

目录

1、红利+低波，震荡市中的防御组合	- 4 -
1.1、红利为矛，低波铸盾，质量稳健并重的经典组合	- 4 -
1.2、在宏观环境的多重影响下，红利低波策略迎来配置时机	- 5 -
1.3、政策持续加码，企业分红意愿有望持续提升	- 7 -
1.4、红利占优环境未变，短期调整带来配置好时机	- 8 -
1.5、后续红利低波风格或仍将受到增量资金的驱动	- 10 -
2、中证红利低波动指数：低波+红利，双重稳健之选	- 13 -
2.1、指数编制方案与对比	- 13 -
2.2、业绩表现优异，防御特性凸显	- 15 -
2.3、行业侧重高股息赛道，前十大持股聚焦银行	- 18 -
2.4、聚焦大市值风格，指数交投活跃程度上升	- 19 -
2.5、指数成分股高股息率特性明显，目前配置价值较高	- 20 -
3、新华中证红利低波动 ETF（560890）：助力稳健投资	- 22 -
3.1、产品介绍	- 22 -
3.2、新华基金：产品线布局丰富	- 22 -
3.3、基金经理：指数管理经验丰富	- 23 -

图表目录

图 1、红利低波组合的投资逻辑	- 4 -
图 2、红利低波策略在不同市场行情下均具备配置价值	- 5 -
图 3、红利低波超额收益与宏观景气度呈负相关性	- 6 -
图 4、红利低波超额收益与信用周期呈负相关性	- 6 -
图 5、当前市场处于长期底部区域	- 7 -
图 6、红利指数和中证全指每股股东自由现金流(元)	- 7 -
图 7、上交所、深交所关于分红不达标实施风险警示的规定修订细节	- 8 -
图 8、2010 年以来 A 股整体分红比例持续提升	- 8 -
图 9、2023 年现金分红公司数量上升（单位：只）	- 8 -
图 10、2019-2023 年中证红利成分股在派息日前后四周的周超额收益（%）	- 9 -
图 11、中证红利指数成交额分位数下降	- 9 -
图 12、红利指数股息率与中债国债 10 年到期收益率的差值（单位：%）	- 10 -
图 13、险资不断增加对 A 股投资	- 11 -
图 14、监管层加大力度鼓励险资入市	- 11 -
图 15、主动偏股基金配置比例	- 11 -
图 16、被动指数型基金近年来加速扩容	- 12 -
图 17、沪深 300 全收益指数与万得偏股基金指数涨跌幅（%）	- 12 -
图 18、中证红利低波动指数全收益指数净值走势：复利的有效性	- 15 -
图 19、中证红利低波动指数净值走势	- 16 -
图 20、指数分年度区间收益率和夏普比率比较	- 17 -
图 21、指数分年度最大回撤和年化波动率比较	- 17 -
图 22、不同市场状态下指数月度收益均值（%）	- 18 -
图 23、中证红利低波动指数成分股中信一级行业权重分布（%）	- 18 -
图 24、中证红利低波动指数总市值分布权重（%）	- 19 -
图 25、中证红利低波动指数总市值分布数量（只）	- 19 -

图 27 、中证红利低波动指数季度日均成交量及成交额	- 20 -
图 28 、指数股息率（近 12 个月，%）对比	- 21 -
图 29 、中证红利低波动指数估值水平（单位：倍）	- 21 -
表 1 、中证红利低波动指数基本信息	- 13 -
表 2 、中证红利低波动指数以及中证红利指数样本空间选择方法对比	- 14 -
表 3 、中证红利低波动指数以及中证红利指数选样方法对比	- 15 -
表 4 、中证红利低波动指数长期业绩表现	- 16 -
表 5 、中证红利低波动指数前十大权重股	- 19 -
表 6 、新华中证红利低波动 ETF 基金基本信息	- 22 -
表 7 、新华基金权益型产品布局	- 23 -
表 8 、邓岳在管基金情况	- 24 -

