银行

2026 年 11 月 12 日

政府债利息征税情景推演：比价重构与业绩影响

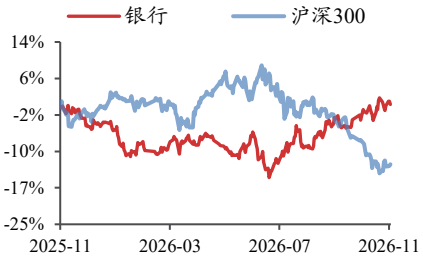
——行业点评报告

刘呈祥（分析师）
liuchengxiang@kysec.cn
证书编号：S0790523060002

朱晓云（分析师）
zhuxiaoyun@kysec.cn
证书编号：S0790524070010

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《红利长存，择优而投——银行行业 2027 年度投资策略》-2026.11.11

《非标和日开信托收紧，理财委外或生变—理财观察之“资产管理信托新规”解读》-2026.11.7

《欠配之下的申赎腾挪—理财观察之“赎回基金”》-2026.11.5

● **政府债票息还原所得税因素后，银行资负表将面临系统性重构**

2026Q3 货政报告专栏首次在官方表述中明确“债券按税后收益定价、跨品种比较需还原税收因素”，若未来对新发行国债、地方债利息恢复征收 25%企业所得税（新老划断），银行资负表将面临系统性重构，对利率债的新增偏好或降低，持有 HQLA 的机会成本增加。短期来看，老券稀缺性带来 FVOCI 浮盈催化，中期债贷税后 RAROC 排序重构，长期国债定价从“配置盘+免税补贴”转向全市场税后定价，对银行经营业绩尤其是净利润也将产生一定影响。

● **银行从吃息转向交易，高等级信用债或是承接方向，公募债基迎短期催化**

免税收益取消后，银行必须通过多重策略来增厚收益，债券账户从 AC 向 FVOCI / FVTPL 迁移的动力增强。交易活跃度提升意味着收益率曲线的关键期限点有更多真实成交支撑，曲线形态从“配置盘单边定价”转向“交易盘+配置盘共同定价”，货币政策利率向长端传导的效率随之改善。**老券升级为“稀缺免税资产”，银行或更惜售。**FVOCI 老券或受益于政策调整直接增厚浮盈，AC 老券也构成隐蓄水池。从比价效应来看，添加所得税后，政府债新券相较于贷款、债基的比价优势明显减弱，高等级信用债增强（尤其是在资本成本率要求不高阶段），贷款受限于需求和信用成本，银行较难将配债额度大幅腾挪。新政落地后，银行直接买债的税后收益下降，但公募基金的税收规则短期内不会调整，形成一个短暂的税收套利窗口，建议关注基金仓位水平处于历史较低位置的银行需求。

● **政府债新券征所得税，或拖累上市银行当年净利润 3.08 pct，国有行影响较大**

测算政府债免税对国有行净利润贡献约 20%，是大行盈利的重要支撑项；单年新增政府债征税对上市银行净利润冲击约-3.08%，其中国有行-3.64%最大，城商行-2.43%，股份行和农商行相对温和。但新券票息因征税补偿边际上行，利息收入科目不降反升，NIM 无负面影响。受冲击的是所得税费用增加带来的税后净利润、ROE、EVA 收缩。按债券组合久期 3-5 年测算，每年约 20%-30%持仓切换到应税口径，渐进侵蚀比一次性重估更难对冲。

● **银行盈利短期无下修压力，资负管理能力分化将成定价主线**

当前该政策仅为方法论层面的提示，不构成短期事件冲击。新老划断下无即期利润表冲击，老券浮盈甚至构成短期账面催化，银行股盈利预测无需下修，需要跟踪的是政策落地节奏与细则配套。结构上关注三条线索：**一是债券账户结构迁移方向，**自营交易盘能力强的银行，在利率波动周期中更易通过波段收益对冲税后票息收窄。**二是债基仓位回补节奏，**受避税事件催化，2026H1 银行债基被超赎，收益率表现支撑下 2026H2 有望回补。**三是存量政府券久期与持仓结构。**老券多久期长、配置盘占比高的银行短期浮盈增厚更明显；但久期偏短、地方债占比高的银行，再投资税后收益缺口最先体现，中期 ROE 承压。新政对银行的资负管理能力提出更高要求，也将重塑债券市场的投资者结构与流动性格局。

● **风险提示：**税收政策落地节奏与形式存在不确定性；利率大幅波动等。

目 录

1、 债贷比价还原税收因素的政策背景 3
1.1、 从货政报告方法论表述到政策推演 4
1.2、 底层逻辑：财政隐性补贴退出，修复国债收益率曲线流动性基础 4
2、 对银行资负行为的可能传导 6
2.1、 存量方面，老券从“高息资产”升级为“稀缺免税资产” 6
2.2、 增量配置行为：债贷比价重构，高等级信用债或是承接方向 6
2.3、 自营投资债基或迎短暂催化时机 7
2.4、 账户策略：从 AC 主导向 FVOCI、FVTPL 转移，交易属性增强 10
2.5、 久期与 FTP 定价：从被动配置转向主动管理 11
2.6、 流动性管理：HQLA 功能不变，但持有成本提高 11
3、 对银行经营业绩的影响 11
3.1、 测算 2026H1 政府债免税收入对上市银行净利润贡献约 16% 11
3.2、 若政府债新券征收所得税，或拖累上市银行当年净利润 3.08 pct 12
3.3、 其他业绩相关的潜在影响 14
4、 投资建议：政策预期阶段银行板块盈利预测无需调整 14
5、 风险提示 15

图表目录

图 1： 国有行金融投资占总资产比例持续提升，且以 AC 账户投资为主 5
图 2： 2026H1 上市银行金融投资配置盘中，政府债持有比例约 70% 5
图 3： 测算 2026H1 国有行 AC 投资平均剩余期限为 5.15（年） 6
图 4： 浦发银行基金持仓分位水平与规模变动明显负相关（亿元） 8
图 5： 平安银行 2023H1、2025H2 和 2026H1 的赎回行为发生在历史仓位高点（亿元） 9
图 6： 兴业银行在 2025H1 和 2026H1 的增持也是在历史仓位水平低点（亿元） 9
图 7： 2026H1 上市银行持仓基金占总资产比例分位水平（2019 年以来数据统计） 10

表 1： 2025 年 8 月国债、地方债、金融债的利息收入恢复缴纳增值税，机构自营 6%、广义资管（含公募基金）3% 3
表 2： 添加所得税后，新券政府债相较于贷款、债基的比价优势明显减弱（截至 2026.11.12） 7
表 3： 若政策调整，通过公募基金持有利率债的税优便利显现 8
表 4： 测算 2026H1 政府债免税收入对国有行贡献最大，约占比净利润 20%（亿元） 11
表 5： 若新配政府债利息收入征所得税，测算国有/股份/城商/农商行净利润分别-3.64 / -1.72 / -2.43 / -1.95 pct（亿元） 13

