

# 研究报告

## 深度专题

### 2023年分红对股指期货的影响分析

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836116

**摘要：**A股股指期货合约跟踪的指数为价格指数，成分股分红派息时，指数自然回落，故在分红实际发生之前，处于分红月份的期货合约价格便包含了存续期内分红的信息，但现货价格暂未剔除未来分红金额，也就是说分红预期会降低期货价格从而加剧期货贴水压力。投资者在进行对冲、期现套利等操作之前，需对指数成分股所蕴含的分红点位进行估计，获取真实的股指期货基差水平，以便做出合理的投资决策。

近年来，随着分红政策的逐渐完善及多项举措的积极引导，进行现金分红的上市公司数量和股息率均有所上升，整体分红规模逐年递增，其中年报分红为主要选择。从历年成分股分红对指数点位的影响看，2021年前，分红点数沪深300>上证50>中证500>中证1000，而2021年后中证500分红点数反超沪深300，跃居第一。从时间分布看，大多数上市公司的年报分红预案随年报一起披露，因此截至4月末，绝大多数上市公司已经披露了当年分红金额，一般每年4月开始有成分股进行分红，主要集中在5月到8月，基本于9月之前全部完成。

我们对股指分红点位的测算分为如下几个步骤：（1）个股权重估计；（2）成分股归母净利润预测；（3）成分股股息支付率预测；（4）成分股除息日预测。我们将使用最新一期的成分股收盘价、指数收盘价和成分股权重计算分红点，因此股指分红预测的重心为成分股分红金额与分红时间的估计。同时，因为年度分红的比重偏大且相对稳定，我们将只关注于年度分红的预测。

截至2023年4月6日，A股市场整体处于分红初期，上证50指数中，27家公司处于预案阶段；沪深300指数中，14家公司宣布不分红，2家公司已实施分红，136家公司处于预案阶段，3家公司处于决策阶段，1家公司进入实施阶段；中证500指数中，18家公司宣布不分红，2家公司已实施分红，136家公司处于预案阶段，4家公司处于决策阶段，1家公司进入实施阶段；中证1000指数中，56家公司宣布不分红，1家公司已实施分红，207家公司处于预案阶段，7家公司处于决策阶段，2家公司进入实施阶段。

从分红点数看，预测中证500、沪深300、上证50、中证1000在2023全年分红点数分别为100.46点、84.96、74.10点、67.72点。除去已实施分红点位，分红对中证500、沪深300、上证50、中证1000的影响还有99.86点、84.78点、74.10点、67.56点。IF、IH、IC及IM当季合约剔除分红后的基差年化贴水率分别为2.22%、3.95%、-1.36%、-3.83%。考虑到各合约基差已处于历史较高位置，IH与IF基差均已达到升水，而IC与IM合约受到雪球对冲盘的冲击，各合约基差持续上行的阻力或较强，此时对冲策略入场成本或较低。

**风险提示：**成分股分红日期变动、模型失效

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

#### 联系信息

分析师 王荆杰

期货从业资格：F3084112

投资咨询资格：Z0016329

邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人 陈蕾

期货从业资格：F03088273

邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

#### 相关报告

2023.03.08 《广州期货-深度专题-20230308-股指-全面注册制改革对资本市场的影响》

## 目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 一、为什么要关注分红对股指期货的影响 .....  | 1  |
| (一) A 股市场分红制度介绍 .....     | 1  |
| (二) 分红对股指期货价格的影响及原理 ..... | 3  |
| 二、A 股市场分红情况概览 .....       | 4  |
| (一) 现金分红公司数量情况 .....      | 5  |
| (二) 历史股息支付率分析 .....       | 6  |
| (三) 历史股息率分析 .....         | 7  |
| (四) 历史指数分红点数及时间分布 .....   | 8  |
| 三、股指分红预测方法介绍 .....        | 10 |
| (一) 分红预测思路 .....          | 10 |
| (二) 成分股分红金额预测 .....       | 11 |
| (三) 成分股分红时间预测 .....       | 12 |
| 四、2023 年分红对股指影响的预测 .....  | 13 |
| 免责声明 .....                | 17 |
| 研究中心简介 .....              | 17 |
| 广州期货业务单元一览 .....          | 18 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 多年来, 监管层持续鼓励上市公司现金分红 .....                          | 1  |
| 图表 2: 差异化的现金分红政策: 现金分红在利润分配中所占比例=现金股利 / (现金股利+股票股利) ..... | 3  |
| 图表 3: 沪深 300 当季合约基差与剔除分红后的基差对比 .....                      | 4  |
| 图表 4: 2022 年、2021 年 A 股上市公司分红基本情况 (财务年的实际分红年度为次年) .....   | 4  |
| 图表 5: 分红公司数量与占比 .....                                     | 5  |
| 图表 6: 年报分红与非年报分红数量对比 .....                                | 5  |
| 图表 7: 指数成分股分红比例情况 .....                                   | 6  |
| 图表 8: 指数归母净利润同比增速 .....                                   | 6  |
| 图表 9: 中证全指样本公司历年股息支付率分布情况 .....                           | 6  |
| 图表 10: 指数股息支付率对比 .....                                    | 7  |
| 图表 11: 指数年度股息率对比 .....                                    | 7  |
| 图表 12: 指数滚动股息率对比 .....                                    | 7  |
| 图表 13: 不同行业股息率分布情况 .....                                  | 8  |
| 图表 14: 指数成分股分红加总对指数点位影响 .....                             | 9  |
| 图表 15: 沪深 300 分红点数 .....                                  | 9  |
| 图表 16: 上证 50 分红点数 .....                                   | 9  |
| 图表 17: 中证 500 分红点数 .....                                  | 9  |
| 图表 18: 中证 1000 分红点数 .....                                 | 9  |
| 图表 19: 分红方案进度 .....                                       | 10 |
| 图表 20: 分红流程预测图 .....                                      | 11 |
| 图表 21: 除息日默认日期设定 .....                                    | 12 |
| 图表 22: 截至 2023 年 4 月 6 日, 四大指数成分股分红情况概览 .....             | 13 |

---

|  |    |
|--|----|
| 图表 23: 各指数成分股所处阶段占比 .....                    | 13 |
| 图表 24: 各阶段预测分红点数 .....                       | 13 |
| 图表 25: 2023 年分红对股指期货的影响预测 (2023.04.06) ..... | 14 |
| 图表 26: 沪深 300 指数分红进度 .....                   | 14 |
| 图表 27: 上证 50 指数分红进度 .....                    | 14 |
| 图表 28: 中证 500 指数分红进度 .....                   | 14 |
| 图表 29: 中证 1000 指数分红进度 .....                  | 14 |
| 图表 30: 沪深 300 股指期货基差及年化基差率 (剔除分红) .....      | 15 |
| 图表 31: 上证 50 股指期货基差及年化基差率 (剔除分红) .....       | 15 |
| 图表 32: 中证 500 股指期货基差及年化基差率 (剔除分红) .....      | 16 |
| 图表 33: 中证 1000 股指期货基差及年化基差率 (剔除分红) .....     | 16 |

## 一、为什么要关注分红对股指期货的影响

### (一) A 股市场分红制度介绍

分红是上市公司回报投资者的重要方式之一，上市公司在弥补以前年度亏损、提取法定公积金及任意公积金后还有盈余的情况下，按照股东持股比例或公司章程规定的方式，以现金或股票形式分配剩余利润后的税后利润。

现金分红即派发现金股利，也就是我们常说的分红派息，公司通过未分配利润以现金的形式向股东支付股利；其行为不会改变股本的大小，但由于公司留存利润转移至公司外部，股东股权减少，则每股净资产减少，股价需相应降低，即除息（XR）。

除息价=股息登记日收盘价-每股股息现金金额

股票分红即派发股票股利，是指上市公司用留存收益增发股票送给股东，又称为送红股或送股；此外，投资者经常会遇到上市公司转增股本的情况，其也是“送股”形式之一，但与分红有本质区别，转增股本的来源是上市公司的资本公积，不受公司本年度可分配利润的多少及时间的限制。上市公司将历年滚存的利润及溢价发行新股的收益按照投资者所持有公司的股份份额比例的大小分到各个投资者的账户中，通过送股的形式加以实现。总的来说，送股或转股之后会增加股本，股东权益没有变化，则每股净资产减少，相当于将投资者所持股份进行了拆细，股价需相应降低，即除权（XD）。

除权价=股权登记日的收盘价/（1+每股送红股数）

因此，股票股利往往被人视为一种数字游戏，我们在谈到一家公司分红高低时，通常说的是现金分红。稳定的现金分红体现了上市公司的经营能力和水平，也是股东实现投资收益的重要方式之一。股东在投资上市公司获取收益的途径主要有两种，其一是通过股票交易在市场波动中获得价差收入；其二便是通过持有股票获取公司分红。前者对于大多数投资者而言，通过短线交易或进行投机从股票上获取收益，风险与收益并存，获取长期稳定的收入难度较大；后者对于投资者而言，长期持有优质标的，无论股价波动如何，投资者无需卖出股份，都能定期获得稳定客观的分红。一定程度上能提高投资者对市场的信心，培养和增强投资者的长期投资理念，进而促进市场向好。

多年来，监管层高度重视上市公司分红机制，证监会等相关监管部门自 2000 年起就一直在构建上市公司现金分红引导性机制，包括采用将现金分红与融资监管挂钩、增强现金分红透明度、强制要求公司章程引入现金分红条款等方式进行引导和敦促。2020 年 3 月 1 日起施行的《证券法》第九十一条新增了上市公司强制现金分红制度，首次从法律层面明确上市公司税后利润的现金分配义务，具有里程碑意义。

图表 1：多年来，监管层持续鼓励上市公司现金分红

| 时间   | 政策             | 内容   |
|------|----------------|--|
| 2001 | 《上市公司新股发行管理办法》 | <b>把现金分红作为新股发行的基本考核条件</b> ，主承销商及董事会须对最近三年未有分红派息作出合理解释。 |

|      |                                   |  |
|------|-----------------------------------|--|
| 2004 | 《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》            | 要求上市公司董事会 <b>未做出现金分红预案的</b> ，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见；上市公司 <b>最近3年未进行现金分红的</b> ，不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份                 |
| 2006 | 《上市公司证券发行管理办法》                    | 最近3年以现金或股票方式累计分配利润 $\geq$ 最近3年实现的年均可分配利润的 <b>20%</b>   |
| 2008 | 《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》             | 最近3年以现金或股票方式累计分配利润 $\geq$ 最近3年实现的年均可分配利润的 <b>30%</b>   |
| 2012 | 《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》          | 要求上市公司合理平衡经营利润用于自身发展和回报股东，要 <b>重视提高现金分红水平</b> ，提升对股东的回报  |
| 2013 | 《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》           | 上市公司应当在公司章程中载明现金分红事项的决策程序和机制、具体内容、现金分红的期间间隔和具体条件、现金分红在利润分配方式中的优先顺序等，并明确按照公司发展阶段和有无重大资金安排支出的不同， <b>要求现金分红在利润分配中所占比例最低应达到20%-80%</b> |
| 2015 | 《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》       | <b>鼓励上市公司增加现金分红在利润中的占比</b> ，鼓励上市公司实施中期分红，增加分红频率  |
|      | 《关于上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》     | 持股期限超过1年的，股息红利所得暂免征收个人所得税，起到鼓励上市公司分红、鼓励投资者投资高分红公司的作用   |
| 2019 | 召开“上市公司现金分红专项说明会”                 | <b>鼓励上市公司现金分红</b> ，切实回报投资者   |
| 2020 | 《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》 | <b>鼓励和引导上市公司现金分红</b>   |
|      | 《中华人民共和国证券法》                      | 上市公司应当在章程中明确分配现金股利的具体安排和决策程序，依法保障股东的资产收益权。 <b>上市公司当年税后利润，在弥补亏损及提取法定公积金后有盈余的，应当按照公司章程的规定分配现金股利</b>                                  |
| 2022 | 《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2022年修订）》  | 新增“ <b>现金分红在本次利润分配中所占比例为现金股利除以现金股利与股票股利之和</b> ”的规定。此外，将《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》涉及上市公司再融资方案中利润分配政策的披露要求引入，形成《3号指引》第九条的规定            |

资料来源：证监会 广州期货研究中心

监管机构对上市公司分红主要要求如下，监管机构在日常监管工作中将重点关注有能力分红但不分红尤其是连续多年不分红或者分红水平较低的行为。

1) 明确现金分红相对于股票股利在利润分配方式中的优先顺序。具备现金分红条件的，应当采用现金分红进行利润分配。采用股票股利进行利润分配的，应当具有公司成长性、每股净资产的摊薄等真实合理因素。

2) 最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%;

3) 上市公司董事会应当综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平以及是否有重大资金支出安排等因素, 并按照公司章程规定的程序, 提出差异化的现金分红政策;

4) 上市公司股息支付率低于 30%, 则必须在年报中详细披露原因; 上市公司股息支付率高于或等于 30%, 则免于披露相关信息, 并能优先再融资, 走绿色通道。

**图表 2: 差异化的现金分红政策: 现金分红在利润分配中所占比例=现金股利/(现金股利+股票股利)**

| 公司发展阶段        | 现金分红在本次利润分配中所占比例 |
|---------------|------------------|
| 成熟期且无重大资金支出安排 | ≥80%             |
| 成熟期且有重大资金支出安排 | ≥40%             |
| 成长期且有重大资金支出安排 | ≥20%             |

数据来源: 证监会 广州期货研究中心

## (二) 分红对股指期货价格的影响及原理

通过前文对分红形式的对比, 我们发现, 尽管分红后个股股价都会出现短暂“下调”, 但从指数层面而言, 由于只有现金分红出现了留存收益的转出, 而股票股利与转增股本都属于股东权益的内部转移, 故真正对指数有影响的只有派发现金股利这种分红方式。

在指数编制过程中, 通常有价格指数和全收益指数两种, 二者的主要区别在于对成分股分红除息的不同处理。当有样本股分红派息时, 价格指数在除息日不予修正, 任其自然回落; 而全收益指数在样本除息日前按照除息参考价予以修正, 还考虑了分红再投资收益。

价格指数计算公式: 报告期指数=报告期样本的调整市值/除数\*1000

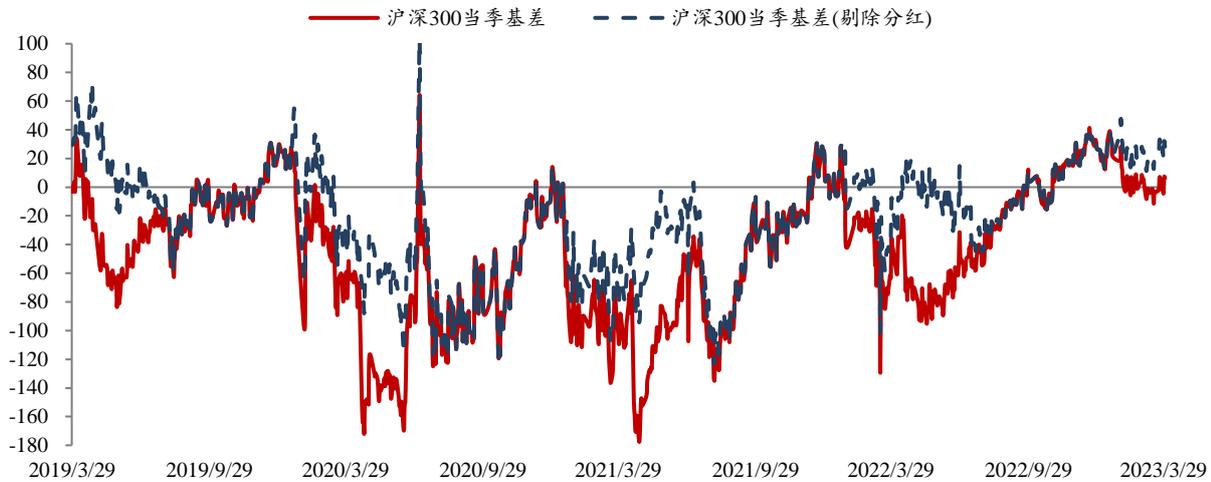
其中, 调整市值 =  $\sum(\text{证券价格} \times \text{调整股本数})$

对于 A 股股指期货合约而言, 其跟踪的标的为价格指数, 当指数除息后自然回落, 而投资者用股指期货多头头寸替代一揽子组合现货时, 是无法得到其成分股现金分红的收益的。在分红实际发生之前, 处于分红月份的期货合约价格便包含了存续期内分红的信息, 但现货价格暂未剔除未来分红金额, 也就是说分红预期会降低期货价格从而加剧期货贴水压力。可以看到, 在每年年报公布后 A 股集中分红的月份中, 股指期货的基差通常会呈现大幅贴水的状态, 实际上是由于分红因素导致的贴水率被高估。因此投资者在进行套期保值、期现套利等操作之前, 需对指数成分股所蕴含的分红点位进行估计, 获取真实的股指期货基差水平, 以便做出合理的投资决策。

**成分股分红对股指期货对冲成本的影响。**股指期货的一个重要用途为通过对冲策略降低组合风险, 而对冲策略的成本取决于股指基差。假设投资者构建市场中性策略, 持有股票多头组合并利用股指期货空头对冲风险, 此时投资者的组合收益可以分成两部分, 一部分是股票多头组合相对于股指的超额收益, 另一部分则是股指现货多头和期货空头的收益, 这一部分收益可用基差来表示。由于期货价格到期收敛于现货价格, 若组合持有至到期, 则总收益为股票多头组合超额收益、建仓基差

与分红之和。分红在其中会降低期货对冲成本，一定程度上提高组合整体收益。考虑分红金额后的调整基差，将反映真实对冲成本。

图表 3：沪深 300 当季合约基差与剔除分红后的基差对比



数据来源：Wind 广州期货研究中心

**成分股分红对股指期货期现套利的影**。在指数成分股连续分红的假设下，股指期货的理论价格可表示为：

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

其中， $F_t$  为  $t$  时刻期货的理论价格， $S_t$  为  $t$  时刻的现货价格， $r$  为无风险利率， $d$  为指数分红率， $T$  为期货合约到期日。

由此可见，现货价格是期货理论价格的折现，指数成分股分红预期决定指数分红率  $d$ ，进而决定股指期货真实价格。因此，通过预期股指分红的时间和金额可以计算当前期货理论价格，从而寻找相应的套利机会。

## 二、A 股市场分红情况概览

近年来，随着分红政策的逐渐完善及多项举措的积极引导，进行现金分红的上市公司数量和股息率均有所上升，整体分红规模逐年递增。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 股归母净利润总额增长近 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，平均股息支付率为 32.5%，相较上年保持稳定；受市场整体震荡下行因素影响，上市公司平均股息率由 1.5% 提升至 1.9%。

图表 4：2022 年、2021 年 A 股上市公司分红基本情况（财务年的实际分红年度为次年）

| 财务年度   | 分红总额<br>(万亿元) | 分红总额增速 | 分红上市公司数量占比 | 平均股息支付率 | 平均股息率 |
|--------|---------------|--------|------------|---------|-------|
| 2021 年 | 1.62          | 22.9%  | 67.1%      | 32.5%   | 1.9%  |
| 2020 年 | 1.32          | -      | 67.0%      | 32.9%   | 1.5%  |

数据来源：证监会 广州期货研究中心

以下我们将从现金分红公司家数、股息支付率、股息率、分红点数以及分红月份分布来看指数历史的分红情况。

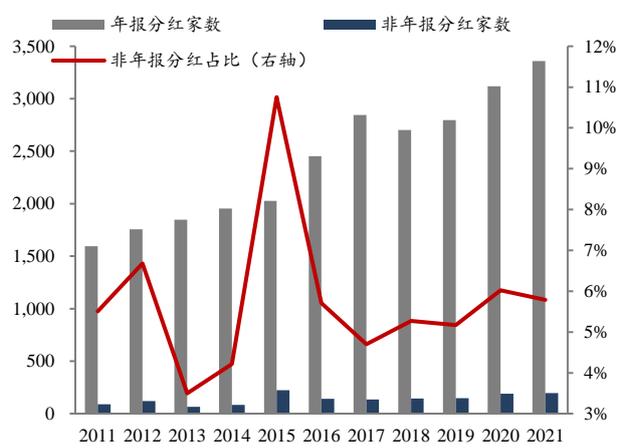
### （一）现金分红公司数量情况

现金分红的公司数量稳中有升，年报分红为主要选择。过去二十年间，越来越多的上市公司选择现金分红的方式向股东发放收益，分红公司总数稳中有升，2021 财报年进行现金分红的公司家数达 3403 家，占上市公司总数 70.14%，整体看，分红公司占总上市公司的比值经过快速上行后，近几年趋于稳定，在 70%-80% 区间内波动。上市公司分红有一季度、半年、三季度和年度四种选择，其中绝大部分公司选择在年报分红，往往在年报公布后发布年度分红预告。年度分红数量占总分红公司数量的比值一直趋于高位，除 2015 财报年外，选择在非年报期分红的公司数占总分红公司数比值处于 3%-7% 之间，比例并不大。此外，进行年报分红的公司数量相对稳定，而非年报进行分红的公司数量存在一定的不确定性。因此，我们在下文对分红点进行预测时主要考虑年报分红的影响。

图表 5：分红公司数量与占比



图表 6：年报分红与非年报分红数量对比

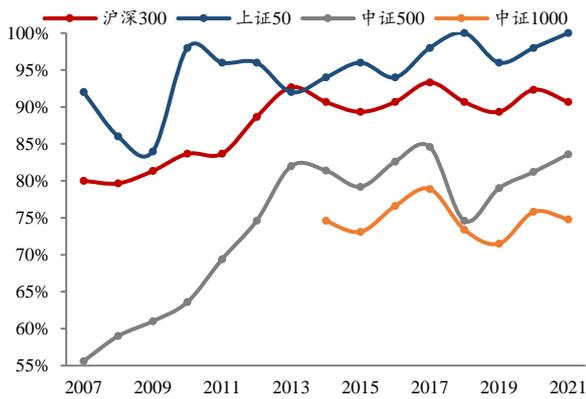


数据来源：Wind 广州期货研究中心

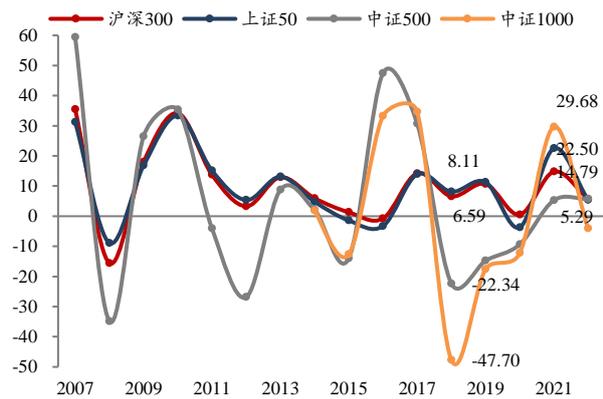
从四大指数成分股分红数量看，沪深 300 和上证 50 分红公司家数相对较为稳定，2017-2021 财务年，沪深 300 指数的分红公司家数分别为 280 家、272 家、268 家、277 家和 272 家，分红比例接近 90%；上证 50 指数的分红公司家数分别为 49 家、50 家、48 家、49 家和 50 家，分红比例接近 100%。

而中证 500、中证 1000 由于其成分股公司规模相对较小，业绩稳定性相对较差，分红公司家数的波动相对较大。2017-2021 财务年，中证 500 指数的分红公司家数分别为 423 家、373 家、395 家、406 家和 418 家，分红比例约为 80% 上下；中证 1000 指数的分红公司家数分别为 789 家、734 家、715 家、758 家和 748 家，分红比例约为 75% 上下。2018-2019 财务年中证 500、中证 1000 分红公司数量的明显减少，与其指数成分股盈利状况不佳有关，随着近年盈利大幅好转，其成分股家数亦出现明显上行趋势。

图表 7: 指数成分股分红比例情况



图表 8: 指数归母净利润同比增速



数据来源: Wind 广州期货研究中心

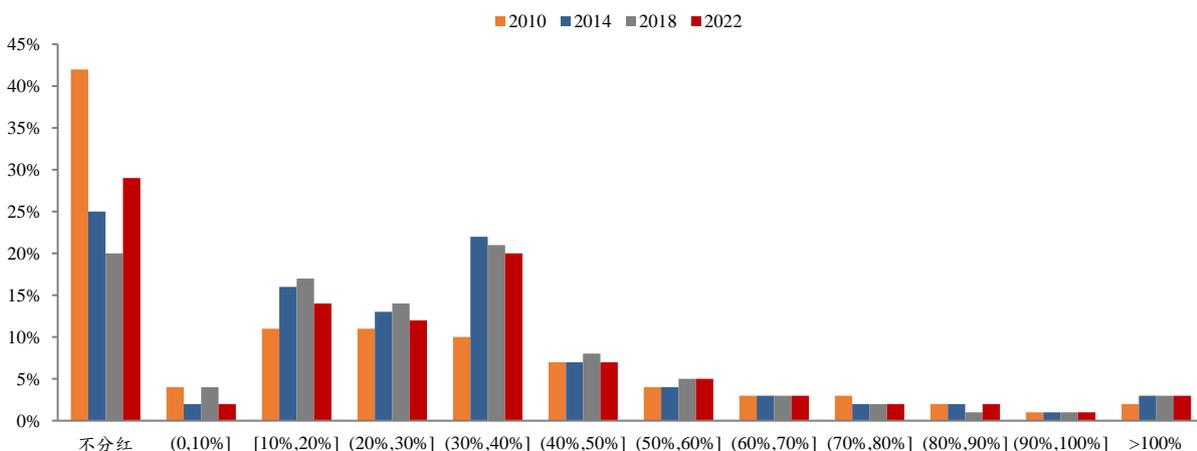
## (二) 历史股息支付率分析

股利分配是公司重要的财务活动之一，股息支付率也称股息发放率，是指归母净利润中分红总额所占的比重，即公司分红与收益之间的关系比例，它反映公司的股利分配政策和股利支付能力。

$$\text{股息支付率} = \text{每股分红} / \text{每股净利润} * 100\%$$

从中证全样本指数公司历年股息支付率变动情况看，A股上市公司分红行为受分红相关政策（如与再融资挂钩的“半强制”分红政策）影响仍较为显著，分红水平的均衡性仍有待改善。可以看到，2013年后，股息支付率位于30%-40%区间的上市公司数量占比迅速提升，且近年来未见明显改善。政策端的确在一定程度上改善了市场整体分红情况，培养上市公司良好的现金分红习惯，但也会一定程度影响部分处于成长阶段上市公司的分红决策，使其股息支付率高于真实“分红意愿”，或影响其未来的分红可持续性。

