

研究報告

沪港通开通后 AH 股溢价变化情况分析

邓斌

资本市场研究所

内容摘要

沪港通开通以来，随着内地与香港市场双向开放水平提升，两地市场联动性有所增强、投资者群体进一步融合。市场预期，这一变化不仅能增强 AH 股的股价相关性，还能降低 AH 股溢价，但实际上 AH 股溢价并未降低，反而在沪港通开通后快速上升，此后窄幅波动，总体上高于沪港通开通前水平。本文对沪港通开通后 AH 股溢价的长期变动趋势、结构差异、影响因素等进行分析，为 AH 股溢价不降反升提供合理解释。

一是从长期变动趋势来看，沪港通开通前后 AH 股溢价显著上升，但整体并未上升至历史高位，可以看作均值回归的过程。2006 年以来 AH 股溢价呈现时序性波动，沪港通开通前 AH 股溢价处于历史低位区间，沪港通开通后 AH 股溢价快速上升至较高水平，AH 股溢价平均值高于沪港通开通前，但是这一时期 AH 股溢价整体并未大幅偏离历史均值。至 2018 年 6 月底，AH 股溢价水平与历史均值基本一致。

二是从结构分布特征来看，AH 股溢价分布不对称，总市值对其溢价水平影响较大。沪港通开通前溢价比率最集中的区间是 0.8-1，开通后溢价比率最集中的区间是大于等于 2，且折价幅度有限，溢价幅度较高。进一步分析表明，中小市值 AH 股的溢价比率与其总市值负相关。这主要是由于 AH 股市值越小，其 A 股越容易维持较高的估值水平，因而 AH 股溢价也越容易维持在较高水平。大市值的 AH 股在沪港通开通前普遍折价，主要是由于它们大多为 A 股大盘蓝筹股，其 A 股价格被大幅低估。在沪港通开通后，伴随 A 股整体行情上涨，这些大盘蓝筹 AH 股的 A 股估值大幅提升，因而由普遍折价变为普遍溢价。

三是从沪港通开通前后的变化幅度来看，沪港通开通前中低溢价AH股的溢价比率变化幅度最大。沪港通开通前溢价比率小于1的折价AH股占31%，在沪港通开通后它们的溢价比率平均变化幅度为44.4%，最大变化幅度为103.8%。这些折价的AH股大多是大盘蓝筹股，在AH股溢价指数中占有决定性权重，它们由折价变为溢价，溢价比率大幅提升，导致AH股溢价指数大幅增长。

四是从影响AH股溢价的直接因素来看，沪港通开通以来A股价格上涨和估值提升对AH股溢价提升影响最大，但2016年上半年H股价格大幅下跌和估值下降是支撑AH股溢价的主要因素，而2016年9月至2017年5月人民币大幅贬值期间，汇率变动的影响非常显著，甚至超过H股价格下跌的影响。

总之，一方面由于大盘蓝筹股的股价和估值变动对AH股溢价指数变动具有决定性影响，而沪港通开通前它们的A股估值普遍偏低，沪港通开通后它们的A股估值显著提升，另一方面由于A股价格上涨和估值提升大幅高于H股，因此，AH股溢价指数不降反升。这一结论表明内地与香港市场总体来看仍处于相互独立状态，两地宏观环境和市场运行机制均存在较大差异，这导致两地市场走势并不完全一致，AH股溢价也更多受到两地市场大盘蓝筹股相对估值的影响。

目录

一、AH 股溢价的时序性波动.....	1
二、AH 股溢价的结构性差异.....	4
(一) AH 股溢价分布不对称.....	5
(二) 中小市值 AH 股溢价与其总市值负相关.....	7
三、沪港通开通前后 AH 股溢价变化.....	9
(一) AH 股溢价变化的描述统计.....	10
(二) 中低溢价水平 AH 股的溢价比率变化幅度最大.....	11
四、沪港通开通前后 AH 股溢价变化影响因素解析.....	13
(一) AH 股溢价指数变化的影响因素.....	13
(二) 单个 AH 股溢价变化的影响因素.....	16

沪港通开通后 AH 股溢价变化情况分析^①

沪港通开通后，随着内地与香港市场双向开放水平提升，两地市场联动性有所增强、投资者群体进一步融合。市场预期，这一变化不仅能增强 AH 股的股价相关性，还能降低 AH 股溢价，但实际上 AH 股溢价并未降低，反而在沪港通开通后快速上升，此后窄幅波动，总体上高于沪港通开通前水平。本文对沪港通开通后 AH 股溢价的长期变动趋势、结构差异、影响因素等进行分析，为 AH 股溢价不降反升提供合理解释。

一、AH 股溢价的时序性波动

1993 年 7 月和 8 月，青岛啤酒先后在香港联交所和上海证券交易所上市，成为第一家 A+H 上市公司。此后，随着 A+H 股上市公司越来越多，这些公司的 A 股和 H 股相对溢价（或折价）的问题逐渐引起市场关注。2007 年 7 月 9 日，恒生指数有限公司推出恒生沪深港通 AH 股溢价指数，为市场提供了度量 A 股和 H 股价差的简明指标。该指数选取市值最大和成交最活跃的内地 A+H 上市公司，根据这些成份股公司的 A 股和 H 股流通市值，计算 A 股相对 H 股的加权平均溢价（或折价）。该指数于 2007 年 7 月推出，但是以 2006 年 1 月 3 日为基准日，样本数据可追溯至基准日。我们通过考察恒生沪深港通 AH 股溢价指数的变化趋势，分析 AH 股溢价的时间序列波动。

