

穿越牛熊

——高股息策略的战略价值

核心观点

当前的 A 股处于“高股息策略”大发展的战略机遇期。宏观环境、市场趋势、股息水平和政策导向，都表明当前“高股息策略”具有长期配置的战略价值。我们对去年提出的高股息精选策略提出了三种改进思路，能够较好提升高股息策略表现，在港股高股息投资中同样能够获得较好表现。

高股息策略再思考：从避险防御到长牛策略

投资者往往更多关注高股息策略在市场预期转弱、单边下跌或者震荡时的防御价值，重视其“避风港”属性。事实上，在经济增速降档、长期利率下行的环境下，高股息策略正在展现出长期配置的战略价值。第一，在“增速降档，利率下行”环境下，高股息策略正在展现出战略价值。第二，低利率环境下，投资者对于高股息策略配置需求有望逐步增长。第三，在全球政经不确定性上升的当下，指数波动加剧，高股息策略能通过股利分红低位买入，摊低持有成本。我们认为，当前的 A 股处于“高股息策略”大发展的战略机遇期。宏观环境、市场趋势、股息水平和政策导向，都表明当前“高股息策略”具有长期配置的战略价值。

优中选优：高股息策略的三种改进思路

对去年的“高股息精选策略”进行改进。第一种改进思路是在原有策略的基础上，提高选股调仓频率。回测结果表明，每半年一次调仓能够较好提升组合表现，避免了在下半年的明显跑输。第二种改进思路，筛选标的股价波动率后，高股息低波动组合表现较好。2017 年以来，组合累计收益率达 109.94%，年化夏普比率达 0.57。第三种改进思路，筛选标的近三年 ROE 标准差后，我们构建的高股息优质组合表现进一步提升。2017 年年初以来累计收益率高达 187.55%，年化收益率 17.41%，远超其他可比指数。

高股息策略在港股的应用

港股市场也是众多长期投资资金进行高股息策略投资的重点方向。这是由于港股市场股息率长期以来维持较高水平，且明显超过 A 股市场，堪称“股息率高地”。我们构建港股高股息优质组合，去年年初以来组合累计收益达到 10.59%，大幅跑赢恒生指数 R 和恒生高股息率 R 在市场下跌中表现稳健。最大回撤控制在 30%以内，年化夏普比率为 0.17。

风险提示：模型基于历史数据、国内经济下行超预期的风险、美国经济和通胀超预期

投资策略

陈果

chenguodcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120006

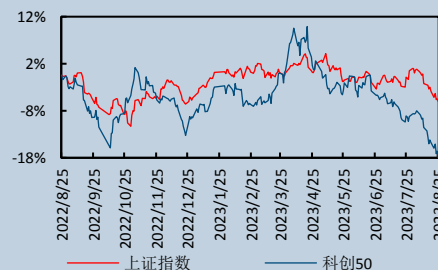
夏凡捷

xiafanjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120005

发布日期： 2023 年 08 月 25 日

上证指数走势图



深证成指走势图

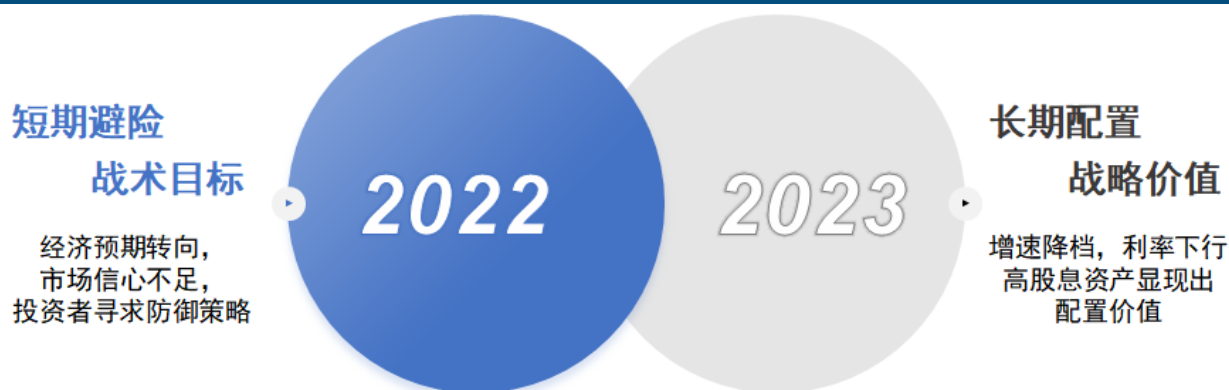


目录

高股息策略再思考：从避险防御到长牛策略	1
市场波动的“避风港”	1
高股息策略再思考	2
为什么当前 A 股适合高股息策略投资？	6
优中选优：高股息策略的三种改进思路	8
高股息精选组合：策略构建与实战检验	8
第一种改进思路：高股息精选组合-每半年调仓	9
第二种改进思路：高股息低波动组合	10
第三种改进思路：高股息优质组合	13
高股息策略在港股的应用	15
港股市场：股息率高地	15
港股高股息的影响因素	15
港股股利投资的税收机制	16
港股高股息优质组合表现	17
风险分析	19

写在前面的话：去年 2 月，我们推出策略专题《重估避风港——高股息策略的战术机会》，当时的一大背景是：经济预期转向，市场信心不足，高股息板块防御价值彰显，属于短期避险战术机会。在去年 A 股市场下跌中，我们的高股息精选组合大幅跑赢沪深 300，较好实现了短期避险的战术目标。今年以来，越来越多的投资者开始关注高股息策略的后续机会。我们认为，当前宏观经济和 A 股市场的背景与去年已经明显不同，在短期避险的战术机会之外，经济增速降档、长期利率下行的环境下，高股息策略正在展现出长期配置的战略价值。

图 1：进入 2023 年，高股息策略长期配置价值显现



数据来源：中信建投证券

高股息策略再思考：从避险防御到长牛策略

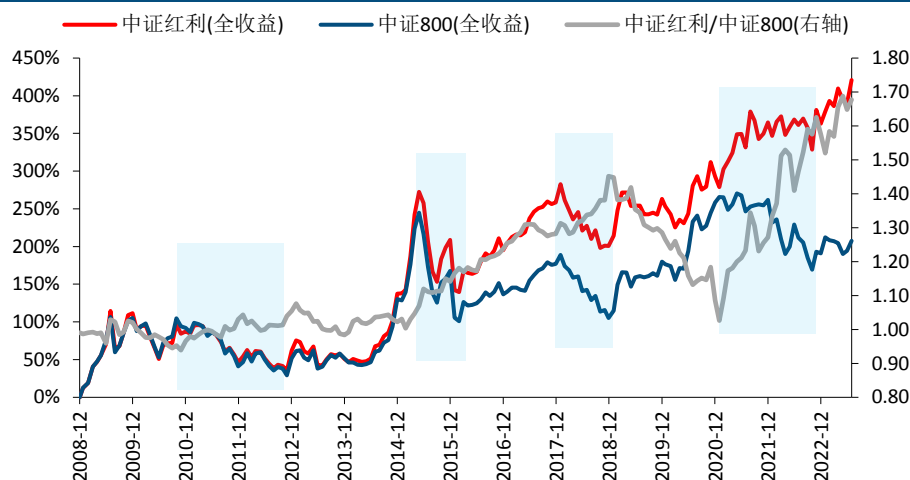
市场波动的“避风港”

去年 2 月发布的策略专题《重估避风港——高股息策略的战术机会》中，我们指出：在理论层面，根据股利贴现模型，股票价格与股票红利成正比。高股息带来的高额再投资收益，是其高股息策略长期有效的基础。

在实践中，投资者往往更多关注高股息策略在市场预期转弱、单边下跌或者震荡时的防御价值，重视其“避风港”属性。由于高股息公司特有的财务表现优异、现金流充沛、盈利能力稳健等一系列特点，且此类标的大多为市值较大，股价波动幅度较小的银行股、公用事业股、周期资源股龙头等，因此当整个市场经历不可预期的恐慌或危机而表现疲软时，高股息策略防御属性显现，突显出“熊市抗跌”的特性，同时还能获得可观的分红收益。

因此无论是在经济基本面出现恶化导致市场整体长期阴跌（2011-2012 年、2018 年、2022 年），还是市场估值较高出现中期维度的持续调整（2015 年下半年、2021 年）的情况下，中证红利指数都跑赢中证 800 指数，在市场弱势期中，高股息策略防御属性强，依旧可以为投资者带来稳定的盈利和分红。这也是我们去年年初关注高股息策略的核心原因。

图 2：进入 2023 年高股息策略长期配置价值显现



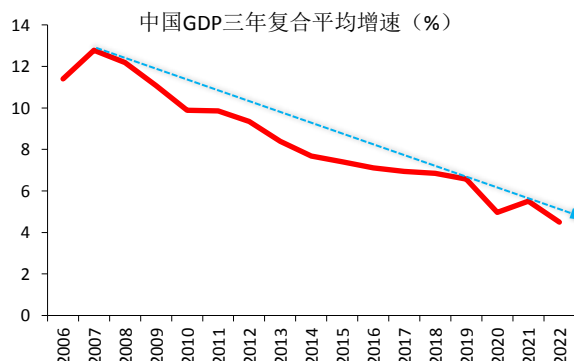
数据来源：Wind，中信建投证券

高股息策略再思考

今年以来，越来越多的投资者开始关注高股息策略的后续机会。我们认为，当前宏观经济和 A 股市场的背景与去年已经明显不同，在短期避险的战术机会之外，经济增速降档、长期利率下行的环境下，高股息策略正在展现出长期配置的战略价值。

第一，宏观经济形势与过去不同，经济增速降档、长期利率下行已经较为明确。参考东亚经济体经济发展和转型历史，经济高速增长后会进入转型阶段，潜在产出水平会逐步下降，表现为经济增速降档的特征。该趋势在 2007 年以来已经较为明显，根据 2021 年人民银行调查统计司工作论文《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》的预测，2021-2025 年我国潜在产出增速将不断下滑。事实上，2020 年后受到疫情冲击影响，我国经济增速在一些时期未能达到潜在产出水平。今年两会将经济增长目标定为“5%左右”，相比 2021 年预测的潜在产出水平，已有明显下调。

图 3：中国经济潜在增速趋势性下滑



数据来源：Wind，中信建投证券

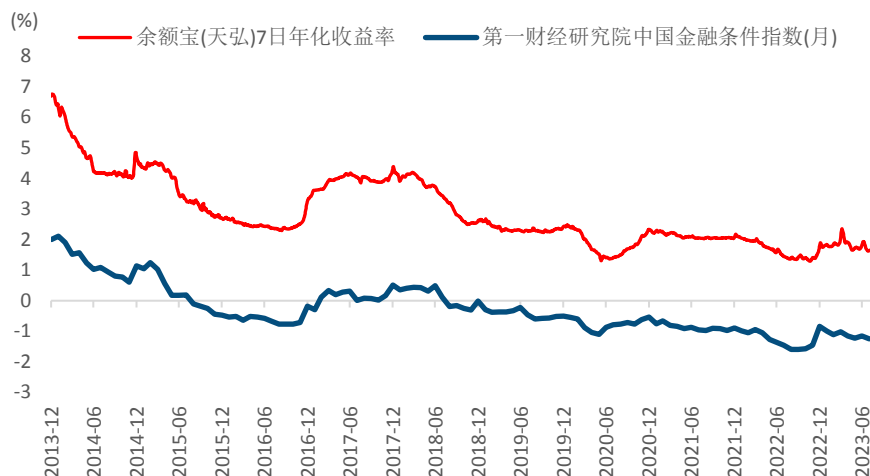
图 4：2021-2025 年我国潜在产出增速预测情况（2021 年预测）

		各要素拉动（百分点）				潜在产出增速（%）
		固定资本	劳动力		TFP	
			质量	数量		
预测	2021	3.6	0.5	-0.1	1.7	5.7
	2022	3.6	0.5	-0.1	1.7	5.5
	2023	3.5	0.5	-0.2	1.8	5.5
	2024	3.4	0.6	-0.2	1.8	5.3
	2025	3.1	0.6	-0.3	1.7	5.1

数据来源：人民银行调查统计司

另一方面，随着经济增速的降档，我国利率水平也不断走低，疫情以来一直处于较低水平。今年 6 月、8 月央行两次降息，金融条件持续宽松，理财产品预期收益率同样非常低迷。在经济增速降档、长期利率下行的大背景下，我们认为“高成长、高股息、高回购”的权益资产因其稀缺性有望获得资金青睐。

图 5：利率水平处于低位，金融条件持续宽松



数据来源：Wind，中信建投证券

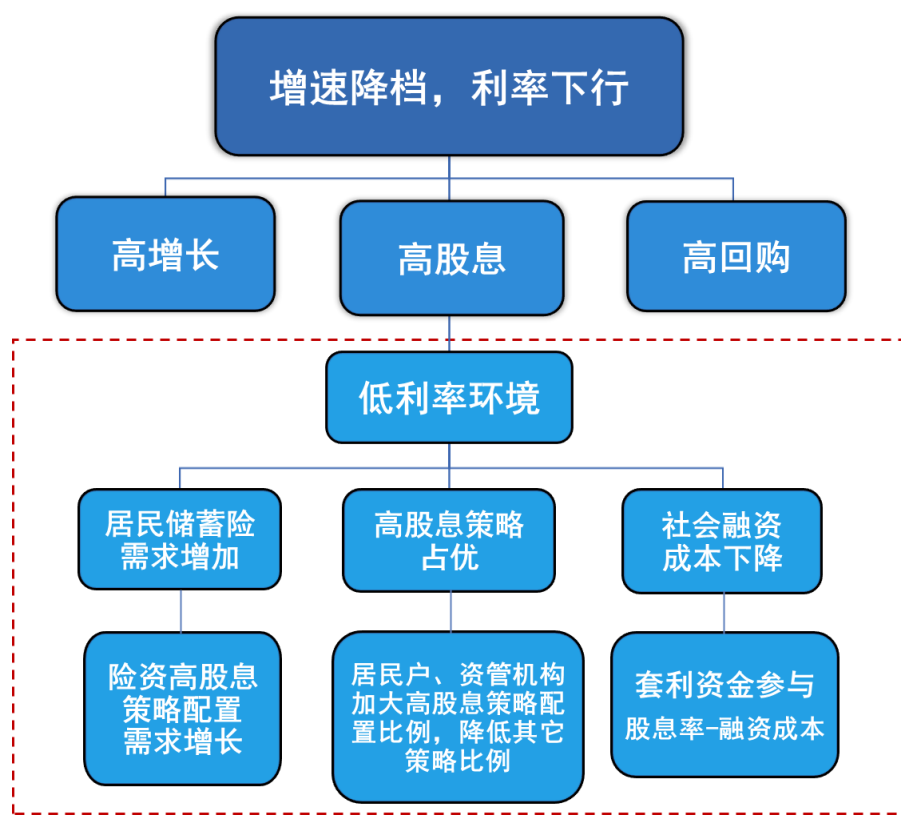
“高成长”：传统 A 股投资者最为偏好的投资策略，随着中国经济转型和增速下滑，处于发展初期、有望持续保持高增长的行业已经较为稀缺。预计“高成长”策略将更多聚焦于 TMT、新能源等新兴科技赛道，从科技技术进步和渗透率提升中收获成长红利。

“高股息”：低利率环境下，投资者对于资产预期收益率普遍降低，拥有高股息和稳健分红的成熟上市公司吸引力则明显提升。这一趋势将随着利率的下降和上市公司对稳定分红政策的重视而不断发展，“高股息”作为在全球市场较为成熟的投资策略有望在 A 股迎来快速发展。

“高回购”：流动性泛滥的背景下，上市公司以较低的资金成本回购本公司低价股票，支撑股价上涨。这是 2008 年金融危机以来，美国股市十二年大牛市的“秘密武器”。不过，我国流动性尚未达到“泛滥”的地步，A 股上市公司回购股票从历史上看力度不足，仅能起到“托底”的作用，目前尚不能形成强势的投资策略。

总的来说，我们认为在“增速降档，利率下行”环境下，高股息策略正在展现出战略价值。

图 6：“增速降档，利率下行”环境下，高股息策略具有战略价值



数据来源：中信建投证券

第二，低利率环境下，投资者对于高股息策略配置需求有望逐步增长，这主要是由于三个渠道对高股息配置偏好变化。

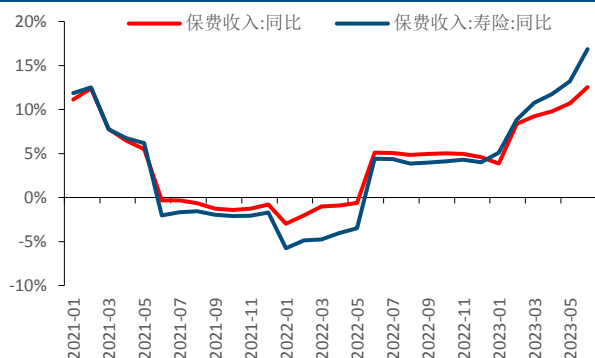
1) 不断降息大背景下，固收类理财产品收益率持续下滑，居民对于高收益储蓄产品的需求难以得到满足，这将导致居民储蓄险需求的增长。从今年上半年保费收入的数据来看，该趋势已经非常明显。而对于保险公司来说，也需要找到较好的金融资产满足日益增长的储蓄险配置需求，高股息资产以其高股息、低估值、低波动的特点无疑能够较好的满足保险公司的投资需求。另外，IFRS 9 准则对金融工具的收益确认方式进行了调整，在旧准则下，变动计入当期损益占金融资产比例较少，其公允价值变化对利润的影响也较少，且企业能通过可供出售金融资产的处置损益来调节利润，使利润平滑；而在新准则下，FVTPL（变动计入当期损益）类资产比例大大增加，保险公司的利润波动或被加大。所以在新准则下，为了避免对利润表的影响，像保险资管这样持有大量权益资产的企业很可能会增加对高股息率标的的配置，并选择将其划为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，这一举措有望直接利好高股息率标的。

2) 高股息策略在资产配置中的吸引力上升。投资者的资产预期收益率随着利率下降而不断调低，高股息和稳健分红资产的则会越来越受到投资者的欢迎。预计居民和资管机构未来将加大对于高股息策略的资产配置比例，同时调低其他策略的配置比例，带动资金流入高股息相关标的。

3) 低利率环境下，随着社会融资成本下降，利用低成本资金投资高股息资产的套利交易或将逐步流行。不过，这种套利交易有其前提，需要满足三大条件：①能够长期以低成本资金借贷；②股价低位买入，向下波动不能太大；③股息率能够持续超过融资成本。从历史上看，日本股市中日经 225 指数股息率在 2009 年超过十年期国

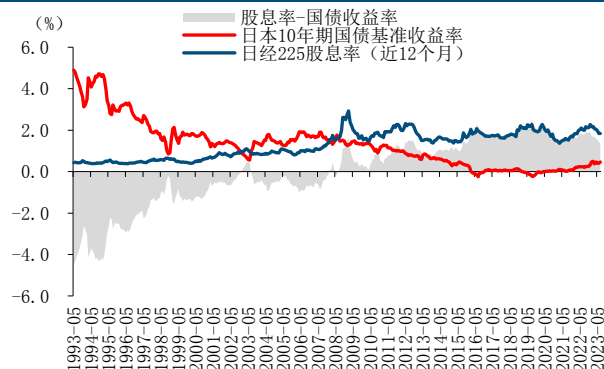
债收益率，并长期维持。同时日本长期零利率政策和股市较低的波动率吸引了全球大量套利资金参与。日本股市也从 2013 年开始逐步走牛。

图 7：今年上半年险资保费收入快速修复



数据来源：Wind，中信建投证券

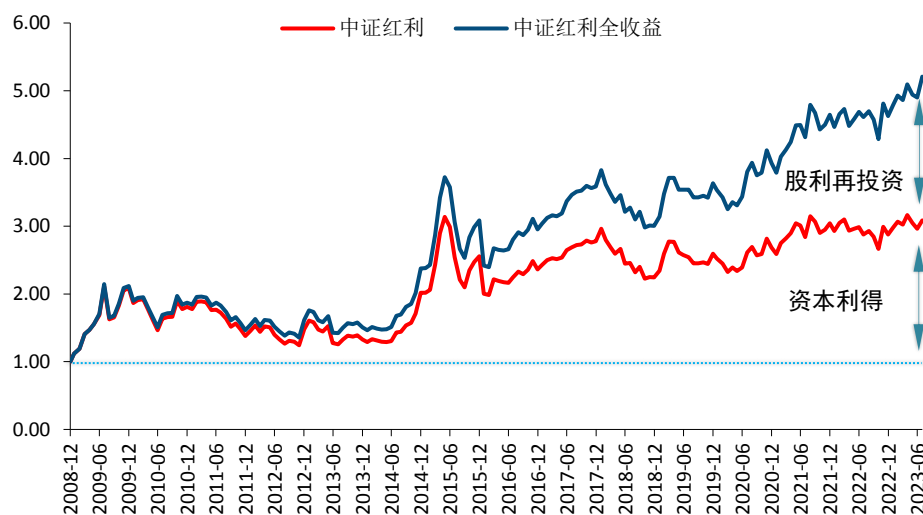
图 8：日本股息率长期超过无风险收益率



数据来源：Wind，中信建投证券

第三，在全球政经不确定性上升的当下，指数波动随之加剧，高股息能够通过股利分红低位买入，摊低持有成本。同时，股利再投资使得高股息策略具有长期复利的特点，拉长时间看股利再投资获得收益甚至要超过资本利得的收益。例如，2008 年年底投资中证红利并持有到今年 7 月底，资本利得可以带来 209% 的收益率，在总收益中占比 49.55%，而股利再投资可以带来 212% 的收益率，在总收益中占比 50.45%。

图 9：股利再投资为高股息策略带来长期复利的特征



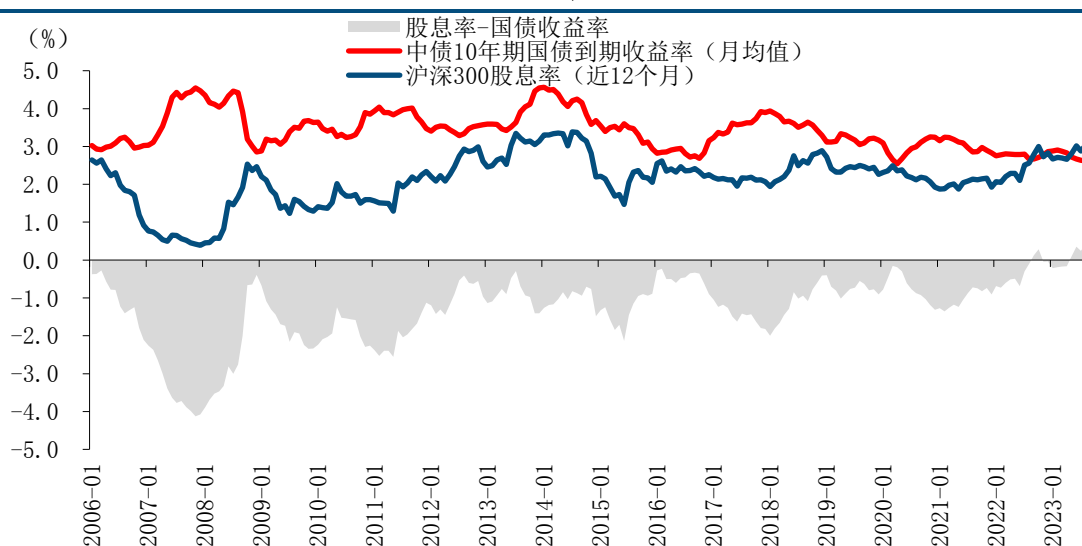
数据来源：Wind，中信建投证券

为什么当前 A 股适合高股息策略投资？

近期，A 股市场震荡下跌，各大指数再次探底。我们认为，市场已经处于历史低位水平，投资者可以把握逢低买入的机会，从择时上看，“高股息策略”对当前的 A 股市场是较为合适的投资策略。

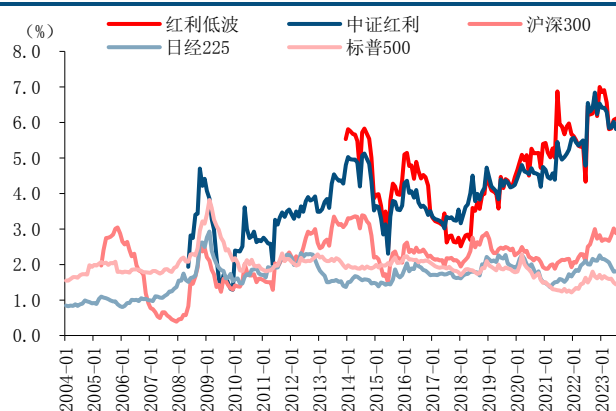
第一，当前 A 股股息率已经处于较高水平，尤其在考虑到较低的利率水平之后，高股息的性价比尤为凸显。截至 8 月 25 日收盘，沪深 300、上证 50 和中证红利指数股息率分别高达 3.02%、4.10% 和 6.02%，为上市以来 92%、95% 和 95% 分位水平。另外，中国十年期国债收益率水平也持续走低，这使得沪深 300-十年期国债收益率在去年 9-10 月短暂转正后，今年 5 月之后再度转正。横向比较，当前沪深 300 股息率也已经明显超过日经 225 和标普 500 等全球主流指数，中证红利指数和中证红利低波指数股息率均已超过 6%，远超其他宽基指数。

图 10：目前沪深 300 股息率已经超过十年期国债收益率，权益资产性价比比较高



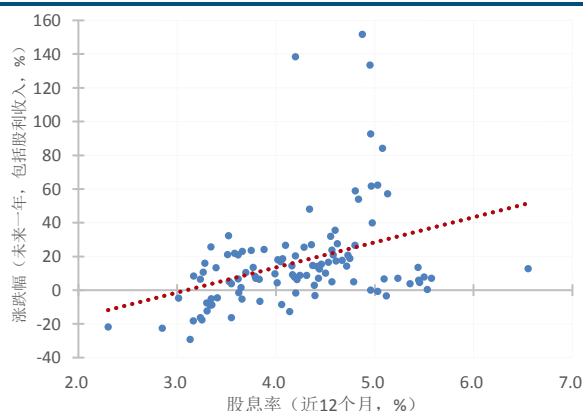
数据来源：Wind，中信建投证券

图 11：主要指数股息率（近 12 个月）变化



数据来源：Wind，中信建投证券

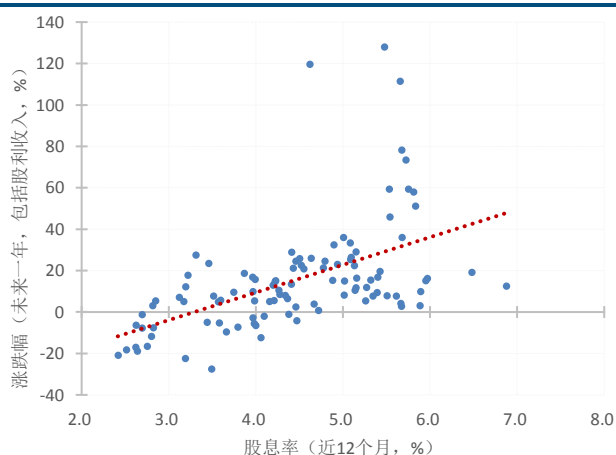
图 12：中证红利指数股息率（近 12 个月）与未来涨跌幅



数据来源：Wind，中信建投证券

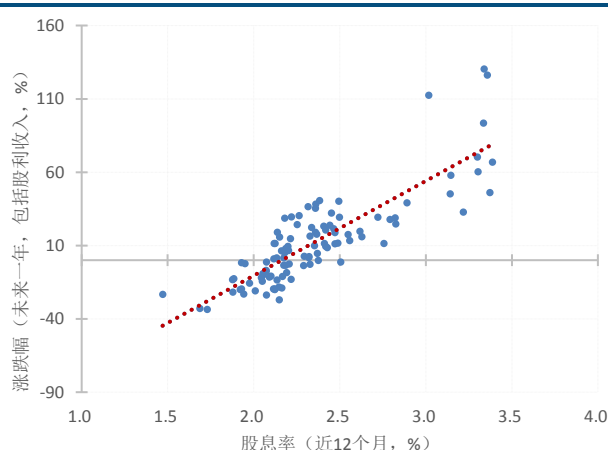
第二，从历史经验来看，较高的股息率（近 12 个月），往往对应较高的未来一年涨跌幅（包括股利收入）。我们可以将中证红利、红利低波、沪深 300 等指数过去一年股息率和未来一年涨跌幅水平做散点图进行观察（2013 年 12 月以来，取月度数据），可以发现较为明显的正相关关系。由散点图中揭示的线性关系，或将表明以当前较高的股息率水平，未来一年指数将获得较大的上涨（包括股利收入）。

图 13: 红利低波指数股息率（近 12 个月）与未来涨跌幅



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 14: 沪深 300 指数股息率（近 12 个月）与未来涨跌幅



数据来源: Wind, 中信建投证券

第三，国资分红诉求、活跃资本市场政策要求和行业发展阶段都要求上市公司强化分红导向。长期以来，我国各级政府实控的国有企业为政府提供的分红收益较低，上市国企也同样如此。近年来国资的分红诉求明显上升，在国资委 2022 年 5 月发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》中就明确指出：鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报。在证监会关于活跃资本市场的政策部署中，也明确提到“**强化分红导向，推动提升上市公司特别是大市值公司分红的稳定性、持续增长性和可预期性。**研究完善系统性长期性分红约束机制。通过引导经营性现金流稳定的上市公司中期分红、加强对低分红公司的信息披露约束等方式，让投资者更早、更多分享上市公司业绩红利。”最后，对于企业而言，如果市场拥有快速增长的机遇，则应该尽可能多的将资金投入扩大生产，获取更大的利润。但如果行业已经发展进入成熟阶段，上市公司利润再投资的预期回报率低于投资者持有资金的机会成本，那么上市公司就应该将利润通过分红或股票回购的形式返还给投资者。随着我国越来越多行业进入成熟期，增长空间受限，再投资收益也在不断下降，对于这些成熟行业上市公司来说，停止扩大投资，转而将现金以稳定、持续增长的红利形式回馈投资者，是更为正确的选择。

因此，我们认为，当前的 A 股处于“高股息策略”大发展的战略机遇期。宏观环境、市场趋势、股息水平和政策导向，都表明当前“高股息策略”具有长期配置的战略价值，值得投资者高度重视。

优中选优：高股息策略的三种改进思路

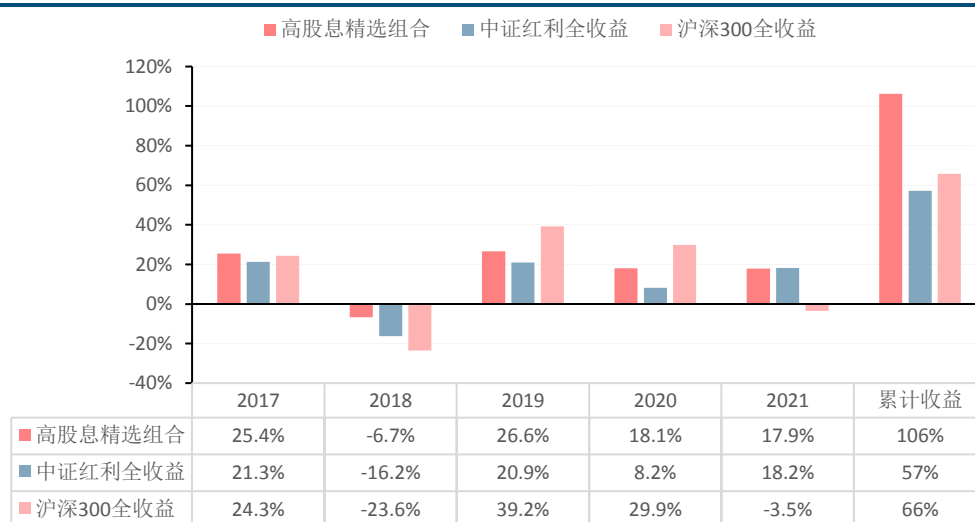
高股息精选组合：策略构建与实战检验

在去年 2 月发布的策略专题《重估避风港——高股息策略的战术机会》中，我们对高股息标的精选筛选，构建了高股息精选策略，首先计算各上市公司当年预期股息率（一致预期净利润*过去三年平均分红比例/总股本/年初股价，对于无一致预期数据的公司，则采用最新一期净利润(TTM)作为替代），然后综合考虑公司的市值水平、分红持续性、分红稳定性以及现金水平等，在金融地产、公用事业、日常消费以及周期板块中进行如下筛选：

- ✓ 年初流通市值 > 100 亿元
- ✓ 过去三年连续分红
- ✓ 过去三年平均股息率(TTM) > 3%
- ✓ 过去三年股息率(TTM)标准差 < 5%
- ✓ 当年预期股息率介于 4-15%
- ✓ 市现率(TTM)介于 0-30 倍

符合条件的公司按当年预期股息率降序排列取前十名，并参照中证红利指数按当年预期股息率进行加权。结果显示这一策略在过去 5 年里（2017-2021 年）取得了 106%的收益，除 2021 年小幅跑输 0.3%之外每年均跑赢中证红利全收益指数，5 年间相对中证红利全收益指数超额收益 49%，相对沪深 300 全收益指数超额收益 40%。

图 15：高股息精选组合市场表现

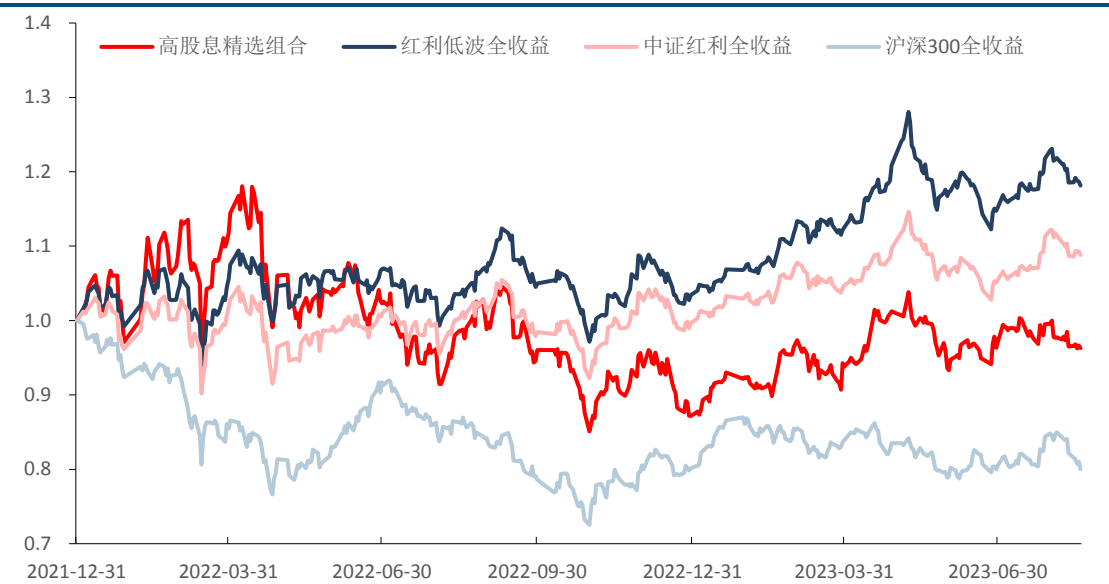


数据来源：Wind，中信建投证券

那么，我们的高股息精选组合实战效果如何？我们以上述选股标准在 2022 年和 2023 年年初进行两次筛选，构建高股息精选组合且每年进行一次调整。回测结果显示：截至 8 月 18 日，高股息精选组合下跌 3.73%，相比沪深 300 全收益约能获得 16%的超额收益。

然而，我们对于去年给出的高股息精选策略仍有一定不满意的地方，主要表现为：去年 4 月到 9 月回撤幅度较大；虽然前三个月表现较好，但最终未能跑赢中证红利全收益指数，也明显跑输红利低波全收益指数。因此，我们希望对去年的“高股息精选策略”进行改进，改进的思路主要有下面三种。

图 16: 高股息精选组合市场表现（2022 年以来）



数据来源：Wind，中信建投证券

第一种改进思路：高股息精选组合-每半年调仓

策略反思：注意到我们的高股息精选组合在年初几个月间往往会有较好的表现，然而随着时间的推移表现逐步走差，尤其进入下半年后组合表现不尽如人意。因此一个简单的思路是在一年内对组合进行多次调仓，以较为频繁的选股调整改善下半年的组合表现。

改进思路：第一种改进思路是在原有高股息选股策略的基础上，提高每年选股调仓的频率。事实上，高股息策略并非一种高频策略，中证红利指数每年进行一次指数样本调整，中证红利低波指数则是每半年一次调整，其他红利指数也基本都以年度、半年度或季度为频率进行调整。因此，考虑到调仓成本和组合管理的便利性，我们决定保持原有“高股息精选”策略选股标准，在每年年底和 6 月 30 日收盘后重新进行筛选和调仓。

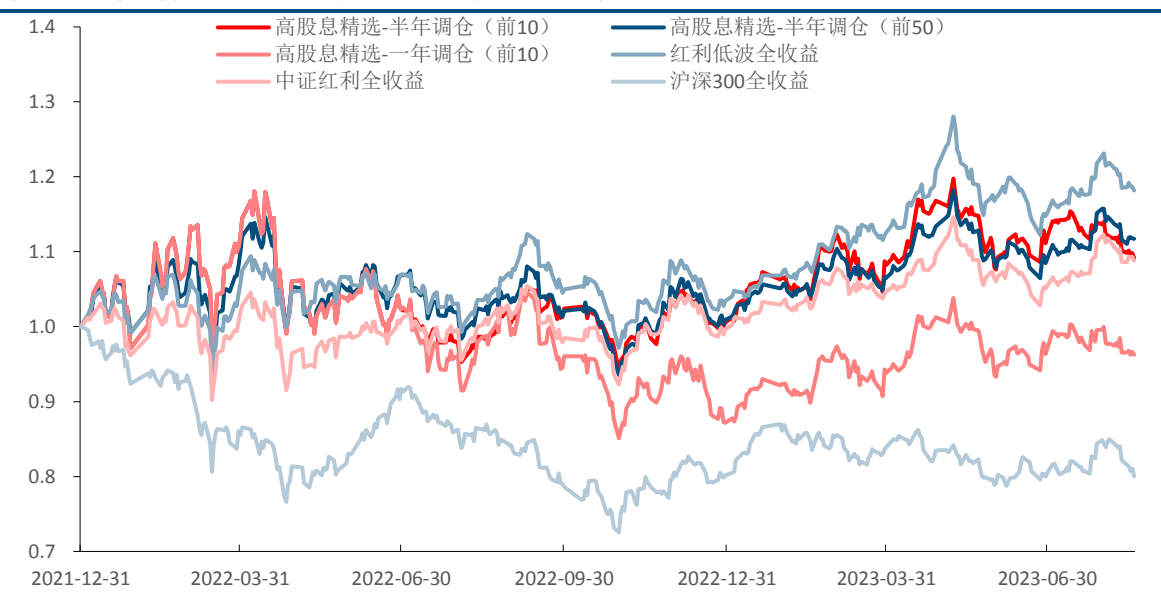
改进表现：回测结果表明，每半年一次调仓能够较好提升组合表现，避免了在下半年出现的明显跑输。去年年初以来，截至今年 8 月 18 日，组合获得 9.14% 的正收益，相比此前 3.73% 的负收益有了明显提升，最大回撤也由 32.9% 降至 23.8%。可见，一个简单的半年调仓就能够对高股息策略带来明显的提升。

同时，如果组合不局限于当年预期股息率最高的前十名，而是取前 50 名一并纳入组合范围，同样参照中证红利

指数按当年预期股息率进行加权，得到的组合表现还会进一步提升，在年化收益、回撤控制、夏普比率上均有较好的表现。不过总体来看，前 10 的组合和前 50 的组合表现基本一致。

不过，我们的第一种改进思路虽然能够在 22-23 年跑赢中证红利全收益，但相比红利低波全收益仍有小幅跑输，因此，我们希望继续改进策略，以获得更好的表现。

图 17: 高股息精选组合-每半年调仓 市场表现（2022 年以来）



数据来源: Wind, 中信建投证券

表 1: 高股息精选组合-改进前后表现变化

	2022 收益率	2023 收益率	年化收益率	最大回撤	年化波动率	年化夏普比率
高股息精选-半年调仓（前 10）	0.5%	7.8%	5.7%	23.8%	23.34%	0.13
高股息精选-半年调仓（前 50）	0.9%	10.3%	7.3%	21.1%	19.85%	0.23
高股息精选-一年调仓（前 10）	-12.8%	9.7%	-2.1%	32.9%	25.82%	-0.19
红利低波全收益	3.5%	13.6%	11.1%	13.9%	17.62%	0.47
中证红利全收益	-0.4%	8.5%	5.5%	13.2%	17.42%	0.16
沪深 300 全收益	-19.8%	-0.6%	-13.1%	27.0%	18.09%	-0.88

资料来源: Wind, 中信建投证券

注: 高股息精选-一年调仓（前 10）即为去年报告中的高股息精选策略

第二种改进思路：高股息低波动组合

策略反思：高股息策略在实践应用中，同样会出现相关标的大幅下跌的情况，针对这种高股息策略的失效情形，投资者将其总结为“高股息陷阱”和“低估值陷阱”两大原因。“高股息陷阱”是指：某些公司过往几年的股息率较高，但受到行业周期波动和企业自身发展阶段影响，未来几年公司股息率可能显著下降，高股息标的实为“低股息”。“低估值陷阱”是指：某些公司高股息的核心原因是估值处于极低水平被动推升了股息率，而

估值大幅下降可能是由于公司治理、业务发展等方面出现了一些致命的问题严重损害了估值水平。对这些公司来说，经营状况的恶化和估值的下滑导致的资本利得损失可能远远超过高股息的收益。

为了规避上述两大陷阱，我们的策略改进应当尤为注意剔除两类公司：（1）强周期性行业公司（以上游能源、采掘等行业为主），股息率周期性大幅波动，可能在前几年高股息时期之后进入亏损和低股息阶段。（2）估值或股价大幅波动的公司，特别是资产质量较差，估值明显下滑的公司。

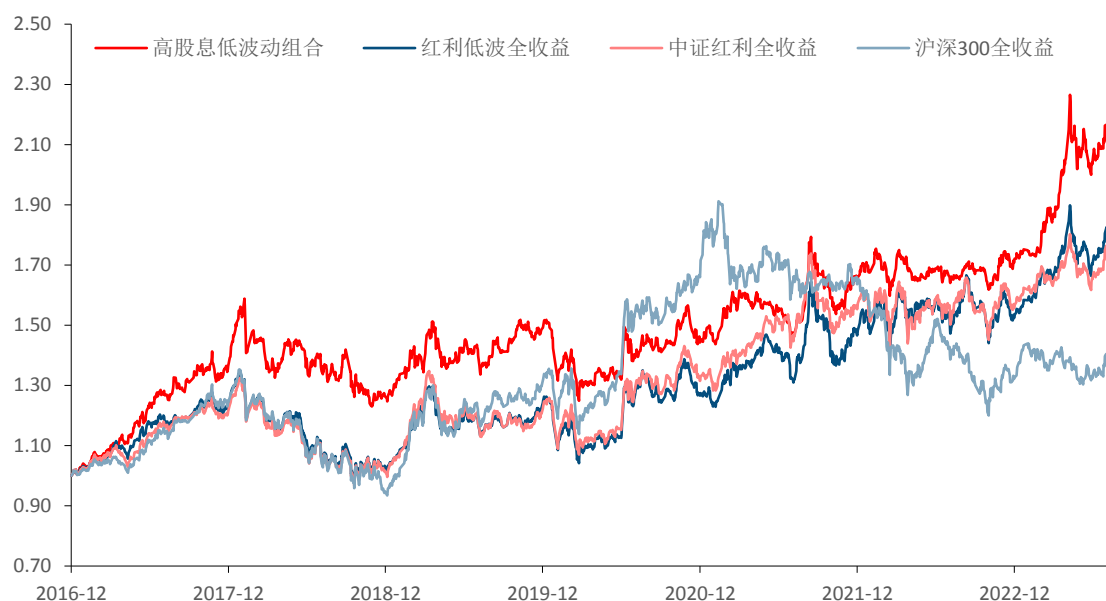
改进思路：参考中证红利低波指数，在原有高股息精选策略基础上，引入低波动因子进行筛选。思路上按照原有筛选条件进行初步筛选后，剔除过去三年平均股息率偏低的 50%样本，再选取波动率最低的 10 只标的构建组合。具体做法为：首先计算各上市公司当年预期股息率（一致预期净利润*过去三年平均分红比例/总股本/年初股价，对于无一致预期数据的公司，则采用最新一期净利润(TTM)作为替代），然后综合考虑公司的市值水平、分红持续性、分红稳定性、现金水平、股价波动率等，在金融地产、公用事业、日常消费以及周期板块中进行如下筛选：

- 1) 年初流通市值 > 100 亿元
- 2) 过去三年连续分红
- 3) 过去三年平均股息率(TTM) > 3%
- 4) 过去三年股息率(TTM)标准差 < 5%
- 5) 当年预期股息率介于 4-15%
- 6) 市现率(TTM)介于 0-30 倍
- 7) 将上述筛选结果按照过去三年平均股息率降序排名，选取前 50%作为待选样本
- 8) 对上述待选样本，按照过去三年年化日波动率升序排名，选前十只股票

由此可得高股息低波动组合。

改进表现：在引入股价波动率作为核心筛选指标后，我们构建的高股息低波动组合表现较好。在 2017-2018, 2022-2023 年跑赢红利低波和中证红利指数，仅 2019-2021 三年间略有跑输。总的来看，2017 年年初以来，高股息低波动组合累计收益率达到 109.94%，大幅超过红利低波全收益和中证红利全收益的 75.16%和 71.10%，年化收益率高达 11.93%。同时最大回撤控制在 35.5%与中证红利全收益相当，年化波动率也小于其他三个指数。总体来看，我们的高股息低波动组合 2017 年以来年化夏普比率达到 0.57，全面优于红利低波全收益、中证红利全收益和沪深 300 全收益指数。

图 18: 高股息低波动组合 市场表现



数据来源: Wind, 中信建投证券

表 2: 高股息低波动组合 能够长期跑赢红利低波全收益指数

	高股息低波动组合	红利低波全收益	中证红利全收益	沪深 300 全收益
2017 收益率	36.43%	23.57%	21.34%	24.25%
2018 收益率	-7.26%	-16.39%	-16.15%	-23.64%
2019 收益率	18.24%	20.94%	20.88%	39.19%
2020 收益率	-2.88%	1.99%	8.18%	29.89%
2021 收益率	14.22%	16.34%	18.19%	-3.52%
2022 收益率	3.69%	3.46%	-0.37%	-19.84%
2023 收益率	22.01%	14.21%	9.21%	-0.16%
年化收益率	11.93%	8.89%	8.50%	4.37%
累计收益率	109.94%	75.16%	71.10%	32.47%
最大回撤	35.50%	37.01%	35.37%	67.13%
年化波动率	16.07%	17.21%	17.21%	18.81%
年化夏普比率	0.57	0.36	0.33	0.08

资料来源: Wind, 中信建投证券

第三种改进思路：高股息优质组合

策略反思：为了规避“高股息陷阱”和“低估值陷阱”，除了引入股价的低波动因子进行筛选外，我们还可以对标的公司的资产质量进行优选，选择经营稳健、风险承担水平低、发展质量高的公司形成高股息优质组合。

这样做的目的是为了尽可能剔除经营环境剧烈变化、行业处于周期性波动或资产质量较差的相关公司，由此规避股息率高波动或估值水平高波动的风险，聚焦公司稳健经营、高质发展和可持续分红的能力。

改进思路：在去年报告提出的“高股息精选策略”选股基础上，引入企业风险承担水平作为核心指标进行筛选。我们选用公司近三年 ROE 的标准差来作为企业的风险承担水平的代理变量，由此控制企业的经营稳健度和风险承担水平。近三年 ROE 标准差越低的企业，其盈利稳定性就更高；考虑到经过市值和股息率的筛选后剩余的企业均拥有较大的经营规模和稳定的分红能力，较低的 ROE 标准差表明这些企业的营商环境质量较高，通过承担风险来提高业绩的动机较弱，而通过增加研发技术和生产规模的投入来提升盈利的动机更高，因此拥有较高的发展质量和长期竞争优势。

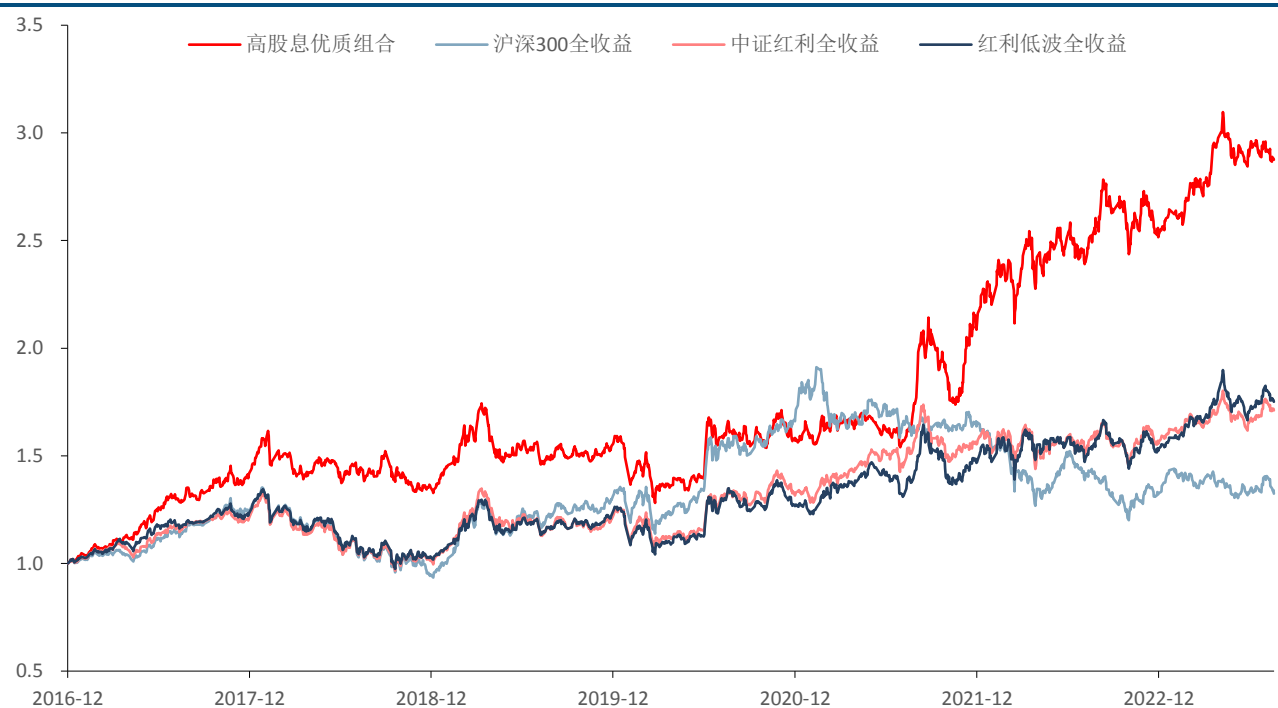
选股思路上按照原有筛选条件进行初步筛选后，筛选近三年 ROE 标准差不超过 3% 的样本，再选取预期股息率最高的 10 只标的构建组合。具体做法为：首先计算各上市公司当年预期股息率（一致预期净利润*过去三年平均分红比例/总股本/年初股价，对于无一致预期数据的公司，则采用最新一期净利润(TTM)作为替代），然后综合考虑公司的市值水平、分红持续性、分红稳定性、现金水平、ROE 波动等，在金融地产、公用事业、日常消费以及周期板块中进行如下筛选：

- ✓ 年初流通市值 > 100 亿元
- ✓ 过去三年连续分红
- ✓ 过去三年平均股息率(TTM) > 3%
- ✓ 过去三年股息率(TTM)标准差 < 5%
- ✓ 当年预期股息率介于 4-15%
- ✓ 市现率(TTM)介于 0-30 倍
- ✓ 过去三年 ROE 标准差 ≤ 3%

符合条件的公司按照当年预期收益率从高到低排序取前十名，由此可得高股息优质组合。

改进表现：在引入近三年 ROE 标准差作为核心筛选指标后，我们构建的高股息优质组合表现进一步提升。2017 年年初以来累计收益率高达 187.55%，年化收益率 17.41%，远超其他可比指数表现。其最大的特点在于：1) 胜率较高，仅 2018 年出现负收益，但 4.54% 的负收益也好于其他可比指数表现；2) 市场弱势时表现稳健，如 2018 年、2022 年，以及今年均有较好表现；3) 向上弹性高，除 2018 年和 2020 年之外，均能收获 10% 以上涨幅。不过与我们第二种改进方法-高股息低波动组合相比，高股息优质组合最大回撤偏高，达到了 44.16%，年化波动率达到 19.46% 也同样偏高。综合考虑，高股息优质组合 2017 年以来年化夏普比率高达 0.75，表现最为优异。

图 19: 高股息优质组合 市场表现



数据来源: Wind, 中信建投证券

表 3: 高股息优质组合 能够长期跑赢红利低波全收益指数

	高股息低波动组合	红利低波全收益	中证红利全收益	沪深 300 全收益
2017 收益率	42.00%	23.57%	21.34%	24.25%
2018 收益率	-4.54%	-16.39%	-16.15%	-23.64%
2019 收益率	15.61%	20.94%	20.88%	39.19%
2020 收益率	0.70%	1.99%	8.18%	29.89%
2021 收益率	37.00%	16.34%	18.19%	-3.52%
2022 收益率	17.00%	3.46%	-0.37%	-19.84%
2023 收益率	13.68%	14.21%	9.21%	-0.16%
年化收益率	17.41%	8.89%	8.50%	4.37%
累计收益率	187.55%	75.16%	71.10%	32.47%
最大回撤	44.16%	37.01%	35.37%	67.13%
年化波动率	19.46%	17.21%	17.21%	18.81%
年化夏普比率	0.75	0.36	0.33	0.08

资料来源: Wind, 中信建投证券

高股息策略在港股的应用

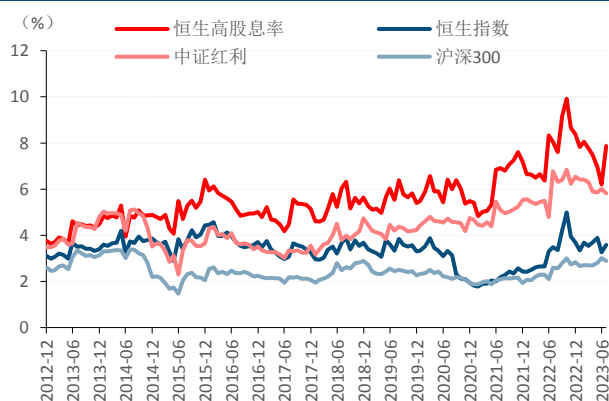
港股市场：股息率高地

除了在 A 股市场中日益受到投资者关注外，港股市场也是众多长期投资资金进行高股息策略投资的重点方向。这是由于港股市场股息率长期以来维持较高水平，且明显超过 A 股市场，堪称“股息率高地”。特别是由于 A/H 股溢价的存在，H 股估值往往更低，能够获得更高的红利收益。例如 8 月 24 日收盘，农业银行 A 股股息率为 6.4%，港股股息率为 9.45%，差异明显。与之类似的，恒生高股息率指数和恒生指数的股息率长期大幅超过中证红利指数和沪深 300 指数，目前恒生高股息率指数股息率已经达到 8.39%。

我们可以从恒生高股息率指数的行业分布一窥港股高股息策略面貌，以恒生二级行业分析，银行板块权重最高接近 20%，其次公用事业、电讯、地产、石油及天然气等行业也占据较高权重。行业分布较为均衡，且周期性行业相较 A 股比例偏少，公用事业、电讯等稳定风格行业更多。

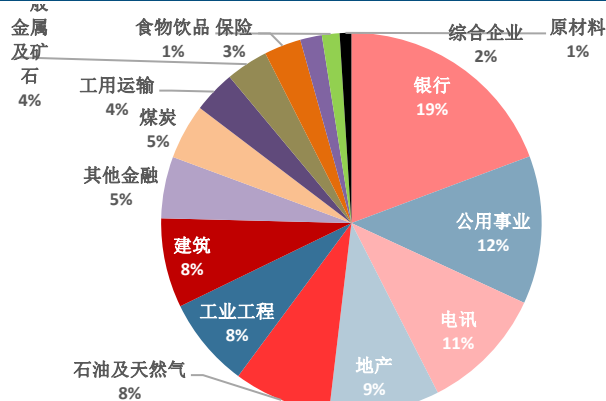
不过，虽然红利收益较高，但由于市场长期低迷，港股高股息策略往往会收到股价下跌带来的资本利得损失拖累，因此投资港股高股息通常需要长期型资金，以股利收益作为主要目的进行投资。

图 20: 港股股息率长期超过 A 股市场



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 21: 恒生高股息率指数行业权重分布



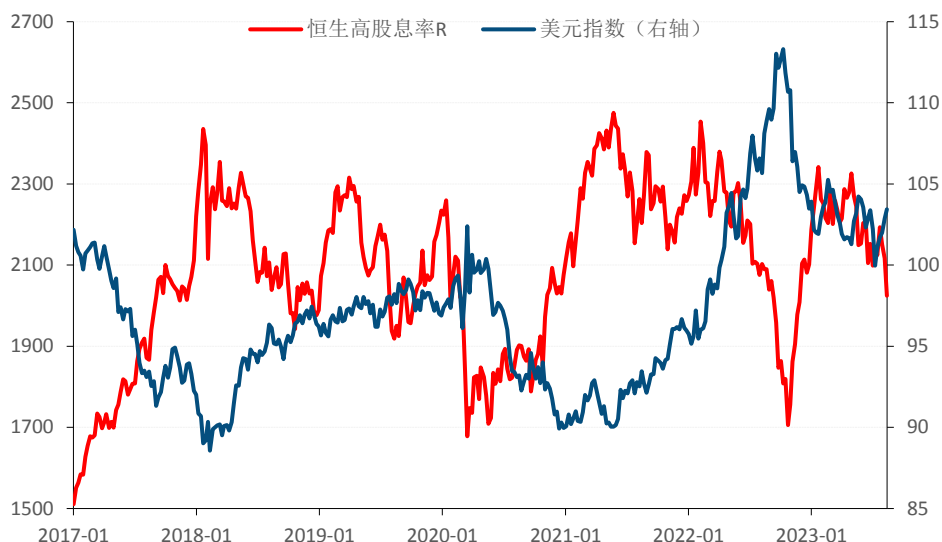
数据来源: Wind, 中信建投证券 注: 恒生二级行业, 截至 8 月 24 日

港股高股息的影响因素

由于港股的特殊性——作为全球性市场，外资影响力大，容易受到全球宏观流动影响，港股高股息策略的表现与美元指数呈现出明显的反向关系，即当美元指数走强时，美元回流美国，港股流动性紧张，市场出现下跌，高股息策略同样受到影响，而当美元指数走弱时，港股流动性好转，高股息策略明显走强。

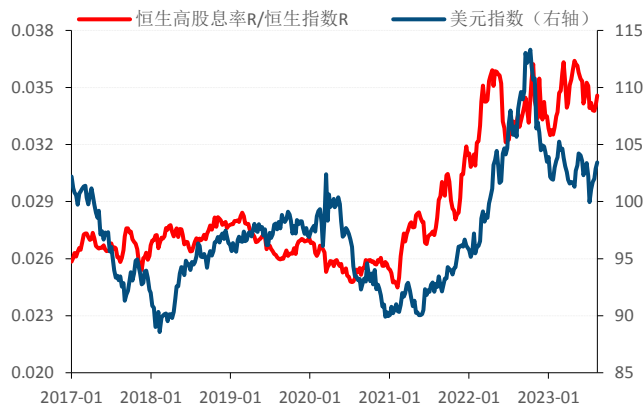
不过，如果我们考察港股高股息策略的相对表现，观察恒生高股息率 R/恒生指数 R 的走势，则会发现高股息策略的相对收益与美元指数、美国国债收益率呈现正向关系。这是由于高股息标的属于短久期资产，在美国国债收益率提升，美元走强，流动性紧张的大背景下相对恒生指数、恒生科技具有更强的防御属性。因此在美元走强时港股高股息策略往往能够获得相对收益。

图 22: 恒生高股息率 R 指数往往与美元指数反向表现



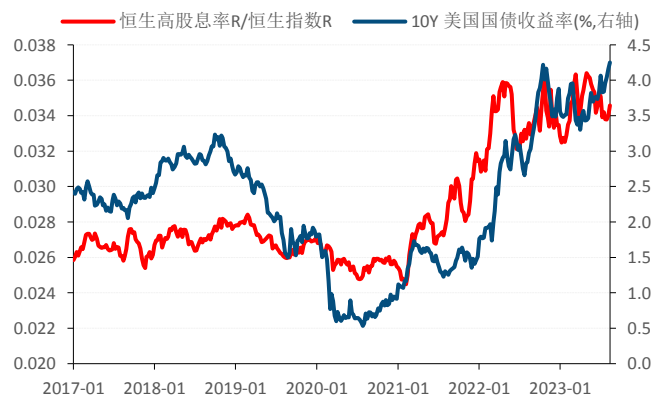
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 23: 从相对收益校对来说, 美元强势时有相对收益



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 24: 美债收益率上行是有相对收益



数据来源: Wind, 中信建投证券

港股股利投资的税收机制

港股股利投资的税收机制与 A 股投资有所不同。A 股现金分红的纳税比例与持有时间有关, 持有超过 1 年/1 个月均有不同程度免税激励。港股股利的税收机制则与投资渠道密切相关, 通过港股通投资/香港账户投资, 分红公司是 H 股或红筹股, 税收机制均有不同。详见下表所示。

表 4: A 股现金分红纳税比例

持有时间	纳税情况
超过 1 年	免税
1 个月以上 1 年以内	需缴税 10%
1 个月内	需缴税 20%

数据来源: 财税[2015]101 号, 《中华人民共和国企业所得税法》等, 中信建投证券

表 5: 港股现金分红纳税比例

投资渠道	纳税情况
内地个人通过港股通投资 H 股、非红筹股	需缴税 20%
内地个人通过港股通投资红筹股	若公告股息已计提 10%企业所得税, 需缴税 20%; 若公告股息未计提 10%企业所得税, 需缴税 28%
内地个人通过香港账户买 H 股	非外商需缴税 10%, 外商免税
内地个人通过香港账户买非 H 股	免税
内地机构投资者投资	按照企业政策正常纳税 (持有 H 股满 12 个月免税)
香港本地投资者投资香港本土的上市公司	免税

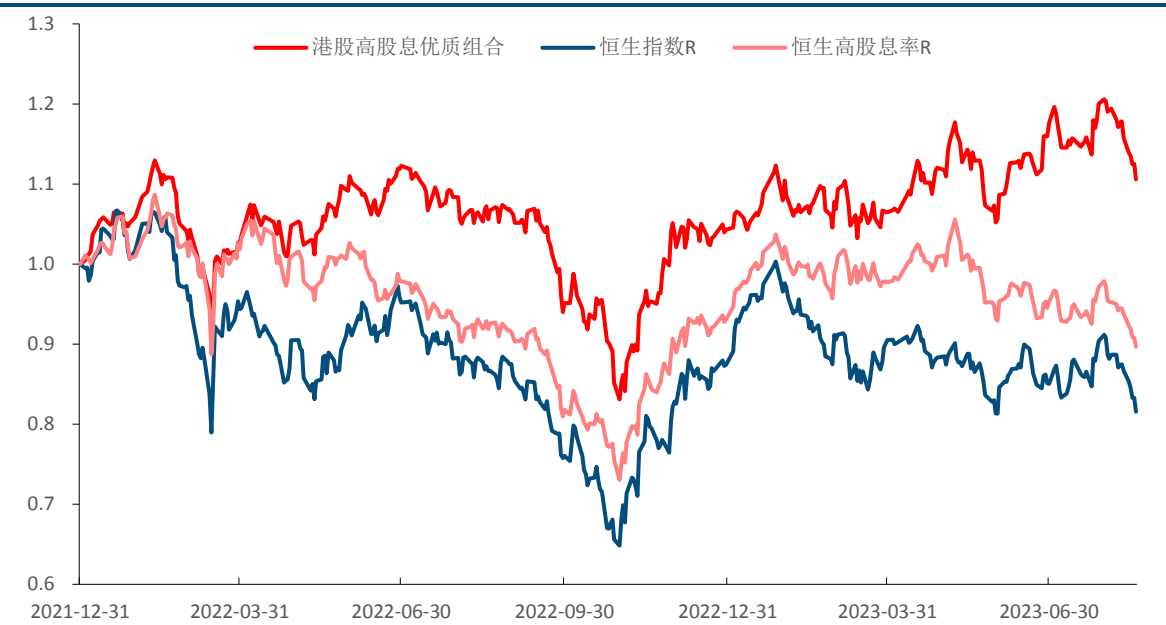
数据来源: 财税[2016]127 号, 财税字[1994]20 号等, 中信建投证券

港股高股息优质组合表现

近两年由于美国国债收益率大幅上行, 美元指数相应走高, 为港股投资带来较大挑战。恒生高股息率指数同样大幅波动, 这也为我们构建港股高股息策略提出了更高的要求。

因此, 我们按照前述第三种改进方法的选股策略, 选出 10 只标的, 构建港股高股息优质组合, 从 2022 年年初以来的回测结果表明, 该策略在港股高股息的投资可以取得较好的收益。去年年初以来组合累计收益达到 10.59%, 大幅跑赢恒生指数 R 和恒生高股息率 R 的 -18.42% 和 -10.32%, 在市场下跌中表现稳健。最大回撤控制在 30% 以内, 年化夏普比率为 0.17。

图 25: 港股高股息优质组合 2022 年以来市场表现



数据来源: Wind, 中信建投证券

表 6: 港股高股息优质组合表现

	港股高股息优质组合	恒生指数 R	恒生高股息率 R
2022 年收益率	4.30%	-12.54%	-6.91%
2023 年收益率	6.03%	-6.72%	-3.67%
年化收益率	6.58%	-12.09%	-6.66%
累计收益率	10.59%	-18.42%	-10.32%
最大回撤	29.85%	41.87%	35.62%
年化波动率	22.45%	29.04%	21.39%
年化夏普比率	0.17	-0.51	-0.44

资料来源: Wind, 中信建投证券

风险分析

- 1) 模型基于历史数据。高股息策略的构建依赖于历史数据进行复盘与回测。但历史数据对于未来市场的预测意义可能有限。未来可能出现与历史情形不同的情况，导致高股息策略失效。
- 2) 国内经济下行超预期的风险。如果 6 月及后续经济数据仍然不及预期，可能进一步导致整体市场承压，迟滞经济复苏步伐。这将导致实际股息率低于预期水平。
- 3) 美国经济和通胀超预期，美元指数上行的风险。如果美国通胀反弹超预期，美国国债收益率持续处于高位甚至继续上行，可能导致美元指数上行。拖累港股高股息策略表现。

分析师介绍

陈果

中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

夏凡捷

中信建投资深策略分析师，硕士毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和金股配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk