



FUTURE

## 光期研究：“对等关税”对股指的影响

### 摘要：

光大期货研究所

宏观金融研究团队

分析师：王东瀛

期货从业资格号：

F03087149；

交易咨询资格号：

Z0019537。

品种：股指期货

日期：

期市有风险

入市需谨慎

美国本轮关税政策的本质是当局试图以降低经常账户逆差的方式缓解资本账户顺差不足的压力，这一问题短期难以解决。关税政策仍是手段，而非目的，其真实目的仍是通过点对点的谈判重塑全球贸易格局。在其他经济体与美国谈判过程中，其对华关税政策可能成为谈判筹码，中国对欧盟、日韩等国的出口额可能成为需求侧的边际扰动。

A股市场，我们从上市公司境外收入占比、资本支出策略、ROE水平三个角度分析关税可能对那些板块造成明显影响。从配置角度，建议警惕海外营收占比较高且近年来资本支出持续增加的行业，以及境外营收占比高但ROE水平偏低的行业的相关风险。

股指操作方面，长期来看可以调整相关板块风格敞口，并使用股指期货构建中性策略；短期来看，在波动率明显走高的时间点，可以构建做空波动率策略并使用股指期货对冲期权方向敞口。

## 一、“对等关税”背景

### 1、关税为何而来

截止北京时间 2025 年 4 月 9 日，美国对华关税税率累计增至 116%以上，其中 2025 年在原有约 12%的关税基础上分别 2 次加增 10%，并于近期分别加增 34%和 50%，上述税率已于 4 月 9 日中午生效。作为回应，中方对美关税提升 84%。未来不排除双方关税税率继续升级的可能。4 月 9 日下午，国务院发布《中美经贸关系中方立场白皮书》，向外释放谈判诚意。

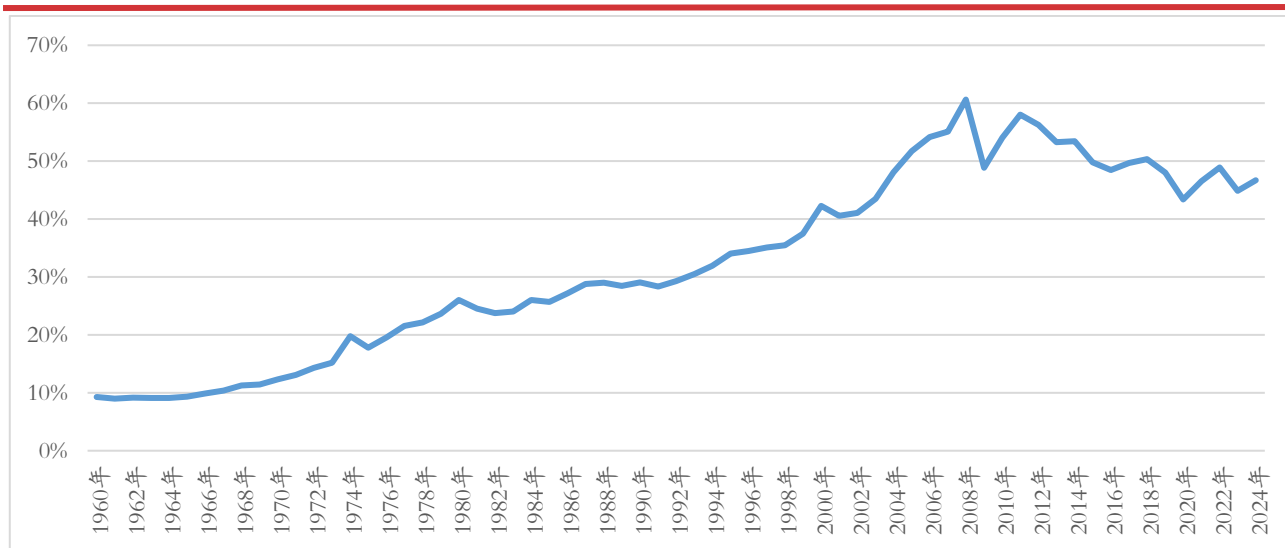
“布雷顿森林体系”解体后，美国构建了“科技—美债—美元—商品”的经济循环模式，通过资本账户顺差和经常账户逆差实现美元的全球流动和经济的平衡发展，这一体系促成了全球化的不断加深。然而，随着美债的大规模发行和科技进步的阶段性停滞，上述美元循环体系再一次遭遇挑战。美国当局试图以降低经常账户逆差的方式缓解资本账户顺差不足的压力，在这一背景下，关税时隔百年再次走上世界舞台的中心。

### 2、“对等关税”仍是手段

根据特朗普团队的表述，针对主要贸易逆差国，美国“对等关税”的计算方法为美国对他国贸易逆差额的一半。这一算法不仅略显粗糙，而且可能远超各国出口的实际利润水平，从而使得各经济体与美国的贸易活动陷入停滞。考虑到美国对于进口的依赖度极高，这一情况实际发生且长期维持的可能性偏低。尽管美国 GDP 中消费占比超过 2/3，但商品部分仍体量较大，且对外贸的依存度极高，如果使用美国进口金额占美国 GDP 商品部分的比值来表示美国对进口的依赖程度，可以看到，该指标自 1970 年代持续上升，至今仍维持在 40%以上。

因此，我们认为，对于主要经济体，美国关税政策仍是手段，而非目的，其真实目的仍是通过对点的谈判重塑全球贸易格局。

图表 1：美国进口金额占 GDP 商品部分比例



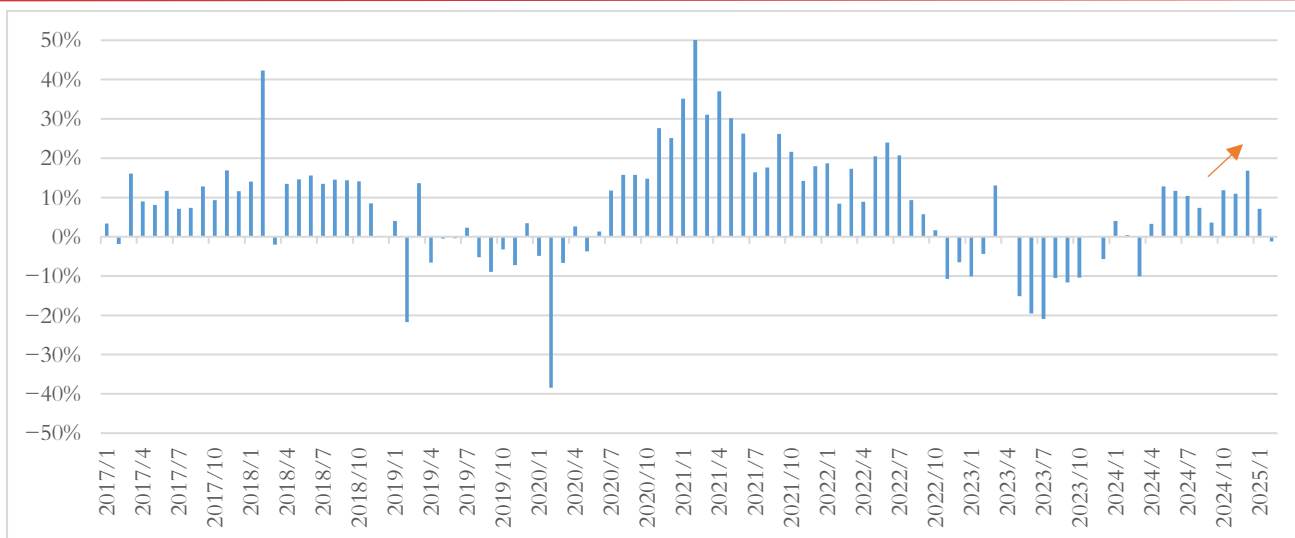
资料来源：Wind，光大期货研究所

### 3、关注第三方对华关税态度

在其他经济体与美国谈判过程中，其对华关税政策可能成为谈判筹码。目前市场对于中美贸易额缩量已经有明显计价，相关企业自 2024 年底以来“抢出口”现象明显，中国对美国、东盟和墨西哥的合计出口金额（美元计价）在 2024 年 12 月到达同比 16.8% 的高位；2025 年 2 月，该出口数据已经开始回落。这说明市场已经预期 2025 年中国对美国直接和间接出口会受到重大影响；经过 4 月 7 日的回调，资本市场也已基本计价这一预期，未来美国对华关税税率的继续抬升边际影响有限。

但是，自 2024 年以来，除美国外，欧盟、东盟等主要经济体也陆续调整对华税收政策，主要调整思路包括以下几个方面：（1）提升部分产品关税税率；（2）取消小额进口免税政策；（3）提升增值税税率；（4）加强进出口管制等。对华贸易政策可能成为未来其他国家与美国谈判时的主要筹码之一，可能对我国出口和跨境电商业务带来直接影响。分国别来看，中国对欧盟、英国、日本、韩国等主要经济体出口金额占我国总出口份额约 28.97%，这部分出口额可能成为需求侧的边际扰动。

图表 2：中国对美国、东盟、墨西哥出口金额当月同比（美元计价）



资料来源：Wind，光大期货研究所

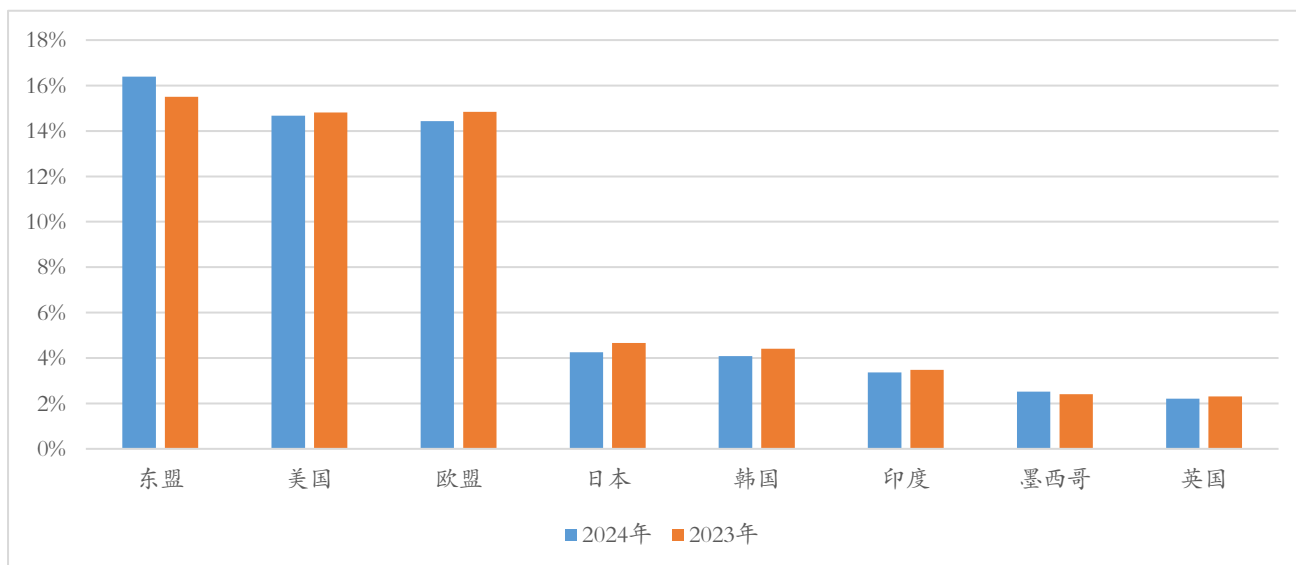
图表 3：各国对华关税变化

时间	经济体	政策表述
2024/6/28	印尼	将对从鞋类到陶瓷等进口产品征收100%至200%的保障性关税。
2024/10/29	欧盟	自2024年10月31日起，对中国进口电动汽车征收为期5年的最终反补贴税，税率17%至35.3%。
2024/12/10	泰国	严格检查来自中国的进口货物，由“随机检查”改为“100%检查”。
2024/12/19	墨西哥	对纺织品及成衣产品征收35%的关税，对纺织品原材料征收15%的关税。
2024/12/19	美国	自2025年1月1日起，对从中国进口的太阳能硅片和多晶硅的税率将提高至50%，某些钨产品的税率将提高至25%
2024/12/25	越南	对中国风塔及风力发电设备零部件加征97%的反倾销税。
2025/1/1	泰国	对售价不高于1500泰铢的进口商品，自2024年7月5日起征收7%的增值税，在2025年免征关税。
2025/1/1	墨西哥	自2025年1月1日起，将对包括亚马逊在内的所有外国电商平台征收16%的增值税。
2025/2/1	美国	自2025年2月4日起，对所有中国商品加征10%关税。
2025/2/5	欧盟	计划取消价值150欧元以下包裹的免税政策，新规实施后，跨境小商品税率大约在10%-20%之间。
2025/2/28	越南	自2025年2月18日起，越南对以快递方式进口、价值低于100万越南盾的商品征收10%增值税。
2025/3/3	美国	自2025年3月4日起，对原产于中国内地和香港的进口货物关税由10%上调至20%。
2025/4/1	越南	自4月16日起，对原产于中国的普碳及合金钢镀层板卷征收临时反倾销税，税率37.13%。
2025/4/2	美国	自2025年4月9日起，对中国商品加征34%关税。

资料来源：光大期货研究所

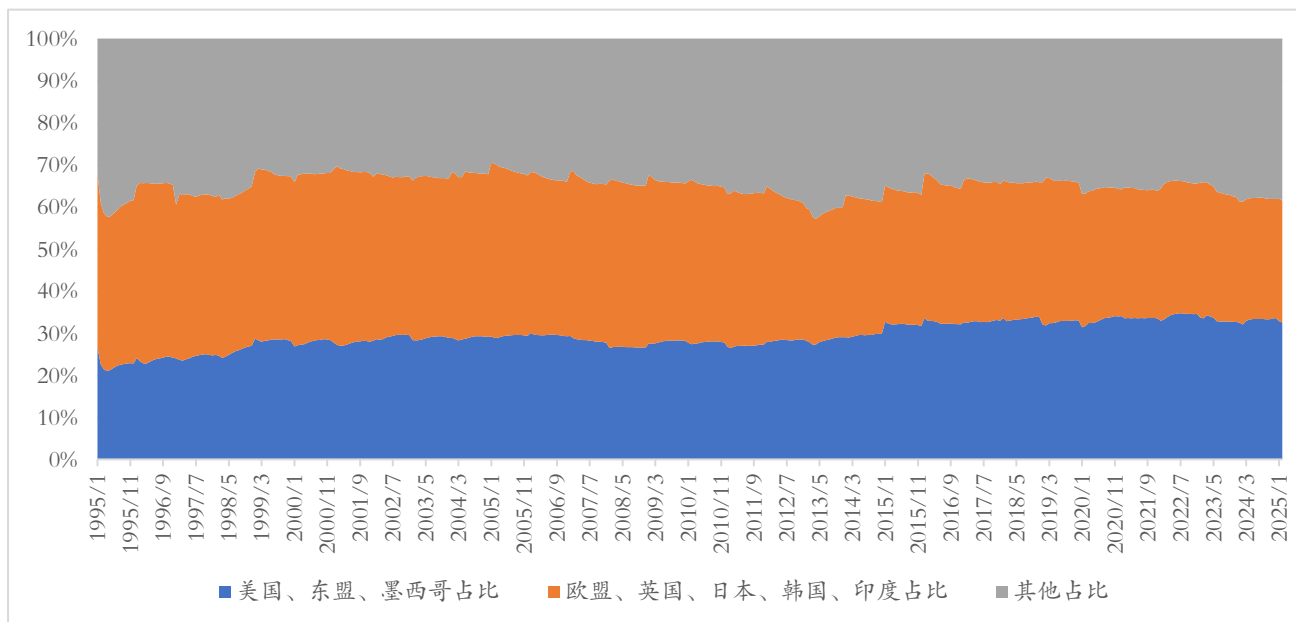
2019 年，中国对欧洲国家、日韩、印度出口总和占比一度超过 35%，近年来持续回落至 28.97%附近，该变化范围相比与对美直接和间接出口数据更加明显，是 2025 年需重点关注的领域。

图表 4：中国出口份额分国别占比（美元计价）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 5：对美国和其他经济体出口占比变化



资料来源：Wind，光大期货研究所

## 二、关税冲击对 A 股各板块影响

### 1、大类产品出口金额

根据中国海关总署数据，2024 年我国出口产品规模较大的大类包括：“机电、音像设备及其零件、附件”、“纺织原料及纺织制品”、“贱金属及其制品”、“化学工业及其相关工业的产品”、“塑料及其制品；橡胶及其制品”、“车辆、航空器、船舶及运输设备”等。关税预计会对相关商品供需造成直接冲击，可以关注对应商品期货价格波动。

图表 6：2024 年中国对部分国家和地区出口商品类别金额（单位：亿元人民币）

	美国	东盟 7 国	欧盟	日本	韩国	印度	英国	澳大利 亚	巴西	阿拉伯联 合酋长国	沙特 阿拉伯
活动物；动物产品	100.70	143.08	162.30	139.60	87.18	0.69	30.86	8.55	9.92	2.67	0.92
植物产品	151.39	660.50	219.90	184.66	104.25	16.45	24.07	21.40	14.90	44.09	16.65
动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂	89.63	69.42	78.59	2.37	7.35	1.46	1.97	8.10	1.52	0.65	0.19
食品；饮料、酒及醋；烟草及制品	517.67	685.06	383.17	401.74	230.49	14.02	125.90	63.77	16.89	42.91	21.54
矿产品	93.99	1327.61	303.28	322.44	217.89	44.07	22.67	160.74	12.67	49.82	9.71
化学工业及其相关工业的产品	1283.44	2292.67	2035.37	683.33	1031.04	1143.56	186.94	271.60	703.13	201.51	99.09
塑料及其制品；橡胶及其制品	1890.64	2338.74	1471.87	441.89	416.86	496.62	277.91	316.01	272.77	262.81	206.35
革、毛皮及其制品；箱包；肠线制品	455.33	490.88	503.94	163.71	113.40	38.22	91.37	62.89	63.42	41.96	40.81
木及制品；木炭；软木；编结品	232.87	173.94	222.89	87.88	25.72	19.67	66.93	54.38	6.19	28.52	28.17
纤维素浆；废纸；纸、纸板及其制品	383.08	484.12	250.28	93.81	68.13	66.81	79.34	100.19	32.59	68.70	48.19
纺织原料及纺织制品	3513.19	3371.91	2824.22	1091.69	679.54	399.46	490.08	452.60	340.78	327.12	278.13
鞋帽伞等；羽毛品；人造花；人发品	1173.07	618.07	858.43	186.10	129.11	52.16	150.97	73.38	32.57	83.61	60.31
矿物材料制品；陶瓷品；玻璃及制品	592.19	736.90	490.80	121.18	264.16	207.93	97.30	102.70	61.54	97.46	97.25
珠宝、贵金属及其制品；仿首饰；硬币	162.85	180.76	96.54	12.66	16.04	15.99	17.50	25.71	5.60	38.67	5.81
贱金属及其制品	2150.10	4311.04	2219.65	667.89	1164.42	636.81	348.28	467.20	438.74	541.60	483.25
机电、音像设备及其零件、附件	15527.48	15774.17	16344.54	4448.79	4417.64	4763.05	1943.92	1603.31	2090.83	1764.82	1210.62
车辆、航空器、船舶及运输设备	1801.03	2177.52	3091.24	531.72	485.41	193.47	555.61	456.68	592.30	672.54	461.03
光学、医疗等仪器；钟表；乐器	972.52	782.77	1016.24	314.36	234.76	209.74	124.87	103.08	110.37	61.03	42.13
武器、弹药及其零件、附件	8.11	0.20	3.13	0.18	0.08	0.01	0.42	0.11	0.53	0.53	0.05
杂项制品	4594.61	2305.84	2803.28	746.25	472.63	248.65	693.23	517.94	226.45	274.62	303.13
艺术品、收藏品及古物	2.69	2.54	8.01	0.25	1.06	0.01	1.35	0.41	0.02	0.12	0.07
特殊交易品及未分类商品	1640.64	1405.33	1362.92	173.26	247.51	4.75	280.22	160.17	94.49	61.99	148.43
总计	37337.22	40333.06	36750.58	10815.77	10414.69	8573.60	5611.71	5030.93	5128.21	4667.76	3561.84

资料来源：中国海关总署，光大期货研究所

### 2、出口对 A 股行业板块影响

对股票市场而言，关税的影响则更加复杂，股票价格不仅反映上市公司产品的供需，更反映其资本运作和经营方向的调整。我们从上市公司境外收入占比、资本支出策略和 ROE 三个维度对 A 股行业板块进行一个梳理。

因境外营收数据属于财报附注项目，为了数据的完整性，我们采用目前已上市个股在 2023 年度境外营业收入占营业总收入的比值作为企业海外依存度指标，并将该数据与 2017 年进行



对比。可以看到，申万一级行业中，电子海外收入占比 42.16%，家用电器占比 36.62%，汽车占比 24.43%，位居前三。除电子外，多数海外营收占比排名靠前的板块相比 2017 年海外业务占比均有提升，公司业务更加向海外倾斜，这类行业预计会受到明显影响，例如汽车、机械设备、电力设备等，上述三者均与新能源汽车密切相关。相反，地产基建、金融、食品饮料等板块海外依存度较低，且多年以来变化不大；其中食品饮料等板块与国内通胀预期关联较高，随着未来提振内需政策的不断出台，在本轮关税冲击中可能成为相对优势板块。

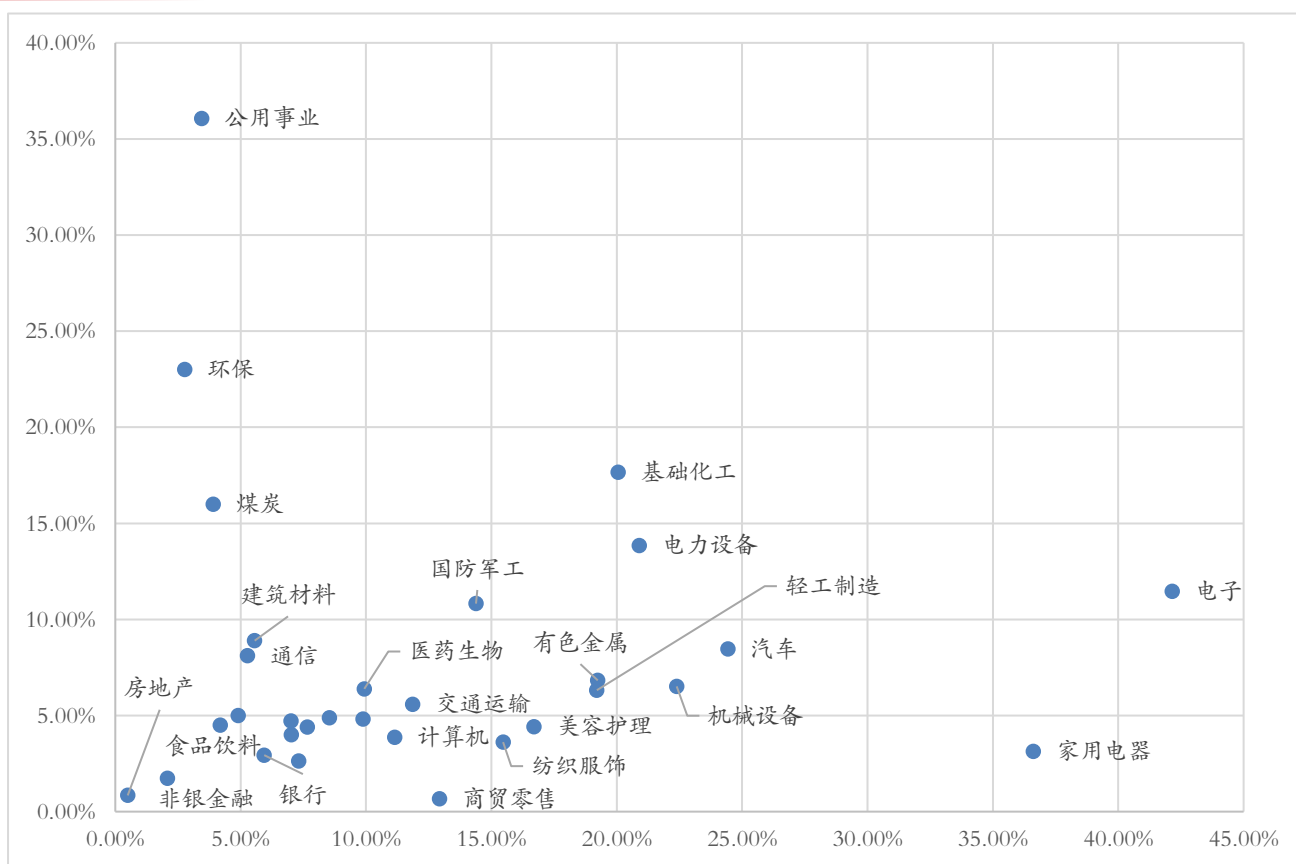
图表 7：申万一级行业境外收入占比与财务指标比较

申万一级行业	2023境外收入占比	相比于2017年变化百分比	资本支出占比营收	ROE	营业净利率	资产周转率	权益乘数
电子	42.16%	-2.89%	11.46%	4.01%	3.21%	65.85%	1.90
家用电器	36.62%	3.59%	3.13%	15.14%	7.82%	79.94%	2.42
汽车	24.43%	10.96%	8.46%	7.79%	4.01%	76.15%	2.55
机械设备	22.39%	6.44%	6.52%	6.41%	6.22%	49.43%	2.08
电力设备	20.90%	6.18%	13.84%	5.32%	4.04%	52.77%	2.50
基础化工	20.06%	2.86%	17.66%	5.97%	5.21%	59.03%	1.94
有色金属	19.24%	6.21%	6.83%	11.07%	5.22%	104.93%	2.02
轻工制造	19.21%	4.31%	6.32%	6.01%	4.76%	64.87%	1.95
美容护理	16.70%	0.37%	4.42%	7.42%	8.41%	59.78%	1.48
纺织服饰	15.47%	0.86%	3.62%	7.73%	5.67%	81.84%	1.66
国防军工	14.39%	2.20%	10.82%	3.00%	4.04%	36.41%	2.04
商贸零售	12.93%	1.70%	0.66%	4.32%	1.97%	85.27%	2.57
交通运输	11.86%	-1.03%	5.58%	7.21%	4.46%	69.94%	2.31
计算机	11.14%	1.65%	3.87%	3.19%	2.82%	64.21%	1.76
医药生物	9.93%	1.82%	6.39%	6.61%	6.42%	63.02%	1.63
社会服务	9.88%	1.49%	4.82%	7.24%	8.52%	47.01%	1.81
传媒	8.53%	2.87%	4.89%	3.56%	4.51%	49.17%	1.61
农林牧渔	7.66%	0.85%	4.41%	6.57%	3.01%	95.28%	2.29
建筑装饰	7.31%	-2.56%	2.62%	6.41%	2.64%	56.32%	4.31
石油石化	7.02%	-0.31%	4.00%	10.31%	5.04%	104.03%	1.97
钢铁	7.01%	0.08%	4.72%	0.78%	0.39%	87.02%	2.31
银行	5.94%	-1.28%	2.94%	9.06%	38.30%	1.88%	12.62
建筑材料	5.56%	0.84%	8.90%	2.45%	2.72%	44.52%	2.02
通信	5.27%	0.15%	8.11%	8.46%	8.61%	57.52%	1.71
综合	4.90%	0.91%	4.99%	-9.54%	-10.33%	33.02%	2.80
食品饮料	4.18%	-0.73%	4.50%	21.42%	21.77%	67.50%	1.46
煤炭	3.90%	1.16%	16.00%	12.56%	14.30%	48.37%	1.82
公用事业	3.45%	1.63%	36.07%	8.85%	10.64%	30.72%	2.71
环保	2.76%	-1.42%	23.01%	5.07%	8.03%	27.02%	2.34
非银金融	2.08%	0.32%	1.73%	8.83%	16.08%	7.97%	6.90
房地产	0.50%	-0.46%	0.84%	-2.04%	-2.43%	21.36%	3.94

资料来源：Wind，光大期货研究所

资本支出比例较高表明行业处于发展期，如果相关行业海外营收占比同样较高，则可能受到关税政策明显影响。相关板块包括电子、电力设备、基础化工等。我们绘制了海外营收占比（横坐标）和资本支出占比（纵坐标）的散点图，一个显著的特点是多数板块在上述两个指标上分化较大，一定程度上表明海外业务依存度高的行业在过去几年间已经开始调整发展战略，总体呈现收缩趋势。

图表 8：境外收入占比（横轴） vs 资本支出占比营收（纵轴）

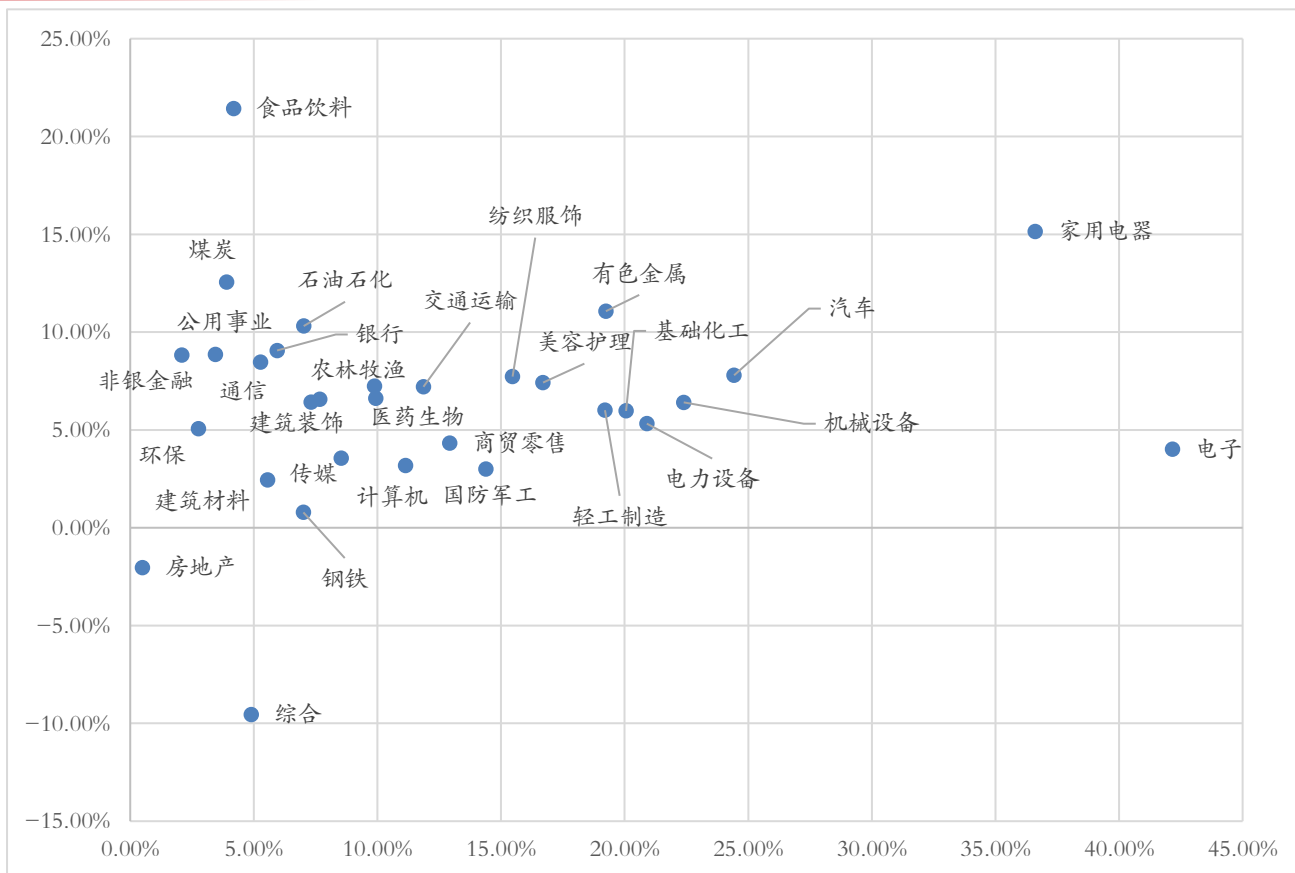


资料来源：Wind，光大期货研究所

从截止 2024 年第三季度 ROE 来看，海外营收占比靠前的板块中，除家用电器和有色金属外，多数板块 ROE 低于 A 股平均水平。其中电子板块尤为明显，其 ROE 为 4.01%，且营业净利率仅为 3.21%，关税政策对该行业冲击可能较为明显。



图表 9：境外收入占比（横轴） vs ROE（纵轴）



资料来源：Wind，光大期货研究所

对于申万二级行业，我们可以用同样的角度进行对比。处于资本支出高位同时海外营收占比较高的板块包括：电子元件、光学光电子、半导体；光伏设备、电池、电机；化学制品、能源金属、医疗服务、医疗器械、农化制品、航航装备等等。海外营收占比较高但 ROE 水平偏低的板块包括：光学光电子、半导体、黑色家电、电机、光伏设备、航海装备、贸易、游戏等等。

图表 10：申万二级行业境外收入占比与财务指标比较

申万一级行业	申万二级行业	2023境外收入占比	相比于2017年变化百分比	资本支出占比营收	ROE	营业净利率	资产周转率	权益乘数
电子	元件	48.39%	4.56%	13.67%	8.15%	8.03%	59.50%	1.71
	消费电子	46.43%	22.83%	3.79%	10.04%	3.86%	119.65%	2.18
	光学光电子	43.60%	2.37%	13.48%	-1.70%	-1.54%	48.23%	2.29
	半导体	34.37%	-15.96%	30.76%	2.71%	4.92%	34.98%	1.57
	其他电子II	25.02%	-56.81%	3.41%	3.66%	1.77%	108.16%	1.91
家用电器	电子化学品II	16.32%	-15.17%	27.41%	5.87%	8.64%	46.09%	1.48
	其他家电II	65.78%	-0.35%	2.58%	4.06%	4.33%	59.19%	1.59
	照明设备II	47.84%	-5.69%	3.77%	7.59%	6.96%	66.61%	1.64
	小家电	42.56%	2.51%	4.82%	14.62%	8.25%	95.77%	1.85
	白色家电	37.14%	3.02%	2.65%	18.83%	9.25%	77.14%	2.64
汽车	家电零部件II	36.28%	14.85%	5.05%	12.11%	7.19%	82.98%	2.03
	黑色家电	33.00%	3.52%	3.24%	2.94%	1.20%	91.85%	2.68
	摩托车及其他	39.76%	1.51%	5.49%	9.45%	6.30%	76.48%	1.96
	汽车零部件	33.05%	3.96%	7.10%	8.54%	5.83%	68.87%	2.13
	商用车	23.71%	12.36%	0.33%	6.92%	2.65%	91.55%	2.86
机械设备	乘用车	18.97%	14.85%	11.15%	7.17%	3.00%	78.84%	3.03
	工程机械	42.09%	24.79%	7.14%	8.59%	7.72%	50.61%	2.20
	专用设备	23.39%	3.20%	6.25%	6.38%	6.10%	48.19%	2.17
	通用设备	19.59%	0.35%	8.66%	4.57%	4.30%	55.15%	1.93
	自动化设备	13.83%	-4.47%	6.16%	6.86%	7.54%	49.57%	1.84
电力设备	电机II	31.71%	0.98%	10.30%	4.87%	4.47%	59.39%	1.84
	光伏设备	27.67%	5.91%	19.70%	-0.89%	-0.59%	56.06%	2.71
	电池	25.04%	9.84%	15.99%	8.37%	6.88%	49.99%	2.43
	其他电源设备II	15.32%	2.08%	2.71%	5.37%	4.23%	41.73%	3.04
	风电设备	13.41%	-2.72%	14.16%	3.30%	3.08%	38.39%	2.79
基础化工	化学制品	27.01%	7.74%	16.37%	6.11%	5.33%	58.47%	1.96
	农化制品	25.58%	-3.40%	11.16%	6.71%	5.53%	62.92%	1.93
	橡胶	15.41%	-3.29%	18.38%	4.50%	3.67%	65.95%	1.86
	化学纤维	15.09%	1.91%	9.73%	4.63%	3.15%	74.00%	1.99
	塑料	15.07%	0.83%	13.27%	3.72%	3.05%	64.69%	1.89
石油石化	非金属材料II	10.34%	-4.13%	68.16%	6.62%	8.25%	35.78%	2.24
	油气开采II	39.80%	-27.52%	0.60%	19.48%	32.76%	39.56%	1.50
	油服工程	21.16%	-8.60%	4.03%	7.48%	3.68%	76.43%	2.66
	小金属	41.37%	14.58%	4.24%	11.92%	6.38%	98.87%	1.89
	能源金属	40.30%	30.22%	26.91%	4.61%	6.51%	36.26%	1.95
有色金属	金属新材料	36.57%	9.65%	6.34%	7.30%	5.78%	73.12%	1.73
	工业金属	13.71%	1.16%	5.01%	13.00%	5.06%	124.51%	2.06
	家居用品	31.44%	5.09%	5.33%	8.04%	6.53%	69.06%	1.78
	轻工制造	18.57%	-4.37%	4.80%	5.38%	3.79%	86.80%	1.63
	包装印刷	11.16%	1.08%	5.23%	5.25%	4.70%	63.06%	1.77
美容护理	化妆品	17.64%	-0.53%	4.82%	9.42%	10.66%	58.66%	1.51
	个护用品	17.61%	2.07%	2.60%	2.75%	2.85%	64.33%	1.50
纺织服饰	纺织制造	40.71%	-2.88%	6.92%	7.85%	5.88%	76.79%	1.74
国防军工	航海装备II	30.63%	10.61%	10.46%	2.32%	2.48%	35.70%	2.63
	军工电子II	10.05%	-2.53%	8.70%	1.31%	2.66%	33.49%	1.47
商贸零售	贸易II	33.20%	-9.73%	1.85%	9.43%	1.97%	175.59%	2.72
	互联网电商	13.03%	2.56%	-1.21%	5.57%	1.65%	89.03%	3.78
交通运输	航空机场	18.47%	-9.27%	10.20%	-0.63%	-0.26%	46.06%	5.27
	物流	12.84%	1.45%	0.71%	6.03%	1.35%	151.34%	2.96
计算机	计算机设备	24.71%	1.50%	3.97%	9.18%	8.20%	62.51%	1.79
医药生物	医疗服务	38.06%	14.67%	11.32%	6.73%	9.91%	46.48%	1.46
	医疗器械	28.25%	5.20%	14.41%	7.03%	14.02%	37.05%	1.35
	化学制药	16.83%	1.52%	11.10%	6.99%	9.11%	48.75%	1.57
食品饮料	调味发酵品II	15.20%	3.81%	6.61%	18.42%	18.08%	74.25%	1.37
农林牧渔	渔业	40.14%	-7.58%	18.27%	9.98%	7.61%	59.53%	2.20
	种植业	22.48%	13.65%	13.77%	4.88%	2.37%	85.08%	2.42
社会服务	教育	15.00%	9.85%	3.20%	1.10%	1.08%	54.94%	1.85
	酒店餐饮	13.93%	0.49%	5.77%	5.41%	6.66%	32.29%	2.52
非银金融	多元金融	29.41%	-7.07%	22.46%	5.00%	23.07%	4.36%	4.97
建筑装饰	专业工程	11.97%	-5.64%	1.89%	5.73%	2.24%	76.56%	3.34
	装修装饰II	10.37%	4.72%	1.08%	-0.32%	-0.15%	58.59%	3.54
建筑材料	玻璃玻纤	17.54%	1.62%	27.26%	4.01%	4.48%	42.44%	2.11
钢铁	冶钢原料	18.11%	-1.51%	15.48%	7.15%	10.12%	44.96%	1.57
通信	通信设备	24.98%	-3.32%	4.23%	8.23%	5.77%	69.38%	2.06
传媒	游戏II	33.12%	12.22%	8.58%	2.67%	4.26%	45.30%	1.38
	影视院线	12.00%	2.93%	7.24%	-0.98%	-1.91%	27.65%	1.84

资料来源：Wind，光大期货研究所

### 三、股指应对策略

#### 1、红利、消费 ETF+股指期货空头

4月8日，全市场ETF单日净流入1118亿元，其中宽基指数净流入1031亿元，沪深300和中证1000成为主要净流入对象。短期来看配置型资金对于A股走势的稳定发挥了重要作用。但是，正如第一部分所说，关税问题本质上是美国资本账户风险问题的衍生，短期内难以完全解决，长期来看对于上述相关板块上市公司的经营策略必然造成冲击，从中性策略角度，可根据关税影响适当暴露板块风险敞口，同时使用股指期货对冲。对于普通投资者，可使用偏红利、消费、国企类ETF多头叠加股指期货空头对冲。

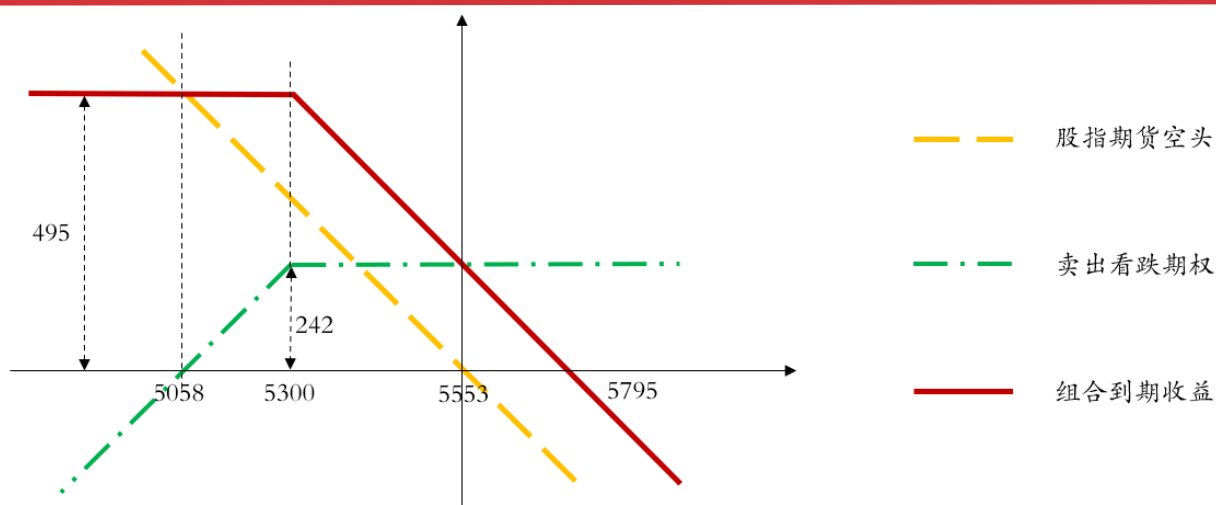
#### 2、卖出看跌期权+股指期货空头套利

衍生品角度，当面临指数大幅波动时，股指期货波动同样较大，且基差变化不确定性较强，并非最优的套利工具。股指期权端由于波动率的大幅上升，使得卖出期权做空波动率策略具有很高的性价比，为了对冲期权本身的方向性，可以为其匹配股指期货头寸。

以4月7日行情为例，中证1000虚值看跌期权隐含波动率在盘中一度突破65%，大幅高于25%的正常水平；同时，股指期货主力合约基差贴水由此前-40点升至0值附近（当时期货合约尚未停牌）。这两项数据从长期来看必将均值回归。因此，可以构建2倍MO2504-P-虚值合约及1倍IM2504空头合约进行等市值对冲（因期权合约乘数为100，期货合约乘数为200），同时赚取二者回归的收益。

以4月7日收盘数据为例，IM2504合约点位5553，MO2504-P-5300价格点位242。两者组合到期收益率曲线如图。截止4月8日收盘，该持仓日度收益14.83%，由于上述期货基差和期权波动率数据均已出现均值回归，即可进行平仓。

图表 11：股指期权和期货对冲举例



截止4月8日收益：

股指期货： $-1 \times (5462 - 5553) \times 200 = 18200$

股指期权： $2 \times (242 - 104) \times 100 = 27600$

开仓时保证金： $(5553 \times 200 \times 12\%) + (242 \times 100 + 5300 \times 100 \times 0.12) \times 2 = 308872$

当日收益率：  
 $(18200 + 27600) / 308872$   
 $= 14.83\%$

资料来源：Wind，光大期货研究所

### 小结：

2025 年，在内部大力提振消费、外部关税冲击出口的背景下，A 股市场风格可能出现明显转变，投资者需关注风格变化对中性策略、CTA 策略等的影响。

## 宏观金融团队成员介绍

- 朱金涛**，吉林大学经济学硕士，现任光大期货研究所宏观金融研究总监。期货从业资格号：F3060829；期货交易咨询资格号：Z0015271。
- 于洁**，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师，历任混沌天成期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。
- 王东瀛**，股指分析师，哥伦比亚硕士，主要跟踪股指期货品种，负责宏观基本面量化，重点行业板块研究，指数财报分析，市场资金面跟踪等内容。期货从业资格号：F03087149；期货交易咨询资格号：Z0019537。
- 赵复初**，现任光大期货研究所金融期货分析师，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。期货从业资格号：F03107639
- 胡飞洋**，现任光大期货研究所金融工程分析师，中国科学技术大学金融工程硕士，主要从事CTA和商品期货市场量化分析。期货从业资格号：F03091510，期货交易咨询资格号：Z0019990。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。