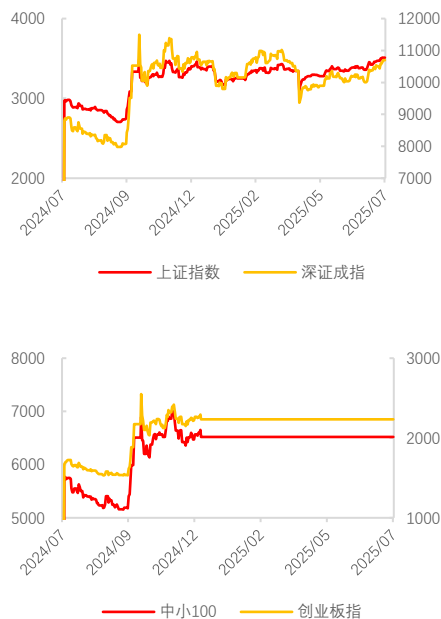


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子奎
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《关键节点将近，A 股或震荡消化涨幅》
- 2025. 07. 07

策略观点

红利研究（1）：为什么是银行？终点又在何处

● 投资要点

1. 为什么红利股能持续上涨？

一个反直觉的结论，投资回报率走低的低利率环境有利于红利估值上移。红利股策略也可以视为一个类债策略，于是我们可以把红利股息的一部分视为债券的利息，另一部分是持有股票这一高风险高波动资产相对持有债券所要求的补偿。即可将红利股的股息率写作：

红利股股息率=无风险利率+本金风险补偿+股债差异补偿

社会整体的投资回报率走低后出现流动性陷阱，红利股的高股息对于深陷债权类资产荒的资金而言是一个不可多得的回报来源，信用利差的极致收窄使得红利股在跨资产比较中显示出了极强的性价比。

2. 为什么红利中表现最好的是银行？

银行在红利股中表现最为突出的原因在于其最能满足红利股估值时的永续增长股利假设。银行的商业模式决定了其未来净利润和现金流的稳定性，长久以来积累的大额未分配利润成为银行未来股利分配的安全垫。对比之下，煤炭等其他主要红利股行业当下受到了行业周期下行的影响，已不能再保证永续增长股利的假设。

3. 银行行情的终点将在何处？

对红利股的股息率进行拆解的核心思想是红利股在一定程度上属于类债资产，其现金分红的一部分带有利息性质，那么就可以将其和共同发行主体的债券构建起收益率的“均值-方差”联系。具体的，股息率可以进一步写成以下形式，其中股债差异补偿是用来判断股息率是否合意的目标：

红利股股息率=无风险利率+经波动率调整的债券风险补偿+股债差异补偿

从历史数据来看，可以将 1% 视作银行指数股债差异补偿的临界值，即 >1.5% 认为银行股可以获得超额收益。当前银行指数的股债差异补偿为 1.92%，若股债差异补偿完全因银行指数上涨而消化，则对应银行指数的静态股息率从 4.87% 下降至 3.95%，可得在此估值方法下银行指数预期仍有 9.43% 的上涨空间。但考虑到万得指数股息率算法采用 TTM 法，工商银行和农业银行近期即将实施的年末分红将抬升银行指数股息率，经过调整后的预期上涨空间为 15.1%。

● 风险提示：

经济复苏超预期，经济政策力度超预期等。

目录

1 为什么红利股能持续上涨?	4
2 为什么红利中表现最好的是银行?	8
3 银行行情的终点将在何处?	10
4 风险提示.....	12

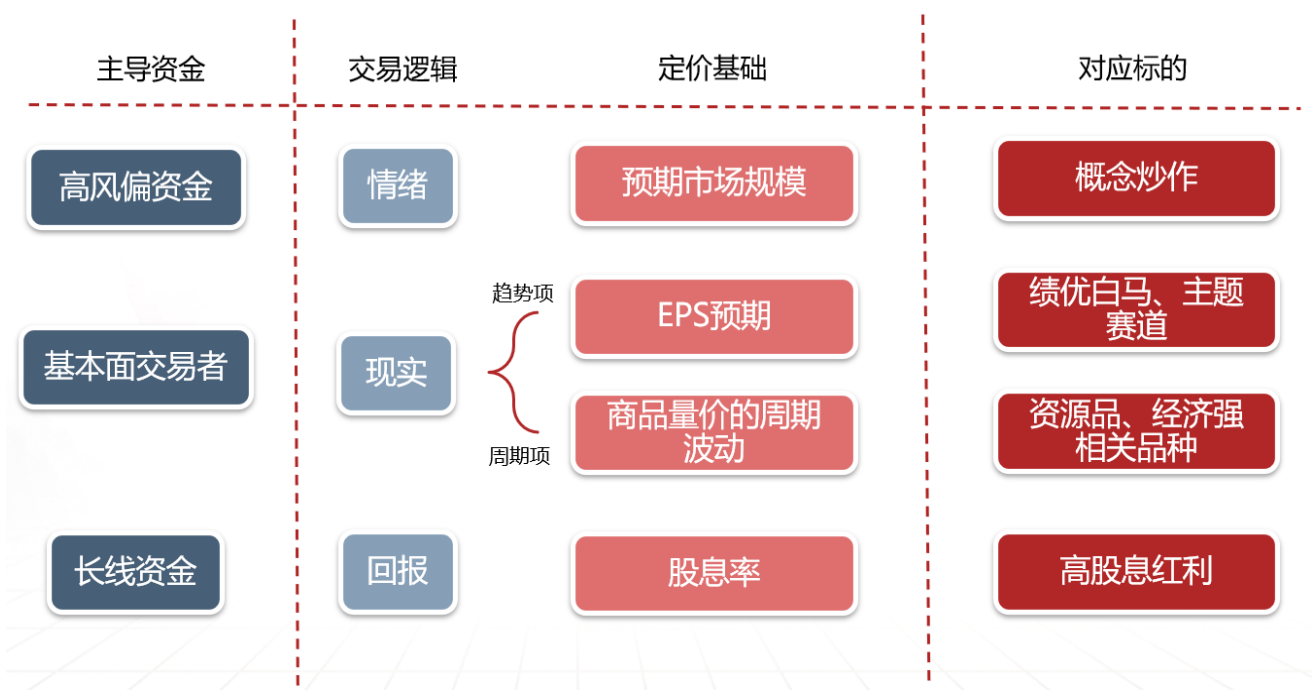
图表目录

图表 1: A 股不同交易逻辑下对应的交易模式.....	4
图表 2: 成长风格/万得全 A 和 10 年期国债收益率 (%)	5
图表 3: 银行/万得全 A 和 10 年期国债收益率 (%)	5
图表 4: PPI 及规上工业企业利润总额增速 (%)	6
图表 5: 万得全 A 归母净利润及营业收入同比增速 (%)	6
图表 6: 居民净存款及超额净存款 (亿元)	6
图表 7: 个人投资者持有权益类资产规模变化 (亿元)	6
图表 8: 红利指数与万得全 A 股息率差异 (%)	7
图表 9: 同期国债与 AAA 企业债信用利差 (%)	7
图表 10: 红利指数现金分红 (亿元) 及股利支付率 (%)	8
图表 11: 2024 年高分红行业现金分红及净利润同比 (%)	8
图表 12: 红利指数现金分红 (亿元) 及股利支付率 (%)	9
图表 13: 2024 年高分红行业现金分红及净利润同比 (%)	9
图表 14: 红利指数现金分红 (亿元) 及股利支付率 (%)	9
图表 15: 2024 年高分红行业现金分红及净利润同比 (%)	9
图表 16: 煤炭行业未分配利润 (亿元) 及同比增速 (%)	10
图表 17: 银行行业未分配利润 (亿元) 及同比增速 (%)	10
图表 18: 银行指数股债差异补偿 (%) 及相对万得全 A 走势	11

1 为什么红利股能持续上涨？

红利股背后是市场主导资金注重回报的交易逻辑。如图 1 所示，A 股行情可以按照交易逻辑简单分类为交易情绪、现实和回报的 3 中模式，其中交易回报的模式是市场在缺乏情绪刺激和现实基础下的选择，对应的标的显然就是高股息的红利股。

图表1： A 股不同交易逻辑下对应的交易模式



资料来源：中邮证券研究所

一个反直觉的结论，投资回报率走低的低利率环境有利于红利估值上移。一般情况下，市场分析都会认为低利率环境有利于成长股，并且从长期实证来看也确实如此。如图 2 所示，在 2016 年至 2023 年三季度之间，成长风格的相对收益和 10 年期国债收益率有着显而易见的负相关性。但是这一负相关性从 2023 年四季度开始转变为持续的正相关性，直到 2024 年 9.24 行情的启动才重回负相关性。与此同时在图 3 中也能观察到，从 2023 年四季度开始红利股中银行的相对收益和 10 年期国债收益率之间出现明显的负相关性。此处应当有不少读者意识到了一个问题“2023 年四季度开始究竟发生了什么，使得资金在没有情绪和现实可交易的情况下选择去买红利股，而不是投入风险更低的债权类资产？”。原因

在于：社会整体的投资回报率走低后出现流动性陷阱，红利股的高股息对于深陷
债权类资产荒的资金而言是一个不可多得的回报来源。

图表2：成长风格/万得全A和10年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

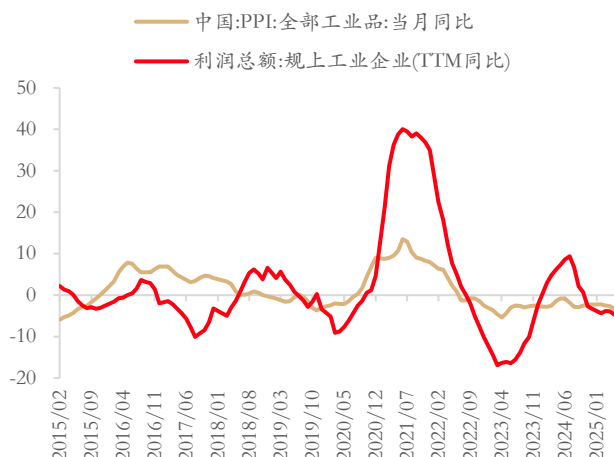
图表3：银行/万得全A和10年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

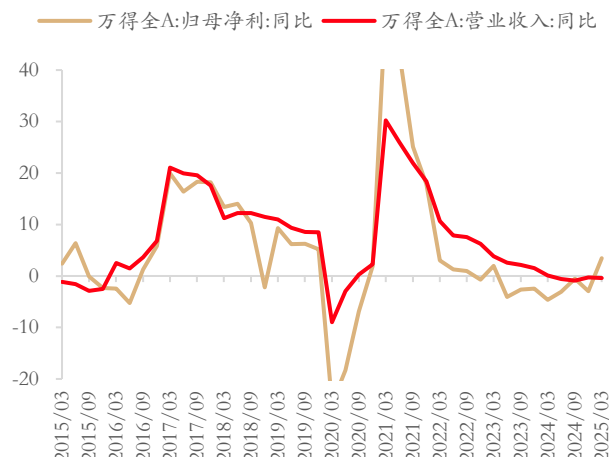
企业盈利难度上升使得A股无法做现实交易。如图4所示，我国PPI自2022年10月以来已连续33个月录得负值，这也就意味着工业企业的盈利难度上升，规上工业企业的利润总额TTM也同步转向了趋势性的负增长。再具体到A股层面，上市公司整体营业收入和归母净利增速的走低趋势也相对明显，至2025年一季报万得全A指数营业收入已连续4个季度负增长。于是A股缺乏做现实交易的基础，不管是偏向于趋势交易以EPS预期为定价基础的绩优白马和主题赛道，还是以商品量价的周期波动为定价基础的资源品和顺周期品种，都很难说服基本面交易者去相信基本面改善的逻辑。

图表4: PPI 及规上工业企业利润总额增速 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表5: 万得全 A 归母净利润及营业收入同比增速 (%)

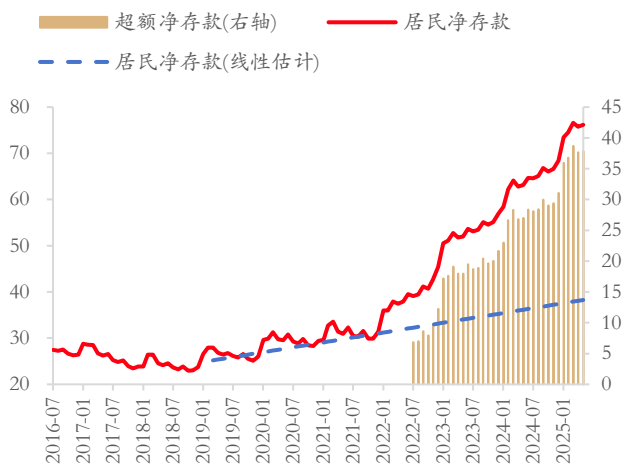


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

同时居民资产负债表调整没有结束, 没有足够增量资金涌向股市形成情绪市。

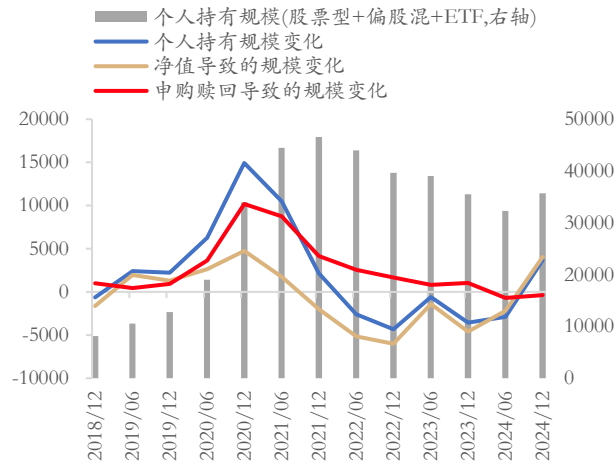
在楼市调整和居民对未来展望低迷的共同作用下, 国内居民自 2022 年展现出了明显的超额储蓄倾向, 并且目前还没有出现缓和迹象。居民资产负债表调整带来的伴生影响是股权类资产配置比重的下降, 以居民持有的股票型、偏股混合型和指数型基金来统计, 我国居民在 2021 年房价见顶居民资产负债表衰退后对权益类基金的配置热情明显降低, 在最近两个报告季中还出现了净赎回的现象。在此大背景下, A 股始终缺乏足够的增量资金来完成情绪市的正反馈, 9.24 行情后观察到的融资盘快速净流入在今年 4 月就已停止。

图表6: 居民净存款及超额净存款 (亿元)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表7: 个人投资者持有权益类资产规模变化 (亿元)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

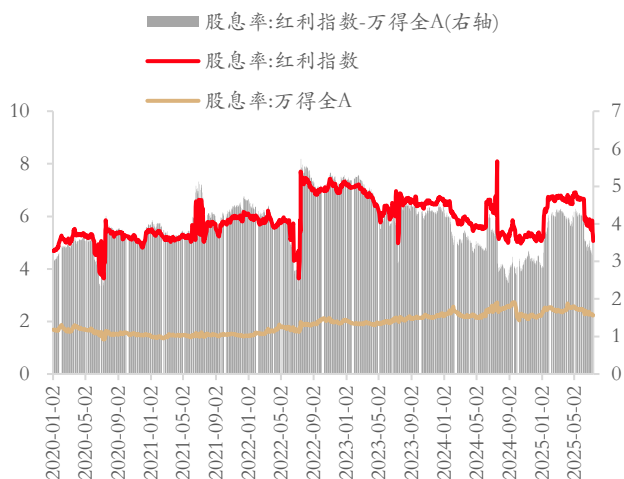
以上两点虽然能解释为什么 A 股没有出现现实交易和情绪交易的行情，但还是没有回答为什么 A 股会出现注重回报交易带来的红利行情。针对这个问题，在 2025 年度策略《钟摆的回荡》中就已给出答案：**信用利差的极致收窄使得红利股在跨资产比较中显示出了极强的性价比。**

红利股策略也可以视为一个类债策略，于是我们可以把红利股股息的一部分视为债券的利息，另一部分是持有股票这一高风险高波动资产相对持有债券所要求的补偿。即可将红利股的股息率写作：

$$\text{红利股股息率} = \text{无风险利率} + \text{本金风险补偿} + \text{股债差异补偿}$$

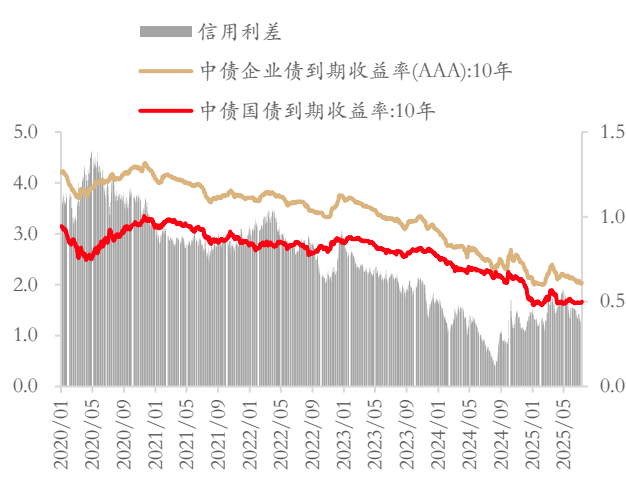
其中股债差异补偿部分是红利股性价比的体现，只有当股债差异补偿能够满足投资者承担更多波动所要求的回报时，投资者才有动力去买入红利股。似乎这需要红利股的股息率进一步提高，但这忽略了来自债券端收益率变动的影响，在 2023 年四季度开始促使红利股性价比提升的核心原因实际是债券信用利差的快速收敛。如图 8 所示，在红利股持续占优的过程中实际能观察到红利指数的股息率不断下行，这显然违背只因股息率而买入红利股的假设。而在图 9 中，显然能观测到与红利股占优同期发生的信用利差极致收窄。

图表8：红利指数与万得全 A 股息率差异 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：同期国债与 AAA 企业债信用利差 (%)



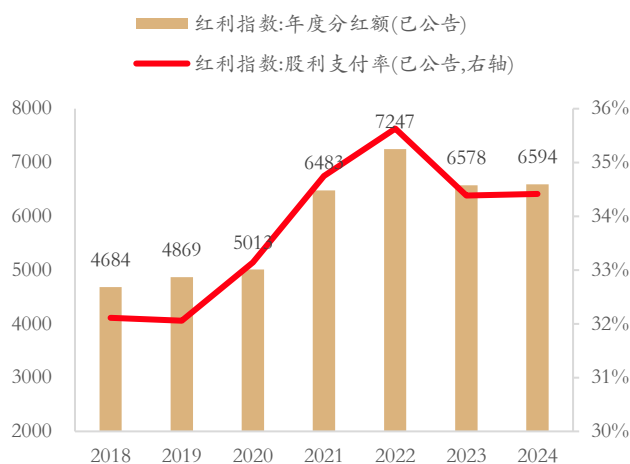
资料来源：Wind，中邮证券研究所

于是，在此就完整说明了自 2023 年四季度以来红利股持续占优的定价逻辑，是投资回报率走低的低利率环境导致红利股在跨资产比较时拥有了较高的性价比，这也解释了为什么近年来降息利好红利的反常现象。

2 为什么红利中表现最好的是银行？

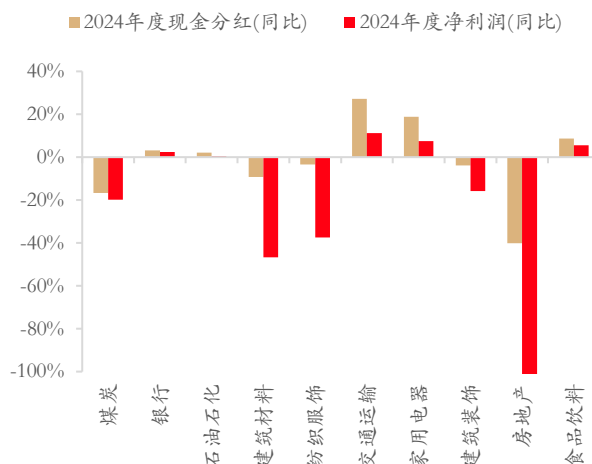
至此可以开始讨论第二个问题，红利中为什么表现最好的是银行？在中邮策略 2024 年 5 月发布的报告《风格思辨(2)：大象起舞》中已明确指出当时红利资产将出现分化，原因在于部分红利股的永续增长股利假设遭遇挑战。在上一章中提出了基于股债比较视角的红利股估值方法，其中暗含的一个基础假设就是红利股的股息能像债券的票息一样提供稳定现金流。但这显然是一个理想化假设，实际上红利股的股息发放也是会出现波动的。如图 10 所示，红利指数的总分红额和股利支付率实际在最近两个财年均出现了下降，又如图 11 所示，高分红行业 2024 年度的现金分红增速出现明显分化，和各自行业的净利润增速保持了较高的一致性。

图表10：红利指数现金分红(亿元)及股利支付率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

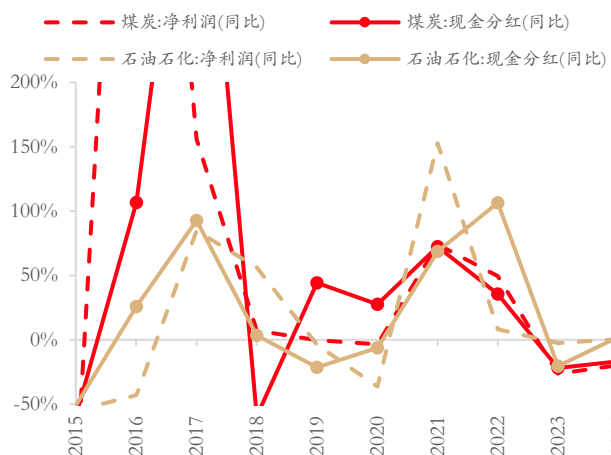
图表11：2024 年高分红行业现金分红及净利润同比(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

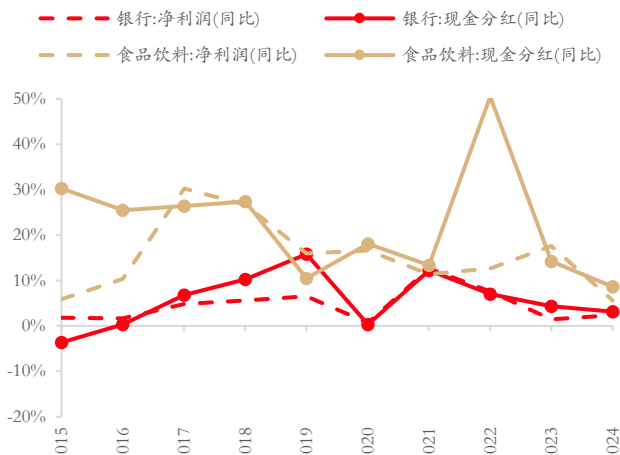
如图 12-15 所示，从长期来看各个行业的现金分红同比增速和当年的净利润同比是同向变动的。如果按照永续增长股利的角度去考察目前的高分红行业，其实仅银行、食品饮料和家用电器满足这一标准。目前分红率最高的煤炭在除 2019-2020 年股息支付率从 35% 上升至 65% 的特殊时期外，实际现金分红和净利润也保持着高度一致走势。

图表12：红利指数现金分红(亿元)及股利支付率(%)



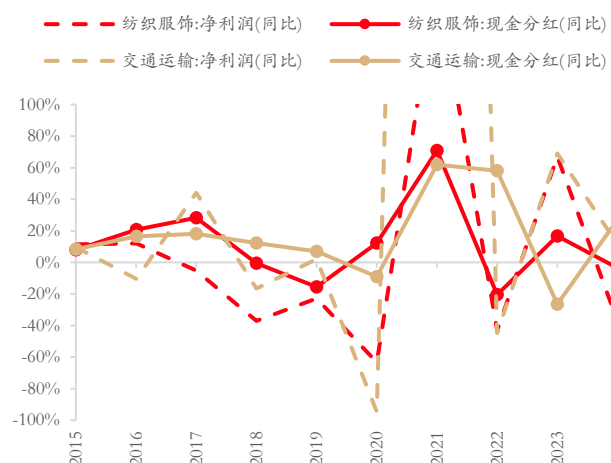
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：2024 年高分红行业现金分红及净利润同比(%)



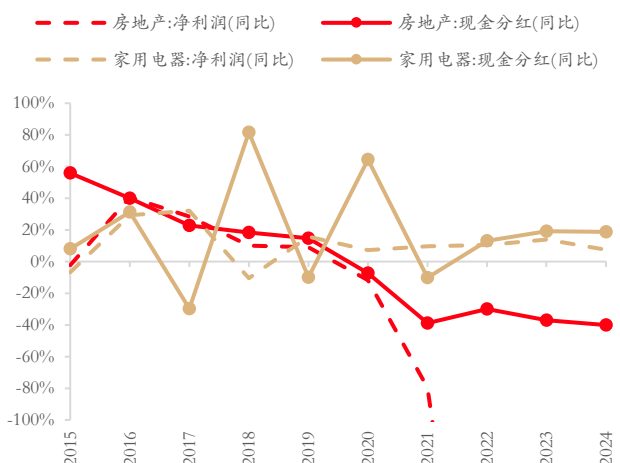
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表14：红利指数现金分红(亿元)及股利支付率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

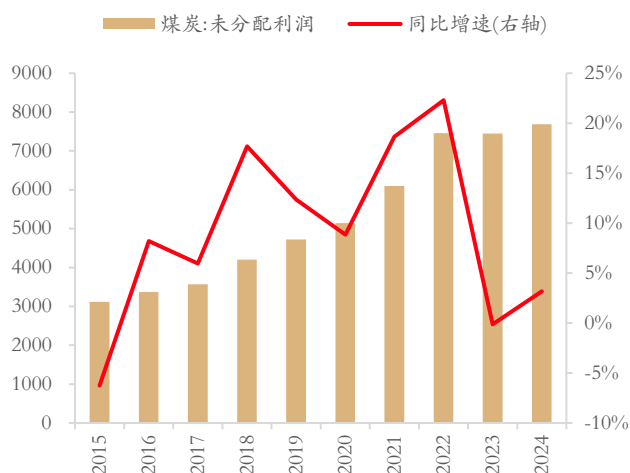
图表15：2024 年高分红行业现金分红及净利润同比(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

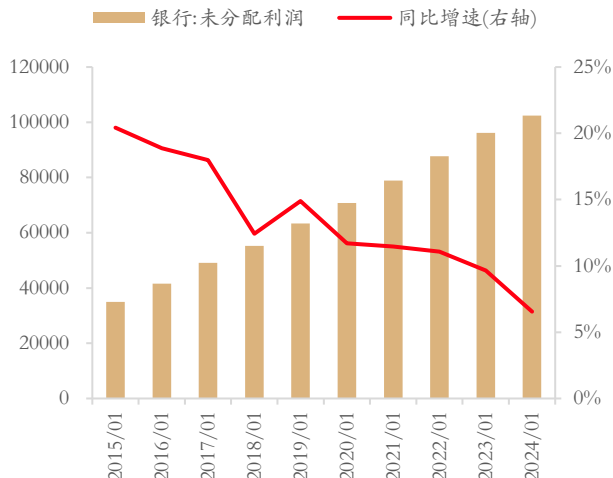
未分配利润是考察永续增长股利假设能否成立的重要指标。如图 16-17 所示，在两个最主要的红利行业中，银行的未分配利润依然保持了稳定上涨，而煤炭在 2023 年度后未分配利润实际增速大幅下降，这也就对其未来持续增长股利带来了不确定性。在实际的市场定价下，处在下行周期并且缺乏未分配利润作为安全垫保护的煤炭在 2024 年以来的涨幅要远逊于银行。

图表16：煤炭行业未分配利润(亿元)及同比增速(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表17：银行行业未分配利润(亿元)及同比增速(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

总而言之，银行在红利股中表现最为突出的原因在于其最能满足红利股估值时的永续增长股利假设。银行的商业模式决定了其未来净利润和现金流的稳定性，长久以来积累的大额未分配利润成为银行未来股利分配的安全垫。

3 银行行情的终点将在何处？

当下相比银行为什么上涨，银行还能涨多少显然是一个更重要的问题，对此可以使用第一章中所提到的股债差异补偿模型来对银行股进行估值。对红利股的股息率进行拆解的核心思想是红利股在一定程度上属于类债资产，其现金分红的一部分带有利息性质，那么就可以将其和共同发行主体的债券构建起收益率的“均值-方差”联系。具体的，股息率可以进一步写成以下形式：

$$\text{红利股股息率} = \text{无风险利率} + \text{经波动率调整的债券风险补偿} + \text{股债差异补偿}$$

其中股债差异补偿是用来判断股息率是否合意的目标，那么经波动率调整的债券风险补偿就是整个求解过程中的关键。通过银行债净价指数年收益率的波动率可以得到其风险补偿，由于银行债和银行股的发行主体大致相同，因此可以使用银行指数的预期波动率进行调整。大致过程如下：

(1)以银行债净值指数年收益率计算得到其波动率 σ_0

(2)计算 10 年期银行债（AAA、AAA-）和 10 年期国债收益率的差值 Δr_0 ，以此

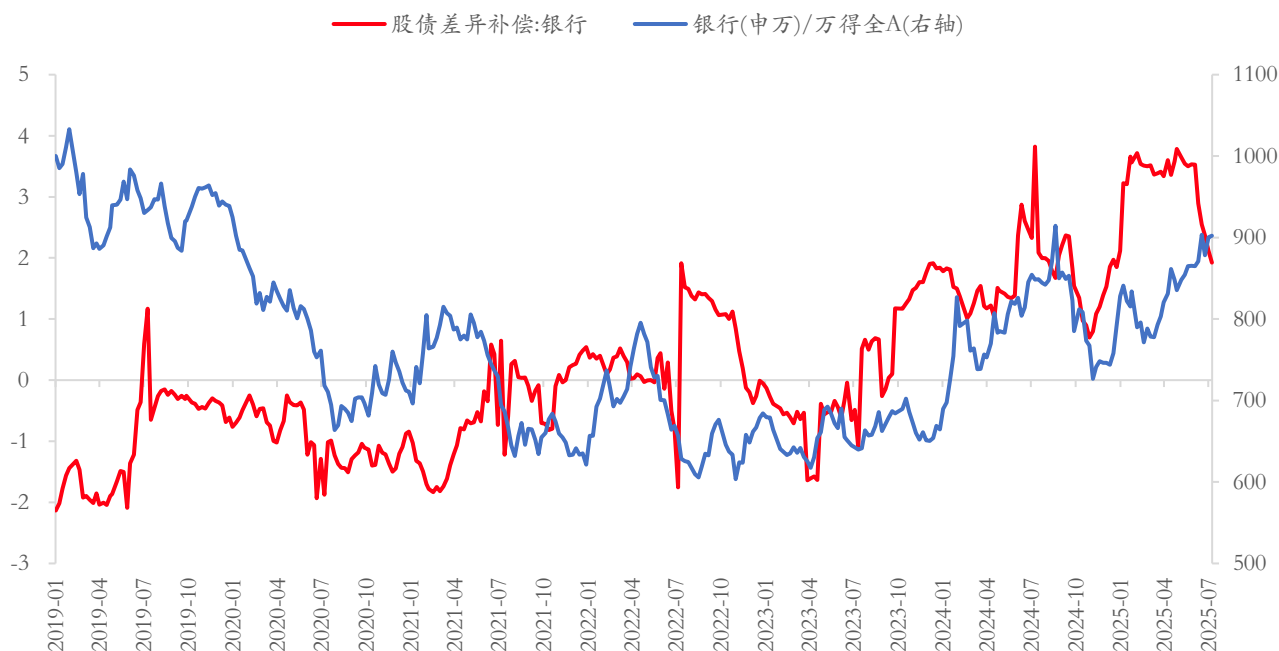
得到银行债对波动率的风险补偿 $\frac{\Delta r_0}{\sigma_0}$

(3)计算上证 50 的预期波动率（期权方差互换法），并根据历史关系得到银行指数的预期波动率 σ_1

(4)计算得到银行指数的风险补偿 $\sigma_1 * \frac{\Delta r_0}{\sigma_0}$

如图 18 所示，基于上述方法可以获得银行指数的股债差异补偿。在 2023 年四季度的信用利差极值收窄之前，银行指数的股债差异补偿长期为负，也就意味着银行股相对于同一发行主体的银行债并没有给足足够的波动补偿，因此相比之下更应该买入银行债。在信用利差收窄之后，银行股的股债差异补偿终于转为正值，也就开启了持续至今的银行股牛市。

图表18： 银行指数股债差异补偿（%）及相对万得全 A 走势



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

股债差异角度下，银行指数仍有 15.1% 上涨空间。从历史数据来看，可以将 1% 视作银行指数股债差异补偿的临界值，即 $>1.5\%$ 认为银行股可以获得超额收益。当前银行指数的股债差异补偿为 1.92%，若股债差异补偿完全因银行指数上涨而消化，则对应银行指数的静态股息率从 4.87% 下降至 3.95%，可得在此估值方法下银行指数预期仍有 9.43% 的上涨空间。但考虑到万得指数股息率算法采用 TTM 法，工商银行和农业银行近期即将实施的年末分红将抬升银行指数股息率，经过调整后的预期上涨空间为 15.1%。

4 风险提示

经济复苏超预期，经济政策力度超预期等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048