下载日志已记录，仅供内部参考

风险偏好震荡，红利择机配置

202610 红利配置月报

报告发布日期 2026 年 10 月 09 日

证券分析师
郑月灵 执业证书编号：S0860525120003
zhengyueling@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
周仕盈 执业证书编号：S0860125060012
zhoushiying@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
红利风格弱化，质量类较优：202609 红利配置月报 2026-09-08

研究结论

- **当前市场风险偏好处在相对低位，下行空间已有限，但上行空间仍受制于增长预期和风险评价等因素。若风偏维持中低位震荡，风险度居中的 A 股红利类指数相对较优，以央企为样本空间的红利指数在风险评价上行的背景下具备更好的经营稳定性，建议关注央企红利类 ETF。若风险因素边际改善，可关注受益于风偏上行的质量类红利。**
- **将中证红利增长指数归入 A 股质量类。**9 月 29 日证监会接收多家基金管理人上报的挂钩中证红利增长指数（932309.CSI）ETF 产品申报材料，本报告自本期起将该指数纳入月报的跟踪范围。基于中证红利增长指数发布后的月度价格收益率，采用相关性距离及平均连接层次聚类方法，与现有三类 A 股红利指数进行比较。结果显示，红利增长与 A 股红利质量类的收益相关性最高、平均距离最小，且该距离处于质量类成员的内部差异范围内。近五年和近三年的比较结果亦保持一致，支持将其归入 A 股红利质量类。从指数编制规则看，红利增长指数通过分红和盈利约束筛选企业，与红利质量类的指数逻辑一致，具有归入该类的经济合理性。但从编制细节看，红利增长和其他质量类指数对于分红和盈利约束的选用指标存在一定差异。
- **9 月红利先抑后扬，月末转强。**9 月中上旬市场风险偏好逐步修复，但下旬再度走低，对应红利风格先抑后扬，月末转强。红利指数 9 月平均收益率为-2.31%，中位数为-2.18%，跑赢中证 800（-5.98%）。7 类红利指数中，仅 A 股红利低波类指数录得正收益，9 月平均收益率为 0.2%。
- **战略配置思路：风险偏好震荡，红利择机配置。**红利风格在长期低利率环境并非持续占优，而是轮动表现。红利投资应基于对市场的风格研究，围绕增长预期、利率预期和风险溢价三类风险因子进行配置决策（详见《低利率环境红利投资需要择时》）。展望 10 月，增长预期方面，9 月 28 日国常会提出落实一揽子增量政策助于稳定传统经济下限，但经济上行弹性仍然有限。利率预期方面，美国 AI 资本开支及政府债务融资需求仍强，全球储蓄供给相对不足，单纯调整政策利率难以化解长期债券供需矛盾，海外长端利率上行压力尚未消除；国内利率在稳增长政策和相对宽松的流动性环境下保持稳定。风险溢价方面，海外信用利差走扩，中欧贸易摩擦及中东局势仍存在不确定性，境内外风险评价有所上升，对风险偏好形成压制。当前市场风险偏好处在相对低位，下行空间在国内政策托底下相对有限，但上行空间受限于增长预期和风险评价等因素。**若风偏维持低位震荡，风险度居中的 A 股红利类指数较优，以央国企为样本空间的红利指数在风险评价上行的背景下具备更好的经营稳定性，建议关注央企红利类 ETF，如央企红利 ETF 汇添富（560070）等，该指数聚焦高分红或高回购央企，当前持仓对上游资源品和油运等方向有一定暴露，有望兼顾红利防御属性与上游结构性机会。若压制风偏的风险因素边际改善，可关注更受益于风偏上行的质量类红利，如红利质量 ETF 富国（560250）等。**
- **战术配置跟踪：红利整体处于低分位区间，暂未触发止盈信号。**我们认为红利类指数的反转效应显著，不存在趋势效应。增量资金的属性决定股价的变化特征，参与红利的投资者风险偏好上行空间相对有限，持仓行为更强调收益确定性与回撤约束。在红利战术择时中，标的累积涨幅所处历史分位数高于 80%时需关注止盈压力；低于 20%时可观察标的是否存在修复机会。红利风格近 6 月整体表现较弱，29 只红利指数近 6 月涨跌幅所处近三年历史分位数低于 20%水平。
- **基于 ETF 的红利增强策略表现较优。**2024 年以来年化 14.33%，夏普比和卡玛比均优于单一持有中证红利 ETF 和中证 800ETF。

风险提示

极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；

量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、将中证红利增长指数归入 A 股质量类 4
二、红利月度表现：9 月红利先抑后扬，月末转强 5
三、战略配置思路：风险偏好震荡，红利择机配置 6
四、战术配置跟踪：红利整体处于低分位区间，暂未触发止盈信号 7
五、基于 ETF 的红利策略表现较优 8
风险提示 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：红利增长指数与三类 A 股红利指数收益相关性 4
图 2：红利增长指数与三类 A 股红利指数聚类距离 4
图 3：红利类指数 9 月平均收益表现 5
图 4：红利类指数 9 月收益率分布 5
图 5：红利指数 9 月收益率前五/后五 5
图 6：红利增强策略表现较优 8

表 1：A 股红利质量类指数编制规则 4
表 2：红利类指数今年以来表现 6
表 3：红利类指数近 6 月表现整体处于历史低分位区间，暂未触发止盈信号 7
表 4：红利增强策略表现较优 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

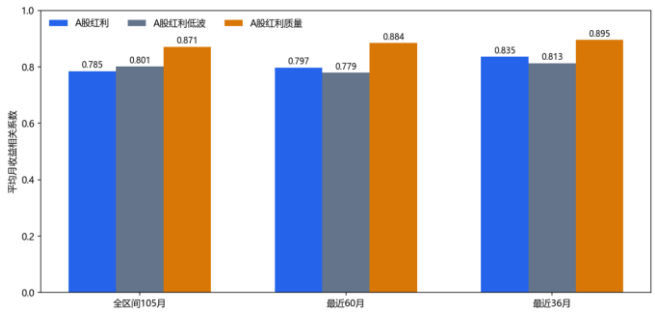
下载日志已记录，仅供内部参考

一、 将中证红利增长指数归入 A 股质量类

9 月 29 日，证监会接收多家基金管理人上报的挂钩中证红利增长指数（932309.CSI）ETF 产品申报材料，这标志着相关红利主题 ETF 正式进入监管审核序列。据此，本报告自本期起将中证红利增长指数纳入红利指数月报的跟踪范围。

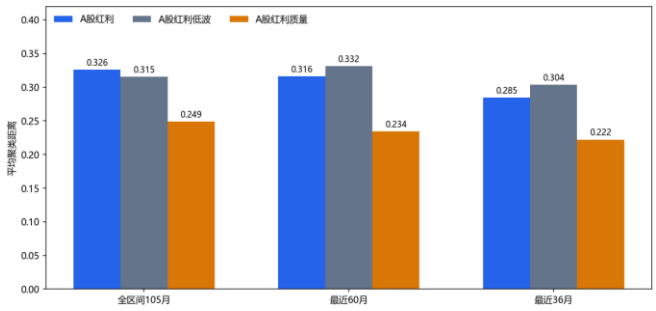
基于中证红利增长指数发布后的月度价格收益率，采用相关性距离及平均连接层次聚类方法，与现有三类 A 股红利指数进行比较。结果显示，红利增长与 A 股红利质量类的收益相关性最高、平均距离最小，且该距离处于质量类成员的内部差异范围内。近五年和近三年的比较结果亦保持一致，支持将其归入 A 股红利质量类。

图 1：红利增长指数与三类 A 股红利指数收益相关性



数据来源：Choice，东方证券研究；数据区间：2018.1-2026.9

图 2：红利增长指数与三类 A 股红利指数聚类距离



数据来源：Choice，东方证券研究；数据区间：2018.1-2026.9

从指数编制规则看，红利增长指数通过分红和盈利约束筛选企业，与红利质量类的其他指数逻辑一致，因而具有归入该类的经济合理性。但从编制细节看，红利增长和其他质量类指数对于分红和盈利约束的选用指标存在一定差异。以中证红利质量指数（931468.CSI）为例，在分红约束上，红利增长更强调分红总额逐年增加，而红利质量侧重分红的连续性以及最低股利支付比例；在盈利约束上，红利增长主要考察净利润变化和 ROE 两项设置基础筛选门槛，而中证红利质量则采用六项财务指标，对盈利能力、盈利质量及稳定性等进行综合排名选优。

表 1：A 股红利质量类指数编制规则

指数	中证红利增长	中证红利质量	中证全指红利质量	中证 A500 红利质量	上证红利质量	华证龙头红利 50	深证红利
指数代码	932309.CSI	931468.CSI	932315.CSI	932476.CSI	950258.SH	995082.SSI	399324.SZ
发布机构	中证	中证	中证	中证	上交所/中证	华证	深交所/国证
发布日期	2017/12/11	2020/5/21	2024/7/8	2025/4/18	2025/1/24	2021/12/17	2006/1/24
样本空间	中证全指	中证全指	中证全指	中证 A500	沪市 A 股	细分行业龙头	深市股票
成分数量	50	50	50	50	50	50	40
选样核心	分红增长+增速	6 项财务质量因子	红利+质量多因子	红利+质量因子	红利+质量因子	龙头+股息+盈利+ESG	分红+成交综合排名
加权方式	现金分红总额加权	综合得分加权	综合得分倾斜加权	综合得分倾斜加权	因子综合得分加权	因子倾斜加权	调整后自由流通市值加权
单只权重上限	15%	10%	10%	—	—	—	15%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

前五大权重上限	60%	40%	40%	—	—	—	60%
调整频率	每半年	每半年	每半年	每半年	每半年	每季度	每年

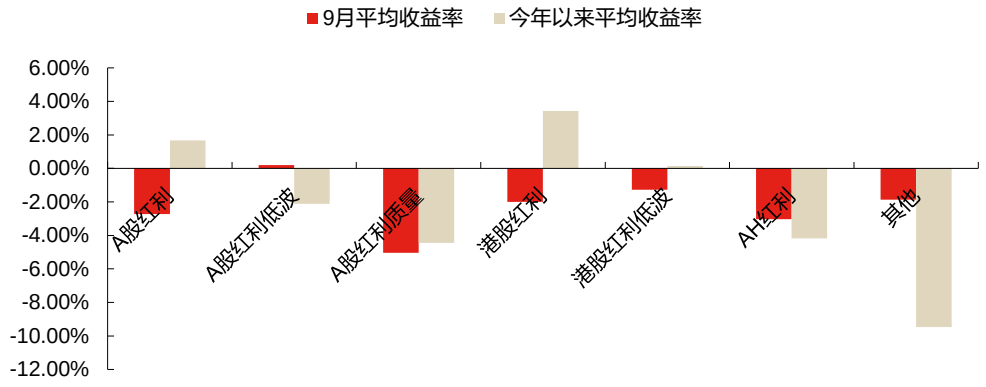
数据来源：Wind，东方证券研究

二、 红利月度表现：9 月红利先抑后扬，月末转强

9 月中上旬市场风险偏好逐步修复，但下旬再度走低，对应红利风格先抑后扬，月末转强。红利指数 9 月平均收益率为-2.31%，中位数为-2.18%，跑赢中证 800（-5.98%）。7 类红利指数中，仅 A 股红利低波类指数录得正收益，9 月平均收益率为 0.2%。

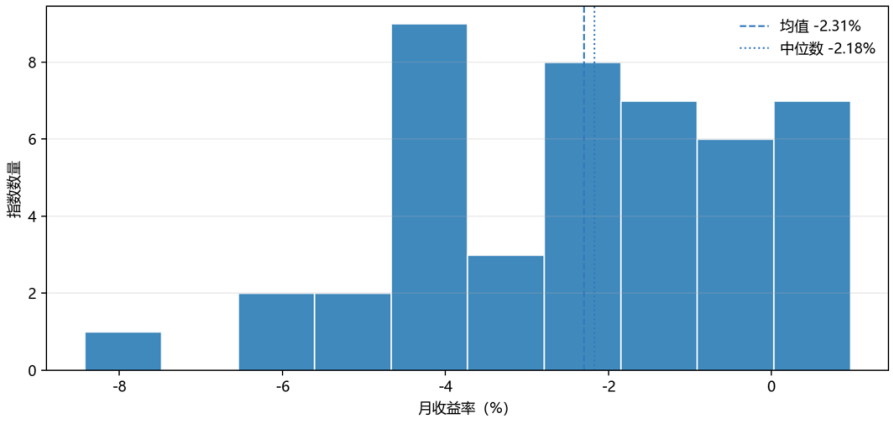
注：红利指数的分类标准参考《低利率环境红利投资需要择时》，月报在此基础上新增了 AH 红利类（样本空间同时包含 A 股和港股）和其他类（因子构成具有特殊性，无法归类）。

图 3：红利类指数 9 月平均收益表现



数据来源：Choice，东方证券研究；今年以来数据截至 2026 年 9 月 30 日

图 4：红利类指数 9 月收益率分布

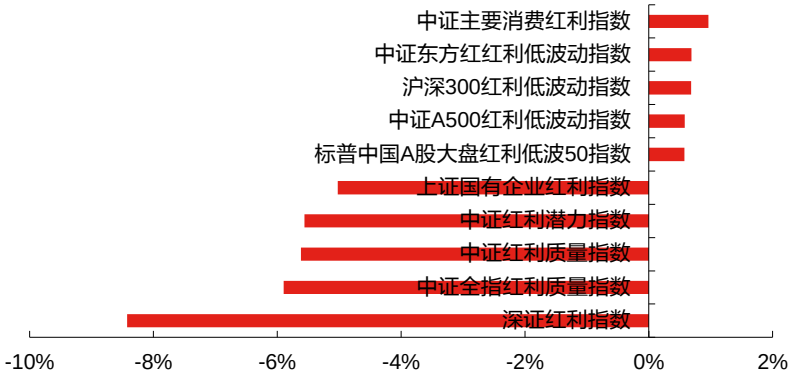


数据来源：Choice，东方证券研究

图 5：红利指数 9 月收益率前五/后五

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Choice，东方证券研究

表 2：红利类指数今年以来表现

分类	样本数	今年以来 平均波动率	今年以来 平均夏普	今年以来 平均卡玛
A 股红利	10	15.93%	0.19	0.11
A 股红利低波	7	13.12%	-0.17	-0.15
A 股红利质量	7	17.24%	-0.46	-0.19
港股红利	10	15.64%	0.35	0.21
港股红利低波	4	13.88%	0.02	0.02
AH 红利	4	14.13%	-0.40	-0.23
其他	3	16.78%	-0.83	-0.45

数据来源：Choice，东方证券研究；今年以来数据截至 2026 年 9 月 30 日

三、战略配置思路：风险偏好震荡，红利择机配置

红利风格在长期低利率环境并非持续占优，而是轮动表现。红利投资应基于对市场的风格研究，围绕增长预期、利率预期和风险溢价三类风险因子进行配置决策。（详见《低利率环境红利投资需要择时》、《资产配置以预期思维择主线——地缘扰动下的资产配置思路》）

上月我们判断红利风格预计弱化，9 月红利风格先抑后扬，在月末重新转强。展望 10 月，增长预期方面，9 月 28 日国常会提出落实一揽子增量政策助于稳定传统经济下限，但经济上行弹性仍然有限。利率预期方面，美国 AI 资本开支及政府债务融资需求仍强，全球储蓄供给相对不足，单纯调整政策利率难以化解长期债券供需矛盾，海外长端利率上行压力尚未消除；国内利率在稳增长政策和相对宽松的流动性环境下保持稳定。风险溢价方面，海外信用利差走扩，中欧贸易摩擦及中东局势仍存在不确定性，境内外风险评价有所上升，对风险偏好形成压制。

当前市场风险偏好处在相对低位，下行空间在国内政策托底下相对有限，但上行空间受限于增长预期和风险评价等因素。若风偏维持低位震荡，风险度居中的 A 股红利类指数相对较优，以央国企为样本空间的红利指数在风险评价上行的背景下具备更好的经营稳定性，建议关注央企红利类 ETF，如央企红利 ETF 汇添富（560070）等，该指数聚焦高分红或高回购央企，当前持仓对上游资源品和油运等方向有一定暴露，有望兼顾红利防御属性与上游结构性机会。若压制风偏的风险因素边际改善，可关注更受益于风偏上行的质量类红利，如红利质量 ETF 富国（560250）等。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、战术配置跟踪：红利整体处于低分位区间，暂未触发止盈信号

红利类指数的反转效应显著，不存在趋势效应。从交易角度看，增量资金的属性决定股价的变化特征。参与红利的多为低风险偏好的投资者，风险偏好上行空间相对有限，持仓行为更强调收益确定性与回撤约束。当红利指数在一段时间内累积涨幅过大，若市场的风险偏好没有进一步改善，投资者会倾向于卖出前期涨幅领先的红利标的；反之，如果红利指数前期累积跌幅较大，也会吸引投资者逢低买入。（详见《低利率环境红利投资需要择时》）

本文通过观察标的在近 6 个月的累积涨幅所处历史分位点作为红利择时的参考。标的累积涨幅所处历史分位数高于 80%需关注止盈压力；低于 20%可以观察标的是否存在修复机会。红利风格近 6 月整体表现较弱，29 只红利指数（共 45 只）近 6 月涨跌幅所处近三年历史分位数低于 20%水平。

表 3：红利类指数近 6 月表现整体处于历史低分位区间，暂未触发止盈信号

指数名称	代码	分类	近 6 个月收益率（%）	近 6 个月收益率所处近三年历史分位
深证红利指数	399324.SZ	A 股红利质量	-17.00%	0.93%
中证全指红利质量指数	932315.CSI	A 股红利质量	-13.74%	1.19%
华证沪深港红利 50 指数	995128.SSI	AH 红利	-11.82%	1.81%
华证沪港深红利 100 指数	995127.SSI	AH 红利	-12.21%	4.42%
新华中诚信红利价值指数	989016.CNI	A 股红利	-6.29%	5.82%
中证诚通央企红利指数	931132.CSI	港股红利	-8.56%	6.61%
中证红利增长指数	932309.CSI	A 股红利质量	-11.07%	7.67%
中证智选高股息策略指数	932305.CSI	其他	-7.85%	8.07%
华证龙头红利 50 指数	995082.SSI	A 股红利质量	-7.90%	8.86%
中证港股通高股息投资人民币指数	930915.CSI	港股红利	-5.83%	10.58%
恒生港股通中国央企红利指数	HSSCSOY.HI	港股红利	-3.15%	11.49%
中证红利低波动 100 指数	930955.CSI	A 股红利低波	-5.75%	11.90%
中证 800 红利低波动指数	931848.CSI	A 股红利低波	-3.84%	12.96%
中证沪港深高股息指数(人民币)	930917.CSI	AH 红利	-6.46%	13.10%
恒生沪深港(特选企业)高股息率指数	HSSSCHD.HI	港股红利	-4.64%	13.49%
恒生港股通高股息率指数	HSSCHKY.HI	港股红利	-1.80%	13.54%
中证沪港深红利成长低波动指数	931157.CSI	AH 红利	-4.70%	14.55%
中证 A500 红利低波动指数	932422.CSI	A 股红利低波	-3.98%	15.34%
标普港股通低波红利指数	SPAHLVCP.SPI	港股红利低波	-7.33%	15.34%
中证红利指数	000922.CSI	A 股红利	-4.02%	15.61%
中证高股息策略指数	H30366.CSI	A 股红利	-3.73%	15.61%
上证红利低波动指数	H50040.CSI	A 股红利低波	-3.55%	15.87%
中证国新港股通央企红利指数	931722.CSI	港股红利	-7.01%	15.87%
恒生港股通高股息低波动指数	HSHYLV.HI	港股红利低波	-7.25%	16.67%
标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数	SPCLLHCP.SPI	港股红利低波	-3.29%	16.80%
上证红利质量指数	950258.SH	A 股红利质量	-3.68%	17.72%
中证红利潜力指数	H30089.CSI	其他	-8.03%	17.72%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

中证央企红利 50 指数	931231.CSI	A 股红利	-5.08%	18.12%
沪深 300 红利低波动指数	930740.CSI	A 股红利低波	-3.69%	19.05%

数据来源： Choice，东方证券研究

五、基于 ETF 的红利策略表现较优

基于以上研究结论，我们可以得到红利在战略配置上的轮动规律，以及战术上的择时思路，两者结合形成红利增强策略。由于本文研究的红利类指数在市场上均可找到挂钩的 ETF 产品，基于 ETF 的红利增强配置策略将标的从红利类指数替换为实际可投资的 ETF。（详见《低利率环境红利投资需要择时》）

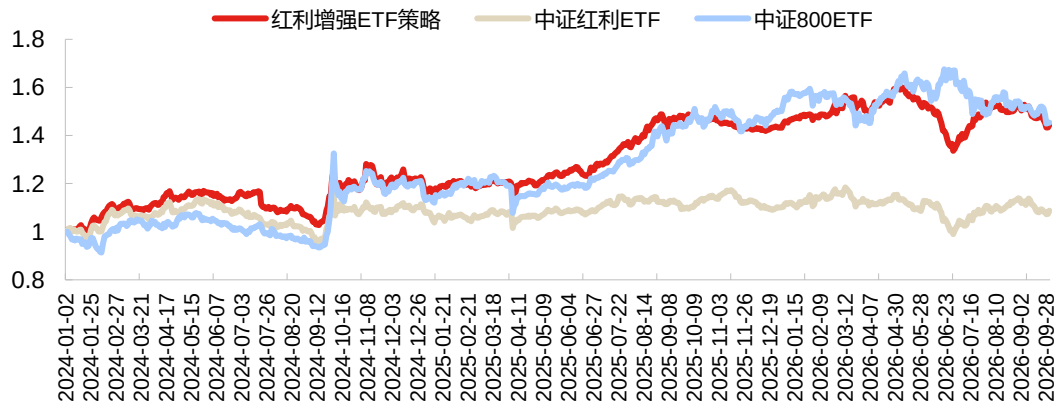
今年以来红利风格整体承压，红利增强 ETF 策略有所回撤，但在较长持有期下整体相比于单一持有中证红利 ETF 仍存在收益增强效果：今年以来策略收益率为 0.84%，2024 年以来年化 14.33%，夏普比和卡玛比均优于单一持有中证红利 ETF 和中证 800ETF。

表 4：红利增强策略表现较优

	今年以来收益率	24 年以来年化	最大回撤	夏普比	卡玛比
红利增强 ETF 策略	0.84%	14.33%	16.61%	0.94	0.863
中证红利 ETF	-1.36%	3.10%	16.42%	0.279	0.189
中证 800ETF	-3.19%	14.61%	18.62%	0.779	0.784

数据来源：Choice，东方证券研究；数据截至 2026 年 9 月 30 日

图 6：红利增强策略表现较优



数据来源：Choice，东方证券研究；数据截至 2026 年 9 月 30 日

风险提示

1、 极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；

2、 量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。