1、 债贷比价还原税收因素的政策背景

核心观点：2026Q3 货政报告专栏首次在官方表述中明确“债券按税后收益定价、跨品种比较需还原税收因素”，打开了一个长期被讨论的情景窗口——若未来对新发行国债、地方债利息收入恢复征收 25%所得税，银行资负表将面临系统性重构。

我们基于新老划断假设做压力测试推演：对银行即期利润表冲击有限，老券稀缺性甚至带来 FVOCI 浮盈，真正压力可能在 3-5 年内到期债券再配置的税收收益缺口，将系统性压低银行债券投资的税后 RAROC 与内生资本补充能力，推动资产配置从“免税票息驱动”向“风险调整后收益+资产流动驱动”，政府债持有到期需求或一定程度收缩，优质信贷与高等级信用债或是承接方向，若公募基金税收规则暂不调整或能阶段性催化银行配置需求。

表1：2025 年 8 月国债、地方债、金融债的利息收入恢复缴纳增值税，机构自营 6%、广义资管（含公募基金）3%

银行、保险、券商的自营(增值税：利息及资本利得-征 6%，所得税：利息及资利得-征 25%)

	增值税		所得税	
债券品种	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免（6%）	6%	免	25%
地方政府债	免（6%）	6%	免	25%
政策性金融债	免（6%）	6%	25%	25%
铁道债	6%	6%	减半	25%
金融债	免（6%）	6%	25%	25%
同业存单	免	6%	25%	25%
信用债等	6%	6%	25%	25%
股票	不应税	6%	免	25%

公募基金(增值税利息-征，资本利得-免，所得税-免)

	增值税		所得税	
债券品种	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免（3%）	免	免	免
地方政府债	免（3%）	免	免	免
政策性金融债	免（3%）	免	免	免
铁道债	3%	免	免	免
金融债	免（3%）	免	免	免
同业存单	免	免	免	免
信用债等	3%	免	免	免
股票	不应税	免	免	免

资管类机构(增值税利息-征，资本利得-征，所得税-免)

	增值税		所得税	
债券品种	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免（3%）	3%	免	25%
地方政府债	免（3%）	3%	免	25%
政策性金融债	免（3%）	3%	25%	25%
铁道债	3%	3%	减半	25%
金融债	免（3%）	3%	25%	25%
同业存单	免	3%	25%	25%
信用债等	3%	3%	25%	25%
股票	不应税	3%	免	25%

*简易税率 3%，不可抵扣。包括各类资管类机构非保本理财、基金专户、券商资管、保险资管、信托等非法人类机构；**非保本资管产品**需按照规定由管理人缴纳增值税，穿透后根据具体的投资品种来缴纳，所得税因目前尚未提及可免。*

社保、养老金(增值税利息-免，资本利得-免，所得税-免)

	增值税		所得税	
债券品种	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免	免	免	免
地方政府债	免	免	免	免
政策性金融债	免	免	免	免
铁道债	免	免	免	免
金融债	免	免	免	免
同业存单	免	免	免	免
信用债等	免	免	免	免
股票	不应税	免	免	免

对社保基金会及养老基金投资管理机构提供贷款服务取得的全部利息及利息性质的收入和金融商品转让收入，免征增值税；运用养老基金投资取得的归属于养老基金的投资收入，作为企业所得税不征税收入。

资料来源：财政部、税务总局、开源证券研究所

1.1、 从货政报告方法论表述到政策推演

我们认为 2026Q3 货政报告专栏关于税收因素的表述，不是一般学术性讨论，而是央行对当前债券定价扭曲的一次提示。专栏明确提出三层含义：一是国债利息免征所得税导致应税投资者愿意接受更低收益率；二是当前国债与贷款、信用债的利率比较存在税收口径偏差；三是做宏观利率分析时需还原税收影响。

这一表述的政策含义在于：**央行已经在官方框架中指出当前低至历史低位的国债收益率中，有一部分是税制补贴压低的，而非纯粹的市场化无风险利率。**既然官方开始强调“还原税收因素”，意味着未来若推进税制中性化改革——即对新发行国债、地方债利息恢复征收企业所得税，在方法论上已具备政策铺垫。

我们基于以下假设展开推演：

新老划断：已发行存量国债、地方债继续免税，未来新发行券种利息收入正常缴纳 25%企业所得税；

不追溯：不对存量债券补征，避免银行表内一次性估值冲击；

配套不变：风险权重、流动性监管要求等规则不变。

1.2、 底层逻辑：财政隐性补贴退出，修复国债收益率曲线流动性基础

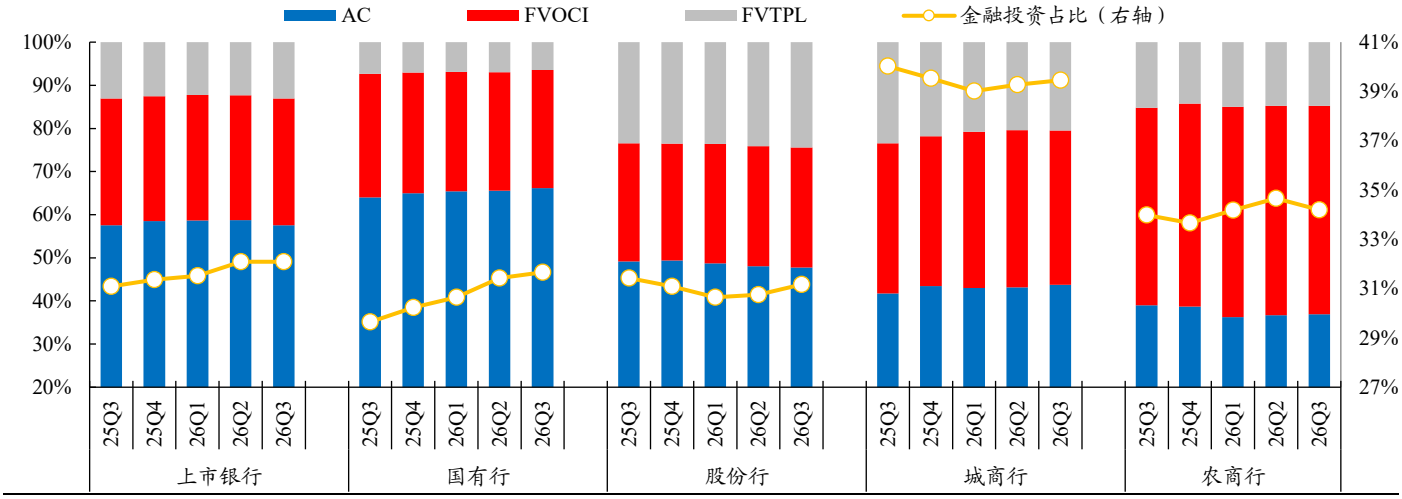
国债、地方债利息免税本质是财政对金融体系的隐性补贴，规模随持仓扩张而累积。银行体系持有国债+地方债规模已超过 70 万亿元，按当前收益率和 25%税率粗算，每年因免税而少缴的企业所得税对应千亿级规模——这是一笔不体现在财政预算表上的隐性支出。

