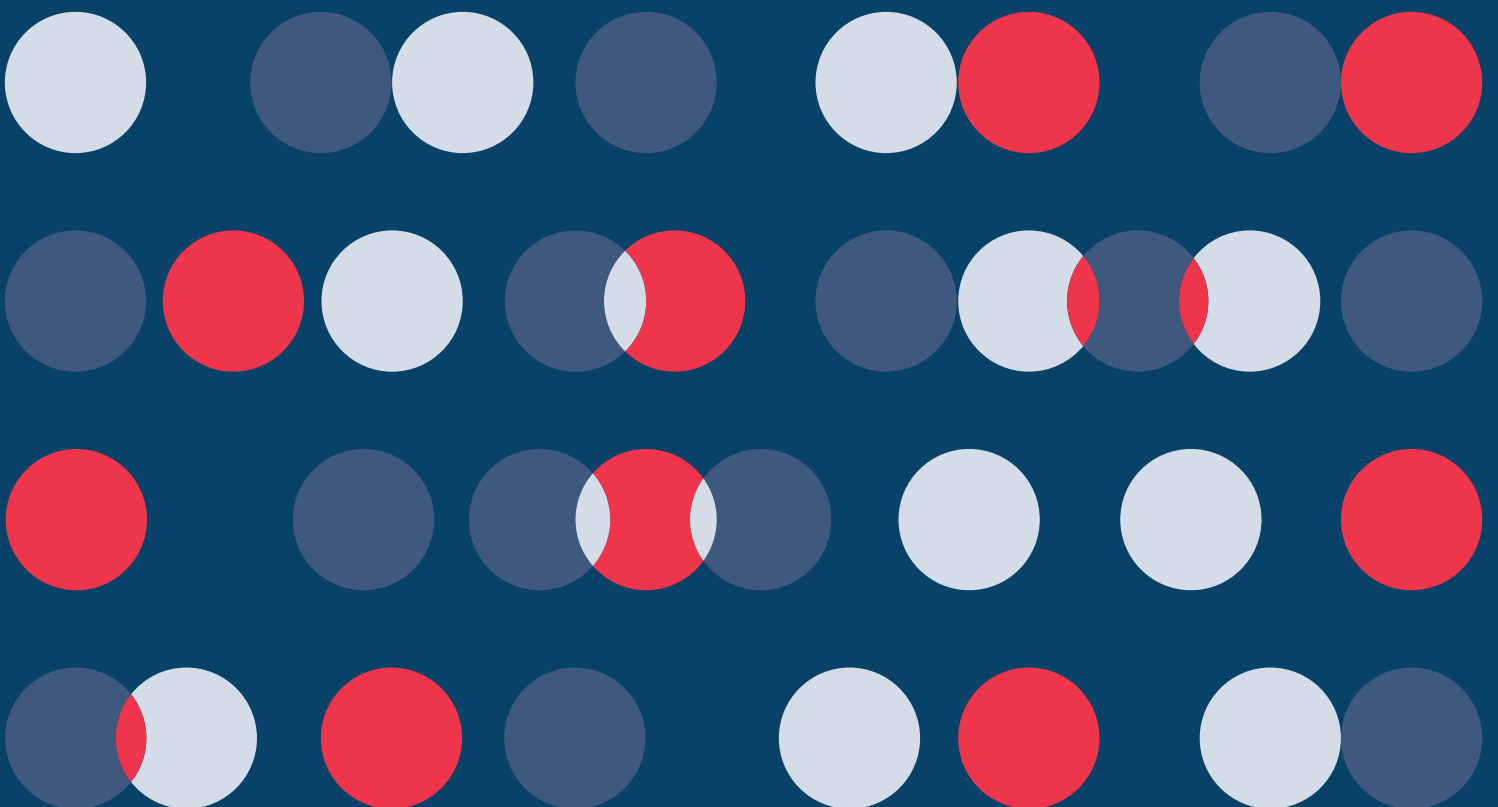


2016年7月

香港市場股價「偏低」之迷思： 投資者及發行人的良機



目錄

Page

摘要	1
1. 市場對香港與內地股價的一般觀感	2
2. 交易市場的股價差異	4
2.1 個別市場不同指數的差異	4
2.2 不同規模公司之間的差異	6
2.3 不同行業之間的差異	10
2.4 AH 股之間的差異	12
3. 集資市場的股價差異	13
4. 差異來源	16
5. 香港市場提供的機會	23
6. 總結	25
附錄一：不同行業股票的市盈率之間有否顯著差異的統計測試	26

摘要

香港市場予人普遍的印象是股票價值不及內地市場，這從香港藍籌股指數 — 恆生指數（恆指） — 的市盈率相對較低以及 A 股相對其 H 股股價呈現溢價兩點反映出來。這或會令人產生錯覺，以為香港市場不太吸引準發行人招股上市、投資者亦較難從中獲利。

不過，香港與內地市場宏觀層面的股價差異在微觀層面上未必如此。深入分析顯示，內地市場上市公司規模愈大，市盈率傾向愈低，但在香港市場，不同股票有不同市盈率，市盈率與上市公司規模之間並無顯著關係。雖則行業未必是決定市盈率的關鍵因素，若干行業的股票出於行業性質的關係，其市盈率往往比同一市場其他股票較高或較低。特別是傳統金融業的市盈率傾向較低，而新經濟行業如科技及醫療保健等則傾向較高。若干行業的公司在香港作首次公開招股，估值亦可能較在內地為高。

進一步的分析更顯示，每個市場基於市場本身特性（包括上市公司的行業組成和發展階段、投資者基礎、投資者成熟程度和投資行為）都有自己的「市場常態」。偏重新經濟行業的市場，其加權平均市盈率會較高（如納斯達克），偏重金融業的，市盈率則會較低（如香港）。主導內地市場的本土散戶投資者以炒賣居多，高風險的細價股較受歡迎。香港市場由國際專業機構投資者主導，其投資決策主要根據基本因素而定，情況就大有分別。內地市場股價高企的因素眾多，當中還包括流動性溢價，以及缺乏對沖/套利工具實行更合理的定價策略等等。

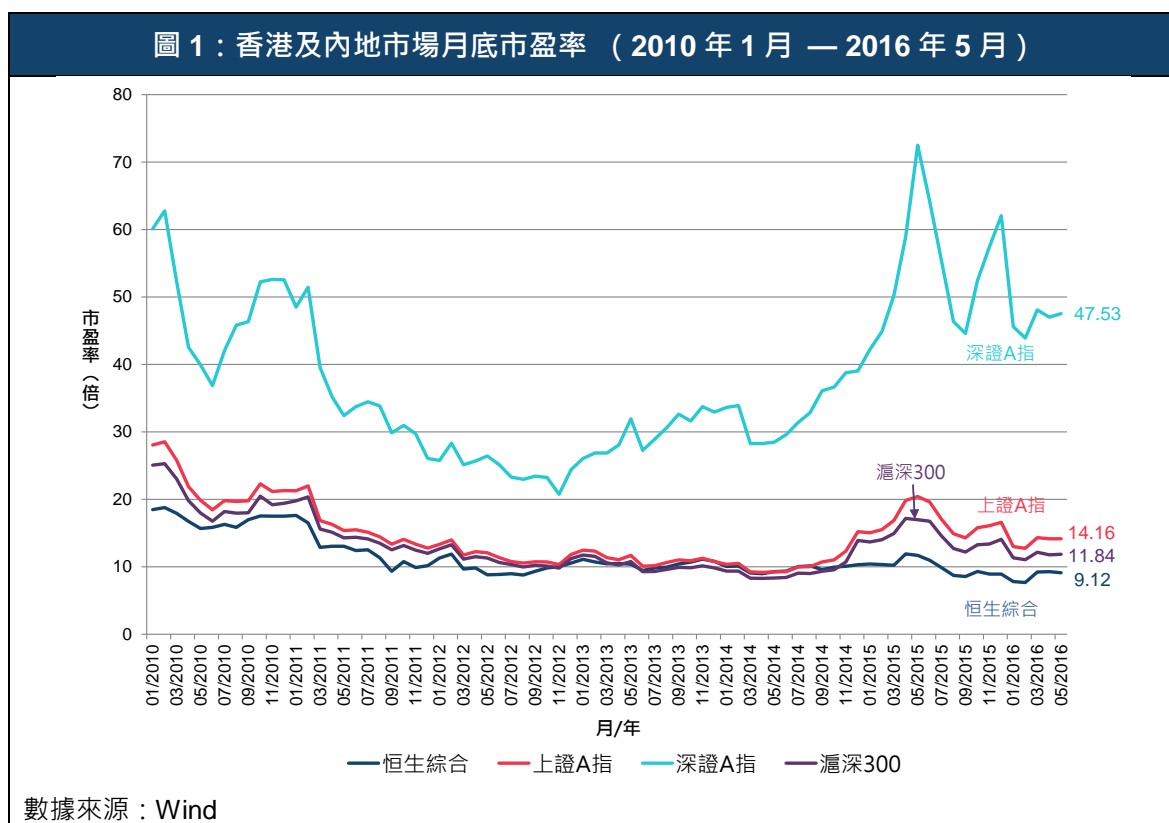
基於香港與內地市場宏觀及微觀層面的股價差異，香港市場確為發行人及投資者提供不少機會，這包括 AH 股中的 H 股價格較低、香港可供套利對沖及獲利的投資工具種類完備、若干行業在香港的招股價或較高、香港市場對新經濟行業的胃納良好，以及香港首次公開招股及上市後集資機制有更大靈活性等。最重要的是香港市場能助內地企業建立國際地位及提供進軍環球市場的良機。

1. 市場對香港與內地股價的一般觀感

長久以來，香港股票市場一直是中國內地企業上市及集資的國際平台。2014 年 11 月滬港通開通，更為內地投資者開啟了投資香港股票市場的正式渠道。不論是發行人還是投資者，香港市場的股價（特別是對照內地市場股價水平）都是上市及投資決定背後的一個重要因素。

市場一般用市盈率計量上市股票的價值，再以市場指數的市值加權市盈率計量整個股票市場的價值。單看市盈率，香港市場予人估值低，因而基本上不太吸引的感覺，覺得發行人在香港首次公開招股，定價或會較低，而投資者獲利機會亦可能較少。

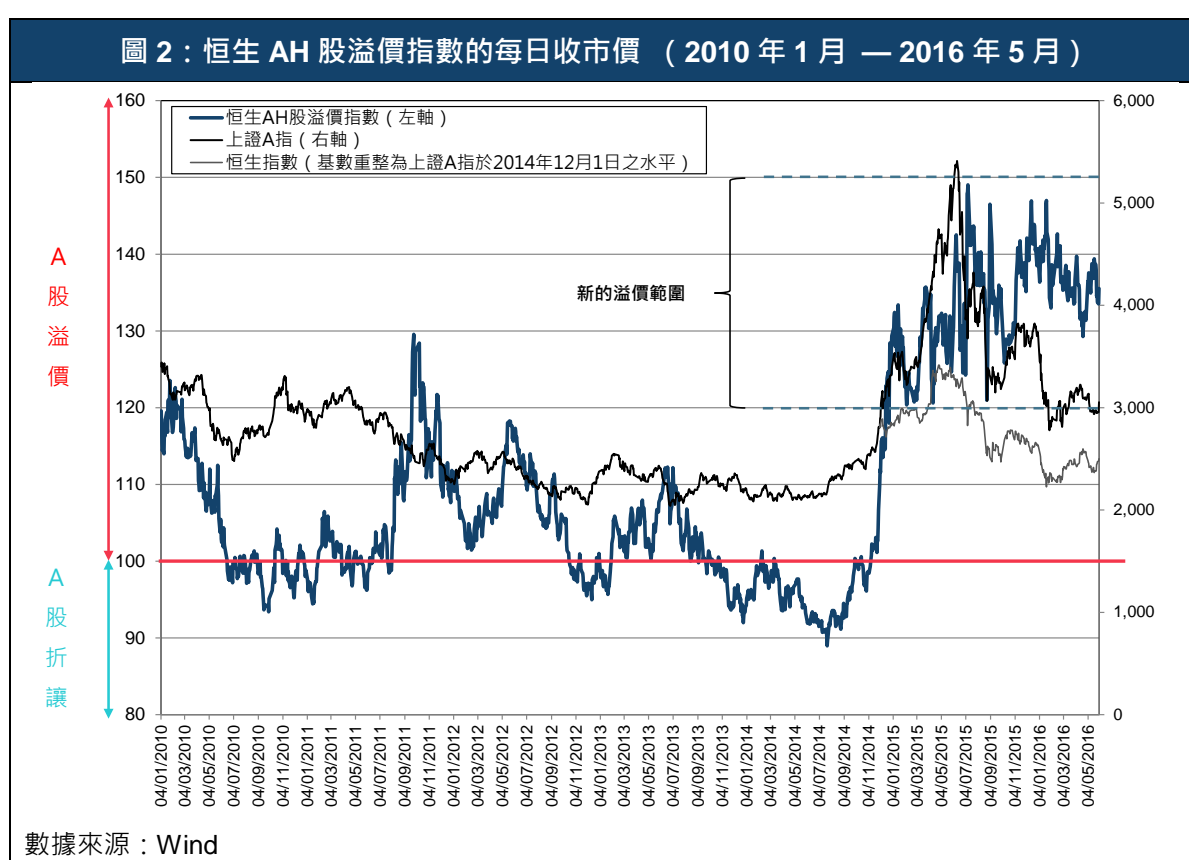
下文圖 1 顯示恒生綜合指數（涵蓋香港交易所主板上市公司總市值的 95%）、上海證券交易所（上交所）的 A 股指數（上證 A 指）及深圳證券交易所（深交所）的 A 股指數（深證 A 指）（兩指數分別涵蓋兩家交易所各自的所有上市 A 股）的市盈率，此外也顯示了滬深 300 指數作比較，此指數涵蓋上交所及深交所市值最大及流通量最高的 300 隻 A 股，佔滬深市場總市值 60% 左右，指數比重方面，上交所佔 70%，深交所佔 30%（2016 年 5 月數字）¹。



