

信用债投研框架与信用策略展望 20260824

2026 年信用债市场分析：监管趋严下的策略分化与转型逻辑

摘要

- 2026H1 末信用债存量 47.6 万亿元，普信债占 34.5 万亿，市场逻辑由信用风险驱动转向利率趋同与机构行为驱动。
- 外部评级 AAA/AA+ 分布失真，隐含评级更能客观反映风险；永续债与二永债因次级/减记条款遵循风险收益对等，利差受机构行为影响已收窄。
- 城投债进入“鱼尾行情”，2027 年 6 月退平台节点临近，监管严控资产整合套利，策略应转向适度下沉、严控久期并规避尾部重定价风险。
- 金融债执行双审批框架，额度分配与信贷投放挂钩；大行额度充裕，中小行以“借新还旧”为主，同业存单转向流动性管理工具。
- 地产链投资逻辑转向“地产转型”，看好向商业运营转型的“小而美”地方国企，房建类国企参与意愿下降，建议采取短久期票息策略。
- 信用利差处于历史低位，流动性溢价成为核心关注点；机构行为趋同导致研究挖掘空间下降，需警惕政策表述变化引发的散点风险与重定价冲击。

Q&A

从历史演变的角度看，信用债的投研框架经历了哪些主要变化阶段？

信用债的投研框架演变可大致分为三个阶段。第一阶段是 2014 年以前，当时市场未出现信用债违约，投资经理多为交易员出身，核心策略是寻找更高票息的债券以获取相对价值，对信用风险的投研需求不强。第二阶段始于 2014 年首只信用债违约，此后几轮违约潮的出现，使得市场对信用风险的关注度显著提升。第三阶段则以 2023 年一揽子化债方案落地为标志，此后信用债的分析逻辑与利率债出现一定程度的趋同，市场开始更多地关注信用策略、信用债的抗跌性以及机构行为对市场的影响。

截至 2026 年上半年，中国信用债市场的整体规模、主要券种和监管结构是怎样的？

截至 2026 年上半年末，中国信用债市场存量规模为 47.6 万亿元，其中包括 13.1 万亿元的金融债和 34.5 万亿元的非金融企业债务融资工具（“普信债”）。从监管结构来看，市场主要由银行间市场交易商协会和交易所两大机构主管，其中企业债在发改委审批职能划转至证监会后，目前增量发行较少，以存量为主。市场主流的交易品种包括短期融资券、中期票据和公司债。

当前信用债市场的评级分布呈现何种特征？外部评级与隐含评级在反映主体信用风险方面有何差异？

从外部评级分布来看，AAA 级主体在发行规模上占据主导地位，若按发行人数量统计，AAA 级与 AA+ 级的合计占比较高。然而，这种评级分布存在一定失真，部分原因是由于投资账户对标的评级有明确要求，加之发行人付费的模式，导致评级虚高现象。相比之下，隐含评级分布更符合正态分布，能够更客观地反映企业真实的信用风险。实践中，同一外部评级下的不同企业，其信用利差可能存在分化，而隐含评级则被认为是评估企业信用风险时一个相对更有效的指标。

信用债中的常见条款如何影响债券的风险与收益？以永续债和银行二级资本债为例，其特定条款是如何体现风险收益对等原则的？

信用债条款的核心作用在于约束发行人、保护投资者利益，同时也赋予发行人特定权利，这种权利与义务的设定遵循风险收益对等的原则。以永续债为例，部分国有企业为降低负债率而发行永续债，但投资者面临该债券可能“真永续”的风险，因此发行人必须提供更高的收益作为补偿。近年来，会计审慎要求使得永续债越来越多地加入次级条款，对于信用资质较弱的地方国企，加入次级条款对其利差的负面影响会比头部央企更为显著。另一个典型是银行二级资本债（二永债），其包含的减记条款虽然触发可能性小，但一旦触发，发行人有权对全部本金进行减记，对投资者冲击巨大。正是这种潜在风险，使得二永债相较于同期限的普通金融债存在一定的利差，尽管当前受机构行为影响利差已较薄。

信用利差的构成是怎样的？当前市场环境下，其不同组成部分在分析中的侧重点有何变化？

信用利差可拆解为信用风险溢价和流动性溢价两部分。信用风险溢价主要反映本息无法按期兑付的可能性以及违约后的回收金额。从历史经验看，除少数特例外，多数主体违约后的回收率不足 20%，因此市场更关注其发生违约的可能性。流动性溢价则是在市场平稳时影响不大，但在面临负债端冲击（如 2022 年 9 月或理财负反馈时期）时变得至关重要，它决定了资产变现的时间成本和摩擦成本。当前，尽管信用违约事件减少，但并不意味着信用风险的消失，风险可能只是短期内得到缓释或未完全暴露。因此，在分析框架中，流动性溢价成为市场普遍关注

的焦点，但对于愿意进行信用下沉的投资者而言，对信用风险的把控依然是核心。

中国信用债市场历史上的几轮主要违约潮分别呈现出哪些行业或主体特征？

中国信用债市场经历了数轮具有鲜明特征的违约潮。第一轮集中在 2015 至 2016 年，主要表现为钢铁、煤炭等产能过剩行业的集中违约。第二轮发生在 2018 至 2019 年，以民营企业的集中出清为主要特征。由于民企财报数据失真等问题导致传统投研框架有效性下降，挖掘优质民企的风险收益比降低，使得参与民企债投资的机构逐渐减少。第三轮则自 2021 年以来，以房地产企业的集中违约潮为主，并持续至 2023 年之后。

如何理解当前信用债市场的违约情况，以及传统的信用风险分析框架在当前环境下的适用性？

当前地产企业的违约现象依然存在，但统计上的违约金额之所以下降，主要是因为更多企业通过展期和债务重组等方式处理债务。然而，无论是展期还是重组，最终能够妥善解决并提供高回收率的可能性并不高。例如，许多垃圾债的最终交易价格集中在 15 至 25 元区间，当价格超过 20 元时，其投资价值已相对有限，因为企业的剩余价值通常不大，除非其基本面出现显著改善。在分析框架方面，传统的自上而下（Top-down）分析方法，即从宏观、中观到个券的路径依然是基础。不过，近几年外部支持因素的重要性日益凸显，它在很大程度上决定了主体是否会违约。对于城投债而言，区域重要性、政府支持力度及补贴金额等因素是投研判断的关键依据，即使未来城投平台转型，这一逻辑的权重可能会下降，但不会完全消失。对于金融债，系统重要性是更为适用的逻辑，因为其一旦违约，牵涉的利益相关方范围更广。此外，在信用风险较高的时期，如近期部分尾部城投主体出现负面舆情或被终止评级后，市场对具备省级担保等增信措施的债券需求会相应提升。

在评估企业偿债能力时，应关注哪些核心财务指标？这些指标如何应用于不同期限的信用债投资决策？

评估企业偿债能力需区分短期和长期两个维度。短期偿债能力主要关注企业是否有足够的流动性资产来偿付短期负债，核心指标包括流动比率、速动比率和现金比率，这些指标通过调整分子中的流动资产范围来衡量不同的偿付能力。对于投资期限在一年以内的短融等工具，确保发行人短期偿债能力达标是关键。长期偿债能力的评估则侧重于企业的长期经营和财务结构，关键指标包括杠杆率、经营现金流对总债务的覆盖程度以及经营现金流对利息的覆盖倍数。这些指标共同评判了企业中长期的财务稳健性。当投资于流动性相对较弱的长品种，如五年期普通信用债，或采用持有至到期策略的摊余成本法债基进行配置时，发行人长期偿债能力的稳定性至关重要。若发行人长期偿债能力偏弱，即使短期无虞，也应保持谨慎。

信用债市场存在哪些主流的投资策略？这些策略各自的收益来源、适用场景及潜在风险是什么？

信用债市场的主流投资策略主要有五种。第一是票息策略，即持有至到期以获取票息收入，该策略尤其适用于流动性较弱的私募债、ABS 等品种，以及负债端稳定的保险机构，其核心是实现资产负债匹配并覆盖成本。第二是杠杆策略，通过质押回购融入资金，赚取债券票息与回购利率之间的价差，在利率牛市和流动性宽松环境下，还能获得资本利得，因此效果尤为显著。第三是骑乘策略，利用收益率曲线的形态赚钱，在曲线陡峭时买入位于陡峭部分的债券，持有一段时间后，随着剩余期限缩短，在曲线上向下滚动获得资本利得和票息双重收益；其风险在于曲线整体上移或形态趋平。第四是久期策略，通过买入长期限债券来获取更高的收益率，因为在多数情况下收益率曲线是向上倾斜的；但期限越长，承担的估值波动风险也越大。第五是信用下沉策略，通过投资信用资质较低的债券来赚取信用风险溢价。该策略在市场存在分歧时较为有效，例如 2022 至 2023 年对短久期城投债的信用挖掘，风险收益比较高。然而，当市场形成一致预期，如当前防风险基调明确、等级利差处于历史低位时，信用下沉的性价比会明显下降。

近期信用评级监管趋严对信用债市场产生了哪些影响？市场对此有何反应？

近期信用评级监管趋严，其核心在于解决部分主体评级失真、未能真实反映信用风险以及内部信用利差分化较大的问题。自 2026 年三、四月份监管机构召开相关会议以来，至五月份监管政策正式收紧，市场对评级质量的预期、信用利差以及发行人基本面的关注度均有提升。近期出现的评级下调和终止评级事件，多与这些因素相关。头部评级机构由于承做的债项评级业务更多，在此次监管收紧中，其调降或终止评级的数量也相对较多。这一监管变化对信用债市场构成了短期冲击。尽管到 2026 年 8 月市场情绪已相对平稳，但担忧情绪依然存在，例如自 7 月以来，市场对部分尾部城投主体的情况仍保持关注。

近期信用评级调整对城投债市场，尤其是尾部主体，产生了哪些具体影响？监管层对于新增 AAA 评级主体的态度以及对存量主体的调整策略是怎样的？

近期评级调整对市场整体影响有限，但对部分尾部城投主体造成了一定冲击。这种冲击更多体现在估值波动风险上，而非实质性的违约风险。由于机构投资者对账户净值波动高度敏感，即使中继风险较小，较大的估值波动也会导致其无法持续持有相关债券。对于城投债这类不能完全用基本面逻辑解释的品种，外部监管政策的调整会产生显著影响。尽管高利差板块会受到关注，但市场出现持续性大幅波动的可能性不大，核心在于监管思路是熨平市场波动，而非通过硬性指标进行大规模、集中的评级调降，以避免对债券市场造成过大冲击。监管更倾向于通过微调 and 边际调整，促使评级公司给予更公允、科学的外部评级。因此，未来新增的 AAA 主体占比可能会有所压缩，评级授予的客观性会更高。对于存量主体，市场不必过度恐慌，但评级公司确实会采取行动，特别是对那些舆情较多或持续维持高利差的主体，可能会落地相应的评级调整。此外，此前部分城投公司通

过“先终止评级后下调”的操作模式，其操作难度未来将显著加大。这种方式在某种程度上构成了政策套利，而评级公司的模型本身就限制了 AAA 评级的泛滥。未来城投主体想提升评级仍有空间，但数量将受到严格限制。

随着 2027 年 6 月地方政府融资平台退出节点临近，城投平台的融资环境和监管政策呈现出哪些新趋势？投资者应如何调整其城投债投资策略？

2026 年以来，距离 2027 年 6 月的退平台节点不足一年，城投融资环境已进一步收紧。政策层面始终鼓励平台的“真转型”和“真产业”发展，交易所和协会每年更新规则，核心目的就是应对不断增加的退平台数量，防止部分企业通过资产整合等方式进行政策套利。监管对于仅通过资产整合形成的“类产业”平台态度趋严，而对真正的产业类新增融资则不受限制。在此背景下，对城投债采取适度下沉的策略依然有效，但其性价比已明显下降。早期参与者能够获取资本利得的政策窗口期基本过去，当前已进入“鱼尾行情”，利差空间微薄，且可投资规模有限，例如协会债和短久期债券的获取难度已加大。投资策略上，不应固守非银机构定义的 2027 年 6 月或 2028 年 6 月等时间节点，核心应关注城投逻辑本身是否发生变化。只要城投债这一品种的整体规模不出现显著收缩，其作为投资标的的价值依然存在，但风险判断会更加严格，市场可能重回 2023 年以前的分化状态。分歧的存在也意味着潜在收益机会，但市场对尾部主体的定价会更充分地反映其流动性较弱和政策不确定性等风险。在当前“三位一体”的风险防控基调下，核心策略应是适度下沉、严控久期，并规避不必要的尾部风险。

2026 年金融债的发行和监管框架出现了哪些重要调整？这些调整如何影响不同类型银行的负债管理和业务扩张策略？

2026 年金融债的监管框架出现显著调整。二级资本债和永续债的发行遵循严格的双审批框架，其中人民银行的审批节奏直接影响发行进度。今年整体审批偏晚，自二季度起才开始发行，但 4 月至 7 月出现了一波集中发行高峰。从结构上看，国有大行和股份制银行的发行规模占比较高，其新增发行额度也较为充裕；而城商行和农商行的发行则更多以“借新还旧”为主，新增额度空间有限。此外，6 月底出台的同业存单管理办法引入了动态调整机制，这预示着同业存单和金融债可能被纳入统筹管理的框架。这意味着监管将根据银行的信贷投放情况和扩表诉求进行额度分配。对于信贷投放积极、符合政策鼓励方向的银行，可能会获得更多额度支持。相反，对于部分中小银行，尤其是基本面偏弱的机构，同业存单正逐渐转变为流动性管理工具，而非主动扩张负债的手段。这些银行若要发行长期限负债（如商业银行金融债），其前提是必须有相应的信贷投放作为支撑。若信贷投放不及预期，这些银行可能仅能维持负债规模稳定，甚至部分会出现缩表。总体而言，监管对银行主动负债的控制核心在于防范风险，而非主动引导缩表。政策仍支持金融服务实体经济，但对于相对偏弱的银行，则更倾向于压实主体责任，管控散点风险，引导其稳定资产负债结构，而非进一步扩张。



在当前市场环境下，地产链相关债券（如建工债、地产债）的投资逻辑发生了怎样的演变？投资者应关注哪些主要的投资主线？

当前市场中，具备信用利差的板块主要集中在地产链相关领域，其核心投资逻辑已转向“地产转型”。对于具备清晰转型逻辑的主体，其信用利差存在压缩空间。这类主体转型后，市场可能不再将其视为地产企业，而是作为一般地方国企进行定价。近几个月，部分主体信用利差的明显压缩也印证了这一逻辑。相比之下，机构对传统房建类企业（即使是国企）的参与意愿正在下降。能够成功转型的，更多是一些“小而美”的地方国企；而头部房企由于房建收入占比较高，转型难度较大，所谓“船大难掉头”。基于此，地产链的投资逻辑可归纳为三条主线：第一，地产转型逻辑。寻找那些向地产运营、商业运营或轻资产模式转型的企业，其信用利差有收窄潜力。第二，优质央企地产债。对于这类主体，可适度拉长久期以获取有价值的票息。第三，地方国企的短久期票息策略。对于房建类地方国企，仍可采用短久期策略，但需严控久期。其中，如果部分国企具备“类城投”属性，例如参与城市更新、片区开发等，其在投研框架中会获得一定的加分。

当前信用债市场的投研框架呈现出哪些变化趋势？在机构行为趋同、信用利差持续压缩的背景下，投资者应如何识别并应对中长期的潜在风险？

当前信用债的投研框架出现了明显变化，投资逻辑日益趋同，市场关注点从传统的信用风险分析更多地转向对政策的解读。由于不同机构对政策的理解差异较小，导致机构行为趋同，这也是 2026 年信用债牛市的主要驱动力并非源于信用研究本身。在这种环境下，信用研究的可挖掘范围短期内有所下降。市场普遍认为，只要负债端不出现大的波动，信用债市场将维持低波动状态。然而，当市场情绪相对放松、信用下沉的收益被无限压缩时，投资者更应关注中期的逻辑和风险收益比。这并非要求完全规避信用下沉，而是需要对投资标的进行更精细的甄别，判断哪些是合适的，哪些可能蕴含风险或风险收益比正在下降。展望 2027 年及以后，市场不会发生根本性变化，但零星的、超预期的散点风险可能导致部分主体出现重定价风险，而非终极的违约风险。城投债之所以对 2028 年后的期限如此敏感，正是市场担忧政策表述变化可能引发重定价。由于信用债研究可跟踪的指标相对滞后且有限，投资者不能仅沉溺于短期的价格波动或市场交流，而应基于对行业中观逻辑的判断，形成领先性的预判。随行就市的策略在短期内或许安全，但在中期维度上会累积风险。因此，在关注机构行为的同时，也必须审视信用风险的演变框架，对不同品种和主体的参与价值与性价比做出审慎取舍。