

2025 年金融期权下半年展望

2025 年 7 月 3 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:

隐波探底，贴水红利与升压风险并存

2025 年上半年金融期权市场活跃度分化依旧明显，二季度相比一季度流动性出现明显下滑。代表中小盘的沪 500ETF 期权、中证 1000 指数期权等成交额相比 2024 年同期均有不同程度上涨。中证 1000 指数期权市场份额占比最高达 36.13%；南方中证 500ETF 期权次之，市场整体更偏爱交易中证 500 和中证 1000 中小盘指数类的期权。

看涨看跌持仓比值上，IO 期权持仓 PCR 值在 6 月下旬指数的上涨行情中 IO 持仓 PCR 值整体回升并不明显，卖出看涨期权的投资者比例仍旧较大，预计沪深 300 指数上方面临的压力仍是较大的。MO 期权持仓 PCR 值持续处于 90%至 100%的高位区，后期仍需警惕中小盘市场的过热趋向。

波动率上，目前沪深 300 指数期权和中证 1000 指数期权隐波均已回落至过去一年 5%分位以下历史极低水平。然而，两者相对 30 日历史波动率的溢价仍旧在 3%以上，高溢价下短期隐波或仍将呈现低位震荡格局。对于中期而言，均值回归效应下再度出现局部脉冲将是迟早的事情，下半年亦面临 7 月政治局会议、中美关税谈判节点等重大事件，期权卖方需要警惕该时间段升波的可能。

策略上，上半年滚动持有 IM 当月合约，累计可获得 17.03%收益，整体高于同期中证 1000 指数 8.75 个百分点，且超额收益除因美国“对等关税”出现明显回撤外，其余多数时间相对稳定。看跌期权卖方尽管亦能在上半年跑赢标的指数，但深度贴水环境下相比直接持有期货多单仍更为逊色。

基于期权合成标的升贴水下的量化择时策略在 2025 年上半年可以获得绝对收益 12.87%，且最大回撤仅有 3.25%，且 4 月中旬至今一直持仓股指期货多单。这从另一个角度说明当期指市场出现深度贴水时，不仅不是做空的时点，相反此时持有期货多头长期来看具有显著正收益。

最后，IO 和 HO 期权双卖策略在绝大多数时间表现均相对稳定，且在遭遇回撤后净值修复速度相对 MO 期权亦更快，下半年若波动率出现局部脉冲，利用 IO 期权双卖策略做空波动率仍旧是值得考虑的事项。

正文目录

一、2025 年上半年金融期权市场运行情况	5 -
1.1 二季度期权市场流动性下滑明显	5 -
1.2 中证 1000 指数期权市场份额继续提升	6 -
1.3 持仓 PCR 值显示各指数加速上行难度大	8 -
二、股指期权市场波动率情况	9 -
2.1 期权隐含波动率清明节后局部冲高后快速回落	9 -
2.2 二季度绝大多数品种开始呈现负偏状态	11 -
2.3 隐波呈现“近低远高”频率增大	13 -
2.4 下半年波动率展望	13 -
三、期权策略回顾与推荐	15 -
3.1 IM 长期多头上半年超额收益情况	15 -
3.2 上半年看跌期权卖方收益情况	16 -
3.3 基于期权合成标的升贴水下的量化择时策略	17 -
3.4 期权经典双卖策略	19 -
四、总结及展望	20 -
联系方式	22 -

图目录

图 1 :国内金融期权成交额变动走势	- 6 -
图 2 : 2025 年二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	- 10 -
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	- 11 -
图 10 : 2025 年上半年各期权隐波负偏占比	- 12 -
图 11 : 2025 年上半年各期权偏度走势	- 12 -
图 12 : IO 和 MO 期权期限结构呈“近低远高”比例	- 13 -
图 13 : 中证 1000 期权折溢价历史走势	- 14 -
图 14 : 沪深 300 指数期权折溢价历史走势	- 14 -
图 15 : 2025 年上半年被动持有 IM 当月合约累计净值及超额收益情况	- 15 -
图 16 : 2025 年上半年卖出看跌期权收益曲线	- 17 -
图 17 : 2018 年以来基于 ETF 期权合成标的升贴水择时策略净值曲线	- 18 -
图 18 : 2025 年上半年基于 ETF 期权合成标的升贴水择时策略净值曲线	- 18 -
图 19 : 2025 年以来 H0 期权双卖策略净值曲线	- 19 -
图 20 : 2025 年以来 IO 期权双卖策略净值曲线	- 19 -
图 21 : 2025 年以来 MO 期权双卖策略净值曲线	- 20 -

表目录

表 1 : 国内金融期权市场成交持仓情况 (2025.1.1-2025.6.17)	- 5 -
表 2 : 2025 年上半年 M0 期权卖出看跌期权策略表现	- 16 -
表 3 : 2025 年上半年各指数期权双卖策略表现	- 19 -

一、2025 年上半年金融期权市场运行情况

1.1 二季度期权市场流动性下滑明显

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 6 月 17 日，2025 年以来全部金融期权总成交量 6.9 亿张、日均成交量 639.08 万张，总成交额 5894.4 亿元，日均成交额 54.57 亿元，日均持仓量 842.2 万张，日均成交量、日均成交额及日均持仓量相比 2024 年同期分别上涨-3%、5%和 2%左右。

表 1：国内金融期权市场成交持仓情况（2025.1.1-2025.6.17）

	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）	117038437.00	105152167.00	140402841.00	9703548.00	3573739.00	23932361.00
日均成交量（张）	1083689.23	973631.18	1300026.31	89847.67	33090.18	221595.94
日均成交 PCR	0.85	0.88	0.93	0.64	0.57	0.85
日均持仓量（张）	1464583.23	1249412.80	1152404.88	188517.21	70131.41	239811.81
日均持仓 PCR	0.82	0.85	0.98	0.64	0.56	0.79
累计成交额（万元）	4277432.04	5463174.10	12293856.77	4706864.56	1117899.13	20717671.30
日均成交额（万元）	39605.85	50584.95	113832.01	43582.08	10350.92	191830.29
相比 2024 年同期	-34.57%	-25.96%	16.00%	-5.57%	-19.35%	22.81%
	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）	14202570.00	17841071.00	127389466.00	6500484.00	91798543.00	32675954.00
日均成交量（张）	131505.28	165195.10	1179532.09	60189.67	849986.51	302555.13
日均成交 PCR	0.86	0.92	0.85	0.92	0.76	1.00
日均持仓量（张）	243322.42	312672.19	1264711.88	108486.11	1619456.38	508721.27
日均持仓 PCR	0.80	0.82	0.75	0.82	0.69	0.71
累计成交额（万元）	677585.04	727231.81	5293089.08	245680.61	2650082.96	773464.42
日均成交额（万元）	6273.94	6733.63	49010.08	2274.82	24537.81	7161.71
相比 2024 年同期	-53.82%	-242.58%	20.73%	-98.99%	42.09%	-14.75%

数据来源：WIND、国联期货研究所

从总成交额变动趋势上看,2025 年二季度整个金融期权市场成交额除清明节后有局部脉冲外,其余多数时间均呈现出一定缩量态势。其中,5 月至 6 月底日均成交额仅有 40 亿元左右,相比一季度大幅缩量近 32%。

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、华夏科创 50ETF 和创业板 ETF 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 42.09%,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 年同期大幅下降 5% 至 53%不等。

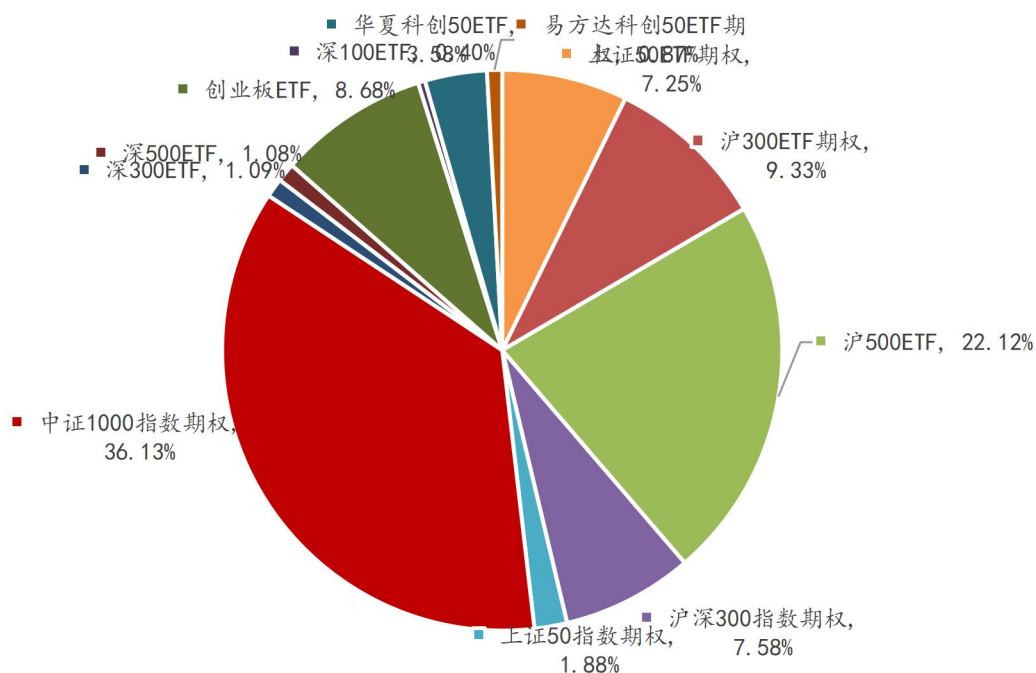
同时,单从二季度上观察,各期权日均成交额相比一季度均有 15%至 60%不同程度的下滑。其中,上证 50 指数期权、沪深 300 指数期权和中证 1000 指数期权环比分别下降 24.02%、29.6%和 19.02%。

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 年二季度中证 1000 指数期权市场份额继续提升,占比高达 36.13%,相比一季度环比上涨 2 个百分点;南方中证 500ETF 期权次之,占比在 22.12%,环比一季度上涨 2.3 个百分点。其余期权市场份额均不足 10%,其中华夏科创 50ETF 期权、创业板 ETF 期权和沪深 300 指数期权市场份额有不同程度的下滑。市场整体更偏爱交易中证 500 和中证 1000 中小盘指数类的期权,这与中小

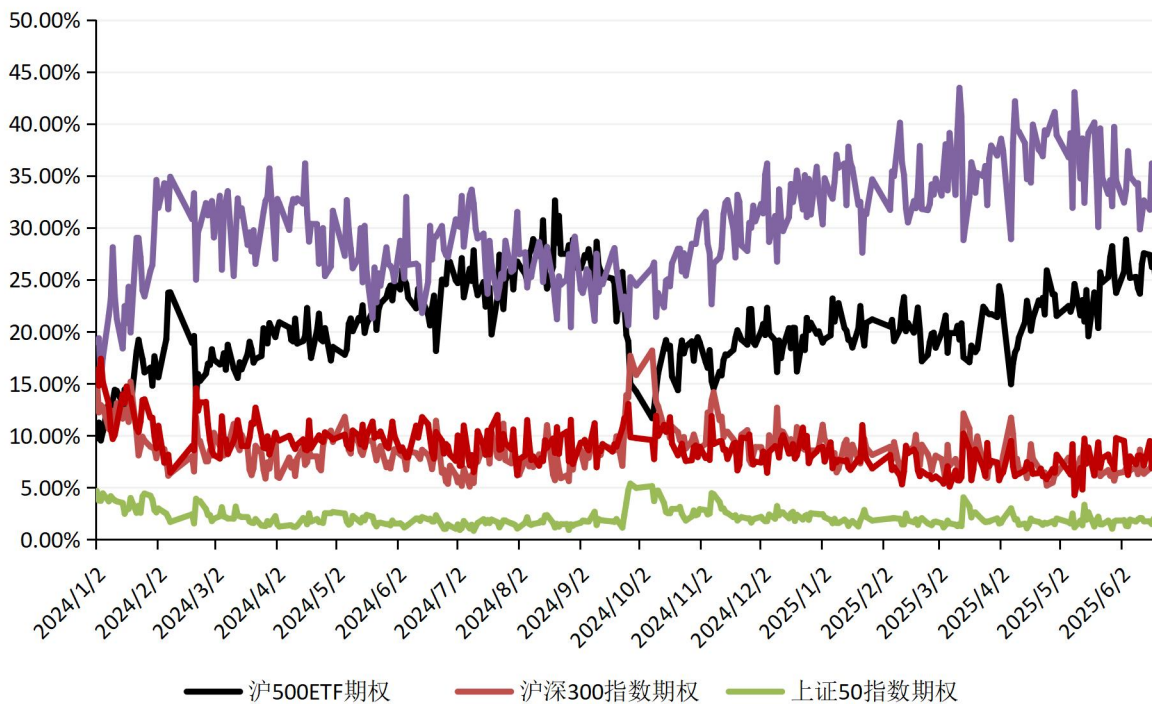
盘指数弹性更大有关。

图 2：2025 年二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 值显示各指数加速上行难度大

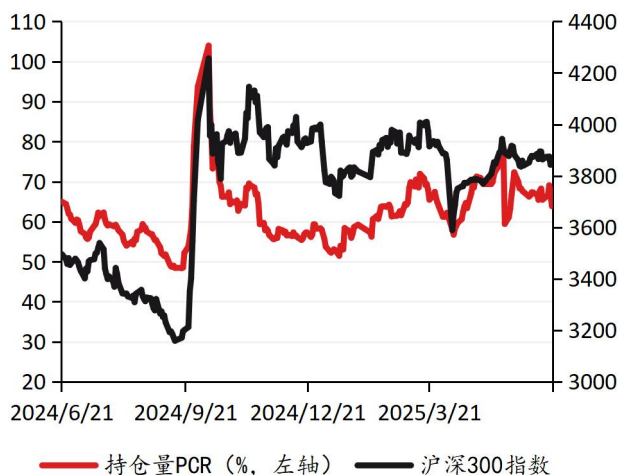
持仓 PCR 值即看跌期权持仓量与看涨期权持仓量比值，在之前的报告中我们曾指出期权持仓量应站在卖方角度进行思考，其中长期走势与标的价格存在明显正相关性，从期权持仓量 PCR 值的变动情况可以间接为标的指数后期趋势做参考。

2025 年上半年各大金融期权持仓 PCR 值在方向上多数时间跟随标的指数波动，整体呈现明显“M”型结构，其中 IO 期权持仓 PCR 值波动区间在 60%至 75%之间，MO 期权则在 55%至 100%之间，后者波动弹性明显更大。

需要重点关注的是：在 4 月上旬至 6 月上旬这波反弹行情中，MO 期权持仓 PCR 值见顶时间相对 IO 期权更晚，后者于 5 月中下旬提前触及顶部，且在 6 月下旬沪深 300 指数市场的上涨行情中 IO 持仓 PCR 值整体回升并不明显，显示卖出看涨期权的投资者比例并未因指数回升而出现明显减少趋势，从这个角度上来讲沪深 300 指数上方面临的压力仍是较大的。

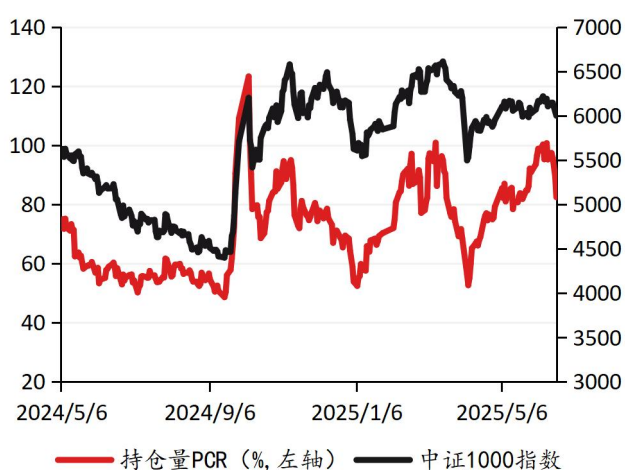
与之对应的是，MO 期权持仓 PCR 值尽管见顶时间更为滞后，但近期持续处于 90%至 100%的高位区，显示市场对中小盘指数存在过热现象，叠加小微盘指数交易拥挤度的持续高位，预计后期标的指数出现加速上行的难度仍旧较大。

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



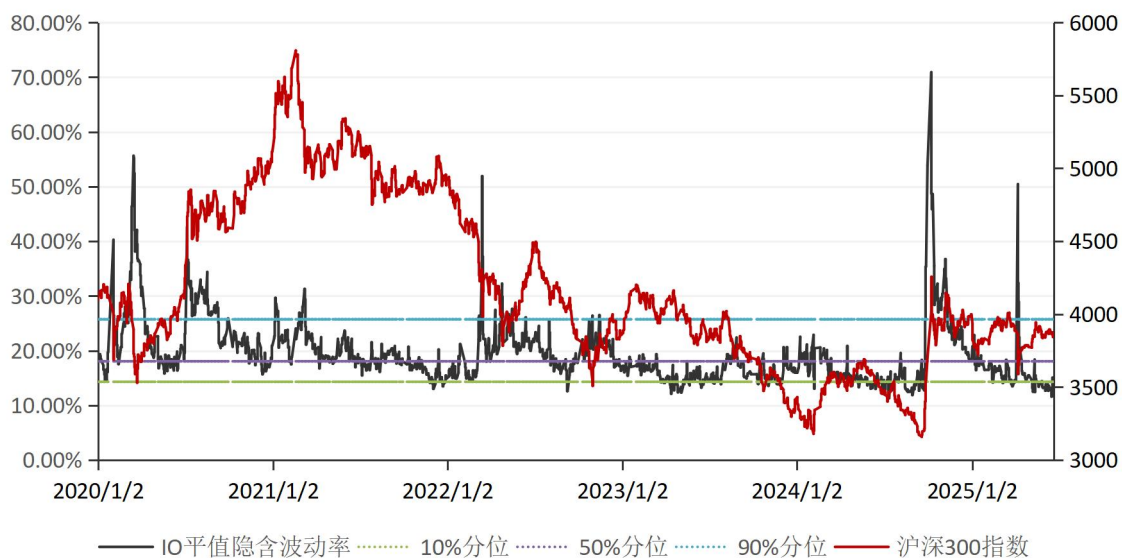
数据来源：WIND、国联期货研究所

二、股指期权市场波动率情况

2.1 期权隐含波动率清明节后局部冲高后快速回落

2025 年上半年各期权隐含波动率在绝大多数时间均呈现震荡回落走势，清明节后在美国对全球征收“对等关税”的刺激之下，各期权隐含波动率出现了大幅拉升，其中 IO 和 MO 期权隐含波动率分别最高触及 50% 和 70% 附近极高水平，其后便开启漫长的震荡回落之旅，其最低分别回落至 12.7% 和 17.6%，前者几乎是上市以来历史最低水平。6 月底在中东地缘冲突缓和背景下，市场风险偏好得到了明显提升，IO 和 MO 期权隐含波动率最高亦触底回升至 17% 和 21% 附近。

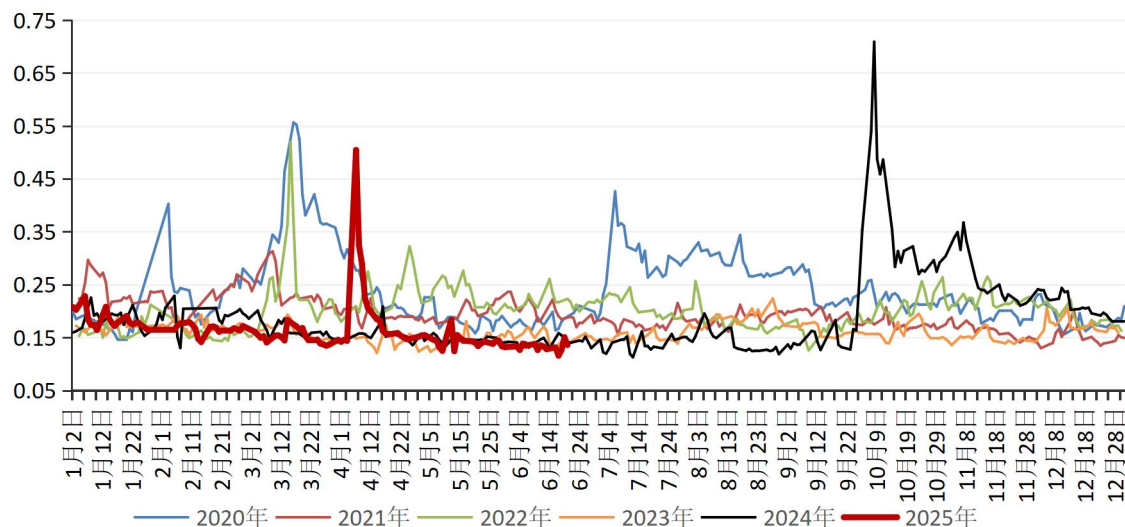
图 6：沪深 300 指数期权平值隐波均值历史走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

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，今年上半年隐波高点出现在 4 月初。从与过去五年同期的历史对比上观察，目前隐波仍处于过去五年同期较低水平，预计隐波下方空间整体较为有限。

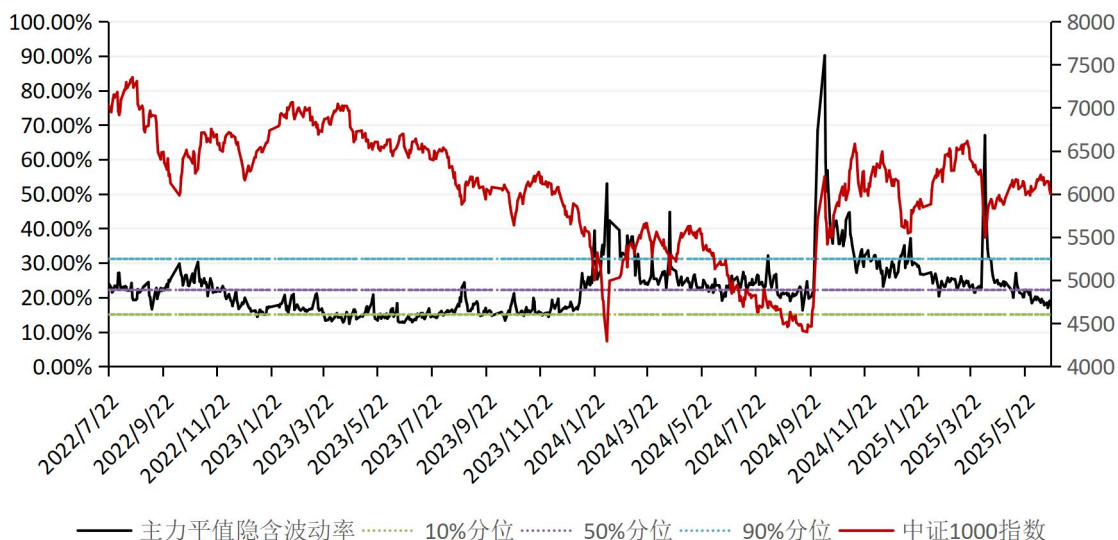
图 7：沪深 300 指数期权隐含波动率季节性走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

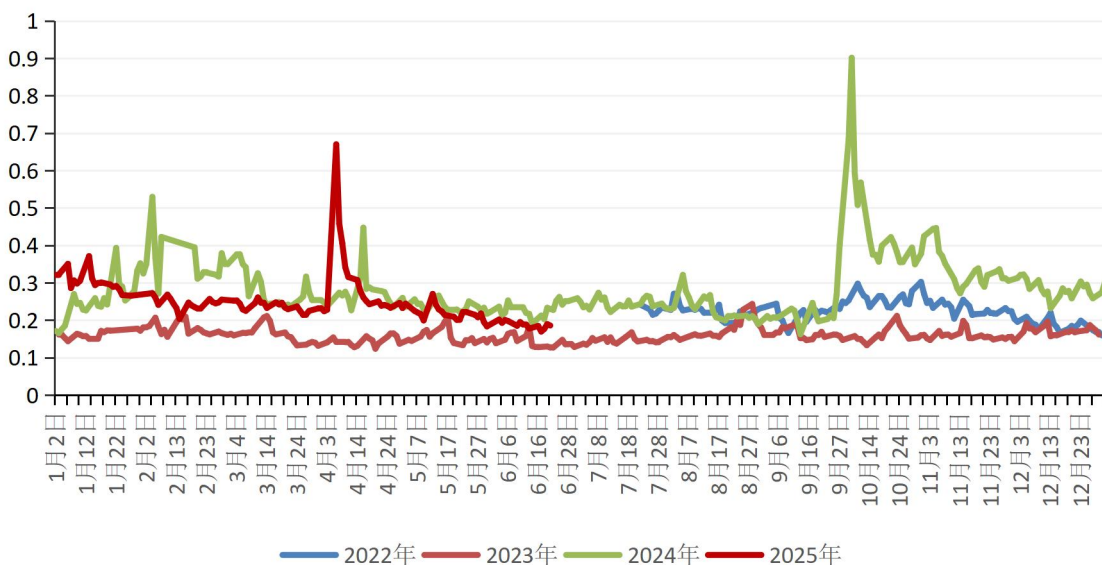
需要注意的是，在 6 月底市场的上行过程中，尽管隐波出现了局部回升，但其持续性相对标的指数明显更弱，显示在经历情绪的局部脉冲后，期权市场仍更愿意以震荡思路进行定价，从这个角度上看指数上方压力或仍旧相对较大。

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 二季度绝大多数品种开始呈现负偏状态

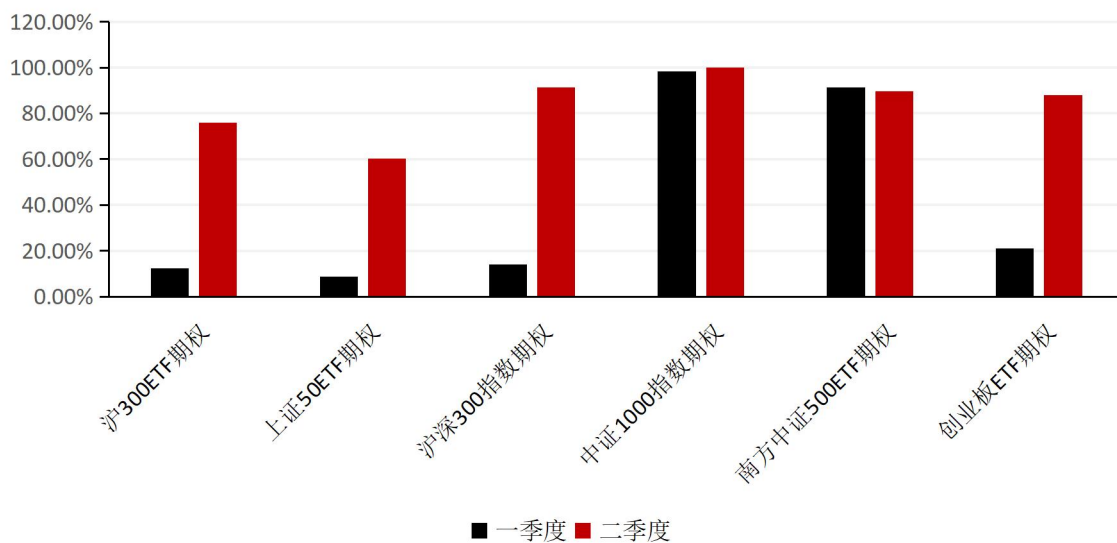
本文偏度定义如下：

偏度=(虚值看涨期权隐波 (Delta=0.25) -虚值看跌期权隐波 (Delta=-0.25))/平值隐含波动率。

偏度值越高代表主动买入看涨期权动能越强；反之则代表主动买入看跌期权的动能增强。

从各期权偏度结构分布来看，二季度相比一季度呈现出最大的变化为负偏结构占比明显提升，其中沪深 300 指数期权和中证 1000 指数期权隐含波动率几乎超过 90% 的时间均表现为负偏状态。这其中部分原因是由于指数成分股的分红预期导致指数期权二季度看跌合约天然比看涨合约更贵。另外一部分原因则在于市场在经历美国“对等关税”的极致压力测试后，市场超额环境出现明显好转，公募和私募基金股票市场中性类策略和量化指增类策略市场规模在二季度增长迅速，市场被动对冲动能相比一季度更强，这点从各 ETF 期权在二季度负偏结构亦有明显增加可以看出。

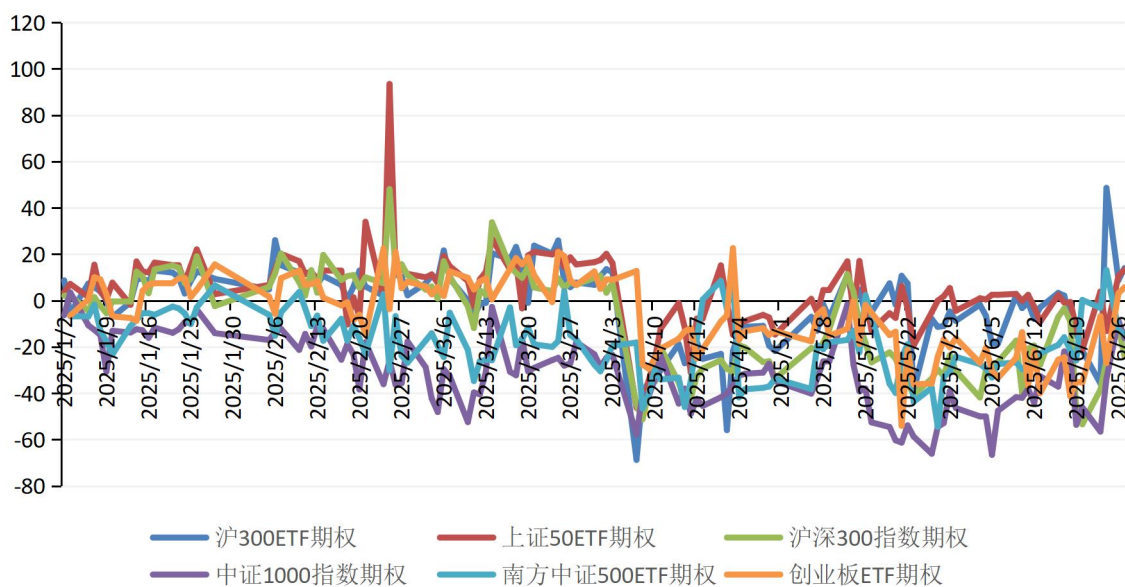
图 10：2025 年上半年各期权隐波负偏占比



数据来源：WIND、国联期货研究所

从各期权偏度走势上看，二季度相比一季度触及极端低位区域的频率明显更高，这一方面表明利用看跌期权进行对冲动能的强劲，另一方面，更多触及极端区域亦表明在传统统计类套利策略中交易机会或更多。

图 11：2025 年上半年各期权偏度走势



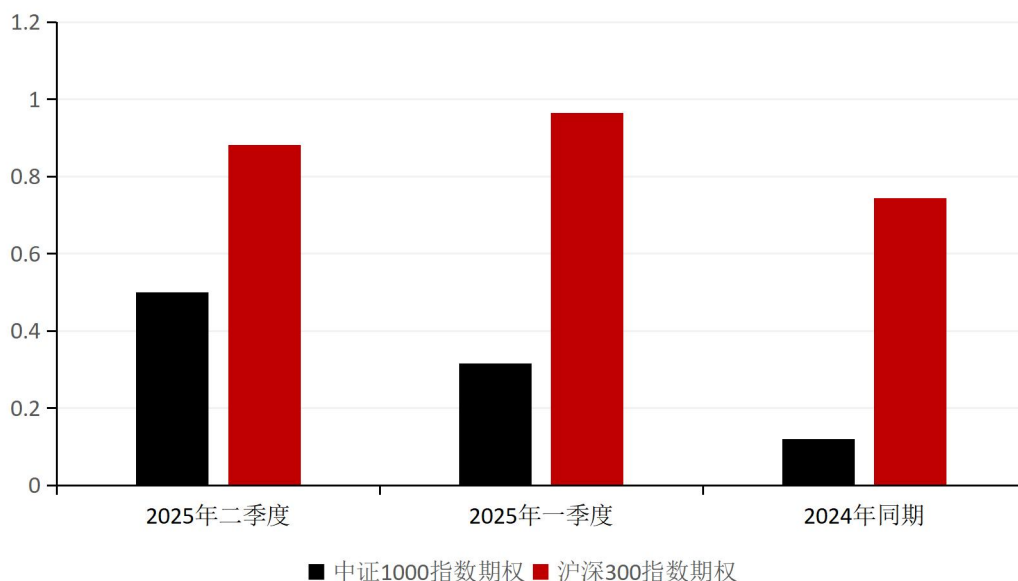
数据来源：WIND、国联期货研究所

2.3 隐波呈现“近低远高”频率增大

期权隐含波动率期限结构可以一定程度上反应投资者的交易情绪，当近端隐含波动率逐步高于远端隐含波动率时，往往代表短期市场情绪变动较为剧烈，标的行情波动亦往往相对较大；反之，则代表市场更愿意将标的波动率的放大定价到远月，短期市场波动往往相对平稳。

我们以沪深 300 指数期权和中证 1000 指数期权市场为例，分别代表大盘类指数和中小盘类指数的基本情况。2025 年上半年各期权期限结构呈现“近低远高”的比重相对 2024 年同期有明显提升，显示尽管美国“对等关税”导致市场波动出现局部放大，但在更多的时间里市场波动相对往年更为平稳。具体而言，中证 1000 指数期权相对沪深 300 指数期权波动率呈现“近低远高”比例明显更低，这与中小盘类指数波动弹性更大有关。同时，更多时间的“近低远高”格局则预示沪深 300 指数出现尾部风险的概率相对中证 1000 指数或相对更低，其对应期权品种或更适合做长期卖方。

图 12：10 和 MO 期权期限结构呈“近低远高”比例



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.4 下半年波动率展望

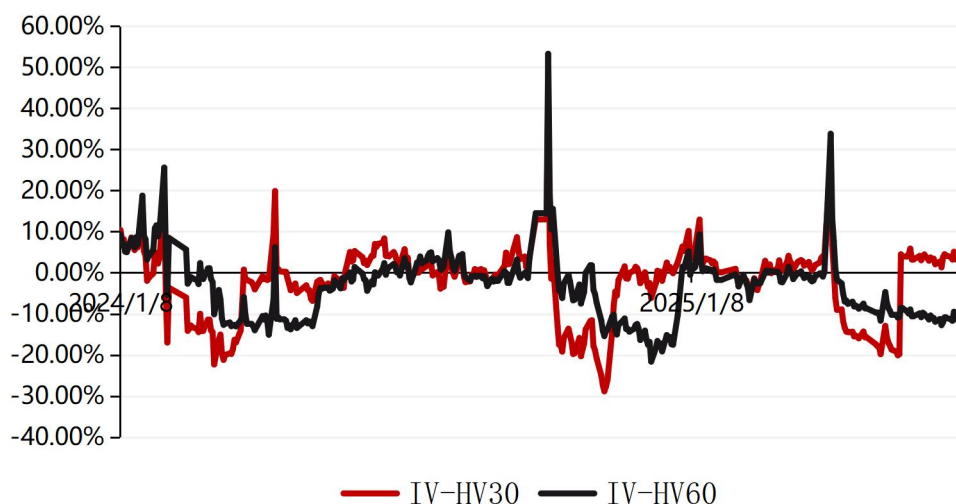
期权折溢价：即期权隐波与标的价格历史波动率之差。

从隐含波动率与标的历史波动率对比上看，2025 年上半年 10 期权平值隐波与 30

日历史波动率之差波动范围在【-10%，30%】之间；M0 期权平值隐波与 30 日历史波动率之差波动范围在【-20%，35%】之间，其中波动范围的扩大主要集中在二季度。

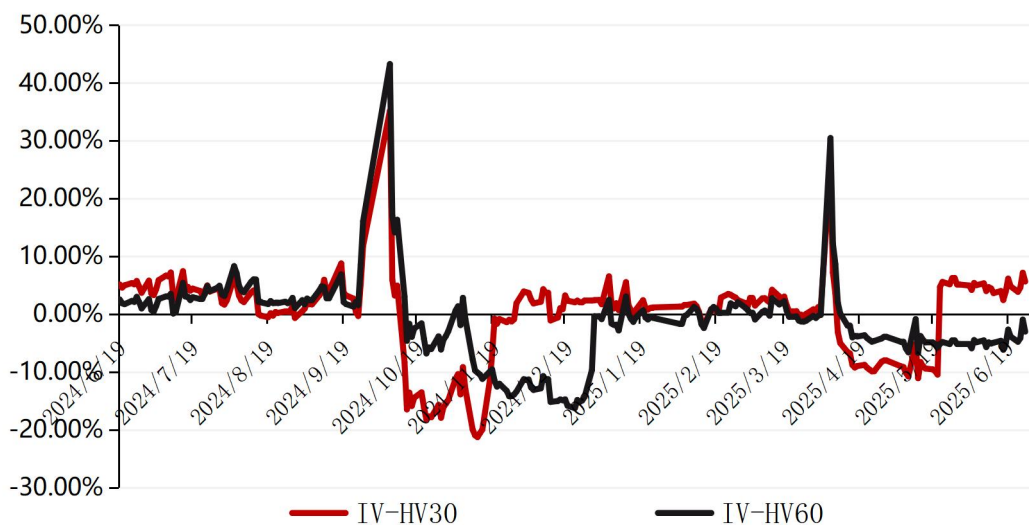
从隐波溢价率波动重心上看，2025 年一季度和二季度 10 期权平值隐波与 30 日历史波动率之差均值分别在 1.74%和-1.1%，M0 期权则分别在 1.74%和-4.58%，显示今年一季度整体是一个有利于期权卖方的时间段，但二季度整体对期权卖方并不友好。

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 指数期权和中证 1000 指数期权隐波分别已经回落至 13%和 18%左右，该值均处于过去一年 5%分位以下历史极低水平。然而，两者相对 30 日历史波动率的溢价仍旧在 3%以上，高溢价下短期隐波或仍将呈现低位震荡格局。

对于中期而言，波动率触及极致低位后，其再度出现局部脉冲将是迟早的事情。7 月至 8 月是传统波动率易于放大的时间段，下半年在该时间段亦面临 7 月政治局会议、中美关税谈判节点等重大事件，期权卖方需要警惕该时间段升波的可能。

三、期权策略回顾与推荐

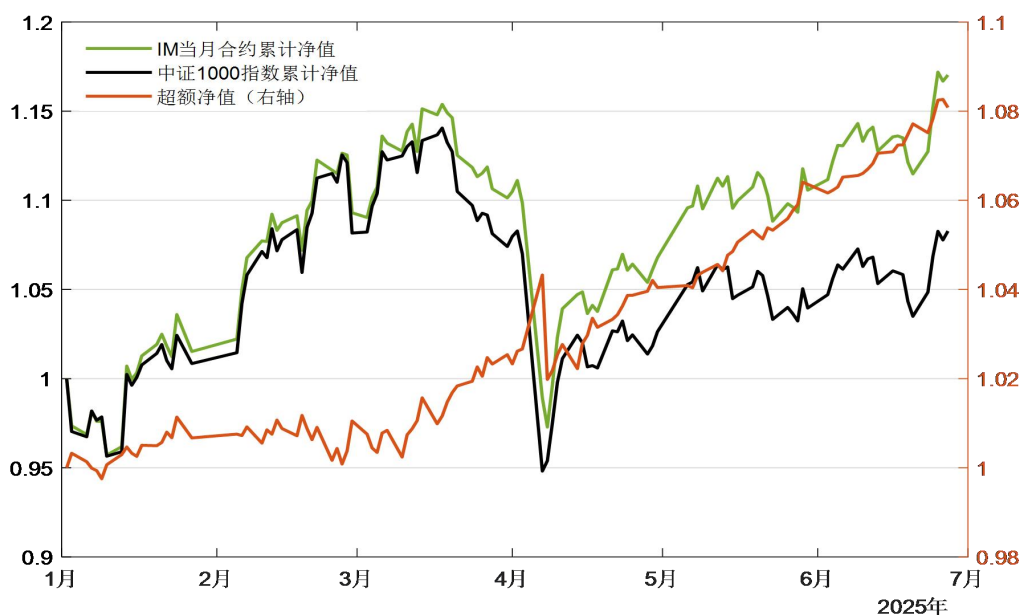
本节主要探讨如下几个问题：（1）在 IM 持续处于深度贴水下，今年上半年多头超额收益如何；（2）利用看跌期权卖方是否能有效跑赢 IM 多头；（3）基于期权合成标的升贴水下的量化择时策略上半年表现如何？（4）经典双卖策略今年表现如何？

3.1 上半年 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 15：2025 年上半年被动持有 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 6 月 27 日，上半年长期持有 IM 当月合约，其累计可获得 17.03% 的收益，整体高于同期中证 1000 指数收益 8.75 个百分点，且超额收益除清明节后因美国“对等关税”出现明显回撤外，其余绝大多数时间相对稳定。同时，之所以在 4 月中旬至 6 月底超额收益十分明显，其主要原因在于该时间段私募和公募基金股票市场中性类产品超额环境较好、市场份额增长迅速，导致股指期货对冲需求强盛，IF、IC 和 IM 期指贴水相对往年亦更大。

3.2 上半年看跌期权卖方收益情况

由于股指期货和股指期权市场两者可以通过期权“平价公式”进行无风险套利，因此，当期货市场深度贴水时，期权市场往往也伴随看跌期权隐含波动率远高于看涨期权的情形。那么，长期利用看跌期权卖方能否也能贡献出不菲的超额收益呢？我们进行如下测试：

假设长期被动卖出 MO 当月看跌期权（虚值 2%、平值和实值 2% 三种情形），持有到期后自动换月。

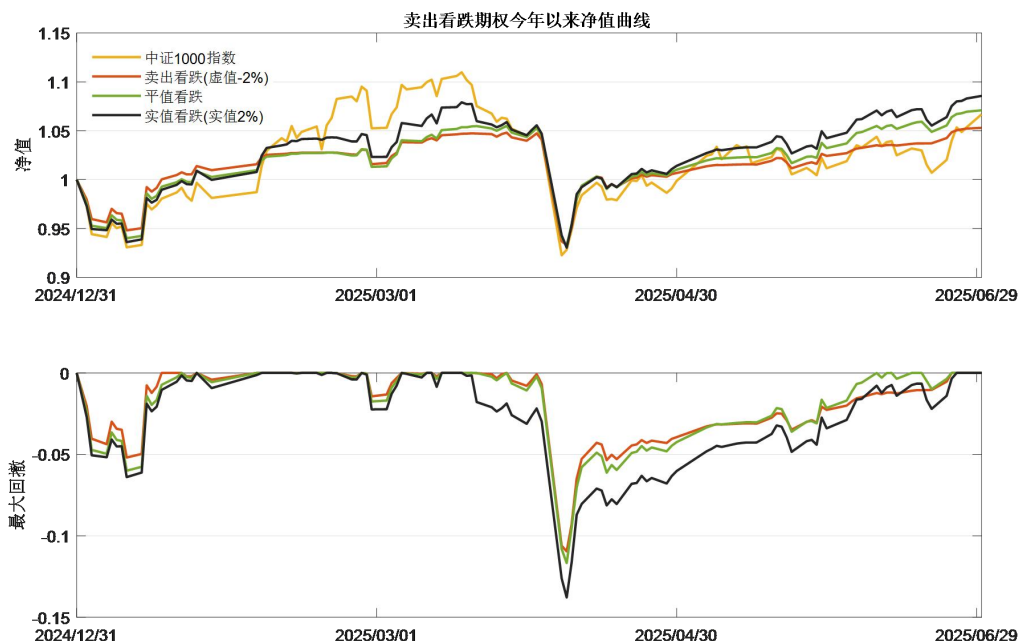
从上半年绩效回测曲线上看，平值和实值 2% 看跌期权卖方在上半年均能够有效跑赢标的指数，超额收益分别在 0.39% 和 1.87%，且历史最大回撤得到明显下降。尽管如此，相比直接持有中证 1000 股指期货多单高达 8.75% 的超额，仍旧更为逊色。

表 2：2025 年上半年 MO 期权卖出看跌期权策略表现

	标的指数	中证 1000
2025.1.1-2025.6.30	基准收益	6.69%
	基准最大回撤	-16.27%
	卖出平值看跌期权收益	7.08%
	最大回撤	-11.67%
	卖出实值 2% 看跌期权	8.56%
	最大回撤	-13.78%
	卖出虚值 2% 看跌期权	5.3%
	最大回撤	-10.96%

数据来源：WIND、国联期货研究所

图 16：2025 年上半年卖出看跌期权收益曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.3 基于期权合成标的升贴水下的量化择时策略

在前期专题报告《深度贴水下股指期货交易策略研究》中我们探讨了如何基于 ETF 期权合成标的升贴水进行期指量化择时。其主要逻辑在于：

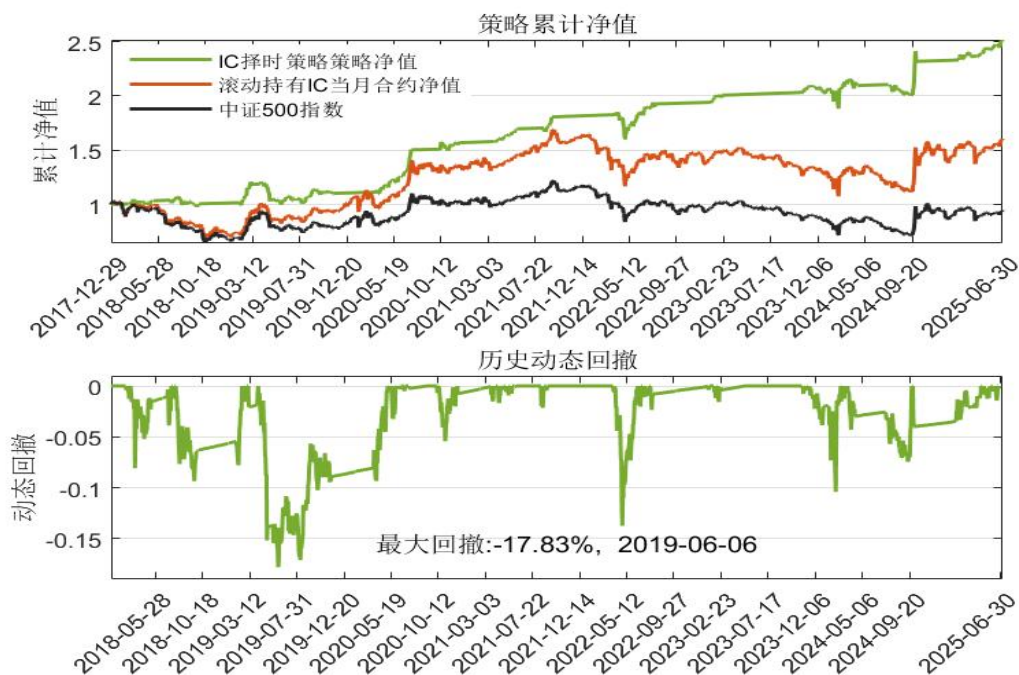
当 ETF 期权合成标的期货升贴水处于历史低位区时，市场存在过度悲观的可能。若贴水存在修复趋势，则未来标的市场可能止跌反弹，此时可在下一个交易日开仓做多；反之，当合成标的期货升贴水回归至历史中位数之上水平，且升贴水存在再度回落趋势时，则未来标的市场反弹趋势或结束，此时可在下一个交易日平仓多单。

在 2018 年以来该策略在中证 500 指数期货上进行择时年化收益率可达 19.1%，最大回撤在 17.83%，两者均明显优于直接持有股指期货多单。

具体而言，2025 年上半年该策略可以获得绝对收益 12.87%，且最大回撤仅有 3.25%，均远远优于同期中证 500 指数和对应股指期货。具体交易信号上，4 月中旬至今一直持仓股指期货多单。

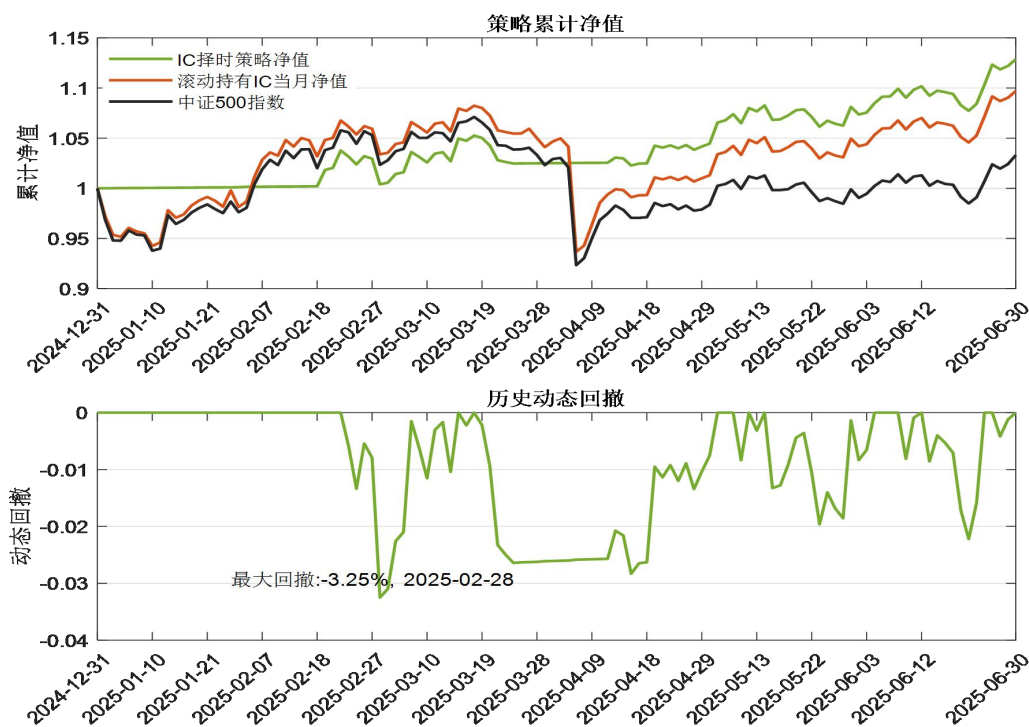
从该策略回测绩效可以发现，当期指市场出现深度贴水时，此时不仅不是做空的时点，相反直接持有期货多头长期来看具有显著正收益。

图 17：2018 年以来基于 ETF 期权合成标的升贴水择时策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 18：2025 年上半年基于 ETF 期权合成标的升贴水择时策略净值曲线



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.4 期权经典双卖策略

双卖策略是机构投资者喜欢使用的一种策略类型之一，假设其构建逻辑为：

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，IO 和 HO 期权双卖策略在绝大多数时间表现均相对稳定。在不带任何杠杆条件下，2025 年上半年累计可以分别获得 8.99% 和 5.95% 的绝对收益，但清明节后两者均遭遇了较大回撤。从净值遭遇回撤后的修复速度上看，HO 期权修复速度更为迅速，表现亦更加稳定，这点与 2024 年基本类似。

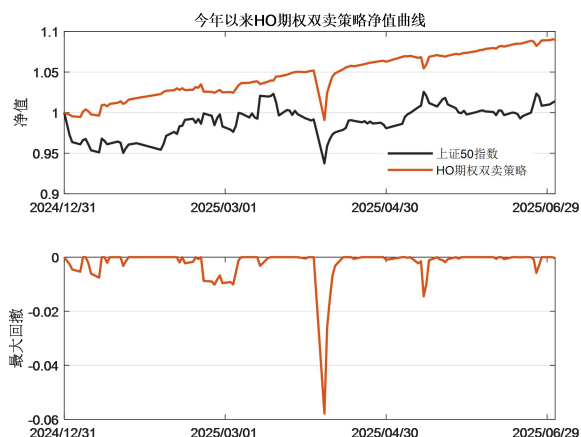
对于 MO 期权而言，2025 年上半年在多数时间表现并不稳定，遭遇的回撤相比 IO 和 HO 期权亦更大，从长期看其并不适合双卖类期权策略。因此，从长期来讲，若投资者择时能力不强，在波动率交易中更建议选择表现更为稳定的上证 50 和沪深 300 指数期权进行操作。

表 3：2025 年上半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
2025.1.1-2025.6.30	双卖策略收益	8.99%	5.95%	0.52%
	双卖策略最大回撤	-5.9%	-8.21%	-11.2%

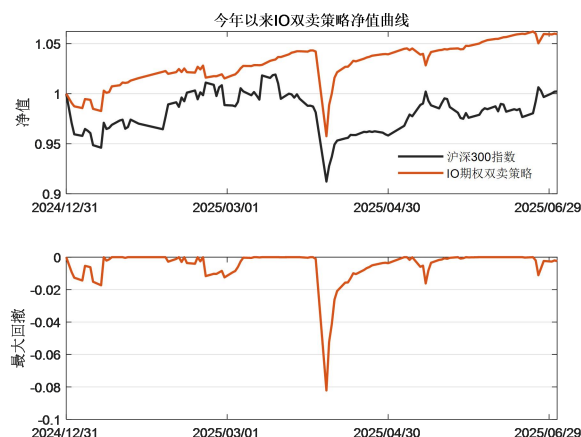
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 19：2025 年以来 HO 期权双卖策略净值曲线



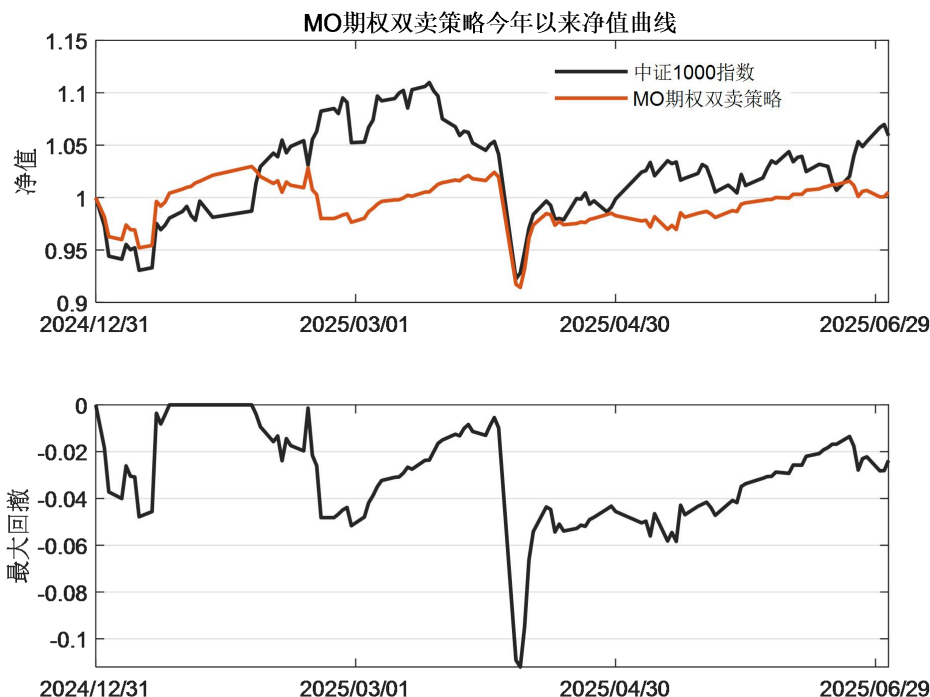
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 20：2025 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 21：2025 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

四、总结及展望

2025 年上半年金融期权市场活跃度分化依旧明显，二季度相比一季度流动性更是出现明显下滑。代表中小盘的沪 500ETF 期权、中证 1000 指数期权、华夏科创 50ETF 和创业板 ETF 期权成交额相比 2024 年同期均有不同程度上涨。中证 1000 指数期权市场份额占比最高达 36.13%；南方中证 500ETF 期权次之，市场整体更偏爱交易中证 500 和中证 1000 中小盘指数类的期权。

看涨看跌持仓比值上，IO 期权持仓 PCR 值于 5 月中下旬提前触及顶部，且在 6 月下旬指数的上涨行情中 IO 持仓 PCR 值整体回升并不明显，卖出看涨期权的投资者比例仍旧较大，预计沪深 300 指数上方面临的压力仍是较大的。MO 期权持仓 PCR 值持续处于 90%至 100%的高位区，后期仍需警惕中小盘市场的过热趋向。

波动率上，目前沪深 300 指数期权和中证 1000 指数期权隐波均已回落至过去一年 5%分位以下历史极低水平。然而，两者相对 30 日历史波动率的溢价仍旧在 3%以上，高溢价下短期隐波或仍将呈现低位震荡格局。对于中期而言，均值回归效应下再度出

现局部脉冲将是迟早的事情，下半年亦面临 7 月政治局会议、中美关税谈判节点等重大事件，期权卖方需要警惕该时间段升波的可能。

策略上，上半年长期持有 IM 当月合约，其累计可获得 17.03% 的收益，整体高于同期中证 1000 指数收益 8.75 个百分点，且超额收益除清明节后因美国“对等关税”出现明显回撤外，其余绝大多数时间相对稳定。看跌期权卖方尽管亦能在上半年跑赢标的指数，但深度贴水环境下相比直接持有股指期货多单仍旧更为逊色。

基于期权合成标的升贴水下的量化择时策略在 2025 年上半年可以获得绝对收益 12.87%，且最大回撤仅有 3.25%，且 4 月中旬至今一直持仓股指期货多单。这从另一个角度说明当期指市场出现深度贴水时，不仅不是做空的时点，相反此时持有期货多头长期来看具有显著正收益。

最后，IO 和 HO 期权双卖策略在绝大多数时间表现均相对稳定，且在遭遇回撤后净值修复速度相对 MO 期权亦更快，下半年若波动率出现局部脉冲，利用 IO 期权双卖策略做空波动率仍旧是值得考虑的事项。

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