

捕捉长期趋势叠加短期风险预警的红利行情研判

李杨(证券分析师)
S0350522070001
liy19@ghzq.com.cn

赵馨(联系人)
S0350123020023
zhaox01@ghzq.com.cn

◆ 当前红利风格背后的矛盾逐渐凸显

2021年以来至今的红利行情已延续超3年，市场对于红利风格的分歧及背后的博弈与矛盾越来越显著。我们认为宏观经济背景出发，经济状态往往和投资的进攻与防守属性存在一定的关联度，经济数据没有明显起伏状态的市场环境下资金会更加关注防御类策略，权益市场中红利类资产是较好选择。也因此逐渐走高拥挤度往往会给该类风格带来一些剧烈的波动。前期累计较高的超额或面临高波动与大回撤带来担忧。

◆ 从宏观下沉至微观的红利研判体系

经济状态和红利投资风格关联度高，上层视角我们在宏观指标中关注经济状态、流动性状态、国际流动性，用来根据经济趋势捕捉红利资产的投资机会。中观的市场特征则可以根据红利投资的拥挤状态，高景气状态资产的密度等兼顾红利的趋势与预警。拥挤度是红利风格的先行指标，拥挤度的上下行略提前于红利的行情，而市场景气环境的判断可以辅助预警红利投资的风险。下沉至红利资产微观结构的变化，详细刻画估值、波动、动量等要素的特征，可作为预示短期回调的有效指标。

◆ 对比各类红利指数，红利质量是纯红利的有效互补

以中证红利000922.CSI作为纯红利指数的代表，相对稳定的板块分布与高分红的特征，使得其为权益市场下的防御类资产。纯红利占优环境也相对确定，在市场震荡下行、经济未见明显繁荣信号、权益市场无明显的投资主线等模糊的市场环境下，防御类投资更加安全也会受到资金更多的青睐。高盈利质量的企业，其盈利稳健性更高，受到市场波动的影响更小，可以更平稳的穿越周期。此类特征使得当是持仓筑底反弹进入复苏时具有更强的吸引力。添加质量要素的红利质量指数在适当的beta环境下可以更好的发力牵动组合业绩。

◆ 不同红利的增强路径

关注中证红利和红利质量两个互补的红利指数，在各自的成份中分别采用不同的增强方案。因子角度分红比例和波动都是显著有效的增强要素，此外两者分别可以从基本面水平和估值水平进一步有效增强。因子选股的方式上由于两个指数的成份不同也采用不同的方法，中证红利通过打分模型从100只成分中选取30只股票，红利质量指数成份内则采用分别对因子剔除尾部并取交集的方式每期取约30只股票。

◆ 2024年4月择时打分结果偏空，预警提示分更高

基于2024年4月25日可得数据，宏观指标类要素和市场状态中市场景气程度截止于2024年3月31日，其余要素更新至2024年4月25日。宏观数据大部分处于趋势拐点给出“-1”（利空红利）的标签，市场指标层面认为红利风格或可持续给出“1”（利好红利）的标签，微观层面相较上月给出更多的预警提示。根据打分结果我们推荐选择红利+质量的选股方案。

◆ 风险提示

若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期；报告中相关数据仅供参考；报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差。市场存在一定的波动性风险。



01.

如何观察不同阶段的红利风险

- 宏观指标研判大环境，目前或为拐点
- 市场指标层面认为拥挤度无需过度担忧
- 红利资产微观结构变化相对偏空红利风格

02.

不同红利的强化路径

- 红利质量是纯红利的有效互补
- 纯红利考虑质量增强，红利质量采纳估值增强

03.

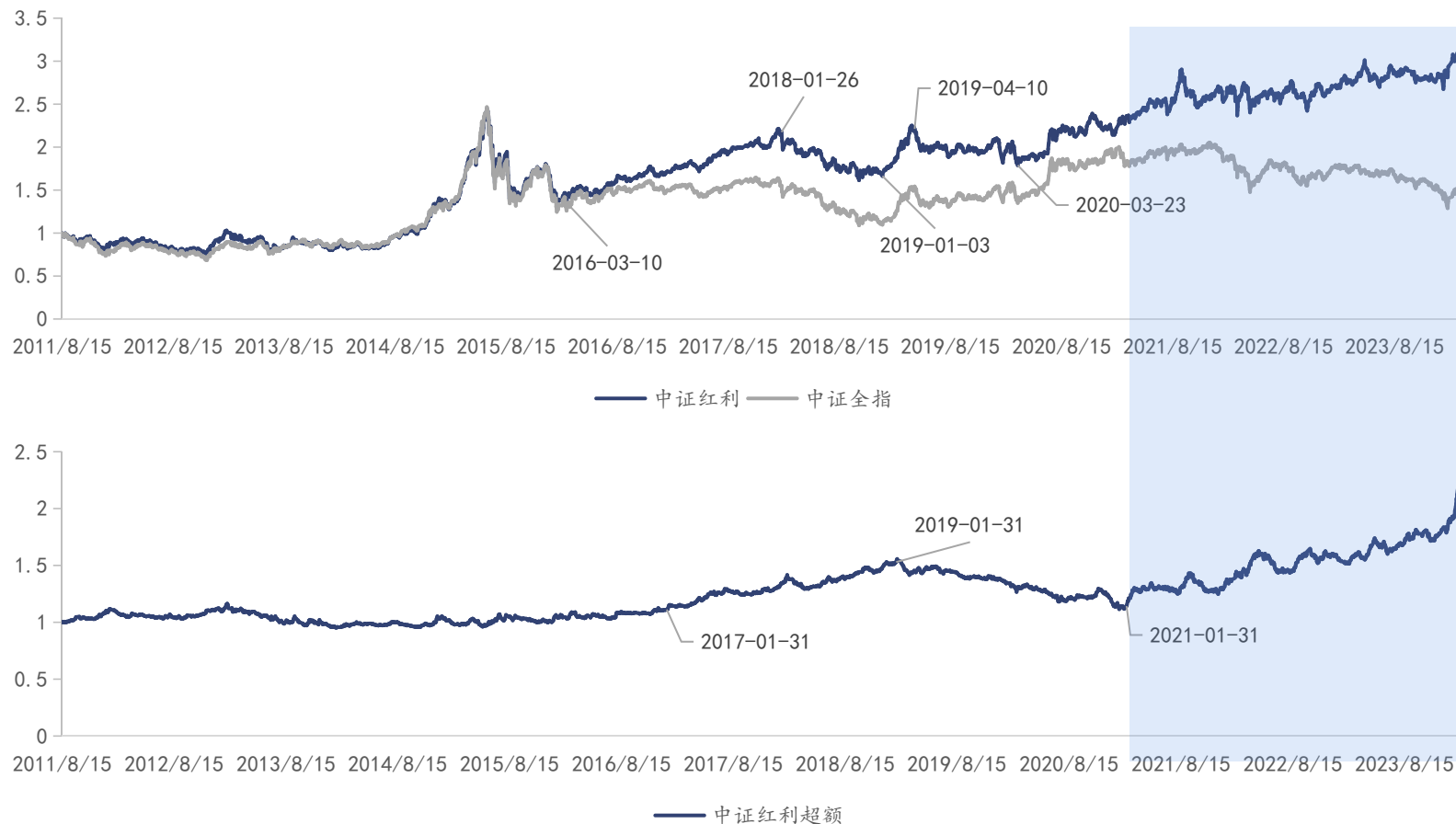
红利择时增强方案

- 根据宏观、中观、微观的特征进行红利择时
- 当前截面给出更多的风险提示
- 择时结构推荐红利+质量的增强组合

□ 红利相对市场的优势已持续逾3年

- 长周期时间，红利相对于市场存在一定的超额优势。直观的对比中证红利和中证全指的年化收益，可以发现统计区间（2011/8/15至2024/4/3）内超70%的年份均为红利指数更加占优。
- 此段红利行情自2021年年初开始一直持续至今，区间长度超三年。
- 红利行情演绎至今其背后的博弈和矛盾也在不断呈现。

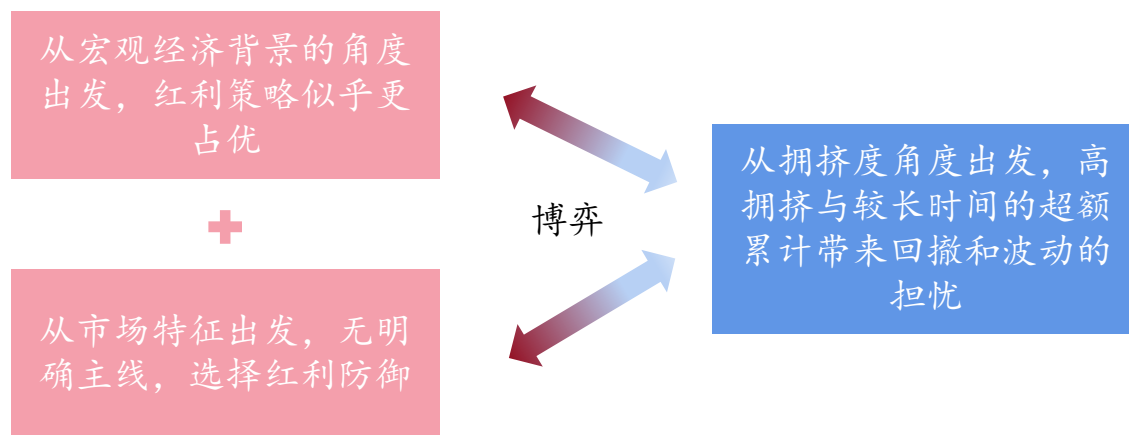
	中证红利	中证全指	中证红利超额
2011	-17.12%	-23.07%	7.74%
2012	10.63%	6.42%	3.96%
2013	-6.74%	7.10%	-12.92%
2014	59.06%	49.61%	6.32%
2015	30.72%	34.74%	-2.98%
2016	-4.41%	-13.62%	10.66%
2017	21.92%	3.77%	17.49%
2018	-16.58%	-29.48%	18.30%
2019	21.44%	34.36%	-9.61%
2020	8.43%	27.75%	-15.12%
2021	18.76%	7.93%	10.03%
2022	-0.38%	-19.49%	23.73%
2023	6.56%	-5.51%	12.78%
2024	10.15%	-1.54%	11.87%
全区间	9.55%	3.54%	5.81%



注：以上图表的数据统计区间为2011/8/15至2024/4/3；

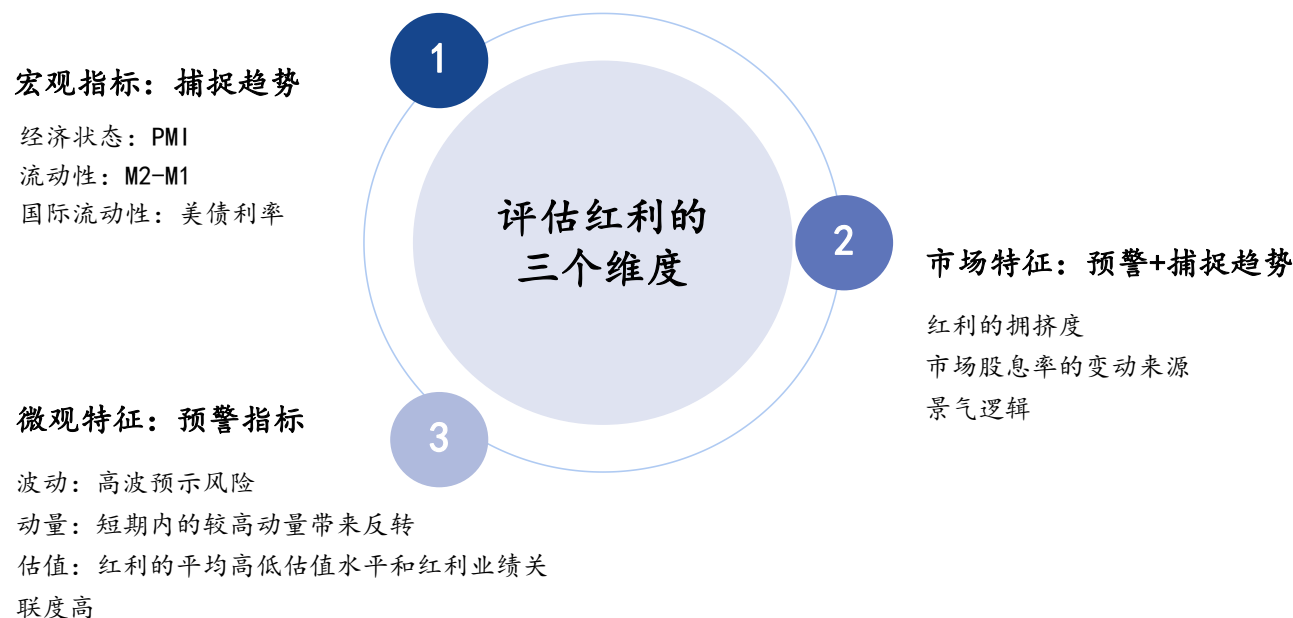
□ 当前红利风格存在多维度的矛盾

- 自2021年2月以来红利相较于市场的超额净值不断走高，红利风格自此开启了较长周期的占优状态。在当前市场无主线的行情下，资金不断开始关注和青睐权益市场中更具备防御属性的红利资产。到目前位置我们认为红利风格相较于市场的优势已经持续逾3年，市场对于红利资产观点的矛盾不断凸显。
- 从宏观经济背景出发，经济状态往往和投资的进攻与防守属性存在一定的关联度，经济数据没有明显起伏状态的市场环境下资金会更加关注防御类策略，权益市场中红利类资产是较好的选择。
- 拥挤度的视角出发，我们认为无论是偏股基金对于高股息个券的重仓程度还是高股息个券成交额占市场的比重都可见自2021年至今的上行趋势，普遍认为红利呈现出了拥挤，高拥挤度往往会给该类风格带来一些剧烈的波动。
- 由此我们认为红利风格的主要矛盾是在于市场无主线的特征以及没有明显起伏的经济数据或指向红利风格的延续，但较高的拥挤度以及前期累计较高的超额或面临高波动与大回撤带来担忧。



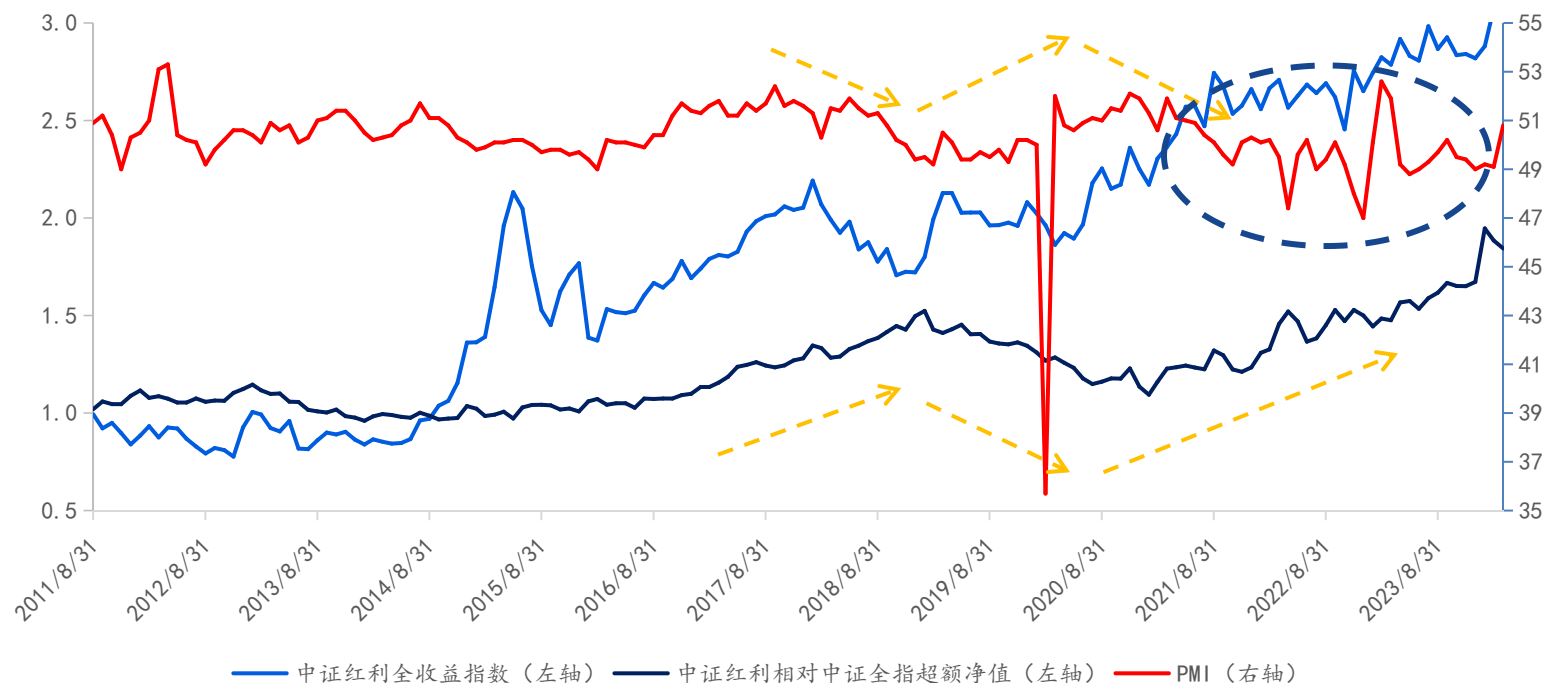
□ 根据红利的矛盾点构建自上而下评估红利的风险预警体系

- 从红利投资的矛盾分析来看，我们认为红利风格的判断可以同步构建一个自上而下多维度的观测体系。上层的特征捕捉市场对于防御类红利投资的观点。下沉的市场结构变化与红利资产的特征变化作为大趋势下的局部风险预警。
- 上层视角我们在宏观指标中关注经济状态、流动性状态、国际流动性，用来根据趋势捕捉红利资产的投资机会。
- 中观的市场特征则可以根据红利投资的拥挤状态，高景气状态资产的密度等兼顾红利的趋势与预警。
- 下沉至红利资产微观结构的变化则可以作为预示短期回调的有效指标。



□ PMI刻画总量经济，近期指标波动较大趋势并不显著

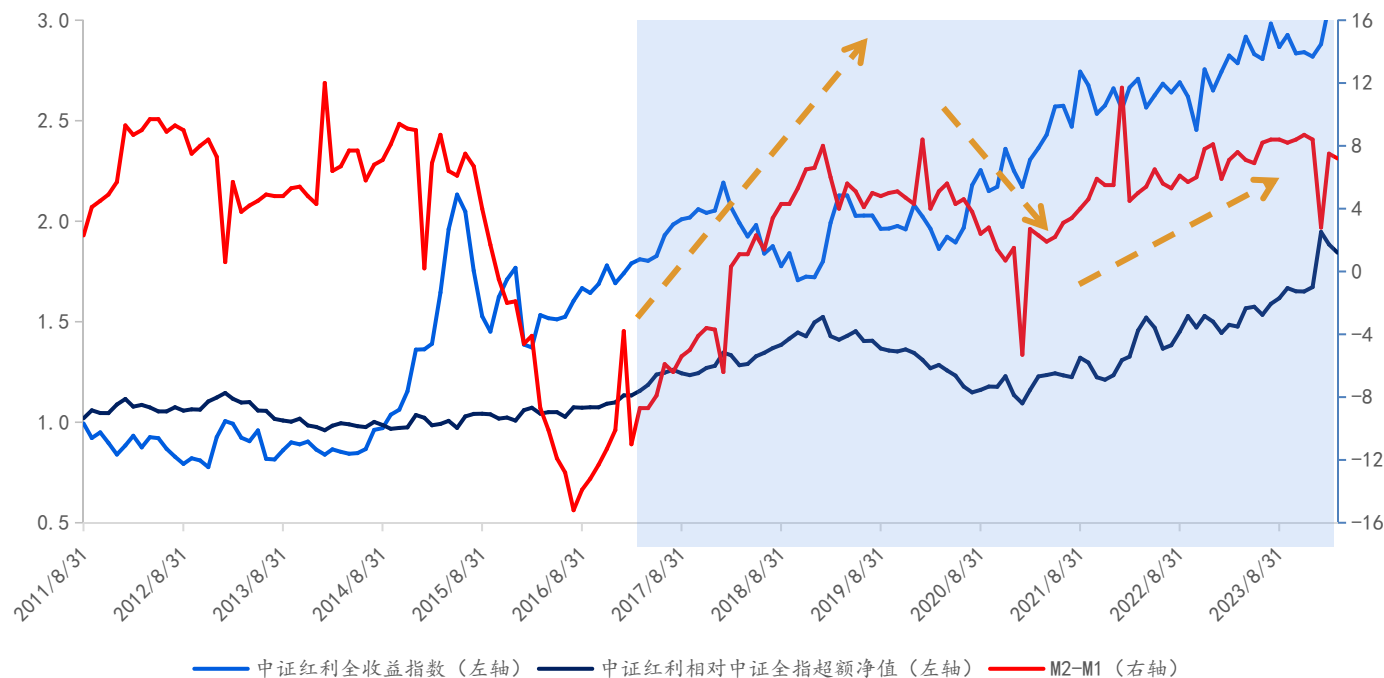
- 我们选择我国制造业PMI值作为经济总量的刻画指标，根据下图我们发现经济状态和红利风格相悖，经济向好景气的时候往往红利相对市场优势见弱。
- 这是由于经济向好时，偏景气的投资逻辑能够创造更高的收益，红利资产偏重防御属性，相较市场会存在明显的劣势。反之，经济总量收缩时，红利资产较其他权益类投资而言更加抗跌。因此PMI的趋势和红利相对市场的超额走势间呈现出相反的趋势。
- **最新一期（20240331）我国制造业PMI为50.8，为近期相对高点。**
- 注：下图中证红利超额收益为中证红利指数相对于中证全指的超额收益。



2021年10月以来，PMI的趋势性见弱，数据围绕荣枯线较大幅度波动。经济数据对于红利风格的延续判断较为模糊。

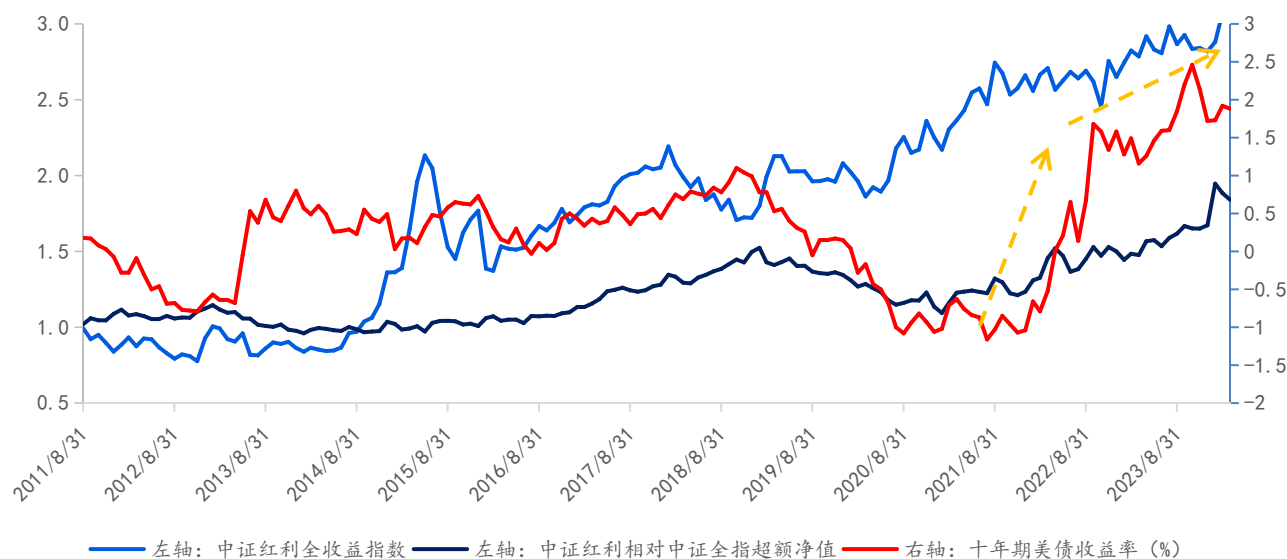
□ M1、M2剪刀差的放大与缩小表征流动性的变化

- M2-M1剪刀差的变化表征宏观流动性的变动方向，往往和未来的经济预期也存在着关联。M2同比高于M1同比时，M2-M1剪刀差走阔，流动性偏紧，防御的红利类资产相较市场存在优势。当M2同比低于M1同比，剪刀差收窄，流动性相对宽松，表征着市场预期有所改善，红利投资相较于市场而言优势收敛。
- 下图为宏观流动性（M2-M1）和中证红利行情的走势对比。2017年开始至今，中证红利相对中证全指的超额净值和M2-M1呈现出明显的趋同性。
- 最新一期（20240331）流动性数据2024年4月12日发布，M2-M1为7.2，上期（20240229）指标为7.5，剪刀差收窄，红利资产相较于市场而言优势收敛。但着眼于长周期的趋势来看，最近的波动并不能说明M2-M1自2021年年初至今的上行趋势已发生明确转变。



□ 美债利率和红利行情高度正相关

- 美债收益率的高低和全球资产定价有着较高的关联度，美债的上行会压制高估值资产的定价，而对本身估值水平较低的红利类资产影响小。
- 从流动性角度出发，美债利率上行通常也对应着海外流动性收紧，全球外资回流美国市场，此逻辑同样利好低波低估的红利类标的。
- 我们选择10年期美债利率作为美债收益的代表，同样可见2017年以来，指标和中证红利相对中证全指超额净值显著趋同的走势。2021年8月开始至今处于美债收益不断上行的阶段。
- 当前（20240425）十年美债收益率为2.28%，处于历史高位。从美债的趋势来看我们认为仍利好红利，但较长时间处于较高区间所面临的高位回落压力较大。



2021年8月至2022年10月，美债收益快速上行；
2022年底至今上行速度有所放缓；

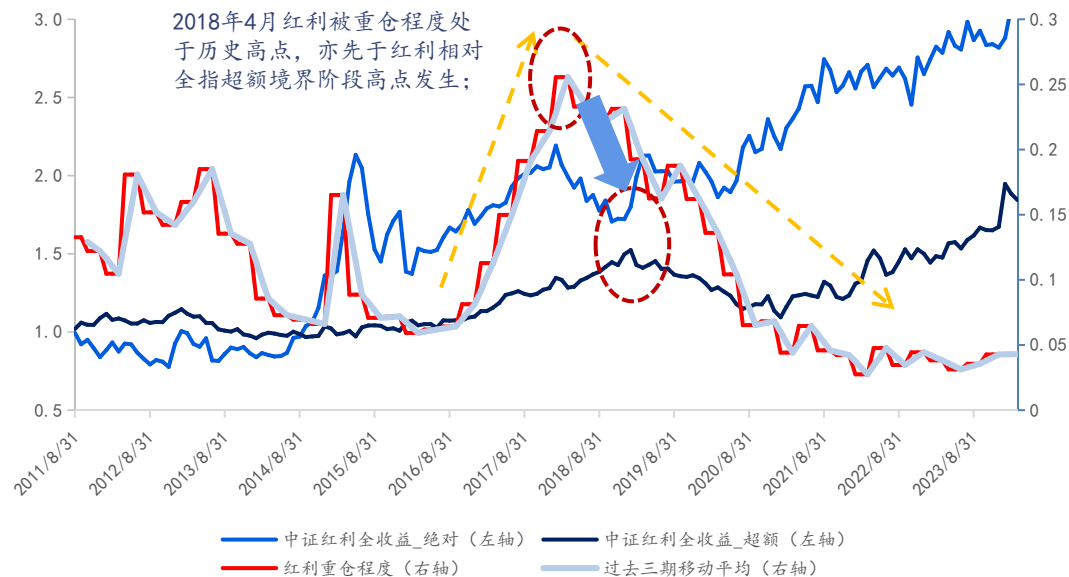
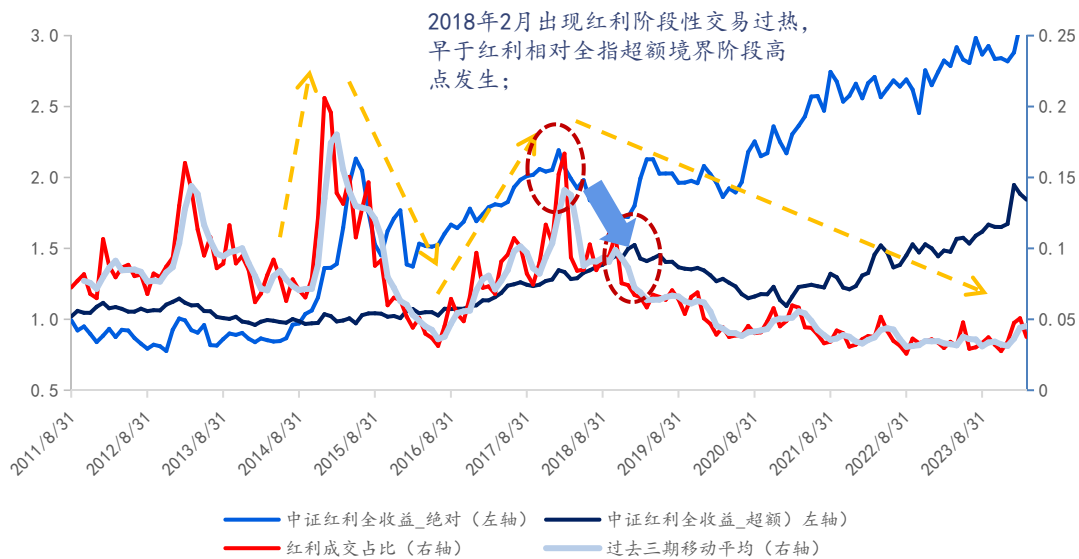
市场特征可以兼顾趋势与局部的预警

红利的交易拥挤状态也是趋势性信号

- 我们选用红利成交占比和红利被偏股基金重仓程度两类红利拥挤度指标来刻画红利行情和拥挤状态之间的关系。
- 在拥挤度方面我们发现其并非可以作为一个有效的预警信号，而是捕捉红利趋势的很好的指标。两个拥挤度指标不断上行时意味着红利投资机会较好，也更会受到资金的追逐，此过程中可见超额累积，两者同向变动，因此更宜作为捕捉趋势的指标。而拥挤度出现回落后才见红利超额出现拐点。
- 当前红利成交占比、被重仓程度均非高点，因此在拥挤度方面无需过度预警。

$$\text{红利成交占比} = \frac{\text{中证红利成分股日均成交额}}{\text{两市总日均成交额}}$$

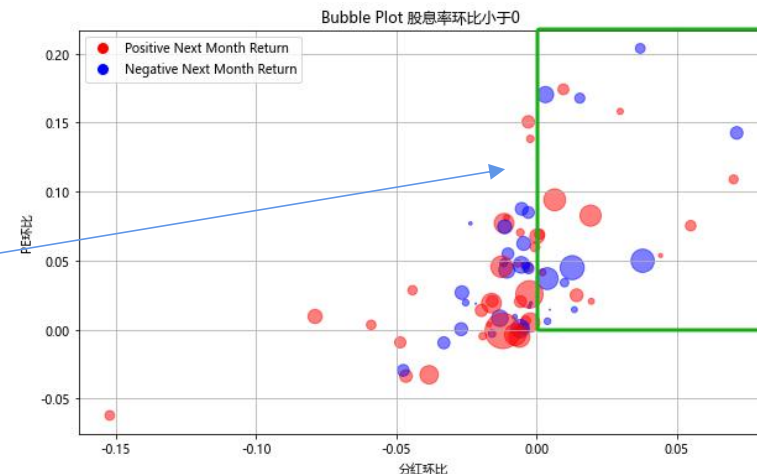
$$\text{红利被重仓程度} = \frac{\text{偏股基金持有的中证红利成分股仓位}}{\text{偏股基金股票总仓位}}$$



拆解股息率变化的来源判断预警环境

- 股息率的计算可以改写为“股息率= 每股分红/股价 = 每股分红/(市盈率*每股收益) = 分红比率/市盈率”
- 我们认为股息率较高的市场环境往往比较利好红利资产，根据上式可以发现市场股息率的提升受两方面驱动，分红比例的提高和PE的下行。三要素的不同变动方向的组合下可以看到一些红利相较于市场收益的特征。
- 按月拆解股息率、分红比例和市盈率，分域评估次月红利相对市场的超额收益统计特征，“股息率下行、分红比例上行、市盈率上行”象限内样本平均红利超额有所回撤，“股息率下行、分红比例下行、市盈率下行”象限内样本平均红利超额显著。
- “股息率下行、分红比例上行、市盈率上行”中虽股息率下行，但分红比例的上调一定程度上有利于红利投资。不过我们根据上述公式可以发现该形态意味着市场市盈率上行程度大于分红比例的上调，而市场价格走势往往伴随上行而呈上升趋势，红利难以在此类市场环境下创造超额收益，因此象限状态下我们要规避红利投资。

样本标签			样本数量	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
股息率环比	分红比例环比	市盈率环比								
+	+	+	12	1.02%	2.09%	-1.53%	-0.64%	0.50%	2.23%	4.63%
+	+	-	28	0.18%	2.92%	-5.61%	-1.76%	0.34%	1.84%	5.42%
+	-	-	35	-0.28%	2.80%	-3.79%	-1.83%	0.00%	2.05%	7.98%
-	+	+	24	-0.21%	3.36%	-7.52%	-1.24%	0.36%	1.44%	6.30%
-	-	+	41	0.39%	2.92%	-4.37%	-1.82%	0.02%	1.59%	9.92%
-	-	-	11	3.13%	5.29%	-1.88%	0.03%	1.64%	5.26%	16.64%

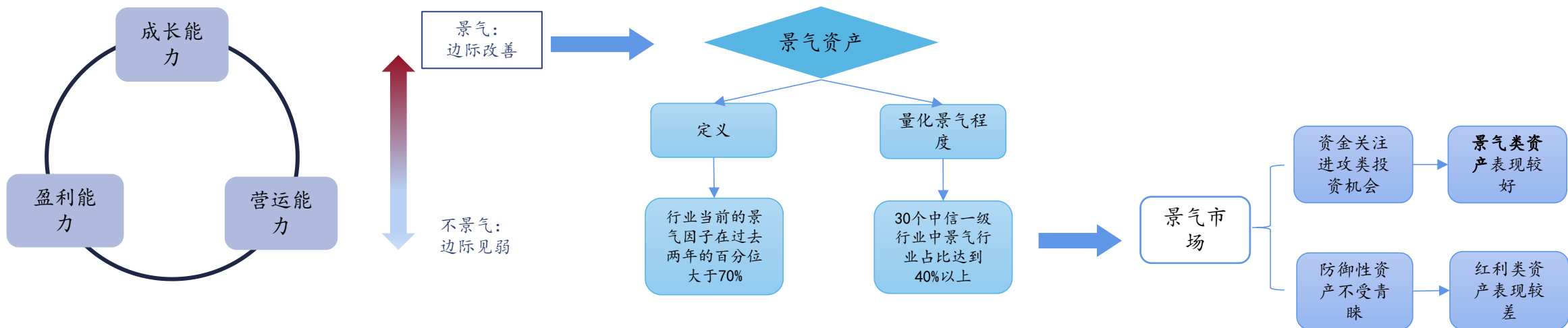
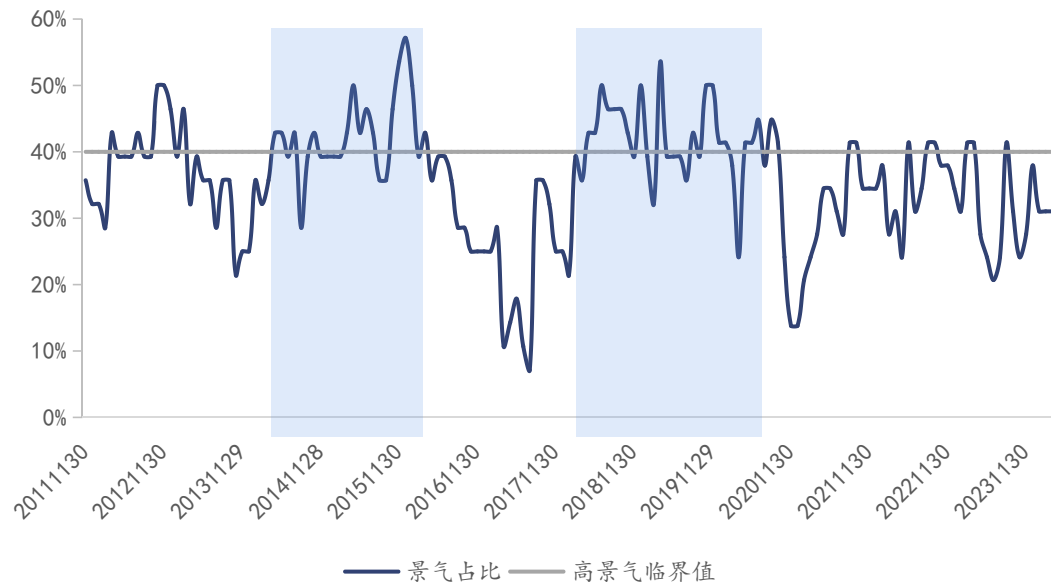


注：数据统计区间为2010/1/31至2024/4/25，气泡图的横轴为中证红利成分股20日波动中位数，纵轴为中证红利成分股20日波动75%分位数-25%分位数。红色气泡代表正收益，蓝色气泡代表负收益，气泡面积越大说明收益绝对值越大。

市场特征可以兼顾趋势与局部的预警

景气逻辑的环境与红利投资相悖

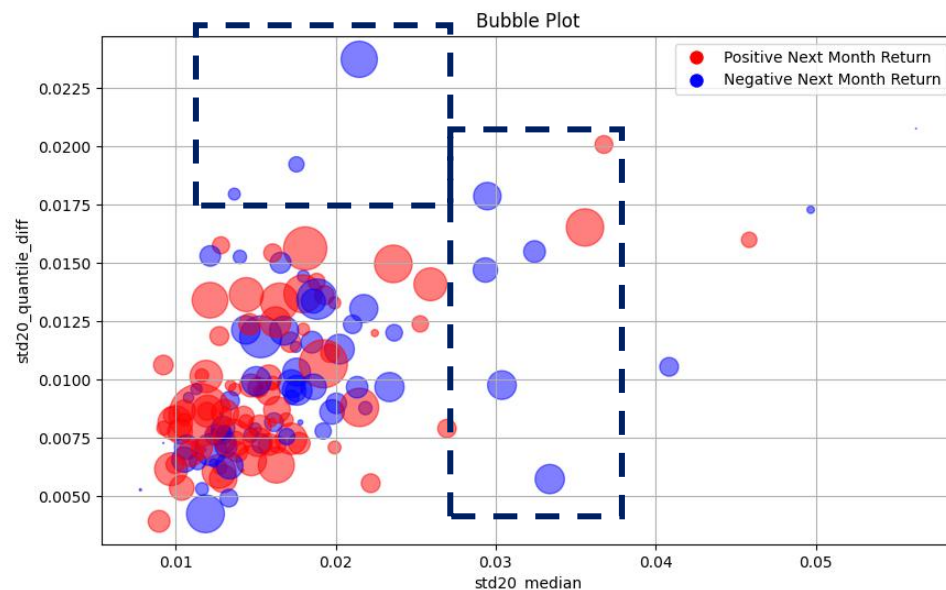
- 当市场情绪乐观时，景气类资更有机会，资金关注进攻类投资机会，而红利产品则不受资金青睐。因此我们可以通过辨别市场是否处于景气投资逻辑状态来作为对红利风格判断的辅助。
- 我们将景气程度定义为当前景气因子处在过去两年的70%以上百分位的行业定义为景气行业，30个中信一级行业中景气行业占比为市场的景气度，当达到40%以上时我们认为市场景气状态良好。
- 截至最新可的数据（2024年3月29日）景气度较低，约31.03%，我们认为此时利于防御类的投资逻辑，景气逻辑上利好红利风格。



□ 中证红利成份的高波动指向红利风格的风险

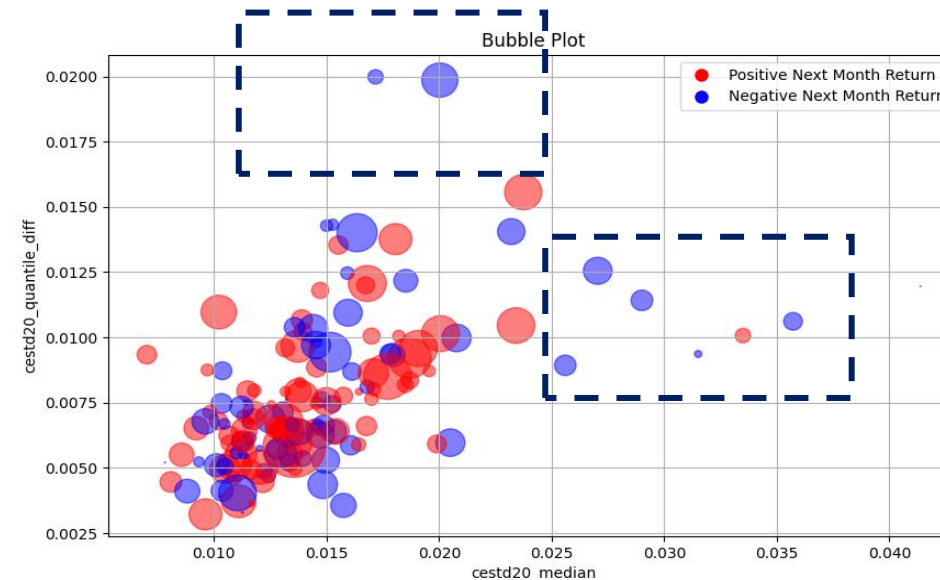
- 波动方面除了跟踪指数的价格波动外，下沉至中证红利成份股波动形态的刻画，会发现成份的波动的对于风格的风险提示更加清晰。
- 统计中证红利指数成份股的价格波动中位数作为指数波动的代表，和红利成份股价格波动75%和25%分位数之差代表内部的波动离散程度作为红利波动的下沉刻画。我们可以发现指数绝对收益和相对收益的高波动可以预警了红利的风险，此外红利成份股波动出现分化，个别成份股的高波形态同样也是红利风格的预警。
- 当红利成份股中个别股票波动变大或者整体股票波动变大，红利风险度上升。
- 截止最新截面（2024年4月25日）红利成份股的波动中枢处于较高水平以及成份波动的偏离度升高，波动角度提示红利风险。

图：20日波动_红利成分因子极差中位数气泡图



注：图片数据统计区间为2011/11/30至2024/3/31，横轴为中证红利成份股20日波动中位数，纵轴为中证红利成份股20日波动75%分位数-25%分位数。红色气泡代表正收益，蓝色气泡代表负收益，气泡面积越大说明收益绝对值越大。

图：20日超额波动_红利成分因子极差中位数气泡图

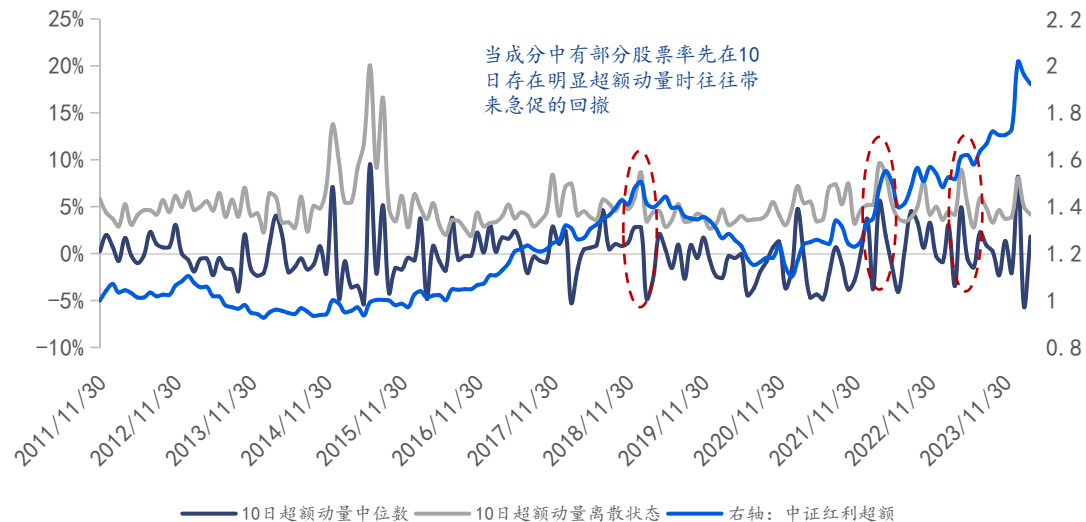


注：图片数据统计区间为2011/11/30至2024/3/31，横轴为中证红利成份股20日超额波动中位数，纵轴为中证红利成份股20日超额波动75%分位数-25%分位数。红色气泡代表正收益，蓝色气泡代表负收益，气泡面积越大说明收益绝对值越大。

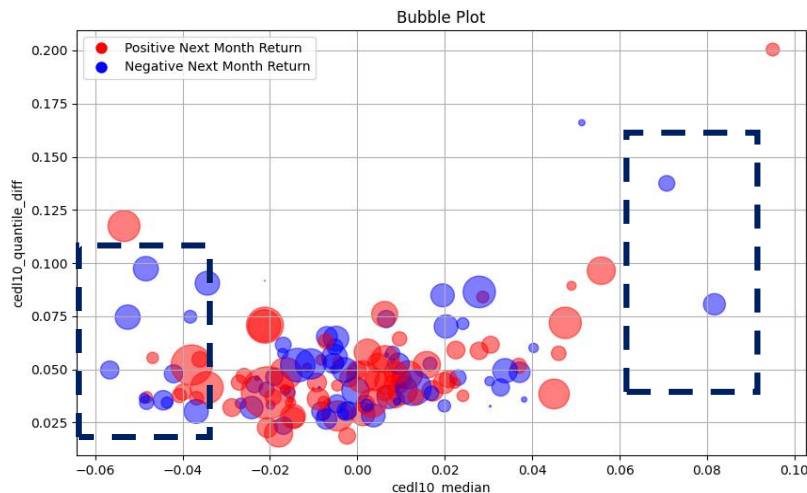
红利资产的微观变化蕴含风险信息

短期内的超高动量难以维系，会带来阶段回撤

- 红利成份的动量形态同样也比红利指数的动量数据蕴含更多信息。我们计算中证红利成份股10日和20日的超额动量，并关注红利成份股超额动量同向变动和差异化变动的情况。
- 我们发现超短期的（10日）超额动量在经历了极高和极低状态后往往会带来一定的超额回撤，说明短期的剧烈涨幅缺乏持续性，而短期的大幅下跌带来恐慌，因此在短期发生大幅涨跌需警惕未来短期的红利超额回撤。
- 而从短期（20日）超额动量气泡图中可以看出，当红利成份股动量出现分化时，即市场对红利的分歧度提升，或为红利预警信号。

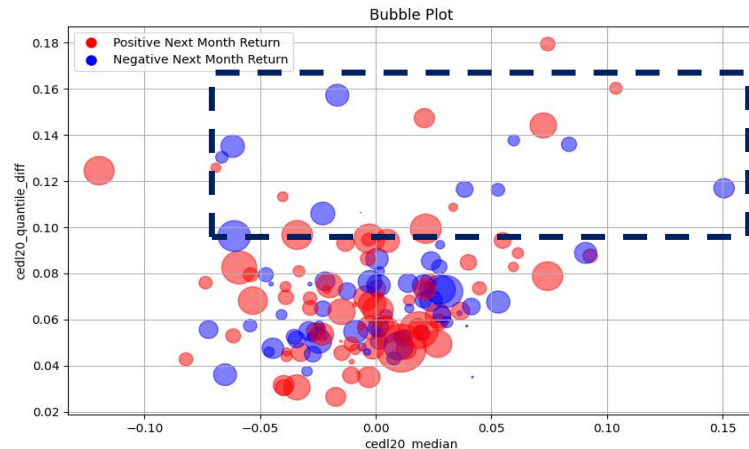


图：10日超额动量_红利成分因子极差中位数气泡图



注：数据统计区间为2011/11/30至2024/3/31，横轴为中证红利成份股10日超额动量中位数，纵轴为中证红利成份股10日超额动量75%分位数-25%分位数。红色气泡代表正收益，蓝色气泡代表负收益，气泡面积越大说明收益绝对值越大。

图：20日超额动量_红利成分因子极差中位数气泡图



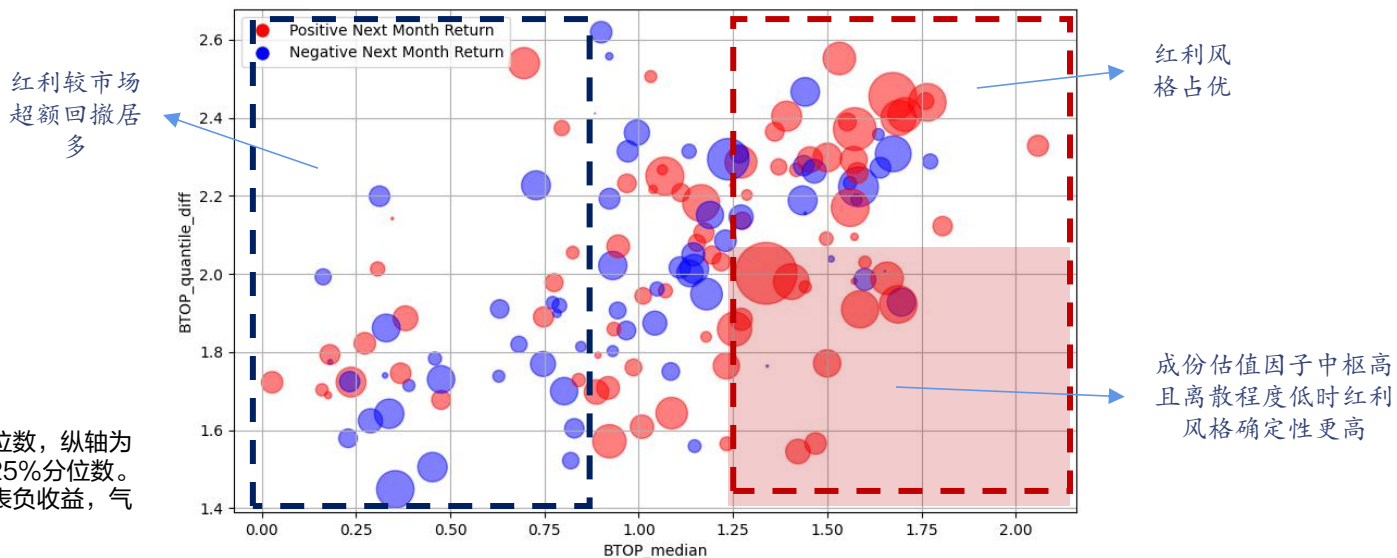
注：数据统计区间为2011/11/30至2024/3/31，横轴为中证红利成份股20日超额动量中位数，纵轴为中证红利成份股20日超额动量75%分位数-25%分位数。红色气泡代表正收益，蓝色气泡代表负收益，气泡面积越大说明收益绝对值越大。

红利资产的微观变化蕴含风险信息

□ 红利股的估值水平可以大致区分红利风格所处的状态

- 红利类资产的估值水平一般来说都显著低于市场水平，红利的低估特征也给它带来一定的安全边际，因此红利成份股的估值水平高低可以指引红利风格是否足够安全，即大致判断红利行情是否延续。
- 绘制中证红利成份股估值因子中位数、75%和25%分位数差值我们可以发现仅中枢水平的高低已可以划分出明显利好和利空红利风格的分域。成份估值因子中枢大于1.25（估值水平低）时，利好红利，当成份估值因子中枢小于0.8（估值水平高）时，利空红利。
- 尤其当红利成份内离散程度低，无差别处于低估值状态时，红利相对市场的优势会更加显著。
- 4月相较于3月，中证红利成份股的估值因子中枢降从0.86至0.54，已进入估值水平的利空区间，提示红利的高估值风险。

图：估值因子_红利成分因子极差中位数气泡图
(因子值越大估值倍数越低)



01.

如何观察不同阶段的红利风险

- 宏观指标研判大环境，目前或为拐点
- 市场指标层面认为拥挤度无需过度担忧
- 红利资产微观结构变化相对偏空红利风格



02.

不同红利的强化路径

- 红利质量是纯红利的有效互补
- 纯红利考虑质量增强，红利质量采纳估值增强

03.

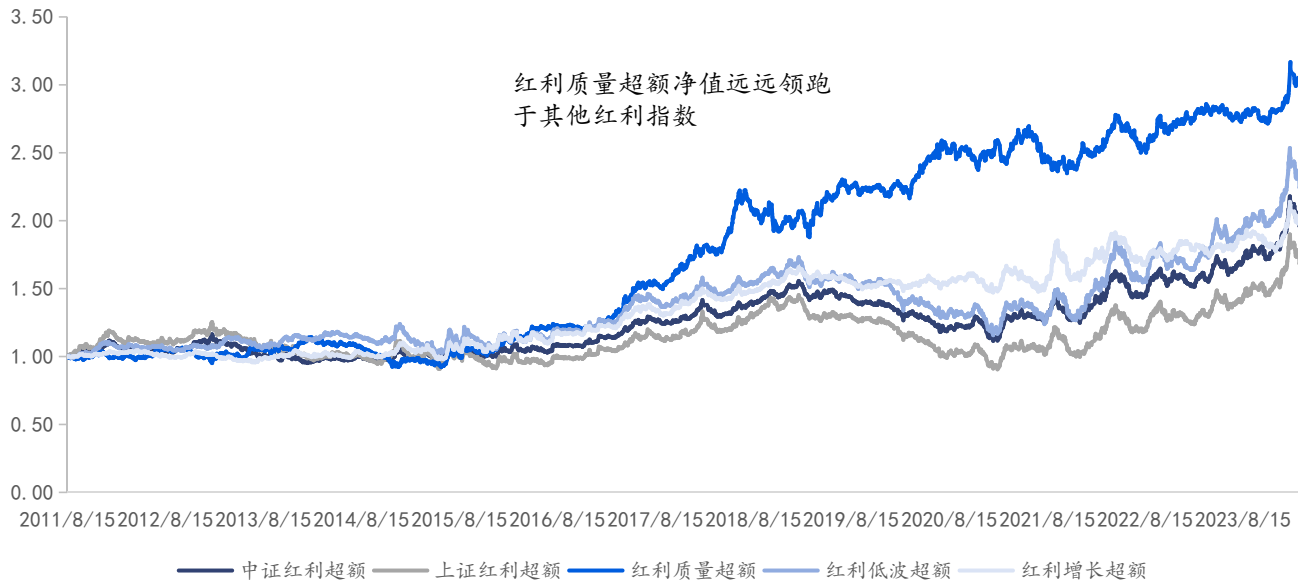
红利择时增强方案

- 根据宏观、中观、微观的特征进行红利择时
- 当前截面给出更多的风险提示
- 择时结构推荐红利+质量的增强组合

各红利指数业绩对比

红利质量年超额胜率、超额年化等业绩更佳

- 我们将主流的一些红利指数，如上证红利、中证红利，以及叠加各个风格的“红利+”指数如红利质量、红利增长和红利低波相对于中证全指的业绩进行对比，可以发现在2013、2015-2017、2019-2020以及全区间内，红利质量的超额年化收益均相对占优。而叠加了低波因子的红利低波指数，与纯红利指数如上证红利和中证红利的走势相近，且在大部分时间内均优于纯红利指数。红利增长指数整体上较难看出明显的优劣区间。
- 由于纯红利指数与红利质量指数的业绩区间互补这一特征，在后续的分析中，我们将红利风格区间分为利于纯红利指数和利于红利质量指数的两大类区间，分别进行指数增强处理。



注：数据统计区间为2011年8月15日至2024年4月3日

超额年化	中证红利	上证红利	红利质量	红利低波	红利增长
2012	3.96%	4.27%	-2.74%	-2.19%	-0.47%
2013	-12.92%	-14.19%	9.74%	6.97%	0.83%
2014	6.32%	7.27%	-16.18%	6.45%	5.19%
2015	-2.98%	-16.15%	14.54%	-13.55%	-0.64%
2016	10.66%	10.97%	16.11%	15.86%	11.80%
2017	17.49%	16.68%	42.54%	19.70%	18.56%
2018	18.30%	22.03%	17.95%	17.95%	16.64%
2019	-9.61%	-13.14%	9.42%	-9.57%	-5.32%
2020	-15.12%	-22.57%	13.33%	-20.12%	-4.06%
2021	10.03%	5.30%	1.20%	8.26%	8.10%
2022	23.73%	28.64%	8.84%	28.64%	15.17%
2023	12.78%	15.76%	3.08%	19.24%	-1.56%
2024	11.87%	13.77%	8.08%	14.71%	10.75%
全区间	5.81%	4.50%	9.50%	7.14%	5.87%

红利质量业绩相对占优

超额胜率	中证红利	上证红利	红利质量	红利低波	红利增长
2012	58.33%	50.00%	58.33%	41.67%	58.33%
2013	25.00%	33.33%	50.00%	50.00%	58.33%
2014	50.00%	58.33%	25.00%	50.00%	50.00%
2015	41.67%	33.33%	66.67%	41.67%	50.00%
2016	66.67%	58.33%	75.00%	75.00%	66.67%
2017	75.00%	66.67%	83.33%	66.67%	66.67%
2018	75.00%	66.67%	66.67%	66.67%	83.33%
2019	41.67%	33.33%	66.67%	50.00%	33.33%
2020	33.33%	33.33%	66.67%	33.33%	50.00%
2021	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
2022	66.67%	66.67%	58.33%	58.33%	66.67%
2023	66.67%	75.00%	50.00%	66.67%	50.00%
2024	50.00%	50.00%	75.00%	50.00%	50.00%
全区间	54.61%	51.97%	60.53%	55.26%	57.24%

红利低波涨势领先于纯红利指数

红利回撤前后各指数业绩对比

红利质量在红利回撤期表现更坚挺

- 我们以中证红利指数为红利类指数的代表，将其相对于中证全指的超额净值划分出四个顶部和四个底部，并计算出顶底时点前后一周、两周、一月、两月、三月的各红利指数超额收益。
- 在红利回撤期，即顶部时点过后超额净值回落的时期中，红利质量的回撤幅度均小于纯红利指数、红利低波和红利增长，红利质量中红利回撤期表现更为坚挺。
- 在红利利好期，即底部时点过后超额净值回升的时期内，纯红利指数和红利低波的回升幅度高于红利增长和红利质量。当红利指数回撤期结束，持有纯红利或红利低波的利好程度较高。



注：数据统计区间为2011年8月15日至2024年4月3日

各顶部时点前后红利指数超额收益

日期	指数收益	过去三个月	过去两个月	过去一个月	过去两周	过去一周	未来一周	未来两周	未来一个月	未来两个月	未来三个月
2013-02-04	上证红利	11.06%	5.96%	4.93%	7.40%	3.69%	-4.70%	-7.28%	-6.21%	-7.28%	-8.25%
	中证红利	9.45%	5.65%	3.54%	5.85%	3.06%	-3.82%	-6.05%	-5.29%	-6.44%	-7.79%
	红利低波	1.84%	0.49%	0.78%	2.25%	1.22%	-1.09%	-0.98%	1.32%	5.07%	5.29%
	红利增长	-0.24%	-1.65%	-0.67%	0.07%	0.14%	-0.47%	-1.94%	-2.24%	-1.88%	-4.26%
	红利质量	-9.01%	-5.65%	-3.85%	-4.48%	-2.04%	3.40%	6.61%	6.89%	5.77%	6.33%
2019-01-31	上证红利	4.48%	6.88%	1.78%	2.96%	3.06%	-3.55%	-5.66%	-10.06%	-11.57%	-9.51%
	中证红利	6.74%	7.43%	2.66%	2.40%	2.46%	-2.37%	-4.26%	-7.63%	-6.73%	-4.74%
	红利低波	7.33%	7.89%	1.49%	2.78%	3.16%	-3.98%	-6.50%	-11.34%	-10.40%	-8.39%
	红利增长	7.56%	6.41%	1.42%	2.17%	2.58%	-1.67%	-2.56%	-5.69%	-3.24%	-3.96%
	红利质量	4.76%	4.48%	5.06%	3.86%	3.23%	-0.12%	-2.46%	-8.78%	0.28%	4.51%
2022-04-25	上证红利	25.75%	19.19%	11.38%	2.42%	4.40%	-2.55%	-6.62%	-3.72%	-13.61%	-13.47%
	中证红利	18.64%	15.21%	10.60%	2.07%	2.99%	-1.40%	-4.53%	-2.34%	-11.40%	-11.46%
	红利低波	25.39%	21.00%	16.61%	4.19%	5.92%	-1.36%	-3.42%	-2.73%	-13.62%	-14.20%
	红利增长	12.11%	10.68%	9.57%	0.55%	1.83%	-1.79%	-3.89%	-2.19%	-10.43%	-10.54%
	红利质量	9.68%	9.59%	5.65%	2.61%	2.06%	0.83%	-1.00%	-2.93%	-4.56%	-7.82%
2024-02-05	上证红利	29.09%	25.06%	16.45%	15.52%	9.20%	-3.21%	-8.45%	-11.24%	-9.54%	-9.54%
	中证红利	25.63%	22.26%	14.50%	13.67%	7.77%	-2.58%	-7.37%	-10.02%	-8.19%	-8.19%
	红利低波	28.82%	25.72%	15.93%	14.14%	8.09%	-3.90%	-8.47%	-11.44%	-7.96%	-7.96%
	红利增长	16.80%	18.92%	14.16%	8.23%	6.92%	-4.14%	-6.83%	-7.39%	-5.83%	-5.83%
	红利质量	11.95%	9.88%	8.97%	6.07%	6.17%	-0.33%	-2.93%	-1.23%	-1.07%	-1.07%

各底部时点前后红利指数超额收益

日期	指数收益	过去三个月	过去两个月	过去一个月	过去两周	过去一周	未来一周	未来两周	未来一个月	未来两个月	未来三个月
2015-05-18	上证红利	-6.29%	-7.23%	-10.85%	-8.15%	-3.35%	0.84%	-1.60%	2.50%	11.41%	8.12%
	中证红利	-2.33%	-2.69%	-6.59%	-4.97%	-1.75%	1.74%	1.27%	3.85%	9.95%	9.50%
	红利低波	-8.32%	-6.08%	-6.10%	-6.73%	-2.66%	-1.05%	1.45%	0.57%	13.10%	7.05%
	红利增长	-5.24%	-4.65%	-7.95%	-4.22%	-2.91%	-0.87%	-0.27%	-1.73%	8.17%	6.06%
	红利质量	-1.98%	-2.11%	0.28%	0.82%	-0.40%	0.02%	-0.49%	-2.22%	9.68%	7.24%
2021-01-25	上证红利	-11.22%	-16.00%	-9.61%	-3.01%	-3.62%	2.51%	1.91%	8.36%	17.60%	16.49%
	中证红利	-8.69%	-13.24%	-8.13%	-3.05%	-3.12%	2.37%	1.97%	8.58%	15.44%	15.48%
	红利低波	-11.56%	-15.89%	-9.35%	-4.73%	-4.29%	-3.93%	-3.83%	10.11%	19.05%	16.84%
	红利增长	-7.81%	-5.98%	-3.02%	-1.63%	-2.53%	1.84%	1.84%	6.09%	11.34%	8.94%
	红利质量	0.52%	5.60%	3.22%	1.30%	2.14%	0.69%	2.31%	2.91%	-0.27%	4.95%
2022-08-05	上证红利	-7.66%	-6.86%	-1.02%	-0.35%	-1.96%	1.52%	3.09%	8.67%	18.95%	7.72%
	中证红利	-7.66%	-5.78%	-1.24%	-0.44%	-1.92%	1.61%	3.00%	8.12%	14.80%	6.47%
	红利低波	-12.10%	-8.11%	-1.46%	-1.06%	-1.79%	1.22%	2.22%	9.94%	18.61%	6.64%
	红利增长	-8.87%	-7.03%	-1.59%	-2.10%	-2.61%	0.99%	1.19%	4.84%	7.22%	2.05%
	红利质量	-6.92%	-6.41%	-2.65%	-0.03%	1.26%	1.08%	-0.27%	2.80%	9.43%	4.50%
2024-03-18	上证红利	6.48%	1.84%	-9.43%	-5.45%	-4.98%	3.37%	1.38%	4.27%	4.27%	4.27%
	中证红利	6.01%	1.71%	-8.63%	-4.48%	-4.01%	2.72%	1.60%	3.91%	3.91%	3.91%
	红利低波	8.41%	2.11%	-8.44%	-4.18%	-3.95%	-3.25%	-2.69%	5.14%	5.14%	5.14%
	红利增长	9.25%	2.78%	-5.84%	-2.19%	-1.69%	1.40%	2.42%	3.81%	3.81%	3.81%
	红利质量	7.70%	5.71%	-2.06%	-0.48%	-0.93%	0.09%	1.22%	1.25%	1.25%	1.25%

不同红利指数中各年份因子有效性汇总

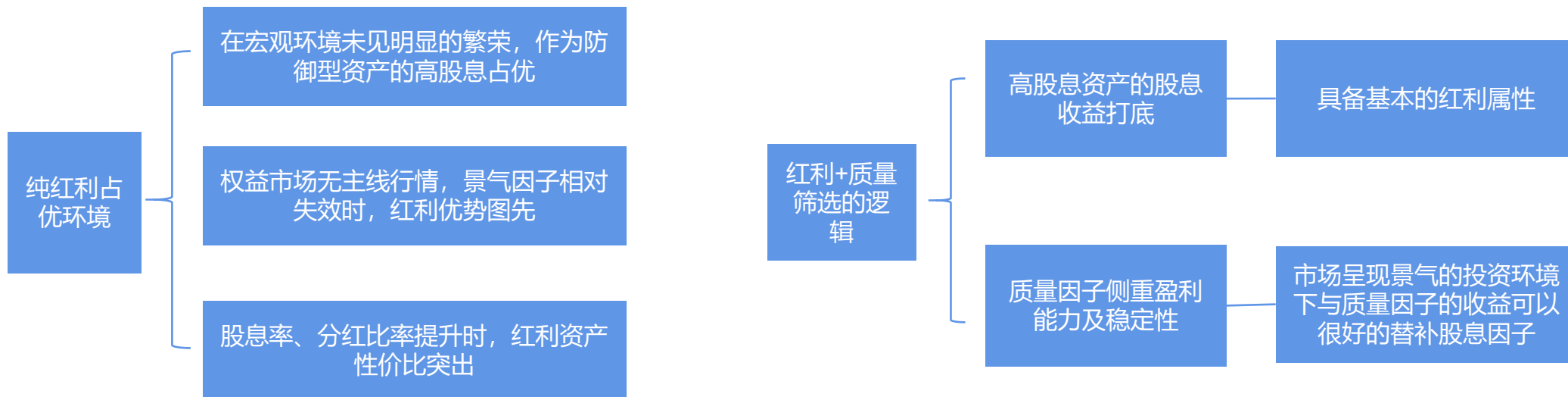
波动因子全区间较为有效，红利质量中基本面因子失效

- 根据在各指数成份股内各因子的三分组数据，我们对每年各指数的有效因子进行了简单汇总。可以看到，在纯红利成份股中，2019年后估值因子逐渐失效，波动、动量和基本面因子有效持续时间较长；在红利质量成份股中，各因子三分组都有明显的区分度，但部分因子如基本面因子的作用方向反转。该现象在逻辑上也有很好的佐证：（1）红利质量指数在构建时已经注重了质量，因此基本面因子对它失效；近几年红利质量的估值水平较高，因此估值因子对它是较为有效的驱动。（2）传统红利的估值水平较低，因此低估值的增强对纯红利较弱，而基本面在一定程度上是对纯红利的很好增强。（3）波动因子在各红利指数中都是一个较为有效的因子。

	上证红利	中证红利	红利质量	红利增长	红利低波
2011	BTOP、MOMENTUM取中、VOLATILITY、PCF	BTOP、MOMENTUM取中、VOLATILITY			
2012					
2013					
2014	BTOP、pbroe、MOMENTUM取中、VOLATILITY、PCF	BTOP、pbroe、MOMENTUM取中、VOLATILITY			pbroe、VOLATILITY、MOMENTUM取低、PCF去尾
2015	MOMENTUM取中、VOLATILITY、PCF去尾、ROE	BTOP、MOMENTUM取中			
2016	BTOP、pbroe、MOMENTUM取中、VOLATILITY、PCF去尾、ROE	BTOP去尾、pbroe、MOMENTUM取中、VOLATILITY、PCF、ROE去尾			
2017	pbroe、MOMENTUM取中、PCF去尾、ROE	pbroe、MOMENTUM取中、VOLATILITY、PCF、ROE去尾			pbroe、VOLATILITY、PCF去尾
2018	BTOP、pbroe、MOMENTUM取中、VOLATILITY、PCF去尾、ROE	BTOP、pbroe、MOMENTUM取中、VOLATILITY、PCF、ROE去尾			
2019	MOMENTUM取中、ROE	MOMENTUM取中、ROE			
2020	MOMENTUM取中				
2021	MOMENTUM取中、VOLATILITY去尾、PCF去尾、ROE	MOMENTUM取中、VOLATILITY、pbroe去尾、ROE	BTOP、pbroe、MOMENTUM取低、VOLATILITY去尾、PCF去尾、ROE取低	BTOP取低、pbroe取高、MOMENTUM、VOLATILITY取高、PCF取高、ROE去尾	ROE
2022					
2023					
2024					

□ 市场环境切换，红利和质量可以分别发力牵动业绩，有效互补

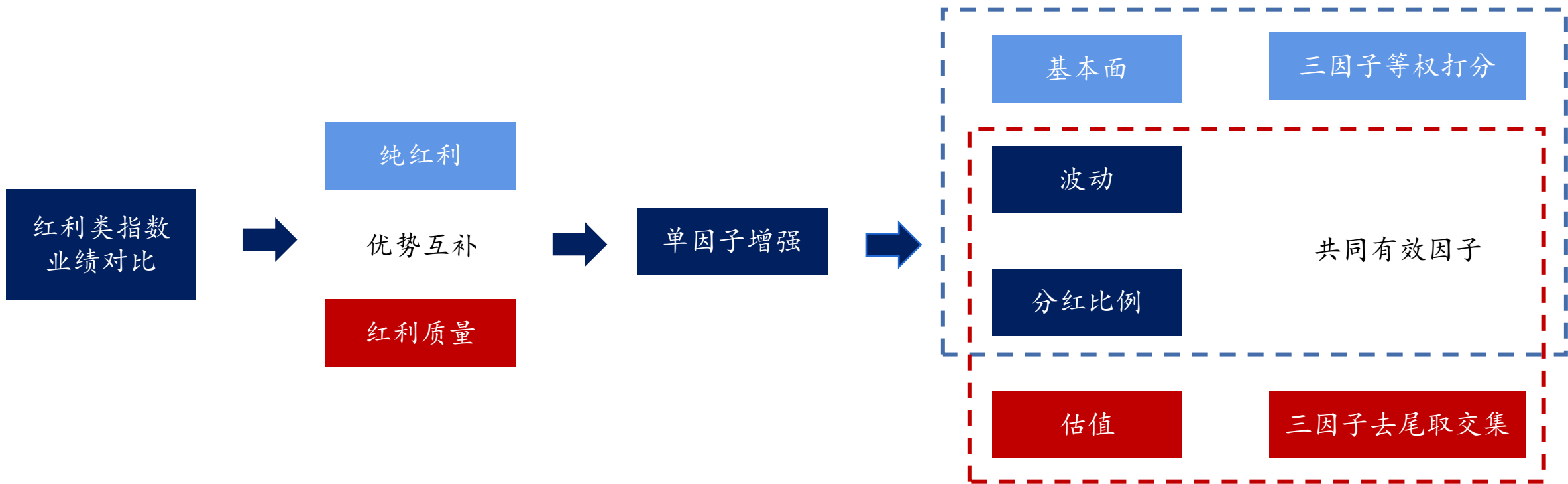
- 纯红利（以中证红利000922.CSI作为代表）其成份具有相对稳定的板块分布与依靠高分红可以稳定获益的特征，红利资产的高股息特征使得其为权益市场下的防御类资产。纯红利占优环境也相对确定，在市场震荡下行、经济未见明显繁荣信号、权益市场无明显的投资主线等模糊的市场环境下，防御类投资更加安全也会受到资金更多的青睐。
- 高盈利质量的企业，其盈利稳健性更高，受到市场波动的影响更小，可以更平稳的穿越周期，此类特征使得当市场筑底反弹进入复苏时具有更强的吸引力。添加质量要素的红利质量指数在适当的beta环境下可以更好的发力牵动组合业绩。
- 前文描述，中证红利成分股的低估值属性导致其估值水平较低时红利投资呈现出一定的安全性和更高的确定性。但在高股息资产中由于普遍的低估值特征，估值或PB-ROE等投资性价比要素对红利成份内的优选往往失效。
- 红利增长相较于纯红利超额也相对有限。逻辑上我们认为增长的分红一定程度反馈的时健康的现金流形态，属财报类指标，股价或已反馈了这部分信息，因此选择增长作为增强的逻辑超额驱动有限。



基于纯红利和红利质量指数的增强路径总览

□ 红利类指数增强分为纯红利和红利质量两类，增强路径不尽相同

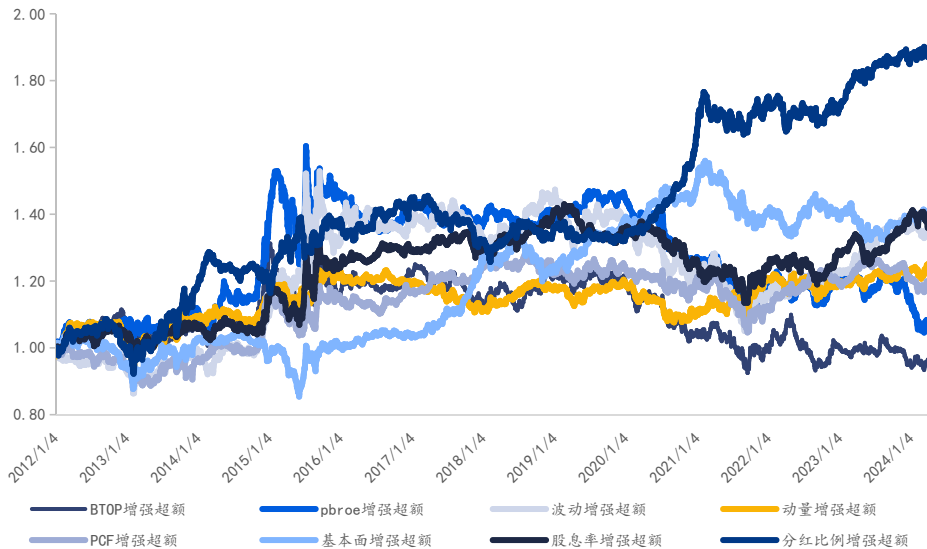
- 总览市场上各类红利及“红利+”指数，我们将重点关注纯红利和红利质量两大类互补的红利资产，分别构建增强策略。
- 两类指数中，波动和分红比例是其共同有效的增强因子，而二者的不同点如下。
- (1) 因子选择不同：纯红利类指数长期的估值水平较低，而红利质量面对的估值陷阱问题较强，且已经重视了质量类因子。因此，基本面因子只适用于纯红利类指数增强，而估值因子则对红利质量类指数影响更深。(2) 多因子的组合方式不同：以中证红利为代表的纯红利类指数每期选股数量为100只，相对于红利质量的50只较多，在较大范围内可以使用因子等权打分法，而较小范围则更为适用于去尾法。



纯红利指数增强：单因子增强

波动、动量、基本面和分红比例因子对纯红利指数驱动较强

- 将因子分为两大类：红利特征类因子和其他特征因子。红利特征类因子包括股息率因子和分红比例因子，其他特征因子包括估值因子（BTOP和pbroe因子）、波动因子、动量因子、基本面因子（PCF和ROE）。其中，分红比例因子对红利类指数均有正向驱动，而其他特征因子对不同的红利指数驱动程度不一，需要进行进一步筛选。
- 我们在中证红利成份股内，对单因子进行打分筛选出每期30只股票，构建出单因子增强组合。并对各单因子增强组合的业绩进行比较，可以发现在中证红利成份股内：（1）包括BTOP和pbroe在内的估值因子有效程度均较低，尤其是在2020年后，几乎完全失效；（2）分红比例相对于股息率因子的驱动程度较强；（3）其他因子中，波动因子和基本面（ROE）因子较为有效，PCF因子的有效程度较低，动量因子虽然有效但逻辑性不强，其增强方式为去头去尾保留中间部分。



超额年化	BTOP增强	pbroe增强	波动增强	动量增强	PCF增强	基本面增强	股息率增强	分红比例增强
2012	6.29%	6.94%	-7.51%	1.08%	-6.33%	-5.50%	2.82%	-1.56%
2013	1.48%	4.35%	6.84%	8.27%	2.89%	8.47%	3.29%	20.83%
2014	22.20%	26.87%	11.57%	6.81%	21.48%	-5.07%	8.94%	-1.61%
2015	-11.86%	4.21%	20.11%	5.43%	-1.52%	3.09%	7.92%	18.52%
2016	5.28%	-2.61%	4.42%	-3.01%	1.32%	2.74%	4.16%	4.65%
2017	-7.08%	-4.18%	-3.83%	-6.79%	6.67%	22.31%	0.19%	-8.98%
2018	6.98%	1.26%	10.51%	6.44%	-1.84%	-0.91%	8.54%	3.39%
2019	-1.17%	4.20%	-6.55%	0.46%	1.21%	12.17%	-3.08%	-2.29%
2020	-12.78%	-12.42%	-10.75%	-6.75%	-1.77%	8.20%	-7.92%	25.33%
2021	-5.73%	-8.68%	-5.20%	8.90%	-8.25%	-6.52%	-1.59%	5.87%
2022	1.16%	3.66%	6.30%	-0.82%	6.95%	-1.52%	4.24%	-1.41%
2023	-4.51%	-4.49%	10.88%	2.84%	1.64%	0.01%	8.95%	8.25%
2024	-0.50%	-6.79%	-1.33%	1.75%	-1.31%	1.46%	-2.21%	1.07%
全区间	-0.41%	0.58%	2.51%	1.90%	1.50%	2.92%	2.67%	5.48%

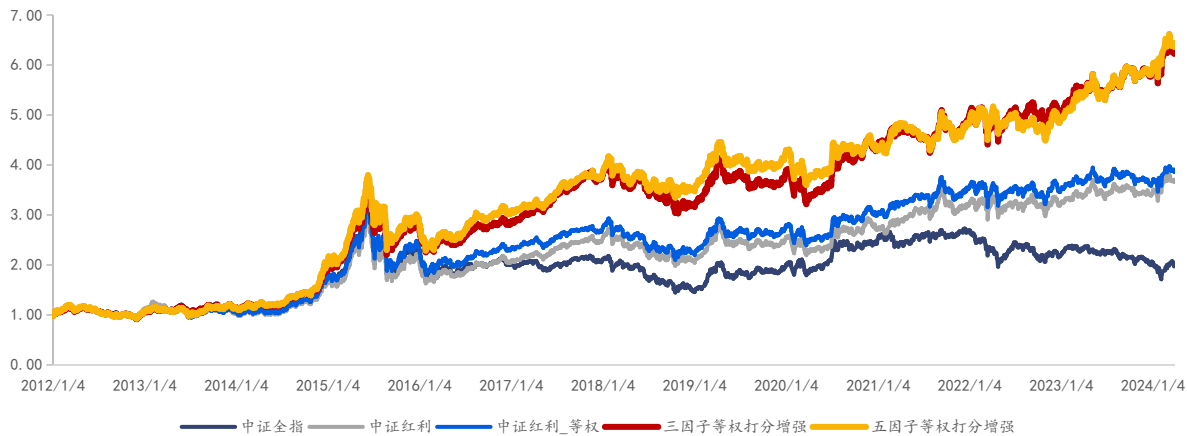
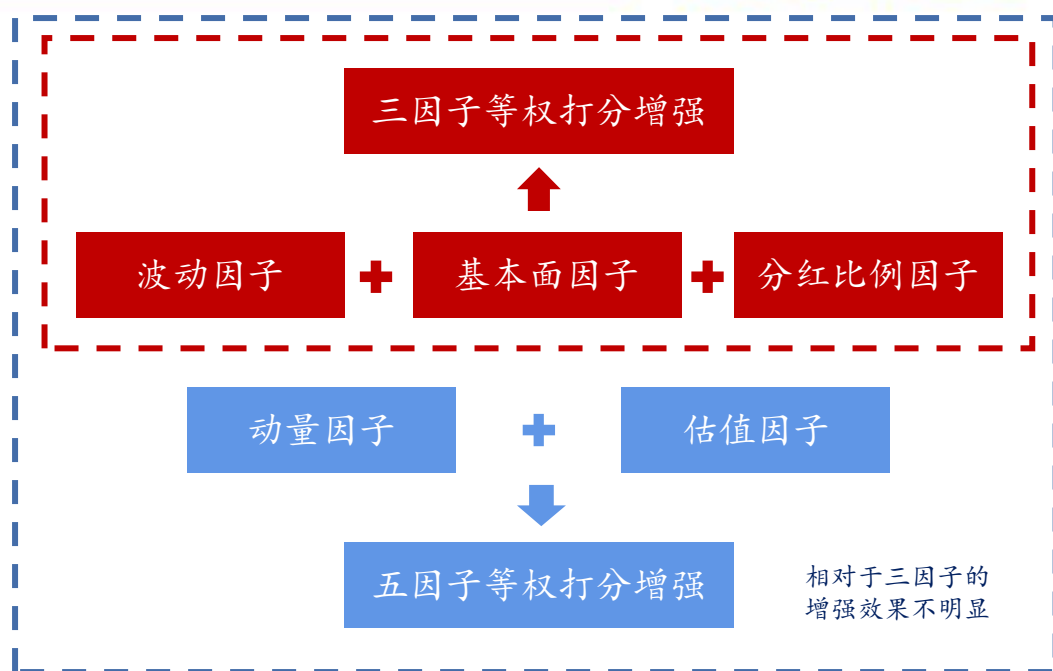
信息比率	BTOP增强	pbroe增强	波动增强	动量增强	PCF增强	基本面增强	股息率增强	分红比例增强
2012	1.04	0.93	-1.26	0.15	-1.05	-0.79	0.48	-0.20
2013	0.17	0.54	0.63	0.78	0.29	0.79	0.37	1.58
2014	2.11	2.59	1.46	1.07	3.04	-1.04	1.13	-0.26
2015	-0.61	0.22	0.93	0.58	-0.12	0.31	0.56	1.77
2016	0.76	-0.38	0.47	-0.76	0.27	0.69	1.08	0.72
2017	-1.11	-0.87	-0.59	-1.39	1.49	4.04	0.04	-1.65
2018	0.99	0.21	1.39	1.25	-0.43	-0.11	1.61	0.60
2019	-0.20	0.79	-0.87	0.10	0.21	2.14	-0.72	-0.50
2020	-1.55	-1.72	-1.09	-1.05	-0.26	1.41	-1.27	5.20
2021	-0.47	-0.76	-0.44	1.02	-0.79	-0.67	-0.15	0.76
2022	0.12	0.47	0.69	-0.11	1.25	-0.22	0.57	-0.22
2023	-0.70	-0.63	2.19	0.68	0.40	0.00	1.73	1.78
2024	-0.11	-1.26	-0.38	0.70	-0.53	0.58	-0.72	0.53
全区间	-0.04	0.06	0.24	0.28	0.21	0.40	0.35	0.74

注：数据统计区间为2012年1月4日至2024年3月29日

纯红利指数增强：多因子等权打分法

五因子相对于三因子的增量信息较少，选取三因子等权打分策略

- 根据前文筛选出的有效因子，我们首先构建了五因子等权打分法，采用的因子包括波动因子、基本面（ROE）因子、分红比例因子、动量因子和估值因子。其中，估值因子在单因子增强测试中虽表现不佳，但由于估值因子是经典常用增加因子，我们也将其加入首次尝试。将中证红利的成份股在各个因子上进行打分，进行等权加和得到多因子等权总分，并依此优选出每期30只股票。
- 由于动量因子在中证红利中的驱动逻辑不强，采用的增强方式为去头去尾，我们将其和同样表现不佳的估值因子一起剔除，只用波动因子、基本面因子和分红比例因子构建了三因子等权打分增强策略，并将其与五因子等权打分增强策略的业绩表现进行对比。可以发现，二者中净值表现、超额年化和信息比率的区别程度均较小，且三因子的超额收益更为稳定。动量因子和估值因子的有效信息可能已经涵盖在另外三个因子中，其增量信息较少。因此，我们最终选用三因子等权打分增强作为纯红利的最终增强策略。



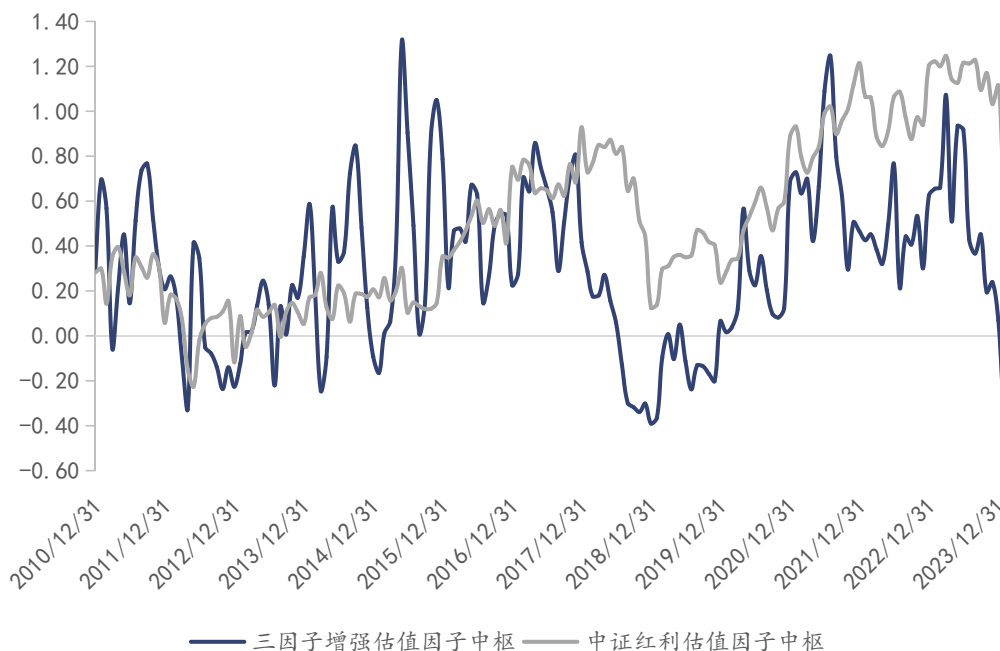
注：数据统计区间为2012年1月4日至2024年3月29日

超额年化	三因子等权打分增强	五因子等权打分增强
2012	-5.54%	-4.64%
2013	16.69%	15.15%
2014	5.74%	12.58%
2015	12.63%	10.53%
2016	5.26%	9.00%
2017	9.66%	2.52%
2018	2.24%	11.97%
2019	-1.25%	-0.70%
2020	4.89%	-5.96%
2021	-3.16%	-5.03%
2022	1.15%	1.49%
2023	9.74%	12.46%
2024	0.18%	1.53%
全区间	4.62%	4.76%

信息比率	三因子等权打分增强	五因子等权打分增强
2012	-1.08	-0.90
2013	1.48	1.48
2014	1.01	1.82
2015	0.99	0.85
2016	0.97	1.93
2017	2.41	0.51
2018	0.39	2.93
2019	-0.25	-0.13
2020	0.96	-0.86
2021	-0.34	-0.43
2022	0.17	0.21
2023	2.02	2.70
2024	0.09	0.85
全区间	0.63	0.63

三因子增强策略与原始中证红利持仓的估值因子中枢走势接近，且无极端值

- 我们普遍认为估值因子是一个较为重要的增强因子，但在纯红利中单估值因子增强策略无效。我们尝试对最终的三因子增强策略持仓的估值因子进行特征描述。
- 对三因子等权打分增强策略和原始中证红利的持仓的估值因子特征进行刻画对比，发可以现：（1）纯红利类指数的估值因子中枢较为稳定，不存在极高或极低值；（2）三因子等权打分增强策略持仓的估值因子中枢与中证红利走势较为接近，部分时段如2013-2015年的中枢水平略高于中证红利，即该时间内其他因子上已对估值有一定筛选作用。

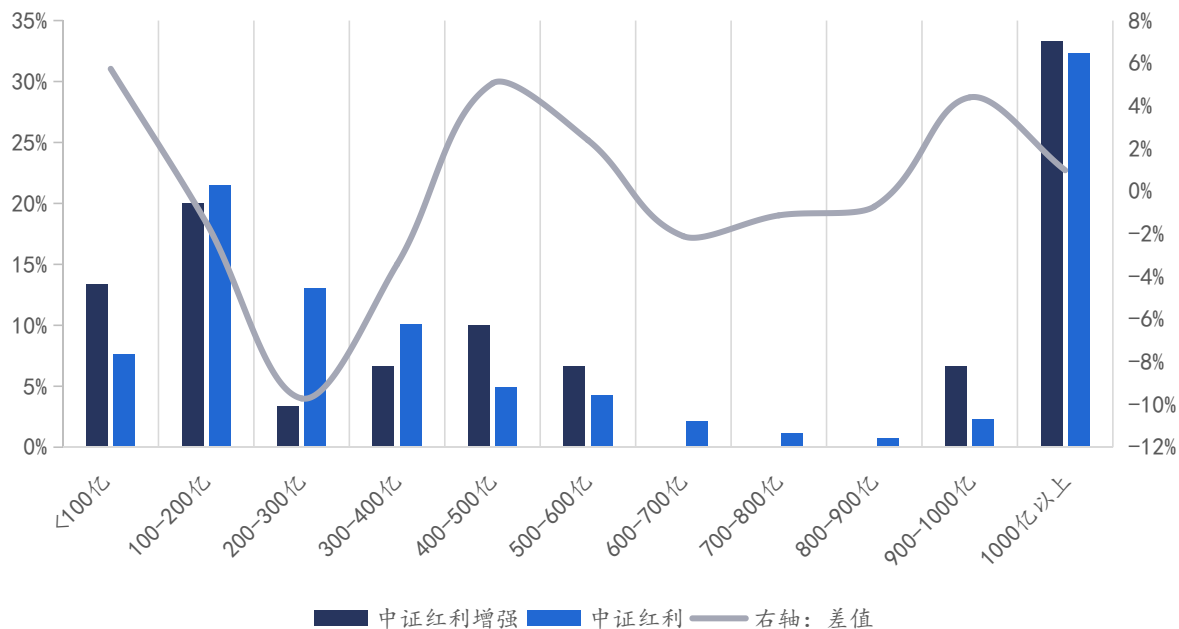


注：数据统计区间为2010年12月31日至2024年3月31日

中证红利增强持仓推荐及市值特征

中证红利增强与中证红利市值差距较小

- 根据策略逻辑2024年3月31日推荐4月持仓参考右表，中证红利增强优选股票组合中1000亿元以上的大市值股票占比提高至33%，总市值低于100亿元的小市值股票比重增至13%，相较于中证红利指数的市值差距在各标签内均较小，处于10%以下。



注：数据统计日期为2024年3月31日，股息率选取TTM值；

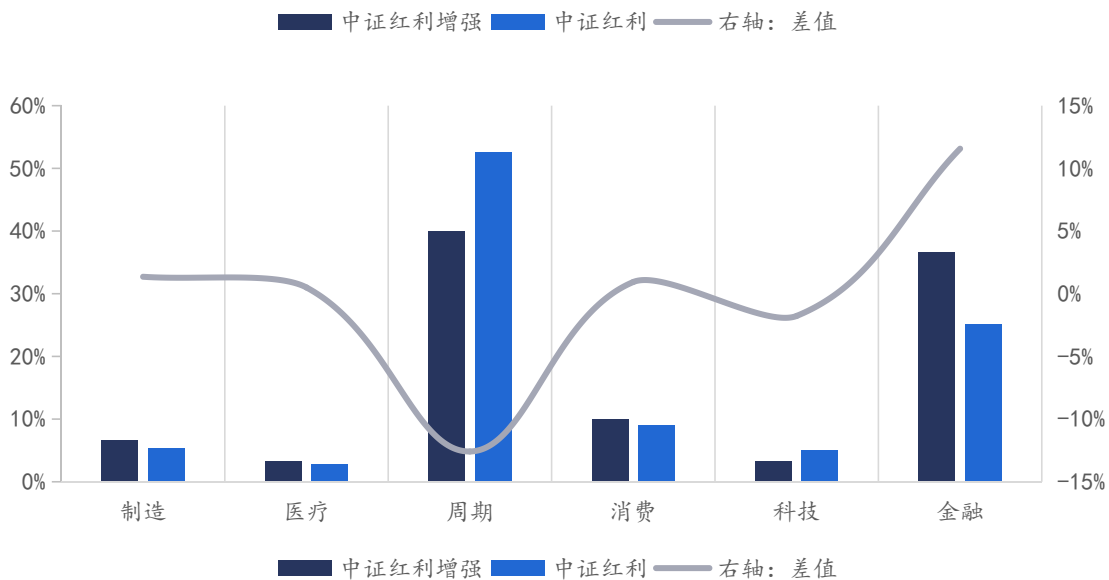
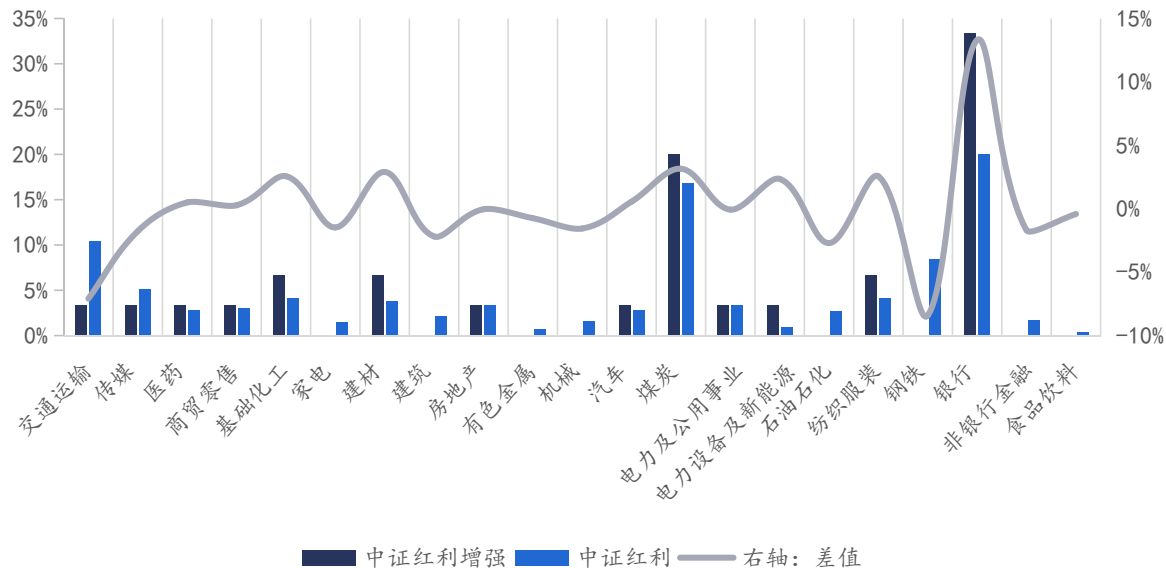
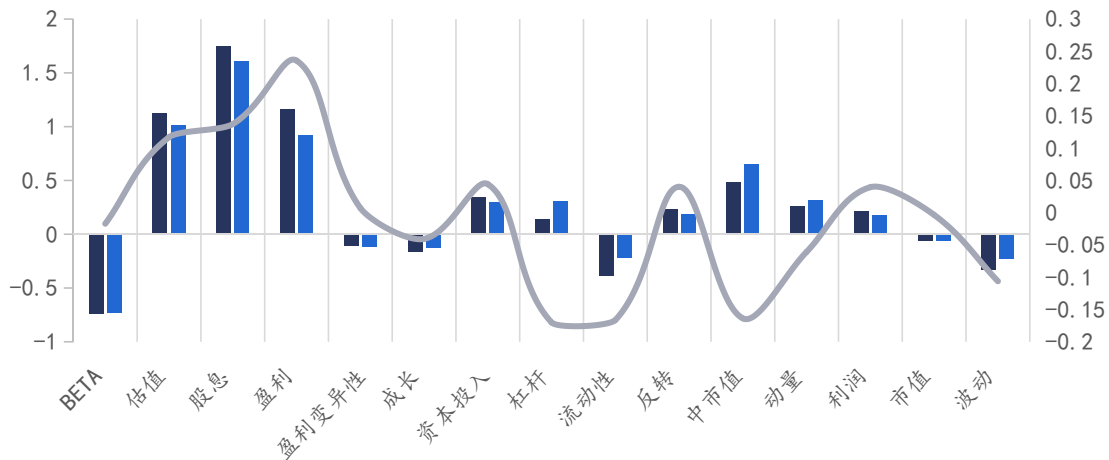
股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	所属行业	推荐权重	股息率 (%)
600873.SH	梅花生物	303.17	基础化工	3.33%	3.88
000983.SZ	山西焦煤	585.88	煤炭	3.33%	11.63
601939.SH	建设银行	10949.74	银行	3.33%	5.66
601398.SH	工商银行	17336.67	银行	3.33%	5.75
600741.SH	华域汽车	526.82	汽车	3.33%	5.27
600900.SH	长江电力	6099.93	电力及公用事业	3.33%	3.29
600985.SH	淮北矿业	440.73	煤炭	3.33%	5.91
600273.SH	嘉化能源	110.31	电力设备及新能源	3.33%	8.82
601166.SH	兴业银行	3278.18	银行	3.33%	7.53
601006.SH	大秦铁路	1207.87	交通运输	3.33%	6.03
600919.SH	江苏银行	1449.75	银行	3.33%	5.25
601328.SH	交通银行	4120.48	银行	3.33%	5.88
600064.SH	南京高科	108.15	房地产	3.33%	6.72
600016.SH	民生银行	1640.69	银行	3.33%	5.28
600348.SH	华阳股份	338.38	煤炭	3.33%	6.23
002327.SZ	富安娜	90.20	纺织服装	3.33%	5.52
600997.SH	开滦股份	121.94	煤炭	3.33%	7.55
002003.SZ	伟星股份	122.66	纺织服装	3.33%	2.96
601077.SH	渝农商行	485.96	银行	3.33%	5.82
601225.SH	陕西煤业	2432.48	煤炭	3.33%	8.69
601229.SH	上海银行	954.69	银行	3.33%	5.95
600395.SH	盘江股份	130.94	煤炭	3.33%	6.72
002233.SZ	塔牌集团	88.47	建材	3.33%	1.58
601928.SH	凤凰传媒	279.18	传媒	3.33%	4.56
002088.SZ	鲁阳节能	76.20	建材	3.33%	5.32
601009.SH	南京银行	926.80	银行	3.33%	5.96
002601.SZ	龙佰集团	451.96	基础化工	3.33%	4.76
600755.SH	厦门国贸	160.03	商贸零售	3.33%	9.02
601288.SH	农业银行	14423.92	银行	3.33%	5.25
600479.SH	千金药业	46.32	医药	3.33%	3.25

注：数据统计日期为2024年3月31日

中证红利增强持仓分布及风格

中证红利增强与中证红利风格较为接近

- 基于2024年3月31日的持仓推荐，中证红利增强股票组合与原始中证红利的风格暴露比较接近，在盈利变异性、杠杆、动量和市值上增强组的风格暴露收窄，其他风格上增强组的风格暴露放大。
- 行业板块分布上，中证红利增强股票组合与中证红利在银行股的权重差距最大，差距接近15%，其他行业上的差距均为5%以下。中证红利增强和中证红利均在周期和金融板块上赋予高权重，且差距在10%左右；在其他板块上权重较低，且极为接近。

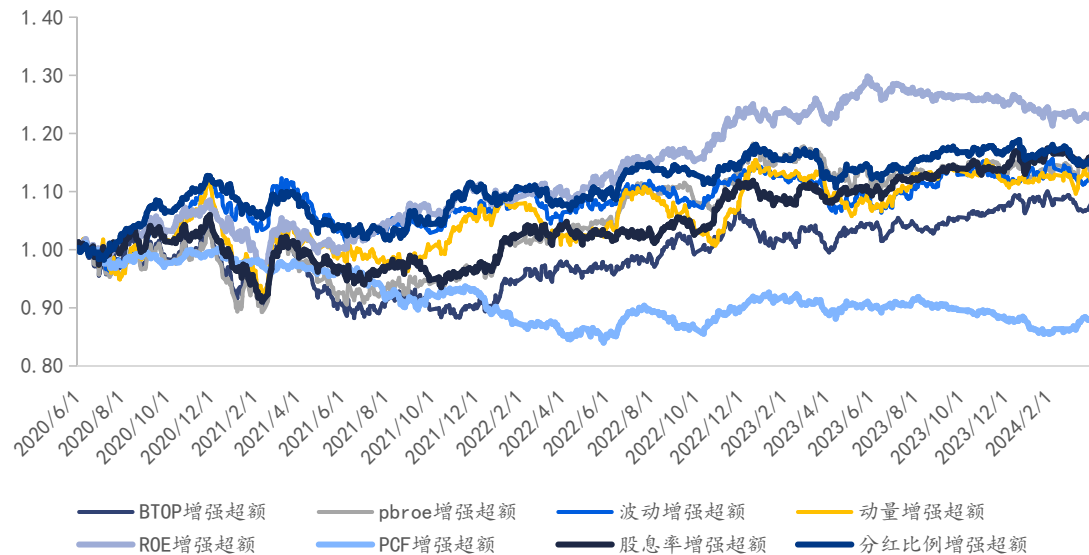


注：数据统计日期为2024年3月31日

红利质量指数增强：单因子增强

与纯红利相比，波动因子和红利类因子持续有效，基本面与估值因子表现不同

- 与前面纯红利单因子增强策略类似，我们在红利质量的成份股内采用单因子增强并比较其业绩，筛选出可能有效的因子进行后续综合。
- 在红利质量的成份股内，采用单因子增强每期筛选出30只股票，可以发现：
 - 与纯红利类指数不同，估值因子在红利质量内的增强效果较为明显，且pbroe估值因子优于BTOP估值因子；
 - 基本面（ROE）增强有效但逻辑反转，低ROE对红利质量有较好的筛选效果；
 - 波动因子和红利类因子依旧有效，且红利类因子中分红比例因子的有效信息较多。



年化超额	BTOP增强	pbroe增强	波动增强	动量增强	ROE增强	PCF增强	股息率增强	分红比例增强
2020	-6.64%	-7.59%	5.73%	-1.28%	2.93%	-2.01%	-3.05%	9.36%
2021	-2.93%	5.56%	1.44%	8.21%	5.75%	-8.81%	0.70%	-1.30%
2022	12.39%	19.47%	6.92%	6.65%	13.28%	2.20%	12.10%	9.07%
2023	4.59%	-2.99%	-2.16%	-1.69%	1.19%	-4.14%	3.73%	-1.44%
2024	1.66%	0.46%	0.52%	0.02%	-0.40%	0.21%	2.56%	-0.14%
全区间	0.65%	1.04%	0.99%	0.93%	1.79%	-1.06%	1.25%	1.21%

注：数据统计区间为2020年6月1日至2024年3月29日

股息率与分红比例增强的超额收益相近

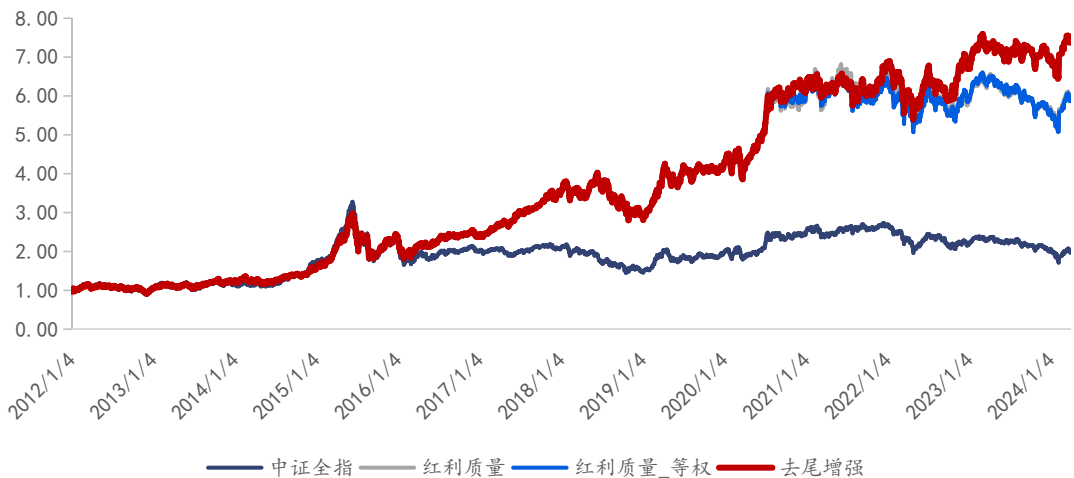
信息比率	BTOP增强	pbroe增强	波动增强	动量增强	ROE增强	PCF增强	股息率增强	分红比例增强
2020	-0.74	-0.81	0.73	-0.13	0.51	-0.44	-0.41	1.99
2021	-0.24	0.43	0.15	0.68	0.65	-1.38	0.06	-0.16
2022	1.44	2.62	0.99	0.74	1.88	0.32	1.53	1.50
2023	0.69	-0.42	-0.36	-0.26	0.23	-0.81	0.65	-0.27
2024	0.60	0.15	0.18	0.01	-0.16	0.09	1.01	-0.07
全区间	0.12	0.19	0.22	0.17	0.45	-0.31	0.26	0.34

分红比例因子的有效信息相对于股息率更多

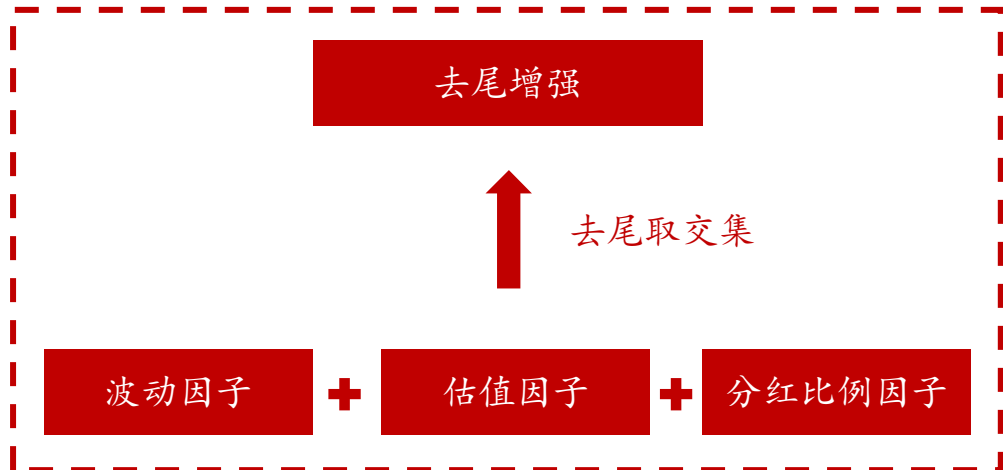
红利质量指数增强：去尾法取交集

去尾增强取交集相对于单因子增强业绩表现更优

- 不同于成份股每期为100只的中证红利指数，红利质量成份股每期只有50只，在较少的成份股内等权打分法的可实现程度不高。因此，我们采用去尾法对红利质量指数进行增强，即对筛选出的波动因子、估值（pbroe）因子和分红比例因子分别进行去尾，即在50只成份股中去掉尾部选取40只，再对三组单因子增强组取交集，最终得到红利质量去尾增强策略。该策略每期成份股均稳定在30只左右。
- 由于红利质量的成份股数据期从2020年5月31日开始，我们将其增强策略的净值进行拼接展示。在2020年至2024年，红利质量去尾增强的年化超额和信息比率相对于单因子增强策略均有提高且较为稳定，该增强策略是有效的。



注：数据统计区间为2012年1月4日至2024年3月29日



年化超额	pbroe增强	波动增强	分红比例增强	去尾增强
2020	-7.59%	5.73%	9.36%	1.62%
2021	5.56%	1.44%	-1.30%	0.44%
2022	19.47%	6.92%	9.07%	13.47%
2023	-2.99%	-2.16%	-1.44%	6.96%
2024	0.46%	0.52%	-0.14%	1.38%
全区间	1.04%	0.99%	1.21%	1.88%

信息比率	pbroe增强	波动增强	分红比例增强	去尾增强
2020	-0.81	0.73	1.99	0.23
2021	0.43	0.15	-0.16	0.04
2022	2.62	0.99	1.50	1.72
2023	-0.42	-0.36	-0.27	1.08
2024	0.15	0.18	-0.07	0.64
全区间	0.19	0.22	0.34	0.40

估值泡沫期去尾增强策略估值因子中枢较低，有效规避风险

- 历史上质量类资产在2019-2020年出现明显估值泡沫，正如下图所示，红利质量估值因子中枢在2020年较高，但去尾增强的估值因子中枢相对于红利质量较低。证明估值因子对红利质量的增强是有效的，有效规避了一定的估值泡沫。
- 2020年后，去尾增强和红利质量估值因子中枢走势相近，即在非估值泡沫期，估值因子对红利质量的增强效果有限。

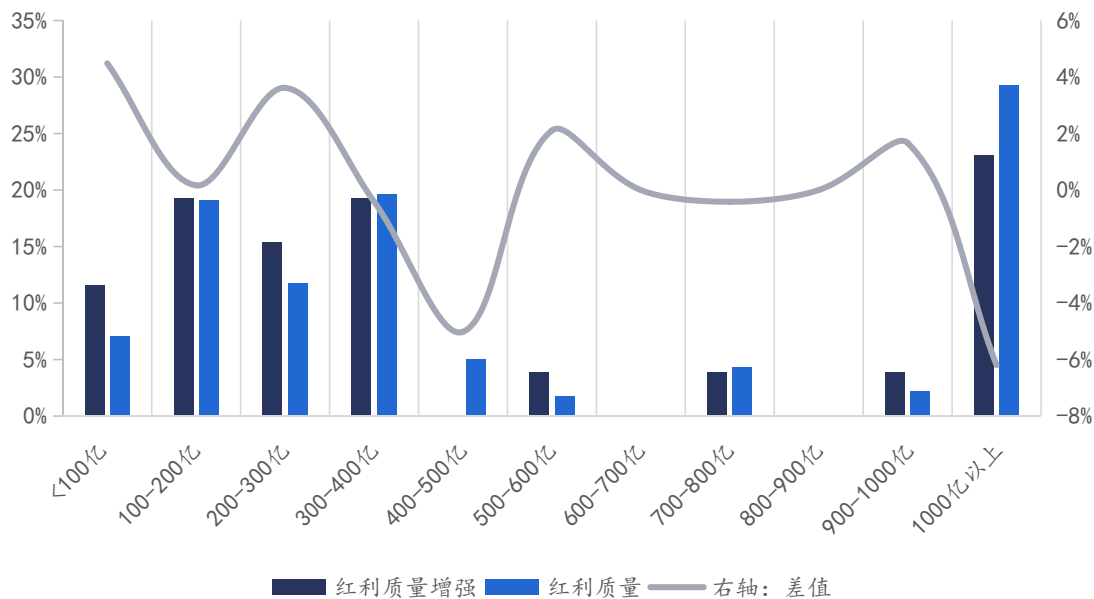


注：数据统计区间为2020年5月31日至2024年3月31日

红利质量增强持仓推荐及市值特征

红利质量增强与红利质量市值差距较小

- 根据策略逻辑2024年3月31日推荐，4月持仓参考右表。红利质量增强股票组合中1000亿元以上的大市值股票占比降低至23%，总市值低于100亿元的小市值股票比重增至12%，相较于中证红利指数的市值差距在各标签内较小，大部分处于5%以下。



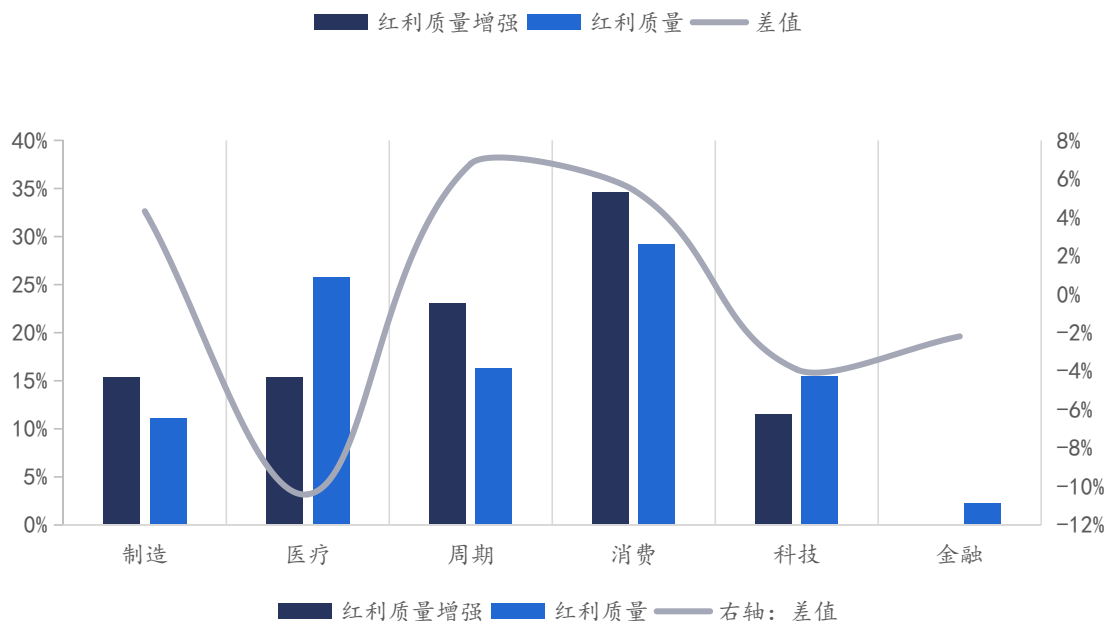
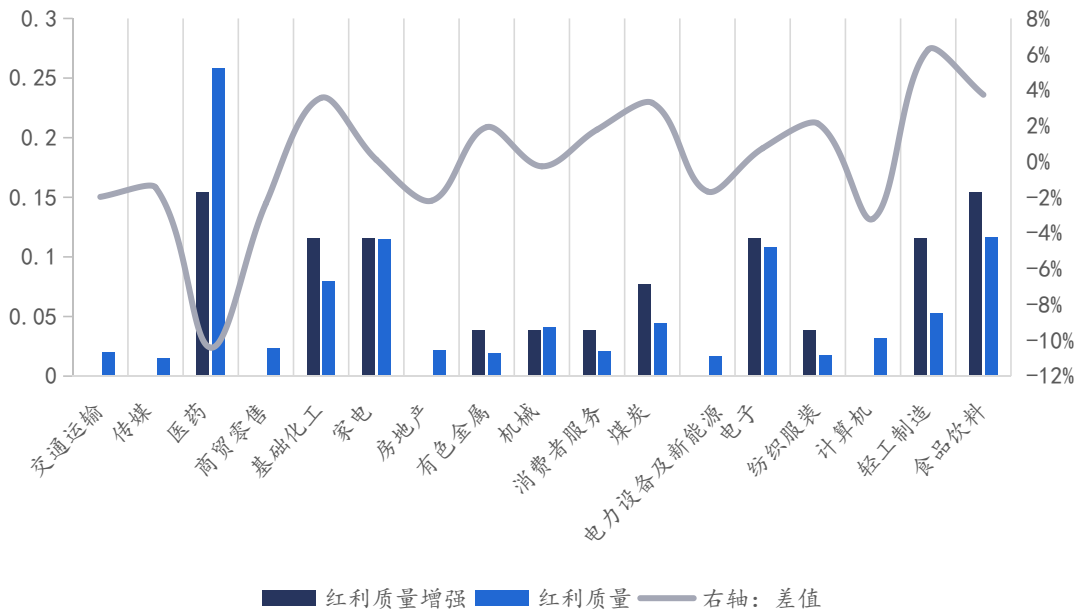
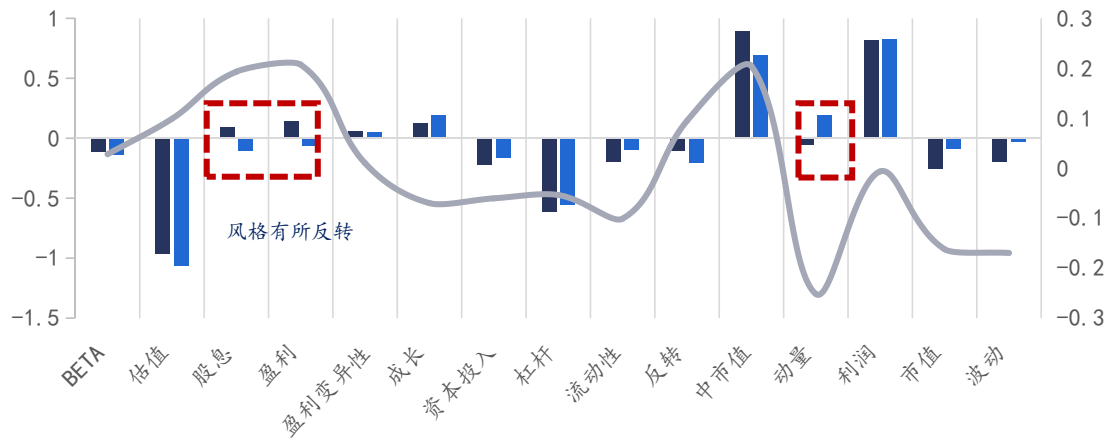
注：数据统计日期为2024年3月31日，股息率选取TTM值；

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	所属行业	推荐权重	股息率 (%)
600887.SH	伊利股份	1776.14	食品饮料	3.85%	3.73
605009.SH	豪悦护理	60.49	轻工制造	3.85%	4.09
300888.SZ	稳健医疗	202.37	纺织服装	3.85%	3.94
603195.SH	公牛集团	920.52	家电	3.85%	2.15
603233.SH	大参林	243.03	医药	3.85%	2.34
000858.SZ	五粮液	5958.66	食品饮料	3.85%	2.46
603816.SH	顾家家居	303.03	轻工制造	3.85%	3.00
002737.SZ	葵花药业	160.13	医药	3.85%	3.65
600566.SH	济川药业	345.03	医药	3.85%	2.35
002978.SZ	安宁股份	129.80	有色金属	3.85%	3.09
002415.SZ	海康威视	3000.72	电子	3.85%	2.18
600971.SH	恒源煤电	147.48	煤炭	3.85%	8.14
600309.SH	万华化学	2599.71	基础化工	3.85%	1.93
603639.SH	海利尔	49.88	基础化工	3.85%	6.82
603198.SH	迎驾贡酒	523.52	食品饮料	3.85%	1.68
601225.SH	陕西煤业	2432.48	煤炭	3.85%	8.69
688016.SH	心脉医疗	152.03	医药	3.85%	1.09
300866.SZ	安克创新	314.09	电子	3.85%	1.55
002508.SZ	老板电器	227.01	家电	3.85%	4.16
300856.SZ	科思股份	132.37	基础化工	3.85%	1.28
600563.SH	法拉电子	222.48	电子	3.85%	1.82
603369.SH	今世缘	736.02	食品饮料	3.85%	1.24
601888.SH	中国中免	1750.13	消费者服务	3.85%	0.94
603833.SH	欧派家居	389.13	轻工制造	3.85%	2.76
000921.SZ	海信家电	383.89	家电	3.85%	1.70
688628.SH	优利德	46.54	机械	3.85%	0.90

红利质量增强持仓分布及风格

红利质量增强与红利质量风格较为接近

- 基于2024年3月31日的持仓推荐，红利质量增强股票组合与原始红利质量的风格暴露比较接近，除股息、盈利和动量的风格暴露方向有所反转。红利质量增强在估值因子上的风格暴露负向收窄。
- 行业板块分布上，红利质量增强股票组合与中证红利在医药股和轻工制造的权重差距最大，分别为-10%和6%，在其他行业上的差距均为5%以下。中证红利增强和中证红利均在消费板块上赋予高权重，在金融板块上权重较低，且各个板块的差距均较小。



注：数据统计日期为2024年3月31日；

01.

如何观察不同阶段的红利风险

- 宏观指标研判大环境，目前或为拐点
- 市场指标层面认为拥挤度无需过度担忧
- 红利资产微观结构变化相对偏空红利风格

02.

不同红利的强化路径

- 红利质量是纯红利的有效互补
- 纯红利考虑质量增强，红利质量采纳估值增强



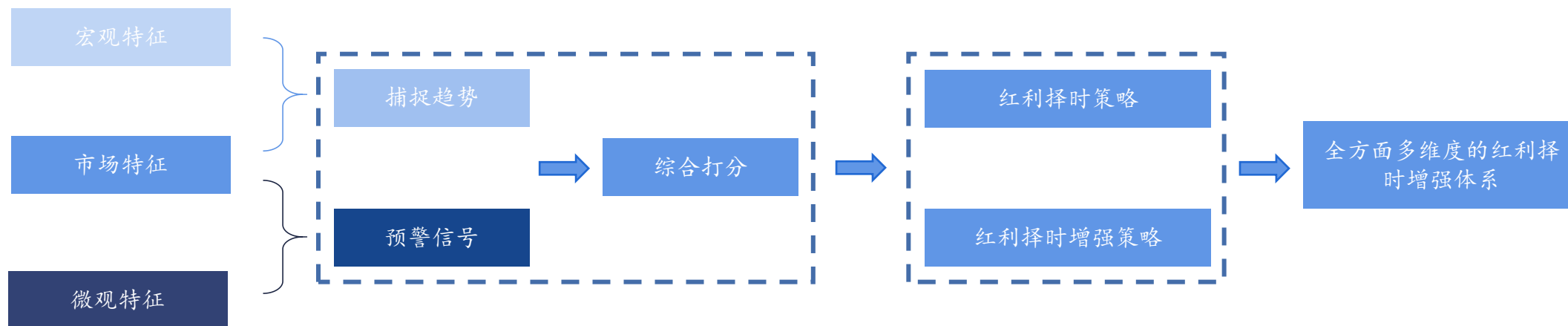
03.

红利择时增强方案

- 根据宏观、中观、微观的特征进行红利择时
- 当前截面给出更多的风险提示
- 择时结构推荐红利+质量的增强组合

根据宏观、市场、微观的特征捕捉趋势兼风险提示

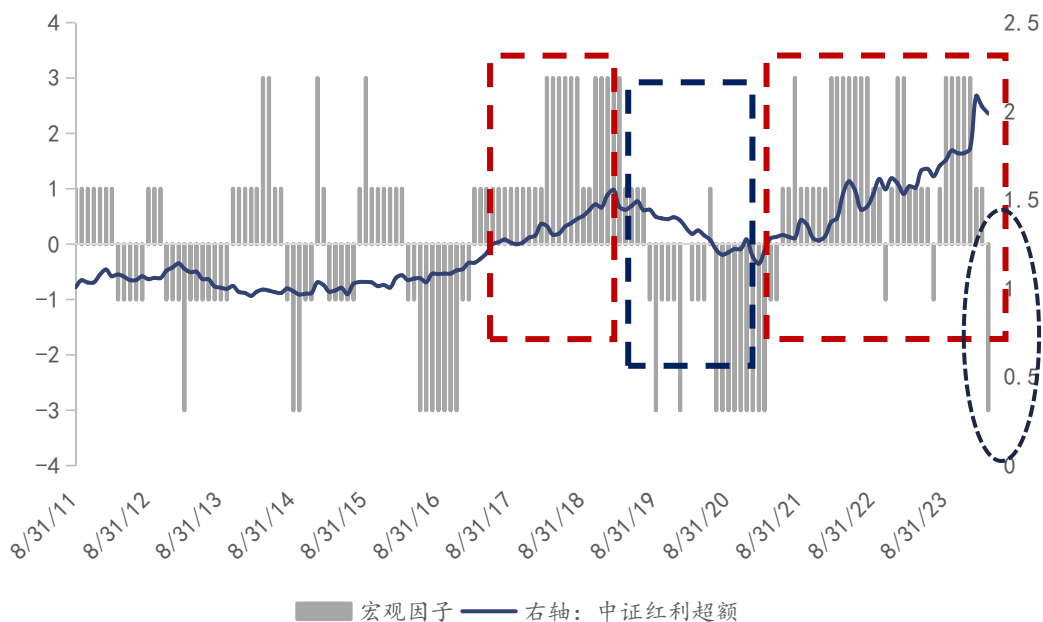
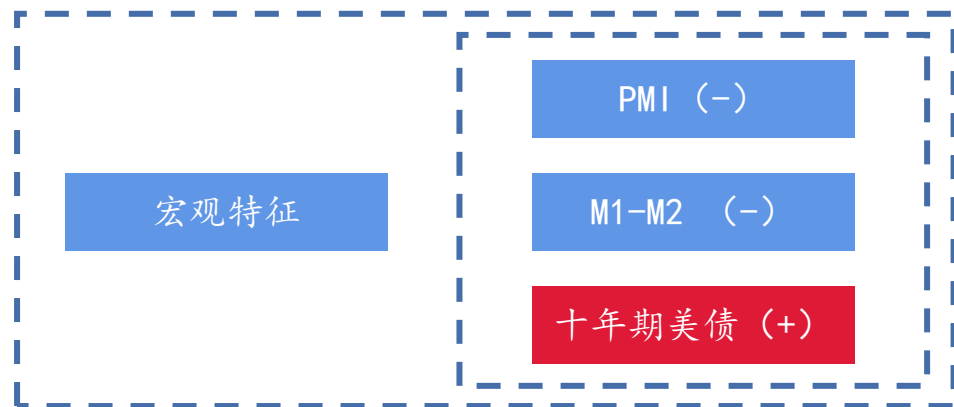
- 我们从宏观特征、市场特征和微观特征出发，得到抓住市场大趋势和捕捉预警信号大小两个视角，每月计算一个综合打分，并根据打分得到两类策略——红利择时策略和红利择时增强策略，构建出全方面多维度的红利择时体系。
- 其中，三类特征具体包括：（1）宏观特征：PMI、M1-M2、十年期美债，均刻画市场大趋势；（2）市场特征：红利成交占比、偏股基金红利持仓占比、行业景气度、股息率拆解。前两个因子刻画的是红利市场的拥挤度，即大趋势，后两个因子刻画的是预警信号；（3）微观特征：超额10日动量、20日波动和估值因子，均属于预警信号。
- 综合市场趋势和红利预警信号得到综合打分后，针对两种情况构建红利择时体系：（1）当市场利好红利时选择中证红利，不利好红利时选择中证全指，构建红利择时策略；（2）当市场利好红利时选择中证红利增强，不利好红利时选择红利质量增强，构建红利择时增强策略。



宏观指标出发做出多空判断

根据宏观指标打分，近期或为红利风格拐点

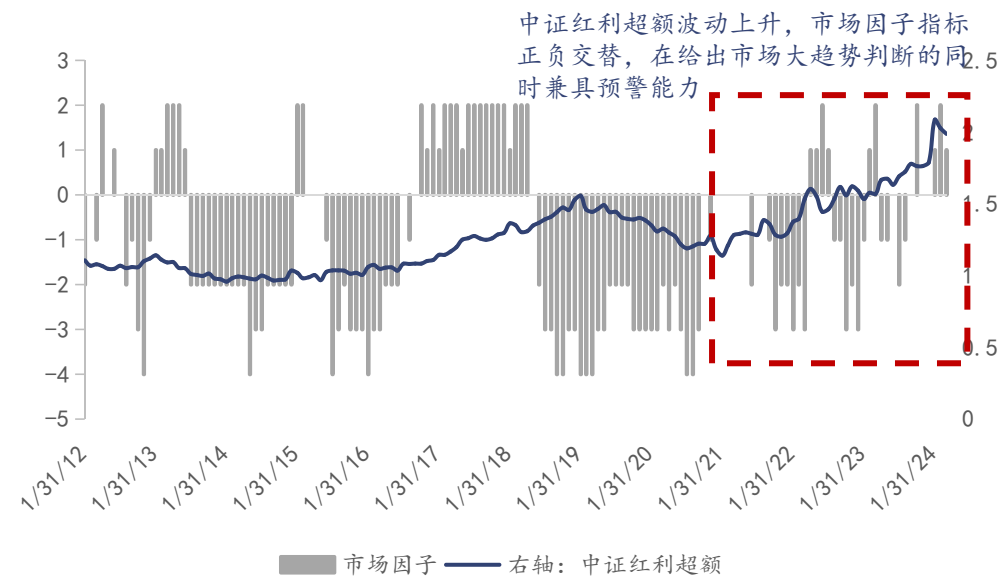
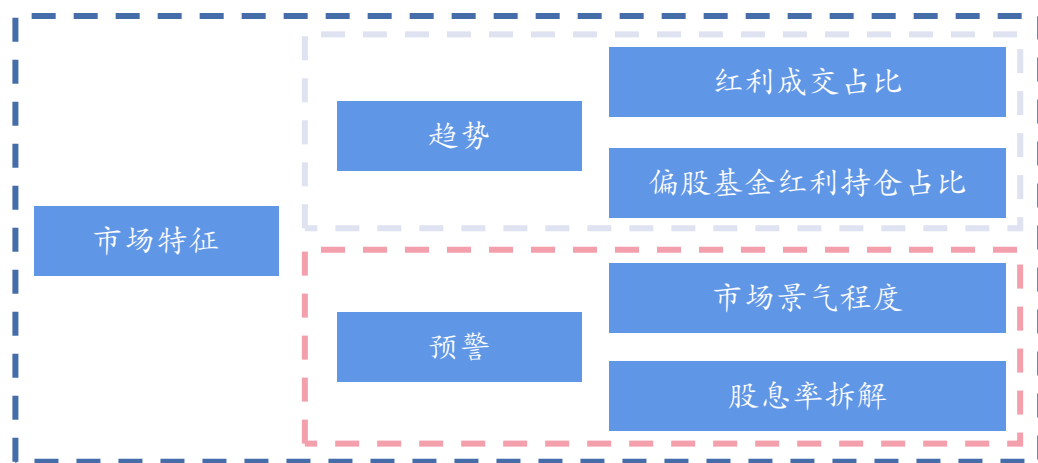
- 我们筛选出包括PMI、M1-M2以及十年期美债在内的三个有效的宏观特征指标，分别将其在滚动过去六个月的数据窗口内做比较作为趋势的判断，根据相关性方向贴上是否利于红利的标签。利于红利的标签为1，不利于红利的标签为-1。再将三个宏观特征因子打分加和并判断正负向，得到最终的宏观特征指标。右图为宏观因子打分与红利相对中证全指超额净值走势对比图，宏观打分模型可以大致捕捉到出红利利好和利空的区间。
- 将宏观特征标签与中证红利超额收益进行对比，可以大致划分为三个利好或不利好红利的区间：（1）2017年1月31日至2019年1月31日，红利超额上行，区间收益率为35.94%；（2）2019年1月31日至2021年1月31日，红利超额下行，区间收益率为-26.78%；（3）2021年1月31日至2024年3月31日，红利超额上行，区间收益率为74.42%。2017年之前中证红利相对于中证全指没有明显超额，因此不纳入区间划分。
- 基于2024年3月31日可得的宏观数据，宏观打分之数为-3，此前连续8个月宏观打分标签为1，近期或可能为红利风格拐点。



区间	区间收益率	是否利好红利
20170131至 20190131	35.94%	是
20190131至 20210131	-26.78%	否
20210131至今	74.42%	是

红利投资尚未明显拥挤，市场特征亦未触发预警

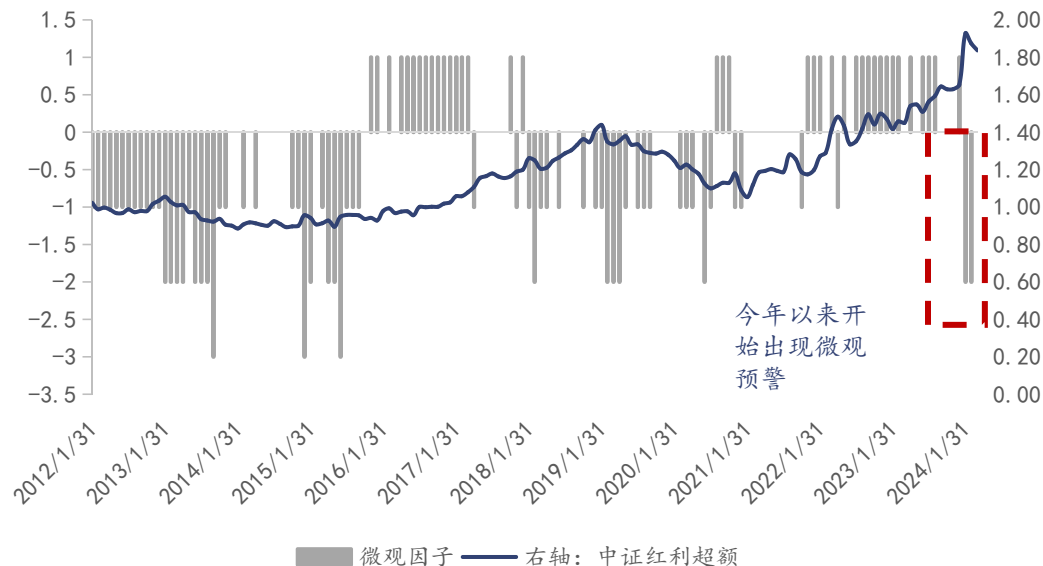
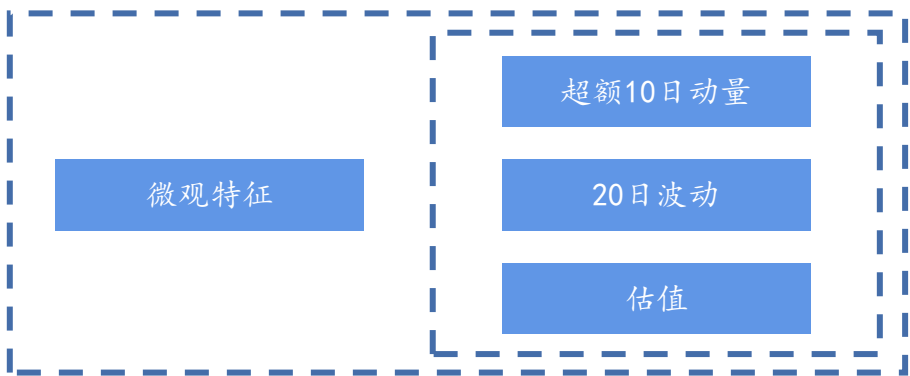
- 市场特征不仅可以刻画市场趋势，还可以给出一定的红利预警信号。其中，红利成交占比和偏股基金红利持仓占比均描述市场上红利类交易标的的拥挤程度，当市场上整体红利较为拥挤时，不利于继续投资红利；行业景气度和股息率拆解则属于预警信号。红利类资产属于避险资产，当行业景气度上升，则不利于避险资产的投资，二者为负相关关系；根据股息率拆解的气泡图可以看出，当股息率环比大于0，PE环比小于0且分红比例环比大于0时，次月超额收益大多为负，该区间可以给出一定的预警信号。与此相同逻辑的还有股息率环比小于0、PE环比大于0且分红比例环比大于0这一区间。
- 根据市场特征进行判断是否投资红利，全区的判断准确度为52%，2017年之后的判断准确度为53%；其中，超过70%的回撤月份均被准确预警。
- 当前红利两个拥挤度因子水平并非高位，也未发生明显的回调，趋势上仍认为利好红利风格。



红利资产的微观特征防范风险

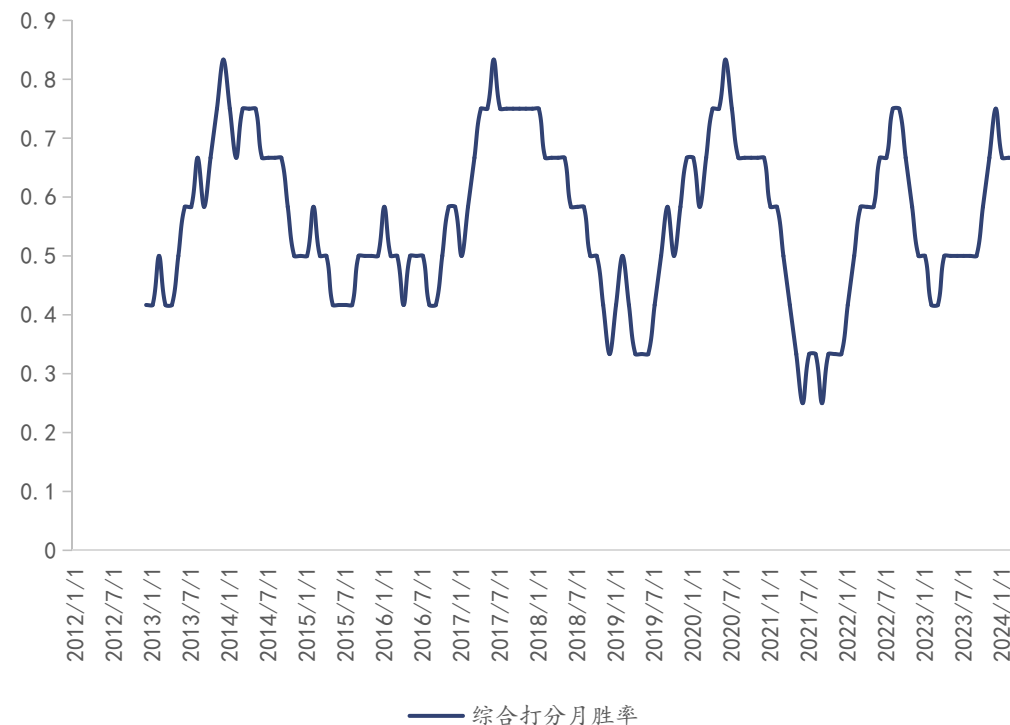
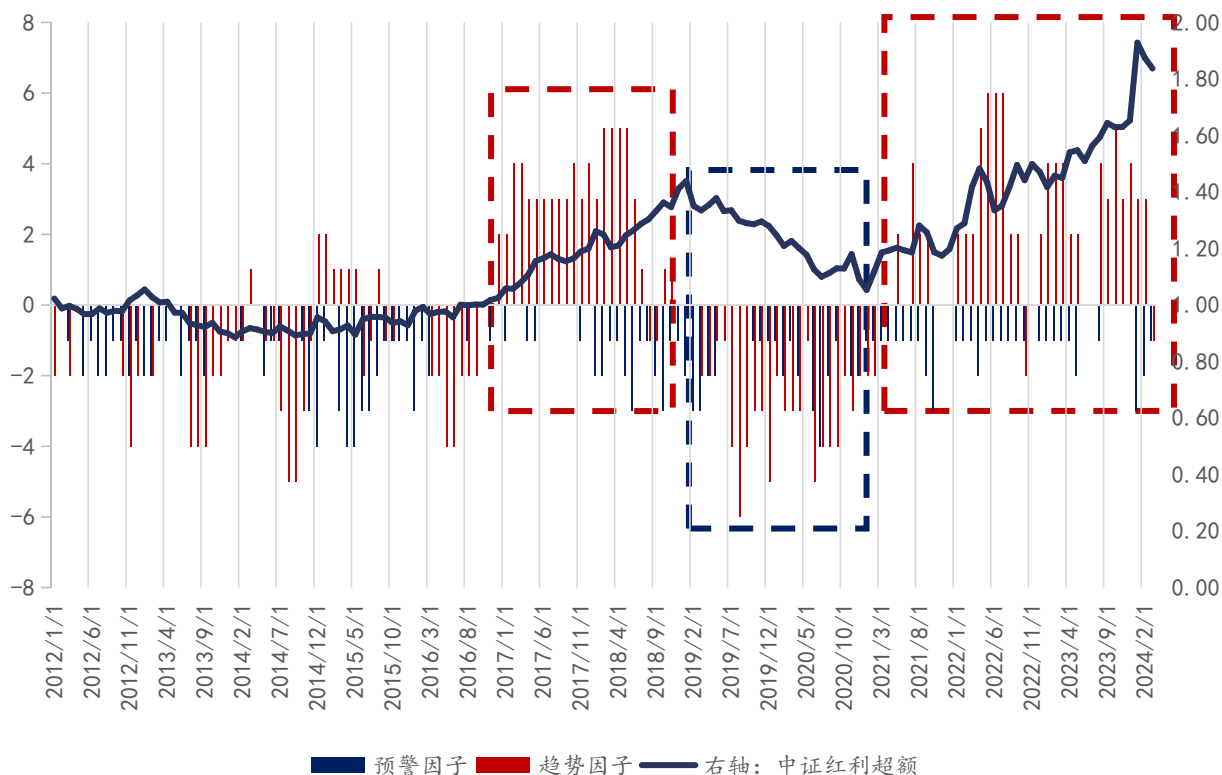
今年年初微观特征提示风险，距前一次预警时间较长

- 筛选出的微观特征包括超额10日动量因子、20日波动因子和估值因子，三者均刻画的是红利预警信号。三者的具体算法如下：（1）10日超额动量因子：当月中证红利成份股内该因子中位数小于-0.03或大于0.06的部分贴标签为-1，即不利于纯红利，其他的部分为标签0；（2）20日波动因子：滚动过去12个月，当月中证红利成份股内该因子在窗口期内均值百分位大于0.025、或75%分位数与25%分位数之差的百分位大于0.175的部分贴标签为-1，即不利于红利，其他的部分为标签0；（3）估值因子：当月中证红利成份股内该因子中位数小于0.8的部分贴标签为-1，即不利于红利；成份股因子中位数大于0.125的部分贴标签为1，即利于红利；其他的部分为标签0。
- 将三个因子的标签加和并判断方向为-1或0，得到微观特征因子。将当月因子值结合次月中证红利超额收益判断其预警准确性，在2012/1/31至2024/3/31内微观因子的判断准确性为63.73%，2017年之后的判断准确性为68.52%；其中，有67.57%的回撤阶段在上月末被准确预警。
- 2024年1月以来，红利成份股因子的微观特征上开始出现预警信号，微观数据信息已一年多未给出风险提示，再前一次的预警的时间为2022年4月。



三大类择时因子聚合得最终得择时标签

- 将宏观因子、市场因子、微观因子中属于趋势和预警的部分分别加和，可以得到趋势因子和趋势因子，结合中证红利超额可以发现：（1）2017-2019年：中证红利超额增长，趋势因子大多为正，说明该区间利好红利；在该区间的后半部分，预警因子逐渐增多且负向放大，在红利超额回撤期前给出了有效的预警信号。（2）2019-2021年：中证红利超额回撤，趋势因子和预警因子大多为负，该区间不利于投资纯红利。（3）2021至今：中证红利超额波动上升，大部分趋势因子为正，期间有部分弱预警信号，在该红利利好期内仍存在一定的风险。



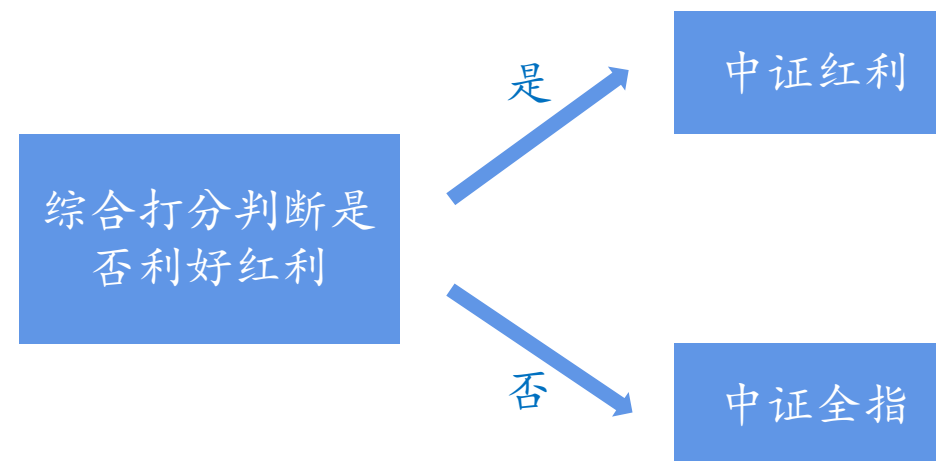
□ 当期趋势偏空，预警增加，对红利风格的观点偏空

- 基于2024年4月25日可得数据，宏观指标类要素和市场状态中市场景气程度截止于2024年3月31日，其余要素更新至2024年4月25日。
- 宏观数据大部分处于趋势拐点给出“-1”（利空红利）的标签，市场指标层面认为红利风格或可持续给出“1”（利好红利）的标签，微观层面相较上月给出更多的预警提示。
- 我们认为4月较2024年初环境处于从利好红利转向偏空的状态。

类别	指标名称	因子值	最新因子日期	因子前值	前值因子日期	最新标签 (20240425)	上期标签 (20240331)	
宏观指标	PMI	50.8	20240331	49.1	20240229	-1	-1	
	M1-M2	-7.2	20240412	-7.5	20240312	-1	-1	
	美债	2.28	20240425	1.88	20240331	-1	-1	
市场状态	中证红利成分成交占比	4.84%	20240425	3.75%	20240331	1	1	
	中证红利成分被重仓程度	4.98%	20240422	4.30%	20230131	1	1	
	市场股息率拆解标签	股息率上行	20240425	PE上行导致的股息率下行	20230131	0	-1	
	市场景气程度	33.33%	20240331	32.18%	20240229	0	0	
微观特征	估值	0.54	20240425	0.86	20240331	-1	0	
	超额动量	1.32%	20240425	1.82%	20240331	0	0	
	波动均值百分位	75.00%	20240425	75.00%	20240331	-4	0	
	波动离散程度百分位	66.67%	20240425	16.67%	20240331	-4	0	
						预警分数	-2	-1
						趋势分数	-1	-1
						综合打分	-1	0
						直接打分	-3	-2

根据综合择时体现持有中证红利

- 根据上述筛选出的宏观、市场和微观特征，计算得到每月末的综合打分并判断是否利好红利，利好红利则次月选择中证红利指数，不利好红利则次月选择中证全指，二者组合构建出红利择时策略。
- 该策略自2012/2/1至2024/4/3年化收益为11.65%，高于中证红利的11.31%和中证全指的5.86%，在不利好红利的阶段成功规避了部分风险。



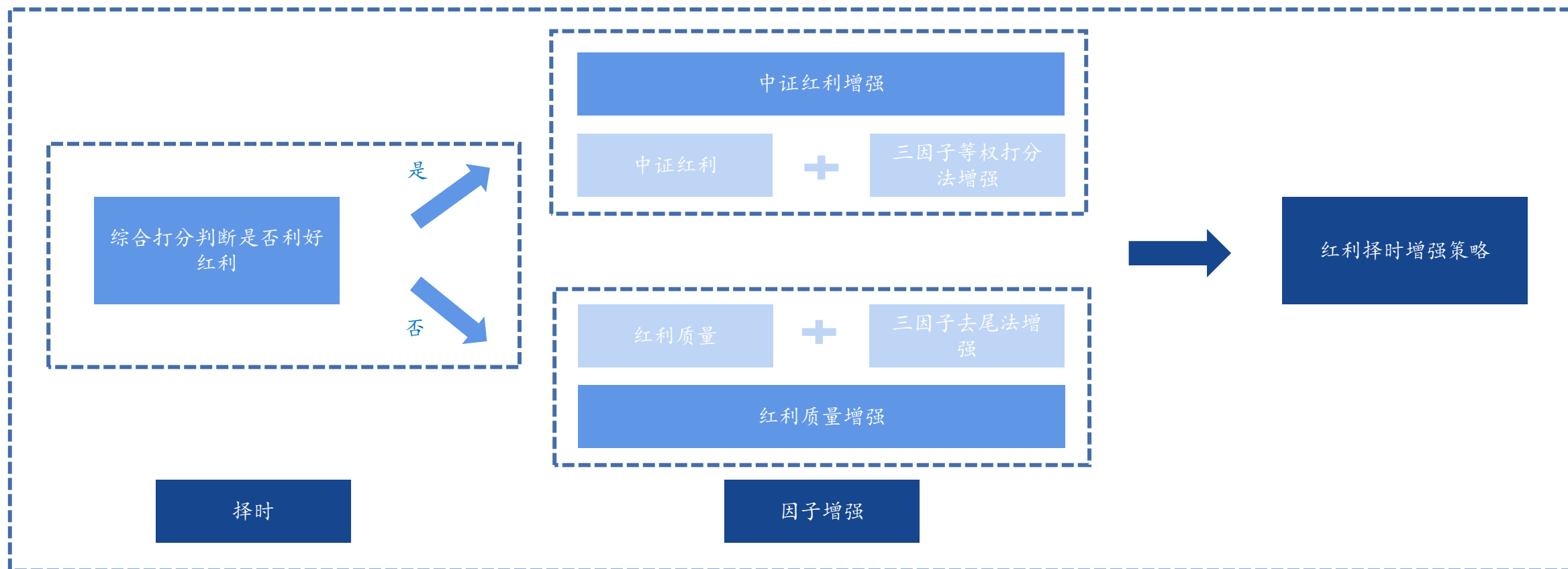
年化收益	择时净值	中证红利	中证全指
2012	4.72%	6.06%	4.72%
2013	7.10%	-6.74%	7.10%
2014	49.61%	59.06%	49.61%
2015	28.66%	30.72%	34.74%
2016	-7.71%	-4.41%	-13.62%
2017	21.92%	21.92%	3.77%
2018	-25.54%	-16.58%	-29.48%
2019	34.36%	21.44%	34.36%
2020	27.75%	8.43%	27.75%
2021	8.56%	18.76%	7.93%
2022	-4.30%	-0.38%	-19.49%
2023	6.56%	6.56%	-5.51%
2024	10.15%	10.15%	-1.54%
全区间	11.65%	11.31%	5.86%

夏普比率	择时净值	中证红利	中证全指
2012	0.25	0.35	0.25
2013	0.34	-0.29	0.34
2014	2.79	3.26	2.79
2015	0.70	0.73	0.86
2016	-0.33	-0.20	-0.53
2017	2.35	2.35	0.33
2018	-1.23	-0.86	-1.36
2019	1.64	1.21	1.64
2020	1.17	0.40	1.17
2021	0.49	1.15	0.49
2022	-0.21	-0.02	-0.93
2023	0.59	0.59	-0.42
2024	1.24	1.24	-0.13
全区间	0.53	0.53	0.26



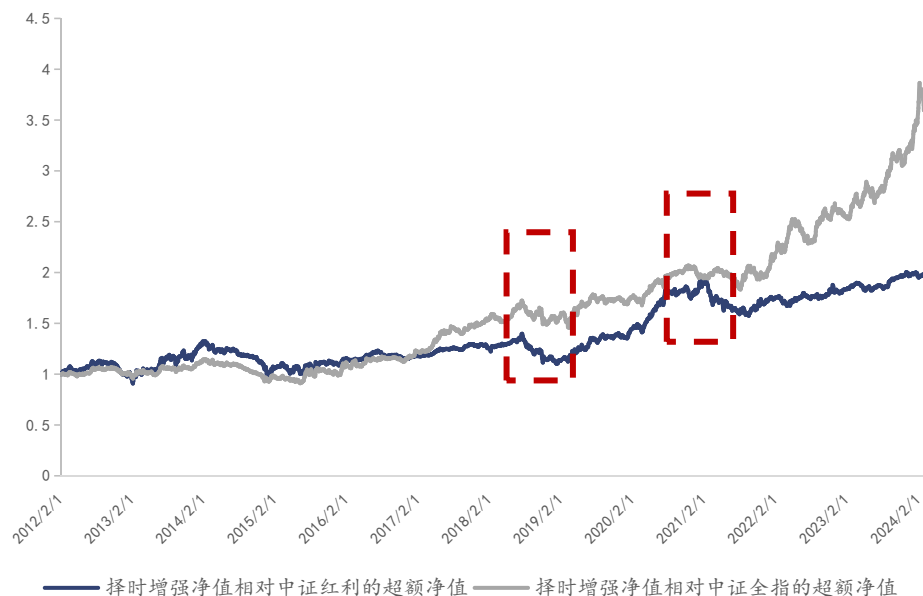
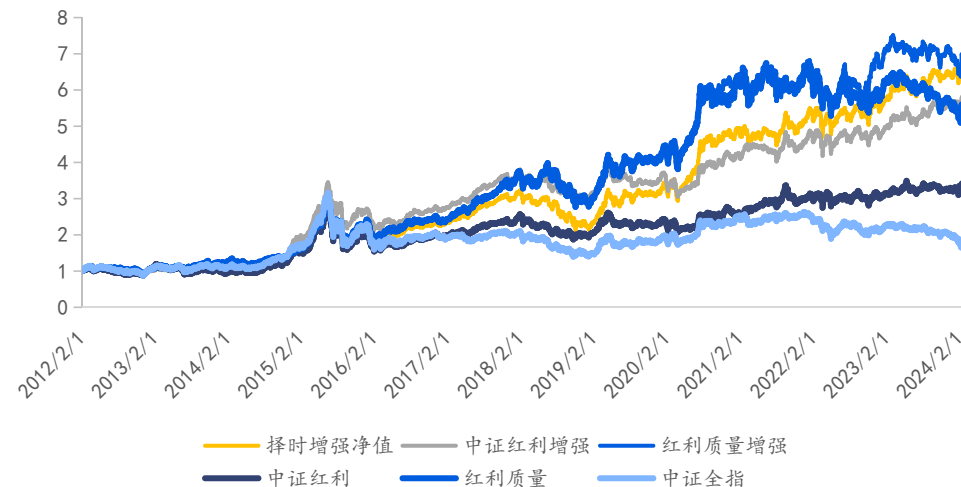
从择时和择股两方面共同驱动增强

- 我们将择时和增强两部分进行结合，构建红利择时增强策略。首先，根据综合打分判断次月是否利好红利或存在红利预警；其次，若利好红利，则在中证红利成份股内使用三因子等权的方法进行增强；若有红利预警，则在红利质量成份股内使用三因子去尾法增强；最后，将中证红利增强和红利质量增强根据综合打分判断择时进行结合，构建出红利择时增强策略。



择时与因子增强后的业绩绝对收益稳定性更高

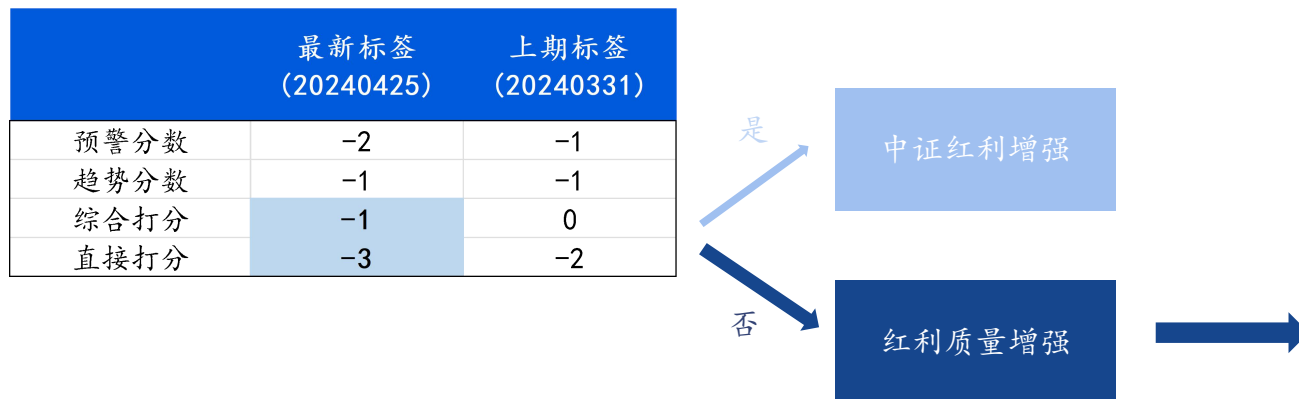
- 根据前述择时逻辑选择两类红利增强组合确定最终持仓，回测自2012年2月1日至2024年3月31日。
- 回测区间年绝对收益胜率较高，年胜率92.13%。相较中证全指超额年化11.38%，信息比率1.07，超额回撤主要发生在2018年7月至2019年3月和2020年11月至2021年8月。相较于中证红利全收益指数超额年化5.99%。



	年化收益	年化波动	夏普比率	最大回撤	卡玛比率	相对中证红利 超额	相对中证全指 超额
2012	5.24%	18.18%	0.29	21.42%	0.24	-0.78%	0.50%
2013	17.53%	19.65%	0.89	10.99%	1.60	26.02%	9.74%
2014	25.40%	19.32%	1.31	14.03%	1.81	-21.16%	-16.18%
2015	45.28%	38.70%	1.17	39.02%	1.16	11.14%	7.82%
2016	2.29%	20.60%	0.11	17.17%	0.13	7.01%	18.42%
2017	33.70%	9.34%	3.61	5.71%	5.91	9.66%	28.85%
2018	-26.60%	24.33%	-1.09	33.69%	-0.79	-12.01%	4.09%
2019	47.02%	21.87%	2.15	14.17%	3.32	21.06%	9.42%
2020	47.11%	23.57%	2.00	16.92%	2.78	35.68%	15.16%
2021	12.79%	16.06%	0.80	10.64%	1.20	-5.02%	4.50%
2022	3.63%	20.01%	0.18	14.32%	0.25	4.02%	28.71%
2023	16.93%	10.82%	1.56	8.79%	1.93	9.74%	23.76%
2024	8.54%	8.38%	1.02	6.00%	1.42	0.18%	11.34%
全区间	17.82%	21.58%	0.83	39.02%	0.46	5.99%	11.38%

□ 红利内关注质量要素或为更好的选择

- 根据2024年4月25日最新可得数据，预警分数有所上升，综合打分-1，规避纯红利而选择红利质量的增强组合。
- 当前截面红利质量增强组合选出26只股票等权持仓。持仓平均股息率2.99%，平均市值892.56亿元，在医药和食品饮料行业权重相对较高。



股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	所属行业	推荐权重	股息率 (%)
600887.SH	伊利股份	1776.14	食品饮料	3.85%	3.73
605009.SH	豪悦护理	60.49	轻工制造	3.85%	4.09
300888.SZ	稳健医疗	202.37	纺织服装	3.85%	3.94
603195.SH	公牛集团	920.52	家电	3.85%	2.15
603233.SH	大参林	243.03	医药	3.85%	2.34
000858.SZ	五粮液	5958.66	食品饮料	3.85%	2.46
603816.SH	顾家家居	303.03	轻工制造	3.85%	3.00
002737.SZ	葵花药业	160.13	医药	3.85%	3.65
600566.SH	济川药业	345.03	医药	3.85%	2.35
002978.SZ	安宁股份	129.80	有色金属	3.85%	3.09
002415.SZ	海康威视	3000.72	电子	3.85%	2.18
600971.SH	恒源煤电	147.48	煤炭	3.85%	8.14
600309.SH	万华化学	2599.71	基础化工	3.85%	1.93
603639.SH	海利尔	49.88	基础化工	3.85%	6.82
603198.SH	迎驾贡酒	523.52	食品饮料	3.85%	1.68
601225.SH	陕西煤业	2432.48	煤炭	3.85%	8.69
688016.SH	心脉医疗	152.03	医药	3.85%	1.09
300866.SZ	安克创新	314.09	电子	3.85%	1.55
002508.SZ	老板电器	227.01	家电	3.85%	4.16
300856.SZ	科思股份	132.37	基础化工	3.85%	1.28
600563.SH	法拉电子	222.48	电子	3.85%	1.82
603369.SH	今世缘	736.02	食品饮料	3.85%	1.24
601888.SH	中国中免	1750.13	消费者服务	3.85%	0.94
603833.SH	欧派家居	389.13	轻工制造	3.85%	2.76
000921.SZ	海信家电	383.89	家电	3.85%	1.70
688628.SH	优利德	46.54	机械	3.85%	0.90

注：数据统计日期为2024年3月31日

金融工程小组介绍

李杨，金融工程及金融产品首席分析师，8年证券投资、研究经验。复旦大学本科，曾先后就职于方正证券，银河基金，易方达基金。

熊晓湛，金融工程分析师，5年卖方金融工程工作经验，爱丁堡大学硕士，目前主要负责可转债、固收+策略、衍生品研究。

何欣洋，基金产品及财富管理分析师，约翰霍普金斯大学硕士，上海财经大学本科，5年工作经验，目前主要负责基金产品市场、资管市场及财富管理研究。

何佳玮，金融工程及金融产品分析师，哥伦比亚大学硕士，2年工作经验，目前主要参与资产配置、基金产品研究。

熊颖瑜，金融工程分析师，6年金融行业工作经验，中国人民大学本硕，目前主要负责量化资产配置、选股研究。

郑文睿，金融工程及金融产品分析师，帝国理工统计学硕士，4年工作经验，目前主要负责基金产品研究。

赵馨，金融工程研究助理，3年金融行业工作经验，马里兰大学硕士，目前主要负责量化资产配置等方面的研究。

蔡雯倩，金融工程及金融产品研究助理，上海财经大学硕士，目前主要负责可转债、固收+策略、衍生品研究。

许紫薇，基金产品研究助理，英国杜伦大学公司与国际金融专业，目前主要研究方向为基金产品市场。

分析师承诺

李杨，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 金融工程研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597