

资本市场系列（一）：保险资金入市展望

宏观研究

日期： 2025.12.22

分析师 徐林

登记编码：S0950525110001

☎：15921995856

✉：xul3@w kzq.com.cn

相关研究

- 《如何理解与观测中国宏观政策目标？》
(2025/12/9)
- 《资产管理系列（一）：理财子公司战略选择》(2025/12/4)
- 《国际新秩序下的矿业发展格局》
(2025/12/3)
- 《“十五五”规划建议全面解读》(2025/10/31)
- 《内需偏弱下的经济修复与政策应对》
(2025/9/26)
- 《关税战后的全球新秩序》(2025/7/17)
- 《地方债务压力何时出清？财政还需加码多少才能稳增长》(2025/6/23)
- 《俄乌冲突的推演及影响》(2025/3/17)
- 《房地产深度报告（二）：土地财政退潮经济增长模式的转折点与地产的未来》
(2024/9/20)
- 《房地产深度报告（一）：我国历史上的七次深度调整》(2024/9/19)

报告要点

商业保险资金入市的政策方向主要包括：一是提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性。在现有基础上，引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例。对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%。二是进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。2023 年 10 月份，金融监管总局批复同意了中国人寿和新华人寿两家保险公司通过募集保险资金试点发起设立证券投资基金，规模是 500 亿元，投资股市并且长期持有。今年以来，保险资金长期投资试点已有三批，试点金额合计 2220 亿元。三是优化监管规则。包括调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%；调整权益类资产监管比例要求，降低同等比例权益类资产的综合偿付能力充足率要求；扩大保险资金投资股权范围，增加保险业务相关的科技、大数据产业和符合监管规定的共享服务类企业。

我们认为未来商业保险资金入市新增资金的来源主要包括：1) 新增保险资金长期投资的试点规模。2) 股票业务因子调整带来的新增投资。3) 商业保险公司新增现金流。商业保险公司新增资金对权益类资产的配置分配，我们按照三个情景进行估算，基于新增保费 30% 投资于 A 股的假设的情景分析、以每年权益类资产占比上升 1% 和 2% 作为中性和积极的情景分析。我们认为未来两年国内保险资金入市配置权益类资产的中性情景（权益类资产占比每年上升 1%）更有可能发生。即保险资金 2026 年和 2027 年新增权益投资 1.15 万亿元和 1.45 万亿元，权益类资产占比分别提升至 23.6% 和 24.6%。如果利率持续维持低位，保险资金配置权益类资产的占比仍将继续上升。

资产配置建议。明后两年，我们认为保险资金股票投资主要方向仍然是沪深 300 成分股中的高股息率股票如银行股。同时，中证红利低波动 100 指数成分股中，不属于沪深 300 指数成分股且自由流通市值高的股票，也有可能获得保险资金的投资。

风险提示： 1、商业保险公司保费收入增长不及预期，导致新增资金不足；
2、资本市场大幅波动将影响投资回报率及投资资产价值，影响保险资金入市节奏。

内容目录

一、2025 年商业保险中长期资金入市情况	3
(一) 商业保险资金入市政策措施汇总	3
(二) 2025 年商业保险资金大幅增加权益类资产投资规模和占比	4
二、商业保险资金入市政策影响分析	4
(一) 调整优化保险资金长期股权投资的监管规则	4
(二) 调整保险资金权益类资产监管比例	5
(三) 调整业务风险因子	6
(四) 国有保险公司长周期考核	7
三、商业保险资金入市新增资金估算	8
(一) 新增保险资金主要来自于商业保险估算新增现金流	8
(二) 长期低利率环境下的欧元区保险资金配置趋势	9
四、监管政策展望及资产配置建议	10
(一) 监管政策展望	10
(二) 资产配置建议	10
风险提示	11

图表目录

图表 1: 商业保险资金入市的相关政策 (2025)	3
图表 2: 商业保险资金权益类资产投资金额/占比 (2022-3Q2025, 亿元, %)	4
图表 3: 商业保险资金投资股权监管规则演变 (2010-2025)	4
图表 4: 商业保险资金权益类资产投资监管规则演变 (2005-2025)	5
图表 5: 商业保险资金权益类资产分档监管规则对比 (2020 vs. 2025)	5
图表 6: 商业保险公司偿付能力充足率 (2022-2025)	6
图表 7: 商业保险公司偿付能力管理监管规则演变 (2008-2025)	6
图表 8: 商业保险公司业务风险因子监管规则演变 (2015-2025)	7
图表 9: 国有保险公司长周期考核监管规则演变 (2015-2025)	7
图表 10: 保险资金股票业务风险因子调整影响测算	8
图表 11: 商业保险公司新增保险资金估算 (2025-2027, 亿元)	9
图表 12: 商业保险资金新增权益类资产投资估算 (2025-2027, 亿元)	9
图表 13: 欧元区保险资金配置股票+证券投资基金比例 (2008-2025)	10
图表 14: 欧元区央行存款便利指导利率 (2008-2025)	10
图表 15: 前十大非沪深 300 指数成分股的中证红利低波动 100 指数成分股 (自由流通市值)	11

一、2025 年商业保险中长期资金入市情况

（一）商业保险资金入市政策措施汇总

为贯彻落实中央经济工作会议、中央金融工作会议“稳住股市、打通中长期资金入市卡点堵点”、“推动专业机构投资者建立三年以上长周期考核机制，提高权益投资比重”的重要决策部署。2025 年 1 月 22 日，经中央金融委员会审议同意，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。2025 年 5 月 7 日国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、中国证监会主席吴清介绍了“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。针对商业保险资金入市的政策方向主要如下：

一是提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性。在现有基础上，引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例。对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%。同时在国新办新闻发布会上，证监会吴清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。

二是进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。2023 年 10 月份，金融监管总局批复同意了中国人寿和新华人寿两家保险公司通过募集保险资金试点发起设立证券投资基金，规模是 500 亿元，投资股市并且长期持有。今年以来，保险资金长期投资试点已有三批，试点金额合计 2220 亿元。获批参与试点的机构包括中国人寿、新华保险、太保寿险、泰康人寿、阳光人寿、人保寿险、太平人寿、平安人寿、中邮保险及相关保险资管公司，以及多家中小险企。

三是优化监管规则。包括调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%；调整权益类资产监管比例要求，降低同等比例权益类资产的综合偿付能力充足率要求；扩大保险资金投资股权范围，增加保险业务相关的科技、大数据产业和符合监管规定的共享服务类企业。

图表 1：商业保险资金入市的相关政策（2025）

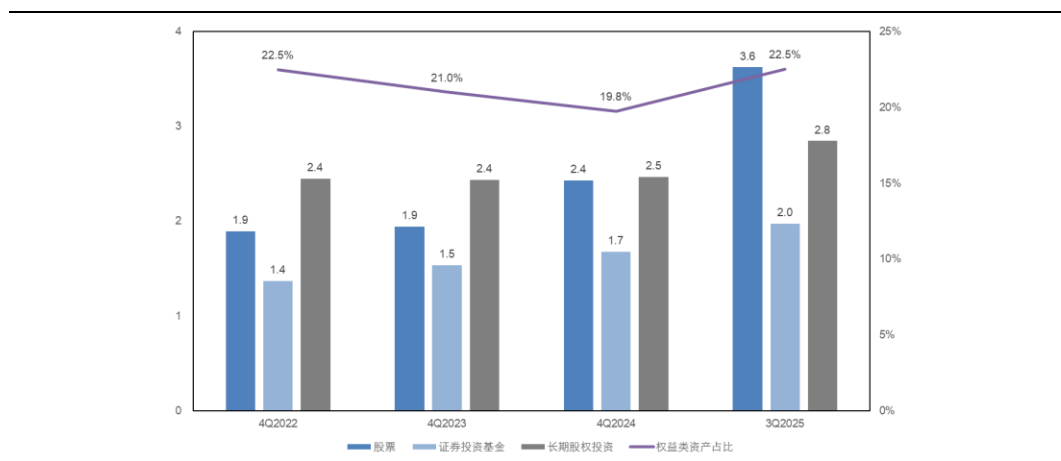
时间	政策名称	内容简介
2025/1/22	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例。对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，推动保险资金长期股票投资试点。
2025/4/2	《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》	保险资金直接投资股权范围增加保险业务相关的科技、大数据产业等企业，符合监管规定的共享服务类企业，以及金融监管总局认可的其他企业。
2025/4/8	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	调整权益类资产占比：上季末综合偿付能力充足率超过 150%低于 250%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的 30%；较 2020 年旧规降低综合偿付能力充足率要求，由 200%下调至 150%。
2025/5/7	“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会	一是进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。近期拟再批复 600 亿元。二是调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%。三是推动完善长周期考核机制。
2025/7/11	《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	经营效益类指标与（国有）资本保值增值率的考核方式调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式，考核权重分别为 30%，50%，20%。
2025/12/1	《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》	保险公司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 指数成分股的风险因子从 0.3 下调至 0.27。保险公司持仓时间超过两年的科创板上市普通股的风险因子从 0.4 下调至 0.36。

