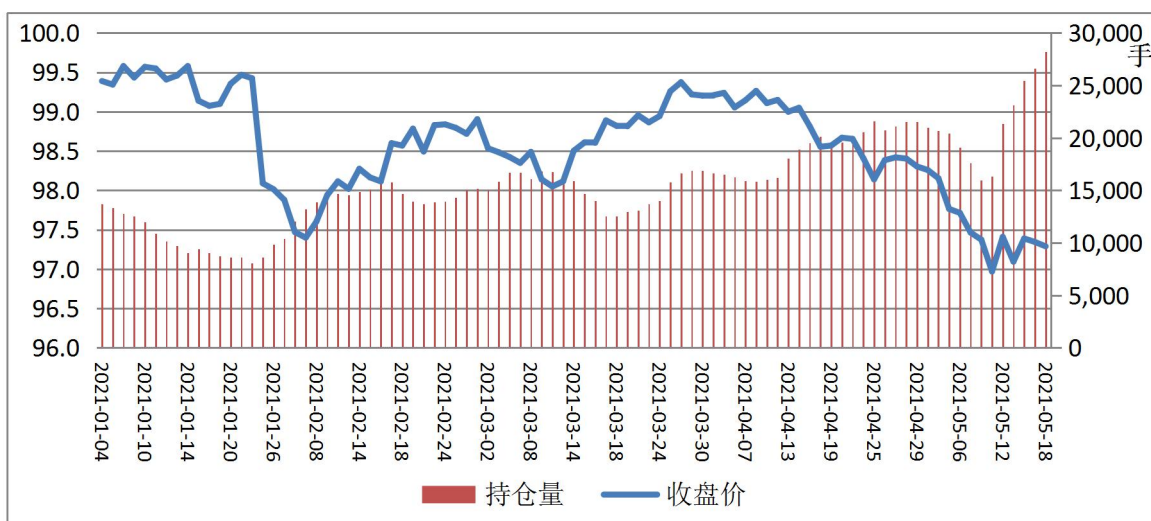




【行情回顾】

周三国债期货窄幅震荡，主力合约TF1709收报97.290，报收小星线，成交16285手，持仓量28218手，增仓1565手。

➤ 图1：国债期货主力连续合约走势图



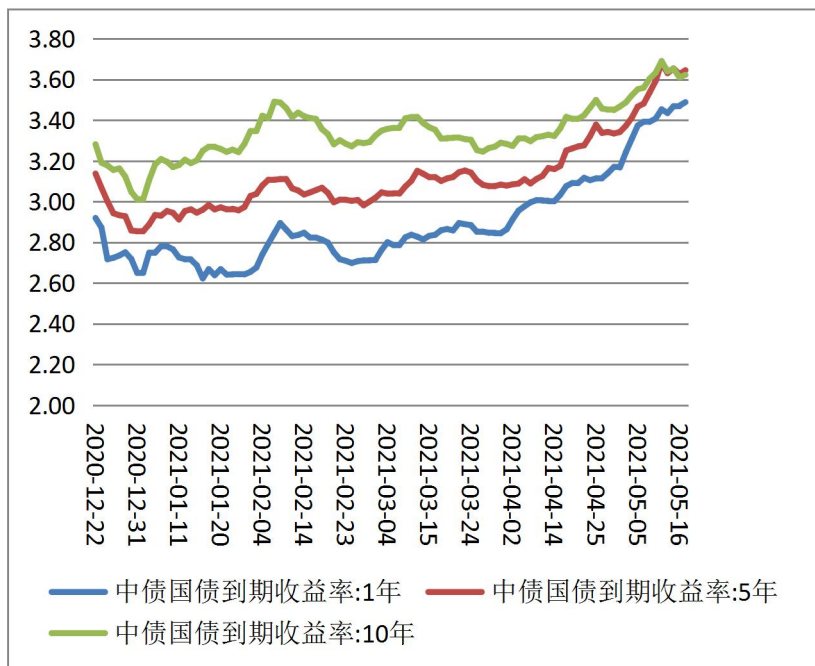
来源：文华财经、和融期货投资顾问部

➤ 表1：中债国债到期收益率

期限 (年)	5月16日 利率(%)	5月15日 利率(%)	利差 (bp)
0	2.5368	2.4558	8.10
0.25	3.1203	3.1218	-0.15
1	3.4883	3.4709	1.74
3	3.6057	3.6008	0.49
5	3.6454	3.6259	1.95
7	3.6496	3.6396	1.00
10	3.6225	3.6100	1.25
15	3.9496	3.9447	0.49
20	3.9696	3.9647	0.49

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”迈出关键一步】

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”)。在各界的千呼万唤中，“债券通”终于迈出关键一步。

在相继开通“沪港通”、“深港通”之后，“债券通”成为内地与香港金融市场互联互通的下一个热点。内地与香港相关监管部门多次表示将积极推动“债券通”。境内外市场机构也积极准备，对“债券通”抱有非常大的热情。

在今年两会期间，国务院总理李克强在回答记者提问时明确提出，准备今年在香港和内地试行“债券通”，也就是说允许境外资金在境外购买内地的债券。内地相关金融主管部门也多次表示了对开通“债券通”的支持。

此次公告的发布表明内地与香港的“债券通”迈出关键一步，同时也表明中国金融市场进一步对外开放的决心和态度。

前海开源基金执行总经理杨德龙 17 日撰文指出，“债券通”开通使得内地的债券市场和香港的债券市场实现了互通互投，这有利于推动中国资本市场的国际化，提高人民币的国际地位。“应该说这是一个里程碑事件。”

截至 2017 年 4 月底，内地债券市场存量已经超过 67 万亿元。内地债券市场已经成为全球金融市场的重要组成部分。但由于基础设施对接的原因，境外投资者直接参与内地债券市场投资的比重非常小。

中国人民银行在 16 日的答记者问中指出，“债券通”将根据分步实施、稳妥推进的原则，现阶段将先实施“北向通”，未来根据内地和香港金融合作总体安排适时开通“南向通”。目前，内地和香港基础设施机构正在积极合作开展系统建设、协议签署、规则制订等互联互通准备工作。具体开通时间待定。

据介绍，境外投资者可以依靠基础设施和多级托管便捷地“一点接入”全球债券市场，这已经是国际主流做法。而此次“债券通”也将采用这种模式，通过两地债券市场基础设施连接，使国际投资者在不改变业务习惯的同时，在有效地遵从内地市场法规制度的前提下，便捷地参与内地债券市场。

有境外机构认为，“债券通”开通之后，未来几年内，将有数千亿美元的境外资本流入内地债券市场。这将直接推动内地金融市场与国际金融市场接轨。

【操作建议】

金融去杠杆是今年央行执行货币政策的指导思想。在目前经济下行的大背景下，货币政策收紧的力度也是有限的，这点从近期央行的公开市场操作就可看出。未来通胀的预期大大降低，通胀溢价将会修复。基于上述两个原因，近期国债期货有望延续反弹走势。

【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	0.2834	3.9184	-0.0519	1.0057	40.1009	6 月 9 日
CTD1706	170007.IB	17 付息国债 07	1.3111	4.1479	-0.2993	1.0054	40.1009	9 月 8 日
CTD1709	170007.IB	17 付息国债 07	2.0322	3.6299	-0.2399	1.0051	40.1009	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	-0.0362	-0.0404	-0.0764
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
2017-5-17	-0.2800	0.0600	-0.2200

【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
101160.80	891577.97	995938.77	-0.041%

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

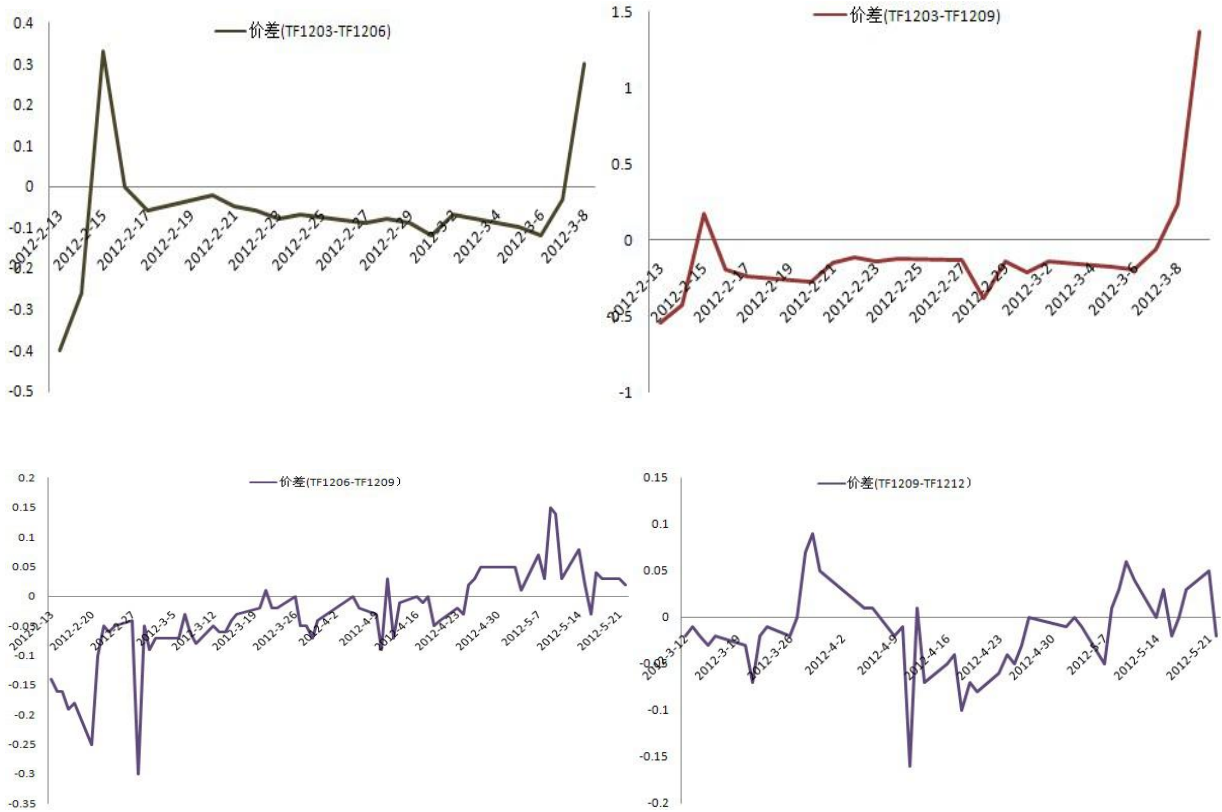
2月20日平仓：

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。