¹ 資料來源：中證指數有限公司（中證指數公司）網站及滬深 300 資料概要（2016 年 5 月）。

從圖 1 所見，香港市場自 2014 年底起，市盈率一直低於內地市場。上海市場是內地大部分大型公司的上市之地，其相對香港市場的市盈率溢價並不如上市公司多為中小型公司的深圳市場²相對香港市場的市盈率溢價。儘管上海市場與內地主要指數滬深 300 的市盈率在 2013 年及 2014 年間大部分時候均與香港的市盈率幾近相同，但近年的市價水平卻予人香港股價持續偏低的感覺。

排除不同股票組合的因素，在同時有 H 股於香港上市及有 A 股於內地（上海或深圳）上市的公司之中，A 股與相應 H 股之間的溢價/折讓更能有效反映股票估值的差異。恒生 AH 股溢價指數正是用於追蹤這估值差異趨勢，如下文圖 2 所顯示：A 股大部分時候的買賣價均高於相應的 H 股，由 2015 年開始溢價更持續高於過去水平。事實上這走勢與上證 A 股指數在該段期間的上升軌道一致，只是香港市場並無緊隨。



然而，上文觀察所得的印象未免流於表面。市場成熟度、行業組成及投資者基礎等因素也須列入考慮範圍。要增加對全局的認識，必須對香港與內地市場的股價有更深入的研究，現試詳細分析如下。

² 於 2016 年 5 月底，上交所每隻股票的平均市值為人民幣 225.95 億元，深交所為人民幣 112.79 億元（中小企業板：人民幣 111.96 億元；創業板：人民幣 93.63 億元）（資料來源：上交所及深交所網站上的每月統計）。相比之下，香港交易所主板每隻股票的平均市值為 148.57 億港元（約人民幣 126.32 億元）。

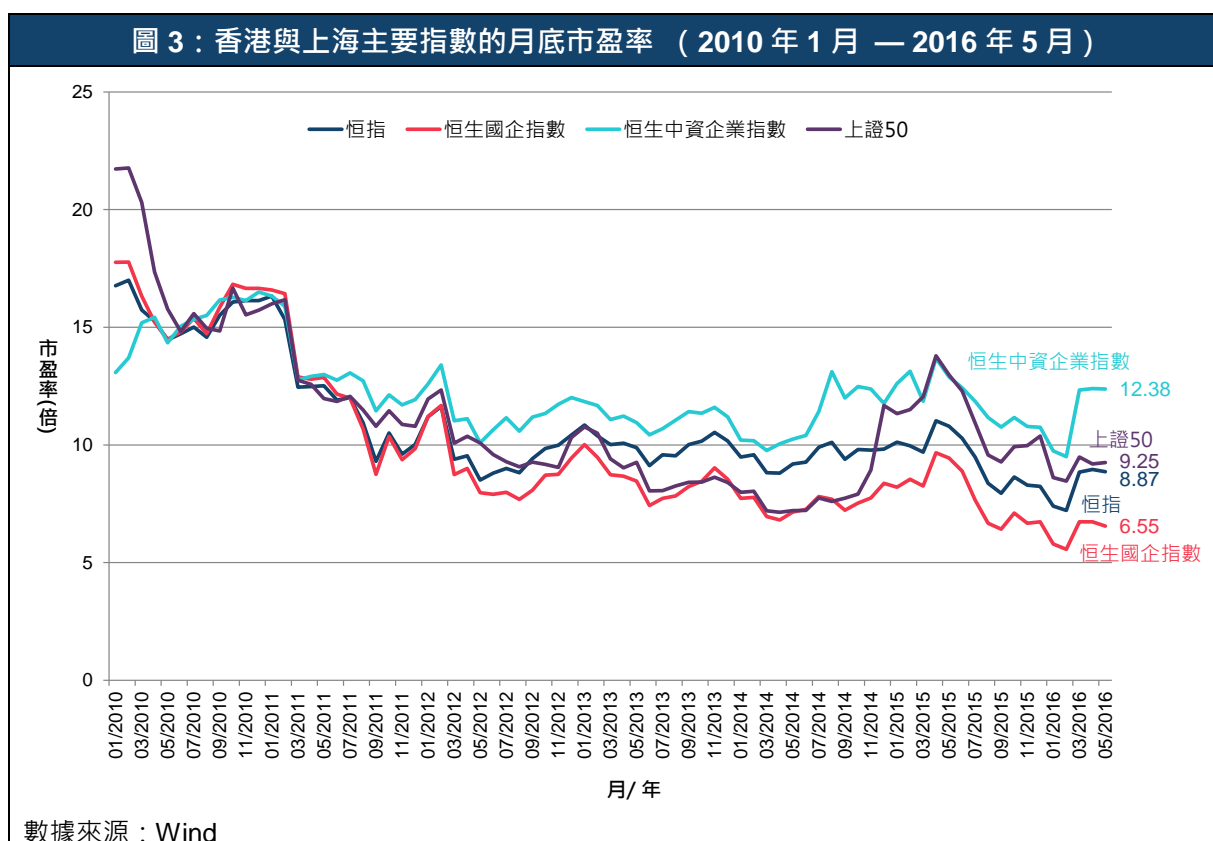
2. 交易市場的股價差異

2.1 個別市場不同指數的差異

香港主要的市場指數包括³：

- 恒生指數 (恒指) — 成份股為香港交易所主板上市市值最大及流通量最高的 50 隻股票，2016 年 5 月佔主板市值 57% 及成交額 54%；
- 恒生中國企業指數 (恒生國企指數) — 成份股 40 隻，2016 年 5 月佔主板所有 H 股市值 81%及成交額 30%；
- 恒生香港中資企業指數 (中資企業指數) — 成份股為市值最大及流通量最高的 25 隻紅籌股，2016 年 3 月佔主板市值 17%及成交額 13%。

在上海市場，相當於恒指的是上證 50 指數，涵蓋上交所市值最大及流通量最高的 50 隻股票。圖 3 為香港市場的各個指數與上證 50 指數的市盈率對照。

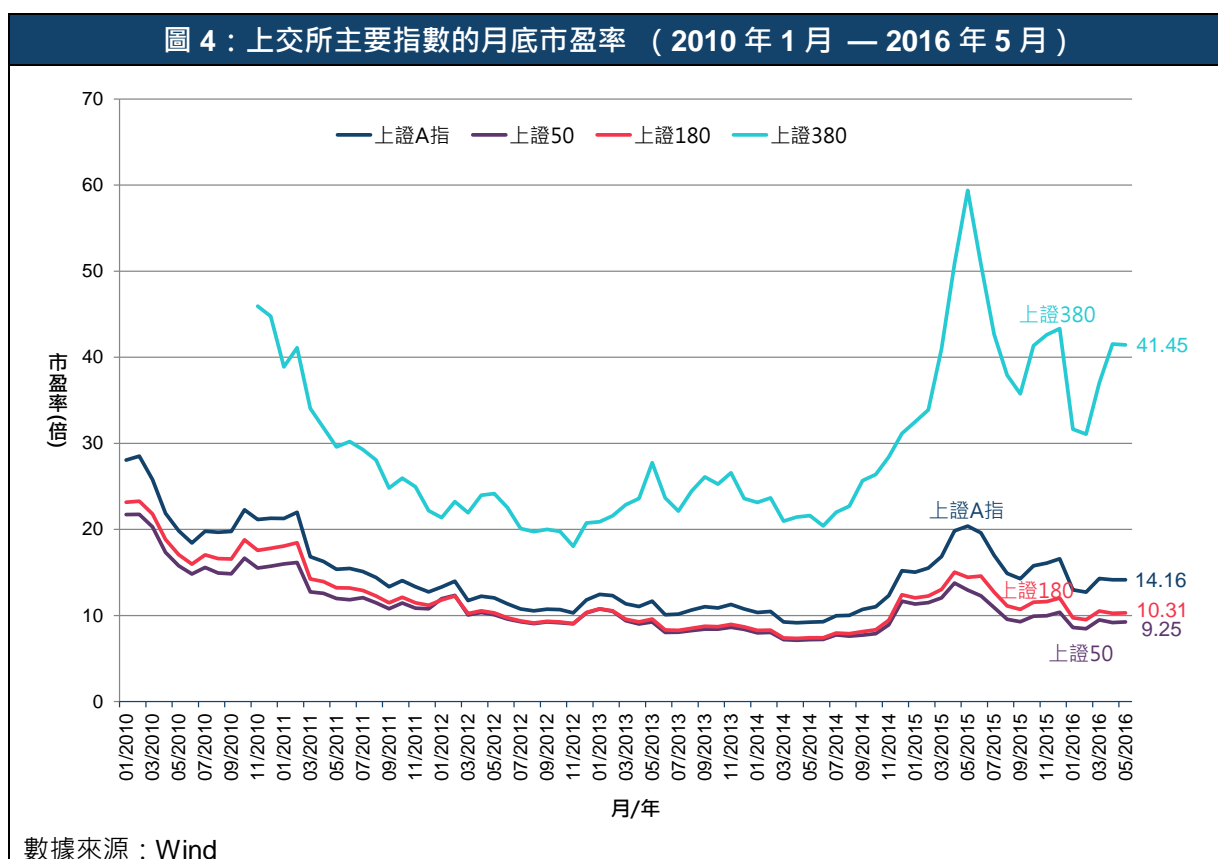


2015 年至 2016 年 5 月，恒指及恒生國企指數 (有 9 隻 H 股同為兩個指數的成份股，於恒指的權重為 24%) 的市盈率均低於上證 50 指數，但恒生中資企業指數的市盈率自 2011 年起大部分時間均高於上證 50 指數。這顯示不同的內地股票的股價不但存在跨市場差異，在同一上市市場亦有所不同。

³ 市場覆蓋數據的資料來源：恒生指數網站各相關指數單張 (<http://www.hsi.com.hk>)。

單看上海市場，對照涵蓋所有股票的上證 A 指，其他追蹤不同股票類別的指數之間所反映出來的這種股價差異就非常顯著：

- **上證 50 指數** — 涵蓋上交所規模大及流動性好的最具代表性的 50 隻股票，從上證 180 指數成份股中選出；
- **上證 180 指數** — 涵蓋上交所最具代表性的 180 隻 A 股，包括上證 50 指數成份股以及市值低於上證 50 指數成份股的股票；
- **上證 380 指數** — 涵蓋 380 隻規模適中、成長性好、盈利能力強的股票，代表著上交所除上證 180 指數以外的新興藍籌股。

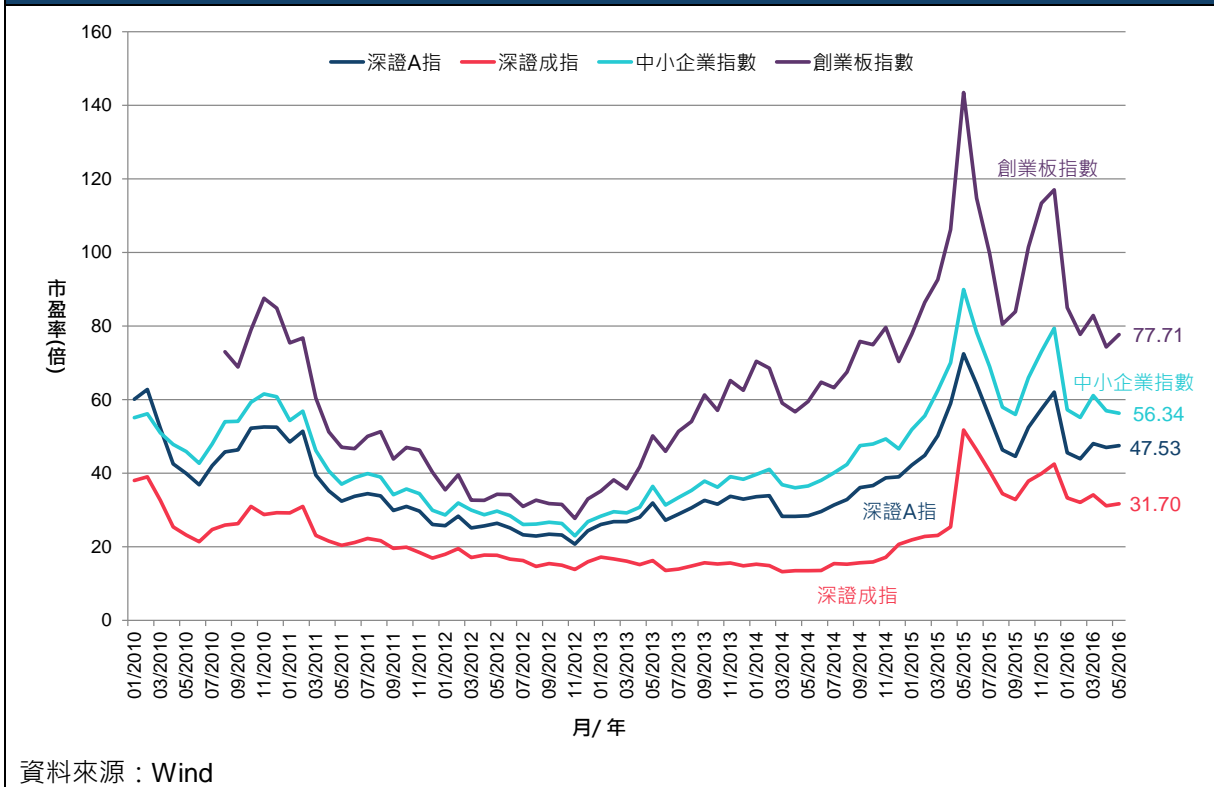


從圖 4 所見，上證 380 的市盈率遠高於上證 180，上證 180 又略高於上證 50。這意味指數成份股規模愈小，指數的市盈率傾向愈高。

單看深圳市場，相比涵蓋所有股票的深證 A 指，以下數隻指數同見類似上述的股價差異：

- **深證成份指數** — 涵蓋深交所規模大、流動性好的最具代表性的 500 隻股票，佔深交所所有 A 股市值差不多 60%；
- **中小板綜合指數** — 涵蓋深交所中小企業板所有上市股票；
- **創業板綜合指數** — 涵蓋深交所創業板所有上市股票。

