

期权组合保证金介绍

方正中期研究院 牛秋乐、冯世佃

2019年12月15日,上交所公告称:为规范股票期权组合策略交易业务,提高资金使用效率,降低期权交易成本,维护期权交易秩序,上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司共同制定了《上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司股票期权组合策略业务指引》。可以预见,期权组合策略业务实施之后,期权资金使用效率将大大提升,期权市场流动性也将进一步增加。本文将对组合保证金进行举例介绍。

组合保证金

保证金:在期权交易中,买方向卖方支付权利金,买方获得了权利但没有义务。对卖方来说,获得了买方的权利金,只有义务没有权利,因此,需要交纳保证金,保证在买方执行期权的时候,履行期权合约。

50ETF 期权开仓、维持保证金

50ETF期权	开仓保证金	维持保证金	
认购	$[\text{合约前结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{上证50ETF前收盘价} - \text{认购期权虚值}, 7\% \times \text{上证50ETF前收盘价})] \times \text{合约单位}$	$[\text{合约前结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{上证50ETF收盘价} - \text{认购期权虚值}, 7\% \times \text{上证50ETF前收盘价})] \times \text{合约单位}$	认购期权虚值 = $\text{Max}(\text{行权价} - \text{上证50ETF前收盘价}, 0)$;
认沽	$\text{Min}[\text{合约前结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{上证50ETF前收盘价} - \text{认沽期权虚值}, 7\% \times \text{行权价}), \text{行权价}] \times \text{合约单位}$	$\text{Min}[\text{合约前结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{上证50ETF收盘价} - \text{认沽期权虚值}, 7\% \times \text{行权价}), \text{行权价}] \times \text{合约单位}$	认沽期权虚值 = $\text{Max}(\text{上证50ETF前收盘价} - \text{行权价}, 0)$

资料来源:上交所,方正中期研究院

当投资者持有多只期权时,期权各头寸存在着“自对冲”,即各合约能相互抵消大部分风险。譬如,以最简单的卖出宽跨式(卖出50ETF12月购3.0+卖出50ETF12月购3.1)为例。未实施组合保证金以前,虽然在合约到期日上述两张合约,最多只有一张合约能被行权,但是这两张合约仍然都要缴纳保证金。这使得投资者的资金效率低下。

期权的组合保证金是把一些常见的期权策略组合视作一个整体，依据该整体存在的最大的风险来收取保证金，因此组合保证金往往比投资组合全部义务仓保证金之和要低。这样将大幅提高资金使用效率。

组合保证金申请操作

组合保证金申请操作

	构建组合策略	解除组合策略
申报时间	每个交易日9:30-11:30、13:00-15:15	每个交易日9:30-11:30、13:00-15:15
申报内容	1、合约账户号码；2、成分合约的合约标的；3、组合策略代码；4、成分合约数目；5、各成分合约合约编码；6、构建组合策略数目	1、合约账户号码；2、解除组合策略编码；3、解除组合策略数目
保证金日内增减情况	增加的保证金日间余额=组合策略各成分合约已收取的保证金之和-组合策略应收取的开仓保证金	应予扣减的保证金日间余额=解除组合策略的各成分合约应收取的开仓保证金之和-解除组合策略的已收取的保证金
备注1	价差组合策略于其成分合约在到期前第二个交易日自动解除，而跨式和宽跨式空头于其成分合约在到期日自动解除	
备注2	备兑开仓合约不得用于构建组合策略； 组合策略自动解除后，当月到期合约不得再用于构建组合策略	1、结算参与人可用于扣减的保证金日间余额不足，或者申报解除的组合策略不符合规定的，解除组合策略申报无效 2、组合策略自动解除后，成分合约参加每日日终的持仓自动对冲，并按照对冲后的持仓情况收取相应的维持保证金

资料来源：上交所，方正中期研究院

组合保证金类型

组合保证金种类

组合策略名称	策略构建	开仓保证金	维持保证金
认购牛市价差策略	一个认购期权权利仓与一个相同合约标的、相同到期日、相同合约单位的认购期权义务仓组成。其中义务仓的行权价格高于权利仓的行权价格	0	0
认购熊市价差策略	一个认购期权权利仓与一个相同合约标的、相同到期日、相同合约单位的认购期权义务仓组成。其中义务仓的行权价格低于权利仓的行权价格	(认购期权权利仓行权价格-认购期权义务仓行权价格)×合约单位	(认购期权权利仓行权价格-认购期权义务仓行权价格)×合约单位
认沽牛市价差策略	一个认沽期权权利仓与一个相同合约标的、相同到期日、相同合约单位的认沽期权义务仓组成。其中义务仓的行权价格高于权利仓的行权价格	(认沽期权义务仓行权价格-认沽期权权利仓行权价格)×合约单位	(认沽期权义务仓行权价格-认沽期权权利仓行权价格)×合约单位
认沽熊市价差策略	一个认沽期权权利仓与一个相同合约标的、相同到期日、相同合约单位的认沽期权义务仓组成。其中义务仓的行权价格低于权利仓的行权价格	0	0
跨式空头策略	一个认购期权义务仓与一个相同合约标的、相同到期日、相同合约单位、相同行权价格的认沽期权义务仓组成	Max(认购期权开仓保证金, 认沽期权开仓保证金)+开仓保证金较低的成分合约前结算价×合约单位	Max(认购期权开仓保证金, 认沽期权开仓保证金)+开仓保证金较低的成分合约前结算价×合约单位
宽跨式空头策略	一个较高行权价格的认购期权义务仓, 与一个相同合约标的、相同到期日、相同合约单位、较低行权价格的认沽期权义务仓组成	Max(认购期权维持保证金, 认沽期权维持保证金)+维持保证金较低的成分合约结算价×合约单位	Max(认购期权维持保证金, 认沽期权维持保证金)+维持保证金较低的成分合约结算价×合约单位

资料来源：上交所，方正中期研究院

从上表中，可以看到当前上交所新推出的组合保证金主要适用于以下 6 种策略组合：1、认购牛市价差(CNSJC)、认购熊市价差(CXSJC)、认沽牛市价差(PNSJC)、认沽熊市价差(PXSJC)、卖出跨式(KS)以及卖出宽跨式(KKS)。下面我们具体例子来介绍组合保证金的计算。

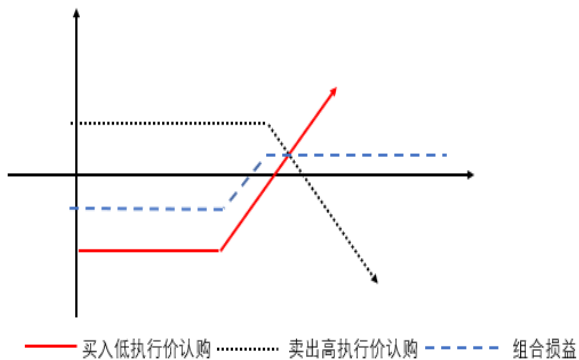
组合保证金示例

组合策略	合约举例	原保证金	组合保证金	节约资金
认购牛市价差	买入12月购3.0, 卖出12月购3.1	2884	0	2884
认购熊市价差	卖出12月购3.1, 买入12月购3.2	2884	1000	1884
认沽牛市价差	卖出12月沽3.0, 买入12月沽2.95	4086	500	3586
认沽熊市价差	买入12月沽3.0, 卖出12月沽2.95	3380	0	3380
卖出跨式	卖出12月购3.0, 卖出12月沽3.0	8320	4591	3729
卖出宽跨式	卖出12月购3.1, 卖出12月沽3.0	6970	4364	2606

资料来源：WIND，方正中期研究院

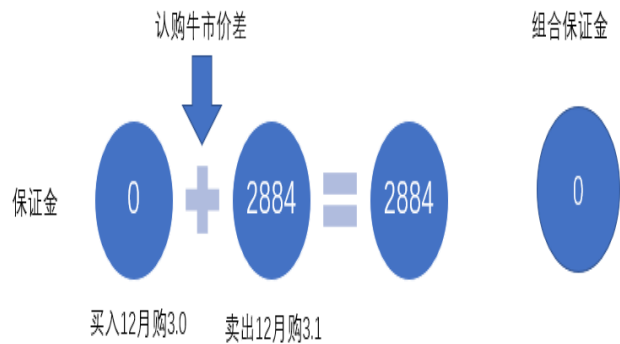
1、认购牛市价差

认购牛市价差到期收益图



资料来源：方正中期研究院

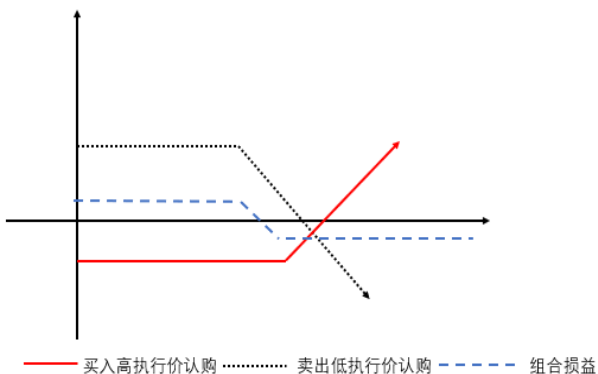
认购牛市价差保证金



资料来源：WIND，方正中期研究院

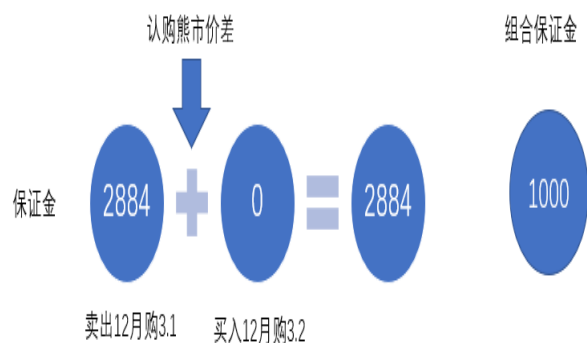
2、认购熊市价差

认购熊市价差到期收益图



资料来源：方正中期研究院

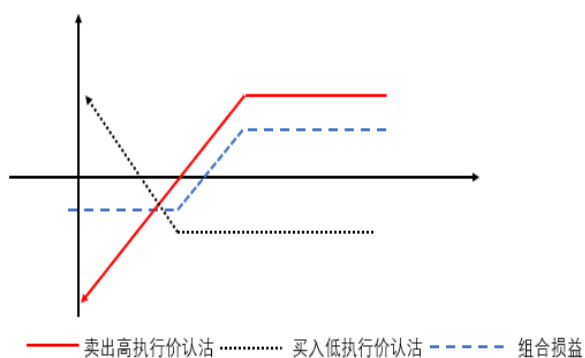
认购熊市价差保证金



资料来源：WIND，方正中期研究院

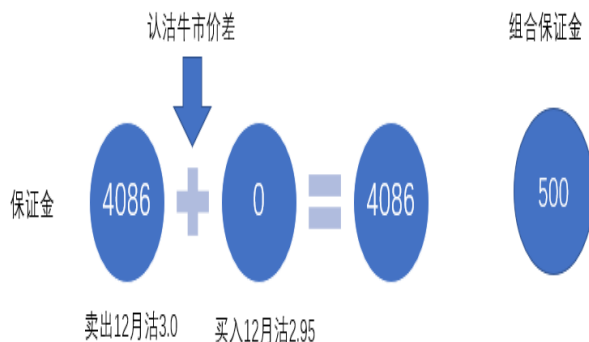
3、认沽牛市价差

认沽牛市价差到期收益图



资料来源：方正中期研究院

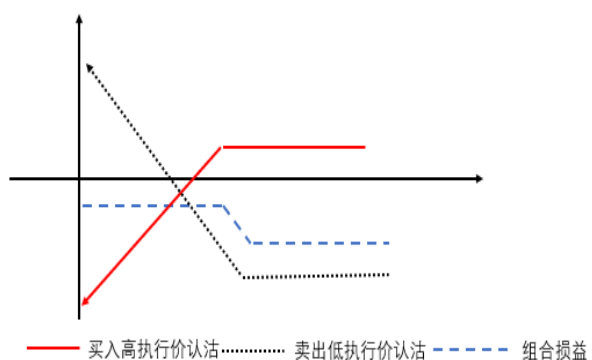
认沽牛市价差保证金



资料来源：WIND, 方正中期研究院

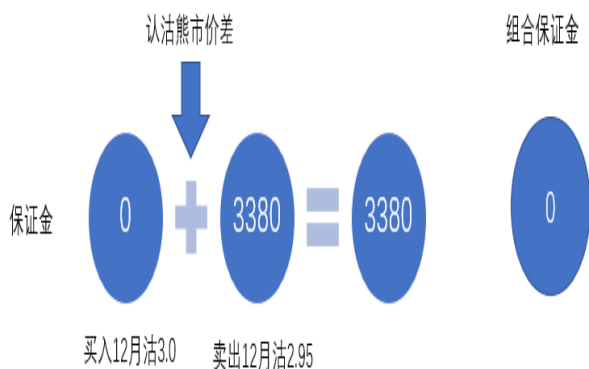
4、认沽熊市价差

认沽熊市价差到期收益图



资料来源：方正中期研究院

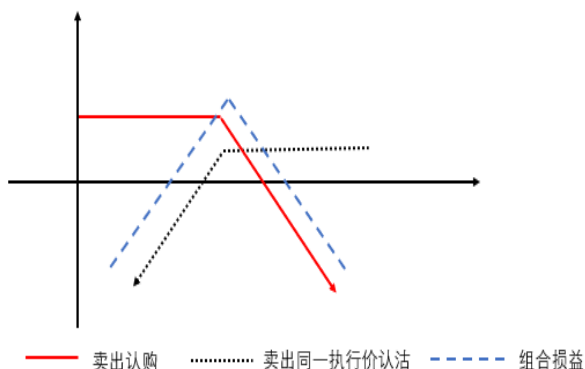
认沽熊市价差保证金



资料来源：WIND, 方正中期研究院

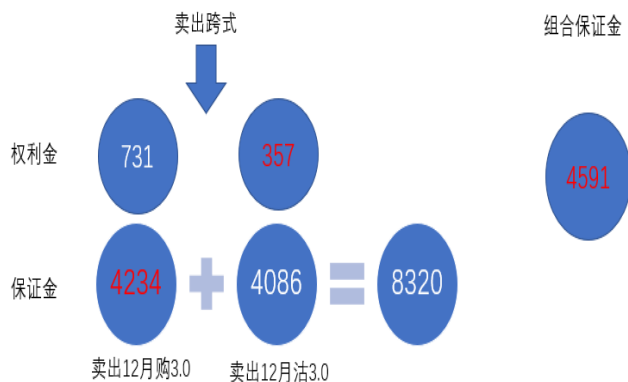
5、卖出跨式

卖出跨式到期收益图



资料来源：方正中期研究院

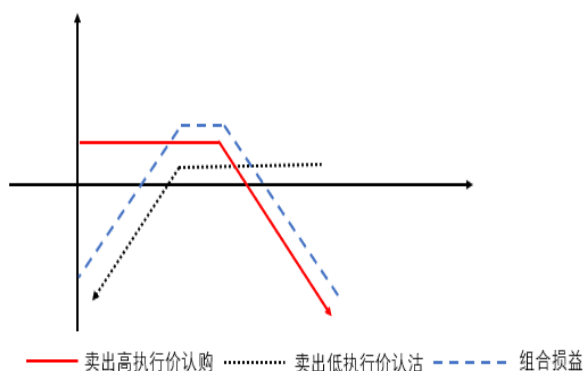
卖出跨式保证金



资料来源：WIND, 方正中期研究院

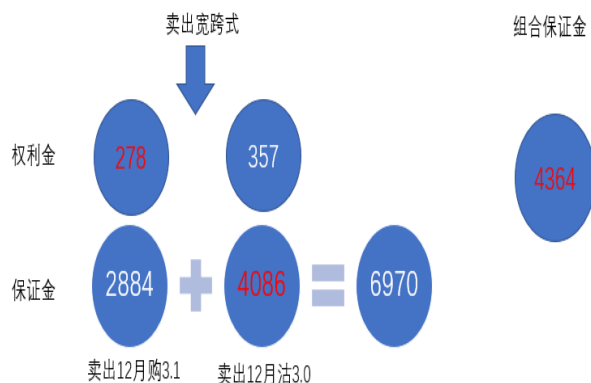
6、卖出宽跨式

卖出宽跨式到期收益图



资料来源：方正中期研究院

卖出宽跨式保证金



资料来源：WIND, 方正中期研究院

对投资者影响

- 1、对于期权买方而言，可以用构建价差组合的方式来代替单边裸买。既可以降低成本和风险，又不需缴纳保证金。此外，在高隐波的市场中，还能减少单边买入时市场隐波回落的风险。
- 2、对于期权卖方而言，主要涉及卖出跨式和卖出宽跨式策略。从前文中可以看到，在组合保证金业务下，卖出跨式和宽跨式策略能节省约 40%-50% 的资金，极大的提高了资金的使用效率。另外，这也使得稳健、风险偏好低，喜欢蝶式或鹰式等策略的投资者有了大展身手的舞台。
- 3、最后需要值得注意的是，价差组合策略于其成分合约在到期前**第二个交易日**自动解除，而跨式和宽跨式空头于其成分合约在**到期日**自动解除。组合策略自动解除后，所需保证金将恢复至各个义务仓保证金的总和。此时，投资者将面临保证金大幅上升的风险。若账户内金额不能覆盖所需保证金，则将面临强平的风险。因此，建议构建组合策略的投资者在到期日来临前提前平仓，或准备充裕的资金，以避免保证金不足而被强平。

行方正 以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

行情预测说明:

涨：当周收盘价>上周收盘价；

跌：当周收盘价<上周收盘价；

震荡：（当周收盘价-上周收盘价）/上周收盘价的绝对值在 0.5%以内；

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
