

国债等券种重新开始征收增值税如何影响险资配置？

2025 年 08 月 02 日



分析师：张凯烽

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理：李劲锋

执业证号：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

推荐

维持评级

相关研究

1. 保险行业点评：低利率时代的分红险领航与财险稳健扩张-2025/07/28
2. 非银行业周报 20250727：保险非对称调降预定利率，持续看好非银板块-2025/07/27
3. 非银行业周报 20250720：中国香港《稳定币条例》生效在即，重视头部券商及跨境支付-2025/07/20
4. 非银行业周报 20250713：中报业绩催化下，非银板块有望迎β和α共振-2025/07/13
5. 保险行业点评：“1+3+5”长周期考核背后的深意-2025/07/13

➤ **事件：**2025 年 8 月 1 日，财政部发布《关于国债等债券利息收入增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2025 年第 4 号，以下简称《公告》），自 2025 年 8 月 8 日期，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。

➤ **险资新增配债税后收益有所压缩，存量老券“稀缺溢价”凸显，信用债和同业存单配置价值相对提升。**《公告》将新老券种进行了“划断”，对在 2025 年 8 月 8 日之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在 2025 年 8 月 8 日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。保险资金作为债市的配置盘资金，在存量老券不征收增值税的情况下，有望加速配置长久期老券锁定免税收益，但是同时，存量老券因为免税或带来“稀缺溢价”，从而导致长债价格进一步下行（长债收益率下行，长债公允价值提升）。另外，信用债、公司债等此前已征税，《公告》缩小了其与国债等券种的税负差距，其配置吸引力相对提升，我们认为边际上或将有一定程度的增配。

➤ **预定利率下调和分红险占比提升有望缓解保险配债压力。**7 月 25 日，中国保险行业协会公布本季度普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.99%，随后平安、国寿等头部上市险企公告下调预定利率，其中普通型保险产品预定利率上限下调至 2.0%，分红型保险产品预定利率上限下调至 1.75%，万能型产品预定利率上限下调至 1.0%，普通型、分红型、万能型分别下调 50bp、25bp、50bp。在长端利率中枢持续下行的背景下，险企自 2025 年以来重点发力分红险为代表的浮动收益型产品销售，力图压降产品负债成本，当前分红险产品预定利率上限下降至 1.75% 的情况下，新增部分负债配债的压力有所缓解，7 月以来 10 年期国债收益率有所反弹，当前维持在 1.70% 以上的水平，整体来看，本次《公告》重收国债、地方债、金融债的增值税，对于险资来说，利息收入和资本利得均适用 6% 的增值税率，导致相关债券投资税后投资有所压降，但是整体来看负债端负债成本的及时调整缓解了配债压力，头部险企存量负债成本有望持续下降。

➤ **权益配置有望持续提升，“免税资产+高股息权益”或是重要策略。**《公告》调整后，我们认为险资配置上或有望转向更具税收优势或其他收益更高的投资品种，在鼓励保险作为中长期资金入市的情况下，长期来看，权益配置有望持续提升，权益投资或更加重视“绝对收益来源”，高股息 OCI 股票的配置有望继续增配，从而缓解国债等券种增值税提升以及长端利率中枢下行带来的配置压力，“免税资产+高股息权益”配置风格有望加强，伴随宏观经济企稳和资本市场回暖，险企投资收益弹性有望进一步提升。

➤ **配置结构整体将保持稳健，增收增值税不改债券配置的基本盘地位。**保险资金由于负债的约束，整体投资以绝对收益风格为主，债券投资占比体量较大，充当了“配置基本盘”的角色，我们认为《公告》对部分券种的税收调整不改债券作为险资配置“压舱石”的定位，从久期诉求来看，长久期债券也将继续是险资重点配置的方向。截至 1Q25，我国人身险公司资金运用中债券和股票的占比分别为 51.2% 和 8.4%，分别较上季度末环比提升 0.9pct 和 0.9pct，财险公司资金

运用中债券和股票的占比分别为 40.0%和 7.6%，分别较上季度末环比提升 0.9pct 和 0.4pct，行业整体（寿险+财险）资金运用中债券和股票的占比分别为 50.4%和 8.4%，分别较上季度末环比提升 0.9pct 和 0.8pct。