首先，从长期历史数据来看，沪港通开通以来 AH 股溢价最高点

^① 本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

远低于历史高位，平均溢价水平高于沪港通开通前，而当前溢价水平与历史平均值相当。自 2006 年 1 月 3 日基准日以来，恒生沪深港通 AH 股溢价指数最高曾达到 2.08^②，且 2007 年 3 月至 2008 年 4 月期间大部分交易日 AH 股溢价指数均高于 1.4，而沪港通开通以来，该指数最高未超过 1.5，且大部分交易日 AH 股溢价指数均低于 1.4。从平均溢价水平来看，2006 年初至 2014 年 11 月 14 日这一时期 AH 股溢价指数平均值为 1.16，2014 年 11 月 17 日沪港通开通至今的该数值为 1.28，沪港通开通前 AH 股溢价平均值略低于开通后，这主要是因为 2010 年初至沪港通开通前的较长时期内 AH 股相对价格处于低溢价甚至折价状态。2018 年 6 月 29 日，恒生沪深港通 AH 股溢价指数为 1.18，大致等于自该指数基准日以来全部样本时期 AH 股溢价指数的平均值。

^② 原始指数以 100 为基准，本文将原指数除以 100，以 1 为基准。

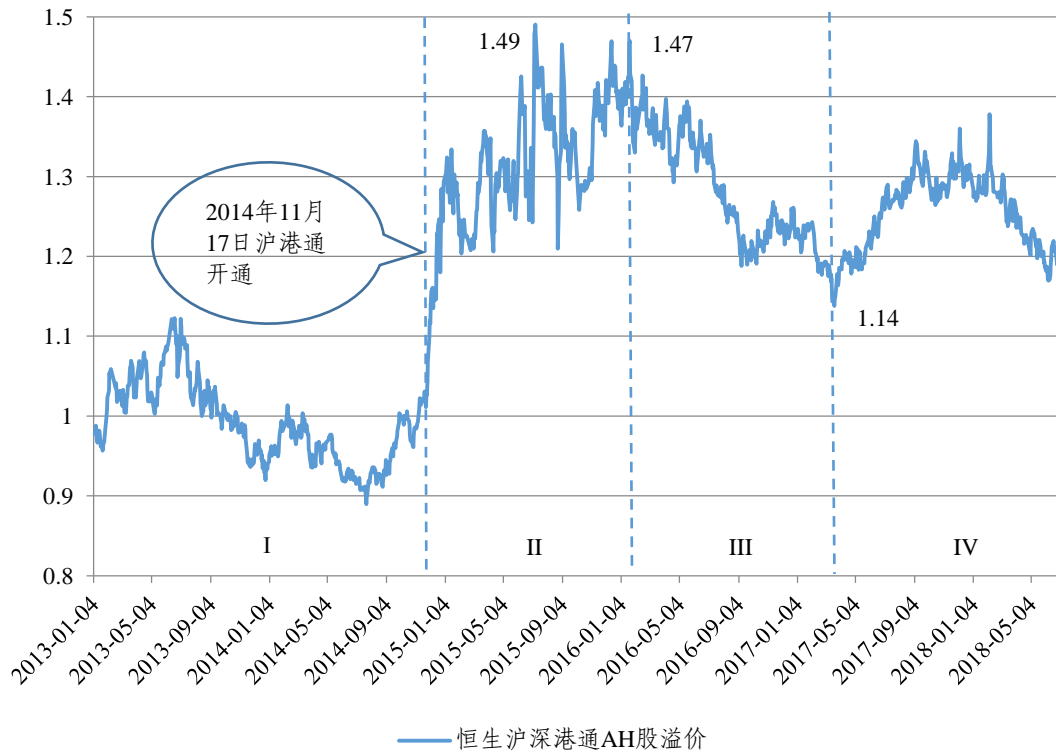
图 1 2006 年以来 AH 股溢价变化情况



注：数据来源为 Wind 资讯。样本区间为 2006 年 1 月 3 日至 2018 年 6 月 29 日。数据周期按照内地市场交易日，下同。

其次，从 2013 年以来的 AH 股溢价数据来看，AH 股溢价变化趋势可以分为四个区间，沪港通开通以来 AH 股溢价水平总体上升。我们主要依据 AH 股溢价变化的阶段性特征或 AH 股溢价阶段性高低点来划分区间。下图表明，AH 股溢价在 2014 年 11 月 17 日沪港通开通后快速显著上升，2016 年以来又经历下降、反弹、再下降的过程。当前 AH 股溢价水平约为 1.19，高于沪港通开通前 0.9 至 1.1 的水平。这表明 AH 股的平均溢价水平在沪港通开通后总体上升。

图 2 2013 年以来 AH 股溢价变化情况



注：数据来源为 Wind 资讯。样本区间为 2013 年 1 月 4 日至 2018 年 6 月 29 日。

表 1 2013 年以来 AH 溢价变化的区间特征

区间	起止时期	AH 股溢价变化特征
I	2013.1.4-2014.11.16	溢价大致在 0.9-1.1 区间内波动
II	2014.11.17-2016.1.21	初期溢价快速上升，随后保持高位波动，2015 年 7 月 9 日达到样本期最高点 1.49
III	2016.1.22-2017.3.21	溢价从 2016 年 1 月 21 日的 1.47，波动下降至 2017 年 3 月 21 日的阶段低点 1.14
IV	2017.3.22-2018.6.29	溢价小幅反弹至 1.3-1.4 区间，后再下降至 1.2 附近

注：数据来源和样本区间同图 2。

二、AH 股溢价的结构性和差异

AH 股溢价不仅存在时序性波动，还存在结构性差异。前述恒生沪深港通 AH 股溢价指数，是市值最大和成交最活跃 A+H 上市公司的加权平均 AH 股溢价，是代表性 AH 股的平均溢价。这一溢价指数随着时间变化的趋势，代表不同时期宏观和市场因素影响下所有 AH 股平均溢价的变动趋势。但是当进一步考察单个 AH 股溢价时，AH 股的个股特征可能对其 A 股和 H 股相对价差具有更重要的影响，导

