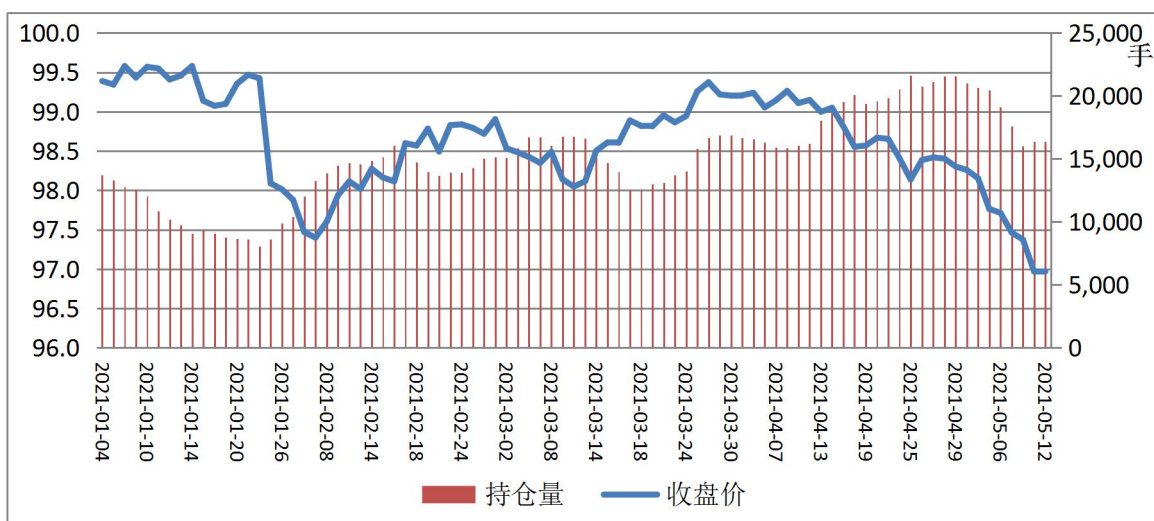




【行情回顾】

周一国债期货高开后强势震荡，主力合约 TF1709 收报 97.390，报收小阳线，成交 15694 手，持仓量 25478 手，增仓 2355 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12日 利率(%)	5月11日 利率(%)	利差 (bp)
0	2.5309	2.6247	-9.38
0.25	3.1270	3.0837	4.33
1	3.4683	3.4348	3.35
3	3.6493	3.6015	4.78
5	3.6542	3.6309	2.33
7	3.6496	3.6498	-0.02
10	3.6525	3.6400	1.25
15	3.9346	3.9144	2.02
20	3.9546	3.9344	2.02

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】

➤ 【海外发债已成蓝海 产融结合是债转股可行出路】

在4月27日由证券时报主办的“2017投行创造价值高峰论坛”上，几家商业银行的嘉宾在一场主题为“银行投行业务的机遇与挑战”的圆桌论坛上，就银行投行业务现状、债转股和银行委外等问题深入探讨。

参与讨论的嘉宾包括中国银行投行资管部副总经理刘世伟、中信银行总行投行部副总经理郑尧、兴业银行投资银行部副总经理郭晓恺和江苏银行投行兼资管部总经理高增银。上述银行人士认为，银行今年海外发债业务的市场空间仍然很大。债转股按照传统方式已经走不通，产融结合将是未来可行的出路。此外，委外是长期存在的，弥补了商业银行在细分领域资产投资能力的不足，大行如果是集团内部合作，几乎不存在赎回问题。

美元债今年仍是热点

刘世伟表示，虽然去年底由于人民币汇率压力及美元升息，对海外债并不看好，但年初到现在，海外发债就像是相对较小的蓝海，整体需求非常旺。并购方面，因受外汇管理体制的影响，今年增速肯定会下滑，尤其是仅出于资产配置目的，或者是赌币值变化的并购，会受极大遏制。

郑尧则认为，境外债的形式非常好，并购主要是境外并购等，价值方面也更加合理，银行业正在加速布局。股权方面，今年业务的定位是在风险受益关系上重新划分，根据宏观形势，对于确定性强的加大投资。

郭晓恺则表示，美元债、绿色债有非常大的发展空间，看好美元债。同时，银行投行还夹杂着投融资等业务。

对于银行投行业务，高增银则总结为“三化”——证券化、基金化、国际化。

一是证券化，即贷款是在资产负债表的右边做文章，企业证券化是挪到了资产负债表左边，通过盘活资产负债表左边来做融资。

二是基金化，即商业投行控制的基金很多，企业也搞并购重组。

三是国际化，即跟境外的大投行合作，银行推荐客户，并在投资方面介入。

【操作建议】

近几日债市波动加剧，背后体现为连续下跌后投资者分歧加大，叠加监管趋严暂时呈现阶段性缓和态势，收益率由此出现明显下行。但后续监管趋严或将持续，5月下旬流动性明显承压，而经济增速放缓对债市支撑有限，预计债券市场仍将以弱势震荡为主。

【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	0.4045	5.2042	-0.1558	1.0057	294.2071	6月9日
CTD1706	170007.IB	17 付息国债 07	1.402	4.3591	-0.373	1.0054	294.2071	9月8日
CTD1709	120009.IB	12 付息国债 09	2.1142	3.7755	-0.1837	1.0148	4.0092	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	-0.0376	-0.0379	-0.0754
2017-5-9	0.1850	0.3250	0.5100
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

【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
101322.00	897816.77	999138.77	-0.086%

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

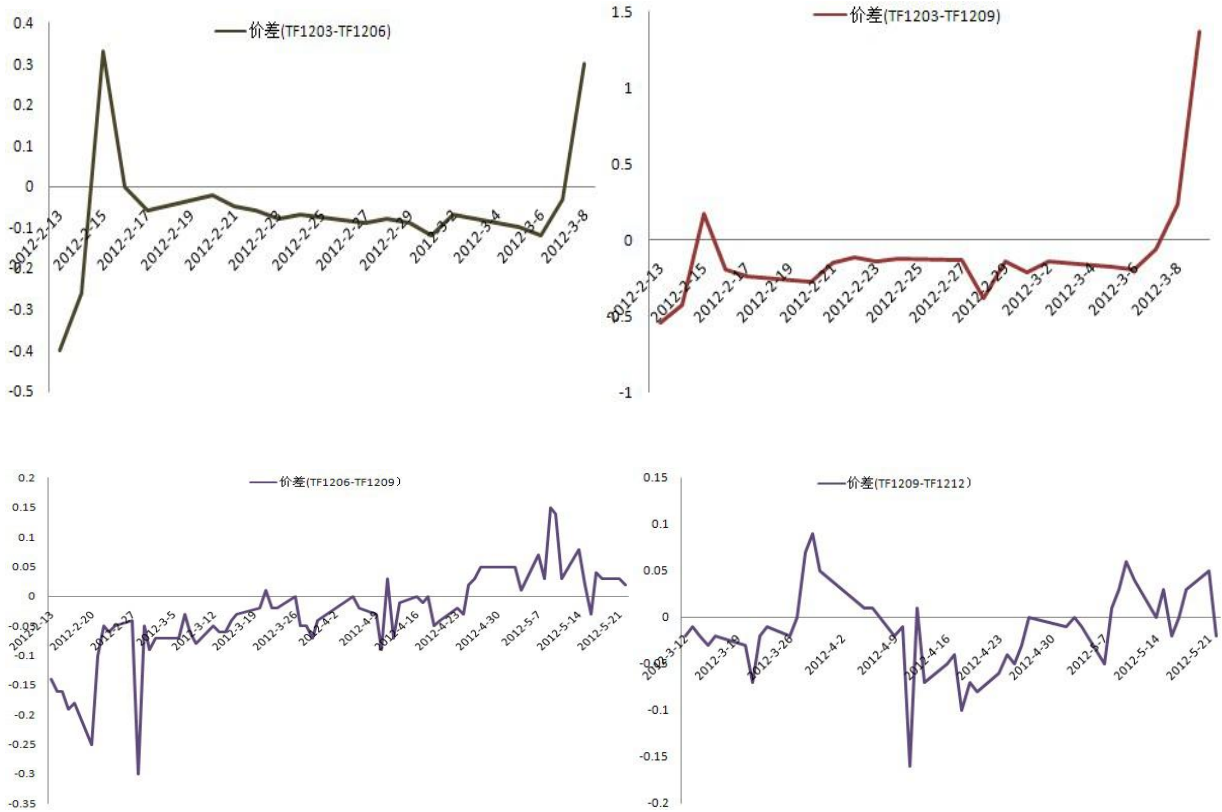
2月20日平仓：

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。