➤ **投资建议：**《公告》缩小不同债券之间的税负差异，有利于更好发挥国债收益率曲线的定价基准作用，恢复征收债券利息收入增值税一方面有利于财政可持续性，另一方面也是宏观经济调控的需要。整体来看，我们认为《公告》对险资整体配置影响有限，在预定利率下调的背景下，新增保费的配置压力已逐步减轻，权益投资有望为险企贡献更大的投资收益弹性，建议重点关注中国太保、中国平安、阳光保险、新华保险、中国太平。

➤ **风险提示：**政策不及预期、险企渠道改革不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、长期利率下行超预期。

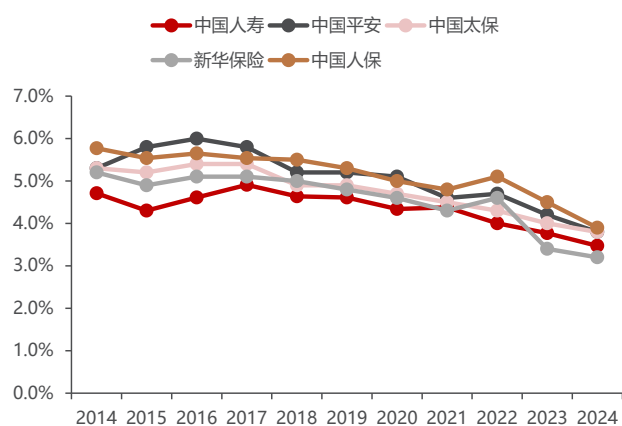
表1：主要金融机构国内投资债券税收规则（截至 2025 年 8 月 1 日）

机构类型	债券类型	利息收入		资本利得	
		增值税	所得税	增值税	所得税
保险自营	国债及地方债	6%	免	6%	25%
	金融债	6%	25%	6%	25%
	信用债	6%	25%	6%	25%
	铁道债	6%	12.5%	6%	25%
	同业存单	免税	25%	6%	25%
银行自营	国债及地方债	6%	免	6%	25%
	金融债	6%	25%	6%	25%
	信用债	6%	25%	6%	25%
	铁道债	6%	12.5%	6%	25%
	同业存单	免税	25%	6%	25%
公募基金	国债及地方债	3%	免税	免税	免税
	金融债	3%	免税	免税	免税
	信用债	3%	免税	免税	免税
	铁道债	3%	免税	免税	免税
	同业存单	3%	免税	免税	免税
券商自营	国债及地方债	6%	免	6%	25%
	金融债	6%	25%	6%	25%
	信用债	6%	25%	6%	25%
	铁道债	6%	12.5%	6%	25%
	同业存单	免税	25%	6%	25%
其他资管	国债及地方债	3%	免	3%	25%
	金融债	3%	25%	3%	25%
	信用债	3%	25%	3%	25%
	铁道债	3%	12.5%	3%	25%
	同业存单	免税	25%	3%	25%
外资	国债及地方债	免税	免税	免税	25%
	金融债	免税	免税	免税	25%
	信用债	免税	免税	免税	25%
	铁道债	免税	免税	免税	25%
	同业存单	免税	免税	免税	25%

资料来源：财政部，国家税务总局，政府网站，民生证券研究院

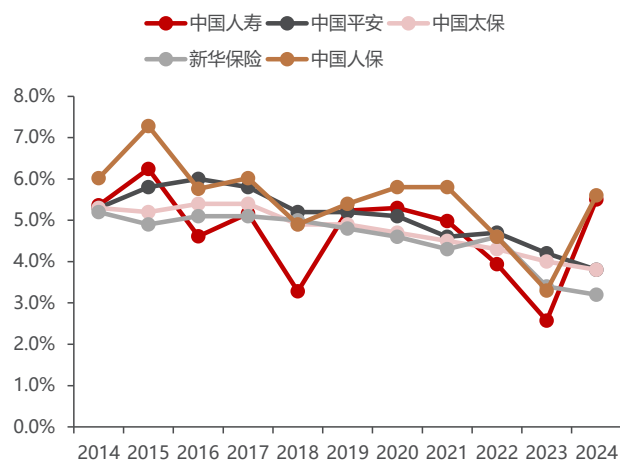
注：“其他资管产品”包括银行理财产品、资金信托（包括集合资金信托、单一资金信托）、财产权信托、特定客户资产管理计划、集合资产管理计划、定向资产管理计划、私募投资基金、债权投资计划、股权投资计划、股债结合型投资计划、资产支持计划、组合类保险资产管理产品、养老保障管理产品。

图1：主要上市险企净投资收益率变化



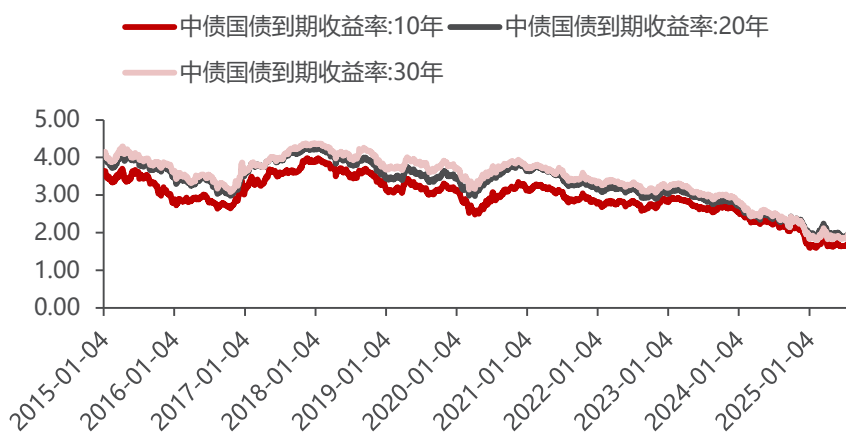
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图2：主要上市险企总投资收益率变化

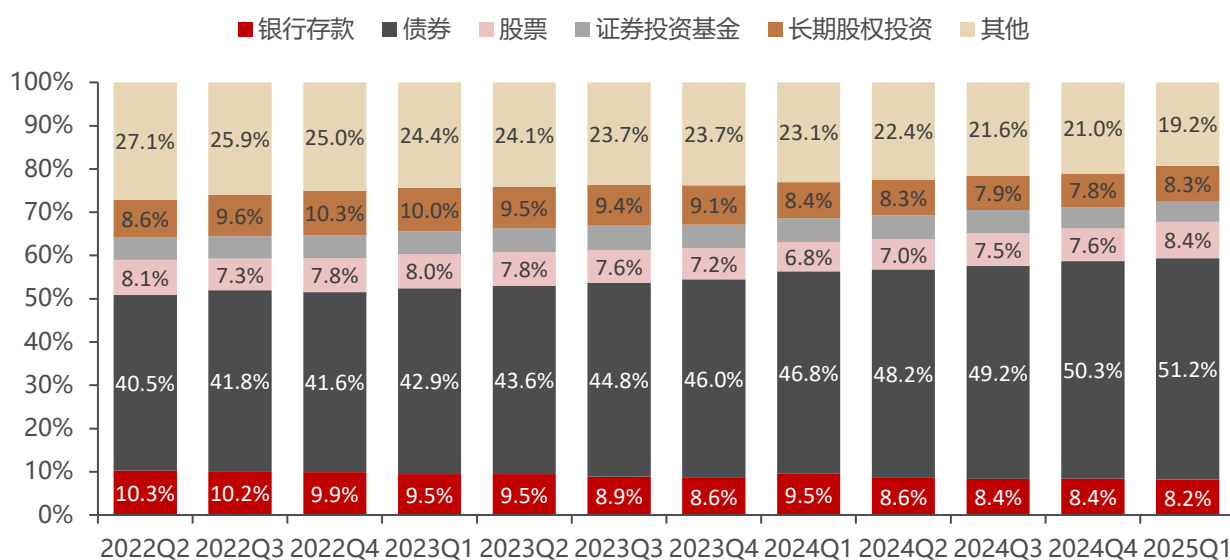


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

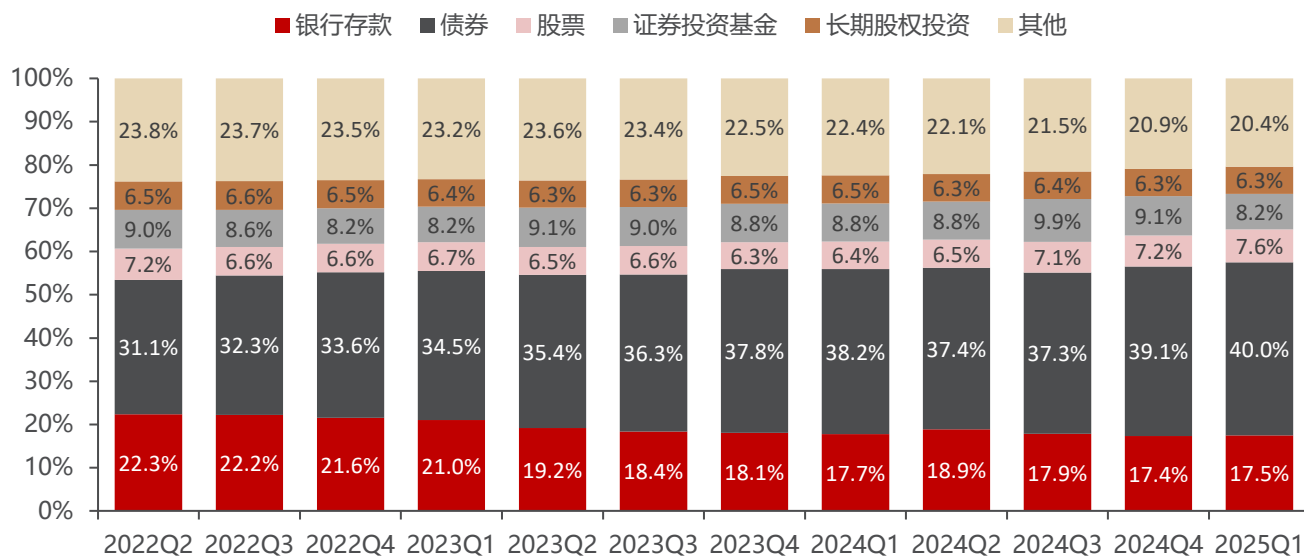
图3：长期国债收益率走势 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

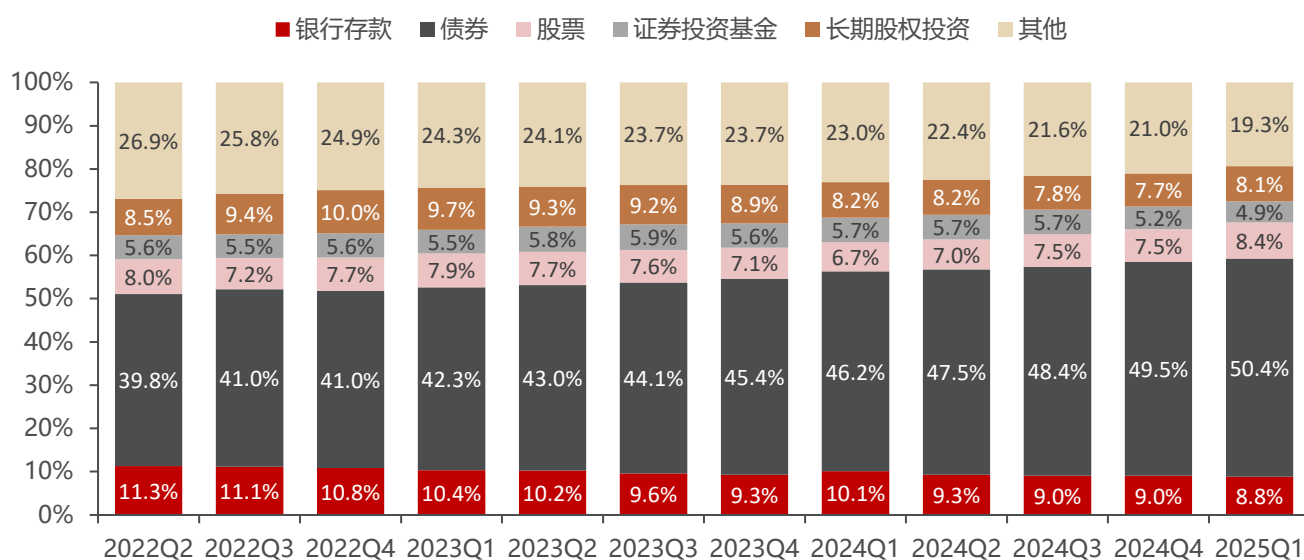
图4：人身险公司资金运用结构


资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

图5：财产险公司资金运用结构


资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

图6：寿险+财险行业资金运用结构



资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048