

2025 年期权市场及策略表现回顾

摘要

◆ 2025 年场内期权市场成交、持仓规模同比继续增长。

73 个标的（9 个 ETF、3 个股指、61 个商品期货）期权合约日均成交量 1437.5 万张、日均持仓量 1774.3 万张、日均权利金成交额 130.7 亿元，同比分别增长 28.1%、13.6%和 42.7%。其中，ETF 期权日均成交量、持仓量、成交额占比分别为 51.2%、47.2%和 31.5%。

金融期权方面，ETF 期权投资者更倾向交易波动更大、波动性机会更多的 50ETF 期权、创业板 ETF 期权和科创 50ETF 期权。7 月开始，随着科技板块行情启动，创业板 ETF 期权和科创 50ETF 期权成交活跃度迅速提升，全年日均成交量同比分别增长 51.3%和 88.8%，是 2025 年 ETF 期权中日均成交量增幅最高的两个品种。

商品期权方面，2025 年上市了铂、钯等 9 个新的期权品种，总数量由 52 个增至 61 个。商品期权全年交易活跃度大幅提升，日均成交量和日均权利金成交额同比分别增长 50.4%和 74.0%，其中沪金、沪银期权全年成交持续活跃，日均成交额均达到 10 亿，同比分别增长 232.7%和 144.4%，是所有商品期权中日均成交额最大的两个品种。

◆ 关税扰动后市场重回上涨趋势，全年两次隐波快速上行。

金融期权标的年内走势一致性较强。春节前期权标的普遍下跌，春节期间 DeepSeek 惊艳问世，驱动了 2 月份科技板块的出色表现，随后市场进入震荡行情；4 月 7 日，受关税战影响，市场大幅下跌，上证指数创出 2020 年 2 月以来最大单日跌幅，ETF 期权标的普遍大幅下跌；4 月 8 日至 6 月底，市场持续修复；7 月至 9 月，科技板块带动指数加速上涨，上证指数突破 4000 点，创出近十年新高，期间创业板 ETF 和科创 50ETF 涨幅较大；10 月至 12 月，市场进入宽幅震荡行情。

波动率方面，金融期权品种中科创 50ETF、创业板 ETF 波动率较高，商品期货期权品种中多晶硅和原油期权隐含波动率较高。

以 50ETF 期权为例，2025 年隐含波动率的波动率为 3%，较去年有所下降，但仍高于 2021 年至 2023 年水平，波动率交易机会仍然较多。从极端行情和常态行情两个维度分析波动率交易机会，2025 年 50ETF 期权隐含波动率最大值减最小值之差为 24.7%，较去年有所下降，但仍显著高于 2021 年至 2023 年水平；期权隐含波动率 75%-25%分位点的差值为 3.8%，同样略低于去年，但仍高于 2022 年和 2023 年。因此，无论在极端行情还是常态行情下，2025 年波动率交易空间较去年有所收敛，但仍明显高于 2022 年和 2023 年水平。

◆ 需结合行情变化、针对不同期权标的，灵活选用期权策略。

结合持股的策略：2025 年，市场整体保持上涨趋势但也出现了 4 月 7 日的大幅下跌，不同标的表现存在较大差异，投资者需要针对不同标的、在不同市场环境下灵活选用期权对冲或备兑策略。“准线性对冲”策略累计收益高于股指期货对冲，轮动策略收益略低于标的 ETF 本身。

方向策略：四种基本的方向策略中，卖出认沽表现相对较好，累计收益为 25.7%，表现优于标的 ETF 本身，买入认购全年累计收益 6.9%，低于 50ETF 标的本身；卖出认购和买入认沽全年累计收益均为负；比例价差做多和牛市价差全年收益大幅跑赢标的 ETF 本身。

波动率敞口策略：2025 年，只有在 4 月 7 日期权标的快速下跌和 8 月期权标的快速大幅上涨的行情中，期权隐波快速上升，买入跨式组合表现较好；其他时间内期权隐波均处于下降或低位震荡状态，卖出跨式组合表现较好。卖出跨式全年累计收益高于标的 ETF 本身，买入跨式全年累计亏损。

目录

2025 年场内期权市场回顾：ETF 期权成交活跃度迈上新台阶	1
期权市场规模：日均成交量、持仓量持续增长.....	3
标的表现及期权定价：关税扰动后市场重回上涨趋势，全年两次隐波快速上行.....	6
期权策略表现回测	11
持股类策略：需结合行情变化、针对不同标的，灵活使用期权对冲、备兑策略.....	11
方向策略：比例价差策略大幅跑赢标的 ETF.....	14
波动率策略：期权隐波长期处于下降趋势或低位震荡，双卖策略跑赢标的 ETF.....	15
插图目录	
图 1：2024-2025，场内期权日均成交量（万张）.....	3
图 2：2024-2025 场内期权日均权利金成交额（亿元）.....	3
图 3：2025 年，场内期权各品种总成交量占比.....	3
图 4：2025 年，场内期权各品种权利金总成交额占比.....	3
图 5：50 品种各月日均成交面值对比（单位：亿元）.....	4
图 6：300 品种各月日均成交面值对比（单位：亿元）.....	4
图 7：500 品种各月日均成交面值对比（单位：亿元）.....	4
图 8：1000 品种各月日均成交面值对比（单位：亿元）.....	4
图 9：创业板品种各月日均成交面值对比（单位：亿元）.....	4
图 10：深证 100 各月日均成交面值对比（单位：亿元）.....	4
图 11：科创 50 品种各月日均成交面值对比（单位：亿元）.....	5
图 12：商品期货期权品种 2025 年日均权利金成交额（横轴，亿元）及同比增速（纵轴）.....	5
图 13：流动性较好的部分期权标的 2025 年走势（初值归 1）.....	6
图 14：流动性较好的部分期权标的 2025 年走势（初值归 1）.....	6
图 15：2025 年，期权标的收益率与年化波动率.....	7
图 16：2025 年，期权标的收益及波动率对比.....	7
图 17：17 个期权标的品种 2025 年日收益率相关系数.....	7
图 18：期权标的月收益率均值-方差前沿（基于各月收益）.....	8
图 19：2025 年，两个优化组合走势对比.....	8
图 20：2025 年，期权隐含波动率与标的实际波动率.....	8
图 21：2025 年，500ETF 及期权波动率走势.....	9
图 22：2025 年，沪金期货及期权波动率走势.....	9
图 23：2025 年，沪银期货及期权波动率走势.....	9
图 24：2025 年 300ETF 认沽期权对冲效果.....	11
图 25：2025 年创业板 ETF 认沽期权对冲效果.....	11
图 26：持有 50ETF 并使用期货或期权对冲效果对比.....	12
图 27：持有 50ETF 并使用期货或期权对冲的统计数据.....	12
图 28：2025 年 300ETF 备兑策略的效果.....	13
图 29：2025 年创业板 ETF 备兑策略的效果.....	13
图 30：期权持股轮动策略与 50ETF 的表现对比（初值归 1）.....	13
图 31：2025 年四种期权基本方向策略表现（初值归 1）.....	14

图 32: 2025 年几种做多方法表现对比	15
图 33: 2015 至今期权复合做多与 50ETF 走势对比	15
图 34: 2025 年双买（买入跨式）及双卖（卖出跨式）组合表现（初值归 1）	15
图 35: 2024-2025 双买（买入跨式）及双卖（卖出跨式）组合表现（初值归 1）	16
图 36: 2025 年布局波动率中性回归的示例	16
图 37: 2020 年至 2025 年布局波动率中性回归的示例	17

表格目录

表 1: 2025 年期权市场规模概览（日均值，成交量单位为万张，成交额单位为亿元）	1
表 2: 2025 年，17 个期权标的品种的隐含波动率分位点，以及各品种隐含波动率高低分位点差值	9
表 3: 2016-2025，50ETF 期权加权隐含波动率各年分位点情况	10
表 4: 2025 年 4 月 7 日，10000 份创业板 ETF 及不同行权价的创业板 ETF 4 月认沽期权累计涨跌	11

2025 年场内期权市场回顾：ETF 期权成交活跃度迈上新台阶

2025 年，场内期权市场日均成交量和持仓量同比继续增长，其中金融期权日均成交量和持仓量小幅增长，商品期权日均成交量和持仓量大幅提升。2025 年 ETF 期权加权隐含波动率有两次大幅上行的行情，第一次是 4 月 7 日受中美关税战影响，市场大幅下跌，上证指数单日下跌 7.3%，创 2020 年 2 月以来最大单日跌幅，所有 ETF 期权标的跌幅均大于 5%，创业板 ETF 跌幅达到 12.4%，ETF 期权加权隐波迅速上升，达到年内峰值，买入认沽期权的风险对冲效果显著；第二次是 7 月开始，科技板块带动指数加速上涨，上证指数突破 4000 点，创出近十年新高，科创 50ETF 期权和创业板 ETF 期权加权隐波也升至历史极高水平随后维持在高位震荡，期间买入认购得益于标的快速上涨和期权隐含波动率迅速升高的双重利好，取得了非常出色的表现。

金融期权方面，ETF 期权投资者更倾向交易波动更大、波动性机会更多的 500ETF 期权、创业板 ETF 期权和科创 50ETF 期权。7 月开始，随着科技板块行情启动，创业板 ETF 期权和科创 50ETF 期权成交活跃度迅速提升，全年日均成交量同比分别增长 51.3% 和 88.8%，是今年 ETF 期权中日均成交量增幅最高的两个品种。沪 500ETF 期权同比增长 10.6%，其他 ETF 期权日均成交量均同比下降，其中 50ETF 期权日均成交量同比下降 19.2%，连续两年同比降幅最大。

商品期权方面，2025 年上市了铂、钯等 9 个新的期权品种，总数量由 52 个增至 61 个。商品期权全年交易活跃度大幅提升，日均成交量和日均权利金成交额同比分别增长 50.4% 和 74.0%，其中沪金、沪银期权全年成交持续活跃，日均成交额均达到 10 亿，同比分别增长 232.7% 和 144.4%，是所有商品期权中日均成交额最大的两个品种。多晶硅、烧碱、沪锡、鸡蛋等 19 个商品期权品种日均成交量同比增幅超过 100%，多晶硅期权日均成交量同比增长 1881.8%，是所有场内期权中日均成交量同比增幅最大的品种。

规模数据概览如下表所示，更多内容详见后文。

表 1: 2025 年期权市场规模概览（日均值，成交量单位为万张，成交额单位为亿元）

		期权成交量	同比增速	期权持仓量	同比增速	期权权利金成交额	同比增速		
场内金融期权	ETF 期权								
		沪 50ETF	112.3	-19.2%	143.5	-18.5%	4.3	-23.4%	
		沪 300ETF	113.6	-5.8%	127.0	-9.3%	6.3	-8.1%	
		深 300ETF	17.3	-6.0%	24.1	-9.9%	0.9	-13.4%	
		沪 500ETF	148.3	10.6%	121.4	13.5%	14.2	24.3%	
		深 500ETF	23.0	-8.7%	31.3	9.2%	1.0	-56.3%	
		创业板 ETF	161.9	51.3%	142.7	19.7%	8.9	83.6%	
		深证 100ETF	8.6	-7.7%	11.0	-22.6%	0.3	-29.1%	
		科创 50ETF	119.7	88.8%	183.7	49.3%	4.3	118.3%	
		科创 50ETF 易方达	30.7	-5.0%	53.7	-5.9%	0.9	8.1%	
		ETF 期权汇总	735.5	13.3%	838.4	5.9%	41.2	16.7%	
		股指期权							
			50 股指	3.9	-7.3%	7.0	-7.1%	1.5	1.0%
			300 股指	11.1	7.7%	18.8	4.9%	6.4	10.7%
		1000 股指	25.1	39.4%	26.6	29.3%	25.1	51.4%	
	股指期权汇总	40.1	23.3%	52.4	13.8%	33.0	38.3%		
	场内金融期权汇总	775.5	13.8%	890.7	6.3%	74.2	25.5%		
场内商品期货		沪金	13.3	85.3%	13.5	41.7%	10.0	232.7%	
		玉米	11.0	22.1%	37.3	-4.9%	0.2	26.4%	
		郑棉	12.6	-24.1%	41.0	-17.5%	0.7	-29.1%	
		沪铜	12.5	30.3%	10.6	19.0%	4.1	70.0%	
		铁矿石	22.5	-23.2%	39.9	-6.6%	1.6	-49.9%	
		豆粕	32.9	18.5%	89.2	7.7%	1.0	0.6%	
		甲醇	22.9	8.8%	27.7	14.5%	0.5	-1.9%	
		液化气	7.3	118.9%	4.2	33.6%	0.3	93.1%	

菜粕	14.6	-25.4%	22.1	-30.2%	0.4	-29.8%
橡胶	3.5	-39.8%	6.9	-15.8%	0.6	-50.2%
白糖	9.1	-34.8%	25.1	-17.7%	0.3	-39.0%
PTA	38.0	21.6%	33.0	-20.5%	0.7	11.1%
PVC	14.6	59.3%	23.6	15.8%	0.2	0.3%
聚丙烯	3.8	230.4%	7.8	125.4%	0.1	111.5%
塑料	2.8	100.3%	5.3	37.1%	0.1	54.8%
动力煤	0.0	/	0.0	/	0.0	/
沪锌	5.6	-26.6%	4.6	-8.5%	0.4	-44.1%
沪铝	7.3	-13.3%	8.5	4.5%	0.5	-8.0%
棕榈油	24.1	31.3%	22.3	15.0%	1.4	23.2%
原油	7.6	23.6%	4.3	32.7%	3.9	22.7%
花生	4.4	27.6%	7.9	12.4%	0.1	5.2%
菜籽油	5.6	-15.9%	10.0	6.5%	0.4	-16.7%
黄大豆一号	4.6	114.9%	8.0	37.5%	0.1	133.4%
黄大豆二号	4.2	42.8%	4.3	20.0%	0.1	6.6%
豆油	5.3	-6.5%	12.0	-2.0%	0.3	-19.7%
工业硅	21.3	121.8%	18.3	47.0%	1.1	125.5%
螺纹钢	14.3	-31.8%	40.2	-26.3%	0.5	-44.7%
沪银	48.0	38.9%	31.1	14.0%	9.9	144.4%
苯乙烯	21.3	78.8%	11.5	41.5%	0.4	58.2%
乙二醇	4.7	13.1%	7.1	-18.7%	0.1	-14.2%
碳酸锂	24.8	175.3%	24.6	46.0%	3.4	259.9%
丁二烯橡胶	6.9	54.5%	3.3	-0.9%	0.3	19.9%
对二甲苯	8.2	285.5%	3.4	0.5%	0.1	127.4%
烧碱	17.0	820.8%	13.0	316.7%	1.2	959.1%
短纤	3.5	35.2%	3.7	6.3%	0.1	24.5%
纯碱	47.7	30.4%	74.9	40.2%	1.6	-24.7%
锰硅	12.7	33.3%	16.5	17.4%	0.4	-30.1%
硅铁	6.5	138.5%	7.3	74.8%	0.2	73.7%
尿素	3.1	111.3%	7.8	77.3%	0.1	41.6%
苹果	2.9	62.8%	3.6	-15.5%	0.2	64.2%
红枣	2.1	50.6%	5.6	57.5%	0.1	75.8%
玻璃	54.8	125.8%	72.5	127.5%	1.7	58.2%
玉米淀粉	1.9	92.1%	4.7	11.3%	0.0	51.3%
鸡蛋	10.3	557.1%	14.3	245.2%	0.3	347.7%
生猪	1.4	235.8%	4.5	122.8%	0.3	121.1%
氧化铝	20.3	101.5%	16.4	2.9%	1.2	1.3%
沪镍	6.3	319.5%	4.5	145.8%	0.6	253.9%
沪铅	1.0	44.8%	1.2	18.0%	0.0	-16.7%
沪锡	4.6	767.3%	2.1	164.1%	0.7	626.7%
原木	0.7	101.3%	2.3	106.1%	0.1	-28.9%
多晶硅	21.6	1881.8%	14.1	1600.7%	3.7	1038.8%
瓶片	0.5	267.8%	0.9	621.3%	0.0	370.9%
铸造铝合金	0.2	/	0.8	/	0.0	/

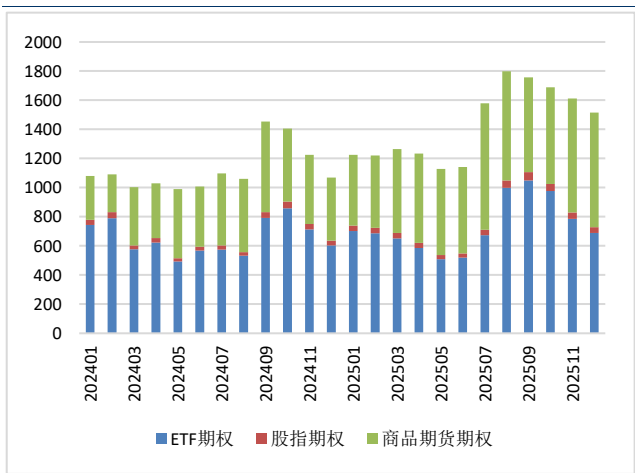
石油沥青	2.5	/	2.8	/	0.1	/
纯苯	0.2	/	0.9	/	0.1	/
燃料油	3.7	/	5.5	/	0.1	/
双胶纸	0.1	/	0.2	/	0.0	/
钯	0.1	/	0.2	/	0.6	/
丙烯	0.6	/	1.6	/	0.1	/
铂	0.4	/	0.5	/	2.1	/
纸浆	2.7	/	3.3	/	0.1	/
商品汇总	661.9	50.4%	883.6	22.0%	56.5	74.0%
场内期权汇总	1437.5	28.1%	1774.3	13.6%	130.7	42.7%

资料来源: Wind, 中信证券衍生品经纪业务部。注: 部分品种在年中上市, 导致按品种计算的日均规模加总, 与整体的日均规模存在一定的差别; 沪、深指ETF所在交易所, 例如沪300ETF指上交所300ETF。动力煤期权自2022年4月调整手续费后, 交易活跃度大幅下降, 几乎无成交。

期权市场规模: 日均成交量、持仓量持续增长

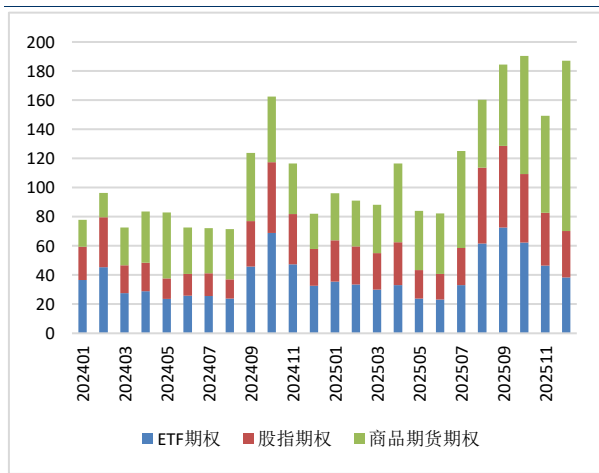
2025年, 场内期权标的从64个(9个ETF、3个股指、52个商品期货)增加到73个(9个ETF、3个股指、61个商品期货)。73个标的期权合约日均成交量1437.5万张、日均持仓量1774.3万张、日均权利金成交额130.7亿元, 同比分别增长28.1%、13.6%和42.7%。其中, ETF期权日均成交量、持仓量、成交额占比分别为51.2%、47.2%和31.5%。

图 1: 2024-2025, 场内期权日均成交量 (万张)



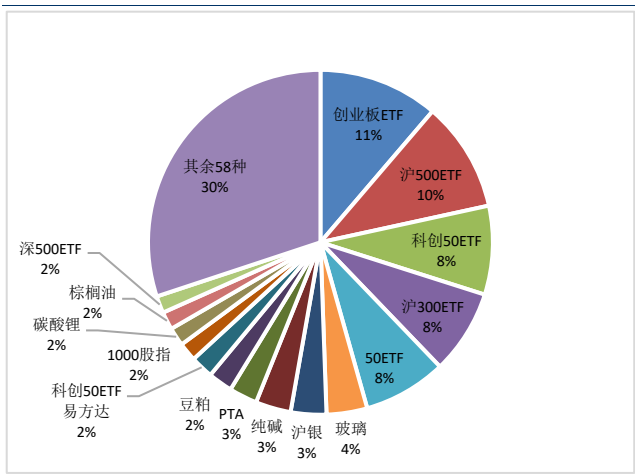
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 2: 2024-2025 场内期权日均权利金成交额 (亿元)



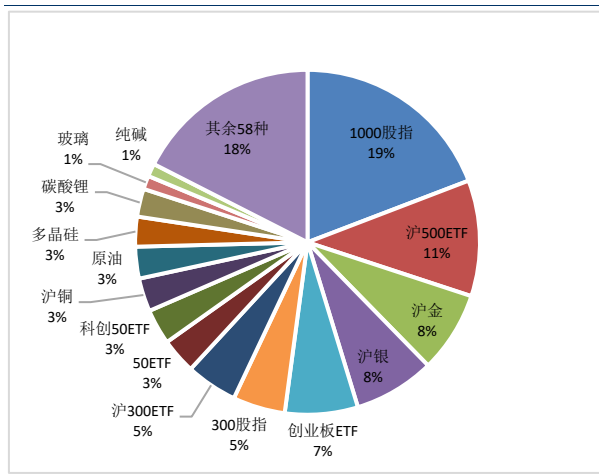
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 3: 2025 年, 场内期权各品种总成交量占比



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 4: 2025 年, 场内期权各品种权利金总成交额占比

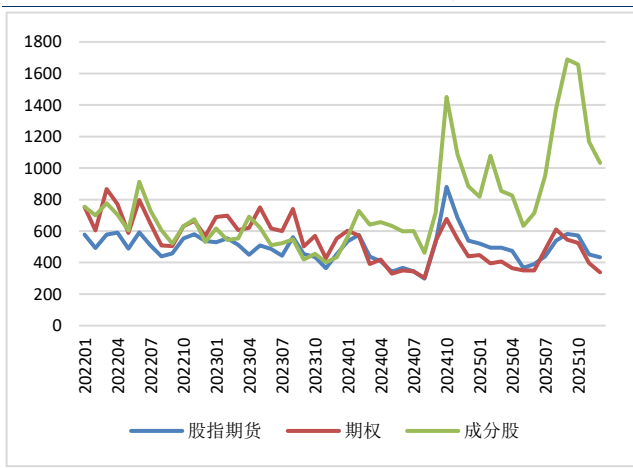


资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

分品种来看，中金所 1000 股指、沪 500ETF、沪金、沪银、创业板 ETF、中金所 300 股指、沪 300ETF、50ETF、科创 50ETF、沪铜、原油、多晶硅、碳酸锂、铂、玻璃、纯碱、铁矿石、中金所 50 股指等 23 个品种的期权日均权利金成交额超过 1 亿元，其中铂是 2025 年新上市的品种。

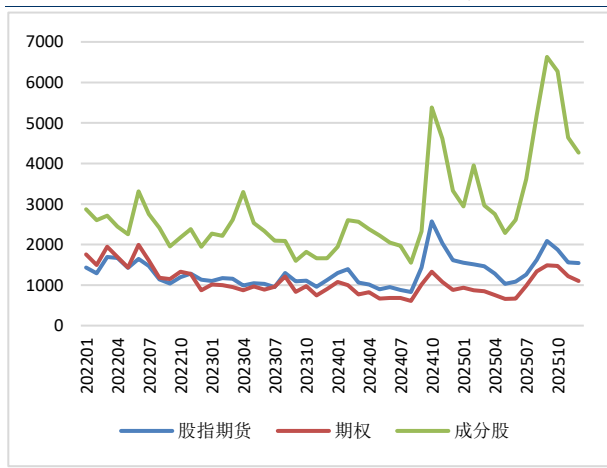
金融期权方面，使用每日期权成交量与该目标的均价估算成交面值，将结果与类似标的的工具品种进行横向对比，结果如下图所示。

图 5: 50 品种各月日均成交面值对比 (单位: 亿元)



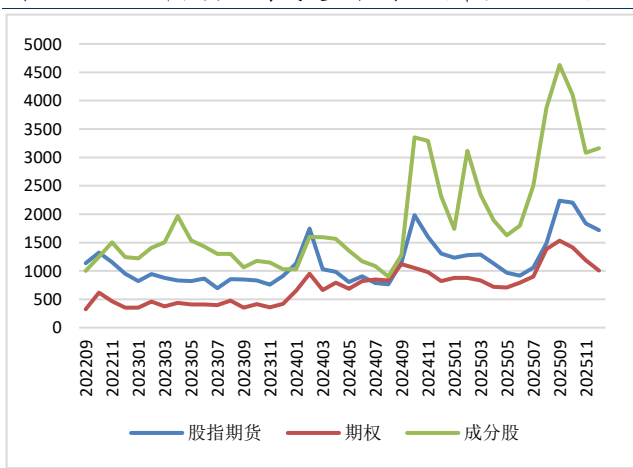
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 6: 300 品种各月日均成交面值对比 (单位: 亿元)



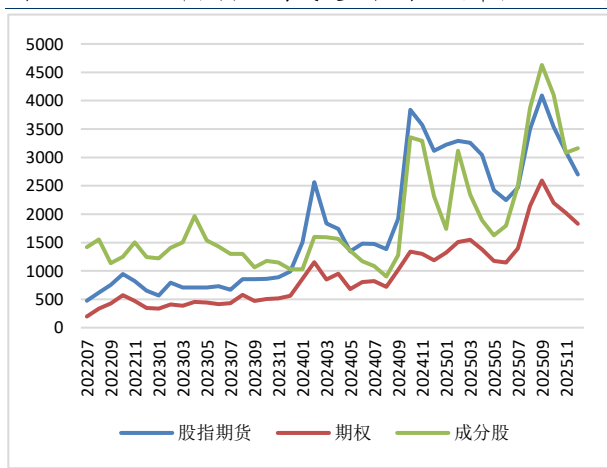
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 7: 500 品种各月日均成交面值对比 (单位: 亿元)



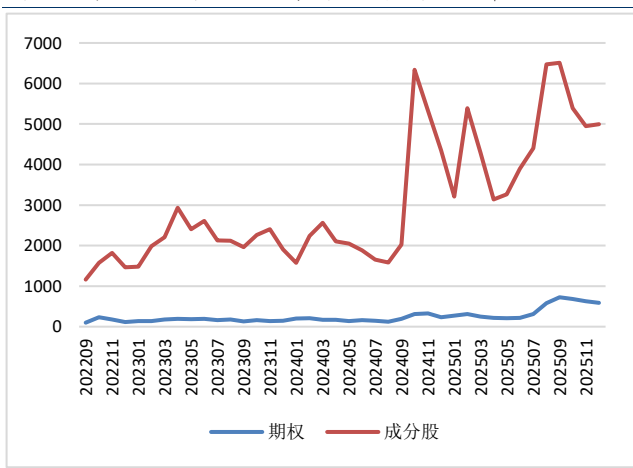
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 8: 1000 品种各月日均成交面值对比 (单位: 亿元)



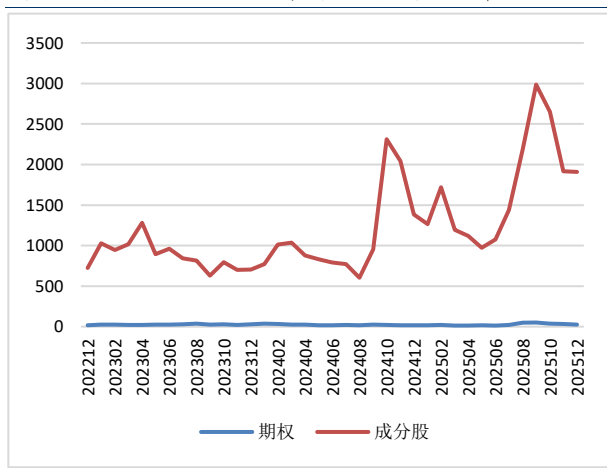
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 9: 创业板品种各月日均成交面值对比 (单位: 亿元)



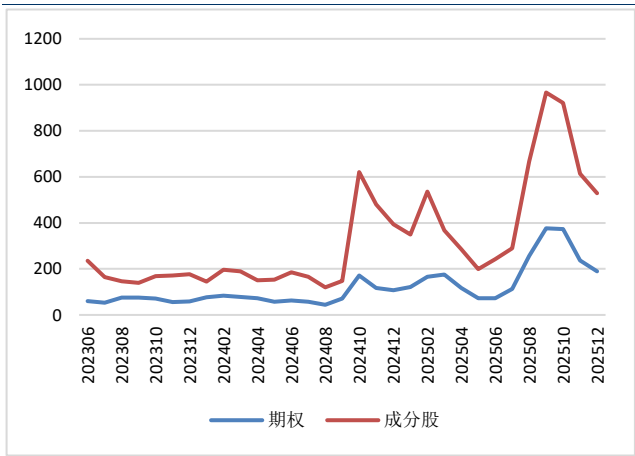
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 10: 深证 100 各月日均成交面值对比 (单位: 亿元)



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 11: 科创 50 品种各月日均成交面值对比 (单位: 亿元)



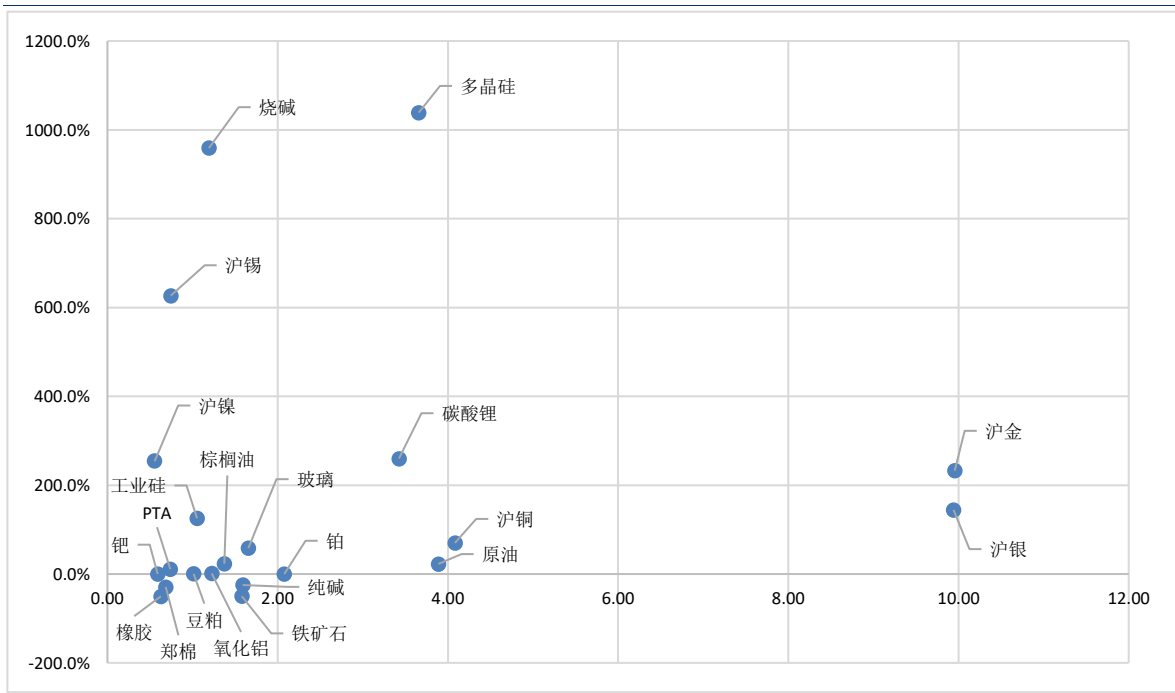
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

2025 年 4 月 8 日至 10 月, 市场持续上涨, 上证指数创出近十年新高, 指数成分股成交面值持续上升。50 期权的日均成交面值约为 50 成分股的 33%, 约为股指期货的 78%; 300 期权的日均成交面值约为 300 成分股的 26%, 约为股指期货的 72%; 500ETF 期权的日均成交面值约为成分股的 32%, 约为股指期货的 59%; 1000 股指期货期权的日均成交面值约为成分股的 58%, 约为股指期货的 68%; 创业板 ETF 期权的日均成交面值约为成分股的 12%; 深证 100ETF 期权的日均成交面值约为成分股的 1%, 科创 50ETF 期权的日均成交面值约为成分股的 36%。(注: 标的类似的品种进行合并处理, 例如 50ETF 与 50 股指期货合并为 50 品种, 上交所沪深 300ETF 期权、深交所沪深 300ETF 期权、中金所 300 股指期货合并为 300 品种, 其余类似。)

商品期货期权方面, 日均成交额大于 5000 万的商品期货期权日均权利金成交额及同比增速情况如下图所示。沪银、沪金规模较大且保持了较快增长。多晶硅期货期权的日均权利金成交额增幅达到 1038.8%, 增幅最大; 沪金、沪银日均权利金成交额均为 10 亿元, 规模最大。

2025 年新上市的铂、钯商品期货期权同比增速记为零。

图 12: 商品期货期权品种 2025 年日均权利金成交额 (横轴, 亿元) 及同比增速 (纵轴)



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

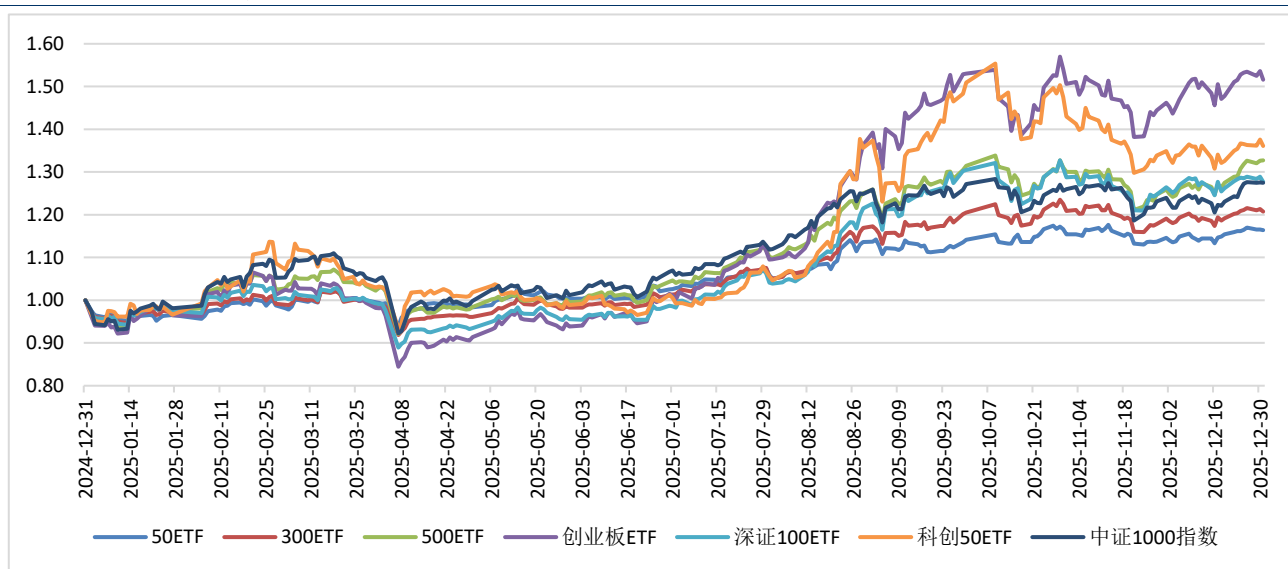
标的表现及期权定价：关税扰动后市场重回上涨趋势，全年两次隐波快速上行

此处我们仅考虑 12 个金融期权标的，以及 5 个日均权利金成交额最大的商品期货期权标的沪金、沪银、沪铜、原油、多晶硅的情况，各品种收益率及波动率对比如图表所示。

金融期权标的年内走势一致性较强。春节前期权标的普遍下跌，春节期间 DeepSeek 惊艳问世，驱动了 2 月份科技板块的出色表现，期间科创 50ETF 涨幅较大；随后市场进入震荡行情；4 月 7 日，受关税战影响，市场大幅下跌，上证指数创出 2020 年 2 月以来最大单日跌幅，ETF 期权标的普遍大幅下跌；4 月 8 日至 6 月，市场持续修复；7 月至 9 月，科技板块带动指数加速上涨，上证指数突破 4000 点，创出近十年新高，期间创业板 ETF 和科创 50ETF 涨幅较大；10 月至 12 月，市场进入宽幅震荡行情。全年创业板 ETF 累计上涨 51.6%，累计涨幅最大，50ETF 累计上涨 16.4%，累计涨幅最小。

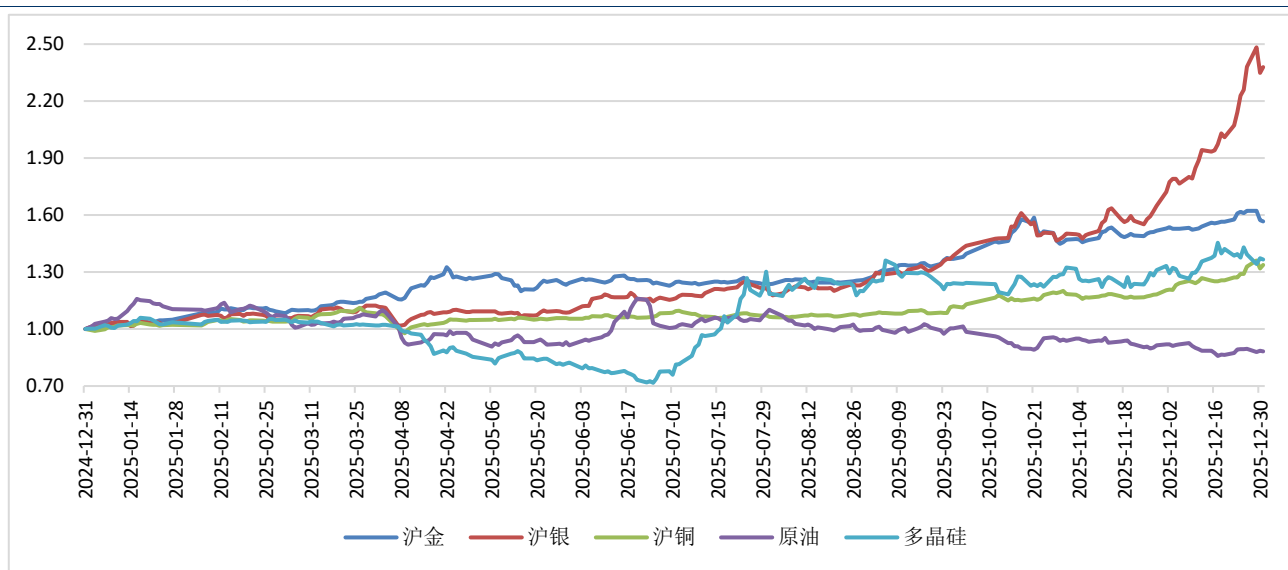
5 个商品期货期权标的走势差异较大。沪金、沪银全年持续上涨，1 月至 10 月二者涨幅接近，11 月开始沪银快速拉升，年内最高涨幅达 148.3%，最终沪金、沪银全年分别累计上涨 56.6% 和 137.9%。沪铜除了在 4 月 7 日出现了一次跌幅相对较大的调整外，全年整体持续上涨，涨幅低于沪金和沪银，全年累计上涨 33.7%；原油震荡下跌，全年累计下跌 11.8%；多晶硅 1 月至 3 月震荡微涨，4 月至 6 月底持续下跌，最大累计跌幅达 28.3%，7 月触底反弹快速上涨，单月涨幅达 52.3%，8 月至 12 月震荡微涨，最终全年累计上涨 36.6%。

图 13: 流动性较好的部分期权标的 2025 年走势 (初值归 1)



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 14: 流动性较好的部分期权标的 2025 年走势 (初值归 1)



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 15: 2025 年, 期权标的收益率与年化波动率



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 16: 2025 年, 期权标的收益及波动率对比

	收益率	波动率	夏普比率	最大回撤
50ETF	16.4%	12.9%	1.25	-8.5%
沪 300ETF	20.8%	14.8%	1.36	-10.1%
深 300ETF	20.7%	14.9%	1.34	-10.0%
沪 500ETF	32.7%	19.7%	1.55	-13.8%
深 500ETF	32.7%	20.0%	1.53	-14.3%
创业板 ETF	51.6%	28.9%	1.59	-20.7%
深证 100ETF	27.7%	20.4%	1.31	-14.2%
科创 50ETF	35.6%	29.6%	1.18	-18.2%
科创 50ETF 易方达	36.6%	29.3%	1.21	-17.5%
沪深 300 指数	17.7%	15.0%	1.16	-10.5%
上证 50 指数	12.9%	12.9%	1.01	-8.4%
中证 1000 指数	27.5%	21.7%	1.23	-16.9%
沪金	56.6%	16.0%	2.90	-9.6%
沪银	137.9%	23.5%	3.82	-9.5%
沪铜	33.7%	13.3%	2.27	-12.0%
原油	-11.8%	25.0%	-0.38	-26.0%
多晶硅	36.6%	35.5%	1.06	-32.4%

资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

17 个品种 2025 年日收益率的相关系数如图表 17 所示。50ETF、300ETF、深 100ETF 等大市值标的之间高度正相关, 与 500ETF、创业板 ETF、中证 1000 指数等相关性较高, 与科创 50ETF 相关性较低。金融品种与商品期货品种之间低相关, 几个商品期货之间只有沪金和沪银相关性相对较高, 其他品种之间均呈现较低的相关性。

图 17: 17 个期权标的品种 2025 年日收益率相关系数

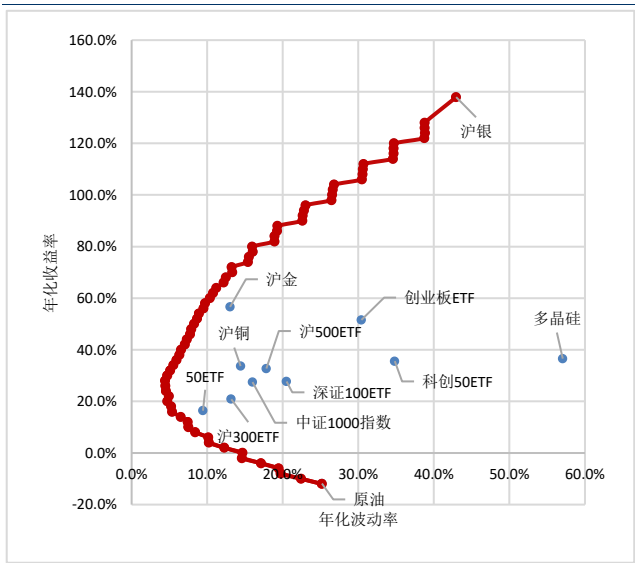
	50ETF	沪300ETF	深300ETF	沪500ETF	深500ETF	创业板ETF	深证100ETF	科创50ETF	科创50ETF易方达	沪深300指数	上证50指数	中证1000指数	沪金	沪银	沪铜	原油	多晶硅
50ETF	1.00	0.93	0.93	0.77	0.77	0.74	0.81	0.70	0.69	0.93	0.99	0.70	0.12	0.22	0.34	0.04	0.18
沪300ETF		1.00	1.00	0.91	0.91	0.91	0.96	0.79	0.78	0.99	0.93	0.84	0.11	0.21	0.39	0.06	0.24
深300ETF			1.00	0.91	0.91	0.91	0.96	0.79	0.79	0.99	0.92	0.84	0.11	0.21	0.39	0.06	0.24
沪500ETF				1.00	1.00	0.92	0.92	0.82	0.81	0.92	0.77	0.96	0.11	0.21	0.40	0.05	0.22
深500ETF					1.00	0.92	0.92	0.82	0.81	0.92	0.78	0.96	0.11	0.22	0.40	0.06	0.21
创业板ETF						1.00	0.97	0.80	0.79	0.91	0.74	0.87	0.04	0.13	0.34	0.08	0.24
深证100ETF							1.00	0.80	0.79	0.96	0.81	0.86	0.07	0.16	0.37	0.08	0.25
科创50ETF								1.00	1.00	0.79	0.71	0.77	0.08	0.13	0.22	0.00	0.10
科创50ETF易方达									1.00	0.78	0.70	0.76	0.08	0.12	0.22	0.00	0.10
沪深300指数										1.00	0.93	0.85	0.12	0.22	0.39	0.06	0.23
上证50指数											1.00	0.70	0.13	0.23	0.34	0.04	0.18
中证1000指数												1.00	0.12	0.21	0.40	0.07	0.15
沪金													1.00	0.62	0.33	0.04	-0.01
沪银														1.00	0.57	0.08	0.03
沪铜															1.00	0.17	0.02
原油																1.00	0.01
多晶硅																	1.00

资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部整理

从均值-方差前沿角度考虑多品种配置在理论上能实现的效果。按每月校正仓位计算(即使用月收益率计算), 上述 17 个品种中主要品种的均值-方差前沿如下图所示。受益于品种间的中低相关性, 不同品种间的均衡配置有机会在收益率和单品种类似的情况下, 极大的降低组合整体波动率。

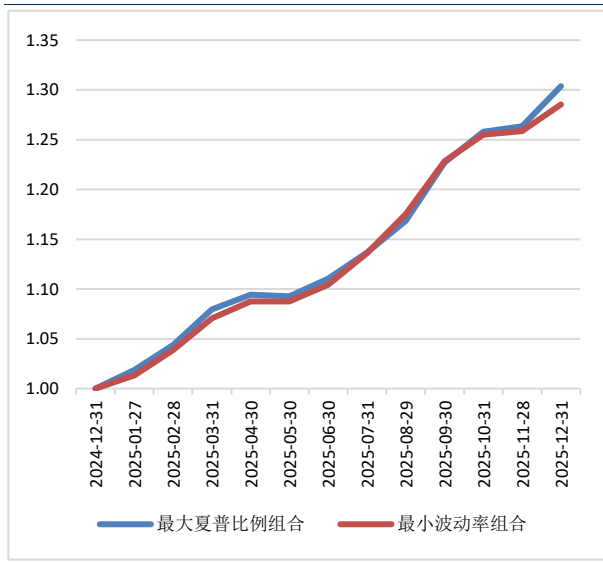
从“均值-方差”优化组合中持有的品种来看, 最大夏普比例和最小波动组合中均以沪金和 50ETF 为主。

图 18: 期权标的月收益率均值-方差前沿 (基于各月收益)



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

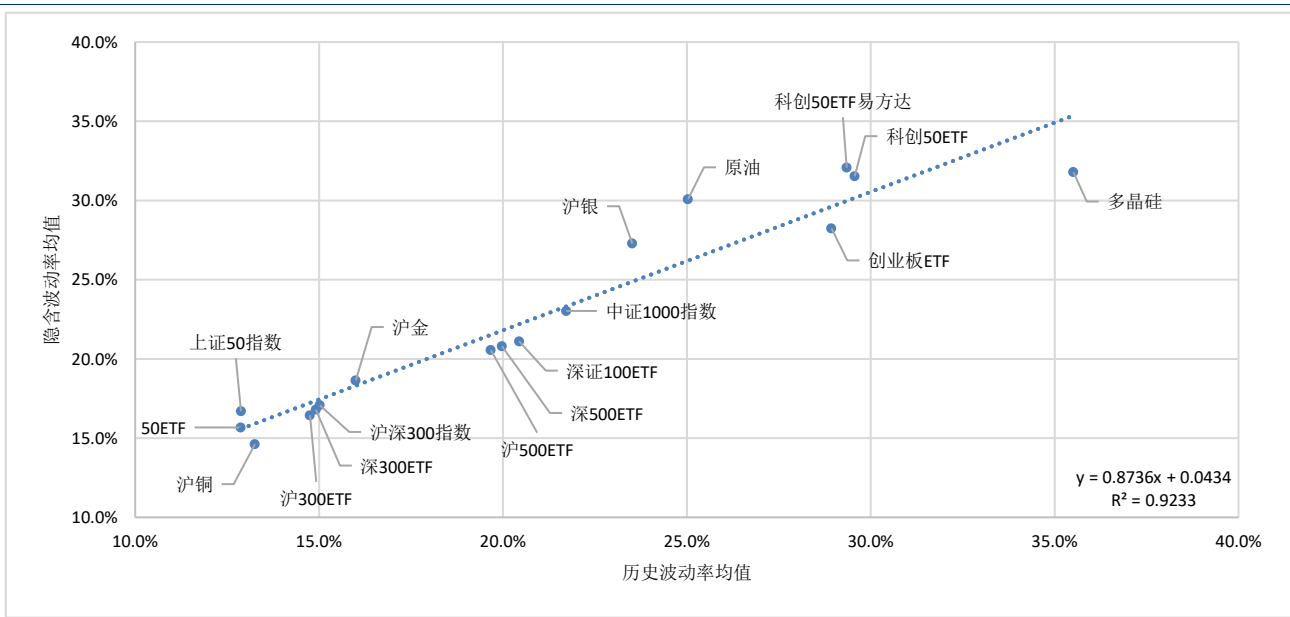
图 19: 2025 年, 两个优化组合走势对比



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

期权定价方面, 考虑前述标的实际波动率和期权隐含波动率的情况。从平均意义上看, 体现出了标的实际波动率越高、对应期权合约加权隐含波动率也越高的特点。金融期权品种中科创 50ETF、创业板 ETF 波动率较高, 商品期货期权品种中多晶硅和原油期权隐含波动率较高。

图 20: 2025 年, 期权隐含波动率与标的实际波动率



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

分品种看 2025 年期权隐含波动率走势。金融期权 2025 年日均成交量最大的创业板 ETF 期权为例, 年初受到长假效应的影响, 春节长假前期权加权隐含波动率处于相对较高的水平维持在历史 90%分位左右; 春节长假后期权标的震荡微涨, 期权加权隐含波动率持续下降, 最低降至历史 29.4%; 4 月 7 日创业板 ETF 单日下跌 12.4%, 在所有 ETF 期权标的中跌幅最大, 期权加权隐含波动率由 22.8%快速升至 64.4%, 是创业板 ETF 期权加权隐含波动率全年最大值; 4 月 8 日至 6 月, 创业板 ETF 持续震荡上涨, 期权加权隐含波动率维持低位; 7 月至 9 月, 市场进入由科技板块驱动的快速上涨行情, 创业板 ETF 快速上涨, 期权加权隐含波动率也同步快速上升, 标的价格与期权加权隐含波动率维持正相关; 10 月至年底, 创业板 ETF 价格宽幅震荡, 期权加权隐含波动率逐步回落。

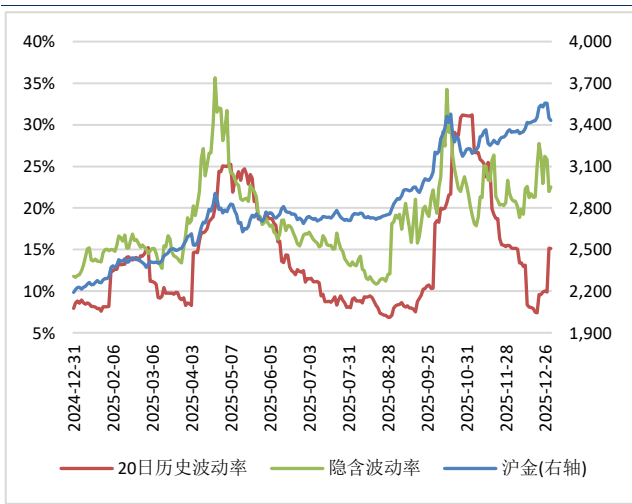
图 21: 2025 年, 500ETF 及期权波动率走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

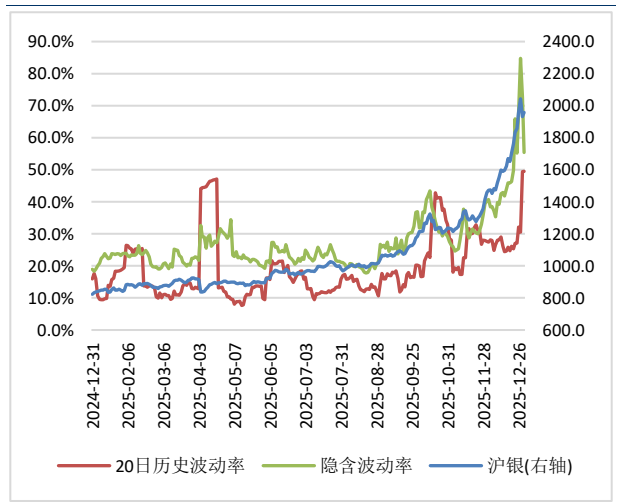
商品期货期权以权利金成交额最大的沪金、沪银为例。2025 年, 沪金和沪银整体均维持持续上涨趋势, 全年累计涨幅分别达到 56.6%和 137.9%。沪金在年初至 4 月底快速上涨, 期权隐含波动率在 3 月中旬加速上升, 最高升至 35.7%, 期间标的价格、标的历史波动率和期权隐含波动率三者保持较强的正相关性, 4 月底至 8 月底, 沪金进入震荡期, 期间期权隐波和标的历史波动率均持续回落, 9 月至 10 月中旬沪金再次进入快速上涨阶段, 期权隐波和标的历史波动率也伴随着标的价格快速上升, 10 月中旬至年底, 沪金标的价格进入宽幅震荡阶段, 期权隐波和标的历史波动率有所回落。沪银上半年整体温和上涨, 上半年累计涨幅 15.3%, 9 月底至 10 月中旬沪银快速上涨, 伴随着期权隐波和标的历史波动率快速上升, 随后沪银价格持续震荡至 11 月底, 11 月底至年底沪银价格开始加速上涨, 12 月单月沪银价格涨幅达到 44.3%, 期权隐波也快速升高, 最高升至 84.8%。

图 22: 2025 年, 沪金期货及期权波动率走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 23: 2025 年, 沪银期货及期权波动率走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

下表是 2025 年前述 17 个品种的隐含波动率、实际波动率统计表。12 个金融期权加权隐含波动率较去年年末均不同程度下降, 从隐含波动率的 75%分位点和 25%分位点的差值来看隐含波动率常态化情况下的波幅(一定程度上代表了波动率趋势交易机会和风险的大小), 金融期权中, 科创 50ETF 期权的隐含波动率波幅较大, 商品期货中, 多晶硅期权的隐含波动率波幅较大。

表 2: 2025 年, 17 个期权标的品种的隐含波动率分位点, 以及各品种隐含波动率高低分位点差值

	IV 均值	标的 实际波动率	上年末 IV	本年末 IV	IV 最大值	IV75% 分位点	IV 中位数	IV25% 分位点	IV 最小值	IV 最大- IV 最小	IV75%-IV25%↓
多晶硅	31.8%	35.5%	19.5%	31.5%	63.6%	39.4%	31.6%	21.6%	14.7%	48.9%	17.8%
科创 50ETF 易方达	32.1%	29.3%	32.1%	28.7%	73.9%	36.0%	30.3%	25.8%	19.5%	54.4%	10.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

科创 50ETF	31.5%	29.6%	31.9%	27.8%	71.4%	35.5%	30.0%	25.4%	19.7%	51.7%	10.2%
创业板 ETF	28.2%	28.9%	26.5%	27.0%	64.4%	31.9%	26.5%	23.0%	17.8%	46.6%	8.9%
沪银	27.3%	23.5%	18.9%	55.4%	84.8%	30.1%	24.2%	21.7%	17.8%	67.0%	8.3%
原油	30.1%	25.0%	23.5%	28.7%	72.4%	32.3%	27.5%	25.2%	22.0%	50.5%	7.1%
中证 1000 指数	23.0%	21.7%	29.4%	20.6%	51.5%	25.9%	22.1%	19.6%	16.8%	34.7%	6.3%
沪金	18.6%	16.0%	11.8%	22.5%	35.7%	21.4%	17.9%	15.1%	10.9%	24.8%	6.3%
深证 100ETF	21.1%	20.4%	22.6%	20.5%	40.2%	23.8%	20.0%	17.8%	15.0%	25.3%	6.0%
沪铜	14.6%	13.3%	10.7%	27.3%	39.7%	16.5%	13.3%	11.4%	8.6%	31.1%	5.1%
深 500ETF	20.8%	20.0%	24.1%	19.1%	36.3%	22.9%	20.3%	17.8%	15.3%	21.1%	5.0%
沪 500ETF	20.6%	19.7%	23.8%	19.4%	42.5%	22.6%	19.9%	17.7%	15.1%	27.4%	4.9%
深 300ETF	16.8%	14.9%	19.4%	15.5%	40.5%	18.6%	16.2%	14.5%	12.7%	27.9%	4.1%
沪 300ETF	16.4%	14.8%	18.3%	15.7%	38.1%	18.2%	15.9%	14.2%	12.0%	26.1%	4.0%
50ETF	15.7%	12.9%	17.9%	13.4%	36.6%	17.3%	15.0%	13.4%	11.9%	24.7%	4.0%
沪深 300 指数	17.1%	15.0%	19.6%	16.9%	36.5%	18.7%	16.5%	14.9%	12.5%	24.0%	3.7%
上证 50 指数	16.7%	12.9%	20.8%	15.1%	37.8%	18.2%	16.0%	14.6%	12.2%	25.5%	3.6%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

单看金融期权的隐含波动率波幅在各年的变化。以 50ETF 期权为例，2025 年隐含波动率的波动率为 3%，较去年有所下降，但仍高于 2021 年至 2023 年水平，波动率交易机会仍然较多。全年市场也有两次大幅波动，一次是 4 月 7 日，受关税战影响市场大幅下跌，当日上证指数下跌 7.3%，创 2020 年 2 月以来最大跌幅；另一次是 7 月至 9 月，由科技板块驱动的市场加速上涨，期间期权加权隐含波动率均快速上升。

我们计算了 2018 年以来 50ETF 期权最大值与最小值的差值和 75%分位点与 25%分位点的差值，分别用于衡量极端行情和常态行情中的波动率交易机会。2025 年 50ETF 期权隐含波动率最大值减最小值之差为 24.7%，较去年有所下降，但仍显著高于 2021 年至 2023 年水平；期权隐含波动率 75%-25%分位点的差值为 3.8%，同样略低于去年，但仍高于 2022 年和 2023 年。因此，无论在极端行情还是常态行情下，2025 年波动率交易空间较去年有所收敛，但仍明显高于 2022 年和 2023 年水平。

表 3: 2016-2025, 50ETF 期权加权隐含波动率各年分位点情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
最大值	39.6%	35.4%	39.7%	26.2%	35.7%	21.4%	54.8%	36.6%
75%分位点	25.5%	23.5%	25.7%	21.4%	21.0%	17.5%	20.0%	17.1%
中位数	22.9%	19.8%	20.4%	18.6%	19.8%	16.2%	15.6%	15.0%
25%分位点	20.2%	16.4%	17.6%	17.4%	18.0%	15.1%	13.2%	13.4%
最小值	13.7%	11.3%	14.3%	14.9%	14.5%	13.3%	11.1%	11.9%
最大值-最小值	25.8%	24.1%	25.4%	11.4%	21.3%	8.1%	43.7%	24.7%
75%分位点-25%分位点	5.2%	7.0%	8.1%	3.9%	3.0%	2.4%	6.8%	3.8%
隐含波动率的波动率	4.0%	5.8%	5.3%	2.6%	2.6%	1.6%	5.7%	3.0%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

期权策略表现回测

接下来以我们跟踪的市场数据为例，从结合股票的持股类策略，利用期权布局标的涨跌的方向类策略，围绕波动率进行布局的波动率策略等三个角度分别进行说明各类 ETF 期权策略的表现情况。

持股类策略：需结合行情变化、针对不同标的，灵活使用期权对冲、备兑策略

期权对冲的逻辑有两大类，第一类是持有现货在看涨的同时控制尾部风险；第二类是使用实值认购、实值认沽期权进行类似于股指期货的“线性对冲”，实现对市场观点中性、利用对冲降低持股波动的效果。

2025 年，如果采用第一类对冲方式，持股并买入认沽期权，在 4 月 7 日市场大幅下跌的行情中可以有效的控制风险。4 月 7 日，10000 份创业板 ETF 下跌 2520 元，而创业板 ETF 的 4 月不同行权价认沽期权均大幅上涨，投资者如果持有认沽期权进行风险对冲可以极大的对冲 ETF 下跌带来的损失，如果使用实值程度更高的合约资产组合甚至可以取得正收益。（详情如下表所示）

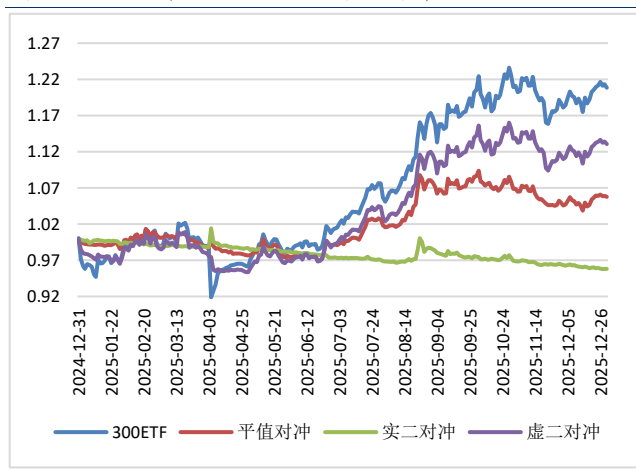
表 4：2025 年 4 月 7 日，10000 份创业板 ETF 及不同行权价的创业板 ETF 4 月认沽期权累计涨跌

期权行权价	创业板 ETF 盈亏	4 月 3 日期权市值	4 月 7 日期权市值	创业板 ETF+期权总盈亏
2.10	-2520	875	3701	306
2.05	-2520	516	3300	264
2.00	-2520	256	2782	6
1.95	-2520	118	2401	-237
1.90	-2520	50	2100	-470

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

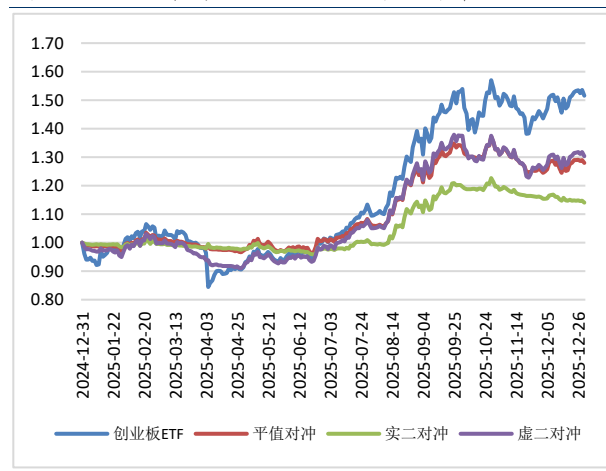
持有股票的同时买入认沽期权本质上是一种“看涨”策略，目的是在看涨的同时防范不确定性风险。下图为 2025 年持有 ETF 的同时持续买入认沽期权对冲的累计效果。以 300ETF 和创业板 ETF 为例，选用当月不同档位认沽期权合约的对冲策略全年累计收益均低于标的指数，主要原因是 4 月 7 日之后标的处于持续上涨阶段，期间认沽期权会降低资产组合整体收益，但投资者仍需关注买入认沽的风险对冲作用，例如在 4 月 7 日期权标的大幅下跌的行情中，不同行权价的认沽期权合约组成的对冲策略均取得了非常好的风险对冲效果。

图 24：2025 年 300ETF 认沽期权对冲效果



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 25：2025 年创业板 ETF 认沽期权对冲效果



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

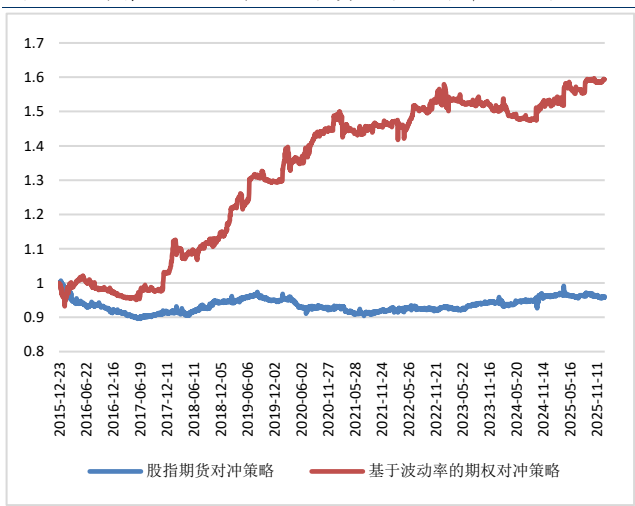
从中也可以看出选择不同行权价合约进行对冲的影响：

1. 选用实值合约能够有效降低波动，但注意在隐含波动率大幅上涨后合约变贵、继续使用容易导致损失。
2. 选用平值合约能够更好的保留了上涨时的潜在获利机会，在大跌时的保护效果相对有限，需要结合对后市行情的判断及时调整，避免出现损失。最终效果类似于在伴随上涨、控制风险的同时获得了一个滞后判断是否止损离场的机会。

从图表中也可以看出，重要节点使用期权对冲可以在看涨的同时起到保护效果。但因为买入期权存在成本，长期来看持续的简单买入认沽对冲成本较高，投资者也可以考虑使用第二类对冲方式进行类似于股指期货的“线性对冲”，优势是结合隐含波动率后降低对冲成本，更详细的内容在《基于波动率的期权对冲策略——股指期货对冲的优质替代方案》报告中已经进行了阐释。

2025 年，采用第二类对冲方式，在持有 50ETF 的同时，结合隐含波动率高低，利用卖出 50ETF 实值认购、买入 50ETF 实值认沽的“准”线性对冲，累计收益为 4.5%，股指期货对冲收益为 0.1%（即成本高于股指期货对冲，测算中均未考虑交易摩擦及成本），期权对冲策略表现相对较差。但从 2015 年以来的回测区间中看，结合了期权隐含波动率因素后的期权对冲策略与股指期货对冲的波动率相当，但最大回撤更小，累计收益更优。

图 26: 持有 50ETF 并使用期货或期权对冲效果对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 27: 持有 50ETF 并使用期货或期权对冲的统计数据

	股指期货对冲策略	期权综合对冲策略
收益率	-3.9%	59.4%
年化收益率 (对冲成本相反数)	-0.4%	4.8%
波动率	5.3%	6.1%
最大回撤	-11.1%	-6.9%
与 50ETF 相关性	21.4%	57.1%
上涨相关性	13.2%	44.6%
下跌相关性	18.0%	39.9%
单日最大涨幅	2.8%	3.3%
单日最大跌幅	-2.9%	-2.5%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

备兑策略也是期权结合股票的一类经典做法，是指投资者在已经拥有标的证券的情况下，卖出相应数量的认购期权，获得期权权利金收入。持股的时候，如果认为市场涨幅有限，则可以考虑通过备兑的方式放弃大幅上涨的潜在收益、获取增收。

构建备兑策略后，有如下几点优势：

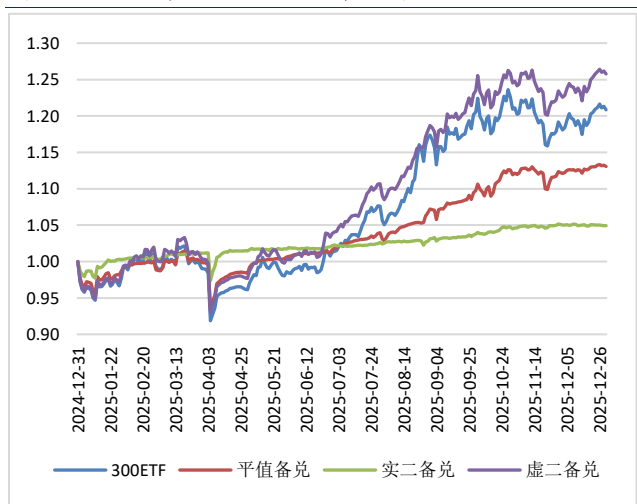
1. 标的横盘时，可能起到增收效果；
2. 标的大涨时，收益可能低于标的本身，但仍有正收益；
3. 标的大跌时，可能会出现损失，但相对标的有增收。

备兑策略的缺点是标的大涨时可能跑输标的、标的大跌时有增收但仍可能出现较大损失。

2025 年，选用不同档位的当月认购期权进行备兑策略的收益表现如下图所示，例如虚二备兑，即满仓标的的同时按数量选用当月虚值二档的认购期权进行备兑开仓，持有至到期时平仓再换为新的当月虚值二档认购期权进行备兑开仓。

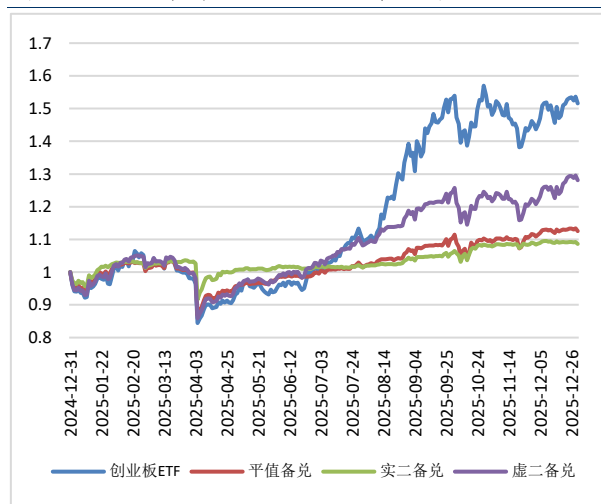
对于 300ETF，选用当月虚值二档合约的备兑策略表现优于标的本身，选用当月实值二档和当月平值合约的备兑策略累计收益低于标的本身；对于创业板 ETF，三种当月不同档位合约的备兑策略全年累计收益均低于标的本身。综合来看，使用偏实值的合约备兑在下跌过程中保护更好，使用偏虚值的合约备兑在上涨过程中弹性更大，投资者如果想要取得更高的收益，则需要结合对于后市行情趋势的判断灵活的调整备兑策略选用的合约。

图 28: 2025 年 300ETF 备兑策略的效果



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 29: 2025 年创业板 ETF 备兑策略的效果

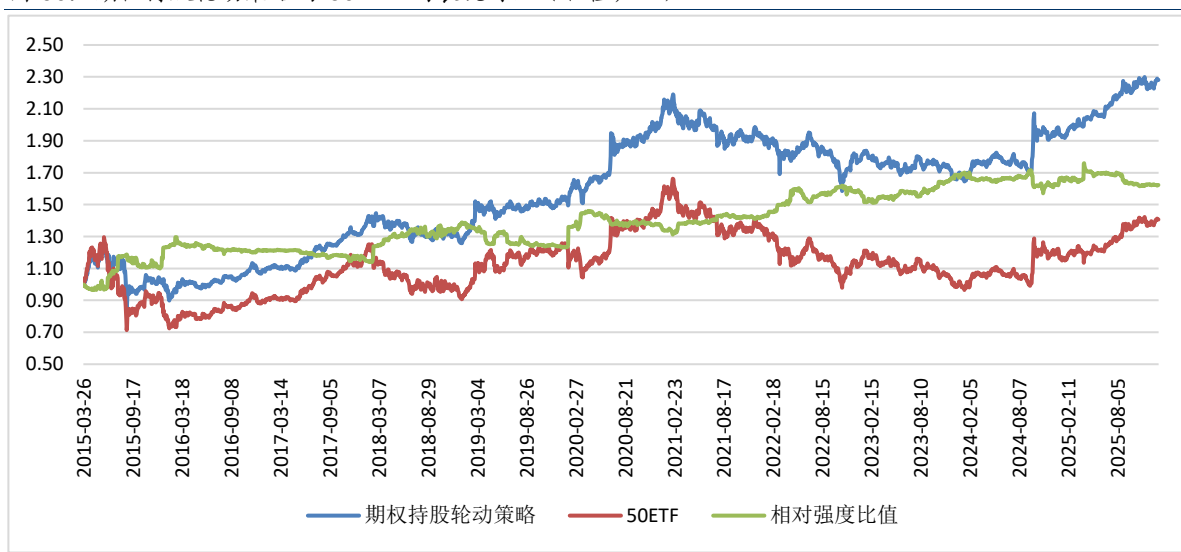


资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

在对冲、备兑等策略的基础上,可以考虑利用其特性构建结合持股的期权轮动策略。例如,如前所述,备兑策略在“磨底”类型的行情中表现较好;尾部对冲策略则在标的涨幅较大、不确定性较强的时候作用比较大。基于这一特性,我们考虑如下的示例:

1. 当标的近期跌幅较大时(20日累计收益率低于-5%),使用备兑策略;
2. 当标的近期涨幅较大时(20日累计收益率高于5%),使用对冲策略;
3. 其余情况,使用衣领策略(持有标的的同时,买入虚值认沽、卖出虚值认购,类似备兑和对冲的结合)

图 30: 期权持股轮动策略与 50ETF 的表现对比 (初值归 1)



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

通过上述方法进行轮动后的策略走势和 50ETF 的对比如上图中所示。2015 年 3 月至 2025 年,相对 50ETF 本身,期权持股轮动策略累计收益更高(128.2%和 40.7%),波动更低(年化波动率 15.5% 和 20.9%)、最大回撤更小(-32.4%和-45.0%)。从净值比值来看,期权轮动策略在标的上行阶段小幅跑输,在横盘和下跌阶段跑赢,最终长期累积取得了优势。2025 年,期权持股轮动策略累计收益 15.7%,略低于 50ETF 的 16.4%。

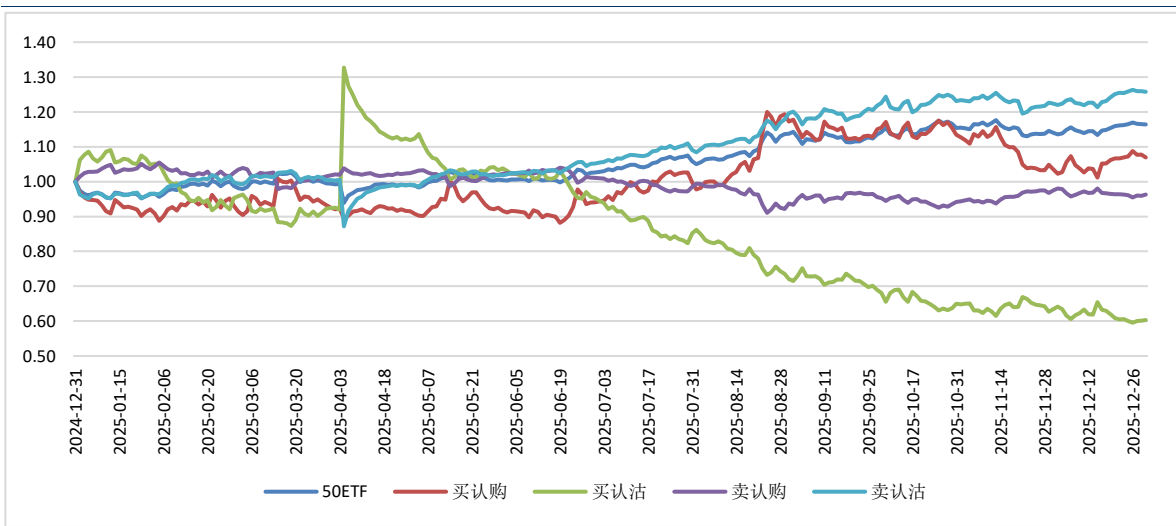
方向策略：比例价差组合大幅跑赢标的 ETF

以 50ETF 期权为例考察持续买入认购、买入认沽、卖出认购、卖出认沽等四种基本的利用期权布局标的涨跌的策略表现。买入期权按 7% 的权利金构建，卖出期权按期权面值等于二倍资产规模的方式构建。合约选用当月、次月平值合约，按剩余时间和 1 个月的差值倒数为权重即越接近 1 个月到期权重越大，每日调仓。

2025 年 4 月 7 日前，50ETF 价格震荡上行；4 月 7 日，市场大幅下跌，上证指数单日下跌 7.34%，创下 2020 年 2 月以来最大单日跌幅，标的价格快速下跌，期权隐含波动率快速上升，当天买入认沽表现最佳，买入认沽策略从累计亏损 8% 转为累计盈利 32.7%；4 月 8 日至 6 月，50ETF 价格持续震荡上涨，期权隐含波动率持续低位震荡，期间卖出认沽策略表现较好；7 月至 8 月，50ETF 价格快速上涨，期权隐含波动率同步快速上行，期间买入认购表现较好；9 月至年底，50ETF 价格震荡，期权隐含波动率回落至历史较低分位，期间卖出认沽表现相对较好。全年四种基本的方向策略中只有卖出认沽累计收益高于 50ETF 本身。

1. 卖出认沽全年累计上涨 25.7%，涨幅高于 50ETF 标的本身，在四种基本策略中表现相对较好，这主要受益于 4 月 7 日市场大幅下跌后，50ETF 价格持续震荡上行，且除了 7 月至 8 月底这段时间期权隐含波动率持续上行升至较高水平，其他时间期权隐含波动率均在震荡下行或低位震荡，卖出认沽在标的震荡上行且隐波下行的市场环境中持续获得收益，卖出认沽的最大回撤发生在 4 月 7 日，单日下跌 13.3%；
2. 买入认购同样取得正收益，全年累计上涨 6.9%，涨幅低于标的本身，买入认购的主要收益来源于 7 月至 8 月标的快速上涨叠加期权隐含波动率快速上行的这段行情，这两个月买入认购累计收益达到 26.9%。
3. 卖出认购全年表现平平，全年累计亏损 3.7%，主要原因是 4 月 7 日后，50ETF 持续震荡上涨，对卖出认购不利，在 7 月至 8 月标的快速上涨的行情中，隐含波动率也快速上行，期间卖出认购损失较大。
4. 买入认沽全年累计亏损 39.7%，主要原因是全年大部分时间标的价格处于震荡上行阶段，且期权隐含波动率两次快速上升后均迅速回落并持续低位震荡，均对买入认沽不利。但投资者仍应重视买入认沽在重大风险事件时发挥的风险对冲的作用，例如 4 月 7 日当天 50ETF 大幅下跌，买入认沽单日收益 44.2%，对于持有现货的投资者，能够极大的对冲投资者现货端的损失。

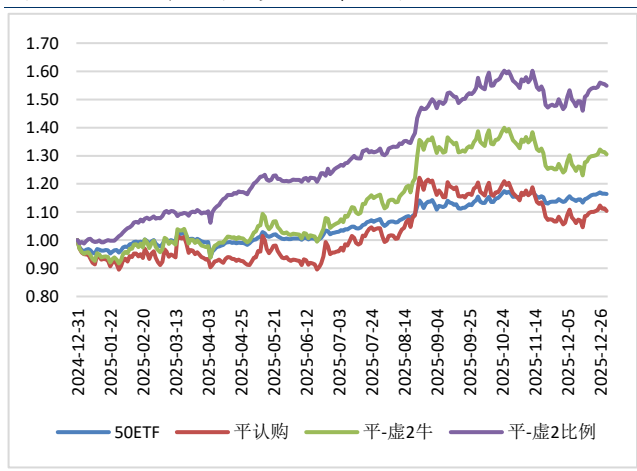
图 31：2025 年四种期权基本方向策略表现（初值归 1）



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

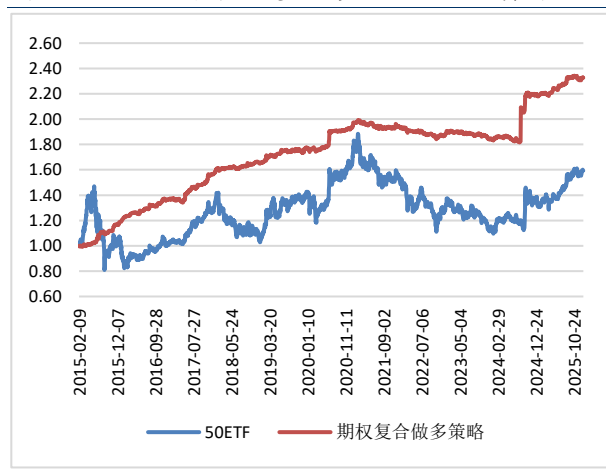
在专题《期权做多的方法、影响因素和适用场景》中，我们探讨了利用期权布局标的上涨的几种方法和适用环境。如图 32、图 33 所示，2025 年全年，比例价差做多涨幅最大，全年累计涨幅 54.8%，大幅跑赢 50ETF；牛市价差表现也相对较好，全年累计涨幅 30.5%；买入认购全年累计收益 10.4%，累计收益不及 50ETF 标的本身的 16.4%。计算 2015 年至今表现，三种期权做多方法替换使用的复合做多策略累计收益达到 132.6%，表现优于标的的 50ETF 本身的累计收益 59.5%。

图 32: 2025 年几种做多方法表现对比



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 33: 2015 至今期权复合做多与 50ETF 走势对比



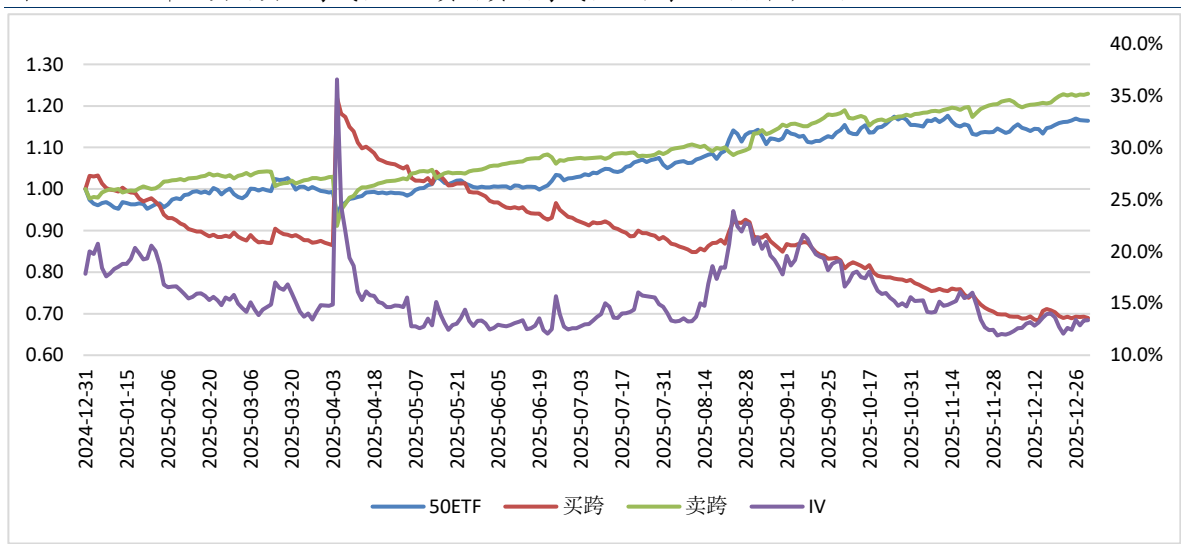
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

波动率策略: 期权隐波长期处于下降或低位震荡状态, 双卖策略跑赢标的 ETF

如前文定价部分所述, 2025 年大部分时间期权隐含波动率处于降波或低波震荡环境中, 有两次比较明显的期权隐含波动率大幅上升的行情, 一次发生在 4 月 7 日, 当天市场大幅下跌, 期权隐含波动率快速升高至年内最高水平, 第二次发生在 8 月, 期间 50ETF 快速上涨, 期权隐含波动率同步快速上升, 这两段行情中买入跨式组合表现出色。其他大部分时间内, 50ETF 期权加权隐含波动率均处于下降阶段或在历史低位持续震荡, 这些时间里卖出跨式组合能够持续获得收益。2025 年全年, 50ETF 标的累计收益为 16.4%, 卖出跨式组合累计收益 22.9%, 收益表现优于标的 ETF 本身, 买入跨式组合虽然在 4 月 7 日当天获得 41.1% 的收益, 但其他大部分时间持续亏损, 最终全年累计收益-31.0%, 大幅跑输 50ETF 本身。

以 50ETF 期权为例测算持续买入跨式、卖出跨式这两种基本组合的表现。买入跨式按买入认购、认沽各 7% 的权利金构建, 卖出跨式按卖出认购、卖出认沽期权面值各自等于二倍资产规模的方式构建。合约用当月、次月平值合约, 剩余到期时间越接近 1 个月的权重越大, 每日调仓。

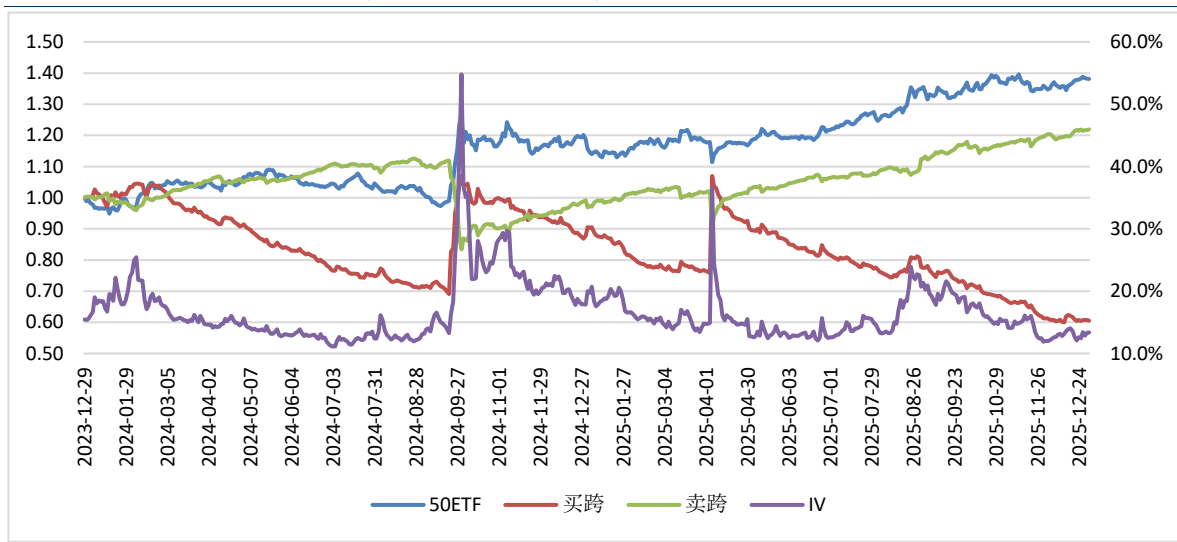
图 34: 2025 年双买 (买入跨式) 及双卖 (卖出跨式) 组合表现 (初值归 1)



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

在更长的时间区间来看, 2024 年至 2025 年期间, 按照前述方法构建的卖出跨式和买入跨式组合收益表现均不及标的 ETF 本身, 50ETF 标的区间累计收益为 38.1%, 卖出跨式组合区间累计收益为 21.9%, 买入跨式组合累计收益为-39.5%。

图 35: 2024-2025 双买 (买入跨式) 及双卖 (卖出跨式) 组合表现 (初值归 1)



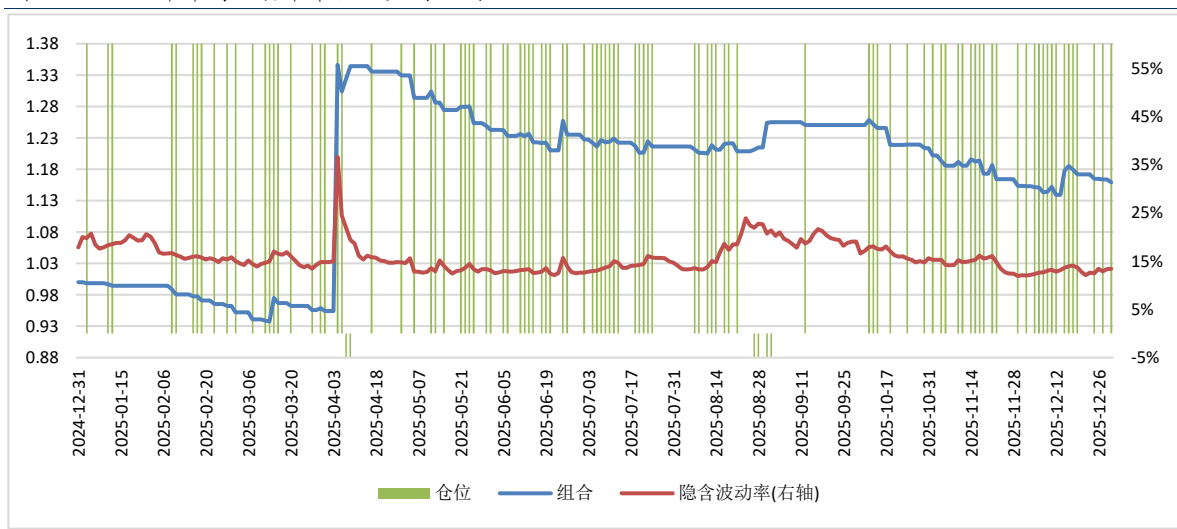
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

波动率择时也是一类常见的期权波动率敞口策略。我们以隐含波动率偏高且开始下降时布局其继续回落，隐含波动率偏低且开始上升时布局其继续上升为例，进行如下测算。布局波动率升降的组合仓位如前文双买、双卖做法所述：

1. 按 2019 年全年数据，计算出隐含波动率上下 1/3 分位点阈值；
2. 2020 年至 2025 年的每个交易日，当隐含波动率高于前述算出的上 1/3 分位阈值且次日下降，卖出跨式组合；隐含波动率低于下 1/3 分位阈值且次日上升，买入跨式组合；其余情况，保持空仓。

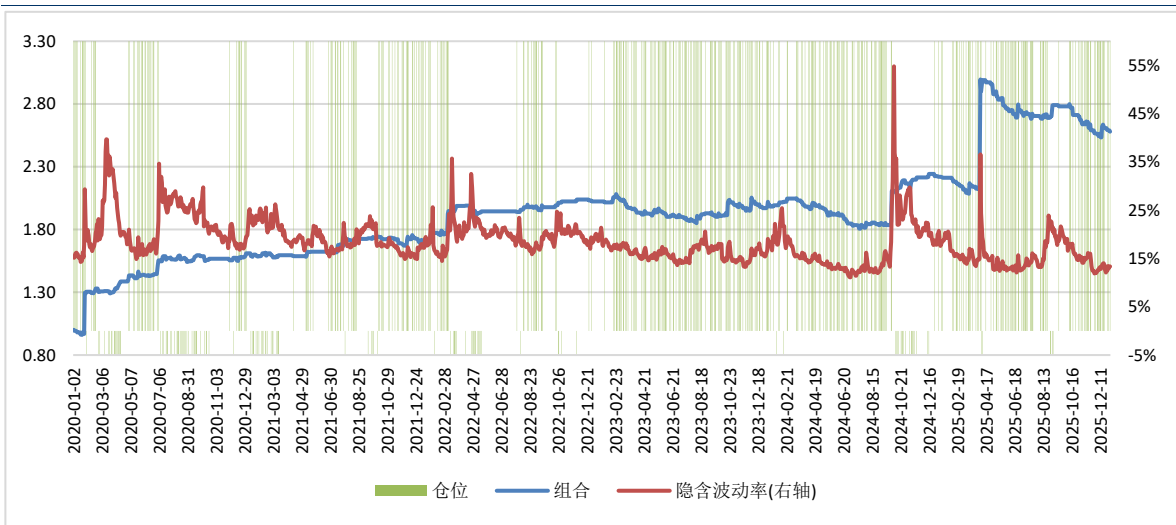
从图 36、图 37 中可以看出，组合在 2020 年至 2025 年获得了 157.9% 的收益，在 2025 年 4 月 7 日，期权隐含波动率大幅上升的行情中，组合取得了较好的表现。2025 年全年组合累计收益 15.9%，但长期来看，该策略波动较大，且空仓时间段较长，更适合和其他策略结合使用。

图 36: 2025 年布局波动率中性回归的示例



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 37: 2020 年至 2025 年布局波动率中性回归的示例



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

免责声明

本资料仅为中信证券财富管理委员会提供给投资者作参考之用，所含信息均来源于公开资料，不属于本公司研究部发布的研究报告范畴，不构成对投资者的任何投资建议，投资者不应当以该资料取代其独立判断或仅依据该资料做出投资决策。

投资者自愿参与期权业务，须在参与前仔细阅读交易相关的各项材料，包括但不限于《股票期权经纪合同》、《风险揭示书》、《投资者须知》以及其他必要的业务资料，充分了解并知悉交易的各项风险，包括但不限于交易风险、结算风险、行权风险、法律风险、合规风险以及不可抗力等其他风险，并在必要时就上述风险寻求专业咨询。

本资料版权属于中信证券，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。