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

分红金额方面，美国市场以　　亿美元稳居第一，占全球　　个市场分红总额近　　，其次为中国境内市场，以　　亿美元位列第二，紧随其后依次为日本本本

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%

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，

续　表

市　场	整体均	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												
阿联酋												—
韩　国												
荷　兰		—		—								
丹　麦		—										
日　本												
法　国												
瑞　典				—								
加拿大												
瑞　士		—										
沙特阿拉伯												
中国香港												
英　国												
德　国												
意大利												
巴　西												
澳大利亚												
俄罗斯												

数据来源：中证指数，　　，上表仅展示规模相对较大　个主要市场，下同。

股利支付率受经济发展阶段与产业结构影响

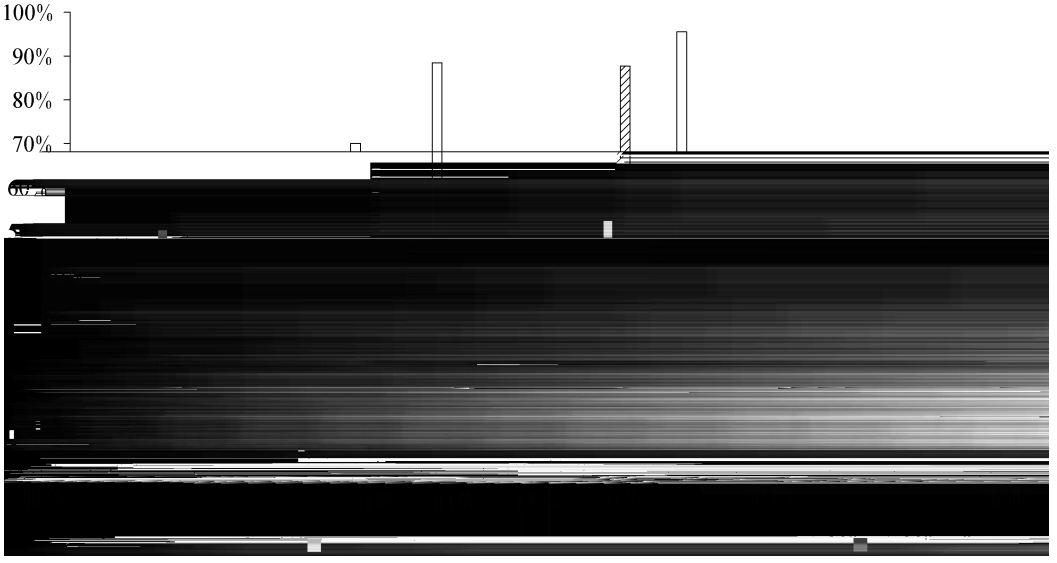
受区域经济发展阶段及产业结构影响，各市场股利支付率水平呈较大分化（见图　）。欧洲发达市场上市公司普遍形成较为稳定的分红政策，股利支付率普遍较高。其他市场则受产业结构影响较大，如沙特、澳大利亚等市场能源、原材料等传统

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　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Ⅶ市



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%)

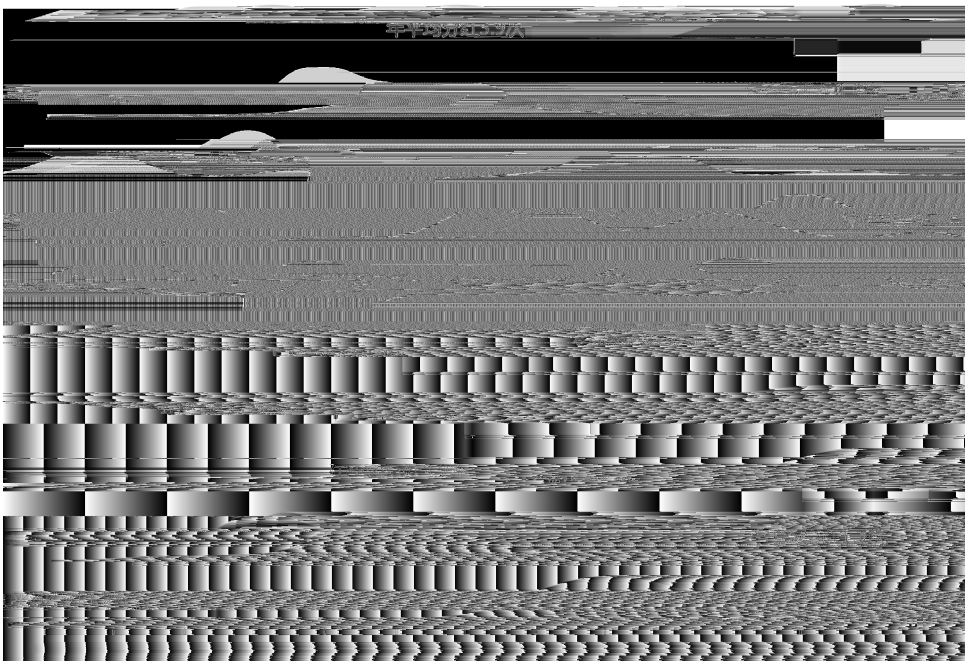
数据来源:中证指数,Refinitiv,括号内为相对于上市满 N 年上市公司的数量占比。

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。

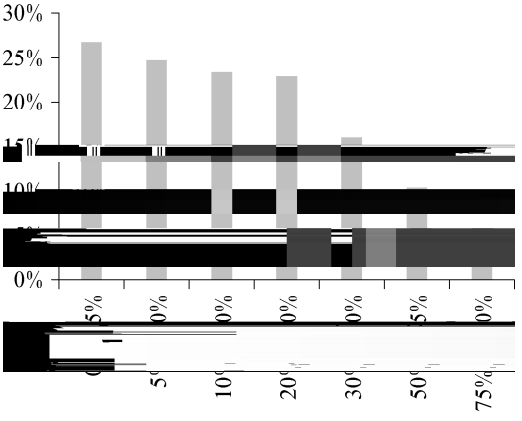
5. 企业所处生命周期阶段显著影响上市公司分红政策

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

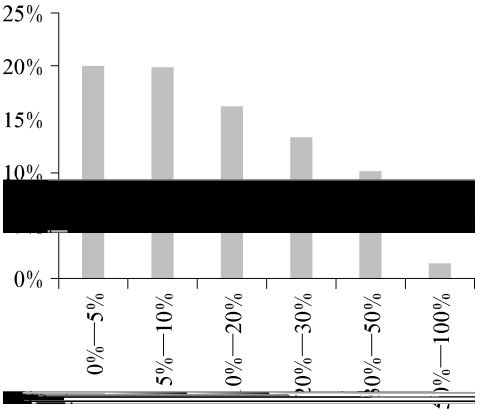
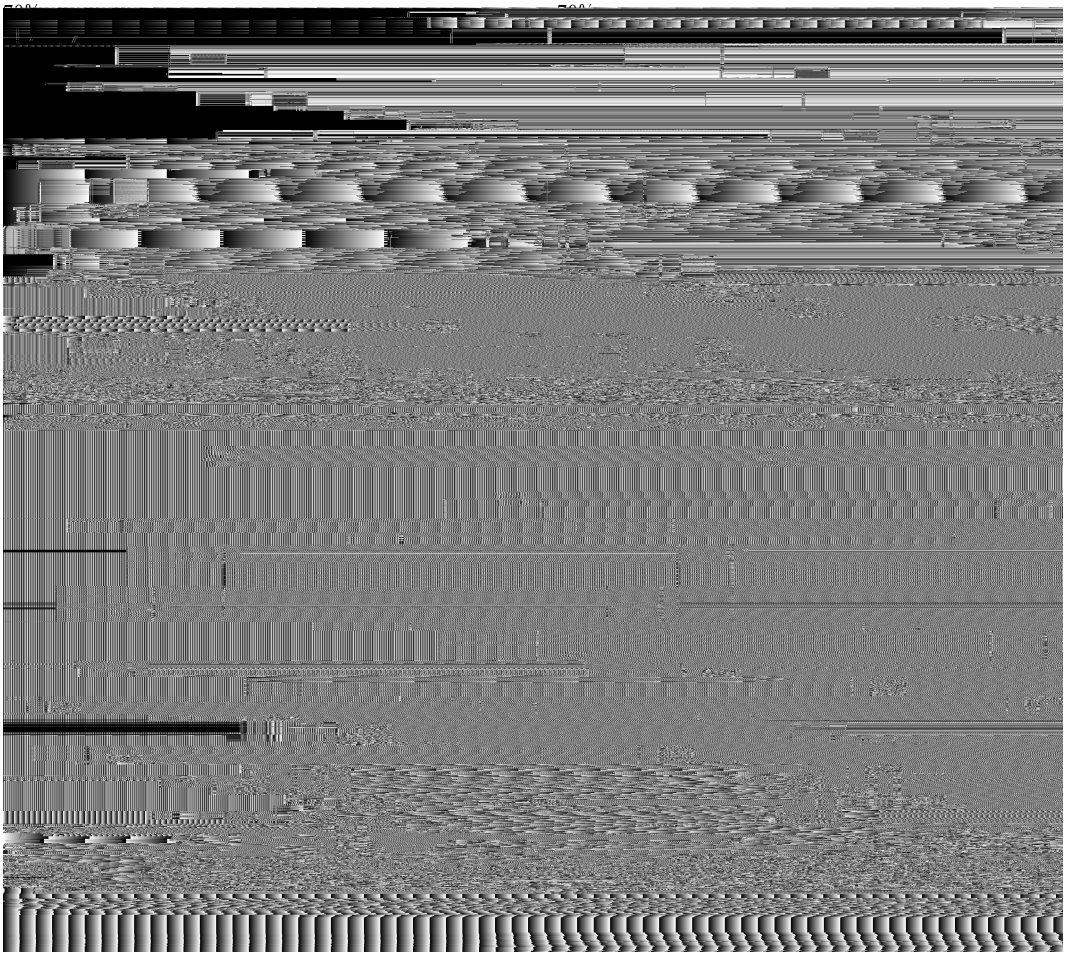


图 6　营收增速分组平均股利支付率

根据

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。

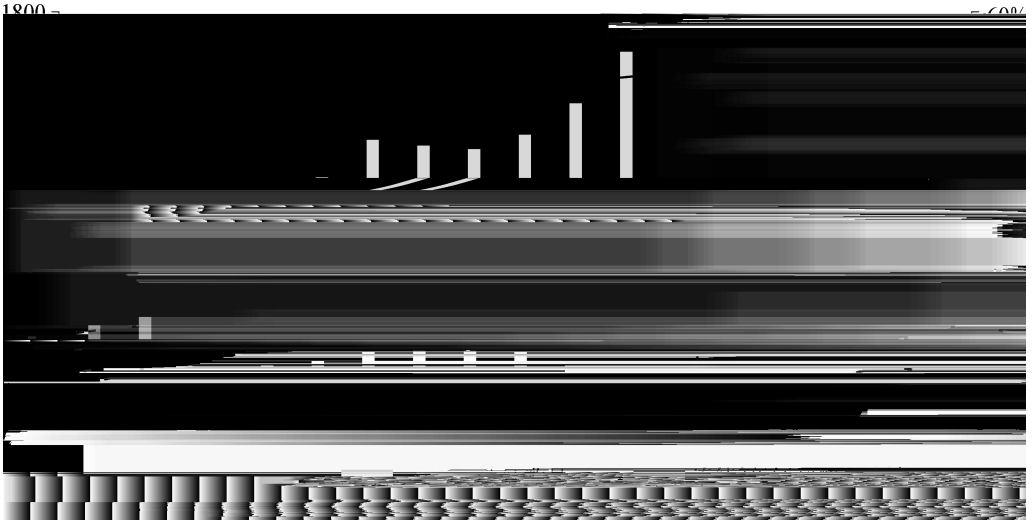
图 7 不同生命周期上市公司股利支付率分布情况

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%，相较上年度



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. %	76.7%	33.5%	3.5%	56.9%	2 . %
地方国有企业	4 34.5	34.9%	67. %	33.4%	2.4%	49.4%	. %
民营企业	3 2 7.3	. %	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%	3.4%

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	973.2	27.4%	73.9%	33.2%	2.8%	62.0%	24.7%
上海科创板	28 .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%	.5%	49. %	7.9%
深圳创业板	703.7	35.9%	67.5%	24.6%	0.5%	5 .4%	20.5%

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“

鼎淢

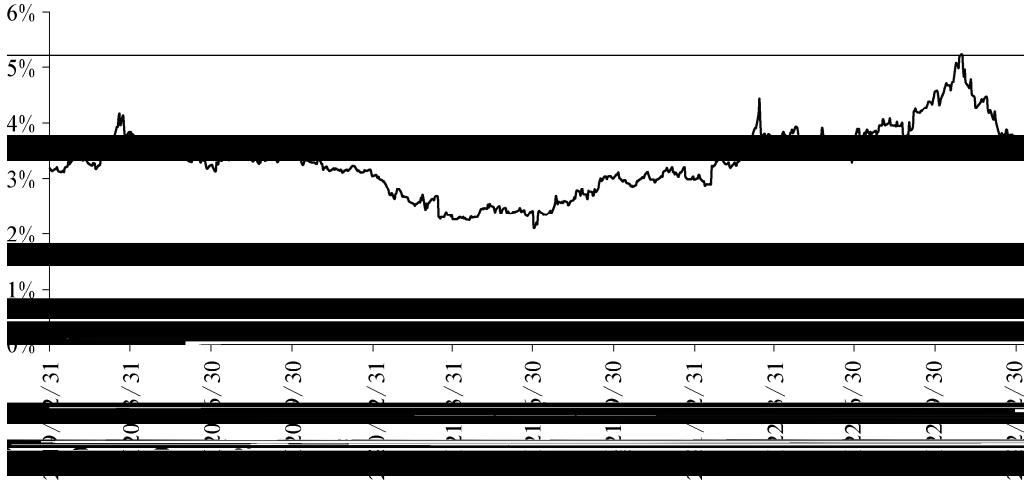
（二）中国香港市场：现金分红水平分化程度进一步加大

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　　年、　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　　香港　　指数股息率近三年走势

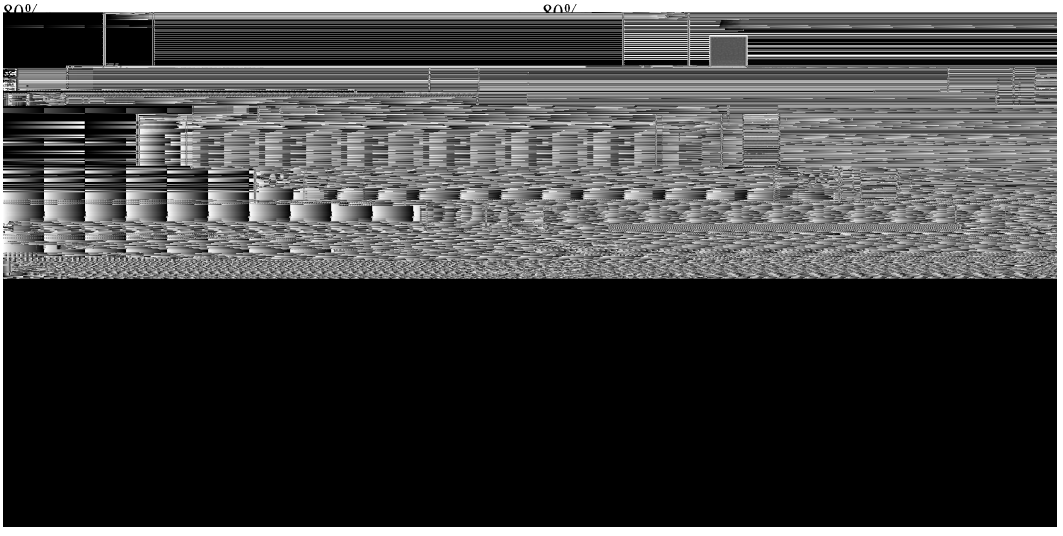
2022 年中国香港市场上市公司分红表现呈现如下特征：

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)	分红增速	板块内分红数量占比	平均股利支付率	平均股息率	连续5年分红占比	连续3年分红增长占比
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

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

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。