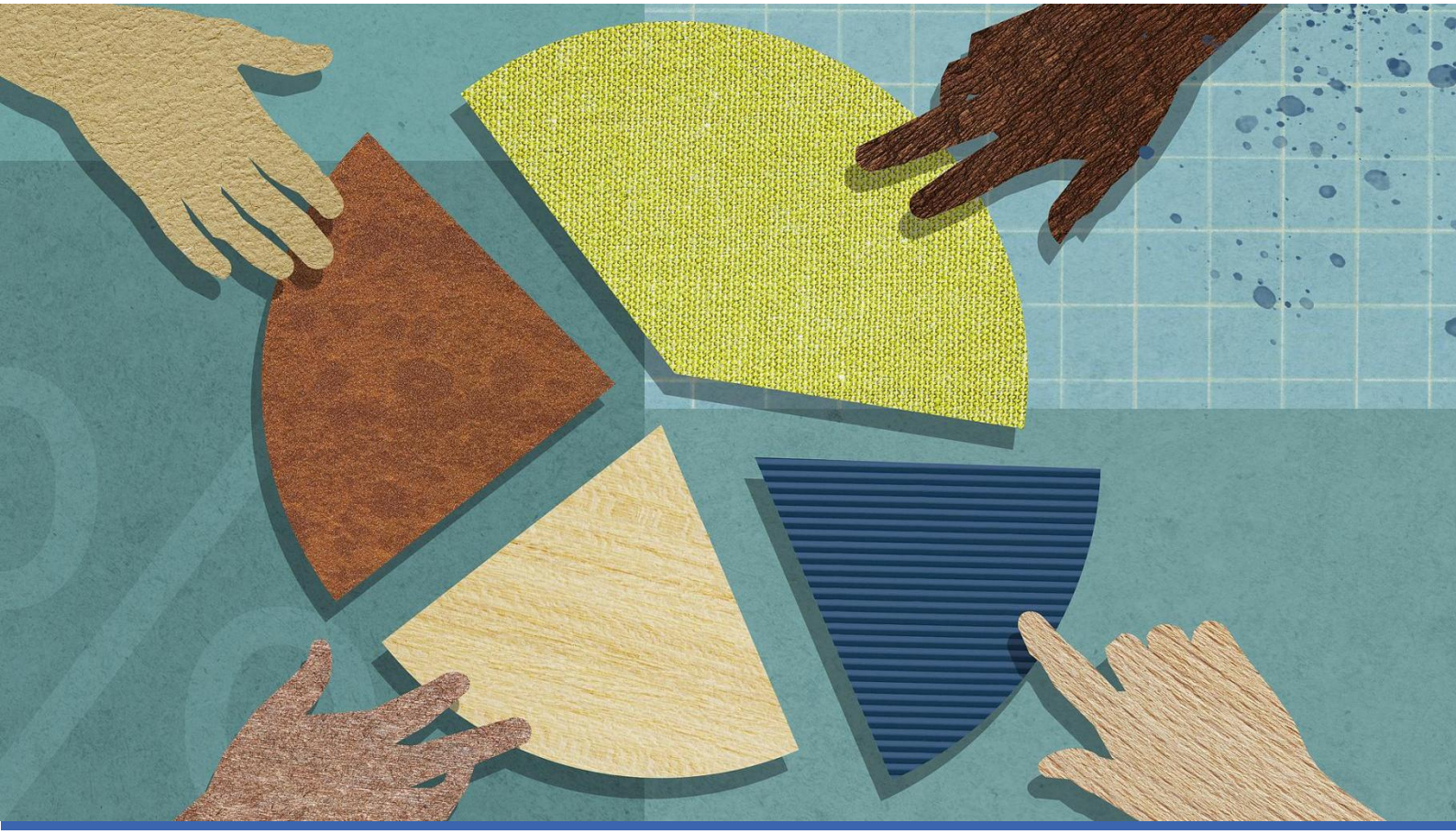
下载日志已记录，仅供内部参考

中国银河证券 | CGS



分红、回购：定价逻辑与市场回响

——资本市场投融资改革系列（一）

分析师：吴京

下载日志已记录，仅供内部参考

分红、回购：定价逻辑与市场回响

——资本市场投融资改革系列（一）

2026 年 09 月 08 日

核心观点

- **政策逻辑：**“十五五”规划纲要强调：“持续深化资本市场投融资综合改革，增强资本市场制度包容性、适应性，提高直接融资比重。”提高股东回报（分红、回购等）是完善资本市场投融资改革的重要一环，有助于促进 A 股投融资功能协同发展，增强投资者获得感。

- **定价逻辑：（1）分红：上市公司现金分红本身不直接创造价值，其股价效应主要来自信号传递和代理成本下降。**MM 定理认为，基于完美资本市场的假设，公司分红政策对投资者决策应无任何实质影响。换言之，分红并不必然推动股价上涨。但现实经验证据表明，公司分红与其股价上涨呈现一定正相关，即市场上存在“股利之谜”。针对这一现象，有学术研究认为可以用信号理论和委托-代理理论来解释部分原因。信号理论认为，管理层拥有企业内部私有信息，公司通过持续、稳健的分红向市场传递“现金流稳定、经营状况良好以及管理层对长期业务发展前景具有信心”的积极信号，进而增加投资者的持有信心。委托-代理理论认为，上市公司定期分红能够减少管理层可自由支配的内部现金流，从而约束内部人的不当自利行为，降低代理成本，改善公司治理水平。**（2）回购：回购注销通过改善上市公司 EPS 和 ROE，缓解股价下跌压力。**相较于现金分红，回购对股价的提振作用通常更为直接。若回购股份最终用于注销，公司总股本和净资产将相应减少，在盈利稳定场景下，能够提高 EPS 和 ROE。由于 EPS 和 ROE 是衡量上市公司盈利能力、资本使用效率、核心经营质量的重要指标，其改善有助于提升市场对公司基本面的认可。

- **实施情况与市场回响：**

- **分红：（1）A 股现金分红规模呈上升趋势，有望持续。**2020-2025 年，A 股市场实施分红公司数量从约 2500 家增至超过 3600 家，分红总额由 1.3 万亿元稳步增至近 2.5 万亿元。2025 年，A 股市场股利支付率升至 44.84%，已高于 OECD 报告统计的全球中位数 41%。**（2）分红主体结构改善。**分企业性质看，央国企构成分红的稳定底盘。分行业看，金融板块表现强劲，TMT 等行业也随着盈利能力改善开始成为边际推动力量。**（3）红利长期回报占优，市场低迷时更具韧性。**红利策略累计收益率达到 132.79%，年化收益率为 8.73%，明显高于 60%股与 40%债组合的 69.28%和 5.35%，夏普比率同样更胜一筹，在市场表现较弱阶段展现出更强的韧性。

- **回购：（1）A 股上市公司回购规模明显提升。**2020-2025 年，回购总金额从 750 亿元增长至超 1400 亿元，实施回购的公司数量从不足 400 大幅增至超 1000 家。**（2）A 股上市公司回购具有一定逆周期稳市作用。**回购公告发布后普遍能对股价形成一定支撑。其中，以维护公司价值及股东权益、市值管理为目的的回购，股价提振效果更为明显；以盈利补偿、股权激励或员工持股计划、股权激励注销为目的的回购，市场反应则相对较弱。

分析师

吴京

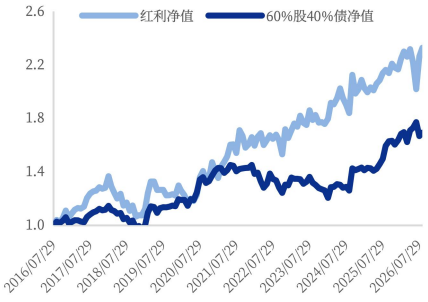
☎：010-8092 7767

✉：wujing_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080001

研究助理：郝安琪

红利组合与股债组合净值对比



数据来源：iFinD，中国银河证券研究院

风险提示

1. 政策落实不及预期风险
2. 政策理解不到位的风险

下载日志已记录，仅供内部参考

目录
Catalog

一、 政策与定价逻辑 3
（一）政策逻辑：投融资相协调的改革逻辑 3
（二）定价逻辑：分红、回购如何创造价值？ 5
二、 实施情况与市场回响 6
（一）现金分红：总量改善且底盘稳定，长期回报占优 6
（二）股票回购：活跃度提升，主动注销回购稳市效果更优 9
三、 风险提示 11

下载日志已记录，仅供内部参考

近年来我国围绕提高上市公司股东回报（分红、回购等）的相关制度安排持续完善、政策工具不断丰富，上市公司分红与回购成为资本市场制度建设的重要内容。**背后的政策逻辑和资产定价逻辑是什么？上市公司分红与回购的实施成效及市场反应如何？**围绕上述问题，本文系统梳理相关政策与理论逻辑，评估分红和回购的实施效果，并进一步研判相关资产的后续表现。

一、政策与定价逻辑

（一）政策逻辑：投融资相协调的改革逻辑

“十五五”规划纲要强调：“持续深化资本市场投融资综合改革，增强资本市场制度包容性、适应性，提高直接融资比重。”提高股东回报（分红、回购等）是完善资本市场投融资改革的重要一环，促进 A 股投融资功能协同发展，增强投资者获得感。近年来，相关制度安排持续完善、政策工具不断丰富（表 1）。

表 1：上市公司分红、回购的相关制度安排持续完善、政策工具不断丰富

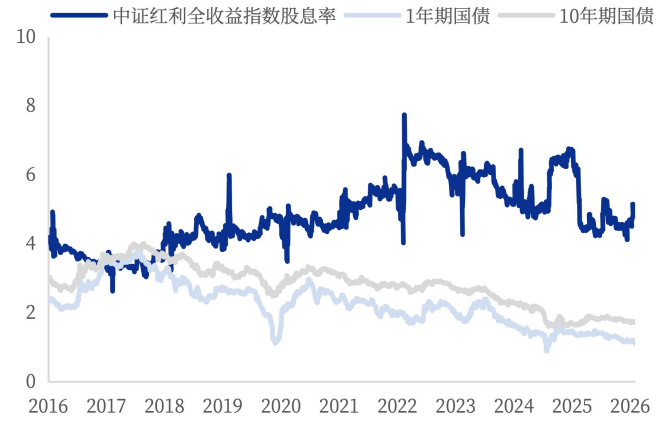
时间	政策/文件	主要内容
2005 年 6 月	《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》	上市公司可以进行流通股回购，中国公开市场股票回购正式开启。
2018 年 10 月	《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》	为完善回购股份制度、丰富股份回购情形、简化实施回购决策程序、建立库存股制度提供了法律依据。
2019 年 12 月	《中华人民共和国证券法》	首次从法律高度明确上市公司税后利润分配义务,规定了上市公司要以现金分红的方式向投资者分配红利，将是未来资本市场常态化分红机制的重要依据。
2023 年 12 月	《上市公司股份回购规则》	放宽回购条件，健全回购约束机制。
2023 年 12 月	《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》	鼓励公司在章程中制定明确的分红政策，稳定投资者分红预期，对不分红、财务投资规模较大但分红比例不高的公司，通过强化披露要求督促分红；便利公司中期分红实施程序，鼓励公司增加现金分红频次；加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理分红。
2024 年 4 月	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	明确提出“引导上市公司回购股份后依法注销”“强化上市公司现金分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。推动一年多次分红、预分红、春节前分红。”
2024 年 5 月	《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及相关配套规则	进一步规范大股东特别是控股股东、实际控制人的减持行为。
2024 年 7 月	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	明确提出“完善上市公司分红激励约束机制”。
2024 年 10 月	中国人民银行设立股票回购增持再贷款	设立股票回购增持再贷款，为上市公司和主要股东回购、增持股票提供政策支持。
2025 年 3 月	《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2025 年修订）》	进一步明确章程须载明分红条件、最低比例，强化对“有能力不分红”公司的披露约束。
2026 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》（“十五五“规划纲要）	明确提出“多渠道增加城乡居民财产性收入，健全上市公司分红激励约束机制”。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

提高上市公司股东回报具有一定的现实必要性。一方面，国内低利率环境下，红利类资产具备较好的中长期配置价值，能够缓解机构投资者与居民财富管理普遍面临“资产荒”压力。2018 年以来，随着无风险利率中枢持续下行，1 年期和 10 年期国债收益率整体震荡回落。相比之下，中证红利全收益指数股息率总体维持高位，并长期高于 1 年期、10 年期国债收益率（图 1）。高股息、稳定现金流资产正逐步成为重要配置方向（图 2）。另一方面，股份回购对短期股价具有较好的提振效果，在市场波动加剧时具有一定的逆周期调节作用。

下载日志已记录，仅供内部参考

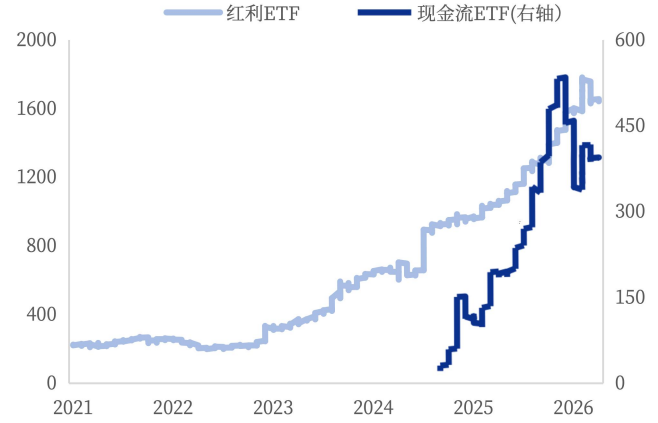
图 1：低利率环境下红利资产股息率相对吸引力提升（%）



数据来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：股息率指近 12 个月股息率

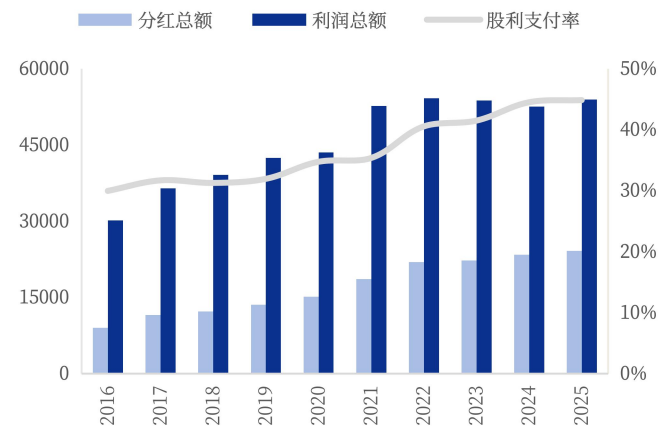
图 2：红利 ETF、现金流 ETF 规模(亿元)



数据来源：iFinD，中国银河证券研究院

A 股上市公司股东回报机制建设成效持续显现。2020-2025 年，A 股市场实施分红公司数量从约 2500 家增至超过 3600 家，分红总额由 1.3 万亿元稳步增至近 2.5 万亿元（图 3）。回购总金额从 750 亿元增长至超 1400 亿元，实施回购的公司数量从不足 400 增至超 1000 家（图 4）。

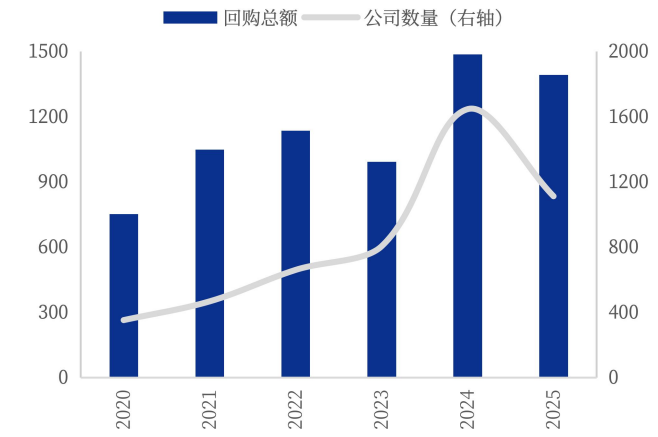
图 3：A 股现金分红规模与股利支付率持续增长（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：现金分红规模为当年年报宣告实施数据

图 4：A 股回购规模与公司数量呈上升趋势（亿元，家）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

除中国内地外，亚洲多个经济体近年来相继出台增强股东回报相关政策（图 5）。日本东京证券交易所于 2023 年发布指导意见，要求市净率低于 1 倍的公司制定并披露提升估值水平的具体计划，其中，提高分红和股票回购被视为改善资本效率、提升盈利能力的有效手段（在财务可持续的前提下）。韩国则于 2024 年推出 Corporate Value-Up Program，拟公示企业股利支付率、股息率等，引导企业改善分红、回购和资本管理行为。中国台湾证券交易所 2024 年将“壮大资本市场、提升市场价值”作为发展重点，交易所设立专区披露企业股东价值回报信息[1]。**从实施情况看，亚洲资本市场向“重回报”发展的趋势日益清晰**。2015—2025 年，全球股息支付规模累计增长 98.25%，其中新兴市场、中国内地和中国香港市场增速居前（图 6）。

[1]资料来源：https://www.twse.com.tw/market_insights/zh/detail/8a8216d6913637e401919854e23901eb

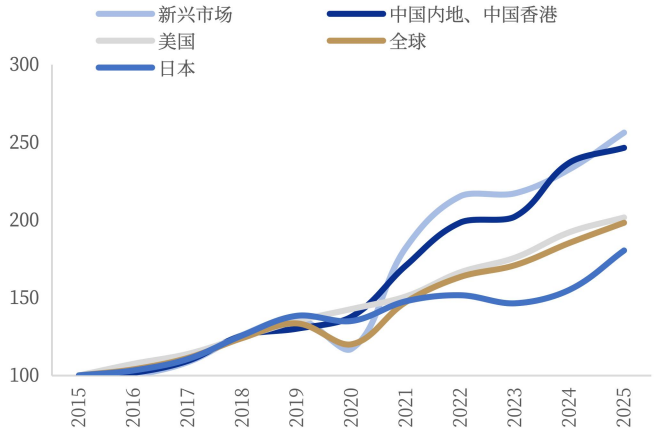
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：除中国大陆外，多个经济体出台增强股东回报相关政策



数据来源：东京证券交易所，韩国金融服务委员会，台湾证券交易所，中国银河证券研究院

图 6：全球各地区现金股息增长情况(2015 年股息=100)



资料来源：Capital Group Global Equity Study，中国银河证券研究院

（二）定价逻辑：分红、回购如何创造价值?

1.分红

MM 定理认为，基于完美资本市场的假设，公司分红政策对投资者决策应无任何实质影响。换言之，分红并不必然推动股价上涨（Miller and Modigliani，1961）[2]。因为股利的本质是公司将留存利润向股东转移，股东从中获得的任何收益都会被公司的支付成本所抵消。股东也无需依赖公司的分红决定，通过出售股票即可随时将资本收益转化为现金。**然而，现实经验证据表明，公司分红与其股价上涨呈现一定正相关，即市场上存在“股利之谜”**（Black，1976[3]；周冰，2025[4]）。

针对这一现象，有学术研究认为可以用信号理论和委托-代理理论来解释部分原因。信号理论认为，管理层拥有企业内部私有信息，公司通过持续、稳健的分红向市场传递“现金流稳定、经营状况良好以及管理层对长期业务发展前景具有信心”的积极信号，进而增加投资者的持有信心（Bhattacharya，1979[5]）。**委托-代理理论**则认为，上市公司定期分红能够减少管理层可自由支配的内部现金流，从而约束内部人的不当自利行为，降低代理成本，改善公司治理水平（Jensen，1986[6]）。

2.回购

回购注销通过改善上市公司 EPS 和 ROE，缓解股票价格下跌压力。相较于现金分红，股票回购对股价的提振作用通常更为直接。若回购股份最终用于注销，公司总股本和净资产将相应减少，在盈利稳定场景下，能够提高 EPS（每股收益）和 ROE（净资产收益率）。由于 EPS 和 ROE 是衡量上市公司盈利能力、资本使用效率、核心经营质量的重要指标，其改善有助于提升市场对公司基本面的认可。

[2] Miller M H,Modigliani F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares[J]. Journal of Business,1961,34(4):411-433.
[3] Black F. The Dividend Puzzle [J]. Journal of Portfolio Management, 1976, 2 (2):5-8.
[4] 周冰.中国上市公司分红的监管重塑——“股利重要论”下“现金股利选择权”之构建[J].证券市场导报,2025,(7):44-55.
[5] Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy [J]. The Bell Journal of Economics, 1979,10 (1):259-270.
[6] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. The American Economic Review, 1986,76 (2):323-329.

下载日志已记录，仅供内部参考

二、实施情况与市场回响

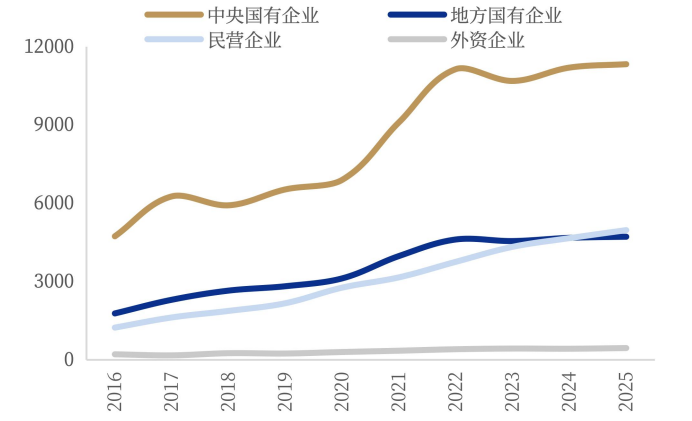
（一）现金分红：总量改善且底盘稳定，长期回报占优

1.A 股现金分红呈现上升趋势，央国企是分红压舱石

A 股现金分红呈现上升趋势，股利支付率处于全球中位数以上。2020-2025 年，A 股市场实施分红公司数量从约 2500 家增至超过 3600 家，分红总额由 1.3 万亿元稳步增至近 2.5 万亿元（图 3）。2025 年，A 股市场股利支付率升至 44.84%，已高于 OECD 报告统计的全球中位数 41%。

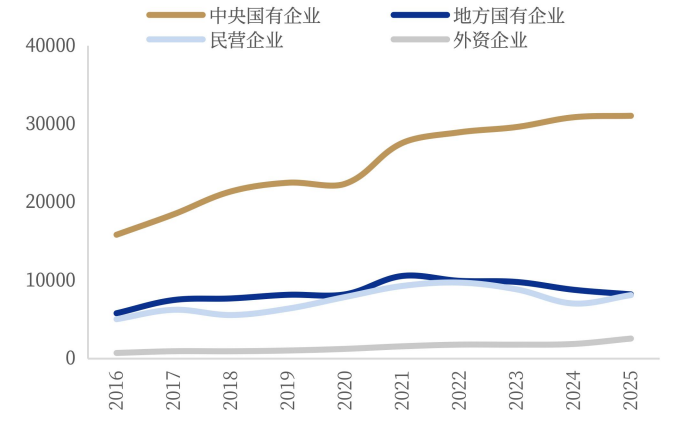
分企业性质看，中央国有企业在政策引导与考核约束下现金分红规模和利润总额长期位居各类所有制企业首位（图 7、图 8）[7]。2021 年以来，民营企业和地方国有企业股利支付率明显提升（图 9），分红主体结构进一步改善。

图 7：不同所有制企业现金分红规模（亿元）



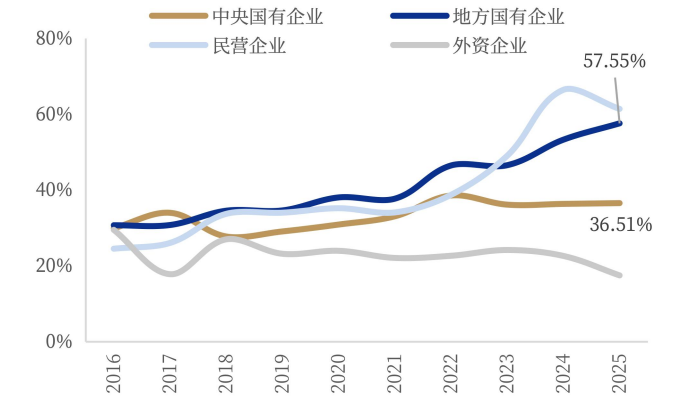
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 8：不同所有制企业利润总额（亿元）



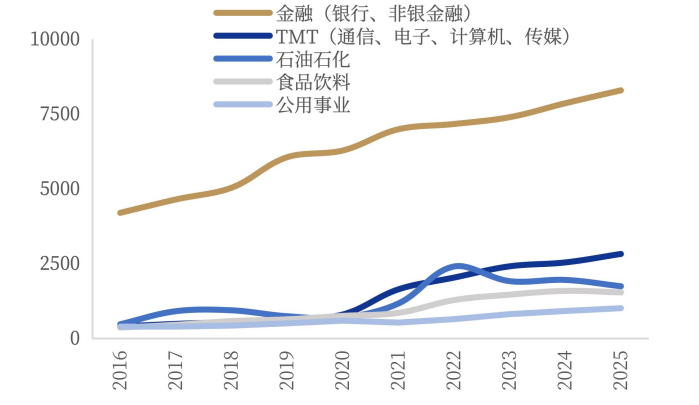
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 9：不同所有制企业股利支付率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 10：不同行业企业分红总额（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

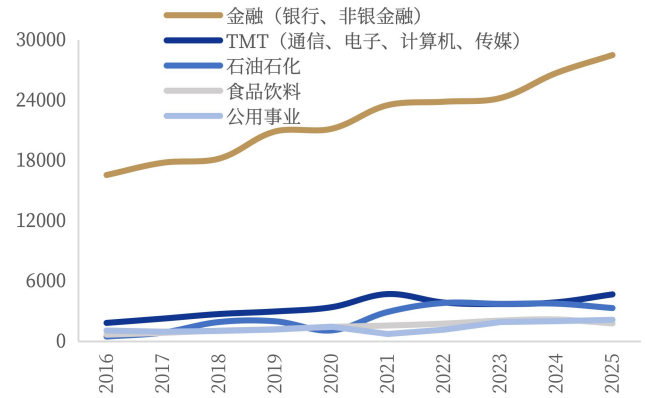
注：上述行业主要选取分红总额排名前 7 的行业，并对部分行业进行合并。其中，为保持 TMT 板块口径完整，额外纳入计算机和传媒行业，但二者不在分红总额前 7 行业之列，下同

[7] 2023 年，国资委将中央企业经营指标体系由“两利四率”调整为“一利五率”，以净资产收益率替代净利润指标，更加突出资本使用效率和股东回报导向。2024 年 12 月，国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，明确提出增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例，并将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核。

下载日志已记录，仅供内部参考

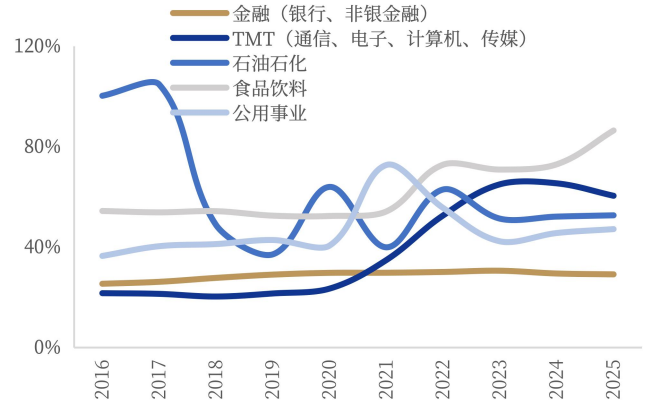
分行业看，金融行业分红最为强劲。（1）金融板块长期是 A 股利润和现金分红规模最大的行业板块，其中上市银行尤其是国有大行发挥着核心支撑作用（图 10）。2025 年，六大国有银行合计现金分红 4274.24 亿元，占银行业分红总额的 66.2%，且股利支付率均保持在 30%以上，仍是资本市场稳定现金分红的重要来源。**（2）TMT 行业分红规模提升**。近五年来，TMT 行业股利支付率明显上升，成为 A 股分红结构改善的重要力量（图 11—12）。2016-2025 年，TMT 行业股利支付率由 22.6%升至 58.0%，同期净利润由约 410 亿元增至约 884 亿元，表明科技类企业在盈利扩张的同时，分红意愿和股东回报力度同步增强。**（3）食品饮料行业股利支付率长期维持高位**。由于食品饮料行业发展阶段相对成熟，研发投入和资本开支需求较低，现金流较为充裕，分红意愿较强，股利支付率长期维持高位。

图 11：不同行业企业利润总额（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 12：不同行业企业股利支付率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

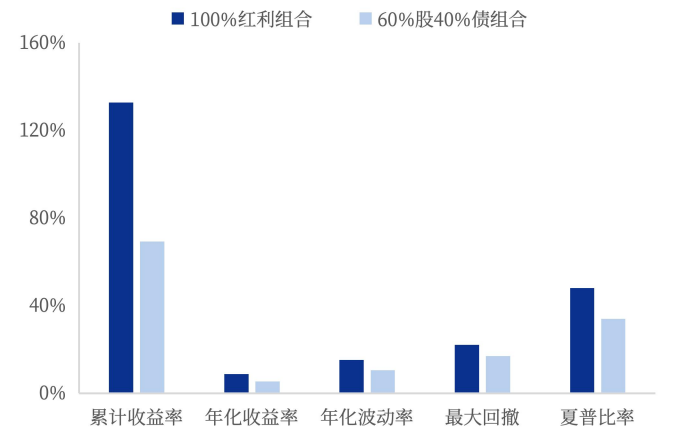
未来 A 股分红趋势能否持续？结合上述分析，我们认为 A 股分红具备较强支撑。一方面，央企仍是 A 股高分红体系的重要“压舱石”，若央企盈利基本面保持稳定，A 股分红总规模的中枢便有较强支撑。**另一方面，**金融板块构成 A 股分红的稳定底盘，TMT 行业则提供边际改善动力，A 股分红水平具备一定持续性。此外，上市公司连续分红的基础也在不断夯实。根据中国上市公司协会发布的《2025 年上市公司治理情况报告》，在 3569 家上市满五年的公司中，1681 家近五年连续实施现金分红，其中 210 家分红金额连续五年增长。总体来看，在重点行业盈利稳定、分红主体持续扩容以及政策引导不断强化的共同作用下，A 股分红水平具备一定持续性。

2.红利资产长期回报占优，市场低迷时期风险收益比更具韧性

我们构建了两个投资组合，比较红利投资与一般市场投资策略效果。红利组合选择中证红利全收益指数作为样本指标。一般市场投资组合参考现代投资组合理论框架下全球资管行业通用中性配置基准：“60%股票+40%债券”配置比例，并以中证 800 全收益指数和中证全债指数作为测算样本。**（1）收益率方面，红利占优**。2016 年 7 月 29 日至 2026 年 8 月 31 日，中证红利全收益指数累计收益率达到 132.79%，年化收益率为 8.73%，明显高于 60%股与 40%债组合的 69.28%和 5.35%（图 13）。从净值表现来看，红利策略的长期表现较好（图 14）。**（2）风险收益比方面，红利策略波动率和最大回撤更大，但风险调整后收益表现占优**。以样本期的 1 年期国债收益率均值 2.23%作为无风险利率，红利组合至 2026 年 8 月的全样本夏普比率为 0.48，高于 60%股与 40%债组合的 0.34，表明红利资产在风险调整后收益层面也具有一定优势。如果比较滚动 36 个月夏普比率（图 15），在 2023-2024 年 A 股低迷期，红利策略的“抗跌性+收益性价比”显著优于 60%股与 40%组合策略，在其他阶段股债平衡策略的表现或更优。需要注意的是，红利组合年化波动率和最大回撤也更大，样本区间内最大回撤为 22.13%（图 16），高于 60%股与 40%债组合的 16.96%。

下载日志已记录，仅供内部参考

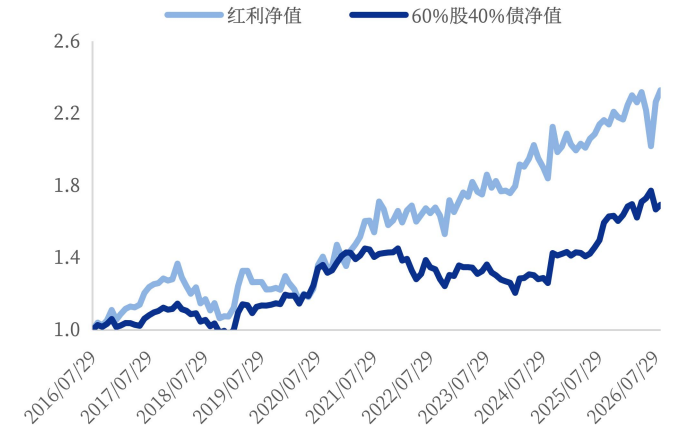
图 13：红利组合与股债组合收益率、波动率、夏普比率等对比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

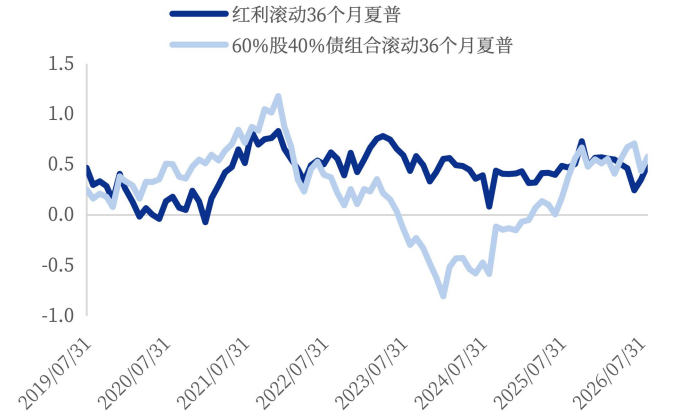
注：样本区间为 2016 年 7 月 29 日至 2026 年 8 月 31 日。

图 14：红利组合与股债组合净值对比



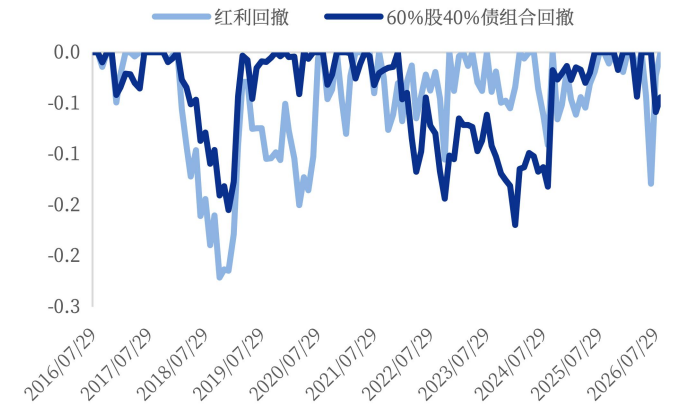
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 15：红利组合与股债组合滚动 36 个月夏普比率对比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 16：红利回撤与股债回撤对比



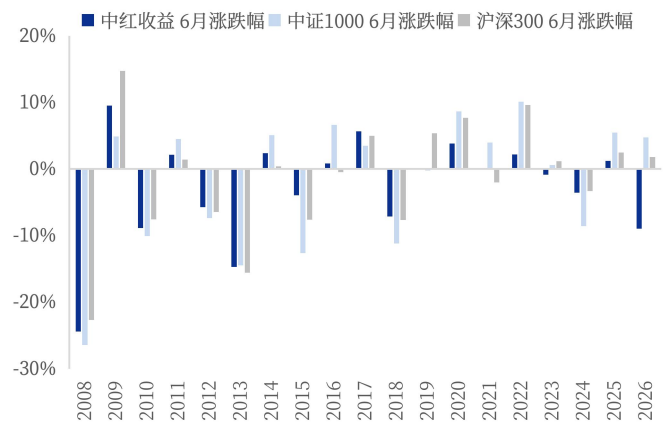
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

红利资产的“6 月魔咒”一定存在吗？从近十年 6 月表现看（图 17），红利资产的“6 月魔咒”具有一定统计特征，但更准确地说，主要体现为相对收益偏弱，而非每年必然下跌。从绝对收益看，中证红利全收益指数在约半数年份出现下跌；从相对收益看，除 2017 年外，其余多数年份均未能同时跑赢中证 1000 和沪深 300。究其原因，A 股上市公司现金分红多集中在 6 月前后实施，大量公司在较短时间内密集除息，容易对红利指数形成阶段性价格扰动[8]。然而，随着年内多次分红的企业数量增加，分红实施对市场价格和资金行为的短期扰动有望逐步平滑（图 18）。建议继续引导具备条件的上市公司实施一年多次分红，优化分红节奏，增强股东回报的稳定性和可预期性。

[8] 中证红利全收益指数已经计入现金分红再投资，因此，除息效应并不能完全解释其 6 月表现偏弱，更重要的原因可能在于分红兑现后部分资金获利了结或市场风格切换。

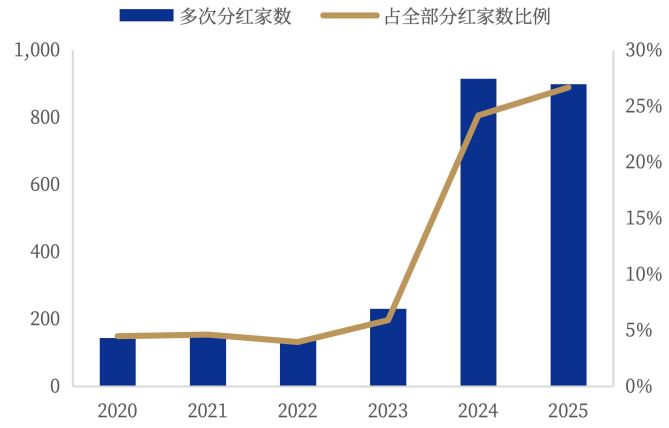
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：红利资产的“6 月魔咒”是否存在



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

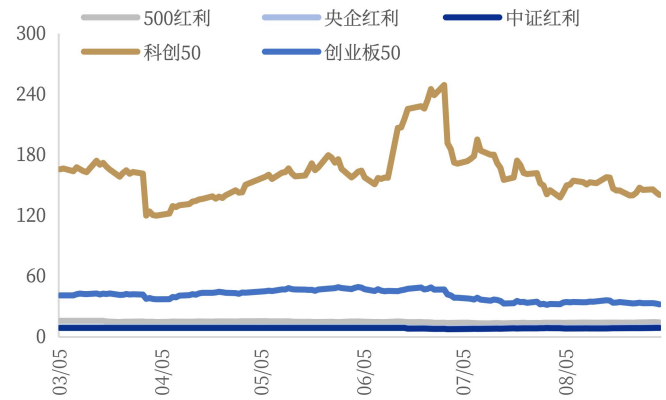
图 18：A 股历年多次分红家数



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

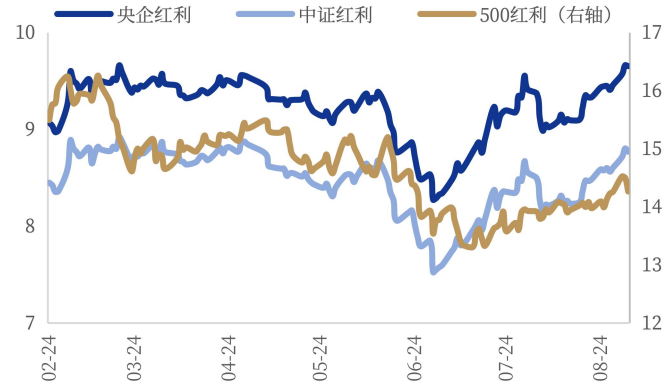
当前市场风格切换延续，红利资产的配置吸引力有所提升。2026 年 6 月，受科技行情持续升温和资金虹吸影响，红利资产明显承压。6 月科创 50 估值一度升至 249.18 倍，而中证红利仅为 7.85 倍，二者市盈率差距扩大至约 31 倍，市场风格分化达到阶段性高点（图 19）。随着全球科技板块近期出现回调，前期承压的红利等价值类资产有望重新获得市场关注。如图 20 所示，7 月初以来，红利指数相关估值指标已出现回升，显示资金对红利资产的配置需求有所恢复。

图 19：2026 年主要科技指数与红利指数市盈率（PE,TTM）对比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 20：2026 年主要红利指数市盈率（PE,TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（二）股票回购：活跃度提升，主动注销回购稳市效果更优

1.A 股回购活跃度明显提升

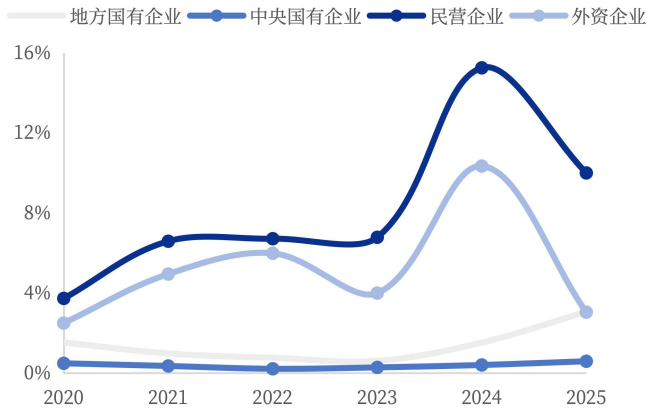
A 股回购制度早期适用情形较少、实施程序相对严格，真正进入制度性鼓励和常态化发展阶段的时间并不长，但近年来回购活跃度已明显提升。早期 A 股上市公司股份回购制度约束较严，资本市场层面的主动回购主要围绕减资注销展开[9]。2018 年 10 月，《公司法》中关于公司股份回购制度的规定进行了专项修改，增加回购情形、完善决策程序、明确回购方式和库存制度。此后，制度约束逐步放松，A 股上市公司回购规模开始明显提升。2020–2025 年回购总金额从 750 亿元增长至超 1400 亿元，实施回购的公司数量从不足 400 大幅增至超 1000 家（图 4）。

[9] 中国证券监督管理委员会（2005）发布的《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》将股票回购限定为“上市公司为减少注册资本而购买本公司社会公众股份并依法予以注销的行为”。

下载日志已记录，仅供内部参考

分企业性质看，民营企业回购支付率整体高于国有企业，回购的信号效应更显著。民营企业更倾向于通过回购传递股票价值低估信号，稳定投资者信心，回购支付率长期高于其他所有制企业（图21）。相比之下，国有企业回购支付率偏低，2020—2025年低于1%；地方国企虽在近两年有所抬升，但仍明显低于民营企业。伴随市值管理改革持续推进，央国企回购力度正持续提升，具有一定增量空间。

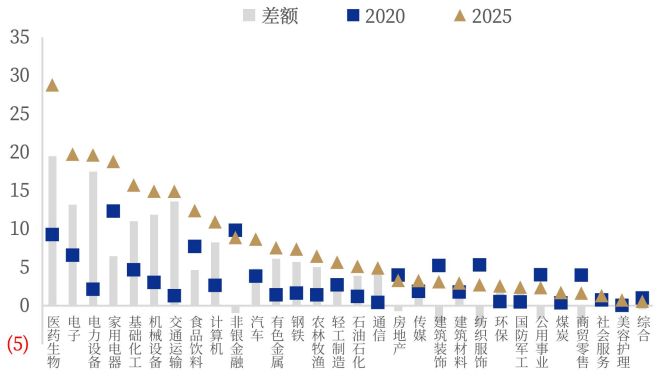
图21：不同所有制企业的回购支付率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：回购支付率=回购金额/归母净利润

图22：企业回购金额的行业分布（十亿）



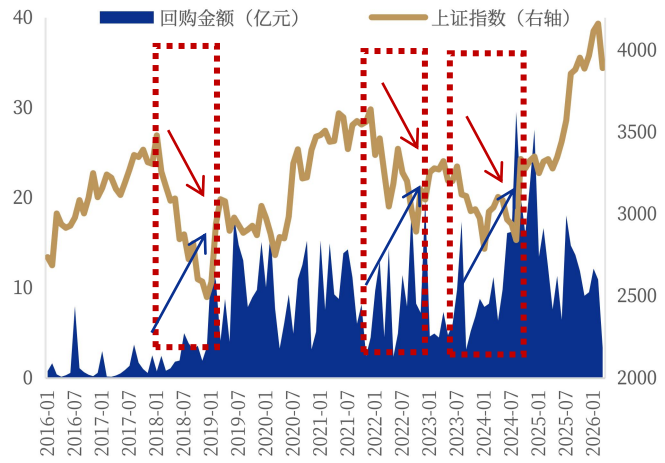
数据来源：Wind，中国银河证券研究院

分行业看，2025年多数行业回购规模较2020年有所提升，其中医药生物回购金额增加最为显著，电子、电力设备、家用电器等行业也处于较高水平（图22）。房地产、建筑装饰、环保、公用事业、煤炭、商贸零售、社会服务、美容护理等行业回购规模相对较低。

2.回购能够发挥逆周期稳市作用，主动注销回购效果更优

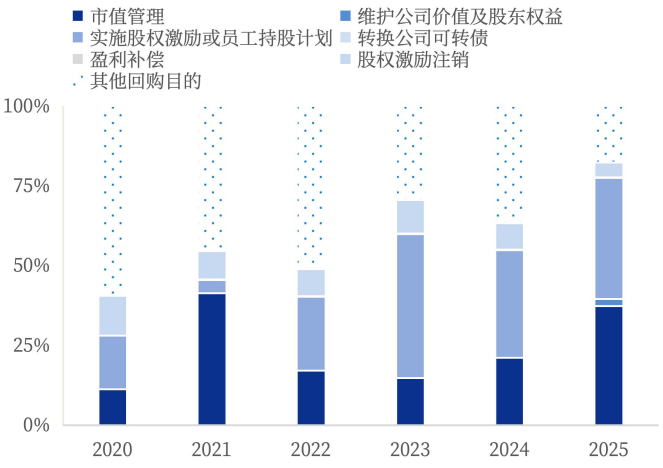
从股价提振效果看，A股上市公司回购的作用以稳市为主，回购公告通常能够对股价形成一定支撑（图23）。当市场风险偏好下降、股价处于相对低位时，上市公司倾向于通过回购向市场传递价值低估信号，以稳定投资者预期、改善市场情绪。

图23：A股上市公司回购具有逆周期属性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24：A股回购的目的分类（金额占比）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

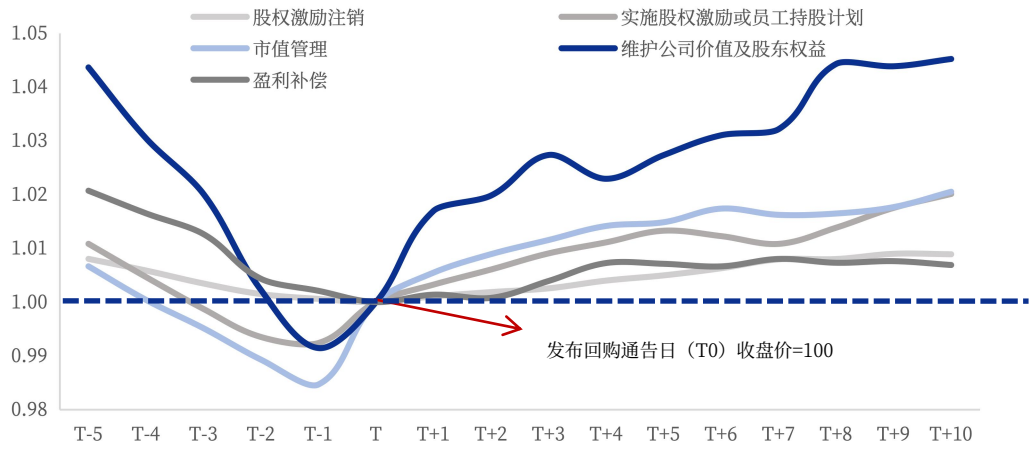
下载日志已记录，仅供内部参考

根据回购目的不同，回购行为的主动性及其向市场传递的信号存在明显差异，投资者的市场反应也有所不同。（1）维护公司价值及股东权益、市值管理类回购属于公司主动决策，多数回购股份将予以注销，能够向市场传递管理层认可公司长期价值、认为股价可能被低估的积极信号。**（2）股权激励注销通常有一定的被动性，**是由于激励对象离职、个人考核未达标或公司业绩目标未实现，公司被动收回并注销股份。**（3）盈利补偿类回购同样具有被动性**，此时回购多由上市公司或并购标的未完成业绩承诺触发，是业绩不达预期后的合同执行结果，均具有较强的被动性。**（4）用于股权激励或员工持股计划的回购股份未来可能重新进入流通环节**，对股本收缩和每股收益的增厚作用相对有限。

除回购目的外，投资者也会关注回购股份的最终受益对象及利益分配机制。部分公司以较低价格将回购股份授予员工，尤其是管理层，反而可能引发中小股东对利益输送和激励公平性的质疑。这表明，回购的市场效应并不只取决于公司是否投入资金买回股票，更取决于回购能否真正转化为全体股东可确认、可持续的长期回报。

实证结果也印证了上述判断。我们以上市公司回购预案公告日为事件日，即 t=0，并将公告日收盘价标准化为 100，选取公告日前 5 个交易日至公告后 10 个交易日，即 t∈[-5,10]，作为事件窗口期。结果显示（图 25），**虽然各类回购公告发布后均对股价形成一定支撑，但以维护公司价值及股东权益、市值管理为目的的回购，价格提振效果更为明显**。盈利补偿、股权激励或员工持股计划、股权激励注销等回购的正向市场反应则相对较弱。

图 25：回购预案公告前后公司收盘价波动情况（分回购目的）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、风险提示

政策落实不及预期的风险；政策理解不到位的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

表 1： 上市公司分红、回购的相关制度安排持续完善、政策工具不断丰富 3

图 1： 低利率环境下红利资产股息率相对吸引力提升（%） 4
图 2： 红利 ETF、现金流 ETF 规模(亿元) 4
图 3： A 股现金分红规模与股利支付率持续增长（亿元） 4
图 4： A 股回购规模与公司数量呈上升趋势（亿元，家） 4
图 5： 除中国大陆外，多个经济体出台增强股东回报相关政策 5
图 6： 全球各地区现金股息增长情况(2015 年股息=100) 5
图 7： 不同所有制企业现金分红规模（亿元） 6
图 8： 不同所有制企业利润总额（亿元） 6
图 9： 不同所有制企业股利支付率 6
图 10： 不同行业企业分红总额（亿元） 6
图 11： 不同行业企业利润总额（亿元） 7
图 12： 不同行业企业股利支付率 7
图 13： 红利组合与股债组合收益率、波动率、夏普比率等对比 8
图 14： 红利组合与股债组合净值对比 8
图 15： 红利组合与股债组合滚动 36 个月夏普比率对比 8
图 16： 红利回撤与股债回撤对比 8
图 17： 红利资产的“6 月魔咒”是否存在 9
图 18： A 股历年多次分红家数 9
图 19： 2026 年主要科技指数与红利指数市盈率（PE,TTM）对比 9
图 20： 2026 年主要红利指数市盈率（PE,TTM） 9
图 21： 不同所有制企业的回购支付率 10
图 22： 企业回购金额的行业分布（十亿） 10
图 23： A 股上市公司回购具有逆周期属性 10
图 24： A 股回购的目的分类（金额占比） 10
图 25： 回购预案公告前后公司收盘价波动情况（分回购目的） 11



下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴京：中国银河证券新发展研究院院长助理、资本市场研究员，博士后科研工作站执行负责人。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng-yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn