



# 保险资金“跷跷板”效应对信用债市场定价的影响研究

文/周春云、翟畅

## 摘要

保险资金作为我国资本市场上规模庞大、期限长、风格稳健的长期机构投资者，其资产配置行为对金融市场，尤其是债券市场具有举足轻重的影响。信用债市场作为企业直接融资的重要渠道，其定价效率与市场稳定直接关系到实体经济的融资成本与金融体系的健康。近年来，在“长钱长投”政策引导、利率中枢下行以及资产荒等多重因素交织下，保险资金在资产配置中呈现出显著的“跷跷板”效应，即在利率债、信用债、权益资产等不同类别资产间的配置比例此消彼长，这种动态调整行为深刻影响着信用债市场的供需格局与定价机制。研究保险资金配置行为的“跷跷板”效应对信用债市场定价的影响，有助于深化对机构投资者行为、债券市场定价及跨市场联动机制的理解，同时为发行人把握融资窗口、投资者制定配置策略以及防范化解市场风险等提供参考。

## 一、保险资金配置特征分析

### （一）保险资金规模持续扩张

近年来，保险业资金运用规模持续扩张。从长期趋势来看，保险资金运用余额从2014年末的9.33万亿元增长至2025年末的38.48万亿元，十余年间规模增长超过四倍；2023年三季度以来，保险资金运用余额同比增速始终维持两位数，2025年末同比增速为15.7%。

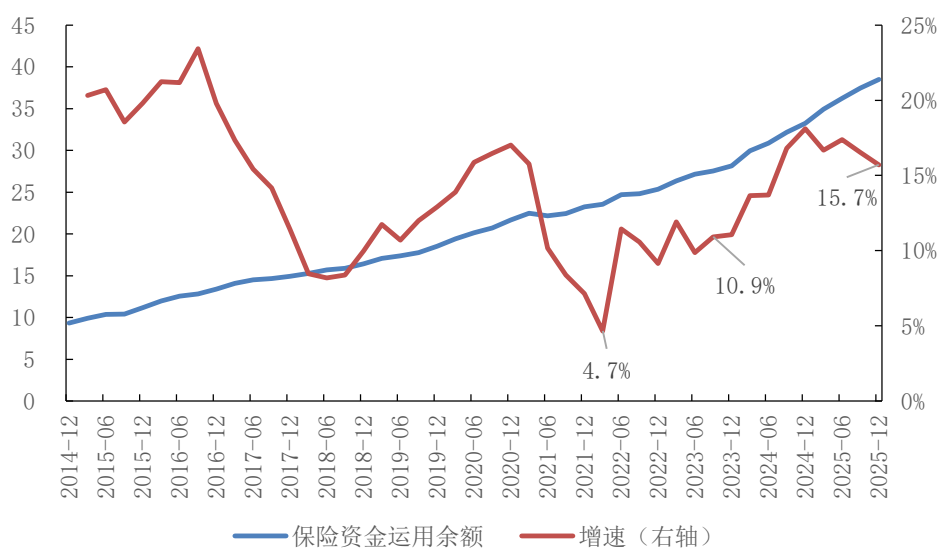


图1 2014~2025年末保险资金运用情况（单位：万亿元、%）

数据来源：iFind，大公国际整理

## （二）保险资金配置结构变迁

从资产配置结构来看，债券始终是保险资金配置的核心“压舱石”，在所有保险资产配置中占比最高。2022Q2 以来，债券配置比例整体呈现持续上升的趋势。2023Q4 以来，财产险和人身险公司保险资金债券配置占比始终保持在 45%以上；2025Q1 占比首次达到 50%以上，债券占据保险资金配置的半壁江山，截至 2025 年末，债券配置余额为 18.70 万亿元，占比为 50.4%。

从 2025 年数据来看，尽管 2025 年全年债券占比仍同比提升，且首次达到 50%以上的比例，但边际增配速度已显著放缓。2025Q1~Q4，债券占比环比分别提升 0.9%、0.7%、-0.8%和 0.1%，其中 2025Q3 系 2022Q2 以来债券配置占比首次下降，2025Q4 小幅回升；债券占比同比分别提升 4.2%、3.7%、2.0%和 0.9%，呈现下降趋势，2025 年债券增配节奏首次放缓。

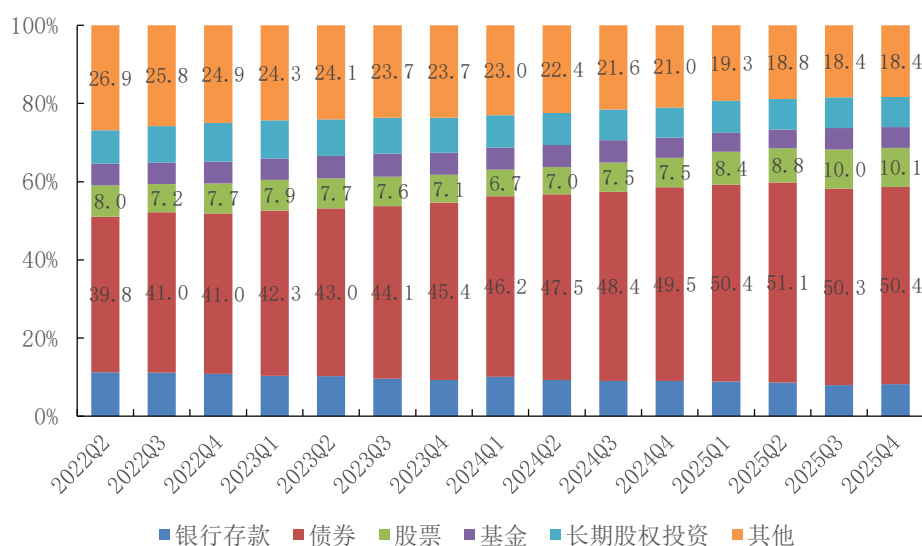


图2 财产险和人身险公司保险资产配置情况

数据来源：国家金融监督管理总局，大公国际整理

权益资产在保险资金配置中占比偏低，2024 年以前，股票在保险资金中的占比整体呈现下降趋势，从 2022Q2 的 8.0%降至 2024Q1 最低的 6.7%；2024Q2 以来，股票占比开始持续提升，其中 2025Q3 股票占比环比提升 1.2%，同比提升 2.5%，增配速度明显加快。2025 年末，股票配置余额合计为 3.73 万亿元，占比为 10.1%，为近年来高点。

非标资产方面，在低利率环境下，非标资产的吸引力相对下降，促使保险资金转向债券和权益市场。非标资产配置近年来持续收缩，以非标为主的其他投资在保险资金配置中占比从 2022Q2 的 26.9%降至 2025Q4 的 18.4%。

## 二、保险资金“跷跷板”效应的驱动因素与形成机制

### （一）保险资金“跷跷板”效应的驱动因素

#### 1、低利率环境下的收益压力

近年来,我国长期利率中枢持续下行。2025年,10年国债到期收益率均值为1.74%,较2024年下降0.47%。2026年以来,国债收益率整体延续下行趋势,截至2026年3月末,10年国债到期收益率为1.82%。低利率环境下,导致保险资金净投资收益率承压,迫使保险资金通过提高权益配置比例来提升整体投资收益率。



图3 2024年以来国债到期收益率

数据来源: iFind, 大公国际整理

#### 2、监管政策松绑

2025年以来,监管部门持续对保险资金“松绑”,推动险资长期资金入市。2025年1月,证监会提出力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股;7月,财政部对国有商业保险公司经营效益类核心考核指标进行调整,重视长周期经营;12月,金融监管总局发布通知,将股票投资的风险因子进一步调降10%,鼓励保险公司加大入市力度。同时,保险资金久期管理政策也在调整。2025年12月,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)》,要求人身险公司有效久期缺口最低监管标准为不高于5年或低于-5年,综合投资收益覆盖率和净投资收益覆盖率均不低于100%。

### 3、负债端产品结构转型

2025年9月，人身险产品预定利率再度调降，其中传统型产品从2.5%降至2%，分红型产品从2%降至1.75%，万能型产品从1.5%降至1%，传统型和万能型各降50BP，分红型仅降25BP。保险产品预定利率的非对称下调，显著缩小了分红险与传统险的保证收益差距，同时凸显了分红险“保证收益+浮动分红”的收益结构优势，使得分红险成为人身险市场主力，推动产品结构转型。根据中国保险行业协会披露的数据，截至2026年5月15日，在售的人寿险产品共1,643只，其中传统险占比50.76%，分红险占比40.47%；在售的年金保险产品共1,087只，其中传统险占比39.74%，分红险占比45.81%。

### 4、新会计准则的制度性影响

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。这一制度变革从根本上改变了保险资金对信用债的定价逻辑和配置意愿，对信用债市场定价产生深远的制度性影响。新会计准则下，保险持有债券多放入FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）账户，虽然债市涨跌不影响当期利润，但交易属性以及季末兑现盈利的特征有所放大。这意味着通过SPPI测试（仅支付本金和利息测试）的高等级信用债可放入FVOCI或AC（摊余成本）账户，公允价值波动不冲击当期利润，成为保险资金最青睐的配置标的。未通过SPPI测试的信用债必须被纳入FVTPL（以公允价值计量且变动计入当期损益）账户，其公允价值波动会直接影响当期利润，保险公司对此类品种的配置会更加审慎。

#### （二）“跷跷板”效应的形成机制

在上述因素驱动下，保险资金形成了明显的“跷跷板”效应，即在股债之间进行再平衡配置。

#### 1、资产端调整机制

当债券风险收益比较低时，保险资金通过增持权益资产提升收益，同时减少债券配置或调整债券品种。截至2025年末，保险资金股票配置余额达3.73万亿元，同比增加1.31万亿元，增幅达53.81%；权益占比提升2.52个百分点。债券配置方面，2025年以来，债券增配节奏有所放缓，债券品种以地方债为主且呈现“减国债、增地方债”的倾向。2025年和2026年一季度，保险对国债净买入规模分别为1,528.66亿元和319.55亿元，净买入规模较小，其中2025年4月、6月、10月和2026年2月均为净卖出，卖出品种主要为20~30y国债；地方债净买入规模分别为4,587.89亿元和497.26亿元，2025年5月和2026年1月为净卖出，地方债净买入主要以20~30y超长期地方债为主。

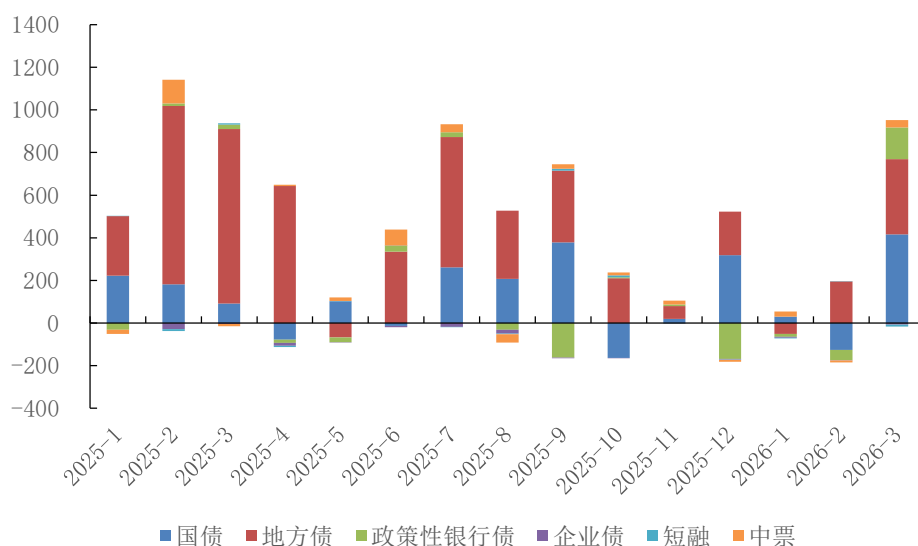


图 4 2025 年以来保险机构主要券种净买入情况 (单位: 亿元)

数据来源: 中债登, 上清所, iFind, 大公国际整理

## 2、负债端倒逼机制

负债端产品结构转型对资产配置提出新要求。传统险因固定收益和长期锁定特性, 导致久期显著更长, 平均负债久期多在 20~30 年, 而分红险的浮动收益设计和较短的保障期限, 平均负债久期为 9~12 年, 显著短于传统险。分红险占比提升, 促使保险资金调整债券久期结构, 推动险企减少对 30 年超长债的依赖, 转向中短期高票息信用债。此外, 分红险的“固收+浮动”结算属性要求保险资金在保持稳定现金流的同时追求更高收益, 分红险需满足较高的分红实现率, 也促使保险资金优化资产配置结构。

## 3、市场联动反馈机制

保险资金的配置行为与市场表现形成互动反馈。当权益市场表现强劲时, 保险资金提高权益配置比例, 但为避免资本消耗过大, 倾向于选择高股息、低波动的股票。债市调整时, 保险资金作为配置型机构, 会逢低增配信用债, 尤其是 3~5 年期品种。同时, 在监管政策变化时, 保险资金也会根据政策导向调整配置结构, 如 2025 年 8 月国债等新券利息恢复征收增值税, 而二永债利息仍免征增值税, 二永债相对税后收益优势提升, 促使保险资金增加配置。

# 三、保险资金配置对信用债市场定价的影响

### (一) 信用利差与保险资金配置的关系

保险资金对信用债的配置行为与信用利差呈现明显的负相关关系。2025 年下半年, 随着分红险占比提升, 保险负债久期缩短, 保险对 3~5 年 AAA 级信用债净买入力度显著增强, 尤其是 7~9 月期间净买入规模较大。截至 2025 年末, 3~5 年 AAA 信用利差收窄至 0.78%, 较 2024 年末下降 4.73BP, 其中 2025Q3 平均信用利差为 0.65%, 处于全年较低水平。5~7 年 AAA 信用债作为高等级、中等久期的品种, 受到保险机构关注, 尤其在

2025 年上半年，保险资金为平衡资产负债久期、获取稳定票息收益，对 5~7 年 AAA 信用债保持净买入状态。截至 2025 年末，5~7 年 AAA 信用利差为 0.56%，较 2024 年末下降 30.13BP。而对于 7 年以上长久期信用债，保险机构的配置偏好有所下降，2025 年下半年以来 7~10 年信用利差整体走阔，截至 2025 年末，7~10 年信用利差为 0.93%，较 2024 年末提高 33.90BP。



图 5 2025 年以来 AAA 各期限信用利差情况 (单位: %)

数据来源: iFind, 大公国际整理

## (2) 期限利差的结构化变化

保险资金对 3~5 年期信用债的偏好导致信用债市场期限利差结构化变化。保险是超长信用债最主要的配置力量，但 2025 年其超长债需求明显弱化。从净买入数据看，2025 年保险对 10 年期及以上信用债的净买入规模显著低于 2024 年同期。作为稳定配置盘的保险公司买入力度不足，直接削弱了超长端信用债的需求支撑。2025 年以来，10Y 信用债收益率上行明显快于 5Y，10Y-5Y 期限利差显著走阔，2025 年 AAA 中短期票据 10Y-5Y 期限利差累计走阔 13.76BP，收益率曲线陡峭化；中端获得保险资金的支撑，5Y-3Y 期限利差收窄 0.29BP。

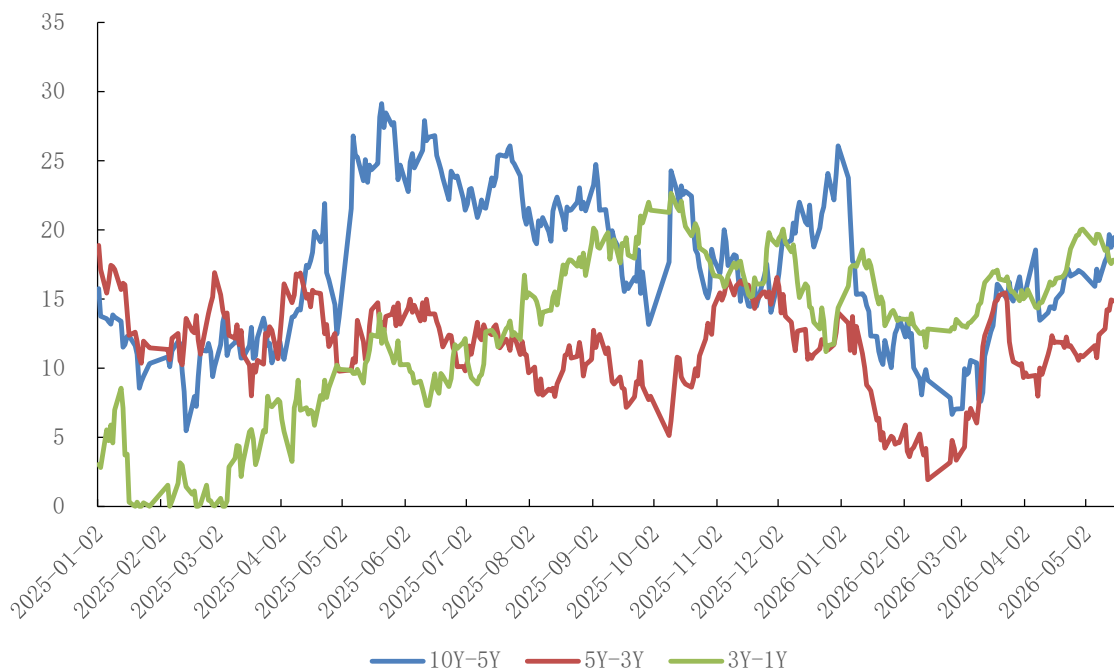


图6 2025年以来AAA中短票据期限利差情况(单位:BP)

数据来源: iFind, 大公国际整理

### (3) 评级利差的分化

保险资金对高等级信用债的偏好导致信用债市场评级利差分化。AAA级信用债是保险资金在新会计准则(IFRS9)下最适合计入FVOCI(以公允价值计量且其变动计入其他综合收益)账户的品种,其公允价值波动不直接影响当期利润,因此成为保险资金“锁定票息收益”的首选标的。在利率中枢进一步下行和非标资产加速萎缩的背景下,保险资金继续强化对AAA级信用债的配置,AAA级信用利差再创新低。以5年期中短票据为例,2025年末AAA级信用债利差收窄至39BP,截至2026年3月末进一步降至34BP,信用风险溢价降低。“偿二代”二期下,AA+级信用债的风险因子显著高于AAA级,配置AA+级信用债会消耗更多核心资本,保险资金对AA+级信用债的配置力度相对有限;AA+信用利差在2025年下半年呈现大幅走阔趋势,2025年9月末AA+信用利差达到年内高点96BP,截至2026年3月末降至44BP。AA信用债则逐步被边缘化,2025年下半年至2026年初出现明显承压。

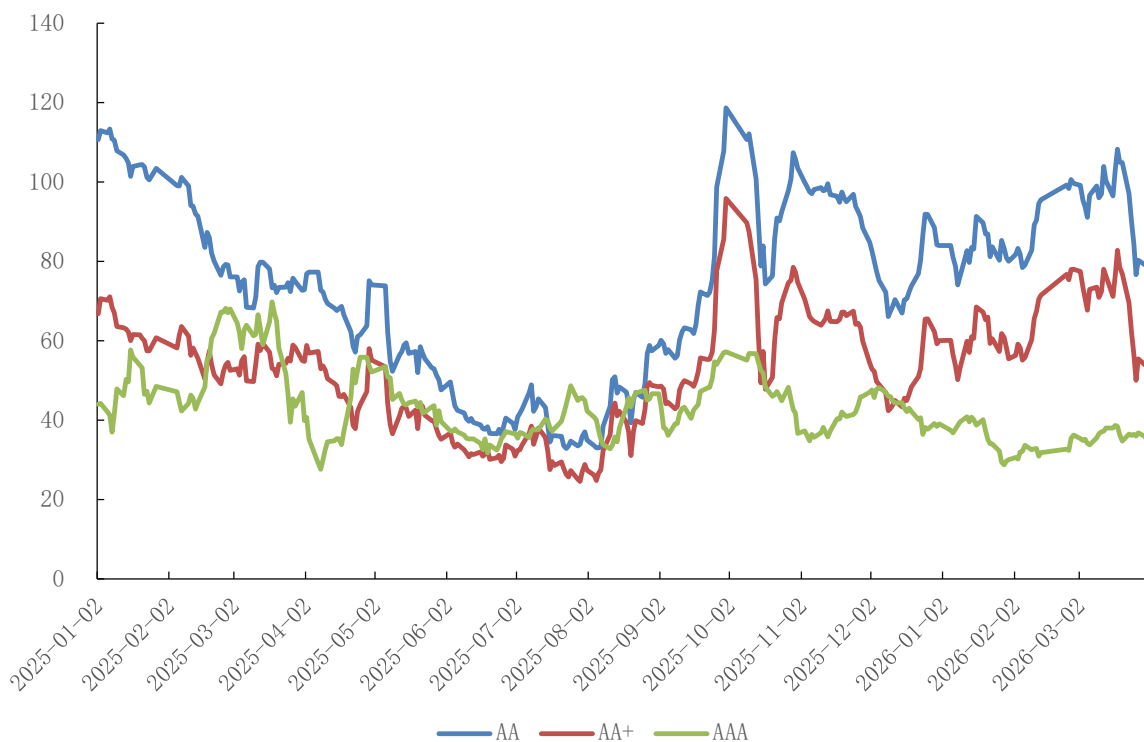


图7 2025年以来5年期中短票据不同级别信用利差情况 (单位: BP)

数据来源: iFind, 大公国际整理

#### 四、结论

保险资金股债再平衡行为主要受低利率环境下的收益压力、监管政策松绑、负债端产品结构转型和新会计准则制度等因素驱动,形成了明显的“跷跷板”效应。这种效应通过资产端调整、负债端倒逼和市场联动反馈三个机制影响信用债市场定价。

保险资金对信用债的配置呈现“期限中短化、评级高等级化”特征,重点增持3~5年期AAA级信用债,导致该期限段信用利差收窄至历史低位,而长端信用债利差走阔,形成收益率曲线陡峭化。同时,保险资金的配置行为也改善了信用债市场的流动性,促进了市场分层加剧。

未来在分红险产品结构优势和政策引导下,分红险占比将继续提升,负债久期将进一步缩短,或将促使保险资金加大对3~5年期高等级信用债的配置力度。同时,“偿二代”二期全面实施和IFRS9全面落地,将约束保险资金的配置行为,促使信用债市场定价进一步分化,高等级信用债利差将保持低位,而中低评级信用债利差可能进一步走阔。



## 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。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。