



Research and
Development Center

多视角揭秘 A 股红利资产拥挤度

2024 年 03 月 24 日

于明明 金融工程与金融产品首席分析师
执业编号: S1500521070001
联系电话: +86 18616021459
邮 箱: yumingming@cindasc.com

周金铭 金融工程与金融产品分析师
执业编号: S1500523050003
联系电话: +86 18511558803
邮 箱: zhoujinming@cindasc.com

证券研究报告

金工研究

金工专题报告

于明明 金融工程与金融产品
首席分析师

执业编号: S1500521070001

联系电话: +86 18616021459

邮箱: yumingming@cindasc.com

周金铭 金融工程与金融产品
分析师

执业编号: S1500523050003

联系电话: +86 18511558803

邮箱: zhoujinming@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

多视角揭秘 A 股红利资产拥挤度

2024 年 03 月 24 日

- 本文从宏观、收益来源、估值、价量、资金面等维度详细分析了红利未来的投资价值。宏观维度，在前期报告《分域选股系列之三：红利策略宝典，从经验逻辑到可落地的增强方案》中，我们提出了基于“10 年期美债收益率”、“国内 M2 同比”、“国内 M1-M2 同比剪刀差”的三维红利超额择时策略。站在当前时点，美国 1 月与 2 月通胀数据超预期，导致美联储降息较前期预计有所延后，全球流动性收紧状态仍存。国内宏观流动性 M2 同比降至历史低点，M1M2 剪刀差代表的资金空转现象有一定改善苗头，但仍需进一步数据验证。因此，我们认为中长期红利风格的超额收益或还可以持续一段时间，直至美联储降息确定性增加同时国内宏观环境显著好转。
- 来自中证红利收益来源拆解的启示。本报告聚焦于三个维度的分析框架：Brinson 归因、Barra 归因以及估值盈利股息贡献。通过 Brinson 模型分析，中证红利指数超额收益主要源自选股效应（选择高股息公司），行业配置也有贡献。选股收益与行业配置收益的相关性与中证红利超额收益存在一定同步性，使得中证红利超额上行时体现进攻性，下行时体现防御性。Barra 归因显示，中证红利长期呈现负 Beta、负流动性、负成长，正 BP 和正盈利风格暴露，当前负 Beta 可能拖累超额收益。估值盈利股息收益拆解显示，2014 年以来中证红利绝对收益主要由盈利增长和股息贡献，估值呈均值回复特性。后市我们预计，伴随经济复苏，中证红利盈利将继续改善，分红季也将带来可观股息收益。另外中证红利近期回撤的主因为估值回调而非基本面变化。因此从中长期看，我们认为中证红利绝对收益仍具投资价值。
- 红利估值层面，报告指出传统的整体法估值不适用于股息率加权的中证红利指数，因此给出了基于权重因子的估值方法。截至 2024 年 3 月 22 日，在绝对收益层面，中证红利估值位于近三年 35.51% 百分位，处于相对安全的绝对估值区间。在超额收益层面，当前中证红利相对于万得全 A 的相对估值处于近三年 58.34% 百分位，相对估值风险较 1 月末的 82.64% 百分位已有所释放。
- 价量层面显示中证红利短期可能存在交易过热拥挤风险。当前中证红利成交额处于近三年 85.85% 分位数、成交额占比近三年分位数为 77.84%，在成交维度拥挤风险较前期稍有缓解。中证红利成分股合计 74.58% 权重位于半年均线以上，仍有一定上升空间，不过等待回调后再买入则更为安全。此外，中证红利近期出现量价背离的情况，可能代表买方看多心态逐渐削弱，投资者观望情绪浓厚，待风险释放后，若有量能配合，或可开启新一轮行情。
- 公募基金 2023Q4 加仓高股息，北向资金今年 1 月末减仓红利，红利类 ETF 近期持续净流出。当前偏股型公募基金红利风格暴露在 2022 年 Q4 转正，2023Q4 暴露度为 0.36，为近三年高点。北向资金在今年 1 月末对红利风格已有所减仓，截至 3 月 22 日，北向在红利上暂无明显的回流迹象，建议继续跟踪北向对高分红的配置变化。ETF 资金面数据显示，在今年 2 月之前，市场上仍有资金较为稳定地流入红利类 ETF，但在 2 月之后，中证红利指数虽继续走高，但红利 ETF 却有资金不断撤离，2024 年 3 月 11 日单日净流出 4.17 亿元，为今年以来最大单日净流出金额。
- 综上所述，我们认为红利风格中长期仍有配置价值，短期存在一定的成交过热带来的拥挤风险，不过风险较前期高点已有所释放，可考虑在红利回调过程中逢低买入。

风险因素：宏观经济下行；股市波动率上升；金融监管力度抬升超预期。结论基于历史数据，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

目录

一、宏观维度下红利超额的持续性	5
二、中证红利收益来源拆解的启示	8
2.1、Brinson 归因：行业配置与选股共同推动	8
2.2、Barra 归因：Beta 负暴露在上行期间或弹性不足	11
2.3、估值盈利股息收益：稳健盈利增长与高股息为收益基础	12
三、红利再增强：红利 50 优选组合	14
四、如何合理估值中证红利	15
五、从量价维度看红利拥挤度	17
5.1、成交额：当前拥挤风险较高，伺机而动	17
5.2、成交额占比：交易相对火热，待时而变	18
5.3、量价背离：观望情绪渐浓	18
5.4、均线上权重合计：关注股价高位回调风险	20
六、红利的资金面	21
6.1、公募基金前十大重仓：逐渐重视红利配置	21
6.2、北向资金：红利敞口有所收窄	21
6.3、红利 ETF 资金：从净流入到净流出	22
七、总结：短期拥挤风险逐步释放，中长期仍具配置价值	24
附录：权重因子估值合理性探讨	26
风险因素	29

表目录

表 1：中证红利 Brinson 归因分行业结果	9
表 2：中证红利估值盈利股息分年度收益与全区间年化收益	12
表 3：红利类指数 2014 年至今收益拆解	13
表 4：中证红利与上证红利 ETF 列表	23
表 5：各维度观点汇总	25
表 6：加权平均成分股 PETTM 计算指数估值方法 1 示意图	26
表 7：分别加权平均总市值与归母净利润再计算指数估值方法 2 示意图	27
表 8：权重因子估值方法下示例 1 估值（倍）	27
表 9：权重因子估值方法下示例 2 估值（倍）	27

图目录

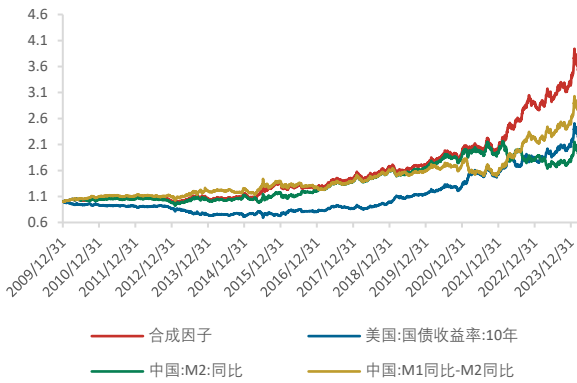
图 1：单因子与合成因子对红利超额的择时净值	5
图 2：合成因子择时信号分布	5
图 3：美国 CPI 同比与美国有效联邦基金利率	5
图 4：美国 PPI 同比与美国有效联邦基金利率	5
图 5：美联储 2024 年 3 月 20 日 FOMC 会议调息概率	6
图 6：美联储 2024 年 6 月 12 日 FOMC 会议调息概率	6
图 7：2024 年 2 月 1 日 Fed Watch Tool 利率预计表	6
图 8：2024 年 3 月 18 日 Fed Watch Tool 利率预计表	6
图 9：美国 10 年期国债收益率及其均线	7
图 10：国内 M2 同比及其均线	7
图 11：国内 M1M2 同比剪刀差及其均线	7
图 12：中证红利历史行业权重	8
图 13：中证红利当前行业权重	8
图 14：中证红利相对中证全指超额收益与 Brinson 归因结果	9
图 15：行业配置收益与行业内选股收益累计相关性	9
图 16：历史上中证红利相对中证全指 Barra 风格暴露：MA6	11
图 17：历史上中证红利相对中证全指 Barra 风格超额收益	11
图 18：当前中证红利相对中证全指 Barra 风格暴露	11
图 19：中证红利相对中证全指 Barra 风格累计超额收益	11
图 20：中证红利估值盈利股息收益拆解	12
图 21：今年以来中证红利收益拆解	13
图 22：红利 50 优选组合净值走势与超额收益	14

图 23: 中证红利全收益收盘价与 PETTM 近三年百分位	15
图 24: 中证红利未来一年绝对收益与近三年绝对估值百分位	15
图 25: 中证红利相对万得全 A 超额与 PETTM 近三年百分位	16
图 26: 中证红利未来一年超额收益与近三年相对估值百分位	16
图 27: 中证红利全收益指数收盘价与估值	16
图 28: 中证红利全收益与成交额百分位	17
图 29: 中证红利未来一年绝对收益与成交额百分位	17
图 30: 中证红利绝对收益与成交额占比百分位	18
图 31: 中证红利未来一年绝对收益与成交额占比百分位	18
图 32: 中证红利全收益指数收盘价与加权成交额 (亿元)	18
图 33: 中证红利量价背离历史示例	19
图 34: 当前中证红利全收益收盘价加权成交额	19
图 35: 中证红利全收益与 120 日均线上权重合计	20
图 36: 中证红利未来一年绝对收益与 120 日均线上权重合计	20
图 37: 中证红利绝对收益与公募基金前十大重仓红利风格暴露	21
图 38: 中证红利超额收益与公募基金前十大重仓红利风格暴露	21
图 39: 北向资金行业持仓	21
图 40: 中证红利绝对收益与北向持仓红利风格暴露	22
图 41: 中证红利超额收益与北向持仓红利风格暴露	22
图 42: 今年中证红利全收益收盘价与红利类 ETF 单日净流入 (亿元)	23
图 43: 中证红利全收益收盘价与金融终端整体法 PETTM	26
图 44: 中证红利成分股总市值加总 (万亿) 与归母净利润倒推	26
图 45: 中证红利全收益收盘价与权重因子法 PETTM	28
图 46: 中证红利成分股总市值与归母净利润 TTM 加权平均	28

一、宏观维度下红利超额持续性

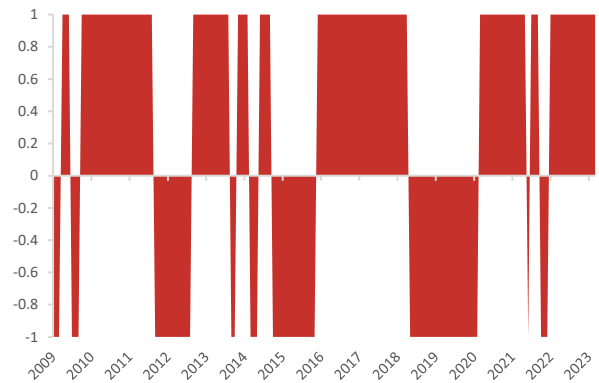
在前期报告《分域选股系列之三：红利策略宝典：从经验逻辑到可落地的增强方案》中，我们提出了基于，“**全球流动性：10年期美债收益率**”、“**内部流动性：国内M2同比**”、“**国内经济预期：国内M1-M2同比剪刀差**”的三维红利超额择时策略，从宏观数据层面在2023年末提示了红利2024年1月潜在的投资机会。

图 1：单因子与合成因子对红利超额的择时净值



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2009 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 15 日

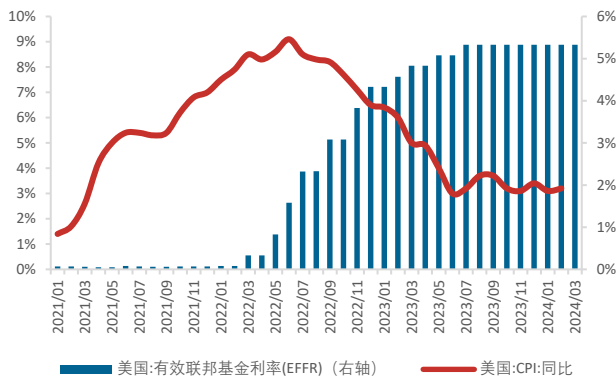
图 2：合成因子择时信号分布



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2009 年 12 月至 2024 年 2 月

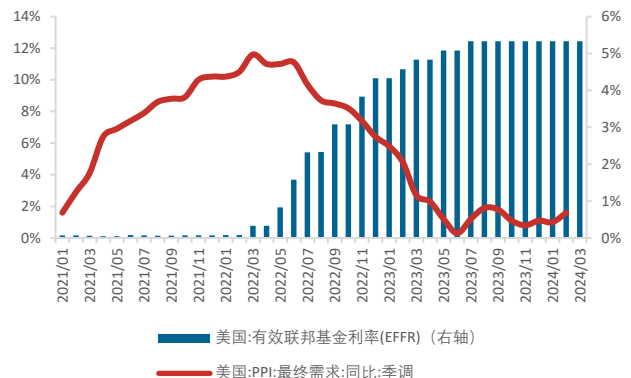
从全球流动性美国利率角度出发，美国劳工部 3 月 12 日发布了 2024 年 2 月的消费者物价指数 (CPI) 数据。数据显示，2 月份 CPI 同比增长 3.2%，创下自去年 12 月以来的新高，超出市场预期的 3.1%。环比来看，2 月份 CPI 上涨 0.4%，与预期相符。美联储重点关注的核心 CPI 数据方面，2 月份同比增长 3.8%，高于预期的 3.7%。这意味着扣除食品和能源价格后，其他商品和服务的价格上涨压力仍然较大。美国当地 3 月 14 日，美国劳工部公布 2 月 PPI 同比增长 1.6%，高于市场预期。剔除食品、能源和贸易服务价格后，核心 PPI 同比增长 2%。

图 3：美国 CPI 同比与美国有效联邦基金利率



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2021 年 1 月至 2024 年 2 月

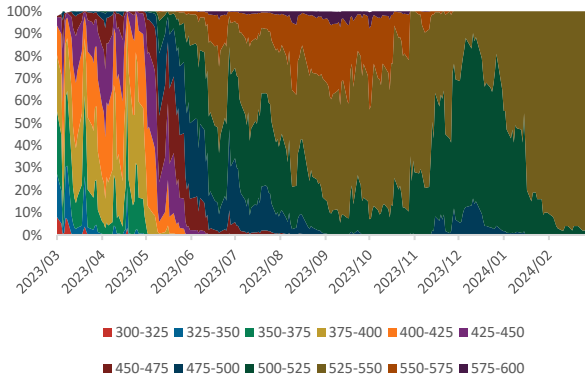
图 4：美国 PPI 同比与美国有效联邦基金利率



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2021 年 1 月至 2024 年 2 月

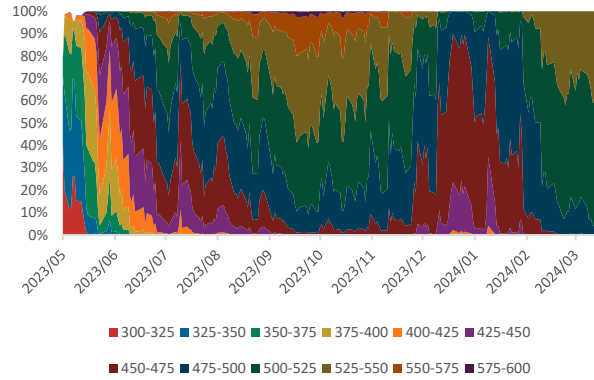
在通胀数据公布后，根据芝加哥商品交易所（CME）的 Fed Watch Tool，市场预计美联储在 3 月份维持利率不变的概率已经由 2 月 1 日的 47% 攀升至 99%。展望未来，市场预计到 5 月份，美联储维持利率不变的概率为 88.9%，而到 6 月份，美联储降息的概率已经由 2 月 1 日的 4.4% 上升至 63%。可以看到随着美国 1 月与 2 月 CPI 数据的超预期，市场对于美联储降息预期有所推迟。

图 5：美联储 2024 年 3 月 20 日 FOMC 会议调息概率



资料来源：CME FedWatch Tool、信达证券研发中心
 数据日期：2023 年 3 月 17 日至 2024 年 3 月 15 日

图 6：美联储 2024 年 6 月 12 日 FOMC 会议调息概率



资料来源：CME FedWatch Tool、信达证券研发中心
 数据日期：2023 年 5 月 4 日至 2024 年 3 月 15 日

图 7：2024 年 2 月 1 日 Fed Watch Tool 利率预计表

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.0%	47.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	47.3%	47.6%	5.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	47.4%	42.7%	4.4%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	45.3%	42.9%	6.3%	0.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	5.2%	45.3%	42.9%	6.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	3.0%	28.5%	43.9%	21.7%	2.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	2.6%	24.4%	41.4%	25.2%	5.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME FedWatch Tool、信达证券研发中心
 数据日期：2024 年 2 月 1 日

图 8：2024 年 3 月 18 日 Fed Watch Tool 利率预计表

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	94.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	55.5%	41.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	25.8%	49.4%	23.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	19.4%	43.3%	30.2%	6.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.5%	9.7%	30.7%	37.1%	18.9%	3.2%
2024/12/18	0.0%	0.3%	6.4%	23.1%	34.8%	25.4%	8.9%	1.2%
2025/1/29	0.2%	3.4%	14.9%	29.1%	30.0%	17.0%	4.9%	0.6%
2025/3/19	1.7%	8.9%	21.6%	29.5%	23.8%	11.2%	2.9%	0.3%

资料来源：CME FedWatch Tool、信达证券研发中心
 数据日期：2024 年 3 月 18 日

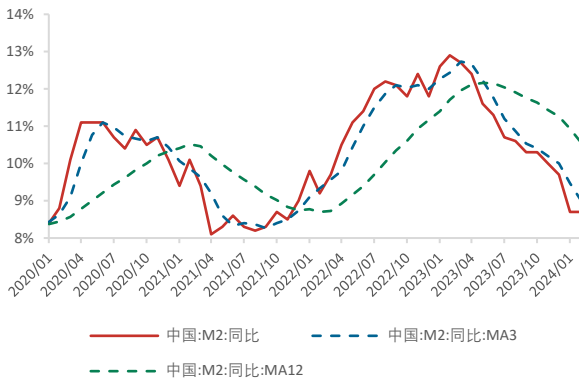
美联储政策与市场预期传导至美国 10 年期国债收益率，能够看到 2023 年 10 月至 2023 年 12 月因降息预期稍有升温，美债收益率有所回落，而随着之后通胀数据超预期，美联储降息时间点可能有所延后，美债收益率重新走高，当前仍处于上升通道。

图 9：美国 10 年期国债收益率及其均线


资料来源：万得、信达证券研发中心

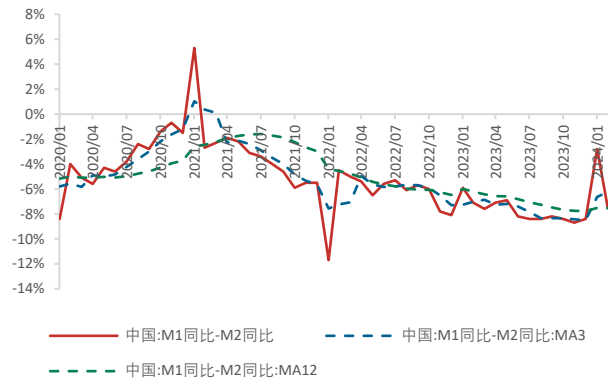
数据日期：2023 年 6 月 30 日至 2024 年 3 月 22 日

国内方面，根据国家统计局于 2024 年 3 月 15 日发布的数据，国内 M2 同比为 8.7%，前值为 8.7%，**宏观流动性暂无明显改善**。但我们观察到国内 M1M2 同比剪刀差有改善迹象，2023 年 12 月差值为-8.4%，1 月或受春节效应影响，差值为-2.8%，2 月差值为-7.5%。**剪刀差增长一方面受春节错位效应影响，另一方面也反映了资金活跃程度有所提高**。未来需持续关注后续国内金融数据，以判断这一增长态势的持续性。

图 10：国内 M2 同比及其均线


资料来源：万得、信达证券研发中心

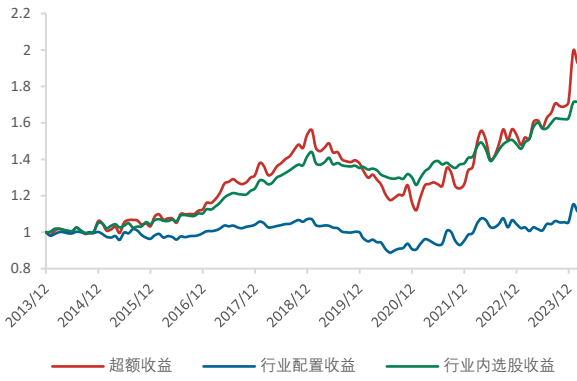
数据日期：2020 年 1 月至 2024 年 2 月

图 11：国内 M1M2 同比剪刀差及其均线


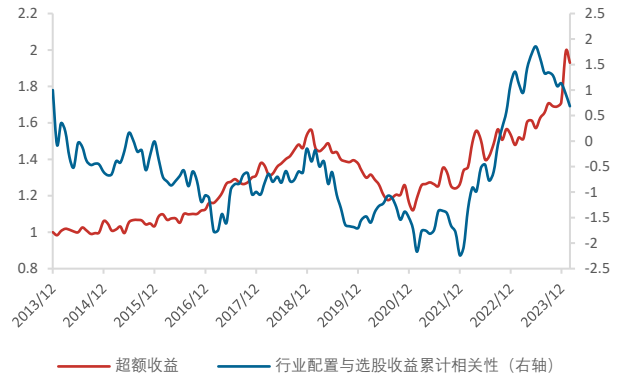
资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2020 年 1 月至 2024 年 2 月

总体来看，美联储降息较前期预计延后，**全球流动性收紧状态仍存**。国内宏观流动性 M2 降至历史较低水平，M1M2 剪刀差表征的**资金空转现象有一定改善苗头**，但仍需进一步数据验证。因此从宏观维度中长期来看，我们认为红利风格的超额收益或**还可以持续一段时间**，直至美联储降息确定性增加且国内宏观环境显著好转。

图 14：中证红利相对中证全指超额收益与 Brinson 归因结果


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013 年 12 月至 2024 年 2 月

图 15：行业配置收益与行业内选股收益累计相关性


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013 年 12 月至 2024 年 2 月

分行业来看，中证红利在**煤炭、银行、传媒**等行业中取得了较为可观的行业配置收益，在**钢铁、汽车、建材、交通运输、银行**等行业中取得了亮眼的行业内选股收益，说明**中证红利的强势行业还是主要在于传统的高分红周期与金融板块中。**

表 1：中证红利 Brinson 归因分行业结果

行业	行业配置收益	行业内选股收益	合计
石油石化	-1.13%	2.15%	1.00%
煤炭	8.80%	2.81%	11.86%
有色金属	-0.51%	-0.18%	-0.69%
电力及公用事业	-2.08%	4.56%	2.39%
钢铁	-1.40%	8.25%	6.73%
基础化工	1.27%	2.46%	3.76%
建筑	0.83%	1.64%	2.48%
建材	-0.27%	5.55%	5.27%
轻工制造	0.23%	1.22%	1.45%
机械	0.56%	-0.80%	-0.24%
电力设备及新能源	-1.20%	0.47%	-0.74%
国防军工	0.29%	0.00%	0.29%
汽车	-0.59%	6.72%	6.09%
商贸零售	0.81%	2.76%	3.59%
消费者服务	-0.11%	0.00%	-0.11%
家电	1.25%	2.59%	3.87%
纺织服装	-0.16%	1.29%	1.13%
医药	0.11%	0.98%	1.09%
食品饮料	1.58%	-1.48%	0.08%
农林牧渔	0.30%	1.50%	1.80%
银行	4.79%	4.03%	9.01%
非银行金融	2.09%	0.29%	2.39%
房地产	-5.65%	2.06%	-3.71%
交通运输	-2.19%	4.25%	1.97%

电子	-0.09%	0.02%	-0.07%
通信	-0.33%	0.00%	-0.33%
计算机	-0.26%	0.20%	-0.06%
传媒	3.63%	1.74%	5.43%
综合	0.22%	0.11%	0.33%
综合金融	0.09%	0.00%	0.09%
合计	8.84%	69.75%	84.76%

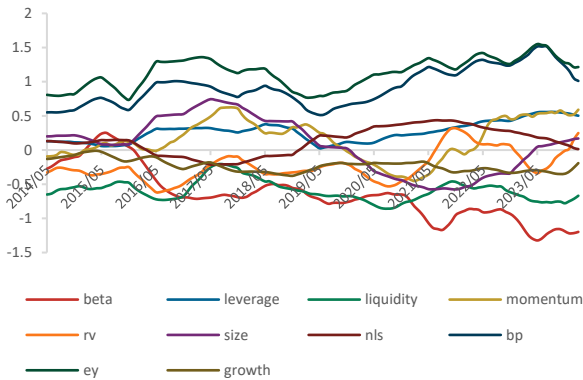
资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2013年12月至2024年2月

2.2、Barra 归因：Beta 负暴露在上行期间或弹性不足

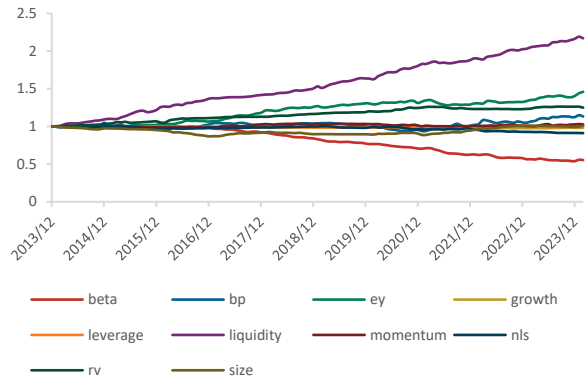
在风格暴露维度，中证红利相对于中证全指长期处于负向的 **Beta**、**流动性**、**成长风格暴露**，以及长期存在正向的 **BP** 以及 **盈利风格暴露**，在市值风格上有一定的轮动。在风格收益端，中证红利的超额收益主要来源于负流动性风格，赚取 A 股长期以来的流动性溢价。除此之外，中证红利也能在盈利与残差波动率风格上取得较为稳健的超额收益，捕捉价值风格与低波异象的超额收益。当前 A 股市场在 2 月 5 日触底之后有所反弹，目前呈震荡上行趋势，中证红利在 **Beta** 风格上的负向暴露可能会对其超额收益形成一定的拖累。

图 16：历史上中证红利相对中证全指 Barra 风格暴露：MA6



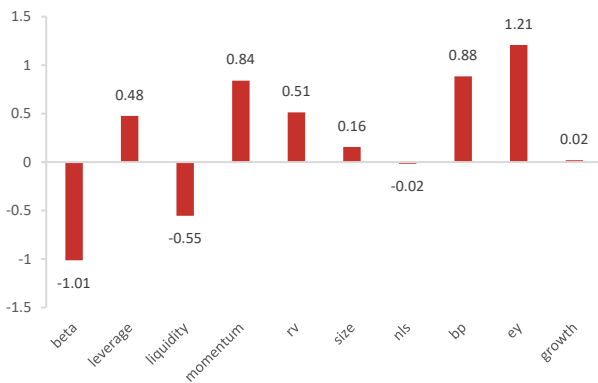
资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2014 年 5 月至 2024 年 2 月

图 17：历史上中证红利相对中证全指 Barra 风格超额收益



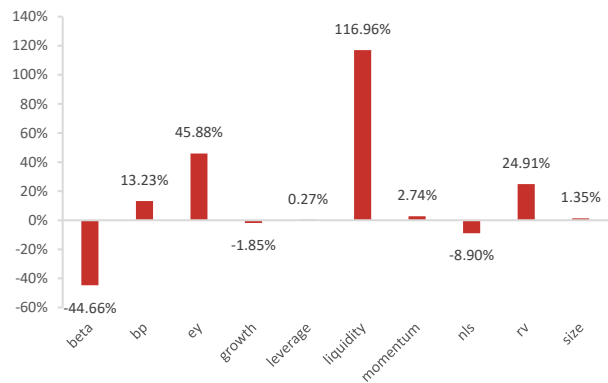
资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013 年 12 月至 2024 年 2 月

图 18：当前中证红利相对中证全指 Barra 风格暴露



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2024 年 2 月 29 日

图 19：中证红利相对中证全指 Barra 风格累计超额收益

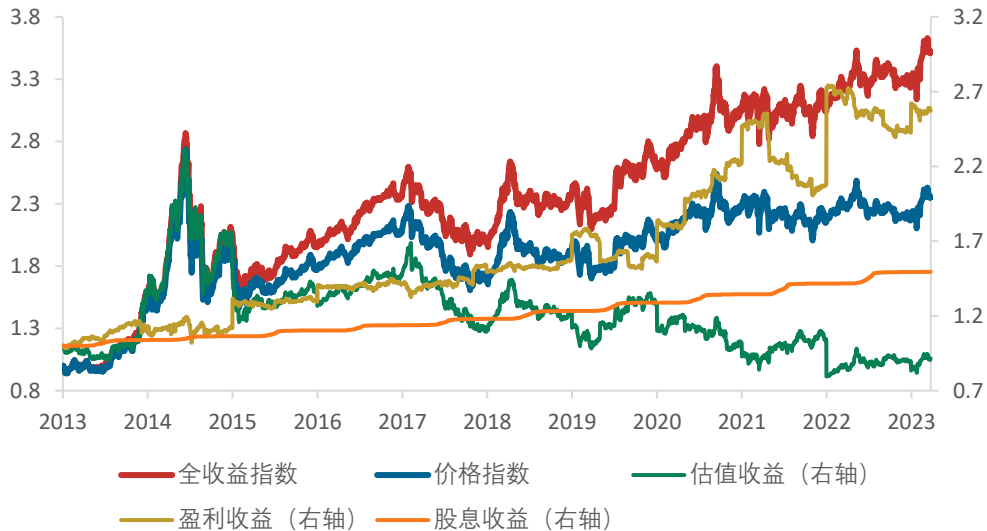


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013 年 12 月至 2024 年 2 月

2.3、估值盈利股息收益：稳健盈利增长与高股息为收益基础

价格指数收益可以拆解为估值（PE）变化与盈利变化，而再将现金分红在除权时点以再投资的方式复权给价格指数，即可得到对应的全收益指数。按照这个思路，我们对中证红利和其他各类型红利指数进行收益拆解，分析红利指数的收益来源。

图 20：中证红利估值盈利股息收益拆解



资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2013 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 22 日

表 2：中证红利估值盈利股息分年度收益与全区间年化收益

年份	全收益指数	价格指数	估值收益	盈利收益	股息收益
2014	57.59%	51.68%	33.88%	13.30%	3.90%
2015	29.89%	26.86%	9.12%	16.26%	2.39%
2016	-4.30%	-7.64%	-13.28%	6.50%	3.62%
2017	21.34%	17.57%	16.71%	0.74%	3.20%
2018	-16.15%	-19.24%	-23.59%	5.69%	3.82%
2019	20.88%	15.73%	-0.87%	16.75%	4.44%
2020	8.18%	3.49%	-1.71%	5.29%	4.54%
2021	18.19%	13.37%	-15.72%	34.52%	4.26%
2022	-0.37%	-5.45%	-14.43%	10.49%	5.38%
2023	6.34%	0.89%	5.03%	-3.94%	5.40%
2024	7.68%	7.61%	9.70%	-1.91%	0.07%
全区间年化	13.58%	9.05%	-0.90%	10.04%	4.15%

资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2013 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 22 日

从上述图表中可以看到，在 2014 年到 2024 年 3 月 22 日的区间内，中证红利的股息收益较为稳健，全区间股息年化收益为 4.15%。盈利收益虽然在分年维度上有些波动，但整体上是较为稳定的正贡献，仅 2023 年与 2024 年盈利贡献为负，全区间盈利贡献年化收益为 10.04%。估值收益贡献呈现均值回复特征，当前估值水平与 2014 年初相当。

因此可以推断，中证红利主要因其**稳定且可观的股息收益与中枢持续上行的盈利水平**，支撑中证红利股价中枢稳健走高，且波动与回撤低于全 A 指数。指数估值虽有波动，但长期来看并无稳定收益贡献，我们认为这是因为中证红利成分股大多是行业中成熟的上市公司，具有较为稳定的盈利水平与持续的现金流，因此股价走势相对稳健，赋予了中证红利穿越牛熊的能力。

比较不同红利指数的收益拆分结果，可以发现**各红利指数长期收益来源并不依赖估值抬升**，在股息收益部分，深证红利指数股息收益明显低于其他红利指数，我们认为这主要是因为大多数高分红公司主要集中在上交所，而深交所股票以成长股为主，然而深证红利较为可观盈利收益同样也支撑了其年化收益达到 11.66%。在盈利收益层面，各红利指数长期盈利中枢皆有提升，其中，中证红利年化盈利贡献为 10.04%，上证红利与国企红利盈利收益相对较弱，年化盈利贡献分别为 6.07%与 7.36%。

表 3：红利类指数 2014 年至今收益拆解

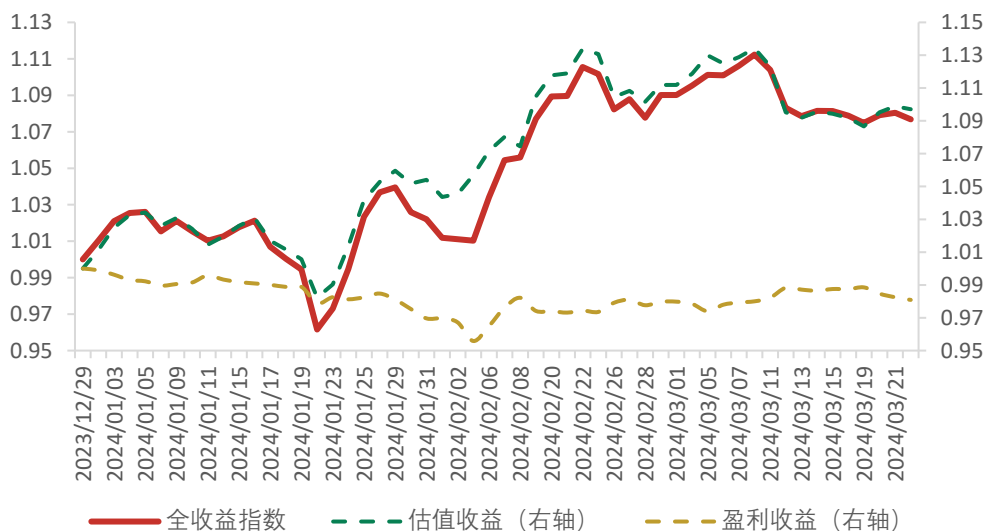
指数名称	全收益指数	价格指数	估值收益	盈利收益	股息收益
中证红利	13.58%	9.05%	-0.90%	10.04%	4.15%
上证红利	11.32%	6.27%	0.19%	6.07%	4.75%
深证红利	11.66%	8.69%	0.01%	8.68%	2.73%
红利低波	13.39%	8.51%	0.23%	8.26%	4.49%
国企红利	13.31%	8.54%	1.10%	7.36%	4.40%

资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2013 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 22 日

拆解今年以来中证红利收益驱动因素，可以发现**指数在 2 月 23 日与 24 日及 3 月 11 日与 12 日的回撤**，主要是由**估值回调**造成，成分股**基本面并无较大波动**。展望后市，成分股**盈利水平有望随着中国经济复苏而继续抬升**，同时在**6、7、8 月的分红密集期**预计会给中证红利投资者带来**可观的股息收益**。因此我们认为在**中长期维度**上，中证红利的**绝对收益仍具投资价值**。

图 21：今年以来中证红利收益拆解



资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2023 年 12 月 29 日至 2024 年 3 月 22 日

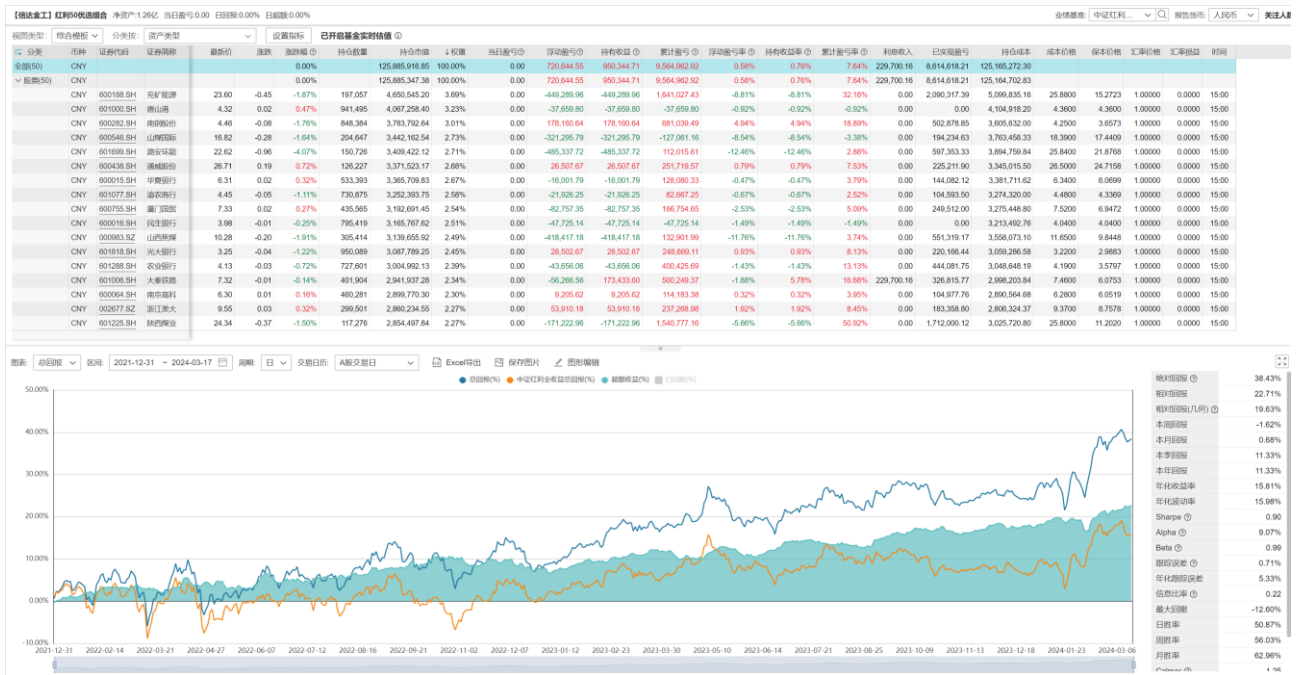
三、红利再增强：红利 50 优选组合

中证红利的自身收益已经较为可观，能否在此基础上进一步增强收益？在前期报告《分域选股系列之三：红利策略宝典：从经验逻辑到可落地的增强方案》中，我们结合了分红预测、线性多因子、风格约束、红利择时，构建了信达金工红利 50 优选组合。

组合在整体股息收益较为可观的基础上，叠加线性多因子模型进一步增强组合资本利得收益，并采用 Barra 风格因子约束组合风格暴露，因此今年 1 月末 2 月初的小市值风格回撤对组合超额收益几乎没有影响。更进一步参考三维红利超额择时模型的观点，细调红利风格暴露度，利用择时进一步增厚收益。

组合在 2021 年到 2024 年 3 月 15 日，绝对收益 38.43%，夏普比 0.9。自去年末发布以来，样本外表现较优秀，今年初至 2024 年 3 月 15 日绝对收益 11.33%，超额收益 2.93%。

图 22：红利 50 优选组合净值走势与超额收益



资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2021 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 15 日

在 Wind PMS 搜索【信达金工】红利 50 优选组合，即可跟踪组合净值曲线、获取最新持仓，欢迎感兴趣的投资者关注。

四、如何合理估值中证红利

判断一个指数是否拥挤，估值是一个重要的维度，但通常金融终端中展示的中证红利估值往往是由整体法合成计算得到的。然而，从2013年7月2日开始，中证红利的加权方式已经由市值加权调整为股息率加权，基于整体估值方式对于中证红利来说显得不太适用。

对于这种非市值加权的指数估值，我们更倾向于采用“权重因子”的方式进行估值计算，具体的权重因子和估值计算方式为：

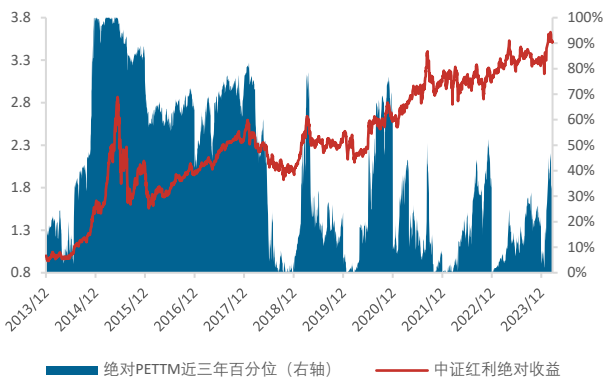
$$\text{权重因子}_i = \text{归一化}[(\text{权重}_i * \sum_{i=1}^n \text{自由流通市值}_i) / \text{自由流通市值}_i]$$

$$PETTM = \frac{\sum_{i=1}^n \text{权重因子}_i * \text{总市值}_i}{\sum_{i=1}^n \text{权重因子}_i * \text{归母净利润TTM}_i}$$

(对于权重因子方法合理性的探讨见附录部分)

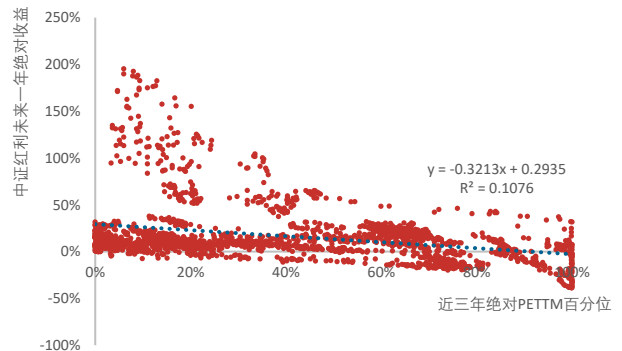
散点图展示了中证红利近三年估值百分位与未来一年收益关系，两者相关性系数为-32.8%，回归 T 统计值为-16.42。当中证红利估值处于历史低位时，收益相对较安全。但若估值处于历史高位，则可以看到未来收益尾部风险较大，未来一年最大跌幅为-38.92%。截至2024年3月22日，中证红利估值位于近三年35.51%百分位，近五年21.3%百分位，估值位置较为安全。将近三年估值百分位带入回归方程，可预测未来一年绝对收益为17.94%。

图 23：中证红利全收益收盘价与 PETTM 近三年百分位



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013年12月31日至2024年3月22日

图 24：中证红利未来一年绝对收益与近三年绝对估值百分位

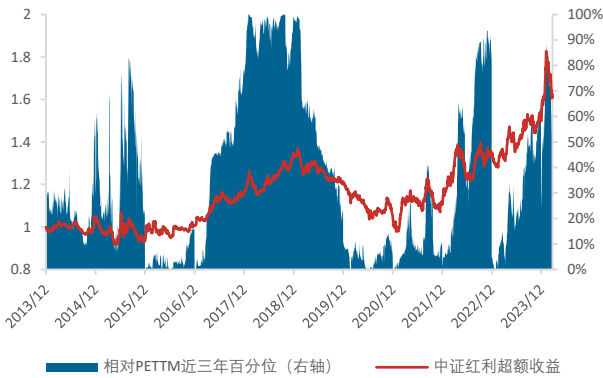


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013年12月31日至2024年3月22日

以中证红利 PETTM 估值除以万得全 A PETTM 估值，计算中证红利的相对估值，测算相对估值与中证红利未来一年相对万得全 A 超额收益的关系。两者相关性系数为-27.27%，回归 T 统计值为-13.4。历史上，当中证红利相对估值处于历史低位时，有较为可观的超额收益赔率，未来一年超额收益最高涨幅为42.15%。但若相对估值过高，可以看到超额收益赔率逐渐下降，性价比有所降低。截至3月22日，中证红利相对估值处于近三年58.34%百分位，相对估值风险较1月末的82.64%百分位已有所释放，带入回归方程可得未来一年预计超额收益

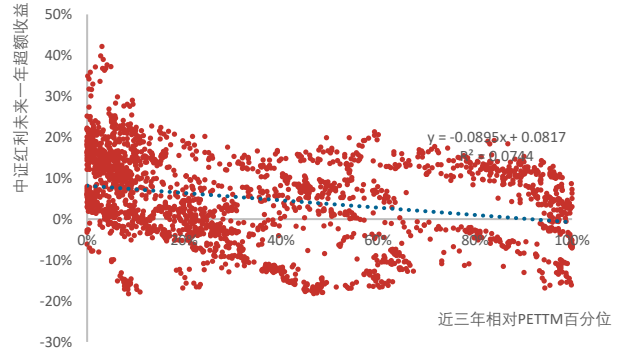
为 2.95%。

图 25：中证红利相对万得全 A 超额与 PETTM 近三年百分位



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 22 日

图 26：中证红利未来一年超额收益与近三年相对估值百分位

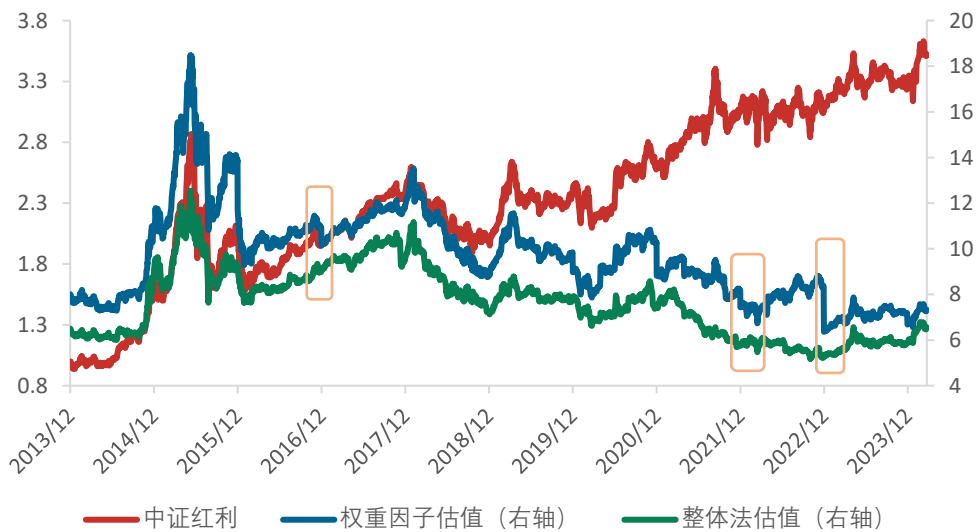


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 22 日

回顾中证红利历史估值走势，基于权重因子的估值方法还能体现出中证红利指数的“价值再平衡”特性。根据中证红利指数编制规则我们可以看到，中证红利“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”，即在**每年 12 月**成分股调整的时点，中证红利会以过去三年平均股息率为估值标准，**纳入低估值高价值的股票**，并以股息率作为成分股权重，实现其“价值再平衡”。

因此在权重因子加权方式下，我们能看到在某些年份的 12 月，中证红利的 PETTM 估值存在一个明显的**往下陡峭突变**，而整体法估值则不显著，这个突变我们推测正是由中证红利的“价值再平衡”带来的，或许正是这一特性使得中证红利具备穿越牛熊的能力，**被投资者称为“价值中的价值”**。

图 27：中证红利全收益指数收盘价与估值



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 22 日

五、从量价维度看红利拥挤度

在刻画红利策略拥挤度时，成交换手等量价数据是一个重要视角。通过对中证红利成分股的成交换手、价格涨幅、价量相关性等指标的观察，可以较为直观地了解市场对红利策略的参与热情和驱动力度。当市场情绪高涨、交投活跃时，高分红股票往往呈现放量上涨、换手率提升、价量同步性增强等特征，折射出红利策略的人气高涨。而成交换手触及历史高点，则可能折射出短期过热拥挤的风险。综合运用这些量价指标，动态监测其变化情况，有助于及时捕捉红利策略的市场演变，为拥挤度判断提供重要依据。

在量的维度，同样因为中证红利独特的股息率加权方式，所以直接从金融终端导出的整体法口径的成交换手等数据可能有失偏颇。因此我们同样采用上文得到的“权重因子”对中证红利成分股成交换手数据进行调整，从而更合理地度量中证红利的量变情况。

5.1、成交额：当前拥挤风险较高，伺机而动

中证红利指数成交额在其历史值中所处的百分位，可以较为直观地反映红利策略的市场热度和拥挤程度。当日成交额位于历史高位区间时，通常意味着市场对红利策略的参与度较高，资金涌入量较大，策略的拥挤度上升。反之，当成交额百分位位于历史低位时，则往往说明红利策略的吸引力下降，市场参与度较低，资金配置意愿不足，此时策略的拥挤度较低。我们取调整后的中证红利过去 20 个交易日成交额之和，计算过去三年百分位，作为成交额衡量指标（下同）。

根据历史回溯，中证红利成交额百分位能够较好地捕捉 2015 年 6 月、2019 年 4 月、2021 年 9 月、2023 年 5 月的行情拐点。中证红利未来一年绝对收益与当前时点成交额百分位相关性为 -41.35%，回归 T 统计值 -21.44，对未来中长期收益有较好的预测效果。从图中可见，当成交额百分位较低时，胜率较高，未来一年大概率能取得正收益，而成交额百分位较高时，未来一年最大跌幅为 -38.92%。

截至 3 月 22 日，中证红利成交额处于近三年 85.85% 分位数，带入回归方程可得预计未来一年收益为 0.83%。成交额拥挤度风险较 3 月 1 日的 95.06% 百分位已有所释放，若拥挤风险后市继续释放则预期收益有望进一步提高。

图 28：中证红利全收益与成交额百分位

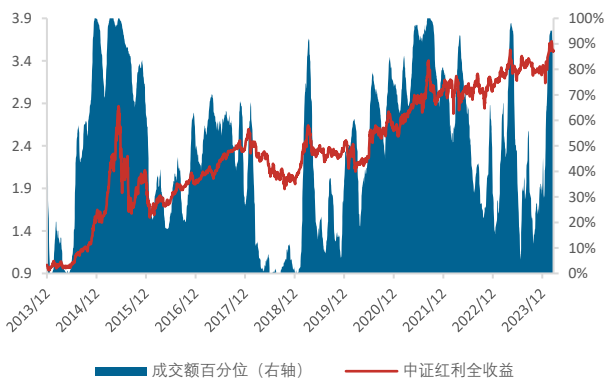
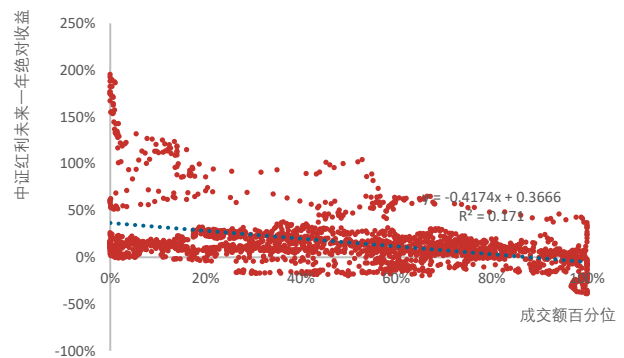


图 29：中证红利未来一年绝对收益与成交额百分位



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013年12月31日至2024年3月22日

资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013年12月31日至2024年3月22日

5.2、成交额占比：交易相对火热，待时而变

再者，我们可以计算中证红利指数成分股的成交额占全市场成交额的比例，作为衡量红利策略拥挤度的另一个重要指标。该指标直观反映了市场资金对红利策略的配置偏好和参与度。当市场上追逐红利策略的资金增多时，资金会相对集中地流向中证红利指数的成分股，推动其成交额占比上升。比例的提高往往与市场对红利策略的关注度和认可度同步，代表了红利策略的阶段性市场热度。若该指标大幅上行且位于高位，则红利策略的拥挤度可能较高，未来继续上行空间或将受限。

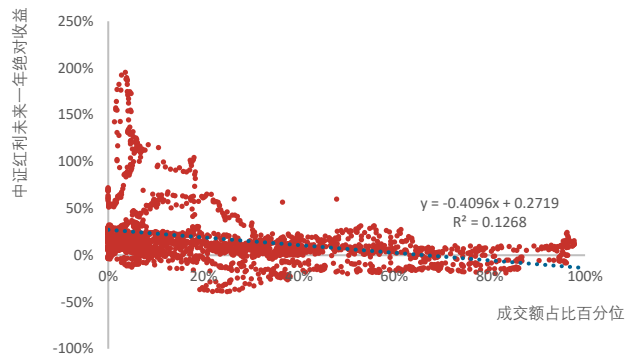
成交额占比百分位对中证红利未来一年绝对收益同样有一定参考意义，两者相关性系数为-35.61%，回归 T 统计值为-18.02。截至3月22日，中证红利成交额占比近三年百分位数为 77.84%，成交额占比拥挤度相较于 3月1日的 99.2%百分位已有所缓解，带入回归方程预计未来一年收益为-4.69%，同样可考虑等待拥挤度风险回调后逐步买入。

图 30：中证红利绝对收益与成交额占比百分位



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013年12月31日至2024年3月22日

图 31：中证红利未来一年绝对收益与成交额占比百分位

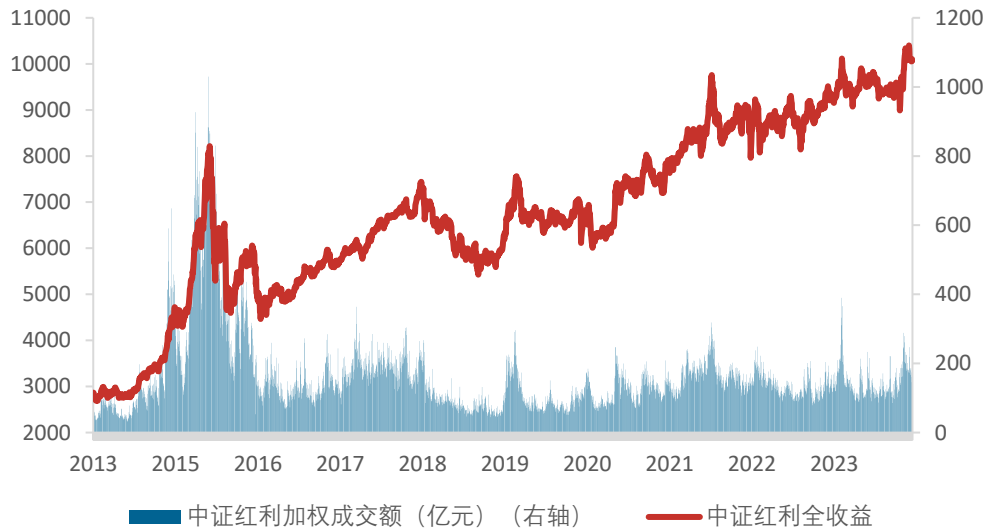


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013年12月31日至2024年3月22日

5.3、量价背离：观望情绪渐浓

如何从正常的量价齐升过程中识别拥挤的风险？其中一个方式为结合成交额与股价进行判断。量价背离是技术分析中常用的一种方法，通过观察价格走势与成交量变化的背离情况，来判断股票可能出现的趋势拐点。股价若创出新高，但成交量无法配合，出现减少或远低于前次高点时的成交量。这种情况通常表明股票上涨动力减弱，后市或将下跌调整。

图 32：中证红利全收益指数收盘价与加权成交额（亿元）

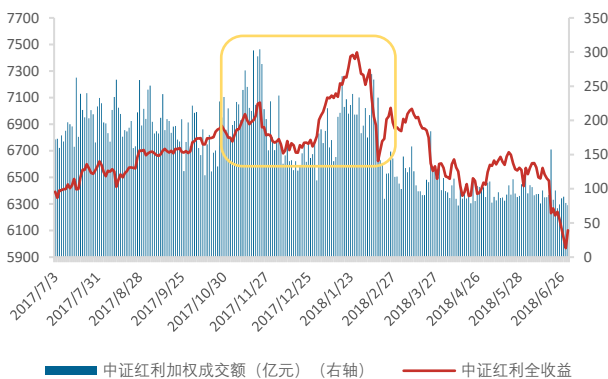


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2013年12月31日至2024年3月22日

中证红利指数自2016年开始走强，放量上涨，在2017年11月达到近年来新高，之后指数有一定回撤，但于2017年12月末开始重新上行，于2018年1月末再创新高。在此过程中，中证红利成交额百分位在11月时处于近3年80%左右的百分位，但我们认为这属于放量上涨过程中的正常态势。而在2018年1月，则可以观察到虽然价格较2017年11月更高，但成交额却显著低于当时的成交额中枢，呈现较为典型的量价背离状态。后续中证红利持续回撤，直到2019年方才有所企稳。

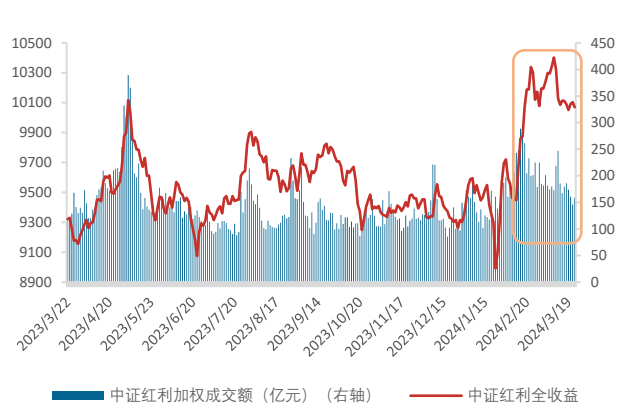
当前中证红利指数再一次出现量价背离的情况。中证红利3月虽继续走强，指数收盘价在3月8日创2014年以来新高，但成交额却不及2月平均水平，因此呈缩量上涨，可能代表买方看多心态逐渐削弱，投资者观望情绪浓厚，建议警惕后市风险。待风险释放后，若有量能配合，或可开启新一轮行情。

图 33：中证红利量价背离历史示例



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2017年7月3日至2018年6月29日

图 34：当前中证红利全收益收盘价加权成交额



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2023年3月22日至2024年3月22日

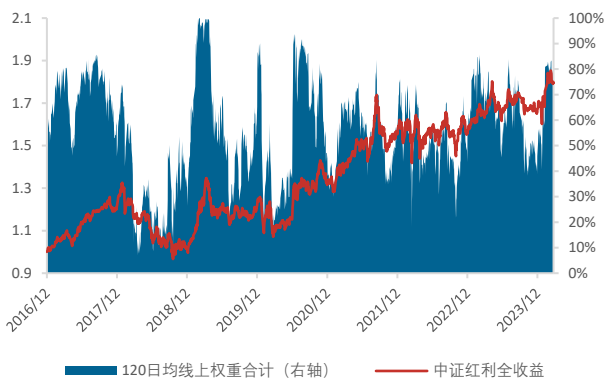
5.4、均线上权重合计：关注股价高位回调风险

A 股历史上短期反转效应强于动量效应，因此在价的维度，我们通过计算所有位于 120 日均线之上的中证红利指数成分股的权重合计，得到一个衡量市场红利投资策略拥挤度的指标。如果合计权重相对较高，则表明市场中有较大比例的资金正集中在这些表现良好的红利股上，若处于震荡行情中，则需警惕反转风险。

2017 年至今 A 股市场偏震荡走势，在此区间内中证红利均线上权重合与未来一年绝对收益之间相关性为-44.32%，回归 T 统计值为-19.17。当权重合在 30% 以下时，可见中证红利未来一年绝对收益为负的概率较小相对安全，当中证红利权重合在 80% 左右时，未来一年回撤可能达到-19.9%。

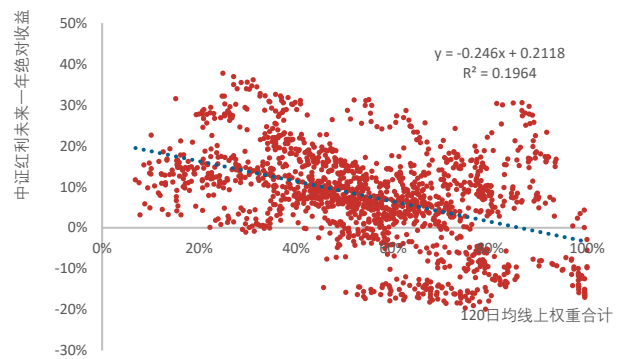
截至 3 月 22 日，中证红利成分股合计 74.58% 权重位于半年均线以上，带入回归方程可得预计未来一年收益为 2.83%。从绝对收益角度看，仍有一定上升空间，不过等待回调后再买入则更有性价比。

图 35：中证红利全收益与 120 日均线上权重合计



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2016 年 12 月 30 日至 2024 年 3 月 22 日

图 36：中证红利未来一年绝对收益与 120 日均线上权重合计



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2016 年 12 月 30 日至 2024 年 3 月 22 日

六、红利的资金面

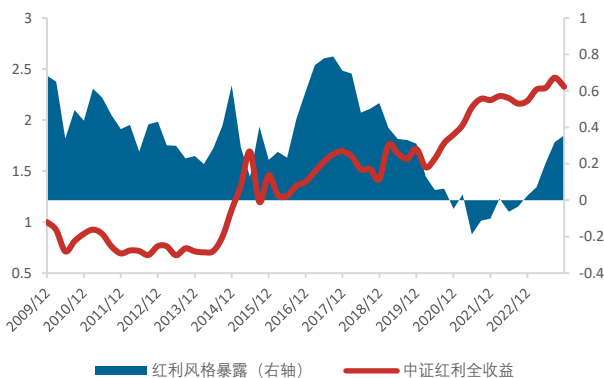
为了更准确评估红利投资策略的市场拥挤程度，资金面分析是其中一个关键步骤。资金的流入和流出反映了市场对特定策略的参与度，也能反映出投资者的情绪和预期，且资金面变化对股票价格有直接影响。因此，资金面的分析对于理解市场动态和制定投资策略较为重要。

6.1、公募基金前十大重仓：逐渐重视红利配置

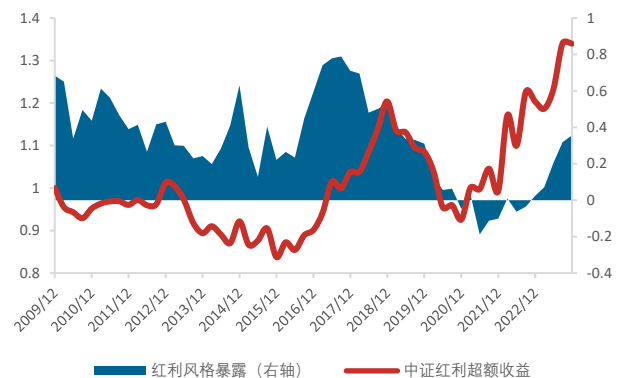
公募基金的持仓变动能够反映出专业投资者的态度和行为，它们的集体动向可以作为市场热度和投资策略趋势的领先指标。当我们发现公募基金大量增持红利类股票时，这可能意味着市场对红利策略的偏好正在上升，但也可能预示着拥挤度的增加。

我们标准化每个季报期截面的 A 股股息率，形成股息率因子，然后合并每个季度偏股型公募基金（Wind 二级分类属于普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金）的前十大重仓持股，对 2009 年 Q4 至 2023 年 Q4 的基金前十大重仓进行红利风格暴露度计算。数据显示，历史上偏股基金对红利风格并无较强的定价权，这可能是因为公募基金整体配置主要以成长风格为主。当前偏股型公募基金红利风格暴露在 2022 年 Q4 转正，2023Q4 暴露度为 0.36，为近三年高点，可见公募基金虽然加仓红利时点较晚，但目前公募基金整体已经在红利风格上有正向敞口。

图 37: 中证红利绝对收益与公募基金前十大重仓红利风格暴露 图 38: 中证红利超额收益与公募基金前十大重仓红利风格暴露



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2009 年 12 月至 2023 年 12 月

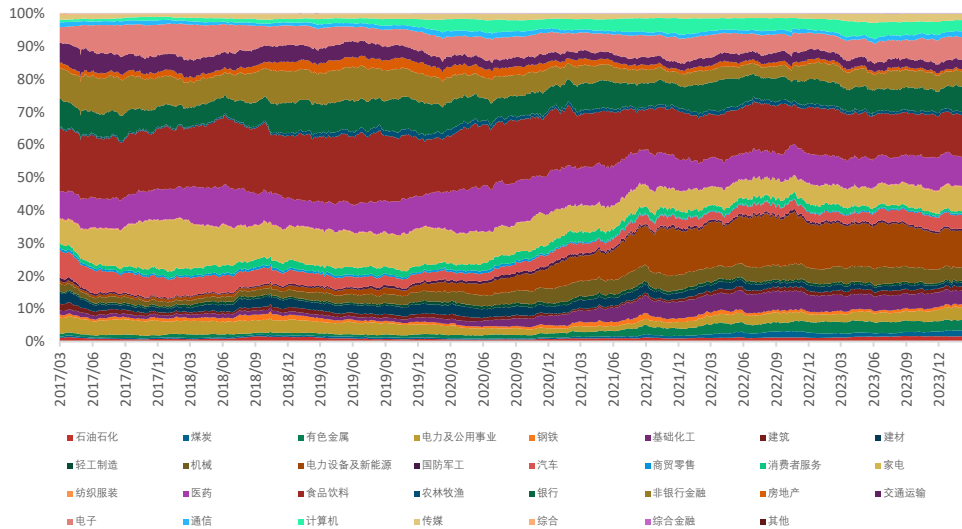


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2009 年 12 月至 2023 年 12 月

6.2、北向资金：红利敞口有所收窄

北向资金是一种长期资金，其投资策略以价值投资为主，当前五大行业配置为食品饮料、电力设备及新能源、医药、银行、家电等中游制造和必选消费等板块行业，分红水平较为可观。我们以北向资金为研究对象，分析北向资金持仓在红利风格上的暴露度。

图 39: 北向资金行业持仓



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2017年3月17日至2024年3月15日

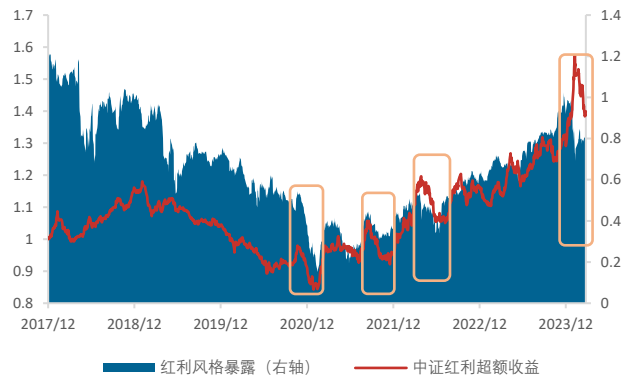
根据对北向资金的红利风格敞口统计，我们发现北向资金长期在红利风格上维持正暴露，且北向在红利风格上的敞口调控对红利行情有一定的定价权。红利超额收益自2019年以来持续回撤，北向资金在红利风格上的敞口也持续收窄。2021年2月红利超额收益触底走强，北向资金也开始逐步扩大其红利敞口暴露，且之后多次收益拐点也能互相匹配。今年北向资金在1月末对红利风格已有所减仓，北向的净流出对红利收益持续性有一定的压制，截至3月22日，北向资金红利风格暴露度为0.81，在红利上暂无明显回流迹象，建议继续跟踪北向对高分红的配置变化。

图 40：中证红利绝对收益与北向持仓红利风格暴露



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2017年12月29日至2024年3月22日

图 41：中证红利超额收益与北向持仓红利风格暴露



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2017年12月29日至2024年3月22日

6.3、红利 ETF 资金：从净流入到净流出

此外，红利 ETF 的净流入数据提供了另一个视角，它直接反映了散户和机构投资者对红利策略的一部分资金动向。ETF 的资金流向是市场情绪和预期的即时体现，净流入的增加通常表示投资者对该策略的信心加强，而

大幅的净流出可能表明有部分资金止损卖出或者获利了结。

我们统计市场上所有中证红利 ETF 与上证红利 ETF（上证红利成分股与中证红利成分股重合度高，且华泰柏瑞上证红利 ETF 规模较大，因此纳入）的 2019 年末以来每日净流入情况。

表 4：中证红利与上证红利 ETF 列表

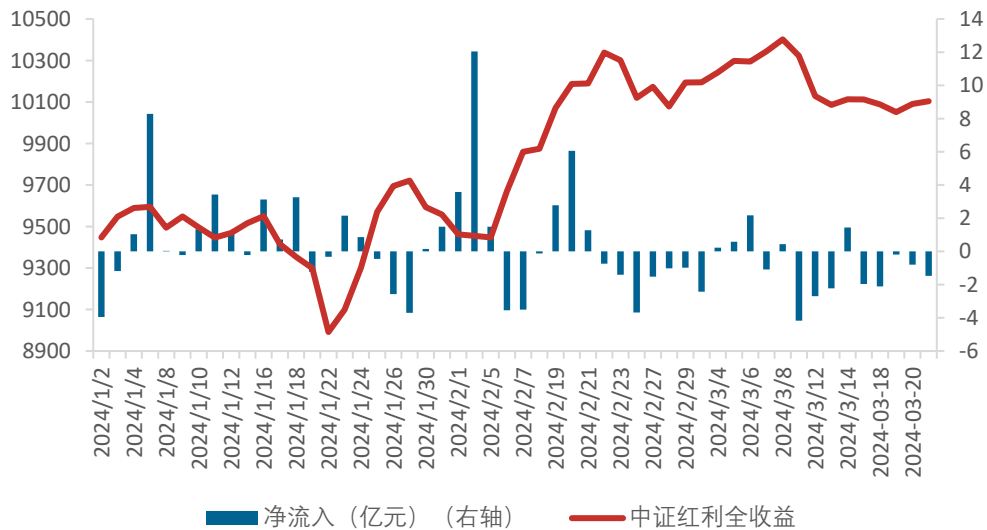
证券代码	证券简称	基金成立日	基金经理	跟踪指数名称	基金规模（亿元）
510880.OF	华泰柏瑞红利 ETF	2006/11/17	柳军,李茜	上证红利	166.44
515080.OF	招商中证红利 ETF	2019/11/28	王平,刘重杰	中证红利	43.65
515180.OF	易方达中证红利 ETF	2019/11/26	林伟斌,宋剑贤	中证红利	40.14
515890.OF	博时中证红利 ETF	2020/3/20	唐屹兵	中证红利	6.26
560020.OF	汇添富中证红利 ETF	2023/9/26	晏阳	中证红利	0.85
159581.OF	万家中证红利 ETF	2024/3/6	杨坤	中证红利	3.17
159589.OF	广发中证红利 ETF	2024/3/14	刘杰	中证红利	5.11

资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2024 年 3 月 22 日

ETF 资金面数据显示，在今年 2 月之前，市场上仍有资金较为稳定地流入红利类 ETF，但在 2 月之后，中证红利指数虽继续走高，但红利 ETF 却有资金不断撤离，2024 年 3 月 11 日单日净流出 4.17 亿元，为今年以来最大单日净流出金额。资金由净流入转变为净流出，或许表明有资金已经开始获利了结前期涨幅较高的红利类资产。

图 42：今年中证红利全收益收盘价与红利类 ETF 单日净流入（亿元）



资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2024 年 1 月 2 日至 2024 年 3 月 22 日

七、总结：短期拥挤风险逐步释放，中长期仍具配置价值

本篇报告主要从宏观、收益来源、估值、价量、资金面等维度详细分析了红利未来的投资价值。

在前期报告《分域选股系列之三：红利策略宝典，从经验逻辑到可落地的增强方案》中，我们提出了基于“10年期美债收益率”、“国内 M2 同比”、“国内 M1-M2 同比剪刀差”的三维红利超额择时策略。站在当前时点，美国 1 月与 2 月通胀数据超预期，导致美联储降息较前期预计有所延后，全球流动性收紧状态仍存。国内宏观流动性 M2 同比降至历史低点，M1M2 剪刀差代表的资金空转现象有一定改善苗头，但仍需进一步数据验证。因此从宏观维度中长期来看，我们认为红利风格的超额收益或还可以持续一段时间，直至美联储降息确定性增加同时国内宏观环境显著好转。

其次，报告从多个维度拆分了中证红利的来源，通过 Brinson 模型分析，中证红利指数超额收益主要源自行业内优选高股息公司，选股年化收益为 5.45%，同时行业配置也有一定正向收益贡献。另外我们发现中证红利的行业配置收益与选股收益存在一定同步性，且自 2016 年以来两者相关性与超额收益保持一致，上行时体现进攻性，下行时体现防御性。

Barra 归因显示，中证红利指数长期呈现负 Beta、负流动性、负成长，正 BP 和正盈利风格暴露。其超额收益主要源自负流动性风格，赚取流动性溢价；同时在盈利及残差波动率风格上表现较佳，获取价值风格收益及低波溢价。但在当前 A 股反弹行情中，其负 Beta 暴露可能拖累超额收益。

最后我们将收益拆分成估值、盈利、股息等三个维度，统计显示中证红利 2014 年以来绝对收益主要由盈利增长和股息收益贡献，而估值则呈均值回复特性。展望后市，我们认为中证红利成分股盈利水平有望随着中国经济复苏而继续抬升，同时在 6、7、8 月的分红密集期预计则会给中证红利带来可观的股息收益。回顾近期，可以发现指数在 2 月 23 日与 24 日及 3 月 11 月与 12 日的回撤，主要是由估值回调造成，而成分股基本面并无较大波动。因此我们认为在中长期维度上，中证红利的绝对收益仍具投资价值。

如何精选红利股，以中证红利为基准进行收益增强？我们推荐投资者在 Wind PMS 上关注【信达金工】红利 50 优选组合。组合在整体股息收益较为可观的基础上，叠加线性多因子模型进一步增强组合资本利得收益，并采用 Barra 风格因子约束组合风格暴露，更进一步参考三维红利超额择时模型的观点，利用择时进一步增厚收益。组合自去年末发布以来，样本外表现较优秀，今年初至 2024 年 3 月 15 日绝对收益 11.33%，超额收益 2.93%。

回到红利估值层面，报告指出传统的整体法估值不适用于股息率加权的中证红利指数，因此给出了基于权重因子的估值方法。截至 2024 年 3 月 22 日，在绝对收益层面，中证红利估值位于近三年 35.51% 百分位，处于相对安全的绝对估值区间。在超额收益层面，当前中证红利相对于万得全 A 的相对估值处于近三年 58.34% 百分位，相对估值风险较 1 月末的 82.64% 百分位已有所释放。

其次，报告从中证红利指数自身成交额百分位、占全 A 成交额占比百分位及半年均线上权重合计等多个量价维度考察了中证红利的交易拥挤度。当前中证红利成交额处于近三年 85.85% 分位数、成交额占比近三年分位

数为 77.84%，在成交维度拥挤风险较前期稍有缓解，但仍处于较高水准。中证红利成分股合计 74.58% 权重位于半年均线以上，仍有一定上升空间，不过等待回调后再买入则更为安全。此外，中证红利近期出现量价背离的情况，整体缩量上涨，可能代表买方看多心态逐渐削弱，投资者观望情绪浓厚，待风险释放后，若有量能配合，或可开启新一轮行情。

再者，报告通过公募基金前十大重仓与北向资金的红利风格暴露与红利 ETF 净流入状况分析了中证红利当前的资金面。数据显示，当前偏股型公募基金红利风格暴露在 2022 年 Q4 转正，2023Q4 暴露度为 0.36，为近三年高点，公募基金在红利风格走强之后，开始重视对高分红的配置。北向资金在今年 1 月末对红利风格已有所减仓，北向的净流出对红利收益持续性有一定的压制，截至 3 月 22 日，北向在红利上暂无明显的回流迹象，建议继续跟踪北向对高分红的配置变化。ETF 资金面数据显示，在今年 2 月之前，市场上仍有资金较为稳定地流入红利类 ETF，但在 2 月之后，中证红利指数虽继续走高，但红利 ETF 却有资金不断撤离，2024 年 3 月 11 日单日净流出 4.17 亿元，为今年以来最大单日净流出金额。

表 5：中证红利拥挤度各维度观点汇总

维度	细分指标	最新值	当前观点	多空方向
宏观	美债收益率:10 年	4.22%	美联储降息较前期预计延后，全球流动性收紧状态仍存	↑
	M2:同比	8.70%	国内宏观流动性 M2 降至历史较低水平	↑
	M1:同比-M2:同比	-7.50%	资金空转现象有一定改善苗头，但仍需进一步数据验证	↓
盈利拆解	估值	--	估值长期以来均值回复，近期回撤主要由估值回调引起	↑
	盈利	--	2014 年至今，盈利增长贡献的年化收益为 10.04%，较为稳定，后市盈利有望继续增长	↑
	股息	--	今年 6、7、8 月的分红密集期预计会带来可观的股息收益	↑
估值	绝对估值近三年百分位	35.51%	绝对估值位置较为安全	↑
	相对估值近三年百分位	58.34%	相对估值风险较 1 月末的 82.64% 百分位已有所释放	↑
	成交额近三年百分位	85.85%	成交额百分位较高，较为拥挤，风险有待释放	↓
量价	成交额占比近三年百分位	77.84%	成交额占比百分位较高，交易相对火热，风险有待释放	↓
	量价相关性	--	中证红利指数 3 月初的上涨呈量价背离，投资者观望情绪浓厚	↓
	半年均线上权重合计	74.58%	仍有一定上行空间，但等待回调后再买入更有性价比	↑
资金面	偏股型公募基金红利暴露	0.36	公募基金逐步加仓红利风格	↑
	北向资金红利暴露	0.81	北向资金在 1 月末对红利风格已有所减仓	↓
	红利类 ETF	--	2 月之后，红利类 ETF 资金由整体净流入转为整体净流出	↓

资料来源：万得、信达证券研发中心

数据日期：2024 年 3 月 22 日

综上所述，我们认为红利风格中长期仍有配置价值，但短期存在一定的成交过热带来的拥挤风险，不过风险较前期高点已有所释放，可考虑在红利回调过程中逢低买入。

附录：权重因子估值合理性探讨

以下图为例，中证红利全收益指数收盘价在2021年3月至2021年9月区间内呈单边上行趋势，上涨16.11%，而Wind终端导出的PETTM数据显示中证红利估值持续下行，下降21.71%，短期指数点位与估值产生了背离现象。

我们拆解Wind中证红利PETTM估值的计算方式，在整体法口径下，倒推得到中证红利归母净利润TTM在区间内增长16.6%，而中证红利成分股市值加总下跌8.71%。分子下降而分母上升共同推动了估值大幅下修，但指数估值计算所用的总市值下行与指数点位上行之间的背离，明显是不合理之处，在实际操作中较易导致投资者的投资决策产生偏差。不仅是PE类估值面临此类问题，金融终端上基于整体法的PB、股息率等估值方法同样可能存在类似缺陷。

图 43：中证红利全收益收盘价与金融终端整体法 PETTM



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2020年12月31日至2021年12月31日

图 44：中证红利成分股总市值加总（万亿）与归母净利润倒推



资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2020年12月31日至2021年12月31日

如何更合理地对中证红利进行估值？首先我们考虑到可以用指数成分股权重，对每个成分股单独的PETTM进行加权平均，计算得到指数的PETTM，即 $\sum_{i=1}^n \text{权重}_i * \text{PETTM}_i$ ，然而这种方式也存在一定的问题。假设指数中只有两个成分股A与成分股B，其权重、总市值、盈利情况如下图所示（示例中假设自由流通市值等于总市值）。

表 6：加权平均成分股 PETTM 计算指数估值方法 1 示意图

	T-1 日		T 日	
	A 股票	B 股票	A 股票	B 股票
权重	99%	1%	99%	1%
总市值 (亿元)	10000	10000	10000	10000
归母净利润 TTM (亿元)	500	1	500	2
个股 PETTM 估值 (倍)	20	10000	20	5000
指数估值 (倍)	119.80		69.80	

资料来源：信达证券研发中心

上述假定指数中，A 股票股息率较高占据绝大部分权重（99%），B 股票只有很小的权重（1%），在 T 日两

者公布最新盈利情况，A 的归母净利润不变，B 的归母净利润 TTM 由 1 变为 2。若采用加权平均成分股 PETTM 计算指数估值，则指数估值会由 T-1 日的 119.80 倍变为 69.80 倍。但 B 股票仅占 1% 的权重，其估值下降 1 倍同样会引起指数估值下降近 1 倍，同样不太合理。

再考虑另一种方法，用成分股权重分别对分子端的总市值和分母端的归母净利润计算加权平均再相除，即

$$\frac{\sum_{i=1}^n \text{权重}_i * \text{总市值}_i}{\sum_{i=1}^n \text{权重}_i * \text{归母净利润 TTM}_i}$$

。然而这种方法同样有其局限性。

表 7：分别加权平均总市值与归母净利润再计算指数估值方法 2 示意图

	A 股票	B 股票
权重	90%	10%
总市值 (亿元)	10	10000
归母净利润 TTM (亿元)	2	500
个股 PETTM 估值 (倍)	5	20
指数估值 (倍)	19.48	

资料来源：信达证券研发中心

上述假定指数中，A 股票股息率较高占据绝大部分权重 (90%)，B 股票权重为 10%。而 A 股票市值较小，仅为 10 亿元，B 股票市值较大为 1 万亿元。A 股票 PETTM 为 5 倍，B 股票 PETTM 为 20 倍。若根据上述估值计算方式，得到的指数估值为 19.48 倍，可见指数的分子和分母更容易受到大市值高盈利的公司主导，即便 A 股票权重占据 90%，其低估值的属性在拟定指数中仍然无法体现。

而权重因子放大原始权重高的股票对指数整体的影响，同时降低大市值股票对指数估值的主导作用以修正方法 2 中呈现的问题。若采用权重因子估值方式，上述两估值示例分别被修正为：

表 8：权重因子估值方法下示例 1 估值 (倍)

	T-1 日		T 日	
	A 股票	B 股票	A 股票	B 股票
权重	99%	1%	99%	1%
总市值 (亿元)	10000	10000	10000	10000
归母净利润 TTM (亿元)	500	1	500	2
个股 PETTM 估值 (倍)	20	10000	20	5000
权重因子	99.00%	1.00%	99.00%	1.00%
指数估值 (倍)	20.202		20.201	

资料来源：信达证券研发中心

表 9：权重因子估值方法下示例 2 估值 (倍)

	A 股票	B 股票
权重	90%	10%
总市值 (亿元)	10	10000
归母净利润 TTM (亿元)	2	500
个股 PETTM 估值 (倍)	5	20
权重因子	99.989%	0.011%

资料来源：信达证券研发中心

可以看到示例 1 中指数整体估值并不会因为小权重的 B 股票估值突变而突变，示例 2 中指数估值更贴近于小市值大权重的 A 股票而非大市值小权重的 B 股票。

回归实际对中证红利估值，采用因子权重法的中证红利加权总市值与中证红利全收益指数收盘价走势基本一致，更加符合认知，成分股加权归母净利润不断攀升，使得中证红利在此期间的 PETTM 估值在 2021 年 3 月至 2021 年 9 月期间走平。

图 45：中证红利全收益收盘价与权重因子法 PETTM


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2020 年 12 月 31 日至 2021 年 12 月 31 日

图 46：中证红利成分股总市值与归母净利润 TTM 加权平均


资料来源：万得、信达证券研发中心
 数据日期：2020 年 12 月 31 日至 2021 年 12 月 31 日

风险因素

宏观经济下行；股市波动率上升；金融监管力度抬升超预期。结论基于历史数据，在市场环境转变时模型存在失效的风险。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。