



2020 年期权年度报告

大“权”在握 后市可期

摘要

当前上证 50、沪深 300 估值均处于历史中等偏低水平。临近年末，宏观经济数据亮眼。随着中美贸易磋商取得实质性的进展，权益市场的风险偏好出现了明显的修复。12 月政治局会议和中央经济工作会议也为明年股票市场的走强打下了坚实的基础。中央将明年的经济基调定位在“稳”上，不仅仅指稳增长，更强调风险可控的稳，这一定调让市场对明年经济出现显著下滑的担忧有所缓解。近期，股票市场的流动性亦出现了明显的改善。流动性积极的第一个信号来自于北上资金的流入。临近年末，融资融券规模屡创新高。

波动率方面，50ETF、沪深 300 股指、300ETF 波动率均处于历史低位，近期随着股市上涨，市场热情有所提高，波动率有所回升，但仍处于历史十分位值以下。

展望明年，沪深 300 股指大概率震荡上行，同时上证 50 估值偏低，未来会进一步修复。根据基本面和波动率的情况来看，股市基本面长期向好，波动率也会有所上升，我们建议投资者构建期权牛市价差策略。

今年是商品期权快速发展的一年，年初上市了玉米、棉花、天然橡胶三个品种，年末上市了铁矿石、PTA、甲醇、黄金四个品种，新老品种的表现各有特色。波动率方面，各个商品都呈现出了下降的趋势，在下半年，多数商品的历史波动率也都处于历史中低位置，而隐含波动率往往会有一定的溢价。震荡的行情下，期权依然可以通过多变的组合策略获得收益，如作为卖方获取隐含波动率溢价带来的权利金收益、轻仓做多波动率，或是在玉米、橡胶的慢牛、慢熊行情下滚动构建备兑组合策略。明年，中美贸易关系等一系列的宏观因素依然将左右着多数商品价格与波动率的走势，加上新品种的不断上市，未来策略组合的构成将更加多样化。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

周小舒

zhouxiaoshu@nawaa.com

投资咨询证：Z0014889

徐昊来

xuhaolai@nawaa.com

第 1 章	金融类期权	3
1.1.	50ETF 市场运行情况	3
1.1.1.	50ETF 交易情况	3
1.1.2.	50ETF 波动率情况	5
1.2.	50ETF 策略情况	8
1.3.	沪深 300 期权市场运行情况	11
1.4.	展望	15
第 2 章	商品类期权	20
2.1.	期权市场运行情况	20
2.1.1.	期权市场成交持仓情况	20
2.1.2.	大商所期权市场运行情况	22
2.1.3.	郑商所期权市场运行情况	26
2.1.4.	上期所期权市场运行情况	31
2.2.	波动率情况	36
2.2.1.	新品种概览	36
2.2.2.	豆粕	37
2.2.3.	玉米	39
2.2.4.	白糖	41
2.2.5.	棉花	43
2.2.6.	铜	45
2.2.7.	橡胶	47
2.3.	市场策略情况	49
2.3.1.	白糖期权：卖出宽跨策略	49
2.3.2.	铜策略：牛市价差策略	50
2.3.3.	豆粕期权多头策略	52
2.3.4.	铜波动率策略汇总	53
南华期货分支机构		56
免责声明		58

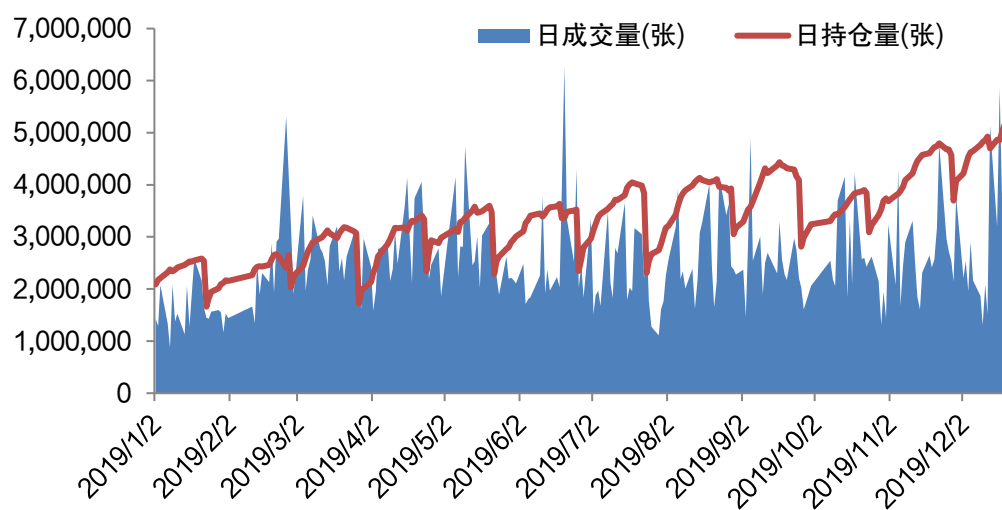
第1章 金融类期权

1.1. 50ETF 市场运行情况

1.1.1. 50ETF 交易情况

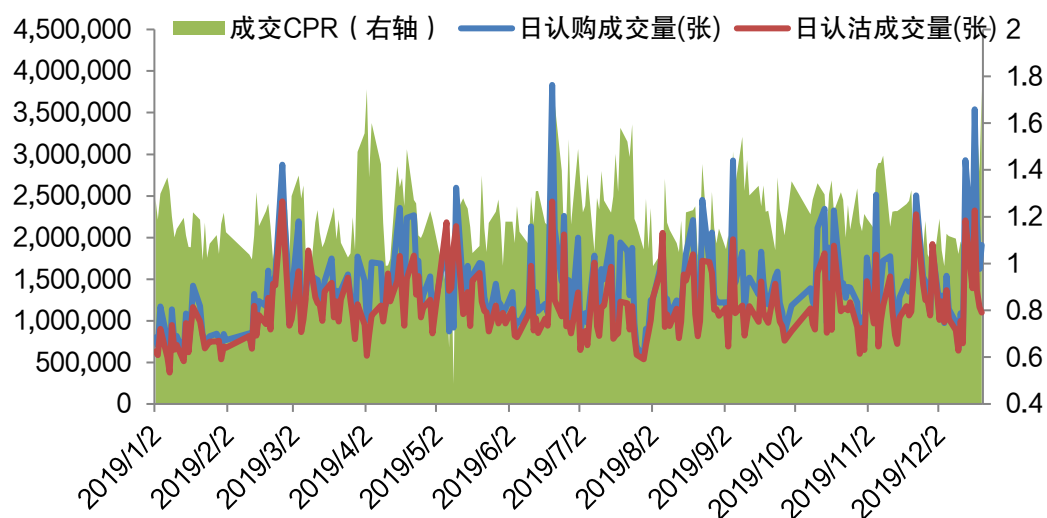
截止到 2019 年 12 月 20 日，50ETF 期权今年累计总成交 5.98 亿张，总持仓 514.47 万张，日均成交 252.59 万张，日成交量处于波动状态，日最高成交量为 626.67 万张，日最低成交量为 87.13 万张，日均持仓 336.47 万张。总成交额 3272.14 亿元，日均成交额 13.81 亿元，日最高成交额 38.25 亿元，日最低成交额 3.9 亿元。

图 1.1: 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 20 日成交持仓量情况



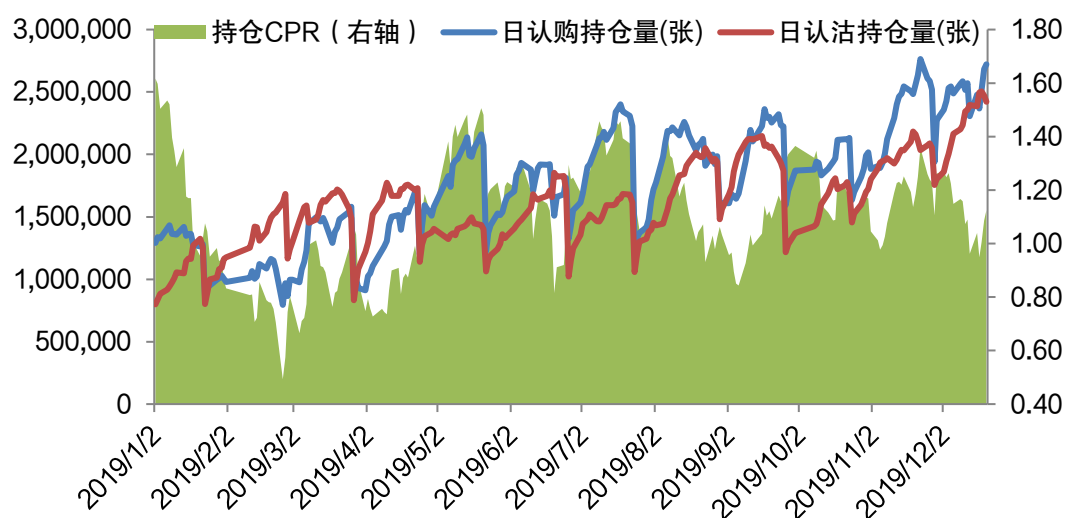
资料来源：WIND，南华研究

图 1.2: 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 20 日成交与成交 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

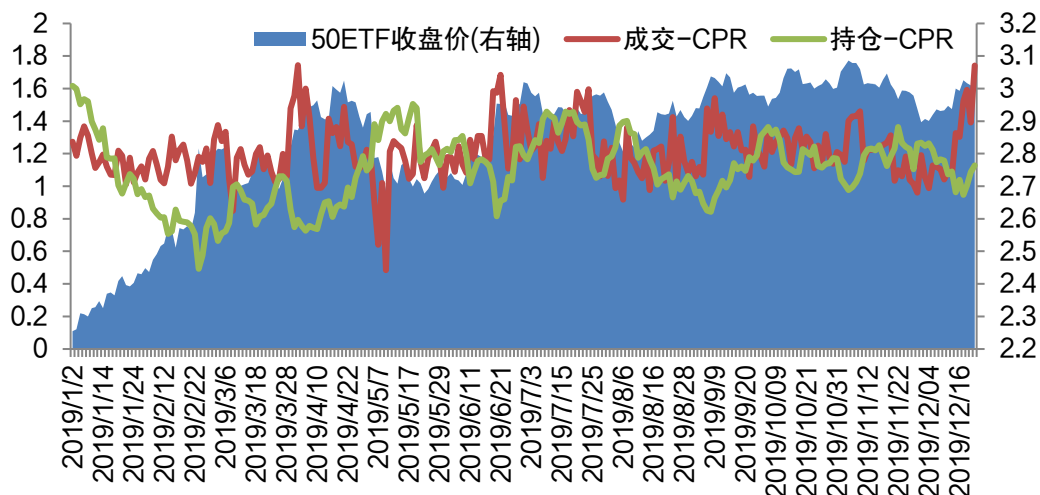
图 1.3: 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 20 日持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

今年年初至今成交 CPR 均值为 1.21, 市场还是 Call 的成交量较为活跃, 今年 CPR 成交比最大值 1.74, 最小值 0.48; 今年 CPR 均值为 1.11, 最大值 1.62, 最小值 0.49, 符合整体行情上涨的趋势。当 50ETF 单日涨幅过大或跌幅过大时, 成交 CPR 会发生较大变化。持仓 CPR 与 50ETF 收盘价成反比, 当 50ETF 价格上涨时, 持仓 CPR 下跌; 当 50ETF 价格下跌时, 持仓 CPR 上涨。

图 1.4: 50ETF 收盘价与成交、持仓 CPR



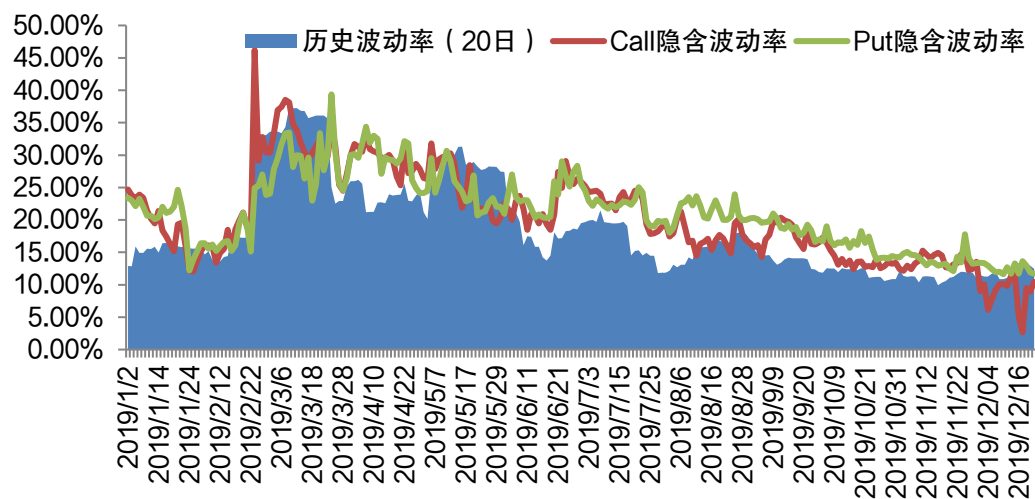
资料来源: WIND, 南华研究

1.1.2. 50ETF 波动率情况

今年 50ETF 期权隐含波动率与 50ETF 基金 20 日历史波动率较为接近, 期权定价较为合理。从波动率走势上看, 一季度受股市走牛行情影响, 50ETF 期权隐含波动率上升幅度较大, 表明一季度投资者市场参与热情较为高涨。尤其是 2 月 25 日, 当日 50ETF 基金涨幅高达 7.56%, 平值认购期权隐含波动率涨幅高达 28.24%, 平值认购期权隐含波动率涨幅仅为 9.82%, 标的 20 日历史波动率涨幅为 13.33%, 表明当天市场情绪过于乐观。2 月 25 日后, 市场逐渐回归理性, 50ETF 期权隐含波动率和历史波动率一直下降, 截止 12 月 20 日, 50ETF 20 日历史波动率是 12.47%, 平值认购期权隐含波动率是 10.43%, 平值认沽期权隐含波动率是 11.73%。目前波动率水平位于历史十分位数以下。进入四季度后, 波动率一直低位徘徊, 市场参与热情逐渐降低, 但近期经济数据亮眼, 政治局会议释放利多信号, 市场情绪逐渐回暖, 波动率也开始止跌回升。

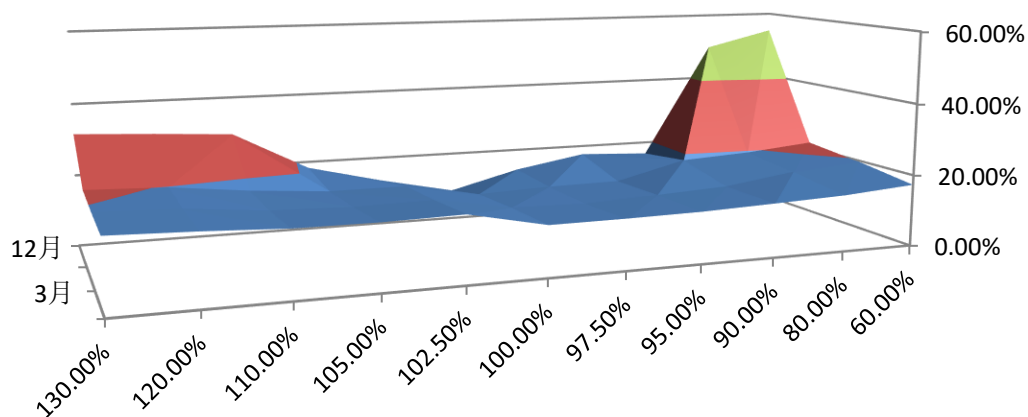
50ETF 期权波动率偏度呈现微笑状态, 虚值期权的隐含波动率明显高于平值期权的隐含波动率。由于 50ETF 期权备兑开仓较多, 认购期权卖方力量较大, 认购期权隐含波动率明显低于认沽期权隐含波动率。从波动率期限结构可以观察到, 12 月 20 日, 6 月份到期的期权合约的隐含波动率最大, 为 13.88%, 12 月份到期的期权隐含波动率最小, 为 8.5%, 6 月份到期的期权合约当月平均隐含波动率最大, 为 13.84%。

图 1.5: 2019 年 50ETF 期权波动率情况



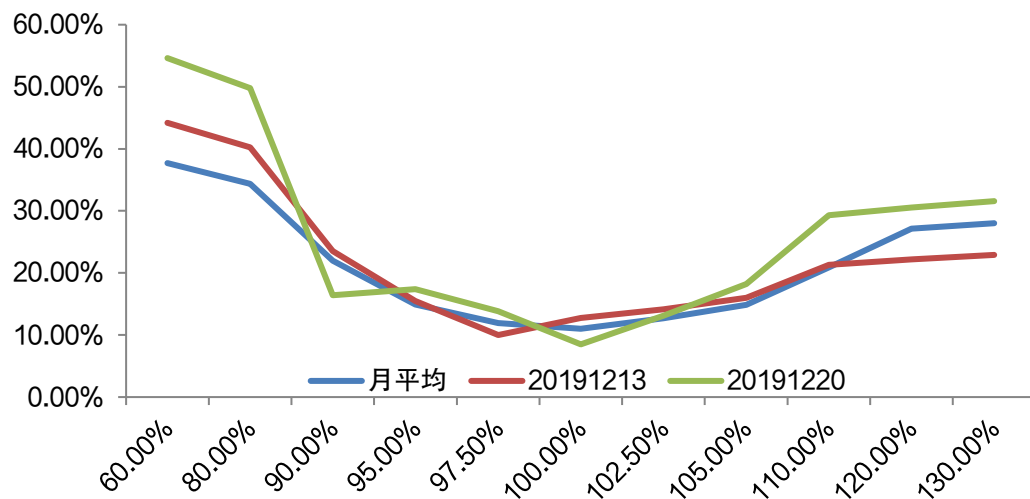
资料来源：WIND，南华研究

图 1.6: 50ETF 期权波动率曲面



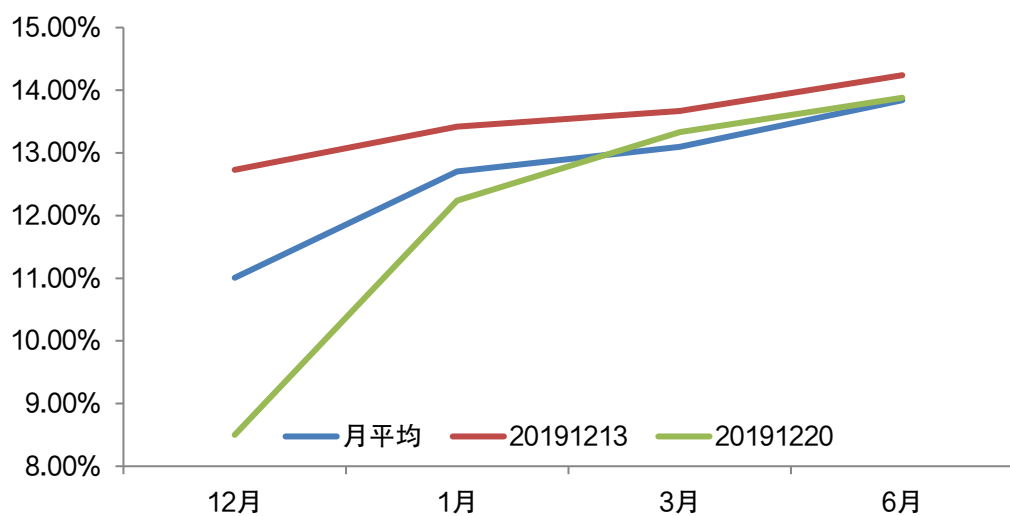
资料来源：WIND，南华研究

图 1.7: 50ETF 期权波动率偏度



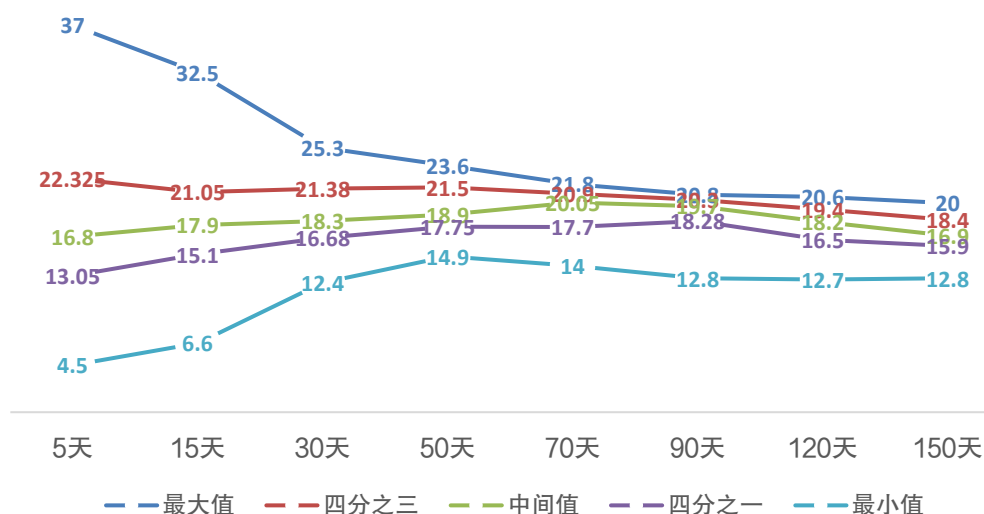
资料来源: WIND, 南华研究

图 1.8: 50ETF 波动率期限结构



资料来源: WIND, 南华研究

图 1.9： 50ETF 历史波动锥情况



资料来源：WIND，南华研究

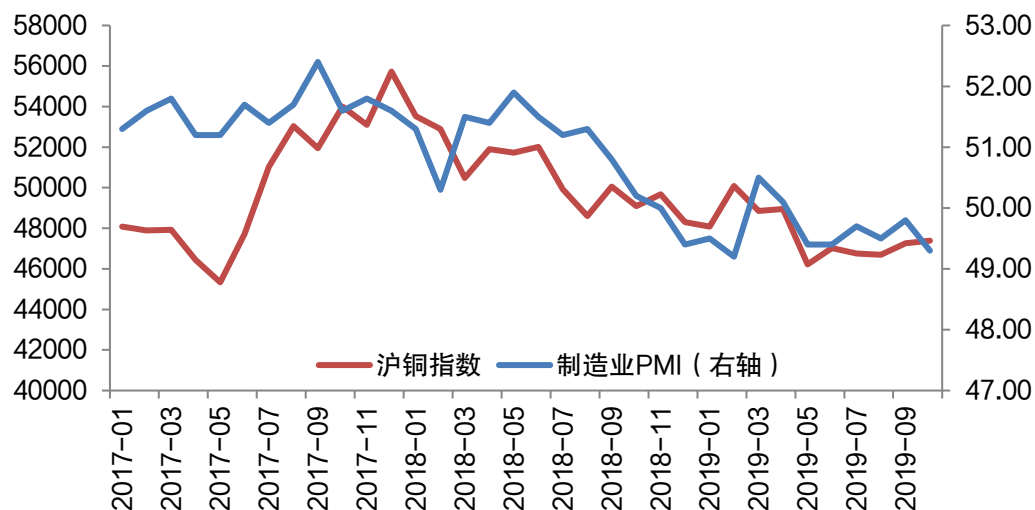
1.2. 50ETF 策略情况

进入 2019 年下半年，50ETF 期权隐含波动率和历史波动率持续走低，市场由上半年的牛市行情转变为区间震荡行情。

年初，一系列经济刺激政策已经在盘面中充分反映出来。下半年市场运行逻辑主要集中在宏观经济下行压力加大和政府调控政策的平衡。股市受经济下行压力、外部风险、地缘风险影响，较难向上突破；国家货币政策、国际贸易环境转好也支撑股市。股市在三四季度维持区间震荡。

首先来看我国宏观经济方面，经济下行压力主要集中在三个方面：国内制造业投资增速放缓、国内楼市降温、房地产行业疲软、国内消费品零售增速放缓。下半年制造业 PMI 处于荣枯线以下，制造业持续低迷。铜价一直维持低位震荡局面，外部风险、全球经济衰退使制造业主风险偏好下降。7 月 30 日，中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，房地产定位发生改变，房地产虽然还保持一定韧性，但不再是经济引擎。消费增速面临着居民部门杠杆增速较快、居民可支配收入增速收窄、消费意愿降低的约束，消费增速 11 月前一直处于下滑态势，受双 11 影响，略有回升，但仍不及往年。

图 1.10: 制造业 PMI 与沪铜主力价格



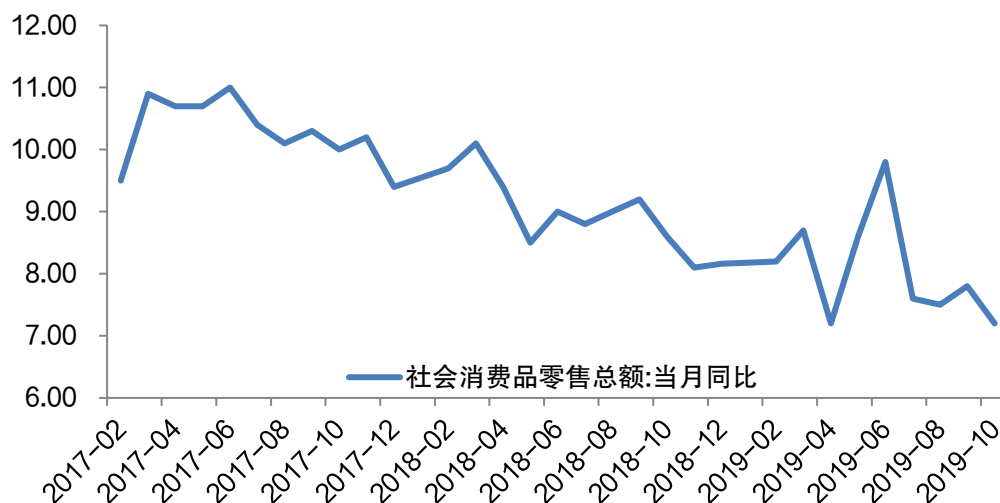
资料来源: WIND, 南华研究

图 1.11: 房屋新开工面积累计同比



资料来源: WIND, 南华研究

图 1.12: 社会消费品零售总额同比



资料来源: WIND, 南华研究

下半年, 财政政策出现收支剪刀差现象, 一方面减税降费政策效果显著, 1-10 月累计, 全国一般公共预算收入 167704 亿元, 同比增长 3.8%, 增幅比去年同期回落 3.6 个百分点, 比 1-9 月回升 0.5 个百分点。但地方财政收支压力较为明显, 1-10 月累计, 地方一般公共预算本级收入 87042 亿元, 同比增长 3.3%, 增幅同比回落 3.8 个百分点。湖北、重庆、吉林已按预算法规定调整省本级预算, 主要是减少预算总支出、调入预算稳定调节基金; 其他地区部分市县也调整了预算。1-10 月, 全国一般公共预算支出同比增长 8.7%, 增幅比去年同期提高 1.1 个百分点, 比预算增幅 (6.5%) 高 2.2 个百分点。但是, 10 月当月增速回落至 -0.5% (9 月为 12.9%)。导致四季度财政政策后劲不足, 财政政策以稳为主, 不能成为股市上涨的驱动力。

货币政策方面, 受制于 CPI 影响, 央行不会大水漫灌, 货币政策仍以结构性调整和逆周期调整为主, 对于四季度股市而言, 货币政策只能起到兜底作用, 而非拉动作用。

进入第四季度, 国际贸易环境好转成为利多股市因素。

综合来看, 股市无上行驱动, 政策提供下方支撑, 50ETF 维持震荡走势, 支撑点 2.9, 阻力点 3.15。

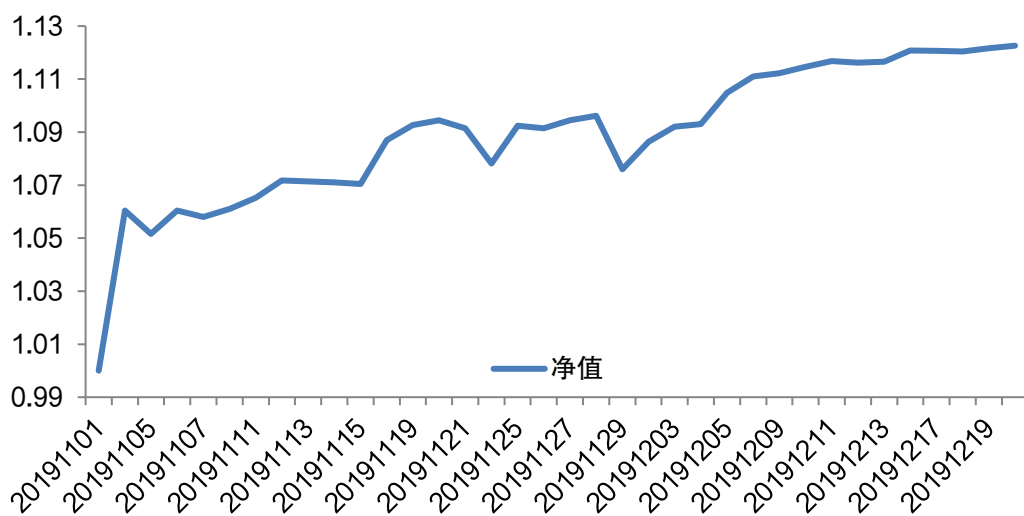
策略构建

构建卖出宽跨策略, 卖出虚值认购期权, 同时卖出虚值认沽期权。此策略是赚取期权时间价值, 若标的到期时未涨过或跌过盈亏平衡点, 此策略盈利。

卖出一张 12 月到期行权价 2.9 认沽期权, 同时卖出一张 12 月到期行权价 3.2 认购期权。初始资金 5000, 策略运行时间 11 月 1 日至 12 月 20 日, 共 36 个交易日。策略收益率为 12.26%, 最大回撤 2.02%, 年化收益率 91.32%。

卖出期权宽跨组合策略			
策略组合	卖出 12 月 2.9 认沽期权；卖出 12 月 3.2 认购期权		
建仓	2019 年 11 月 1 日	平仓	2019 年 12 月 20 日
12 月 2.9 认沽期权价格	0.0155		0.0002
12 月 3.2 认购期权价格	0.0203		0.0005
收益率	12.26%	年化收益率	91.32%

图 1.13：策略组合收益情况



资料来源：WIND，南华研究

1.3. 沪深 300 期权市场运行情况

沪深 300 股指期权上市初期，日均成交量 16472 手，日均持仓 15757 手。成交 CPR 均值 1.3，持仓 CPR 均值 1.28。深交所 300ETF 期权上市初期，日均成交量 128806 张，日均持仓 111225 张。成交 CPR 均值 1.08，持仓 CPR 均值 0.99。上交所 300ETF 期权上市初期，日均成交量 478600 张，日均持仓 343289 张。成交 CPR 均值 1.27，持仓 CPR 均值 1.34。

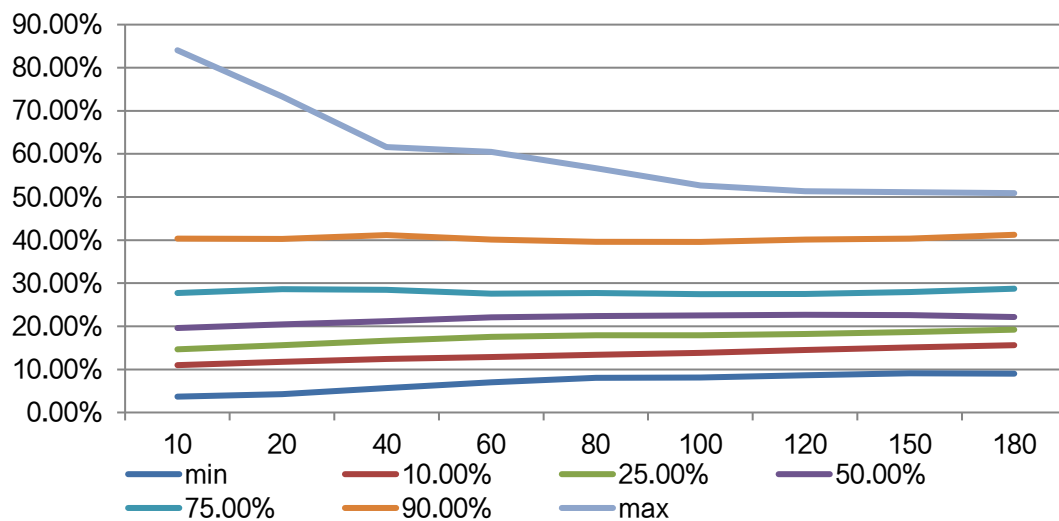
图 1.14: 20 日历史波动率情况



资料来源: WIND, 南华研究

沪深 300 股指波动率与 50ETF、300ETF 波动率相关性较高。沪深 300 股指波动率与 50ETF 波动率相关系数为 0.9728。截至 12 月 25 日, 沪深 300 股指 20 日历史波动率目前为 11.39%。20 日历史波动率中位数是 20.42%, 均值是 23.59%。十分位为 11.78%, 目前波动率低于历史十分位水平。嘉实 300ETF 20 日历史波动率为 11.23%, 华泰柏瑞 300ETF 20 日历史波动率为 11.98%, 两者均处于历史低位。

图 1.15: 沪深 300 股指波动率锥

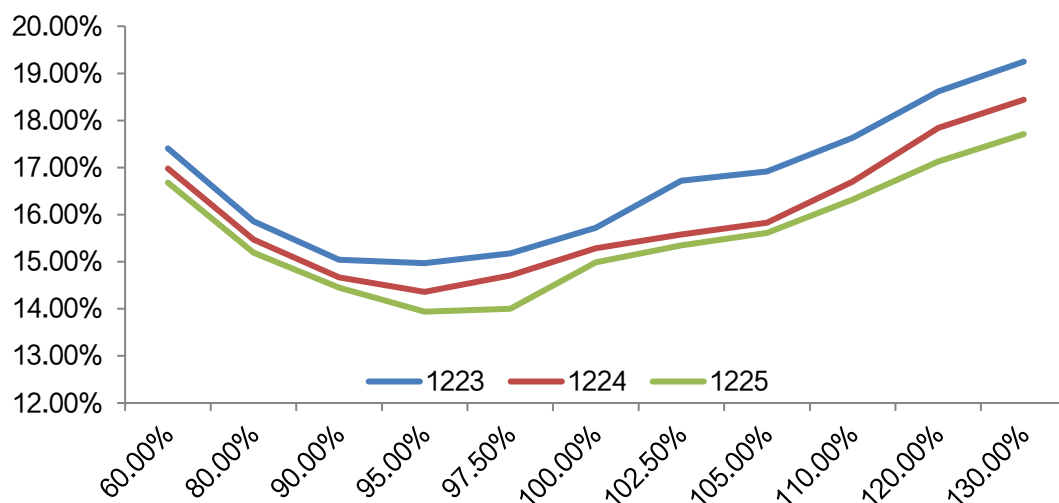


资料来源: WIND, 南华研究

波动率方面, 沪深 300 股指看跌期权波动率, 明显小于看涨期权波动率, 一方面受近期股市上涨影响, 市场心态普遍乐观; 另一方面受股指期货影响, 由于期货升水指数, 所以看涨期权定价略高于看跌期权定价, 否则存在套利机会, 例如, 看涨期权和看跌期权波动率相同, 做空一手股指期货, 同时买入三手看涨期权, 并卖出三手看跌期权。300ETF 期权波动率偏度形状与股指期货相同, 但低于

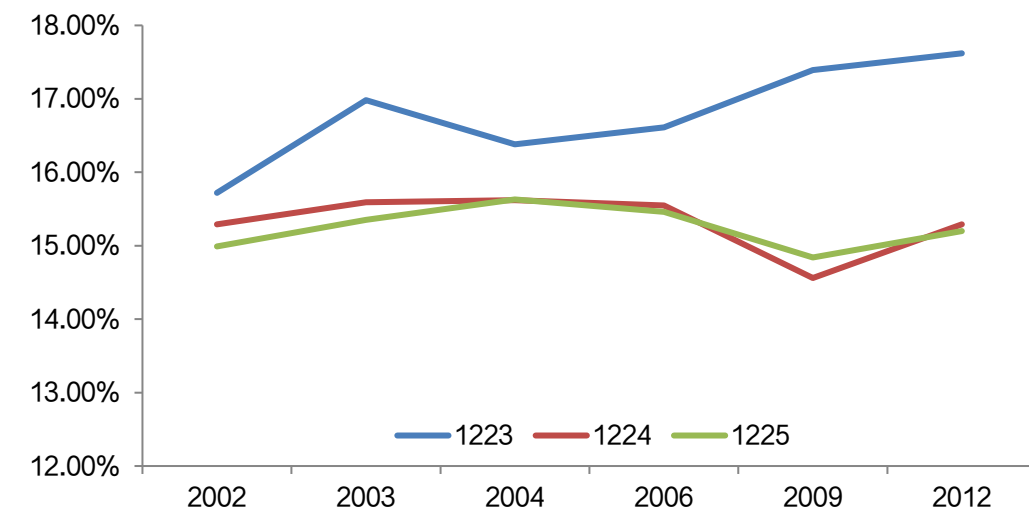
股指期权波动率。由于上交所、上交所 300ETF 期权可以备兑开仓，认购期权卖出开仓较多，ETF 认购期权隐含波动率低于股指看涨期权隐含波动率。从期限结构来看，沪深 300 股指、300ETF 平值期权波动率均近低远高，表明投资者认为市场未来不确定性较大。

图 1.16：沪深 300 股指期权波动率偏度



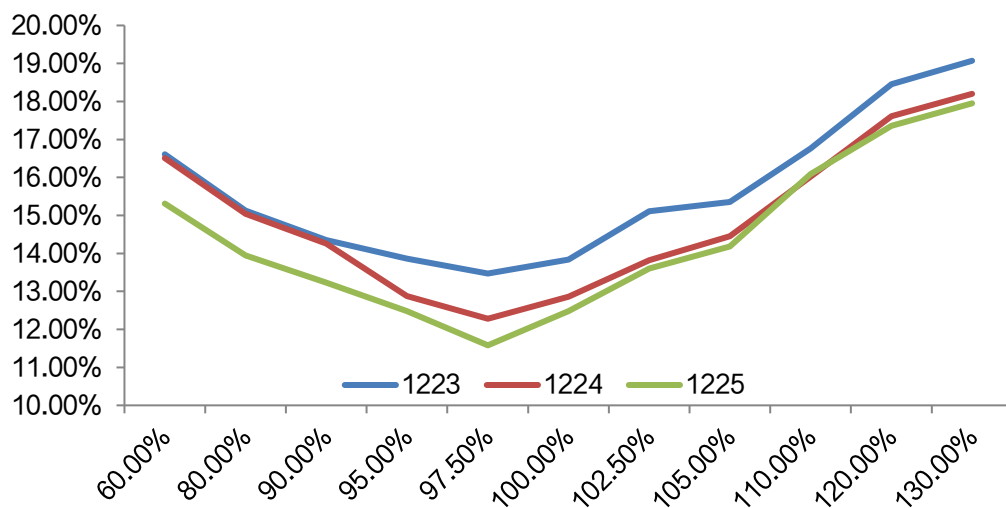
资料来源：WIND，南华研究

图 1.17：沪深 300 股指期权波动率期限结构



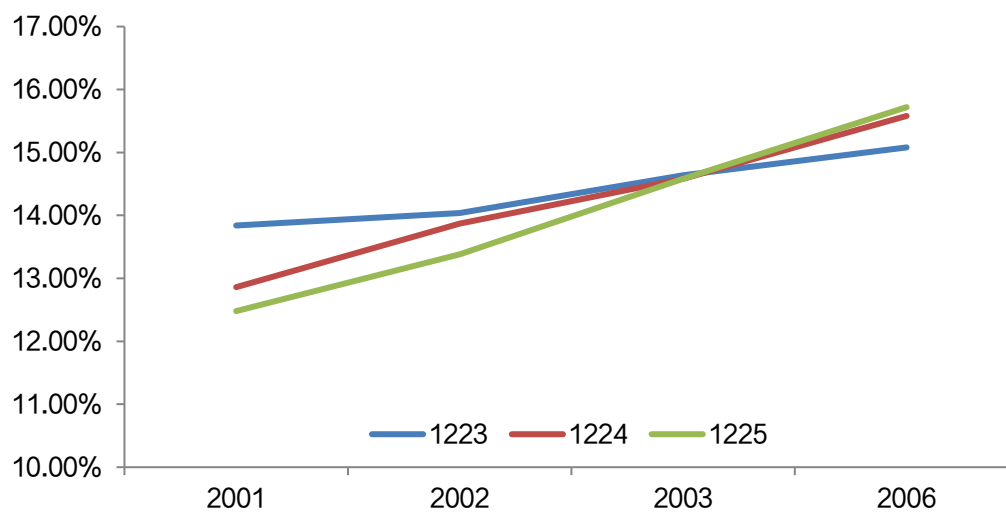
资料来源：WIND，南华研究

图 1.18: 深交所 300ETF 期权波动率偏度



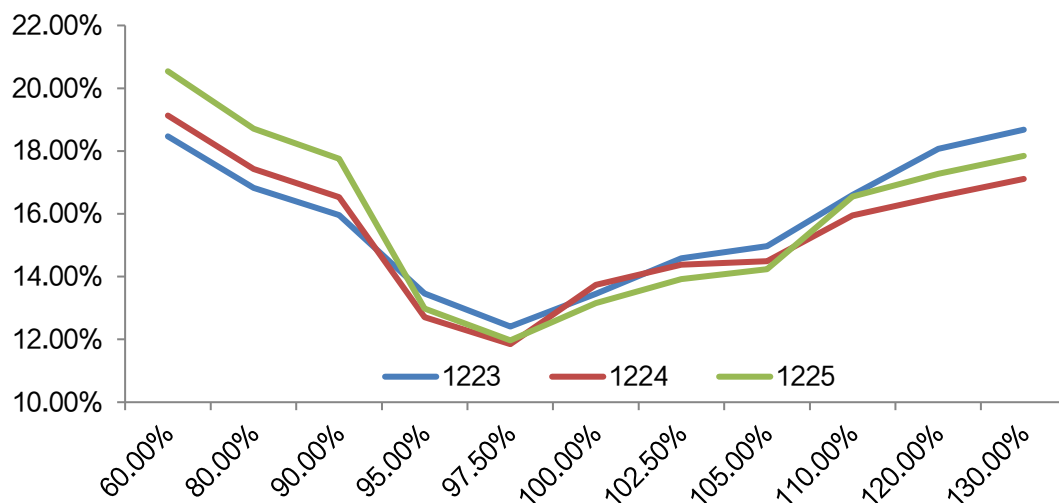
资料来源: WIND, 南华研究

图 1.19: 深交所 300ETF 期权期限结构



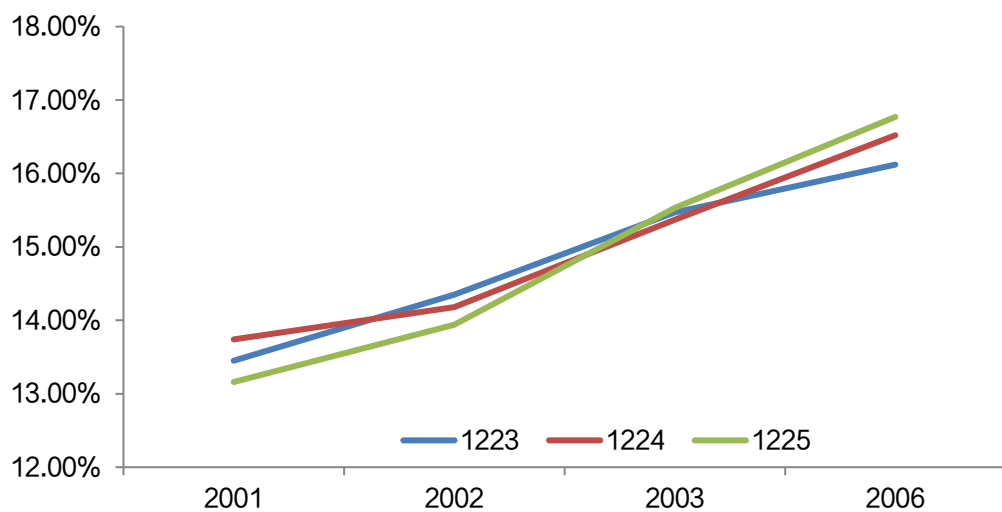
资料来源: WIND, 南华研究

图 1.20: 上交所 300ETF 期权波动率偏度



资料来源: WIND, 南华研究

图 1.21: 上交所 300ETF 期权期限结构



资料来源: WIND, 南华研究

1.4. 展望

截至 12 月 20 日, 沪深 300 股指市盈率 12.37, 历史中位数 13.5, 历史均值 16.43。沪深 300 股指市净率 1.49, 历史中位数 1.74, 历史均值 2.19。沪深 300 股指股息率 2.29, 历史中位数 2.20, 历史均值 2.10。沪深 300 股指市销率 1.33, 历史中位数 1.37, 历史均值 1.67。表明沪深 300 股指当前估值处于历史中等偏低水平。

图 1.22：沪深 300 股指历史市盈率



资料来源：WIND，南华研究

图 1.23：沪深 300 股指历史市净率



资料来源：WIND，南华研究

图 1.24: 沪深 300 股指历史股息率



资料来源: WIND, 南华研究

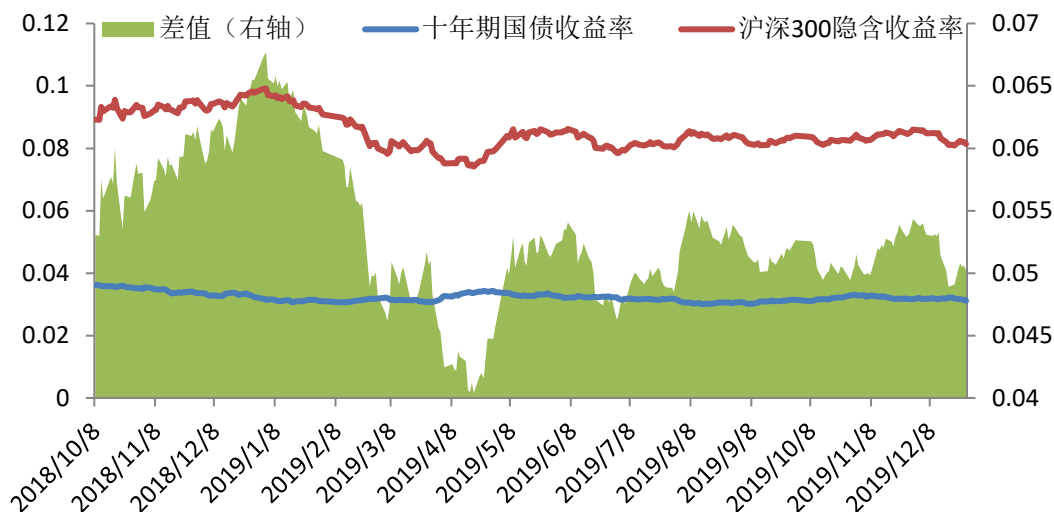
图 1.25: 沪深 300 股指历史市销率



资料来源: WIND, 南华研究

经济数据开始转好, 11 月制造业 PMI 为 50.2, 止跌回升, 并重回荣枯线上; 社融止跌回升, 社会融资规模 17546.94 亿元; 受双十一刺激, 消费回升, 社会消费品零售总额同比增加 8%; 房地产依旧有韧性, 房屋新开工面积累计同比增加 8.6%。经济数据均优于前值, 并超出预期值。随着中美贸易磋商取得实质性的进展, 权益市场的风险偏好出现了明显的修复。

图 1.26：沪深 300 隐含收益率和 10 年期国债收益率之差



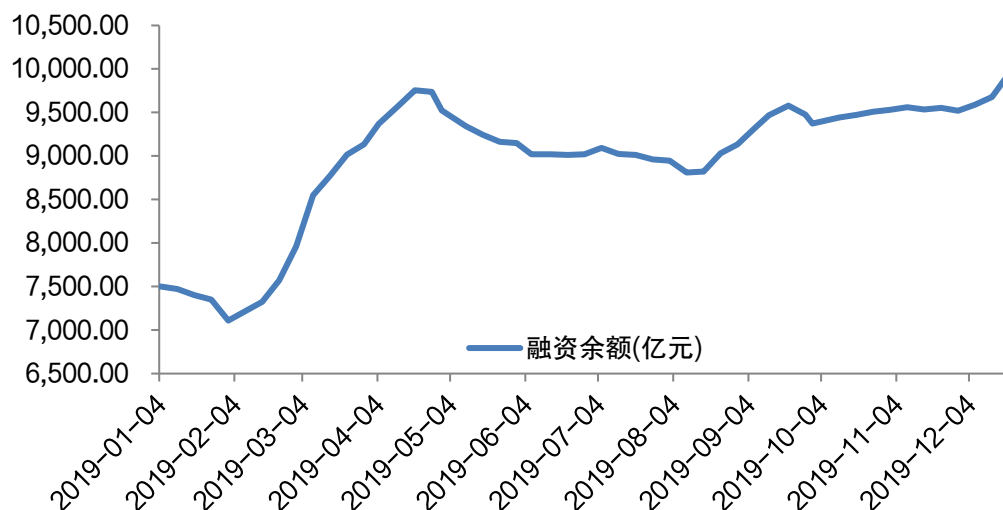
资料来源：WIND，南华研究

如上图所示，以沪深 300 隐含收益率和 10 年期国债收益率之差衡量的风险偏好近期开始回升，明显高于 19 年 4 月中旬，当时大盘指数还位于年内的高位区域。

除了外部宏观环境的缓和外，国内近期召开的中央经济工作会议也为股票市场的走强打下了坚实的基础。在 12 月 12 日闭幕的经济工作会议上，中央将明年的经济基调定位在“稳”上，不仅仅指稳增长，更强调风险可控的稳，这一定调让市场对明年经济出现显著下滑的担忧有所缓解。同时，会议还坚定了通过改革促发展的决心，一再表态不会回归大水漫灌的发展老路，这意味着虽然在短期内经济很难迅速回暖，但是改革可以让经济基础愈加坚实，这也奠定了股票市场长期向好的基础。

近期，股票市场的流动性亦出现了明显的改善。流动性积极的第一个信号来自于北上资金的流入。从 19 年 11 月 14 日至 12 月 19 日，北上资金连续 26 个交易日保持净流入态势，累计流入资金高达 991.22 亿元。今年是外资流入的大年，目前为止北向净买入资金合计达到了 3373.32 亿元，占到了陆港通开通以来北向累计净买入金额的三分之一。从最近的表现来看，北向资金有加速流入 A 股市场的态势，而这一态势大概率会延续到 2020 年。市场流动性改善的第二个信号来自于融资融券数据。截至 12 月 18 日，沪深两市的融资融券规模突破 1 万亿，其中融资规模达到了 9,929.78 亿元，让两融和融资规模同时创了年内新高。

图 1.27：沪深两市融资规模



资料来源：WIND，南华研究

在市场风险偏好和流动性改善的状况下，近期股票市场出现的修复是合情合理的。展望明年，沪深 300 股指大概率震荡上行，加上近期良好的市场氛围和流动性状况，我们认为沪深 300 指数不宜看空，同时上证 50 估值偏低，未来会进一步修复。根据基本面和波动率的情况来看，股市基本面长期向好，目前波动率处于历史低位，我们建议投资者构建 50ETF 期权或沪深 300 股指期权牛市价差策略。

第2章 商品类期权

2.1. 期权市场运行情况

2.1.1. 期权市场成交持仓情况

表 2.1：2019 年度商品期权成交持仓汇总（截至 2019/12/20，单位：万张）

	总成交量	日均成交量	总持仓量	日均持仓量	单日最高成交量	单日最低成交量	主力月期权日均成交量	主力月期权日均持仓量
豆粕	3454	14.6	82.66	57.31	54	3	10.64	39.45
玉米	1312.6	5.99	82	56.71	32.35	1.03	3.59	31.79
铁矿石	49.8	4.98	15.4	11.49	9.02	2.25	4.15	9.54
白糖	1342.4	5.7	16.37	26.6	19.2	1.1	4.1	18.1
棉花	668.2	3.1	11.59	16.0	13.5	0.4	2.3	11.4
PTA	17.7	3.5	3.8	4.3	4.4	2.3	2.3	2.5
甲醇	16.0	3.2	4.54	3.4	3.8	2.6	2.3	2.4
铜	804.5	3.4	7.78	6.8	9.4	1.4	12.8	2.9
橡胶	157.5	0.7	6.34	4.1	2.57	0.14	0.5	2.8
黄金	1.27	1.27	0.62	0.62	1.27	1.27	0.43	0.23

资料来源：WIND，南华研究

今年商品期权市场总体运行情况良好，年初上市的三个品种中，玉米期权表现相对较好，市场活跃度持续上升，而棉花和天然橡胶期权的总体活跃度不太乐观，市场认可度有待提升。年末上市的四个新品种中，铁矿石期权成交持仓表现较好，其他品种由于上市时间太短，总体还需进一步观察（上表黄金数据为 12 月 20 日当日数据，因只上市一天）。

表 2.2: 商品期权成交持仓比值汇总

	总成交 CPR 均值	总持仓 CPR 均值	主力月成 交 CPR 均值	主力月持 仓 CPR 均值	期权/期货 成交比	期权/期货 持仓比
豆粕	1.48	1.36	1.56	1.41	6.5%	17.92%
玉米	1.83	1.75	1.92	1.97	5.92%	46.52%
铁矿石	1.23	1.39	1.37	1.82	2.08%	9.44%
白糖	1.44	1.49	1.46	1.46	2.4%	24.96%
棉花	1.58	1.67	1.63	1.72	4.9%	15.8%
PTA	1.76	1.52	1.83	1.56	2.78%	2.89%
甲醇	1.33	1.31	1.40	1.69	1.35%	2.28%
铜	1.28	1.19	1.51	1.17	12.54%	12.81%
橡胶	2.32	2.34	2.56	2.43	1.72%	12.35%
黄金	2.19	2.27	1.99	2.20	6.7%	1.17%

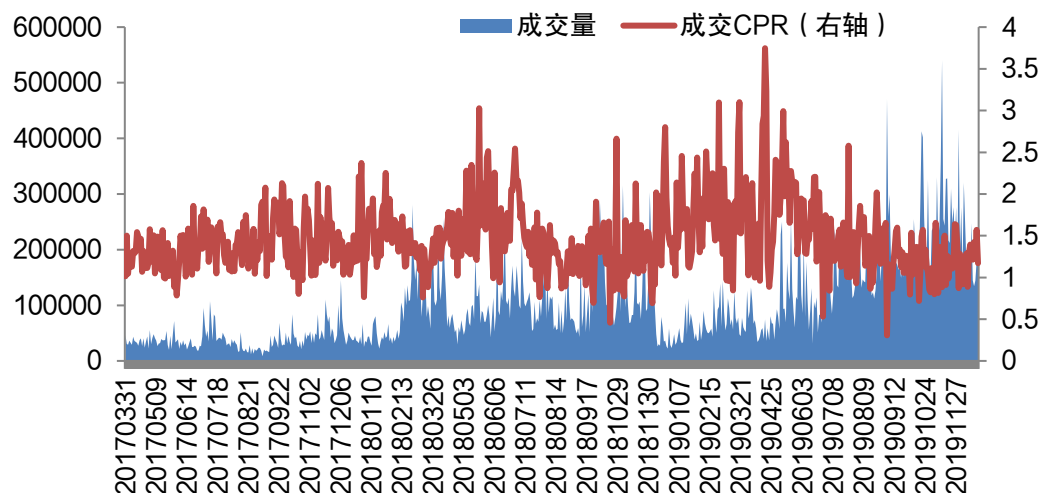
资料来源: WIND, 南华研究

今年各品种成交持仓 CPR 均值维持在 1 以上, 可见市场的看涨情绪更为强烈。期权与期货的成交持仓比表明, 多数品种的期权投资者参与度还比较低, 一方面是期权普及教育的工作还需加强; 另一方面, 对于个别期权参与度较低品种需要从合约自身设计寻找原因。

2.1.2. 大商所期权市场运行情况

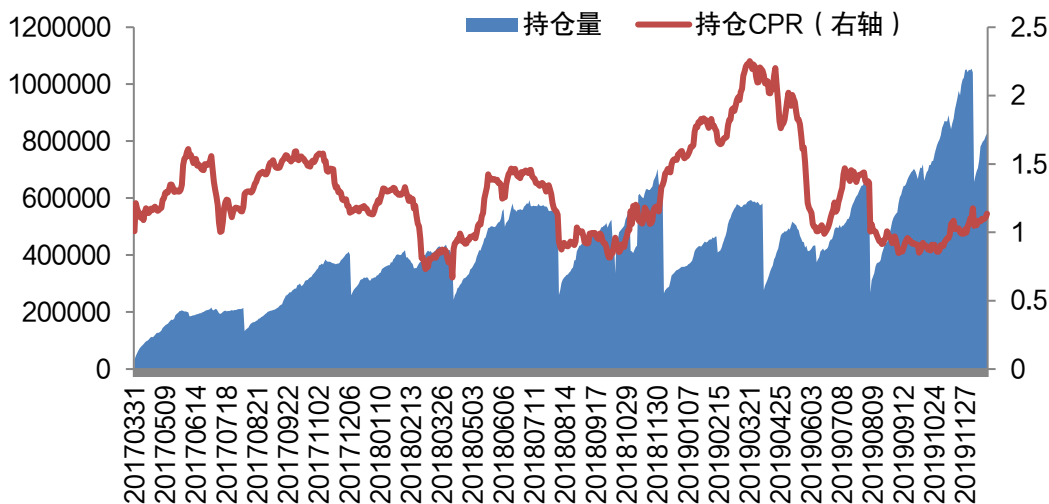
豆粕期权市场较为活跃，成交、持仓均高于去年。标的豆粕期货走势分为三个阶段，第一个阶段是一月到四月，受生猪存栏下降，需求不足，导致豆粕价格震荡下行；第二个阶段是五月到十月，受美国大豆主产区天气影响，大豆供应收缩，豆粕震荡上行；第三个阶段是十月到十二月，国际贸易环境好转，中国加大进口美国大豆，国内豆粕供需紧张局面缓解，豆粕弱势下行。

图 2.1：豆粕期权成交量与 CPR



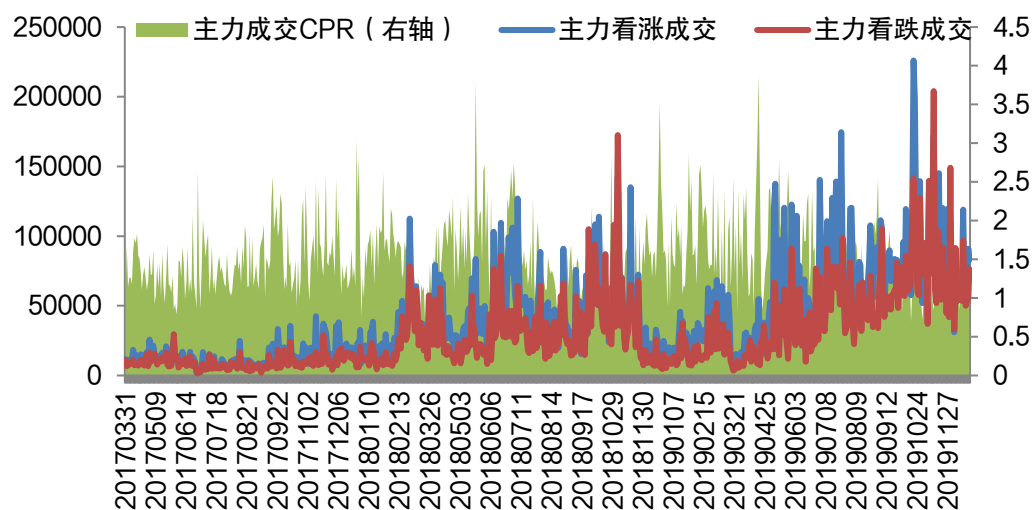
资料来源：WIND，南华研究

图 2.2：豆粕期权持仓量与 CPR



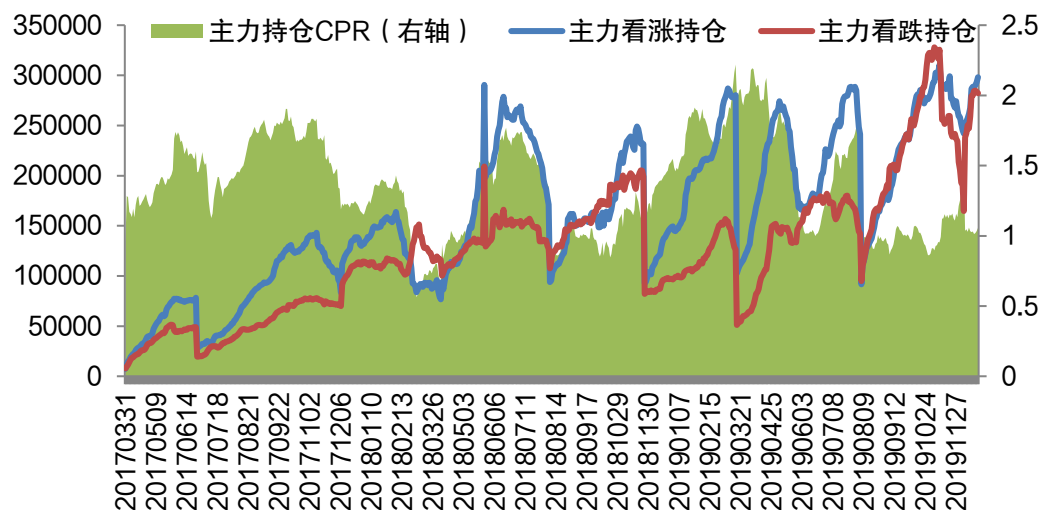
资料来源：WIND，南华研究

图 2.3: 豆粕看涨、看跌期权主力合约交易量与 CPR



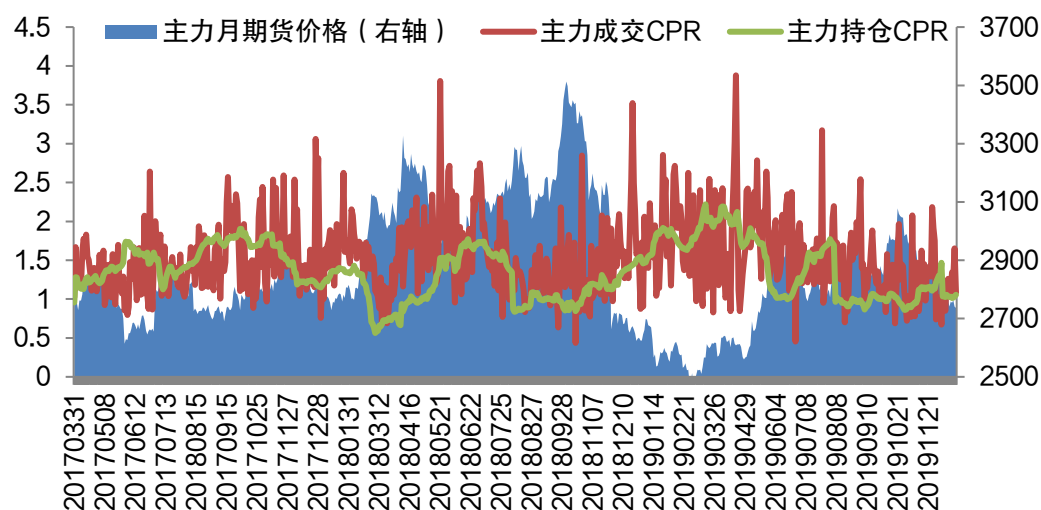
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.4: 豆粕看涨、看跌期权主力合约持仓量与 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

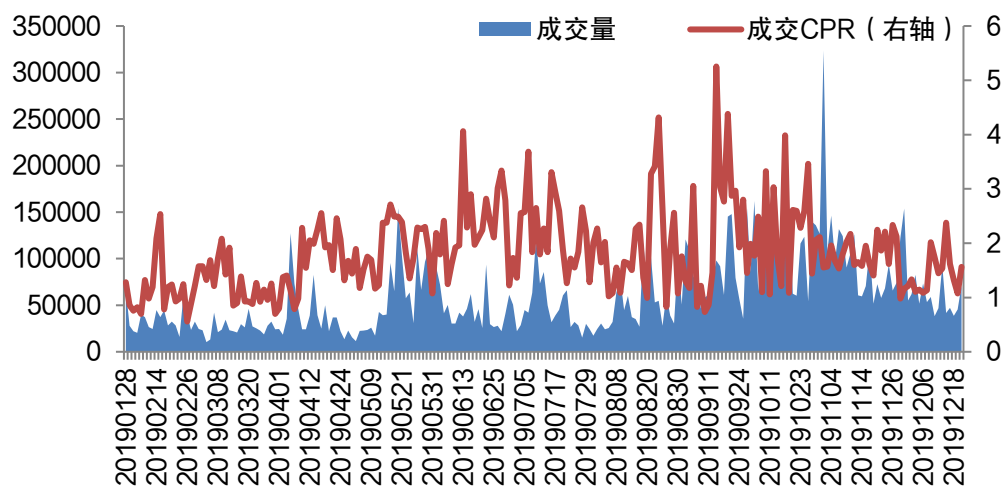
图 2.5: 豆粕主力期货价格与 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

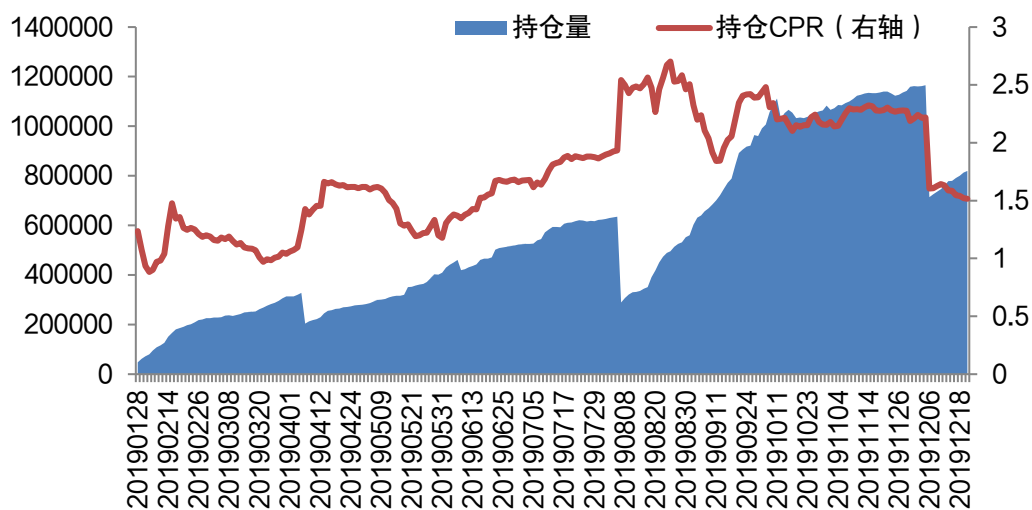
与其他商品期权相比, 玉米期权交易较为活跃, 2019 年玉米行情分为三个阶段, 第一阶段是一月到五月, 受玉米种植面积下降影响, 玉米震荡上行; 第二阶段是六月到十月, 受国家抛储影响, 玉米供需宽松, 玉米震荡下行; 第三阶段是十月到十二月, 市场较为平淡, 玉米区间震荡。

图 2.6: 玉米期权成交量与 CPR



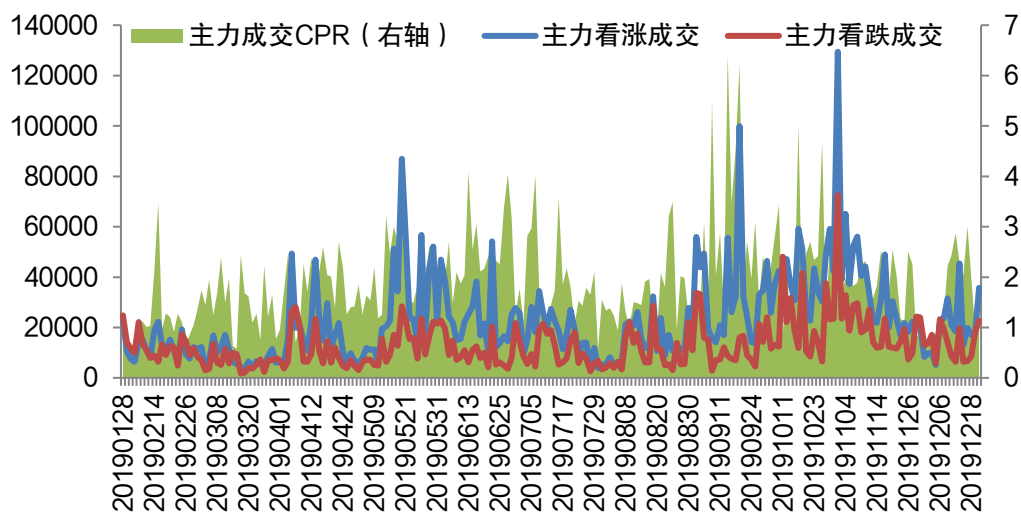
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.7：玉米期权持仓量与 CPR



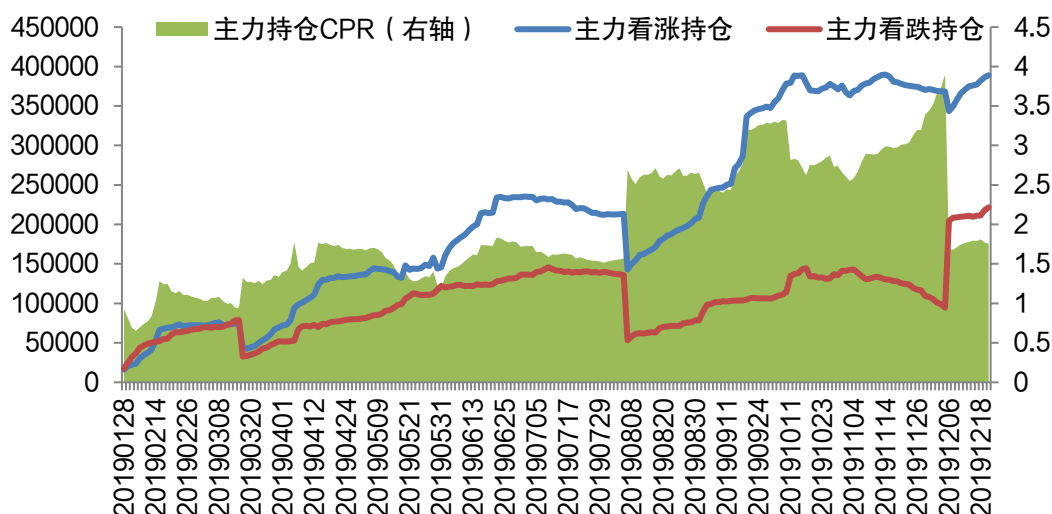
资料来源：WIND，南华研究

图 2.8：玉米看涨、看跌期权主力合约交易量与 CPR



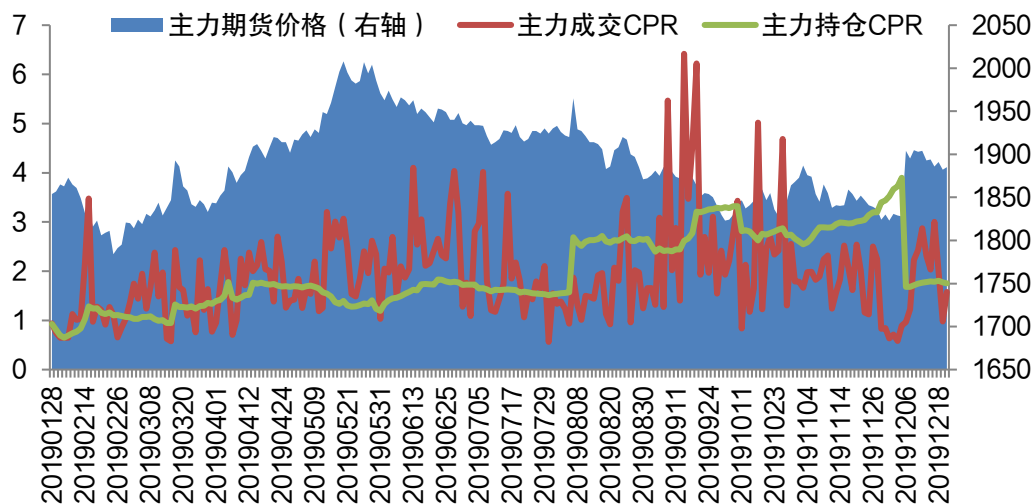
资料来源：WIND，南华研究

图 2.9：玉米看涨、看跌期权主力合约持仓量与 CPR



资料来源：WIND，南华研究

图 2.10：玉米主力期货价格与 CPR

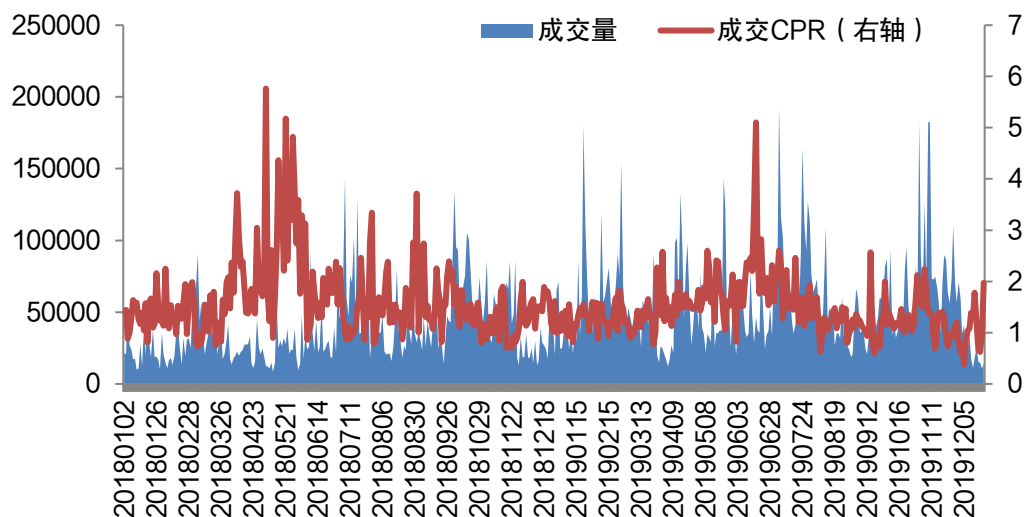


资料来源：WIND，南华研究

2.1.3. 郑商所期权市场运行情况

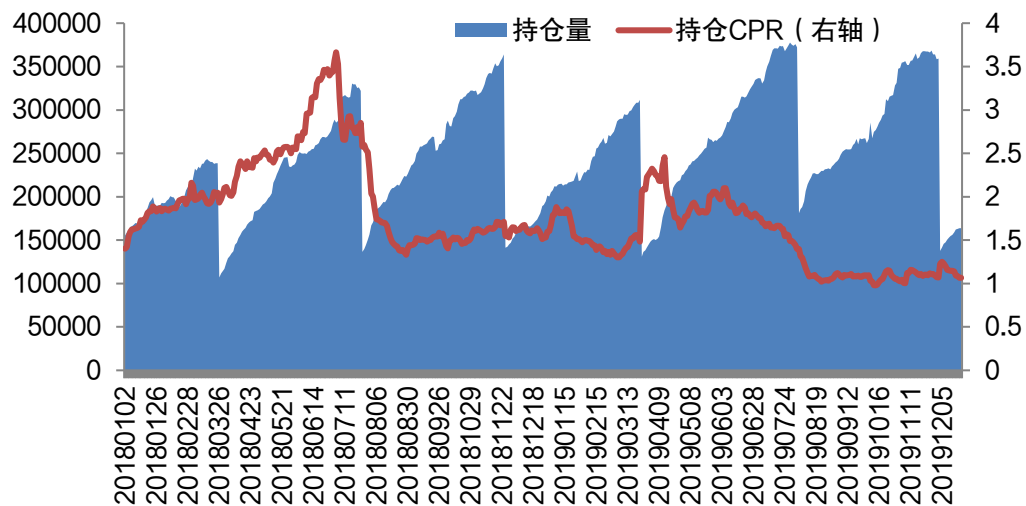
白糖期权今年整体运行情况非常不错，成交量同比增长 46.13%，主力换月前后的最大与最小持仓量也均高于去年同期。期权市场愈发成熟，CPR 波动趋于稳定，可见投资者专业度越来越强。同时数据显示白糖期权与期货的最大成交持仓比已经接近 ICE 糖期货等主流商品期权（20%-30%），作为国内最早上市的一批商品期权，起到了非常好的表率作用。

图 2.11: 白糖期权成交量与 CPR



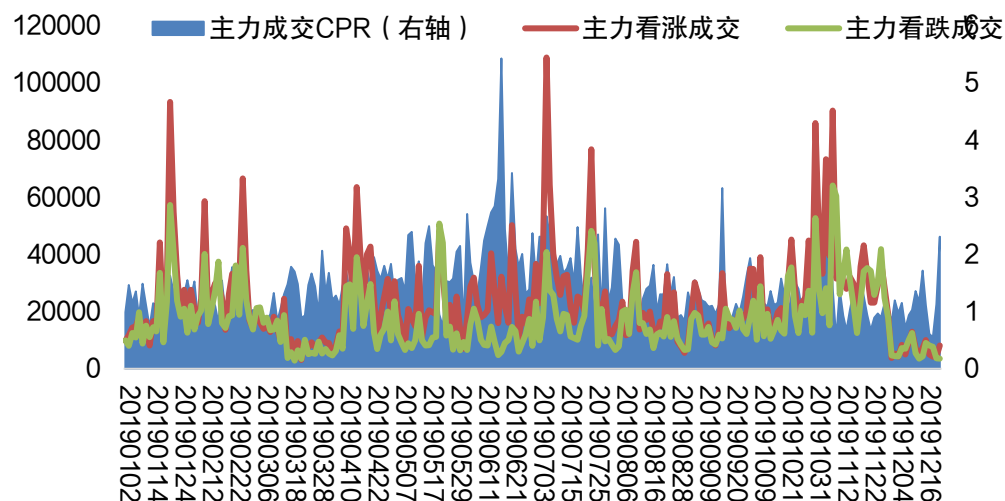
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.12: 白糖期权持仓量与 CPR



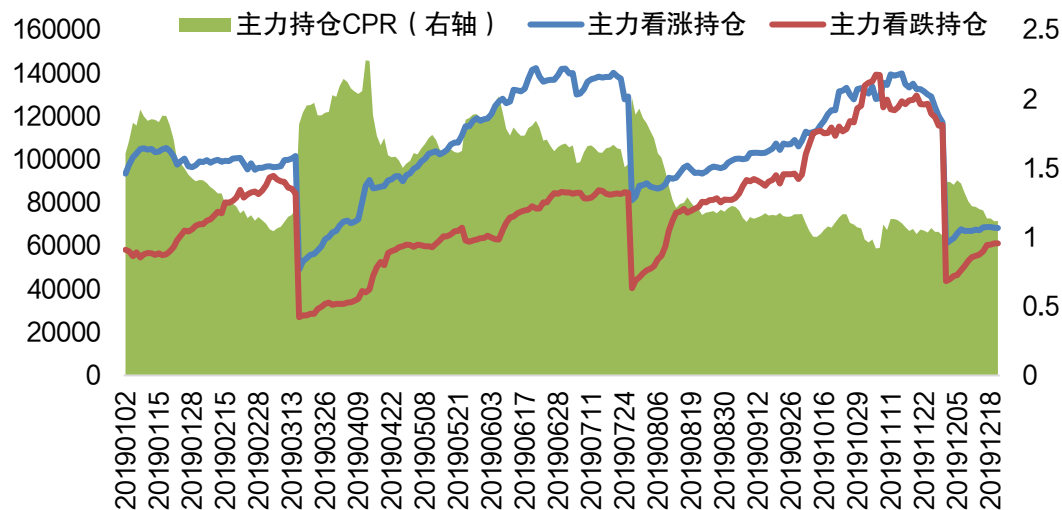
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.13: 白糖看涨、看跌期权主力合约交易量与 CPR



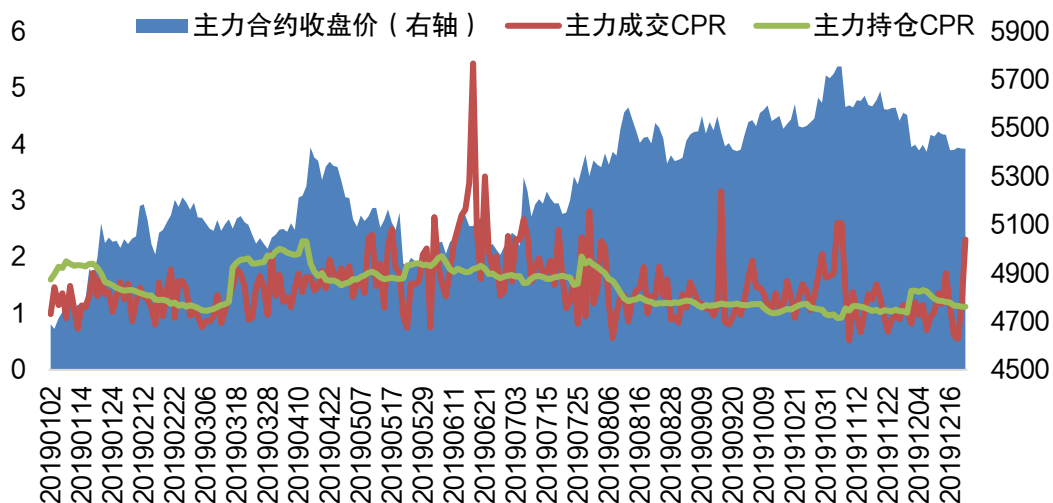
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.14: 白糖看涨、看跌期权主力合约持仓量与 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

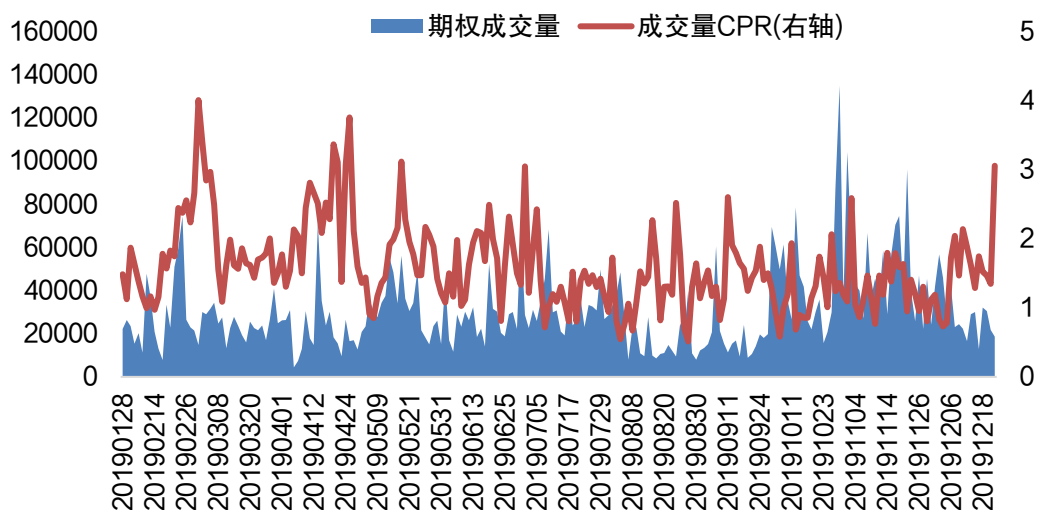
图 2.15: 白糖主力期货价格与 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

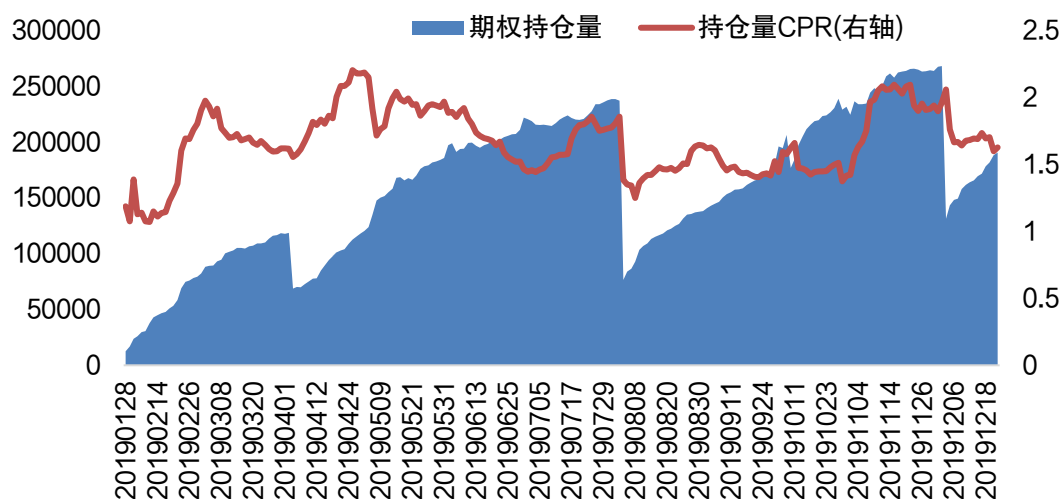
棉花期权的四季度成交量在三季度的疲软期过后逐渐上升, 持仓量全年稳步上升。标的方面, 受全年贸易战的反复以及在宏观经济下行的背景下, 疲软的消费量难以覆盖充裕的棉花产量与储备棉供给, 棉布与棉纱库存自二季度来一直位于近四年最高点, 导致价格全年弱势下行。受此影响, 期权端全年看涨期权成交量一直较强, 成交持仓 CPR 均高于其他多数品种。成交 CPR 的波动显示, 在经历了上市初期投机者的炒作之后, 市场在下半年逐渐回归理性, 同时市场的活跃度仍然有待提高。

图 2.16: 棉花期权成交量与 CPR



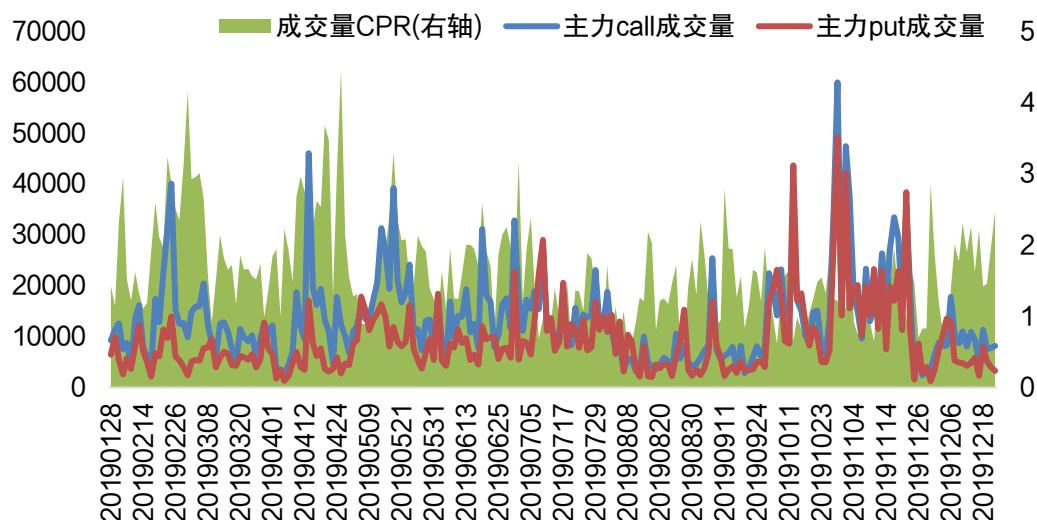
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.17: 棉花期权持仓量与 CPR



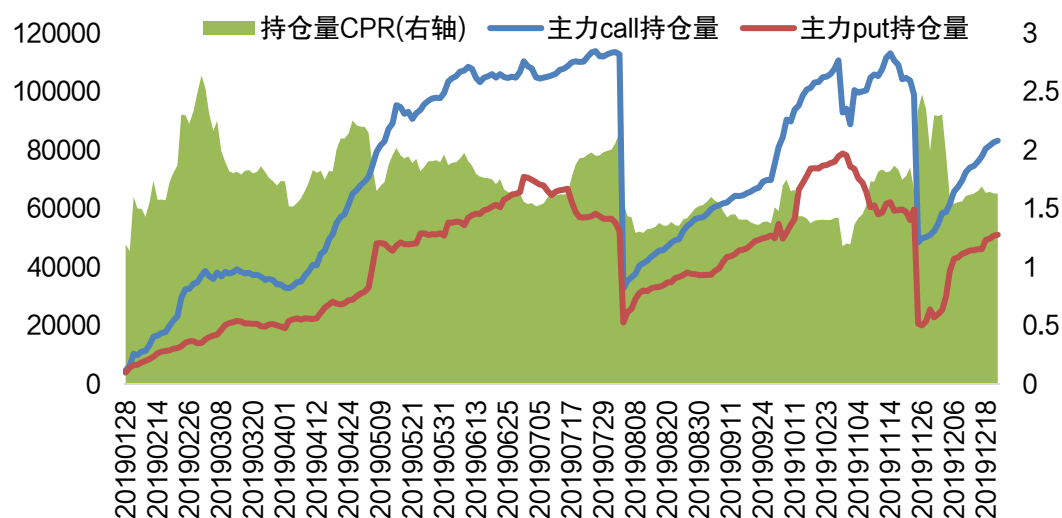
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.18: 棉花看涨、看跌期权主力合约成交量与 CPR



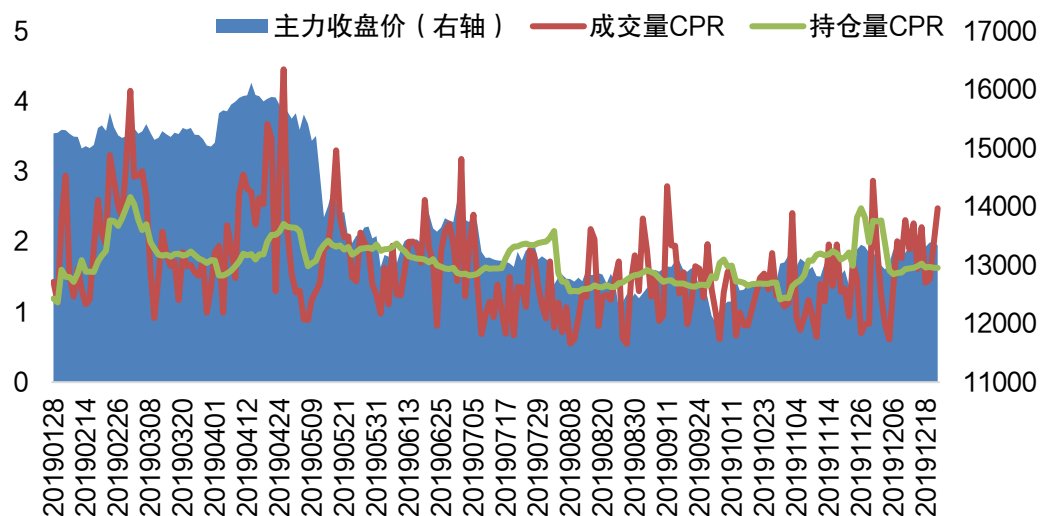
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.19: 棉花看涨、看跌期权主力合约持仓量与 CPR



资料来源：WIND，南华研究

图 2.20: 棉花主力期货价格与 CPR

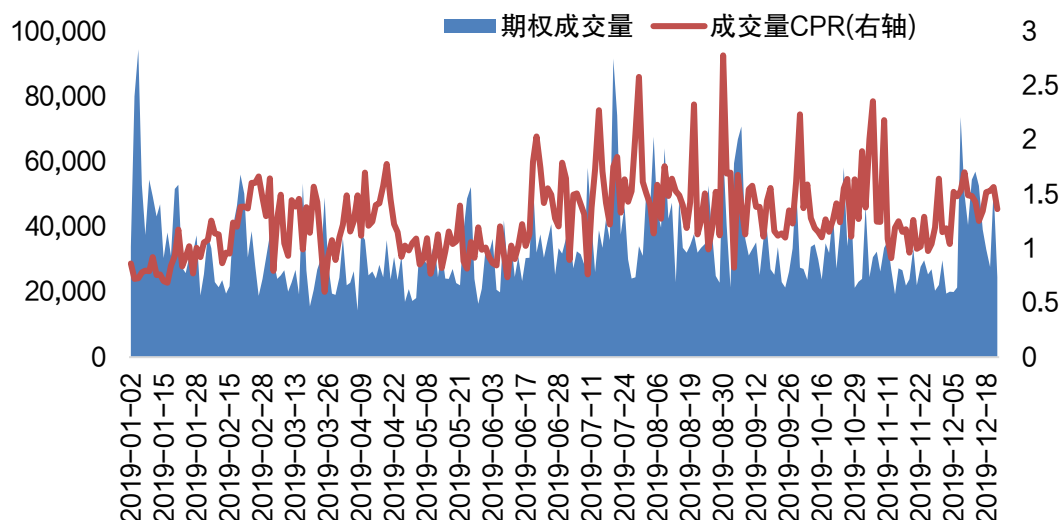


资料来源：WIND，南华研究

2.1.4. 上期所期权市场运行情况

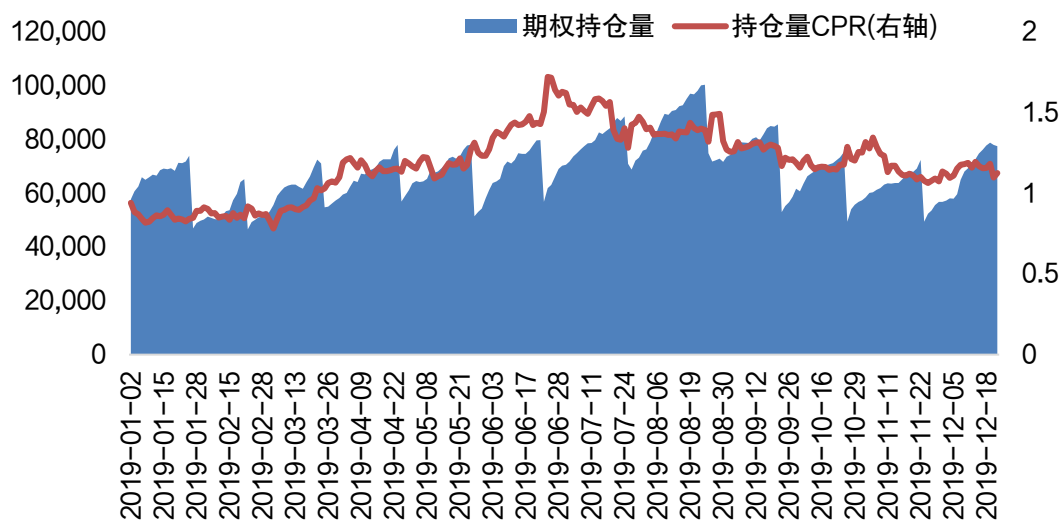
铜期权因其主力合约的连续性和欧式期权的特点，自上市以来成交持仓一直保持稳定，最大持仓量出现于 8 月份。同时，铜期权的特点使得其拥有更多适用的期权组合策略，如持续性的 short-gamma 或是日历价差组合。今年铜价在一季度的上涨后，受贸易战及宏观经济影响，整体低迷，长期处于震荡之中，直到 12 月宏观数据改善远期消费预期，价格快速上升。未来随着波动率的回升和方向性判断的增多，期权市场的活跃度将更加乐观。

图 2.21: 铜期权成交量与 CPR



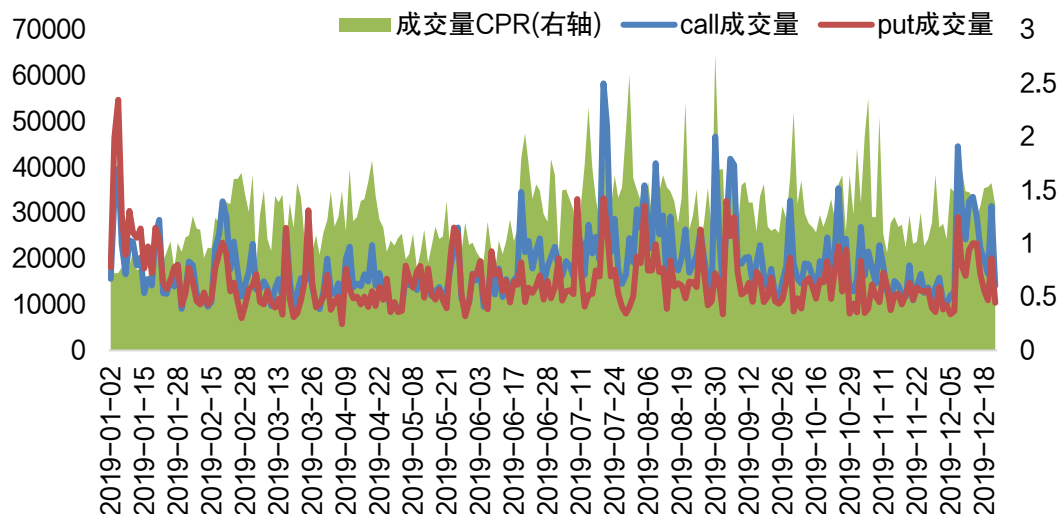
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.22: 铜期权持仓量与 CPR



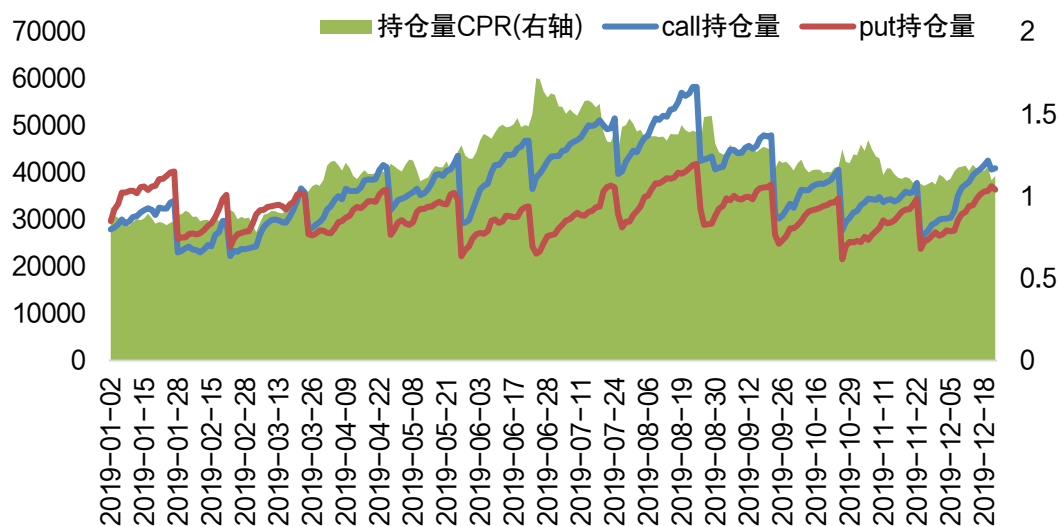
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.23：铜看涨、看跌期权主力合约交易量与 CPR



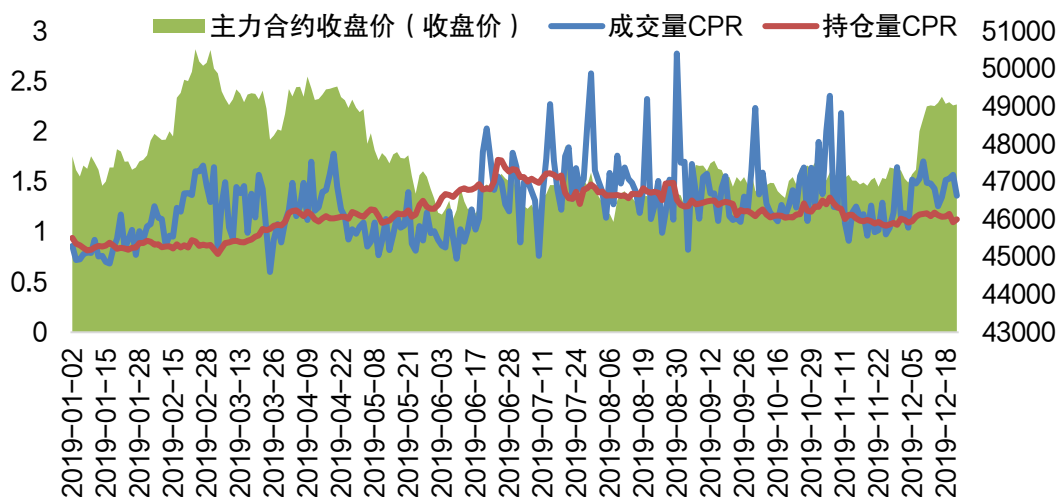
资料来源：WIND，南华研究

图 2.24：铜看涨、看跌期权主力合约持仓量与 CPR



资料来源：WIND，南华研究

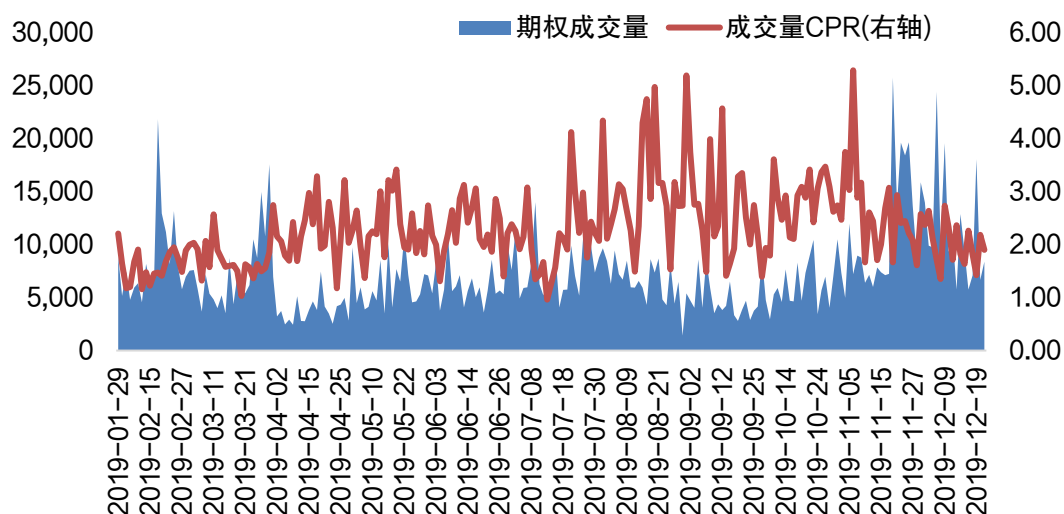
图 2.25：铜主力期货价格与 CPR



资料来源：WIND，南华研究

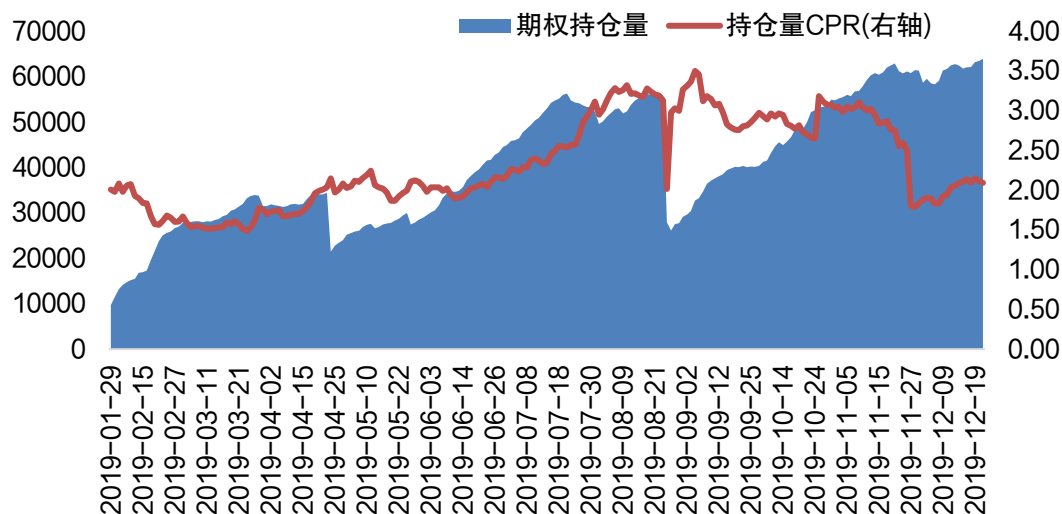
天然橡胶期权作为今年初上市的新品种，其相对低迷的成交量一直令市场颇为困扰，但总体情况在四季度有所好转。持仓量方面，主力换月前后持仓量环比稳定增加，但其避险功能还未受到投资者足够的信任。CPR 一直在 2 以上，为所有品种最高。究其原因天然橡胶近年价格波动的大幅缩小和价格的低位震荡，使得赌博性质的投机者占据主导。许多投资者一直在等待价格大幅上涨的那天到来，这一等就是一年。虚值 call 的成交量久居不下，而 put 每日成交量一度跌到不足 400 张，同时交易所缺乏保证金优惠制度，天胶期货本身合约价值也很高，使得不少投资者望而却步。增加对企业投资者的期权知识培训或许是期权市场接受度提高的首要任务。

图 2.26：天然橡胶期权成交量与 CPR



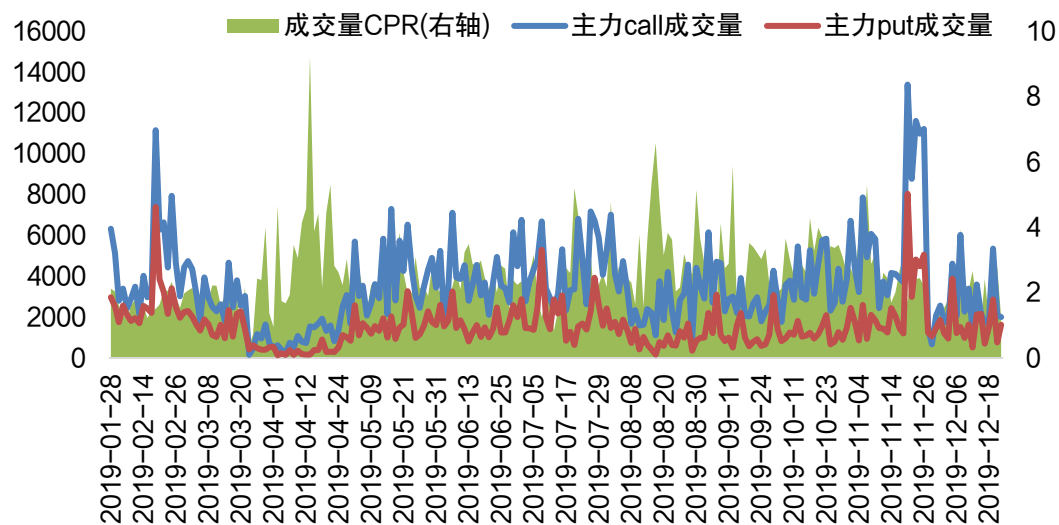
资料来源：WIND，南华研究

图 2.27：天然橡胶期权持仓量与 CPR



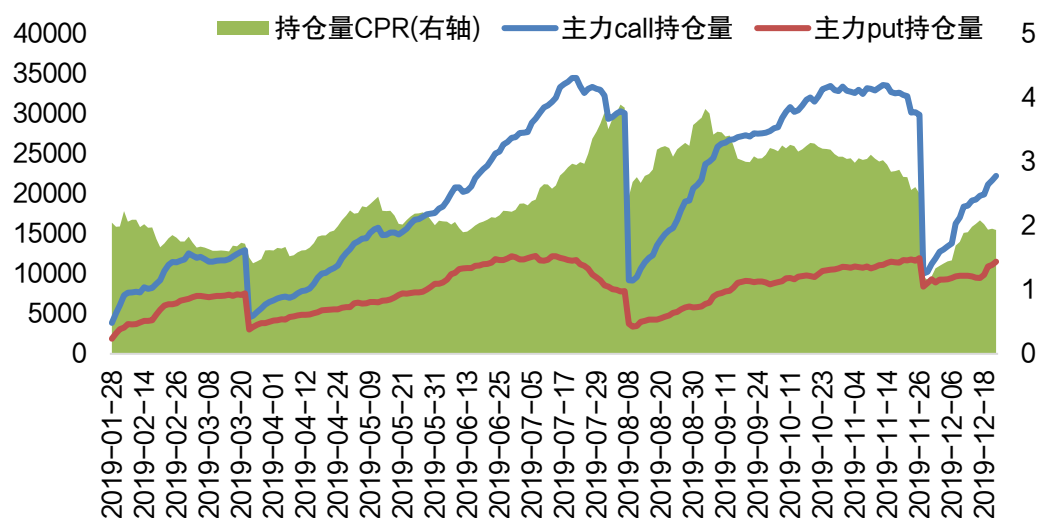
资料来源：WIND，南华研究

图 2.28：天然橡胶看涨、看跌期权主力合约成交量与 CPR



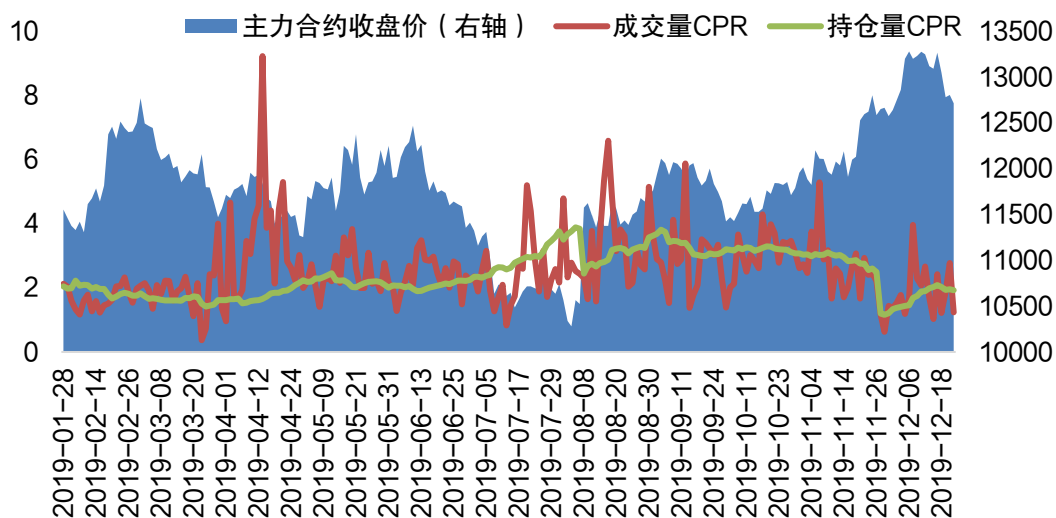
资料来源：WIND，南华研究

图 2.29：天然橡胶看涨、看跌期权主力合约持仓量与 CPR



资料来源：WIND，南华研究

图 2.30：天然橡胶主力期货价格与 CPR



资料来源：WIND，南华研究

2.2. 波动率情况

2.2.1. 新品种概览

表 2.3: 新品种主力月波动率情况 (2019/12/20)

品种	隐含波动率	20 日历史波动率	历史中值
铁矿石	22.86%	27.08%	34.11%
PTA	15.26%	11.73%	17.18%
甲醇	19.41%	19.29%	21.47%
黄金	13.55%	10.79%	14.03%

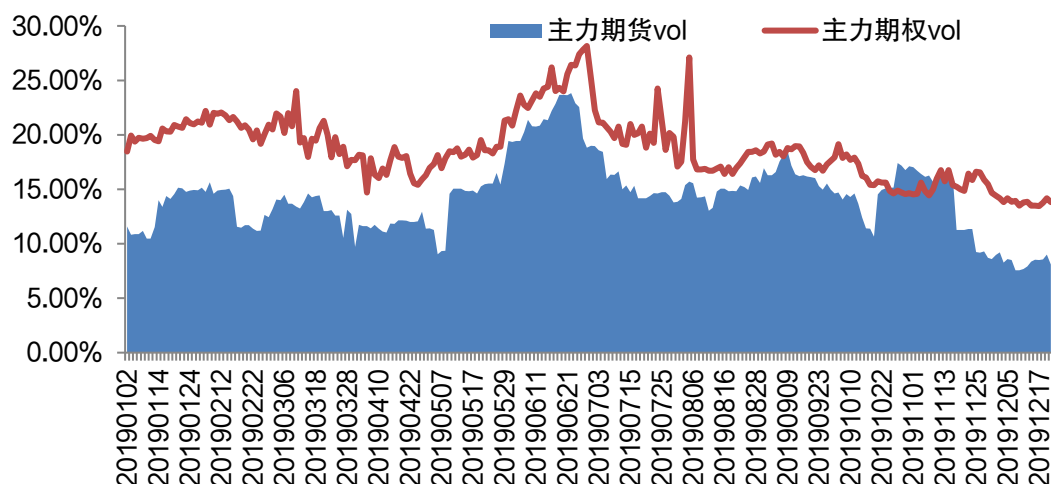
资料来源: WIND, 南华研究

PTA 与甲醇作为化工板块的新品种, 今年波动率呈下降趋势。当前波动率均处于历史中低位, 其中 PTA 隐含波动率溢价较高, 适合作为期权的卖方。甲醇当前隐含波动率较为合理, 短期内建议观望。黄金期权刚刚上市, 其波动率与伦敦现货黄金期权较为接近, 参考国外黄金期权, 短期内可以通过波动率区间进行交易 (12%-16%), 当前其隐含波动率在看涨方的带动下有一定上涨可能。

2.2.2. 豆粕

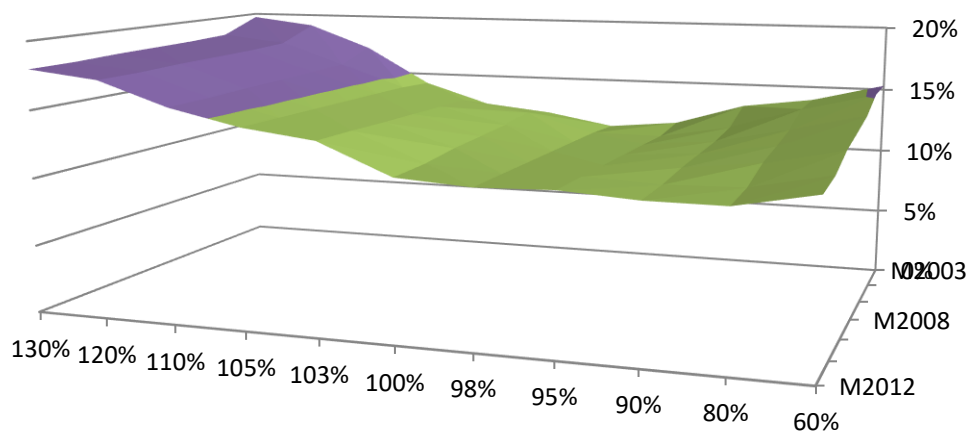
今年豆粕期权隐含波动率略高于豆粕期货 20 日历史波动率, 主要原因是国际贸易环境和大豆主产区天气的不确定性较大。目前期权隐含波动率与历史波动率相差较大, 隐含波动率高于历史波动率 5%, 说明期权估值偏高, 投资者对后市行情较为期待。豆粕期权波动率偏度呈现微笑状态, 虚值期权的隐含波动率明显高于平值期权的隐含波动率。从波动率期限结构可以观察到, 12 月 20 日, M2007 期权合约的隐含波动率最大, 为 15.18%, M2011 期权隐含波动率最小, 为 11.93%, M2009 期权合约当月平均隐含波动率最大, 为 14.11%。

图 2.31: 豆粕期权主力合约隐含波动率与历史波动率



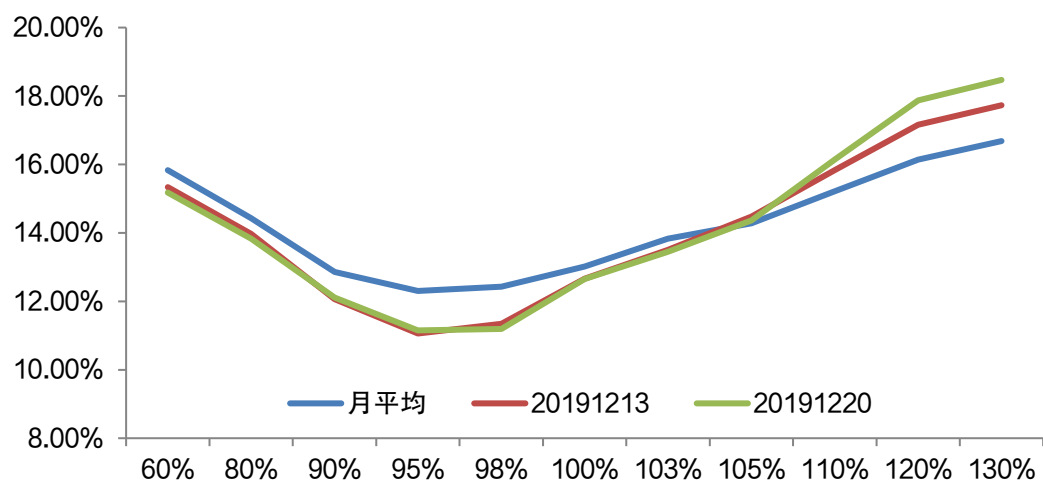
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.32：豆粕期权波动率曲面



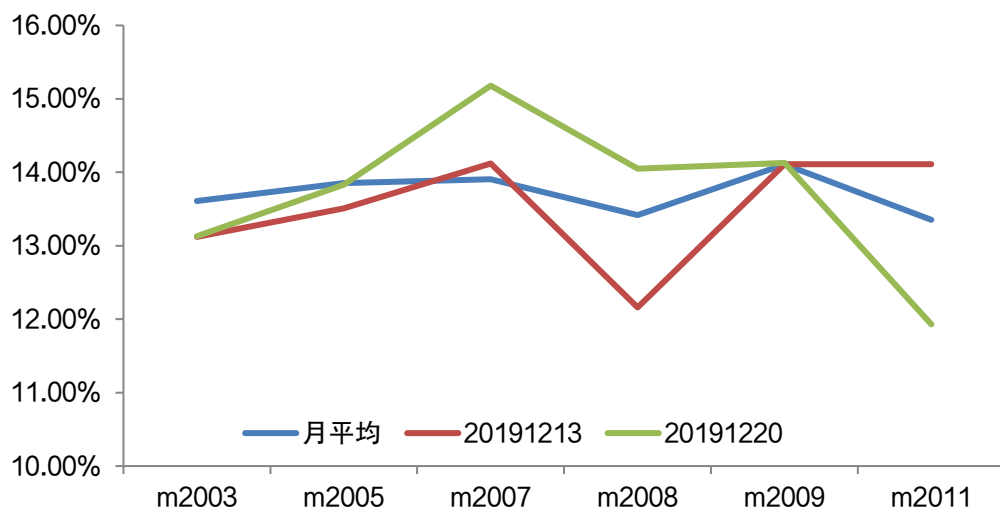
资料来源：WIND，南华研究

图 2.33：豆粕期权隐含波动率偏度



资料来源：WIND，南华研究

图 2.34: 豆粕期权波动率期限结构

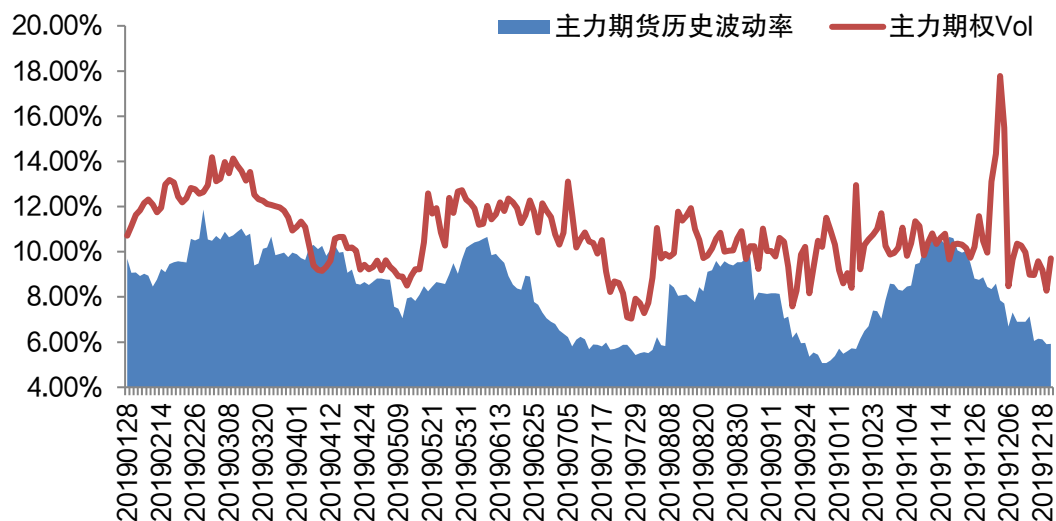


资料来源: 大商所, 南华研究

2.2.3. 玉米

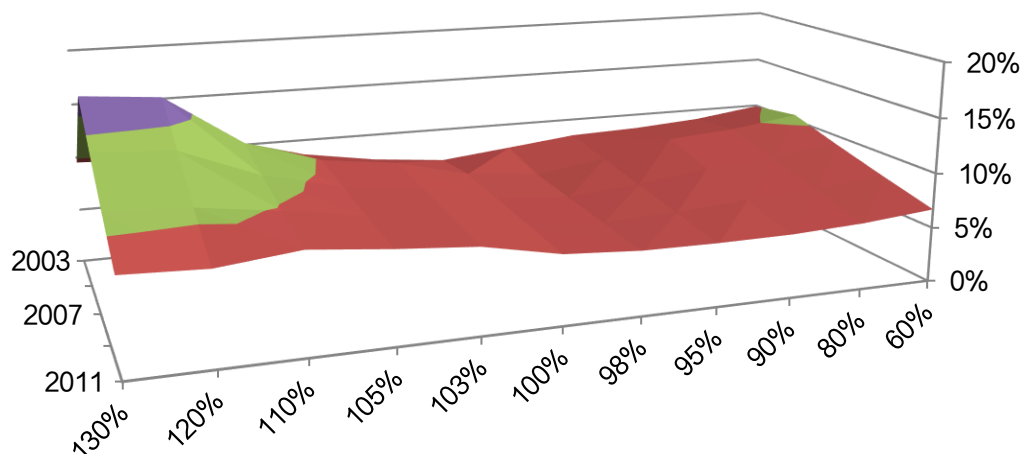
玉米主力期权隐含波动率略高于玉米主力期货 20 日历史波动率。总体来看玉米波动率较小, 且变化幅度不大, 这与其农产品属性有关。玉米期权波动率偏度呈现微笑状态, 虚值期权的隐含波动率明显高于平值期权的隐含波动率。从波动率期限结构可以观察到, 12 月 20 日, C2005 期权合约的隐含波动率最大, 为 9.7%, C2009 期权隐含波动率最小, 为 7.57%, C2005 期权合约当月平均隐含波动率最大, 为 9.42%。

图 2.35: 玉米期权主力合约隐含波动率与历史波动率



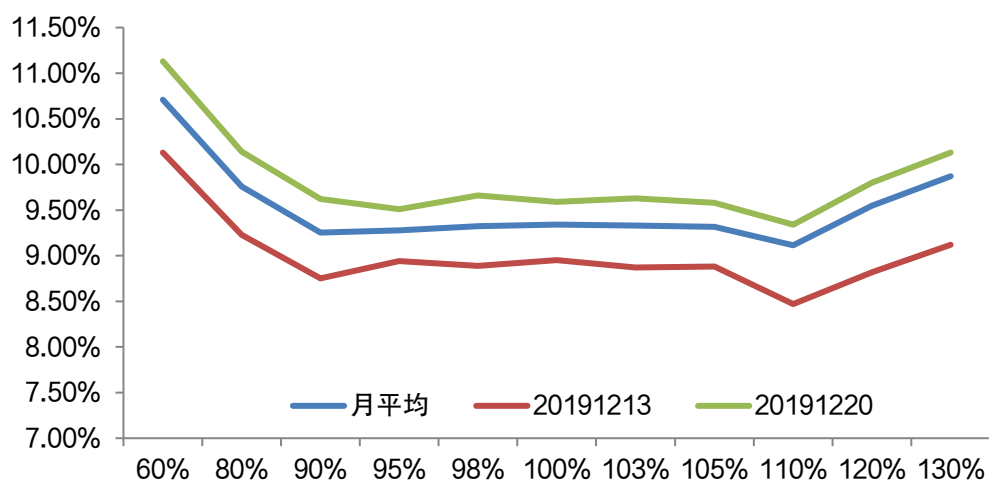
资料来源: WIND, 南华研究

图 2.36：玉米期权波动率曲面



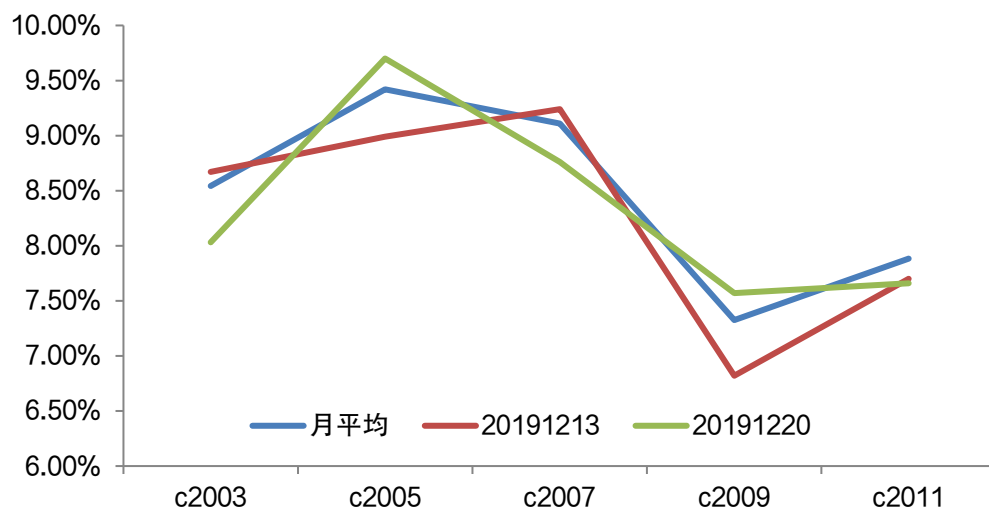
资料来源：WIND，南华研究

图 2.37：玉米期权隐含波动率偏度



资料来源：WIND，南华研究

图 2.38: 玉米期权波动率期限结构

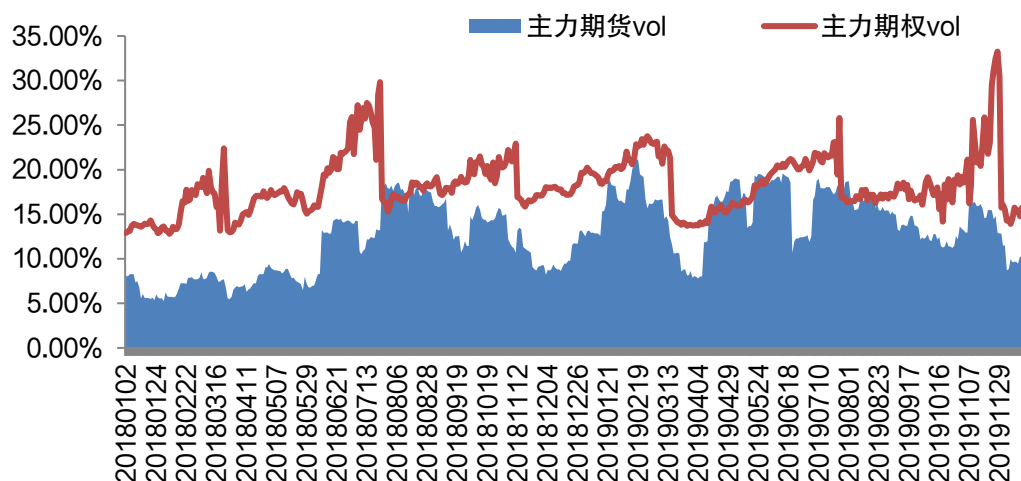


资料来源：郑商所，南华研究

2.2.4. 白糖

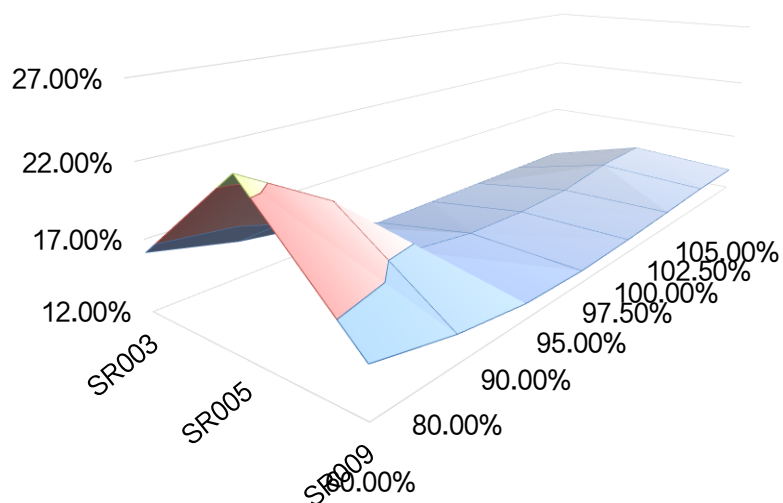
白糖当前主力期权隐含波动率高于主力期货 20 日历史波动率。四季度白糖的隐含波动率出现了急涨急落，最高值一度超过 30%，进入 12 月以后一直呈下落趋势，当前隐含波动率已经处于年内最低区间。与三季度相比，跨月隐含波动率“近低远高”的期限结构已然改变，当前主力 5 月合约的隐含波动率最高，而 9 月合约的波动率恢复正常。3 月合约波动率相对较低，同样存在一定的做多机会，但是合约时间价值所剩不多，建议在 10% 一下的位置考虑短期波动率的反弹。波动率偏度方面，主力月看跌期权虚值端价格较高，在合适时机可以卖出虚高的看跌期权，或是构建 5-9 合约的日历价差。

图 2.39: 白糖期权主力合约隐含波动率与历史波动率



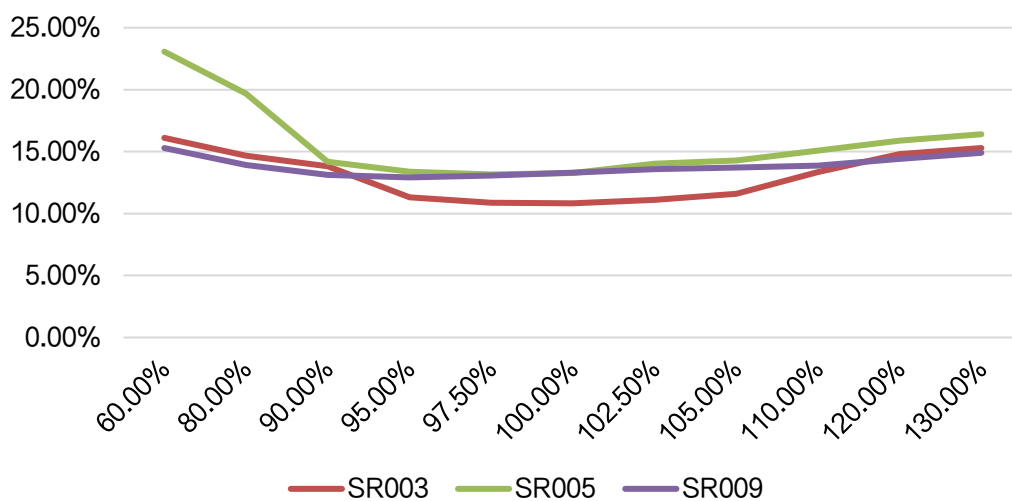
资料来源：WIND，南华研究

图 2.40：白糖期权波动率曲面



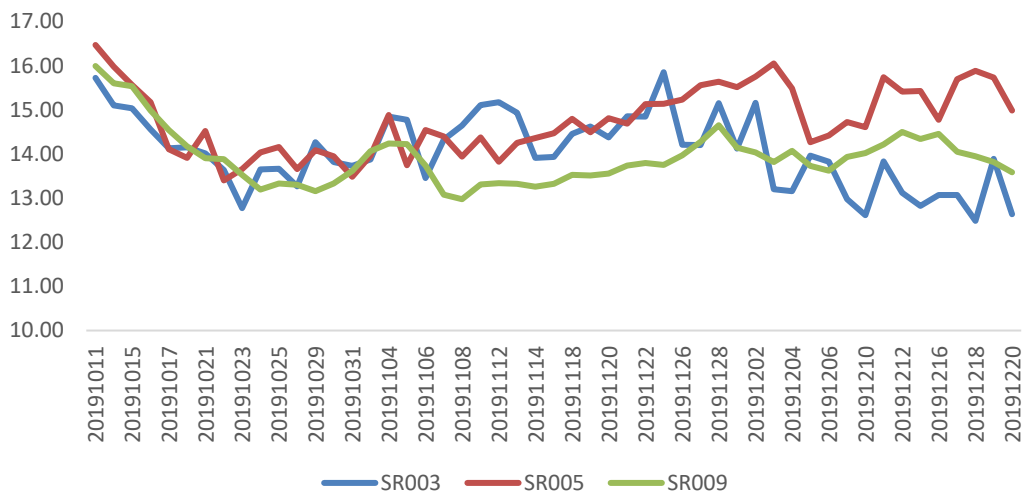
资料来源：WIND，南华研究

图 2.41：白糖期权隐含波动率偏度



资料来源：WIND，南华研究

图 2.42：白糖期权波动率期限结构

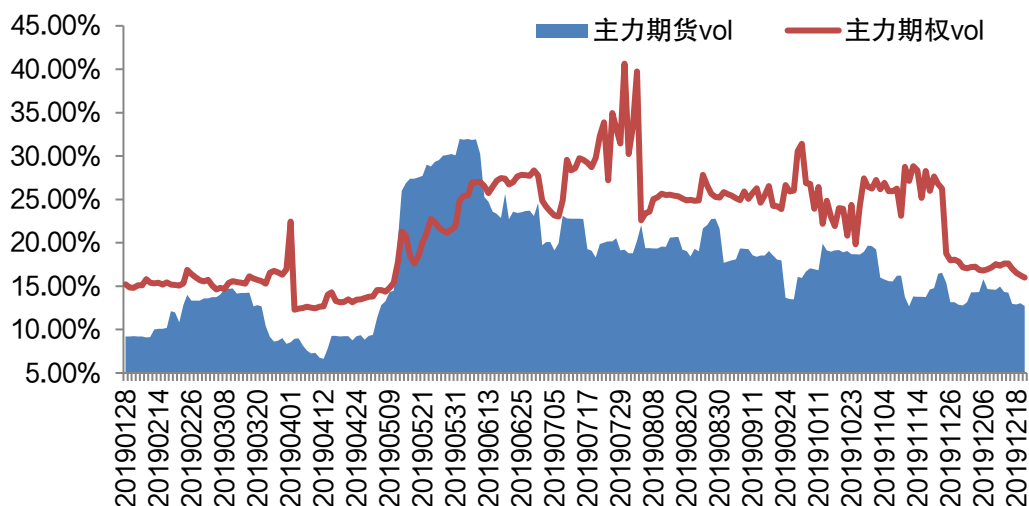


资料来源：郑商所，南华研究

2.2.5. 棉花

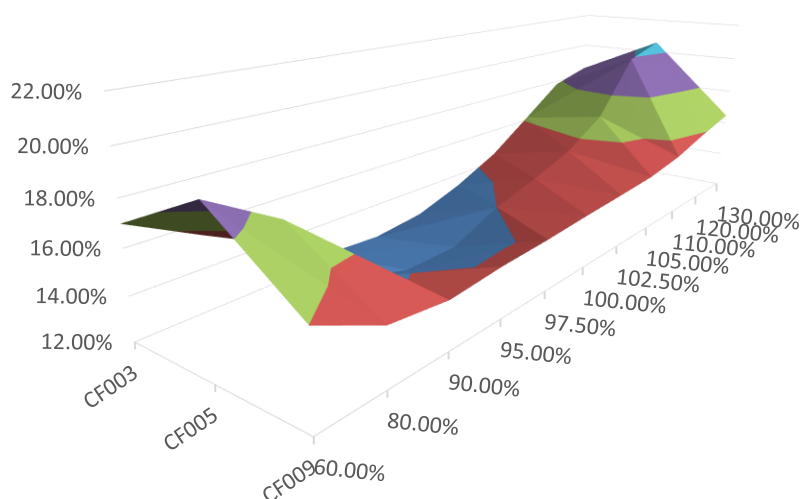
三季度期权市场报价的隐含波动率变化在高位持稳，而进入 12 月以后隐含波动率大幅衰减。当前期权主力换月至 CF005 系列，期权的隐含波动率溢价水平逐渐向期货标的市场价格波动率回归，给了波动率交易者一定的操作空间，下半年来波动率持续的下降已将市场预期压得很低，微笑曲线得右偏形态也反映出市场强烈的看涨投机情绪，期限结构上，5-9 合约波动率差的缩小值得关注，对于波动率的买方，距离 5 月合约到期仍有足够多的时间。

图 2.43：棉花期权主力合约隐含波动率与历史波动率



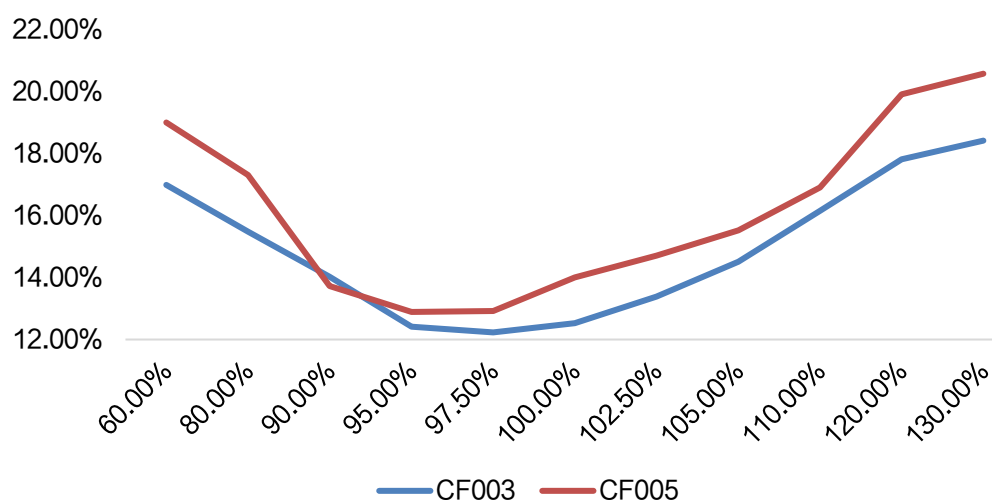
资料来源：WIND，南华研究

图 2.44：棉花期权波动率曲面



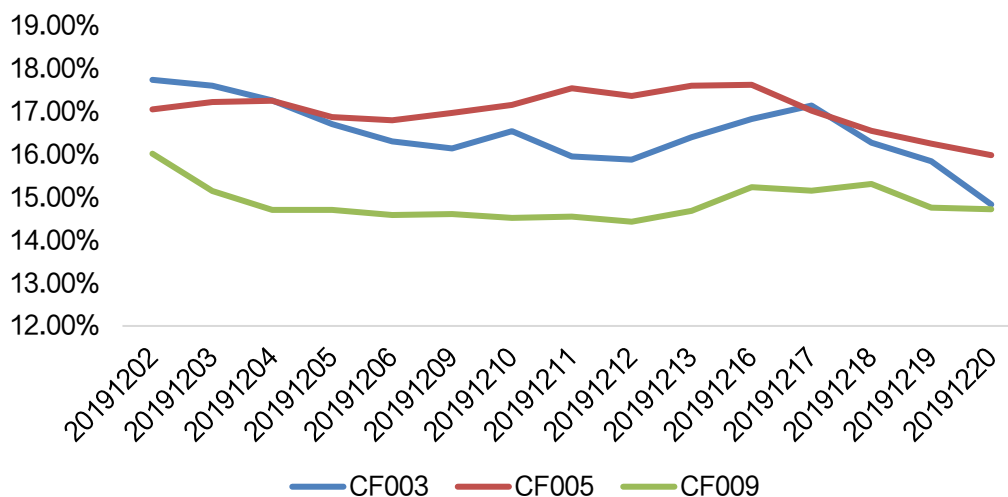
资料来源：WIND，南华研究

图 2.45：棉花期权隐含波动率偏度



资料来源：WIND，南华研究

图 2.46: 棉花期权波动率期限结构

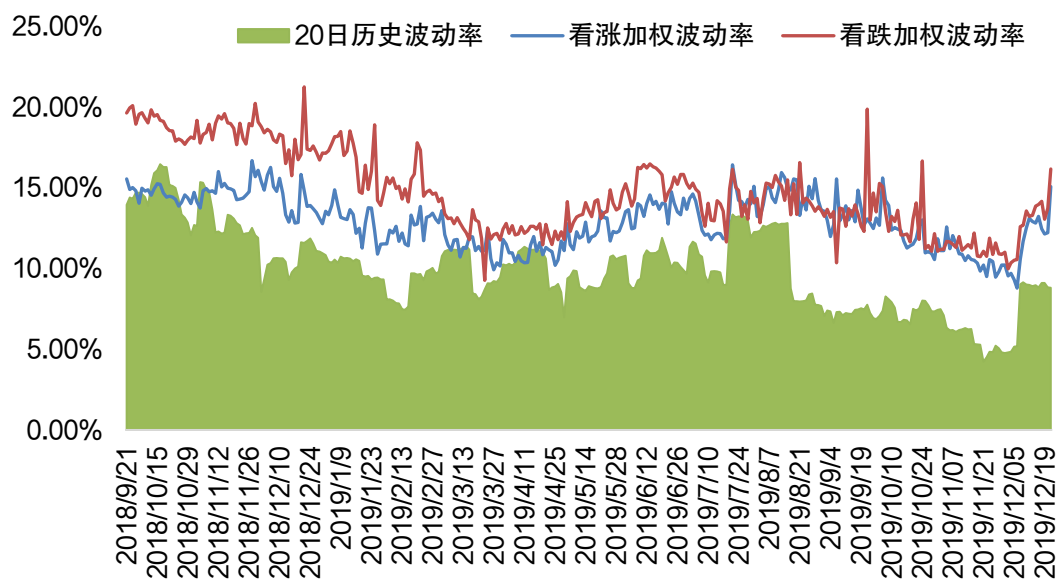


资料来源：郑商所，南华研究

2.2.6. 铜

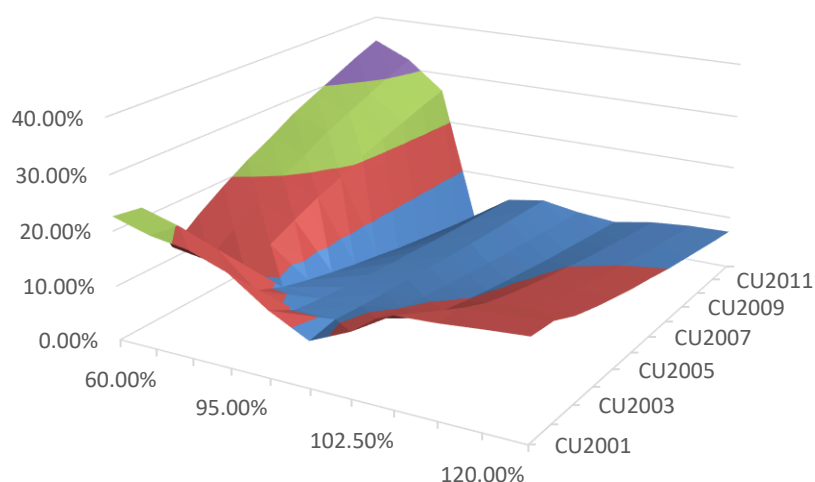
铜期权的加权隐含波动率一直对于历史波动率有较高的溢价，直到 12 月 9 日铜价因宏观指标利好而大幅上涨。随着价格企稳，如今铜期权 1 月和 2 月的波动率偏度由高度的右偏转变为左偏，可见市场多数人对未来两个月内铜价走势持悲观态度。总体而言，铜的波动率仍未回到年初的评级水平，而当前多空方博弈较为激烈，对未来方向性的预期愈发矛盾，那么波动率交易的机会将更加值得重视。

图 2.47: 铜期权加权隐含波动率与历史波动率



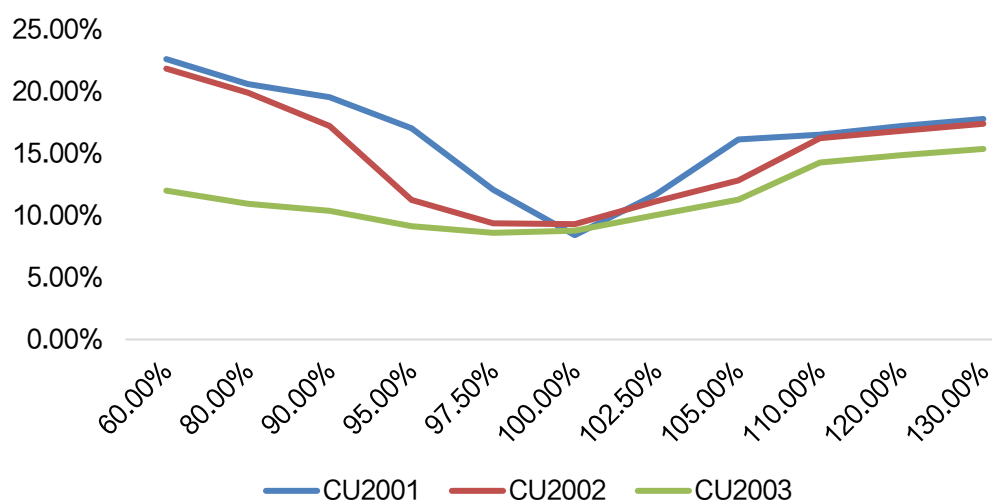
资料来源：WIND，南华研究

图 2.48：铜期权波动率曲面



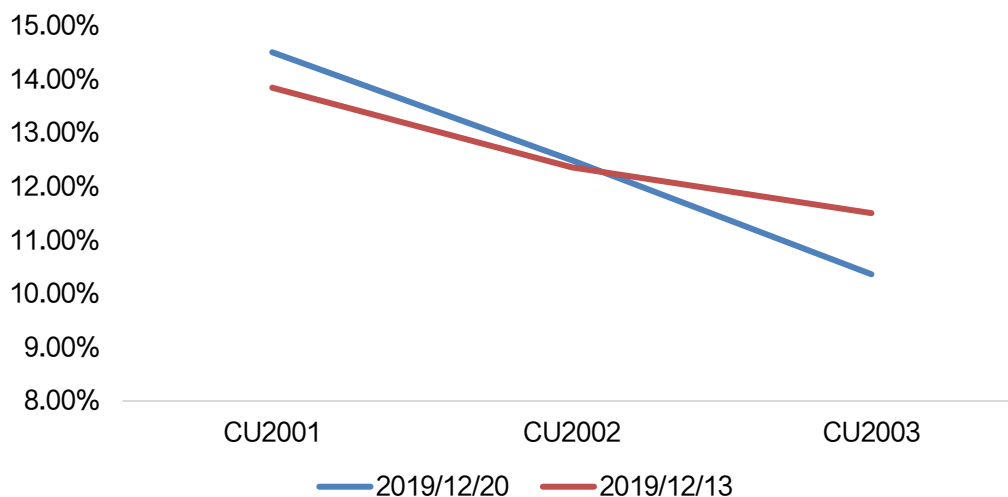
资料来源：WIND，南华研究

图 2.49：铜期权隐含波动率偏度



资料来源：WIND，南华研究

图 2.50：铜期权波动率期限结构

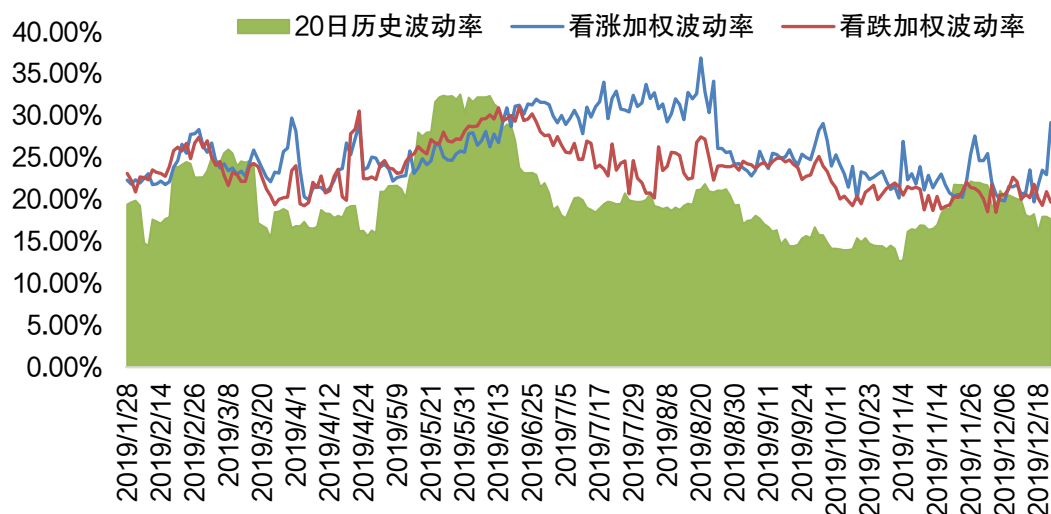


资料来源：上期所，南华研究

2.2.7. 橡胶

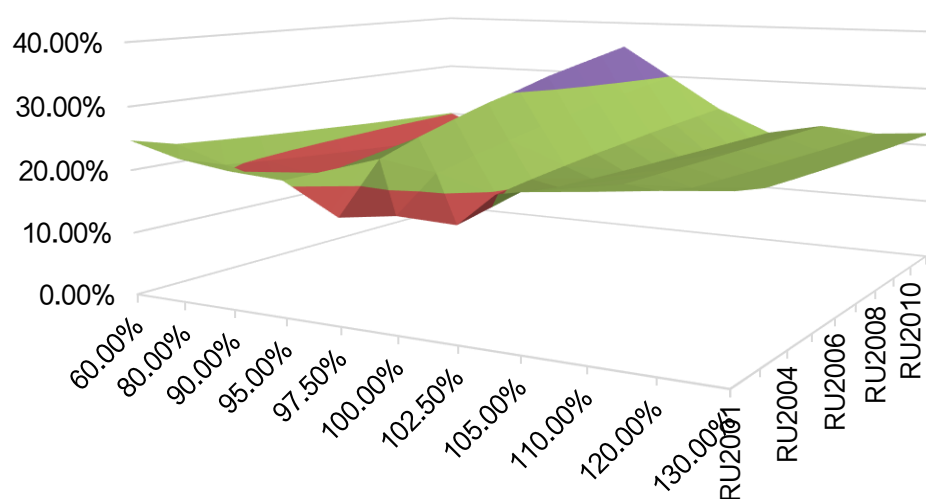
天然橡胶期权的波动率在四季度同样有所回升，历史波动率跟随标的价格的上涨，一度高于隐含波动率，也为买入波动率策略获得了不小的收益。与其他品种不同的是，随着价格的上升，橡胶看涨期权的热度并没有被看跌期权所代替，可见投资者对于当前的涨幅并不满足，如此强大的投机情绪在其他高成交量的品种中很难见到，这对于期权卖方尤其是备兑看涨组合的持有者无疑是个利好，但目前橡胶期权的主要策略更加依赖对未来基本面的研判。

图 2.51：天然橡胶期权加权隐含波动率与历史波动率



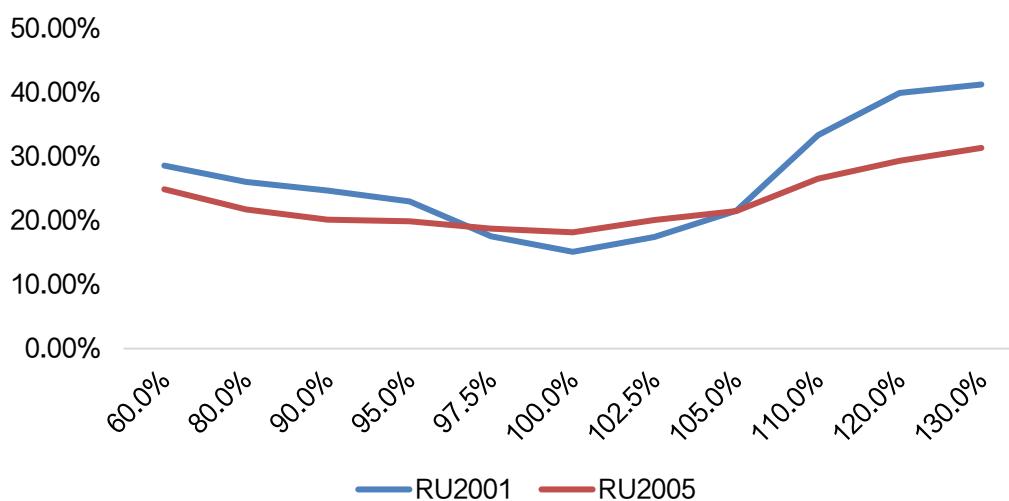
资料来源：WIND，南华研究

图 2.52：天然橡胶期权波动率曲面



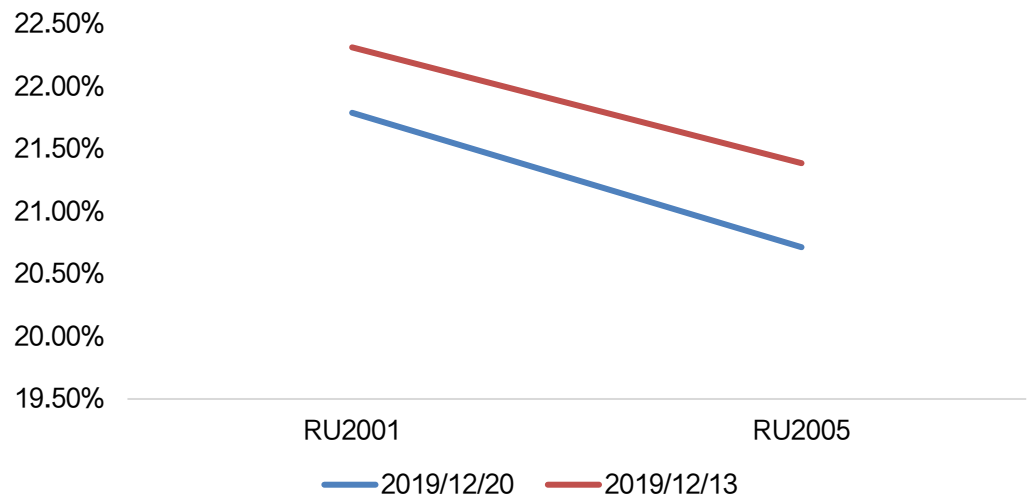
资料来源：WIND，南华研究

图 2.53：天然橡胶期权隐含波动率偏度



资料来源：WIND，南华研究

图 2.54：天然橡胶期权波动率期限结构



资料来源：上期所，南华研究

2.3. 市场策略情况

2.3.1. 白糖期权：卖出宽跨策略

进入八月份后，白糖价格呈现区间震荡走势，下方支撑 5400，上方阻力 5700。10 月 31 日白糖短线突破 5700，但随后 11 月 7 日放量下跌，重回震荡区间。基本面情况，受库存低位影响，白糖价格支撑较强，新糖开榨，有望缓解短期供给偏紧局面。预期白糖仍会维持之前区间震荡，阻力点 5700，支撑点 5400。

图 2.55：郑糖 K 线图



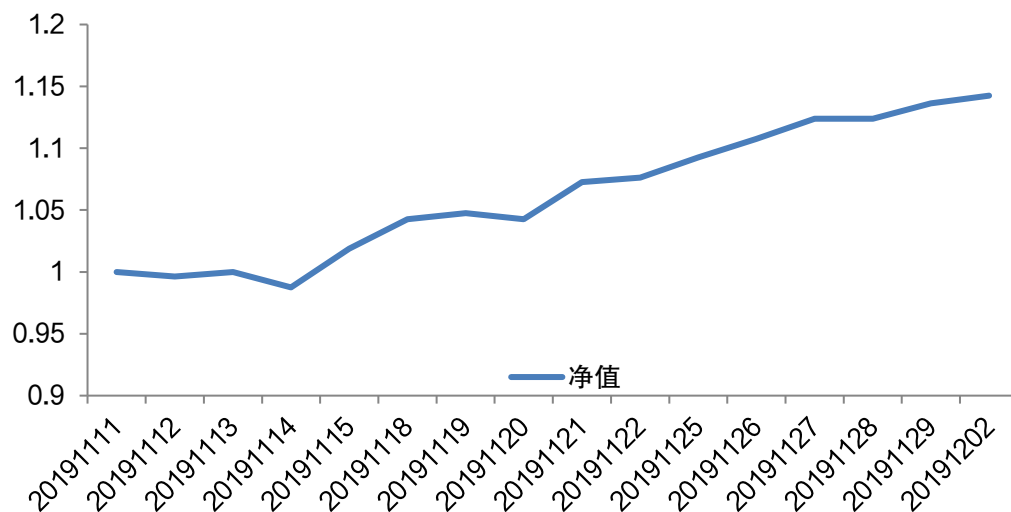
资料来源：WIND，南华研究

卖出一手 SR001C5700，同时卖出一手 SR001P5400。始资金 4000，策略运行时间 11 月 11 日至 12 月 2 日，共 16 个交易日。策略收益率为 14.25%，最大回撤 1.25%，年化收益率 147.68%。具体策略构建如下表所示：

卖出期权宽跨组合策略			
策略组合	卖出 SR001C5700；卖出 SR001P5400		
建仓	2019 年 11 月 11 日	平仓	2019 年 12 月 2 日
SR001C5700 期权价格	39		0.5
SR001P5400 期权价格	19		0.5
收益率	14.25%	年化收益率	147.68%

该策略的净值图如下：

图 2.56：卖出宽跨策略净值图

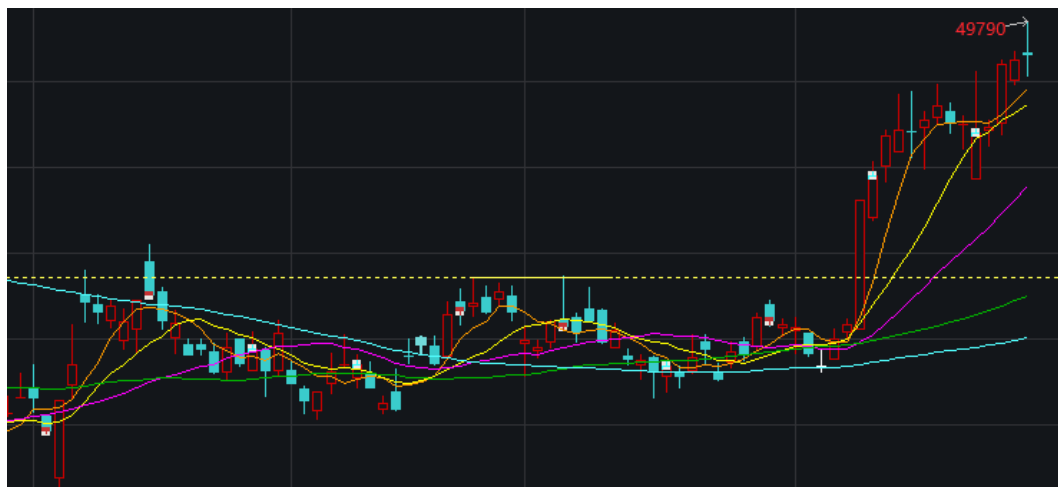


资料来源：南华研究

2.3.2. 铜策略：牛市价差策略

中美贸易好转，经济数据亮眼，11 月制造业 PMI 重回荣枯线以上，短期市场情绪转暖，12 月 9 日，沪铜放量拉升，且突破前期阻力点，预期短期铜价仍会维持偏强走势。可以构建牛市价差策略，采用看跌期权构建牛市价差策略。利用看涨期权构建牛市价差策略，支付权利金，需要标的上涨且超过高行权价，策略才可以获得最大收益。利用看跌期权构建牛市价差，收取权利金，只要标的不下跌，策略就会获得最大收益。由于 12 月 9 日铜价上涨已经兑现了部分利多因素，我们认为继续大幅上涨的难度会加大，同时下跌的概率不大，利用看跌期权构建牛市价差更加稳妥。

图 2.57：沪铜 K 线图



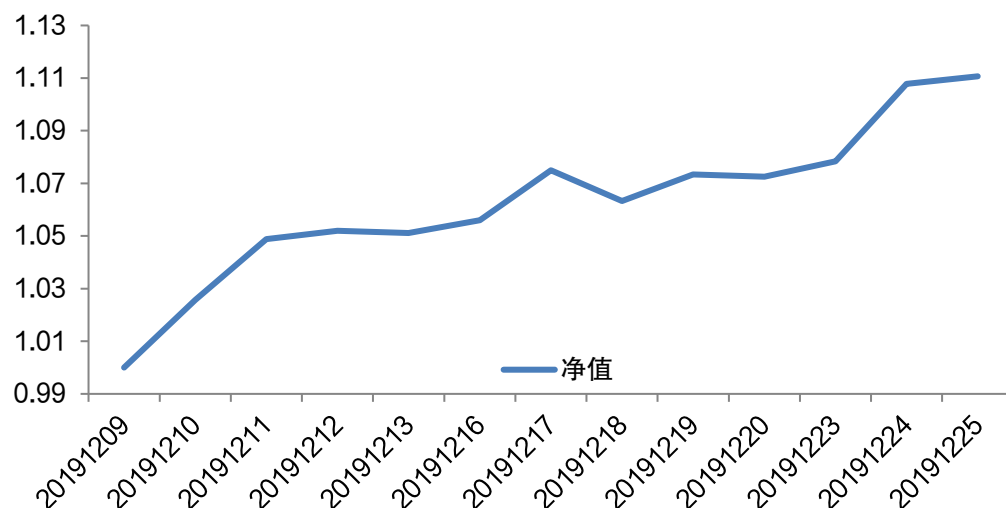
资料来源：WIND，南华研究

卖出一手 CU2001P49000，同时买入一手 CU2001P48000。始资金 30000，策略运行时间 12 月 9 日至 12 月 25 日，共 13 个交易日。策略收益率为 11.07%，最大回撤 1.17%，年化收益率 152.53%。

牛市价差策略			
策略组合		卖出 CU2001P49000；买入 CU2001P48000	
建仓	2019 年 12 月 9 日	平仓	2019 年 12 月 25 日
CU2001P49000 期权价格	267		1
CU2001P48000 期权价格	931		1
收益率	11.07%	年化收益率	152.53%

该策略的净值图如下：

图 2.58：牛市价差策略净值图



资料来源：南华研究

2.3.3. 豆粕期权多头策略

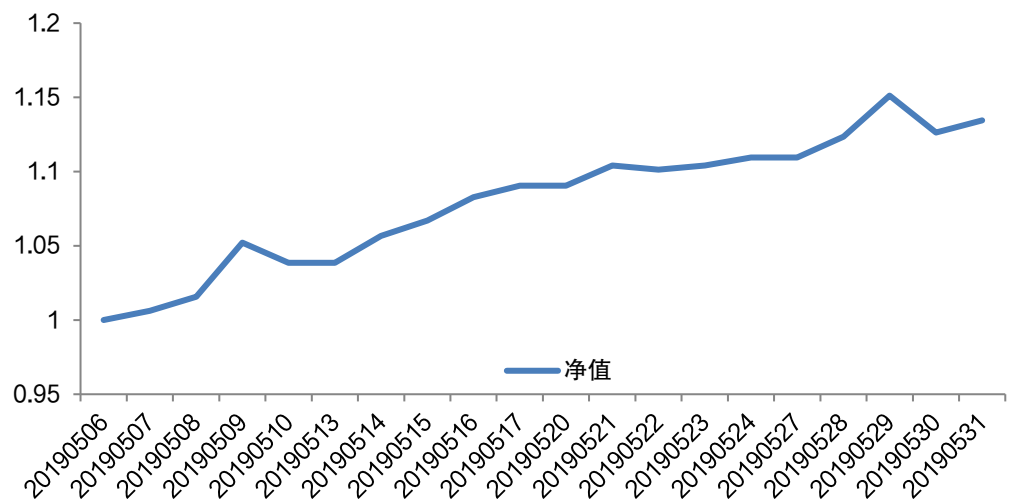
基本面情况：进入五月份以来，中美贸易谈判不确定性增加，若谈判失败，国内大豆及豆粕价格会有所反弹。当前豆粕期权交易，不应过分看空，美豆进入播种期后，天气带来炒作机会，结合贸易不确定性，豆粕容易出现急涨行情，受美豆季节周期影响，五月到七月，期权隐含波动率上涨概率较高，不建议继续持有做空波动率策略。未来影响豆粕价格走势的因素主要有四点：美豆种植面积、主产区天气、我国生猪补栏情况及中美贸易谈判。进入五月以来，美豆主产区受天气影响，种植进度减慢，种植面积下降的概率较大。受猪瘟影响，生猪养殖补栏积极性依旧不高。未来豆粕可能会面临供需双双收缩的局面。天气和贸易谈判将加大豆粕价格的不确定性，若天气恶化，豆粕价格存在反转的可能；若天气良好，豆粕价格仍会弱势下降，但幅度有限。贸易谈判只是短期影响交易者情绪，对豆粕基本面影响有限。未来豆粕价格走势大幅下跌的概率较小，出现阶段反弹的概率较大。

本次投资用了多种期权做多策略，如卖出看跌期权，构建牛市价差组合等。5月6日，构建牛市价差策略，同时卖出看跌期权；5月13日到5月31日，均构建卖出看跌期权策略。具体策略构建如下表所示：

豆粕多头策略			
组合一	买入 M1909-C-2600；卖出 M1909-C-2650；卖出 M1909-P-2500		
建仓	2019 年 5 月 6 日	平仓	2019 年 5 月 10 日
组合二	卖出 M1909-P-2500		
建仓	2019 年 5 月 13 日	平仓	2019 年 5 月 17 日
组合三	卖出 M1909-P-2550		
建仓	2019 年 5 月 20 日	平仓	2019 年 5 月 24 日
组合四	卖出 M1909-P-2600		
建仓	2019 年 5 月 27 日	平仓	2019 年 5 月 31 日

策略起始时间为 2019 年 5 月 6 日，终止时间为 2019 年 5 月 31 日，共 20 个交易日。初始资金 100 万元，构建策略所用保证金不超过总资金的 50%。该策略收益率为 13.45%，最大回撤率为 2.5%。该策略的净值图如下：

图 2.59：豆粕期权多头策略



资料来源：南华研究

2.3.4. 铜波动率策略汇总

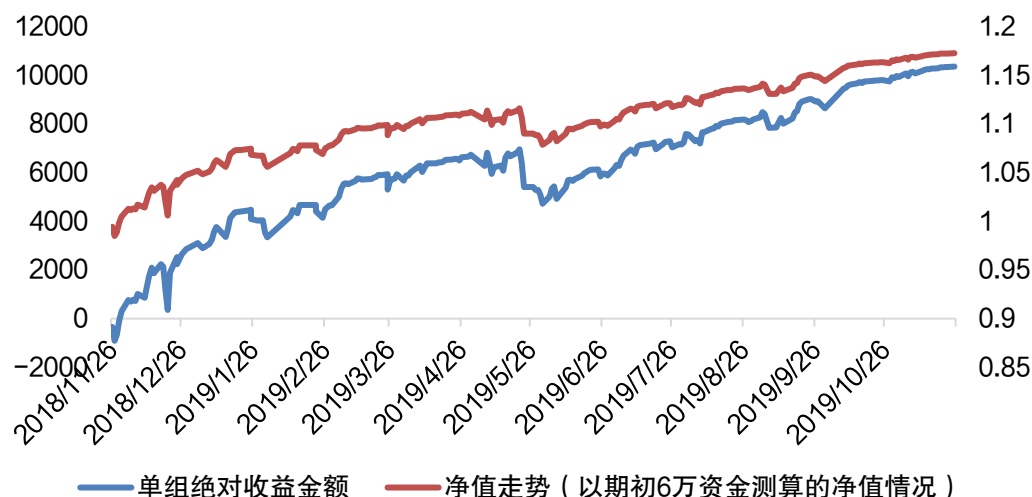
卖出宽跨式策略

由于铜全年的波动率呈下滑趋势，下半年都处于历史中低位，我们持续跟踪了卖出跨式策略，全年前 11 个月每月卖出虚二档的看涨与虚二档的看跌期权构成卖出宽跨式组合，换月当天移仓，当价格突破虚值期权行权价后立即止损。11 个月中 9 个月成功获利，得到全部权利金，3 个月发生止损。其中 5 月 22 日夜盘止损后亏损较大。最终收益 17.25%。因策略卖出开仓价格均采用当日最低价，买入平仓止损价为当日最高价，实际操作收益情况必然更好。

隐含波动率下半年一直处与震荡下滑，一度跌破 10%，而 20 日历史波动率长期维持在历史最低

区间 5-6%，直到 12 月 9 号随标的上涨而反弹。由于自 10 月起，隐含波动率过低，权利金已然非常便宜，作为卖方风险高于收益，我们也将此策略更替为波动率的多头策略组合，但为了保证策略的完整性，以及考虑到后市波动率回升，卖方策略性价比变高，此策略也将持续跟踪。

图 2.60：铜期权卖出宽跨式策略收益



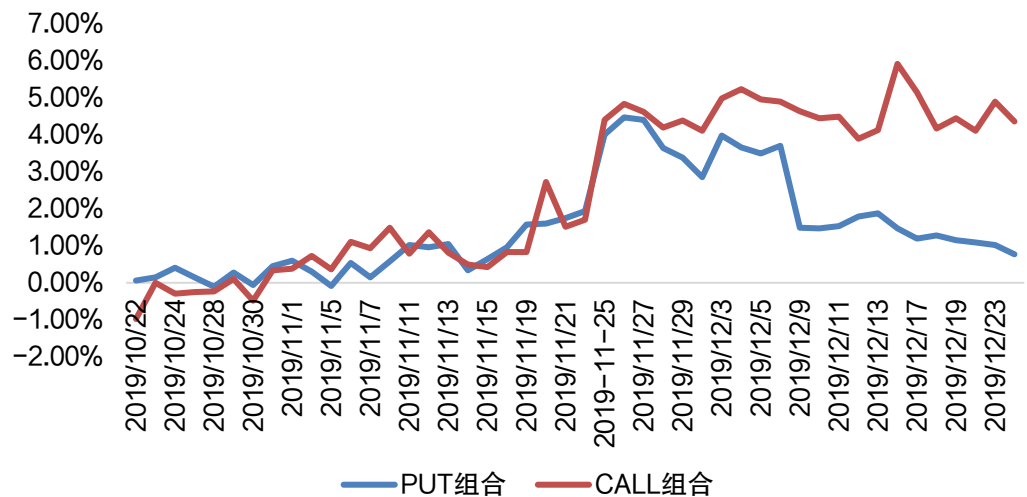
资料来源：南华研究

截至 11 月此策略最大回撤 2.8%，由于自 10 月起波动率一直处于历史最低区间，若坚持卖出宽跨式期权，11 月收益 1.17%，12 月收益-3.13%，盈亏比大约 1/3，总收益会下滑到 15%左右，这也是为什么当波动率非常低时此策略的风险将变得很大，因此建议在 11 月节点当隐含波动率在 10-12%时将全年的收益中的一小部分转做波动率的买方（1%-2%），一是买方通过支出便宜的权利金可能博取更大的收益，二是临近年末锁定大部分的收益。

买入日历价差策略

买入日历价差策略是一个看多未来波动率的策略，但与跨式策略不同的是，其看多的是标的合约的 vega，同时看空 gamma. 这对于 11 月铜期货的情况而言是优于卖出宽跨式策略的，因为卖出宽跨式策略的本意是当月铜价将小幅震荡，不会发生较大变化，但是长期处于低位的波动率必然使得投资者对于未来波动率的回升有一个预期，这个预期无法体现在宽跨式策略中。买入日历价差的构成是卖出近月平值看涨期权合约 CU1911C47000 的同时买入远月同行权价的看涨期权 CU1912C47000，简单来讲就是认为当月铜价格不会发生较大变化，将持续盘整，而未来铜价会有趋势性变化，对应波动率期限结构即远月合约的隐含波动率相较近月偏低。此策略赚取的是卖出近月合约的时间价值，同时远月合约隐含波动率的上升能增加收益，同时若价格发生大幅变化，由于远月多仓的保护，其最大损失相较于纯卖方也会更低。

图 2.61：铜期权买入日历价差策略收益



资料来源：南华研究

由上图可见，11、12月买入日历价差的表现会优于卖出宽跨式组合。11月买入看涨期权日历价差组合，含保证金收益率 4.02%，买入看跌期权组合，收益率 3.06%。12月由于标的价格的大幅上涨，日历价差也无法获得理想收益，但损失较为可控，总收益率 4.36%。值得注意的是：

1. 日历价差是一个相对中性的策略，若符合标的波动率变化及价格走势预期，如 11 月，即便看涨和看跌期权选错，收益也很接近。
2. 日历价差组合卖出了一份期权，因此在上期所无保证金优惠制度下，保证金约为卖跨式等双卖组合保证金的一半，理论上可以多做一组，资金空间更足。

当前铜波动率虽然已上涨到 10%，但依然未超过历史低中位数，隐含波动率作为市场情绪的直接反映，明显有了一定的溢价，因此后市仍建议以卖出宽跨式策略与日历价差相结合，主要关注隐含波动率与其期限结构，若远期合约波动率不低的话，以卖近月合约为主。

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 803、804 单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 777 号 1701、1702、1703、1708、1709 室
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏州大道西路 205 号尼盛广场 1 幢 1202 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 1 幢景峰国际 24 层 03 室
电话：0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

济南分公司

济南市历下区冻源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话: 0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话: 0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话: 0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话: 0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室 (第 14 层)
电话: 0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话: 0451-58896635

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话: 010-63161286

台州营业部

台州经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话: 0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 002 号
电话: 0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896607

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82777909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093