

恒指变革背后的不得不变

——见微知著策略系列报告

- 变革背景：**回顾恒生指数的发展里程碑，本次恒指的巨大变革并不意外，与其说是主动的变革，不如说因结构性问题而不得不做出的选择，是新旧经济持续分化下的顺势而变，是为更加真实地反映港股市场的必然行动。对比恒生指数与恒生综合指数，恒生指数的代表性越来越低；同时，在资本市场全面拥抱新经济的时代，金融、地产成分股占比过高的恒生指数也显现出明显的结构性问题。
- 变革内容：**通过增加成分股数量、保持香港公司成分股数量、调整成分股结构上限、调整上市资格来扩充样本量、提高样本多样性，通过调整行业组别来改善行业组权重、优化样本结构。调整后的恒指在各行业组别的市值覆盖率、总市值及成交额覆盖率、消费、医疗、IT成分股权重等方面都有明显提升。
- 变革影响：**“改善样本，调整权重”的变革方法能较大程度解决现有恒生指数“结构失衡”的问题，也较大程度实现了“提升代表性”的变革目的。虽然未来的恒指金融及地产过高的比重会有所下降，但国际比较来看仍然过高；值得一提的是消费、医疗、IT比重提升，提升后的占比堪比MSCI中国指数，可以更好地反映中国新经济欣欣向荣的增长态势。最后需要提醒的是，由于恒指结构由低估值的旧经济（金融、地产）向相对高估值的新经济（消费、医疗、互联网）进行切换，恒指的估值中枢自然会因结构调整而抬升，当进行估值的历史比较时切记不可刻舟求剑。

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣，PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021年3月4日

相关报告：

[《策略简评：港股首增印花税的影响及后市展望》](#)（2021-02-26）

[《策略简评：南下资金爆发的背后》](#)（2021-01-22）

[《2021年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#)（2020-12-10）

[《MSCI中国“新经济”占比首超美股——见微知著策略系列报告》](#)（2020-10-31）

[《互联网科技股仓位罕见变化的背后——见微知著策略系列报告》](#)（2020-10-22）

[《美国通胀 25 年未有之大变化？——见微知著策略系列报告》](#)（2020-10-16）

变革背景：结构失衡，不得不变

恒生指数自 1964 年诞生，1969 年正式对外发布以来，至今已经经历了过半世纪。2021 年 3 月 1 日，基于“优化恒生指数程序成为香港市场最具代表性和最重要的市场基准”的目的，恒生指数公司宣布了对与港股旗舰指数——恒生指数的一系列革新措施。

图表 1：恒生指数历史里程碑

时间	核心变化	具体内容
1964/7/31	基数日，基数点，总成分股数量	基数日定为 1964 年 7 月 31 日，基数点定为 100 点，共包含 30 支成分股
1969/4/17	总成分股数量	总成分股数量增至 33 支
1985/1/2	行业组别	增加 4 支成分指数，同时 33 支成分股被分至 4 个行业组别：金融、公用事业、地产、工商业
1992/8/4	股份类别	加入首支红筹成分股中信泰富（现中信股份，267-HK）
2006/9/11	股份类别，总成分股数量	首次纳入 H 股建设银行（939-HK），总成分股数量增至 43 支
2007/3/12	总成分股数量	总成分股数量增至 38 支
2007/12/10	总成分股数量	总成分股数量增至 43 支
2020/12/7	总成分股数量	总成分股数量增至 52 支

