



摊余成本法债券基金的演进、重启与市场效应

技术研究部 | 许紫薇 李喆

2026 年 8 月 21 日

摘要：

摊余成本法债券基金自 2012 年首只产品成立以来，经历了萌芽期、扩容期和收紧暂停期三个发展阶段。2026 年 8 月，15 家中小公募基金公司集中上报 63 个月封闭式债券基金，标志着该类产品时隔五年重新开闸。本次重启在政策定位、主体构成和产品设计上均呈现显著变化，将对信用债市场形成边际需求支撑，有望为中久期信用债提供发行窗口。在信用利差已处历史较低分位数的背景下，增量资金可能在短期推动利差进一步收窄，但中长期需关注利差分化加剧及信用事件、货币政策转向等潜在风险。整体而言，本次重启是监管层在净值化改革大方向下，探索差异化、精细化监管路径的具体实践，为中小基金公司提供了差异化发展的制度空间。

关键词：摊余成本法债券基金；封闭期；中久期信用债；信用利差；中小公募

正文：

一、摊余成本法债券基金的演进过程

摊余成本法债券基金，是指采用摊余成本法对债券资产进行估值的定期债券基金，以获取稳定的票息收益为核心目标，可分为封闭式和定期开放式两种类型。

摊余成本法债券基金通常采取持有至到期的投资策略，不跟踪债券二级市场市价波动，而是将债券的买入成本在剩余期限内平均摊销，每日计提收益。摊余成本法债券基金的优点是能极大地平滑净值波动，同时多以封闭式运作，在合同约定的封闭运作期内不开放日常申购、赎回，能够降低基金面临的日常申赎压力，使基金公司能够更好地进行资产与负债期限匹配；缺点在于无法实时反映基金市价浮盈浮亏，导致损失将在底层债券兑付期集中暴露。

回顾摊余成本法债券基金的演进过程，其放量节奏、参与者结构与资产配置偏好并非随机演变，而是受政策窗口、机构策略和市场环境共同驱动的结果。头部公募凭借先发优势迅速占位，此后市场增量空间收窄，存量格局逐步固化。摊余成本法债券

基金发展的三个阶段如下：

第一阶段：萌芽期（2012 年）。2012 年，首只摊余成本法债券基金——广发理财年年红获批，标志着该类产品的诞生。此后数年，该产品并未大规模发展，市场关注度有限。

第二阶段：扩容期（2018–2020 年）。2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式发布，确立了资管产品以市值计量为基础的净值化管理目标。资管新规同时考虑到部分资产尚不具备以市值计量的条件，过渡期内封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品、银行现金管理类理财产品适用摊余成本法计量。这一制度安排是摊余成本法债券基金在此阶段扩容的制度基础。

2019–2020 年间，摊余成本法债券基金正式迎来大规模扩容。从发行节奏来看，资管新规发布后，摊余成本法债券基金共出现两次成立高峰，第一次为 2019 年 11 月及 12 月，合计成立份额超过 2,700 亿元；第二次为 2020 年 7 月及 8 月，合计成立 50 只，成立份额超过 3,300 亿元。2019–2020 年，此类产品累计成立份额超万亿元，发行主体以大中型公募基金为主，博时基金、嘉实基金、广发基金、天弘基金和华安基金等头部机构的成立份额均在 200 亿元以上。

第三阶段：收紧与暂停期（2021–2025 年）。2022 年资管新规过渡期结束后，该类产品审批全面收紧，直至完全暂停审批。根据公开信息，2022 至 2025 年新申报审批几乎归零，其中 2023 年成立的 4 只摊余成本法债券基金均在 2021 年以前即获得证监会注册批文。

图 1 摊余成本法债券基金历史发行节奏（单位：只、亿元）



数据来源：Wind，大公国际整理

二、摊余成本法债券基金的重启

中国证监会官网显示¹，8月14日，15家中小公募基金公司集中上报了63个月封闭式债券基金，相关申请已进入材料接收环节。这是自2021年摊余成本法债券基金暂停审批注册以来，时隔五年的首次重新开闸。本次摊余成本法债券基金的重启在政策定位、主体构成和产品设计等方面与此前均存在明显差异。

（一）政策定位：从“市场行为”到“政策工具”的战略性转变

2019-2020年摊余成本法债券基金的爆发式扩容，本质上是市场机构依托制度窗口开展的商业化扩张。2018年资管新规的发布意在为资管产品的净值化转型提供缓冲空间，而非专门为摊余成本法债券基金创设政策通道，此类产品的大规模扩容也是由于产品设计不仅能够平滑净值波动，同时也与银行自营资金等低风险偏好机构投资资金的配置需求高度契合，因此为自发形成的市场行为。

而本轮摊余成本法债券基金的重启是“政策定调”到“定向落地”的主动设计。2026年6月，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上明确表示：“将推出支持中小基金公司规范健康发展一揽子措施，坚持分类监管、突出特色，在产品布局、业务准入等方面给予适当倾斜，积极支持中小基金公司差异化发展”，而本次摊余成本法债券基金的集中申报正是这一政策表态的实质性落地，其在发行主体方面向中小公募定向倾斜的分配格局具备明确的政策意图，表明本轮重启并非制度红利的全面释放，而是政策工具的定向投放。同时，本次采取的集中申报模式也体现了对产品发行节奏的政策管控，进一步印证了摊余成本法债券基金发行由“市场行为”向“政策工具”的实质性转变。

（二）主体构成：从头部机构垄断向中小机构集中

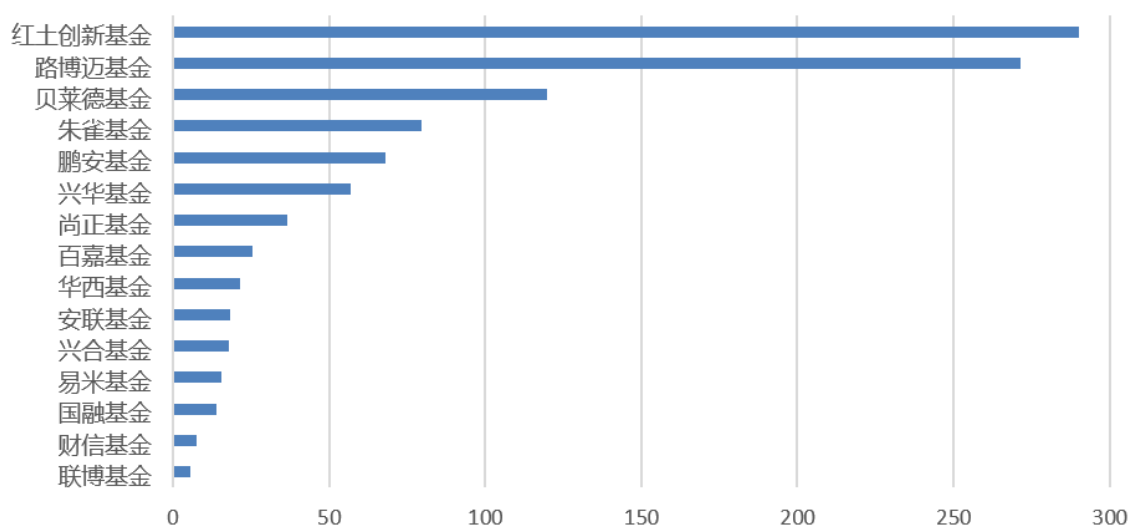
与2019-2020年摊余成本法债券基金主要由大中型公募基金发行不同，本次重启的获批发行主体明显向中小型基金公司集中。截至2026年二季度末，本次获批的15家发行主体基金资产净值均在300亿元以下，其中，除红土创新基金、路博迈基金和贝莱德基金外，其余发行主体的基金资产净值均不足百亿元，联博基金、财信基金等6家主体的基金资产净值在20亿元以下，清晰地体现了摊余成本法债券基金发行向中小机构倾斜的政策导向。

