



每週經濟視點

2016年8月26日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

深港通：穩步推進中港兩地市場互融互通的重要一步

- 深港通的深股通將會涵蓋市值最少達到人民幣 60 億元的深成指和深證中小創新指數成分股，以及同時在深圳香港上市的 A+H 股，共約 880 只股票；港股通將會涵蓋總共大約 417 只股票，其中將包括市值最少達到 50 億的恒生綜合小型股指數成分股和同時在深圳和香港上市的 A+H 股至現有港股通合資格股票
- 此外，深圳創業板在深港通初期僅限機構專業投資者參與
- 我們認為，在 2017 年中國證監會和香港證監會將會推出新的互通機制，從而使可投資的類別擴大到實物資產 ETF、房地產投資信託基金、釘住結構型證券；到 2018-2019 有機會擴大投資產品至衍生證券、期貨或期權
- 內地投資者投資香港小型股將會受制於這些股票有限的自由流通股數；同時，符合資格的新興產業股數量有限
- A/H 股的估值差異正在縮小，但目前仍有 AH 股溢價

深港通將為國際投資者提供投資中國的新渠道。最近中國證監會和香港證監會聯合發佈公告稱，深港通將會在不久的將來開通，促進香港和大陸股票市場的互融互通。深港通的港股通將會涵蓋總共大約 417 只股票，其中將包括市值最少達到 50 億的恒生綜合小型股指數成分股和同時在深圳和香港上市的 A+H 股至現有港股通合資格股票。而深港通的深股通則會涵蓋市值最少達到人民幣 60 億元的深成指和深證中小創新指數成分股，以及同時在深圳香港上市的 A+H 股，共約 880 只股票。此外，深圳創業板在深港通初期僅限機構專業投資者參與。深港通的每日額度與滬港通的每日額度相同，但總額度將會取消。

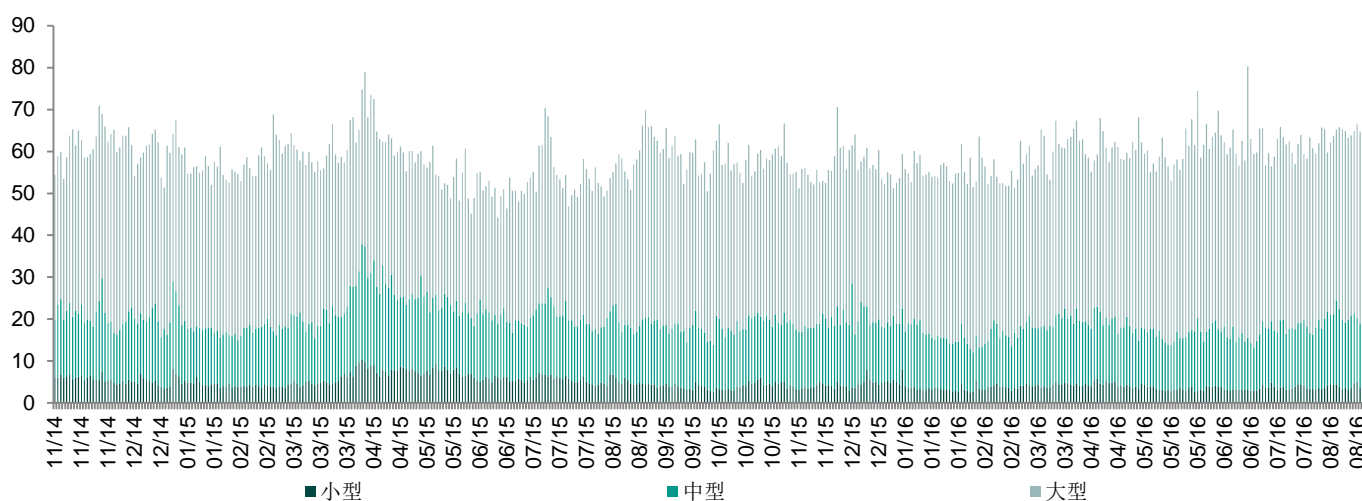
深港通拉開兩地股票市場擴大互融互通的前奏。本次深港通的投資標的範圍涵蓋大型和小型股票。我們認為，在 2017 年中國證監會和香港證監會將會推出新的互通機制，從而使可投資的類別擴大到實物資產 ETF、房地產投資信託基金、釘住結構型證券；到 2018-2019 有機會擴大投資產品至衍生證券、期貨或期權。為了應對投資範圍的進一步擴大，每日的交易額度將會繼續擴大。

小型股票的交易量預示深港通開通後投資者對該類股票的看法。在香港的股票市場，小型股票占每日總交易額的比例相對較小。自 2016 年初，恒生綜合大型股指數的日交易額占港股市場每日總交易量的平均比例達到 42%，而恒生綜合中型股指數和恒生綜合小型股指數的日交易額占港股市場每日總交易量的平均比例分別達到 14% 和 4%。因此，我們認為，在深港通開通之後，內地投資者投資香港小型股將會受制於這些股票有限的自由流通股數量。

