



2021 年 12 月 6 日

股指量化周报

中美股市走势背离，A 股波动率偏低

内容提要

上周（11 月 29 日-12 月 3 日），债券>国内小盘股> A 股蓝筹>新兴市场股市>工业金属>黄金>欧美股市>港股>农产品>原油，大宗商品呈现普跌，原油价格继续大幅下挫，工业金属下跌，黄金价格继续回调。变异病毒继续影响全球资本市场，市场恐慌情绪升温，海外权益资产呈现分化，新兴市场股市走势强于欧美股市。

国内股市先抑后扬，大盘股表现抢眼，权重股走强，沪指重上 3600 点。上周总理提及“适时降准”带动宽松预期，同时国内制造业 PMI 数据提振市场，资金面持续回暖以及政策面宽松预期支撑股指走势，不过市场分化仍比较明显，上证指数上周上涨 1.22%并重返 3600 点上方。

升贴水方面，上周三大股指期货出现升水或者贴水缩窄。从市场情绪上看，市场对货币政策趋向宽松做出反应，金融、地产、煤炭等资源股走强带动股指回升，市场情绪略有好转，但仍较谨慎。

波动率上，上周外围市场动荡，美股下挫，外围市场波动上升，衡量市场恐慌情绪的指标 VIX 指数一度飙升至 35.32。国内三大股指期货历史波动率偏低，隐含波动率下降。

北向资金方面，上周北向资金净流入 151.17 亿元，高于过去四周的周度均值水平。海外资金继续流入 A 股市场，北向资金对沪深两市的乐观情绪有所升温，北向资金加仓主要集中在科技成长股，而对医药生物板块减持较多。

融资融券方面，近一周来，A 股反弹震荡回升，A 股市值有明显增加，融资融券交易占 A 股流通市值比值继续下降。

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

王志萍

从业资格编号 F3071895

投资咨询编号 Z0015287

wangzhiping@jinxingqh.com

图表目录

图表 1: 全球主要股指涨跌幅.....	3
图表 2: 大小盘比值走势.....	3
图表 3: 行业涨跌幅.....	4
图表 4: 市场风格指数.....	4
图表 5: 各类资产相关性 (近三个月).....	5
图表 6: 股指升贴水变化.....	5
图表 7: 股指升贴水结构.....	6
图表 8: IF 升贴水分布频率图.....	6
图表 9: VIX 恐慌指数.....	7
图表 10: 沪深 300 指数波动率.....	7
图表 11: 股指期货历史波动率分位图.....	7
图表 12: 三大股指波动率统计.....	8
图表 13: 股指期权隐含波动率.....	8
图表 14: 北向资金净流入.....	9
图表 15: 两融余额.....	9
图表 16: 融资融券交易占比.....	9

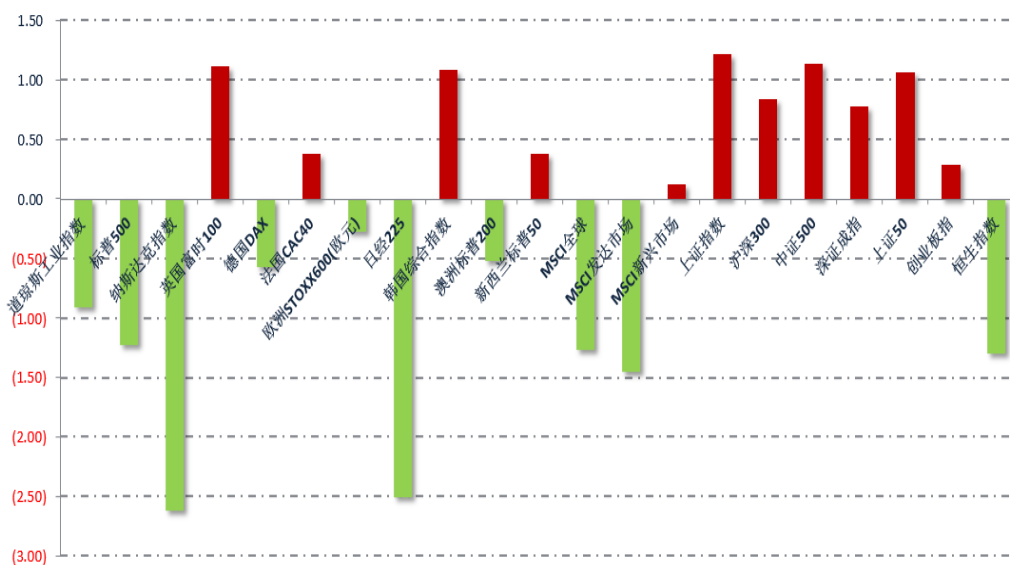
一、股指总体表现

1.全球股指收益率表现

上周（11月29日-12月3日），全球大类资产表现上，债券>国内小盘股> A股蓝筹>新兴市场股市>工业金属>黄金>欧美股市>港股>农产品>原油，大宗商品呈现普跌，原油价格继续大幅下挫，工业金属下跌，黄金价格继续回调。变异病毒继续影响全球资本市场，市场恐慌情绪升温，海外权益资产呈现分化，新兴市场股市走势强于欧美股市。

股市方面，全球主要国家权益市场呈现分化，发达国家股市弱于新兴市场股市。全球重要股市中，MSCI全球下跌1.27%，其中MSCI发达市场下跌1.45%，MSCI新兴市场上涨0.12%。变异毒株引发欧美股市动荡不安，美国、欧盟等发达国家再度实施旅行限制，美联储继续释放紧缩预期，美国三大股指全线下跌，道琼斯工业指数下跌0.92%，标普500指数下跌1.22%，纳斯达克指数下跌2.62%；欧洲三大股指涨跌不一，英国富时100指数上涨1.11%，德国DAX指数下跌0.57%，法国CAC40指数上涨0.38%；亚太股市普涨，日经225指数下跌2.51%，韩国综合指数上涨1.09%，澳洲标普200下跌0.52%，新西兰标普50上涨0.38%。港股方面，恒生指数下跌1.3%，恒生国企指数上涨1.69%，AH溢价指数下行0.41点收于143.58。

图表 1：全球主要股指涨跌幅

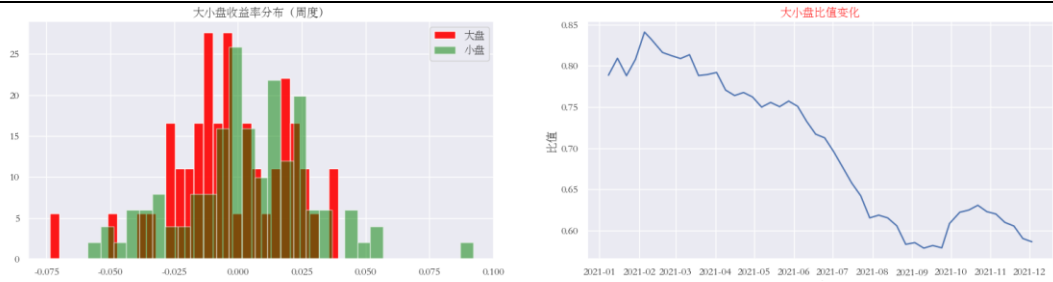


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

国内股市先抑后扬，大盘股表现抢眼，权重股走强，沪指重上 3600 点。上周总理提及“适时降准”带动宽松预期，同时国内制造业 PMI 数据提振市场，资金面持续回暖以及政策面宽松预期支撑股指走势，不过市场分化仍比较明显。上证指数上周上涨 1.22% 并重返 3600 点上方，深证成指上涨 0.78%，沪深 300 指数上涨 0.84%，而小盘股代表中证 500 指数上涨 1.14%，金融股代表上证 50 指数 1.07%，创业板指上涨 0.28%。

从大小盘股比值来看，上周大小盘比值走平。上周上证小盘上涨 1.44%，中证超大上涨 0.76%，大盘/小盘比值维持在 0.59 附近，整体变化不大。近期大小盘比值回落速度边际放缓，小盘股占优的特征并不突出，显示出当前市场风格进入重新均衡的状态。（以中证超大作为大盘指数，以上证小盘作为小盘指数）

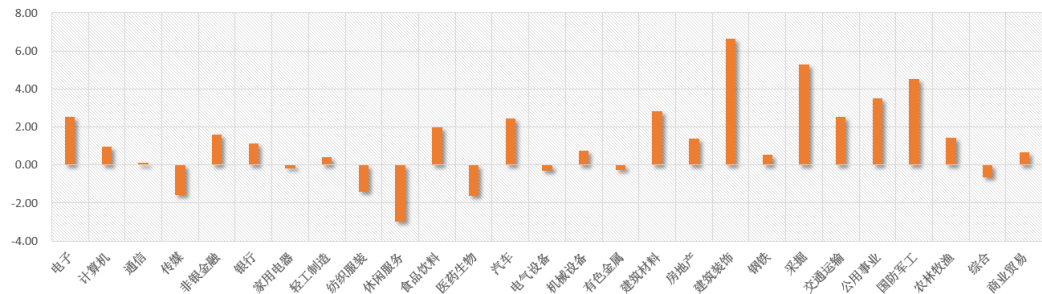
图表 2：大小盘比值走势



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

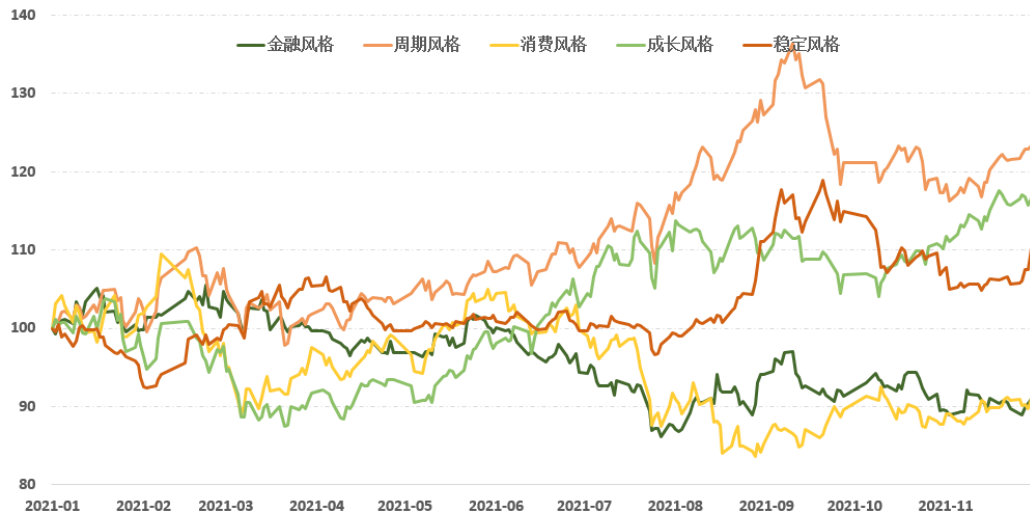
行业表现方面，上周 A 股市场投资风格有所变化。周期风格继续走强，建筑装饰、采掘涨幅居前，房地产板块反弹，钢铁、煤炭、有色金属和石油石化等周期性阶段性反弹，煤炭股受利好消息影响而上涨；金融风格上涨，受益于政策边际松动，银行板块估值小幅修复，多重利好推动大金融板块，非银金融行业涨幅超过银行板块；消费风格表现不佳，酒店餐饮、旅游板块受疫情扰动继续下跌，提价预期下白酒股表现抢眼，医药板块回调，休闲服务延续走弱；成长风格表现较好，电子板块走势较强。

图表 3：行业涨跌幅



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

图表 4：市场风格指数

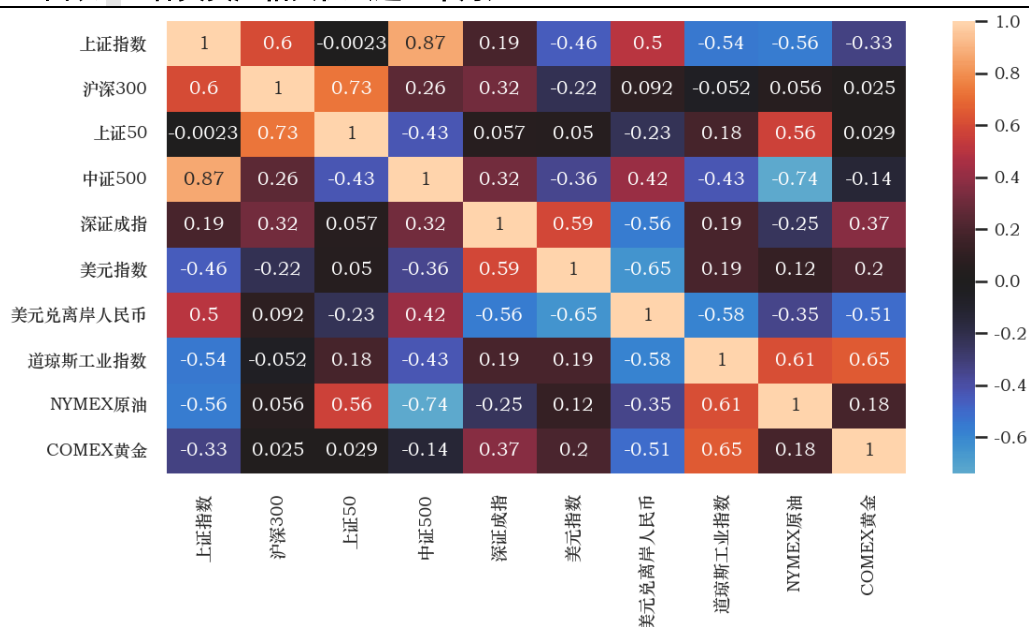


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

2. 各类资产相关性

从近三个月各类资产的相关性来看，A 股各宽基指数之间的相关性总体上呈现正相关，但相关程度呈现分化，其中上证指数和权重股的相关性有所弱化，特别是和上证 50 指数的相关性偏弱，但是和中证 500 指数的相关性保持较高相关性。沪深 300 指数则与大盘股相关性较强，而与小盘股相关性较弱，这主要与各指数中行业分布及权重有一定关系。国

内 A 股和外围市场以及汇率变化的相关性仍然较弱，与美股走势表现出一定的背离。我们认为中美股市背离的原因主要有两点：一是虽然中国和美国都受疫情困扰，但海外疫情发展迅猛，而中国疫情控制相对较好，叠加中国经济边际修复下行业政策纠偏以及货币政策边际宽松；二是当前美股估值相对较高，并且海外权益市场容易受风险事件冲击而表现出大幅波动，而国内 A 股整体估值处于历史中等水平。

图表 5：各类资产相关性（近三个月）


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

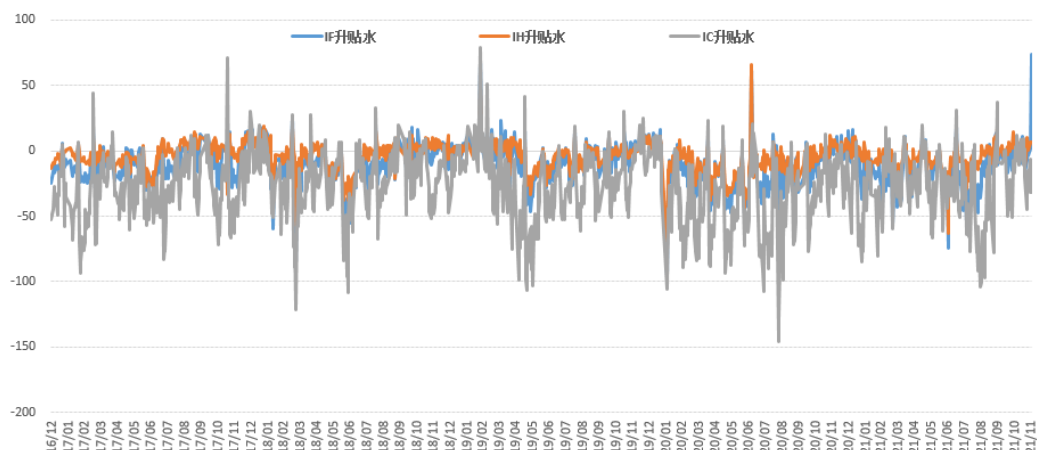
二、市场情绪观察

1. 股指升贴水情况

国内股指期货升贴水方面，上周三大股指期货出现升水或者贴水缩窄。截至 2021 年 12 月 3 日，IF 当月合约年化升贴水率由上周的-1.48%变为+0.11%，IH 当月合约年化升贴水率由上周的+0.35%变为+0.07%，IC 当月合约年化升贴水率由上周的-5.67%变为-0.19%。从市场情绪上看，市场对货币政策趋向宽松做出反应，金融、地产、煤炭等资源股走强带动股指回升，市场情绪略有好转，但仍较谨慎。本周市场大概率将继续炒作降准预期，关注中国通胀数据。

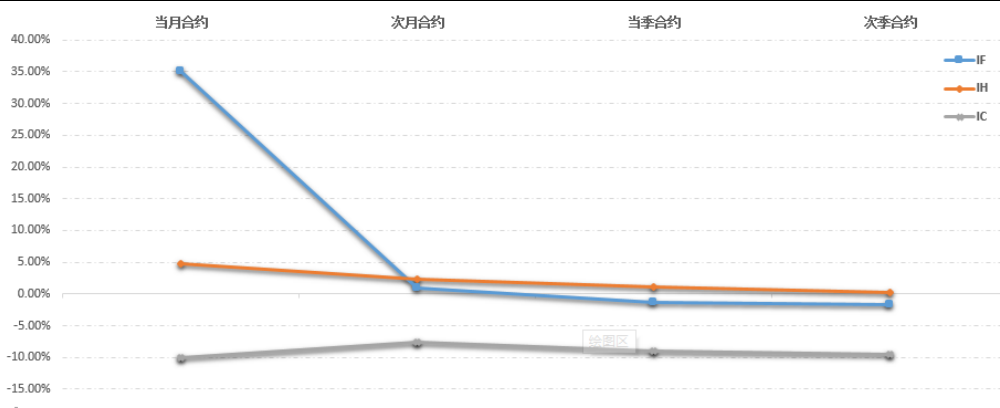
从近一年来股指期货升贴水情况来看，股指期货大部分时间处于贴水状态，近一年 IF、IH 和 IC 分别平均贴水 12.5、4.5 和 26.4 个点，当前升贴水分别处在历史 50%、60% 和 45% 的分位上，处于中等水平。

图表 6：股指升贴水变化



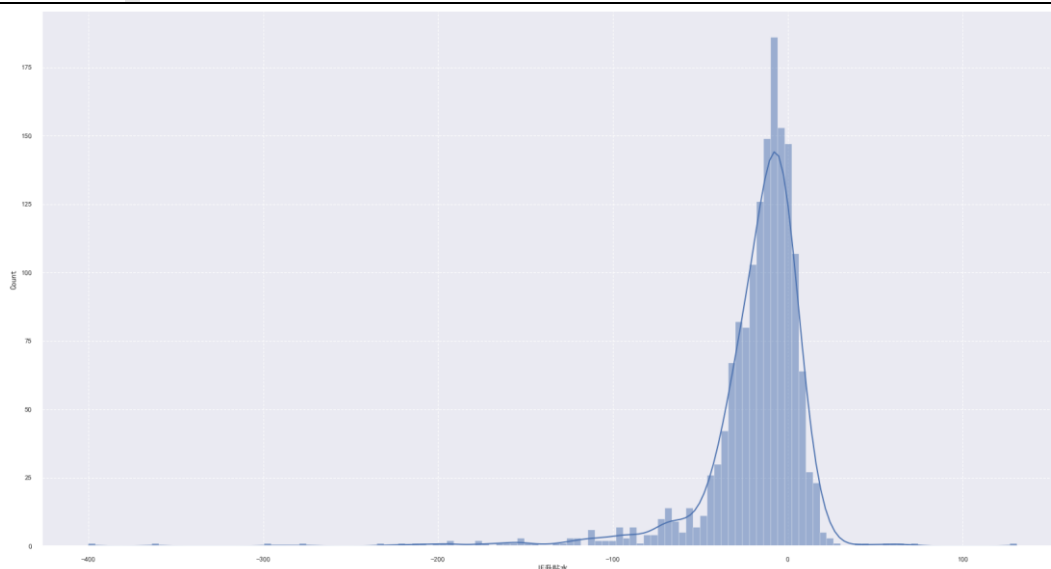
数据来源：WIND、金信期货优财研究院

图表 7：股指升贴水结构



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

图表 8：IF 升贴水分布频率图



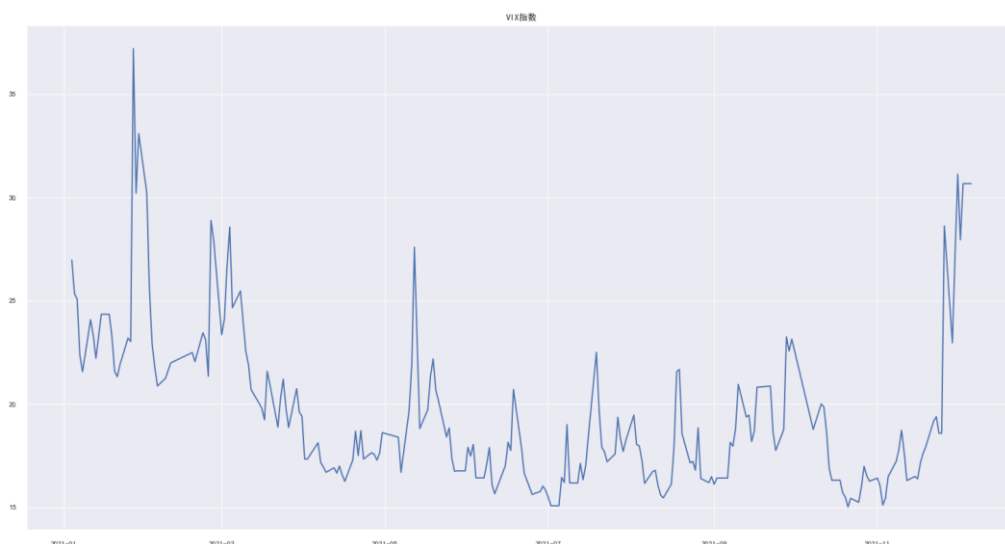
数据来源：WIND、金信期货优财研究院

2. 市场波动率表现

上周外围市场动荡，美股下挫，外围市场波动上升。美国发现首例 omicron 病例，海外疫情蔓延影响市场情绪，海外股市普遍调整，美国政府关门危机持续发酵，美联储主席鲍

威尔释放鹰派言论，叠加变异病毒担忧拖累美股下跌，外围市场波动上升。上周衡量市场恐慌情绪的指标 VIX 指数一度飙升至 35.32。今年以来，VIX 指数的最高位、平均值和最低位分别为 37.21、19.51 和 15.01，当前 VIX 指数处于历史 95%的分位上，处于历史偏高水平。

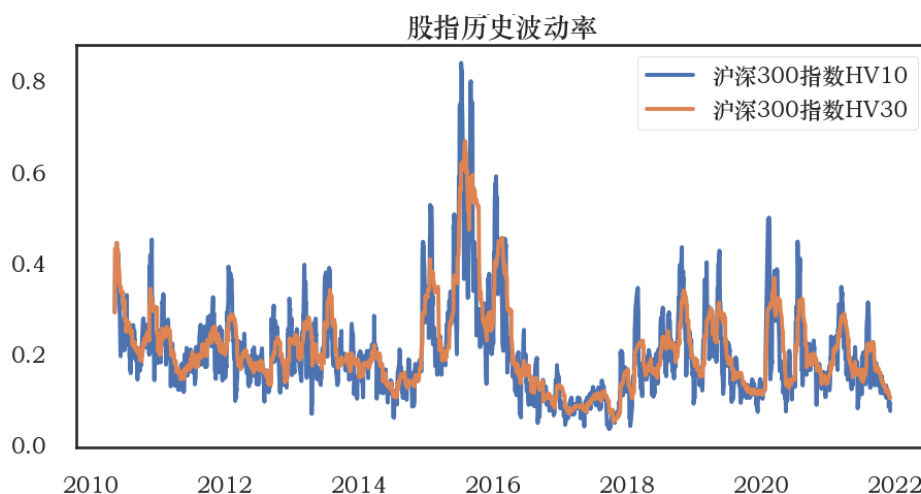
图表 9: VIX 恐慌指数



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

国内三大股指期货历史波动率偏低，隐含波动率下降。外围市场波动对国内 A 股有一定扰动作用，不过国内股指波动仍偏低。上周沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数 HV10 波动率分别下降至 7.7%、9.2%和 8.8%左右，较之前一周进一步下降，均处于历史中等偏低水平。国内股指波动偏低，我们认为原因在于：一是近期海外市场受疫情及加息预期的双重影响。海外疫情仍具不确定性，叠加美元加息预期升温，美股高位调整并且波动上升；二是近期国内生产边际修复，托底+纠偏政策不断落地，宏观政策重心仍向稳增长偏移，短期政策更加注重“防风险”与“稳增长”方向，房地产政策调控政策趋于缓和，市场情绪偏向谨慎，A 股对外围市场反应有所钝化。