1、红利+低波，震荡市中的防御组合

1.1、红利为矛，低波铸盾，质量稳健并重的经典组合

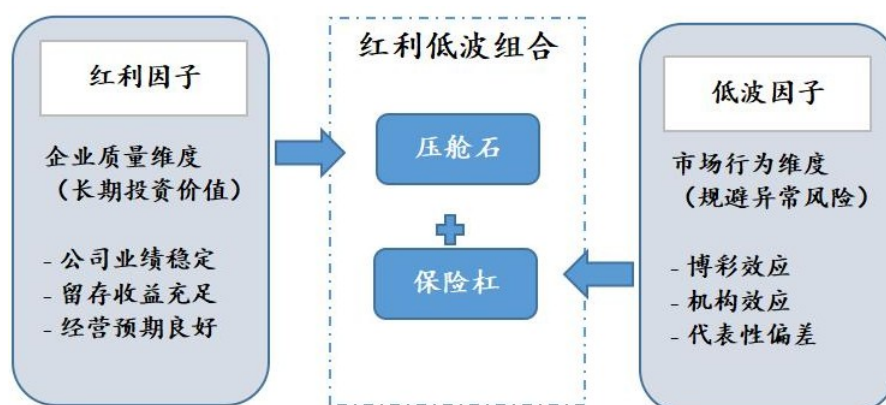
红利策略是一种以股息率作为核心选股指标的投资策略，旨在选取现金流稳定、长期持续现金分红、分红比例较高的上市公司作为投资标的的选股策略。股息现金流为投资者提供了更强的流动性以及投资回报的安全垫，强化了组合的稳定性；分红是企业传递运营状况的渠道，股利增长往往反映企业对发展前景的良好预期；股息率也是典型的估值指标之一，能够强化组合的安全边际。

低波策略则更注重股票价格波动的稳定性，通过筛选波动性较低的股票来增强投资组合的抗风险能力，通常来说，这可以使得股票组合在市场震荡行情中表现得较为稳定。目前业界主流观点认为，高波动股票受到彩票效应、代表性偏差、机构效应等行为偏差的影响，存在泡沫和估值陷阱的可能性较高。长期来看，低波动因子能够较好地过滤尾部风险，提升组合的稳健性。

红利低波策略是将高股息和低波动两种策略相结合，先通过红利因子筛选出现金流稳定、分红意愿比较强、分红比例比较高的上市公司，再加入低波动因子，选择其中价格波动较小、风险低的上市公司，着力于提升整体风险收益水平。

我们认为，**红利低波因子叠加有助于避免估值陷阱**。如果高分红公司由于业绩压力难以继续维持高股息，但此时股息率依然处在高位，这种公司的股价回落会影响投资收益，低波因子可以在一定程度上解决这个问题，很多业绩下滑的公司会在业绩披露前异常波动，低波因子可以将这一类公司排除在外，可以更好地回避估值陷阱的问题，**红利低波两个因子相互配合有望实现“1+1>2”的效应**。

图 1、红利低波组合的投资逻辑

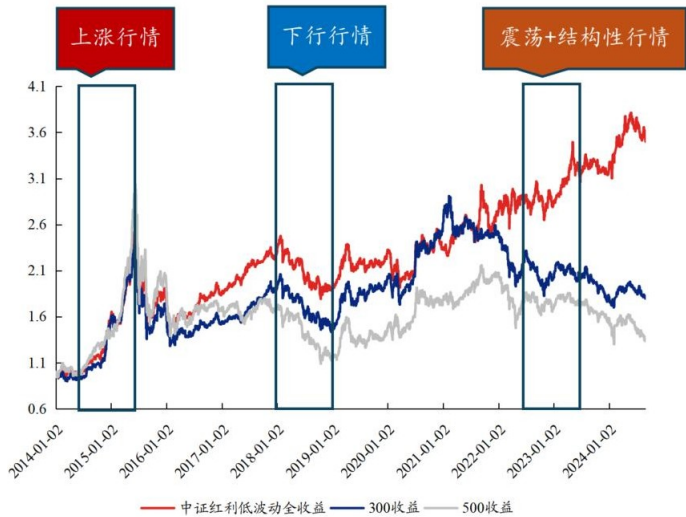


资料来源：金工团队绘制

以中证红利低波动指数（指数代码：H30269.CSI）为例，该指数选取 50 只流动性好、连续分红、红利支付率适中、每股股息正增长以及股息率高且波动率低的证券作为指数样本，采用股息率加权，以反映分红水平高且波动率低的证券的整体表现。这种策略的优势在于，当红利指数成份股上涨过多，有可能会因为股息率太低而被调出指数，这种自带“高抛低吸”的策略，更符合红利价值投资的思路。叠加股息率加权，一定程度能避免传统市值加权指数成份股因市值达标而进入大盘指数后，出现均值回归拖累指数的劣势。

