

2026 年 05 月 13 日

保险资金买债行为与入市结构再观察

——债市机构行为研究系列之六

相关研究

《保险买债特征全解析：保费、预定利率与买债节奏——债市机构行为研究系列之五》 2025/07/30
《银行买债的底层逻辑、特征及展望——债市机构行为研究系列之四》 2025/05/20
《理财安全垫的过去与未来：理财买债特征与展望（交易特征篇）——债市机构行为研究系列之三》 2025/03/24
《全视角透视理财买债：特征与展望（资产配置篇）——债市机构行为研究系列之二》 2025/03/06
《纯债基金久期全解析——债市机构行为研究系列之一》 2024/12/26

证券分析师

黄伟平 A0230524110002
huangwp@swsresearch.com
栾强 A0230524110003
luanqiang@swsresearch.com
王哲一 A0230525100003
wangzy@swsresearch.com

联系人

王哲一 A0230525100003
wangzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **近年来保险监管框架从久期约束、险资入市、会计分类三方面重塑保险资产配置逻辑：**
- **资负新规：**监管框架从“评估型”升级为“约束型”，从资产负债期限结构、成本收益、流动性匹配三大维度，差异化设置财险和人身险公司监管标准，**并首次设置阈值**，其中监管指标包括有效久期缺口、综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率、沉淀资金覆盖率、压力情景下流动性覆盖率。
- **权益风险因子下调：**与此前更偏普适性的优化不同，**本轮调整更强调长期持有**：1) 对持仓时间超过三年的沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股，风险因子由 0.30 下调至 0.27；2) 对持仓时间超过两年的科创板上市普通股，风险因子由 0.40 下调至 0.36。
- **新旧会计准则切换：**2026 年 1 月 1 日起，我国全部保险公司采用新会计准则，金融资产分类由原有“**四分类**”调整为“**三分类**”，分类依据由偏主观的根据持有意图分类转向客观的**根据业务模式和合同现金流量特征**进行分类。
- **各政策对保险机构资产配置传导逻辑和现状变化：**
- **资负新规：**市场关注重点在于有效久期缺口不高于 5 年且不低于 -5 年的要求是否推动**保险增配超长债**。短期内保险对 30Y 国债的净买入规模并未明显增加，背后原因有：1) **保险抬升久期并不一定完全依赖净买入 30Y 国债**，加大对地方债净买入以及通过运用国债期货同样可抬升资产端久期。2) **保险产品结构出现变化**，有效久期缺口受负债端保险产品结构影响，近期分红险和万能险产品规模增多，负债端久期有所减少，降低资产和负债久期压力。3) **择时要求抬升**，低利率环境中，获取超额收益诉求增加，保险机构虽被认作配置型机构，但近年来也呈现交易化特征。**复盘 2022 年至今保险机构久期变化，发现保险在“债牛”或震荡市中倾向做趋势交易，“债熊”时倾向做配置盘，并且保险机构交易策略切换对后续债市走势具有一定指示意义**，当保险机构由“**逆势配置**”转向“**趋势交易**”时，后续 1 周、2 周、1 个月、3 个月内 10Y 国债收益率下行胜率高于 2022 年以来全样本基准，尤其是两周至一个月维度的指示意义较强。
- **权益风险因子下调：**从政策理论效果来看，2025 年 12 月下调保险机构投资权益风险因子将带来约 446 亿元-1068 亿元权益增量空间，但从实际结果来看，**下调风险因子对保险资金入市驱动并不明显，真正对保险机构配置行为形成更强驱动的，是长周期考核机制、明确提高 A 股及权益基金投资比例、长期股票投资试点等更具约束力的政策安排**。保险资金入市过程中，**大型保险公司更偏好流动性较好、分红稳定、估值波动相对较低的大盘价值资产，但其中的新华和太保偏好中小盘，太保、瑞众和新华更偏好成长风格**。
- **新旧会计准则切换：**主要影响保险机构投资二永债策略，保险机构对于二级资本债和永续债的配置会更谨慎，尤其是在利差较窄、资本利得空间有限时，持有意愿偏低。保险机构对于二永债交易策略除了受新旧会计准则切换这一事件影响之外，还主要考虑债券资产比价和权益占用额度问题。
- **2026 年保险机构行为可能存在哪些变化？**1) 资负新规强化匹配约束，超长期地方债兼具久期与票息，增配确定性高于 30Y 国债。2) 分红险、万能险支撑保费韧性，降低负债刚性成本，权益配置需求仍将提升。3) 新准则下二永债配置属性弱化，保险更偏利差交易，永续债常态增配动力有限。4) 保险或延续逆势配置，重点关注“**逆势转趋势**”信号，其对收益率下行指示意义较强。
- **风险提示：**现券二级市场交易数据并不代表保险机构实际持仓变化，内外部环境出现明显变化或影响保险配置行为，保险披露数据不完善且滞后。

目录

1.保险监管框架从久期约束、险资入市、会计分类三方面重塑

保险资产配置逻辑 5

1.1 保险资负新规政策 5

1.2 权益风险因子下调 6

1.3 新旧会计准则切换 8

2.各政策对保险机构资产配置传导逻辑和现状变化 11

2.1 资负新规：久期缺口虽是硬性约束，但不意味着需迅速增配超长债 11

2.2 理解资负新规影响还需结合低利率的时代背景 12

2.3 权益风险因子下调：保险资产配置行为变化 17

2.4 新旧会计准则切换主要影响保险机构投资二永债策略 20

3.2026 年保险机构行为可能存在哪些变化？ 21

4.风险提示 22

图表目录

图 1：金融资产分类流程	9
图 2：新旧准则下确认的减值损失模型比较	10
图 3：2026 年 1-2 月保费开门红中人身险收入形成重要支撑	11
图 4：2026 年 1-2 月保费开门红中财险收入反而形成拖累	11
图 5：2025 年 12 月至今，保险机构二级市场净买入 10Y 以上国债规模回落	12
图 6：2025 年 12 月至今，保险二级市场净买入 10Y 以上地方债延续较高规模	12
图 7：2025 年 12 月至今，保险公司配置 10Y 以上地方债力度强于地方债供给	12
图 8：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2022 年）	13
图 9：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2023 年）	13
图 10：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2024 年）	14
图 11：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2025 年）	14
图 12：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2026 年）	15
图 13：由下调风险因子驱动的保险资金入市行为并不明显	18
图 14：2025Q2 之前保险机构往往对权益市场逆势配置	18
图 15：2024 年保险机构减持二永债同时受资产比价效应和会计准则切换影响，2025 年至今，保险机构对二永债交易属性明显抬升（单位：左轴 bp、右轴亿元）	20
图 16：30Y 国债、15Y 地方债、二级资本债（AAA-）静态收益率比价（单位：%）	21
表 1：相比原有的监管办法，保险资产负债新规从评分导向转变为监管红线导向	5
表 2：《征求意见稿》中对保险公司监管指标一览	6
表 3：保险资金权益风险因子调整情况	6
表 4：风险因子下调带来增量资金规模测算	8
表 5：新旧准则下的金融资产分类对比	9
表 6：新准则下股票、债券、基金的会计分类	10
表 7：2022 年至今保险机构久期策略复盘	15

表 8：保险机构交易策略切换信号发对后续债市存在指引	17
表 9：大型保险公司偏好大盘价值，中小型保险公司偏好中盘价值和小盘价值	19
表 10：不同类型账户 A 股投资风格偏好	19
表 11：2026 年保险机构行为中确定性较高的变化以及其对市场影响	22

1.保险监管框架从久期约束、险资入市、会计分类三方面重塑保险资产配置逻辑

1.1 保险资负新规政策

2025 年 12 月 19 日，金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》（下称《意见稿》），对资产和负债期限结构、成本收益和流动性匹配进行量化监管，并首次形成明确指标阈值。

监管框架从“评估型”升级为“约束型”。原有的保险机构监管体系由 2018 年五项监管规则和 2019 年保险资产负债管理监管暂行办法构成，更偏向能力评估和量化评估，硬性约束较少，而 2025 年末发布的《意见稿》把多项资负匹配指标明确划为“监管指标”，从资产负债期限结构、成本收益、流动性匹配三大维度，差异化设置财险和人身险公司监管标准，并首次设置阈值，其中监管指标包括有效久期缺口、综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率、沉淀资金覆盖率、压力情景下流动性覆盖率。

