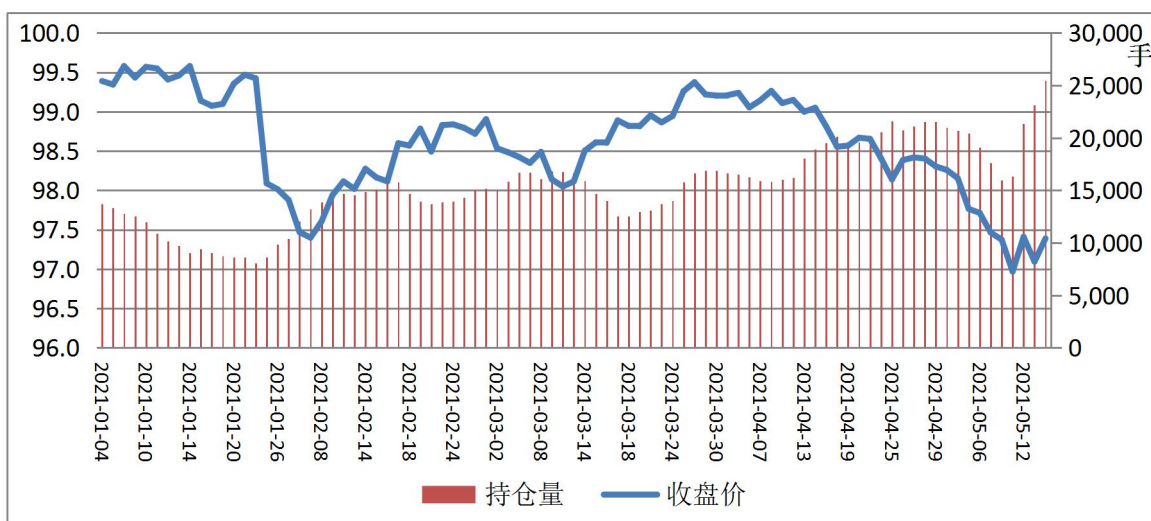




【行情回顾】

周二国债期货窄幅震荡,主力合约TF1709收报97.345,报收小阴线,成交11662手,持仓量26653手,增仓1175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15日 利率(%) | 5月12日 利率(%) | 利差 (bp) |
|-----------|----------------|----------------|------------|
| 0 | 2.4558 | 2.5309 | -7.51 |
| 0.25 | 3.1218 | 3.1270 | -0.52 |
| 1 | 3.4709 | 3.4683 | 0.26 |
| 3 | 3.6008 | 3.6493 | -4.85 |
| 5 | 3.6259 | 3.6542 | -2.83 |
| 7 | 3.6396 | 3.6496 | -1.00 |
| 10 | 3.6100 | 3.6525 | -4.25 |
| 15 | 3.9447 | 3.9346 | 1.01 |
| 20 | 3.9647 | 3.9546 | 1.01 |

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】

➤ 【香港与内地“债券通”获批】

中国人民银行、香港金融管理局 16 日发布联合公告，决定同意内地基础设施机构和香港基础设施机构开展香港与内地债券市场互联互通合作(“债券通”)。“债券通”正式启动时间将另行公告。

据人民银行消息，“债券通”是指境内外投资者通过香港与内地债券市场基础设施机构连接，买卖两个市场交易流通债券的机制安排。初期先开通“北向通”，即香港及其他国家与地区的境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、托管、结算等方面互联互通的机制安排，投资于内地银行间债券市场。未来将适时研究扩展至“南向通”，即境内投资者经由两地基础设施机构之间的互联互通机制安排，投资于香港债券市场。

联合公告明确，“债券通”遵循两地债券市场的相关法律法规，其中“北向通”遵守现行内地银行间债券市场对外开放政策框架，同时尊重国际惯例做法，“北向通”没有投资额度限制。

联合公告表示，香港与内地相关基础设施机构应当按照稳妥有序、风险可控的原则，积极推进“债券通”的各项准备工作，在完成相关规则和系统建设、回应市场参与者实际需求、获得相关监管许可及其他所有必需的工作准备就绪后，正式启动“债券通”。

上投摩根分析指出，截至 2017 年 3 月末，我国债券市场托管量达到 65.9 万亿元，位居全球第三。目前，已有 473 家境外投资者入市，总投资余额超过 8000 亿元，仍有较大的增长空间。此次央行正式启动“债券通”，将有助于吸引外资和离岸人民币流入在岸人民币市场，增强内地债券市场的信心。

另一方面，债券通或可视为国内债市纳入国际三大主流债券指数的前奏。参考今年 3 月 MSCI 抛出的纳入 A 股新方案，基本是建立在沪港通和深港通的基础上。债券通作为沪港通和深港通的延续，也将有助于国内债市更快纳入摩根大通政府债券指数——全球新兴市场多元化指数、彭博巴克莱全球综合指数和花旗世界政府债券指数。特别是摩根大通的债券指数，一旦加入有望带入至少 200 亿美元的被动投资流入。