同时，从企业性质来看，15家基金公司中除11家内资中小公募外，另有4家外资独资公募基金参与其中。自2020年4月中国正式取消对公募基金公司外资持股比

¹ <https://neris.csrc.gov.cn/alappr-delare-front/home/toPubFlow>

例限制、允许外资机构以独资形式在华设立公募基金公司以来，我国境内市场现存 9 家外商独资公募基金公司，但受到销售渠道拓展不足、适销产品布局有限等因素制约，除摩根资产管理和宏利基金 2 家合资转独资机构外，其余新设独资机构的基金资产净值均处于较低水平。在此背景下，本次 4 家外资机构集中申报摊余成本法债券基金，不仅反映了中国资本市场对外开放的逐步深化，也精准契合了当前外资公募机构“以固收为压舱石”的产品策略，将助力推动仍处于规模积累阶段的新设外资公募突破规模发展瓶颈。

图 2 截至 2026 年二季度末 15 家基金公司基金资产净值情况（单位：亿元）



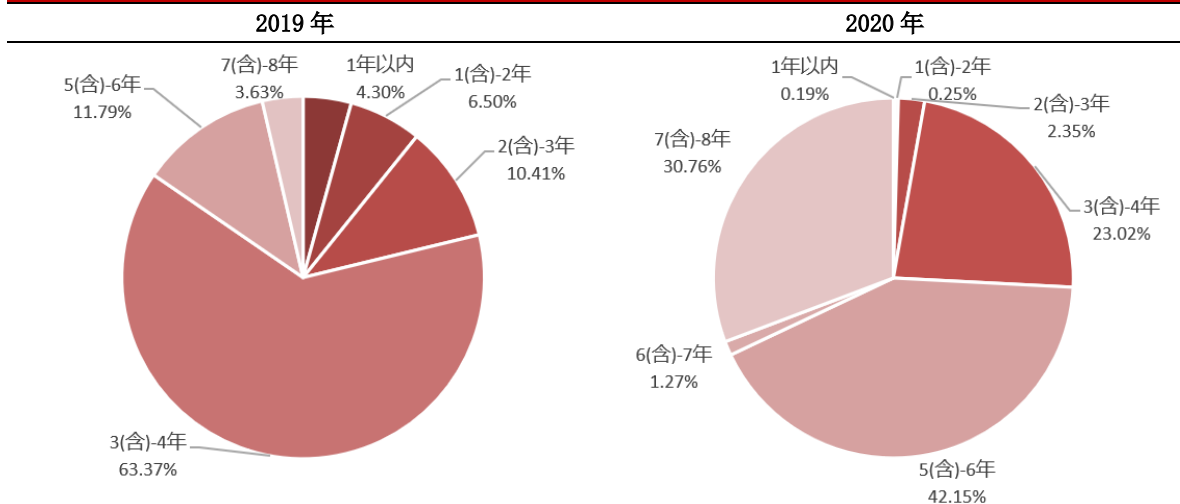
数据来源：Wind，大公国际整理

（三）产品设计：统一的长期限封闭设计与规模上限约束

本轮重启发行的摊余成本法债券基金均采用统一期限的全程封闭运作，并设置 80 亿元的规模上限约束。首先，从封闭期限来看，2019 年以来，摊余成本法债券基金的封闭期限呈现拉长趋势，其中，2019 年成立的摊余成本法债券基金的封闭期主要集中于 3 年、3.25 年，两者合计规模占比达 63.37%；而 2020 年则以 5(含)-6 年期和 7(含)-8 年期为主，合计规模占比达 72.91%。与此前 3-7 年不等的多样化格局相比，本次集中申报的摊余成本法债券基金封闭期限高度统一，均为 63 个月，既延续了此前封闭期限有所拉长的总体趋势，也体现了产品设计趋于标准化的战略意图，通过相对较长的封闭期限设计助力缓解中小基金公司面临的日常申赎压力。其次，从发行规模来看，本次产品均设置了 80 亿元的募集上限，这一上限是 2020 年摊余成本法债券基金经历了第一轮爆发式扩容后监管层对部分基金公司实施窗口指导所形成的行业通行标准，

本次产品设计仍延续既有标准，一方面为摊余成本法债券基金的有序扩容预留了空间，另一方面能够有效防范规模过大可能引发的系统性风险。此外，从运作模式来看，与以往产品采用“滚动续作”的运作模式不同，本次产品均采用“到期终止、不再续作”的设计，这种全程封闭的运作模式有效避免了滚动续作可能带来的规模膨胀和监管套利。

图3 2019年和2020年不同封闭运作期摊余成本法债券基金发行规模占比



数据来源：Wind，大公国际整理

三、摊余成本法债券基金重启的市场效应与信用传导路径

（一）中小公募的差异化竞争与制度性空间拓展

本轮摊余成本法债券基金的申报呈现出与之前截然不同的主体特征：申报机构以中小型基金公司为主，这一变化既反映了存量博弈格局形成后大机构战略重心的转移，也揭示了中小基金公司在规模承压与渠道受限背景下，试图借助此类产品实现突围的现实诉求。具体来看：

一是中小基金公司借助政策窗口实现差异化竞争。与上一轮大中型机构主导的发行高峰不同，本轮参与主体均为中小型基金公司，大型基金公司由于已有存量产品布局或战略方向调整，并未参与此次申报。摊余成本法债券基金正从“大机构的规模游戏”转变为中小公司“弯道超车”的差异化工具。在行业马太效应持续加剧的背景下，该类产品为中小型基金公司提供了扩充产品线、稳定规模基数、提升抗风险能力的差异化竞争路径。

二是长期封闭运作模式锁定持续稳定的收入来源。若摊余成本法债券基金成功发

行，能为中小基金公司贡献稳定的收入，同时 63 个月的封闭运作周期，能够降低基金日常申购和赎回压力，使中小基金公司能够更好地进行资产与负债期限匹配，有助于中小公司改善财务基本面、稳定经营预期，并为后续投研能力的积累赢得时间与空间。

三是政策层面释放出支持中小机构稳健发展的制度信号。本轮重启并非对摊余成本法债券基金监管规则的全面放松，而是在现有净值化改革框架内，根据产品特性与基金公司资质条件，对符合要求的中小机构拓宽了产品发展路径。这一安排表明，监管层在坚持资管产品净值化转型大方向的前提下，正通过差异化、精细化的制度设计，为中小基金公司创造合理的发展空间，体现了政策在规范与发展之间寻求平衡的审慎取向。

（二）长期资金锚定与信用债增量配置

本轮摊余成本法债券基金的集中发行，将在资金端、产品端与资产端形成三重传导效应，上述三重效应相互叠加，共同构成对债券市场，尤其是信用债市场的明确需求支撑。具体为以下三个维度：

一是长期封闭运作提供稳定资金锚定，优化产品结构。63 个月的封闭期意味着资金将在较长时间内锁定于债券市场，有助于降低因频繁申赎引发的市场波动，为债市提供可预期的长期资金来源。与此同时，长期封闭产品的扩容将改善公募债券基金的产品期限结构，为保险、银行理财等具有长期负债属性的机构投资者提供更为匹配的配置工具，个人投资者亦可获得低波动、收益相对稳健的产品，从而在整体上丰富债券市场的投资者结构和产品层次。

二是信用债配置比例持续上升，拉动增量需求。摊余成本法债券基金的资产配置正从利率债为主向信用债加速倾斜。据 Wind 披露数据，在 2025 年末封闭摊余成本法债券基金的持仓结构中，信用债市值合计占比达 28.32%；2026 年第二季度末，这一占比继续提升至 37.73%，其中企业债和中期票据的投资市值及占比均有明显增长。随着新一批产品陆续进入建仓期，这一上升趋势预计将得到延续和强化，对信用债市场形成持续的增量配置需求。

三是封闭期限锚定中久期信用债，增量资产配置或提供发行窗口。从期限结构来看，63 个月封闭期限的产品设计，会推动债券配置品种倾向于 3 至 5 年期，以获取期限利差带来的超额收益，对接当前中久期信用债。规模方面，本次单只产品规模上限为 80 亿元，15 只产品合计上限约 1,200 亿元，尽管这一规模体量与当前摊余成本法

债券基金存量规模和全年信用债发行规模相比均较为有限，但基金建仓期集中买入所释放的增量配置需求或将外溢至中久期信用债市场，推动具有对应融资计划的信用债发行主体在资金配置集中时点加快发行节奏，从而在窗口期内为特定期限、特定品种的信用债供给贡献边际增量。

（三）信用利差的结构性影响与风险推演

本轮摊余成本法债券基金的重启，将从需求端对信用债市场产生定价影响，其影响程度随配置节奏推进而呈现“短期快、中期分化”的特征。同时，在信用利差已处历史较低分位数的背景下，增量效应与潜在风险并存。

一是短期来看，增量资金入场或推动信用利差边际收窄。新一批摊余成本法债券基金进入建仓期将形成明确的增量配置需求，可能在短期内对信用利差产生收窄压力。但需注意，当前3至5年期中短票信用利差已处于2024年以来的较低点位，增量资金虽可进一步压缩利差空间，但收窄幅度可能有所收敛。

二是中期来看，信用债市场或呈现评级与期限维度的结构性分化。不同评级、不同期限的信用债所受影响将有所区别。高等级、流动性较好的品种受益于摊余成本法债券基金的配置偏好，需求提振效应更为明确，主因在于摊余成本法估值对底层资产的信用资质要求较高，基金公司倾向于选择信用风险可控的品种以保障持有至到期策略的稳健性。尤其是流动性较好的二永债（二级资本债和永续债）及高等级信用债，可能需求量更大。此外，2026年8月及12月或为存量摊余成本法债券基金开放的小高峰，届时再配置需求可能进一步加剧信用债市场的结构性行情。

三是潜在风险因素不容忽视，需关注预期差可能带来的扰动。第一，增量资金绝对体量有限——此次申报的基金上限规模相较于信用债市场存量而言占比不高，利差收窄幅度可能低于市场乐观预期。第二，当前信用利差已处于历史较低位置，进一步压缩的空间较为有限，若市场情绪反复，不排除利差阶段性走阔的可能。第三，摊余成本法估值对信用风险的反映存在滞后性，若底层持仓债券发生信用事件，可能对产品净值形成集中冲击，并通过机构间的传导放大风险。第四，若后续货币政策边际收紧，利率中枢上移可能带动信用利差走扩，从而对冲增量资金带来的收窄效应。

四、结论与展望

本次摊余成本法债券基金的重启，是自2021年暂停审批以来时隔五年的首次开闸，标志着监管层在坚持净值化改革大方向的前提下，开始探索对中小基金公司的差



异化扶持路径。与 2019-2020 年的爆发期相比，本次重启在政策定位、发行主体、产品设计等方面均存在显著差异。

对中小基金公司而言，有助于实现差异化竞争、稳定收入来源、稳健发展。对债券市场而言，新一批摊余成本法债券基金的发行将为信用债市场带来增量配置需求，可能为中久期信用债提供发行窗口，并对信用利差形成边际收窄压力，但考虑到当前信用利差已处低位，压缩空间或较为有限。中长期来看，这一政策工具的定向重启，体现了监管层在推动行业高质量发展与支持中小机构差异化发展之间的平衡探索。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。