



OGCR
东方金诚

机构整体久期偏好趋降 期限利差易上难下

——2026年债市机构行为展望

作者

东方金诚 研究发展部

执行总监 冯琳

执行总监 于丽峰

时间

2026年1月14日



关注东方金诚公众号

获取更多研究报告

核心观点

- 2025年以来，债市收益率降至历史低位，对基本面反应钝化，机构行为成为债市波动的重要影响因素。2026年，银行、保险、广义基金等机构行为将继续显著影响收益率曲线的变化。
- 商业银行方面，2026年大规模高息定存到期叠加股市开门红考验银行稳定储蓄的能力，加之存款利率持续下调推动存款活期化趋势，银行负债端稳定性趋降，负债久期或延续缩短；但长久期政府债净供给规模仍高，大行仍需被动接债，资产负债久期匹配压力增大。考虑到大行账簿利率风险考核指标面临监管约束，为释放承债空间并调节组合久期，其在二级市场上“买短卖长”的行为料将延续，加之OCI账户浮盈兑现空间收窄，或导致银行债券投资行为趋于谨慎，影响银行作为配置盘的债市“稳定器”功能发挥。
- 保险公司方面，由于近年多次“炒停售”透支保险公司保费增长潜力，2026年保费收入增幅预计放缓，保险资产端增量配置需求或减弱；同时，负债成本仍高、产品结构向分红险转型、新会计准则下“高股息+FVOCI”模式可以稳定利润表、政策鼓励险资入市以及股市“慢牛”预期等因素将共同推动2026年保险对权益资产的配置占比进一步提升，债券配置比例则可能小幅下降，保险资金为债市提供的增量资金规模料减少，同时，尽管保险对长久期资产有配置需求，但在债券配置品种上更偏好票息更高的地方债，对国债期限利差的压缩作用料将有限。
- 银行理财方面，理财收益相对存款仍有明显优势，2026年大规模高息定存到期将继续支撑理财规模扩张。2025年底估值整改收官，2026年理财将面临“真净值化”考验，预计理财产品风



OGCR
东方金诚

机构整体久期偏好趋降 期限利差易上难下

——2026年债市机构行为展望

作者

东方金诚 研究发展部

执行总监 冯琳

执行总监 于丽峰

时间

2026年1月14日

险偏好、久期偏好下降，这将利好中短久期中高评级信用债，推高信用债期限利差；另外，基金销售费用新规落地，理财产品利用公募债基进行流动性管理的需求将收缩，未来理财或更多通过同业存单、债券ETF、货币基金等产品进行流动性管理。同时，摊余成本法债基成为仅余的净值稳定工具受到理财产品青睐，2026年前三季度集中进入开放期将带动5-7年期信用债需求。最后，估值整改结束后，理财产品通过信托持仓私募债的估值优势消失，可能导致私募债需求下降和发行难度增加。

- 公募基金方面，基金销售费率新规将免收费期限由7天提高至30天，短债基金流动性管理优势被削弱，2026年纯债基金规模或继续收缩；债券ETF受益于低费率、高流动性及指数化投资趋势，规模将继续扩张；2026年股市“慢牛”预期下，固收+基金有望吸引更多资金流入。2025年，公募债基整体久期下降，截止三季度末，中长期纯债基金久期中位数已较2024年底明显压缩，但市场分歧度仍高；在市场普遍预计债市将延续横盘震荡、整体看法偏谨慎的情况下，2026年基金整体久期可能会继续下降，需警惕降久期过程中加重长端利率债抛压，放大市场波动。



关注东方金诚公众号

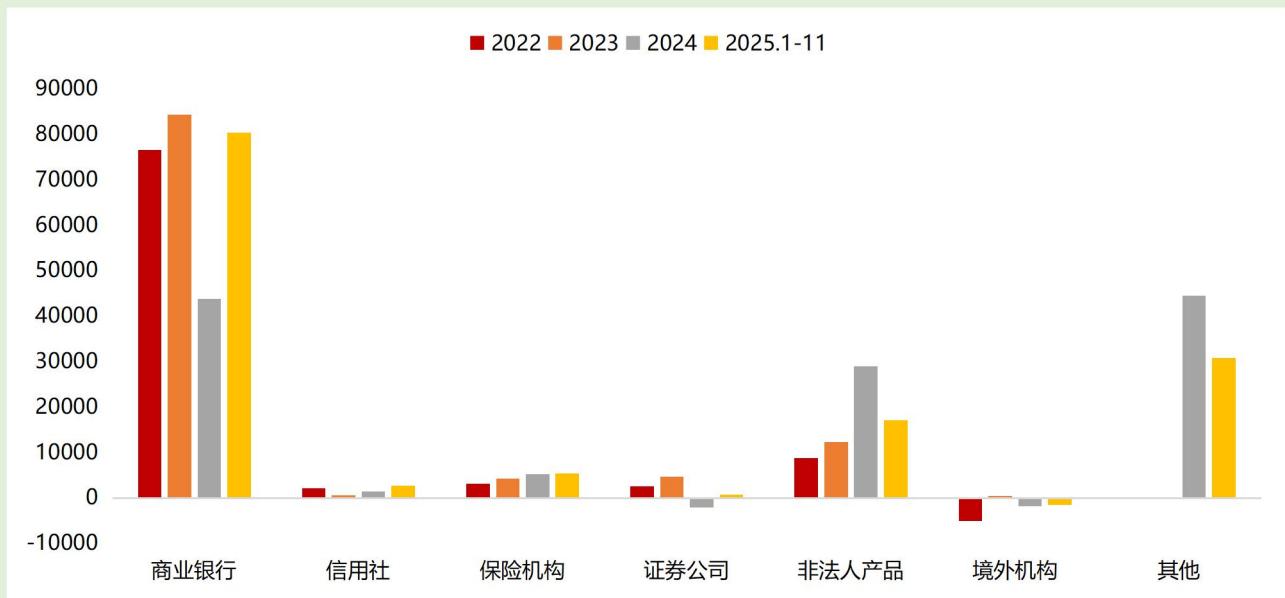
获取更多研究报告

一、商业银行

(一) 2025 年利率债净供给创新高，债市震荡回调，交易型机构增持动力有限，商业银行被动承接，加之“资产荒”压力仍存支撑配债需求，商业银行大幅增持利率债。

2025 年商业银行大幅增持利率债，11 月末利率债托管余额较上年末增加 7.0 万亿，增量同比扩大 71.2%，占同期利率债托管余额增量的 59.3%。主要原因是 2025 年利率债净供给达到 16.0 万亿的历史新高，但因年内债市总体震荡调整，非银机构增持利率债相对谨慎，迫使承担承销任务的商业银行（主要是国有大行）在一级市场上被动增持。同时，由于实体贷款需求疲弱，2025 年商业银行“资产荒”压力仍存，也推升其配债需求。

图 1 不同类型机构利率债（国债+地方债+政金债）托管余额年增量（亿元）



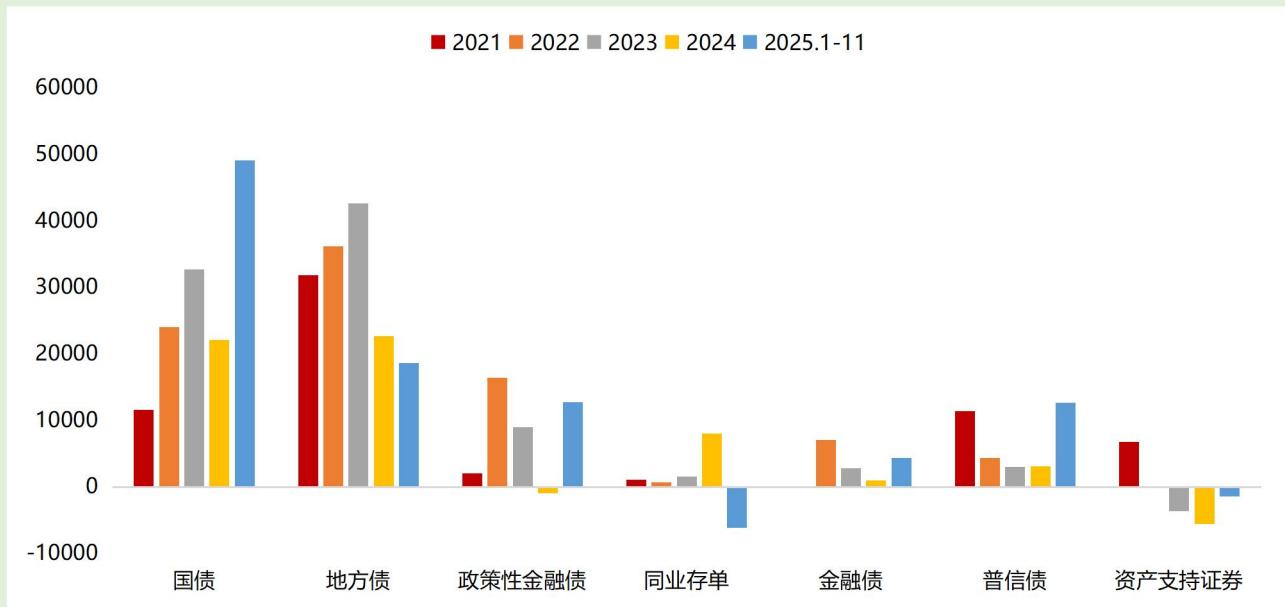
数据来源：Wind；

注：“其他类别主要是央行买卖国债和通过买断式逆回购持有的债券”

除利率债外，2025 年商业银行还大幅增持普信债和金融债，11 月末托管余额较上年末分别增加 1.3 万亿和 4380 亿。我们判断，除可能因作为承销商或为维护客户关系而持债，以及“资产荒”带来的配债诉求外，可能也与低

