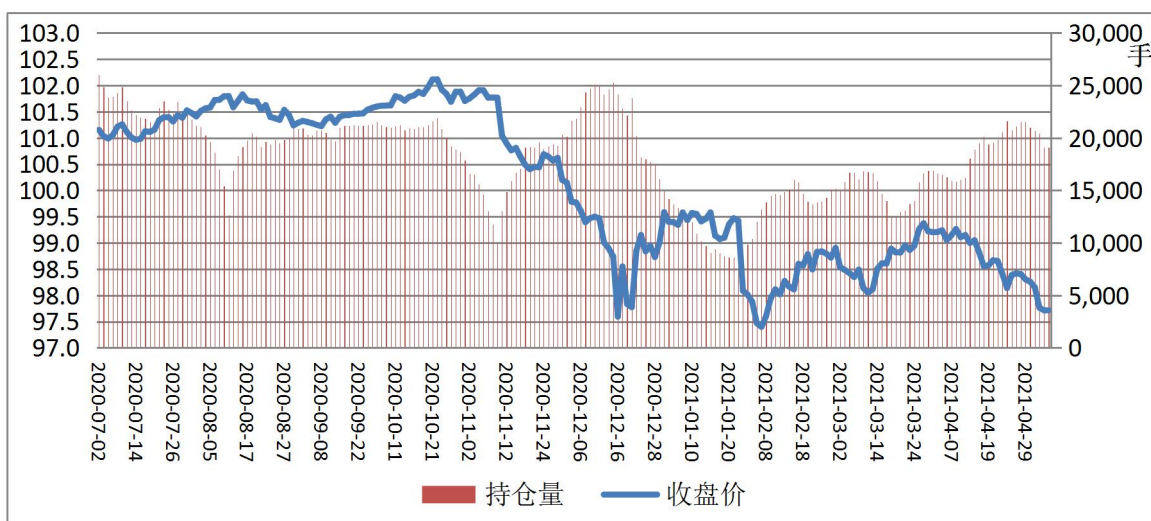




【行情回顾】

周一国债期货弱势下行，主力合约 TF1706 收报 97.465，报收小阴线，成交 9158 手，持仓量 17624 手，减仓 1503 手。

图 1：国债期货主力连续合约走势图



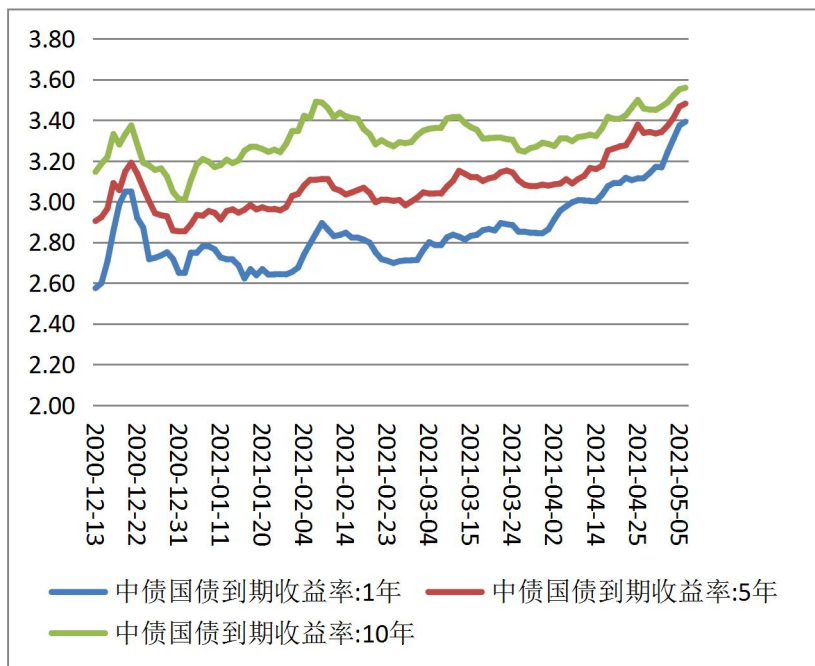
来源：文华财经、和融期货投资顾问部

表 1：中债国债到期收益率

期限 (年)	5月5日 利率(%)	5月4日 利率(%)	利差 (bp)
0	2.6718	2.6789	-0.71
0.25	3.0187	2.9890	2.97
1	3.3922	3.3736	1.86
3	3.4297	3.4200	0.97
5	3.4813	3.4663	1.50
7	3.5794	3.5697	0.97
10	3.5592	3.5517	0.75
15	3.8851	3.8814	0.37
20	3.9051	3.9014	0.37

来源：Wind、和融期货投资顾问部

图 2：中债国债各期限到期收益率走势



**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归和融期货所有。如引用、刊发，须注明出处为“和融期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 【基本面要闻】

### ➤ 【本周债券到期逾 7000 亿】

在债券市场延续弱势的背景下，又一波偿债高峰已悄然来临。据数据，本周债券市场到期规模达 7519 亿元，创下单周到期量纪录。其中，本周到期的同业存单逾 5000 亿元，亦创单周到期量历史新高。

数据显示，本周到期将有 808 支债券到期，到期偿还量合计 7518.55 亿元，超过今年 3 月 20 日至 26 日当周的 7176.24 亿元，再创单周债券到期偿还量新纪录。数据进一步显示，在本周超过 7500 亿元的到期债券中就有 5002.5 亿元的同业存单，后者单周到期规模亦创下历史新高。

业内人士指出，同业存单的发行人虽为银行类金融机构，信用资质整体较好，发生大面积违约的可能性很小，但债务融资短期化带来的集中到期压力，增添了发行人流动性管理的难度，当中隐藏的流动性风险和信用风险仍值得关注。

### ➤ 【监管再加码 地方债务增速或放缓】

近日，财政部联合六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(以下简称《通知》)，以深入规范地方政府举债融资行为。市场人士认为，长期来看，通过对地方政府债和融资平台债的深入规范，有利于控制地方债务增速，降低地方政府债务风险。

分析人士认为，在地方政府举债融资行为不断规范的背景下，未来地方债务增速或将放缓。

中信建投证券报告指出，近两年，财政部驻各地财政监察专员办事处不断加大对地方政府债务监督工作，摸清政府存量债务，启动对地方政府违法违规举债或担保等情况的专项核查工作。2016 年 12 月 19 日，财政部印发《财政部驻各地财政监察专员办事处实施地方政府债务监督暂行办法》。2017 年 4 月 9 日，银监会发布《关于银行业风险防控工作的指导意见》，也将地方政府债务风险视为一大金融风险点。各部门关注地方债风险，并开展跨部门联合检测，监管进一步发力，这种背景下地方债务规模或可能压缩。

值得一提的是，今年以来地方债发行明显放缓。据数据，2017 年前四个月地方债合计发行 178 只，发行规模共计 7994.14 亿元，均不及 2016 年同期的 296 只、20200.39 亿元。

天风证券专题报告指出，今年地方债整体发行成本上升，导致地方政府发行意愿有所变化。此外，今年地方债供给压力有所下降，地方政府并不急于发行，整体发行节奏因此有所放缓。该机构预计 2017 年地方债置换债规模为 2.94 万亿元，新增债规模为 1.59 万亿元，合计发行 4.53 万亿元。

## 【操作建议】

综上所述，“一行三会”统一的严监管，带来流动性收紧，导致 4 月以来股市、债市和商品均出现大幅回落。不过，监管层也强调要采取切实措施维护金融稳定，守住不发生系统性金融风险的底线。近期市场投资者主要关注于后续监管政策推出和市场对此的反应，短期债市交易情绪依旧维持谨慎。中期看，通胀压力整体缓解和基本面放缓对于利率债有一定支撑。

## 【各合约 CTD】

表 2：各合约活跃成交 CTD

	代码	简称	期现价差	IRR (%)	基差	转换因子	成交量(亿)	最后交易日
CTD1703	170007.IB	17 付息国债 07	-0.0716	-0.7359	0.3803	1.0057	22.0852	6 月 9 日
CTD1706	170007.IB	17 付息国债 07	0.4634	1.35	0.6257	1.0054	22.0852	9 月 8 日
CTD1709	170007.IB	17 付息国债 07	0.9985	1.6947	0.8709	1.0051	22.0852	12 月 8 日

来源：Wind、和融期货投资顾问部

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归和融期货所有。如引用、刊发，须注明出处为“和融期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 【各合约价差】

表 4: 各合约价差

价差	TF1706-TF1709	TF1709-TF1712	TF1706-TF1712
合理价差	-0.0361	-0.0339	-0.0702
2017-4-28	0.3800	0.3500	0.7300
2017-5-2	0.3750	0.3400	0.7150
2017-5-3	0.3100	0.3000	0.6100
2017-5-4	0.1650	0.2550	0.4200
2017-5-5	0.2200	0.1650	0.3850
2017-5-8	0.2200	0.1650	0.3850

## 【套利策略】

表 5: 账户收益状况

保证金占用	可用资金	动态权益	账户收益率
0.00	100,0000	100,0000	0.00%

单位: 元, %

表 6: 近期账户交易明细

日期	时间	买入合约	价格	卖出合约	价格	价差	手数	保证金总额

## 5 年期国债期货合约条款

合约标的	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中期国债
可交割国债	合约到期月首日剩余期限为 4-7 年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价
最小变动价位	0.005 元
合约月份	最近的三个季月 (3 月、6 月、9 月、12 月中的最近三个月循环)
交易时间	09:15—11:30, 13:00—15:15
最后交易日交易时间	09:15—11:30
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 ±1.2%
最低交易保证金	合约价值的 1.2%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日
交割方式	实物交割
交易代码	TF
上市交易所	中国金融期货交易所

**重要声明:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归和融期货所有。如引用、刊发, 须注明出处为“和融期货”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 【套利策略概述】

跨期套利策略指在不同到期时间的期货合约上建立相反的头寸，进而通过对冲或交割的方式获取收益的方式。可以分为买入跨期套利、卖出跨期套利和蝶式跨期套利。

具体策略分为三种：

策略	买入跨期	卖出跨期套利	蝶式跨期套利
操作方式	在近期货上建立多头 在远期货上建立空头	在近期货上建立空头 在远期货上建立多头	在近、远期货上建立多头 在中期货上建立空头
条件	由于持有成本不同到期日的期货其正价差将扩大或者负价差将收窄 或者远期货被高估时	由于持有成本不同到期日的期货其正价差将收窄或者负价差将扩大 或者近期货被高估时	中期货价格与近、远期货合约价格其变化幅度上有差异

合理价差的估计：以持有成本理论计算。

- 例：上市首日（2月13日），TF1203报收于97.65，TF1206报收于98.05，TF1209报收于98.19，价差（TF1203-TF1206）为-0.4，价差（TF1206-TF1209）为-0.14，价差（TF1203-TF1209）为-0.54。当日的1月质押式回购利率为4.41%，4月期5.2%（估算），7月期为5.3%（估算），三合约合理价差为：

- 合理价差（TF1203-TF1206）= $-97.65 \times 3\% \times (5.2\% \times 4/12 - 4.41\% / 12) = -0.04$
- 合理价差（TF1206-TF1209）= $-98.05 \times 3\% \times (5.3\% \times 7/12 - 5.2\% \times 4/12) = -0.0399$
- 合理价差（TF1203-TF1209）= $-97.65 \times 3\% \times (5.3\% \times 7/12 - 4.41\% / 12) = -0.0793$

三实际价差（绝对值）皆大于预估价差（绝对值），后期价差收窄的可能性非常大，采用买入跨期套利策略。在TF1203上建立多头仓位，在TF1206上建立空头仓位。保证金占用情况为：

TF1203	$97.65 \times 10000 \times 4\% = 39060$
TF1206	$98.05 \times 10000 \times 4\% = 39220$

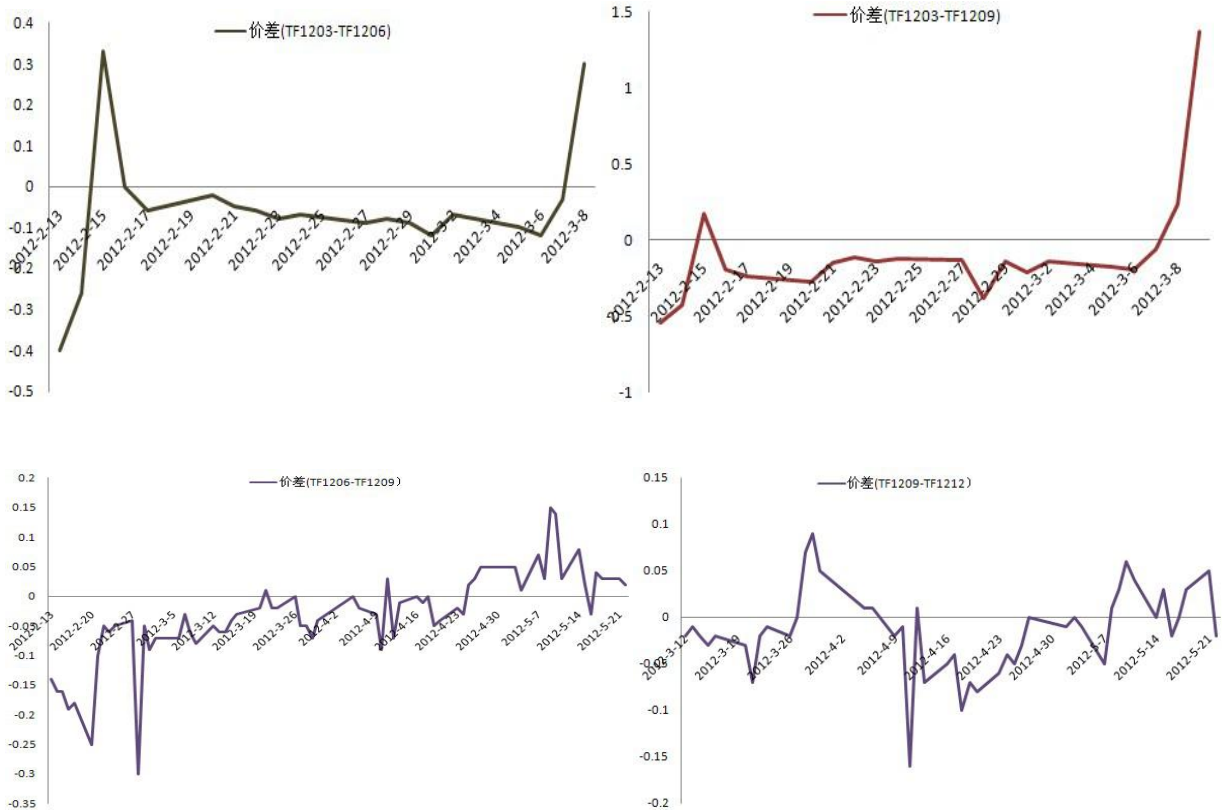
2月20日平仓：

TF1203 保证金损益	$(97.91 - 97.65) \times 10000 = 2600$
TF1206 保证金损益	$(98.05 - 97.93) \times 10000 = 1200$
总损益	$2600 + 1200 = 3800$
价差算法	$(0.4 - 0.02) \times 10000 = 3800$

此套利持有期收益率为： $3800 / (39060 + 39220) = 4.854\%$

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归和融期货所有。如引用、刊发，须注明出处为“和融期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 2012 年仿真合约价差情况：



### 2013 年 3 月以来仿真合约价差情况：

套利条件：当季、下季和隔季三个国债期货合约的波动幅度不一。跨期价差符合统计套利规律，具有均值恢复性，当远离均值时，即可进行套利。



**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归和融期货所有。如引用、刊发，请注明出处为“和融期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。