

期权组合保证金制度及影响

2019年11月15日，上交所正式对外发布了《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》，并自发布之日起实施。业务指引对股票期权组合策略的保证金收取进行了规定。组合策略包括认购牛市价差策略、认购熊市价差策略、认沽牛市价差策略、认沽熊市价差策略、跨式空头策略以及宽跨式空头策略六种类型。

本篇报告主要对组合保证金制度进行总结，描述了组合保证金制度与传统保证金制度的差别，分析组合保证金制度对各方面的影响以及利用组合保证金制度的交易操作。

组合策略名称	传统保证金占用	组合保证金占用
认购牛市价差策略	2948.4	0
认购熊市价差策略	4058.4	1000
认沽牛市价差策略	4362.4	1000
认沽熊市价差策略	3460.4	0
跨式空头	7518.8	4156.4
宽跨式空头	6408.8	3506.4

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 量化组

联系人

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号：F3055799

研究员

杨子江

☎ 0755-23887993

✉ yangzijiang@htfc.com

从业资格号：F3034819

投资咨询号：Z0014576

研究员

陈维嘉

☎ 0755-23991517

✉ chenweijia@htfc.com

从业资格号：T236848

投资咨询号：TZ012046

期权组合保证金制度

2019年11月15日，上交所正式对外发布了《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》，并自发布之日起实施。业务指引对股票期权组合策略的保证金收取进行了规定。组合策略包括认购牛市价差策略、认购熊市价差策略、认沽牛市价差策略、认沽熊市价差策略、跨式空头策略以及宽跨式空头策略六种类型。

表格 1：各组合策略及其保证金收取方式

组合策略代码	组合策略名称	组合策略构成	保证金收取
CNSJC	认购牛市价差策略	一个较低行权价的认购期权权利方头寸，一个相同标的、相同到期日、行权价较高的认购期权义务方头寸	无
CXSJC	认购熊市价差策略	一个较高行权价的认购期权权利方头寸，一个相同标的、相同到期日、行权价较低的认购期权义务方头寸	$ \text{行权价之差} \times \text{合约单位}$
PNSJC	认沽牛市价差策略	一个较低行权价的认沽期权权利方头寸，一个相同标的、相同到期日、行权价较高的认沽期权义务方头寸	$ \text{行权价之差} \times \text{合约单位}$
PXSJC	认沽熊市价差策略	一个较高行权价的认沽期权权利方头寸，一个相同标的、相同到期日、行权价较低的认沽期权义务方头寸	无
KS	跨式空头	一个认购期权义务方头寸，一个相同标的、相同到期日、相同行权价格的认沽期权义务方头寸	$\max(\text{认购期权保证金}, \text{认沽期权保证金}) + \text{保证金较低方的当日期权结算价} \times \text{合约单位}$ 注：若认购期权保证金等于认沽期权保证金，则取结算价较高者的结算价
KKS	宽跨式空头	一个较高行权价格的认购期权义务方头寸，一个相同标的、相同到期日、较低行权价格的认沽期权义务方头寸	同 KS

数据来源：上海证券交易所 华泰期货研究院

组合保证金和传统保证金对比

我们对比不同保证金制度的保证金占用情况。以 2019 年 11 月 18 日的收盘数据，取标的资产平值上下一档（跨式空头取行权价为 3.0 的一档）的各组合策略，对上证 50etf 期权合约的保证金占用进行计算对比。

表格 2：不同制度保证金占用对比

组合策略代码	组合策略名称	传统保证金占用	组合保证金占用
CNSJC	认购牛市价差策略	2948.4	0
CXSJC	认购熊市价差策略	4058.4	1000
PNSJC	认沽牛市价差策略	4362.4	1000
PXSJC	认沽熊市价差策略	3460.4	0
KS	跨式空头	7518.8	4156.4
KKS	宽跨式空头	6408.8	3506.4

数据来源：wind 上海证券交易所 华泰期货研究院

从上表中可以很直观的看到，使用离平值最近一档的期权合约构建上述组合策略后，各组合策略在组合保证金制度下都比传统的保证金制度少占用了 3000 元左右的保证金（几乎相当于平值附近一档的单份合约保证金）。组合保证金制度更全面的考虑了期权合约的义务仓的风险情况，使得保证金的收取更加合理化。

组合保证金制度的使用

第五条 投资者可以在每个交易日 9:30-11:30、13:00-15:15 将其同一个衍生品合约账户（以下简称合约账户）内的相关合约构建本指引规定的组合策略。

第九条 投资者可以在每个交易日 9:30-11:30、13:00-15:15 对其已构建的组合策略提出解除组合策略指令。当日构建的组合策略当日可以解除。

根据制度我们可以看到，策略组合的申报和解除的时间范围比正常的交易时间要多一些。在收盘后的 15 分钟内我们仍然可以申报构建组合策略或者解除组合策略。所以在当日收盘后，若保证金资金不足，如果持仓恰好有能够构建组合策略的合约，这时候申请构建组合策略就可以省去部分需要追加的保证金，甚至不需要追加额外的保证金。

同样对于各种交易需求，组合保证金制度也能在一定程度上发挥效用。

进行方向型交易时，选取四种价差型策略组合能够很好的减少保证金的占用，而且相比单一使用一种期权合约在风险上也要小一些。如果构建比率价差合约时，也可以将其中的部分合约组合申请为组合策略，达到节省保证金占用的效果。

进行波动率交易时，跨式空头策略组合和宽跨式空头策略组合能够为投资者节省将近一半的保证金。

进行套利交易时，套利型交易往往涉及多个期权合约的组合，例如典型的凸性套利组合，涉及到买入一个单位低行权价的认购、卖出两个单位中间行权价的认购，买入一个单位高行权价的认购，这样就可以将买入一个单位低行权价的认购、卖出一个单位中间行权价的认购的部分组成牛市认购价差策略，另外一部分组成熊市认购价差策略组合。在组合保证金制度下，能够节约下很大的一笔保证金费用。

组合保证金制度的风险

根据规定构建策略组合，以及组合解除都需要自行申报。不过策略组合除了自行解除以外还有自动解除的情况：

第十五条 组合策略存续期间发生以下情形的，组合策略自动解除：

（一）认购牛市价差策略、认购熊市价差策略、认沽牛市价差策略、认沽熊市价差策略于其成分合约到期日前第二个交易日日终自动解除；

（二）跨式空头策略、宽跨式空头策略于其成分合约到期日日终自动解除；

在构成组合策略时，能够释放出大量的保证金，相反的，当组合解除时，需要补充的保证金也比较多，所以在组合策略自动解除前需要及时补充保证金，不然容易面临强制平仓的风险。

第十七条 上交所、中国结算可以根据市场情况，确定允许单边平仓的组合策略类型，并向市场公布。投资者可对前述组合策略中的义务仓提出单边买入平仓指令。

第十九条 上交所对单边平仓申报进行校验，对符合条件的组合策略进行锁定。单边买入平仓申报成交后，上交所实时减少投资者合约账户中相应的组合策略数量，对未平仓的成分合约解除锁定，并按照以下公式实时增加或者扣减相应结算参与人的保证金日间余额：

保证金日间余额变动=单边平仓的组合策略已收取的保证金-未平仓成分合约义务仓应收取的开仓保证金之和-买入平仓应收取的权利金之和。

前款规定的公式中，计算结果为正值，则增加保证金日间余额；计算结果为负值，则减少保证金日间余额。

结算参与人保证金日间余额小于单边平仓应扣减金额的，单边平仓申报无效。

根据上述规则可以发现，对组合策略单边平仓有时可能需要准备额外的保证金，否则由于保证金不足，可能会导致平仓不及时，从而造成投资者额外的损失。而且目前规则中仅对义务仓单边平仓进行了规定，而如果投资者需要单边平掉权利仓，可能需要先进行解除组合策略再平仓，中间也有可能发生平仓不及时的情况。

组合保证金制度带来的影响

在传统保证金制度下，如果投资者的期权组合里含有义务仓合约，往往会占用高额的保证金成本。而组合保证金制度，使得投资者在投资特定的期权组合时，能够节省大量的保证金，大大提高了资金的使用效率，而且节省了期权中义务仓的成本，使得期权合约的价格更加合理。

对于投资者来说，组合保证金的实施，会使得投资者更倾向于投资期权组合策略来节省期权合约义务仓的保证金成本，而另一方面组合策略的风险相对较小，反过来能够保护投资者免受市场过度不符合预期时带来的巨大亏损。

对于市场本身来说，组合保证金的实施，大幅度提高了资金使用效率，使得市场更加完备。如果投资者将这部分资金再次投资于期权市场，一定程度上能够使得市场更加活跃。而且如果较多投资者选择组合策略的投资方式，也能一定程度上降低市场风险。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com