動及股價波動的風險，投資者應特別留意此類指數調整活動所產生的影響。
19. 讀者需注意我們的評估和分析是根據若干假設及上市公司市值的最新統計資料而作出的，所以無可避免地屬於初步性質。如果在 2007 年 9 月之前有更多的大型 H 股公司加入恆指，那麼各成分股的比重將會與我們的分析有所不同。此外，恆指成分股的市值也會不斷變化，從而影響各股份在恆指中的比重，及影響相關投資組合的重新調整活動。

## 摩根士丹利資本國際指數的編算方法出現類似改動的過往經驗

20. 香港投資者對於採納流通量市值法來編算指數並不陌生。摩根士丹利資本國際公司就曾於 2000 年決定改用流通量市值法來編算指數，取代舊有的總市值法。
21. 2000 年 12 月 10 日，摩根士丹利資本國際公司宣布將會分兩階段調整其指數內的成分股的比重，改以流通量調整的市值而非總市值作為計算基準。因此，香港股份在摩根士丹利資本國際地區性指數的比重由 16.2%降為 15.3%，約有 40 隻香港股票受影響。鑑於指數調整可能帶來大量的交投及市場波動(根據摩根士丹利資本國際網站，跟蹤其各項指數的基金合共約值 3 萬億美元)，證監會在該段期間一直密切監視市場發展。結果，該項調整並未對香港股市造成重大沖擊。

## 總結

22. 整體而言，恒指服務有限公司決定把 H 股納入恒指及改變恒指編算方法的舉措，均獲得市場正面評價。在納入 H 股後，恒指將可以更全面地反映香港股市的整體表現，而採納流通量法編算指數亦與國際做法相符。
23. 值得注意的是，恒指成分股及其編算方法的變動或會影響有關股票的買賣活動及股價波幅。一些基金或需要根據恆指的變動來調整其投資組合。另一方面，市場或有能力產生充足的流通量，以吸納恒指成分股變動所帶來的沖擊，正如摩根士丹利資本國際指數的編算方法進行調整時所產生的情況。恒指服務有限公司已採取若干步驟，以盡量減低對市場可能產生的影響。
24. 然而，由於該等影響很大程度上取決於當時的市況及投資者情緒，因此現階段難以預測實際的影響有多大。無論怎樣，投資者都需特別留意恒指的調整安排及其影響，並在進行投資決策時將該等因素考慮在內。

附錄 1 — 具備資格獲考慮納入恒指的 21 隻 H 股（截至 2006 年 7 月底）

具備資格獲考慮納入恒指的 21 隻 H 股名單			
代號	公司	市值 (截至 06 年 7 月， 以 10 億港元計)	平均每日成交額 (06 年 1 至 7 月， 以百萬港元計)
939	中國建設銀行股份有限公司	763.94	1,357.99
3988	中國銀行股份有限公司	260.75	1,865.67
902	華能國際電力	15.34	131.48
1171	兗州煤業	10.71	138.94
358	江西銅業	10.30	234.37
1138	中海發展	8.35	64.33
914	安徽海螺水泥	5.65	30.76
177	江蘇寧滬高速公路	5.50	36.12
347	鞍鋼新軋鋼	5.45	82.46
323	馬鞍山鋼鐵	4.21	97.14
763	中興通訊	3.65	42.79
548	深圳高速公路	2.83	13.95
995	安徽皖通高速公路	2.82	11.48
1072	東方電機	2.55	25.42
874	廣州藥業	1.10	10.56
317	廣州廣船國際	1.08	3.92
1065	天津創業環保	0.61	5.44
42	東北電氣	0.20	1.61
1108	洛陽玻璃	0.19	0.78
719	山東新華製藥	0.18	0.70
187	北人印刷機械股份	0.17	0.42

資料來源：恒指服務有限公司、彭博資訊