

中证指数研究报告

红利新政与红利主题指数投资



红利新政与红利主题指数投资

分红是上市公司内在价值的决定性因素，长期稳定的现金股息是衡量上市公司投资价值的重要标志，是投资者投资股票市场获取回报的重要手段，有利于吸引社保基金、养老金等长期资金入市。为了改善 A 股市场分红环境，鼓励和引导上市公司分红，系列措施密集出台，旨在推动上市公司树立回报股东的意识，逐步培养价值投资和长期投资的理念。随着系列红利新政的出台，围绕红利主题开发的指数不断涌现，红利主题指数投资有望成为新的投资热点。

一、 国外公司分红与红利指数投资情况

在国外成熟市场，较之资本利得，公司分红是投资者购买股票的主要目的及收益的主要来源。以美国市场为例，现金红利分配已然成为股市文化的常态。上市公司及投资者对是否分红都较为严肃和敏感。在信息不对称的条件下，上市公司的红利政策是反映公司经营情况的重要信号。通过持续、稳定的分红政策，公司向市场传达了企业保持稳定强劲增长能力的信号，对于增强投资者信心、吸引投资者入市有着积极的作用。除常规分红外，一些公司还会进行特殊分红，这类分红水平一般非常可观，用于将超额收益回报给投资者或改变财务结构。

数据显示，在美国，分红收入在个人收入中所占比重一直呈现递增的趋势。2008 年，个人收入中 5.61%来自于分红，10 年以前这一比例为 4.65%，20 年前仅为 3.07%。同期，资本利得收入占比则由 1988 年的 15.06%降至 2008 年的 10.69%。分红总收入由 259.4 万亿美元增长至 1372.8 万亿美元，涨幅高达约 500%，而同期利息收入涨幅仅 205%。1926 年至 2009 年，标普 500 总收益指数中 34% 的收益源自分红，在 70 年代，则有约一半的收益源自分红。

随着指数化投资的兴起，作为传统的主题投资类指数，以红利指数为投资标的的指数型产品受到市场关注，相关产品不断涌现。据统计，基于 FTSE 指数开发的 345 只 ETF 中，22 只以红利指数作为投资标的。标普旗下红利经典、红利机遇等系列红利指数均已被开发成为 ETF 标的。

二、 我国公司分红发展与现状

分红是成熟证券市场的重要特征，为增加投资者回报、提振资本市场信心，营造价值投资和长期投资的理念，系列鼓励上市公司分红的政策出台。

早在 2001 年，现金分红即成为上市公司再融资的条件之一。而 2011 年下半年以来，一系列措施密集出台，旨在引导和强化上市公司现金分红，鼓励上市公司完善分红政策和决策机制，提高现金分红的透明度。目前，多家上市公司均公开披露利润分配内容，发布《未来三年股东回报规划》，迈出了建立透明分红机制的重要一步。

2013 年伊始，股息红利税差别化征收政策正式实施，旨在通过税收政策引导投资者增强价值投资、长期投资意识。与此同时，《上海证券交易所上市公司现金分红指引》正式实施，要求上市公司当年分配的现金红利总额与年度归属于上市公司股东的净利润之比不低于 30%。分红比例低于 30% 的上市公司需披露原因，但高于 50% 的就可以享受再融资的绿色通道。

改善分红环境，提高上市公司分红回报水平得到政策上的大力支持。随着这些政策的实施，我国上市公司分红水平逐步改善，连续、稳定分红的上市公司不断增加，高股息率水平的上市公司不断涌现，上市公司红利支付率整体水平较为理想，透明、持续、稳定的分红机制初步形成。内地证券市场有望逐步形成回报投资者的股权文化和崇尚价值投资的理念。

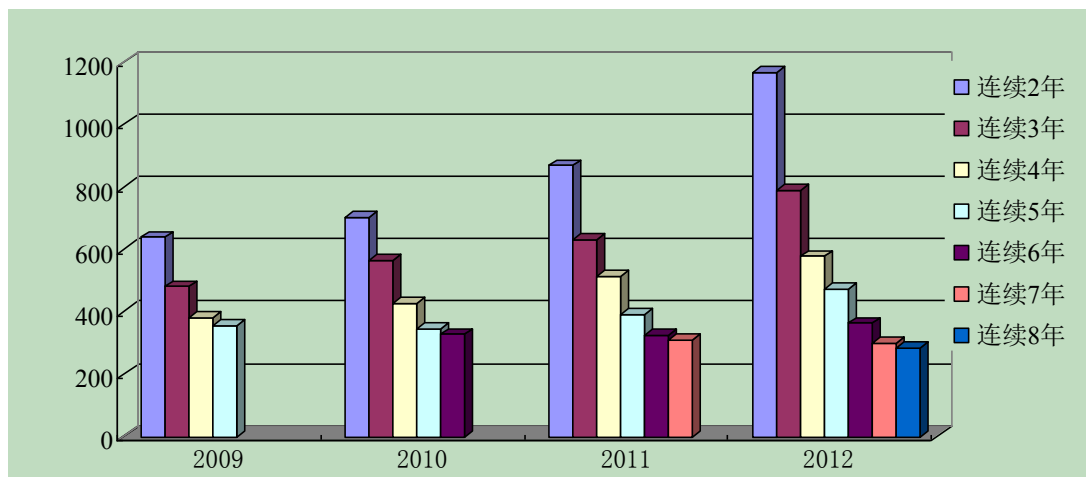
1、上市公司分红连续性强，稳定性好

目前沪深两市上市公司分红的连续性较强。数字显示，从 2006 年以来，连续分红公司家数呈现递增的趋势，最近两年连续分红情况改善尤为明显。截止 2012 年底，两市共有上市公司 2400 余家，其中连续 2 年分红的股票数量达到 1166 只，占比接近 50%。连续 3 年分红的股票数量达到 787 只，连续 4、5、6、7 年分红的股票数量分别为 577、473、363、299 只，连续 8 年分红的股票数量也有 284 只。相比 2011 年底，连续 2 年、3 年分红的股票分别增加了 298 只、156 只。

连续分红的上市公司除数量在增加外，这一群体的稳定性也在逐步改善。即上市公司连续分红表现出一定的惯性，在上一年度分红的上市公司，在下一年度分红的可能性也较大。以 2011 年数据为例，截至 2011 年底，连续 2 年分红的股

票有 868 只，其中仅 81 只在 2012 年没有继续分红，占比 9.3%。从 2006 年以来周转情况来看，连续分红的公司在下一年不分红的比例在逐步降低。连续 2 年、3 年分红公司在下一年不分红的比例从最初的 14% 左右降至 10% 以下。连续 4 年、5 年分红公司在下一年不分红的比例更低，仅在 8% 左右。

A 股连续分红股票数量



2、上市公司股息率整体水平不高，但不乏表现突出者

股息率是每股现金分红与股票价格之间的比率，是衡量股票的投资价值的一个常用指标。截止 2012 年 10 月底，根据过去一年日均数据计算，沪深两市税后股息率大于 0 的股票有 1659 只，整体法计算这些股票的股息率为 2.15%，自由流通调整市值加权股息率为 1.68%。其中股息率超过 1% 的有 761 只，超过 2% 的有 242 只，超过 3% 的有 87 只，股息率最高的为 6.61%，排名前 10 的股票的股息率为 5.86%，股息率超过一年期定存利率 3.25% 的有 69 只。

如下表所示，目前仍有半数左右的股票股息率在 1% 以下。此外，不分红及税后分红为 0 的上市公司仍有 793 家，占全部 A 股的 32%。上市公司股息水平和分红情况还有很大的改善空间。

A 股股票股息率分布

股息率	>=5%	[4%-5%)	[3%-4%)	[2%-3%)	[1%-2%)	<1%	合计
公司家数	8	25	54	155	519	898	1659
占比	0.48%	1.51%	3.25%	9.34%	31.28%	54.13%	100.00%

3、上市公司红利支付率整体较好，但个体差异较大

红利支付率是分红额与当年净利润的比值,反映上市公司将经营所得用于红利发放部分的比例。沪深两市存在较多高红利支付率的股票,以 2011 年 11 月 1 日至 2012 年 10 月 31 日区间内分红及滚动净利润计算,沪深两市分红股票的红利支付率为 28.37%。其中红利支付率超过 30%的有 730 余只,占比近 45%,超过 40%的有 480 余只,超过 60%的有 230 余只。约 56%上市公司红利支付率低于 30%,570 余家公司红利支付率低于 20%,个体差异较大。

当然,红利支付率并非越高越好。部分公司当年净利润较低,甚至亏损,但仍可使用上年度未分配利润进行分红。在使用此指标时,需结合其它财务指标一并考虑。

三、 我国红利指数与指数化投资

从国际经验来看,作为传统的主题投资类指数,红利指数是指数体系中不可或缺的组成部分,也是主要的指数化投资产品标的。红利指数一般关注具备连续分红能力且分红能力强的股票群体的表现,有助于增加市场透明度,并可为机构投资者提供差异化的投资工具。反过来,基于红利主题指数开发 ETF 等指数型产品,又可以形成对分红上市公司的肯定和激励,有助于引导上市公司分红,形成良好的分红氛围。

目前,上海证券交易所、中证指数有限公司等机构均围绕红利主题开发了一系列的红利指数,包括上证,中证红利指数、上证 180,380 红利指数、上证,中证实际控制人系列红利指数等。

据统计,目前内地市场红利指数型产品已有 2 只 ETF,1 只 LOF,资产规模近 40 亿元。

四、 红利新政催生新的红利指数

十八大报告提出,到 2020 年实现国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番,全面建成小康社会,财产性收入的有效提高是收入翻倍的重要抓手之一。在年初《关于深化收入分配制度改革的若干意见》中,明确指出增加居民财产性收入,要加快发展多层次资本市场,落实上市公司分红制度,拓宽居民股息、红利等增收渠道。据悉,2011 年我国城镇居民收入中,财产性收入占比尚不足

3%，主要是利息、出租房屋收入、股息与红利收入所得。

针对上市公司现金分红，系列新政业已出台。可以预见，继续建设落实可持续回报股东的分红制度在当前及未来一段时期内将是资本市场制度建设的重要一环。

红利指数是引导上市公司分红的重要方式。目前市场上已经发布的红利系列指数均以股息率作为重要选样指标，这与国际上主流指数机构编制的红利指数保持一致。股息率是股票过去一年现金股息和日均股价的比率，该指标受股价水平的影响较大。

为投资者从不同角度考量上市公司分红回报水平，上交所和中证指数有限公司发布了上证、中证红利回报指数。指数选择投资者分红回报高（主要以分红总额与融资总额之比为选样指标）的股票作为样本，反映上市公司从投资者手中融资并发展后，对投资者的分红回馈水平。为准确反映分红融资之比，针对上市时间不同、融资方式不同等情形进行了系列处理、折算。

数据显示，二十多年来，我国证券市场的确涌现出一批上市公司不仅通过市场融资得以发展壮大，且通过分红较好地回馈了投资者。以中证红利回报指数中的 50 只股票为例，其平均分红回报率为 64%，意味着上市公司已将融资总额的 64%通过分红回馈给了普通投资者，远高于 18%的市场平均水平。指数自由流通调整市值加权股息率约为 3.34%，远高于 1.74%的市场平均水平。指数自 2005 年以来模拟表现超过 200%，显著高于市场平均水平。据悉，已有基金公司表达了基于中证红利回报指数开发相关指数化产品的意向。

五、 红利指数投资在我国市场前景广阔

随着人民财富的不断增长，人民对财富管理的需求也将日益旺盛。国外成熟市场经验表明，资本市场作为财富管理的市场，在财富管理中发挥着日益重要的作用。

指数化投资在内地资本市场发展十年有余，凭借风险分散、资产透明、低交易成本的特征正在受到投资者的认可和青睐，并逐渐成为一种主流的投资方式，基于各类指数开发的指数型产品发展迅猛，指数已成为财富管理的重要工具。此

外，指数化投资在长期投资、资产配置和风险管理中有望发挥更大的作用。

近年来证券市场的变革与创新层出不穷，各类新型指数不断推陈出新，为指数化投资的创新发展提供了保障和载体。然而，与国外成熟市场相比，我国指数型产品的数量与类型还较为滞后。截至 2012 年底，沪深两市共有指数型产品 204 只，总资产规模 3840.37 亿元，投资标的大部分为规模行业等表征指数，而主题指数、策略指数等产品相对稀缺，产品同质化现象仍较为突出。

204 只指数型产品中，以红利指数为标的的指数型产品仅 6 只，资产规模 56.4 亿元。红利主题不但有政策层面的大力支持，且存在产品差异化内在需求的推动，凭借新的理念、新的视角，红利指数投资在我国市场有着广阔的发展前景，有望成为下一个指数化投资热点。

(完)