

Document

上海證券交易所紅利指數專欄

上證紅利指數及其產品的綜合性研究

申銀萬國證券研究所 王海濤

股票投資的收益可以分為兩部分：現金紅利和資本利得。資本利得實質上是未來現金紅利的現期價值，因此可以這樣理解，股票投資收益的來源就是上市公司的分紅。研究顯示，無論是美國這樣的成熟資本市場，還是國內新興的A股市場，現金紅利都是產生投資收益的重要的源泉，而且隨著投資期限的延長，現金紅利對投資收益的貢獻也會越來越大。因此我們認為股票投資者絕對不能低估乃至忽視現金紅利在投資中的地位。

上證紅利指數是上證所編制和發布的以現金紅利為選擇標本的首要標準的指數。具體而言，上證紅利指數挑選在上證所上市的現金股息率高、分紅比較穩定、具有一定規模及流動性的50只股票作為樣本，以反映上海證券市場高紅股票的整体狀況和走勢。本文將對上證紅利指數和以之為標的的金融產品進行綜合性研究。

一、上證紅利指數推出的背景

1. 國際背景——紅利指數在海外市場的先起

經歷了本世紀初的網路泡沫破裂和一系列公司財務丑聞後，海外投資者紛紛把目光重新回到財務穩健并具有穩定分紅記錄的股票上來，上市公司現金紅利和分紅數量也隨之增加。在這樣的市場氛圍中，一些著名的指數公司開始編制並發布上市公司紅利指數，其中推出時間較早且獲得較高市場認同度的指數有兩個，分別是道瓊斯精選紅利指數(Dow Jones US Select Dividend Index)和標準普爾500紅利經典指數(S&P 500 Dividend Aristocrats Index)。

2003年11月，美國道瓊斯公司發布道瓊斯精選紅利指數，其由股息率最高的100家美國上市公司股票組成。在該指數於2003年公開發布的同時，巴克萊全球投資公司立即以該指數為投資標的開發了ETF產品，並在美國股票交易所上市交易。該產品近年來規模增長很快，其基金資產於2006年6月底達到60.81億美元。2005年第一家專注於指數化投資的德國公司Indexchange也以道瓊斯精選紅利指數為投資標的推出了ETF產品，並在法蘭克福股票交易所上市交易。

目前，除了基於美國上市公司推出紅利指數外，道瓊斯公司還先後針對多個國家和地區的上市公司發布了相應的精選紅利指數，由此形成了一個以國家/地區為劃分標準的精選紅利指數族。其中道瓊斯和加拿大精選紅利指數和道瓊斯亞太精選紅利指數已經發布ETF產品的投資標的。

2005年5月，標準普爾公司發布標準普爾500紅利經典指數，由標準普爾500指數成份股中在過去25年內現金分紅持續增長的大盤藍籌股(large cap, blue chip companies)構成。除了基於美國上市公司推出紅利指數外，標準普爾公司針對歐洲市場發布了標準普爾歐洲350紅利經典指數，由標準普爾歐洲350指數成份股中在過去10年內每年持續保持現金分紅增長的大盤藍籌股構成。

由此可見，上證紅利指數是在國際市場近年來越重視紅利指數的編制和發布以及紅利指數為投資標的的產品開發的背景下面推出的。

2. 國內背景——後股權分置改革時代價值投資的參照標準

從國內宏觀背景上看，A股市場正在經歷深刻的改革，多年積聚的體制性缺陷正在逐步得到改善。2006年，隨着股改的深入推進，制約我國A股市場發展的體制性障礙將被消除，各類股東目標與利益的協調和趨同將形成更加有效的激勵約束機制，上市公司整體規模和質量的提升將使資本市場發展戰略中占據更顯重要的位置，中國A股市場的資源配置效率也將由此得到較大的提升。在這種背景下，A股市場的制度性風險將顯著下降，合理估值水平會有所上升，同時伴隨人民幣持續升值，國內外的資金也將更多地流向價值合理、風險收益比有吸引力的資產類別，高分紅的股票就是這一類資產中的佼佼者。

上證紅利指數的編制和成功發布順應了全球股票指數及其衍生產品的創新潮流，也符合國內證券市場健康發展的要求。

3. 市場地位——引導上市公司積極分配利潤

很長時間以來我國A股上市公司一直存在“重籌資、輕回報”的狀況，上市公司分紅比例偏低，而且在對待分紅問題上隨意性較大，導致分紅頻率不穩定。下表是我們利用申萬數據庫統計的歷年上市公司分紅狀況，儘管每年幾乎都有超過半數的上市公司進行年度紅利派發，但截至2005年度，連續三年都進行現金分紅的上市公司比例只有32.81%。

表1 歷年實施現金分紅的上市公司比例

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005
全部上市公司中實施現金分紅的比例(%)	63.11	59.73	50.29	46.90	54.26	49.96

數據來源：申萬研究所數據庫

標準普爾公司指數專家委員會執行主席David Blitzer認為《Standard & Poor's Launches S&P 500 Dividend Aristocrats Index》(2005.5.2)，公司管理層往往會通過穩定而且不斷增長的紅利向市場表明他們對公司的前途抱有信心，進一步，長期的分紅記錄能夠促使市場投資者認為上市公司經營成熟并具有成長的潛力和活力。因此編制和發布上證紅利指數把上市公司的現金分紅問題以一種科學而簡潔的方式展現在大投資者面前，使投資者對上市公司的分紅情況有了更清晰、深入的了解，使上市公司利潤分配行為設置了一個客觀的標杆，對引導上市公司積極且持續進行利潤分配有重要的促進作用。

4. 順應潮流——創新的“基本面”(fundamentals)指數化投資

如上文所述，近年來發達國家的資本市場發生了許多大企業的財務丑聞，典型的如美國的安然公司、世界通訊公司、意大利的帕馬拉特公司等，這些事件促使投資者意識到企業規模大未必說明公司治理狀況就好，上市公司是否具有投資價值與其市值規模大小並沒有絕對的聯繫。因此促進了一些基於上市公司基本面(fundamentals)來挑選成份股所編制的指數的誕生，可視為對傳統的單純以流通市值為選擇標本而編制的指數的有效補充。加上近些年來作為指數衍生品之一的ETF在全世界資本市場的迅速壯大，一些知名投資公司也就推出了眾多“基本面”ETF。投資標的包括依據上市公司分紅情況編制的指數，依據上市公司現金流編制的指數和依據上市公司利潤增長情況編制的指數等等。

編制和發布上證紅利指數也是順應了這種“基本面”指數化投資的潮流，不僅為中國A股市場中重視長期穩定回報的投資群體提供了一個科學的基準指數，也可為投資者進行多類別資產配置時提供一個反映具有優質基本面股票的基準指數。同時上證紅利指數作為一個重要的特色指數，不僅進一步完善了上證指數體系和指數結構，豐富了指數品種，也為金融工具創新提供了條件，客觀上為國內“基本面”指數化產品的誕生提供了一個理想的標的。

值得一提的是，入選紅利指數的上市公司所體現的“示范效應”將進一步強化國內市場的價值投資和長期投資理念。從海外市場的發展來看，由於紅利指數成份股大都是業績穩定增長的公司，因而具有投資收益高且股價穩定的特點，導致海外紅利指數的市場表現都明顯強於市場整體。加上紅利指數在股市中也能為投資者提供穩定增長的股息收益，因此近年來紅利指數普遍受到海外投資者的重視，以紅利收入為投資重心的指數產品也備受青睞。

二、上證紅利指數比較分析

經過相關數據統計後我們認為，相對於上證50指數、上證180指數和深證100指數等沪深深主要成份股指數，無論是在基本面上，還是市場表現和未來的成长性方面，上證紅利指數都存在較大的優勢，具體而言：

1. 良好的“基本面”投資工具——上證紅利指數的相對優勢

首先，我們利用上證紅利指數的部分歷史模擬成份股計算了上證紅利指數的股息率，並將其與沪深深主要成份股指數進行了橫向比較(表2和圖1)。從上證紅利指數的股息率變化來看，其保持非常清晰的上升趨勢，可見近幾年隨着優質大盤藍籌股數量的增多以及“長期分紅政策”時代證券市場的發展和成熟，上證紅利指數的股息率及長期表現必然會與國際同類指數類似——穩定而又持續增長。

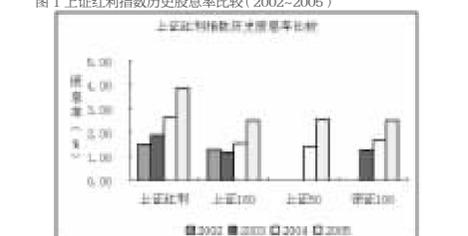
和沪深深主要成份股指數相比，上證紅利指數在股息率方面也很具有橫向優勢。以表2中的數據可以看出，上證紅利指數的股息率在每個年度都要高於上證50、上證180和深證100指數，因此投資於上證紅利指數也是長期投資者一個很好的選擇。

表2 上證紅利指數和沪深深主要成份股指數股息率對比 (單位：%)

年度	上證紅利	上證180	上證50	深證100
2002	1.53	1.31	—	1.24
2003	1.89	1.18	—	1.24
2004	2.65	1.57	1.45	1.68
2005	3.89	2.54	2.55	2.52

數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的股息率依據歷史模擬成份股計算

圖1 上證紅利指數歷史股息率比較(2002-2005)



數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的股息率依據歷史模擬成份股計算

進一步，我們計算了各個指數的每股收益和淨資產收益率指標，以考察他們的盈利能力及變化情況。從每股收益情況來看(表3和圖2)，上證紅利指數的平均水平比其它三個指數要高；從淨資產收益率情況來看(表4和圖3)，上證紅利指數和沪深深主要成份股指數表現，並在最近兩年有出色的表現。以上都說明上證紅利指數樣本股票的整体盈利能力是相當不錯的。

表3 上證紅利指數和沪深深主要成份股指數每股收益對比 (單位：元)

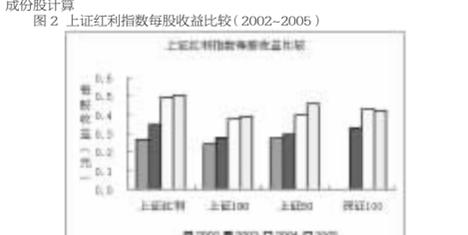
年度	上證紅利	上證180	上證50	深證100
2002	0.270	0.241	0.275	—
2003	0.345	0.278	0.295	0.333
2004	0.497	0.378	0.397	0.427
2005	0.507	0.391	0.462	0.427

數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的每股收益依據歷史模擬成份股計算

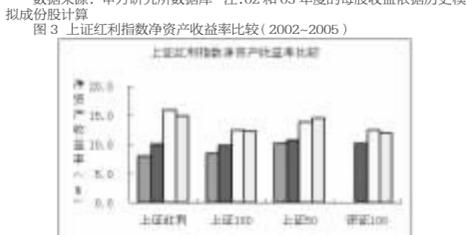
表4 上證紅利指數和沪深深主要成份股指數淨資產收益率(ROE)對比 (單位：%)

年度	上證紅利	上證180	上證50	深證100
2002	8.0	8.5	10.2	—
2003	10.0	9.8	10.8	10.1
2004	15.8	12.4	13.8	12.4
2005	14.9	12.3	14.4	11.9

數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的ROE依據歷史模擬成份股計算



數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的每股收益依據歷史模擬成份股計算



數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的ROE依據歷史模擬成份股計算

表5 上證紅利指數和沪深深主要成份股指數市盈率對比

年度	上證紅利	上證180	上證50	深證100
2002	27.6	25.6	20.3	—
2003	24.0	26.1	22.9	24.2
2004	10.6	14.9	13.6	14.8
2005	8.8	12.4	10.6	13.6

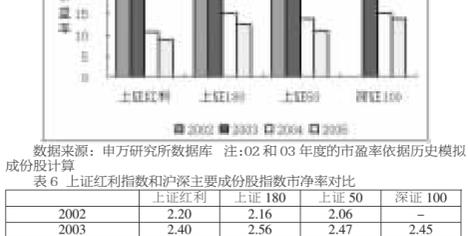
數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的市盈率依據歷史模擬成份股計算



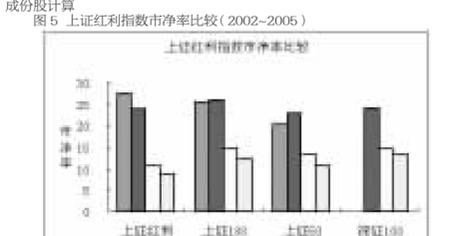
表6 上證紅利指數和沪深深主要成份股指數淨利率對比

年度	上證紅利	上證180	上證50	深證100
2002	2.20	2.16	2.06	—
2003	2.40	2.56	2.47	2.45
2004	1.68	1.86	1.87	1.84
2005	1.31	1.52	1.54	1.62

數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的淨利率依據歷史模擬成份股計算



數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的淨利率依據歷史模擬成份股計算



數據來源：申萬研究所數據庫 注：02和03年度的淨利率依據歷史模擬成份股計算

2. 戰勝市場——上證紅利指數歷史走勢分析

上證紅利指數是2005年1月4日正式發布的，為了更好地分析上證紅利指數的歷史表現，我們需要較長時間的數據來進行分析。為此我們編制了2000年1月4日至2006年7月7日期間的上證紅利指數，和同期的市場整體(利用申萬全市場A股指數)進行比較。在模擬過程中我們分別計算了收益指數和價格指數，以考察現金紅利對投資的影響。

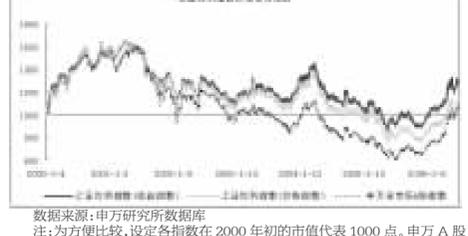
從上證紅利指數與申萬全市場A股指數的走勢對比情況看(圖7)，利用兩種計算方法計算的紅利指數的表現都要超過申萬A股指數，由於假設紅利再投資，總收益紅利指數的表現則明顯領先於其他二者。

在進行各時間段內累積收益比較時，我們主要選擇年度進行(圖7)，同時考慮了2006年以來和整個6年半時間內這兩個區間。統計結果表明，在絕大多數的時間段內，上證紅利收益指數的表現都要超越市場整體水平，因此可說是有效地“戰勝市場”。

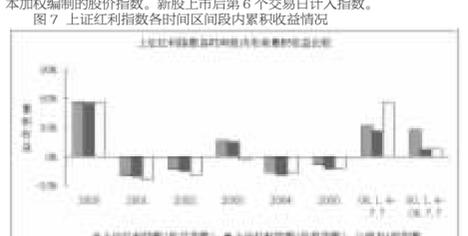
表7 上證紅利指數各時間段內累積收益情況 (單位：%)

時間段	上證紅利指數(收益指數)	上證紅利指數(價格指數)	申萬A股指數
2000	56.36	55.28	56.68
2001	-19.27	-20.42	-24.01
2002	-13.09	-14.21	-18.71
2003	16.48	14.24	-2.99
2004	-15.23	-18.27	-16.77
2005	-7.84	-12.52	-11.54
06.1.4-7.7	32.28	27.13	55.64
00.1.4-06.7.7	28.31	6.96	7.58

數據來源：申萬研究所數據庫



數據來源：申萬研究所數據庫



數據來源：申萬研究所數據庫

表8 各大研究機構對上證紅利指數成份股的最新評級

綜合評級平均值	研究機構預測2006年平均每股收益(元)
上證紅利指數	2.29
上證180指數	2.31
上證50指數	2.27
深證100指數	2.30
沪市A股整體	2.31

3. 未來成長可期——券商對上證紅利指數樣本股最新評級情況

近年來，投資者在關注股票投資價值的時候，越來越關注上市公司的成长性，很顯然公司的成长性是否良好也會影響到其未來的現金分紅能力，目前越來越多的研究諮詢機構也經常提供針對各家上市公司未來的盈利預測數據。本文利用Wind資訊軟件抽取了各研究機構針對上證紅利、上證50、上證180和深證100指數成份股的最新投資評級以及針對上證紅利、上證50、上證180和深證100指數成份股的最新投資評級以及針對上證紅利、上證50、上證180和深證100指數成份股的最新投資評級。

表8 各大研究機構對上證紅利指數成份股的最新評級

綜合評級平均值	研究機構預測2006年平均每股收益(元)
上證紅利指數	2.29
上證180指數	2.31
上證50指數	2.27
深證100指數	2.30
沪市A股整體	2.31

數據來源：Wind資訊軟件(Wind投資評級分級說明：1.0=買入；2.0=增持；3.0=中性；4.0=減持；5.0=賣出，即分數越低，投資評級越高)

表8中的“綜合評級平均值”是把所有研究機構針對某個股票投資評級進行算術平均後給出的綜合值。從最新統計結果來看，機構對上證紅利指數樣本股的最新評級是2.29，相比沪深深主要成份股指數和市場整體水平偏低。依據有關評級規則，可認為機構對上證紅利指數樣本股未來的成長比較看好，因而評級要優於其他大盤指數和市場整體水平。進一步，從研究機構預測2006年平均每股收益來看，上證紅利指數為0.40元，儘管比上證50、上證180和深證100指數都要略低一些，但比沪市A股整體要高出不少，因此仍具有較高的投資價值。

三、上證紅利指數適合作為指數化產品的標的指數

根據國內外市場的實踐經驗，指數化基金產品的成功很大程度上取決於標的指數的選擇。這並非所有非市場的指數都適合用於開發指數基金產品。一般而言，具有良好投資性、良好成分股流動性以及合理波動的指數適合成為基金產品的標的指數，因為具備了這些條件的指數才能使其衍生產品滿足不同投資者的多樣化投資需求，從而取得較好的市場認可和接受度。本文第一部分中所介紹的道瓊斯精選紅利指數便具有上述特征。

經過研究我們認為，上證紅利指數具有較好的投資性、代表性、成分股流動性以合理的波動性，若以該指數開發指數化基金產品將能夠較好地滿足不同投資者的各類投資需求。

1. 較好的成分股流動性——市場交易活躍

從指數層面看，上證紅利指數的行業分布較“廣”，反映了上海證券市場現金股息率高、分紅穩定的一批大中型股票的整体狀況。其成分股涵蓋了包括中國石化、宝钢股份、華能國際等優質企業在內的大中型企業，具有較明顯的大盤藍籌特征。2005年年報顯示(根據申萬研究所數據庫統計)，上證紅利指數成份股的淨利潤為737億元，占沪市上市公司淨利潤總額的53%，其加權平均每股收益為0.51元，比沪市上市公司平均水平高出82%。

根據上文中的統計數據，上證紅利指數成份股無論從基本面上還是估值指標都優於市場平均水平，且沪深深主要成份股指數，充分體現了其盈利能力强、估值水平低的特征(詳細資料可以參考上文表2.3、4.5、6和圖1.2、3、4.5中的內容)。

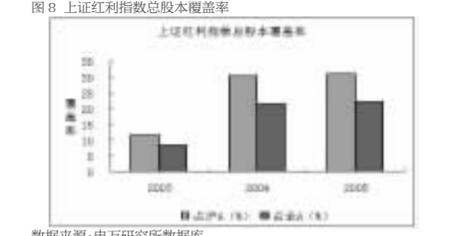
2. 較好的代表性——市場覆蓋率高、行業分布廣

近幾年來上證紅利指數的市場代表性不斷增強，我們計算了其总股本、流通股本、总市值和流通市值分別占沪市A股以及沪深深全體A股的比例後發現，紅利指數的市場覆蓋率不斷上升。同時上證紅利指數成份股的行業分布狀況與整個市場的行業分布較為接近。

表9 上證紅利指數總股本覆蓋率

年度	2003	2004	2005
全部A股(亿股)	6308.87	7062.27	7518.69
沪市A股(亿股)	4491.05	5049.54	5394.58
上證紅利指數(亿股)	534.43	1546.71	1684.93
占沪A(%)	11.90	30.63	31.23
占全A(%)	8.47	21.90	22.4

數據來源：申萬研究所數據庫

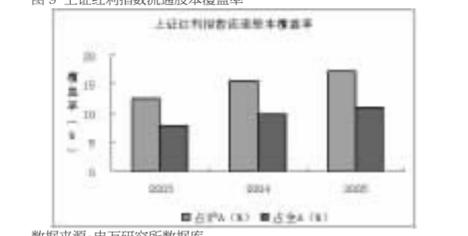


數據來源：申萬研究所數據庫

表10 上證紅利指數流通股本覆蓋率

年度	2003	2004	2005
全部A股(亿股)	1711.35	1994.83	2277.12
沪市A股(亿股)	1059.37	1265.24	1457.05
上證紅利指數(亿股)	133.06	195.37	249.53
占沪A(%)	12.56	15.44	17.13
占全A(%)	7.78	9.79	10.96

數據來源：申萬研究所數據庫

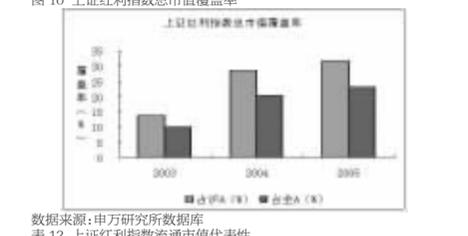


數據來源：申萬研究所數據庫

表11 上證紅利指數總市值覆蓋率

年度	2003	2004	2005
全部A股(億元)	4506.92	39574.10	34573.53
沪市A股(億元)	32229.23	28183.73	25102.08
上證紅利指數(億元)	4497.24	8108.64	7959.62
占沪A(%)	13.95	28.77	31.71
占全A(%)	9.98	20.49	23.02

數據來源：申萬研究所數據庫

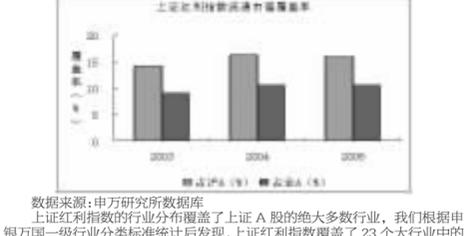


數據來源：申萬研究所數據庫

表12 上證紅利指數流通市值代表性

年度	2003	2004	2005
全部A股(億元)	12294.19	10998.94	9348.60
沪市A股(億元)	7807.58	7047.98	6126.04
上證紅利指數(億元)	1101.07	1144.61	974.04
占沪A(%)	14.10	16.24	15.90
占全A(%)	8.96	10.41	10.42

數據來源：申萬研究所數據庫



數據來源：申萬研究所數據庫

上證紅利指數的行業分布覆蓋了上證A股的絕大多數行業，我們根據申銀萬國一級行業分類標準統計後發現，上證紅利指數覆蓋了23個大行業中的16個，而其行業的分布比例與市場非常接近，差異主要集中在黑色金屬和金融服務業。這一方面的原因是上證紅利指數中鋼鐵業上市公司因整體較高的股息率導致入選指數的個股數量占比超過20%，導致紅利指數中黑色金屬行業分布比例較大；另一方面是因為金融服務業上市公司目前並沒有被納入上證紅利指數。從發展的角度看，隨着未來更多優質金融類公司的上市以及現有

金融類公司規模的穩步擴大和分紅比率的提高，上證紅利指數中金融服務類的公司占比也會漸漸獲得提升。

表13 上證紅利指數的行業分布情況

申萬一級行業	沪市A股行業分布(%)	上證紅利指數行業分布(%)	权重偏離(%)	公司數量(上證紅利指數)
採掘	1.54			