资料来源：财政部，国家金融监管总局，五矿证券研究所

(二) 2025 年商业保险资金大幅增加权益类资产投资规模和占比

2025 年的各项政策措施对于商业保险资金入市起到了明显的指导作用。保险公司资金运用中权益类资产占比经过两年下降后，2025 年三季度占比上升至 22.5%，重新恢复到 2022 年底的水平。2022 年底至 2025 年三季度，权益类资产规模增长 2.7 万亿元，由 5.7 万亿元上升至 8.4 万亿元，其中 2025 年前三季度增长 1.9 万亿元。2022 年底至 2025 年三季度，权益类资产规模增长的 2.7 万亿元中股票投资增长 1.7 万亿元、证券投资基金投资增长 0.6 万亿元、长期股权投资增长 0.4 万亿元。2025 年前三季度权益类资产规模增长的 1.9 万亿元中股票投资增长 1.2 万亿元、证券投资基金投资增长 0.3 万亿元、长期股权投资增长 0.4 万亿元。

图表 2：商业保险资金权益类资产投资金额/占比（2022-3Q2025，亿元，%）



资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所

二、商业保险资金入市政策影响分析

(一) 调整优化保险资金长期股权投资的监管规则

2025 年 4 月 2 日，金融监管总局发布了《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》。立足“五篇大文章”，促进保险公司专注主业，调整可投资行业范围。2010 年以来，监管部门陆续发布《保险资金投资股权暂行办法》等规定，允许保险公司使用自有资金开展重大股权投资，行业范围包括保险类、非保险金融类，与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务、现代农业等行业。中央经济工作会议强调要以科技创新引领现代化产业体系建设，中央金融工作会议指出金融要做好“五篇大文章”。金融监管总局印发了《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，本次《通知》优化了保险资金重大股权投资的行业范围，引导保险资金投资与保险业相关的战略产业和新兴行业，助力新质生产力发展。

图表 3：商业保险资金投资股权监管规则演变（2010-2025）

时间	监管文件	投资范围
2010/9/5	《保险资金投资股权暂行办法》	仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权。
2012/7/25	《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》	保险资金直接投资股权的范围，增加能源企业、资源企业和与保险业务相关的现代农业企业、新型商贸流通企业的股权。保险资金投资的新兴战略产业基金的投资标的，可以包括金融服务企业股权、养老企业股权、医疗企业股权、现代农业企业股权以及投资建设和管理运营公共租赁住房或者廉租住房的企业股权。
2025/4/2	《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》	保险集团（控股）公司、保险公司开展重大股权投资，可以投资保险类企业、非保险类金融企业，与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务、科技、大数据产业、现代农业等企业，符合监管规定的共享服务类企业，以及金融监管总局认可的其他企业。

资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所

本次保险资金重大股权投资的行业范围优化，新增保险业务相关科技、大数据产业等企业。保险资金投资股权的监管规则持续在优化，投资范围也愈加广泛，有利于推动保险资金服务社会民生、实体经济和国家战略，发挥长期资金和“耐心资本”优势。

（二）调整保险资金权益类资产监管比例

自 2005 年原保监会发布《关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知》以来，保险资金投资权益类资产的监管比例经历了多次调整。其上限由最初的 5% 逐步调整至 30%，并在 2015 年股市异常波动期间临时性地上调至 40%。2020 年，原中国银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，为权益类资产配置监管引入了差异化的审慎监管方式，调整为根据保险公司的综合偿付能力充足率水平设定权益类资产投资余额占保险公司总资产的比例上限。按照保险公司的综合偿付能力充足率水平共设八档比例，权益类资产配置比例范围为 10% 至 45%。2025 年 4 月，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》，简化分类档位为五档，权益类资产配置比例范围为 10% 至 50%。

图表 4：商业保险资金权益类资产投资监管规则演变（2005-2025）

时间	监管文件	投资范围
2005/2/7	《关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知》	规定投资股票余额不得超过公司上年末总资产的 5%
2009/4/7	《关于规范保险机构投资者股票投资业务的通知》	保险公司应当根据保险资金特性和偿付能力状况，统一配置境内外股票资产，合理确定股票投资规模和比例。
2010/8/5	《保险资金运用管理暂行办法》	将投资股票和股票型基金的比例上限提升至上季末总资产的 20%。
2014/2/19	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	将权益类资产投资比例上限统一提升至 30%。
2015/7/8	《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》	股市异常波动期间的阶段性救市政策。投资权益类资产的余额占上季度末总资产比例达到 30% 的，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的 40%。
2017/1/24	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	退出救市政策，权益类资产比例上限恢复至 30%。
2020/7/17	《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	引入差异化、精细化监管，根据偿付能力等设置八档比例，最高可达 45%。
2025/4/8	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	简化档位为五档，并将部分档位比例上限进一步提高 5 个百分点，最高可达 50%

资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所

2025 年新发布的监管规则调整进一步降低了保险资金权益类资产配置的门槛。通过合并 150%-250% 区间的两个档位，将权益类资产投资上限 30% 的核心偿付能力充足率要求调降至 150%。

图表 5：商业保险资金权益类资产分档监管规则对比（2020 vs. 2025）

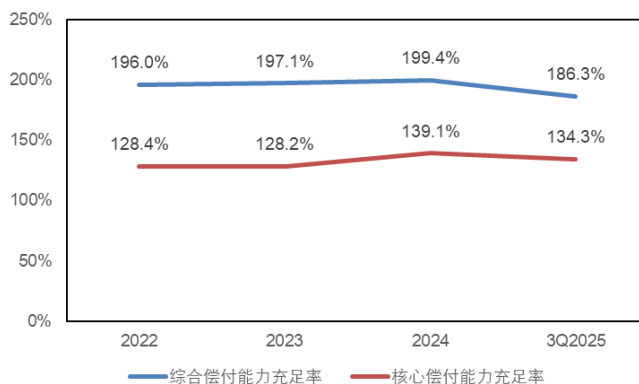
综合偿付能力充足率	2020 监管规则	2025 监管规则
<100%	<10%	<10%
100%-150%	<20%	<20%
150%-200%	<25%	<30%
200%-250%	<30%	<30%
250%-300%	<35%	<40%
300%-350%	<40%	<40%
>350%	<45%	<50%
特定风险情况	<15%	不适用

资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所

根据《保险公司偿付能力管理规定》的要求，保险公司需满足核心偿付能力充足率不低于 50%、综合偿付能力充足率不低于 100%。核心偿付能力充足率，即核心资本与最低资本的比值，衡量保险公司高质量资本的充足状况；综合偿付能力充足率，即实际资本与最低资本的比值，

衡量保险公司资本的总体充足状况。截至 2025 年三季度。保险公司核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率分别为 134.3%和 186.3%，且过去三年的综合偿付能力充足率一直在 200%以下。将权益类资产投资上限 30%的核心偿付能力充足率要求调降至 150%可以确保绝大部分的商业保险公司均可以符合 30%的权益投资上限的要求。

图表 6：商业保险公司偿付能力充足率（2022-2025）



资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所

（三）调整业务风险因子

2008 年，原保监会发布《保险公司偿付能力管理规定》，明确要求保险公司建立动态偿付能力风险监测体系，提出对保险公司进行分类监管，并首次在保险行业引入资本充足率的概念，标志着我国“偿一代”制度体系完全成型。2012 年，原保监会正式启动第二代偿付能力监管制度（“偿二代”）建设，并于 2015 年初正式发布偿二代 17 项监管规则以及过渡期内试运行的方案。2017 年，原银保监会启动“偿二代”二期工程建设，并于 2022 年正式实施《保险公司偿付能力监管规则（II）》。2023 年、2025 年，国家金融监管总局两次发布通知，优化调整股票投资的业务风险因子，引导保险公司服务实体经济和科技创新培育和壮大耐心资本。

图表 7：商业保险公司偿付能力管理监管规则演变（2008-2025）

时间	监管文件	投资范围
2008/7/10	《保险公司偿付能力管理规定》	要求保险公司建立动态偿付能力风险监测体系，提出对保险公司进行分类监管，标志国偿一代制度体系完全成型。
2015/2/17	《保险公司偿付能力监管规则（I—17 号）》	偿二代采取三支柱框架。第一支柱“定量监管要求”，明确了资本分级标准、偿付能力充足率计算标准等量化标准。第二支柱“定性监管要求”，对保险公司总体风险进行综合评价，将定量监管与定性监管有机结合。第三支柱“市场约束机制”，建立了偿付能力信息披露制度，强化外部监管与市场约束。
2021/1/15	《保险公司偿付能力管理规定》修订	吸收了偿二代建设实施的成果，将偿二代监管规则中原则性、框架性要求上升为部门规章。
2021/12/30	《保险公司偿付能力监管规则（II）》	偿二代二期工程立足于防范和化解保险业风险、维护保险市场安全稳定运行、推动保险高质量发展、保护保险消费者利益。资本认定更审慎，风险计量更科学，引导行业服务国家战略。
2023/9/10	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	对于保险公司投资沪深 300 指数成分股,风险因子从 0.35 调整为 0.3;投资科创板上市股票,风险因子从 0.45 调整为 0.4。
2025-12-05	《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》	一、保险公司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 指数成分的风险因子从 0.3 下调至 0.27。该持仓时间根据过去六年加权平均持仓时间确定。二、保险公司持仓时间超过两年的科创板上市普通股的风险因子从 0.4 下调至 0.36。该持仓时间根据过去四年加权平均持仓时间确定。

资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所

调整业务风险因子直接影响到商业保险公司市场风险最低资本，市场风险最低资本属于可资本化风险最低资本，即保险公司最低资本的一部分，最低资本的变动影响保险公司核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率。换句话说，降低业务风险因子可以降低保险公司的最低资本，在维持相同的偿付能力充足率的条件下，增加保险资金可投资的股票金额。

按照《保险公司偿付能力监管规则第 8 号：市场风险最低资本》的规定，各类资产（负债）的市场风险最低资本计算公式为： $MC_{\text{市场}} = EX \times RF$ ， $RF = RF_0 \times (1 + K)$ 。其中第二十六条规定上市普通股票的权益价格风险暴露 EX 为其认可价值；基础因子 RF_0 赋值沪深主板为 0.35，创业板股、科创板股为 0.45。根据保险公司所有直接持有股票的加权涨跌幅度设定特征系数 k_1 (-1, 1)。根据股票是否为沪深 300 指数成分股设定特征系数 k_2 ， k_2 赋值沪深 300 指数成份股为 -0.05，其他为 0。

本次调整维持《保险公司偿付能力监管规则第 8 号：市场风险最低资本》第二十六条中的基础因子不变，特征系数 K_1 保持不变，针对持仓时间超过三年的沪深 300 指数成分股和中证红利低波动 100 指数成分股的具体板块类别，以及持仓时间超过两年的科创板上市普通股，相应调整特征系数 K_2 。

图表 8：商业保险公司业务风险因子监管规则演变（2015-2025）

	2015	2021	2023	2025
沪深主板	0.31	0.35	0.35	0.35
中小板	0.41	-	-	-
创业板	0.48	0.45	0.45	0.45
科创板	-	0.45	0.4	0.4
K2（沪深 300）	-0.05	-0.05	-0.05	-0.08
K2（中证红利低波动 100）	-	-	-	-0.08
K2（科创板）	-	-	-	-0.04
股票型基金	0.25	0.28	0.28	0.28

资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所

除了业务风险因子调降带来的股票可投资金额的上升外，本次调整还有两个方面的影响。一方面，受益于业务风险因子调降的前提条件是沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股持仓时间超过三年，科创板上市普通股持仓时间超过两年，这将改变保险资金持仓时间，降低保险资金的交易频率；另一方面，调整后的沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股的业务风险因子为 0.27，首次低于股票型基金的业务风险因子（0.28），后续保险资金入市的方式大概率仍然以直投为主。

（四）国有保险长周期考核

财政部于 2025 年 7 月 2 日发布《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险长周期考核的通知》，持续引导国有商业保险长周期稳健经营，更好发挥保险资金的市场稳定器和经济发展助推器作用，进一步加强对国有商业保险长周期考核。将经营效益类指标与（国有）资本保值增值率的考核方式调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式，考核权重分别为 30%，50%，20%。

图表 9：国有保险长周期考核监管规则演变（2015-2025）

	调整前	调整后
净资产收益率	“3 年周期指标+当年度指标”考核权重 50%，50%	“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”考核权重分别为 30%，50%，20%。
（国有）资本保值增值率	“当年度指标”	“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”考核权重分别为 30%，50%，20%。

资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所

三、商业保险资金入市新增资金估算

（一）新增保险资金主要来自于商业保险估算新增现金流

我们认为未来商业保险资金入市新增资金的来源主要包括：

1) 新增保险资金长期投资的试点规模。我们认为保险资金长期投资试点规模会继续增加，目前金融监管局暂时没有宣布新的试点项目。

2) 股票业务因子调整带来的新增投资。业务风险因子的调整将导致满足持仓时间条件的股票投资金额产生的市场风险最低资本降低 10%，即相当于相应增加约 10%的股票投资金额。以 2022 年股票投资金额为例，假设 2022 年保险资金持有的股票中 50%为沪深 300 指数成分股和中证红利低波动 100 指数成分股、5%为科创板上市普通股，且上述持股均满足持仓时间的要求，业务风险因子的调整可以带来约 1,190 亿元的新增股票投资空间。但是我们认为此项调整仅限于沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股和科创板上市普通股，且有持仓时限要求，它对于保险资金投资的影响很可能在未来两三年才能真正的体现出来。

图表 10：保险资金股票业务风险因子调整影响测算

保险资金股票业务风险因子调整影响	假设 1	假设 2	假设 3
沪深 300 指数、中证红利低波动 100 指数成分股占比	60%	50%	40%
科创板上市普通股占比	10%	5%	2%
沪深 300 指数、中证红利低波动 100 指数成分股（亿元）	11,341	9,451	7,561
科创板上市普通股投资（亿元）	1,890	945	378
合计金额（亿元）	13,231	10,396	7,939
业务风险因子	0.3	0.4	
调整后业务风险因子	0.27	0.36	
调整前市场风险最低资本（亿元）	4,158	3,213	2,419
调整后市场风险最低资本（亿元）	3,743	2,892	2,177
调整后节省市场风险最低资本（亿元）	416	321	242
假设投资沪深 300 指数成分股（亿元）	1,540	1,190	896

资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所测算

3) 商业保险公司新增现金流。假设新增现金流计算公式为“保费收入-赔付支出-业务管理费用”，由于国家金融监管总局公布的业务管理费用的数据仅截至 2022 年，后续几年我们假设业务管理费用的增速与保费收入增速一致。假设 2025 年三季度与 2024 年三季度的同比增速与 2025 年全年增速一致，以此增速来估算 2025 年底的保费收入/赔付支出数据。对于 2026 年和 2027 年的预测数据采取同样的逻辑，保费收入、赔付支出和业务管理费用的数据保持与 2025 年相同的增速。根据以上假设条件，我们测算的 2025 年、2026 年和 2027 年保险资金新增金额分别为 3 万亿元、3.3 万亿元和 3.6 万亿元。

图表 11：商业保险公司新增保险资金估算（2025-2027，亿元）

	4Q2022	23/22	4Q2023	24/23	4Q2024	25E/24	4Q2025E	26F/25E	4Q2026F	27F/26F	4Q2027F
原保险保费收入	46,957	9.1%	51,247	11.2%	56,963	8.6%	61,860	8.7%	67,222	8.7%	73,098
1、财产险	12,712	7.0%	13,607	5.3%	14,331	3.7%	14,867	3.7%	15,423	3.7%	15,999
2、人身险	34,245	9.9%	37,640	13.3%	42,633	10.2%	46,993	10.2%	51,800	10.2%	57,098
赔付支出	15,485	21.9%	18,883	21.8%	23,005	7.7%	24,787	8.1%	26,795	8.4%	29,056
1、财产险	7,757	18.2%	9,171	7.0%	9,810	0.6%	9,870	0.6%	9,930	0.6%	9,990
2、人身险	7,728	25.7%	9,712	35.9%	13,195	13.1%	14,918	13.1%	16,865	13.1%	19,066
保费收入-赔付支出	31,472	2.8%	32,364	4.9%	33,958	9.2%	37,072	9.1%	40,428	8.9%	44,041
1、财产险	4,955	-10.5%	4,436	1.9%	4,521	10.5%	4,997	9.9%	5,493	9.4%	6,010
2、人身险	26,517	5.3%	27,928	5.4%	29,437	9.0%	32,075	8.9%	34,935	8.9%	38,032
业务及管理费	5,239	9.1%	5,717	11.2%	6,355	8.6%	6,902	8.7%	7,500	8.7%	8,155
新增资金	26,233		26,646		27,602		30,171		32,928		35,886

