



研究报告

2021年5月

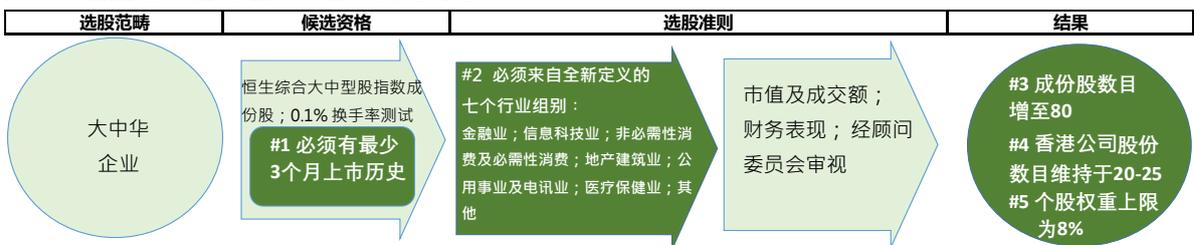
恒生指数 — 香港蓝筹股的重要指标

恒生指数（「恒指」）是投资者量度香港股市表现的主要指标。自1969年推出以来，恒指一直由较少数具代表性的成份股组成。然而恒指并非一项单纯基于规则的指数，它亦着重于成份股的规模、流通量及财务基本因素等，以作为量度香港股市蓝筹股表现的指标。

恒指的指数编算细则及组成一直持续更新，以紧贴不断变化的市场环境。恒指成份股的数目由1969年的33只，已增至现时为55只，并采用了流通市值计算成份股的权重，以计及可投资性方面的考虑因素。目前，中资股份为恒指的较大构成部份，反映了港股市场乃内地企业的重要集资中心。恒指现时的市值达23万亿港元，占市场总市值大约一半，因而成为了各类指数挂钩金融产品及其衍生工具的相关指标。

为了保持恒指作为具代表性的本地蓝筹股指标，其编算细则于最近进行了重大优化。随着资讯科技业及医疗保健业快速冒升、企业股份架构出现了新的形式，加上有多只高流通的大型股有意于香港申请第二上市，令恒指成份股的挑选程序有需要与时俱进，以更有效地追踪市场动态。审慎管理将仍然是优化恒指以适应新市场现实的主要指导原则。

图 1：恒生指数检讨程序及五大优化方案



资料来源：恒生指数公司
截至2021年3月30日



摘要.....	3
恒生指數 — 香港蓝筹股的重要指標	4
恒指旨在作為追蹤蓝筹股表現的指標.....	4
透過多元化的成份股保持高度的代表性	5
香港股市於 2021 年前的演化	7
香港股市的急速發展	7
恒指為配合市場變化而作出調整.....	8
恒指為保持其代表性而進行的改進.....	11
恒指選股的七個行業組別.....	11
目標於 2022 年中之前將成份股數目擴大至 80 及最終增至 100	13
將上市歷史要求縮短至 3 個月.....	13
將「香港公司成份股」數目維持於 20 至 25	14
對所有恒生指數成份股採用 8%的權重上限.....	14
附件一：恒指諮詢所得回應.....	15
附件二：對實行優化後情況的模擬分析.....	18
附件三：優化方案概要.....	22



摘要

恒生指數 — 香港蓝筹股的重要指标

恒生指數（「恒指」）自 1969 年推出以來，一直是追蹤香港蓝筹股（主要行業界別的最大型及最流通股份）表現的主要指標。恒指除了採納較恒生綜合指數更加嚴謹的選股範疇、市值、成交額及上市歷史等規定，由於本身並非一項單純基於規則的指數，亦會於進行指數檢討時對成份股作出基本因素及財務分析，再由恒生指數顧問委員會審視結果以作定案。最重要是恒指一直緊持多元化作為其主要方針，以減低指數的非系統性風險。

香港股市于 2021 年前的进程

因應過去數十年中國經濟及科技創新的急速發展，香港股市進行了若干重大的結構性改變，以容納中資公司及新經濟企業。於 2020 年，中資公司以市值計的占比增至 79%，而資訊科技業為最大行業，占比達 35%。此外，以新股集資金額計，有 63% 的新上市公司為新經濟企業。恒指作為最具代表性及重要的香港股市指標，為配合市場動態進行的積極優化包括：1) 納入紅籌股、H 股及房托基金；2) 採用按自由流通股份數目調整的市值計算權重，以反映各成份股的自由流通股份占比，並避免指數過度集中於單一大型股；及 3) 將同股不同權及第二上市的大中華企業納入恒指選股範疇。於 2020 年，恒指的成份股數目已從 1969 年的 33 只增至 52 只，而同期的指數市值亦擴大接近五倍至 23 萬億港元（大若占港股市值的一半）。

恒指為保持其代表性而進行改進

為保持其作為廣泛代表香港蓝筹股的指標，恒指將會於全新定義的七個行業組別選出成份股，而每個行業組別的目標市值覆蓋為 50% 以上。此外，我們的目標是於 2022 年中之前將恒指成份股數目增至 80，而終極目標為 100，以確保可涵蓋新興行業龍頭公司的表現。而為確保可及時納入合適的新股，不論新上市公司的市值如何，上市歷史最低要求將縮短至三個月。由於「香港公司成份股」與「中資成份股」的回報關聯度偏低，有助降低指數的波幅，亦有利於區分恒指與恒生中國企業指數（「國指」），故恒指包含的「香港公司成份股」數目將維持於 20 至 25。為免指數在擴大後過度集中於單一股份，恒指各類成份股的權重上限將由 10% 下調至 8%。整體來說，恒指將緊守其指數方針，繼續透過納入多元化的成份股以保持其高度代表性。



恒生指數 — 香港蓝筹股的重要指标

恒生指數（「恒指」）自 1969 年推出以來，一直是追蹤香港蓝筹股（主要行業界別的最大型及最流通股份）表現的主要指標。恒指除了採納較恒生綜合指數更加嚴謹的選股範疇、市值、成交額及上市歷史等規定，由於本身並非一項單純基於規則的指數，亦會於進行指數檢討時對成份股作出基本因素及財務分析，再由恒生指數顧問委員會審視結果以作定案。重要的是，恒指一直緊持多元化作為其主要方針，以減低指數的非系統性風險。此外，為保持其代表性，恒指的編算細則在過往不時作出適時調整，以緊貼市場的重大變化。

恒指旨在作為追蹤蓝筹股表現的指標

恒指於 1969 年推出，為恒生指數系列最重要的旗艦指數，其初始成份股數目為 33 只（對比當時的 59 間上市公司），是為反映香港股市表現的重要指數。於 2001 年，香港上市公司的數目增至逾 700 間，促使恒生指數有限公司（「恒指公司」）推出恒生綜合指數這項由 200 只成份股組成的大型指數，以應俱全的角度反映香港股市的表現。其後，隨著香港交易所（「港交所」）主板上市公司數目增至 2009 年的逾 1,100 間，恒生綜合指數的指數組成已修訂為涵蓋主板上市公司總市值的 95%。由於恒指的功能在於追蹤香港**蓝筹股**（主要行業界別的最大型及最流通股份）的表現，故亦採納了更為嚴謹的選股準則。

舉例而言，恒指只會納入於港交所主板上市的大中華企業之證券，而恒生綜合指數成份股則同時包含外資企業。至於成交額要求方面，恒指所需的評估期為 24 個月，較恒生綜合指數的 12 個月為長。另外，於 2021 年指數檢討提出的優化方案推行前，恒指對成份股的上市歷史設有較高門檻，除非公司市值非常大，否則必須至少已上市 24 個月，而恒生綜合指數則並無此先決條件。更重要者，恒指並非單純基於規則的指數，而是具有嚴謹的選股程序，並須經由**恒生指數顧問委員會**監督。恒生指數顧問委員會有 14 名委員，其中 10 位為獨立於恒指公司的統計、金融學術及專業服務、機構投資及投資顧問等界別的专业人士。憑借委員會成員的廣博經驗，我們於進行指數檢討時會就現有及考慮加入的成份股作出基本因素及財務分析，從而決定將個別股份納入或剔除於指數之中。



表 2：成份股候选资格 — 恒指与恒生综合指数的比较

	恒指*	恒生综合指数
选股范畴	港交所主板上市证券，不包括： - 投资公司； - 外资公司； - 合订证券； - 生物科技“B”股	港交所主板上市证券，不包括： - 投资公司
市值	占市场总值首90%(按过去12个月平均月底市值计算)	占主板上市证券总市值首 95%
成交额	采用评分方法，就过去八个季度每季成交额能否达到市场首90%之内而作出评分： - 如于最近四个季度皆达到则可得2分； - 于之前四个季度达到可得1分； - 于最高得分12分中至少得 8分	进行0.05%换手率测试如下： - 于过去12个月中至少10个月达到0.05%的最低标准；及 - 于过去6个月中至少5个月达到 0.05% 的最低标准
上市历史	一般须达24个月以上，惟视乎检讨截数日的市值而定： - 首五位者只需3个月； - 6至15位者只需6个月； - 16至20位者只需12个月； - 21至25位者只需18个月； - 25位以下者则需至少24个月	不限
成份股数目	50	不限
定期检讨	每季一次 (3月、6月、9月及12月底)	半年一次 (6月及12月底)

*注：2020年11月的检讨前

资料来源：恒生指数公司

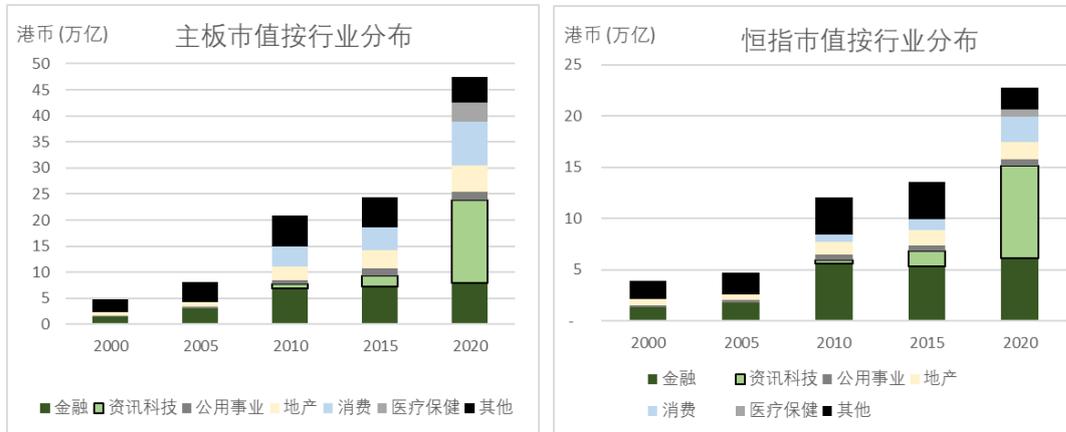
截至 2021 年 3 月 30 日

透过多元化的成份股保持高度的代表性

多元化为恒指的主要方针之一，有助于减低指数的非系统性风险，而系统性或市场风险一般乃无可避免。举例而言，假设有一指数仅由非必需性消费股组成。一旦有任何关于经济增长放缓的坏消息，其成份股的股价便会下跌，原因是消费者于市道差时较可能会减少或延迟非必需性消费。而持有必需性消费股应可平衡该指数受到的冲击，因为必需品乃人们在任何财政状况下皆不能或不愿减少支出的产品。由于非必需性消费及必需性消费行业均会在失业率攀升时受到不利影响，因此两者之间具有高度关联性，所以同时吸纳不同行业的股份却有助分散非系统性风险。例如公用事业公司所提供的水电及污水处理等公共服务，为日常生活的必需，故对市场起跌的敏感度亦较低。总括而言，透过分布于不同行业，有助减低指数的非系统性风险，从而降低指数表现的波幅。



图 3：行业市值分布(香港股市整体与恒指比较)



资料来源：恒生指数公司、香港交易所
数据截至 2021 年 3 月 30 日

从图 3 中可见，于过去 20 年，香港股市的总市值上涨接近 9 倍至 47 万亿港元，而上市公司数目则增加近两倍至 2020 年底的 2,200 间。作为追踪香港蓝筹股表现的指标，恒指的成份股数目亦由 2000 年底的 33 只增至 2020 年底的 52 只，而指数市值则扩大近 5 倍至 23 万亿港元。随着 2005 年后有越来越多的中资公司在香港上市，本地上市公司的业务种类亦明显地变得更多样化，涵盖金融业、电讯业、工业、能源业及原材料业等范畴的大型国企。为保持其广泛代表性，恒指成份股的行业分布及权重作出了相应的调整以加强其多样性，显著地提高了资讯科技业、消费界别及医疗保健业的权重，而于千禧初期权重最大的金融业则有所下调。由于部份新加入的成份股为龙头国企，恒指采用了自由流通市值进行编算，以避免过度集中于一些市值大但只有少量股份可供市场买卖的企业。此外，亦加入权重上限，以防任何单一成份股对恒指构成不合比例的影响力，而扭曲了指数多元化应有的优势。整体来说，恒指将紧守其指数方针，继续透过纳入多元化的成份股以保持其高度的代表性。



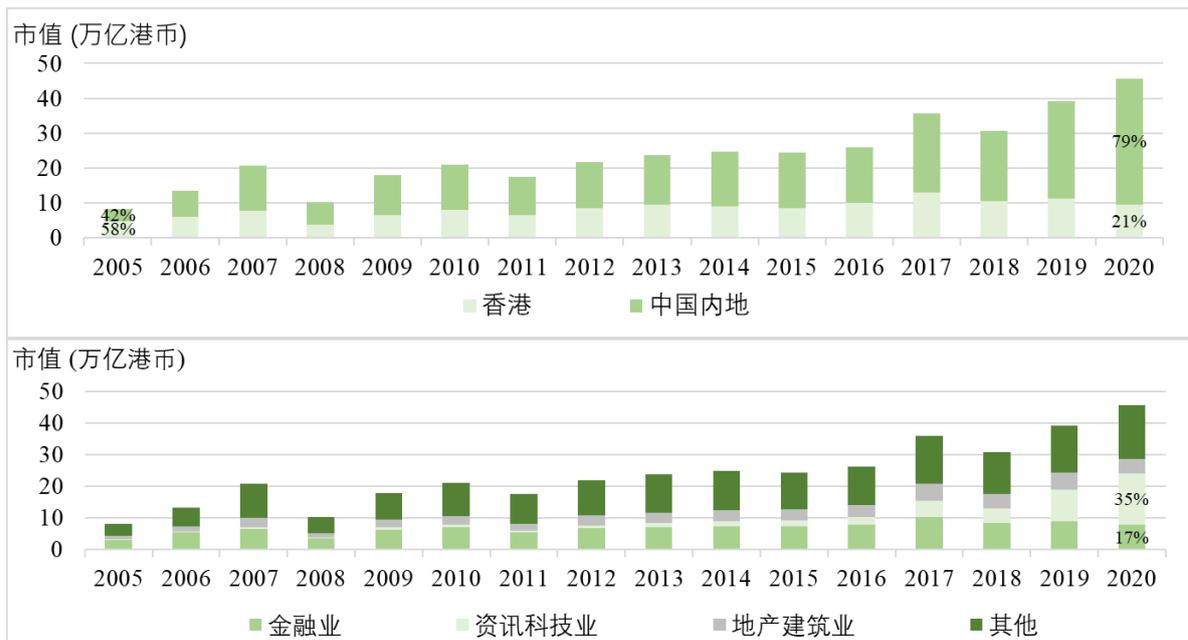
香港股市于 2021 年前的演化

因应过去数十年中国经济及创新科技的急速发展，香港股市进行了若干重大的结构性改变，以容纳中资公司及新经济企业。于 2020 年，中资公司以市值计的占比增至 79%，而资讯科技业为最大行业，占比达 35%。此外，以新股集资金额计，有 63% 的新上市公司为新经济企业。作为最具代表性及最重要的香港股市指标，恒指为配合市场动态进行的积极优化包括：1) 纳入红筹股、H 股及房托基金；2) 采用按自由流通股份数目调整的市值计算权重，以反映各成份股的自由流通股份占比，并避免指数过度集中于单一大型股；及 3) 将同股不同权及第二上市的大中华企业纳入恒指选股范畴。

香港股市的急速发展

于过去十五年，随着创新及科技领域的急速发展，如数据驱动、以订阅收费为基础、网上零售、企业对企业 (B2B) 营运模式等已改写了全球竞争环境以至我们的日常生活。新经济板块已成为一个可左右资本市场的动力。有鉴于此，作为中国内地接通世界的桥梁，香港股市作出了重大的结构性改变。从图 4 中可见到中资公司的市值总和不断增加，所占本地市值总额的比例由 2005 年的 42% 增至 2020 年的 79%，而资讯科技业为最大行业，于 2020 年的占比达 35% (金融业占比为 17%)。

图 4：市值分布

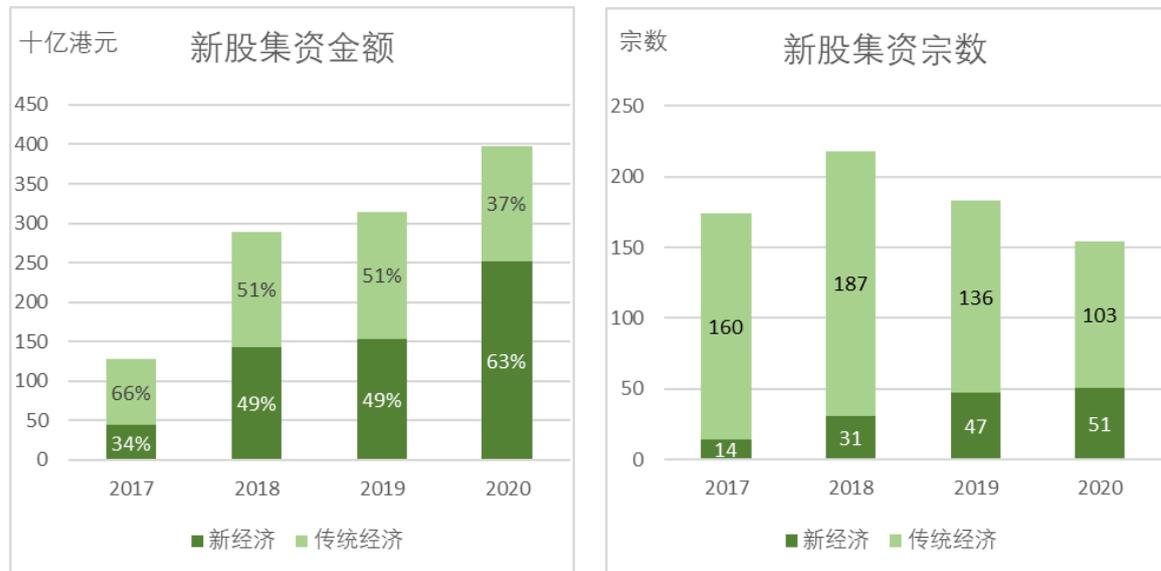


资料来源：恒生指数公司
数据截至 2021 年 3 月 30 日



为应对新经济板块（有关公司一般从事于医疗保健业、资讯科技业或其他相关行业）的冒起，港交所于 2018 年引入多项新上市规则章节，以配合市场变化。按图 5 所示，新经济股于香港的新股集资金额占比由 2018 年的 49% 增至 2020 年的 63%，而新股集资宗数则由 2018 年的 31 宗增至 2020 年的 51 宗，而传统经济企业的占比则相对下跌，由 2018 年的 187 宗减至 2020 年的 103 宗。

图 5：香港新股上市集资金额及宗数



资料来源：恒生指数公司、香港交易所
数据截至 2021 年 3 月 30 日

恒指为配合市场变化而作出调整

图 6 展示了恒指自 1969 年推出以来奠下的各个重大里程碑，如逐步纳入红筹股、H 股及房托基金；采用自由流通股份数目调整的市值；扩大成份股数目；以及将同股不同权及第二上市公司纳入恒指选股范畴。

恒指于 1969 年推出之时的成份股数目为 33 只，而当时只有 59 家上市公司，故成份股的市值占比约为 70%。中国经济于九十年代急速发展，香港的上市公司亦随之扩展在中国内地的业务。及至 1994 年，粤海投资成为首只获纳入恒指的红筹股。



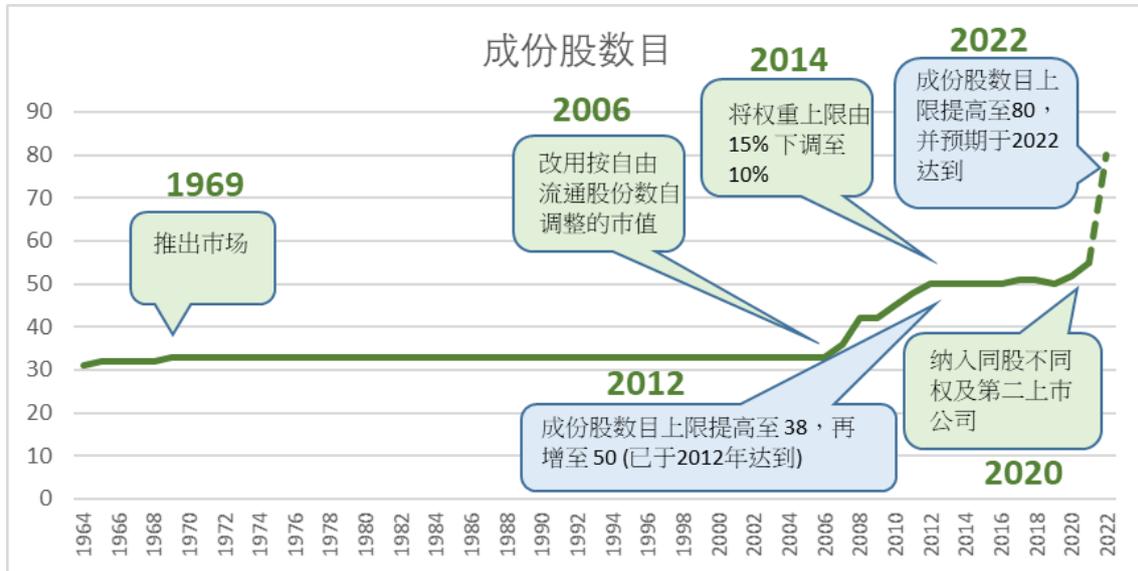
2006年8月，中国建设银行成为首只获纳入恒指的H股，反映了H股越来越举足轻重。于2006年7月底，H股的市值总和为1.9万亿港元，占主板总市值的19%；于2006年首七个月H股的平均每日成交额达87亿港元，占主板总成交额28%。当时，有21只H股已具备资格成为恒指成份股。为反映成份股的自由流通股份的占比，以及避免过度集中于单一成份股，恒指改用按自由流动股份数目调整的市值计算权重（以往采用全数市值计算权重），并设下15%的个股权重上限。于纳入H股的初期，恒指的成份股数目增至38只（33只非H股成份股全部获保留）。为进一步扩大指数的覆盖面，恒指成份股的数目于2007年提高至50，并最终于2012年落实达到此数字。

值得注意的是港交所于2018年增订了数项新上市规则章节，以吸引更多从事创新及科技的公司来港上市。举例而言，**第8A章**容许公司引入同股不同权的架构（即「W」标示之股票，包括阿里巴巴、网易及京东）、**第18A章**为未有收入的生物科技公司另辟上市蹊径（即「B」标示之股票），而**第19C章**则为合格公司提供寻求第二上市的便利途径（即「S」标示之股票）。为配合港交所推出的措施，恒指公司亦开始容许同股不同权公司及第二上市公司获纳入为恒指成份股，并设下5%的个股权重上限。2020年9月，恒指将两家中资龙头科技股（阿里巴巴及小米）纳入成份股之列。

2021年3月，五项优化方案将实行，其中包括于2022年中之前将恒指成份股数目扩大至80，并最终增至100。



图 6：恒指成份股数目



资料来源：恒生指数公司

数据截至 2021 年 3 月 30 日

表 7：恒指进程简概及时序

年份	恒指优化方案
1969	恒指正式推出市场，由33成份股组成
1994	恒指纳入首只红筹股（粤海投资）
2006	1)恒指的指数编算细则改为按自由流通股份数目调整市值计算权重（以往采用全数市值计算权重） 2)恒指成份股数目上限增至38 3)恒指纳入首只H股（中国建设银行）
2007	恒指成份股数目上限增至 50
2012	恒指成份股数目达到 50
2014	恒指纳入首只房托基金（领展）
2020年1月	就恒指应否纳入同股不同权及第二上市公司发出咨询文件
2020年5月	恒指通过纳入同股不同权及第二上市公司
2020年9月	恒指正式纳入同股不同权及第二上市公司（阿里巴巴、小米）
2020年12月	恒指就五大优化方案发出咨询文件

资料来源：恒生指数公司

截至 2021 年 3 月 30 日



恒指为保持其代表性而进行的改进

为保持其作为代表香港蓝筹股的指标，恒指将会于全新定义的七个行业组别选出成份股，而每个行业组别的目标市值覆盖为 50% 以上。此外，我们的目标是于 2022 年中之前将恒指成份股数目增至 80，而最终目标为 100，以确保可涵盖新兴行业龙头公司的表现。而为确保可及时纳入合适的新股，不论新上市公司的市值如何，上市历史最低要求将缩短至三个月。由于「香港公司成份股」有利于区分恒指与恒生中国企业指数（「国指」），故恒指包含的「香港公司成份股」数目将维持于 20 至 25。此外，「香港公司成份股」与「中资成份股」的回报关联度偏低，亦有助降低指数的波幅。为免指数在扩大后过度集中于单一股份，恒指各类成份股的权重上限将由 10% 下调至 8%。由于市场已相当熟悉同股不同权及第二上市大中华企业的企业架构，故以上权重上限亦适用于此类公司。

恒指选股的七个行业组别

为达致更均衡的行业分布，恒指成份股会从表 8 所示的七个行业组别中选出。该七个行业组别包括：1) 金融业；2) 资讯科技业；3) 非必需性消费及必需性消费；4) 地产建筑业；5) 公用事业及电讯业；6) 医疗保健业；及 7) 能源业、原材料业、工业及综合企业。此外，我们已订下每个行业组别的目标市场覆盖为 50% 以上。

表 8：恒指选股的七个行业组别

恒生行业分类系统的行业分类		恒生行业分类系统的行业分类		注
#	全新的七个行业组别	#	现有的12个行业	
1	金融业	1	金融业	• 传统核心行业
2	地产及建筑业	2	地产及建筑业	
3	消费	3	非必需性消费	• 非必需性消费及必需性消费合并为消费界别
		4	必需性消费	
4	公用事业及电讯业	5	公用事业	• 重要基建 • 防守性行业
		6	电讯业	
5	资讯科技业	7	资讯科技业	• 新兴新经济板块
6	医疗保健业	8	医疗保健业	
7	其他	9	能源业	• 相对较小的板块 (各占权重少于5%)
		10	原材料业	
		11	工业	
		12	综合企业	

资料来源：恒生指数公司

数据截至 2021 年 2 月 11 日



表 9 列示了重新分类前后各行业组别于恒生综合指数所占成份股数目、市值金额及权重百分比。将恒生综合指数成份股重新归类于现行七个行业组别后，资讯科技业及金融业仍然是最大的两个行业，分别占指数市值 28.7%及 26.3%，其次为非必需性消费及必需性消费(14.9%)、地产建筑业(8.7%)、医疗保健业 (6.6%)与公用事业及电讯业(5.5%)。由于能源业、原材料业、工业及综合企业均为相对较小规模的行业，各占指数权重仅 1.0%至 4.1%，故「其他」这个新组别的指数权重占比(8.1%)可与重新分类后的第 3 至 6 组之权重分量相约。

表 9：市值及指数权重的行业分布（于采用新行业组别之前及之后）

恒生综合指数									
恒生行业分类系统界定的行业 (现行分类)	成份股数目	市值		指数权重%	七个行业组别 (重新分类)	成份股数目	市值		指数权重%
		港元金额	%				港元金额	%	
1 金融业	57	7,958	17.9	26.3	1 金融业	57	7,958	17.9	26.3
2 资讯科技业	39	14,210	32.0	28.7	2 资讯科技业	39	14,210	32.0	28.7
3 非必需性消费	90	5,691	12.8	10.8	3 非必需性消费及必需性消费	117	7,917	17.9	14.9
4 必需性消费	27	2,225	5.0	4.1					
5 地产建筑业	103	4,435	10.0	8.7	4 地产建筑业	103	4,435	10.0	8.7
6 医疗保健业	41	3,024	6.8	6.6	5 医疗保健业	41	3,024	6.8	6.6
7 公用事业	29	1,482	3.3	3.6	6 公用事业及电讯业	38	2,743	6.2	5.5
8 电讯业	9	1,261	2.8	1.9					
9 工业	41	1,561	3.5	4.1	7 其他	80	3,311	7.5	8.1
10 综合企业	8	604	1.4	1.2					
11 能源业	12	696	1.6	1.8					
12 原材料业	19	449	1.0	1.0					
FC、SS及18A [^]	17	752	1.7	1.3	FC、SS及18A	17	752	1.7	1.3
总计	492	44,350	100.0	100.0	总计	492	44,350	100.0	100.0

注：[^] FC = 外资公司；SS = 合订证券；及 18A = 引用第 18A 章上市的未有收益的生物科技公司

资料来源：恒生指数公司

数据截至 2021 年 2 月 11 日

于决定各行业组别可能分占的成份股数目之时，规模分布及上市公司数目加上行业组别于恒生综合指数所占的整体权重为主要考虑因素。从表 10 中可见，资讯科技业及金融业的成份股当中均有一些大型股份，使到这两个行业组别的成份股之市值平均明显地高于中位值（即平均数除以中位数的比例，有关数字为 6.6 至 18.7），对它们的市值分布造成相当程度的扭曲。另一边厢，地产建筑业与非必需性消费及必需性消费界别的成份股较其他行业组别的成份股具有较小的平均规模，故地产建筑业与非必需性消费及必需性消费界别的市值分布亦相对较为平均。有鉴于此，当恒指扩大成份股数目至 80（「恒指 80」），便有需要从地产建筑业与非必需性消费及必需性消费界别之中纳入更多成份股。



表 10：恒生综合指数按七个行业组别的统计数字

	公司数目	市值(百万港元)				平均数/中位数 (倍)
		最高	最低	中位数	平均	
资讯科技业	40	6,612,086	3,663	18,167	340,426	18.7
金融业	57	1,533,863	5,176	21,379	142,137	6.6
公用事业及电讯业	38	1,126,152	3,744	27,625	76,343	2.8
医疗保健业	42	400,267	3,458	22,067	63,616	2.9
非必需性消费及必需性消费	117	359,690	583	25,391	60,820	2.4
地产建筑业	103	345,126	2,494	18,004	45,638	2.5
其他	80	1,421,273	3,888	19,863	41,523	2.1
恒生综合指数合计	477	6,612,086	583	21,338	88,952	4.2

资料来源：恒生指数公司

数据截至 2021 年 3 月 4 日

新的选股方法将于 2021 年 5 月的指数检讨开始实施。为确保此优化方案能行之有效，我们将会每两年检讨一次各行业组别的组合。

目标于 2022 年中之前将成份股数目扩大至 80 及最终增至 100

我们的目标是于 2022 年中之前将恒指的成份股数目扩大至 80。由于有越来越多的大型美国上市的中资公司及「独角兽」计划寻求在香港上市，而在大湾区发展规划纲要下，香港将发挥促进「一带一路」倡议相关投资及融资的平台之角色，故我们有信心恒指成份股数目最终将可增至 100。总括来说，我们的立场是确保恒指可涵盖新兴行业龙头公司的表现。此外，扩大了成份股数目后，即使任何成份股面对行业性周期逆转而遭遇市值收缩，仍可保留相关成分股于恒指中，而毋须急于在行业周期复苏前被即时剔除。

将上市历史要求缩短至 3 个月

经考虑免除上市历史要求的利与弊之后（例如提高弹性以便于短时间内纳入合适新股），我们决定保留上市历史要求，而不论新上市公司的市值规模如何，都将上市历史要求之缩短为 3 个月，原因是投资者应有充足时间评估其投资决定。此外，恒生指数顾问委员会亦会审视有关公司是否适合纳入恒指。此优化方案将于 2021 年 5 月进行的下一次指数检讨开始实施。



将「香港公司成份股」数目维持于 20 至 25

于恒指现有的 24 只「香港公司成份股」之中，有接近 90%为具有规模的香港公司，分别来自金融业 (59%)、地产建筑业 (12%)、非必需性消费及必需性消费 (12%)以及公用事业 (7%)。根据大湾区的规划纲要下，香港将升级成为一个具更强竞争力的国际大都会。有鉴于此，我们相信该 24 间公司将可继续在香港的经济发展中发挥重要作用。整体而言，我们的目标是维持恒指内的「香港公司成份股」数目于 20 至 25，原因是此可保持恒指与国指的区分。由于我们所定义的「香港公司成份股」并不包括外资公司，并进一步收窄范围至大中华企业，故此香港公司必须有至少 50%的销售收入来自中国内地境外（资产回报亦会考虑在内，以更确切地反映公司的业务表现），且其回报与中资成份股的关联性应偏低。基于上述因素，预期恒指成份股的覆盖将会更加多元化，将有利于减低指数波幅。

随着恒指成份股数目将于 2022 年中之前由目前的 55 增至 80，香港公司的指数权重占比总和将由目前的 41.5%降至 33.1%。为确保此项优化方案能行之有效，我们将会每两年检讨一次各行业组别的组合。

对所有恒生指数成份股采用 8%的权重上限

恒指目标将于 2022 年中扩大成份股数目至 80，我们决定将现时的个股权重上限由 10%下调至 8%，以避免指数过度集中于个别行业，而同一权重上限亦适用于同股不同权及 / 或第二上市成份股。国指亦将采用同一成份股权重上限及安排，以确保两项指数均采用相近的方法管理成份股。此优化方案将于 2021 年 6 月进行指数调整时生效。



附件一：恒指咨询所得回应

所得回应之概要

于 2020 年 12 月 22 日至 2021 年 1 月 24 日进行的恒指公开咨询结束后，我们收到不同界别的股市参与者以及学术界与机构的回应，总共收到 55 个机构共 60 个回应。于表 11 中可见，交易员 / 做市商、主动式投资管理人及被动式投资管理人的占比分别为 23%、20%及 17%。

表 11：55 个机构的回应

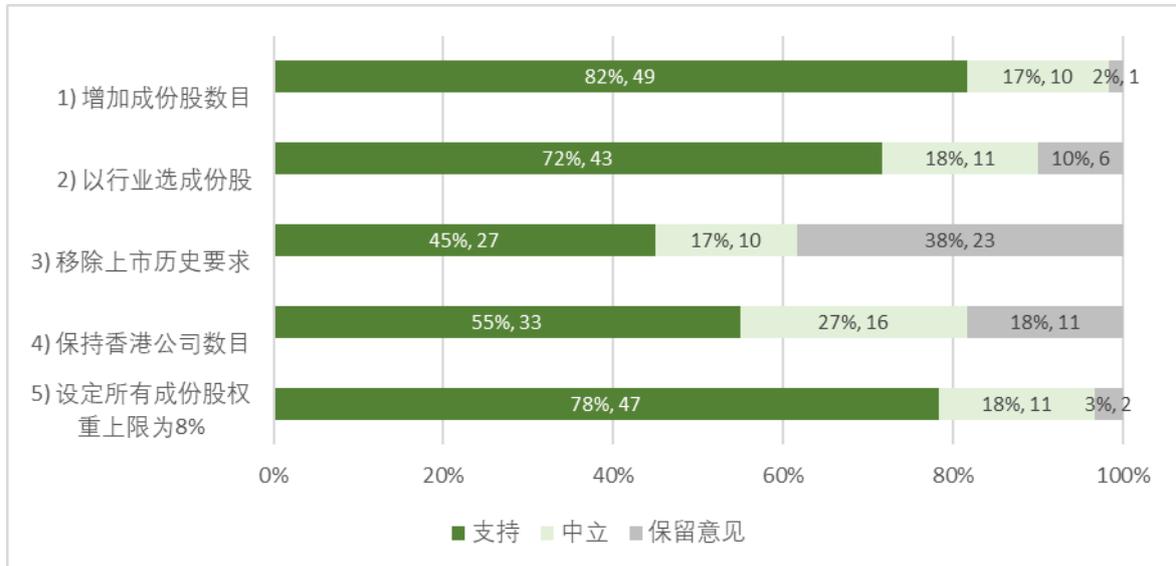
界别	回应数目	占比
交易员 / 市场庄家	14	23%
投资管理人 (主动式)	12	20%
投资管理人 (被动式)	10	17%
强积金公司	5	8%
资产拥有人	3	5%
结构性产品发行人	3	5%
学术界 / 机构	2	3%
其他	11	18%
总计	60	100%

资料来源：恒生指数公司

就图 12 所示的五个方案之回应，除了第三项方案——「移除上市历史要求」，均有逾 50%的回应者支持优化。至于第三项方案，有 38%的回应者投票支持保留现有的上市历史要求，62%支持免除现行上市历史要求（占总数 45%）或保持中立（占总数 17%）。



图 12：对各项方案回应的统计



资料来源：恒生指数公司

扩大市场覆盖

逾 80% 的回应者支持扩大恒指成份股数目的方案，17%保持中立，而 2%则对方案有保留。于有关回应之中，有回应者建议将成份股数目改为不设限，而目标则为达到全面市场覆盖。然而，我们认为此举或会造成需要经常调整成份股数目，以致难以实行。

提高行业代表性

就提高恒指的行业代表性的方案，有 72%的回应者支持修订用于挑选成份股的行业组别，只有 10%对此表示有保留，而 18%则立场中立。尽管有少数人希望恒指可代表整体市场表现，而非个别行业，但此成份股挑选方案受到大部份回应者欢迎，原因是此举可使到恒指的行业分布更为平均，能更有效地反映香港股市的表现。为确保此成份股挑选方案能有效地及具透明度地执行，回应者希望知道我们在订定行业组别及各组别的成份股数目之时会遵从那些特定的规则。于所收到的回应中，我们见到有人建议将电讯业及公用事业合并为一个行业组别，原因是两者皆属于防守性行业，且通常可为投资者带来稳定的股息收入。



迅速纳入上市新股

虽然有少于半数的回应者支持「免除上市历史要求」的方案(占 45%)，以便可及时纳入合适的新股，但亦有逾 38%的回应者对此有保留，主要是因为市场忧虑新上市公司的股价于上市初期或较为波动，而影响到恒指的表现。此外，部份回应者认为上市公司的交易历史有助他们作出投资决定，并具有一定的重要性。

保持香港公司代表性

针对保持香港公司的代表性之方案，分别有 55%及 27%的回应者对保留若干数目的「香港公司」成份股表示支持或中立，其余 18%则对此举有所保留，原因是他们认为恒指应代表整个香港股市，而此安排对一些「中资公司」并有欠公平。此外，有人建议对「香港公司」订下一个权重占比，而非成份股数目。然而，我们相信此举难以实行，原因是一旦「香港公司」的市值出现重大变动，又或有来自中国内地的大型公司获纳入指数，或有需要频繁地调整「香港公司」的数目。

改善成份股权重分布

对于将恒指成份股的权重上限设于 8%的方案，有 78%的回应者赞成，而只有分别 18%及 3%表示中立或有保留。自 2018 年起我们对同股不同权及第二上市的大中华企业实施之 5%较低权重上限，当初是希望于开始时采取一个较稳健的方案，而且同股不同权的公司架构于当时对非同股不同权公司的股东以至整个香港市场为相对新颖。如今市场对同股不同权及第二上市均已相当熟悉，是一个理想的时机对所有类别成份股采用同一权重上限。



附件二：对实行优化后情况的模拟分析

我们的模拟分析显示，于实行我们于恒指总结得出的五项优化方案后，恒指 80 的市值覆盖及成交额覆盖均会分别大幅扩大 15 个及 16 个百分点，而行业权重分布亦应该会变得更为平均及多元化，使到指数反映香港蓝筹股表现之代表性更高。

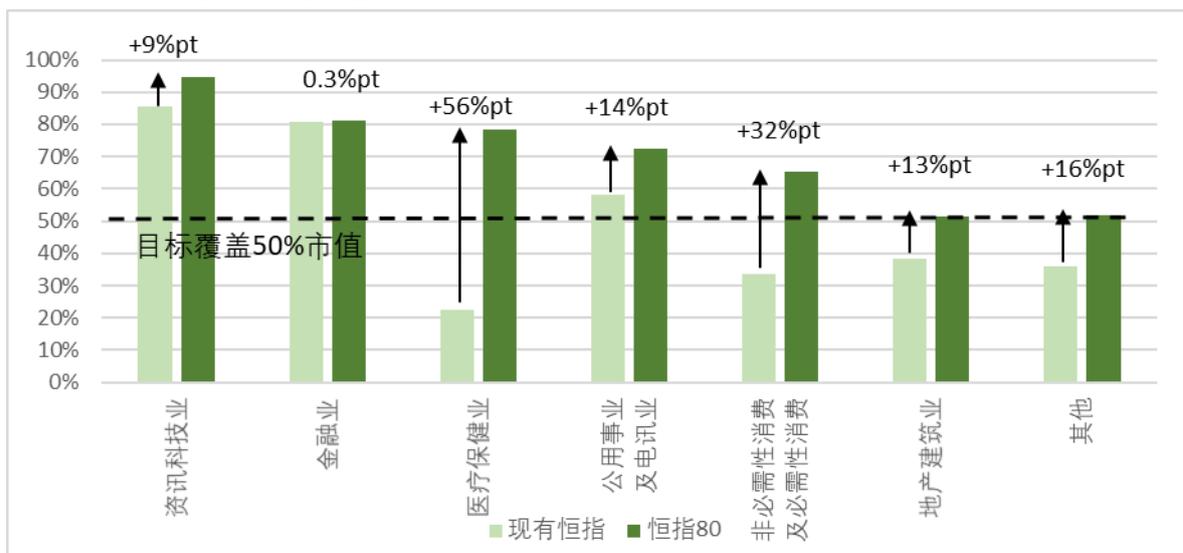
于 2022 年中前扩大至 80 只成份股后的恒指之特点

我们对实行于恒指总结得出的五项优化方案后的情况进行的模拟分析，显示恒指 80 的行业权重分布会变得更多元化，且其股份类别权重分布亦更能反映自 2018 年后有较多新上市的中资新经济公司。

行业组别覆盖更均衡

于扩大成份股数目至 80 后，七个行业组别的市值覆盖将会显著加大。于图 13 中可见，七个行业组别的市值覆盖将达到 50% 以上的目标。当中，医疗保健业可望实现最大的增幅（由 22% 增至 78%，增幅为 56 个百分点），其次为非必需性消费及必需性消费（由 33% 增至 65%，增幅为 32 个百分点）、地产建筑业（由 38% 增至 51%，增幅为 13 个百分点）、公用事业及电讯业（由 58% 增至 72%，增幅为 14 个百分点）及资讯科技业（由 86% 增至 95%，增幅为 9 个百分点）。相反地，由于金融业的市值覆盖已处于 81% 的高水平，故其增幅只有 0.3 个百分点。

图 13：各行业组别的市值覆盖



资料来源：恒生指数公司

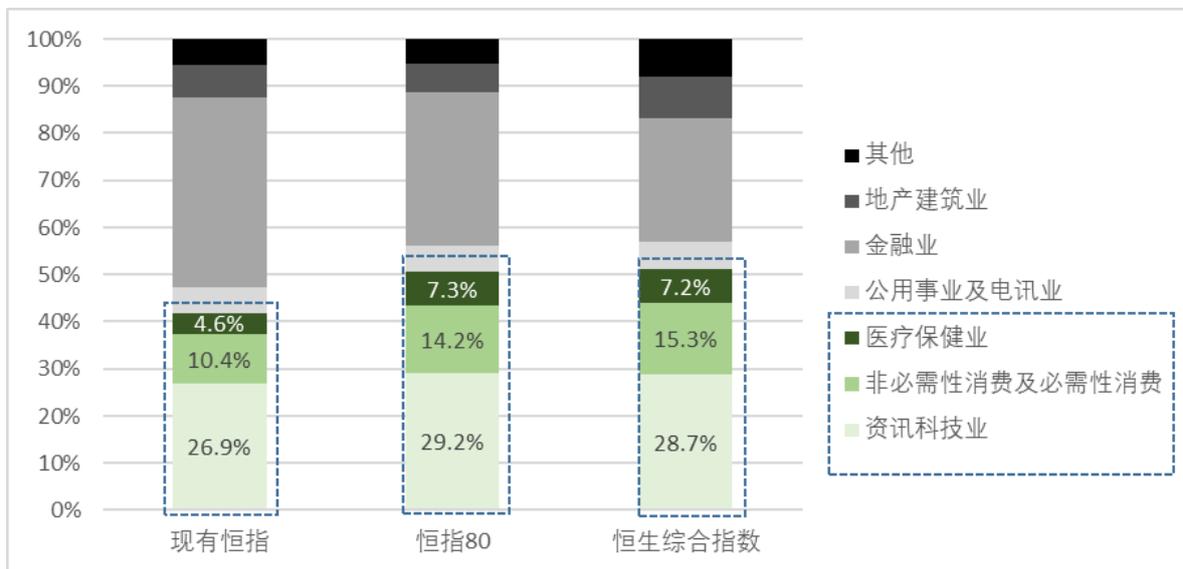
数据截至 2021 年 2 月 11 日



指數多元化显著改善

图 14 显示，于恒指优化后，其成份股的行业权重分布会变得与恒生综合指数更为一致。其中，如资讯科技业、非必需性消费及必需性消费以及医疗保健业等「新经济」行业的指数权重占比总和将变为 50.7%，与恒生综合指数的 51.2% 大致相近。两项指数的指数权重最大分别为金融业于恒指 80 的占比达 32.6%，较恒生综合指数的 26.3% 占比高 6.3 个百分点，亦抵消了地产建筑业（少 2.5 个百分点）及其他（少 2.9 个百分点）于恒指 80 的较低占比总和。至于电讯业及公用事业，其于恒指 80 及恒生综合指数的指数权重占比差不多同为 6%。

图 14：成份股的行业权重分布



注：行业权重，排除外资公司，合订证券，及引用第 18A 章上市的未有收益的生物科技公司

资料来源：恒生指数公司

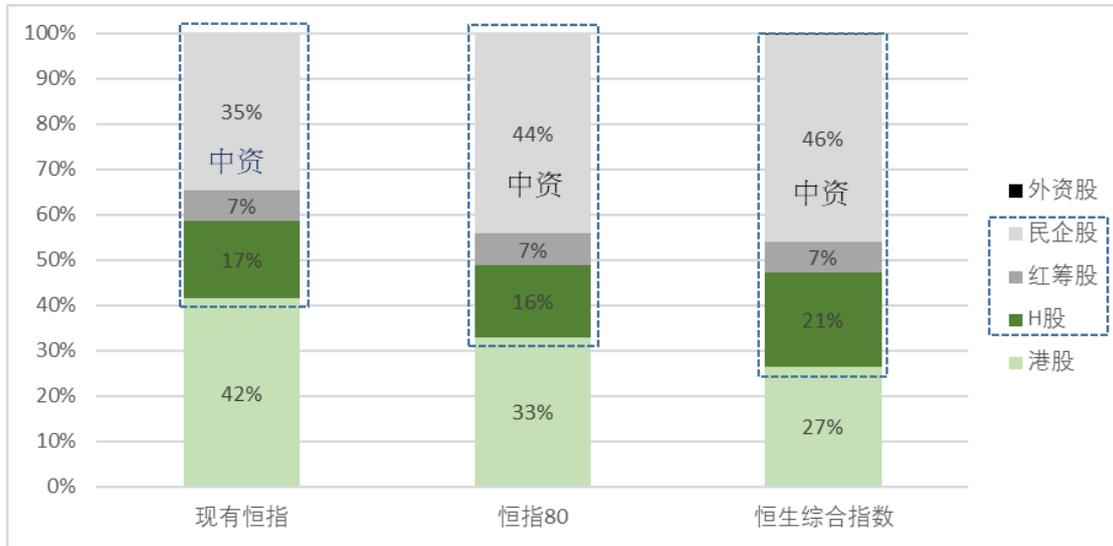
数据截至 2021 年 2 月 11 日

提高不同股份类别的代表性

自 2018 年起，有多家中资新经济公司于香港股市上市。尽管如此，从图 15 可见，相比于恒生综合指数，恒指的成份股分布在反映中资股份类别方面一直偏低。根据我们的模拟分析，恒指 80 将中资股份类别的占比由目前的 58% 调高至 67% 后，将大幅收窄与恒生综合指数（占比为 74%）的差距。



图 15：成份股的股份类别分布



资料来源：恒生指数公司

数据截至 2021 年 2 月 11 日

市场表现及估值的全度量度

如图 16 所示，恒指与恒生综合指数的表现自 2020 年初开始出现不一致。我们认为此乃由于恒指的行业覆盖未能全面反映过去两年有大量中资新经济公司上市的情况。此外，相对于大市，新经济公司表现强劲，亦是造成两项指数表现不一的另一个原因。根据我们的模拟分析，随着恒指 80 变得更为多元化，即使加入了上市纪录较短的新兴板块，恒指 80 将会维持与现有恒指的相若波幅。

图 16：恒指与恒生综合指数的表现比较（自 2016 起）



		2016	2017	2018	2019	2020	YTD	自2016
回报 (%)	HSI	0.4	36.0	-13.6	9.1	-3.4	8.2	34.4
	HSCI	-0.9	38.3	-16.7	11.0	12.2	9.2	55.3

资料来源：恒生指数公司

数据截至 2021 年 3 月 1 日



如表 17 所示，恒指 80 于大型股的集中程度将会降低，且其市值覆盖及成交额覆盖均会分别从现行的 56.5%及 50.2%显著上升至 71.2%及 66.0%。此外，当新经济股的权重占比调高后，亦表示恒指 80 的市盈率将会较高，而股息率则会较低。

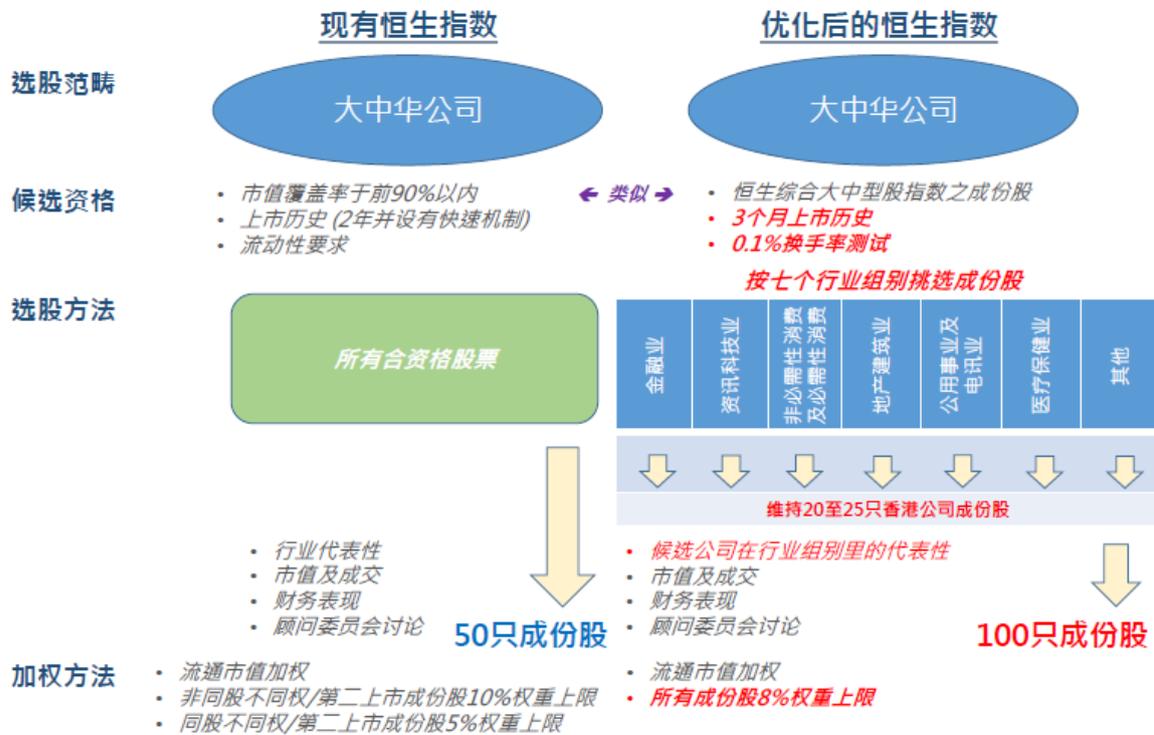
表 17：成份股的股份类别分布

	现有恒指	模拟恒指80
市值(10亿港元)		
指数	26,703	33,375
最大	7,254	7,254
平均	514	417
中位数	224	216
最小	51	90
首五大权重	41.10%	36.10%
覆盖		
市值*	56.50%	71.20%
成交额#	50.20%	66.00%
基本因素		
市盈率	15.7倍	19.1倍
股息率	2.60%	2.10%

资料来源：恒生指数公司



附件三：优化方案概要



资料来源：恒生指数公司



声明

所有于此文件所载之资料仅供参考之用。恒生指数有限公司（「恒生指数公司」）致力确保于此文件所载之资料属准确及可靠，惟恒生指数公司并不作出任何声明或保证该等资料的准确性、完整性或可依赖性。任何人士因依赖此文件之任何内容，或因此文件所载任何资料之错误或遗漏而引致任何损害或损失，恒生指数公司概不承担任何责任（不论是民事侵权行为责任或合约责任或其他）。此文件内容可不时作出更新而毋须另行通知。

所有于此文件所载之资料均不代表恒生指数公司对任何投资作出明示或暗示的建议或推介。投资涉及风险，任何人士如有投资之需求，应根据其本身的投资目的、财务状况及独特需要作出决定，并咨询独立投资意见。投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。

©恒生指数有限公司 2021。版权所有。