

了解股息期货合约



Tianyin Cheng
董事
策略及波动性指数

本文最初于 2019 年 7 月 20 日在 Indexology® 博客上发布。

标普 500® 股息点指数跟踪标普 500 成份股的股息支付，基于固定的初始市值，不受股价变动的影响。该指数不能直接投资，但可以通过芝加哥商品交易所 (CME) 的期货合约进行投资。目前，年度股息期货可追踪至未来 10 年。

标普 500 股息点指数代表的是一个季度或一年的固定期间内累计支付的现金股息。在下一个周期开始时，该指数被重置为零，以反映与标普 500 指数期货到期时在不同时间支付的股息。

如何应用股息期货？

股息期货 (以及先于期货市场出现的场外掉期市场) 的一个重要应用是投资银行销售的结构性股票产品的股息风险对冲，这种产品在欧洲和一些亚洲国家 (如韩国和日本) 很受欢迎。

这些产品向客户提供与股票挂钩的回报，尽管这些回报通常与价格变化挂钩，而不是与标的股票指数的总回报挂钩。如果一家银行用指数期货或一篮子股票进行对冲，它们将面临股息风险，这对对冲风险有着重大影响。

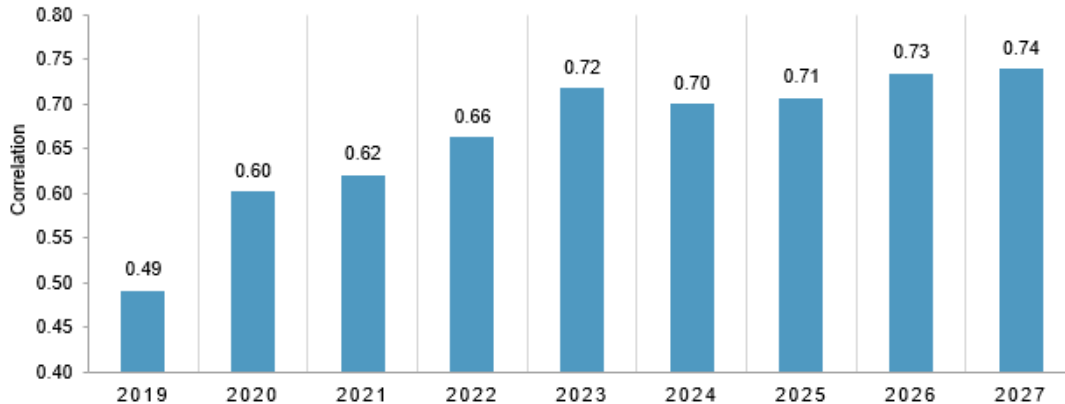
股息期货市场使银行能够通过向资深投资者出售股息期货来减少部分股息风险。股息的供应和相应的低需求导致未来股息增长走低，并吸引对冲基金进入股息市场，增加了流动性的同时增加了股息交易的吸引力。资产所有者也可能倾向于购买股息期货以对冲股息波动风险，以便更好地匹配其负债流。

股息期货如何运作？

如果股息期货合约中的长仓将到期，则投资回报取决于标普 500 指数实际支付的每股指数股息与初始投资时股息期货价格之间的差额。股息期货价格反映的是市场对未来股息价值的最佳预测，尽管短期供需会导致价格围绕公允价值波动。

根据股息贴现模型，股票的内在价值等于股票未来股息的现值。因此，股息期货价格通常会受益于股价上涨，特别是在一段长期的时间。此外，股息支付往往在支付前近一年会得到相当准确的估计。因此，随着期货到期时间的接近，期货价格对股票价格的敏感度下降 (见图 1)。

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



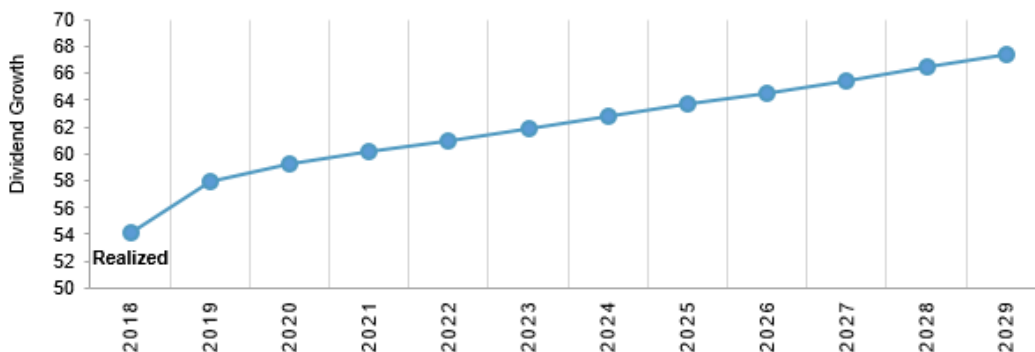
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CME. Data from Dec. 19, 2016, to May 31, 2019. Correlation is calculated based on daily price return of the S&P 500 and daily return of CME S&P 500 Annual Dividend Futures Contracts. Chart is provided for illustrative purposes.

图1 标普 500 股息期货与标普 500 指数之间的相关性

股息期货与股息预测

截至 2019 年 5 月 31 日，2029 年 12 月标普 500 指数年度股息期货合约价格为 67.4，而 2019 年合约价格为 57.9。这意味着未来 10 年的年化股息增长率仅为 1.5%（见图 2）。与过去 49 年（1970 年至 2018 年）6% 的年度股息增长率相比，这一增长率相当低。

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



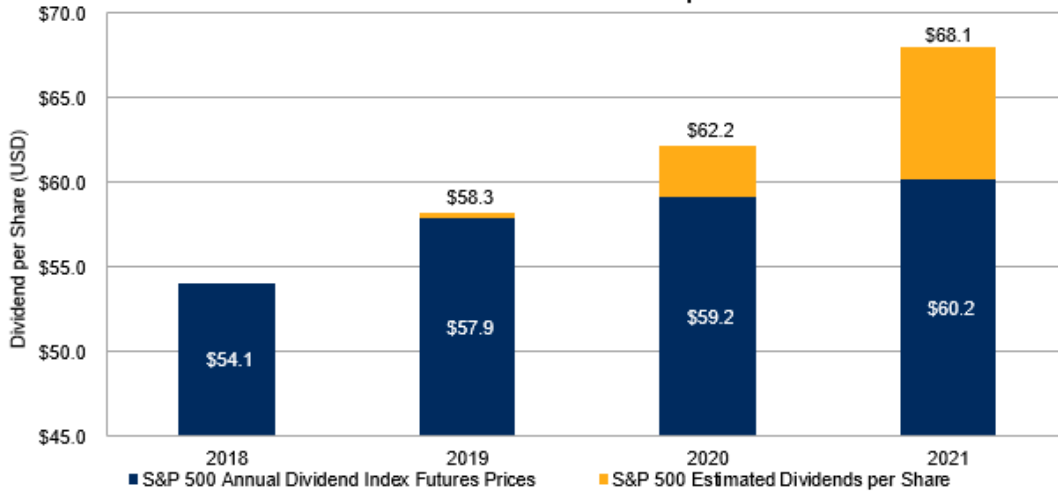
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CME. Data as of May 31, 2019. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

图2 标普 500 年度股息指数期货合约价格

当我们将股息期货价格与预测股息价格进行比较时，我们也可以看到明显的差距。图 3 中的深蓝色部分反映了当前的股息期货价格；黄色部分则反映了分析师的普遍预期。

A Division of **S&P Global**

Exhibit 3: Dividend Futures Price versus Estimated Dividends per Share



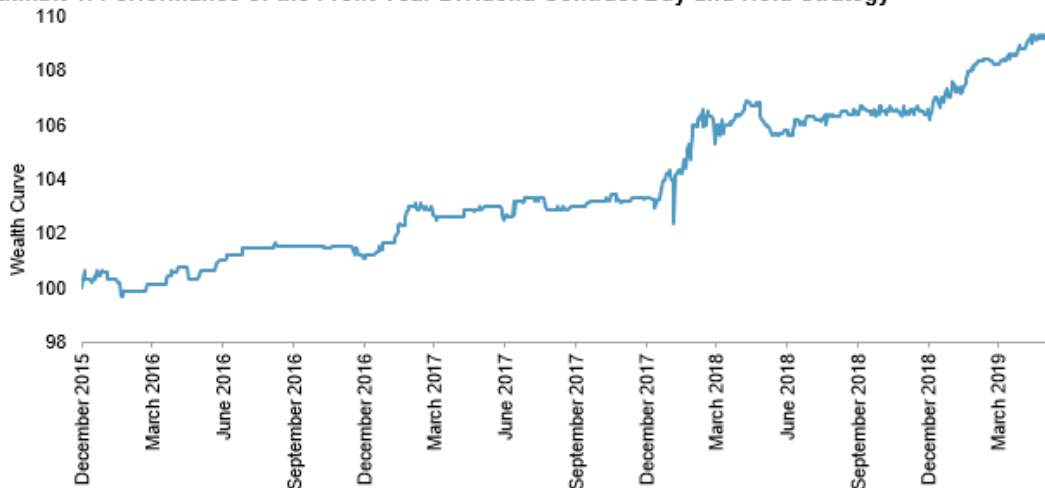
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CME, FactSet. Data as of May 31, 2019. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

图3 股息期货价格与每股股息估计价格

无论历史股息增长趋势还是股息预期价格似乎都表明股息期货被低估，并且买入并持有的股息期货可能每年上涨4%–5%。这种“股息溢价”的一个解释是，银行的活动创造了股息期货的自然卖家，从而为买家带来了潜在的回报。另一种解释是投资者意识到负股息的风险，而回报只是对风险的补偿。

图4展示了前一年股息期货合约的买入和持有策略——它将下一年度股息期货合约延长一年，当合约到期时，它将进入下一年的合约。从2015年12月18日到2019年5月31日，这种策略每年回报率为2.6%，波动率为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.

图4 前一年股息合约买入和持有策略的回报率走向

**S&P Dow Jones
Indices**

A Division of **S&P Global**

Indexology[®] **Blog**

如欲阅读更多博客文章，请浏览我们的英文网站 www.indexologyblog.com，或
订阅 **Indexology**[®] 以获取最新发布的文章。

一般免责声明

版权©2019, 标普道琼斯指数有限公司 (S&P Global 的分支机构)。版权所有。标普®及标普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P Global 的分支机构) (「标普」) 的注册商标。Dow Jones ®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC (「道琼斯」) 的注册商标。商标已授予标普道琼斯指数有限公司。未经书面许可, 不得转发、复制及 / 或影印全部或部分有关内容。本档不构成标普道琼斯指数有限公司、道琼斯、标普或其各自附属公司 (统称「标普道琼斯指数」) 在未获所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有数据均为通用信息, 未必满足任何人士、实体或人群的具体需要。标普道琼斯会就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往数据并非未来表现的保证。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资, 可通过基于该指数的可投资金融工具进行。标普道琼斯指数并无发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并旨在依据任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限公司并非投资顾问, 标普道琼斯指数不会对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性作出任何陈述。投资者不应根据本档所载声明的任何内容, 作出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意投资人士仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险 (详情载于投资基金或其他投资产品或工具的发行人或其代表编制的发行备忘录或类似档) 后, 才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。指数纳入任何证券, 并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券, 也不应视为投资建议。标普道琼斯指数根据个别指数成分股 (由其交易所厘订) 之收市价, 计算旗下美国基准指数的收市价。

以上数据根据一般公众可用信息及可靠来源, 仅为提供数据而编制。以上数据所载的任何内容 (包括指数资料、评级、信用相关分析和资料、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的内容) 或其任何部分 (「内容」), 未经标普道琼斯指数的事先书面许可, 不得以任何方式予以修改、反向工程、复制或分发, 或储存于数据库或检索系统中。有关内容不得用作任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及许可人 (统称「标普道琼斯指数相关方」) 概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所导致的任何错误或疏忽负责。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方不会作出任何或所有明示或暗示的保证, 包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无错误或无瑕疵。标普道琼斯指数相关方概不对任何一方使用有关内容导致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害赔偿、成本、开支、法律费用或损失 (包括但不限于收入损失或盈利损失及机会成本) 承担法律责任, 即使在已获悉可能发生该等损失情况下亦然。

标普道琼斯指数把各分支机构与业务单位的若干活动相互隔离, 以保持其各自活动的独立性和客观性。因此, 标普道琼斯指数的部分业务单位可能拥有其他业务单位缺乏的信息。标普道琼斯指数已制订政策及流程, 确保在每次分析过程中获取的非公开信息维持保密。

此外, 标普道琼斯指数向或就众多机构 (包括证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构及金融中介机构) 提供广泛服务, 并向上述机构收取相应费用或其他经济利益, 包括标普道琼斯指数推荐、评级、纳入模型组合、评估或以其他方式处理其证券或服务的机构。