资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所测算

商业保险公司新增现金流对权益类资产的配置分配，我们按照三个情景进行估算。第一个情景分析基于新增保费 30% 投资于 A 股的假设。不过，考虑到 2025 年三季度权益类资产占比为 22.5%，较 2024 年底上升 2.7 个百分点。第一个情景分析下权益类资产占比每年仅上升 0.6 和 0.5 个百分点，相对保守。因此，我们以每年权益类资产占比上升 1% 和 2% 作为中性和积极的情景分析进行估算。

1) 新增保费 30% 投资于 A 股。这个情景假设基于年初国新办《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》新闻发布会上证监会吴清提出的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。按照这一假设，保险资金 2026 年和 2027 年新增股票投资 9,878 亿元和 10,766 亿元，权益类资产占比分别提升至 23.2% 和 23.7%。

2) 权益类资产占比每年提升 1%。按照这一假设，保险资金 2026 年和 2027 年新增权益投资 11,523 亿元和 14,553 亿元，权益类资产占比分别提升至 23.6% 和 24.6%。

3) 权益类资产占比每年提升 2%。按照这一假设，保险资金 2026 年和 2027 年新增权益投资 15,618 亿元和 17,721 亿元，权益类资产占比分别提升至 24.6% 和 26.6%。

图表 12：商业保险资金新增权益类资产投资估算（2025-2027，亿元）

		4Q2025		4Q2026		4Q2027	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
	资金运用余额	376,539	100.0%	409,466	100.0%	445,352	100.0%
	权益类资产	84,946	22.6%	94,824	23.2%	105,590	23.7%
	其他资产	291,593	77.4%	314,642	76.8%	339,762	76.3%
1) 30% 新增保费投资股票	新增权益类资产投资	19,229		9,878		10,766	
	权益类资产	84,946	22.6%	96,469	23.6%	109,377	24.6%
2) 权益类资产占比每年提升 1%	新增权益类资产投资	19,229		11,523		14,553	
	权益类资产	84,946	22.6%	100,564	24.6%	118,284	26.6%
3) 权益类资产占比每年提升 2%	新增权益类资产投资	19,229		15,618		17,721	

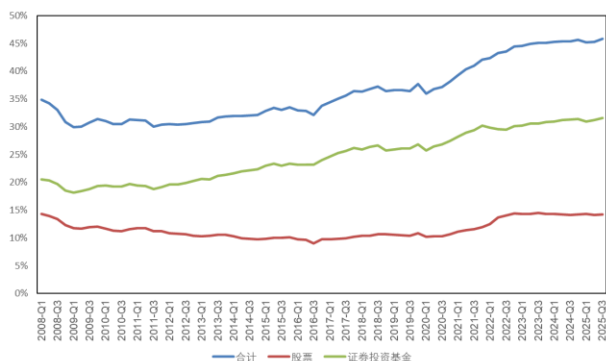
资料来源：国家金融监管总局，五矿证券研究所测算

（二）长期低利率环境下的欧元区保险资金配置趋势

欧元区央行存款便利指导利率自 2009 年 1 月下调至 1% 后，很快进入了零利率乃至负利率，直至 2022 年 7 月该指导利率重新回升到了 0%，欧元区才逐步脱离了低利率环境。长期的零利率乃至负利率的环境下，债券类基金无法提供合理的投资收益，欧元区保险资金投资的

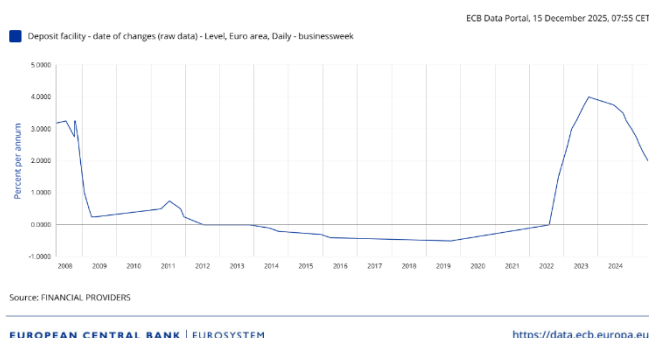
证券投资基金应该基本均为权益类基金。2009 年至 2022 年这段低利率时期，欧元区保险资金配置股票和证券投资基金的比重逐年上升，从 2009 年一季度的 30% 上升至 2022 年底的 44.5%，基本上每年上升 1 个百分点。

