

# 寻找中国保险的 Alpha 系列之五

优于大市

## 保险还要买多少红利？

### 核心观点

**为什么险资未来会更重视净投资收益率？**在利率中枢持续下行背景下，净投资收益率作为险资投资收益“压舱石”的战略地位愈发凸显。10年期国债收益率已从2013年的4.6%高点降至2026年5月的1.8%水平，而面对刚性的负债成本（存量保单成本约2.2%-3.0%），传统以固收为主的配置模式面临新增资产收益率持续低于负债成本的困境，利差损风险不断累积。净投资收益率仅包含利息、股息、租金等确定性强的现金收益，是衡量利差损风险最准确的基准。因此，通过增配高股息资产以提升股息贡献，成为稳定甚至提升净投资收益、对冲利率下行风险的关键出路。

**为什么险资当下要做再平衡？**2024年“924”行情及后续市场回暖为险资带来丰厚厚盈，但进行股债再平衡是险资基于负债特性与长期经营安全的强制性纪律，核心在于克服未来“不确定性”与潜在的“利差损”风险。当前的高收益是浮盈状态，高度依赖资本市场表现，而市场存在周期性，未来同等高收益的确定性反而下降。险资再平衡旨在主动锁定部分收益，转化为更确定的票息资产，为可能的市场下行周期储备“安全垫”。同时，高权益仓位会显著增加投资组合波动，影响偿付能力充足率等核心监管指标。所有险资通过适当调整权益敞口，可以预先管理资产端波动，保护资本金与经营稳定性，并为未来可能出现的市场低估或利率反弹机会储备流动性。

**险资还要买多少红利？**对未来险资增配红利股票（主要指计入FVOCI科目的高股息资产）空间进行量化预测：核心假设保险资金运用余额保持10%以上增速，权益资产（股票+基金）占总资产比重逐步升至17.5%，其中OCI股票占权益资产的比重逐步升至44%。在此假设下推断未来三年（至2028年），险资投资OCI股票的增量合计将达约1.8万亿元；未来五年（至2030年），增量合计将达约3.5万亿元。这显表明在低利率环境下，险资通过增配红利资产以夯实净投资收益的明确趋势和巨大潜在空间。

**险资如何买红利？**险资参与红利投资主要通过四种策略路径，我们以保险买银行为例进行了案例验证。（1）**交易型策略**：以获取股息与资本利得为目标，资产计入以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）账户，如保险资金对银行ETF、金融主题基金的投资；（2）**配置型策略**：以获取长期稳定股息、匹配负债成本为目标，资产指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）的金融资产，如中国平安大规模建仓国有大行股；（3）**经营型策略**：通过持股达到重大影响，按权益法核算为长期股权投资，分享被投资企业净利润，如中国人保对华夏银行和兴业银行的投资。（4）**另类策略**：借助私募基金等工具，利用一定政策优势挖掘收益机会，如国寿与新华联合设立的“鸿鹄”系列基金。

**投资建议：****保险方面**，2026年保险行业深化负债端渠道、产品、成本等领域转型，NBV持续增长；资产端方面，虽一季度上市险企受权益市场波动拖累，但4月以来权益市场行情修复，利润与估值将进入同步修复阶段。建议关注资产负债匹配较好的中国太保及商业模式具备“护城河”优势的中国财险。**银行方面**，“绩优成长”与“稳健红利”双主线并举是最优解。低利率且高波动市场环境中，高股息策略仍有效，结合股息率来看，配置建议从国有大行转向优质股份行与区域行。2026年银行业绩底部明确，优质稳健股份行及区域行兼具高股息防御性与业绩修复弹性，当前配置性价比更优，重点推荐招商银行、江苏银行。

### 行业研究 · 行业专题

#### 非银金融

#### 优于大市 · 维持

**证券分析师：孔祥**

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

**证券分析师：王德坤**

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

**证券分析师：王剑**

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

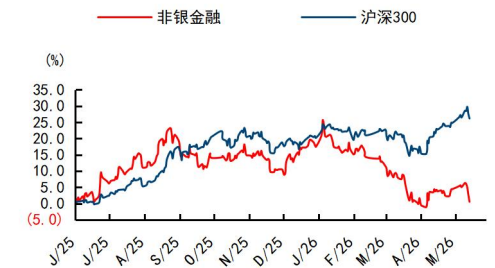
**证券分析师：陈俊良**

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《“资产荒”的新叙事——2025年财报里的金融机构配置线索》——2026-04-17
- 《机构配置更新专题-去杠杆与再平衡》——2026-04-03
- 《验证“存款搬家”：居民财富的视角——机构行为更新专题》——2026-03-08
- 《RWA政策点评-RWA的严监管时代——证监会2026年1号文点评》——2026-02-07
- 《机构行为更新专题-理解“平准基金”的三个视角》——2026-02-05

**风险提示：**宏观经济下行，市场大幅波动，监管政策收紧、行业竞争加剧等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
601601.SH	中国太保	优于大市	34.54	3,323	6.16	6.26	5.61	5.52
2328.HK	中国财险	优于大市	15.33	3,410	2.01	2.13	7.63	7.20
600036.SH	招商银行	优于大市	37.65	9,495	5.89	6.19	6.39	6.08
600919.SH	江苏银行	优于大市	11.18	2,052	2.06	2.27	5.42	4.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

一、为什么保险更关注净投资收益率 .....	5
二、积极入市后险资配置再平衡 .....	8
三、未来险资还要买多少红利股票 .....	12
四、银行视角看险资如何买红利 .....	14
投资建议 .....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 保险资金的三种投资收益率涵义有差异 .....	6
图 2: 低利率环境下保险资金投资的苦恼 .....	6
图 3: 保险资金运用余额及增速 (单位: 亿元) .....	7
图 4: 保险资金运用余额资产配置结构 .....	7
图 5: 沪深 300 与中证红利指数的股息率 TTM .....	8
图 6: 沪深 300 与中证红利全价指数 15 年滚动年化收益率 .....	8
图 7: 保险资金配置权益资产规模及占比 (单位: 亿元) .....	8
图 8: 上市险企年化净投资收益率 (单位: %) .....	9
图 9: 上市险企年化总投资收益率 (单位: %) .....	9
图 10: 上市险企年化综合投资收益率 (单位: %) .....	10
图 11: 上市险资平均综合负债成本变化 .....	11
图 12: 人身险产品预定利率变化 .....	11
图 13: 低利率环境下保险资金投资的哑铃型配置结构 .....	12
图 14: 银行板块股息率高 .....	15
图 15: 银行板块 ROE 处于各行业前列 .....	15
图 16: 上市银行 2025 年度分红对应股息率情况 .....	17
图 17: 上市银行 2025 年度 ROE 情况 .....	17

