



2021年12月27日

股指量化周报

市场风格持续转换，A股波动率回落

内容提要

上周（12月20日-12月24日），全球风险偏好回升，大宗商品市场整体表现好于权益资产，原油>欧美股市>工业金属>债券>农产品>黄金>新兴市场股市>港股>国内小盘股>A股蓝筹，全球风险情绪回暖提振大宗商品价格，原油价格反弹工业金属上涨，黄金价格反弹。海外权益资产普涨，美元指数下跌。

国内股市调整，大盘股表现较差，沪指围绕3600点波动。大小盘比值继续调整，股指在震荡中风格持续转换，活跃资金由热门赛道题材中流出迹象明显，大小盘进入重新均衡的状态。

升贴水方面，上周三大股指期货升贴水结构分化。从市场情绪上看，上周全球市场风险偏好提升，但国内市场反应相对钝化，A股指数整体上进入调整阶段，股指期货升贴水结构分化。

波动率上，上周外围市场风险偏好回升，欧美股市普涨，美股继续上扬，外围市场波动冲高回落。国内三大股指期货历史波动率先升后降，同时隐含波动率跟随历史波动率回落。

北向资金方面，上周北向资金净流入累计净流出12.21亿元，低于过去四周的周度均值水平。国内陆股通新规后海外资金流入A股市场放缓，北向资金对沪深两市的乐观情绪有所降温，资金调仓换股的力度增加。上周北向资金加仓主要集中在以新能源为主的电器设备行业以及化工行业和电子行业，而食品饮料、银行、汽车、医药生物等板块减持较多。

融资融券方面，近一周来，A股持续调整，A股市值和融资融券余额双双减少，融资融券交易占A股流通市值比值重新回落。

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

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@jinxinqh.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

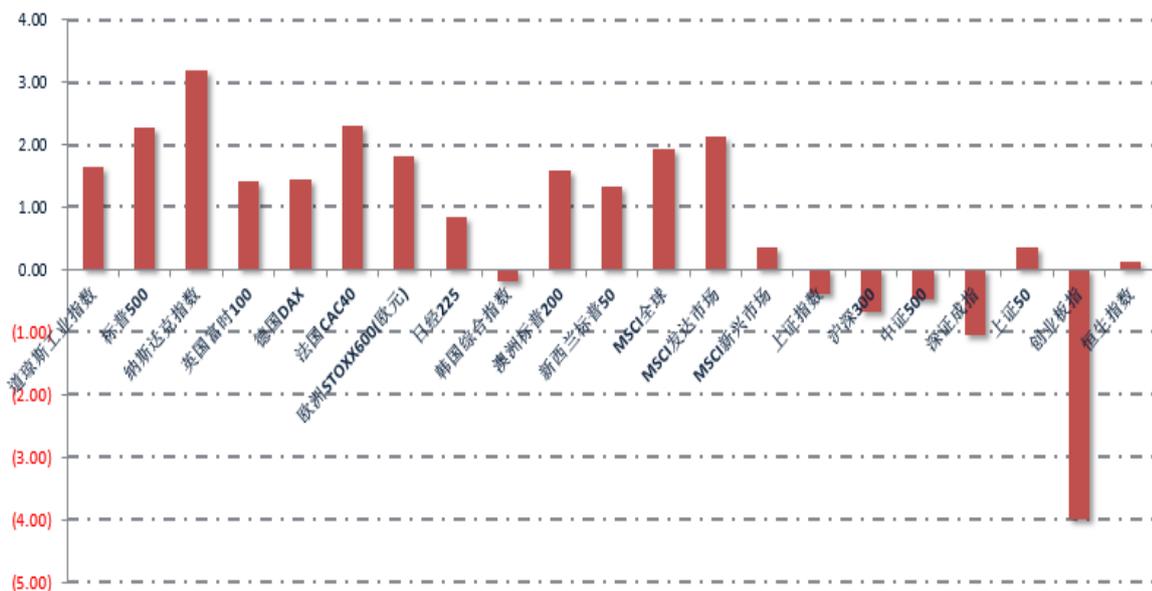
一、股指总体表现

1.全球股指收益率表现

上周（12月20日-12月24日），全球大类资产表现上，大宗商品市场整体表现好于权益资产，原油>欧美股市>工业金属>债券>农产品>黄金>新兴市场股市>港股>国内小盘股>A股蓝筹。市场对高传染性 Omicron 变种对全球经济影响的担忧消退，全球风险情绪回暖提振大宗商品价格，原油价格反弹工业金属上涨，黄金价格反弹。海外权益资产普涨，美元指数下跌。

