

金屬

黃金波動率交易介紹

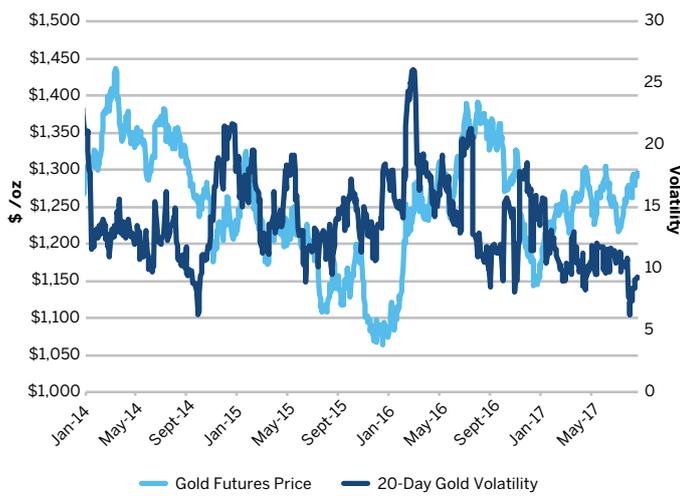
2017年9月

本文為芝商所 Bob Biolsi在2012年所著文章「黃金交易的波動率：對沖全球的不穩定性 (Volatility Trading for Gold: Hedging Global Instability)」之編輯版本。

黃金波動率交易介紹

對於交易者而言，首要的問題自然是「在商品波動率背後，有著怎樣的經濟基本面驅使？」當新訊息湧入市場時，波動率衡量引發的價格波動。類似黃金這種的商品，觸發事件可能是通脹報告、經濟干擾事件或者採礦業罷工。當然，有時是缺乏供需資訊或面臨不確定性，導致價格大幅波動。

黃金價格和波動率



例如，政治危機將帶來不確定的後果。由此導致價格變化的規模令商業或投資者持倉蒙受風險。受此影響，最近數十年金融和商品市場的極端價格走勢迫使交易者不僅需要考察特定資產類別的波動率影響，亦需要考察波動率在各資產類別當中的溢出效應。

過去25年，金融市場的波動率大幅增加。其中可以單獨總結的原因過多，但最重要的是全球化和經濟融合的趨勢加劇，新興市場經濟體崛起，市場經濟數量增多，交易技術進步及對沖工具的使用提升。市場的不確定性增加，導致市場參與者開始將波動率自身作為一個單獨的資產類別考慮。

應用

顯然，交易界有責任不僅理解新資訊對價格之影響，還需理性地應用於交易部位。具體而言，必須回答這樣的問題：對於特別是像商品這樣的資產類別，什麼是波動率的恰當角色？對於交易界而言，則是「投資者或交易者的投資組合在何種情況下需要增加波動率交易？」為了回答這個關鍵問題，有興趣的交易者需要理解波動率的經濟重要性。波動率與其他資產的資訊（或資訊匱乏）關係直接影響波動率作為投資組合分散工具的角色。

例如，黃金價格的波動率對於股票、固定收益和貨幣市場產生重大影響。通常，黃金被視為貨幣的替代。價格的波動意味著通脹、通縮或貨幣的波動風險之重估。而代表這些波動規模的波動率，則可以揭示

貨幣資訊和通脹進展，將對其他市場如股票和債券產生重要影響。

關於股市中波動率與價格的負相關性，即市場下跌往往伴隨著高波動率，已經有大量著述。對於股市而言尤其如此，因為股票估值對企業的債務水平提供緩衝作用。由於此緩衝作用於股市下跌時惡化，故而對企業信譽的懷疑會隨之提高，從而出現自我加強的情況。反過來，這將導致股市出現更多拋售，從而增加波動率。正因如此，VIX波動性被稱為「恐慌指數」。

黃金市場的行為模式有所不同。黃金在多個方面被視為經濟和政治動盪的避風港。當通脹增加，貨幣（尤其是美元）疲弱，或出現不利的世界事件時，金價往往上漲。因此，黃金的波動率與價格的關係較股市更加複雜。價格和波動率有時會同時增加。2008-2009年的金融危機即是一例。當時美國的經濟疲弱導致美元下滑，通脹預期上升。因此，金價和波動率雙雙走高。而2011年夏季和秋季歐洲爆發嚴重的銀行危機，則產生了不同的結果。歐洲陷入經濟危機，美元上漲，即使波動率增加，但金價下滑。黃金的波動率交易不同於股市，可能與價格水平無關。

此外，不同資產類別的波動率存在溢出效應。無論是金融資產如股票或實物資產如黃金價格，均會對新經濟狀況作出反應。例如，有關整體通脹的消息將刺激小麥和黃金的價格走勢，即使由此導致的價格波動可能方向或規模不同。其原因有兩個方面。第一，新的經濟資訊可能以某種方式觸動所有的市場，導致市場進行價格重估。第二，這一資訊可能導致交易界根據其投資組合的盈虧重新調整部位，從而令資產出現基於波動率（如果不是價格的話）的交叉相關性。

波動率交易策略

金融市場的交易波動率歷史悠久。眾多期權策略是基於預期和實際波動率的差異制定。「鞍式」期權（以同樣的行權價買入同時到期的認沽和認購期權），為其中的突出代表。在此情況下，如果波動率導致市場走高，認購期權將為價內。如果市場大跌，認沽期權將為價內。

還有其他交易波動率的策略。「寬跨式」期權和鞍式期權類似，因為均涉及認購和認沽期權。但是，認購期權的行權價格高於認沽期權的行權價格。這一部位更便宜，但無論從哪個方向盈利，標的價格的波動需為更大。此外，亦有「蝶式」策略，需要買入價外認購（或認沽）期權和價內認購（或認沽）期權，同時賣出之間的兩個認購（或認沽）期權。在此情況下，策略在市場走勢不十分端時獲利。每個該等期權策略均涉及價格變動方向的波動，以及作為回報的波動率本身的變動。整體而言，期權的波動率策略需要進行週期性重新平衡，方能正確表達波動率的看法。

總結

黃金波動率及波動率交易成為金融市場的一個重要特徵。波動率策略可能已成為獨立之資產類別。黃金的波動率近年成為衡量世界經濟以及金融市場反復震盪的關鍵指標，且可用於抵禦震盪。因此，亦成為對沖系統性風險和不確定性的重要工具。當然，此對沖工具的價值取決於其與投資組合其餘部分的相關性。近年，黃金的波動率已經證實，其已經成為金融多樣化的重要方式。而隨著波動率展示其領先指標作用，該等多樣化特性進一步得到提升。

期貨期權

期貨期權是我們最為通用的風險管理工具，而且我們對大多數產品都提供期權交易。

查閱期貨期權交易中使用的25種行之有效的策略。例子包括蝶式、鞍式、逆價差和轉換期權。每種策略均包括展示對總期權費用的時間衰減效應。

了解這些策略詳情：cmegroup.com/education/25-proven-strategies.html.



芝商所總部

20 South Wacker Drive
Chicago, Illinois 60606
cme.com

芝商所區域辦事處

芝加哥
+1 312 930 1000
新加坡
+65 6593 5555
休斯頓
+1 713 658 2347
東京
+81 3 3242 6228

紐約
+1 212 299 2000
卡爾加里
+1 403 444 6876
聖保羅
+55 11 2787 6451
華盛頓特區
+1 202 638 3838

倫敦
+44 20 3379 3700
香港
+852 2582 2200
首爾
+82 2 6336 6722

期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為槓桿投資，由於只需要具備某合約市值一定百分比的資金就可進行交易，所以損失可能會超出最初為某一期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不會影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有一部分可投入某筆交易。

本冊子所載信息和任何資料均不得被視作於中華人民共和國（“PRC”），就下述目的而言不包括香港、澳門和台灣）購買或出售金融工具、提供金融建議、創建交易平台、促進或吸收存款或者提供任何其他金融產品或金融服務之要約或邀請。本冊子所載信息僅供一般參考，並無意圖提供，亦不應被視為一種建議。本冊子並未考慮閣下的目標、財務狀況或需求。閣下在據本冊子行事或依賴本冊子前，應當先尋求合適之專業意見。本冊子或本冊子所載述或以提述方式納入的任何信息並非廣告，亦不意圖於中國境內公開發行。本冊子所載信息按原樣提供，不含任何類型的保證，無論是明示還是默示。芝商所對任何錯誤或疏漏概不負責。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc.（“CME”）的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc.（“CBOT”）的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc.（“NYMEX”）的註冊商標。此商標未經所有者書面批准，不得修改、複製、儲存在可檢索系統裡、傳遞、複印、發布或以其它方式使用。

CME、CBOT及NYMEX均分別於新加坡註冊為認可市場運營商以及於香港特區獲授權為自動化交易服務提供商。除上述內容之外，本冊子所含信息並不構成日本的《金融工具與交易法》（1948年第25號法律，經修訂）界定之提供任何境外金融工具市場的直接渠道，或境外金融工具市場交易的清算服務。CME Europe Limited於亞洲任何管轄區內（包括香港、新加坡及日本）均無註冊、獲得許可提供或聲稱提供任何種類的金融服務。芝商所實隸於中國大陸或台灣概無註冊、獲許可提供或聲稱提供任何種類的金融服務。本冊子於韓國及澳大利亞境內分別根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款及相關規則和《2001年企業法》（澳洲聯邦）及相關規則的規定，將發布受眾僅限於“職業投資者”，其發行應受到相應限制。