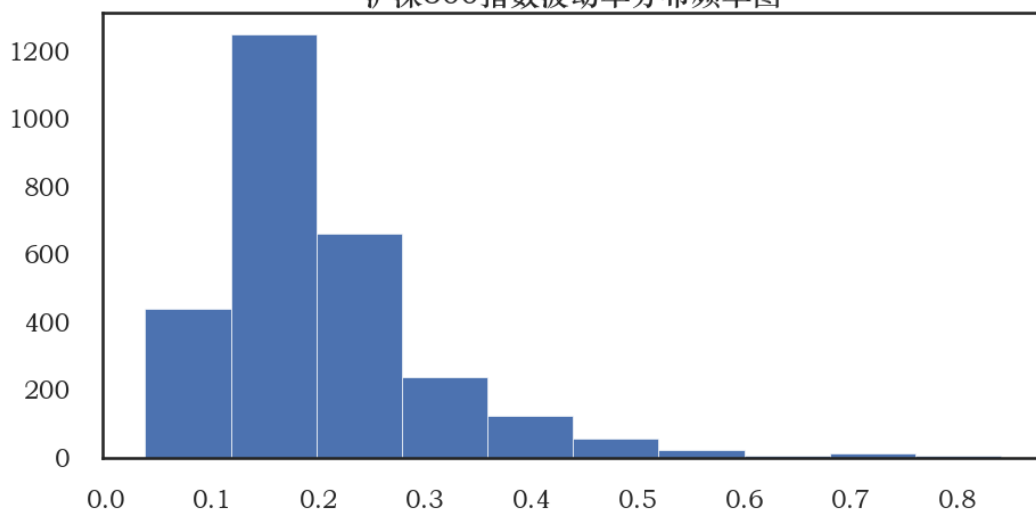
图表 10: 沪深 300 指数波动率



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

图表 11: 股指期货历史波动率分位图

沪深300指数波动率分布频率图



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

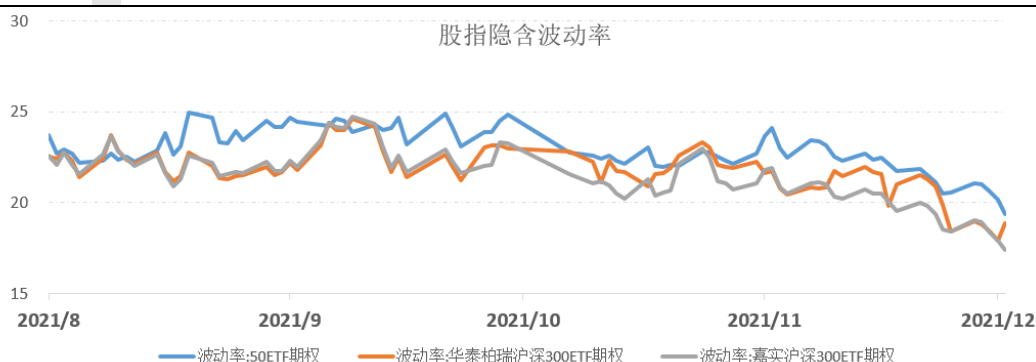
图表 12：三大股指波动率统计

	沪深 300 指数		上证 50 指数		中证 500 指数	
	HV10	HV30	HV10	HV30	HV10	HV30
均值	0.203	0.210	0.206	0.213	0.232	0.241
标准差	0.106	0.094	0.109	0.095	0.119	0.107
最小值	0.037	0.052	0.039	0.064	0.044	0.090
第一四分位数	0.136	0.151	0.137	0.151	0.155	0.173
中值	0.182	0.190	0.183	0.191	0.203	0.219
第三四分位数	0.238	0.252	0.246	0.252	0.276	0.277
最大值	0.841	0.669	0.905	0.656	0.871	0.741
当前波动率	0.077	0.107	0.092	0.119	0.088	0.119
当前分位数	5%	7%	7%	10%	6%	4%

数据来源：WIND、金信期货优财研究院

从期权隐含波动率来看，近期 A 股指数区间震荡，隐含波动率逐步回落。上周股指期权隐含波动率延续下降，50ETF 平值期权隐含波动率回落至 19.34 左右，300ETF 平值期权隐含波动率回落至 18.82 左右，均较之前一周有明显下降。国内股指隐含波动率仍处于偏低位置，短期市场对于后市看法仍偏向谨慎，预计短期股指波动率将保持低位为主。

图表 13：股指期权隐含波动率

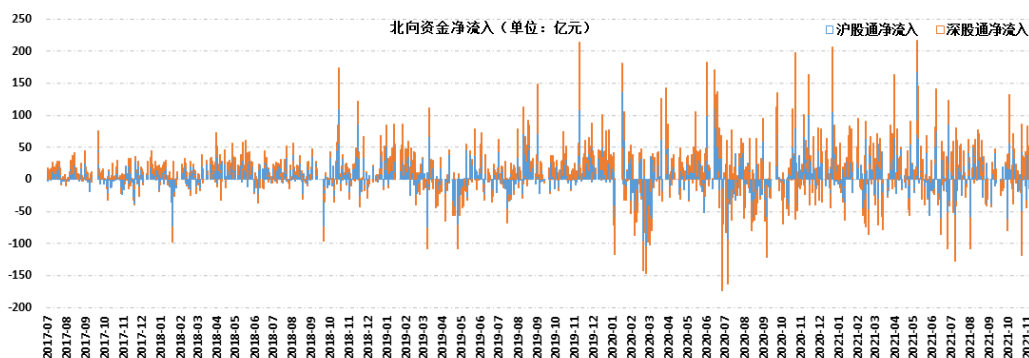


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

3.北向资金变化

上周北向资金净流入 151.17 亿元，高于过去四周的周度均值水平，其中沪股通净流出 115.70 亿元，深股通净流入 35.47 亿元，特别是周五单日流入达到 92 亿元人民币。海外资金继续流入 A 股市场，北向资金对沪深两市的乐观情绪有所升温，北向资金加仓主要集中在科技成长股，而对医药生物板块减持较多。

图表 14: 北向资金净流入

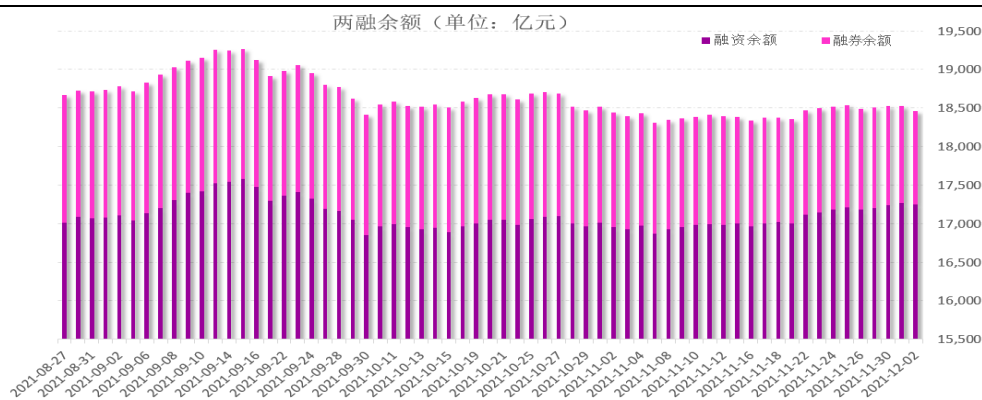


数据来源: WIND、金信期货优财研究院

4. 融资融券变化

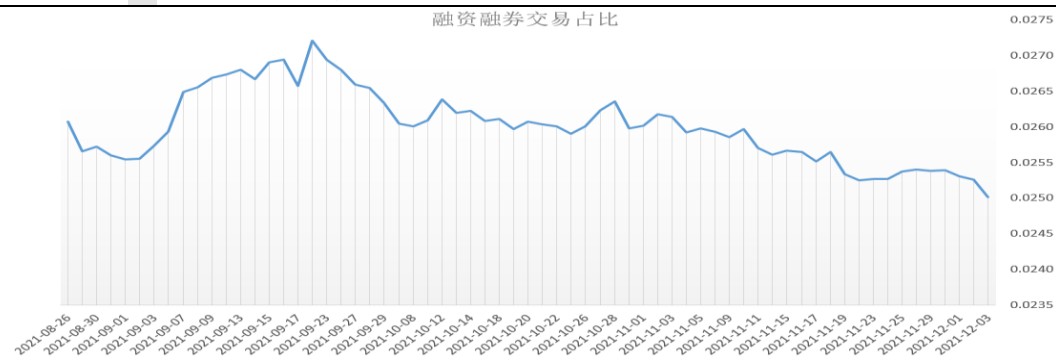
融资融券市场概况: 截至 2021 年 12 月 3 日，沪深两市的融资融券余额为 18,441.72 亿元，较之前一周环比减少 50.96 亿元。其中融资余额 17,231.20 亿元，融券余额 1,210.52 亿元。近一周来，A 股反弹震荡回升，A 股市值有明显增加，融资融券交易占 A 股流通市值比值继续下降。

图表 15: 两融余额



数据来源: WIND、金信期货优财研究院

图表 16: 融资融券交易占比



数据来源: WIND、金信期货优财研究院

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>