利率环境下，部分银行通过增持票息相对较高的普信债和金融债以增厚收益有关。

图 2 商业银行各券种托管规模年度变动情况（亿元）

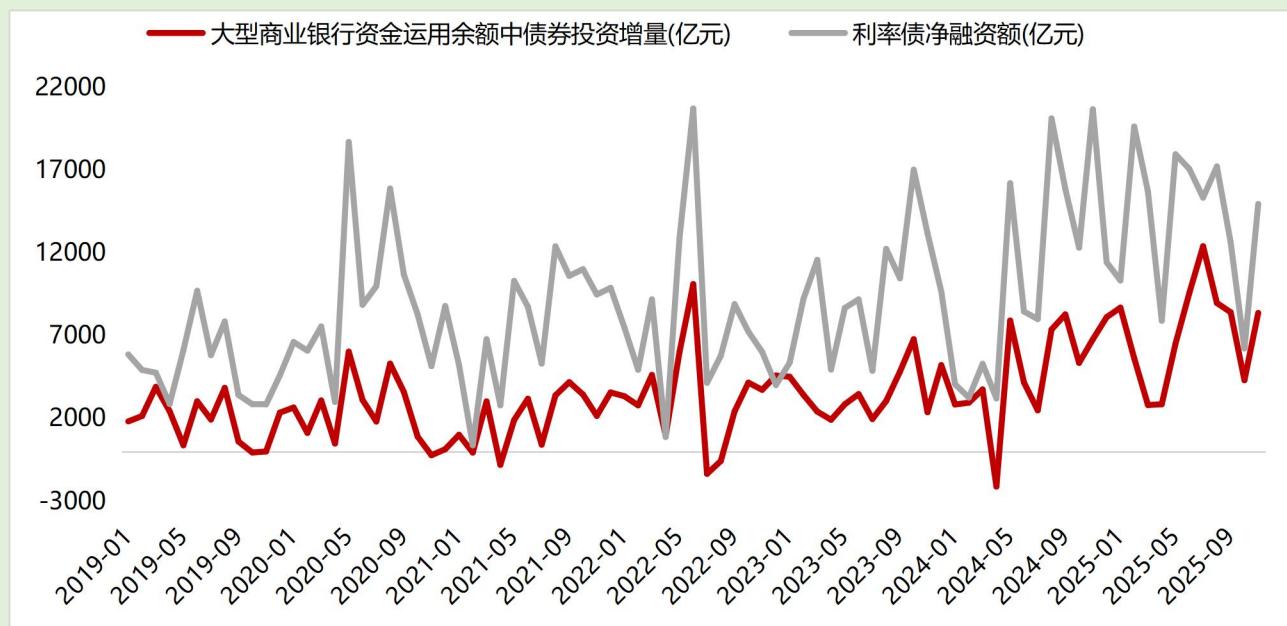


数据来源：Wind, 沪深交易所

(二) 2026 年实体经济信贷需求难有实质性改善，加之更加积极的财政政策基调下，利率债净供给规模将继续扩大，预计商业银行承债规模将保持高位。

2026 年商业银行承债规模料将保持高位。一方面，外需走弱叠加房地产市场延续调整背景下，实体经济融资需求难有实质性改善，加之货币政策延续支持性立场，贷款利率等广谱利率下行趋势未变，商业银行仍将有明显的配债需求。另一方面，2025 年 12 月中央经济工作会议明确 2026 年“继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”，预示利率债供给将继续处于高位。我们预计，2026 年利率债净供给将达到 17.4 万亿至 18 万亿，比 2025 年实际净融资额高出约 1.4 万亿至 2 万亿。这意味着，商业银行、尤其是大型银行作为承接政府债券供给的中坚力量，2026 年仍将面临较大的被动增持压力。

图 3 大型商业银行债券投资节奏与利率债净融资规模高度相关



数据来源：Wind, 东方金诚

(三) 受负债端稳定性下降、账簿利率风险监管约束以及潜在浮盈兑现空间收缩等因素影响，2026 年商业银行对长周期债券的需求或将有所弱化。

1、由于定期存款利率持续下调，加之此前吸收的高息定存陆续到期，重定价利率大幅走低，近两年居民存款搬家和存款活期化现象有所加剧，预计 2026 年这一趋势还会持续，这将对商业银行负债端稳定性造成一定影响。

近年来，银行定期存款利率持续下调，在 2025 年 5 月集体调降后，目前六家大行 1 年期、3 年期和 5 年期定期存款利率已分别降至 0.95%、1.25% 和 1.30%。同时，2022-2023 年高增的居民定期存款从 2024 年起陆续到期。根据上市银行 2023 年、2024 年年报披露的存款剩余期限数据测算，2024 年到期规模约为 106 万亿元(不含年内新增、年内到期或年内到期复投后又到期的金额)，2025 年约为 99 万亿元。伴随存款利率不断下降，到期定存的重定价利率大幅走低，这在缓解银行净息差压力的同时，也导致近两年居民存款搬家和存款活期化现象有所加剧。

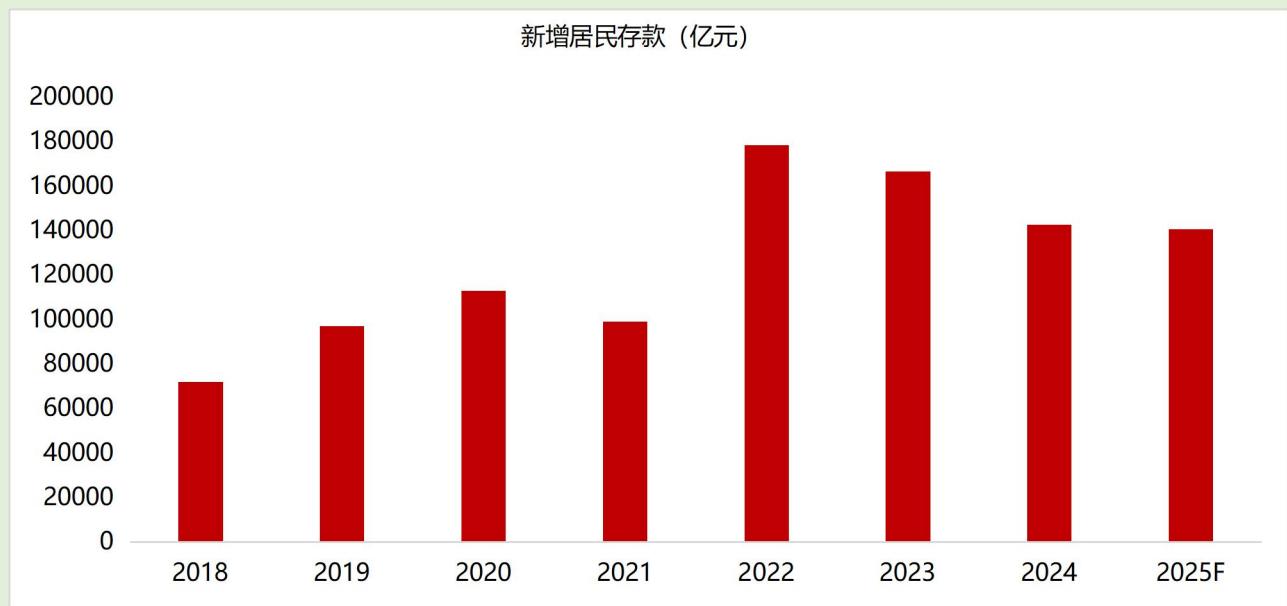
表 1 银行存款剩余期限分布情况

	不同剩余期限存款余额 (万亿元)					不同剩余期限存款占比			
	(0,3M]	(3M,1Y]	(1Y,5Y]	5Y 以上	总计	(0,3M]	(3M,1Y]	(1Y,5Y]	5Y 以上
2020 中报	92	26	26	0.1	145	64%	18%	18%	0.0%
2020 年报	99	26	31	0.4	156	63%	16%	20%	0.3%
2021 中报	88	23	26	0.3	137	64%	17%	19%	0.2%
2021 年报	108	32	36	0.6	176	61%	18%	20%	0.3%
2022 中报	104	36	34	0.1	174	60%	21%	20%	0.0%
2022 年报	119	37	42	0.3	199	60%	19%	21%	0.2%
2023 中报	111	40	44	0.2	195	57%	21%	23%	0.1%
2023 年报	124	42	54	0.3	220	56%	19%	25%	0.1%
2024 中报	107	46	50	0.1	203	53%	23%	24%	0.1%
2024 年报	112	50	56	0.2	218	51%	23%	26%	0.1%
2025 中报	116	54	48	0.1	219	53%	25%	22%	0.1%

数据来源：wind

2024 年以来，新增居民存款规模较 2022-2023 年的高峰明显下降，而作为存款搬家“第一站”的银行理财规模总体加速扩张。背后是近年理财产品收益率相对存款利率更高，且 2023 年以来，理财公司采用多种手段降低净值波动，投资者持有体验较好。

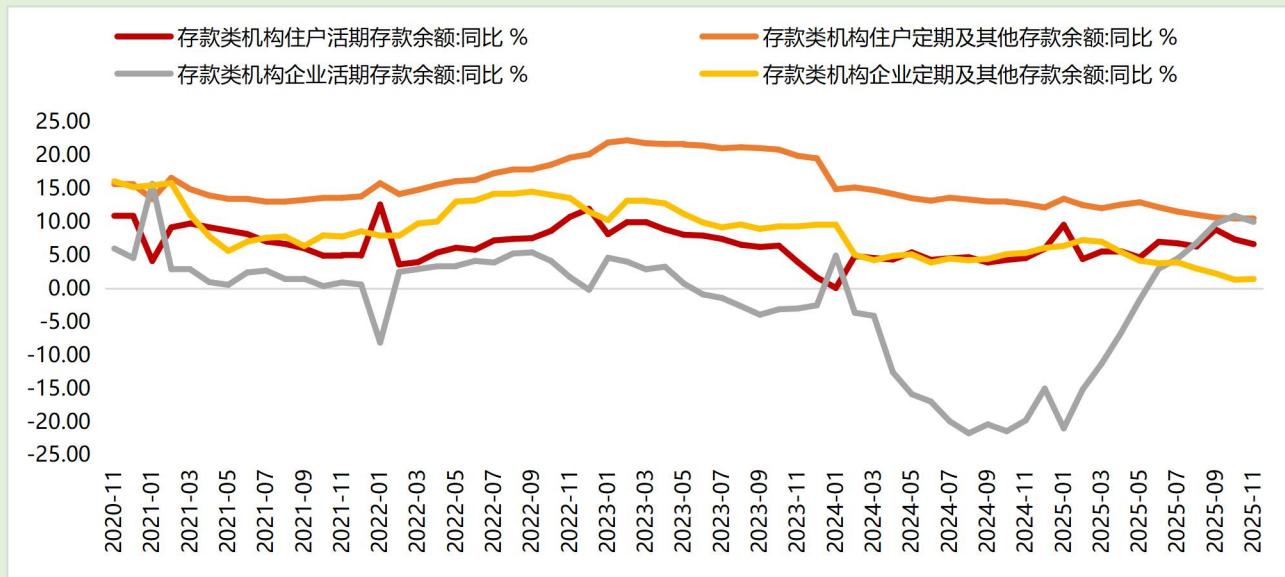
图 4 2024 年以来，新增居民存款规模从高峰下降



数据来源：Wind, 东方金诚预测

同时，近两年银行存款呈现活期化趋势，定期存款增速明显放缓。截至 2025 年 11 月末，企业存款中活期存款余额同比增长 10.0%，而定期存款余额仅增长 1.4%；居民存款中，活期存款余额同比增长 6.7%，比 2023 年末加快 5.0 个百分点，定期存款余额增速则较 2023 年末放缓 8.9 个百分点至 10.6%。

图 5 2024 年以来，企业和居民定期存款余额增速放缓



数据来源：wind，东方金诚

展望 2026 年，银行定期存款到期续作压力仍大，据我们测算，一季度到期规模就将达到 50 万亿，且在货币政策延续适度宽松基调下，2026 年定期存款利率可能还会继续下调，这将进一步降低定期存款性价比，存款搬家和存款活期化现象仍将延续，会对商业银行负债端稳定性造成一定影响。

从“存款搬家”角度看，预计高息存款重定价过程中仍将有部分资金流向理财产品，支撑理财规模延续较快增长。不过，2026 年理财产品通过自建估值模型、信托平滑机制等方式平滑收益将受到监管限制，加之其资产配置以债券为主，而债市大概率将延续“低利率、高波动”特征，理财产品净值稳定性将面临较大挑战，由此造成的持有体验下降可能会约束其对居民定期存款的分流能力。我们预计，2026 年新增理财规模仍将在 3 万亿左右，相对银行定期存款到期规模而言，分流比例依然有限。

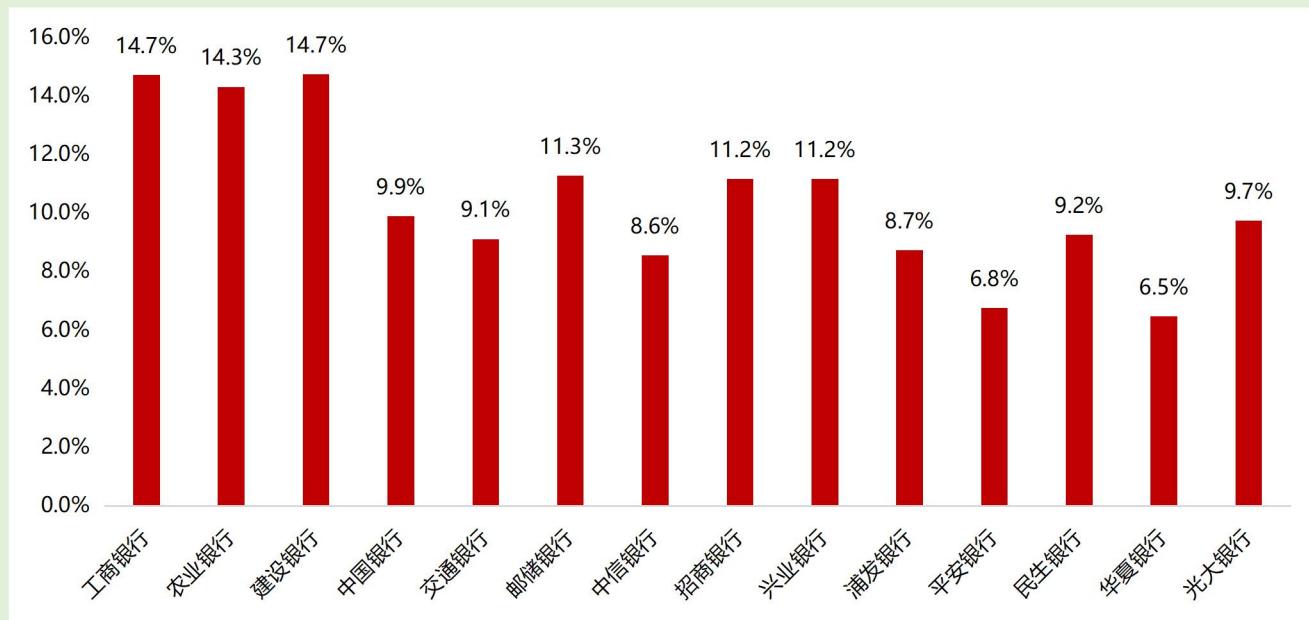
与此同时，2025 年股市走强，部分居民和企业资金流向股市，推动非银存款增加。可以看到，下半年股市上涨背景下，7-11 月新增非银存款 4.52 万亿，同比多增 0.83 万亿，而同期居民存款同比少增 1.51 万亿，企业存款仅多增 0.03 万亿。展望 2026 年，在股市仍将顺风的预期下，居民财富配置权益资产的比例有望上升。其中，前几年因房地产销售低迷、股市连续调整而出现的居民“超额储蓄”将成为股市重要增量资金来源。不过，考虑到定期存款储户的风险偏好较低，对股市波动的承受能力弱，加之本轮股票牛市“慢牛”特征明显，预计居民和企业资金的流入也将相对缓和，这意味着历史累积“超额储蓄”向股市搬家的进程可能延续数年，短期内不会对银行存款造成大规模的分流。

整体上看，2026 年，低存款利率和定存大量到期背景下，居民资产配置的边际调整将继续驱动存款搬家，理财、股市等将分流部分存款资金。尽管在各种约束条件下，短期内“超额储蓄”集中搬家的可能性并不大，居民存款仍有希望延续较大规模的净增，但增量进一步收缩会造成银行整体负债缺口的边际加剧。同时，在期限利差收窄、大额定期存款下架等因素影响下，2026 年存款活期化现象料将延续，银行负债端久期可能持续下行。这虽然有利于推动总体负债成本下降，但也给银行资产负债匹配增加了新的压力。

2、2026 年商业银行承接长期政府债券压力不减，叠加负债端久期下降，账簿利率风险监管约束仍存，这将影响银行长期债券配置能力。

近年来，政府债券发行久期明显拉长，商业银行作为主要承接方资产端久期被动增长，同时负债端存款活化、久期缩短，导致银行账簿利率风险考核指标 (Δ EVE/一级资本) 明显上升，其中，承接了大量长期政府债券的国有大行指标压力较大，股份行压力相对较小。根据各银行披露的《2024 年第三支柱信息披露报告》计算，2024 年底，工行、农行、建行的账簿利率风险指标已逼近 15% 的监管红线。由于 2025 年政府债券发行久期继续拉长，且银行被动增持，我们估计部分银行账簿利率风险指标已突破监管红线。

图 6 国有大行和部分股份行 2024 年△EVE/一级资本指标



数据来源：各银行《2024 年度第三支柱信息披露报告》，东方金诚

展望 2026 年，财政政策延续“更加积极”基调，政府债券净供给规模将继续增长，若发行久期保持，大行账簿利率风险指标仍将面临较大压力，或推升期限利差。主要原因是大行长债承接能力将受到指标约束，在长债供给放量时会通过二级市场“买短卖长”，以释放承债空间并调节组合久期，降低利率风险暴露。同时，在债市调整阶段，商业银行在收益率回升至具备吸引力的水平时大幅增加长久期债券配置以平抑市场波动的能力也将受限于监管指标，这也会推动曲线陡峭化，并导致长端波动率加大。

需要说明的是，特别国债注资和监管指标放松将对银行账簿利率风险指标压力有一定缓解作用。首先，2025 年财政部发行 5000 亿元特别国债支持国有大行补充资本，年内建行、交行、中行和邮储银行已陆续公告用于补充核心一级资本的共计 5200 亿定增募资已全数到账（其中财政部认购的金额上限约 5000 亿）。以 2024 年年报数据为基础计算，这使四家银行的一级资本净额增加 6.3%，不考虑对△EVE 的影响，将平均改善四家银行的账簿利率风险指标 0.89pct，对应 10 年久期债券的增量配置空间约 3100 亿元。展望 2026

年，财政部料将继续发行特别国债支持大行补充核心一级资本，预计规模为 2000–3000 亿元，将利好大行账簿利率风险指标的边际改善。

其次，2026 年，在货币政策配合财政发力的政策基调下，监管或将通过放松指标要求来提高商业银行对于长周期债券的承接能力。巴塞尔委员会 2024 年更新了 IRRBB 标准中的利率冲击情景的要求，将人民币利率曲线平行上移情景的冲击幅度从原来的 250bps 调降至 225bps，若监管参照此建议调降测试情形利率冲击幅度，银行账簿风险考核指标将相应改善。根据我们测算，2024 年底主要银行账簿利率风险指标均值约为 10%，如果利率曲线平行上移情景的冲击幅度从原来的 250bps 调降至 225bps，可推动整体指标下降 1pct，而 2025 年三季报显示上市商业银行一级资本净额合计约 25 万亿，基于此，整体账簿利率风险指标下降 1pct 可释放 10 年久期债券配置空间约 1.1 万亿（ $25 \text{ 万亿} * 1\% / 0.0225 / 10$ ）。

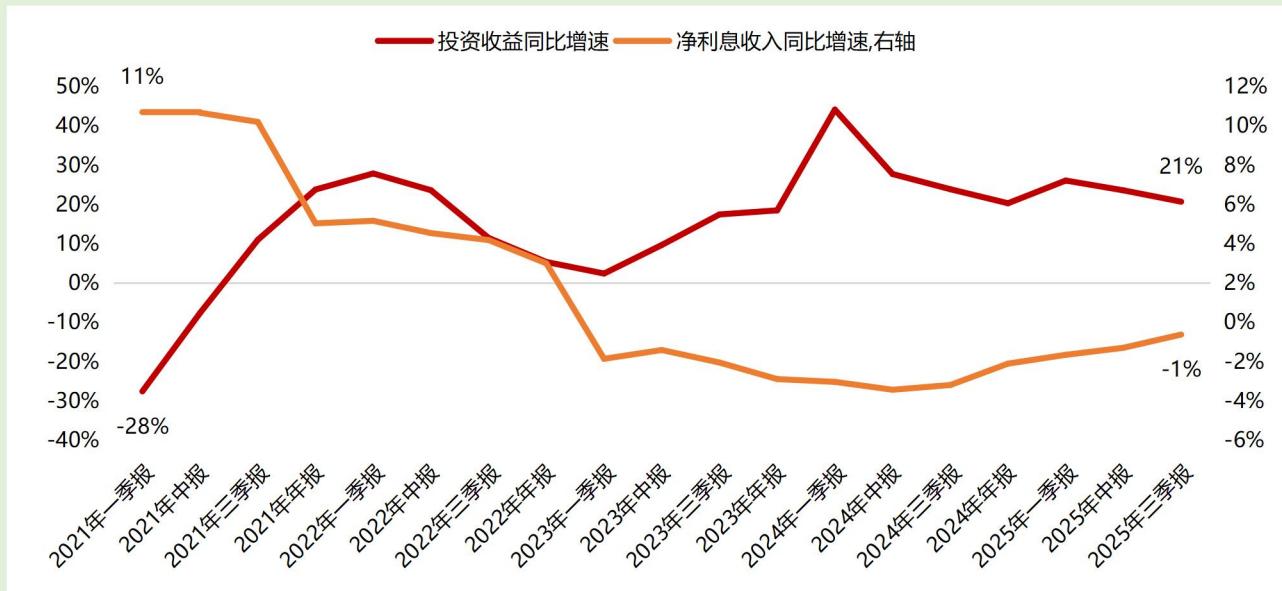
我们判断，若后续特别国债注资和监管指标放松落地实施，将有助于改善长周期债券配置情绪，进而改善长周期债券供求关系。不过，通过上面的简单推算可以发现，无论是特别国债注资还是监管指标放松，能够释放的长周期债券配置规模相对债券净供给来讲比例不高，可能难以逆转大行资产负债久期错配、账簿利率风险指标承压的整体趋势。为承接政府债券供给，2026 年大行在二级市场上“买短卖长”的行为料将延续。不过，如果期限利差明显走阔，政府债券供给端也可能主动收缩久期以控制发债成本，这也会带来长周期债券供需关系的好转。

3、在 OCI 账户浮盈兑现空间收窄、AC 账户兑现浮盈幅度受到会计准则约束的情况下，2026 年银行通过兑现历史浮盈以稳定利润表的难度加大，债券投资行为或将更为谨慎。

近年来，在贷款需求偏弱、净息差收窄导致商业银行净利息收入增速持续下降的同时，银行投资收益同比增速波动上行，2023 年以来总体呈现两位数高增。2025 年债市震荡调整，商业银行通过债券投资获取较高收益的难度

