

内容目录

1. 21 年以来“红利资产”的韧性与分化	6
2. 对“红利资产”的再认知	7
2.1. “红利”的基本概念	7
2.2. 红利资产是“类债”资产吗?	7
2.3. 红利投资中存在的“陷阱”	11
3. “红利”的故事可能仍将延续	15
3.1. “去地产化”进行, 红利持续占优	15
3.2. 外部环境波诡云谲, “确定性”愈发重要	17
3.3. 短期格局仍难改, 红利优势应尚在	18
4. 宏观视角寻找当前阶段的“真红利”	22
4.1. 公用事业市场化改革与涨价线索	22
4.2. 地方财政压力下的央国企分红	24
4.3. 何种资产才是“真红利”?	26
4.4. 绿色转型和技术改造的潜在影响	29
4.5. 红利投资的短周期择时	30
5. 主要结论	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: 中证红利相对大盘的强势已持续三年多	6
图 2: 考虑股息再投资后的中证红利表现更为突出	6
图 3: 各类红利资产自年中以来表现开始分化	6
图 4: 股息率的含义及拆分	7
图 5: 长江电力可以看作一种典型的“类债”资产	8
图 6: 红利资产的股债息差对于绝对收益投资者具有吸引力	8
图 7: 中证红利相对全 A 超额表现 v.s. 十年国债到期收益率	9
图 8: 两者总体上呈现一定的负相关关系	9
图 9: ...但在滚动视角下两者并非在大部分时间内负相关	9
图 10: 红利与固收类资产的风险收益特征有本质区别	9
图 11: 从 G-K 模型 (Grinold & Kroner) 出发理解股票投资收益的来源	10
图 12: 中证红利指数年度收益拆解 (不考虑股本稀释)	10
图 13: 相对核心资产、小微盘、部分赛道而言, 中证红利具有较为明显的高 ROE、低 g 特征	11
图 14: 隐含权益久期的概念及含义	11
图 15: 红利投资中存在的第一种陷阱: “分红高波”	12
图 16: 红利投资中存在的第二种陷阱: “估值刚性”	13
图 17: 央行城镇储户问卷调查显示居民愈发倾向于更多储蓄	16
图 18: 居民部门加杠杆意愿钝化	16
图 19: 房企面临的现金流压力处于历史高位	16
图 20: 低利率和利差极窄化	16
图 21: 中国居民资产负债表 (2019)	16
图 22: 24Q1 资本项目证券投资项回归流出	17
图 23: 人民币汇率与中美权益资产表现	17
图 24: 北向资金历年累计净流入	18
图 25: 几类主要权益资产的相对表现	19
图 26: MSCI 新兴指数表现好于 MSCI 中国指数	19
图 27: 当前宏观环境下景气投资有效性欠佳	19
图 28: 主动偏股型基金仓位情况	19
图 29: 21 年以来市场风偏趋势性下行	20
图 30: 从业绩“速度”走向业绩“质量”	20

图 31: 保险资金运用余额投资结构	20
图 32: 保险资金运用余额权益仓位	20
图 33: 人身险公司与财产险公司资金运用情况	21
图 34: 年初以来宽基 ETF 逐渐成为一种特殊的稳盘力量	21
图 35: 民用水、电、燃气价格长期低位、涨幅温和	22
图 36: 部分公用事业价格自 2021 年底左右已经历一轮调涨	22
图 37: 多数城市城轨交通收入难以覆盖支出	23
图 38: 2023 年 31 城城轨公司“其他收益”合计超千亿	23
图 39: 多地调整水、电、燃气以及高铁等公用事业行业的收费标准	23
图 40: 土地出让收入对地方财政形成明显拖累	24
图 41: 1-6 月地方财政一般公共预算收支缺口	24
图 42: 地方财政压力与土地财政依赖度	24
图 43: 实控人为地方国资委的部分上市地方国企（股息率 TTM>5%）	25
图 44: 行业盈利、估值、股息三维趋势	26
图 45: 实物端相对价格端的韧性	27
图 46: 生产端相对需求端的韧性	27
图 47: 美联储降息已然箭在弦上	27
图 48: 全球制造业有望在降息周期下渐次复苏	27
图 49: 规上工企中公用事业和采矿业的利润份额近年来明显提升	28
图 50: 牌照类红利行业的归母净利润占比近年也在提升	28
图 51: 2016 年后，国有控股工企利润总额在规上工企中占比上升	28
图 52: 央国企市值占比超过 70% 的多为垄断性行业	28
图 53: 今年以来设备更新与技改投资增速领先于制造业整体	29
图 54: 部分“红利”行业的资本开支强度趋势	29
图 55: 长江电力股息率（TTM）与十年国债利率之差	30
图 56: 性价比：中证红利相对全 A 股息差	30
图 57: 拥挤度：中证红利成交额占比	30

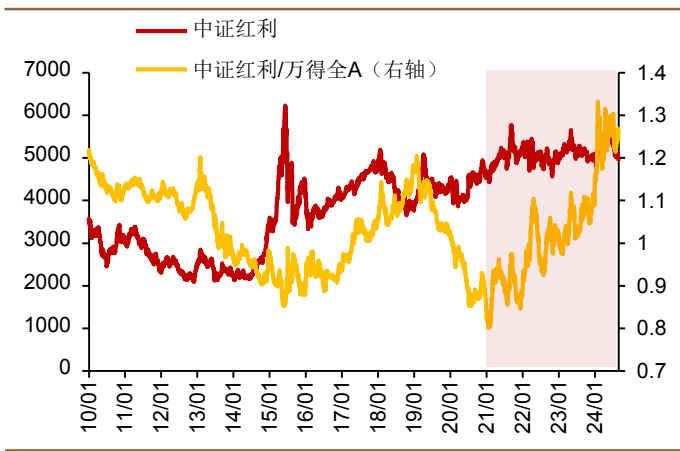
1. 21 年以来“红利资产”的韧性与分化

2021 年以来，红利投资超额表现愈发突出，中证红利指数相对万得全 A 的强势已持续三年多。同时，在考虑股息再投资后，中证红利全收益指数的表现更为突出。2021/01/01-2024/08/30 期间，中证红利指数录得 7.63% 的正收益，同期万得全 A 则下跌 25.42%，前者超额约达 33%，中证红利相对大盘的强势已持续三年多。此外，在考虑股息再投资之后，红利投资的表现更加突出，同期中证红利全收益指数录得 33.27% 的收益，甚至超过了万得全 A 的跌幅。

另一方面，红利投资也伴随阶段性波动，2024 年以来，红利资产的表现开始逐步分化与“缩圈”，在经历普涨之后，煤炭、有色金属、石油石化等资源类品种率先调整，公用事业、交通运输、银行等稳定类品种近期也有所回撤。

在经历红利连续的强势和近期的分化之后，红利投资和红利资产再次成为市场关注的重点之一。站在当前位置，对于投资者而言，如何准确认识红利以及下一阶段如何选择红利等问题就显得愈发重要，本篇报告给出了我们对于红利资产相关问题的新认识和新理解。

图 1：中证红利相对大盘的强势已持续三年多



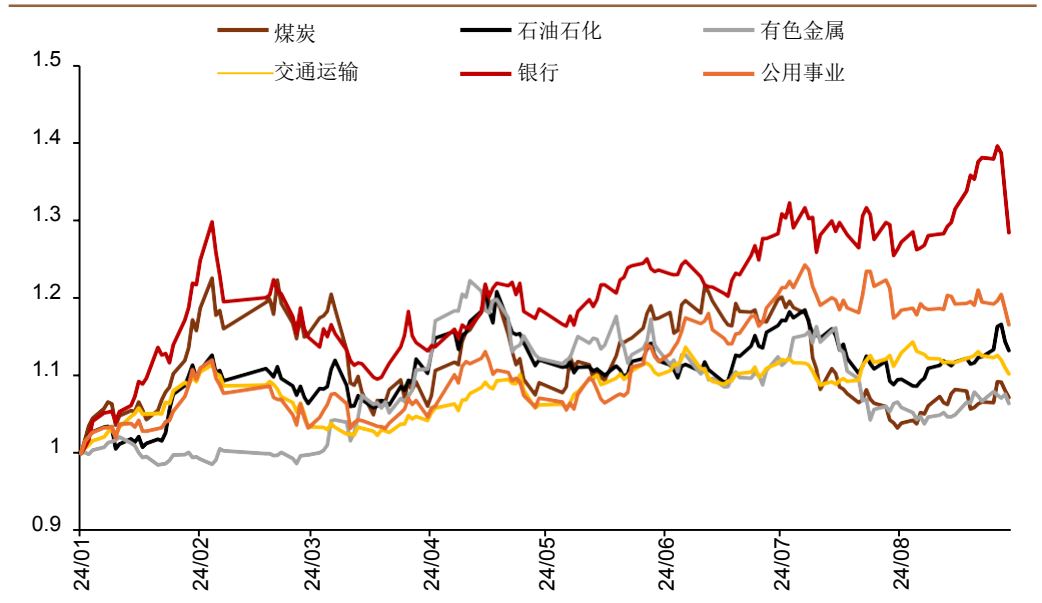
资料来源：， 所

图 2：考虑股息再投资后的中证红利表现更为突出



资料来源：， 所

图 3：各类红利资产自年中以来表现开始分化



资料来源：， 所；申万一级行业指数收盘价，24/01/02

起点归一化。

2. 对“红利资产”的再认知

2.1. “红利”的基本概念

红利策略 (Dividend Strategy) · 指在高现金红利的股票中精选标的进行投资 · 以股息率为选股的核心指标 · 属于因子投资的一种。关于这一策略，最早可追溯到 1991 年美国基金经理迈克尔·奥希金斯所提出的“狗股策略” (Dogs of the Dow Theory)。根据狗股策略，投资者每年年初从道琼斯指数找出 10 只股息率最高的股票，平均资金买入；一年后再找出新的十大高息股，卖出不在前 10 榜单的股票并换成新入榜单的股票。红利策略与狗股策略在构建原则上是类似的，即都是根据股息率的高低依次分配权重，构建形成高股息的投资组合。

对于红利投资或高股息投资来说，股息率是一个极为关键和基本的指标，股息率指标可以进一步拆解为分红比例和市盈率两因素。上市公司如何支配自身的自由现金流取决于其支出政策 (payout policy) 或股利政策，股利政策主要可以分为现金股利、股票回购、股票股利、股票分割四种方式，除股票回购外，现金股利是最常见的分红形式。一般而言，产生持续稳定利润的公司更有可能支付股息，而处于高增长阶段的公司可能更愿意将利润再投资回业务，而不是将其分配给股东。

就指标本身的含义看，股息率 (Dividend Yield，又称股利/股息收益率) 即股息与股票价格之间的比率，在引入盈利因素后，可以进一步拆分为分红比例 (Dividend Payout Ratio) 和市盈率 (P/E)。红利投资的出发点是配置能够提供较高且稳定分红的资产，股息率的确是一个较为直接且合适的指标，但仅仅依靠股息率这一静态指标本身显然无法准确识别出那些真正可靠的红利资产，我们还应重点关注其衍生出的分红比例 (d) 和估值 (P/E) 两大因素，而这两者也是红利投资部分“陷阱”的来源，我们将在后文详细阐述。

图 4：股息率的含义及拆分

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Market Value}} = \frac{\text{DPS}}{P} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}} \times \frac{\text{EPS}}{P} = d \times \frac{1}{P/E}$$

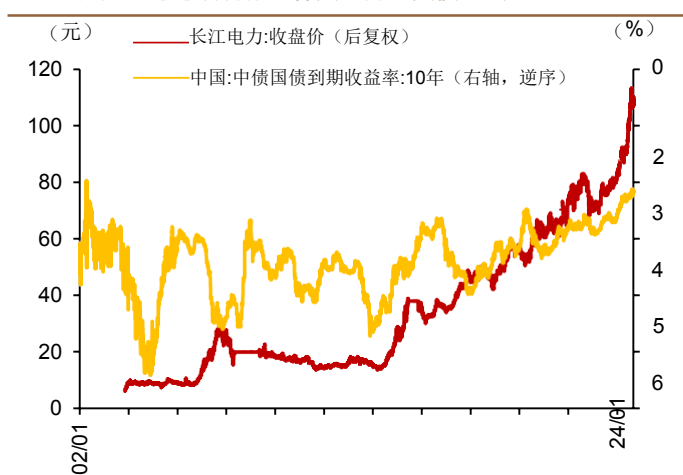
资料来源： 所绘制；P 为每股股价，DPS 为每股股利，EPS 为每股盈利

2.2. 红利资产是“类债”资产吗？

在理解这一轮红利行情和判断其未来之前，我们必须首先明确红利投资的真正价值源自何处，换言之，我们需要先对“红利资产”这一概念建立起正确的认知。我们认为，“类债”资产的确是对红利资产一种相对可行的描述，但其更多强调红利资产股息的稳定及其引致的低波特征，而红利资产的短久期¹特征可能才是投资者借以理解“红利”的更关键要素。

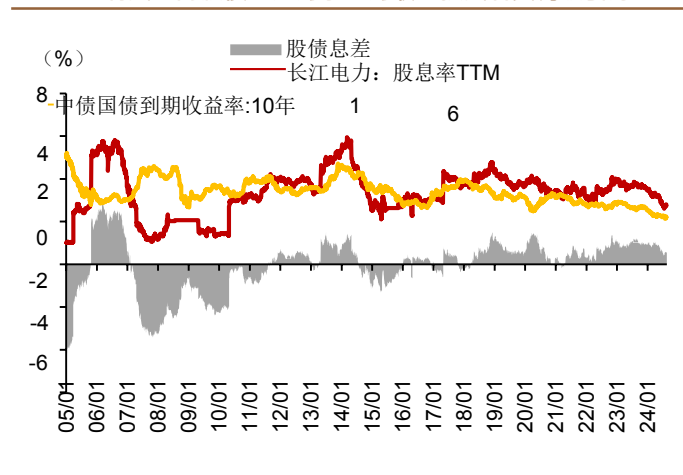
一般来说，基于“资产荒”的现实和配置力量的需求，当前市场倾向于将“红利资产”描绘成一种“类债资产”，这一看法主要基于红利资产相对其他权益资产的低回撤、低波动属性，以及较高股息相对国债收益率的比较优势。长江电力即为一个较为典型的例子，如果将长江电力的后复权收盘价与逆序的 10 年国债到期收益率相比，可以发现二者的大致趋势较为一致，且整体波动相对较小，故以长江电力为代表的一类红利资产在某种程度上都可以看作一种较为典型的“类债”资产，它们“非债”却又“似债”，接近于“永续债”的收益模式。同时，随着利率中枢的持续下移，红利资产与国债收益率之间的股债息差对于绝对收益投资者而言是一个十分有吸引力的因素，以长江电力为例，2021 年以来，其股息率相对十年国债而言平均具有 64bp 左右的收益优势，在基本面和股价端无重大下行风险的情形下，这一优势当然会吸引许多绝对收益型资金力量对其进行配置。

图 5：长江电力可以看作一种典型的“类债”资产



资料来源：，所

图 6：红利资产的股债息差对于绝对收益投资者具有吸引力



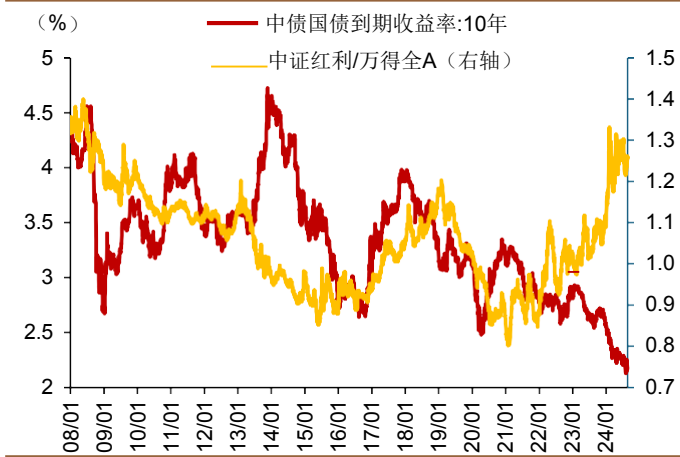
资料来源：，所

然而，需要注意的是，市场所谈论的红利资产终究是一种权益类资产，而非固收类资产，两者的风险收益特征有着本质的区别，对于红利资产的认识仍然应该基于股票定价而非债券定价的原理。一个反直觉的事实是，不同于债券，红利资产在利率下行期并非总能受益，甚至更多时候在利率上行期获得超额。若用中证红利指数相对全 A 的超额表现与国债到期收益率相比较，可以发现，两者总体上呈现一定的负相关关系，这种关系在 2021 年后甚至明显加强，这也是红利资产被称为“类债”资产的一大重要原因。然而，如果进一步拆解历史区间，考虑两者 252 交易日时间窗口的滚动相关性，可以发现红利超额与国债收益率并非在大部分时间内负相关，在 2021 年前，红利超额甚至更多区间内与国债收益率正相关，即红利资产在利率下行期有超额表现的概率反而较小。从本质上来说，这是权益资产的定价因子相较债券更为复杂决定的，利率因素只是影响分母端的一个因子，而盈利周期、信用环境、风险偏好、行业格局等诸多因素也在共同对红利资产的

¹ 久期本是对债券平均到期时间的一种测度，Dechow P M, Sloan R G, Soliman M T. (2004)首次提出了权益久期的概念，将对债券久期的分析引入至权益类资产，两者定义较为相似，同样可以理解为各期现金流支付所需时间的加权平均值。

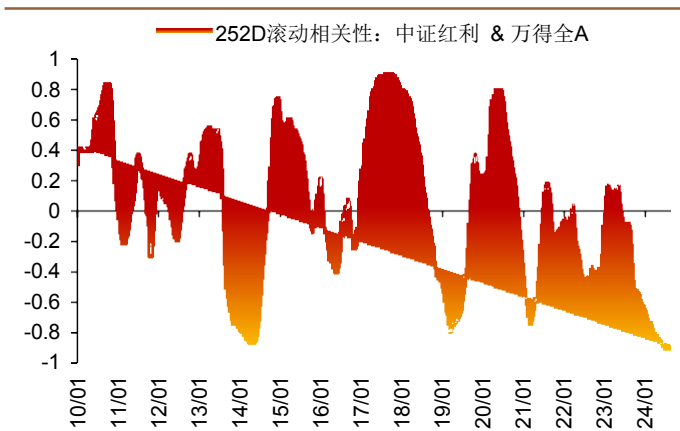
定价构成影响。作为权益类资产，红利与固收类资产的风险收益特征有着本质的区别，红利的波动性虽然低于一般的权益资产，但仍然远远高于固收资产，这是红利其实又“不类”债的最重要原因。

图 7：中证红利相对全 A 超额表现 v.s. 十年国债到期收益率



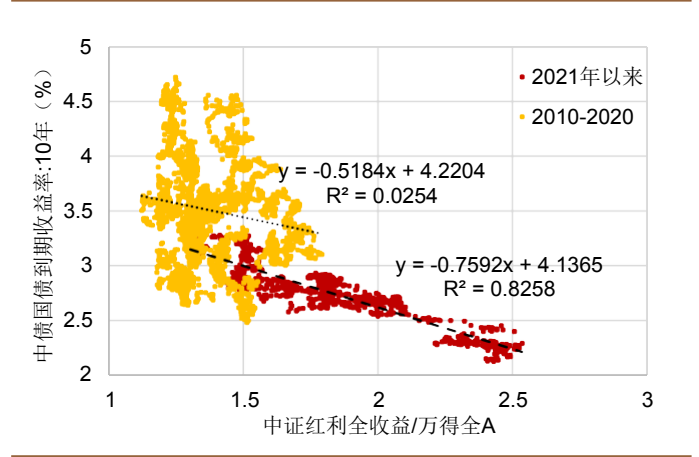
资料来源：，所

图 9：...但在滚动视角下两者并非在大部分时间内负相关



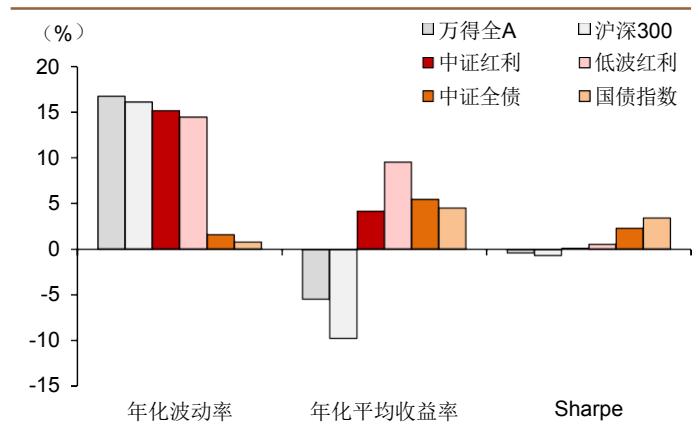
资料来源：，所

图 8：两者总体上呈现一定的负相关关系...



资料来源：，所

图 10：红利与固收类资产的风险收益特征有本质区别

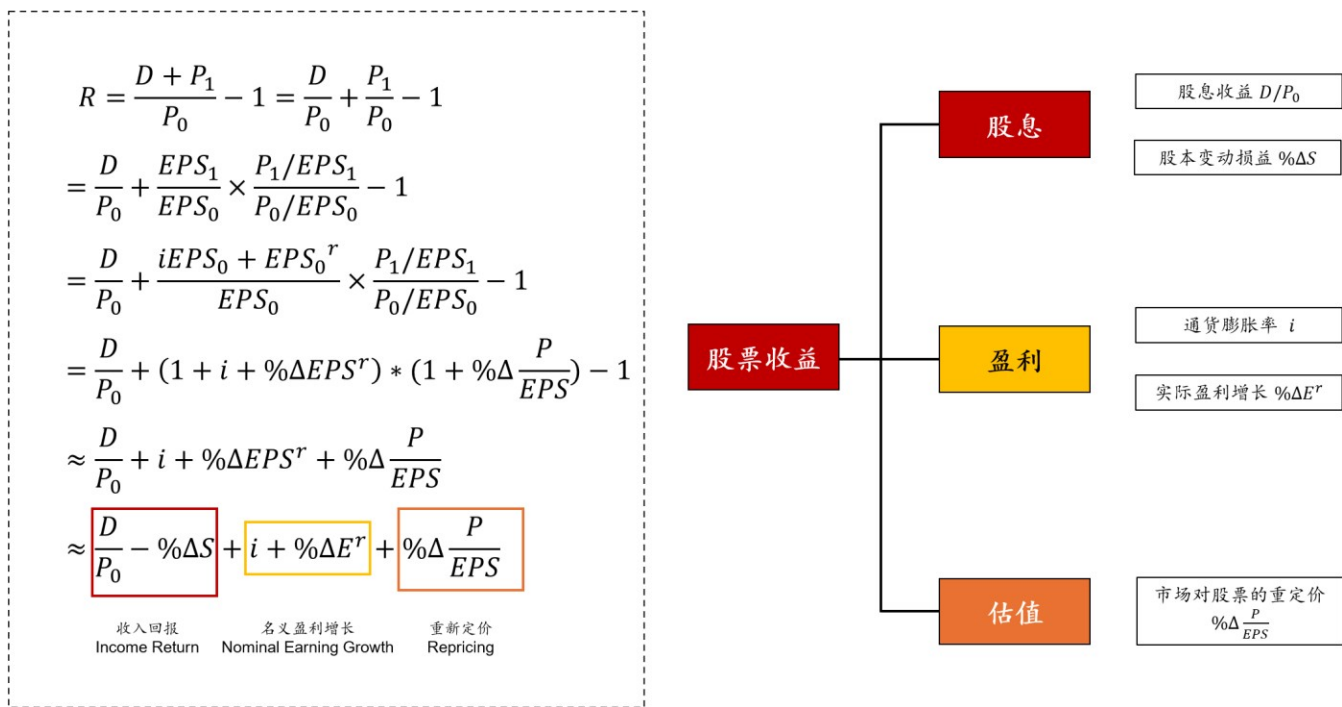


资料来源：，所；计算区间为 10/01/01-24/08/21，计算周期为月，无风险收益率取十年期国债收益率

基于 G-K 模型的思想，红利资产稳定的股息率使其“类债”，但盈利和估值因子却会对资产价格形成较大扰动，而它们才是影响红利资产真正质地的关键。想要正确认识红利，首先还是要从准确认识权益资产本身开始，对于包括红利在内的所有权益资产而言，我们都可以从 Grinold 和 Kroner（2002）提出的单期收益模型出发理解投资收益的来源。G-K 模型将股票的单期投资收益拆解成三部分，分别是收入回报（Income Return）、名义盈利增长（Nominal Earning Growth）和重新定价（Repricing），这三者分别对应了股息、盈利、估值三要素。借助 G-K 模型的思想，若不考虑股本稀释的影响，我们可以将任一股票或指数的收益拆解为三部分，即股息增长率、盈利增长率、估值增长率。若以中证红利指数表征红利资产，在不考虑股本稀释影响的情况下，通过计算其年度股息率、归母净利润增长率、市盈率增长率三个因子，可以发现，2015 年以来中证红利指数的年度股息率基本保持平稳增长的趋势，2015-2023 年区间内均值为 4.74%，而归母净利润增长率和市盈率增长率则波动较大，这也对指数整体表现形成较大扰动。2023 年，中证红利的市盈率增速较快，反映了市场对于红利资产较为乐观的重定价过程，估值的提升与股息的稳定共同抵御了盈利的下行。由此可见，在资产基本面相对稳健的前提下，红利资产稳定的股息率使其“类债”，但盈利和估值因素对于红利

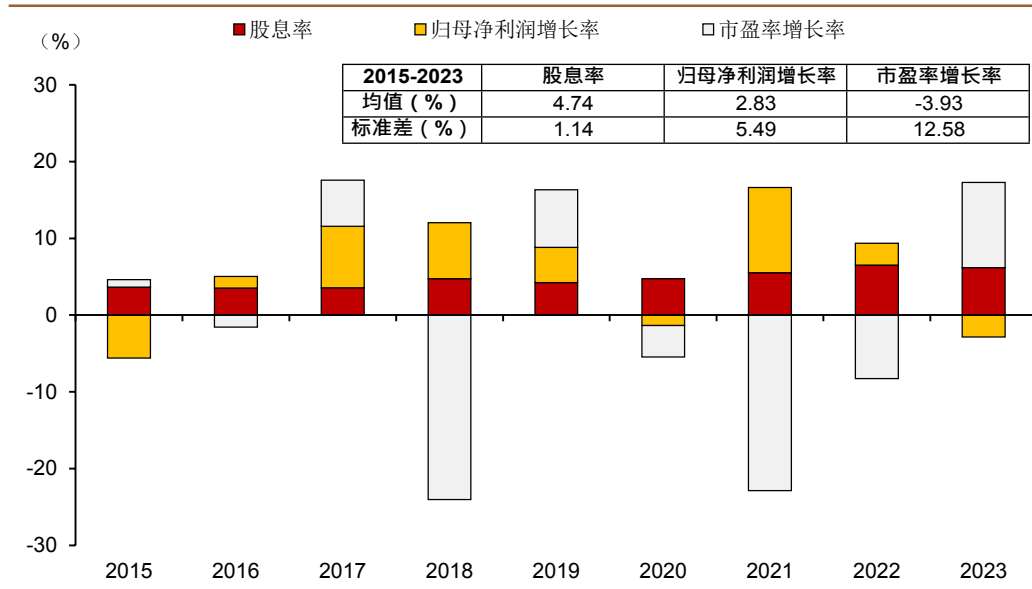
资产而言又是无法忽视的波动项，故这两者成为了影响红利资产真正质地的关键因素。

图 11：从 G-K 模型 (Grinold & Kroner) 出发理解股票投资收益的来源



资料来源：《The Equity Risk Premium》Grinold & Kroner (2002)， 所

图 12：中证红利指数年度收益拆解 (不考虑股本稀释)



资料来源： ， 所

最后，我们可以从理论层面认识红利资产短久期性的本质。根据 Dechow P M, Sloan R G, Soliman M T. (2004)提出的隐含权益久期 (Implied Equity Duration) 概念，隐含权益久期可以拆分为时间长度为 T 的有限期和此后的无限期两部分，而有限期内向股东支付的净现金流可以为 ROE (净资产收益率) 的增函数和 g (账面价值增长率) 函数，那么隐含权益久期的基本含义就提示我们以下两点：

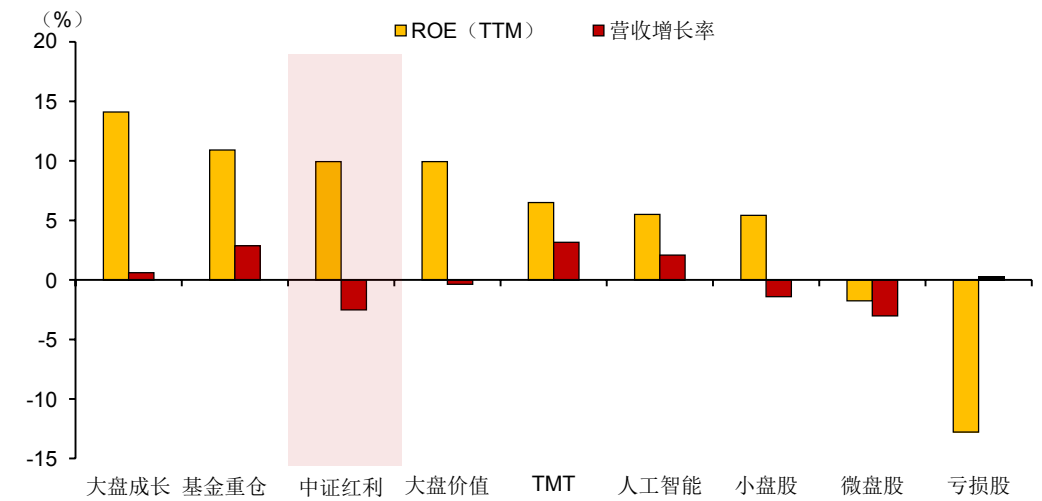
- (1) 对于那些高盈利 (ROE)、低增长 (g) 的公司而言，有限期内现金支付

多、权重大，而无限久权重小，股票的隐含久期较短；

(1) 而对于那些低盈利 (ROE)、高增长 (g) 的公司而言，有限期内现金支付少、权重小，而无限久权重重大，股票的隐含久期较长。

参考 Dechow 等人的文章，与历史股权增长率相比，历史营收增长率更能反映未来的股权增长。如果将 2023 年各类股票指数的 ROE 和营收增长率加以比较，可以发现中证红利相对核心资产、小微盘、部分赛道而言具有明显的高 ROE、低 g 特征，因此从理论层面看也可以认为当前的红利资产是一种典型的短久期资产，这也在某种程度上解释了为何红利资产在利率上行期更加受益。

图 13：相对核心资产、小微盘、部分赛道而言，中证红利具有较为明显的高 ROE、低 g 特征



资料来源：， 所；整体法，2023 年报

图 14：隐含权益久期的概念及含义

$$Duration = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} t \times \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{P}$$

$$\sum_{t=T+1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} = (P - \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t}) \quad (\text{假设 } T \text{ 期后的现金流为永续年金形式})$$

P : 股价
 CF : 向股东支付的净现金流
 r : 股权回报率
 E : 盈利
 BV : 账面价值
 ROE : 净资产回报率
 g : 股权增长率

$$\Rightarrow \text{Implied Equity Duration} = \frac{\sum_{t=1}^T t \times \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{P} + (T + \frac{1+r}{r}) \times \frac{(P - \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t})}{P}$$

隐含权益久期

$$CF_{t,0 < t \leq T} = E_t - (BV_t - BV_{t-1}) = BV_{t-1} \times \left(\frac{E_t}{BV_{t-1}} - \frac{(BV_t - BV_{t-1})}{BV_{t-1}} \right) = BV_{t-1} \times (ROE - g)$$



资料来源：《Implied Equity Duration: A New Measure of Equity Security Risk》 Dechow P M, Sloan R G, Soliman M T. (2004)， 所绘制

2.3. 红利投资中存在的“陷阱”

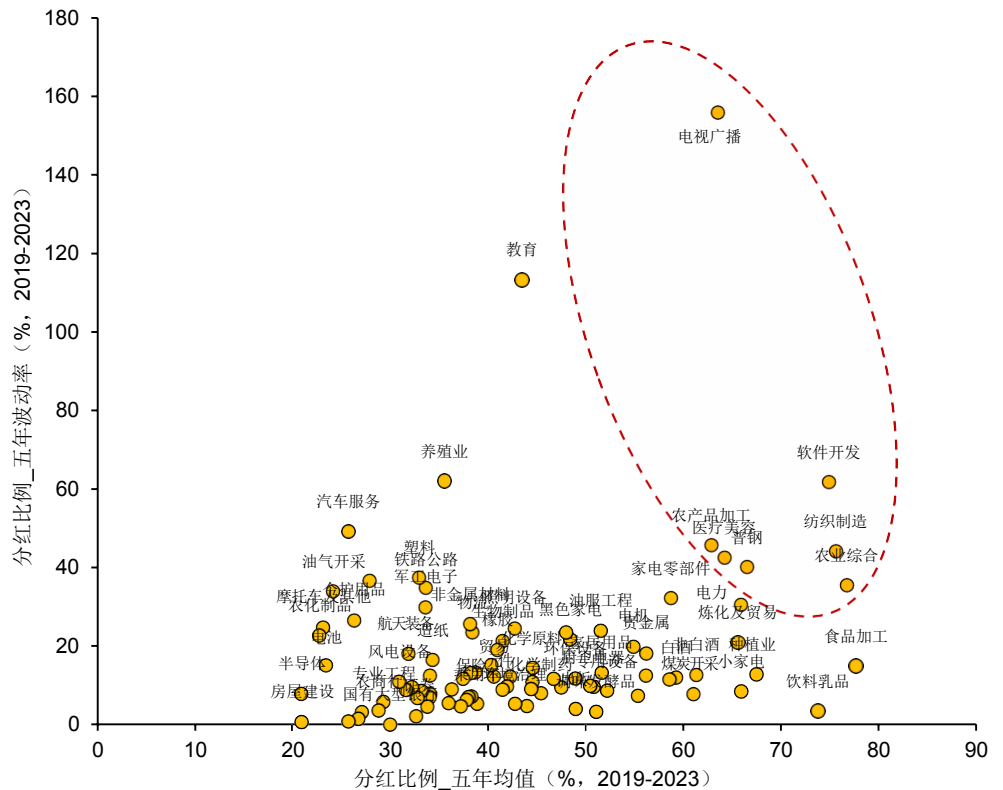
正如我们在前文中指出的，红利资产稳定的股息率使其“类债”，但盈利和估值因素才是影响红利资产真正质地的关键因素。从另一个角度看，对于红利投资而言，投资者面临的陷阱其实来自于这两者。

回到最基本的股息率定义中，股息率取决于分红比例（ d ）和估值（ P/E ），但并不是高分红或低估值就必然意味着稳定的高股息，其中分别暗含了“分红高波”以及“估值刚性”两类陷阱：

1) “分红高波”陷阱：高分红，但 d 并不稳定

股息率指标的计算基于历史数据，因此高分红仅代表对应的公司或行业在考察区间内平均而言具有较高的分红比例，但这一分红比例的可能具有很高的波动性，高波动的分红会削弱确定性溢价，历史分红的波动率会影响投资者对未来分红稳定性的预期。以申万二级行业为例，整体法下，电视广播、软件开发、农产品加工、纺织制造、医疗美容、普钢等行业近五年分红比例均值较高，但波动率亦不低，这类行业的历史分红比例对未来分红的指引并不坚实。

图 15：红利投资中存在的第二种陷阱：“分红高波”



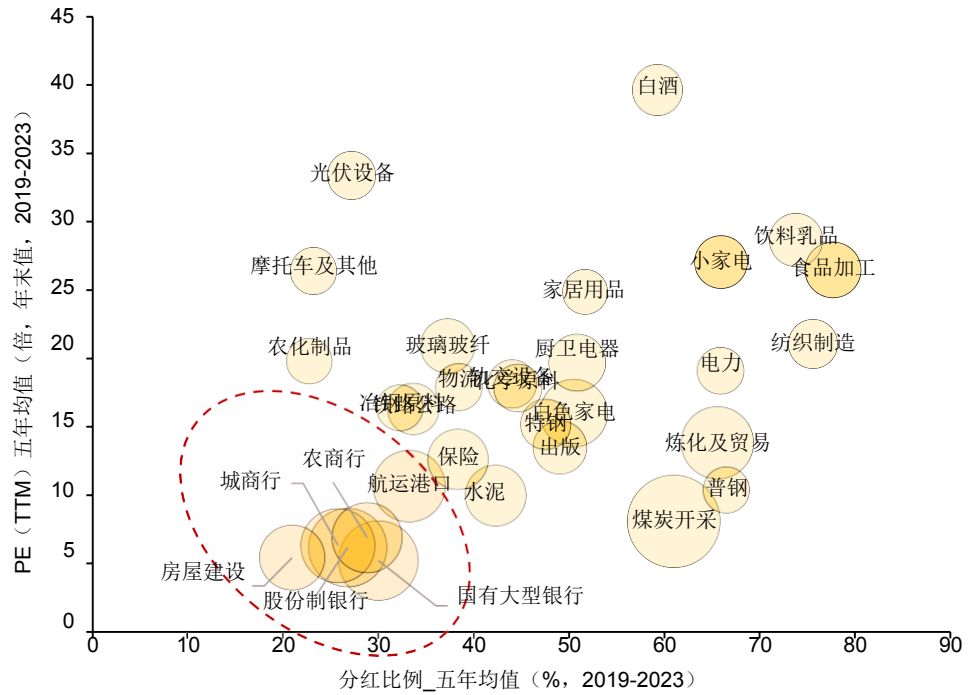
资料来源：， 所；整体法计算；结果剔除部分极端值，仅展示分红比例均值位于 20%-80%的二级行业

2) “估值刚性”陷阱：低估值，但 P/E 缺乏弹性

在分红比例不变的情形下，低估值同样可以造就高股息率，但如果绝对估值长期处于低位且缺乏向上的弹性，这意味着此类资产的高股息属性则可能是被动形成的，其向股东实际支付的现金股利实际上并不高，并且重定价因素可能也难以对股价形成长期支撑。以申万二级行业为例，整体法下，房屋建设、股份制银行、国有大型银行、城商行、农商行、航运港口等行业的股息率较高，但历史 PE 估值和分红比例其实并不高，这类高股息资产的弹性往往取决于 PE 估值中枢在

中期能否回归或估值的波动性能否系统性抬升，历史股息率的高低本身并不保证这类资产的能够出现价值重估，而如果这类资产的估值中枢后续能够向上抬升，高股息率的维持则要依赖于分红比例的进一步提升。

图 16：红利投资中存在的第二种陷阱：“估值刚性”



资料来源：， 所；整体法计算，气泡大小代表 2023 年末股息率；仅展示分红比例均值位于 20%-80%、2023 年末股息率大于 2%的二级行业。

从本质上看，我们认为，对“分红高波”和“估值刚性”两类陷阱的认识仍应基于公司基本面，事实上，是上市公司的商业模式和行业格局等基本面因素决定了其股票是否具备成为“真红利”资产的条件，而估值指标以及包含估值因素的股息率指标两者则隐含市场对该资产的认知，只有基本面与市场认知同时满足条件，一种资产才能成为真正的红利资产。因此，在寻找当前阶段的“真红利”时应当从基本面出发（G-K 模型中的盈利因子），同时结合市场定价行为（G-K 模型中的股息因子和估值因子）进行识别。

总而言之，我们对从基本概念、资产特征、理论逻辑以及可能存在的“陷阱”等多方面对“红利资产”进行了再认知，要点如下：

- 1) 对于红利投资或高股息投资来说，股息率是一个极为关键和基本的指标，股息率指标可以进一步拆解为分红比例和市盈率两因素；
- 2) 红利投资的出发点是配置能够提供较高且稳定分红的资产，股息率的确是一个较为直接且合适的指标，但仅仅依靠股息率这一静态指标本身显然无法准确识别出那些真正可靠的红利资产，我们还应重点关注其衍生出的分红比例（ d ）和估值（ P/E ）两大因素；
- 3) 基于“资产荒”的现实和配置力量的需求，当前市场倾向于将“红利资产”描绘成一种“类债资产”，但要注意，红利资产终究是一种权益类资产，而非固收类资产，两者的风险收益特征有着本质的区别。
- 4) 基于 G-K 模型的思想，红利资产稳定的股息率使其“类债”，但盈利和估值因子却会对资产价格形成较大扰动，而它们才是影响红利资产真正质的关键。
- 5) Dechow 等人提出的“隐含权益久期”概念可以帮助我们理论层面补充认识红利资产短久期性的本质，对于高盈利（ ROE ）、低增长（ g ）的公司而言，有限期内现金支付多、权重大，而无限久期权重小，股票的隐含久期较短；
- 6) 红利投资存在“分红高波”和“估值刚性”两类陷阱，前者指资产具有较高的分红比例，但这一分红比例可能具有很高的波动性，无法指引未来；后者指低估值形成了高股息率，但绝对估值长期处于低位且缺乏向上的弹性，重定价因素难以对股价形成长期支撑。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文请访问：<https://d.book118.com/036242201210010224>