圖 5：深交所主要指數的月底市盈率（2010年1月—2016年5月）



上圖 5 清楚顯示深交所不同市場類別市盈率的顯著差異。在其創業板上市的增长型小企業的市盈率最高，深證成份指數所代表的大型股的市盈率最低。

看來內地藍籌指數的市盈率較低，追蹤較小型股票的指數的市盈率反而較高。

2.2 不同規模公司之間的差異

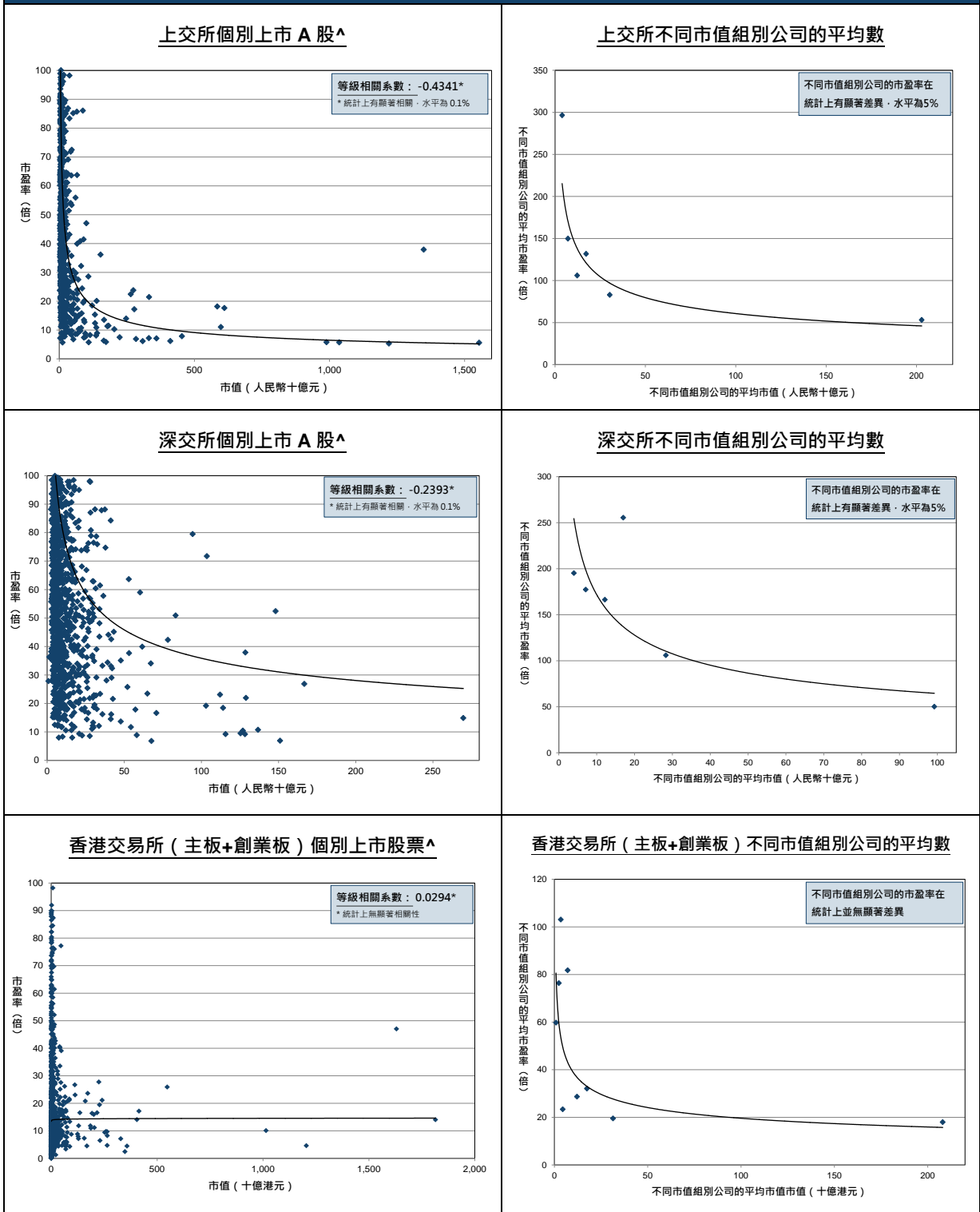
不同股指之間的估值差異與指數成份股的性質有高度的關連。當中影響的因素之一是公司的規模，這在一定程度上反映公司成熟程度及進一步增長的前景。為探討此因素，我們對香港主板及創業板以及滬深兩地上市 A 股市值及市盈率之間的關係進行了分析探討。由於多數股票集中於低市值一端，我們按公司市值大小加以適當分類（見表 1），就此再作進一步分析，希望更清楚顯示整體情況。圖 6 及 7 是分析的結果。

表 1：滬深 A 股及香港交易所上市股票的市值分類 (2016 年 5 月 31 日)

市值類別 (內地)	股票數目		香港交易所按市值分類的上市股票數目				
	上交所	深交所	市值類別	全市場	主板	市值類別	創業板
人民幣 50 億元 或以下	200	373	20 億港元或以下	570	485	5 億港元或以下	57
						>5 億 – 10 億港元	13
						>10 億 – 15 億港元	7
						>15 億 – 20 億港元	8
			>20 億 – 30 億港元	111	108	>20 億 – 50 億港元	7
			>30 億 – 40 億港元	79	75		
			>40 億 – 50 億港元	42	42		
>人民幣 50 億 – 100 億元	302	654	>50 億 – 100 億港元	164	161	>50 億港元	4
>人民幣 100 億 – 150 億元	155	237	>100 億 – 150 億港元	67	66		
>人民幣 150 億 – 200 億元	82	113	>150 億 – 200 億港元	44	44		
>人民幣 200 億 – 500 億元	126	162	>200 億 – 500 億港元	95	95		
>人民幣 500 億元	87	34	>500 億港元	75	75		
合計	952	1,573	合計	1,247	1,151	合計	96

註：不包括盈利為負數的股票
資料來源：香港交易所分析，數據源自 Wind (上交所及深交所數據) 及香港交易所市場數據

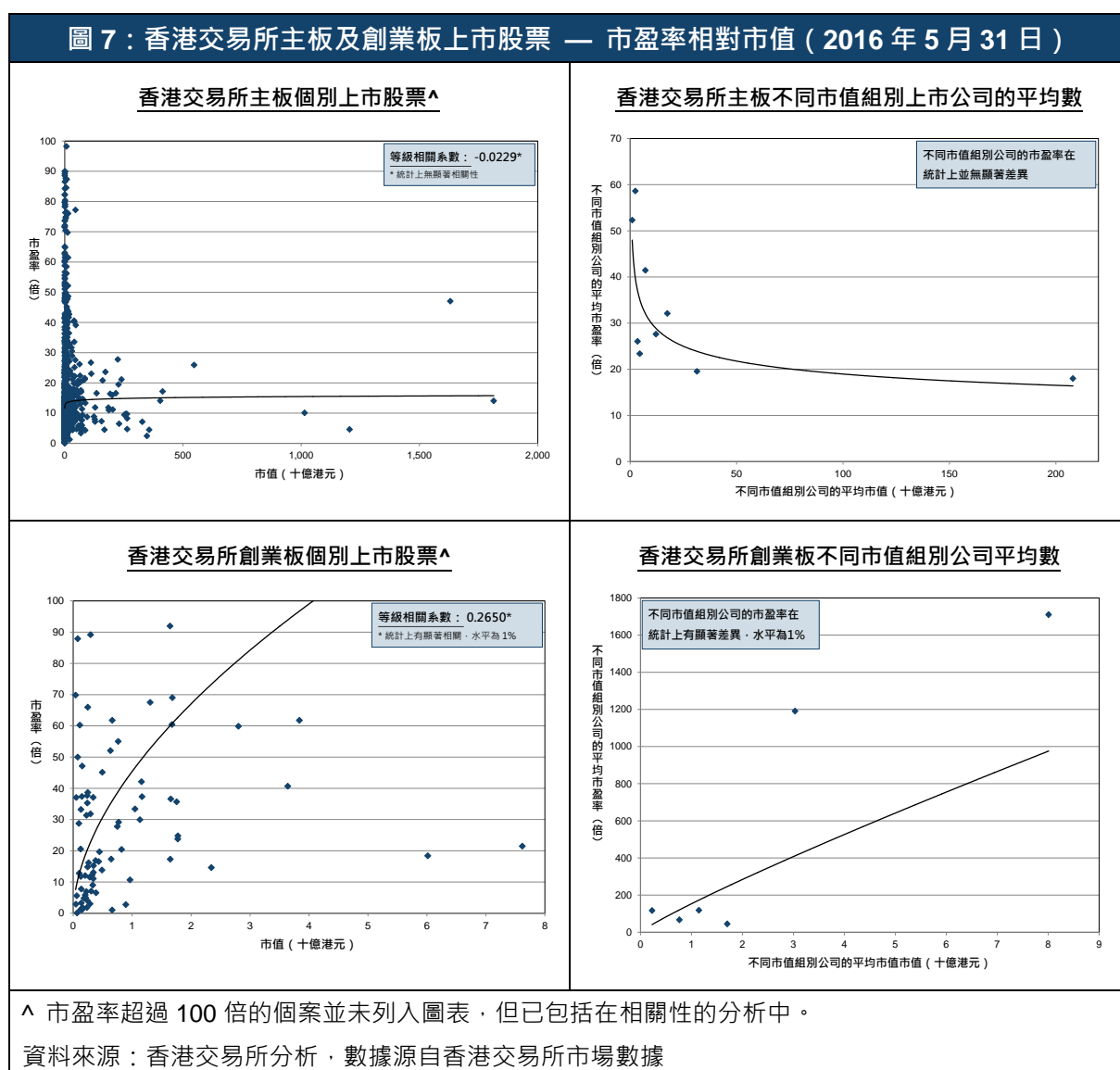
圖 6：香港與中國內地上市股票的市盈率相對其市值（2016年5月31日）



[△] 市盈率超過 100 倍的個案並未列入圖表，但已包括在相關性的分析中。

資料來源：香港交易所分析，數據源自 Wind（上交所及深交所數據）及香港交易所市場數據

分析結果顯示，內地市場上市 A 股的市盈率與市值之間在統計上有顯著的反向關係。圖 6 左方為個別股票市盈率相對市值的散點圖，右方則顯示不同市值組別公司的平均市盈率相對其平均市值有清楚的反向關係。在上交所與深交所上市的 A 股，不同市值股票的市盈率在統計上有顯著差異 — 市值愈大，市盈率傾向愈小。然而，就整個香港市場而言，市盈率與市值在統計上並沒有顯著相關性。由於香港股票市場分為主板和創業板（前者為較成熟的公司，後者為新興公司），我們分別對主板及創業板進行分析，看看在該關係上兩者是否有異。圖 7 是分析的結果。



就在香港主板上市的較成熟的公司而言，其市盈率與市值在統計上並無顯著關係，而於創業板上市的新興公司，其市盈率與市值在統計上則發現有若干顯著的正面關係。從散點圖觀察所得，與主板股票相比，較高市值的創業板股票的市盈率分布較分散，意即較高市值的創業板股票，其市盈率可以偏高也可以偏低。不過，即使創業板股票的市值與市盈率從統計上發現有明顯的溫和正面關係，但創業板股票的市值差異相當小，股票之間的市盈率差異當與個別股票本身因素有更大關係。

按上述分析所得，內地市場公司規模愈大，市盈率傾向愈低；而在香港市場，股票的市盈率較為視個股的情況而定，與公司規模並無顯著特定的關係。

2.3 不同行業之間的差異

為研究不同行業股票的市盈率，我們根據全球行業分類標準(GICS)⁴將香港與內地市場上市股票分為 10 個行業。下表 2 顯示所研究股票於個別市場或指數環節按行業分布的數目。

