

金融期权

国投期货 2025 年度策略报告

——前路漫漫亦灿灿

2024 年 12 月

目录

引言	3
1. 市场现状分析	4
1.1. 股票市场情况	4
1.2. 债券市场情况	5
2. 实体经济情况简析	6
3. 指数估值水平与期权隐波分析	7
3.1. 宽基指数估值水平	7
3.2. 期权波动率极端变化概率增大	8
4. 期权策略分析	10
4.1. 指数暴涨后卖出虚值看涨控制风险	10
4.2. 品种和方向选择	11
4.3. 配置远月平值或浅虚值看涨期权避免踏空	11
4.4. 结合当前市场情况选择恰当的期权策略	12

沈卓飞 高级分析师

从业资格证号：F3035508

投资咨询号：Z0014628

近期相关报告：

《【点石成金】宏观金融：期指基差出现分化，期权隐波冲高回落》

20241021

《【点石成金】宏观金融：期指升水有所回归，行情或向第二阶段迈进》 20241009

《【点石成金】市场情绪继续向机制演绎，期指涨停升水期权隐波高位维持》 20240930

《临事须静气，处身宜带虚——秋季期权策略展望》 20240925

报告摘要

- 追求稳健收益的资产配置难度加大，股市可能迎来转机

股票市场触底反弹，债券市场风险增加，市场流动性充裕，但资金空转现象严重。低利率背景下追求稳健收益的资产配置难度加大，这可能给股市带来转机，如果投资预期进一步改善，市场对资金的吸引力将增强。

- 分化是当前经济复苏的重要特征

当前的国内经济复苏情况有一个很重要的特征是可能存在地域性的分化。高线城市和低线城市居民消费恢复程度冷热不均，对经济恢复的预期也不尽相同，差异化的资产结构、行业分布和自媒体的影响不可忽视，只关注“身边的声音”容易以偏概全。

- 整体估值水平仍有较大上升空间

在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策支持下，如果明年的经济能加快复苏，上市公司盈利水平修复，部分指数目前的 PE 指标仍然偏低，整体的估值水平仍有较大的上升空间。

- 期权隐含波动率极端变化的概率增加

目前金融期权的隐波已较 10 月初高点明显回落，大致处于年内均值水平左右，属于相对适中的状态。自媒体的快速普及可能会放大市场波动，波动率极端变化的概率增加。

- 结合市场情况选择恰当的期权策略来布局

少量配置远月看涨期权仍然是较好的战略选择，而在短期应保持一定的现货持仓同时结合市场情况选择恰当的期权策略来布局。如果市场出现了短期非理性的波动，要运用期权特性控制敞口，降低风险。

引言

悲观者正确，乐观者前行，这是去年金融期权年报的主题。市场在长期低位磨底后终于在 9 月底开始迅猛反弹，虽然之后指数也有一定的回调，目前也很难判断市场是否真正进入反转阶段，但至少写下这段话时（12 月 17 日）沪深 300 指数的年度回报仍接近 15%。今年大概率主要宽基指数在年末能保持正收益，结束连续 2 至 3 年的持续下跌。长期下跌后，在极度低估值状态下敢于增仓持股的乐观者收获了耐心的奖励，虽然这个过程并不轻松，而看到暴力反弹后匆匆冲进市场的投资者也用真金白银学到了宝贵的一课。悲观者依然是正确的，国内经济面临的挑战一点也不小，地产行业仍未摆脱暴雷泥潭，内需偏弱、就业压力较大，特朗普上台后外贸也面临严峻的挑战。但也能看到，国内政策基调已然出现极大的转向，支持政策显著发力，更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策助力经济触底企稳，过关难过关关过，前路漫漫亦灿灿。当前虽然主要宽基指数出现了一定的反弹，部分指数的估值水平仍然处于偏低的状态，而国债、黄金、美股等资产价格可能处于高位，低利率环境下有稳定收益的资产更加稀缺，国内股市的投资机遇仍然大于风险。

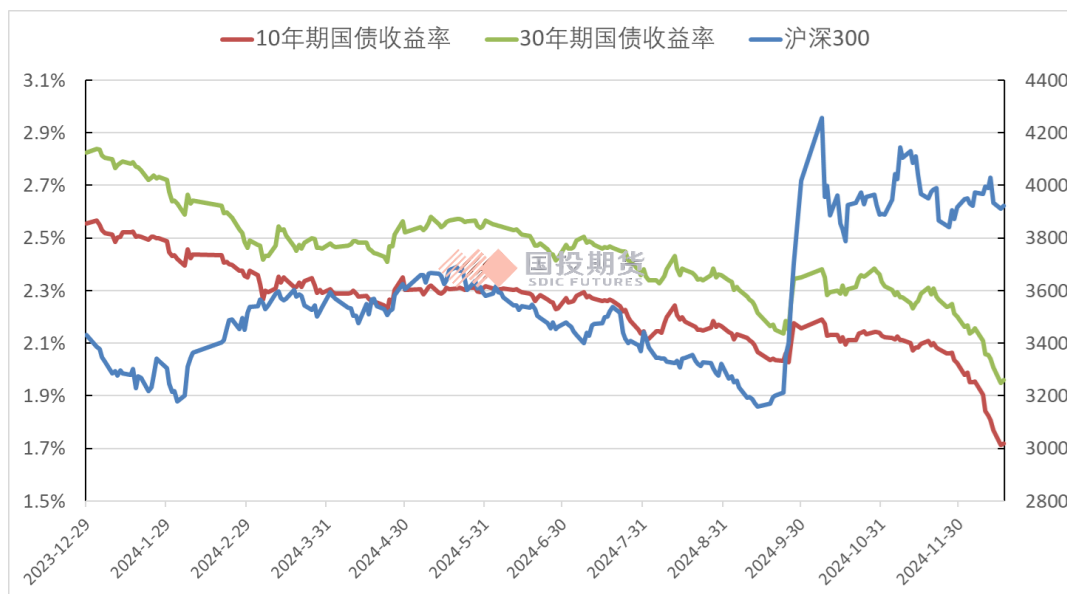
今年的期权市场也格外引人注目，在 1 月底的暴跌和 9 月底的暴涨阶段，期权工具的威力体现的淋漓尽致，更多的投资者开始关注期权市场，学习期权工具的特性，更好的运用于投资实践之中。新常态下自媒体的力量也放大了市场的波动，期权隐波出现爆发性上升的现象更加频繁，类似的情况在 25 年可能继续发生。当前市场在阶段性回调后，期权隐波也从高位回落，以目前指数的估值水平来看，少量配置远月看涨期权仍然是较好的战略选择，而在战术层面可以结合短期市场情况选择恰当的期权策略来布局。

1. 市场现状分析

1.1. 股票市场情况

今年的金融市场非常有趣，权益市场经过了 2-3 年的熊市下跌后，终于在 9 月底开启了逆向反弹，反弹速度之快、幅度之大世所罕见，宽基 ETF 基金甚至连续涨停。这里的逆向指的是逆实体经济的向，虽然股市上涨了，但我们的实体经济看起来仍处于衰退状态之中，517 房地产新政发挥的作用似乎有限，M1-M2 剪刀差持续扩大，制造业 PMI 仍处于收缩区间，但是股市就是反弹了，力度还十分猛烈。这带给我们一个重要的启示，并不是实体经济差，股市就不能上涨，市场能否上涨主要取决于投资者对后市的预期和当下的估值水平。多数投资者认为 9 月底的快速反弹是和 9 月 24 日的政策会议有关，政策会议确实起到了“导火索”的作用，一定程度上改善了投资者的预期，但最本质的原因还是估值水平足够低，下跌的时间足够的长，较少的资金就可以阶段性推动市场反弹。否则难以解释 10 月之后仍有数次重磅会议召开，但市场却不买账，后续依然要关注投资者的预期变化和市场的估值水平。

图 1：沪深 300 指数与国债收益率走势对比



资料来源：Wind，国投期货

1.2. 债券市场情况

与股票市场的曲折相比，债券市场可谓一路长虹，长期国债收益率接连下降，10 年期、30 年期国债收益率接连破 2%。虽然实体经济增速已经放缓，财政和货币政策也继续保持宽松，但如此低的国债利率已经是近些年的最低水平，显示出大量的资金在买长期国债，联想到 M1-M2 剪刀差持续扩大，市场并不缺乏资金，只是资金空转的现象非常严重。连央行都开始利用互换便利工具，甚至亲自下场干预债券市场，降低对债券的投机行为。这个现象也从侧面反映出，房地产市场暴雷、地方债危机产生的连锁反应，导致市场上已经难以找到长期稳健收益率又高的资产，部分市场参与者不得已追逐相对安全的国债资产，这一现象可能仍将延续。这也间接说明，为什么红利资产（银行、电力、煤炭等）、黄金甚至比特币在今年格外受追捧。

但是这样投机买入国债并不是没有风险的，一旦利率市场出现反转，国债收益率上升，长债的账面亏损就会比较大，与这点比较类似的恶性事件就是 23 年初的美国硅谷银行破产。从新闻上看买入这类长债的很多都是农商行、城商行等类金融机构，所以潜在的风险还是很大的。央行现在开始干预债券市场，虽然短期见效可能比较慢，但是一定会有效果。从这个角度来看债券市场还是存有一定的风险的，利率可能不会大幅上升，这样不利于经济的恢复，但是也可能出现阶段性的回调。

国债收益率已经快速下破 2%，央行着手干预债券市场，主要配置长债的理财产品在未来可能并不是安全稳定的资产了。考虑到黄金今年涨幅已经较大，美股估值处于高位已经很久了，而目前国内市场又缺乏相对稳健收益率又较高的产品，如果未来投资者的预期能逐步改善，权益市场又表现出一定的赚钱效应，对资金的吸引力会逐步增强，市场从反弹进入反转的概率更大一些。

2. 实体经济情况简析

简要来说当前国内的经济复苏情况有一个很重要的特征就是分化。首先城市之间经济复苏的程度是分化的。以 2024 年前三季度社零总额同比增速来看，高线城市和其他城市有着明显的分化。广州和深圳社零同比增速不及 1%，北京和上海更是负增长，GDP 排名前十城市中，仅武汉、苏州、重庆社零增速超过全国，南京与全国持平，剩余 6 城增速均低于全国。与之对比像烟台、福州、泉州、青岛等城市社零增速超过 5%，也就是说一线城市的消费恢复的是比较差的，而二三线城市的消费恢复的更好。

为什么出现这样的现象？简要猜测原因，一线城市居民房产占总资产的比例可能更大，在这一轮房价普跌的情况下一线城市居民受损更严重，而且 2020-2021 年一线城市房价上涨较多，高价买房的居民债务压力更大，当房价出现了 20% 以上的下跌，消费意愿明显下降。而低线城市可能房贷压力较轻，消费意愿更强。第二，在这一轮衰退周期中，房地产、金融、互联网企业可能是受冲击最大的几个行业，而这些行业的员工主要聚集在一线和新一线城市之中，降薪、裁员之下，收入大幅下降自然导致消费能力的下降。不过在国家数次出台购房支持政策之后，购房成本和还贷压力都有一定的下降，近期一线城市新房、二手房销情况好转，提前还贷的人数也显著减少，未来一线城市的消费能力还有修复的空间。

第二个分化是对未来经济预期的分化。自媒体时代短视频的盛行更容易影响人对未来的预期，目前大量的短视频都盛行各种唱衰经济的内容，而一线、新一线城市无论是使用短视频软件还是从事自媒体行业的人群更多，只关注“身边的声音”容易以偏概全。短视频的一大特点就以吸引眼球，追逐短期热点，放大焦虑来吸引人观看从而获得流量。这样的视频容易使观看的人产生悲观预期从而降低生产、消费活力，但实际的经济情况可能并没有这么差。

3. 指数估值水平与期权隐波分析

3.1. 宽基指数估值水平

短期的价格走势很难预测，市场总会围绕近期发生的事件反复博弈，追涨杀跌是投资者惯有的思维，但长期来看低估时买入高估时卖出是稳定盈利最重要的原则。市盈率指标可比较清晰的展现目前市场的估值水平，辅助我们判断入场时是否有安全边际，降低大幅亏损的概率。通过 Wind 市盈率 TTM 观察，经过下半年的上涨，目前各宽基指数估值水平虽然已经整体抬升，但部分指数 PE 离市场高点仍有一定距离。

表 1:指数 TTM 市盈率阶段变化

日期	上证50	沪深300	中证500	中证1000	创业板指	恒生科技
2018年12月28日	8.52	10.23	16.24	21.43	27.92	无
2020年2月3日	8.89	11.21	23.08	36.23	50.96	50.96
2021年2月19日	14.93	17.41	29.59	42.24	71.05	48.11
2024年9月18日	9.63	10.87	19.45	28.72	23.58	21.02
2024年12月18日	10.9	12.70	28.1	37.6	34.1	20.30

资料来源：Wind，国投期货

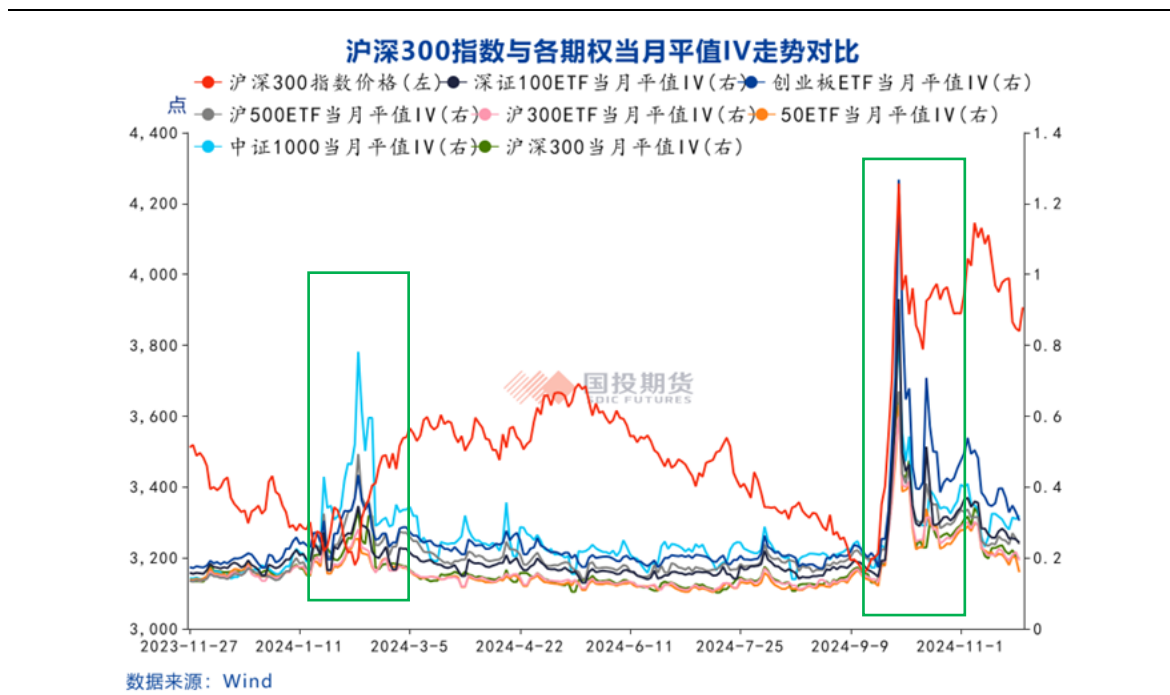
目前指数的静态估值水平略高于 2020 年疫情发生之初，更加偏成长股指数的创业板指和恒生科技指数仍然大幅低于 20 年的水平。如果把 21 年 2 月看成上一轮牛市估值偏高的位置，部分指数仍有较大的上行空间，比较而言潜力较大的分别是创业板指、恒生科技和沪深 300。

值得注意的是近 2 年，确实有不少的企业盈利水平下降，净利润下降。如果明年的经济在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策支持下，上市公司盈利水平修复，甚至出现反弹，以目前的股价来计算 PE 指标仍会下降，整体的估值水平仍有较大的上行空间。

3.2. 期权波动率极端变化概率增大

今年金融期权隐波（IV）有 2 次极端的变化，分别出现在 1 月底的暴跌和 9 月底的暴涨行情中，所不同的是 1 月底期权隐含波动率暴增是因为市场出现了连续非理性的暴跌，而 9 月底是因为暴涨。

图 2：沪深 300 指数与各期权当月平值 IV 走势对比



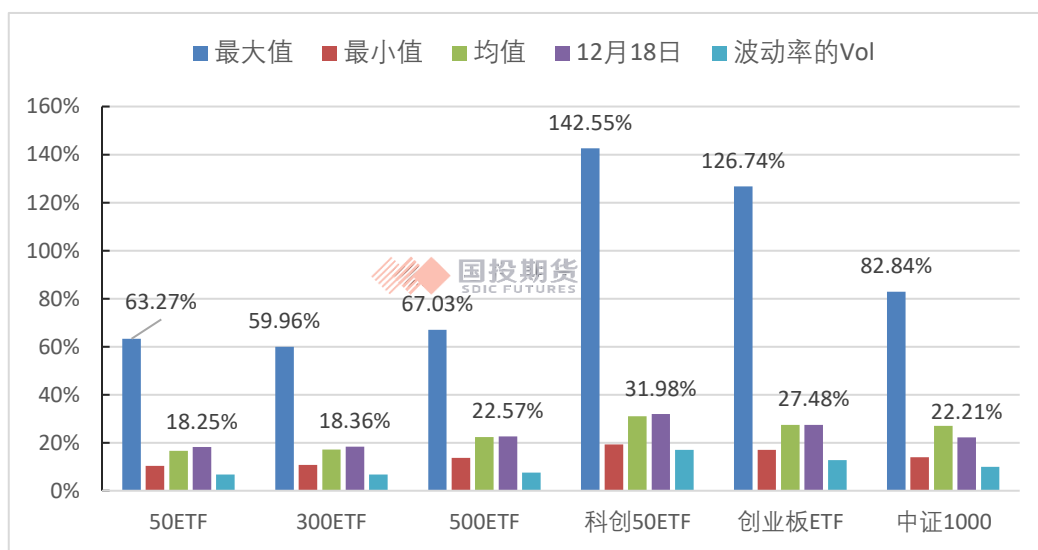
资料来源：Wind，国投期货

1 月底市场快速下跌，雪球集中敲入，量化中性策略、DMA 策略大幅回撤，加剧市场流动性紧张和恐慌程度。流动性挤兑现象开始出现，短时间买入看跌期权需求大增，期权 IV 快速拉升，尤其是跌幅巨大的中小盘股，中证 1000 股指期货 IV 高位超过 80%。市场超跌之后，救市力量开始介入，指数底部企稳回升，看跌期权止盈止损力量大增，短时间供应加速放量，期权 IV 应声回落。9 月底在市场一片悲观之时，支持股市的重磅政策出台，指数快速拉升，创业板指 ETF、科创 50ETF 一度出现连续的 20%涨停，ETF 基金开始溢价，期权 IV 再度暴涨，期权 IV 高点远超历史记录，中证 1000 估值期权 IV 接近 100%，上证 50、沪深 300 期权 IV 也在 50%左右，反映出市场长时间熊市震荡后，爆发性增强。自媒体的快速普及也放大了市场

的波动，这样的情况在 25 年可能会继续发生，这也是为什么建议配置一些远月看涨期权的原因。25 年特朗普上台之后突发性事件发生的概率增大，市场波动短期放大的概率更高，右侧交易的难度极大。

以今年整体的波动率水平来看，目前各宽基指数期权的 IV 已较 10 月初高点明显回落，大致处于年内均值水平左右属于相对适中的状态，还是明显高于期权 IV 最低值。11 月和 12 月偏震荡的行情下，市场观望的情绪更多，进入年末交易节奏可能放缓，如果市场偏震荡的行情延续，短期指数期权 IV 可能仍有一定下行空间。不过目前每日市场成交额要远大于 9 月初，刺激政策又不断公布，市场还是留有一定的看涨预期，所以期权 IV 重回年内低点的概率不高。

图 3：金融期权隐波（IV）统计指标



资料来源：Wind，国投期货

表 2：金融期权隐波（IV）统计指标

期权 IV (24 年)	最大值	最小值	均值	12 月 18 日	波动率的 Vol
50ETF	63.27%	10.38%	16.64%	18.25%	6.76%
300ETF	59.96%	10.73%	17.21%	18.36%	6.80%
500ETF	67.03%	13.68%	22.41%	22.57%	7.50%
科创 50ETF	142.55%	19.22%	31.06%	31.98%	16.98%
创业板 ETF	126.74%	17.05%	27.38%	27.48%	12.73%
中证 1000	82.84%	13.97%	27.03%	22.21%	10.01%

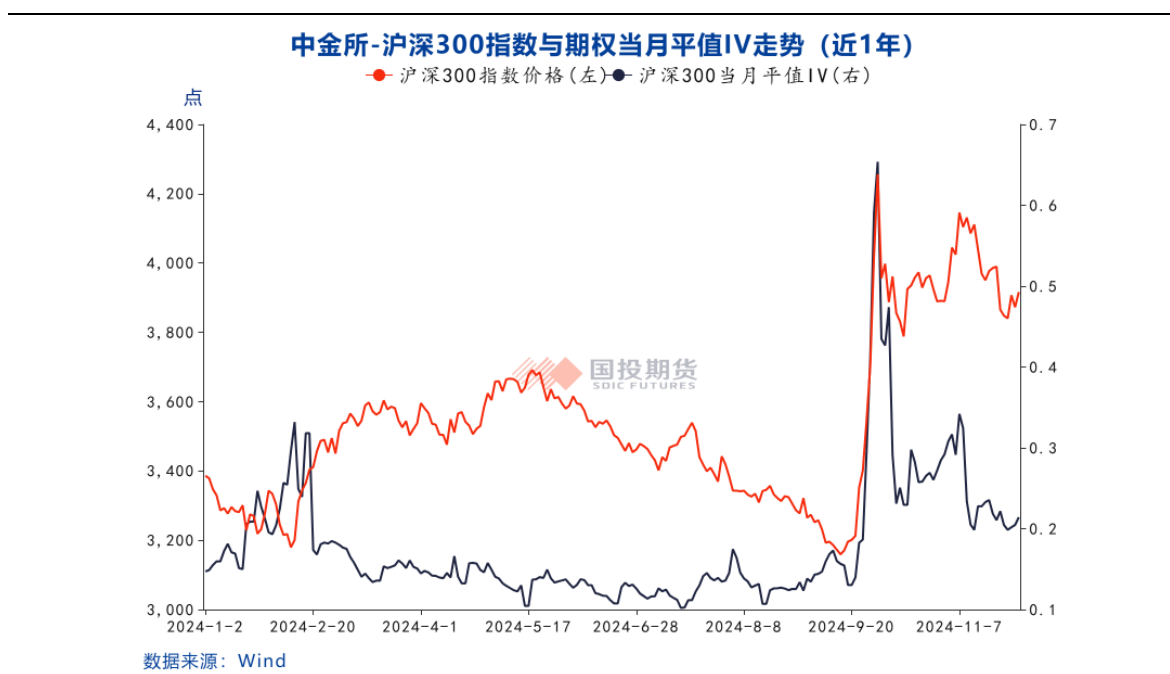
资料来源：Wind，国投期货

4. 期权策略分析

4.1. 指数暴涨后卖出虚值看涨控制风险

由于今年期权 IV 变化的幅度足够大，这里介绍一个期权 IV 大幅变化，降低持仓风险的策略。期权 IV 出现极端变化时往往具有极好的期权交易机会，当波动率短期出现非理性的上升，往往是较好的卖期权时机，极高的期权 IV 产生更多的溢价，安全垫较高，更多的时候可以通过卖出高溢价的虚值看涨期权调节现货敞口风险。

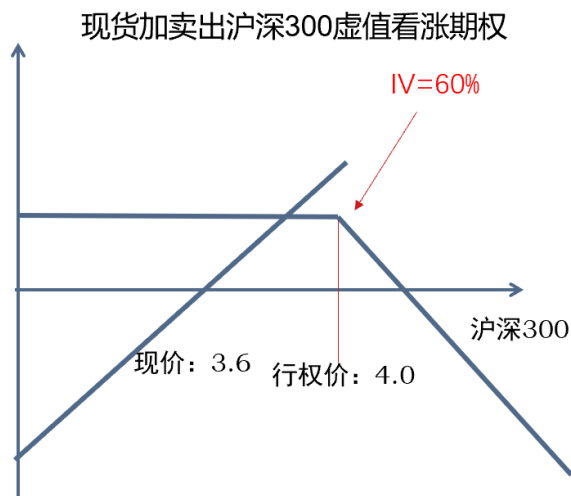
图 4：沪深 300 指数与期权当月平值 IV 走势对比



资料来源：Wind，国投期货

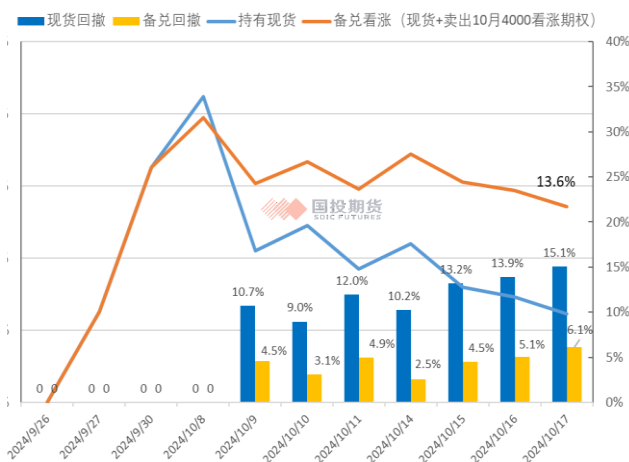
举例说明，假设你看过24日发布会后觉得指数会上涨，在9月26日以收盘价买入1000手沪深300ETF，价值36.4W。买入后指数继续暴涨，期权IV快速上升，在国庆前沪深300盘中上升到3900点，股指期货IV已经上升到50%以上。考虑到有十一长假，风险较大但又不愿意减仓怕踏空。此时看涨期权特别“贵”，卖出1手沪深300行权价4000看涨期权收取27100权利金。国庆归来后指数高开后跳水，期权IV快速下降，一直持有到10月17日，备兑策略相比持有现货有7.5%的超额受益（备兑13.6%；持有现货6.1%），且最大回撤显著缩小（-15.1%缩小至-6.1%）。

图 5：高隐波时备兑看涨策略



资料来源：Wind，国投期货

图 6：持有现货和备兑看涨收益回撤对比



资料来源：Wind，国投期货

4.2. 品种和方向选择

经过反弹之后，目前指数的静态估值水平已较 9 月初的低点有一定回升，所以投资的难度是增大的，尤其是中证 500、1000 指数看起来并没有比上一轮高点低多少。相比较而言更加偏成长股指数的创业板指和恒生科技指数仍然大幅低于 20 年的水平，沪深 300 指数动态 PE 离高点也仍有一定距离。如果把 21 年 2 月看成上一轮牛市估值偏高的位置，部分指数仍有较大的上行空间，比较而言潜力较大的分别是创业板指、恒生科技和沪深 300。

前面也提到今年部分公司净利润是出现了一定的下降，如果明年的经济在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策支持下，上市公司盈利水平能有一定的修复，甚至出现反弹，以目前的股价来计算 PE 指标仍会下降，整体的估值水平仍有较大的上行空间。

4.3. 配置远月平值或浅虚值看涨期权避免踏空

考虑当前的政策支持力度和潜在的内外宏观环境，结合当前的估值水平和企业潜在的利润增长趋势，战略上建议保持较高的权益仓位或者少量配置远月平值或浅虚值看涨期权，避免踏空。当然权益仓位建议选择沪深 300 指数、创业板指或者估值整体偏低同时企业质地较好的个股。远月看涨期权虽然权利金数值

较高，但性价比较高，仅用较少的资金就可以产生较高的权益替代效果，同时最大亏损有限，减少了大幅回撤的几率。以沪深 300 股指期货为例，2509 合约虚值一档行权价 4000 的看涨期权价格约 28100 元/手，当前沪深 300 指数 3922 点，买一手 4000 的看涨期权相当于仅用 28100 元的资金获得一个价值 392200 元的远期资产收益，即便考虑 Delta 因素也接近 20W 的价值。从仓位考虑上使用 5% 的资金配置远期看涨期权就等于做多了接近 40% 的资产。

4.4. 结合当前市场情况选择恰当的期权策略

在近月合约上建议在保持一定现货敞口的基础上，根据当时的期权 IV 水平、股指贴水程度、指数估值水平灵活运用期权工具的特点，降低现货持仓成本。例如目前指数估值水平整体不高，如果出现短期较大的跌幅可以考虑卖出一定的虚值 ETF 看跌期权，如果指数跌破期权行权价就按行权价低价接货，拉长周期看指数大概率会涨上来。在应用这种卖出看跌期权策略时，如果当时的期权 IV 又较高（例如 25%-50%）、股指期货贴水较大（沪深 300—5%~10%；中证 1000—10%~20%）会获得更多的权利金安全垫，如果指数跌不破行权价潜在的回报也会非常可观。

当然也要注意，如果出现了类似 9 月底 10 月初的暴涨行情，在市场情绪明显不理性时，可以考虑在持有现货的同时卖出较高行权价的看涨期权，如果期权 IV 较高，这种新组的备兑策略可以显著降低回撤幅度，即便短期涨破行权价首先可以高价交货，同时由于配置了少量的远月看涨期权，也并没有产生短期的踏空风险。

最后无论采用哪种期权策略，建议根据风险偏好或者最大可承受亏损额度建立仓位，避免出现由于期权高杠杆特性产生远超风险偏好的仓位，短期的小波动会数倍放大，极端考验投资者的心理承受能力，反而得不偿失。

【免责声明】

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区金融街街道金融大街 5 号新盛大厦 B 座 18 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投期货研究院公众号



国投期货数据投研平台安卓版



国投期货数据投研平台 IOS 版

