

华证“红利+”系列指数介绍

股票的估值方法一直以来都是金融从业人员的必修课，其中股利贴现模型（Dividend Discount Model，DDM）又是许多估值模型的基础，也是运用最为广泛的估值模型。

股利贴现模型的基本函数形式如下所示：

$$V = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

其中， V 为股票的内在价值， D_t 为股票第 t 期预计支付的股利， r 为贴现率。模型的形式很简单，与债券估值模型很相似，因此价值投资者也通常将股票视作一张永续债，其中贴现率一般受宏观环境影响。如此一来，股息就成为了最重要的基本面指标，这也是许多红利投资者唯一看重的指标。由于对未来分红 D_t 预期有差异，由此诞生了种类丰富的红利投资策略。

投资红利需要以红利资产作为标的，我们先来看四种具有不同股息特性的红利资产：

	分红特征	股息增长率	股息率
资产 A	每年稳定派息	0%左右	5%
资产 B	每年稳定派息	10%左右	3%
资产 C	派息不稳定	波动较大	6%
资产 D	成长期分红低，成熟期分红高且稳定	30%左右	1%

资产 A 以其稳定的股息分配政策和 5%的股息率，成为最典型的红利资产。这种资产为投资者提供了持续且可预测的现金流，类似于债券票息或房地产投资的租金收入，尤其适合追求稳定收益的投资者。

资产 B 不仅稳定派息，而且其股息 D_t 呈现每年 10%的稳定增长趋势，尽管其当前股息率仅为 3%。对于具有长期投资视角的投资者而言，资产 B 未来的股息增长可能带来更为丰厚的长期回报。

再来看资产 C，尽管其 6%的股息率在四支股票中最高，但股息支付的不稳定性使其对红利投资者吸引力较差。这类资产十分具有迷惑性，投资者往往在事

后才意识到自己买入的是这类型的资产，尤其容易与资产 B 混淆。

最后，资产 D 虽然当前股息率仅为 1%，但其所处的高成长行业以及良好的经营状况预示着未来股息持续提升的潜力巨大。资产 D 代表了一种潜在的高股息投资机会，反映到 DDM 中 D_t 表现为前低后高，投资者不仅可以期待未来的股息增长，还能从资产 D 的长期市值增长中获益。

我们很容易在股市里找到这四种类型的股票，如果持有时间足够长，也许都能够获得不错的回报。但股市里充满了不确定性，股票 A 可能会在未来变成股票 C，股票 B 有可能结束长期稳定分红增长，股票 C 可能随时出现亏损从而不分红，而股票 D 则有可能永远也无法实现市场对其成长性的期待。上述情况在投资股票时经常发生，但如果把投资标的从股票换成指数，个股风险就会大大降低。下面我们以[华证红利系列指数](#)为例，详细介绍各类红利指数特点和区别。

为方便读者理解，下文将资产 A 称为“稳定分红型”资产，资产 B 称为“红利增长型”资产，资产 C 称为“分红波动型”资产，资产 D 称为“红利潜力”资产。

一、第一类红利指数——收息资产

从资产指数化的难易程度来看，分红稳定型是最容易实现的，大多数红利指数都能够做到稳定分红的特性，5%左右的年化股息率是这类指数的标配，指数在个股层面的分散化特性又使得个别公司基本面恶化的风险几乎不会对投资者造成太大影响。投资这类指数可以获得非常稳定的股息回报，投资者可以将其作为**收息资产**进行配置。

这类指数在确定成分股时的一个显著特点是基于股息率来筛选股票。股息率的计算方法很简单：每股分红除以股票价格。这两个数据都相当容易获得，因此，如果仅仅依赖这一指标来排序和选择股票，那所有的红利指数也不会有太大的不同，我们也无需进行深入的研究分析，且市场可能也就不需要太多的红利指数。但事实上，这类红利指数不仅种类众多，而且收益也大相径庭。从各个指数的编制方案上看，有很多细节值得深入探讨，这些细节不仅关乎指数的收益特征，更是对投资者最为关注的指标——指数股息率，有着直接且重大的影响。

第一个细节是关于分红持续性和稳定性的。对于收息类投资者而言，能够持续稳定地每年获得股息现金流是其主要目的，因此在选择这类股票时，我们需要首先重点考察历史分红的持续性。以华证 A 股红利指数（代码：995006.SSI，以下简称华证 A 股红利）为例，在编制方案中就加入了“连续三年现金分红”的要求，从历史数据来看，“连续三年实施现金分红”的公司在未来一年继续分红的概率高达 90%。其他红利指数方案中也有类似的表述，都是为了避免选入过多历史上分红不稳定股票。

第二个细节是关于公司业绩的。通常情况下公司股利都是从上一年利润中拿一部分出来进行分派的，如果公司出现亏损，则有较大概率不分红，如果公司业绩大幅下滑，其派息力度大概率也会大幅减弱。因此华证 A 股红利对净利润为负或净利润同比下滑超过 50%的公司予以剔除，而我们也观察到其他红利指数大部分也都对公司业绩有或高或低的要求。

第三个细节是关于股息支付率。对于执行固定支付比例政策的公司，只要知道利润就能推算出分红，但仍有大量公司分红随机性较强，这些公司的股利可预测性较差，会导致指数有股息率下滑的风险，因此通常会对这类公司予以剔除。华证 A 股红利的选样方法中有这样一条：“选取过去三年股利支付率均值和过去一年股利支付率均大于 0 且小于 1 的股票”，就是为了达到上述目的。

第四个细节则是对股息率算法的改造。如果仅看近一年股息率，有较大概率选入大量的分红不稳定股票，而这些股票的入选是想要在未来稳定收息的投资者不愿意看到的。因此很多指数在编制方案中都对股息率这一核心选股指标做了改造，例如使用三年平均股息率、预期股息率等，华证 A 股红利就是采用三年平均股息率作为最终选股指标的。

第五个细节则是关于“价值陷阱”。从股息率公式可以看出这是一个估值指标，所有这类指标都会面临“价值陷阱”的困扰：即某些股票的低估值是由于股价持续性的大幅下跌导致的。这些股票的股价领先于基本面发生恶化，此时若当作价值股买入，很容易掉入股价和基本面螺旋下跌的陷阱，让投资者进退两难。对于“价值陷阱”，部分红利指数做了一些措施来规避，有的从基本面角度来排雷，也有根据股价表现来进行剔除的。

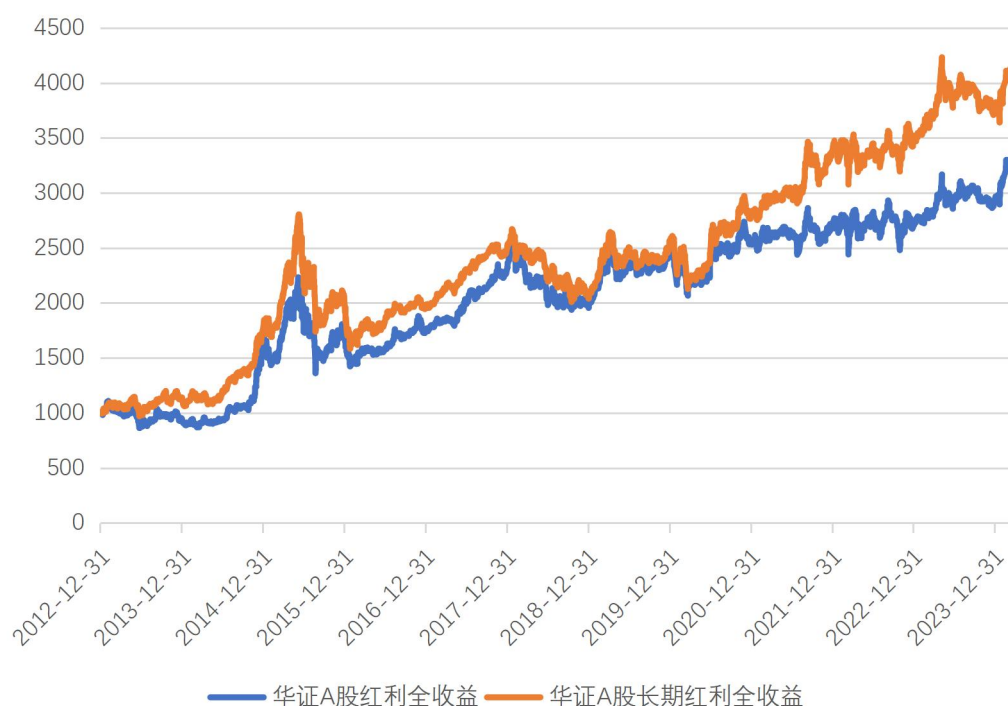
针对以上五个红利指数的细节，常见的红利指数都提供了各自的方案，在这些细节处理的不同也导致了最终结果的不同。

红利指数除了上述的基本细节外，还有许多改良版的指数，例如将分红持续性考察期从主流的三年扩展至十年甚至 25 年，在这期间公司会经历多个经济周期或商业周期，能够持续不断分红证明公司能够穿越周期和危机，是值得投资的好标的，华证 A 股长期红利指数（代码：995212.SSI，以下简称 A 股长期红利）就是考察十年期长期分红表现的指数。

除了 A 股的红利指数，还可以将视野拓展至港股市场，华证港股通高股息 50 指数（995203.SSI）和华证港股通高股息 100 指数（995205.SSI）是为投资者提供的港股高股息资产选项；华证沪深港红利 50 指数（995128.SSI）和沪深港红利 100 指数（995127.SSI）作为“A+H”跨市场的红利指数，为投资者提供了更为广泛的投资视野。针对跨市场的红利指数，除了上面提到的五个关键细节外，还需要考虑两地市场红利税政策的差异，并据此对股息率做出调整，以确保不同市场的投资标的能够在一个公平的基础上进行比较。

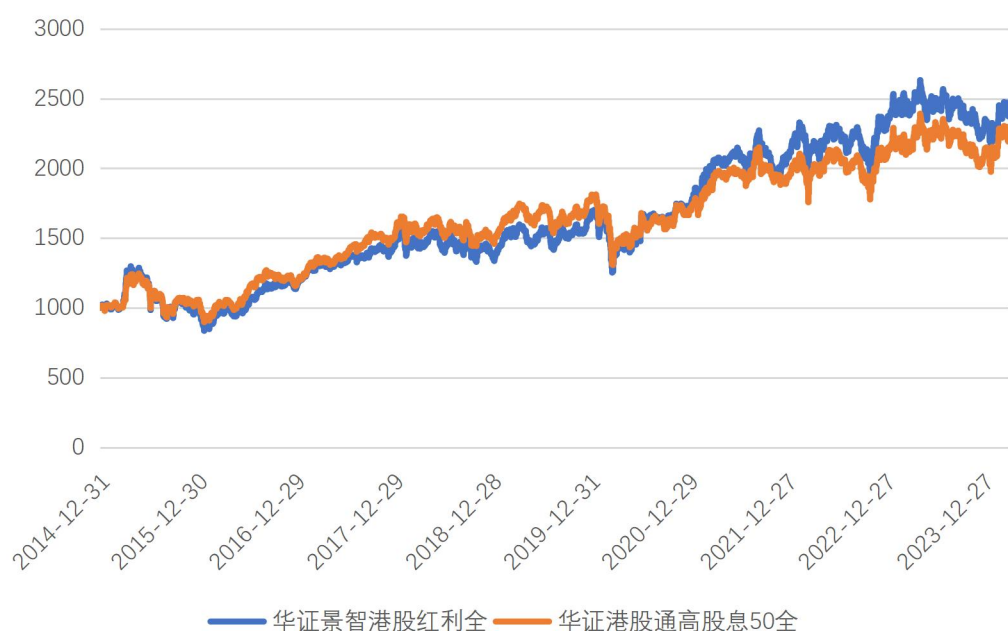
华证红利系列——收息类指数											
指数名称	指数代码	投资市场	资产类别	指数逻辑基础	股息率 (%)	年初至今收 益 (%)	年化收益率（不含股息，单位：%）				年化波动 率 (%)
							近一年	近三年	近五年	近十年	
华证景智港股通红利精选指数	993052.SSI	港股	收息资产	基本面	7.35	1.39	-7.40	-1.93	2.83	4.60	19.93
华证A股红利指数	995006.SSI	A股	收息资产	基本面	5.33	12.76	10.38	1.92	1.63	9.05	16.85
华证沪深港红利100指数	995127.SSI	沪深港	收息资产	基本面	6.24	4.74	-0.53	2.05	8.04	10.01	17.63
华证沪深港红利50指数	995128.SSI	沪深港	收息资产	基本面	7.39	4.33	1.62	5.30	10.17	11.05	17.98
华证港股通高股息50指数	995203.SSI	港股	收息资产	量化策略	9.69	1.74	-4.83	-3.04	-1.68	2.48	18.44
华证港股通高股息100指数	995205.SSI	港股	收息资产	基本面	9.24	-0.68	-7.92	-5.04	-2.69	1.61	18.68
华证A股长期红利指数	995212.SSI	A股	收息资产	基本面（十年）	5.41	8.31	5.72	5.73	5.42	9.57	16.42

图一：华证 A 股收息资产净值走势



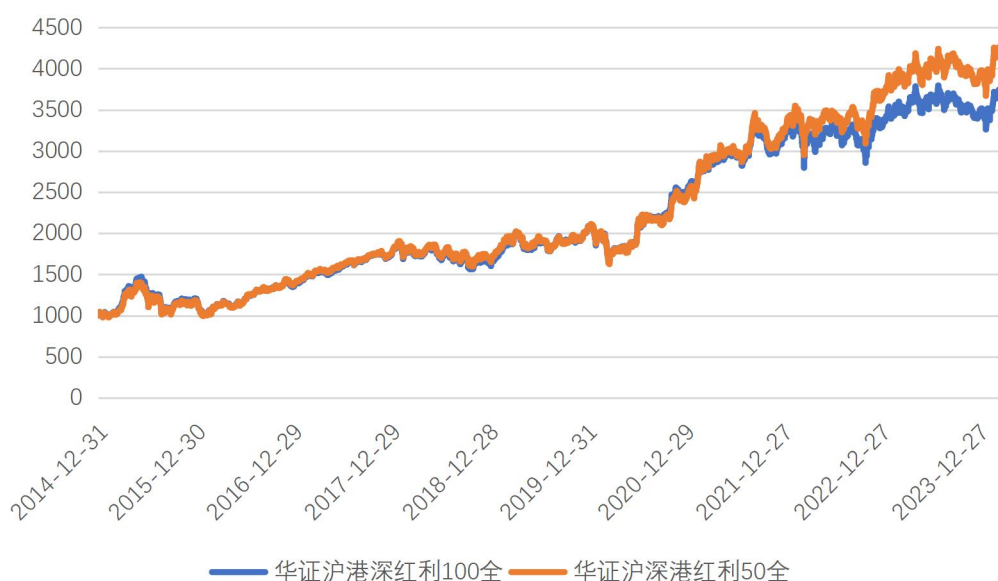
资料来源: wind, 华证指数

图二：华证港股收息资产净值走势



资料来源: wind, 华证指数

图三：华证沪港深收息资产净值走势



资料来源: wind, 华证指数

二、第二类红利指数——红利增长资产

我们很容易发现,无论第一类红利指数围绕股息率做了多少工作,最终得到的结果都有着相同的 **Beta**,整体收益差距并不大,因为其核心选股指标都只有一个——股息率。对于收息型投资者来说,第一类红利指数已经足够满足需求,但对于追求长期资本稳定增值的长期投资者来说,红利增长型资产才是最符合要求的,仅仅只有红利指数的 **Beta** 对于他们来说远远不够,还需要更多的因子来强化红利 **Beta**。

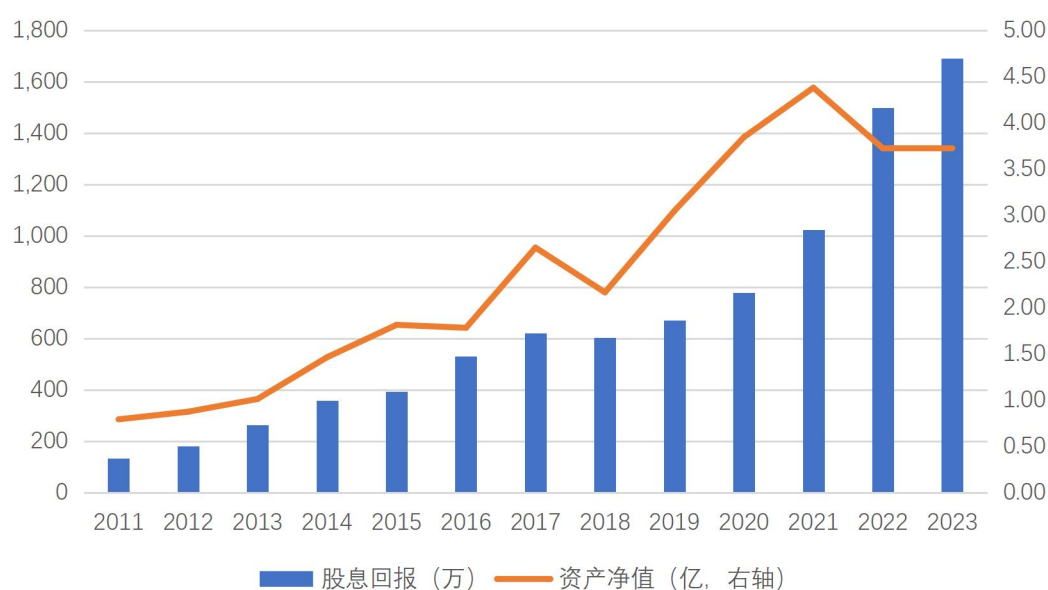
要构建这样的指数资产,除了可以采用类似第一类红利指数的编制逻辑,即选择大量红利增长型股票并期盼这些股票能最大概率的延续其分红表现,还可以运用第二种方法,即采用多因子量化选股策略拟合出一个与红利增长型股票特征相仿的资产组合。这两种方法在逻辑上存在根本差异:第一种方法依赖于公司基本面能够延续的概率,第二种方法依赖于量化模型能够延续有效性的概率。

2.1 华证龙头红利 50 指数

华证龙头红利 50 指数 (代码: 995082.SSI, 以下简称龙头红利 50) 是采用第一种方法构建的指数。首先龙头红利 50 将选股范围缩小为细分行业龙头,行业龙头整体来看具有更好的分红条件;其次进行一系列基于第一节提到的红利指

数五大细节的剔除；最后选择财务质量得分最高的高股息股票作为样本。从指数最终呈现的结果来看，假如投资者在指数基期（2010 年 12 月 31 日）投资 1 亿元人民币买入指数，获得的股息存入账户不进行再投资，最终每年获得的股息回报以及年终指数资产净值如图一所示，股息回报仅 2018 年出现小幅下滑，整体股息回报年化增长率达到 23.63%，完全符合红利增长型资产的特性。此外，指数资产净值的年化收益率（10.66%）也远远高于一般收息资产，逐年增长的收息基础（资产净值）也促进了股息回报的增长，形成良性循环。

图四：龙头红利 50 股息回报和资产净值



资料来源：wind，华证指数

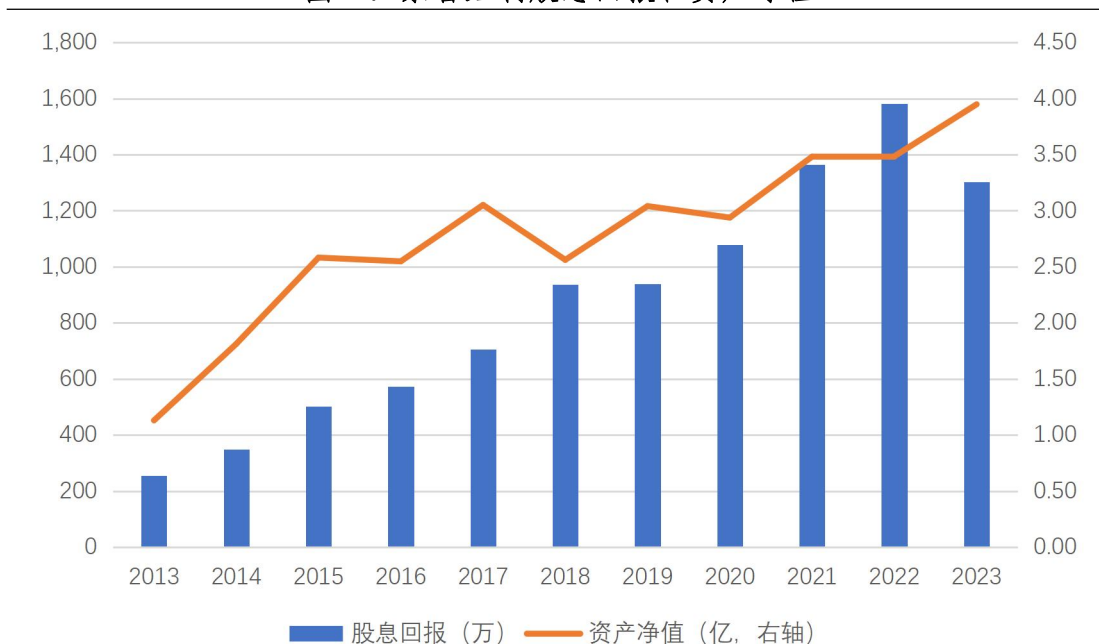
龙头红利 50除了可以作为收息资产以外，更好的投资方式是将红利进行再投资，这样一来到 2023 年末资产净值将达到 5.6 亿，整体回报高于上文提到的投资方式（股息回报和资产净值总和 4.6 亿，未考虑利率），这也是红利增长型资产的好处，能够实现长期复利效应，长期持有的回报优于稳定红利资产。当然指数也会面临一定的基本面风险，因此适合风险偏好较高的长期投资者。

2.2 华证景智红利策略指数

华证景智红利策略指数（代码：993051.SSI，以下简称景智红利）是采用第二种方法构建的指数，属于红利 Smart Beta 指数，核心逻辑是市场上最常见的“红利低波”组合。**景智红利**在“红利低波”的基础上又增加了两个增强因子，分别

是标准化预期外盈利（Standardized Unexpected Earnings, SUE）因子和 Alpha 动量（过去两年股票相较华证 A 指的加权复合超额收益）因子。从最终呈现的结果来看，长期持有指数也能达到类似龙头红利 50 的效果，股息回报仅在 2023 年出现下滑，整体股息回报年化增长率达到 17.66%，略低于龙头红利 50，但指数资产的年化收益（13.30%）优于龙头红利 50，总体回报二者基本打平。

图五：景智红利股息回报和资产净值



资料来源：wind，华证指数

“红利低波”是 Smart Beta 指数中少有的“叫好又叫座”的品种，其直接原因在于指数长期收益稳定、波动小，在市场表现不佳时异军突起成功吸引了投资者的注意，但其内在的深层次原因更值得探讨。对于 Smart Beta 指数而言，两个以上的因子组合并不是简单的拿单因子进行排列组合拼在一起就能够成功实现超额收益，更多的要考虑因子之间的联动性。红利与其他因子组合在一起时，红利特征经常会被大大稀释，难以识别，投资者买入名称中带“红利”二字的 Smart Beta 指数后会发现其走势与红利标杆指数大相径庭，有一种“上当受骗”的感觉，而红利低波的组合不仅没有稀释红利特征，反而对其有所增强。红利资产的特征是持股结构比较稳定，大部分投资者将其作为收息资产长期配置，市场活跃资金参与较少，因此波动性相对较低，红利低波相当于在红利资产中进行了一次波动筛选，将一些高波动的伪高分红股票剔除，保留了更多优质高分红股票。另外，股票价格波动的突然放大，也在一定程度上预示公司基本面可能发生变化，如果

是向好的变化带来股价大幅上升，对于红利投资者来说其短期价格收益已经远超股息收益，可以及时卖出锁定利润继续寻找下一个高分红股票；如果是基本面恶化，及时剔除更是避免了踩雷的风险，这样一来无论发生何种变化，季度调样的红利低波指数均能够完成及时调整。

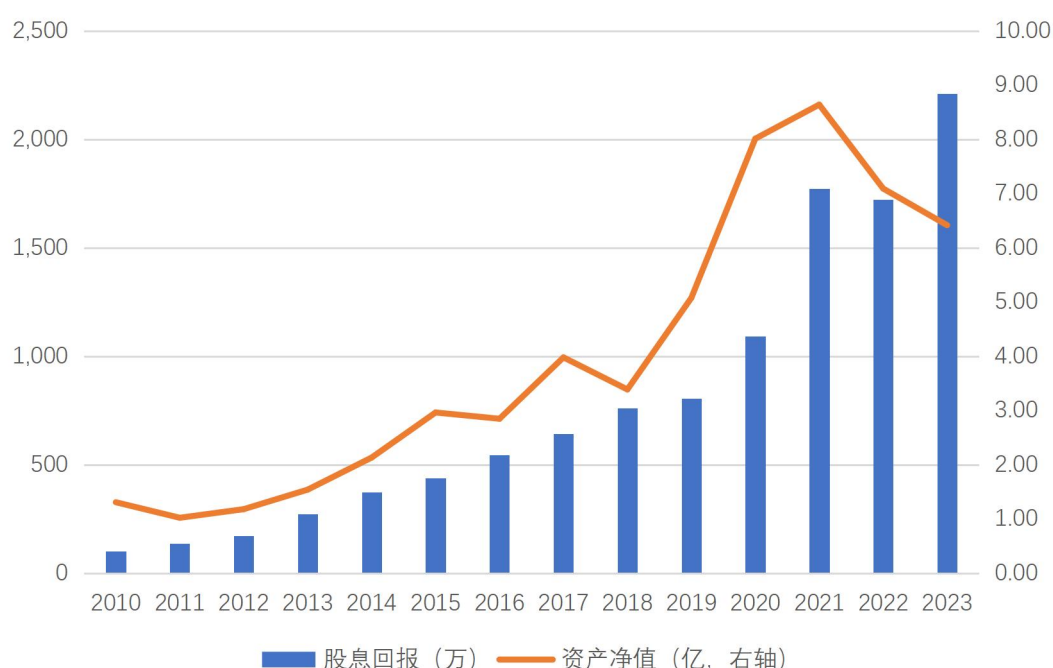
三、第三类红利指数——红利潜力资产

第三类红利指数较为特殊，其目的是选出红利潜力型公司，这类公司的特性是初期股息率很低，但公司成长较快，行业竞争格局较好，未来进入成熟期后有较强的现金流和分红能力，届时分红将大幅提升，成为稳定分红型公司。对于这类资产，长期持有不但能享受到公司成长带来的市值增长，还能在未来享受到稳定的股息回报，巴菲特有众多经典投资案例属于该类型。

在将这类资产指数化时会面临一个问题，由于指数是规则化定期调样，按照红利潜力特征选择的成分股会在其成长为稳定分红型公司后被调出，这也是目前这类指数存在的问题——名义上是红利指数，但实际上是质量成长风格，红利属性并不突出。而采用拟合红利潜力型资产的方式构建指数，则又会面临指数风格动态变化的问题。由于指数投资者可能在任意时点买入指数，那么不同时期所买入的指数的风格就可能无法达成统一，这就会导致此类指数的定位十分模糊，早期进入的投资者可能买到的确实是红利潜力资产，但后期进入的投资者很可能买到的就只是普通的红利指数，与收息资产无异。

华证 A 股龙头精选指数（代码：995028.SSI，以下简称龙头精选）提供了一种解决方案，分别选择仍处于成长期的内生增长型股票和已经处于成熟期的高股息高质量股票，然后将这两个样本池合并起来形成带有宽基特征的红利潜力指数，投资者在任意时点买入指数，都将获得半仓红利潜力资产和半仓稳定分红资产或红利增长资产。而从指数总体表现出的特征来看，也是兼具成长性和高股息特性，同样从基期开始投资，股息留存不进行再投资，年化收益达到 14.20%，股息年化增长则达到了 26.89%。虽然指数名称里并没有红利二字，但**龙头精选**按照股利再投资计算的全收益指数股息率也达到了 3.38%，高于一般宽基指数。从成分股来看，原本属于红利潜力型的股票在进入成熟期后会以稳定分红型股票的身份进入指数，而新的红利潜力型股票也会补入，使得指数风格保持动态平衡。

图六：龙头精选股息回报和资产净值



资料来源：wind，华证指数

华证红利系列——红利增长、红利潜力类指数												
指数名称	指数代码	投资市场	资产类别	指数逻辑基础	股息率 (%)	年初至今收益 (%)	年化收益率 (不含股息, 单位: %)				年化波动率 (%)	
							近一年	近三年	近五年	近十年		
华证红利策略指数	993051.SSI	A股	红利增长资产	量化策略	4.87	7.87	12.64	9.89	6.65	14.48	15.98	
华证红利ESG指数	995009.SSI	A股	红利增长资产	基本面	4.80	9.49	-0.63	-5.80	-0.14	10.76	18.13	
华证龙头红利50指数	995082.SSI	A股	红利增长资产	基本面	5.66	10.60	4.06	0.09	9.53	15.98	17.89	
华证A股长期回报优选指数	995115.SSI	A股	红利增长资产	基本面	5.18	10.11	1.83	0.30	5.53	12.93	17.49	
华证A股龙头精选指数	995028.SSI	A股	红利潜力资产	基本面	3.38	5.62	-8.45	-6.27	9.16	16.80	18.81	

总结

在选择红利指数时，首先要明确需要什么类型的红利资产，稳定分红型适合只想收息的低风偏长期投资者，红利增长型适合有一定风险承受能力的长期投资者，而红利潜力型则适合对市场比较乐观的高风偏投资者，在成长和红利之间更偏好成长。其次是指数的编制逻辑，相信基本面延续性更好的投资者可以选择基于资产特征选股的指数，相信量化模型延续性更好的投资者可以选择基于量化回溯构建的指数。我们也会持续研究新的方法、新的指数逻辑不断完善华证红利指数体系，为市场提供更多选择。