在土地出让收入下行、化债期财政支出刚性扩张的背景下，这笔隐性补贴的财政机会成本越来越高。恢复征税的真实目的不是加税本身，而是让国债收益率反映真实的税后资金成本，推动财政发债定价市场化，同时倒逼银行重新评估债券资产在资产负债表中的权重。

更深层的政策意图，是倒逼银行从“持有到期吃票息”转向“主动交易管理久期”，修复国债收益率曲线的流动性基础。当前银行体系持有利率债以 AC 账户（持有至到期）为主，核心逻辑是“免税票息覆盖负债成本”——只要票息高于 FTP 负

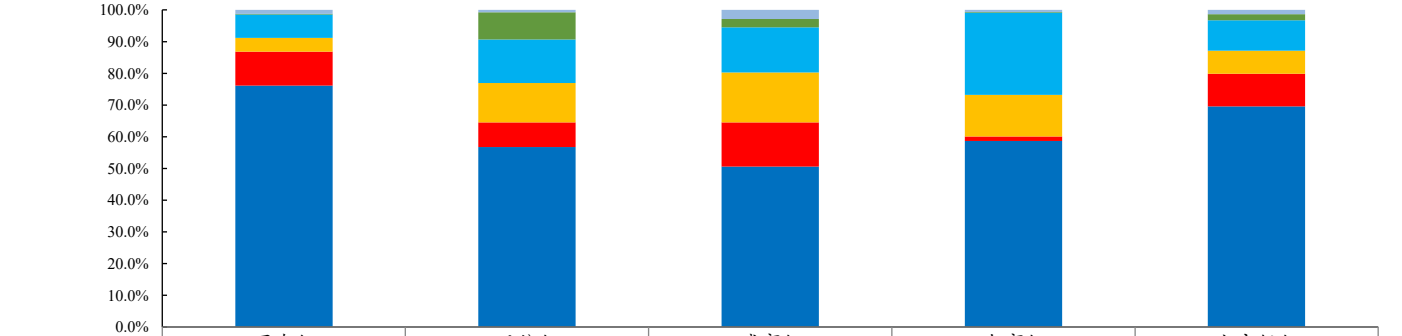
债成本，买入持有到期就是最优解，不需要久期管理、不需要利差交易。这种行为模式导致大量国债、地方债被锁定在资产负债表里，二级市场可流通券偏少，收益率曲线在关键期限点上出现“流动性点位缺失”——曲线形态更多反映配置盘的刚性需求，而非交易盘的价格发现。

图1：国有行金融投资占总资产比例持续提升，且以 AC 账户投资为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026H1 上市银行金融投资配置盘中，政府债持有比例约 70%



	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
其他	1.3%	0.8%	2.9%	0.7%	1.4%
非标	0.2%	8.6%	2.6%	0.1%	1.9%
基金投资	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
金融债	7.4%	13.7%	14.2%	26.0%	9.6%
企业债	4.3%	12.5%	15.8%	13.1%	7.2%
政金债	10.7%	7.7%	13.9%	1.4%	10.3%
政府债	76.1%	56.8%	50.6%	58.7%	69.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所 （配置盘指 FVOCI+AC 账户金融投资）

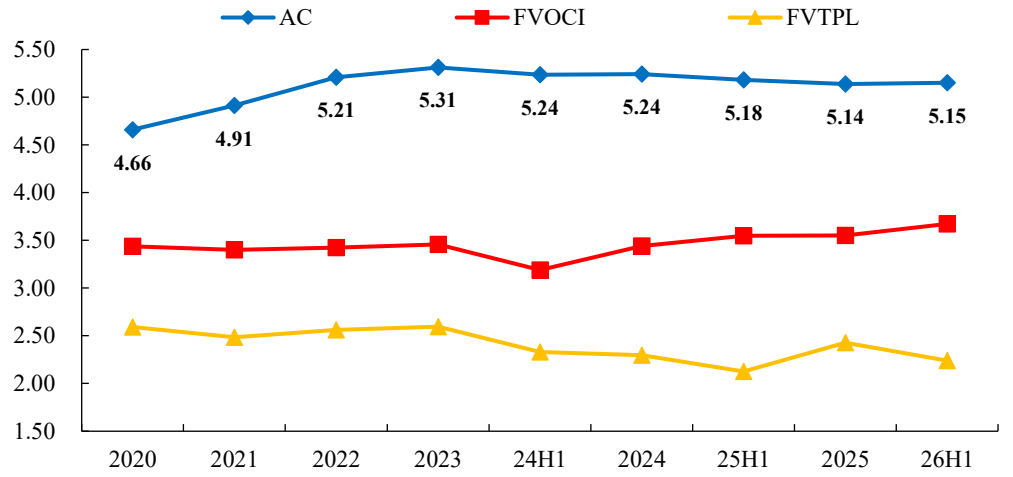
免税收益取消后，“买债吃息覆盖成本”的简单策略不再成立。税后票息收窄，银行必须通过久期管理、波段交易、骑乘策略、利差套利来增厚收益，债券账户从 AC 向 FVOCI / FVTPL 迁移的动力增强。交易活跃度提升意味着收益率曲线的关键期限点（1Y/3Y/5Y/10Y）有更多真实成交支撑，曲线形态从“配置盘单边定价”转向“交易盘+配置盘共同定价”，货币政策利率向长端传导的效率随之改善。

2、 对银行资负行为的可能传导

2.1、 存量方面，老券从“高息资产”升级为“稀缺免税资产”

新老划断下，已持有老国债、老地方债的银行不仅不受损，反而获得一次性资本利得。老券免税属性永久存续，在新券应税的双轨体系下，老券成为不可再生的税收溢价品种。边际定价者（纳税银行）会持续增持老券，推动老券收益率下行、价格上涨，FVOCI 账户确认浮盈，其他综合收益增加，核心一级资本边际改善。这一效应对组合久期长、持仓政府债占比高的国有大行最为显著。

图3：测算 2026H1 国有行 AC 投资平均剩余期限为 5.15（年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 增量配置行为：债贷比价重构，高等级信用债或是承接方向

国债、地方债对银行的吸引力原本是“低风险权重+免税+高流动性”三重叠加。免税优势消失后，三重吸引力减为两重，税后 RAROC 排序在资产配置矩阵中整体后移。FTP 考核下，银行司库将重新比较三条路径：

路径一：继续配新国债。税后票息下降，但资本占用为零、流动性储备功能保留，作为 HQLA 一级资产的监管功能不变。

路径二：增配高等级信用债。税后口径与国债拉平税收差异后，信用利差重新具有吸引力；投资级企业债权风险权重 75%，低于一般对公贷款的 100%，叠加信用成本低于贷款，税后 RAROC 相对占优。这是税收优惠取消后，银行腾挪出的配置额度较可能的边际承接方向。

路径三：加大实体贷款投放。贷款表面票息高于国债，但受限于需求，在贷款利率历史低位、信用成本刚性的环境下，税后 RAROC 未必优于应税国债——这也是当前银行资产荒的微观基础。税收优惠取消后，腾挪出的额度不会简单回流贷款。