GICS 行業	香港市場	恒指	恒生國企指數	富時 A50	上交所	深交所	滬深 300
金融	378 [278]	23 [23]	21 [21]	26 [25]	120 [97]	91 [67]	59 [57]
工業	319 [206]	5 [5]	4 [4]	9 [8]	288 [234]	466 [375]	61 [55]
非必需消費品	462 [277]	4 [4]	3 [3]	4 [3]	202 [171]	285 [221]	40 [35]
資訊科技	224 [130]	2 [1]	— [—]	2 [2]	83 [72]	335 [282]	28 [25]
原材料	170 [79]	— [—]	2 [2]	1 [0]	199 [122]	313 [235]	32 [22]
能源	54 [22]	5 [5]	4 [4]	3 [3]	41 [19]	31 [17]	15 [12]
必需消費品	101 [62]	4 [4]	1 [1]	1 [1]	78 [67]	109 [81]	17 [17]
醫療保健	86 [64]	— [—]	1 [1]	1 [1]	75 [67]	141 [128]	24 [24]
公用事業	47 [41]	5 [5]	3 [3]	2 [2]	54 [51]	38 [32]	22 [22]
電訊服務	17 [13]	2 [2]	1 [1]	1 [1]	2 [2]	3 [1]	2 [2]
合計	1,858 [1,174]	50 [49]	40 [40]	50 [46]	1,142 [902]	1,812 [1,439]	300 [271]
[] 具有有效市盈率的股票數目							
資料來源：香港交易所分析，數據源自彭博							

圖 8 顯示 2016 年 5 月 31 日各市場/指數環節中不同行業的市值加權平均市盈率⁵。以行業而論，在金融及公用事業類等較成熟行業中，香港市場上市股票與上交所上市股票的市值加權市盈率相近。若比較香港與內地藍籌股指數的市盈率，在金融、非必需消費品、資訊科技⁶及公用事業方面，香港恒指的市值加權市盈率較新華富時 A50 指數高，在必需消費品方面，兩者的市值加權市盈率相若。香港上市 H 股（由恒生國企指數代表）在工業及能源業方面較香港藍籌股（由恒指代表）同類的市值加權市盈率高，但在其他行業（就兩個指數皆有成份股者而言）則較低。深交所市場（主要為小型增長公司）幾乎在所有行業的市值加權市盈率均為最高（醫療保健除外 — A50 唯一一隻醫療保健股有異常高的市值加權市盈率）。

⁴ GICS 是 1999 年 MSCI 及標準普爾編制的行業分類系統，分 10 個行業。研究中每隻股票的 GICS 行業分類取自彭博。

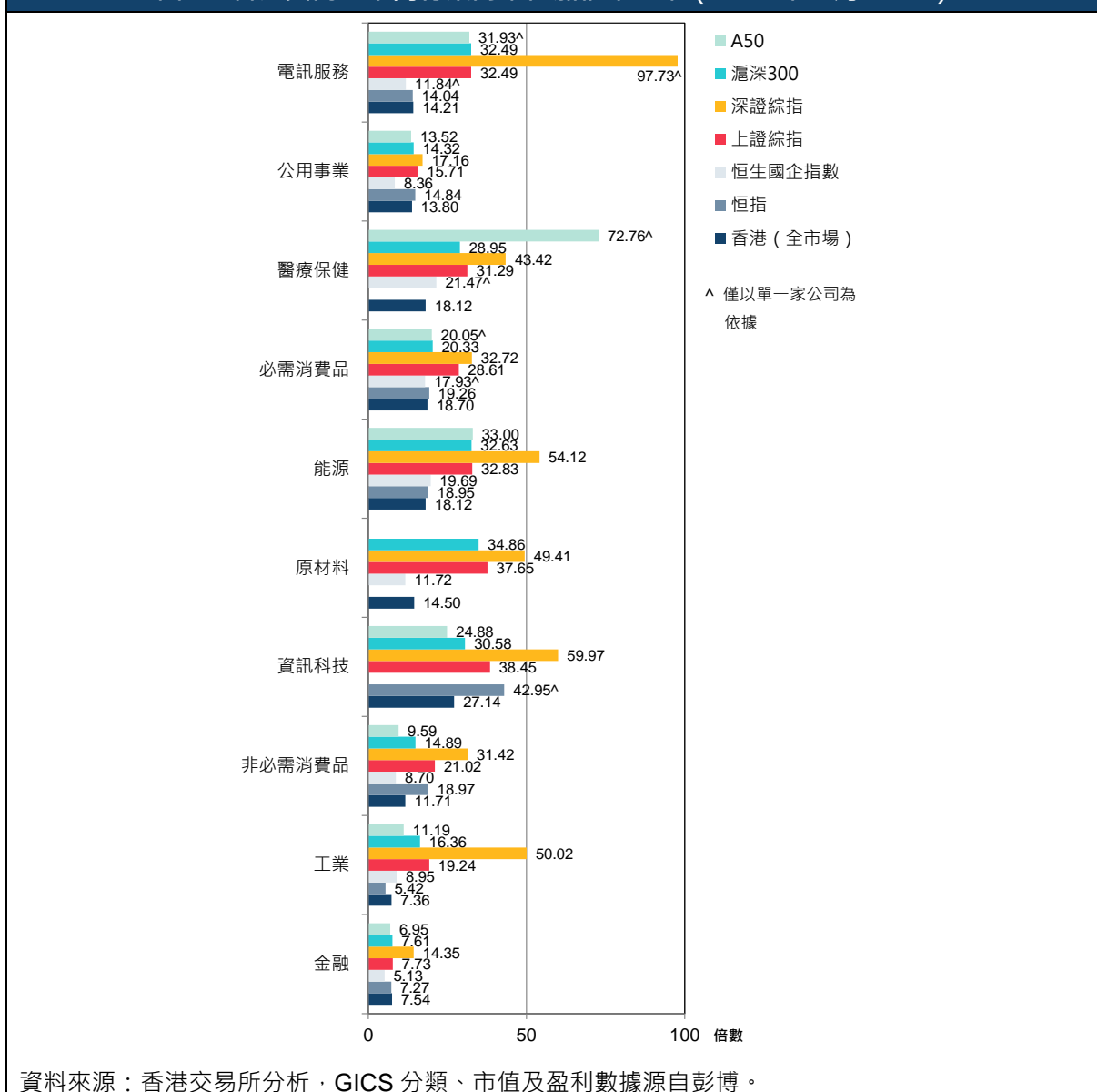
⁵ 市值加權平均市盈率是按資料來源所得數據，將所研究股票的市值相加除以其 12 個月盈利的總和計算所得（負盈利的股票不包括在內）。

⁶ 僅以恒指中一家該行業的公司為依據。

當分析同一市場不同行業個別股票（於 2016 年 5 月 31 日）的市盈率差異時，香港與內地市場在大部分行業中個別股票的市盈率在統計上均無顯著差異，以下為部分例外情況（詳情見附錄一）：

- 香港市場：金融股市盈率（簡單平均數為 24 倍）低於工業股（簡單平均數為 67 倍）；
- 上海市場：金融股較資訊科技、必需消費品、非必需消費品及原材料股的市盈率低；資訊科技股較公用事業股的市盈率高；以及必需消費品股票較公用事業股的市盈率高但較醫療保健股的市盈率低；
- 深圳市場：工業股較醫療保健股的市盈率高。

圖 8：香港與內地不同行業的市值加權市盈率（2016 年 5 月 31 日）

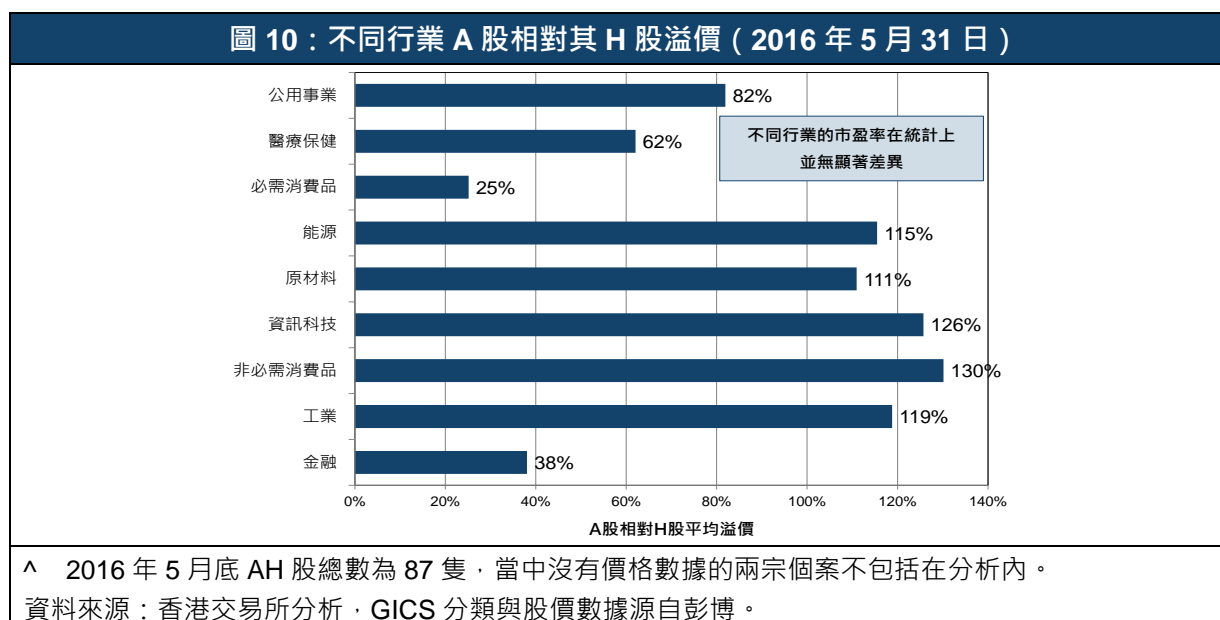
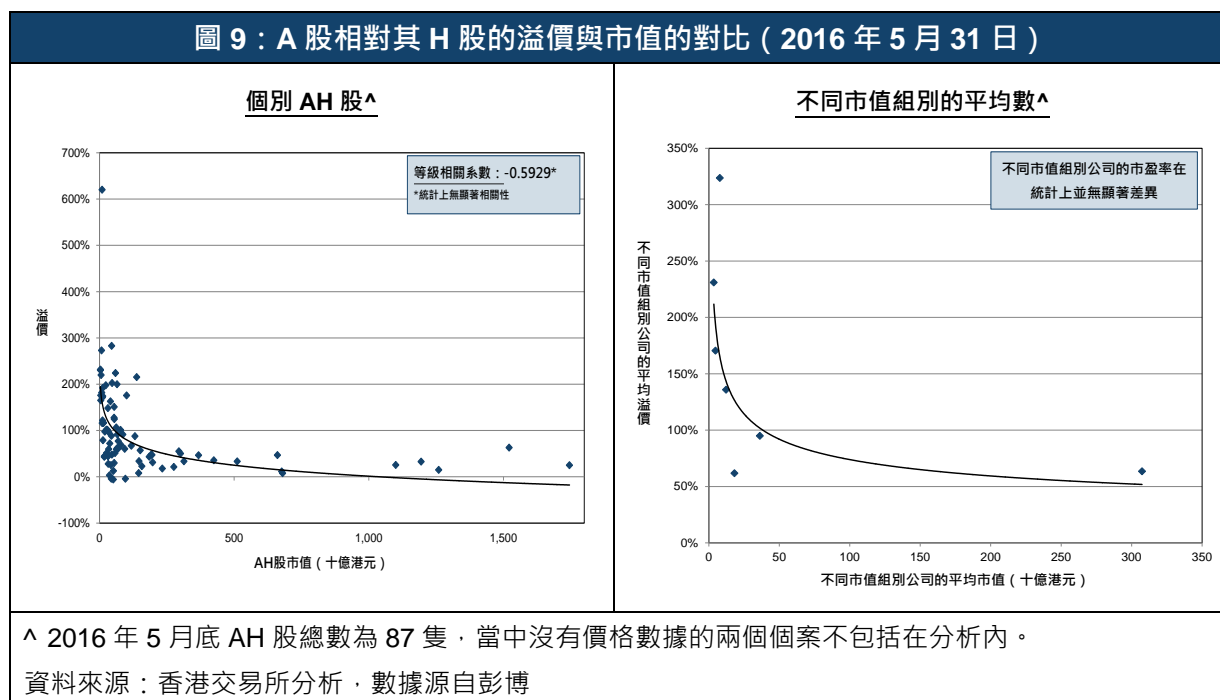


事實上，同一行業中不同股票的市盈率有很大差異。研究結果意味行業雖未必是股票市盈率的關鍵因素，但若干行業的股票市盈率或會因行業性質關係而高於或低於同一市場的其他股票。

2.4 AH 股之間的差異

我們研究同時在香港上市 H 股及在內地（上交所或深交所）上市 A 股的股票（「AH 股」）的股價差異，看看上述因素——市值及行業——對市盈率是否確有影響。

圖 9 為此類股票的 A 股相對 H 股的溢價與其市值的散點圖。我們發現溢價與市值之間有重大負向關係。另一方面，AH 股的溢價差異於不同行業之間在統計上並無顯著差異（見圖 10）。

