

## 香港股票市場 10 年回報率與市值的關係

## 研究報告

- 市值板塊與性指數當年回報率比較
- 2009-2019 年恒生指數走勢
- 2008 年至 2019 年投資在各市值板塊的累計中位數回報

### 亞太地區基金經理

呂卓鋒 Chevin Lui  
clui@masancapital.com

### 核心觀點：

傳統金融學上，資產價格一直以資本資產定價模型(CAPM)定價，理論在於解釋證券市場中資產的預期收益率與風險資產之間的關係。而股票會出現超額回報，根據資本資產定價模型，是因為投資者願意承擔更大的風險，故此他有更大的回報。這亦正正是坊間常說的「風險愈大，回報愈大」。然而，資本資產定價模型的問題不能完全解釋不同股票回報率的差異。因此，Fama French 於 1992 年提出三因子理論，指出超額收益除了可由啤打系數( $\beta$ )解釋外，即市場風險溢價，還有市值較小及賬面市值也可用來解釋股票的超額回報，學者稱三因子模型，為量化基金經理常用的選股條件基礎。

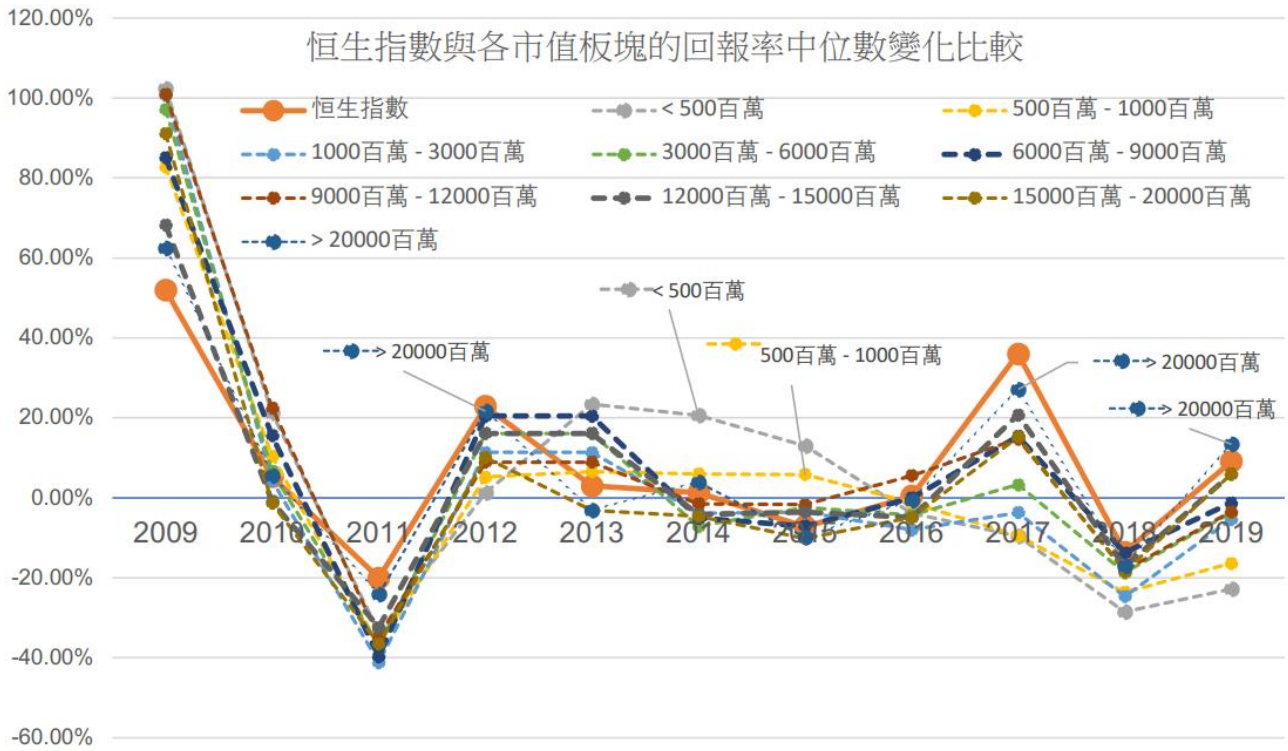
然而，大部份研究均以美國股市作研究藍本，並沒有在香港股市作相類的研究。因此，此報告重點會回測市值較小的股票是否能在香港跑贏大市，並將當年的宏觀經濟因素列舉，利用定性研究，從而觀察市值大小在香港股票市場上與股票回報率有沒有正面關係。

### 統計方法：

下列分析會利用定性研究，從 2009 年至 2019 年，採集約 2000 隻香港上市公司股票為研究樣本，並把市值分為九等份，分別是少於 500 百萬、500 百萬至 1000 百萬、1000 百萬至 3000 百萬、3000 百萬至 6000 百萬、6000 百萬至 9000 百萬、9000 百萬至 12000 百萬、12000 百萬至 15000 百萬、15000 百萬至 20000 百萬及多於 20000 百萬。並於下文統稱市值板塊，並用各市值板塊的回報中位數與恒生指數歷史回報表現作比較。股票市值會以年初計算，而回報則以整個年度計算。

下圖將會先作出一個綜合性的比較，將香港股票以上述定義劃分九個市值類別，然後將各個市值板塊的回報率中位數與恒生指數逐一比較，並試圖找尋當時客觀的經濟氣候及政策環境作出一個解釋，從而觀察有沒有長期出現超額回報的市值板塊。

圖(1)



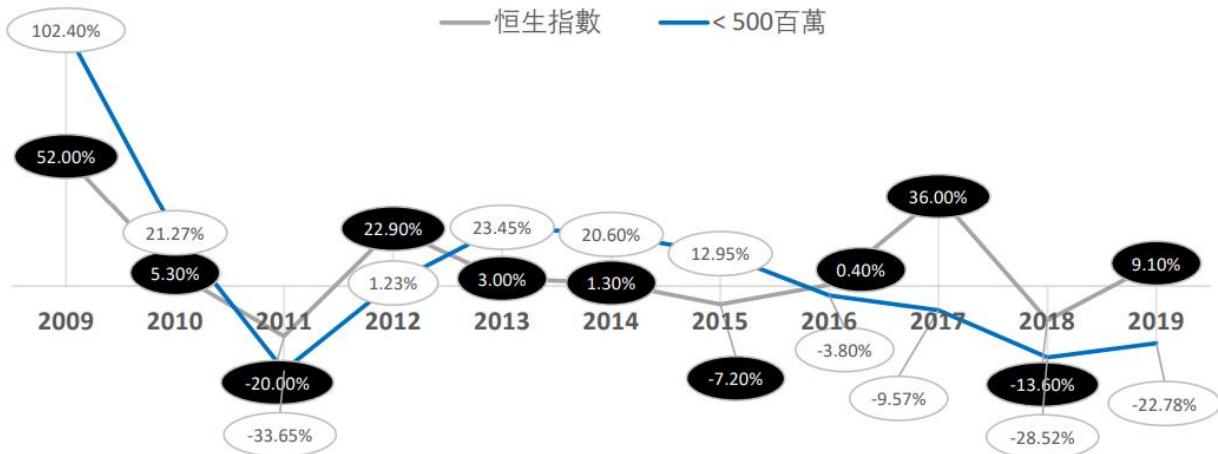
圖(1)是恒生指數與各個市值板塊的回報率中位數比較，從上圖觀察所得，我們發現了一個頗為有趣的現象：

每當恒生指數回報率超過所有各個市值板塊回報率中位數的時候，往往是恒指轉向的先兆。

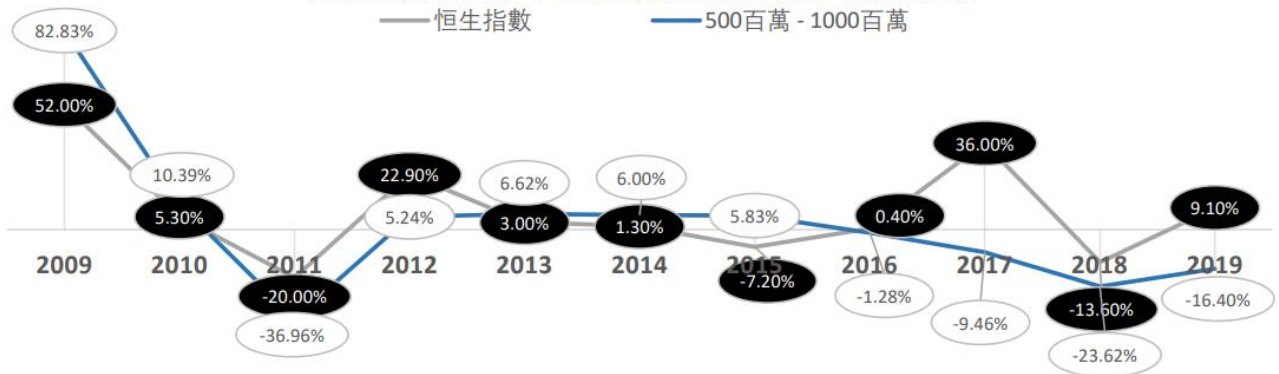
下列線型圖為各市值板塊與性指數當年回報率比較:

白色圓點為該市值板塊回報率中位數，而黑色圓點為恒性指數當年回報率。

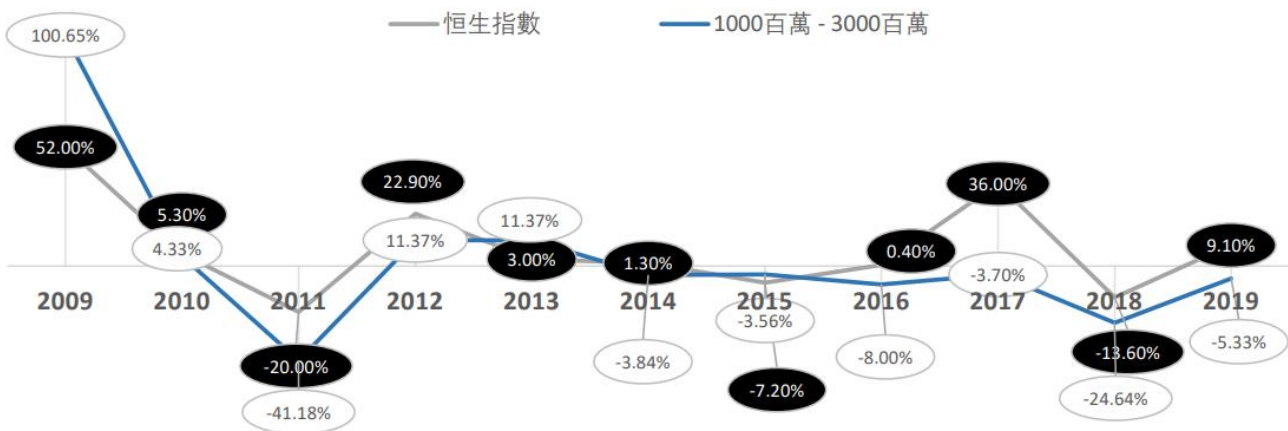
恒生指數與< 500百萬市值板塊的回報率中位數比較



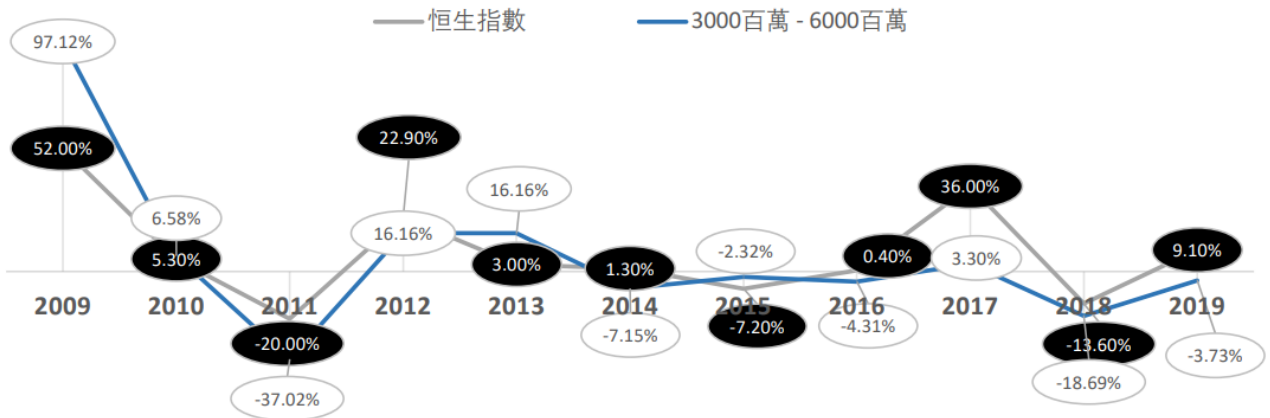
恒生指數與500百萬 - 1000百萬板塊的回報率中位數比較



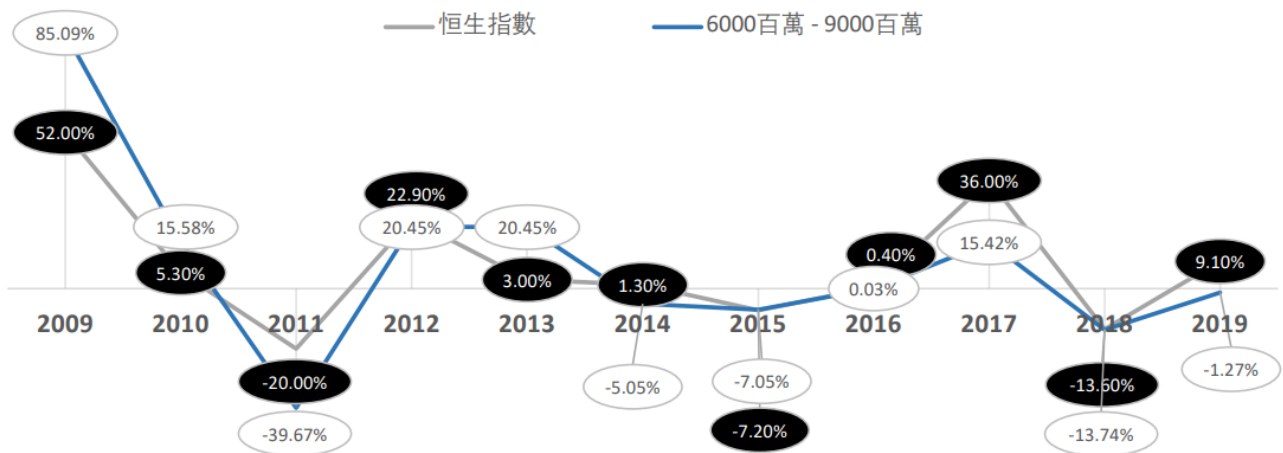
恒生指數與1000百萬 - 3000百萬市值板塊的回報率比較



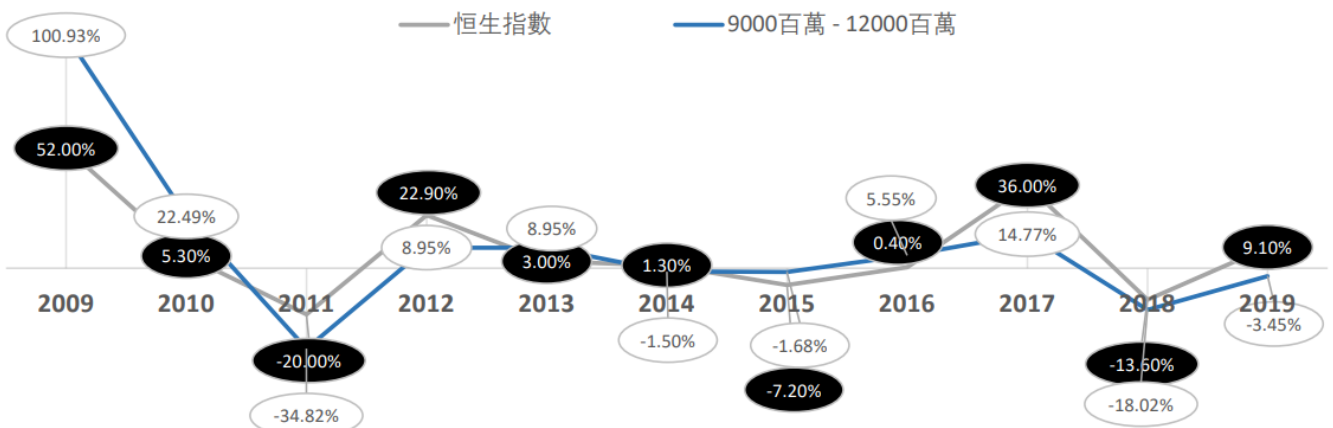
恒生指數與3000百萬 - 6000百萬市值板塊的回報率比較



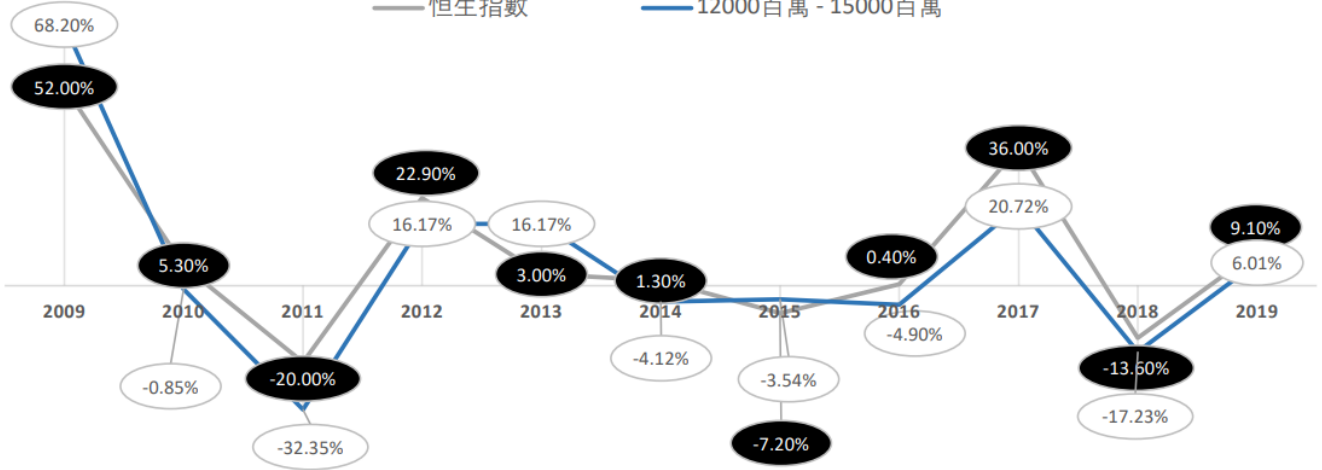
恒生指數與6000百萬 - 9000百萬的回報率比較



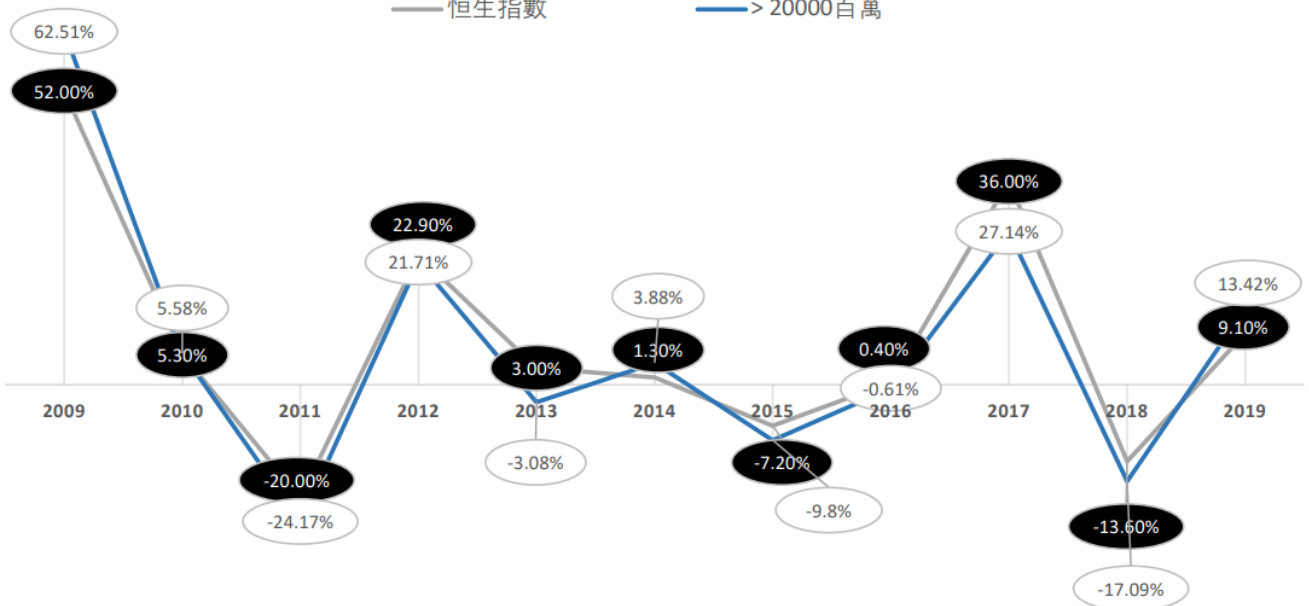
恒生指數與9000百萬 - 12000百萬的回報率比較



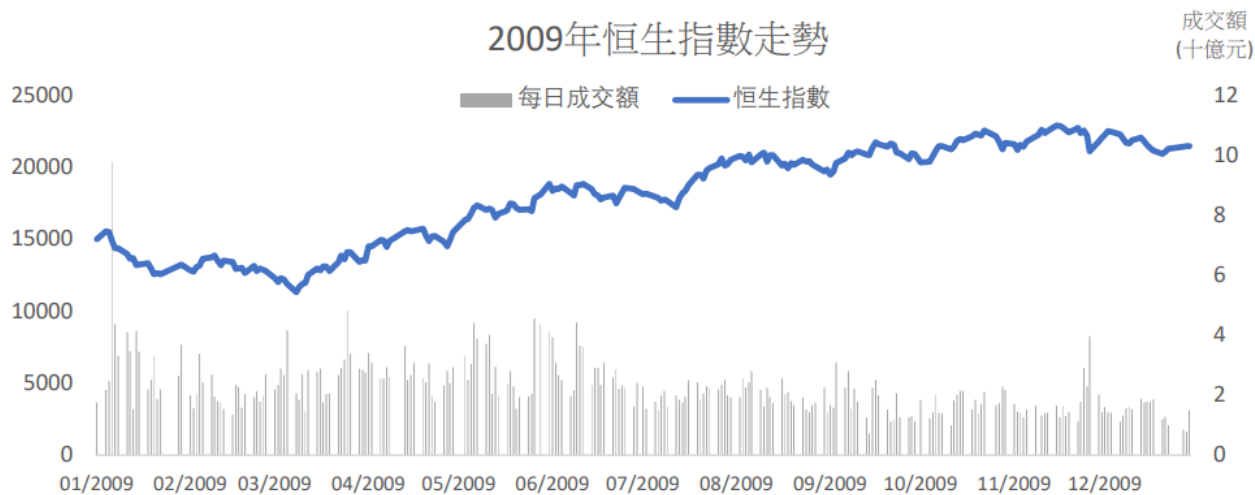
恒生指數與12000百萬 - 15000百萬的回報率比較  
 ——恒生指數      ——12000百萬 - 15000百萬



恒生指數與> 20000百萬的回報率比較  
 ——恒生指數      ——> 20000百萬



2009 年



恒生指數（恒指）在 2009 年 11 月 16 日攀升至全年最高的 22943 點，年底收報 21872 點，較上一年末升 52%。

2009 年主要分成三個階段：

第一階段：香港股市還受金融海嘯的影響，投資氣氛低迷，香港投資者喜愛的匯豐控股(0005.HK)更於此時宣佈供股，令恒指跌至全年低位 11345 點。

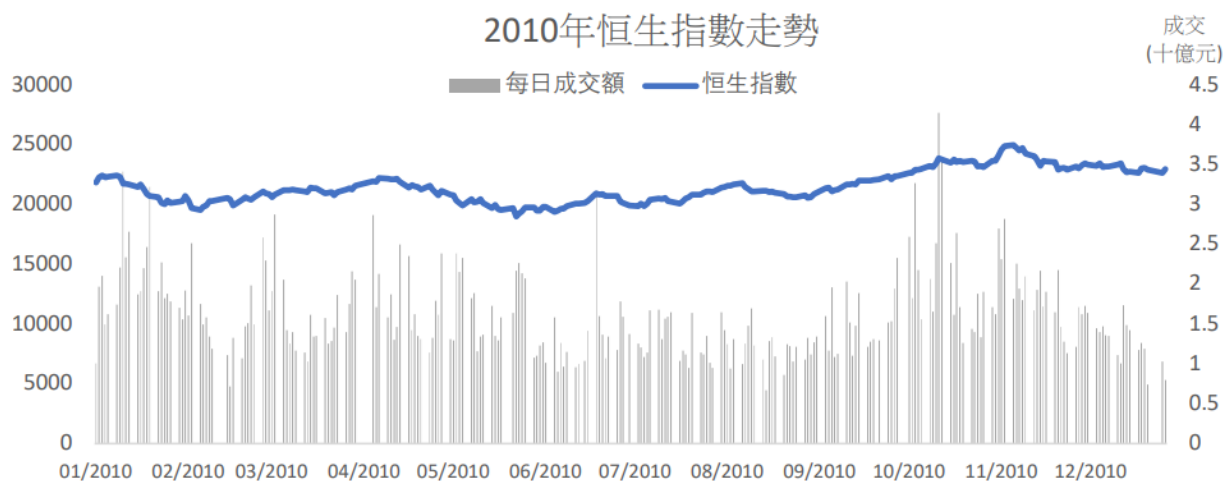
第二階段：隨着全球各地推行量化寬鬆貨幣政策救市，經濟復蘇憧憬升溫，美國進行量化寬鬆(QE)，美元逐步貶值，套利交易活動充斥高風險市場，引發資產和商品價格上升。在現金貶值的大主題下，熱錢大量湧入，港股急劇反彈，並節節上升。

第三階段：至 11 月底，美國及歐洲等地傳出央行部署退市消息，投資者轉趨審慎，美元開始轉強。在資金流走的擔憂下，市場氣氛轉淡，港股也向下略作調整。

儘管如此，但從上面各個市值板塊的回報率中位數來看，每個板塊有超過 50% 的股票均跑贏大市，是投資者豐收的一年。

在市值板塊回報方面，少於 120 億市值的中小型股票回報率均優於大市，是股票各自發展的年代，但明顯大市表現落後中小型股市。

2010 年

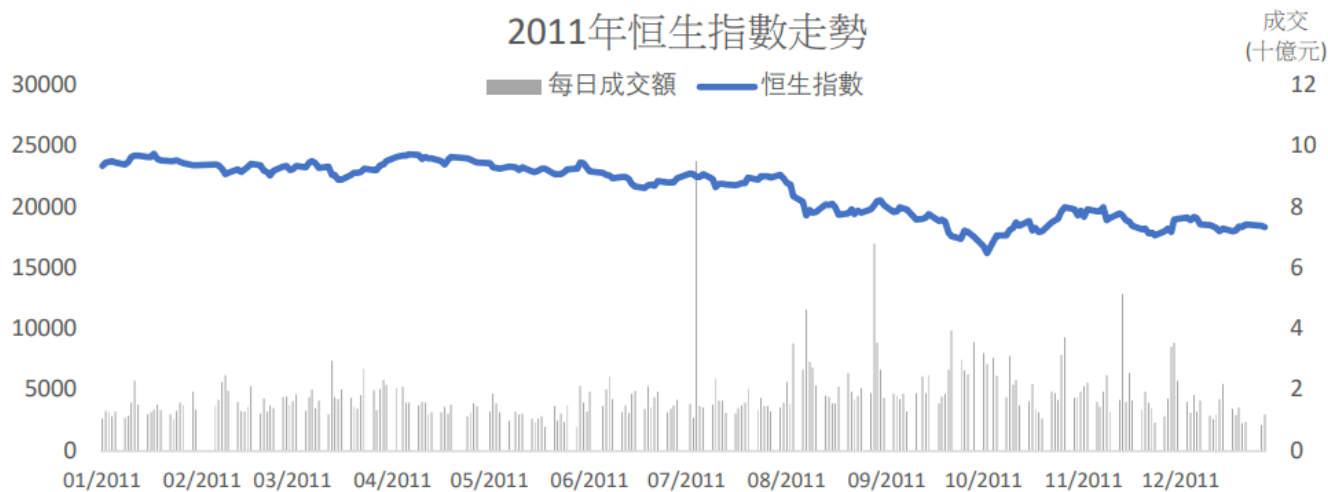


經過 2009 年強勁的反彈，股市回報回歸至正常水平。截至 2010 年底，恒指較 2009 年底高出 5.3%，香港市場在 2010 年初跟隨海外市場下跌。其後，投資者對美國量化寬鬆措施抱樂觀態度，加上內地經濟表現保持良好，港股止跌回升。然而，在 2010 年下旬，由於憂慮內地政府繼續推行緊縮貨幣政策，而香港亦採取措施冷卻樓市，本地投資氣氛轉淡。

香港市場在 2010 年初跟隨海外市場下跌。由於投資者憂慮內地實施貨幣緊縮措施，H 股落後大市。歐債危機仍然引起關注，亦損害市場氣氛。恒指於 5 月 25 日跌至 18,985 點的低位，較 2009 年底的水平下降 13%。其後，投資者對美國量化寬鬆措施抱持樂觀態度，加上內地經濟表現保持良好，港股強勁反彈，企業盈利維持穩健亦帶動市場回升。地產股受惠於樓價攀升及賣地成績理想而跑贏大市。恒指在 11 月 8 日升至 24,964 點的高位，較 2009 年底水平上升 14%。

然而，由於內地政府繼續緊縮貨幣政策，而本地政府亦採取措施冷卻樓市，恒指升幅收窄。朝鮮半島的地緣政治局勢緊張，亦為市場帶來更多不明朗因素。截至 2010 年底，恒指較 2009 年底高出僅 5.3%

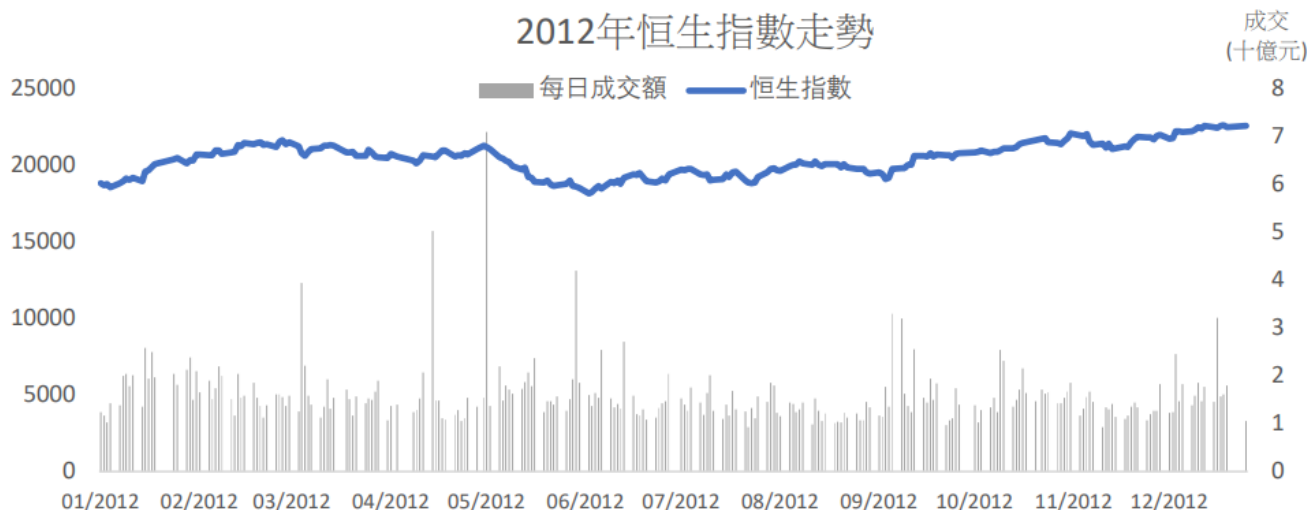
2011 年



因為歐洲主權債務問題、美國的信貸評級被下調，再加上內地可能推出宏觀緊縮措施，均損害市場氣氛。截至 2011 年底，恒生指數較 2010 年底分別下跌 20.0%。下跌的主要原因是，金融股在恒指佔高比重(佔恒指 45%)，而歐美債務問題對金融股的衝擊最大，因此恒指表現亦大受拖累。另外，港股當時在環球指數中佔高比重，如在摩根士丹利資本國際公司全球指數(MSCI 指數)中港股所佔比重據報約 3%至 4%，在亞洲位列第二，僅次於日本，並高於三年前所佔的比重(約 1%至 2%)。港股所佔的比重越大，資金流動的幅度越大。

然而，從各值板塊回報中位數來比較，恒指卻是跌最少，相信是為 2010 年回表現落後大市，致使恒指彷彿變成抗跌力較強的指數。

2012 年



港股於 2011 年下挫約 20%後，於 2012 年重拾升軌。內地推出支持政策及美國經濟數據改善，帶動港股向上。主要央行推出量化寬鬆措施及資金流入，為股市帶來支持。恒生指數跟隨歐美主要股市的升勢，於年底反覆攀升至 16 個月來的高位，報 22,656 點，表現較大部分主要市場優秀。截至 2012 年底，恒生指數及於 2012 年分別上升 22.9%。

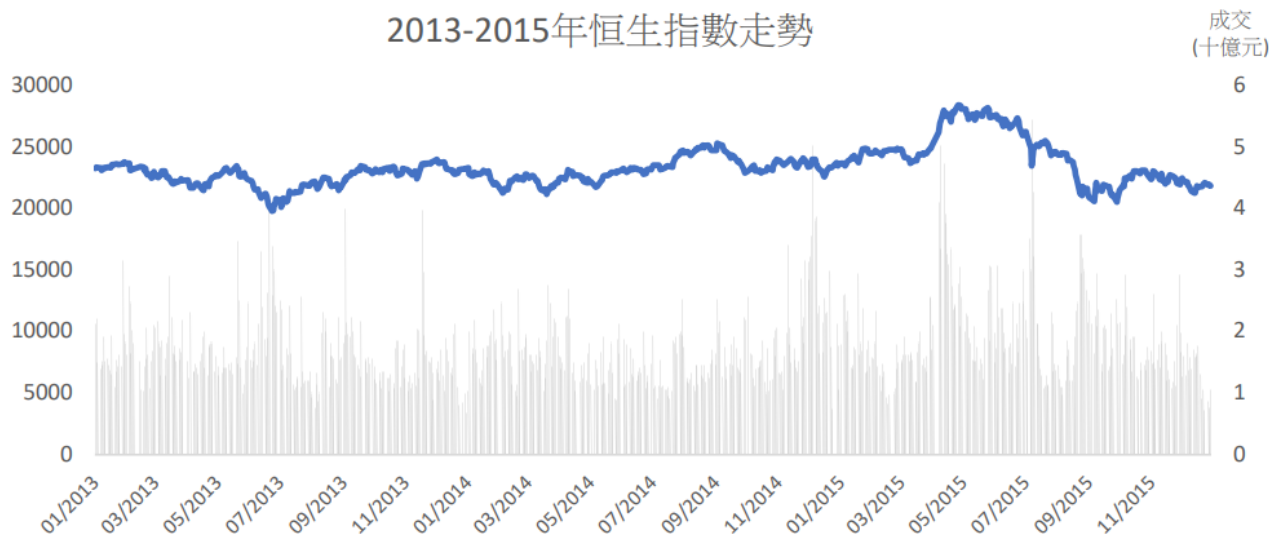
港股於 2012 年重回升軌，恒生指數飆升 22.9%，表現較大部分主要市場出色。企業盈利報告改善、市場對內地的支持政策抱樂觀態度及美國經濟數據令人鼓舞，支持港股反覆向上。

2012 年初，歐美股市的升幅帶動本地股市上升。其後，市場擔心內地的經濟增長放緩，拖累股市下挫。6 月初，投資者對歐債問題的憂慮及內地經濟放緩的風險，令股市見底，報 18,185 點。

隨後，美國公布量化寬鬆措施及歐洲央行的買債計劃，帶動股市止跌回升。市場對內地的支持措施感到樂觀，有助推高升幅。恒生指數跟隨歐美股市的升勢，於年底上升至 16 個月來的高位，報 22,656 點。

由於環球股市帶動港股上升，使恒指整體回報高於任何一個市值板塊的回報率中位數。

2013 年-2015 年



我們選擇把 2013 年至 2015 年合併來分析，主要是因為我們發覺少於 5 億市值的股票回報率中位數在這幾年大幅跑贏其它市值板塊。若將這 3 年度合併來分析，會有一個更全面的畫面。

2013 年: 在香港，恒指升 3%。儘管美國及歐洲股市大升，但市場憂慮內地經濟增長及信貸情況，拖累港股表現。但在 7 月因傳出內地公佈改革措施後，令恒指終回穩。

2014: 於年初，香港股市因擔心聯儲局的退市政策及新興市場經濟不明朗而反覆波動。對內地經濟放緩及烏克蘭地緣政治緊張局勢的憂慮揮之不去。4 月初，滬港股票市場交易互聯互通機制(滬港通)的公布提振了市場情緒，對內地政府的刺激經濟措施及國企改革的樂觀情緒亦帶來一定支持。

