开源证券

2024 年 05 月 19 日

红利基金的边际变化

——基金研究系列（31）

魏建榕（分析师）
weijianrong@kysec.cn
证书编号：S0790519120001

高鹏（分析师）
gaopeng@kysec.cn
证书编号：S0790520090002

● **红利指数编制方法与收益对比**

红利指数跟踪基金规模：截至 20240423，红利类指数中，跟踪基金规模最大的为中证红利（401.4 亿元），其次为上证红利（184.5 亿元）；红利低波类指数中，跟踪基金规模最大的为红利低波 100（95.6 亿元），其次为红利低波（60.1 亿元）；红利质量类指数中，跟踪基金规模最大的为沪港深高股息精选（42.8 亿元）；红利行业类指数中，跟踪基金规模最大的为中证国企红利（29.9 亿元）。

主要红利指数中，红利低波类指数的收益水平和回撤幅度都相对更优。在红利低波类指数中，**东证红利低波与红利成长低波收益较优：**全区间 20130104-20240415，红利成长低波（16.5%）与东证红利低波（17.2%）年化收益表现靠前，2023 年以来标普 A 股红利低波 50 累计收益最高（33.3%）。

● **红利基金发展如火如荼**

红利基金数量合计 111 只，规模合计 1212 亿元。截至 20240423，被动红利基金、主动权益红利基金和量化红利基金规模分别为 784.5 亿元、268.6 亿元、158.9 亿元，规模合计 1212 亿元。近一年红利基金规模增长加快。

被动红利基金占比显著提升，主动红利基金占比下降。从三类基金规模占比来看，近两年被动红利基金规模占比提升显著，截至 20240423 占比超过 50%。同时，主动红利基金占比下降，量化红利基金占比维持相对稳定。

2023 年以来规模增加最多的红利基金中，被动红利基金占绝大部分。2023 年以来，红利低波类基金规模增长较多，景顺长城中证红利低波动 100ETF、华泰柏瑞红利低波动 ETF、创金合信红利低波动 A、天弘中证红利低波动 100A、天弘中证红利低波动 100ETF 等规模均有较大增长。

量化红利基金扩容，2023 年以来新成立 7 只量化红利基金。截至 20240423，量化红利基金共 18 只，规模合计 151 亿元。其中 2023 年以来成立 7 只，2024 年以来成立 4 只。富国中证红利指数增强、西部利得国企红利指数增强基金规模超过 10 亿元。在 2023 年以来新成立的 7 只量化红利基金中，部分选择国企红利作为对标指数。

● **红利基金配置行为与动向**

风险预算股债轮动组合：最新红利配置比例为 10.5%。我们利用红利基金构建风险预算股债轮动组合，相比于宽基指数，红利指数在构建动态风险预算股债轮动组合上相对更有优势。

红利+高股息 ETF 的组合配置能提升组合绩效。公募 FOF 基金在配置红利基金同时会持有部分高股息 ETF，2022 年以来，公募 FOF 基金平均持有煤炭 ETF 和银行 ETF 市值分别为 1.5 亿元和 1.7 亿元。组合配置上，70%红利+30%煤炭组合年化收益率由 10.3%提升至 15.9%，收益波动比由 0.67 提升至 0.95。

● **风险提示：**指数表现基于历史数据，市场未来可能发生变化。对基金产品和基金管理人研究分析结论不能保证未来可持续性，不构成对该产品推荐投资建议。

金融工程研究团队

魏建榕（首席分析师）
证书编号：S0790519120001

张　翔（分析师）
证书编号：S0790520110001

傅开波（分析师）
证书编号：S0790520090003

高　鹏（分析师）
证书编号：S0790520090002

苏俊豪（分析师）
证书编号：S0790522020001

胡亮勇（分析师）
证书编号：S0790522030001

王志豪（分析师）
证书编号：S0790522070003

盛少成（分析师）
证书编号：S0790523060003

苏　良（分析师）
证书编号：S0790523060004

何申昊（研究员）
证书编号：S0790122080094

陈　威（研究员）
证书编号：S0790123070027

蒋　韬（研究员）
证书编号：S0790123070037

相关研究报告

《开源量化评论（23）-“金股+”组合的量化方案》-2021.4.26

《开源量化评论(25)-业绩超预期 Plus 组合的构建》-2021.7.7

《开源量化评论（32）-券商金股的内部收益结构》-2021.8.29

《开源量化评论（81）-雪球大 V 用户的选股行为 alpha》-2023.11.5

目　录

1、 红利指数编制方法与收益对比 3
2、 红利基金发展如火如荼 4
2.1、 红利基金：被动红利基金占比提升，主动红利基金占比下降 4
2.2、 2023 年以来，被动红利基金规模快速增长 5
2.3、 量化红利基金：2023 年以来新成立 7 只量化红利基金 6
3、 红利板块当前拥挤度水平如何 7
4、 红利基金配置行为与动向 9
4.1、 风险预算股债轮动组合：红利指数优于宽基指数 9
4.2、 红利+高股息 ETF 的组合配置能提升组合绩效 10
5、 风险提示 11

图表目录

图 1： 主要红利类指数净值走势：红利低波整体较优 4
图 2： 红利低波类指数收益走势：东证红利低波较优 4
图 3： 红利基金数量与规模：红利基金数量 111 只，规模合计 1212 亿元 5
图 4： 三类红利基金规模占比：被动红利基金占比提升显著 5
图 5： 追踪不同红利指数的被动红利基金规模（亿元） 5
图 6： 红利板块成交额占比处于相对低位水平 7
图 7： 红利板块雪球大 V 关注度低于食品饮料和医药等热门行业 8
图 8： 红利板块公募基金持仓占比处于相对低位 8
图 9： 不同风险预算股债轮动组合净值：红利指数优于宽基指数 9
图 10： 风险预算股债轮动组合资产权重：红利低波资产权重月度均值为 15.5% 10
图 11： 公募 FOF 基金持有部分高股息 ETF 情况（单位：万元） 10
图 12： 红利+煤炭组合配置能提升组合收益水平 11

表 1： 市场主要红利指数编制方法与跟踪基金规模对比 3
表 2： 主要红利类指数与红利低波指数净值指标 4
表 3： 2023 年以来规模增加最多的红利基金：被动红利基金占比最高 6
表 4： 量化红利基金明细：2023 年以来新成立 7 只量化红利基金 6
表 5： 公募 FOF 基金持有红利基金明细：2023H2 相对 2023H1 持有规模降低 9
表 6： 红利+煤炭组合配置能提升组合绩效 11

1、 红利指数编制方法与收益对比

我们在基金研究系列报告《红利基金盘点与资产配置应用》中，对红利指数与红利基金进行了盘点。红利指数可以分为四类：1、**红利类**：单一红利类指数，包括中证红利、上证红利等；2、**红利低波类**：在红利基础上叠加低波类因子，包括红利低波、红利低波 100 等；3、**红利质量类**：在红利基础上叠加质量类因子，包括红利质量等；4、**红利行业类**：包括央企国企消费等细分行业类红利指数，包括央企红利、国企红利、消费红利。

从跟踪基金规模来看：截至 20240423，红利类指数中，跟踪基金规模最大的指数为中证红利（401.4 亿元），其次为上证红利（184.5 亿元）；红利低波类指数中，跟踪基金规模最大的指数为红利低波 100(95.6 亿元)，其次为红利低波(60.1 亿元)；红利质量类指数中，跟踪基金规模最大的指数为沪港深高股息精选（42.8 亿元）；红利行业类指数中，跟踪基金规模最大的指数为中证国企红利（29.9 亿元）。

表1：市场主要红利指数编制方法与跟踪基金规模对比

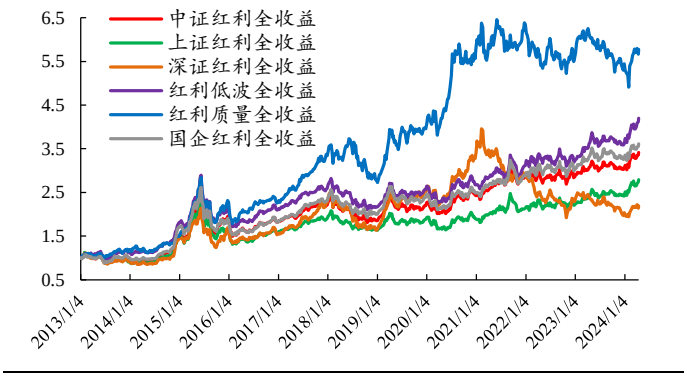
大类	指数代码	指数名称	样本空间	指数成分股调整频率	成分股数量	筛选指标	加权方式	个股行业权重限制	跟踪基金规模（亿元）
红利类	000922.CSI	中证红利	沪深A股	12个月	100	市值、流动性、股息率	股息率加权	无	401.4
	000015.SH	上证红利	上证180	6个月	50	市值、流动性、股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%，100亿以下市值样本权重不超过 1%	184.5
	399324.SZ	深证红利	深市A股	12个月	40	流动性、股息率	自由流通市值加权	无	31.1
	CSPSADRP.CI	标普中国A股红利机会	沪深A股	6个月	100	市值、流动性、股息率	股息率加权	个股权重不得超过3%，单个行业权重不超过33%	18.5
	HSSCHKY.HI	恒生港股通高股息率	港股通股票	6个月	50	流动性、股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%	8.4
	CESFHY.CSI	中华预期高股息	港股通股票	6个月	40	流动性、股息率	预期股息率加权	单个样本权重不超过10%	6.3
	HSHDYI.HI	恒生高股息率	港交所股票	12个月	50	流动性、股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%	4.3
	000821.CSI	沪深300红利	沪深300	6个月	50	股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%	0.6
红利低波类	H30269.CSI	红利低波	沪深A股	12个月	50	流动性、股息率、波动率	股息率加权	单个样本权重不超过15%	60.1
	930955.CSI	红利低波100	沪深A股	3个月	100	市值、流动性、股息率、波动率	波动率加权	样本所属中证二级行业权重不超过20%	95.6
	SPCLLHCP.SPI	标普中国A股大盘红利低波50	标普中国A股大盘	6个月	50	市值、流动性、股息率、波动率	股息率加权	个股0.05~5%，GICS行业不超过30%	7.7
	931446.CSI	东证红利低波	沪深A股	6个月	100	流动性、股息率、波动率	预期股息率加权	单个样本权重不超过5%	12.2
	930740.CSI	沪深300红利低波	沪深300	6个月	50	股息率、波动率	波动率加权	无	9.2
	HSHYLV.HI	恒生港股通高股息低波动	港股通股票	6个月	50	流动性、股息率、波动率	股息率加权	单个样本权重不超过5%	10.9
	931130.CSI	红利成长低波	沪深A股及港股通股票	6个月	100	流动性、股息率、波动率、成长性	股息率加权	单个样本权重不超过10%	0.9
红利质量类	931468.CSI	红利质量	沪深A股	6个月	50	市值、流动性、股息率、质量	标准化后的综合得分加权	单个样本权重不超过10%，前五大样本权重合计不超过40%	2.4
	930836.CSI	沪港深高股息精选	沪深A股及港股通股票	12个月	100	流动性、股息率、质量	股息率加权	无	42.8
	930838.CSI	中证高股息精选	沪深A股	12个月	100	流动性、股息率、质量	股息率加权	无	3.7
	930839.CSI	港股通高股息精选	中证香港 300 指数	12个月	30	股息率、质量	股息率加权	无	2.1
	995082.SSI	龙头红利50	沪深A股	3个月	50	流动性、股息率、质量	市值、股息率和alpha动量加权	个股权重不超过5%，行业权重不超过30%	0.2
红利行业类	000824.CSI	中证国企红利	沪深A股国企	6个月	100	市值、流动性、股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%	29.9
	000825.CSI	中证央企红利	沪深A股央企	12个月	50	市值、流动性、股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%	10.5
	H30094.CSI	消费红利	沪深A股消费	12个月	50	市值、流动性、股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%	9.8
	HSSCSOY.HI	恒生港股通中国央企红利	沪深A股央企	12个月	40	市值、流动性、股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%	3.4
	931233.CSI	港股通央企红利	港股通央企	12个月	50	市值、流动性、股息率	股息率加权	单个样本权重不超过10%	2.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240423）

收益表现上，我们选择对应红利指数的全收益指数，进行收益比较。

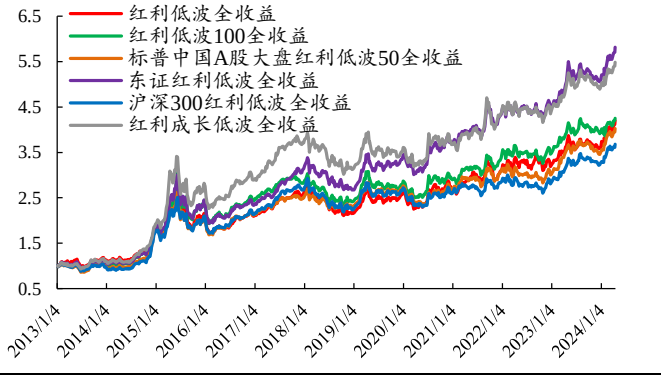
红利低波类红利指数收益表现优异：在主要红利指数中，红利低波类指数的收益水平和回撤幅度都相对更优。在红利低波类指数中，**东证红利低波与红利成长低波收益较优**：全区间 2030104-20240415，红利成长低波（ 16.5% ）与东证红利低波（ 17.2% ）年化收益表现靠前，2023 年以来标普 A 股红利低波 50 累计收益最高（33.3%）。

图1：主要红利类指数净值走势：红利低波整体较优



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240415）

图2：红利低波类指数收益走势：东证红利低波较优



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240415）

表2：主要红利类指数与红利低波指数净值指标

红利指数	2023 年以来收益	年化收益率	最大回撤	年化波动率	收益波动比	红利低波指数	2023 年以来收益	年化收益率	最大回撤	年化波动率	收益波动比
中证红利	19.6%	11.7%	44.0%	20.5%	0.57	红利低波全收益	30.5%	13.8%	40.9%	19.5%	0.71
上证红利	26.1%	9.7%	45.1%	20.2%	0.48	红利低波100	22.1%	13.9%	37.1%	18.7%	0.75
深证红利	-4.6%	7.3%	51.5%	23.8%	0.31	标普A股红利低波50	33.3%	13.4%	35.7%	18.3%	0.73
红利低波	30.5%	13.8%	40.9%	19.5%	0.71	东证红利低波	29.4%	17.2%	35.7%	18.3%	0.94
红利质量	3.4%	17.1%	37.0%	21.3%	0.80	沪深300红利低波	29.8%	12.4%	31.6%	18.3%	0.68
国企红利	20.0%	12.3%	41.8%	20.3%	0.60	红利成长低波	24.0%	16.5%	33.7%	19.5%	0.85

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：表格中所有指数均为对应全收益指数；数据截至 20240423）

2、 红利基金发展如火如荼

2.1、 红利基金：被动红利基金占比提升，主动红利基金占比下降

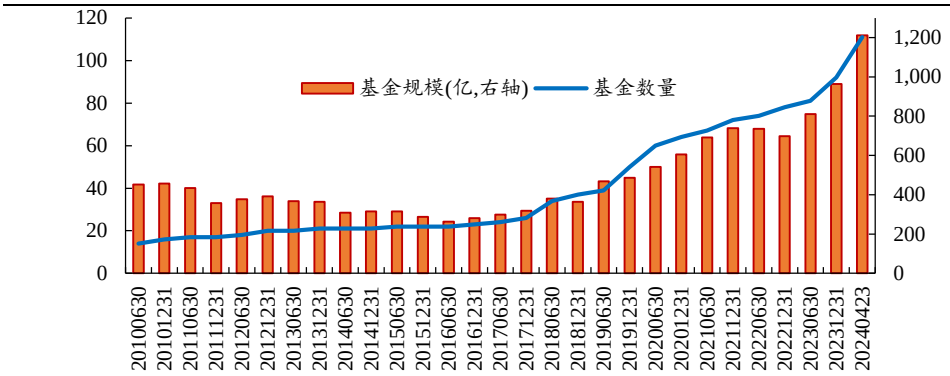
红利基金筛选：我们选择普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金、国际 QDII 型、平衡混合型、增强指数型基金作为样本，综合考察名称中是否含有“红利”“高股息”、业绩比较基准是否为红利指数、基金合同中是否有关于红利股票投资描述，得到红利基金池。进一步，将红利基金分为被动红利基金、主动权益红利基金和量化红利基金三类。被动红利基金：红利 ETF 和普通指数型红利基金；主动权益红利基金：主动权益基金经理管理的红利基金；量化红利基金：量化团队管理的红利指数增强基金和红利量化选股基金。

红利基金数量合计 111 只，规模合计 1212 亿元。截至 20240423，被动红利基金、主动权益红利基金和量化红利基金规模分别为 784.5 亿元、268.6 亿元、158.9 亿元，规模合计 1212 亿元。近一年红利基金规模增长加快。

被动红利基金占比显著提升，主动红利基金占比下降。从三类基金规模占比来

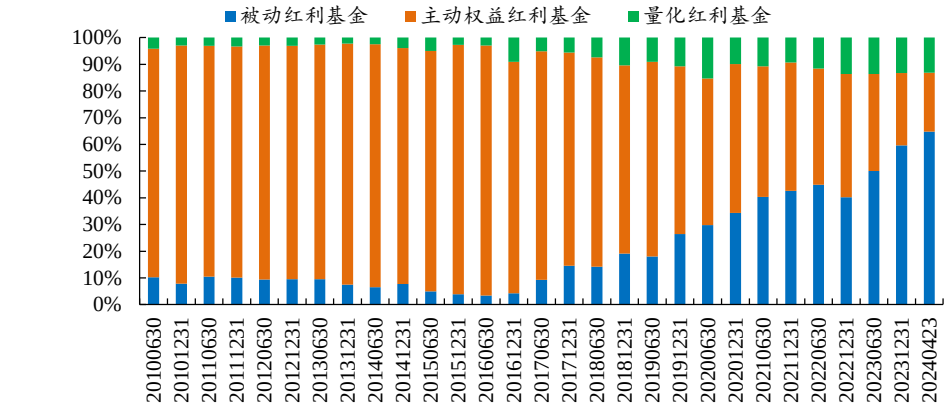
看（图 4），近两年被动红利基金规模占比提升显著，截至 20240423 占比超过 50%。同时，主动红利基金占比下降，量化红利基金占比维持相对稳定。

图3：红利基金数量与规模：红利基金数量 111 只，规模合计 1212 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240423）

图4：三类红利基金规模占比：被动红利基金占比提升显著

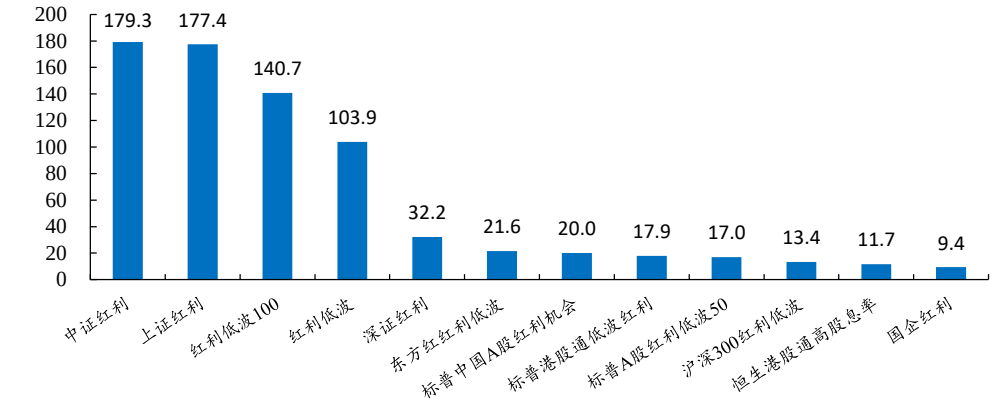


数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240423）

2.2、 2023 年以来，被动红利基金规模快速增长

我们统计了追踪不同红利指数的被动红利基金规模（图 5）。截至 20240423，在追踪的红利指数中，中证红利（179.3 亿元）、上证红利（177.4 亿元，华泰柏瑞红利 ETF）、红利低波 100（140.7 亿元）、红利低波（103.9 亿元）的追踪基金规模较大。

图5：追踪不同红利指数的被动红利基金规模（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240423）

2023 年以来规模增加最多的红利基金中，被动红利基金占绝大部分。表 3 统计了 2023 年以来规模增加最多的红利基金明细，可以发现：红利低波类基金规模增长较多，景顺长城中证红利低波动 100ETF、华泰柏瑞红利低波动 ETF、创金合信红利低波动 A、天弘中证红利低波动 100A、天弘中证红利低波动 100ETF 等规模均有较大增长。

表3：2023 年以来规模增加最多的红利基金：被动红利基金占比最高

基金代码	基金简称	基金成立日	基金类型	最新规模(亿元)	2022 年底规模(亿元)	规模增长(亿元)
515100.OF	景顺长城中证红利低波动 100ETF	2020/5/22	被动红利基金	74.2	2.0	72.3
512890.OF	华泰柏瑞红利低波动 ETF	2018/12/19	被动红利基金	59.2	2.6	56.6
515180.OF	易方达中证红利 ETF	2019/11/26	被动红利基金	58.3	15.6	42.7
515080.OF	招商中证红利 ETF	2019/11/28	被动红利基金	45.7	10.2	35.5
510880.OF	华泰柏瑞红利 ETF	2006/11/17	被动红利基金	177.4	142.3	35.1
005561.OF	创金合信红利低波动 A	2018/4/26	被动红利基金	32.0	6.0	26.0
008114.OF	天弘中证红利低波动 100A	2019/12/10	被动红利基金	26.0	4.7	21.4
012708.OF	东方红中证东方红红利低波动 A	2021/12/30	被动红利基金	21.6	3.6	18.1
090010.OF	大成中证红利 A	2010/2/2	被动红利基金	44.9	29.3	15.6
515450.OF	南方标普 A 股红利低波 50ETF	2020/1/17	被动红利基金	17.0	2.0	15.1
161907.OF	万家中证红利 A	2011/3/17	被动红利基金	14.8	1.4	13.4
515300.OF	嘉实沪深 300 红利低波动 ETF	2019/8/8	被动红利基金	13.4	1.1	12.3
159549.OF	天弘中证红利低波动 100ETF	2023/11/23	被动红利基金	25.9	0.0	25.9
513630.OF	摩根标普港股通低波红利 ETF	2023/11/23	被动红利基金	13.1	0.0	13.1
020156.OF	交银中证红利低波动 100 指数 A	2024/3/15	被动红利基金	10.2	0.0	10.2
100032.OF	富国中证红利指数增强 A	2008/11/20	量化红利基金	100.4	64.5	35.9
004814.OF	中欧红利优享 A	2018/4/19	主动权益红利基金	42.8	26.1	16.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240423）

2.3、 量化红利基金：2023 年以来新成立 7 只量化红利基金

量化红利基金扩容，2023 年以来新成立 7 只量化红利基金。我们梳理了市场上存续的量化红利基金明细（表 4），截至 20240423，量化红利基金共 18 只，其中 2023 年以来成立 7 只，2024 年以来成立 4 只。量化红利基金规模合计 151 亿元，其中富国中证红利指数增强、西部利得国企红利指数增强基金规模超过 10 亿元。在 2023 年以来新成立的 7 只量化红利基金中，部分选择国企红利作为对标指数。

表4：量化红利基金明细：2023 年以来新成立 7 只量化红利基金

基金代码	基金简称	基金成立日	基金经理	基金规模(亿元)
100032.OF	富国中证红利指数增强 A	2008/11/20	徐幼华,方旻	**100.4**
080005.OF	长盛量化红利策略	2009/11/25	王宁	4.6
005569.OF	国联智选红利 A	2018/3/30	陈薪羽,赵菲	0.2
501059.OF	西部利得国企红利指数增强 A	2018/7/11	盛丰衍,陈元骅	**13.9**
007178.OF	浙商预期高股息指数增强 A	2019/10/30	贾腾	4.4
501089.OF	方正富邦消费红利指数增强	2019/11/29	吴昊	0.6
008091.OF	中信保诚红利精选 A	2019/12/25	提云涛	0.7
008704.OF	广发高股息优享 A	2020/1/20	胡骏	3.0
009263.OF	华宝红利精选 A	2020/6/3	唐雪倩	4.0

基金代码	基金简称	基金成立日	基金经理	基金规模(亿元)
011849.OF	西部利得量化价值一年持有	2022/9/6	盛丰衍,陈元骅	1.2
016774.OF	中信建投红利智选 A	2022/10/25	王鹏	0.8
019015.OF	中欧国企红利 A	2023/9/25	曲径	2.8
019124.OF	博道红利智航 A	2023/10/31	杨梦	6.0
019987.OF	万家红利量化选股 A	2023/11/15	尹航	0.9
019729.OF	华夏国企红利 A	2024/2/27	刘睿聪	0.3
020657.OF	信澳红利智选 A	2024/3/20	林景艺	2.3
020768.OF	中信保诚国企红利量化选股 A	2024/3/22	HAN YILING,黄稚	3.1
020816.OF	湘财红利量化选股 A	2024/3/29	包佳敏	2.2

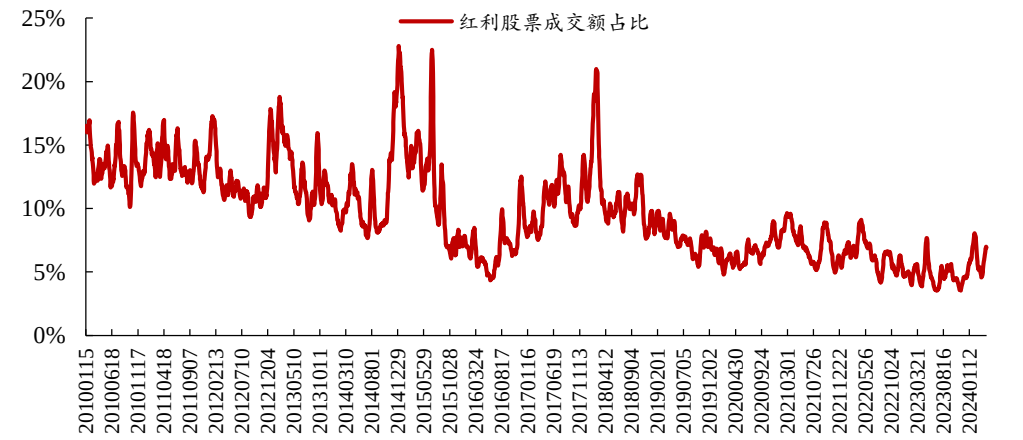
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240423）

3、 红利板块当前拥挤度水平如何

当前投资者比较关注的一个问题是，红利板块当前拥挤度如何？这里我们基于红利股票池，对红利板块的拥挤度进行测算。这里红利股票池的定义为：我们选择基金跟踪规模超过 50 亿的红利指数（中证红利指数、上证红利指数、红利低波指数、红利低波 100 指数），将各指数成分股合并，得到最终红利股票池。

