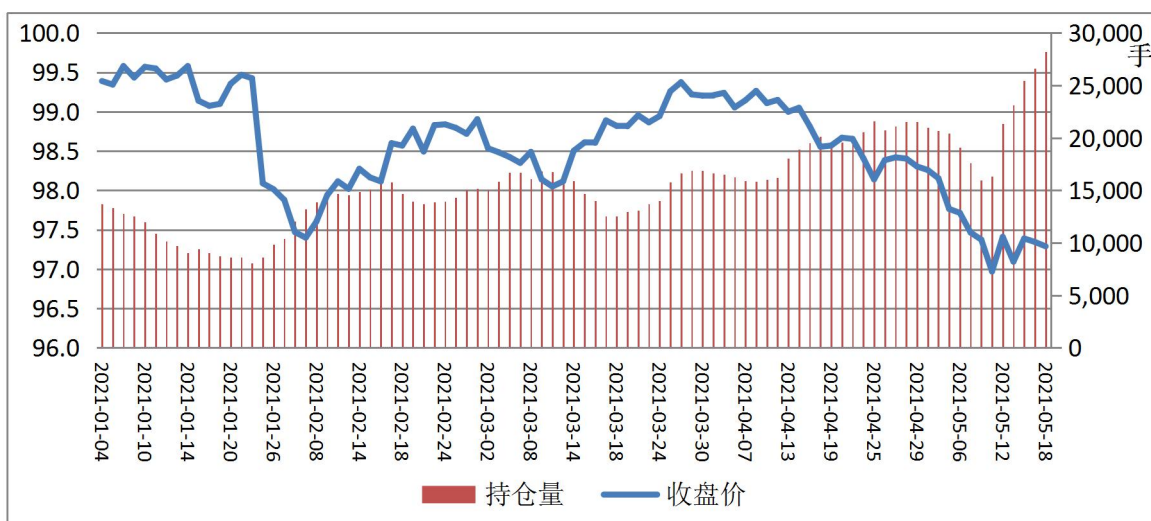




【行情回顾】

周四国债期货窄幅震荡，主力合约TF1709收报97.355，报收小星线，成交11551手，持仓量29109手，增仓891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17日 利率(%)	5月16日 利率(%)	利差 (bp)
0	2.5669	2.5368	3.01
0.25	3.1584	3.1203	3.81
1	3.4856	3.4883	-0.27
3	3.6797	3.6057	7.40
5	3.6800	3.6454	3.46
7	3.7194	3.6496	6.98
10	3.6275	3.6225	0.50
15	3.9658	3.9496	1.62
20	3.9858	3.9696	1.62

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】

### ➤ 【国际投资者欢迎“债券通” 期待税务、流动性等相关细则】

诸多国际机构投资者欣喜地看到，通向全球第三大债券市场的大门又打开了一扇。

5月16日晚，中国人民银行(下称央行)与香港金融管理局联合公告宣布同意开展香港与内地债券市场互联互通合作(即“债券通”)，初期先开“北向通”，允许境外投资者投资内地银行间债券市场。

#### 税务、流动性、评级等需细化

业内人士预计，“债券通”也会像当初“沪港通”开启时一样经历一个慢热的过程。

包括 Luke Spajic、花旗香港证券服务地区总监陈金丹、惠理基金固定收益投资主管叶浩华等在内的多位市场人士均认为，目前债券通的初步计划影响有限，即使开通后投资内地债市的需求也不会骤然升高。

这是因为，许多大型境外机构投资者已经通过上述三个渠道布局内地债市，另一方面，也因为从“债券通”细则出台到正式推出的间隔可能不足以使他们充分研究和安排相关法务、合规程序。市场对“债券通”的具体安排还存在很多疑问需要澄清，他们的顾虑涉及税务安排、实际所有权、市场流动性、债券评级标准的差异甚至交易平台等方方面面。

中国债市时常被境外投资者认为不够完善，国际评级机构的缺位是其重要原因之一。不过在5月13日公布的中美百日合作计划初步成果之中，中国承诺将允许外资金融服务公司提供信用评级服务。这也为内地债市开放打下了基础。

税务方面，普华永道香港税务合伙人李珮君介绍说，现阶段内地对于境外投资者由转让中国债券获取的转让所得无明确的法规；而境外投资者投资非政府债券获取的利息在实际上也并未被征取6%的内地增值税，业界希望国家税务总局和财政部可以在债券通正式出台前就上述税务问题出具书面法规予以进一步明确。

### 【操作建议】

近期利率上行明显，吸引力上升，在市场紧张情绪有所缓解后，配置机构正回到市场。但是，考虑到未来流动性及监管政策带来的不确定性，机构对债券配置需求释放的力度及持续性有待观察。

### 【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	150014.IB	15 付息国债 14	0.417	5.7919	-0.1819	1.0139	1.0107	6月9日
CTD1706	150014.IB	15 付息国债 14	1.5112	4.8218	-0.4534	1.0132	1.0107	9月8日
CTD1709	150014.IB	15 付息国债 14	2.2654	4.0659	-0.3848	1.0126	1.0107	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

## 【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
101145.20	891193.97	992338.77	-0.077%

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

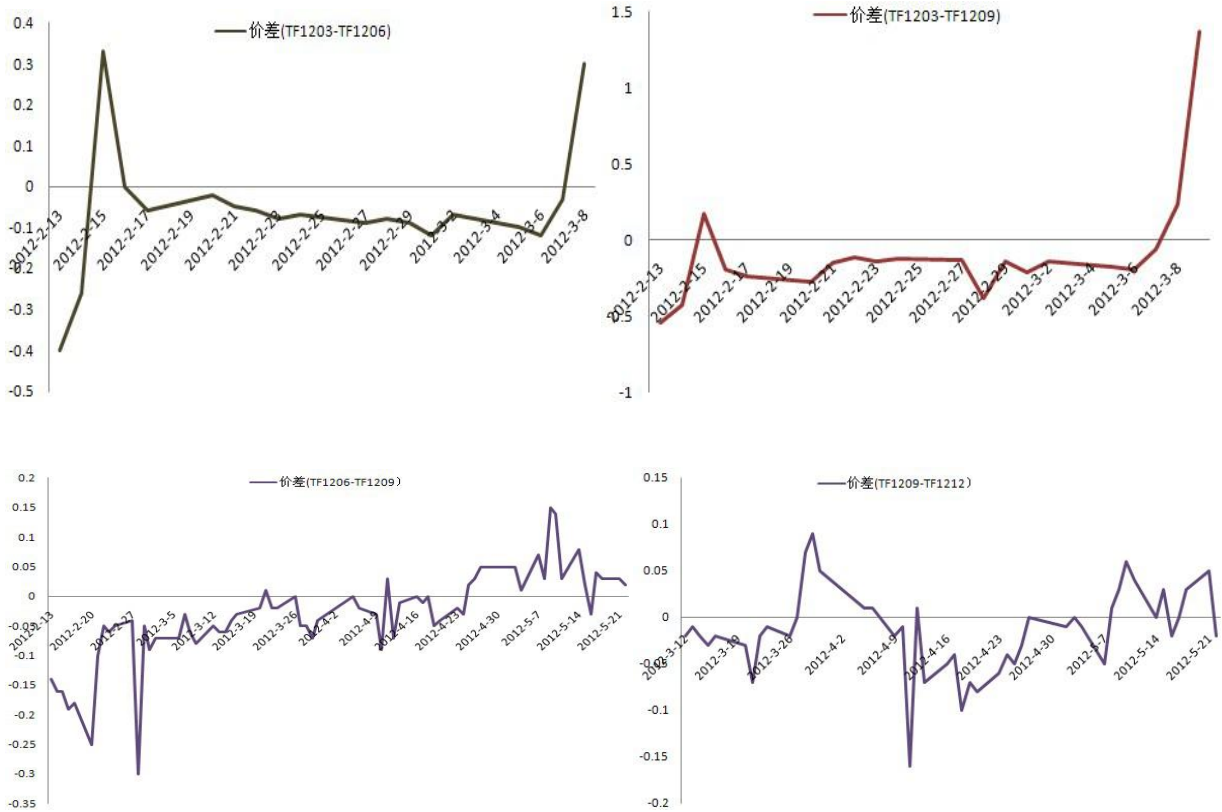
2月20日平仓：

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。