图表 13：欧元区保险资金配置股票+证券投资基金比例（2008-2025）



资料来源：ECB，五矿证券研究所

图表 14：欧元区央行存款便利指导利率（2008-2025）



资料来源：ECB，五矿证券研究所

对比欧元区保险资金配置权益类资产的占比演变，无论从增速和占比上看，国内保险资金对权益类资产的配置均有提升的潜力。因此，我们认为未来两年国内保险资金入市配置权益类资产的中性情景（权益类资产占比每年上升 1%）更有可能发生。即保险资金 2026 年和 2027 年新增权益投资 1.15 万亿元和 1.45 万亿元，权益类资产占比分别提升至 23.6% 和 24.6%。如果利率持续维持低位，保险资金配置权益类资产的占比仍将继续上升。

四、监管政策展望及资产配置建议

（一）监管政策展望

2025 年以来，监管政策对商业保险资金入市持续引导，并对各类监管规则进行优化，降低商业保险资金增加权益类资产配置的综合成本。增加长期股权投资试点规模，为权益类资产投资增加投资业务模式；扩大保险资金权益类资产的投资范围，降低资金入市的冲击成本；优化业务风险因子，降低市场风险最低资本，提升综合偿付能力充足率；拉长考核周期，减少保险资金投资交易的摩擦成本。

我们认为监管规则仍然有较大发力空间。

1) 业务风险因子。最新的调整后沪深 300 的风险因子为 0.27，仍然比“偿二代”一期时的 0.25 要高。股票型基金对于保险资金来说是较好的权益资产投资能力补充，尤其是在保险资金加速增加权益类资产配置的时点。以欧元区保险资金配置为例，基金配置的占比是高于股票直投的占比的，后续股票型基金的业务风险因子也有机会调整至与股票业务风险因子一致。

2) 权益类资产监管配置比例。根据综合偿付能力充足率水平来限定保险资金权益类资产配置比例上限的监管规则出发点是确保保险公司的稳健经营。若利率持续维持低位，保险公司出于稳健经营的目的，将会需要减少固定收益类资产配置，相应的提高权益类资产的配置占比。虽然目前商业保险资金权益类资产配置比例距离监管规则上限仍然有一定距离，未来权益类资产配置规则仍有可能需要进一步放松。

（二）资产配置建议

我们认为保险资金对于权益类资产的投资方向仍然是追求稳健的股息回报。财政部发布的《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》中将经营效益类指标与（国有）资本保值增值率的考核方式调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式，考核权重分别为 30%，50%，20%。这也增加了保险资金长

期持有高股息率的股票的耐力。

保险资金自 2015 年“偿二代”一期规定中就已经对沪深 300 成分股股票业务风险因子设定了额外调降。2025 年 12 月 1 日国家金融监管局发布的《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》中增加了对于中证红利低波动 100 指数成分股的业务风险因子的调降，有利于扩大保险资金投资股票的可投资范围。

明后两年，我们认为保险资金股票投资主要方向仍然是沪深 300 成分股中的高股息率股票如银行股。同时，中证红利低波动 100 指数成分股中，不属于沪深 300 指数成分股且自由流通市值高的股票，也有可能获得保险资金的投资。我们对中证红利低波动 100 指数成分股进行筛选，其中非沪深 300 成分股的股票有 54 只，按照自由流通市值排序前十大股票如下。

图表 15：前十大非沪深 300 指数成分股的中证红利低波动 100 指数成分股（自由流通市值）

证券代码	证券名称	自由流通市值（亿元）
002966.SZ	苏州银行	299.63
600352.SH	浙江龙盛	258.67
601577.SH	长沙银行	225.95
000423.SZ	东阿阿胶	207.98
601128.SH	常熟银行	200.57
600873.SH	梅花生物	186.24
600177.SH	雅戈尔	180.69
600332.SH	白云山	173.04
601997.SH	贵阳银行	162.09
600863.SH	内蒙华电	147.34

资料来源：iFinD，五矿证券研究所

风险提示

- 1、商业保险公司保费收入增长不及预期，导致新增资金不足；
- 2、资本市场大幅波动将影响投资回报率及投资资产价值，影响保险资金入市节奏。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010