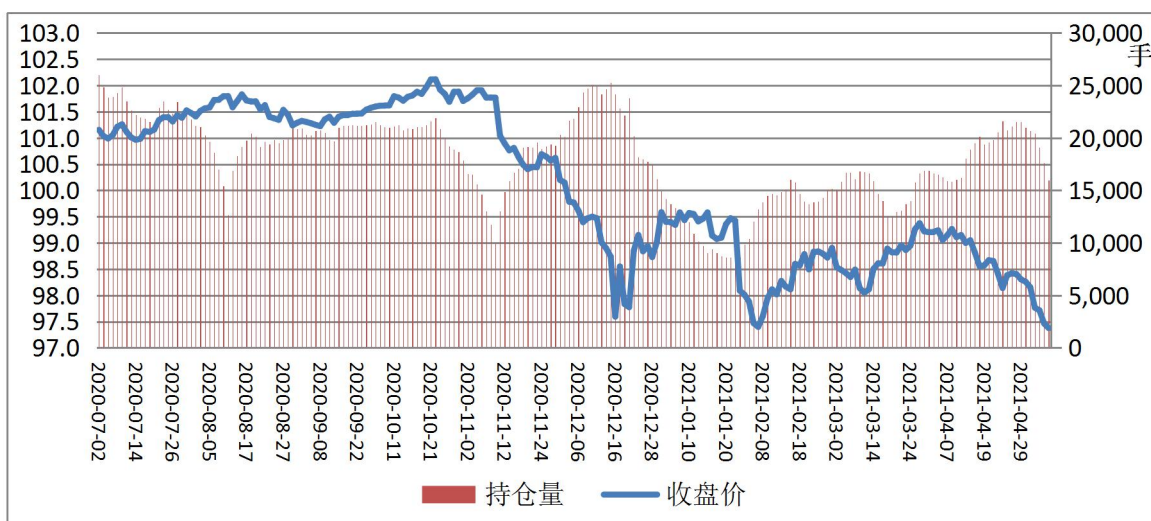




【行情回顾】

周二国债期货弱势下行, 主力合约TF1706收报97.375, 报收小阴线, 成交10663手, 持仓量16007手, 减仓1617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8日 利率(%)	5月5日 利率(%)	利差 (bp)
0	2.6976	2.6718	2.58
0.25	3.0520	3.0187	3.33
1	3.3919	3.3922	-0.03
3	3.5003	3.4297	7.06
5	3.5361	3.4813	5.48
7	3.6098	3.5794	3.04
10	3.6042	3.5592	4.50
15	3.8953	3.8851	1.02
20	3.9153	3.9051	1.02

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】

➤ 【4月地方债发行3249亿 环比降三成】

今年4月共计发行地方债3249.09亿，环比上月下降约三成。而去年同期地方债发行规模高达1.06万亿，创下地方债单月最高发行规模记录。同比来看，今年4月地方债发行降七成。

截至4月末，地方债新增债券发行量仅为200亿，仅完成全年额度(1.63万亿)的1.22%。综合来看，地方债发行节奏明显放缓。市场有分析认为，地方债发行节奏放缓与市场利率抬升有关。

民生证券分析师李云霏认为，4月份流动性压力不减，直接反映在一级市场各类主体融资成本明显上抬。信用债推迟或取消发行规模扩大，地方债发行成本上浮程度居高不下。公开发行中多数省份最高上浮程度与定向发行持平，仅浙江、重庆等地方政府能够获得相对较低的发行利率。

21世纪经济报道此前报道，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%。财政部和地方财政局迫切希望能扩大地方债投资者范围，对交易所市场发行地方债寄予厚望。为了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排名前20的券商优惠政策。相关政策被解读为推动地方债发行。

【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	170007.IB	17 付息国债 07	0.4391	4.6705	-0.139	1.0057	17.7855	6月9日
CTD1706	170007.IB	17 付息国债 07	1.0042	2.967	0.0762	1.0054	17.7855	9月8日
CTD1709	170007.IB	17 付息国债 07	1.5243	2.6151	0.3366	1.0051	17.7855	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
2017-5-2	0.3750	0.3400	0.7150
2017-5-3	0.3100	0.3000	0.6100
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

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

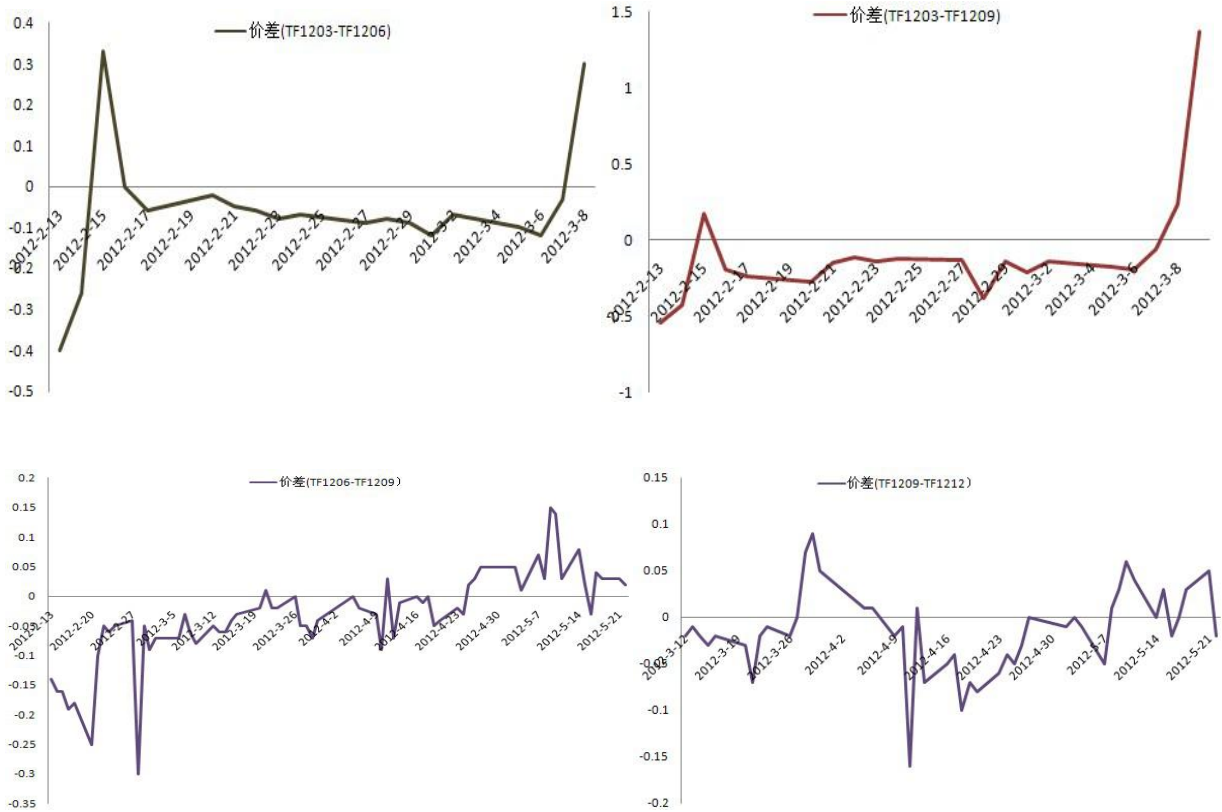
2月20日平仓：

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，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。