

金工研究/深度研究

2020年05月12日

林晓明 执业证书编号: S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

黄晓彬 执业证书编号: S0570516070001
研究员 0755-23950493
huangxiaobin@htsc.com

韩哲 0755-82493656
联系人 hanxi@htsc.com

源洁莹 0755-82366825
联系人 yuanjieying@htsc.com

刘依苇 0755-23950493
联系人 liuyiwei@htsc.com

相关研究

- 1《金工: 生成对抗网络 GAN 初探》2020.05
- 2《金工: 黄金的短期价格影响因素与规律》2020.05
- 3《金工: 黄金定价基础: 市场构成及参与者》2020.04

低利率环境下寻找优质高息资产

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数投资价值分析

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在未来低利率环境或将凸显投资价值

红利类产品是 Smartbeta 产品的重要类型, 在海内外市场相对较为成熟, 在过去的 2019 年, 红利类 Smartbeta 产品在国内快速发展, 数量与规模均有增加。本文着眼于标普道琼斯指数公司编制的标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数, 首先从行业风格分布及历史业绩表现等角度对其进行详细刻画, 然后从红利、大盘、低波三重优质因子角度对其进行业绩归因, 并结合周期模型判断因子在未来大概率仍有较好表现。最后, 我们预计疫情后市场或将进入长期低利率环境, 该指数兼具高收益与低波动的股债双重特征及独特品牌优势, 具备长期投资价值。

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数持续投资价值高, 稳健业绩穿越牛熊

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数是由标普道琼斯指数公司编制, 以高分红和低波动率相结合的思路进行成分股筛选。与常见宽基指数进行对比, 指数的成分股权重分布更均匀, 行业相对集中于盈利稳定性高的经济支柱板块, 同时单个行业权重上限的设置保证指数在行业层面的风险分散。在 2009 年 1 月 23 日至 2020 年 5 月 11 日的历史回测区间内, 指数相对于上证 50、沪深 300 和中证 500 都有 3% 以上的超额年化收益率, 且波动和回撤均更小。此外, 指数能有效适应不同市场行情, 在大多数时间内呈现领涨抗跌的特征, 具备长期投资价值, 业绩稳健性优势凸显。

红利、大盘、低波因子优势互补, 可筛选出适宜长期投资的高息质优股

红利策略凭借对“便宜的好公司”的筛选, 在海外市场中颇受投资者欢迎; 在 A 股市场中, 红利策略能够筛选出低估值高盈利适合长期投资的优质公司。A 股市场的股息率因子在大市值股票的择时能力较强, 收益较高, 2016 年以来大市值因子开启上升周期, 大盘股预期表现优于小盘股。低波因子在国内和国外均已被证实长期有效, 在市场下跌期间表现出了较强的防御性, 能够规避短期内的高估值陷阱, 有利于长期稳定投资。红利+低波筛选出的股票具有盈利+估值双重护城河, 类似高息债券, 防御能力较强。三因子强强联合, 可筛选出适合长期投资的优质股票。

低利率环境下的长期“高息债券”: 标普中国 A 股大盘红利低波 50

疫情后或将进入长期低利率环境, 稀缺的稳健高息投资品投资价值得到提升。标普大盘红利低波 50 指数兼具股债双重优势, 既享有较高收益, 又具有债券指数的收益相对稳定性特征。且该指数当前估值相对较低, 投资价值凸显。作为“标普指数家族”的一员, 该指数在我国金融市场逐步放开、机构化外资持续流入的环境下更占品牌优势, 有望成为外资投资的首选标之一, 或能够更好享受金融市场开放的政策红利。

风险提示: 本报告对历史公开信息进行梳理总结, 历史结果不能简单预测未来, 规律存在失效风险, 策略的历史表现不一定能代表未来有效性。本报告仅作参考, 不构成对涉及策略、个股或指数投资收益的保证或投资建议, 请投资者谨慎、理性看待。

正文目录

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数画像	3
高分红分享企业价值提升，低波动抵抗市场下行风险	3
国际化指数编制体系，权重分布较一般宽基指数更均匀，成分股流动性高	3
行业分布集中于盈利稳定性高的经济支柱板块	5
标普 A 股大盘红利低波 50 指数长期业绩表现稳健	6
指数相对上证 50、沪深 300、中证 500 具有显著超额收益，股息率高于常见宽基指数	6
指数一年与三年持有期正收益比例显著，历史业绩统计证明具有长期投资价值优势	9
稳健业绩穿越牛熊，领涨抗跌优势明显	11
红利大盘低波因子优势互补，可筛选出适宜长期投资的质优股	12
红利策略能够筛选出“便宜的好公司”，适宜长期投资	12
红利策略能够筛选出“便宜的好公司”，在海外受到机构投资者青睐	12
A 股市场中，红利策略能够筛选出低估值高盈利适合长期投资的优质公司	13
疫情危机后的经济复苏阶段，盈利较稳定的高分红公司或更具投资价值	14
红利因子对大盘股的择股能力较为有效，中长期大盘股或有较高配置价值	14
A 股市场的股息率因子在大市值股票的择时能力较强，收益较高	14
2016 年以来开启大市值因子上升周期，大盘股预期表现优于小盘股	16
低波因子能够有效规避短期高关注度的陷阱，有利于长期投资	16
低波因子在国内和国外均被证实长期有效，在市场下跌期间表现出了较强的防御性	16
低波策略能够规避短期内的低估值陷阱，有利于长期稳定投资	17
红利+低波筛选出的股票具有盈利+估值双重护城河，类似高息债券，防御能力较强	19
低利率环境下的“高息债券”：标普中国 A 股大盘红利低波 50	20
疫情后或将进入长期低利率环境，稳健的高息投资品价值凸显	20
标普大盘红利低波 50 指数兼具股债双重优势，是优质长期稳健高收益资产	21
指数当前估值相对较低，长期投资或更具优势	22
独具品牌优势，更易把握外资流入利好	23
风险提示	24

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数画像

高分红分享企业价值提升，低波动抵抗市场下行风险

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数是由标普道琼斯指数公司编制，以 A 股市场中 50 家高分红、低波动率的公司股票构成，以股票的股息率加权平均股价得到的指数。标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数发布于 2019 年 4 月 1 日，指数的历史起始时间为 2009 年 1 月 23 日，基数为 1000。其结合了两种投资思路——高分红和低波动率。分红往往是企业经营成果的直观体现，高分红公司通常经营稳定、盈利能力强，并且市盈率相对较低，估值水平低。除此之外，真实的分红还能够稳定投资者信心。低波动的股票能够规避因为投资者行为偏差和投机炒作行为造成的高波动陷阱，并在市场下行时有较强抵抗能力。因此，高分红和低波动的策略结合能够在获取收益的同时增强抗跌性，从而实现长期的稳定高收益。

图表1： 标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数编制规则

指数名称	标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数
指数简称	S&P China A-Share LargeCap Low Volatility High Dividend 50 Index
指数代码	SPCLHCP
币种	人民币
发布日期	2019 年 4 月 1 日
指数起始日期	2009 年 1 月 23 日
成分股数量	50
编制方法	选择的样本空间是标普中国 A 股国内大盘股，而且股票的自由流通市值在 10 亿元以上，三个月内日均成交额 2 千万以上，并且不包括 ST 和 *ST 的股票。 将样本空间中的股票按照股息率排名，从中选择出股息率排名前 100 的股票，其中每个 GICS 行业中最多选 20 支。 从样本中选择过去 12 个月波动率最低的 50 值股票。 股票的加权方式是按照股息率加权，但是为了防止集中度过高，设置了权重限制，其中个股权重范围是 0.05~5%，单个 GICS 行业的权重不超过 30%。
调整频率	每半年调整一次 调整参考日：每年 6 月及 12 月的最后一个工作日。 调整生效日：每年 7 月及 1 月的最后一个工作日收盘后。

资料来源：标普道琼斯指数公司，华泰证券研究所

国际化指数编制体系，权重分布较一般宽基指数更均匀，成分股流动性高

从市值分布上看，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数偏向于大盘蓝筹属性，成分股平均市值为 1841.66 亿元，最小市值为 215.03 亿元，中位数市值为 636.62 亿元。与同类宽基指数相比，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的最大成分股占比 4.7%，低于上证 50 和沪深 300 指数；前十大成分股权重占比只有 32.3%，低于相同成分股数量的上证 50 指数，相对比较分散，能够有效地降低风险。

图表2： 指数成分股市值情况

	标普中国 A 股大盘红利低波 50	上证 50	沪深 300	中证 500
成分股数量	50	50	300	500
成分股平均总市值(亿元)	1863.16	3878.77	1220.43	177.65
成分股最大总市值(亿元)	13938.95	18426.20	18426.20	1199.46
成分股最小总市值(亿元)	210.23	706.33	118.29	28.50
成分股总市值中位数(亿元)	663.13	1860.24	586.25	149.08
最大成分股占比(%)	4.70	14.38	6.10	0.85
前 10 成分股占比(%)	32.30	55.88	25.51	7.20

资料来源：标普道琼斯指数公司，Wind，华泰证券研究所，2020 年 4 月 30 日

标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在成分股选择、风险分散和指数编制上都符合国际主流标准，纳入标普红利系列国际指数体系，对 QFII 投资者和外资投资者有比较大的吸引力。不同于传统的市值加权方式，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在编制上选用股息率加权，最大程度提升整个股票组合的股息率，和国际主流红利主题基金跟踪指数如美国道琼斯精选红利指数一致。目前 A 股的国际化的过程远没有完成，外资占比还有较大提升空间，作为受海外投资者认可度较高的标普公司旗下的产品，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数有望在外资流入的环境中受到青睐。

从流动性角度来看，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在成分股选择上偏好自由流通市值大于 10 亿的大盘股。从持仓上来看，外资和机构持股的占比较高。根据 Wind 的数据显示，截至 2020 年 5 月 11 日，指数前 20 大成分股中，陆股通持仓占自由流通股的比例平均值为 4.98%。随着 A 股进一步国际化，盈利、质量等基本面风格或将受到关注，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数成分股有望受到外资追捧。

图表3： 标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数前二十大权重成分股自由流通市值

股票代码	股票简称	权重	自由流通市值(亿元)	自由流通市值占总市值比
600019.SH	宝钢股份	4.81%	411.33	38%
600028.SH	中国石化	4.13%	566.62	11%
600688.SH	上海石化	3.58%	74.01	17%
601006.SH	大秦铁路	3.18%	390.80	38%
600104.SH	上汽集团	2.93%	675.45	29%
600177.SH	雅戈尔	2.92%	204.31	61%
000898.SZ	鞍钢股份	2.75%	56.30	23%
600398.SH	海澜之家	2.74%	80.83	30%
601088.SH	中国神华	2.62%	425.59	13%
600023.SH	浙能电力	2.47%	131.81	28%
600606.SH	绿地控股	2.35%	169.89	24%
600016.SH	民生银行	2.31%	1989.39	78%
601328.SH	交通银行	2.25%	1342.73	35%
601991.SH	大唐发电	2.25%	43.80	11%
600377.SH	宁沪高速	2.20%	49.11	9%
000709.SZ	河钢股份	2.18%	83.23	38%
600236.SH	桂冠电力	2.17%	67.95	20%
601169.SH	北京银行	2.13%	654.36	63%
601988.SH	中国银行	2.09%	709.09	7%
600170.SH	上海建工	2.09%	173.20	60%

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年 5 月 11 日

同时，截至 2020 年 5 月 11 日，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的前 20 大成分股的机构持股比例平均值为 78.76%，最高超过 95%，比例相对较高。可见指数的成分股是机构资金偏爱的股票。机构投资者的重仓一方面表明成分股具备优秀稳定的基本面，另一方面成熟投资者作为主要的参与对象也能有效避免由中小投资者可能存在的非理性行为所造成的股价异常波动。