港股通新增投資選擇有限。截至今年 8 月 24 日，恒生綜合小型股指數中符合深港通要求（上市市值超過 50 億港元）的股票數量僅為 109，然而該指數的成分股數量則達到 203。在這 109 只符合要求的股票中，有大部分的股票均屬傳統行業，其中房地產占比 17.43%，而服裝與零售行業占比 10.09%。新興產業的占比並不高，生物科技、保健和製藥行業相關的股票總占比僅為 9.17%，而與信息科技產品和服務行業相關的股票總占比僅為 8.25%。

A/H 股的估值差異正在縮小，但目前仍存在 AH 股溢價。 恒生 AH 股溢價指數在 8 月 24 日收於 126.23，意味著同時在內地和香港上市的公司 A 股估值比相應的 H 股估值高出 26.23%。自滬港通在 2014 年 11 月開通至今，恒生 AH 股溢價指數的均值為 131.22，意味著在這段時間內同時在內地和香港上市的公司 A 股相對 H 股的平均估值溢價為 31.22%。儘管最近出現估值溢價下調的跡象，但是目前大部分該類公司的 A 股相對 H 股仍有溢價現象。截至 8 月 24 日，僅寧滬高速(177 HK)、中國平安(2318 HK)、海螺水泥(914 HK)的 H 股估值高於 A 股；在其他的公司中，H 股相對 A 股的估值折讓的最低值為 3.3%，最高值為 84.6%。這或將為內地投資者提供投資機會。

圖表 1：恒生綜合大型、中型、小型股指數交易量對香港整體股市交易量的貢獻 (%)



來源：彭博、農銀國際證券

圖表 2：恒生綜合小型股指數中頭 20 大成分股 — 按上市市值排名

代碼	公司名稱	上市市值 (港幣 十億)	GICS 行業名稱	GICS 子行業名稱
245	中國民生金融	21.12	貿易公司與經銷商	貿易公司與經銷商
884	旭輝控股集團	16.17	房地產管理與開發	房地產開發
696	中國民航信息網絡	13.91	信息技術服務	數據處理與外包服務
338	上海石化	13.60	化學製品	商品化工
680	南海控股	13.52	媒體	電影與娛樂
3813	寶勝國際	13.33	專營零售	服裝零售
777	網龍網絡	12.62	軟件	家庭娛樂軟件
2199	維珍妮	12.13	紡織品、服裝與奢侈品	服裝、服飾與奢侈品
658	中國高速傳動	11.77	電氣設備	重型電氣設備
3606	福耀玻璃	10.90	汽車零配件	機動車零配件與設備
1515	鳳凰醫療	10.66	醫療保健提供商與服務	保健護理機構
2678	天虹紡織	10.62	紡織品、服裝與奢侈品	紡織品
1448	福壽園	10.23	綜合消費者服務	特殊消費者服務
2331	李寧	10.18	紡織品、服裝與奢侈品	服裝、服飾與奢侈品
729	五龍電動車	9.99	電氣設備	電氣部件與設備
1883	中信國際電訊	9.87	綜合電信業務	非傳統電信運營商
1963	重慶銀行	9.54	商業銀行	區域性銀行
416	錦州銀行股份有限公司	9.53	商業銀行	區域性銀行
1628	禹洲地產	9.46	房地產管理與開發	房地產開發
2666	環球醫療	9.30	醫療保健提供商與服務	保健護理服務

注：數據截至 2016 年 8 月 24 日

來源：彭博、農銀國際證券

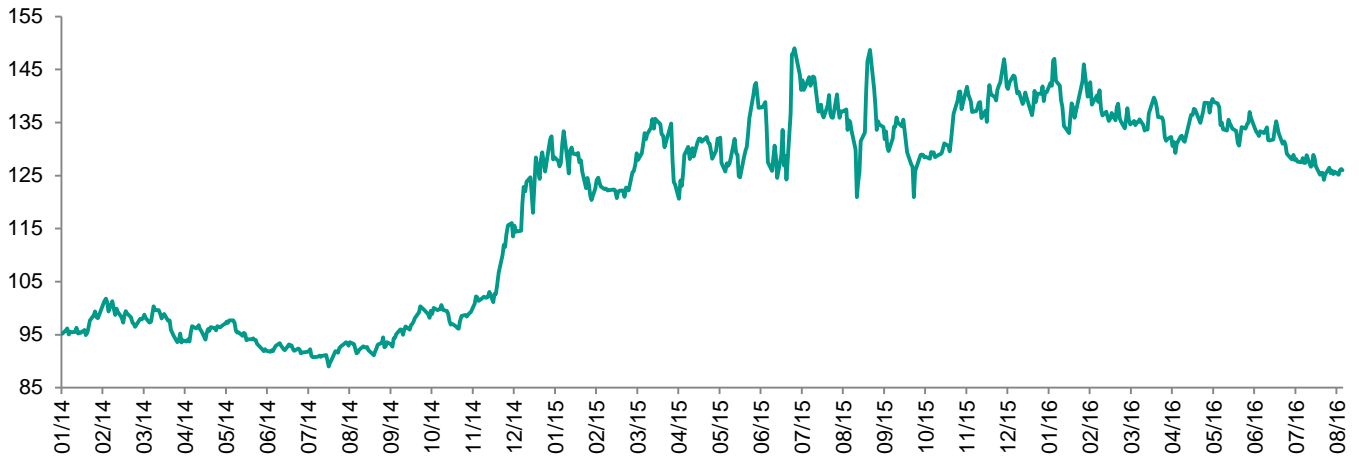


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

圖表 3: 恒生 AH 溢價指數



來源：彭博、農銀國際證券



中國經濟數據

	2015							2016						
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
實際國民生產總值 (同比%)	7.0	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---
出口增長 (同比%)	2.8	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)
進口增長 (同比%)	(6.1)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)
貿易餘額 (美元/十億)	46.6	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31
零售額 (同比%)	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2
工業增加值 (同比%)	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0
製造業 PMI (%)	50.2	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9
非製造業 PMI (%)	53.8	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9
固定資產投資(累計同比%)	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1
消費物價指數 (同比%)	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8
生產者物價指數 (同比%)	(4.8)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)
廣義貨幣供應量 (同比%)	11.8	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2
新增貸款 (人民幣/十億)	1,280.6	1,480	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6
總社會融資 (人民幣/十億)	1,833	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率				
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)				
美國			能源					美國聯邦基金目標利率				
道瓊斯工業平均指數	18,448.41	(0.56)	17.77	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	47.14	(2.84)	377,036	0.50	0.00		
標準普爾 500 指數	2,172.47	(0.52)	20.37	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	49.26	(3.18)	266,985	3.50	0.00		
納斯達克綜合指數	5,212.20	(0.50)	39.13	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.83	9.56	114,895	1.00	0.00		
MSCI 美國指數	2,069.88	(0.50)	21.03	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	人民幣/公噸	477.00	2.36	N/A	美國 1 年期國債	0.2637	(0.07)	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債				
富時 100 指數	6,814.28	(0.65)	56.80	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,631.25	(1.42)	14,835	1.1556	(0.85)		
德國 DAX30 指數	10,503.09	(0.39)	23.86	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,644.50	(1.35)	25,749	1.5663	(1.18)		
法國 CAC 40 指數	4,397.11	(0.08)	22.76	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,617.00	(3.60)	14,303	美國 10 年期國債	(0.070)	0.80	
西班牙 IBEX 35 指數	8,591.80	1.67	21.34	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,626.00	(3.58)	48,489	中國 10 年期國債	2.7440	2.90	
意大利 FTSE MIB 指數	16,624.01	1.92	37.48	貴金屬					歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
Stoxx 600 指數	341.50	0.40	29.29	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,328.40	(1.32)	173,331	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.5199	(0.11)	
MSCI 英國指數	1,985.31	(0.65)	60.46	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	18.74	(3.65)	29,364	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.8254	0.83	
MSCI 法國指數	124.99	0.14	20.76	紐約商品交易所鈾金期貨合約	美元/金衡盎司	1,087.30	(2.78)	10,879	隔夜上海同業拆借利率	2.0440	2.10	
MSCI 德國指數	134.52	(0.14)	24.08	農產品					1 月期上海同業拆借利率	2.6970	0.10	
MSCI 意大利指數	47.55	2.52	38.10	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	331.50	(3.56)	145,546	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.5654	(0.05)	
亞洲			外匯					公司債券 (穆迪)				
日經 225 指數	16,360.71	(1.12)	20.32	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	423.00	(4.89)	63,641	Aaa	3.25	(5.00)	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,515.47	(0.20)	24.46	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	20.59	4.15	52,467	Baa	4.20	(5.00)	
恒生指數	22,909.54	(0.12)	12.17	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	973.50	(3.09)	97,583	附注:			
恒生中國企業指數	9,550.04	(0.58)	7.58	1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新於報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,307.09	(1.72)	14.72	2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格								
上證綜合指數	3,070.31	(1.22)	17.28									
深成指	10,693.75	(1.65)	31.52									
MSCI 中國指數	61.28	(1.59)	12.54									
MSCI 香港指數	12,745.65	(0.03)	14.40									
MSCI 中國指數	789.50	0.55	16.79									

外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣 - 12 個月無本金交割遠期
匯率	1.1292	1.3198	0.7633	100.46	0.9661	6.6699	7.7558	6.8284
周變化 (%)	(0.29)	0.94	0.08	(0.24)	(0.58)	(0.25)	(0.03)	(0.46)



權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去 12 個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是 2007-2011 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。 180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183