

## 高股息策略探讨

### 投资要点：

#### ➤ 高分红的积极意义

高分红对于上市公司和股票市场都具有十分重要的意义。对于上市公司而言，高股息是盈利持续稳定的信号；对于资本市场而言，高股息是长期牛市的根基。以美股为例，1871年至2014年间美股的实际收益率约为7%，其中股息收益率为4.5%，占六成以上，如果考虑公司回购带来的收益，占比将进一步扩大。

#### ➤ A股高股息标的的特征

中位数口径看，A股分红率较高的行业有家用电器、纺织服装、石油石化、食品饮料、煤炭和钢铁等，集中在消费和周期板块，银行、房地产、煤炭和钢铁等行业的股息率较高。

#### ➤ 高股息策略的历史表现

长期来看，考虑红利再投资后的高股息策略在美股、日股、港股和A股市场都是明显跑赢大盘的。以中证红利（价格）指数为例，2009年以来的年化收益率为8.0%，略微好于大盘指数的7.4%，但在考虑红利再投资的收益后，红利指数的收益率显著高于大盘（12.0% vs 8.9%），波动率和最大回撤等风险收益指标也都更优。

#### ➤ 高股息策略的热点问题探讨

我们讨论了两个关于高股息策略的热点问题：1) 作为一种典型的价值策略，高股息策略常被认为只在熊市中才具有超额收益，但从美股、日股、港股和A股的经验来看，这种说法并不完全正确，高股息策略在牛市/熊市中仍可能具有正/负的超额收益；2) 整体来看，利率与高股息策略超额之间的关系并无定式，在利率上行或下行区间高股息策略都可能具有超额收益。

#### ➤ 代表性红利类指数梳理

仅使用单期股息率选股的高股息策略存在有两个风险点：一是分红率（分子端）的波动，二是估值（分母端）的波动。现有的红利类指数，无论是一般的红利策略还是“红利+”策略，本质上都是在尝试解决上述两个问题（或中的一个）。对于分子端而言，红利类指数通常是要求标的在过去连续现金分红，部分指数还会关注分红的合理性；而分母端方面，通常是通过毛利率、ROE等指标来筛选出盈利质量较好的标的，避免落入“价值陷阱”。

### 风险提示：

历史经验不代表未来、行业基本面存在波动等。

### 团队成员

分析师 沈重衡

执业证书编号：S0210523060006

邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

分析师 燕翔

执业证书编号：S0210523050003

邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯

执业证书编号：S0210523060005

邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成

执业证书编号：S0210523060003

邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗

执业证书编号：S0210523060002

邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

### 相关报告

## 正文目录

1	高股息的积极意义.....	1
1.1	理论模型.....	1
1.2	高股息是盈利持续稳定的信号.....	2
1.3	高股息是美股长牛的根基.....	4
2	A股高股息标的的特征.....	6
3	高股息策略的历史表现.....	9
3.1	高股息策略在A股的历史表现.....	9
3.2	高股息策略在其他市场的历史表现.....	11
3.3	狗股策略的历史表现.....	14
4	高股息策略的热点问题探讨.....	15
4.1	高股息策略只在熊市中才具有超额收益?.....	15
4.2	高股息策略超额与利率的关系.....	17
5	代表性红利类指数梳理.....	20
6	风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: 长期股票收益率分解.....	2
图表 2: 近 3 年 A 股和美股 ROE 大于 20 公司个数 .....	3
图表 3: A 股各行业高股息公司数量分布 .....	4
图表 4: A 股连续三年 ROE 不低于 20% 的公司的行业分布 .....	4
图表 5: 标普 500 全收益指数走势好于标普 500 指数 .....	5
图表 6: 股利回购收益能够解释大部分美股历史收益率(%) .....	6
图表 7: 各一级行业分红率中位数(%) .....	7
图表 8: 各一级行业股息率中位数(%) .....	8
图表 9: 中证红利指数的行业权重 .....	9
图表 10: 一级行业股息率分解 .....	9
图表 11: 中证红利、中证 A 股和万得偏股型基金指数走势 .....	10
图表 12: 中证红利、中证 A 股和万得偏股型基金指数的风险收益指标 .....	10
图表 13: A 股按股息率进行分组的投资组合的年化收益率(%) .....	11
图表 14: 标普 500 和标普 500 高股息指数走势 .....	11
图表 15: 标普 500 和标普 500 高股息指数的风险收益指标 .....	12
图表 16: 日本高股息指数和东证指数走势 .....	12
图表 17: 日本高股息指数和东证指数的风险收益指标 .....	12
图表 18: 恒生高股息率指数和恒生综指走势 .....	13
图表 19: 恒生高股息率指数和恒生综指的风险收益指标 .....	13
图表 20: 美股按股息率进行分组的投资组合的年化收益率(%) .....	14
图表 21: 美股中狗股策略的表现 .....	15
图表 22: A 股中狗股策略的表现 .....	15
图表 23: 高股息策略超额情况的区间分析 .....	17
图表 24: A 股高股息策略超额收益与长端利率走势 .....	18
图表 25: 港股高股息策略超额收益与长端利率走势 .....	19
图表 26: 美股高股息策略超额收益与长端利率走势 .....	19
图表 27: 日本高股息策略超额收益与长端利率走势 .....	20
图表 28: 红利类指数与国债总财富指数的风险收益特征 .....	20
图表 29: 代表性红利类指数梳理 .....	21
图表 30: 代表性红利类指数的风险收益指标和行业结构 .....	22

## 1 高股息的积极意义

### 1.1 理论模型

在不考虑回购的情况下，股票长期收益可以分解为两个部分，一是股息收益，二是市值变动，体现在股价的变动，即有：

$$R = D/P + \Delta P/P$$

其中， $R$ 代表股票总收益率， $D$ 为股息， $P$ 为股票的成本价格， $\Delta P$ 为股票价格的变化。而基于市场普遍熟悉的分析框架下，股价可以分解为估值和盈利两部分，即股价可以分解为：

$$P = EPS * (P/E)$$

上式中 $P$ 为股价， $EPS$ 为每股收益。因此，价格的变化可以分解为：

$$\Delta P = \Delta EPS \times (P/E) + EPS \times \Delta(P/E) + \Delta EPS \times \Delta(P/E)$$

其中 $\Delta P$ 为股票价格的变化， $\Delta EPS$ 为每股收益的变化，而 $\Delta(P/E)$ 为市盈率的变化。将上式两边同时除以价格 $P$ 可以得到价格变化的比率，也即市值（股价）变动带来的收益率。从公式来看，即：

$$\Delta P/P = \Delta EPS/EPS + \Delta(P/E)/(P/E) + \Delta EPS \times \Delta(P/E)/P$$

由上式我们可以看出，股价的变化率等于利润增速 $\Delta EPS/EPS$ ，加上市盈率的变化率，再加上两者乘积这一恒等关系。从年化期望收益率的角度来看，二阶导利润增速与估值变化率的乘积往往能够忽略，因此权益资产的收益率可以一步简化为：

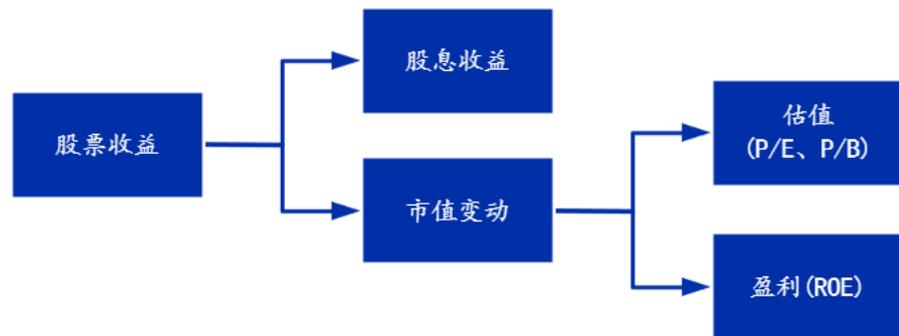
$$\Delta P/P \approx \Delta EPS/EPS + \Delta(P/E)/(P/E)$$

