海外市场另类观察指南之二

恐慌之后：VIX 指数的美股择时规律与当前市场启示

优于大市

核心观点

VIX 反映的是投资者为市场波动支付的保护成本，并不直接预示美股涨跌。

它既包含市场对未来 30 天波动幅度的预期，也包含投资者为防范大幅下跌而支付的额外价格。VIX 通常在股市下跌时上升，但这种关系同步性较高，对后市方向的预测能力有限。因此，VIX 更适合衡量市场已经紧张到什么程度，不能单独用来判断股市后续涨跌方向。

VIX 突破 20 点或 30 点并不是始终有效的买入条件。

VIX 上穿 20 后，标普 500 未来 60 日平均收益在 2000—2011 年为-3.6%，2012—2019 年升至 4.8%，2020 年以来为 3.2%。普通调整可能在 VIX 升至 27—29 时已经接近底部；遇到经济衰退或信用风险，VIX 突破 30 后仍可能多次冲高。只看一个点位，很容易在熊市初期过早买入。

等恐慌稍退再买，比迎着下跌抄底更有把握。

2012—2019 年，VIX 从高点回落 20%后，标普 500 未来 60 日上涨胜率达到 90.9%；2020 年以来，同一信号的胜率降至 58.3%，说明近年的市场冲击更容易反复。若 VIX、VXN 和 VVIX 连续下降，同时期限结构恢复正常、股指不再创新低、信用利差保持稳定，买入后继续大跌的风险会明显降低。

VIX 更适合帮助投资者寻找买点，却很难准确提示顶部。

低 VIX 往往与盈利稳定、流动性充裕和股市上涨同时出现，并且可能持续数月。2020 年以来，VIX 低于 15 后，标普 500 未来 60 日平均收益仍然为正。因此，低 VIX 不应被简单理解为卖出信号，仅凭波动率低就减仓，最大的代价是错过一段仍在延续的上涨。更合理的做法是减少追涨、避免过度加杠杆，并留意市场交易是否过于集中。

11 月初暴跌后的反弹已大半回吐，现阶段宜保留标普 500 基础仓位，暂缓增配科技股。

截至 11 月 17 日，标普 500 已略低于 11 月 5 日收盘位，VIX 回升至 25.46，九天、一个月和三个月期波动率再度近高远低。10 年期美债收益率为 5.10%，高收益债利差为 3.34%，仍低于 5 日的 3.48%。目前更接近高利率下的估值调整。后续加仓可观察两个信号：先看短期波动率降温，再看纳指 100 能否收复 200 日均线。

风险提示：极端事件数量有限、历史回测不代表未来表现；本报告使用的阈值仅用于检验稳健性，不代表样本外最优化参数；波动率指标可以改善仓位节奏，不能替代对盈利、信用、利率和政策的判断。

行业研究·海外市场专题

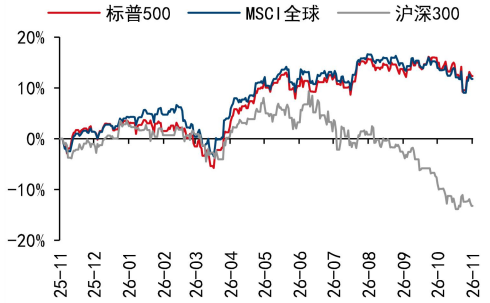
美股

弱于大市·维持

证券分析师：王学恒
010-88005382
wangxueh@guosen.com.cn
S0980514030002

证券分析师：徐祯霆
010-88005494
xuzhenting@guosen.com.cn
S0980522060001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《美股市场速览-多数行业风格回升，大盘成长涨幅领先》——2026-11-14
《美元债双周报（26 年第 45 周）-强就业难阻美债反弹，避险需求推动利率下行》——2026-11-09
《美股市场速览-资金大举流出硬件半导体》——2026-11-08
《美股市场速览-资金显著流出科技板块，汽车与制药表现较优》——2026-10-31
《美元债双周报（26 年第 43 周）-AI 融资担忧推升避险需求，美债利率重回 5%下方》——2026-10-26

内容目录

VIX 在定价什么：从期权价格到风险溢价 5
为什么 VIX 总在美股下跌时上升 5
可以用固定点位来衡量恐慌程度吗 6
2000—2011：第一次恐慌往往不是最后一次 9
2012—2019：波动率均值回归最清晰的时期 10
2020 年以来：恐慌反复，VIX 容易提前见顶 11
VIX 的历史择时规律 12
高 VIX 可以抄底，低 VIX 却很难逃顶 12
顶部预警的难点不在减仓，而在何时重新入场 13
VIX 峰值与股价底部的时间差可能很长 14
VIX 的季节性规律与 2026 年的偏离 15
从大盘到科技：构建波动率指标矩阵 17
VXN：判断科技股风险是否已经扩散 17
VXSMH：刻画半导体局部压力 19
VVIX：判断保护需求是否仍在失控 20
VIX9D 与 VIX3M：期限结构辅助识别压力持续时间 21
MOVE：结合股债波动率识别市场风险来源 22
当前市场判断与投资建议 24
美债利率仍是约束，信用市场尚未明显恶化 24
反弹回吐，11 月 5 日的低点仍在接受检验 25
后市判断：短期看前低，中期看利率与盈利 27
仓位调整可以分为三个阶段 28
下一步重点跟踪哪些信号 28
风险提示 30

图表目录

图1： 股指收益与 VIX 变动的领先滞后天数相关性 6
图2： 1990 年以来 VIX 收盘分布概率 7
图3： 不同阶段 VIX 高位信号触发后的 60 日平均收益 7
图4： VIX 上穿 30 后的标普 500 分阶段收益 8
图5： VIX 高位信号触发后标普 500 未来 60 日出现 10%回撤的概率 9
图6： VIX 与标普 500 回撤幅度走势 9
图7： VIX 与高收益债信用利差（右轴） 10
图8： VIX 与高收益债信用利差（右轴） 11
图9： 尖峰与修复信号出现后的标普 500 未来 60 日平均收益 11
图10： 尖峰与修复信号出现后的标普 500 未来 60 日平均最大不利波动（MAE） 12
图11： 低 VIX 环境后的 60 日平均收益 12
图12： 低 VIX 环境后的 10%回撤概率 13
图13： VIX 峰值与标普 500 底部的间隔 14
图14： 2026 年 VIX 与近 10 年季节性 15
图15： 2026 年 VIX 与近 20 年季节性 16
图16： 2026 年 VIX 相对历史季节性均值的偏离 17
图17： 2020 年以来 VIX 与 VXN 共振后的 60 日收益 18
图18： 2020 年以来 VIX 与 VXN 共振后的平均 MAE 18
图19： 2020 年疫情期间美股与 VIX、VXN 走势 19
图20： 2022 年美联储加息初期美股与 VIX、VXN 走势 19
图21： VIX、VXN 与 VXSMH 历史走势 19
图22： VXSMH 可用期内三重高位信号触发后未来 60 日平均收益 20
图23： VIX 与 VVIX 共振后的标普 500 未来 60 日平均收益 20
图24： VIX 与 VVIX 共振后的标普 500 未来 60 日平均 MAE 21
图25： 期限结构信号的阶段差异 22
图26： MOVE 与 VIX 长期走势 23
图27： 2020 年以来股债波动率组合与标普 500 未来 60 日表现 24
图28： MOVE 与 VIX 高位信号触发的先后传导概率 24
图29： 本轮调整中 VIX、VXN 与纳指 100 走势 25
图30： 本轮调整中的波动率指标 26
图31： 本轮调整中的期限结构 26
图32： 本轮调整中的主要股指 27

表1： CBOE 波动率指数概览 5
表2： VIX 信号的解读方法 6
表3： VIX 阈值信号后的标普 500 表现 8
表4： 2000—2011 年 VIX 主要信号的 60 日表现 10

表5： 2012—2019 年 VIX 尖峰与修复信号 10
表6： 低 VIX 持续阶段的代表阶段 13
表7： VIX 顶部预警信号的有效性与代价 14
表8： 五轮美股典型熊市调整的差异 15
表9： VIX 月度季节性与 2026 年对比 16
表10： 期限结构信号的阶段表现 22
表11： 三种情景与验证信号 25
表12： 美股主要指数的期限判断 27
表13： 基于波动率与价格确认的分阶段仓位调整策略 28
表14： VIX 信号观察框架 28
表15： 截至 11 月 17 日的综合信号 29

VIX 在定价什么：从期权价格到风险溢价

VIX 是芝加哥期权交易所编制的标普 500 波动率指数。它根据一篮子标普 500 期权价格，估算市场对未来 30 天波动幅度的预期，并按年化口径表示。比如 VIX 为 20，大致可以理解为期权市场定价的未来一年波动率约为 20%，不代表标普 500 会下跌 20%，也不直接预测涨跌方向。

表1：CBOE 波动率指数概览

指标	指标含义	如何解读
VIX	标普 500 期权隐含的未来 30 天年化波动率	主要对应美股大盘
VXN	纳斯达克 100 期权隐含的未来 30 天波动率	科技股权重大，更适合观察纳指 100
VVIX	VIX 期权隐含的波动率，也就是“VIX 的波动率”	读数越高，市场对 VIX 自身大幅波动的预期越强
VXSMH	基于 SMH ETF 期权的 30 天预期波动率	半导体与 AI 硬件链的避险需求
RVX	基于罗素 2000 指数期权的 30 天预期波动率	小盘股、内需周期与融资条件变化
OVX	基于 USO ETF 期权的 30 天原油预期波动率	油价、能源板块及地缘风险定价
GVZ	基于 GLD ETF 期权的 30 天黄金预期波动率	避险需求以及实际利率、美元变化对黄金的影响
VXHYG	基于 HYG ETF 期权的 30 天预期波动率	高收益信用保护需求；用于观察权益压力是否向信用扩散
VXTLT	以长期美债 ETF（TLT）期权估算未来 30 天的预期波动	长久期美债与利率风险；可与 VIX 比较方向，不宜直接比较点位
VIX9D / VIX3M	分别观察约 9 天和 3 个月的标普波动率预期	近端高于远端时，说明眼前事件压力更集中
VIX 短期偏离度	VIX 相对自身 10 日均线的偏离幅度	衡量 VIX 最近升得或降得有多快

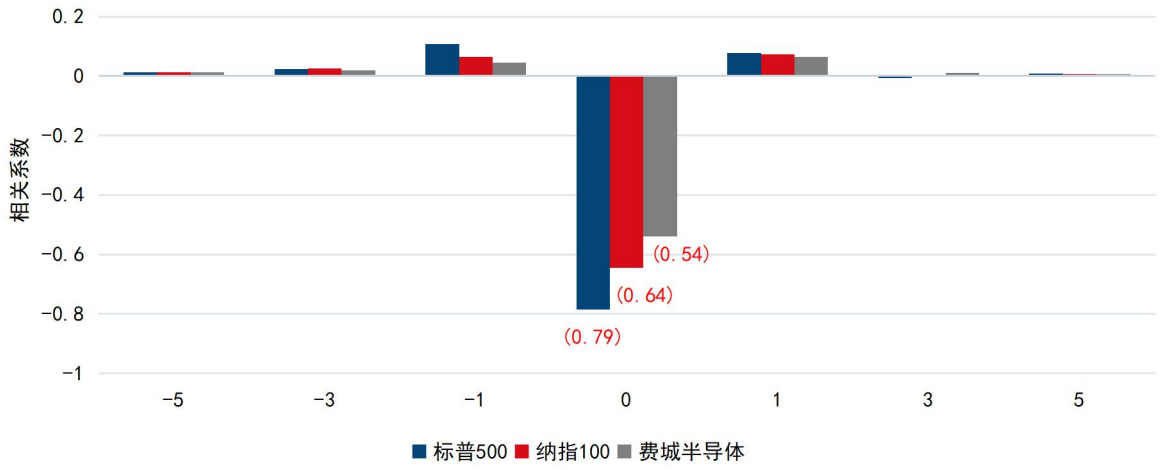
资料来源：CBOE，国信证券经济研究所整理

为什么 VIX 总在美股下跌时上升

市场习惯把 VIX 称为“恐慌指数”，是因为下跌阶段保护性看跌期权需求上升，期权价格与隐含波动率往往同步抬高。但 VIX 并不是一张简单的情绪温度表，它同时包含对未来实际波动的判断、事件风险溢价，以及期权供求和交易商仓位的影响，衡量的是保护有多贵，而不是股指会往哪个方向走。

