



2022 年 1 月 10 日

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@jinxingqh.com

股指量化周报

机构调仓下赛道股重挫，A 股分化中调整

内容提要

上周（1 月 4 日-1 月 7 日），大宗商品市场整体表现强于权益资产，原油>债券>工业金属>农产品>港股>新兴市场股市>黄金>欧美股市>A 股蓝筹>国内小盘股。全球风险情绪偏向谨慎，原油价格继续领涨，工业金属上涨，美元加息预期升温，贵金属价格下挫。海外权益资产普跌，美元指数回升，人民币汇率略贬。

国内回调，创业板指大幅下挫，沪指失守 3600 点，大小盘比值回升。上周指数震荡回调，市场“高低切换”风格凸显，美联储加息预期抑制市场风险偏好并使得科技股承压，国内 A 股新能源、芯片、军工、CRO 等高景气赛道普遍回调，其中新能源赛道跌幅居前，而银行、保险、地产、“中字头”逆市上涨，市场风格切换下机构防御特征明显。

升贴水方面，上周三大股指期货保持升水结构。从市场情绪上看，进入新年以后，资金博弈升温，A 股板块轮动加剧，权重股走强带动股指企稳，但存量资金博弈以及机构调仓继续冲击高估值板块。后续来看，股指短期内将继续受到压制，机构调仓结束前对 A 股仍以调整行情对待，后期资金面预计将逐步缓解，预计股指期货将暂时继续维持升水。

波动率上，上周外围市场风险偏好下降，欧美股市普跌，外围市场波动先扬后抑，衡量市场恐慌情绪的指标 VIX 指数一度上行至 19.73。国内三大股指期货历史波动率和隐含波动率双双回落。上周国内 A 股迎来深化调整，机构调仓、节前效应、美联储加息等对 A 股市场形成扰动，但国内股指波动略有回落，显示市场偏向谨慎。

北向资金方面，上周北向资金总体呈现净流入，但仍低于过去四周的周度均值水平，特别是周四受美联储加息消息影响而出现了流出。



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.....	10

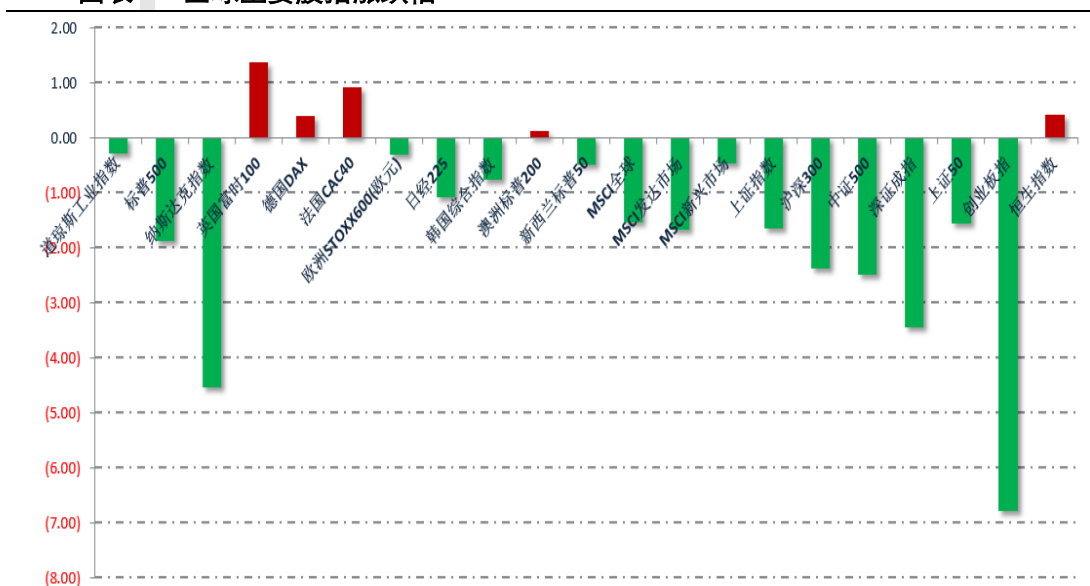
一、股指总体表现

1. 全球股指收益率表现

上周（1月4日-1月7日），全球大类资产表现上，大宗商品市场整体表现强于权益资产，原油>债券>工业金属>农产品>港股>新兴市场股市>黄金>欧美股市>A股蓝筹>国内小盘股。全球风险情绪偏向谨慎，原油价格继续领涨，工业金属上涨，美元加息预期升温，贵金属价格下挫。海外权益资产普跌，美元指数回升，人民币汇率略贬。

股市方面，全球主要国家权益市场普遍下跌，欧美国家股市弱于新兴市场股市。全球重要股市中，MSCI全球下跌1.54%，其中MSCI发达市场下跌1.68%，MSCI新兴市场下跌0.48%。欧美股市全线下跌，道琼斯工业指数下跌0.29%，标普500指数下跌1.87%，纳斯达克指数下跌4.53%；欧洲三大股指全线上涨，英国富时100指数上涨1.36%，德国DAX指数上涨0.4%，法国CAC40指数上涨0.93%；亚太股市涨跌不一，日经225指数下跌1.09%，韩国综合指数下跌0.76%，澳洲标普200指数上涨0.12%，新西兰标普50指数下跌0.48%。港股方面，恒生指数上涨0.41%，恒生国企指数上涨2.82%，AH溢价指数下行1.97点收于145.12。

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

国内股市回调，创业板指大幅下挫，沪指失守 3600 点。上证指数上周下跌 1.65%，深证成指下跌 3.46%，沪深 300 指数下跌 2.39%，而小盘股代表中证 500 指数下跌 2.5%，金融股代表上证 50 指数下跌 1.56%，创业板指下跌 6.8%。

从大小盘股比值来看，上周大小盘比值回升。上周上证小盘下跌 2.98%，中证超大上涨 0.18%，大盘/小盘比值回升至 0.61 附近。新年伊始，A 股连续下挫，存量资金博弈以及机构调仓冲击高估值板块，小盘股受到重挫。（以中证超大作为大盘指数，以上证小盘作为小盘指数）

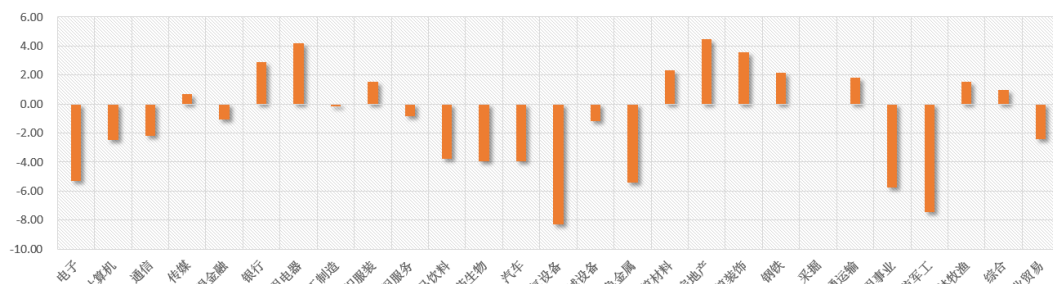
图表 2：大小盘比值走势



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

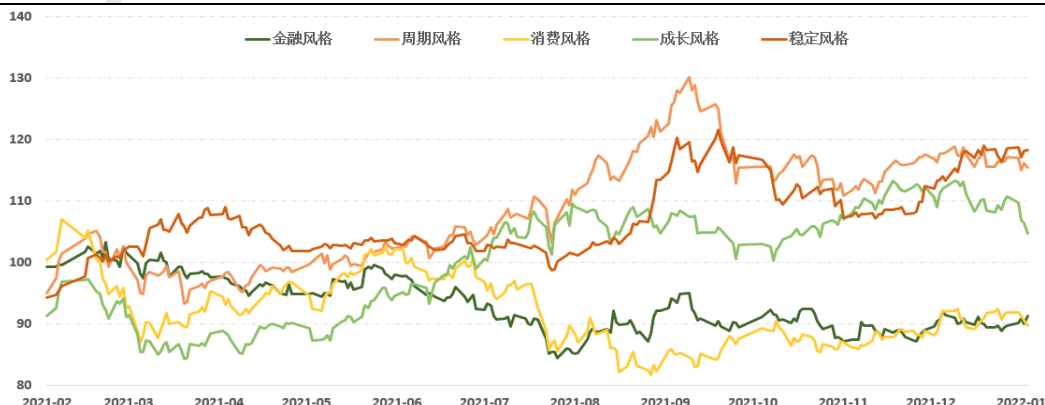
行业表现方面，上周指数震荡回调，市场“高低切换”风格凸显，美联储加息预期抑制市场风险偏好并使得科技股承压，国内 A 股新能源、芯片、军工、CRO 等高景气赛道普遍回调，其中新能源赛道跌幅居前，而银行、保险、地产、“中字头”逆市上涨，市场风格切换下机构防御特征明显。上周周期风格整体分化，地产及钢铁板块涨幅居前，并且房地产板块带动家电等产业链的上涨，而有色金属和电气设备大幅下挫；金融风格同样分化，银行、保险等低估值蓝筹表现较强，而非银金融走弱；消费风格整体表现分化，食品饮料板块表现不佳，白酒等表现疲弱，主要受近期市场高度博弈、茅台提价以及食品饮料基金大额分红等情绪面和资金面等多重因素影响；成长风格表现偏弱，电子板块大幅下挫，通信和传媒板块表现偏弱，“元宇宙”概念拉涨，传媒板块相对抗跌。后续来看，国内疫情反复，短期经济增长压力较大，稳增长政策继续强化，宽信用预期增强但仍在路上，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，市场领跑板块出现变化，机构调仓结束前对 A 股仍以调整行情对待。

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

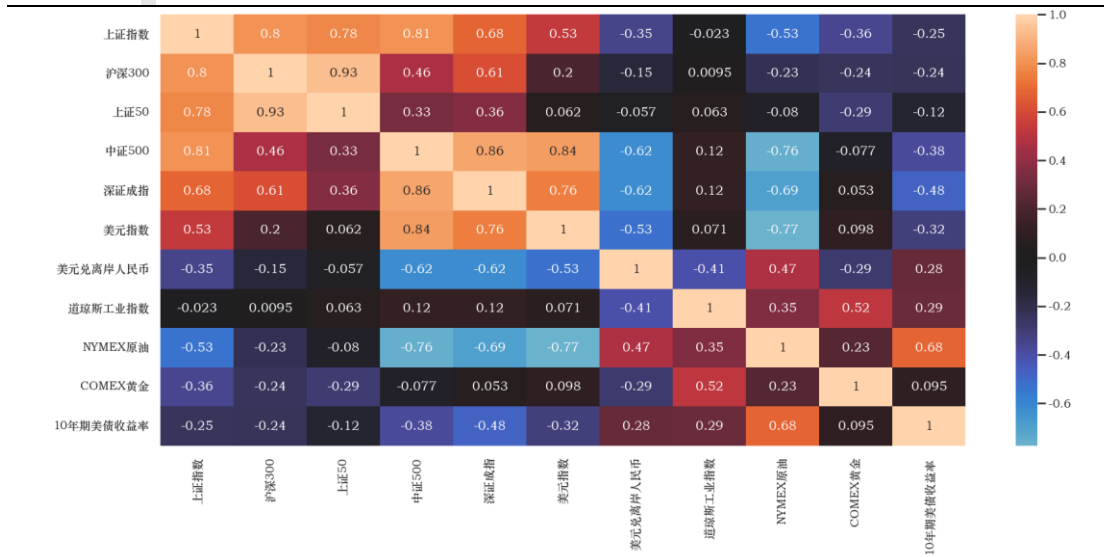


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

2. 各类资产相关性

从近三个月各类资产的相关性来看，近期 A 股各宽基指数之间继续保持较高的相关性，但 A 股和外围市场以及汇率变化的相关性仍表现偏弱，与大宗商品市场的相关性整体仍然不高。目前上证指数和沪深 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

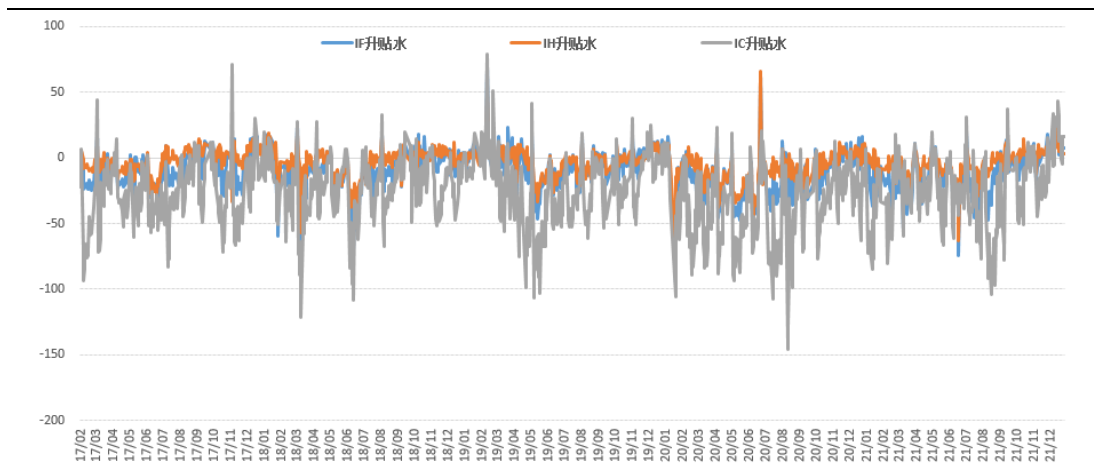
二、市场情绪观察

1. 股指升贴水情况

国内股指期货升贴水方面，上周三大股指期货保持升水结构。截至 2022 年 1 月 7 日，IF 当月合约年化升贴水率由之前一周的+0.92%变为+3.91%，IH 当月合约年化升贴水率由之前一周的+2.69%变为+2.85%，IC 当月合约年化升贴水率由之前一周的+2.92%变为+5.92%。从市场情绪上看，进入新年以后，资金博弈升温，A 股板块轮动加剧，权重股走强带动股指企稳，但存量资金博弈以及机构调仓继续冲击高估值板块。后续来看，股指短期内将继续受到压制，机构调仓结束前对 A 股仍以调整行情对待，后期资金面预计将逐步缓解，预计股指期货将暂时继续维持升水。

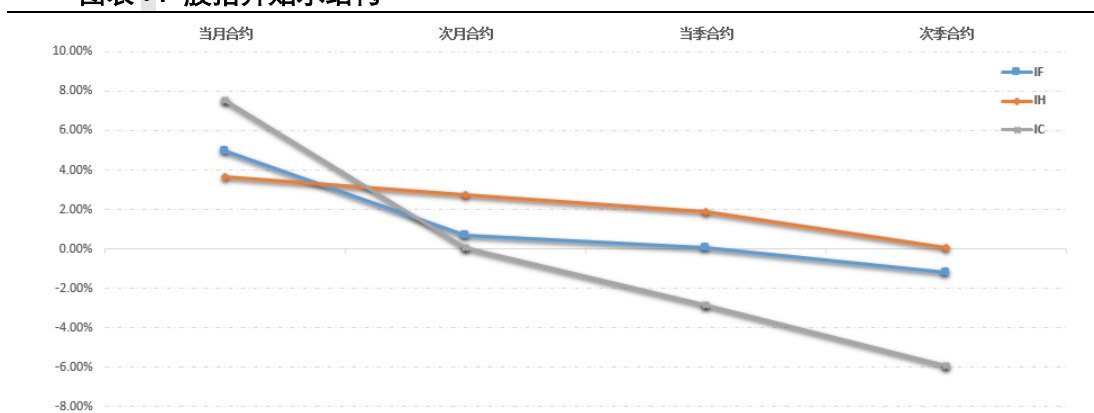
从近一年来股指期货升贴水情况来看，股指期货大部分时间处于贴水状态，近一年 IF、IH 和 IC 分别平均贴水 11.8、3.90 和 24.0 个点，当前升贴水分别处在历史 50%、50%和 40%的分位上，处于中等水平。

图表 6：股指升贴水变化



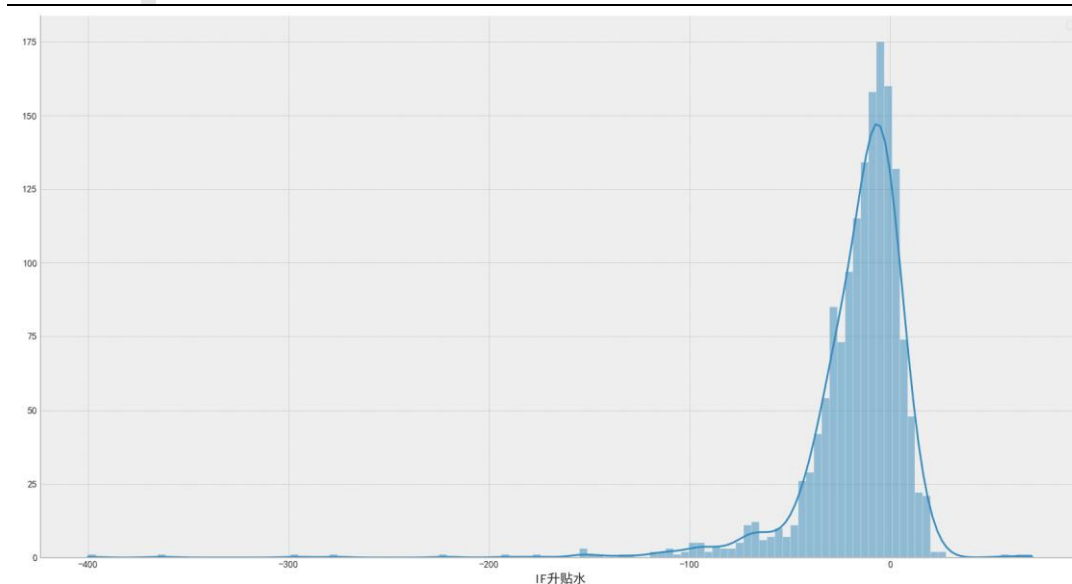
数据来源：WIND、金信期货优财研究院

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



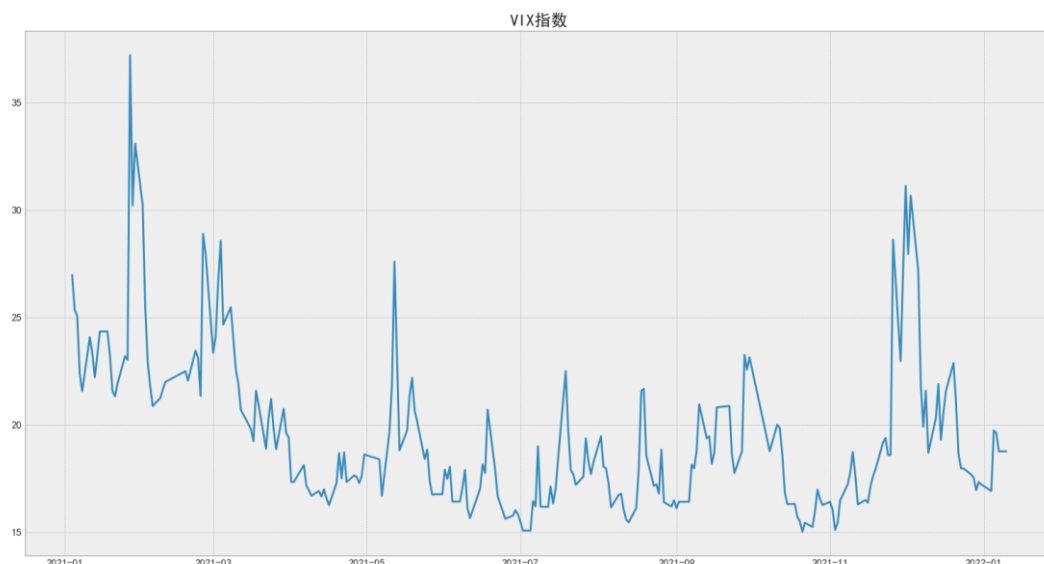
数据来源：WIND、金信期货优财研究院

2. 市场波动率表现

上周外围市场风险偏好下降，欧美股市普跌，外围市场波动先扬后抑。上周美联储鹰声嘹亮，市场担心美联储以超预期的速度加息，10 年期美债收益率触及近两年最高。美国

12 月非农就业人数增长逊于预期，但失业率降到了 4%以下，薪资超预期上涨。上周衡量市场恐慌情绪的指标 VIX 指数一度上行至 19.73。2021 年以来，VIX 指数的最高位、平均值和最低位分别为 37.21、19.53 和 15.01，当前 VIX 指数处于历史 75%的分位上，处于历史中等偏高水平。

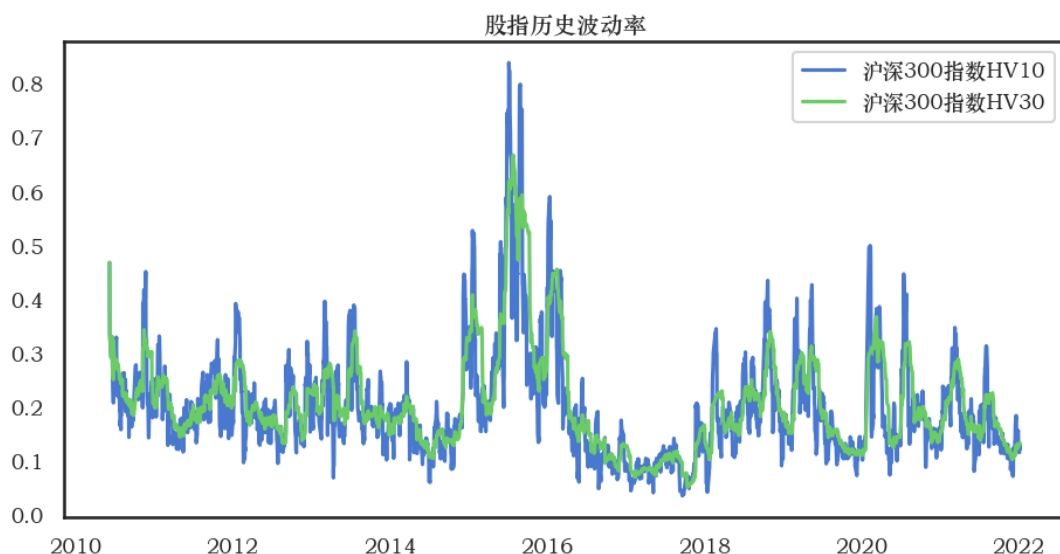
图表 9：VIX 恐慌指数



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

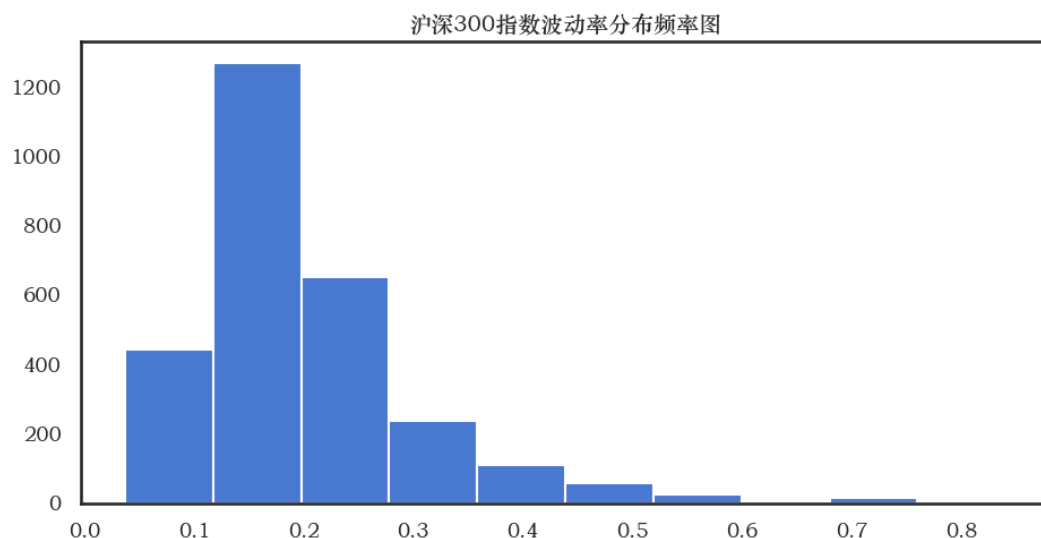
国内三大股指期货历史波动率和隐含波动率双双回落。上周国内 A 股迎来深化调整，机构调仓、节前效应、美联储加息等对 A 股市场形成扰动，但国内股指波动略有回落，显示市场偏向谨慎。上周沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数 HV10 波动率分别回落至 12.3%、13.7%和 12.4%左右，较之前一周略有回落。目前市场仍处于高低切换阶段，后续 A 股将进入年报窗口期，年报预告将迎来密集披露，沪深 300 指数和上证 50 指数波动率仍有上升可能。

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



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

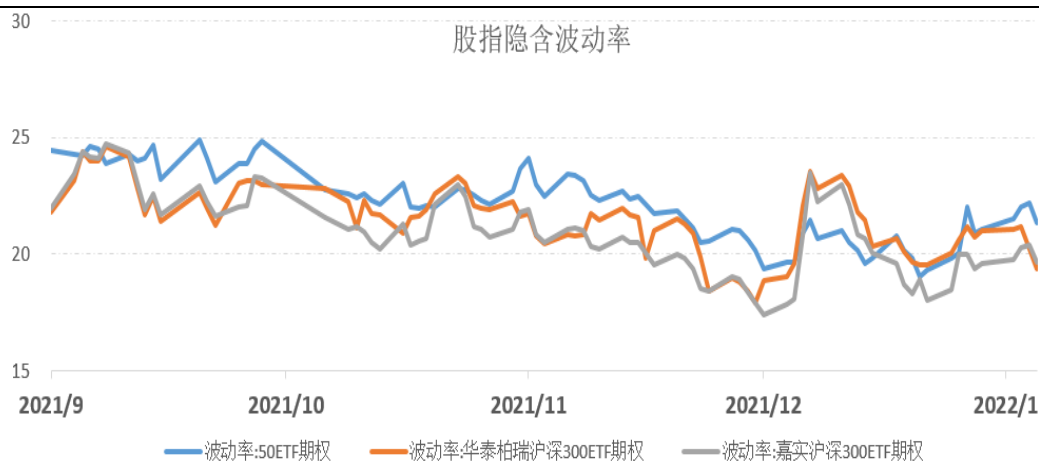
图表 12：三大股指波动率统计

	沪深 300 指数		上证 50 指数		中证 500 指数	
	HV10	HV30	HV10	HV30	HV10	HV30
均值	0.201	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	0.149	0.154	0.172
中值	0.181	0.189	0.181	0.189	0.201	0.217
第三四分位数	0.235	0.247	0.244	0.249	0.272	0.273
最大值	0.841	0.669	0.905	0.656	0.871	0.741
当前波动率	0.123	0.135	0.137	0.135	0.124	0.121
当前分位数	18%	17%	25%	18%	12%	5%

数据来源：WIND、金信期货优财研究院

从期权隐含波动率来看，近期指数分化中调整，但股指隐含波动率下降。上周股指期权隐含波动率较之前一周略有回落，50ETF 平值期权隐含波动率回落至 21.35 左右，300ETF 平值期权隐含波动率回落至 19.37 左右。年初市场流动性有所缓解，但国内疫情反复，短期经济增长压力较大，稳增长政策继续强化，宽信用预期增强但仍在路上，市场情绪较年底略有缓和。

图表 13：股指期权隐含波动率

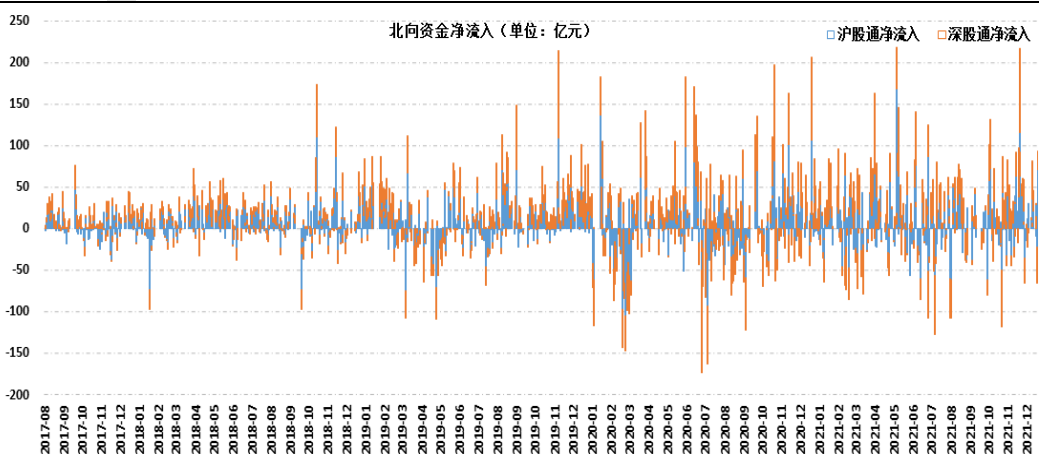


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

3.北向资金变化

上周北向资金净流入累计净流入 62.03 亿元，外资总体呈现净流入，但仍低于过去四周的周度均值水平，特别是周四受美联储加息消息影响而出现了流出。上周沪股通净流入 68.53 元，深股通净流出 6.50 亿元。上周北向资金对沪深两市的乐观情绪重新升温，但资金仍加大调仓换股力度。上周北向资金依旧逆势做多，主要加仓主要集中在银行、建筑工程、钢铁、专用设备、房地产、保险等低估值板块，而对食品饮料等板块减持较多。

图表 14：北向资金净流入

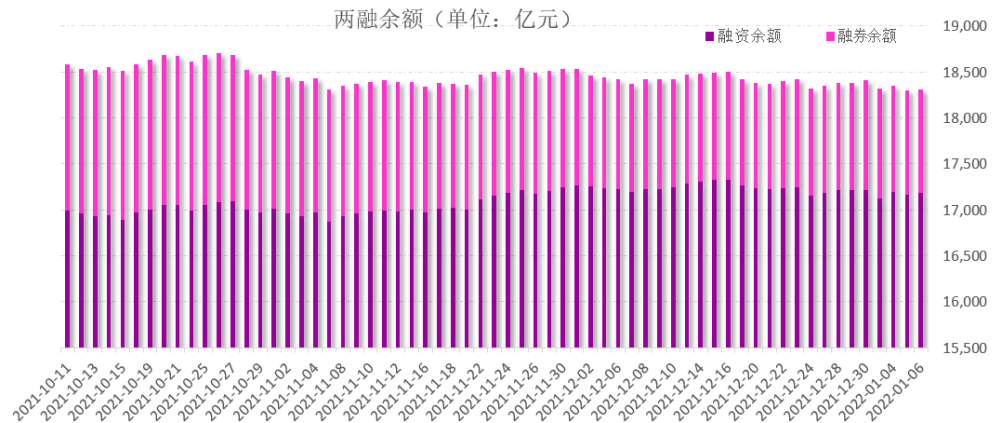


数据来源：WIND、金信期货优财研究院

4.融资融券变化

融资融券市场概况：截至 2022 年 1 月 7 日，沪深两市的融资融券余额为 18,145.93 亿元，较之前一周环比减少 261.37 亿元。其中融资余额 17,026.91 亿元，融券余额 1,119.02 亿元。近一周来，A 股连续下挫，A 股市值和融资融券余额双双下降，融资融券交易占 A 股流通市值比值上升。

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/>