

瞭解股息期貨合約



Tianyin Cheng
董事
策略及波動性指數

本文最初於 2019 年 7 月 20 日在 **Indexology**® 博客上發佈。

標普 500® 股息點指數跟蹤標普 500 成份股的股息支付，基於固定的初始市值，不受股價變動的影響。該指數不能直接投資，但可以通過芝加哥商品交易所(CME)的期貨合約進行投資。目前，年度股息期貨可追蹤至未來 10 年。

標普 500 股息點指數代表的是一個季度或一年的固定期間內累計支付的現金股息。在下一個週期開始時，該指數被重置為零，以反映與標普 500 指數期貨到期時在不同時間支付的股息。

如何應用股息期貨？

股息期貨(以及先於期貨市場出現的場外掉期市場)的一個重要應用是投資銀行銷售的結構性股票產品的股息風險對沖，這種產品在歐洲和一些亞洲國家(如韓國和日本)很受歡迎。

這些產品向客戶提供與股票掛鉤的回報，儘管這些回報通常與價格變化掛鉤，而不是與標的股票指數的總回報掛鉤。如果一家銀行用指數期貨或一籃子股票進行對沖，它們將面臨股息風險，這對對沖風險有著重大影響。

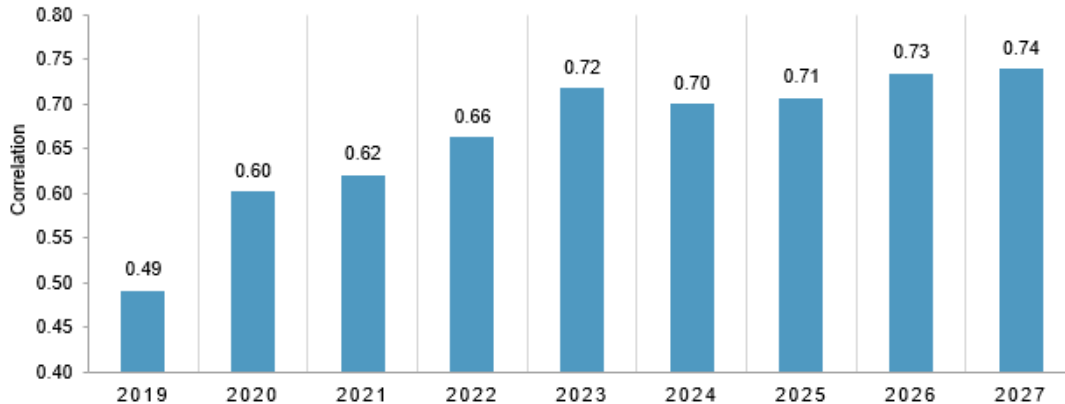
股息期貨市場使銀行能夠通過向資深投資者出售股息期貨來減少部分股息風險。股息的供應和相應的低需求導致未來股息增長走低，並吸引對沖基金進入股息市場，增加了流動性的同時增加了股息交易的吸引力。資產所有者也可能傾向於購買股息期貨以對沖股息波動風險，以便更好地匹配其負債流。

股息期貨如何運作？

如果股息期貨合約中的長倉將到期，則投資回報取決於標普 500 指數實際支付的每股指數股息與初始投資時股息期貨價格之間的差額。股息期貨價格反映的是市場對未來股息價值的最佳預測，儘管短期供需會導致價格圍繞公允價值波動。

根據股息貼現模型，股票的內在價值等於股票未來股息的現值。因此，股息期貨價格通常會受益於股價上漲，特別是在一段長期的時間。此外，股息支付往往在支付前近一年會得到相當準確的估計。因此，隨著期貨到期時間的接近，期貨價格對股票價格的敏感度下降(見圖 1)。

Exhibit 1: Correlation between S&P 500 Dividend Futures and the S&P 500



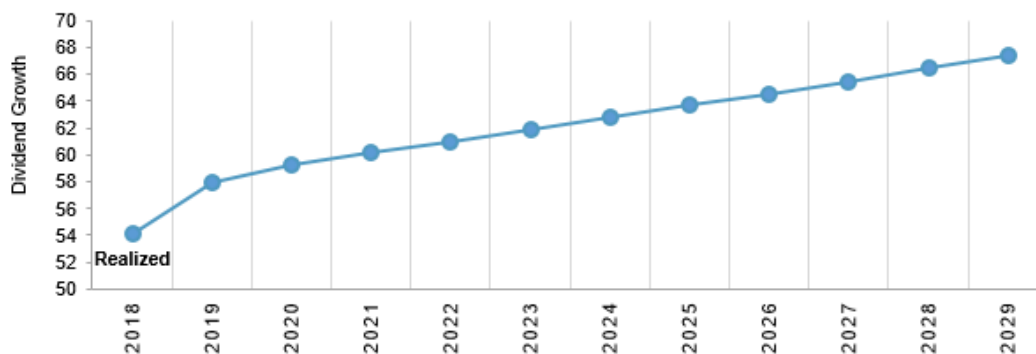
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CME. Data from Dec. 19, 2016, to May 31, 2019. Correlation is calculated based on daily price return of the S&P 500 and daily return of CME S&P 500 Annual Dividend Futures Contracts. Chart is provided for illustrative purposes.

圖 1 標普 500 股息期貨與標普 500 指數之間的相關性

股息期貨與股息預測

截至 2019 年 5 月 31 日，2029 年 12 月標普 500 指數年度股息期貨合約價格為 67.4，而 2019 年合約價格為 57.9。這意味著未來 10 年的年化股息增長率僅為 1.5%（見圖 2）。與過去 49 年（1970 年至 2018 年）6% 的年度股息增長率相比，這一增長率相當低。

Exhibit 2: S&P 500 Annual Dividend Index Futures Term Structure



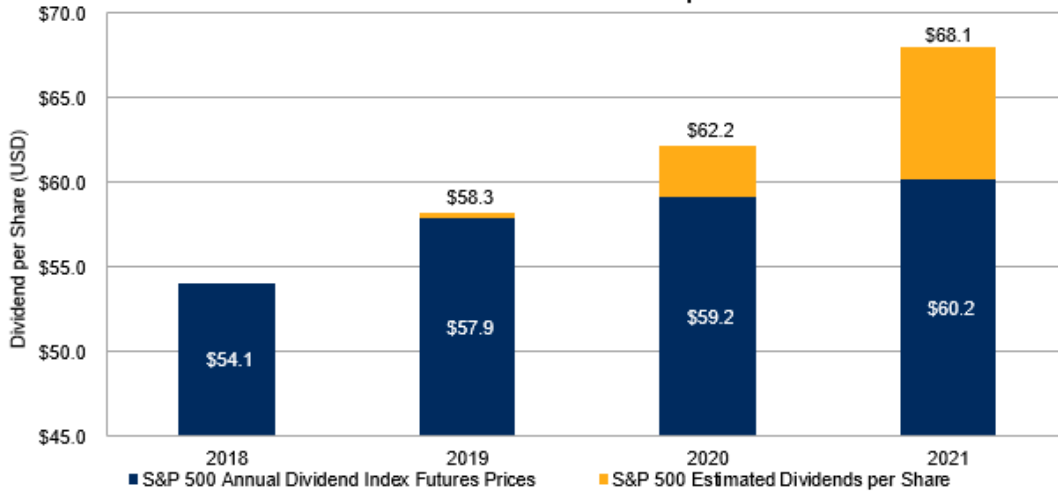
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CME. Data as of May 31, 2019. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

圖 2 標普 500 年度股息指數期貨合約價格

當我們將股息期貨價格與預測股息價格進行比較時，我們也可以看到明顯的差距。圖 3 中的深藍色部分反映了當前的股息期貨價格；黃色部分則反映了分析師的普遍預期。

A Division of **S&P Global**

Exhibit 3: Dividend Futures Price versus Estimated Dividends per Share



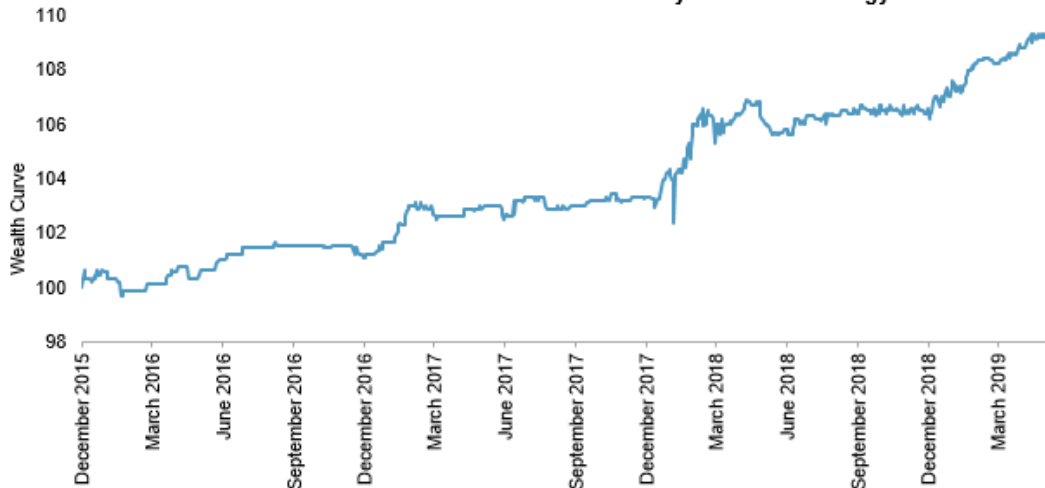
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CME, FactSet. Data as of May 31, 2019. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

圖 3 股息期貨價格與每股股息估計價格

無論歷史股息增長趨勢還是股息預期價格似乎都表明股息期貨被低估，並且買入並持有的股息期貨可能每年上漲 4%-5%。這種“股息溢價”的一個解釋是，銀行的活動創造了股息期貨的自然賣家，從而為買家帶來了潛在的回報。另一種解釋是投資者意識到負股息的風險，而回報只是對風險的補償。

圖 4 展示了前一年股息期貨合約的買入和持有策略——它將下一年度股息期貨合約延長一年，當合約到期時，它將進入下一年的合約。從 2015 年 12 月 18 日到 2019 年 5 月 31 日，這種策略每年回報率為 2.6%，波動率為 2.3%。

Exhibit 4: Performance of the Front Year Dividend Contract Buy and Hold Strategy



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CME. Data from Dec. 18, 2015, to May 31, 2019. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

圖 4 前一年股息合約買入和持有策略的回報率走向

**S&P Dow Jones
Indices**

A Division of **S&P Global**

***Indexology*[®] Blog**

如欲閱讀更多博客文章，請流覽我們的英文網站 www.indexologyblog.com，或
訂閱 **Indexology[®]** 以獲取最新發佈的文章。

一般免責聲明

版權©2019，標普道瓊斯指數有限公司（S&P Global的分支機構）。版權所有。標普®及標普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global的分支機構）（「標普」）的註冊商標。Dow Jones®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道瓊斯」）的註冊商標。商標已授予標普道瓊斯指數有限公司。未經書面許可，不得轉發、複製及／或影印全部或部分有關內容。本檔不構成標普道瓊斯指數有限公司、道瓊斯、標普或其各自聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲所需牌照的司法管轄區內提供服務的要約。標普道瓊斯指數提供的所有資料均為通用資訊，未必滿足任何人士、實體或人群的具體需要。標普道瓊斯會就向協力廠商提供指數授權收取報酬。指數的過往資料並非未來表現的保證。

投資者不能直接投資於指數。對指數所代表的資產類別的投資，可通過基於該指數的可投資金融工具進行。標普道瓊斯指數並無發起、認可、銷售、推廣或管理由協力廠商提供並旨在依據任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數不保證基於指數的投資產品會準確跟蹤指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數不會對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性作出任何陳述。投資者不應根據本檔所載聲明的任何內容，作出投資於任何此類投資基金或其他投資工具的決策。我們建議有意投資人士僅在仔細考慮投資此類基金的相關風險（詳情載於投資基金或其他投資產品或工具的發行人或其代表編制的發行備忘錄或類似檔）後，才投資於任何此類投資基金或其他投資工具。指數納入任何證券，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券，也不應視為投資建議。標普道瓊斯指數根據個別指數成分股（由其主要交易所厘訂）之收市價，計算旗下美國基準指數的收市價。

以上資料根據一般公眾可用資訊及可靠來源，僅為提供資料而編制。以上資料所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟體或其他應用程式或由此得出的內容）或其任何部分（「內容」），未經標普道瓊斯指數的事先書面許可，不得以任何方式予以修改、反向工程、複製或分發，或儲存於資料庫或檢索系統中。有關內容不得用作任何非法或未經授權用途。標普道瓊斯指數及其協力廠商資料提供商及許可人（統稱「標普道瓊斯指數相關方」）概不保證有關內容的準確性、完整性、及時性或有效性。標普道瓊斯指數相關方概不對使用有關內容所導致的任何錯誤或疏忽負責。有關內容「按原狀」提供。標普道瓊斯指數相關方不會作出任何或所有明示或暗示的保證，包括但不限於任何適銷性、特定目的或用途的合適性、無錯誤或無瑕疵。標普道瓊斯指數相關方概不對任何一方使用有關內容導致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害賠償、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或盈利損失及機會成本）承擔法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損失情況下亦然。

標普道瓊斯指數把各分支機構與業務單位的若干活動相互隔離，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普道瓊斯指數的部分業務單位可能擁有其他業務單位缺乏的資訊。標普道瓊斯指數已制訂政策及流程，確保在每次分析過程中獲取的非公開信息維持保密。

此外，標普道瓊斯指數向或就眾多機構（包括證券發行人、投資顧問、經紀商、投資銀行、其他金融機構及金融中介機構）提供廣泛服務，並向上述機構收取相應費用或其他經濟利益，包括標普道瓊斯指數推薦、評級、納入模型組合、評估或以其他方式處理其證券或服務的機構。