

金融期权专题报告：2024 年 12 月 17 日

## 2025 年金融期权年度报告-期权卖方迎接挑战

### 摘要：

2024 年在 A 股市场波动放大的背景下，多数金融期权品种成交及持仓均出现了一定幅度上行。标的波动方面，2024 年，市场的较大波动发生的时间段可分为两轮，第一轮在年初，由于市场当时整体情绪较弱，导致市场整体处于下行格局。第二轮波动时段在 2024 年 9 月下旬至 10 月中旬，A 股市场出现一轮短期快速上行的行情，市场波动放大明显。第二轮与年初第一轮表现不同的地方在于上证 50 指数以及沪深 300 指数波动均有明显放大，同时中证 1000 指数在这一轮波动高点较第一轮更大。

对于 2025 年的市场波动环境，我们可以做一个简单参考的可能是 2018 年的市场情况，彼时市场并没有较大规模的场外衍生品对冲需求导致的对股票市场波动的压制，而且当时特朗普执政美国期间提出了针对中国的一系列加征贸易关税的相关举措，导致 A 股市场经常出现短期的波动放大情形。因此，我们预计 2025 年市场 A 股市场整体波动的均值以及低点会出现抬升，同时波动本身的波动也可能出现放大，也就是可能出现与 2018 年类似的无序波动增加的情形。

期权隐含波动率方面，2024 年在标的波动抬升的背景下，各个金融期权品种波动率指数均出现了抬升。从波动率指数溢价的绝对数值上看，2024 年截止 12 月 10 日，仅有上证 50 指数期权、沪深 300 指数期权、华夏上证 50ETF 期权、华泰柏瑞沪深 300ETF 期权以及嘉实沪深 300ETF 期权 5 个品种均值录得正值，其余品种均录得负值，由此容易推测 2024 年金融期权中性卖方策略表现不太好，这一点也可以从该指标与 2023 年的对比看出，即各个金融期权品种该指标在 2024 年的表现较 2023 均出现了下行。从期权中性卖方策略的测试结果上来看，上证 50 指数期权以及沪深 300 指数期权的中性卖方策略在 2024 年仅在 9 月下旬至 10 月中旬的股市上行波动中出现了较大回撤，而且上证 50 指数期权中性卖方策略在随后波动下行之后净值快速恢复。中证 1000 指数期权中性卖方策略在 2024 年经历了两次较大回撤，一次是在年初市场持续下行叠加部分场外雪球产品敲入导致的下行波动期间，另外一次就是 9 月下旬至 10 月中旬的股市上行波动期间，整体来看，上证 50 指数期权以及沪深 300 指数期权对卖方相较于中证 1000 股指期权会更加友好。

参考上述对于 2025 年 A 股市场可能波动情况的分析，即波动底部抬升叠加波动自身波动抬升的背景，我们寻找历史上类似的时段 2018 年，使用 50ETF 期权进行相关测试发现中性卖方表现一般，可能的不利情形主要原因即在于市场波动本身的放大与缩小加剧的背景下，隐含波动率可能无法给到充足的溢价。因此，2025 年期权卖方需要更加谨慎进行相关应对，当然反过来思考，波动率多头可能在性价比上会有一定抬升。

综上，我们预计 2025 年金融期权标的波动底部相较于 2024 年将会抬升，而标的波动本身波动也可能出现抬升，也就是波动的聚集效应可能弱化，突变效应可能增强，此种条件下期权卖方需要更加谨慎进行相关应对，对于期权卖方，横向比较依然优选上证 50 指数期权及上证 50ETF 期权，纵向比较则建议在出现一轮显著波动之后再进场可能为适当时机。对于期权买方，波动率多头可能在性价比上会有一定抬升，但是做多波动策略的相关波动率阈值可能也需要做一定上移。

**风险提示：**历史统计失效风险

请参阅最后一页的重要声明

## 金融期权专题报告

作者姓名:刘超

liuchaoqh@csc.com.cn

电话: 023-86769757

期货交易咨询从业信息: Z0012924

发布日期: 2024 年 12 月 17 日

[HTTP://WWW.CFC108.COM](http://www.cfc108.com)

## 一、金融期权市场 2024 年表现情况

### 1、金融期权成交及持仓表现

成交量方面，截止 2024 年 12 月 10 日，12 个金融期权品种 2024 年成交量相关数据如图表 1 至图表 3 所示，成交额相关数据如图表 5 至图表 11 所示，持仓量相关数据如图表 12 至图表 15 所示：

**图表 1：2024 年各金融期权品种成交量情况（数据截止 2024 年 12 月 10 日，指数期权单位：手，ETF 期权单位：张）**

标的代码	日均成交量	日度最大成交量	日度最小成交量	看涨期权日均成交量	看涨期权最大成交量	看涨期权最小成交量	看跌期权日均成交量	看跌期权最大成交量	看跌期权最小成交量
000300	102,653	412,407	36,304	62,108	292,281	22,487	40,546	134,244	13,817
000016	42,089	177,184	10,478	25,981	124,531	6,397	16,108	58,771	4,081
000852	178,715	449,007	66,000	97,025	290,747	39,932	81,690	190,771	25,518
510050	1,396,445	4,448,594	590,082	752,707	2,227,990	314,639	643,738	2,220,604	275,443
510300	1,210,805	3,639,359	539,947	641,978	1,829,274	293,063	568,826	1,977,294	246,884
159919	187,023	563,103	75,032	97,417	301,713	39,779	89,606	299,611	32,930
510500	1,340,066	3,728,811	329,938	677,715	2,199,554	183,620	662,351	1,529,257	146,318
159922	257,466	619,873	81,681	129,263	359,403	40,267	128,203	281,240	41,414
159915	1,069,616	3,030,540	511,324	575,381	1,885,261	268,019	494,235	1,175,529	223,555
159901	95,060	278,269	33,312	49,108	127,119	17,107	45,952	151,150	10,608
588000	623,659	2,436,745	228,006	362,121	1,591,417	135,632	261,538	845,328	91,824
588080	323,758	889,274	107,221	172,268	516,502	59,070	151,490	490,290	43,953

数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

**图表 2：2024 年各金融期权品种成交量较 2023 年变动情况（数据截止 2024 年 12 月 10 日，指数期权单位：手，ETF 期权单位：张）**

标的代码	日均成交量	日度最大成交量	日度最小成交量	看涨期权日均成交量	看涨期权最大成交量	看涨期权最小成交量	看跌期权日均成交量	看跌期权最大成交量	看跌期权最小成交量
000300	3,012	189,199	-4,534	4,707	134,610	-2,496	-1,695	37,545	-2,038
000016	-2,717	36,406	-4,991	-648	27,040	-3,082	-2,069	5,364	-1,909
000852	106,557	286,963	37,308	58,312	199,286	25,437	48,244	113,003	11,525
510050	-513,152	106,547	-163,653	-261,392	-218,125	-110,213	-251,759	324,672	-53,440
510300	-36,087	820,328	-105,420	-16,285	214,829	-41,839	-19,802	671,060	-57,566
159919	-11,277	166,805	-10,400	-7,128	53,847	-4,042	-4,149	102,637	-4,714
510500	798,744	2,404,221	34,636	408,582	1,620,240	38,990	390,162	783,981	6,494
159922	124,671	319,442	27,666	61,948	200,644	13,630	62,723	115,435	15,511
159915	306,740	1,320,187	183,723	159,939	993,383	88,863	146,801	292,128	75,110
159901	-551	72,634	-863	-1,340	-3,977	-2,185	789	45,023	-3,549
588000	143,684	1,125,838	-3,576	72,173	763,561	12,207	71,511	362,277	23,620
588080	128,433	335,136	28,951	56,363	140,736	21,379	72,070	254,762	14,439

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

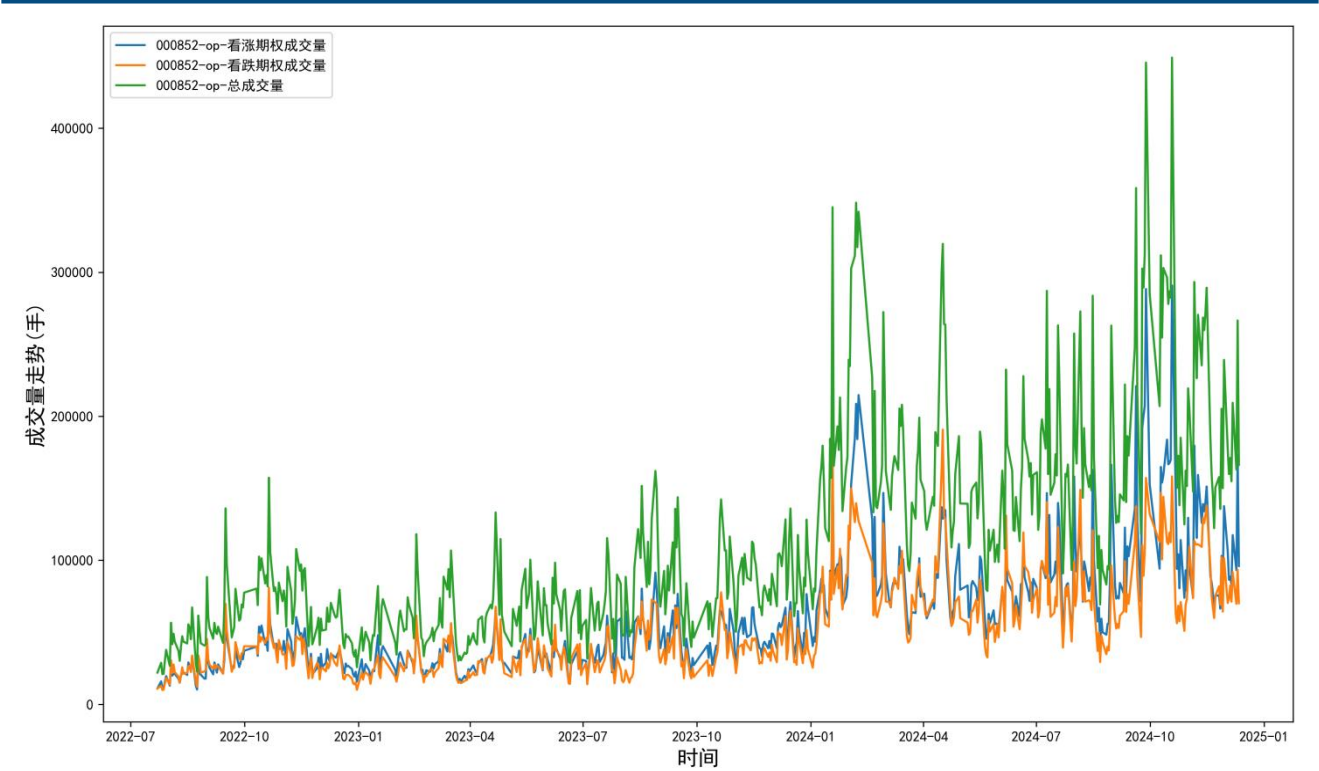
数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 3：2024 年各金融期权品种成交量较 2023 年变动比例（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

标的代码	日均成交量	日度最大成交量	日度最小成交量	看涨期权日均成交量	看涨期权最大成交量	看涨期权最小成交量	看跌期权日均成交量	看跌期权最大成交量	看跌期权最小成交量
000300	3.02%	84.76%	-11.10%	8.20%	85.37%	-9.99%	-4.01%	38.83%	-12.85%
000016	-6.06%	25.86%	-32.26%	-2.43%	27.74%	-32.51%	-11.38%	10.04%	-31.87%
000852	147.67%	177.09%	130.03%	150.63%	217.89%	175.49%	144.24%	145.31%	82.36%
510050	-26.87%	2.45%	-21.71%	-25.78%	-8.92%	-25.94%	-28.11%	17.12%	-16.25%
510300	-2.89%	29.10%	-16.33%	-2.47%	13.31%	-12.49%	-3.36%	51.37%	-18.91%
159919	-5.69%	42.09%	-12.17%	-6.82%	21.72%	-9.22%	-4.43%	52.11%	-12.52%
510500	147.55%	181.51%	11.73%	151.81%	279.68%	26.96%	143.34%	105.19%	4.64%
159922	93.88%	106.33%	51.22%	92.03%	126.38%	51.17%	95.79%	69.62%	59.88%
159915	40.21%	77.19%	56.08%	38.50%	111.38%	49.60%	42.25%	33.07%	50.60%
159901	-0.58%	35.32%	-2.53%	-2.66%	-3.03%	-11.33%	1.75%	42.42%	-25.07%
588000	29.94%	85.88%	-1.54%	24.89%	92.23%	9.89%	37.63%	75.00%	34.63%
588080	65.75%	60.48%	36.99%	48.63%	37.45%	56.72%	90.74%	108.17%	48.92%

数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 4：2024 年中证 1000 股指期权成交量明显抬升（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

图表 5：2024 年各金融期权品种权利金成交额情况（数据截止 2024 年 12 月 10 日，单位：万元）

标的代码	日均成交额	日度最大成交额	日度最小成交额	看涨期权 日均成交 额	看涨期权 最大成交 额	看涨期权 最小成交 额	看跌期权 日均成交 额	看跌期权 最大成交 额	看跌期权 最小成交 额
000300	58,131	506,079	14,071	36,660	445,590	7,295	21,471	90,024	6,324
000016	15,196	153,382	2,295	10,184	134,499	1,236	5,012	21,903	1,027
000852	164,248	751,024	48,457	90,538	653,189	24,114	73,711	343,599	19,789
510050	57,069	299,788	18,824	32,230	239,981	8,463	24,839	106,707	9,121
510300	69,108	384,669	26,306	38,467	312,500	10,566	30,641	133,933	11,812
159919	10,371	68,109	3,169	5,912	54,899	1,465	4,460	17,125	1,371
510500	114,723	437,088	24,824	57,796	361,059	12,847	56,928	182,037	11,977
159922	22,753	87,675	5,769	11,443	71,585	2,894	11,310	45,745	2,874
159915	48,732	225,614	15,274	27,050	191,659	6,551	21,681	60,029	7,918
159901	4,138	21,742	1,143	2,236	16,074	494	1,902	8,223	542
588000	19,620	138,113	4,852	11,760	110,773	2,243	7,861	29,149	2,266
588080	8,847	45,609	2,025	4,851	36,141	957	3,996	15,168	1,068

数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 6：2024 年各金融期权品种权利金成交额较 2023 年变动情况（数据截止 2024 年 12 月 10 日，单位：万元）

标的代码	日均成交额	日度最大成交额	日度最小成交额	看涨期权 日均成交 额	看涨期权 最大成交 额	看涨期权 最小成交 额	看跌期权 日均成交 额	看跌期权 最大成交 额	看跌期权 最小成交 额
000300	10,233	383,773	-7,769	11,192	355,441	-3,767	-959	24,356	-2,181
000016	1,310	95,162	-3,368	2,211	93,206	-2,111	-901	3,615	-870
000852	115,441	610,023	27,419	65,776	591,145	12,382	49,665	260,121	12,035
510050	-15,895	77,154	-6,880	-5,580	69,384	-5,158	-10,315	29,832	-2,963
510300	2,687	206,619	-5,283	4,900	180,835	-6,851	-2,213	52,340	-1,621
159919	57	43,454	-810	643	37,996	-788	-587	3,368	-258
510500	75,644	342,686	7,202	39,484	319,470	4,396	36,161	107,569	3,715
159922	12,304	57,202	2,755	6,349	56,017	1,322	5,955	27,317	1,433
159915	18,962	148,585	1,961	12,139	155,489	345	6,823	6,906	1,458
159901	119	9,430	-392	181	7,886	-337	-62	2,383	19
588000	7,713	97,751	-972	5,539	83,248	-336	2,174	12,770	99
588080	4,363	29,409	390	2,630	26,027	243	1,734	7,726	346

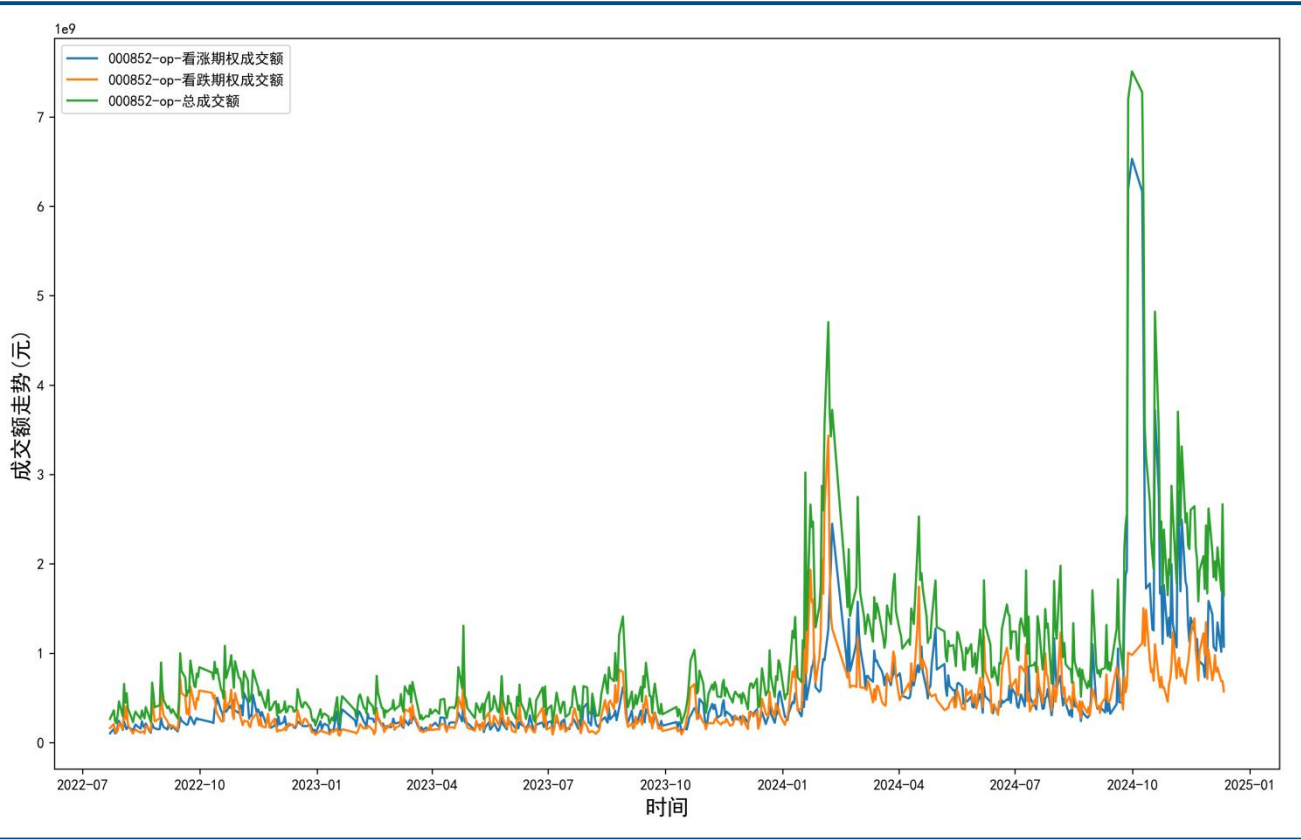
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 7：2024 年各金融期权品种权利金成交额较 2023 年变动比例（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

标的代码	日均成交额	日度最大成交额	日度最小成交额	看涨期权日均成交额	看涨期权最大成交额	看涨期权最小成交额	看跌期权日均成交额	看跌期权最大成交额	看跌期权最小成交额
000300	21.36%	313.78%	-35.57%	43.95%	394.28%	-34.06%	-4.28%	37.09%	-25.64%
000016	9.43%	163.45%	-59.48%	27.73%	225.72%	-63.08%	-15.24%	19.77%	-45.85%
000852	236.52%	432.64%	130.34%	265.63%	952.78%	105.53%	206.55%	311.60%	155.22%
510050	-21.78%	34.66%	-26.77%	-14.76%	40.67%	-37.87%	-29.34%	38.81%	-24.52%
510300	4.05%	116.05%	-16.72%	14.60%	137.35%	-39.34%	-6.74%	64.15%	-12.06%
159919	0.55%	176.25%	-20.35%	12.21%	224.80%	-34.99%	-11.62%	24.49%	-15.86%
510500	193.57%	363.01%	40.87%	215.62%	768.15%	52.02%	174.12%	144.45%	44.97%
159922	117.75%	187.71%	91.42%	124.64%	359.81%	84.14%	111.19%	148.23%	99.35%
159915	63.69%	192.90%	14.73%	81.40%	429.88%	5.56%	45.92%	13.00%	22.56%
159901	2.97%	76.59%	-25.53%	8.81%	96.32%	-40.57%	-3.14%	40.81%	3.60%
588000	64.78%	242.19%	-16.69%	89.04%	302.45%	-13.04%	38.23%	77.96%	4.58%
588080	97.33%	181.54%	23.85%	118.41%	257.33%	34.05%	76.63%	103.81%	47.87%

数据来源：wind，Ricequant，中信建投期货

图表 8：2024 年中证 1000 股指期权权利金成交额明显抬升（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

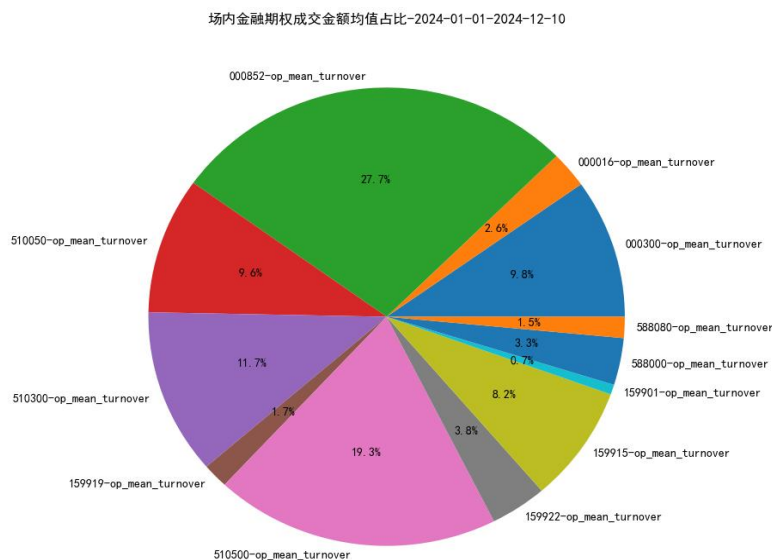


数据来源：wind，Ricequant，中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

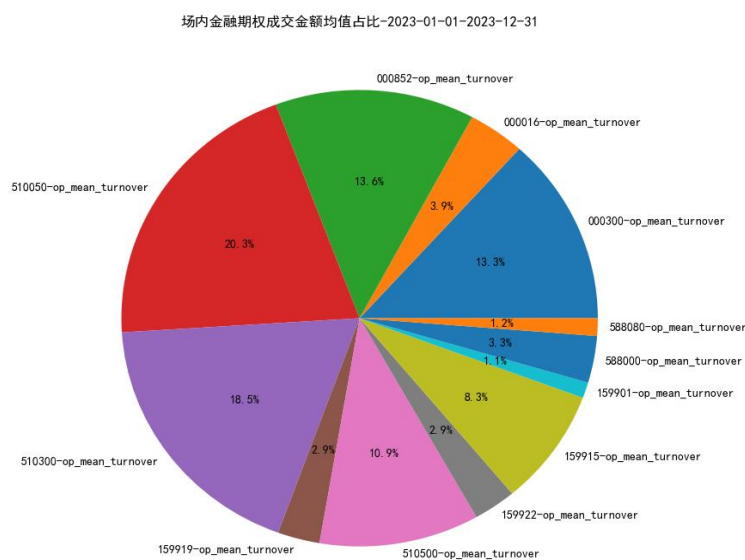


图表 9：2024 年各金融期权品种权利金成交额占比（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 10：2023 年各金融期权品种权利金成交额占比



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

图表 11：2024 年各金融期权品种权利金成交额占比及较 2023 年变动情况

标的代码	2024 年日均成交额占比	2023 年日均成交额占比	日均成交额占比变动
000300	9.80%	13.30%	-3.50%
000016	2.60%	3.90%	-1.30%
000852	27.70%	13.60%	14.10%
510050	9.60%	20.30%	-10.70%
510300	11.70%	18.50%	-6.80%
159919	1.70%	2.90%	-1.20%
510500	19.30%	10.90%	8.40%
159922	3.80%	2.90%	0.90%
159915	8.20%	8.30%	-0.10%
159901	0.70%	1.10%	-0.40%
588000	3.30%	3.30%	0.00%
588080	1.50%	1.20%	0.30%

数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 12：2024 年各金融期权品种持仓量情况（数据截止 2024 年 12 月 10 日，指数期权单位：手，ETF 期权单位：张）

标的代码	日均持仓量	日度最大持仓量	日度最小持仓量	看涨期权 日均持仓量	看涨期权 最大持仓量	看涨期权 最小持仓量	看跌期权 日均持仓量	看跌期权 最大持仓量	看跌期权 最小持仓量
000300	177,435	243,482	110,284	111,835	171,128	66,910	65,601	95,027	41,956
000016	74,326	110,882	37,961	48,822	79,114	24,283	25,505	43,283	13,678
000852	205,034	266,659	137,474	125,423	179,464	78,534	79,611	123,899	47,762
510050	1,926,125	2,788,546	1,386,456	1,055,080	1,764,648	635,361	871,045	1,147,204	633,321
510300	1,538,267	2,117,766	1,133,383	831,663	1,288,100	583,591	706,604	951,927	502,420
159919	300,577	453,697	201,922	158,439	231,413	99,952	142,138	244,761	94,654
510500	1,187,908	1,568,122	700,126	616,550	943,135	363,039	571,359	765,833	337,087
159922	320,142	420,881	211,583	167,926	222,877	107,875	152,215	208,008	103,112
159915	1,289,625	1,717,413	892,201	737,490	1,103,876	391,151	552,135	877,248	379,899
159901	160,700	269,135	98,760	87,335	162,963	49,402	73,364	107,475	49,358
588000	1,291,038	2,031,488	886,123	813,033	1,240,675	557,536	478,006	912,683	301,649
588080	626,320	858,429	441,588	375,603	500,644	252,600	250,717	431,526	164,633

数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 13：2024 年各金融期权品种持仓量较 2023 年变动情况（数据截止 2024 年 12 月 10 日，指数期权单位：手，ETF 期权单位：张）

标的代码	日均持仓量	日度最大持仓量	日度最小持仓量	看涨期权 日均持仓量	看涨期权 最大持仓量	看涨期权 最小持仓量	看跌期权 日均持仓量	看跌期权 最大持仓量	看跌期权 最小持仓量
000300	-5,506	-14,429	6,173	3,719	-3,094	12,516	-9,224	-5,652	-7,709
000016	-2,248	-15,417	8,880	-1,335	-8,819	9,702	-912	3,492	2,514
000852	102,299	113,175	85,479	66,092	78,940	51,699	36,207	61,478	24,699
510050	-560,033	-445,930	-232,254	-355,671	-295,294	-153,484	-204,362	-304,554	-119,040
510300	-176,183	-92,898	-34,193	-94,659	-89,201	2,589	-81,524	3,736	-44,046
159919	12,631	39,469	35,373	2,451	-28,616	22,958	10,180	69,970	14,771
510500	413,639	636,100	178,213	227,548	408,901	124,643	186,091	311,933	53,570
159922	117,884	119,737	95,370	63,654	61,535	53,773	54,230	68,206	41,001
159915	241,780	261,053	408,696	108,915	114,380	154,560	132,864	296,944	144,814
159901	14,842	35,024	16,278	2,967	6,503	7,618	11,875	16,790	10,148
588000	260,581	607,606	752,856	117,017	224,062	485,741	143,565	454,470	240,177
588080	211,852	234,882	390,824	90,606	59,532	220,158	121,246	242,331	146,311

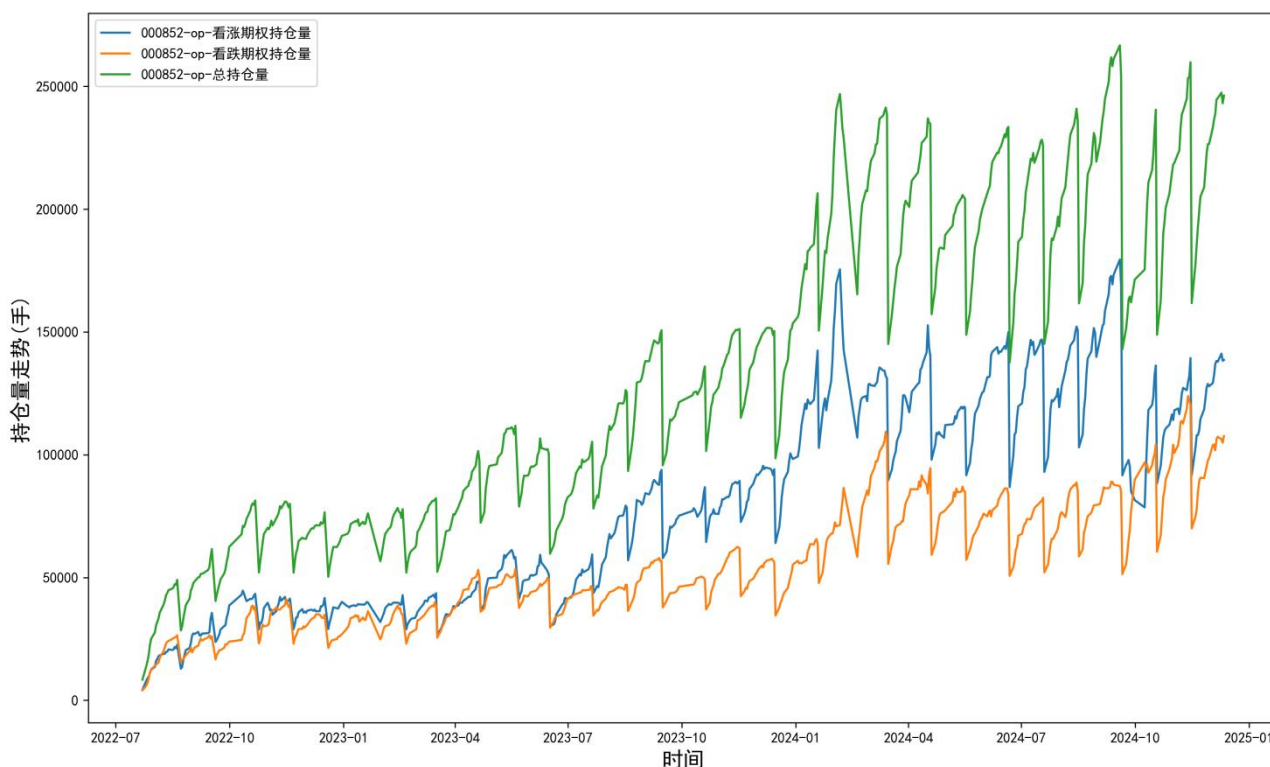
数据来源：wind，Ricequant，中信建投期货

图表 14：2024 年各金融期权品种持仓量较 2023 年变动比例（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

标的代码	日均持仓量	日度最大持仓量	日度最小持仓量	看涨期权 日均持仓量	看涨期权 最大持仓量	看涨期权 最小持仓量	看跌期权 日均持仓量	看跌期权 最大持仓量	看跌期权 最小持仓量
000300	-3.01%	-5.59%	5.93%	3.44%	-1.78%	23.01%	-12.33%	-5.61%	-15.52%
000016	-2.94%	-12.21%	30.54%	-2.66%	-10.03%	66.54%	-3.45%	8.78%	22.52%
000852	99.58%	73.74%	164.40%	111.39%	78.53%	192.66%	83.42%	98.49%	107.09%
510050	-22.53%	-13.79%	-14.35%	-25.21%	-14.34%	-19.46%	-19.00%	-20.98%	-15.82%
510300	-10.28%	-4.20%	-2.93%	-10.22%	-6.48%	0.45%	-10.34%	0.39%	-8.06%
159919	4.39%	9.53%	21.24%	1.57%	-11.00%	29.82%	7.71%	40.03%	18.49%
510500	53.42%	68.25%	34.15%	58.50%	76.54%	52.28%	48.30%	68.72%	18.89%
159922	58.28%	39.76%	82.06%	61.05%	38.14%	99.39%	55.35%	48.79%	66.01%
159915	23.07%	17.93%	84.53%	17.33%	11.56%	65.33%	31.69%	51.17%	61.60%
159901	10.18%	14.96%	19.74%	3.52%	4.16%	18.23%	19.31%	18.51%	25.88%
588000	25.29%	42.67%	564.92%	16.81%	22.04%	676.57%	42.93%	99.18%	390.71%
588080	51.11%	37.67%	769.88%	31.79%	13.50%	678.62%	93.65%	128.09%	798.55%

数据来源：wind，Ricequant，中信建投期货



**图表 15：2024 年各中证 1000 指数期权持仓量持续保持高位（数据截止 2024 年 12 月 10 日）**


数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

综合上述金融期权各个品种成交量数据，纵向比较来看，中证 1000 股指期货、南方中证 500ETF 期权、嘉实中证 500ETF 期权、易方达创业板 ETF 期权、华夏上证科创板 50ETF 期权以及易方达上证科创板 50ETF 期权 2024 年度成交量均较 2023 年均较有较大幅度增长，其中中证 1000 股指期货以及南方中证 500ETF 期权日均成交量增长幅度最大，分别为 147.67%以及 147.55%。

成交额方面，与成交量类似，除华夏上证 50ETF 期权外，其余各个金融期权品种 2024 年权利金日均成交额较 2023 年均不同程度增长，其中中证 1000 股指期货增幅最大，达到 236.52%，华夏上证 50ETF 期权 2024 年权利金日均成交额则是下降 21.78%。各个金融期权品种横向对比来看，中证 1000 股指期货 2024 年权利金日均成交额占比最大，达到 27.7%，较 2023 年上行了 14.1 个百分点，占比第二大的为南方中证 500ETF 期权，达到 19.3%，较 2023 年上行 8.4 个百分点。

持仓量方面，上证 50 股指期货以及沪深 300 股指期货日均持仓量较 2023 年小幅下行，华夏上证 50ETF 期权以及华泰柏瑞沪深 300ETF 期权日均持仓量下行幅度较大，分别达到-22.53%以及-10.28%。其余金融期权品种 2024 年日均持仓量均值均有不同幅度上行，其中中证 1000 股指期货、易方达创业板 ETF 期权以及南方中证 500ETF 期权分别增幅分别达到 99.58%、58.28%以及 53.42%。

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

## 二、2024 年金融期权隐含波动率及标的实际波动率表现分析

### 1、金融期权标的实际波动率表现

图表 16 至图表 17 为各个金融期权品种标的的 20 日历史波动率在 2024 年表现情况以及相较于 2023 年的变动情况。横向对比来看，嘉实中证 500ETF 录得 20 日历史波动率均值的最大值，达到 39.11%，第二为易方达上证科创板 50ETF，达到 35.3%，其次为易方达创业板 ETF 以及华夏上证科创板 50ETF，达到 35.27%，此外中证 1000 指数以及南方中证 500ETF 亦录得较高数值，分别为 30.64%以及 25.92%。

纵向来看，各个金融期权品种标的 20 日历史波动率均值较 2023 年均有一定幅度上行，其中上行幅度较大的品种为嘉实中证 500ETF、易方达创业板 ETF、华夏上证科创板 50ETF、易方达上证科创板 50ETF 以及中证 1000 指数，增量分别为 26.78%、17.98%、17.02%、16.84%以及 15.87%。。

**图表 16：2024 年各金融期权品种标的 20 日历史波动率（数据截止 2024 年 12 月 10 日）**

标的代码	均值	最大值	最小值
000300	18.05%	54.98%	6.96%
000016	16.07%	47.24%	6.90%
000852	30.64%	67.56%	15.39%
510050	16.40%	50.96%	6.73%
510300	18.39%	61.18%	6.39%
159919	18.39%	61.97%	6.93%
510500	25.92%	61.41%	11.72%
159922	39.11%	584.91%	12.21%
159915	35.27%	130.38%	13.85%
159901	24.34%	73.67%	9.79%
588000	35.27%	120.65%	15.16%
588080	35.30%	119.02%	14.58%

数据来源：wind，Ricequant，中信建投期货

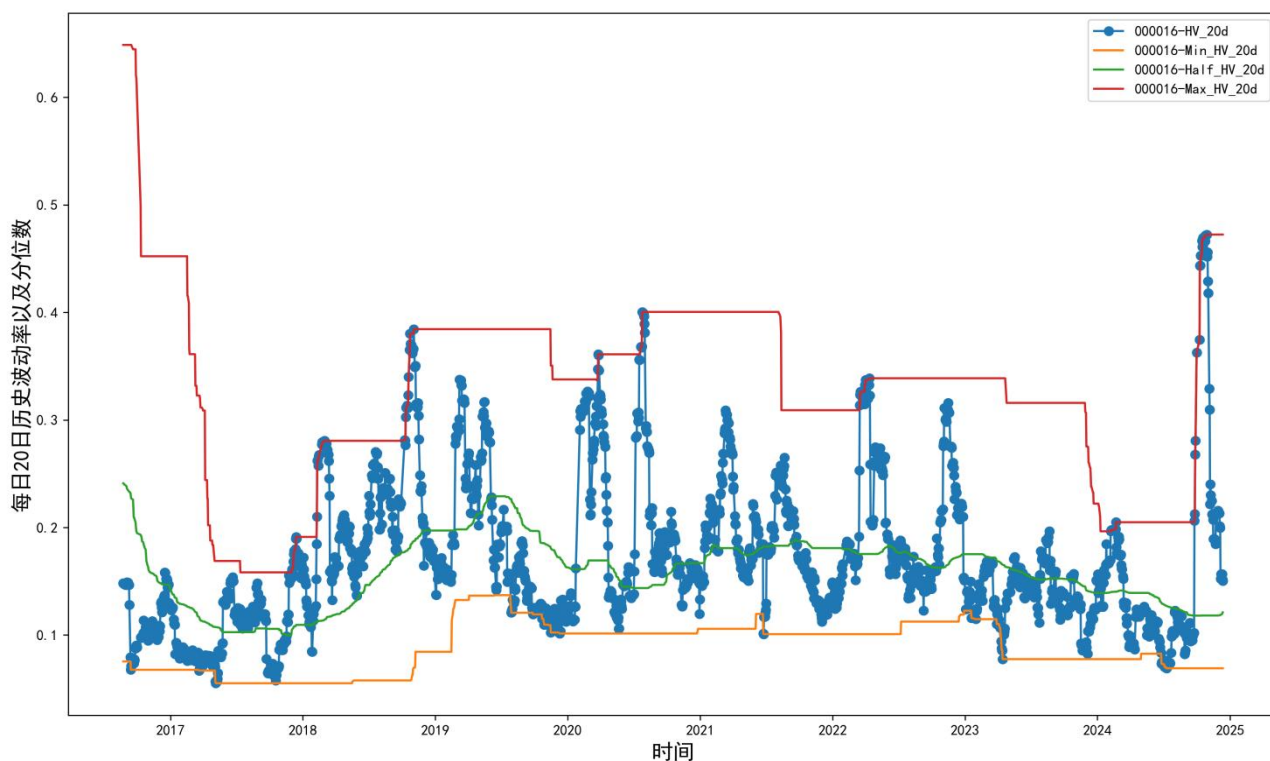
**图表 17：2024 年各金融期权品种标的 20 日历史波动率较 2023 年变动（数据截止 2024 年 12 月 10 日）**

标的代码	均值	最大值	最小值
000300	4.82%	36.27%	-0.99%
000016	2.33%	27.60%	-0.85%
000852	15.87%	45.73%	6.26%
510050	2.56%	31.13%	-1.51%
510300	5.32%	42.27%	-1.46%
159919	5.35%	43.42%	-1.01%
510500	13.50%	43.90%	4.40%
159922	26.78%	567.50%	5.00%
159915	17.98%	106.02%	2.58%
159901	9.02%	53.76%	0.28%
588000	17.02%	89.62%	4.47%
588080	16.84%	89.58%	3.99%

数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

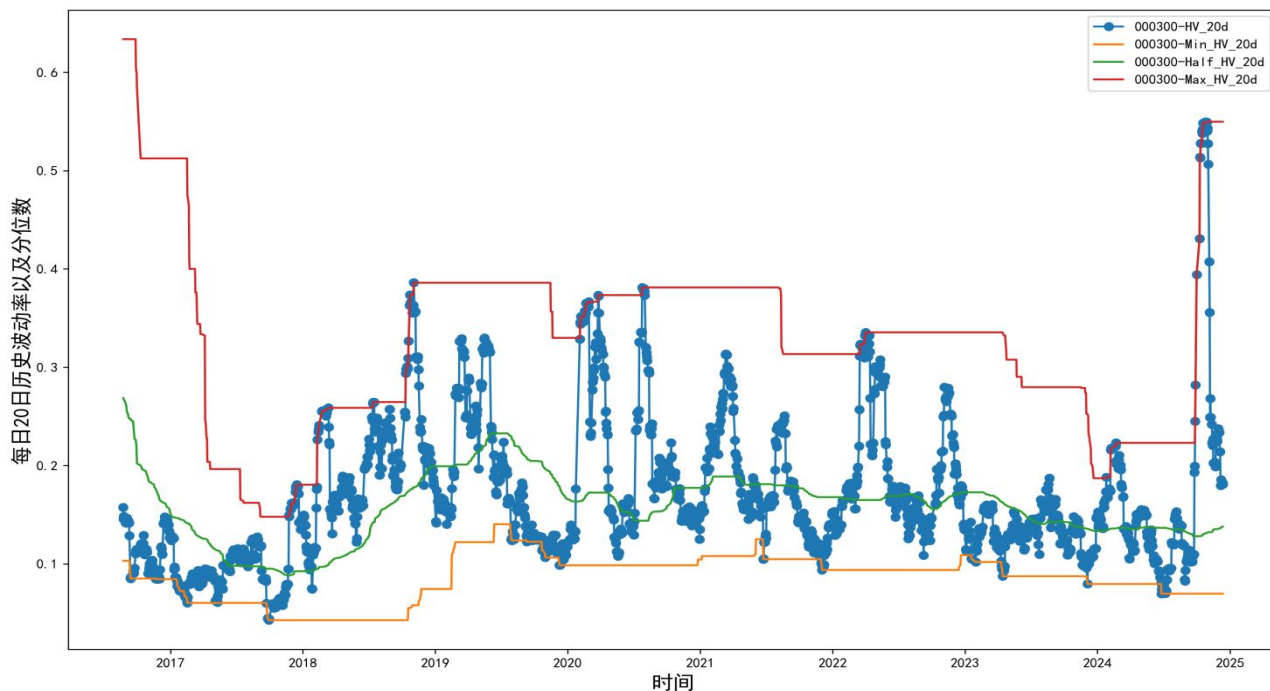
图表 18 至图表 20 分别展示了上证 50 指数、沪深 300 指数以及中证 1000 指数 20 日历史比波动率走势，2024 年，市场的较大波动发生的时间段可分为两轮，第一轮在年初，由于市场当时整体情绪较弱，导致市场整体处于下行格局，特别对于中证 1000 指数，由于市场的持续下行触发部分挂钩中证 1000 指数的场外雪球产品出现了集中敲入情况，导致 A 股市场整体下行波动的放大，横向对比来看，在这一轮波动放大过程中，上证 50 指数以及沪深 300 指数整体波动表现相对克制，而中证 1000 指数波动则放大比较明显。第二轮波动时段在 2024 年 9 月下旬至 10 月中旬，9 月 24 日，国务院新闻办公室举行了专题为“金融支持经济高质量发展”的新闻发布会，央行、金融监管总局、证监会三部门负责人出席并发言，会议中央行行长提到的关于针对股票市场的相关支持政策带动了市场的做多热情，A 股市场出现一轮短期快速上行的行情，市场波动放大明显。第二轮与年初第一轮表现不同的地方在于上证 50 指数以及沪深 300 指数波动均有明显放大，同时中证 1000 指数在这一轮波动高点较第一轮更大。

图表 18：上证 50 指数 20 日历史波动率走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

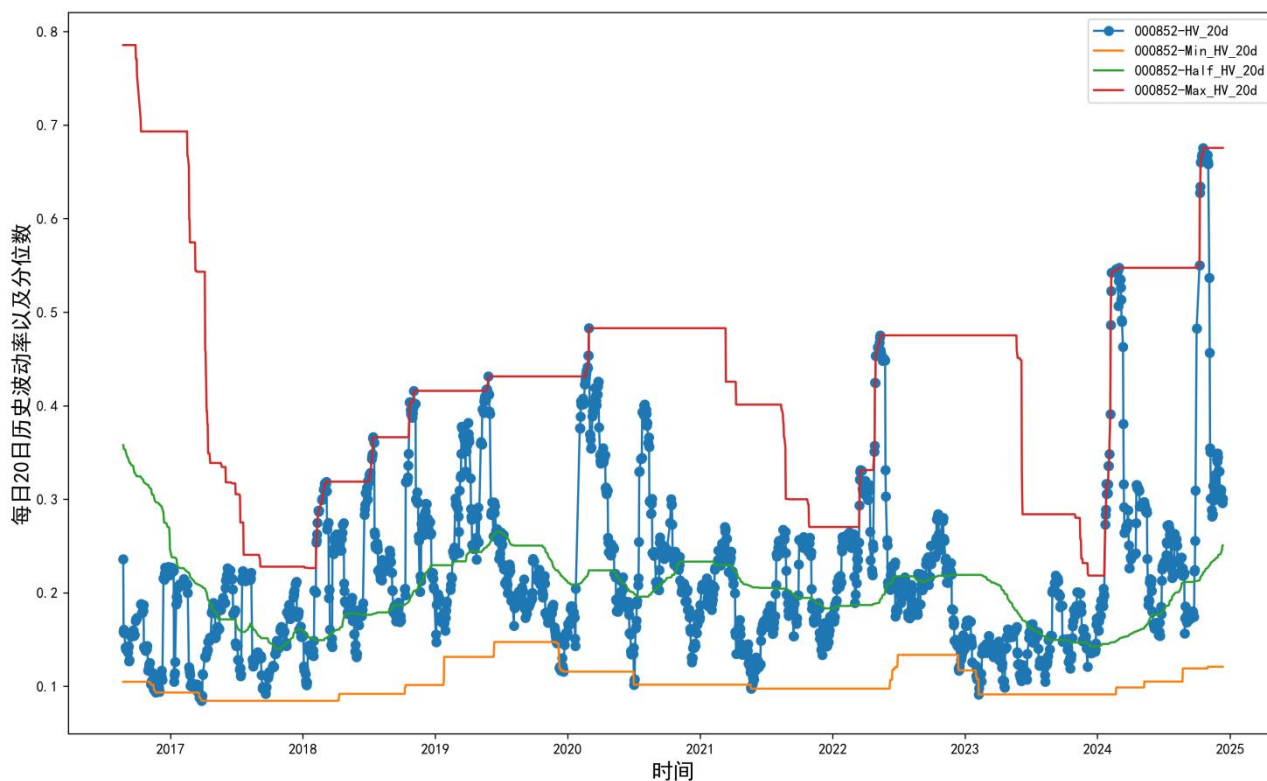
图表 19：沪深 300 指数 20 日历史波动率走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

图表 20：中证 1000 指数 20 日历史波动率走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 21 至图表 32 分别展示了上证 50 指数、沪深 300 指数以及中证 1000 指数在各个年份的 20 日历史波动率相关分位情况，其中上证 50 指数、沪深 300 指数统计了 2010 年以来的情况，而中证 1000 指数统计的是 2014 年以来的情况。

对于上证 50 指数及沪深 300 指数，回顾 20 日历史波动率历年的表现，可以发现这两个指数在 2024 年的波动表现与 2016 年比较类似，差异在于 2016 年的波动较大的时段发生在年初，而 2024 年波动较大的时段则在接近年末。

2025 年，市场的波动应该如何看待？首先，我们需要对近两年 A 股市场的波动情况做一个简单的分析。以上证 50 指数为例，2020 年至 2022 年，该指数 20 日历史波动率均值在 20% 附近，但是波动的高点逐年下降，2023 年，该指标无论是均值还是高低点均降到了一个较低位置。造成上述现象一个重要原因即在于当时雪球产品的大量发行导致市场的实际波动被压低。进入 2024 年之后，年初的一轮雪球集中敲入使得市场波动出现了一定放大，之后在雪球整体规模已将较大被压降的背景下，市场回归相对均衡的波动环境。

对于 2025 年的市场波动环境，我们可以做一个简单参考的可能是 2018 年的市场情况，彼时市场并没

有较大规模的场外衍生产品对冲需求导致的对股票市场波动的压制，而且当时特朗普执政美国期间提出了针对中国的一系列加征贸易关税的相关举措，导致 A 股市场经常出现短期的波动放大情形。因此，我们预计 2025 年市场 A 股市场整体波动的均值以及低点会出现抬升，同时波动本身的波动也可能出现放大，也就是可能出现与 2018 年类似的无序波动增加的情形。

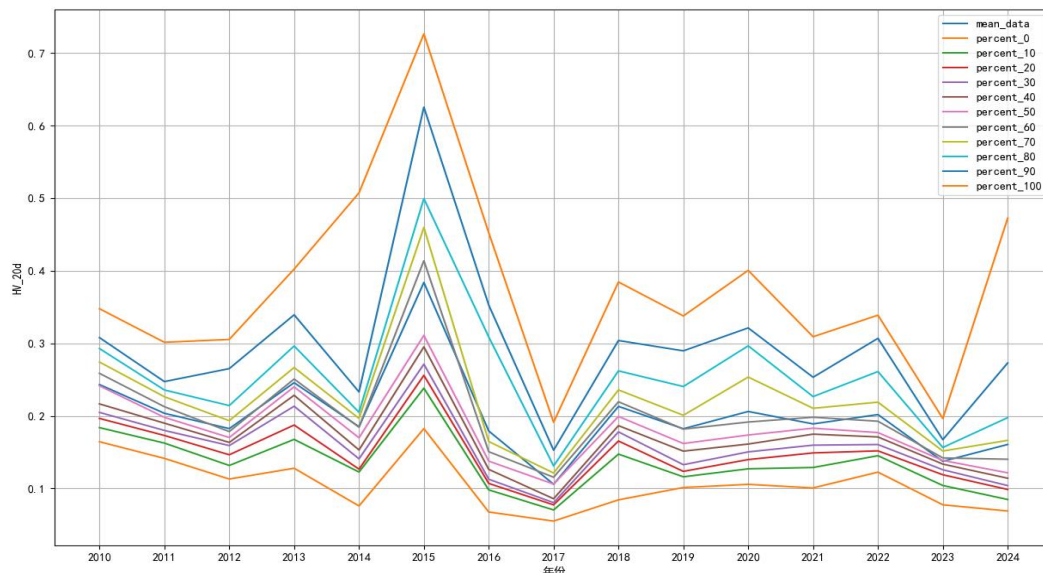
**图表 21：上证 50 指数历年 20 日历史波动率分位相关数据（数据起始日 2010 年 1 月 1 日截止 2024 年 12 月 10 日）**

年份	均值	最小值	10%分位	20%分位	30%分位	40%分位	50%分位	60%分位	70%分位	80%分位	90%分位	最大值
2010	24.32%	16.44%	18.39%	19.65%	20.48%	21.65%	24.14%	25.86%	27.42%	29.27%	30.78%	34.76%
2011	20.36%	14.15%	16.26%	17.31%	18.00%	19.00%	19.80%	21.27%	22.64%	23.57%	24.73%	30.14%
2012	18.25%	11.30%	13.17%	14.65%	15.91%	16.35%	17.02%	17.84%	19.34%	21.42%	26.51%	30.53%
2013	24.57%	12.79%	16.77%	18.74%	21.33%	22.84%	24.01%	25.08%	26.66%	29.63%	33.92%	40.22%
2014	18.52%	7.60%	12.27%	12.66%	14.09%	15.31%	16.98%	18.44%	19.65%	20.50%	23.31%	50.72%
2015	38.38%	18.25%	23.82%	25.59%	27.12%	29.51%	31.09%	41.37%	45.96%	49.93%	62.52%	72.62%
2016	17.92%	6.77%	9.81%	10.70%	11.28%	12.63%	13.77%	15.07%	16.47%	30.87%	35.26%	45.22%
2017	10.58%	5.52%	7.05%	7.75%	8.05%	8.59%	10.61%	11.55%	12.13%	13.11%	15.27%	19.12%
2018	21.31%	8.44%	14.74%	16.54%	17.80%	18.66%	19.92%	21.95%	23.58%	26.20%	30.38%	38.44%
2019	18.23%	10.14%	11.61%	12.36%	13.28%	15.15%	16.20%	18.18%	20.08%	24.04%	28.96%	33.77%
2020	20.61%	10.57%	12.72%	13.99%	15.04%	16.12%	17.37%	19.16%	25.35%	29.65%	32.12%	40.04%
2021	18.90%	10.08%	12.89%	14.90%	15.97%	17.49%	18.31%	19.82%	21.05%	22.66%	25.32%	30.90%
2022	20.18%	12.26%	14.52%	15.19%	16.06%	17.10%	17.70%	19.27%	21.89%	26.11%	30.69%	33.88%
2023	13.75%	7.76%	10.42%	11.90%	12.58%	13.36%	13.86%	14.21%	15.16%	15.65%	16.73%	19.64%
2024	16.07%	6.90%	8.49%	9.87%	10.40%	11.42%	12.16%	14.03%	16.63%	19.76%	27.29%	47.24%

数据来源：wind，Ricequant，中信建投期货

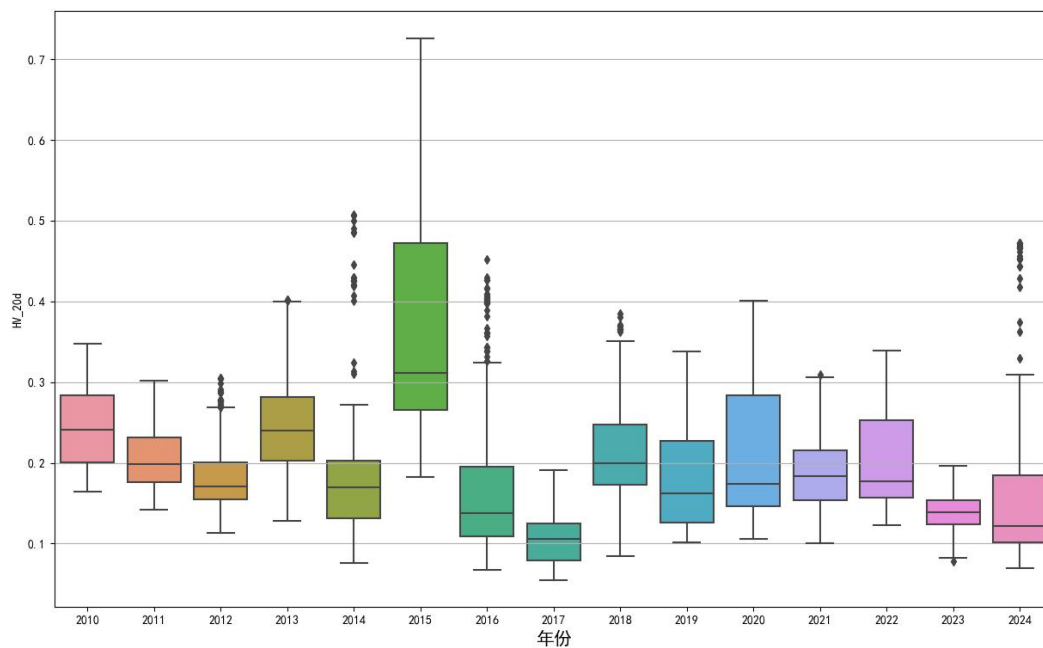


图表 22：上证 50 指数历年 20 日历史波动率分位相关数据概览（数据起始日 2010 年 1 月 1 日截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

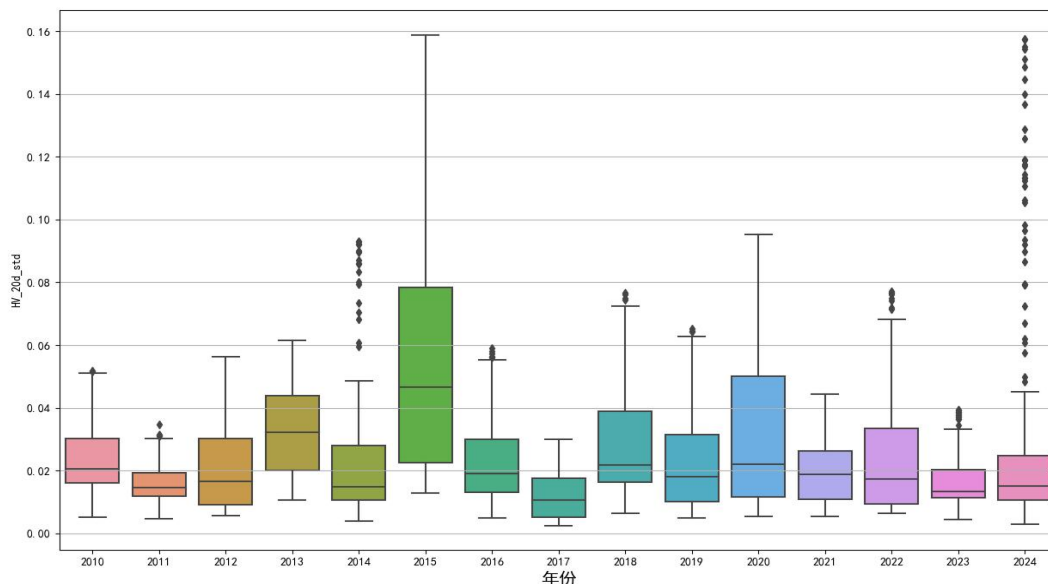
图表 23：上证 50 指数历年 20 日历史波动率箱体图（数据起始日 2010 年 1 月 1 日截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

图表 24：上证 50 指数历年 20 日历史波动率自身波动箱体图（数据起始日 2010 年 1 月 1 日截止 2024 年 12 月 10 日）



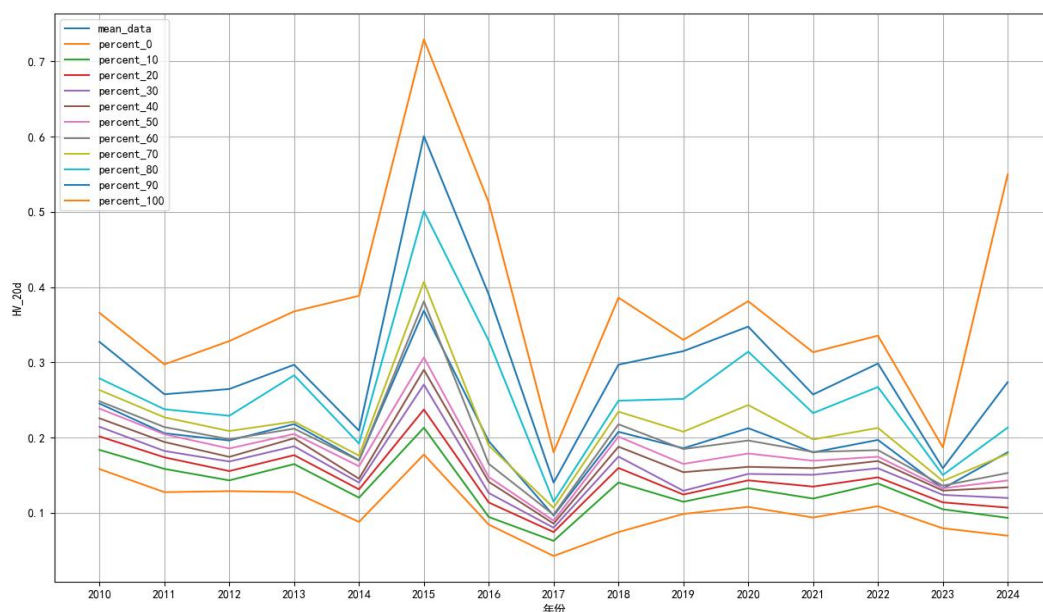
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 25：沪深 300 指数历年 20 日历史波动率分位相关数据（数据起始日 2010 年 1 月 1 日截止 2024 年 12 月 10 日）

年份	均值	最小值	10%分位	20%分位	30%分位	40%分位	50%分位	60%分位	70%分位	80%分位	90%分位	最大值
2010	24.52%	15.82%	18.36%	20.15%	21.44%	22.56%	23.85%	24.83%	26.31%	27.86%	32.71%	36.57%
2011	20.57%	12.75%	15.84%	17.37%	18.22%	19.41%	20.45%	21.40%	22.69%	23.76%	25.76%	29.73%
2012	19.61%	12.88%	14.31%	15.55%	16.82%	17.43%	18.55%	19.78%	20.87%	22.89%	26.45%	32.82%
2013	21.79%	12.76%	16.47%	17.67%	18.84%	19.91%	20.48%	21.19%	22.12%	28.28%	29.68%	36.77%
2014	16.99%	8.79%	12.01%	13.12%	14.01%	14.53%	16.19%	16.95%	17.60%	19.20%	20.92%	38.84%
2015	36.86%	17.75%	21.31%	23.72%	27.04%	29.01%	30.65%	38.10%	40.69%	50.10%	60.06%	72.92%
2016	19.51%	8.43%	9.45%	11.37%	12.63%	14.12%	14.76%	16.51%	18.95%	32.87%	39.03%	51.24%
2017	9.64%	4.26%	6.27%	7.44%	8.02%	8.57%	8.96%	9.75%	10.67%	11.48%	14.01%	18.05%
2018	20.76%	7.44%	14.03%	15.96%	17.48%	18.79%	20.13%	21.77%	23.44%	24.90%	29.69%	38.59%
2019	18.59%	9.85%	11.47%	12.43%	12.93%	15.40%	16.50%	18.47%	20.78%	25.14%	31.49%	32.98%
2020	21.24%	10.79%	13.26%	14.31%	15.17%	16.11%	17.88%	19.61%	24.33%	31.42%	34.74%	38.12%
2021	18.03%	9.37%	11.89%	13.48%	15.05%	15.94%	16.92%	18.09%	19.75%	23.25%	25.73%	31.34%
2022	19.69%	10.88%	13.90%	14.72%	15.92%	16.88%	17.46%	18.33%	21.28%	26.72%	29.85%	33.55%
2023	13.22%	7.95%	10.47%	11.39%	12.39%	12.95%	13.26%	13.61%	14.23%	15.02%	15.93%	18.70%
2024	18.05%	6.96%	9.33%	10.69%	11.97%	13.39%	14.30%	15.29%	17.84%	21.33%	27.37%	54.98%

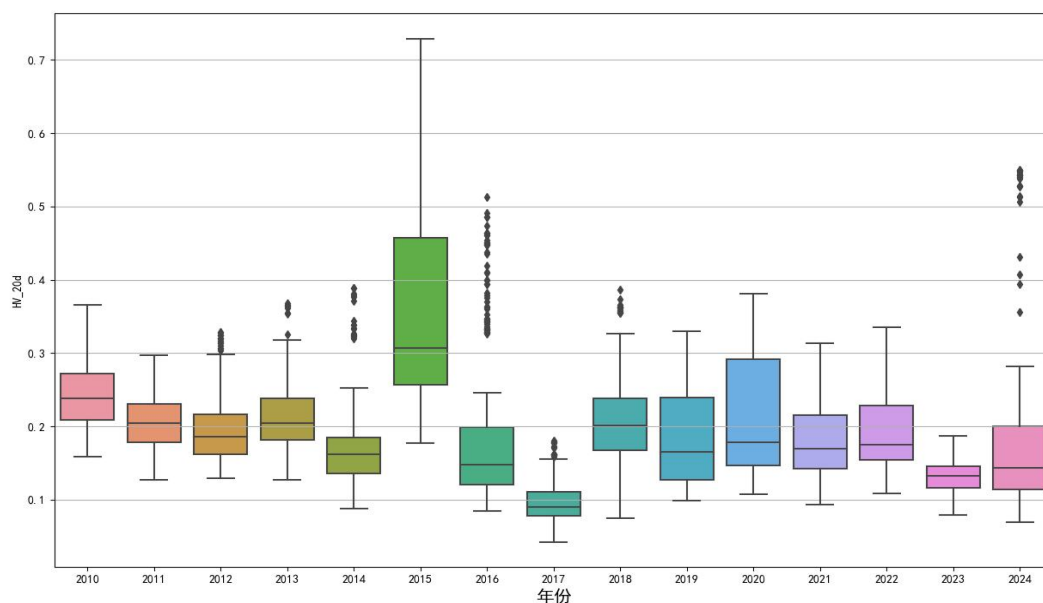
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 26: 沪深 300 指数历年 20 日历史波动率分位相关数据概览(数据起始日 2010 年 1 月 1 日截止 2024 年 12 月 10 日)



数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货

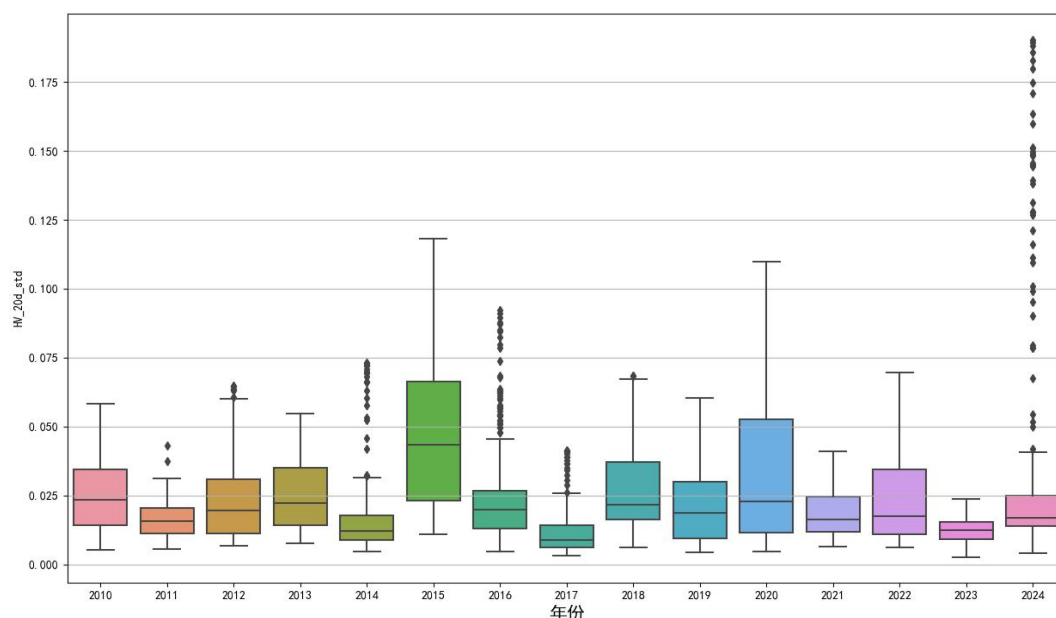
图表 27: 沪深 300 指数历年 20 日历史波动率箱体图(数据起始日 2010 年 1 月 1 日截止 2024 年 12 月 10 日)



数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格: 证监许可〔2011〕1461 号

图表 28：沪深 300 指数历年 20 日历史波动率自身波动箱体图（数据起始日 2010 年 1 月 1 日截止 2024 年 12 月 10 日）



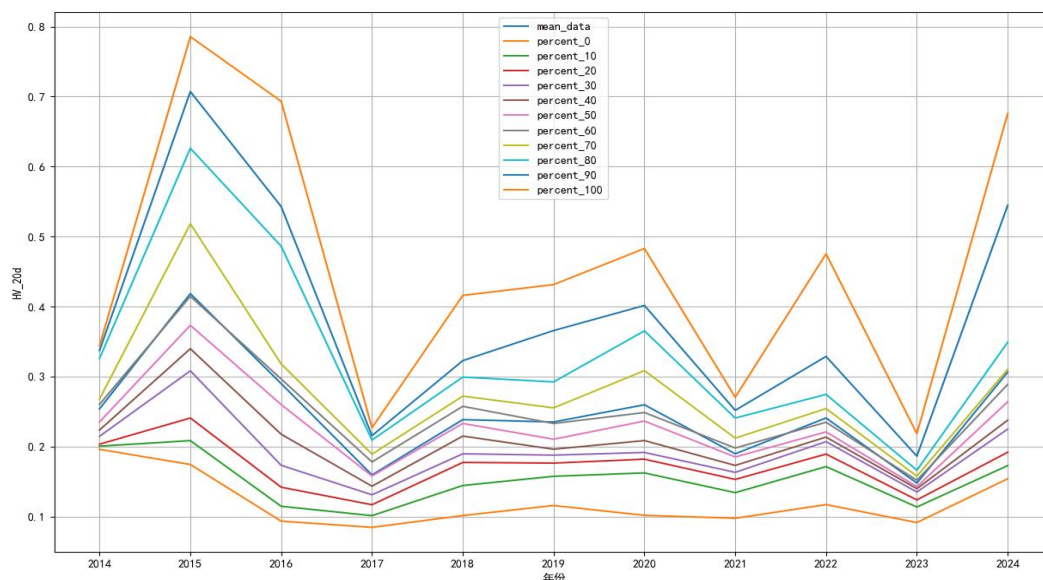
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 29：中证 1000 指数历年 20 日历史波动率分位相关数据（数据起始日 2014 年 10 月 17 日截止 2024 年 12 月 10 日）

年份	均值	最小值	10%分位	20%分位	30%分位	40%分位	50%分位	60%分位	70%分位	80%分位	90%分位	最大值
2014	25.38%	19.60%	20.05%	20.33%	21.46%	22.35%	23.51%	26.02%	26.77%	32.59%	33.72%	34.41%
2015	41.84%	17.43%	20.84%	24.07%	30.81%	33.97%	37.32%	41.45%	51.82%	62.61%	70.71%	78.56%
2016	28.99%	9.33%	11.46%	14.18%	17.31%	21.76%	25.99%	29.65%	31.81%	48.62%	54.29%	69.32%
2017	15.93%	8.45%	10.12%	11.68%	13.10%	14.33%	15.79%	17.79%	18.90%	20.92%	21.55%	22.68%
2018	23.84%	10.14%	14.43%	17.72%	18.96%	21.49%	23.30%	25.74%	27.20%	29.92%	32.27%	41.59%
2019	23.51%	11.57%	15.74%	17.63%	18.76%	19.61%	21.04%	23.29%	25.52%	29.23%	36.57%	43.14%
2020	25.96%	10.17%	16.23%	18.19%	19.15%	20.85%	23.64%	24.85%	30.84%	36.52%	40.15%	48.29%
2021	18.96%	9.75%	13.41%	15.30%	16.31%	17.30%	18.50%	19.79%	21.20%	24.07%	25.17%	27.04%
2022	24.08%	11.70%	17.13%	18.92%	20.70%	21.35%	22.09%	23.46%	25.42%	27.45%	32.87%	47.53%
2023	14.77%	9.14%	11.35%	12.37%	13.49%	13.97%	14.27%	15.17%	15.76%	16.61%	18.62%	21.84%
2024	30.63%	15.39%	17.27%	19.18%	22.49%	23.76%	26.39%	28.87%	31.02%	34.90%	54.46%	67.56%

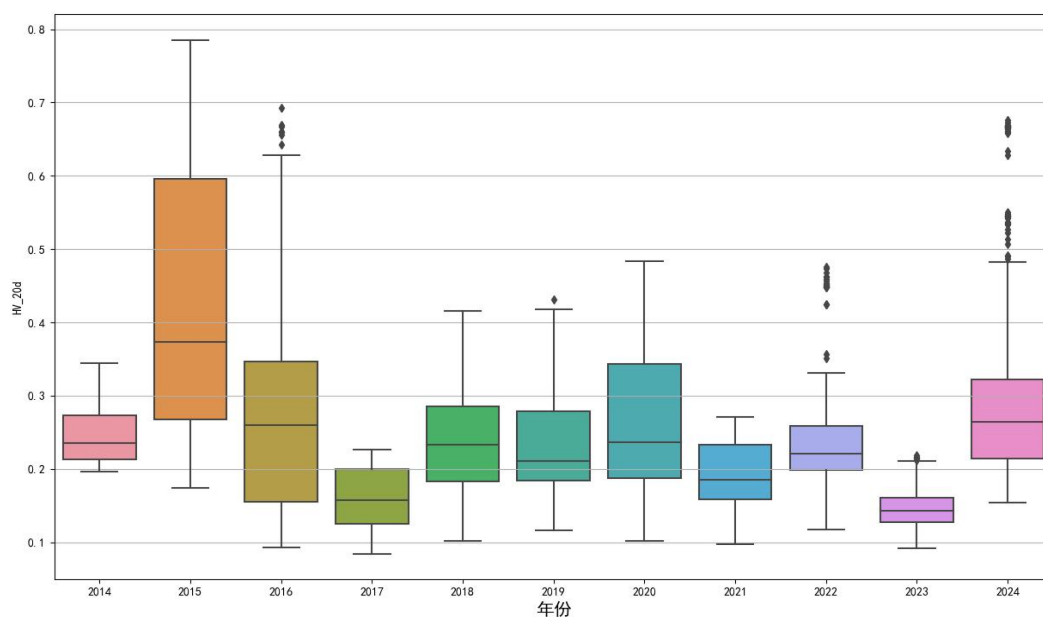
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 30：中证 1000 指数历年 20 日历史波动率分位相关数据概览（数据起始日 2014 年 10 月 17 日截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

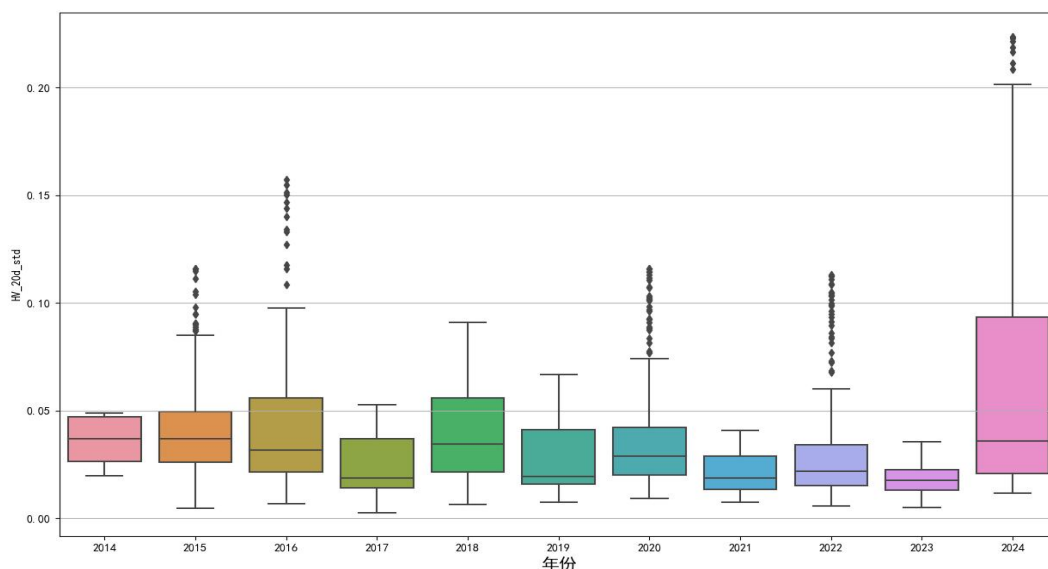
图表 31：中证 1000 指数历年 20 日历史波动率箱体图（数据起始日 2014 年 10 月 17 日截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

图表 32：中证 1000 指数历年 20 日历史波动率自身波动箱体图（数据起始日 2014 年 10 月 17 日截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

## 2、金融期权隐含波动率表现情况分析

期权隐含波动率方面，我们通过两个指标来做综合判断市场整体的隐含波动率情况，一个是期权的波动率指数，一个是下月平值合约隐含波动率。

图表 33 展示了 2024 年截止 12 月 10 日，各个金融期权品种波动率指数的均值、最大值以及最小值，波动率指数相较于标的 20 日历史波动率溢价的均值、最大值以及最小值。图表 34 展示了 2024 年截止 12 月 10 日上述指标相较于 2023 年的变动情况。

图表 35 至图表 37 分别展示了上证 50 指数期权、沪深 300 指数期权以及中证 1000 指数期权上市以来的波动率指数及其相较于标的 20 日历史波动率的溢价情走势。图表 40 至 42 则分别展示了上证 50 指数期权、沪深 300 指数期权以及中证 1000 指数期权上市以来的下月平值合约隐含波动率及其相较于标的 20 日历史波动率的溢价走势。

从上述数据来看，2024 年在标的波动抬升的背景下，各个金融期权品种波动率指数均出现了抬升。从波动率指数溢价的绝对数值上看，2024 年截止 12 月 10 日，仅有上证 50 指数期权、沪深 300 指数期权、华夏上证 50ETF 期权、华泰柏瑞沪深 300ETF 期权以及嘉实沪深 300ETF 期权 5 个品种均值录得正值，其余品种均录得负值，由此容易推测 2024 年金融期权中性卖方策略表现不太好，这一点也可以从该指标与 2023 期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号



年的对比看出，即各个金融期权品种该指标在 2024 年的表现较 2023 均出现了下行。

图表 33：各金融期权品种 2024 年波动率指数概况（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

标的代码	VIX 均值	VIX 最大值	VIX 最小值	VIX 溢价均值	VIX 溢价最大值	VIX 溢价最小值
000300	19.22%	44.45%	12.95%	1.17%	9.91%	-27.22%
000016	18.90%	46.97%	12.36%	2.82%	9.52%	-20.74%
000852	27.92%	53.03%	17.12%	-2.72%	9.28%	-31.47%
510050	17.89%	48.39%	12.06%	1.49%	9.87%	-26.48%
510300	18.61%	44.54%	12.89%	0.22%	9.02%	-35.83%
159919	18.95%	49.95%	12.94%	0.56%	9.05%	-35.90%
510500	24.03%	56.51%	16.44%	-1.89%	9.67%	-30.25%
159922	24.51%	60.08%	16.47%	-14.60%	10.41%	-557.07%
159915	28.44%	74.87%	5.55%	-6.83%	10.53%	-88.87%
159901	22.70%	55.52%	15.70%	-1.64%	9.36%	-40.41%
588000	33.88%	91.08%	22.31%	-1.39%	16.04%	-67.25%
588080	33.59%	91.37%	22.59%	-1.72%	13.17%	-65.43%

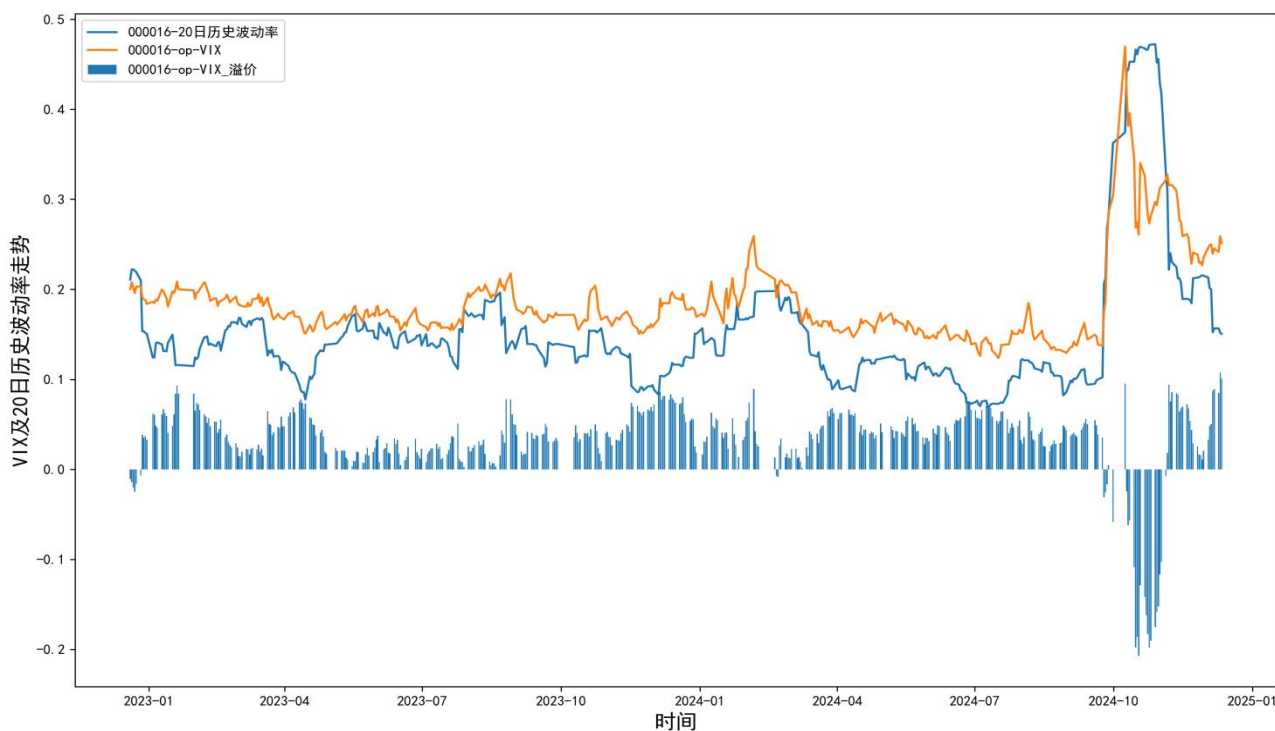
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 34：各金融期权品种 2024 年波动率指数较 2023 年变动情况（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

标的代码	VIX 均值	VIX 最大值	VIX 最小值	VIX 溢价均值	VIX 溢价最大值	VIX 溢价最小值
000300	2.29%	22.56%	-1.12%	-2.53%	0.45%	-27.45%
000016	1.22%	25.19%	-2.68%	-1.10%	0.24%	-20.96%
000852	11.12%	30.13%	3.36%	-4.75%	-0.86%	-26.21%
510050	0.87%	25.82%	-2.45%	-1.68%	1.38%	-25.22%
510300	2.12%	22.12%	-1.18%	-3.20%	0.53%	-35.41%
159919	2.25%	27.28%	-1.00%	-3.09%	0.02%	-35.43%
510500	7.15%	32.79%	2.44%	-6.34%	-1.83%	-29.66%
159922	7.87%	36.96%	2.69%	-18.91%	-1.31%	-556.46%
159915	7.90%	48.16%	-11.50%	-10.08%	-1.07%	-85.42%
159901	4.61%	32.50%	0.63%	-4.40%	0.93%	-38.74%
588000	9.77%	58.91%	2.34%	-7.25%	1.47%	-63.52%
588080	9.57%	59.24%	2.43%	-7.27%	-0.67%	-63.17%

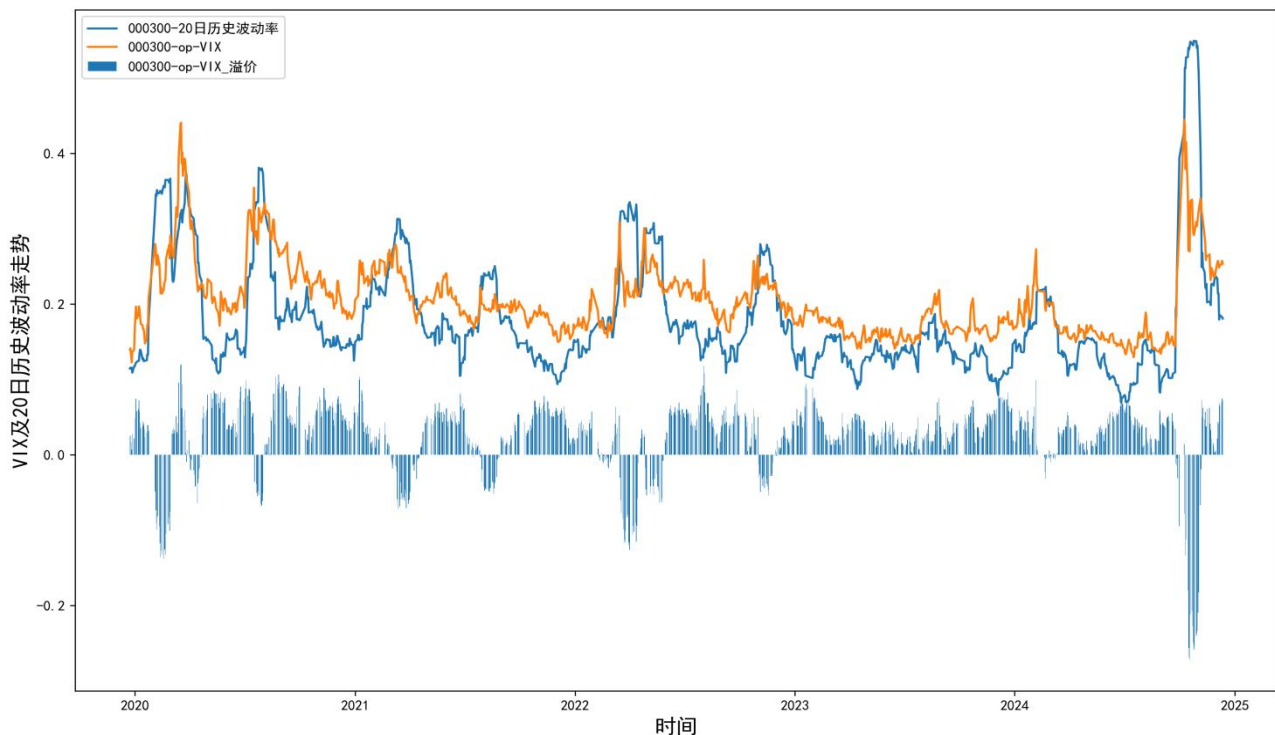
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 35：上证 50 指数期权波动率指数走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

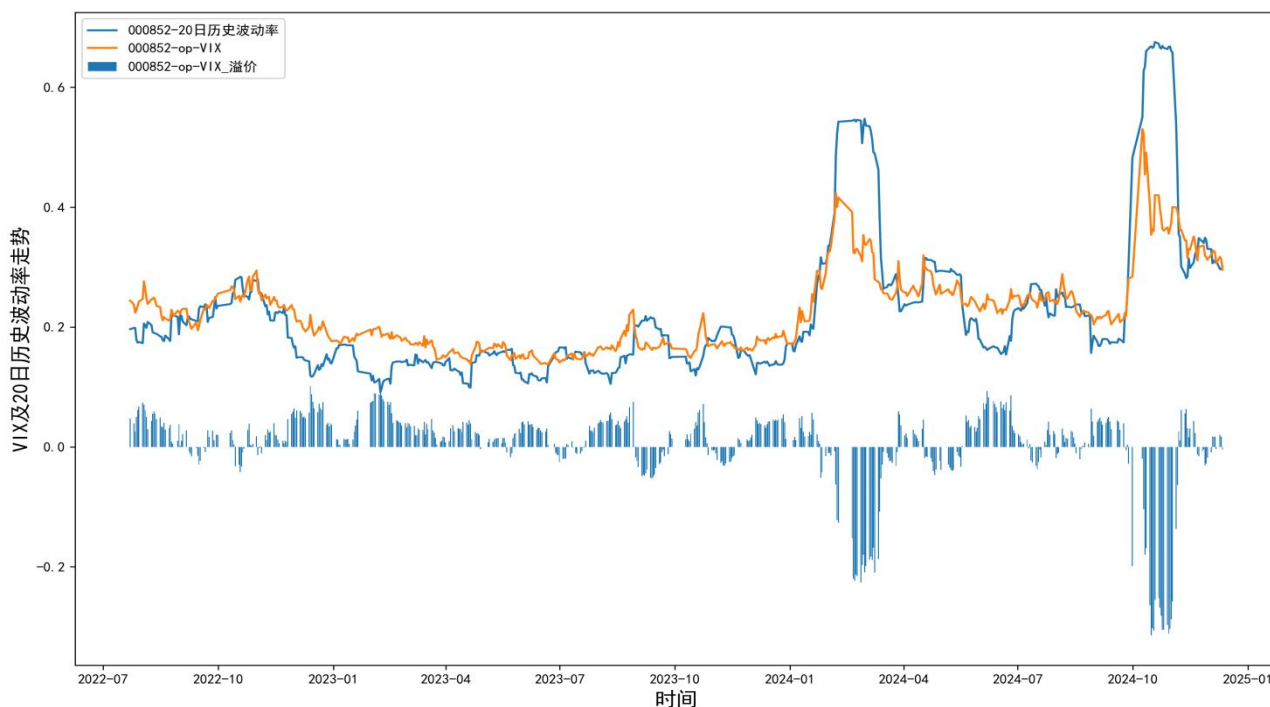
图表 36：沪深 300 指数期权波动率指数走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

图表 37：中证 1000 指数期权波动率指数走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 38：各金融期权品种下月平值合约隐含波动率 2024 年概况（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

标的代码	下月平值合约 隐含波均值	下月平值合约 隐含波最大值	下月平值合约隐 波最小值	下月平值合约 隐含波溢价均值	下月平值合约隐 波溢价最大值	下月平值合约隐 波溢价最小值
000300	18.28%	59.10%	12.13%	0.24%	16.03%	-29.89%
000016	17.98%	56.85%	11.38%	1.91%	19.40%	-24.02%
000852	27.22%	75.56%	15.29%	-3.41%	20.54%	-33.57%
510050	16.97%	53.99%	11.50%	0.57%	15.46%	-28.48%
510300	17.48%	50.25%	12.02%	-0.91%	7.71%	-37.74%
159919	17.74%	72.82%	12.17%	-0.65%	26.57%	-38.37%
510500	22.10%	55.13%	13.92%	-3.82%	9.33%	-33.01%
159922	22.46%	62.13%	13.59%	-16.65%	10.87%	-558.55%
159915	27.08%	95.85%	19.14%	-8.18%	7.76%	-91.79%
159901	21.62%	76.93%	14.78%	-2.72%	19.62%	-42.95%
588000	30.31%	130.81%	18.28%	-4.97%	27.47%	-72.41%
588080	30.12%	132.77%	18.49%	-5.18%	30.64%	-70.81%

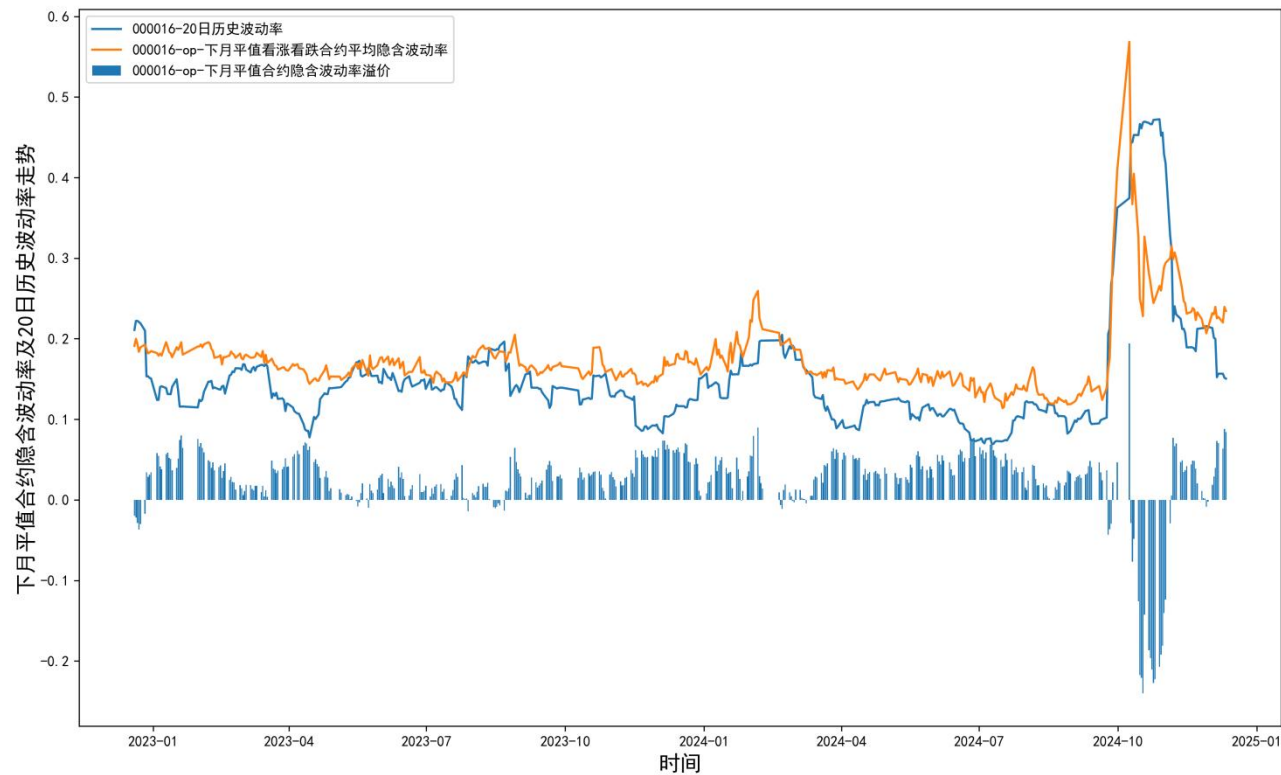
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 39：各金融期权品种下月平值合约隐含波动率 2024 年较 2023 年变动情况（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

标的代码	下月平值合约 隐波均值	下月平值合约 隐波最大值	下月平值合约隐 波最小值	下月平值合约 隐波溢价均值	下月平值合约隐 波溢价最大值	下月平值合约隐 波溢价最小值
000300	2.49%	39.45%	-0.57%	-2.33%	8.22%	-28.98%
000016	1.22%	36.36%	-2.72%	-1.10%	11.41%	-22.58%
000852	11.75%	55.51%	2.82%	-4.12%	12.08%	-26.62%
510050	0.68%	34.04%	-2.01%	-1.87%	8.02%	-26.41%
510300	1.94%	30.65%	-1.04%	-3.38%	-0.25%	-35.96%
159919	2.09%	53.19%	-0.72%	-3.25%	18.56%	-37.02%
510500	7.28%	35.81%	2.03%	-6.22%	-0.42%	-30.10%
159922	7.88%	43.01%	1.55%	-18.91%	1.16%	-555.37%
159915	7.34%	71.33%	2.84%	-10.63%	-3.33%	-87.56%
159901	4.29%	55.82%	0.33%	-4.73%	12.00%	-40.45%
588000	8.91%	104.69%	0.27%	-8.11%	18.67%	-65.08%
588080	8.85%	106.42%	0.35%	-7.98%	21.40%	-64.23%

数据来源：wind，Ricequant，中信建投期货

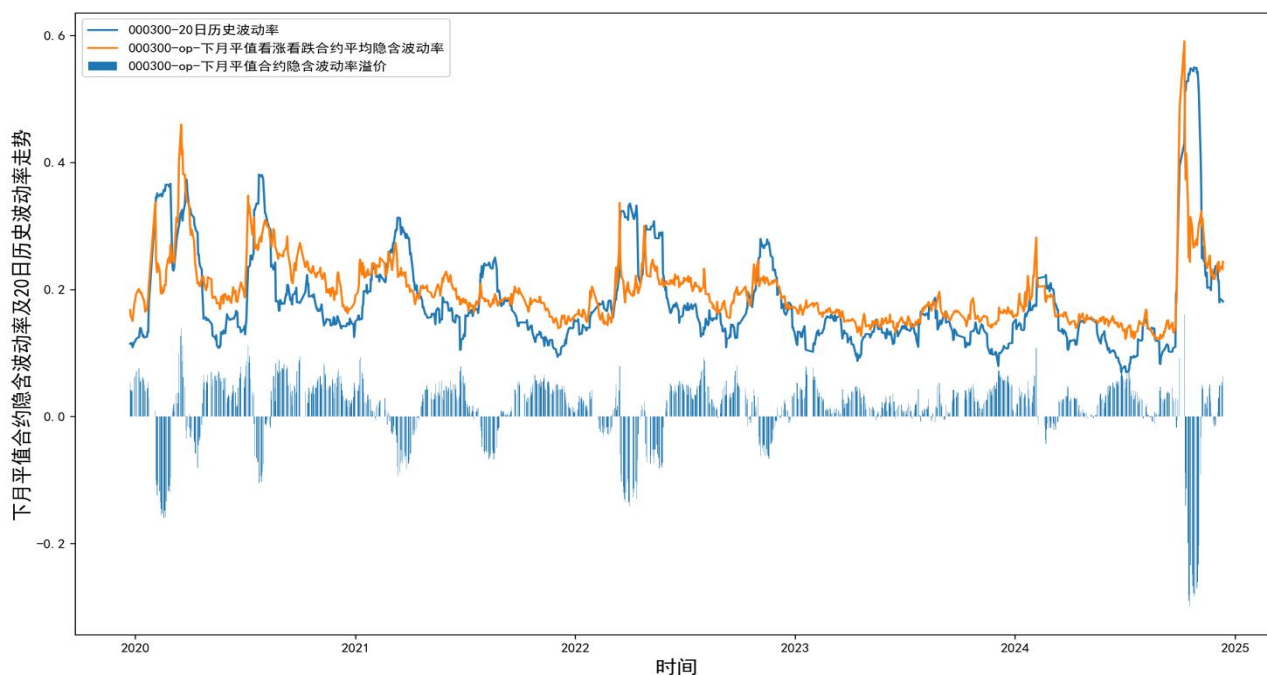
图表 40：上证 50 指数期权下月平值合约隐含波动率走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind，Ricequant，中信建投期货

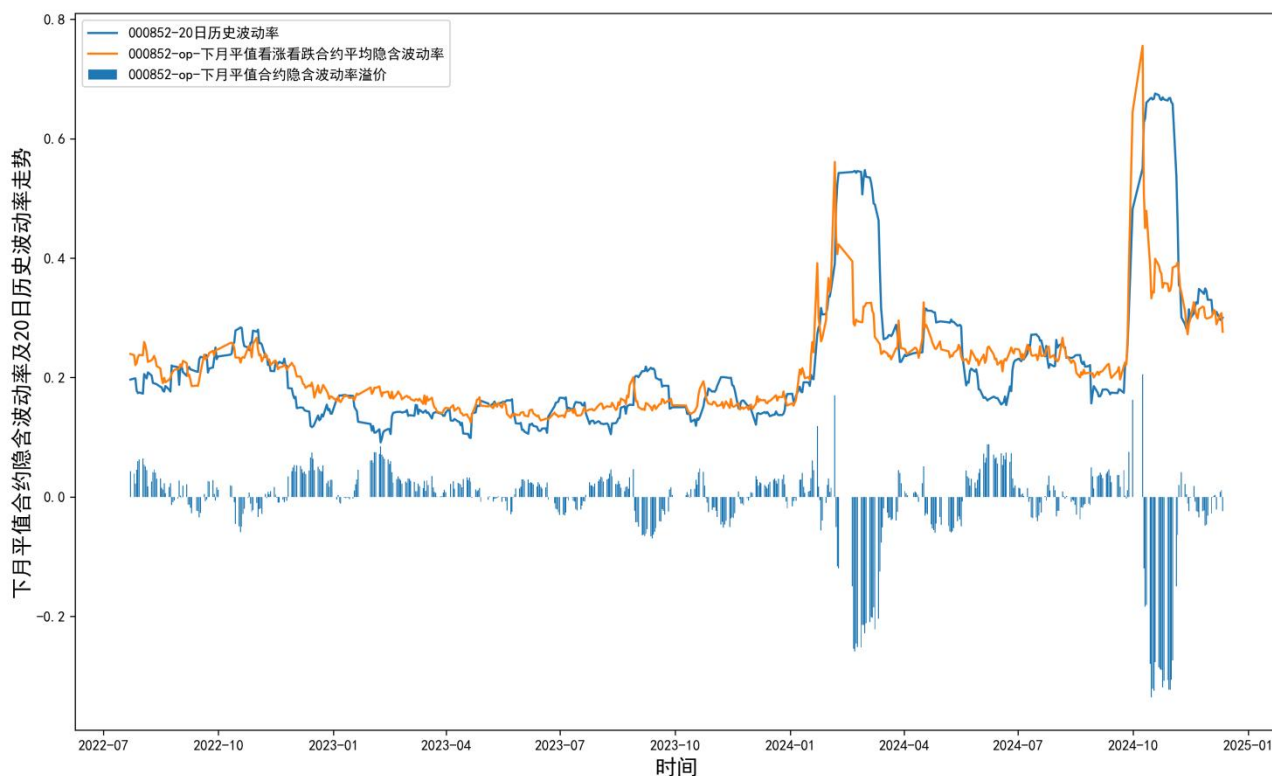
期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

图表 41：沪深 300 指数期权下月平值合约隐含波动率走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 42：中证 1000 指数期权下月平值合约隐含波动率走势（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

隐含波动率溢价不足，导致今年期权中性卖方整体表现较差，下面通过构造简单中性卖方策略进行测试，下面分别使用股指期货及 ETF 期权构建中性卖方策略，并回测其在今年一季度表现，策略构建如下：

回测时间区间 相应品种上市日期至 2024 年 12 月 10 日

平仓条件：

- （1）当组合内期权合约剩余到期日小于 7 天时
- （2）当组合内期权合约至少有一个不在当前标的价格对应的上下一档行权价格以内时

建仓条件：当前无持仓，同时市场上存在建仓所需合约，合约选择为平值合约

建仓数量：看涨及看跌合约各 30 手（ETF 期权按照 300 张）

监测频率，以 60 分钟频率监测期权组合

手续费：按照 15 元/手计算（ETF 期权按照 2 元/张）

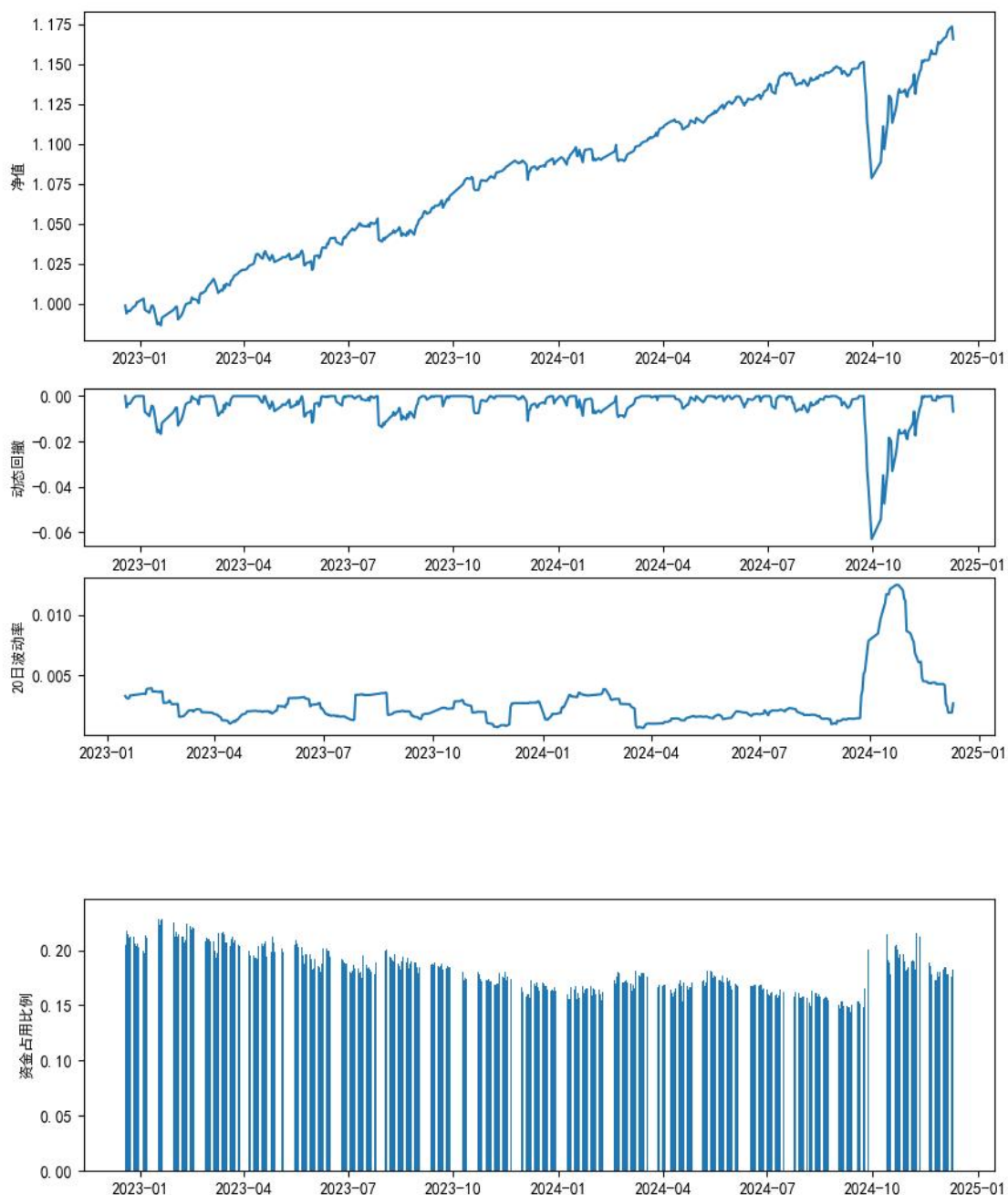
成交价格：信号产生之后 60 分钟成交均价，暂不设滑点

初始资金量：10000000 元

策略绩效如下所示，图表 43 至图表 45 分别展示了上证 50 指数期权、沪深 300 指数期权以及中证 1000 指数期权上市以来的简单中性卖方策略表现

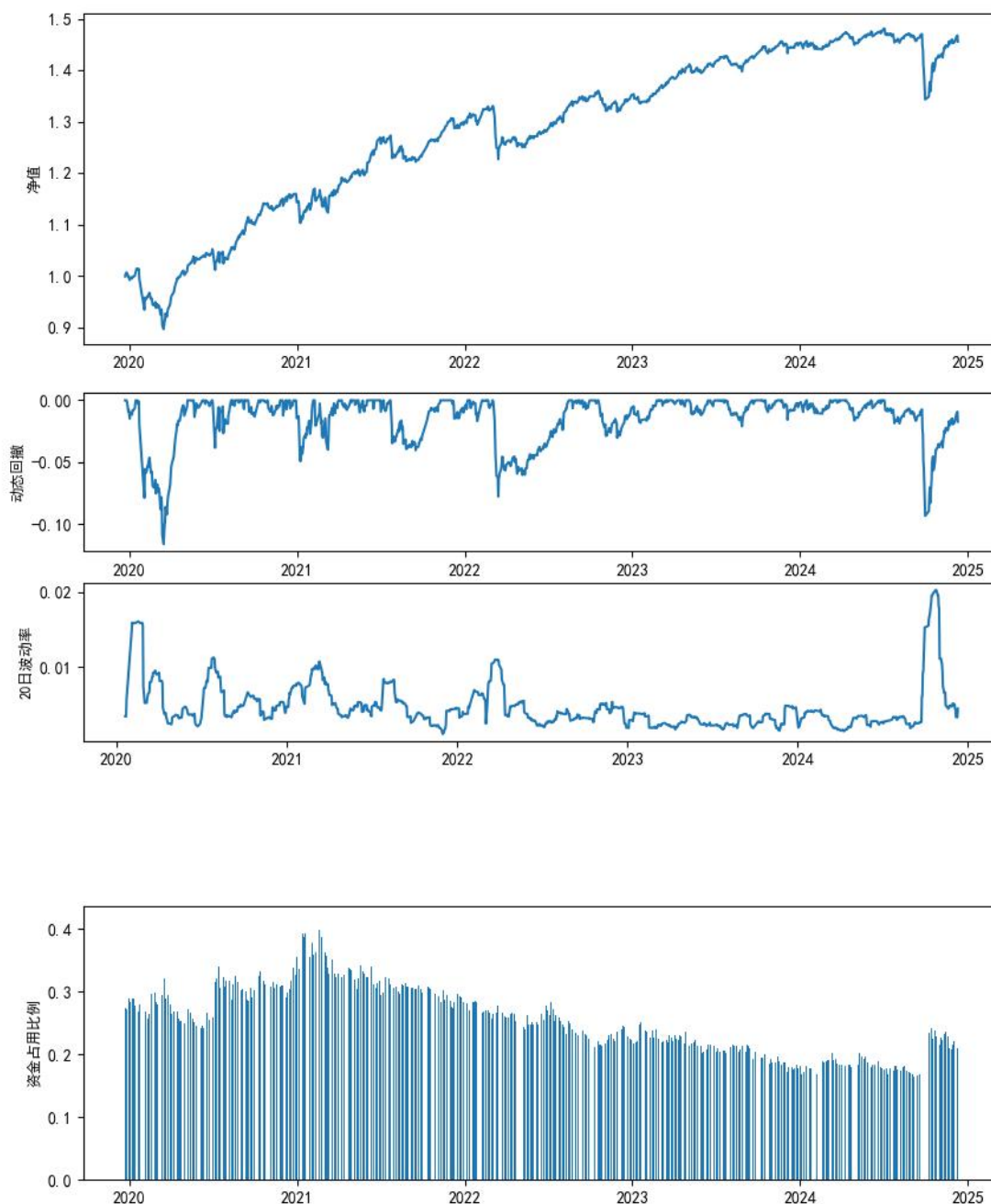


图表 43：上证 50 指数期权中性卖方策略历史表现（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



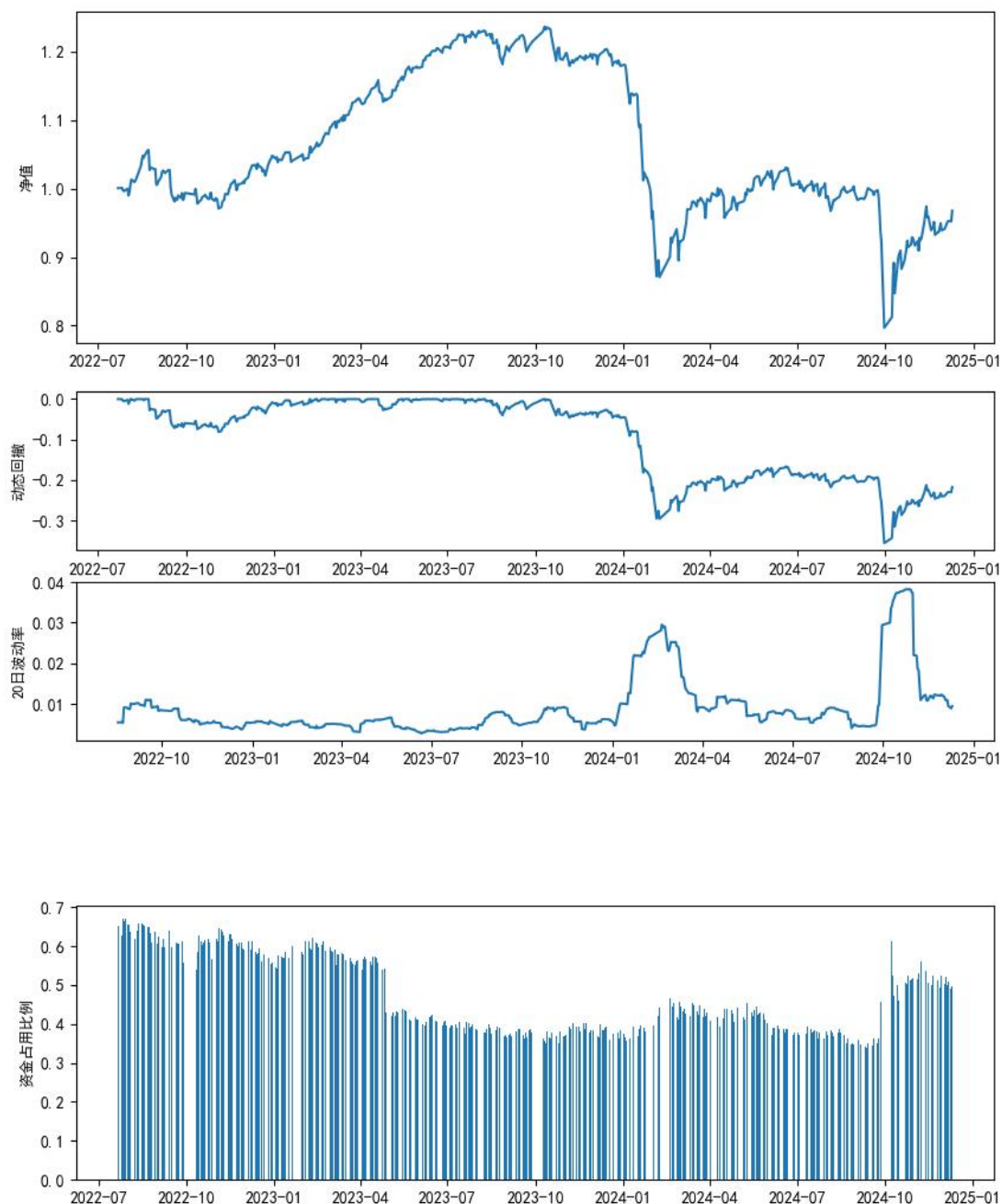
数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 44：沪深 300 指数期权中性卖方策略历史表现（数据截止 2024 年 12 月 10 日）



数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货

图表 45：中证 1000 指数期权中性卖方策略历史表现（数据截止 2024 年 12 月 10 日）

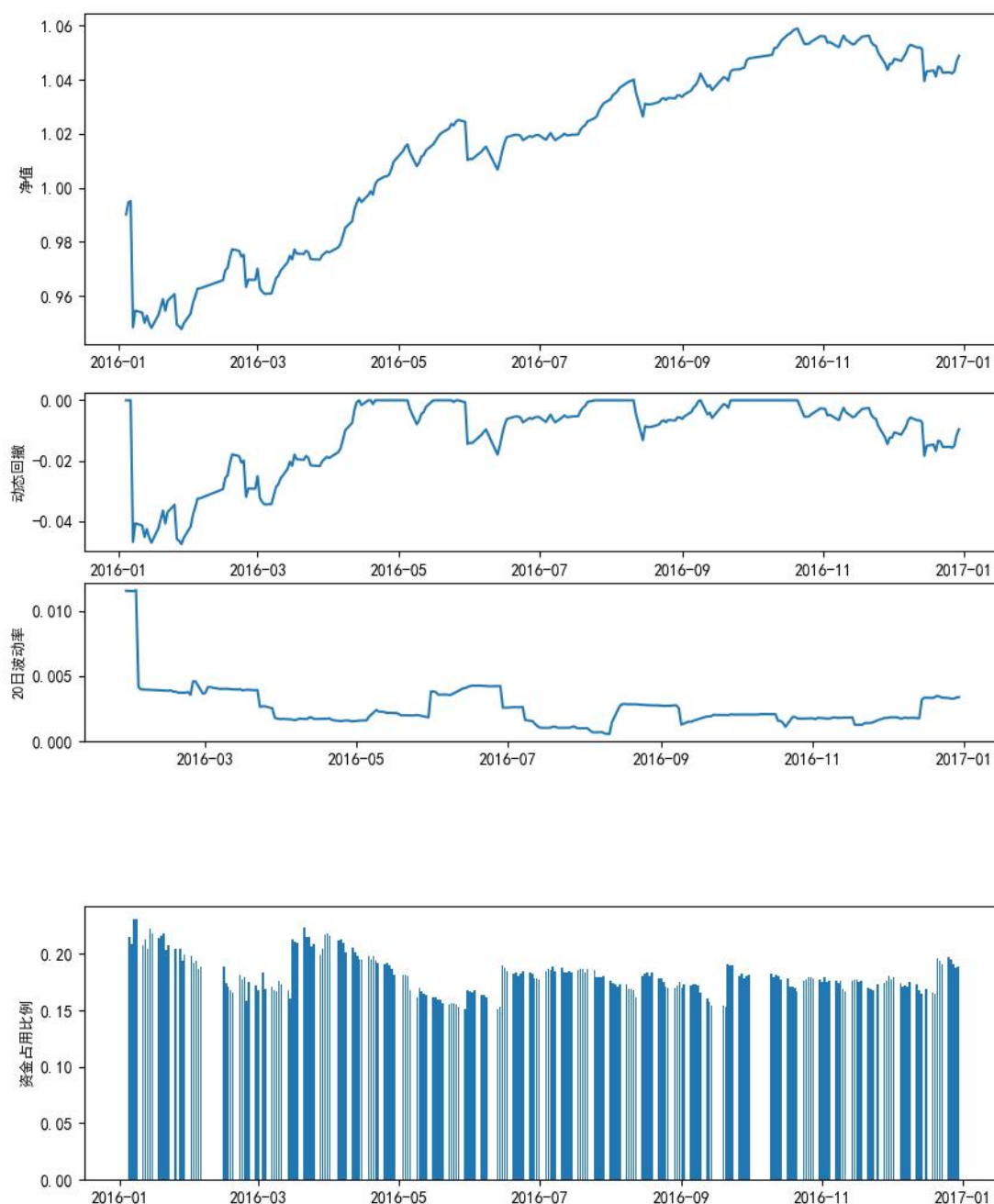


数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货

从上述测试结果来看，上证 50 指数期权以及沪深 300 指数期权的中性卖方策略在 2024 年仅在 9 月下旬至 10 月中旬的股市上行波动中出现了较大回撤，而且上证 50 指数期权中性卖方策略在随后波动下行之后净值快速恢复。中证 1000 指数期权中性卖方策略在 2024 年经历了两次较大回撤，一次是在年初市场持续下行叠加部分场外雪球产品敲入导致的下行波动期间，另外一次就是 9 月下旬至 10 月中旬的股市上行波动期间，整体来看，上证 50 指数期权以及沪深 300 指数期权对卖方相较于中证 1000 股指期权会更加友好。

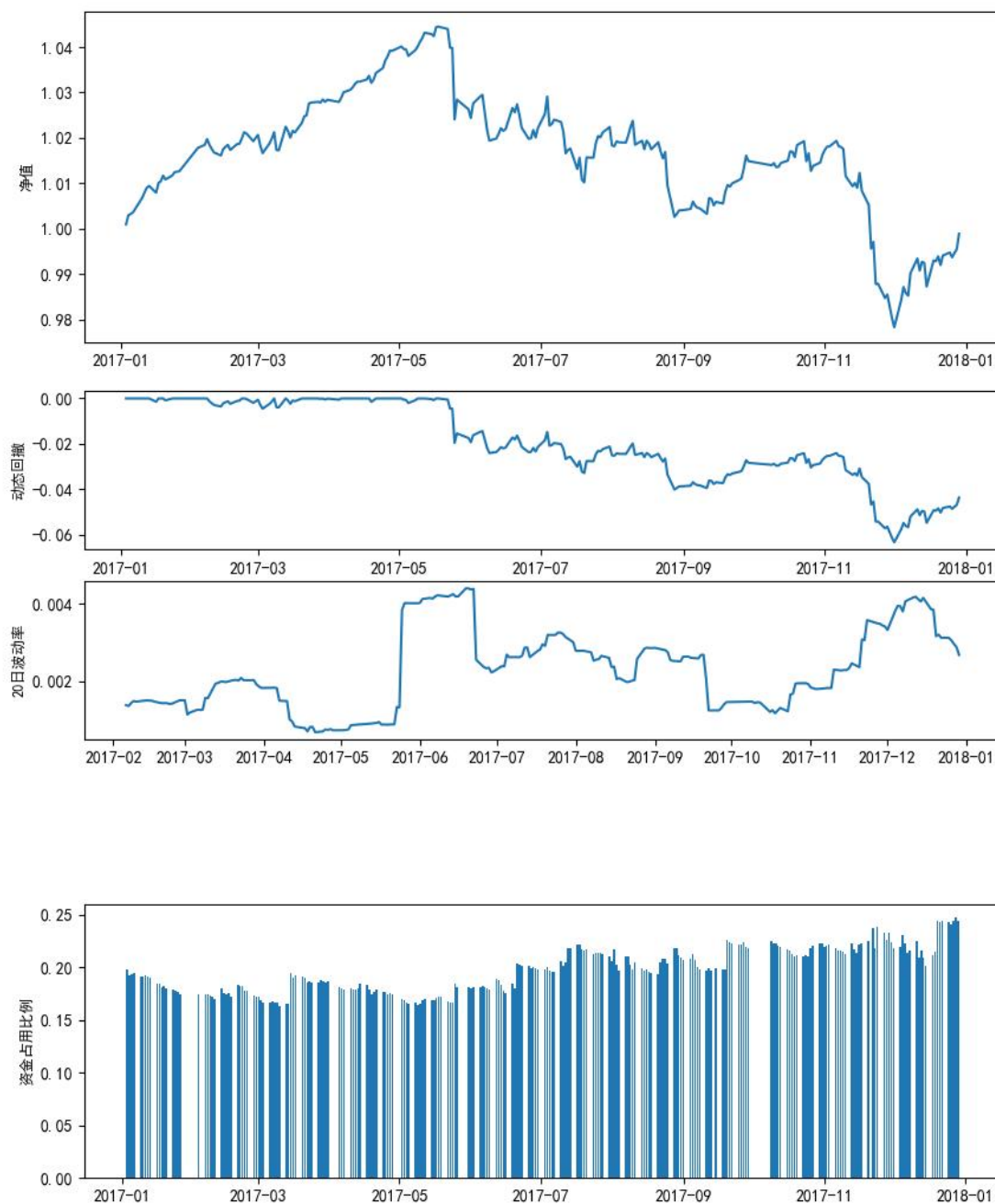
参考上面对于上证 50 指数的历史波动情况分析的结论，即认为 2025 年 A 股市场波动情况可能会与 2018 年比较相似，我们使用华夏上证 50ETF 期权按照与此前类似的策略分别在 2016 年、2017 年以及 2018 年进行相关测试，测试结果如图表 46 至图表 48 所示。

图表 46：上证 50ETF 期权中性卖方策略 2016 年表现



数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货

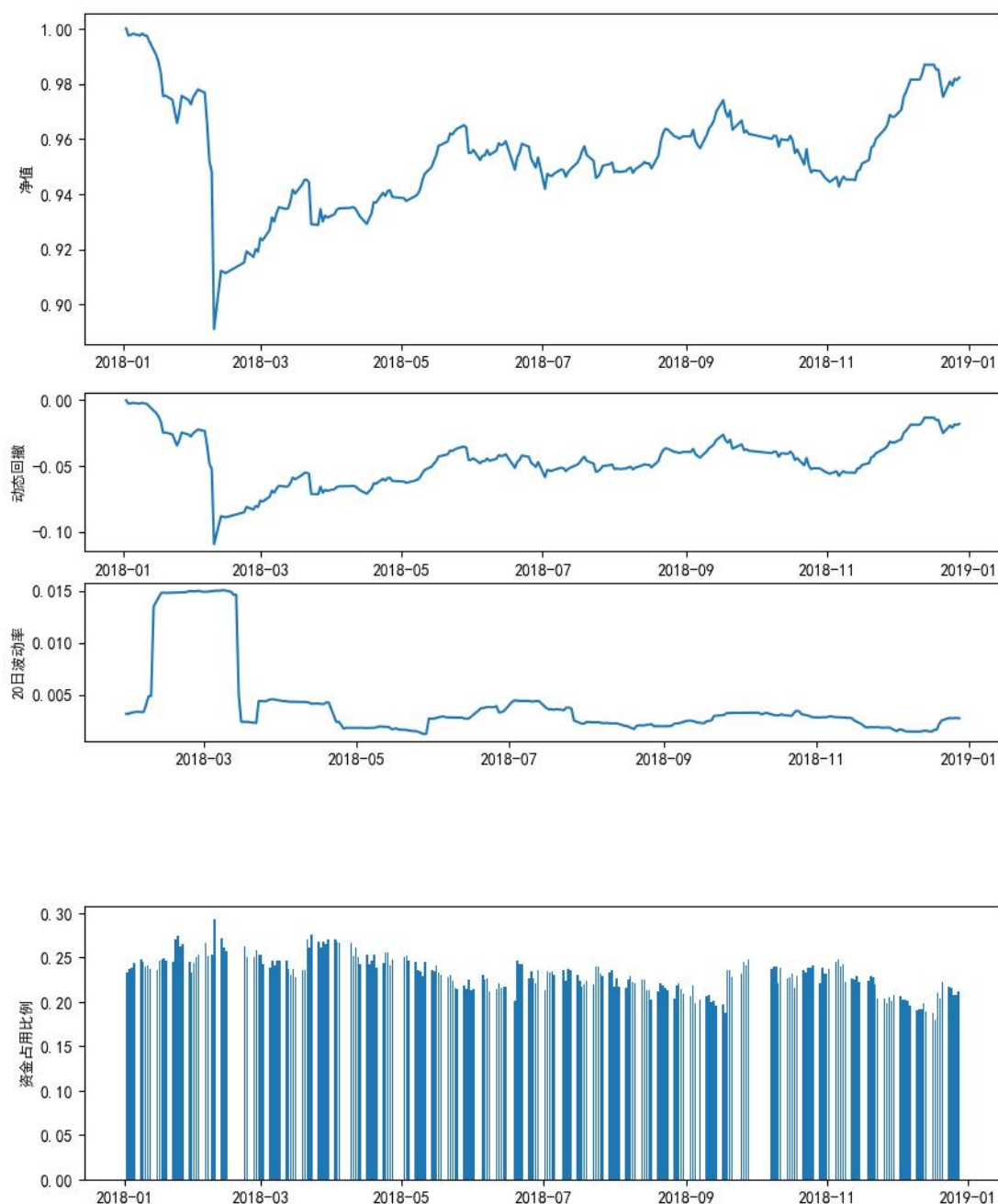
图表 47：上证 50ETF 期权中性卖方策略 2017 年表现



数据来源: wind, Ricequant, 中信建投期货



图表 48：上证 50ETF 期权中性卖方策略 2018 年表现



数据来源：wind, Ricequant, 中信建投期货

从上述使用华夏上证 50ETF 期权进行的测试结果来看，2017 年以及 2018 年均未取得正收益，因此，如果 2025 年 A 股市场波动环境和 2017 以及 2018 年表现类似的话，那么中性卖方可能面临一定的压力，

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

可能的不利情形主要原因即在于市场波动本身的放大与缩小加剧的背景下，隐含波动率可能无法给到充足的溢价。因此，2025 年期权卖方需要更加谨慎进行相关应对，当然反过来思考，波动率多头可能在性价比上会有一定抬升。

对于可能的波动时点，目前只能做一个简单的思考，第一个可能的时点即在于 2025 年一季度，A 股市场传统的春季躁动叠加相关会议的政策预期可能使得市场出现一定波动，第二个可能的时点在于 2025 年二季度，特朗普执政美国之后在贸易层面可能对中国采取的不利措施。

### 三、研究结论

2024 年在 A 股市场波动放大的背景下，多数金融期权品种成交及持仓均出现了一定幅度上行。成交量方面，纵向比较来看，中证 1000 股指期权、南方中证 500ETF 期权、嘉实中证 500ETF 期权、易方达创业板 ETF 期权、华夏上证科创板 50ETF 期权以及易方达上证科创板 50ETF 期权 2024 年度成交量均较 2023 年均有较大幅度增长。持仓量方面，上证 50 股指期权以及沪深 300 股指期权日均持仓量较 2023 年小幅下行，华夏上证 50ETF 期权以及华泰柏瑞沪深 300ETF 期权日均持仓量下行幅度较大，分别达到-22.53%以及-10.28%。其余金融期权品种 2024 年日均持仓量均值均有不同幅度上行，其中中证 1000 股指期权、易方达创业板 ETF 期权以及南方中证 500ETF 期权分别增幅分别达到 99.58%、58.28%以及 53.42%。

标的波动方面，2024 年，市场的较大波动发生的时间段可分为两轮，第一轮在年初，由于市场当时整体情绪较弱，导致市场整体处于下行格局，特别对于中证 1000 指数，由于市场的持续下行触发部分挂钩中证 1000 指数的场外雪球产品出现了集中敲入情况，导致 A 股市场整体下行波动的放大，横向对比来看，在这一轮波动放大过程中，上证 50 指数以及沪深 300 指数整体波动表现相对克制，而中证 1000 指数波动则放大比较明显。第二轮波动时段在 2024 年 9 月下旬至 10 月中旬，9 月 24 日，国务院新闻办公室举行了专题为“金融支持经济高质量发展”的新闻发布会，央行、金融监管总局、证监会三部门负责人出席并发言，会议中央行行长提到的关于针对股票市场的相关支持政策带动了市场的做多热情，A 股市场出现一轮短期快速上行的行情，市场波动放大明显。第二轮与年初第一轮表现不同的地方在于上证 50 指数以及沪深 300 指数波动均有明显放大，同时中证 1000 指数在这一轮波动高点较第一轮更大。

对于 2025 年的市场波动环境，我们可以做一个简单参考的可能是 2018 年的市场情况，彼时市场并没有较大规模的场外衍生产品对冲需求导致的对股票市场波动的压制，而且当时特朗普执政美国期间提出了针对中国的一系列加征贸易关税的相关举措，导致 A 股市场经常出现短期的波动放大情形。因此，我们预

计 2025 年市场 A 股市场整体波动的均值以及低点会出现抬升，同时波动本身的波动也可能出现放大，也就是可能出现与 2018 年类似的无序波动增加的情形。

期权隐含波动率方面，2024 年在标的波动抬升的背景下，各个金融期权品种波动率指数均出现了抬升。从波动率指数溢价的绝对数值上看，2024 年截止 12 月 10 日，仅有上证 50 指数期权、沪深 300 指数期权、华夏上证 50ETF 期权、华泰柏瑞沪深 300ETF 期权以及嘉实沪深 300ETF 期权 5 个品种均值录得正值，其余品种均录得负值，由此容易推测 2024 年金融期权中性卖方策略表现不太好，这一点也可以从该指标与 2023 年的对比看出，即各个金融期权品种该指标在 2024 年的表现较 2023 均出现了下行。从期权中性卖方策略的测试结果上来看，上证 50 指数期权以及沪深 300 指数期权的中性卖方策略在 2024 年仅在 9 月下旬至 10 月中旬的股市上行波动中出现了较大回撤，而且上证 50 指数期权中性卖方策略在随后波动下行之后净值快速恢复。中证 1000 指数期权中性卖方策略在 2024 年经历了两次较大回撤，一次是在年初市场持续下行叠加部分场外雪球产品敲入导致的下行波动期间，另外一次就是 9 月下旬至 10 月中旬的股市上行波动期间，整体来看，上证 50 指数期权以及沪深 300 指数期权对卖方相较于中证 1000 股指期货会更加友好。

参考上述对于 2025 年 A 股市场可能波动情况的分析，即波动底部抬升叠加波动自身波动抬升的背景，我们寻找历史上类似的时段 2018 年，使用 50ETF 期权进行相关测试发现中性卖方表现一般，可能的不利情形主要原因即在于市场波动本身的放大与缩小加剧的背景下，隐含波动率可能无法给到充足的溢价。因此，2025 年期权卖方需要更加谨慎进行相关应对，当然反过来思考，波动率多头可能在性价比上会有一定抬升。

综上，我们预计 2025 年金融期权标的波动底部相较于 2024 年将会抬升，而标的波动本身波动也可能出现抬升，也就是波动的聚集效应可能弱化，突变效应可能增强，此种条件下期权卖方需要更加谨慎进行相关应对，对于期权卖方，横向比较依然优选上证 50 指数期权及上证 50ETF 期权，纵向比较则建议在出现一轮显著波动之后再进场可能为适当时机。对于期权买方，波动率多头可能在性价比上会有一定抬升，但是做多波动策略的相关波动率阈值可能也需要做一定上移。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 风险提示

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**全国统一客服电话：400-8877-780**

**网址：www.cfc108.com**