在市场风险偏好较低时，红利+低波的策略能够提供较好的防御性和缓冲性，在市场风险偏好较高时，红利+低波的策略也能够保持一定的增长性和竞争力，因为高股息股票往往具有较高的质量、稳定的盈利和现金流，以及较低的估值。可以发现，红利低波组合的表现长期更优。因此，我们认为低波因子在红利类股票中依然有效。

图 2、红利低波策略在不同市场行情下均具备配置价值



资料来源： ，

1.1、在宏观环境的多重影响下，红利低波策略迎来配置时机

当前宏观环境适合红利低波风格。从宏观景气度来看，在宏观景气度扩张的阶段，高景气行业占比相对较高，在这一阶段，市场往往倾向于追逐景气赛道，追逐收益的弹性，对资产估值、投资安全边际的考量相对较少，因此扩张阶段红利低波风格相对并不占优；而相反，在宏观景气度收缩的阶段，红利低波风格容易跑出相对收益。从图中我们可以看出，红利低波相对万得全 A 超额收益与 PMI 呈现较为明显的负相关性。

图 3、红利低波超额收益与宏观景气度呈负相关性



资料来源： ，

从信用周期角度来看，信用扩张意味着投资需求的增加，背后反映的本质问题是经济体投资机会的增加，投资机会增加的阶段意味着成长板块有持续边际改善的成长前景，成长板块投资性价比提升；而在信用收缩阶段，投资机会较少，投资者信心相对不强，红利类资产确定性的高股息收益具有更高的性价比。我们用 M1-M2 来衡量信用扩张的情况，从图中可以看出，信贷周期与红利低波超额收益呈现显著负相关的特征。可以看出，红利低波风格适合当前经济弱复苏、信用没有显著扩张的阶段。

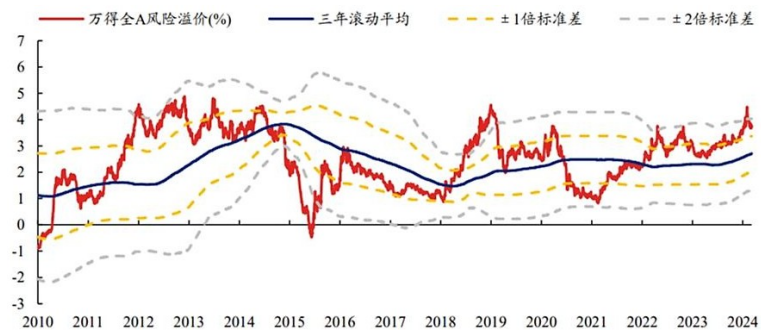
图 4、红利低波超额收益与信用周期呈负相关性



资料来源： ，

并且在市场大波动后，高胜率投资正成为市场共识。以史为鉴，2015 年和 2018 年市场在大波动后，随着实体与资本市场出清，投资者偏好也在历经动荡后逐渐凝聚，代表高胜率的 16-17 年的中国版“漂亮 50”与 19-21 年的核心资产均被赋予越来越高的确定性溢价，并最终成为各类资金的共识。当前，一方面市场风险偏好显著收缩，从此前更偏向于弹性与赔率逐步转向追求长期稳定回报；另一方面市场再次处于底部位置，高胜率资产同样拥有了高赔率。因此在经历短期的跌深反弹后，中长期高胜率投资的统一战线或将再次建立。

图 5、当前市场处于长期底部区域



资料来源： ，

稳健经营、现金流充裕的红利板块是天然的高胜率资产。高胜率的本质是确定性，而红利是天然具备高确定性的资产，高分红+稳健经营是红利资产确定性最主要的来源。究其原因，具备红利特征的行业多处在成熟期，行业竞争格局进入稳态，龙头企业资本扩张意愿下降，经营相对稳健。从财务指标来看，红利板块相较全 A 盈利表现更加稳定，且资本开支逐渐减少，从而实现了相对充裕的现金流，为持续高分红提供了可能。

图 6、红利指数和中证全指每股股东自由现金流(元)



资料来源： ，

1.2

、政策持续加码，企业分红意愿有望持续提升

4月12日，新“国九条”以及交易所的一系列配套规则的征求意见稿出台，其中对上市公司分红规定做出了重点安排，除引导上市公司加强分红，提升分红水平和频次外，有一条便是将多年不分红或者分红比例偏低的公司纳入“实施其他风险警示”（ST）的情形。以上交所主板为例，对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5000万元的公司，实施ST。虽然该条例还处于征求意见稿阶段，但也体现了监管对于分红

一以贯之的关注。随着政策加持，红利类股票或迎来长期估值重塑，A 股或将迎来红利时代，红利类风格股票迎来布局良机。

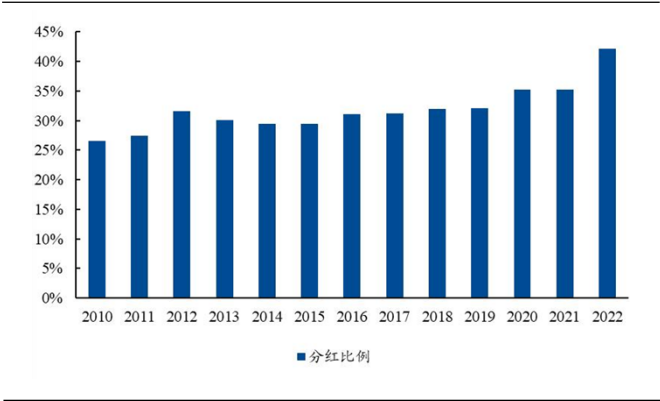
图 7、上交所、深交所关于分红不达标实施风险警示的规定修订细节

交易所	板块	修订前	修订后
上交所	主板	无	新增对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的 30%，且累计分红金额低于 5000 万元的公司，实施 ST。
	科创板		将分红金额绝对值标准调整为 3,000 万。同时，最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例 15%以上或最近三个会计年度研发投入金额累计在 3 亿元以上的科创板公司，可豁免实施 ST。回购注销金额纳入现金分红金额计算。
深交所	主板	无	新增最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于 5000 万元。
	创业板		创业板调整为 3000 万元并考虑公司研发投入情况。

资料来源：证监会、上交所、深交所，

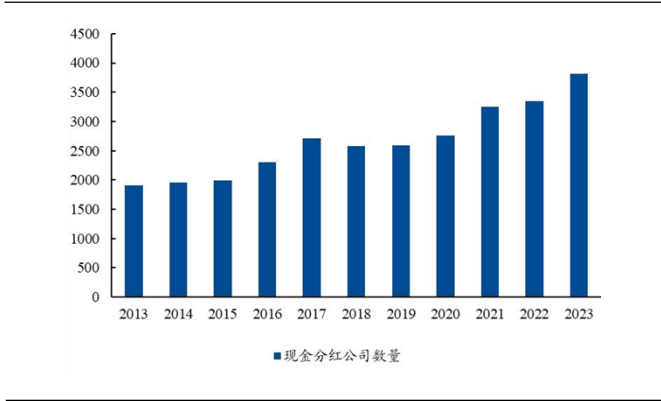
近年来，国内部分行业投资增速放缓，企业资本开支收缩，A 股整体分红比例由 30%提升至 2022 年的 41%，尤其是 2020 年以来 A 股自由现金流维持高位，现金资产占比再创新高。同时，伴随着无风险利率降低，从公司财务角度看，将公司冗余的流动性用于财务投资的性价比也在不断降低。在新“国九条”等政策持续引导下，预计未来 A 股分红比例以及股息率均有望进一步得到提升，高股息资产的投资逻辑有望持续强化。

图 8、2010 年以来 A 股整体分红比例持续提升



资料来源： ，

图 9、2023 年现金分红公司数量上升（单位：只）



资料来源： ，

1.1

、红利占优环境未变，短期调整带来配置好时机

近期，红利板块有所调整，这或是因为阶段性兑现压力和红利板块日历效应： 一是部分资金因持有期较短且需要达到年度收益目标因此选择先行兑现收益；二是红利板块存在明显的日历效应。

在分红季，即 5 月至 7 月期间，A 股公司集中进行现金分红，这导致部分个股面临较大的兑现压力。从 2019 至 2023 年，中证红利成分股在派息日后的第一

周通常会出现超额收益为负的情况，但这种影响从第二周起开始减弱，因此近期交易层面的影响将逐步减弱。

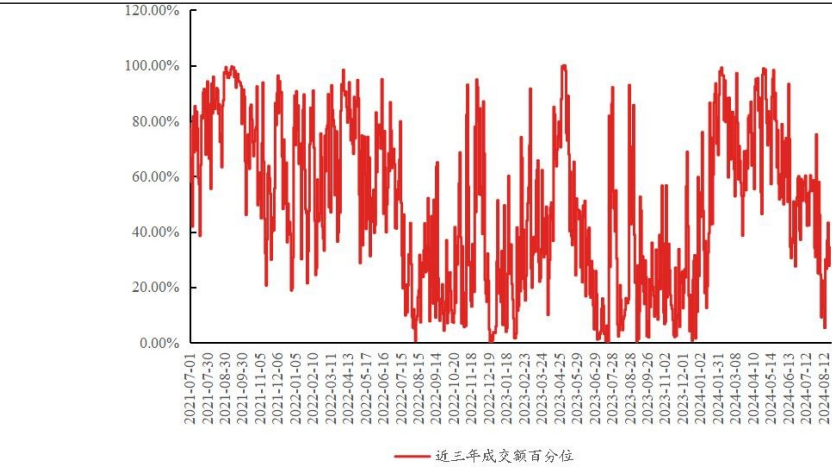
图 10、2019-2023 年中证红利成分股在派息日前后四周的周超额收益（%）

中证红利成分 股周超额收益 均值（相对 Wind全A）									
	派息日 前四周	派息日 前三周	派息日 前二周	派息日 前一周	派息日 后一周	派息日 后两周	派息日 后三周	派息日 后四周	
2023年	0.23	-0.35	-0.16	-0.56	-0.26	0.57	0.34	0.75	
2022年	-1.97	-1.00	-0.17	-0.33	-0.58	-0.72	-0.82	-1.33	
2021年	-1.32	-0.21	1.29	0.40	-0.88	0.19	0.38	-0.88	
2020年	-1.03	-1.05	-0.59	-0.96	-1.92	-0.09	-1.32	-0.48	
2019年	0.33	-0.34	0.41	0.39	-0.95	-0.78	-0.35	-0.48	

资料来源：，

考虑到三季度经济基本面压力仍存，具备业绩稳定性和优质资产质量的红利股仍是底仓配置重点。截至 2024 年 8 月 31 日，中证红利成交额处于近三年的 27.40%分位数，成交拥挤度已明显回落至历史中等偏低水平。

图 11、中证红利指数成交额分位数下降



资料来源：， 数据日期截至 2024 年 8 月 31 日

另外，从股息率方面来看，以中证红利指数为例，其近12个月股息率为5.09%，与 10 年国债到期收益率的剪刀差在近十年来不断走阔，基本爬升至历史高位区间。往后看，在存款利率快速下行、理财打破刚兑、存量高息资产到期等多方面因素的推动下，低利率或将成为常态，具备高股息优势的红利资产有望持续吸引增量资金的关注。综合考虑以上因素，红利风格虽然面临短期调整，但长期投资价值 依然显著，近期板块回调或成为加仓好时机。

