

高价与低波并存，关注买入黄金期权的契机

2023年8月18日 星期五

兴证期货·研究咨询部

内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

在美联储一系列加息动作后，美国通胀水平持续回落，截止到今年7月底，美国的联邦基金利率达到了5.25%-5.5%，市场更加关注暂停加息后，美联储对于未来利率决策的观点，市场预期处在保持高息与转向降息之间摆动。美通胀黏性迫使美联储坚定高息的态度，美国劳工市场、薪酬水平表现良好，支撑美国消费端，强化了通胀的黏性，这些因素构成了金价的阻力。另一方面，美国供给端走弱，美债收益率期限结构持续倒挂，持续时间与幅度仅次于上世纪七八十年代的美经济滞胀期，衰退预期居高不下，成为黄金价格强支撑。在阻力与支撑并存的情况下，黄金走出了高位窄幅波动的走势。

黄金波动率处在该品种极低值区域，长期低波震荡末端容易出现突破式的升波行情，对于持有黄金多头或者黄金期货空头仓位的投资者，配置多头保险策略或者空头保险策略可以对冲做错方向的风险，而且低波动率对应低期权权利金，对冲成本低。此外，在低波时期，期权双买策略构建成本低，盈利概率增大。

报告目录

1. 黄金现状与宏观影响因素	3
2. 黄金期权波动率特征.....	7
3. “高价+低波”背景下的黄金期权策略.....	8
4. 总结.....	10

图表目录

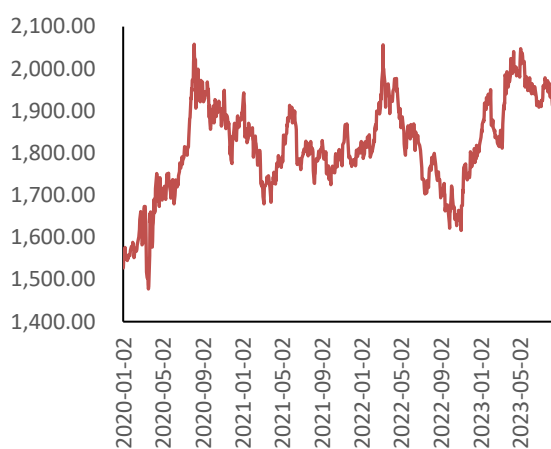
图表 1 COMEX 黄金(美元/盎司).....	3
图表 2 上期所黄金期价.....	3
图表 3 美国联邦基金目标利率.....	4
图表 4 美国 CPI 同比 (%)	4
图表 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	4
图表 6 美国 ISM 非制造业 PMI.....	4
图表 7 美国房地美房价指数.....	5
图表 8 美国非农私企平均时薪 (美元/小时)	5
图表 9 美国季调失业率 (%)	5
图表 10 美元指数.....	5
图表 11 美债收益率期限结构 (10 年-2 年利差)	6
图表 12 标普 500 VIX 指数.....	6
图表 13 上期所黄金历史波动率.....	7
图表 14 上期所黄金历史波动率统计分布 (近十年)	7
图表 15 上期所黄金期权隐含波动率.....	8
图表 16 黄金多头保险策略到期损益图.....	9
图表 17 黄金多头保险策略损益表.....	9
图表 18 黄金空头保险策略到期损益图.....	9
图表 19 黄金空头保险策略损益表.....	9
图表 20 期权买入跨式策略到期损益图.....	10
图表 21 黄金买入跨式策略损益表.....	10

1. 黄金现状与宏观影响因素

(1) 金价高位震荡，阻力与支撑并存

自 2022 年第 4 季度以来，美国通胀压力下降，美元指数下跌，黄金价格走高，COMEX 黄金价格期间一度触及到 2040 美元/盎司以上；相比之下，由于受到人民币兑美元的贬值影响，以人民币计价的国内上期所黄金期价走势略强于国际金价，期间创下该品种价格的历史新高。经过一轮上涨行情后，当前金价高位震荡，阻力与支撑并存。

图表 1 COMEX 黄金（美元/盎司）



图表 2 上期所黄金期价

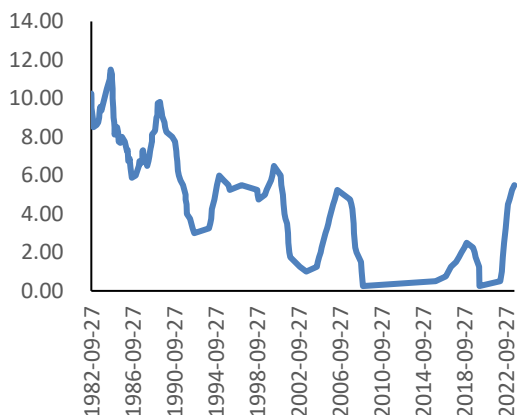


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

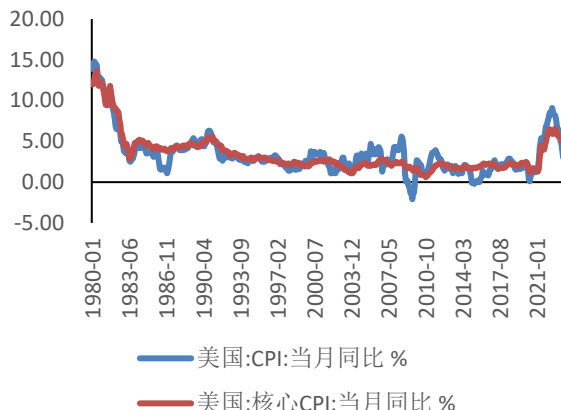
(2) 通胀压力缓解，利率上行空间有限

美国联邦基金利率目标区间已升至 5.25%-5.5%，为 2001 年以来的最高水平，美国 7 月未季调 CPI 同比上升 3.2%，预期 3.3%，前值 3%；7 月未季调核心 CPI 同比升 4.7%，创 2021 年 10 月以来新低，预期及前值均为 4.8%，联邦基金利率期货显示，美联储 9 月维持利率不变概率近 90%。美国 CPI 总体呈现下降趋势，美联储的紧缩货币政策对于遏制通胀取得一定成效，根据美联储的发言以及利率市场的预期，美联储进一步加息空间有限。但通胀下行的同时伴随着较强的黏性，一方面，近几个月通胀下降斜率趋缓，7 月 CPI 甚至出现了同比增速反弹的情况，另一方面，核心 CPI 数据仍然有 4.7%，在通胀黏性的背景下，即使美联储停止加息，也很难在短时间内进入到降息周期。此前黄金交易市场对于通胀下行以及美联储暂停加息的预期充分消化，通胀下行预期对黄金价格的驱动力边际减弱。

图表3 美国联邦基金目标利率



图表4 美国 CPI 同比 (%)

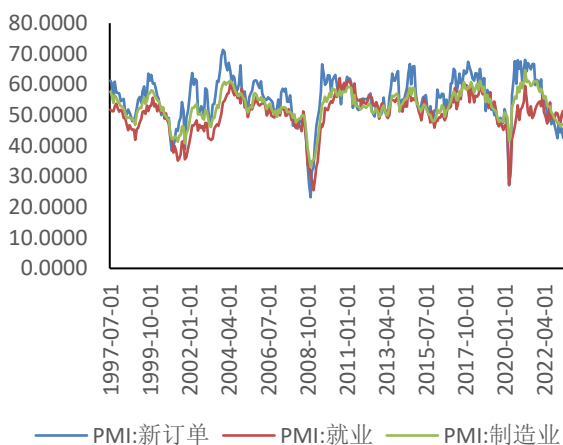


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

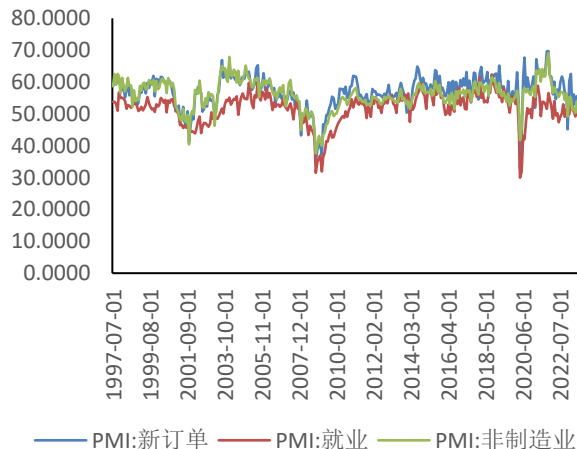
(3) 美国供给端弱化，需求端强支撑

美国制造业 PMI 景气度下降趋势，包括细项中的新订单景气指数普遍低于荣枯线，供给端趋弱，制造业 PMI 从去年 10 月份开始，连续低于荣枯线，新订单景气指数从去年 8 月以来连续低于荣枯线。非制造业 PMI 数值比较坚挺，今年以来，非制造业 PMI 与新订单 PMI 持续高于荣枯线，其中，新订单 PMI 一度达到 60 以上。这反映了当前美国通胀压力集中在消费需求端，即消费需求旺盛支撑物价水平。美国房地美房价指数与非农私企平均时薪维持升势，失业率保持在历史低值区域。就业与工资水平表现良好支撑需求端，成为近期美国经济韧性强的的重要因素。从这个角度来看，供给端走弱，刺激市场交易欧美经济体衰退预期；但需求端保持韧性，物价水平的黏性在较大程度上支撑高息预期。货币政策预期与利率预期的摆动使得黄金价格呈现出高位区间震荡。

图表5 美国 ISM 制造业 PMI

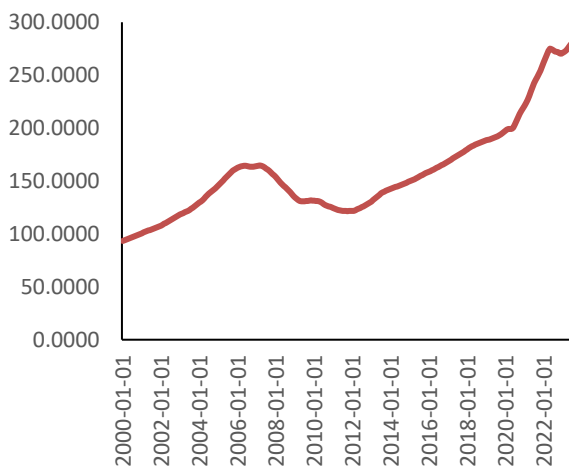


图表6 美国 ISM 非制造业 PMI

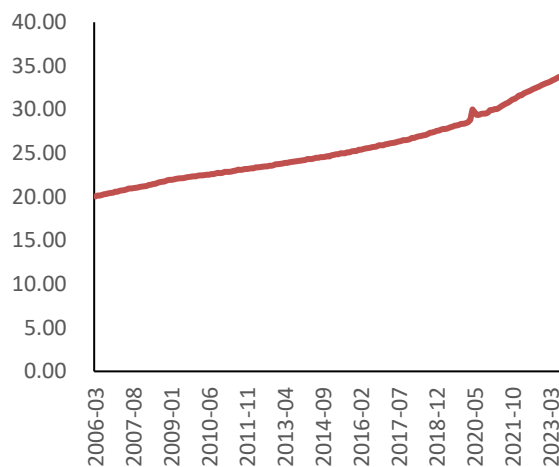


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 7 美国房地美房价指数

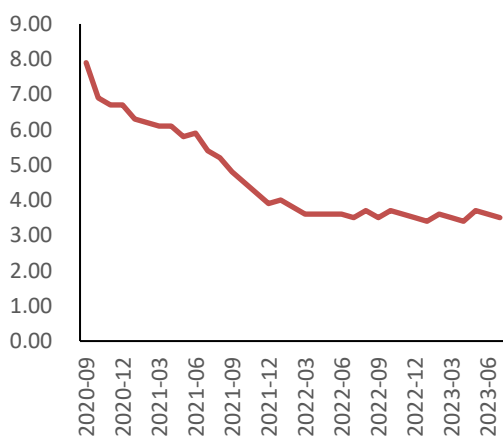


图表 8 美国非农私企平均时薪（美元/小时）

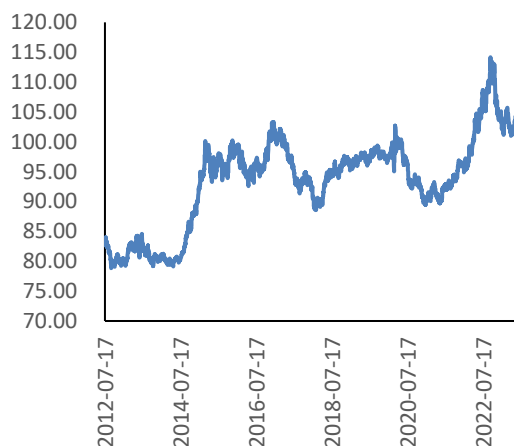


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 9 美国季调失业率（%）



图表 10 美元指数

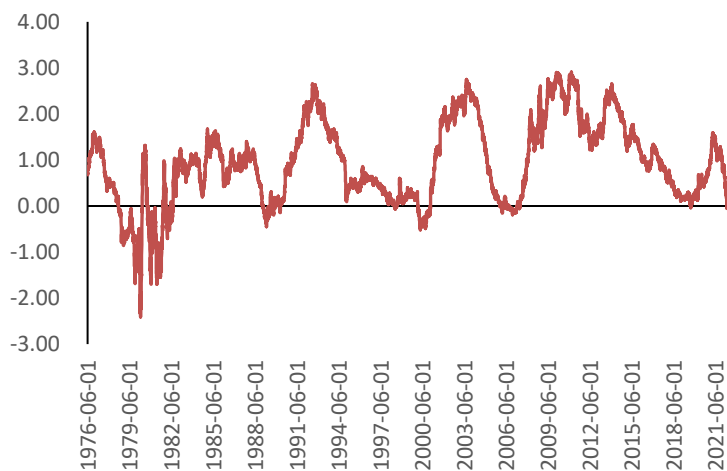


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

(4) 美债收益率期限结构持续倒挂，衰退预期居高不下

美债收益率可以反映市场对于后市经济体的风险预期。截止 8 月 14 日，2 年期与 10 年期美债收益率分别为 4.96%、4.19%。在常态经济背景下，期限长的美债收益率高于短期美债，但是在经济衰退预期升高时，短期美债收益率会高于长期债券。从历史数据来看，上世纪七八十年代美债收益结构出现了比较严重的倒挂，而当时美国正处在严重滞胀时期。此外，本世纪初互联网泡沫破灭以及 08 年次贷危机爆发前均出现了一段时间的收益率倒挂现象。本轮美债收益倒挂从去年 7 月份开始出现，到目前连续存在了 13 个月，并且还在持续，强度与周期仅次于上世纪七八十年代，市场对于后市美国经济衰退预期居高不下，构成了黄金价格的强支撑。

图表 11 美债收益率期限结构（10 年-2 年利差）

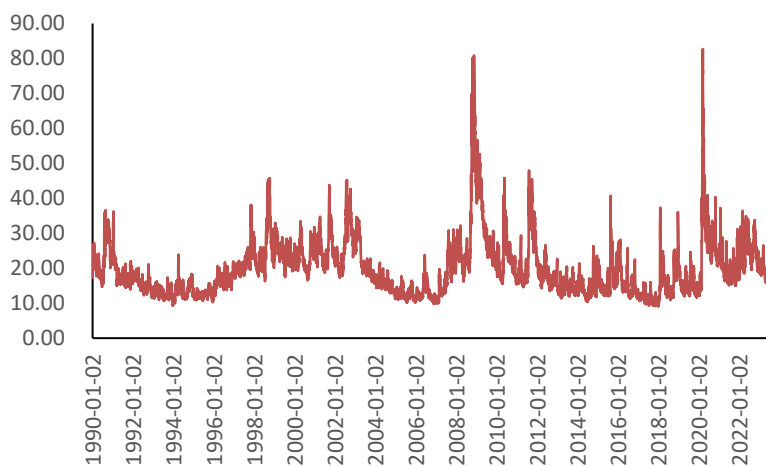


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（5）VIX 指数低波，提防事件驱动避险情绪

美国标准普尔 500 波动率指数（VIX 指数）可以衡量美股市场避险情绪，通常出现指数系统风险时，VIX 指数会出现急促拉升的情况，近期 VIX 指数在 13% 至 15% 之间徘徊，处在历史中位数以下，处于低波区域。波动率符合均值回归特征，近几年国际政治经济局势变动较为剧烈，在一些未知事件的驱动下，市场避险情绪更容易短促拉升。今年 3 月份美国硅谷银行引发的风险事件在刺激 VIX 指数短线拉升的同时，也刺激了黄金价格短线上涨。因此，避险情绪指标的摆动也成为影响黄金价格变动的因素。

图表 12 标普 500 VIX 指数

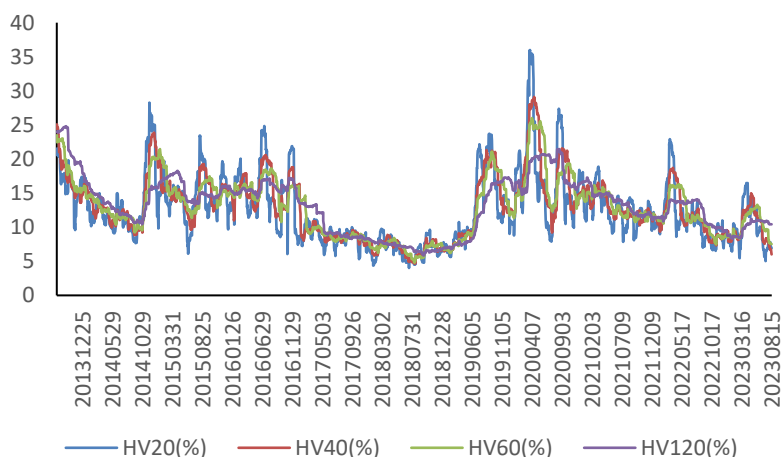


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2. 黄金期权波动率特征

文章选取了 2013 年至 2023 年期间黄金价格历史波动率（HV）作为样本。从历史波动率曲线走势来看，2020 年疫情突发以及欧美国家货币宽松政策的影响，刺激黄金价格波动率飙升，该时间段波动率数值达到近十年最高；从 2020 年至今，黄金波动率整体呈现重心下移的趋势。截止今年 8 月份，20 日周期、40 日周期 HV 低于近十年的 10%分位，处于极低波动率区域；当前 60 日周期 HV 低于 20%分位、120 日周期低于 30%分位，长短周期 HV 共振低波。黄金期权隐含波动率（IV）方面，当前主力黄金期权平值附近合约隐波在 9.2%至 9.5%之间徘徊，接近 2020 年以来的最低值，低隐波对应较低的期权定价，在低波动率时期，买入期权的权利金成本相对较低。当前波动率极低，进一步降波空间很小，波动率反弹回归均值的需求较大。

图表 13 上期所黄金历史波动率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 14 上期所黄金历史波动率统计分布（近十年）

	20 日	40 日	60 日	120 日
最新	6.91	6.01	7.52	10.42
最小值	4.02	4.68	4.8	5.85
最大值	35.99	29.11	26	24.81
10%分位值	7.12	7.59	7.46	7.51
20%分位值	8.4	8.55	8.61	8.75
30%分位值	9.27	9.6	10.08	10.83
50%分位值	11.47	12.16	12.6	13.6
70%分位值	14.22	14.93	15.08	15.43
90%分位值	18.86	18.78	18.29	17.71
均值	12.45	12.7	12.86	13.17

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 15 上期所黄金期权隐含波动率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

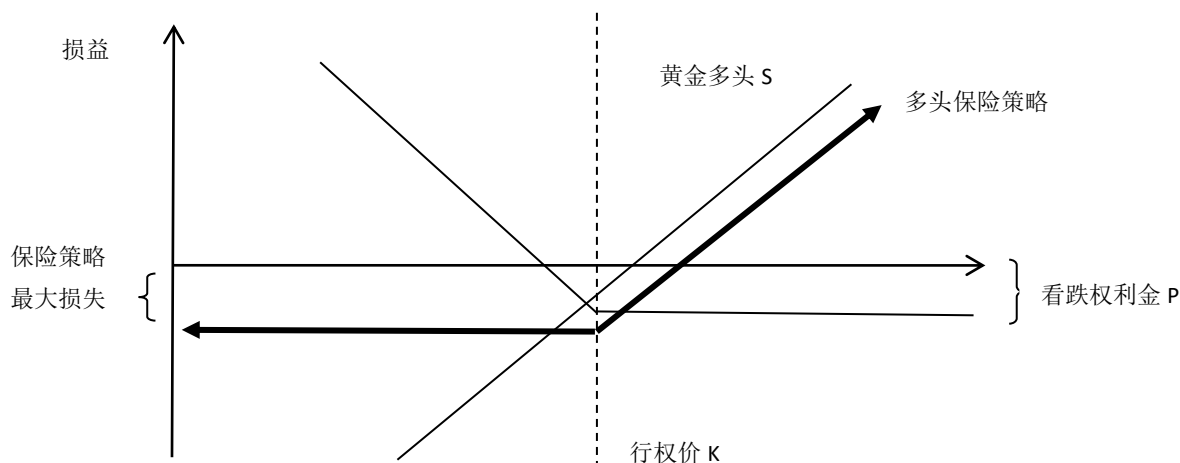
3. “高价+低波”背景下的黄金期权策略

前文分别从宏观面与波动率角度分析了当前黄金现状，美国通胀、利率、供需、劳工市场、美债收益率等各因素对金价形成了阻力与支撑，金价处在历史级别高位震荡，但是波动率接近极低值区域。波动率具有均值回归特征，极低波动率反弹回升的需求较大。黄金带有浓厚的金融属性，虽然整体波动率均值在众多商品中偏低，但宏观事件与预期的变化极易冲击黄金价格的波动率。因此，在金价高位伴随着极低波动率的背景下，无论是黄金现货投资者还是黄金期货投资者，可以采用黄金期权工具来满足其在特定背景下的策略需求。

(1) 波动率定价低——低波低保费，黄金期权保险策略占优

保险策略的优点在于其对冲效果好，相比用黄金期货做对冲，保险策略保留了组合收益空间，且对冲成本低于期货对冲。但缺点是不适合震荡行情，在高波动率行情中的高溢价成本是保险策略的不利情景之一。八月份黄金期权平值附近期权隐波普遍低于 9.5%，隐波接近 2020 年以来最低值，即期权合约价格比较便宜，对于持有黄金现货或者黄金期货多头的投资者而言，买入黄金看跌期权保护多头仓位对冲成本较低，相当于以一个很便宜的价格给黄金仓位买一份保险。同理，对于持有黄金期货空头仓位的投资者，买入黄金看涨期权可以对冲金价上涨带来的潜在风险。详细损益情况见下表，S 为黄金价格，P 为看跌期权权利金，C 为看涨期权权利金。

图表 16 黄金多头保险策略到期损益图



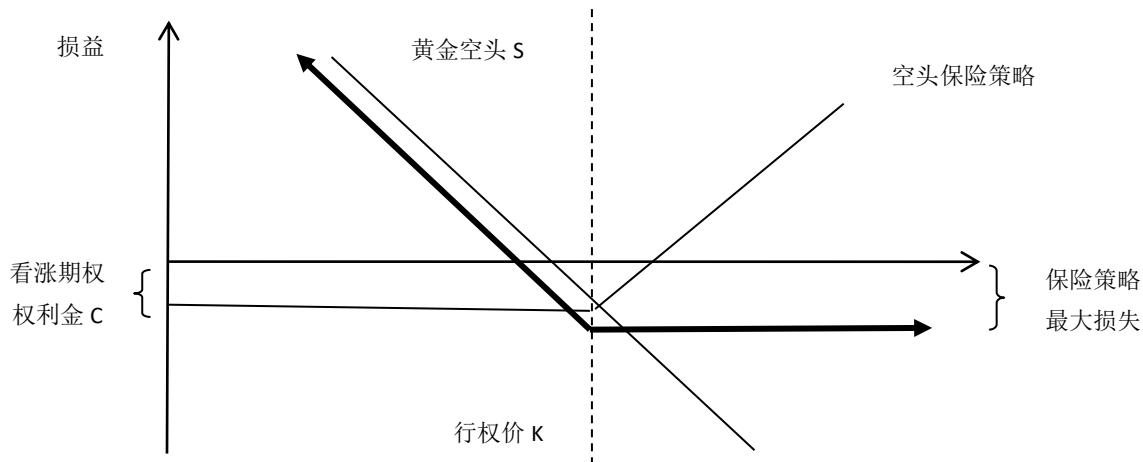
图表来源：兴证期货研究咨询部

图表 17 黄金多头保险策略损益表

组合构成	最大盈利	最大亏损	到期盈亏平衡点
黄金多头+买入看跌	理论上无限	$S-K+P$	$S+P$

图表来源：兴证期货研究咨询部

图表 18 黄金空头保险策略到期损益图



图表来源：兴证期货研究咨询部

图表 19 黄金空头保险策略损益表

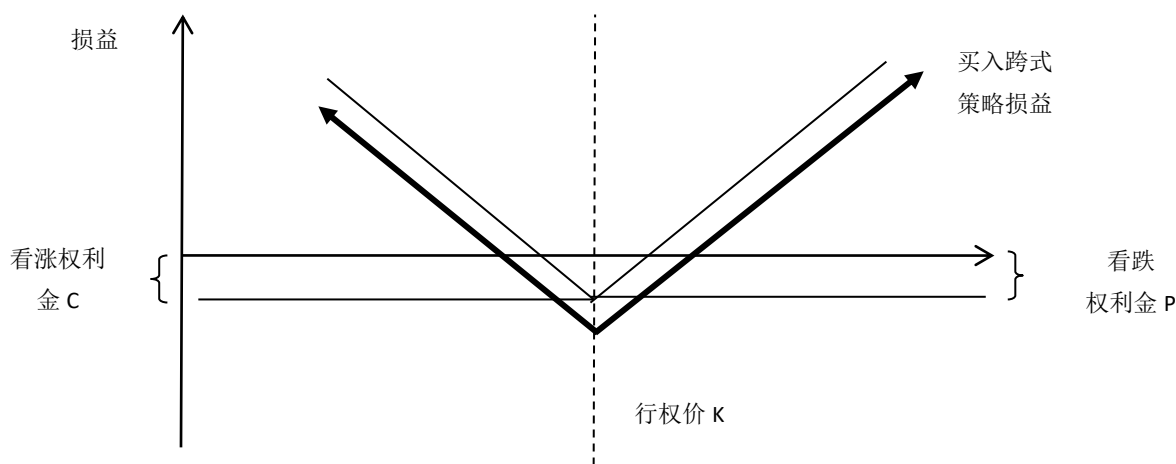
组合构成	最大盈利	最大亏损	到期盈亏平衡点
黄金空头+买入看涨	$S-C$	$K-S+C$	$S-C$

图表来源：兴证期货研究咨询部

(2) 波动率定价低——做多波动率成本低，黄金期权双买策略

在低波动率情况下，期权做多波动率策略成本较低，买入跨式、买入宽跨式这些双买策略适合波动率上升的突破式行情，且最大损失有限。双买策略旨在做多期权 vega 与 gamma 值，前者对应期权隐含波动率的影响力，是市场对波动率预期的情绪；后者对应期权实际波动率的影响力，即标的指数的位移变动幅度。当前黄金实际波动率与黄金期权的隐含波动率均处在极低值位置，波动率再度下降空间很小，反而波动率潜在上升空间较大，特别是当后市出现重大宏观事件，将会打破黄金现有的低波震荡局面，出现突破式的升波行情。

图表 20 期权买入跨式策略到期损益图



图表来源：兴证期货研究咨询部

图表 21 黄金买入跨式策略损益表

组合构成	最大盈利	最大亏损	到期盈亏平衡点
买入看跌+买入看涨	理论上无限	$C+P$	$K - (C+P)$ 与 $K + (C+P)$

图表来源：兴证期货研究咨询部

近期黄金价格维持在 453 元至 458 元的狭小空间震荡，黄金期权盘面上，2312 合约距离到期还有 3 个多月，平值看跌、平值看涨期权权利金占名义价值比仅为 1.9% 左右，虚一档看跌、看涨期权权利金占比仅为 1% 左右。无论是构建保险策略还是期权双买策略，权利金成本低，适合当前黄金高价与低波共存的行情。

4. 总结

文章结合宏观因素与黄金波动率特征分析当前黄金期权策略。宏观方面，自 2020 年以来，国际政治经济局势波诡云谲，发达国家经济体在货币政策方面的大松大紧，对各国股市、全球大宗商品产生深远的影响。由去年俄乌战争刺激全球地缘政治风险，成为贵金属价格的助推器

之一。在美联储一系列加息动作后，美国通胀水平持续回落，截止到今年7月底，美国联邦基准利率达到5.25%-5.5%，市场更加关注暂停加息后，美联储对于未来利率决策的观点，市场预期处在保持高息与转向降息之间摆动。美通胀黏性迫使美联储坚定高息的态度，美国劳工市场、工资水平表现良好，支撑美国消费端，强化了通胀的黏性，这些因素构成了金价的阻力。另一方面，美国供给端走弱，美债收益率期限结构持续倒挂，持续时间与幅度接近了上世纪七八十年代的美经济滞胀期，衰退预期居高不下，成为黄金价格强支撑。在阻力与支撑并存的情况下，黄金走出了高位窄幅波动的走势。黄金波动率处在该品种极低值区域，长期低波震荡末端容易出现突破式的升波行情，对于持有黄金多头或者黄金期货空头仓位的投资者，配置多头保险策略或者空头保险策略可以对冲做错方向的风险，而且低波动率对应低期权权利金，对冲成本低。此外，在低波时期，期权双买策略构建成本低，盈利概率增大。

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，通过合理判断的得出结论，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，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。