

从被动到主动，红利类策略基金产品分析

报告要点：

● 市场环境复杂多变，以红利策略为代表的价值类策略表现亮眼

1) 宏观环境：国内宏观经济整体仍处于弱复苏状态，资金对“安全资产”的需求持续扩张。国际方面，美债收益率的上升使得外资回流美国，压制高成长、高估值资产的定价，更有利于价值风格。国际地缘局势持续复杂化，也导致资本市场的整体风险偏好下降。

2) 资产荒+资金偏好：2021年以来10年期国债收益率持续下降，高票息固收资产规模收缩，存款利率下调，无风险利率有效回落，凸显了高股息资产的“类债价值”。2024年以来，低风险偏好的险资等成为市场的主导力量，高股息率的价值风格个股更受资金青睐。

3) 企业分红意愿提升：近年来，国内部分行业投资增速放缓，企业资本开支收缩，A股整体分红比例和分红数量都在提升。政策持续强化分红导向，新“国九条”强调对上市公司现金分红的监管，高股息资产投资逻辑有望持续强化。

● 传统红利策略并非长期稳定有效，被动红利指数策略有改进空间

长周期内红利资产的收益主要来源股息收益，而短周期内红利资产仍需要择时，并不是传统意义的长效策略。成长风格占优阶段，红利策略会跑输大盘；资金的极致追逐热捧也会导致策略阶段性失效。

以红利指数为代表的单一红利策略还存在一些投资“陷阱”：1) 历史股息线性外推陷阱，以历史分红计算的高股息率不代表股息支付能力与可持续性。中证红利指数以过去三年连续分红且股息率居于前100作为筛选标准，对比指数成分股与实际全市场股息率前100的股票组合，可以明显看出通过历史股息率筛选出的企业并未持续在全市场中保持高股息。2) 单一红利策略行业集中度高，难以兼顾高股息、稳定性与成长性。以中证红利指数的行业分布为例，其权重占比前四大行业分别为银行、煤炭、交通运输、钢铁，周期稳定相关行业占比超五成。3) 部分个股阶段性涨幅较大，部分红利指数一年调整一次频率过低，引入主动策略动态调整能显著提升策略收益。

● 红利类策略公募产品介绍

截至2024年5月10日，我们筛选的各类红利基金数量124只，规模合计1270.09亿元。根据投资目标和投资策略的不同，可分为三类：被动指数红利基金、主动权益红利基金和量化红利基金。数量方面，被动指数红利基金和主动权益红利基金占据主导地位，两者各有产品54只，数量合计占比88%；规模方面，被动指数红利基金占据主导，规模占比60%。

三类基金中，被动指数红利基金在近一年和近三年表现更佳，相较于另两类基金取得正收益，但长期的角度来看，近五年量化红利基金收益率均值表现最好，主动权益基金次之。

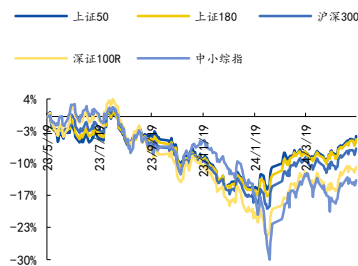
● 西部利得价值回报混合：多方位规避高股息“陷阱”，捕获Alpha

西部利得价值回报混合，全称西部利得价值回报混合型证券投资基金，是由西部利得基金管理有限公司发行的偏股混合型基金。产品定位为以红利底仓+多策略的价值风格基金，追求相对较小的回撤和相对稳健可持续的收益，力争给投资者带来较好的持有体验。基金募集期为2024年5月8日至2024年5月

主要数据：

上证综指：	3154.03
深圳成指：	9709.42
沪深300：	3677.97
中小盘指：	3597.30
创业板指：	1864.94

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	朱定豪
执业证书编号	S0020521120002
邮箱	zhudinghao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	房倩倩
执业证书编号	S0020520040001
邮箱	fangqianqian@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

31 日，基金经理为陈元骅。

投资策略：西部利得价值回报混合采用“3+N”策略框架，以红利低波、周期价值和成长价值为 3 个底仓策略，同时叠加 N 个轮动辅助性策略。三个底仓策略要求市场环境适应性强，且均投向估值较低的资产。N 个轮动辅助性策略依据市场环境变化进行的子策略之间的切换。

主动量化红利基金的相对优势：相对于指数型红利产品，1) 可筛选出基本面更优质的股票；2) 选出指数成分股外的优质资产，规避“红利陷阱”；3) 调仓更加灵活；4) 不仅捕捉价值风格 beta，除基本面因子择优选股外，还能够包含多种 Alpha 策略。而相对于价值风格主动权益产品，1) 持仓股票数量多且分散，可有效控制产品的波动率和回撤；2) 选股覆盖面更广，相对不集中于“抱团”股；3) 量化交易的纪律性强，自动严格执行高抛低吸，有望通过交易获取超额收益；4) 与主观选股、被动指数投资形成互补而非互斥，可以丰富和分散超额收益来源。

● 风险提示

本报告均基于历史数据与模型进行测试，历史回测结果不代表未来收益，在未来市场环境变化时不排除模型失效的风险，本文仅供投资者参考。

内容目录

1. 什么是价值投资策略？	6
2. 当前市场环境下为什么选择以红利策略为代表的价值投资？	7
2.1 宏观环境.....	7
2.2 资产荒+增量资金偏好	9
2.3 企业分红意愿有望持续提升	11
3. 传统红利策略并非长期稳定有效	13
3.1 红利策略短期收益表现受市场风格影响	13
3.2 单一红利策略易落入哪些陷阱？	15
4.“红利+”策略改进方向.....	20
4.1 改进型红利指数策略表现分化大	20
4.2 基于红利因子的改进方法对比.....	21
5. 红利基金及策略发展情况	22
5.1 有哪些红利主题基金产品？	22
5.1.1 被动指数红利基金.....	24
5.1.2 主动权益红利基金.....	25
5.1.3 量化红利基金	26
5.2 西部利得价值回报混合：多方位规避高股息“陷阱”，捕获 Alpha.....	27
6. 风险提示	30

图表目录

图 1：通用电气的低估值陷阱	6
图 2：21 年以来中证红利全收益和国信价值全收益相对于万得全 A 的业绩表现	7
图 3：PMI	8
图 4：CPI 和 PPI	8
图 5：社融增量	8
图 6：M2-M1 剪刀差.....	8
图 7：十年期美债收益率.....	9
图 8：中美利差	9

图 9: 21 年以来高股息策略超额表现与 10 年期国债收益率高度负相关.....	9
图 10: 险资对 A 股投资稳步增长.....	10
图 11: 企业资本开支收缩.....	11
图 12: 2010 年以来 A 股（非金融）自由现金流累积（单位：亿元）.....	11
图 13: 2010 年以来 A 股整体分红比例持续提升.....	12
图 14: 2023 年上市公司现金分红情况明显好转.....	12
图 15: 红利策略收益主要来源股息收益.....	13
图 16: 2005 年至今中证红利相对万得全 A 略微跑输.....	14
图 17: 红利相对成长的超额表现与美债利率呈正相关.....	15
图 18: 全市场前 100 月度股票组合与中证红利股息率对比.....	17
图 19: 中证红利指数成分行业板块分布.....	18
图 20: 银行净利润同比增速相对较低.....	19
图 21: 银行营业收入同比增速相对较低.....	19
图 22: 周期稳定相关行业净利润同比增速波动大.....	19
图 23: 周期稳定相关行业营业收入同比增速波动大.....	19
图 24: 市场上的红利相关指数收益走势分化较大.....	21
图 25: 三类红利主题基金数量占比.....	23
图 26: 三类红利基金规模占比（单位：亿元）.....	23
图 27: 三类红利基金收益情况对比.....	24
图 28: 西部利得国企红利指数增强历史业绩.....	27
图 29: 长盛量化红利策略历史业绩.....	27
图 30: 西部利得价值回报混合的策略框架.....	29
图 31: 西部利得价值回报混合的 Alpha 来源.....	29
表 1: 政策引导红长期资金入市.....	10
表 2: 上交所、深交所关于分红不达标实施风险警示的规定修订细节.....	12
表 3: 中证红利跑赢万得全 A 区间占比约一半.....	14
表 4: 红利全收益指数对红利指数明显提升，但不及中小盘价值基金指数....	16
表 5: 2022 年中证红利指数纳入成分后股息率变化统计.....	17
表 6: 中证红利指数成分分布中信一级行业权重（%）.....	18
表 7: 市场上的红利相关指数收益评价对比.....	20
表 8: 市场上的红利相关指数重点财务指标对比.....	22

表 9: 跟踪不同类别红利指数的被动指数红利基金数量及规模	25
表 10: 主动权益红利基金	26
表 11: 量化红利基金明细	27
表 12: 西部利得价值回报基本信息	28

1. 什么是价值投资策略？

价值投资侧重于对公司基本面进行深入分析，选择那些市场价格低于其内在价值的股票。本杰明·格雷厄姆和戴维·多德在其著作《证券分析》中首次提出价值投资策略，价值投资的代表大师还有沃伦·巴菲特、查尔斯·芒格、彼得·林奇等。

价值投资强调安全边际，但不完全等于低估值投资。价值投资强调降低投资风险，购买价格低于其内在价值的股票，增强安全边际，从而提高未来投资收益的空间。然而如果只考虑低估值的因素，则有可能陷入“价值陷阱”，投资者买入了市盈率、市净率等价值指标很低、表面上低估的资产，但实际上价格便宜可能是因为基本面存在问题，导致市场对其未来经营现金流的预期不佳。比如因技术创新而将被逐步替代的落后产业、重资产且行业集中度低的夕阳产业、在集中度高的行业中缺乏竞争力的小公司、处于周期顶部的周期股等。

2008年的通用电气就是这样一个例子，08年夏天通用电气的PE跌到10以下，符合低估值的特征，单从估值的角度来是个不错的投资选择。然而事实是在这个位置买入通用电气的投资者，之后还将经历超过60%的下跌。他们根据低估值进行投资，最终却被深套。

图 1：通用电气的低估值陷阱



资料来源：www.investingsecrets.com，国元证券研究所

价值投资更多是在低估的基础上，投资于能够持续创造价值的公司。基本面分析也是价值投资的关键，比如考虑高股息率的红利策略，以及考虑各类盈利指标的价值质量投资策略收益表现相对于单纯的低估值更加稳定，代表策略指数分别有中证红利指数、国信价值指数。优秀的基本面能够避免单纯低估值可能出现的估值继续下行的问题。21年以来，价值投资中红利类策略也因其优秀的业绩表现而备受市场关注。

图 2：21 年以来中证红利全收益和国信价值全收益相对于万得全 A 的业绩表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

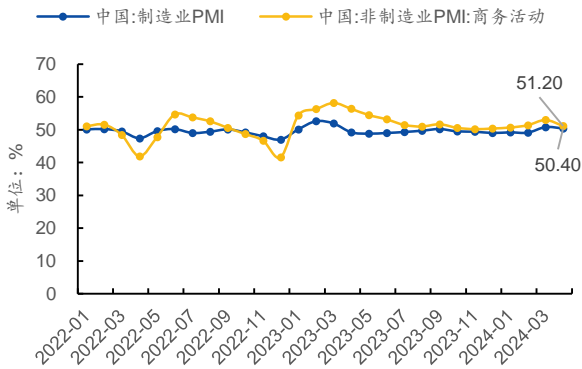
2. 当前市场环境下为什么选择以红利策略为代表的价值投资？

2.1 宏观环境

价值投资通常在经济状况不佳或市场波动较大的宏观环境下占优势。这种环境下，投资者更倾向于寻找被低估的股票或资产，以获取长期稳定的回报。价值投资者通常会关注公司的基本面，如盈利能力、财务状况和估值水平，而不是短期市场波动或热门行业。因此，在经济衰退或市场下跌时，价值投资策略往往能够取得较好的表现。

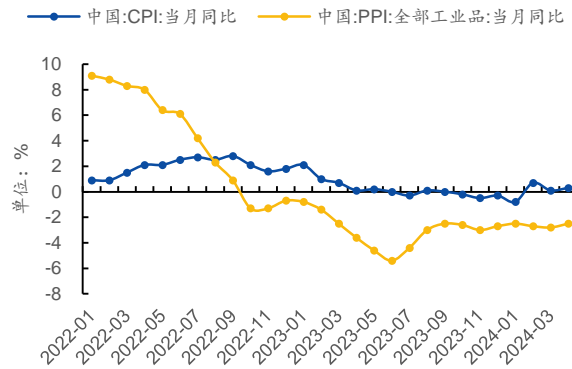
从宏观经济的角度来看，当前我国宏观经济整体仍处于弱复苏状态。4 月制造业 PMI 为 50.04%，较上月下降 0.4 个百分点，非制造业 PMI 为 51.2%，较上月下降 1.8 个百分点，但仍处于荣枯线之上，总体经济景气水平延续扩张。4 月 CPI 同比上涨 0.3%（前值 0.1%），核心 CPI 同比增长 0.7%（前值 0.6%），PPI 同比下降 2.5%（同比 2.8%），CPI 温和回升，PPI 仍在磨底，国内需求恢复仍然偏弱。

图 3: PMI



资料来源: Wind, 国元证券研究所

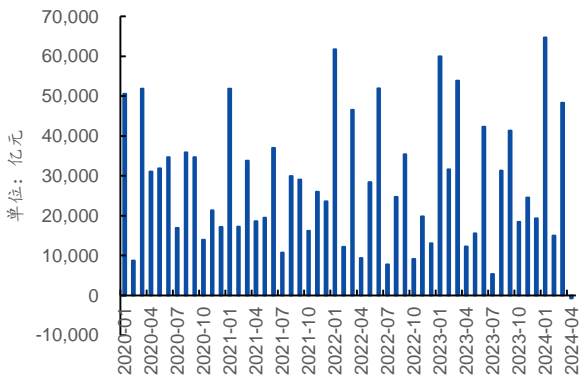
图 4: CPI 和 PPI



资料来源: Wind, 国元证券研究所

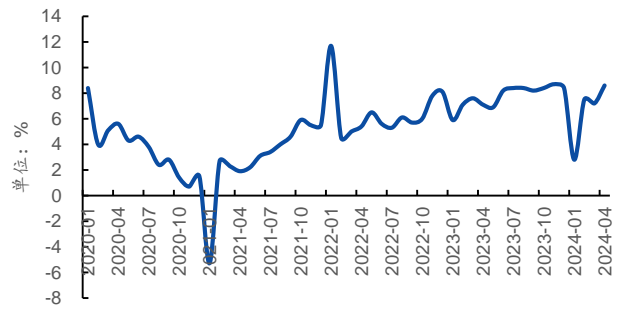
企业和居民融资需求较弱, 宏观经济复苏仍面临考验。4 月新增社融-1987 亿元, 同比少增 1.42 万亿元; M2 同比增速放缓, M1 负增, M2-M1 剪刀差走阔, 居民存款流向企业端受阻, 对“安全资产”的需求持续扩张。

图 5: 社融增量



资料来源: Wind, 国元证券研究所

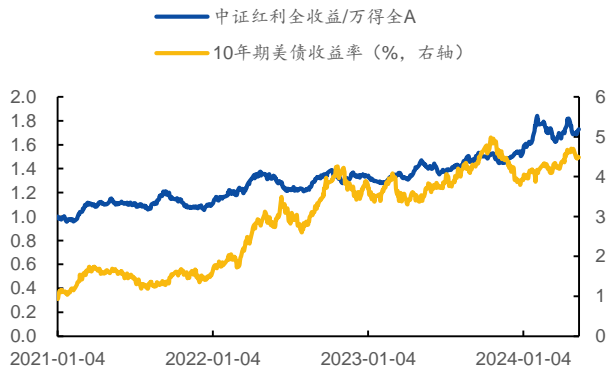
图 6: M2-M1 剪刀差



资料来源: Wind, 国元证券研究所

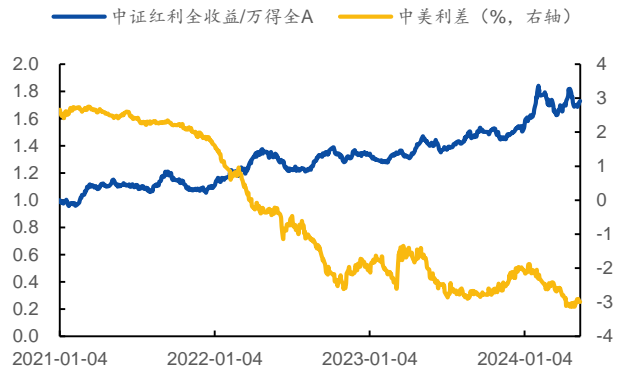
从海外宏观环境来看, 美债收益率的高低影响着全球资产定价, 美债收益率的上升会压制高成长、高估值资产的定价, 而对价值投资的影响较小。同时, 从流动性角度来看, 美债收益率的上升也意味着资金的回流美国市场, 同样有利于价值风格。同时, 俄乌、巴以等国际地缘局势持续复杂化, 也导致资本市场的整体风险偏好下降。

图 7：十年期美债收益率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：中美利差

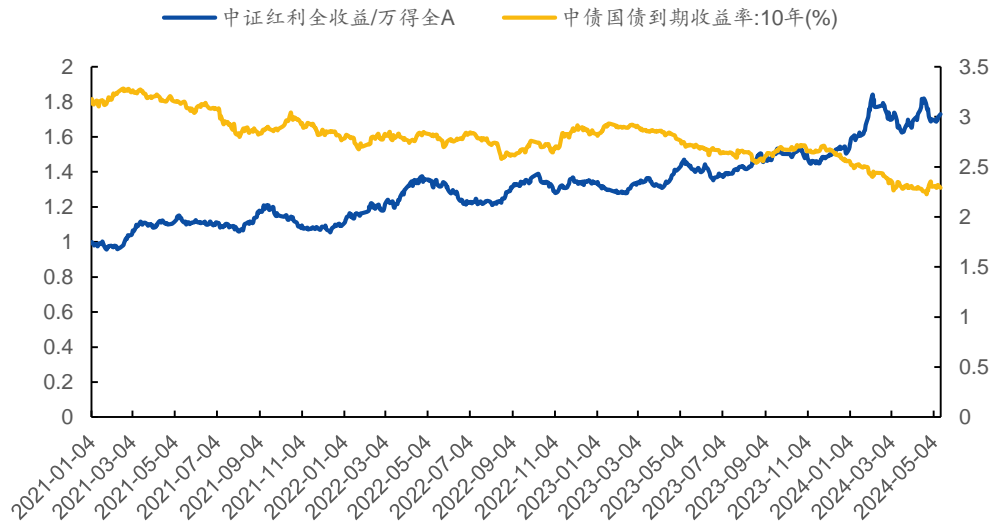


资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 资产荒+增量资金偏好

2021 年以来 10 年期国债收益率震荡中枢从 3.2% 下滑至 2.5%，叠加 2021 年以来房地产和地方债务两大高票息固收资产的规模收缩，以及存款利率的下调，无风险利率有效回落，凸显了高股息资产的“类债价值”。

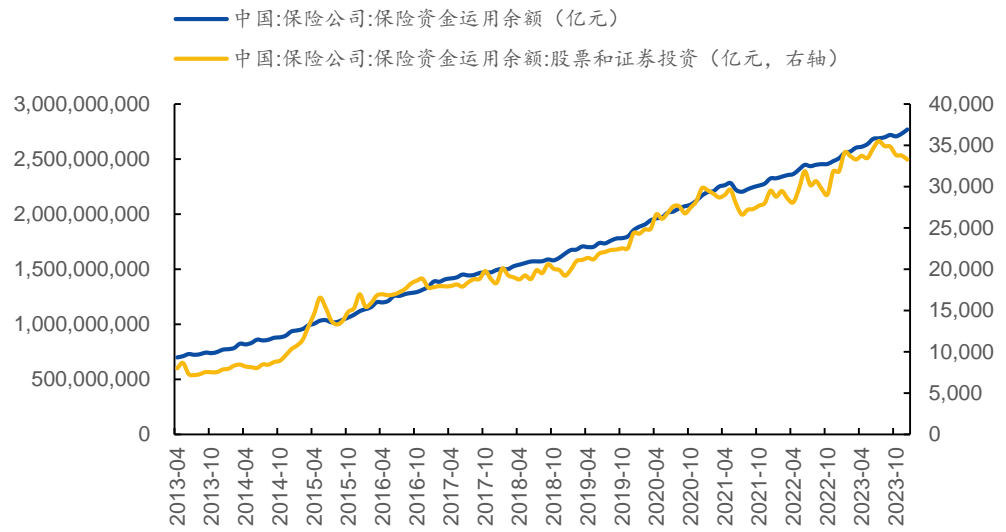
图 9：21 年以来高股息策略超额表现与 10 年期国债收益率高度负相关



资料来源：Wind，国元证券研究所

2024 年以来，随着政策大力推进险资、社保基金等国内中长期配置资金入市，这些低风险偏好的资金成为市场的主导力量，它们对基本面的关注度较高，对估值的容忍度低，高股息率的价值风格个股更受资金青睐。

图 10: 险资对 A 股投资稳步增长



资料来源: Wind, 国元证券研究所

表 1: 政策引导红长期资金入市

日期	事件	主要内容
2023 年 8 月 24 日	证监会召开投资者座谈会	1) 会议指出, 投资和融资是资本市场最基础、最重要的功能, 养老金、保险资金、银行理财等各类中长期资金与资本市场互相促进、协同发展。2) 通过完善基础制度和法治建设, 打造公平竞争的市场环境; 同时解决中长期资金入市障碍, 放宽投资限制并引导长周期考核, 推动养老金等中长期资金增加权益投资促进资本市场与中长期资金的良好互动。
2023 年 9 月 10 日	金监局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	1) 差异化调节最低资本要求, 根据险企的总资产规模, 以 95%或 90%的偿付能力充足率为基础, 实施差异化监管。2) 优化风险因子: 对于保险公司投资沪深 300 指数成分股, 风险因子从 0.35 调整为 0.3; 投资科创板上市普通股票, 风险因子从 0.45 调整为 0.4; 对于保险公司投资公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 中未穿透的, 风险因子从 0.6 调整为 0.5; 对于保险公司投资国家战略性新兴产业未上市公司股权, 风险因子为 0.4。
2023 年 10 月 30 日	财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	1) 更改考核方式, 将原有的“净资产收益率”指标调整为“3 年周期指标+当年度指标”的组合方式, 其中 3 年周期指标和当年度指标各占 50%的权重 2) 要求国有商业保险公司依法合规进行投资, 强调国有商业保险公司应遵循审慎、安全、增值的原则, 优化资产配置, 投资于风险可控、收益稳健的资产。3) 建立和遵循专门的投资管理制度, 确保投资决策的规范性和风险评估的有效性。同时, 公司需在风险可控的基础上努力提升资本回报, 对于连续未能达到行业标准值的公司, 管理层需及时调整策略。
2023 年 12 月 6 日	财政部发布《全国社会保障基金境内投资管理暂行办法 (征求意见稿)》	1) 如财政部、人力资源社会保障部负责拟订全国社会保障基金的管理运营政策, 确保基金的投资运营符合法律法规和国家战略。2) 监管部门通过监督确保基金在风险可控的前提下实现保值增值, 同时引导中长期资金进入市场, 发挥市场稳定器的作用。3) 社保基金会负责科学制定投资运营相关制度, 建立健全投资决策和风险管理体系, 优

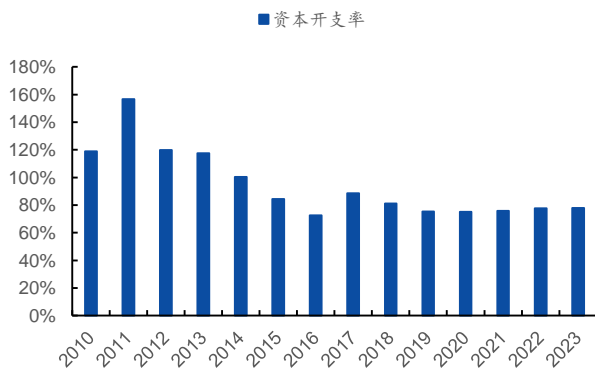
表 1：政策引导红长期资金入市

日期	事件	主要内容
		化资产配置，审慎选择投资项目和投资管理人，确保基金安全并有效引导中长期资金服务于经济发展。
2024 年 1 月 12 日	证监会召开新闻发布会	1) 加大中长期资金引入力度为重点，以优化资本市场投资生态为基础，以建设一流投资机构为抓手，全面推进资本市场投资端改革，着力提高投资者长期回报，促进资本市场与实体经济、居民财富的良性循环。2) 配合金融监管总局降低险企投资占用风险因，配合财政部对商业保险公司实施 3 年周期考核 3) 积极支持保险资金开展长期股票投资试点，中国人寿、新华保险作为首期试点机构，拟共同出资 500 亿元，聚焦投资二级市场优质上市公司，目前该项目进入落地阶段。
2024 年 1 月 25 日	证监会召开 2024 年系统工作会议	大力推进投资端改革，推动保险资金长期股票投资改革试点加快落地，完善投资机构长周期考核，健全有利于中长期资金入市的政策环境，促进投融资动态平衡。
2024 年 4 月 4 日	国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	1) 优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。完善保险资金权益投资监管制度，优化上市保险公司信息披露要求。2) 完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。3) 提升企业年金、个人养老金投资灵活性。4) 鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。
2024 年 4 月 23 日	财政部发文，健全有利于中长期资金入市的政策	大力提高上市公司质量，压实第三方中介机构专业把关责任，依法打击会计造假。完善资本市场税收制度，健全有利于中长期资金入市的政策。

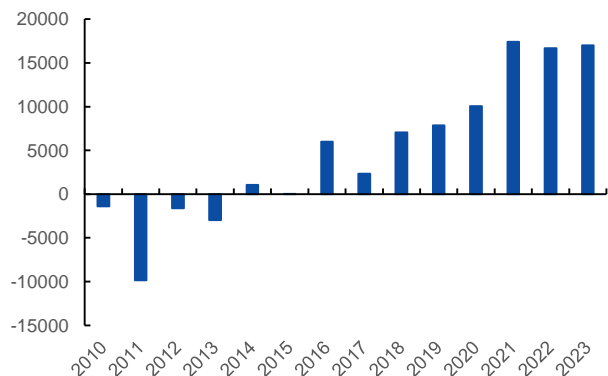
资料来源：证监会、金监局、财政部、国务院，国元证券研究所

2.3 企业分红意愿有望持续提升

近年来，国内部分行业投资增速放缓，企业资本开支收缩，A 股整体分红比例由 30% 提升至 2022 年的 41%，尤其是 2020 年以来 A 股自由现金流维持高位，现金资产占比再创新高。同时，伴随着无风险利率降低，从公司财务角度看，将公司冗余的流动性用于财务投资的性价比也在不断降低。

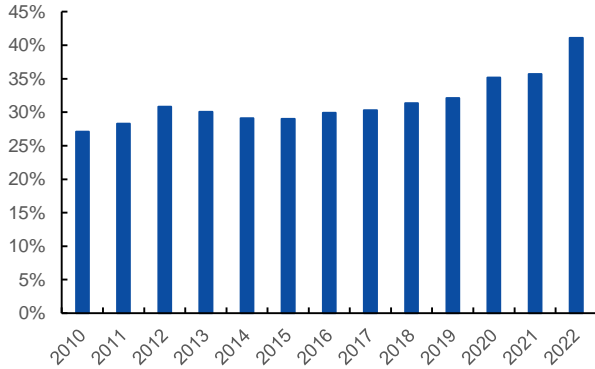
图 11：企业资本开支收缩


资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：2010 年以来 A 股（非金融）自由现金流累积（单位：亿元）


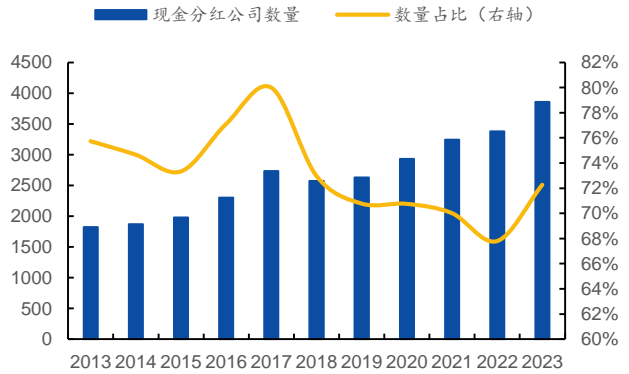
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：2010 年以来 A 股整体分红比例持续提升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：2023 年上市公司现金分红情况明显好转



资料来源：Wind，国元证券研究所

2023 年下半年以来监管层致力推进上市公司质量提升，强化分红导向，2024 年 4 月发布的新“国九条”也强调了对上市公司现金分红的监管，在政策持续引导下，预计未来 A 股分红比例以及股息率均有望进一步得到提升，高股息资产的投资逻辑有望持续强化。

表 2：上交所、深交所关于分红不达标实施风险警示的规定修订细节

交易所	板块	修订后
上交所	主板	对符合分红基本条件的公司，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的 30%，且累计分红金额低于 5000 万元的公司实施 ST。
	科创板	分红金额绝对值标准调低为 3000 万元，同时最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例 15%以上，或最近三个会计年度研发投入金额累计在 3 亿元以上的公司可豁免实施 ST。
深交所	主板	最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于 5000 万元将被 ST。
	创业板	分红金额绝对值标准调低为 3000 万元，同时最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例 15%以上。

资料来源：上交所、深交所，国元证券研究所

3. 传统红利策略并非长期稳定有效

长周期内红利资产的收益主要来源股息收益，而短周期内红利资产仍需要择时，并不是传统意义的长效策略。

一方面，从市场风格角度，复盘市场表现，红利策略具有明显防御属性，其跑输大盘的阶段往往对应成长风格占优阶段；

另一方面，从交易视角，由于资金偏好的极致追逐热捧，会导致策略阶段性失效，需要对其拥挤度变化进行性价比交易择时。

因此，综合考虑交易视角和市场风格角度，短期内红利资产仍需要进行择时操作，以适应市场的变化并最大化投资回报。

3.1 红利策略短期收益表现受市场风格影响

红利策略收益主要来源股息收益。2010年至2024年5月10日，中证红利指数收益率为59%，中证红利全收益收益率为167%，2023年全年中证红利指数收益率为0.89%，中证红利全收益收益率为6.34%，股息收益占比约为85.97%，股利再投资收益解释了大部分的红利策略收益。

图 15：红利策略收益主要来源股息收益

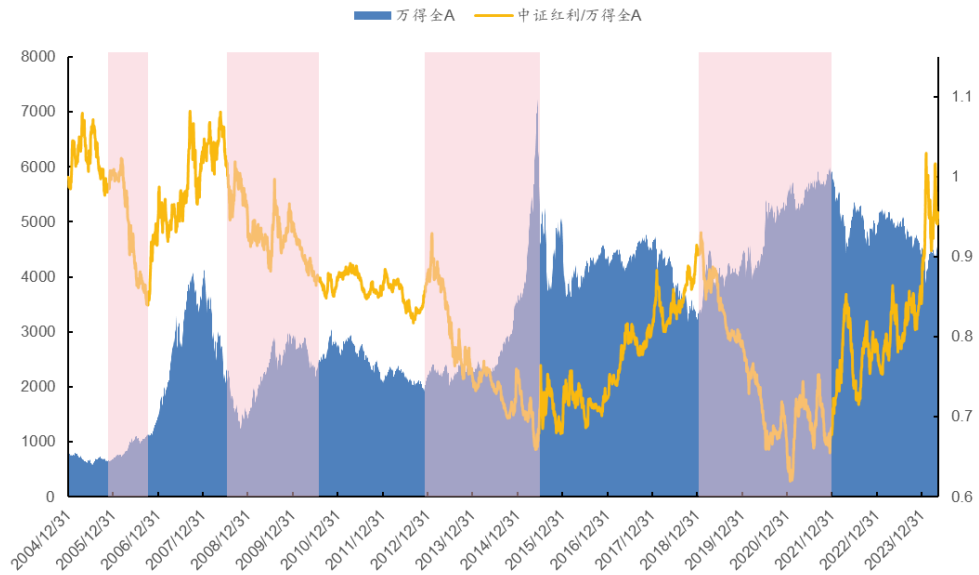


资料来源：Wind，国元证券研究所

红利策略 2005 年至今并未从股票涨跌中获得相对市场的超额收益。从 2014 年 12 月 31 日至 2024 年 5 月 10 日，中证红利对于万得全 A 的相对净值为 0.96，略微跑输市场。尤其当市场快速上涨时红利指数相对整体市场会明显跑输，如 2019-2020

年、2013-2015 年、2009-2010 年。

图 16：2005 年至今中证红利相对万得全 A 略微跑输



资料来源：Wind，国元证券研究所

中证红利指数跑赢万得全 A 时间区间占比约一半。2012 年以前，中证红利超额收益与市场牛熊无明显关系，2012 年以后，中证红利在大幅上涨的牛市中显著跑输，在下跌市中展现出“防御性”资产特征，能够实现正超额收益。从年度看，仅关注红利因素的中证红利指数并未出现连续性的显著占优，而是出现均值回归的特征。

表 3：中证红利跑赢万得全 A 区间占比约一半

年份	中证红利	万得全 A	超额收益
2005	-11%	-12%	1%
2006	98%	112%	-14%
2007	189%	166%	23%
2008	-66%	-63%	-4%
2009	108%	105%	3%
2010	-13%	-7%	-6%
2011	-24%	-22%	-1%
2012	7%	5%	2%
2013	-10%	5%	-16%
2014	52%	52%	-1%
2015	27%	38%	-12%
2016	-8%	-13%	5%
2017	18%	5%	13%
2018	-19%	-28%	9%

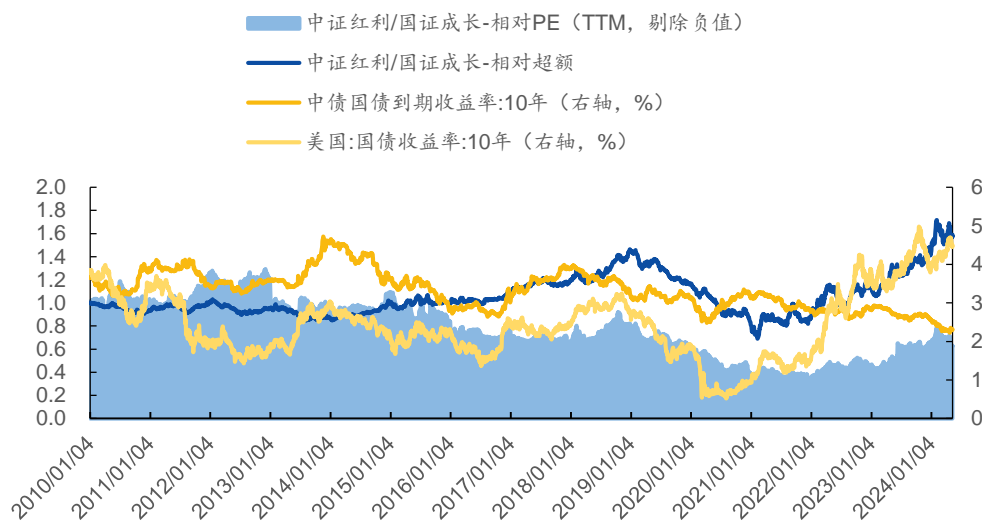
表 3：中证红利跑赢万得全 A 区间占比约一半

年份	中证红利	万得全 A	超额收益
2019	16%	33%	-17%
2020	3%	26%	-22%
2021	13%	9%	4%
2022	-5%	-19%	13%
2023	1%	-5%	6%
2024 至今	13%	0%	14%

资料来源：Wind，国元证券研究所

红利策略的适用环境受市场风格与宏观利率影响。在 2019-2020 年，市场风格偏向成长型，红利策略也相应会跑输整体市场表现。从与以美债 10Y 利率为代表的全球无风险资产收益率来看，其对于红利相对成长的超额在 2016 年外资大量流入 A 股后产生显著影响，红利资产相比成长资产的现金流更加稳定，平均久期更短，对分母端的资金成本敏感性更弱，因此两者关系呈现显著正相关。而对于中债利率与其关系并不是简单线性，因为中债利率同时作用于国内经济基本面与资金面。

图 17：红利相对成长的超额表现与美债利率呈正相关



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2 单一红利策略易落入哪些陷阱？

从 A 股中长期来看，红利指数在资本利得来源中表现欠佳，考虑股利再投资后，全收益指数的收益表现明显提升，但夏普和最大回撤的改善效果不显著。另外，相比小盘成长、小盘价值、中盘价值、小盘平衡类基金指数，红利全收益指数的市场表现和策略性价比均不及。

单一红利策略以股息率为筛选指标，除了其存在与市场环境的周期性适应关系，也存在一些“陷阱”，例如历史股息线性外推陷阱与高股息低增长陷阱。

表 4：红利全收益指数对红利指数明显提升，但不及中小盘价值基金指数

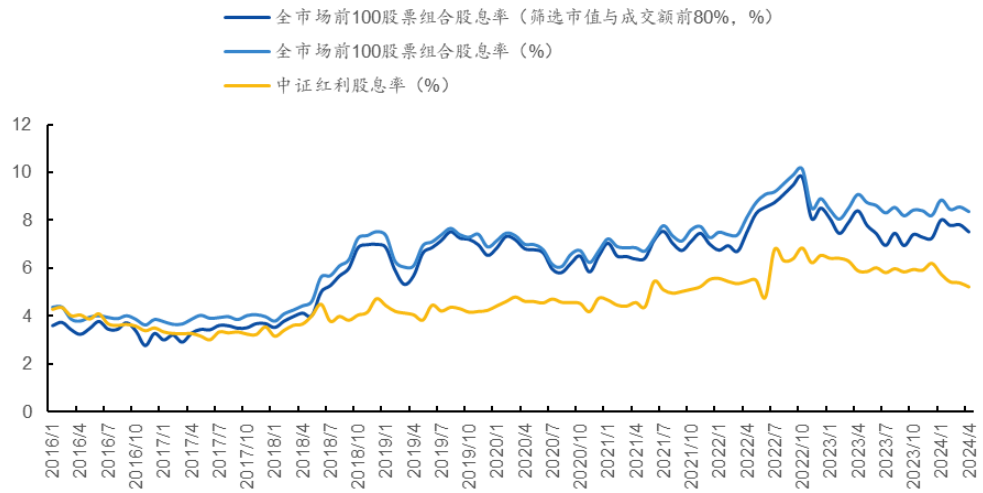
代码	指数简称	区间收益率(年化, %)	区间收益率(%)	Sharpe(年化)	年化波动率(%)	最大回撤(%)
885034.WI	小盘成长基金指数	17.55	334.80	0.94	19.22	-29.37
885032.WI	小盘价值基金指数	17.36	328.31	1.04	16.54	-22.11
885029.WI	中盘价值基金指数	12.00	180.10	0.65	19.13	-44.90
885033.WI	小盘平衡基金指数	10.29	143.55	0.52	22.02	-48.92
H00922.GSI	中证红利全收益	9.87	135.22	0.52	20.59	-45.66
885030.WI	中盘平衡基金指数	8.43	108.67	0.44	21.23	-47.88
885031.WI	中盘成长基金指数	7.52	93.33	0.39	22.99	-51.39
885027.WI	大盘平衡基金指数	6.48	76.91	0.36	18.93	-44.82
885026.WI	大盘价值基金指数	5.99	69.63	0.36	16.29	-42.62
000922.GSI	中证红利	5.54	63.20	0.30	20.64	-46.51
885028.WI	大盘成长基金指数	4.38	47.64	0.25	22.43	-55.38

资料来源：Wind，国元证券研究所，统计区间为 2015 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 10 日

以历史分红计算的高股息率不代表股息支付能力与可持续性。当上市公司的利润率、利润稳定性、股息支付比例、债务水平等发生变化时，其股息支付能力都会受到影响，过去的高分红也可能因为分红政策和支付能力而无法持续。同时，由于股息率=每股股利/每股市价，当股利上升或股价下降时，股息率都会上升。

历史高股息难以持续保持。虽然中证红利指数以过去三年连续分红且股息率居于前 100 作为筛选标准，但部分历史高股息特性的企业并不能维持高股息。以 2022 年首次纳入中证红利指数的 20 只成分股来看，股息率首年下降或持平的个股有 14 只，次年下降或持平的个股有 9 只，分别占比 70%和 45%；以 2021 年首次纳入中证红利指数的 20 只成分股来看，2021 年不分红的个股有 3 只，2022 年股息率下降或不分红的个股有 13 只，2023 年下降或不分红的个股有 12 只，分别占比 65%和 60%。此外，对比实际全市场股息率前 100 的股票组合与中证红利指数成分的股息率，可以明显看出通过历史股息率筛选出的企业并未持续在全市场中保持高股息。

图 18: 全市场前 100 月度股票组合与中证红利股息率对比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

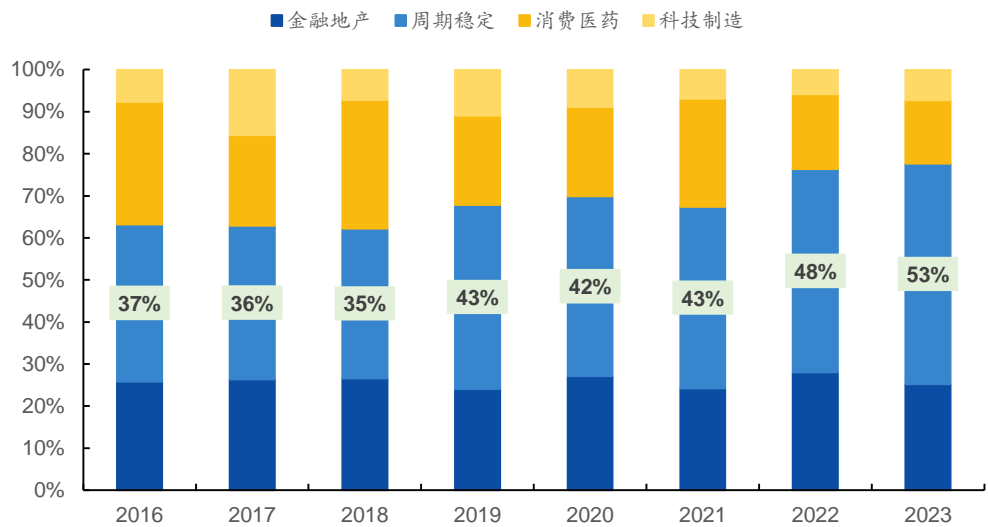
表 5: 2022 年中证红利指数纳入成分后股息率变化统计

证券代码	证券简称	2021 年股息率 (%)	2022 年股息率 (%)	2023 年股息率 (%)	纳入后股息率变化	
					纳入后首年股息率变化	纳入后次年股息率变化
000651.SZ	格力电器	6.88	4.59	5.46	下降	上升
000830.SZ	鲁西化工	16.57	5.39	1.08	下降	下降
000932.SZ	华菱钢铁	5.64	4.67	4.47	下降	下降
002128.SZ	电投能源	2.29	2.29	3.11	持平	上升
002443.SZ	金洲管道	6.48	0.81	0.97	下降	上升
600000.SH	浦发银行	5.15	4.02	4.03	下降	上升
600015.SH	华夏银行	4.96	5.62	5.64	上升	上升
600057.SH	厦门象屿	7.22	8.64	4.25	上升	下降
600064.SH	南京高科	9.40	6.58	4.39	下降	下降
600295.SH	鄂尔多斯	16.35	8.18	6.54	下降	下降
600373.SH	中文传媒	4.38	4.83	5.02	上升	上升
600755.SH	厦门国贸	6.28	8.17	6.28	上升	下降
600757.SH	长江传媒	4.87	4.22	5.27	下降	上升
600782.SH	新钢股份	13.16	2.63	3.95	下降	上升
600801.SH	华新水泥	6.83	3.48	3.62	下降	上升
600901.SH	江苏金租	6.49	6.49	5.94	持平	下降
600919.SH	江苏银行	4.91	6.02	5.77	上升	下降
601077.SH	渝农商行	5.32	5.71	6.07	上升	上升
601229.SH	上海银行	5.33	5.33	6.13	持平	上升
601928.SH	凤凰传媒	4.81	4.81	4.81	持平	持平

资料来源: Wind, 国元证券研究所

单一红利策略行业集中度高，难以兼顾高股息、稳定性与成长性。以中证红利指数的行业分布为例，其权重占比前四大行业分别为银行、煤炭、交通运输、钢铁，周期稳定相关行业占比超五成。对于煤炭、交运与钢铁这类周期类行业，当行业处于景气上行期时，这些公司通常会实现盈利和利润率双高，估值低且现金分红多，导致股息率上升。然而，一旦行业周期开始下行，股息率很可能会随之下降，受到周期波动的显著影响。对于银行等稳定性行业，营收增速相对较低，利润增速绝对值较低但通常为正，在经济景气度上行时利润增速相对较低。

图 19：中证红利指数成分行业板块分布



资料来源：Wind，国元证券研究所

表 6：中证红利指数成分分布中信一级行业权重（%）

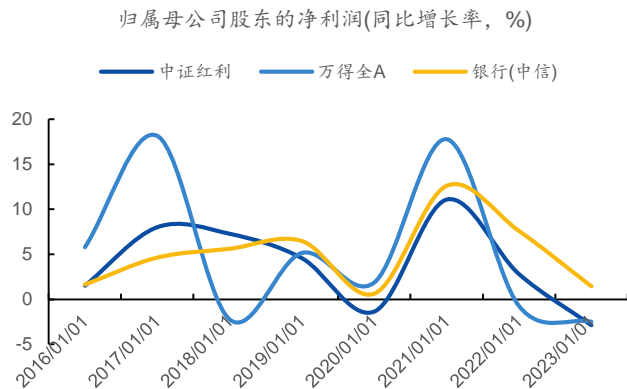
行业名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
银行	17.5	15.0	10.6	9.3	10.8	10.4	18.8	19.5
煤炭	1.0	2.7	2.4	2.0	8.2	10.5	9.4	17.2
交通运输	8.3	10.2	11.4	11.1	5.9	7.0	9.6	9.7
钢铁	0.6	1.9	4.8	11.9	10.1	6.1	9.7	8.6
传媒	0.0	0.0	0.0	1.0	2.7	2.4	4.1	4.7
基础化工	1.3	0.8	1.7	4.5	5.4	5.1	5.1	4.5
纺织服装	6.2	0.6	5.8	6.1	2.6	5.4	5.0	4.0
建材	3.1	1.1	2.6	5.6	6.1	5.0	5.5	4.0
房地产	4.2	7.9	14.7	14.0	15.4	13.0	7.3	3.8
医药	0.9	6.3	3.1	0.6	2.4	4.8	1.9	3.3
电力及公用事业	16.0	15.2	7.6	4.3	3.5	5.2	4.0	3.1
商贸零售	1.1	4.1	0.6	0.6	0.6	1.9	2.5	3.0
汽车	8.7	1.1	10.8	5.7	8.2	7.9	3.2	2.9
石油石化	3.7	2.5	3.3	3.5	2.6	2.1	2.1	2.4
建筑	3.4	2.1	1.5	0.6	0.6	2.0	1.9	2.3

表 6：中证红利指数成分分布中信一级行业权重（%）

行业名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非银行金融	4.2	3.5	1.1	0.6	0.6	0.7	1.9	1.9
机械	3.1	2.3	2.8	4.8	3.7	3.5	1.7	1.5
家电	4.5	5.6	2.4	3.7	2.9	1.6	1.7	1.3
电力设备及新能源	2.7	10.6	1.4	1.7	0.8	1.0	0.0	1.2
有色金属	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.7
食品饮料	6.9	1.4	5.5	3.6	2.7	2.9	3.0	0.5
综合	0.0	0.0	0.9	0.8	0.9	0.8	0.0	0.0
电子	1.8	2.8	2.9	3.3	1.7	0.0	0.0	0.0
农林牧渔	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
轻工制造	0.9	2.5	1.0	0.9	1.6	0.9	0.5	0.0

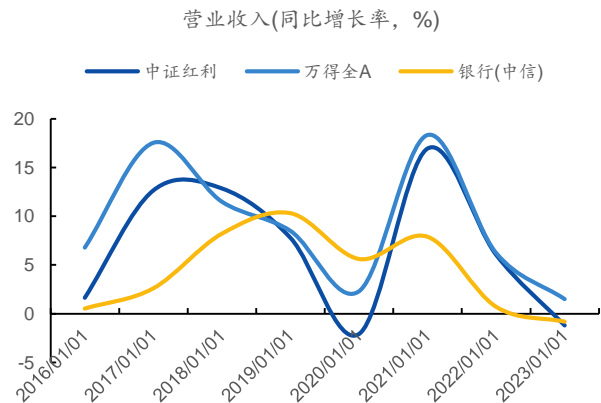
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 20：银行净利润同比增速相对较低



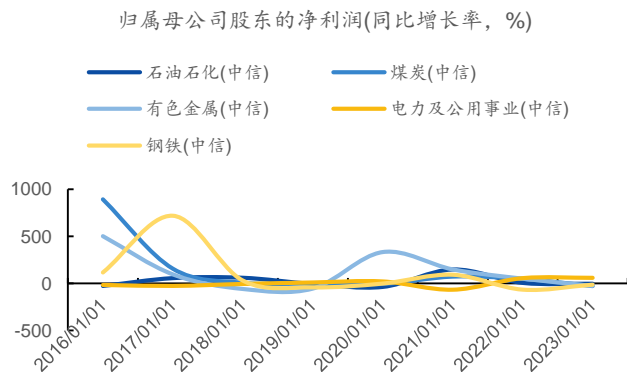
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 21：银行营业收入同比增速相对较低



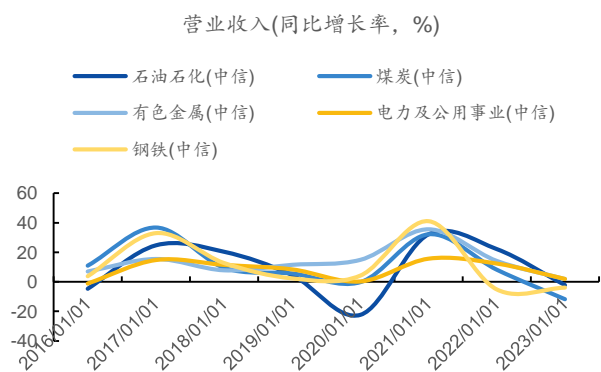
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 22：周期稳定相关行业净利润同比增速波动大



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 23：周期稳定相关行业营业收入同比增速波动大



资料来源：Wind，国元证券研究所

4. “红利+”策略改进方向

4.1 改进型红利指数策略表现分化大

不同方法编制的红利指数在收益和风险方面差异较大。红利指数的收益和风险情况取决于其编制方法。例如，中证红利指数(000922.CSI)的复合年化收益率为 5.52%，年化波动为 17.69%，而红利指数(000015.SH)的复合年化收益率显著更差，达到 2.48%，年化波动(17.62%)却比较接近，从而导致夏普较低。这些差异反映了不同指数在选择成分股时的侧重点和策略，如对于股票高股息定义不同、对于市值和流动性要求不同、是否叠加以及如何叠加其他维度的选股因子，这直接影响了收益和波动性。

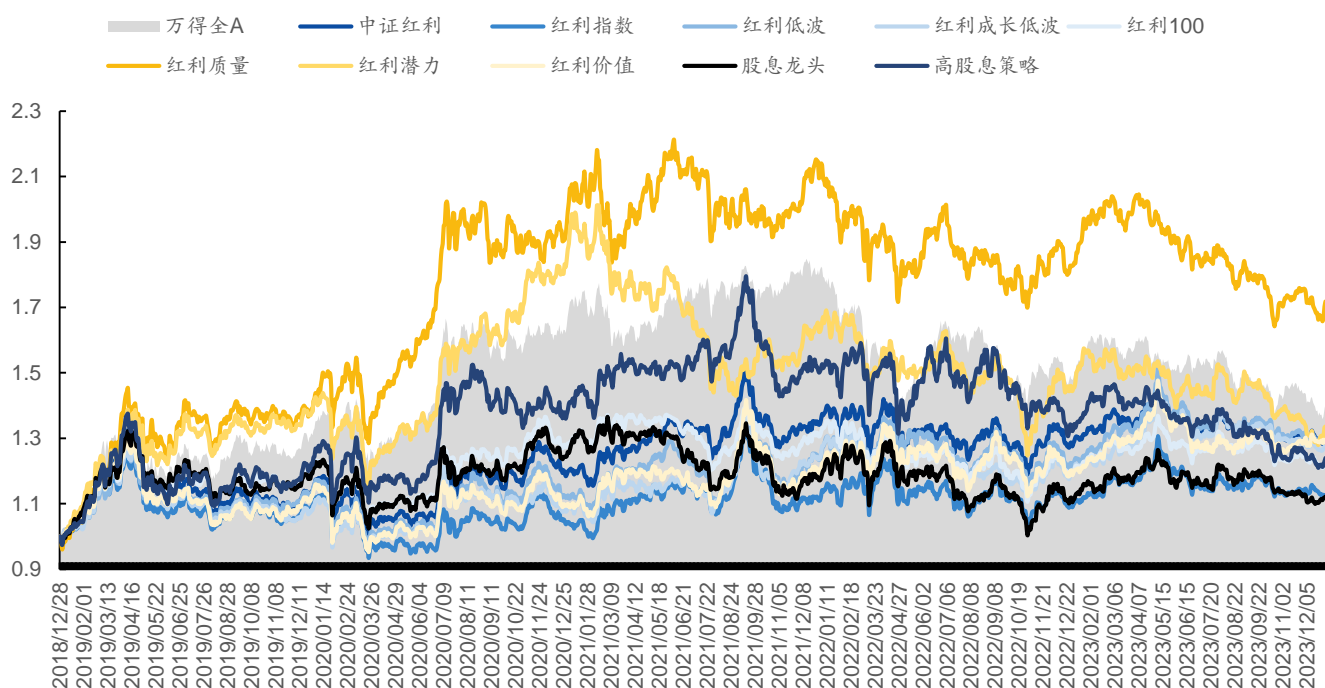
表 7：市场上的红利相关指数收益评价对比

证券代码	证券简称	复合年化收益率	年化波动	夏普比率	最大回撤
000922.CSI	中证红利	5.52%	17.69%	0.31	-24%
000015.SH	红利指数	2.48%	17.62%	0.14	-25%
H30269.CSI	红利低波	5.63%	17.72%	0.32	-23%
931130.CSI	红利成长低波	5.19%	16.97%	0.31	-24%
399411.SZ	红利 100	4.24%	16.30%	0.26	-21%
931468.CSI	红利质量	11.89%	20.99%	0.57	-26%
H30089.CSI	红利潜力	6.20%	20.45%	0.30	-38%
H30270.CSI	红利价值	5.53%	19.17%	0.29	-26%
931373.CSI	股息龙头	2.41%	18.68%	0.13	-26%
931053.CSI	高股息策略	4.56%	20.93%	0.22	-33%

资料来源：Wind，国元证券研究所，统计区间为 2019 年 1 月 1 日-2023 年 12 月 31 日

红利质量整体收益表现较佳，而股息龙头和高股息策略表现较差。红利质量指数(931468.CSI)在所有红利指数中表现最为突出，复合年化收益率为 11.89%，夏普比率为 0.57，显示其在风险调整后能够提供更高的回报。而股息龙头指数(931373.CSI)和高股息策略指数(931053.CSI)的复合年化收益率分别只有 2.41% 和 4.56%，夏普比率分别为 0.13 和 0.22，表明在考虑风险后的实际收益较低。

图 24：市场上的红利相关指数收益走势分化较大



资料来源：Wind，国元证券研究所，统计区间为 2019 年 1 月 1 日-2023 年 12 月 31 日

4.2 基于红利因子的改进方法对比

红利+低波结合：在红利策略的基础上，在高股息股票的范围内叠加选股因子，进一步选择历史波动率较低的标的。红利低波指数叠加了收益率低波因子，相对于中证红利、红利指数在收益表现、收益风险比、最大回撤上均有提升。财务指标维度上看，其净利润增速处于红利相关指数靠后，营收增速最低，防御性更强。

红利+成长结合：用“预期红利”代替“历史红利”。从股息收益角度，纯红利策略能够获得更高的股息率，但若考虑资本利得，可引入预期类红利因子，兼顾部分成长性。红利成长低波指数使用预期股息率（预期股利支付率×（1+过去四个财务季度 ROE 的环比增速）/PE（TTM））替代传统红利指数中使用的历史股息率，高股息策略指数使用预期股息率增加值（预期 EPS 增速 × 预期现金股利分配率/PE（TTM））进行替代。从指数收益表现看，并未取得良好效果，“预期”也还是使用历史的盈利指标和支付情况进行估计，反而不如历史股息率的估计。

调整历史回溯期：中证红利、红利低波回溯过去 3 年股息率，红利指数回溯 2 年股息率，红利 100 按照过去 5 年的平均现金股息率进行选股，从指数表现来看，回溯期的延长能够提高策略稳健性，减少回撤和波动。

红利+潜力结合：不对股息率设置筛选标准，而考虑支付分红的盈利能力。红利潜力指数对每股收益、每股未分配利润和净资产收益率进行综合排序，从指数表现看，其收益并不理想。从具体财务指标来看，筛选标准对 ROE、ROA 和毛利率等盈利表现有所提升，但股息率比纯红利指数明显下降，并未实现良好的效果。

引入更多复合因子：从追求单一因子的长期超额收益到复合更多因子，提高策略有效性。红利质量指数使用 6 个指标百分位均值排名的简单加权，包括每股净利润、每股未分配利润、盈利质量（(过去一年经营活动现金流-过去一年营业利润)/最新财报总资产）、毛利率、近 3 年 ROE 均值-标准差、最新 ROE 变化，以反映分红预期高、盈利能力强。

表 8：市场上的红利相关指数重点财务指标对比

证券代码	证券简称	股息率	毛利率	净利润 (同比增 长率)	营业收入 (同比增 长率)	净资产收 益率 ROE(平均)	总资 产净 利率 ROA	平均市 值(亿 元)
000922.CSI	中证红利	5.75%	16.08%	3.68%	7.26%	10.63%	1.13%	1410.52
000015.SH	红利指数	6.35%	16.17%	6.34%	8.22%	10.49%	1.04%	1929.32
H30269.CSI	红利低波	6.11%	17.01%	5.26%	3.91%	10.79%	1.05%	2283.70
931130.CSI	红利成长低波	4.53%	16.08%	7.47%	7.35%	11.25%	1.21%	1415.75
399411.SZ	红利 100	5.56%	16.79%	1.37%	5.44%	10.66%	1.11%	1231.48
931468.CSI	红利质量	2.11%	41.05%	22.31%	20.20%	22.97%	8.57%	1276.07
H30089.CSI	红利潜力	2.87%	30.25%	-5.57%	4.32%	16.57%	3.43%	1818.51
H30270.CSI	红利价值	6.22%	16.34%	4.89%	4.31%	10.89%	1.07%	2512.67
931373.CSI	股息龙头	5.07%	18.05%	3.24%	5.88%	11.61%	1.26%	4481.10
931053.CSI	高股息策略	2.87%	19.31%	96.59%	41.37%	14.46%	4.84%	339.01

资料来源：Wind，国元证券研究所，统计区间为 2019 年-2023 年均值

综上，复合因子的 Smart Beta 产品，如红利低波指数基金、红利成长指数基金等，通过更复杂的指数编制能够相比纯红利指数获得更优的收益表现。但本质上这些产品均为静态 Smart Beta 策略，即被动投资于少数几个核心因子，追求因子的长期超额收益，然而实际情况表明策略表现仍然会受到市场环境的影响，因子的表现并不长期稳定，对于投资者精细化配置的能力要求较高，并且红利策略潜在可叠加 alpha 的优化空间仍然存在。

5. 红利基金及策略发展情况

5.1 有哪些红利主题基金产品？

选取普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、平衡混合型、被动指数型和增强指数型基金作为样本基金池（剔除联接基金），进一步通过以下约束筛选红利主题基金：

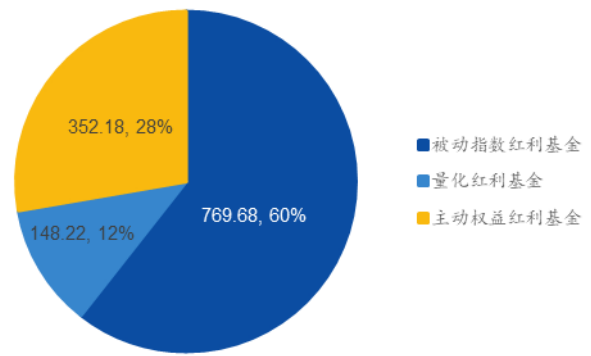
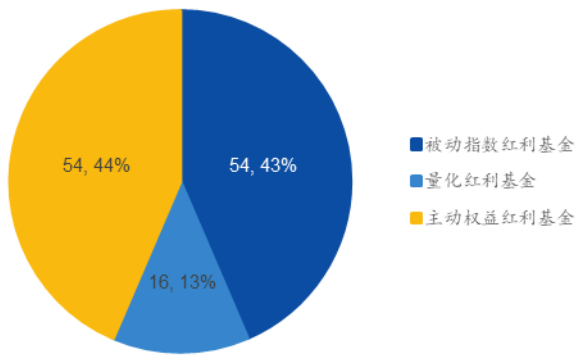
- 1) 基金名称包含“红利”或“高股息”；
- 2) 业绩比较基准为红利指数；
- 3) 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型和平衡混合型基金近 4 期平均股票仓位大于 60%。

截至 2024 年 5 月 10 日，共有红利基金数量 124 只，规模合计 1270.09 亿元。根据投资目标和投资策略的不同，可进一步将上述红利基金分为三类：被动指数红利

基金、主观权益红利基金和量化红利基金。数量方面，被动指数红利基金和主观权益红利基金占据主导地位，两者各有产品 54 只，数量合计占比 88%；规模方面，被动指数红利基金、主观权益红利基金和量化红利基金的规模分别为 769.68 亿元、352.18 亿元和 148.22 亿元，被动指数红利基金一枝独秀，规模占比 60%。

图 25：三类红利主题基金数量占比

图 26：三类红利基金规模占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

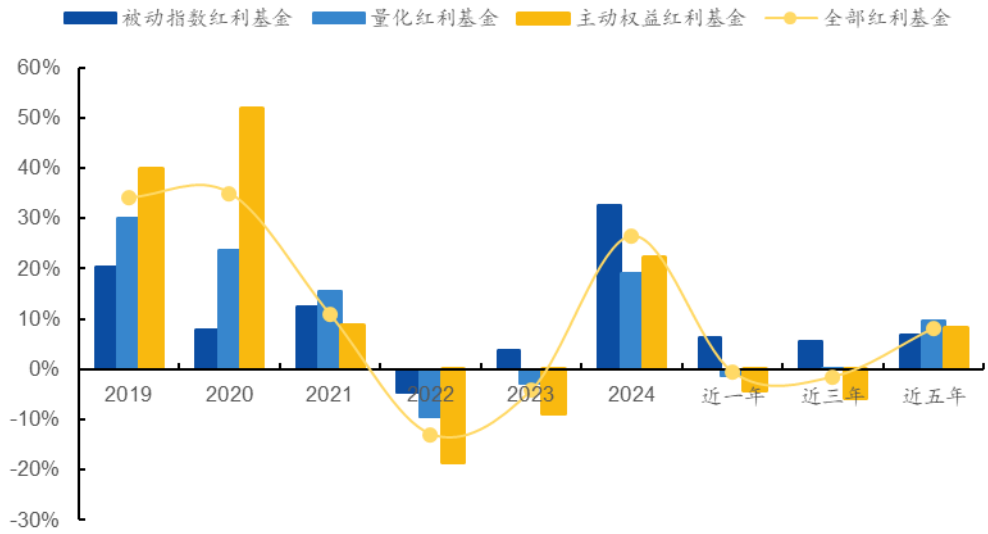
数据截至：2024.05.10

资料来源：Wind，国元证券研究所

数据截至：2024.05.10

三类基金中，被动指数红利基金在近一年和近三年表现更佳，相较于另两类基金取得正收益，但长期的角度来看，近五年量化红利基金收益率均值表现最好，主观权益基金次之。分自然年度来看，2019 年至 2021 年成长风格占优，投资策略和风格更为灵活的主动权益红利基金收益率均值表现更好；2022 年至今红利风格日渐得到市场偏爱，被动指数红利基金因此持续占优。

图 27：三类红利基金收益情况对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

数据截至：2024.05.10

5.1.1 被动指数红利基金

与跟踪的指数相一致，目前主流的被动指数红利基金可以分为宽基红利基金、行业主题红利基金和策略红利基金（红利+Smart Beta）三大类，对应的红利指数包括：

- 1) 宽基红利：采用单一红利因子，以股息率作为主要筛选条件，主要包括：上证红利、中证红利、深证红利、标普中国 A 股红利机会、沪港深高股息等指数。
- 2) 行业主题红利：这类指数主要是针对某个行业或主题，借助红利因子进行行业成分股筛选，主要包括：中证消费红利、中证国有企业红利、中证央企红利指数等。
- 3) 策略红利（红利+Smart Beta）：这类指数通常在单一红利因子的基础上叠加其他 Smart Beta 因子进行选股，这类指数主要包括：中证红利低波动 100、沪深 300 红利低波动、中证红利质量、中证沪港深红利成长低波动等。

截至 2024 年 5 月 10 日，被动指数红利基金中，宽基红利类 17 只、行业主题红利类 7 只、策略红利类 20 只，总规模分别为 452.99 亿元、15.84 亿元和 293.33 亿元。宽基红利基金中，有 8 只基金跟踪中证红利指数，总规模 179.17 亿元；行业主题红利基金中，国央企红利类和消费红利类基金各有 5 只和 1 只，总规模分别为 11.38 亿元和 4.45 亿元；策略红利基金中，红利低波类和红利质量类基金的数量为 17 只和 3 只，总规模分别 285.05 亿元和 8.28 亿元。

表 9：跟踪不同类别红利指数的被动指数红利基金数量及规模

红利指数类别		指数代码	指数名称	基金数量	基金规模 (亿元)
宽基红利		930740. CSI	300 红利 LV	1	13.36
		930917. CSI	SHS 高股息 (CNY)	1	0.16
		931157. CSI	SHS 红利成长 LV	1	1.03
		CSPSADRP. CI	标普 A 股红利	2	20.04
		SPAHLVCP. SPI	标普港股通低波红利指数	1	4.75
		930915. CSI	港股通高股息 (CNY)	1	1.75
		930914. CSI	港股通高股息 (HKD)	1	2.70
		h30366. CSI	高息策略	1	2.44
		HSSCHKY. HI	恒生港股通高股息率	1	11.72
		HSMCHYI. HI	恒生中国内地企业高股息率	1	1.07
		h30089. CSI	红利潜力	1	0.54
		000015. SH	红利指数	1	177.36
		000821. CSI	沪深 300 红利	1	0.76
		995082. SSI	龙头红利 50	1	0.37
		h50040. CSI	上红低波	1	3.55
		399324. SZ	深证红利	2	32.21
		000922. CSI	中证红利	8	179.17
行业主题红利	国央企红利	931233. CSI	港股通央企红利	1	2.70
		HSSCS0Y. HI	恒生港股通中国央企红利	1	1.25
		000151. SH	上证国企红利	1	3.03
		931231. CSI	央企红利 50	1	3.72
		000824. CSI	中证国企红利	2	0.68
	消费红利	000825. CSI	中证央企红利	1	4.45
策略红利	红利低波	SPAHLVCP. SPI	标普港股通低波红利指数	1	13.12
		SPCLLHCP. SPI	标普中国 A 股大盘红利低波 50	1	17.04
		931446. CSI	东证红利低波	1	21.64
		HSHYLV. HI	恒生港股通高股息低波动	1	4.12
		h30269. CSI	红利低波	6	111.96
		930955. CSI	红利低波 100	7	117.17
	红利质量	930839. CSI	港股通高息精选	2	5.52
		931468. CSI	红利质量	1	2.76

资料来源：Wind，国元证券研究所

数据截至：2024 年 5 月 10 日

5.1.2 主动权益红利基金

截至 2024 年 5 月 10 日，共有 54 只主动权益红利基金，合计规模 352.18 亿元，其中规模 TOP10 基金占比 67.94%。从业绩表现来看，主动权益红利基金收益波动率较大，近五年年化波动率 20.45%，收益内部分化程度高，2020 年收益极差最高至 100.81%。从自然年度业绩表现来看，2019 年至 2021 年成长风格占优，投资策略

和风格更为广泛的主动权益红利基金收益率均值表现更好，牛市进攻属性较强；2022年至今红利风格日渐得到市场偏爱，但主动权益红利基金整体仅在今年以来取得正收益，反映出主动权益红利基金存在风格漂移。长期的角度来看，主动权益红利基金业绩表现较好，近五年整体收益翻红。

表 10：主动权益红利基金

指标	区间	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
收益率	2019	39.83%	9.99%	39.01%	68.81%	15.58%
	2020	51.90%	1.53%	55.56%	102.34%	24.19%
	2021	8.88%	-12.57%	3.58%	46.79%	14.40%
	2022	-18.44%	-36.09%	-18.79%	-0.81%	8.59%
	2023	-8.89%	-24.72%	-10.91%	34.25%	10.33%
	2024	22.29%	-30.68%	21.40%	75.17%	26.46%
	近一年	-4.24%	-19.42%	-6.08%	26.13%	9.35%
	近三年	-5.83%	-18.63%	-6.24%	22.78%	7.02%
	近五年	8.36%	0.65%	7.96%	16.82%	4.31%
波动率	2019	19.09%	11.19%	19.42%	25.52%	3.91%
	2020	23.69%	16.63%	23.65%	31.28%	3.23%
	2021	22.31%	5.87%	21.56%	31.09%	5.37%
	2022	21.17%	7.08%	21.33%	31.00%	4.05%
	2023	14.89%	7.58%	14.27%	28.01%	3.69%
	2024	17.82%	0.00%	16.12%	47.38%	7.66%
	近一年	16.27%	8.87%	15.67%	35.92%	4.58%
	近三年	19.29%	13.08%	18.95%	32.08%	3.65%
	近五年	20.45%	13.84%	20.01%	30.41%	3.40%
夏普比率	2019	11.16%	4.09%	11.47%	15.13%	2.68%
	2020	11.61%	0.72%	13.15%	19.63%	4.41%
	2021	2.58%	-3.06%	1.31%	12.54%	3.64%
	2022	-6.40%	-13.65%	-6.54%	-0.11%	3.40%
	2023	-4.77%	-13.79%	-4.82%	9.73%	4.60%
	2024	9.10%	-7.03%	8.92%	26.81%	9.15%
	近一年	-2.00%	-9.01%	-2.40%	10.39%	3.68%
	近三年	-1.98%	-6.09%	-1.93%	6.68%	2.34%
	近五年	2.97%	2.97%	2.90%	5.27%	2.97%

资料来源：Wind，国元证券研究所

数据截至：2024年5月10日

5.1.3 量化红利基金

目前全市场共有 16 只量化红利基金，其中量化选股类 12 只，合计规模为 28.96 亿元，指数增强类仅有 4 只，但合计规模高达 119.26 亿元。其中富国中证红利指数增强和西部利得国企红利指数增强规模领先，两只基金分别对标宽基红利指数和行业

主题红利指数。

表 11：量化红利基金明细

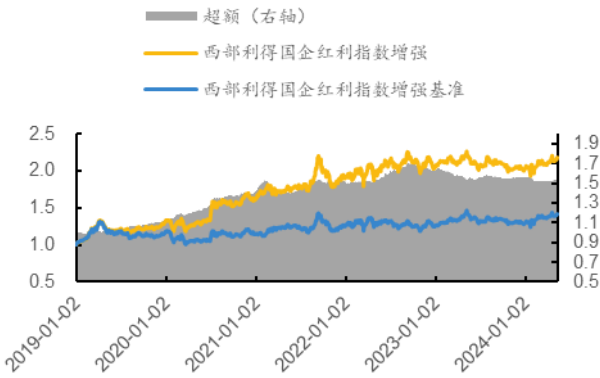
分类	证券代码	证券简称	成立日期	基金经理	基金规模(亿元)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	近一年	近三年	近五年
指数增强	100032.OF	富国中证红利指数增强A	2008-11-20	徐幼华, 方昊	100.43	4.85%	4.04%	4.33%	2.14%	6.05%	24.92%	6.43%	3.15%	3.68%
量化选股	080005.OF	长盛量化红利策略A	2009-11-25	王宁	4.60	15.87%	34.62%	11.74%	-2.17%	2.61%	31.07%	8.56%	1.99%	11.42%
量化选股	005569.OF	国联智选红利A	2018-03-30	陈薪羽, 赵菲	0.24	22.22%	20.47%	13.48%	-19.38%	-18.07%	-43.32%	-23.53%	-15.83%	-4.86%
指数增强	501059.OF	西部利得国企红利指数增强A	2018-07-11	盛丰衍, 陈元骅	13.89	12.62%	26.32%	6.61%	7.59%	-4.50%	12.65%	2.09%	2.31%	8.13%
指数增强	007178.OF	浙商港股通中华预期高股息指数增强	2019-10-30	贾腾	4.37		7.43%	30.04%	13.94%	3.89%	36.65%	9.09%	15.03%	
指数增强	501089.OF	方正富邦中证主要消费红利指数增强	2019-11-29	吴昊, 薛锐	0.57		-4.87%	-0.37%	0.05%	0.83%	2.02%	1.78%	0.20%	
量化选股	008091.OF	中信保诚红利精选A	2019-12-25	提云涛	0.74		38.01%	-3.32%	-6.90%	-0.92%	14.67%	3.41%	-3.21%	
量化选股	008704.OF	广发高股息优享A	2020-01-20	胡骏	3.05			-19.89%	-8.91%	-9.51%	15.68%	4.16%	-12.48%	
量化选股	009263.OF	华宝红利精选A	2020-06-03	唐雪峰	4.00			0.54%	-6.21%	2.98%	38.84%	5.88%	1.47%	
量化选股	011849.OF	西部利得量化价值一年持有	2022-09-06	盛丰衍, 陈元骅	1.17					3.27%	-21.21%	-10.32%		
量化选股	016774.OF	中信建投红利智选A	2022-10-25	王鹏	0.78					2.24%	19.72%	2.02%		
量化选股	019124.OF	博道红利智航A	2023-10-31	杨梦	5.96						16.21%			
量化选股	019987.OF	万家红利量化选股A	2023-11-15	尹航	0.94						-6.14%			
量化选股	020657.OF	信澳红利智选A	2024-03-20	林景艺	2.26						-12.05%			
量化选股	020768.OF	中信保诚国企红利量化选股A	2024-03-22	HAN YILING, 黄雁	3.06						-9.36%			
量化选股	020816.OF	湘财红利量化选股A	2024-03-29	包佳敏	2.15						-11.77%			

资料来源：Wind，国元证券研究所，数据截至：2024年5月10日

注：指数增强基金超额基准为跟踪指数，量化选股基金超额基准为中证红利指数

量化红利基金的超额收益方面，从长期累计超额来看，长盛量化红利策略和西部利得国企红利指数近五年表现优异，相对基准超额显著，近五年年化超额收益分别为 8.13% 和 11.42%。

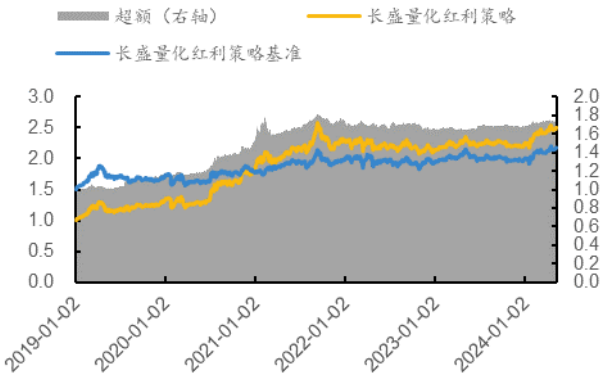
图 28：西部利得国企红利指数增强历史业绩



资料来源：Wind，国元证券研究所

数据截至：2024年5月10日

图 29：长盛量化红利策略历史业绩



资料来源：Wind，国元证券研究所

数据截至：2024年5月10日

5.2 西部利得价值回报混合：多方位规避高股息“陷阱”，捕获 Alpha

西部利得价值回报混合，全称西部利得价值回报混合型证券投资基金，是由西部利得基金管理有限公司发行的偏股混合型基金。产品定位为以红利的底仓+多策略的价值风格基金，追求相对较小的回撤和相对稳健可持续的收益，力争给投资者带来较好的持有体验。基金募集期为 2024 年 5 月 8 日至 2024 年 5 月 31 日，基金经理为陈元骅。

表 12：西部利得价值回报基本信息

项目	内容
基金代码	020979.OF/020980.OF
基金简称	西部利得价值回报混合 A/C
基金管理人	西部利得基金管理有限公司
基金经理	陈元骅
托管行	交通银行股份有限公司
基金类型	偏股混合型基金
发行日期	2024-05-08
投资目标	本基金在严格控制组合下行风险的基础上，通过积极主动的投资管理，争取实现基金资产的长期稳健增值。
投资范围	本基金的投资范围包括国内依法发行上市的股票（包括主板、创业板及其他中国证监会允许基金投资的股票）、存托凭证、衍生工具（股指期货、国债期货、股票期权）、债券（包括国债、央行票据、金融债券、企业债券、公司债券、次级债券、可转换债券、可分离交易可转换债券、可交换债券、中期票据、短期融资券、超短期融资券、地方政府债券、政府支持机构债券、政府支持债券等中国证监会允许投资的债券等）、资产支持证券、债券回购、银行存款（包括协议存款、定期存款及其他银行存款）、同业存单、货币市场工具、现金等，以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具，但须符合中国证监会的相关规定。
投资比例	本基金股票（含存托凭证）资产占基金资产的比例为 60%-95%。每个交易日日终在扣除股指期货、股票期权和国债期货合约需缴纳的交易保证金后，保持不低于基金资产净值 5% 的现金或者到期日在一年以内的政府债券。现金不包括结算备付金、存出保证金、应收申购款等。
业绩比较基准	中证 800 指数收益率*80%+中债综合全价(总值)指数收益率*20%
管理费率	1.2%/年
托管费率	0.2%/年

资料来源：Wind，国元证券研究所

投资策略方面：西部利得价值回报混合采用“3+N”策略框架，以红利低波、周期价值和成长价值为 3 个底仓策略，同时叠加 N 个轮动辅助性策略。三个底仓策略要求市场环境适应性强，且均投向估值较低的资产。N 个轮动辅助性策略，依据市场环境变化进行的子策略之间的切换。

在价值策略的基础上，西部利得价值回报混合不同子策略的逻辑也有一定分散：按照估值修复的路径可以分为稳定红利、周期红利、成长价值和困境反转等，每一类股票均有专门的选股模型捕捉对应的投资机会，以实现策略的分散和多元化。

图 30：西部利得价值回报混合的策略框架

3+N的策略组合：分散、低相关性的价值投资策略

• 三个底仓策略

1 红利低波

低估值、高股息，
较典型的红利策略

2 成长价值

关注PEG指标 (市盈率相对盈利增长比率)
在有成长性的股票中选估值较低的

3 周期价值

通常也呈现低估值、高股息特征，但基本面和股价的周期性
波动大，需要针对性制定策略

• N个轮动辅助性策略

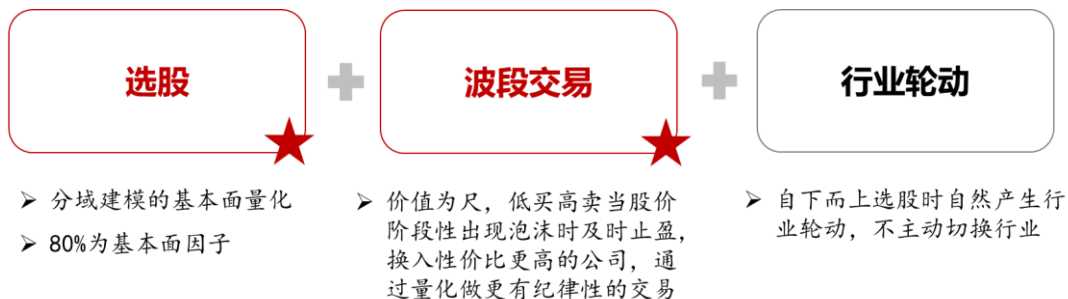
资料来源：西部利得基金，国元证券研究所

相对优势方面：对于指数型红利产品而言，西部利得价值回报的主要优势在于：

1) 高股息资产内部或出现分化，主动量化可筛选出基本面更优质的股票；2) 选出指数成分股外的优质资产，规避“红利陷阱”；3) 交易纪律性强，严格止盈、高抛低吸，避免业绩“过山车”；4) 不仅捕捉价值风格 beta，除基本面因子择优选股外，还包含多种 Alpha 策略。

相对于价值风格主动权益产品而言，西部利得价值回报的主要优势在于：1) 持仓股票数量多且分散，可有效控制产品的波动率和回撤；2) 选股覆盖面更广，相对不集中于“抱团”股；3) 量化交易的纪律性强，自动严格执行高抛低吸，有望通过交易获取超额收益；4) 与主观选股、被动指数投资形成互补而非互斥，可以丰富和分散超额收益来源。

图 31：西部利得价值回报混合的 Alpha 来源



资料来源：西部利得基金，国元证券研究所

6. 风险提示

本报告均基于历史数据与模型进行测试，历史回测结果不代表未来收益，在未来市场环境变化时不排除模型失效的风险，本文仅供投资者参考。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188