

全球分红水平提升,红利指数投资规模增长

——2022 年全球分红与红利指数化投资报告

刘博睿*

摘要: 本文基于全球 50 个发达与新兴市场上市公司分红数据,总结了 2022 年全球上市公司分红情况,系统梳理了全球不同市场上市公司在分红水平、分红质量、分红行为等方面的差异,最后分析了境内外红利指数化投资现状与发展趋势。研究发现,全球上市公司分红总额、分红数量占比、分红水平呈持续提升趋势;新兴市场分红增速较快,但分红持续性与发达市场存在较大差距;各市场股息率主要受估值因素影响,股利支付率则受区域经济发展状况及企业自身发展阶段等因素影响;企业生命周期显著影响上市公司分红政策,成长期上市公司倾向于采取红利增长分红政策,成熟期则倾向于采取高股息政策;不同市场分红政策差异显著,中国 A 股分红增速较快,央企、地方国企占主导地位,港股分红小幅增长,规模分化继续加深,美股分红政策保持高稳定性,“黏性股利”现象显著;境内外红利指数产品规模逆势增长,策略呈多元化趋势,考虑到长期资金占比提升以及上市公司分红行为改善,境内红利指数化投资仍有较大发展空间。

关键词: 分红行为 企业生命周期 黏性股利 高股息 红利增长

一、全球上市公司现金分红概览

(一) 全球市场整体现金分红水平持续提升

全球上市公司分红数量与金额稳步提升。2022 年,全球 50 个发达与新兴市场中

* 中证指数有限公司研究开发部。

有近1.9万家上市公司进行了现金分红,数量较2021年增加7%,约占对应市场上市公司总数量的48%^①,较上年增长1.4个百分点。全年实际分红总额^②约为2.5万亿美元,较2021年增长11.8%,全年分红总额占总市值百分比为2.4%。

分红金额方面,美国市场以7780亿美元稳居第一,占全球50个市场分红总额近1/3,其次为中国境内市场,以2400亿美元位列第二,紧随其后依次为日本、中国香港及澳大利亚,其中,在分红总额排名前5的市场中,亚太市场占据4席。分红增速方面,在50个主要市场中,有38个市场分红总额较上年实现增长,其中,印尼、巴西、阿联酋等新兴市场增速较快,分别为56%、38%、36%。分红公司数量占比方面,日本以80%位列第一,其次为卡塔尔、智利等上游行业占比较高的市场,分别为77%、75%。分红水平方面,受疫情后全球经济复苏影响,2021年度全球市场整体净利润较2020年大幅增长,导致全球平均股利支付率^③下降幅度较大,由38%下滑至30.6%。股息率方面,因2022年全球市场整体震荡下行,估值水平有所下降,平均股息率约为2.3%^④,较上年小幅增长。全球50个主要市场上市公司分红概况如表1所示。

表1 全球50个主要市场上市公司分红概况

实际分红年度	2022年分红总额(万亿美元)	分红总额增速	分红上市公司数量占比	平均股利支付率	平均股息率
2022年	2.49	11.8%	47.9%	30.6%	2.3%
2021年	2.23	—	46.5%	38.0%	1.9%

数据来源:中证指数,Refinitiv。

分区域来看,2022年,北美市场依然是全球分红总额最高的市场,且分红增速较为稳定,紧随其后分别为亚洲市场及欧洲市场,三者合计占全球主要市场分红总额的80%以上。分红增速方面,拉美市场增速较高,约35%,或与其丰富自然资源禀赋下的较高上游产业占比有关。股利支付率和股息率方面,股利支付率受区域产业结构影响较大,中东、拉美及大洋洲整体股息率与股利支付率均显著高于其他区域。分红

① 统计口径为2022年底之前上市的所有上市公司,并剔除存托凭证(Depository Receipts),下同。

② 统计口径为除息日在2022年内的所有现金分红。为避免重复计算,对多重上市公司进行去重处理,同时针对A+H股仅统计各自单市场分红总额。

③ 平均股利支付率=全部上市公司年度分红总额/全部上市公司年度净利润总额,同时剔除利润为负的上市公司,考虑到报告期匹配,在此使用的年度分红、年度净利润数据均来自上年财报。

④ 平均股息率=全部上市公司年度分红总额/全部上市公司全年日均总市值。

持续性与增长性方面,亚洲市场在分红持续性方面已与北美市场较为接近,但在分红增长性方面仍存在较大差距。此外,从发展程度来看,发达市场分红总额占全球主要市场分红总额的68%。相较而言,新兴市场分红增速与分红公司数量占比更高,但在分红持续性方面仍与发达市场存在较大差距。不同区域分红概况、不同发展程度市场分红概况分别如表2、表3所示。

表2 不同区域分红概况

区域	2022年 分红总额 (亿美元)	分红 总额 增速	区域内分红 上市公司 数量占比	平均股利 支付率	平均股 息率	连续5年 分红占比	连续3年 红利增长 占比
北美	8 088.7	12.8%	33.7%	27.4%	1.7%	40.5%	21.6%
亚洲	7 226.0	9.0%	54.3%	28.5%	2.3%	43.8%	8.8%
欧洲	5 573.2	13.9%	44.7%	33.7%	3.4%	30.5%	7.0%
中东	1 320.1	8.7%	45.5%	51.2%	2.9%	24.7%	3.3%
拉丁美洲	1 279.5	34.9%	63.4%	37.2%	5.0%	46.9%	4.0%
大洋洲	1 200.4	-1.1%	24.4%	42.8%	6.2%	20.5%	4.4%
非洲	235.6	2.0%	68.6%	34.0%	5.5%	41.2%	4.5%

数据来源:中证指数,Refinitiv。

表3 不同发展程度市场分红概况

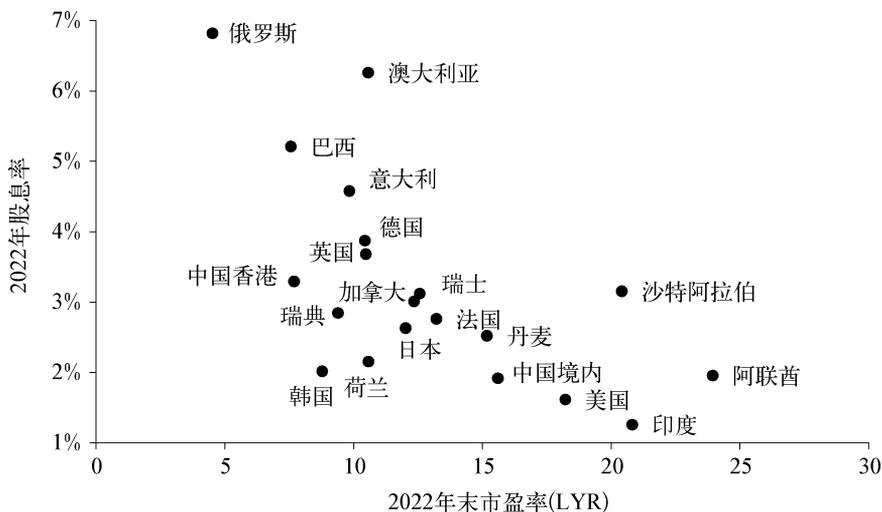
市场分类	市场 数量	2022年 分红总额 (万亿美元)	分红 总额 增速	市场内分红 上市公司 数量占比	平均股利 支付率	平均股 息率	连续5年 分红占比	连续3年 红利增长 占比
发达市场	24	1.7	9.1%	45.6%	30.3%	2.2%	42.8%	12.2%
新兴市场	26	0.8	18.0%	50.5%	31.2%	2.6%	35.1%	6.7%

数据来源:中证指数,Refinitiv。

(二) 全球上市公司分红特征分析

1. 股息率与估值水平呈负相关性,不同市场股息率行业分布一致性较高
理论上,股息率由股利支付率与估值水平决定,由于股利支付率较为稳定,估值

因素对股息率的短期影响更为显著。据统计,全球主要市场的股利支付率与市盈率^①整体呈显著负相关关系,相关系数为-0.41。各市场平均股息率与平均市盈率相关性如图 1 所示。



数据来源: 中证指数, Refinitiv, 该表仅展示规模相对较大的 20 个主要市场。

图 1 各市场平均股息率与平均市盈率相关性

不同市场股息率行业分布呈现较高一致性。股息率较高行业主要分布在上游能源、原材料、公用事业,以及金融、房地产等行业;消费、医药卫生、信息技术等行业股息率则相对较低。此外,部分市场中也有个别行业股息率与其他市场相应行业存在较大差异,这与行业发展程度以及内部结构密切相关,例如德国大型车企已进入成熟阶段,每年派息水平较高,因此可选消费行业股息率较高;丹麦工业行业股息率较高,则主要因其高分红航运产业在工业中占比较高。不同市场股息率行业分布情况如表 4 所示。

表 4 不同市场股息率行业分布情况

市场	整体平均	能源	原材料	公用事业	通信服务	金融	房地产	工业	可选消费	主要消费	医药卫生	信息技术
印度	1.3%	2.1%	1.6%	1.5%	0.9%	0.9%	1.2%	0.7%	0.7%	1.4%	0.9%	1.7%
美国	1.6%	4.2%	2.2%	2.9%	2.3%	2.6%	3.8%	1.8%	0.8%	2.0%	1.4%	0.7%

① 年末市盈率=2022 年末全部公司总市值/全部公司上一个财报净利润总额。

续 表

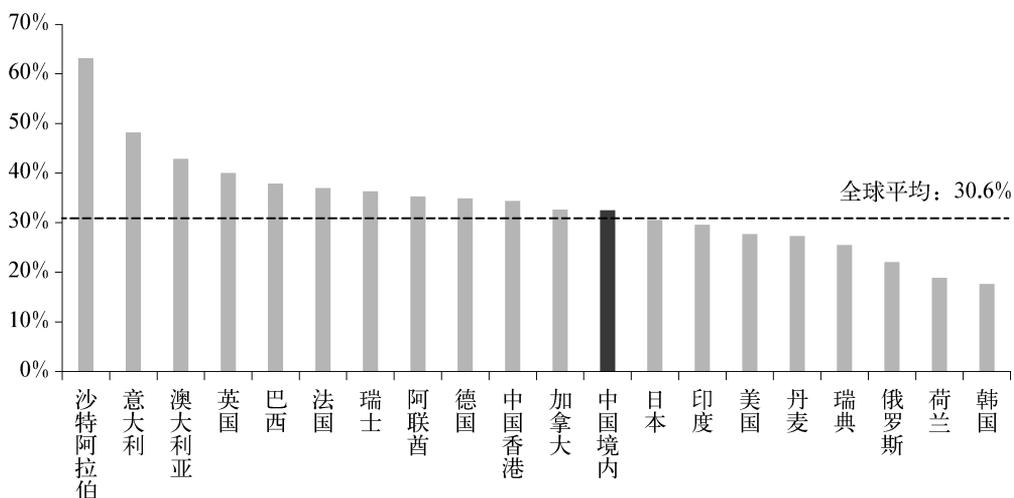
市 场	整体平均	能源	原材料	公用事业	通信服务	金融	房地产	工业	可选消费	主要消费	医药卫生	信息技术
中国境内	1.9%	6.1%	1.9%	1.9%	1.8%	4.3%	2.3%	1.0%	1.6%	1.5%	0.9%	0.8%
阿联酋	2.0%	4.9%	3.4%	3.0%	2.9%	2.9%	1.7%	0.6%	1.3%	0.1%	0.5%	—
韩 国	2.0%	3.7%	2.4%	2.1%	2.9%	5.3%	5.2%	1.0%	2.7%	2.2%	0.3%	1.6%
荷 兰	2.2%	—	3.5%	—	2.5%	6.2%	1.7%	3.6%	2.6%	2.2%	3.1%	0.8%
丹 麦	2.5%	—	1.3%	1.8%	3.9%	3.3%	0.7%	5.9%	2.6%	2.5%	1.3%	0.7%
日 本	2.6%	4.3%	3.4%	2.6%	2.8%	4.5%	3.2%	2.2%	2.9%	2.4%	1.9%	1.7%
法 国	2.8%	7.1%	2.2%	4.1%	3.8%	6.7%	5.9%	2.0%	1.8%	1.9%	2.5%	0.7%
瑞 典	2.8%	3.8%	3.1%	—	5.4%	4.0%	2.1%	2.7%	2.4%	2.2%	0.7%	0.7%
加拿大	3.0%	3.5%	2.1%	4.0%	4.4%	3.7%	3.6%	2.9%	1.8%	1.8%	0.6%	0.3%
瑞 士	3.1%	—	2.4%	2.3%	4.2%	4.2%	2.8%	3.0%	5.9%	2.7%	2.7%	1.3%
沙特阿拉伯	3.2%	3.5%	3.3%	1.6%	3.2%	1.9%	1.7%	1.0%	2.2%	2.1%	1.7%	1.2%
中国香港	3.3%	10.6%	4.2%	3.7%	1.8%	4.7%	4.3%	3.1%	0.7%	2.2%	0.6%	1.1%
英 国	3.7%	4.2%	7.3%	4.3%	4.5%	3.9%	3.6%	1.8%	2.3%	3.8%	2.5%	2.0%
德 国	3.9%	1.0%	4.3%	2.5%	3.7%	3.9%	3.4%	4.5%	7.9%	2.8%	1.8%	1.7%
意大利	4.6%	6.5%	2.3%	5.9%	2.5%	6.4%	3.5%	2.7%	4.8%	0.8%	1.4%	0.7%
巴 西	5.2%	2.7%	9.5%	6.2%	3.9%	5.6%	2.9%	2.3%	1.7%	4.2%	1.3%	0.9%
澳大利亚	6.3%	7.7%	10.5%	4.8%	5.3%	5.8%	4.4%	3.7%	4.1%	4.2%	1.6%	1.5%
俄罗斯	6.8%	11.0%	6.4%	5.5%	10.7%	0.3%	2.1%	0.4%	0.2%	0.9%	2.3%	2.1%

数据来源：中证指数, Refinitiv, 上表仅展示规模相对较大 20 个主要市场, 下同。

2. 股利支付率受经济发展阶段与产业结构影响

受区域经济发展阶段及产业结构影响, 各市场股利支付率水平呈较大分化(见图 2)。欧洲发达市场上市公司普遍形成较为稳定的分红政策, 股利支付率普遍较高。其他市场则受产业结构影响较大, 如沙特、澳大利亚等市场能源、原材料等传统

行业占比较高,发展更为成熟,预期现金流较为稳定,股利支付水平整体偏高;美国、韩国等经济体下游科技、医药等产业占比较高,成长特征较好,分红意愿较传统上游产业公司有所减弱,平均股利支付率仍处于较低水平。



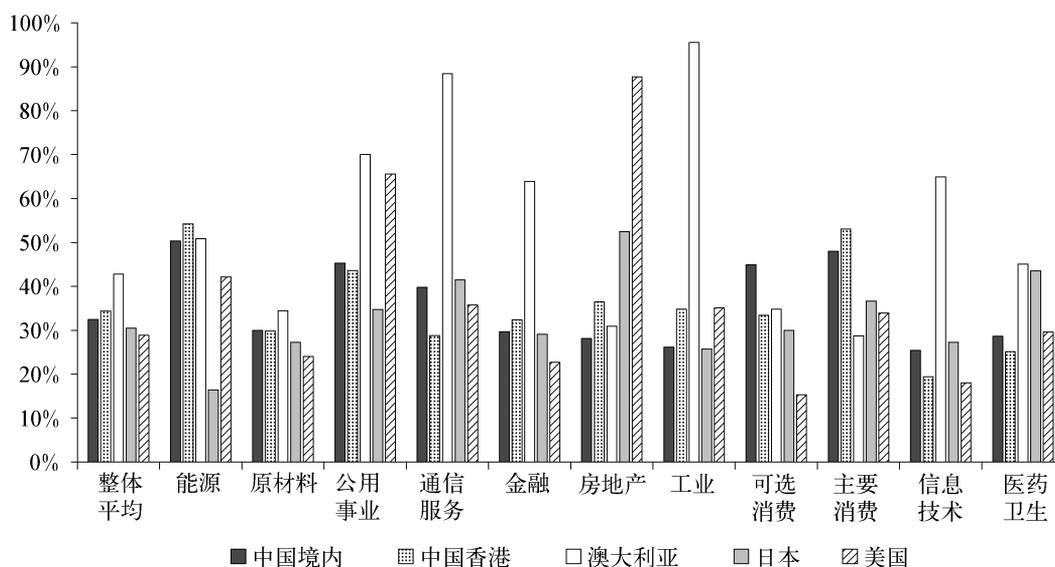
数据来源: 中证指数, Refinitiv。

图 2 全球主要市场股利支付率比较

宏观经济产业结构不仅影响市场整体股利支付水平,也影响股利支付率的行业分布。不同市场股利支付率行业分布结构有所差异(见图 3)。例如,美国和日本房地产行业以存量资产运营的 REITs 为主,对分红比例有较高要求,故其平均股利支付率显著高于境内以地产开发业务为主的房地产行业上市公司;日本自然资源禀赋较弱,其能源行业上市公司业务以石油精炼及衍生化工产品为主,业务稳定性弱于上游采掘行业,故日本能源行业平均股利支付率显著低于其他市场;澳大利亚工业行业前三大上市公司均属交通运输及物流行业,业务稳定性较高,故其工业行业股利支付率高于其他工业细分行业。

3. 发达市场在分红持续性与增长性方面优势明显

股息率和股利支付率体现分红水平,分红持续性与增长性则更多体现为分红质量。发达市场在分红持续性与增长性方面优势明显: 分红持续性方面,日本连续 5 年、连续 10 年分红的上市公司数量占比分别为 80%、76%,显著高于其他市场,美国、英国、加拿大等发达市场表现也较为稳定,除中国 A 股市场、巴西与发达市场较为接近外,其他新兴市场分红持续性均与发达市场存在较大差距;分红增长性方



数据来源：中证指数, Refinitiv。

图3 现金分红前5大市场股利支付率行业分布情况

面,美国、加拿大市场较多上市公司已形成较为稳定的股利增长分红政策,分红长期连续增长性显著优于其他市场。主要市场连续分红与连续红利增长公司数量与占比如表5所示。

表5 主要市场连续分红与连续红利增长公司数量与占比

市场名称	连续5年分红	连续10年分红	连续3年红利增长	连续5年红利增长
日本	2 681(80%)	2 219(76%)	527(15%)	300(9%)
中国境内	1 643(49%)	728(31%)	408(11%)	130(4%)
美国	1 483(42%)	1 163(44%)	801(20%)	645(18%)
韩国	815(42%)	543(36%)	149(7%)	56(3%)
印度	810(25%)	582(22%)	121(3%)	35(1%)
中国香港	595(31%)	359(27%)	135(6%)	68(4%)
英国	574(41%)	418(39%)	164(11%)	95(7%)
澳大利亚	272(19%)	162(14%)	63(4%)	28(2%)

续表

市场名称	连续5年 分红	连续10年 分红	连续3年 红利增长	连续5年 红利增长
加拿大	263(41%)	207(39%)	151(22%)	81(13%)
德国	182(38%)	141(34%)	28(5%)	10(2%)
法国	142(23%)	127(25%)	13(2%)	6(1%)
巴西	134(51%)	95(40%)	11(4%)	4(2%)
瑞士	114(58%)	96(56%)	46(22%)	30(15%)
瑞典	107(20%)	64(24%)	32(5%)	17(3%)
意大利	57(23%)	37(23%)	17(6%)	7(3%)
沙特阿拉伯	45(25%)	28(20%)	3(2%)	1(1%)
阿联酋	39(35%)	30(29%)	3(3%)	2(2%)
俄罗斯	37(20%)	19(12%)	5(3%)	1(1%)
丹麦	36(30%)	24(22%)	6(4%)	4(3%)
荷兰	31(38%)	15(23%)	5(6%)	5(6%)

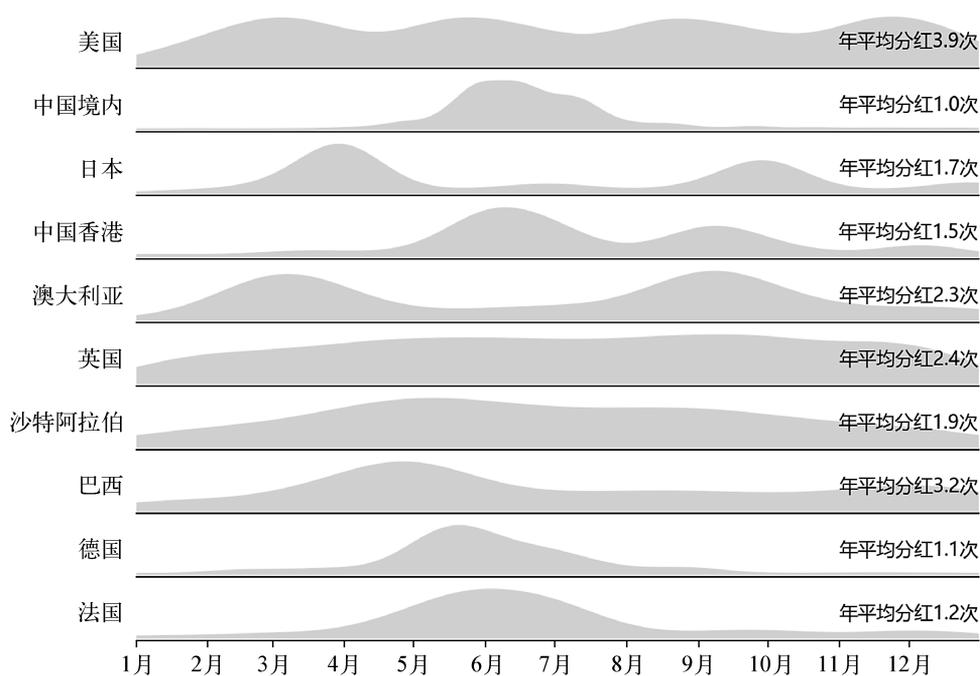
数据来源：中证指数, Refinitiv, 括号内为相对于上市满N年上市公司的数量占比。

4. 不同市场在分红频率与分红时间方面差异较大

不同市场的上市公司分红政策与市场惯例不同, 分红频率与分红时间差异较大(见图4)。美国市场多按季度分红, 分红时间较为规律, 派息时间集中于每季度末, 其他市场分红频率多为一年一次, 如中国境内市场、德国、法国等; 或一年两次, 如中国香港、日本、澳大利亚等。

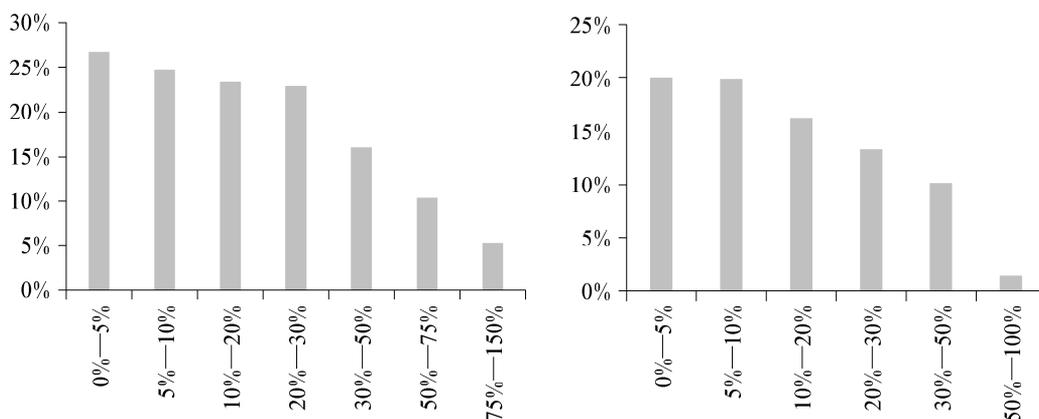
5. 企业所处生命周期阶段显著影响上市公司分红政策

除宏观经济因素外, 企业所处生命周期阶段亦与分红政策密切相关。成熟阶段的企业倾向采用更高股利支付水平及更稳定的分红政策; 成长阶段的企业倾向采用偏中低股利支付率及逐年递增的分红政策; 初创期或快速扩张期的企业所采用的分红政策则体现较大不确定性。以全球主要市场上市公司为考察样本, 研究发现上市公司平均股利支付率随着营收增速与利润增速的上升逐步递减, 呈现出较为显著的单调性(见图5、图6)。



数据来源：中证指数, Refinitiv。

图4 各市场分红时间概率分布及每年分红频率



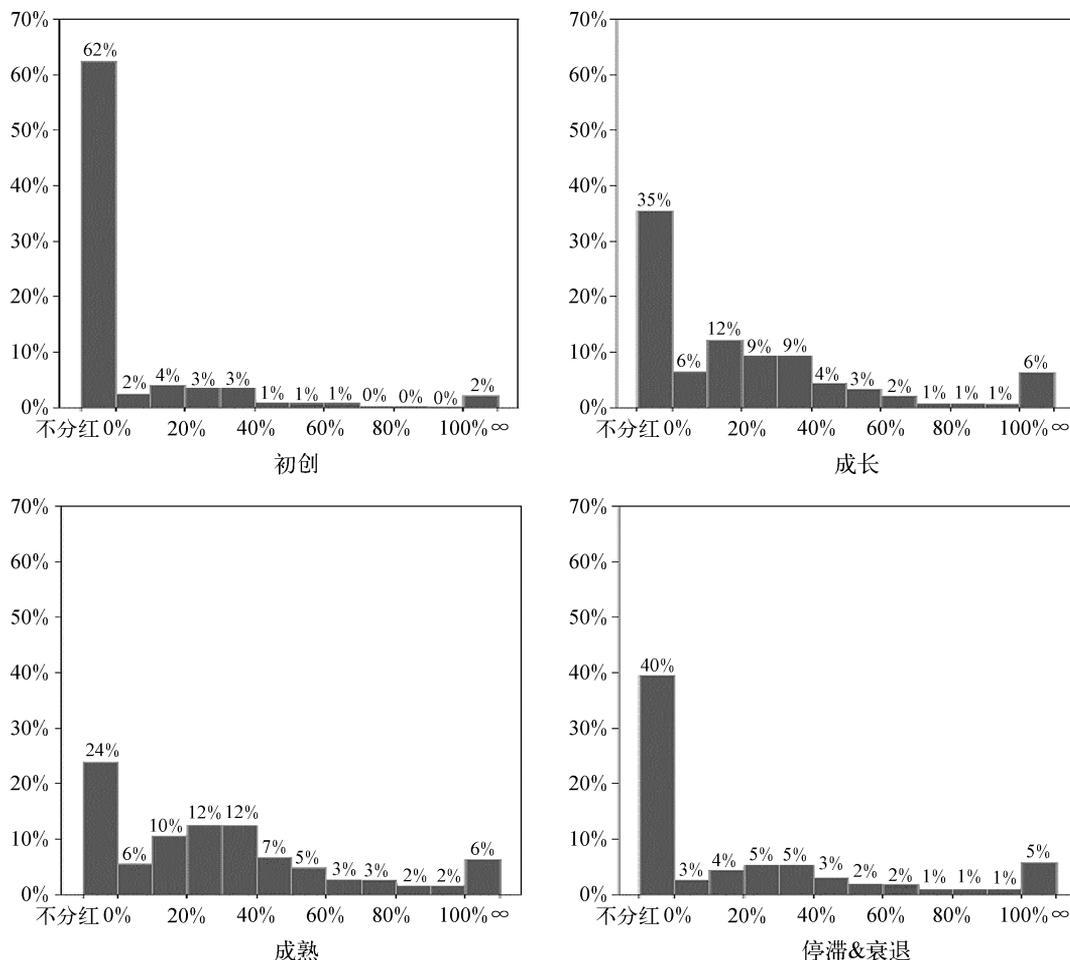
数据来源：中证指数, Refinitiv。

图5 净利润增速分组平均股利支付率

图6 营收增速分组平均股利支付率

根据 Dickinson(2007)提出的基于现金流的生命周期分类方法,将上市公司分为初创、成长、成熟、停滞及衰退等5个阶段。研究表明,在初创期,不分红的上市公司占比最高,成长期公司分红比例有所上升,20%—30%区间占比提高至12%左右,成熟期上市公司分红比例在30%以上的区间占比进一步提升,而停滞或衰退期公司的

整体分红比例则有所下降,但股利支付率大于 100%的高分红上市公司数量占比仍维持在 6%左右。不同生命周期上市公司股利支付率分布情况如图 7 所示。



数据来源: 中证指数, Refinitiv, 亏损且分红公司与股利支付率大于 100%的公司被划为一组。

图 7 不同生命周期上市公司股利支付率分布情况

二、全球重点市场分红情况分析

(一) 境内 A 股市场分红总额保持较高增速, 分红行为进一步改善

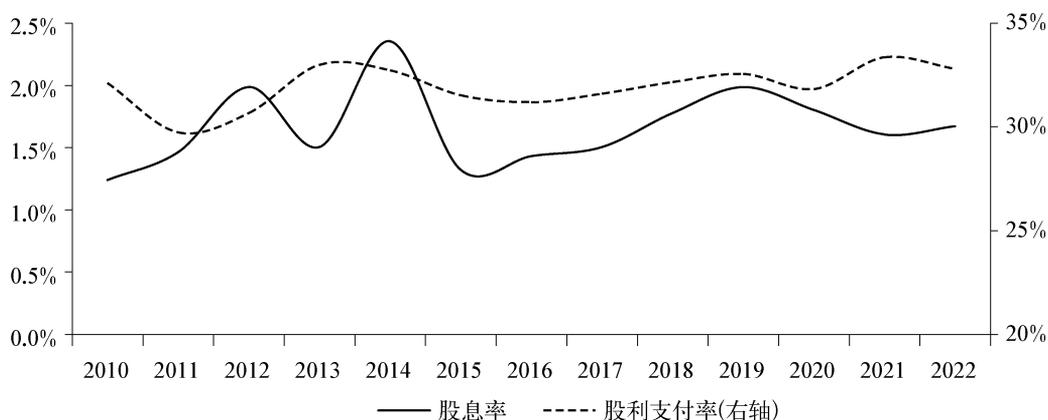
2022 年, 境内市场分红总额约为 1.6 万亿元人民币, 较 2021 年增长 23%, 维持了较高增长速度, 主要原因如下: 一是基本面改善提升上市公司盈利水平, 2021 财年 A 股净利润总额增长近 20%, 与红利增长幅度基本吻合, 尤其是能源、原材料等传统高

分红行业,近年来受益于大宗商品价格的持续上涨,景气度回升,经营状况显著改善;二是受分红相关政策的鼓励及上市公司治理水平的提升,A股市场上上市公司整体分红行为持续改善,平均股利支付率为32.5%,相较上年保持稳定;受市场整体震荡下行因素影响,上市公司平均股息率由1.5%提升至1.9%。

表6 2022年、2021年A股上市公司分红基本情况

实际分红年度	分红总额(万亿元)	分红总额增速	分红上市公司数量占比	平均股利支付率	平均股息率
2022年	1.62	22.9%	67.1%	32.5%	1.9%
2021年	1.32	—	67.0%	32.9%	1.5%

数据来源:中证指数。



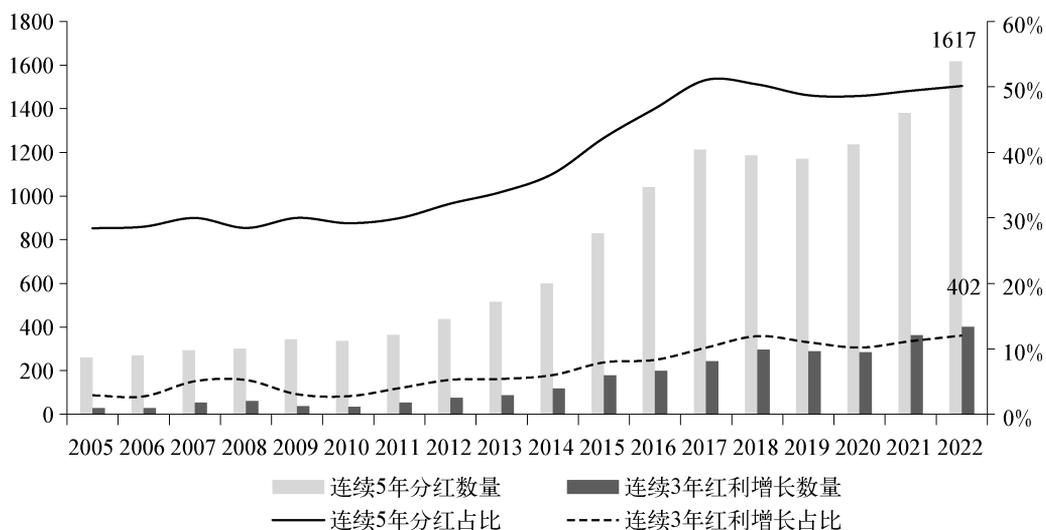
数据来源:中证指数。

图8 中证全指历史股息率、股利支付率情况

2022年,境内市场上市公司分红表现呈现如下特征:

一是随着治理水平的提升,境内市场上市公司分红持续性与增长性改善趋势显著。截至2022年底,中证全指样本公司中连续5年现金分红上市公司数量超过1600家,占上市满5年上市公司数量比例近50%,连续3年红利增长上市公司数量已超过400家,数量占比超过10%,分红质量进一步改善。

二是央企和地方国企分红表现整体优于其他类型企业。第一,央企与地方国企2022年分红总额合计为1.09万亿元,占市场分红总额近三分之二,“压舱石”作用凸显;第二,央企与地方国企分红维持高位增长态势,2022年分红总额增速显著较高;第



数据来源：中证指数。

图 9 中证全指样本公司分红持续性与增长性

三,央企与地方国企在分红连续性与增长性方面表现更为优秀,其中,央企表现格外“亮眼”,超过一半上市公司连续 5 年分红,五分之一上市公司连续 3 年红利增长,体现其较高的分红质量。

表 7 2022 年不同所有权结构特征上市公司分红概况

企业类型	2022 年 分红总额 (亿元)	分红 总额 增速	板块内分红 公司数量 占比	平均股 利支 付率	平均股 息率	连续 5 年 分红占比	连续 3 年 红利增长 占比
中央国有企业	6 798.4	29.1%	76.7%	33.5%	3.5%	56.9%	21.1%
地方国有企业	4 134.5	34.9%	67.1%	33.4%	2.4%	49.4%	11.1%
民营企业	3 217.3	11.1%	66.5%	28.2%	0.9%	46.5%	9.6%
其他类型企业	2 043.4	5.0%	62.0%	33.6%	2.0%	43.7%	13.4%

数据来源：中证指数。

三是上市公司整体分红表现较好,科创板公司表现尤为“亮眼”。2022 年,上海主板与科创板上市公司分红总额占境内 A 股市场的 75% 以上,维持其境内 A 股市场分红的主导地位。此外,作为定位高成长特征的市场板块,科创板上市公司分红表现

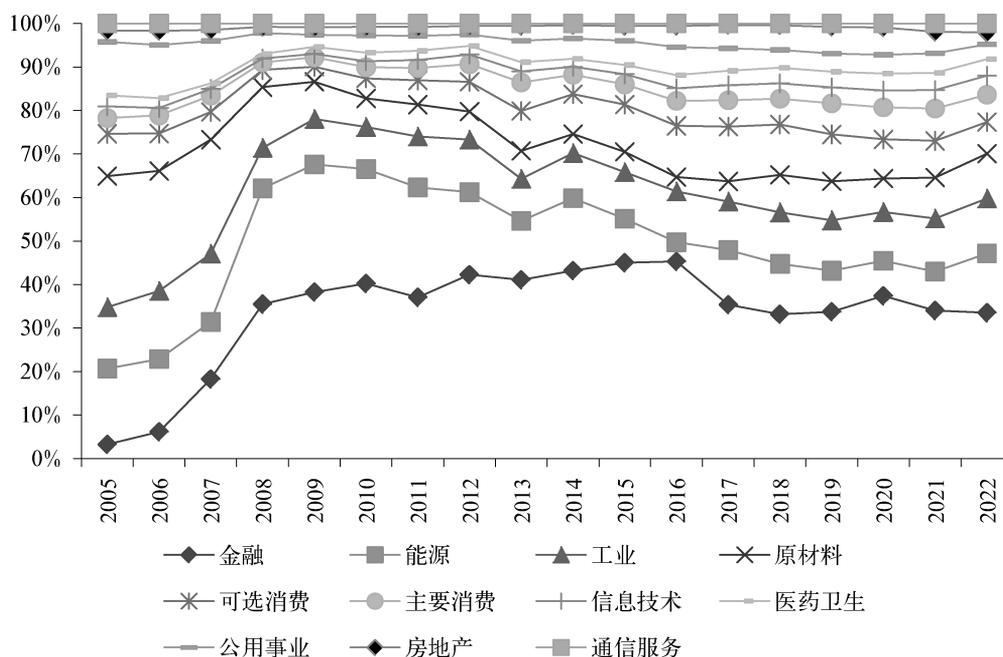
依然“强劲”，尤其在分红连续性与增长性方面，连续3年分红公司数量占比(86%)及连续2年红利增长公司数量占比(34%)在所有板块中排名第一。

表 8 2022 年 A 股各板块分红概况

板 块	2022 年 分红总额 (亿元)	分红 总额 增速	板块内分红 公司数量 占比	平均股 利支 付率	平均股 息率	连续 3 年 分红占比	连续 2 年 红利增长 占比
上海主板	11 973.2	27.4%	73.9%	33.2%	2.8%	62.0%	24.7%
上海科创板	281.9	67.9%	66.5%	22.5%	0.6%	85.7%	34.3%
深圳主板	3 235.0	4.8%	59.4%	32.7%	1.5%	49.1%	17.9%
深圳创业板	703.7	35.9%	67.5%	24.6%	0.5%	51.4%	20.5%

数据来源：中证指数

四是分红总额的行业分布愈加均衡。历史上，A 股市场上市公司现金分红的行业集中度较高，能源、金融行业分红总额占比一度超过 60%。随着市场整体行业

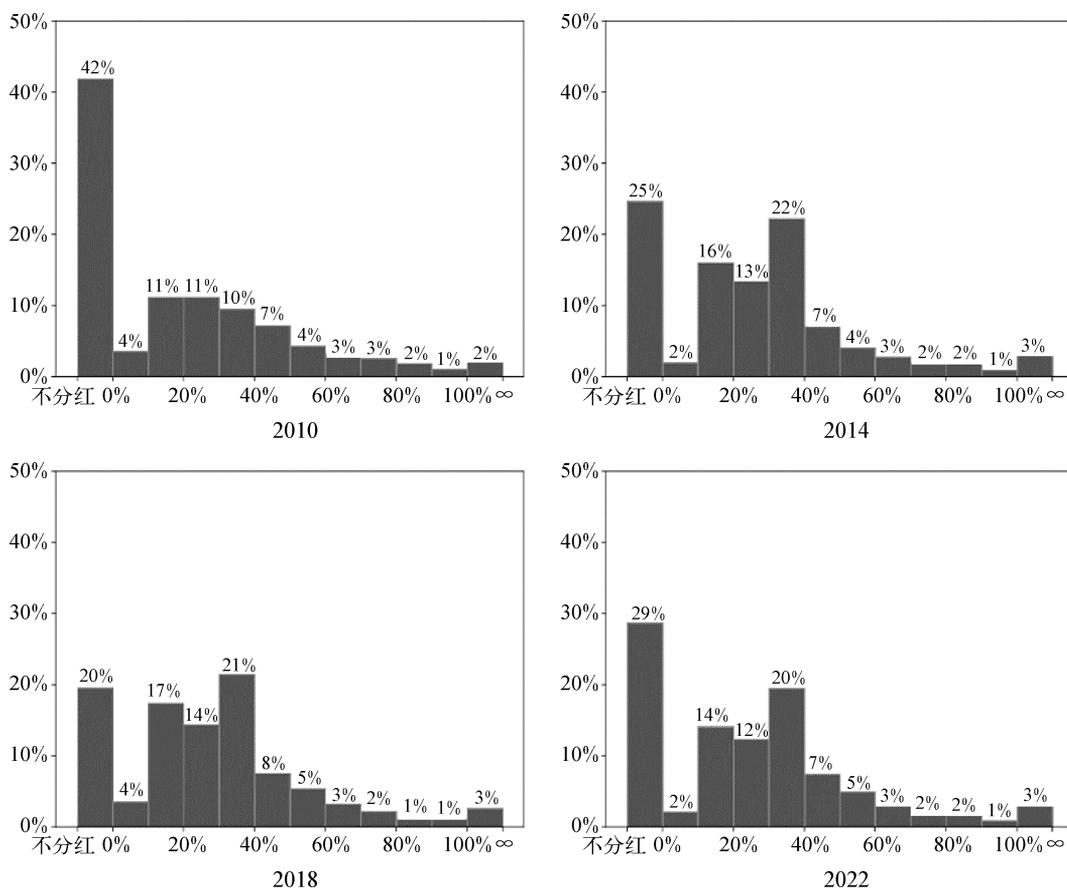


数据来源：中证指数。

图 10 行业分红总额变化历史趋势(基于中证全指)

结构持续优化,消费、医药、信息技术等行业的分红金额占比相应提升。2016 年至 2022 年,一级行业分红金额占比平方和从 25%降低至 17%,反映出 A 股分红的行业分布愈加均衡。

五是境内上市公司分红行为受分红相关政策影响仍较为显著,分红水平的均衡性仍有待改善。受相关政策影响,2013 年后,股利支付率位于 30%—40%区间的上市公司数量占比迅速提升,数值分布呈现一定“扭曲”,且近年来未见明显改善。境内市场分红相关政策(如与再融资挂钩的“半强制”分红政策)的确在一定程度上改善了市场整体分红情况,对境内上市公司良好分红习惯的形成起到促进作用,但也会一定程度影响部分处于成长阶段上市公司的分红决策,使其股利支付率高于真实“分红意愿”,或影响其未来的分红可持续性。



数据来源: 中证指数。

图 11 中证全指样本公司历年股利支付率分布情况

（二）中国香港市场：现金分红水平分化程度进一步加大

2022年,香港市场分红总额为1.22万亿港元,较2021年小幅增长7%。平均股利支付率为34.4%,相较去年无显著变化。过去一年,香港市场平均股息率有所上升,虽年末受估值反弹影响有所回落,但整体股息率水平仍处近年来高位。

表9 2022年、2021年港股上市公司分红基本情况

实际分红年度	分红总额 (万亿港元)	分红总额 增速	分红上市公司 数量占比	平均股利 支付率	平均股 息率
2022年	1.22	7.0%	37.4%	34.4%	3.3%
2021年	1.14	—	39.9%	33.9%	2.2%

数据来源：中证指数。



数据来源：中证指数。

图12 香港300指数股息率近三年走势

2022年中国香港市场上市公司分红表现呈现如下特征：

一是内地企业与香港本地企业分红政策差异较为显著。2022年,内地企业仍是香港市场整体分红的重要支撑,以近一半的上市公司数量,贡献超过75%的分红总额,其中,内地国企更是重中之重,贡献超过50%;香港本地公司分红总额约占全市场的23%。此外,分红政策方面,内地企业倾向采取偏低的股利支付水平,但持续性与增长性均优于香港本地公司;香港本土企业则倾向采取较高的股利支付水平,但持续性尤其是增长性整体弱于内地企业。

表 10 不同注册地上市公司分红总额、分红概率、股利支付率指标比较

上市公司区域	分红总额 (亿港元)	分红 总额 增速	分红上市 公司数量 占比	平均股 利支 付率	平均股 息率	连续 5 年 分红占比	连续 3 年 红利增长 占比
内地企业	8 676.4	6.2%	40.1%	32.5%	3.4%	33.7%	9.1%
其中：国有企业	6 224.0	26.6%	69.7%	34.7%	6.9%	56.1%	18.9%
其他企业	2 452.4	-17.0%	31.5%	26.1%	1.5%	25.2%	5.6%
香港本地企业	2 772.2	2.5%	35.4%	54.4%	3.6%	27.0%	2.9%
其他地区企业	763.4	41.3%	26.3%	33.0%	2.0%	25.0%	4.2%

数据来源：中证指数。

二是上市公司分红集中度较高。香港市场不同市值规模上市公司分红表现差异显著。在 2500 多家上市公司中,市值规模前 50 大上市公司分红总额占比超过 50%,港股通范围^①内上市公司分红总额占全市场约 91%,可覆盖绝大多数高分红上市公司。香港市场上市公司市值规模与分红数量占比、股利支付率、分红连续性与增长性等指标均呈显著正相关关系,且单调性较为明显。

表 11 不同市值规模区间上市公司分红情况

分 组	分红上市公司 数量占比	平均股利 支付率	连续 5 年 分红占比	连续 3 年红利 增长占比
1 000 亿以上	81.7%	33.6%	91.1%	36.2%
100 亿到 1 000 亿	70.9%	37.4%	68.2%	21.1%
50 亿到 100 亿	57.0%	28.7%	62.9%	13.4%
10 亿到 50 亿	49.0%	28.8%	43.5%	6.0%
10 亿以下	21.6%	18.4%	12.5%	1.7%

数据来源：中证指数。

(三) 美国市场：投资需求与上市公司分红政策良性互促

2022 年,美国市场现金分红总额 7 780 亿美元,较上年增长 12.5%。美国上市公

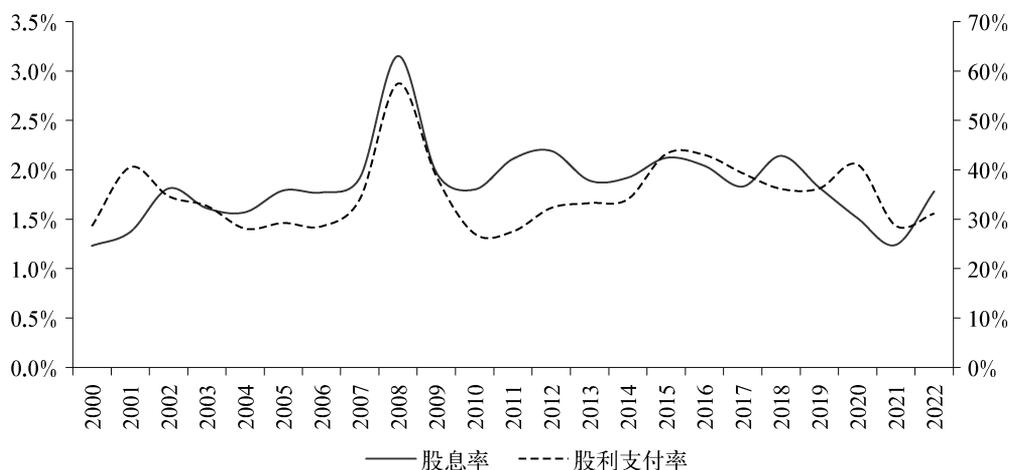
^① 暂不包括外国公司。

司多采用固定每股股利而非固定股利支付率的分红政策,受 2021 年财报净利润大幅提升影响,股利支付率较上年显著下降,平均股利支付率 27.7%,处于近 10 年来低位,平均股息率为 1.6%,较上年有所增长。

表 12 2022 年、2021 年美股上市公司分红基本情况

实际分红年度	分红总额(亿美元)	分红总额增速	分红上市公司数量占比	平均股利支付率	平均股息率
2022 年	7 780.8	12.5%	33.3%	27.7%	1.6%
2021 年	6 917.2	—	32.9%	37.6%	1.3%

数据来源:中证指数,Refinitiv。



数据来源:中证指数,Bloomberg。

图 13 标普 500 指数股息率变化走势

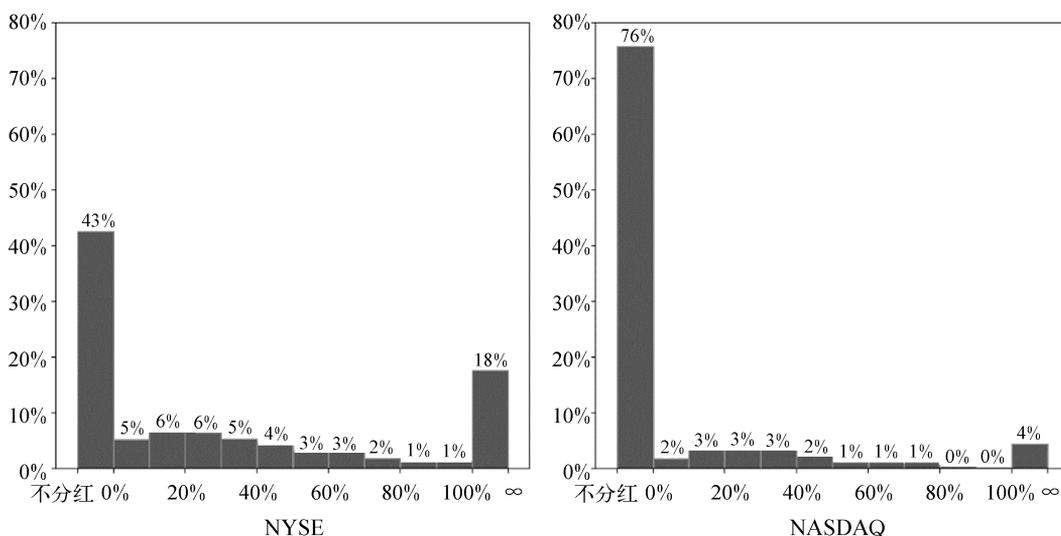
2022 年美国市场上市公司分红表现呈现如下特征:

一是不同板块上市公司分红表现差异较大。因定位差异,纽交所上市公司多处于生命周期成熟阶段,不仅分红总额占全市场近 80%,在分红家数占比、平均股利支付率、分红连续性与增长性方面均显著高于纳斯达克交易所。此外,纳斯达克虽然不分红公司占比较高,分红数量占比与平均股息率较低,但若仅考虑分红上市公司,可发现分红水平与纽交所上市公司类似,股利支付率中枢在 30%至 40%区间内。

表 13 纽交所、纳斯达克分红总额、分红概率、股利支付率比较

市 场	分红总额 (亿美元)	分红 总额 增速	板块内分红 上市公司 数量占比	平均股 利支 付率	平均股 息率	连续 5 年 分红占比	连续 3 年 红利增长 占比
纳斯达克	1 689.3	12.9%	20.7%	17.3%	0.8%	26.8%	15.2%
纽交所	6 091.5	12.4%	56.1%	33.0%	2.2%	63.3%	33.0%

数据来源：中证指数,Refinitiv。



数据来源：中证指数,Refinitiv。

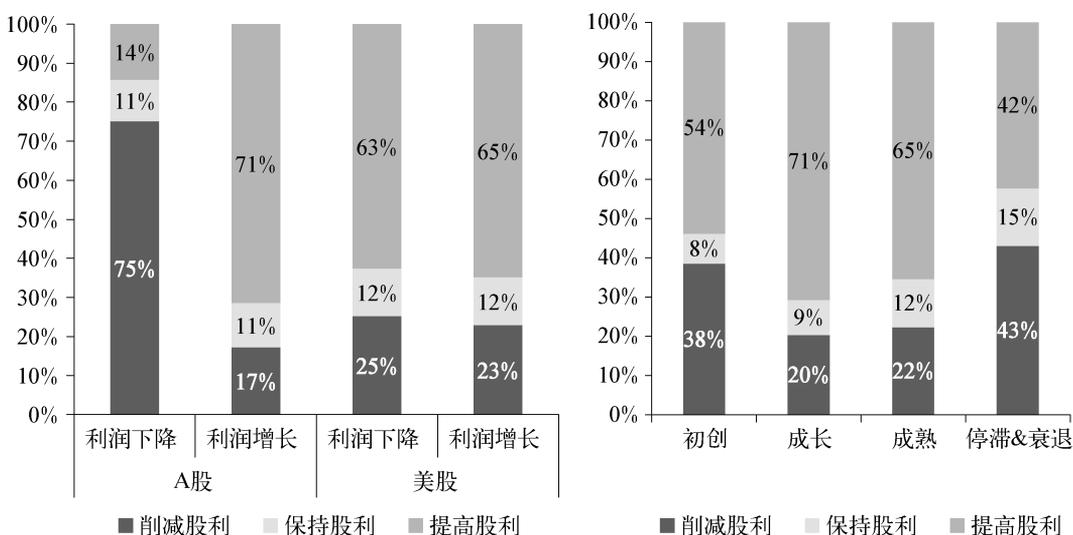
图 14 纽交所、纳斯达克上市公司股利支付率分布对比

二是市场投资理念与上市公司分红行为相互促进,“黏性股利”现象较为明显。John Lintner(1956)^①根据实证研究提出股利局部调整模型(partial adjustment model of dividend policy),认为保持稳定的股利政策有利于向市场传达良好的盈利预期,突然削减股利往往会付出较大代价。为避免向市场传达错误信号,上市公司倾向设置一个稳定的长期分红水平,每年审慎上调该分红水平,避免削减或大幅提升,以确保分红政策的可持续性,该现象又称为“黏性股利”(Sticky Dividends)。同时,投资者通过关注上市公司每股股利的变化情况,对削减股利的上市公司进行规避。该机制经过

^① Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes[J]. The American Economic Review, 1956, 46(2): 97-113.

长期发展,已在美国市场形成了一批分红政策具有鲜明“黏性股利”特征的上市公司。

通过不同情景下的分红方案选择可侧面反映出美国上市公司与我国 A 股上市公司在分红政策方面的较大差异。A 股上市公司倾向保持固定的股利支付率,对于分红水平的跨期波动较不敏感,分红水平往往随着盈利情况的变化而波动,在利润下降情形下,A 股有 75%的上市公司会选择削减股利,仅 14%的上市公司继续提升股利;美国上市公司则倾向采取稳定的每股股利水平,较少受短期盈利波动影响,在利润下降的情形下,仍有 63%的美国上市公司选择继续提高股利,与利润增长情形下的选择无显著差异。相较短期盈利情况,美国上市公司分红政策主要受长期发展阶段的影响,成长阶段上市公司较难削减股利,而停滞或衰退的上市公司更易削减股利。



数据来源: 中证指数, Refinitiv, 仅统计 T-1 年进行现金分红的公司, 为降低分类误差, 对削减或提高股利的判定采取 $\pm 1\%$ 的缓冲区间。

图 15 美国上市公司分红政策受短期利润增减影响相对较小

图 16 美国上市公司分红政策主要受生命周期影响

三、全球红利指数化投资现状及展望

(一) 全球红利指数产品规模再上新台阶, 高股息策略占优

截至 2022 年底, 全球红利策略指数产品规模超过 4 000 亿美元, 是除风格指数外跟踪规模最大的策略指数类型。2022 年, 全球宏观经济环境不确定性增加, 市场波动

加剧,红利策略尤其是高股息策略作为防御属性较强的资产受到更多投资者青睐。以美国 ETF 市场为例,截至 2022 年底,红利 ETF 产品规模较去年逆势增长 18.9%,全年资金净流入超 700 亿美元。

表 14 高股息策略与红利增长策略对比

策略类型	高股息	股利增长
选样条件	连续分红、股息率、股利支付率	连续分红增长、盈利能力、成长性等
加权方式	股息率	市值、等权、其他因子
市盈率	低	适中
股息率	大于 3%	1%—3%
行业分布	能源、金融、房地产、原材料、公用事业等	工业、原材料、金融、主要消费、医疗、工业、信息技术等

数据来源:中证指数。

从细分策略类型来看,境外红利策略可大致分为高股息策略和红利增长策略两种细分策略类型。高股息策略即传统红利策略,以提高股息率因子暴露为目标,主要选取股息率较高的证券作为投资组合;红利增长策略则更侧重考察上市公司分红水平的连续性和增长的稳定性,并不过度追求股息率因子暴露,多采用等权加权或分红总额加权,相较于高股息策略,成长性更强。早期红利指数产品多以高股息策略为主,2006 年以来,红利增长产品开始涌现,起初资产规模相对较小,但金融危机后全球证券市场成长风格持续走强,红利增长策略规模随之扩大,目前在红利指数产品中占据了约 1/3 的市场份额,目前全球规模最大的红利 ETF 即 Vanguard 发行的股利增长 ETF(VIG)。

高股息策略凭借其低估值属性在市场波动下显现出更强的风险抵御能力,产品规模占比有所回升。2022 年,前 15 大红利 ETF 中,高股息策略产品规模占比 61%,红利增长策略产品占比 39%。近两年,全球加息周期背景下,成长风格相对承压,传统高股息策略产品重回投资者视野。以美国 ETF 市场为例,在 2022 年美国市场资金净流入前 10 的红利 ETF 中,8 只为高股息策略产品,红利增长策略产品仅占 2 席。

(二) 境内红利指数化投资规模快速增长,策略日趋多元化

与全球发展情况一致,境内红利指数化投资近两年亦呈较快发展态势。截至

2022 年底,境内红利指数基金总规模^①约 365.8 亿元,过去两年年化增速约 20%。从细分策略来看,境内规模排名靠前的红利指数产品仍以较早成立的高股息策略产品为主,但策略多样化程度有所提升。近年来,红利多因子、行业红利等细分类型产品积累了一定市场需求,传统高股息策略产品规模占比由去年的 86% 小幅降至 83%,境内红利指数化投资生态逐步朝着多元化方向发展。

展望未来,随着长期资金占比提升,上市公司分红水平与分红质量持续改善,长期投资、价值投资及理性投资理念不断深入人心,境内市场红利指数及指数化投资创新发展依然可期。以中证指数公司为例,截至 2022 年底,中证指数公司共管理逾 70 条红利指数,体系较为完善,除传统高股息指数系列外,还提供红利增长、红利低波、红利质量、高股息 ESG 等多种细分策略红利指数,区域覆盖沪深港三地市场。此外,在 2022 年,一方面,为强化指数分红持续性特征,提高投资容量,与时俱进地修订了上证红利与中证红利指数系列;另一方面,为丰富价值投资生态,创新研发了红利增长指数系列,为不同风险偏好投资者提供差异化投资与分析工具,助力境内红利指数与指数化投资创新发展。

^① 不包括 ETF 联接产品。