



指数问道系列之红利篇：第三期

——如何正确理解预期股息率？

2024年9月13日

摘要

- 预期股息率和历史股息率分别代表了什么？

股息率指标的内在含义是“以当前的估值水平投资并获取未来股息的性价比”。传统高股息策略以历史的现金分红去预测未来的现金分红，因此往往容易陷入高股息陷阱。而预期股息率考虑了上市公司的分红计划和分红能力等增量信息，能够更加动态地捕捉公司未来分红变化的可能性。

- 预期股息率能够准确预测未来股息收益吗？

预期股息率的预测偏离度呈现明显的周期性。在有分红预案数据的月份，预期股息率的预测能力显著高于历史股息率。在上市公司分红模式发生变化时，历史股息率相较于预期股息率的预测偏离度明显更高，可见预期股息率对上市公司分红变化更敏感。

- 预期股息率能够提升红利指数的收益吗？

预期股息率对指数收益的贡献并非主要归因于资本利得，而是显著增强了指数的股息收益。自2010年以来，预期股息率指数的累计全收益为233.68%，其中股息贡献的累计收益达176.36%，年化股息收益5.55%，显著高于其他股息率指标构建的指数。

风险提示：报告中的结果均通过历史数据统计、建模或测算完成，在政策、市场环境发生变化时存在失效的风险。



目录

1. 预期股息率和历史股息率分别代表了什么？	3
2. 预期股息率能够准确预测未来股息收益吗？	4
3. 预期股息率能够提升红利指数的收益吗？	7

图表目录

图表 1：预期现金分红金额计算步骤.....	3
图表 2：各月份指标数据覆盖度及 0 值占比情况.....	4
图表 3：预期股息率计算使用的信息分布情况.....	4
图表 4：预期股息率和历史股息率预测偏离度对比.....	5
图表 5：预期股息率和历史股息率各月份预测偏离度.....	5
图表 6：预期股息率分步骤预测偏离度均值（2013-2024）	6
图表 7：分析师预期组 2023 年度股息率预测偏离度.....	6
图表 8：不同预期股息率的预测偏离度对比.....	7
图表 9：简单高股息策略收益（20100504-20240911）	7
图表 10：高股息策略的股息收益（20100504-20240911）	8

报告正文

在指数问道红利篇的第一期《股息率的常用计算方法有哪些？》中，我们尝试构建了预期股息率指标。因子测试的结果显示，相较传统的历史股息率而言，该指标对股票未来收益的预测能力更强且更加稳定。经过持续的研究分析，我们进一步优化了预期股息率的计算方法，同时也进行了更深入的思考。预期股息率的有效性具体体现在何处？是否真的能够提升红利类策略指数的收益？本文将针对这些问题进行讨论。

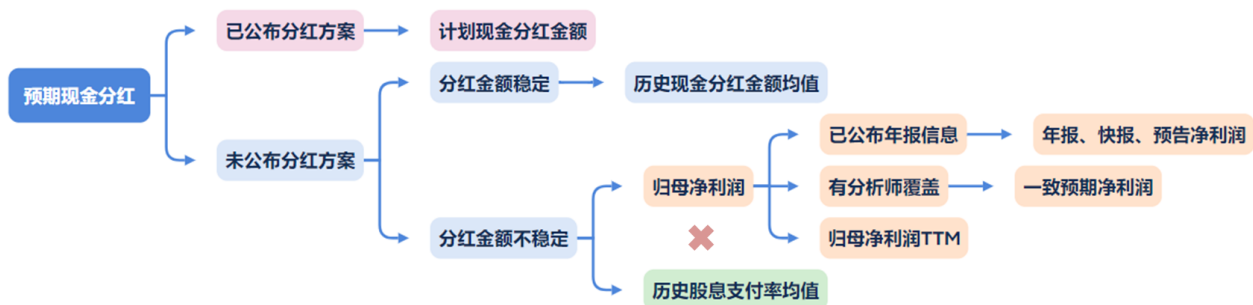
1. 预期股息率和历史股息率分别代表了什么？

股息率是一个计算相对简单，含义却十分丰富的指标，使用的计算方法不同，其经济意义也会不同。从本质上来说，高股息策略的核心目标是获取上市公司未来的分红回报，因此股息率指标的内在含义是：

以当前的估值水平投资并获取未来股息性价比

传统高股息策略以历史股息率为核心指标，即是以历史的现金分红去预测未来的现金分红，因此往往容易陷入高股息陷阱。而预期股息率不仅使用了历史分红信息，还考虑了上市公司的分红计划和分红能力等增量信息，能够更加动态地捕捉上市公司未来分红变化的可能性。

图表 1：预期现金分红金额计算步骤



资料来源：华证指数

在往期文章《股息率的常用计算方法有哪些？》中，我们详细介绍了预期股息率的计算方法。综合考虑了指标的有效性和计算复杂度后，我们使用归母净利润 TTM 替代了线性外推法预测净利润，并发现指标的预测能力和有效性均略有提升。同时，我们将季报、中报分红也纳入预期现金分红的计算，从而更加准确的反映上市公司全年度内的现金分红总额。

另外，实践中也存在其他的预期股息率构建方法，本文将以下面两种方法为例，与我们构建的预期股息率进行对比：

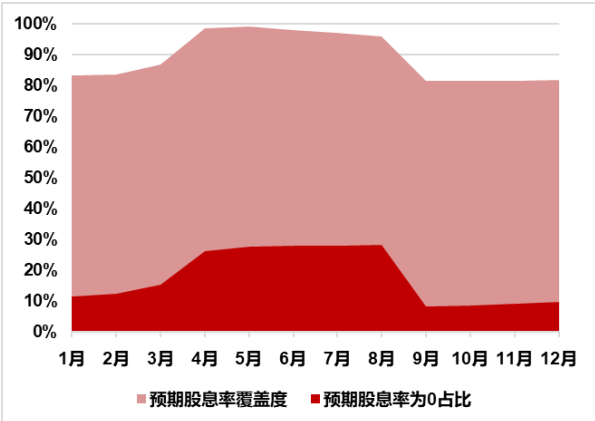
$$\text{简单指标 1} = \frac{\text{过去三年股息支付率均值}}{\text{市盈率}}$$

$$\text{简单指标 2} = \frac{\text{过去三年股息支付率均值} \times (1 + \text{归母净利润 TTM 增速})}{\text{市盈率}}$$

2. 预期股息率能够准确预测未来股息收益吗？

为了更准确地预测未来的分红金额，我们尽可能地优先使用时效性和可靠性最高的公开信息。最终预期股息率指标的覆盖度以及信息使用的分布情况如下：

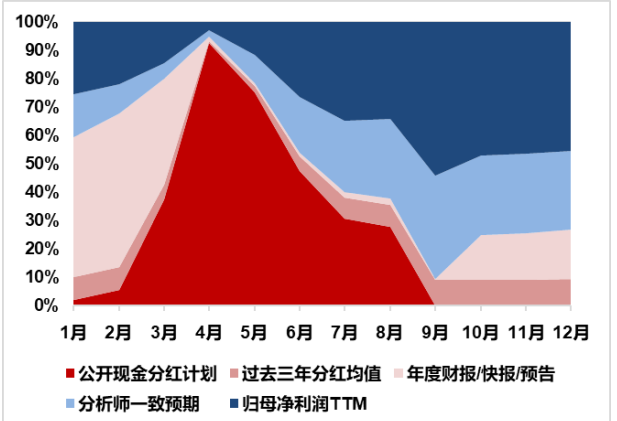
图表 2：各月份指标数据覆盖度及 0 值占比情况



注：分布为每年各月份相对全 A 股的数据覆盖度均值；预期股息率为 0 代表目标年度现金分红的预测值为 0。

资料来源：Wind，华证指数

图表 3：预期股息率计算使用的信息分布情况



注：分布为每年各月份的占比均值

资料来源：Wind，华证指数

由于公开数据披露的时间节点基本固定，指标计算使用的信息分布存在一定的周期性。在每年的4月末，大部分公司已披露分红预案，因此90%的股票将直接使用分红预案中的数据计算预期股息率。在每年8月末，目标预测年度调整为下一年，此时可获取的分红相关信息最少，因此大部分股票使用分析师一致预测净利润和归母净利润 TTM 预估未来净利润。

既然预期股息率在计算中已纳入时效性更强的增量信息，它是否能够更加准确地预测未来的股息收益？为此我们可以构建预测偏离度指标来衡量其预测效果：

$$\text{预测偏离度} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n |\text{预期股息率}_i - \text{实际股息率}_i|$$

其中，实际股息率为预测年度实际现金分红金额与预期股息率计算日总市值的比值。由于总市值均使用同一天的数据进行计算，已经排除了估值变动的影响，该偏离度指标衡量的即是对未来现金分红金额的预测偏离度。同时，我们可以用同样的方法计算历史股息率的预测偏离度，历史股息率为最近年度分红总额与计算日总市值的比值。

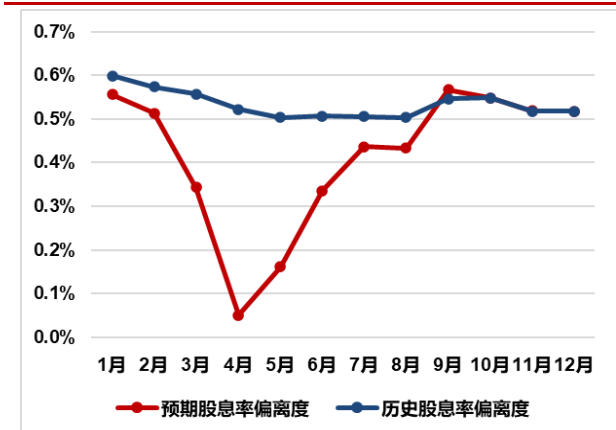
预期股息率与历史股息率的整体预测偏离度如下：

图表 4：预期股息率和历史股息率预测偏离度对比



资料来源：Wind，华证指数

图表 5：预期股息率和历史股息率各月份预测偏离度



注：分布为每年各月份的预测偏离度均值

资料来源：Wind，华证指数

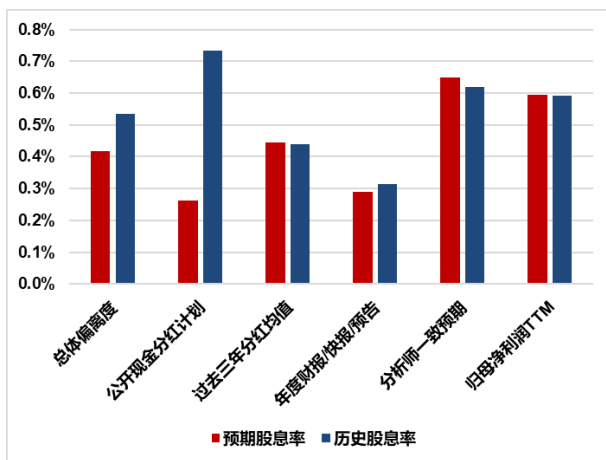
根据 2013 年 1 月末至 2024 年 3 月末的预测偏离度结果，我们可以得到以下基础结论：

- 预期股息率的预测偏离度呈现明显的周期性；

- 在有分红预案数据的月份，预期股息率的预测能力显著高于历史股息率；
- 在每年 9 月至 12 月，由于历史数据之外的增量信息较少，预期股息率指标与历史股息率的预测偏离度相当；
- 2024 年在分红新政的指引下，上市公司分红模式发生变化，历史股息率与预期股息率的预测偏离度差距明显扩大，可见预期股息率对上市公司分红模式变化更敏感。

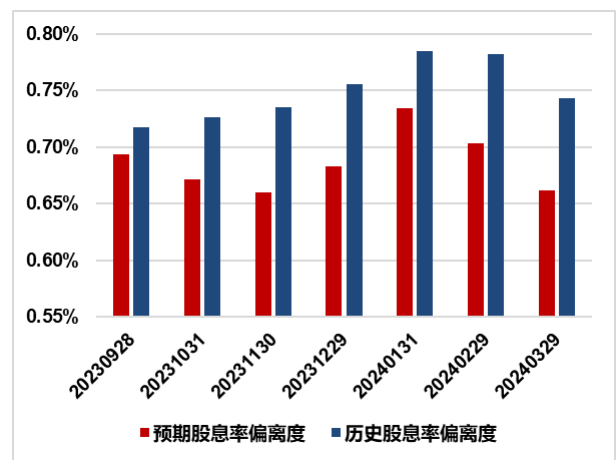
若根据计算使用的数据类型对股票进行分组，并分别统计预期股息率和历史股息率的预测偏离度均值，可以发现预期股息率预测能力的提升主要是因为纳入了分红预案信息。对于没有分红预案数据的股票而言，使用年报、业绩快报、业绩预告结合历史股息支付率均值计算也可略微提升预测能力。从历史均值来看，使用分析师一致预期数据计算的预测偏离度相对较高，但在部分年度，若公司盈利水平发生较大变化，分析师预期数据将比历史数据更具参考意义。例如 2023 年度预期股息率的计算中，使用分析师预期数据的股票组偏离度更低。

图表 6：预期股息率分步骤预测偏离度均值（2013-2024）



资料来源：Wind，华证指数

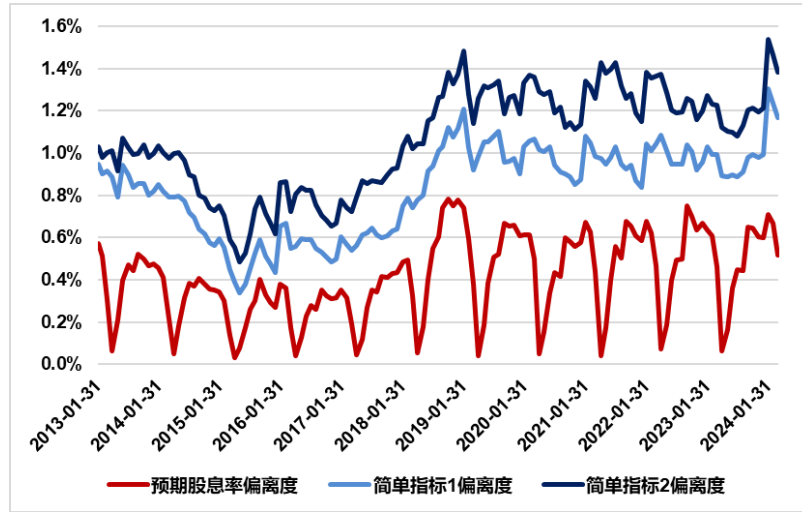
图表 7：分析师预期组 2023 年度股息率预测偏离度



资料来源：Wind，华证指数

此外，与其他计算方法较为简单的指标相比，我们构建的预期股息率预测偏离度更低，这说明相对精细的构建方法确实提升了指标的效果：

图表 8：不同预期股息率的预测偏离度对比



注：超过10%的预测偏差作为极值处理，在计算偏离度时使用10%替代 资料来源：Wind，华证指数

以上分析结果表明，预期股息率相较历史股息率而言确实能够更准确地预测未来的现金分红水平。那么，如果在传统高股息策略中使用预期股息率替代历史股息率进行选股，是否真的能够提升收益？

3. 预期股息率能够提升红利指数的收益吗？

我们分别基于预期股息率和历史股息率构建简单的高股息策略，并对策略收益进行对比。在每年 5 月的第一个交易日，使用上月末计算的预期和历史股息率指标分别选取股息率最高 50 只股票作为指数样本，自 2010 年至今的指数表现如下：

图表 9：简单高股息策略收益（20100504-20240911）

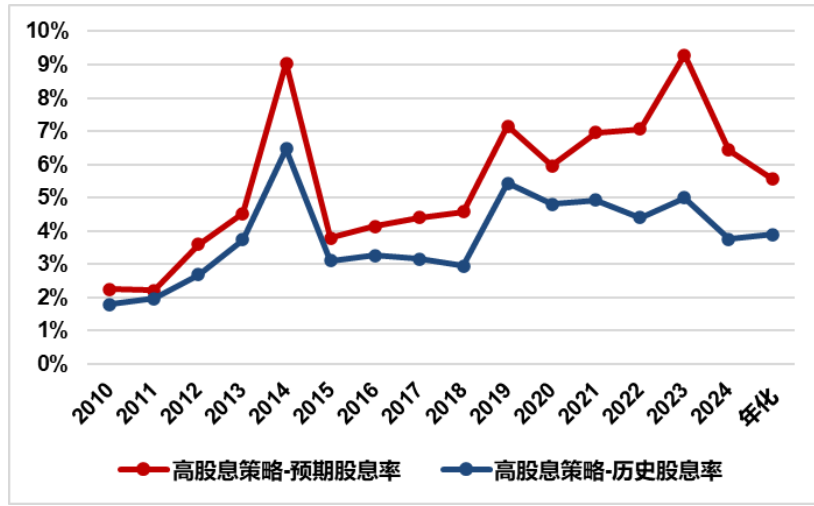
指标类型	年化价格收益	年化全收益	年化股息收益
预期股息率	3.20%	8.75%	5.55%
历史股息率	2.84%	6.73%	3.89%
滚动股息率	1.83%	5.57%	3.74%
平均股息率	2.49%	6.23%	3.74%
简单指标1	2.87%	6.89%	4.02%
简单指标2	1.19%	3.27%	2.08%

注：历史股息率为最近年度股息率，滚动股息率为最近 12 个月股息率，平均股息率为最近三年平均股息率，计算时分子使用同一天的总市值数据以排除估值变化的影响

资料来源：Wind，华证指数

从年化价格收益来看，预期股息率构建的指数相对历史股息率指数的超额收益为 0.36%，略微有所提升。而从年化全收益来看，预期股息率指数的超额收益为 2.02%。这说明，预期股息率对指数收益的贡献并非主要归因于资本利得，而是显著增强了指数的股息收益。自 2010 年以来，预期股息率指数的累计全收益为 233.68%，其中股息贡献的累计收益达 176.36%，年化股息收益 5.55%，显著高于其他股息率指标构建的指数。

图表 10：高股息策略的股息收益（20100504-20240911）



资料来源：Wind，华证指数

总而言之，通过纳入历史分红数据之外的增量信息，预期股息率可以更准确地预测上市公司未来的分红水平，及时反映公司分红意愿和盈利能力的变化，从而提升策略的股息收益。基于预期股息率指标，我们编制了华证 A 股低波红利 50 指数（995231.SSI），该指数具有高水平的股息收益和良好的防御能力，将于 2024 年 9 月 20 日正式发布，敬请关注。

风险提示：报告中的结果均通过历史数据统计、建模或测算完成，在政策、市场环境发生变化时存在失效的风险。