表2：添加所得税后，新券政府债相较于贷款、债基的比价优势明显减弱（截至 2026.11.12）

	企业贷款	票据贴现	消费贷	按揭贷款	国债10Y	国债30Y	国债10Y	国债30Y	国开债5Y	地方债10Y	债基	货基
名义收益率	**2.96%**	**0.74%**	**3.00%**	**3.05%**	**1.60%**	**2.05%**	**1.60%**	**2.05%**	**1.44%**	**1.66%**	**3.01%**	**1.18%**
平均负债成本率	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%
税收成本	0.87%	0.22%	0.88%	0.89%	0.09%	0.12%	0.47%	0.60%	0.42%	0.49%	0.00%	0.00%
增值税	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*0%*	*0%*
所得税	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*0%*	*0%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*0%*	*0%*
资本成本	*0.42%*	*0.42%*	*0.39%*	*0.16%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.06%*	*0.24%*	*0.20%*
资本转换系数	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*
资本成本率	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
风险权重	*67%*	*67%*	*62%*	*26%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*10%*	*38.4%*	*31%*
存款派生收益	*0.63%*	*0.00%*	*0.11%*	*0.32%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
信用成本	*0.98%*	*0.00%*	*2.45%*	*0.62%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
综合收益率	***1.32%***	***0.10%***	***-0.61%***	***1.69%***	***1.51%***	***1.94%***	***1.13%***	***1.45%***	***1.02%***	***1.11%***	***2.77%***	***0.99%***

数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）企业贷款、按揭贷款、票据贴现名义收益率为 2026 年 09 月新发放贷款加权平均利率。
（2）各类债券名义收益率最新一天到期收益率;
（3）资本成本=风险权重*资本成本率（取决于各行资本使用效率要求，设为 6%）*资本转换系数（10.5%）;
（4）平均负债成本率：2026H1 上市银行平均负债成本率
（5）税收成本=（名义收益率*6%/1.06+（名义收益率/1.06-平均负债成本率）*25%）
（6）存款派生收益=净息差*存款派生率*（1-所得税率），设企业贷款存款派生率为 60%，按揭贷款为 30%，消费贷为 10%。
（7）信用成本取高级法六家银行披露的预期损失率=PD*LGD
（8）综合收益率=名义收益率-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本
（9）静态测算，未考虑国债&政府债还原税收后债券定价的变化。

2.3、 自营投资债基或迎短暂催化时机

新政落地后，银行直接买应税国债的税后收益下降，但公募基金的税收规则短期内可能不会调整，形成一个短暂的税收套利窗口。从目前的税盾来看，在不考虑资金成本的情况下，通过公募基金投资 5Y 国债、地方债新券有接近 40BP 的节税效应。

但这一窗口是短暂的，税收套利不可持续。公募基金层面的税收优惠是制度性安排，不会为配合国债征税而单独调整；但税务部门在出台细则时，大概率会同步封堵机构投资者通过债基规避国债利息税负的通道——要么对机构从债基分配中取得的收入恢复征税，要么对基金层面的债券利息收入补征企业所得税。在细则完全配套之前的过渡期，银行自营资金增配债基的行为会集中释放，构成利率债基规模的短期催化；长期看，债基仍要回归“主动管理能力+费率”的本源竞争，税优带来的规模红利不会持久。

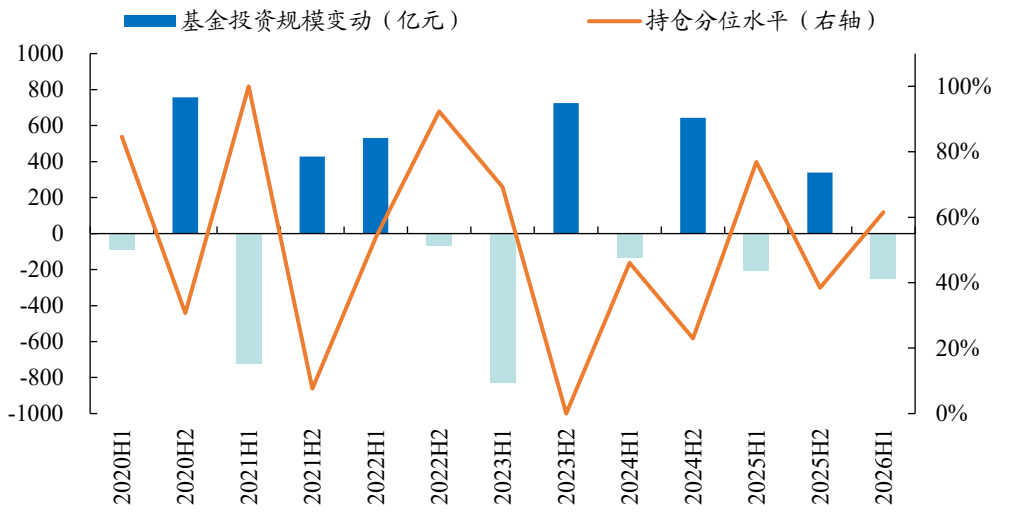
表3：若政策调整，通过公募基金持有利率债的税优便利显现

利率债	国债（5Y				地方政府债（5Y,AAA）			
机构	票息收入	增值税	所得税	合计	票息收入	增值税	所得税	合计
公募基金	1.35%	3.00%	0.00%	0.04%	1.41%	3.00%	0.00%	0.04%
银行自营	1.35%	6.00%	25.00%	0.41%	1.41%	6.00%	25.00%	0.43%
			节税效果（bp）	37.53			节税效果（bp）	39.05
金融债	国开债(5Y)				商业银行普通金融债（3Y）			
机构	票息收入	增值税	所得税	合计	票息收入	增值税	所得税	合计
公募基金	1.46%	3.00%	0.00%	0.04%	1.53%	3.00%	0.00%	0.04%
银行自营	1.46%	6.00%	25.00%	0.45%	1.53%	6.00%	25.00%	0.47%
			节税效果（bp）	40.40			节税效果（bp）	42.53
信用债	企业债 AAA（5Y）				同业存单 AAA（1Y）			
机构	票息收入	增值税	所得税	合计	票息收入	增值税	所得税	合计
公募基金	1.63%	3.00%	0.00%	0.05%	1.41%	0.00%	0.00%	0.00%
银行自营	1.63%	6.00%	25.00%	0.50%	1.41%	0.00%	25.00%	0.35%
			节税效果（bp）	45.11			节税效果（bp）	35.33

数据来源：Wind、开源证券研究所

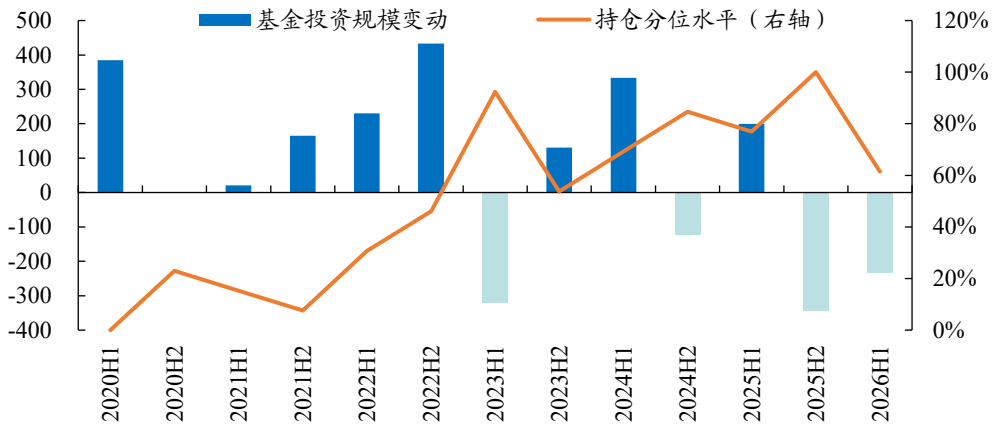
我们观察银行投资基金的规律，基金投资的仓位水平也会对其投资基金行为产生影响，仓位过低时，银行有回补配置动力。我们以基金投资规模波动较大的几家股份行为例，持仓分位水平为前一期数据。（1）浦发银行相关性最明显，仓位高点减仓，仓位低点加仓；（2）兴业银行在 2025H1 和 2026H1 的大规模增持也是在历史仓位水平低点进行的；（3）平安银行 2023H1、2025H2 和 2026H1 的大规模赎回行为发生在历史仓位高点。

图4：浦发银行基金持仓分位水平与规模变动明显负相关（亿元）



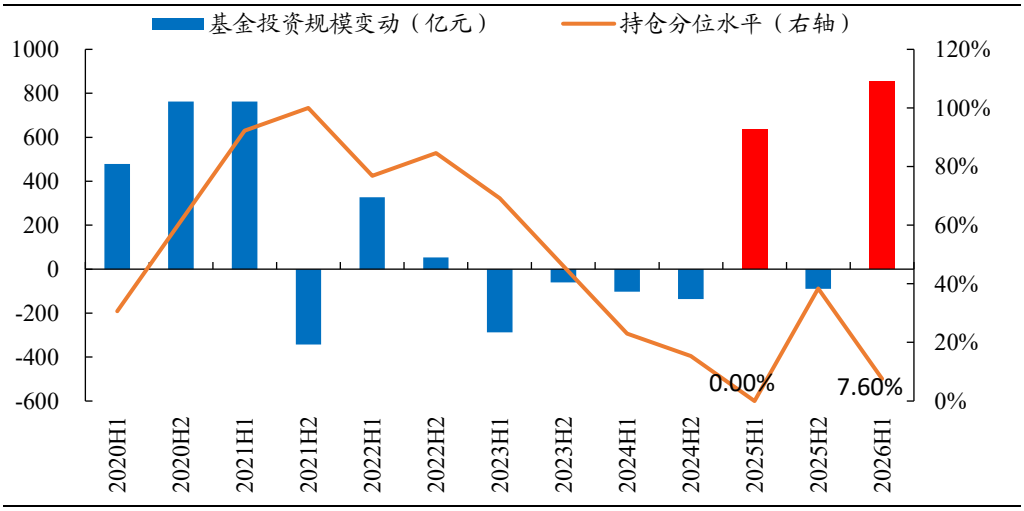
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：平安银行 2023H1、2025H2 和 2026H1 的赎回行为发生在历史仓位高点（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

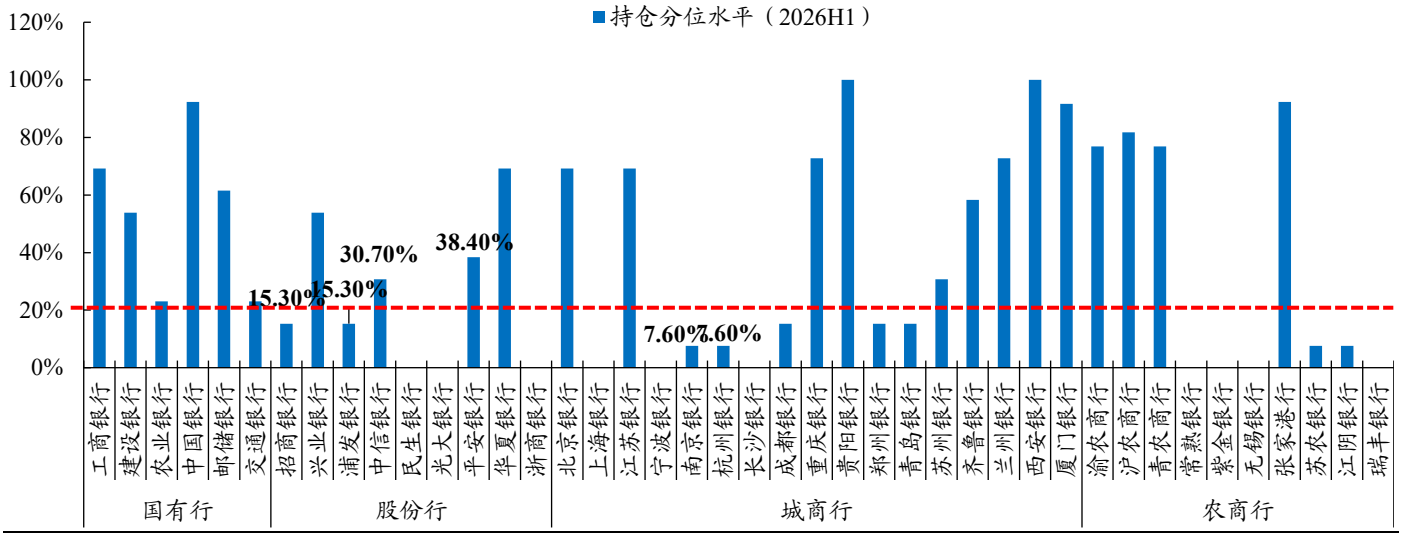
图6：兴业银行在 2025H1 和 2026H1 的增持也是在历史仓位水平低点（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于 2025 年利率债基收益表现一般，加之中行避税事件催化，我们认为 2026H1 银行债基已经被超赎，在今年债基较好的收益率表现下，2026 年下半年有望回补基金仓位，关注基金仓位水平处于历史较低位置的银行。如国有行中的农行和交行；股份行中的招行、浦发、中信、民生和光大等；城商行中的上海银行、宁波银行、南京银行、杭州银行等。

图7：2026H1 上市银行持仓基金占总资产比例分位水平（2019 年以来数据统计）



数据来源：Wind、开源证券研究所

银行持仓债基资产投向会向国债和地方债倾斜。基金分红收入的免税优势是银行自营进行委外基金投资的重要考虑，2026H1 银行持仓债基的底层资产主要投向现行税收政策框架下免税效应较好的券种，如政金债、金融债和信用债。银行自营投资国债和地方债所得税优惠取消后，或有通过委外基金配国债和地方债继续享受税收优惠的诉求。

