

相关研究

《立体投资策略周报-20231229》
2024.01.02

《海通研究12月精选组合周报(12月30日)》2024.01.02

《立体投资策略周报-20231225》
2023.12.25

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zpx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

联系人:陈菲

Tel:(021)23185707

Email:cf15315@haitong.com

近三年红利策略与历史的异同

投资要点:

- 核心结论:** ①近三年红利策略表现与历史上有差异,低市场相关性+高胜率使得投资者目光聚焦红利策略。②红利策略的防御属性未变,市场越弱红利超额收益越明显,但随着市场转强,超额胜率显著下降。③当前A股估值处历史底部,内外部政策环境改善下市场有望回暖。金融或有阶段性机会,中期盈利上行期白马成长望更优,关注电子等硬科技和医药。
- 近三年红利策略与历史存在差异,但也有共性。** 为何投资者对红利策略的关注度近年来持续上升?因为“这次不一样”。我们发现近三年的红利策略表现与历史上的确不一样,不仅与大盘表现出了明显的低相关性,而且各持有期下的胜率较往年提升明显。从组合管理的角度看,红利策略超额收益与市场行情之间的负相关性近三年明显增强。从收益率角度看,红利策略最近三年胜率显著提升。不变的特性:市场越弱红利超额收益越明显,但随着市场转强,超额胜率显著下降。尽管最近三年红利策略出现了一些“这次不一样”的变化,但其防御属性的本质并未发生改变。市场行情越弱,红利策略的防御属性越明显;但从绝对收益看,如果市场大跌,红利策略也无法独善其身。此外随着市场由弱转强,红利策略取得超额收益的胜率显著下降。
- 红利策略短期胜率主要取决于后续市场表现。** 由于市场由跌转涨时红利策略的超额收益率胜率明显下降,因此需要密切跟踪未来市场走向。当前A股市场估值、资产比价指标已处在历史底部,且内外部政策环境均在逐步改善,往后看市场有望上行。首先,A股估值水平与历史大底时已经较为接近,大类资产比价指标显示当前市场的风险偏好也处在历史低位。其次,近期稳增长政策已在逐步出台落地,24年中国人民银行工作会议释放积极信号,经济大省也在陆续部署发力稳增长,国内宏观基本面有望修复,助力A股行情回暖。海外方面,近期中美关系出现进一步缓和迹象,中美先后在多个领域恢复对话;美联储有望逐步迈入降息周期,美国长债利率大概率还要震荡回落,A股风险偏好有望受提振,外资有望出现积极动向,支撑A股向上。
- 阶段性关注大金融,中期重视白马成长。** 随着稳增长、防风险政策持续加码,大金融或有阶段性机会。今年以来市场对宏观环境的预期走弱使得大金融板块的估值承压。23年中央金融工作会议提出“优化中央和地方政府债务结构”、“活跃资本市场”、“培育一流投资银行和投资机构”。如若一季度上述相关政策能出台落地,则受益于政策的银行和券商估值可能修复,有望迎来阶段性机会。中期白马成长或将占优,关注电子相关硬科技以及医药。伴随着23年公募基金跑输大盘,过去广受机构投资者青睐的白马成长板块也表现不佳。但从估值角度来看,目前白马成长板块性价比逐渐凸显。借鉴历史,A股盈利上行周期内白马成长板块业绩表现更优,具体重视两方面:以电子为代表的硬科技制造、医药。
- 风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期,国内经济修复不及预期。

目 录

近三年红利策略与历史的异同	4
---------------------	---

图目录

图 1	过去三年红利策略与市场行情的负相关性增强	4
图 2	红利策略绝对收益的胜率明显提升	4
图 3	红利策略相对收益的胜率明显提升	4
图 4	红利策略超额收益与市场行情负相关	5
图 5	红利策略绝对收益与市场行情正相关	5
图 6	A 股风险溢价率	6
图 7	A 股股债收益比	6
图 8	24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10%	6
图 9	市场预期美联储于 24 年 3 月开启降息	6
图 10	当前银行和券商估值已处在历史底部	7
图 11	白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好	7
图 12	24 年电子盈利增速改善或更明显	7
图 13	23/24 年医药盈利有望向上	7

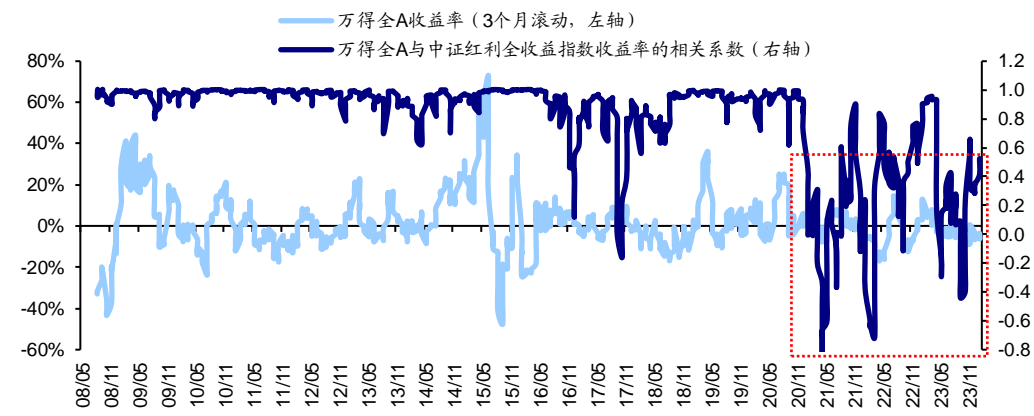
开年以来 A 股整体行情走势波折，但红利资产表现颇为亮眼，与大盘行情形成了较强烈的反差。回过头来看，红利策略的强势表现已经持续了三年之久，从历史上看较为罕见。那近三年红利策略和以前的红利策略有何异同？历史观下我们应该如何看待当前的红利策略？本文对此进行分析。

近三年红利策略与历史的异同

为何投资者对红利策略的关注度近年来持续上升？因为“这次不一样”。开年来投资者对红利（或者说高股息）策略的关注度明显上升，再度引发了我们对红利策略的思考。其实红利策略作为一个热门议题在过去几年反复出现过多次，比如最近一次便是去年的三季度，当时我们发布了《三问高股息策略有效性-20231026》。为何红利策略能在过去几年反复吸引投资者的关注？我们发现近三年的红利策略表现与历史上的确不一样，不仅与大盘表现出了明显的低相关性，而且各持有期下的胜率较往年提升明显。

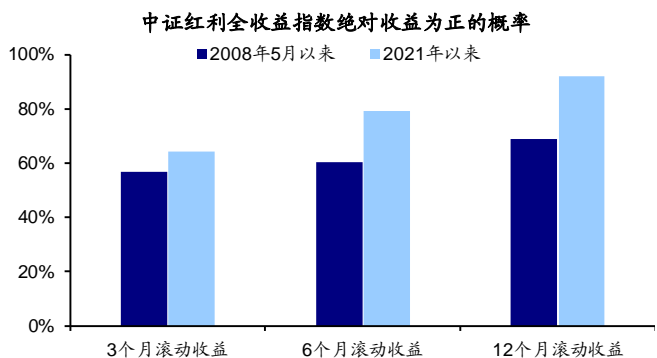
我们以中证红利全收益指数、万得全 A 指数（万得全 A 本身就是全收益指数）来分别表示红利策略和市场行情。从组合管理的角度看，红利策略超额收益与市场行情之间的负相关性近三年明显增强。计算万得全 A 与中证红利全收益指数滚动 3 个月收益率之间的相关系数，可以发现 2021 年以来该相关系数的波动明显增大、中枢显著降低，2008-2019 年系数的平均值为 0.92，而 2021 年至今的平均值仅为 0.26。从收益率角度看，红利策略最近三年胜率显著提升。绝对收益（取得正回报）视角下，2021 年以来中证红利全收益指数持有 3/6/12 个月的胜率分别为 67%/82%/88%，远高于有数据以来的 51%/57%/58%；相对收益（相对万得全 A）视角下，2021 年以来中证红利全收益指数持有 3/6/12 个月的胜率分别为 64%/79%/92%，也明显高于有数据以来的 57%/60%/69%。低相关性+高胜率使得大家对红利策略的关注度越来越高。

图1 过去三年红利策略与市场行情的负相关性增强



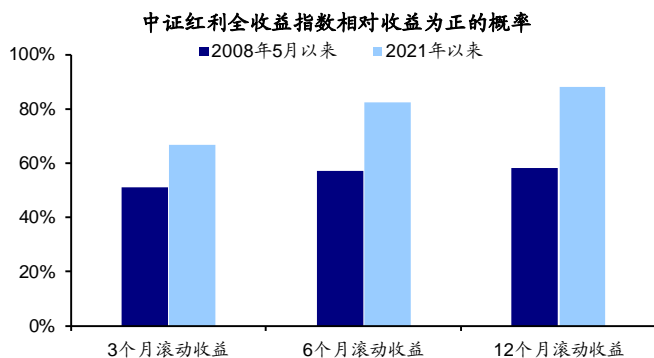
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 红利策略绝对收益的胜率明显提升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 红利策略相对收益的胜率明显提升

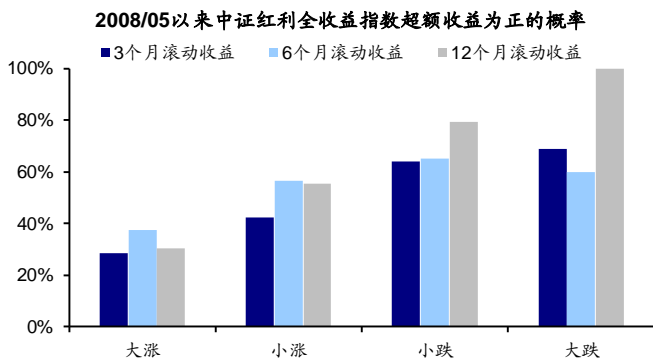


资料来源：Wind，海通证券研究所

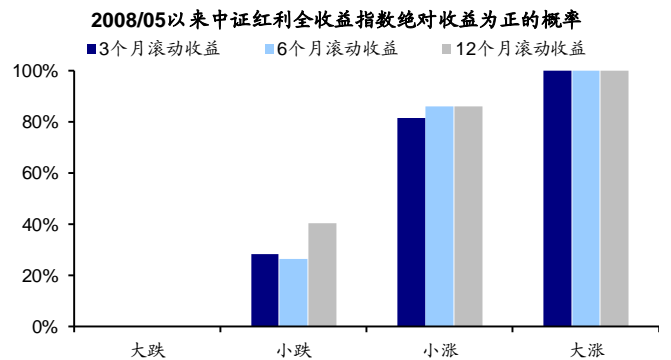
不变的特性：市场越弱红利超额收益越明显，但随着市场转强，超额胜率显著下降。尽管最近三年红利策略出现了一些“这次不一样”的变化，但其防御属性的本质并未发生改变。我们按照万得全 A 的涨跌幅定义大跌、小跌、小涨、大涨四种市场行情，并分别计算这四种行情下中证红利全收益指数滚动持有 3、6、12 个月绝对/相对收益为正的的概率，其中为使得小涨小跌的时间区间占比维持在 80%左右，小涨小跌分别对应 15%、20%、25%以内的涨跌幅。结果显示：

① 市场行情越弱，红利策略的防御属性越明显。以三个月持有期为例，自红利指数有数据以来，市场大涨、小涨、小跌、大跌时中证红利全收益指数获得正超额收益的概率逐步上升，分别为 28%、42%、64%、69%。虽然市场下跌时红利策略防御属性明显，但从绝对收益看，如果市场大跌，红利策略也无法独善其身。无论是 3、6 还是 12 个月滚动收益，当市场大跌时，红利策略获得正绝对收益的概率均为 0%。

② 随着市场由弱转强，红利策略取得超额收益的胜率显著下降。还是以三个月持有期为例，中证红利全收益指数获得正超额的概率从市场小跌（万得全 A 下跌幅度<15%）到小涨（万得全 A 上涨幅度<15%）分别为 64%和 42%，小涨时的胜率不足一半。

图4 红利策略超额收益与市场行情负相关


资料来源：Wind，海通证券研究所，对 3、6、12 个月滚动收益而言，小涨小跌分别对应 15%、20%、25%以内的涨跌幅

图5 红利策略绝对收益与市场行情正相关


资料来源：Wind，海通证券研究所，对 3、6、12 个月滚动收益而言，小涨小跌分别对应 15%、20%、25%以内的涨跌幅

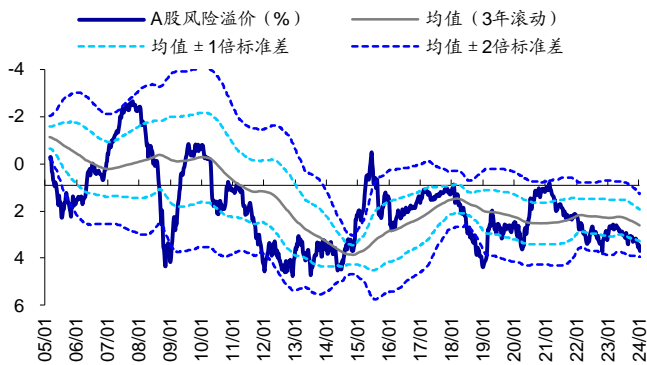
红利策略短期胜率主要取决于后续市场表现。由于市场由跌转涨时红利策略的超额收益率胜率明显下降，因此需要密切跟踪未来市场走向。我们认为，当前 A 股市场估值、资产比价指标已处在历史底部，且内外部政策环境均在逐步改善，往后看市场有望上行。

当前 A 股市场估值已处在历史底部，性价比凸显。从估值来看，A 股估值水平与历史大底时已经较为接近，目前（截至 24/01/11，下同）全部 A 股 PE（TTM）为 16.1 倍、处 05 年以来从低到高 23%分位。从大类资产比价指标看，当前市场的风险偏好也已处在历史低位，如 A 股风险溢价率（1/全部 A 股 PE-10 年期国债收益率）为 3.71%、处 05 年以来从高到低 11%分位，高于 05 年以来均值+1 倍标准差（3 年滚动）。

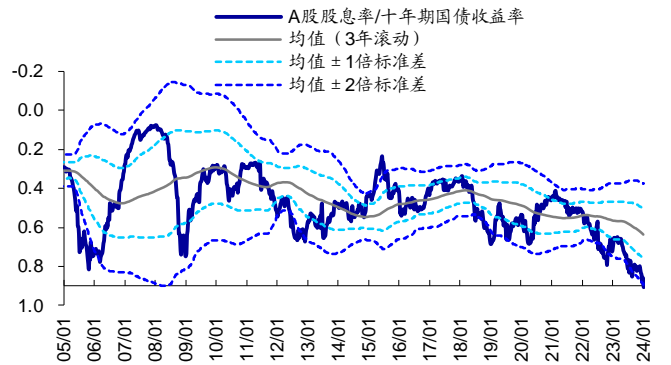
稳增长政策推动基本面修复，A 股行情有望逐步回暖。23 年 12 月中央经济工作会议定调积极，近期稳增长政策已在逐步出台落地。1 月 4-5 日召开的 2024 年中国人民银行工作会议提出坚持“稳健的货币政策灵活适度、精准有效”，并明确要“稳妥推进重点领域金融风险防范化解”。此外，经济大省也在陆续部署发力稳增长，例如 1 月 12 日广东省政府发布《关于促进民营经济发展壮大 进一步推动民营经济高质量发展的实施意见》，支持民营企业参与重大项目建设；河南省于 1 月 1 日印发《推动 2024 年第一季度经济“开门红”若干政策措施》，发布 17 条涉及重大项目投资、提振消费的经济利好措施。稳增长发力有望带动国内基本面修复，助力 A 股行情回暖。

中美关系缓和、美债利率下行后外资或逐步回流。一方面，近期中美关系出现进一步缓和迹象，1 月 11 日商务部部长王文涛与美国商务部长雷蒙多举行通话，1 月 8 日-9 日中美举行第 17 次国防部工作会晤，中美先后在多个领域恢复对话。另一方面，美债利率已进入下行通道，1 月 3 日美联储议息会议纪要表示当前利率水平已经处于或接近这轮紧缩周期的峰值，根据 Fedwatch，截至 24/01/11，市场预期美联储 3 月开启降息的概率超 70%。当前 10 年期美债利率已下行至 3.9%-4.0%，随着美联储逐渐进入降息

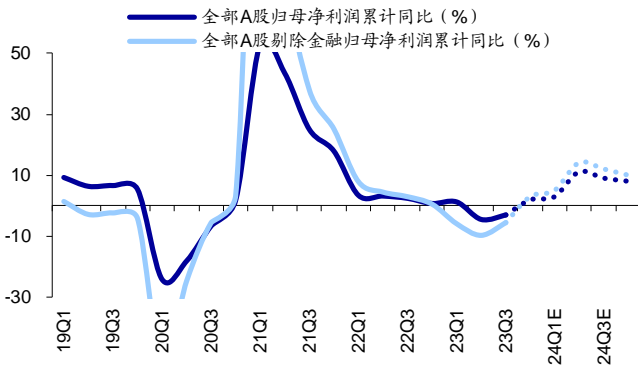
周期，美国长债利率大概率还要震荡回落，叠加中美关系边际缓和，A股风险偏好有望受提振，外资有望出现积极动向，支撑A股向上。

图6 A股风险溢价率


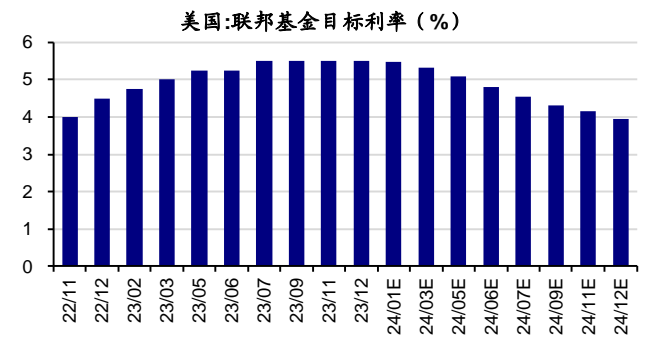
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/1/11

图7 A股股债收益比


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/1/11

图8 24年全部A股归母净利润同比增速有望达到5-10%


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图9 市场预期美联储于24年3月开启降息


资料来源：CME，Wind，海通证券研究所，截至 2024/1/11

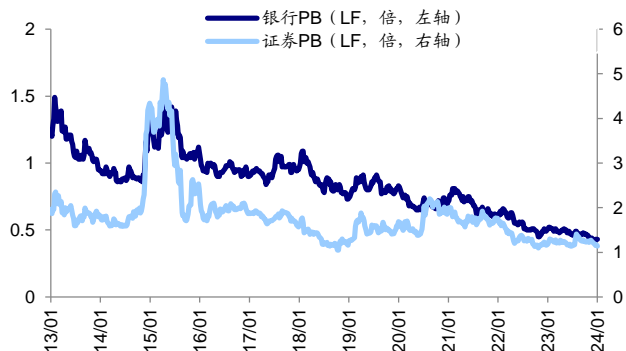
阶段性关注大金融，中期重视白马成长。随着稳增长、防风险政策持续加码，大金融或有阶段性表现机会。今年以来市场对宏观环境的预期走弱使得大金融板块的估值承压，截至 24/01/11，银行 PB (LF, 下同) 为 0.43 倍、处 13 年以来 0.3%分位，证券为 1.12 倍、处 13 年以来 0.6%分位。23 年中央金融工作会议提出“优化中央和地方政府债务结构”、“活跃资本市场”、“培育一流投资银行和投资机构”。我们认为如果 24 年一季度上述相关政策能出台落地，则受益于政策的银行和券商估值可能修复，有望迎来阶段性机会。

中期白马成长或将占优，关注电子相关硬科技以及医药。伴随着 23 年公募基金跑输大盘，过去广受机构投资者青睐的白马成长板块也表现不佳。但从估值角度来看，目前白马成长板块性价比逐渐凸显。我们在《风格：白马成长或将更优——24 年 A 股展望系列 2-20231229》中指出，借鉴历史 A 股盈利上行周期内白马成长板块业绩表现更优，具体重视两方面：

一是以电子为代表的硬科技制造。习总书记强调要积极培育战略性新兴产业与未来产业，加快形成新质生产力，我们认为要重视以下三个领域：一是半导体周期回升背景下的电子。二是或受益于财政发力的数字基建和数据要素，1 月 11 日财政部发布《关于加强数据资产管理的指导意见》，旨在有序推进数据资产化，加强数据资产全过程管理，更好发挥数据资产价值。三是政策支持和技术突破下的 AI 应用。

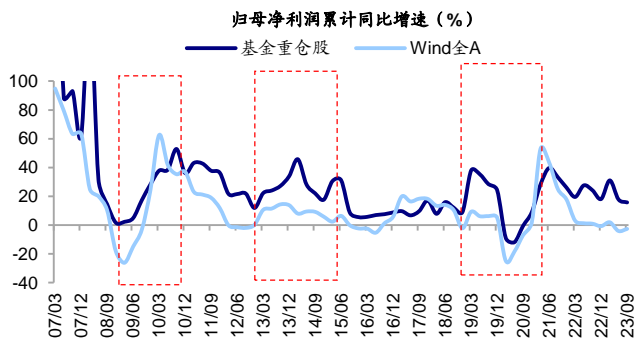
二是医药。目前医药生物板块的估值和基金配置仍处于较低水平。往后看，医疗反腐对行业的影响逐渐过去，并且中期来看我国人口老龄化正在加深，医疗需求将持续增加，未来一段时间医药的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡，结合行业分析师预测，24 年医药归母净利增速有望达 15%，细分领域中可以关注创新药/血制品/高值耗材，24 年归母净利有望分别达到 30%/15%/15%。

图10 当前银行和券商估值已处在历史底部



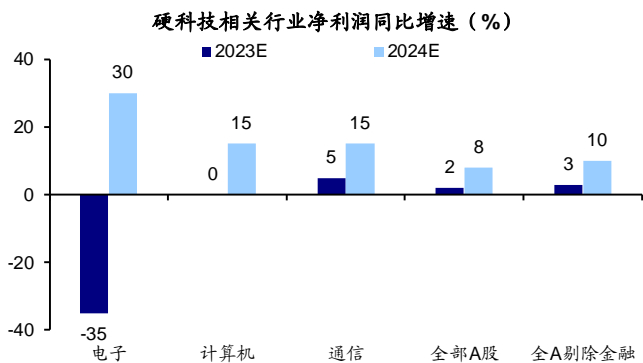
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/1/11

图11 白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好



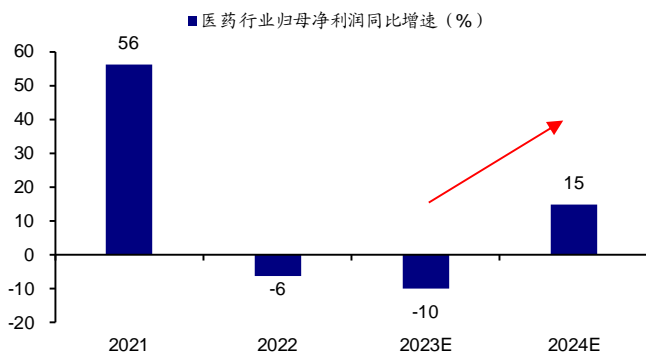
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 基金重仓股组合为公募前 30 大重仓股按市值加权拟合

图12 24 年电子盈利增速改善或更明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

图13 23/24 年医药盈利有望向上



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

风险提示: 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

信息披露

分析师声明

郑子勋 策略研究团队
余培仪 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。