图表 9: 中证全指样本公司历年股息支付率分布情况

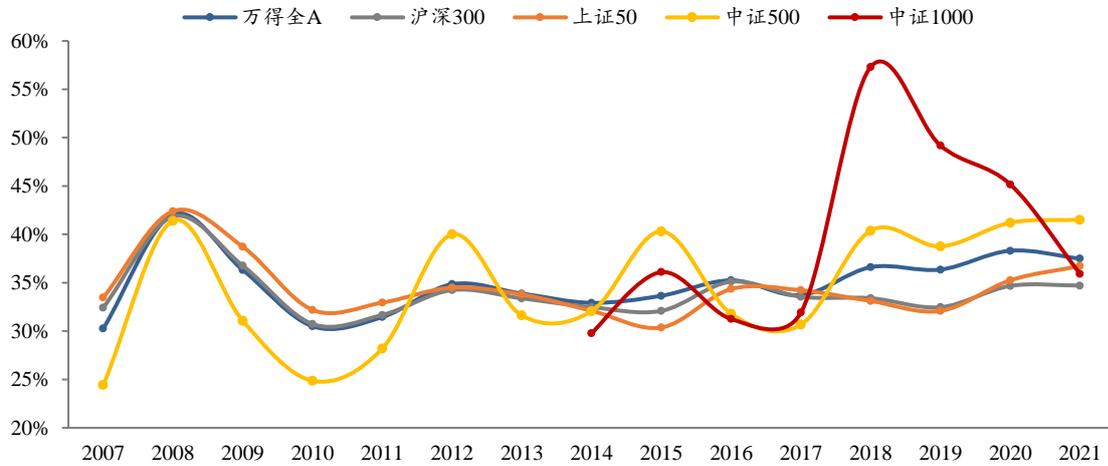


数据来源: 中证指数 广州期货研究中心

近年来，沪深300和上证50的股息支付率变动不大，2019年-2021财务年沪深300指数的股息支付率分别为32.47%、34.67%和34.71%，上证50指数的股息支付率分别为32.08%、35.25%和36.73%。而中证500、中

证 1000 的股息支付率波动较大，2018 财务年中证 1000 最高水平能达到 57.32%，最低是 2017 年的 31.91%，但均在 30% 以上。除个别年份较为特殊外，目前指数股息支付率较为稳定，基本处于 30%-40% 水平中枢。

图表 10：指数股息支付率对比



数据来源：Wind 广州期货研究中心

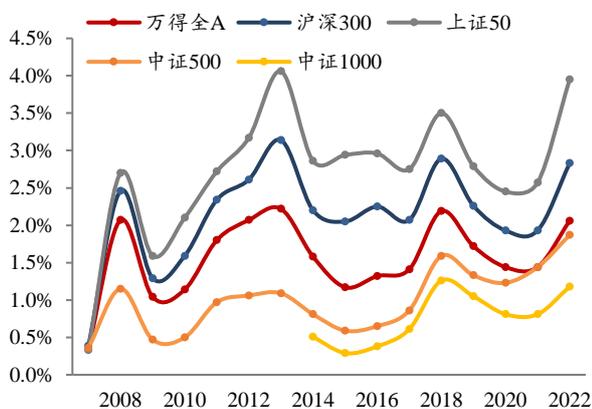
股息支付率除政策约束影响外，一方面与宏观经济产业结构有关，不仅影响市场整体股利支付水平，也影响股息支付率的行业分布，产业业务稳定性相对较高的行业则股息支付率水平越为稳定；另一方面则与企业所处生命周期阶段有关。成熟阶段的企业倾向采用更高股利支付水平及更稳定的分红政策；成长阶段的企业倾向采用偏中低股息支付率及逐年递增的分红政策；初创期或快速扩张期的企业所采用的分红政策则体现较大不确定性。

### （三）历史股息率分析

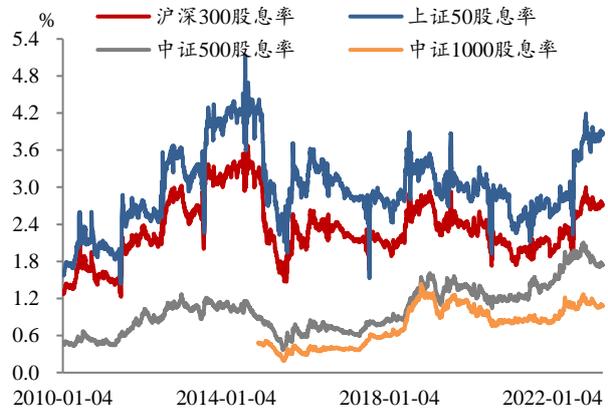
股息率是一年的总派息额与总市值的比例，也等于每股分红除以股价，理论上，股息率由股息支付率与估值水平决定，由于股息支付率较为稳定，估值因素对股息率的短期影响更为显著，股息率与估值水平呈负相关性。

$$\text{股息率} = \text{每股分红} / \text{每股股价} * 100\%$$

图表 11：指数年度股息率对比



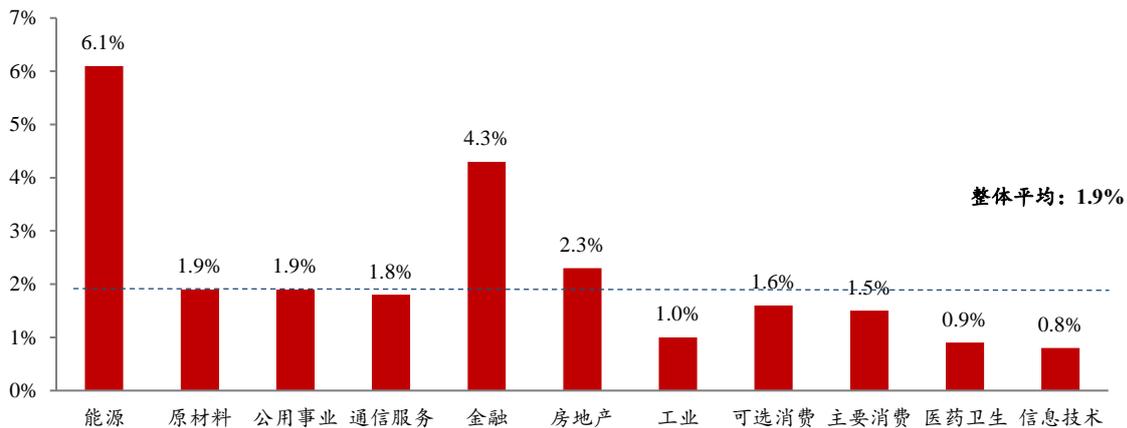
图表 12：指数滚动股息率对比



注：滚动股息率=近12月的每股股利/最近一个交易日的收盘价

数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 13：不同行业股息率分布情况



数据来源：中证指数 广州期货研究中心

近 5 年 A 股市场股息率走出 V 型态势，2020 年后连续两年回升，尤其是 2022 年涨幅明显，这与 2022 年市场整体震荡下行有关。横向对比看，四大指数中股息率最高的指数为上证 50，其次是沪深 300、中证 500、最低是中证 1000。一般而言，成熟的价值型公司股息率较高，中小创等成长型公司股息率较低。此外，高股息行业主要集中在上游能源、金融、房地产等行业；工业、医药卫生、信息技术等行业股息率则相对较低，这与行业发展程度以及内部结构密切相关。这也符合四指数股息率差异特性。

在投资实践中，股息率是衡量企业是否具有投资价值的重要指标之一，也是市面上红利策略的重要参考因子，如高股息策略、红利增长策略等，高股息策略即传统红利策略，以提高股息率因子暴露为目标，主要选取股息率较高的证券作为投资组合；红利增长策略则更侧重考察上市公司分红水平的连续性和增长的稳定性，并不过度追求股息率因子暴露，相较于高股息策略，成长性更强。红利策略凭借其低估值属性在市场波动下显现出更强的风险抵御能力。

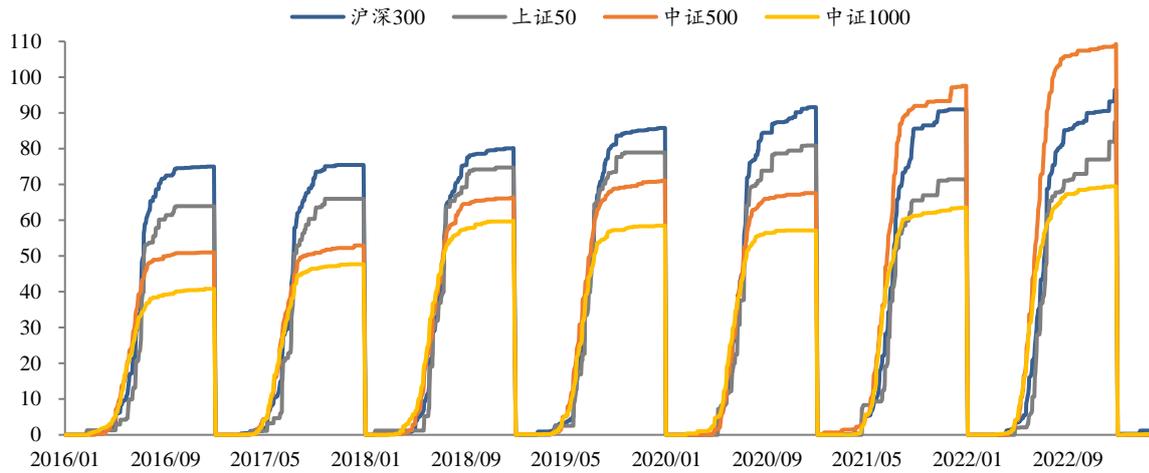
#### （四）历史指数分红点数及时间分布

回顾历史指数成分股分红对指数点位的影响，我们可以看到影响点数逐年攀升，2022 年全年，上证 50 指数累计分红点数为 87.43 点，沪深 300 指数累计分红点数为 96.46 点，中证 500 指数累计分红点为 109.27 点，中证 1000 为 69.51 点。此外，我们可以发现，2021 年前，分红点数沪深 300>上证 50>中证 500>中证 1000，而 2021 年后中证 500 分红点数反超沪深 300，跃居第一。

从时间分布上看，每年 3 月和 4 月是上市公司披露年报的高峰期，由于大多数上市公司的年报分红预案随着上市公司的年报一起披露，因此截至 4 月末，绝大多数上市公司已经披露了当年分红金额。

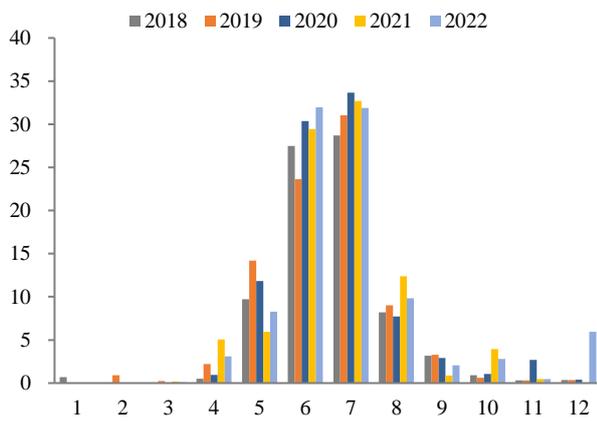
由下图可以看到，一般每年的 4 月开始有成分股进行分红，主要集中在 5 月到 8 月，基本于 9 月之前全部完成，其中上证 50、沪深 300 成分股分红时间相对集中，主要分布在 6 月、7 月，中证 500、中证 1000 成分股分红时间相对均匀且分红时间整体靠前，4 月和 5 月分红的占比相对较高。

图表 14: 指数成分股分红加总对指数点位影响

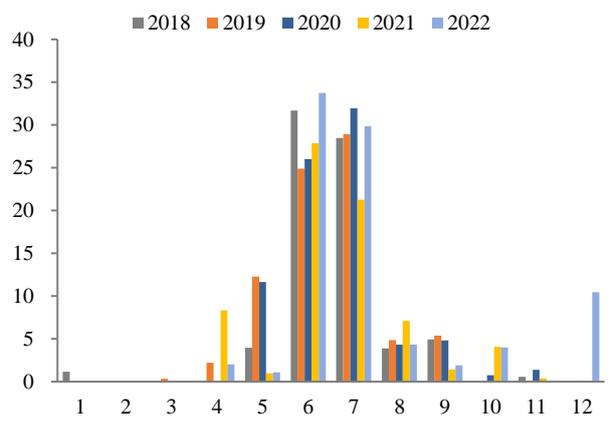


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 15: 沪深 300 分红点数

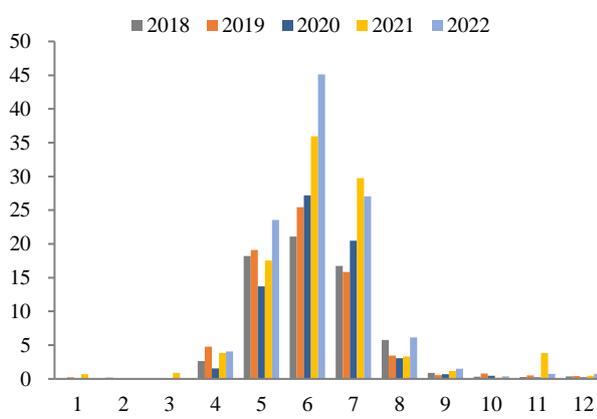


图表 16: 上证 50 分红点数

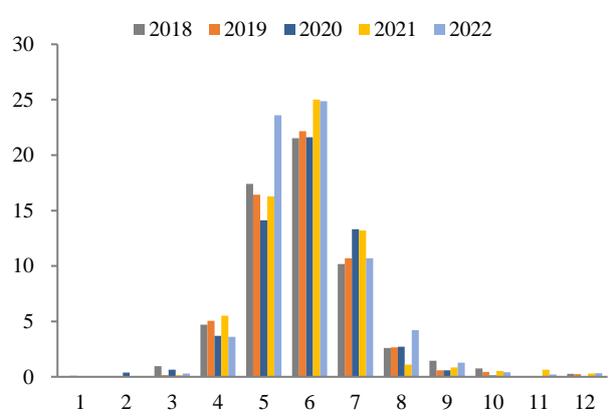


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 17: 中证 500 分红点数



图表 18: 中证 1000 分红点数



数据来源: Wind 广州期货研究中心

### 三、股指分红预测方法介绍

#### (一) 分红预测思路

前文我们从分红制度的变革、分红对股指期货的影响原理及对实际投资的影响等几方面了解了为何要关注分红对股指期货的影响，并对指数历史分红情况有了初步概览，本部分我们将详细介绍分红点的具体测算方法，将充分利用最新数据，并以股指分红的近期历史规律为辅，模拟分红点未来走势，预估其对场内衍生品市场的冲击时间与强度。

个股分红对指数影响计算公式如下：

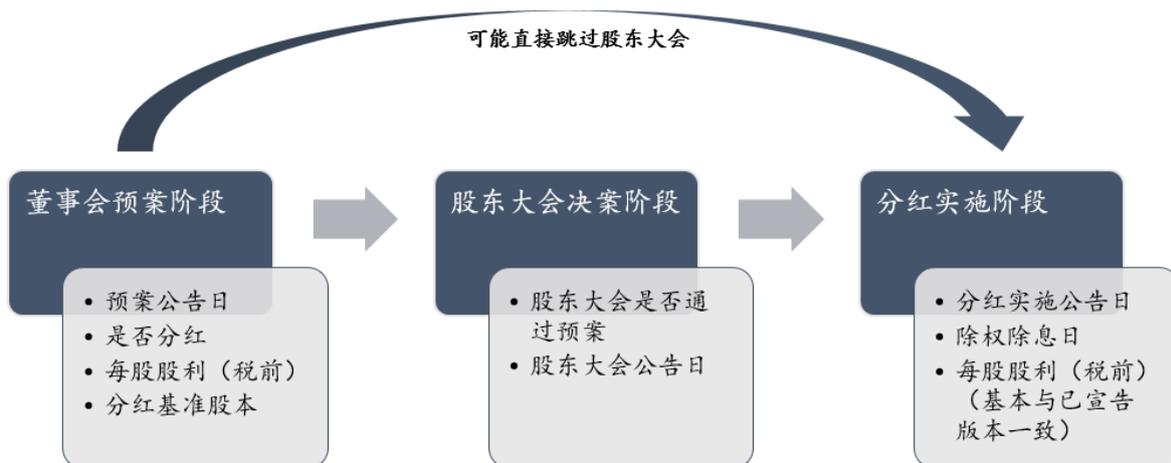
$$\text{个股分红对指数的影响点数} = \frac{\text{个股预测股利}}{\text{个股收盘价}} \times \text{个股权重} \times \text{指数收盘价}$$

假设当前日期为  $t$  时刻，股指期货合约的交割日期为  $T$  时刻，其中第  $n$  个成分股的除权除息日为  $t_n$ ，个股除权除息日介于当前日期到股指期货合约到期之前 ( $t < t_n \leq T$ ) 的成份股个数为  $N$ ，那么该指数在当前时刻 ( $t$  时刻) 到股指期货合约到期 ( $T$  时刻) 期间的分红点数可以表示为：

$$\text{分红点数} = \sum_{n=1}^N \text{个股分红对指数的影响点数}$$

因此，我们将股指分红点位的测算分为如下几个步骤：（1）个股权重估计；（2）成分股归母净利润预测；（3）成分股股息支付率预测；（4）成分股除息日预测。在预测未来分红点时，我们将使用最新一期的成分股收盘价、指数收盘价和成分股权重计算分红点，因此股指分红预测的重心为成分股分红金额与分红时间的估计。同时，因为年度分红的比重偏大且相对稳定，我们将只关注于年度分红的预测。

图表 19：分红方案进度



数据来源：Wind 广州期货研究中心

首先，我们先对首先对上市公司分红过程做一个认识，一般而言，上市公司较为顺利的分红过程按照其步骤先后可以划分为：预案、决策、分红实施等三个阶段，其对应的几个关键性日期主要有：预案公告

日、股东大会公告日、实施公告日、股权登记日、除权除息日。

**预案阶段：**上市公司一般会在披露上一年年报的同时公布其今年的分红预案。在该预案中，上市公司会公布其是否分红及准备方案，但能否实施还需要证监会、董事会和股东大会的审批通过；

**决案阶段：**上市公司在年报披露后的一段时间会召开年度股东大会，这一阶段股东大会会对公司利润分配方案进行讨论表决，如通过则公司分红进入到“决案阶段”；

**实施阶段：**公司在股东大会召开之后的一段时间，会发布利润分配的实施公告，并公布具体的股权登记日和除权除息日，公司分红进入到“实施阶段”。一般来说，除权除息日是股权登记日的下一个交易日，只有在股权登记日当天收盘后还持有证券的投资者才有资格享受公司分红，公司分红导致的股票价格变动会直接体现在除权除息日开盘价中。

基于上述分红流程，我们的分红预测思路如下，首先提取指数最新成分股信息。

(1) 判断公司是否决定分红，若在预案阶段明确不分红，则无需进行后续预测；

(2) 若已公布分红金额，则继续判断其是否公布除息日。若已公布除息日，则根据最新数据对分红点预测；否则对其除息日进行估计。

(3) 若公司尚未进入预案阶段，即尚未公布分红金额，则需对其分红金额进行估计。对分红金额的估计可进一步分为对归母净利润的估计和对股息支付率的估计两步，之后再对其除息日进行估计。

图表 20：分红流程预测图



数据来源：Wind 广州期货研究中心

## (二) 成分股分红金额预测

### 1. 成分股归母净利润预测

由于每个公司所处分红阶段不一致，我们需综合采用已掌握的相关信息对归母净利润进行预估，优先顺序为：年报>快报>预警>分析师盈利预测>行业近三年平均利润，若该公司预估今年亏损，则默认不分红。

(1) 若该上市公司已公布 2022 年报，则以年报中的归母净利润为准；

(2) 若该上市尚未公布 2022 年报，则使用 2022 年快报中的“归属母公司股东的净利润”一项作为预估归母净利润；

(3) 若该上市公司年报、快报均未公布，如果发布了业绩预警，可取预警中上限与下限的平均值作为预估值；

(4) 若以上三项信息皆无，则采用研究机构分析师的盈利预测平均值作为归母净利润预估值，否则用行业近三年平均利润替代。

## 2. 成分股股息支付率预测

从历史分红情况观测看，指数股息支付率相对股息率更为稳定，尤其对于一些经营活动较为稳定的企业来说，其历年股息支付率相对较为固定，通过历史数据平均作为本年股息支付率的估计相对而言偏差更小。因此在完成了对上市公司年度归母净利润预测后，接下来则对股息支付率进行预测：

(1) 若公司近三年有分红则以最近3年股息支付率平均值作为今年股息支付率的预测值；

(3) 若公司过去从未分红，则默认不分红；

(4) 当预期股息支付率大于100%时，则对股息支付率进行截尾处理。

对归母净利润及股息支付率完成预测后，得到今年的预估分红总额为预估归母净利润×股息支付率。再通过每股股息=成分股分红总额/对应成分股总股本，得到个股预测的股利。

## (三) 成分股分红时间预测

接下来则是对成分股的除权除息日进行估计：

(1) 若该公司已经公布了除权除息日，则已公布的日期为准；

(2) 若公司已公布分红预案，则判断其当前所处分红阶段为预案阶段还是决案阶段。若当前公司处于预案阶段/决案阶段，则进行间隔日期稳定性判定，即根据公司现阶段披露日期计算过去三年披露日至除权除息日的间隔天数，若最大值减去平均值的间隔差小于20天，则认为间隔天数稳定，可采用该间隔天数平均值与今年预案公告日进行线性外推；若不是，则进入(3)；

(3) 判断公司是否已公布分红预案，若尚未公布分红预案，则以最近一次分红的除息日期进行替代。但如若历史分红日期不合理，即历史分红日期在当前时刻之前或距离当前时间太短（不足10天）或者在今年股东大会召开日之前，则不具备参考意义，我们采用(4)中的默认日期作为其今年分红日。

(4) 若公司过去三年并未分红，则我们采用默认日期作为其今年分红日。由前述分析可知，大部分公司会在7月底之前进行分红，且通常而言，上市公司在除息日之前10天会公布其具体除息日。故默认日期设定为：

图表 21：除息日默认日期设定

| 预测时点            | 默认日期  |
|-----------------|-------|
| 早于7月21日         | 7月31日 |
| 介于7月22日-8月21日之间 | 8月31日 |
| 晚于8月21日         | 9月30日 |

数据来源：广州期货研究中心

最后，将各合约交割日之前的所有分红相加，即可得到当前交易日分红对各合约的影响点数和比例。

## 四、2023 年分红对股指影响的预测

### 1. 四大指数成分股的分红进度情况

截至 2023 年 4 月 6 日，四大指数成分股分红的具体情况如下：

(1) 上证 50 指数中，有 23 家公司尚未公告，27 家公司处于预案阶段，0 家公司进入实施阶段；

(2) 沪深 300 指数中，有 14 家公司宣布不分红，2 家公司已实施分红，144 家公司尚未公告，136 家公司处于预案阶段，3 家公司处于决策阶段，1 家公司进入实施阶段；

(3) 中证 500 指数中，有 18 家公司宣布不分红，2 家公司已实施分红，331 家公司尚未公告，136 家公司处于预案阶段，4 家公司处于决策阶段，1 家公司进入实施阶段；

(4) 中证 1000 指数中，有 56 家公司宣布不分红，1 家公司已实施分红，727 家公司尚未公告，207 家公司处于预案阶段，7 家公司处于决策阶段，2 家公司进入实施阶段；

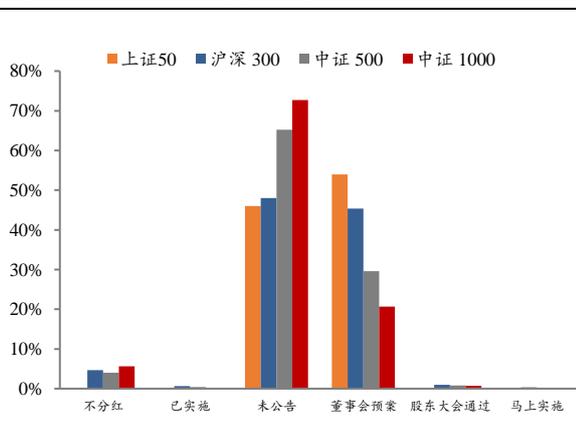
图表 22：截至 2023 年 4 月 6 日，四大指数成分股分红情况概览

| 分红状态   | 预测分红点数 |        |        |         | 成分股数量 |        |        |         |
|--------|--------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|---------|
|        | 上证 50  | 沪深 300 | 中证 500 | 中证 1000 | 上证 50 | 沪深 300 | 中证 500 | 中证 1000 |
| 不分红    | 0      | 0      | 0      | 0       | 0     | 14     | 18     | 56      |
| 已实施    | 0      | 0.18   | 0.57   | 0.39    | 0     | 2      | 2      | 1       |
| 未公告    | 17.53  | 32.23  | 57.49  | 46.39   | 23    | 144    | 331    | 727     |
| 董事会预案  | 56.57  | 51.04  | 41.09  | 20.06   | 27    | 136    | 144    | 207     |
| 股东大会通过 | 0      | 1.38   | 1.24   | 0.78    | 0     | 3      | 4      | 7       |
| 马上实施   | 0      | 0.13   | 0.07   | 0.10    | 0     | 1      | 1      | 2       |
| 总计     | 74.10  | 84.96  | 100.46 | 67.72   | 50    | 300    | 500    | 1000    |

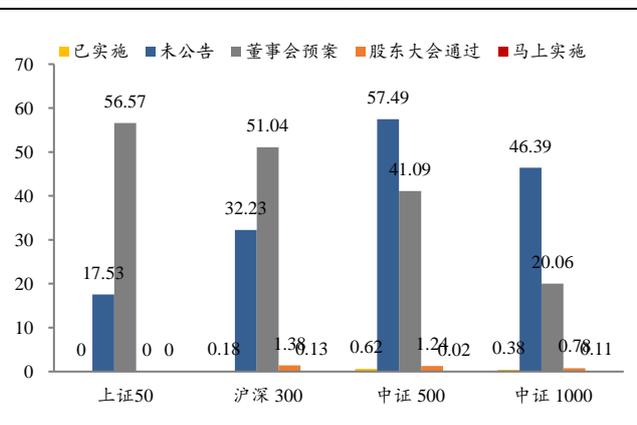
数据来源：Wind 广州期货研究中心

可以看到，上证 50 及沪深 300 尚未进入预案阶段的公司不到一半，分别为 46%、48%，而中证 500、中证 1000 还有近 7 成公司尚未进入预案阶段 66%、73%。从分红点数来看，目前已分红点位较少，预测中证 500 指数 2022 财报年分红点位为 100.46，沪深 300 指数分红点位为 84.96，上证 50 指数分红点位为 74.10，中证 1000 指数分红点位为 67.72。

图表 23：各指数成分股所处阶段占比



图表 24：各阶段预测分红点数



数据来源：Wind 广州期货研究中心

## 2. 2023 年分红对股指影响点数的预测

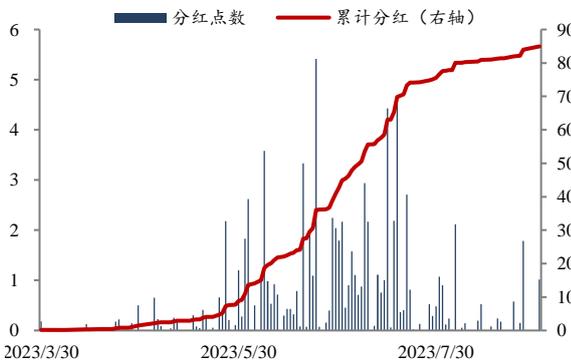
下图是我们对于2023年分红对股指期货影响的点数预测。可以看出，截至目前，分红对沪深300指数的影响还有84.78个点，对上证50指数的影响还有74.10个点，对中证500指数的影响还有99.86个点，对中证1000指数的影响还有67.56个点。IF、IH、IC及IM当季合约分红处理过的基差年化贴水率分别为2.22%、3.95%、-1.36%、-3.83%。

图表 25：2023 年分红对股指期货的影响预测（2023.04.06）

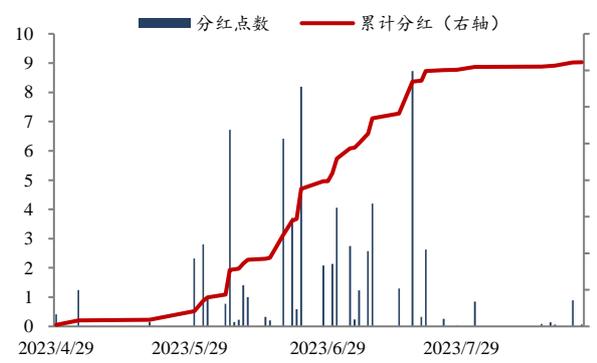
| 沪深300  |            |       |         |        |       |         |        |        |          |             |  |
|--------|------------|-------|---------|--------|-------|---------|--------|--------|----------|-------------|--|
| 合约     | 到期日        | 距离到期日 | 最新收盘价   | 期内分红点数 | 已分红点数 | 基差      | 年化基差率  | 剩余分红点数 | 基差（剔除分红） | 年化基差率（剔除分红） |  |
| IF2304 | 2023-04-21 | 15    | 4098.00 | 0.39   | 0.18  | 1.36    | 0.55%  | 0.21   | 1.57     | 0.93%       |  |
| IF2305 | 2023-05-19 | 43    | 4100.80 | 3.33   | 0.18  | 4.16    | 0.59%  | 3.15   | 7.31     | 1.51%       |  |
| IF2306 | 2023-06-16 | 71    | 4091.60 | 22.95  | 0.18  | -5.04   | -0.43% | 22.76  | 17.72    | 2.22%       |  |
| IF2309 | 2023-09-15 | 162   | 4051.00 | 84.96  | 0.18  | -45.64  | -1.72% | 84.78  | 39.14    | 2.15%       |  |
| 上证50   |            |       |         |        |       |         |        |        |          |             |  |
| 合约     | 到期日        | 距离到期日 | 最新收盘价   | 期内分红点数 | 已分红点数 | 基差      | 年化基差率  | 剩余分红点数 | 基差（剔除分红） | 年化基差率（剔除分红） |  |
| IH2304 | 2023-04-21 | 15    | 2668.80 | 0.00   | 0.00  | 2.35    | 1.47%  | 2.35   | 2.35     | 2.15%       |  |
| IH2305 | 2023-05-19 | 43    | 2674.80 | 1.65   | 0.00  | 8.35    | 1.82%  | 1.65   | 10.00    | 3.18%       |  |
| IH2306 | 2023-06-16 | 71    | 2668.40 | 18.52  | 0.00  | 1.95    | 0.26%  | 18.52  | 20.47    | 3.95%       |  |
| IH2309 | 2023-09-15 | 162   | 2639.80 | 74.10  | 0.00  | -26.65  | -1.54% | 74.10  | 47.46    | 4.01%       |  |
| 中证500  |            |       |         |        |       |         |        |        |          |             |  |
| 合约     | 到期日        | 距离到期日 | 最新收盘价   | 期内分红点数 | 已分红点数 | 基差      | 年化基差率  | 剩余分红点数 | 基差（剔除分红） | 年化基差率（剔除分红） |  |
| IC2304 | 2023-04-21 | 15    | 6411.40 | 0.67   | 0.57  | -5.45   | -1.41% | 0.10   | -5.35    | -2.03%      |  |
| IC2305 | 2023-05-19 | 43    | 6392.40 | 16.20  | 0.57  | -24.45  | -2.21% | 15.63  | -8.81    | -1.17%      |  |
| IC2306 | 2023-06-16 | 71    | 6352.00 | 48.48  | 0.57  | -64.85  | -3.56% | 47.91  | -16.93   | -1.36%      |  |
| IC2309 | 2023-09-15 | 162   | 6272.00 | 100.43 | 0.57  | -144.85 | -3.48% | 99.86  | -44.98   | -1.58%      |  |
| 中证1000 |            |       |         |        |       |         |        |        |          |             |  |
| 合约     | 到期日        | 距离到期日 | 最新收盘价   | 期内分红点数 | 已分红点数 | 基差      | 年化基差率  | 剩余分红点数 | 基差（剔除分红） | 年化基差率（剔除分红） |  |
| IM2304 | 2023-04-21 | 15    | 6959.40 | 1.59   | 0.16  | -23.63  | -5.64% | 1.43   | -22.19   | -8.42%      |  |
| IM2305 | 2023-05-19 | 43    | 6933.60 | 11.93  | 0.16  | -49.43  | -4.12% | 11.78  | -37.65   | -4.98%      |  |
| IM2306 | 2023-06-16 | 71    | 6895.20 | 40.14  | 0.16  | -87.83  | -4.43% | 39.98  | -47.85   | -3.83%      |  |
| IM2309 | 2023-09-15 | 162   | 6802.00 | 67.72  | 0.16  | -181.03 | -4.00% | 67.56  | -113.47  | -3.98%      |  |

数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 26：沪深 300 指数分红进度

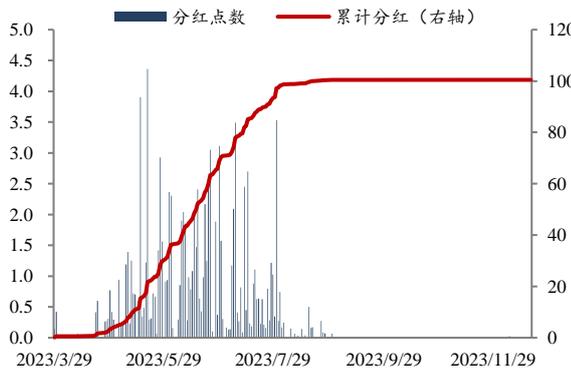


图表 27：上证 50 指数分红进度

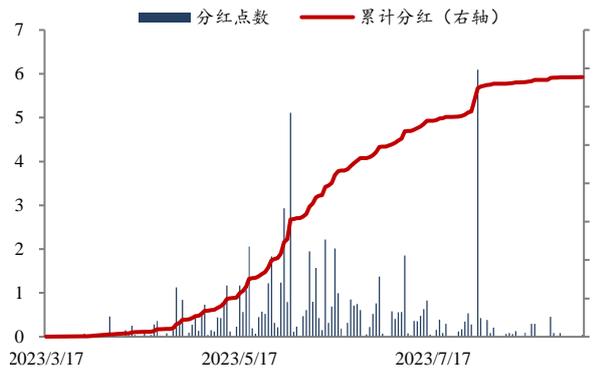


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 28：中证 500 指数分红进度



图表 29：中证 1000 指数分红进度

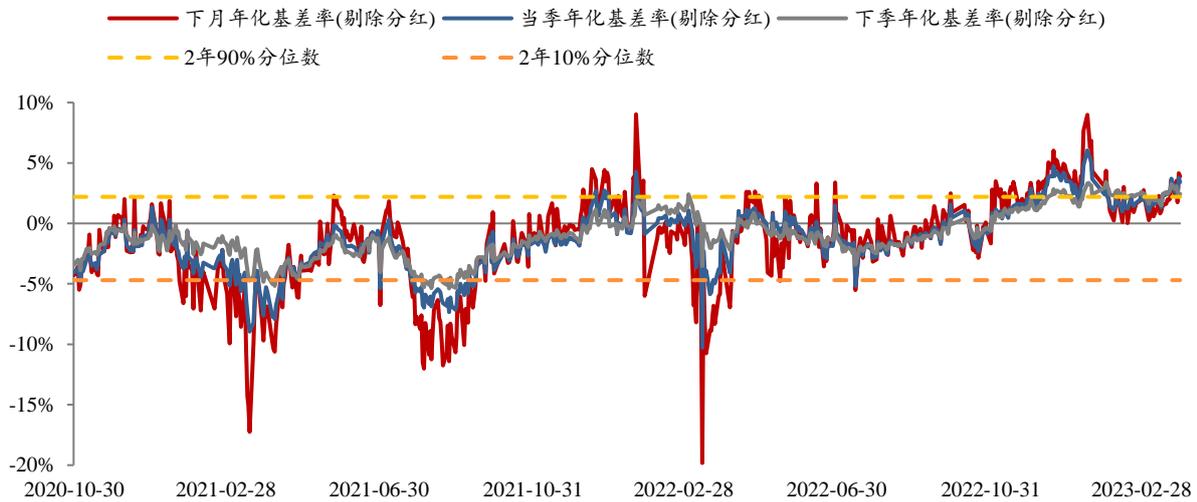


数据来源：Wind 广州期货研究中心

### 3. 剔除分红后指数基差分析

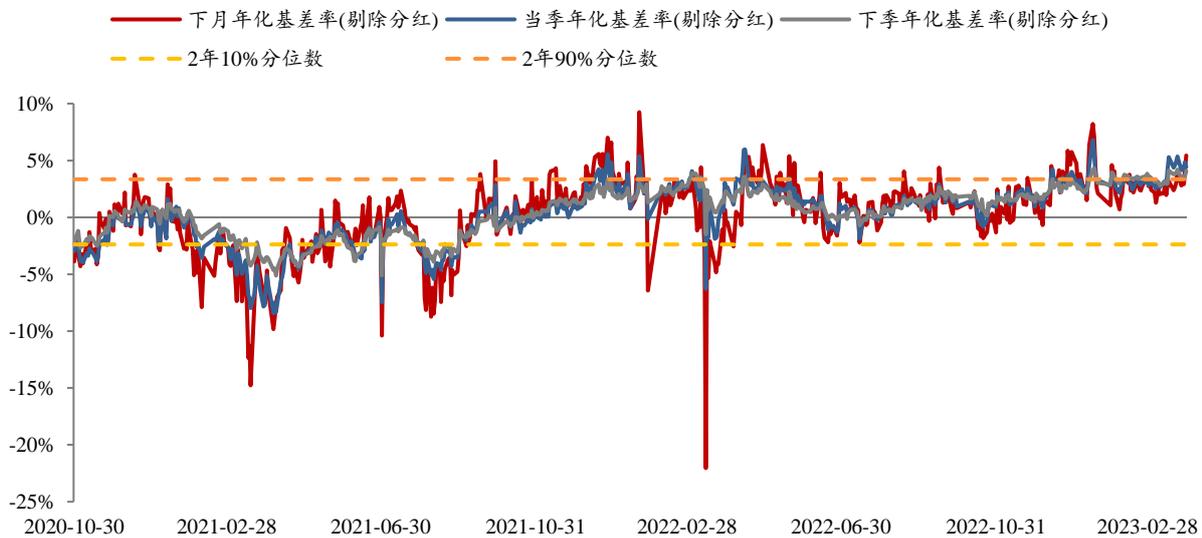
剔除分红后的指数基差，反映真实的对冲成本和市场情绪。我们可以看到3月以来指数基差走势偏强，各合约基差已经处于历史较高位置，目前IH与IF基差均已达到升水，而IC与IM合约受到雪球对冲盘的冲击，各合约基差持续上行的阻力或较强，此时对冲策略入场成本或较低。

图表 30：沪深 300 股指期货基差及年化基差率（剔除分红）



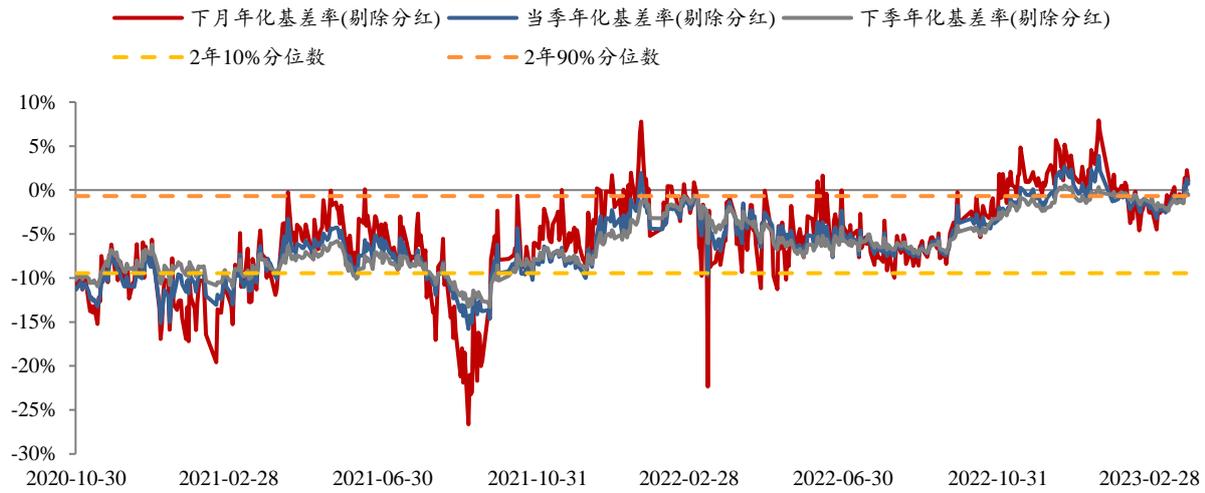
数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 31：上证 50 股指期货基差及年化基差率（剔除分红）



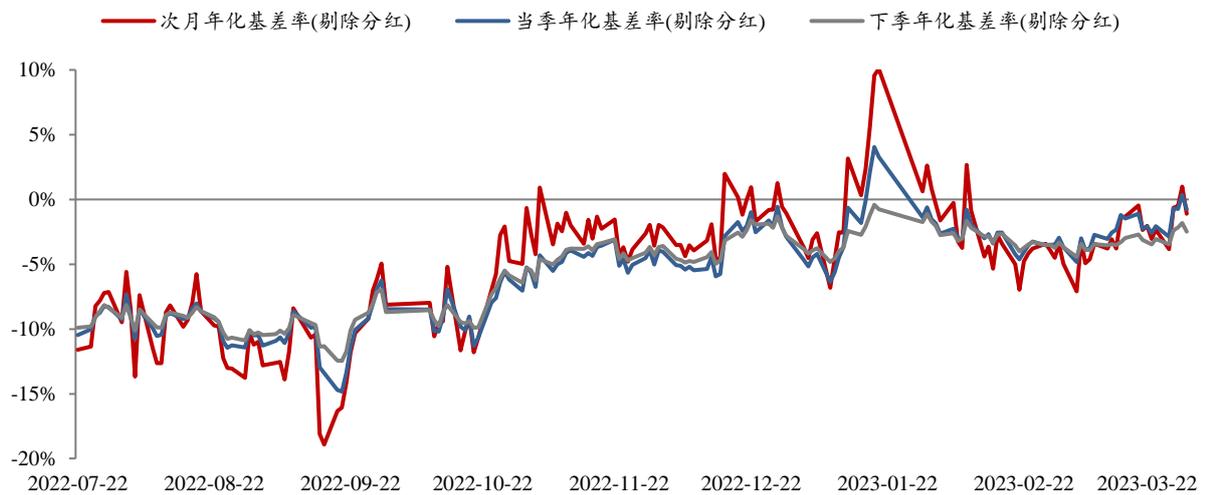
数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 32: 中证 500 股指期货基差及年化基差率 (剔除分红)



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 33: 中证 1000 股指期货基差及年化基差率 (剔除分红)



数据来源: Wind 广州期货研究中心

## 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！**

## 研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

### 研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：（020）22836116

金属研究团队：（020）22836117

化工能源研究团队：（020）22836104

创新研究团队：（020）22836114

农产品研究团队：（020）22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

## 广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

### 广州期货主要业务单元联系方式

| 上海分公司  | 杭州城星路营业部  | 四川分公司  | 上海陆家嘴营业部   |
|--|---|--|--|
| 联系电话：021-68905325<br>办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室       | 联系电话：0571-89809624<br>办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室        | 联系电话：028-83279757<br>办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号               | 联系电话：021-50568018<br>办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室       |
| 广东金融高新区分公司   | 深圳营业部   | 佛山分公司  | 东莞营业部  |
| 联系电话：0757-88772666<br>办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房 | 联系电话：0755-83533302<br>办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705 | 联系电话：0757-88772888<br>办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室              | 联系电话：0769-22900598<br>办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B          |
| 广州营业部  | 清远营业部   | 肇庆营业部  | 华南分公司  |
| 联系电话：020-31953184<br>办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房              | 联系电话：0763-3808515<br>办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号         | 联系电话：0758-2270761<br>办公地址：广东省肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室 | 联系电话：020-61887585<br>办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B         |
| 北京分公司  | 湖北分公司   | 山东分公司  | 郑州营业部  |
| 联系电话：010-63360528<br>办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211    | 联系电话：027-59219121<br>办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号       | 联系电话：0531-66671202<br>办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906            | 联系电话：0371-86533821<br>办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号 |
| 青岛分公司  | 机构业务部   | 机构事业一部   | 机构事业二部   |
| 联系电话：0532-88697833<br>办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室          | 联系电话：020-22836158<br>办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层                  | 联系电话：020-22836155<br>办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层                 | 联系电话：020-22836182<br>办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层               |
| 机构事业三部   | 广期资本管理（上海）有限公司  |  |  |
| 联系电话：020-22836185<br>办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层               | 联系电话：021-50390265<br>办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室                  |  |  |