

第一章 对高股息投资的再认识

在投资的浩瀚海洋中，高股息策略宛若一座灯塔，为寻求稳健回报的投资者提供了一条明亮的航道。本章，我们将深入探讨高股息投资的本质，解析其背后的逻辑与实践，以及它如何在多变的市场中展现出独特的魅力和价值。

起源于 20 世纪 90 年代的“狗股策略”，高股息投资策略以其简单直观的选股方式，迅速在全球投资者中流行开来。它不仅是一种投资技巧，还有一种对公司价值深度挖掘的体现。本章我们将重新审视这一策略，从 A 股市场的实际出发，探讨高股息资产的风格特征、价值股与成长股的区别，以及高股息资产在不同市场环境下的表现。

我们将分析高股息资产的低估值特征，探讨为何高股息往往与低估值如影随形，以及这种特征如何成为投资者决策的重要依据。同时，从企业生命周期的角度，我们将审视高股息资产在不同发展阶段的表现，以及如何识别和把握那些具有高股息潜力的投资机会。

此外，本章还将对比高股息与高成长的投资方法，揭示两者在投资理念、市场表现和操作策略上的差异。通过对历史数据的复盘，我们将展示高股息资产在不同宏观经济周期中的表现，并探讨影响其相对收益的关键因素。

在这一过程中，我们不仅希望为读者提供一种投资思路，还希望引导大家思考如何在复杂多变的市场中，通过高股息投资策略实现资产的稳健增长。让我们一同开启这段对高股息投资再认识的旅程，探索其深层价值与实践智慧。



第一节 高股息资产的风格特征

一、高股息资产的价值股特征

在 A 股市场的风格划分中，最常见的分类方式莫过于区分“成长股”和“价值股”。一般情况下，我们习惯于把利润增速显著高于净资产收益率（ROE）



的公司称为成长股，而把利润增速低于资本回报率的公司称为价值股。对于留存利润的处理，成长股天然倾向于用于企业经营的进一步扩张，因此实际分红会比较少见，有时不但利润全部留存，还要通过再融资方式增厚净资产；而价值股由于没有太多增量的投资方向，天然倾向于将大比例利润进行分红，自然就更容易成为高股息资产。

例如我们都很熟悉的高股息银行股，平均的 ROE 水平在 8% 左右，而利润增速一般也就 5%，这就是典型的价值股。ROE 的 8% 和利润增速 5% 之间的差值 3%，大概相当于投资者以 1 倍每股净资产买入时获得的股息率。

从 A 股的实际情况来看，高股息资产的总市值虽然不低，但可选标的其实并不太多，主要集中在大金融、大周期和大消费三个领域。下面我们通过股息率的公式来分析其价值稀缺性的特征。

图 1-1 为某公用事业企业的资本回报、业绩增速和分红情况，也是典型的内生增长低于 ROE 的价值股特征。在 2 倍 PB（市净率）的估值下，其股息率为 2.5%，基本和长期国债收益率持平。而对于定价比较苛刻的投资者，可能股息率 4% 以上才比较有吸引力，而如果要想实现 4% 的收益率水平，要么需要在 1 倍左右的 PB 水平买入，要么需要将公司的分红比率提高到 80%。当然，前提都是 10% 的 ROE 具有持续性。这些条件即使在广义价值股里也是不容易同时满足的。

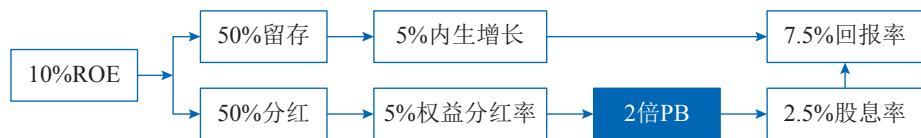


图 1-1 从 ROE 到股息率的推导路径拆解

当然更关键的是，多数 A 股上市公司的现金流状况根本不支持现金分红，根据作者观察，处于成长期的企业，其利润往往低于经营现金流。换言之，利润的现金含量是制约企业分红的更根本原因。目前证券监管层之所以考虑暂停 IPO（首次公开募股）和再融资，而鼓励分红派息，某种意义上就是对历史上 A 股市场融资量远大于分红量这一畸形状态的纠偏举措。

那么，是否就可以认为“高股息投资”约等于“泛价值投资”了呢？作者认为并不尽然。本质上两者并不是同一个层次的概念。价值投资并不是说一定要重仓价值股，而是强调以低于企业内在价值的市场价格买入高质量公司的股票，同时长期持有以减少换手频率。因此价值投资描述的是一种投资理念或者操作风格，而不是单纯的持股结构。而高股息投资更多描述的是投资者的持股特征，它

更多的时候是一个结果，而不是原因。专业的投资者并不一定是基于股息率从高到低排序选择买入，而是买入质地较好、估值合理且现金质量优秀的公司股，这样的公司一般分红能力都不差，所以从持股结果上来看，具有明显的高股息特征。

二、高股息资产的低估值特征

在股票的概念板块中，“低估值”几乎是与“高股息”出现频率相同的标签了。确切地说，高股息可以被视为低估值风格的子集，即低估值股票未必能实现高股息，但高股息的资产大概率估值不算高。

从逻辑上很容易理解，以我们前文介绍的股息率公式来看，依然设定 4% 股息率为标准，如果对应股票的估值在 3 倍 PB 以上，这意味着该公司即使盈利的现金含量为 100% 且完全分红不留存任何利润，同时还要保持 12% 以上的 ROE 水平。

对估值比较敏感的读者应该能够意识到，以上标准几乎是不可能实现的。在 A 股市场上，基本上 50% 以上的分红比例凤毛麟角，30% 的分红比例就算是良心企业了。另外，在当前经济环境下，能同时兼顾盈利的高现金含量和较高的资本回报率，估计只能是半垄断型（维持 ROE 的前提）的大众消费（C 端客户对应较好的现金流特征）企业了。或许历史上的白酒在某些阶段符合，但其二级市场估值近 10 年来只有 2014 年曾经短暂地到过 3 倍以下 PB。不过 2024 年来随着 PB 估值的逐渐下行调整，白酒行业的股息率水平又再度回到了有一定吸引力的位置。关于白酒行业 PB 运行区间和分红统计情况，参见图 1-2、图 1-3。



图 1-2 白酒行业市净率变化统计

资料来源：Wind

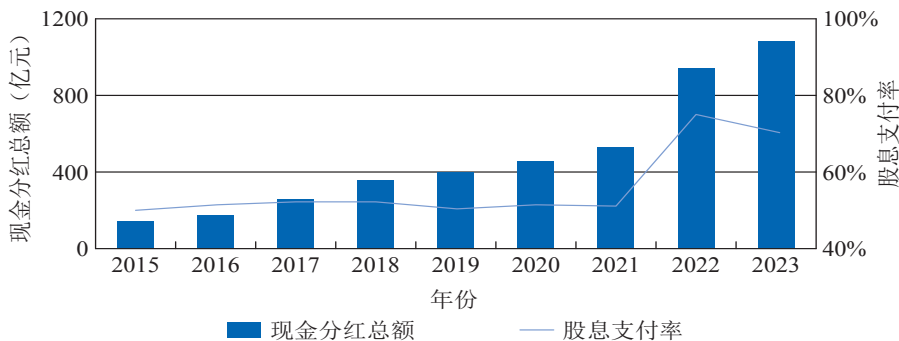


图 1-3 白酒行业现金分红统计

资料来源: Wind

这至少足以说明,高股息对应的大概率是相对低 PB 的个股。如果以 PE (市盈率) 来衡量,情况可能更复杂一些。因为很多周期类股票在其景气度阶段性底部时,由于市场预期其盈利未来迟早会回到上行通道,一般会给予其较高的 PE 估值,但同时股息率可能也不低,因此短期可能会出现“高 PE、高股息率”的情况。除此之外,大多数情况下,高股息率同样也对应相对低 PE 个股。

但是反过来看,低估值股票却未必有高股息。

例如券商行业 (Wind 分类: 投资银行与经纪业), 与银行和保险等红利高股息特征明显的金融同行相比, 券商的行业格局和商业模式都更差一些。从行业格局来看, 券商各项业务的年度排名非常不稳定, “强者恒强” 和 “马太效应” 没有那么明显, 除了一枝独秀的中信证券, 其他各家券商处于 “捉对厮杀” 的竞争态势。从商业模式来看, 券商缺少银行和保险的稳定资金来源, 银行可以吸收存款, 保险可以吸纳保费, 而券商缺乏面向大众的融资方式, 主要依靠公司债、收益凭证和短期融资券, 平均的负债成本在 3% 左右, 基本随行就市, 且长久期的负债来源偏少, 余额仅有净资产的 1 倍。另外, 券商 6 倍的杠杆上限约束, 也显著低于银行和保险。由于融资上的短板, 券商的分红倾向天然比银行保险弱很多 (见图 1-4), 同时, 因为更差的基本面情况, 同样处于低估值状态 (见图 1-5)。

又如建筑装饰行业, 由于行业格局更分散且上游大宗原材料和下游地产企业的行业集中度都偏高, 导致其在产业链的议价能力极弱, 反映为应收账款占收入的比例偏高, 盈利的现金质量很差, 因此并没有多余的现金可以分红。同时, 较低的成长性和行业的基本面也注定了其低估值的常态。

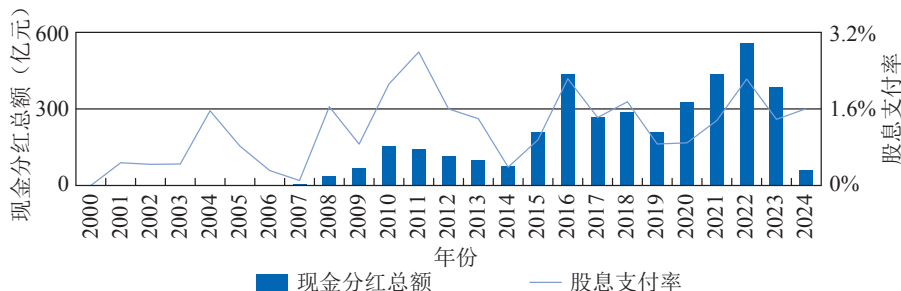


图 1-4 券商行业现金分红统计

资料来源: Wind

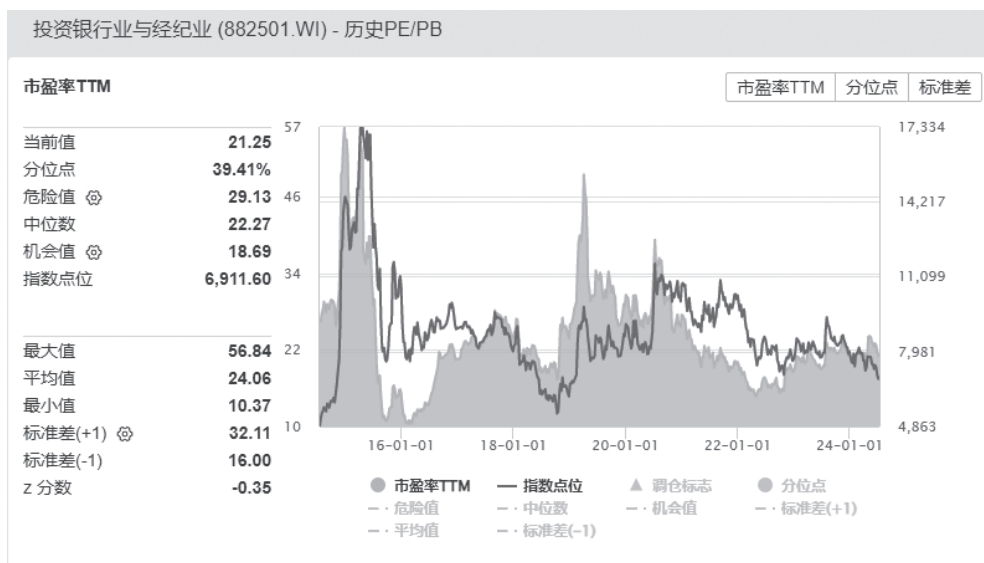


图 1-5 券商行业市净率变化统计

资料来源: Wind

总结来看，股票低估值的原因可能有很多，如基本面存在瑕疵、行业景气度下行、成长性较弱等。而最符合高股息资产标准的其实是“成长性较弱”这一特征，即上市公司处于“低成长、高现金含量、行业格局稳定、没有扩产需求”的阶段。而不符合这些标准的低估值股票，则更可能是价值陷阱。

三、从企业生命周期看高股息风格特征

从 A 股风格指数的历史回测来看，成长股相对价值股表现更好的时期，以及中小盘相对大盘蓝筹表现更好的时期，也是红利高股息指数相对收益跑输大盘的



时候。原因也很简单，样本股没有交集，且从风格上来看基本就是“互斥”的。

其原因可以用企业生命周期曲线解释，见图 1-6。

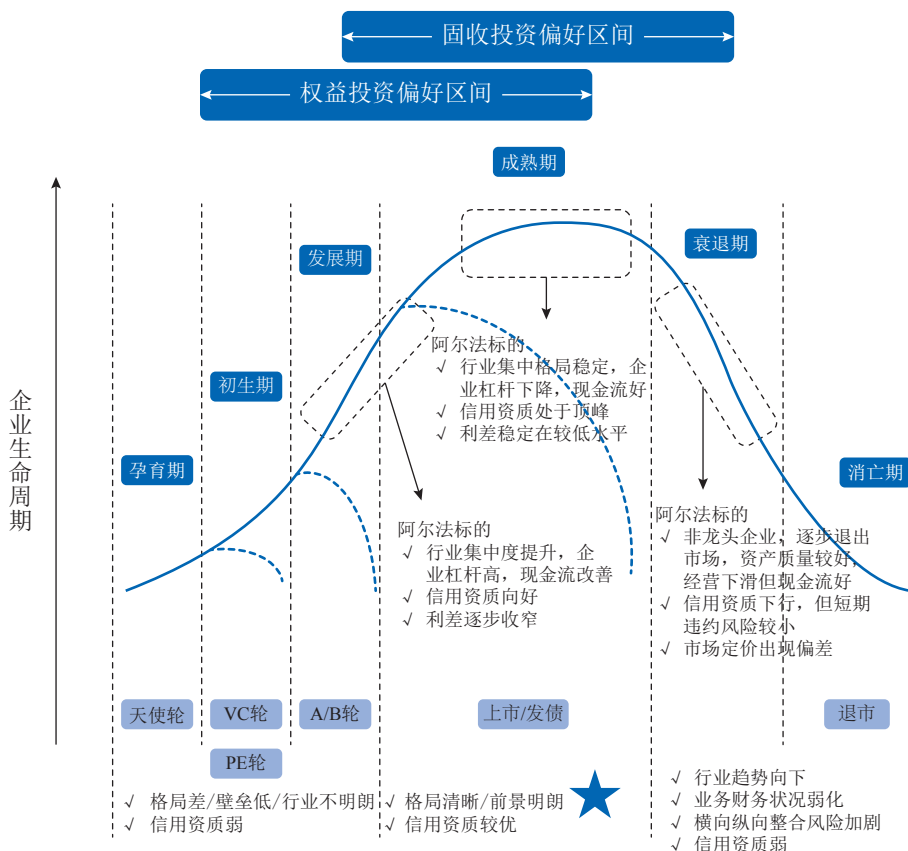


图 1-6 企业生命周期的特征

资料来源：《固收 + 策略投资》

对于中小盘股票而言，大多数公司处于企业生命周期的初级阶段，即图 1-6 中的孕育期、初生期和发展期。在这个阶段，行业格局一般不太稳定，竞争非常激烈甚至伴随着高频的价格战。主动扩产占据更多的市场份额，是一般企业在这个阶段的战略。因此很难进行大比例的现金分红，留存利润进行产能进一步扩张才是“正道”。

当然也有例外，因为中小盘毕竟只是从市值规模来衡量的，市场上也不乏一些细分赛道的“隐形冠军”，虽然其所在行业比较小众，导致市场份额和市值的天花板较低，但也可能已经进入图 1-6 中的成熟期，因此虽然公司规模不大，但依然可以维持一定的分红能力。

而为什么成长股与高股息互斥？正如我们上文提到的，资本回报率低于利润增速是成长股的显著特征，而这种财务特征意味着成长股需要更多地通过融资手段增厚净资产，在这种情况下自然没有多余的“闲钱”进行分红了。从股东的视角来看，公司不分红的前提是留存利润能找到更多潜在增厚资本回报率（ROE）的项目，进而实现企业价值的内生增长，如果没有合适的投资方向，那么选择较高的分红比例是维持现有 ROE 水平最常规的方式。下面我们来观察不同分红水平下，公司维持 ROE 所需要的增长率，见表 1-1。

表 1-1 在不同分红水平下公司维持 ROE 稳定所需要的增长率

情形一			情形二			情形三		
ROE	分红比例	维持 ROE 所需增长率	ROE	分红比例	维持 ROE 所需增长率	ROE	分红比例	维持 ROE 所需增长率
10%	100%	0	16%	100%	0	25%	100%	0
10%	90%	1.0%	16%	90%	1.6%	25%	90%	2.6%
10%	80%	2.0%	16%	80%	3.3%	25%	80%	5.3%
10%	70%	3.1%	16%	70%	5.0%	25%	70%	8.1%
10%	60%	4.2%	16%	60%	6.8%	25%	60%	11.1%
10%	50%	5.3%	16%	50%	8.7%	25%	50%	14.3%
10%	40%	6.4%	16%	40%	10.6%	25%	40%	17.6%
10%	30%	7.5%	16%	30%	12.6%	25%	30%	21.2%
10%	20%	8.7%	16%	20%	14.7%	25%	20%	25.0%
10%	10%	9.9%	16%	10%	16.8%	25%	10%	29.0%
10%	0	11.1%	16%	0	19.0%	25%	0	33.3%

资料来源：天风证券

从表 1-1 中的计算结果我们不难看出，如果企业保持较高的分红水平，则即使利润增速较低甚至不增长，依然可以维持现有的资本回报水平；而如果分红比例较低，则维持 ROE 水平所需要的增长率要高得多。当然，如果企业能实现 30% 以上的内生增长，则意味着即使完全不分红，基本也能维持 25% 左右的 ROE 水平，而这已经是全市场上市公司的天花板了。

在投资实战中，很多现在的高股息公司，可能曾经也是典型的成长股。从企业生命周期的角度看，多数股票最赚钱的两个阶段分别是：①成长性持续兑现期，即市场对公司的认知从低成长确定性的“黑马”逐步转为高成长确定性的“白马”，此时股票容易获得更高的成长性溢价；②所在行业从竞争洗牌期转向产能出清末期，多见于部分产能过剩行业，例如 5 年前的煤炭、水泥等行业，在经

过了激烈的价格战后淘汰了大量落后产能和中小企业，煤炭和水泥的总产量下滑（见图 1-7），进而行业格局也会得到优化，龙头的利润率、盈利质量和现金流都会得到改善（见图 1-8），分红能力也会相应提升。从这个意义上看，在高股息投资中，我们也需要密切关注那些当前从产能过剩期逐步转向产能出清期的上市公司和行业，这些都可能是未来的“潜力高股息资产”。

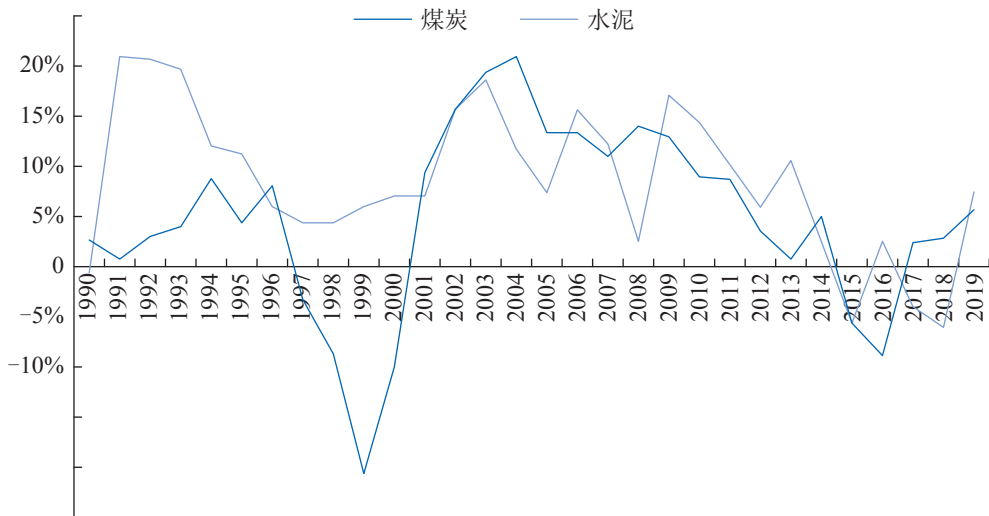


图 1-7 1990—2019 年水泥与煤炭产量增长率

资料来源：Wind

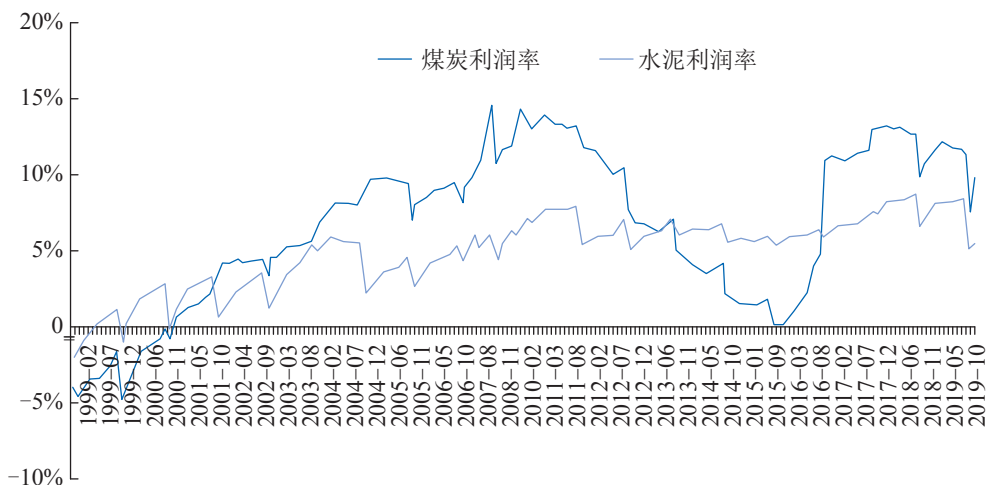


图 1-8 1999—2019 年煤炭水泥行业利润率变化

资料来源：Wind

其实，企业生命周期理论对于高股息的解释，我们也可以类比到人类的成长周期来看。一个处于成长初期的企业就像是刚进入职场的新人，虽然未来具有无限的可能性，但同时也有极大的不确定性，在这个阶段他没有任何现金流的积累，可能需要贷款买房、信用卡消费等，甚至要不断对自己进行“投资”；而一个在职场中摸爬滚打几十年的老前辈，可能更像是成熟期的企业，虽然没有太多增长潜力，但已经完成资本的原始积累，个人的花销可能很少，更多是反哺和支持子女，把现金分给更需要的利益相关人。

对于前者的情况，资本市场一般会使用 PE 估值甚至 PS（市销率）估值；对于后者，才能使用 DCF（现金流折现）或 PB 估值。应该说，高股息资产或多或少都可以用 DCF 相关方法和 PB-ROE 框架去估值，关于估值方法我们在第二章会具体展开。

由于高股息资产在企业生命周期的中后段较为集中，其同样呈现出了显著的行业特征，见表 1-2，即以银行、煤炭、钢铁、公用事业等顺周期行业为主。从中证红利指数的一级行业口径权重来看，能源、材料、工业、消费、金融、公用事业和房地产是占比最高的行业（近年来，房地产行业占比持续下降而金融行业的占比在不断提升）。因此对高股息资产的投资，不可避免地会出现一定的行业偏离，这也是投资者需要关注和平衡的。对于不同行业差异的对比，我们将在第二章展开讨论。

表 1-2 中证红利指数行业权重变化情况

行业	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
银行	27.1%	29.4%	24.6%	17.5%	15.1%	18.6%	18.3%	19.7%	22.8%	25.9%
煤炭	3.7%	1.8%	4.8%	4.3%	3.7%	12.9%	13.6%	15.2%	24.1%	22.8%
交通运输	10.5%	7.3%	9.8%	8.8%	15.8%	12.9%	10.9%	17.9%	17.5%	16.9%
钢铁	4.6%	1.1%	3.7%	4.9%	15.5%	10.8%	6.6%	11.1%	9.9%	9.5%
纺织服饰	3.1%	1.7%	—	6.5%	4.4%	3.8%	3.1%	5.4%	5.5%	6.5%
传媒	—	—	1.2%	—	—	—	1.9%	5.4%	6.5%	6.3%
建筑材料	—	1.6%	3.2%	3.4%	4.7%	3.8%	—	3.5%	3.3%	3.1%
石油石化	3.1%	3.5%	1.5%	4.5%	4.8%	3.6%	2.0%	2.7%	2.5%	2.4%
非银金融	—	3.2%	9.8%	12.2%	—	—	—	—	2.0%	1.8%
房地产	6.3%	6.5%	41.4%	37.9%	12.7%	11.6%	13.1%	7.6%	1.9%	1.5%
其他	41.6%	44.0%			23.2%	22.2%	30.4%	11.6%	3.9%	3.3%

资料来源：广发证券



四、高股息和高成长的投资方法对比

典型的成长股往往具备如下特征：①主营业务属于某一个或某几个强势的概念板块，与概念相关的板块行情呈现出“鸡犬升天”的特征；②短期可能有一定的催化剂加持，例如政策的边际变化，行业的技术革命，需求弹性的快速释放等；③预期的收入和利润增速显著高于全 A 平均水平，一般 40% 起步，维持三年一阶段高增速；④卖方分析师预期非常乐观，一年股价翻倍基本属于“起步价”；⑤公募基金持仓不高，也就是说短期还有一定的预期差可以讲，增量资金或许还在路上，有进一步上涨的空间。

以上的情况短期内一般是“无法证实也无法证伪”的，但我们无法否认其高速增长的可能性，在巨大的赔率加持下，投资者对胜率的要求也会有所放松，因此“尽早上车”可能是更理性的选择。同时，由技术变革带来的成长股行情（如 2023 年 AI 板块的牛市），投资者的学习效应往往较慢，如果等基本面完全看懂了再下手，可能会错过投资机会，这也倒逼很多考核相对收益的基金经理更倾向于选择跟随“市场先生”的“动量节奏”。

当然，买入的节奏如此，卖出时也不例外。对于成长股的卖出决策，很少有人单纯在基本面预期没有发生变化时因为“估值过高”选择卖出，但如果成长逻辑被破坏或者之前讲的故事被“证伪”，资金才可能会选择不计成本地“出逃”。总之，对于成长股投资而言，如果没有领先市场的超额认知，那么跟风操作可能是最稳妥的。

如果说高速成长股投资的重点在于“跟”，那么高股息价值股投资的重点在于“等”。

和成长股相比，高股息价值股的特点是：①基本面具有较高的稳定性，即行业格局、技术和市场需求短期不存在较大变动；②收入和盈利的确定性较高，这也是持续分红的基础；③市场分歧少，表现为一致预期的离散程度较低，“惊喜”和“惊吓”都比较少；④相对偏低的增速水平，一般在 8%~10%，因此也没有太多竞争性的资本愿意新进入行业；⑤估值长期隐含的增长预期较少，更多的是反映市场对大类资产的整体偏好和资金供需格局的情况，一般每股净资产在 2 倍左右。

以上特点决定了高股息价值股具有一定的类债券属性，投资决策的关键不在于“能不能超预期”或者“景气度有何边际变化”，而是“价格合不合适”，合适了就买，不合适了就卖。至于价格的判断，一方面和投资者自身的资金成本和风险偏好有关，另一方面也要看其他可投资的同类型资产的估值。因此，投资高股

息，必然比投资高成长股更需要耐得住寂寞：我们可能不需要每天学习新的行业概念或到处打听小道消息，而是等待合适的买点或卖点。“姜太公钓鱼，愿者上钩”，可能就是这种状态的真实写照吧。



第二节 高股息投资赚的是多少钱

从最朴素的角度看，股票投资的秘诀被总结为“低买高卖”，这本质上是一种基于时间序列的价差套利，而二级市场其实还有很多其他的赚钱模式，如打新股和转债申购这类一二级市场的套利，通过金融衍生品复制证券或构造组合证券的套利，对低流动性资产进行双边交易，做市商赚取为投资者提供流动性的钱等。

具体到高股息资产的投资中，微观视角下我们能够获取以下几种收益。

一是赚取公司分红的现金流，以及股息红利再投资之后的收益。这一点自不必多说，多数高股息投资者的“初心”就是如此。这也使红利类股票成为稳定现金流资产，和传统固定收益证券具备较好的可比性。

二是赚取股息自然增长的钱。上市公司可能会逐步增加分红的比例，特别是在当前的政策环境下，这一举措更加具有意义。从分红增长的衡量方式来看，主要可以考虑分红总金额、每股分红的金额、分红金额占净利润的比例，以及分红金额占净现金流的比例等。

三是赚取高股息资产估值修复的钱。较高的股息率一般也对应着低估值属性，如果投资者风险偏好或风格发生了变化，对确定性给予更高溢价，高股息资产则有估值上涨的可能性。根据作者观察，2022 年以来的高股息行情主要赚的就是这个钱。

四是赚取折现率下行的钱。这与上一条有点相似，只是原因不同。随着越来越多的投资者把高股息资产当成传统固定收益证券的“平替”，利率下行势必带来机会成本的降低，以 DCF 估值视角来看，股权风险溢价对应的折现率可能会下滑，进而导致股票价格上行。

五是赚取业绩改善的钱。这种情况相对较少，一般而言，困境反转的股票很难派发股息，不属于我们讨论的范围；而价值型股票虽然能派息，但一般业绩增速较慢，超预期的情况很少。不过在一些特定情况下还是有可参考的案例，如近年来煤炭股的行情，便来源于供需格局改善后大宗商品价格上涨；又如前几年的水泥行业因为供给出清而改善了竞争格局；等等。简单来说，如果时间合适，

“大象也能起舞”。

如图 1-9 所示，从中证红利指数的具体收益拆解来看，其累计收益包含了来自估值、盈利、分红和股本稀释的贡献。从长期的视角看，估值和股本稀释有一定拖累，这主要是由市场未给予成长性溢价（估值负贡献）和 A 股上市公司回购案例少且再融资较多（股本稀释负贡献）的情况导致的。

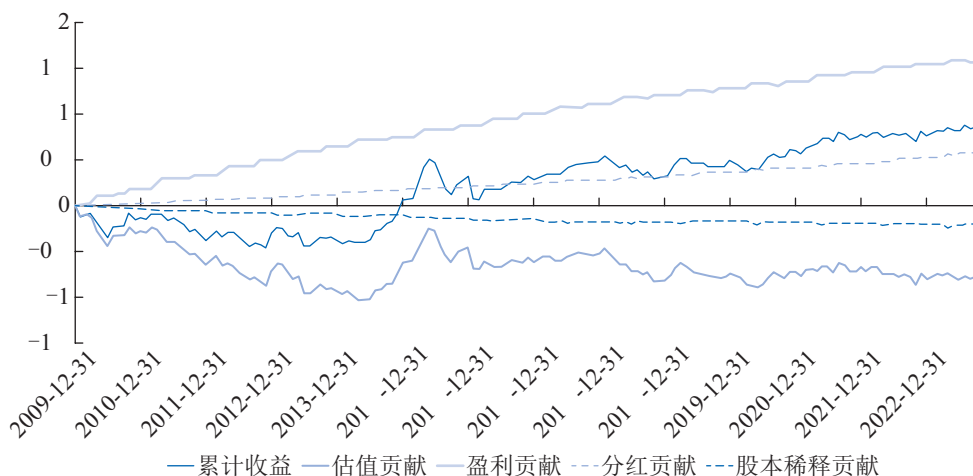


图 1-9 中证红利指数收益拆解

资料来源：民生证券

从宏观视角来看，高股息资产还存在一些值得关注的催化剂。例如长期利率的持续下行和保险机构投资者的估值方法迭代等因素。

一、长期的利率确定性下行的趋势

从理论上讲，名义利率取决于经济增长与通货膨胀。随着长期经济增速的降低，利率作为资本/资金的回报率同步下降，而这也是美日等国家走过的“老路”，根据发达经济体的历史经验，经济增速放缓后利率将持续下行。

此外，目前中国正处于新旧动能的转换期，以传统的房地产和基础设施建设为代表的固定资产投资部门及相关行业对 GDP 的贡献边际趋弱（见图 1-10），取而代之的是消费和服务业。而投资主导型和消费主导型经济体重要的差别便在于商业模式对融资的依赖程度，前者需要大量的外部融资来支撑其持续的业务扩张，后者却不必如此。这样的结构改变让实体部门资金供需的格局发生变化（融资需求下降，供给变化不大），而利率作为资金的价格则可能变得更“便宜”。

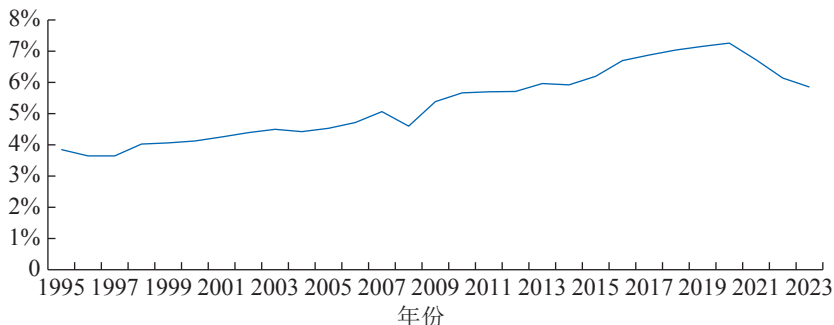


图 1-10 1995—2023 年房地产业占 GDP 比重

资料来源: Wind

经济增速的持续下行和产业结构的调整,是利率长期下行的第一重“结构性变化”;而人口老龄化,则是第二重“结构性变化”。当然,二者本身存在因果关系。

二胎、三胎政策虽然在一定程度上缓解了出生人口压力,但仍无法阻止一胎出生率的趋势性下滑。如图 1-11、图 1-12 所示,目前主流研究观点倾向于:①育龄女性数量和占比下降;②受教育程度提高、劳动参与率提高的影响,女性结婚和生育年龄推迟;③生活成本高、育儿成本高,导致生育意愿下降。

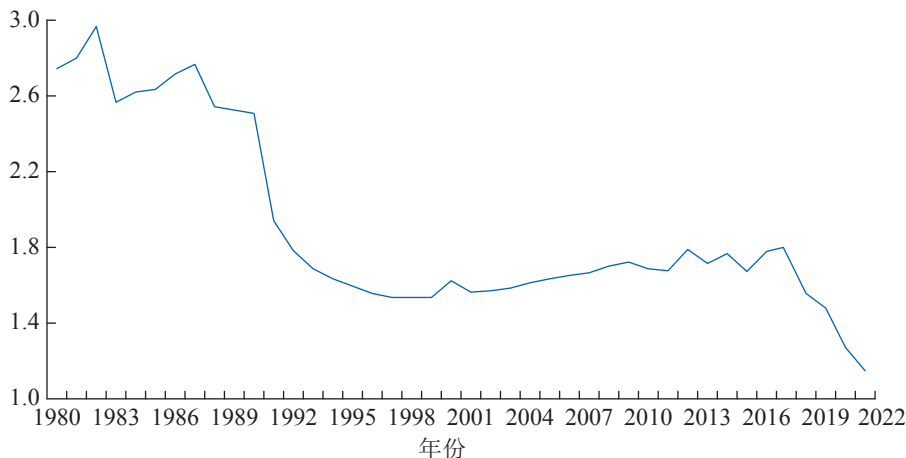


图 1-11 1980—2022 年中国育龄妇女生育率

资料来源: Wind

从历史统计规律来看,育龄女性数量下降对新生儿数量有显著的影响(周期性因素)。通过比较育龄人口与新生儿的数量,不难发现两者有较为显著的相关性。而生育年龄的推迟似乎也与直观感受吻合,除了受教育程度上升外,生活成本(尤其是房价)的上升同样也是男女婚育年龄推迟的重要原因。从这个角度



看，经济增长对房地产市场的依赖，所导致的结果不仅是对其他产业和居民消费的挤出，还为更长期的结构性矛盾埋下了隐患。

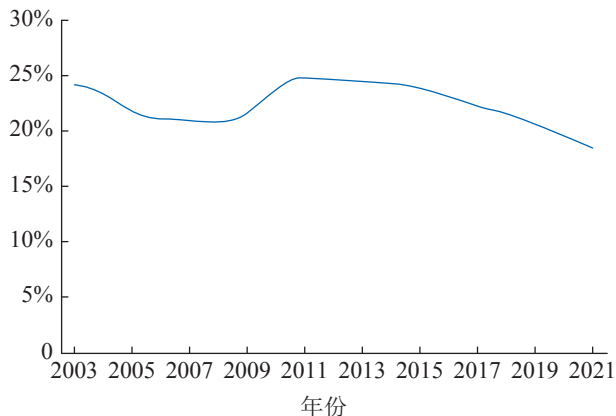


图 1-12 2003—2021 年 20~34 岁育龄女性占比

资料来源：Wind

根据发达国家的经验，老龄化对利率的影响路径主要有：①影响劳动年龄人口和劳动参与率，进而拉低经济增速。②养老的刚性需求降低了预防式储蓄的资金供给弹性，从而有利于资金需求方。虽然从短期视角看，决策层持续的稳增长政策和库存周期波动可能会使经济出现阶段性弱复苏的迹象，但从更长期的结构性视角而言，长期利率下行趋势几乎成为定局。

而从中期视角来看，央行通过适度宽松的货币政策引导利率维持在相对低位也有其必要性。

一是基于化解地方政府隐性债务的考虑。虽然我国地方政府隐性债务规模并无官方数据披露，但根据 IMF（国际货币基金组织）、BIS（国际清算银行）等的测算，2020 年年末我国地方政府隐性债务规模约为 20 万亿~40 万亿元，由于该部分债务发行人均为城投平台，融资成本相对地方债更高，如按照 5% 的发行利率假设则对应每年 1 万亿~2 万亿元的付息压力，这已经超出相当一部分区域自身造血能力可以覆盖的范围，因此配合低利率环境，可以通过债务置换、延期或续贷等方式缓慢降低付息成本，从而实现隐性债务的“软着陆”。

二是基于建设消费型经济体的产业转型需求。长期以来，我国主要的产业结构为相对低附加值的工业制造业，而欧美日等发达经济体则占据了“微笑曲线”的两端——产品设计、品牌营销、消费服务等领域，对应的是更高的产业附加值、高利润率和从业人员高收入等社会状态。近年来，拉动经济的“三驾马车”

（投资、消费和出口）中，消费的占比在逐步提高。根据 2021 年上半年国家统计局的数据，最终消费支出对经济增长的贡献率为 61.7%，而资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别为 19.2% 和 19.1%。从理论的储蓄函数和消费函数关系来看，相对较低的利率环境可以降低居民的储蓄意愿，增加边际消费倾向，从而维持消费服务对经济增长持续的高比例贡献度。

二、保险会计准则的“类成本法”估值红利

长期以来，尽管高股息资产在 A 股市场中表现出相对稳健的特性，但相较于传统的固定收益证券，其波动性较大，甚至在风险调整后的收益上，长期来看可能不如可转债。即便是最稳健的高股息资产，历史上也曾经历约 20% 的回撤，这对于固收投资者而言几乎是不可接受的。

然而，新推出的保险会计准则，即《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》为股价波动问题提供了一种有效的解决方案（见图 1-13）。根据这一新准则，金融资产被分类为 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）。在此分类下，如果股票持有期足够长，并且被视为长期投资，那么股票价格的波动将不会影响利润。这不仅意味着持有期间的股价波动不会影响利润，甚至在股票出售并确认实际盈亏时，也不会影响利润。此外，根据新准则，收到的现金股息是可以直接计入利润的。这种安排在一定程度上解决了红利资产的股价波动问题，类似于债券的摊余成本法估值，使得投资者能够真正从长期的角度来享受股息收益。

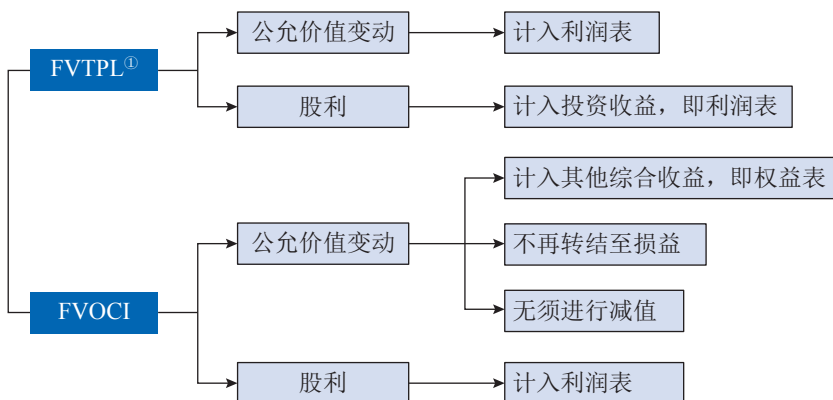


图 1-13 保险新会计准则下高股息资产配置价值提升

资料来源：国金证券

① FVTPL 指以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。



自 2023 年起，随着新会计准则的实施，上市保险公司开始表现出对红利资产的购买兴趣。这一新准则为保险公司提供了一种更为稳健的资产评估方式，使它们能够更加积极地参与到红利资产的市场中。事实上，在过去一年中，保险公司已成为红利资产市场的主要买家之一。

保险行业目前管理着超过 30 万亿元的资产（见表 1-3），其中寿险公司占据主导地位。在上市公司层面，资产总额超过 10 万亿元，中国人寿一家公司就拥有 5 万亿元资产。由于中国人寿同时在 A 股和 H 股市场上市，因此其财务报告需要遵循两种会计准则。尽管 A 股市场的会计准则有所变化，但这对中国人寿的实际业务行为影响有限，因为其需要编制符合港股市场要求的财务报告。整体来看，2023 年新会计准则可能影响大约 7 万亿元的保险资产。

表 1-3 2024 年 3 月末保险资产规模及变化

公司类别	人身险公司	财产险公司	再保险公司	资产管理公司	总计
总资产 / 亿元	286 367	28 806	7714	1221	329 204
环比变化	0.26%	-0.15%	-0.49%	1.02%	0.19%
同比变化	17.47%	2.18%	11.68%	14.07%	15.76%
占比	86.99%	8.75%	2.34%	0.37%	—
占比环比变化	0.06%	-0.03%	-0.02%	0	—

资料来源：金融监督管理总局

保险公司在权益资产上的配置通常不会超过总资产的 30%，这是由于偿付能力的季度考核要求。股票市场的大幅波动可能会影响保险公司的偿付能力，因此它们通常只会配置大约 10% 的资产到股票市场，相当于约 7000 亿元的资金。考虑到现有保险资产的原有投向，并非所有资产都会转换为新会计准则下的资产配置。然而，考虑到每年新增的约 2 万亿元资产，以及新会计准则可能影响的 6000 亿元资产和权益配置的 600 亿元，这为红利资产提供了确定性的买入增量。

除了保险行业，其他上市公司也已经开始采用新会计准则。对于有意购买股票的上市公司，只要持股期限超过半年，就可以使用 FVOCI 科目进行会计处理。随着 2023 年股票市场预期收益率的下降，社会对红利资产的接受度提高，拥有富余现金流的上市公司也可能成为红利资产的长期重要买家，这被视为一种替代现金和理财产品的重要投资方向。

总体而言，FVOCI 科目为投资者提供了一种新的投资视角，允许他们像投资债券一样投资股票，而不必担心短期股价波动。这种会计处理方式可以显著降低由于股价短期回撤（而长期投资逻辑未变）造成的风险溢价。这使投资者能够

用购买债券的心态去购买股票，这也是中短期高股息资产价格上涨的关键驱动因素。



第三节 高股息资产相对收益行情复盘

从高股息相关的红利类策略风格指数成分股来看，行业偏离具有较强的金融类和周期类风格，因此其相对大盘全 A 的相对收益水平和宏观经济周期的位置相关性较强。

从美林时钟四阶段划分的角度看，在经济周期的复苏和过热期，高股息资产的相对收益较好。此时，金融类股票特别是银行的资产质量得到修复，从而实现估值提升；同时，资源品价格一般也会有比较好的表现，进而带动周期股的利润率改善和业绩增长。从库存周期的角度看，高股息资产的超额收益主要出现在主动去库存阶段，这与美林时钟反映的复苏逻辑类似。

具体复盘来看，高股息资产相对收益占优的历史区间包括以下几个阶段。

2006 年 9 月—2007 年 10 月（见图 1-14）：2007 年伴随经济过热通胀快速上行。2007 年二季度 GDP 同比增速达到 15%，在过热的总需求拉动下，CPI 同比快速上行至 6% 以上。同时在 2006 年 10 月 1 日至 2007 年 11 月 1 日，央行 9 次升准、5 次加息，流动性大幅收紧。受益于经济过热，以有色金属、煤炭为代表的周期股表现亮眼，金融地产亦涨幅居前。同时，在股市持续上涨的驱动下，非银金融在 2006 年 10 月 1 日至 2007 年 11 月间涨幅第一。

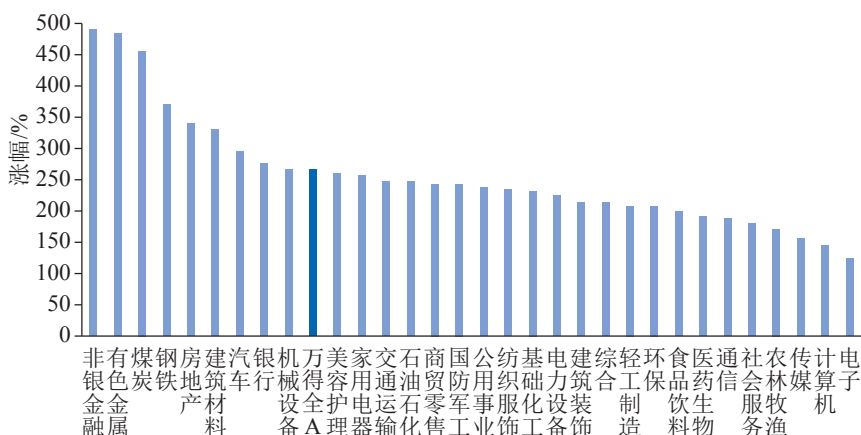


图 1-14 2006 年 9 月—2007 年 10 月股票行业涨幅统计

资料来源：Wind



2008 年 1 月—5 月：多利空导致市场大幅调整，情绪面恐慌蔓延，上半年估值收缩幅度大，其间高股息占优。自 2008 年 1 月 16 日至 4 月 23 日，A 股重要宽基指数下跌幅度均超 30%。从指数走势上看，以中证红利 & 高分红为代表的高股息指数在走势上与大盘和全 A 相似，但整体回撤幅度更小，更显韧性。2008 年上半年的大幅调整同样带来了风险偏好的回落，相对稳健的高股息策略在这一历史背景下更受青睐。

2009 年 7 月—2009 年 12 月：在 4 万亿元人民币刺激下的经济复苏进入后半程，但经济高增 + 通胀回升仍处于低位。2009 年宏观经济触底反弹，进入 7 月后，房价出现了明显上涨，同时通胀出现回升迹象，因此货币政策开始微调收紧。此时流动性预期转向收紧，2009 年 8 月 5 日《货币政策执行报告》中首次提出动态微调货币政策，流动性边际收紧得到确认。而在流动性预期转紧前也即 2009 年 8 月前，受益于政策刺激，以煤炭、有色金属为代表的资源类周期股表现亮眼。随着流动性边际收紧，叠加“汽车下乡”“家电下乡”等政策刺激，具备一定防御属性的汽车、家电等消费行业涨幅居前。

2011 年 8 月—2013 年 2 月（见图 1-15）：整个 2012 年，板块差异分化很大，其中上证指数上涨 3%，全 A 上涨 5%，整体风格偏向大盘 & 主板蓝筹（上证 50、沪深 300 涨幅更高），高股息策略受益于市场风格，在这个阶段表现强势。2012 年第四季度在政策刺激下经济出现弱复苏，CPI 低位回升。在持续全年的货币政策刺激和地产政策刺激下，2012 年第四季度至 2013 年第一季度宏观经济维持弱复苏态势。2012 年 8 月制造业 PMI（采购经理人指数）触及 49.2 的底部后，在 9—11 月连续 3 个月回升，同时工业企业利润累计同比也由 2012 年 9 月的 -1.8% 快速回升至 2013 年 2 月的 +17.2%。央行于 2012 年 6 月和 7 月两次分别降息 25BP，市场流动性环境维持宽松。从行业表现来看，经济复苏预期下银行、地产涨幅居前，带动高股息组合持续跑赢全 A。

2016 年 8 月—2019 年 1 月：2016 年起经济持续复苏，2018 年经济有所回落。工业企业利润同比由 2016 年 7 月的 6.9% 快速上升至 2017 年 2 月的 31.5% 以上，同时制造业 PMI 持续维持在 50 的荣枯线水平以上。2018 年，较 2017 年回落，全年工业企业利润总额同比增长 10.3%。2017 年流动性相对收紧，随着 2018 年经济回落，货币政策转向宽松。从行业角度看，2016 年起，大消费持续跑出超额收益，与此同时，金融股与周期股也有出色表现。在此背景下，高股息公司享受金融 + 周期行业 β 和大盘龙头 α 共振，持续跑赢全 A。

2021 年 1 月—2023 年 9 月：2021 年第二季度起，PPI（生产价格指数）快速

上行，宏观经济由复苏进入类滞胀环境，后续随着地产行业回落，2022 年经济有所回落。从 2021 年第二季度开始，央行连续降息降准，利率持续下行，流动性维持宽松。受资源品价格上涨影响，煤炭、有色、石油石化等资源股表现突出，为高股息组合跑赢提供了一定的行业 β 催化。

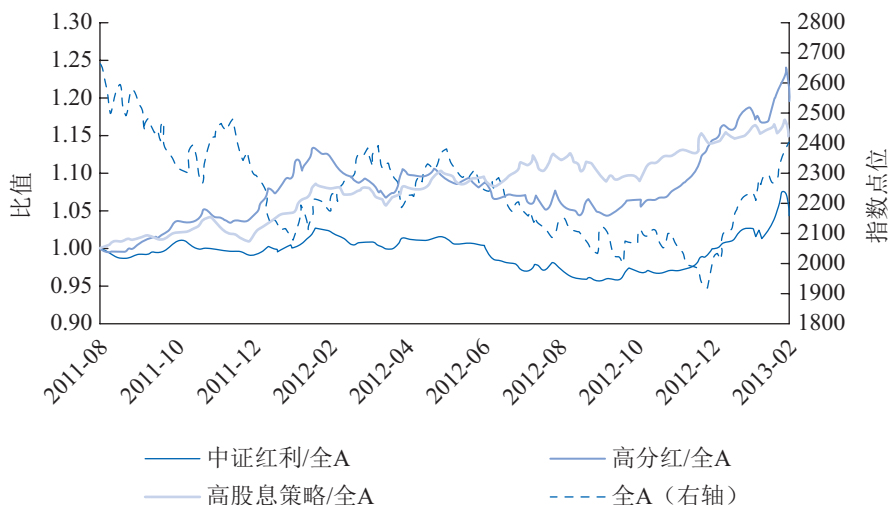


图 1-15 2011.8—2013.2 股票风格相对收益统计

资料来源: Wind

如果以欧美日等海外市场高股息策略超额收益表现为参考，可以发现其表现较好的时期存在一些共性因素。

第一，利率处于持续下行周期。这意味着股息率相对债券收益率的投资价值在上升，投资者为了维持收益率水平存在进一步拉升资产久期和提高权益类资产占比的倾向。

第二，宏观经济环境处于长期低速增长状态，企业扩大再生产的意愿不强，反映到财务行为上便是减少融资，并提高留存利润的分红比例。

第三，高成长股票的确定性和稳定性下滑，即预期增速的业绩兑现度下降，这让投资者对于高赔率资产的追逐倾向变弱，转而追求基本面胜率较高的资产，特别是现金流质量较好的上市公司。

第四，投资者结构有所变化。例如，美国的居民资金和养老金入市，为股票市场提供了稳定长期的增量资金，对稳定分红的股票需求量逐步增长，同时带动了高股息资产的阶段性行情，提升了企业分红意愿。