表4：2026H1 银行持仓债基底层资产投向信用债和金融债比例提升（关联方口径）

日期	买入返售	银行存款	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他债券
2024	1.7%	1.4%	0.2%	5.0%	1.9%	16.2%	59.0%	12.1%	0.0%	0.1%	0.4%	1.9%
25H1	1.1%	1.0%	0.3%	6.4%	1.5%	16.2%	57.0%	13.9%	0.0%	0.1%	0.5%	2.0%
2025	2.4%	1.5%	0.2%	3.5%	1.2%	15.7%	52.9%	20.6%	0.0%	0.1%	0.7%	1.3%
26H1	2.8%	2.2%	0.6%	4.7%	0.9%	17.0%	46.4%	22.6%	0.1%	0.1%	0.8%	1.8%
变动	0.5%	0.8%	0.4%	**1.2%**	-0.3%	**1.3%**	**-6.5%**	**1.9%**	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 账户策略：从 AC 主导向 FVOCI、FVTPL 转移，交易属性增强

免税时代，银行利率债大量计入 AC 账户（持有至到期），因为策略是买入持有、吃票息覆盖负债成本，不需要考虑市值波动。税后票息收窄后，单纯持有到期的收益不足以覆盖资金成本，银行必须主动管理久期、捕捉波段收益，债券账户分类将出现结构性迁移：

AC 账户占比下降：新买入的应税国债、地方债不再适合全部放入 AC，因为持有到期的税后收益吸引力不足，需要通过交易增厚收益。

FVOCI 账户占比上升：部分债券计入 FVOCI，既可以在需要时卖出交易，又能将公允价值变动计入其他综合收益而不直接冲击当期利润。

FVTPL 账户（交易盘）占比上升：自营交易盘的规模可能扩大，做波段交易、

换手率提升，通过骑乘策略、利差套利、久期波段来获取资本利得。

这一账户迁移是央行乐见的——它直接对应“修复收益率曲线流动性”的政策目标。当更多债券从锁死的 AC 账户进入可交易的 FVOCI/FVTPL 账户，二级市场成交量上升，曲线关键期限点的价格发现功能恢复。

2.5、 久期与 FTP 定价：从被动配置转向主动管理

免税时代，银行久期管理是被动的——买入长端老券吃高票息，久期由负债结构和监管要求决定。税后票息收窄后，久期管理从“成本中心”变成“利润中心”：银行需要根据利率走势主动调整久期，在下行波段拉久期赚资本利得，在上行波段缩短久期规避估值损失。

FTP（内部资金转移定价）也将相应调整。国债在 FTP 体系中的定价原本包含一层免税溢价，即国债资金成本被视为低于应税同期限资产；免税取消后，这层溢价消失，FTP 曲线的国债锚需要重新校准，贷款与债券之间的相对吸引力在内部考核中重新排序。

2.6、 流动性管理：HQLA 功能不变，但持有成本提高

国债作为 HQLA 一级资产的监管地位不受影响——风险权重 0%、LCR 分子折算系数 100%，这些监管规则不因税收变化而调整。但银行持有 HQLA 的税后收益下降了，意味着满足流动性监管要求的成本上升。银行会更精细地权衡：持有多少国债刚好满足 LCR 要求，超出部分是否转向收益更高的信用债或贷款。

3、 对银行经营业绩的影响

3.1、 测算 2026H1 政府债免税收入对上市银行净利润贡献约 16%

从静态测算来看存量免税收入贡献，政府债免税是国有大行净利润的重要支撑项，若该政策调整，国有行盈利受冲击的绝对规模和相对比例均或高于中小行。

测算过程如下：

① 银行财报会披露免税收入对应的税收贡献；

② 免税收入=免税额度/25%，包含政府债利息收入、基金分红收入、农户小额贷款利息收入等；

③ 政府债利息收入=金融投资利息收入*政府债占金融投资比例；

④ 政府债利息收入免税额=政府债利息收入*25%；

⑤ 政府债免税对净利润影响=政府债利息收入免税额/净利润。

表5：测算 2026H1 政府债免税收入对国有行贡献最大，约占比净利润 20%（亿元）

银行名称	免税收入减免的税收规模				政府债利息收入测算				政府债利息收入免税规模				政府债免税对净利润贡献			
	2023	2024	2025	2026H1	2023	2024	2025	2026H1	2023	2024	2025	2026H1	2023	2024	2025	2026H1
工商银行	653	700	756	403	2510	2698	2888	1480	628	675	722	370	17%	18%	19%	21%
建设银行	584	617	658	339	2113	2205	2345	1255	528	551	586	314	16%	16%	17%	18%
农业银行	519	607	696	380	1991	2500	2866	1471	498	607	696	368	18%	21%	24%	25%

中国银行	352	357	414	198	1336	1530	1661	859	334	357	415	198	14%	14%	16%	15%
交通银行	237	241	249	125	764	810	799	394	191	202	200	99	20%	21%	21%	20%
邮储银行	191	196	217	112	429	476	597	331	107	119	149	83	12%	14%	17%	16%
招商银行	189	185	221	110	492	468	556	295	123	117	139	74	8%	8%	9%	10%
兴业银行	139	131	111	54	311	265	271	112	78	66	68	28	10%	9%	9%	7%
浦发银行	102	98	95	42	230	208	202	115	57	52	50	29	15%	11%	10%	9%
中信银行	131	137	100	51	321	306	271	135	80	76	68	34	12%	11%	9%	9%
民生银行	101	95	90	37	331	323	278	124	83	81	70	31	23%	25%	23%	16%
平安银行	71	72	66	32	180	161	129	66	45	40	32	17	10%	9%	8%	6%
光大银行	75	75	75	33	209	218	223	107	52	55	56	27	13%	13%	14%	14%
华夏银行	35	39	39	19	198	180	192	92	35	39	39	19	13%	14%	14%	19%
浙商银行	31	33	30	10	73	69	77	36	18	17	19	9	12%	11%	14%	11%
北京银行	45	47	43	21		95	105	48	27	24	26	12	10%	9%	13%	8%
上海银行	46	49	43	16	101	120	94	45	25	30	24	11	11%	13%	10%	8%
江苏银行	53	63	65	33	103	111	141	78	26	28	35	20	9%	8%	10%	9%
宁波银行	60	66	66	-	136	129	175	84	34	32	44	21	13%	12%	15%	13%
南京银行	37	36	34	14	44	47	56	33	11	12	14	8	6%	6%	6%	6%
杭州银行	23	27	32	14	80	82	81	48	20	21	20	12	14%	12%	11%	9%
长沙银行	18	21	22	11	41	58	62	27	10	14	16	7	13%	18%	19%	15%
成都银行	14	16	17	9	45	36	43	27	11	9	11	7	10%	7%	8%	10%
贵阳银行	12	13	12	6	49	39	23	15	12	10	6	4	20%	18%	11%	16%
重庆银行	9	10	15	7	48	43	50	25	9	10	13	6	16%	18%	21%	17%
郑州银行	6	7	6	2	19	15	15	7	5	4	4	2	26%	20%	20%	10%
青岛银行	8	6	7	3	13	12	11	6	3	3	3	1	9%	7%	5%	4%
苏州银行	6	6	7	4	12	10	12	6	3	3	3	2	6%	5%	5%	5%
齐鲁银行	11	13	15	8	36	43	43	22	9	11	11	5	21%	22%	19%	17%
西安银行	8	9	9	6	31	28	28	11	8	7	7	3	32%	27%	26%	19%
厦门银行	8	8	7	3	19	16	16	8	5	4	4	2	17%	14%	14%	15%
兰州银行	5	5	6	3	11	13	17	9	3	3	4	2	15%	17%	23%	26%
渝农商行	20	19	22	10	98	91	91	44	20	19	22	10	18%	16%	18%	12%
沪农商行	14	15	16	7	35	41	41	18	9	10	10	5	7%	8%	8%	6%
青农商行	10	10	10	3	20	19	17	7	5	5	4	2	19%	17%	13%	8%
常熟银行	4	5	5	3	12	16	15	7	3	4	4	2	9%	10%	9%	8%
无锡银行	4	4	5	2	11	9	14	5	3	2	3	1	13%	10%	15%	10%
紫金银行	2	2	2	1	7	5	4	3	2	1	1	1	11%	7%	9%	7%
苏农银行	3	3	3	1	8	7	6	3	2	2	2	1	11%	9%	7%	6%
张家港行	4	4	3	1	11	9	6	3	3	2	2	1	15%	11%	8%	7%
瑞丰银行	4	6	6	3	9	12	13	7	2	3	3	2	13%	16%	16%	19%
江阴银行	4	4	3	1	16	8	9	4	4	2	2	1	19%	10%	11%	12%
国有行	2536	2718	2990	1557	9143	10219	11156	5790	2286	2511	2769	1430	16%	18%	19%	20%
股份行	872	864	827	387	2344	2199	2200	1082	571	544	541	266	11%	11%	11%	10%
城商行	368	403	408	159	896	897	971	501	220	223	243	125	12%	11%	12%	10%
农商行	70	72	73	34	226	216	216	102	52	50	53	25	13%	12%	12%	9%
上市银行	3846	4057	4299	2137	12610	13530	14543	7475	3129	3329	3605	1846	15%	15%	16%	16%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 若政府债新券征收所得税，或拖累上市银行当年净利润 3.08 pct

新老划断下，新增政府债利息征税对上市银行净利润的边际冲击约 -3.08%，远小于存量免税对净利润约 20% 的贡献，政策缓冲垫充足。

冲击结构上，国有行受影响最大（-3.64%），主要是国有行作为政府债承销与配置的主力，年度新增配债规模最大——所得税影响绝对额 551 亿，占上市银行总影响的近八成。城商行次之(-2.43%)，与其深度承接地方债发行有关；股份行(-1.72%)和农商行（-1.95%）相对温和。

表6：若新配政府债利息收入征所得税，测算国有/股份/城商/农商行净利润分别-3.64 / -1.72 / -2.43 / -1.95 pct（亿元）

银行名称	余额净增规模（2025）			期量（测算值）			2025 年新增规模（合计）			对所得税影响			对净利润影响		
	政府债	国债	地方债	政府债	国债	地方债	政府债	国债	地方债	政府债	国债	地方债	政府债	国债	地方债
工商银行	21409	14085	7324	16582	5274	11307	37991	19359	18632	153.8	76.5	77.3	-3.94%	-1.96%	-1.98%
建设银行	17593	12712	4881	6994	2295	4699	24587	15007	9580	99.0	59.3	39.8	-2.74%	-1.64%	-1.10%
农业银行	30033	23174	6859	12132	3817	8314	42164	26991	15173	169.6	106.6	63.0	-5.44%	-3.42%	-2.02%
中国银行	9484	7911	1573	9563	3139	6425	19047	11049	7998	76.8	43.6	33.2	-3.00%	-1.70%	-1.29%
邮储银行	6998	4201	2797	2134	701	1434	9132	4902	4231	36.9	19.4	17.6	-4.04%	-2.12%	-1.92%
交通银行	835	-167	1002	2819	1138	1681	3654	971	2683	15.0	3.8	11.1	-1.48%	-0.38%	-1.10%
招商银行	4885	452	4432	2222	778	1444	7106	1230	5876	29.2	4.9	24.4	-1.90%	-0.32%	-1.59%
兴业银行	1071	-279	1351	1066	373	693	2137	94	2043	8.8	0.4	8.5	-1.19%	-0.05%	-1.14%
浦发银行	796	-244	1040	972	340	632	1769	96	1672	7.3	0.4	6.9	-1.40%	-0.07%	-1.33%
中信银行	43	-723	766	1907	668	1240	1950	-55	2006	8.3		8.3	-1.14%	0.00%	-1.14%
民生银行	-1126	-1019	-107	1732	606	1126	606	-412	1019	4.2		4.2	-1.62%	0.00%	-1.62%
光大银行	1332	-32	1365	1064	373	692	2397	340	2056	9.9	1.3	8.5	-3.33%	-0.45%	-2.88%
平安银行	-337	-523	186	1159	406	754	823	-117	940	3.9		3.9	-0.89%	0.00%	-0.89%
华夏银行	1452	45	1407	1147	402	746	2600	447	2153	10.7	1.8	8.9	-4.80%	-0.79%	-4.01%
浙商银行	-63	-186	122	462	162	300	398	-24	422	1.8		1.8	-1.34%	0.00%	-1.34%
北京银行	989	213	775	580	290	290	1569	503	1065	6.4	2.0	4.4	-3.01%	-0.93%	-2.07%
上海银行	-955	-708	-246	584	292	292	-371	-416	46	0.2		0.2	-0.10%	0.00%	-0.10%
江苏银行	1546	379	1167	1011	506	506	2557	884	1673	10.4	3.5	6.9	-2.79%	-0.94%	-1.86%
宁波银行	2009	552	1457	1079	539	539	3088	1091	1996	12.6	4.3	8.3	-3.83%	-1.31%	-2.52%
南京银行	268	-36	304	454	227	227	722	191	531	3.0	0.8	2.2	-1.26%	-0.32%	-0.94%
杭州银行	109	-123	231	437	219	219	546	96	450	2.2	0.4	1.9	-1.08%	-0.18%	-0.89%
长沙银行	687	184	503	399	199	199	1086	384	702	4.4	1.5	2.9	-5.18%	-1.77%	-3.41%
成都银行	593	189	404	133	66	66	726	256	470	3.0	1.0	2.0	-2.13%	-0.73%	-1.41%
重庆银行	467	124	342	229	115	115	696	239	457	2.8	0.9	1.9	-4.52%	-1.50%	-3.02%
贵阳银行	-3	-79	76	131	66	66	129	-13	142	0.6		0.6	-1.25%	0.00%	-1.25%
郑州银行	106	17	89	89	45	45	195	62	133	0.8	0.2	0.6	-4.00%	-1.22%	-2.78%
青岛银行	3	-27	30	24	12	12	27	-15	41	0.2		0.2	-0.29%	0.00%	-0.29%
苏州银行	192	57	135	120	60	60	312	117	195	1.3	0.5	0.8	-2.20%	-0.80%	-1.40%
齐鲁银行	230	8	222	261	130	130	491	139	352	2.0	0.5	1.5	-3.13%	-0.85%	-2.28%
兰州银行	249	81	168	52	26	26	301	107	194	1.2	0.4	0.8	-7.32%	-2.52%	-4.80%
西安银行	-14	-64	50	157	79	79	143	15	128	0.6	0.1	0.5	-2.07%	-0.20%	-1.86%
厦门银行	24	-28	52	93	46	46	116	18	98	0.5	0.1	0.4	-1.75%	-0.26%	-1.49%
渝农商行	285	-53	337	630	315	315	915	262	652	3.7	1.0	2.7	-2.86%	-0.79%	-2.07%
沪农商行	137	-29	166	187	94	94	324	65	259	1.3	0.3	1.1	-1.07%	-0.21%	-0.86%
青农商行	-39	-60	21	116	58	58	77	-2	79	0.3		0.3	-1.03%	0.00%	-1.03%
常熟银行	92	13	79	102	51	51	194	63	130	0.8	0.3	0.5	-1.74%	-0.55%	-1.19%
紫金银行	16	-3	19	37	18	18	53	15	38	0.2	0.1	0.2	-1.84%	-0.51%	-1.33%
无锡银行	203	71	131	64	32	32	267	103	164	1.1	0.4	0.7	-4.59%	-1.72%	-2.87%

张家港行	-81	-57	-24	25	13	13	-56	-45	-11				0.00%	0.00%	0.00%
苏农银行	-3	-17	14	31	15	15	28	-1	30	0.1		0.1	-0.59%	0.00%	-0.59%
江阴银行	3	-22	25	137	69	69	140	47	94	0.6	0.2	0.4	-2.70%	-0.87%	-1.83%
瑞丰银行	32	-13	45	107	54	54	139	40	99	0.6	0.2	0.4	-2.87%	-0.80%	-2.07%
国有行	**86351**	**61915**	**24436**	**50224**	**16364**	**33860**	**136575**	**78280**	**58296**	**551.1**	**309.2**	**241.9**	**-3.64%**	**-2.04%**	**-1.60%**
股份行	**8054**	**-2508**	**10562**	**11732**	**4106**	**7626**	**19786**	**1598**	**18188**	**84.2**	**8.7**	**75.5**	**-1.72%**	**-0.18%**	**-1.55%**
城商行	**6500**	**741**	**5759**	**5833**	**2916**	**2916**	**12332**	**3657**	**8675**	**52.2**	**16.2**	**36.0**	**-2.43%**	**-0.75%**	**-1.67%**
农商行	**645**	**-170**	**815**	**1437**	**718**	**718**	**2082**	**548**	**1534**	**8.8**	**2.4**	**6.4**	**-1.95%**	**-0.52%**	**-1.42%**
上市银行	**101549**	**59978**	**41572**	**69226**	**24105**	**45121**	**170776**	**84083**	**86693**	**696.3**	**336.5**	**359.8**	**-3.08%**	**-1.49%**	**-1.59%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、对所得税影响：年度新增政府债规模*1.66%/1.58%（最新 10Y 地方债/国债到期收益率）*25%；2、对净利润影响：所得税影响规模/2026 年归母净利润

3.3、 其他业绩相关的潜在影响

存量：FVOCI 或有浮盈催生，短期资本充足率边际改善。新老划断下，老券稀缺性溢价推动存量 FVOCI 账户浮盈，其他综合收益增加，核心一级资本边际改善。这是对银行报表最直接、最即时的正面影响。已持有老国债、老地方债且计入 FVOCI 的银行，其持仓市值因稀缺性溢价而上升，直接增厚资本。

AC 账户老券虽不确认公允价值变动，但稀缺溢价构成隐性利润蓄水池，若未来因利润压力卖出可兑现为投资收益；只是放弃永续免税现金流的代价较高，银行大概率选择持有到期。

增量：税后净利润渐进下行，但 NIM 不受负面影响，甚至新增组合收益率提升

老券到期后再投资应税新券，税后债券收益永久性下降，但税前利息收入和 NIM 不受负面影响。这里需要严格区分两个口径：

税前口径（利润表上方）：新券票息因征税补偿反而可能边际上行，利息收入科目金额不降反升，税前 NIM 甚至可能微升。

税后口径（利润表下方）：25%的利息从税前利润中缴纳企业所得税，所得税费用增加，税后净利润、ROA、ROE、EVA 等或将收缩。

按银行债券组合平均久期 3-5 年测算，过渡期内每年约有 20%-30%的持仓自然切换到应税口径，税后债券收益逐年释放下行压力。这种渐进侵蚀比一次性重估更难对冲：一次性浮亏可以通过补充资本消化，但逐年下行的税后盈利直接拉低核心内生资本生成能力，且无法通过资产腾挪完全规避——新老划断下所有新增配债都必须接受税后收益下降的现实。

4、 投资建议：政策预期阶段银行板块盈利预测无需调整

当前该政策仅为方法论层面的官方提示，不构成短期事件冲击。新老划断下无即期利润表冲击，老券 FVOCI 浮盈甚至构成短期账面催化，银行股盈利预测无需下修，真正需要跟踪的是政策落地节奏与细则配套。

结构上关注三条线索：

一是债券账户结构迁移方向。AC 向 FVOCI/FVTPL 迁移的进度，既是银行主动管理久期的信号，也是债市交易活跃度能否修复的微观指标 —— 自营交易盘能

力强的银行，在利率波动周期中更易通过波段收益对冲税后票息收窄。

二是债基仓位回补节奏。受避税事件催化，2026H1 银行债基被超赎，在收益率表现支撑下下半年有望回补。重点关注基金仓位处于历史低位的银行，税优套利窗口打开时这类机构的补配弹性最大。

三是存量政府券久期与持仓结构。老券久期长、配置盘占比高的银行短期浮盈增厚更明显；但久期偏短、地方债占比高的银行，再投资税后收益缺口最先体现，中期 ROE 承压。从 “高免税票息” 逻辑切换到 “资产配置效率” 逻辑，RAROC 框架中税收因子的权重需要重估。

长期看，这一政策若落地，标志着国债定价从“银行配置盘+免税补贴”的扭曲状态，向全市场税后定价的市场化状态转型。国债收益率基准意义强化，货币政策传导效率长期提升；银行则从“买入持有吃票息”的被动配置，转向“主动管理+交易增厚”的精细化运营。这一转型对银行的资负管理能力提出更高要求，也将重塑债券市场的投资者结构与流动性格局。

5、 风险提示

税收政策落地节奏与形式存在不确定性；利率大幅波动加剧债券估值波动；宏观经济下行导致银行资产质量超预期恶化；测算假设与实际情况存在偏差等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn