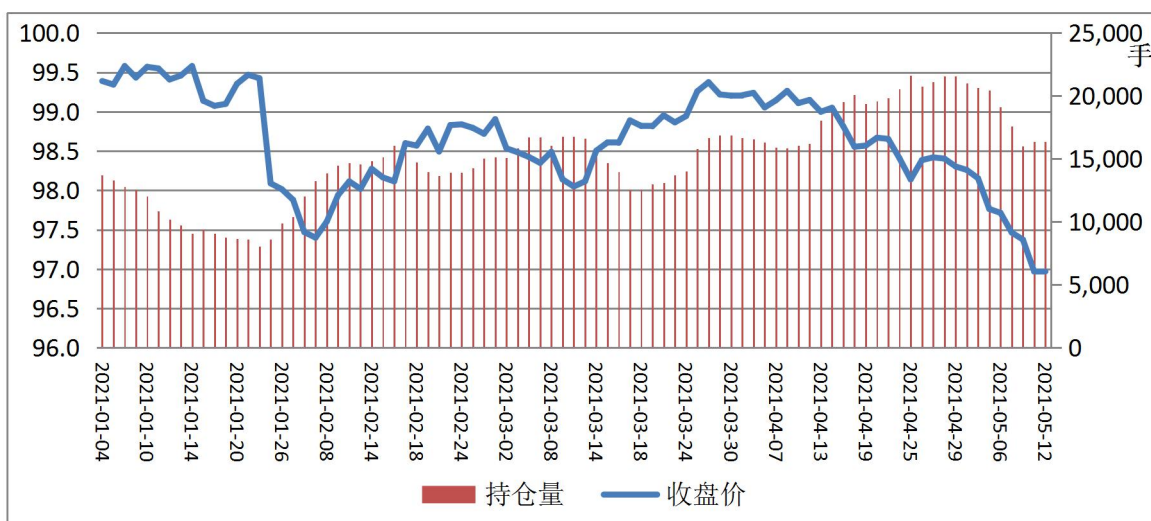




【行情回顾】

周五国债期货弱势下行，主力合约 TF1706 收报 96.965，报收小阴线，成交 7005 手，持仓量 12404 手，减仓 1788 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】

► 【三部委力推“一带一路”相关债券 债务融资工具落地超 1700 亿】

按照愿景，“一带一路”倡议将围绕“政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通”五个方面展开合作。其中，资金融通为金融市场所关注。5月11日，银行业协会和国开行、进出口银行、工商银行、中国银行在国新办就银行业支持“一带一路”建设召开发布会。对于信贷、债券、股权等金融工具支持“一带一路”建设的方式、规模、风险等内容，本专题进行回顾及展望。

21世纪经济报道从主承人士处获悉，现阶段央行旗下银行间市场交易商协会重点支持福建和新疆两个核心区域，截至2017年4月末，发债规模已达2349.70亿元。其中，《愿景与行动》中提及的互联互通的“一带一路”重点领域，如重点支持建设类企业发行债务融资工具1433.6亿元。

“一带一路”国际合作高峰论坛召开在即，央行、证监会和发改委通过债券支持“一带一路”项目建设的行动，也在加速推进。

5月9日，上交所发布消息称，目前俄罗斯铝业联合公司正筹备熊猫债券后续发行工作，上交所将积极支持做好发行、挂牌和转让；下一步，上交所将根据中国证监会的部署，继续支持“一带一路”沿线国家发行熊猫公司债券，更好地服务于“一带一路”建设。

今年2月，俄罗斯铝业联合公司成功注册100亿元规模的熊猫债，是首家在我国发行熊猫债券的“一带一路”沿线企业。

4月下旬，国开证券承销的“2017年浙江恒逸集团有限公司企业债券”成功获批，该只债券被部分媒体称为“开创了利用我国境内人民币债券市场融资用于支持‘一带一路’沿线项目建设的先河”。

而央行主管的银行间市场债务融资工具则发力更早，且规模更大。2015年四季度，招商局集团、招商局港口、普洛斯洛华等境外发行人注册发行熊猫债，用途即已与“一带一路”建设有关，此后已累计发行相关债券265亿元；境内发行人方面，债务融资工具主要支持福建、新疆两地，截至2017年4月末，两地企业“一带一路”建设相关的债务融资工具发行量，已超过1400亿元。境内外加总，已接近1700亿元。因为境内1400亿为重点支持福建、新疆建设类企业发行的“一带一路”相关债券，如果计入其他地区其他行业企业发行的相关债券，发行用于“一带一路”相关项目建设的债券应超过1700亿。

一位国有大行投行部人士对21世纪经济报道记者表示，“一带一路”建设涉及大量基础设施建设和产业合作，需要大规模、可持续、多元化、国际化的融资支持；而债券市场的融资具有体量大、可持续性、市场化程度高、信息公开透明、融资成本较低、金融风险分散等优势。

【操作建议】

金融去杠杆意味着原先加杠杆的中小银行和非银金融机构面临委外资金赎回等资金收缩效应。而在去杠杆下M2增速是回落的，货币需求收缩慢于货币供应收缩，从而利率中短期还存在上行空间，国债期货跌势不会很快结束。

【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 | 0.0045 | 0.0523 | 0.2699 | 1.0057 | 55.1037 | 6月9日 |
| CTD1706 | 170007.IB | 17 付息国债 07 | 0.8714 | 2.636 | 0.1833 | 1.0054 | 55.1037 | 9月8日 |
| CTD1709 | 130005.IB | 13 付息国债 05 | 2.1139 | 3.6643 | -0.0509 | 1.0247 | 12.0184 | 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，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 | -0.0361 | -0.0339 | -0.0702 |
| 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 |
| 2017-5-11 | -0.2100 | 0.1950 | -0.0150 |
| 2017-5-12 | -0.1300 | 0.1200 | -0.0100 |

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

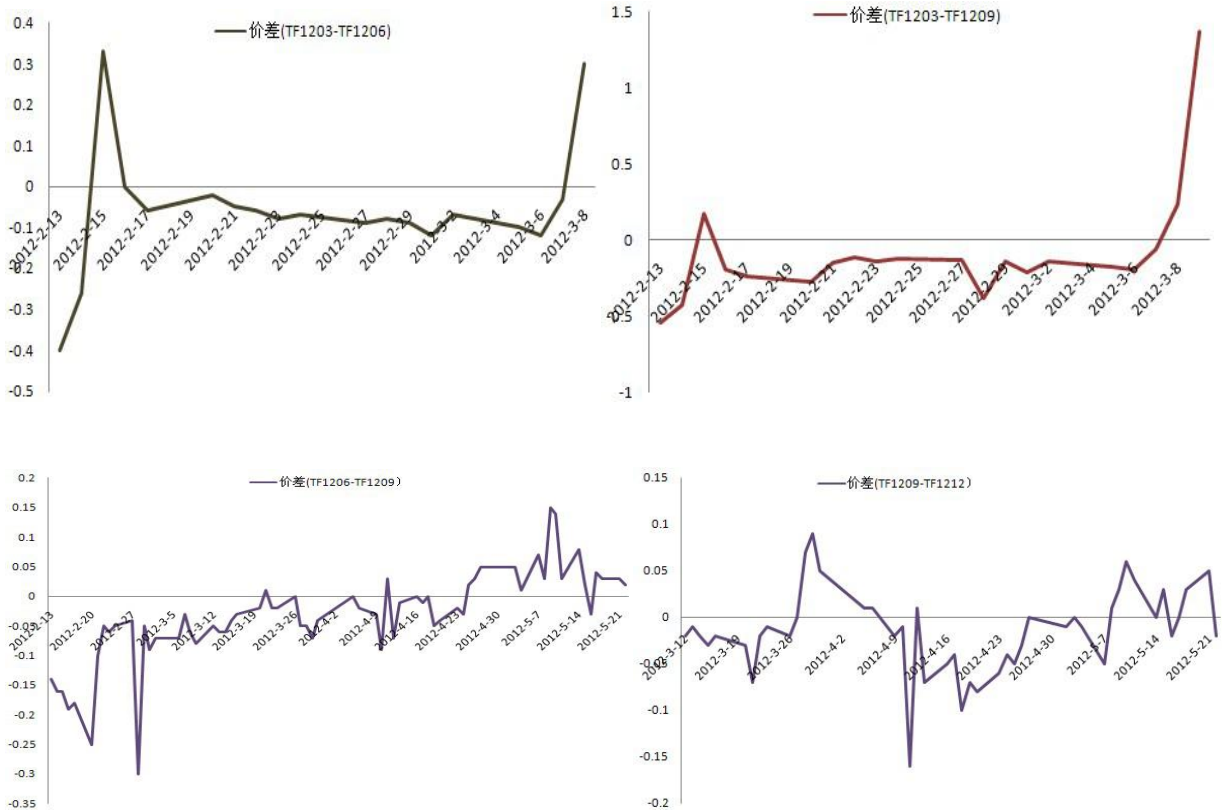
2月20日平仓：

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