

## 白银期权情绪极端化，关注期权波动率策略

2024年5月24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

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

在全球信用风险、地缘政治风险与长端降息预期的驱动下，黄金白银价格连续大涨，各项情绪指标达到历史极值。相比之下，白银的投机属性更强，近期成交增幅与价格涨幅高于黄金。从以往历史数据来看，通常贵金属多头行情末端伴随着金银比下降，即白银的多头情绪趋于极端化。白银期权成交持仓与隐含波动率各项数据显示当前白银情绪面或将出现盛极而衰的局面，针对当前行情，对于持有黄金白银现货的企业，如果构建期权保险策略会面临高昂的看跌权利金支出，因此，高波动率溢价情况下，适合采用期权领口策略，既可以对冲白银价格反向大跌的风险，也可以对冲掉高波动率溢价造成的高额权利金成本。对于波动率交易型投资者，卖出宽跨式组合可以在隐含波动率高位回落的过程中获利。此外，在当前白银实际波动幅度走阔的行情中，可以通过买入近月跨式+卖出远月宽跨式的方式，获得gamma收益，并对冲vega风险。

## 报告目录

1. 风险驱动，贵金属情绪面极端化.....	3
2. 国际贵金属情绪指标.....	3
3. 金银比.....	4
4. 白银期权盘面信号.....	5
5. 白银期权策略要点.....	7

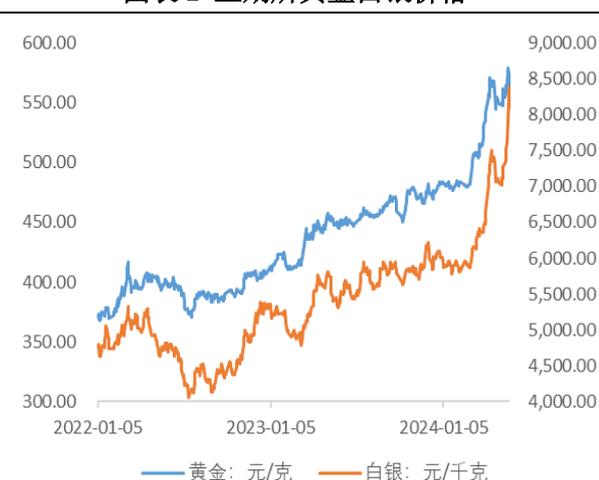
## 图表目录

图表1 上期所黄金白银价格.....	3
图表2 上期所黄金白银成交额（名义价值：亿元）.....	3
图表3 COMEX 金银净多头持仓.....	4
图表4 SPDR 黄金ETF 持仓.....	4
图表5 SLV 白银ETF 持仓.....	4
图表6 金银比.....	5
图表7 白银期权成交与持仓量（手）.....	6
图表8 白银期权成交PCR 与持仓PCR.....	6
图表9 白银期权隐波走势（一）.....	6
图表10 白银期权隐波走势（二）.....	7

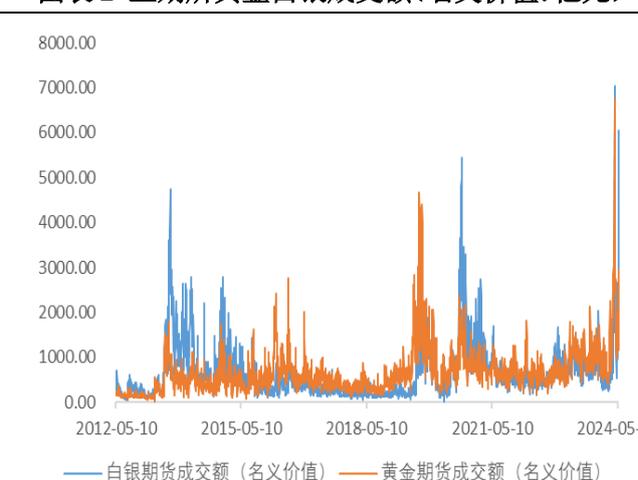
## 1. 风险驱动，贵金属情绪面极端化

今年3月以来，在欧美经济体降息预期、欧美债务信用风险、地缘冲突风险多重因素驱动下，贵金属走出了两波强势多头行情，截止到5月22日收盘，上期所黄金与白银活跃合约期价分别为573.32元/克、8343元/千克，白银5月累计涨幅远超黄金涨幅，市场多头情绪面趋于极端化。此外，上期所黄金白银期货成交也创下了天量，白银期货名义价值成交额一度达到6000亿元以上，黄金期货名义价值成交额达到2400亿元以上。从成交额增量来看，白银期货增幅远高于黄金，反映了白银品种在贵金属行情中的成交活跃度更高，投机性强。从长期来看，全球主要经济体庞大的存量货币以及债务成为贵金属价格的强支撑，且当前政治经济方面的潜在风险并未消除。在这一轮风险与降息预期驱动中，贵金属多头行情本随着成交达到极致，行情有望上演天量见天价，阶段顶部或将显现。

图表1 上期所黄金白银价格



图表2 上期所黄金白银成交额(名义价值:亿元)



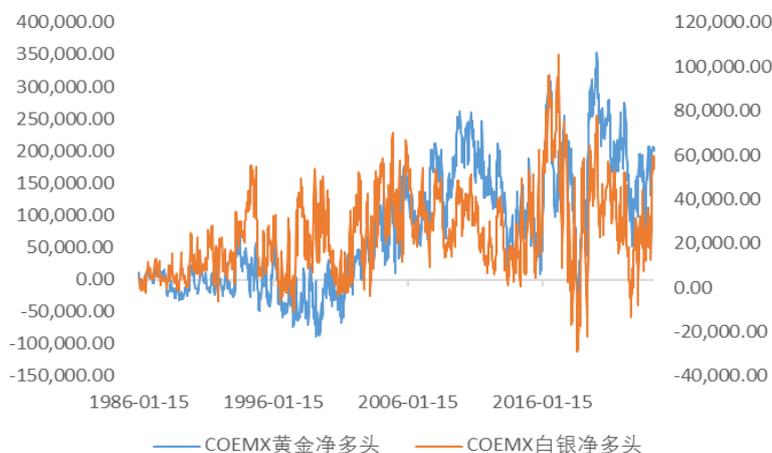
数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

## 2. 国际贵金属情绪指标

近期随着贵金属多头行情白热化，COMEX黄金净多头持仓超过了20万手，COMEX白银净多头持仓近6万手，二者均为2022年以来的高位，且在近四十年的周期中，COMEX金银净多头持仓也处于较高区域，反映市场多头投机情绪浓厚。但另一方面，SPDR黄金ETF与SLV白银ETF的持仓延续震荡走低的趋势，这个指标与COMEX净多头相反，其中重要原因在于参与SPDR黄金ETF与SLV白银ETF的主要为资产配置型投资者，这类投资者更加关注美国实际利率的变化，即当实际利率很高时，资产配置型投资者更倾向于将资金投向债基类产品，既可以低价买入债券，也可以获得高额债息；同理，当实际利率很低甚至为负数时，这类投资者

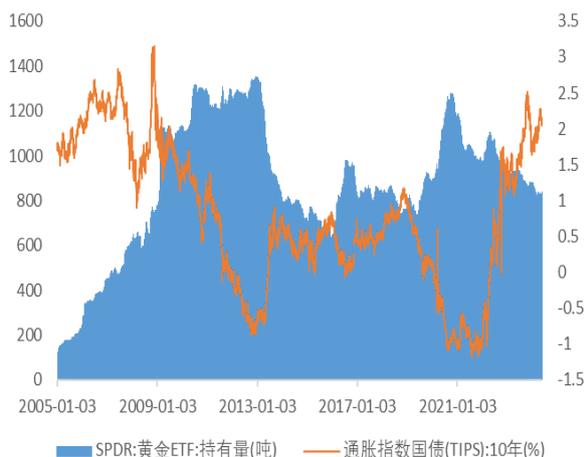
倾向于抛售债券，增持贵金属 ETF 产品。因此，近几年 SPDR 黄金 ETF 与 SLV 白银 ETF 持仓走低重要原因在于美国实际利率高位，对资产配置型投资者起到了压制作用。

图表 3 COMEX 金银净多头持仓

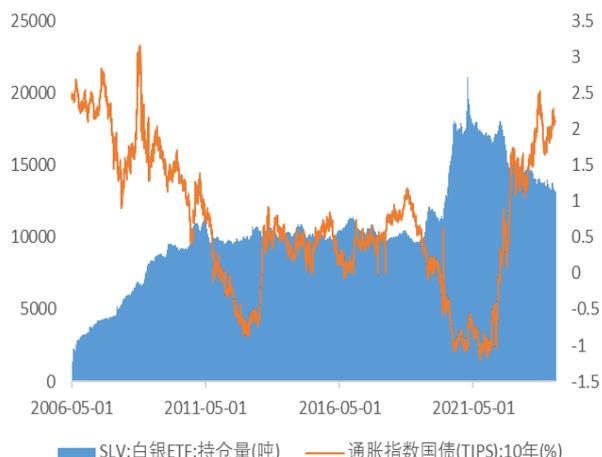


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 4 SPDR 黄金 ETF 持仓



图表 5 SLV 白银 ETF 持仓



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

### 3.金银比

金银比反映黄金白银价格的相对强弱，一方面反映工业生产情况，因为白银的工业需求占据近一半的使用，金银比回落反映白银比较优势，工业需求上升。但从投机属性的角度来看，每一波大级别的贵金属行情末端，通常以金银比快速走低而结束，因为在贵金属的冲顶行情中，白银的投机属性更强，因为白银单价便宜且价格波动高于黄金。根据伦敦金银价格测算，当前金银比在 76 附近，3 月份高位为 91，近二十年的中位数为 68 左右。从短线来看，金银比快速

回落，也反映出投机情绪大幅宣泄，进一步扩大空间比较有限；但从中长期来看，金银比并未达到低值区域，仍有下行空间。

图表 6 金银比



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

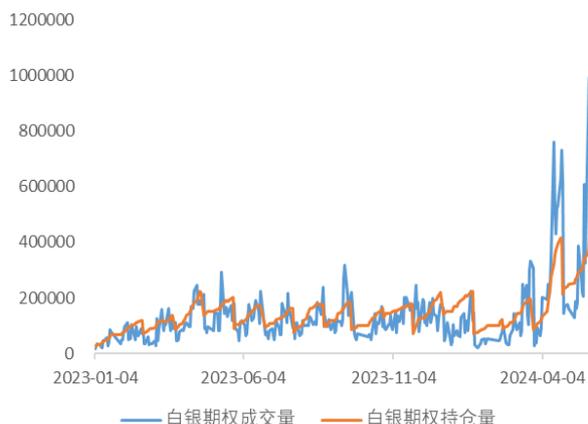
## 4. 白银期权盘面信号

### （一）白银期权成交持仓信号

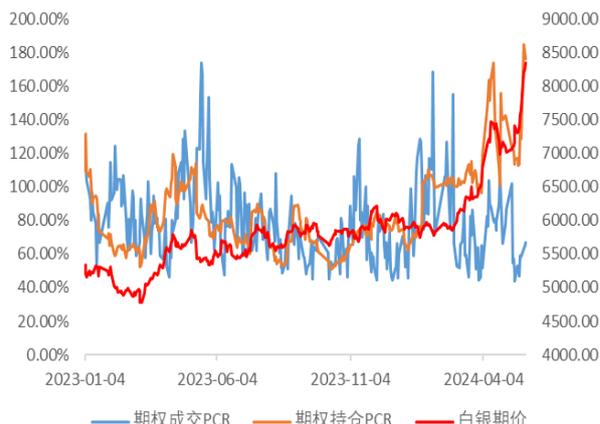
期权的成交情况来看，白银期权成交量剧增，5月21日单日成交99万手，创历史新高；持仓手数最大也达到41万手，投机情绪达到极致。此外，成交PCR（看跌/看涨比率）处于极低位置，持仓PCR处于历史高位，通常成交PCR与标的成反比，持仓PCR与标的成正比关系。成交PCR走高反映市场买入看跌期权的意愿上升，即空头情绪上扬。而一般情况下持仓量PCR与期权标的价格为正向关系，成交量PCR与期权标的价格为反向关系。当标的价格上涨时，投资者会偏向于投资认购期权的虚值合约；当虚值期权转化为实值时，投资者会再买入新的虚值认购期权，进而推升认购期权的成交量，但期权的持仓量并未明显改变。另一方面，随着标的价格上涨，认沽期权逐步沦为虚值，投资者逐步套牢。部分持有认沽期权的投资者被动套牢，放弃期权的操作，导致认沽期权的成交量下降，持仓量随虚值程度的加深而积累。

当前白银期权成交PCR持续低于70%数值，而持仓PCR值最高一度突破了180%，多头情绪宣泄到极致，PCR数值序列服从均值回归特征，当前过低的成交PCR与过高的持仓PCR值，后市大概率出现白银冲高回落，短空情绪回升，成交PCR反弹上升，持仓PCR回落。

图表 7 白银期权成交与持仓量（手）



图表 8 白银期权成交 PCR 与持仓 PCR

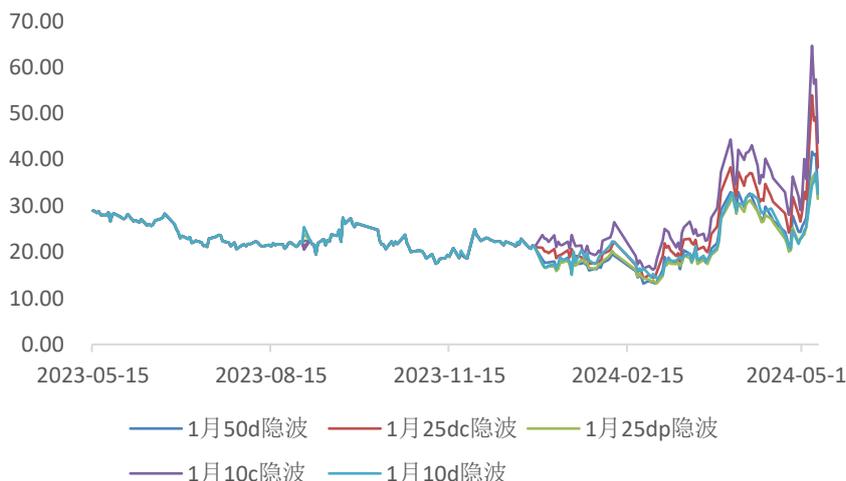


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（二）白银期权隐含波动率情况

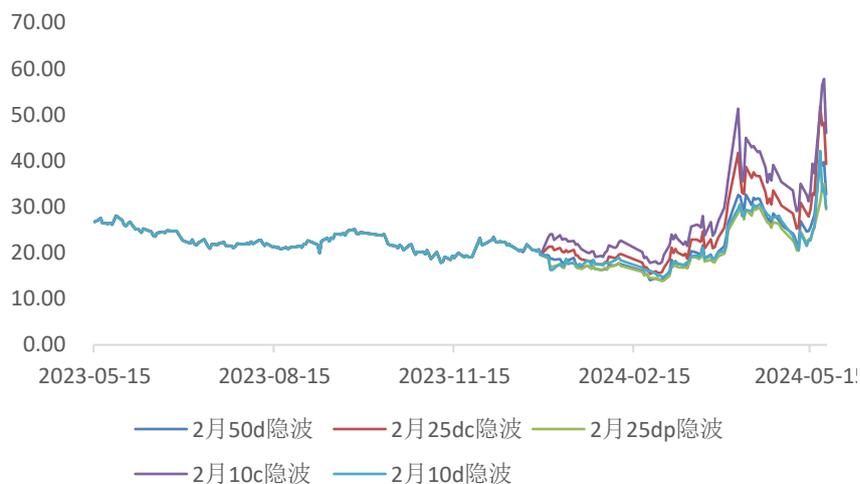
受多头行情刺激，白银期权隐含波动率持续走高，并于 22 日创下该品种隐波的历史新高，近月平值附近隐波达到 40% 以上。此外，除了隐波整体升至高位，隐波垂直结构与期限结构出现较大偏斜，特别是虚值看涨期权的隐含波动率大幅高于相同虚值幅度的看跌期权隐波，下图根据曲面结构的隐波曲线中，1 月 25dc 代表还有 1 个月到期，delta 值为 0.25 的看涨期权，而 1 月 25dp 代表还有 1 月份到期，delta 值为-0.25 的看跌期权。其中 1 个月 0.25Delta 看涨期权隐波最高达到 50% 以上，同一时间的 1 个月 0.25Delta 看跌期权隐波为 36%，平值期权的隐波则为 41%，处于严重偏斜情况，看涨期权波动率溢价高。

图表 9 白银期权隐波走势（一）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 10 白银期权隐波走势（二）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

## 5. 白银期权策略要点

在全球信用风险、地缘政治风险与长端降息预期的驱动下，黄金白银价格连续大涨，各项情绪指标达到历史极值。相比之下，白银的投机属性更强，近期成交增幅与价格涨幅高于黄金。从以往历史数据来看，通常贵金属多头行情末端伴随着金银比下降，即白银的多头情绪趋于极端化。白银期权成交持仓与隐含波动率各项数据显示当前白银情绪面或将出现盛极而衰的局面，针对当前行情，对于持有黄金白银现货的企业，如果构建期权保险策略会面临高昂的看跌权利金支出，因此，高波动率溢价情况下，适合采用期权领口策略，既可以对冲白银价格反向大跌的风险，也可以对冲掉高波动率溢价造成的高额权利金成本。对于波动率交易型投资者，卖出宽跨式组合可以在隐含波动率高位回落的过程中获利。此外，在当前白银实际波动幅度走阔的行情中，可以通过买入近月跨式+卖出远月宽跨式的方式，获得 gamma 收益，并对冲 vega 风险。

### 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。