图 1 显示，VIX 变动与股指收益的负相关主要集中在当日，前后错开数日后，相关性迅速衰减。换句话说，VIX 擅长描述市场正在经历的压力，却很少提前给出下一轮下跌的方向。

图1：股指收益与 VIX 变动的领先滞后天数相关性



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

表2：VIX 信号的解读方法

指标	常见状态	读数含义	配合观察
VIX 绝对点位	15 以下偏低、20 以上偏高、30 以上明显紧张；阈值只作经验参考	目前的预期波动大致处于什么位置	结合回撤深度、信用利差和盈利预期，不能据此确认底部
VIX 短期偏离度	≥10%视为短期急升，≤-5%视为明显回落	波动率最近是否突然加速	结合连续下降天数，避免把单日回落视为修复
VIX9D / VIX	VIX9D 高于 VIX，说明未来一两周的事件压力更集中	风险是否集中在最近几天	结合 VIX/VIX3M 判断压力是否向中期延伸
VIX / VIX3M	VIX 高于 VIX3M 称为倒挂	近端保护需求是否超过三个月期限	倒挂修复只是降温，不等于股价趋势已经反转
VVIX	处于过去一年最高 10%可视为明显偏高	VIX 本身是否可能继续大幅摆动	配合 VIX 方向和股价走势，不能单独预测市场方向

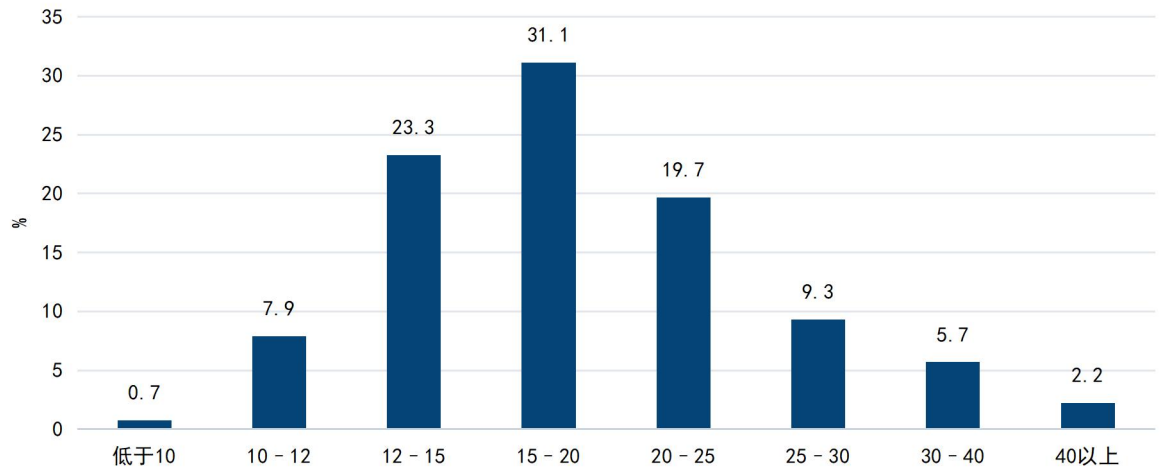
资料来源：CBOE，Wind，国信证券经济研究所整理

例如，VIX 升至 28 且相对 10 日均线上偏超过 10%，若仍低于 VIX3M，更多说明冲击来得快，近端保护需求尚未全面挤兑；若 VIX 同时高于 VIX3M、VVIX 也升至高位，短期压力更集中，反弹赔率提高，但二次下探的风险也更大。

可以用固定点位来衡量恐慌程度吗

固定点位便于跟踪，但不同时期的同一个点位，含义可能相差很远。

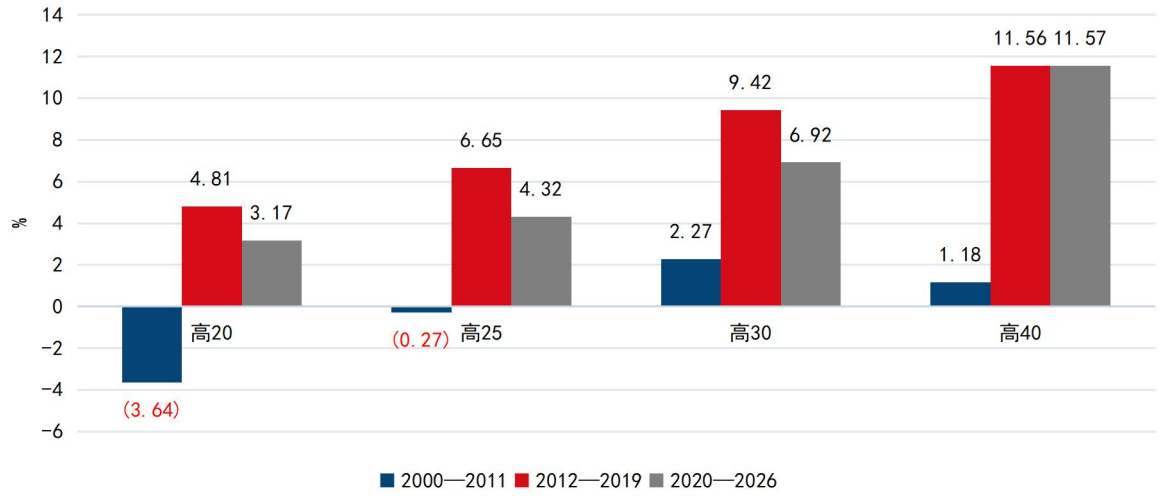
图2：1990 年以来 VIX 收盘分布概率



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

VIX 上穿 20 并不是一个跨周期的稳定买点。2000—2011 年，这一信号后的 60 日平均收益仍为负，说明互联网泡沫和金融危机期间，第一次恐慌往往只是下跌中继。到了 2012 年以后，政策托底更快、波动率均值回归更强，同一阈值的表现明显改善。

图3：不同阶段 VIX 高位信号触发后的 60 日平均收益



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

表3：VIX 阈值信号后的标普 500 表现

阶段	VIX≥20：60 日收益	VIX≥30：60 日收益	VIX≥30：胜率	VIX≥30：平均 MAE
2000—2011	-3.6%	+2.3%	73.9%	-7.0%
2012—2019	+4.8%	+9.4%	66.7%	-3.3%
2020—2026	+3.2%	+6.9%	75.0%	-4.7%

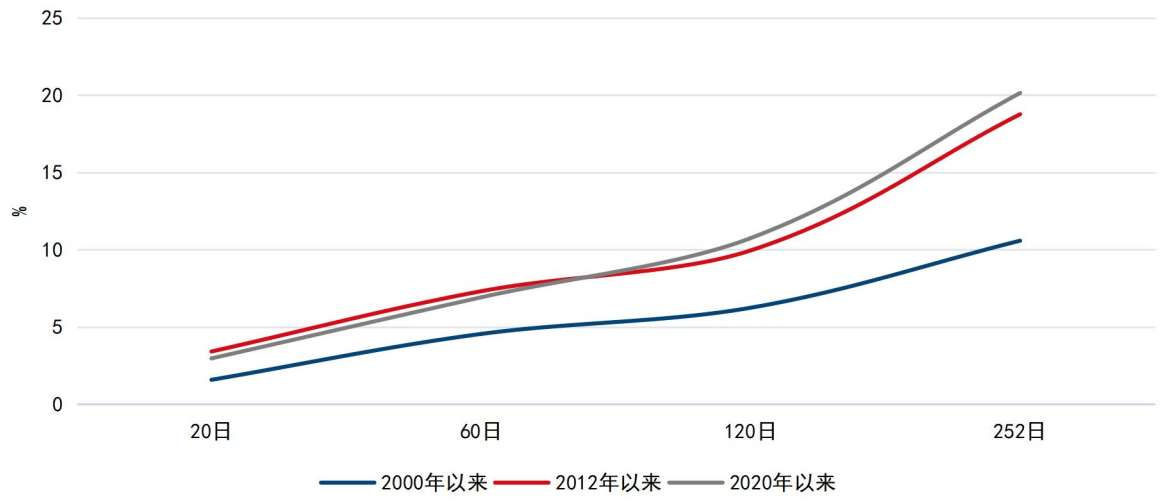
资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

VIX 超过 30 点并不自动等于底部。

对于地缘冲突或一次性流动性冲击造成的短期下跌，30 点附近可能已经接近可交易区域；而在经济衰退或长期去杠杆阶段，VIX 到 30 点以后仍可能离市场底部很远。

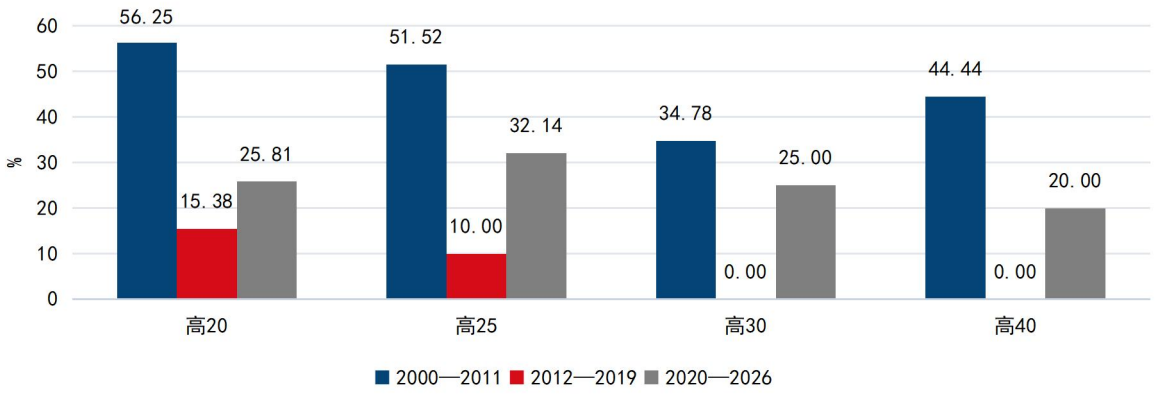
VIX 30 是识别深度恐慌的有效参考，但不能把它当作所有底部的门槛。2003 年以来，标普 500 共有 26 轮超过 5%的回撤，其中 16 轮在谷值日的 VIX 低于 30，中位数为 27.3；回撤超过 10%的 8 轮调整中，7 轮谷值日 VIX 高于 30。普通调整可能在 27—29 附近提前见底，危机级别下跌则更常伴随 VIX 突破 30。

图4：VIX 上穿 30 后的标普 500 分阶段收益



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

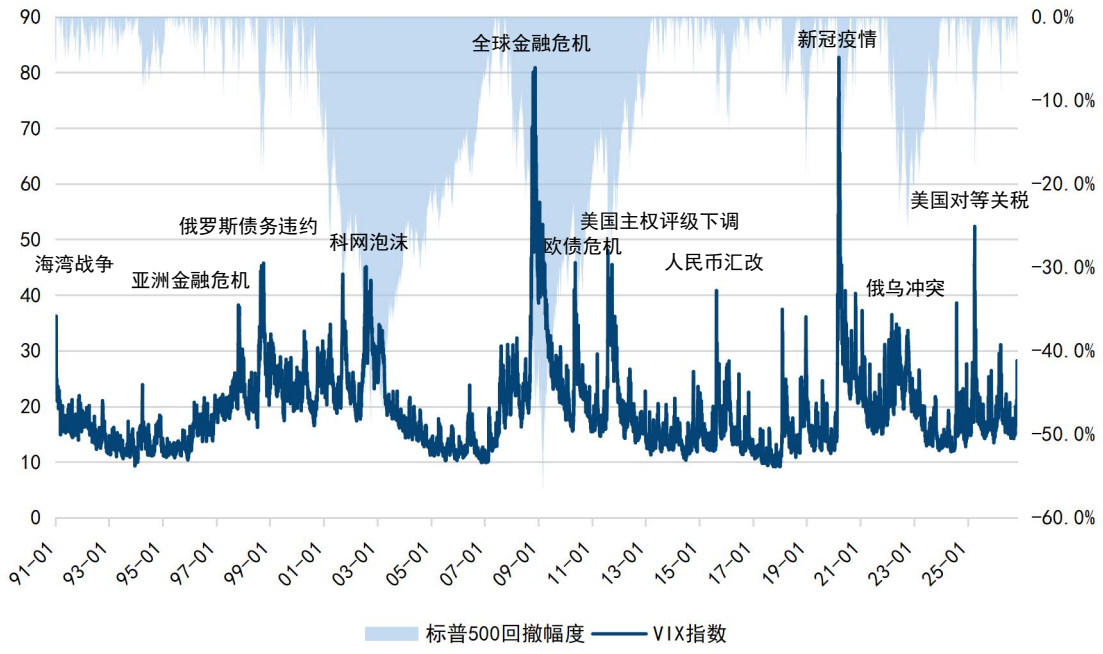
图5：VIX 高位信号触发后标普 500 未来 60 日出现 10%回撤的概率



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

因此，VIX 30 更适合判断赔率是否明显改善，而不是判断指数是否已经触及最低点。回撤深度越大，VIX 突破 30 的参考意义越强；在 5%—10%的普通调整中，过早卖出、并等待 VIX 突破 30 以上再接回，可能导致错过第一段反弹。

图6：VIX 与标普 500 回撤幅度走势



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

2000—2011：第一次恐慌往往不是最后一次

这一阶段最容易误用 VIX。互联网泡沫破裂时，企业盈利预期一再下调。金融危机期间，银行收紧信贷，企业融资也受到冲击。在这两轮熊市中，VIX 都曾多次从高位回落。只看第一次回落便大幅加仓，投资者仍需承担此后相当一段跌幅。

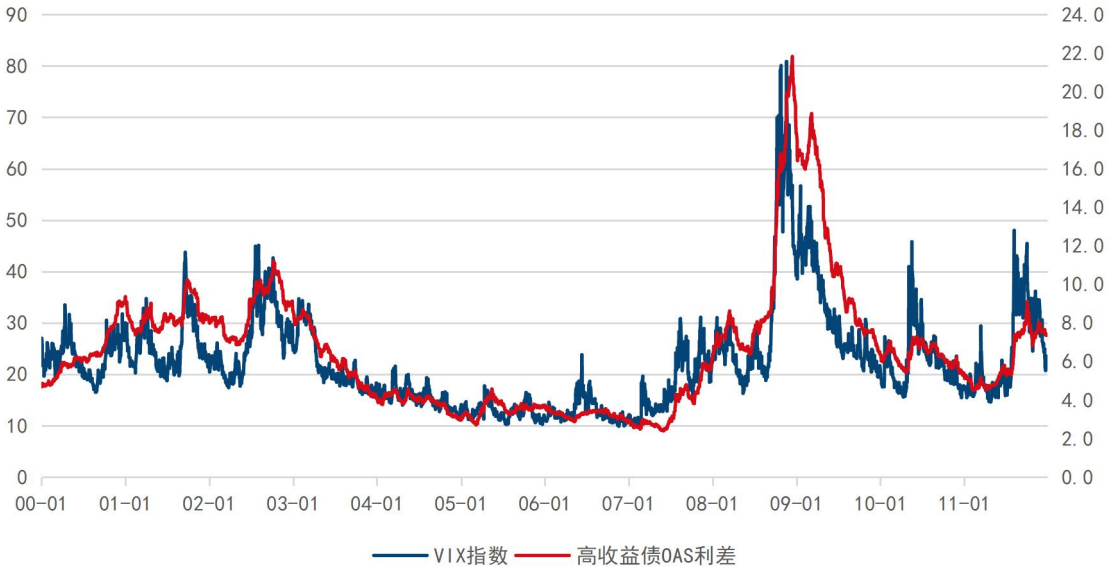
表4：2000—2011 年 VIX 主要信号的 60 日表现

信号	次数	平均收益	胜率	平均 MAE	10%回撤概率
VIX≥20	32	-3.6%	40.6%	-9.2%	56.3%
VIX≥30	23	+2.3%	73.9%	-7.0%	39.1%
VIX 尖峰	21	-0.5%	57.1%	-8.1%	47.6%
VIX 回落 20%	18	+2.0%	61.1%	-6.8%	38.9%

资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

判断这段时期的买点，信用市场尤其重要。股市反弹几天，期权保护就可能便宜下来。若企业的发债利差还在走阔、盈利预测还在下调，股价往往仍有下探的压力。

图7：VIX 与高收益债信用利差（右轴）



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

2012—2019：波动率均值回归最清晰的时期

2012—2019 年，信用市场较少随股市回调而持续恶化。与前一阶段相比，VIX 冲高后往往较快回落，给了投资者等待一两步再买的余地。

表5：2012—2019 年 VIX 尖峰与修复信号

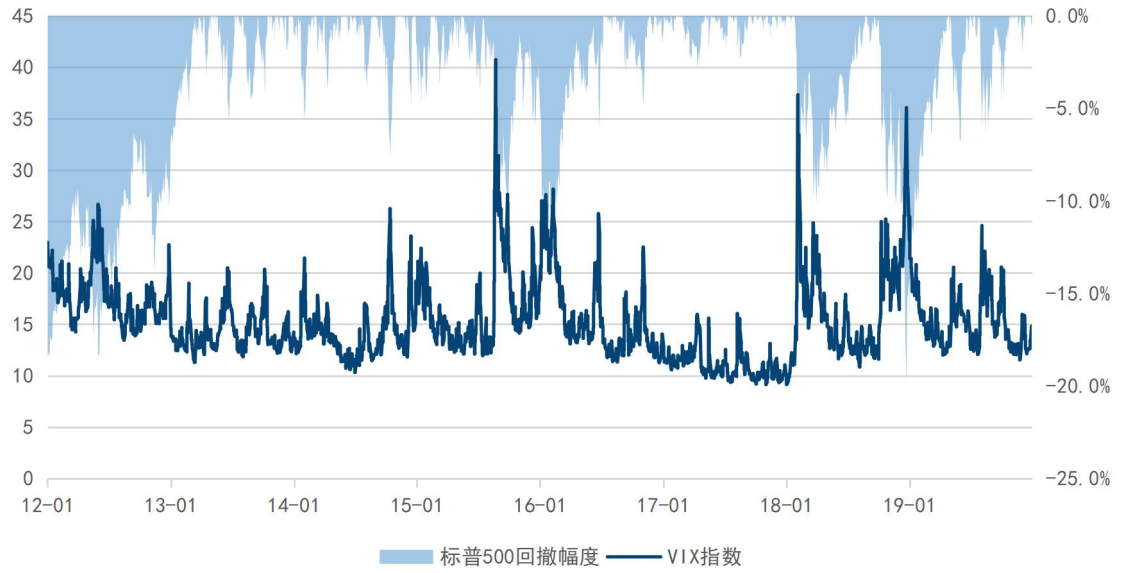
信号	事件数	60 日平均收益	胜率	平均 MAE	最差 MAE
VIX 尖峰	22	+5.0%	77.3%	-4.0%	-14.2%
回落 10%	22	+4.7%	86.4%	-3.5%	-14.2%
回落 20%	22	+4.6%	90.9%	-3.2%	-14.2%
连续下降 2 日	22	+4.1%	77.3%	-3.8%	-14.2%

资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

这 22 次事件中，若在 VIX 首次冲高时买入，标普 500 随后 60 日的上涨比例为

77.3%。等 VIX 自高点回落 20%再买，上涨比例升至 90.9%，买入后平均最大跌幅也从 4.0%缩小到 3.2%。不过，平均收益从 5.0%略降至 4.6%，投资者让出了反弹初段的一部分收益。

图8：VIX 与高收益债信用利差（右轴）

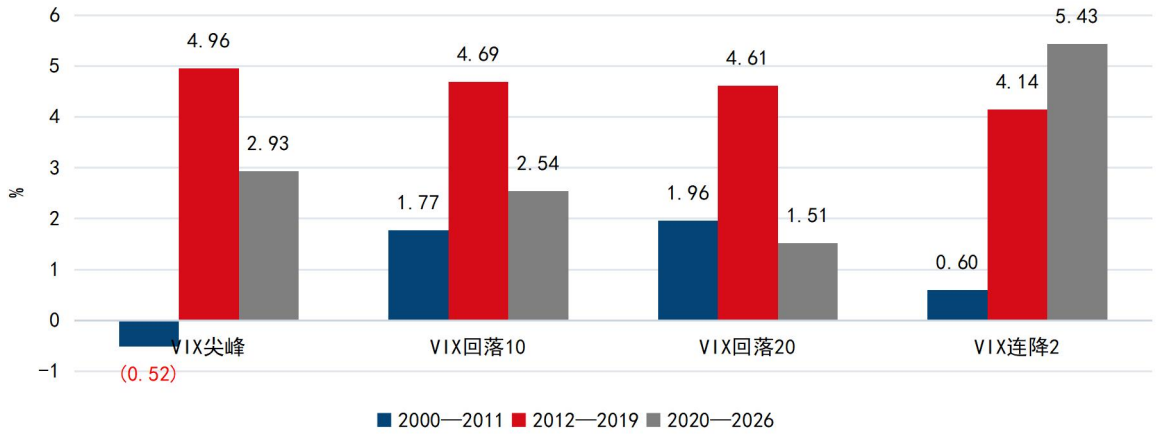


资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

2020 年以来：恐慌反复，VIX 容易提前见顶

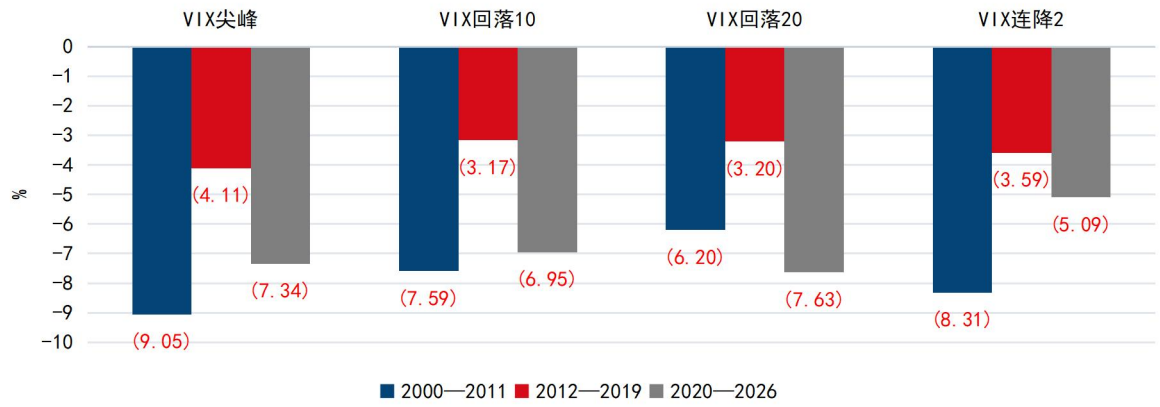
2020 年以来，利率从风险资产的缓冲器转为重要冲击来源。疫情、通胀和快速加息都可能让 VIX 在短暂回落后再次上升。科技股的权重提高后，大盘波动率还会受到少数高权重行业影响。VIX 从局部高点回落 20%，未必意味着利率、信用和科技股自身的风险已经稳定。

图9：尖峰与修复信号出现后的标普 500 未来 60 日平均收益



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：VIX 尖峰定义为突破过去 252 个交易日 95%分位

图10：尖峰与修复信号出现后的标普 500 未来 60 日平均最大不利波动（MAE）



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：MAE 为持有期内相对买入价的最大不利变动，越接近零，买入后承受的跌幅越小。

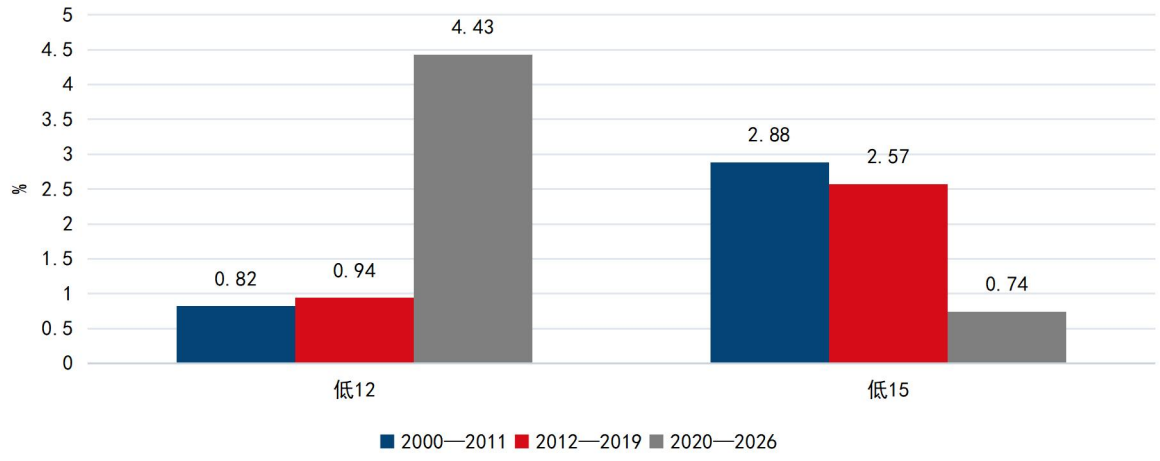
2020 年以来，VIX 回落 20%信号的 60 日平均收益只有 1.5%，胜率为 58.3%；连续下降 2 日后的平均收益为 5.4%。最近几年的风险冲击持续时间更长，单日回落和固定比例回落更容易受到下一轮波动打断。

VIX 的历史择时规律

高 VIX 可以抄底，低 VIX 却很难逃顶

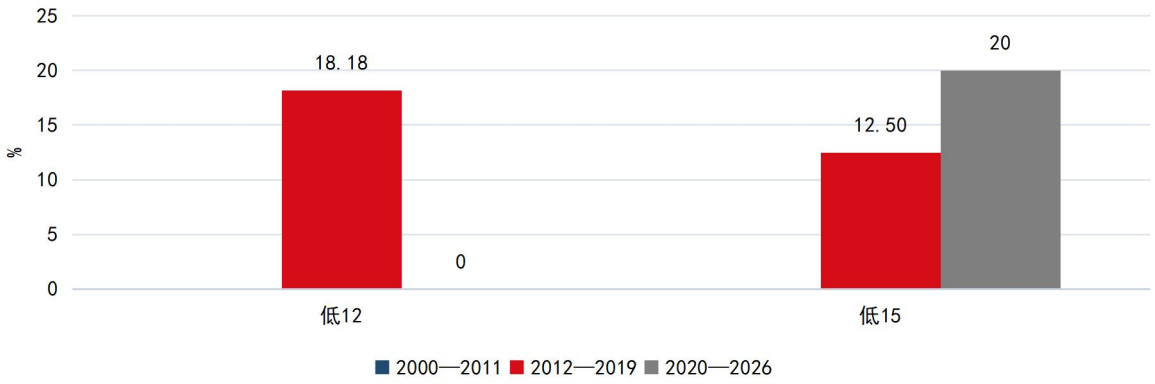
低 VIX 往往与盈利稳定、流动性充裕和股价上行同时出现。2005—2007 年、2016—2017 年以及 2023 年末至 2024 年初，都出现过 VIX 长期低于 15 而标普 500 继续上涨的阶段。最长的一段发生在 2006 年 8 月至 2007 年 2 月，持续 136 个交易日，标普 500 同期上涨 14.0%。2017 年 8 月至 2018 年 2 月的 115 个交易日内，标普 500 上涨 16.3%。

图11：低 VIX 环境后的 60 日平均收益



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：低波动信号按进入区间的首日统计，连续低位不重复计数

图12：低 VIX 环境后的 10%回撤概率



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：2020 年以来，低 VIX 触发后的左尾风险有所抬升，但方向预测能力仍弱

2020 年以来，VIX 低于 15 后标普 500 未来 60 日平均收益仍为正，胜率却只有 53.3%，平均 MAE 扩大至-6.4%。低波动不再带来同样舒适的持有路径，但也不足以构成稳定顶部信号。对已有持仓的投资者，低波动时应留意组合是否过度集中于少数股票。

表6：低 VIX 持续阶段的代表阶段

期间	持续交易日	标普 500 收益	主要特征
2006-08-10 至 2007-02-26	136	14.0%	低波动伴随趋势上行
2005-11-01 至 2006-05-16	135	7.4%	低波动伴随趋势上行
2017-08-18 至 2018-02-01	115	16.3%	低波动伴随趋势上行
2004-11-03 至 2005-04-14	112	1.6%	低波动但指数涨幅有限
2016-11-09 至 2017-04-10	104	9.0%	低波动伴随趋势上行
2005-05-17 至 2005-10-07	101	1.9%	低波动但指数涨幅有限

资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

顶部预警的难点不在减仓，而在何时重新入场

股指创新高时 VIX 也上升，或 9D 波动率超过一个月期，都值得留意。难处在于，这类信号可能在同一轮上涨中反复出现。即便减仓躲过一次回调，如果缺少买回条件，仍可能错过其后更长的一段上涨。

表7：VIX 顶部预警信号的有效性与代价

信号	市场含义	历史局限性	对应策略
VIX 低于 12/15	保护是否便宜、市场是否平静	低波动可以持续数月甚至数年	降低新增杠杆，而非直接做空
VIX 从低位快速上升	风险价格是否突然抬升	往往与股价下跌同步，不够领先	提高止损纪律，检查信用与盈利
VIX9D/VIX 倒挂	事件风险是否集中在短端	事件过后可快速消失	结合 VIX/VIX3M 判断压力是否扩散
股指新高、VIX 抬升	上涨是否伴随保护需求	背离可以持续，阈值敏感	作为仓位上限约束，不做孤立卖点

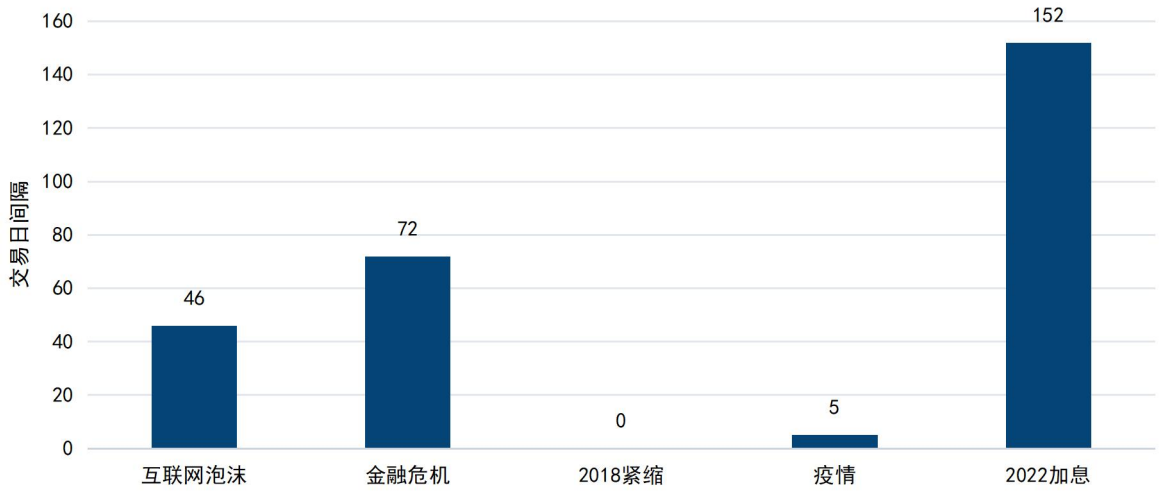
资料来源：国信证券经济研究所整理

从历史结果看，高 VIX 之后的中期买点比低 VIX 之后的卖点更容易辨认。临近重要事件，短期期权价格可能很快上涨，也可能在事件落地后迅速回落。只凭这一变化反复买卖，容易在行情中途减仓。

VIX 峰值与股价底部的时间差可能很长

五轮调整中，VIX 最高收盘日与标普 500 最低收盘日的间隔差异很大。2018 年四季度两者同日出现，2020 年相隔 5 个交易日，2008 年和 2022 年则分别相隔 72 和 152 个交易日。后两轮调整中，美债波动也居高不下，股票投资者买保护最急的时候，距离股价真正见底还很远。

图13：VIX 峰值与标普 500 底部的间隔



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。注：峰底间隔为代表性危机窗口内 VIX 最高收盘日至标普 500 阶段最低点的交易日数

表8：**五轮美股典型熊市调整的差异**

历史阶段	VIX 峰值—股价底部	调整与修复原因	VIX 信号的含义
2000—2002	46 日	互联网盈利泡沫破裂，下修贯穿熊市	第一次恐慌后盈利仍下修
2008—2009	72 日	地产信用体系压力，政策修复需要时间	需等待信用利差和金融条件修复
2018	0 日	流动性与政策预期	波动率峰值接近可交易底部
2020	5 日	外生冲击与政策托底	尖峰后修复速度最快
2022	152 日	通胀与利率抬升压缩估值	VIX 见顶远早于指数见底

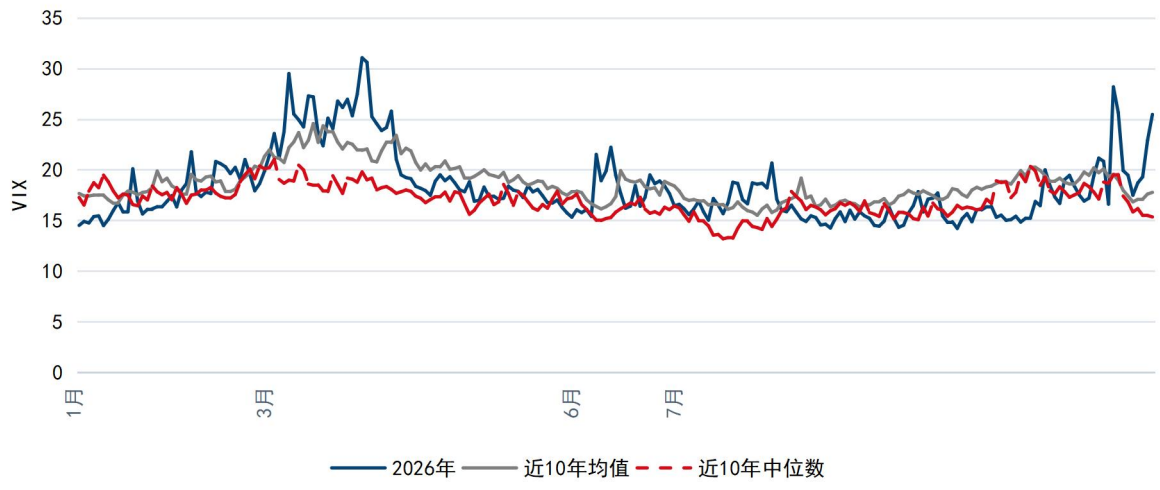
资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

VIX 的季节性规律与 2026 年的偏离

VIX 季节性主要来自财报、FOMC、假期流动性和机构调仓，而非自然规律。近 10 年，3 月均值最高（22.51），7 月最低（16.39），中位数排序相同。

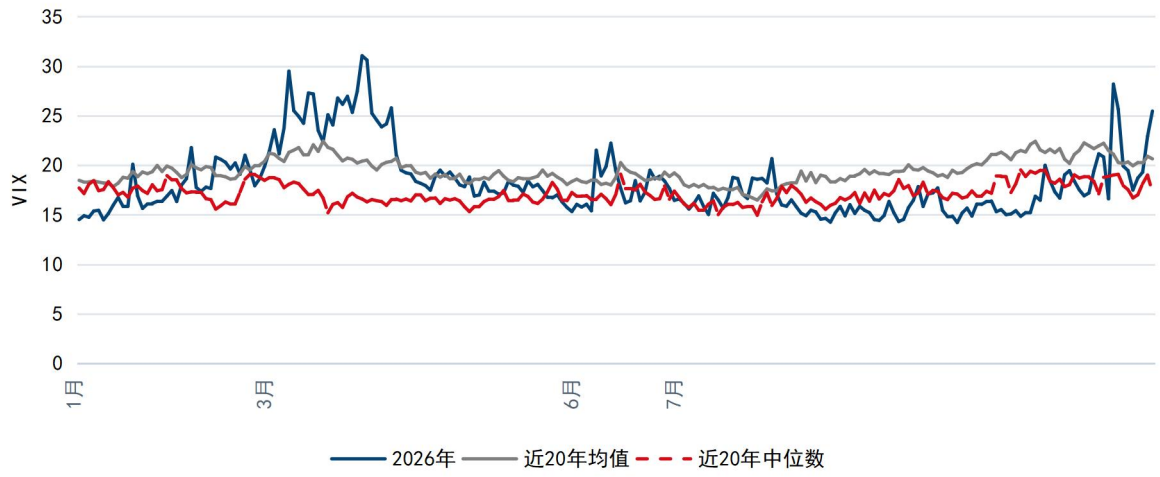
2026 年大体沿着这条路径运行：2—3 月上升，二季度回落，夏季重新压低。差异在于今年低点推迟到 8 月，10 月也没有出现历史上常见的秋季抬升，VIX 随后在 11 月初快速跳升。

图14：2026 年 VIX 与近 10 年季节性



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。

图15：2026 年 VIX 与近 20 年季节性



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。

拉长到近 20 年后，季节性高点从 3 月转到 10 月，月均 VIX 为 21.47，7 月仍是全年低点。均值高点相较于近 10 年的变化主要来自于特定危机年份：2020 年放大了近 10 年曲线的 3 月峰值，2008 年则抬高了近 20 年曲线的四季度峰值。

但剔除了极值影响的中位数数据仍显示，夏季波动率偏低、秋季风险定价回升，是相对稳定的季节性规律。

表9：VIX 月度季节性与 2026 年对比

月份	近 10 年均值	近 10 年中位数	近 20 年均值	近 20 年中位数	2026 年
1 月	17.83	18.16	18.85	18.22	16.05
2 月	19.13	19.85	19.49	17.93	19.10
3 月	22.51	20.33	21.06	16.97	25.60
4 月	20.78	17.62	19.27	16.83	19.81
5 月	18.79	17.18	18.75	16.82	17.27
6 月	17.89	16.40	18.77	17.11	17.96
7 月	16.39	14.21	17.50	15.83	17.15
8 月	16.93	16.66	18.82	18.23	15.23
9 月	17.68	15.67	19.66	16.77	15.80
10 月	19.38	18.49	21.47	18.49	16.90
11 月*	17.47	17.31	20.44	17.60	21.30
12 月	17.11	15.71	19.29	17.44	—

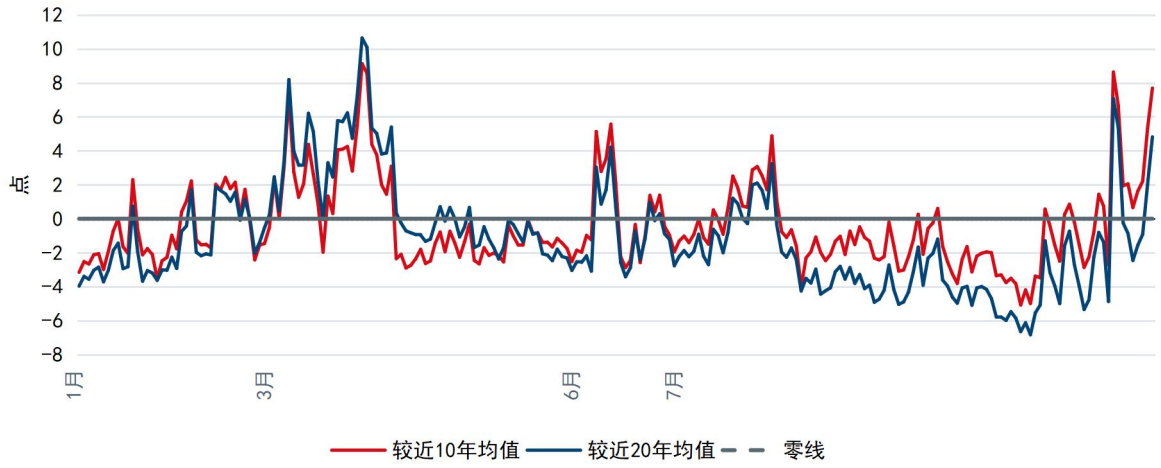
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。注：2026 年 11 月数据截至 11 月 17 日。

2026 年 VIX 与近 10 年季节性路径的相关系数为 0.70，与近 20 年路径的相关系数为 0.40。近期 VIX 先由 11 月 5 日的 28.18 回落至 11 日的 17.49，后又在 17 日升至 25.46，较近 10 年同一交易日均值高 7.69 点，较近 20 年均值高 4.82 点。

选举能否解释 11 月的高点？2006—2022 年的五个中期选举年中，有四年 11 月 VIX 均值低于 10 月，仅 2018 年例外。从投票日前 20 个交易日到投票日，VIX 平均下降 3.5%。总统选举年 11 月的均值则受 2008 年金融危机影响，中位数只有 16.70。单凭这几次选举，难以把 11 月的波动归因于投票本身。

本轮 VIX 在选举后先降后升，更像 AI 数据中心政策预期与拥挤交易去杠杆的共同结果：选举是催化剂，而不是稳定的季节性来源。

图16：2026 年 VIX 相对历史季节性均值的偏离



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。偏离为当年 VIX 减去历史同期均值，单位为点。

从季节性看，11 月中下旬至 12 月通常伴随波动率回落，但今年的 11 月冲高发生在 10 月明显低于季节均值之后，更接近一次事件驱动的重新定价。若 VXN、VXSMH 和 VVIX 继续下降，VIX/VIX3M 回到 1 以下，季节性回落可以成为加仓的辅助证据；若 MOVE 与信用波动同步上行，则应以跨资产风险信号为准，不能机械外推年末回落。

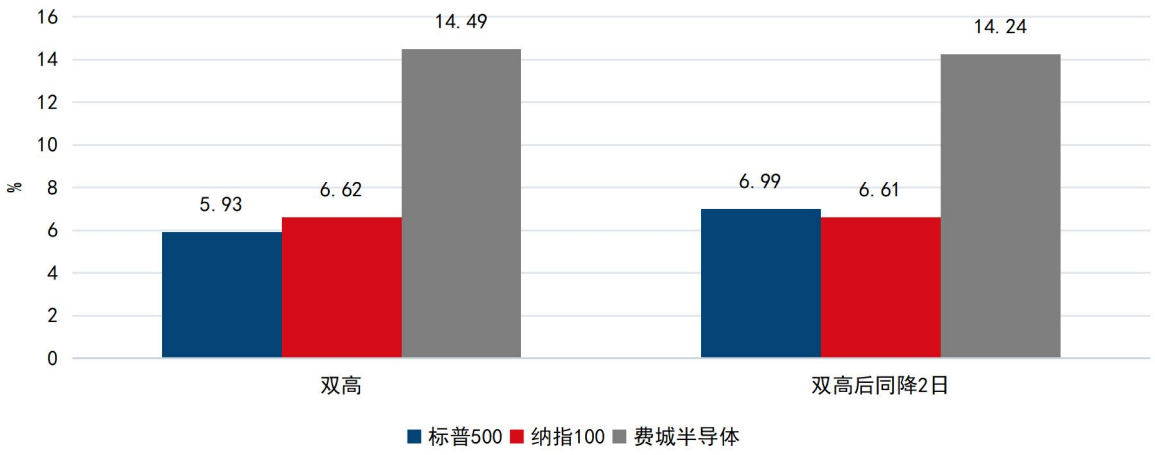
从大盘到科技：构建波动率指标矩阵

VXN：判断科技股风险是否已经扩散

VIX 反映标普 500 期权定价，VXN 使用纳斯达克 100 期权。如果两者同时进入近三年 90%分位，说明压力已经从大盘扩散到科技股；随后连续两日共同下降，才表明两个市场的保护需求都在缓和。

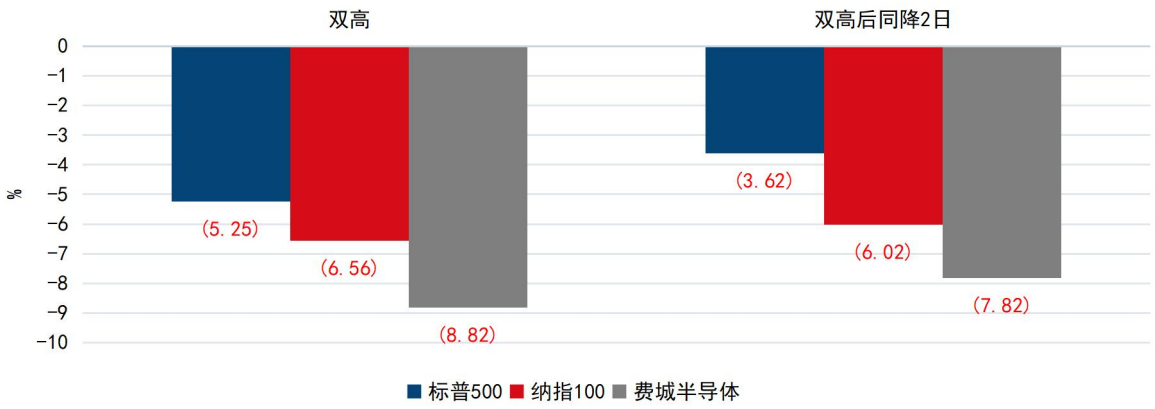
可以发现，相比于标普 500 和纳指 100，费城半导体指数在 VIX 和 VXN 见顶回落后的预期收益更高，但中途波动也显著更大。它提供的是更高赔率，而不是更确定的胜率。

图17：2020 年以来 VIX 与 VXN 共振后的 60 日收益



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：高位阈值为各指标滚动 3 年 90%分位，样本为 2020 年以来。

图18：2020 年以来 VIX 与 VXN 共振后的平均 MAE



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

例如，2020 年 2 月 24 日，VIX 与 VXN 首次同时进入 80 以上的高位，但标普 500 此后仍出现 28.5%的最大不利波动；到 3 月 20 日两者连续两日下降后，标普 500 未来 60 日上涨 39.2%。

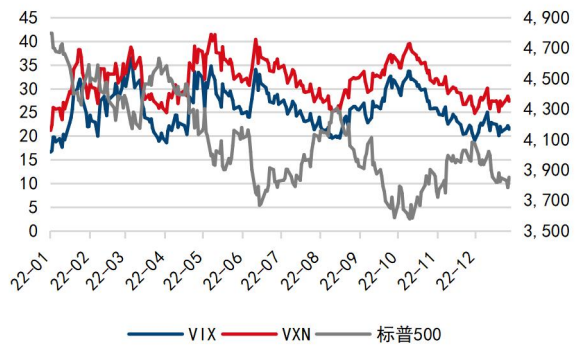
2022 年 1—4 月则相反，多次共同回落后股指仍继续下探，原因是加息和盈利预期调整尚未结束。

图19：2020 年疫情期间美股与 VIX、VXN 走势



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

图20：2022 年美联储加息初期美股与 VIX、VXN 走势

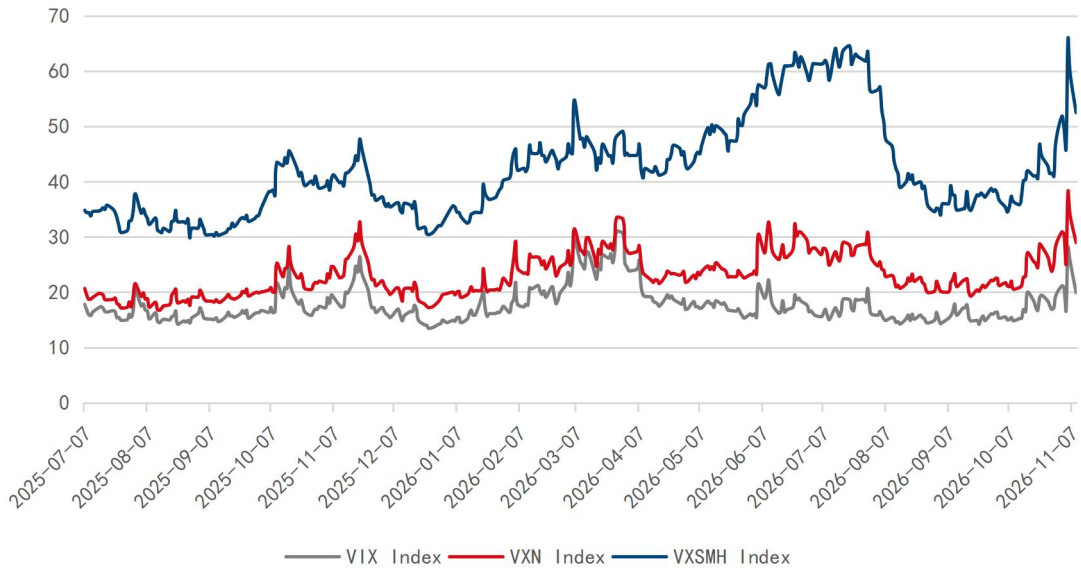


资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

VXSMH：刻画半导体局部压力

半导体既是科技股中贝塔较高、盈利预期变化较快的环节，也是 AI 资本开支链条最先反映订单、库存和估值变化的板块。VIX 会受到金融、医疗和必需消费等低波动行业稀释，VXN 又同时覆盖软件、互联网平台和硬件公司；当风险集中在 AI 硬件时，两者都可能低估半导体自身的压力。

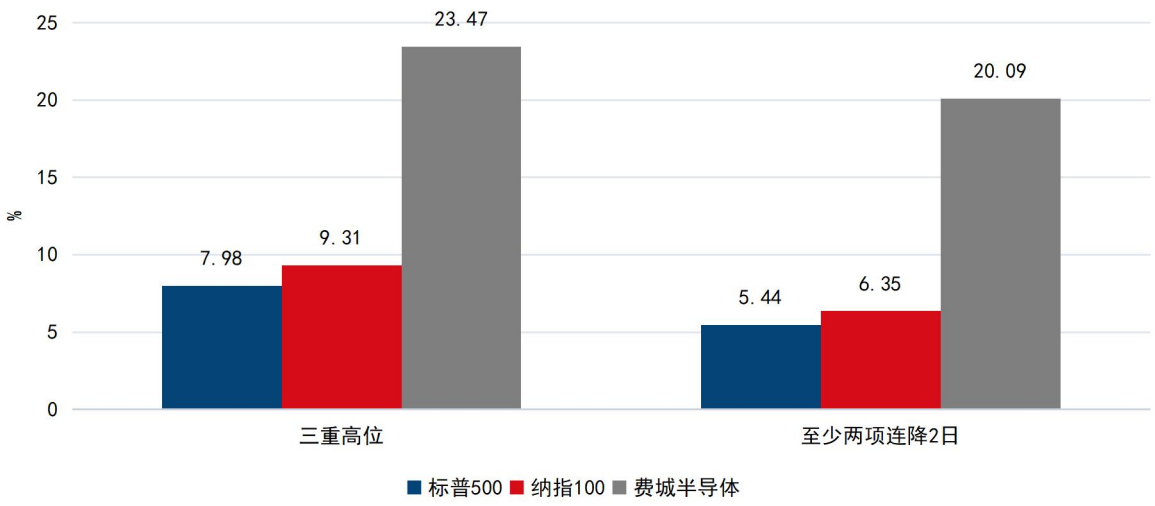
图21：VIX、VXN 与 VXSMH 历史走势



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

VXSMH 由 Cboe 编制，使用 VanEck Semiconductor ETF（SMH）期权估算未来 30 天的预期波动率。它比 VIX 更贴近半导体和 AI 硬件链的保护需求。VIX、VXN 和 VXSMH 同时走高，说明压力已经从美股大盘扩散到科技股，并进一步深入到半导体这一高贝塔板块。

图22：VXSMH 可用期内三重高位信号触发后未来 60 日平均收益



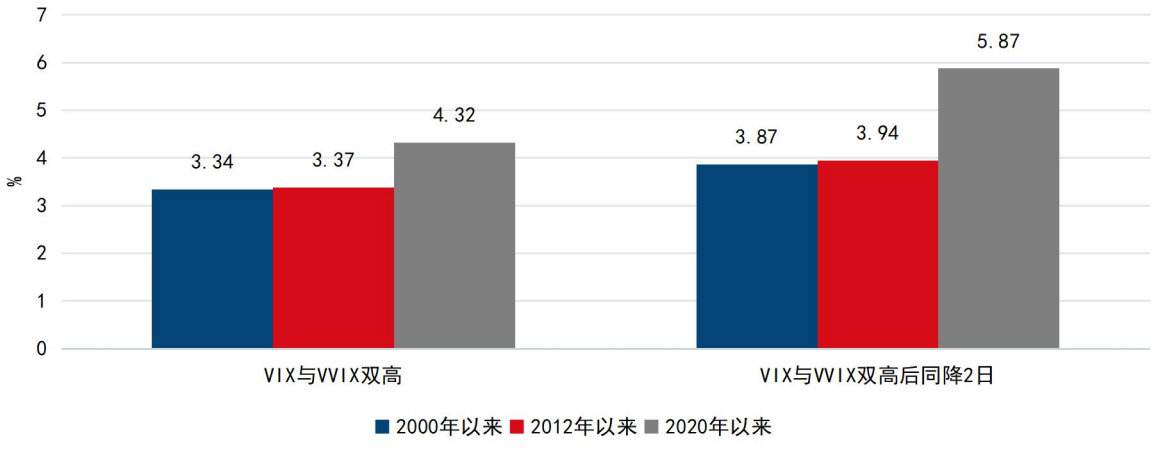
资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

需要注意的是，由于 VXSMH 指数发布于 2025 年 11 月，尽管历史数据可回溯至 2022 年，但按本报告三年滚动分位数的口径，三项指标同时处于高位、且能完整观察后续 60 日收益的事件仅 5 次。仅有的 5 次信号中，三项指标同时高位后，费城半导体未来 60 日平均收益超过 20%，但持有期内回撤同样很深。这个结果更适合看作极端定价后的弹性参考，不能据此认定 VXSMH 具备独立识底能力；实操中仍需同时观察 VXN、价格趋势和盈利预期变化。

VVIX：判断保护需求是否仍在失控

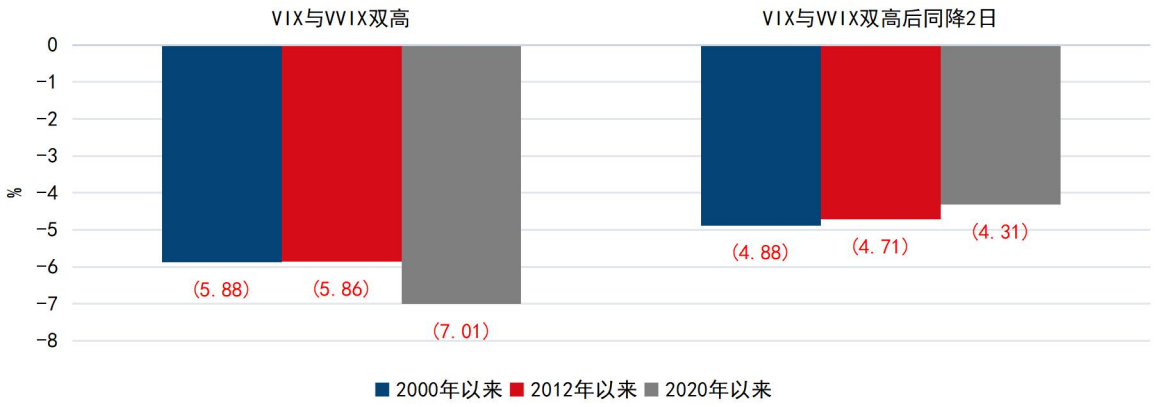
VVIX 取自 VIX 期权，反映投资者预期 VIX 本身会波动多大。股指下跌时，如果 VIX 仍高而 VVIX 不再创新高，说明市场对波动率进一步急升的担忧可能有所缓和。若两项指标连续回落，这一判断更有依据。

图23：VIX 与 VVIX 共振后的标普 500 未来 60 日平均收益



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：双高指 VIX 与 VVIX 同时高于各自滚动三年 90%分位。

图24：VIX 与 VVIX 共振后的标普 500 未来 60 日平均 MAE



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：双高指 VIX 与 VVIX 同时高于各自滚动三年 90%分位。

2020 年以来，VIX 与 VVIX 同时处于高位后，标普 500 未来 60 日平均收益为 4.3%，胜率 72.7%，平均 MAE 为-7.0%；等待两者连续下降 2 日后，平均收益升至 5.9%，胜率 81.8%，MAE 收窄至-4.3%。

VIX 与 VVIX 双高意味着反弹赔率已经改善，却不等于可以在当天一次性抄底。等待两者连续两日回落后，60 日平均收益由 4.3%提高到 5.9%，胜率由 72.7%升至 81.8%，MAE 由-7.0%收窄至-4.3%。代价是让出最初一段反弹，换来更小的左尾风险。

对投资者而言，少赚最初几天，往往比承受更深的净值回撤更容易执行。

VIX9D 与 VIX3M：期限结构辅助识别压力持续时间

VIX 只给出未来一个月的读数。要分辨市场担心的是眼前的一份财报，还是未来一个季度的经济前景，需要把不同期限放在一起看。

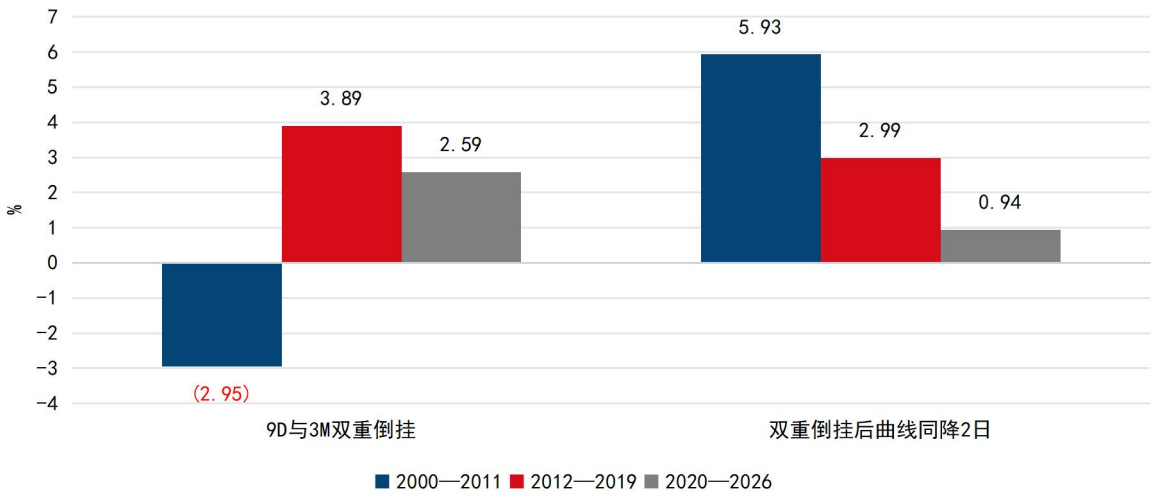
离事件越近，短期期权对消息越敏感。若不确定性延续，三个月期的波动率通常也会有所反映。

Cboe 的 VIX9D、VIX 和 VIX3M 分别对应约 9 天、30 天和 3 个月。平静时期，长端读数通常高于短端。若投资者集中为眼前的风险买保护，短端会升到长端之上，这就是期限结构倒挂。

两个比值可以分辨压力落在哪一段。VIX9D/VIX 高于 1，是未来 9 天的波动定价高于一个月。VIX/VIX3M 也高于 1，则未来一个月又高于三个月。两者同时倒挂，说明市场最担心的风险集中在近期。

倒挂本身不能给出买点。突发事件过后，短期期权溢价可能迅速消退。若企业融资越来越困难，短端波动率即使先回落，股价也可能继续下跌。

图25：期限结构信号的阶段差异



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：双重倒挂定义为 VIX9D/VIX>1 且 VIX/VIX3M>1；修复信号要求两条曲线与 VIX 连续两日下降。

历史回测也印证了这一点。2012—2019 年间，VIX9D/VIX 与 VIX/VIX3M 双重倒挂后，标普 500 指数未来 60 个交易日的平均收益为 3.9%，上涨胜率达到 85.0%；但 2020 年以来，这一信号的预测效果有所减弱，未来 60 日平均收益降至 2.6%，胜率仅 55.6%。即使进一步要求倒挂曲线回落并伴随 VIX 连续两日下降，2020 年以来未来 60 日的平均收益也仅为 0.9%，且信号触发后 10 个交易日的反弹概率为 44.4%。

表10：期限结构信号的阶段表现

阶段	双重倒挂：60 日收益	双重倒挂：胜率	修复后：60 日收益	修复后：10%回撤概率
2012—2019	+3.9%	85.0%	+3.0%	20.0%
2020—2026	+2.6%	55.6%	+0.9%	44.4%

资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

这意味着，**期限结构所反映的短期压力集中释放，并不一定能够转化为稳定的中期反弹收益**。尤其是 2020 年以来，在流动性冲击、通胀及利率预期反复调整的背景下，市场波动率期限结构的修复与股价见底之间可能存在明显时差。

期限结构能够帮助投资者判断市场是否处于短期压力集中释放阶段，但要确认调整是否结束，仍需结合盈利预期、信用环境和利率走势综合判断。

MOVE：结合股债波动率识别市场风险来源

MOVE 指数由 ICE Data Indices 编制，衡量美国国债期权市场隐含的利率波动率，与反映美股预期波动的 VIX 形成互补。由于两者衡量的资产及波动率口径不同，两者的点数不能直接比较。我们分别看它们在自身历史中处于多高的位置，再看谁先上升、谁先回落，以判断风险主要来自股票市场还是利率市场。

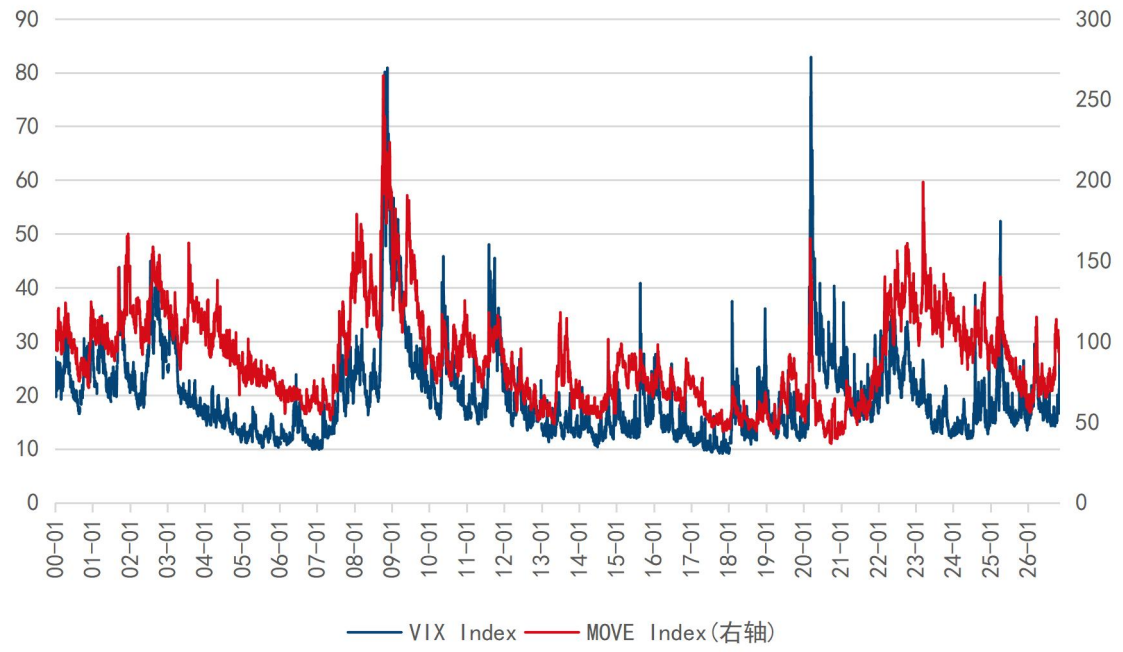
从历史经验看，股债波动率的变化大致呈现三种情形：

一是股债波动率同步上升，如 2008 年全球金融危机、2020 年疫情冲击及 2022 年美联储激进加息期间，反映风险由单一市场向多类资产扩散；

二是 MOVE 率先上行或升幅更为显著，如 2013 年美联储缩减购债恐慌和 2023 年美国地区银行危机期间，利率及债券市场率先承压，风险随后可能向权益市场传导；

三是 VIX 明显上升而 MOVE 相对平稳，如 2018 年四季度及 2024 年 8 月，权益市场自身的估值调整、仓位去杠杆及流动性冲击更为突出。

图26：MOVE 与 VIX 长期走势



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。MOVE 和 VIX 均取月内最高收盘值。左轴为 MOVE，右轴为 VIX。

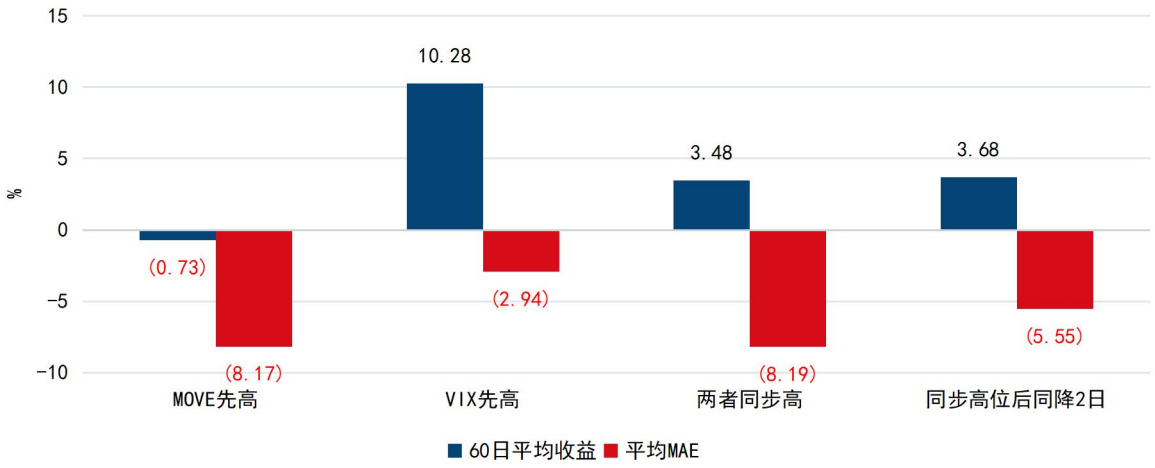
对股票投资者，尤其值得跟踪的是美债已经剧烈波动、而股指期权仍然平静的阶段。这时 VIX 读数看起来不高，利率市场传来的压力可能还没有反映在股价上。

美债波动率先升温，随后美股出现较大回撤的次数更多

2003 年以来，MOVE 先进入近三年 90%分位、而 VIX 尚未进入高位的事件共有 38 次。随后 20 个交易日内，VIX 进入高位的概率为 47.4%；观察期延长至 60 日，概率升至 63.2%。反向情形下，VIX 先高、MOVE 随后高的 20 日和 60 日概率分别为 31.9%和 42.6%。美债波动率因而具有一定的跨资产预警作用，特别是在通胀、财政供给和货币政策主导的阶段。

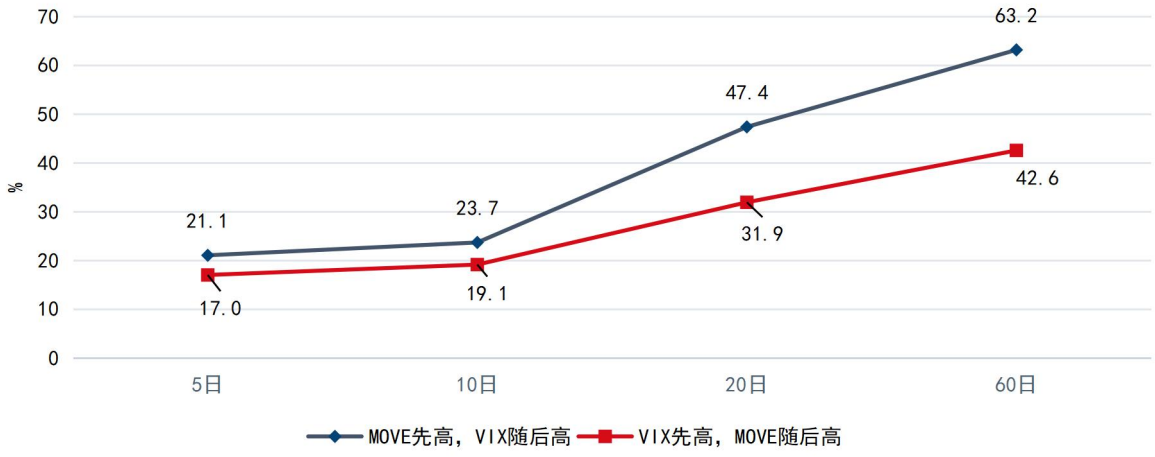
2020 年以来，MOVE 先高、VIX 未高的 20 次事件中，标普 500 未来 60 日平均收益为-0.7%，10%以上峰谷回撤概率为 55%；VIX 先高、MOVE 未高的 16 次事件中，平均收益为 10.3%，且全部录得正收益。前者更像宏观和利率风险向权益市场传导，后者更接近股票内部的仓位或估值调整。

图27：2020 年以来股债波动率组合与标普 500 未来 60 日表现



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：高位定义为各指数高于滚动 3 年 90%分位。

图28：MOVE 与 VIX 高位信号触发的先后传导概率



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。注：统计一项指标先进入近三年 90%分位后，另一项指标在未来 5、10、20 和 60 个交易日内进入高位的事件比例。样本始于 2003 年。

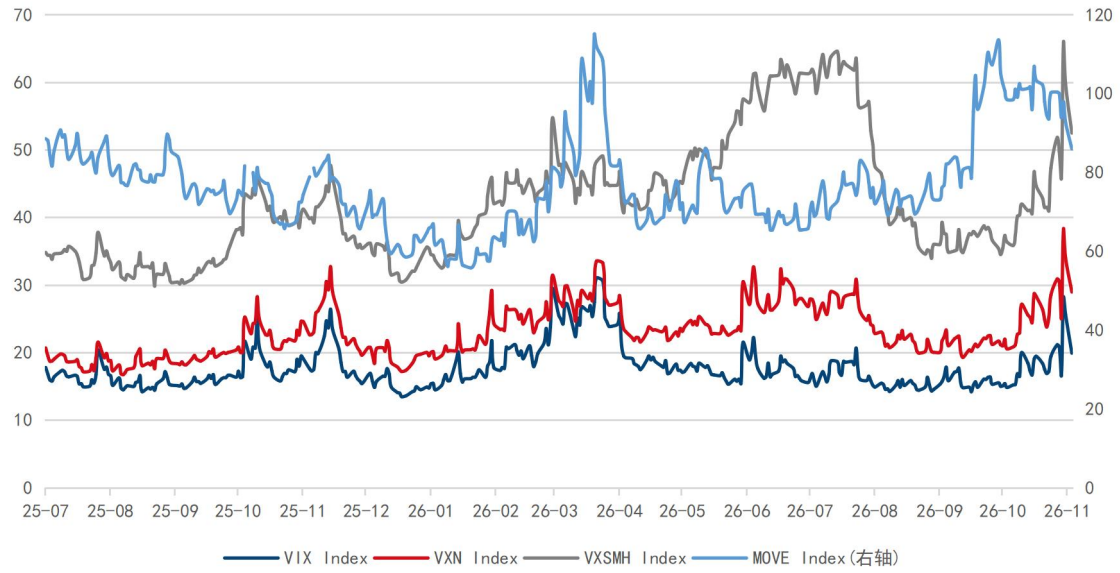
当前市场判断与投资建议

美债利率仍是约束，信用市场尚未明显恶化

利率波动先行，科技股恐慌随后释放。这一轮并非简单的股债背离。MOVE 自 9 月先行抬升，10 月见顶后随长端利率回落；进入 11 月，压力转向科技股，VIX、VXN 和 VXSMH 在 11 月 5 日集中冲高，科技与半导体的波动放大明显强于大盘。11 月

10 日高于预期的 CPI 又把 MOVE 由 85.98 推回 92.43，但信用利差没有同步扩张。风险来源经历了从利率到科技估值的接力，尚未形成股债与信用的全面共振。

图29：本轮调整中 VIX、VXN 与纳指 100 走势



资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理。

利率与信用给出的信号仍有区别。11 月 17 日，10 年期美债收益率报 5.10%，MOVE 由 10 日的 92.43 升至 101.88。高收益债期权调整利差（OAS）则由 12 日的 3.20%回升至 16 日的 3.34%，仍低于 5 日的 3.48%。融资条件已有些收紧，但信用市场尚未出现类似 2008 年的持续恶化。我们仍把高利率压制科技股估值作为主要判断。

表11：三种情景与验证信号

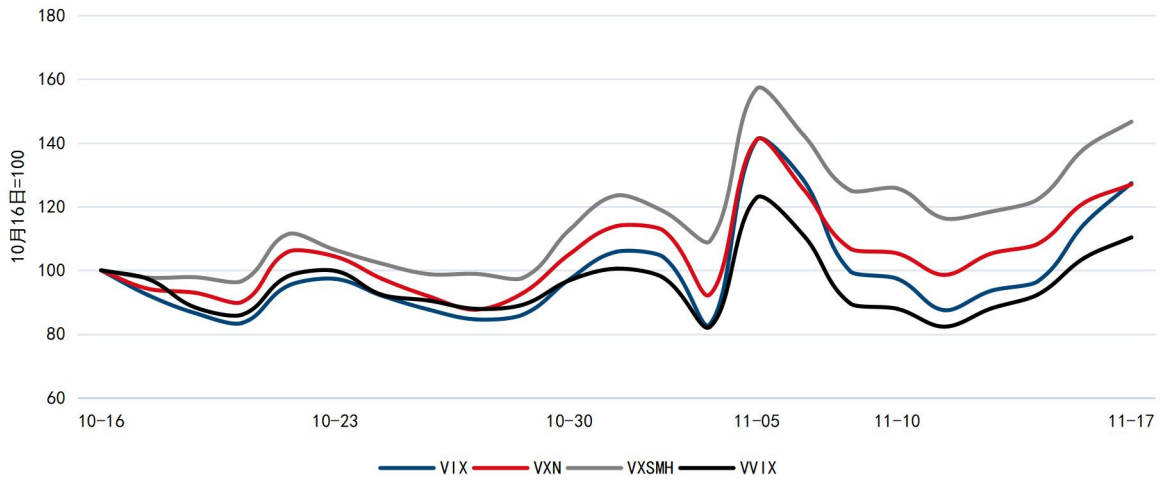
情景	需要看到的证据	当前匹配度	对应策略
牛市中的技术性调整	信用平稳，避险需求回落，指数守住前低	反弹回吐，大盘已失守 5 日收盘位	保留核心持仓，等待指数企稳
利率驱动的估值调整	美债利率高企，成长股估值承压	与当前走势最接近	利率企稳、纳指重返年线后再增配
盈利或信用驱动熊市	盈利持续下修，企业发债利差明显走阔	暂未出现	若融资压力持续上升，优先减少高波动持仓

资料来源：彭博，Wind，国信证券经济研究所整理

反弹回吐，11 月 5 日的低点仍在接受检验

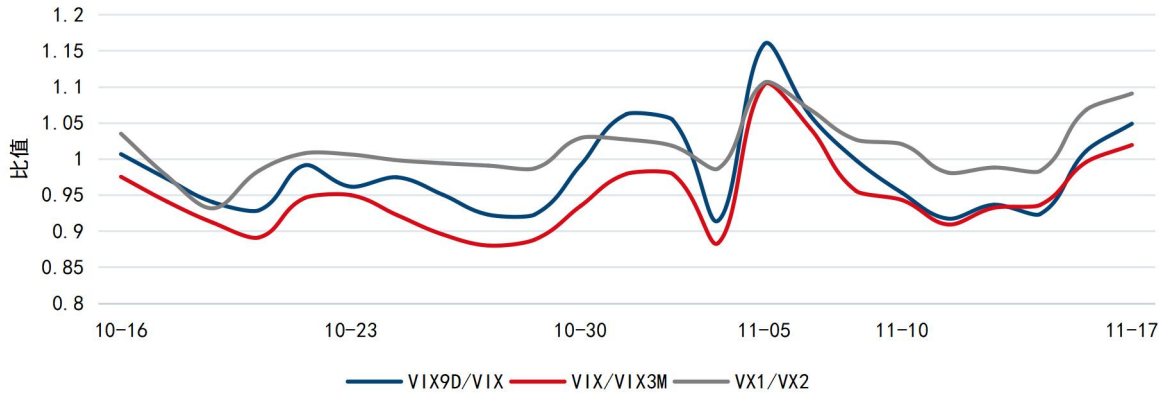
11 月 5 日是本轮最集中的恐慌释放日。此后至 11 月 10 日，VIX 由 28.18 降至 19.46，VXN 由 38.26 降至 28.57，VVIX 由 134.99 降至约 96.6；标普 500、纳指 100 和费城半导体分别较 11 月 5 日收盘回升 2.3%、4.2%和 11.0%。但截至本周 VIX 由 19.46 升至 25.46，VXN 由 28.57 升至 34.44，半导体波动率 VXSMH 由 52.77 升至 61.55，VVIX 由 96.63 升至 121.28。四项指标在 11 日至 17 日连续四个交易日上升，先前的降温已中断。它们仍低于 5 日的高点，但这一点只说明本轮避险买盘尚未达到月初峰值。

图30：本轮调整中的波动率指标



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。注：四项指标以 2026 年 10 月 16 日为 100，展示本轮调整中的相对升幅

图31：本轮调整中的期限结构



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。注：VX1/VX2 为近月 VIX 期货结算价与次近月合约结算价之比；高于 1 表示近月期货相对更贵，即期货曲线倒挂。

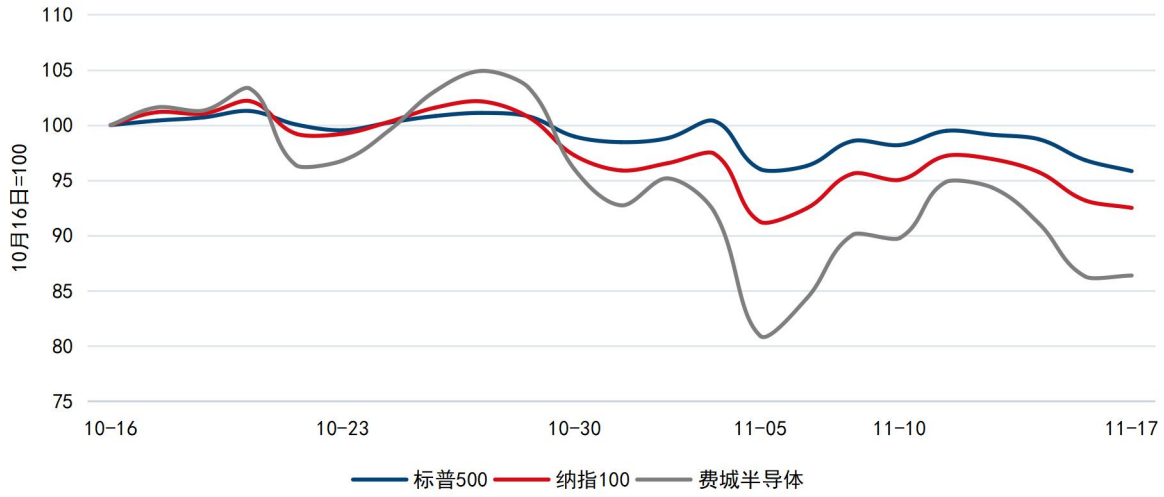
11 月 10 日，九天期和一个月期波动率之比为 0.95，一个月和三个月之比为 0.94。17 日两者分别升至 1.05 和 1.02，市场重新为眼前的风险支付更高溢价。11 月、12 月 VIX 期货结算价分别为 24.7417 和 22.6881，比值 1.09。近月合约次日到期，换月会影响比值，判断压力是否消退宜同时看现货期限结构。

标普回到年线，科技股仍在年线下方

11 月 17 日，标普 500 收于 7,340.53 点，略低于 5 日收盘的 7,353.73 点，也略低于 200 日均线 7,345 点。纳指 100 收于 27,001.78 点，费城半导体收于 9,620.75 点，分别比 5 日收盘高 1.4%和 6.8%。不过，两者仍分别低于各自 200 日均线 3.8%和 11.7%。

半导体守住了比月初更高的位置，但从 11 日收盘至 17 日已回落 8.9%。这一来一回说明反弹幅度可以很大，单凭一次急涨仍难判断趋势已经转好。

图32：本轮调整中的主要股指



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。

后市判断：短期看前低，中期看利率与盈利

表12：美股主要指数的期限判断

指数	1 个月	3 个月	6—12 个月	核心观察信号
标普 500	年线附近震荡，维持基础仓位	利差回落、指数重返年线才有望企稳	看企业盈利能否消化较高利率	200 日均线、10 年美债利率、信用利差
纳指 100	暂缓新增，观察能否守住月初收盘位	收复 200 日线后再考虑增配	看云厂商资本开支能否带来现金回报	VXN、28,054 点附近的 200 日线
费城半导体	反弹回吐较快，新增仓位从缓	再度回踩守稳后，才有加仓依据	关注芯片订单兑现、毛利率和盈利预测	VXSMH、月初低点和盈利预测

资料来源：国信证券经济研究所整理。

未来一个月，更可能看到指数在前低附近反复。若短端波动率先降下来，而标普和纳指守住最近的收盘低位，届时再逐步加仓，仍有机会参与后续修复。未来三个月，判断能否转向积极，取决于纳指能否站回年线，以及信用利差的回升是否止步。若利率维持高位，估值修复的空间仍受约束。

拉长到 6—12 个月，科技股的分化还要看盈利。对云厂商，看新增算力收入能覆盖多少折旧和资本开支。对芯片公司，看订单能否转化为利润和现金流。

仓位调整可以分为三个阶段

表13：基于波动率与价格确认的分阶段仓位调整策略

阶段	观察信号	建议操作	改变判断的条件
维持现有仓位（当前）	短端再度倒挂，纳指仍低于 200 日线	保留标普基础仓位，暂缓增配科技	波动率连续回落，股指守住前低
逐步增配科技股	至少两项波动指标连降两日，纳指收复年线	先增配纳指，待半导体回踩守稳后再加	纳指重新失守年线，短端再度倒挂
降低高波动持仓	科技股跌破月初收盘位，信用利差继续走阔	先降半导体仓位，保留现金	利差回落，指数重返前期收盘低点之上

资料来源：国信证券经济研究所整理。

现有标普 500 持仓可以保留。17 日收盘距年线仅约 4 点，单日轻微跌破不足以单独触发大幅减仓。新增资金则可以等待：若指数在年线附近企稳，同时九天期波动率重新低于一个月期，买入依据会比现在充分。

科技股的次序仍是纳指 100 在前、半导体在后。前者距年线约 1,052 点，后者仍低约 1,279 点。板块若再次回踩，重点看指数能否守住 11 月 5 日收盘位，以及 VXSMH 是否还会随之创新高。

下一步重点跟踪哪些信号

第一步看期权。VIX、VXN、VVIX 中至少两项连续两天下降，并且短端倒挂缓解，才有较充分的理由认定避险需求在降温。

第二步看价格和信用。先看标普能否站稳年线，再看纳指能否跟上。若同期高收益债利差持续走阔，即使波动率降了一两天，也宜推迟加仓。

表14：VIX 信号观察框架

观察维度	观察指标	风险缓解信号	风险加剧信号
恐慌程度	VIX、VXN、VXSMH、VVIX 滚动分位	极端分位不再上升	多项指标同步创新高，风险持续累积
恐慌变化	峰值回落幅度、连续下降天数	至少两项连续下降 2 日	回落后迅速再创新高
跨资产传导	MOVE、VXHYG、高收益债利差	MOVE 未进一步上行，信用利差企稳	MOVE 与信用风险指标同步攀升
期限结构	VIX9D/VIX、VIX/VIX3M、VX1/VX2	由倒挂逐步修复至 1 以下	短端波动率显著高于远端，期限结构持续倒挂
价格确认	NDX、SOX 均线及前期低点	指数不再创新低，逐步形成更高低点	指数创新低且波动率再上行

资料来源：国信证券经济研究所整理。

三个市场给出的信号有先后：期权往往最先降温，股指需要时间收复均线，信用利差则有助于分辨调整是否已影响企业融资。

表15：截至 11 月 17 日的综合信号

维度	当前状态	信号判断
恐慌程度	VIX 25.46，VXN 34.44，VXSMH 61.55	保护成本回升，仍低于 5 日高点
恐慌变化	VVIX 121.28；四项股市波动指标连升四日	月初以来的降温已中断
期限结构	9 天/1 个月 1.05；1 个月/3 个月 1.02；期货近月/次近月 1.09	短端再次倒挂，近月期货临近到期
价格确认	相对 5 日收盘，标普-0.2%、纳指 100 +1.4%、半导体 +6.8%	大盘低于月初收盘位，科技尚未收复年线
结论	以利率和估值压力为主，前低仍待检验	保留标普底仓，科技暂缓增配
股债共振	MOVE 101.88，10 年美债 5.10%；高收益债利差 3.34%	利率压力加大，信用利差尚低于 5 日

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理。

截至 17 日，第一步尚未满足：期权保护重新涨价，美股也还没有站稳年线。短期内保留标普基础仓位，新增资金保持耐心。

上调科技仓位的条件是，短端倒挂缓解，纳指收复约 28,054 点的 200 日均线，半导体回踩时能守住前低。均线随交易日滚动。

若纳指 100 或费城半导体分别跌破 26,630 点或 9,011 点附近的月初收盘位，且信用利差持续扩大，应优先减少波动较大的持仓。

风险提示

极端事件数量有限、历史回测不代表未来表现；本报告使用的阈值仅用于检验稳健性，不代表样本外最优化参数；波动率指标可以改善仓位节奏，不能替代对盈利、信用、利率和政策的判断。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032