



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

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

# 大跌后应该如何抄底? ——以中证 1000 为例

## 摘要

本文以中证 1000 股指期货及期权为研究对象, 量化界定大跌的标准, 并回测 2022 年 7 月至 2026 年 4 月大跌后各类抄底策略表现。研究发现, 中证 1000 连续大跌后反弹胜率与收益率显著更高, 且大跌后期货深贴水可增厚抄底收益; 对比期货多头、不同行权价看涨期权多头、不同行权价看跌期权空头等策略, 连续大跌后用买看涨期权抄底综合效果最优, 卖看跌期权策略需警惕极端下行风险。

## 核心观点

### 1. 比起单日大跌, 连续大跌是更好的抄底时机

中证 1000 连续大跌后指数未来一月平均收益率 4.77%, 高于单日大跌的 3.25%, 且 2024 年 10 月后连续大跌触发后反弹胜率 100%, 是更优抄底时点。

### 2. 深贴水提供额外收益

大跌后市场恐慌推升对冲需求, 中证 1000 股指期货贴水加深, 看涨期权折价、看跌期权溢价, 抄底可叠加贴水收敛收益, 提升策略盈利空间。

### 3. 看涨期权是较好的抄底工具

连续大跌后用平值看涨期权抄底, 年化收益率 18.76%、夏普 1.06, 最大回撤 13.83%; 连续大跌后用实值看涨期权抄底, 年化收益率 16.64%、夏普 1.14, 最大回撤仅 11.40%。

### 4. 风险提示

2024 年初微盘股流动性危机等极端行情下, 抄底策略仍会出现较大回撤, 需做好仓位管理与风险控制。

## 目录

摘要 .....	1
核心观点 .....	1
前言 .....	4
大跌后是否应该抄底 .....	4
大跌的界定：单日大跌与连续大跌 .....	4
大跌后指数表现 .....	4
大跌后的深贴水 .....	7
小结 .....	7
大跌后应该如何抄底 .....	7
回测设定 .....	7
期货多头 .....	8
平值看涨 .....	9
虚值看涨 .....	9
实值看涨 .....	10
卖平值看跌（等同于平值备兑） .....	11
卖虚值看跌 .....	12
总结 .....	13

## 图表

图 1: 中证 1000 在单日大跌后经常反弹, 但也有不小概率继续下跌   单位: %	5
图 2: 中证 1000 在连续大跌后易反弹, 2024 年 10 月后胜率 100%   单位: %	6
图 3: 各种情况下中证 1000 指数未来一个月收益率   单位: %	6
图 4: 中证 1000 在连续大跌后, 贴水往往处于较深水平   单位: %	7
图 5: 大跌后期货多头净值曲线   单位: 无	8
图 6: 大跌后平值看涨及期货多头净值曲线   单位: 无	9
图 7: 大跌后虚值看涨及平值看涨净值曲线   单位: 无	10
图 8: 大跌后实值看涨及平值看涨净值曲线   单位: 无	11
图 9: 大跌后卖平值看跌及期货多头净值曲线   单位: 无	12
图 10: 大跌后卖虚值看跌及期货多头净值曲线   单位: 无	13
表 1: 大跌后期货多头收益指标   单位: 无	8
表 2: 大跌后平值看涨及期货多头收益指标   单位: 无	9
表 3: 大跌后虚值看涨及平值看涨收益指标   单位: 无	10
表 4: 大跌后实值看涨及平值看涨收益指标   单位: 无	11
表 5: 大跌后卖平值看跌及期货多头收益指标   单位: 无	12
表 6: 大跌后卖虚值看跌及期货多头收益指标   单位: 无	13

## 前言

2026年1月，A股市场终结了自2025年末开启的17连阳牛市行情，正式步入高位震荡区间。早在2026年1月底，我们于《华泰期货量化策略专题报告 20260121：股指对冲正当时：期货及期权对冲策略详解》中便明确提示，市场回调风险已显著加剧，并建议投资者利用股指期权及期货工具，对股票多头仓位实施有效对冲，以规避潜在下行风险。

时至2026年3月底，受中东地缘冲突急剧升级的外部冲击，A股市场出现大幅回调，在此背景下，市场关注度逐步转向抄底策略的挖掘与应用。2026年4月7日，我们在线上股指直通车会议中，对多种抄底方案进行了系统测试与对比分析，本报告正是基于此次会议的研究成果整理而成。尽管截至2026年4月20日，A股市场已出现明显反弹，我们仍决定发布此文，分享我们的研究思考与实操逻辑，为读者在下一次抄底机会来临之际，提供可参考的策略思路与决策依据。

本报告选取中证1000股指期货及期权作为核心研究对象，主要出于两方面原因：一方面，中证1000指数弹性显著高于其他主流指数，在市场经历大跌后，其反弹的概率与幅度均在四大核心指数中位居前列，具备较强的抄底操作价值；另一方面，中证1000相关衍生品的贴水程度最深，投资者在抄底做多过程中，无论是选择期货还是期权工具，均能额外获取贴水收敛带来的收益，进一步提升策略盈利空间。

## 大跌后是否应该抄底

### ■ 大跌的界定：单日大跌与连续大跌

第一步，我们需要从量化的角度来分析何为大跌。此处，我们给出两种大跌的界定标准，分别是：

1. 单日大跌：中证1000一天的跌幅（收盘价/前收盘价-1）超过**-2.32%**。
2. 连续大跌：中证1000一周的跌幅（收盘价/5个交易日前的收盘价-1）超过**-4.89%**

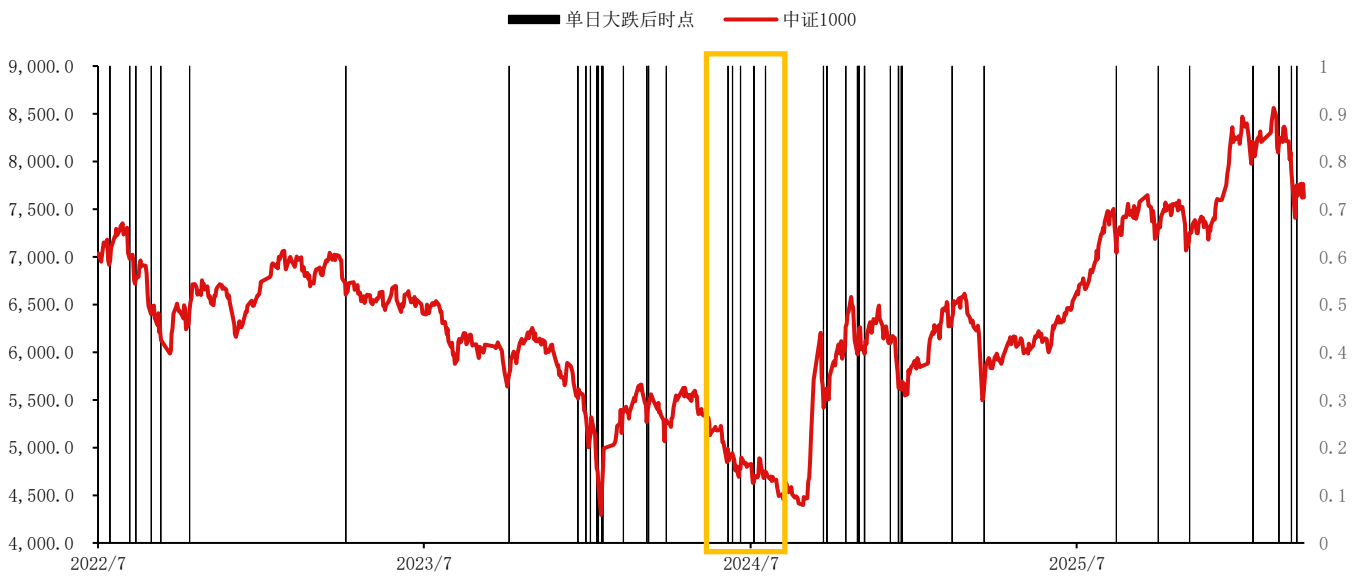
其中，单日-2.32%以及五日-4.89%的跌幅阈值为中证1000历史单日及五日收益率的5%分位数。

### ■ 大跌后指数表现

为了衡量大跌后抄底的正确性，我们有必要来看看每次大跌发生后，指数的行情走势，究竟是上涨行情居多，还是会容易陷入“越抄越跌”的困境。

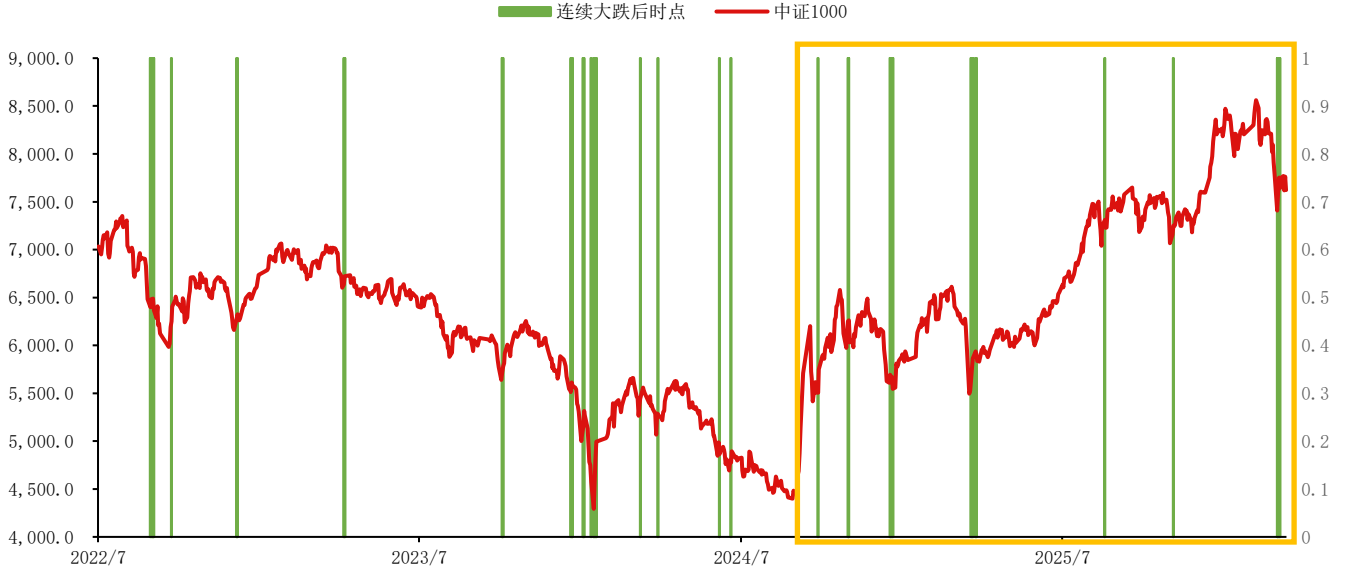
初步观察图表不难发现，单日大跌信号的触发频次较为分散、无明显连续性，多数情况下指数能够快速走出反弹行情。但相较于连续大跌的判断条件，单日大跌后市场继续下行的概率更高，更易陷入“越抄越跌”的困境——例如 2024 年 7-9 月市场处于流畅下跌行情期间，曾连续触发 5 次单日大跌信号，后续均延续下行趋势；而连续大跌信号出现后，行情上涨的确定性显著较强，以 2024 年 10 月以来为例，期间触发的 8 次连续大跌信号，后续市场均走出了明确的反弹趋势性行情。

图 1：中证 1000 在单日大跌后经常反弹，但也有不小概率继续下跌 | 单位：%



数据来源：天软 同花顺 华泰期货研究院

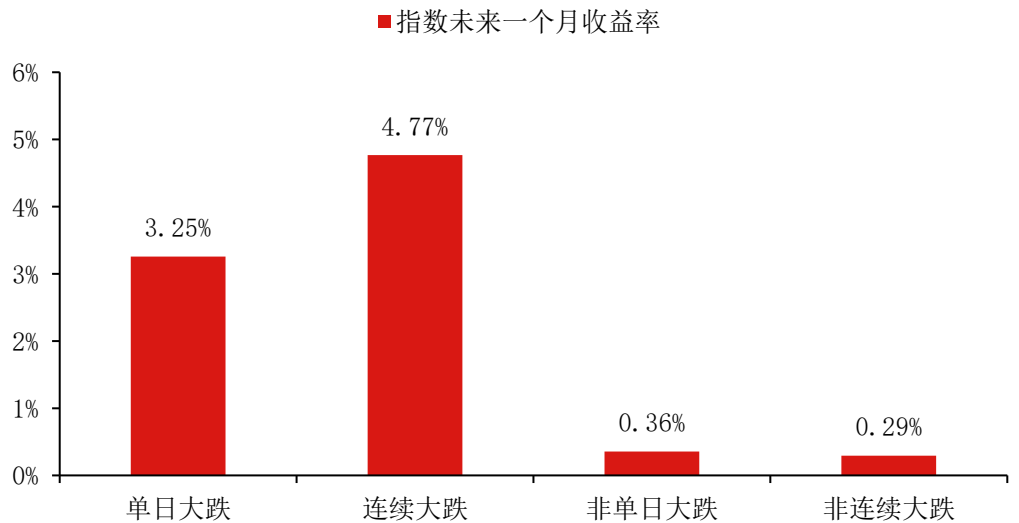
图 2: 中证 1000 在连续大跌后易反弹, 2024 年 10 月后胜率 100% | 单位: %



数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

此外, 统计发现, 在单日大跌后, 指数未来一个月平均收益率 3.25%, 明显低于连续大跌后指数未来一个月平均收益率 4.77%。综上所述, 如果想要在大跌后抄底, 比起单日的大跌, 连续下跌后的时点会是更好的抄底机会。

图 3: 各种情况下中证 1000 指数未来一个月收益率 | 单位: %

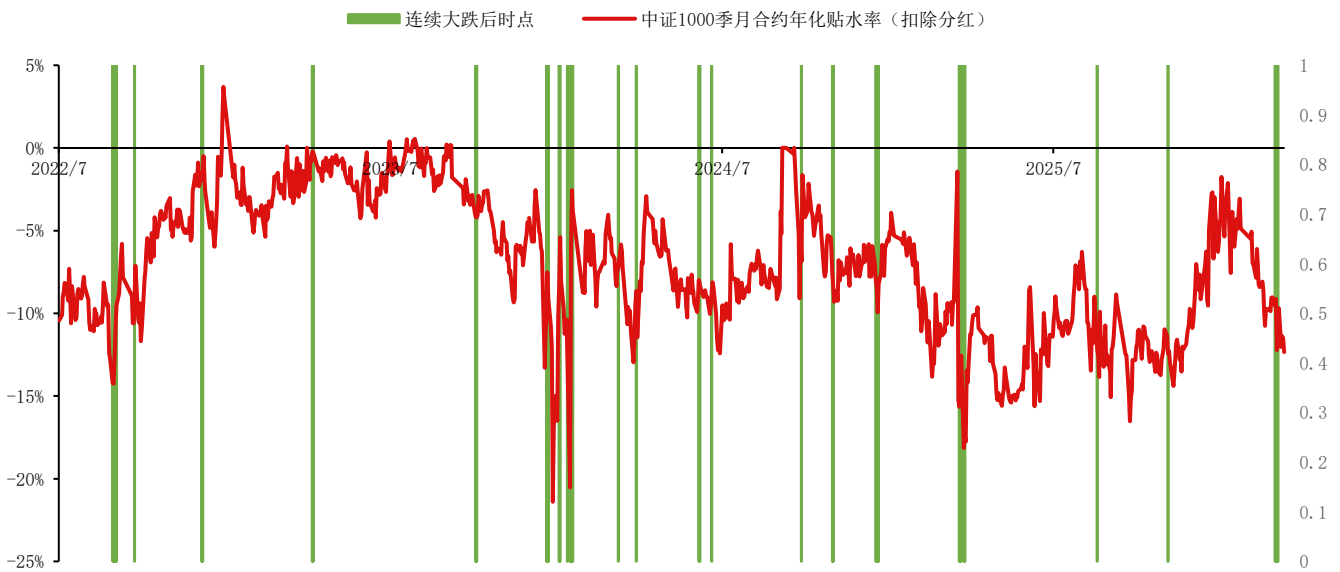


数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

## ■ 大跌后的深贴水

大跌后，受到市场恐慌情绪影响，对冲需求激增，通常会推动股指期货贴水加深、出现明显折价；而由于期货看涨看跌平价公式，股指期货的深贴水会导致股指看跌期权出现溢价，看涨期权出现一定程度折价，因此这时候抄底，不管是股指期货多头、看跌期权空头、看涨期权多头能额外赚取丰厚的贴水收益。

图 4: 中证 1000 在连续大跌后，贴水往往处于较深水平 | 单位：%



数据来源：天软 同花顺 华泰期货研究院

## ■ 小结

综上所述，由于中证 1000 在大跌后的高弹性，深贴水等因素影响，大跌后抄底在长期上看是正确，高胜率的事情。

## 大跌后应该如何抄底

在这一小节，我们将测试自从中证 1000 股指期货及期权上市以来，各种抄底策略的表现，策略类型涵盖了期货多头，看涨期权多头，看跌期权空头等策略，旨在给读者提供全面的参考。

## ■ 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 2026-04-02（中证 1000 股指期货及期权上市至今）

建仓时机：都选取开盘时开仓

合约期限选取：在离到期期限 40 个交易日以上的合约里，选择最近的期限。（介于近月合约和远月合约之间）

持仓周期：开仓后持有一个月（20 个交易日），平仓

资金占用：起始本金 1 亿元，每次交易在尽量多开仓的情况下，开仓资金占用不超过起始资金的 12%，即 1200 万元。

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

### ■ 期货多头

我们首先测试大跌后持有期货多头一个月的收益表现。结果显示，仅以期货多头进行抄底，已能取得较好效果。如果在单日大跌后持有期货多头一个月，策略长期能实现 8.49% 的年化收益率和 0.35 的夏普，而如果在连续大跌后持有期货多头一个月，策略长期能实现 15.31% 的年化收益率和 0.94 的夏普。注意到与在单日大跌后抄底相比，在连续大跌后再进行抄底的行為在长期上能够获取更加高的收益率与更稳健的净值曲线，因此后文所有的抄底都只聚焦于连续大跌后抄底的场景。

此外，抄底策略的历史最大回撤发生在 2024 年初，受微盘股流动性危机叠加雪球产品集中敲入引发的螺旋式下跌影响，最大回撤幅度达到 22.72%。因此，尽管中证 1000 抄底策略胜率较高，但偶尔仍然会面临一定不利行情，投资者仍应注意仓位管理。

图 5: 大跌后期货多头净值曲线 | 单位: 无

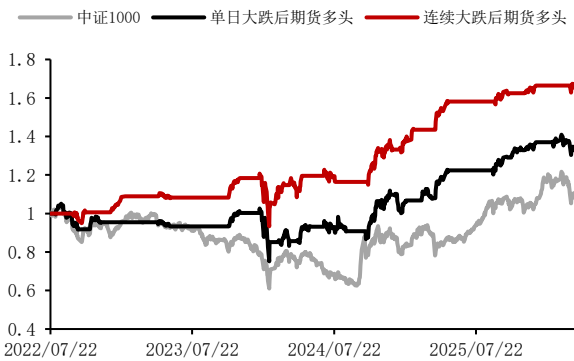


表 1: 大跌后期货多头收益指标 | 单位: 无

	中证 1000	单日大跌后 期货多头	连续大跌后 期货多头
年化收益率	2.27%	8.49%	<b>15.31%</b>
年化波动率	24.32%	18.56%	<b>14.18%</b>
最大回撤	41.60%	28.55%	<b>22.72%</b>
夏普比率	0.01	0.35	<b>0.94</b>
卡玛比率	0.05	0.30	<b>0.67</b>

数据来源：天软 同花顺 华泰期货研究院

数据来源：天软 同花顺 华泰期货研究院

### ■ 平值看涨

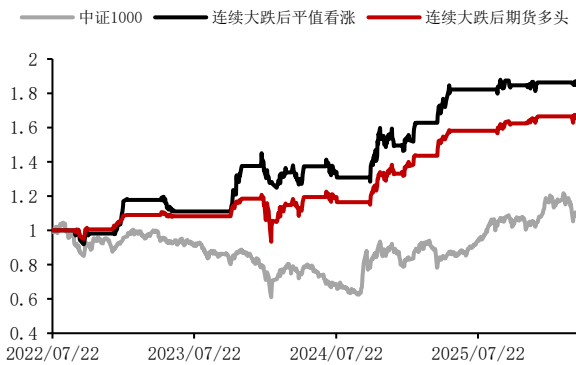
接下来，我们来关注一下在大跌后使用看涨期权抄底的收益表现。理论上讲，使用看涨期权抄底有许多好处：1. 若后市出现明显反弹，在同等资金占用下，买入看涨期权的收益率通常高于期货多头，因为在大幅波动的行情下，期权往往能实现比期货更高的杠杆收益。2. 如果后续行情持续下跌，持仓的看涨期权会越来越虚值，Delta 敞口越来越小，边际浮亏越来越小，即买权的风险可控特性。

但买看涨期权仍然存在一定不足，如果后续为震荡行情，则买入看涨期权的仓位会不断亏损时间价值，而且如果大跌后波动率处在高位，此时期权也会承担额外由波动率回落引起的 vega 亏损。

从回测结果上看，在大跌后用平值看涨期权抄底，长期上看能实现 18.76% 的年化收益率，1.06 的夏普，在同等资金占用水平下优于期货多头策略。此外，如果使用平值看涨期权抄底，最大回撤比起用期货抄底能从 22.72% 降低到 13.83%，尾部风险更为可控。因此，长期上看，在中证 1000 大跌后，多为单边市场行情，使用平值看涨期权抄底的效果优于期货多头。

图 6: 大跌后平值看涨及期货多头净值曲线 | 单位: 元

表 2: 大跌后平值看涨及期货多头收益指标 | 单位: %



	中证 1000	连续大跌后 期货多头	连续大跌后 平值看涨
年化收益率	2.27%	15.31%	<b>18.76%</b>
年化波动率	24.32%	<b>14.18%</b>	15.78%
最大回撤	41.60%	22.72%	<b>13.83%</b>
夏普比率	0.01	0.94	<b>1.06</b>
卡玛比率	0.05	0.67	<b>1.36</b>

数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

### ■ 虚值看涨

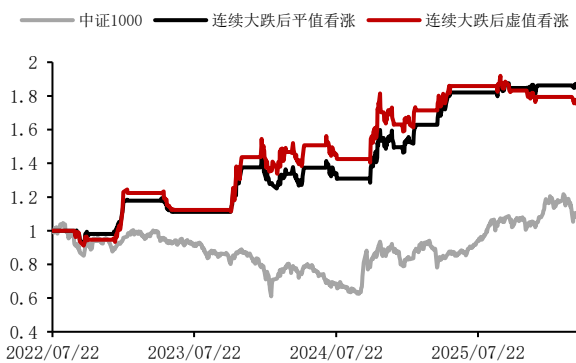
下一步，我们来对比一下，同样是使用看涨期权抄底，平值看涨期权和虚值看涨期权孰优孰劣。此处，我们选择的虚值看涨期权为虚 4 档看涨期权。理论上讲，虚值看涨和平值看涨的区别主要在于，虚值看涨期权的权利金更为低廉，但盈利难度更大，需要更高的涨幅来实现盈利，但行情大幅上涨时，虚值看涨能实现更高的倍数收益。那么，在大跌后易反弹的行情下，虚值看涨期权似乎更能满足低成本抄底的目的是。

但从回测结果上看，在大跌后用虚值看涨期权抄底的策略，长期仅能实现 16.96% 的年化收益及 0.76 的夏普，不及用平值看涨抄底的 18.76% 和 1.06。我们认为主要有以下两点原因：

1. 行情大跌后，此时市场由于发生了大幅波动，投机情绪浓厚，波动率上扬，波动率曲线整体上移，同时波动率曲面的微笑现象往往会更加明显（注意，波动曲面微笑成因的一个主流解释即为市场投资者对极端大跌的恐惧和对极端大涨的贪婪，这一现象在大跌后会更加明显），虚值看涨期权会出现更为明显的溢价，此时用虚值看涨期权抄底性价比上不如平值看涨。
2. 尽管大跌后确实容易出现反弹，但很多时候在短期内是震荡或温和修复行情，此时虚值看涨期权的需要较大涨幅特点可能无法实现较好的盈利。

图 7: 大跌后虚值看涨及平值看涨净值曲线 | 单位: 无

表 3: 大跌后虚值看涨及平值看涨收益指标 | 单位: 无



	中证 1000	连续大跌后平值看涨	连续大跌后虚值看涨
年化收益率	2.27%	<b>18.76%</b>	16.96%
年化波动率	24.32%	<b>15.78%</b>	19.58%
最大回撤	41.60%	13.83%	<b>13.42%</b>
夏普比率	0.01	<b>1.06</b>	0.76
卡玛比率	0.05	<b>1.36</b>	1.26

数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

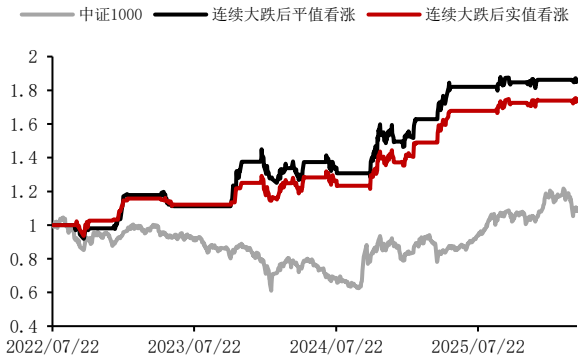
### ■ 实值看涨

实值看涨期权的性价比也值得讨论。在这一小节，我们来对比下用平值看涨和用实值看涨期权抄底（实 4 档看涨期权）的区别。相较于平值期权，实值看涨期权的优势在于时间价值更低，Delta 敞口更大，持仓收益受时间侵蚀更小，受后续行情走势影响更大，但其流动性往往较差，开平仓都会面临一定滑点，且市场承载量较小，在资金量较大时负面影响更甚。

从回测结果上看，尽管用实值看涨抄底的收益率略低于平值看涨，但是夏普更优，回撤更小，在交易量不大且追求稳定性时，是一个比平值看涨更值得考虑的抄底方案

图 8: 大跌后实值看涨及平值看涨净值曲线 | 单位: 无

表 4: 大跌后实值看涨及平值看涨收益指标 | 单位: 无



	中证 1000	连续大跌后平值看涨	连续大跌后实值看涨
年化收益率	2.27%	<b>18.76%</b>	16.64%
年化波动率	24.32%	15.78%	<b>12.84%</b>
最大回撤	41.60%	13.83%	<b>11.40%</b>
夏普比率	0.01	1.06	<b>1.14</b>
卡玛比率	0.05	1.36	<b>1.46</b>

数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

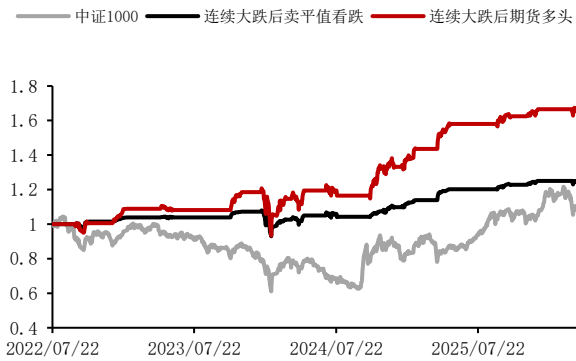
### ■ 卖平值看跌 (等同于平值备兑)

在前面几个小节, 我们讨论了用期货多头及买权抄底的方式。接下来, 我们来讨论下用卖看跌权抄底的方式。事实上, 卖看跌抄底在理论上有非常多好处, 一般而言, 当行情经历了大幅下跌后, 往往波动率会飙升, 此时看跌期权由于避险情绪的存在导致溢价严重, 在卖出看跌期权后, 只要行情出现震荡或反弹行情, 波动率出现回落, 卖出看跌期权的头寸往往能够实现方向, 波动率, 时间价值的三重收益, 因此卖出看跌期权抄底的方式可以视为一个高胜率的事情。

我们先来看一下卖出平值看跌期权的长期表现, 此处注意, 从到期收益上看, 卖出平值看跌期权的损益等同于平值备兑 (期货多头+卖出平值看涨期权) 的收益, 因此在不考虑资金占用的情况下, 这两个策略可以视为同一个策略。

从收益表现上看, 用卖平值看跌抄底的方式能实现 6.38% 的年化收益率及 0.62 的夏普。注意到该策略年化收益率较低, 这是因为我们在此处的资金占用水平和前述其他策略一样, 开仓时都只有 12% 的资金占用, 但一般卖权策略会建议更大的保证金水平占用。另外, 如果忽视掉 2024 年 1 月份的微盘股流动性危机行情, 其他情况下该策略的收益表现都相当稳健。

图 9: 大跌后卖平值看跌及期货多头净值曲线 | 单位: 无



数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

表 5: 大跌后卖平值看跌及期货多头收益指标 | 单位: 无

	中证 1000	连续大跌后 期货多头	连续大跌后 卖平值看跌
年化收益率	2.27%	<b>15.31%</b>	6.38%
年化波动率	24.32%	14.18%	<b>7.02%</b>
最大回撤	41.60%	22.72%	<b>13.88%</b>
夏普比率	0.01	<b>0.94</b>	0.62
卡玛比率	0.05	<b>0.67</b>	0.46

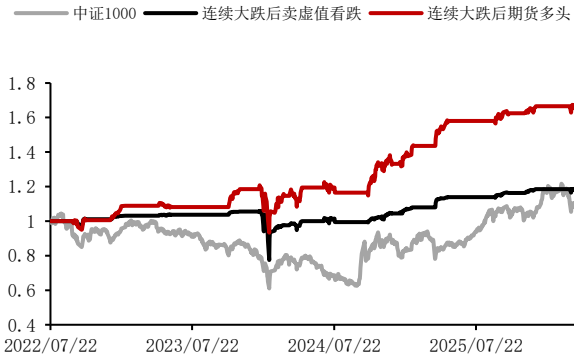
数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

### ■ 卖虚值看跌

最后, 我们探讨卖出虚值看跌期权的抄底方式。事实上, 该策略也是市场中被广泛推荐的抄底手段, 其核心优势主要体现在两方面: 一是基于前文提及的波动率微笑特性, 虚值期权溢价更高, 因此卖出虚值看跌期权的性价比优于平值看跌期权; 二是该策略更契合抄底的核心逻辑——若未来市场行情上涨或维持震荡, 投资者可稳健赚取权利金收益; 若未来行情持续下行导致期权被行权, 投资者则可通过看跌期权的行权价, 锁定相对较低的买入成本, 实现抄底布局。

从收益表现来看, 采用卖出虚值看跌期权(虚 4 档)抄底, 长期可实现 4.85% 的年化收益率及 0.20 的夏普比率。值得注意的是, 2024 年 1 月的连续大跌行情, 几乎侵蚀了该策略的大部分收益, 期间最大回撤甚至超过期货多头策略, 但除该极端行情外, 该策略的收益表现均较为稳健。由于虚值看跌期权的保证金占用较低, 可开立的仓位手数更多, 容易引发过度加仓, 但一旦市场陷入持续下行趋势, 整体仓位的风险敞口将不断扩大。因此, 对于该抄底策略, 因此我们建议该策略需配套设置止损机制及仓位管理手段, 以有效规避极端行情风险。

图 10: 大跌后卖虚值看跌及期货多头净值曲线 | 单位: 无



数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

表 6: 大跌后卖虚值看跌及期货多头收益指标 | 单位: 无

	中证 1000	连续大跌后 期货多头	连续大跌后 卖虚值看跌
年化收益率	2.27%	<b>15.31%</b>	4.85%
年化波动率	24.32%	14.18%	<b>13.92%</b>
最大回撤	41.60%	<b>22.72%</b>	26.88%
夏普比率	0.01	<b>0.94</b>	0.20
卡玛比率	0.05	<b>0.67</b>	0.18

数据来源: 天软 同花顺 华泰期货研究院

## 总结

中证 1000 因高弹性与深贴水特征, 大跌后具备优质抄底价值, 且连续大跌是确定性更高的抄底窗口。工具选择上, 平值看涨期权综合收益、流动性最佳, 是首选抄底工具; 实值看涨期权回撤更小, 夏普更高, 适合稳健型小资金; 期货多头操作简便, 适合基础抄底需求; 卖出看跌期权虽能赚取权利金, 但极端下行风险突出, 必须配套止损机制。整体而言, 大跌后抄底长期高胜率, 但需结合自身风险偏好选择工具, 并严格执行仓位与风险管控。

## 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