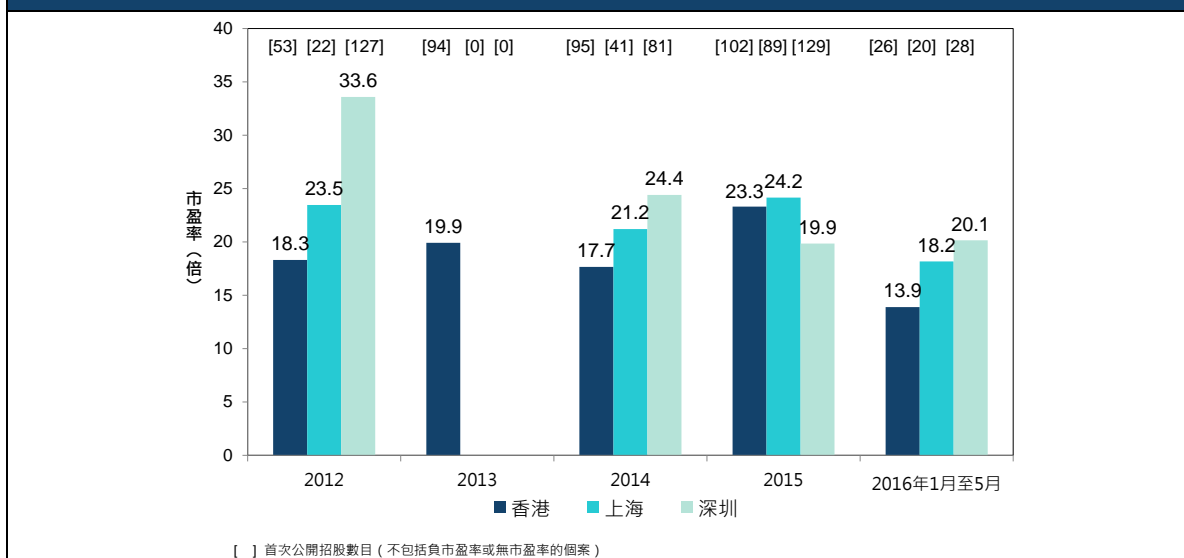


換句話說，不論行業，公司規模愈大，AH 股溢價愈小。由於香港市場的股票估值大致上不受公司規模影響，上述結果相信源自內地市場上市股票股價與市值之間的負向關係（見上節「不同規模公司之間的差異」的研究結果）。

3. 集資市場的股價差異

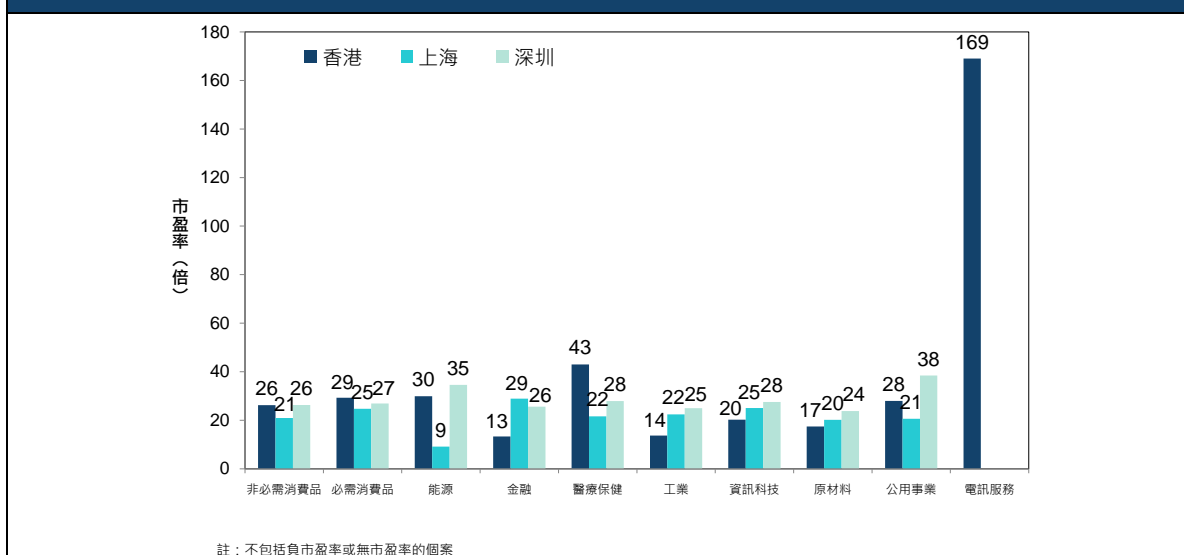
2012 年至 2016 年 5 月，香港首次公開招股個案按招股價計算的市盈率（市值加權後）平均低於上海及深圳市場（見圖 11）。不過，如圖 12 所示，不同行業的首次公開招股有不同的定價差異。整個期間內，在香港進行首次公開招股的定價於以下一些行業中均較上海為高 — 非必需消費品、必需消費品、能源、醫療保健及公共事業 — 而此中某些行業香港亦較深圳為高。

圖 11：香港與內地首次公開招股的市值加權市盈率（按年）（2012 — 2016 年 5 月）



資料來源：香港交易所分析，數據源自彭博。

圖 12：香港與內地首次公開招股的市值加權市盈率（按行業）（2012 — 2016 年 5 月）



資料來源：香港交易所分析，數據源自彭博。

進一步按年分析，可見自 2014 年起至 2016 年 5 月期間內的每一年（即中國證監會於 2013 年暫停首次公開招股後再重啟之後），香港於多個行業中首次公開招股的市盈率均較內地為高（見圖 13）。2014 年，香港首次公開招股在非必需消費品、必需消費品、醫療保健、資訊科技及公

用事業行業的市值加權市盈率均高於內地相同行業的首次公開招股。2016 年截至 5 月，香港首次公開招股的市值加權市盈率在非必需消費品及資訊科技行業仍高於內地。

圖 13：香港與內地首次公開招股的市值加權市盈率（按行業按年）（2012 — 2016 年 5 月）

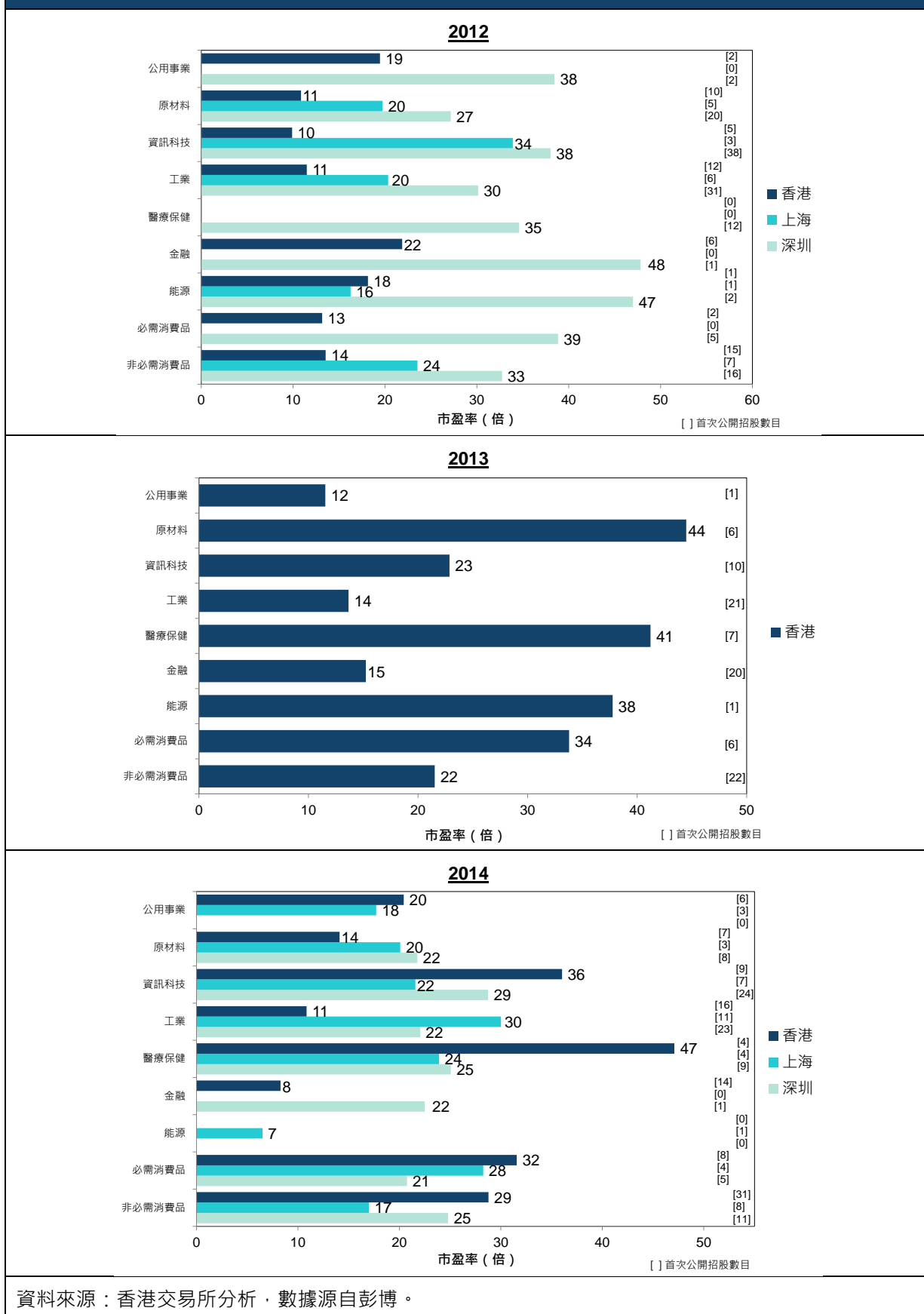
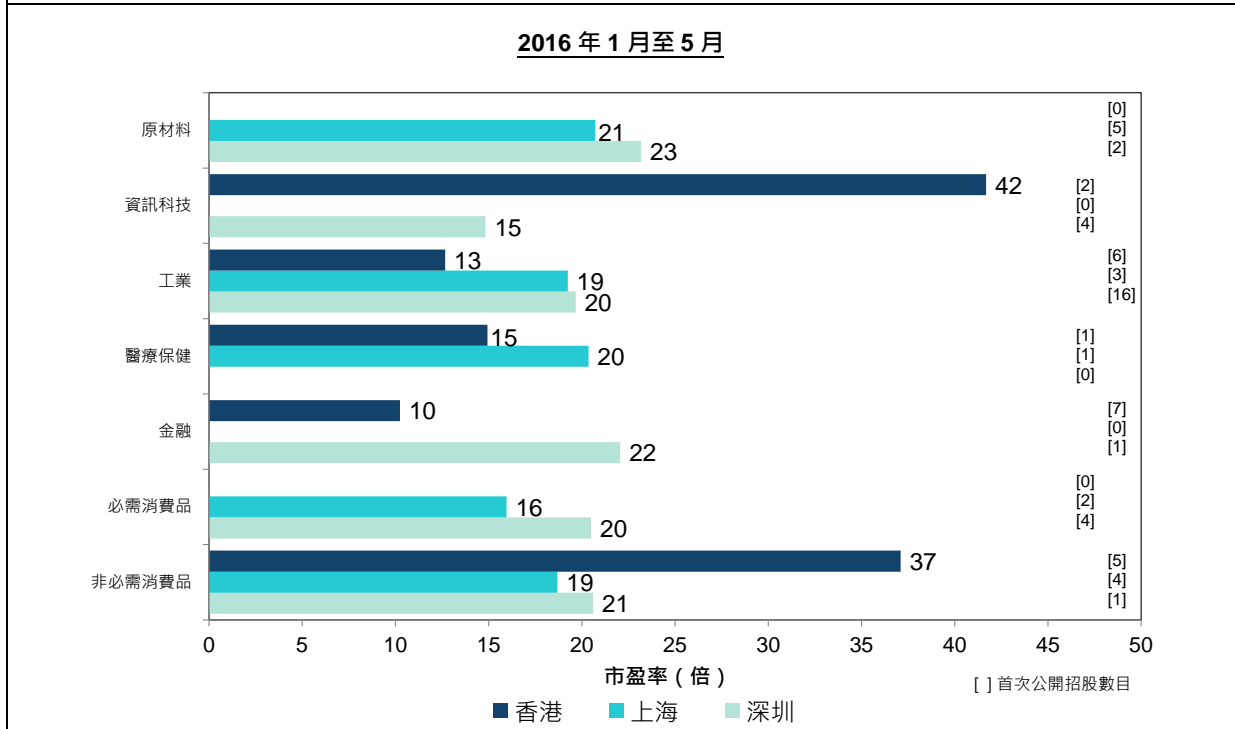
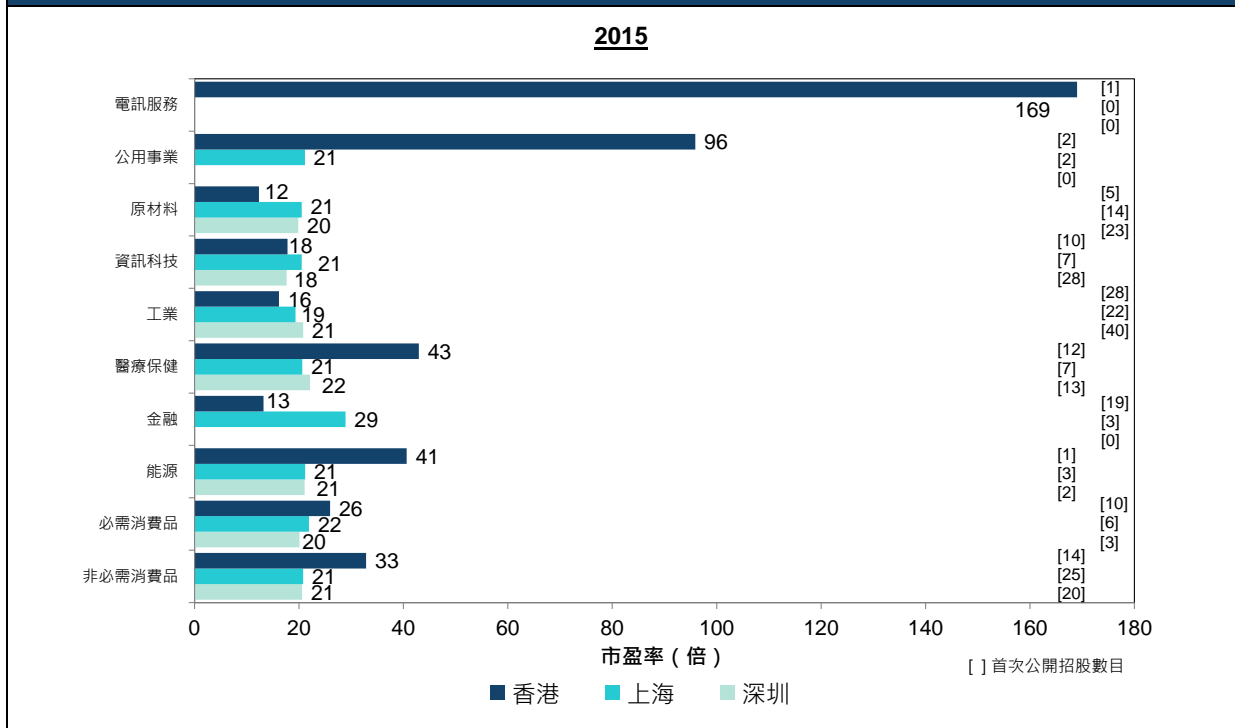


