

高不确定性开局

12月23日-12月27日，长端利率走出先上后下行情。1年国债活跃券（240021）上行至1.08%（+18bp）；10年国债活跃券（240011）下行至1.69%（-1bp）；30年国债活跃券（2400006）持平于1.95%（0bp）。行至年尾，债市面临交易盘极致的久期拉升，收益率也处于低位，2025年开局或面临较高的不确定性。

► 交易盘久期极致拉升

利率债基金久期高位往往预示着债市波动加大。截至12月27日，中长期纯债利率基金久期中位数高达4.33年，滚动3M业绩前20%中枢为5.88年，均处于历史上的最高久期。回溯今年以来的情况，以业绩排名前20%的利率债基为例，4月、8月和9月均达到5年以上的高位，之后都出现了15bp以上的调整。

► 债市已经隐含了30bp降息预期

短端利率与政策利率持续倒挂，长端也低于政策基准合理定价约30bp。截至12月27日，1年期国债收益率1.04%，1年期国开债1.23%，3个月期限收益率分别为0.82%、1.04%，而7天逆回购利率为1.50%，短端利率与政策利率持续倒挂。同时长端利率隐含的也在30bp左右，若按照7天逆回购利率+50bp作为长端利率的“政策锚”，从利差角度判断，10年国债收益率已低于政策基准合理定价约30bp。

► 债市开局，不确定性增强

我们倾向于，不确定性增强。如果有调整，更容易出现在开年前几天，调整速度可能较快；如果调不动，可能继续挑战新低。这背后取决于止盈和配置的力量，孰强。适当降低久期，或者保持组合的高流动性，迎接跨年，或相对占优。如果发生调整，都是继续介入的机会。

► 年末回表压力迎来峰值，理财规模降至30万亿

12月作为传统季末月，部分理财资金回流至表内，理财规模面临“挑战”。整体来看，截至12月27日，理财存续规模较11月末累计下降1955亿元至30.00万亿。2024年能否收官于30万亿元水平，需关注下周一二最后两个交易日的规模表现。

展望1月，理财规模显著回升的可能性或不大，背后或受两个因素的制约。一是1月银行信贷投放量相对较高，母行负债端资金面或将趋紧，资金回流的节奏可能偏缓；二是2025年1月将迎来春节假期，在此期间居民对现金的需求量增高，可能会赎回部分理财产品换取流动性。

风险提示

货币政策出现超预期调整。流动性出现超预期变化。财政政策出现超预期调整。

正文目录

1. 高不确定性开局	3
2. 理财规模降至 30.0 万亿元.....	3
2.1 理财规模：回表压力迎来峰值，规模缩减 3737 亿元	3
2.2 理财风险：净值及时企稳，负收益率回落.....	5
3. 杠杆率：银行间、交易所持续冲高.....	7
4. 跨年前，基金积极博弈久期.....	9
5. 年内政府债发行步入尾声.....	11
6. 风险提示	13

图表目录

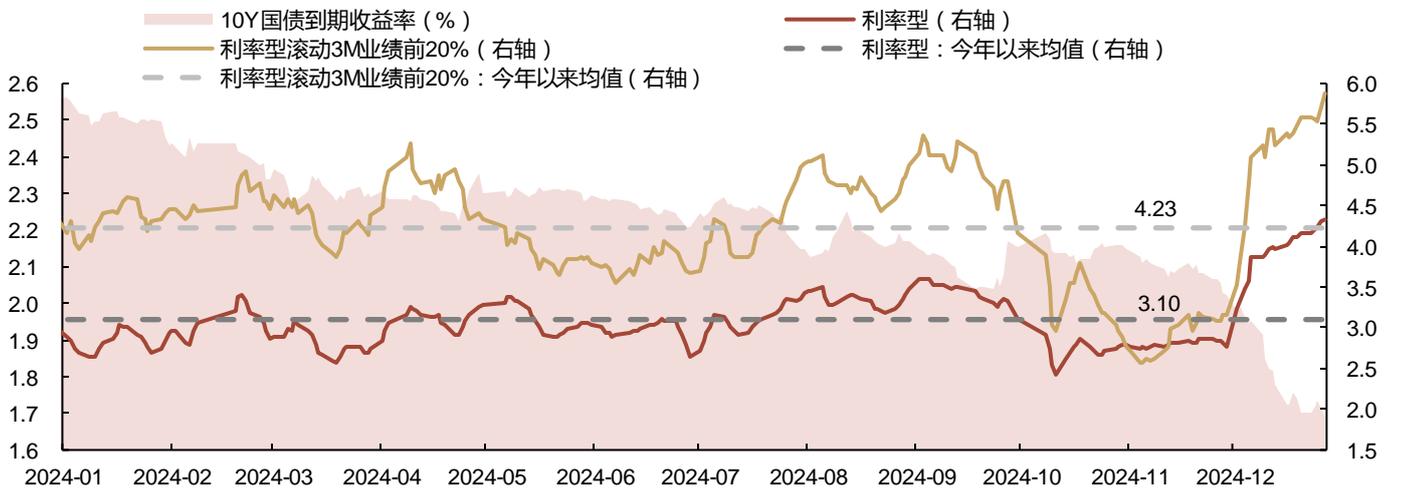
图 1：截止 2024 年 12 月 27 日，利率债基久期再创年内新高	3
图 2：12 月理财规模周度环比变化（万亿元）	4
图 3：1 月理财规模周度环比变化（万亿元）	4
图 4：12 月理财规模累计下降 1955 亿元至 30.00 万亿元	5
图 5：近 1 周理财产品业绩负收益率占比（%）	6
图 6：近 3 月理财产品业绩负收益率占比（%）	6
图 7：理财破净水平小幅抬升，全部产品破净率由前一周的 0.7% 升至 0.8%.....	6
图 8：产品业绩不达标率同样抬升，全部理财业绩不达标率环比升 0.1pct 至 14.7%.....	7
图 9：银行间质押式回购成交总量与 R001 成交量占比（更新至 2024 年 12 月 27 日）	7
图 10：银行间债券市场杠杆率（更新至 2024 年 12 月 27 日）	8
图 11：交易所债券市场杠杆率（更新至 2024 年 12 月 27 日）	9
图 12：利率债基：剔除摊余、持有期及定开型后的久期中位数拉伸至 4.33 年（更新至 2024 年 12 月 27 日）	10
图 13：信用债基：剔除摊余、持有期及定开型后的久期中位数压缩至 2.10 年（更新至 2024 年 12 月 27 日）	10
图 14：短债基金及中短债基金久期中位数分别为 1.12、1.53 年（更新至 2024 年 12 月 27 日）	11
图 15：2019 年以来国债净发行规模（亿元）	12
图 16：2019 年以来地方债净发行规模（亿元）	13
图 17：2019 年以来政金债净发行规模（亿元）	13

1. 高不确定性开局

交易盘久期极致拉升。截至 12 月 27 日，中长期纯债利率基金久期中位数高达 4.33 年，滚动 3M 业绩前 20% 中枢为 5.88 年，均处于历史上的最高久期。根据今年以来的经验，利率债基金久期高位往往预示着债市波动加大。以业绩排名前 20% 的利率债基为例，4 月、8 月和 9 月均达到 5 年以上的高位，之后都出现了 15bp 以上的调整。

债券市场已经隐含了 30bp 降息预期。截至 12 月 27 日，1 年期国债收益率 1.04%，1 年期国开债 1.23%，3 个月期限收益率分别为 0.82%、1.04%，而 7 天逆回购利率为 1.50%，短端利率与政策利率持续倒挂。以 3 个月期国债为例，当前与 7 天逆回购利率利差接近 70bp，在 2023 年 6-8 月、2024 年 8 月两个降息预期浓厚的时间段，二者利差最高达到 37bp、38bp，当时政策利率单次下调幅度分别为 10bp、20bp，表明当前短端利率隐含的降息幅度超过 30bp。同时长端利率隐含的也在 30bp 左右，若按照 7 天逆回购利率+50bp 作为长端利率的“政策锚”，从利差角度判断，10 年期国债收益率已低于政策基准合理定价约 30bp。

图 1：截止 2024 年 12 月 27 日，利率债基金久期再创年内新高



资料来源：WIND，华西证券研究所

极致久期拉升，伴随收益率低位，债市开局怎么走？我们倾向于，不确定性增强。如果有调整，更容易出现在开年前几天，调整速度可能较快；如果调不动，可能继续挑战新低。这背后取决于止盈和配置的力量，孰强。适当降低久期，或者保持组合的高流动性，迎接跨年，或相对占优。如果发生调整，都是继续介入的机会。

2. 理财规模降至 30.0 万亿元

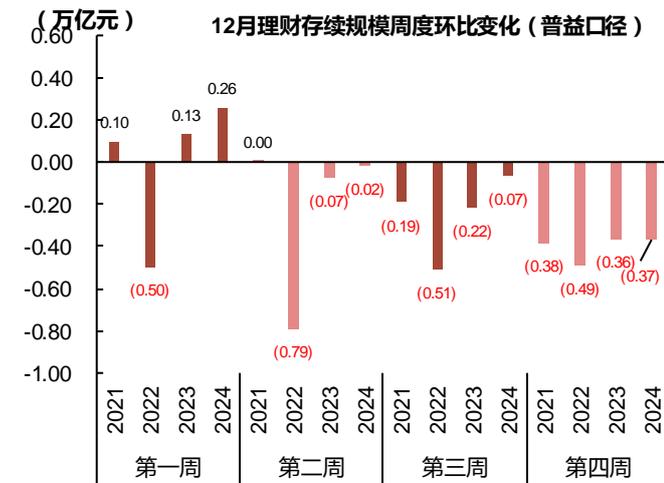
2.1 理财规模：回表压力迎来峰值，规模缩减 3737 亿元

由于各家机构披露的时间存在差异，当周的理财规模仅反映了部分机构的变动情况，数据或存在不完整性和滞后性，前一周的规模变动相对更准确，当周相对准确的数据，可能需要等到下周三更新。

12月作为传统季末月，部分理财资金回流至表内，理财规模面临“挑战”。整体来看，截至12月27日，理财存续规模较11月末累计下降1955亿元至30.00万亿。2024年能否收官于30万亿元水平，需关注下周一二最后两个交易日的规模表现。

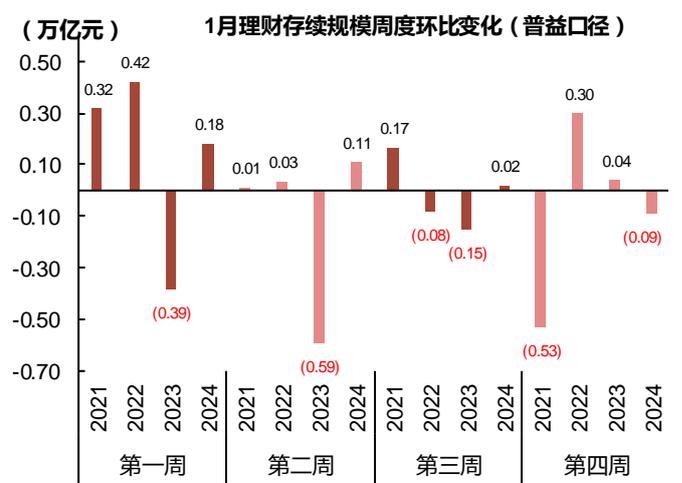
细分至周度，临近年尾，或出于缓释月末周回表压力的目的，12月理财回表节奏略有前置。月初首周，规模增长2629亿元，其后规模便开始转降，且降幅逐周递增，依次为182、665亿元。结合产品变动结构，月中两周现管类产品为规模的主要拖累项，或表明回表为该期间规模下降的核心因素。本周（12月23-27日）月末最后一周，回表压力达到峰值，规模缩减3737亿元，基本符合季节性规律，2021-23年12月最后一周降幅分布在3600-4900亿元区间。

图 2：12月理财规模周度环比变化（万亿元）



资料来源：普益标准，华西证券研究所

图 3：1月理财规模周度环比变化（万亿元）

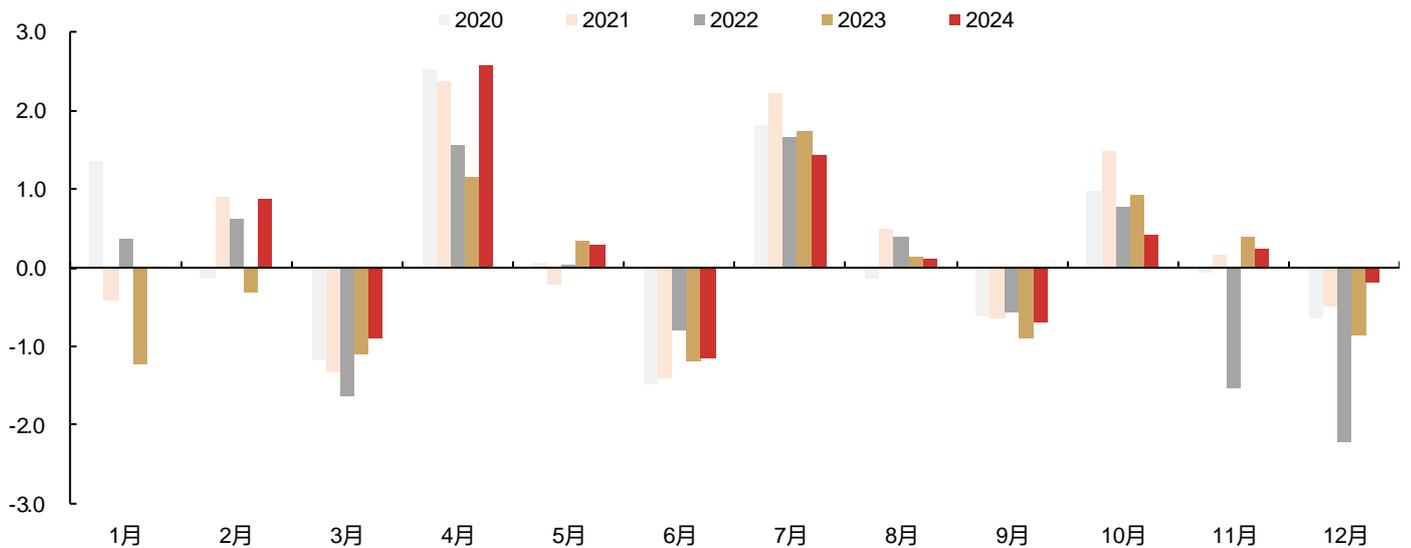


资料来源：普益标准，华西证券研究所

展望 1 月，理财规模显著回升的可能性或不大，背后或受两个因素的制约。一是 1 月银行信贷投放量相对较高，母行负债端资金面或将趋紧，资金回流的节奏可能偏缓；二是 2025 年 1 月将迎来春节假期，在此期间居民对现金的需求量增高，可能会赎回部分理财产品换取流动性。

与此同时，结合历史进一步验证，跨年后 1 月规模升幅往往弱于前一年末规模的缩量。从历史来看，2021 年以来（剔除 2023 年初）1 月理财规模增量均未超过前一年 12 月的降幅。2021、22、24 年 1 月规模变动分别为 -4100、3720、121 亿，对应前一年末 12 月降幅为 6400、5038、8617 亿。因而 2025 年 1 月，理财规模大幅增长的可能性或不大。

图 4：12 月理财规模累计下降 1955 亿元至 30.00 万亿元



资料来源：银行业理财登记中心，普益标准，华西证券研究所

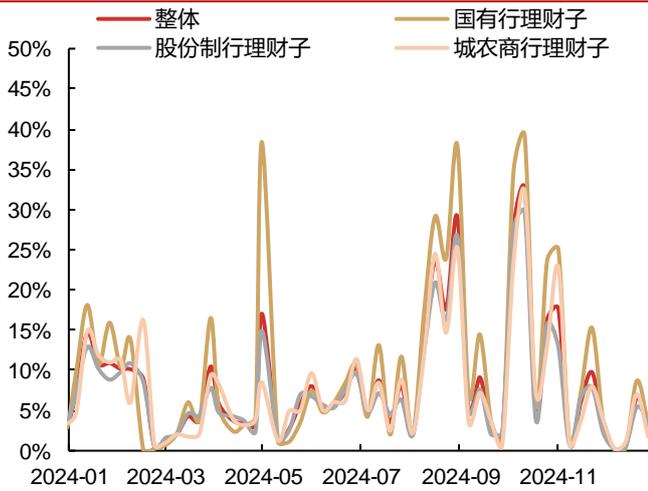
注：时间截至 2024 年 12 月 27 日

2.2 理财风险：净值及时企稳，负收益率回落

由于理财破净率和业绩不达标指标易受产品过往业绩的影响，2024 年以来波动水平相对不大，同过往几轮赎回潮的可比性不高，因此我们更加关注理财区间负收益率表现。

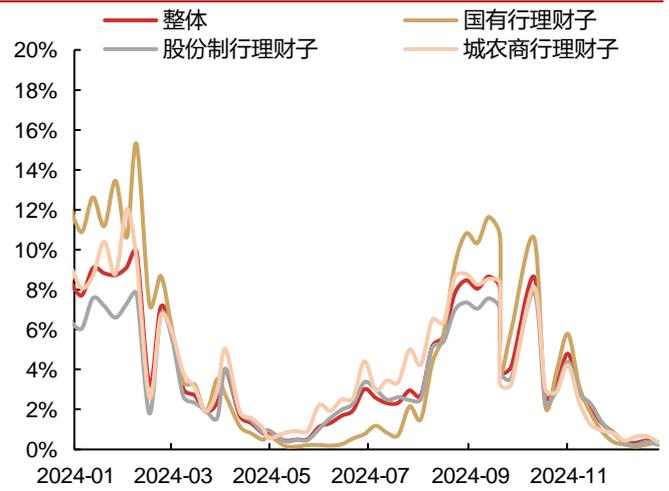
本周（12 月 23-27 日），长端利率走出先上后下行情，前期下行幅度较大的短端品种开始小幅回调。部分短债理财产品净值在周中出现小幅回撤，不过随着整体债市收益率下行，产品净值也及时企稳。周度来看，理财净值基本维持正增，区间负收益率较前一周略有回落。截至 12 月 27 日，短债、中长债、偏债混合理财代表产品净值单周增幅降至 0.02%、0.04%、0.03%（周环比-0.03、-0.03、-0.02pct）。产品负收益率方面，滚动近一周产品区间负收益率小幅回落至 3.2%，环比降 3.5pct。拉长期限来看，近三个月产品区间负收益率也较前一周降 0.2pct 至 0.3%。

图 5：近 1 周理财产品业绩负收益率占比 (%)



资料来源：普益标准，华西证券研究所

图 6：近 3 月理财产品业绩负收益率占比 (%)

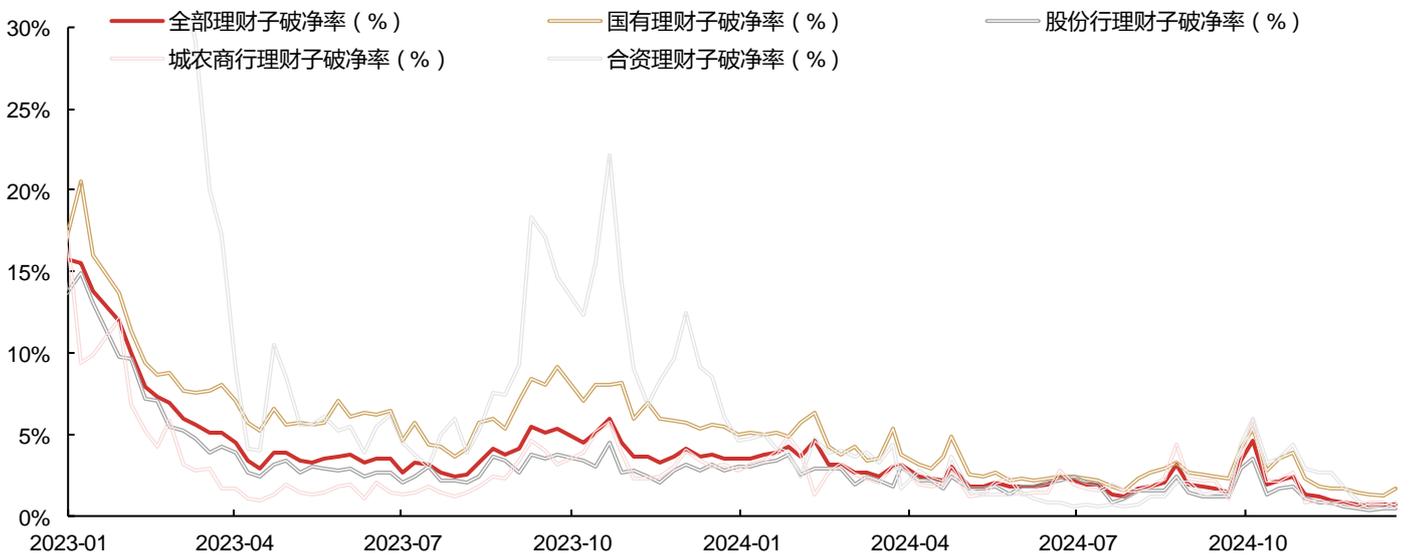


资料来源：普益标准，华西证券研究所

理财破净水平小幅抬升，全部产品破净率由前一周的 0.7% 升至 0.8%。不过拆分来看，各机构增减互现，国有行理财子破净率较前一周上升 0.4pct 至 1.6%，而城农商行破净水平下降 0.3pct 至 0.6%，股份制理财子则持平于 0.5%。

在净值的波动下，产品业绩不达标率同样抬升，全部理财业绩不达标率环比升 0.1pct 至 14.7%。各机构不达标水平变动分化，股份行较前一周上升 0.6pct 至 12.7%，国有行、城农商行环比降 0.4、0.1pct，分别至 19.3%、8.4%。

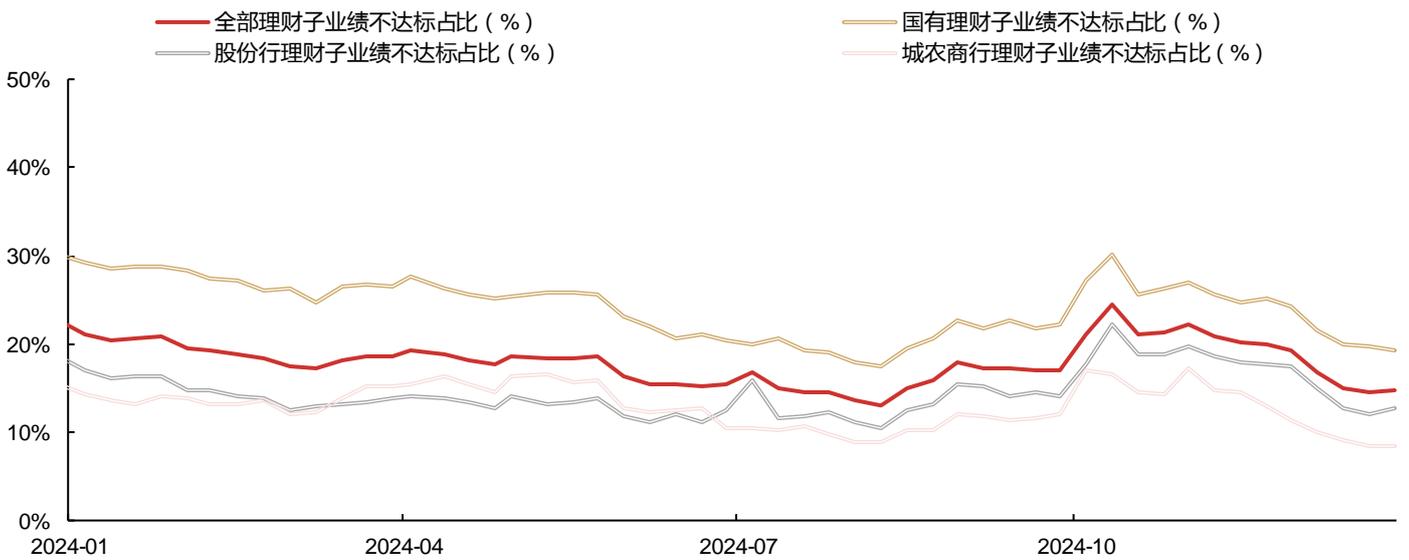
图 7：理财破净水平小幅抬升，全部产品破净率由前一周的 0.7% 升至 0.8%



资料来源：Wind，华西证券研究所

注：图中破净率为破净理财子产品数量占比。

图 8：产品业绩不达标率同样抬升，全部理财业绩不达标率环比升 0.1pct 至 14.7%



资料来源：普益标准，华西证券研究所

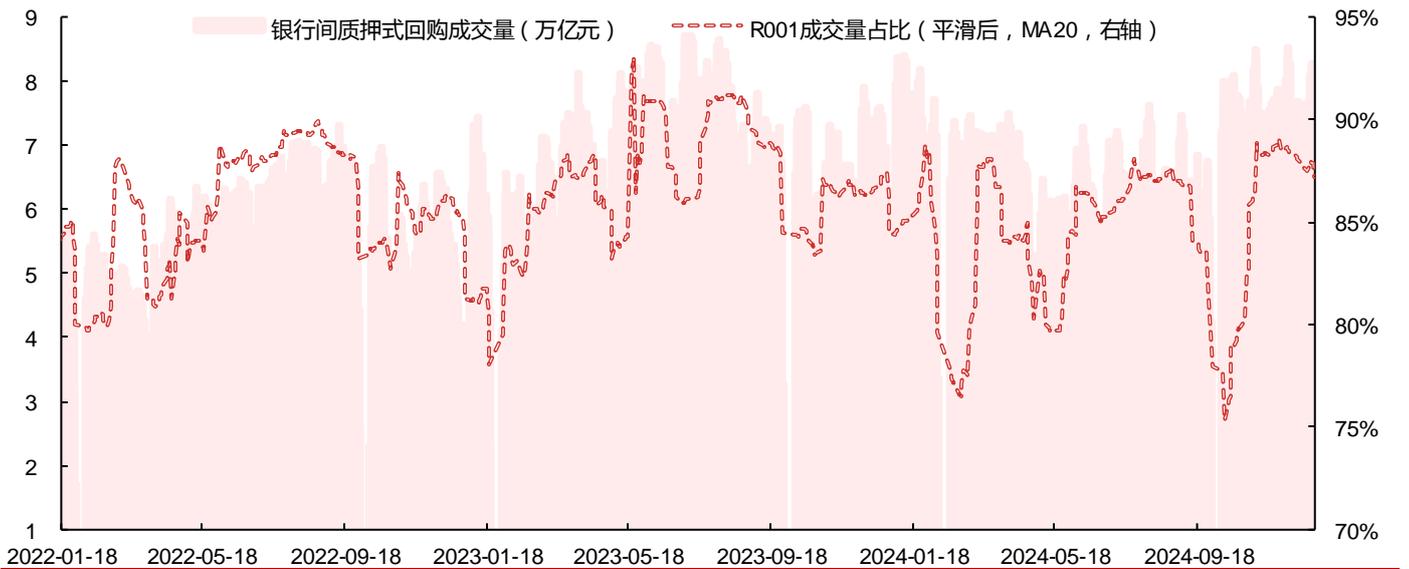
注：图中比例为业绩不达标的理财子产品存续规模占比。

3. 杠杆率：银行间、交易所持续冲高

银行融出规模重回 5 万亿左右的高位，资金面维持宽松，银行间质押式回购成交额回升。12 月 23-27 日，银行间质押式回购平均成交量由前一周 7.38 万亿元升至 7.98 万亿元。周内来看，成交量先增后降，周三升至 8.29 万亿元的高点，其后逐日降至 7.20 万亿元。

隔夜占比连续下降，由周一的 89.57% 陆续降至周五的 78.56%。整体来看，日均隔夜占比同样缩减，由前一周的 87.17% 降至 85.09%。

图 9：银行间质押式回购成交总量与 R001 成交量占比（更新至 2024 年 12 月 27 日）

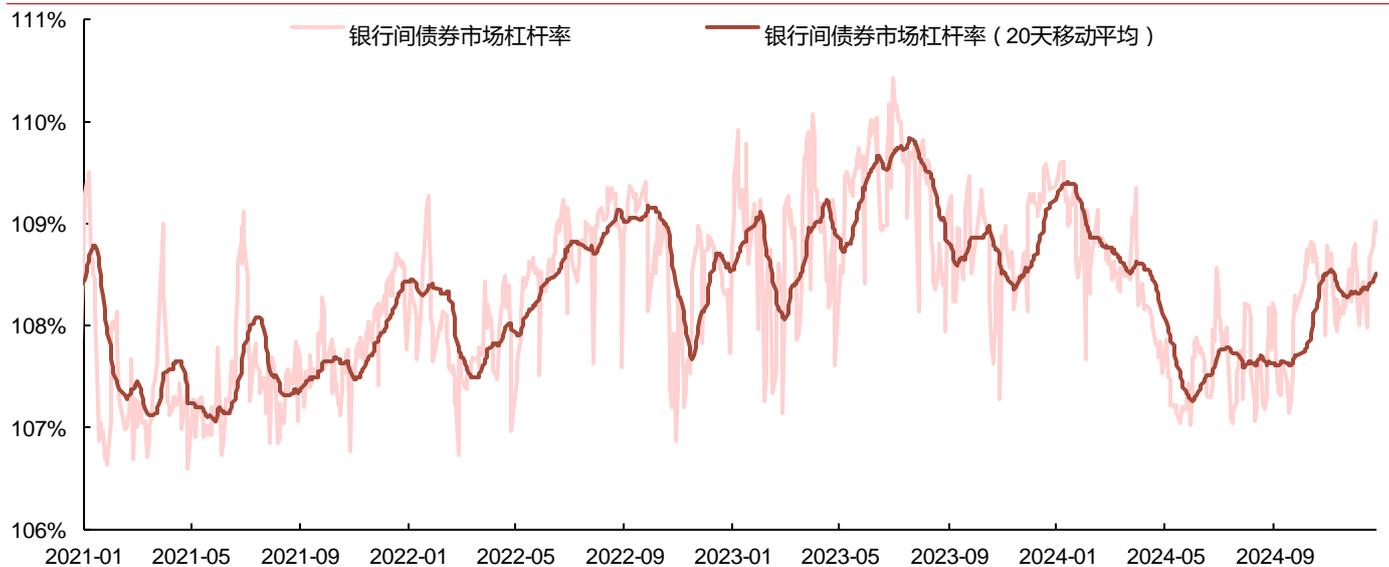


资料来源：Wind，华西证券研究所

银行间杠杆水平抬升。周内来看，杠杆率在周一由上周五的 108.64% 升至 108.79% 后，一直围绕 108.9% 水平窄幅波动，周五收至 108.93%。整体杠杆水平较前一周进一步提升，周均值由前一周的 108.33% 抬升至 108.88%。

交易所杠杆率呈 V 字型走势，整体杠杆水平持续冲高。周内来看，周三杠杆率降至 122.60% 的周内低点，随后杠杆水平连续抬升，截至周五为 122.85%。整体上，杠杆水平由前一周的 122.58% 升至 122.71%。

图 10：银行间债券市场杠杆率（更新至 2024 年 12 月 27 日）

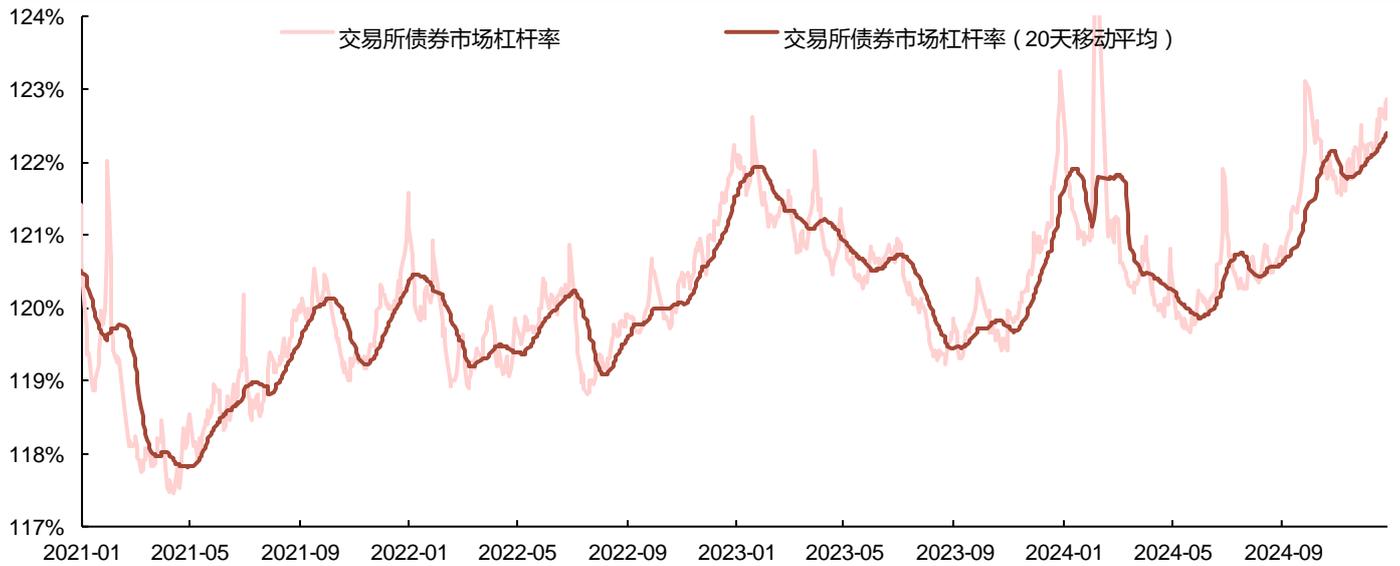


资料来源：Wind，华西证券研究所

注 1：以上是基于报告《债市杠杆率，如何高频跟踪》中的初步模型与改进模型综合测算结果

注 2：为了更加精准追溯，在计算银行间债券市场杠杆率时，使用的债券托管量数据由“中债登”更新为“中债登+上清所合计”

图 11：交易所债券市场杠杆率（更新至 2024 年 12 月 27 日）



资料来源：Wind，华西证券研究所

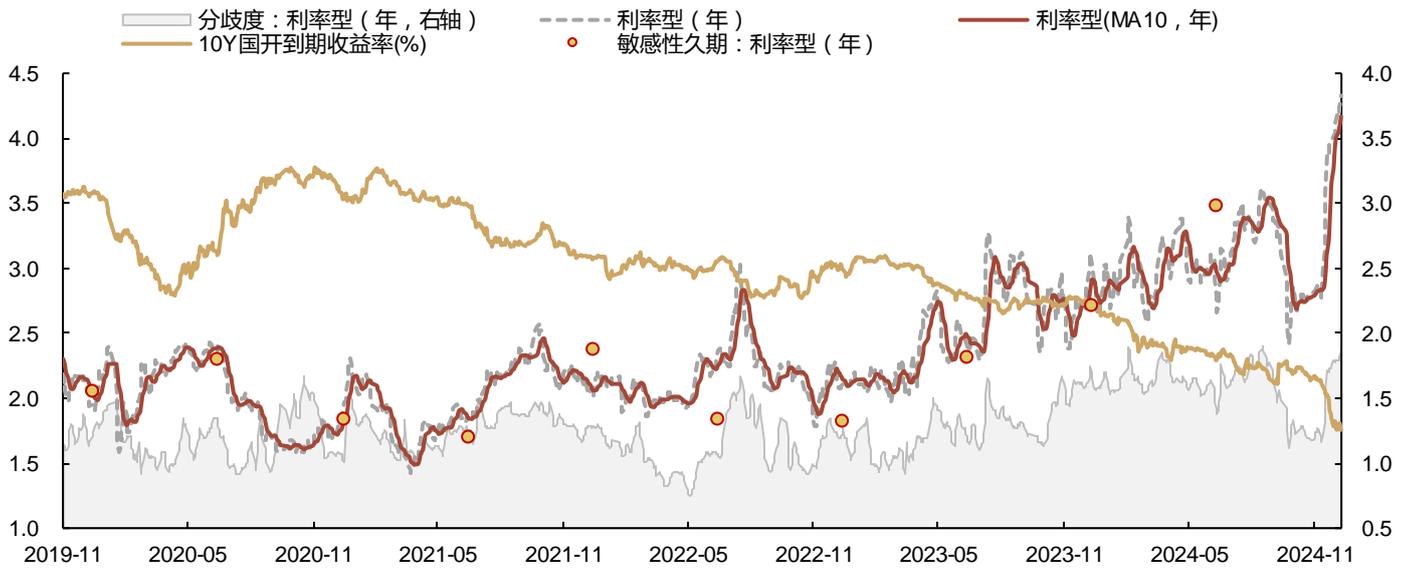
注：以上是基于报告《债市杠杆率，如何高频跟踪》中的初步模型与改进模型综合测算结果

4. 跨年前，基金积极博弈久期

跨年之前，机构止盈诉求或不大，本周（12月23-27日）利率债基金久期继续创年内新高，信用债基金平均久期略有回落。截至12月27日，利率债基金久期进一步拉伸，由前一周的4.17年延长至4.33年；而信用债基金久期中位数由2.11年小幅压缩至2.10年，不过仍处于年内高点。

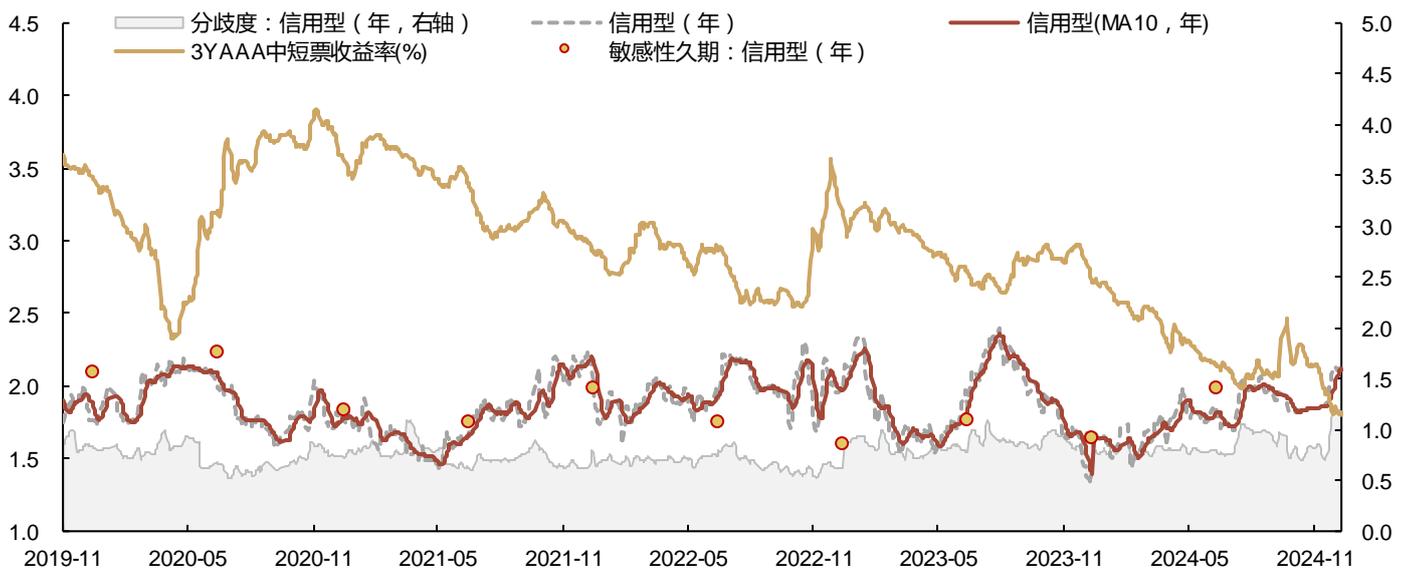
需要说明的是，久期模型本质上是通过分析一段时间内基金产品的收益序列特点，以此来捕捉不同期限仓位变化的信息，若基金在短期内频繁调整策略，久期模型所反映的结果存在一定的滞后性。

图 12：利率债基：剔除摊余、持有期及定开型后的久期中位数拉伸至 4.33 年（更新至 2024 年 12 月 27 日）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13：信用债基：剔除摊余、持有期及定开型后的久期中位数压缩至 2.10 年（更新至 2024 年 12 月 27 日）



资料来源：Wind，华西证券研究所

此外，我们也沿用《一季度纯债基金规模“百态”》中短债与中短债基金的划分名单（Wind 口径下的短债基金包含了中短债基），采用类似的方法对短债、中短债基金进行了久期跟踪。

短债及中短债基金久期中枢持续冲高，其中短债基金由前一周的 0.98 年拉伸至 1.12 年；中短债基金久期中枢由 1.50 年延长至 1.53 年。

图 14：短债基金及中短债基金久期中位数分别为 1.12、1.53 年（更新至 2024 年 12 月 27 日）



资料来源：Wind，华西证券研究所

说明：我们在《久期测算 2.0 版，兼具高频与精准》中，结合基金实际运作特点，改进了久期测算的方法论，并对各个季度内存续的中长债基（剔除了摊余型、持有期型及定开型）进行了风格分类，根据基金季报中各券种持仓数据，将国债、政金债、同业存单及其他（多为地方债）视为利率型持仓，将企业债、中票、短融、非政金融债及 ABS 视为信用持仓。参考 24Q2 结果，我们将利率持仓高于 70% 的品种归类为利率债基（共 327 只），将信用持仓高于 70% 的品种归类为信用债基（共 180 只）。

5. 年内政府债发行步入尾声

地方债方面

1. 发行量

周度来看，12 月 24-25 日发行地方债 481 亿元，净发行 481 亿元，其中新增一般债 182 亿元、新增专项债 31 亿元（其中：特殊专项债 0 亿元）、普通再融资债 0 亿元、特殊再融资债 268 亿元。

月度来看，12 月 1-25 日发行地方债 10913 亿元，净发行 10512 亿元，其中新增一般债 242 亿元、新增专项债 211 亿元（其中：特殊专项债 0 亿元）、普通再融资债 364 亿元、特殊再融资 10096 亿元。

2. 发行进度：

1 月 1 日-12 月 25 日，新增地方债累计净发行 46959 亿元，同比上升 2692 亿元。截止 12 月 25 日，新增地方债剩余额度 241 亿元，其中新增专项债、新增一般债分别剩余 26 亿元、215 亿元（发行进度 99.9%、97.0%）。

国债方面

1.发行量

周度来看，12月23-24日，发行国债1920亿元，净发行858亿元。

月度来看，12月1-24日发行国债6760亿元，净发行3565亿元。

2.发行进度

1月1日-12月24日，国债累计净发行47487亿元，同比上升5838亿元。截止12月24日，国债净发行超过中央赤字+特别国债4087亿元（发行进度109.4%）。

政金债方面

1.发行量

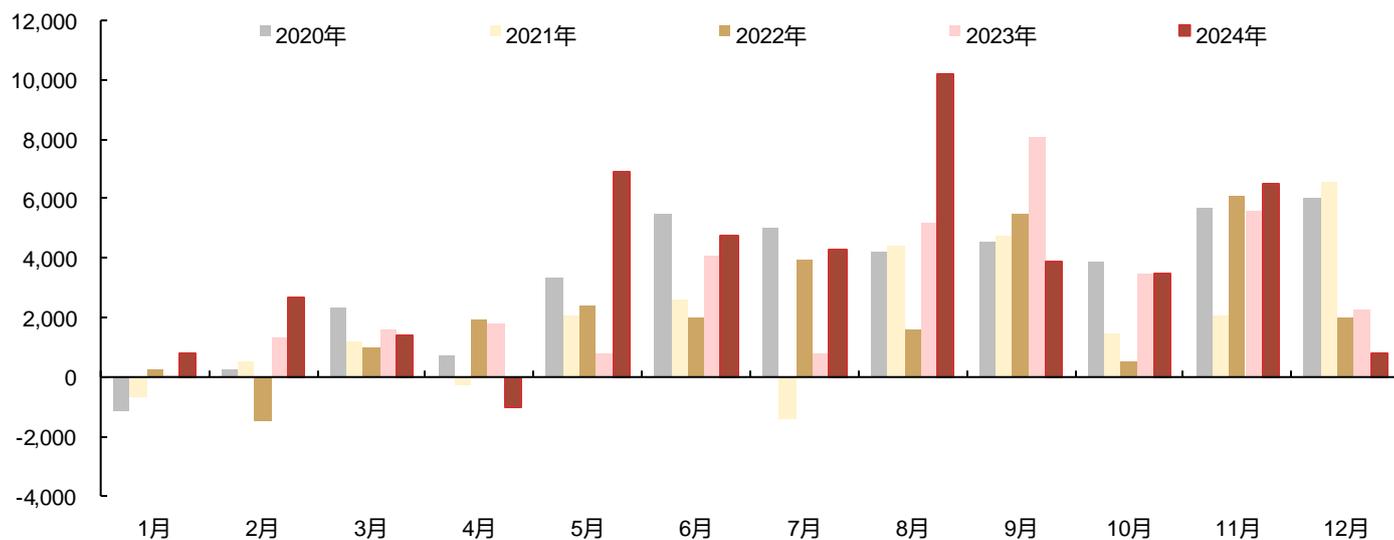
周度来看，12月23-27日发行政金债0亿元，净发行-30亿元。12月30日-1月3日发行政金债950亿元，净发行950亿元。

月度来看，12月1-31日发行政金债1600亿元，净发行70亿元。

2.发行进度

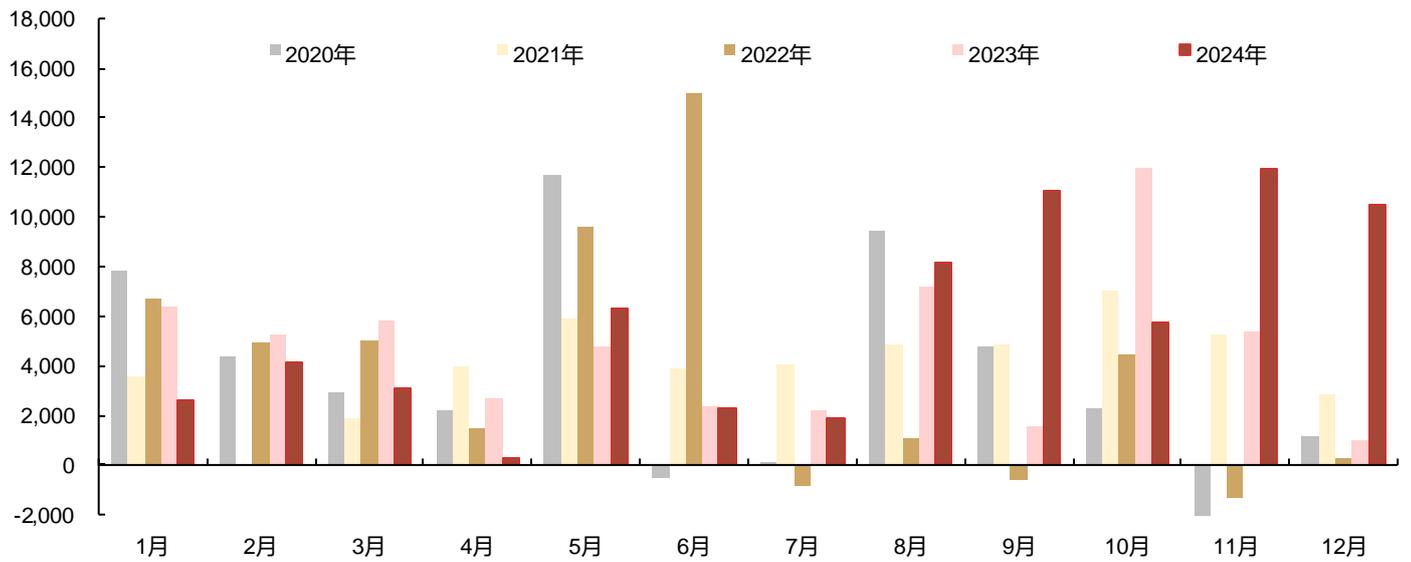
1月1日-12月31日，政金债累计净发行16088亿元，同比下降2551亿元。

图 15：2019 年以来国债净发行规模（亿元）



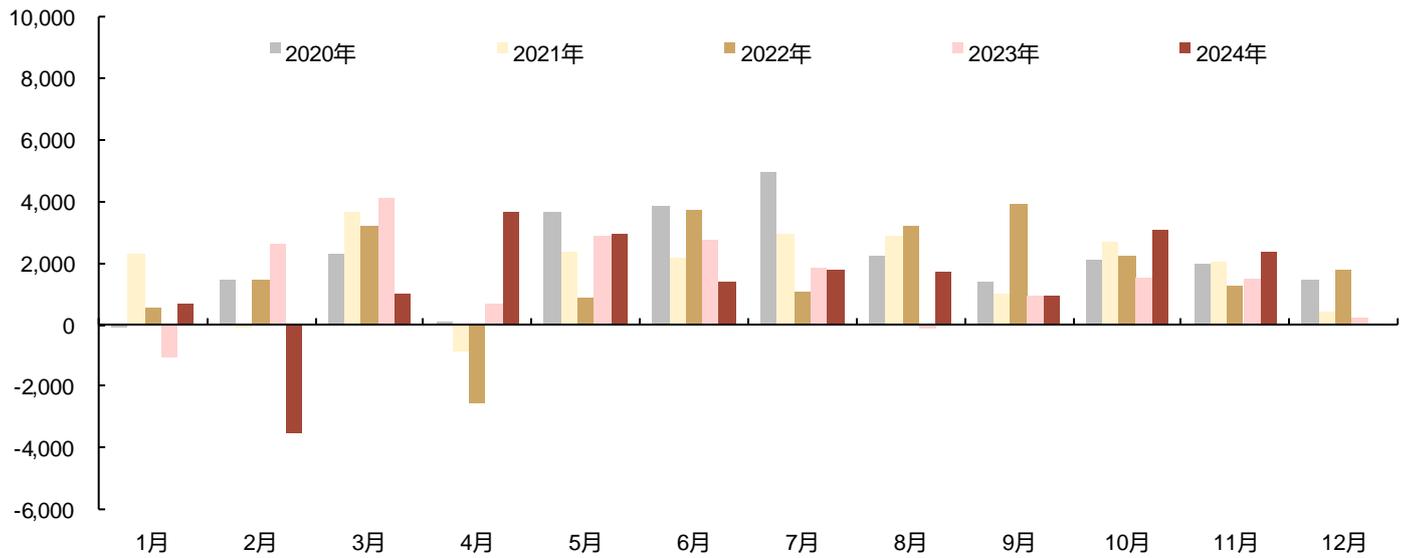
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 16：2019 年以来地方债净发行规模（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 17：2019 年以来政金债净发行规模（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

6. 风险提示

货币政策出现超预期调整。本文假设国内货币政策维持当前力度，但假如国内经济超预期放缓、或海外货币政策出现超预期变化，国内货币政策相应可能出现超预期调整。

流动性出现超预期变化。本文假设流动性维持充裕状态，但假如流动性投放少于往年同期，流动性可能出现超预期变化。

财政政策出现超预期调整。本文假设国内财政政策维持当前力度，但假如国内经济超预期放缓，国内财政政策相应可能出现超预期调整。