



华泰期货

HUATAI FUTURES

研究院 量化组

研究员

李光庭

0755-23887993

liguangting@htfc.com

从业资格号: F03108562

投资咨询号: Z0021506

高天越

0755-23887993

gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

投资咨询号: Z0016156

李逸资

0755-23887993

liyizi@htfc.com

从业资格号: F03105861

投资咨询号: Z0021365

联系人

黄煦然

0755-23887993

huangxuran@htfc.com

从业资格号: F03130959

王博闻

0755-23887993

wangbowen@htfc.com

从业资格号: F03149658

摘要

中证 500 股指期货 (IC) 与中证 1000 股指期货 (IM) 长期存在显著贴水，期货吃贴水策略虽能带来超额收益，但杠杆带来的强平风险让部分投资者望而却步。本文提出实值看涨期权吃贴水策略，通过买入深度实值看涨期权，既规避期货策略的追保风险、减少时间价值耗损影响，又能享受贴水收益。结合 2022 年 7 月至 2025 年 11 月的回测数据，对比期货吃贴水、平值看涨多头等策略，验证了实值看涨期权策略在风险控制上的优势，而优选时间价值最小合约的改进版策略更实现了收益提升与回撤降低，为投资者提供了更灵活的贴水收益获取工具。

核心观点

- 期货吃贴水策略的核心痛点在于杠杆带来的强平风险和资金占用压力，尤其在大盘下跌时，追加保证金要求会增加资金分配难度，影响投资体验。
- 实值看涨期权吃贴水策略具备三大核心优势：无需担心强平与追保问题，资金占用方式更稳定；时间价值占比低，流逝对收益影响小；现金交割机制与长期持有逻辑适配，缓解流动性不足的负面影响。
- 长期回测显示，实值看涨期权策略收益走势与期货吃贴水基本一致，且最大回撤更优；改进后的“优选时间价值最小合约”策略，年化收益率提升约 4.3%，最大回撤降低约 13.4%，风险收益比更具吸引力。
- 不同市场环境下，实值看涨期权策略表现稳健：大涨行情中能捕捉上行收益，大跌行情中因 Delta 自动降低减少亏损，震荡行情中受时间价值耗损影响小于平值期权，适配多样化市场场景。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

目录

摘要	1
核心观点	1
前言	4
实值期权吃贴水策略介绍	4
各吃贴水策略长期表现对比	6
回测设定	6
期货吃贴水	6
平值看涨多头替代	7
实值看涨期权吃贴水	7
改进实值看涨期权吃贴水	8
小结	9
吃贴水实际案例分析	10
大涨行情	10
大跌行情	12
震荡行情	14
总结	16

图表

图 1: IM 近月多头与中证 1000 净值曲线 单位: 无	6
图 2: 平值看涨与 IM 近月多头净值曲线 单位: 无	7
图 3: 实值看涨 (实值程度最高) 与 IM 近月多头净值曲线 单位: 无	8
图 4: 实值看涨 (时间价值最小) 与 IM 近月多头净值曲线 单位: 无	9
图 5: 各策略净值曲线 单位: %	9
图 6: 中证 1000 大涨行情 K 线图 (2025/7/15-2025/8/15) 单位: 点	10
图 7: 中证 1000 大跌行情 K 线图 (2023/12/19-2024/1/19) 单位: 点	12
图 8: 中证 1000 震荡行情 K 线图 (2025/09/17-2025/10/17) 单位: 点	14
表 1: IM 近月多头与中证 1000 收益指标 单位: 无	6
表 2: 平值看涨与 IM 近月多头收益指标 单位: 无	7
表 3: 实值看涨 (实值程度最高) 与 IM 近月多头收益指标 单位: 无	8
表 4: 实值看涨 (时间价值最小) 与 IM 近月多头收益指标 单位: 无	9
表 5: 各策略收益指标 单位: 无	10
表 6: 大涨行情下各策略交易记录及盈亏分析 单位: 无	12
表 7: 大跌行情下各策略交易记录及盈亏分析 单位: 无	14
表 8: 震荡行情下各策略交易记录及盈亏分析 单位: 无	15

前言

中证 500 股指期货（简称 IC）与中证 1000 股指期货（简称 IM）长期存在较大幅度的贴水（股指期货相对于指数折价），如果投资者选择做多 IC 或 IM，则相对于指数本身的涨跌幅之外，还能有一定的超额收益，这就是俗称的“吃贴水”策略。由于最近几年 IC 及 IM 的贴水幅度较深，吃贴水带来的超额收益十分明显，因此这一交易策略也备受投资者喜爱。

然而，尽管股指期货吃贴水相比于持有指数 ETF 具有非常大的优势，比如超额收益增厚、资金占用水平低等等，但杠杆作为一个双刃剑，仍然让部分投资者对该策略望而生畏。对于吃贴水交易而言，最大的风险是大盘下跌的风险。当大盘连续下跌时，进行吃贴水交易的账户产生浮亏，往往需要追加保证金，变相加大了资金占用。如果预留资金不足，便会不得不面临被强行平仓的风险。

此外，在策略多样化的今天，不少投资者朋友往往更倾向于将吃贴水策略作为交易体系中的一个子策略，但其在大盘下跌时持续增加的资金占用却会在很大程度上提高投资者不同策略之间的资金分配难度，进而影响投资体验。

为了解决上述问题，本文旨在提出利用期权这一工具吃贴水的策略，帮助投资者更好地获取贴水收益。

实值期权吃贴水策略介绍

一般而言，当我们在讨论期权吃贴水时，一种常见的思路是，买入一个看涨期权，同时卖出一个相同行权价，相同到期期限的看跌期权，复制成一个期货多头的头寸，来享受贴水收益。根据期货看涨看跌平价公式（Futures Put-Call Parity）：

$$C + K = F + P$$

其中， C 为看涨期权价格， K 为期权行权价， F 为期货价格， P 为看跌期权价格，此处假设无风险利率为 0。

由于公式中的 K 为常数，当股指期货贴水时， F 出现折价现象，连带着会导致看涨期权价格 C 比股指期货无贴水时更便宜，看跌期权价格 P 更贵。因此，前文提到的合成期货头寸也能享受到贴水收益。然而，我们认为该合成期货组合与期货多头虽然在资金占用，冲击成本、建仓成本等方面存在差异，但两者在盈亏情况上并无本质上的区别，因此该吃贴水的方式不在本文的讨论范畴中。

由于股指期货贴水会导致看涨期权更便宜，因此单纯的做多看涨期权合约也能享受到吃贴水收益。本文讨论的吃贴水方式是利用深度实值看涨期权多头来享受贴水收益。

相较于期货吃贴水策略而言，该方式具体有以下几点优点：

- 1. 不用承担被强行平仓风险且无需考虑浮亏资金预留问题。**由于期货的当日无负债结算制度，当行情持续下跌时，如果期货账户的预留资金不足，往往会面临追加保证金的问题，如果无法补足保证金，则会面临被强平的风险。因此投资者会在期货账户中放入相当于开仓保证金以及浮亏预留资金的资金，在一定程度上加大了预期的资金占用。而买入看涨期权需要支付的是期权的权利金，而非占用保证金，因此在构建该头寸之后无需担心追保的问题。
- 2. 无需过于担心传统期权多头面临的时间价值流逝问题。**期权价格有两个组成部分，分别是内在价值和时间价值（对于虚值期权而言，期权价格仅由时间价值组成）。随着期权逐渐临近到期，时间价值会逐渐流逝，并持续加速。当标的资产的波动与涨幅无法弥补期权时间价值的流逝时，就容易让期权头寸产生亏损（即期权市场经常会出现的行情上涨但看涨期权价格下跌问题）。然而，由于实值看涨期权的时间价值较小（甚至有时会出现负时间价值的情况），因此时间价值流逝对实值看涨期权的影响较小。
- 3. 在吃贴水策略中，实值看涨期权流动性不足的负面影响得到降低。**在讨论期权投机策略时，投资者往往优先选择平值或虚值期权合约进行交易，核心原因在于实值（尤其是深度实值）期权合约的流动性普遍较差。而绝大部分期权投机交易并不会持有至到期等待交割，而是倾向于提前平仓，此时实值期权的流动性短板会导致平仓时面临较高的冲击成本。

不过，正如我们在《IC 指增白皮书》中所提及的，吃贴水的本质是接受市场顶尖投资者在优秀选股能力基础上的风险转移。既然这些顶尖投资者都不具备预判大盘涨跌的能力（若具备该能力则无需进行对冲操作），那么作为风险接受方的吃贴水投资者，更不可能精准预判市场涨跌（若具备该能力则无需通过吃贴水获取收益）。因此，吃贴水交易本身就不建议进行频繁择时。

此外，中金所的股指期权采用现金交割机制：股指期权到期时，若交易所判定行权对权利方有利，将自动执行行权，按照当日股指结算价完成现金划转，无需涉及传统实物交割中的钱货互换，流程更为便捷。基于这一特点，即便实值期权面临流动性不佳的情况，考虑吃贴水交易不建议择时，持有至到期等待交割也是一个可行的优质选择。

相较于期货吃贴水策略而言，实值看涨吃贴水具体有以下几点缺点：

- 1. 实值看涨期权资金占用相比于期货而言更高。**深度实值期权的权利金较高，实际资金占用比率往往会超过股指期货的保证金比率，因此上的杠杆程度往往会比期货来

的更小（尽管期货吃贴水本身就不建议上过高的杠杆）。

2. 实值看涨期权流动性不足的问题仍然存在一定负面影响。一方面，若投资者资金体量较大，期权市场可能难以承接对应规模的交易；另一方面，开仓时的交易滑点也会进一步增加建仓难度。

各吃贴水策略长期表现对比

在这一小节，我们将展示各个吃贴水策略的长期表现，为读者提供参考。

■ 回测设定

回测标的：中证 1000 股指期货及期权

回测区间：2022-07-22 至 2025-11-04（中证 1000 股指期货及期权上市至今）

回测合约：期限上，期权和期货都选取近月合约（保持一致性）

建仓时机：都选取开盘时开仓

交易成本：股指期货手续费万分之 0.3，暂不考虑滑点；股指期权手续费一张 20 元，滑点万分 5

■ 期货吃贴水

自 IM 上市至今，持续滚动做多近月 IM 合约大概能取得年化 9.37% 的收益（不加杠杆），相较于指数而言有约 7.39% 的超额收益（此即为贴水收益）。同时注意到，IM 上市前期贴水较浅，超额水平不高，但近年来贴水加深，未来超额水平预计将会显著高于上市以来均值 7.39%。

图 1: IM 近月多头与中证 1000 净值曲线 | 单位: 无



表 1: IM 近月多头与中证 1000 收益指标 | 单位: 无

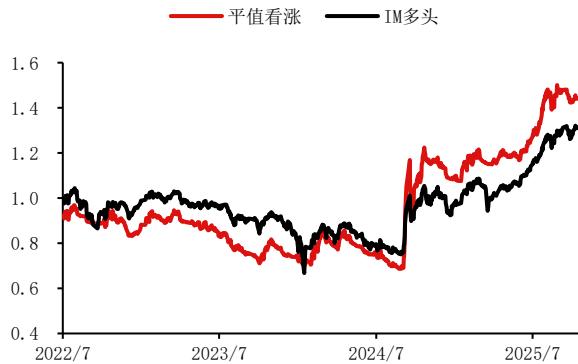
	中证 1000	IM 多头
年化收益率	1.98%	9.37%
年化波动率	24.69%	22.51%
最大回撤	41.80%	36.04%
夏普比率	0.00	0.33
卡玛比率	0.05	0.26

■ 平值看涨多头替代

在讨论实值看涨期权策略之前，我们先来看看如果用平值看涨期权来代替股指期货多头，长期收益表现如何。由于中证 1000 股指期货 IM 合约乘数为 200，中证 1000 股指期权 MO 合约乘数为 100，所以做多头替代时一般是 IM: MO = 1: 2 的替代（合约手数），但考虑到平值看涨期权 Delta 仅为 0.5，为保持方向性敞口一致性（建仓时），回测时平值看涨期权采取了 1: 4 的替代。

从收益率及回撤情况来看，平值看涨多头似乎明显优于股指期货多头策略。但仔细一看可以发现，平值看涨多头策略相较于股指期货多头策略的超额收益很大程度上来源于 2024 年 924 的连续大涨行情。当行情持续上涨时，平值看涨期权变为实值看涨期权，整体仓位方向性敞口（Delta）不断提高，相较于股指期货多头而言能获取更多上行收益。另外，期权的亏损有限特性也让该策略在极端黑天鹅行情下的回撤相较于期货多头而言来的更小。然而，在 2022 年 7 月至 2023 年底的震荡行情中，平值看涨多头策略持续跑输股指期货多头策略，核心原因在于持续的时间价值耗损，这也是传统期权多头策略的缺陷之一。

图 2: 平值看涨与 IM 近月多头净值曲线 | 单位: 无



数据来源：天软 华泰期货研究院

表 2: 平值看涨与 IM 近月多头收益指标 | 单位: 无

	IM 多头	平值看涨
年化收益率	9.37%	14.95%
年化波动率	22.51%	25.70%
最大回撤	36.04%	29.20%
夏普比率	0.33	0.50
卡玛比率	0.26	0.51

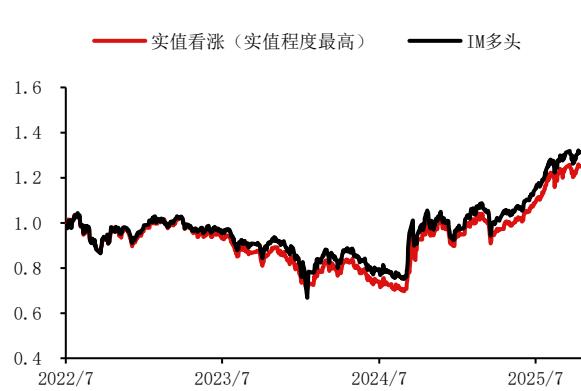
数据来源：天软 华泰期货研究院

■ 实值看涨期权吃贴水

接下来，我们进入本文的重点，用实值看涨期权来吃贴水。在回测时，我们假设在每次换月时选取实值程度最高（即行权价最低）的看涨期权合约进行建仓，并且合约手数的替代比例为 IM: MO = 1: 2（深度实值看涨期权 Delta 接近于 1）。从长期表现来看，实值看涨期权多头与股指期货多头的收益走势基本一致，年化收益率略有降低，主因是时间价值耗损（尽管相较于平值与虚值期权小很多）以及交易滑点。同时注意到，实值看涨吃贴水的最大回撤相较于股指期货多头有所改善，原因是因为连续下跌

行情中，深度实值看涨期权会逐渐转变为浅实值（甚至是虚值或平值）期权，仓位的方向性敞口减小，受下跌影响相对股指期货更小（例如 2024 年年初微盘股流动性危机引发的连续下跌行情）。

图 3：实值看涨（实值程度最高）与 IM 近月多头净值
曲线 | 单位：无



数据来源：天软 华泰期货研究院

表 3：实值看涨（实值程度最高）与 IM 近月多头收益
指标 | 单位：无

IM 多头	实值看涨 (实值程度最高)	
	年化收益率	7.43%
年化波动率	22.51%	24.89%
最大回撤	36.04%	32.88%
夏普比率	0.33	0.22
卡玛比率	0.26	0.23

数据来源：天软 华泰期货研究院

■ 改进实值看涨期权吃贴水

前文提到，如果基于实值程度选择看涨期权合约建仓，尽管能确保 Delta 最接近于 1，但仍然会面临一定时间价值的耗损。因此，一个自然而然的改进思路就是，每次建仓时，选择时间价值最小的实值看涨期权合约进行建仓。通过这一方式，往往更能选取到时间价值为负的合约进行建仓，甚至能赚取时间价值。

为了剔除股指期货贴水的影响，我们定义时间价值的计算方式为：

$$\text{Time Value} = C - \text{MAX}(F-K, 0)$$

其中，C 为看涨期权价格，F 为期权对应期限的股指期货价格（而非标的指数价），K 为看涨期权行权价。

通过优选时间价值最小的实值看涨期权合约进行开仓，期权吃贴水策略效果略相较于期货吃贴水策略表现更佳，年化收益率提升了约 4.3%，最大回撤降低了约 13.4%。但需要注意的是，实盘中恐怕难以完美复刻出回测效果，背后的原因是，回测所使用的数据是日频的高开低收数据，假设所有交易以开盘价进行建仓。考虑到实际交易时，我们需要首先获取开盘价，然后计算时间价值最小的合约，再进行买入开仓，存在一定由时延及盘口滑点导致的冲击成本，尽管我们已经假设了万分之五的滑点成本，但实际交易可能会面临更大的冲击成本。

图 4: 实值看涨 (时间价值最小) 与 IM 近月多头净值
曲线 | 单位: 无



数据来源: 天软 华泰期货研究院

表 4: 实值看涨 (时间价值最小) 与 IM 近月多头收益
指标 | 单位: 无

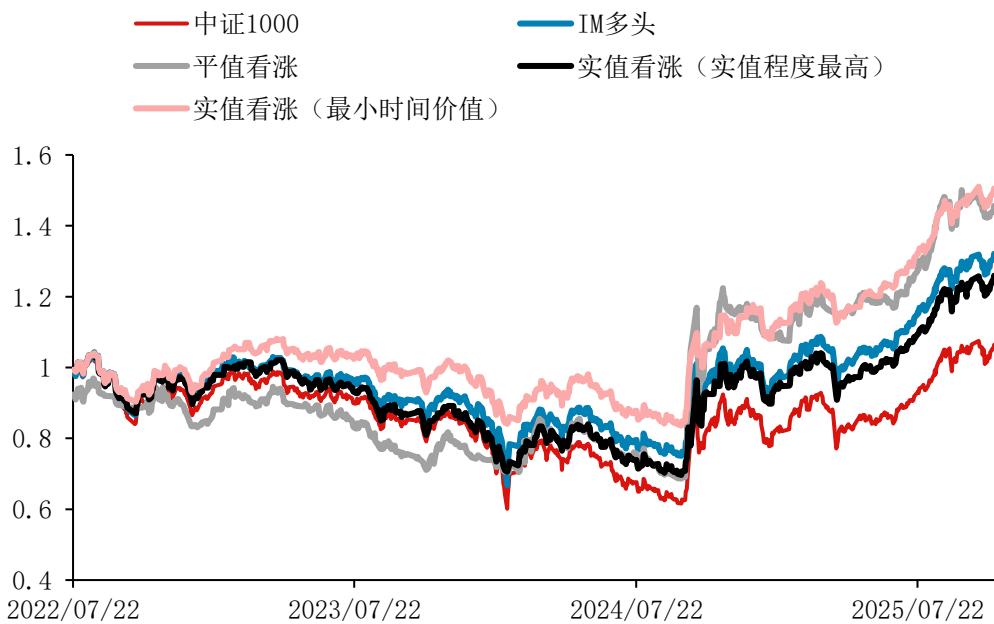
IM 多头	实值看涨 (最短时间价值)
年化收益率	9.37%
年化波动率	22.51%
最大回撤	36.04%
夏普比率	0.33
卡玛比率	0.26

数据来源: 天软 华泰期货研究院

■ 小结

在这一小节的最后一部分，我们将各策略的净值曲线放在一张图中，并将各策略的风险收益指标统计在一张表中，供读者参考。

图 5: 各策略净值曲线 | 单位: %



数据来源: 天软 华泰期货研究院

表 5：各策略收益指标 | 单位：无

	中证 1000	IM 多头	平值看涨	实值看涨 (实值程度最高)	实值看涨 (最小时间价值)
年化收益率	1.98%	9.37%	14.95%	7.43%	13.66%
年化波动率	24.69%	22.51%	25.70%	24.89%	17.92%
最大回撤	41.80%	36.04%	29.20%	32.88%	22.66%
夏普比率	0.00	0.33	0.50	0.22	0.65
卡玛比率	0.05	0.26	0.51	0.23	0.60

数据来源：天软 华泰期货研究院

吃贴水实际案例分析

在这一小节，我们将结合三种经典行情（大涨、大跌、震荡），说明各策略的具体收益表现，展示实战时各吃贴水策略的具体盈亏及资金占用情况。

为了保持可比性，该小节的所有交易都维持在 1 个月左右，并都持有至到期，按照指数交割结算价进行盈亏计算；为保持方向敞口一致性，1 手股指期货合约对应 4 手平值看涨期权合约，对应 2 手实值看涨期权合约；对于实值看涨多头策略而言，我们延续了前文提到的原则，优先选取时间价值最小的实值看涨期权合约进行开仓。

■ 大涨行情

2025 年 7-8 月，在政策支持、流动性充裕和市场情绪回暖的共同推动下，A 股市场迎来牛市，中证 1000 指数连续上涨，不断突破前高。

图 6: 中证 1000 大涨行情 K 线图 (2025/7/15-2025/8/15) | 单位: 点


数据来源: Wind 华泰期货研究院

具体案例:

1. 股指期货多头

2025年7月15日开盘时做多1手IM2508期货合约，开仓价为6375元；2025年8月15日，合约到期，指数交割结算价为7104.66元，IM合约乘数为200元/点，合计盈利 $(7104.66-6375) \times 200 = 145932$ 元。持仓期间，股指期货多头最大资金占用为最大浮亏资金+保证金占用，合计约为158280元，最大占用比例为12.41%。

2. 平值看涨多头

2025年7月15日开盘时做多4手MO2508-C-6400看涨期权合约，开仓价为147元；2025年8月15日，合约到期，指数交割结算价为7104.66元，MO合约乘数为100元/点，行权价为6400元，合计盈利 $(\text{MAX}(7104.66-6400, 0) - 147) \times 4 \times 100 = 223064$ 元。持仓期间，股指期权多头最大资金占用即为期初权利金支出，合计约为58800元，最大占用比例为4.61%。

3. 实值看涨多头

2025年7月15日开盘时做多2手MO2508-C-5700看涨期权合约，开仓价为658.6元；2025年8月15日，合约到期，指数交割结算价为7104.66元，MO合约乘数为100元/点，行权价为5700元，合计盈利 $(\text{MAX}(7104.66-5700, 0) - 658.6) \times 2 \times 100 = 149212$ 元。持仓期间，股指期权多头最大资金占用即为期初权利金支出，合计约为131720元，最大占用比例为10.33%。

4. 小结

在大涨行情下，平值看涨多头策略是最为适用的策略，用了最小的资金占用但取得了最大的收益；另外，本例中，实值看涨吃贴水策略与期货吃贴水策略盈亏与资金占用差别不大。

表 6：大涨行情下各策略交易记录及盈亏分析 | 单位：无

策略	开仓日	结算日	方向	合约	手数	开仓价	交割结算价
期货多头	2025/7/15	2025/8/15	▲	IM2508	1	6375	7104.66
平值看涨多头	2025/7/15	2025/8/15	▲	MO2508-C-6400	4	147	7104.66
实值看涨多头	2025/7/15	2025/8/15	▲	MO2508-C-5700	2	658.6	7104.66
策略	合约乘数	行权价	最大浮亏日	结算价	最大资金占用	最大占用比例	盈亏
期货多头	200	/	7月16日	6345	158280	12.41%	145932
平值看涨多头	100	6400	/	/	58800	4.61%	223064
实值看涨多头	100	5700	/	/	131720	10.33%	149212

数据来源：Wind 天软 华泰期货研究院

■ 大跌行情

2023 年底至 2024 年初，受微盘股流动性危机影响，中证 1000 大幅下挫，连续下跌，吃贴水策略的 Beta 风险显著加剧。

图 7：中证 1000 大跌行情 K 线图（2023/12/19-2024/1/19）| 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

具体案例：

1. 股指期货多头

2023年12月19日开盘时做多1手IM2401期货合约，开仓价为5826元；2023年1月19日，合约到期，指数交割结算价为5322.72元，IM合约乘数为200元/点，合计盈亏 $(5322.72 - 5826) \times 200 = -100656$ 元。持仓期间，股指期货多头最大资金占用为最大浮亏资金+保证金占用，合计约为232364.8元，最大占用比例为19.94%。

2. 平值看涨多头

2023年12月19日开盘时做多4手MO2401-C-5800看涨期权合约，开仓价为126.6元；2023年1月19日，合约到期，指数交割结算价为5322.72元，MO合约乘数为100元/点，行权价为5800元，合计盈亏 $(\text{MAX}(5322.72 - 5800, 0) - 126.6) \times 4 \times 100 = -50640$ 元。持仓期间，股指期权多头最大资金占用即为期初权利金支出，合计约为50640元，最大占用比例为4.35%。

3. 实值看涨多头

2023年12月19日开盘时做多2手MO2401-C-5400看涨期权合约，开仓价为437.2元；2023年1月19日，合约到期，指数交割结算价为5322.72元，MO合约乘数为100元/点，行权价为5400元，合计盈亏 $(\text{MAX}(5322.72 - 5400, 0) - 437.2) \times 2 \times 100 = -87440$ 元。持仓期间，股指期权多头最大资金占用即为期初权利金支出，合计约为87440元，最大占用比例为7.50%。

4. 小结

在大跌行情下，由于亏损有限的特点，平值看涨多头策略仍然最为适用的策略，资金占用较小，亏损也较小；另外，本例中，实值看涨吃贴水策略与期货吃贴水策略盈亏情况基本相同，但是受期货多头浮亏需追加保证金的影响下，期货吃贴水策略的资金占用远远大于实值看涨期权多头。

表 7：大跌行情下各策略交易记录及盈亏分析 | 单位：元

策略	开仓日	结算日	方向	合约	手数	开仓价	交割结算价
期货多头	2023/12/19	2024/1/19	▲	IM2401	1	5826	5322.72
平值看涨多头	2023/12/19	2024/1/19	▲	MO2401-C-5800	4	126.6	5322.72
实值看涨多头	2023/12/19	2024/1/19	▲	MO2401-C-5400	2	437.2	5322.72
策略	合约乘数	行权价	最大浮亏日	结算价	最大资金占用	最大占用比例	盈亏
期货多头	200	/	1月18日	5300.2	232364.8	19.94%	-100656
平值看涨多头	100	5800	/	/	50640	4.35%	-50640
实值看涨多头	100	5400	/	/	87440	7.50%	-87440

数据来源：Wind 天软 华泰期货研究院

■ 震荡行情

2025年9月，市场情绪明显减弱，增量资金降低，A股市场未能延续前两个月持续的大涨行情，进入了明显的震荡周期。

图 8：中证1000震荡行情K线图（2025/09/17-2025/10/17）| 单位：点


数据来源：Wind 华泰期货研究院

具体案例：

1. 股指期货多头

2025年9月17日开盘时做多1手IM2510期货合约，开仓价为7395元；2025年10

月 17 日，合约到期，指数交割结算价为 7230.33 元，IM 合约乘数为 200 元/点，合计盈亏 $(7230.33 - 7395) \times 200 = -32934$ 元。持仓期间，股指期货多头最大资金占用为最大浮亏资金+保证金占用，合计约为 202929.6 元，最大占用比例为 13.72%。

2. 平值看涨多头

2025 年 9 月 17 日开盘时做多 4 手 MO2510-C-7400 看涨期权合约，开仓价为 209.2 元；2025 年 10 月 17 日，合约到期，指数交割结算价为 7230.33 元，MO 合约乘数为 100 元/点，行权价为 7400 元，合计盈亏 $(\text{MAX}(7230.33 - 7400, 0) - 209.2) \times 4 \times 100 = -83680$ 元。持仓期间，股指期权多头最大资金占用即为期初权利金支出，合计约为 83680 元，最大占用比例为 5.66%。

3. 实值看涨多头

2025 年 9 月 17 日开盘时做多 2 手 MO2510-C-6200 看涨期权合约，开仓价为 1188.8 元；2025 年 10 月 17 日，合约到期，指数交割结算价为 7230.33 元，MO 合约乘数为 100 元/点，行权价为 6200 元，合计盈亏 $(\text{MAX}(7230.33 - 6200, 0) - 1188.8) \times 2 \times 100 = -31694$ 元。持仓期间，股指期权多头最大资金占用即为期初权利金支出，合计约为 237760 元，最大占用比例为 16.08%。

4. 小结

在震荡行情下，由于平值看涨期权时间价值最高，受时间价值持续损耗影响，平值看涨多头策略是表现最差的策略，尽管资金占用较小但亏损较大；另外，本例中，实值看涨吃贴水策略相较于期货吃贴水策略而言亏损更小，但资金占用水平更高（因为本例为深度实值看涨期权合约，权利金较高）。

表 8：震荡行情下各策略交易记录及盈亏分析 | 单位：无

策略	开仓日	结算日	方向	合约	手数	开仓价	交割结算价
期货多头	2025/9/17	2025/10/17	▲	IM2510	1	7395	7230.33
平值看涨多头	2025/9/17	2025/10/17	▲	MO2510-C-7400	4	209.2	7230.33
实值看涨多头	2025/9/17	2025/10/17	▲	MO2510-C-6200	2	1188.8	7230.33
策略	合约乘数	行权价	最大浮亏日	结算价	最大资金占用	最大占用比例	盈亏
期货多头	200	/	9月23日	7250.4	202929.6	13.72%	-32934
平值看涨多头	100	7400	/	/	83680	5.66%	-83680
实值看涨多头	100	6200	/	/	237760	16.08%	-31694

总结

本文作为期权吃贴水白皮书系列的第一篇报告，围绕股指期货贴水收益的安全获取问题，构建并验证了实值看涨期权吃贴水策略的可行性与优势。相较于传统期货吃贴水策略，实值看涨期权策略通过权利金交易模式，彻底规避了强平风险，同时凭借低时间价值特性和现金交割优势，降低了策略运行中的核心痛点。回测数据与案例分析表明，无论是长期持有还是不同行情环境，该策略均能实现风险可控下的贴水收益捕捉，而优选时间价值最小合约的改进方式进一步优化了收益表现。

对于追求稳健贴水收益、规避杠杆风险的投资者而言，实值看涨期权吃贴水策略是期货策略的优质替代选择，尤其适合将其作为组合中的子策略，提升资金分配灵活性。需注意的是，实盘操作中需关注期权流动性与交易滑点影响，建议严格遵循长期持有至到期的策略逻辑，以充分发挥其风险收益特性。未来随着期权市场流动性提升，该策略的实际应用效果有望进一步优化。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com