大大提升，但前三季度上市银行整体投资收益同比仍高增 21%，这主要受银行卖出部分此前归类于 FVOCI 账户和 AC 账户的债券兑现浮盈支撑。

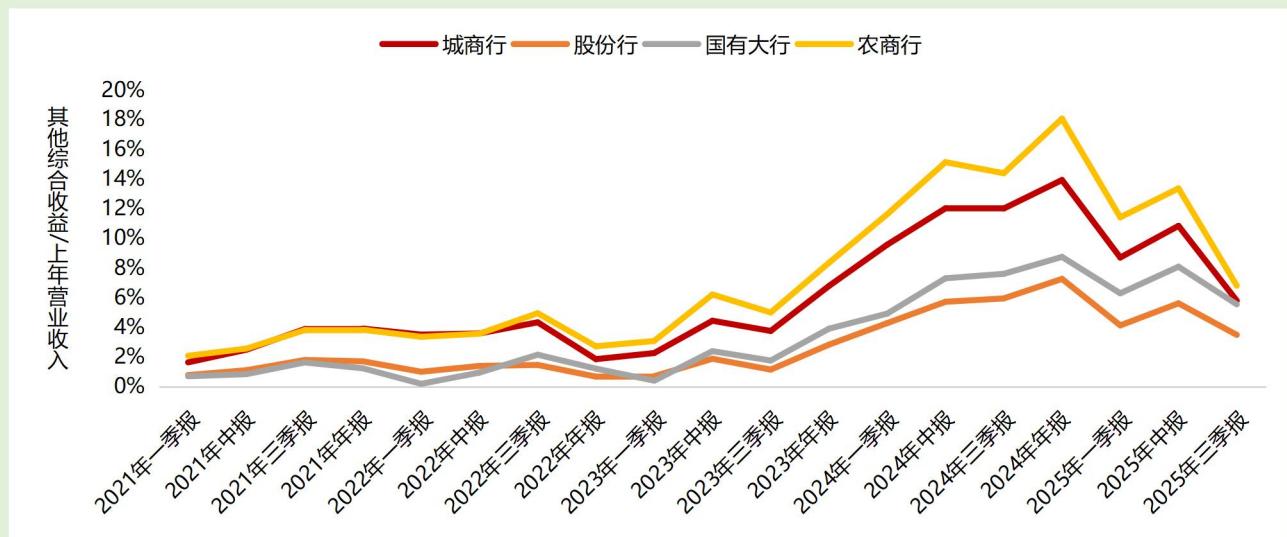
图 7 上市银行整体投资收益与净利息收入同比增速



数据来源：wind，东方金诚

展望 2026 年，在债市“低利率、高波动”预期下，通过债券投资获取新增收益的难度依然较大，银行仍将有兑现历史浮盈以调节利润的诉求，但浮盈兑现的潜在空间面临诸多限制。首先，目前商业银行 FVOCI 账户兑现空间较 2024 年底已大幅下降。以其他综合收益/上年营业收入计算，2025 年三季度末，上市银行整体浮盈兑现空间已从 2024 年底的 9% 降至 5%，其中，农商行、城商行、国有大行、股份行兑现空间分别为 7%、6%、6% 和 3%，分别较 2024 年底下降 11pct、8pct、3pct 和 4pct。其次，从报表看，2025 年大行 OCI 账户兑现浮盈比例较低，而通过 AC 账户兑现浮盈比例更高，主要原因是大行作为长期政府债券的主要承接方，通过卖出 AC 账户中的长期政府债券兑现浮盈，不仅能贡献投资收益，稳定利润，还有利于减小资产负债久期缺口。不过，AC 账户频繁或大规模卖出可能导致存量资产重分类风险，即监管或审计认为银行实际行为不符合 AC 分类前提，要求将剩余 AC 资产重分类至 FVOCI 或 FVTPL 账户，这会使银行 AC 账户操作更为克制。

图 5 各类型银行 OCI 账户浮盈兑现空间测算



数据来源: wind

综上，在 OCI 账户浮盈兑现空间明显收窄、AC 账户兑现浮盈幅度受到会计准则约束的情况下，2026 年银行通过兑现历史浮盈以稳定利润表的难度加大。这一方面意味着银行因兑现浮盈而给长债造成的抛压将相对可控，但另一方面，或也指向在利率趋势弱化、波动增加背景下，为稳定利润表，银行债券投资行为将更为谨慎，特别是在当前低利率环境下，票息保护不足，银行在利率回调时逆市加大配置力度进而平抑市场波动的动力会削弱。

二、保险公司

(一) 2026 年，保险公司负债端保费收入增速料将放缓，这可能会带来资产端配置诉求的边际下降。

保费收入是最主要的保险资金来源，直接影响保险资金运用规模。2024 年，预定利率下调预期下，市场对寿险产品的需求释放，带动保费收入加速增长。但因 2024 年下半年预定利率下调前的“炒停售”对后续保险产品购买需求有一定透支，2025 年初保费收入同比转负，此后增速逐步修复，并且在 8 月 31 日预定利率再迎下调前又出现一波“炒停售”带动的较快增长。2025

年 1-11 月，保险行业保费收入累计同比增长 7.6%，增速比上年同期放缓 4.2 个百分点。受益于负债端保费的持续增长，近年保险资金运用余额也不断提升。2025 年随保费收入增速放缓，保险资金运用余额增速小幅回落，三季度末同比增速为 16.5%，较上年末放缓 1.6 个百分点，但仍处较快增长水平。

图 9 保险资金运用规模和保费收入增速之间具有正相关性



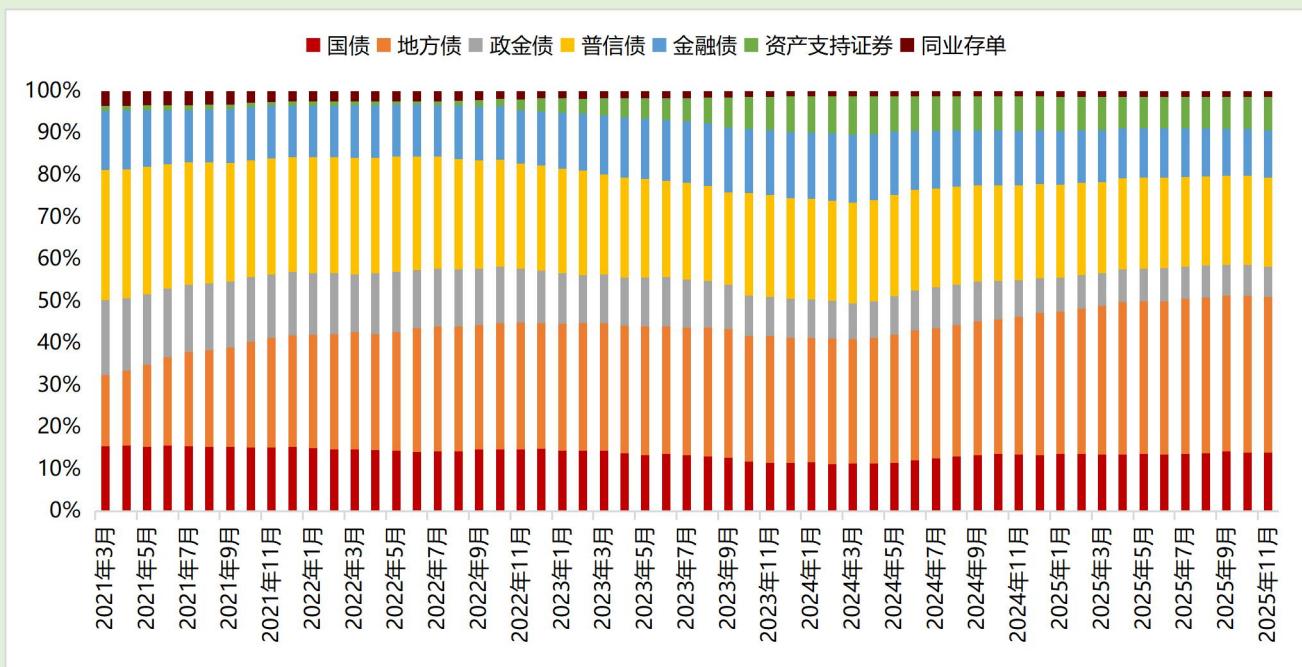
数据来源：Wind，东方金诚

展望 2026 年，受高基数效应，产品结构切换以及多次“炒停售”后，预定利率进一步下调对保费收入的短期提振效果会逐渐弱化等因素影响，人身险保费增速或面临阶段性放缓压力，并将下拉整体保费收入增长中枢，这可能会带来保险公司资产端配置诉求的下降。不过，考虑到低利率环境下，分红险 1.75% 的预定利率+“上有可期”的浮动型收益相较存款利率具备一定吸引力，故而部分存款向保险搬家有望支撑保费收入维持增长，进而支撑保险保持较大的资产配置力度。

(二) 2026 年保险对权益资产的配置占比将进一步提升，债券配置比例则可能小幅下降，保险资金为债市提供的增量资金规模将减少，同时，债券配置品种上仍将偏好票息更高的地方债，对国债期限利差的压缩作用料有限。

债券是保险资金主要配置的资产类别。近年来保险对债券投资的规模及债券在保险资金运用中的占比提升较快，使得保险资金成为债市稳定增量资金的重要来源。从债券配置偏好看，保险资金主要配置利率债，尤其偏好地方债，原因在于地方债期限长，有助于保险公司弥补资产负债久期缺口，同时实际配置价值要高于国债。从数据上看，地方债在保险债券配置中的占比从 2021 年末的 26.5% 升至 2025 年 11 月末的 37.1%；2025 年以来占比仍在上升，11 月末占比较上年末提高 3.3 个百分点；国债占比则相对稳定，2025 年 10 月末为 13.9%，较上年末提高 0.5 个百分点。

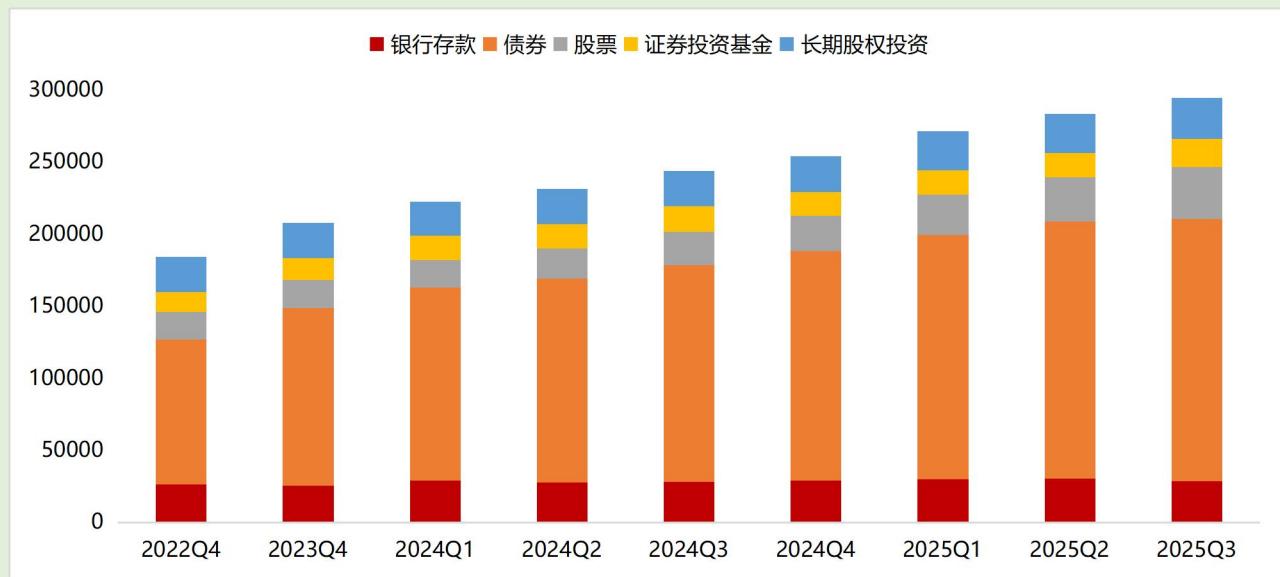
图 10 保险资金债券配置结构



数据来源：Wind，东方金诚

2025 年，保险资金资产配置结构与此前两年相比发生边际变化。主要体现在增配债券的速度放缓，债券在保险资金运用中的占比有所下降，权益配置比例则明显提升。2025 年三季度末，债券在人身险和财产险公司资金运用余额中的占比为 61.7%，较上年末下降 1.0 个百分点，同时，“股票+证券投资基”占比达到 19.8%，较上年末提升 2.8 个百分点，若加上长期股权投资，整体权益配置比例在三季度末达到 28.6%，较上年末提升 2.8 个百分点。

图 11 人身险和财产险公司资产配置结构（亿元）



数据来源：国家金融监管总局

2025 年保险资金资产配置结构的边际变化，主要由以下因素驱动：一是尽管预定利率下调利好保险行业负债成本下降，但大量存量保单的负债成本仍高，新增保单成本下调带动保险公司整体负债成本下降仍需时间来逐步体现。据 13 精测算，2024 年 6 家上市险企 VIF 打平收益率在 2.2%-3.5% 之间，而目前 30 年期国债和地方债收益率仅在 2.3% 和 2.4% 左右，这意味着，以债券为主的固收类资产难以提供足够的收益以覆盖其负债成本。因此，在低利率和优质非标资产难寻的环境下，保险公司有较强动机增配权益资产。

二是随着健康险需求的阶段性饱和以及预定利率的下调，人身险公司产品结构正在向分红险转型。分红险“低保底+高浮动”的特点，有助于降低保险公司负债端刚性成本和资产负债匹配压力，从而为保险公司资产配置提供一定的灵活性。产品结构向分红险转型，叠加新会计准则实施，将持续提升保险公司对于权益资产的配置需求。在新会计准则下，保险资金增配高股息股票并计入 FVOCI 账户，不仅可以减少股价波动对利润的冲击、提升利润稳定性，还可作为长期资产优化资产负债匹配，这也提升了保险资金增配高股息股票的动力。

三是政策层面鼓励险资入市，为资本市场和实体经济提供更多长期资金支持。2025年4月8日，国家金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，上调保险资金权益资产配置比例上限，对综合偿付能力充足率在150%-200%、250%-300%、300%以上三个档位对应的权益类资产投资上限各提升5pct，目的在于拓宽险资权益投资空间，鼓励偿付能力充足的保险公司发挥长期资金优势。我们对此进行了简单估算，2025年三季度，保险公司综合偿付能力充足率为186.3%，对应的权益资产在总资产中的占比上限为30%，较此前提高5pct，而截至2025年三季度末，保险公司资产总额为40.4万亿元，由此拓宽险资总体权益投资空间约2万亿。

表2 各档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例

上季度末综合偿付能力充足率	权益类资产投资余额在上季度末总资产中的比重上限	
	2020年规定	2025年新规
不足100%	10%	10%
100%-150%	20%	20%
150%-200%	25%	30%
200%-250%	30%	30%
250%-300%	35%	40%
300%-350%	40%	40%
350%以上	45%	50%

数据来源：中国政府网

综上，展望2026年，险企负债端保费收入增速料将放缓，这可能会带来资产端配置诉求的下降。同时，考虑到市场对股市有“慢牛”预期，从股息率和成长性角度看股相比债仍有性价比，人身险公司产品结构向资产配置更加灵活的分红险转型，“高股息+FVOCI”模式可以稳定利润表并优化资产负债匹配，以及政策层面持续引导险资入市等因素，预计2026年保险对权益资产的配置占比将进一步提升。按照2025年三季度保险综合偿付能力充足率对应的权益资产投资比例上限静态粗略计算，保险公司可投权益资产规模为12.1万亿元，而同期保险资金运用余额中权益资产规模合计约8.4万亿元，即还可增配3.7万亿元的权益资产。与此同时，2026年保险公司债券配置比例则可能小幅下降，这意味着保险资金为债市提供的增量资金规模将减少。

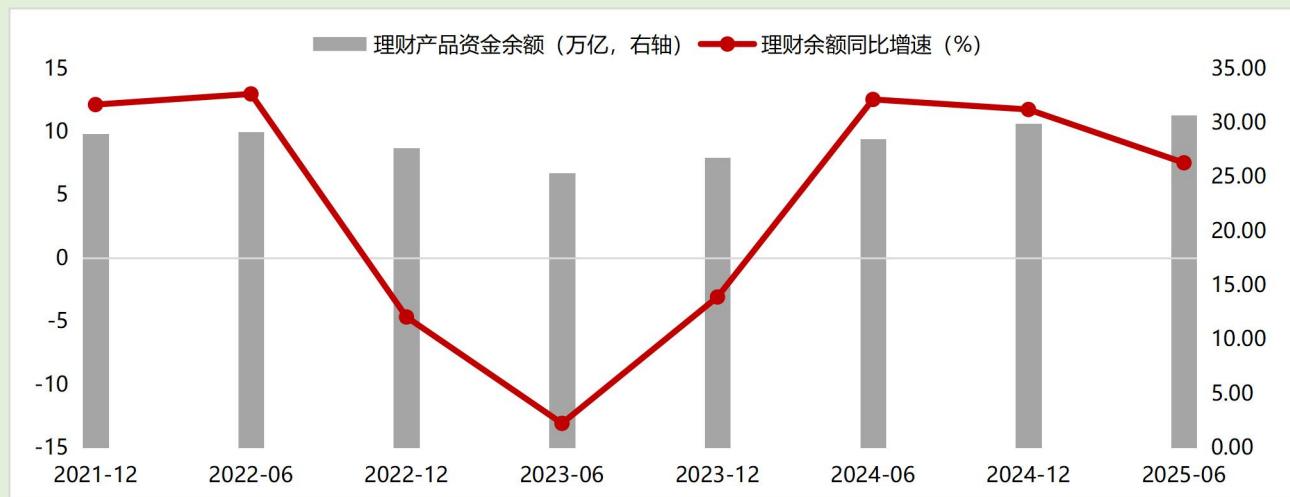
从债券配置品种上看，由于寿险公司资产负债久期缺口仍然明显，依然需要拉长资产端久期，叠加“偿二代”二期监管体系即将于 2026 年起全面实施，资产负债匹配需求以及对资本占用成本的考量将支撑寿险公司对长期债券的配置需求，但品种上仍将偏好票息更高的地方债，对国债期限利差的压缩作用料将有限。

三、银行理财

(一) 2026 年存款搬家有望驱动增量资金继续涌入理财产品，支撑理财规模延续扩张。

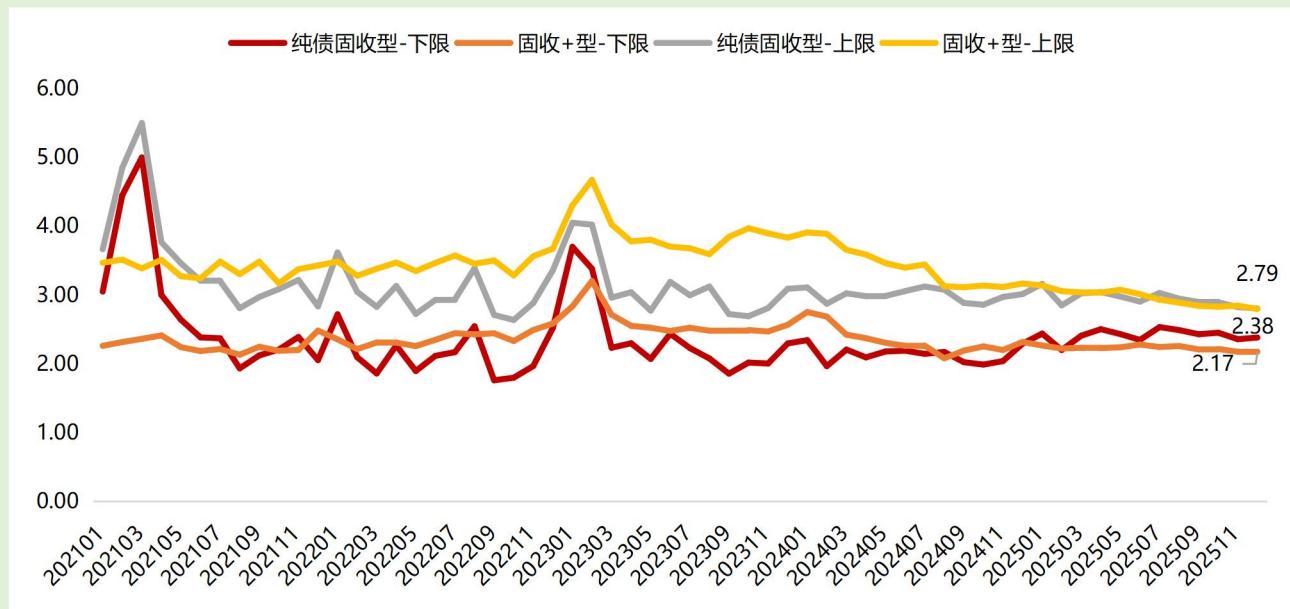
近年来，银行理财规模持续增长，除 2022 年 6 月-2023 年 6 月及 2025 年一季度，因债券市场整体调整，理财产品净值出现较大面积回撤引发赎回外，理财产品规模整体呈现上升趋势。2025 年，受高息定存到期高峰而重定价利率大幅下降导致存款搬家支撑，理财规模总体保持扩张，2025 年三季度末达到 32.1 万亿，较上年末增长 7.3%。展望 2026 年，银行定期存款到期规模仍高，在理财收益率相较存款利率具备一定优势的背景下，存款搬家有望驱动增量资金继续涌入理财产品，支撑理财规模延续扩张。

图 12 理财产品资金余额及同比增速



数据来源：wind

图 13 新发理财产品比较基准下限均值仍在 2%以上，相较存款利率优势明显



数据来源：wind

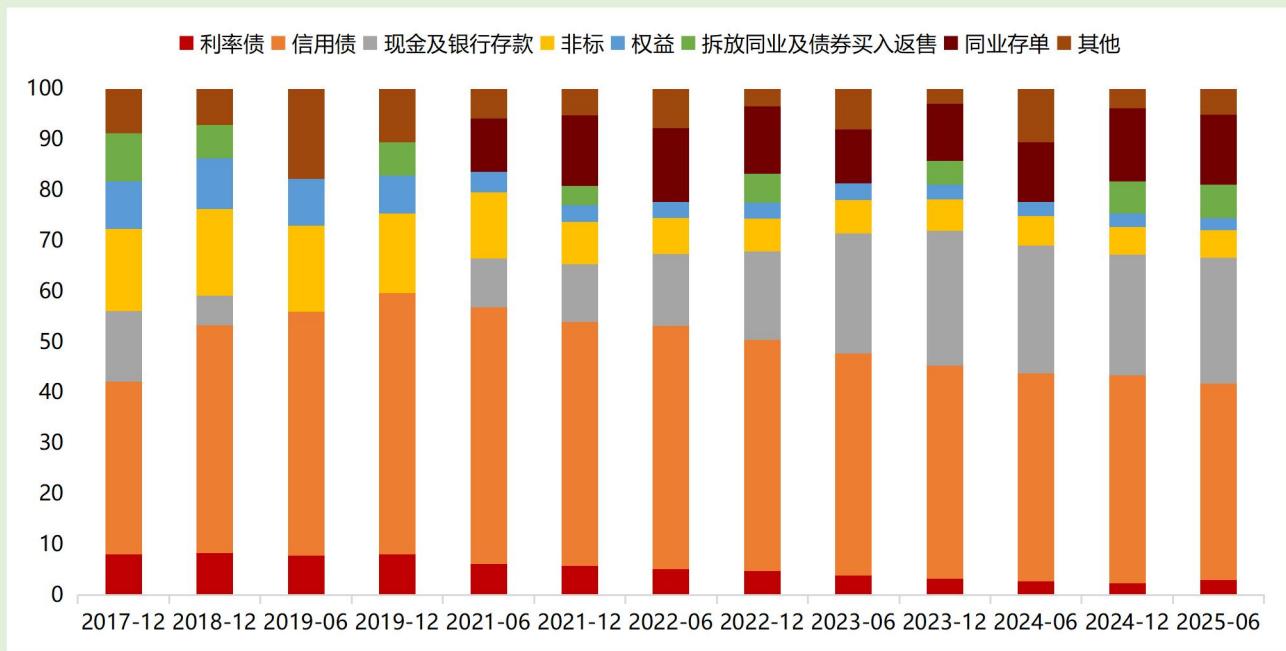
(二) 2026 年理财产品将进入“真净值化”元年，风险偏好和久期偏好将下降，流动性偏好提升，对同业存单、中短久期中高评级信用债、债券指数基金等资产的配置占比料将提升。

2024 年 12 月，监管部门对理财产品估值进行规范，要求理财直投或委外均不得违规使用收盘价调整、平滑估值、自建估值模型等估值方法来控制净值波动，并明确需在 2025 年年底前全部整改完毕。同时，由于此前部分底层债券资产未采用市值法估值，累积浮盈释放也在 2025 年的债券市场调整中对理财产品的收益和净值稳定性起到了一定的保护作用。随着估值整改和浮盈释放完毕，2026 年银行理财将进入“真净值化”元年。由于理财投资者风险偏好整体较低，若产品净值波动较大，将面临赎回压力。因此，为维护规模稳定，控制回撤仍将是未来理财产品资产配置的重点。这意味着，随着“真净值化”时代到来，2026 年理财风险偏好将进一步下行。

从资产配置情况看，2023 年以来，银行理财增加了现金和银行存款的配置占比，同时压降债券、权益等净值型资产占比以稳定组合净值，提高组合

流动性。2025 年，新一轮理财估值整改推进叠加债券市场调整，理财产品债券配置占比延续下行。截至 2025 年 9 月底，理财资产配置结构中债券占比为 40.4%，较 2024 年底下降 3.0pct。展望 2026 年，银行理财将面临“真净值化”转型考验，为稳规模、控回撤，理财资产端或继续增配存款等估值稳定的资产，而在债市趋势减弱、波动增大背景下，债券持仓占比可能进一步下降。同时，为增厚收益，2026 年理财将在多资产配置方面进行更多探索，但负债端风险偏好仍低，预计配置权益的比例难以明显上升。

图 14 银行理财主要资产配置类别和占比情况 (%)

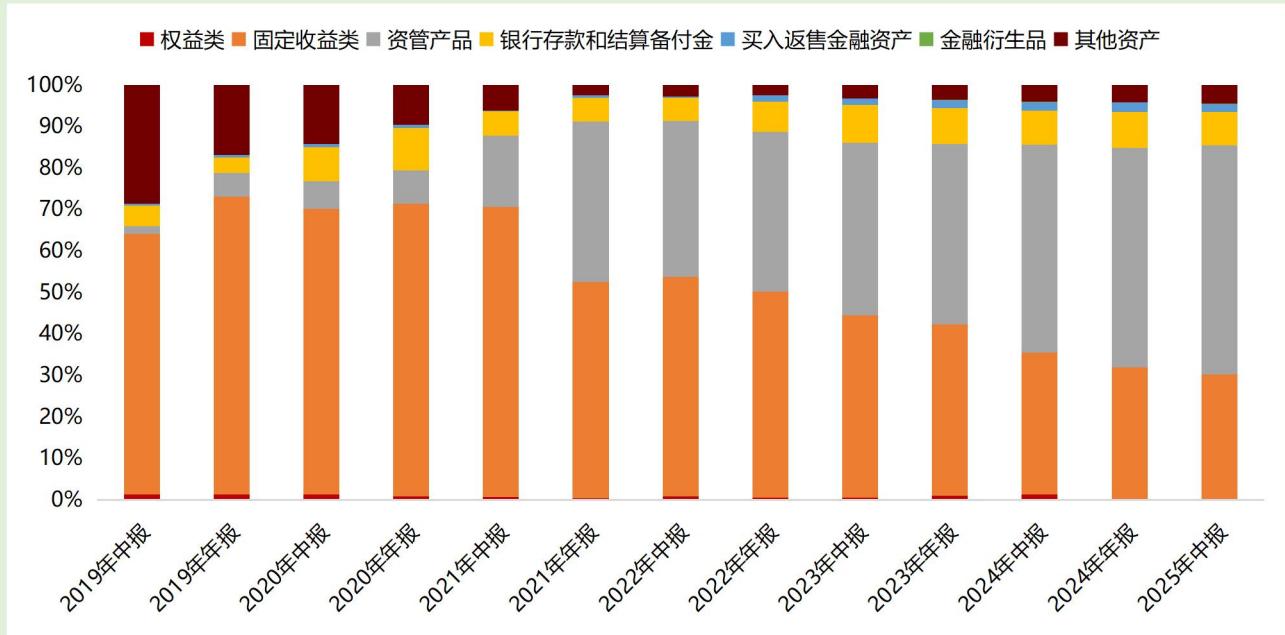


数据来源：wind

自 2022 年以来，理财产品委外投资规模持续增长，至 2025 年中报，其直接持仓中有 55.3% 为其他资管产品，包括信托、保险资管产品等。随着信托等委外渠道估值方法的规范，预计未来理财产品直接投资债券市场的比例将回升。但与委外相比，理财直接投资债券的风险偏好较低。对理财产品前十大重仓券的统计显示，理财直接持仓债券偏好同业存单、金融债（主要是二永债）和利率债。截至 2025 年三季度末，理财重仓券中同业存单、金融债和利率债占比分别为 42%、29% 和 16%，信用债占比只有 9%，显示理财主要通

过委外投资信用债。未来若银行理财直接投资债券的比例提升，其直接配置信用债的比例也将上升，而理财直接投资相对委外的风险偏好较低，或推动信用债等级利差走阔。

图 15 穿透前理财产品大类资产配置情况统计



数据来源：wind

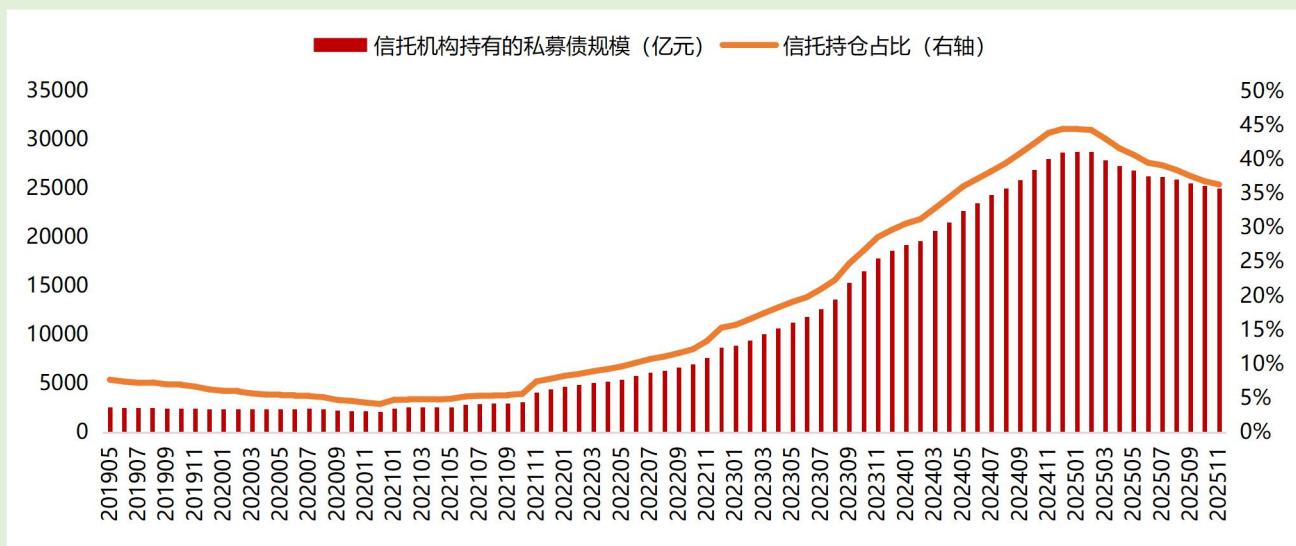
表 3 理财产品重仓券持仓规模（亿元）和平均剩余期限（年）情况

	2023 年 Q4			2024 年 Q4			2025 年 Q3		
	持仓规模	久期	比重	持仓规模	久期	比重	持仓规模	久期	比重
利率债	3599	3.18	23%	1722	4.30	13%	2222	4.40	16%
公募信用债	1075	1.59	7%	782	1.82	6%	711	1.87	5%
私募信用债	1129	1.46	7%	633	1.75	5%	571	1.86	4%
金融债	4852	3.21	32%	4132	3.72	30%	4081	3.93	29%
资产支持证券	297		2%	275		2%	431		3%
同业存单	4375	0.34	28%	6136	0.41	45%	5912	0.37	42%
可转可交债	42		0.27%	49		0.25%	35	1	0.36%
总计	15369	2.13	100%	13744	2.21	100%	13966	2.22	100%

数据来源：wind

值得一提的是，此前部分理财产品通过信托配置私募债，利用收盘价进行估值¹，使得这部分高票息持仓实现类似摊余成本法的估值模式。这一方法也将在 2025 年底整改完毕。从交易所披露的托管数据来看，信托机构持有的交易所私募债规模自 2022 年以来快速增长，2024 年底达到 2.9 万亿，持仓占比从 2021 年底的 7.8% 快速提高至 2024 年底的 44.4%，这使得信托成为直接持有私募债规模最大的投资机构。但自 2024 年底理财估值整改要求提出以来，信托持有私募债的规模和占比已有明显下降，截至 2025 年 11 月底，已回落至大约 2024 年年中的水平。随着监管整改落实导致理财产品通过信托持仓私募债的估值优势消失，预计 2026 年这部分需求将进一步下降，这可能会造成私募债需求力量的减弱和发行难度的加大。

图 16 沪深交易所信托机构的私募债持仓规模和占比



数据来源：wind

此外，尽管 2025 年债市收益率震荡上行，波段交易难度加大，但收益率整体低位的情况下，理财产品也不得不向久期要收益。截至 2025 年三季度末，银行理财重仓券中金融债、利率债、信用债的平均剩余期限分别为 4.4 年、3.9 年和 1.9 年，较 2023 年底和 2024 年底均有所拉长（见表 3）。但面对“真

¹ 由于私募债无连续竞价，收盘价通常固定在 100 元，因此，利用收盘价估值的私募债价值会每日按照票面利率稳定增长。

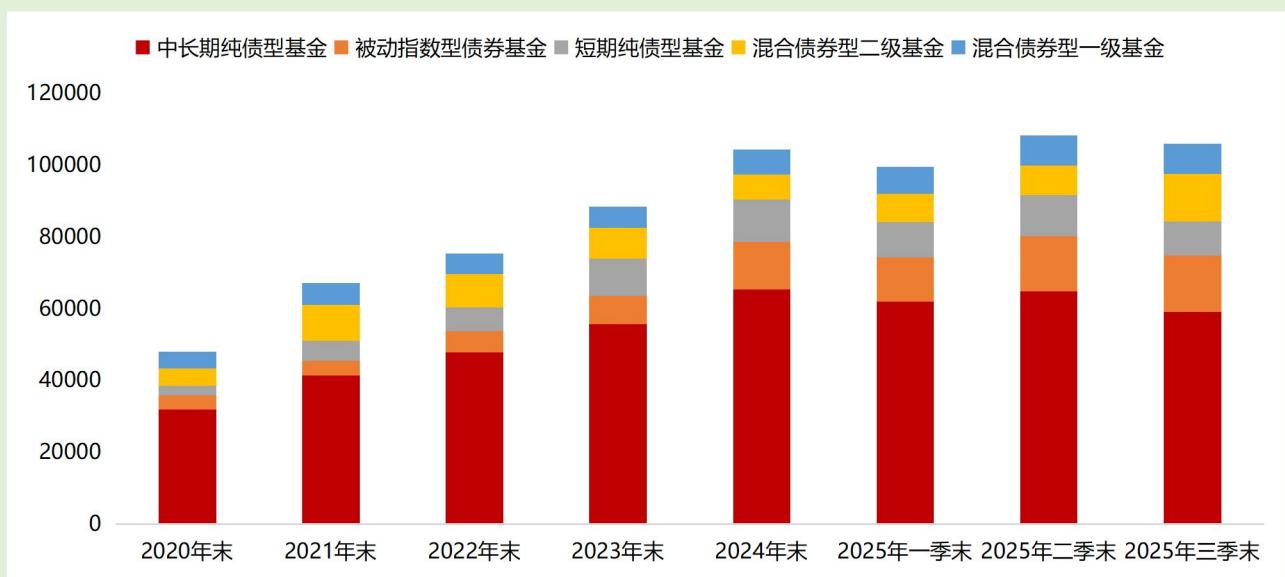
“净值化”转型考验，2026 年理财久期策略的执行将趋于谨慎，或将缩短债券整体持仓久期以强化防御性，这将利好中短久期中高评级信用债、同业存单、债券 ETF 等产品。

四、公募基金

(一) 监管压力叠加资产配置转向，2026 年纯债基金规模料将进一步收缩，债券 ETF 和二级债基规模有望保持快速增长。

2025 年纯债基金管理规模受债券市场波动和基金监管政策调整影响出现收缩，三季度末短期纯债基金和中长期纯债基金管理规模较 2024 年末分别下降 20.17% 和 9.35%，而其他类型债基规模均有所增长。

图 17 各类债券基金管理规模变动（亿元）



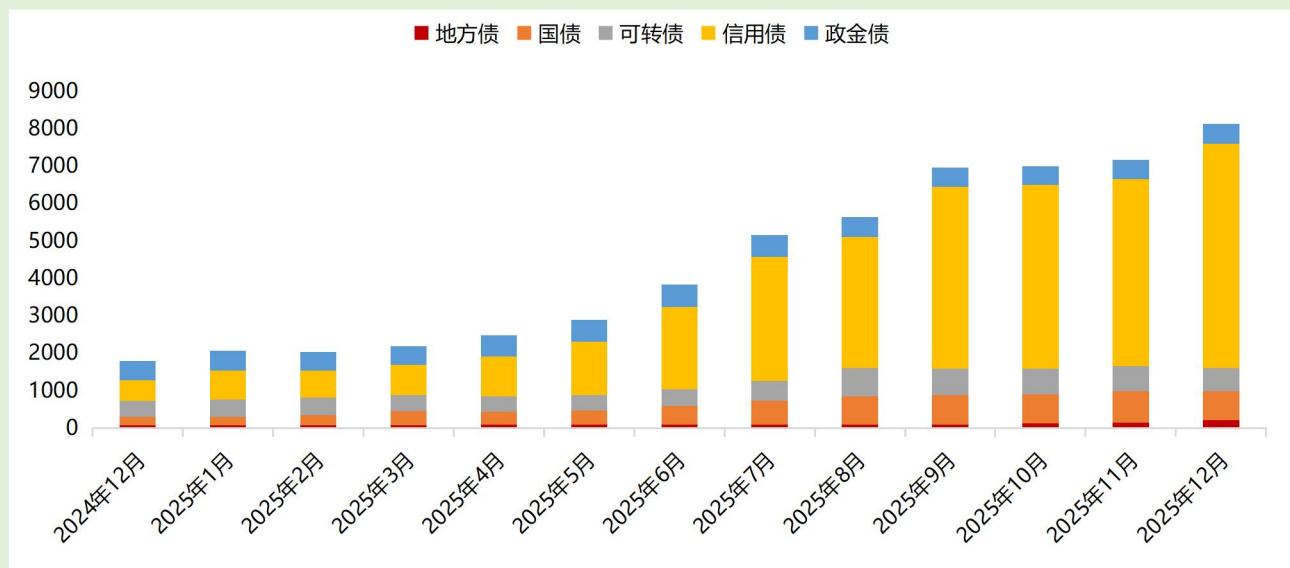
数据来源：wind，东方金诚

展望 2026 年，2025 年底基金销售费用新规正式稿落地，对于机构投资者持有债券基金赎回费的规定为“机构投资者持续持有期限满三十日的债券型基金份额，基金管理人可以另行约定赎回费收取标准”，相较此前的征求意见稿调整幅度较温和，且设置了 12 个月的整改期限，对于银行自营等偏长期

持有的机构影响较为有限，有助于缓和新规落地后的债基赎回压力。但目前市场上绝大多数产品的免收赎回费期限为 7 天以上，新规正式稿将这一期限提升至 30 天，尽管有助于公募债基负债端稳定性提升，但其短期流动性管理功能将被削弱，预计仍会对短期纯债基金的需求造成一定影响。

基金销售费用新规正式稿还提出，对于 ETF、同业存单基金和货币市场基金等，基金管理人可根据产品投资运作特点另行约定赎回费收取标准，因此，未来理财产品对于公募纯债基金的流动性管理需求可能转移至这三类基金。其中，2025 年债券 ETF 管理规模快速增长，从 2024 年底的 1800 亿增长至 2025 年 11 月底的 8133 亿。这一方面源于信用债做市 ETF 和科创债 ETF 的大量上市，另一方面也因短久期信用债 ETF 吸引了部分此前配置短期纯债基金的资金流入。与信用债基金相比，债券 ETF 具有 T+0 交易、费率较低、持仓透明度高、可质押融资等优点，与直接投资信用债相比，又有门槛低、流动性好、风险分散等优势。我们判断，随着投资者对于多资产配置需求的提升，各类型债券 ETF 作为指数化投资的重要标的，2026 年规模将继续保持较快增长。

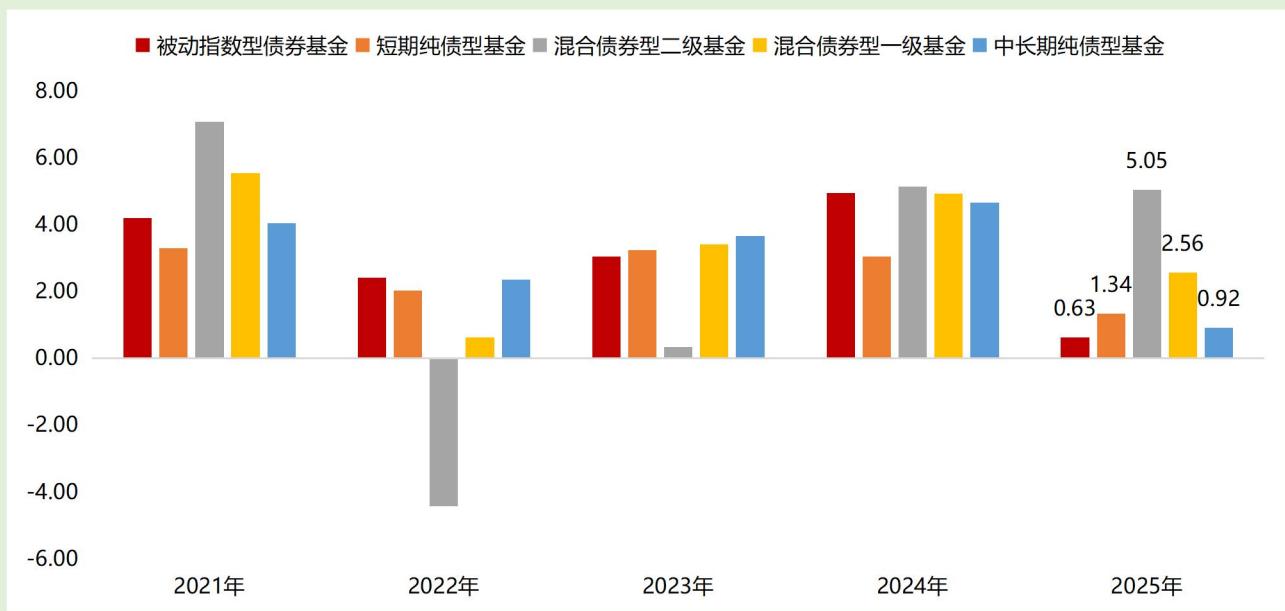
图 18 各类债券 ETF 规模变化（亿元）



数据来源：wind

此外，由于权益市场上行，2025 年固收+基金（一级和二级混合债基）年度回报明显好于纯债基金。截至 2025 年底，一级和二级混合债基的年度回报均值分别为 2.56% 和 5.05%，高于短期纯债基金的 1.34% 和中长期纯债基金的 0.92%。在存款利率走低、理财产品业绩基准也不断下调的背景下，能够在有限回撤的情况下实现收益增厚的混合债基成为偏低风险偏好投资者的投资新方向。受此推动，2025 年三季度末，一级和二级混合债基规模较上年末分别增长 19.8% 和 92.0%，达到 8386 亿元和 1.33 万亿元。

图 19 主要类型债券基金年度收益率 (%)



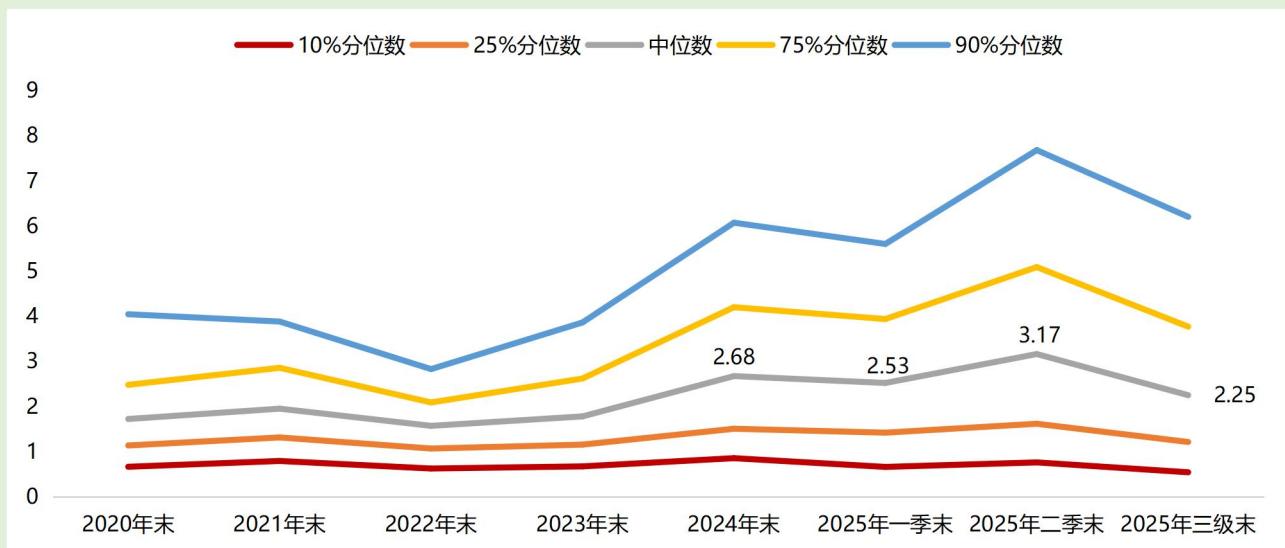
数据来源：wind

展望 2026 年，预计 A 股主要指数将继续温和上行，混合债基有望继续吸引资金流入。随着纯债基金规模的下降以及混合债基规模的增长，一级和二级债基持债规模占公募债基持债规模的比例上升，2025 年三季度末分别达到 12.9% 和 8.9%，对债券市场的影响力也逐步增强。由于二级债基在债券久期上相对保守，收益的增厚主要依靠权益资产，因此在债券市场波动中有利于稳定净值和规模，但也需警惕二级债基占比提升导致股票市场波动对债券市场传染性增强的风险。

(二) 2026 年公募债基整体久期可能会继续下降，需警惕降久期过程中长端利率债抛压的增大。

2025 年，由于债市波动加大且利率总体上行，公募债基持仓久期结束了过去几年不断拉长的趋势，纯债基金在一季度和三季度债市调整期间均下调了持仓久期，以此对冲利率风险和平滑净值波动，缓解债基赎回压力。三季度末，中长期纯债基金久期中位数、25% 和 75% 分位数均已低于 2024 年底的水平，但 90% 的分位数水平仍明显高于 2024 年底，显示在整体久期下降的同时，公募债基久期分歧有所加大。展望 2026 年，尽管 2025 年久期已有所降低，但部分基金久期仍高，在市场普遍预计债市将延续横盘震荡、整体看法偏谨慎的情况下，后续基金整体久期可能会继续下降，需警惕降久期过程将增加长端利率债的抛压，并放大市场波动。

图 20 2025 年中长期纯债基金久期（年）波动下调，分歧较大



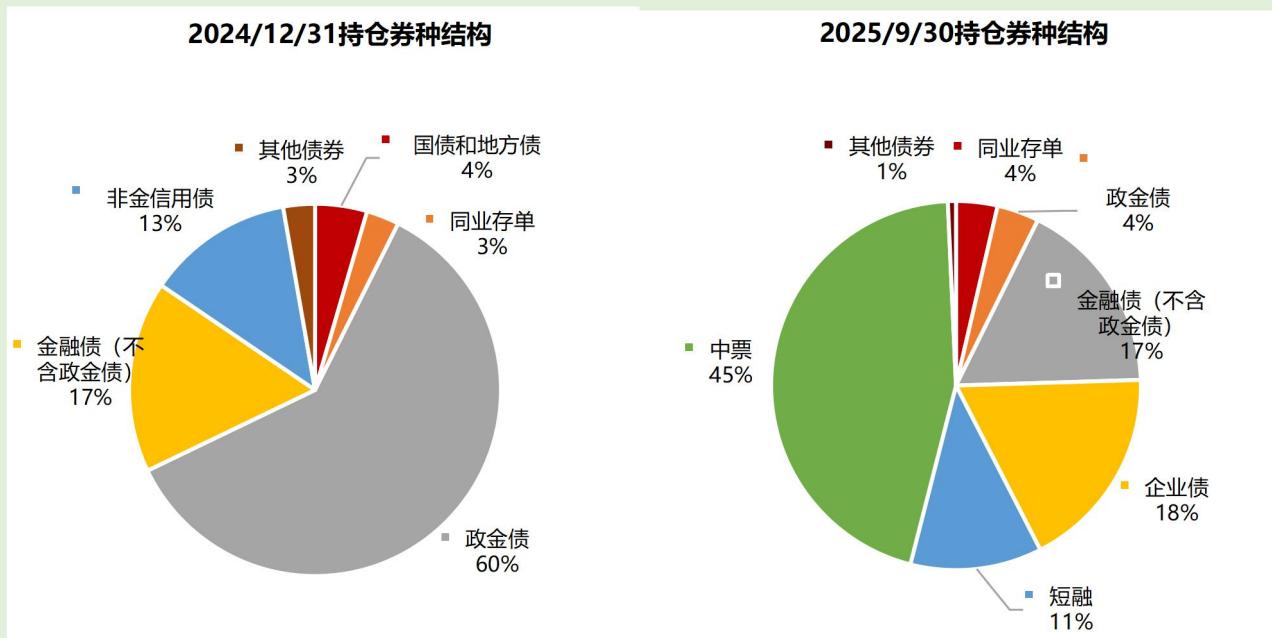
数据来源：wind

(三) 2026 年摊余成本法债基进入开放期规模较大，将利好中长久期信用债。

2025 年四季度以来，摊余成本法债基集中进入开放期。从 2025 年已进入开放期的摊余成本法债基看，开放期后基金持仓从利率债转向信用债。这

主要是因为 2019-2020 年摊余成本法债基密集发行时，投资者以银行自营为主，因此主要持仓政金债；2025 年进入开放期以后，银行理财成为主要投资者，故而将主要仓位更换为信用债。

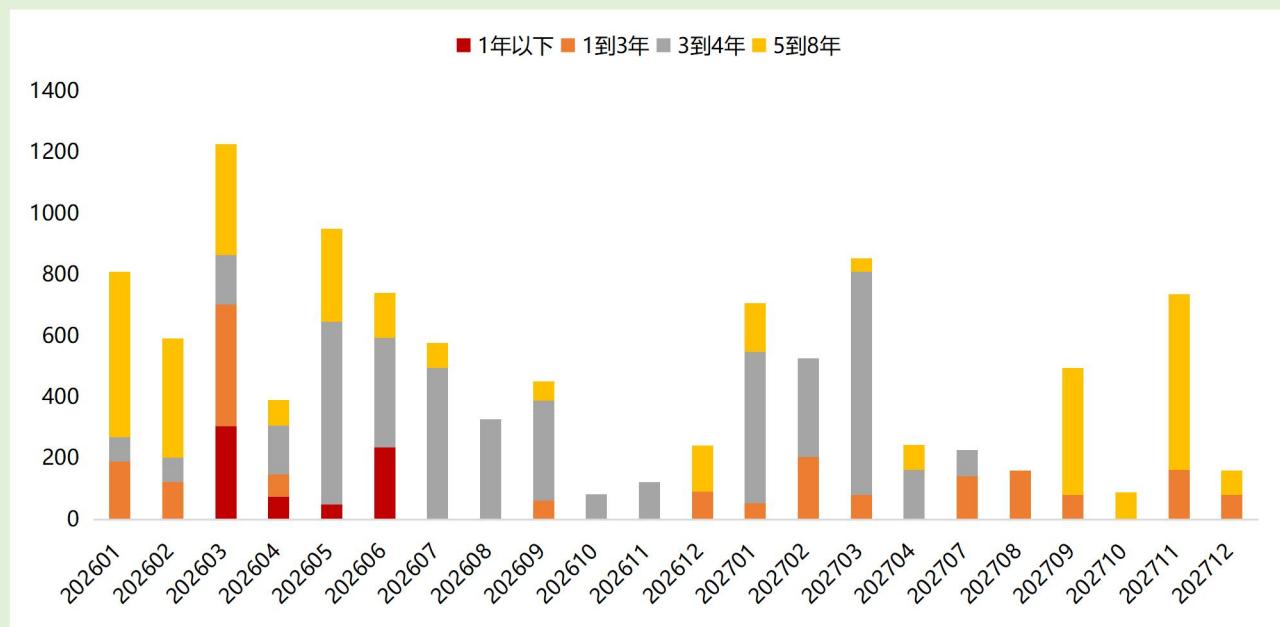
图 21 2025 年 1-9 月进入开放期的摊余成本法债基持仓结构变化



数据来源：wind，东方金诚整理

展望 2026 年，前三季度摊余成本法债基开放规模仍大，一至三季度将分别有 2627 亿元、2081 亿元和 1356 亿元进入开放期。由于摊余成本法债基净值相对稳定，且可以通过加杠杆增厚收益，有望成为理财产品稳定净值的新选择并在最近的开放期内加大配置。摊余成本法债基配置债券以持有至到期为主，且根据资管新规，持有的组合久期不能长于封闭期的 1.5 倍。考虑到 2026 年一季度进入开放期的摊余成本法债基集中于 5-8 年和 1-3 年封闭期产品，二、三季度则集中于 3-4 年封闭期产品，以及开放期后基金持仓从利率债转向信用债的特点，我们预计一季度摊余成本法债基将对 7-10 年、2-5 年期信用债产生集中配置需求，二、三季度将对 4-6 年期信用债产生集中配置需求，总体利好中长久期信用债。

图 22 2026 年至 2027 年摊余成本法债基月度到期情况（亿元）



数据来源：wind

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn