

天弘基金沙川:

红利资产周期配置时点或至

□本报记者 王雪青

近期红利资产遭遇显著回调,引发市场广泛关注。不少投资者开始追问:红利调整何时休?是否值得配置?带着这些市场关切,中国证券报记者专访了天弘红利低波ETF基金经理沙川。

在他看来,前几年是红利资产比较好的布局时点,经过近期市场回调,当前股息率相比10年期国债收益率已经普遍高出约3个百分点,长期投资价值依然显著。同时,保险资金每年3000亿至5000亿元的持续流入,更为红利资产构筑了坚实的底部支撑。

“红利资产正处在一个特殊的历史节点,国债收益率跌破2%、险资以千亿元体量持续配置、监管层推动上市公司提高分红比例——这些结构性力量叠加在一起,可能正在重塑A股的定价生态。”沙川表示。

红利资产不只有“旧经济”

提起红利资产,多数投资者首先想到的是公用事业、银行、煤炭这些竞争格局稳定的成熟企业。但在沙川看来,红利资产的版图远比想象中广阔。

“红利资产涉及的公司比较多,可以分成几类:金融类的,比如银行、保险;资源类的,比如煤炭、石油石化、有色;制造业里也有一些分红比较稳定的公司;消费端也有,比如家电里的白电,股息率都比较高,白酒里的一些龙头也愿意提高高分红比例,渐渐纳入消费红利的范畴。”沙川介绍。

除了行业维度的拓展,策略类红利也在不断衍生,如央企红利、成长红利等细分策略。不过沙川认为,最根本的还是红利这类资产表现好的时候,细分策略才会有差异性表现。

值得关注的是,近期AI浪潮席卷各行业,市

场开始讨论“HALO”(重资产、低淘汰率)策略——寻找重资产、替代性差、不会因资本大量投入就很快改变行业格局的资产。沙川认为,这一策略与红利资产高度契合。

“比如电力、电网,需要长期大量资金投入才能沉淀下来;比如公用事业,在国内更多是国有性质、偏垄断的;有色矿山的勘探、开采,需要长周期资金投入才能获得回报。这类资产在AI冲击下,格局不会发生太大变化。”沙川分析,“很多红利资产确实是重资产,所属行业都是一些比较成熟的赛道,甚至有人认为是夕阳产业,但恰恰是这些行业不太受格局颠覆的冲击,更稳定,能够持续创造比较稳定的经营业绩。”

换言之,在AI带来的巨大不确定性中,红利资产的确定性反而成为一种稀缺优势。

险资流入托底

如果说资产端决定了红利“好不好”,那么资金端就决定了红利行情“能不能持续”。沙川认为,保险资金是一股不可忽视的托底力量。

他表示,保险资金的特点在于有长期的付息压力,同时负债端源源不断有资金进来,偏好长周期、能稳定分红的资产。此前,大量保险资金配置的是30年期国债,随着国债获利空间变小,险资开始转向红利资产。

“险资以前比较多地买长债,图的是相对稳定的现金流。但在长债收益率走低的背景下,险资的负债端支出相对刚性,所以它需要寻找能够替代长债、又能提供较高收益的品种,不得不提高风险偏好,从固收往上走,就到了权益类里面对偏债的红利资产。”沙川解释。

他给出了一组关键数据:截至2025年底,如果将A股红利股定义为过去三年中至少两年的年化股息率高于4%,那么5500只股票中大概有270只,自由流通市值约7万亿元,占A股总自由流通市值的一成以上。根据券商测算,每年险资



入市资金约1万亿元,其中投向红利股的规模在3000亿至5000亿元。这意味着,险资每年持续买入红利资产,构成了市场中最坚实的底部支撑。

展望未来,沙川认为两大宏观趋势将进一步催化增量资金:一是中国经济增速存在不确定性因素,各行各业投资回报率下降;二是人口老龄化带来风险偏好下降,投资者更渴望确定性。

“这两个背景会导致未来A股和港股的投资风格发生转变。以前大家喜欢听故事,讲行业有多大的成长空间、未来有多大的业绩增速,这是偏激进、高波动的投资方式。但未来,随着投资回报整体下降和风险偏好下降,大家会更加在意资产的确定性。”沙川表示,可以借鉴韩国和日本,两个市场更早经历了经济增速下滑和老龄化,红利类基金的体量占比相当大。

此外,监管层推动上市公司提高分红比例,也反映了A股市场角色从融资市场向投资市场的转变。

红利资产股息率具吸引力

回到投资者最关心的问题:经历了前期上涨和近期回调之后,红利资产现在投资价值如何?

沙川说,对于红利股票而言,估值的核心在于股息率与无风险利率之间的差值——即风险溢价。当风险溢价较高时,说明股息率相对无风险利率较高,红利资产的投资价值往往更高。反之,若股息率低于无风险利率,则需要警惕风险——2015年、2016年股市高涨时就曾出现过这种情况。

“相比于两三年前,红利资产的风险溢价确实有所走低。在红利这波上涨之前,股息率比较高,利率也比较高;后来利率走低了一个多百分点,股息率也下降了两三个百分点。投资价值相比于2022年初肯定有所下降,但经过近期市场回调,当前股息率相比10年期国债收益率仍普遍高出约3个百分点,红利股的投资吸引力还是挺好的。”

“虽然最好的时点可能已经过去了,但现在仍然是一个未来长期投资不错的时点和起点。”沙川表示。

他进一步解释,红利资产的估值波动更多受利率环境和市场风险偏好驱动。当市场承压时,红利资产凭借业绩刚性往往表现出防御属性。

不过,沙川也反复提示,红利资产本质还是股票,风险远高于固收类产品,不能简单看着股息率去类比固收。即使年化波动10%的红利资产,历史上也出现过40%到50%的最大回撤。在投资方式上,他更推荐买入并长期持有。

沙川总结:“投资之前,一定要想清楚最适合自己的方式——包括回报、风险、波动——然后再去执行。看清楚一个行业或资产的基本面、长期观点之后,比较好的选择就是买入持有,先处于相对不败之地,而不是看到板块涨得好就盲目进入。”

光大保德信基金朱剑涛:

借助量化 把握红利资产修复窗口

□本报记者 魏昭宇

在市场资金大多涌向科技赛道的当下,红利资产也在悄然吸金。Wind数据显示,截至6月21日,今年5月以来,市场上多只红利ETF净流入额均超30亿元。

近日,中国证券报记者采访了光大保德信基金量化投资部负责人、光大保德信红利量化选股混合的基金经理朱剑涛。在他看来,在低利率环境与长期资金配置需求的支撑下,红利资产长期配置价值依然突出,而量化策略正是破解红利资产超额收益难题的有效工具。

长期逻辑未变

今年以来,红利资产走势持续波动,与科技成长板块的强势表现形成鲜明对比。朱剑涛说,这一格局主要源于两方面阶段性因素:一是资金面的冲击,不少资金从宽基ETF中流出,由于红利资产在宽基ETF中占比较高,资金抽离使得部分红利持仓品种受到影响;二是科技成长风格的虹吸效应,4月以来科技行情持续走强,资金集中涌向高贝塔赛道,红利资产遭遇持续的流动性“抽水”,两类资产的收益剪刀差不断拉大。

不过市场波动并未阻挡配置型资金的布局步伐。Wind数据显示,截至6月21日,市场上多只红利ETF自5月初以来区间净流入额显著。据朱剑涛观察,从全市场来看,无论是“固收+”产品的底仓需求,还是险资等长期资金的配置需求,都对红利资产保持了稳定的关注。

在朱剑涛看来,红利资产的底层支撑逻辑并未发生动摇。首先,低利率环境下,高股息资产的稀缺性持续提升,当前红利板块估值仍处于历史低位,股息率优势显著,对长期资金吸引



力较强。其次,政策端对上市公司分红、市值管理的引导持续加码,相关政策明确要求央企国企提升分红频次与比例,将进一步夯实沪深300等核心指数的红利属性。此外,从全球比价来看,A股、H股核心资产相较海外对标品种仍存在折价和估值修复空间。

对于下半年红利资产的表现,朱剑涛认为目前已出现积极信号:“当前科技与红利的剪刀差已经达到历史较低区间,红利板块近三个月的调整幅度绝对值也处于历史高位,进一步向下的空间相对有限。”不过他也提醒,科技抱团的时间难以预判,目前尚未观察到小微盘流动性修复、市场风格趋于均衡的右侧信号——当前小微盘成交额占全市场比例不到1%,仅为2023年-2024年平均水平的1/3左右,资金仍高度集中于科技赛道,若科技行情

持续超预期,红利资产的表现仍可能会阶段性承压。从中长期视角看,红利资产凭借其防御属性,依然是险资等长期资金组合中不可或缺的一环,配置价值并不会单纯因为短期行情波动而改变。

量化破解选股痛点

尽管红利资产的配置价值突出,但获取超额收益的难度却不低。朱剑涛表示,传统红利策略往往存在两大痛点:一是单一指标依赖症,多数策略仅依靠股息率、自由现金流等价值指标选股,很容易陷入“价值陷阱”——标的股价越跌,股息率越高,单纯依靠这类指标很难获得稳定的超额收益;二是选股范围较窄,传统红利指数如中证红利覆盖成分股数量较少,策略腾挪空间有限,进一步加大了超额挖掘难度。

量化策略恰恰能够针对性应对这些痛点。朱剑涛介绍,光大保德信基金的红利量化策略并未局限于中证红利的成分股范围,而是将选股池放宽至1500只,筛选标准为:剔除市值小、流动性差的后20%的股票,再从历史稳定分红的上市公司中选取股息率较高的股票。在因子体系上,团队并未单一押注红利相关指标,而是在控制组合股息率较中证红利指数偏离不超过1%的前提下,综合使用成长、营运质量、量价、机器学习模型等多维度因子构建阿尔法模型,从根源上避免了单一指标的局限性。

此外,团队还通过量化组合优化工具对行业偏离进行精准控制,这既保证了产品的红利属性,又为超额收益的挖掘留出了空间。

“人工+AI”双轮驱动

作为国内最早布局量化投资的公募基金之

一,光大保德信基金已在量化领域深耕22年。而朱剑涛本人拥有近18年量化投研经验,曾在东方证券担任量化首席分析师、数量金融创新实验室负责人,带队撰写《因子选股系列研究》等近百篇专题报告,2024年加入光大保德信基金后,他担任量化投资部负责人,2024年5月起担任光大量化核心等产品的基金经理,搭建了完善的本土化量化投研体系。

因子库是量化策略的核心竞争力。朱剑涛介绍,团队目前拥有超1000个经过验证的人工因子,去年新加入的成员带来了多年积累的因子储备,大幅充实了因子库的厚度。与此同时,团队早在2019年就将机器学习应用于实盘,每年可通过机器学习挖掘600个低相关性因子,形成“人工+AI”双轮驱动的因子体系。在实盘应用中,团队会精选100余个逻辑清晰、效果稳定的因子用于策略构建,避免因子冗余带来的噪声干扰。

随着大模型技术的发展,AI在量化投研中的应用早已超越了效率工具的范畴。朱剑涛坦言,如今大模型已经成为投研的核心辅助工具:团队成员手写新代码的占比已不足10%,大模型可将量化投研效率提升2-3倍;不仅如此,大模型还能因为因子优化、模型改进提供思路,比如针对不同行业的成长指标优化、风险模型调整,都能给出有价值的参考建议。

风控是量化策略的生命线。朱剑涛介绍,团队在海外通用风险模型的基础上,结合A股生态特征,自主添加了国企属性、信息确定性两大A股特有因子,力争更精准地预判市场波动,控制组合风格偏离。

展望后市,朱剑涛表示,从历史数据看,热点集中的高波动行情长时间持续难度较大,市场有回归均衡的趋势,通过量化策略获取超额收益的空间仍然很大。