



2025 年金融期权二季度展望

2025 年 4 月 2 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

黎伟

从业资格号: F0300172

投资咨询号: Z0011568

相关研究报告:

波动率重回低位、买方性价比逐步提升

2025 年一季度金融期权市场活跃度高度分化,代表中证 1000 指数期权以及两大科创 50ETF 期权成交额相比 2024 年同期均有不同程度上涨,其中 MO 期权市场份额继续提升,占比高达 34.22%,排名第一,南方中证 500ETF 期权次之。代表大盘指数的上证 50ETF 期权、300ETF 期权等成交额有不同程度的回落,上证 50ETF 期权市场份额继续下滑,目前仅有 7.24%。

波动率上,无论从绝对值上看还是隐含波动率相对历史波动率溢价水平上看,当前波动率均已回落至低位区,继续下行空间已十分有限,期权买方性价比正在逐步提升。

策略回顾上,长期持有 IM 当月合约多头在过去两年中平均年化超额收益在 7.5%左右,今年一季度绝对超额收益在 2.87%,历史回测显示:持有 IM 多头同时,牺牲部分超额买入虚值 2%MO 看跌期权,能够有效降低回撤以达到平滑资金曲线的效果。

双卖策略在过去一个季度中处于修复态势之中,且 HO 期权修复速度更为迅速,表现亦更加稳定,今年一季度累计可以获得 5.02%的绝对收益;MO 期权修复速度最慢,且过程亦更为曲折,一季度累计收益仅为 2.03%。

展望 2025 年二季度,随着一季报和年报公布期的逐步到来,市场关注焦点将由预期逐步转向现实,弱现实下市场存在震荡整理需求。基于此:

一方面,在当前隐波回落至历史低位环境下,期权估值整体相对便宜。长期持有 IM 合约多头者可考虑择机买入 MO 虚值看跌期权,在保留上方空间的同时防范中小盘指数的高位调整风险。

另一方面,随着前期大小盘比价触及极值区,日历效应下大小盘市场风格的回归仍是下一阶段值得重点关注的策略,在目前偏低波动率下可考虑择机买入 IO 实值看涨期权,同时买入 MO 实值看跌期权,以获取大小盘比价回升所带来的收益。

此外,波动率交易者需严格控制仓位,从安全性角度建议关注 IO 和 HO 期权隐波局部冲高后的做空波动率机会。

正文目录

一、2025 年一季度金融期权市场运行情况	- 5 -
1.1 期权市场活跃度高度分化	- 5 -
1.2 中证 1000 指数期权市场份额继续提升	- 6 -
1.3 持仓 PCR 值显示中证 1000 指数上方压力大	- 8 -
二、股指期权市场波动率情况	- 9 -
2.1 期权隐含波动率回归历史低位	- 9 -
2.2 期权波动率与期货基差具有一致性	- 11 -
2.3 二季度期权买方性价比或逐步提升	- 12 -
三、期权策略回顾与推荐	- 14 -
3.1 IM 长期多头超额收益情况	- 14 -
3.2 IM 长期多头下备兑策略	- 15 -
3.3 IM 长期多头下保护性看跌期权策略	- 16 -
3.5 期权经典双卖策略	- 17 -
四、总结及展望	- 19 -
4.1 总结	- 19 -
4.2 展望	- 19 -
联系方式	- 21 -

图目录

图 1 : 国内金融期权成交额变动走势	- 6 -
图 2 : 2025 年一季度国内各金融期权成交额份额情况	- 7 -
图 3 : 主要期权成交额份额变动情况	- 7 -
图 4 : 沪深 300 指数与 IO 持仓 PCR 值走势	- 8 -
图 5 : 中证 1000 指数与 MO 持仓 PCR 走势	- 8 -
图 6 : 沪深 300 指数期权平值隐波均值历史走势	- 9 -
图 7 : 沪深 300 指数期权隐含波动率季节性走势	- 9 -
图 8 : 中证 1000 指数期权平值隐波均值历史走势	- 10 -
图 9 : 中证 1000 指数期权隐含波动率季节性走势	- 10 -
图 10 : 沪深 300 指数期货当季合约年化升贴水率季节性走势	- 11 -
图 11 : 中证 1000 指数期货当季合约年化升贴水率季节性走势	- 11 -
图 12 : 中证 1000 指数期货当季合约年化升贴水率季节性走势	- 12 -
图 13 : 中证 1000 期权折溢价历史走势	- 13 -
图 14 : 沪深 300 指数期权折溢价历史走势	- 13 -
图 15 : 长期持有 IM 当月合约累计净值及超额收益情况	- 14 -
图 16 : 2024 年以来 MO 期权备兑策略净值曲线	- 16 -
图 17 : 2025 年以来 MO 期权备兑策略净值曲线	- 16 -
图 18 : 2024 年以来 MO 期权保护性看跌策略净值曲线	- 17 -
图 19 : 2025 年以来 MO 期权备兑策略净值曲线	- 17 -
图 20 : 2024 年以来 IO 期权双卖策略净值曲线	- 18 -
图 21 : 2024 年以来 HO 期权双卖策略净值曲线	- 18 -
图 22 : 2024 年以来 MO 期权双卖策略净值曲线	- 18 -
图 23 : 2025 年以来 HO 期权双卖策略净值曲线	- 18 -

表目录

表 1：国内金融期权市场成交持仓情况（2025.1.1-2025.3.24）	- 5 -
表 2：近两年 MO 期权备兑策略表现	- 15 -
表 3：近两年 MO 期权保护性看跌策略表现	- 16 -
表 4：近两年各指数期权双卖策略表现	- 18 -

一、2025 年一季度金融期权市场运行情况

1.1 期权市场活跃度高度分化

当前国内期权市场已上市 12 个金融期权品种，其中上交所 5 个、深交所 4 个、中金所 3 个，其中中金所包含上证 50、沪深 300 和中证 1000 三大指数期权，其余两个交易所则全部为 ETF 期权。截至 3 月 24 日，2025 年以来全部金融期权总成交量 3.79 亿张、日均成交量 728.04 万张，总成交额 3139.3 亿元，日均成交额 60.37 亿元，日均持仓量 876.14 万张，日均成交量、日均成交额及日均持仓量相比 2024 年同期分别回落 1%、1%和 2%左右，与 2024 年四季度相比日均成交额则大幅回落 23.1%。

表 1：国内金融期权市场成交持仓情况（2025.1.1-2025.3.24）

	上证 50ETF 期权	沪 300ETF 期权	沪 500ETF 期权	沪深 300 指数期权	上证 50 指数期权	中证 1000 指数期权
累计成交量 (张)	62620637.00	56454367.00	73769923.00	5508667.00	1943074.00	12593674.00
日均成交量 (张)	1204243.02	1085660.90	1418652.37	105935.90	37366.81	242186.04
日均成交 PCR	0.81	0.86	0.92	0.61	0.52	0.82
日均持仓量 (张)	1573729.19	1317462.87	1160600.90	197390.75	75301.62	237014.25
日均持仓 PCR	0.77	0.87	0.97	0.61	0.51	0.78
累计成交额 (万元)	2273517.25	2907677.61	6238870.53	2633273.99	601091.98	10741642.57
日均成交额 (万元)	43721.49	55916.88	119978.28	50639.88	11559.46	206570.05
相比 2024 年同期	-34.88%	-29.49%	15.41%	-13.49%	-34.72%	16.71%
	深 300ETF 期权	深 500ETF 期权	创业板 ETF 期权	深 100ETF 期权	华夏科创 50ETF 期权	易方达科创 50ETF 期权
累计成交量 (张)	7626697.00	9871809.00	69014302.00	3441376.00	54045798.00	21689123.00
日均成交量 (张)	146667.25	189842.48	1327198.12	66180.31	1039342.27	417098.52
日均成交 PCR	0.84	0.87	0.80	0.88	0.73	1.05
日均持仓量 (张)	255427.00	321277.29	1297272.37	117732.62	1654528.21	553623.13
日均持仓 PCR	0.79	0.79	0.74	0.75	0.69	0.70
累计成交额 (万元)	374079.24	421983.68	2910262.75	137205.34	1632886.96	520423.83
日均成交额 (万元)	7193.83	8115.07	55966.59	2638.56	31401.67	10008.15
相比 2024 年同期	-42.39%	-71.35%	20.74%	-57.98%	82.72%	27.85%

数据来源：WIND、国联期货研究所

从总成交额变动趋势上看,2025 年一季度整个金融期权市场成交额整体表现为震荡走势,即使 1 月底至 3 月上旬标的指数处于明显的春季行情之中,整个金融期权总成交额亦没有出现明显放大,绝大部分时间日成交额波动区间在 45 亿至 75 亿元。

图 1: 国内金融期权成交额变动走势



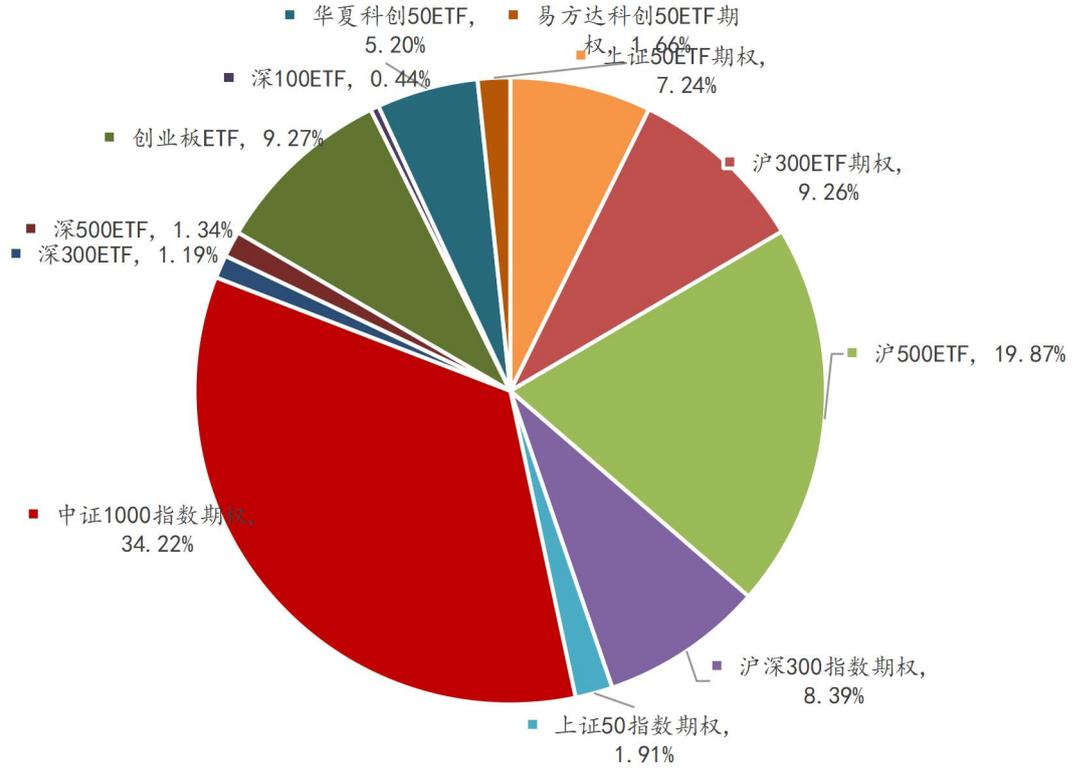
数据来源: WIND、国联期货研究所

分品种上看,代表中小盘的沪 500ETF 期权、中证 1000 指数期权以及两大科创 50ETF 期权成交额相比 2024 年同期均有不同程度上涨,其中华夏科创 50ETF 期权增长最为明显,日均成交额增量达 82.72%,代表大盘指数的上证 50ETF 期权、300ETF 期权等成交额有不同程度的回落,日均成交额相比 2024 年大幅下降 13%至 43%不等。

1.2 中证 1000 指数期权市场份额继续提升

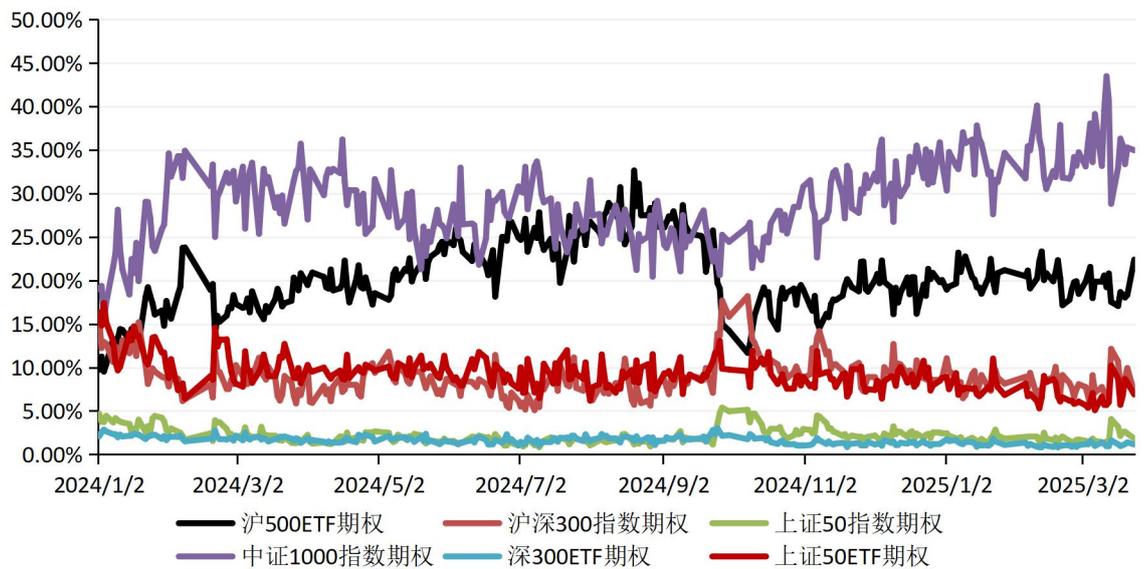
从成交额市场份额上看,2025 年一季度中证 1000 指数期权市场份额继续提升,占比高达 34.22%,相比去年上涨近 7 个百分点;南方中证 500ETF 期权次之,占比在 19.87%,与去年相当。与之对应的是,上证 50ETF 期权市场份额则继续下滑,目前仅有 7.24%,排名亦下滑至第六。市场整体更偏爱交易中小盘指数类的期权,这与中小盘指数弹性更大有关。

图 2：2025 年一季度国内各金融期权成交额份额情况



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 3：主要期权成交额份额变动情况



数据来源：WIND、国联期货研究所

1.3 持仓 PCR 值显示中证 1000 指数上方压力大

持仓 PCR 值即看跌期权持仓量与看涨期权持仓量比值，在之前的报告中我们曾指出期权持仓量应站在卖方角度进行思考，其中长期走势与标的价格存在明显正相关性，从期权持仓量 PCR 值的变动情况可以间接为标的指数后期趋势做参考。

2025 年以来各大金融期权持仓 PCR 值在方向上多数时间跟随标的指数波动，其在 1 月下旬至 3 月上旬出现了一波明显的回升趋势，IO 和 MO 期权持仓 PCR 最高点分别触及 70% 和 100% 的局部高位，但高位持续时间整体相对偏短。

需要重点关注的是：3 月下旬市场的震荡回落过程中，MO 期权持仓 PCR 值回落更为明显，如尽管中证 1000 指数并未跌破 3 月初的低点，但其持仓 PCR 值自 100% 的高位大幅回落至 75% 左右，技术上看 MO 期权 PCR 值此轮上涨趋势已经基本结束，即从卖方角度去观察中证 1000 指数上方压力极大。

与之对应的是，尽管沪深 300 指数此轮春季行情上行整体更为曲折，但期权持仓 PCR 值走势相对健康，整体仍旧呈现震荡回升态势之中，其最高值甚至已经高于去年 11 月中旬的高点，表明沪深 300 指数下方的支撑整体更为牢固。

图 4：沪深 300 指数与 IO 持仓 PCR 值走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 5：中证 1000 指数与 MO 持仓 PCR 走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

二、股指期权市场波动率情况

2.1 期权隐含波动率回归历史低位

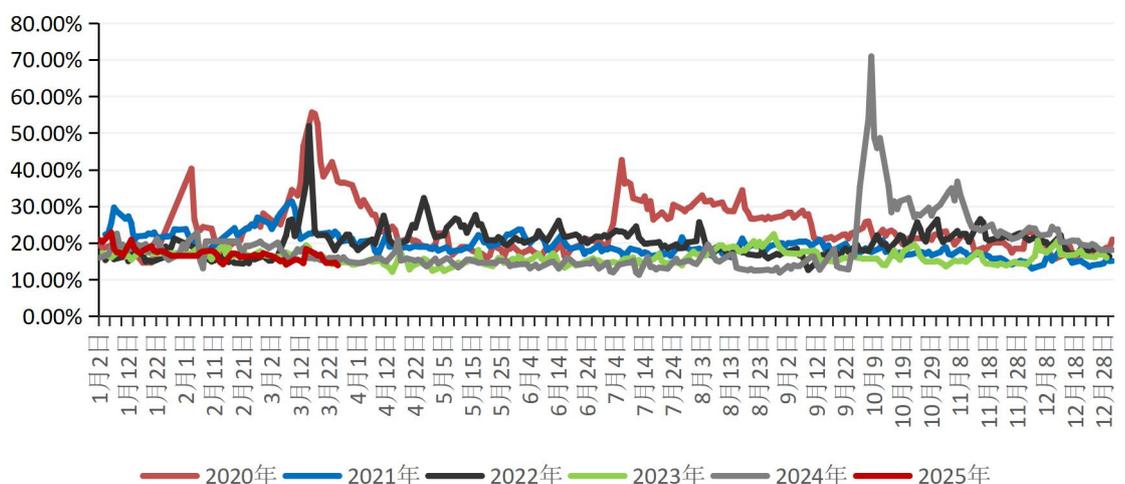
2025 年一季度无论 IO 期权还是 MO 期权隐含波动率均呈现出明显的震荡回落走势，其中 IO 期权主力平值隐波均值由年初 19% 左右震荡回落至目前 14% 左右，MO 期权隐波则由 30% 左右震荡回落至目前 23% 左右，从绝对值所处历史分位上看，前者已回落至上市以来 10% 分位左右较低水平，后者则仍处于 40% 分位中低水平附近。

图 6：沪深 300 指数期权平值隐波均值历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7：沪深 300 指数期权隐含波动率季节性走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

从季节性走势上看，与往年一季度波动率往往存在局部高点所不同的是，今年一季度并无波动率的局部高点出现，之所以出现如此反季节性现象，其主要原因在于去年9月底10月初期权市场对未来波动率的放大定价过于充分。

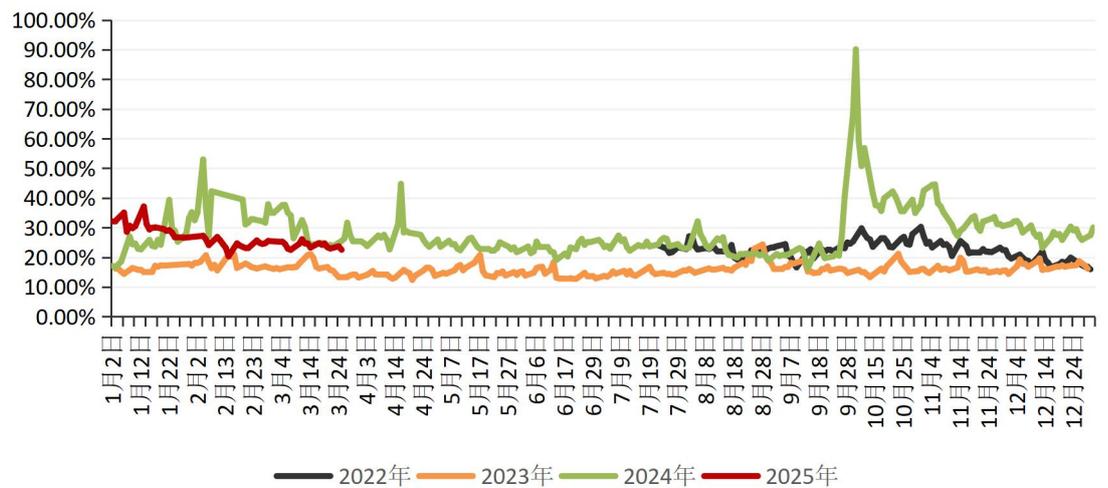
需要注意的是，IO 期权隐含波动率已回落至近五年同期最低水平附近，预计 IO 期权隐波继续回落空间已经十分有限。MO 期权隐波则处于中等略低水平附近，但亦开始低于去年同期水平，中期而言相比于波动率的上行，其下方空间则更受限制。

图 8：中证 1000 指数期权平值隐波均值历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 9：中证 1000 指数期权隐含波动率季节性走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

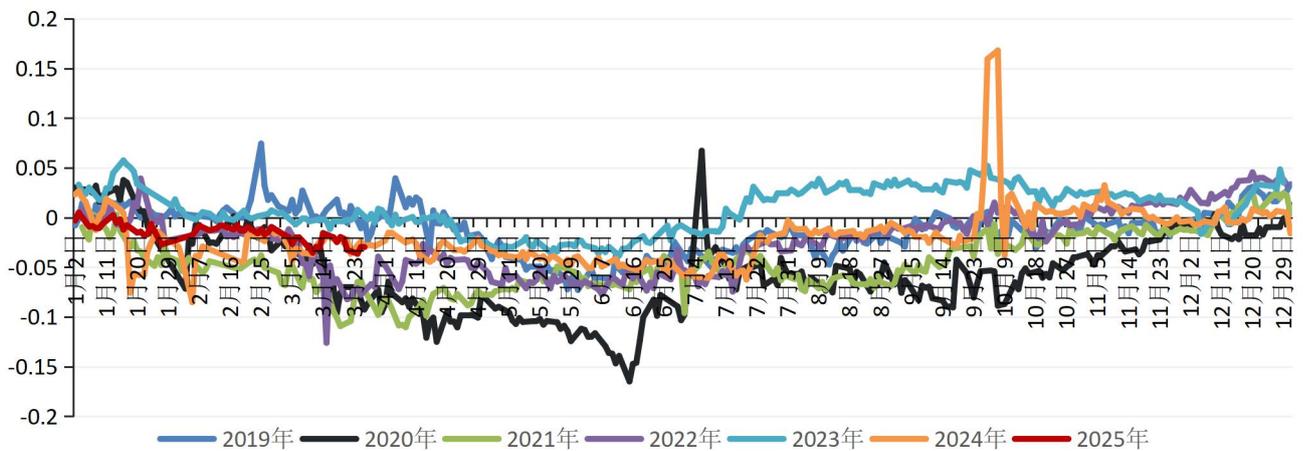
2.2 期权波动率与期货基差具有一致性

本小节探讨两个方面的问题：其一，目前股指期货贴水幅度相对历年处于什么位置；其二，看涨看跌期权隐波差与期指基差的关联性。

(1) 当前中证 1000 期指升贴水处于历年同期低位

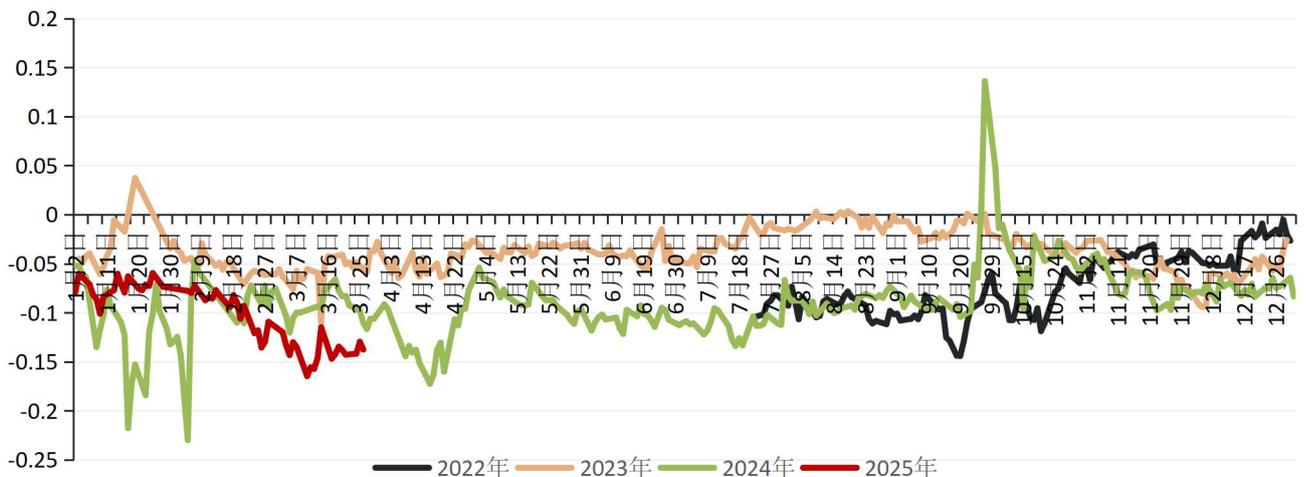
为了避免期货剩余时间不同所导致基差绝对值不同的情况，我们以当季合约年化升贴水率来度量当前的升贴水幅度。同时，由于成分股分红往往会导致期指出现季节性贴水的现象，这里以季节性图表进行观测。

图 10：沪深 300 指数期货当季合约年化升贴水率季节性走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 11：中证 1000 指数期货当季合约年化升贴水率季节性走势



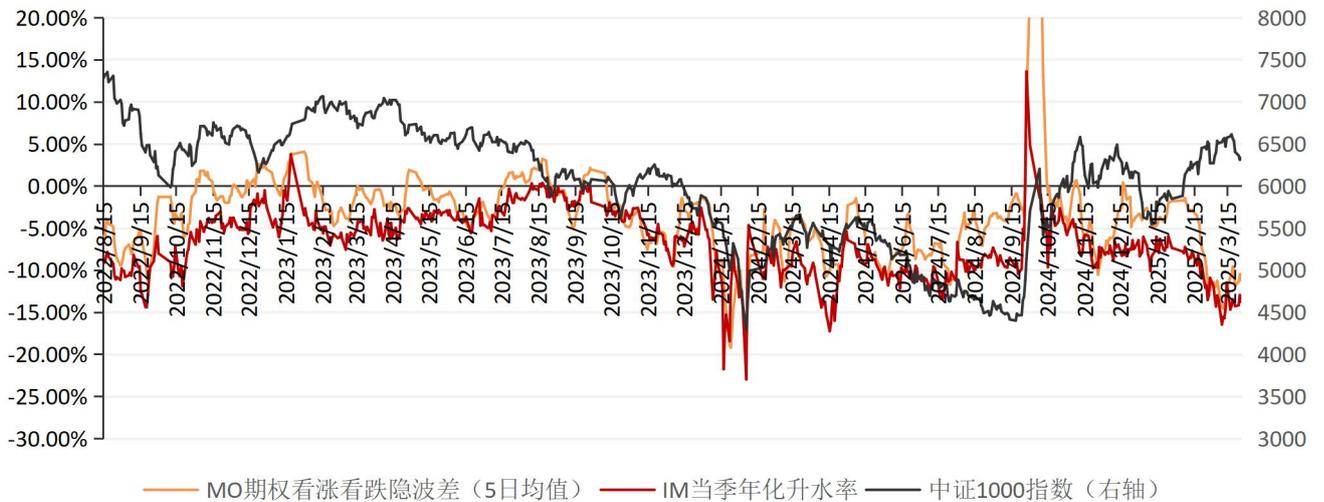
数据来源：WIND、国联期货研究所

当前沪深 300 指数期货当季合约年化贴水率在-2.98%左右，剔除分红后则略微升水 0.6%，该值整体处于过去六年同期中等水平，与去年大小相当，显示市场对沪深 300 指数并不悲观。对于中证 1000 指数期货而言，当季合约年化贴水率则在-13.77%，即使剔除分红后的影响亦达-10.65%，该值基本处于其上市以来同期最低水平。这既有当前投资者利用中证 1000 指数期货进行空头对冲动能相对强劲的原因，亦有当前存量雪球产品规模相对往年有明显下降，导致多头对冲动能相对往年更弱的原因。

(2) 看涨看跌隐波差与期指升贴水具有一定程度上的一致性

从股指期权看涨看跌隐波差与对应期指升贴水走势关系上看，两者在大方向上具有明显的正相关特性。以中证 1000 指数期权为例，其看涨看跌隐波差 5 日均值与当季合约年化升水率相关系数在 0.8 左右。这意味着当期指处于深度贴水时，其看跌期权相对看涨期权往往亦会更加昂贵，若傻瓜式的买入看跌期权以规避现货指数的下行风险在实践中效果或许并不尽如人意，适当的择时买入看跌期权作为保险或是更优的。

图 12：中证 1000 指数期货当季合约年化升贴水率季节性走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.3 二季度期权买方性价比或逐步提升

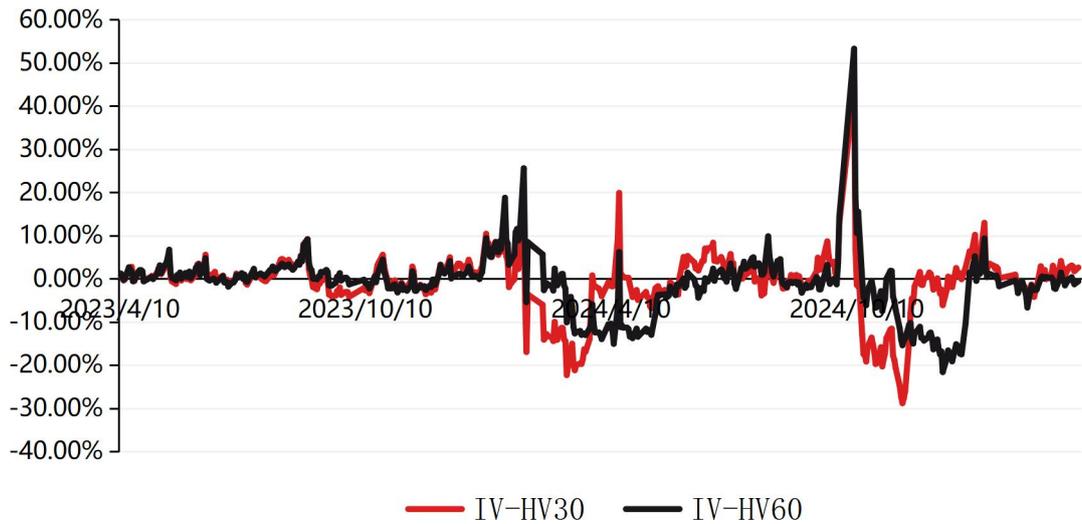
期权折溢价：即期权隐波与标的价格历史波动率之差。

从隐含波动率与标的历史波动率对比上看，2025 年一季度 10 期权平值隐波与 30 日历史波动率之差波动范围在【-2%， 5.5%】之间；MO 期权平值隐波与 30 日历史波

动率之差波动范围在【-6%，12%】之间，相比去年四季度有明显的收窄，市场情绪整体处于降温的过程之中。

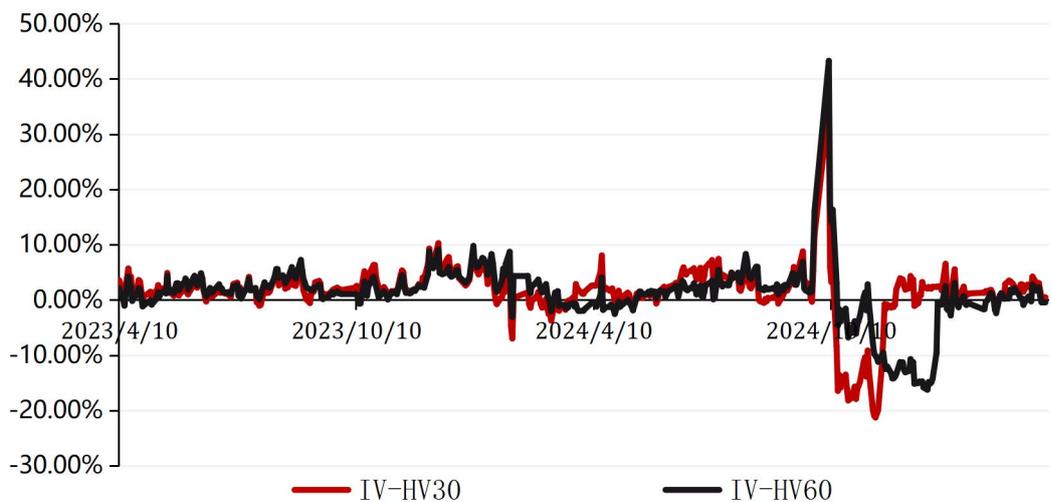
从隐波溢价率波动重心上看，2025 年一季度 IO 和 MO 期权平值隐波与 30 日历史波动率之差均值在 1.74%，相比 2024 年平均 0.2%和-2.6%的溢价水平有明显回升，期权隐波经历去年四季度的爆发后，今年一季度整体是一个有利于期权卖方的时间段。

图 13：中证 1000 期权折溢价历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 14：沪深 300 指数期权折溢价历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

站在当前时点，随着期权隐波的不断下行，目前沪深 300 指数期权隐波已经开始低于 30 日历史波动率，且其绝对数值亦处于近五年同期最低水平附近；对于中证 1000 指数期权，目前隐波相对 30 日历史波动率的溢价在 1% 左右，且隐波绝对值亦低于去年同期水平，我们预计卖方最舒适的时间段正在过去，二季度期权买方性价比将逐步提升。

三、期权策略回顾与推荐

本节主要探讨如下几个问题：（1）在 IM 持续处于深度贴水下，长期多头超额收益如何；（2）IM 长期多头下，利用期权构建备兑、保护性看跌期权策略能否有效降低回撤。（3）经典双卖策略今年表现如何？

3.1 IM 长期多头超额收益情况

以长期持有 IM 当月合约为例，为了尽可能获得贴水收益，设定换月日期为最后交易日。其中换月后净值计算公式如下：

$$\text{最新净值} = \text{换月前净值} * (1 + \text{换月后合约涨跌幅})$$

图 15：长期持有 IM 当月合约累计净值及超额收益情况



数据来源：WIND、国联期货研究所

截至 2025 年 3 月 31 日，自 2022 年 7 月 29 日中证 1000 指数期货上市以来，长

期持有 IM 当月合约，其累计可获得 8.9% 的收益，整体高于同期中证 1000 指数收益 21 个百分点，且超额收益在绝大多数时间相对稳定，平均年化超额收益 7.5% 左右，其中 2025 年一季度超额收益绝对值在 2.87%。从长期来看，IM 多头替代标的指数依旧是较好的选择。

3.2 IM 长期多头下备兑策略

策略构建：长期持有 IM 当月合约，同时卖出虚值 2% 看涨期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取 0.55 点/手。

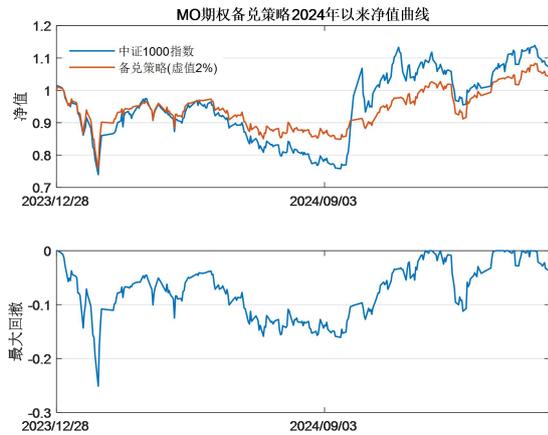
从 IM 长期多头下备兑策略历史绩效上看，今年一季度利用其长期构建备兑策略能够获得 0.37% 的超额收益，同时相比于标的指数回撤更低。但同样需要注意的是该策略在去年 9 月底市场的快速上涨过程中，因其上方收益被限制导致其大幅跑输标的指数。因此，在当前市场资金结构已经转向供不应求的大格局下，我们并不建议长期傻瓜式的持有该策略，只有预期当指数处于震荡走势下该策略才是相对较好的一种选择。

表 2：近两年 MO 期权备兑策略表现

	标的指数	中证 1000
2024.1.1-2025.3.31	基准收益	6.32%
	备兑收益	3.59%
	基准最大回撤	-27.1%
	备兑最大回撤	-24.99%
	超额收益	-2.73%
2025.1.1-2025.3.31	基准收益	5.06%
	备兑收益	5.43%
	基准最大回撤	-6.9%
	备兑最大回撤	-6.27%
	超额收益	0.37%

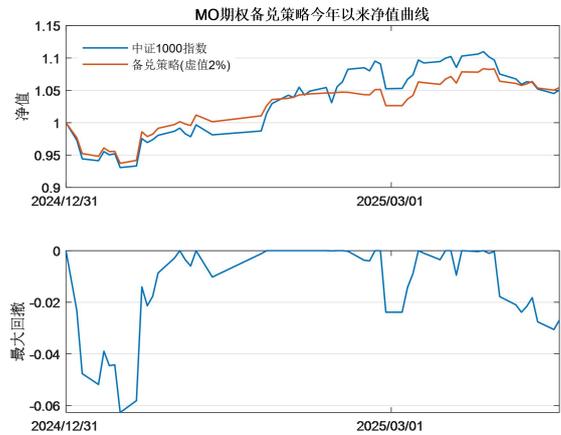
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 16: 2024 年以来 MO 期权备兑策略净值曲线



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 17: 2025 年以来 MO 期权备兑策略净值曲线



数据来源: WIND、国联期货研究所

3.3 IM 长期多头下保护性看跌期权策略

策略构建: 长期持有 IM 当月合约, 同时买入虚值 2% 当月看跌期权, 持有到期后自动换月, 其中手续费+滑点取 0.55 点/手。

IM 长期多头下保护性看跌期权策略历史绩效上看, 其相比于单一持有中证 1000 指数, 2024 年以来其可以获得 12.36% 的超额收益, 与直接持有 IM 当月合约相比, 略微跑输 1.74 个百分点, 但最大回撤由基准 27.1% 大幅下降至 13.32%。同时, 今年一季度略微跑输中证 1000 指数 1.32 个百分点, 但最大回撤亦由 6.9% 下降至 4.1%。

这相当于牺牲部分 IM 贴水所带来的超额, 通过买入看跌期权作为保险的方式防止标的价格可能出现的大幅回落。若投资者具有一定择时能力, 对于中证 1000 指数这种波动率爆发性相对较强的品种, 保护性看跌期权策略不失为一种好的交易策略。

表 3: 近两年 MO 期权保护性看跌策略表现

	标的指数	中证 1000
2024.1.1-2025.3.31	基准收益	6.32%
	保护性看跌收益	18.68%
	基准最大回撤	-27.1%
	保护性看跌最大回撤	-13.32%
	超额收益	12.36%

2025.1.1-2025.3.31	基准收益	5.06%
	保护性看跌收益	3.74%
	基准最大回撤	-6.9%
	保护性看跌最大回撤	-4.1%
	超额收益	-1.32%

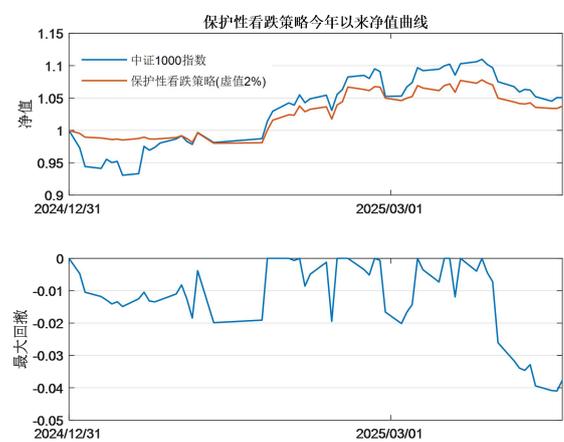
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 18：2024 年以来 MO 期权保护性看跌策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 19：2025 年以来 MO 期权备兑策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.5 期权经典双卖策略

策略构建：同时卖出等量当月虚值 2% 的看涨和看跌期权，持有到期后自动换月，其中手续费+滑点取 0.55 点/手。

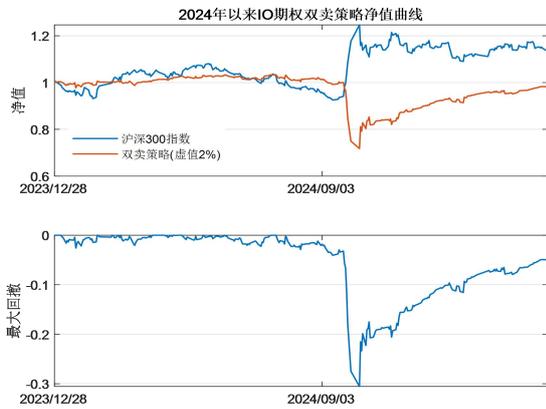
从各指数期权双卖策略绩效上看，在去年 9 月底遭遇大幅回撤后，三大指数期权双卖净值均呈现不同程度的修复趋势，其中 HO 期权修复速度更为迅速，表现亦更加稳定，今年一季度累计可以获得 5.02% 的绝对收益；MO 期权修复速度最慢，且过程亦更为曲折，今年一季度累计收益仅为 2.03%。因此，从长期来讲，若投资者择时能力不强，在波动率交易中更建议选择表现更为稳定的上证 50 和沪深 300 指数期权进行操作。

表 4：近两年各指数期权双卖策略表现

	标的指数	上证 50	沪深 300	中证 1000
2024.1.1-2025.3.31	双卖策略收益	4.69%	-1.9%	-14.7%
	双卖策略最大回撤	-27.01%	-30.47%	-29.7%
2025.1.1-2025.3.31	双卖策略收益	5.02%	4.28%	2.03%
	双卖策略最大回撤	-1.02%	-1.73%	-5.16%

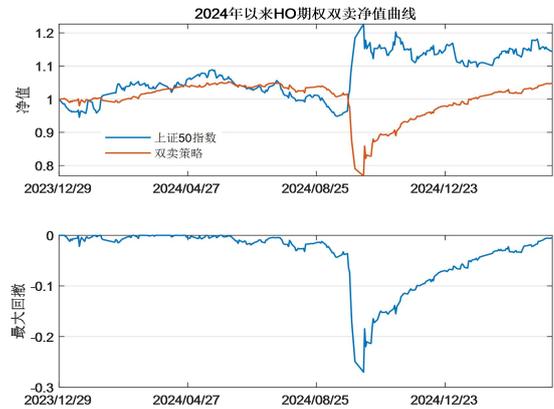
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 20：2024 年以来 IO 期权双卖策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 21：2024 年以来 HO 期权双卖策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 22：2024 年以来 MO 期权双卖策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 23：2025 年以来 HO 期权双卖策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

四、总结及展望

4.1 总结

2025 年一季度金融期权市场活跃度高度分化，代表中小盘的沪 500ETF 期权、中证 1000 指数期权以及两大科创 50ETF 期权成交额相比 2024 年同期均有不同程度上涨，其中中证 1000 指数期权市场份额继续提升，占比高达 34.22%，排名第一，南方中证 500ETF 期权次之。代表大盘指数的上证 50ETF 期权、300ETF 期权等成交额有不同程度的回落，上证 50ETF 期权市场份额继续下滑，目前仅有 7.24%，排名亦下滑至第六。

看跌看涨持仓比值上，MO 期权自 100% 的高位大幅回落至 75% 左右，技术上看 MO 期权 PCR 值此轮上涨趋势已经基本结束，即从卖方角度去观察中证 1000 指数上方压力极大。与之对应的是，尽管沪深 300 指数此轮春季行情上行整体更为曲折，但期权持仓 PCR 值走势相对健康，显示沪深 300 指数下方的支撑或更为牢固。

波动率上，无论从绝对值上看还是隐含波动率相对历史波动率溢价水平上看，当前波动率均已回落至低位区，继续下行空间已十分有限，期权买方性价比正在逐步提升。

策略上，长期持有 IM 当月合约多头在过去两年中平均年化超额收益在 7.5% 左右，今年一季度绝对超额收益在 2.87%，历史回测显示：在长期持有 IM 合约多头的同时，牺牲部分超额买入虚值 2% 的 MO 看跌期权，能够有效降低回撤以达到平滑资金曲线的效果。经典双卖策略在过去一个季度中处于修复态势之中，且 HO 期权修复速度更为迅速，表现亦更加稳定，今年一季度累计可以获得 5.02% 的绝对收益；MO 期权修复速度最慢，且过程亦更为曲折，今年一季度累计收益仅为 2.03%。

4.2 展望

展望 2025 年二季度，随着一季报和年报公布期的逐步到来，市场关注焦点或将由预期逐步转向现实。然而，最近两期公布的通胀数据、M2-M1 等经济金融数据显示目前整体仍旧处于弱现实的基本环境之中，经济复苏的成色仍需更多数据来进行验证，市场在此背景下存在震荡整理需求。与此同时，从过去 10 年日历效应上看，在 4 月期间沪深 300 指数跑赢中证 1000 指数的概率高达近 90%，财报季下中小盘指数估值的回归或是主要原因。基于此：

一方面，在当前隐波回落至历史低位环境下，期权估值整体相对便宜。长期持有 IM 合约多头者可考虑择机买入 MO 虚值看跌期权，在保留上方空间的同时防范中小盘指数的高位调整风险。

另一方面，随着前期大小盘比价触及极值区，大小盘市场风格的回归仍是下一阶段值得重点关注的策略，在目前偏低波动率下可考虑择机买入 IO 实值看涨期权，同时买入 MO 实值看跌期权，以获取大小盘比价回升所带来的收益。

此外，波动率交易者需严格控制仓位，从安全性角度建议关注 IO 和 HO 期权隐波局部冲高后的做空波动率机会。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

国联期货研究所上海总部

地址：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 A9 楼（200080）

电话：021-60201600