



2023 年 5 月 13 日

# 乙二醇期权和苯乙烯期权

## 上市策略

贺晓勤	投资咨询从业资格号: Z0017709	hexiaoqin024367@gtjas.com
黄天圆	投资咨询从业资格号: Z0018016	huangtianyuan022594@gtjas.com
张银	投资咨询从业资格号: Z0018397	Zhangyin023941@gtjas.com

### 报告导读:

大商所将于 2023 年 5 月 15 日 (周一) 日盘起挂牌交易乙二醇期权和苯乙烯期权合约, 并于当晚开展夜盘交易, 交易时间与期货一致。乙二醇期权首日挂牌 10 个合约月份, 分别为 EG2307、EG2308、EG2309、EG2310、EG2311、EG2312、EG2401、EG2402、EG2403、EG2404; 苯乙烯期权首日也将挂牌 10 个合约月份, 分别为 EB2307、EB2308、EB2309、EB2310、EB2311、EB2312、EB2401、EB2402、EB2403、EB2404。

#### 1. 方向性策略:

乙二醇期权标的期货价格反弹, 上方尚存压力, 可构建牛市价差策略;

苯乙烯期权标的期货处于季节性下跌趋势行情中, 可构建日历价差策略卖近月看跌期权同时买远月看跌期权, 如果远月期权流动性不足可用远月期货空头替代。

#### 2. 波动率策略:

乙二醇期权的隐含波动率若高于 32%, 我们建议投资者可以进行做空波动率的 Delta 中性交易; 乙二醇期权的隐含波动率若低于 15%, 我们建议投资者可以进行做多波动率的 Gamma Scalping 交易;

苯乙烯期权的隐波高于 34% 时, 可构建波动率空头策略, 进行 Delta 中性交易; 苯乙烯期权隐波低于 14% 时, 可构建波动率多头策略, 在震荡行情中进行 Gamma Scalping 交易。

#### 3. 产业套保策略

上游企业: 期货结合期权进行套期保值。

乙二醇相关上游企业可考虑部分平仓期货空头锁定浮盈并构建熊市看跌价差策略继续套保;

苯乙烯相关期权可考虑部分平仓期货空头锁定浮盈并构建领口策略继续套保。

#### 4. 套利策略

期权上市初期, 同一行权价的看涨看跌期权可能出现波动率偏差, 导致看涨看跌合成期货与期货标的

之间产生套利空间。

### 风险提示

关于期权交易操作，我们提示投资者需要注意的风险要点如下：

(1) 针对买入期权多头实现以小博大的投资者，须注意时机对于买入期权的重要性，最大亏损为全部权利金，切不可满仓买入。

(2) 针对卖出期权热衷于“薅羊毛”的投资者，须注意当行情走势和预期不符背离时注意及时止损，切不可无止损。

(3) 无论是买入期权还是卖出期权，投资者需要注意做好资金管控，防止方向看对但是小范围的剧烈波动触发止损线带来的实际亏损。

(4) 新品种上市初期需要注意流动性不足带来的开平仓风险。

(5) 投资者需要注意作为美式期权卖方存在被提前行权的风险，被交易所配对到之后将转化为相应的期货持仓，可能面临期货合约的限仓、强平等风险。

(6) 本文的波动率分析和主要运行区间预估基于历史数据及规律，未来市场变化可能导致市场特征改变。

## 目录

1. 乙二醇期权和苯乙烯期权合约规则及上市交易有关事项.....	4
2. 乙二醇基本面分析.....	5
3. 乙二醇波动率分析.....	8
4. 乙二醇期权策略.....	9
4.1 方向性策略.....	9
4.2 波动率策略.....	10
4.3 产业套保策略.....	10
5. 苯乙烯基本面分析.....	10
6. 苯乙烯波动率分析.....	10
7. 苯乙烯期权策略.....	12
7.1 方向性策略.....	12
7.2 波动率策略.....	12
7.3 产业套保策略.....	12



(正文)

## 1. 乙二醇期权和苯乙烯期权合约规则及上市交易有关事项

在合约规则方面，乙二醇期权和苯乙烯期权合约与大商所已上市期权合约设计思路基本一致，合约类型分为看涨期权和看跌期权，交易单位为 1 手，最小变动价位为 0.5 元/吨，涨跌停板、合约月份、交易时间等均与标的期货合约相同，仍将采用美式期权行权方式，乙二醇期权持仓限额为 8000 手，苯乙烯期权持仓限额为 12000 手，分别与标的期货一般月份合约起始持仓限额标准一致。

期权合约的挂牌基准价将基于 BAW 美式期货期权定价模型计算，模型中的利率取最新的一年期定期存款基准利率，参考数值为 1.75%；波动率取标的期货合约 90 天历史波动率，截至 2023 年 5 月 12 日收盘，乙二醇指数的 90 天历史波动率约为 18.9%，苯乙烯指数的 90 天历史波动率约为 18.1%。

表 1：乙二醇期权合约

合约标的物	乙二醇期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（10 吨）乙二醇期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.5 元/吨
涨跌停板幅度	与乙二醇期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30，下午 13:30~15:00，以及交易所规定的其他时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 5 个交易日
到期日	同最后交易日
行权价格	行权价格覆盖乙二醇期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 ≤ 2500 元/吨，行权价格间距为 25 元/吨；2500 元/吨 < 行权价格 ≤ 5000 元/吨，行权价格间距为 50 元/吨；行权价格 > 5000 元/吨，行权价格间距为 100 元/吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：EG-合约月份-C-行权价格 看跌期权：EG-合约月份-P-行权价格
上市交易所	大连商品交易所

资料来源：大连商品交易所

表 2：苯乙烯期权合约

合约标的物	苯乙烯期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手（5 吨）苯乙烯期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	0.5 元/吨
涨跌停板幅度	与苯乙烯期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 月
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30，下午 13:30~15:00，以及交易所规定的其他时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 5 个交易日
到期日	同最后交易日
行权价格	行权价格覆盖苯乙烯期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 $\leq 5000$ 元/吨，行权价格间距为 50 元/吨； $5000$ 元/吨 $<$ 行权价格 $\leq 10000$ 元/吨，行权价格间距为 100 元/吨；行权价格 $> 10000$ 元/吨，行权价格间距为 200 元/吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间，以及到期日 15:30 之前提出行权申请。
交易代码	看涨期权：EB-合约月份-C-行权价格 看跌期权：EB-合约月份-P-行权价格
上市交易所	大连商品交易所

资料来源：大连商品交易所

## 2. 乙二醇基本面分析

### （1）4 月底以来乙二醇反弹

五一假期之后，乙二醇在油价暴跌、能化品种一片哀嚎当中逆势上涨，市场交易的核心驱动在于去库超预期，加上中期来看乙二醇 5-6 月份国产非煤装置转产、供需平衡改善。

表 3：乙二醇现货供需数据

日期	国产产量	开工率	进口量	总供应	聚酯产量	聚酯消耗量	其他需求	总需求	供需平衡
2023年1月	132	0.69	45	177	386	129	13	142	35
2023年2月	119	0.63	63	182	430	144	13	157	25
2023年3月	137	0.61	46	183	554	186	14	200	-17
2023年4月	126	0.57	50	176	527	176	14	190	-14
2023年5月	125	0.55	55	180	525	176	14	190	-10
2023年6月	126	0.57	60	186	525	176	14	190	-4
2023年7月	141	0.62	55	196	560	188	14	202	-6
2023年8月	141	0.62	58	199	562	188	14	202	-3
2023年9月	136	0.62	58	194	564	189	14	203	-9
2023年10月	141	0.62	58	199	556	186	14	200	-1
2023年11月	136	0.62	58	194	558	187	14	201	-7
2023年12月	141	0.62	58	199	567	190	14	204	-5

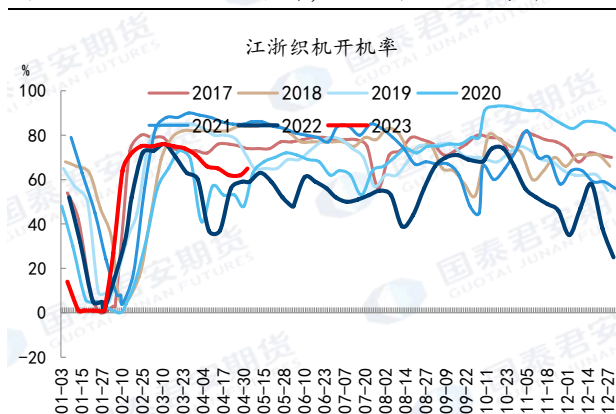
资料来源：国泰君安期货研究

## （2）近期上涨驱动的极限

目前终端织造订单明显走弱，负反馈影响在聚酯环节传导。5 月份是织造订单青黄不接的时间段，产品跟跌不跟涨并且订单清淡的情况下，终端织造环节持续压低库存，原料现买现做。聚酯工厂当前低利润高库存，因此不得不采用压低开工来缓解现金流压力，同时也比较难有动力进一步补充原料乙二醇库存。刚需和囤货需求的转弱，导致乙二醇现货买盘积极性下降，带来基差的弱势。本轮行情上涨过程当中，现货维持在-110 至-120 元/吨区间，显示现货端疲软的现实。

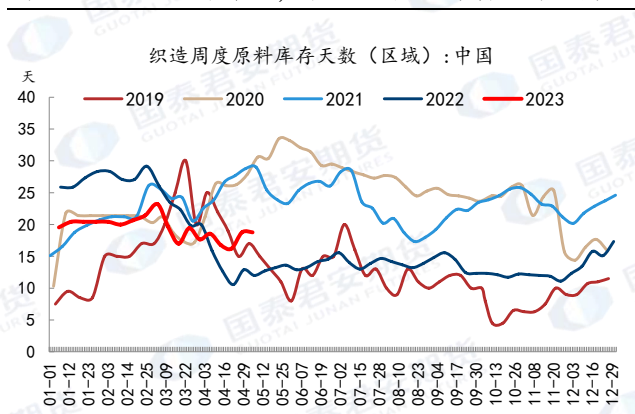
乙二醇工厂转产和检修意愿随着价格上涨将出现一定程度的浮动。目前乙二醇行业整体开工率水平仅有 6 成左右，其中一些厂家因为经营压力，不得不选择转产环氧乙烷、降负荷等方式来缓解烯烃亏损的问题。然而油制和煤制乙二醇装置利润随着成本端回落已经出现一定程度的修复，当前环氧乙烷价格开始走弱，乙二醇价格快速上涨也将再次吸引更多的装置改变计划，再次带来供应增量，因此乙二醇价格上方有较为明确的顶部。

图 1：终端织造开工下滑，5-6 月份开工季节性走弱



资料来源：国泰君安期货研究

图 2：织造工厂备库低，下一轮采购周期预计 6 月初



资料来源：国泰君安期货研究

## （3）下半年看好 09 合约 MEG 价格的主要原因？

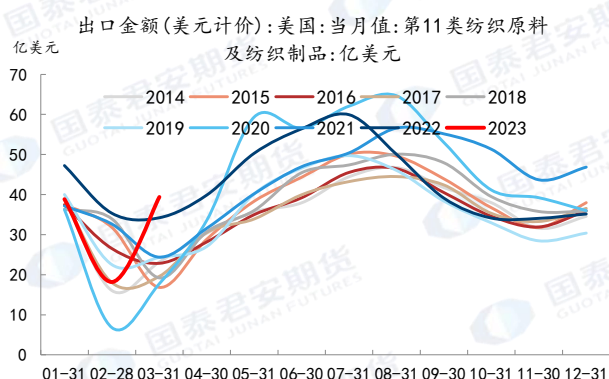
海外纺服补库周期或在下半年开启。尽管中美贸易关系持续紧张，美国仍然稳居中国纺服出口的第一



大目的地。今年的1-3月份，由于美国地区的服装及面料批发和零售的库存高企，其中批发环节服装及面料库存高达404亿美元，同比去年同期高出17.9%，美国服装及面料工厂下单意愿较差，以消化库存为主。国内做出口贸易的工厂感觉生意异常难做。1-2月份出口美国的纺服原料及制品量大幅低于正常水平，然而3月份出口至美国地区的金额再次转为正增长。下半年在传统的纺服消费旺季支撑下，预计纺服出口将呈现季节性的好转。

**纺织服装内贸大幅增长，已经超过疫情前的表现，看好下半年季节性复苏带来聚酯产业链正反馈。**疫情管控放松后，出行及社交需求明显提升，从而带来包括酒店及家居翻新、应季服装、婚庆家纺、房屋竣工装修等多个领域的全面复苏。从数据上看，到3月份，服装鞋帽类商品零售累计比增长9%。国内服装企业营收情况大幅好转，然而同样存在库存高的压力，因此需要先消化库存，现阶段下单谨慎，下半年季节性旺季将再次到来，观察6月份织造工厂订单好转开工回暖从而带动的聚酯产业链上涨动力。

图3：出口至美国纺织原料及制品金额恢复正增长



资料来源：国泰君安期货研究

图4：纺织服装产品国内销售恢复至疫情前



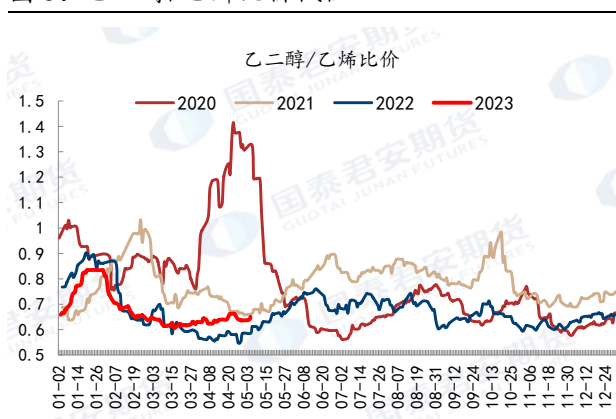
资料来源：国泰君安期货研究

#### （4）乙二醇估值偏低水平

由于乙二醇产能扩张格局存在，供应过剩的压力持续限制其估值水平，成本决定了价格下限。相对比其他烯烃类产品，如乙烯、苯乙烯、塑料、环氧乙烷来说，乙二醇价格处于低位。其中乙二醇与乙烯比价目前为0.65，处于历史偏低水平。长期的亏损格局下，乙二醇生产厂家纷纷选择新的乙烯分流工艺路线缓解经营压力。当前煤炭、原油、天然气价格均处于偏低水平。然而在北半球国家传统的出行高峰期，需求端仍有望环比走强。而供应端，过去5-8年时间，全球范围内油气资源的资本支出水平持续下降，加上OPEC与俄罗斯减产协议框架仍将发挥效果，因此下半年油气价格预计表现强势，需要警惕成本上涨、资源受限带来乙二醇装置开工的超预期下滑。

**内外盘价差倒挂，进口量或小于市场预期。**尽管美金乙二醇存在融资金融属性，进口预报5-6月份整体偏高，然而需要注意的是，西北欧与中美地区的乙二醇价差正在逐步抬升，预报美金货源实际入库量或偏低。

图 5：乙二醇/乙烯比价低位



资料来源：国泰君安期货研究

图 6：往西北欧方向出口利润上行



资料来源：国泰君安期货研究

### （5）5-6 月份 09 合约 4200-4600 区间震荡市，看好下半年旺季上涨行情

乙二醇 5-6 月份将呈现上有顶下有底的震荡市格局，上方空间受限于聚酯消费疲软带来的负反馈，下方支撑由成本端原油与煤炭价格走势决定。建议区间滚动操作。下半年看好纺服外贸好转及内贸增长驱动下的原料价格上涨。

## 3. 乙二醇波动率分析

我们以乙二醇期货指数的历史波动率作为参照，判断期权上市后的隐含波动率水平，可以看到 2022 年下半年以来波动率重心逐渐下降，在震荡行情中，波动率可能进一步下降。自 2019 年以来的 20 日历史波动率分布显示，其主要区间在 15%-30%，近一年的均值在 25%左右。

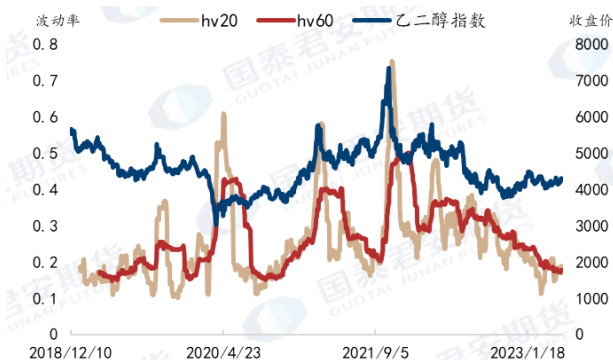
以已上市期权品种的隐含波动率作为参考，可以看到 PTA 的历史波动率与乙二醇的历史波动率相关系数约为 67%，PVC 的历史波动率与乙二醇的历史波动率的相关系数约为 74%，且乙二醇的历史波动率相对 PVC 平均约高出 5%。从相关度较高的 PVC 期权隐含波动率与历史波动率的溢价情况来看，上市首日的的主力合约还有 25 个交易日到期，其平值隐波相对 20 日历史波动率溢价-0.8%，而乙二醇近月合约的 20 日历史波动率目前在 19.0%附近，上市首日的到期时间还有 18 个交易日，估计乙二醇近月合约首日隐波约为 16%至 18%，而主力合约乙二醇 9 月份合约在上市首日的到期时间有 59 个交易日，目前 60 日历史波动率约为 18.4%，估计首日主力合约的隐波在 17.6%附近。

从波动率锥的分位数分布情况来看，20 日历史波动率的 25%分位值为 18.8%，75%分位值为 31.4%，若后续无极端情况，主力合约的隐波大概率处于这个范围内。

根据大连商品交易所的挂牌信息和期货持仓量信息，预计乙二醇期权的主力为 2309 系列合约，对应的最后交易日为 2023 年 8 月 7 日，上市时距离期权到期剩余交易日为 59 日，短于交易所挂牌参考价格参考的期货合约 90 天历史波动率，因此 2309 合约的交易价格预计将相对较低。而截至 2023 年 5 月 12 日收盘，乙二醇期货 20 日和 60 日的历史波动率表现出短期波动率高于长期波动率的倒挂状态，且相较于历史波动率均处于近 25%分位数，因此近月合约 2307 系列合约的交易价格预计将高于挂牌基准价，且乙二醇期权上市后，波动率期限结构将呈现正挂结构。

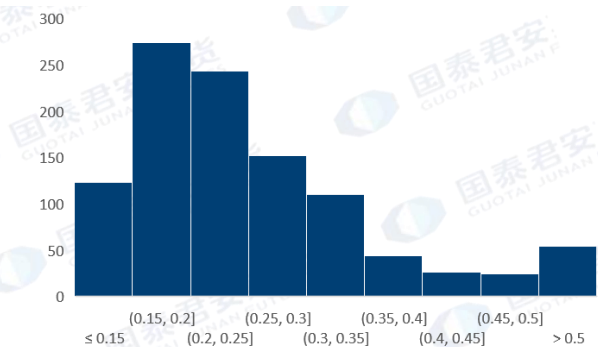


图 7：乙二醇期货历史波动率走势



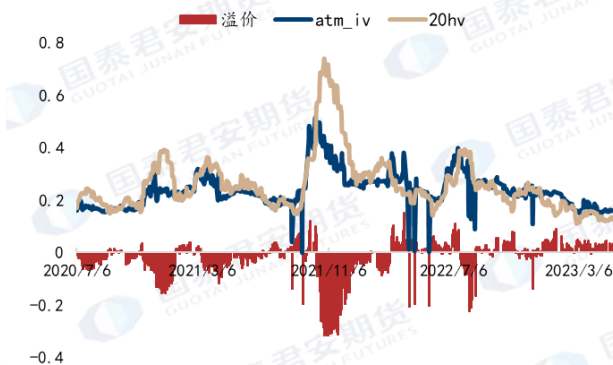
资料来源：RQData、国泰君安期货研究

图 8：乙二醇期货 20 日历史波动率分布



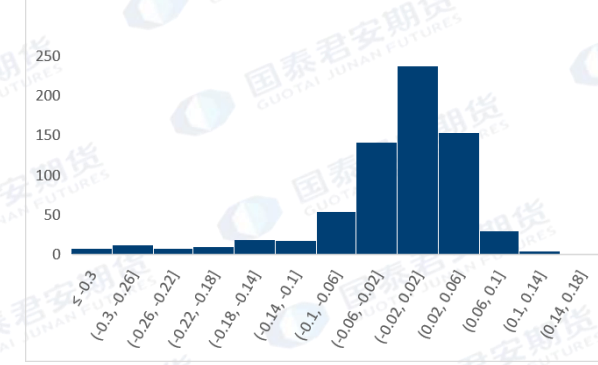
资料来源：RQData、国泰君安期货研究

图 9：PVC 历史波动率和隐含波动率走势



资料来源：RQData、国泰君安期货研究

图 10：PVC 期权溢价分布



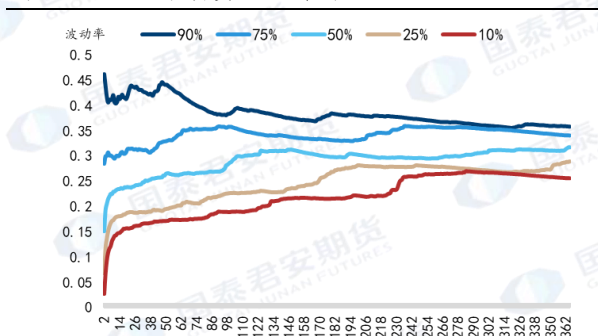
资料来源：RQData、国泰君安期货研究

表 4：乙二醇期货历史波动率分位数

分位数	EG2307	EG2308	EG2309
	18 日波动率	38 日波动率	59 日波动率
90%	41.51%	42.31%	42.48%
75%	30.47%	30.71%	34.12%
50%	23.82%	25.28%	26.22%
25%	18.43%	18.98%	20.19%
10%	15.59%	16.75%	17.37%

资料来源：RQData、国泰君安期货研究

图 11：乙二醇期货波动率锥



资料来源：RQData、国泰君安期货研究

## 4. 乙二醇期权策略

### 4.1 方向性策略

四月底以来，乙二醇去库超预期，价格在化工板块逆势上涨，且五月份下游织造订单一般不多，近几日却超预期上涨，市场短期内向上反弹的概率较大，但上方在五月份仍然存有压力，可构建牛市看涨价差策略，买入平值看涨期权，同时卖出行权价为 4600 的虚值看涨期权。

## 4.2 波动率策略

基于前文对乙二醇期货历史波动率的分析 and 期权隐含波动率的估算，当乙二醇期权的隐含波动率高于 32% 时，我们建议投资者可以进行做空波动率的 Delta 中性交易；当乙二醇期权的隐含波动率低于 15% 时，我们建议投资者可以进行做多波动率的 Gamma Scalping 交易。在期限结构上，若期限结构呈现倒挂，且趋势性行情暂缓、短期无事件等因素影响，则可考虑构建卖近月买远月的日历价差策略。

## 4.3 产业套保策略

**上游企业：可考虑部分平仓期货空头锁定浮盈，并构建熊市看跌价差策略进行阶段性套保。**在市场出现反弹的背景下，上游企业的利润亏损风险降低，对于前期已采用期货空单对冲的企业而言，目前处于价格反弹的行情中，但五月份仍存有上行压力，故需要对于下行风险进行对冲，可买入平值看跌期权同时卖出虚值看跌期权降低套保成本，并保留价格上涨收益。

**贸易商：领口策略。**贸易商同时存在采购和销售需求，可依据其净库存情况进行套保，考虑到贸易商一般不愿受到价格波动的影响，在持有现货多头的情况下，可以买入平值看跌期权并卖出虚值看涨期权。若价格反弹超过卖出的看涨期权的行权价，贸易商可以以高于现价的较高价格销售，存在部分上行利润空间；若价格下跌，贸易商对看跌期权行权，保证了最低销售价格，整体盈亏锁定在较小区间内。

**下游企业：牛市价差。**价格反弹的市场中，下游采购企业处于相对被动的地位，因此可以考虑买入看涨期权保护上行风险，同时保留价格下跌带来的采购成本降低空间。考虑到买入看涨期权成本较高，且上行空间可能有限，企业可以叠加卖出更加虚值看涨期权的操作，构建牛市价差以较低成本对于部分区间的上行风险进行保护。

## 5. 苯乙烯基本面分析

(1) 绝对价格：成本端支撑偏弱，6-7 月是需求淡季，表观需求难有大反弹，趋势偏弱。纯苯 5 月大去库预期没有兑现、芳烃调油旺季前夕转弱，前期纯苯多头集中转空，导致成本端整体偏弱。苯乙烯下游 ABS、PS、EPS 整体表观需求量在 6-7 月属于季节性淡季，当前除却 EPS 下游订单有所放量，其余整体订单仍然不足。二季度趋势仍然偏弱。市场趋势反转的核心在于全产业链库存进一步去化。当前纯苯港口库存仍然偏高，苯乙烯绝对库存中性仍需进一步去化才会强化多头信心，三大下游均处于累库阶段，至少需要 2 个月才能出清产业链中间库存。8 月中下旬之后绝对价格有望迎来反弹。

(2) 基差月差：2023 年苯乙烯整体基差、月差波动率明显弱于往年，但是随着港口库存持续去化、时间推进到 6-7 月之后，基差、月差的波动率有望提升，正套格局或仍能复制往年。苯乙烯华东港口绝对库存低于 8 万吨之后使得市场进入正套格局。2022 年便是从 6 月开始的大正套行情。2023 年 5 月港口基差行情已经开始启动，建议继续关注正套行情的连续性。

(3) 利润：建议二季度做扩苯乙烯利润。全市场持续下跌的格局有利于上游向下游让利，恢复下游利润。当前纯苯的港口库存压力明显大于苯乙烯，前期集中的多头仍未完全平仓，下跌没有完全结束。建议维持多苯乙烯空纯苯的操作。

## 6. 苯乙烯波动率分析

苯乙烯指数的历史波动率在上半年有明显的季节性升波现象，一般出现在春节后或者五月份。自

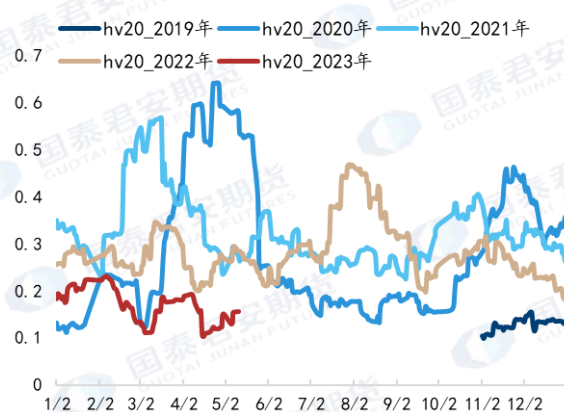


2020年以来，每年2月份至6月份的20日历史波动率的分布显示，其主要区间为16%-34%，中枢约为27%。

作为苯乙烯的上游原料，原油期货价格与苯乙烯期货价格的相关度约75%。我们以原油期货上市后的隐含波动率与历史波动率的溢价程度作为依据，判断苯乙烯期权上市后可能出现的风险溢价。原油期货的风险溢价主要范围在-14%至10%之间，但考虑到苯乙烯期货的价格波动相对原油较小，且20日历史波动率平均低7.4%，故我们认为苯乙烯期权的风险溢价主要在-8%至4%之间。

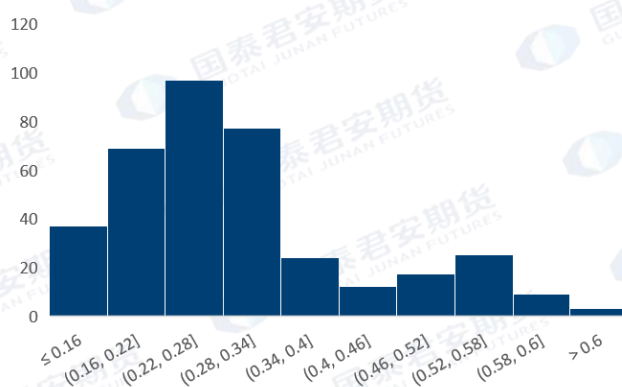
从波动率锥的25%和75%分位数来看，20日历史波动率的25%分位数约为22%，而75%分位数在34%左右，因此若没有特殊行情，未来苯乙烯期权的隐含波动率大多数将处于[14%，38%]的区间内，均值为26%左右。

图 12：苯乙烯期货历史波动率季节性走势



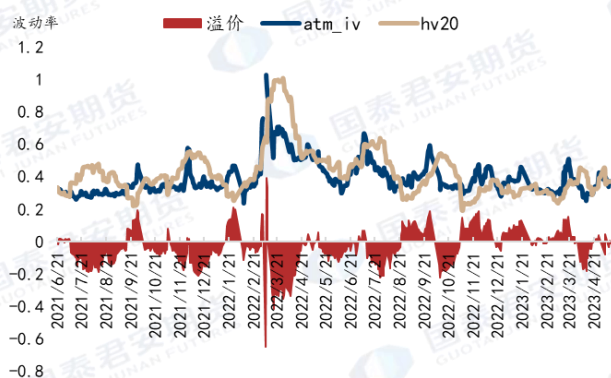
资料来源：RQData、国泰君安期货研究

图 13：苯乙烯期货 20 日历史波动率分布



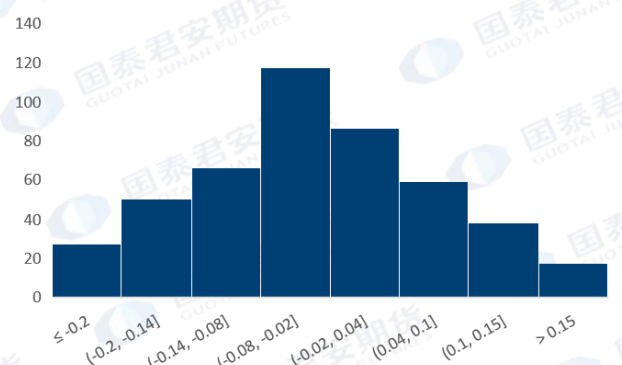
资料来源：RQData、国泰君安期货研究

图 14：原油隐含波动率与历史波动率走势



资料来源：RQData、国泰君安期货研究

图 15：原油期货的风险溢价



资料来源：RQData、国泰君安期货研究

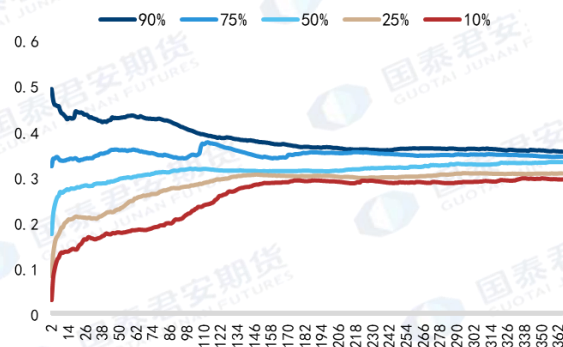


表 5：苯乙烯历史波动率分位值

分位数	EB2307 18 日波动率	EB2308 38 日波动率	EB2309 59 日波动率
90%	43.54%	42.44%	43.92%
75%	34.37%	35.43%	36.25%
50%	27.78%	28.93%	30.19%
25%	21.48%	21.94%	25.12%
10%	14.50%	17.37%	18.66%

资料来源：RQData、国泰君安期货研究

图 16：苯乙烯波动率锥



资料来源：RQData、国泰君安期货研究

原油期货上市首日的主力合约距离到期日还剩 39 天，主力合约的隐含波动率溢价约为 -2%，而苯乙烯期权上市首日的主力合约将是同样为近月合约的 EB2307 系列合约，距离到期时间剩余 18 日，低于作为基准的历史波动率期限 90 日，但目前 20 日历史波动率高于 90 日历史波动率，因此上市首日可能出现期限结构倒挂的现象，且近月合约可能高于基准价。参考近期原油期货的 20 日历史波动率、风险溢价以及苯乙烯期货的 20 日历史波动率，预计上市首日 2307 系列合约的平值隐含波动率在 15-21%。

## 7. 苯乙烯期权策略

### 7.1 方向性策略

六七月份的标的行情可能将仍处于下跌趋势中，近月合约对比次月合约基差可能有所提升，可选择买入次月平值看跌期权，同时卖出近月平值看跌期权构建日历价差策略。考虑到次月平值看跌期权上市初期流动性可能不足，可以用远月期货空头替代远月平值看跌期权多头头寸。

### 7.2 波动率策略

基于上文苯乙烯期权的波动率分析，我们建议当期权隐波高于 34% 时，可构建波动率空头策略，进行 Delta 中性交易，当期权隐波低于 14% 时，可构建波动率多头策略，在震荡行情中进行 Gamma Scalping 交易。

### 7.3 产业套保策略

**上游企业：**目前处于价格周期性下跌的趋势中，可继续持有期货空头，或转换一部分为领口策略。后续价格可能继续下跌也可考虑在期货空头获利后平仓部分头寸，转为看跌期权多头保护，可同时卖出虚值看涨期权构建领口策略降低成本。

**贸易商：领口策略。**贸易商在价格下行的情况下，可以买入平值看跌期权并卖出虚值看涨期权。若价格反弹超过卖出的看涨期权的行权价，贸易商可以以高于现价的较高价格销售，存在部分上行利润空间；若价格继续下跌，贸易商对看跌期权行权，保证了最低销售价格，整体盈亏锁定在较小区间内。

**下游企业：牛市看涨价差策略。**在市场情绪偏空的背景下，下游采购企业处于相对有利地位，但需要防范阶段性价格反弹风险或事件性影响导致的价格上涨，因此可以考虑构建牛市价差以较低成本保护上行风险，同时保留价格下跌带来的采购成本降低空间。若行情趋势改变，卖出看涨期权的行权价被突破，则平仓卖出期权仓位，继续对冲上行风险。

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

#### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

#### 国泰君安期货客户服务电话 95521