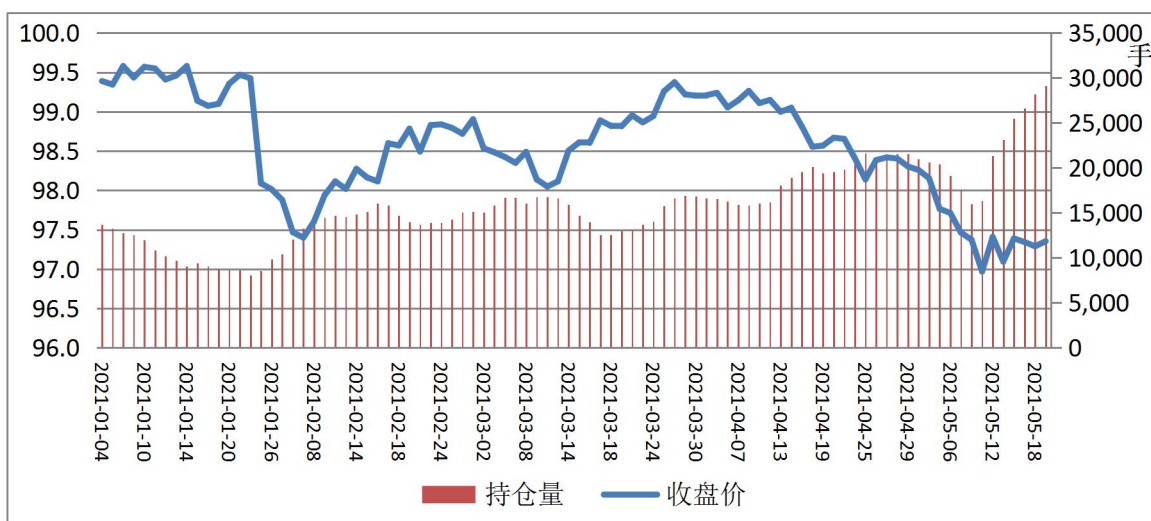




【行情回顾】

周五国债期货弱势震荡, 主力合约TF1709收报97.265, 报收小星线, 成交15125手, 持仓量29977手, 增仓868手。

图1: 国债期货主力连续合约走势图



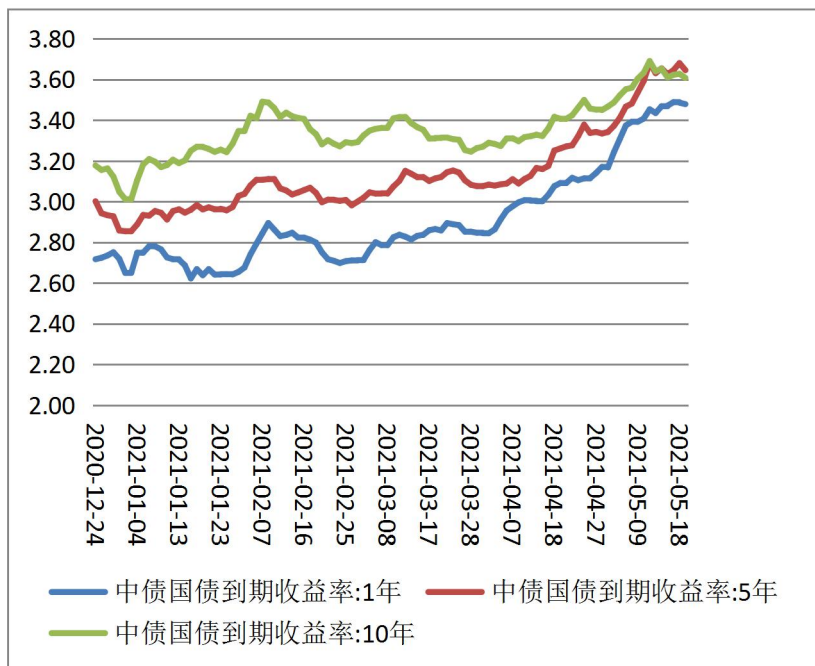
来源: 文华财经、和融期货投资顾问部

表1: 中债国债到期收益率

期限(年)	5月18日 利率(%)	5月17日 利率(%)	利差 (bp)
0	2.6032	2.5669	3.63
0.25	3.1824	3.1584	2.40
1	3.4785	3.4856	-0.71
3	3.6696	3.6797	-1.01
5	3.6454	3.6800	-3.46
7	3.7337	3.7194	1.43
10	3.6075	3.6275	-2.00
15	3.9560	3.9658	-0.98
20	3.9784	3.9858	-0.74

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】

➤ 【金融去杠杆成效渐显 国债收益率现“M”型】

M型的收益率曲线就是一个明显的证据，叠加近期债券的“刚性”发行，债券市场恐怕缺乏“交易机会”，不过仍然是配置型投资者非常好的“建仓”时间窗口。

在金融市场降杠杆的大背景下，罕见的M型国债收益率曲线，将利率债市场上那根紧绷的神经再次呈现在市场参与者面前。

5月17日，国债3年期(下称“3Y”)和7年期国债(下称“7Y”)中标利率公布，引起债券市场一片哗然，不仅7年期国债收益率高于10年期国债(下称“10Y”)收益率10个BP，3年期国债中标利率也高于5年期国债(下简称“3Y”)二级市场利率，国债收益率曲线由此呈现出近似“M”型。

多位受访的债券交易员对21世纪经济报道记者表示，这种情况非常罕见，“正常应该是期限越长收益越高，(M型)违背了货币的时间价值”，北京一家大型私募债券交易员说。

对于这种“活久见”的情况，华创证券资深分析师周冠南5月18日接受21世纪经济报道记者采访时表示，“目前的曲线形态，主要是中期品种收益率上行速度快于长期品种导致。”

一些市场分析人士也表示，金融强监管的环境下，流动性不足亦是导致“M”型国债收益率曲线的重要原因。

【操作建议】

我们认为短期债市在监管层安抚与外围市场影响之下反弹概率较高，但中期看来，市场仍然难言乐观，利率振荡上行仍是主要方向。

【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	0.1197	1.7855	0.0947	1.0057	21.6578	6月9日
CTD1706	170007.IB	17 付息国债 07	1.1525	3.7049	-0.1577	1.0054	21.6578	9月8日
CTD1709	170007.IB	17 付息国债 07	1.9037	3.4294	-0.1285	1.0051	21.6578	12月8日

来源：Wind、和融期货投资顾问部

【各合约价差】

表 4：各合约价差

价差	TF1706-TF1709	TF1709-TF1712	TF1706-TF1712
合理价差	-0.0362	-0.0404	-0.0764
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
2017-5-17	-0.2800	0.0600	-0.2200
2017-5-18	-0.3050	0.0050	-0.3000
2017-5-19	-0.2700	0.0150	-0.2550

【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
101306.40	889832.37	996338.77	-0.037%

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，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	$98.05 \times 10000 \times 4\% = 39220$

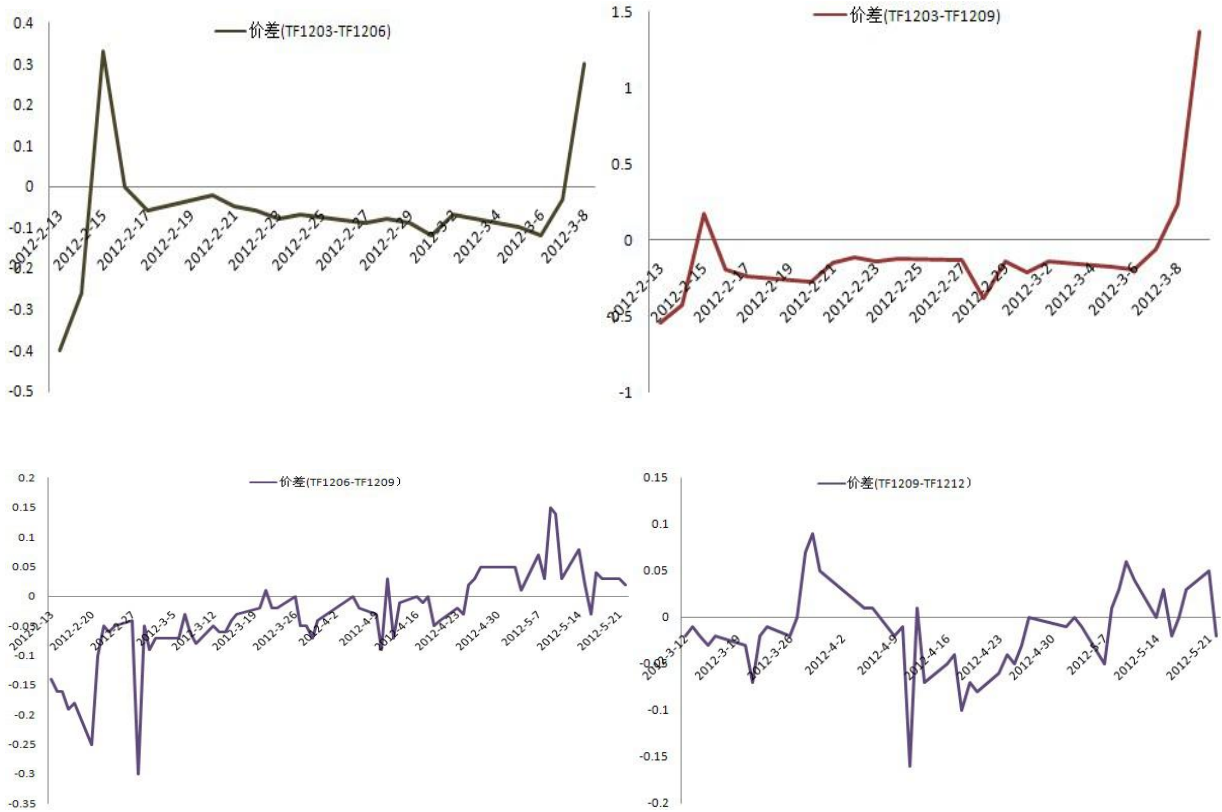
2月20日平仓：

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。