

A股H股

市场分割与 联动性研究

AGUHGU

SHICHANGFENGEYULIANDONGXINGYANJIU

王 烜○著

湖南人民出版社

A股H股

市场分割与 联动性研究

AGUHGU

SHICHANGFENGEYULIANDONGXINGYANJIU

王 烜○著

湖南人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

A 股 H 股市场分割与联动性研究 / 王烜著. —长沙:
湖南人民出版社, 2011. 4

ISBN 978 - 7 - 5438 - 7323 - 0

I. ①A… II. ①王… III. ①股票市场 - 研究 - 中国

IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 042762 号

A 股 H 股市场分割与联动性研究

王 烜 著

责任编辑: 马明明

装帧设计: 谢俊平 秦 敏

出版、发行: 湖南人民出版社

网 址: <http://www.hnppp.com>

地 址: 长沙市营盘东路 3 号

邮 编: 410005

经 销: 湖南省新华书店

印 刷: 国防科大印刷厂

印 次: 2011 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 710 × 1000 1 / 16

印 张: 16. 25

字 数: 220000

书 号: ISBN 978 - 7 - 5438 - 7323 - 0

定 价: 30. 00 元

营销电话: 0731 - 82226732

(如发现印装质量问题请与承印厂调换)

作者简介

王焯，男，汉族，1979年10月出生于湖南省株洲市。1997年9月至2001年6月就读于武汉大学管理学院国际数理金融试验班，获金融学 and 数学双学士学位。2001年9月起在湖南大学工商管理学院管理科学与工程专业攻读硕士学位，导师为时任湖南大学工商管理学院院长、现任湖南大学副校长的陈收教授。2003年3月经导师推荐获准提前攻博，并于2005年12月答辩通过，获得管理科学与工程博士学位。2006年8月起进入广发证券股份有限公司博士后工作站从事博士后研究，合作导师为中山大学管理学院的唐清泉教授和时任广汽集团副总经理、韶关市副市长、现任中航飞机公司副总经理的李健博士。现在广发证券投资银行部工作。先后在《经济学动态》、《证券市场导报》、《系统工程》、《财经理论与实践》等重点刊物上发表多篇学术论文，并参与多项国家级、省级课题的研究工作。在读期间，先后在光大证券、湘财证券、国信证券等多家证券公司及湖南省工商局等政府部门从事社会实践或实习，也曾在湖南大学金融学院、经济与贸易学院等担任过本科生和研究生的教学工作。在广发证券从事博士后研究期间，先后参与了多项投资银行项目，以及公司新设营业部的筹建工作，积累了重要而宝贵的实践经验。

摘要

股票市场分割是与市场一体化相对的概念，即由于市场间投资限制和交易限制、投资者构成差异等，导致同质的股票在价格、收益率、风险等方面呈现出较大差异。市场分割是一个普遍现象，即使联系十分紧密的发达证券市场之间也存在。随着经济全球化的进展和信息技术在金融市场的广泛应用，金融交易的地域和疆界概念日益模糊；而企业多重上市、QFII 和 QDII 制度的实施、存托凭证和转托管等创新产品和创新机制的不断推出，上市公司跨境融资、投资者跨市场交易行为的日渐频繁，使得不同市场间的关联性越来越紧密，世界范围内资本市场彼此分割的程度大大降低，并趋于消除。

受发展水平和开放程度的限制，中国的资本市场在成立之初，就被人为地划分为内资股和外资股两个市场。由于实行严格的资本管制，资本跨境流动十分困难，导致两市场长期分割，突出地表现在 A + H 双重上市股票之间存在着显著而持久的价格差异上。另一方面，随着中国加入 WTO，开始全面履行其对外开放的承诺，以及 QFII 和 QDII

制度的先后实施、股权分置改革和人民币汇率形成机制变革的稳步推进，中国金融业和资本市场的开放程度明显提高。尤其是2006年以来多只大盘蓝筹H股回归A股，使得市场间的联动性越来越显著，两市同涨同跌的现象日渐寻常，信息的传递与交流也越来越紧密。

本书的研究对象，就是这样既分割又联系、既有显著差异又彼此联动的A股和H股市场。本书的研究目的，就是对A股市场与香港股市之间的分割状态进行统计描述，同时就两市相互联动的特性及其演进趋势进行分析论证，再在此基础上对消除市场分割的措施作出评论和建议。

研究的重要意义在于，通过对市场分割的形成机制以及资本流通限制下市场联动的作用机制的研究，为中国的资本市场由分割走向整合、由封闭走向开放的可行路径提供重要的理论指导和决策支持。

