

以守为攻，捕捉“高分红低估值” 的投资机会

富国基金量化投资部 蔡卡尔

2020年3月



1

什么是指数化投资？

2

什么是红利策略？

3

为什么投资红利策略？

4

多数投资者认可红利类指数吗？

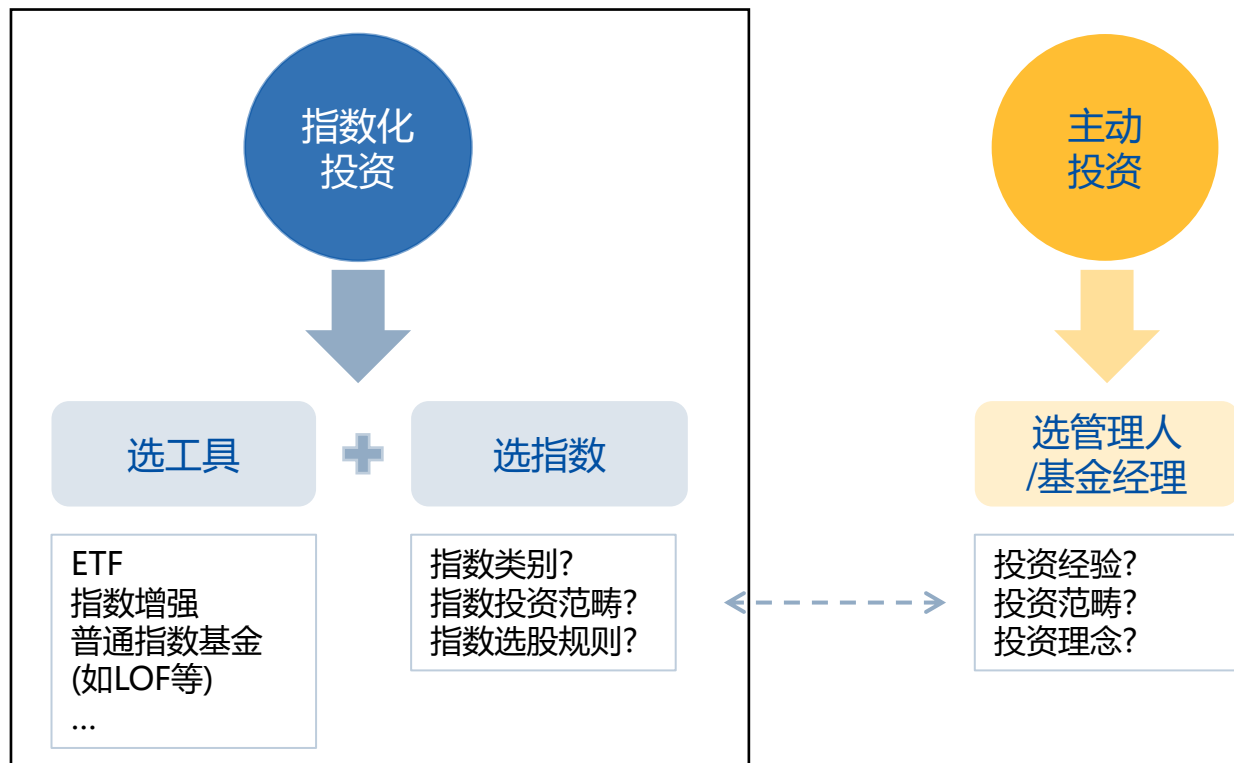
5

为什么我们选择中证红利+指数增强？

6

何时投资红利策略？

Q1: 什么是指数化投资?



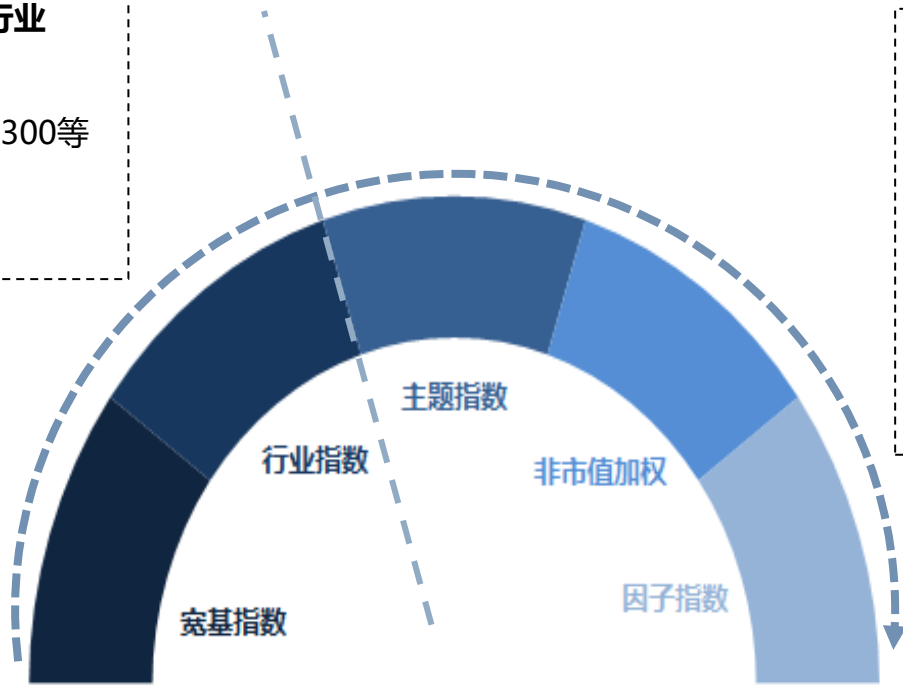
指数化投资: 指数的选择

传统指数: 宽基 + 行业

- (a) 宽基指数
如: 上证综指、沪深300等
- (b) 行业指数
如: 金融、地产等

广义Smart Beta指数: 主题 + 非市值加权 + 因子

- (a) 主题指数
如: 科技、消费等
- (b) 非市值加权指数
如: 300等权
- (c) 因子指数(狭义)
如: 价值、成长、红利等

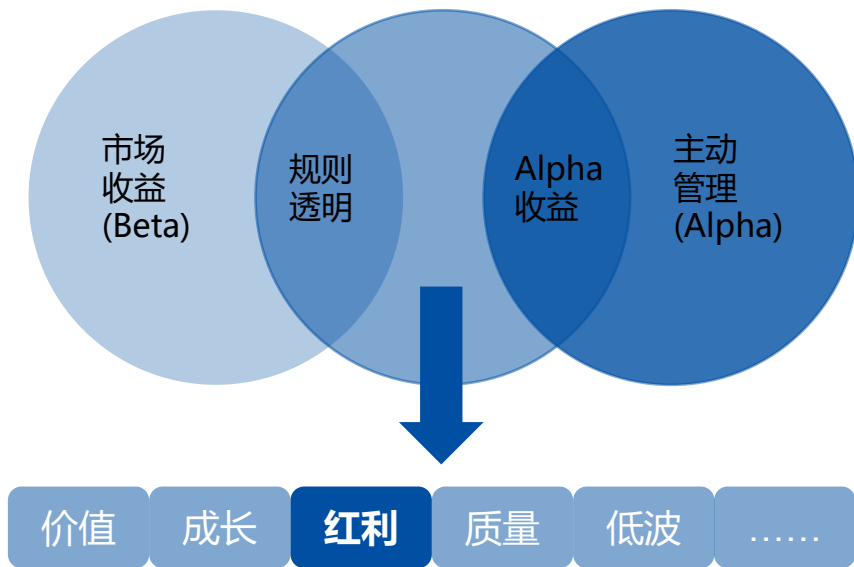


狭义Smart Beta指数: 投资特定风格特征的股票

传统被动投资

Smart Beta投资

传统主动投资



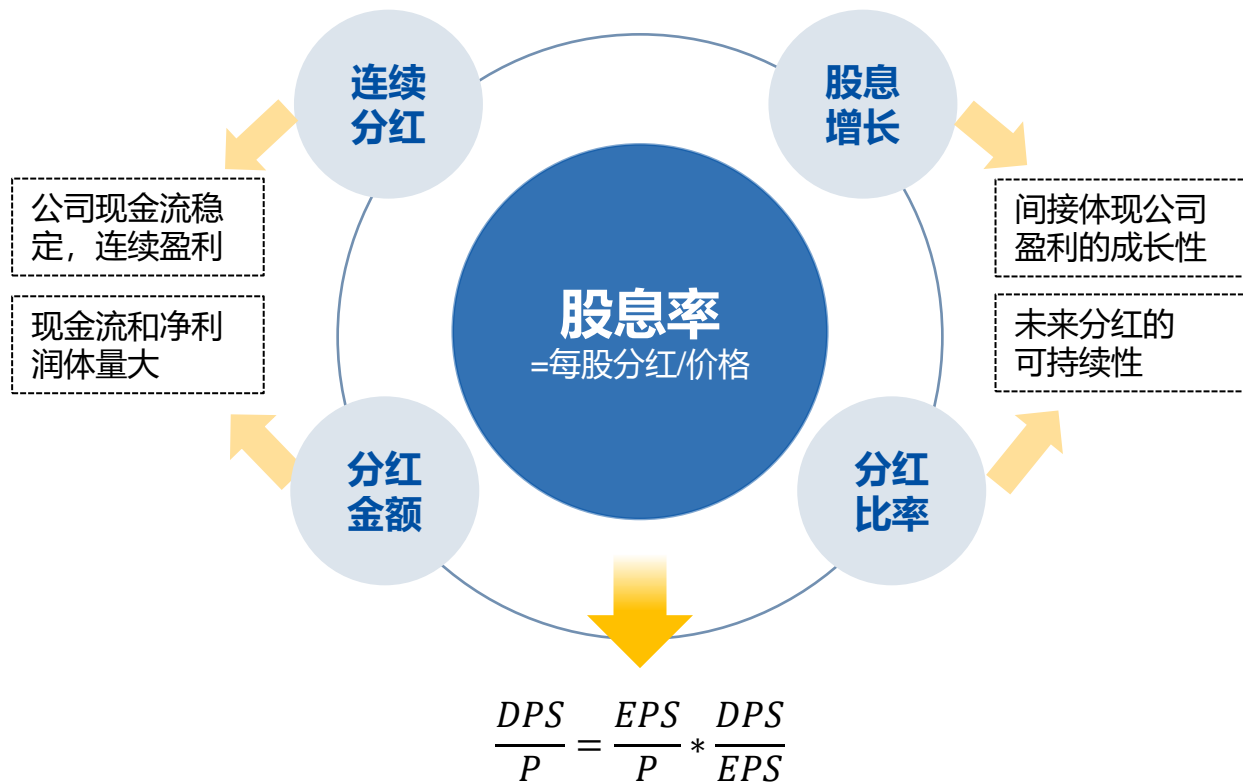
$$\text{风险调整收益} = \frac{\text{收益}}{\text{风险}}$$



Smart Beta – 风险调整收益

$$= \frac{\text{收益} + \text{因子增强收益}}{\text{因子系统性风险}}$$

Q2: 什么是红利策略?



了解A股市场的分红现状

年份	数量			分红比率(股息支付率)	股息率			
	A股	分红	占比		25%	中位数	75%	前100名
2008年	1573	848	53.9%	9.8%	0.81%	1.41%	2.31%	4.60%
2009年	1670	937	56.1%	12.1%	0.40%	0.65%	1.09%	2.55%
2010年	2010	1258	62.6%	16.5%	0.39%	0.69%	1.17%	3.37%
2011年	2296	1568	68.3%	20.1%	0.65%	1.12%	1.80%	4.71%
2012年	2453	1802	73.5%	26.2%	0.61%	1.11%	1.83%	5.23%
2013年	2464	1820	73.9%	24.8%	0.41%	0.82%	1.56%	6.10%
2014年	2588	1869	72.2%	21.0%	0.32%	0.61%	1.21%	4.41%
2015年	2806	1978	70.5%	20.9%	0.19%	0.40%	0.88%	4.08%
2016年	3029	2296	75.8%	22.3%	0.26%	0.50%	1.04%	4.72%
2017年	3462	2730	78.9%	24.2%	0.36%	0.70%	1.35%	4.54%
2018年	3563	2571	72.2%	21.2%	0.56%	1.15%	2.24%	7.26%

说明:股息率=财年分红金额/财年结束市值; 前N名股息率为整体法计算股息率

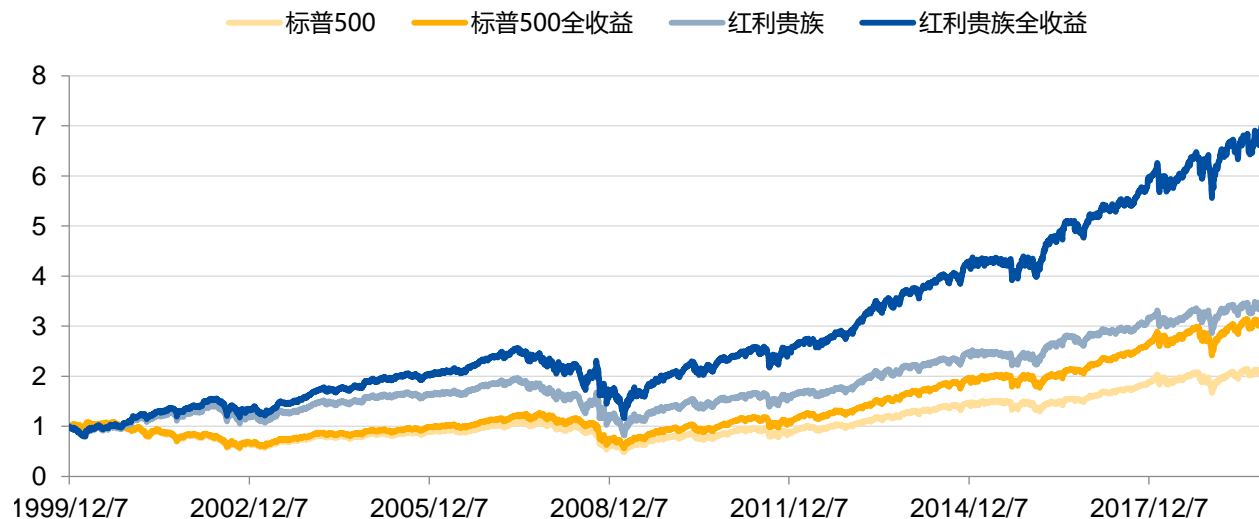
红利特征的持续性

	连续分红			股息率>=4%			股息率>=3%			股息率>=2%		
	当年	连续2年	连续3年	当年	连续2年	连续3年	当年	连续2年	连续3年	当年	连续2年	连续3年
2008年	849	614	460	50	0	0	126	0	0	269	22	19
2009年	938	698	532	3	2	0	11	8	0	57	37	8
2010年	1259	785	620	11	1	1	33	9	6	93	30	20
2011年	1569	1066	695	63	8	1	134	23	8	334	65	23
2012年	1804	1385	961	68	25	7	151	66	16	394	180	52
2013年	1822	1641	1288	85	32	18	151	79	50	312	211	123
2014年	1871	1589	1477	29	19	14	84	58	45	201	148	113
2015年	1980	1603	1383	26	13	11	67	32	28	152	97	84
2016年	2298	1794	1479	44	15	11	100	37	26	239	111	82
2017年	2732	2064	1643	69	19	7	141	58	22	351	159	83
2018年	2571	2312	1753	247	51	17	425	104	51	739	282	142

说明:股息率=财年分红金额/财年结束市值

Q3: 为什么投资红利策略?

美股市场红利指数表现(1999/12-2019/10)

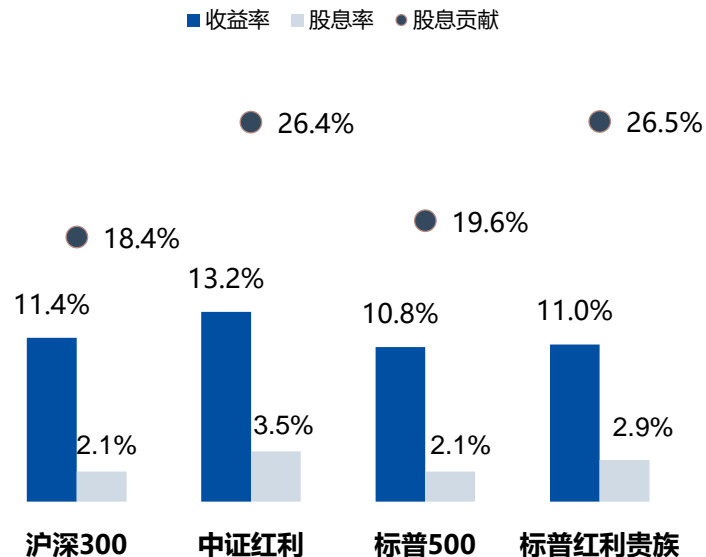


	标普500	标普500全收益	红利贵族	红利贵族全收益
累计收益	115.56%	216.86%	251.36%	598.94%
年化收益	3.91%	5.92%	6.47%	10.18%

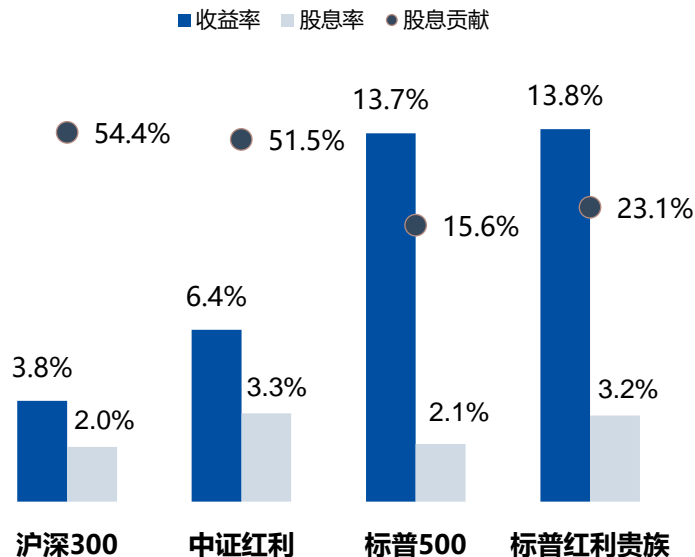
股息收入是不可忽视的稳定贡献

$$\text{股票收益} = \text{资本利得} + \text{股息收入}$$

过去5年(2015/11-2019/10)



过去10年(2010/11-2019/10)



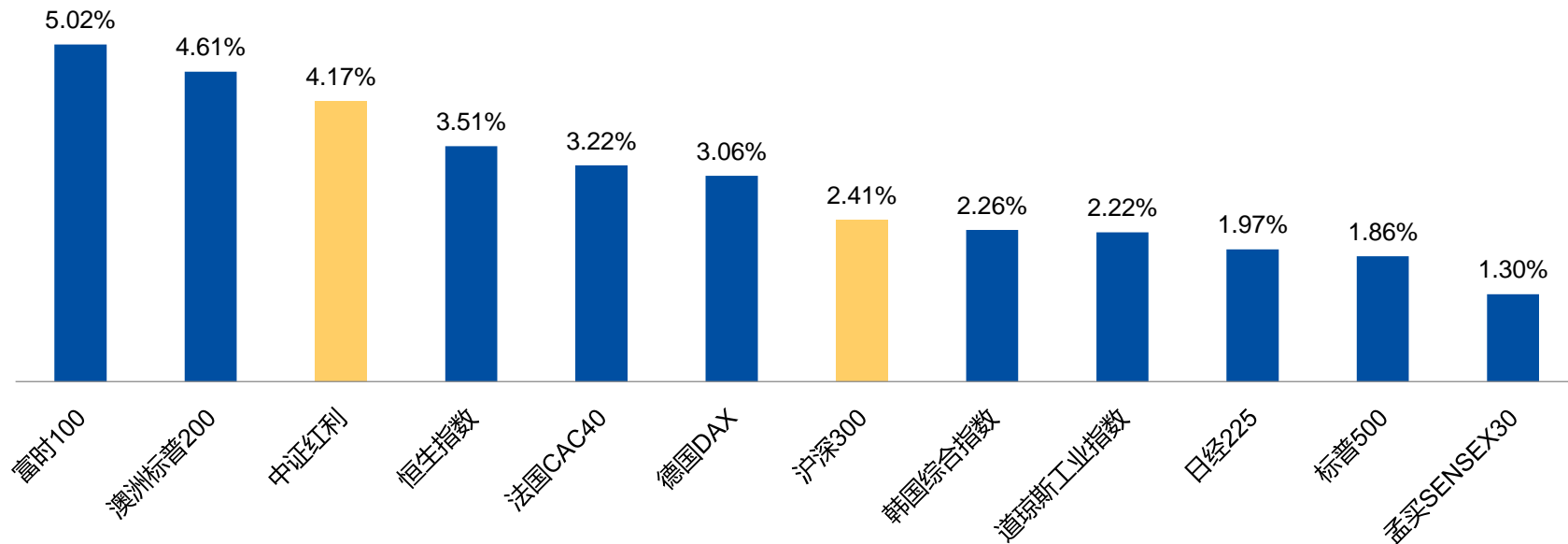
股息是长期稳定的增值来源：类固收特征

年份	上证50	中证100	沪深300	中证500	中证红利	10年期国债
2009年	1.20%	1.09%	0.95%	0.50%	1.52%	3.34%
2010年	1.35%	1.23%	1.06%	0.40%	2.07%	3.47%
2011年	1.71%	1.56%	1.28%	0.51%	2.34%	3.86%
2012年	2.79%	2.50%	2.06%	0.90%	3.00%	3.46%
2013年	3.34%	3.05%	2.48%	1.00%	3.71%	3.83%
2014年	3.48%	3.43%	2.73%	1.03%	3.83%	4.16%
2015年	2.12%	1.97%	1.52%	0.51%	2.32%	3.37%
2016年	2.93%	2.82%	2.25%	0.73%	3.55%	2.86%
2017年	2.56%	2.40%	2.02%	0.82%	3.16%	3.58%
2018年	2.90%	2.53%	2.22%	1.16%	3.75%	3.62%
2019年	2.77%	2.61%	2.25%	1.36%	4.27%	3.18%
平均	2.47%	2.29%	1.89%	0.81%	3.05%	3.52%

说明:各指数成份股股息率统计

全球主要市场股息率水平

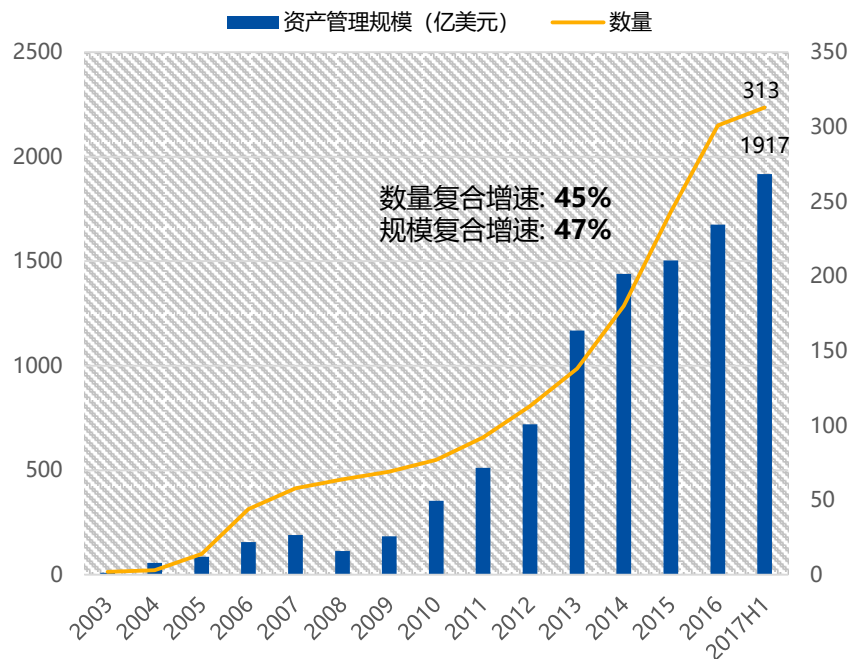
全球主要市场: 股息率(近12个月)



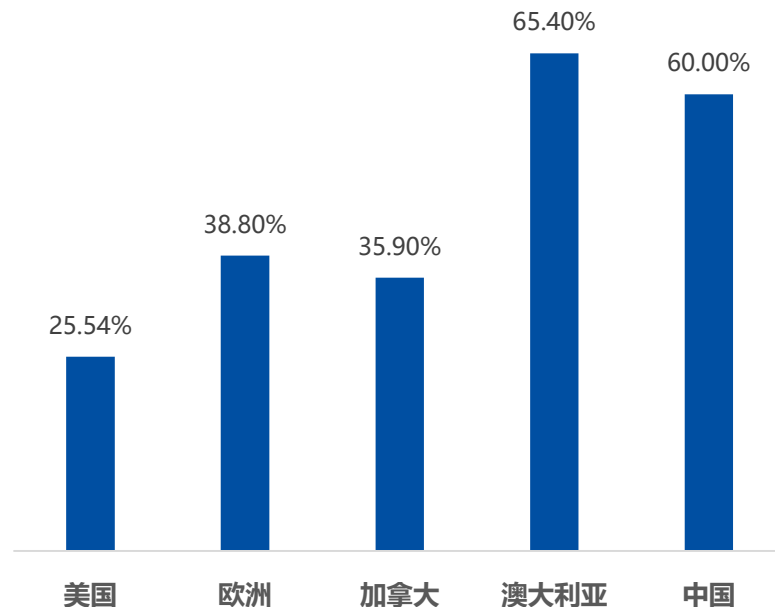
说明: 截止2019/10/31

Q4: 多数投资者认可红利类指数吗？

全球红利类Smart Beta ETP资产管理规模(2003-2017H1)



全球红利类Smart Beta ETP 资产管理规模占比
(截止2017/6)



数据来源: MorningStar, 东方证券整理

美国市场: 红利ETF位居第三

序号	类型	数量	规模 (亿美元)	规模 占比
1	价值	55	1869.7	22.69%
2	成长	43	1815.8	22.04%
3	红利	80	1439.4	17.47%
4	多因子	284	815.7	9.90%
5	基本面	156	789.8	9.59%
6	等权	104	519.6	6.31%
7	低波动	27	503.5	6.11%
8	动量	38	135.1	1.64%
前8类合计		787	7888.4	95.75%
全市场		1025	8239.0	100%

序号	代码	基金全称	发行日	规模 (亿美元)	分类
1	VTV	Vanguard Value ETF	2004/1/26	410.6	价值
2	IWF	iShares Russell 1000 Growth ETF	2000/5/22	382.2	成长
3	IWD	iShares Russell 1000 Value ETF	2000/5/22	373.1	价值
4	VUG	Vanguard Growth ETF	2004/1/26	321.2	成长
5	VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	2006/4/21	288.7	红利
6	VYM	Vanguard High Dividend Yield ETF	2006/11/10	213.4	红利
7	IVW	iShares S&P 500 Growth ETF	2000/5/22	199.3	成长
8	USMV	iShares Edge MSCI Min Vol U.S.A. ETF	2011/10/18	187.3	低波
9	DVY	iShares Select Dividend ETF	2003/11/3	165.7	红利
10	SDY	SPDR S&P Dividend ETF	2005/11/8	161.9	红利

说明: 截至2018/12/31; 数据来源: ETF.com, 券商整理

全球主要红利指数概述

基金代码	VIG	VYM	DVY	SDY
基准指数	NASDAQ US Dividend Achievers Select Index	FTSE High Dividend Yield Index	Dow Jones U.S. Select Dividend Index	S&P High Yield Dividend Aristocrats Index
市场	美股(NASDAQ)	全球	美股	美股
选样空间/母指数	NASDAQ U.S. Broad Dividend Index	FTSE Global Equity Index Series	Dow Jones U.S Index	S&P Composite 1500 Index
指数所用因子	红利连续增长	股息率	股息率	红利连续增长
选股要求	要求至少连续 10 年 红利增长	要求大于市场平均股息	过去5年连续分红, 且DPS增长不为负, 且 平均分红比率 ≤60%	至少连续 20 年 红利增长
数量	不定	不定	100	60
加权方式	市值加权	市值加权	股息率加权	股息率加权

A股市场：红利策略位居Smart Beta策略之首

序号	类型	数量	规模 (亿美元)	规模 占比
1	红利	12	93.8	42.4%
2	基本面	6	39.6	17.93%
3	价值	7	40.3	18.23%
4	ESG	8	27.7	12.53%
5	红利低波	5	15.0	6.80%
6	低波	3	2.4	1.07%
7	成长	3	2.2	1.00%
全市场		44	221.04	100%

序号	代码	基金全称	发行日	规模 (亿美元)	分类
1	100032.OF	富国中证红利	2008-11-20	31.43	红利
2	510880.OF	华泰柏瑞红利ETF	2006-11-17	23.55	红利
3	160716.OF	嘉实基本面50指数(LOF)	2009-12-30	20.72	基本面
4	310398.OF	申万菱信沪深300价值	2010-02-11	20.16	价值
5	501029.OF	华宝标普中国A股红利机会	2017-01-18	20.02	红利
6	165312.OF	建信央视财经50	2013-03-28	12.38	ESG
7	159905.OF	工银瑞信深证红利ETF	2010-11-05	11.80	红利
8	159910.OF	嘉实深证基本面120ETF	2011-08-01	11.80	基本面
9	512040.OF	富国中证价值ETF	2018-11-07	10.30	价值
10	510010.OF	交银180治理ETF	2009-09-25	7.08	ESG

说明: 截至2018/12/31; 数据来源: 券商整理

A股主要红利指数对比

		中证红利	标普A股红利机会	上证红利	深证红利
样本空间	范围	全部A股	全部A股	沪市	深市
	流动性	剔除日均成交金额或市值在全市场后20%股票	自由流通市值不低于10亿,且过去6个月日均成交额不低于2千万	剔除日均成交金额或总市值在沪市后20%股票	最近半年日均成交金额>500万元
	分红持续性	连续2年连续现金分红,且每年现金股息率>0		连续2年连续现金分红,且每年现金股息率>0	最近3年内至少2年实施分红
	盈利		EPS(TTM)>0且大于3年前的值		
选样方法		计算过去2年平均股息率,选取前100名	计算过去1年股息率,选前100只	计算过去2年平均股息率,选取前50名	按前3年累计分红金额和最近半年日均成交金额按1:1 比例进行加权排名
数量		100	100	50	40
加权方式		股息率加权	股息率加权	股息率加权	自由流通市值加权

Q5: 为什么我们选择中证红利+指数增强?

行业分布

排序	中证红利		上证红利		深圳红利	
1	房地产	14.17%	银行	18.45%	家用电器	24.99%
2	交通运输	11.38%	房地产	13.11%	食品饮料	17.72%
3	银行	11.17%	公用事业	10.65%	房地产	10.64%
4	汽车	10.90%	交通运输	9.98%	银行	9.18%
5	公用事业	6.70%	汽车	9.97%	农林牧渔	9.12%
前5名权重		54.32%		62.16%		71.65%

市值分布

数量 权重	中证红利		上证红利		深圳红利	
100亿以下	30	29.43%	9	17.74%	1	0.12%
100-200亿	8	7.85%	4	9.11%	4	1.30%
200-300亿	12	11.52%	6	10.74%	9	4.49%
300-400亿	6	6.49%	3	5.49%	3	3.22%
400-500亿	5	4.42%	4	6.34%	3	4.15%
500-1000亿	12	13.48%	7	14.27%	5	10.27%
1000亿以上	27	26.88%	17	36.33%	15	76.45%
合计	100	100.1%	50	100.0%	40	100.0%

指数增强 vs. 纯被动(全复制)



Q6: 何时投资红利策略?

✓ 长期持有 + 熊市抗跌

	沪深300	中证500	中证800	中证红利
2009年	98.58%	132.43%	105.39%	111.60%
2010年	-11.58%	10.51%	-6.49%	-11.47%
2011年	-24.05%	-33.49%	-26.59%	-21.76%
2012年	9.80%	1.18%	7.71%	10.32%
2013年	-5.33%	18.06%	-0.06%	-6.74%
2014年	55.85%	40.45%	51.66%	57.59%
2015年	7.22%	43.85%	16.34%	29.89%
2016年	-9.26%	-17.17%	-11.70%	-4.30%
2017年	24.25%	0.61%	17.11%	21.34%
2018年	-23.64%	-32.54%	-25.95%	-16.15%
2019年	39.19%	28.14%	36.49%	20.88%
累计收益	177.57%	197.03%	179.86%	263.30%
年化收益	10.75%	11.50%	10.84%	13.77%

说明:采用指数全收益数据, 2009/1/1-2019/12/31

耐心比择时更重要

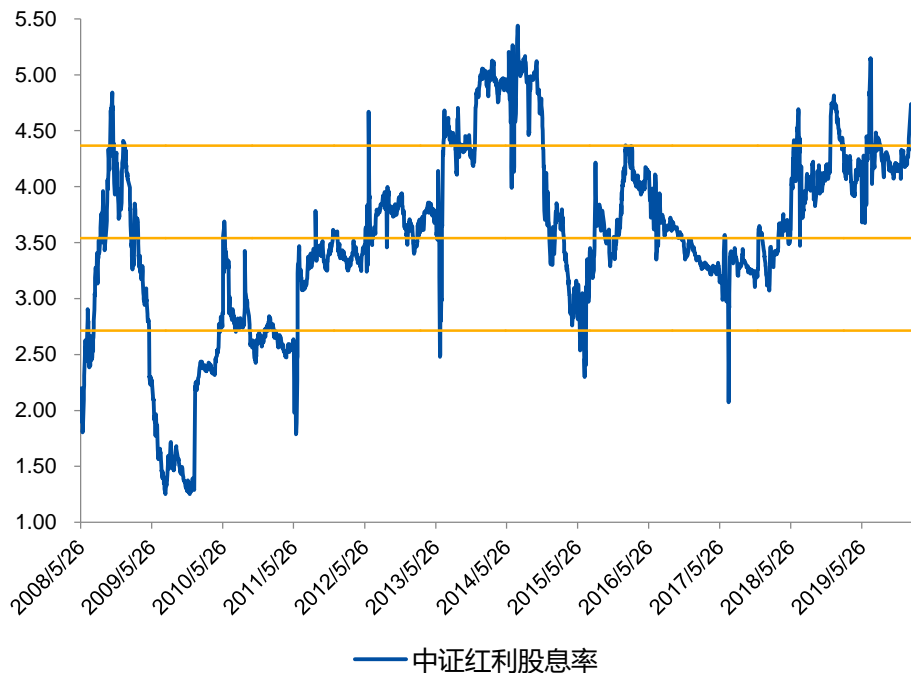
- ✓ 做一个模拟：
假设任何一个月末同时买入中证红利和沪深300两个指数，持有特定时长后卖出

持有时间	1个月	3个月	6个月	1年	2年	3年
中证红利	0.87%	2.93%	6.82%	13.74%	23.62%	37.37%
沪深300	0.71%	2.35%	5.54%	10.23%	14.98%	21.59%
累计Alpha	0.16%	0.59%	1.28%	3.51%	8.64%	15.78%
年化Alpha	1.94%	2.35%	2.55%	3.51%	4.32%	5.26%
胜率	54.41%	55.97%	62.60%	72.80%	87.61%	96.04%

说明: 采样区间为2008/6-2019/10(共137个月)

现在是投资红利策略的时机吗？

- ✓ 红利策略进入配置区间: **估值低位**
- ✓ 中证红利静态股息率4.53%，超过历史股息率1倍标准差

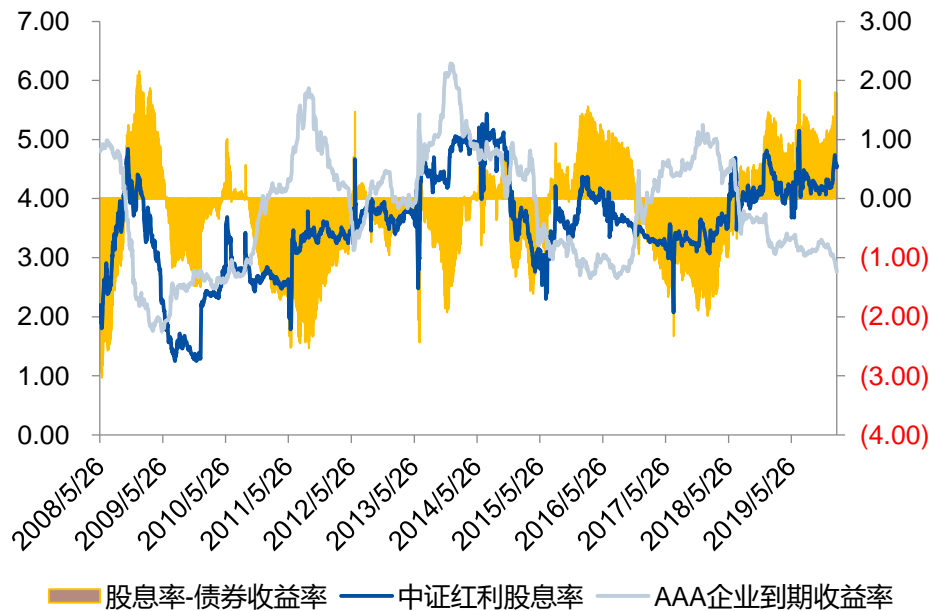


	中证红利	上证50	沪深300
静态股息率	4.53%	2.98%	2.34%
股息率-分位点	89.70%	57.60%	59.80%
PE_TTM	7.27	9.32	11.98
PE-分位点	11.00%	23.90%	40.00%
PB(LF)	0.93	1.15	1.44
PB-分位点	0.30%	7.80%	23.30%

说明: 2008/5/26-2020/2/14, 从中证红利有相关指标日起

隐含股息率提升，优于可比信用债

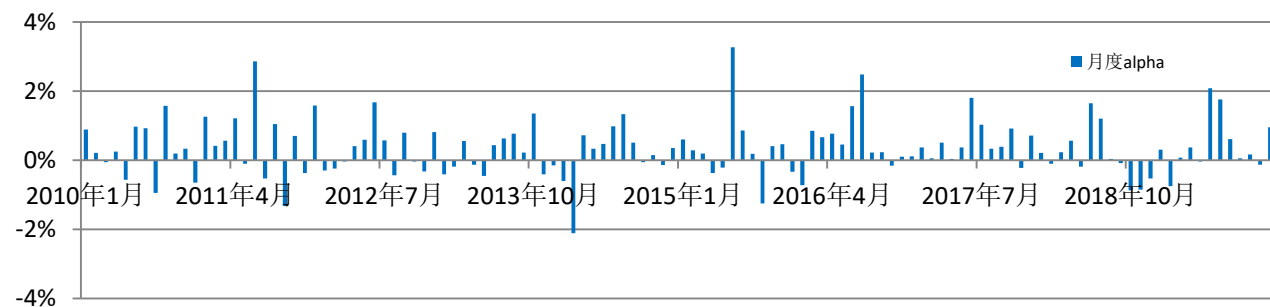
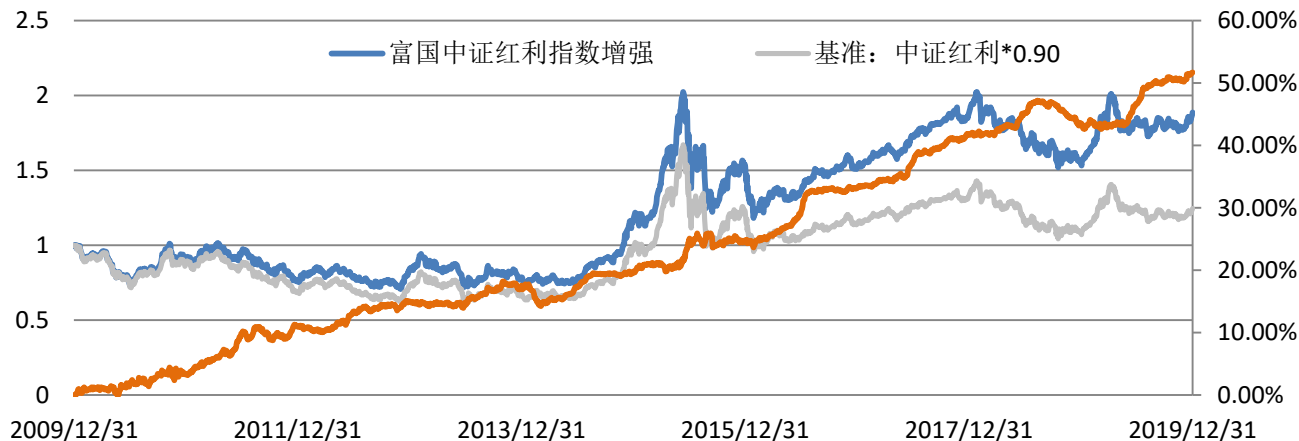
- ✓ 中证红利静态股息(4.53%)已超越一年期AAA企业债(2.76%)**177bp**
- ✓ 超过八成标的隐含股息收益率，已超越1年期AA级企业债到期收益率



	收益率	股息率≥债券收益率	
		数量	权重
AAA企业债：1年	2.76%	91	96.78%
AA+企业债：1年	2.92%	88	95.22%
AA企业债：1年	3.05%	85	93.56%
AA-企业债：1年	5.09%	45	63.48%

说明: 2008/5/26-2020/2/14, 中债到期收益率

指数增强产品——富国中证红利 (100032.OF)



富国中证红利增强

成立日期	2010/1/1
业绩基准	24.67%
累积收益	88.61%
超额收益	63.94%

Alpha表现

3Y

年化Alpha	4.44%
跟踪误差	1.60%
IR	2.78
月胜率	72.2%

2010年以来

年化Alpha	4.25%
跟踪误差	2.16%
IR	1.97
月胜率	66.7%

注：数据来源Wind、富国基金，截止至2019-12-31

指数类型	基金代码	基金名称	成立日期	跟踪指数	成立以来基金收益	基准收益	超额收益
宽基	100038.OF	富国沪深300增强	2009/12/16	沪深300	106.55%	11.80%	94.75%
	161017.OF	富国中证500指数增强	2011/10/12	中证500	128.06%	44.08%	83.98%
	161039.OF	富国中证1000指数增强	2018/5/31	中证1000	35.88%	-1.67%	37.55%
Smart Beta	100032.OF	富国中证红利指数增强	2010/1/1	中证红利	81.97%	18.85%	63.12%
行业	161035.OF	富国中证医药主题指数增强	2016/11/11	CS医药TI	43.90%	12.87%	31.03%
	161037.OF	富国中证高端制造指数增强	2017/4/27	CS高端制	47.48%	8.48%	39.00%
	161036.OF	富国中证娱乐主题指数增强	2017/3/13	CS娱乐TI	-29.30%	-32.34%	3.04%

注：数据来源Wind、富国基金，截止至2020-03-11

ETF代码	ETF名称	ETF联接代码	ETF联接名称	指数特性
515750	科技50	008749	富国中证科技50策略ETF联接A	捕捉50只优质科技股票收益
515650	消费50			捕捉50只龙头消费股票收益
512710	军工龙头			捕捉龙头军工股票业绩收益
515850	证券FG			牛市旗手，捕捉高弹性证券板块收益
159963	恒生中国			挖掘港股核心资产
159971	创业板FG			创新龙头，成长首选
510210	综指ETF	100053	富国上证综指ETF联接	最适合做技术分析的指数之一
512040	国信价值	006748	富国中证价值ETF联接A	ROE-PB选股模式



谢谢观看！

富国基金管理有限公司

www.fullgoal.com.cn