

【申银万国期货】

近期黄金期权策略解析

2024 年 4 月 17 日

摘要：

- 黄金正处于一个长期的牛市之中，此前我们预计二季度国际金价有望上探 2400-2500 美元的水平，黄金上方仍有空间，随着短期快速上涨，可能存在一定程度超买。
- 从黄金波动率的历史数据看，目前黄金的历史波动率已处于短期较高的位置，根据历史数据来看，波动率不会在较高位置停留过长的时间。无论从历史波动率还是隐含波动率来看，期权波动率都处于明显高估的状态。
- 按上述分析构建组合，我们采取卖出 AU2406P576 合约，买入 AU2406P544 构建牛市价差期权组合。以在 4 月 17 日 AU2406P576、AU2406P544 的收盘价格为 22.18 点、6.12 点来算，组合到期时最大亏损（风险）为 -15.94 点，最大收益为 16.06 点。

量化策略研究团队

分析师：吴广奇

从业资格号：F3048078

投资咨询号：Z0014024

电话：021-50586261

邮箱：wugq@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

1、黄金基本面分析

黄金从今年三月开始逐步走强，至今已经走出一波儿持续一个多月的上涨行情，从基本面来看，黄金的驱动因素主要有以下三个方面：

（1）对更大规模地缘冲突的担忧。近年来世界局部冲突不断，俄乌冲突尚未完全结束，伊朗与以色列冲突又引起全球关注，截至目前，伊朗反击后，伊以双方表现相对克制，市场情绪缓和。

（2）美元主导的货币体系自身的风险。美国转向保护主义，制度弱化，以及债务违约风险，都在持续威胁到美元在全球的主导地位。

（3）货币政策进一步收紧的担忧较小。由于美国经济韧性屡次强于市场预期，就业表现强劲、通胀表现粘性下，令美联储降息的必要性始终不紧迫，在3月就业通胀数据相继公布后，市场对降息的预期进一步延后，对美联储降息预期越来越弱，美国通胀稳中有降，造成了名义利率和实际利率维持高位。由于货币政策进一步收紧的担忧较小，最多是降息节奏，令黄金也难有明显的利空存在，导致投资者对黄金情绪高涨。

从长期来看，黄金正处于一个长期的牛市之中，此前我们预计二季度国际金价有望上探 2400-2500 美元的水平。尽管降息变得更加不确定了，但是黄金自身的抗风险、抗通胀以及保值功能却得到了激发，从这个角度来说黄金上方仍有空间，但随着短期快速上涨，可能存在一定程度超买。如果局部地缘冲突出现一定程度的降温，市场可能会重新开始计价后续宽松路径低于预期造成的利空，此外短期内还是要注意短期面临技术性超买的回调压力。

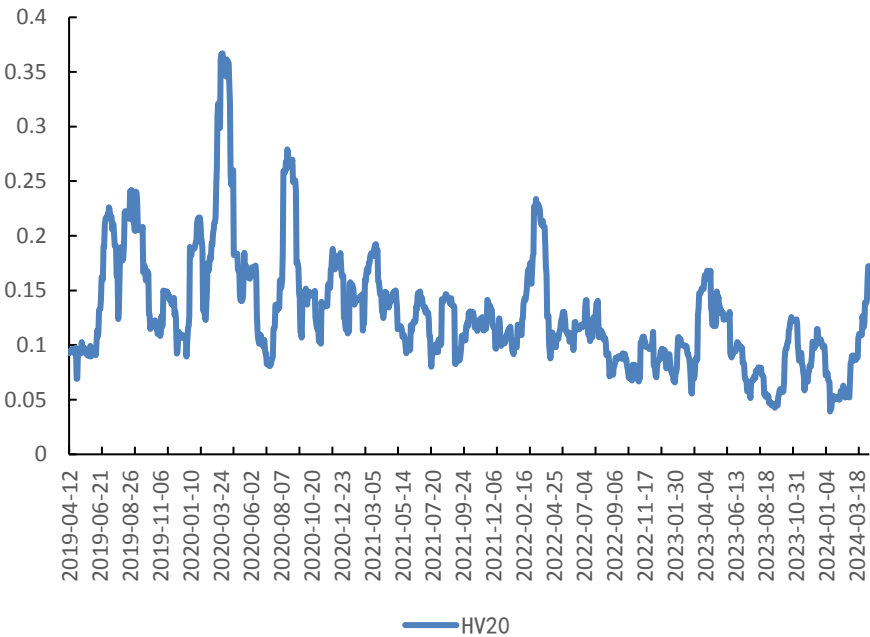
图 1：COMEX 黄金的价格走势



2、波动率分析

随着黄金期货单边行情的发动，黄金的波动率也快速上行，但从长期来看，黄金历史波动率（20个交易日时间窗口）近年来低点逐步降低，市场博弈较为充分，高波动情况较少发生。

图 2：黄金期货历史波动率（20 个交易日时间窗口）



资料来源：Wind，申万期货研究所

黄金近五年数据波动率统计概览如下

表 1：黄金近五年数据波动率统计概览

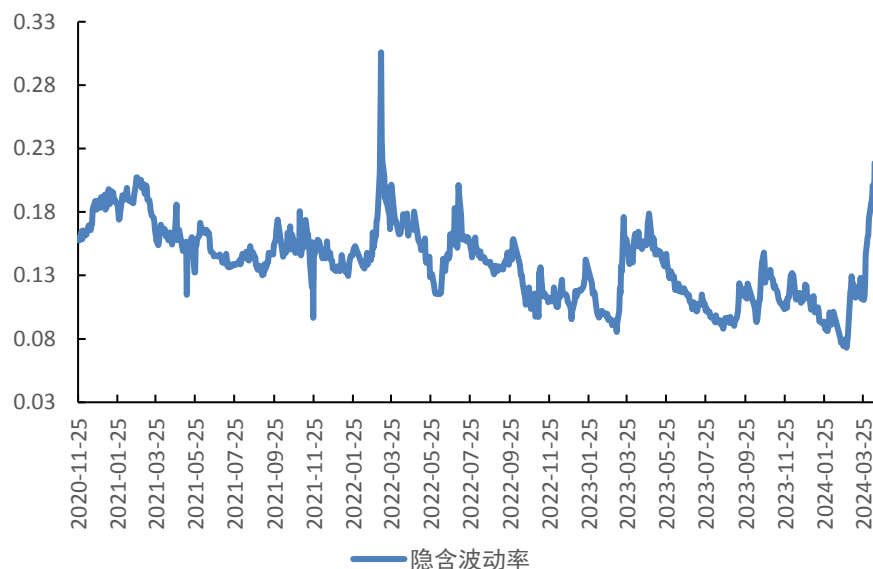
最新数值	均值	与均值之差	中值
17.22%	12.87%	4.35%	11.72%
标准差	百分位	最高值	最低值
5.34%	84.05%	36.70%	3.92%

资料来源：Wind，申万期货研究所

从波动率的历史数据看，目前黄金的历史波动率已处于短期较高的位置，根据历史数据规律来看，预计波动率不会在较高位置停留较长时间。

除了考察历史波动率外，在使用期权进行投资时，我们还需要查看隐含波动率的情况，在隐含波动率中，平值期权的隐含波动率较为具有代表性，可以作为期权整体隐含波动率的参考。

图 3：黄金期货平值期权隐含波动率走势



资料来源：Wind，申万期货研究所

目前黄金平值期权隐含波动率为 23.45%，处于历史较高位置，与历史波动率 17.22%相比，隐含波动率仍处较高的位置。

综合基本面和波动率两方面分析，我们可以对黄金做出以下判断：

（1）黄金长期上涨逻辑未变，短期或许面临回调压力。

（2）无论从历史波动率还是隐含波动率来看，期权波动率都处于明显高估的状态。

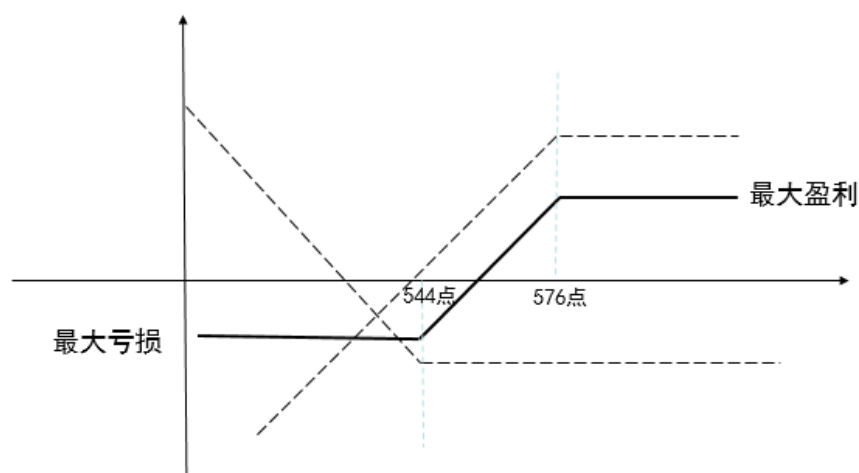
3、 期权策略分析

结合上文分析，我们认为目前直接做多黄金存在较大的风险，为控制风险我们建议采用牛市价差策略，但牛市价差组合可以用看涨期权构建也可以用看跌期权构建，考虑到隐含波动率目前处于高估状态，我们认为 vega 值为负的看跌期权构建的牛市价差策略是较好选择。

在期限选择上，选取主力合约 AU2406 对应的期权，在行权价的选择上，若外盘黄金涨至 2500 美元/盎司，不考虑汇率波动因素，对应国内黄金约在 583 元/克附近，为增加组合获利概率，高行权价选取 576 点，低行权价选取 544 点。

按上述分析构建组合，我们采取卖出 AU2406P576 合约，买入 AU2406P544 构建期权组合。在 4 月 17 日，AU2406P576、AU2406P544 的收盘价格为 22.18 点、6.12 点，以此计算，组合到期时最大亏损（风险）为 -15.94 点，最大收益为 16.06 点。

图 4：牛市价差构建结构



资料来源：申万期货研究所

4、总结

本文从基本面和波动率的角度分析了黄金目前的整体市场状态，并给出了相应的期权策略，即牛市价差策略。以在 4 月 17 日 AU2406P576、AU2406P544 的收盘价格为 22.18 点、6.12 点来算，组合到期时最大亏损（风险）为 -15.94 点，最大收益为 16.06 点。

5、风险提示

黄金因为宏观因素或地缘政治局势缓和等因素，出现较大幅度的回落。

申银万国期货量化策略研究团队

申 明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（核准文号 证监许可[2011]1284 号）

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，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，作者及利益相关方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获取任何形式的不当利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。