

沪深港三地市场跨境投资机会研究 2016年9月8日

报告摘要:

1. 深港通的长期影响深远：深港通总额度的取消和投资标的范围的扩大均有利于两地投资者更充分地参与交易。长期来看，深港通不仅满足了内地投资者跨境投资的需求，也有助于A股市场的进一步对外开放，引入海外增量资金，改善投资者结构，引导A股市场走向成熟。此外，深港通也是人民币国际化的一环。
2. 深港通的短期影响有限：基于沪港通的经验，我们认为短期内深港通的开通带来的增量资金有限，对市场的走势并无决定性影响，而标的指数也不一定能获得超额收益，不会带来AH溢价率的收窄。此外，深港通开通之际南向资金有望超出北向。
3. 沪深港三地市场存在许多不同（投资者结构、市值、行业、估值、股息率和换手率），因此为两岸投资者带来了大量互补的跨境投资机会。
4. 从投资策略来看，沪港通的南向资金偏好低估值和高分红的大盘蓝筹股（商业银行）、香港市场上稀缺的大消费股（食品饮料、医药、汽车）以及高分红的资本货物和公用事业（机场、铁路和电力），并且投资标的以龙头股为主；而北向资金偏好低估值的大盘蓝筹股（金融）、品牌成长股（传媒和信息技术）以及香港本地具备代表性的大盘蓝筹股。深港通开通之后，我们建议关注深股通的低估值和高分红的金融龙头股、稳健增长的消费品龙头（食品饮料、医药、家电）和部分成长股龙头（TMT，传媒），以及港股通的部分增长确定的成长股（教育、旅游、TMT等）。

一、深港通的长期影响深远

2016年8月16日，李克强总理在国务院会议上明确表示《深港通实施方案》已获批准。同日，中国证监会主席刘士余与香港证监会主席唐家成在北京共同签署《中国证券监督管理委员会香港证券及期货事务监察委员会联合公告》，宣布深港通实施准备工作正式启动。按照计划，8月至11月各方将就深港通开通进行制度和技术准备，预计深港通将于11月中下旬正式开通。

本次深港通最大的亮点在于两方面：一是总额度的取消。深港通和沪港通虽然仍保留北向每天130亿及南向105亿的每日净流入额度，但不再设总额度，这一政策安排明显超出了市场的预期；二是本次深港通的南向标的股票范围除了包括恒生大盘股指数和恒生中盘股指数的成份股之外，还扩充至包括恒生小盘指数成份中市值大于50亿港元的股票，以及A+H两地上市的港股公司。对应的，深市的标的股票是市值60亿以上的深圳成指及深圳中小创新指数的成份股。



图表 1 沪港通和深港通对比

	沪港通	深港通
投资者门槛	沪股通：无门槛 港股通：机构投资者或满足 50 万元准入的个人投资者	深股通：无门槛 港股通：机构投资者或满足 50 万元准入的个人投资者
标的股票	沪股通：上证 180 指数和上证 380 指数，A+H 股票 港股通：恒生综合大型股指数成份股，恒生综合中型股指数成份股，A+H 股票	深股通：市值 60 亿以上的深证成指、中小创新指数成份股，A+H 股票 港股通：已有标的之外，新增市值 50 亿港币以上的恒生综合小型股指数成份股，A+H 股票
额度规模	沪股通：每日额度 130 亿人民币，总额度取消 港股通：每日额度 105 亿人民币，总额度取消	深股通：每日额度 130 亿人民币，无总额度 港股通：每日额度 105 亿人民币，无总额度

资料来源：公开资料，恒生前海基金

根据以上投资标的，截止到 8 月 16 日深港通准备工作启动之时，我们估算深股通将包含 872 家深交所上市公司，数量、市值与年初至今的交易占比分别为 48.8%、74.2% 和 68.3%；对应的沪股通的上市公司数量、市值与交易占比分别为 51.1%、85.9% 和 67.5%。而深港通开通之后，港股通中包含的股票数量将增加至 438 家，占有港股数的 22.5%，市值和交易占比则分别达到 73.2% 和 90.3%。总而言之，沪港通和深港通的标的股票在市值和交易上均具备较强的代表性。

图表 2 沪港通和深港通规模估计（截至到 8 月 16 日）

板块名称	成份股	家数占比	交易占比	市值占比
沪股通	567	51.1%	67.5%	85.9%
深股通	872	48.8%	68.3%	74.2%
港股通	438	22.5%	90.3%	73.2%