表 1：相比原有的监管办法，保险资负新规从评分导向转变为监管红线导向

对比点	2018年五项规则 + 2019年暂行办法	《征求意见稿》	主要变化
制度呈现方式	旧规由暂行办法 + 五项配套规则组成，分别规范能力评估、量化评估和管理报告	新稿把治理结构、政策程序、模型系统、监管指标、监测指标、监管措施统一写进一部《办法》，并明确旧的 2019 年暂行办法和 2018 年五项规则同时废止。	旧规是“1+5 分散框架”，新规是“统一规章”
治理结构要求	设立资产负债管理委员会、执行委员会、秘书处，也强调董事会责任、内部流程、模型工具和绩效考核。	进一步强调董事会最终责任、高管层直接领导、资产负债管理部门独立性、长周期考核、年度内审、模型与数据治理。	明确长周期考核，保险公司建立由董事会负最终责任
监管抓手/约束方式	主要通过能力评估、量化评估和管理报告来监管，量化评估本质上是一套打分体系	明确区分监管指标和监测指标，并对监管指标设置最低标准或区间约束，指标不达标将触发整改和后续监管措施	从“评分导向”转变为“监管红线导向”
监管措施	差异化监管、风险提示、监管谈话、监管函、现场检查等，整体仍偏监管督导和整改要求	对指标不达标或存在缺陷的公司，可要求限期整改、提高报告频率、扩大检查范围、开展更严格压力测试；整改不到位时，还可要求调整保险业务结构或资产配置结构；违反规定且情节严重的，还可给予警告、通报批评和罚款	新规问责力度更强

资料来源：原银保监会，金融监管总局，申万宏源研究

表 2：《征求意见稿》中对保险公司监管指标一览

保险公司分类	监管指标	含义	计算方法	阈值
寿险公司	有效久期缺口	有效久期是在修正久期的基础上，考虑保险公司部分资产的含权因素、分红利率和万能结算利率的可调节因素等对预期现金流的影响，更为准确地衡量保险公司资产和负债对利率变化的敏感度。负债端为全口径保险业务，资产端仅包含可计算现金流的固定收益类投资资产，因此，需要对资产有效久期进行规模调整。	规模调整后的有效久期缺口=（资产现金流有效久期×资产现金流的折现值+负债现金流流入有效久期×负债现金流流入的折现值+利率类衍生品买入合约的有效久期×利率类衍生品买入合约的合约价值之和-利率类衍生品卖出合约的有效久期×利率类衍生品卖出合约的合约价值之和）÷负债现金流流出的折现值-负债现金流流出有效久期	不高于5年且不低于-5年，若低于-5年，则要求现金流入有效久期不低于5年
	综合投资收益覆盖率	衡量人身保险公司在较长期间的整体投资收益水平能否覆盖公司的整体业务成本，降低因短期市场波动带来的影响。	综合投资收益覆盖率=综合投资收益÷负债资金成本=（过去第一年综合投资收益+过去第二年综合投资收益+过去第三年综合投资收益+过去第四年综合投资收益+过去第五年综合投资收益）÷（过去第一年负债资金成本+过去第二年负债资金成本+过去第三年负债资金成本+过去第四年负债资金成本+过去第五年负债资金成本）	不低于100%
	净投资收益覆盖率	衡量保险公司投资收益中较为稳定的部分是否能够满足公司给予客户的保证利益要求，反映公司相对刚性的成本收益匹配情况。	净投资收益覆盖率=过去三年净投资收益÷过去三年负债保证成本。其中，净投资收益反映公司投资收益中包括利息收入、股息红利收入、投资性房地产租金收入等投资收益中较为稳定的部分。	不低于100%
	压力情景下流动性覆盖率	衡量人身保险公司在压力情景下，获得资金以支付到期债务或履行其他支付义务的能力，防范流动性风险。	LCR2 =（压力情景下公司现金流入+现金及现金等价物评估时点账面价值+流动性资产储备变现金额）÷压力情景下公司现金流出×100%	不低于100%
财险公司	沉淀资金覆盖率	衡量稳定沉淀下来的资金，是否足以覆盖公司配置的中长期资产	沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产。 沉淀资金是基于财产保险产品滚动投保的特性，在账户日常资金流动过程中留存的、数量相对稳定的资金，可以用于进行中长期投资。沉淀资金的计算基于系数法和情景法，取两者较小值，具体方法另行制定。	不低于100%
	收入覆盖率	较长周期内，公司的整体收入水平能不能覆盖整体业务成本	（过去3年保险服务收入+过去3年综合投资收益）÷过去3年综合成本	不低于100%
	压力情景下流动性覆盖率	衡量人身保险公司在压力情景下，获得资金以支付到期债务或履行其他支付义务的能力，防范流动性风险。	压力情景下公司整体流动性覆盖率 LCR2 =（压力情景下公司现金流入+现金及现金等价物评估时点账面价值+流动性资产储备变现金额）÷压力情景下公司现金流出×100%	不低于100%

资料来源：金融监管总局，申万宏源研究

1.2 权益风险因子下调

2025 年 12 月 5 日，金融监管总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，与此前更偏普适性的优化不同，本轮调整更强调长期持有：1) 对持仓时间超过三年的沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股，**风险因子由 0.30 下调至 0.27**；2)对持仓时间超过两年的科创板上市普通股，**风险因子由 0.40 下调至 0.36**。

表 3：保险资金权益风险因子调整情况

调整时间	主要调整项目	调整前风险因子	调整后风险因子
2023年9月	沪深300指数成分股	0.35	0.3
	科创板上市普通股	0.45	0.4
2025年12月	持仓时间超过三年的沪深300指数成分股	0.3	0.27
	持仓时间超过三年的中证红利低波动100指数成分股	0.3	0.27
	持仓时间超过两年的科创板上市普通股	0.4	0.36

资料来源：金融监管总局，申万宏源研究

权益风险因子下调可释放最低资本占用，在保持偿付能力充足率分母不变的情况下增加股票配置空间。偿付能力充足率 = 实际资本 / 最低资本，其中，股票等权益资产风险更高，在偿二代规则下需要计提较高的最低资本，假设保险公司持有 100 亿元沪深 300 成分股，原来风险因子是 0.3，则对应最低资本占用为 30 亿元，若将风险因子下调至 0.27，最低资本占用下降为 27 亿元，最低资本占用少了 3 亿元，则通过降低分母变相提高了偿付能力充足率，也就等同于在实际资本不变、偿付能力约束不变的情况下，风险因子下调后，同样的资本可以支持更多权益资产配置。

根据个股前十大股东以及持有比例数据，截至 2025 年末，保险机构多数股票持仓集中在沪深 300 成分股和红利低波 100 成分股上。保险机构持有沪深 300 指数成分股、中证红利低波 100 指数成分股、科创板上市普通股的流通市值分别达到 4893 亿元、14474 亿元、165 亿元，合计达到 1.95 万亿元，占保险资金持有股票全口径规模的 52%，具有一定代表性。

下调风险因子对应权益增配空间的测算步骤为：1) 以保险投资股票余额为基数，结合权益资产结构和持仓期限假设，测算可享受风险因子优惠的股票持仓规模；2) 根据风险因子下调幅度，测算对应股票资产能够释放的最低资本；3) 假设释放的最低资本继续用于增配相应权益资产，并按照下调后的风险因子倒推理论权益增量空间。**测算结果显示，风险因子下调约带来约 446 亿元至 1068 亿元的权益增量空间。**

表 4：风险因子下调带来增量资金规模测算

步骤	基准假设	科目	计算过程	计算结果：单位（亿元）
步骤一：测算可释放的资本空间		2025Q4股票期末投资余额		37345
	假设占比70%	沪深300或红利低波100成分股持仓金额	$37345 \times 70\%$	26142
	假设占比25%	其中：持仓时间超过三年的持仓金额	$26142 \times 25\%$	6535
		风险因子调整后释放最低资本	$6535 \times (0.3 - 0.27)$	196
	假设占比5%	科创板上市普通股持有金额	$37345 \times 5\%$	1867
	假设占比15%	其中：持仓时间超过两年的持仓金额	$1867 \times 15\%$	280
		风险因子调整后释放最低资本	$280 \times (0.4 - 0.36)$	11
		合计释放最低资本	$196 + 11$	207
步骤二：释放最低资本可能带来的权益增量空间		沪深300或红利低波100成分股增量空间	$196 / 0.27$	726
		科创板上市普通股增量空间	$11 / 0.36$	31
		合计权益增量空间	$726 + 31$	757
步骤	较高情景	科目	计算过程	计算结果：单位（亿元）
步骤一：测算可释放的资本空间		2025Q4股票期末投资余额		37345
	假设占比70%	沪深300或红利低波100成分股持仓金额	$37345 \times 70\%$	26142
	假设占比35%	其中：持仓时间超过三年的持仓金额	$26142 \times 35\%$	9150
		风险因子调整后释放最低资本	$9150 \times (0.3 - 0.27)$	274
	假设占比5%	科创板上市普通股持有金额	$37345 \times 5\%$	1867
	假设占比25%	其中：持仓时间超过两年的持仓金额	$1867 \times 25\%$	467
		风险因子调整后释放最低资本	$467 \times (0.4 - 0.36)$	19
		合计释放最低资本	$274 + 19$	293
步骤二：释放最低资本可能带来的权益增量空间		沪深300或红利低波100成分股增量空间	$274 / 0.27$	1017
		科创板上市普通股增量空间	$19 / 0.36$	52
		合计权益增量空间	$1017 + 52$	1068
步骤	较低情景	科目	计算过程	计算结果：单位（亿元）
步骤一：测算可释放的资本空间		2025Q4股票期末投资余额		37345
	假设占比70%	沪深300或红利低波100成分股持仓金额	$37345 \times 70\%$	26142
	假设占比15%	其中：持仓时间超过三年的持仓金额	$26142 \times 15\%$	3921
		风险因子调整后释放最低资本	$3921 \times (0.3 - 0.27)$	118
	假设占比5%	科创板上市普通股持有金额	$37345 \times 5\%$	1867
	假设占比5%	其中：持仓时间超过两年的持仓金额	$1867 \times 5\%$	93
		风险因子调整后释放最低资本	$93 \times (0.4 - 0.36)$	4
		合计释放最低资本	$118 + 4$	121
步骤二：释放最低资本可能带来的权益增量空间		沪深300或红利低波100成分股增量空间	$118 / 0.27$	436
		科创板上市普通股增量空间	$4 / 0.36$	10
		合计权益增量空间	$436 + 10$	446

资料来源：金融监管总局，申万宏源研究

注：基准假设如下：1) 保险机构持有全部股票中沪深 300 和红利低波 100 成分股持仓占比达到 70%，其中沪深 300 和红利低波 100 成分股中 25%持有时间超过三年。2) 保险机构持有全部股票中科创板上市股票持仓占比达到 5%，其中科创板上市股票中 15%持有时间超过两年。较高情景和较低情景对持仓时间进行调整。

1.3 新旧会计准则切换

2026 年 1 月 1 日起，我国全部保险公司采用新会计准则，对保险公司大类资产投资模式产生较大影响。根据财政部安排，上市保险公司于 2023 年 1 月 1 日同步实施新金融工具准则 (IFRS 9) 及新保险合同准则 (IFRS 17)，非上市保险公司原则上于 2026 年 1 月 1 日实施。

IFRS 9 将金融资产分类由原有“四分类”调整为“三分类”，分类依据由偏主观的根据持有意图分类转向客观的根据业务模式和合同现金流量特征进行分类，“三分类”资产包括：

- 1) 以摊余成本计量的金融资产 (AC) : 满足业务模式以收取合同现金流量为目标, 且合同现金流量仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息支付。
- 2) 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI) : 业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售为目标, 且合同现金流量符合上述利息本金支付特征, 此外, 非交易性权益工具投资可在初始确认时指定为此类 (指定后不可撤销)。
- 3) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL) : 不满足上述两类条件的其他金融资产归入此类。

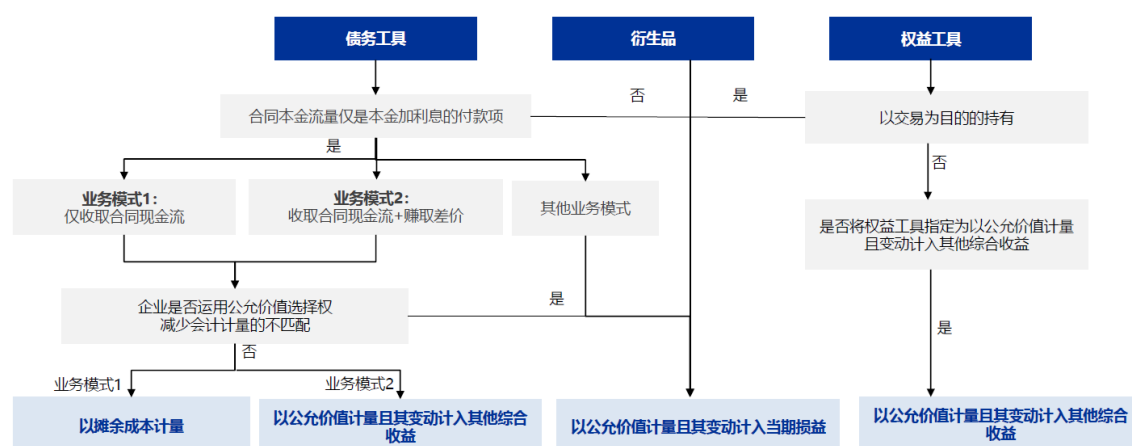
表 5: 新旧准则下的金融资产分类对比

IAS39（旧准则）： 四类	IFRS9（新准则）： 三类	计量 方式	分类	基本原则	具体分类	会计科目	
根据持有意图进行分类	根据业务模式和现金流量 特征进行分类		AC	1) 企业管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标。 2) 该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。	债权工具投资	利息支付仅以对本金和以未偿付本金金额为基础	银行存款、贷款、应收账款、债权投资
持有至到期（HTM）	AC	摊余成本计量	FVOCI	1) 企业管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标。 2) 该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。	债权工具投资	既收取合同现金流量又出售金融资产为目标 不需计提减值准备	其他债权投资
应收款项类（LAR）					权益工具投资	将权益工具指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益 该指定一经作出，不得撤销	其他权益工具投资
可供出售金融资产（AFS）	FVOCI	公允价值计量	FVTPL	不满足上述两类条件的其他金融资产归入此类	债权工具投资	为交易而持有，一般不符合基本借贷安排，合同现金流量非本金+利息，而是以公允价值计量	交易性金融资产（持有期一年以内）；其他非流动金融资产（持有期一年以上）
FVTPL	FVTPL				权益工具投资		

资料来源: 《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》, 《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》, 保险业风险观察, 申万宏源研究
注: 此研究内容来自申万非银团队

金融资产的分类受两个主要标准和一个次要标准约束: 1) 两个主要标准: 企业管理金融资产的业务模式、金融资产的合同现金流量特征; 2) 次要标准: 对于非交易性权益工具, 企业是否运用公允价值选择权。

图 1: 金融资产分类流程



资料来源: 财政部会计司, 《金融资产的分类和重分类探析》, 申万宏源研究
注: 此研究内容来自申万非银团队

表 6：新准则下股票、债券、基金的会计分类

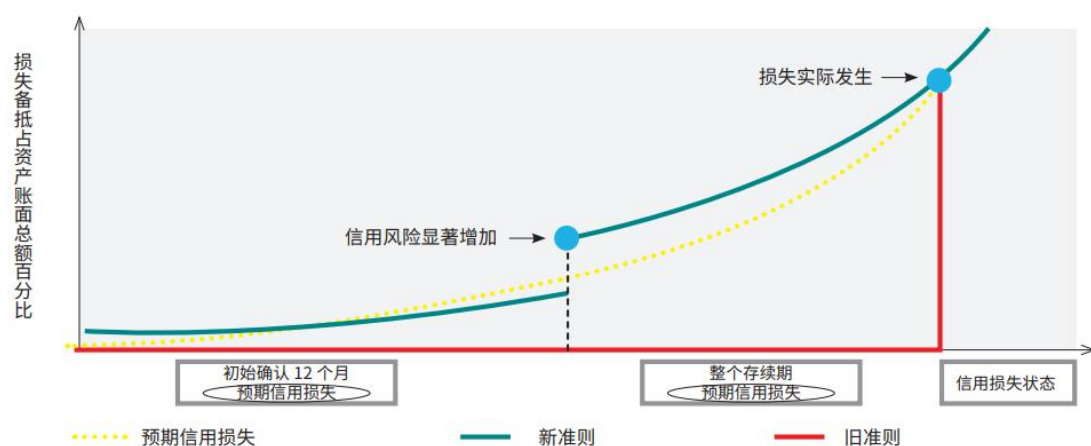
资产	判断	金融资产分类	科目	备注
股票	以交易为目的	FVTPL	交易性金融资产（持有期一年以内）；其他非流动金融资产（持有期一年以上的）	默认分类，因股票合同现金流量通常不满足“仅本金+利息”特征，不能通过SPPI
	非交易性权益工具投资，且进行指定	FVOCI（终止确认不可回转损益）	其他非流动金融资产	企业可在初始确认时指定为此类（指定后不可撤销），后续公允价值变动计入其他综合收益，处置时累计变动也不重分类至损益。
	非交易性权益工具投资，没有指定	FVTPL	交易性金融资产（持有期一年以内）；其他非流动金融资产科目（持有期一年以上的）	-
核心资产	不能通过合同现金流量测试	FVTPL	交易性金融资产（持有期一年以内）；其他非流动金融资产（持有期一年以上的）	如可转换债券：嵌入转股权，回报与权益价值挂钩，不满足SPPI
	通过合同现金流量测试，业务模式仅收取合同现金流量	AC	债权投资	持有至到期的普通债券
	通过合同现金流量测试，业务模式仅为短期出售	FVTPL	交易性金融资产（持有期一年以内）；其他非流动金融资产（持有期一年以上的）	-
	通过合同现金流量测试，业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标	FVOCI（终止确认可回转损益）	其他债权投资	既收息又伺机出售的债券投资
	底层资产组合不满足合同现金流量特征，且企业管理基金的业务模式多为“交易获利”或“灵活配置”	FVTPL	交易性金融资产（持有期一年以内）；其他非流动金融资产（持有期一年以上的）	动态管理组合，现金流依赖资产处置，通常不满足SPPI
其他	非标资产	AC	债权投资	没有公允价值，只能计入AC
	衍生工具	FVTPL	交易性金融资产（持有期一年以内）；其他非流动金融资产（持有期一年以上的）	衍生工具因无法通过SPPI，因此直接归入FVTPL
	银行定期存款等品种	AC	债权投资	能够通过SPPI，且一般采取收取合同现金流的方式管理此资产

资料来源：财政部会计司，《金融资产的分类和重分类探析》，申万宏源研究

注：此研究内容来自申万非银团队

新准则中“以摊余成本计量的金融资产（AC）”相比旧准则“持有到期投资（HTM）”最大的区别在于减值计提方式从“已发生损失模型”切换为“使用预期信用损失模型”。旧准则下，只有当资产已经出现明显减值迹象时，比如债务人违约、财务困难、利息或本金逾期、评级明显下调等，企业才确认减值损失，但新准则下，即使债券或贷款还没有违约，只要基于宏观环境、债务人信用状况、行业景气度、评级变化等因素，预计未来可能发生信用损失，也需要提前计提减值。

图 2：新旧准则下确认的减值损失模型比较



资料来源：《保险集团新金融工具准则实践研究》，申万宏源研究

注：此研究内容来自申万非银团队

2.各政策对保险机构资产配置传导逻辑和现状变化

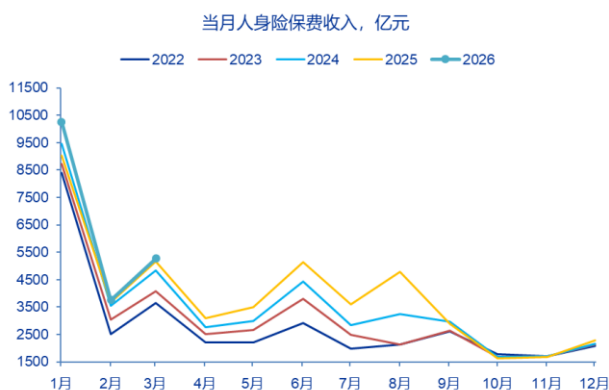
2.1 资负新规：久期缺口虽是硬性约束，但不意味着需迅速增配超长债

《意见稿》中对有效久期缺口进行设置硬性指标，**要求人身险公司有效久期缺口不高于5年且不低于-5年**，成市场关注重点，上市公司基本满足久期缺口要求，中小公司可能缺口相对较大，或需补充长久期资产。

从《意见稿》要求推导来看，中小型保险机构需要增配长久期资产，但短期内保险机构对30Y国债的净买入规模并未明显增加。背后原因有：1) 保险抬升久期并不一定完全依赖净买入30Y国债，加大对地方债净买入以及通过运用国债期货同样可抬升资产端久期。2) 保险产品结构出现变化，有效久期缺口受负债端保险产品结构影响，近期**分红险和万能险产品规模增多**，**负债端久期有所减少**，降低资产和负债久期压力。3) 择时要求抬升，低利率环境中，获取超额收益诉求增加，保险机构虽被认作配置型机构，但近年来也呈现交易化特征。

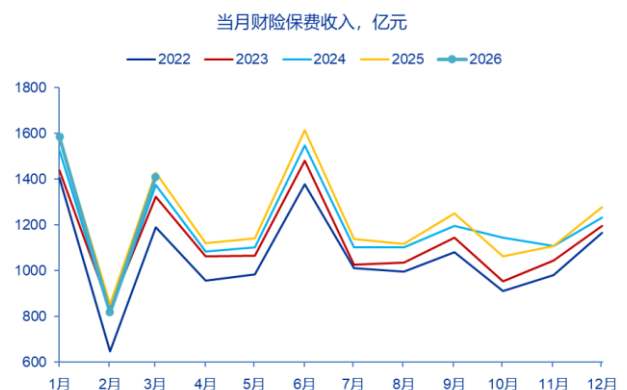
自2025年以来，分红险成为保险机构负债端转型的主攻方向，有助于缩短保险机构负债端有效久期。有效久期是在修正久期基础上，进一步考虑分红利率、万能结算利率等可调节因素对预期现金流的影响，用以衡量保险负债对利率变化的敏感度。分红险占比提升后，负债端现金流中非刚性给付部分增加，保险公司可通过调整分红水平以平滑未来给付压力，从而降低负债现金流的利率敏感性。根据财联社报道，从已披露的上市险企2025年年报来看，分红险转型已取得实质性突破，新华保险分红险占整体期交业务比例逐季提升，四季度达到77.0%；中国太保2025年新保期缴中分红险占比提升至50.0%。2025年下半年，多家大型保险公司在11月已陆续推出分红险新品作为“开门红”主打产品，2026年1-2月保费“开门红”亦主要由分红险推动。综合来看，保险机构负债端有效久期缩短，对应资产端抬久期的迫切性降低。

图3：2026年1-2月保费开门红中人身险收入形成重要支撑



资料来源：iFind，申万宏源研究

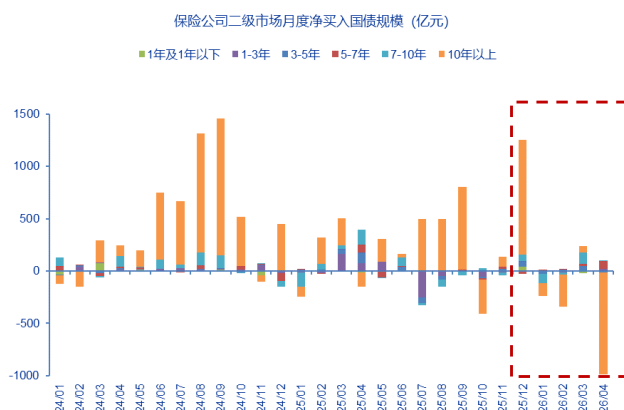
图4：2026年1-2月保费开门红中财险收入反而形成拖累



资料来源：iFind，申万宏源研究

从二级市场交易数据来看,《意见稿》发布后至今,保险机构对 10Y 以上国债(主要是 30Y 国债)净买入规模并未增加,对 10Y 以上地方债净买入规模明显抬升。但考虑到保险机构二级市场地方债净买入规模包含不少委托银行、券商从一级市场买入、债券上市后保险在二级市场承接部分,因此我们将二级净买入和一级发行规模进行比较,观测到 2025 年 12 月至今,保险公司配置 10Y 以上地方债力度明显强于地方债供给,背后或反映保险机构会通过增配长久期地方债调整久期缺口而非通过 30Y 国债。

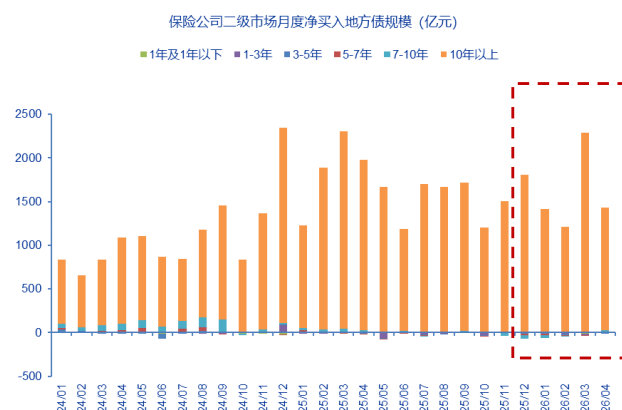
图 5: 2025 年 12 月至今, 保险机构二级市场净买入 10Y 以上国债规模回落



资料来源: Wind, 申万宏源研究

注:《意见稿》于 2025 年 12 月 19 日公布

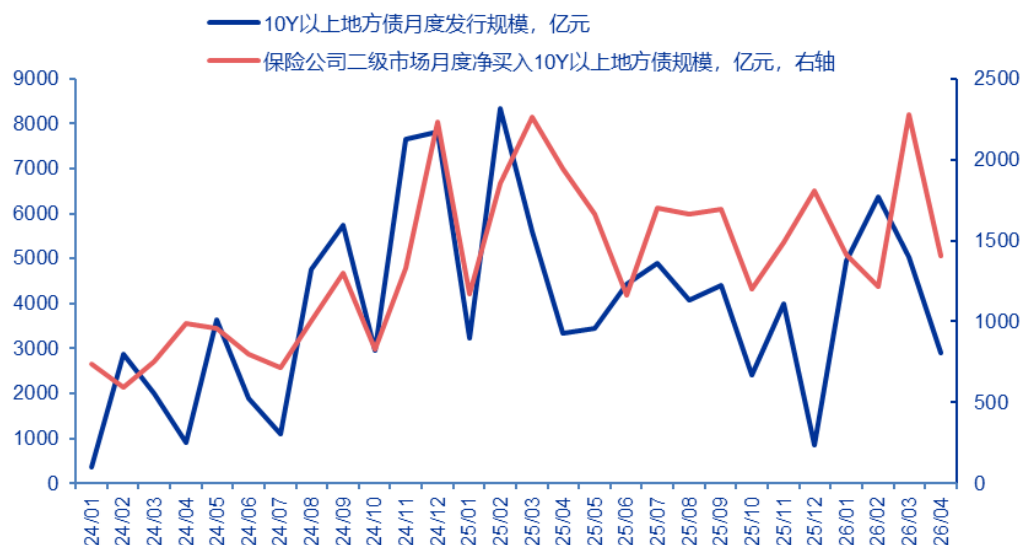
图 6: 2025 年 12 月至今, 保险二级市场净买入 10Y 以上地方债延续较高规模



资料来源: Wind, 申万宏源研究

注:《意见稿》于 2025 年 12 月 19 日公布

图 7: 2025 年 12 月至今, 保险公司配置 10Y 以上地方债力度强于地方债供给



资料来源: Wind, 申万宏源研究

注:《意见稿》于 2025 年 12 月 19 日公布

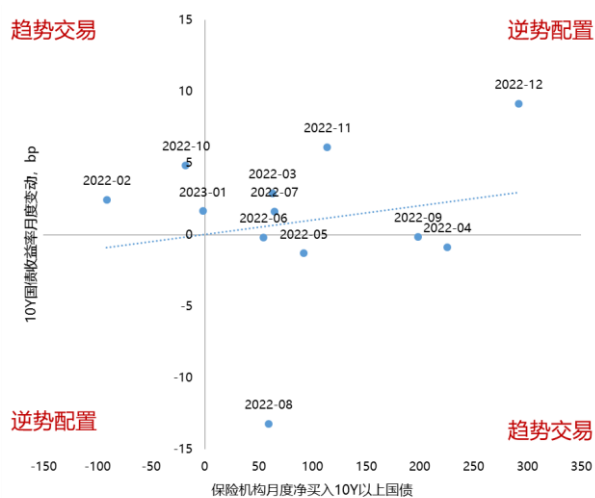
2.2 理解资负新规影响还需结合低利率的时代背景

低利率环境中, 大部分机构获取超额收益诉求增加, 保险机构虽被认作配置型机构, 但近年来也呈现交易化特征。

2022 年债市处于震荡阶段，保险机构倾向抓波段机会，**利率下行时小幅加大 10Y 以上国债净买入，利率上行时卖出**。从保险机构月度净买入 10Y 以上国债规模和 10Y 国债收益率月度变动的点阵图来看，2022 年共 12 个月中，有 7 个月处于第二和第四象限（利率上行卖出，利率下行买入），趋势交易特征较为明显。**2022 年末理财赎回潮引发负反馈，债市进入熊市，利率回调过程中保险加大长债净买入，逆势交易特征较为明显**。2022 年 11 月、2022 年 12 月，保险对 10Y 以上国债净买入规模分别达到 114 亿元、292 亿元，2022 年 12 月保险二级市场净买入 10Y 以上国债规模达到当年最高水平。

2023 年前三季度债市收益率下行较为顺畅，进入四季度后有所调整，12 月再度快速下行，保险机构拉久期行为先犹豫后坚决。2023 年 1-2 月债市仍受理财赎回潮影响，但 2023 年 3 月-8 月债市收益率持续下行，保险机构在 2023 年 5 月、6 月、8 月对 10Y 以上国债净买入规模为正，但在 2023 年 4 月、7 月对 10Y 以上国债净买入规模为负，买入行为较为犹豫。2023 年 9-10 月为债市调整期，保险机构反而再度加大对 10Y 以上国债净买入，2023 年 11-12 月 10Y 国债收益率快速下行，保险机构买入长债较为坚决，加大对 10Y 国债净买入规模。

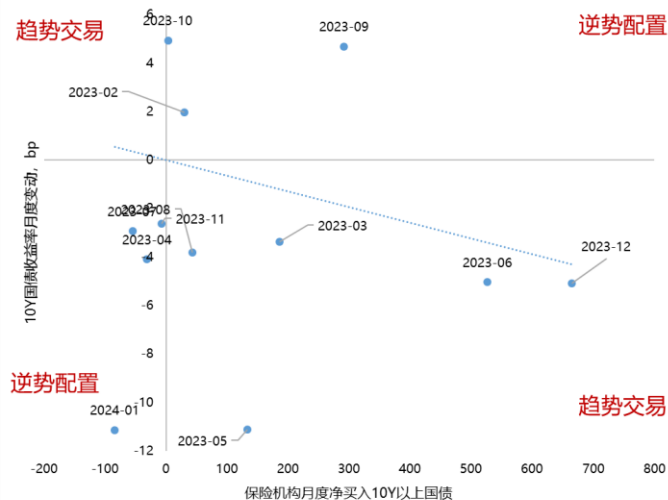
图 8：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2022 年）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：纵轴单位为 bp，横轴单位为亿元

图 9：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2023 年）



资料来源：Wind，申万宏源研究

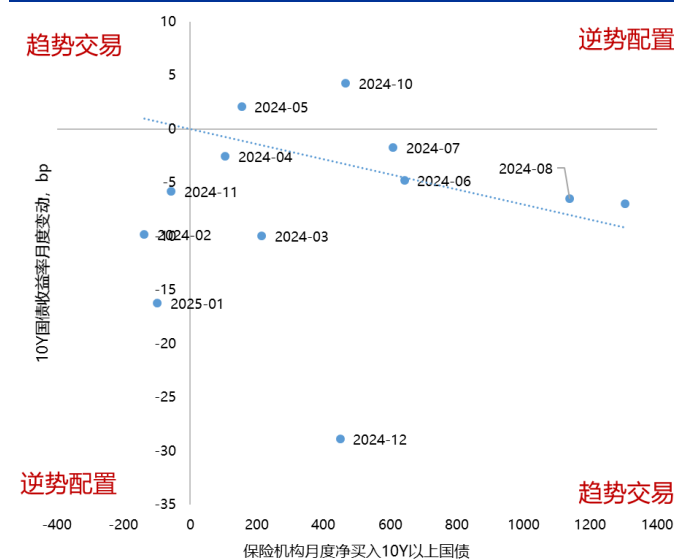
注：纵轴单位为 bp，横轴单位为亿元

2024 年 10Y 国债收益率迎来顺畅下行，保险机构拉久期较为明显。从保险机构月度净买入 10Y 以上国债规模和 10Y 国债收益率月度变动的点阵图来看，2024 年共 12 个月中有 7 个月位于第四象限（利率下行、保险净买入超长久期国债），并且月度净买入 10Y 以上国债规模相比过去两年明显提升。2024 年 1-2 月国债收益率下行幅度较大，但保险机构反而小幅卖出 10Y 以上国债降久期，但随着“债牛”的确认，保险机构持续加大对 10Y 以上国债净买入规模，拉久期特征较为明显。

2025 年债牛预期被打破，**保险机构多采取逢调买入、逢涨卖出的策略**。从保险机构月度净买入 10Y 以上国债规模和 10Y 国债收益率月度变动的点阵图来看，2025 年

共有 12 个月中有 10 个月位于第一、第三象限（利率下行、净卖出超长期限国债，利率上行、净买入超长期限国债），保险机构配置属性更加突出，利率下行时降久期、利率回调时加久期。

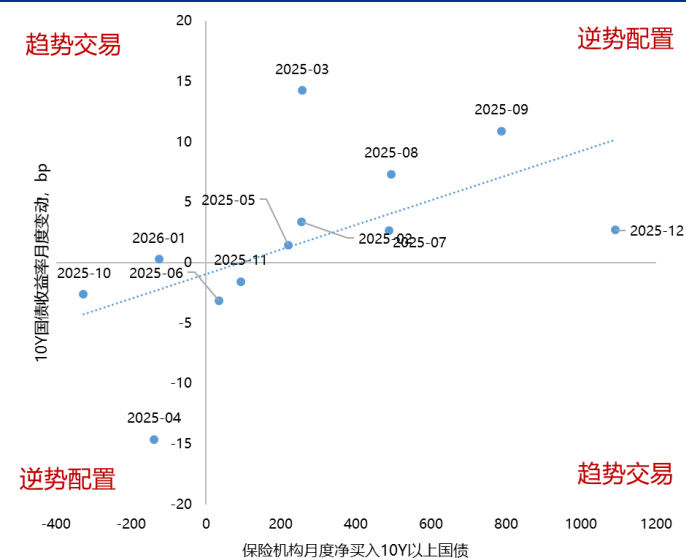
图 10：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2024 年）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：纵轴单位为 bp，横轴单位为亿元

图 11：保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动（2025 年）

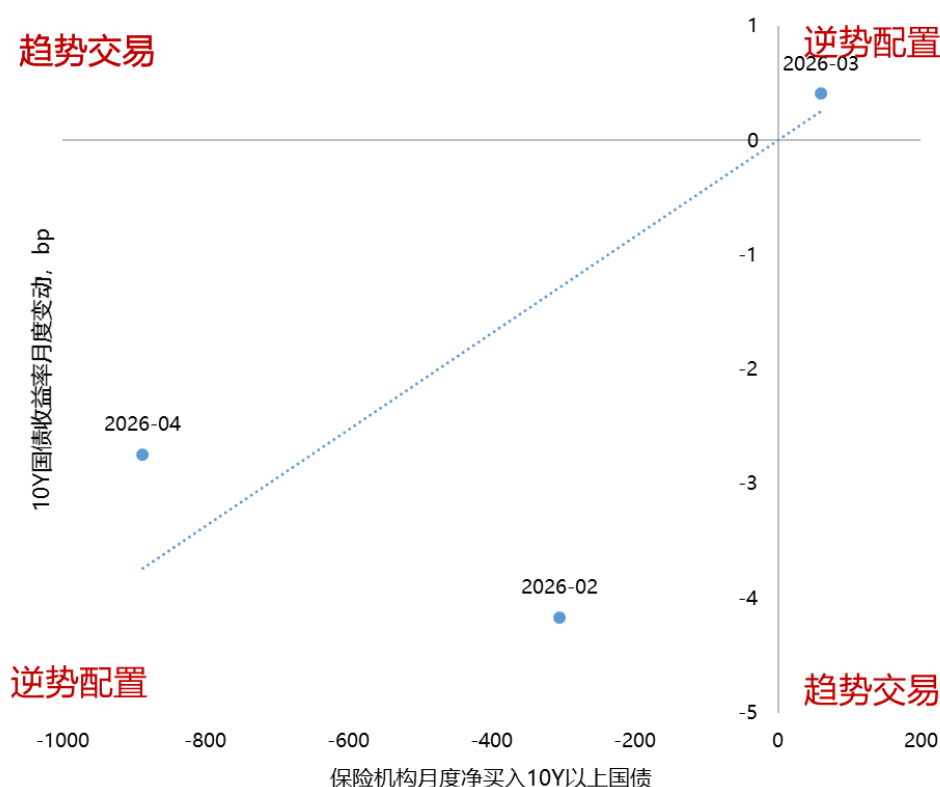


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：纵轴单位为 bp，横轴单位为亿元

2026 年 1-4 月，债市收益率整体下行，但波段变化较快，保险机构配置特征较为明显。2026 年 2 月和 2026 年 4 月债市收益率下行幅度较大，保险机构反而加大长期限国债卖出规模，2026 年 3 月债市小幅调整，保险机构净买入超长期限国债。

图 12: 保险机构净买入 10Y 以上国债规模 vs 10Y 国债收益率月度变动 (2026 年)



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：纵轴单位为 bp，横轴单位为亿元

表 7: 2022 年至今保险机构久期策略复盘

年份	债市走势	保险久期策略
2022 年 Q1-Q3	震荡阶段	利率下行时小幅加大 10Y 以上国债净买入，利率上行时卖出，顺势而为
2022Q4	快速走熊	债市回调时拉久期，加大超长债净买入
2023 年	10Y 国债收益率先下后上再下	保险机构拉久期行为先犹豫后坚决
2024 年	10Y 国债收益率趋势下行	保险机构明显抬升久期
2025 年	10Y 国债收益率波动较大，牛市预期打破	采取逢调拉久期、逢涨降久期策略
2026 年 1-4 月	10Y 国债收益率整体下行，但波段变化较快	配置和止盈特征较为明显，收益率下行卖出超长期限国债

资料来源：Wind，申万宏源研究

为探索保险机构交易行为切换对后续债市走势的影响，我们以 10Y 国债收益率日度变动和保险机构净买入 10Y 以上国债规模作为观察变量，将保险机构买卖行为划分为“趋势交易”和“逆势配置”两类。考虑到保险净买入数据与市场收益率变动存在日期口径差异，我们先将保险净买入日期前移一个交易日，再与 10Y 国债收益率日度变动进行匹配。具体来看，若 10Y 国债收益率上行、保险机构仍在净买入，或 10Y 国债

收益率下行、保险机构净卖出，则定义为“逆势配置”，反之，若 10Y 国债收益率下行、保险机构净买入，或 10Y 国债收益率上行、保险机构净卖出，则定义为“趋势交易”。但单日标签容易受到个别大额成交、估值波动或数据错位影响，不能直接作为行为切换信号，因此我们进一步用过去 10 个交易日的单日标签判断阶段性交易模式，即若过去 10 个交易日中“趋势交易”占多数，则定义为“趋势交易”状态，若“逆势配置”占多数，则定义为“逆势配置”状态。为剔除一周内反复切换的噪音，只有当新的交易状态在滚动 10 个交易日中连续维持至少 5 个交易日、且当前状态与此前状态不同时才确认交易策略切换信号出现。

保险机构交易策略切换对后续债市走势具有一定指示意义。从历史回测结果看，当保险机构由“逆势配置”转向“趋势交易”时，往往意味着保险资金从单纯逢调整配置，转向顺应债市上涨方向继续增持，因而可作为债市行情延续的确认信号。该信号发出后，10Y 国债收益率在往后一周、两周、一个月及三个月内下行概率（胜率）分别为 69%、85%、77%和 69%，整体高于 2022 年以来全样本基准水平，尤其是两周至一个月维度的指示意义较强，说明保险机构行为从逆势配置转为趋势交易后，债市上涨行情通常仍有一定延续性。

当保险机构由“趋势交易”转向“逆势配置”时，更多反映保险资金在收益率上行阶段重新发挥配置盘承接作用，但这一信号与后续债市走势并不稳定。信号发出后，10Y 国债收益率往后一天和往后一周上行概率（胜率）分别达到 47.4%，小幅高于比较基准水平，说明短期内债市仍可能面临调整压力，但从两周及更长维度看，胜率并未稳定高于基准，表明保险配置盘介入后，债市能否继续调整还取决于交易盘抛压是否出清、资金面是否收敛以及其他机构负债端是否出现扰动。

表 8：保险机构交易策略切换信号发对后续债市存在指引

逆势配置趋势交易实际信号发出日期	10Y国债收益率日均变动, bp					保险日均净买入10Y以上国债规模, 亿元				
	往后1天	往后1周	往后2周	往后1个月	往后3个月	往后1天	往后1周	往后2周	往后1个月	往后3个月
2025/11/19	-0.4	0.4	0.2	0.0	0.0	7	20	20	33	13
2025/10/14	0.8	0.0	-0.1	-0.1	0.0	16	14	15	12	14
2025/6/6	0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.2	33	10	18	3	15
2024/12/16	0.2	-0.3	-0.1	-0.3	0.2	13	7	9	4	12
2024/11/11	-1.9	0.3	-0.2	-0.9	-0.5	29	8	4	5	4
2024/10/22	1.0	0.2	-0.3	-0.2	-0.5	42	29	19	7	7
2024/8/28	0.3	-0.5	-0.4	0.0	-0.1	23	30	42	57	29
2024/7/25	-2.2	-1.2	-0.3	-0.2	-0.1	38	28	33	50	48
2023/12/11	-0.6	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	6	9	44	21	6
2023/4/27	-0.6	-0.3	-0.6	-0.3	-0.2	1	0	1	6	10
2023/2/8	-0.6	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	4	4	3	2	3
2022/10/20	1.0	-0.3	-0.3	0.3	0.2	3	5	6	0	5
2022/7/15	-0.2	0.0	-0.2	-0.4	-0.1	19	7	3	4	6
胜率（信号发出后收益率下行概率）	54%	69%	85%	77%	69%					
比较基准 2022年至今，收益率下行概率	53%	56%	59%	59%	64%					

趋势交易逆势配置实际信号发出日期	10Y国债收益率日均变动, bp					保险日均净买入10Y以上国债规模, 亿元				
	往后1天	往后1周	往后2周	往后1个月	往后3个月	往后1天	往后1周	往后2周	往后1个月	往后3个月
2026/2/3	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	3	35	23	15	17
2026/1/5	2.5	0.0	-0.1	-0.1	0.0	29	12	2	6	15
2025/11/28	-0.5	0.1	0.0	0.1	0.0	1	17	26	47	11
2025/10/23	1.0	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	9	14	12	7	17
2025/7/21	1.3	0.5	0.2	0.3	0.2	57	59	34	36	25
2025/6/19	-0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	33	20	7	11	22
2025/1/16	2.0	0.4	-0.1	0.2	0.0	6	2	0	3	6
2024/11/18	-1.7	-0.6	-0.9	-1.2	-0.5	11	2	6	11	6
2024/10/29	0.0	-0.7	-0.6	-0.4	-0.6	31	15	2	0	5
2024/10/9	-3.2	-0.6	-0.1	-0.2	-0.6	0	11	26	18	11
2024/8/15	-0.7	-0.7	-0.2	-0.5	-0.1	57	38	40	40	36
2024/7/10	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	18	17	17	29	47
2024/1/15	0.4	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3	6	8	7	5	2
2023/8/25	1.4	0.2	0.5	0.4	0.1	12	9	9	12	5
2023/2/24	-0.1	-0.1	-0.4	-0.2	-0.2	1	1	1	5	4
2022/10/28	-2.2	0.5	0.5	0.6	0.3	9	7	1	4	6
2022/9/6	0.8	0.4	0.4	0.5	0.3	4	1	5	11	6
2022/6/14	1.3	0.2	0.5	0.1	-0.1	9	0	3	2	3
2022/4/22	-0.7	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	15	13	11	7	5
胜率（信号发出后收益率上行概率）	47.4%	47.4%	26.3%	42.1%	31.6%					
比较基准 2022年至今，收益率上行概率	47.3%	44.3%	41.0%	41.1%	35.6%					

资料来源：Wind，申万宏源研究

2.3 权益风险因子下调：保险资产配置行为变化

从政策理论效果来看, 2025 年 12 月下调保险机构投资权益风险因子将带来约 446 亿元至 1068 亿元的权益增量空间, 但从实际结果来看, 下调风险因子对保险资金入市驱动并不明显, 真正对保险机构配置行为形成更强驱动的, 是长周期考核机制、明确提高 A 股及权益基金投资比例、长期股票投资试点等更具约束力的政策安排。2023 年 9 月 10 日金融监管总局将保险机构投资沪深 300 指数成分股风险因子由 0.35 降至 0.30、科创板上市普通股票由 0.45 降至 0.40, 但 2023Q3-2024Q1 保险机构净增持权益规模（剔除涨跌幅）并不明显, 说明降低资本占用更多只是释放理论空间。2024 年年底至 2025Q3, 保险机构入市速度加快, 主要原因在于中长期资金入市政策从方向性鼓励转向长周期考核, 2025 年 1 月《推动中长期资金入市工作的实施方案》明确提出, 引导大型国有保险公司增加 A 股, 包括权益类基金的投资规模和实际比例, 并对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上长周期考核, 净资产收益率当年度考核权重不高于 30%, 三年至五年周期指标权重不低于 60%。另外, 低利率和资产荒背景下, 保险机

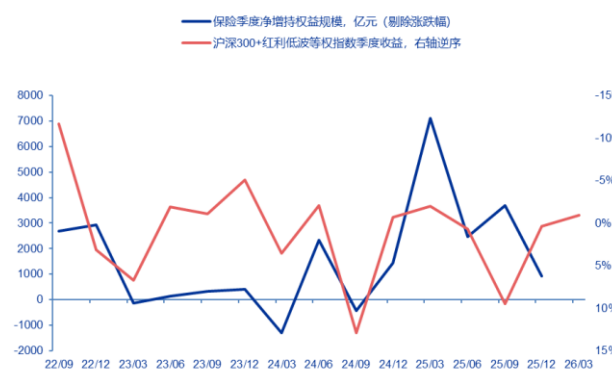
构面临固收资产收益率下行和长期负债收益覆盖压力，高股息、红利低波等权益资产兼具现金流回报和估值修复弹性，成为险资提升组合收益的重要抓手，叠加权益市场风险偏好回暖，保险增配权益行为较为明显。综合来看，2025 年是保险机构加速入市的一年，背后主要推手是考核机制变化，2026 年及之后保险资金入市大方向较为确定，但节奏相比 2025 年或放缓，背后主要推手或是分红险、投连险类资管属性的保费收入规模扩张。

图 13：由下调风险因子驱动保险资金入市行为并不明显



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：2025Q2 之前保险机构往往对权益市场逆势配置



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：假设等权配置沪深 300 和红利低波，且线性调仓

“大盘价值”类股票是保险资金权益配置的核心底仓，但不同保险机构分化较为明显。大型保险公司更偏好流动性较好、分红稳定、估值波动相对较低的大盘价值资产，但其中的新华和太保偏好中小盘，太保、瑞众和新华更偏好成长风格。中小型保险公司持股风格更加分散，对中盘、小盘以及成长风格的暴露更高，反映出中小险企可能更倾向于通过风格下沉或主题投资来增厚收益。账户类型也呈现类似分化，传统账户和自有资金明显偏向大盘价值，符合其负债久期长、收益要求稳健、风险预算相对审慎的特征，分红账户、万能账户以及养老产品的风格更加均衡，对中小盘和成长资产的配置比例更高。

表 9：大型保险公司偏好大盘价值，中小型保险公司偏好中盘价值和小盘价值

保险公司	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值	成长	价值	大盘	中盘	小盘	持有总规模, 亿元
中国平安	11%	88%	0%	0%	0%	0%	12%	88%	99%	0%	1%	2305
中国人寿	11%	61%	7%	9%	7%	5%	25%	75%	72%	16%	12%	2165
中国人保	0%	95%	1%	1%	3%	0%	4%	96%	95%	2%	3%	551
和谐健康	4%	90%	0%	6%	0%	0%	4%	96%	93%	7%	0%	512
中国太保	34%	25%	11%	11%	7%	12%	52%	48%	59%	22%	19%	368
中国太平	0%	67%	3%	19%	6%	5%	8%	92%	67%	21%	11%	249
瑞众人寿	19%	57%	9%	5%	4%	7%	31%	69%	76%	14%	10%	237
新华保险	6%	47%	5%	16%	14%	13%	25%	75%	53%	21%	26%	208
中邮人寿	0%	15%	34%	36%	0%	16%	34%	66%	15%	69%	16%	143
大家人寿	0%	98%	0%	0%	0%	2%	0%	100%	98%	0%	2%	140
富德生命人寿	0%	0%	35%	35%	0%	30%	35%	65%	0%	70%	30%	122
信泰人寿	0%	45%	6%	47%	0%	2%	6%	94%	45%	53%	2%	121
阳光人寿	27%	51%	8%	14%	0%	0%	34%	66%	78%	22%	0%	56
泰康保险	0%	0%	6%	6%	15%	74%	21%	79%	0%	11%	89%	52
幸福人寿	0%	97%	0%	0%	2%	2%	2%	98%	97%	0%	3%	48
民生人寿保险股份有限公司	0%	0%	0%	80%	0%	20%	0%	100%	0%	80%	20%	29
中汇人寿	0%	0%	41%	0%	24%	34%	66%	34%	0%	41%	59%	17
国华人寿保险股份有限公司	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	100%	0%	100%	0%	17
长城人寿保险股份有限公司	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	100%	0%	0%	100%	15
国民养老保险股份有限公司	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	100%	0%	100%	0%	11

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：1) 统计股票样本为国证风格指数（国证大盘成长、国证大盘价值、国证中盘成长、国证中盘价值、国证小盘成长、国证小盘价值）最新成分股，股票标签依据国证风格指数。

2) 保险持有规模数据来源于前十大流通股股东持有股数，百分比为该保险持有该类型风格股票规模/该保险持有股票总规模。

3) 数据统计截至 2025Q1

表 10：不同类型账户 A 股投资风格偏好

账户分类	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值	成长	价值	大盘	中盘	小盘	持有总规模, 亿元
传统账户	13%	65%	6%	8%	4%	5%	22%	78%	78%	14%	9%	3441
自有资金	2%	90%	1%	4%	0%	2%	3%	97%	92%	5%	3%	2858
分红账户	7%	29%	16%	17%	17%	14%	40%	60%	36%	33%	31%	680
委外/资管产品	54%	30%	2%	7%	5%	3%	61%	39%	84%	9%	8%	209
万能账户	28%	24%	4%	22%	0%	22%	32%	68%	52%	27%	22%	153
养老/养老金产品	0%	18%	30%	27%	11%	15%	40%	60%	18%	57%	26%	70
投连账户	0%	0%	0%	0%	23%	77%	23%	77%	0%	0%	100%	16

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：1) 统计股票样本为国证风格指数（国证大盘成长、国证大盘价值、国证中盘成长、国证中盘价值、国证小盘成长、国证小盘价值）最新成分股，股票标签依据国证风格指数。

2) 保险持有规模数据来源于前十大流通股股东持有股数，百分比为该保险持有该类型风格股票规模/该保险持有股票总规模。

3) 数据统计截至 2025Q1

注：账户分类基于前十大股东名称识别。其中，“自有资金”包括两类情形：一是前十大股东名称中明确包含“自有资金”字段的账户；二是股东名称仅显示为保险公司名称、未进一步标明账户类别的账户。除“自有资金”外，其他账户分类均以股东名称中明确出现的账户类别字段为依据。

2.4 新旧会计准则切换主要影响保险机构投资二永债策略

对于债券资产，主要影响银行二永债的计量方式，二级资本债通常含有减记条款，银行永续债也普遍具备减记、取消派息或部分转股等资本工具属性，难以通过 SPPI 测试，旧准则下，二永债一般计入可供出售金融资产（AFS）中，公允价值波动计入其他综合收益（OCI），新准则下，二永债一般计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），公允价值波动直接影响当期利润。因此新旧准则切换后，保险机构对于二级资本债和永续债的配置会更谨慎，尤其是在利差较窄、资本利得空间有限时，持有意愿可能弱于普通高等级信用债和利率债。

从保险现券交易数据来看，保险机构对于二永债交易策略除了受新旧会计准则切换这一事件影响之外，还主要考虑债券资产比价：一是二永债利差被快速压缩，二永债收益率相对超长债的票息优势明显下降，保险继续持有的性价比不高；二是保险机构在利率下行过程中更需要拉长久期，超长期国债收益弹性更大，因此保险更多卖出二永债、转向买入超长债。2026 年 1 月 1 日，新旧会计准则切换完成后，保险对二永债买卖策略更多取决于利差判断和绝对收益率点位。

图 15: 2024 年保险机构减持二永债同时受资产比价效应和会计准则切换影响, 2025 年至今, 保险机构对二永债交易属性明显抬升 (单位: 左轴 bp、右轴亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 16: 30Y 国债、15Y 地方债、二级资本债 (AAA-) 静态收益率比价 (单位: %)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

保险机构对于永续债投资策略还涉及权益额度和资本占用约束。不少保险机构内部将永续债认定为权益类资产, 占用保险公司的权益投资额度。在权益风险因子下调、长期资金入市考核强化、分红险扩张带来真实权益配置需求上升的背景下, 保险机构更倾向于把有限权益额度留给股票、权益类基金、高股息红利资产等真正能贡献权益弹性的品种, 而不是继续被银行永续债占用。一般情况下, 若权益额度未用完也仍不回补永续债, 主要原因在于永续债流动性弱于利率债, 一旦后续真正需要加仓股票或权益基金, 永续债不一定能以理想价格快速卖出, 反而可能挤占权益额度、增加调仓摩擦。但考虑以下两个场景下, 保险可能增配永续债: 一是在重要考核时间点, 若权益额度尚未用满、且银行永续债利差明显走阔, 票息和资本利得性价比重新具备吸引力, 可能阶段性增配永续债, 二是有永续债被赎回、到期债券额度有空位之后进行到期再投资。

3.2026 年保险机构行为可能存在哪些变化?

第一, 资负新规强化资产负债匹配要求, 长期限、低风险、高票息资产的重要性进一步提升, 相比 30Y 国债, **超长期限地方债兼具久期和票息, 预计将成为保险机构更确定的增配方向。**

第二, 存款搬家进程中, 保费增速可能有较强韧性, 且结构方面或以分红险、万能险等浮动收益型产品作为保费重要支撑, 降低了保险负债端的刚性成本和久期压力, 使保险机构不再单纯依靠拉长资产久期来匹配负债。对于权益市场而言, 权益风险因子下调、长期资金入市考核强化、分红险扩张, 都会提高保险机构配置权益资产的现实需求, 大型保险公司对于大盘价值和大盘成长类股票的需求将延续。

第三，新旧会计准则切换后，二级资本债和永续债的配置属性弱化，**保险机构对二永债的行为可能更偏交易化，利差走阔时回补，利差压缩后止盈，而非持续稳定配置。**对于永续债，很多保险机构内部将其视为权益类或准权益类资产，会占用权益额度和资本预算，因此常态化增配动力更弱。只有在权益市场表现较弱、权益额度阶段性没有更好使用方向，或者重要考核时点前需要补充权益类资产，同时永续债利差明显走阔时，保险才可能阶段性回补。

第四，复盘 2022 年至今保险对债市交易策略切换，发现其在利率趋势性下行概率不高的情形中，**保险机构对于债市投资普遍采取“逆势配置”策略**，2026 年或仍延续此种策略，但需重点关注是否出现从逆势配置转为趋势交易，虽出现概率不高，但信号出现后债市收益率下行确定性较强。

表 11：2026 年保险机构行为中确定性较高的变化以及其对市场影响

2026 年较为确定事件	保险机构行为变化	对市场影响
资负新规强化资产负债匹配	保险仍需要稳定配置长期限、高票息、低风险资产。地方债兼具久期和票息优势，预计是资负新规下更确定的增配方向。	对长期限地方债需求有支撑，但对 30Y 国债需求可能并不持续
分红险、万能险等浮动收益型产品规模继续扩张	分红险、万能险降低负债端刚性成本，缩短负债端有效久期，使保险机构对“必须拉长资产久期”的依赖下降。	保险会更重视税后 YTM、资本占用和股债比价，保险机构对债市“压顶不追底”的配置策略强化，对于权益市场而言，大型保险公司或是新增保费主力军，其对于大盘价值和大盘成长类股票的需求将延续
新旧会计准则切换影响二永债配置策略	IFRS 9 下金融资产分类更强调业务模式和合同现金流特征，二级资本债、永续债因资本补充条款、减记条款、可取消派息等特征，配置属性弱化，更多转向利差交易。	二永债交易属性更强，利差走阔时可能回补，利差压缩后容易止盈。永续债还可能受权益额度和会计波动约束，需求稳定性弱于传统信用债。
保险交易策略已转换为逆势配置	需重点关注是否出现从逆势配置转为趋势交易，虽出现概率不高，但信号出现后债市收益率下行确定性较强。	该信号可作为债市行情延续的确认信号

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.风险提示

现券二级市场交易数据并不代表保险机构实际持仓变化，内外部环境出现明显变化或影响保险配置行为，保险披露数据不完善且滞后

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。