

# A-H 股的引导关系是不断变动的

## A-H 股联动性实证研究

业内在 A 股和 H 股联动性问题上通常有两种不同的观点:一方认为,A-H 股间有较强的联动性,这种联动关系表现为 H 股主导了 A 股定价权;另一方认为,由于内地 A 股市场和香港 H 股市场是两个割裂的市场,A-H 股有着不同的估值群体,因此所谓的联动性并不存在,从而也就没有所谓的 A 股、H 股定价权之争。

笔者同意前者关于联动性的观点,即两地市场的联动性是客观存在的,H 股市场与 A 股市场间存在相互影响;在定价问题上,笔者也接受“估值群体差异”的观点,但这一说法并不能说明研究 A 股和 H 股的定价权问题没有意义。而实证分析得到的结果表明,A-H 股之间的相互影响比我们想象的更为复杂。

□苏州中辰期货研究中心

### A-H 股股指联动性实证分析

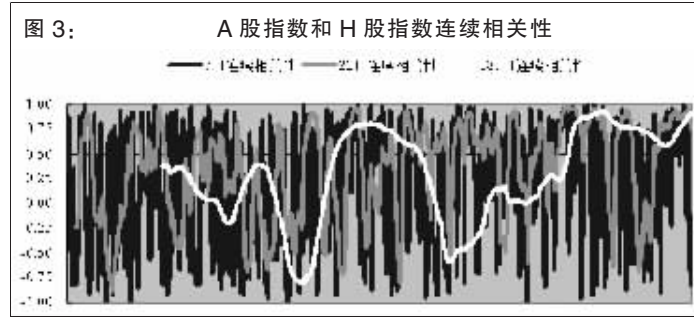
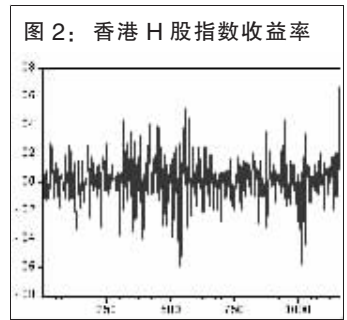
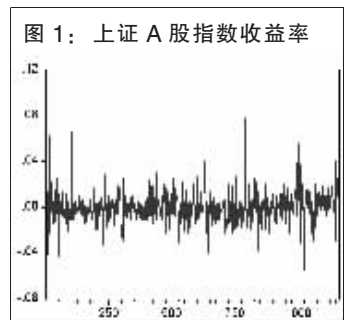
笔者通过协整检验和 Granger 因果检验来分别讨论 A 股和 H 股之间的联动效应和引导关系。实证过程中,研究样本为 2002 年 1 月 4 日至 2007 年 1 月 12 日内两市上证 A 股指数和恒生 H 股指数的收盘价。

对原数据和处理后的收益率数据进行平稳性检验发现:(1)在所选择的时间区间内,原数据在经过平滑处理后均表现出非平稳性;(2)收益率数据均呈现出平稳性特征,这表明股指数据都是一阶单整的,即均为 I(1)过程,因此可以用来进行协整检验和因果检验(见图 1、2)。

对 A 股和 H 股指数进行相关性计算的结果表明,近五年来两者相关性为 0.21,说明长期来看,A 股、H 股指数更多的受到不同因素的影响。笔者通过对 H 股和 A 股分别进行 5 日、22 日、180 日连续相关性检验(见图 3)后发现:(1)短期内指标相关性呈现出较强的波动,趋势比较明显;(2)较长时间内,两指数相关性相对而言波动不大;(3)相关性呈现周期变化。显然,股指波动行为是存在规律的,随着时间演进的股指均表现出向上趋势,因此我们希望剔除时间因素的影响(我们以 1 周 5 个交易日的数据作为短期趋势,1 月 22 个交易日的数据作为中期趋势,半年 180 日的数据作为长期趋势)。

按上证 A 股指数五年内的波动趋势,笔者将其划分为三个阶段:阶段一:2002.1.4-2004.4.2,这段时间里,A 股指数基本上呈现横盘整理态势,两指数之间呈微弱的正相关关系;阶段二:2004.4.6-2005.7.22,股指呈现出明显的下行趋势,A 股和 H 股指数表现出负相关关系;阶段三:2005.7.25-2007.1.12,上证指数在此期间呈现出上行态势,A 股指数与 H 股指数之间相关系数为 0.94(见表 1)。

分阶段进行上述检验,可以发现,利用阶段一数据进行协整检验时拟合程度低,残差不平稳,因此尽管在 5%的置信水平下,可以认为 H 股对 A 股存在引导作用,但这种检验本身并不成立。有分析人士在 2005 年曾对 1994 年至 2003 年 A 股、H 股和红筹股之间的联动性进行了检验,因果检验结果也表明,在 2002 年至 2003 年内这种联动性不存在;而结合阶段二和阶段三



的检验结果我们发现,2004 年 4 月 6 日至 2005 年 7 月 22 日的这段时间内,A 股对 H 股存在着引导作用;2005 年 7 月 25 日至 2007 年 1 月 12 日,引导的一方变成了 H 股。

**A-H 股股价联动性实证研究**

笔者选取了 10 只 A+H 股作为股价联动性检验的样本,这包括中海发展、中国石化、南方航空(S 南航)、招商银行、海螺水泥、马钢股份、中国国航、工商银行、北辰实业和中国银行。对这 10 只个股进行相关检验的结果表明,在所选择的时间区域内股价是平稳的,并且 A 股和 H 股的股价之间存在长期协整关系。

Granger 因果检验结果表明,10 只个股中,中国石化和海螺水泥的 A 股和 H 股之间存在双向因果关系,即 A 股和 H 股互为引导;南方航空、中国国航表现为 A 股单向引导 H 股;其余 6 只个股表现为 H 股对 A 股的单向引导(见表 2)。

值得注意的是,中石化、海螺水泥、中海发展和马钢股份都是 2002 年以前在两个市场上挂牌的,其他个股则基本上是在 2004 年以后才在两个市场上分别发行股份的,而后者都表现出 H 股引导 A 股的特点,表明选择在这段时间内在 H 股挂牌或者回归 A 股的个股引起了市场更大的关注。更重要的一点是,A 股和 H 股之间的相互影响是比较复杂的,定价权的所属也是在变动的,不能一概而论。这是由于个股在 A 股市场和 H 股市场中的供给状况和两地投资者对个股的估值差异决定的。

在这一点上,笔者赞同“估值群体差异”一说。从定价角度来说,分割市场中存在估价差别是比较正常的现象,但估值群体的差异能用来解释 A 股对于 H 股的溢价,却不能成为 A 股和 H 股不存在联动性的原因。投资者更在意的是估值的相对变动引起的价差,而不是静态的数值,而 A 股和 H 股的变动趋势在更多的时候是一致的。

置的必然选择。笔者的研究结果表明,投资者对于未来的这种预期早已反映在 A 股和 H 股的相互影响中。一方面,国内高速增长、低通胀的健康宏观经济局面给予了投资者进行投资的信心,愿意“分享中国经济的成长”;另一方面,H 股优质上市公司回归 A 股提升了投资者对 A 股市场的兴趣和对 H 股市场的关注。而随着 A 股规模的扩大,更多的 H 股将选择回归 A 股市场融资,这必加大两个市场的联系。因此,有理由相信,全流通时代,随着上市公司治理结构的完善,盈利能力提高,证券监管制度的完善,H 股蓝筹的回归,未来 A 股和 H 股之间的联动效应会更加明显。

其次,换一个角度来看,A-H 股联动性的增强也有不利的一面。H 股成为刺激 A 股上涨的原因意味着机构投资者能够充分利用香港股市更为宽松的投资环境来实现在 A 股和 H 股市场中的套利。一方面,通过在 H 股市场中做空导致 A 股走低,降低在 A 股市场中的建仓成本,另一方面,做多 H 股刺激 A 股上扬获取高额回报,这是境外投资机构完全可以做到的。在已经使用了 95.45%的 QFII 审批额度后,如何提高投资效率显然是境外投资机构最关心的问题。(执笔:曹传琪 金鹏)

### A-H 股联动性研究的结论及意义

通过数量方法进行检验,笔者发现 A 股同 H 股市场间存在联动性,并且这种联动过程中表现出来的引导关系是在不断变动的:A 股在 2004 年至 2005 年之间长期处于低迷拖累 H 股股指的快速拉升,而在 2005 年 7 月以后,尤其是 2006 年 8 月份以来,A 股股指的攀升受到 H 股股指的引导;A-H 股间联动性表现得比较复杂。以中国国航为代表的航空股表现为 A 股和 H 股之间互为引导关系,以工商银行为代表的银行股、以马钢股份为代表的钢铁股和以北辰实业为代表的地产股则表现为 H 股引导 A 股;而以中石化为代表的石油板块和以海螺水泥为代表的制造板块则表现为 A 股引导 H 股。

尽管仅凭 10 只个股作出这些结论有些草率,但这些个股基本上既是权重股、基金重仓股,又是 QFII 概念股,这便不得不让人多想一想。

首先,乐观地来看,入世五年的过渡期已经结束,我国资本市场将逐渐和国际接轨,这不仅是经济全球化背景下我国资本市场的发展方向,同时也是国内企业参与国际分工、优化资源配置

的必然选择。笔者的研究结果表明,投资者对于未来的这种预期早已反映在 A 股和 H 股的相互影响中。一方面,国内高速增长、低通胀的健康宏观经济局面给予了投资者进行投资的信心,愿意“分享中国经济的成长”;另一方面,H 股优质上市公司回归 A 股提升了投资者对 A 股市场的兴趣和对 H 股市场的关注。而随着 A 股规模的扩大,更多的 H 股将选择回归 A 股市场融资,这必加大两个市场的联系。因此,有理由相信,全流通时代,随着上市公司治理结构的完善,盈利能力提高,证券监管制度的完善,H 股蓝筹的回归,未来 A 股和 H 股之间的联动效应会更加明显。

其次,换一个角度来看,A-H 股联动性的增强也有不利的一面。H 股成为刺激 A 股上涨的原因意味着机构投资者能够充分利用香港股市更为宽松的投资环境来实现在 A 股和 H 股市场中的套利。一方面,通过在 H 股市场中做空导致 A 股走低,降低在 A 股市场中的建仓成本,另一方面,做多 H 股刺激 A 股上扬获取高额回报,这是境外投资机构完全可以做到的。在已经使用了 95.45%的 QFII 审批额度后,如何提高投资效率显然是境外投资机构最关心的问题。(执笔:曹传琪 金鹏)

阶段	相关性	假设检验	Obs	F-Statistic	Probability	R2	结果
阶段一	0.098	H不是A的Granger因	517	2.37521	0.03803	0.00	-
		A不是H的Granger因		1.28458	0.26910		-
阶段二	-0.48	H不是A的Granger因	299	1.30853	0.27178	0.24	接受
		A不是H的Granger因		7.06250	0.00013		拒绝
阶段三	0.94	H不是A的Granger因	341	6.30890	0.00001	0.88	拒绝
		A不是H的Granger因		0.39178	0.85438		接受

代码	名称	假设检验	Obs	F-Statistic	Probability	结果
600	中海	H不是A的Granger因	1047	4.00264	0.00133	拒绝
026	发展	A不是H的Granger因		1.48045	0.19344	接受
600	招商	H不是A的Granger因	65	1.97314	0.09744	拒绝
036	银行	A不是H的Granger因		0.9649	0.44475	接受
600	马钢	H不是A的Granger因	1113	5.51661	0.00005	拒绝
808	股份	A不是H的Granger因		0.71323	0.61354	接受
601	工商	H不是A的Granger因	53	3.95052	0.02581	拒绝
398	银行	A不是H的Granger因		1.13319	0.33047	接受
601	北辰	H不是A的Granger因	64	6.67565	0.00248	拒绝
588	实业	A不是H的Granger因		0.34408	0.71034	接受
601	中国	H不是A的Granger因	129	3.68735	0.01389	拒绝
988	银行	A不是H的Granger因		2.07803	0.10662	接受
600	南方	H不是A的Granger因	802	0.28250	0.79833	接受
029	航空	A不是H的Granger因		7.56117	0.00056	拒绝
601	中国	H不是A的Granger因	88	4.74690	0.56298	接受
111	国航	A不是H的Granger因		0.56931	0.00227	接受
A股影响H股	600 海螺	H不是A的Granger因	1099	17.8172	0.00000	拒绝
A股影响H股	585 水泥	A不是H的Granger因		2.64951	0.02170	拒绝
互相影响	600 中国	H不是A的Granger因	1132	7.43683	0.00000	拒绝
影响	028 石化	A不是H的Granger因		2.93383	0.01225	拒绝

注:其中,招商银行的结论是在 10%的显著性水平下作出的,其他个股均在 5%的显著性水平下做出对原假设的结论。

### 信息评述

#### 中央一号文件助推农林牧渔行业发展

新华社 29 日受权全文播发《中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》。这是 2004 年以来连续第 4 份指导“三农”工作的中央一号文件,要求发展现代农业推进新农村建设。

#### 申银万国:

与以前出台的解决三农问题政策相比,新农村战略的不同之处主要表现在以下三个方面:从统筹城乡发展的角度解决三农问题;通过“多予”制度和资金来解决三农问题;通过改变农村面貌来解决三农问题。

农业及配套产业将直接从国家支农政策中受益,主要包括:1、符合国家产业政策方向,国家重点扶持的种植业、养殖业以及农林产品初级加工企业,尤其是被

国家认定的农业产业化经营的重点龙头企业。2、农药、农膜、农业机械等现代农业配套企业。农村基础设施建设将使得相关行业受益,主要包括:1、水泥、钢铁等建材行业。2、能源设备行业。3、医疗器械。和农村基础设施水平相关的依赖性消费品行业将受益,从收入水平、消费偏好以及农村基础设施的建设来看,这主要集中在传统家电、摩托车、移动电话、医药四个方面。

#### 中信证券:

《意见》对行业投资选择的主要指导意义在于:一是继续关注农业服务业,包括兽用生物制品及兽药、饲料、农药、农业机械、种子、化肥等行业。二是继续关注农产品加工业,包括肉制品加工、乳制品加工、林木加工、果汁饮料、番茄酱加工、食用菌加工等相关产业。三是关注新农村

#### 天相投顾:

这是 2004 年来的第 4 份指导“三农”工作的中央一号文件,文件再次确定了“4 个继续高于”的原则:今年财政支农投入的增量要继续高于上年,国家固定资产投资用于农村的增量要继续高于上年,土地出让收入用于农村建设的增量要继续高于上年。同时,良种补贴、农机购置补贴、农业生产资料综合补贴等一系列补贴政策继续得以强化。

#### 光大证券:

在种植业景气度和国内农业政策积极扶持下,整个农业面临向好。我们推荐受益于行业景气而能增加收入和资产质量的北大荒,占据玉米种业龙头地位充分分享行业景气的华冠科技。同时,市场之前担心的玉米、大豆等农产品价格上涨可能会伤害

#### 把节能减排落实到经济运行各个方面

新华网 1 月 29 日报道,面对严峻的节能减排形势,国家发改委经济运行局副局长朱宏任 29 日表示,要把节能减排落实到今年经济运行工作各个方面。其中,特别是要加强能源需求和管理。

#### 海通证券:

(1) 去年中国单位 GDP 能耗与预定目标差距很大,中央将加大节能减排力度,这将对节能环保产品的生产企业带来重大机遇;(2) 节能将加大某些企业的生产成本,因此企业能否严格执行更需政府严格把关,由此,与政府保持良好关系的节能生产企业(特别是国企)将更为受益。

#### 天相投顾:

回顾 2006 年,政府的既定目标完成效果最不好的应该是节约资源、环境保护这一点。虽然国家统计局局长谢伏瞻并没有公布 GDP 的能耗数据,但是从他的相关表态上来看,2006 年的节能降耗结果并不让人满意,2007 年政府在这方面肯定会加大政策力度,由此产生的企业环保成本的增加将会是企业利润的一种长期压力。

### 行业评析

#### 政策重拳再袭深圳地产商

2007 年 1 月 26 日,深圳房地局网站公布《关于依法申报缴交房屋公用设施专用基金的通知》,要求开发商在 4 月 1 日前缴交 1994 年 11 月以来所有竣工项目的公用设施专用基金。

#### 中信证券:

我们根据政策精神和历史上交该项基金的情况进行测算,保守估计深圳开发商将付出大约 50 亿的真金白银。这对上市公司影响有两方面,一是对现金流有影响,二是对利润有影响。目前几家主要公司计提了近年来的基金,早期基金尚需新提,具体影响金额尚待确定。

该项政策连同前期公布的土地增值税政策意味深长,预示着调控新思路:1、利益再分配的同时实现国家利益的最大化;2、构建和谐社会的同时缩减贫富差距;3、从紧是今年调控的主基调。

#### 东方证券:

此通知仅针对深圳地区,目前几家深圳地产公司计提了近年来的基金,早期基金尚需新提,具体影响金额尚待确定。因为追溯的原因,短期会需要追溯缴纳,但对未来影响不大,特别是对于流转速度高,开发量很大的开发型企业影响大。然而我们认为此通知对资源性地产而言风险非常

低。我们预计宏观调控会继续,短期内可能还会有调控政策出台,市场担忧越来越重,但是这也凸显了资源性地产的价值。此政策对资源性地产略有涉及,但是以持有为主,资产不发生大量开发与流转,对资源性地产影响非常小。就未来可能出台的政策,对此板块影响也非常小,我们继续推荐资源性地产板块。

## 券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(截止日:2007 年 1 月 30 日)

股票代码	股票简称	近 3 月预测数	最新预测时间	2006E 净利润同比(%)	2 年复合增长率(%)	2006 年一致预期 EPS	P/E	2007 年一致预期 EPS	P/E	股票代码	股票简称	近 3 月预测数	最新预测时间	2006E 净利润同比(%)	2 年复合增长率(%)	2006 年一致预期 EPS	P/E	2007 年一致预期 EPS	P/E
600497	驰宏锌锗	10	06-11-24	542.98	197.29	4.313	18.125	5.928	13.186	600104	上海汽车	24	07-1-24	104.23	69.89	0.358	28.771	0.488	21.117
000616	亿城股份	6	06-11-15	386.24	172.67	0.503	17.512	0.698	12.601	600973	宝胜股份	7	06-12-27	92.97	66.53	0.601	28.918	0.804	21.628
000549	S 湘火炬	8	07-1-24	416.94	154.82	1.061	8.386	1.323	6.730	600755	山西三维	16	07-1-17	81.01	66.05	0.398	24.173	0.600	16.040
000060	中金岭南	10	07-1-26	339.34	144.60	1.833	12.003	2.496	8.814	600690	青岛海尔	19	06-12-27	38.42	65.14	0.271	39.427	0.506	21.105
000807	云铝股份	10	07-1-25	123.60	141.42	0.578	22.415	1.504	8.615	000758	中色股份	5	07-1-9	69.70	60.85	0.520	20.751	0.781	13.826
600481	双良股份	9	07-1-17	178.28	139.13	0.307	36.253	0.631	17.662	600153	建发股份	3	06-12-11	60.21	58.91	0.588	17.488	0.854	12.049
600331	宏达股份	10	06-10-31	219.81	122.61	1.421	14.728	2.202	9.504	600362	江西铜业	9	07-1-26	154.56	50.07	1.628	9.024	1.440	10.200
000825	太钢不锈	22	07-1-16	186.48	115.14	0.837	23.053	1.351	14.282	600269	赣粤高速	15	07-1-23	97.35	49.00	0.663	15.335	0.748	13.591
000698	沈阳铝	4	06-11-13	116.47	113.12	0.276	24.964	0.567	12.140	600102	莱钢股份	3	07-1-24	88.70	48.99	0.886	11.603	1.000	10.280
600296	S 兰铝	9	06-12-14	139.31	112.09	0.496	29.477	0.932	15.683	600533	栖霞建设	11	06-11-1	60.73	47.01	0.591	20.070	0.794	14.944
000625	长安汽车	24	07-1-19	220.65	104.87	0.469	27.491	0.613	21.039	000157	中联重科	15	07-1-17	63.28	44.77	1.003	21.726	1.295	16.833
600472	包头铝业	6	06-10-26	198.43	103.00	0.915	12.623	1.263	9.142	600423	柳化股份	21	07-1-24	33.04	43.79	0.655	22.781	0.981	15.227
600835	上海机电	7	06-12-20	128.85	98.21	0.425	29.482	0.734	17.073	000900	现代投资	8	06-11-15	69.44	43.59	0.745	16.944	0.908	13.828
000878	云南铜业	9	07-1-11	128.57	94.53	1.323	10.914	1.591	9.077	600409	三友化工	6	06-11-28	56.27	43.04	0.363	13.517	0.475	10.327
000898	鞍钢股份	24	07-1-24	216.22	89.84	1.113	12.150	1.262	10.711	600725	云维股份	5	06-12-29	22.46	42.41	0.362	24.710	0.551	16.237
600801	华新水泥	14	07-1-16	115.73	84.38	0.406	31.392	0.533	23.910	600432	吉恩镍业	4	06-12-12	41.29	40.46	1.006	24.542	1.407	17.552
000680	山推股份	7	07-1-9	165.61	80.56	0.435	22.621	0.533	18.464	600426	华鲁恒升	22	07-1-17	39.33	37.57	0.739	21.554	1.011	15.753
000767	漳泽电力	4	07-1-11	88.50	75.55	0.409	15.419	0.548	11.505	000932	华菱管线	3	06-12-15	60.85	37.40	0.400	12.700	0.470	10.809
002110	三钢闽光	10	07-1-24	157.55	70.28	0.615	17.144	0.692	15.221	600875	东方电机	11	06-12-24	66.81	34.86	1.817	14.917	2.012	13.470

说明: 1) “最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出 A 股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及

PE/G 来进行筛选。同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近 3 个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

2) 成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版 2006 年初筛选的股票池在 2006 年度全年收益超过大盘 70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3