资料来源：Wind，恒生前海基金

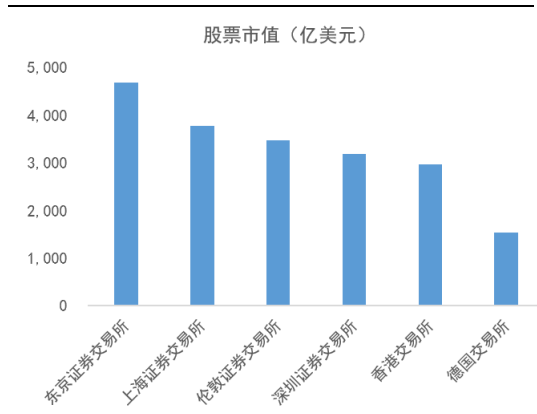
长远来看，深港通的意义在于：

其一，深港通的开通进一步完善了内地和香港市场的互联互通机制，总额度取消和投资标的范围扩大均有利于两地投资者更充分地参与交易。深港通不仅满足了内地市场跨境投资的需求，也增加了全球投资者对 A 股的配置。目前中国经济规模排名全球第二，而上海和深圳证券交易所的市值规模在全球也靠前，而 A 股和全球主要股市的相关性偏低，因此可以成为全球资金多元化配置的标的。

其二，深港通的推出有助于 A 股市场的进一步对外开放，引入海外增量资金，改善投资者结构，引导市场走向成熟。

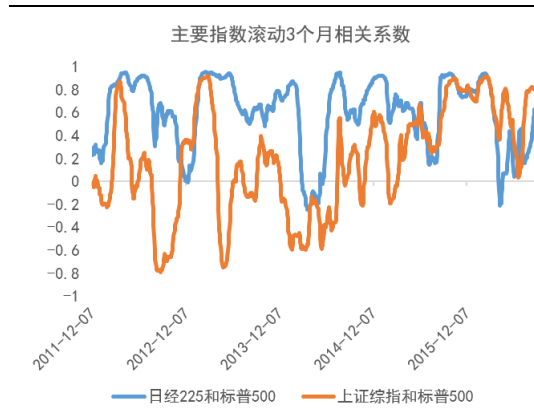
其三，深港通的推出有助于人民币的国际化。从战略上讲，深港通也是人民币加入 SDR 之后资本市场开放战略中的一环。

图表 3 部分交易所股票市值对比（截至到今年 6 月底）



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 4 部分股票指数相关性对比，以 3 个月滚动相关系数来计算



资料来源：Wind，恒生前海基金

二、从沪港通的经验看深港通的具体影响

沪港通于 2014 年 4 月 10 日开始宣布，并于 2014 年 11 月 17 日正式启动，到如今已运作了接近两年的时间。回顾沪港通的经验，我们可以判断中短期内深港通的具体影响。

1. 沪港通的影响回顾

我们通过以下问题来回答沪港通在开通之后的实际影响。

问题一：沪港通对市场走势的影响大吗？

答案：不大。

在 2014 年 4 月 10 日沪港通宣布试点之后，上涨综值和恒生指数均有小幅的回落，这是因为在此之前市场对沪港通已有预期，因此正式宣布之后利好兑现。而在 2014 年 11 月 17 日沪港通正式开通之后，恒生指数高位震荡之后回落，上证综指却加快上涨。

我们再考察沪港通标的指数相对大盘的超额收益。可以看出，沪港通宣布试点之后标的指数超额收益均有所下降，而在开通之后上证 380 指数超额收益显著回落，恒生大型股指数保持震荡，而上证 180 指数与恒生中型股指数均有所增加。

由此可见，沪港通的开通对大盘或者标的指数走势并无一致的影响，背后体现的是短期内其推动作用相对有限。虽然说港股通正式开通之后上海市场的大盘蓝筹股出现一波明显的上涨，但更多的原因在于 A 股正处于降息周期开端的牛市时期，以金融为代表的大盘蓝筹股表现优异，沪港通的开通更多只起到了锦上添花的作用。

我们认为其中的原因主要在于短期内，沪港通对双方市场带来的增量资金有限，因此并不决定市场走势，这在接下来的问题中将进一步详细阐述。

图表 5 沪港通对市场的影响（截止到 8 月 26 日）



图表 6 沪港通对标的指数的影响（截止到 8 月 26 日）

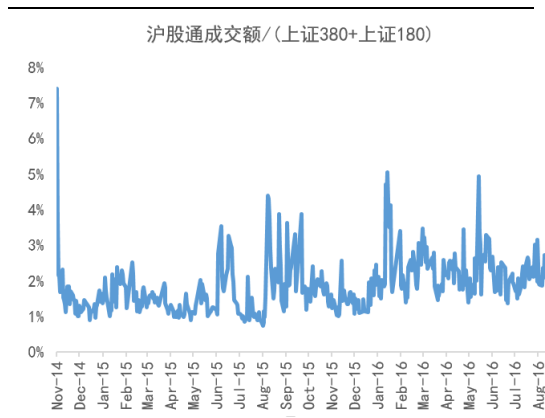


问题二：沪股通带来的增量资金多吗？

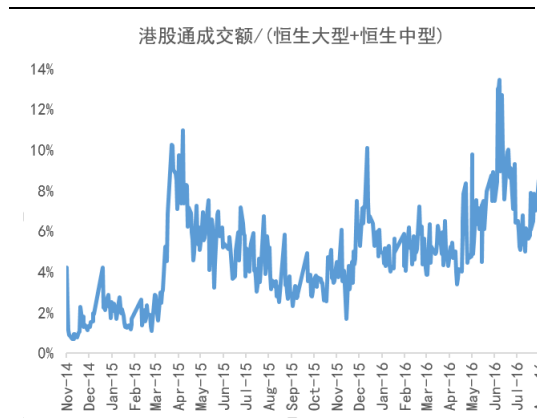
答案：不多。

沪港通开通至今，沪股通每日成交金额在上证 180 和上证 380 指数成交金额中的占比维持在 2% 左右，而港股通每日成交金额在恒生大型股指数和恒生中型股指数成交金额中的占比维持在 5% 左右（主要原因是港股的换手率较低），总体来说比例均较小。如果比较交易额度和流通市值，则其比例要更小。以上海市场为例，截止到 2016 年 8 月 16 日，沪股通总投资额度为 1550 亿，占沪市自由流通市值的比重不足 0.7%，因此增量资金规模较小，这意味着目前的资金体量尚不足以影响 A 股的走势。

图表 7 沪股通的成交金额在标的中的占比



图表 8 港股通的成交金额在标的中的占比



问题三：沪港通降低了 AH 溢价率吗？

答案：不会。

市场普遍预期沪港通开通之后 AH 溢价率有望收窄。但事实上，沪港通开通之后 AH 溢价指数从 100 左右开始明显上行，并长期维持在 130 附近。我们认为这其中的主要原因在于沪港两地市场是分割的，沪港通提供了跨境投资机会，而非套利机会。因此，AH 溢价率更多是由中港两地投资者结构不同以及投资者对两地市场走势的判断不同所引起的，而沪港通没有改变这一影响机制。

这一特征使得 AH 套利的交易策略是无效的。表面上，沪深港跨境的投资吸引力和 AH 溢价率相关。因此，自然的投资策略就是在 A 股市场上买入 AH 高折价的个股，在港股市场上买入 AH 高溢价的个股。但是，沪港通开通之后 AH 溢价率不降反升，因此从全市场的范围来看这一策略并不可行。

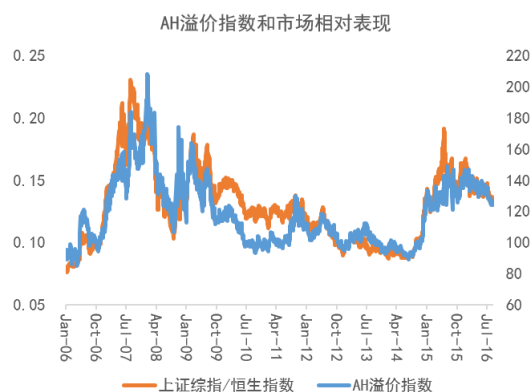
当然，可能的原因在于并不是所有的折价股（溢价股）在 A 股（港股）市场上都会表现良好，因此我们研究另外一种投资策略，即于沪港通开通之时，在 A 股市场上买入 AH 折价率最高的 10 只个股，在港股市场上买入 AH 溢价率最高的 10 只个股。结果显示，无论是哪一张策略，在区间内都没有明显的超额收益。这意味着由于中港两地市场分割，股价的走势往往受到其它多重因素的影响，并不由 AH 溢价率决定。在宏观上，表现为 AH 溢价指数和两地市场的相对走势是同步的，AH 溢价率并不影响股价的相对表现，单纯的依据这一指标来交易股票是无效的。

图表 9 AH 折价率（溢价率）最高的 10 只个股相对 A 股（港股）的收益



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 10 AH 溢价指数和两地市场的相对走势是同步的



资料来源：Wind，恒生前海基金

问题四：南向资金和北向资金的相对规模受哪些因素所影响？

答案：市场相对走势和汇率的预期。

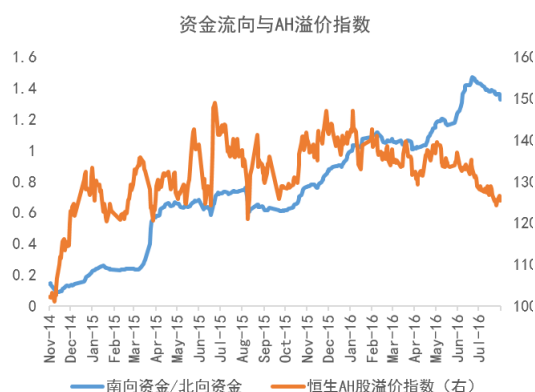
沪港通开通之初，南向资金一直少于北向，但随后二者的差距逐步缩小，并在 2016 年 1 月的时候南向资金首次超过北向。

资金流向主要受到股市的预期相对收益率所影响，我们选取了两个指标来解释这一差异：其一是估值差异。AH 溢价指数在沪港通开通之后大幅上升，导致港股通标的的估值吸引力



增加，南向资金的相对规模也随之增加；其二是汇率差异。人民币汇率从 2015 年 8 月汇改之后大幅贬值，导致资金明显流向香港，南向资金与北向资金的相对规模之比与人民币汇率走势几乎完全一致。

图表 11 资金流向与 AH 溢价率走势较一致(截止到 8 月 26 日)



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 12 资金流向与人民币汇率走势较一致(截止到 8 月 26 日)



资料来源：Wind，恒生前海基金

2. 深港通在中短期内有哪些具体影响？

基于沪港通的经验，我们认为虽然深港通从长期来看影响深远，但中短期内对市场的具

- (1) 对大盘和行业的影响：我们认为深港通的开通对市场的走势并无决定性影响，而标的指数也不一定能获得超额收益。
- (2) 对流动性的影响：考虑到深港两地市场的市值仍然庞大，我们认为深港通为两地带来的增量资金相对有限。
- (3) 对 AH 溢价率的影响：虽然目前 AH 仍然处于溢价状态，但我们认为深港通的开通并不会导致 AH 溢价率收窄。
- (4) 对资金流向的影响：考虑到目前 A 股估值仍然相对较高而人民币汇率有继续贬值的压力，我们认为深港通开通之际南向资金有望超出北向。

三、沪深港三地股票市场比较

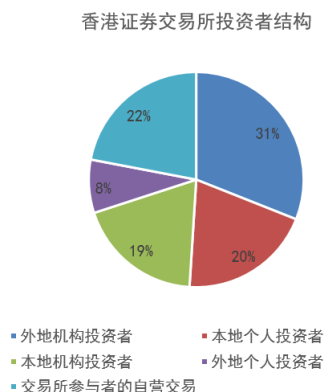
根据我们的分析，深港通在短期内更大的现实意义在于为市场提供了大量互补的跨境投资机会。沪深港三地市场在投资者结构和上市公司上均存在许多不同，因此市场和投资标的上为投资者提供了更多的选择。

1. 投资者结构对比

从投资者结构来看，比较明显的特征是 A 股散户化，港股机构化。根据年度成交金额来划分，2015 年港股的机构投资者占比 50%，而个人投资者为 28%。对应来看，这些数据在上海证券交易所分别为 10%和 87%。

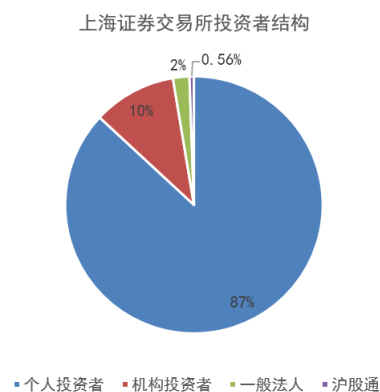


图表 13 香港交易所投资者以机构为主（截至 2015 年底）



资料来源：香港证券交易所，恒生前海基金

图表 14 上海证券交易所的投资者以散户为主（截至 2015 年底）

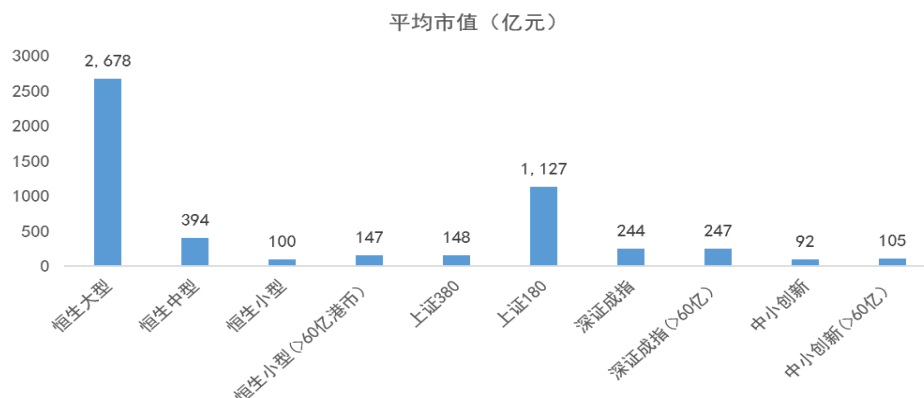


资料来源：上海证券交易所，恒生前海基金

2. 市值对比

从分布来看，恒生综合大型股指数成份股的平均市值要遥遥领先其他指数，其次为上证 180 指数，而最低的是恒生综合小型股指数和深证中小创新指数成份股。以沪港通和深港通的标的股票来看，港股通的平均市值最高，沪股通其次，深股通最低，而深港通的开通显著充实了香港和内地市场上跨境投资者对中小盘股票的选择。

图表 15 沪港通和深港通标的指数平均市值对比（截至 8 月 26 日）



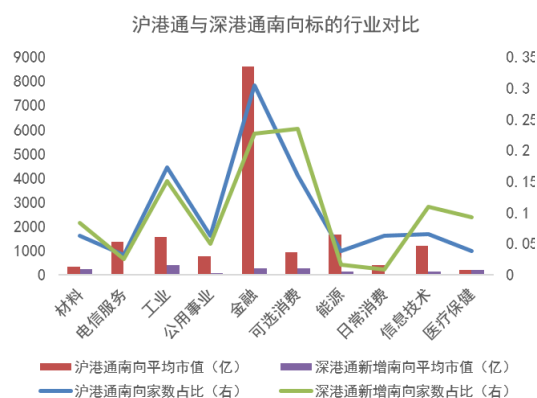
资料来源：Wind，恒生前海基金

3. 行业对比

我们计算了沪港通和深港通标的的行业的分布和平均市值。可以看出，和沪港通已有的南向标的行业相比，深港通新增的南向标的行业市值大幅减少，在金融行业的公司数量上占比降低，但在信息技术和医疗保健上的占比增加。此外，和沪港通已有的北向标的行业相比，深港通北向标的行业市值同样减少，但在信息技术上的市值与占比均大幅增加。因此，可以看出深港通的开通将明显增加 A 股和港股在中小市值的新兴产业上的投资机会。

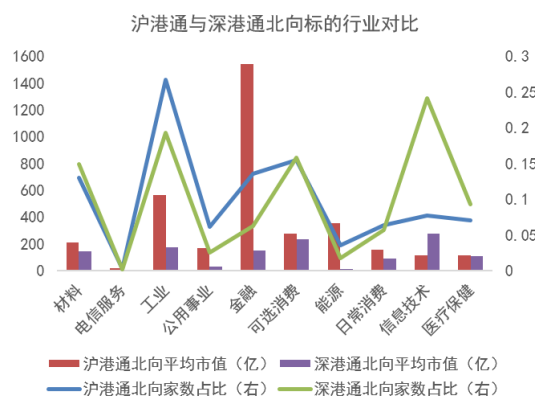


图表 16 沪港通与深港通南向标的的行业对比
(截至到 8 月 26 日)



资料来源: Wind, 恒生前海基金

图表 17 沪港通与深港通北向标的的行业对比
(截至到 8 月 26 日)

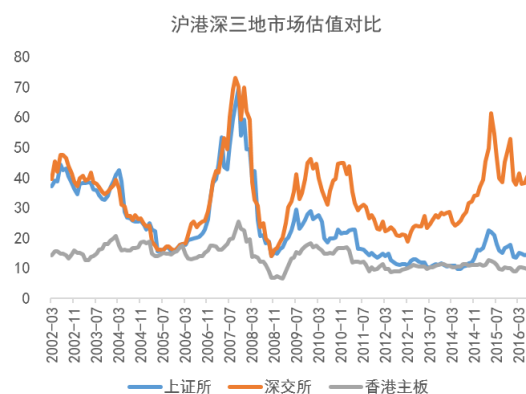


资料来源: Wind, 恒生前海基金

4. 估值对比

从估值的角度来看, 2008 年之前上交所的股票市盈率和深交所保持一致, 之后二者开始脱节, 上交所股票的 PE 中枢下移, 深交所正好相反, 反应的是大市值蓝筹股和小市值成长股之间的分化。整体来看, 深圳的股票市盈率最高, 上海其次, 香港最低。在市场处于弱势的时候上海和香港的估值水平接近, 但市场转强的时候二者明显拉开。这些特征在 AH 溢价指数上也有所体现。当市场较弱的时候, AH 溢价指数在 100 附近; 而当市场走强的时候, AH 溢价指数迅速走高。

图表 18 市场估值对比 (截至到 8 月 26 日)



资料来源: Wind, 恒生前海基金

图表 19 AH 溢价指数 (截至到 8 月 26 日)



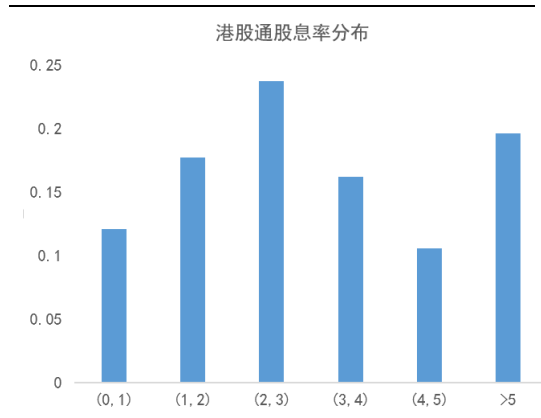
资料来源: Wind, 恒生前海基金



5. 股息率对比

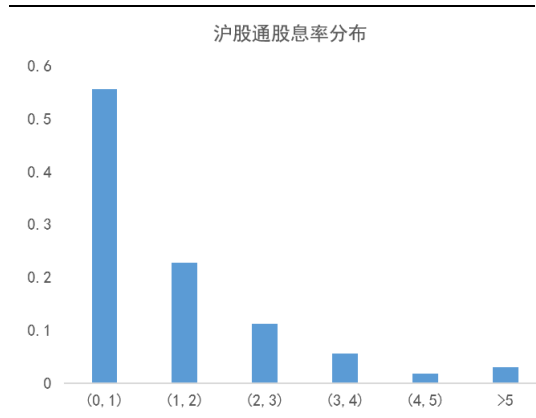
基于 2015 年的分红数据，我们分别计算了沪港通中南向和北向标的股票的股息率（截至到 8 月 26 日）。可以看出，香港市场的股息率（平均 3.6%）要明显高于上海市场（平均 1.3%）。从分布上来看，香港市场股息率在 1 至 5 的区间上均匀分布，而上海市场股息率分布从 1 开始逐步递减，显示大部分股票的股息率不高。

图表 20 港股通标的股票的股息率分布



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 21 沪股通标的股票的股息率分布



资料来源：Wind，恒生前海基金

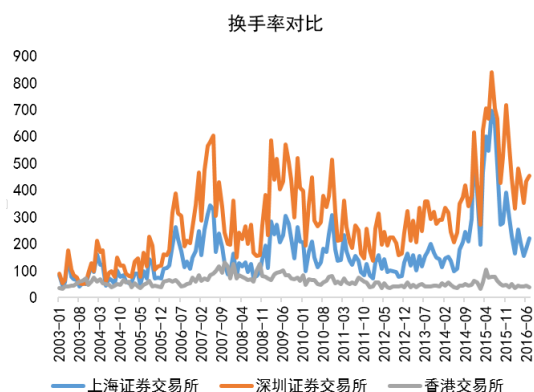
6. 换手率对比

由于 A 股市场上个人投资者占据更大的比重，因此可以预期的是 A 股的换手率要显著高于港股。从数据上来看，由于深交所的小盘成长股最多，因此其换手率最高，其次是上交所，而港交所一直维持很低的换手率。

A 股的高换手率在在一定程度上显示出市场的风险偏好更高，这是影响 AH 溢价的一个重要因素。根据股权定价模型，股价由盈利、无风险利率和风险偏好决定。同一家上市公司在两地市场上的盈利相同，而 A 股的无风险利率水平更高（以 10 年期国债收益率来看，近年来内地一直高于香港），因此 AH 溢价主要来自 A 股的高风险偏好。我们计算每一只 AH 股的溢价率以及过去一年的换手率，可以看出换手率越高的股票，AH 的溢价率往往也越高。

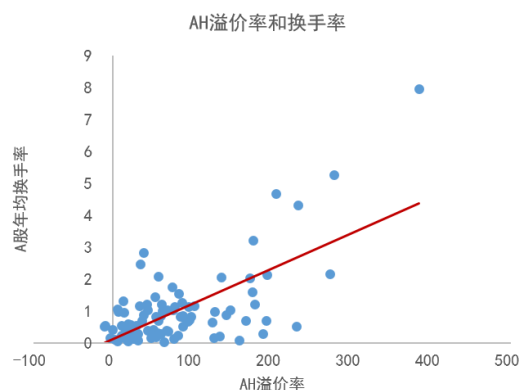


图表 22 A 股换手率显著高于港股(截至到 8 月 26 日)



资料来源: Wind, 恒生前海基金

图表 23 换手率高是 AH 溢价的一个原因(截至到 8 月 26 日)



资料来源: Wind, 恒生前海基金

四、沪深港三地市场投资机会

由于沪深港三地市场存在明显的不同,因此三地市场的互联给投资者提供了多元化的跨境资产配置机会,这包括:

1. A 股和港股的分散化投资。

A 股和港股总体上受到诸多不同的因素所影响。大体上, A 股在全球市场上相对独立,而港股受到外围市场的影响更大。因此,当两地市场走势预期不一致的时候,可以改变资金在不同市场上的配置比重,对冲系统和汇率风险,增加投资收益。

2. 行业和个股的分散化投资

沪深港三地市场在个股和行业分布上各具特色,比如沪市大盘价值股多,深市小盘成长股多,而港市兼具价值股和成长股,此外还有本地特色股。因此,沪深港三地互联增加了市场在投资标的上的选择。关于这一点,我们来看看沪港通开通之后哪些个股和行业获得了市场的青睐。根据沪港通每日公布的前十大交易活跃的个股,我们计算了沪港通开通以来沪股通和港股通前二十大最活跃的个股(以上榜每日十大活跃个股的次数来判断),并统计了其所在的行业分布。

(1) 沪股通

受北向资金青睐的个股基本上都是各行业的龙头股,包括中国平安(保险龙头)、贵州茅台(白酒龙头)、中信证券(券商龙头)、各股份制商业银行(招商、兴业、民生、浦发,股份制银行市值前四位)、伊利股份(乳业龙头)、上汽集团(汽车龙头)、上海机场(机场龙头)、大秦铁路(铁路龙头),等等。

行业方面,金融股占据绝对的比重,其次是贵州茅台这种香港市场上稀缺的超级白马股受到的关注最多。



(2) 港股通

受南向资金最青睐的个股同样集中在低估值的大盘蓝筹上,但和沪港通呈现出一定的差异。比如银行股方面,传统的四大行在沪股通中并不受欢迎,但得到了北向资金的青睐。另外,腾讯控股、阿里影业这种品牌成长股也是大陆资金买入的标的。最后,汇丰控股、香港交易所这种香港本地龙头股也受到了资金的青睐。

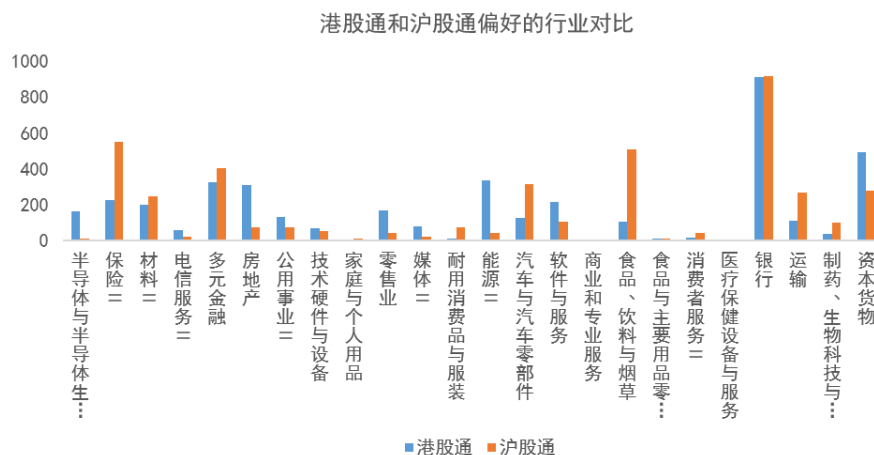
行业方面,和沪股通相比,金融同样占据绝对的比重,但大消费类行业(以贵州茅台为代表的食品饮料,汽车)有所减少,能源、地产以及成长类的行业(软件、半导体、传媒)有所增加。

图表 24 沪股通和港股通前二十大活跃股(截至到 8 月 26 日)

沪股通				港股通			
股票	次数	总市值	行业	股票	次数	总市值	行业
中国平安	404	6253	保险	中信银行	190	3277	银行
贵州茅台	332	3787	食品饮料	腾讯控股	168	18970	软件与服务
中信证券	277	1984	证券	海通证券	142	1945	证券
招商银行	212	4567	银行	中国恒大	132	773	房地产
兴业银行	186	3035	银行	建设银行	120	14462	银行
民生银行	179	3241	银行	工商银行	118	18439	银行
伊利股份	165	1086	食品饮料	国美电器	116	202	零售
上汽集团	162	2482	汽车	中国银行	106	11333	银行
上海机场	129	548	运输	汇丰控股	105	11138	银行
工商银行	115	15806	银行	农业银行	102	11937	银行
大秦铁路	107	941	运输	上海电气	100	1079	资本货物
浦发银行	106	3532	银行	中海油田	97	534	能源
宇通客车	102	484	汽车	中国中车	96	2777	资本货物
海螺水泥	98	938	水泥	中国平安	91	7294	保险
恒瑞医药	82	1037	医药	招商银行	82	5327	银行
中国太保	82	2332	保险	阿里影业	77	401	媒体
青岛海尔	66	624	耐用消费	复星国际	75	918	资本货物
海通证券	61	1668	证券	中广核电力	69	1059	公用事业
长江电力	55	3045	公用事业	香港交易所	65	2296	多元金融
恒生电子	53	366	软件与服务	新华保险	65	1370	保险

数据来源: Wind, 恒生前海基金

图表 25 沪股通和港股通偏好的行业对比



数据来源：Wind，恒生前海基金

从以上的分析可以看出，沪港通的南向资金主要偏好低估值和高分红的大盘蓝筹股（商业银行）、香港市场上稀缺的大消费股（食品饮料、医药、汽车）以及高分红的资本货物和公用事业（机场、铁路和电力），并且投资标的以龙头股为主。而沪港通的北向资金偏好低估值的大盘蓝筹股（金融）、品牌成长股（传媒和信息技术）以及香港本地具备代表性的大盘蓝筹股。因此，考虑到新增标的股票的特征，我们认为深港通开通之后，以下个股和行业将受到资金的青睐：

- (1) 对于北向资金来说，预计深港通的开通将利好低估值和高分红的金融龙头股、稳健增长的消费品龙头（食品饮料、医药、家电）以及部分成长股龙头（TMT，传媒）。
- (2) 对于南向资金来说，本次新增的投资标的是中小市值股票，预计在已有的投资偏好之上，部分增长确定的成长股（教育、旅游、TMT 等）有望获得市场关注。

本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。