

积细流 成江海：互联互通时代港股大变局

招商证券（香港）首席策略师 赵文利

随着 2016 年 8 月 16 日，中港两地证监会在北京共同签署《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》，原则批准建立深港股票市场交易互联互通机制，标志着外界期待已久的深港通实施准备工作正式启动，有望于 11 月中下旬正式开通。

【深港通有哪些亮点？】

深港通联合公告没有设定总额度，同时取消了沪港通总额度限制，令深港通和沪港通框架更具透明度和灵活性，有利于深港通、沪港通平稳运行，避免市场受总额度耗尽预期影响，出现集中买入/卖出、争抢额度的现象，也避免对未来政策不确定性的无谓猜测。总额度的取消，也意味着与 2014 年开通沪港通时相比，现在的两地互联互通机制更进一步、更趋成熟，已经是一个在人民币国际化进程中的长期战略布局。

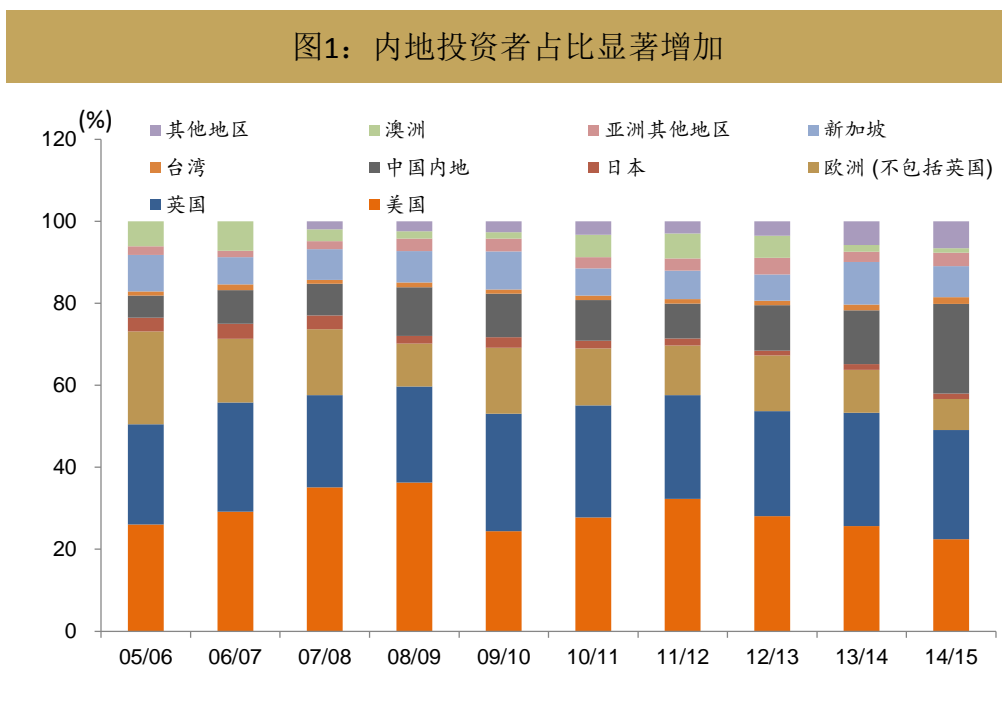
相比沪港通，深港通的框架更具开放性，内涵会不断丰富。例如，为了便利和满足两地投资者管理对方股票市场价格风险的需要，两地证监会原则同意将共同研究合作推出其他金融产品，并已就交易型开放式基金（交易所买卖基金，ETF）纳入互联互通的投资标的达成共识，待深港通运行一段时间，相关条件具备后推出实施。可以期待，后续其他产品之间的互联互通机制将随着条件成熟不断推出，从而加快内地与香港两地资本市场的全方位融合。

深港通新增开放范围控制在市值 50 亿元港币及以上的恒生综合小型股指数的成份股和市值 60 亿元人民币及以上的深证成份指数和深证中小创新指数成份股以及深港两地上市的 A+H 股公司股票，体现审慎和渐进原则，令新增开放范围更加集中在较大市值、基本面和流动性更好的标的。在给予两地投资者更多选择空间的同时，也可以较好地保护投资者利益。

【深港通对香港市场有哪些影响？】

香港回归以来，大量中资国企及民企奔赴香港上市，进行海外融资。截至2016年7月底，港股上市公司中，中资公司已达到980家，市值占比62.6%，交易金额占比69.9%。然而，港股投资者中，内地投资者所占的比例仍然较小。在2014年沪港通开通前，内地投资者仅占海外投资者的13%。而随着沪港通的开通，内地投资者在2015年占比达到21.9%，排名港股海外投资者第三位，与美国投资者比例接近。但内地投资者占整体投资者的比例仍然较低，约为8.6%。而中国内地资本走出去的方向已经是大势所趋，香港市场也将从过去主要将海外资本引入内地市场，转变为资本双向流动的平台。北水南来、南水北上，将令香港作为人民币国际化的桥头堡地位进一步巩固。随着内地资金对港股的关注度显著提升，之前所谓“香港市场被边缘化”的担忧也一扫而空。

图1：内地投资者占比显著增加



资料来源：Bloomberg、招商证券（香港）

虽然过去几年内地资金在港股的交易比重快速提高，但国际资本在香港市场的优势地位并未动摇，中资股的定价权仍为海外投资机构掌握。对相同基本面的不同理解（包括对中国经济前景的判断，相对透明度、稀缺性，国有企业治理结构、国有企业社会责任以及产业组织、产业环境等等）是导致AH差价的基础原

因，市值、成交等技术性原因居次。随着深港通的宣布及未来两地互联互通的深入，内地投资者逐渐掌握港股定价权，港股市场结构也将发生从量变到质变的过程。港股中资股的估值也能够得到更加合理的定价，AH 差价长期来看有望收窄。香港市场长期存在的结构失衡，如中小盘股市值偏小、交易不活跃、市场关注度低的现象也有望逐步得到改善。

积细流，成江海。深港通是两地资本市场互联互通、走向共同市场和人民币国际化的重要里程碑，相信未来会对两地资本市场产生深远的结构性影响，我们拭目以待。

表 1. 中资蓝筹和本港（国际）蓝筹间的估值(预测)差价

	市盈率(倍)	市净率(倍)	市销率(倍)	股息率(%)
恒生指数(港澳&国际公司)	12.79	1.18	1.90	3.44
国企指数	8.49	0.94	0.89	3.49
恒指指数(金融行业)	9.61	1.07	2.27	4.35
国企指数(金融行业)	7.45	0.94	1.25	3.70

资料来源：Bloomberg、招商证券（香港）

（免责声明：本栏目的信息不构成任何投资建议，投资者不应以该等信息取代其独立判断或仅根据该等信息做出决策。供稿人力求本栏目文章所涉信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，亦不对因使用本栏目信息引发的损失承担责任。）