本书主要内容包括：从硬分割、软分割两个角度，即中国实行资本管制的情况和A股H股在市场价格、市值规模、市盈率、波动率等方面的显著差异，论证A、H股之间市场分割的存在性，并对分割的程度进行定量测度；通过寻找A、H股价差的解释变量，分析A股溢价的形成机制，探究市场分割的成因；分别从信息传递和风险传导两个方面，研究在两市分割的状态下所体现出来的彼此联动的性质，以及联动关系的演进趋势；最后探讨如何有效而稳妥地消除市场分割，实现市场整合。

本书的主要结论包括：A、H股之间客观存在着市场分割，其中既有资本管制和投资限制等制度性障碍的硬分割因素，又有市场环境、投资者的主观差异等软分割因素。导致A股相对H股溢价的原因，主要在于A股市场缺乏需求弹性、发展水平不高，致使A股估值水平偏高、成交活跃（流动性好）、信息不对称较为严重、投资者投机偏好强

等。对市场联动性的研究表明，虽然存在分割，但彼此的联动关系仍然十分显著。其中对信息传递的分析表明，A、H股之间存在双向的信息传递，而A→H的传递过程占优；对波动传导的研究表明，汇改之后两市波动传导的时间间隔明显缩短，影响强度则显著增强，说明A股市场已同时受到内生波动和外来冲击的共同影响，其系统风险中的外生性因素正逐渐增强。

政策建议方面，作者认为，在世界经济一体化和金融市场大融合的大背景下，中国资本市场完全开放是必然趋势，A股市场与H股市场相互割裂的现象难以持久，尤其是A、H股的价差必将逐渐消除。但针对消除市场分割而采取的措施当中，“港股直通车”、发行存托凭证、两市互通等激进举措在当前条件下是不合适的，急于放开资本管制必将导致大规模的套利行为，引发金融市场震荡，而应该遵循稳步开放、平稳推进的原则，综合利用金融创新等手段，分三个阶段逐步整合A、H股市场。具体包括：通过扩大QFII、QDII规模，推动大型蓝筹股两地上市和H股、红筹股回归A股，促进两地市场间的资金交流、信息沟通和主体融合；充分重视金融衍生工具的作用，先后创设基于AH股价差的指数基金和两市联动性的套利产品，利用其间接套利的功能逐步平抑两地价差；同时加强市场自身建设和向外资开放证券业务，以逐渐消除软分割因素，最终实现A、H股市场的完全整合。

关键词：市场分割；联动性；双重上市；信息传递；波动传导

A股H股市场分割

联动性研究

AGUHGUSHICHANGFENGE YU
LIANDONGXING YAN JIU

Abstract

Stock market segmentation, a concept opposite to market integration, is the phenomenon that the homogenous stocks have great disparity in price, return rate, and risk owing to the restrictions on inter-market investment and trading, and differences in the structure of investor among markets. Market segmentation is quite common, even in those closely related developed securities markets. With the advancement of economic globalization and the abroad application of the information technology in financial market, the territorial and boundary limits on financial trading get much fuzzier. As many enterprises are dual listed, QFII and QDII system put into practice, the innovative products as the Depository Receipt and inter-market transfer and innovative mechanism released, and the cross border funding of listed companies and the cross market trading getting more and more frequent, the link among different markets becomes tighter and tighter. As a result, the inter-segmentation of the capital markets worldwide gets weaker and weaker, and tends to disappear.

Restricted by the development and opening-up status, Chinese capital market was factitiously divided into two capital markets, domestic and foreign. As the capital regulation in China was rather strict, the cross-border capital flow was quite

difficult. Under such a circumstance, the two markets in China are all through segmented, especially represented by the price difference between the A stock and H stock of those companies listed in both markets. On the other side, with china joining in the WTO, China begins to fulfill its commitment to open up its market to the outside world. In addition, the QFII and QDII system have been implemented successively. And the reform of share split and the RMB exchange rate forming mechanism are advancing steadily. Hence, the financial industry and capital market in China are getting more and more open. In particular, several H stocks have been listed in A stock market since 2006, the inter-market linkage gets more tight. It becomes more and more common for the two markets to rise or fall simultaneously, with the information transfer and communication between these two markets getting easier and more frequent.

The research object of this paper is just the A and H stock markets, such two segmented but related, notably different but inter-linked markets. The purpose of this paper is to investigate the segmentation status of the A stock market and H stock market by descriptive statistics, and to make empirical analysis on the inter-market linkage property and its development direction. Then based on the empirical results, comments on the measures to eliminate the market segmentation are made and further suggestions are proposed.

The significance of above research lies in providing theoretical guidance and decision-making support for investigating the feasible measures to integrate the segmented market and open up the closed market by the study on the forming mechanism of market segmentation and the linkage mechanism under the market environment where the capital liquidity is limited.

The content of this paper includes the following four aspects. First, from the perspective of both hard and soft segmentation (i. e. the capital regulation in China and the outstanding difference between A and H share market in market price, P/E ratio and volatility), the existence of market segmentation is demonstrated, the degree of which is measured. Then, by study on dependent variables of the

stock price spread between A and H share, the forming mechanism of the overpricing of the A shares, the causes of the market segmentation is examined. Next, the linkage and its evolvement under the circumstances of market segmentation between these two markets are studied from the angle of both information transfer and risk transmission. Finally, how to eliminate market segmentation and realize the market integration efficiently is discussed.

Through above analysis come the following conclusions. First, market segmentation does exist between A and H share markets, including not only the hard institutional obstacles of capital regulation and investment restriction but also the soft segmentation factors of market environment and subjective difference of investors. The main factors causing such a price spread are that the lack of need elasticity and low development level of A share markets lead to the over price, highly liquidity, serious information asymmetry, and speculation preference of investors of A share. The study on market linkage indicates that though segmented, the linkage between these two markets is still prominent. Furthermore, the investigation on information transfer shows that bidirectional information transfer between A and H share does exist, with the transfer from A to H share taking the dominant position. In addition, the study on volatility transmission presents that the time interval of the transmission between these two markets gets shorter after the foreign exchange reform, but the impact getting stronger. The result shows that the A share market is affected by both endogenous volatility and exogenous shock simultaneously, with exogenous factors of systematic risk gets stronger and stronger.

In the background of economic integration and financial market melting, China is certain to open up its capital market completely. Thus the segmentation of A and H share will not last for long. In particular, the price difference between these two types of stocks will be surely eliminated gradually. The measures taken by the government to eliminate the market estrangement, such as QFII and QDII mechanism, dual listing, Through-Train Plan, issue of depository receipt, exchange interoperability of the two markets are not advisable and feasible on the current mar-

ket condition. It is well suggested in this paper that unloosening the capital market regulation too urgent would cause large-scale arbitrage, which would in turn lead to shock of the financial market. In the principle of advancing the opening up steadily, and by fully exploiting financial innovation, it is well advised for Chinese government to integrate the A and H shares in three stages. First, enlarge the size of QFII and QDII and impulse the big-sized blue chips to list in both of the market and red chips to return A stock market so as to promote capital intercourse, information communication and mainstay amalgamation. Then, attach great importance to the role of financial innovation, and activate index innovative financial products based on the price difference between these two markets and arbitrage products for inter-market linkage in a successive way so as to narrow the magnitude of the price difference by making the use of indirect arbitrage function. Meanwhile, reinforce the construction of the market itself and open up the securities operation to foreign capital so as to eliminate the factors that cause soft segmentation, and thus to realize the complete integration ultimately.

Key Words: Market Segmentation; market linkage; dual-listed; information transfer; volatility transmission

目 录

附表索引 / 1

插图索引 / 1

第一章 前言 / 1

- 1.1 研究的背景 / 1
- 1.2 研究的意义 / 2
- 1.3 研究目的 / 3
- 1.4 本书的技术路线及主要研究内容 / 4
- 1.5 本书的主要创新点 / 6

第二章 市场分割的概念及文献综述 / 9

- 2.1 市场分割的概念 / 9
- 2.2 相关领域的文献综述 / 16

第三章 A股与H股市场分割的现状 / 34

- 3.1 中国市场的资本管制和对外资的投资限制 / 35
- 3.2 A股、H股的基本情况及其差异性概述 / 38
- 3.3 市场分割程度的度量 / 61

第四章	A、H 股价差的形成机制研究 / 65
4.1	需求差异假说 / 65
4.2	信息不对称假说 / 69
4.3	流动性差异假说 / 70
4.4	投资理念差异假说 / 72
4.5	A、H 股价差的综合解释模型 / 76
4.6	对 A、H 股价差成因的实证研究 / 80
4.7	A、H 股市场分割成因的进一步分析 / 87
第五章	A 股与 H 股间信息传递机制的研究 / 94
5.1	市场联动的理论基础 / 95
5.2	股市信息传递的相关研究 / 102
5.3	实证方法和数据 / 103
5.4	实证结果 / 105
5.5	研究结论分析 / 109
第六章	A、H 股市场间风险传导机制的研究 / 112
6.1	证券市场波动传导的相关理论 / 113
6.2	现有研究方法存在的缺陷 / 114
6.3	非参数高阶谱分析方法的理论基础 / 116
6.4	对 A、H 股市场波动传导的实证研究 / 133
6.5	研究结论 / 146
6.6	本章小结 / 147
第七章	对消除 A、H 股市场分割举措的探讨 / 150
7.1	市场分割与套利 / 150
7.2	当前解决市场分割的措施及其评价 / 158
7.3	推进 A、H 股市场整合的策略与步骤 / 183
7.4	本章小结 / 194