圖 13：香港與內地首次公開招股の市值加權市盈率（按行業按年）（2012 — 2016 年 5 月）



資料來源：香港交易所分析，數據源自彭博。

註：

- (1) 不包括負市盈率或無市盈率的個案。
- (2) 年內香港及內地無首次公開招股の行業不列圖中。
- (3) 2013 年內地並無首次公開招股。

換句話說，若干行業在香港進行首次公開招股或可較在內地取得更高的估值，不過發售時的市盈率還是要視個別股票情況而定。

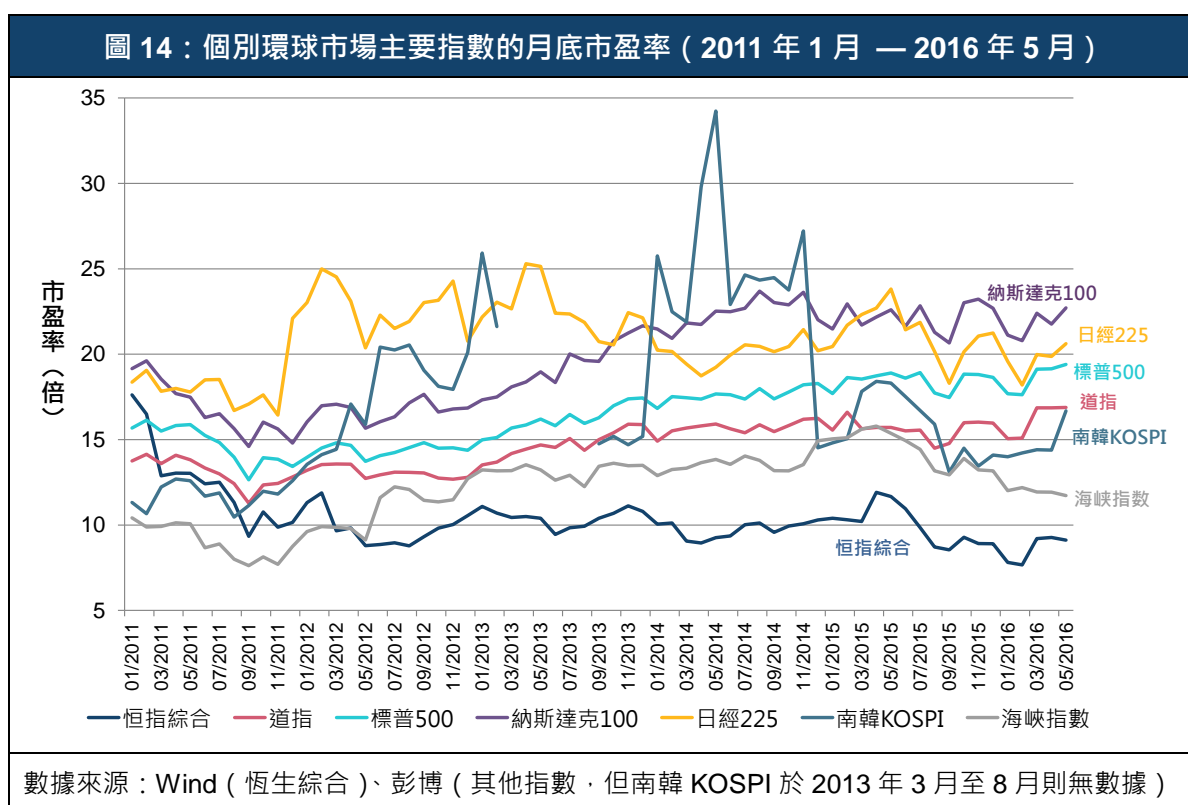
4. 差異來源

市場之間的估值差異源自多項因素，包括下述的個別市場宏觀因素和個別股票的微觀因素。

(1) 市盈率的市場常態

每一股票市場不論開放程度，皆會在一段時期內維持其「常態」水平的市盈率，即所謂市場常態，那是該市場各方面特徵（包括上市公司的行業組成及發展階段、投資者基礎、投資者的成熟程度及投資行為等）產生的綜合結果。此市場常態將一直維持，直至市場基礎因素改變、衍生新的常態為止。

圖 14 比較香港市場與美國及亞洲主要指數的市盈率；有關的美國指數為道瓊斯工業平均指數（道指）、標準普爾 500 指數和納斯達克 100 指數，有關的亞洲指數為日本的日經 225 指數、南韓 KOSPI 指數和新加坡的海峽時報指數（海峽指數）。日本市場市盈率常態水平與美國市場相若，新加坡市場的市盈率常態水平則處於美國市場與香港市場之間。韓國市場則較為特別，其市盈率十分波動，然而其市盈率於近年的常態水平處於美國與新加坡之間。



下文嘗試探討影響市場市盈率常態水平的市場基本因素。

(2) 上市公司的行業組成

如上文第 2.3 節所分析，若干行業的市盈率或會較高或較低。「傳統」金融業的市盈率較低，以高增長潛力吸引投資者的新經濟行業如科技及醫療保健等的市盈率則傾向較高。因此，新經濟行業比重較高的市場，其加權平均市盈率水平會較高，金融業比重較高的市場，其平均市盈率水平則會較低。在這背景下，科技及醫療保健佔約 66% 的納斯達克市場是高市盈率市場的例子，而金融股佔超過 40% 的香港市場則為低市盈率市場的例子。(見圖 15)

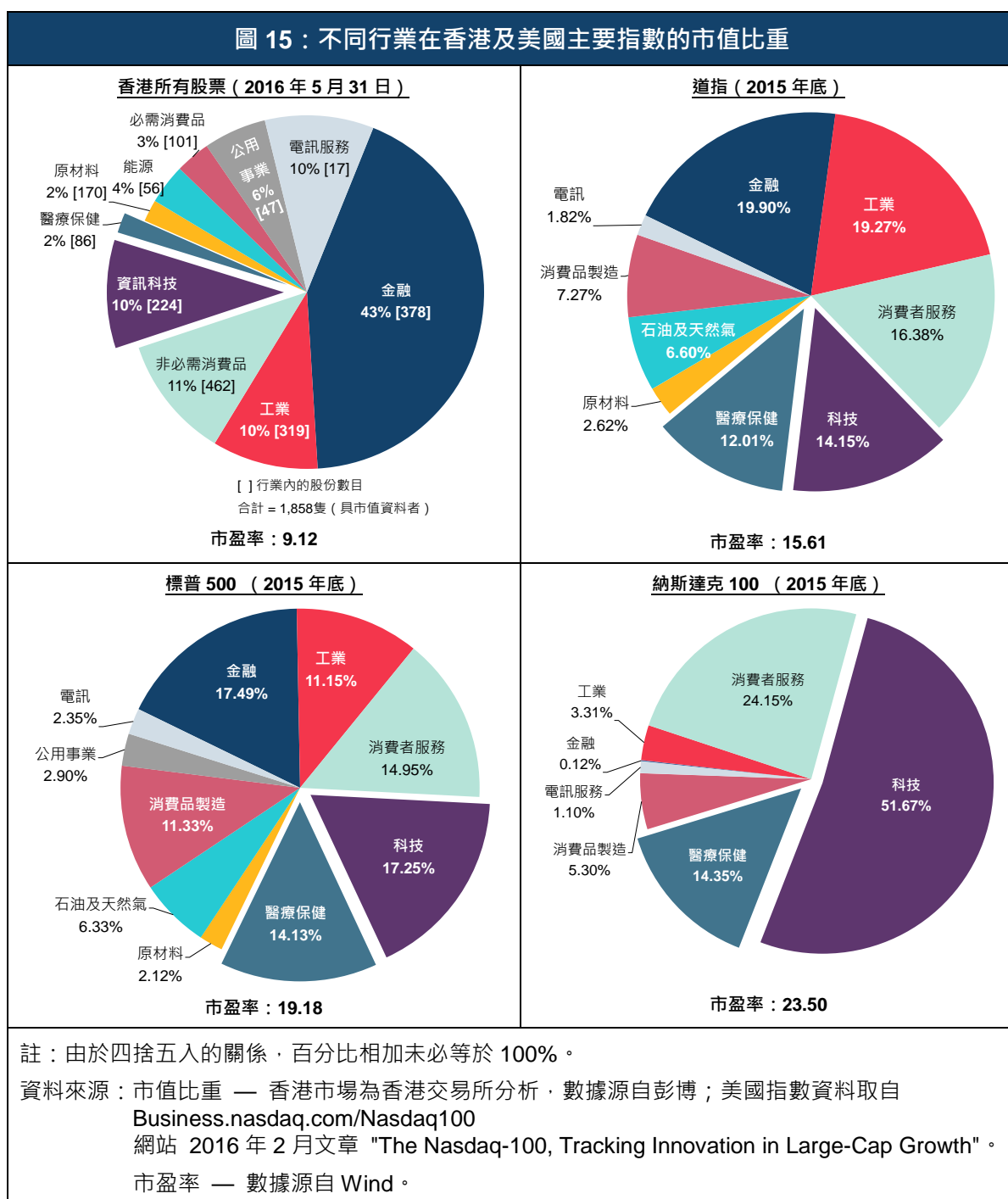
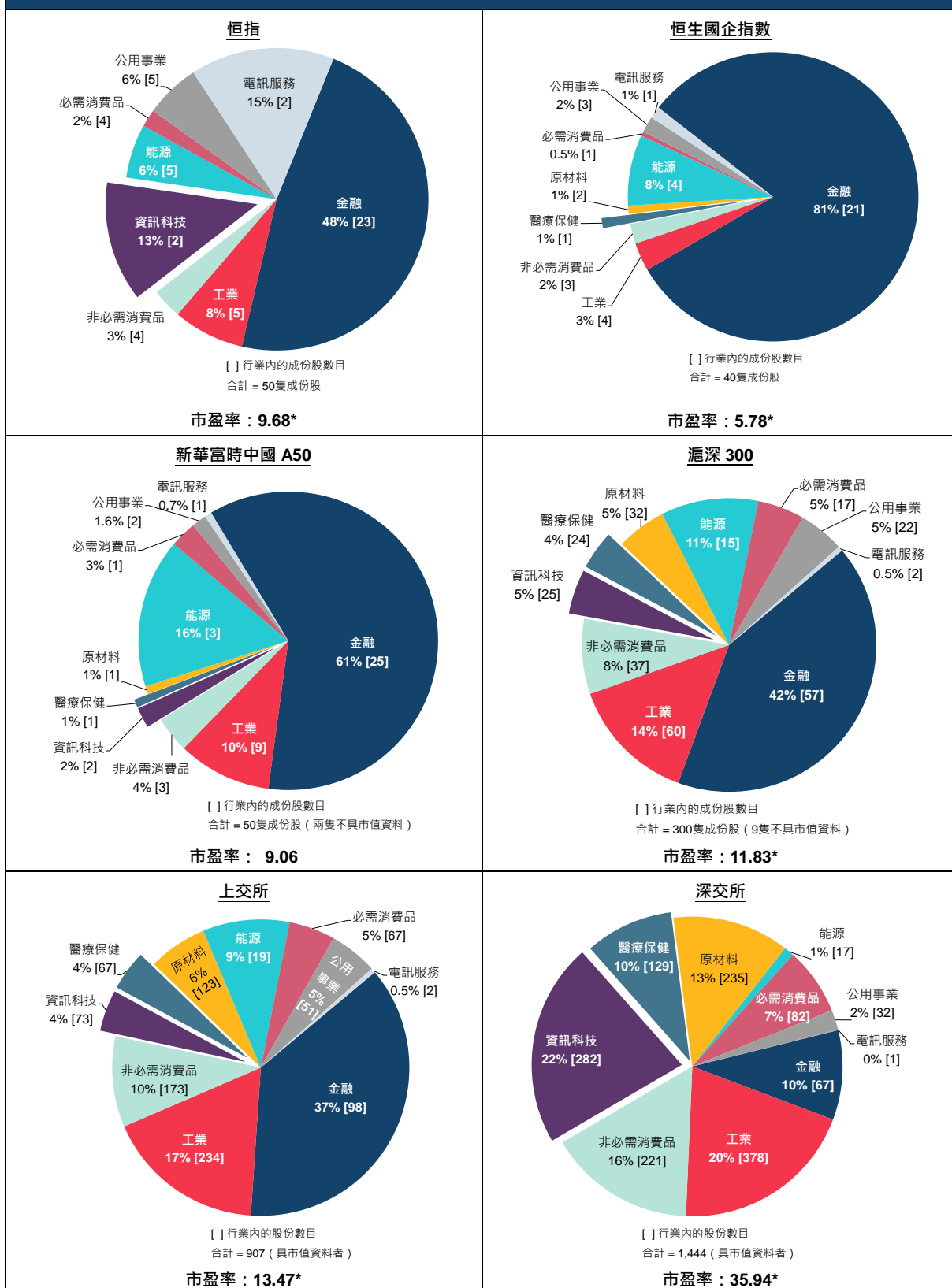


圖 16：不同行業在香港與內地主要指數的市值比重（2016年5月31日）



* 因基數及數據來源不同，相關指數的市盈率不等同圖 1 及圖 3 至 5 所呈列的時間系列內的數據點。這並不影響本圖中各市場之間具相同計算基準的數據的可比較性。計算基準為：相關指數或市場的股票的市值總和 / 盈利總和 (不包括盈利為負數的公司)。

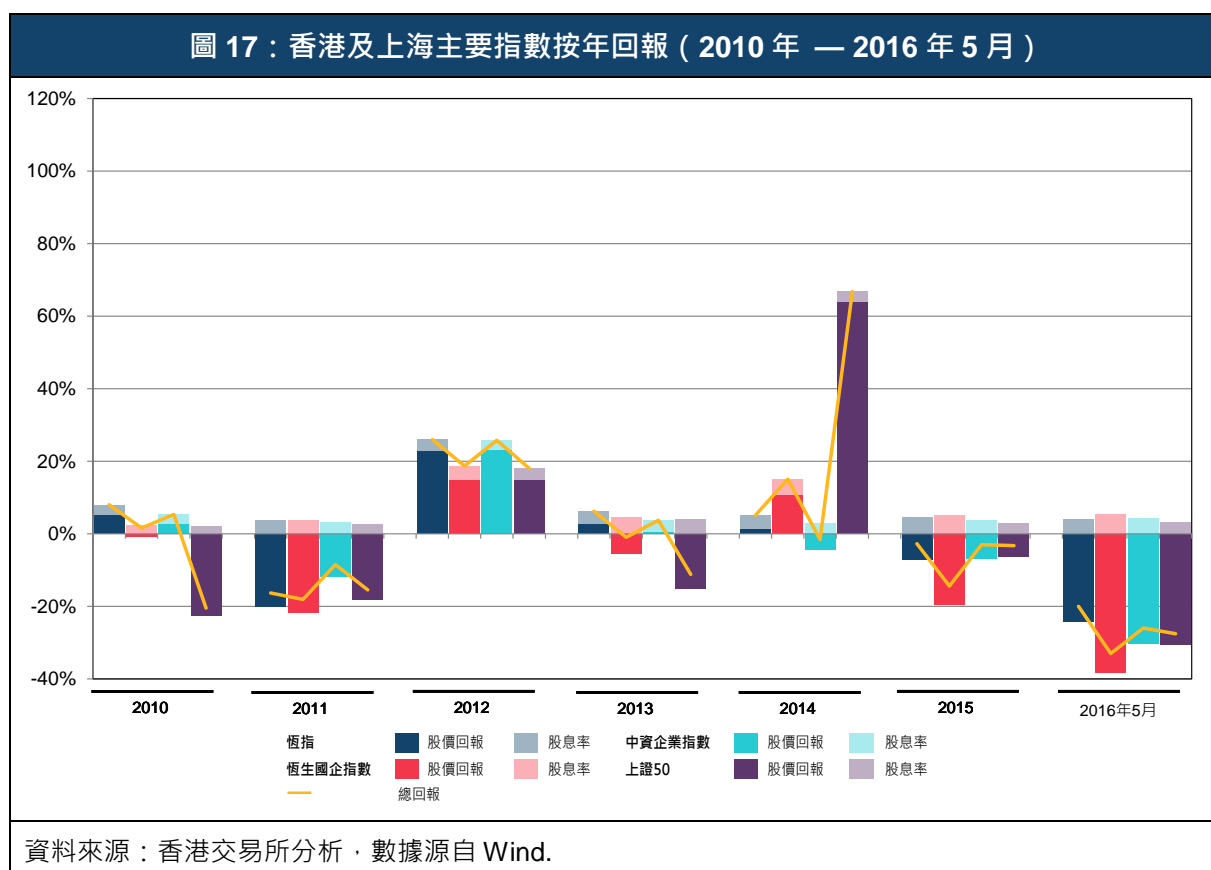
附註：由於四捨五入的關係，百分比相加未必等於 100%。

資料來源：香港交易所分析，數據源自彭博。

在香港，不同指數的市盈率亦有差異 — 恒生國企指數的市盈率較恒指低(見上文第 2.1 節)。原因之一是恒生國企指數的低市盈率金融股的市值佔比高，達 81%(恒指為 48%)。在內地市場(滬深股市合計)，主要指數(富時中國 A50 指數和滬深 300 指數)中的金融股亦佔很高的比重，但滬深 300 的行業組成較分散，市盈率亦較恒指高。特別是深交所市場，新經濟行業如資訊科技及醫療保健的市值所佔比重很高(32%)。因此，深交所市場是眾指數中市盈率最高者。(見上圖 16)

(3) 股息率作為估值的一部分

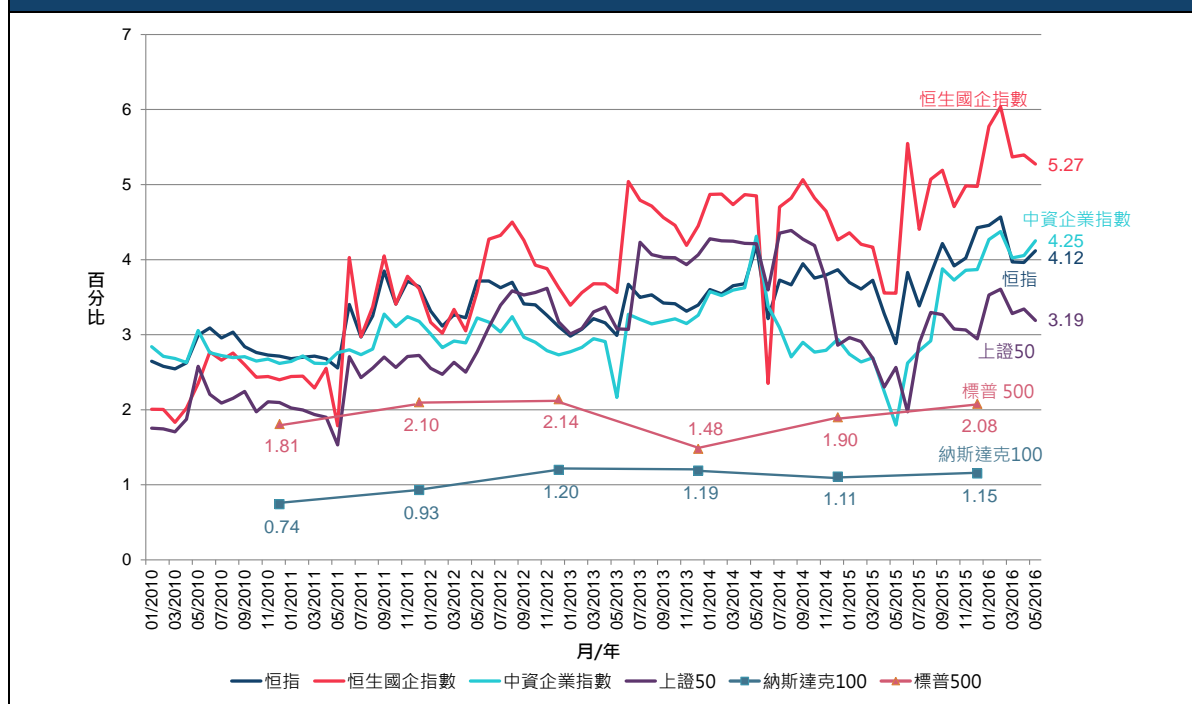
對投資者來說，投資股票的價值包括持有期內的資本增值(股價變動產生的收益或虧損)及派息。市盈率計算出來的股價水平只反映資本增值情況。總回報的評估應計及股息率。圖 17 顯示香港與上海主要指數的按年總回報，以及股價回報及股息率兩個組成部分。過去大部分時候，恒指的總回報均較上證 50 指數佳或虧損程度略低。恒生國企指數的表現或較弱，但中資企業指數大部分時候均較上證 50 指數表現佳。



事實上，如圖 18 所示，過去五、六年間的大部分時候，上證 50 指數的股息率均較恒指低，而自 2011 年起，恒生國企指數的股息率大部分時候均高於其他香港指數及上證 50 的股息率。相較之下，納斯達克 100 的市盈率雖相對較高，其股息率卻是最低。上交所及深交所不同指數的股息率亦顯示指數的市盈率較高，其股息率會較低，相反亦然(見下圖 19 及上圖 4 及 5)。原因可能與成份股的性質有關 — 如屬業務及收入穩定的傳統

行業，派息會較高，但增長前景偏低，市盈率因而亦較低；如屬高增長的新興公司，市盈率會較高，但因收入不穩定甚或尚無盈利，其派息會偏低甚或不派息。

圖 18：香港、上海及美國主要指數的月底股息率 (2010 年 1 月 — 2016 年 5 月)



數據來源：美國指數資料取自 Business.nasdaq.com/Nasdaq100 網站 2016 年 2 月文章 "The Nasdaq-100, Tracking Innovation in Large-Cap Growth"；Wind (其他市場)

圖 19：滬深主要指數月底股息率 (2010 年 1 月 — 2016 年 5 月)

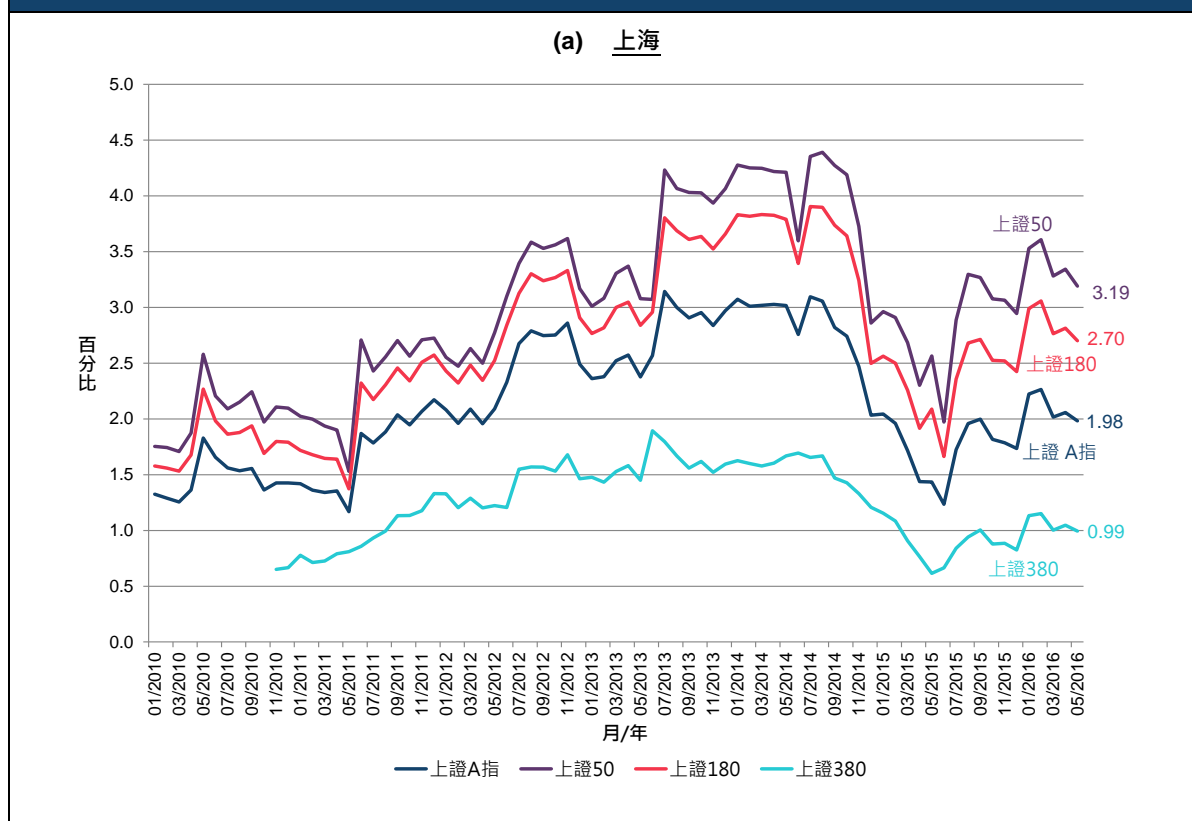
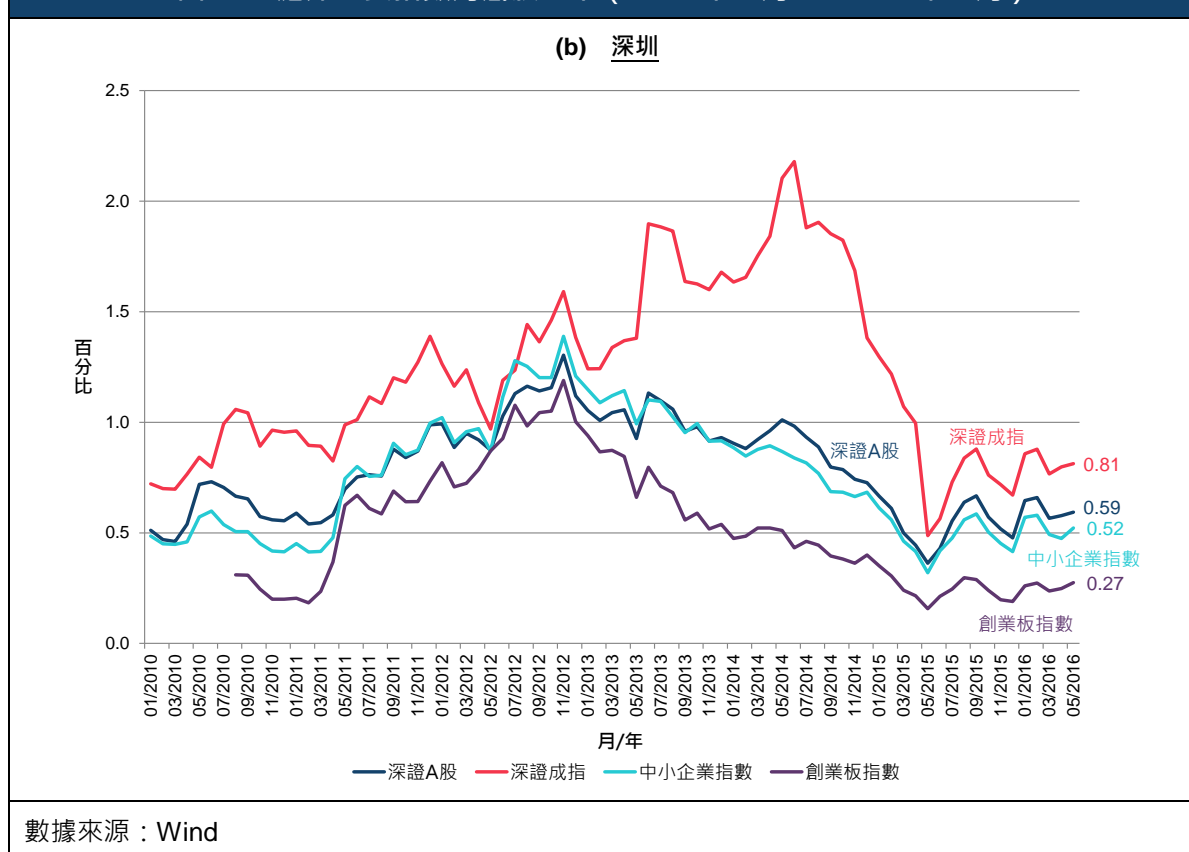


圖 19：滬深主要指數月底股息率（2010 年 1 月 — 2016 年 5 月）



(4) 投資者喜好

香港與內地市場的投資者組成很不一樣。香港現貨市場的交易中，機構投資者的交易佔逾 50%，海外機構投資者的交易佔逾 30%；本地散戶投資者的交易僅佔 20% 左右。相反，內地市場大部分交易為本土散戶投資者的交易。發展機構投資者基礎一直是內地當局的長遠市場發展策略。散戶與機構投資者的投資行為相去甚遠。大型國際機構投資者會根據先進的股票估值模型及經風險調整的組合管理技術作出投資決定；散戶投資者則絕大部分是非專業的投資者，一般按個人喜好投資，性質上或含炒賣成份。對一個擁有高國際機構投資者參與度的市場來說，市場中的股價會傾向符合股票的基本因素。但如市場由散戶投資者主導，股價將是眾多投資者個人偏好匯集的結果。

在中國內地，現代化股票市場的時日尚淺，散戶投資者還不是太成熟及老練。內地市場投資者進行的交易多屬炒賣。這些投資者對細價及高風險股票有偏好，愛其潛在收益較高。因此，在內地市場，公司規模愈小，市盈率愈高。香港股票市場是高度國際化的市場，在其過去百年的歷史中多次經歷狂升暴跌，即使是散戶投資者也相對成熟。在這樣深遠的投資者結構下，公司規模在香港市場並非股價的決定性因素。（見上文第 2.1 節）

(5) 流通量溢價

投資者對股票估值除了會尋求風險溢價外，亦願意多付以購入流動性較高的股票，多付之數被視為**流動性溢價**，意指為可更輕易沽出股票而支付的溢價。內地上市股票較香港股票一般有較高的流動性比率 — 2015 年上交所 449%、深交所 521%，相對香港交易所 106%⁷。就 AH 股而言，2015 年 A 股的合計流動性比率為 286%，相應 H 股為 131%⁸。87 隻 AH 股中，僅 15 隻（或 17%）的 H 股流動性比率較相應 A 股為高。

雖然 2014 年 11 月滬港通開通後兩地市場已打通部分連接通道（深港通尚待開通），但基於交易額度及內地投資者資格準則等監管限制，兩地市場之間可消除流動性差異的資金流動仍然有限。

(6) 可靈活進行組合管理及對沖/套利的投資工具是否存在

內地證券市場現時可供投資的工具有股票、投資基金（包括交易所買賣基金 ETF）和債券，並無提供如在香港買賣的衍生權證及牛熊證等結構性產品，賣空設施也有限。2010 年 4 月中國金融期貨交易所（中金所）推出中國首個股指期貨時只有一個產品 — 滬深 300 指數期貨；中證 500 指數期貨和上證 50 指數期貨要到五年後的 2015 年 4 月方推出。內地衍生品和結構產品種類狹小，投資者投資股票時缺少機會作出更靈活的投資組合管理和善用套利和對沖。這導致投資者的投資行為變得單向，投資資金只追逐相近的投資目標，推高了價格水平。

⁷ 按全年股票成交額除以相關市場上市股票年底總市值計算（資料來源：相關交易所網站上的每月統計）。就內地市場而言，按流通市值計算的流動性比率會更高 — 上交所為 513%，深交所為 713%。

⁸ 以取自湯森路透的 AH 股年終收市價以及已發行股數及全年成交額數據為基礎。

5. 香港市場提供的機會

如上文所述，由於在市場特性和投資者結構上，香港與內地市場之間存在差異，故兩地市場在宏觀層面的價格差異（內地市場市盈率較高）預料仍將持續一段頗長時間。然而，反向的價差（香港市場市盈率較高）在微觀層面確實存在。在宏觀及微觀的情況下，香港市場均為發行人及投資者提供以下機會：

(1) 善用 AH 股中股價較低的 H 股

AH 股公司的 H 股買賣價較相應 A 股股價有折讓，投資者可購入股價較低的 H 股，這較持有同一公司的 A 股可獲得較高的股息率。由於是同一公司，股票基本因素相同，股票的資本增值回報亦會差不多⁹。

(2) 善用種類廣泛的投資工具

相比在內地市場進行交易，在香港市場進行交易的投資者可利用許多不同的股票衍生產品和結構性產品進行股票投資對沖及套利。這些投資工具在波動的市況下起著緩衝的作用。因此，投資者更有能力應對高風險的市況，也較在內地市場有更多獲利機會。

(3) 善用若干行業首次公開招股的高定價

消費品製造、能源及醫療保健等若干行業以往在香港首次公開招股較在內地獲得的市盈率可更高。放在個別股票的微觀層面上，這代表潛在發行人如能迎合香港市場投資者的胃納，將可獲得優於內地市場的定價。

(4) 善用市場對新經濟行業股票的興趣

香港市場現時的行業組成過度集中金融業。資訊科技及醫療保健等新經濟行業仍有大量空間可增加比重。這些行業的潛在發行人對投資者有一定吸引力。再者，醫療保健過去在香港首次公開招股，市盈率均遠高於內地（見上文第 3 節）。

(5) 善用更靈活的首次公開招股及上市後集資機制

相比內地市場，香港的新股發行制度限制較少，也更靈活。在香港首次公開招股，由遞交申請到推出發售所需的時間較少，因申請的輪候隊伍相對內地短許多。每宗首次公開招股以至上市後的集資活動，均完全是發行人的商業決定。上市後的集資方法有多種，只要是按照相關《上市規則》進行，發行人可自行決定使用哪種方法。這種靈活性及由市場帶動的取向，非常有利發行人因應業務需要和當時的市況決定股票發行的時機。

⁹ 供參考：於 2016 年 6 月底，87 隻 AH 股中的 H 股的按年回報率的簡單平均值為 -30.4%，相應 A 股則為 -31.1%。

(6) 善用國際化的上市平台

香港股票市場是全面開放、全球投資者皆可參與的市場，按國際常規及監管標準營運，在這平台上市的發行人可輕易接觸國際專業機構投資者及全球資金，尤其是發行人將得以吸引國際的基礎投資者。對具有國際視野的公司來說，國際上市地位可帶來大量機會，使公司可透過品牌營造、全球併購和企業重組作全球業務部署。香港平台因著其國際地位、資金籌集能力和靈活性，將是支援內地企業推行企業發展和擴張戰略的首選市場。

6. 總結

香港與內地市場的股價差異源自多個因素，當中包括市場特性、上市公司行業組成、投資者結構和投資者偏好等方面的差異。內地市場看來在宏觀層面上股價比香港市場高，但香港市場在個別股票和行業的微觀層面上股價亦有可能比內地市場高。

在基本因素無大變的情況下，宏觀層面的股價差異或會存在相當一段時間，但發行人和投資者仍可通過香港市場受惠於這些差異所帶來的機會，當中包括 AH 股中 H 股較佳的股息收益率、更好的套利和對沖機會，切合市場偏好的若干行業首次公開招股可取得較佳定價以至更靈活的集資機制等等。最重要的是，香港市場能為內地企業帶來國際地位和全球拓展的機會。

* * *

免責申明

本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。本文之資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

附錄一：不同行業股票的市盈率之間有否顯著差異的統計測試

(A) 香港股票

() 市盈率的簡單平均值 [] 股票數目

行業	金融	工業	非必需消費品	資訊科技	原材料	能源	必需消費品	醫療保健	公用事業	電訊服務
金融 (24x) [278]		*	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
工業 (67x) [206]			n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
非必需消費品 (72x) [277]				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
資訊科技 (79x) [130]					n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
原材料 (39x) [79]						n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
能源 (49x) [22]							n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
必需消費品 (55x) [62]								n.s.	n.s.	n.s.
醫療保健 (53x) [64]									n.s.	n.s.
公用事業 (21x) [41]										n.s.
電訊服務 (26x) [13]										

*** 統計上有顯著差異，水平為 0.1%
 ** 統計上有顯著差異，水平為 1%
 * 統計上有顯著差異，水平為 5%
 n.s. 統計上沒有顯著差異

(B) 上交所股票

() 市盈率的簡單平均值 [] 股票數目

行業	金融	工業	非必需消費品	資訊科技	原材料	能源	必需消費品	醫療保健	公用事業	電訊服務
金融 (50x) [97]		n.s.	*	***	*	n.s.	**	n.s.	n.s.	n.s.
工業 (106x) [234]			n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
非必需消費品 (158x) [171]				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
資訊科技 (126x) [72]					n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	***	n.s.
原材料 (146x) [122]						n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
能源 (228x) [19]							n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
必需消費品 (196x) [67]								*	**	n.s.
醫療保健 (82x) [67]									n.s.	n.s.
公用事業 (54x) [51]										n.s.
電訊服務 (33x) [2]										

*** 統計上有顯著差異，水平為 0.1%
** 統計上有顯著差異，水平為 1%
* 統計上有顯著差異，水平為 5%
n.s. 統計上沒有顯著差異

(C) 深交所股票

() 市盈率的簡單平均值 [] 股票數目

行業	金融	工業	非必需消費品	資訊科技	原材料	能源	必需消費品	醫療保健	公用事業	電訊服務
金融 (50x) [97]		n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
工業 (106x) [234]			n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	*	n.s.	n.s.
非必需消費品 (158x) [171]				n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
資訊科技 (126x) [72]					n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
原材料 (146x) [122]						n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
能源 (228x) [19]							n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
必需消費品 (196x) [67]								n.s.	n.s.	n.s.
醫療保健 (82x) [67]									n.s.	n.s.
公用事業 (54x) [51]										n.s.
電訊服務 (33x) [2]										

*** 統計上有顯著差異，水平為 0.1%

** 統計上有顯著差異，水平為 1%

* 統計上有顯著差異，水平為 5%

n.s. 統計上沒有顯著差異