图表4： 标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数前二十大权重成分股持仓情况

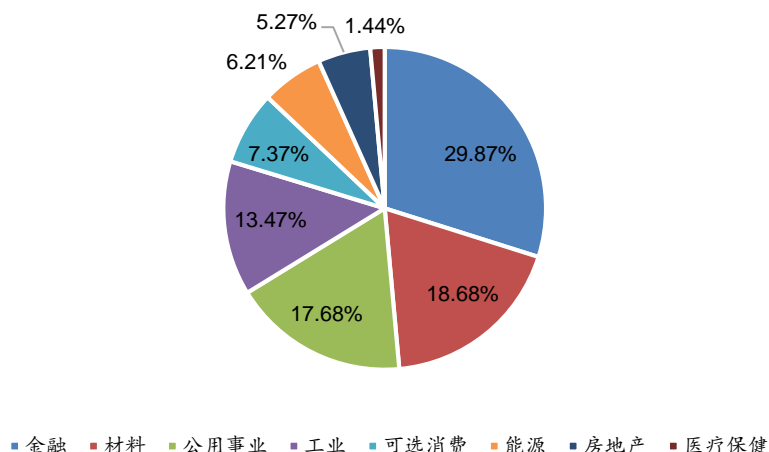
证券代码	证券简称	流通股持股占自由流通股比例%	机构持股比例合计%
600019.SH	宝钢股份	9.63	79.22
600028.SH	中国石化	3.64	93.62
600688.SH	上海石化	3.60	83.87
601006.SH	大秦铁路	13.94	83.23
600104.SH	上汽集团	12.17	87.12
600177.SH	雅戈尔	2.19	60.23
000898.SZ	鞍钢股份	3.87	83.07
600398.SH	海澜之家	7.76	87.61
601088.SH	中国神华	3.67	90.60
600023.SH	浙能电力	0.29	84.03
600606.SH	绿地控股	11.94	85.43
600016.SH	民生银行	2.70	53.66
601328.SH	交通银行	2.33	58.39
601991.SH	大唐发电	1.06	85.55
600377.SH	宁沪高速	3.59	91.21
000709.SZ	河钢股份	3.12	65.91
600236.SH	桂冠电力	1.94	92.85
601169.SH	北京银行	3.84	46.47
601988.SH	中国银行	3.77	96.38
600170.SH	上海建工	4.49	66.67
平均值		4.98	78.76

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2020 年 5 月 11 日

行业分布集中于盈利稳定性高的经济支柱板块

从行业分布来看，截至 2020 年 5 月 11 日，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数覆盖了 Wind 一级行业中的 10 个行业，前五大行业分别是金融(29.87%)、材料(18.68%)、公用事业(17.68%)、工业(13.47%)、可选消费(7.37%)。前五大行业占比 87.07%。由于指数的选择标准是高分红大盘股，所以成分股主要集中在成熟的金融、基础设施和公用事业等盈利稳定性高的国民经济支柱性行业板块，对经济下行压力、市场波动有更强的适应性。

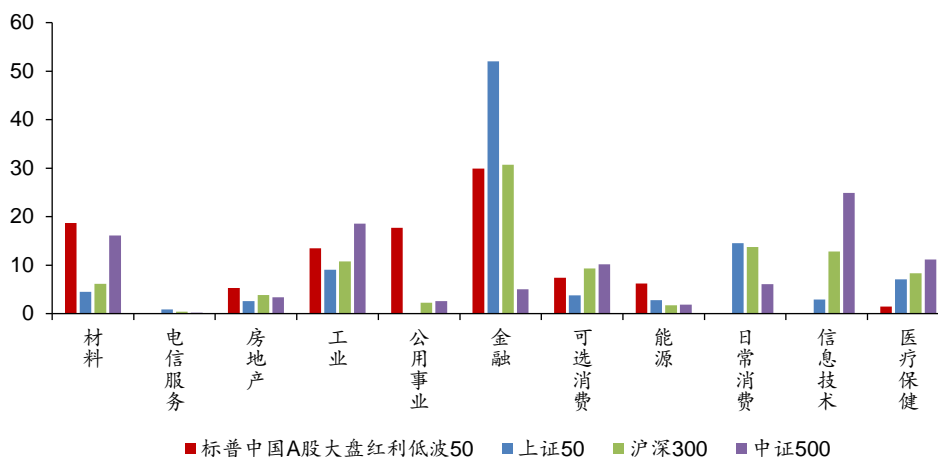
图表5： 标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数成分股行业权重分布



资料来源：标普道琼斯指数公司，华泰证券研究所，2020 年 5 月 11 日

相比较之下，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在金融行业的权重占比低于上证 50 和沪深 300 指数（均超过 30%）。值得注意的是，在标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的编制方法中，限制了单个 GICS 行业权重不超过 30%，有效避免了指数在单个行业上的权重过于集中，一定程度上保证了指数在行业配置上的分散性。

图表6：各指数行业权重分布对比（%）



资料来源：标普道琼斯指数公司，Wind，华泰证券研究所，数据截至 2020 年 5 月 11 日

标普 A 股大盘红利低波 50 指数长期业绩表现稳健

指数相对上证 50、沪深 300、中证 500 具有显著超额收益，股息率高于常见宽基指数

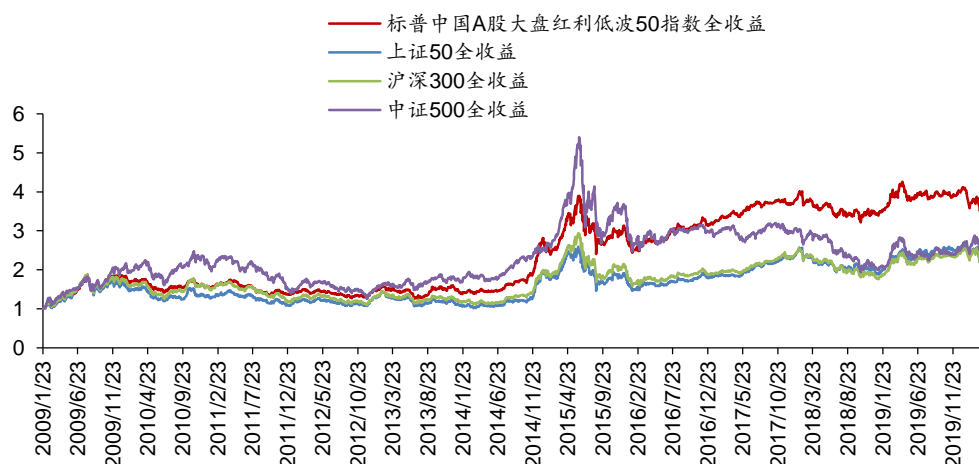
标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在选股上偏好业绩稳定、盈利能力强的公司，个股集中度低，因此指数兼具高收益与低波动双重特性。在 2009 年 1 月至 2020 年 5 月 11 日的时间区间内，从收益上看，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数相对于上证 50、沪深 300 和中证 500 都有 3% 以上的超额年化收益率；标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的累计收益率达到沪深 300 的近两倍，稳定的复利优势更加明显。从风险指标上看，指数的年化波动率、最大回撤都优于 A 股宽基指数，风险得到了较好的控制。此外，根据 Wind 的数据，截至 2019 年末，标普大盘红利低波指数的股息率为 3.94%，远高于上证 50 的 2.36%、沪深 300 的 1.81% 和中证 500 的 1.33%。

图表7：各指数风险收益指标（2009.01.23-2020.05.11）

	累计全收益	年化收益率	年化波动率	夏普比	最大回撤	Calmar
标普中国 A 股大盘红利低波 50 全收益	258.46%	12.33%	21.58%	0.57	-38.32%	0.32
上证 50 全收益	145.58%	8.53%	24.41%	0.35	-45.55%	0.19
沪深 300 全收益	140.29%	8.31%	24.12%	0.34	-46.06%	0.18
中证 500 全收益	168.66%	9.42%	27.79%	0.34	-64.14%	0.15

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 各全收益指数历史走势（2009.01.23-2020.05.11）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们统计了各指数自 2009 年 2 月至今的月度收益，观察各个指数的长期收益表现，并计算上涨月份占比，数据如下：

图表9： 标普中国 A 股大盘红利低波 50 全收益指数月度收益统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2009 年		4.1%	12.5%	5.7%	3.4%	13.3%	16.9%	-25.1%	6.0%	6.7%	7.4%	3.7%	60.2%
2010 年	-9.7%	2.5%	0.3%	-7.6%	-6.1%	-7.1%	8.3%	0.2%	0.5%	7.5%	-6.0%	-2.1%	-19.2%
2011 年	1.2%	2.6%	1.3%	3.5%	-6.4%	-1.4%	-3.9%	-5.1%	-6.8%	6.6%	-3.8%	-1.8%	-14.0%
2012 年	3.3%	4.2%	-6.5%	4.5%	-0.4%	-3.3%	-3.3%	-3.2%	0.1%	0.0%	-2.1%	12.7%	4.7%
2013 年	3.7%	-1.2%	-2.8%	-3.9%	4.0%	-15.5%	0.3%	10.7%	3.8%	0.5%	3.9%	-4.4%	-3.4%
2014 年	-6.5%	1.9%	0.5%	0.4%	0.6%	1.2%	9.5%	-0.3%	6.5%	4.4%	10.4%	25.4%	64.2%
2015 年	-7.7%	1.9%	10.2%	15.4%	1.3%	0.2%	-15.1%	-8.1%	-3.5%	7.0%	-0.3%	6.0%	3.2%
2016 年	-21.0%	-1.0%	9.9%	-0.5%	0.8%	1.9%	7.9%	1.1%	-1.6%	2.7%	5.1%	-4.7%	-2.9%
2017 年	3.7%	2.4%	2.1%	-0.1%	2.9%	3.7%	1.4%	0.1%	-0.2%	1.3%	-1.9%	0.6%	17.0%
2018 年	5.8%	-5.2%	-2.4%	-2.5%	3.1%	-7.2%	3.3%	-3.8%	3.7%	-3.7%	0.3%	0.2%	-9.1%
2019 年	3.4%	8.4%	1.8%	2.0%	-4.7%	2.0%	2.1%	-3.8%	0.5%	1.0%	-0.7%	4.1%	16.4%
2020 年	-4.7%	-5.0%	-3.9%	1.1%									

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 4 月 30 日

图表10: 上证 50 全收益指数月度收益统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2009 年		3.4%	13.0%	3.5%	5.0%	16.9%	15.6%	-37.6%	7.0%	7.5%	3.7%	3.4%	32.0%
2010 年	-13.8%	1.3%	3.3%	-9.3%	-11.3%	-5.5%	8.9%	-3.3%	-0.4%	12.6%	-10.6%	-0.1%	-27.7%
2011 年	-0.7%	2.9%	3.0%	1.4%	-5.1%	0.4%	-4.1%	-3.6%	-9.3%	6.0%	-7.8%	-2.8%	-19.0%
2012 年	7.3%	4.3%	-6.9%	6.4%	-0.6%	-4.1%	-4.2%	-4.9%	4.1%	-1.6%	-2.5%	16.7%	12.0%
2013 年	6.8%	-1.9%	-9.1%	-1.5%	4.2%	-16.7%	-1.9%	5.5%	3.5%	-0.7%	1.8%	-5.5%	-16.8%
2014 年	-6.6%	-0.9%	0.1%	1.9%	-0.8%	1.2%	10.4%	-2.5%	2.5%	2.3%	13.4%	25.8%	52.8%
2015 年	-7.3%	2.8%	10.2%	15.3%	-4.3%	-7.8%	-15.4%	-11.3%	-2.9%	7.2%	1.0%	3.5%	-12.6%
2016 年	-22.7%	-1.4%	9.8%	-1.0%	1.1%	-0.8%	3.0%	3.8%	-2.4%	3.2%	7.0%	-5.8%	-9.8%
2017 年	3.3%	0.3%	-0.4%	-0.5%	5.5%	3.5%	4.5%	3.0%	-1.4%	4.3%	2.4%	-0.1%	26.9%
2018 年	8.3%	-8.3%	-5.7%	-2.6%	0.3%	-5.9%	3.7%	-2.7%	5.3%	-6.3%	-0.9%	-5.9%	-20.2%
2019 年	7.7%	9.5%	3.3%	3.7%	-7.4%	7.7%	0.4%	-1.2%	1.1%	1.9%	-2.1%	5.5%	32.9%
2020 年	-4.5%	-4.0%	-4.9%	6.0%									

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 4 月 30 日

图表11: 沪深 300 全收益指数月度收益统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2009 年		5.0%	14.6%	4.4%	5.1%	13.3%	15.4%	-31.9%	5.9%	8.4%	6.6%	1.8%	46.4%
2010 年	-11.6%	2.4%	1.9%	-9.0%	-10.4%	-7.9%	11.0%	1.2%	1.2%	13.1%	-7.7%	-0.3%	-18.0%
2011 年	-1.7%	5.0%	-0.5%	-0.9%	-6.2%	2.2%	-2.2%	-4.4%	-10.2%	4.2%	-6.9%	-7.5%	-26.5%
2012 年	4.8%	6.4%	-7.3%	6.6%	0.5%	-5.9%	-5.1%	-5.6%	4.0%	-1.7%	-5.4%	15.2%	4.1%
2013 年	6.1%	-0.5%	-7.1%	-1.9%	6.3%	-17.2%	0.5%	5.3%	4.0%	-1.5%	2.7%	-4.7%	-10.0%
2014 年	-5.8%	-1.1%	-1.5%	0.6%	0.2%	1.3%	9.0%	-0.4%	4.6%	2.3%	10.7%	20.5%	45.4%
2015 年	-2.9%	3.9%	11.8%	14.8%	2.0%	-7.8%	-16.3%	-13.3%	-5.0%	9.4%	0.9%	4.4%	-3.3%
2016 年	-26.6%	-2.4%	10.6%	-1.9%	0.6%	0.2%	2.6%	3.9%	-2.2%	2.5%	5.7%	-6.9%	-17.7%
2017 年	2.3%	1.9%	0.1%	-0.5%	1.8%	5.3%	2.7%	2.4%	0.5%	4.3%	0.0%	0.6%	23.4%
2018 年	5.7%	-6.3%	-3.2%	-3.8%	1.4%	-7.5%	1.0%	-5.2%	3.1%	-9.0%	0.6%	-5.4%	-25.9%
2019 年	6.0%	12.8%	5.2%	1.1%	-7.4%	5.7%	1.1%	-0.7%	0.5%	1.9%	-1.5%	6.5%	34.2%
2020 年	-2.3%	-1.6%	-6.9%	5.8%									

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 4 月 30 日

图表12: 中证 500 全收益指数月度收益统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2009 年		7.4%	17.1%	5.6%	5.9%	5.3%	12.2%	-19.8%	3.6%	11.2%	13.1%	1.8%	54.4%
2010 年	-2.5%	5.6%	2.6%	-7.1%	-8.0%	-11.8%	12.6%	8.7%	1.5%	7.8%	1.1%	-3.5%	-17.5%
2011 年	-7.1%	9.5%	-1.9%	-3.3%	-8.7%	3.1%	1.2%	-4.4%	-14.9%	3.6%	-4.7%	-16.9%	-23.8%
2012 年	0.8%	10.9%	-8.2%	6.8%	2.6%	-7.9%	-9.6%	-0.6%	1.9%	-1.0%	-12.5%	14.0%	4.9%
2013 年	5.9%	3.6%	-4.6%	-2.3%	12.5%	-18.3%	5.9%	6.4%	5.4%	-4.3%	5.9%	-3.1%	-11.6%
2014 年	1.4%	2.3%	-3.5%	-1.9%	1.9%	2.8%	8.0%	3.9%	9.9%	1.4%	4.9%	1.5%	50.3%
2015 年	5.5%	6.4%	17.0%	14.4%	15.1%	-11.7%	-15.1%	-17.4%	-7.5%	13.6%	4.4%	2.7%	14.3%
2016 年	-39.3%	-2.2%	13.1%	-2.8%	-0.5%	3.2%	1.4%	3.6%	-1.7%	1.9%	2.0%	-5.1%	-13.4%
2017 年	-0.6%	3.5%	-0.8%	-3.0%	-6.5%	5.4%	2.7%	2.7%	2.0%	-0.7%	-4.7%	-0.2%	20.6%
2018 年	-1.0%	-2.7%	1.5%	-4.3%	-1.6%	-9.9%	-0.2%	-7.7%	-0.3%	-12.4%	2.4%	-5.0%	-18.5%
2019 年	0.2%	16.9%	9.4%	-4.4%	-7.7%	1.3%	-0.7%	-0.3%	1.1%	-0.5%	-0.4%	7.1%	18.2%
2020 年	2.0%	1.3%	-8.1%	5.9%									

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 4 月 30 日

图表13: 各指数上涨月份比例 (2009.01.23-2020.04.30)

指数	上涨月份比例
标普 A 股大盘红利低波	61.48%
上证 50	52.59%
沪深 300	57.78%
中证 500	54.81%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从上述图表可以看出, 相对于常见宽基指数, 标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数上涨月份占比更高, 在收益表现上稳定更优。

指数一年与三年持有期正收益比例显著，历史业绩统计证明具有长期投资价值优势

假设投资者对指数进行投资，锁定持有期分别为一年和三年，分别计算投资各个指数各一年/三年到期时的累计收益并进行对比，结果如下图表所示，其中横轴为锁定持有期的到期时间，左纵轴为累计收益。

图表14： 标普大盘红利低波指数锁定一年累计收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 上证 50 指数锁定一年累计收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 沪深 300 指数锁定一年累计收益



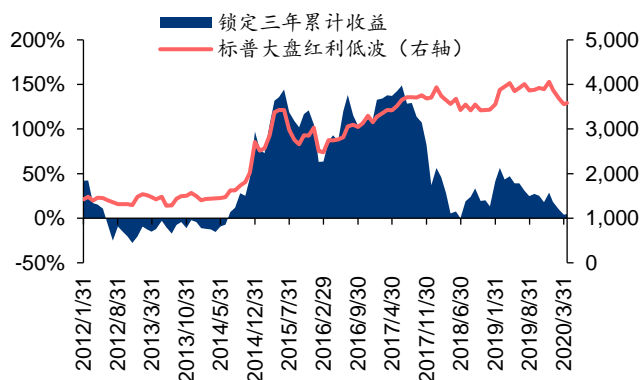
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17： 中证 500 指数锁定一年累计收益



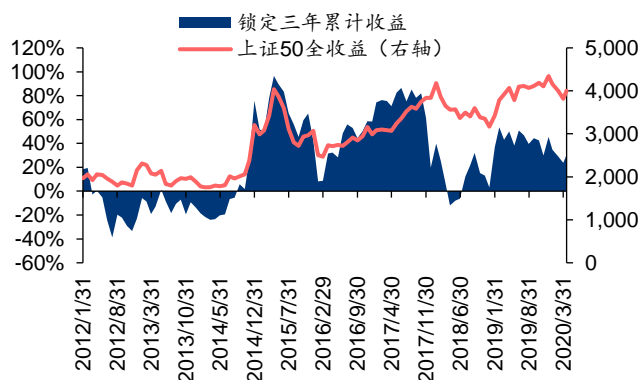
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18： 标普大盘红利低波指数锁定三年累计收益



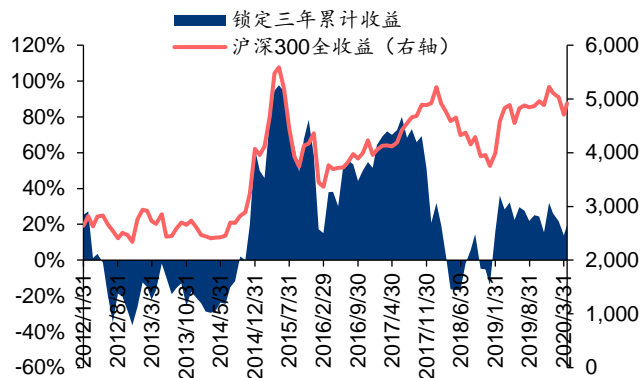
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19： 上证 50 指数锁定三年累计收益



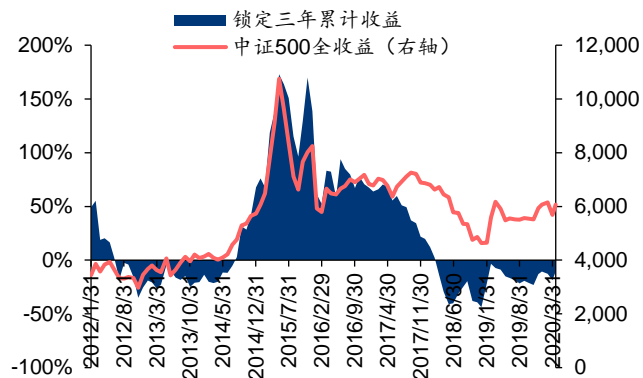
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20: 沪深 300 指数锁定三年累计收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 中证 500 指数锁定三年累计收益

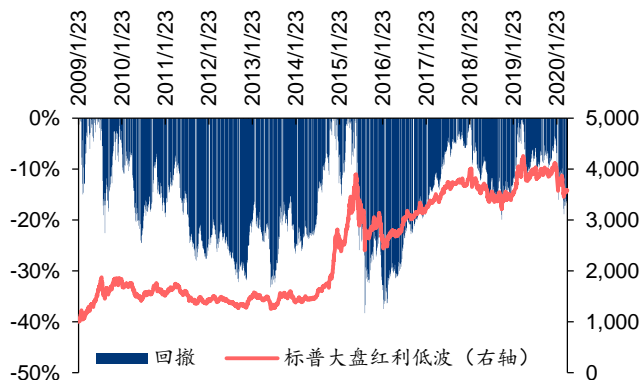


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从累计收益图可以看出，虽然标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数锁定一年的累计收益和其他三个指数的分布较为相似，但负收益的比例明显更低；同时，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在锁定三年累计收益上明显优于其他三个指数，表明该指数在长期投资中更具有优势。同时标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在上涨时也具有比较好的弹性，在 2015 年的牛市中，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数在一年和三年持有期下均获得了相对更高的收益并且高收益持续的时间段更长。

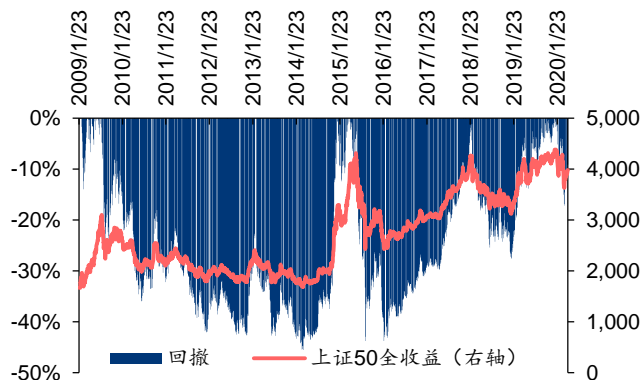
对比各个指数在每个时点的最大回撤可以发现，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的净值曲线走势在 15 年后表现与上证 50 和沪深 300 相似，同时标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的最大回撤幅度相对较小，风险控制能力更强。

图表22: 标普大盘红利低波指数回撤统计



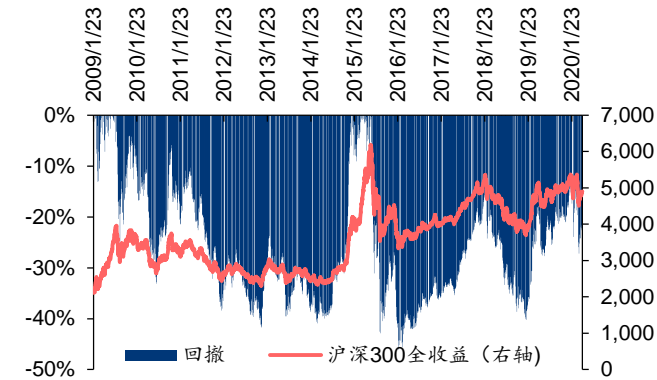
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 上证 50 指数回撤统计



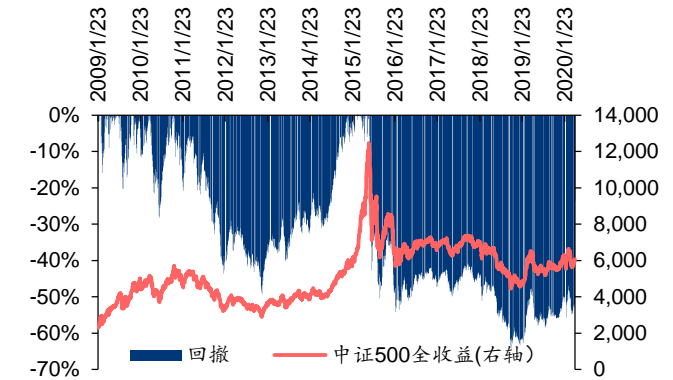
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24： 沪深 300 指数回撤统计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 中证 500 指数回撤统计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

稳健业绩穿越牛熊，领涨抗跌优势明显

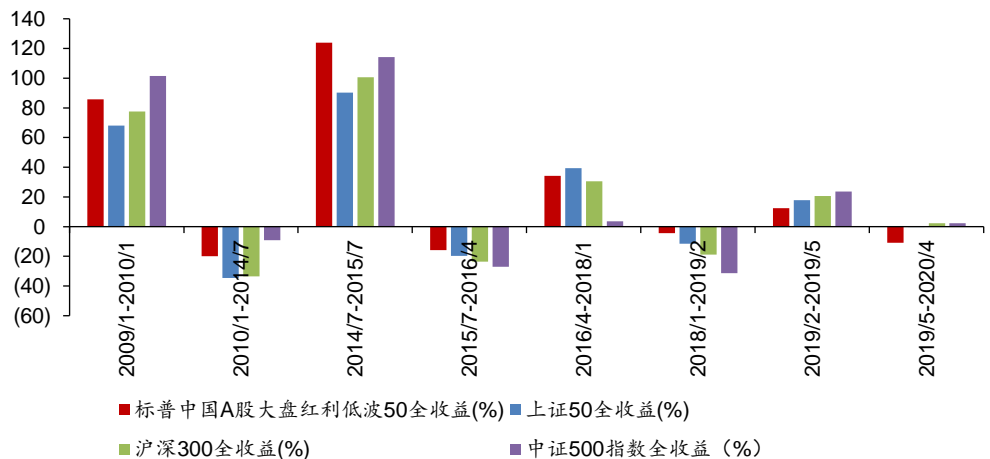
我们以上证指数的波动率与换手率两个维度来对市场进行涨跌划分（换手率上行为牛市，波动率上行、换手率下行为熊市，波动率和换手率均下行为震荡市，参考华泰证券金工研报《波动率与换手率构造牛熊指标》20190927）。从不同市场状态来看，标普中国 A 股大盘红利低波 50 全收益指数在大多数时间段均表现出领涨抗跌的特征，在上涨市场行情中涨幅靠前，下跌行情中跌幅通常小于其他指数。与宽基指数对比得到的超额收益较高，反映了该指数投资业绩相对稳健。

图表26： 不同市场行情下各指数收益表现（2009.1-2020.4）

标普中国 A 股大盘红					
区间	状态	利低波 50 全收益(%)	上证 50 全收益(%)	沪深 300 全收益(%)	中证 500 全收益(%)
2009/1-2010/1	牛市	85.81	68.01	77.58	101.41
2010/1-2014/7	震荡	-20.00	-34.53	-33.54	-9.21
2014/7-2015/7	牛市	123.85	90.38	100.65	114.17
2015/7-2016/4	熊市	-15.90	-19.73	-23.57	-27.06
2016/4-2018/1	震荡	34.19	39.32	30.52	3.65
2018/1-2019/2	熊市	-4.44	-11.54	-18.77	-31.38
2019/2-2019/5	牛市	12.53	17.93	20.61	23.70
2019/5-2020/4	震荡	-10.83	-0.20	2.21	2.21

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 不同市场行情下各指数收益表现对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

红利大盘低波因子优势互补，可筛选出适宜长期投资的质优股

在本章节中，我们将从经济金融逻辑和历史业绩等角度，深入探究红利因子、低波因子长期有效的原因，并通过经济周期状态来对因子收益率走势进行预测。此外，我们还将对红利、大盘、低波因子三者两两叠加后的选股效果及投资逻辑进行论述。

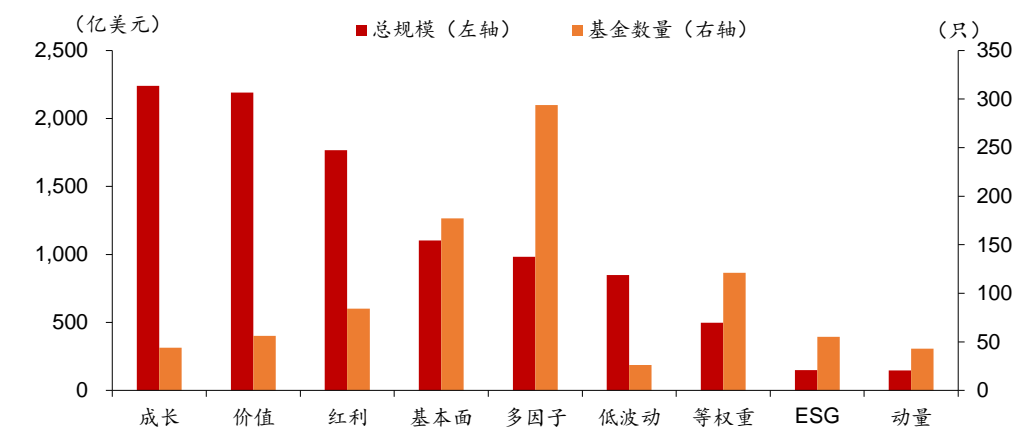
红利策略能够筛选出“便宜的好公司”，适宜长期投资

红利策略能够筛选出“便宜的好公司”，在海外市场受到机构投资者青睐

海外文献中通常不将红利因子作为一个单独的因子来看待，因为实证结果显示，在四因子或五因子模型中加入红利因子，并不能为原有模型带来额外的解释力度。Berkin 和 Swedroe (2016) 在《Your Complete Guide to Factor-Based Investing》一书中，采用五因子模型对美国市场规模最大的红利 ETF 产品 Vanguard Dividend Appreciation (VIG) 从 2006 年到 2015 年的历史业绩进行归因分析后发现：VIG 在市场 β 因子上的暴露为 0.93，说明该红利 ETF 的标的股在市场风险上的暴露略小于市场组合；在规模因子上的暴露为 -0.09，说明成分股市值略大于美股平均；在价值因子上的暴露为 0.14，说明成分股估值低于市场平均；在动量因子上的暴露为 -0.01，说明红利 ETF 与动量因子在统计上无明显关联；在质量因子上的暴露为 0.34，说明红利因子能够很好地筛选出高质量股票。五因子回归模型的 R 方达到了 95%，这说明五因子模型已经能够较好地解释红利 ETF 的收益来源，而红利 ETF 在红利因子上的暴露，也能够被规模、价值和质量等因子充分解释。

也就是说，红利因子本质上是一个复合因子，红利因子暴露较高的公司，通常也在价值因子和质量因子上暴露较高。可以说，红利因子能够有效挑选低估值、高价值的“便宜的好公司”。因此，红利类 ETF 在海外市场广受投资者欢迎。根据 ETF.com 的数据，Smart Beta 类型 ETF 产品中，红利类产品总规模仅次于价值和成长类产品，明显高于其他类型 Smart Beta 产品。

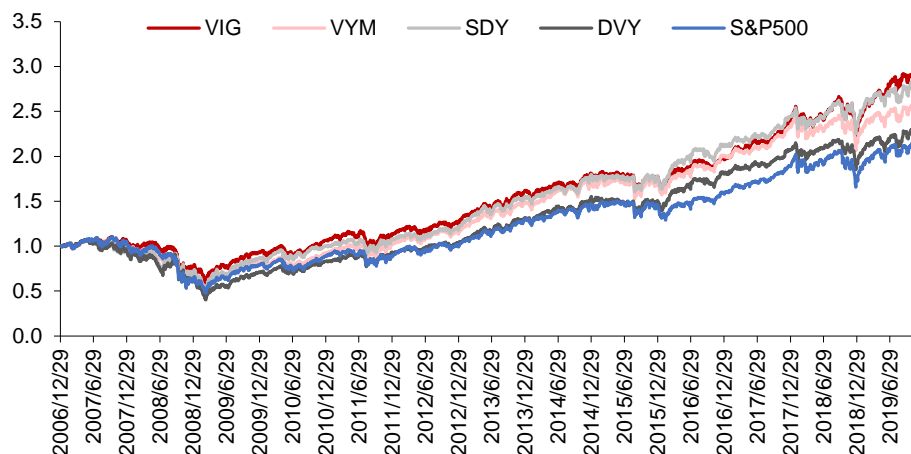
图表28： 美国市场因子型 Smart Beta ETF 产品数量及规模分布（截至 2019 年底）



资料来源：ETF.com，华泰证券研究所

从红利产品历史业绩角度来看，头部红利类产品的历史业绩均优于标普 500 指数。我们选取了美国市场中规模排名前列的四只红利类 ETF：总规模约 402 亿美元的 Vanguard Dividend Appreciation ETF (VIG)、总规模约 253 亿美元的 Vanguard High Dividend Yield ETF (VYM)、总规模约 148 亿美元的 SPDR S&P Dividend ETF (SDY) 以及总规模约 129 亿美元的 iShares Select Dividend ETF (DIV)，可以看到，四只产品整体跑赢标普 500 指数，年化收益率、波动率和夏普比率相对标普 500 均有一定优势。

图29: VIG、VYM、SDY、DVY 以及 S&P500 单位净值走势



资料来源: Yahoo Finance, 华泰证券研究所

图30: VIG、VYM、SDY、DVY 表现指标统计 (2006 年底-2019 年底)

	年化收益率	年化波动率	夏普比率	相对基准月胜率
VIG	10.34%	16.73%	0.62	51.92%
VYM	9.57%	17.94%	0.53	50.00%
SDY	10.51%	19.28%	0.55	51.28%
DVY	8.73%	19.03%	0.46	48.72%
S&P500	8.40%	19.29%	0.44	-

资料来源: Yahoo Finance, 华泰证券研究所

A 股市场中，红利策略能够筛选出低估值高盈利适合长期投资的优质公司

如前所述，分红事件本身并不会影响投资者对公司股票的估值，但是高分红公司却通常在其他财务因子上有较高的暴露度。为了从更本质的角度来观测红利因子在 A 股的选股效果，我们采用近期数据对红利因子暴露度较高的上市公司的财务数据与全部 A 股平均财务数据之间的差别进行了分析。

我们站在 2020 年 3 月 31 日的时点，筛选了过去 12 个月股息率大于 4% 的股票作为高分红组合，以 2019 年三季报数据为例，来说明红利策略筛选出的股票组合特性。从下图表中可以看到，高分红组合的平均市值明显高于 A 股平均，估值 (PE、PB) 明显低于 A 股平均，而盈利能力 (EPS、ROE、销售净利率)、收益质量 (经营活动净收益/利润总额)、现金充足度 (净利润现金含量) 等指标则明显优于 A 股平均。资产负债率略高于 A 股平均，流动比率和速动比率等指标则略低于 A 股平均。

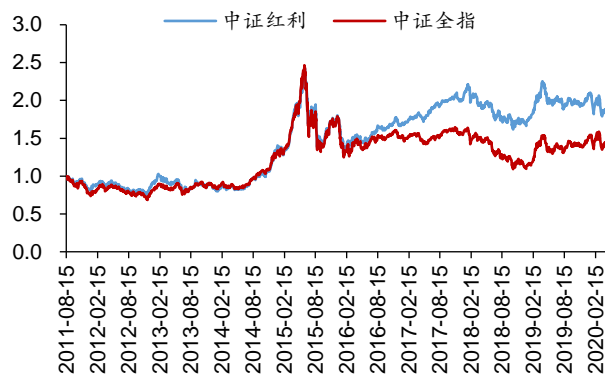
图31: 高分红组合及全部 A 股财务行情指标算术均值的对比

	高分红组合平均	全部 A 股平均
总市值 (亿元)	532.51	162.94
股息率 (近 12 个月) (%)	5.91	1.08
市盈率 PE(TTM) (去掉极端值)	14.49	53.36
市净率 PB(MRQ)	1.54	3.36
每股收益 EPS-基本 (元/股)	0.58	0.35
净资产收益率 ROE(平均) (%)	9.37	5.31
销售净利率 (去掉极端值) (%)	15.95	4.05
经营活动净收益/利润总额	78.2	42.17
净利润现金含量	212.02	58.98
资产负债率 (%)	46.89	44.22
流动比率	2.32	2.63
速动比率	1.76	2.12
净利润(同比增长率) (%)	1.96	24.95

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 财务数据来自 2019 年三季报, 总市值、股息率、PE 和 PB 为 2020 年 3 月 31 日数据

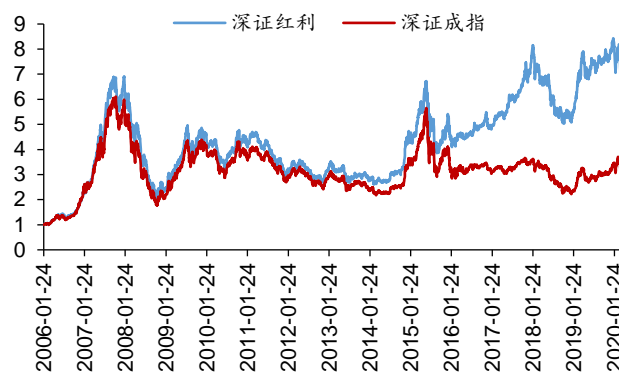
对比结果说明, 红利因子在 A 股市场中, 也能较为成功的筛选出估值偏低、盈利能力偏高、收益质量较高、现金充足度较高的股票。我国红利指数历史表现显著优于基准指数, 也证实了红利因子在 A 股市场中的有效性。例如, 中证红利指数历史业绩显著优于中证全指, 深证红利指数历史业绩显著优于深证成指。

图表32: 中证红利历史业绩优于中证全指



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33: 深证红利历史业绩优于深证成指

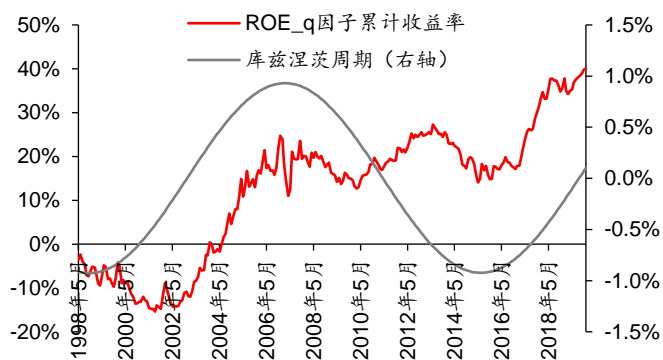


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

疫情危机后的经济复苏阶段, 盈利较稳定的高分红公司或更具投资价值

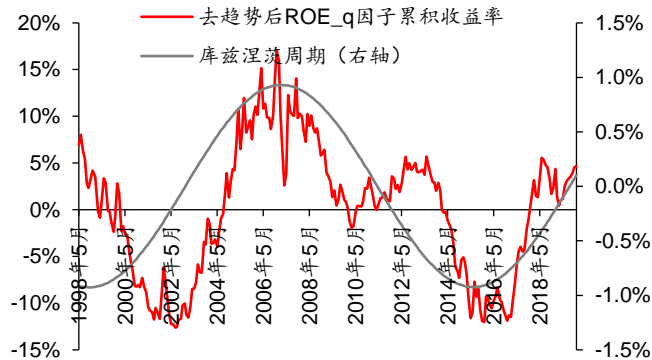
从华泰金工经济金融周期理论的角度来看, 去趋势后盈利因子的累计收益率与库兹涅茨周期(即 200 个月经济长周期)基本同步变动。2020 年库兹涅茨周期将处于上行通道, ROE 因子进入上行阶段, 盈利驱动型公司或将更受青睐。经济复苏时期, 企业盈利增速逐渐提升, 投资者倾向于选择盈利能力更强且更稳定的股票, 从而导致盈利型股票表现占优。高分红公司盈利更为稳定, 更易享受经济上行的红利, 投资价值或有望提高。

图表34: ROE 因子累积收益率走势与经济长周期



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2019 年 12 月

图表35: 去趋势后 ROE 因子累积收益率走势与经济长周期

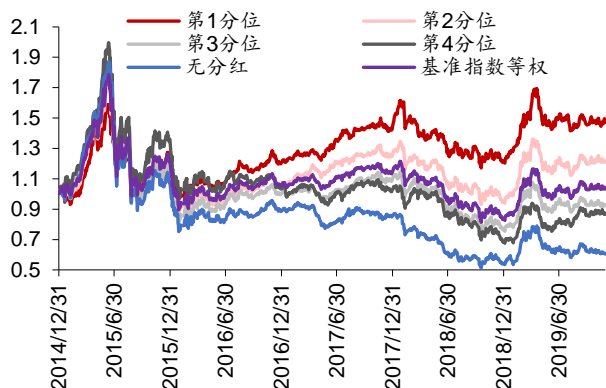


资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2019 年 12 月

红利因子对大盘股的择股能力较为有效, 中长期大盘股或有较高配置价值 A 股市场的股息率因子在大市值股票的择时能力较强, 收益较高

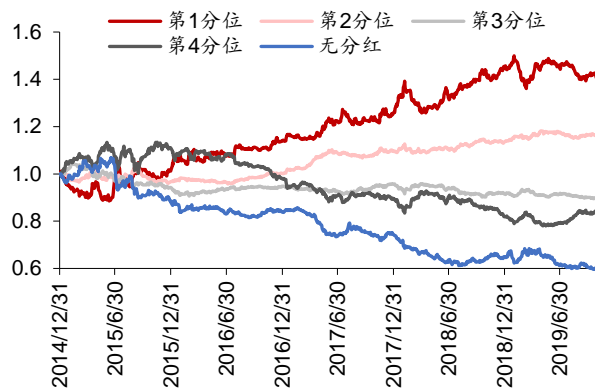
在华泰金工 2020 年 3 月 31 日发布的报告《投资优质股票: 红利类 Smart Beta——华泰 Smart Beta 系列之三》中, 我们采用 2014 年底到 2019 年底的数据, 对红利因子在不同市值股票中的择股能力进行了分层检测。在进行分层时, 我们首先将过去一年内无股息派发的公司单独作为一层, 将剩余股票按股息率降序排列并按股票个数等分为第 1 分位到第 4 分位, 总计得到五个分层。检测结果如下图表所示, 红利因子在沪深 300 成分股中的择股能力最好, 中证 500 中的择股能力次之, 中证 1000 中的择股能力最差。

图表36: 沪深 300 股息率分层净值



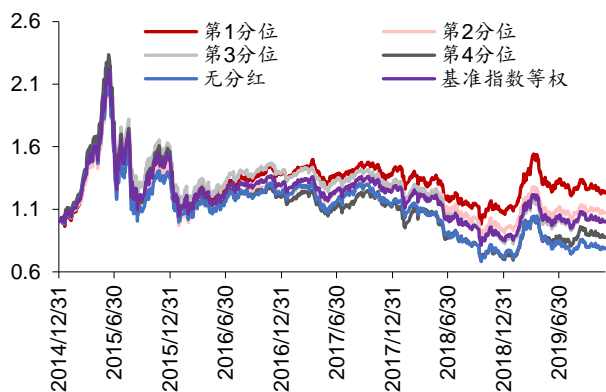
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表37: 沪深 300 各层组合对等权基准指数相对强弱



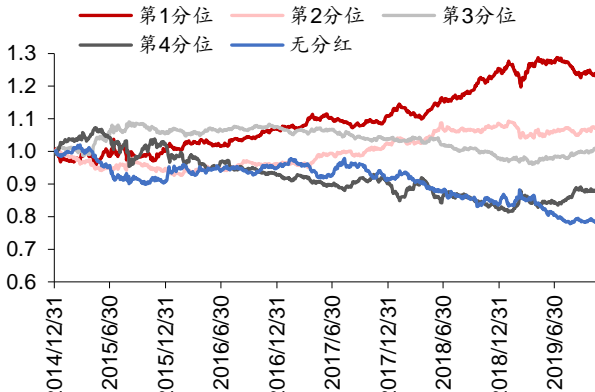
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表38: 中证 500 股息率分层净值



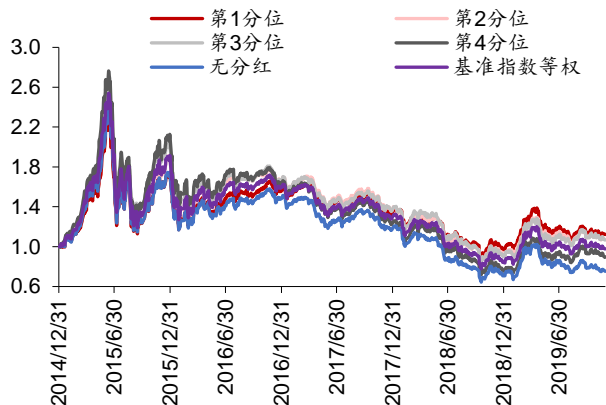
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表39: 中证 500 各层组合对等权基准指数相对强弱



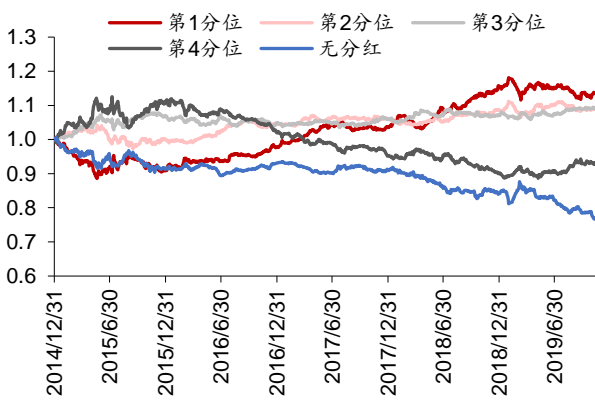
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 中证 1000 股息率分层净值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 中证 1000 各层组合对等权基准指数相对强弱



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 股息率分层及与基准指数对冲组合表现

股票池	分层组合年化收益率					TOP 组合相对等权基准超额收益表现			
	第 1 分位	第 2 分位	第 3 分位	第 4 分位	无分红	年化收益率	年化波动率	信息比率	最大回撤
沪深 300	11.58%	7.88%	2.31%	1.56%	-5.90%	8.99%	9.50%	0.95	11.80%
中证 500	9.44%	6.15%	4.65%	2.58%	-0.44%	6.07%	5.37%	1.13	6.07%
中证 1000	7.50%	7.05%	6.73%	3.11%	-1.04%	5.93%	5.22%	1.14	10.98%

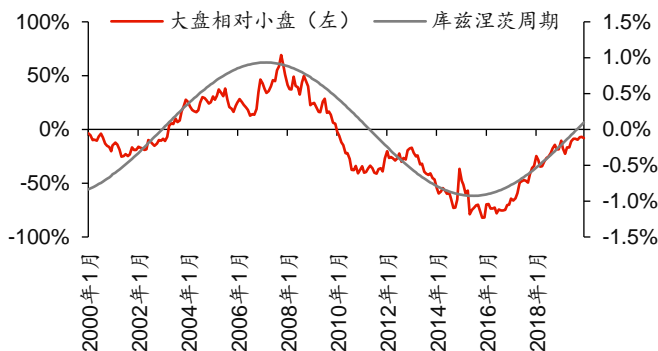
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

由此可见，红利因子的择股能力在大市值及中等市值股票中较为明显，而在小市值股票中相对偏弱。且红利策略在大盘股中的收益要明显高于中盘股和小盘股中的收益，因此在使用红利因子进行选股时，叠加大市值的筛选条件，能够有效提升策略收益。

2016 年以来开启大市值因子上升周期，大盘股预期表现优于小盘股

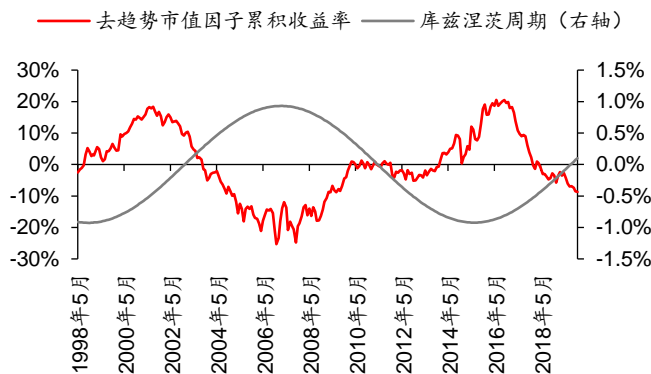
此外，从华泰金工经济金融周期理论的角度来看，去趋势后的小市值因子累计收益率与库兹涅茨周期（200 个月经济长周期）基本同步反向变动。大盘股在未来一段时间内相对中小盘股或有较高配置价值。根据我们此前的研究，大小盘相对强弱走势与经济中的长周期（即库兹涅茨周期）呈正相关，而去趋势后的小市值因子累计收益率与库兹涅茨周期的反向性更为明显。2001 年后，小市值因子累计收益率逐渐走低。2007 年开始，受经济周期影响，小市值因子开启上升周期。进入 2015 年，经济中长期开始上行，企业盈利回升，大市值股票优势凸显。2020 年伴随经济中长期的复苏，小市值因子收益率预计会逐步下行，中长期大市值股票或有更高的配置价值。

图表43： 大盘相对小盘与 CRB 库兹涅茨周期



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2019 年 12 月

图表44： 去趋势后的小市值因子累计收益率与库兹涅茨周期



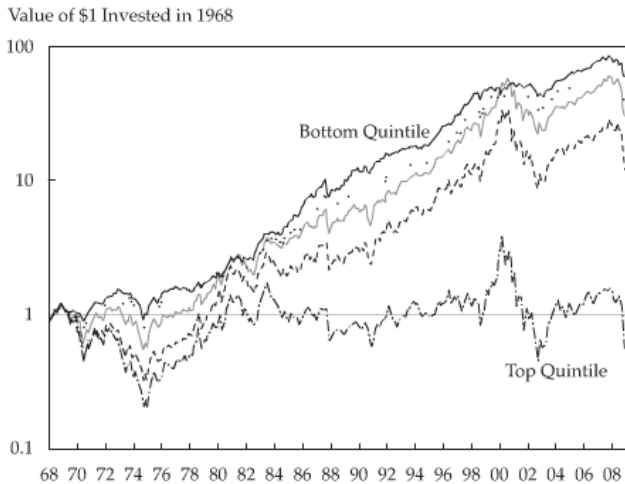
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2019 年 12 月

低波因子能够有效规避短期高关注度的陷阱，有利于长期投资

低波因子在国内和国外均被证实长期有效，在市场下跌期间表现出了较强的防御性

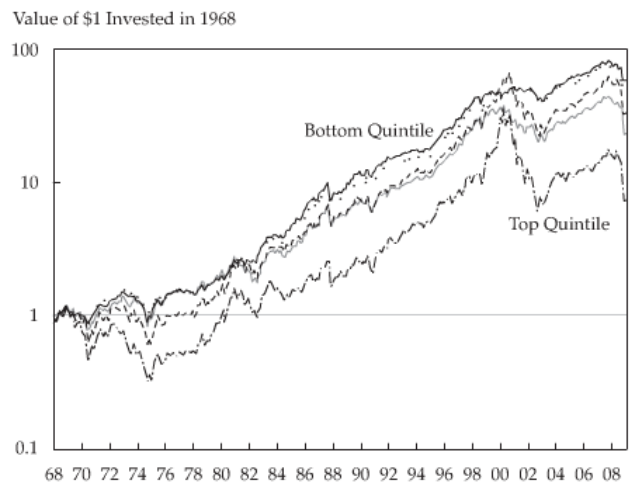
传统金融理论认为，风险与收益之间存在显著的线性正相关关系，为了获得更高的回报，投资者必须承担更高的风险，均值方差模型和 CAPM 模型中都包含了这种思想。但实证研究发现，股票市场的风险和收益之间呈现出了显著的负相关关系，低波动率策略组合和最小方差策略组合的风险调整后收益指标（夏普比率、特雷诺指数和詹森指数等）明显高于市场组合和高波动率组合，这种股市异象被称为低波动率异象。20 世纪 70 年代，Fischer Black（1972）和 Haugen&Heins（1975）等学者在实证中发现了低波动性股票相对其他股票组合的优异表现，证实了低波动率异象的存在。Haugen&Baker 则在 1991 年发表的论文 The efficient market inefficiency of capitalization-weighted stock portfolios 中，提供了股市中风险与回报呈现反向关系的证据。Baker, Brandley 和 Wurgler（2011）也使用美国 1968-2008 共 40 年的数据证实了低波动率股票组合的表现长期优于高波动率股票组合。并且，在市场下跌期间，低波动率组合的下跌幅度明显小于波动率较高的组合，体现了较强的防御性。

图表45：低波动组合表现优于高波动组合（以全部股票为股票池）



资料来源：Baker, Brandley and Wurgler(2011)，华泰证券研究所

图表46：低波动组合表现优于高波动组合（以市值前 1000 为股票池）



资料来源：Baker, Brandley and Wurgler(2011)，华泰证券研究所

至今，低波动率异象已经被证实存在于在世界各地的股票市场中，A 股市场也不例外。我们以中证全指为样本空间，以 2011-2019 年为回测区间，将样本股以波动率分层并进行滚动回测，结果如下图表所示，中低波动组合的年化收益率显著高于高波动组合，年化波动率和区间最大回撤则显著低于高波动组合，可见低波动率因子在 A 股市场中也是有效的。

图表47：A 股市场波动率分层表现

波动率分层	全市场	分层一（低波动）	分层二	分层三	分层四	分层五（高波动）
年化收益率	6.09%	8.78%	10.07%	6.60%	3.62%	0.07%
年化波动率	23.83%	20.79%	20.98%	23.85%	24.96%	28.07%
夏普比率	0.26	0.42	0.48	0.28	0.14	0.00
区间最大回撤	57.85%	40.67%	46.42%	60.38%	66.69%	76.59%
Beta	1.00	0.80	0.84	0.98	1.02	1.13
Alpha	-	3.73%	4.77%	0.59%	-2.46%	-6.41%
跟踪误差	-	9.32%	8.63%	7.27%	5.00%	8.19%
信息比率	-	0.40	0.55	0.08	-0.49	-0.78

资料来源：Wind，华泰证券研究所

低波策略能够规避短期内的低估值陷阱，有利于长期稳定投资

在使用理论指导投资前，为了确保低波因子在未来依旧长期稳定有效，我们需要先理解低波异象形成的原因，以及这个原因是否符合金融逻辑且稳定存在。对于低波异象形成的解释共有两类，第一类是从经济金融模型的角度切入，来解释低波异象有悖于传统金融理论的原因；另一类则是从投资者行为角度入手，来解释低波异象持续存在的原因。

从经济金融模型的角度来看，David Blitz, Eric Falkenstein 和 Pim van Vliet 在论文 *Explanations for the Volatility Effect: An Overview Based on the CAPM Assumptions* 中提出，CAPM 等传统金融模型中有很多不符合实际的前提假设。其中一个假设是，杠杆和卖空都有限制，投资者可以自由套利。但在现实投资中，大部分投资者不是杠杆使用受限，就是不愿意使用杠杆。卖空行为在现实中也会受到限制，部分股票的借贷成本非常高，导致无法卖空。另一个假设是，市场中的交易没有任何摩擦，这意味着既没有交易成本，也没有税收，但这在现实投资中也是不可能的。这些限制和摩擦的存在将使得套利者无法纠正高波动证券的高估和低波动证券的低估，最终导致低波动异象的存在。

从行为金融学角度来看，低波异象的存在主要有以下几种原因：

1) 博彩偏好 (Preference for lottery)：一般来说，出于对风险的厌恶，投资者会拒绝一个 50% 概率赢得 110 元，50% 概率失去 100 元的，预期收益为正的游戏。但当收益的分布发生变化时，投资者的选择也会发生改变：当游戏规则变为 99.99% 损失 1 元，但有 0.12% 概率获得 5000 元的时候，预期收益基本未变，但投资者大概率会选择投注于这个类似彩票的游戏。可见当一类资产的收益呈现正偏态分布时，投资者会更加偏好这类资产。Mitton & Vorkink (2007) 在 *Equilibrium under Diversification and the Preference for Skewness* 一文中指出，高波动率的个股的收益也呈现正偏态分布：亏损的概率很高，短期内收益翻倍的可能性很小。Kumar (2009) 在 *Who Gambles in the Stock Market?* 一文中指出，个人投资者对彩票式回报的股票表现出明显的偏好，会倾向于高估高波动率的个股并低估低波动率的个股，从而导致了低波动异象的产生。

2) 对明星股票的偏好：Falkenstein (1996) 在论文 *Preferences for Stock Characteristics As Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings* 中指出，共同基金倾向于持有更多在新闻中出现率高的公司股票；Barber 和 Odean (2008) 在论文 *All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors* 中指出，个人投资者也倾向于购买引人注目的股票，共同基金和个人投资者的这种购买行为会暂时抬高股票价格，但导致其后续收益表现不佳。低波动股票普遍受到曝光较少，受到的关注也较少，容易被投资者忽视，最终导致高波动率个股需求偏高，低波动率个股需求偏低，从而产生了低波动异象。

3) 代表性偏差 (Representativeness Bias)：代表性偏差指的是投资者偏信高回报股票的神话，从而得到了一个错误的逻辑：“回报率最高的股票有风险，因此高风险的股票会产生更高的预期回报”。这种错误的逻辑认知导致投资者高估高波动率个股，低估低波动率，从而产生了低波动率异象。

4) 过度自信 (Overconfidence)：投资者相信自己有能力成功选股择时，所以为了获取更大的收益，投资者倾向于选择波动性更高、不确定性也更高的股票，造成了高波动股票的高估，从而产生了低波动率异象。

综上所述，由于高波动率股票存在收益率正偏态分布（高峰偏左，右侧长尾）和受关注度较高等特点，市场通常会在短期内给高波动率股票过高的估值，从而导致其长期表现不佳。而低波动股票则能够较好地避开这些短期繁荣的陷阱，为投资者提供相对更高的长期投资回报。

接下来我们使用实际数据来对低波因子的选股效果进行验证，我们站在 2020 年 3 月 31 日的时点，使用过去 100 天的收益波动率，从全部 A 股中筛选出了波动率最低的 200 只股票，并对其代表性行情指标和财务指标进行了统计。从结果来看，低波因子确实倾向于从 A 股中筛选出估值偏低 (PE、PB 偏低) 的股票，但该类股票同时还具有较高的股息率，较强的盈利能力 (EPS、ROE、销售净利率)，较高的收益质量 (经营活动净收益/利润总额) 和现金充足度 (净利润现金含量)。此外，与红利因子相比，低波因子筛选出的 A 股盈利增长能力略胜一筹。

图表48：低波动组合及全部 A 股财务行情指标算术均值的对比

	低波动组合平均	全部 A 股平均
总市值(亿元)	778.49	162.94
股息率(近 12 个月) (%)	3.08	1.08
市盈率 PE(TTM)	16.34	53.36
市净率 PB(MRQ)	1.28	3.36
每股收益 EPS-基本 (元/股)	0.54	0.35
净资产收益率 ROE(平均) (%)	7.62	5.31
销售净利率 (去掉极端值) (%)	18.26	4.05
经营活动净收益/利润总额	72.7	42.17
净利润现金含量	147.93	58.98
资产负债率 (%)	51.53	44.22
流动比率	1.68	2.63
速动比率	1.32	2.12
净利润(同比增长率) (%)	14.91	24.95

资料来源：Wind，华泰证券研究所，财务数据来自 2019 三季报，总市值、股息率、PE 和 PB 为 2020 年 3 月 31 日数据

红利+低波筛选出的股票具有盈利+估值双重护城河，类似高息债券，防御能力较强

红利因子倾向于筛选出“便宜的好公司”，低波因子则倾向于筛选出近期关注度较低、估值偏低的股票。两类因子的目标和理念是一致的，都是筛选出稳定且防御性强的股票。持有这类估值较低、盈利能力较高且盈利稳定的股票，类似于持有高息债券，较低的估值和较低的波动率使其风险水平近似于高息债券，其稳定的盈利能力则能够为投资者持续带来类似于票息的稳定现金流。

接下来我们使用实际数据来对红利+低波复合因子的选股思路进行验证。我们从前述筛选出的高分红组合的 200 只股票中，选出了 100 只年化波动率最低的股票，并以 2019 年三季报数据为例，对其财务指标和行情指标进行了统计分析，可以看到，与高分红组合相比，低波+高分红组合的平均市值明显更高，估值水平明显更低，偿债能力略有下降。可见在红利因子中加入低波因子，能够进一步压低估值，使得筛选出的股票组合安全系数更高，防御能力更加出色。

图表49：低波+高分红组合及全部 A 股财务行情指标算术均值的对比

考察方向	指标名称	低波+高分红组合平均	高分红组合平均	全部 A 股平均
总市值	总市值(亿元)	1018.43	532.51	162.94
股息率	股息率(近 12 个月) (%)	5.72	5.91	1.08
估值水平	市盈率 PE(TTM)	9.78	14.49	53.36
	市净率 PB(MRQ)	1.12	1.54	3.36
盈利能力	每股收益 EPS-基本 (元/股)	0.59	0.58	0.35
	净资产收益率 ROE(平均) (%)	8.96	9.37	5.31
	销售净利率 (去掉极端值) (%)	19.16	15.95	4.05
收益质量	经营活动净收益/利润总额	76.61	78.2	42.17
现金充足度	净利润现金含量	80.55	212.02	58.98
偿债能力	资产负债率 (%)	55.16	46.89	44.22
	流动比率	1.63	2.32	2.63
	速动比率	1.2	1.76	2.12
盈利增长	净利润(同比增长率) (%)	2.23	1.96	24.95

资料来源：Wind，华泰证券研究所，财务数据来自 2019 三季报，总市值、股息率、PE 和 PB 为 2020 年 3 月 31 日数据

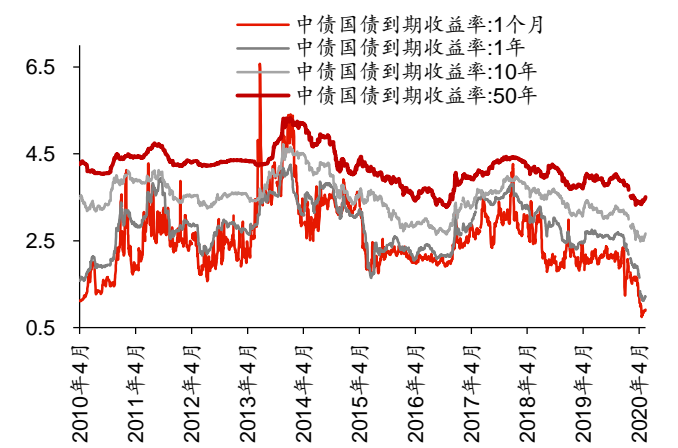
整体来说，红利+低波筛选出的股票，普遍具有优质且稳定的盈利能力+较低估值作为双重护城河，因此即使在市场下跌或大幅波动时，也具有较强的防御能力，因此十分适合长期稳健投资。

低利率环境下的“高息债券”：标普中国 A 股大盘红利低波 50 疫情后或将进入长期低利率环境，稳健的高息投资品价值凸显

近期，受疫情影响货币政策转向宽松，利率下跌。通胀对利率下降的掣肘有所减弱，短期内货币政策仍在宽松周期，或继续压低利率，稳健高息投资品配置价值提升。

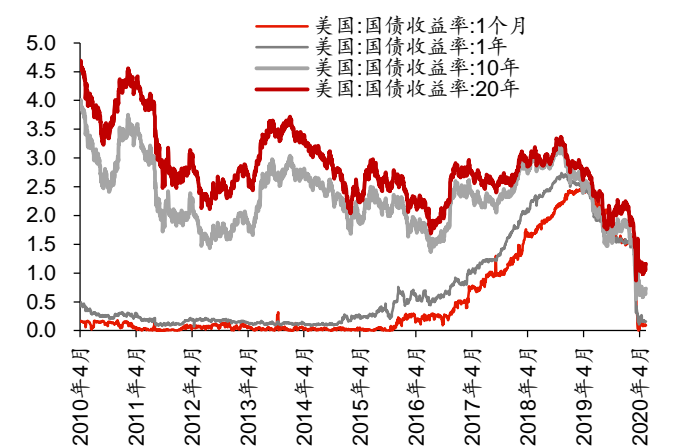
随着新冠病毒疫情在全世界快速扩散，多国实施了不同程度的封锁隔离政策，全球产业链受到冲击，经济增速放缓。以国内为例，一季度 GDP 同比下降 6.8%。为应对此次危机，中美等国均推出新一轮的货币宽松政策，美联储时隔五年再度开启量化宽松，国内降准降息也在稳步进行。全球货币环境趋于宽松，中美两国国债收益率曲线近期走势均向下。

图表50： 中国国债到期收益率（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所。截至 2020.5.11

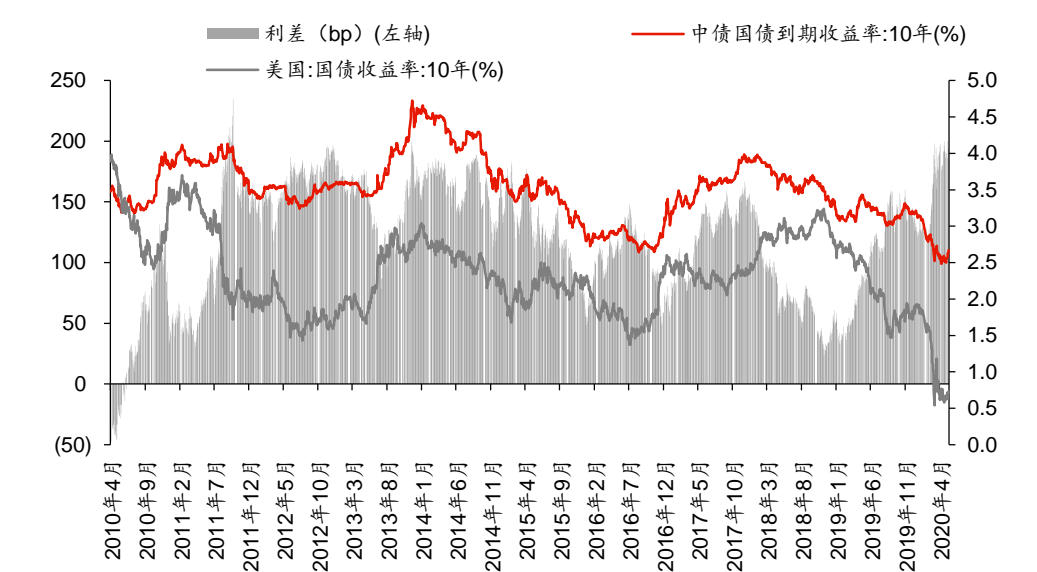
图表51： 美国国债收益率（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所。截至 2020.5.11

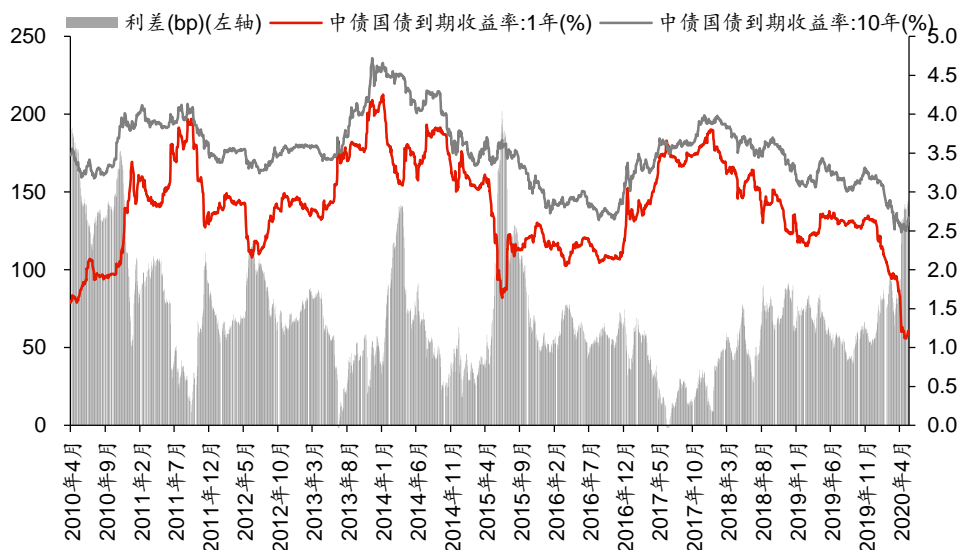
当前，美联储的无限 QEs 短时间向市场注入大量流动性，中国则采取渐进式宽松政策，中美两国货币政策的差异拉大中美国债利差，10 年期国债收益率利差接近 200 个基点。未来资本流动或引导中美利差收窄。

图表52： 中美 10 年国债收益率利差



资料来源：Wind，华泰证券研究所。截至 2020.5.11

国内方面，流动性端利好使得短期国债收益率快速下降，期限利差扩大。中国 1 年期国债收益率与 10 年期国债收益率利差处于高位，已超 130 基点。

图表53： 中国国债收益率期限利差

资料来源：Wind，华泰证券研究所。截至 2020.5.11

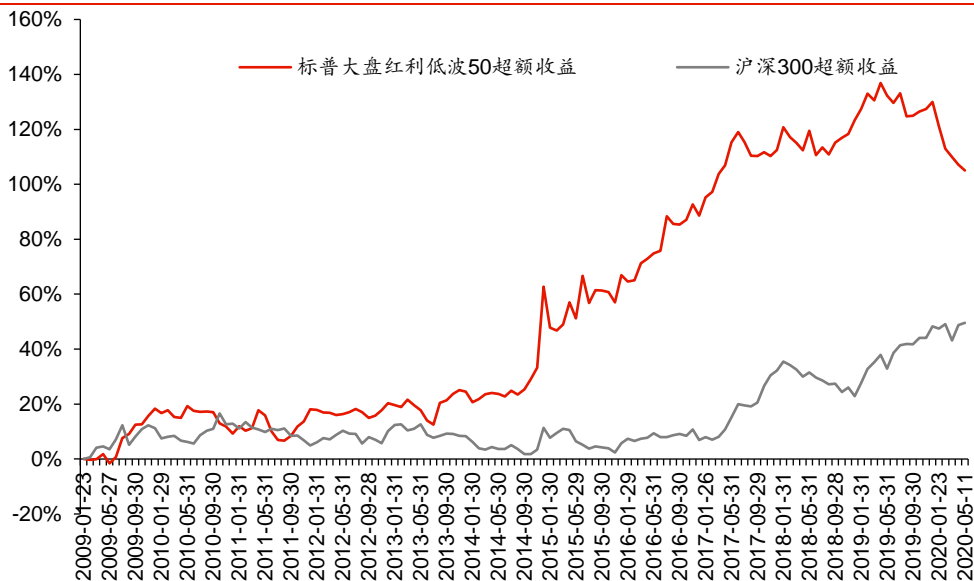
通胀方面，3 月份全国居民消费价格（CPI）同比上涨 4.3%，涨幅较上月同比数据低 0.9 个百分点，回归至“4 时代”。通胀对利率下降的掣肘有所减弱。在扩大总需求、配合财政政策、降低贷款利率等要求下，短期内货币政策仍在宽松周期，利率下行空间或仍存在。

根据股利贴现模型，资产价值与未来现金流正相关，与折现率负相关。当利率处于较低区间时，高股息产品的股利贴现模型分子端优势凸显，分母端数值降低，高股息产品的价值有望得到提升。

标普大盘红利低波 50 指数兼具股债双重优势，是优质长期稳健高收益资产
 受到当前的低利率环境的影响，各类资产收益率将有所下降。而标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数兼具股债双重优势，为稳健高收益资产，具备一定的投资价值，或将受到资金追捧。

从指数历史业绩来看，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的业绩表现优于传统宽基指数。由下图可看出，该指数相对于上证综指的累计超额收益始终为正。截至 2020 年 5 月 11 日，该指数相对于上证综指的累计超额收益率高于 100%，超过沪深 300 指数相对于上证综指超额收益的 2 倍。

图表54： 标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数与沪深 300 指数累计超额收益（相对于上证综指）



资料来源：Wind，华泰证券研究所。月度数据，截至 2020.5.11

根据指数历史业绩，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的历史平均波动率与最大回撤幅度均低于传统宽基指数，体现出类似债券指数的收益稳定性。下图展示了该指数与中债十年国债指数、上证综指和沪深 300 的业绩指标对比。其中，该指数的平均最大回撤幅度为 28.95%，而另外两只股票指数的最大回撤幅度均超过 40%。

图表55： 标普大盘红利低波 50 指数与各股指、债指的波动率及最大回撤对比

年度统计量	中债十年期国债指数		标普大盘红利低波 50 指数		上证综指		沪深 300	
	波动率	最大回撤	波动率	最大回撤	波动率	最大回撤	波动率	最大回撤
2011 年	2.67%	-4.87%	16.34%	-25.41%	18.02%	-31.44%	20.30%	-35.04%
2012 年	1.61%	-1.64%	15.22%	-31.90%	17.07%	-37.97%	20.03%	-40.57%
2013 年	2.75%	-6.82%	19.19%	-34.46%	17.84%	-38.28%	21.55%	-39.11%
2014 年	3.30%	-6.24%	19.25%	-29.09%	16.98%	-36.98%	18.96%	-41.19%
2015 年	3.13%	-4.87%	38.95%	-25.41%	38.14%	-32.00%	38.72%	-35.85%
2016 年	2.34%	-4.15%	19.52%	-38.92%	22.65%	-48.60%	21.82%	-46.70%
2017 年	2.34%	-6.02%	8.07%	-24.01%	8.53%	-40.91%	9.97%	-38.17%
2018 年	2.18%	-5.37%	16.20%	-27.62%	19.29%	-51.94%	21.00%	-44.14%
2019 年	1.91%	-1.95%	15.49%	-23.78%	17.77%	-52.30%	19.50%	-44.62%
平均值	2.47%	-4.66%	18.69%	-28.95%	19.59%	-41.16%	21.32%	-40.60%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

指数当前估值相对较低，长期投资或更具优势

从估值和盈利指标来看，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数当前市盈率均低于上证 50 和沪深 300 指数，市净率和市销率在上述指数中处于较低位置，从估值角度，指数或有更大的上涨空间。同时标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的股息率远高于其他指数，相较而言有望能让投资者更快收回投资成本。

图表56： 各指数基本面指标

	历史市盈率		市净率	市销率	股息率
	(TTM)	预测市盈率			
标普中国 A 股大盘红利低波 50 全收益	8.14	8.20	0.81	0.61	5.31%
上证 50 全收益	9.37	8.78	1.07	1.01	3.01%
沪深 300 全收益	12.13	10.78	1.34	1.14	2.35%

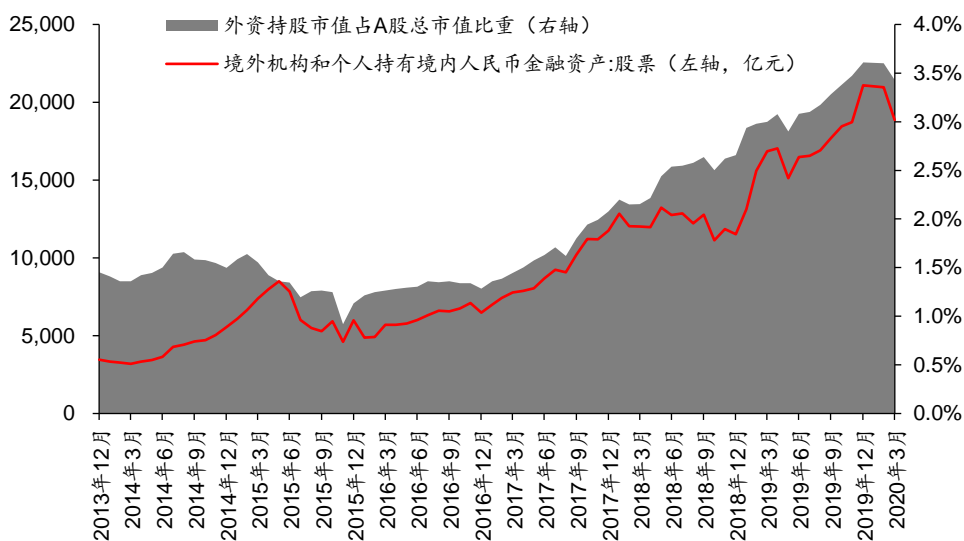
资料来源：标普道琼斯指数公司，Wind，华泰证券研究所，截至 2020.4.30

独具品牌优势，更易把握外资流入利好

前文提到，低利率环境下兼具股债双重优势的红利指数价值凸显。作为众多红利指数中的一员，属于“标普指数家族”的标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数独具品牌优势，或更能把握外资流入利好。

随着中国金融市场开放程度不断加深，外资持续流入中国市场。截至 2020 年 3 月，境外机构和个人持有境内股票市值已达 1.88 万亿元，比 2019 年同期增长 12.08%。从下图可以看出，从 2013 年 12 月至 2020 年 3 月，境外机构和个人持有境内股票市值占 A 股总市值比重增长趋势明显，外资在 A 股资金来源中的重要性逐渐增强。

图表57： 境外机构和个人持有境内股票市值占总市值比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020.3.31

自 2002 年实施 QFII 制度以来，QFII 额度从最开始的 40 亿美元提高至 2019 年初的 3000 亿美元。随着我国境内资本市场双向开放的渠道不断打通，对 QFII、RQFII 额度管理的必要性下降。2020 年 5 月 7 日，央行、国家外汇管理局联合发布了《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，提到将落实取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资额度管理要求等。此次新规发布或将吸引更多外资流向中国。

2019 年全年，MSCI 已经完成 A 股比例提升方案，分别在 5 月、8 月、11 月将 A 股纳入比例逐步提升至 10%、15%和 20%。随着 A 股未来进一步被纳入各个国际指数，同时对外开放持续推进，A 股国际化程度将不断提高，外资流入系大势所趋。

在外资长期持续流入趋势未改背景下，海外机构化资金进入中国或将优先考虑标普道琼斯等辨识度高的指数。标普道琼斯于 2003 年发布标普道琼斯美国精选红利指数，是全球首个红利指数。作为红利指数编制和发布的领跑者，标普道琼斯后续又发布诸多相关红利指数，成为全球大规模红利 ETF 的常用标的基准。在全球前 10 大红利 ETF 中，有 5 家的基准指数均来自标普公司，标普旗下红利指数在全球红利指数基金中的领军地位可见一斑。

图表58： 全球前 10 大红利 ETF 及其基准指数

排名	代码	基金名称	发行机构	规模(billion\$)	管理费	基准指数	指数公司
1	VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	Vanguard	44.40	0.08%	NASDAQ US Dividend Achievers Select Index	纳斯达克
2	VYM	Vanguard High Dividend Yield ETF	Vanguard	30.60	0.08%	FTSE High Dividend Yield Index	富时罗素
3	SDY	SPDR S&P Dividend ETF	State Street SPDR	14.80	0.35%	S&P High Yield Dividend Aristocrats Index	标普
4	DVY	iShares Select Dividend ETF	iShares	12.60	0.39%	Dow Jones U.S. Select Dividend Index	标普
5	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	Charles Schwab	10.90	0.07%	Dow Jones U.S. Dividend 100 Index	标普
6	DGRO	iShares Core Dividend Growth ETF	iShares	9.10	0.08%	Morningstar US Dividend Growth Index	晨星
7	FVD	First Trust Value Line Dividend Index	First Trust	8.50	0.70%	Value Line Dividend Index	Value Line
8	HDV	iShares Core High Dividend ETF	iShares	5.90	0.08%	Morningstar Dividend Yield Focus Index	晨星
9	NOBL	ProShares S&P 500 Aristocrats	ProShares	5.56	0.35%	S&P 500 Dividend Aristocrats Index	标普
10	IDV	iShares International Select Dividend ETF	iShares	3.20	0.50%	Dow Jones EPAC Select Dividend Index	标普

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 4 月

在标普的品牌效应下，被直接纳入标普红利系列指数国际体系里的标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数，在我国金融市场逐步放开、机构化外资持续流入的环境下更占优势，有望成为外资投资的首选标的之一，或能够更好享受金融市场放开的政策红利。

综上，大盘、高分红、低波动三因子叠加提升策略有效性，助力筛选优质资产；标普品牌优势吸引外资流入，增量资金增加资产活力；长期低利率助推优质资产优势凸显，标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数投资价值或有望得到提升。

风险提示

本报告对历史公开信息进行梳理总结，历史结果不能简单预测未来，规律存在失效风险。策略的历史表现依赖于回溯区间和公开数据源，不一定能代表未来有效性。指数成分股介绍仅用于展示指数特色及编制思路，不构成对个股的投资建议。指数历史业绩并不预示其未来表现。本报告仅作投资参考，不构成对涉及策略、个股或指数投资收益的保证或投资建议，请投资者谨慎、理性看待。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司