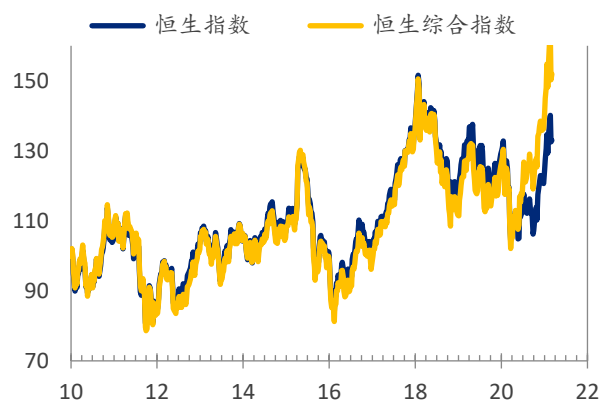
资料来源：公开资料整理、浦银国际

恒生指数以往对于对港股市场表现具有较好的代表性。恒生综合指数囊括了港交所主板上市市值 95% 的标的，在过去通常与作为期间指数——恒生指数表现高度趋同。

但随着新旧经济的持续分化、加上大量的互联网科技 ADR 陆续来港进行二次上市，恒生指数对于港股市场的代表性越来越弱。这一现象在 2020 年尤为突出：2020 年恒生指数跑输代表整个港股市场的恒生综合指数 15.6%，两者差异非常明显，而过去 10 年两者的收益率相差通常不超过 3%。

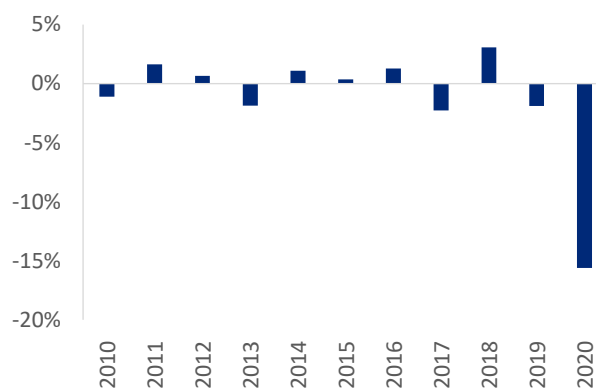
可以说，恒生指数因结构性问题导致其越来越难以代表港股市场的真实情况，必须改变。

图表 2: 恒生指数 vs 恒生综合指数 (2010=100)



资料来源: Factset, Bloomberg、浦银国际

图表 3: 恒生指数相对恒生综合指数的超额收益



资料来源: Factset, Bloomberg、浦银国际

变革内容：扩增样本，优化结构

恒生指数主要在以下五个方面进行了调整：成分股数量、香港公司成分股数量、行业组别、上市资格、成分股权重上限。具体变化如下：

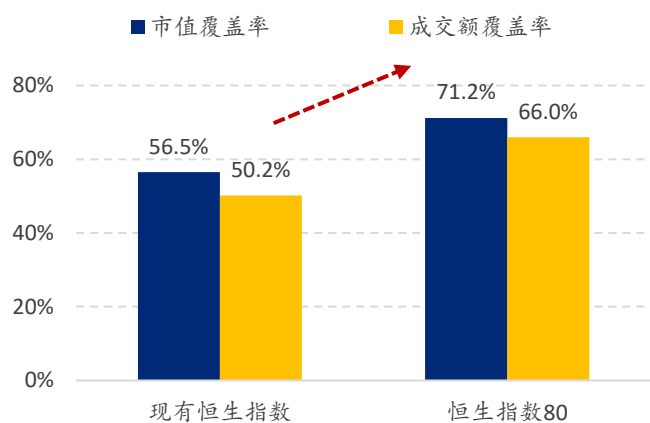
图表 4：恒生指数主要变化

主要变化	目前情况	未来情况
总成分股数量	- 52 支	2021/3/15 起： - 55 支 - 新增阿里健康 (241-HK)、龙湖地产 (960-HK)、海底捞 (6862-HK) 2022 年年中之前： - 80 支 最终： - 100 支
香港公司成分股数量	- 28 支香港成分股 - 按季检讨	- 香港公司成分股维持在 20 支至 25 支 - 至少每两年年检讨一次
行业组别	- 4 个行业组别，分别为：金融，公共事业，地产，工商业 - 其中工商业包含八个细分行业组别，分别为：能源业，原材料业，工业，必须性消费，非必需性消费，医疗保健业，电讯业，资讯科技业，综合企业 - 按季检讨 - 选股方法：所有合资格股票直接选股	2021/5 起： - 七个行业组别，分别为金融业，资讯科技业，非必须性消费及必须性消费，地产建筑业，公用事业及电讯业，医疗保健业，能源业、原材料业、工业及综合企业 - 实际上是将原有细分行业组别做了合并：必须性消费与非必须性消费合并，电讯业和公共事业合并，原材料业、综合企业、能源业、工业合并 - 选股方法：按七个行业组别选出成分股，确保七个行业的市值覆盖率不低于 50%，从而实现更均衡的行业分布 - 每两年检讨一次
候选资格	- 上市历史要求：一般为 24 个月；对市值足够大的公司；若未达 24 个月的上市历史，设有快速机制，具体规定为： · 检讨日市值 1-5 名上市历史要求 3 个月 · 检讨日市值 6-15 名上市历史要求 6 个月 · 检讨日市值 16-20 名上市历史要求 12 个月 · 检讨日市值 21-25 名上市历史要求 18 个月 · 检讨日市值 25 名之后上市历史要求 24 个月 - 市值覆盖率：前 90% 以内	2021/5 起： - 上市历史要求：无论市值，对所有候选公司的上市历史要求均为最短 3 个月 - 市值覆盖率：须为恒生综合指数的成分股
成分股权重上限	- 同股不同权或第二上市成分股：权重上限为 10% - 其他成分股：权重上限为 5% - 恒生指数权重上限与恒生中国企业指数权重上限的规定独立，恒生中国企业指数权重上限设定为 10%	2021/6 起： - 所有成分股权重上限为 8% - 该权重上限规定同时适用恒生中国企业指数 目前来看，调整后影响的 3 支成分股为腾讯控股 (700.HK)、友邦保险 (1299.HK)、汇丰控股 (5.HK)

资料来源：恒生指数官网、浦银国际

目前恒生指数仅 52 只成分股，恒生指数公司目标于 2022 年中之前将成分股数量提升至 80 只，未来最终固定为 100 只。新的恒生指数市值预计占港股市值的比例由目前的 56.5% 提升至 71.2%，成交额占比由目前的 50.2% 提升至 66%，七个行业组的市值覆盖率全部保持在 50% 以上，调整后的恒生指数可更好、更真实地反应港股市场的真实情况。

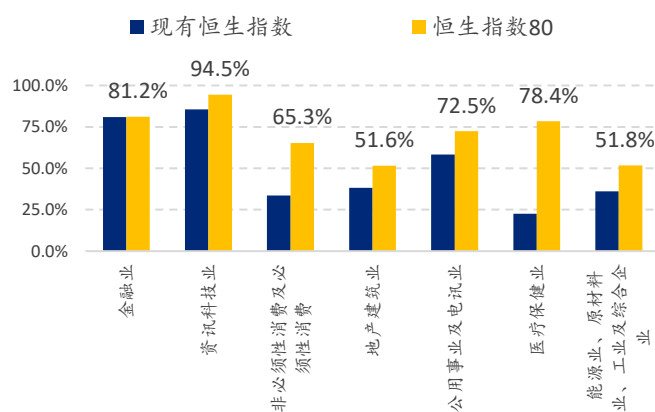
图表 5: 调整前后市值和成交额占港股市场覆盖率



注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；数据截至 2021 年 2 月 11 日

资料来源：恒生指数官网、浦银国际

图表 6: 调整前后七个行业组别的市值覆盖率

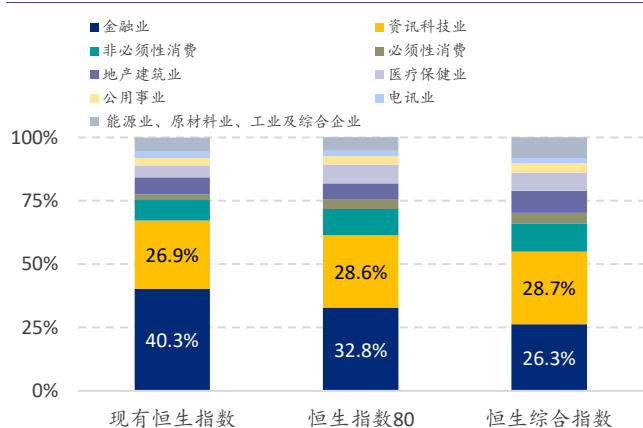


注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；数据截至 2021 年 2 月 11 日

资料来源：恒生指数官网、浦银国际

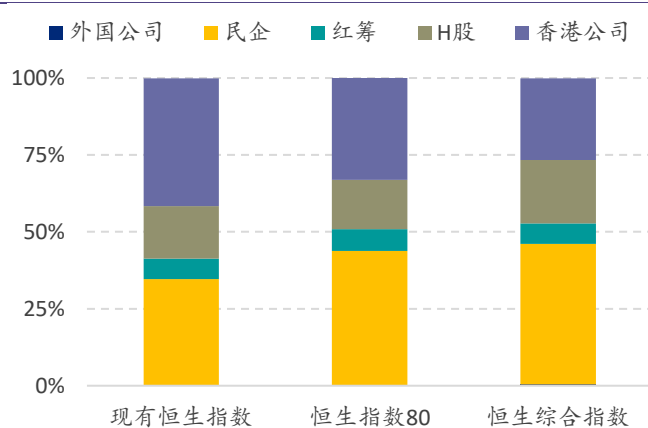
各行业组别的权重占比有明显变化：金融、地产两大典型周期行业组权重下降，尤其是金融业，将从 40.3% 降至 32.8%；相反，IT（资讯科技）、消费（包含“必须性消费”和“非必须性消费”）和医疗保健三个行业组增长明显，其中，资讯科技将从 26.9% 增至 28.6%，消费整体将从 10.4% 增至 14.2%，医疗保健将从 4.6% 增至 7.4%。代表中国新经济的民企占比从 34.6% 进一步提升至 43.8%。

图表 7: 调整前后按行业组别分的成分股权重



注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；行业组别分类参照现有的细分行业组别；数据截至 2021 年 2 月 11 日
资料来源：恒生指数官网、浦银国际

图表 8: 调整前后按股份类别分的成分股权重



注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；数据截至 2021 年 2 月 11 日
资料来源：恒生指数官网、浦银国际

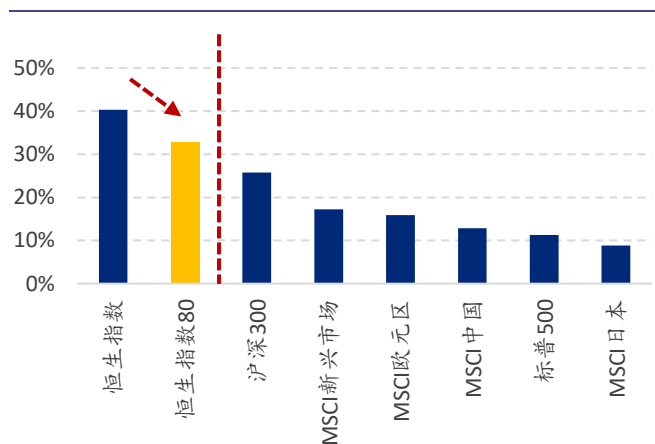
变革影响：结构优化，估值攀升

● 降低金融及地产过高的比重，调整后仍过高

恒生指数一直存在结构性问题，因其金融、地产占比过高。跨市场比较恒生指数的金融、地产占比，尤其是金融板块占比，大幅度高于全球其他市场的旗舰指数，导致恒生指数表现长期不佳、估值“很便宜”。

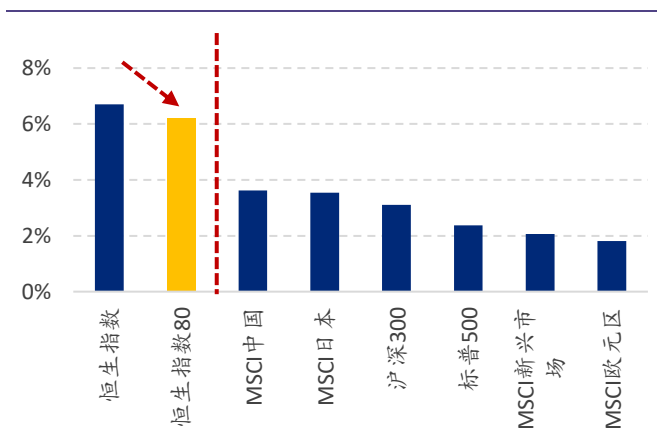
对比后不难发现，未来囊括 80 个成分股的新恒生指数，金融板块占比由目前的 40.3% 明显下降至 32.8%，但即使是在下降后，其金融板块的占比依然显著高于全球其他市场的旗舰指数。金融板块占比过高的问题依然存在，仅是缓解。希望扩容至 80 只成分股的恒生指数，随着未来进一步扩容至 100 只，并伴随着更多的 ADR 来港二次上市，能够进一步稀释金融板块的权重。