其後，市場因環球經濟前景改善及主要海外市場表現強勁而上升。龐大資金流入香港市場亦有助升勢。9 月初，恒指跟隨內地市場漲勢，升穿 25,000 點，見六年高位。投資者對環球經濟前景感到樂觀，推動股市上揚。

2014 年 11 月，滬港通開通，市場情緒隨著內地減息而好轉。其後，市場憂慮環球經濟前景而令升幅收窄。12 月底，美國及內地股市上升，提振了市場情緒。

2015 年: 香港的恒生指數(恒指)和恒生中國企業指數(恒生國企指數)分別下跌 7.2%及 19.4%，表現較主要海外市場遜色。隨著內地市場升勢，恒指曾於 4 月升至七年來高位。

然而，內地市場泡沫率先爆破，A 股出現大規模拋售，拖累港股。由於市場擔心內地經濟可能出現硬著陸及人民幣貶值，港股更趨波動。美國加息時機存在變數，拖累港股表現。港股出現急跌。

當中值得注意的是，少於 5 億市的股票市值板塊在這段時間出現強勁的升幅，造就

「細價股」的大時代。而當中的主要原因，是當時滬港通開通前，傳出大量內資來港

「買殼」，令「殼價」愈升愈有，帶動少於 5 億市的股票市值板塊回報中位數大幅跑

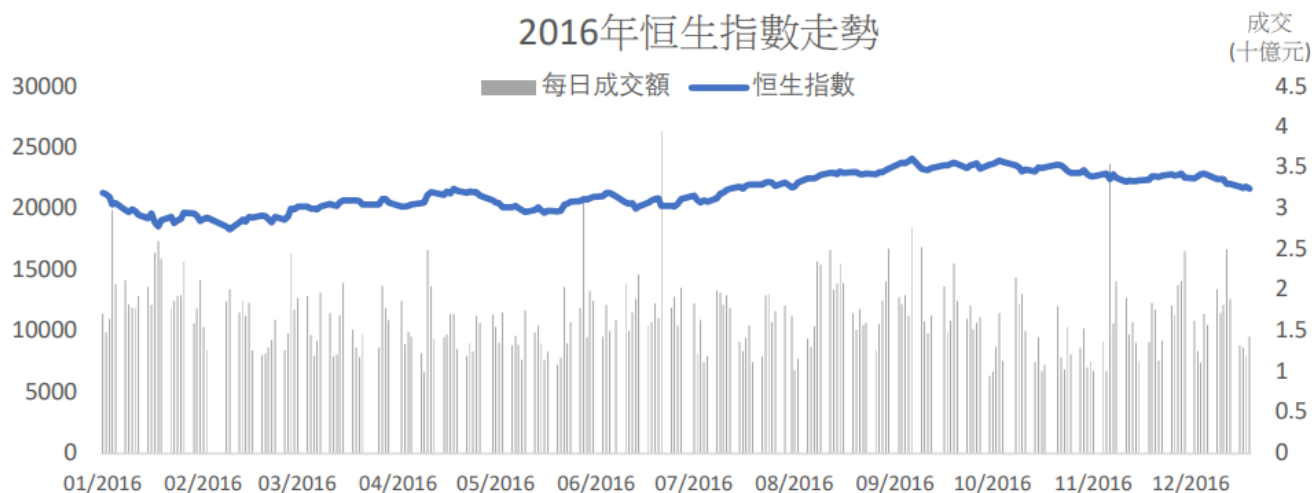
贏其它市值板塊。



資料來源: MSCI

但事實上，除了港股的小型股票表現強勁，其它市場如美國、瑞等地小型股亦於 2013 年表現亦造好。從上圖所見，環球的小型股表現在 2013 年後表現遠勝整體大市。所以，香港少於 5 億市值的股票板塊，除了是受惠中資買殼的憧憬外，亦受惠於環球資金流擁入小型市值的正面影響，將回報中位數回報拉至歷史新高。

2016 年

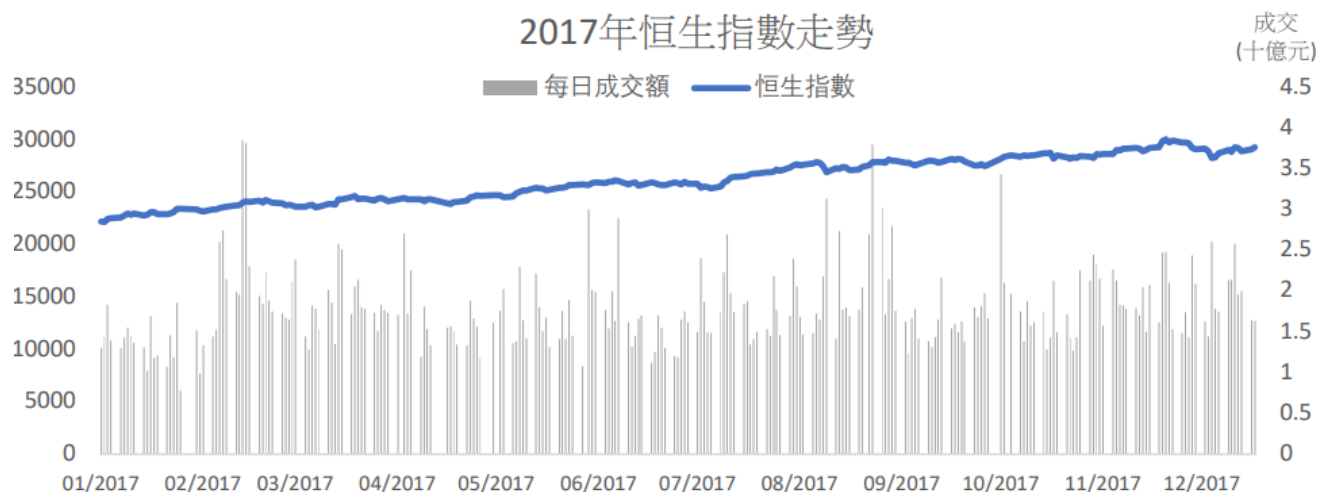


恒生指數(恒指)上升 0.4%。雖然美股表現強勁，但由於內地市場出現調整，港股升幅有限。於 2016 年，本地股票市場交投減少。平均每日成交額為 669 億元，較 2015 年的 1,056 億元下跌 37%。

2016 年初，由於市場擔心內地經濟增長放緩及人民幣匯率波動的問題，港股跟隨內地股市下挫。自 7 月起，投資者預期美國將延遲加息，帶動港股反彈。其後，因德銀的財政狀況令人憂慮，以及對人民幣貶值的陰霾揮之不去，港股升幅收窄。美國可能即將加息的不明朗因素重現，亦令市場氣氛受壓。市場在美國總統大選結束後一度下挫，但其後因候任總統所承諾的支持政策帶動樂觀情緒，令港股跌幅收窄。2016 年底，雖然市場對美國候任總統所承諾的支持市場政策感到樂觀，但對美國聯邦儲備局(聯儲局)表示會加快加息步伐的言論感到憂慮，令投資者情緒受到影響。由於市場對聯儲局暗示會加快美國加息步伐感到憂慮，地產股拖低大市，而人民銀行的緊縮措施及內地債券市場出現拋售，引起投資者關注，導致內地金融股下滑。

儘管如此，從各值板塊回報中位數來比較，恒指表現卻是最好。

2017 年



在香港，恒生指數(恒指)攀升 36.0%，如此強勁的升幅主要歸因於主要海外市場的升勢。在美國，市場預期聯邦儲備局(聯儲局)逐步加息，為美股升勢帶來支持。至於內地，經濟及人民幣走勢有回穩跡象，帶動內地市場造好。在股票市場交易互聯互通機制下經港股通流入的資金，亦為市場帶來了助力。

港股於 2017 年跑贏主要海外市場。繼 2016 年錄得溫和升幅後，恒指於 2017 年跟隨全球市場走勢，飆升 36.0%，並在十年來首度觸及 30,000 點大關。以點數計算，恒指在 2017 年上升 7,919 點，屬歷來最大按年升幅。恒生國企指數上升 24.6% 至兩年高位。交投非常暢旺，平均每日成交額為 882 億港元，較 2016 年的平均值高出 32%。

由於市場看好企業盈利，加上經濟基本因素改善，環球市場紛紛造好。尤其是，美股創下歷史新高，且經濟復甦步伐開始加快。除美國外，德國、英國、南韓及印度等主要市場都在 2017 年錄得歷史新高。美元持續走弱，於 2017 年貶值 10%，是另一個促進資金持續流入香港及其他新興市場的因素。

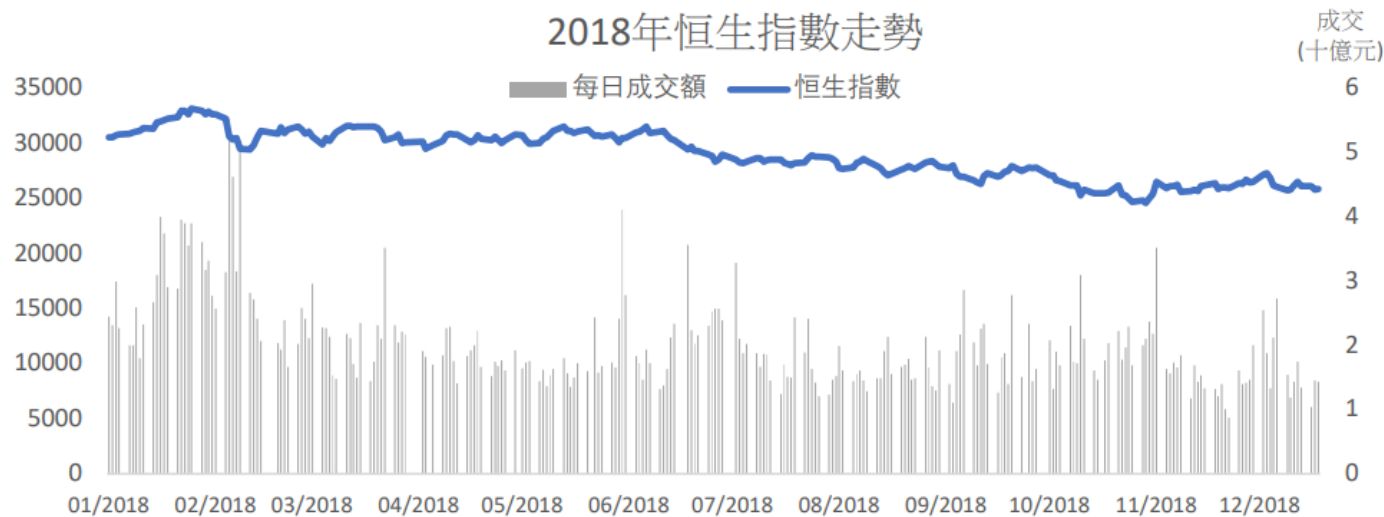
資金在股票市場交易互聯互通機制下經港股通流入——港股通於 2017 年的淨買入額達 3,399 億港元，較 2016 年的 2,460 億港元上升 38%。透過港股通投資的內地投資者紛紛追捧大型股，為大市帶來支持。

市場對 A 股於 2018 年獲納入 MSCI 新興市場指數持樂觀態度，亦提振市場氣氛。在盈利表現可觀及預期國企改革步伐加快的刺激下，H 股上升。此外，人民幣回穩，帶動內地公司以港元計算的盈利增長。

然而，港股升勢並不全面，主要集中在數隻大型科技股及金融股。恒指於 2017 年上升了 7,919 點，當中騰訊(700.HK)、滙豐(0005.HK)、友邦保險(1299.HK)、中國平安保險(2318.HK)及香港交易所(388.HK)共佔 4,959 點或 63%。整體而言，牛市氣氛濃厚，散戶投資者的參與持續增加，而一些近期進行首次公開發售的股份更獲大幅超額認購。

值得注意的是，30 億以下的股票市值板塊，均錄得負回報。正如上文所說，升勢並不全面，恒指表現則跑贏所有市值板塊回報率中位數，意味所有資金只集中在某幾隻恒指成份股。

2018 年

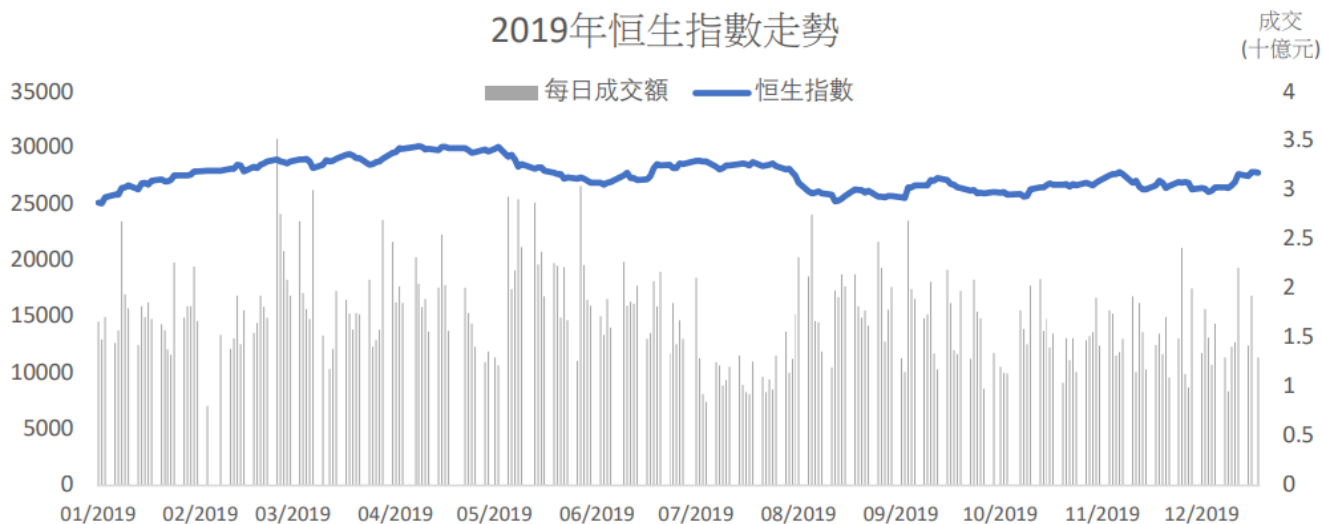


在香港，恒生指數（恒指）下滑 13.6%，大市非常波動。受惠於國內生產總值數據向好，對地產業的降溫措施及流動，資金緊絀的憂慮有所舒緩等內地因素，恒指在 2018 年 1 月創出歷史新高。

其後，因中美貿易緊張局勢升級而開始調整，恒指在 2018 年 10 月跌至 17 個月以來的低位。內地經濟放緩及人民幣偏軟，令人擔心企業盈利的前景。此外，投資者對於香港追隨美國上調基準利率感到憂慮，令大市緩緩向下。

在市值板塊回報比較上，恒指再一次成為抗跌力最強的指數。

2019 年



恒生指數(恒指)於 2019 年分別上升 9.1%，表現遜於主要市場。投資者情緒受到中美貿易談判的進展所影響。鑑於香港出現社會動盪，市場愈來愈憂慮本地經濟、盈利增長和投資者信心將會受到影響。然而，由於主要市場上升及各大央行採取的寬鬆貨幣政策，因此香港市場仍然能夠錄得升幅。

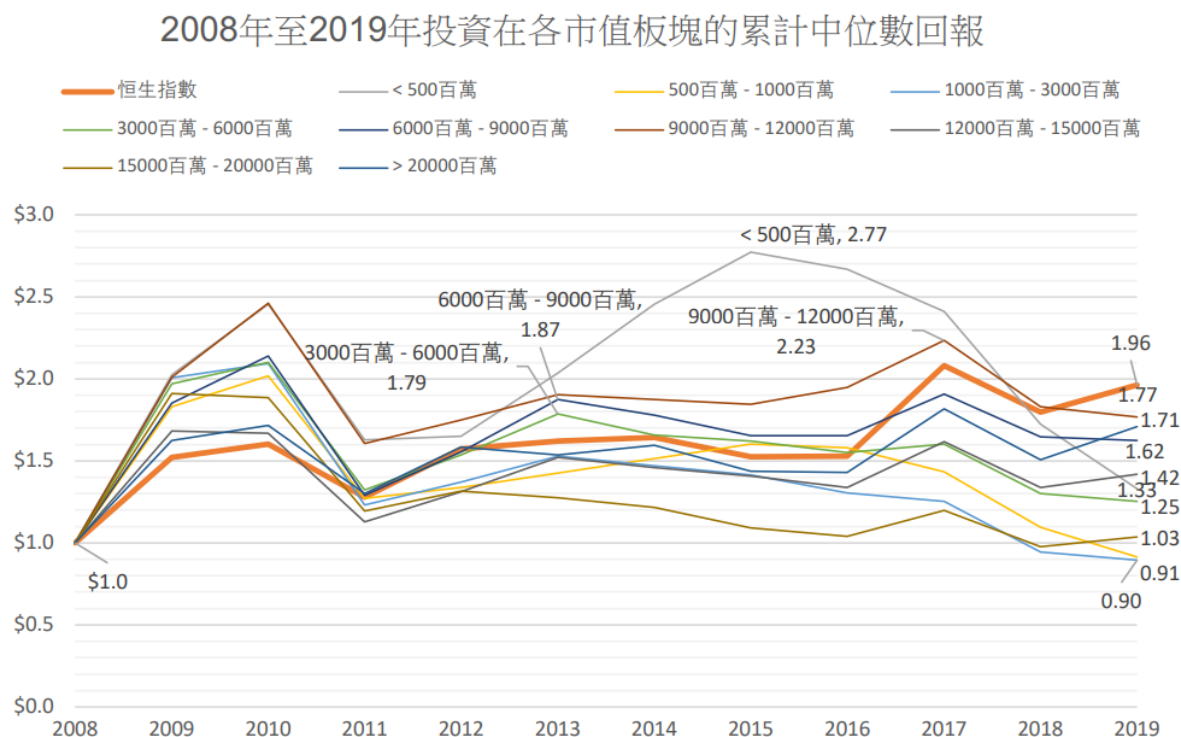
恒指在 2019 年 4 月曾升至超過 30,000 點水平，創下十個月以來的高位；其後大市反覆向下，主因是：

- 中美貿易談判的不明朗因素 —— 中美經過多輪貿易磋商後仍未能完全化解雙方的貿易緊張局勢。2019 年 5 月及 8 月宣布加徵關稅拖累市場氣氛。美國總統在 2019 年 11 月簽署《香港人權與民主法案》後，緊張局勢升溫。
- 2019 年 12 月，中美達成了第一階段貿易協議，但投資者對未來的談判仍持謹慎態度。
- 盈利增長下跌及經濟放緩 —— 內地經濟放緩引發市場對香港上市的內地股的企業盈利的憂慮。此外，人民幣走弱將會進一步減低這些股票以港元計算的盈利。由於內地股票在香港市場的所佔比重很大(佔市值約 70%)，故股市表現和估值均會受到不利影響。本地而言，政治因素自 2019 年 6 月起轉趨不明朗。
- 鑑於香港出現大規模示威及交通廣泛受阻，觸發市場憂慮投資者信心會削弱，繼而影響業務前景，尤其是金融、地產、旅遊和零售界別。香港經濟已步入衰退，國內生產總值在第二至第四季分別下跌 0.5%，3.0%及 0.4%，第三季的下跌是超過十年以來的最大跌幅。

然而，恒指及恒生國企指數仍能錄得升幅，由於有一些利好因素所支持：

- 貨幣政策立場溫和 —— 各主要市場的央行及政府均採取寬鬆的貨幣政策，並實各項刺激經濟措施以支持經濟。這些舉措帶動了投資者情緒和市場的流動性。
- 內地政府的支援政策 —— 鑑於一系列的刺激經濟措施及金融市場改革，市場對內地政府推出支持經濟的政策感到樂觀，亦令股市最終上升。

圖(2) 累計投資回報



綜觀 2009 至 2019 年，若以回報率中位數計算，沒有市值板塊表現長期跑贏恒指。相反地，恒指在這 10 年間更跑贏各個市值板塊的回報率中位數。

另外，2013 年至 2015 年的少於 500 萬市值的股票能大幅跑贏大市，曾經型成一個持性增長的形態，但隨着 A 股泡沫爆破已宣告結束，間接證明 2016 年至 2017 年只是小型股的技术反彈。然而，環球細價股卻持續上升，香港小型股似乎未能受惠於這個時期的資金湧入帶來的升浪。

另外，我們發現一個非常有趣的現象，每當恒指回報優於各個市值板塊的回報中位數後，恒指走勢將出現轉捩點。

現在美股的升市亦是集中在少數股票，與香港股市情況相近，就觀察所得，恒指回報低於大市值的股票回報中位數，意味恒指走勢尚未出現轉捩點。

本文旨在利用 Fama French 的單一市值因子進行歷史回報回測，應用在香港股市。而 Fama French 的三因子及五因子投資理論在更多文獻上是結合使用，從而達致跑贏市場。故此，本文更著重將市值因子的應用，如何從市值因子理論締造更完善的交易策略，不能僅僅因為上述的定性分析作為反駁 Fama French 因理論的理據。



## CONTACT INFORMATION

☎ +852 3960 7749  
✉ info@masancapital.com  
🌐 www.masancapital.com

Room 202, 200 Hennessy Road, Wan Chai, Hong Kong  
香港灣仔軒尼詩道 200 號 202 室

### 法律聲明及風險提示：

本報告由馬山資本 (香港註冊證監會中央編號 BOL530 RA Type 4 & 9) 製作。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但馬山資本對這些信息的真實性、準確性及完整性不作任何保證，也不保證所包含的信息和建議不發生任何變更。本公司沒有將變更的信息和建議向報告所有接收者進行更新的義務。馬山資本在法律許可的情況下可能持有或交易報告中提到的上市公司所發行的證券或投資，用戶應當考慮到其中可能存在可能影響本報告客觀性的利益衝突。使用者請勿將研究報告或相關信息視為投資或其他決定的信賴依據。

馬山資本有限公司為證監會持牌人，公司全權委託賬戶或基金並無持有有關股票及衍生產品權益。

本報告僅供本公司的客戶作參考之用。本公司不會因接收人收到本報告而視其為本公司的當然客戶。

本報告僅反映報告作者的出具日的觀點和判斷，在任何情況下，本報告中的信息或所表述的意見均不構成對任何人的投資建議，投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，本公司及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。

本公司的交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。本公司沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。本公司的資產管理公司以及其他投資業務部門可能因應市場的變化而獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

本報告版權均歸本公司所有，未經本公司事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式複製、發佈、傳播本報告的全部或部分內容。經授權轉載、轉發本報告或者摘要的，應當注明本報告發佈人和發佈日期，並提示使用本報告的風險。未經授權或未按要求轉載、轉發本報告的，應當承擔相應的法律責任。本公司將保留向其追究法律責任的權利。