

期货多头替代与看跌期权对冲的组合策略能达到“固收+”的效果吗？

权益及期权策略组：

研究员：

康遵禹

从业资格号 F03090802

投资咨询号 Z0016853

报告要点

期货多头替代策略加入股指期货对冲策略后的效果分析。

摘要

当前 IM 股指期货处于深度贴水，可考虑期货多头替代策略。在历史回测中，股指期货当月合约多头替代策略，年化收益率 4.11%，最大回撤 23.87%；策略回测相较于基准指数的超额表现较好；但最大回撤仍然偏高。

在当前期权隐含波动率的绝对值和滚动分位值双重锚定下，判断期权隐含波动率整体偏低，买权具备性价比。**期权策略方面，我们仍推荐短期对冲防御为主。对冲不意味着看空，仅用以防范高位下调的回撤风险。但是如果长期滚动买入期权，痛点在于时间价值的成本损耗。**

基于上述观点，我们构建并分析“期货吃贴水+买看跌期权对冲”策略是否具备可行性。策略类比“固收+”思路，通过赚取股指贴水带来的稳定收益，覆盖买期权成本。**在基差深贴水时，根据贴水点数额度买入看跌期权，策略年化收益率 3.66%，最大回撤 21.83%。**

策略的结果并没有想象中优异，主要的问题在于——在深度贴水时触发信号，此时由于标的指数下跌，看跌期权成本同步大幅提升，对冲比例缩水。“深贴水+期权对冲”策略的本质是，通过基差筛选期权对冲比例和时机择时，实现低比例期权对冲，策略整体更加均衡。

进一步加入低波动率择时，优化低比例对冲策略。低比例对冲+低波动率择时买看跌期权，策略年化收益率 5.04%，最大回撤 22.32%。策略在长期实现了低比例对冲策略的增厚优化；但面对短期隐含波动率由于异常行情所导致的冲高，可能无法触发信号，难以降低极端回撤。

风险因子：1) 回测样本时间较短；2) 期权市场流动性持续萎缩

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 金融期权市场流动性简述	3
（一） 期权市场流动性	3
（二） 期权市场成交额变化情况	3
（三） 期权市场成交额占比	4
二、 策略准备工作：股指期货环境简析	5
（一） 股指期货基差：IM 深度贴水	5
（二） 股指期货多头替代策略的性价比较高	5
三、 策略准备工作：股指期权环境简析	6
（一） 当前期权隐含波动率的绝对值偏低	6
（二） 当前期权隐含波动率的分位值处于低位	7
（三） 隐波未来中枢上移的安全边际更高，策略建议短线买权对冲防御	7
四、 “期货吃贴水+买看跌期权对冲”策略具备可行性吗？	8
（一） 股指期货多头替代+滚动买看跌期权策略	8
（二） 股指期货多头替代+在深贴水时买看跌期权	9
（三） 股指期货多头替代+低比例对冲+低波动率择时买看跌期权	10
五、 总结	10

图表目录

图表 1： 金融期权市场流动性	3
图表 2： 近期期权市场成交额震荡为主	3
图表 3： 各个金融期权品种成交额占比变化情况	4
图表 4： 中证 1000 股指期权成交额占比提升	4
图表 5： 股指期货季月合约剔除分红后的年化折溢价率走势	5
图表 6： 股指期货多头替代策略表现	5
图表 7： 目前中证 1000 期权隐含波动率的绝对值低于区间历史均值	6
图表 8： 当前金融期权品种隐含波动率整体偏低	7
图表 9： 股指期货多头替代+滚动买看跌期权策略表现	8
图表 10： 剔除分红后的当月期货合约基差	9
图表 11： 不同阈值下的策略表现	9
图表 12： 股指期货多头替代+仅在深贴水时买看跌期权策略表现	9
图表 13： 股指期货多头替代+仅在深贴水时买看跌期权策略表现	10

一、金融期权市场流动性简述

（一）期权市场流动性

2024年1月2日至2025年3月18日期间,国内金融期权市场12个品种的总成交额为12045.5亿元,日均成交额为62.41亿元,市场总成交量为134277.67万张,日均成交量为695.74万张。

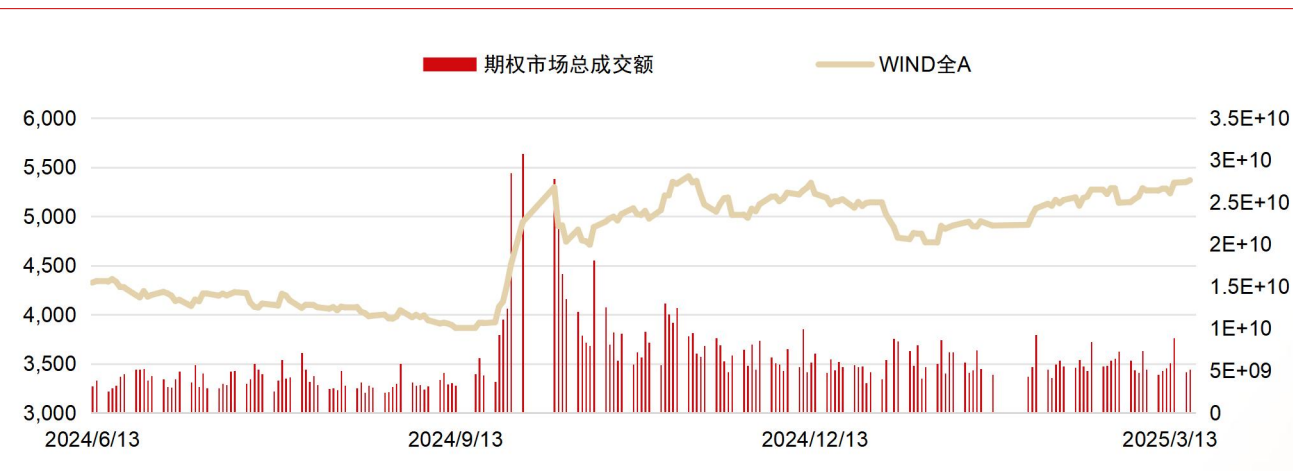
图表 1：金融期权市场流动性

品种	上证 50ETF 期权	沪市 300ETF 期权	深市 300ETF 期权	沪深 300 指数期权	中证 1000 指数期权	沪市 500ETF 期权
日均成交量（万张）	135.65	118.51	17.71	10.30	18.98	135.28
日均成交额（亿元）	5.45	6.66	0.97	5.67	17.24	11.53
认购日均成交额	3.08	3.70	0.55	3.57	9.53	5.85
认沽日均成交额	2.37	2.96	0.42	2.10	7.71	5.68
日均持仓量（万张）	172.73	138.46	26.48	18.21	21.11	108.36
品种	创业板 ETF 期权	深市 500ETF 期权	深市 100ETF 期权	上证 50 股指期权	华夏科创 50ETF 期权	易方达科创 50ETF 期权
日均成交量（万张）	111.41	24.20	8.86	4.12	69.67	33.40
日均成交额（亿元）	5.01	1.96	0.38	1.45	2.17	0.89
认购日均	2.78	0.99	0.21	0.97	1.31	0.50
认沽日均	2.23	0.97	0.18	0.48	0.86	0.39
日均持仓量（万张）	120.57	29.19	13.81	7.54	129.41	56.62

资料来源：中信期货研究所

（二）期权市场成交额变化情况

图表 2：近期期权市场成交额震荡为主



资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

25 年 3 月 3 日至 3 月 18 日期间，国内金融期权品种成交额均值 57.06 亿元，相较于 24 年以来全区间样本均值有所回落，但周内成交额依旧保持较高变化水平。

（三）期权市场成交额占比

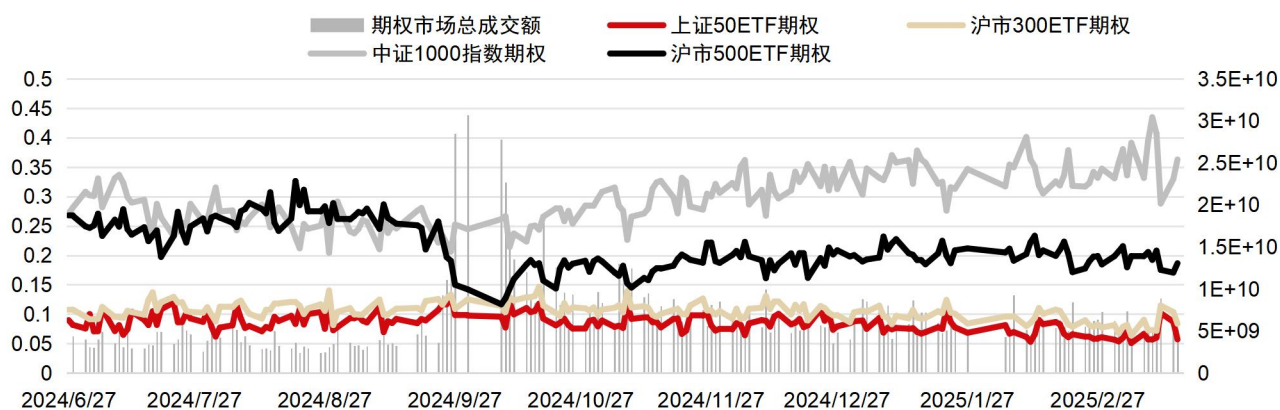
中证 1000 股指期权成交额占比位居第一，且其成交额占比在 25 年一季度仍有提升。本篇报告的后续分析中，会重点围绕中证 1000 股指期货及股指期权，构建相应策略。

图表 3：各个金融期权品种成交额占比变化情况

品种	上市时间	2024 年成交额占比	2025 年一季度成交额占比
上证 50ETF 期权	2015/2/9	9.18%	7.12%
沪市 300ETF 期权	2019/12/23	11.24%	9.19%
深市 300ETF 期权	2019/12/23	1.61%	1.17%
沪深 300 指数期权	2019/12/23	8.70%	8.19%
中证 1000 指数期权	2022/7/22	28.18%	34.38%
沪市 500ETF 期权	2022/9/19	21.70%	20.08%
深市创业板 ETF 期权	2022/9/19	8.20%	9.47%
深市 500ETF 期权	2022/9/19	3.75%	1.34%
深市 100ETF 期权	2022/12/12	0.61%	0.45%
上证 50 股指期权	2022/12/19	2.01%	1.83%
华夏科创 50ETF 期权	2023/6/5	3.21%	5.16%
易方达科创 50ETF 期权	2023/6/5	1.63%	1.61%

资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

图表 4：中证 1000 股指期权成交额占比持续提升



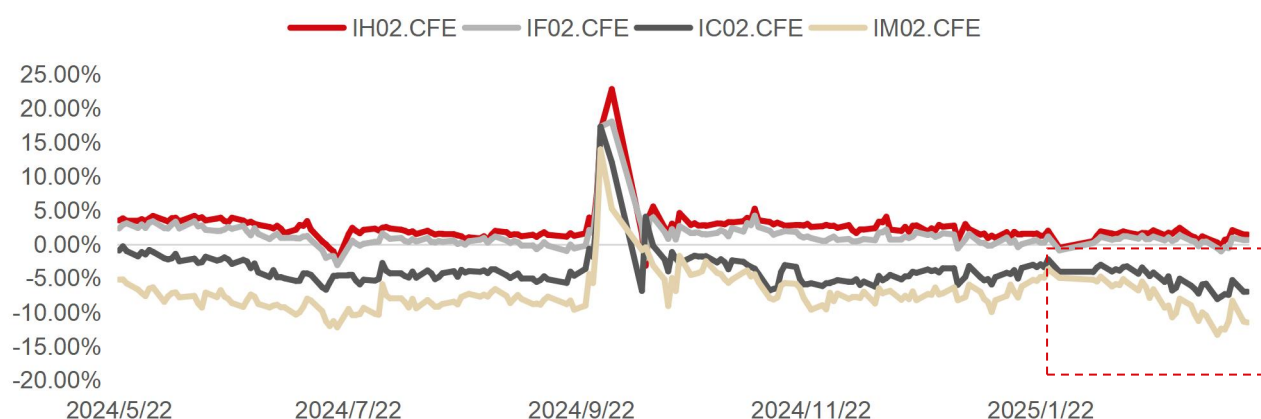
资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

二、策略准备工作：股指期货环境简析

（一）股指期货基差：IM 深度贴水

2025 年一季度，股指期货市场的重要特征在于——IM 中证 1000 股指期货剔除分红影响后的年化折溢价率处于深度贴水水平。以 IM 季月合约为例，2025/1/3 至 2025/3/17 区间内，季月基差的年化折溢价率均值为-7.76%；三月以来，该项指标均值为-10.95%，期货贴水进一步加深。

图表 5：股指期货季月合约剔除分红后的年化折溢价率走势



资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

伴随部分席位数据空头持仓量持续提升，我们认为基差呈现贴水的主要原因在于中性策略资金进场交易，次要原因在于部分内嵌自动赎回型期权的结构化金融产品在本轮上涨中触及敲出线/或自然到期，期货多头跟踪对冲的压力减弱。

（二）股指期货多头替代策略的性价比较高

因此在当前股指期货贴水环境下，股指期货多头替代策略的性价比较高，下文对该策略进行回溯。

图表 6：股指期货多头替代策略表现



资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

策略构建：滚动持有固定 10 张 IM 当月股指期货合约（为匹配下文股指期货期权策略，暂不考虑当季合约），到期日换月（策略受益于贴水收敛，因此持有到期），100%杠杆比例持有。初始资金 2000 万元，回测周期内资金占用率约 70%左右，暂不考虑手续费及滑点。

回测区间：2023/1/3 至 2025/2/21（IM2502 合约到期日）

策略表现：股指期货当月合约多头替代策略，年化收益率 4.11%，最大回撤 23.87%；基准项中证 1000 指数区间年化收益率 0.12%，最大回撤 26.04%。

根据上文回测我们看到，**股指期货当月合约多头替代策略回测相较于基准的超额表现较好；但由于策略本身暴露市场风险，因此最大回撤仍然偏高。为解决这一问题，我们在后文中尝试引入“买入看跌期权”优化股指期货多头替代策略。**

三、策略准备工作：股指期货环境简析

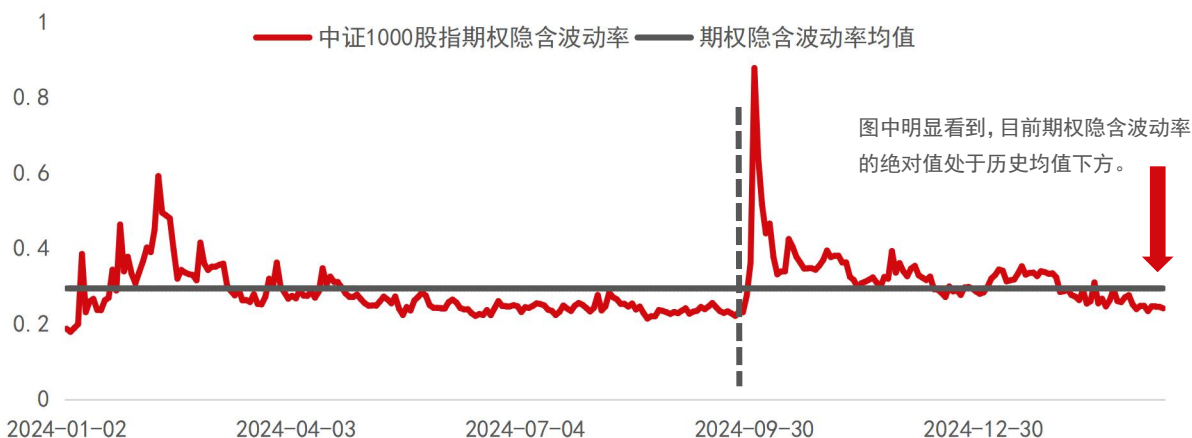
场内金融期权隐含波动率的高低一直是投资者重点关注的议题，这里再次引用我们在【中信期货权益及期权策略（金融期权）】凌波尽渐息，乾坤入望眼——2024 年度策略报告中首次提出的波动率锚定方案，定义 2025 年一季度期权隐含波动率的高低。

期权标的仍主要以中证 1000 股指期权为例。

（一）当前期权隐含波动率的绝对值偏低

计算某一区间内隐含波动率的均值，并将这一均值作为期权隐含波动率的正常水平。一个直觉上的担心是，是否出现异常值之后，会抬升隐波中枢，影响后续判断。但事实上，由于样本数量足够，其实部分时间段的异常并不会对隐波绝对均值产生非常突变的影响。同时以下图为例，隐波异常高位的时间段和隐波均值中枢有效地划分了隐含波动率所处的区间。

图表 7：目前中证 1000 期权隐含波动率的绝对值低于区间历史均值



资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

今年三月(03/03-03/14)以来，中证 1000 股指期权隐含波动率均值 24.74%，对比全区间内均值 29.40%，当前隐含波动率的绝对值相对偏低。

（二）当前期权隐含波动率的分位值处于低位

计算当前波动率在历史滚动若干日的分位数，如果分位数位置低，则表明当前属于低波环境。计算今年三月（03/03-03/14）以来，中证 1000 股指期货期权隐含波率滚动百日分位数，取均值近似得到，当前隐波仅位于历史 3.69%的低分位值水平。

类比计算其他金融期权品种，得到类似结论：**在当前期权隐含波动率的绝对值和滚动分位值双重锚定下，判断期权隐含波动率整体处于偏低水平。**

图表 8：当前金融期权品种隐含波动率整体偏低

	历史区间均值 2024/1/2-2025/3/14	近期隐波均值 2024/3/3-2025/3/14	近期隐波所处百日分位
上证 50ETF 期权	18.06%	15.36%	4.58%
沪市 300ETF 期权	19.10%	17.81%	6.37%
深市 300ETF 期权	19.57%	19.12%	6.67%
中金所 300 指数期权	20.30%	18.24%	4.39%
中金所 1000 期权	29.40%	24.74%	3.69%
沪市 500ETF 期权	24.83%	24.22%	13.71%
深市创业板 ETF 期权	30.02%	28.89%	8.66%
深市 500ETF 期权	24.72%	21.56%	4.30%
深市 100ETF 期权	23.63%	22.21%	4.68%
中金所 50 股指期货	19.87%	20.51%	17.26%
科创 50ETF 期权	35.20%	35.69%	12.12%
科创板 50ETF 期权	34.89%	36.35%	10.74%

资料来源：中信期货研究所

（三）隐波未来中枢上移的安全边际更高，策略建议短线买权对冲防御

预计隐含波动率在下一阶段初期将维持偏弱运行，但随着自动敲入敲出型期权规模减弱导致标的期货波动放大、基本面角度大小盘风格切换以及市场政策不确定性等多方面影响，中小盘标的股指期货期权隐含波动率中枢有望提升。同样从当前位置来看，隐波未来中枢上移的安全边际更高。

策略角度，虽然近期隐含波动率偏弱运行，但需要明确的是，双卖策略除了 Vega 端的收益外，也可能面临方向上突破的 Gamma 风险，例如近期多次出现的隔空跳开行情，即使加入 Delta 对冲也难以处理。因此我们认为，做空波动率策略仍需保持谨慎。而相对来说，买权由于其成本与隐含波动率的相关程度较高，因此目前买权具备一定性价比。**期权策略方面，我们仍推荐短期对冲防御为主。对冲不意味着看空，仅用以防范高位下调的回撤风险。**

四、“期货吃贴水+买看跌期权对冲”策略具备可行性吗？

上述准备论述完成之后，我们再次回看前文提出的，通过引入“买入看跌期权”优化股指期货多头替代策略，降低多头替代策略面临的回撤；而同时类比于“固收+期权”思路，以“多头替代+期权”的形式，通过赚取股指期货带来的稳定收益，试图覆盖买入看跌期权成本。

接下来我们分析这一策略的可行性。

（一）股指期货多头替代+滚动买看跌期权策略

首先我们尝试完全对冲的“股指期货多头替代+滚动买看跌期权”策略。

策略构建：滚动持有固定 10 张 IM 当月股指期货合约，到期日换月。同时，滚动持有 20 张中证 1000 虚值两档看跌股指期货（股指期货乘数 200 元/点，股指期权乘数 100 元/点，因此张数比例 1: 2）。初始资金 2000 万元，暂不考虑手续费及滑点。

回测区间：2023/1/3 至 2025/2/21（IM2502 合约到期日）

策略表现：股指期货当月合约多头替代策略，年化收益率 4.11%，最大回撤 23.87%；滚动买入看跌期权后，策略年化收益率 3.29%，最大回撤 16.87%。

图表 9：股指期货多头替代+滚动买看跌期权策略表现



资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

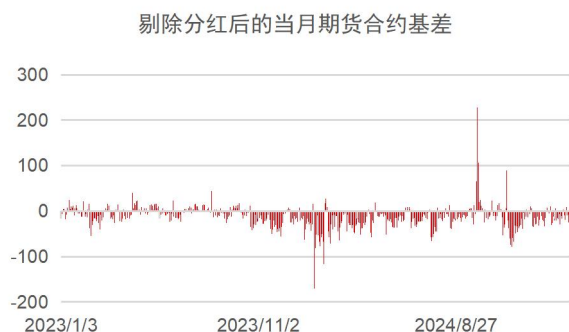
策略效果：通过滚动买入买跌期权，策略在市场下跌行情中有效规避风险，降低回撤。但是长期滚动买入期权的问题在于时间价值的成本损耗，因此年化收益率有所下降。

另外，由贴水收敛收益覆盖期权成本这一目标也并未实现，于是我们进一步对策略进行优化。

（二）股指期货多头替代+在深贴水时买看跌期权

策略构建再度发生变化：依旧滚动持有固定 10 张 IM 当月股指期货合约，到期日换月。当股指期货基差贴水点数（剔除分红影响后的绝对数值）低于阈值后，将贴水作为买入当前看跌期权的额度。一旦触发买权信号后，为规避成本磨损，买看跌策略仅持有 5 个交易日。其他策略参数不变。

图表 10：剔除分红后的当月期货合约基差



图表 11：不同阈值下的策略表现

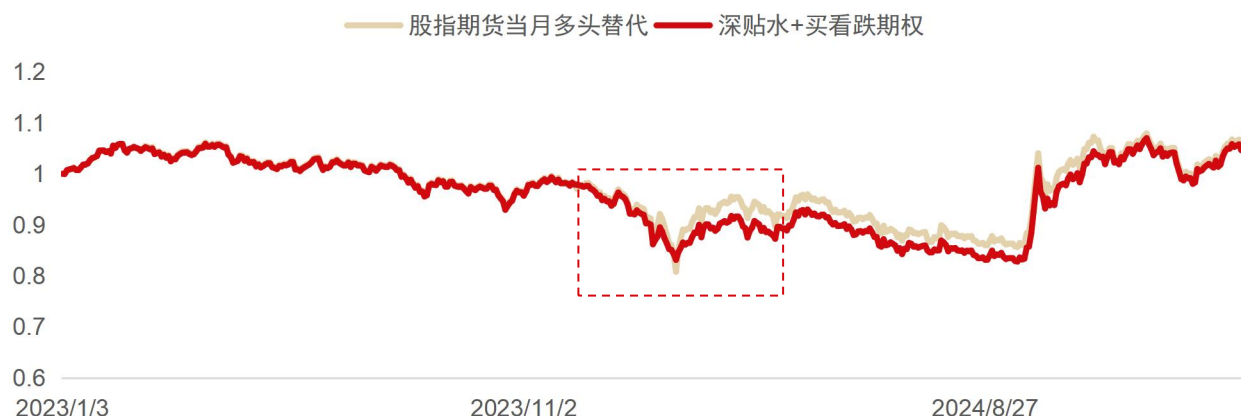
基差阈值	年化收益	最大回撤	信号次数
-30	3.90%	21.44%	88
-40	3.52%	22.28%	46
-50	3.66%	21.83%	30
-60	2.18%	22.95%	13

资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

综合信号次数和阈值高低，综合选择以 50 点基差作为信号阈值，策略表现如下。

图表 12：股指期货多头替代+仅在深贴水时买看跌期权策略表现



资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

策略表现：股指期货当月合约多头替代策略，年化收益率 4.11%，最大回撤 23.87%；在深贴水时买入看跌期权，策略年化收益率 3.66%，最大回撤 21.83%。

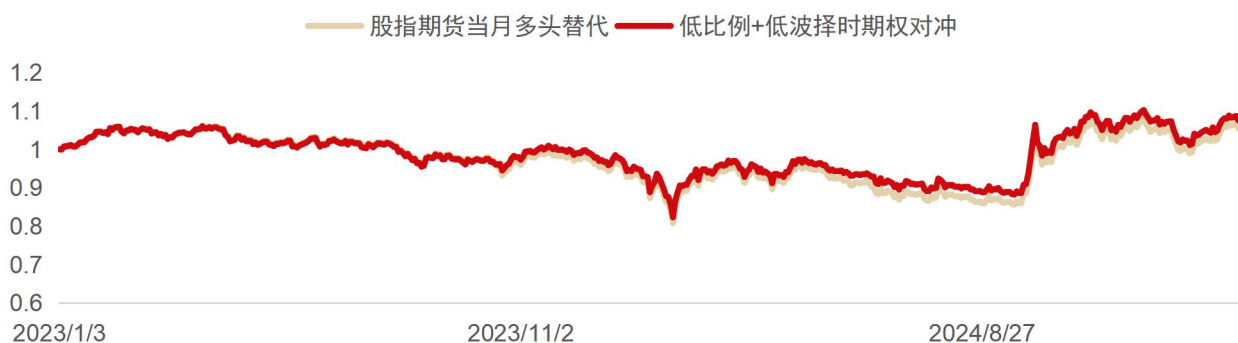
策略效果：“在深贴水时买入看跌期权”策略也在极端行情下起到对冲风险的效果，但其主要的问题在于——在深度贴水时触发信号，此时由于标的指数下跌，看跌期权成本同步大幅提升。以 2024 年 1 月 22 日为例，彼时股指期货深度贴水来到约 170 点，但同时看跌期权权利金也升至 232 点。此时由期货贴水覆盖看跌期权成本的方式，只能通过减少看跌期权张数的方式来实现，深度贴水时期权对冲策略的结果并没有想象中优异（加入备兑/领口资金占用会更多）。

但是从另一个角度来说，“深贴水+期权对冲”策略通过基差筛选期权对冲比例和时机择时，实现低比例期权对冲。相比于期货多头策略降低回撤，其收益表现同样高于固定对冲，整体更加均衡。

（三）股指期货多头替代+低比例对冲+低波动率择时买看跌期权

进一步加入低波动率择时，优化低比例对冲策略，策略构建：持有固定 10 张 IM 当月股指期货，到期日换月。当股指期货期权隐含波动率低于滚动 50 日的 10% 阈值低位时，将基差贴水作为买入当前看跌期权的额度。

图表 13：股指期货多头替代+仅在低波动率时买看跌期权策略表现



资料来源：万得 同花顺 中信期货研究所

策略表现：股指期货当月合约多头替代策略，年化收益率 4.11%，最大回撤 23.87%；低比例对冲+低波动率择时买看跌期权，策略年化收益率 5.04%，最大回撤 22.32%。

策略点评：低波动率择时继续降低买入看跌期权的成本，在长期实现了低比例对冲策略的增厚优化。但面对短期隐含波动率由于异常行情所导致的冲高，可能无法触发信号，难以降低极端回撤。

五、总结

股指期货准备工作：当前 IM 股指期货处于深度贴水，可考虑股指期货多头替代策略。在历史回测中，股指期货当月合约多头替代策略，年化收益率 4.11%，最大回撤 23.87%；基准项中证 1000 指数区间年化收益率 0.12%，最大回撤 26.04%。策略回测相较于基准指数的超额表现较好；但最大回撤仍然偏高。

股指期货期权准备工作：在当前期权隐含波动率的绝对值和滚动分位值双重锚定下，判断期权隐含波动率整体处于偏低水平，买权具备一定性价比。期权策略方面，我们仍推荐短期对冲防御为主。对冲不意味着看空，仅用以防范高位下调的回撤风险。但是如果长期滚动买入期权，痛点在于时间价值的成本损耗。

基于上述观点，我们构建并分析“期货吃贴水+买看跌期权对冲”策略是否具备可行性。策略类比“固收+”思路，以“多头替代+期权”的形式，通过赚取股指贴水带来的稳定收益，尽可能覆盖买期权成本。

在基差深贴水时，根据贴水点数额度买入看跌期权，策略年化收益率 3.66%，最大回撤 21.83%。

策略的结果并没有想象中优异，主要的问题在于——在深度贴水时触发信号，此时由于标的指数下跌，看跌期权成本同步大幅提升。但是从另一个角度来说，“深贴水+期权对冲”策略通过基差筛选期权对冲比例和时机择时，实现低比例期权对冲，并且整体更加均衡。

进一步加入低波动率择时，优化低比例对冲策略。低比例对冲+低波动率择时买看跌期权，策略年化收益率 5.04%，最大回撤 22.32%。策略继续降低买入看跌期权的成本，在长期实现了低比例对冲策略的增厚优化；但面对短期隐含波动率由于异常行情所导致的冲高，可能无法触发信号，难以降低极端回撤。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>