目前国内债券市场已经历逾半年的调整，从绝对收益率看，国内债券已具有较高的中长期配置价值，特别是利率债，对全球配置资金有一定吸引力。从长远看，债券通将推动国内债券市场的国际化程度，有利于改善资本项目，促进人民币国际化。国内投资者也可以适时关注债券资产，进行一定布局。

【操作建议】

利率债流动性强，而且目前利率也很高，可以配置，信用债配置 AAA、久期短的品种，资质更佳。

【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 | 0.094 | 1.2512 | 0.1461 | 1.0057 | 57.8937 | 6 月 9 日 |
| CTD1706 | 170007.IB | 17 付息国债 07 | 1.162 | 3.6392 | -0.1416 | 1.0054 | 57.8937 | 9 月 8 日 |
| CTD1709 | 130005.IB | 13 付息国债 05 | 2.3458 | 4.1464 | -0.3217 | 1.0247 | 12.0109 | 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 | -0.0376 | -0.0379 | -0.0754 |
| 2017-5-10 | 0.0250 | 0.1350 | 0.1600 |
| 2017-5-11 | -0.2100 | 0.1950 | -0.0150 |
| 2017-5-12 | -0.1300 | 0.1200 | -0.0100 |
| 2017-5-15 | -0.2050 | 0.0150 | -0.1900 |
| 2017-5-16 | -0.3500 | 0.1500 | -0.2000 |

【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 |
|-----------|-----------|-----------|---------|
| 101296.00 | 889442.77 | 990738.77 | -0.093% |

单位：元，%

表 6: 近期账户交易明细

| 日期 | 买入合约 | 价格 | 卖出合约 | 价格 | 价差 | 手数 |
|-----------|--------|------|--------|--------|-------|----|
| 2017.5.15 | TF1706 | 97.2 | TF1709 | 97.425 | 0.225 | 8 |

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，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。

【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 | $98.05 \times 10000 \times 4\% = 39220$ |

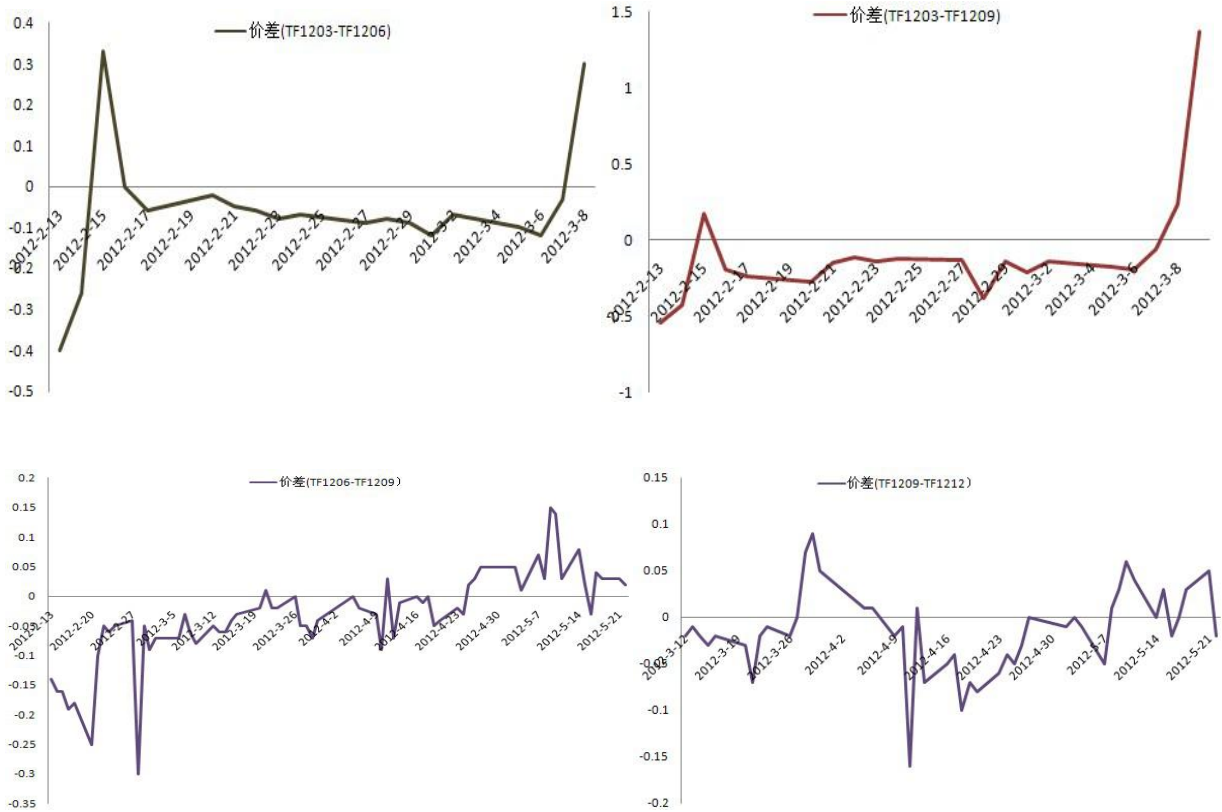
2月20日平仓：

| | |
|--------------|---------------------------------------|
| 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。