

董彬婕

研究员，期货执业证书编号 F3021841
dongbj@dxqh.net

总结：

众所周知，个股现金分红时，指数任其自由回落，而这种分红预期会提前反应到股指期货上，因此每年在 A 股集中分红的月份里，股指期货的基差通常会呈现贴水的状态。时逢上市公司密集分红时期，为了理清股指期货的真实基差水平，现对分红因素对期指的影响进行研究。根据已公布数据及估算结果显示，截至 2018 年 6 月 11 日，沪深 300 有 26 家公司不分红，中证 500 有 67 家公司不分红，上证 50 中有 3 家公司不分红。除此之外，沪深 300、中证 500 以及上证 50 分别有 106、211、14 家公司已公布派息日。

考虑到 6 月合约已交割，在随后的月份中，各指数成分股分红将对 7 月合约的影响最为明显。对比三大指数，中证 500 成分股分红对期货合约影响的程度相对弱于沪深 300 和上证 50。

具体计算结果如下：

➤ 沪深 300 股指期货：

理论影响(6月12日)	百分比	点数	分红贴水
7月合约 (7.20)	0.81%	30.84	30.84
8月合约 (8.17)	0.16%	6.22	37.06
9月合约 (9.21)	0.09%	3.53	40.58

➤ 中证 500 股指期货：

理论影响(6月12日)	百分比	点数	分红贴水
7月合约 (7.20)	0.28%	15.80	15.80
8月合约 (8.17)	0.07%	3.78	19.58
9月合约 (9.21)	0.01%	0.73	20.30

➤ 上证 50 股指期货：

理论影响(6月12日)	百分比	点数	分红贴水
7月合约 (7.20)	1.01%	27.23	27.23
8月合约 (8.17)	0.16%	4.26	31.49
9月合约 (9.21)	0.06%	1.57	33.06

➤ 风险提示

多数成分股的每股股利与除权除息日经由估算得到，与实际情况可能存在误差，从而导致预测结果可能与实际情况有差异。

正文目录

一、	原理	4
二、	预测2018分红的流程	4
1、	股指分红派息时间分布	4
2、	计算方法	5
3、	理论影响结果	6
三、	风险提示	8

2018 年上市公司年度分红对期指的影响

本报告旨在通过对指数成分股集中分红对股指期货价格的影响研究，预测 2018 年股指期货升贴水中受分红影响的点数，理清股指期货的真实基差水平，从而判断股指期货策略是否有可操作的行情。

一、原理

期现套利过程中，升贴水往往是投资者重点考虑的交易成本之一。在期货市场中，我们不能简单地认为期货贴水就代表看空后市，而是应该更全面地了解期货定价的各个因素，从而占据竞争优势。根据无套利定价模型，期货定价公式为：

$$F_t = (S_t - D)(1 + r)$$

其中，F 为期货价格、S 为现货价格、r 为无风险利率、D 为成分股在每个时点发放的离散红利流在 t 时刻的现值。在成分股连续分红的情况下，指数期货的理论定价公式为：

$$F_t = S_t e^{(r-d)(T-t)}$$

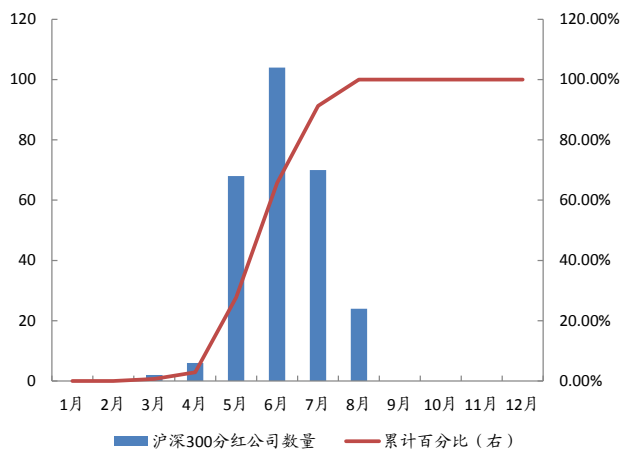
其中，d 为分红收益率，T 为期限。由公式可见，当分红率 d 大于无风险收益率 r 的时候，股指期货将会出现贴水，反之，将会出现升水，因此，融资利率与分红率是影响股指期货的两个因素，本文将重点研究分红率对股指期货升贴水的影响。

二、预测 2018 分红的流程

1、股指分红派息时间分布

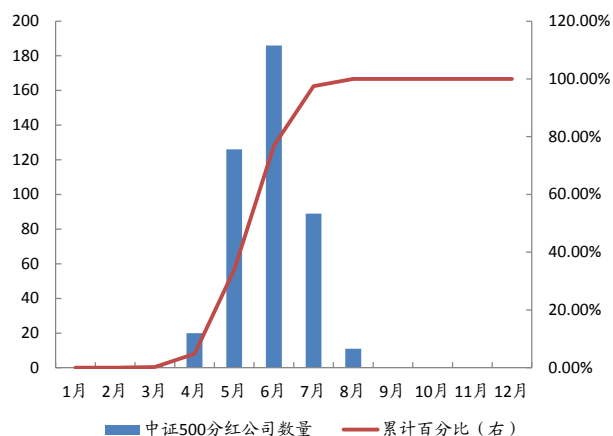
根据 2017 年年报结果，统计出 2018 年沪深 300、中证 500 和上证 50 成分股的除权除息日。结果显示，上证 50、沪深 300 与中证 500 分红的月份集中在 3 月至 8 月，其中 6 月上市公司分红最为密集，其次为 5 月与 7 月。考虑到 6 月合约已经交割，本文将重点关注分红对期指 7 至 9 月合约的影响。

图表 1: 2017 年沪深 300 成分股派息次数按月分布



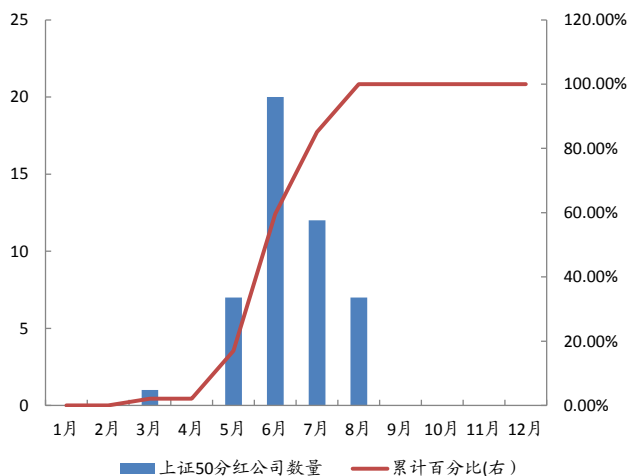
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 2017 年中证 500 成分股派息次数按月分布



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 2017 年上证 50 成分股派息次数按月分布



来源: Wind, 东兴期货研发中心

2、计算方法

(1) 统计并估算指数成分股股息。

根据已公布的 2017 年报数据, 截至 2018 年 6 月 11 日, 沪深 300、中证 500 和上证 50 成分股中分别已确认 106、211 和 14 家公司的股息, 未确认股息的公司以 2017 年分红股息估算。结果显示, 沪深 300 有 26 家公司不分红, 中证 500 有 67 家公司不分红, 上证 50 中有 3 家公司不分红。

(2) 统计并估算除权除息日。

截至 2018 年 6 月 11 日, 沪深 300、中证 500 以及上证 50 分别有 106、211、14 家公司公布派息日, 因此, 绝大部分公司的派息日需要估算。其估算方法为除权除息日=上一年派息日+365。

(3) 计算成分股的权重。

根据指数编制方法，指数成分股的权重是自由流通股加权，即权重=（成分股收盘价×自由流通股本）/该指数所有成分股的自由流通市值。

（4）计算成分股分红对相关的股指期货的价格影响。

每只成分股对相关股指期货合约价格的影响=股票权重×成分股股息/成分股收盘价。将2018年6月16日至7月20日的影响累加作为该指数期货7月合约的整体价格影响。以此类推，8月合约、9月合约分别将7月21日至8月17日、8月18日至9月21日期间的分红价格影响累加，作为2018年分红影响的预测。

3、理论影响结果

经估算处理，沪深300分红的公司有274家，中证500有433家，上证50中有47家分红公司。另外，2018年派息日的分布情况显示，上市公司年度分红时间密集集中在6、7月份。由于6月合约已交割，我们仅取沪深300、中证500和上证50成分股的2017年6月12日收盘价以及权重来计算分红对7、8、9月股指期货合约的贴水影响，得到结果如下（如表1-3）：

附表1：沪深300指数成分股分红对股指期货价格的影响

理论影响(6月12日)	百分比	点数	分红贴水
7月合约（7.20）	0.81%	30.84	30.84
8月合约（8.17）	0.16%	6.22	37.06
9月合约（9.21）	0.09%	3.53	40.58

来源：Wind，东兴期货研发中心

附表2：中证500指数成分股分红对股指期货价格的影响

理论影响(6月12日)	百分比	点数	分红贴水
7月合约（7.20）	0.28%	15.80	15.80
8月合约（8.17）	0.07%	3.78	19.58
9月合约（9.21）	0.01%	0.73	20.30

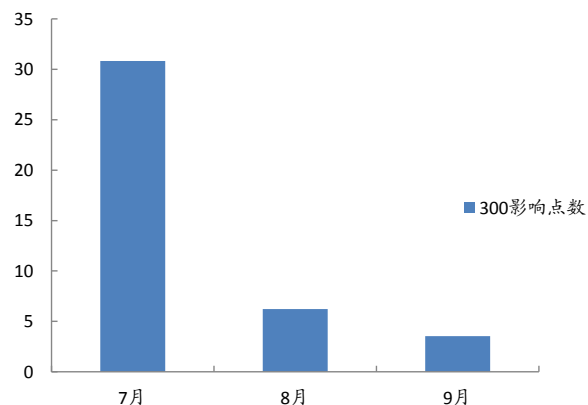
来源：Wind，东兴期货研发中心

附表3：上证50指数成分股分红对股指期货价格的影响

理论影响(6月12日)	百分比	点数	分红贴水
7月合约（7.20）	1.01%	27.23	27.23
8月合约（8.17）	0.16%	4.26	31.49
9月合约（9.21）	0.06%	1.57	33.06

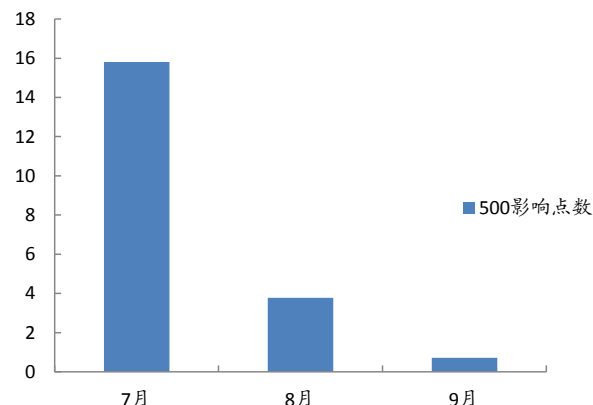
来源：WIND，东兴期货研发中心

图表 4: 沪深 300 指数成分股对股指期货价格的影响



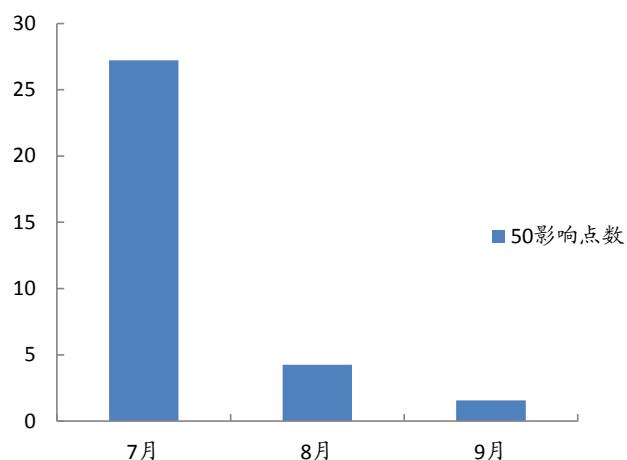
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 中证 500 指数成分股对股指期货价格的影响



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 上证 50 指数成分股对股指期货价格的影响



来源: Wind, 东兴期货研发中心

附表 4: 沪深 300 指数成分股分红对 7、8 月股指期货合约价格的影响 (2016-2018)

理论影响(6月 12 日)	2018	2017	2016
7月合约 (7.20)	0.81%	1.14%	1.04%
8月合约 (8.17)	0.16%	0.23%	0.32%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

附表 5: 中证 500 指数成分股分红对 7、8 月股指期货合约价格的影响 (2016-2018)

理论影响(6月 12 日)	2018	2017	2016
7月合约 (7.20)	0.28%	0.29%	0.24%
8月合约 (8.17)	0.07%	0.02%	0.05%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

附表 6：上证 50 指数成分股分红对 7、8 月股指期货合约价格的影响（2016-2018）

理论影响(6月 12 日)	2018	2017	2016
7月合约（7.20）	1.01%	1.64%	1.65%
8月合约（8.17）	0.16%	0.19%	0.30%

来源：Wind，东兴期货研发中心

从上述结果可以看出，指数成分股分红对 7 月合约的影响较为显著。对比三大指数，中证 500 成分股分红对期货合约影响的程度相对弱于沪深 300 和上证 50。再对比往年来看，今年沪深 300 与上证 50 成分股分红对对应股指期货的影响较往年普遍减弱，其中仅中证 500 成分股分红对 IC08 的影响大于往年。

三、风险提示

由于各公司的派息日多数还未公布，去年的派息日估算得到的结果跟实际情况会有误差，加上部分上市公司年度分红股息尚未确认，以 2017 年分红股息为估计值也可能加大误差，导致今年的成分股分红对各个合约影响的大小分布存在偏差，需及时更新数据，减小误差，从而在期现套利中做出更为准确的判断。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。