图 12、红利指数股息率与中债国债 10 年到期收益率的差值（单位：%）



资料来源： ，

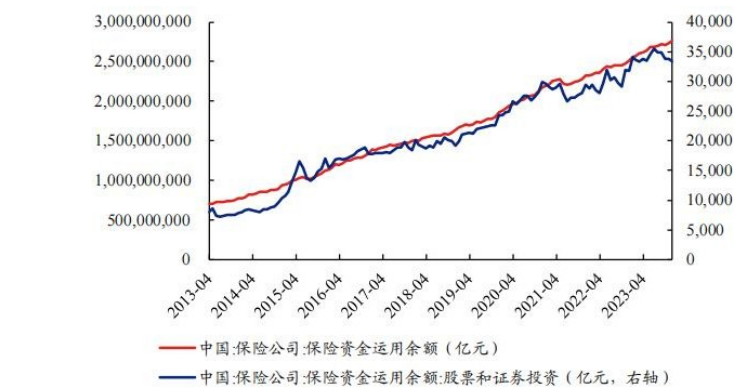
1.3

、后续红利低波风格或仍将受到增量资金的驱动

首先，险资是今年 A 股市场增量资金的重要来源，盈利稳定、现金流充裕、波动性相对较低的红利低波风格天然受到注重投资安全边际的险资青睐，也有望成为重要增量。

险资的权益投资风格较为稳健，通常以绝对收益作为导向，更倾向于选择具有稳定收益的股票进行投资，如红利股等。这种投资风格一定程度上也受到 2017 年发布的新会计准则（《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》）的影响。具体来说，大量股权投资从可供出售金融资产的分类，被重新划分至以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。由于股票的公允价值变动需计入当期损益，因此保险公司通常会选取红利风格股票等价格波动较小、且具有现金股息收益的资产。因此，未来险资有望成为配置红利低波风格的重要增量。

图 13、险资不断增加对 A 股投资



资料来源： ，

图 14、监管层加大力度鼓励险资入市

日期	事件	主要内容
2023.8.24	证监会召开机构投资者座谈会	1) 推动研究优化保险资金权益投资会计处理, 推动保险资金长期股权投资试点落地, 并逐步扩大试点范围与资金规模; 2) 推动建立健全保险资金权益投资长期考核机制, 促进其加大权益类投资力度, 引导和支持银行理财资金积极入市。
2023.9.19	金监局《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	1) 引导保险公司支持资本市场平稳健康发展; 2) 对于保险公司投资沪深300指数成分股, 风险因子从0.35调整为0.3; 3) 投资科创板上市普通股股票, 风险因子从0.45调整为0.4; 4) 对于投资公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 中未穿透的, 风险因子从0.6调整为0.5。
2023.10.30	财政部《关于引导保险资金长期稳健投资加强国有商业保险公司长期考核的通知》	1) 将经营效益指标的ROE由当年度ROE变为“50%的3年ROE几何平均数”+“50%的当年度ROE”, 以加强国有商业保险公司长周期考核; 2) 明确要求“保险资金要投向风险可控、收益稳健、具有稳定现金流回报的资产, 不得用于收益不稳定、价格波动大、现金流不稳定的高风险投资”
2024.1.12	证监会召开新闻发布会	积极支持保险资金开展长期股权投资试点, 中国人寿、新华保险作为首期试点机构, 拟共同出资500亿元, 聚焦投资二级市场优质上市公司, 目前该项目进入落地阶段。
2024.1.25	证监会召开2024年系统工作会议	大力推进投资端改革, 推动保险资金长期股权投资改革试点加快落地, 完善投资机构长周期考核, 健全有利于中长期资金入市的政策环境, 促进投融资动态平衡。

资料来源：证监会， 金监局， 财政部，

与此同时，公募基金当前仍明显低配红利板块。截至 2023H2，无论从绝对持仓占比还是超配比例看，主动偏股基金对红利资产均是低配。

图 15、主动偏股基金配置比例

	2023H1	2023H2
公募基金对中证红利成分股持仓比例	5.21%	6.39%
中证红利指数成分股占全A自由流通市值比例	8.35%	8.79%
超低配比例	-3.14%	-2.40%
结果	低配3.1%	低配2.4%

资料来源： ，

近两年被动基金扩容再提速，一定程度上也利好红利低波被动型产品的发展。被动指数型基金近些年加速扩容，尤其是去年以来增量更为显著。截至 2024Q2

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/928142041116006130>