图表 9：GICS 分类标准下，各市场指数金融权重



注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；数据截至 2021 年 3 月 3 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：GICS 分类标准下，各市场指数房地产权重

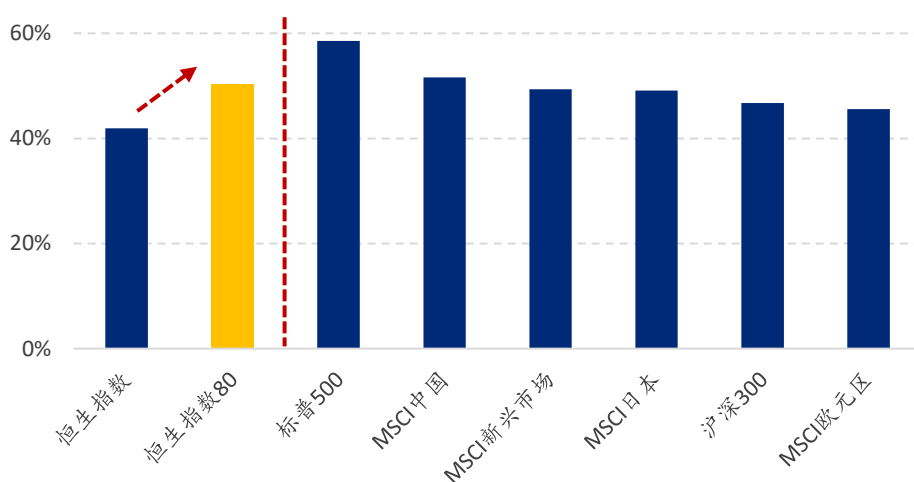


注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；数据截至 2021 年 3 月 3 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 消费、医疗、IT 比重提升，堪比 MSCI 中国指数

未来扩容后的恒生指数（涵盖 80 个成分股）权重下，预计新经济的占比将进一步提升，据恒生指数公司的模拟，消费板块（包含可选消费、必选消费）、医疗板块、IT 板块的权重将分别提升 3.8、2.8、1.7 个百分点。综合来看，未来扩容后的恒生指数消费、医疗、IT 合计占比虽然仍低于美股 S&P 500 指数，但已经和 MSCI 中国指数相近，在全球来看占比已经属于中上水平，对投资者的吸引力提升。

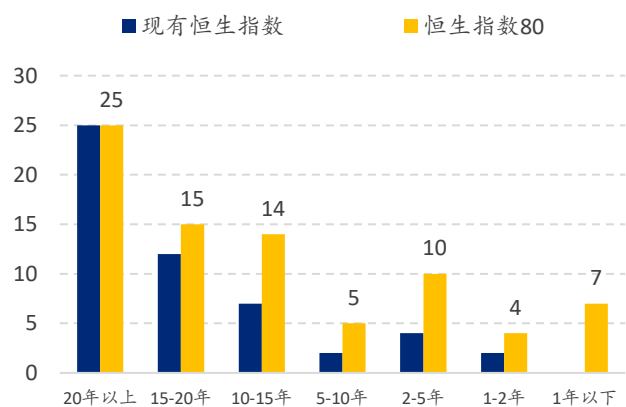
图表 11：GICS 分类标准下，各指数中消费、医疗、IT 合计权重



注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；数据截至 2021 年 3 月 3 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

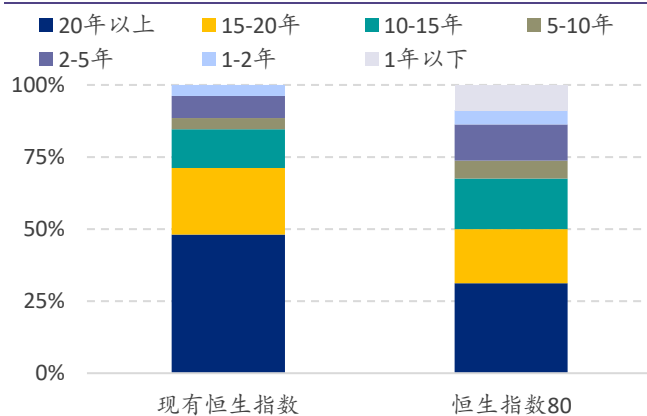
调整后的恒生指数构成也将更“年轻化”，将包含更多的新上市公司，尤其是上市年限在 5 年以下的企业占比大幅提升。

图表 12：现有恒生指数及恒生指数 80 各上市历史时间段的成分股数量（支）



注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；数据截至 2021 年 2 月 11 日
资料来源：恒生指数官网、浦银国际

图表 13：现有恒生指数及恒生指数 80 各上市历史时间段的成分股数量占比



注：恒生指数 80 为恒生指数有限公司基于未来涵盖 80 支成分股时的模拟预测；数据截至 2021 年 2 月 11 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

由于恒生指数将在 2022 年中前逐步拓展至 80 只标的，距今仍有超过 1 年时间，中间的市值变化存在不确定性，而且期间可能会有 ADR 陆续回港，回港后如果符合要求也会被纳入恒生指数。基于当前的市值，再结合恒生指数合意的板块分布等一系列因素，我们认为以下标的有可能会在未来被纳入扩容后的恒生指数。

图表 14：2022 年中前可能纳入恒生指数的部分股票

股票代码	公司名	市值（十亿港元）	年初至今回报率
9618 HK EQUITY	京东集团	1,128	10.5%
1211 HK EQUITY	比亚迪	645	5.5%
9999 HK EQUITY	网易	574	18.1%
9633 HK EQUITY	农夫山泉	512	-11.0%
6618 HK EQUITY	京东健康	419	-6.8%
2359 HK EQUITY	药明康德	401	12.1%
6969 HK EQUITY	思摩尔国际	387	20.3%
981 HK EQUITY	中芯国际	306	25.8%
2333 HK EQUITY	长城汽车	288	-13.5%
9901 HK EQUITY	新东方	243	5.4%
2057 HK EQUITY	中通快递	227	19.3%
3692 HK EQUITY	翰森制药	221	2.7%
6160 HK EQUITY	百济神州	214	19.7%
9987 HK EQUITY	百胜中国	198	5.9%
291 HK EQUITY	华润啤酒	185	-17.2%
6098 HK EQUITY	碧桂园服务	177	20.6%
6186 HK EQUITY	中国飞鹤	176	12.9%
9698 HK EQUITY	万国数据	143	12.2%
3347 HK EQUITY	泰格医药	143	-16.2%

注：数据截至 2021 年 3 月 3 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 因股指结构调整而导致估值中枢抬升

扩容后的恒生指数，低估值的金融、地产占比下降，而估值相对高的IT、医疗、消费等板块的占比上升，这无疑将导致恒生指数的整体估值抬升。根据恒生指数公司的模拟，现有恒生指数如果扩容至80个成分股的恒生指数，市盈率将由15.7x提升至19.1x，估值提升超过20%，股息率也将由当前的2.6%回落至2.1%。随着未来更多的新经济企业纳入恒生指数，恒生指数估值中枢很可能趋势性上升，当我们在进行股指的估值历史比较时，切忌“刻舟求剑”，不可因为其估值中枢抬升而误认为恒指的估值“过高”。

图表 15: 恒生指数即期市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 新旧恒生指数对比

	现有恒生指数	未来扩容后的恒生指数
市值 (十亿港元)		
指数	26,703	33,375 (+ 25%)
平均	514	417
中位数	224	216
5 大成份股权重	41.1%	36.1%
覆盖率		
市值	56.5%	71.2%
成交额	50.2%	66.0%
基本指标		
市盈率	15.7x	19.1x
股息率	2.6%	2.1%

注: 市值截至 2021 年 1 月底, 成交额为 2021 年 1 月数据, 其他数据截至 2021 年 2 月 11 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(中芯国际 981.HK 及腾讯控股 700.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