红利板块成交额占比处于相对低位水平。我们测算了 2010 年以来，红利股票成交额占全市场总成交额比例变化情况（图 6）。可以发现，当前红利股票成交额占比处于相对低位水平，截至 20240424 最新占比为 6.9%。

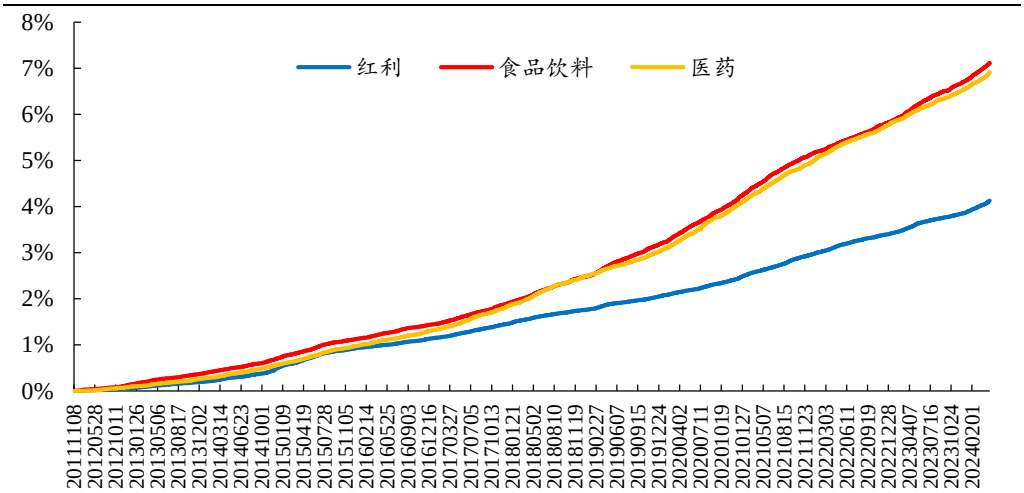
图6：红利板块成交额占比处于相对低位水平



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240424）

红利板块雪球大 V 关注度低于食品饮料医药等热门行业。我们获取了雪球大 V 历史自选股数据，并统计了红利、食品饮料、医药等板块，在不同阶段被雪球大 V 加入自选股的比例情况，比值越高表明该板块被雪球大 V 关注越多。图 7 展示了红利、食品饮料、医药板块的雪球大 V 关注度变化情况，截至 20240425 红利板块关注比例为 4.1%，低于食品饮料板块（7.1%）和医药板块（6.9%），表明当前红利板块的拥挤度低于热门板块，“渗透率”还有提升空间。

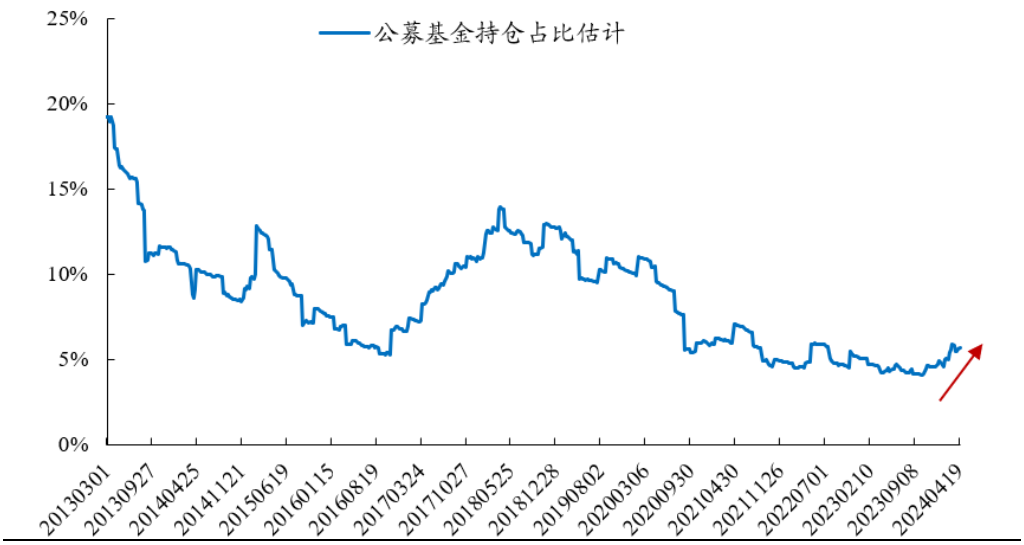
图7：红利板块雪球大 V 关注度低于食品饮料和医药等热门行业



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240425）

红利板块公募基金持仓占比处于相对低位。我们通过基金持仓数据和净值数据，动态估计了公募基金持有红利股票的比例情况（图 8）。从占比走势可以发现，截至 20240419 红利板块公募基金持仓占比为 5.7%，当前处于相对低位水平，2023 年 10 月以来公募基金持仓占比开始提升。

图8：红利板块公募基金持仓占比处于相对低位



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20240419）

公募 FOF 基金配置红利板块并未拥挤。表 5 给出了 2022 年中以来，公募 FOF 基金持有红利基金明细，可以发现，公募 FOF 基金配置被动红利基金比例较高，同时 2023H2 相对 2023H1 持有规模降低(4.6 亿元降至 4.2 亿元，被动红利基金降低明显)，表明机构对于红利板块的认知尚存在一定分歧。

表5：公募 FOF 基金持有红利基金明细：2023H2 相对 2023H1 持有规模降低

红利基金名称	类型	2022H2持仓市值(万元)	2023H1持仓市值(万元)	2023H2持仓市值(万元)
易方达中证红利ETF	被动红利基金	95	271	3499
南方标普中国A股大盘红利低波50ETF	被动红利基金	682	3387	2090
博时恒生港股通高股息率ETF	被动红利基金	309	1660	2080
摩根港股低波红利A	被动红利基金		1814	1911
华泰柏瑞红利ETF	被动红利基金	3597	3528	1877
招商中证红利ETF	被动红利基金	1837	8278	1731
华泰柏瑞红利低波动ETF	被动红利基金		4284	1158
景顺长城中证红利低波动100ETF	被动红利基金		3244	918
汇添富中证港股通高股息A	被动红利基金		505	666
工银深证红利ETF	被动红利基金	298	225	447
嘉实沪深300红利低波动ETF	被动红利基金		14	215
创金合信红利低波动A	被动红利基金			190
宏利中证主要消费红利A	被动红利基金		269	174
上投摩根港股低波红利A	被动红利基金	1666		
博时中证红利ETF	被动红利基金	58		
西部利得深证红利ETF	被动红利基金	75		
富国中证红利指数增强A	量化红利基金	16046	15781	12464
浙商港股通中华预期高股息指数增强A	量化红利基金	1490	1383	1325
西部利得国企红利指数增强A	量化红利基金	68	66	454
汇添富红利增长A	主动权益红利基金	8487		8146
中欧红利优享A	主动权益红利基金			1167
南方盛元红利	主动权益红利基金	1033	1042	1193
易方达科翔	主动权益红利基金	1002		
富国红利精选人民币	主动权益红利基金	17		

数据来源：Wind、开源证券研究所

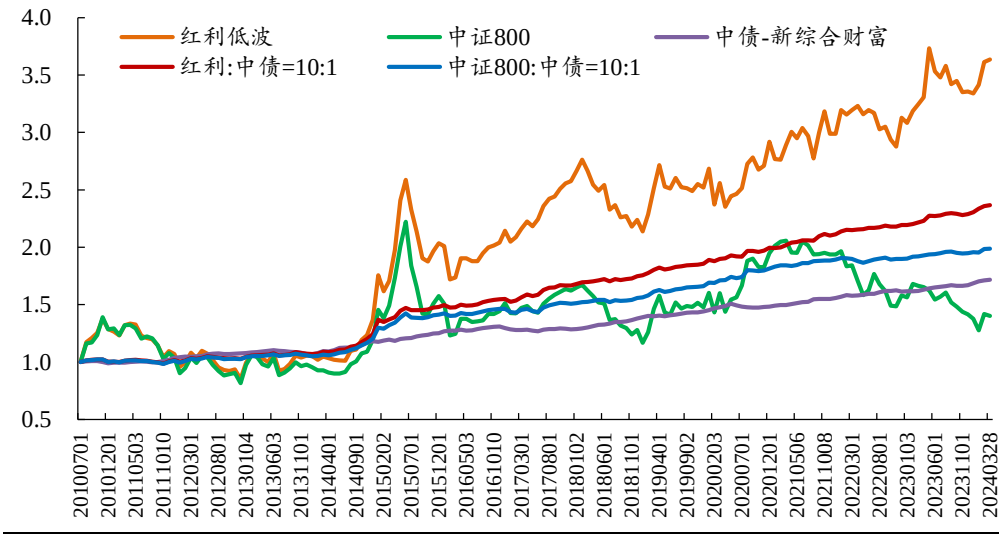
4、 红利基金配置行为与动向

4.1、 风险预算股债轮动组合：红利指数优于宽基指数

在《红利基金盘点与资产配置应用》中，我们引入了风险预算资产配置模型，利用红利基金构建风险预算股债轮动组合。权益类资产我们选择红利低波指数和中证 800 指数，债券类资产选择中债-新综合财富(总值)指数。风险预算设置方面，我们设计如下两类：红利:中债=10:1（组合 1）、中证 800:中债=10:1（组合 2），分别构建股债轮动组合。

组合收益表现方面，全区间 20100701-20240328，组合 1 年化收益率为 6.5%，最大回撤为 3.5%；组合 2 年化收益率为 5.1%，最大回撤为 3.9%。相比于宽基指数，红利指数在构建动态风险预算股债轮动组合上相对更有优势。

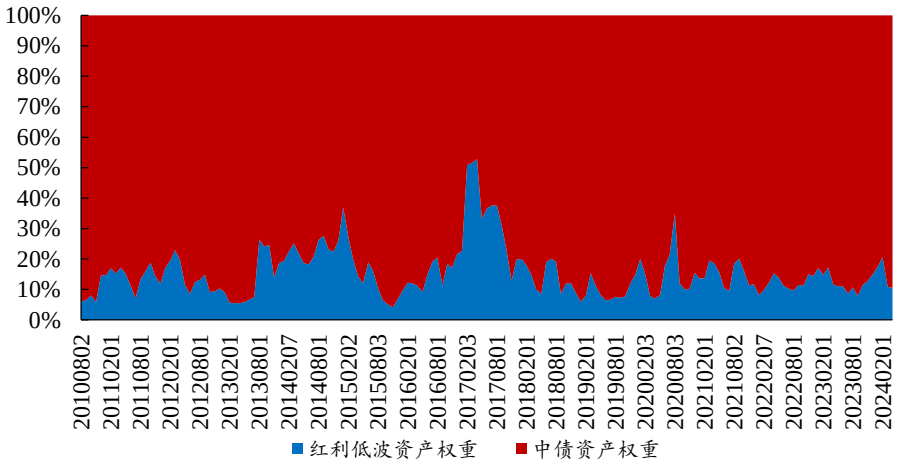
图9：不同风险预算股债轮动组合净值：红利指数优于宽基指数



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据区间：20100701-20240328）

资产权重方面：组合 1 中红利低波资产权重月度均值为 15.5%，在波动增加、资产风险提升情况下，风险预算组合能够降低权益资产权重；在波动降低、资产风险下降情况下，风险预算组合能够提升权益资产权重。2024 年 3 月末红利资产权重为 10.5%，由于红利资产波动上升，因此红利资产的配置比例处于相对低配水平。

图10：风险预算股债轮动组合资产权重：红利低波资产权重月度均值为 15.5%



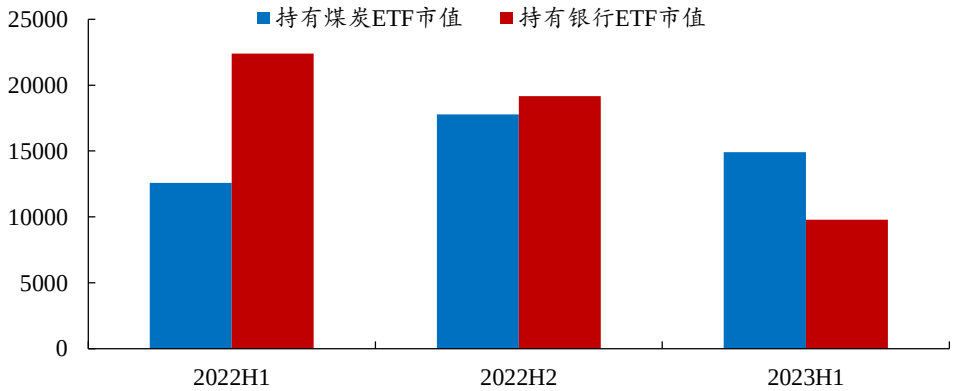
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据区间：20100701-20240328）

4.2、 红利+高股息 ETF 的组合配置能提升组合绩效

我们在《红利基金盘点与资产配置应用》提到，不同红利指数的行业权重存在差异。以红利低波指数为例，其在煤炭行业上的权重就相对较低。因此，部分资产配置投资者在配置红利基金的同时，会辅助配置其他高股息 ETF 作为补充。

公募 FOF 基金在配置红利基金同时会持有部分高股息 ETF。我们统计了公募 FOF 基金持有煤炭 ETF 和银行 ETF 市值情况（图 11），整体配置市值不低。2022 年以来，公募 FOF 基金平均持有煤炭 ETF 和银行 ETF 市值分别为 1.5 亿元和 1.7 亿元。

图11：公募 FOF 基金持有部分高股息 ETF 情况（单位：万元）

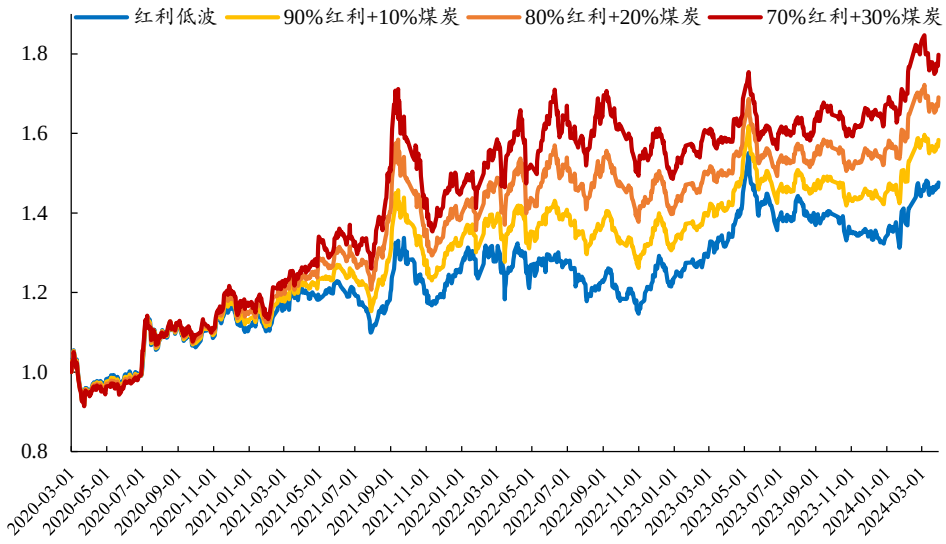


数据来源：Wind、开源证券研究所

红利+高股息 ETF 的组合配置能提升组合绩效。我们以红利低波和国泰中证煤炭 ETF 作为配置对象，设置不同配置比例构建组合。从测算结果来看（图 12，表 6），红利+煤炭组合配置能提升组合绩效水平，全区间 20200301-20240329，70%红利+30%煤炭组合年化收益由 10.3%提升至 15.9%，收益波动比由 0.67 提升至 0.95。值得一提的是，

红利低波组合的年化波动率为 15.4%，而组合 90%红利+10%煤炭的年化波动率降低至 14.2%。

图12：红利+煤炭组合配置能提升组合收益水平



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据区间：20200301-20240329）

表6：红利+煤炭组合配置能提升组合绩效

	红利低波	90%红利+10%煤炭	80%红利+20%煤炭	70%红利+30%煤炭
年化收益率	10.3%	12.3%	14.1%	15.9%
最大回撤	15.3%	15.6%	18.4%	20.9%
年化波动率	15.4%	14.2%	14.9%	16.7%
收益波动比	0.67	0.86	0.95	0.95

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据区间：20200301-20240329）

5、 风险提示

指数表现基于历史数据，市场未来可能发生变化。对基金产品和基金管理人研究分析结论不能保证未来可持续性，不构成对该产品推荐投资建议。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn