



红利策略优化：“高股息陷阱”与股息预测

2024年02月05日

➤ **红利投资方兴未艾。**从收益来源角度看，股息率的贡献长期将在股票收益中起到更加重要的作用，在目前业绩增长面临挑战的背景下凸显分红价值。从外部环境角度看，中美的红利策略均在其市场下跌、回暖时期历史上相对占优。同时由于其主要成分股含有较多顺周期板块，因而在经济复苏和衰退期表现较优，在中国经济大概率复苏的背景下，目前仍有较为有利的外部环境。

➤ **传统的高股息策略和股息增长策略存在明显不同。**前者买入高股息率公司，倾向价值投资，风险偏好较低，盈利来源依赖分红；后者选股息增长潜力，倾向成长投资，风险偏好较高，盈利来源还有资本增值，类似红利和成长的“中和策略”。与美股不同的是，A股市场当下成长风格不佳且波动大，传统的高股息策略较股息增长策略更稳定。

➤ **“高股息陷阱”可通过股息预测和负向清单制度在一定程度上规避。**股息率的高低更多取决于业务的属性以及企业所处的发展阶段，并不一定是越高越好。从统计结果看，股息率次高组拥有相对于大盘最高的胜率。“高股息陷阱”的表现形式多种多样，但本质是投资者单纯追逐高股息率而忽视了公司盈利可持续性和长期价值。因此，一方面可以通过股息率本身的预测加以规避，另外也考虑诸如剔除股价表现极端、负债率异常的标的等负向清单制度。

➤ **通过股息发放政策和企业价值的分别判断实现股息的预测。**通过过去5年财务和分红数据，将上市公司分红类型归类为稳定每股红利、稳定分红总额、稳定股息净利润支付率和稳定股息现金流比率。使用平滑技术判断数据稳定性，并计算偏离度，根据偏离度和阈值确定每年公司的分红类型。根据分红类型用时间衰减加权计算预测值，并转换为每股分红。股息率预测因子市值中性化后的 rank ic 由原始股息率 TTM 因子的 3.23% 提升到 3.82%。

➤ **通过股息预测与“高股息陷阱”规避，能够对传统红利和红利低波策略稳定增强。**构建的预测高股息组合在年度换仓条件下在整个样本期间实现相对于中证红利全收益 4.47% 的超额收益和 0.67 的信息比率。进一步基于预测股息率，同时实行负向清单制度以尽可能规避“高股息陷阱”的方法，叠加低波因子，最终构建季度调仓的红利低波增强组合，样本内相对于红利低波全收益实现了 6.17% 的年化超额收益和 0.75 的信息比率，其中 2023 年全年贡献了近 9% 的超额收益。

➤ **风险提示：**股息支付规律变动风险；净利润和现金流存在预测风险；过去不代表未来；个股案例不代表任何投资建议。

**分析师 叶尔乐**

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

研究助理 吴自强

执业证书：S0100122120016

邮箱：wuziqiang@mszq.com

相关研究

1. 量化周报：守望流动性-2024/02/04
2. 量化专题报告：从增量学习到元学习：深度学习训练新框架-2024/02/02
3. 量化分析报告：一月社融预测：59852 亿元-2024/02/01
4. 量化周报：流动性支持下有望震荡上涨-2024/01/28
5. 量化专题报告：基金交易三维刻画：胜率、赔率和频率-2024/01/25

目录

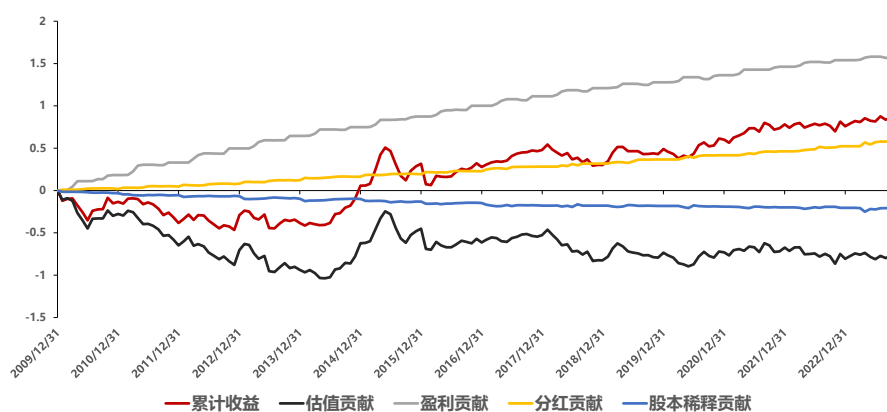
1 红利策略趋势展望	3
1.1 收益来源角度：业绩增长疲弱凸显分红价值	3
1.2 外部环境角度：下跌、回暖和复苏期红利占优	5
2 常见红利策略的风格和收益对比	7
2.1 美股市场	7
2.2 A 股市场	9
2.3 代表性指数与产品	11
2.4 小结	14
3 何为“高股息陷阱”？	16
3.1 股息率并非越高越好	16
3.2 “高股息陷阱”的表现形式	17
3.3 小结	19
4 股息的优化预测框架及效果	20
4.1 股息预测逻辑与框架	20
4.2 预测结果	26
4.3 组合构建	30
5 总结	36
6 风险提示	37
插图目录	38
表格目录	39

1 红利策略趋势展望

1.1 收益来源角度：业绩增长疲弱凸显分红价值

红利投资主要赚盈利和分红的钱，不赚估值的钱。股票收益可以拆解为四个部分：估值贡献，盈利贡献，分红贡献，以及股本稀释贡献。其中盈利贡献来自于净利润导致的净资产增长。收益拆解显示中证红利指数的收益主要来自个股盈利和分红，估值长期趋势走平。

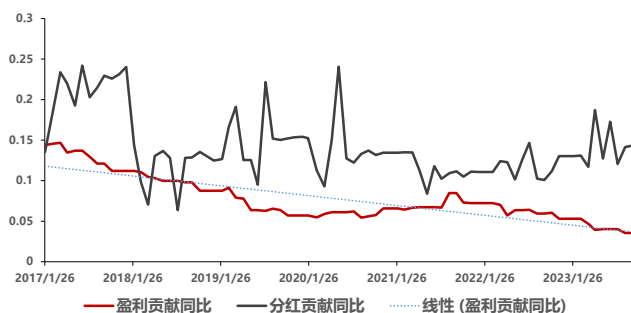
图1：中证红利指数的收益拆解



资料来源：wind, 民生证券研究院

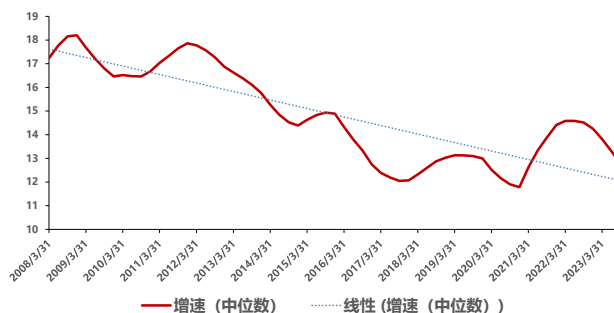
原因在于：高增长行业股息率较低，估值贡献往往为正值；而低增长行业股息率较高，估值贡献往往为负值。估值与企业盈利能力高度相关。高增长行业的股息率通常较低，因为它们本身盈利能力强并倾向于将大部分留存收益用于再投资和资本开支，以追求未来更高的盈利能力。这导致股息率较低，但估值贡献往往是正向的。这种情况反映了市场对于高增长行业的成长潜力给予的溢价。相反，低增长行业由于缺乏再投资的必要性，大部分留存收益会以分红的形式回馈给股东，因此股息率较高。然而，由于市场预期这些行业未来的增长有限，它们的行业估值贡献往往为负值。

图2：中证红利指数的盈利贡献逐渐降低



资料来源：wind, 民生证券研究院

图3：全A的盈利增速中位数趋势下行（%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

市场整体成长性下行背景下股息贡献愈加重要。A 股上市公司净利润同比

自 2008 年以来趋势长期下行。2023 年大部分行业的业绩增长面临挑战。2023 年内，100-500 亿市值的公司在一季度业绩增长较高，但在接下来的两个季度中出现了下滑和负增长，显示出较高的波动性。相比之下，500 亿以上的公司在三个季度中波动较小，显示出较高的稳定性。中证红利指数收益贡献中盈利贡献的同比增速也持续降低，对比之下分红贡献持续维持在较高水平，成为策略收益更重要的来源。在此环境下，股息将天然获得更多的市场关注。

表1：2023 年净利润环比表现（截至 2023 年 Q3）

市值分类	2023年第一季度业绩环比增长			2023年第二季度业绩环比增长			2023年第三季度业绩环比增长		
	500亿以上	100-500亿	100亿以下	500亿以上	100-500亿	100亿以下	500亿以上	100-500亿	100亿以下
交通运输	197%	47%	255%	58%	6%	-3%	69%	53%	14%
传媒	32%	183%	116%	7%	31%	3%	-6%	-23%	-19%
公用事业	18%	530%	191%	30%	22%	85%	38%	0%	91%
农林牧渔	-123%	61%	169%	8%	-247%	-229%	163%	133%	54%
医药生物	70%	186%	159%	-1%	0%	-27%	10%	-14%	-34%
商贸零售	472%	149%	150%	-32%	-25%	-53%	-14%	-82%	-32%
国防军工	442%	-13%	105%	80%	41%	350%	11%	-37%	-87%
基础化工	18%	0%	581%	14%	-12%	-12%	-16%	-3%	-1%
家用电器	9%	46%	40%	46%	9%	65%	-11%	3%	-29%
建筑材料	-50%	-38%	124%	181%	472%	193%	-47%	-45%	-26%
建筑装饰	4%	-28%	105%	10%	16%	-63%	-19%	-19%	44%
房地产	-63%	161%	95%	346%	-14%	-208%	-67%	-170%	-24%
有色金属	-11%	-6%	40%	-18%	-5%	26%	-2%	6%	-13%
机械设备	-31%	6%	732%	68%	32%	60%	-26%	-16%	-23%
汽车	23%	198%	189%	0%	41%	65%	39%	-7%	-1%
煤炭	63%	45%	356%	-25%	-38%	-49%	1%	-10%	-75%
环保	11%	25%	218%	-15%	11%	59%	-8%	24%	-27%
电力设备	5%	-11%	284%	-3%	28%	61%	-16%	-15%	8%
电子	-42%	-11%	128%	56%	44%	259%	16%	77%	-3%
石油石化	46%	119%	120%	-4%	-6%	-47%	12%	42%	276%
社会服务	82%	517%	99%	15%	136%	48%	-10%	37%	261%
纺织服饰	-39%	35%	132%	103%	-11%	-11%	-15%	-5%	-6%
综合	52%	-16%	87%	18%	51%	-14%	5%	4%	-43%
美容护理	-31%	-10%	124%	33%	5%	48%	-17%	53%	0%
计算机	-67%	-55%	85%	93%	-16%	134%	-9%	-65%	-96%
轻工制造	-42%	270%	211%	133%	73%	82%	5%	36%	-4%
通信	28%	50%	124%	62%	63%	110%	-38%	-11%	-122%
钢铁	-16%	190%	106%	21%	-43%	-217%	18%	162%	118%
银行	21%	97%	-7%	-11%	-4%	14%	7%	-5%	5%
非银金融	197%	759%	120%	-33%	-19%	9%	-40%	-36%	-49%
食品饮料	76%	309%	248%	-37%	-54%	-44%	10%	90%	19%
全行业平均	44%	122%	177%	39%	19%	22%	1%	5%	6%
全行业中位数	18%	47%	124%	15%	6%	14%	-6%	-5%	-6%

环比增长率逐渐下修

资料来源：wind，民生证券研究院

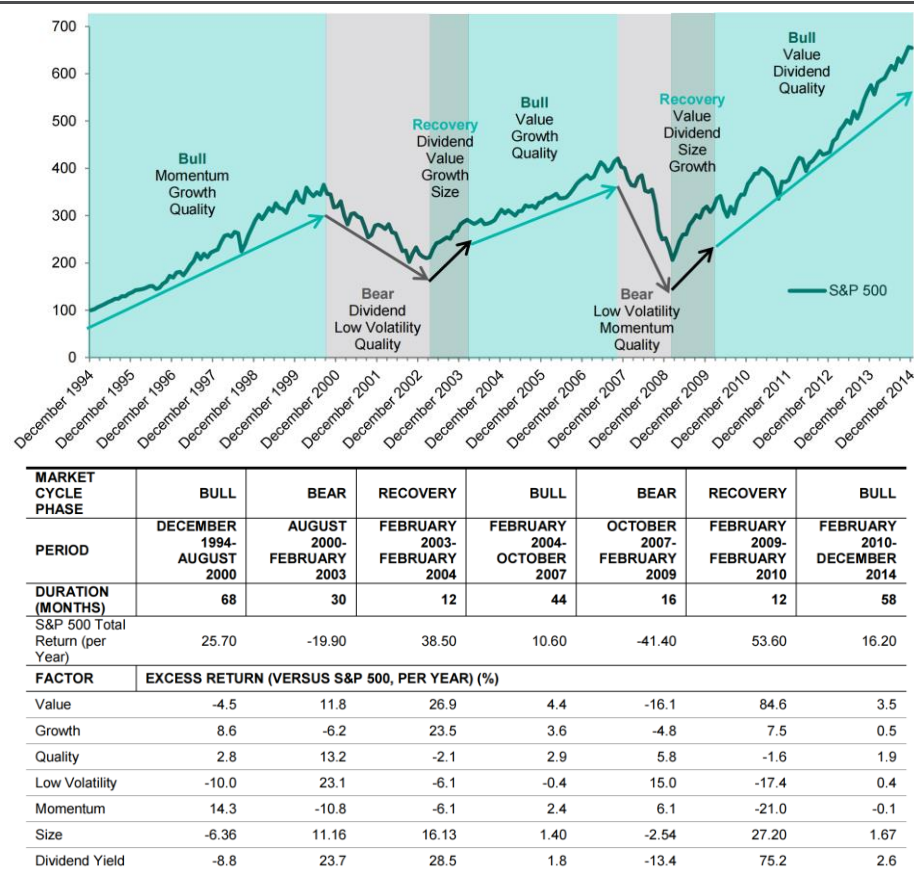
1.2 外部环境角度：下跌、回暖和复苏期红利占优

我们按照如下方式定义市场形态，并观察红利策略在各个市场形态下的表现：

- 熊市：从市场顶部到底部；
- 回暖：从底部往后 12 个月；
- 牛市：回暖后到市场顶部。

从美股来看，红利策略在熊市和回暖期表现较优。美股的测算数据来源于标普公司的研究报告，在 20 年的历史中可以看出，股息因子 (Dividend Yield) 在熊市与回暖期表现相对较好，尤其在回暖期，相对于标普 500 的超额年化收益分别为 28.5%和 75.2%。

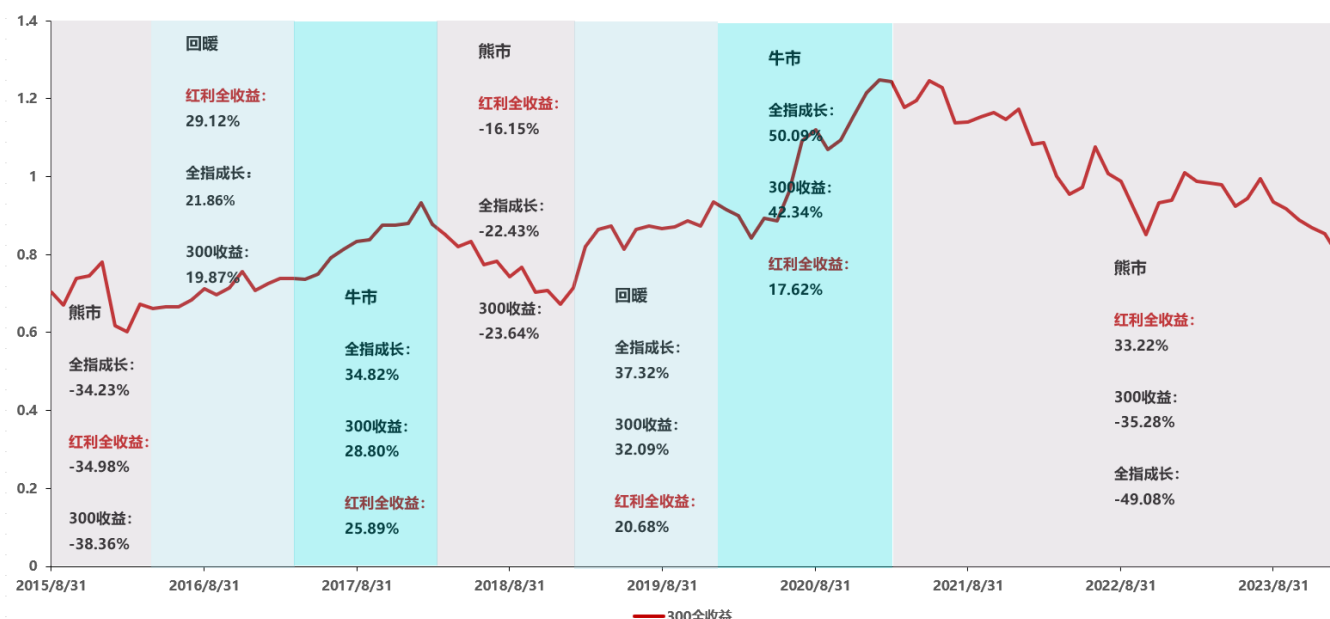
图4：美股市场下表现最好的因子



资料来源：标普公司, 民生证券研究院

类似的结论在 A 股亦大致有效。我们选择 2015 年 8 月作为起点进行观察。在熊市中，相对于整体市场和成长股，红利全收益表现较为出色。在两个市场回暖期中，红利全收益均实现了 20%以上的绝对收益。在牛市中，红利策略整体表现逊于整体市场。综合来看，红利全收益在不同市场形态下的规律与美股中的红利表现基本一致。

图5：A股红利策略在熊市和回暖期表现相对较好（截至2024年1月5日）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

红利策略主要成分股含有较多顺周期板块，同样在复苏和衰退期表现较优。

从美林时钟角度来看，我们观察到中证红利指数在复苏时期表现出较为杰出的表现，其年化夏普比率高达 2.15。这主要是由于中证红利指数的主要成分股包括银行、煤炭和钢铁等顺周期板块，在复苏时期表现出较为优异的表现。未来我们认为中国经济大概率继续处于复苏期，因此红利投资仍有相对有利的外部环境。

表2：美林时钟下的红利策略

美林时钟	累计收益	最大回撤	年化收益	年化波动率	夏普比率	Calmar
复苏	2.65	-0.17	0.58	0.27	2.15	3.48
滞胀	1.97	-0.33	0.24	0.50	0.48	0.72
衰退	1.77	-0.44	0.35	0.42	0.84	0.80
过热	1.07	-0.29	0.42	0.80	0.53	1.44

资料来源：wind, 民生证券研究院

2 常见红利策略的风格和收益对比

红利策略的目标并非一定要追求高额的股息回报，不同的股票选择方式会导致不同的投资组合结果。其目标主要分为两种，一是旨在产生较高的股息收益，二是实现稳定的股息增长（但股息不一定高）。为了确保股息增长的可持续性，或者保证高额股息收益源于股息提升而非股票价格暴跌，大多数策略常包含质量过滤环节。鉴于股息策略众多，我们比较三种不同股息策略之间的差异：

高股息收益策略：该策略核心在于选取具有相对高股息回报的股票。投资者关注公司的股息支付比率和历史股息增长情况，以确定是否能获得可观股息收益。

质量股息策略：该策略综合考虑股息收益和公司质量。投资者筛选具备良好盈利能力、稳定现金流和健康财务状况的公司，并关注其股息政策。旨在同时获得可观股息回报和投资组合稳定性。

股息增长策略：该策略注重股息增长的稳定性。投资者挑选过去几年股息稳定增长的公司，以确保未来可靠股息回报，但并不一定对股息率本身的高低设置阈值。

为了较为全面地了解不同红利策略的区别，我们分别从美股和 A 股去研究这个问题，其中美股市场的数据源自标普公司的报告《What Is In Your Smart Beta Portfolio?》。

2.1 美股市场

高股息和质量股息策略呈现低风险、高股息、大市值和价值的特点，而股息增长策略则呈现高风险、低股息、中市值和成长的特点。从风险敞口看，股息收益策略的风险敞口与股息增长策略的风险敞口有很大的不同，尽管所有三种策略的市场贝塔值都低于基准。从股息敞口看，尽管所有三种股息策略对股息收益股票的敞口都高于标普 500 中的平均公司，但高股息策略和质量股息策略的股息收益率高于股息增长策略。

表3：美股红利策略的风格归因

风格类别	因子	高股息策略	股息质量策略	股息增长策略
价值	BP	0.64	0.38	-0.05
	RP	0.37	0.21	0.09
	EP	0.16	0.19	0.1
红利	股息率	1.06	1.14	0.31
换手	换手率	0.05	-0.13	-0.15
动量	相对强度	-0.24	-0.18	0.05
盈利稳定性	盈利波动	0.71	0.64	0.06
成长	盈利增速	-0.43	-0.43	-0.18
波动率	价格波动	-0.04	-0.32	-0.22
杠杆	财务杠杆	0.49	0.38	-0.13
市值	市值	1.12	0.9	0.66
系统风险	贝塔	-0.18	-0.3	-0.19

资料来源：标普公司，民生证券研究院

股息质量策略股息收益更强，并明显减少了高股息策略的价值风险敞口。同时，前一策略的市场贝塔值、负债权益比和盈利波动性均低于后一策略，这可能意味着与质量因子的结合成功地排除了落入股息收益陷阱的股票，同时确保了策略中股息收益的稳定性。

高股息策略与股息增长策略形成了鲜明的对比。后者的红利因子暴露通常较低，风格因子的解释程度亦较低。

表4：美股红利策略的行业相对于基准的暴露（%）

行业暴露 (与标普500相比)	高股息策略	股息质量策略	股息增长策略
消费耐用品	-1.61	-4.41	3.28
消费必需品	-2.48	3.18	10.96
能源	-3.34	-0.52	-8.72
金融	4.59	-1.26	2.09
医疗保健	-10	-7.13	0.6
工业	-3.32	-1.42	4.72
信息技术	-15.14	-15.19	-15.56
材料	3.46	3.79	5.34
电信	2.56	3.84	-2.1
公用事业	25.27	19.1	-0.62

资料来源：标普公司, 民生证券研究院

从行业上看，股息增长策略与高股息及股息质量策略的行业分布有所不同。高股息策略和股息质量策略主要在公用事业部门有较高的配置比重，表明这些行业的公司更倾向于支付较高的股息。股息增长策略由于有一些成长属性的暴露，因此在公用事业上暴露明显较低，而在消费必需品、工业部门有较高的配置比重。

2.2 A 股市场

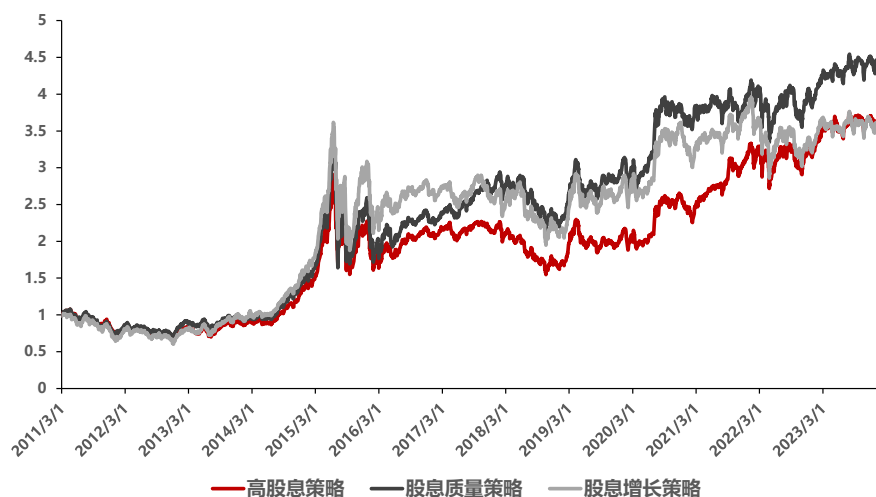
参考美股市场的统计方式，我们构建三种策略：高股息策略、股息质量策略和股息增长策略。具体构建方式如下：

图6：三种股息策略构建方式



资料来源：民生证券研究院绘制

图7：三种股息策略的净值曲线



资料来源：wind，民生证券研究院

股息策略和股息质量策略较股息增长策略更偏大盘价值，同时股息增长策略致力于获取中小市值成长股的回报，而不是专注于股息收入的获取。从净值上看，股息增长策略在 2021 年之后收益相对走平，而高股息和股息质量策略表现则相对稳定。这与风格暴露不无关系：股息策略和股息质量策略的市值暴露分别为 0.53 和 0.61，而股息增长策略的暴露仅为 0.07。这表明股息策略和股息质量策略更倾向于选择规模较大的公司。另一方面，从成长因子的数据中看出，股息增长策略的暴露为 0.36，而股息策略和股息质量策略的暴露分别为-0.17 和-0.09。这表明

股息增长策略更关注那些具有较高成长潜力的公司，即小市值成长股。

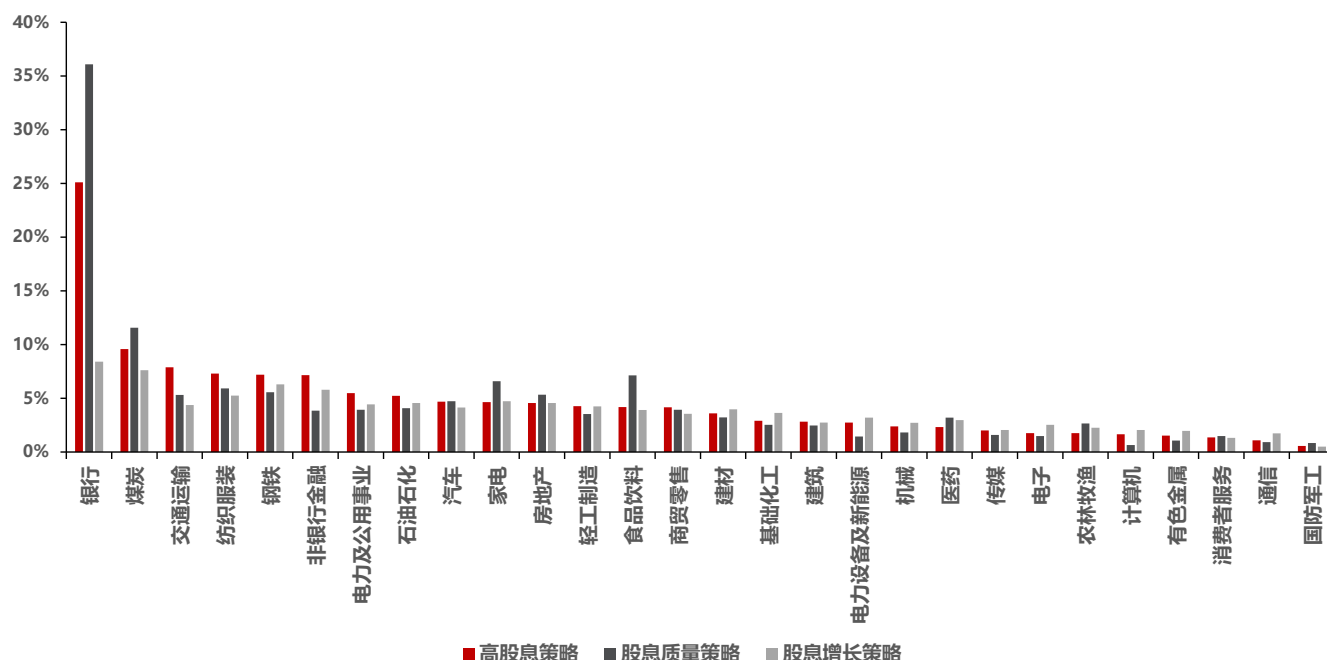
图8：常见红利策略的风格对比



资料来源：wind, 民生证券研究院

从行业上看，银行和煤炭行业在高股息和股息质量策略中占比较大，而股息增长策略相对来说行业分布更加均衡。与美国市场不同，A 股市场高股息策略、股息质量策略和股息增长策略中占比最多的和是银行和煤炭，而股息增长策略的行业分布相对更加均衡。

图9：常见红利策略的行业分布（分母为行业成分股个数）



资料来源：wind, 民生证券研究院

2.3 代表性指数与产品

2.3.1 美股市场红利指数

为了更准确地理解各种红利策略的区别，我们选取了美股市场中的前五大红利 ETF 进行对比，进一步分析其策略特征和业绩特点。

美国 5 大红利 ETF 分别为 VIG、VYM、SCHD、DGRO 和 SDY，分别跟踪与股息有关的不同指数：

S&P U.S. Dividend Growers Index、Morningstar U.S. Dividend Growth Index 和 S&P High Yield Dividend Aristocrats Index 都关注股息增长。S&P U.S. Dividend Growers Index 选择至少十年遵循每年连续增加股息支付的公司，该指数将股息率最高的 25% 的公司排除在外；Morningstar U.S. Dividend Growth Index 选择至少连续五年年度股息增长，排除股息率最高的 10% 的公司，且要求一致盈利预测为正以及派息率小于 75%。S&P High Yield Dividend Aristocrats Index 则要求至少 20 年来每年持续增加股息。

FTSE High Dividend Yield Index 和 Dow Jones U.S. Dividend 100 Index 更关注股息率。区别在于前者基于 DPS 的一年预测计算得到的前瞻股息率，后者采用与基本面财务指标相结合的方式构建投资组合。

表5：美国前 5 大红利 ETF 基本信息(截至 2024-1-31)

Symbol	ETF Name	发行日期	Total Assests	统计日期	发行公司	持仓数量	跟踪指数
VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	2006/4/21	\$88.0B	2024/1/31	Vanguard	315	S&P U.S. Dividend Growers Index
VYM	Vanguard High Dividend Yield Index ETF	2006/11/10	\$51.08B		Vanguard	454	FTSE High Dividend Yield Index
SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	2011/10/20	\$52.17B		Charles Schwab	102	Dow Jones U.S. Dividend 100 Index
DGRO	iShares Core Dividend Growth ETF	2014/6/10	\$25.42B		Blackrock	431	Morningstar U.S. Dividend Growth Index
SDY	SPDR S&P Dividend ETF	2005/11/8	\$20.19B		te Street Global Advis	123	S&P High Yield Dividend Aristocrats Index

资料来源：ETFDB, 民生证券研究院

关注股息率的 ETF 在股息率上暴露更高，估值更低。股息率上：关注股息率的 VYM 和 SCHD 的股息率相对更高，平均 3.34%，而关注股息增长的 ETF 则股息率相对较低。估值上：关注股息增长的 ETF 估值相对更贵，平均 PE 为 18.03，关注股息率的 ETF 平均 PE 为 14.85。

表6：美国前 5 大红利 ETF 投资策略和特点(截至 2024-1-31)

关注方向	ETF	策略	加权方式	风格	每股派息	股息率	市盈率
股息增长	VIG	追踪标普500中连续至少10年增加年度股息的公司。排除股息收益率最高的25%的公司，个别证券权重上限4%，年度重组。关注公司是否能够持续地增加给股东的股息，	市值加权	大盘成长	3.21\$	1.90%	21.5
	DGRO	至少5年连续增加股息的公司，派息不超过收益的75%，以股息率加权。	股息率加权	大盘混合	1.32\$	2.41%	16.29
	SDY	标普1500中至少连续25年增加股息的高股息率公司，SDY通常中科技公司较少，因为很少有公司能达到其25年的筛选。	股息率加权	平衡	3.3\$	2.67%	16.29
股息率	VYM	根据未来12个月的预测股息对公司进行排名，选择前半部分的公司。	市值加权	大盘混合	3.48\$	3.09%	14.8
	SCHD	跟踪具有10年派息历史的100只美国股票的市值加权指数。SCHD使用基本面筛选（现金流与债务比率、ROE、股息收益率和股息增长率）来构建其投资组合，适度的大盘股倾斜，排除REITs，个别证券上限4%，行业上限25%，年度审查和季度平衡。	市值加权	大盘混合	2.66\$	3.49%	14.91

资料来源：ETFDB，民生证券研究院

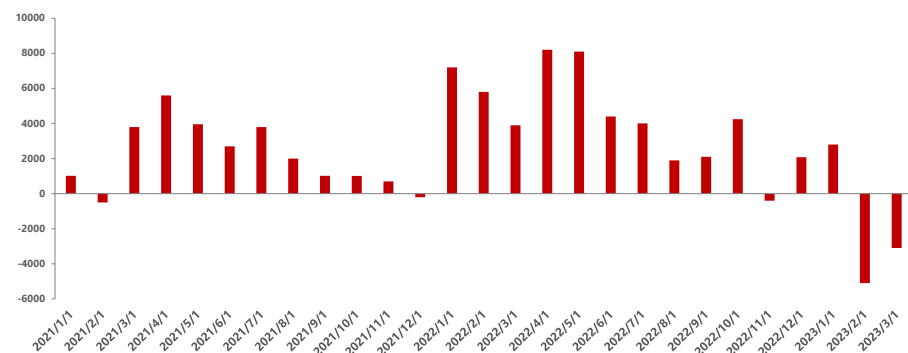
从长期趋势来看，美国红利 ETF 在收益方面难以超越标普 500 指数，但它的优势在于在下跌市场中具有较强的抗跌性。例如，在 2022 年，标普 500 指数下跌了 9.72%，而红利类 ETF，特别是注重股息率的红利策略，仅下跌了 1.3%。

表7：美国前 5 大红利 ETF 在不同时间段下的收益表现（截至 2024-1-31）

关注方向	红利基金	近一个月	2023年	2022年	2018年以来	2014年以来
股息增长	VIG	2.49%	14.38%	-3.92%	77.11%	161.53%
	DGRO	2.47%	10.22%	-4.57%	66.25%	148.71%
	SDY	0.00%	2.48%	2.47%	39.24%	93.80%
	平均	1.65%	9.03%	-2.01%	60.87%	134.68%
股息率	VYM	1.88%	7.55%	-0.67%	43.29%	122.24%
	SCHD	1.32%	4.41%	-1.92%	61.23%	150.83%
	平均	1.60%	5.98%	-1.30%	52.26%	136.54%
大盘	S&P500	3.48%	24.23%	-9.72%	84.12%	166.28%

资料来源：wind，民生证券研究院

美国红利基金在 2022 年经历了强劲的资金流入，但 2023 年面临大规模的资金流出是导致红利 ETF 表现不佳的主要原因。加息背景下投资者纷纷转向更安全的货币市场基金和银行存款，这些投资工具提供了较高的回报且风险较低。去年第一季度，美国高股息基金经历了 56 亿美元的资金流出，这是过去十个季度以来首次出现资金流出。与此同时，美国货币市场基金在去年一季度吸引了 3915 亿美元的巨额资金流入，达到了三年来的最高水平。

图10：流入美国红利基金的资金（百万美元）


资料来源：路透社，民生证券研究院

2.3.2 A 股市场代表指数

A 股市场中，中证指数公司的红利系列指数较为全面。wind 显示其红利系列的全收益指数有 69 个，涵盖不同行业（电信、公用、信息、医药、金融等）、不同市场（港股通、上证、香港及大湾区等）、不同所有制企业（民企、国企和央企）。

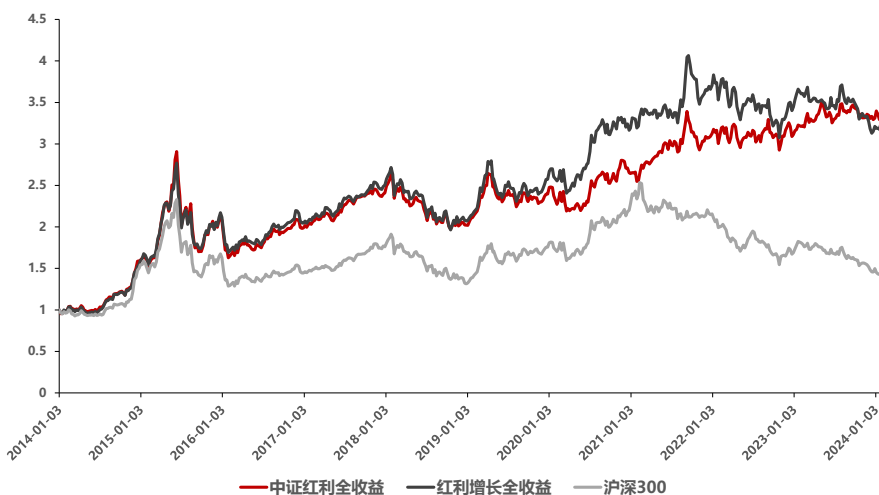
我们选择中证指数公司的红利增长全收益（H21056.CSI）和中证红利全收益（H00922.CSI）分别作为股息增长型和高股息型的代表性指数作为研究对象。

表8：两类 A 股红利指数的基本信息

指数名称	中证红利全收益指数	中证红利增长策略指数全收益
英文名称	CSI Dividend Total Return Index	CSI Dividend Growth Strategy Total Return Index
指数代码	H00922.CSI	H21056.CSI
指数类型	股票类	股票类
基日	38352	39082
基点	1000	1000
发布日期	39594	43080
发布机构	中证指数有限公司	中证指数有限公司
加权方式	市值加权自由流通市值加权分级靠档	因子加权股息率加权
收益处理方式	全收益指数	全收益指数
产品跟踪数量	21 (ETF: 4)	--
所属板块	指数股票指数类市场指数中证全指数	指数股票指数类市场指数中证全指数
成份数量	100	50
指数简介	中证红利指数以沪深A股中现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的100只股票为成分股，采用股息率作为权重分配依据，以反映A股市场高红利股票的整体表现。	中证红利增长策略指数选取50只流动性好、分红总额连续增长、红利支付水平相较三年前没有下降且股息率高的股票作为指数样本股，采用股息率加权，以反映A股市场分红连续增长股票的整体表现。

资料来源：wind，民生证券研究院

图11：两类 A 股红利指数的走势



资料来源：wind，民生证券研究院

关注高股息的中证红利指数较关注股息增长的红利增长指数整体表现更加稳健。在近 1 年、近 3 年和近 5 年的时间跨度下，中证红利全收益较红利增长全收益的年化回报更高，年化波动率更低，整体表现更加优秀。这种差异可能部分归因于两个指数的投资策略和风格：

中证红利全收益指数主要选取现金股息率高、分红稳定的股票作为成分股，并采用股息率加权的方式。这意味着该指数更加注重高红利股票的表现，而这些股票通常属于相对稳定的行业，如公用事业、能源和消费品等。过去几年中，这些行业的表现相对较好，所以中证红利全收益指数的回报率较高。

红利增长全收益指数则更注重分红连续增长的股票，采用股息率加权的方式。这意味着该指数更关注股息增长的潜力，通常会包含一些成长性较好的公司。然而，最近几年，A 股市场的成长风格回撤，这可能对红利增长全收益指数的表现产生了一定的影响。这也是为什么在 2019-2021 年成长风格上行的区间内，股息增长策略较高股息策略的超额亦同步上行。

表9：两类 A 股红利指数的表现对比

指数	2024年以来 (截至2024-1-30)			近1年			近3年			近5年		
	回报	区间年化回报	区间年化波动率	回报	区间年化回报	区间年化波动率	回报	区间年化回报	区间年化波动率	回报	区间年化回报	区间年化波动率
万得全A	-13.01%	-78.02%	22.58%	-23.20%	-23.28%	14.36%	-26.68%	-10.08%	17.07%	19.13%	3.67%	19.32%
中证红利全收益	2.21%	28.15%	20.85%	4.98%	5.02%	12.32%	32.72%	10.20%	16.52%	60.06%	10.17%	17.71%
红利增长全收益	-2.09%	-21.34%	16.36%	-13.50%	-13.60%	13.46%	-1.51%	-0.52%	18.41%	46.38%	8.16%	19.62%

资料来源：wind, 民生证券研究院

2.4 小结

从美股和 A 股看红利策略的相同与不同：不论是高股息策略还是股息增长策略，都是关注公司的分红政策和分红能力，将股息作为重要的选股依据，但存在诸多不同点。

- 投资侧重点：**高股息策略侧重于选择那些已经具有高股息收益的公司，即公司当前的股息收益率较高。而股息增长策略则更注重选择那些具有潜力增长股息的公司，即公司未来股息增长的能力更强。
- 投资风格：**高股息策略常被视为价值投资策略的一种，倾向于选择相对较低估值的股票。而股息增长策略则更接近成长投资策略，注重选择具有较高增长潜力的股票。
- 风险偏好：**由于高股息策略侧重于选择相对稳定的、具有高股息的公司，其风险相对较低。而股息增长策略更注重成长潜力，涉及到较高的业绩预期和市场风险，因此风险相对较高。
- 盈利来源：**高股息策略的盈利更多来自于分红所带来，而股息增长策略则有相当一部分的资本增值的收益，这使得股息增长策略易受市场环境变化的影响。相对于美股市场，A 股市场在过去几年市场上涨乏力，因此红股息增长策略显著跑输高股息策略。

总的来说，在当下 A 股的市场环境中，我们认为从稳定性的角度出发，高股

息策略是更加合适的红利策略。主要的原因是一方面盈利的来源较难解释，另一方面成长风格的大贝塔不佳，组合波动较大。高股息策略和股息增长策略不应视为同一种策略，高股息策略买入当前具有较高股息率的公司，而股息增长策略则选择那些具有更高股息增长潜力的公司，在某种意义上更类似于红利和成长的“中和策略”或“杠铃策略”。

从美国 ETF 的经验来看，构建高股息策略并不仅仅是简单选择股息率最高的标的。相反，这种策略通常采用多种方法来剔除部分个股，如排除股息率最高、排除派息率异常或排除股价表现过差的方法。**这种做法的背后原因在于避免“高股息陷阱”的风险。**

高股息率可能吸引投资者，因为它们似乎提供了潜在的高回报。然而，高股息率可能是由于公司股价下跌导致的，或者超出公司自身盈利能力之外的不合理分红。这些情况下，高股息其实难以持续维系，可能暗示着公司面临潜在的财务困境或其他问题。

因此，“高股息陷阱”问题是一个需要详细讨论的议题。投资者在追求高股息率时，应谨慎评估公司的财务状况、盈利能力以及派息的可持续性。仅仅依靠股息率最高的标的可能无法得到理想的投资回报，而且可能面临潜在的风险和损失。我们将在下一章详细论述该问题。

3 何为“高股息陷阱”？

3.1 股息率并非越高越好

从增长潜力的角度：股息率的高低更多取决于业务的属性以及企业所处的发展阶段，并不一定是越高越好。成长股投资大师费雪在《怎样选择成长股》一书中就明确反对买入高息股（至少在持有人的收入足以满足日常开销的前提下），他的理由是：

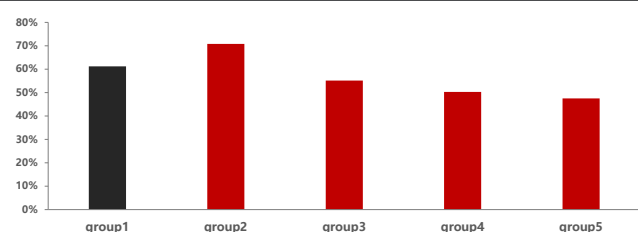
“公司不派发股利，把资金拿去再投资，追求未来更高的成长，不是比较好吗？股利往往使用相当高的所得税率，但盈余转投资不须课税。”

以宁德时代为例，其上市以来至股价高点（2021 年末）股价涨幅近 10 倍，公司净利润从 2014 年的 0.56 亿增长至 2022 年的 334.57 亿，增长近 600 倍。然而，公司在 2021 年之前的平均股息支付率约为 9.95%，平均股息率也仅为 0.47%。背后的原因在于宁德时代当时处于行业高速增长期，再投资能创造出更高的收益。而过去 3 年宁德时代由于内外部原因增速逐渐下滑，宁德时代遂逐渐加大分红力度，未来股息率有望进一步提升。再如贵州茅台的净利润自 2000 年的 2.57 亿增长至 2022 年的 653.75 亿，平均股息率也仅有 1.63%。

因此股息率的高低与公司发展阶段以及增长潜力相关，高股息率公司成长价值可能不高，低股息率公司可能有更高的潜在回报，不能一概而论。

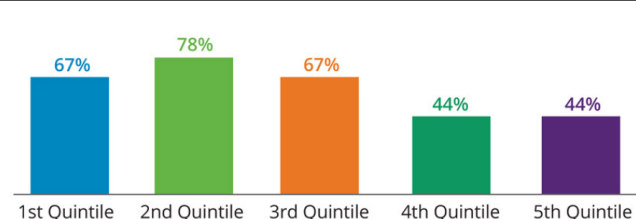
从实际统计结果的角度：股息率的次高组而非最高组拥有相对于大盘最高的胜率。在 A 股市场，我们采用股息率 TTM 从 2010 年至 2023 年 12 月分五组选股（即顶部 20% 的股息支付最高的股票为第一等份，底部 20% 的股息支付最低的股票为第五等份），相较于沪深 300 指数的表现，次二分位股票的胜率最高。这种情况在美股市场中同样成立。

图12：A 股红利策略的五组分下相对于沪深 300 的胜率



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：美股红利策略的五组分下相对于 S&P500 的胜率

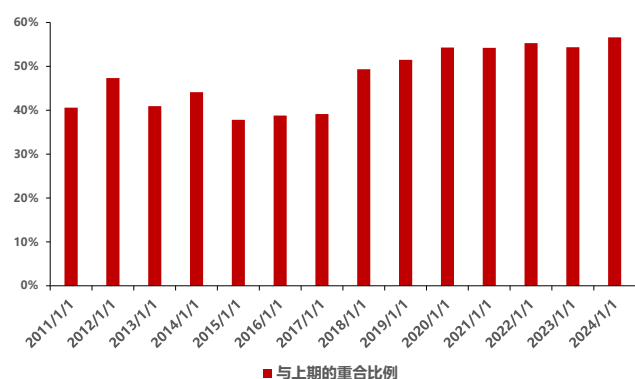


资料来源：HARTFORD FUNDS，民生证券研究院

股息发放最高一组的胜率跑输次高组，背后的原因在过高的股息支付难以持续。次高组的派息股票领先的原因之一是，前五分之一的股息支付并不总是可持续的。由于股息率的分母端易受到市场情绪影响，衡量一家公司是否能够支付稳定股息的最佳方法是通过股息支付率或派息率。

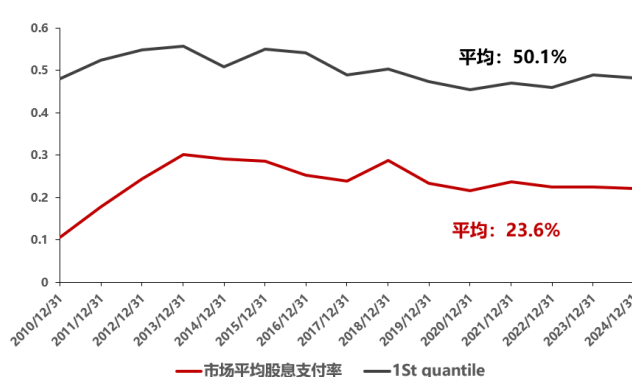
股息支付率的计算方法是将年度每股股息除以每股收益。高股息支付率意味着一家公司正在使用其收益的很大一部分来支付股息，这使他们投资于业务未来增长的资金更少。下图显示了自 2010 年以来 A 股前两个五分之一的股息支付者的平均股息支付比率。第一五分之一股票的平均股息支付率为 50.1%，而市场平均股息支付率为 23.6%。如果一家公司的收益下降，50% 的派息率可能难以维持。一旦发生这种情况，公司可能被迫削减股息。在金融市场上，股息削减通常被视为疲软的迹象，并经常导致公司股票价格下跌。

图14：本期股息最高组个股与下一期的重合度不足 50%



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：最高组的平均股息支付率远高于市场平均



资料来源：wind，民生证券研究院

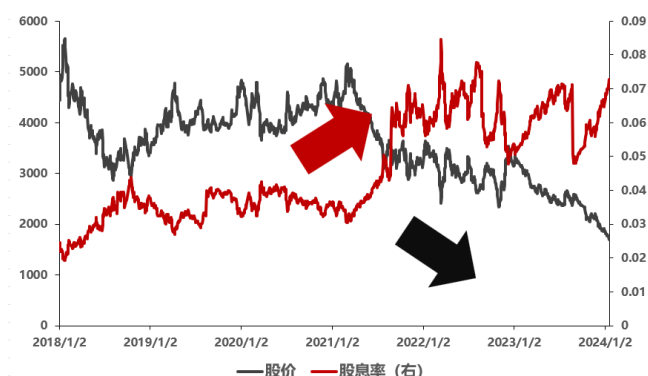
除此之外，一些上市公司的分红行为扭曲了监管政策的初衷，使其成为大股东掏空公司的“面具”。因此，**仅根据上市公司的分红意愿与分红水平两个维度，很难对公司的投资价值进行判别，需要通过多维度信息来判定分红传递价值信号的有效性。**

3.2 “高股息陷阱”的表现形式

3.2.1 单纯股价下跌

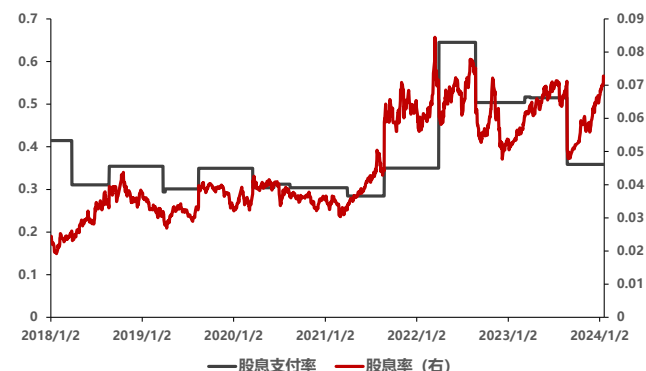
盈利没有增长，单纯由于股价下跌导致的股息率增长：在某些情况下，股息率的增长并不是由于公司盈利能力的提高，而是由于股价的下跌导致的。当股价下跌时，相对于股票价格，公司的股息支付可能保持相对稳定或略微增长，导致股息率的提高。这种情况下，股息率的增长并不一定反映了公司业务的健康状况。

图16: A 公司的股息率与股价



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: A 公司的股息率与股息支付率



资料来源: wind, 民生证券研究院

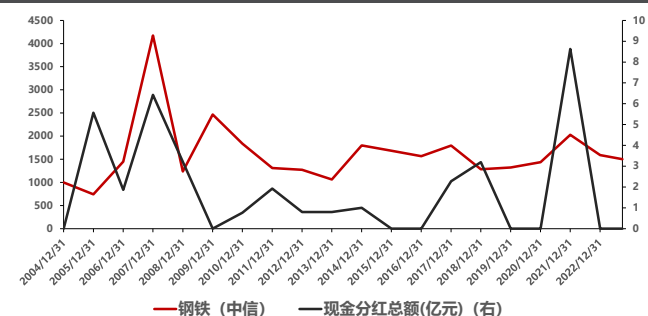
3.2.2 强周期型行业顶部的“慷慨分红”

警惕强周期股票在顶部的大额分红。某些周期性行业在周期的高峰阶段可能会实施慷慨的股息分红政策。这是因为在周期顶部时，行业公司可能获得了较高的盈利，并选择将部分利润以股息形式返还给股东。然而，随着周期进入下行阶段，行业盈利可能下降，导致公司难以继续维持高水平的股息支付。

以钢铁行业的 B 公司为例，在 2017 年至 2018 年之间，该公司的归母净利润从 20.61 亿元增长到 33.24 亿元，而现金分红总额从 2.28 亿元增长到 3.19 亿元。这表明在这一时期，该公司实施了较高水平的股息分红政策。从 2018 年到 2020 年，该公司的归母净利润有所下降，分别为 33.24 亿元、4.06 亿元和 -7.3 亿元。然而，在这段时间内，该公司没有进行现金分红。这可能是由于公司盈利下降，无法继续维持以前的高水平股息支付。在 2021 年，该公司的归母净利润增长到 28.66 亿元，并支付了 8.63 亿元的现金分红。这表明公司在盈利增长的情况下恢复了一定程度的股息分红。

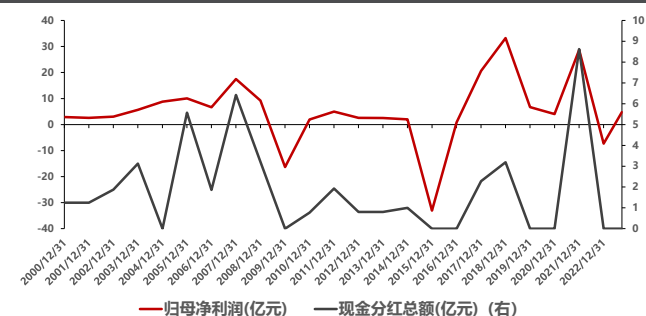
尽管在某些年份中钢铁行业的 B 公司实施了较高水平的股息分红政策，但整体来看，公司的股息支付相对较少。因此，**如果投资者仅仅冲着高股息率而购买该公司的股票，可能会面临利润不可持续和高分红陷阱的风险。**

图18: B 公司的分红总额与指数走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: B 公司的分红与归母净利润



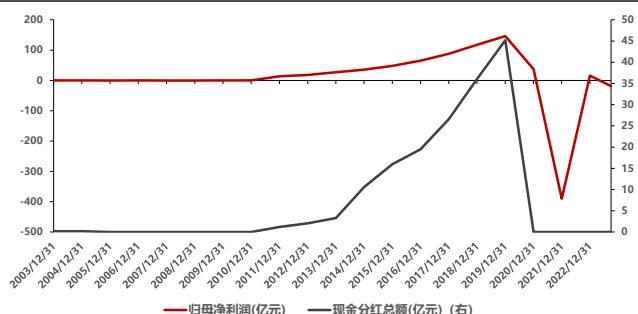
资料来源: wind, 民生证券研究院

3.2.3 高杠杆模式下的高分红遭遇下行周期而难以为继

警惕高杠杆公司债务压力对分红的影响。某些公司可能在高杠杆条件下实施高分红政策，将大部分利润用于股息支付。然而，当面临下行的经济周期或业务挑战时，这些公司可能面临现金流压力和债务偿还的困境，难以继续维持高水平的股息支付。

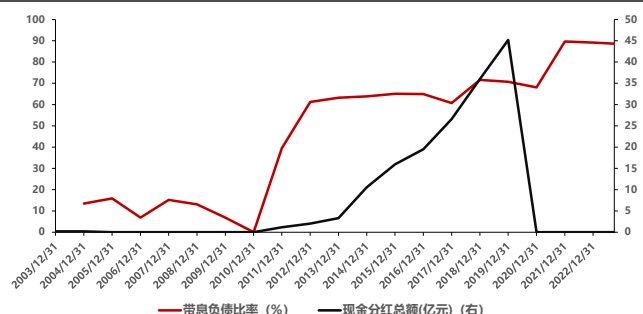
以房地产 C 公司为例，在过去地产的上行期，依靠激进的拿地策略和高杠杆模式，C 公司急速扩张，短短数年成为国内房产行业的翘楚。可伴随着房地产周期的下行，C 公司 2021 年因为高额债务暴雷，2021 年归母净利润为-390 亿元，而通过财务分析可以看出，C 公司长期以来有息负债率一直处于高位。

图20：C 公司的净利润与分红总额



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：C 公司的分红与带息负债比率



资料来源：wind，民生证券研究院

除此之外，还有部分公司存在“道德风险”：通过虚高的分红假象吸引投资者，最终实现转移资产等不利于中小投资者的目的等。

3.3 小结

不论从公司的增长潜力，还是从相对于大盘的胜率，股息率都绝非越高越好。

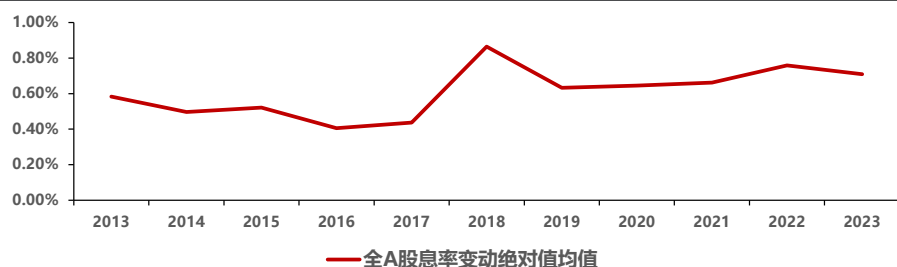
企业超出自身能力的不合理分红难以维系。“高股息陷阱”的表现形式多种多样，如单纯的股价下跌、周期型行业在周期顶部的大量分红以及高杠杆公司的高分红等，本质上都是企业本身盈利能力没有提升，但是分红力度大幅提升，从而导致这种畸高的分红是难以维系的，这也就是所谓的“陷阱”。

避免“高股息陷阱”的方法有很多，我们着重从股息率本身入手，寻找稳定发放合理股息的公司，即股息率预测策略。例如美国市场中的单纯剔除股价表现最差的部分标的、排除派息率不合理标的、排除股息率最高的部分标的以及基本面因子结合等是常见的方法，但就股息率本身出发，我们认为从公司历史分红规律和盈利能力出发，构建前瞻股息率是一个行之有效的方法。

4 股息优化预测框架及效果

股息预测具有相当的必要性。首先，我们计算了个股当年股息率减去过去三年股息率的均值，并取绝对值，避免正负相抵的情况；然后我们对全市场的股票的值取均值。全 A 股息率变动绝对值的均值在 2018 年上升较明显，近些年一直稳定在 0.6% 左右。相比之下，全 A 平均股息率约为 0.5% 左右，这意味着单纯用过去三年均值作为最新的股息率预测值存在较大误差。

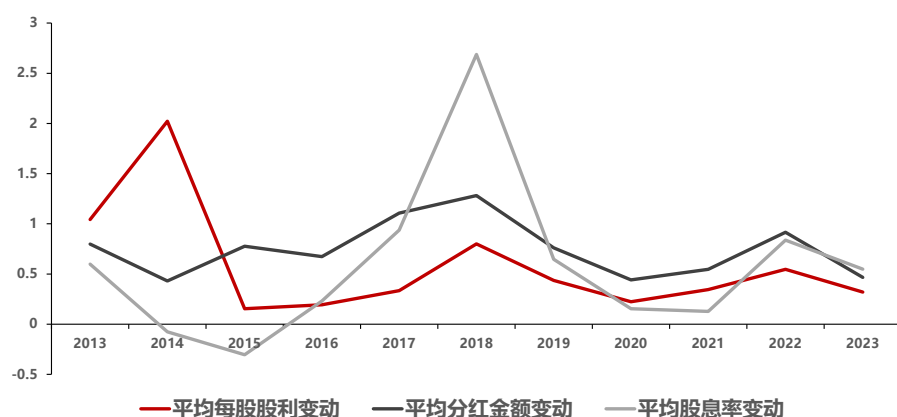
图22：全 A 股息率变动绝对值均值



资料来源：wind, 民生证券研究院

如果仅以过去三年的分红情况作为未来分红的预测（即仅预测分子端）同样存在较大误差。

图23：全 A 的每股股利、分红金额和股息率变动与过去三年的偏差均值



资料来源：wind, 民生证券研究院

“高股息陷阱”的本质是投资者单纯追逐高股息率而忽视了公司盈利可持续性和长期价值，可能导致投资风险和亏损。对股息进行预测的目的是为了评估公司的股息支付能力和可持续性。通过了解公司的股息支付政策和基本面信息，以避免“高股息陷阱”。

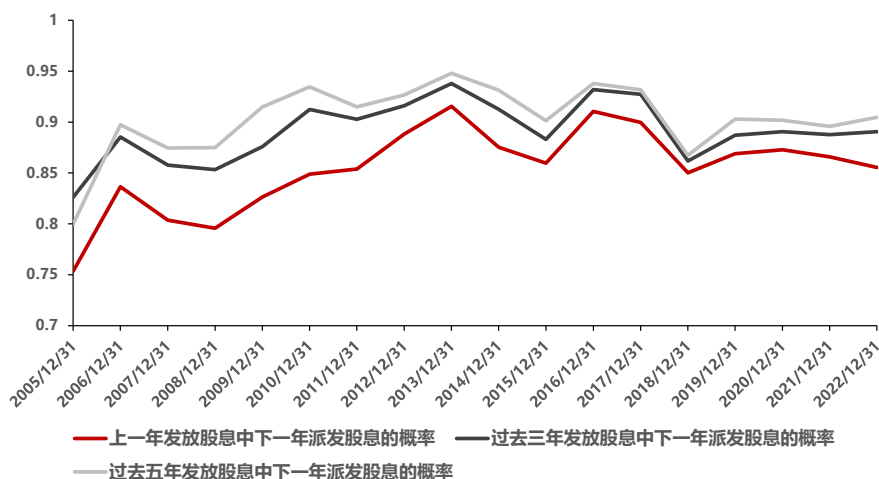
4.1 股息预测逻辑与框架

4.1.1 预测逻辑

股息发放政策一般具有时序稳定性。即公司倾向于保持相对稳定的股息发放

水平，以满足股东的期望和维护投资者信心。这种时序稳定性可以通过观察公司过去的股息发放记录来加以验证。如下图所示，过去三年连续发放股息的条件下次年继续派发股息的概率呈上升趋势。从 2005-2022 年，过去三年发放股息中下一年派发股息的概率从 0.826 逐渐增加到 0.891。此外，我们还可以观察到过去五年连续发放股息的条件下次年派发股息的概率也呈上升趋势，从 0.8 增加到 0.905。这进一步支持了股息发放政策的时序稳定性。

图24：股息方法的稳定性

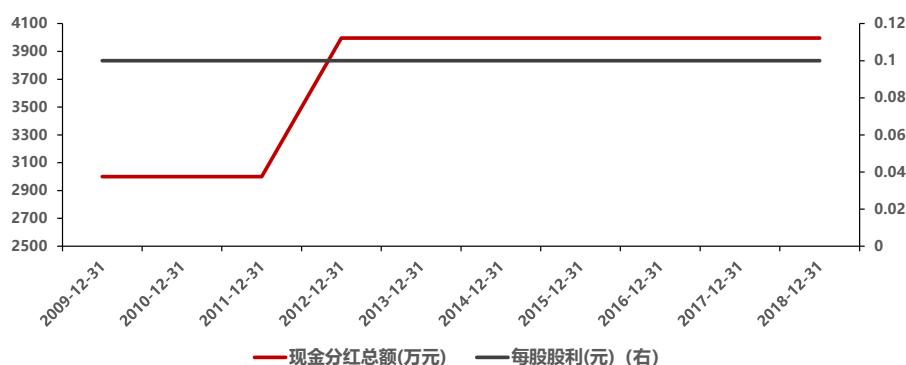


资料来源：wind, 民生证券研究院

一般存在四类股息发放政策，包括固定 DPS、固定总金额、固定股息净利润支付率和固定股息现金流支付率。不同公司往往采用不同的股息发放政策，这与公司本身的历史习惯、行业特征和投资计划等都有关系。

固定 DPS 和固定股息金额分别是指公司的每股股息和股息发放金额相对稳定。这两种一般在股本不变的情况下是相同的，但是在公司股本变化时抓住真正不变的核心变量有助于我们准确预测 DPS。如龙溪股份在 2009-2018 年的股息发放，可以发现，公司的现金分红金额在 2012 年出现了一次跃升，如果我们按照现金分红总额去做股息预测的话，则会出现偏差。

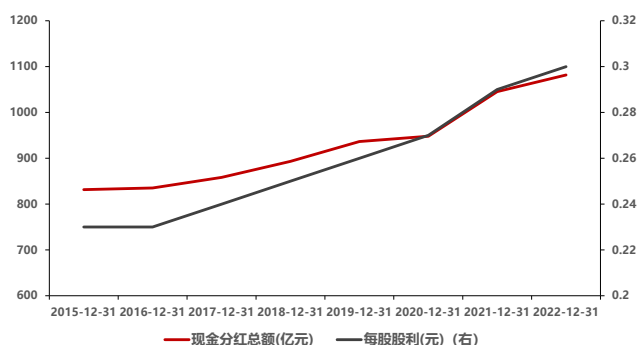
图25：龙溪股份的每股股息相对稳定



资料来源：wind, 民生证券研究院

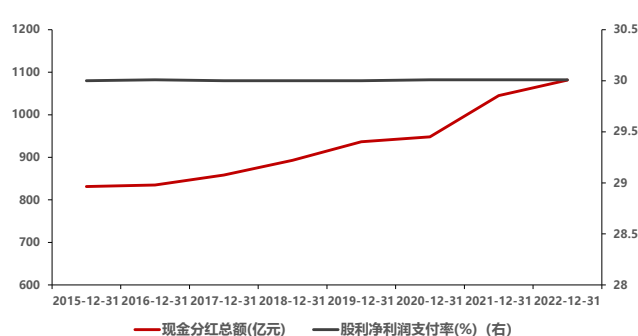
固定股息净利润支付率是指公司 DPS 与 EPS 的比值是稳定的。典型的公司如工商银行，其股息净利润支付率相对稳定，而 DPS 和分红总额则在随着时间变化而变化。

图26：工商银行的分红与净利润之间的关系时序稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

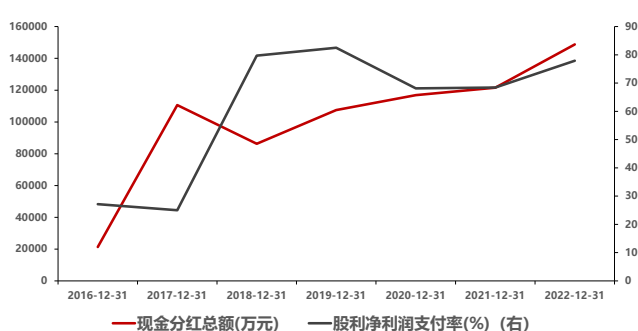
图27：工商银行的分红金额与 DPS 都随时间增长



资料来源：wind，民生证券研究院

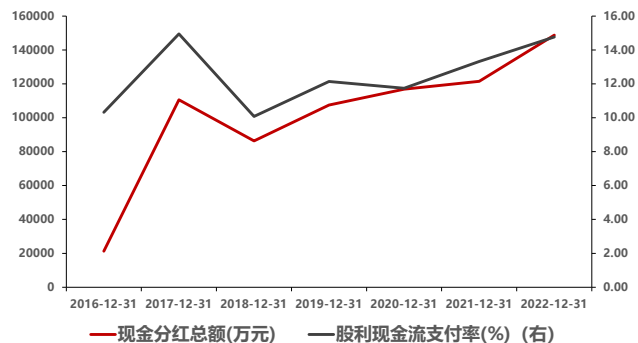
固定股息现金流支付率是指股息发放金额和期末现金流及其等价物的比例是相对稳定的。以丽珠集团为例，其现金分红与净利润之间（即股利净利润支付率）的关系并非稳定：在2016年至2019年之间大幅上升，由20%提升至80%，随后开始向下波动。观察其与企业期末现金流之间的关系可以发现：股利现金流支付率总体保持稳定波动，在15%上下小幅震荡。因此相对于固定的股利净利润支付率，固定的股利现金流支付率显然是一个更加鲁棒的预测变量。

图28：丽珠集团的分红与净利润之间的关系不稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：丽珠集团的分红与现金流之间的关系相对稳定



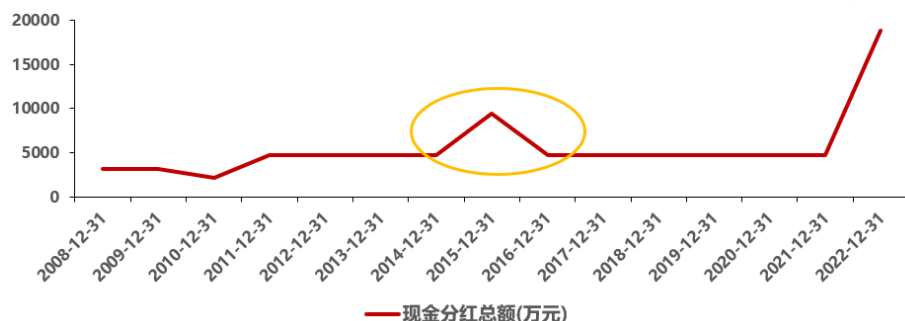
资料来源：wind，民生证券研究院

然而，股息发放政策并非绝对不可变动。公司可能根据其经营状况、盈利能力和资金需求等因素进行调整。例如，当公司面临经济衰退、行业竞争加剧或资本投资计划时，可能会调整股息发放水平以反映当前的商业环境和资金需求。此外，特殊情况如公司重大收购、资本重组或财务困境等，也可能导致公司调整股息政策。

股息发放有时会具备一种被称为“局部时变性”的特征，这一特性表明股息发放数额在短期内可能会迅速偏离过往的情况，但很快会回归到历史均值，这种急剧的突变和回归我们形象地称之为“股息尖刺”。这种波动可能是由于多种因素

引起的，例如公司的盈利状况、市场需求的变化以及宏观经济环境的波动等。

图30：股息方法的时变性——以华茂股份为例



资料来源：wind, 民生证券研究院

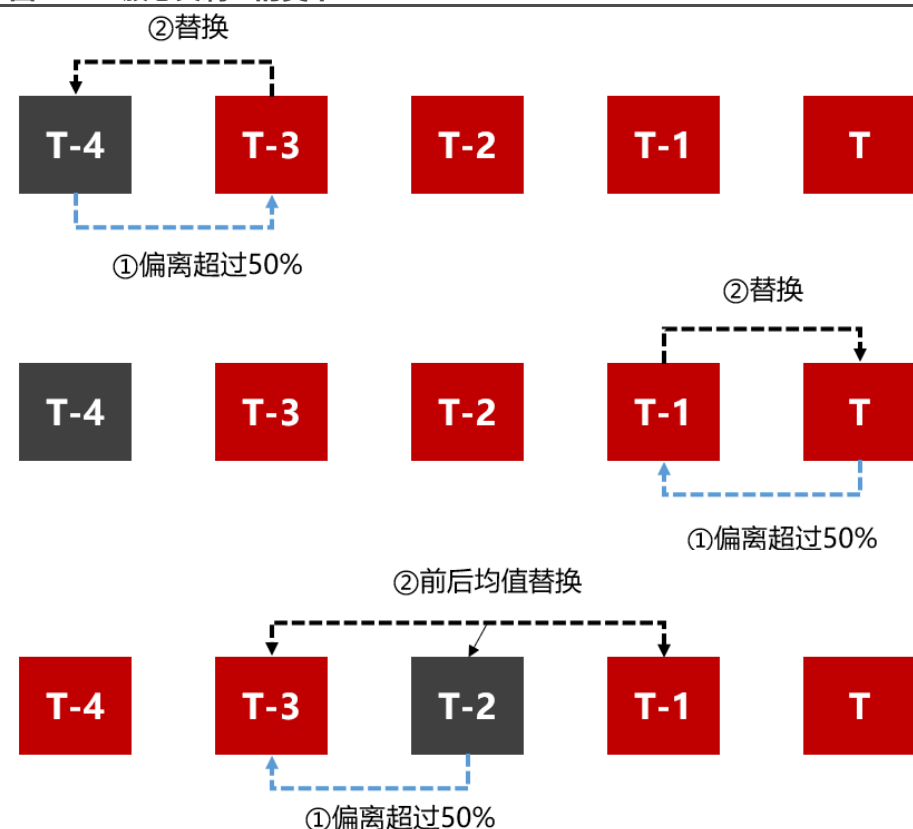
以华茂股份为例，从 2010 年到 2013 年，现金分红总额保持稳定，每年都是 4,718.33 万元。这种情况下，分红金额相对稳定，没有出现大幅度的变化。然而，在 2015 年，现金分红总额激增至 9,436.65 万元，比前几年翻了近一倍，出现“股息尖刺”，但仅此一年随后便快速回归历史均值水平。

因此，针对这种“股息尖刺”，我们需要设计一种算法去“熨平”这种变化，以避免误判。

4.1.2 预测方法与框架

在确定股利发放政策时，由于其显性规定的缺乏，常常需要进行估计和推断。在进行这些推断时，需要注意处理可能出现的异常值，并采取适当的方法来平滑这些异常情况。这样可以更准确地评估股利发放的趋势和水平，以便做出合理的投资决策。

图31：“股息尖刺”的熨平



资料来源：wind, 民生证券研究院

T 期下，针对个股的股息支付记录，首先要求在过去 5 年中至少 4 年的分红记录。在前面的计算中可以看到，5 年连续分红的背景下，下一年继续分红的概率平均而言达到了 90%以上，因此有相当大的把握可以认为这些公司会继续分红。至少 4 年分红记录而不是要求连续分红是因为有部分公司因为一些特殊情况可能会中断股息支付。这可以包括公司面临临时的财务困难、战略转变或其他因素导致的暂停分红。因此，要求过去 5 年中至少有 4 年的分红记录可以降低这种暂停分红的影响。

熨平“股息尖刺”的方法：我们先对数据进行平滑，如果下一年 (t+1) 的值相对当年度 (t) 的增长率超过一定的阈值 (我们设置为 50%)，且再下一年度 (t+2) 的值相对当年度 (t) 的增长率没有超过该阈值，则将下一年度 (t+1) 的值用当年度 (t) 和再下一年度 (t+2) 的均值填充，如果是首尾两年，用相邻年份数据填充，避免因为某一年的异常值导致偏离度异常增大。

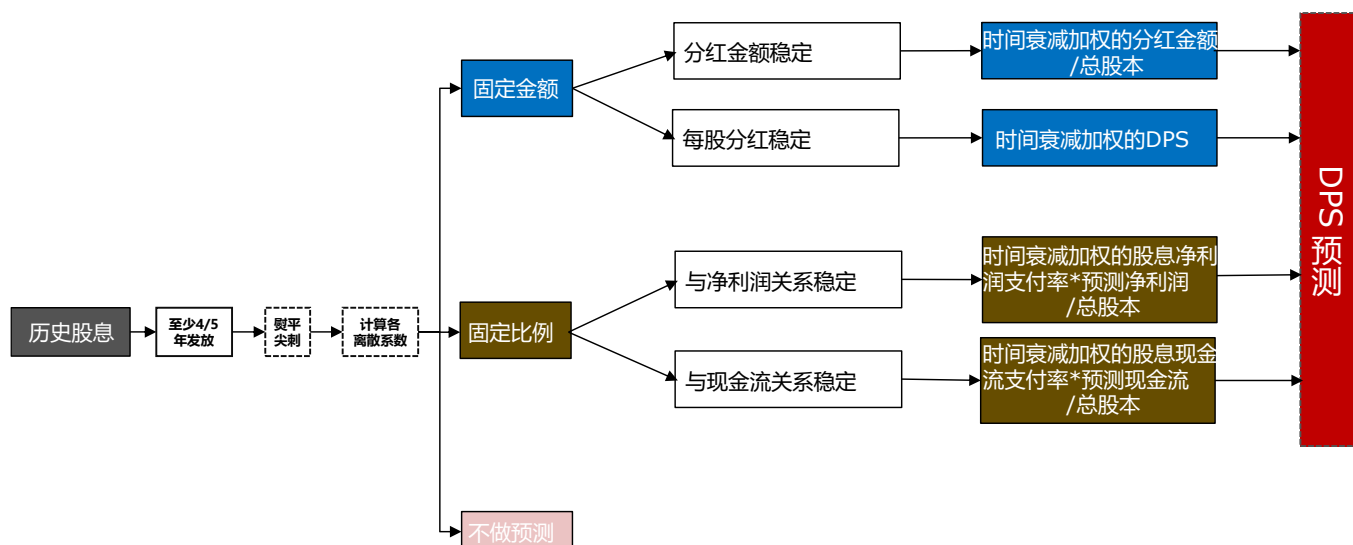
接着，我们对平滑后该区间的数据计算偏离度，具体公式如下：

$$\text{离散系数} = \frac{\text{区间最大值} - \text{区间最小值}}{\text{区间均值}}$$

具体而言，对于股息发放的金额、每股股息（DPS）、股息净利润支付率（股息/归母净利润）和股息现金流支付率（股息/企业期末现金流），计算其过去五年的离散系数。

接着，我们比较这四个离散系数，即股息发放金额（DPS）、股息净利润支付率、股息现金流支付率这四个指标的离散系数。我们寻找最小的离散系数，并确保其小于预设的阈值 0.4。如果最小的离散系数满足这个条件，我们可以认为公司按照这个逻辑进行股息发放。

图32：股息预测框架

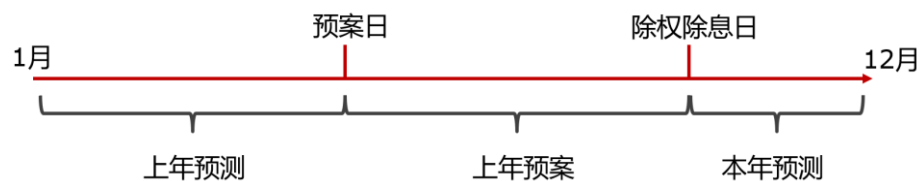


资料来源：民生证券研究院绘制

最终把预测值统一转换成每股分红，具体方法如下：对于分红总额，用预测值/当日的总股本得到预测的每股红利；对于股息支付率，用一致预期的 EPS（如果没有一致预期值，则使用最新一期年报的归母净利润/当日的总股本计算）*预测的股息支付率得到预测的每股红利值；对于分红/现金流比率，用最新一期年报的期末现金及现金等价物余额/当日的总股本*预测的分红/现金流比率计算预测的每股红利值。

在明确了公司股利发放逻辑后，延续其历史股利发放规律并结合其预测基本面信息后便可以得到理论的股息预测值。对于不满足稳定的支付政策的公司，我们选择不做预测，只在预测把握高的股票池中进行选股。

DPS 预测值的使用时间线如下：在预案日和除权除息日之间填充为真实的预案值，除此之外填充为预测值。

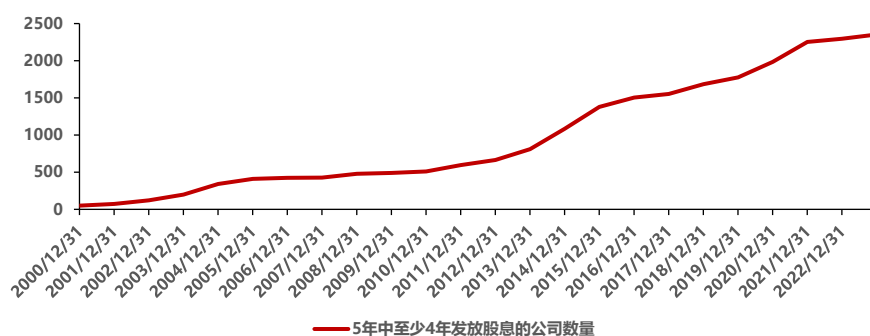
图33: DPS 预测的时间线处理


资料来源：民生证券研究院绘制

4.2 预测结果

4.2.1 数量统计

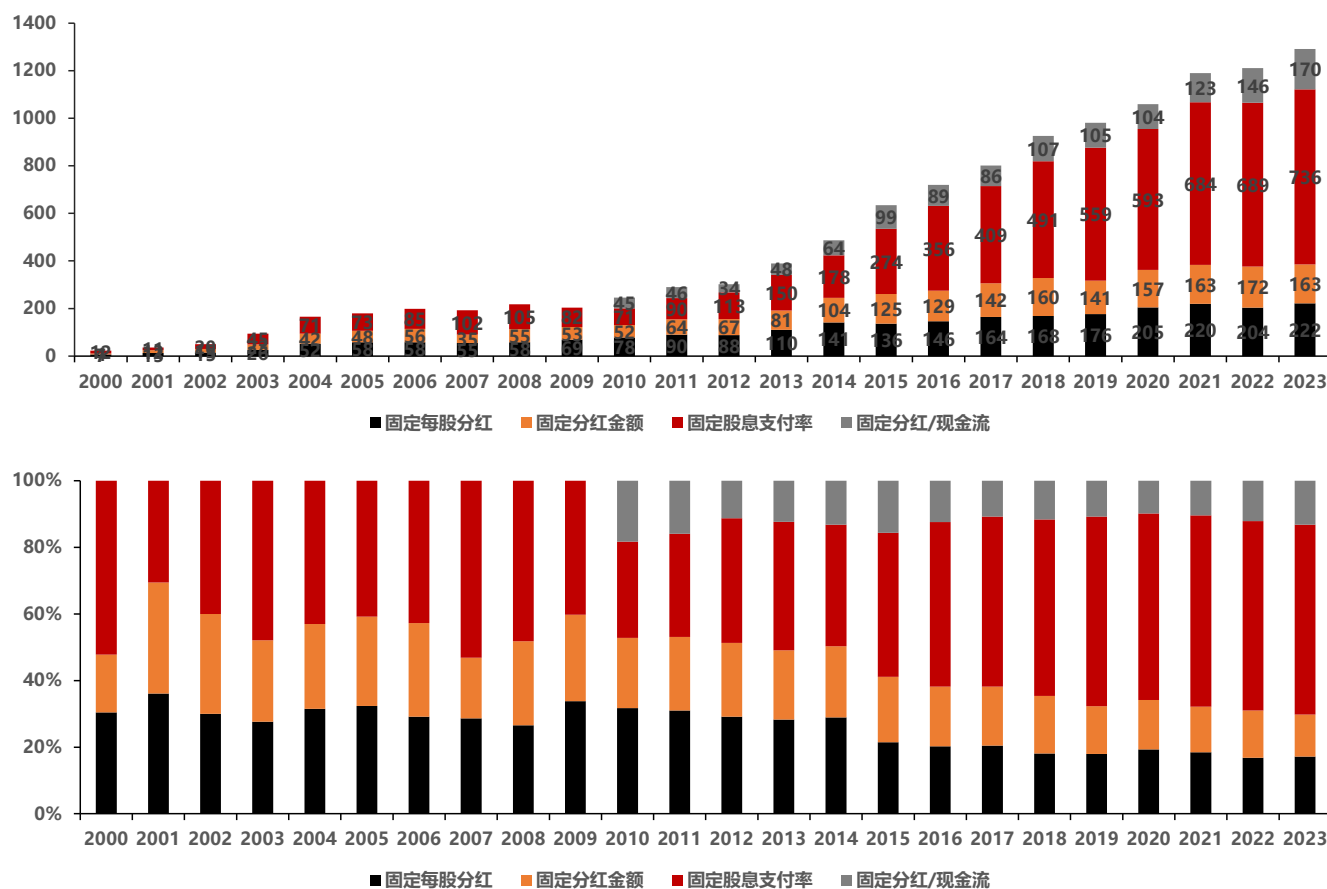
满足 5 年中至少 4 年发放股息的公司数量逐年递增，根据 2023 年发放情况约在 2350 家。从行业角度，最多的行业分别是银行、交运和非银行业，其中 70% 的个股均满足条件，而诸如煤炭、钢铁、有色金属等周期型行业分红规律并不稳定，覆盖度分别为 47%、40%和 39%。

图34: 5 年中至少 4 年发放股息的公司数量逐年递增


资料来源：wind, 民生证券研究院

在这 2350 家公司中，大约有一半的公司能基于股息支付政策预测框架给出预测值，其中固定股息净利润支付率型公司占比最多，自 2017 年以后达 50% 以上。

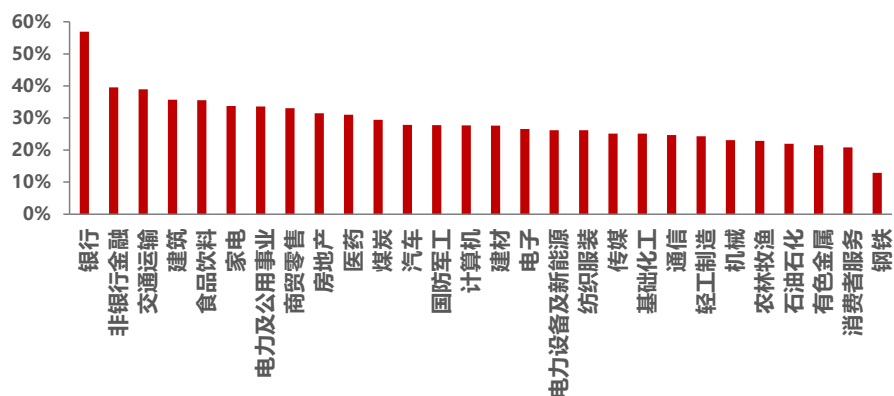
图35： 各种股息支付规律下的公司绝对个数与相对占比



资料来源：wind，民生证券研究院

在不同行业中，被发现具有派息规律的个股中，银行、交通运输、商贸零售以及非银金融等行业的个股占比最高。具体的计算方法是，首先确定在分析的特定日期内，某行业的个股在具有派息规律的名单中出现的次数。然后，我们将这个数字与该行业总个股数量进行比较。即行业占比 = (行业在当期的出现次数 / 行业的个股总数) × 100%。

图36: 各个行业中能发现具有派息规律的公司占比 (截面平均)



资料来源：wind，民生证券研究院

表10：各类股息支付政策中的行业分布（前三）

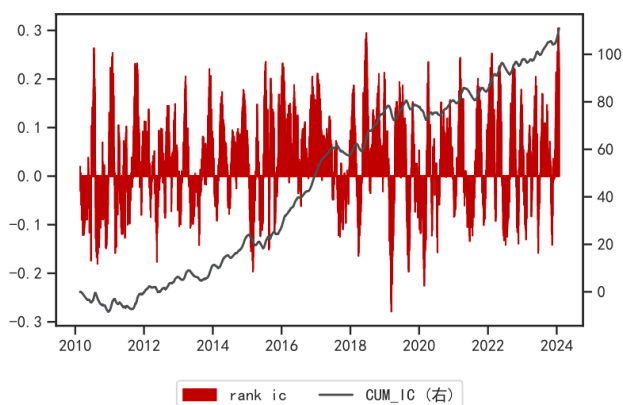
类别	1	2	3
固定DPS	银行	交通运输	电力及公用事业
	10.14%	6.82%	6.77%
固定股息金额	国防军工	商贸零售	纺织服装
	6.23%	5.41%	5.30%
固定股息净利润支付率	银行	交通运输	非银行金融
	33.57%	21.94%	17.46%
固定股息现金流支付率	纺织服装	国防军工	计算机
	4.12%	3.86%	3.82%

资料来源：wind, 民生证券研究院

4.2.2 因子检测

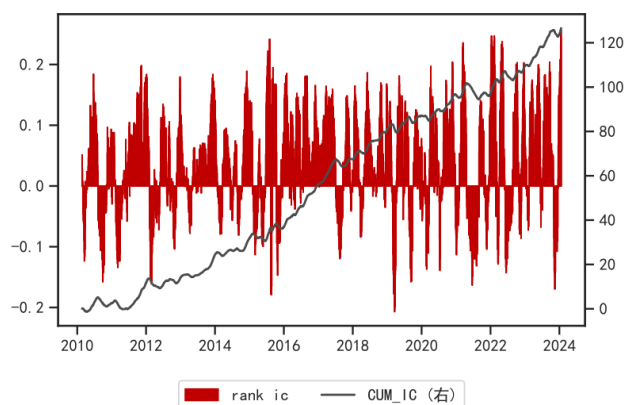
因子 rank IC 提升效果明显。原始股息率 TTM 因子的 rank ic 均值由 2.35% 提升到 3.31%，市值中性化以后因子的 rank ic 由 3.23% 提升到 3.82%。

图37：原始股息率 TTM 因子的 rank ic



资料来源：wind, 民生证券研究院

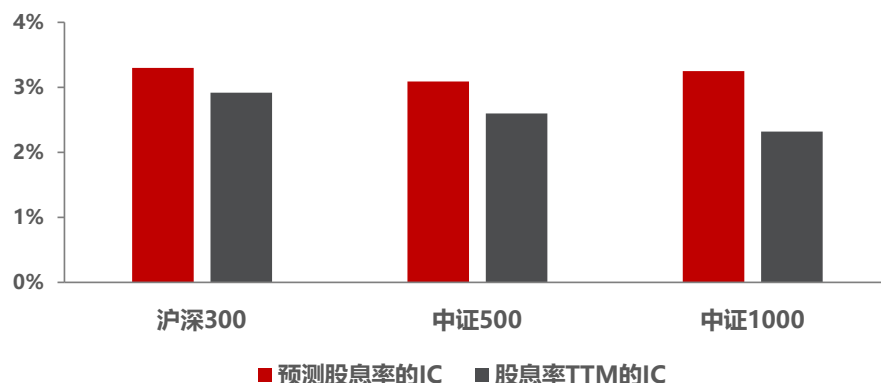
图38：股息率预测因子的 rank ic



资料来源：wind, 民生证券研究院

分宽基看，股息率类在大市值内的因子表现较好，且预测股息率效果好于原始股息率 TTM 因子。

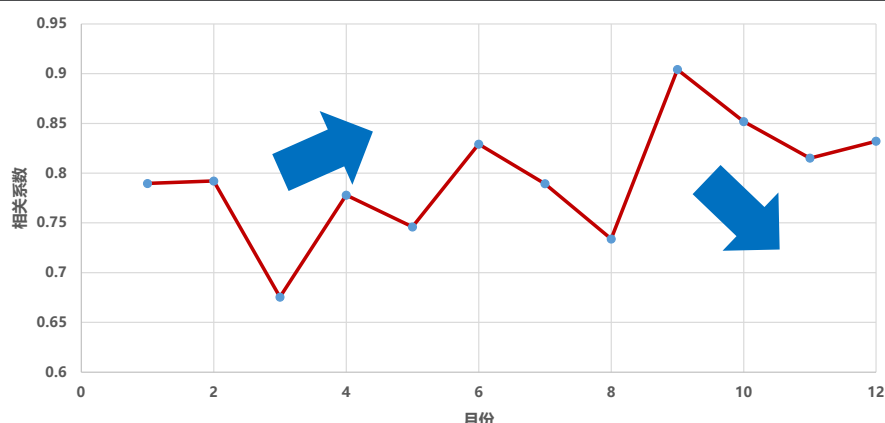
图39：分宽基内的 IC 表现



资料来源：wind, 民生证券研究院

在 1 至 3 月和 10 至 12 月期间，两个因子的相关系数显著波动。这种波动主要是由于以下原因：在 1 至 3 月期间，上一年的分红计划尚未完全公布，因此市场上的股息数据可能不完整，导致相关系数波动较大。而在 10 至 12 月期间，上一年的分红活动基本上已经完成，随着三季报的发布，投资者的关注点转向当年的分红预期，这也会导致相关系数的波动。在这些月份中，使用历史股息率进行预测可能会出现较大的时滞效应。因此，这些特定月份的准确预测股息率变得更加关键。

图40：预测股息率因子与股息率因子的月度相关性



资料来源：wind, 民生证券研究院

表11：预测股息率因子与常见因子的相关性

因子值	预测股息率	ep	bp	roe	净利润同比增速	经营现金流同比增速	现金/总资产	经营性净现金流/EV	基金总持股数占个股流通股比值	pe排名减一致预期净利润增长排名	pb排名减roe排名	股息率
预测股息率	1	0.33	0.22	0.10	-0.06	-0.02	0.01	0.14	-0.04	0.07	-0.15	0.78
ep	0.54	1	0.16	0.61	0.26	-0.03	0.01	0.04	0.04	0.08	-0.41	0.31
bp	0.55	0.37	1	-0.15	-0.06	-0.01	-0.05	0.12	-0.08	0.02	-0.08	0.17
roe	-0.09	0.64	-0.34	1	0.29	0.03	0.07	-0.04	0.16	0.07	-0.28	0.13
净利润同比增速	-0.32	0.34	-0.44	0.77	1	0.05	0.01	0.00	0.04	-0.11	-0.13	-0.06
经营现金流同比增速	-0.06	0.28	-0.22	0.52	0.49	1	0.04	0.14	0.03	-0.01	-0.02	-0.01
现金/总资产	-0.21	0.15	-0.35	0.48	0.39	0.39	1	0.15	0.02	0.03	0.00	0.04
经营性净现金流/EV	0.78	0.45	0.60	-0.13	-0.27	0.04	-0.20	1	-0.02	0.01	-0.10	0.13
基金总持股数占个股流通股比值	-0.41	0.10	-0.56	0.66	0.63	0.37	0.53	-0.43	1	-0.08	-0.05	-0.03
pe排名减一致预期净利润增长排名	0.00	-0.36	0.17	-0.50	-0.59	-0.32	-0.14	0.00	-0.42	1	0.43	0.06
pb排名减roe排名	-0.50	-0.82	-0.31	-0.55	-0.38	-0.34	-0.17	-0.45	-0.15	0.59	1	-0.15
股息率	0.78	0.68	0.25	0.35	0.11	0.20	0.18	0.57	0.05	-0.21	-0.66	1

资料来源：wind, 民生证券研究院

预测股息率因子中包含了原始股息率 TTM 因子所不具有的信息。预测股息率因子作为一种估值因子，与 EP、BP 和经营性净现金流/EV 以及原始股息率因子等相关性较高，达到了 0.5 以上。通过截面回归的方式将这些高相关性的因子进行剥离后，预测股息率因子的预测能力有所下滑，但股息率因子对预测股息率因子做剥离后基本没有预测能力。

表12：因子剥离高相关性因子后的表现

原始因子	待回归因子	IC	IR	win rate
预测股息率	股息率	1.94%	0.61	60.95%
	经营性净现金流/EV	2.94%	0.64	58.54%
	ep	2.36%	0.56	57.93%
	bp	2.23%	0.5	58.54%
股息率	预测股息率	0.31%	0.21	53.01%

资料来源：wind, 民生证券研究院

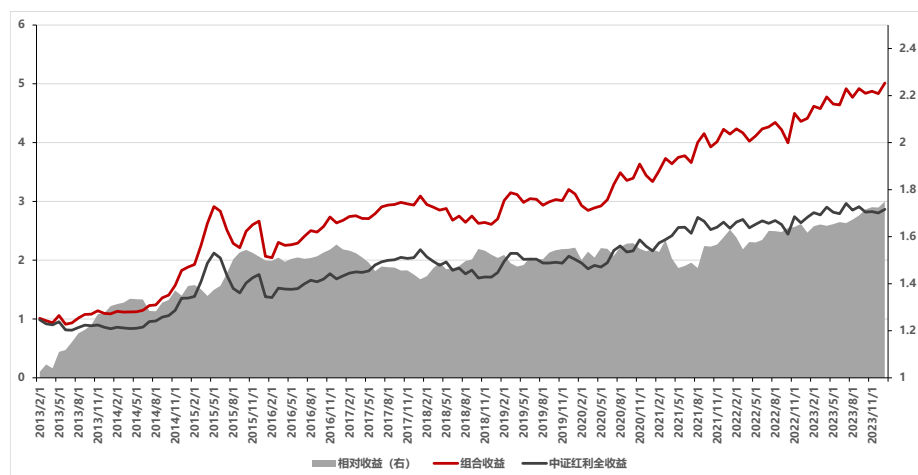
4.3 组合构建

4.3.1 预测高股息组合

中证红利指数的构建方式如下：

1. 选定样本空间：在中证全指内选择过去一年日均市值和成交额均在前 80% 的，并且过去三年连续现金分红且过去三年股利支付率的均值和过去一年股利支付率均大于 0 且小于 1。
2. 对样本空间内证券，按照过去三年平均现金股息率由高到低排名，选取排名靠前的 100 只上市公司证券作为指数样本。每年调整一次。

为了起到对比的效果，我们按照相同的方式构建组合，将原先的“过去三年平均现金股息率”替换为预测股息率，观察选股效果。

图41：预测高股息组合


资料来源：wind, 民生证券研究院

组合在样本内基本战胜指数。在整个样本期间实现了平均超额收益为 4.47% 和平均信息比率为 0.67 的正向表现。

然而，在 2017 年，该组合的表现较差，其主要原因是行业偏离问题。组合在前五大行业中没有重仓食品饮料和家电，而这两个行业在那一年的涨幅位列前两位，从而显著提高了基准的表现。根据前文，食品饮料和家电行业的股息支付

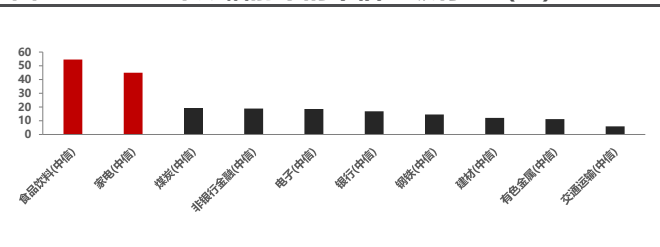
并不稳定，而组合重仓的银行、交通运输、商贸零售和非银行金融等行业的股息支付则较为稳定。因此，这导致了该组合在 2017 年跑输基准指数。

图42：组合和基准的行业权重对比

行业	组合权重	基准指数权重
银行	15.70%	17.50%
交运	14.10%	8.90%
非银	13.20%	-
电力及公用事业	11.80%	12.80%
汽车	9.30%	10.20%
食品饮料	-	8.80%
家电	-	6.00%

资料来源：wind，民生证券研究院

图43：2017 年涨幅前十的中信一级行业（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

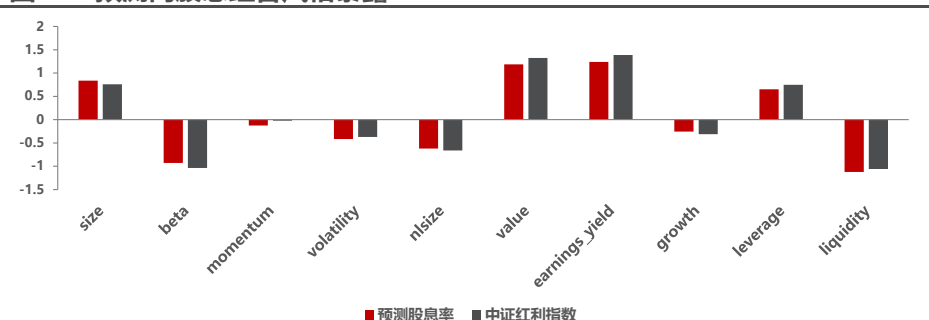
表13：预测高股息组合分年度表现

年份	组合收益	中证红利指数全收益	超额收益	信息比率	最大回撤
2013	9.42%	-14.11%	23.53%	2.09	-15.34%
2014	66.89%	57.59%	9.29%	0.98	-6.44%
2015	45.91%	29.89%	16.02%	1.12	-39.54%
2016	-1.09%	-4.30%	3.22%	0.83	-21.40%
2017	11.49%	21.34%	-9.85%	-1.71	-6.53%
2018	-11.25%	-16.15%	4.91%	0.96	-22.42%
2019	22.83%	20.88%	1.95%	0.27	-13.73%
2020	7.51%	8.19%	-0.67%	-0.16	-15.87%
2021	22.71%	18.19%	4.52%	0.47	-10.68%
2022	3.17%	-0.37%	3.54%	0.43	-13.43%
2023	10.85%	6.34%	4.51%	0.74	-10.43%
2024	-3.55%	-3.84%	0.30%	1.28	-5.49%
全样本	15.52%	11.05%	4.47%	0.67	-40.41%

资料来源：wind，民生证券研究院

预测高股息组合在风格上与中证红利指数较为接近。

图44：预测高股息组合风格暴露



资料来源：wind，民生证券研究院

4.3.2 其他规避“高股息陷阱”的方法

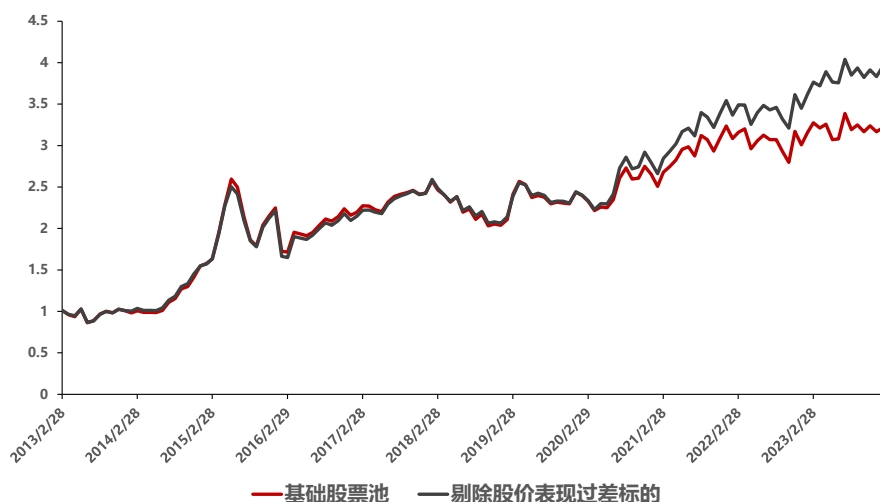
规避“高股息陷阱”的方法可以分为两类。第一种方法是通过股息预测来进行规避，这意味着从股息的本源出发，对公司的财务状况和未来业绩进行分析，以预测其是否能够持续支付高股息。第二种方法是通过负向清单的方式，剔除那些在指标方面异常的个股，例如盈利稳定性和股价表现等。这样可以避免投资那些有潜在风险的个股，以保护投资组合的稳健性。这两种方法相互补充，可以帮助投资者更加清晰地识别和规避“高股息陷阱”。此类剔除指标较为多样，本着“抛

砖引玉”的想法，我们尝试进行两种负面清单制度构建，以帮助投资者进行更有效的风险管理。

为了准确对比负向清单剔除的效果，我们首先构建如下基础池：在市值和成交额均位于全市场前 80% 的股票池中，按照过去三年股息率均值由高到低排序，选取前 100 个股票，年度换仓。在此基础上构建负面清单剔除以达到对比的效果。

负向清单一：在基础池中进一步剔除过去一年股价表现最差的 10% 个股后组合年化收益提升 1.5%。需要注意的是，这种提升主要发生在 2020 年之后，之前的效果不显著。一个可能的原因是，在过去几年中，受到股价下跌影响的公司较多，因此使用这种剔除方法在一定程度上起到了积极作用。尽管这种剔除方法的效果可能相对较弱，我们仍认为使用这种剔除方法仍然比没有任何剔除要好，因为它提供了一种相对有效的策略来规避股价表现较差的个股以及“高股息陷阱”。

图45：剔除股价表现最差的 10% 标的后能一定程度上改善组合表现

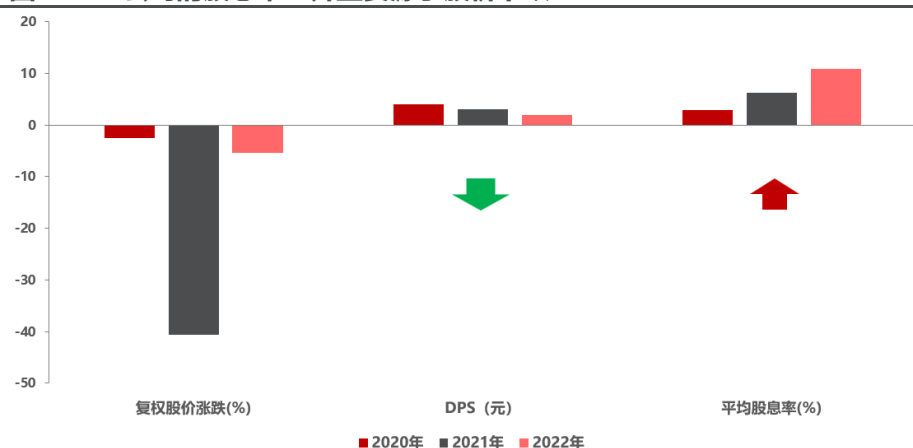


资料来源：wind，民生证券研究院

比如 D 公司在 2020 年、2021 年和 2022 年的 DPS 分别为 4 元、3 元和 2 元，而平均股息率则分别为 2.9%、6.3% 和 10.8%。**如果按照股息率进行筛选的话可以说是名副其实的高股息资产。**

可事实上，它能够在每股派息缩水了 50% 的情况下股息率却上升了 2 倍多的原因在于股价的大幅下跌。通过股价的计算，我们不难发现格力电器的股息率上升主要源于股价的大幅下跌。

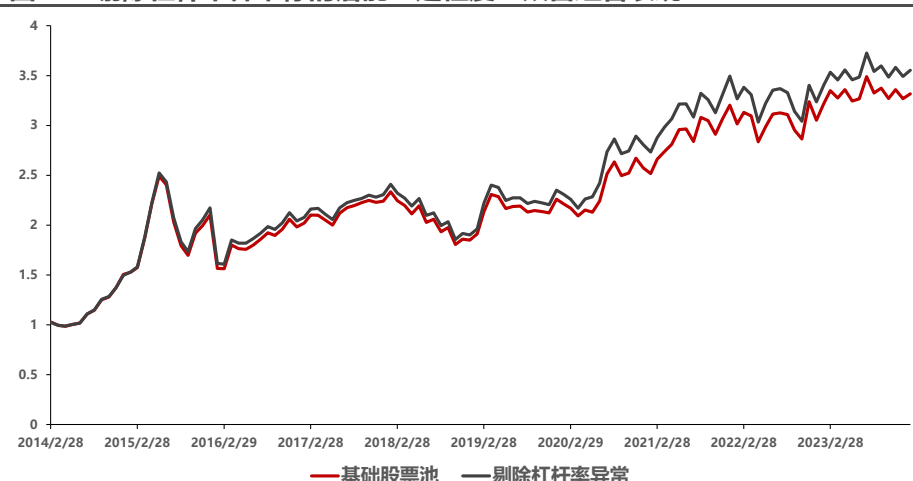
图46：D 公司的股息率上升主要源于股价下跌



资料来源：wind, 民生证券研究院

负向清单二：在基础池中进一步剔除各中信一级行业中有息负债/有形资产比重大于各自行业 0.9 分位数的个股后组合年化收益提升 0.8%。

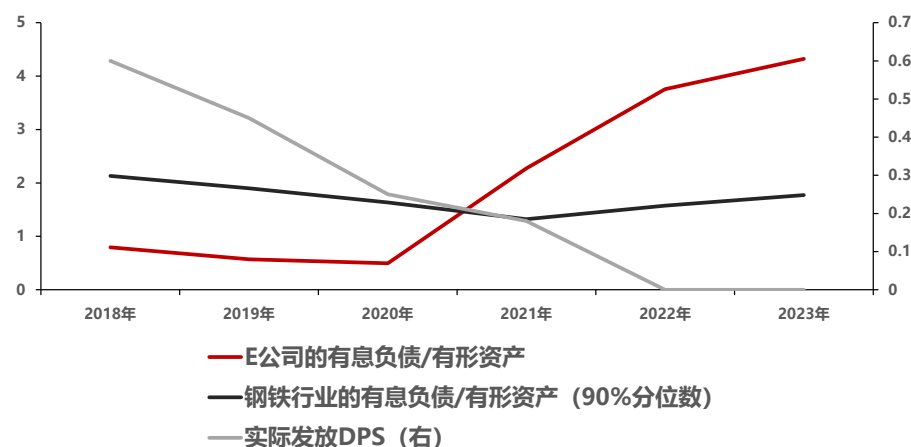
图47：剔除杠杆率异常标的后能一定程度上改善组合表现



资料来源：wind, 民生证券研究院

如在 2021 年剔除了 E 公司，有效的避免了其之后的股息陷阱。 E 公司的有息负债/有形资产在 2020 年后出现大幅提升，在 2021 年超越了钢铁行业的 90%分位数，因此选择将其剔除。与此相对应，E 公司的实际 DPS 亦在同步走低，在 2022 年并未发放任何股息。

图48: E公司的负债率变化及 DPS 变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

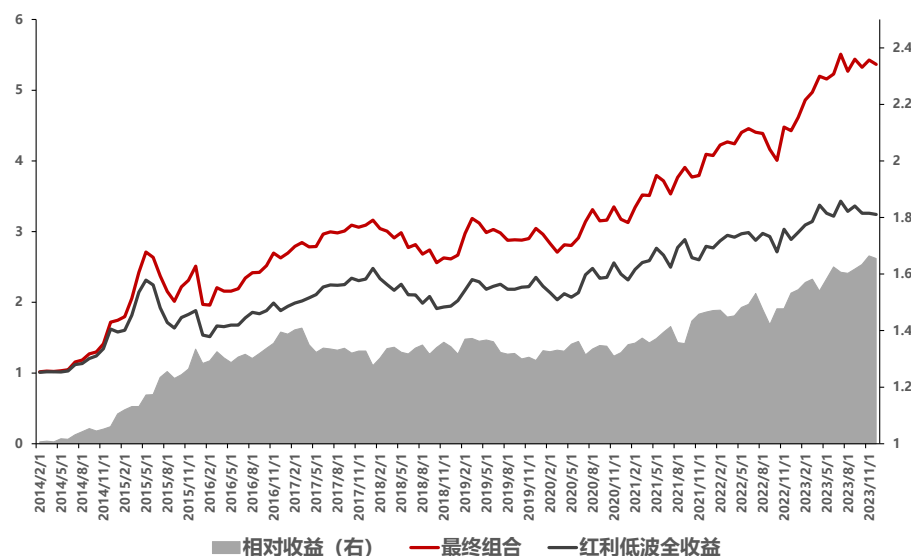
除此之外，还可以考虑剔除 ROE 波动性较大的标的等方法，以避免盈利不稳定的周期股等方法以规避“高股息陷阱”，此处难以穷尽，本文不做进一步延展。

4.3.3 红利低波增强组合

我们基于预测股息率，同时运用负向清单制度以尽可能规避“高股息陷阱”的方法，叠加低波因子，最终构建组合步骤如下：

1. 基于前文负向清单剔除部分个股；
2. 每年末在此基础上运用预测股息率由高到低排序选择前 100 个股；
3. 每个季度在年度股票池的基础上进一步运用过去一个季度波动率选择波动率最低的 50 只个股，按照预测股息率加权。交易费用为双边千分之三。

图49: 最终红利组合构建



资料来源: wind, 民生证券研究院

从逐年收益看，红利低波季调组合表现更加稳定，全样本内相对于红利低波全收益实现了 6.17% 的年化收益和 0.75 的信息比率。在 2014 年至 2023 年末，除了 2017 和 2019 年跑输基准外，组合均贡献正超额收益，其中 2023 年全年贡献了近 9% 的超额收益。

表14：最终红利组合的逐年收益

年份	组合收益	基准收益	超额收益	信息比率	最大回撤
2014	71.94%	62.17%	9.77%	11.98	-0.36%
2015	46.06%	16.06%	30.00%	14.02	-25.71%
2016	4.63%	0.08%	4.54%	3.97	-2.58%
2017	17.64%	23.57%	-5.93%	-4.20	-2.11%
2018	-15.45%	-16.40%	0.94%	0.35	-19.04%
2019	16.57%	20.94%	-4.37%	-2.55	-9.69%
2020	4.18%	1.99%	2.19%	1.00	-8.57%
2021	28.96%	16.34%	12.63%	5.50	-6.88%
2022	8.18%	3.46%	4.72%	2.24	-10.07%
2023	21.19%	12.23%	8.96%	6.14	-4.38%
全样本	19.13%	12.96%	6.17%	0.75	-40.12%

资料来源：wind, 民生证券研究院

5 总结

红利投资方兴未艾。从收益来源角度看，股息率的贡献将起到更加重要的作用。从外部环境角度看，红利投资在下跌、回暖和复苏期历史上相对占优，因此目前仍有较为有利的外部环境。

常见红利策略的区别。美股和 A 股红利策略在关注分红政策和能力、以股息为选股依据方面相似。然而，它们存在一些不同：

高股息策略侧重于选择当前具有较高股息收益率的公司，倾向于价值投资；而股息增长策略更注重选择具有潜力增长股息的公司，更接近成长投资。风险偏好也不同，高股息策略风险较低，股息增长策略风险较高。盈利来源上，高股息策略主要依赖分红收益，而股息增长策略除分红外还有资本增值。高股息策略和股息增长策略并非同一策略，前者买入高股息率公司，后者选择股息增长潜力，类似红利和成长的“中和策略”。在 A 股市场中，在成长风格不佳且波动性较大的背景下，高股息策略的稳定性更优。

股息率并非越高越好。股息率的高低更多取决于业务的属性以及企业所处的发展阶段，并不一定是越高越好。从统计结果看，股息率次高组拥有相对于大盘最高的胜率。“高股息陷阱”的本质是投资者单纯追逐高股息率而忽视了公司盈利可持续性和长期价值，可能导致投资风险和亏损，表征的形式有单纯的股价下跌、强周期行业顶部的“慷慨分红”以及高杠杆模式下的高分红难以维系。因此，除了股息预测，还可以通过诸如剔除股价表现极端、负债率异常的标的等负向清单制度以规避“高股息陷阱”。

股息预测的方法与框架。通过过去 5 年财务和分红数据，将上市公司分红类型归类为稳定每股红利、稳定分红总额、稳定股息支付率和稳定分红/现金流比率。使用平滑技术判断数据稳定性，并计算偏离度。根据偏离度和阈值确定每年公司的分红类型。根据分红类型用时间衰减加权计算预测值，并转换为每股分红。原始股息率 TTM 因子的 rank ic 均值由 2.35% 提升到 3.31%，市值中性化以后因子的 rank ic 由 3.23% 提升到 3.82%。

通过股息预测与“高股息陷阱”规避，能够对传统红利和红利低波策略稳定增强。构建的预测高股息组合在年度换仓条件下在整个样本期间实现相对于中证红利全收益 4.47% 的超额收益和 0.67 的信息比率。进一步我们基于预测股息率，同时实行负向清单制度以尽可能规避“高股息陷阱”的方法，叠加低波因子，最终构建季度调仓组合。样本内相对于红利低波全收益实现了 6.17% 的年化收益和 0.75 的信息比率，其中 2023 年全年贡献了近 9% 的超额收益。

传统的高股息策略通常选择那些具有较高股息收益率的公司，但这并不说明其一定具备可持续的盈利能力和稳定的分红政策。因此未来的研究应该继续关注公司的盈利质量、负债水平、现金流情况等因素，以验证高股息公司的可持续性。

6 风险提示

- 1) **股息支付规律变动风险。**股息支付规律的基础是通过历史数据进行推断，但存在着可能发生变化的风险。公司的盈利能力、现金流状况和管理层决策等因素都可能对股息支付产生影响。突发的经济环境变化、行业竞争加剧或者公司内部变革等因素都可能导致股息支付规律的变动。
- 2) **净利润和现金流存在预测风险。**归母净利润和期末现金流是评估公司财务状况和盈利能力的重要指标。然而，这些指标基于分析师的预测和历史表现，存在着预测不准确的风险。公司的业务环境、市场需求和竞争状况等因素都可能对净利润和现金流产生影响，并导致实际表现与预测不符。
- 3) **过去不代表未来。**量化模型建立在历史数据的基础上，假设过去的模式将在未来继续适用。然而，市场条件和环境经常发生变化，过去的模式不一定能够准确预测未来的市场走势。
- 4) **个股案例不代表任何投资建议。**文中所提及股票仅为案例，并未考虑估值、市场环境等问题，实际投资仍需进一步评估。

插图目录

图 1:	中证红利指数的收益拆解	3
图 2:	中证红利指数的盈利贡献逐渐降低	3
图 3:	全 A 的盈利增速中位数趋势下行 (%)	3
图 4:	美股市场下表现最好的因子	5
图 5:	A 股红利策略在熊市和回暖期表现相对较好 (截至 2024 年 1 月 5 日)	6
图 6:	三种股息策略构建方式	9
图 7:	三种股息策略的净值曲线	9
图 8:	常见红利策略的风格对比	10
图 9:	常见红利策略的行业分布 (分母为行业成分股个数)	10
图 10:	流入美国红利基金的资金 (百万美元)	12
图 11:	两类 A 股红利指数的走势	13
图 12:	A 股红利策略的五组分下相对于沪深 300 的胜率	16
图 13:	美股红利策略的五组分下相对于 S&P500 的胜率	16
图 14:	本期股息最高组个股与下一期的重合度不足 50%	17
图 15:	最高组的平均股息支付率远高于市场平均	17
图 16:	A 公司的股息率与股价	18
图 17:	A 公司的股息率与股息支付率	18
图 18:	B 公司的分红总额与指数走势	18
图 19:	B 公司的分红与归母净利润	18
图 20:	C 公司的净利润与分红总额	19
图 21:	C 公司的分红与带息负债比率	19
图 22:	全 A 股息率变动绝对值均值	20
图 23:	全 A 的每股股利、分红金额和股息率变动与过去三年的偏差均值	20
图 24:	股息方法的稳定性	21
图 25:	龙溪股份的每股股息相对稳定	21
图 26:	工商银行的分红与净利润之间的关系时序稳定	22
图 27:	工商银行的分红金额与 DPS 都随时间增长	22
图 28:	丽珠集团的分红与净利润之间的关系不稳定	22
图 29:	丽珠集团的分红与现金流之间的关系相对稳定	22
图 30:	股息方法的时变性——以华茂股份为例	23
图 31:	“股息尖刺”的熨平	24
图 32:	股息预测框架	25
图 33:	DPS 预测的时间线处理	26
图 34:	5 年中至少 4 年发放股息的公司数量逐年递增	26
图 35:	各种股息支付规律下的公司绝对个数与相对占比	27
图 36:	各个行业中能发现具有派息规律的公司占比 (截面平均)	27
图 37:	原始股息率 TTM 因子的 rank ic	28
图 38:	股息率预测因子的 rank ic	28
图 39:	分宽基内的 IC 表现	28
图 40:	预测股息率因子与股息率因子的月度相关性	29
图 41:	预测高股息组合	30
图 42:	组合和基准的行业权重对比	31
图 43:	2017 年涨幅前十的中信一级行业 (%)	31
图 44:	预测高股息组合风格暴露	31
图 45:	剔除股价表现最差的 10% 标的后能一定程度上改善组合表现	32
图 46:	D 公司的股息率上升主要源于股价下跌	33
图 47:	剔除杠杆率异常标的后能一定程度上改善组合表现	33
图 48:	E 公司的负债率变化及 DPS 变化	34
图 49:	最终红利组合构建	34

表格目录

表 1: 2023 年净利润环比表现 (截至 2023 年 Q3)	4
表 2: 美林时钟下的红利策略	6
表 3: 美股红利策略的风格归因	7
表 4: 美股红利策略的行业相对于基准的暴露 (%)	8
表 5: 美国前 5 大红利 ETF 基本信息(截至 2024-1-31)	11
表 6: 美国前 5 大红利 ETF 投资策略和特点(截至 2024-1-31)	12
表 7: 美国前 5 大红利 ETF 在不同时间段下的收益表现 (截至 2024-1-31)	12
表 8: 两类 A 股红利指数的基本信息	13
表 9: 两类 A 股红利指数的表现对比	14
表 10: 各类股息支付政策中的行业分布 (前三)	28
表 11: 预测股息率因子与常见因子的相关性	29
表 12: 因子剥离高相关性因子后的表现	30
表 13: 预测高股息组合分年度表现	31
表 14: 最终红利组合的逐年收益	35

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026