同样，基于 $P = B \times PB$ 的分解我们同样也能够得到基于 $PB$ 和 $ROE$ 的权益资产收益率，但不论是在哪种方式下，我们都可以将持有股票产生的市值变动进一步分解为估值和盈利的影响。因此，综上所述，股票投资总回报主要来源于三个方面，即股息收益、估值变动以及企业盈利。数学表达式为：

$$R = D/P + \Delta EPS/EPS + \Delta(P/E)/(P/E)$$

其中， $R$ 代表股票总收益率， $D/P$ 代表股息收益率， $\Delta EPS/EPS$ 代表利润增速， $\Delta(P/E)/(P/E)$ 代表市盈率的变化率。

图表 1：长期股票收益率分解



来源：华福证券研究所

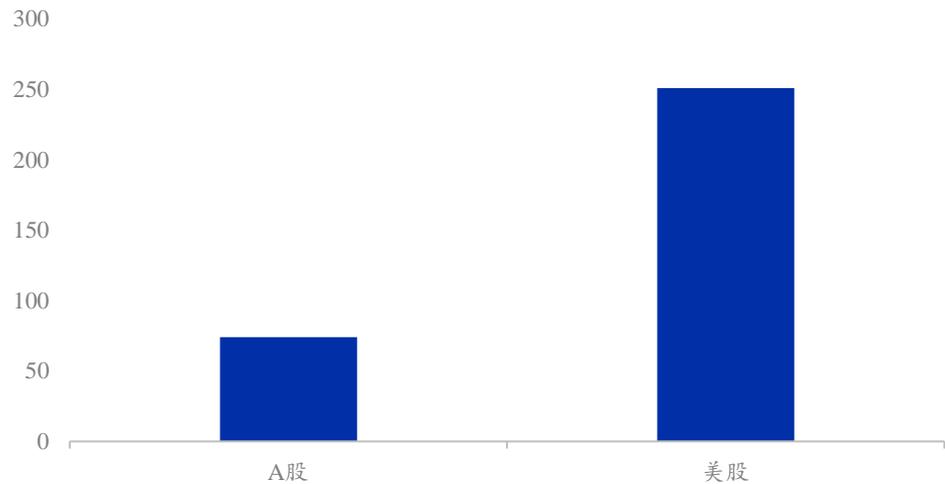
## 1.2 高股息是盈利持续稳定的信号

**高股息是盈利持续稳定的信号。**股息红利之所以备受关注，一是因为其是股票投资重要的直接收益来源，其他条件不变的情况下，高股息红利能够带来较高的回报率；二是因为股息红利体现了企业的盈利能力，高股息红利是企业盈利稳定且较高的反映。从理论上来看，企业的利润增速、盈利能力 ROE 以及分红率存在着如下关系：

$$NI\% = \frac{[B_{t-1} + ROE_{t-1} * B_{t-1} * (1 - div)] * ROE_t}{ROE_{t-1} * B_{t-1}} - 1$$

其中，NI%为利润增速，ROE<sub>t</sub>为t期的盈利能力，B<sub>t-1</sub>为t-1期的净资产，div为分红率。如果假设该企业盈利能力保持稳定，即ROE<sub>t-1</sub> = ROE<sub>t</sub>，那么上式可以进一步简化为利润增速、盈利能力以及分红率三者间的关系式，也就是“利润增速=盈利能力×(1-分红率)”。这意味着在既定的利润增速目标情况下，企业的盈利能力越强，所需的留存利润要求越低，企业能够实施的分红比例就越高。反之亦然，企业盈利能力越弱，所需的留存利润要求就越高，企业的分红比例就越低。也就是说，高股息红利是企业盈利能力持续稳定较高的一个信号。A股上市公司分红水平普遍不高背后的根本原因可能就在于A股上市公司盈利能力不足（ROE低），从实际情况来看，A股盈利水平的确普遍较低。我们统计了全部A股和美股中近三年净资产收益率（ROE）不低于20%的上市公司个数，可以很清楚的看到，A股盈利能力强的上市公司个数要显著少于美股的个数，大概只有美股的30%，而当前A股上市公司总数差不多是美股上市公司总数的80%。

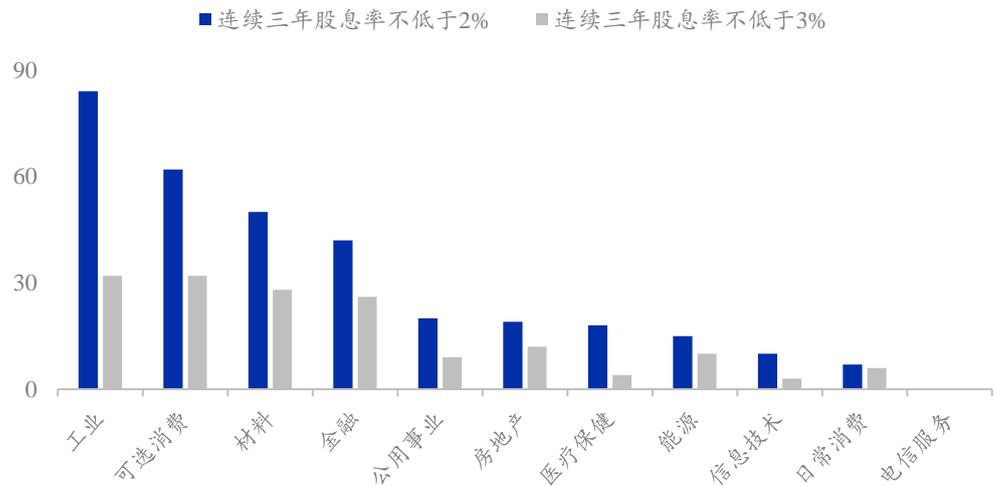
图表 2：近 3 年 A 股和美股 ROE 大于 20 公司个数



来源：Wind，华福证券研究所

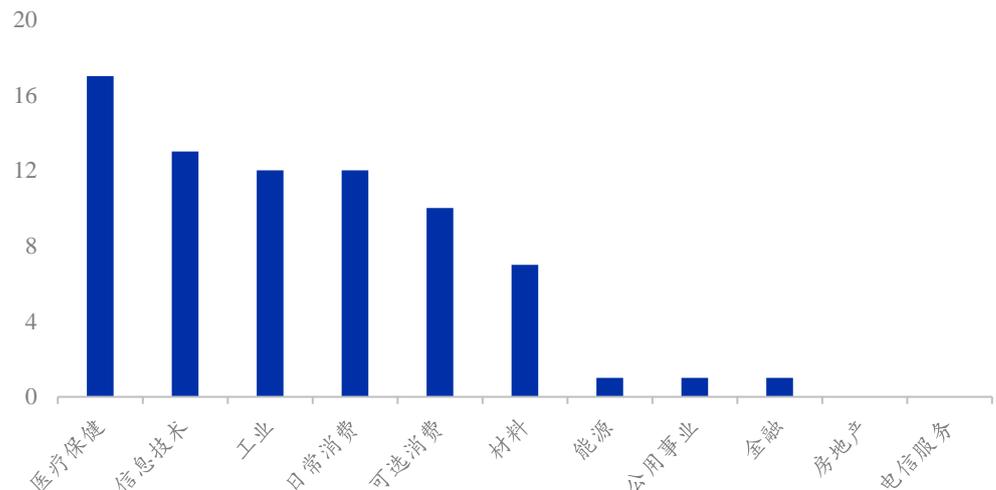
低分红水平可能意味着企业的盈利能力不足，而反之，高股息红利也是企业盈利能力持续稳定较高的一个重要信号，这在消费行业中得到了完美的体现。A股中高股息红利的公司多属于消费行业。其中，可选消费行业连续三年股息率大于2%的公司数量多达62家，仅次于工业行业。包括日常消费在内，在A股连续三年股息率大于2%的公司中有21.1%的公司属于消费行业，连续三年股息率大于3%的消费行业公司占比也是超过了23%。同时，截至2022年年底，A股连续三年ROE大于20%的公司数量为74家，从行业分布情况来看，除了近年来发展势头迅猛的医疗保健行业外，ROE盈利能力稳定较高的公司多属于消费行业。连续三年ROE大于20%的公司中，总共有22家属于消费行业，占比达到了30%。

图表 3: A 股各行业高股息公司数量分布



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 4: A 股连续三年 ROE 不低于 20% 的公司的行业分布



来源: Wind, 华福证券研究所

### 1.3 高股息是美股长牛的根基

股利收入在股票总回报中占据着非常重要的地位,在美股市场,股利收入甚至可以说是股票资产主要的收益来源。这一点可以在标普 500 全收益指数和标普 500 指数长期走势的差距中得到体现。标普 500 全收益指数在标普 500 指数的基础上进行了调整,将样本股分红计入了指数收益。1991 年以来,调整后的标普 500 全收益指数累计涨幅是标普 500 指数收益率的 2 倍。

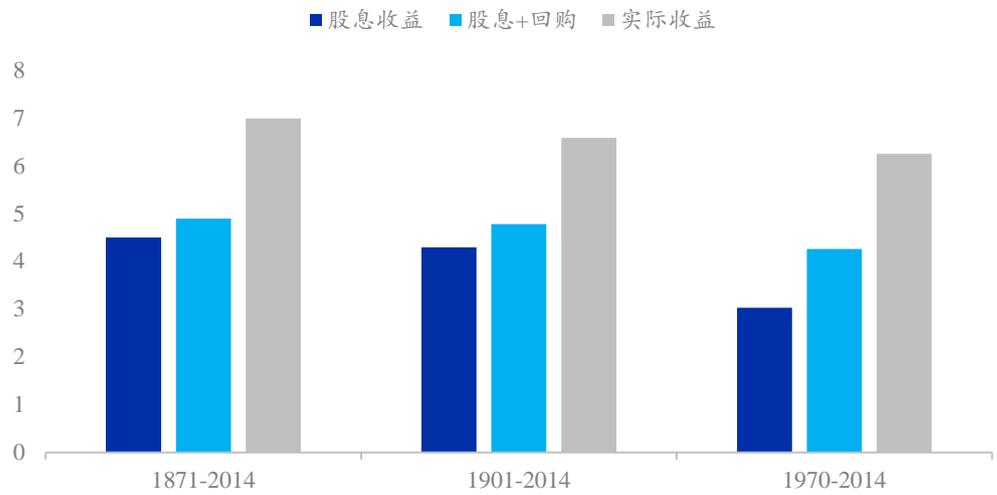
图表 5：标普 500 全收益指数走势好于标普 500 指数



来源：Wind，华福证券研究所

Philip U. Straehl 等人对 1871-2014 年期间美国股市长期收益率进行了深入的研究，研究发现，包含公司派发的股息以及回购股票产生的收益在内，“股息+回购”收益能够解释美国股票历史收益率的绝大部分。1871 年至 2014 年期间，美股实际收益率（剔除通胀后）约为 7%，其中，股息收益率为 4.5%，如果考虑公司回购带来的收益，总的“股息+回购”收益率将上升至 4.89%，占美股实际收益率的三分之二以上。上述结论在调整美股的研究区间后仍然成立，1901 年至 2014 年期间，美股实际收益率为 6.58%，其中来自于股息收益的部分达到了 4.29%，加上企业回购部分，总的“股息+回购”收益率达到 4.78%；1970 年至 2014 年期间，美股产生的股息收益为 3.03%，将企业回购纳入考虑后这一部分收益上升至 4.26%，同期美股实际收益率为 6.25%。

图表 6：“股息+回购”收益能够解释大部分美股历史收益率(%)



来源：The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payouts and the Real Economy，华福证券研究所整理

## 2 A 股高股息标的的特征

股息率除了可以表示为“每股股利/股价”外，还可写作“分红率/市盈率”。因此，高股息标的一定具有高分红或者低估值之一（或二者兼具）的特点。

从中位数口径看，A 股一级行业中家用电器、纺织服装、石油石化、食品饮料、煤炭和钢铁的分红率长期保持在较高的水平，近两年社会服务和传媒的分红率也有明显提高，但银行的分红率并不突出，高分红行业主要集中在消费和周期板块。

**图表 7：各一级行业分红率中位数(%)**

行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
银行	22.0	27.7	30.0	30.1	30.0	26.0	21.4	27.9	28.2	29.8	29.0	27.8	26.5
房地产	19.3	16.4	27.7	30.3	30.1	31.2	31.3	30.0	30.6	30.2	30.5	30.6	33.2
计算机	34.1	28.7	29.8	26.6	23.4	24.2	23.5	24.4	21.8	21.9	27.3	28.8	30.1
环保	24.8	22.5	30.4	28.2	20.7	22.3	22.6	23.5	22.7	25.6	30.2	30.1	31.5
商贸零售	28.9	30.5	35.0	33.2	32.9	32.3	33.8	31.1	33.4	31.9	33.9	34.5	42.8
机械设备	30.1	30.9	30.9	31.0	30.1	31.0	30.9	31.2	31.0	30.6	32.8	33.6	35.3
电力设备	34.7	31.4	32.3	32.2	29.5	31.9	26.1	29.7	30.1	30.3	30.2	24.5	30.1
建筑装饰	20.7	17.1	23.3	22.9	22.2	22.6	22.2	20.6	20.2	21.1	23.9	28.2	30.2
建筑材料	31.0	28.9	31.6	29.1	30.3	28.8	28.8	29.9	30.0	30.6	30.5	31.7	35.3
家用电器	31.6	34.7	40.8	39.8	39.8	39.8	33.3	39.4	45.3	45.0	44.5	40.6	44.2
纺织服装	33.7	33.3	35.3	35.4	38.3	39.2	35.7	47.6	43.6	58.4	51.4	46.7	44.9
农林牧渔	35.2	33.0	31.5	31.2	32.2	33.6	34.2	33.3	32.9	31.4	30.2	31.3	41.2
电子	36.5	44.3	35.7	30.9	30.3	29.8	28.3	29.5	29.5	28.8	30.1	27.8	31.0
汽车	22.6	28.4	30.8	30.3	30.0	31.5	31.6	32.9	35.1	32.4	35.1	32.1	34.2
公用事业	31.3	30.7	33.8	32.9	32.6	37.7	31.1	35.0	37.7	35.2	35.4	35.5	36.4
医药生物	33.0	32.0	32.1	31.5	31.0	30.6	30.6	30.2	30.3	30.8	30.2	30.8	31.3
综合	26.1	25.3	31.6	30.2	12.0	24.8	29.6	31.8	18.9	25.1	18.1	17.2	20.7
石油石化	28.9	35.5	36.1	28.8	30.2	34.9	35.9	31.0	38.4	30.5	39.1	37.7	34.9
有色金属	29.0	26.8	33.0	31.5	31.8	31.2	30.6	30.7	31.1	30.4	32.1	29.9	30.5
通信	32.8	32.5	31.8	27.7	28.4	25.1	25.8	27.9	30.2	30.1	30.2	30.1	33.2
交通运输	24.5	27.0	32.1	31.0	32.7	32.5	31.7	30.3	30.2	30.1	32.2	30.7	31.2
传媒	34.1	37.1	32.8	29.7	21.6	21.2	21.1	20.7	31.0	31.0	32.3	36.0	46.3
非银金融	33.5	37.7	40.2	32.4	31.1	30.4	31.0	32.6	33.1	31.4	31.2	30.1	38.6
基础化工	35.5	30.0	36.5	32.6	31.0	33.2	32.8	31.2	31.0	31.8	32.9	30.3	30.5
社会服务	41.7	31.6	31.3	30.3	27.8	28.5	30.4	30.3	22.0	30.1	30.2	41.5	48.6
轻工制造	27.9	50.5	35.7	36.2	34.3	32.2	33.7	32.4	33.0	34.7	34.0	36.6	35.6
国防军工	28.6	30.4	33.7	30.9	24.7	31.5	26.2	23.0	22.5	28.0	30.0	27.8	30.0
美容护理	38.4	44.7	44.3	35.6	21.2	29.4	28.6	24.7	27.5	30.2	30.3	30.1	37.9
食品饮料	37.4	35.7	40.6	33.8	35.5	35.1	36.6	39.7	41.3	40.3	41.1	38.3	45.8
煤炭	29.6	28.3	30.4	30.1	30.9	25.4	33.6	31.5	30.6	33.3	40.6	36.4	42.0
钢铁	33.8	30.7	34.8	34.4	39.1	45.9	30.4	33.1	26.6	42.2	42.8	37.1	41.6

来源：Wind，华福证券研究所

但消费板块的股息率并不高，A股股息率较高的行业主要是银行、房地产、煤炭和钢铁，中证红利指数权重前五大行业也基本集中在顺周期板块（参见图表9）。

如前文所述，高股息标的一定具有高分红和低估值其中之一或二者兼具的特点。A股股息率较高的几个行业中，煤炭和钢铁是同时具有高分红和低估值的特点（参见图表8）；而银行的高股息率更多得益于较低的估值，分红率并不突出；高分红的消

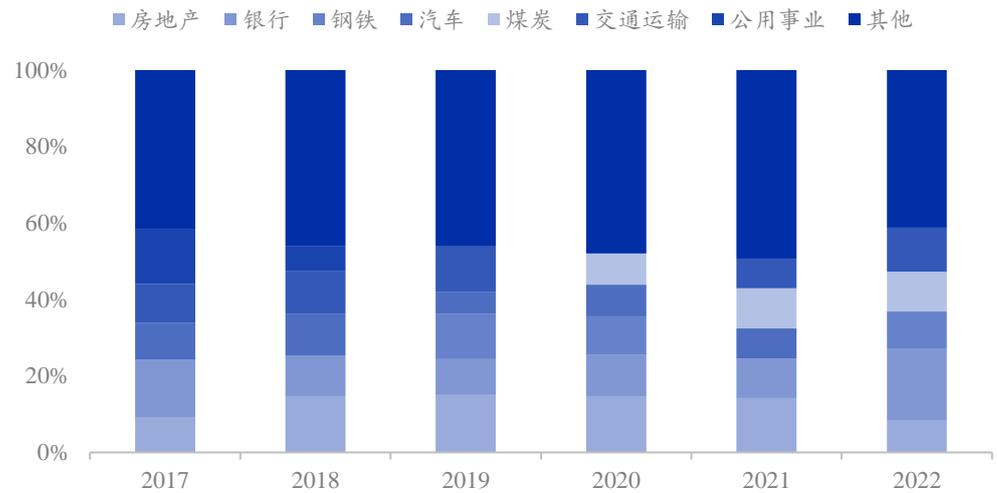
费板块由于高估值而拉低了股息率。

图表 8：各一级行业股息率中位数(%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
银行	1.64	2.16	3.16	4.99	3.38	3.72	3.56	2.42	3.14	3.23	3.96	4.21	5.14
房地产	0.86	1.36	1.15	1.43	1.05	0.74	0.99	1.17	2.27	2.42	2.98	2.30	1.92
计算机	0.46	0.80	0.95	0.49	0.28	0.15	0.25	0.41	0.58	0.40	0.42	0.48	0.61
环保	0.64	0.68	0.70	0.50	0.36	0.23	0.38	0.50	0.94	1.04	1.14	1.01	1.29
商贸零售	0.57	0.91	1.18	1.18	0.94	0.78	0.65	0.91	1.38	1.61	1.27	1.15	1.43
机械设备	0.52	1.04	1.18	0.77	0.49	0.28	0.34	0.45	0.90	0.89	0.81	0.83	1.10
电力设备	0.43	1.00	1.27	0.77	0.53	0.35	0.42	0.60	0.85	0.78	0.58	0.50	0.66
建筑装饰	0.53	0.68	0.84	0.81	0.62	0.42	0.43	0.54	0.97	0.92	1.20	1.13	1.32
建筑材料	0.60	1.15	1.06	0.91	0.73	0.50	0.51	0.64	1.21	1.51	1.09	1.18	1.77
家用电器	0.73	1.48	1.74	1.01	1.14	0.54	0.82	1.18	1.99	1.70	1.33	1.46	1.75
纺织服装	0.62	1.35	1.63	1.37	1.18	0.58	0.56	0.96	2.24	2.15	2.31	2.12	1.93
农林牧渔	0.46	0.77	1.06	0.84	0.56	0.26	0.57	0.84	1.31	1.19	0.62	0.89	0.76
电子	0.58	0.95	1.10	0.59	0.41	0.25	0.29	0.42	0.76	0.53	0.45	0.45	0.77
汽车	0.63	1.31	1.38	1.10	0.85	0.56	0.66	0.95	1.78	1.12	0.99	1.08	1.06
公用事业	0.77	1.13	0.95	1.28	0.88	0.91	1.12	1.01	1.52	1.79	2.05	1.57	1.73
医药生物	0.56	0.98	0.91	0.74	0.54	0.35	0.50	0.59	0.92	0.85	0.72	0.81	1.05
综合	0.92	1.29	1.26	0.59	0.57	0.18	0.18	0.45	1.34	0.63	0.64	0.54	0.66
石油石化	0.55	1.55	0.97	0.84	0.42	0.27	0.44	0.58	1.02	0.81	1.23	0.90	1.27
有色金属	0.28	0.70	0.61	0.90	0.46	0.47	0.32	0.40	1.02	0.78	0.66	0.64	0.99
通信	0.59	1.08	1.21	0.66	0.46	0.21	0.32	0.47	0.60	0.41	0.53	0.42	0.64
交通运输	1.19	1.65	1.71	1.71	1.05	0.60	0.82	0.97	1.32	1.40	1.58	1.38	1.83
传媒	0.47	0.70	1.01	0.56	0.37	0.16	0.34	0.50	1.00	0.89	0.88	1.06	1.21
非银金融	1.31	1.97	1.06	0.92	0.48	0.53	1.03	1.01	1.58	0.67	1.01	1.29	1.74
基础化工	0.55	1.15	1.15	1.03	0.59	0.35	0.46	0.75	1.22	1.16	1.06	0.85	1.21
社会服务	0.92	1.33	1.11	0.78	0.43	0.26	0.34	0.60	0.78	0.68	0.60	0.60	0.63
轻工制造	0.91	1.30	1.67	0.79	0.70	0.29	0.48	0.65	1.43	1.02	1.14	1.30	1.56
国防军工	0.36	0.57	0.67	0.46	0.23	0.17	0.23	0.31	0.39	0.37	0.29	0.34	0.44
美容护理	0.43	0.96	0.79	0.86	0.44	0.22	0.37	0.41	0.69	0.49	0.66	0.87	0.71
食品饮料	0.50	1.07	1.19	1.26	0.94	0.64	0.62	0.90	1.29	1.17	0.70	0.82	1.02
煤炭	0.70	1.71	1.84	2.87	1.01	0.43	0.37	0.81	3.38	3.88	3.49	2.47	5.55
钢铁	0.83	1.51	1.21	1.15	0.57	0.81	0.52	0.71	2.76	3.20	2.94	3.44	4.47

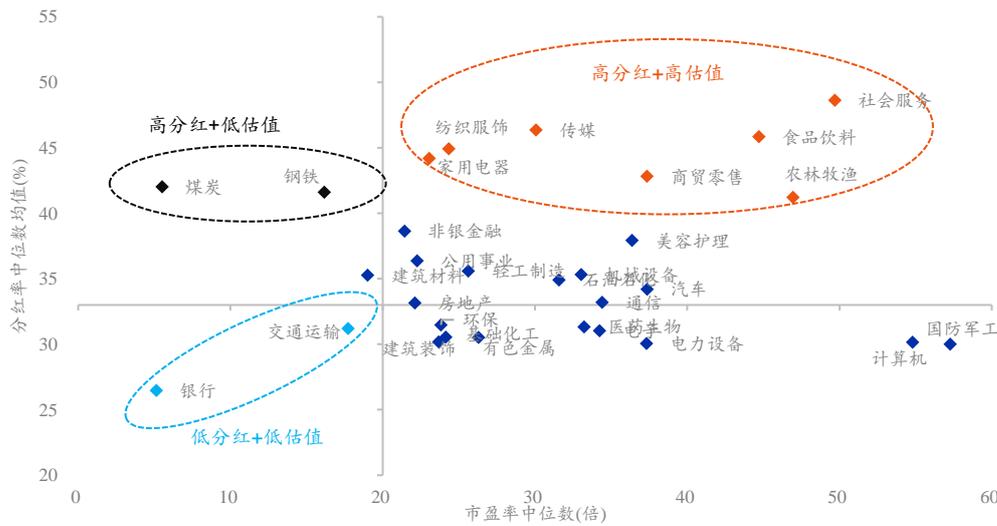
来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：中证红利指数的行业权重



来源：Wind，华福证券研究所

图表 10：一级行业股息率分解



来源：Wind，华福证券研究所

注：分红率为 2022 年数据，市盈率为 2022 年 12 月 30 日数据。

### 3 高股息策略的历史表现

#### 3.1 高股息策略在 A 股的历史表现

长期来看，考虑红利再投资后的高股息策略在 A 股市场是明显跑赢大盘的。以中证红利指数为例，2009 年以来的年化收益率为 8.1%（价格指数），略微好于大盘指数的 7.4%，但在考虑红利再投资的收益后，红利指数的收益率显著高于大盘（12.0% vs 8.9%），波动率和最大回撤等风险收益指标也都更优。除此之外，红利指数（全收

益口径)的年化收益率也高于万得偏股混合型基金指数。

**图表 11: 中证红利、中证 A 股和万得偏股型基金指数走势**



来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 12: 中证红利、中证 A 股和万得偏股型基金指数的风险收益指标**

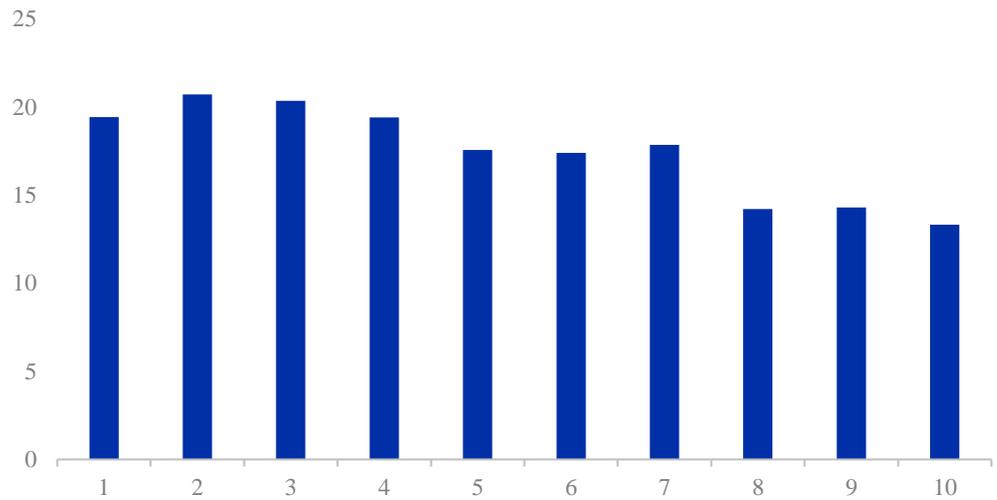
	年化收益率(%)	年化波动率(%)	最大回撤(%)
中证红利	8.1	22.2	-46.5
中证 A 股	7.4	22.8	-57.6
中证红利全收益	12.0	22.2	-45.7
中证 A 股全收益	8.9	22.8	-55.6
万得偏股混合型基金指数	10.1	19.8	-43.3

来源: Wind, 华福证券研究所

注: 统计区间为 2009 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 13 日。

持有股息率较高的股票在长期上收益率显著高于股息率较低的股票。通过将全部 A 股按照股息率由高到低分为 10 组(第 1 组最高), 每年底换一次样本, 我们发现在 2005 年 1 月至 2023 年 6 月这个区间里, 股息率较高的组在年复合收益率口径上显著高于股息率较低的组, 但组合的收益率并不是股息率的单调函数, 股息率最高的组反而低于次高组。

图表 13: A 股按股息率进行分组的投资组合的年化收益率(%)



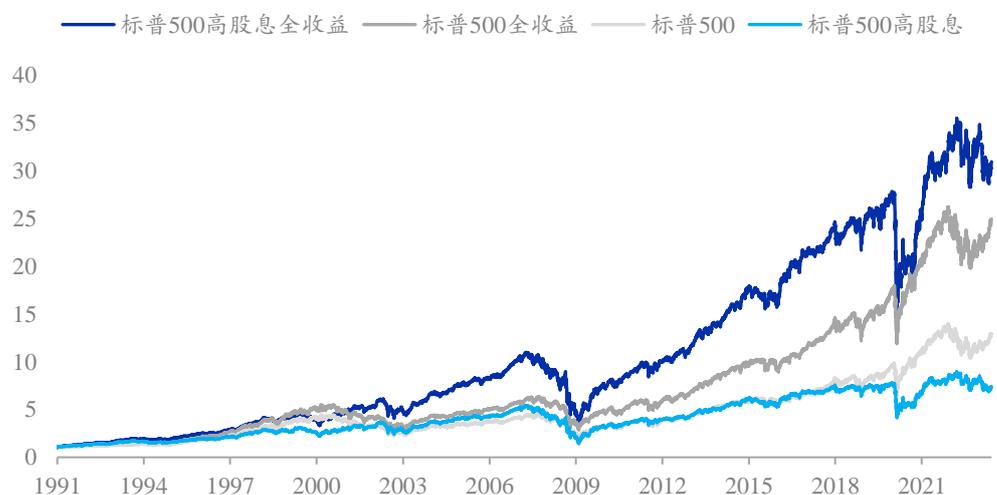
来源: Wind, 华福证券研究所整理

注: 统计区间为 2005 年 1 月至 2023 年 6 月。

### 3.2 高股息策略在其他市场的历史表现

长期来看, 考虑红利再投资收益后的高股息策略在美股、日本和港股上都跑赢了大盘。1991 年以来, 标普 500 高股息全收益指数实现年化收益 11.2%, 高于标普 500 全收益指数的 10.4%; 日本股市中的高股息策略更是大幅跑赢大盘, 1989 年以来, 日本高股息指数的年化收益率比东证指数高 2.6% 左右 (全收益口径); 港股方面, 如果不考虑红利再投资, 恒生高股息率指数相较于大盘并无超额, 但考虑后大幅跑赢大盘。

图表 14: 标普 500 和标普 500 高股息指数走势



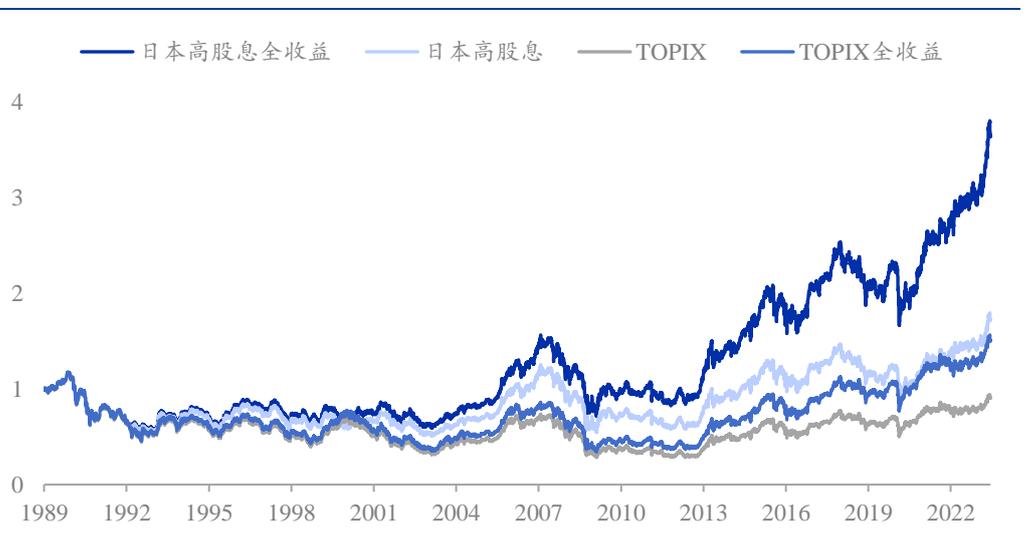
来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 15：标普 500 和标普 500 高股息指数的风险收益指标**

	年化收益率(%)	年化波动率(%)	最大回撤(%)
标普 500 高股息	6.4	19.6	-73.5
标普 500	8.2	18.3	-56.8
标普 500 高股息全收益	11.2	19.6	-71.0
标普 500 全收益	10.4	18.3	-55.3

来源：Wind，华福证券研究所

注：统计区间为 1991 年 1 月 30 日至 2023 年 7 月 3 日。

**图表 16：日本高股息指数和东证指数走势**


来源：Wind，华福证券研究所

**图表 17：日本高股息指数和东证指数的风险收益指标**

	年化收益率(%)	年化波动率(%)	最大回撤(%)
日本高股息	1.6	17.3	-56.5
TOPIX	-0.3	18.5	-75.0
日本高股息全收益	3.8	17.3	-52.6
TOPIX 全收益	1.2	18.5	-69.4

来源：Wind，华福证券研究所

注：统计区间为 1989 年 1 月 31 日至 2023 年 7 月 13 日。

图表 18: 恒生高股息率指数和恒生综指走势



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 19: 恒生高股息率指数和恒生综指的风险收益指标

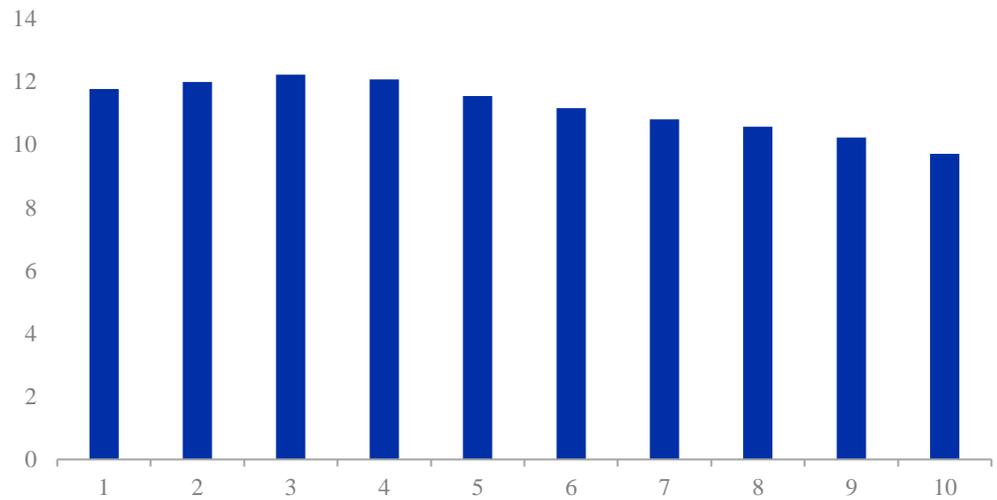
	年化收益率(%)	年化波动率(%)	最大回撤(%)
恒生高股息率	-2.0	19.7	-60.7
恒生综合指数	-2.0	22.4	-62.2
恒生高股息率 R	4.0	19.7	-58.9
恒生综指 R	1.3	22.4	-61.3

来源: Wind, 华福证券研究所

注: 统计区间为 2008 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 13 日。

James P.O'Shaughnessy 在《What Works on Wall Street》一书中验证了高股息策略在美股市场上的有效性。类似地, 通过将全部股票按照股息率由高到低分为 10 组 (第 1 组最高), 他发现在 1927 年至 2009 年的 83 年间, 股息率较高的组在年复合收益率口径上显著高于股息率较低的组。与我们在 A 股市场上所得到的结论类似的是, 组合的收益率同样并非股息率的单调函数, 第 1、2 组的收益率反而低于第 3 组。

图表 20：美股按股息率进行分组的投资组合的年化收益率(%)



来源：《What Works on Wall Street》，华福证券研究所整理

注：统计区间为 1927 年 1 月至 2009 年 12 月。

### 3.3 狗股策略的历史表现

狗股策略 (Dogs of the Dow Theory)，是美国基金经理迈克尔·奥希金斯于 1991 年提出的一种投资策略，其具体的做法是，每年年底从道琼斯工业平均指数成份股中找出 10 只股息率最高的股票，新年年初买入，一年后再找出 10 只股息率最高的成份股，卖出手中不在名单中的股票，买入新上名单的股票。

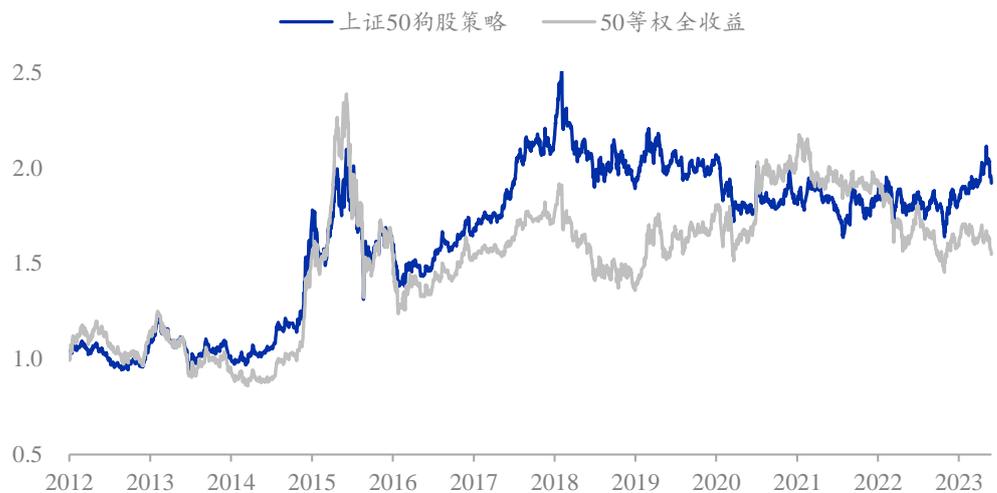
2001 年以来，美股中的狗股策略在大部分时间都跑赢了基准，2020 年跑输基准较大，超额收益为-18%；我们将狗股策略应用在上证 50 上发现，2012 年以来狗股策略在 A 股中同样表现不俗，2012 年以来的 12 年中有 8 年都跑赢了基准。

图表 21：美股中狗股策略的表现



来源：Wind，华福证券研究所

图表 22：A 股中狗股策略的表现



来源：Wind，华福证券研究所

## 4 高股息策略的热点问题探讨

### 4.1 高股息策略只在熊市中才具有超额收益？

作为一种典型的价值策略，高股息策略常被认为只在熊市中才具有超额收益，即超额收益都是跌出来的。但从美股、日股、港股和 A 股的经验来看，这种说法并不完全正确，高股息策略在牛市/熊市中仍可能具有正/负的超额收益。

我们在图表 20 中总结了近 30 年来高股息策略在各个市场中比较明显跑赢/跑输

大盘的区间的行情特点以及当时的宏观经济环境。从历史经验来看，高股息策略在大多数时候确以防御属性见长，整体呈现“牛市有绝对、熊市有超额”的态势。但在部分区间内高股息策略的 $\beta$ 仍可能高于1，比较典型的有美股的2008年至2011年、A股的2007年以及日股的2022年至今。

通过回顾高股息策略在主要股市中的表现我们发现，高股息策略的超额存在如下几个特点：1) 在流动性驱动的牛市中高股息策略一般难有超额，典型如2017年至2020年的美股、2020年的港股，此时往往科技成长风格占优；2) 在以外外部风险事件冲击或者高估值板块大幅回调为标志的熊市中多具有超额收益，如2000年的美股、2021年至2022年的港股以及2022年初的A股。3) 由于高股息标的多集中在顺周期板块，当重仓板块出现，典型案例有2008年金融危机时美国金融地产股暴跌拖累高股息策略表现，以及2007年A股“煤飞色舞”行情下高股息策略的大幅跑赢。

**图表 23：高股息策略超额情况的区间分析**

大盘	高股息策略 超额正负	市场及对应区间	高股息策略 超额	行情特点	宏观环境
牛	正	美股 2009年-2011年	83.0%	行情底部反转，可选消费、能源和信息 技术涨幅靠前	美联储决定扩大 QE1 规模，利比亚减 产导致油价大幅上涨
		A 股 2007年	29.8%	普涨行情，煤炭有色尤为突出	经济强势上行、通胀开始加速，上市公 司盈利保持高增速
		日本 2022年至今	7.3%	“日特估”叠加巴菲特效应，金融、工 业、公用事业涨幅靠前	经济弱复苏，货币环境维持宽松
	负	美股 1993年-2000年	-188.7%	科技股浪潮，纳指涨幅是道指和标普 500的两倍	经济态势接近完美：高增长、低通胀、 低失业
		日本 1998年-2000年	-75.7%	通信、批发贸易、服务业、证券与商品 等行业涨幅靠前	强刺激措施起效，经济开始企稳转好
		港股 2020年	-34.0%	成长风格大幅占优，信息技术、医疗保 健涨幅突出	为对抗疫情的负面影响，全球主要经济 体“大放水”，流动性极度宽松
		A 股 2019年-2020年	-52.0%	消费、科技以及新能源等板块表现突 出，行情以“拔估值”为主	经济小幅度下行，美联储开启降息周 期，全球流动性极度宽松
	熊	正	美股 2000年	76.9%	仅有必选消费实现了正收益，金融、材 料和能源相对跌幅较小
日本 2008年			6.6%	电力、天然气和运输等防御型行业跌幅 较小，地产、银行、有色等行业跌幅靠 前	上半年资源品涨价和下半年金融危机对 出口型经济造成上下游双重冲击
A 股 2018年			6.0%	中小创跌幅较大，大盘蓝筹相对抗跌	经济全面下滑，“新周期”证伪，贸易战 爆发
A 股 2022年年初			19.9%	与稳增长政策相关的银行、地产和建筑 装饰以及受益于提价的上游资源品行业 表现相对较好，创业板大幅杀估值	美联储转鹰，俄乌冲突爆发，国内疫情 反复
港股 2021年-2022年			25.9%	仅能源和电信服务两个行业实现正收 益，信息科技和医疗保健跌幅靠前	对平台经济监管趋严，国内地产债务危 机爆发，中美金融脱钩趋势愈发激烈
负		美股 2008年	-17.4%	次贷危机下金融地产大幅下跌；受益于 油价上涨能源板块相对表现较好；必选 消费避险属性突出	金融危机，油价创新高，通胀、失业率 上行，上市公司盈利大幅下滑

来源：Wind，华福证券研究所

注：这里的“高股息超额”指的是对应市场上的高股息（或红利）全收益指数的收益减去大盘全收益指数的收益。

## 4.2 高股息策略超额与利率的关系

关于利率对高股息策略的影响一般有两种观点：1) 第一种观点是从资产比价的角度进行分析，利率上行时股息收益的性价比减弱，高股息策略受冷；2) 第二种观点是利率上行往往对应宏观经济或者价格水平上行，受益于需求扩张和资源品涨价，此阶段内顺周期板块往往表现较好反而利好高股息策略。

利率与高股息策略的超额在日本呈现比较明显的反向关系。90年代以来日本长

期奉行宽松的货币政策，长端利率基本呈单边下行的走势，高股息策略也长期跑赢大盘；但在美股和 A 股中情况更加复杂，历史上看二者呈同向或反向变化的时候都有。在 1994 年至 1998 年、2008 年至 2009 年、2019 年至 2022 年的美股以及 2007 年至 2008 年、2017 年和 2020 年的 A 股，高股息策略的超额和长端利率呈同向变动，反之在美股的 1999 年至 2002 年和 A 股的 2013 年、2021 年至 2022 年更多是呈反向变动。整体来看，利率与高股息策略超额之间的关系并无定式，在利率上行或下行区间高股息策略都可能具有超额收益。

“资产比价”的观点忽视的另一个事实是，高股息策略作为纯股票策略，它的风险收益特征与债券相比仍有较大的区别，波动率和最大回撤都明显更高（参见图表 28），无法提供给投资者“类债”的投资体验。即便高股息策略在收益率上具有优势，出于风险的考虑，投资者也很难用高股息资产去替代债券的仓位。

**图表 24：A 股高股息策略超额收益与长端利率走势**



来源：Wind，华福证券研究所

图表 25: 港股高股息策略超额收益与长端利率走势



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 26: 美股高股息策略超额收益与长端利率走势



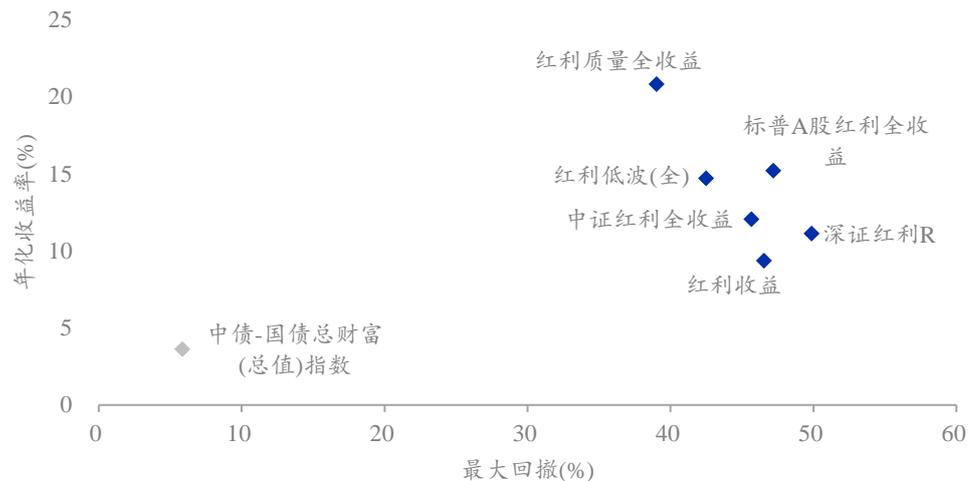
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 27：日本高股息策略超额收益与长端利率走势



来源：Wind，华福证券研究所

图表 28：红利类指数与国债总财富指数的风险收益特征



来源：Wind，华福证券研究所

注：统计区间为 2009 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 13 日。

## 5 代表性红利类指数梳理

仅使用单期股息率选股的高股息策略存在两个风险点：一是分红率（分子端）的波动，当前的高分红并不能保证未来的高分红，企业业绩的波动以及经营决策的变化都会对其分红造成影响，特别是对于强周期性行业，行业景气高点的高派息行为一般都难以持续；二是估值（分母端）的波动，由于高股息策略天生具有低估值的属性，“价值陷阱”也是无法回避的一大问题。

在对现有的红利类指数进行梳理后我们发现，无论是一般的红利策略还是“红利+”策略（例如红利质量、红利低波等），本质上都是在尝试解决上述两个问题（或中的一个）。对于分子端而言，红利类指数通常是要求标的在过去连续现金分红，部分指数还会关注分红的合理性；而分母端方面，通常是通过毛利率、ROE 等指标来筛选出盈利能力强而稳定的标的，避免落入“价值陷阱”。

**图表 29：代表性红利类指数梳理**

代表指数及代码	主要选股逻辑	关注重点
中证红利 000922.CSI	1) 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) 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 只证券作为指数样本。	分红连续性、 股息率高低
红利低波 h30269.CSI	1) 过去 3 年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于 0；2) 计算其过去一年的红利支付率和过去三年的每股股利增长率，剔除支付率过高或者为负的证券（红利支付率过高：支付率排名在样本空间前 5%），剔除增长率非正的证券；3) 计算过去三年的平均税后现金股息率和过去一年的波动率；按照过去三年平均税后现金股息率降序排名，挑选排名居前的 75 只证券作为待选样本；4) 按照过去一年波动率升序排名，挑选排名居前的 50 只证券作为指数样本。	分红连续性、 分红合理性、 股利合理增长、 股息率高低、 波动率
红利质量 931468.CSI	1) 过去一年现金分红总额小于净利润、过去四年现金分红总额大于再融资总额、过去三年连续现金分红、最近两年平均股利支付率以及最近一年股利支付率都大于 20%；2) 计算以下六个财务指标由低到高的百分比排名，并将各指标百分比排名的简单加权平均值作为证券的综合得分。六个财务指标的计算公式如下：每股净利润、每股未分配利润、盈利质量、毛利率、ROE 均值-标准差、ROE 变化；3) 选取综合得分最高的 50 只证券作为指数样本。	分红连续性、 分红合理性、 分红率高低、 盈利能力、 盈利质量
红利潜力 h30089.CSI	1) 过去 3 年连续现金分红，且上市公司当年分配的现金红利与年度归属于上市公司股东净利润之比不低于 30%；2) 计算其每股收益、每股未分配利润和净资产收益率，并将上述指标分别由高到低排名，将三个指标排名相加作为证券的综合排名；3) 选取综合排名前 50 的证券作为指数样本。	分红连续性、 分红率高低、 盈利能力
标普 A 股红利 CSPSADRP.CI	1) 股票须为盈利（按重新调整参考日期前 12 个月的 EPS 计量）；2) 过去三年的红利增长须保持稳定或增加。就现有指数成分股而言，红利应维持正增长或稳定增长。现有成分股红利增长允许小幅回撤，但三年的回撤幅度须低于 5%。3) 每股营运所得资金与每股派息的比率须高于 100%；4) 每股派息与每股盈利的比率须低于 100%；5) 公司必须在前两年每年均派发股息；6) 股息率须高于股票池中符合其他所有可投资性及稳定性要求的剩余股票的股息率中值；7) 过去三年的盈利增长须为正，最新的年度每股盈利必须大于三年前的数据。	分红连续性、 股利合理增长、 分红合理性、 股息率高低、 盈利能力

来源：Wind，各指数编制机构，华福证券研究所

注：主要选股条件只覆盖了编制方案中与本文主题相关的部分，完整的编制方案请参考各指数编制文档。

从风险收益指标上看，红利质量的年化收益率和最大回撤优于其他红利类指数，而红利低波由于在波动率上进行了优化，波动率自然较其他指数更低。由于选股逻辑以及加权方式有所不同，各红利类指数在行业上的权重分布也有较大差异，其中中证红利、红利低波和标普 A 股红利在金融、材料以及工业上的权重较大，而红利质量和红利潜力在消费、医疗板块上的配置更重。

**图表 30：代表性红利类指数的风险收益指标和行业结构**

	年化收益率	年化波动率	最大回撤	第一大行业 及权重	第二大行业 及权重	第三大行业 及权重
中证红利	10.8%	26.1%	-72.1%	金融 (21.1%)	材料 (17%)	工业 (16.7%)
红利低波	14.4%	25.3%	-66.8%	金融 (28.2%)	材料(20.7%)	可选消费 (20.5%)
标普 A 股红利	15.2%	26.1%	-67.1%	金融 (20.5%)	材料 (15.9%)	工业 (15.7%)
红利质量	22.3%	26.3%	-64.8%	医疗保健 (26.6%)	日常消费 (22.4%)	可选消费 (21.2%)
红利潜力	14.2%	26.1%	-70.6%	日常消费 (24%)	可选消费 (22.4%)	金融 (18.7%)

来源：Wind，标准普尔，华福证券研究所

注：风险收益指标统计区间为 2006 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 13 日；行业权重的统计时间为 2023 年 6 月 30 日。

## 6 风险提示

**历史经验不代表未来。**股息率具有波动性、历史高分红水平并不代表未来高分红、估值的大幅波动也会影响股息率高低。

**行业基本面存在波动可能。**高股息策略的表现会受到其权重行业基本面的影响。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20% 与-10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn