

股指期货、股指期权服务股市常用策略

2025 年 9 月 26 日 星期五

兴证期货 · 研究咨询部

金融研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

周立朝

从业资格编号: F03088989

投资咨询编号: Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

内容提要

股市行情复杂多变，单一的股票基金多头模式无法满足投资者日益多样化的策略需求。股指期货、股指期权作为国内成熟的衍生品工具，在服务股市方面，可以发挥风险对冲、收益增强的作用。由于不同的组合策略适应不同的行情背景，对于未来行情预判的底层逻辑是策略成功与否的重要前提条件，在这个过程中，股指期货、股指期权扮演灵活工具的角色。本文基于工具应用角度，分析了七个常用的组合策略以及策略对应的行情。

报告目录

一、股指期货、期权服务股市的基本原理	3
二、股指期货对冲与增收作用	3
（一）股指期货对冲股市风险	3
（二）股指期货收益增强——复制多头吃贴水	4
三、股指期权对冲与增收作用	5
（一）期权保险策略——对冲大跌风险	5
（二）期权备兑策略——震荡行情中增强收益	5
（三）期权领口策略——降低“保费”的对冲策略	6
（四）期权卖出看跌+现货——辅助低位补仓需求	7
（五）期权卖出宽跨式+现货——区间震荡行情高抛低吸+赚权利金	8
四、总结	9

图表目录

图表 1. 股指期货对冲 ETF 持仓风险	4
图表 2. 股指期货复制 ETF 持仓+吃贴水	错误!未定义书签。
图表 3. 股指期权保险策略	5
图表 4. 股指期权备兑策略	6
图表 5. 股指期权领口策略	7
图表 6. 股指期权低位补仓策略	8
图表 7. 股指期权辅助高抛低吸+赚权利金策略	9
图表 8. 股指期货、股指期权服务股市策略汇总	9

一、股指期货、期权服务股市的基本原理

股指期货和股指期权是金融衍生工具，其服务股市的基本原理是通过期货与期权来对冲股市的风险或增强收益。股指期货是一种在未来特定时间以特定价格买入或卖出某个股票指数的合约。投资者可以通过买入或卖出股指期货来对冲股票投资组合的风险。例如，如果一个投资者持有大量股票，但担心市场下跌，可以买入股指期货作为对冲，从而在市场下跌时获得期货合约的收益以抵消股票损失。股指期权是一种给予持有人在未来特定时间内买入或卖出某个股票指数的权利，而不是义务的合约。与股指期货相比，股指期权提供了更多的灵活性，因为持有人可以选择是否执行该权利。投资者可以通过买入股指期权来对冲风险，也可以通过卖出股指期权来获得收益。总的来说，股指期货和股指期权可以帮助投资者管理股票市场的风险，并提供更多的投资机会。

二、股指期货对冲与增收作用

（一）股指期货对冲股市风险

股指期货广泛用于对冲股票现货市场的系统性风险。通过合理的操作策略，投资者可以利用股指期货来降低因市场整体波动带来的潜在损失。股票现货投资的风险包括：系统性风险（市场风险）为宏观经济变化、政策调整等整体性的因素导致整个股市下跌。非系统性风险（个股或行业风险）为特定公司或行业的经营问题。股指期货主要用来对冲系统性风险，因为它反映的是整个股市的走势，而不是某一只个股的表现。通过卖出股指期货合约，投资者可以将现货头寸暴露在市场波动下的风险部分转移出去。其本质是通过建立一个与现货相反的头寸，达到风险对冲的目的。

以中证 1000ETF（本文采用中证 1000ETF 代码为 512100）风险对冲为例，如果投资者在 3 月 20 日持有 100 万份中证 1000ETF，市值 261.6 万元，则需要 2 手 IM 空头对冲，到 4 月 7 日，因关税事件导致指数大跌，但是股指期货空头盈利，对冲了现货的大部分风险。

股指期货对冲现货需要注意以下事项：基差风险，期货价格与现货价格之间可能存在差异，特别是在股指期货贴水时，会面临套保成本上升的不利情况。流动性，选择成交量比较活跃合约以确保流动性，防止难以平仓。套保成本，期货合约的买卖价差、保证金占用以及可能出现的浮动盈亏都会影响整体收益。

图表 1. 股指期货对冲 ETF 持仓风险

	2025.3.20 收盘价	2025.4.7 收盘价	组合构成	盈亏
中证 1000ETF	2.616	2.234	100 万份	-38.2 万元
IM2506	6307	5432.6	2 手空头	+34.97 万元

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（二）股指期货收益增强——复制多头吃贴水

股指期货可以复制现货多头，包括复制指数基金、成分股。由于股指期货具有保证金交易的杠杆优势，只需少部分资金作为保证金即可复制现货多头，较大程度节省做多资金，节省出来的那部分资金可以用作其他资产配置。此外，还可以获得贴水优势，在贴水状态下，期货价格低于现货价格，多头复制策略可以通过买入期货合约并持有至交割日，获取期货价格向现货价格收敛带来的收益。中证 500 与中证 1000 股指期货在大部分时间周期内处于贴水状态。以下表为例，2025 年 5 月 15 日，中证 1000 现货指数为 6057，同一时刻的 IM2509 股指期货点位为 5750，具有 307 点贴水优势，随着时间推移，股指期货贴水逐渐收敛，向现货指数靠拢，因此，获得了贴水的收益增强效果。

综上所述，贴水环境下，多头复制策略具备获取超额收益、优化资金使用效率、增强策略胜率等多重优势，尤其适用于中小盘指数。然而，需要注意贴水收敛的时间不确定性和市场波动风险。

图表 2. 股指期货复制 ETF 持仓+吃贴水

	2025.5.15 收盘价	2025.9.19 收盘价	涨跌幅	初始资金占用
中证 1000	6057	7438	22.8%	无
中证 1000ETF	2.428	3.006	23.8%	242.8 万元
IM2506	5750	7448	29.53%	2 手保证金共 34 万左右

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

三、股指期货对冲与增收作用

（一）期权保险策略——对冲大跌风险

期权保险策略是一种经典的期权风险管理策略，投资者可以通过股指期货保险策略对冲极端风险下的股市风险。策略通过购买看跌期权来为现有的权益资产提供价格保护，类似于购买价格保险来防止潜在的损失。虽然这种策略可以降低风险，但也需要支付一定的期权权利金成本。投资者在使用期权保险策略时，应综合考虑市场情况和个人风险承受能力，合理选择期权的行权价和到期日。保险策略的构建原理比较简单，策略最大损失有限，到期时当标的价格低于看跌期权行权价时，策略最大损失恒定；当指数大涨时，策略最大盈利理论上无限。

在大跌行情中，期权保险策略可以对冲资产价格大跌的风险，在 3 月 20 日至 4 月 7 日期间，指数大跌，100 万份中证 1000ETF 浮亏 38.2 万元，但是如果在初期买入了行权价为 6500 的看跌期权 MO2505P6500，则可以对冲大部分损失。

期权保险策略是一种有效的风险管理工具，但投资者在使用时需要综合考虑看跌期权权利金成本、行权价的选择、到期时间匹配、市场流动性和当前市场行情状况，合理构建保险策略，以达到最佳的保护效果。同时，投资者应根据行情变化评估、调整策略，以应对市场变化。

图表 3. 股指期货保险策略

	2025.3.20 收盘价	2025.4.7 收盘价	组合构成	盈亏
中证 1000	6535	5496	无	无
中证 1000ETF	2.616	2.234	100 万份	-38.2 万元
买入 MO2505P6500	282.6	1064.4	买入 4 手看跌期权	+31.3 万元

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（二）期权备兑策略——震荡行情中增强收益

在震荡或者下跌行情中，期权备兑是经典的收益增强策略，当投资者持有一定数量股票或者 ETF 基金时，以标的物作为担保，卖出认购期权收取权利金。备兑是一种收益增强型的投资策略，当股票或者 ETF 等标的价格向投资者所持有头寸的相反方向运动时，投资者收到的权利金在一定程度上弥补了这一损失。当股票价格向投资者所持有头寸的相同方向运动时，如果股价未突破认购期权行权价，则可获得股价上行收益与期权费的双份收益，如果股价突破认购期权行权价，最大收益恒定。

备兑策略有四种常见的使用场景：一种是窄幅震荡时持有现货，卖出平值附近或者虚值期权，股票或者 ETF 窄幅震荡，期权权利金因时间价值衰减的收益；第二种是缓慢上行时，卖出强阻力位附近行权价的期权合约，获得标的波动不超出认购行权价时的收益；第三种是波动率下降时，虚值认购期权波动率溢价回落，备兑策略此时可以套取隐波溢价收益；第四种是指数震荡阴跌行情中，投资者持有现货不动，有增强收益的需求，则卖出时间价值较多的平值、浅度虚值期权，获得权利金收益增强效果。

在震荡行情中，2025 年 4 月 15 日至 6 月 20 日期间，中证 1000 指数震荡缓涨，若仅持有中证 1000ETF，收益效果一般。但是在持有中证 1000ETF 的基础上，再卖出行权价 6200，到期月份 6 月的看涨期权，期权到期后获得了权利金收益。备兑策略的缺点在于当中证 1000ETF 大涨时，组合内的卖出看涨期权限制了组合的最大收益空间。因此，优化备兑策略最重要的是需要有效识别单边大涨行情。

图表 4. 股指期权备兑策略

	2025.4.15 收盘价	2025.6.20 收盘价	组合构成	盈亏
中证 1000	5914	5999	无	无
中证 1000ETF	2.365	2.417	100 万份	5.2 万元
卖出 MO2506C6200	68	0	卖出 4 手看涨期权	+2.72 万元

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（三）期权领口策略——降低“保费”的对冲策略

期权领口策略是一种风险对冲工具，旨在降低持有标的资产价格波动风险。投资者在持有标的资产的同时，买入一个具有较低执行价的看跌期权以对冲下行风险，并卖出一个具有较高执行价的看涨期权以获得一定收入，从而部分抵消购买看跌期权的成本。领口策略兼具保险策略与备兑策略的特点，最大损失与最大收益有限。一方面，通过买入看跌期权，确保在市场下跌时，资产不会贬值超过看跌期权的执行价。另一方面，通过卖出看涨期权，当市场价格上涨至执行价以上时，投资者必须以该价格卖出资产，从而损失了进一步上涨的收益。

领口策略与保险策略相比，各具优缺点，如果在期权隐含波动率高的行情中，保险策略会面临着高溢价的权利金支出，此时，领口策略优势凸显，卖出看涨期权收取的权利金可以冲抵买入看跌支付的权利金成本。以 2024 年国庆后的行情为例，10 月 8 日高开回落，投资者为了对冲后市回落的风险，在 10 月 9 日开盘买入 M02411P6000 看跌期权（权利金成本 521.6 点），对应中证 1000 指数为 6052.6，中证 1000ETF 价格为 2.43 元，由于受前期市场多头情绪的影响，

期权隐含波动率水平处于历史级别高位，权利金溢价高，为了冲抵高额权利金成本，投资者再卖出了 MO2411C6400 看涨期权（权利金收入 497.6），即该领口策略的权利金净支出仅为 24 点。到 11 日收盘，中证 1000 指数回落至 5416.7 点，中证 1000ETF 下跌至 2.203 元，100 万份中证 1000ETF 浮亏 22.7 万元，但通过领口策略对冲后，买入看跌盈利 8.5 万元，卖出看涨盈利 15.9 万元，完全对冲了现货回落的损失。其中，可以发现，这一波下跌行情中，买入看跌盈利较少，反而卖出看涨收益较大，其主要原因为隐含波动率高位快速回落，对于期权卖出方更有利。对比之下，如果仅仅通过买入看跌期权构建保险策略，这一轮下跌的风险对冲效果较差。综上所述，领口策略适合高隐含波动率背景下的对冲需求。

图表 5. 股指期权领口策略

	2024.10.9 开盘价	2024.10.11 收盘价	组合构成	盈亏
中证 1000	6052.6	5416.7	无	无
中证 1000ETF	2.43	2.203	100 万份	-22.7 万元
买入 MO2411P6000	521.6	735	买入 4 手看跌期权	+8.5 万元
卖出 MO2411C6400	497.6	99	卖出 4 手看涨期权	+15.9 万元

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（四）期权卖出看跌+现货——辅助低位补仓需求

当指数经过一波大涨后，进入阶段震荡休整走势，部分投资者有等待回调补仓的需求，但是等待回调的过程容易出现踏空的不利情况，基于这方面的需求，可以采用卖出看跌期权辅助补仓。以 2025 年初的行情为例，1 月 2 日中证 1000 指数 5797，对应中证 1000ETF 为 2.355 元，此时投资者已经持有 100 万份 ETF 仓位，等到中证 1000 指数回调至 5400 附近，再买入 50 万份。如果没有采用期权工具，那么就需要等待指数回踩至目标位。但是加入股指期权工具后，可以卖出 MO2502P5400，行权价为 5400、2 月份到期的看跌期权。仓位建立后，期权临近到期面临两种情况：一种情况是临近 2 月到期时，中证 1000 指数在 5400 之上；没有补仓，但是获得权利金收入；另一种情况是临近到期时，中证 1000 指数在 5400 以下，看跌期权转为实值期权，相当于以 5400 点位附近的成本买入中证 100ETF，达到了在目标点位补仓的需求。案例中，中证 1000 指数在 1 月至 2 月期间未跌破 5400，没有补仓，但是获得了 2.18 万元的权利金收入。因此，两种情况对投资者都比较有利，包括在 4 月 7 日关税事件产生的冲击中，给了如果采用这种组合，给了投资者以更低价补仓买入的机会，同时还可以赚取权利金。策略的缺点是不适合单边连续大跌的行情，特别是资产价格在历史级别高位的时候，容易出现越补越糟的情况。

图表 6. 股指期权低位补仓策略

	2025.1.2 收盘价	2025.2.6 收盘价	组合构成	盈亏
中证 1000	5797	6041.8	无	无
中证 1000ETF	2.355	2.415	100 万份	+6 万元
卖出 MO2502P5400	114.8	5.8	卖出 2 手看跌期权	+2.18 万元

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（五）期权卖出宽跨式+现货——区间震荡行情高抛低吸+赚权利金

当指数处于区间震荡时，高抛低吸通常是投资者常用的增收方式，仅仅交易股票或者基金来高抛低吸，这种方式存在一定弊端：高低位过宽，就很难触发高抛低吸的交易指令；高低位如果过窄，容易出现“卖飞”或者“买在山腰上”的情况。如果加入期权工具后，这一弊端得到缓解。最经典的策略为在持有股票或者基金的基础上，卖出股指期权宽跨式组合，即卖出一个低行权价看跌期权与一个高行权价看涨期权，两个高低位行权价跨度可以设置较大，即使不触发高抛低吸指令（没有突破看涨行权价或者没有跌破看跌行权价），也可以获得双边权利金收入。以 2024 年 11 月至 12 月的行情为例，在 11 月 1 日，中证 1000 指数为 5930.2，对应中证 1000ETF 价格为 2.411 元，投资者已经持有 100 万份中证 1000ETF，为了达到高抛低吸与收益增强的效果，各卖出了两手 MO2502P5400 与两手 MO2502C6600，为 12 月到期，行权价分别为 5400 的看跌期权以及行权价为 6600 的看涨期权。策略构建后，到期时有三种情况：第一种情况，12 月 20 日到期时，中证 1000 指数突破 6600 点（涨幅超过 10%），相当于在 6600 的点位卖出 50 万份中证 1000ETF，达到高抛效果；第二种情况，到期时，中证 1000 指数跌破了 5400，相当于在 5400 点位附近买入 50 万份仓位，这一点与上文辅助补仓策略同出一辙；第三种情况，期权到期时，指数仍然处于 5400 至 6600 期间，可获得看涨与看跌期权权利金收入。参考下表，中证 1000 指数在 12 月 20 日为 6271.7，处于区间内，双边权利金收入总共 4.99 万元，期权组合发挥了收益增强的效果。

卖出宽跨式+股票基金多头的组合适合区间震荡行情，不适合单边式行情，这是该组合的底层逻辑。因此，投资者对未来指数的预判不能有较大的偏差。期权作为工具，可以辅助实现股票基金投资者的想法。

图表 7. 股指期货辅助高抛低吸+赚权利金策略

	2024.11.1 收盘价	2024.12.20 收盘价	组合构成	盈亏
中证 1000	5930.2	6271.7	无	无
中证 1000ETF	2.411	2.549	100 万份	+13.8 万元
卖出 MO2502P5400	119.6	0.2	卖出 2 手看跌期权	+2.39 万元
卖出 MO2502C6600	130.2	0.2	卖出 2 手看涨期权	+2.6 万元

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

四、总结

股票基金投资者使用股指期货、股指期货工具，可以发挥风险对冲、收益增强的作用。不同的组合策略适应不同的行情背景，对于未来行情预判的底层逻辑是策略成功与否的重要前提条件，股指期货、股指期货扮演灵活工具的角色。以下对本文的七个策略做出归纳：

图表 8. 股指期货、股指期货服务股市策略汇总

	优点	缺点	适合行情
股指期货空头对冲	风险对冲效果好	抵消了股票基金大涨收益空间	高位大跌行情
股指期货多头复制	节约做多资金，获得股指期货贴水收益	缺乏大跌时的风险对冲效果，以及保证金压力	上涨、横盘行情
期权保险策略	对冲效果好，保留股票基金大涨收益空间	时间价值衰退。高波动率溢价，震荡行情中不利	大涨、大跌行情
期权备兑策略	胜率高，受益于时间价值衰退与波动率回落	大跌行情中，对冲效果弱；大涨行情中，限制了收益空间	震荡行情
期权领口策略	对冲效果好，权利金成本低	限制了股票基金大涨行情中的收益空间	大跌行情
卖出看跌+现货辅助补仓策略	收益增强概率高，辅助现货灵活补仓	连续大跌行情中，风险放大	区间震荡、上涨行情

卖出宽跨式+现货，高抛 低吸+收益增强策略	收益增强概率高，辅助现 货高抛低吸	大涨大跌突破式行情中不 利	区间震荡行情
--------------------------	----------------------	------------------	--------

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。