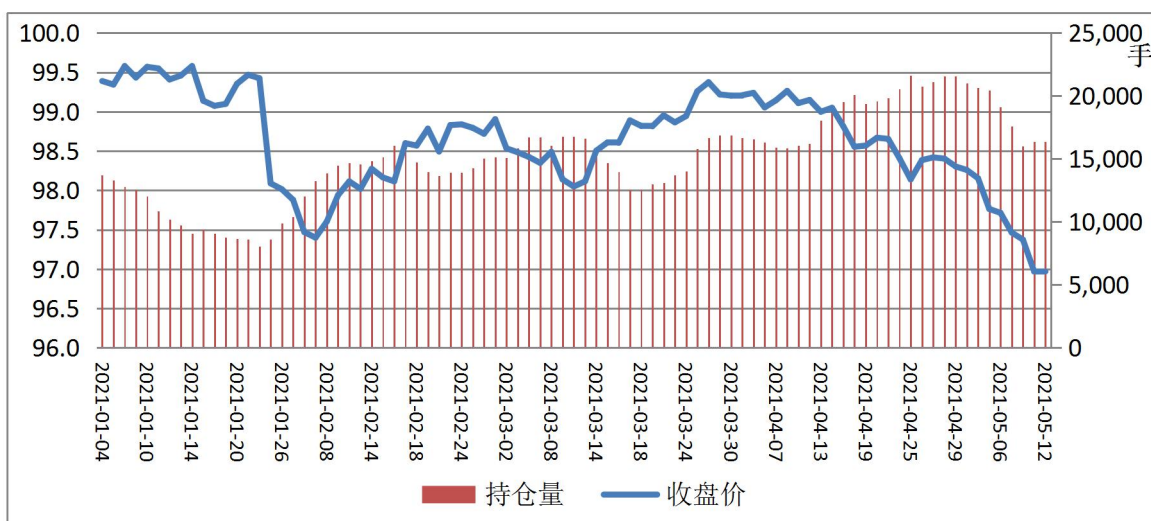




【行情回顾】

周三国债期货弱势下行, 主力合约TF1706收报96.970, 报收中阴线, 成交15901手, 持仓量16375手, 增仓368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10日 利率(%) | 5月9日 利率(%) | 利差 (bp) |
|-----------|----------------|---------------|------------|
| 0 | 2.6696 | 2.6594 | 1.02 |
| 0.25 | 3.0784 | 3.0341 | 4.43 |
| 1 | 3.4530 | 3.4074 | 4.56 |
| 3 | 3.5805 | 3.5254 | 5.51 |
| 5 | 3.6819 | 3.5921 | 8.98 |
| 7 | 3.6998 | 3.6302 | 6.96 |
| 10 | 3.6900 | 3.6325 | 5.75 |
| 15 | 3.9353 | 3.9153 | 2.00 |
| 20 | 3.9553 | 3.9353 | 2.00 |

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】

➤ 【前4月地方债发行缩水6成 预计本季度迎高峰】

今年以来资金面持续偏紧，一级市场各类主体融资成本明显上升，地方债的发行节奏也受到一定影响。

证券时报记者统计发现，今年前4月地方债发行呈现发行晚、规模小等特征，发行总规模也较去年同期缩水逾六成。分析人士指出，地方债发行高峰将集中在二季度，规模上可达2.4万亿元，三、四季度发行规模将逐步放缓。

数据显示，今年前4月地方债合计发行178只共计7994.14亿元，同比下降60.43%；平均每只发行规模为44.91亿元，同比下降34.19%；共涉及23个发行主体，平均每个主体发行347.57亿，同比下降53.54%。

具体来看，一季度地方债合计发行107只共计4745亿元，同比下降50%。但由于去年4月地方债发行规模高达1.06万亿元，创下地方债单月最高发行规模纪录，今年4月发债规模较去年同期相比下滑明显。数据显示，今年4月共计发行地方债3249.09亿元，较去年同期下滑七成。

2017年是地方政府债券发行的第三年，地方债置换已过半，目前地方政府债券主要由商业银行来认购，年换手率不足0.3%。此外，地方政府债券的市场化定价机制不够完善，目前承销仍然处于摊派格局。

前4月，承销规模在第6至10名的分别是中国邮储银行、兴业银行、民生银行、江苏银行和南京银行。邮储银行市场份额为3.73%，较去年同期增加1.73个百分点；民生银行、江苏银行和南京银行的市场份额分别较去年同期提高了0.64、1.1和1.1个百分点；但兴业银行的市场份额跌了1.63个百分点。

针对地方政府债券主要靠摊派给商业银行认购的格局，上交所去年底就公告称，将进一步推动鼓励券商积极参与地方债承销业务，加大地方债的销售推广，扩大地方债投资群体，提高地方债流动性。

证券时报·券商中国近日曾报道，上周相关部门组织召开了承销地方政府债券的动员会。为鼓励券商承销地方债，监管层将在未来给予地方债发行销售额排名前20的券商优惠政策，此举也被解读为将推动地方债的发行。

【操作建议】

短期的资金紧张已经得到缓解。央行后期会通过公开市场继续缓慢抬升资金成本，流动性会成为短期冲击市场的因素。不过，伴随着时间的推移，“钱紧”的6月即将到来，市场依然面临较大压力。本轮“钱荒”要想真正结束，需要政策上出现转向。

【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 | 150007.IB | 15 付息国债 07 | 0.3104 | 3.3483 | 0.0193 | 1.0239 | 0.5971 | 6月9日 |
| CTD1706 | 150007.IB | 15 付息国债 07 | 1.0511 | 3.084 | 0.1612 | 1.0227 | 0.5971 | 9月8日 |
| CTD1709 | 130005.IB | 13 付息国债 05 | 1.9086 | 3.2802 | 0.1737 | 1.0247 | 18.0148 | 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 | -0.0361 | -0.0339 | -0.0702 |
| 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 |
| 2017-5-9 | 0.1850 | 0.3250 | 0.5100 |
| 2017-5-10 | 0.0250 | 0.1350 | 0.1600 |

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

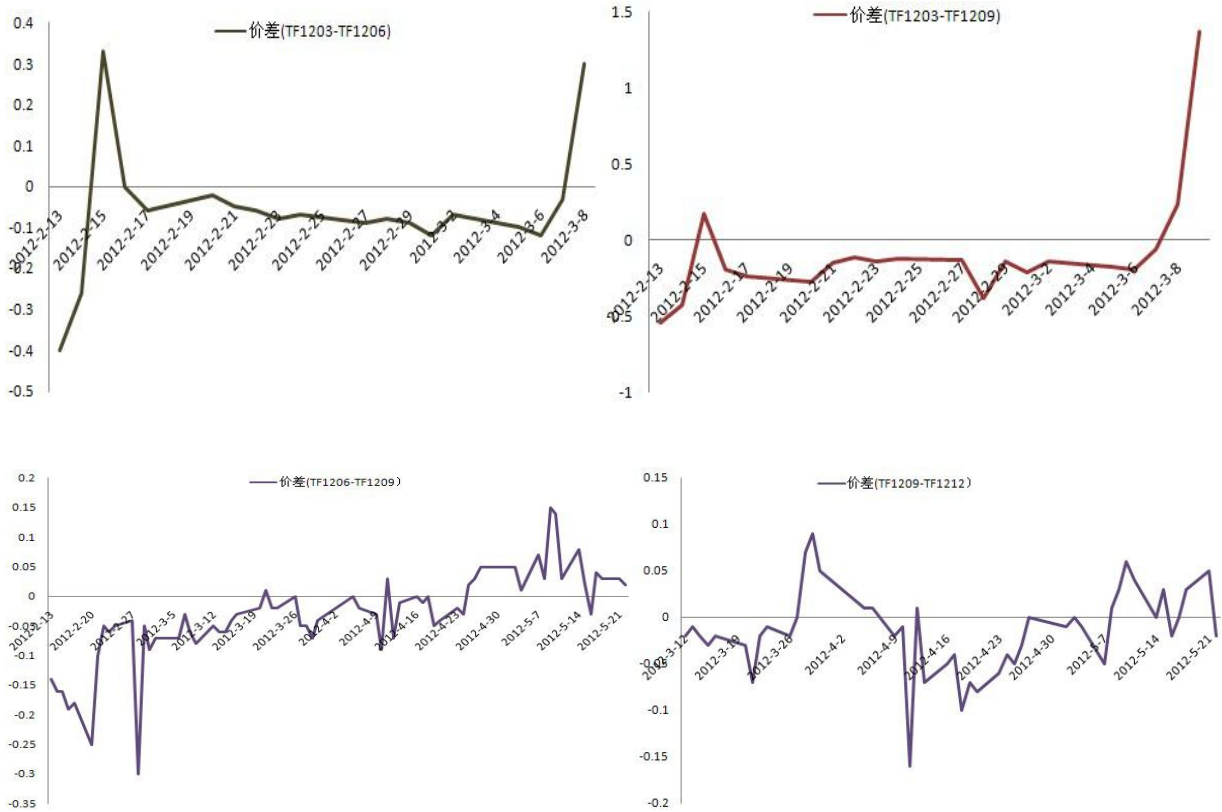
2月20日平仓：

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