股市方面，全球主要国家权益市场普遍上涨，欧美国家股市强于新兴市场股市。全球重要股市中，MSCI全球上涨 1.93%，其中 MSCI 发达市场上涨 2.14%，MSCI 新兴市场上涨 0.35%。欧美股市全线反弹，道琼斯工业指数上涨 1.65%，标普 500 指数上涨 2.28%，纳斯达克指数上涨 3.19%；欧洲三大股指上涨，英国富时 100 指数上涨 1.41%，德国 DAX 指数上涨 1.45%，法国 CAC40 指数上涨 2.31%；亚太股市普涨，日经 225 上涨 0.83%，韩国综合指数下跌 0.18%，澳洲标普 200 上涨 1.59%，新西兰标普 50 上涨 1.34%。港股方面，恒生指数上涨 0.13%，恒生国企指数上涨 1.27%，AH 溢价指数下行 0.45 点收于 147.16。

图表 1：全球主要股指涨跌幅

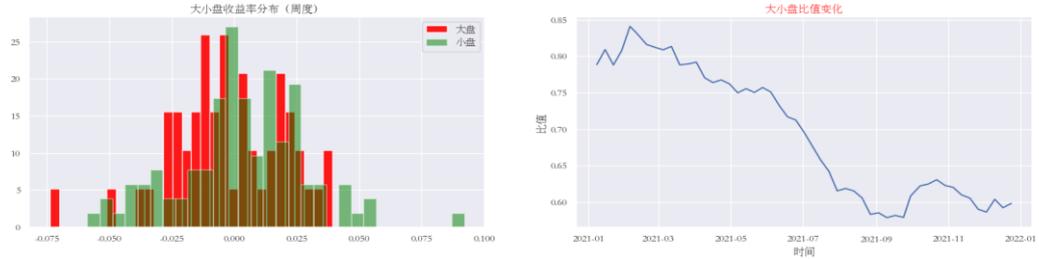


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

国内股市调整，大盘股表现较差，沪指围绕 3600 点波动。上证指数上周下跌 0.39%，深证成指下跌 1.06%，沪深 300 指数下跌 0.67%，而小盘股代表中证 500 指数下跌 0.49%，金融股代表上证 50 指数上涨 0.35%，创业板指下跌 4%。

从大小盘股比值来看，上周大小盘比值继续调整。上周上证小盘下跌 0.78%，中证超大上涨 0.21%，大盘/小盘比值继续处于 0.60 附近。进入 12 月后，大小盘风格不定，股指在震荡中风格持续转换，活跃资金由热门赛道题材中流出迹象明显，大小盘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，上周指数表现震荡，A 股未能摆脱板块轮动现象，年底资金的高低切换下高景气赛道面临较大兑现压力，价值与成长此消彼涨，短期存量博弈特征明显，指数进入技术性调整阶段。市场风格偏向于大消费及大金融。周期风格整体较为分化，建筑装饰涨幅居前。近期房地产“拆雷”政策密集出台，部分地区二手房成交量放大，人民银行和银保监会鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，央行四季度例会提出加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持经济高质量发展，货币政策强调货币政策结构性作用。多重利好作用下，近期房地产板块整体表现不俗。采掘板块表现不佳，近期期货现货价格均有松动导致煤炭板块回撤较多；央行降准后，流动性相对宽松以及地产风险缓释背景下大金融板块走强，中央经济工作会议提出推进全面注册制，叠加北交所开市及 LPR 下调利好券商板块，不过券商板块表现偏弱，大金融板块回调；消费风格整体表现不佳，食品饮料板块涨幅较大，白酒提价预期以及 12 月份开始进入白酒市场春节旺季带动白酒股继续走强。拜登令制裁中国药企的消息带动医药股回落；成长风格方面，中央经济工作会议强调经济稳增长和政府过紧日子，网络安全招标增速放缓，计算机和通信板块表现偏弱，传媒板块重新转弱。后续来看，宽松流动性以及政策预期仍是股指重要支撑，后续大跌可能性不大，但市场风格将加速切换。

图表 3：行业涨跌幅



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

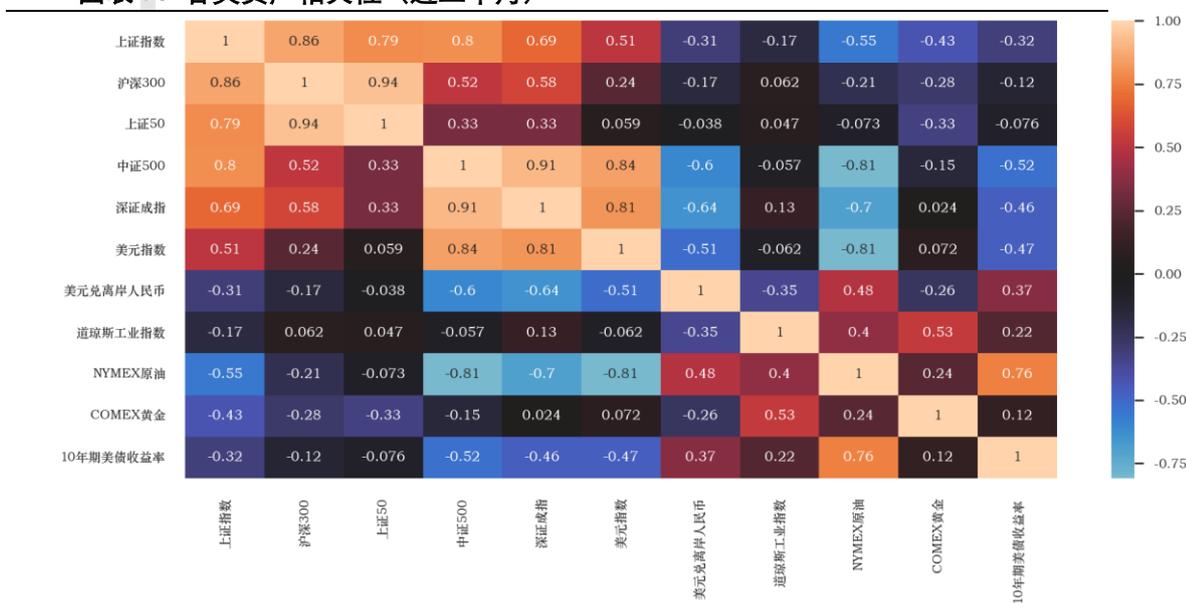
图表 4：市场风格指数



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

3. 各类资产相关性

从近三个月各类资产的相关性来看，近期 A 股各宽基指数之间相关性总体上有所增强，但国内 A 股和外围市场以及汇率变化的相关性继续偏弱。上证指数和沪深 300 指数、上证 50 指数以及中证 500 指数的相关性均较高，但上证 50 指数与中证 500 指数和深证成指的相关性偏弱。

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

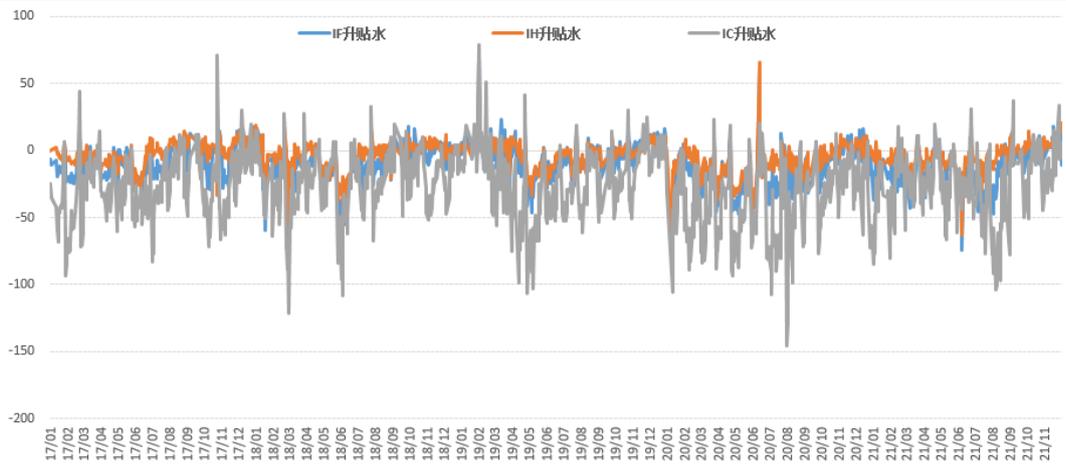
二、市场情绪观察

1. 股指升贴水情况

国内股指期货升贴水方面，上周三大股指期货升贴水结构分化。截至 2021 年 12 月 24 日，IF 当月合约年化升贴水率由上周的+2.076%变为-2.93%，IH 当月合约年化升贴水率由上周的+1.68%变为+8.12%，IC 当月合约年化升贴水率由上周的+1.26%变为+1.00%。从市场情绪上看，上周全球市场风险偏好提升，但国内市场反应相对钝化，A 股指数整体上进入调整阶段，股指期货升贴水结构分化。

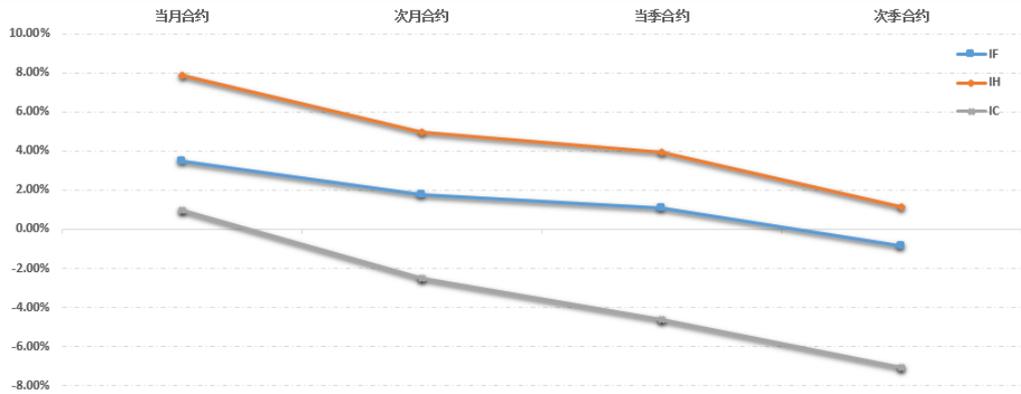
从近一年来股指期货升贴水情况来看，股指期货大部分时间处于贴水状态，近一年 IF、IH 和 IC 分别平均贴水 12.67、4.35 和 26.05 个点，当前升贴水分别处在历史 50%、90% 和 45% 的分位上，处于中等水平。

图表 6：股指升贴水变化



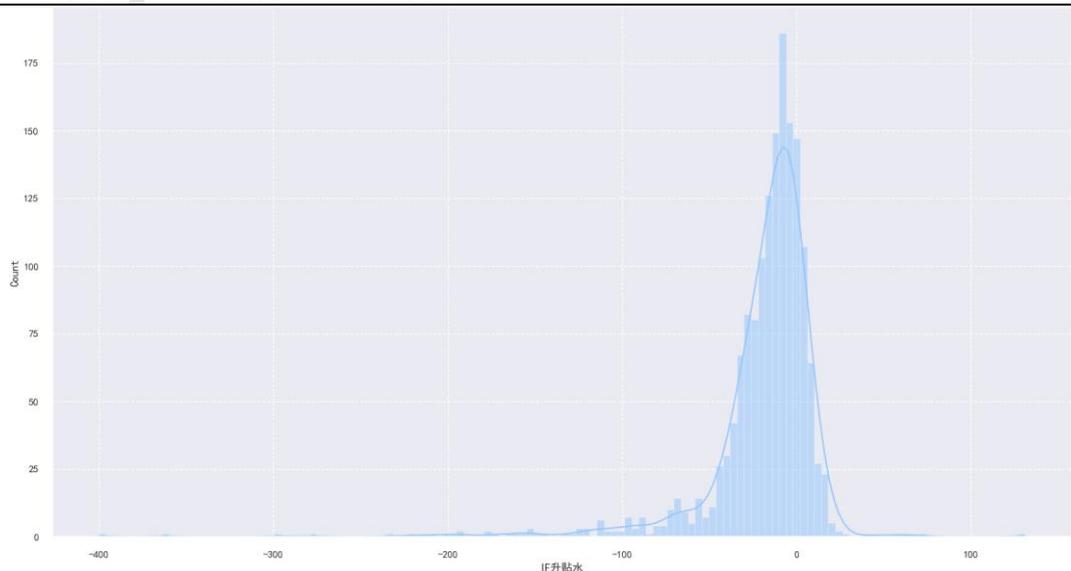
数据来源：WIND、金信期货优财研究院

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

上周外围市场风险偏好回升，欧美股市普涨，美股继续上扬，外围市场波动冲高回落。美国强劲经济数据刺激美股回升。美国三季度实际 GDP 终值环比升 2.3%好于预期，核

心 PCE 物价指数终值环比升 4.6%，同时二手房销量连续第三个月增长，12 月消费者信心指数上升。海外市场对疫情的担忧缓和，外围市场波动下降。上周衡量市场恐慌情绪的指标 VIX 指数下行至 17.96。今年以来，VIX 指数的最高位、平均值和最低位分别为 37.21、19.59 和 15.01，当前 VIX 指数处于历史 65%的分位上，处于历史中等偏高水平。

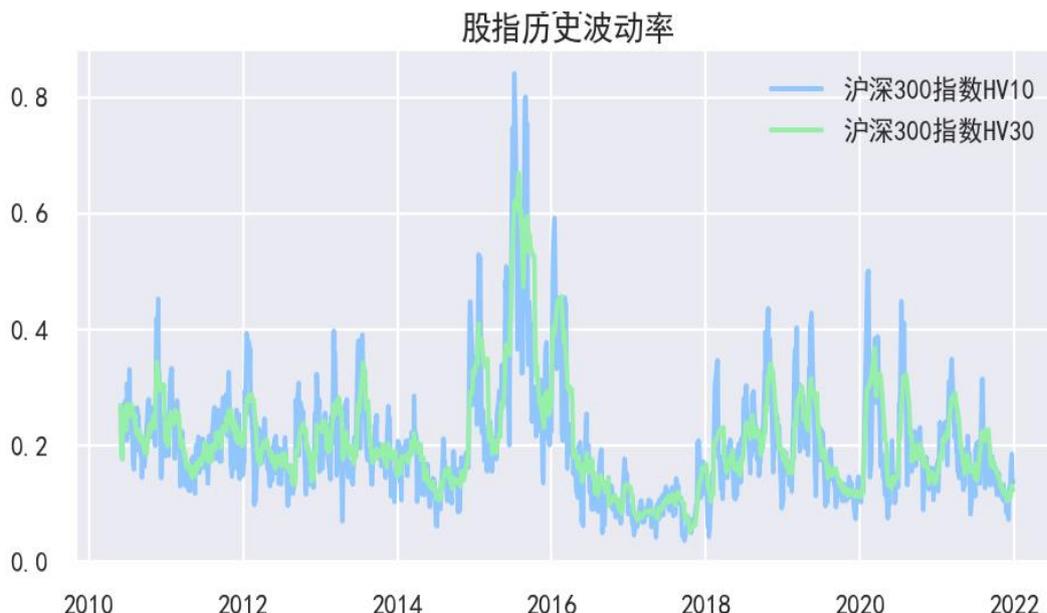
图表 9：VIX 恐慌指数



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先升后降，同时隐含波动率跟随历史波动率回落。上周国内 A 股迎来整体处于调整阶段，不过国内股指波动出现下降。上周沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数 HV10 波动率分别回落至 13.6%、11.6% 和 13.6% 左右，较之前一周有明显下降。国内 A 股延续调整，小盘股波动率相对偏高，市场进入观望状态，市场对小盘股走势有所担忧。后续来看，若指数不能走出震荡区间，沪深 300 指数和中证 500 指数波动率仍有上升的可能性。

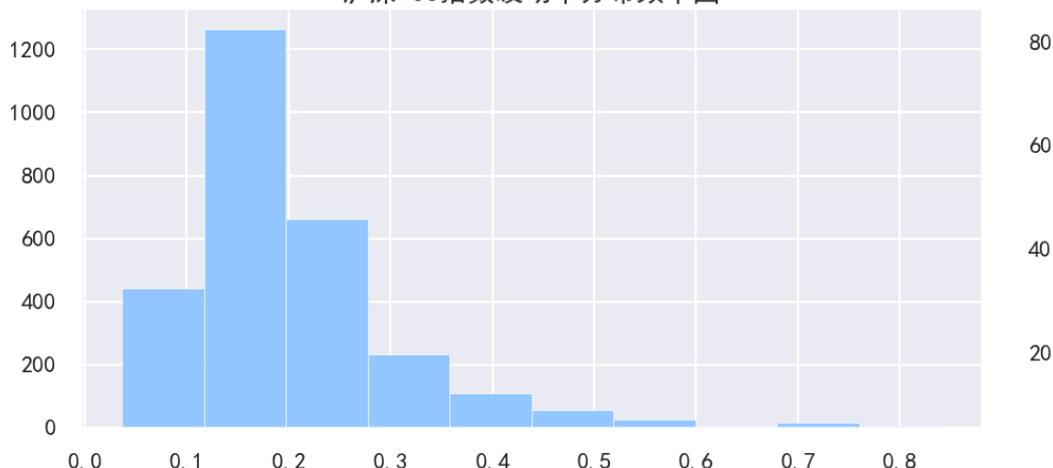
图表 10：沪深 300 指数波动率



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

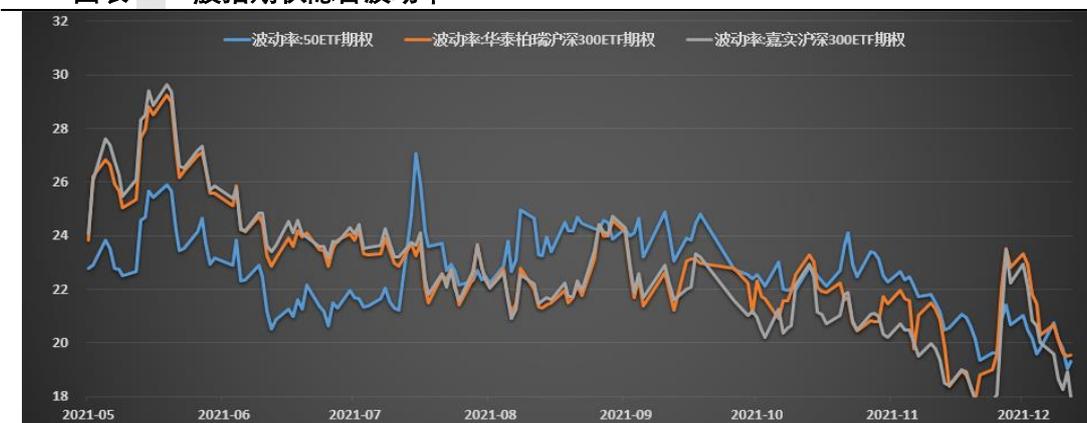
图表 12：三大股指波动率统计

	沪深 300 指数		上证 50 指数		中证 500 指数	
	HV10	HV30	HV10	HV30	HV10	HV30
均值	0.202	0.208	0.204	0.211	0.230	0.238
标准差	0.105	0.093	0.108	0.094	0.118	0.106
最小值	0.037	0.052	0.039	0.064	0.044	0.090
第一四分位数	0.135	0.149	0.136	0.150	0.154	0.172
中值	0.181	0.189	0.181	0.190	0.202	0.218
第三四分位数	0.235	0.246	0.244	0.248	0.273	0.273
最大值	0.841	0.669	0.905	0.656	0.871	0.741
当前波动率	0.142	0.124	0.120	0.122	0.141	0.119
当前分位数	28%	13%	17%	12%	19%	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，近期指数表现相对震荡，隐含波动率跟随历史波动率回落。上周股指期权隐含波动率先升后降，50ETF平值期权隐含波动率回落至 19.32 左右，300ETF平值期权隐含波动率回落至 19.54 左右，整体均较之前一周有明显下降。近期宏观利多出尽，市场处于政策真空期，A 股维持震荡走势，市场观望情绪较浓。

图表 13：股指期权隐含波动率

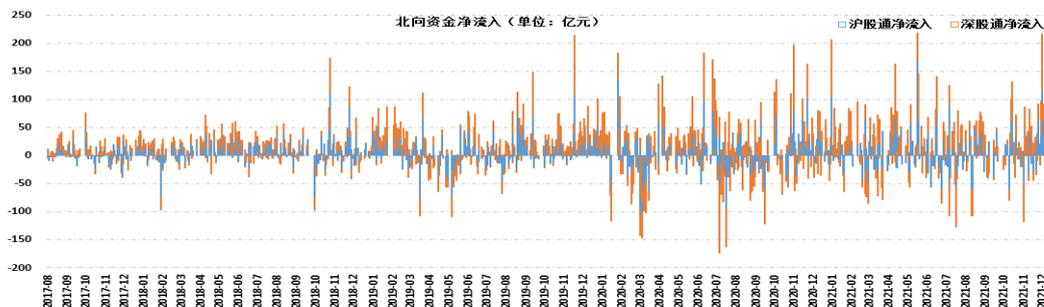


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

3.北向资金变化

上周北向资金净流入累计净流出 12.21 亿元，外资流入增速放缓，低于过去四周的周度均值水平，其中沪股通净流入 11.2 元，深股通净流出 23.41 亿元。国内陆股通新规后海外资金流入 A 股市场放缓，北向资金对沪深两市的乐观情绪有所降温，资金调仓换股的力度增加。上周北向资金加仓主要集中在以新能源为主的电气设备行业以及化工行业和电子行业，而食品饮料、银行、汽车、医药生物等板块减持较多。

图表 14: 北向资金净流入

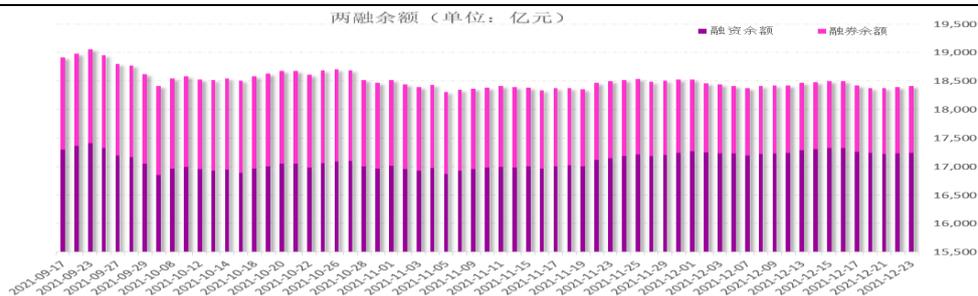


数据来源: WIND、金信期货优财研究院

4. 融资融券变化

融资融券市场概况: 截至 2021 年 12 月 24 日，沪深两市的融资融券余额为 18,319.80 亿元，较之前一周环比减少 99.66 亿元。其中融资余额 17,149.63 亿元，融券余额 1,170.17 亿元。近一周来，A 股持续调整，A 股市值和融资融券余额双双减少，融资融券交易占 A 股流通市值比值重新回落。

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/>