

# 关注红利型基金 谋求价值投资

◎民族证券 申团营

目前市场上已有8只基金是红利型基金,其中7只开放式,它们是华夏红利、富国天成红利灵活配置、南方盛元红利、中信红利精选、光大保德信红利、工银瑞信红利和益民红利成长;1只ETF,即友邦华泰红利ETF。顾名思义,红利型基金就是主要以注重红利分配的股票为投资对象,是一种价值投资。众所周知,股票的价格是未来预期分红收益的折现值的和,也就是说,股票的价值与其未来预期分红收益和折现率这两个因素有关。由于上市公司的未来收益和市场利率存在一定的不确定性,因此股价存在波动性,但是从长期看,大多数上市公司的收益和市场利率不可能存在很大的波动性,因此,那些注重分红的股票更有投资价值。

耶鲁大学的罗伯特希勒在《非理性繁荣》中,通过对1881年至1989年每年1月的标准普尔综合股价指数的市盈率和该月后十年间年回报率的研究发现,市盈率和长期回报率存在负相关关系;并且,当股价相对收益(10年的移动平均收益)较高时,股息回报率较低;当股价相对收益较低时,股息回报率较高。2000年1月实际标普综合指数的股息为股价的1.2%,远低于4.7%的历史平均股息率。股息率降低意味着未来投资回报率下降,因为股息是股票平均回报的主要部分。他进一步指出,股票之所以成为一种良好的投资形式,正是缘于其稳定可靠的股息回报率,而并非难以预料的资本利得回报率。2000年1月的低股息率意味着股价高估,随后这个非理性繁荣的泡沫破灭了。可见,稳定可靠的股息回报率是股市最大的投资价值所在。

纵观我国股票市场这十年的发展,上市公司的数量迅速增加,股本迅速扩张,更多的居民和机构参与股票投资。但是我国A股市场由于种种原因,分红比例一直较低。从1998年至2007年,实施分红的公司数量占所有上市公司数量的比例有所上升,尤其是2000年以来,有一半的公司实施了分红,2007年,有54.7%的公司实施了分红。实施分红的公司数量比例的上升无疑有助于提升上市公司的投资价值,但是相对公司净利润而言,分红比例仍然较低。自1998年以来,我国A股的现金分红占净利润的比例基本保持在15%至33%之间(见表1),而国际成熟市场中的上市公司一般将其盈利的一半用于支付股利,其中现金分红是公司最主要的股利分配方式,可见,我国A股相对发达市场50%以上的分红比例明显偏低。2007年上市公司的利润大幅增长,分红比例也大幅上升,全部A股的现金分红总额占净利润总额的27.8%,相对2006年的分红比例增加了8.5%,与2001年和2002年的最高比例相近。从这十年的分红状况来看,2001年和2002年虽然分红比例较高,但市场表现较差。2007年的分红比例高,但市场却开始了大幅调整。可见,分红比例与二级市场的表现不存在显著的相关关系,说明,我国A股市场的价值投资功能较弱。

自2000年以来,我国上市公司的税后股息率(分红总额除以股价)一直未超过3%,并且只有2004年和2005年的股息率超过了2%,但低于同期定期存款利率(见表2)。2001至2007年香港上市公司平均税后股息率为4.1%,是我国上市公司的平均税后股息率(1.69%)的2.4倍。2008年以来,虽然我国A股出现了较大幅度的调整,但平均股息率仍然明显低于港股的平均股息率。股息收益是股市最重要的投资价值所在,而我国上市公司股息率长期处于低位,无



张大伟 漫画

表1:我国上市公司历年现金分红统计

年份	上市公司数量	现金分红总额(亿元)	净利润总额(亿元)	现金分红占净利润比例(%)
1998	821	33.3	74.3	21.8
1999	949	31.3	94.9	21.8
2000	1084	38.9	126.3	20.6
2001	1100	73.1	146.4	30.2
2002	1224	71.3	156.3	31.3
2003	1287	76.9	293.4	22.8
2004	1471	76.9	454.3	17.1
2005	1481	88.3	373.3	23.7
2006	1431	72.8	670.1	10.9
2007	1530	71.7	1107.1	37.8

表2:A股与港股平均股息率的历年比较

年份	A股平均股息率(%)	港股平均股息率(%)
2001	1.92	3.39
2002	1.71	3.17
2003	1.90	2.75
2004	2.77	3.34
2005	2.17	3.39
2006	1.96	2.37
2007	1.48	3.32

疑制约了其投资价值。

1999至2007年,A股平均每股收益为0.22元,港股平均每股收益为0.25元,两者相差不大。1999至2007年,A股平均每股派息(税后)为0.11元,而港股平均每股派息(税后)为0.18元,A股派息程度较港股低得多。2007年A股的每股派息达到最高,为0.14元,但仍然落后于同期港股0.22元的每股派息。两个市场派息比例存在较大幅度的差别,从一定程度上反映了我国股市的投资价值不如港股。近期,沪深A股出现了深幅调整,市盈率下降,但分红收益率仍然在1.5%左右,与实际标普综合指数历史平均分红收益率4.7%存在较大差距。分红收益率过低,造成投资者的现金收益率较低,从而影响了投资价值,这也是A股股价波动幅度大,市场投机气氛较浓的重要原因之一。

所有权和经营权的分离是现代企业一个最大的标志,它通过专业化管理有利于提高企业的规模和利润,这也是现代企业能够成为大型企业最主要的基础。然而,由于企业的投资人往往只进行资本投资而很少参与企业的具体经营,这就造成投资人和管理人之间存在信息不对称,又由于企业的未来收益不仅与管理人的能力有关而且受到宏观经济、行业发展甚至法律法规等诸多不确

定因素的影响,因此,管理人就有可能利用信息优势牟取私利。为此,他们更注重于企业规模的扩大,以保持更大的市场地位,并且提高在职消费的能力。可见,现代企业内部管理人与外部股东之间存在着一定的利益冲突。

自上世纪八十年代以来,许多金融学者从现代资本结构代理理论的视角研究发现,公司的股利政策与投资政策是相互依赖的,当公司支付较低的股利时,公司就有较多的留存利润,这使得那些未来预期盈利不好的企业有动机进行过度投资,以提高公司资产规模。目前许多的实证研究证明,公司经理有动机通过降低分红比例而进行过度投资。因此,他们建议,通过提高现金股利的分配以减少经理可支配的现金规模,从而抑制企业的过度投资行为。由此可见,企业长期不分红或分红比例过低造成企业过度追求规模而不注重效率的提高,从长远看是不利于提高企业价值,最终损害了投资者利益。

近期,证监会拟定了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,并公开征求意见。其主要内容包括:一是要求上市公司在年度报告中详细披露公司的现金分红政策,尤其是上市公司能够进行现金分红而未进行分红的,要披露未分红的理由,并说明未用于分红的资金留存公司的使用用途,使广大投资者对公司未来发展具有明确预期。二是从制度上着手,要求公司不断完善公司章程,并在章程中规定公司现金分红政策,列明公司进行现金分红的长期制度安排、条件、比例、种类等内容。三是允许上市公司实施半年度现金分红,为降低分红成本,允许上市公司中期进行现金分红的,其财务会计报告可以不经会计师事务所审计。四是进一步提高上市公司申请再融资时上市公司现金分红的标准,由2006年《上市公司证券发行管理办法》规定的,上市公司发行新股须符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十的比例提高到百分之三十。这个措施无疑有利于我国股票市场的健康发展。

国都证券基金仓位监测报告——

## 上周基金主动增仓逾2%

◎国都证券 苏昌景

国都证券最新基金仓位监测报告显示,上周五223支开放式基金平均仓位为69.45%,相对前周仓位变动2.23%。剔除上周股票市值变动因素影响,223支开放式基金相对前周主动调仓幅度为2.86%。总体来看,上周基金持仓水平相对前周有所提高,而这种提高主要来自于基金的主动增仓。

按照国都基金类型划分进行统计,股票型基金平均仓位为68.90%,相对前周仓位变动2.20%;混合型基金平均仓位35.57%,相对前周仓位变动2.55%;指数型(非ETF)基金平均仓位91.14%,相对前周仓位变动2.48%。剔除上周股票市值变动因素影响,股票型基金主动调仓2.86%,混合型基金主动调仓3.18%,指数型(非ETF)基金主动调仓2.77%。

按照晨星基金类型划分进行统计,股票型基金平均仓位为73.12%,相对前周仓位变动2.45%;积极配置型基金平均仓位53.92%,相对前周仓位变动-1.10%;保守配置型基金平均仓位19.69%,相对前周仓位变动2.70%。剔除上周股票市值变动因素影响,股票型基金主动调仓3.05%,积极配置型基金主动调仓1.86%,保守配置型基金主动调仓3.14%。

从223支开放式基金仓位分布变化来看,相比前周,上周仓位向70%以上高仓位水平转移。具体来说,处于70%-80%的基金增加了0.45%,处于80%-90%的基金增加了0.90%,仓位大于90%的增加了4.04%。按照国都类型划分的股票型基金仓位处于70%-80%的基金增加了0.49%,处于80%-90%的基金增加了1.95%,仓位大于90%的增加了3.41%。按照晨星类型划分的股票型基金仓位处于80%-90%的基金增加了1.09%,仓位大于90%的增加了4.89%;积极配置型基金仓位<50%的增加了5.41%,处于70%-80%增加了2.70%。

考虑到测算误差,我们认为主动调仓幅度超过2%的基金其存在着主动调仓行为。那么测算结果显示上周主动减仓超过2%的基金有8支,占比3.59%;主动加仓超过2%的基金有117支,占比52.47%;后者是前者的13.6倍。

从223支开放式基金主动调仓幅度来看,上周主动增仓幅度超过5%的基金占24.22%,主动减仓幅度超过5%的基金缺失;主动调仓幅度小于5%的基金占绝大多数,其中主动增仓0~5%的基金占64.13%,主动减仓在0~5%的基金占11.66%。总体来看,大多数基金仓位调整谨慎,主动增仓的基金调仓幅度不是很大。

按照国都基金类型统计的仓位情况

基金类型	上周仓位估计	前周仓位估计	相对前周仓位变动	相对前周主动调仓	相对季报主动调仓	相对季报仓位变动	最近季报披露仓位
股票型	68.90%	66.70%	2.20%	2.86%	5.44%	-2.30%	71.20%
混合型	35.57%	33.02%	2.55%	3.18%	2.39%	-5.07%	40.63%
指数型	91.14%	88.67%	2.48%	2.77%	6.02%	2.12%	89.02%
全部基金	69.45%	67.23%	2.23%	2.86%	5.40%	-2.10%	71.55%

按照晨星基金类型统计的仓位情况

基金类型	上周仓位估计	前周仓位估计	相对前周仓位变动	相对前周主动调仓	相对季报主动调仓	相对季报仓位变动	最近季报披露仓位
股票型	73.12%	70.67%	2.45%	3.05%	5.87%	-1.36%	74.48%
积极配置型	53.92%	52.82%	1.10%	1.86%	3.12%	-5.84%	59.76%
保守配置型	19.69%	16.99%	2.70%	3.14%	4.71%	-0.65%	20.34%
全部基金	69.45%	67.23%	2.23%	2.86%	5.40%	-2.10%	71.55%

数据来源:国都证券“基金大师”量化分析系统、晨星