# 一、为什么保险更关注净投资收益率

## 1.1、净投资收益率内涵

险投资收益率主要分为净投资收益率、总投资收益率和综合投资收益率三个核心指标。三个投资业绩指标内涵与稳定性差异显著：**净投资收益率**反映险资持有资产的基础收益能力，主要包括债券利息、银行存款利息、股息红利、不动产租金等固定现金流收入，不包含任何资本利得或损失，是最稳定、最可预测的收益来源；**总投资收益率**在净投资收益基础上，叠加了交易性金融资产的买卖价差、处置损益以及公允价值变动收益，波动性显著提升，受资本市场短期波动影响较大；**综合投资收益率**则进一步纳入了其他权益工具投资（如 FVOCI 账户）、其他债权投资的浮盈浮亏变动，反映险资所有投资资产的当期收益情况，波动性最大，易受股市债市大幅波动的干扰<sup>1</sup>。

为方便理解保险公司三个收益指标，我们可以把保险公司的投资看作一个三层结构，每一层代表一种不同的收益来源，其稳定性和可预测性各不相同。最底层也就是最稳定的一层是净投资收益率，它主要来自债券的利息、银行存款利息、股票的分红和投资性房产的租金。这些收入就像稳定的“工资”或“房租”，只要持有资产，就会按约定产生现金流入。这部分收益几乎不受股市债市短期价格波动的影响，是保险公司用来支付未来保单赔付和运营成本的最可靠、最可预测的“压舱石”收入。

中间层是总投资收益率，在稳定的基础之上，这部分除了包含底层的所有固定收益，还加上了买卖股票、债券等资产所获得的价差收益，也就是“低买高卖”赚的钱。这就像是在稳定工资之外，根据市场行情做买卖获得的“奖金”。这笔“奖金”的有无和多少，高度依赖于资本市场和债券市场的短期走势。因此，这一层的收益波动性明显增大，时好时坏，能显著影响保险公司当年的账面利润。最上层是综合投资收益率，包含了全部投资资产的所有当期收益。

除了前两层，它还包括那些公司指定为长期持有、不以交易为目的的股票和特殊债券的账面浮盈或浮亏。这部分资产虽然不频繁买卖，但其市场价值的波动依然要记账。这就像你持有的收藏品，虽然不打算卖，但市场价格每天都在变，会影响保险公司的总资产估值。由于它完全反映了所有投资的市值波动，因此受股市债市行情影响最大，是三个指标中波动最为剧烈的一个，能全面但也最“敏感”地反映投资组合在当期的综合表现。

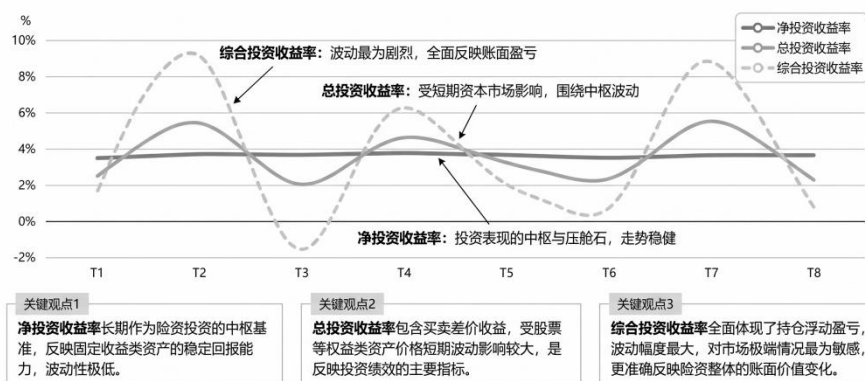
<sup>1</sup> 我们这里用公式做简要展示：

净投资收益率 = (债券利息 + 存款利息 + 股息红利 + 租金收入等固定现金流收益) / 平均投资资产 × 100%。该指标仅反映持有资产产生的稳定现金流回报，不包含任何资产买卖价差或市值波动的影响。

总投资收益率 = (净投资收益 + 交易性金融资产的已实现损益 + 交易性金融资产的公允价值变动损益) / 平均投资资产 × 100%。它在净投资收益基础上，叠加了为交易目的持有的金融资产（如股票、债券）的买卖价差和当期市值变动带来的损益。

综合投资收益率 = (总投资收益 + 计入其他综合收益的金融资产公允价值变动损益) / 平均投资资产 × 100%。该指标进一步纳入了指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（如 FV-OCI 账户）的权益工具等资产的当期浮盈浮亏，全面反映了所有投资资产的综合收益表现。

图1：保险资金的三种投资收益率涵义有差异



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 1.2、低利率环境下保险资金更重视净投资收益率水平

低利率环境下，净投资收益率对险资的战略地位提升。近年来我国利率中枢持续下行，比如10年期国债收益率从2013年的4.6%高点持续下行至2026年5月的1.8%左右，尤其在地方债务化解背景下，信用利差收窄，高等级信用债收益率也同步走低。

图2：低利率环境下保险资金投资的苦恼



资料来源：太平洋保险投资者开放日材料，国信证券经济研究所整理

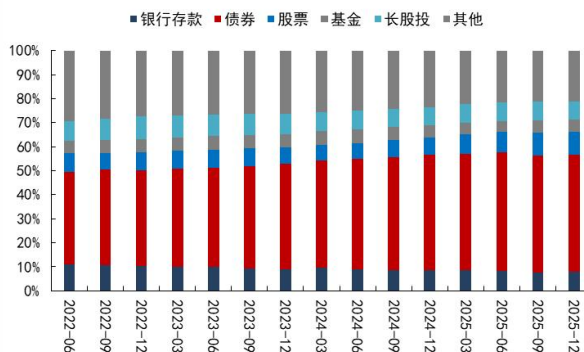
对于保险资金而言，负债端具有期限长、成本刚性的特点，传统上70%以上的资产配置于债券和银行存款等固收类资产。随着存量高收益非标资产逐步到期，债券票息收益不足，新增固收资产收益率持续低于负债成本，导致险企利差损潜在风险不断累积，传统以固收资产为主的资产配置模式面临转变。

图3: 保险资金运用余额及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 保险资金运用余额资产配置结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**低利率环境下，净投资收益率是险资投资收益的“压舱石”与核心收益中枢，战略地位愈发重要，原因体现在：**

**第一，净投资收益率代表了险资最稳定、最可预期的现金投资收益，是衡量险资投资表现最重要的指标。**在低利率环境下，净投资收益率仅包含利息、股息和租金这三类可重复发生的现金收益，并扣除卖出回购的利息成本，确定性较强。资本利得带来的收益长期看既不稳定，收益增厚也较为有限，而稳定净投资收益率是防范利差损风险、确保保险公司能够持续覆盖刚性负债成本的根本。

**第二，净投资收益率是衡量利差损风险的最准确基准。**以全口径投资收益率（如综合投资收益率）衡量利差损，会因资本利得的不稳定性而得出错误判断，甚至可能引导保险公司在利率下行时错误地提升风险偏好去博取资本利得。而净投资收益率因其持续稳定的特性，能更清晰地反映投资收益的趋势性变化，与负债成本做对比时具有更好的可比性。日本寿险业也是基于净投资收益率来衡量利差损，这进一步印证了其作为风险监控核心指标的合理性。

**最后，增厚净投资收益是应对低利率挑战的关键出路。**在利率持续下行、利息贡献不断降低的背景下，提升股息贡献成为稳定甚至提升净投资收益率的关键。保险公司通过增配高息股并计入 FVOCI 科目，可以有效增厚股息收益，从而支撑净投资收益率。这一策略不仅有助于稳定投资收益中枢，还能降低利润波动，是当前环境下险资投资策略的核心方向。

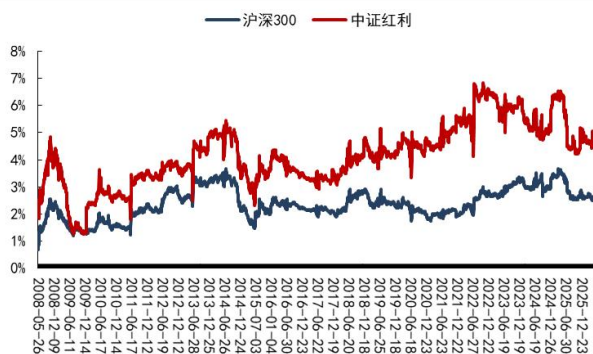
### 1.3、险资决策：股息换票息以提升净投资收益率

在利率持续下行导致传统固收资产（如债券）的利息收入不断萎缩的背景下，保险公司通过增配高股息股票，将原本依赖债券“票息”的收益模式，部分替换为依赖股票“股息”的收益模式。一方面，由于高息股的股息率在当前环境下已显著高于新配置债券的票息收益率，此举能有效对冲利息下降对净投资收益的侵蚀，从而稳定甚至提升净投资收益率这一险资投资收益的“压舱石”。另一方面，将高息股计入 FVOCI 科目，其公允价值变动不直接影响利润表，仅通过其他综合收益影响净资产，这使得保险公司在获得稳定现金股息的同时，还能有效降低利润表的波动性，实现了增厚收益与平滑业绩的双重目标。

近期高股息红利类资产的风险收益比特征更加明显：一是票息优势显著。当前 A 股沪深 300 指数股息率约为 2.5%，中证红利指数股息率超过 4.5%，显著高于 10 年期国债收益率和高等级信用债收益率，能够有效弥补固收资产收益缺口。二是

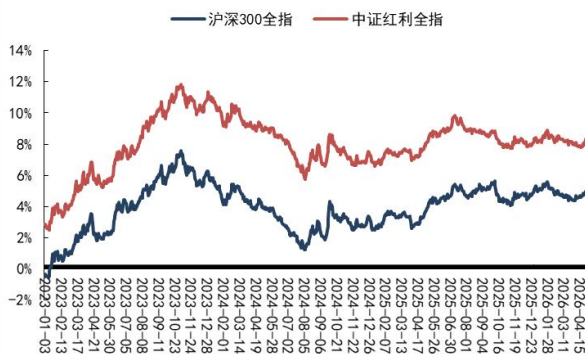
现金流稳定性提升。经过多年发展，A股市场涌现出一批经营稳健、现金流充沛、分红政策稳定的优质商业模式公司，主要集中在银行、公用事业、交通运输、能源等行业，其股息支付的确定性接近高等级信用债。三是抗通胀能力更强。与固定票息的债券不同，高分红公司的盈利和股息能够随着经济增长和通胀水平提升而增长，长期来看能够更好地对冲通胀风险，匹配保险负债的长期属性。

图5: 沪深 300 与中证红利指数的股息率 TTM



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 沪深 300 与中证红利全价指数 15 年滚动年化收益率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着高分红股票在险资资产配置中占比的持续提升，净投资收益率的战略价值得到显著增强。高分红股票的股息收入计入净投资收益，而非资本利得，这意味着险资通过增加高分红股票配置，有望在不提升总投资收益率波动性的前提下，提高整体收益水平。此外，在偿二代二期工程监管框架下，净投资收益是保险公司核心偿付能力充足率的重要组成部分，稳定的净投资收益率能够有效提升险企的资本实力和抗风险能力。

## 二、积极入市后险资配置再平衡

### 2.1 险资为什么要做再平衡

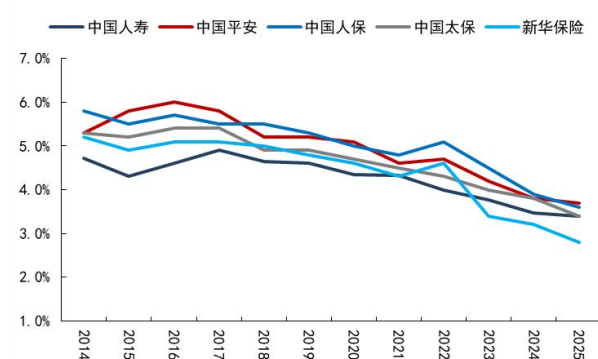
险资加仓权益从共识逐步落实到实践。自 2023 年起，保险行业在新会计准则实施与低利率环境的双重背景下，主动调整资产配置策略，显著增加了权益类资产，特别是高股息股票的配置力度。这一战略性转变，叠加 2024 年“924”行情及 2025 年资本市场的全面回暖，这为行业积累了丰厚投资收益。

图7: 保险资金配置权益资产规模及占比（单位：亿元）



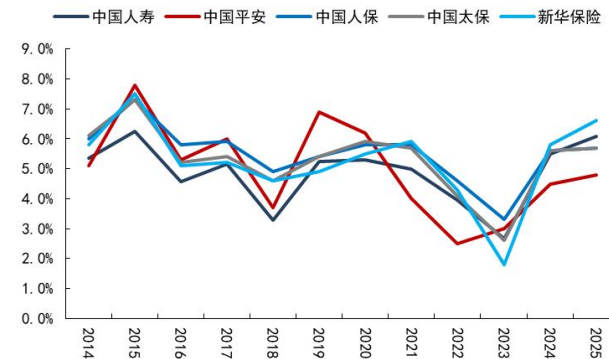
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 上市险企年化净投资收益率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 上市险企年化总投资收益率 (单位: %)

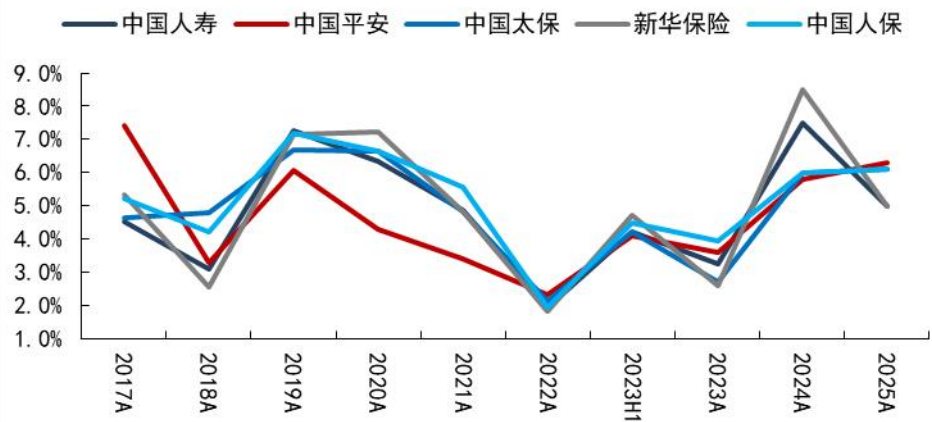


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

近年来保险公司投资收益水平丰厚, 原因体现在两方面。一方面, 债券票息贡献承压, 但股息贡献成为关键支撑。作为投资收益“压舱石”的净投资收益率, 在利率下行周期中持续面临压力。数据显示, 上市保险公司加权平均净投资收益率从2022年的4.1%下降至2023年的3.6%, 并在2024年进一步降至约3.3%, 到2025年已接近3.0%的水平, 逐步逼近约3%的刚性负债成本线。在此背景下, 各公司表现出现分化。例如, 中国平安和阳光保险凭借较高的高息股配置, 其股息贡献在2023年达到1.3个百分点, 有效支撑了净投资收益率, 使其在行业中保持领先。相比之下, 新华保险和中国人寿的股息贡献较低(2023年分别为0.5和0.6个百分点), 净投资收益率也相对靠后。另一方面, 积极参与成长性资产, 总投资收益率与综合投资收益率显著反弹, 弹性差异显现。得益于权益市场的强劲表现, 上市险企的总投资收益率和综合投资收益率在2024年和2025年实现了显著反弹。2024年, 新华保险、中国太保、中国人保、中国人寿和中国平安的总投资收益率分别达到5.8%、5.6%、5.6%、5.4%和5.0%, 较2023年均的大幅提升。进入2025年, 股市表现更为强劲, 交易型权益仓位较高的公司弹性更大。例如, 新华保险凭借其较高的FVTPL股票配置, 2025年总投资收益率达到6.6%, 在行业中领先。而中国平安虽然净投资收益率稳健, 但受交易型权益仓位影响, 总投资收益率相对较低。从综合投资收益率看, 2025年新华保险和中国人保表现突出, 而中国平安和阳光保险也维持在较好水平。

总结而言, 2023年以来, 保险资金通过增配权益资产, 有效对冲了利率下行对净投资收益率的侵蚀, 并在市场上涨中获得了丰厚的资本利得。各公司因投资风格(偏配置或偏交易)和权益仓位不同, 其投资收益率也呈现明显分化。

图10: 上市险企年化综合投资收益率（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

站在资产配置的战略视角看，在低利率与高权益占比并存的当前阶段，保险等长期资金进行股债再平衡，并非对短期市场的择时判断，而是一项基于负债端特性和长期经营安全的强制性纪律。其核心逻辑在于对抗未来收益的“不确定性”，并管理潜在的“利差损”风险。

第一，从负债本质看，保险资金是对保单持有人的长期负债，其成本（如保单的预定利率）具有刚性。当前投资组合因权益占比较高而呈现的“收益率较高”，是一种浮盈状态和阶段性结果，高度依赖资本市场的持续表现。然而，经济与市场存在周期性，未来能持续实现同等高收益的“确定性”极低。再平衡行为，实质上是在主动锁定部分已有收益，将其转化为更确定的、可覆盖未来负债成本的票息资产，为穿越可能到来的市场下行周期储备“安全垫”。

第二，从风险管理看，高权益仓位意味着投资组合的波动率和潜在最大回放显著增加。保险公司的偿付能力充足率等核心监管指标对资产价值波动极为敏感。通过再平衡降低权益敞口，是预先降低资产端波动性，避免在市场极端下跌时，资产缩水与负债刚性成本同时发生，引发严重的利差损危机甚至偿付能力危机。这是一种防御性操作，旨在保护资本金和长期经营稳定性。

第三，从机会成本看，再平衡过程中减持部分权益资产所回收的现金流，增强了投资组合的流动性。在低利率环境下，优质资产稀缺，保持充足的“弹药”至关重要。这为未来可能出现的两类机会做好准备：一是当市场出现非理性下跌时，有能力以更低的价格增持优质权益资产；二是当利率出现阶段性反弹时，能迅速配置长久期固收资产，以锁定更高的未来收益。

所以，我们判断再平衡是保险资金作为长期资金在“收益、风险、流动性”三者间的动态调整。在当前时点，险资首要目标已从“追求弹性收益”转向“守护既定成果并为未来不确定性再平衡”，这是由其负债的长期性、刚性和经营的永续性所决定的必然选择。

## 2.2 从资产负债角度看险资如何做再平衡

保险公司负债成本具有刚性、长期性和滞后性特征，与产品周期高度绑定，形成了当前资产端与负债端的结构性矛盾。从存量负债来看，2024年末主要上市险企

存量保单打平负债成本在 2.2%-3.0% 之间，主要受 2019-2023 年销售的高预定利率产品影响。这一时期，增额终身寿险凭借 3.5% 的预定利率成为市场主流产品。这些产品普遍具有前低后高的现金流特征，按照增额寿的产品结构，如假设投保满 7 年后保单现金价值开始大于投入资金，第 10 年客户端内部收益率达到 2.0%-2.5%，便意味着 2019 年销售的产品在 2026 年进入回本周，2029 年险企将面临刚性兑付压力。

图11: 上市险资平均综合负债成本变化



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

从新单负债来看，监管引导下预定利率持续下调，新保单成本逐步改善。2023 年 7 月，传统险预定利率上限从 3.5% 降至 3.0%；2024 年 9 月进一步降至 2.5%，分红险预定利率上限从 2.5% 降至 2.0%。2025 年 9 月进一步下调。然而，新单成本改善的传导存在明显滞后性，存量高成本负债将在未来 5-10 年持续存在，形成负债成本刚性、资产收益下行的剪刀差。

图12: 人身险产品预定利率变化



资料来源：保险业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

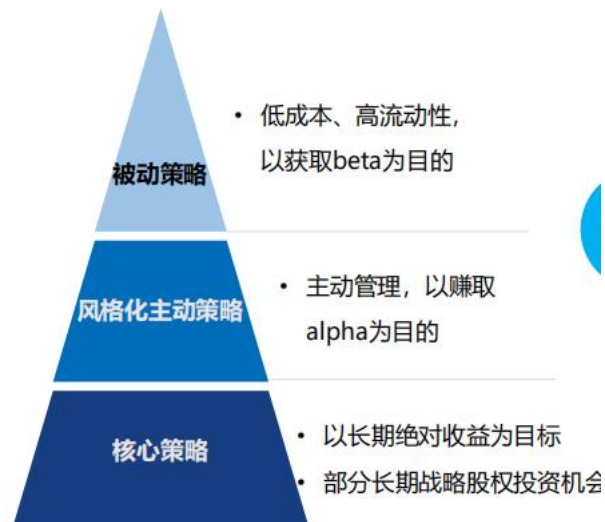
在当前市场环境下，保险资金进行配置再平衡，主要体现为两个维度的调整：一

是大类资产间的再平衡，即降低权益仓位、增配固收资产，如长久期地方债、信用债等；二是权益资产内部的再平衡，即调整持股结构，从高弹性成长股转向高股息价值股。两者目的均为降低组合波动、锁定部分收益，以应对低利率与市场不确定性。

从可行性看，增配高票息债券面临现实约束。当前长期利率处于历史低位，地方债、高等级信用债等资产的到期收益率已显著下降，其票息收益对保险负债成本的覆盖能力有限。单纯依靠债券配置难以有效提升净投资收益率，且可能拉长资产久期，加剧未来的再投资风险。此外，部分保险机构可能面临权益仓位净卖出的窗口指导或内部限制，大规模减持股票操作空间受限。

因此，权益内部的结构调整成为更务实的选择。将部分浮盈较大、估值较高的成长股置换为股息率稳定、现金流充沛的价值股或红利资产，能在不显著降低权益仓位的前提下，实现多重目标：一是直接增厚净投资收益，高股息提供的现金流更稳定、可预测，能更好地匹配保险负债的支出需求；二是降低组合整体波动性，价值股相对抗跌，能提升投资组合的防御性；三是在监管层面更具操作性，属于持仓结构调整而非大幅减仓，不易触发相关限制。

图13: 低利率环境下保险资金投资的哑铃型配置结构



资料来源：太平洋保险投资者开放日材料，国信证券经济研究所整理

当然，这一策略也存在潜在权衡。过度转向红利资产可能牺牲组合长期的成长弹性，尤其在市场风险偏好回升时可能跑输基准。因此，再平衡需把握节奏与比例，其核心并非完全抛弃成长，而是通过增加价值权重，使权益部分的收益来源更加均衡，在不确定环境中优先夯实收益的确定性和组合的稳健性。

综合以上分析，在资产负债匹配压力日益凸显的背景下，险资有必要进行战略性资产配置再平衡，适当兑现成长板块浮盈，适当增配高分红红利板块，以保持刚兑负债成本、提升收益稳定性。

### 三、未来险资还要买多少红利股票

2026 年以来，上市险企整体持续提升 FVOCI 权益类资产配置力度。其中，中国人

寿和中国人保实现 FVOCI 权益类资产规模同比增速分别高达 82%、54%。截至一季度末，中国人保、中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险 FVOCI 权益类资产（高分红股票为主）占金融类资产的比例分别为 11%/8%/7%/6%/3%，持续提升。

表1: 2026Q1 上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	2,015,827	31%	2,824,486	35%	419,865	28%	718,075	26%	650,445	47%	1,325,740	33%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	386,787	6%	618,178	8%	166,307	11%	192,813	7%	39,270	3%	280,671	7%
其他债权投资 (OCI 固收)	4,034,416	61%	3,232,550	40%	625,199	41%	1,802,616	65%	504,489	36%	2,039,854	50%
债权投资 (AC 固收)	166,895	3%	1,307,316	16%	315,039	21%	49,888	2%	201,616	14%	408,151	10%
合计	<b>6,603,925</b>	<b>100%</b>	<b>7,982,530</b>	<b>100%</b>	<b>1,526,410</b>	<b>100%</b>	<b>2,763,392</b>	<b>100%</b>	<b>1,395,820</b>	<b>100%</b>	<b>4,054,415</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

保险公司最优资产配置结构的确定，核心是在满足长期净资产回报率要求的前提下，最小化净资产和净利润的波动率。

险资的最优配置结构是在既有假设下优化的结果。根据高志强等在《中国资产管理》专题文章即《资产负债联动下保险公司传统险账户权益资产配置研究》，将负债端作为权重为负的资产纳入配置体系，以净资产（资产-负债）的风险收益特征为优化目标。行业基准情形假设为：净资产占总资产比例 10%，存量负债平均成本 3%，负债久期约 20 年，长期净资产回报率要求 8%，OCI 股票股息率 5%。资产端简化为三类标准化资产：OCI 股票：以高股息资产为主，采用“50%中证红利全收益指数+50%恒生港股通高股息全收益指数”模拟；TPL 股票：以成长股为主，采用“70%中证 800 成长指数+20%创业板指数+10%恒生科技指数”模拟；债券：以 30 年期国债为核心，预期收益率约 2.5%（30 年国债收益率+40BP 信用利差）。

在基准情形下，模型测算得出合意整体股票配置比例为 17.3%，其中 OCI 高股息股票占股票总配置的 45%。这一结构能够在实现 8%长期净资产回报率的同时，将净资产波动率控制在最低水平。

表2: 给定净资产回报率要求下的险资合意配置结构和指标情况

净资产回报率要求	净资产波动率	利润回报率	利润回报波动率	资产长期平均收益率	资产波动率	OCI 股票比例	TPL 股票比例	债券比例	OCI 股票占股票比例
10.00%	39.89%	7.99%	25.86%	3.70%	4.62%	9.29%	11.42%	79.29%	<b>44.84%</b>
9.00%	36.34%	7.16%	23.67%	3.60%	4.54%	8.54%	10.45%	81.01%	<b>44.95%</b>
<b>8.00%</b>	<b>32.81%</b>	<b>6.32%</b>	<b>21.48%</b>	<b>3.50%</b>	<b>4.50%</b>	<b>7.78%</b>	<b>9.49%</b>	<b>82.73%</b>	<b>45.07%</b>
7.00%	29.27%	5.48%	19.29%	3.40%	4.48%	7.03%	8.52%	84.45%	<b>45.23%</b>
6.00%	25.76%	4.64%	17.10%	3.30%	4.49%	6.28%	7.55%	86.17%	<b>45.42%</b>

资料来源：高志强等《资产负债联动下保险公司传统险账户权益资产配置研究》，中国资产管理杂志 2026 年第 1 期，国信证券经济研究所整理

基于模型测算结果，我们对未来 5 年险资红利资产增配空间进行了测算：假设保险资金运用余额按照 10%以上增速增长；股票资产（包括股票和基金）占投资资产比重逐年升至 17.5%，接近模型得出的合意配置比例；OCI 股票占股票资产比重逐年升至 44%，接近模型得出的合意配置比例。**推断未来三年，险资投资 OCI 股票增量合计将达约 1.8 万亿元，未来五年合计将达 3.5 万亿元。**

表3: 基于模型合意水平, 险资增配 OCI 股票规模测算 (单位: 亿元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金运用余额	281,574	332,580	384,799	442,519	504,472	570,053	638,459	715,075
yoy	11.1%	18.1%	15.7%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	12.0%
权益(股票+基金)规模	34,760	41,067	57,032	68,590	80,715	94,059	108,538	125,138
占总资产比	12.3%	12.3%	14.8%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
OCI 股票规模	6,971	12,251	19,668	24,693	30,672	37,624	45,586	55,061
占股票比	20.1%	29.8%	34.5%	36.0%	38.0%	40.0%	42.0%	44.0%
增量规模	—	5,280	7,417	5,025	5,979	6,952	7,963	9,475

资料来源: Wind, 公司财报, 国信证券经济研究所整理。注: 2023-2025 年的 OCI 股票规模以 A 股五大上市险企 OCI 股票规模\*1.5x 进行估计

## 四、银行视角看险资如何买红利

### 4.1 险资买红利的四个模式

保险资金参与红利资产投资主要有四个模式, 主要包括: **交易型策略**通过买卖高股息资产计入 TPL 账户, 追求股息与价差; **配置型策略**长期持有高息股并计入 OCI 账户, 以稳定股息匹配负债; **经营型策略**通过达到重大影响按权益法核算, 分享企业净利润; **另类策略**则借助私募股权大基金等创新工具, 并争取政策优势, 在非公开市场挖掘超额收益。

险资买红利方式之一是交易型红利策略。这种方法以获取股息收入和资本利得双重回报为目标, 通过直接买入高股息率个股、红利主题主动管理基金或交易所交易基金 (ETF) 等工具实施。在会计处理上, 相关资产通常计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)。其核心逻辑在于利用市场波动, 在收获稳定股息的同时, 寻求股价上涨带来的价差收益。该策略具有较高的灵活性和流动性, 投资周期相对较短, 收益表现与资本市场短期走势关联密切, 因而波动性也相对较高。

第二种主流模式是配置型红利策略, 其核心目标在于获取长期、稳定的股息现金流, 以匹配保险资金的长期负债成本。操作上, 同样是精选并买入高股息个股, 但会计分类上将其指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)。这意味着, 持有期间股票的市值波动仅影响净资产而不影响当期利润表, 只有收到的股息才确认为投资收益。这种安排平滑了利润波动, 使投资收益更具可预测性, 体现了“配置”的长期持有属性, 是保险公司夯实净投资收益率基础的重要途径。

更为深入的参与形式是经营型红利策略, 即通过持股达到重大影响或控制程度, 将投资作为长期股权投资核算。当持股比例达到一定阈值 (通常为 20%-50% 或拥有董事会席位等), 便可采用权益法入账。此时, 保险公司不再仅仅是被动的财务投资者, 而是能一定程度上参与被投公司的经营决策。其投资收益并非来自股价变动或股息, 而是按持股比例分享被投资公司的当期净利润 (或亏损)。这种策略将投资收益与实体企业的经营成果深度绑定, 超越了二级市场波动, 追求的是伴随企业成长的内生价值回报。

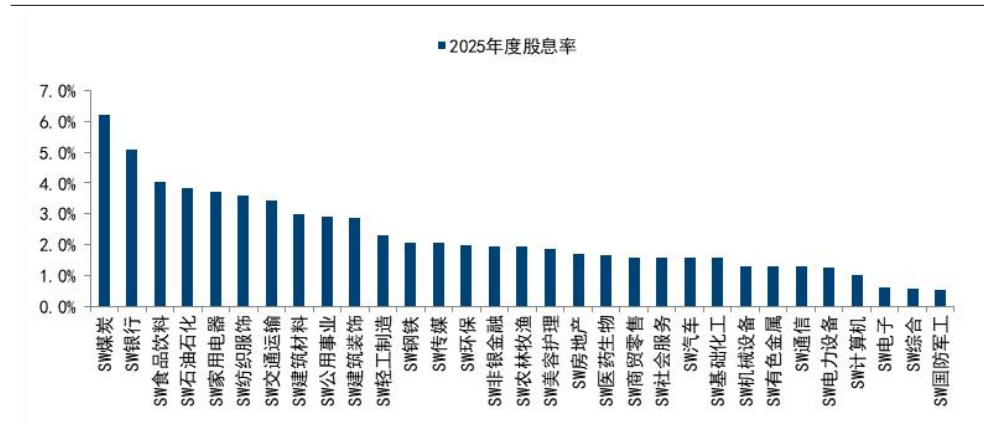
除上述传统路径外, 行业内也在探索另类红利策略, 以中国人寿和新华保险联合发起设立的“鸿鹄系列”私募基金为代表。这类策略通常以私募股权基金等形式运作, 投资范围可能涵盖未上市企业股权、夹层投资、与红利挂钩的特定资产包等非公开市场领域。其目的在于通过更灵活的交易结构和更广泛的资产选择, 挖掘公开市场之外的高息回报机会, 或通过主动管理提升被投企业的分红能力, 从

而实现收益增强与风险分散。这体现了大型险资在资产荒背景下，通过创新工具拓展红利资产外延的尝试。

## 4.2 险资买红利的银行实践

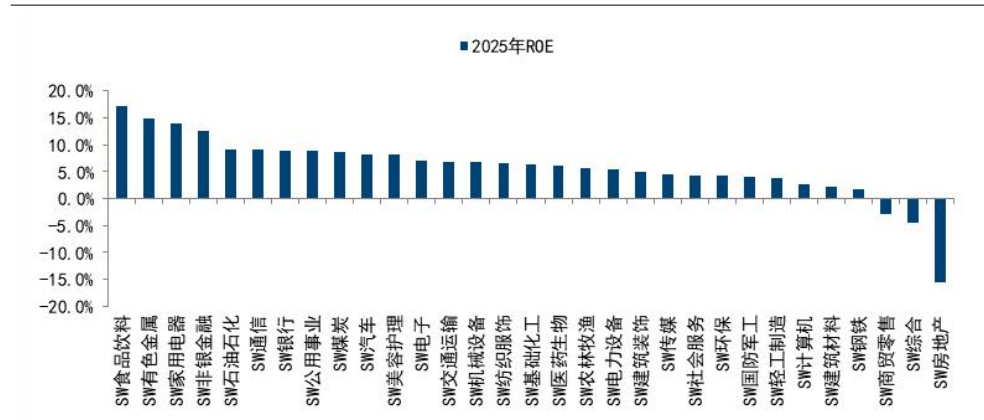
得益于较高的股息率、稳定且较高水平的 ROE 以及银保渠道合作的潜力，银行股一直以来深受保险公司青睐，保险资金通过以上多种方式参与了保险股的投资。

图14: 银行板块股息率高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 银行板块 ROE 处于各行业前列



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

保险资金在银行板块的投资实践，清晰地体现了其参与红利投资的多做路径，具体案例如下：

**交易型策略的典型代表是险资对银行 ETF 的投资。**以目前市场上挂钩中证银行指数的规模最大的两只银行指数基金为例，华宝中证银行 ETF 披露的 2025 年十大持有人中有 5 家为保险资金，天弘中证银行 ETF 前十大持有人中有 6 家为保险资金。

**配置型策略的典范是中国平安对国有大行股的大规模、持续性建仓。**平安系险资自 2024 年底以来持续“扫货”中资银行 H 股，尤其聚焦于农业银行、工商银行、建设银行、邮储银行等。这种投资不以短期交易为目的，而是着眼于国有大行经

营稳健、股息率高的特点，旨在获取长期、稳定的股息现金流，以匹配保险资金的长期负债成本。在会计上，这类资产很可能被指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）的金融资产，以实现收益的平滑。

而经营型策略则体现在中国人保对华夏银行和兴业银行的长期股权投资上。截至2026年3月底，中国人保通过人保财险持有华夏银行16.11%的股份，为第三大股东，并在董事会拥有两个席位。同时，截至2025年底，人保集团体系合计持有兴业银行约12.66%的股份并派驻董事。由于持股比例高且派驻董事，这两项投资均符合长期股权投资的确认条件，采用权益法核算。其投资收益并非取决于股价波动，而是按持股比例分享银行的当期净利润，深度绑定了银行的内生价值成长，是典型的经营型红利策略。

表4: 险资买红利的模式

	交易红利	配置红利	经营红利
会计科目	FVTPL	FVOCI	长期股权投资
报表影响	市值波动将实时体现在利润表中	仅有分红收益计入利润表。其市值波动计入资产负债表的其他综合收益科目，卖出时浮盈亏变动不能再计入利润表	只有当期净利润会影响保险公司投资收益
案例	险资投资银行ETF	中国平安投资国有大行	中国人保投资华夏银行和兴业银行
优势	具有较高的灵活性和流动性，投资周期相对较短	平滑了利润波动，使投资收益更具可预测性，体现了“配置”的长期持有属性	将投资收益与实体企业的经营成果深度绑定，超越了二级市场波动，追求的是伴随企业成长的内生价值回报
潜在问题	收益表现与资本市场短期走势关联密切，波动性大	价差收益对利润表没有贡献	投资规模大，灵活性低

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据公司披露的前十大股东以及港交所披露易数据，我们梳理了部分保险公司对银行的投资情况，如下表所示。

表5: 部分保险公司对银行的投资情况

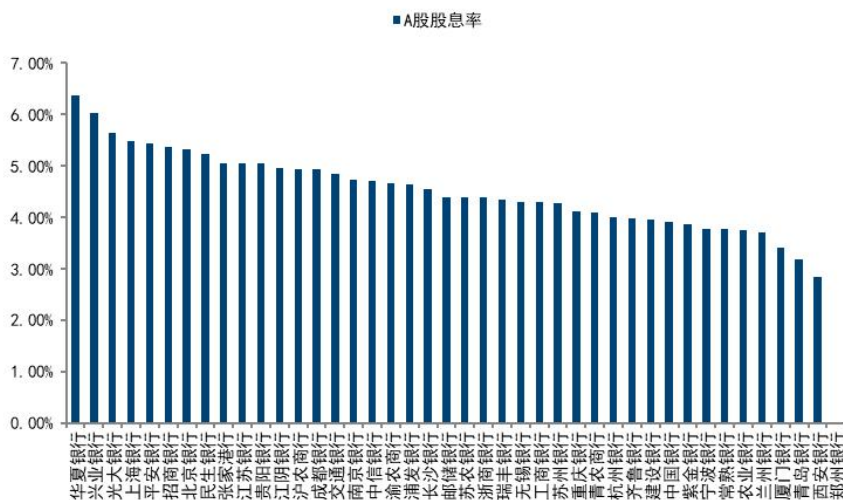
保险集团	持股银行	持股比例	会计核算方式	最新披露日
中国平安	平安银行	57.94%	并表	2026/3/31
	汇丰控股	8.75%	金融投资	2025/12/31
	工商银行-H	4.40%	金融投资	2025/2/14
	建设银行-H	4.59%	金融投资	2025/5/6
	农业银行-H	2.11%	金融投资	2026/4/28
	农业银行-A	1.67%	金融投资	2026/3/31
	邮储银行-H	2.81%	金融投资	2025/10/10
	邮储银行-A	1.98%	金融投资	2026/3/31
	招商银行-H	3.83%	金融投资	2026/3/31
中国人寿	广发银行	43.69%	长期股权投资	2025/12/31
	工商银行	0.41%	金融投资	2026/3/31
	中国银行	0.20%	金融投资	2026/3/31
	中信银行	2.17%	金融投资	2026/3/31
	江苏银行	2.14%	金融投资	2026/3/31
	南京银行	2.86%	金融投资	2026/3/31
	上海银行	2.82%	金融投资	2026/3/31
	杭州银行	2.89%	金融投资	2026/3/31
苏州银行	3.38%	金融投资	2026/3/31	
中国太保	沪农商行	5.81%	金融投资	2026/3/31
中国人保	华夏银行	16.11%	长期股权投资	2026/3/31
	兴业银行	12.66%	长期股权投资	2025/12/31

新华保险	杭州银行	4.55%	金融投资	2026/3/31
	沪农商行	4.30%	金融投资	2026/3/31
中国太平	浙商银行	3.36%	金融投资	2026/3/31
	工商银行	0.11%	金融投资	2026/3/31

资料来源：Wind，港交所，公司公告，国信证券经济研究所整理

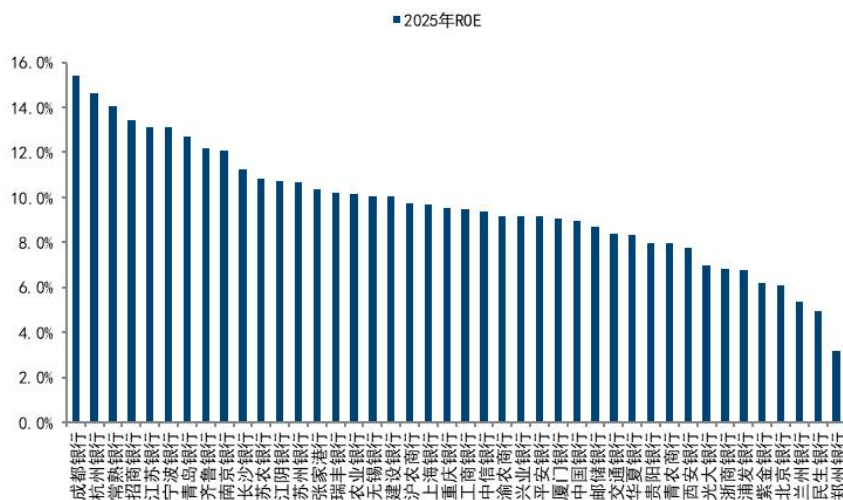
基于前述分析，我们可以推断险资买银行的倾向性。比如对于交易策略，其投资选择可能跟公募基金等机构投资者差异不大，但是对于配置策略可能会更看重股息率，对于经营策略则更看重 ROE 水平。我们展示了当前 42 家上市银行的股息率以及 ROE 水平供参考。

图16: 上市银行 2025 年度分红对应股息率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 上市银行 2025 年度 ROE 情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

2026 年保险行业深化负债端渠道、产品、成本等领域转型，人均产能及渠道质态得到显著改善，NBV 持续增长；资产端方面，虽然一季度上市险企受权益市场波动拖累，但 4 月以来权益市场行情修复，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产配置行情或将延续，利润与估值有望进入同步修复阶段。建议关注资产负债匹配较好的太保及商业模式具备“护城河”优势的中国财险。

银行方面，“绩优成长”与“稳健红利”双主线并举是最优解。低利率且高波动市场环境中，高股息策略仍有效，但结合股息率来看，配置建议从国有大行转向优质股份行与区域行。2026 年银行业绩底部明确，优质稳健股份行及区域行兼具高股息防御性与业绩修复弹性，当前配置性价比更优，重点推荐招商银行、江苏银行。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		P/E	
					2026E	2027E	2026E	2027E
601601.SH	中国太保	优于大市	34.54	3,323	6.16	6.26	5.61	5.52
2328.HK	中国财险	优于大市	15.33	3,410	2.01	2.13	7.63	7.20
600036.SH	招商银行	优于大市	37.65	9,495	5.89	6.19	6.39	6.08
600919.SH	江苏银行	优于大市	11.18	2,052	2.06	2.27	5.42	4.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 风险提示

宏观经济下行风险：宏观经济增速不及预期，将压制资本市场整体景气度，拖累非银板块核心业务盈利表现。

市场大幅波动风险：A股持续宽幅震荡、成交持续缩量，将直接冲击券商经纪、两融及期货资管等核心业务收入。

金融监管政策收紧风险：资本市场及非银金融行业监管政策超预期收紧，将对相关机构业务开展形成约束。

行业竞争加剧风险：非银金融行业同质化竞争持续加剧，可能导致行业整体盈利空间被持续挤压。

资金持续流出与流动性风险：市场去杠杆进程延续，资金持续流出，将加剧板块估值承压与个股流动性波动。

标的业绩不及预期风险：推荐标的核心业务进展、盈利表现不及市场预期，将导致股价表现不及预期。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032