致不同 AH 股的溢价水平存在结构性差异。

（一）AH 股溢价分布不对称

我们将样本时期 2013 年 1 月 4 日-2018 年 6 月 29 日划分为沪港通开通前（即 2013 年 1 月 4 日-2014 年 11 月 14 日）、沪港通开通后（即 2014 年 11 月 17 日-2018 年 6 月 29 日）两个样本时期。截至沪港通开通前的 2014 年 11 月 14 日，共有 84 只 AH 股。我们分别计算这些 AH 股在沪港通开通前后两个样本时期内的每日 AH 股溢价比率平均值，以该平均值代表 AH 股在沪港通开通前后的溢价比率。分析表明，无论是开通前还是开通后，AH 股溢价比率都存在结构性差异。

从描述统计来看，沪港通开通前 AH 股溢价比率最高为 6.38，最低为 0.77，开通后最高为 5.6，最低为 0.94。开通前后 AH 股溢价比率最高值分别是最低值的 8 倍和 6 倍，表明所有 AH 股的溢价比率样本数值差异较大。沪港通开通前 AH 股溢价比率的算术均值、中值、总市值加权均值分别为 1.51、1.22、1.03，开通后上述指标分别为 1.9、1.73、1.39。无论沪港通开通前还是开通后，这些衡量所有 AH 股溢价比率平均水平的指标差异较大，表明样本数值分布不平衡。例如，AH 股溢价比率的中值小于算术均值（ $1.22 < 1.51$ ， $1.73 < 1.9$ ）、总市值加权均值远小于算术均值（ $1.03 < 1.51$ ， $1.39 < 1.9$ ），这意味着大多数 AH 股具有较小溢价而少数 AH 股具有极高溢价、大市值 AH 股具有较小溢价（或者折价）而小市值 AH 股具有较高溢价。

从频数分布来看，沪港通开通前折价和溢价 AH 股数量分别为 26 只、58 只，开通后上述数量分别为 2 只和 82 只。沪港通开通前

AH 股溢价比率主要分布在 0.8-1、1.2-1.4 两个区间，开通后主要分布在大于等于 2 的区间。

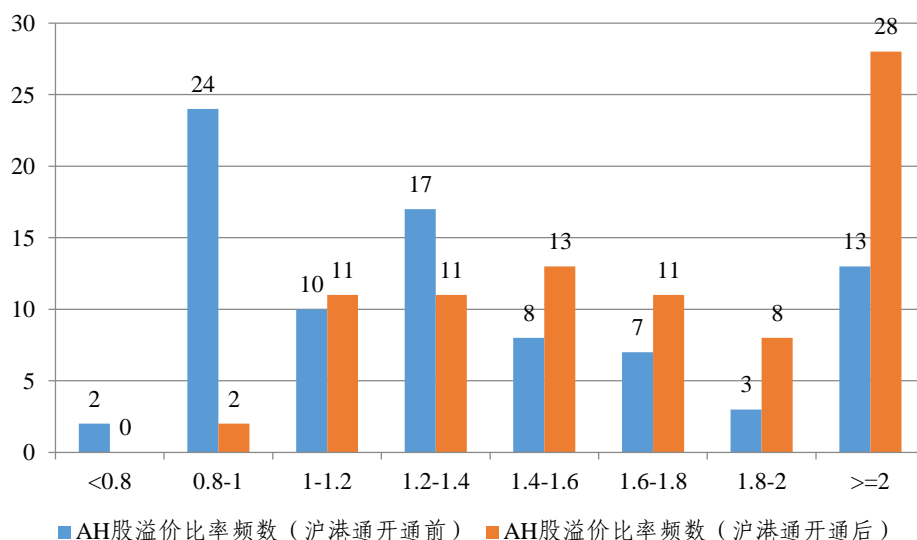
以上数据表明，AH 股溢价比率呈现不对称分布的特征，结构差异显著。一方面是溢价比率绝对值的不对称，即折价幅度有限（最低仅为 0.77 和 0.94），但溢价幅度较高（最高可达 6.38 和 5.6），这种不对称分布导致溢价比率的中值小于算术均值。另一方面是溢价比率频数分布的不对称。沪港通开通前 AH 股溢价比率的总体分布集中于小幅溢价或折价区间。折价股数量较多（26 只），溢价比率介于 1-1.4 之间的 AH 股数也较多（27 只），但溢价比率超过 2 的大幅溢价股数量较少（13 只）。沪港通开通后 AH 股溢价比率的总体分布集中于大幅溢价区间。折价股数量极少（仅 2 只），而溢价比率超过 2 的大幅溢价股数量占全部 AH 股的 1/3（28 只）。

表 2 沪港通开通前后 AH 股溢价比率描述统计

指标	沪港通开通前数值	沪港通开通后数值
最大值	6.38	5.6
最小值	0.77	0.94
均值	1.51	1.9
中值	1.22	1.73
总市值加权平均值	1.03	1.39

注：数据来源为 Wind 资讯。AH 股溢价比率为样本时期内每日溢价比率平均值。沪港通开通前样本时期为 2013 年 1 月 4 日-2014 年 11 月 14 日。沪港通开通后样本时期为 2014 年 11 月 17 日-2018 年 6 月 29 日。按 2014 年 11 月 17 日沪港通开通当日收盘总市值计算 AH 股溢价比率的加权平均值。

图3 沪港通开通前后 AH 股溢价比率频数分布



注：数据来源为 Wind 资讯。AH 股溢价比率为样本时期内每日溢价比率平均值。沪港通开通前后样本时期同上。

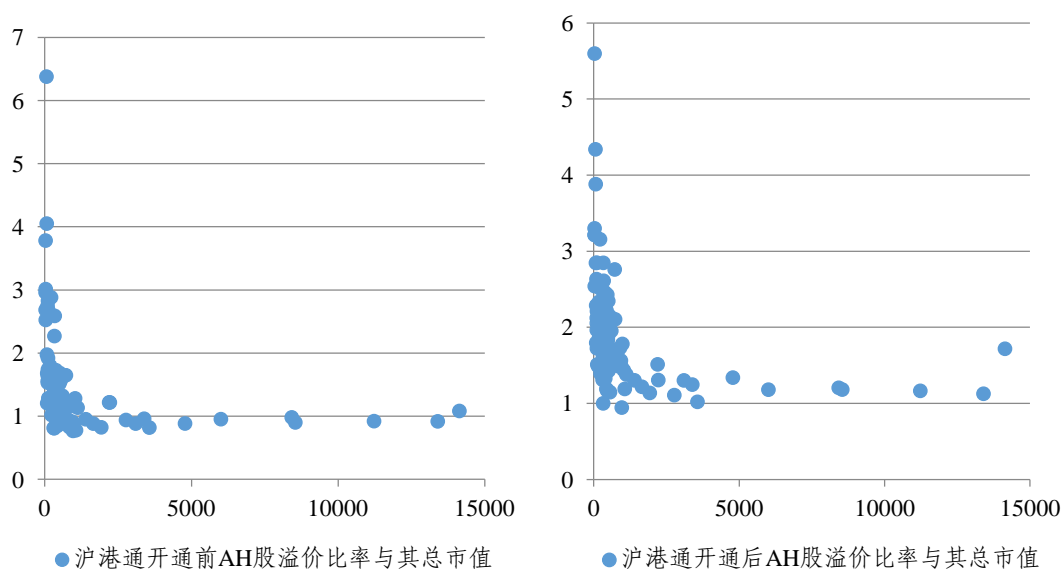
我们还对沪港通开通前后的 AH 股溢价比率分布特征进行对比分析。从描述统计来看，除最大值这一指标外，开通后 AH 股溢价比率的最小值和其他均值指标都远远超过开通前。例如，开通前所有 AH 股溢价比率的均值为 1.51，而开通后该数值上升至 1.9。这表明 AH 股溢价水平在沪港通开通后整体升高。从频数分布来看，沪港通开通前后变化也很显著。沪港通开通前，AH 股溢价比率集中分布在 0.8-1 区间，溢价比率小于 1 的 AH 股共有 26 只，小于 1.2 的共有 36 只，占比分别为 31%、43%。大量 AH 股在该时期内处于相对折价或小幅溢价状态。而沪港通开通后，AH 股仅有 2 只折价，其余均为溢价，且溢价比率达到或超过 2 的 AH 股共有 28 只、占比为 1/3。几乎所有的 AH 股在该时期都处于溢价状态，且大量 AH 股处于显著高溢价状。

（二）中小市值 AH 股溢价与其总市值负相关

上述分析表明单个 AH 股的溢价比率存在较大差异。我们认为 AH 股溢价的结构性差异可能与 AH 股的个股特征有关，其个股特征对 A 股和 H 股的相对价差具有重要影响，而总市值是影响 AH 股溢价比率的首要个股特征。总体来看，AH 股溢价比率与其总市值呈现负相关关系。

AH 股的总市值差异较大，沪港通开通当日 AH 股总市值最高为 1.4 万亿元，最低仅为 25.6 亿元，因此不同总市值的 AH 股对应的溢价比率差异也较大。以沪港通开通前为例，总市值大于 1000 亿元的 AH 股溢价比率最高为 1.28，最低为 0.78，平均为 0.98，而总市值小于 100 亿元的 AH 股溢价比率最高为 6.38，最低为 1.2，平均为 3，前一类大市值 AH 股溢价比率显著小于后一类小市值 AH 股。

图 4 AH 股溢价比率与其总市值

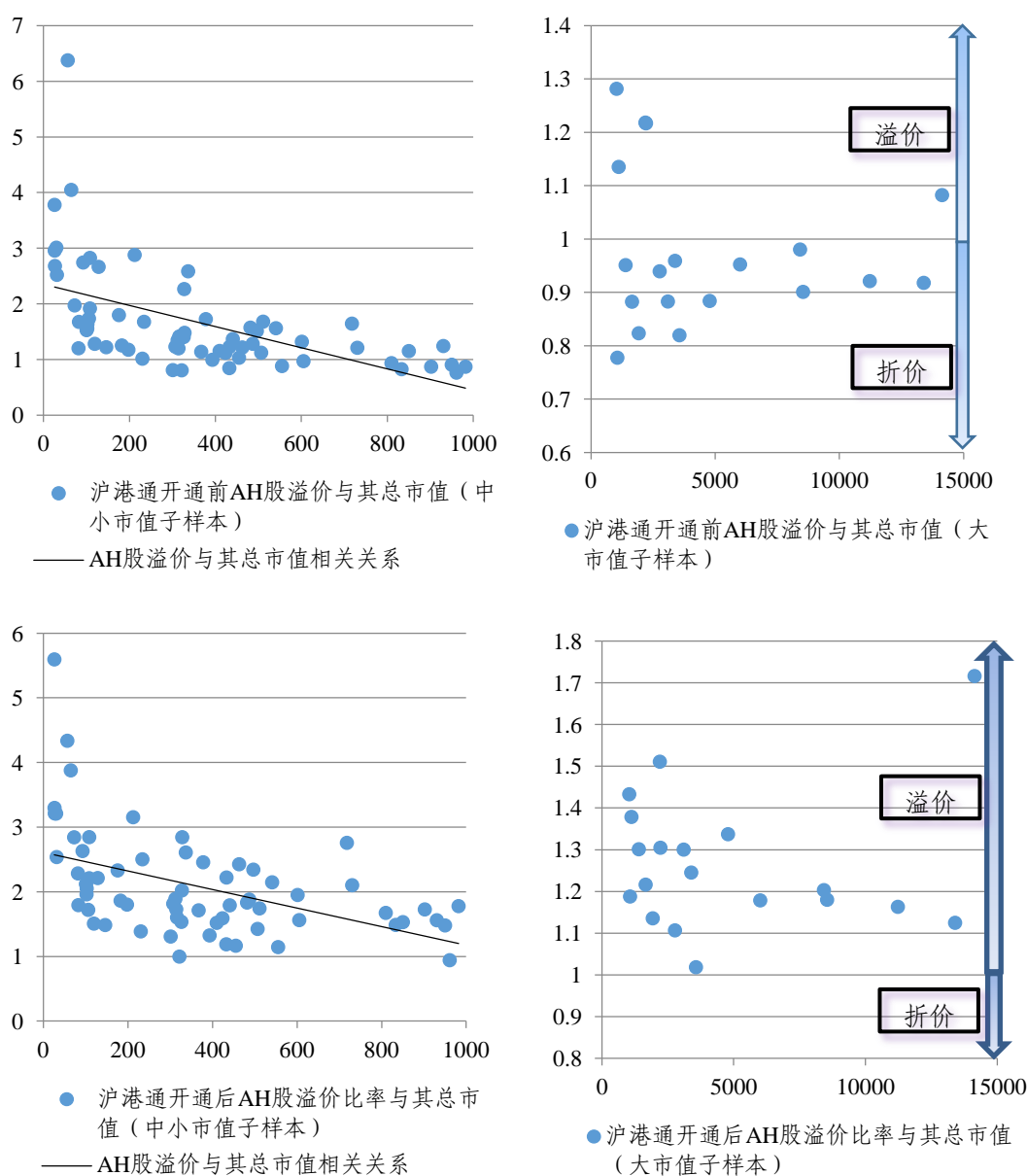


注：数据来源为 Wind 资讯。纵轴分别为沪港通开通前后 AH 股溢价比率。横轴为 2014 年 11 月 17 日沪港通开通当日收盘价计算的总市值（含 A 股和 H 股，下同）。

将全部 AH 股分为总市值高于 1000 亿元的大市值子样本和总市值小于 1000 亿元的中小市值子样本，可以发现中小市值子样本中 AH

股溢价与其总市值的负相关关系更显著。大市值子样本中的 AH 股在沪港通开通前大部分处于折价状态，在沪港通开通后大部分溢价率介于 1 至 1.4，且 AH 股折价或溢价与其总市值并无显著的负相关关系。

图 5 AH 股溢价比率与其总市值（大市值 AH 股与中小市值 AH 股对比）



注：数据来源为 Wind 资讯。纵坐标和横坐标同上。总市值小于 1000 亿元为中小市值样本，大于 1000 亿元为大市值样本。

三、沪港通开通前后 AH 股溢价变化

本节首先对沪港通开通前后 AH 股溢价比率变化幅度进行描述

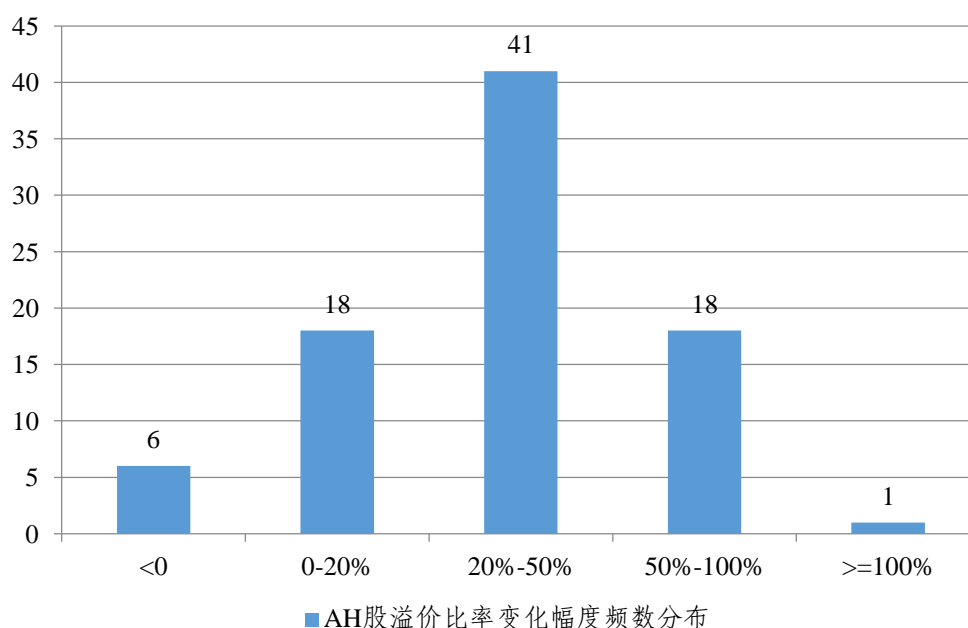
统计，其次根据 AH 股特征将其分类，分析不同子样本 AH 股溢价变化的结构性差异。

（一）AH 股溢价变化的描述统计

上一节分析表明，沪港通开通前后 AH 股溢价水平显著提升。图 2 呈现了整体变化趋势，图 3 对比了沪港通开通前后 AH 股溢价比率的频数分布，开通前溢价比率数值位于 0.8-1 区间的 AH 股最多，开通后大于等于 2 区间的 AH 股最多。

本节分析每只 AH 股的溢价变化情况。由于沪港通开通前 AH 股溢价比率数值差异较大（最低为 0.77、最高为 6.38），为便于横向比较，我们用百分比而非实际数值衡量每只 AH 股溢价比率的变化幅度。图 6 表明，6 只 AH 股的溢价比率在沪港通开通后降低，其中变化幅度最小的是浙江世宝-32%；41 只（约一半）AH 股溢价比率呈现显著上升，变化幅度为 20%-50%；18 只（约五分之一）AH 股溢价比率大幅上升，变化幅度为 50%-100%；还有 1 只 AH 股，即中国交建的溢价比率上升超过 100%，是所有 AH 股中溢价比率变化幅度最大的。这些 AH 股的溢价比率变化幅度平均为 34.2%。

图 6 沪港通开通前后 AH 股溢价比率变化幅度频数分布



注：数据来源为 Wind 资讯。

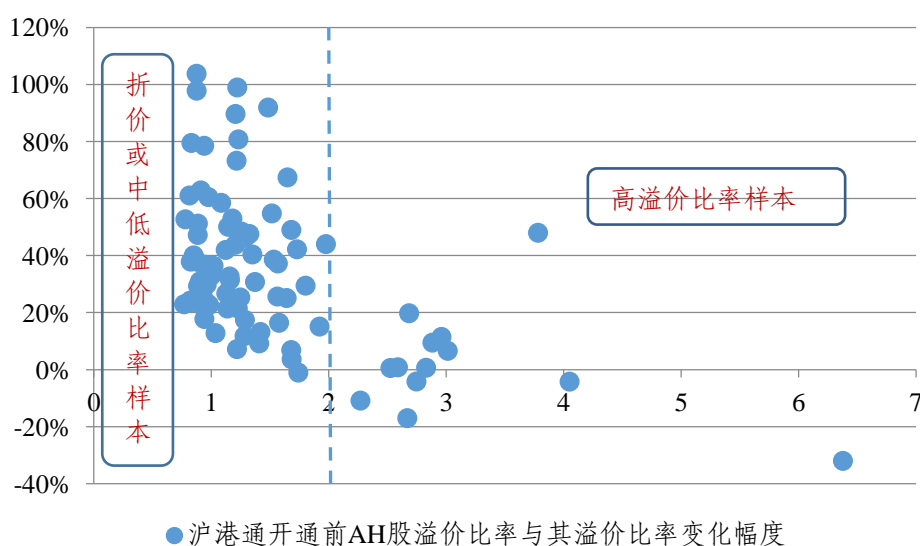
（二）中低溢价水平 AH 股的溢价比率变化幅度最大

上一节分析还表明，不论沪港通开通前还是开通后，AH 股溢价分布呈现结构性差异。图 4 和图 5 表明，中小市值（不超过 1000 亿元）的 AH 股，其总市值越低，其溢价比率可能越高；但大市值股票（超过 1000 亿元）的 AH 股，其溢价比率整体均处于相对较低的水平。

本节进一步分析，在沪港通开通前后，对于不同类别的 AH 股，其溢价比率的变化幅度是否也存在结构性差异。我们根据沪港通开通前 AH 股溢价比率，将其分为折价、中低溢价、高溢价等不同类别，并对比不同类别 AH 股溢价比率的变化幅度。我们将溢价比率划分为小于 1、1-1.5、1.5-2、大于等于 2 四个区间，结合图 7 和表 3，我们发现折价（溢价比率处于 <1 区间）或中低溢价（溢价比率处于 1-1.5 和 1.5-2 区间）的 AH 股，在沪港通开通后溢价比率变化幅度较大，

大部分变化幅度超过 20%，其中中国交建的溢价比率变化幅度最高为 103.8%，其溢价比率由沪港通开通前 0.87 增加至开通后 1.78。而高溢价（溢价比率大于等于 2）的 AH 股，在沪港通开通后溢价比率变化幅度较小，除 1 只外变化幅度均低于 20%，且有 5 只变化幅度为负，其中浙江世宝的溢价比率变化幅度最低为 -32%，其溢价比率由开通前 6.38 降低为开通后 4.38。

图 7 沪港通开通前 AH 股溢价比率与其溢价比率变化幅度



注：数据来源为 Wind 资讯。

表 3 AH 股溢价比率分布区间及区间子样本溢价比率变化幅度描述统计

沪港通开通前 AH 股 溢价比率分布区间	频数	占比	溢价比率变化幅度		
			均值	最大值	最小值
<1	26	31%	44.4%	103.8%	17.8%
1-1.5	30	36%	41.1%	99%	7.2%
1.5-2	15	18%	30.3%	67.4%	-1%
>=2	13	15%	2.2%	48%	-32%

注：数据来源为 Wind 资讯。

由以上分析可知，沪港通开通前 AH 股溢价比率与其溢价比率变化幅度呈现负相关关系。这主要是因为 AH 股溢价比率越低，甚至折价，意味着 A 股相对低估、H 股相对高估。在买低卖高的投资者交

易行为驱动下，AH 股溢价比率更容易上升且上升空间较大。例如中国交建在沪港通开通前 AH 股溢价比率仅为 0.87，A 股折价达 13%，A 股的价格吸引力远超对应 H 股，因而 A 股价格涨幅远大于对应 H 股，其 AH 股溢价比率在沪港通开通后上升至 1.78。反之，AH 股溢价比率越高，意味着 A 股相对高估、H 股相对低估。同样的交易行为驱动下，AH 股溢价比率更容易下降。例如浙江世宝在沪港通开通前 AH 股溢价比率高达 6.38，其 A 股价格是 H 股的 6 倍多，两者价格差异已处于异常水平，因而 A 股价格相对于 H 股价格出现回落，其 AH 股溢价比率在沪港通开通后下降至 4.38。

四、沪港通开通前后 AH 股溢价变化影响因素解析

本节将 AH 股的溢价变化分解为 A 股、H 股及汇率的动态变化，分析导致 AH 股溢价动态变化的直接原因。

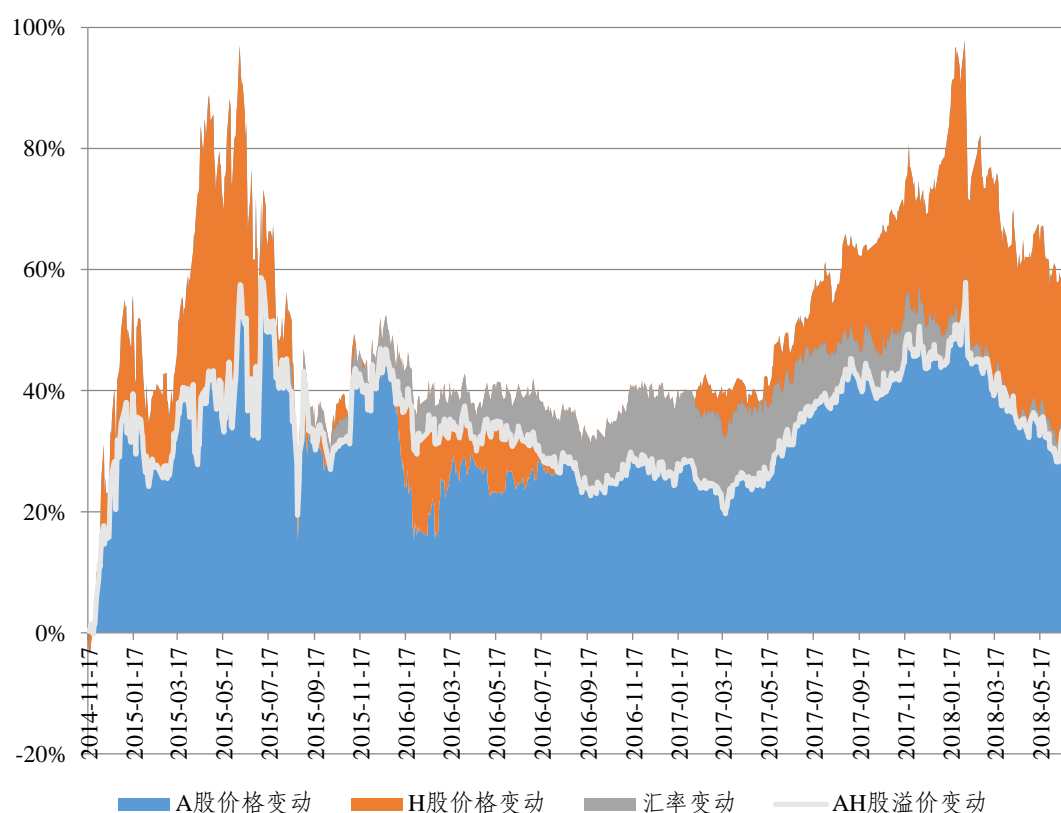
（一）AH 股溢价指数变化的影响因素

恒生沪深港通 AH 股系列指数包括 5 个指数，分别是 AH 股溢价指数（HSAHP）、A+H 股指数（HSAHX）、A 股指数（HSAHA）、H 股指数（HSAHH）、AH 股精明指数（HSCAHSI）。这一系列指数的样本股是相同的。样本股每半年调整一次，选取标准是同时满足 H 股半年内日均交易量 2000 万港元以上、A 股半年内日均交易量 2000 万人民币以上。

根据 AH 股溢价的定义 $PRE_{AH} = P_A / (P_H \cdot FX)$ ，我们可知 A 股价格、H 股价格和汇率变动，对 AH 股溢价的变动分别产生正向和负向影响。本文第一节分析 AH 股溢价的时序性波动，即利用恒生沪深港通 AH

股溢价指数作为 AH 股溢价的衡量指标，见图 1 和图 2。由于上述 A 股指数和 H 股指数与 AH 股溢价指数具有相同的样本股^③，因此，我们可以利用恒生沪深港通 A 股指数和 H 股指数的涨跌幅分别衡量 A 股价格和 H 股价格变动，分析其对 AH 股溢价变化的影响。以人民币兑港币的涨跌幅衡量汇率变动，分析其对 AH 股溢价变化的影响。

图 8 AH 股溢价指数变化的影响因素



注：数据来源为 Wind 资讯。A 股和 H 股价格变动均以相应指数衡量，且以 2014 年 11 月 14 日指数值为基准，计算每日指数值相对基准日数值的百分比变动幅度。汇率变动同样为相对基准日数值的变动幅度。 $AH \text{ 股溢价变动} (\%) = A \text{ 股价格变动} (\%) - H \text{ 股价格变动} (\%) - \text{汇率变动} (\%)$ ，这一数值与 AH 股溢价指数变化幅度数值并不相等，但能够反映 AH 股溢价指数变动趋势及其影响因素。

上图表明沪港通开通以来各时期 A 股和 H 股价格变动以及汇率变动对 AH 股溢价变动的影响。在整个样本期，A 股价格都远高于沪

^③ 虽然 AH 股溢价指数与 A 股指数、H 股指数的样本股相同，但是它们的编制方法存在差异。AH 股溢价指数编制公式中的股本加权项同时引入 A 股股本和 H 股股本，但 A 股指数和 H 股指数仅引入各自对应的 A 股股本和 H 股股本。

港通开通前的价格，因而导致 AH 股溢价增加，但是 H 股价格变动和汇率变动对 AH 股溢价的影响却在不同时期有不同特征。

1、2015 年上半年

AH 股溢价大幅提升源于 A 股估值相对 H 股估值快速提升。在此期间 A 股价格大幅上升，带动 H 股价格也上升，但是 H 股涨幅显著小于 A 股涨幅，不足以抵消 A 股价格大幅上升的影响，导致 AH 股溢价大幅上升。

2、2016 年 1 月至 6 月

A 股价格大幅下跌并未导致 AH 股溢价大幅下降，主要由于 H 股价格下跌幅度更大。H 股价格自 2016 年初大幅下跌，甚至低于 2014 年 11 月 14 日沪港通开通前 H 股价格。H 股估值快速大幅回落是这一时期 AH 股溢价保持稳定的主要原因。

3、2016 年 1 月至 2018 年 1 月

汇率变动对 AH 股溢价变动的的影响经历了由小变大、再由大变小的过程。特别是 2016 年 9 月至 2017 年 5 月人民币大幅贬值，汇率变动的影响非常显著，甚至超过 H 股价格下跌的影响。但总体来说汇率变动对 AH 股溢价变动的的影响相对 A 股和 H 股价格变动较小。

4、2017 年 1 月至 2018 年 1 月

A 股价格上升和 AH 股溢价上升大致保持相同步伐，但 H 股价格变动和汇率变动的影响呈现此消彼长态势，由最初汇率变动影响显著大于 H 股价格变动，到最后汇率变动影响趋于消失，H 股价格上涨的影响十分显著。

5、2018年1月至2018年6月

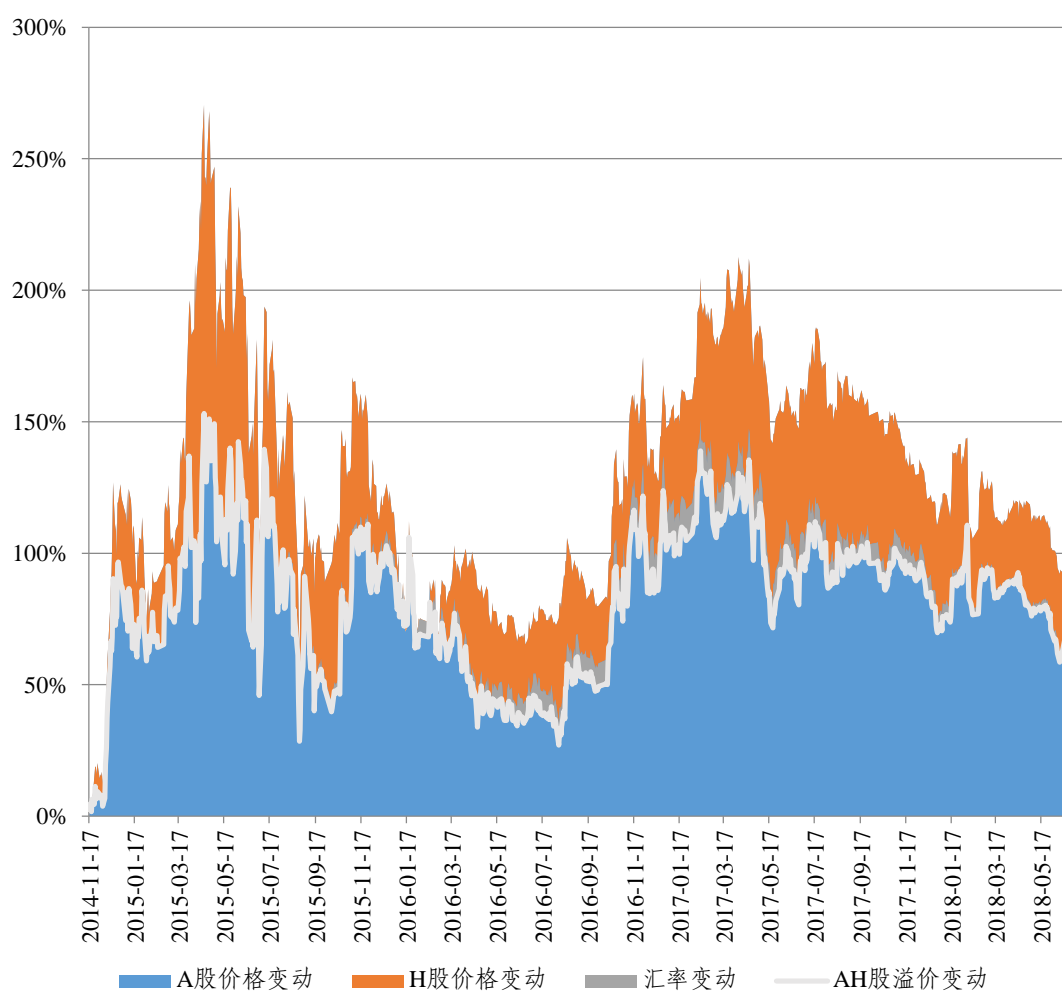
A股价格下跌和AH股溢价下降大致呈现相同趋势，而H股价格上涨的影响并未发生显著变化。这表明2018年以来AH股溢价回落源于A股估值下降，而非H股估值抬升。

（二）单个AH股溢价变化的影响因素

中国交建（601800.SH、1800.HK）是典型个股。中国交建在沪港通开通前的AH溢价比率平均为0.87，开通后该比率平均为1.78，溢价比率平均值增长了约1倍，这意味着假定汇率不变，A股价格的平均涨幅不仅要超过H股价格平均涨幅，而且要是后者的两倍。从下图可以看出，A股价格变动幅度在样本期绝大多数交易日均为H股价格变动幅度的两倍甚至更多。

对比AH股溢价指数变化图和中国交建AH股溢价变化图，我们发现，中国交建A股和H股股价变动幅度大大超过AH股溢价指数变动幅度。2015年4月底中国交建的A股价格相对沪港通开通初期增长250%以上，2017年4月则相对增长200%以上，同时期H股变动幅度也超过100%。中国交建的A股和H股价格变动巨大，而前者价格变动又远超后者，导致其AH股溢价大幅变动。此外，由于中国交建A股和H股价格变动绝对值较大，因而汇率变动的影响相对较小，从下图可以看出汇率变动对中国交建AH股溢价变化影响很小。

图 9 中国交建（601800.SH、1800.HK）AH 股溢价变化的影响因素



注：数据来源为 Wind 资讯。各指标计算方法与图 8 相同。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