第八章 结语 / 197

8.1 本书的主要研究内容及结论 / 197

8.2 对后续工作的展望 / 200

参考文献 / 203

附表 / 214

后记 / 236



附表索引

- 表 2-1 部分国家（地区）对于境外投资者的投资限制 / 10
- 表 2-2 资本流动限制下的硬分割种类表 / 12
- 表 2-3 市场分割程度的直接度量方法 / 20
- 表 3-1 中国资本账户管制的现状 / 35
- 表 3-2 A 股历史上的阶段行情 / 41
- 表 3-3 A 股规模及其行业构成 / 50
- 表 3-4 港股规模及其行业构成 / 51
- 表 3-5 A 股、港股、H 股市盈率的比较 / 52
- 表 3-6 A 股、港股大盘指数的描述性统计 / 54
- 表 3-7 A 股、B 股、H 股、港股指数波动率特征 / 55
- 表 3-8 A 股与 H 股发行市盈率及首日溢价对比 / 58
- 表 3-9 A + H 个股波动率统计 / 60
- 表 3-10 DCC (1, 1) - MVGARCH 模型的参数估计 / 64
- 表 4-1 AH 股价差分析的样本股 / 84
- 表 4-2 实证分析变量的描述性统计 / 84
- 表 4-3 模型的面板数据估计 / 86
- 表 4-4 香港股市的行业结构及市盈率比较 / 89
- 表 4-5 内地股市的行业结构及市盈率比较 / 89
- 表 5-1 F 值的描述性统计 / 107

表 5-2	F 值的配对样本 T 检验 / 107
表 5-3	斜率 β 的描述性统计 / 108
表 5-4	斜率 β 的配对样本 T 检验 / 108
表 5-5	大盘指数的 SUR 估计结果 / 109
表 6-1	内地香港大盘指数间的波动传导关系 / 138
表 6-2	A 股 H 股指数间的波动传导关系 / 139
表 6-3	A + H 个股波动传导研究的样本股 / 142
表 6-4	A + H 个股波动传导的传导时间间隔 / 142
表 6-5	A + H 个股波动传导的影响强度 / 143
表 6-6	基于样本期的配比检验结果 / 144
表 6-7	基于波动传递方向的配比检验结果 / 145
表 6-8	单向因果传递的样本个股 / 146
表 7-1	A 股市场机构投资者的持股状况 / 160
表 7-2	我国 QDII 机构的类别与获批额度 / 163
表 7-3	H 股企业回归 A 股市场概况 / 167
表 7-4	香港《行动纲领》的动议内容 / 176
表 7-5	各国资本市场的开放时点及其原因 / 186
附表 1	A + H 双重上市股票基本情况一览表 / 214
附表 2	式 (5-23) 的 SUR 估计 / 216
附表 3	式 (5-24) 的 SUR 估计 / 219
附表 4	式 (5-25) 的 SUR 估计 / 223
附表 5	式 (5-26) 的 SUR 估计 / 227
附表 6	大盘指数的 ADF 和 Hinich 检验结果 / 231
附表 7	A + H 个股的 ADF 和 Hinich 检验结果 / 232

插图索引

- 图 1-1 全书的结构框图 / 7
- 图 3-1 A 股的历史走势 / 41
- 图 3-2 H 股的历史走势 / 48
- 图 3-3 含 A 股之 H 股的行业构成 / 49
- 图 3-4 H 股的行业构成 / 51
- 图 3-5 A 股、港股、H 股市盈率的比较 / 53
- 图 3-6 A 股、B 股、H 股、港股指数波动率图 / 54
- 图 3-7 A-H 股溢价指数 / 56
- 图 3-8 A+H 个股日内波动率对比 / 59
- 图 3-9 A+H 个股日波动率对比 / 60
- 图 3-10 A 股 H 股市场分割程度与沪深股市的对比 / 64
- 图 4-1 A、H 股价溢价率的走势图 / 81
- 图 4-2 港股按上市公司注册地分类（截至 2007 年底） / 90
- 图 4-3 香港现货市场成交金额按投资者类别的分布（2006.10—2007.9） / 91
- 图 5-1 A 股市场与香港市场交易时间差异图 / 104
- 图 6-1 沪深综指与恒生指数领先-滞后关系图 / 140
- 图 6-2 沪深 A 指与国企指数领先-滞后关系图 / 141
- 图 7-1 双重上市个股的 A/H 比价走势（2000—2007 年） / 151