

国债 ETF 投资价值分析

一、上证 5 年期国债 ETF 投资价值分析	2
1、配置工具	2
2、杠杆配置工具	2
3、T+0 交易工具	2
4、吸引海外投资者进行大类资产配置	3
5、套利	3
二、如何玩转国债 ETF	5
1、与国债期货套利	5
2、统计套利	5
3、ETF 套利	6
4、配置及杠杆配置	7
5、信用利差交易	7

一、上证 5 年期国债 ETF 投资价值分析

1、配置工具

国债作为一种低风险的资产配置，无论是对于具有理财规划的个人投资者还是对于投资品种和范围有严格限定的机构投资者都是很重要的工具。在所有国债品种中，短期国债收益率较低，只能作为流动性管理的工具。而长期国债流动性很差，变现能力差，往往只能作为长期配置的工具。中期国债具有不错的收益率和相对较好的流动性，随着国债期货推出，流动性将愈发改善，因此是一种非常有效的兼顾长短的配置工具。

作为上证 5 年期国债 ETF，选择的标的是：在上海证券交易所市场挂牌的国债，且在国债期货交割月的全部可交割日满足国债转托管条件，在国债期货交割月首日位于 4 到 7 年之间的固定利率国债。这一标的选择保证了该 ETF 的剩余期限可以一直维持在 5 年左右，产品风险收益特征非常明晰，也免去了投资者自己进行定期的展期换券操作。因此上证 5 年期国债 ETF 可以作为配置中期国债的首选。

2、杠杆配置工具

国泰 5 年期国债 ETF 在上市后将计入可回购质押库：质押折扣暂为 97%，回购放大近 5 倍。这一配套可以通过提高资金利用效率，大幅度提高该基金可以实现的收益率，成为一种很有吸引力的配置工具。

3、T+0 交易工具

国泰上证 5 年期国债 ETF 是目前市场上真正的 T+0 回转交易品种，可以实现 T+0 回转交易：T 日申购，T 日赎回；T 日买入，T 日卖出；T 日申购，T 日卖出；T 日买入，T 日赎回。因此一天盘中可多次波段操作，也可以进行多次一二级市场套利，为各种投资模式带来了极大的便捷。

同时，T+0 也可提高保证金账户中闲置资金的使用效率。由于股票保证金账户是可以购买 ETF 的，因此卖出股票以后多余的保证金可以买入国债 ETF，如果又需要买入股票了，也可以随时卖出国债 ETF 买入股票。上证 5 年期国债 ETF 提供了长期来看高于证券账户保证金，货币基金或者隔夜理财产品的收益率，同时提供了好于场内货币基金或者隔夜理财产品的流动性。

4、吸引海外投资者进行大类资产配置

如果观察海外市场，我们可以发现，国际市场上有很多国债 ETF，其中 iShare 的 3-7 年期的美国国债 ETF(iShares Barclays 3-7 Year Treasury Bond Fund)与本产品性质最为接近，我们可以看到其规模超过 20 亿美元，说明国际成熟投资者对于该类低风险产品的认可。

如果考虑到中国市场的债券利率现在远高于美国市场，上证国债 ETF 的收益也远好于 iShare 3-7 年国债 ETF，因此该产品对于国际投资者也有一定的吸引力。

5、套利

从上证 5 年期国债指数的推出伊始我们就可以看出该指数明显是为了配套国债期货，试图搭建起债券市场，交易所基金市场以及金融期货市场的桥梁。从该指数的编制来看，在国债期货交割月首日位于 4 到 7 年之间的固定利率国债，就是国债期货一揽子可交割券中在上交所交易的部分。同时我们知道，大部分国债其实都是跨市场的，所以其实这些债券已经涵盖了大部分可交割券。

从下表中我们也可以看出，国债期货仿真 1212 合约的可交割券中上交所和银行间的部分，其实两者重合的比例是很高的。

表 1：国债期货可交割券列表(银行间及上交所部分)

	债券代码	每年付息次数	票息	到日日期
02 国债(13)	010213.SH	2	2.60%	2017/9/20
03 国债 09	030009.IB	2	4.18%	2018/10/24
06 国债(16)	010616.SH	2	2.92%	2016/9/26
06 国债 16	060016.IB	2	2.92%	2016/9/26
07 国债 03	010703.SH	2	3.40%	2017/3/22
07 国债 03	070003.IB	2	3.40%	2017/3/22
07 国债 10	010710.SH	2	4.40%	2017/6/25
07 国债 10	070010.IB	2	4.40%	2017/6/25
07 特别国债 01	0700001.IB	2	4.30%	2017/8/29
07 特别国债 03	0700003.IB	2	4.46%	2017/9/24
07 特别国债 05	0700005.IB	2	4.49%	2017/11/5
07 特别国债 08	0700008.IB	2	4.41%	2017/12/17
08 国债 03	019803.SH	2	4.07%	2018/3/20
08 国债 03	080003.IB	2	4.07%	2018/3/20
08 国债 10	019810.SH	2	4.41%	2018/6/23
08 国债 10	080010.IB	2	4.41%	2018/6/23
08 国债 18	019818.SH	2	3.68%	2018/9/22

08 国债 18	080018.IB	2	3.68%	2018/9/22
08 国债 25	019825.SH	2	2.90%	2018/12/15
08 国债 25	080025.IB	2	2.90%	2018/12/15
09 付息国债 07	090007.IB	2	3.02%	2019/5/7
09 付息国债 12	090012.IB	2	3.09%	2019/6/18
09 付息国债 16	090016.IB	2	3.48%	2019/7/23
09 付息国债 19	090019.IB	1	3.17%	2016/8/20
09 付息国债 26	090026.IB	1	3.40%	2016/10/22
09 付息国债 32	090032.IB	1	3.22%	2016/12/17
09 国债 03	019903.SH	2	3.05%	2019/3/12
09 国债 03	090003.IB	2	3.05%	2019/3/12
09 国债 07	019907.SH	2	3.02%	2019/5/7
09 国债 12	019912.SH	2	3.09%	2019/6/18
09 国债 16	019916.SH	2	3.48%	2019/7/23
09 国债 19	019919.SH	1	3.17%	2016/8/20
09 国债 26	019926.SH	1	3.40%	2016/10/22
09 国债 32	019932.SH	1	3.22%	2016/12/17
10 付息国债 05	100005.IB	1	2.92%	2017/3/11
10 付息国债 10	100010.IB	1	3.01%	2017/4/22
10 付息国债 15	100015.IB	1	2.83%	2017/5/27
10 付息国债 22	100022.IB	1	2.76%	2017/7/22
10 付息国债 27	100027.IB	1	2.81%	2017/8/19
10 付息国债 32	100032.IB	1	3.10%	2017/10/14
10 付息国债 38	100038.IB	1	3.83%	2017/11/25
10 国债 05	019005.SH	1	2.92%	2017/3/11
10 国债 10	019010.SH	1	3.01%	2017/4/22
10 国债 15	019015.SH	1	2.83%	2017/5/27
10 国债 22	019022.SH	1	2.76%	2017/7/22
10 国债 27	019027.SH	1	2.81%	2017/8/19
10 国债 32	019032.SH	1	3.10%	2017/10/14
10 国债 38	019038.SH	1	3.83%	2017/11/25
11 付息国债 03	110003.IB	1	3.83%	2018/1/27
11 付息国债 06	110006.IB	1	3.75%	2018/3/3
11 付息国债 17	110017.IB	1	3.70%	2018/7/7
11 付息国债 21	110021.IB	1	3.65%	2018/10/13
11 付息国债 22	110022.IB	1	3.55%	2016/10/20
11 国债 03	019103.SH	1	3.83%	2018/1/27
11 国债 06	019106.SH	1	3.75%	2018/3/3
11 国债 17	019117.SH	1	3.70%	2018/7/7
11 国债 21	019121.SH	1	3.65%	2018/10/13
11 国债 22	019122.SH	1	3.55%	2016/10/20
12 付息国债 03	120003.IB	1	3.14%	2017/2/16

12 付息国债 05	120005.IB	1	3.41%	2019/3/8
12 付息国债 10	120010.IB	1	3.14%	2019/6/7
12 国债 03	019203.SH	1	3.14%	2017/2/16
12 国债 05	019205.SH	1	3.41%	2019/3/8
12 国债 10	019210.SH	1	3.14%	2019/6/7

数据来源:Wind 资讯, 广发证券

当然国债期货的现货标的并不是上证 5 年期国债指数, 而是一揽子可交割券中最便宜的那个, 所谓: 最便宜可交割券。但是指数的走势应该是和国债期货走势具有极强的相关性, 同时如果进行一定的操作, 也是可以做到期现套利, 统计套利和 ETF 套利的。具体的操作方法我们将在下文进一步展开。

二、如何玩转国债 ETF

1、与国债期货套利

期现套利策略, 是国债期货最常用的套利策略之一。期限套利策略是利用最便宜可交割券(Cheapest To Delivery)和国债期货之间的价差进行的套利。比如, 当市场出现一定程度的基差时, 理论上投资者可卖空期货合约, 同时买入 CTD 券, 待到期时交割平仓获利。然而在实际投资过程中, 由于流动性等原因, CTD 券却未必能够即时从市场中获得。也有可能原来的 CTD 券被炒高, 另一张券成为 CTD 券, 或者几张券都是差不过的便宜。

由于国泰国债 ETF 跟踪上证 5 年期国债指数, 这个指数的成分券又对应国债期货的大部分可交割券, 因此未来国债期货重启后, 机构投资者可以通过国债 ETF 进行期现套利和套期保值。具体来说, 期现套利策略是利用最便宜可交割券和国债期货之间的价差进行套利。比如, 当市场出现一定程度的基差时, 投资者可卖空期货合约, 同时在二级市场买入国债 ETF, 再赎回一篮子债券, 留下 CTD 待交割。其余债券则可在二级市场卖出或者选择基差较大的再进行期现套利。

2、统计套利

如前文所述, 上证 5 年期国债指数的标的是大部分国债期货的可交割券, 因此 ETF 与国债期货之间的走势具有高度的相关性, 而两者差价拉开到一定距离的时候即可进行统计套利交易, 卖空相对被炒高的一端同时沽空另外一端(国债期货本身可做空, 上证 5 年期国债 ETF 推出一段时间以后也有望被纳入融券标的), 待价差收敛以后即可平仓获利。

下图中我们展示了上证 5 年期国债指数与国债期货当季连续合约的仿真交易的走势图，当然仿真交易的走势只能做一个参考。

图 1：上证 5 年期国债指数与国债期货走势比较图



又由于该 ETF 可以实现 T+0 交易，一天之内可以实现多次的套利交易，对于捕捉套利机会非常有利。

3、ETF 套利

对于个人投资者而言，国债 ETF 则主要提供了一、二级市场的套利机会。比如当国债 ETF 二级市场价格高于一级市场的基金份额净值时，个人投资者可以用成分券申购 ETF 基金份额，再到二级市场以高价把基金份额卖出，以此获取套利收入。不过相比于大部分股票 ETF，国债 ETF 的一个特殊性是它暂不公布基金份额参考净值(IOPV)，待条件成熟时，基金管理人可以公布 IOPV。这虽然给套利带来了诸多不便，但是对于有能力的投资者，可以自己估算 IOPV 值，由于这一工作具有一定的壁垒，可以预见国泰上证 5 年期国债 ETF 的套利空间会比较大。同样的，因为 T+0 的优势，该基金对于专业投资者(可以自己估算 IOPV 值)而言，有望成为最便于套利的 ETF。

4、配置及杠杆配置

此外，5年期国债ETF也具有配置意义。对于个人投资者而言，由于国债本身风险较低、收益稳健，因此个人投资者还可以将国债ETF作为一种储蓄替代品。对于机构投资者来说，相当于是提供了一个剩余期限始终为5年左右的债券，省却了随着时间的推移需要不断调整组合来维持久期的工作。

又因为该基金被列入了回购质押库，可以通过回购放大杠杆(最大可以达到5倍)，使得收益率大幅度提高，进一步增加了该产品的配置价值。

5、信用利差交易

在经济形势向好的时候，信用债的违约风险降低，因此其风险溢价也会下降，导致信用债的收益率相对于国债收益率的收益率差会下降，也就是说相对而言信用债会上涨(相对于国债而言)，因此我们可以利用ETF可以融券做空，可以做空国债ETF，同时做多信用债，以获取信用利差交易的收益。当然这一操作仅对于无法买入国债再放出回购的投资者有意义。