

证券研究报告 / 策略专题报告

## 红利指数的上行空间和结构性变化

### 报告摘要：

**基本面疲软、流动性转松以及风险偏好下降时红利指数占优的共同特征。**从红利指数收益率来看，无论是绝对收益还是相对收益，2023 年至今红利指数主要行情可分为三段（当前处于第三段）。复盘三段行情可以发现基本面数据的疲软（尤其是政策明显发力后基本面数据低于预期）、流动性明显转松预期以及风险偏好下降时红利指数占优的共同特征。反之，当政策明显发力、流动性转紧、风险偏好提升时红利指数偏弱。

**红利指数与中特估指数相关性下降，逐渐脱离政策和业绩锚，抗跌优势凸显。**红利与中特估指数的相关性在三段行情中呈现上行-高位稳定-下降的变化。从绝对收益率来看，2023 年 5 月红利指数第一段行情结束后，红利指数与中特估指数的相关性停止上行。在经历 2023 年 5-7 月的快速下行后，红利指数收益率表现出较高的稳定性，而中特估指数收益率则持续下行。2023 年 6 月以来红利指数与中特估指数相关性震荡下行，主要源于红利指数相较中特估指数的抗跌属性更强。

**指数层面来看，红利指数上行空间已有限，更多关注结构性机会。**（1）从行情影响因素来看：基本面仍在弱修复节奏中，2023 年 12 月 PMI 处于 2023 年下半年最低值，与 6 月持平，且低于往年同期水平，反映出当前经济修复基础仍然不稳固；海外流动性转松趋势确立，降息预期升温。国内流动性转紧空间不大；近期南海局势变化对风险偏好造成压制。（2）从市场因素来看：2023 年以来红利指数三轮行情（当前处在第三轮）相对全 A 的超额收益分别为 15%、9%、10%，相对全 A（非金融石油石化）的超额收益分别为 17%、9%、10%，本轮红利指数收益率已接近前期中位水平，指数层面上行空间已经有限。但考虑到岁末年初为政策、基本面数据的空窗期，红利指数行情结束的触发因素出现机会较少，红利指数短期或仍有小幅上行空间，内部分细分行业和个股的弹性或更大。**结构上来看，煤炭、银行和石油石化是红利指数主要构成，偏弱的市场环境下抗跌优势愈加显著，推荐顺序上煤炭>银行>石油石化。**以 2023/1/1 至今红利指数相关行业与红利指数收盘价的相关系数(TTM)和绝对收益率为观察指标，发现红利指数整体走势受石油石化和银行影响较大，表现出良好的抗跌属性；边际变化上则受煤炭行情提振最大。三者均具有高股息、低估值、有基本面/风险偏好支撑的特点

**以高股息+低估值策略构建个股投资组合的有效性不断提高。**（1）投资组合构建和表现：以煤炭、银行和石油石化行业所有个股构建股票池，筛选出其中股息率排名前 25%以及 PB 分位数排名后 25%的个股构建投资组合。在红利指数三段行情的起点根据最新数据进行调仓。该投资组合 2023 年以来的绝对收益率 26.08%，Sharpe2.29，最大回撤 10.62%。相对上证指数的超额收益率 37.65%，相对红利指数的超额收益率为 26.20%。

（2）投资组合绝对收益和超额收益变化：该投资组合在 2023 年红利指数第一段行情中的超额收益并不明显，其防御属性还未得到市场的充分重视；该投资组合在 2023 年红利指数第二、三段行情中超额收益和绝对收益较为明显，主要源于政策发力程度和基本面数据不及预期背景下红利指数的抗跌属性成为市场的避险方向。其中股息率较高且市净率处在低位的个股抗跌属性进一步凸显，相对红利指数也能具有超额收益。

**风险提示：经济修复不及预期，政策出台不及预期。**

### 相关报告

- 《【东北策略】2023 年偏股基金回顾（一）》  
--20240102
- 《【东北策略】指数编制的魔法——A 股流动性周报》  
--20231226
- 《【东北策略】降息预期后市场需要一点点信心》  
--20231218
- 《【东北策略】谁在参与交易？》  
--20231212
- 《【东北策略】稳中求进，结构延续》  
--20231210

### 证券分析师：杨正旺

执业证书编号：S0550523080002  
16651614137 yangzw@nesc.cn

### 研究助理：袁野

执业证书编号：S0550122030045  
15651998187 yuanye@nesc.cn

## 目 录

1.	红利指数上行空间展望 .....	3
2.	红利指数收益率的结构性变化.....	8
3.	红利投资组合收益率变化.....	14

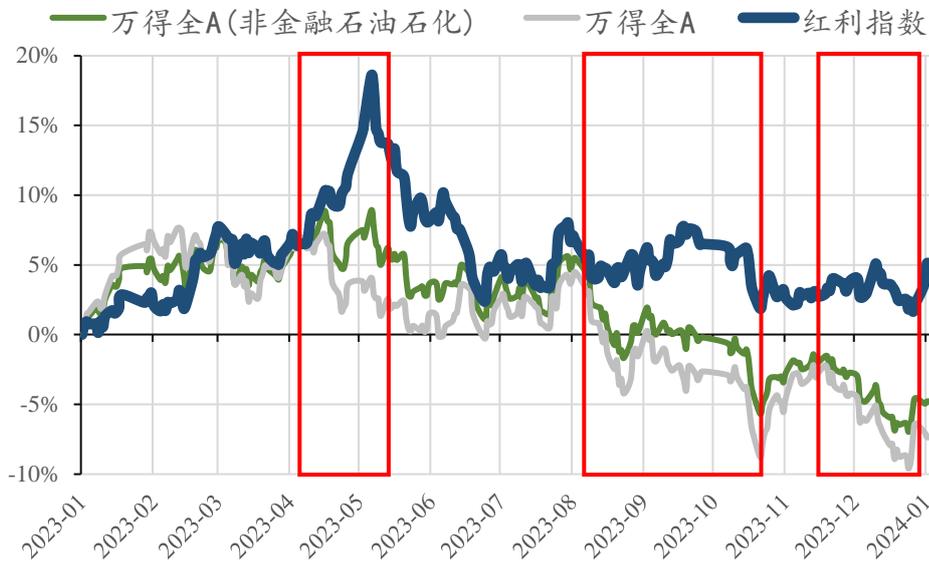
## 图表目录

图 1:	2023 年至今红利指数绝对收益 .....	3
图 2:	2023 年至今红利指数相对收益 (差值) .....	3
图 3:	2023 年至今红利指数第一段行情绝对收益 .....	4
图 4:	2023 年至今红利指数第一段行情相对收益 (差值) .....	4
图 5:	2023 年至今红利指数第二段行情绝对收益 .....	5
图 6:	2023 年至今红利指数第二段行情相对收益 (差值) .....	5
图 7:	2023 年至今红利指数第三段行情绝对收益 .....	6
图 8:	2023 年至今红利指数第三段行情相对收益 (差值) .....	6
图 9:	红利与中特估的相关性在三段行情中呈现上行-高位稳定-下降的变化.....	7
图 10:	红利指数第一段行情结束后与中特估指数的收益率逐渐脱钩 .....	7
图 11:	2023 年 12 月制造业 PMI 季节性表现.....	8
图 12:	2023 年 12 月制造业 PMI 分项表现.....	8
图 13:	2023 年至今红利指数细分行业与指数整体的相关系数变化 .....	8
图 14:	2023 年至今红利指数细分行业绝对收益变化 .....	9
图 15:	石油石化和银行与红利指数整体相关性较高 .....	9
图 16:	银行、石油石化、煤炭、纺服行业对红利指数收益率贡献较多 .....	10
图 17:	石油石化、银行、纺服与红利指数相关性仍在高位 .....	10
图 18:	煤炭对红利指数第二段行情收益率贡献最多 .....	11
图 19:	煤炭和纺服行业与红利指数相关性下降 .....	11
图 20:	煤炭对红利指数第三段行情收益率贡献最多 .....	12
图 21:	2023 年以来石油石化、银行、煤炭和红利指数收益率变化 .....	12
图 22:	2022 年以来煤炭、银行和石油石化和红利指数收益率变化 .....	13
图 23:	当前煤炭、银行和石油石化股息率较高而估值偏低 .....	13
图 24:	红利指数增强相较上证指数超额收益 (差值) .....	14
图 25:	红利指数增强相较红利指数超额收益 (差值) .....	15

## 1. 红利指数上行空间展望

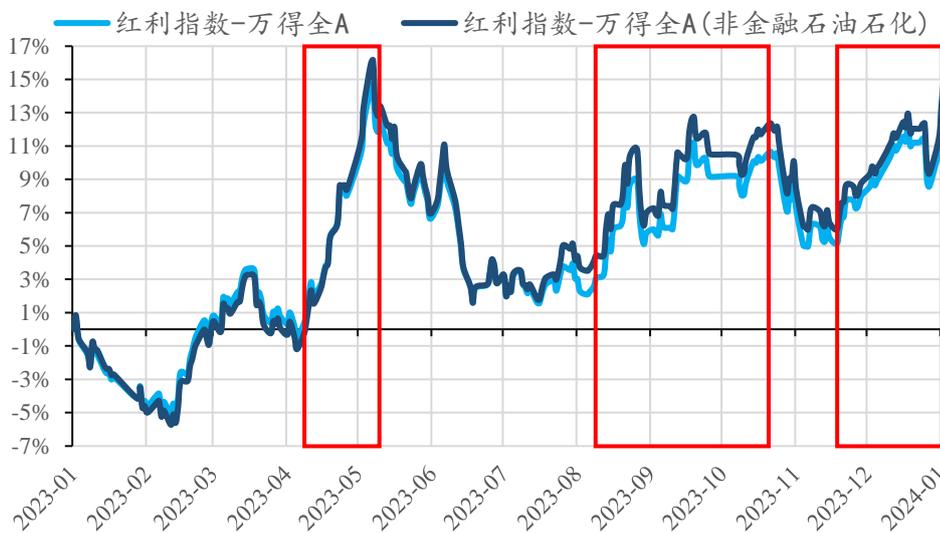
从红利指数收益率来看，无论是绝对收益还是相对收益（差值），2023年至今红利指数主要有三段行情（当前处于第三段）：

图 1：2023 年至今红利指数绝对收益



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

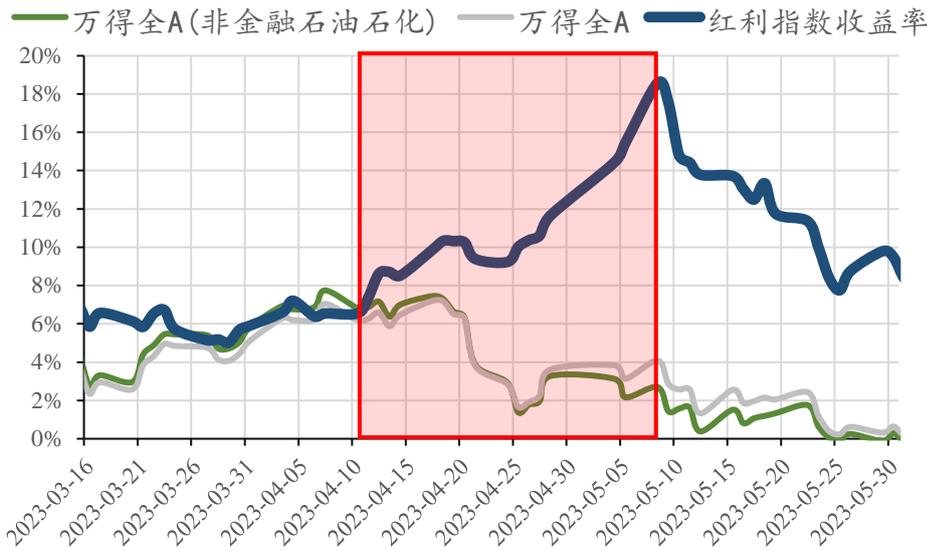
图 2：2023 年至今红利指数相对收益（差值）



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

第一段始于 2023 年 4 月初，经济数据转弱以及 ChatGPT 引领的人工智能第一波浪潮降温，此时政策导线和一季度业绩催化的中特估概念带动红利指数上涨。5 月初，随着中特估概念降温，红利股第一段行情结束。整体来看抗跌属性在本轮行情中的贡献率仍较低，政策和业绩仍是主要驱动力。

图 3：2023 年至今红利指数第一段行情绝对收益



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

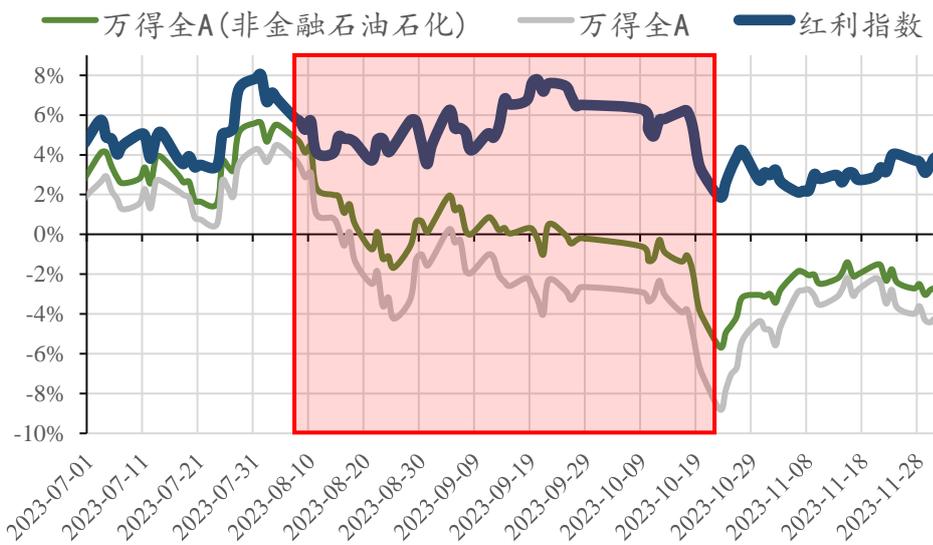
图 4：2023 年至今红利指数第一段行情相对收益（差值）



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

第二段行情始于 2023 年 8 月初，在政策预期回落、经济数据走弱以及巴以冲突升级等因素冲击下，抗跌属性良好的红利指数的优势凸显。2023 年 10 月下旬，伴随美债利率回落、中美经贸关系改善预期发酵、一万亿国债增加，市场整体开始反弹，红利股相对收益下降。

图 5：2023 年至今红利指数第二段行情绝对收益



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

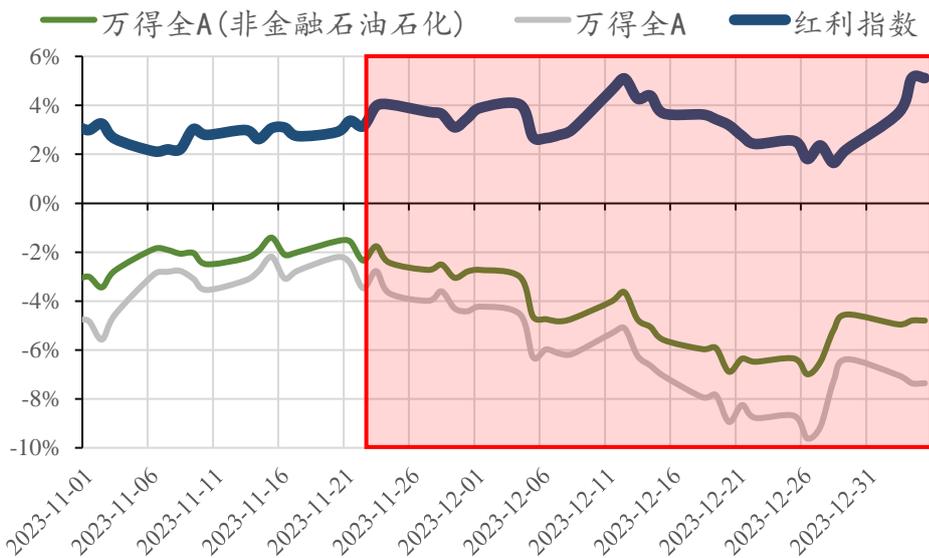
图 6：2023 年至今红利指数第二段行情相对收益（差值）



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

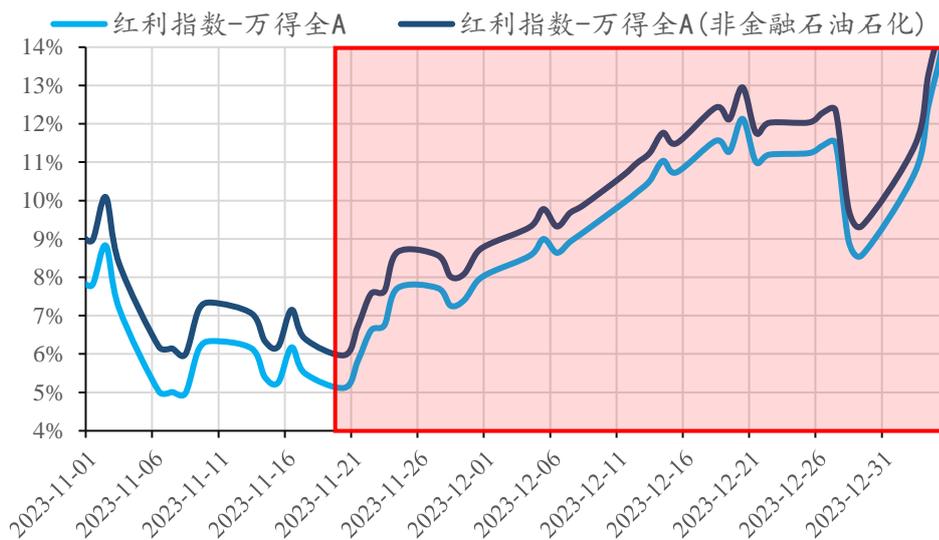
第三段行情始于 2023 年 11 月中旬，中美领导人会晤后未有明显的进一步关系改善动作、国内经济数据边际回落、政策基调继续强调高质量发展等因素使市场再度乏力，红利股抗跌属性得以凸显。12 月最后三个交易日在季末调仓、超跌反弹等因素影响下上证指数放量大涨 2.62%，红利指数小幅回调。但上证指数反弹行情在 2024 年初并未延续，2024 年 1 月 2 至 5 日上证指数下跌 1.54%，最大回撤达-2.00%，而红利指数则逆势上涨 3.98%。

图 7：2023 年至今红利指数第三段行情绝对收益



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

图 8：2023 年至今红利指数第三段行情相对收益（差值）

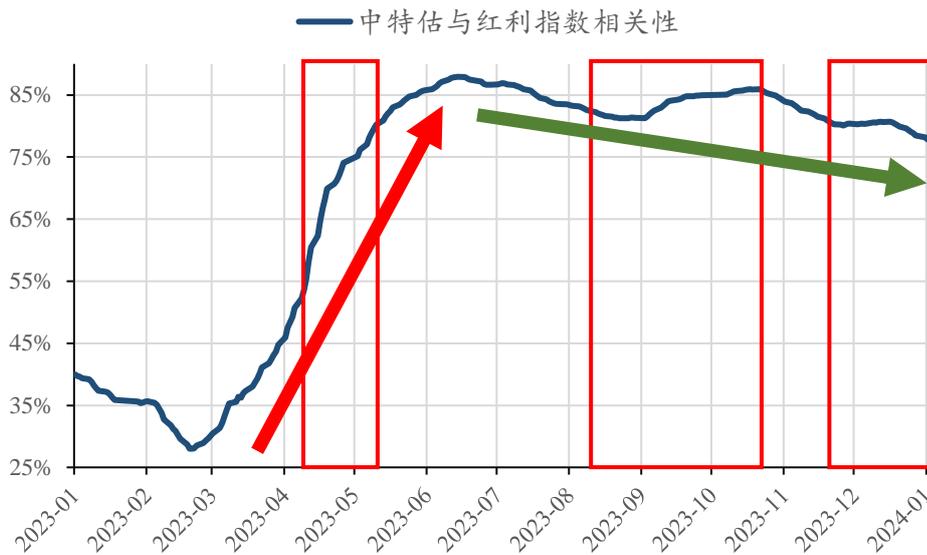


数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

基本面疲软、流动性转松以及风险偏好下降是红利指数占优的共同特征。综合来看红利指数的三段行情（尤其是第二和第三段行情），可以发现基本面数据的疲软（尤其是政策明显发力后基本面数据低于预期）、流动性明显转松预期以及风险偏好下降时红利指数占优的共同特征。反之，当政策明显发力、流动性转紧、风险偏好提升时红利指数偏弱。

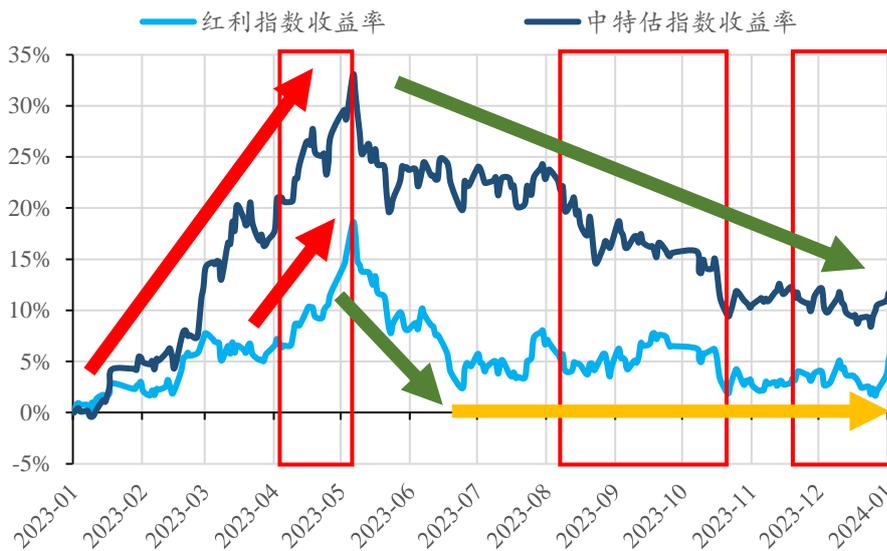
红利指数与中特估指数相关性下降，逐渐脱离政策和业绩锚，抗跌优势凸显。红利与中特估指数的相关性在三段行情中呈现上行-高位稳定-下降的变化。从绝对收益率来看，2023 年 5 月红利指数第一段行情结束后，红利指数与中特估指数的相关性停止上行。在经历 2023 年 5-7 月的快速下行后，红利指数收益率表现出较高的稳定性，而中特估指数收益率则持续下行。2023 年 6 月以来红利指数与中特估指数相关性震荡下行，主要源于红利指数相较中特估指数的抗跌/防御属性更强。

图 9：红利与中特估的相关性在三段行情中呈现上行-高位稳定-下降的变化



数据来源：东北证券，Wind

图 10：红利指数第一段行情结束后与中特估指数的收益率逐渐脱钩



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

当前来看，红利股行情有望延续但指数层面上行空间已有限，更多关注结构性机会。

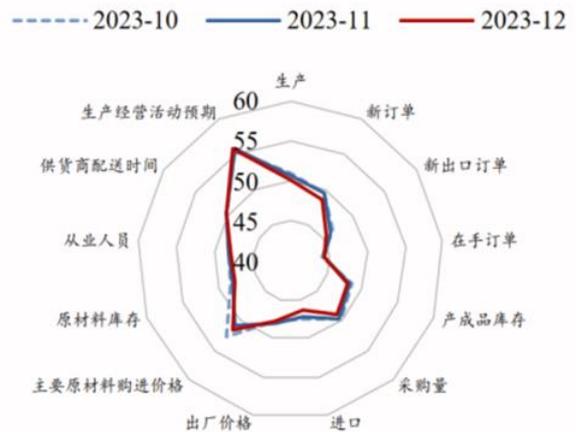
(1) 基本面：仍在弱修复节奏中，12月 PMI 处于 2023 年下半年最低值，与 6 月持平，且低于往年同期水平，反映出当前经济修复基础仍然不稳固。(2) 流动性：海外流动性转松趋势确立，降息预期升温；国内在经济修复需求+化债压力+海外降息预期压力+春节季节效应下流动性转紧空间不大；(3) 风险偏好：2024 年 1 月 3 日至 4 日，中国人民解放军南部战区组织海空兵力位南海海域进行例行巡航，南海局势变化对风险偏好造成压制；(4) 市场层面：截至 2024 年 1 月 7 日，2023 年以来红利指数三轮行情（当前处在第三轮）相对万得全 A 的超额收益分别为 15.20%、8.43%和 10.30%，相对万得全 A（非金融石油石化）的超额收益分别为 17.34%、8.75%和 10.48%，本轮红利指数收益率已接近前期中位水平，指数层面继续上行空间已经有限。但考虑到岁末年初为政策、基本面数据的空窗期，红利指数行情结束的触发因素出现概率较小，红利指数短期或仍有小幅上行空间，内部分细分行业和个股的弹性或更大。

图 11：2023 年 12 月制造业 PMI 季节性表现



数据来源：东北证券，Wind

图 12：2023 年 12 月制造业 PMI 分项表现

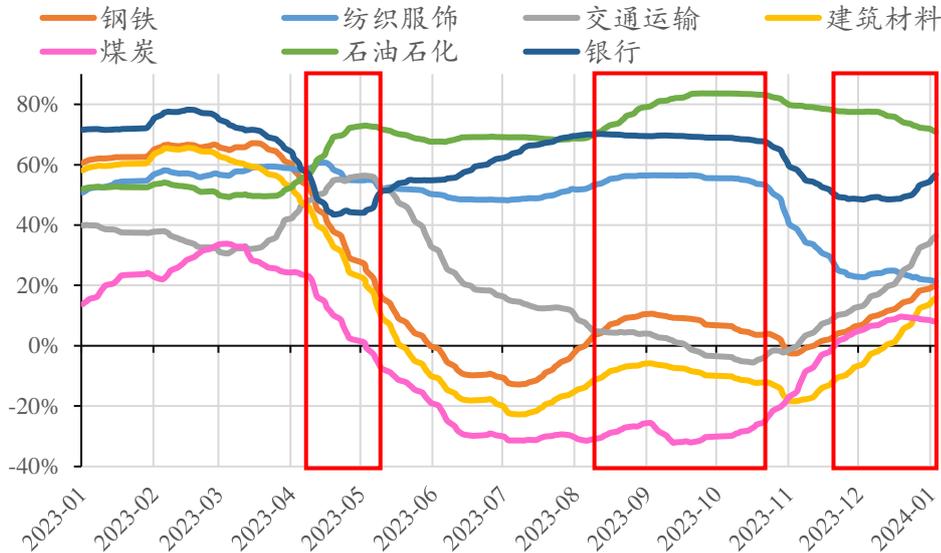


数据来源：东北证券，Wind

## 2. 红利指数收益率的结构性变化

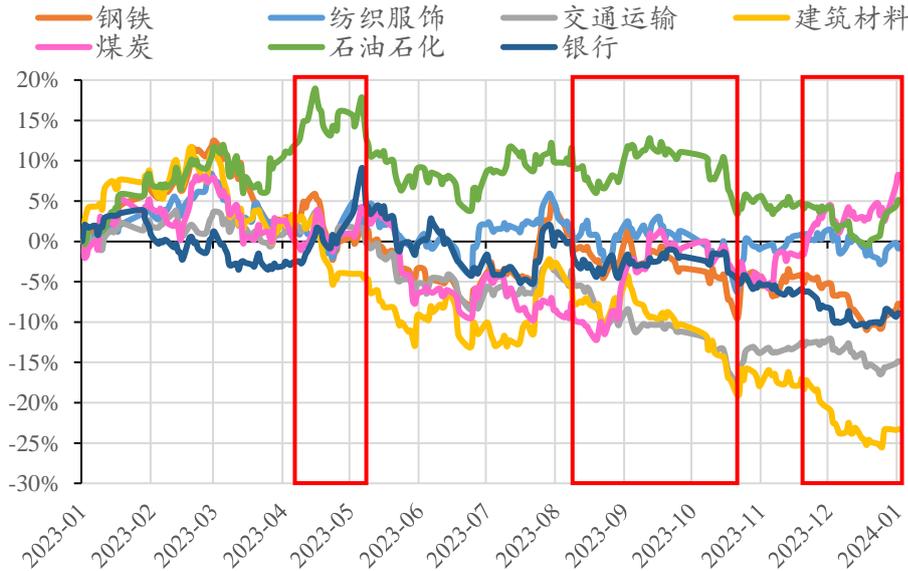
从红利指数的主要动力来源来看，以 2023/1/1 至今红利指数相关行业与红利指数收盘价的相关系数(TTM)和其绝对收益率为观察指标，对红利指数收益率的结构性变化讨论如下：

图 13：2023 年至今红利指数细分行业与指数整体的相关系数变化



数据来源：东北证券，Wind

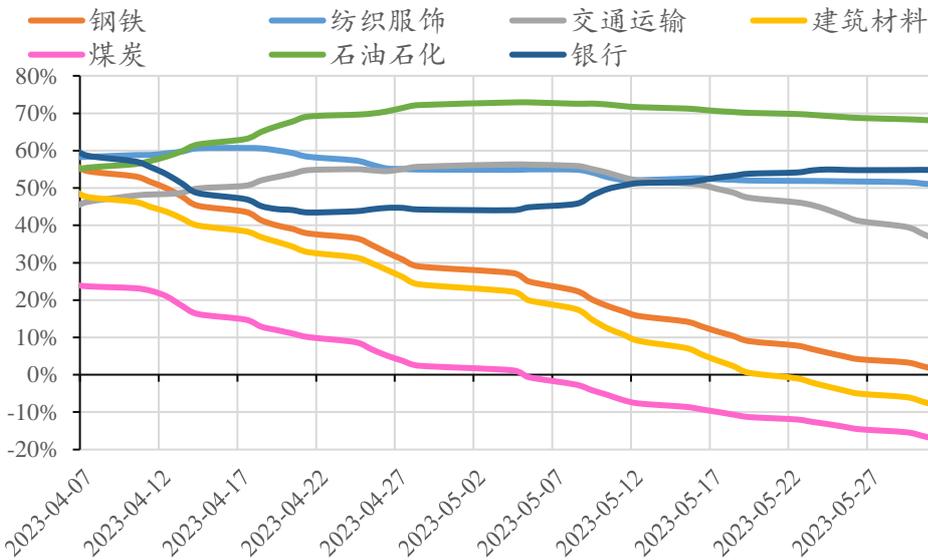
图 14：2023 年至今红利指数细分行业绝对收益变化



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

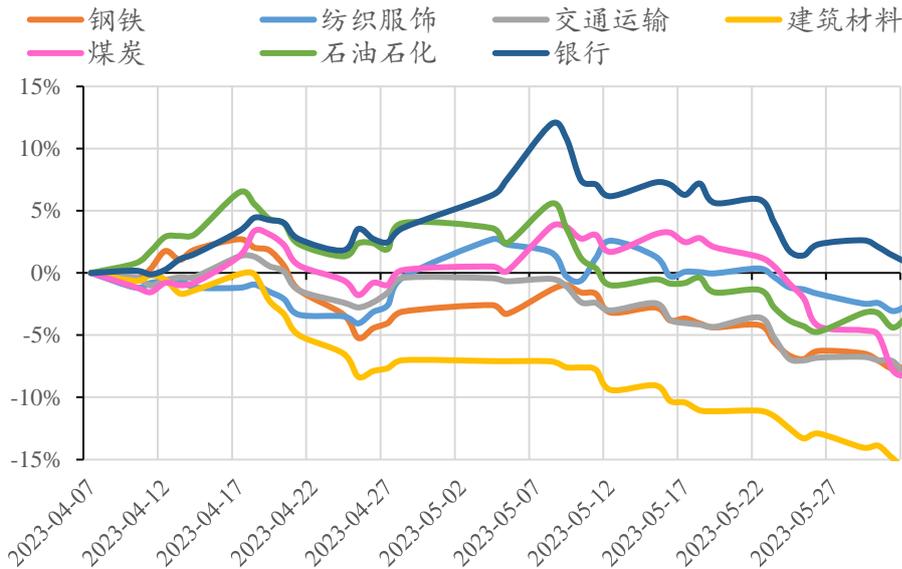
第一段行情中，石油石化、银行、交运、纺服行业与红利指数的相关性在高位，而建材、钢铁、煤炭等行业的相关性则明显下滑。从绝对收益角度来看银行、石油石化、煤炭、纺服行业对红利指数收益率贡献较多。

图 15：石油石化和银行与红利指数整体相关性较高



数据来源：东北证券，Wind

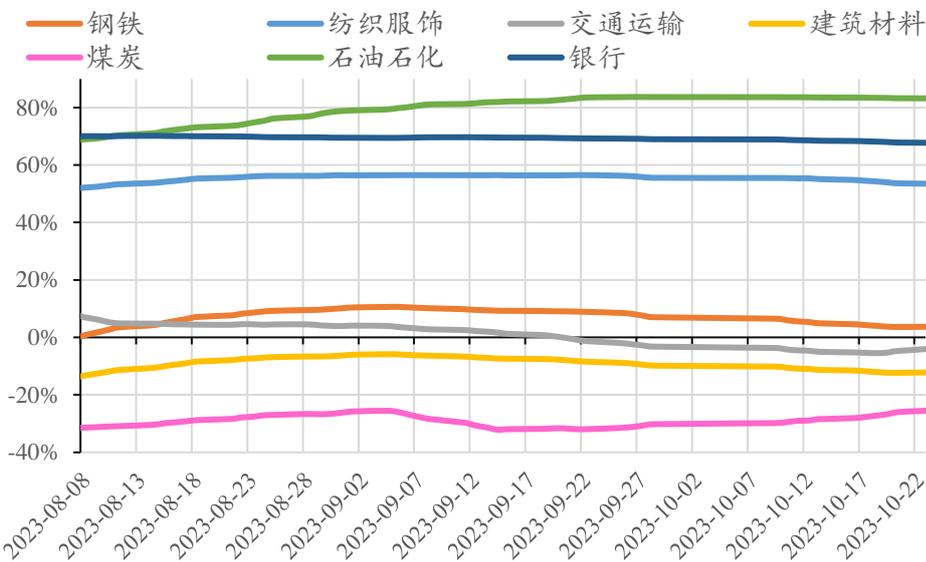
图 16: 银行、石油石化、煤炭、纺织行业对红利指数收益率贡献较多



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/4/7 为原点做归一化处理）

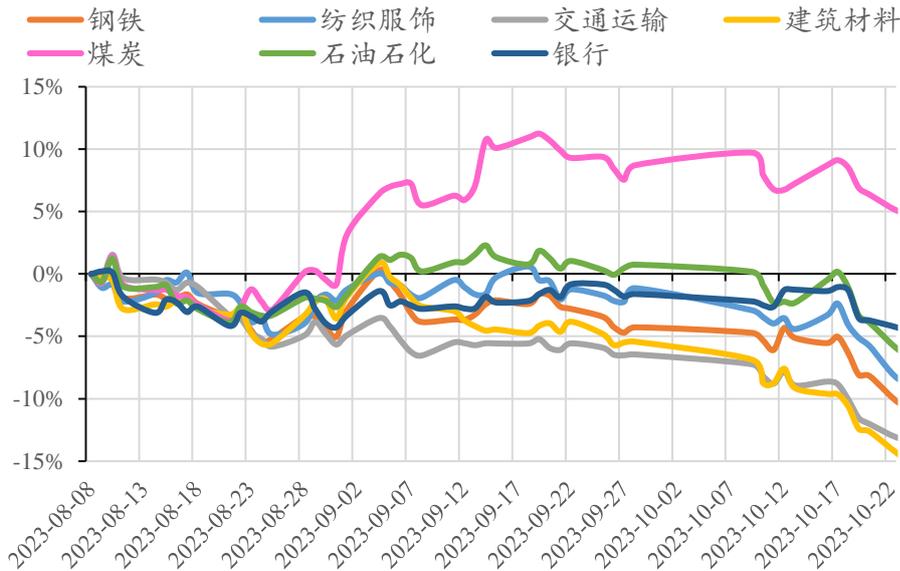
第二段行情中，从相关性上来看石油石化、银行、纺织行业与红利指数的相关性显著高于其他行业，均在 50%以上。相比之下煤炭行业与红利指数的相关性则明显偏低（30%左右）。但从绝对收益率变化来看，红利指数整体在该段行情中仅表现出抗跌属性，其中石油石化、银行和纺织抗跌属性最强。而煤炭行业则实现了最大高达 12% 左右的涨幅，主要源于 8 月下旬-10 月上旬多起矿难事故对煤炭供给造成冲击，叠加下游钢铁、化工开工率和补库需求带来的用煤需求提升。

图 17: 石油石化、银行、纺织与红利指数相关性仍在高位



数据来源：东北证券，Wind

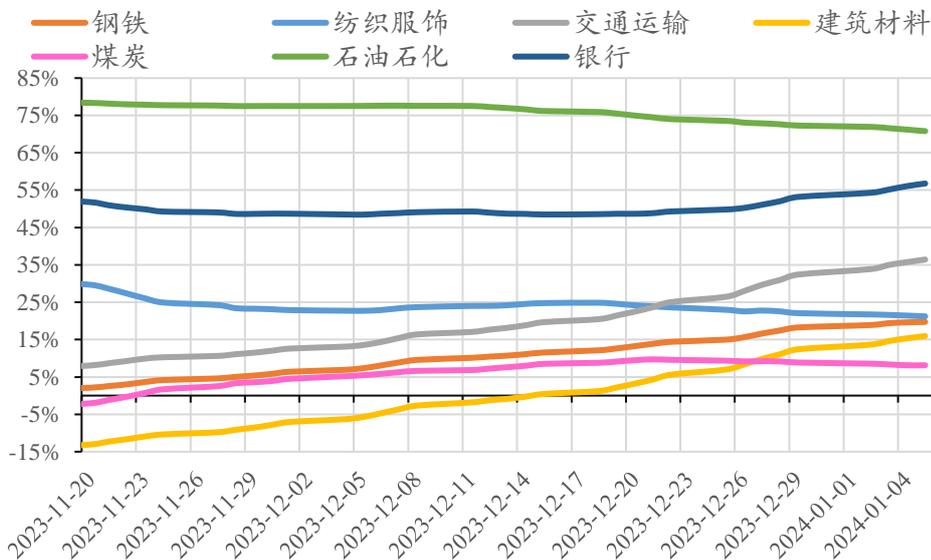
图 18: 煤炭对红利指数第二段行情收益率贡献最多



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/8/8 为原点做归一化处理）

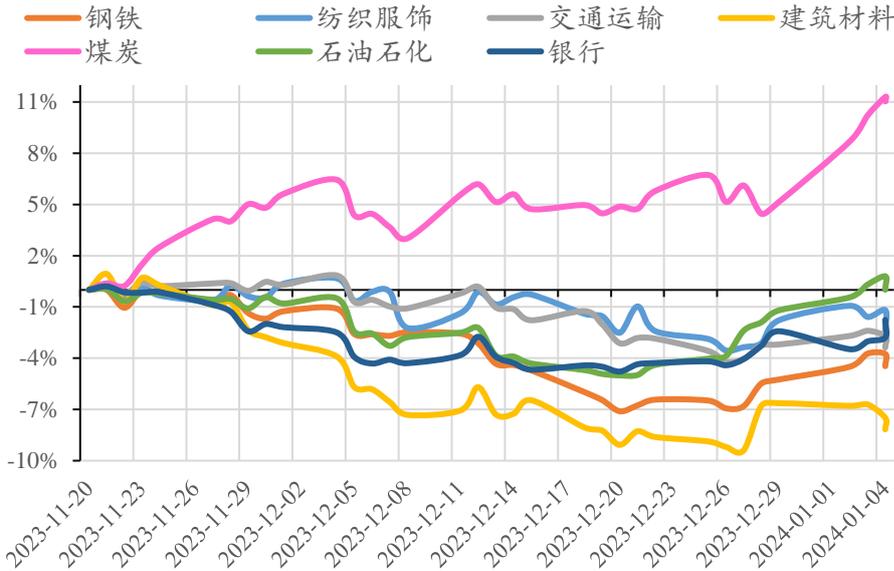
第三段行情中，从相关性上来看红利指数各细分行业与红利指数整体股价表现的相关性全部转正，其中石油石化和银行与红利指数的相关性仍是最高，而煤炭和纺织的相关性则有所下降。但从绝对收益率变化来看，煤炭仍是红利指数收益率的主要贡献者，其他行业仅表现出抗跌属性，其中石油石化、银行和纺织的抗跌属性最强。

图 19: 煤炭和纺织行业与红利指数相关性下降



数据来源：东北证券，Wind

图 20：煤炭对红利指数第三段行情收益率贡献最多



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/11/20 为原点做归一化处理）

煤炭、银行和石油石化对红利指数的影响较大。综合来看红利指数的三段行情，可以发现红利指数整体走势受石油石化和银行影响较大，表现出良好的抗跌属性；边际变化上受到煤炭行情提振最大，煤炭为红利指数收益率贡献较多。即石油石化和银行构成红利指数的底盘，而煤炭行业构成红利指数的弹性。以 2023/1/1 为原点对煤炭、石油石化+银行和红利指数收益率进行处理，发现红利指数与石油石化+银行相关性较高，而煤炭行业则波动较大。以 2022/1/1 为原点对煤炭、石油石化+银行和红利指数收益率进行处理，规律更加明显。

图 21：2023 年以来石油石化、银行、煤炭和红利指数收益率变化



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2023/1/1 为原点做归一化处理）

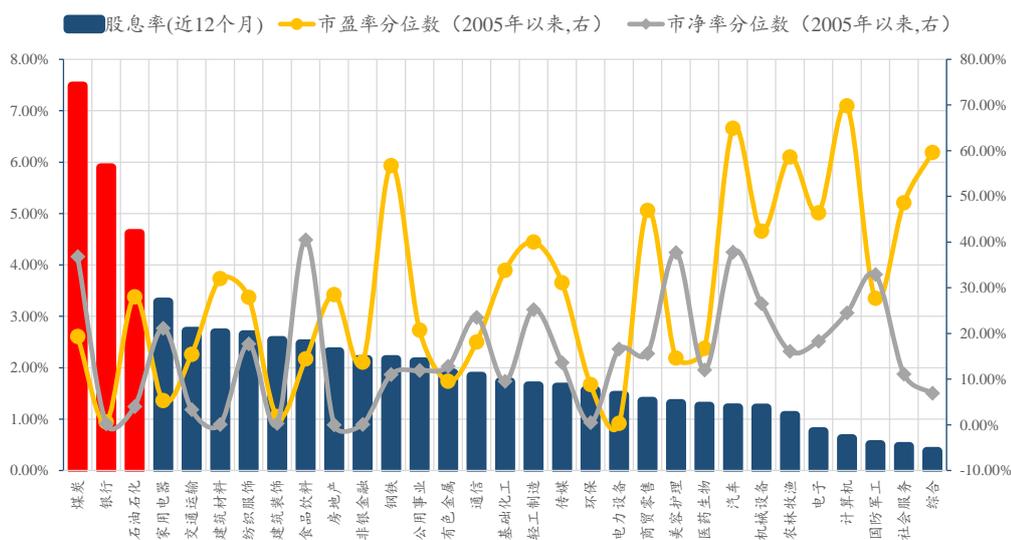
图 22：2022 年以来煤炭、银行和石油石化和红利指数收益率变化



数据来源：东北证券，Wind（注：以 2022/1/1 为原点做归一化处理）

**煤炭、银行和石油石化行业特征：高股息+低估值+有基本面/风险偏好支撑。**（1）从股息率角度来看，煤炭（7.48%，近 12 个月股息率，下同）、银行（5.90%）、石油石化（4.62%）股息率明显高于其他行业。（2）从估值角度来看，截至 2024 年 1 月 5 日，煤炭、银行、石油石化的市盈率分位数（2005 年以来）分别为 19.3%、0.6%和 28.0%，市净率分位数（2005 年以来）分别为 36.8%、0.2%和 4.0%。（3）从基本面角度来看，元旦节后动力煤现货止跌回升，焦煤期货大涨，后续下游补库带动煤价回升；国有行与股份行 2023 年第三轮存款利率调降已开启，有望缓解净息差压力。净息差整体已在低位，变化改善程度有限。但由于银行股估值已在绝对低位，抗跌属性明显；2023 年 11 月底以来美国原油库存再度下行，叠加近期红海、朝韩等地缘风险担忧再起，对原油价格形成支撑。但由于受海外供需和风险因素影响较大，确定性上弱于定价权在国内的煤炭。综合来看，推荐顺序上煤炭>银行>石油石化。

图 23：当前煤炭、银行和石油石化股息率较高而估值偏低



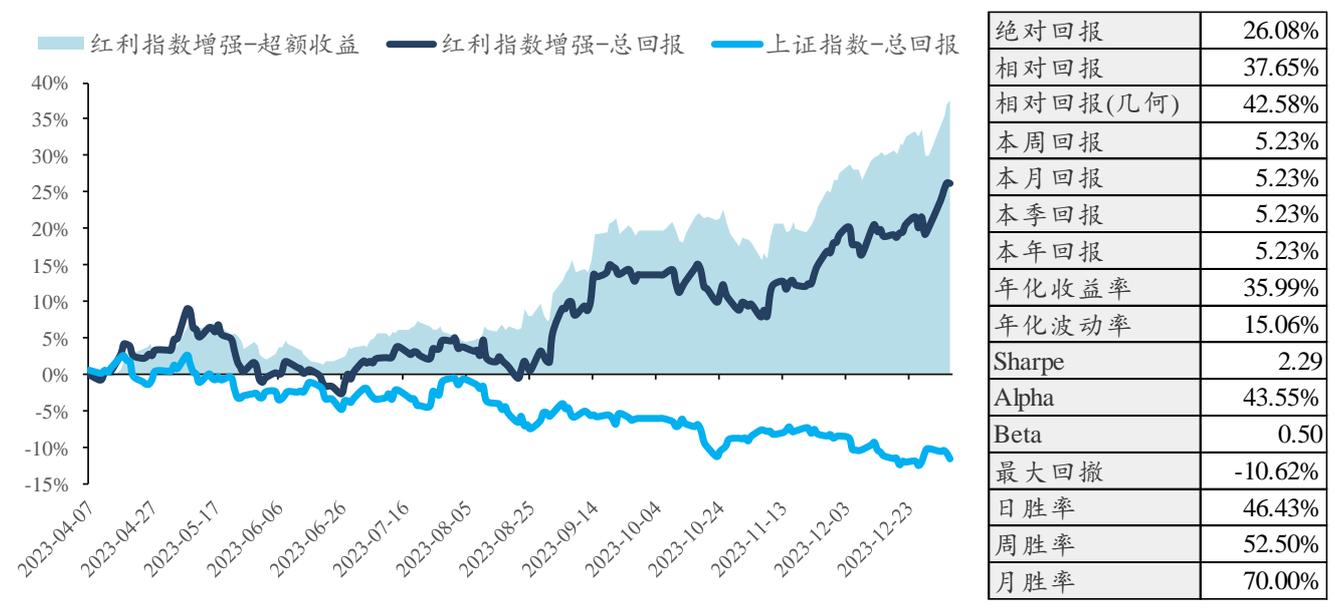
数据来源：东北证券，Wind

### 3. 红利股投资组合收益率变化

**投资组合构建和调仓方法：**以煤炭、银行和石油石化行业所有个股构建股票池。关注两个筛选指标：一是股息率（近12个月，下同），选取股票池中股息率排名前25%的个股；二是估值，选取股票池中市净率分位数排名后25%的个股。将同时符合以上筛选条件的个股纳入投资组合（可命名为“红利指数增强”）。在红利指数三段行情的起点分别根据最新数据更新筛选出的个股。该投资组合2023年以来的绝对收益率为26.08%，Sharpe为2.29，最大回撤10.62%。相对上证指数的相对收益率（差值，下同）为37.65%，相对红利指数的相对收益率为26.20%。

**投资组合绝对收益和超额收益变化：**该投资组合在2023年红利指数第一段行情中的超额收益并不明显，主要源于当时的红利指数受益于政策导向的中特估，其防御属性还未得到市场的充分重视；该投资组合在2023年红利指数第二和第三段行情中超额收益和绝对收益较为明显，主要源于政策发力程度和基本面数据不及预期背景下红利指数的抗跌属性成为市场的避险方向，其中股息率较高且市净率处在低位的个股抗跌属性进一步凸显，相对红利指数也能具有超额收益。

图 24：红利指数增强相较上证指数超额收益（差值）



数据来源：东北证券，Wind

图 25: 红利指数增强相较红利指数超额收益 (差值)



数据来源: 东北证券, Wind

风险提示: 经济修复不及预期, 政策出台不及预期。

**研究团队简介:**

杨正旺：香港大学理学硕士，东南大学工学学士，现任东北证券策略组分析师。

袁野：香港大学会计学硕士，东南大学本科。2022 年加入东北证券，现任东北证券策略组研究助理。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准， 新三板市场以三板成指（针对协议转让 标的）或三板做市指数（针对做市转让 标的）为市场基准；香港市场以摩根士 丹利中国指数为市场基准；美国市场以 纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市 场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

[Table\_Sales]

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

