

红利为锚，成长作帆 ——险资权益投资的攻守之变

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 保险

投资评级：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：王文静

0755-81981648

wangwenjing@guosen.com.cn

S0980526050001

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

- **现实约束：低利率环境下的险资权益之变。**在低利率与资产荒交织下，险资权益投资正经历结构性重构。10年期国债收益率降至约1.7%，固收票息持续摊薄；地产基建周期收官使非标债权供给收缩；历史高预定利率存量保单形成刚性负债成本，三者构成潜在“利差损”压力；而变局中亦孕育新机：AI、半导体、新能源、医药等新质生产力赛道与险资“长钱长投”属性契合；增量保单预定利率下调，分红险等浮动收益型产品占比提升；IFRS9与IFRS17双准则为资产负债联动提供会计工具，推动权益配置转向收益、波动与资本占用的综合平衡。
- **海外镜鉴：海外经验为我国险资低利率突围提供可资借鉴的路径。**日本在90年代利差损危机后，通过持续下调预定利率、推动产品结构向保障型产品倾斜、拉长资产久期并大举增配海外固收资产完成出清，截至2024年海外固收占其海外证券比例高达95.5%。美国则依托“一般账户+独立账户”双轨机制实现差异化配置：一般账户以长久期债券匹配刚性负债，独立账户对接投连险、变额年金等浮动收益产品并承载权益与另类资产波动；同时，美国寿险业深耕私募信贷、CLO等另类固收领域，广义持仓近万亿美元，成为收益增厚核心。
- **国内求索：国内头部险企已结合自身禀赋形成差异化探索路径。**截至2026年一季度，保险业资金运用余额已接近40万亿元，头部机构普遍构建“类固收打底、成长增强”的双层结构：中国平安重仓OCI国有金融股以分红平滑利润波动；中国太保布局电力、航运等HALO资产，践行“哑铃型”配置；中国人保依托长期股权投资锁定低波动收益；泰康以“保险+康养”生态形成资负闭环；华泰资产则以市场化受托实现轻资本创收。尽管路径各异，底层框架高度趋同，即通过FVOCI权益、长期股权投资、FVTPL战术持仓及ETF工具组合运用，在新准则下实现收益安全垫与向上弹性平衡。
- **解决范式：面对低利率资产荒，哑铃型配置成为“核心-卫星”策略的本土化范式。**一端以高股息红利资产构建核心底仓，依托稳定分红替代非标收益、抵御会计波动并筑牢安全边际；另一端以FVTPL个股、行业主题ETF构成卫星战术层，围绕新质生产力赛道捕捉向上弹性。通过定期再平衡，组合在锁定红利复利的同时获取产业期权价值，实现收益、波动、流动性与资本占用的多维度平衡。我们测算，若权益资产占比保持至17.5%且OCI股票占权益比重升至44%，未来五年险资OCI股票增量配置规模合计可达约3.5万亿元，红利为锚、成长作帆的格局将进一步深化。
- **风险提示：**保费收入增速不及预期；三方业务承压；长端利率下行；资本市场波动等。

【 01 】 现实约束：低利率环境下的险资权益之变

【 02 】 海外镜鉴

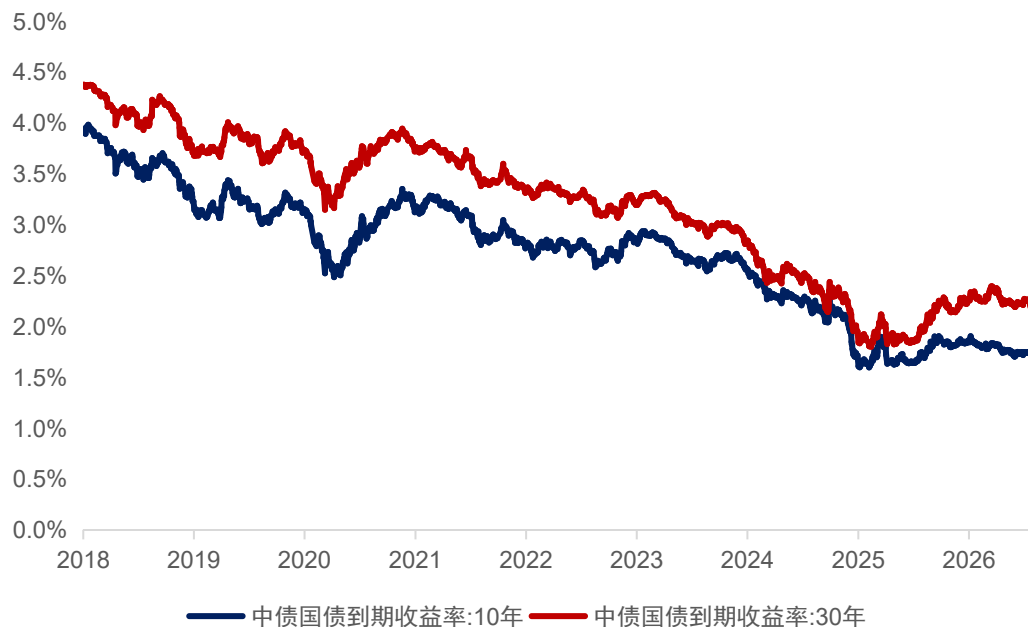
【 03 】 国内求索

【 04 】 解决范式

低利率环境会持续很久——以日本为借鉴

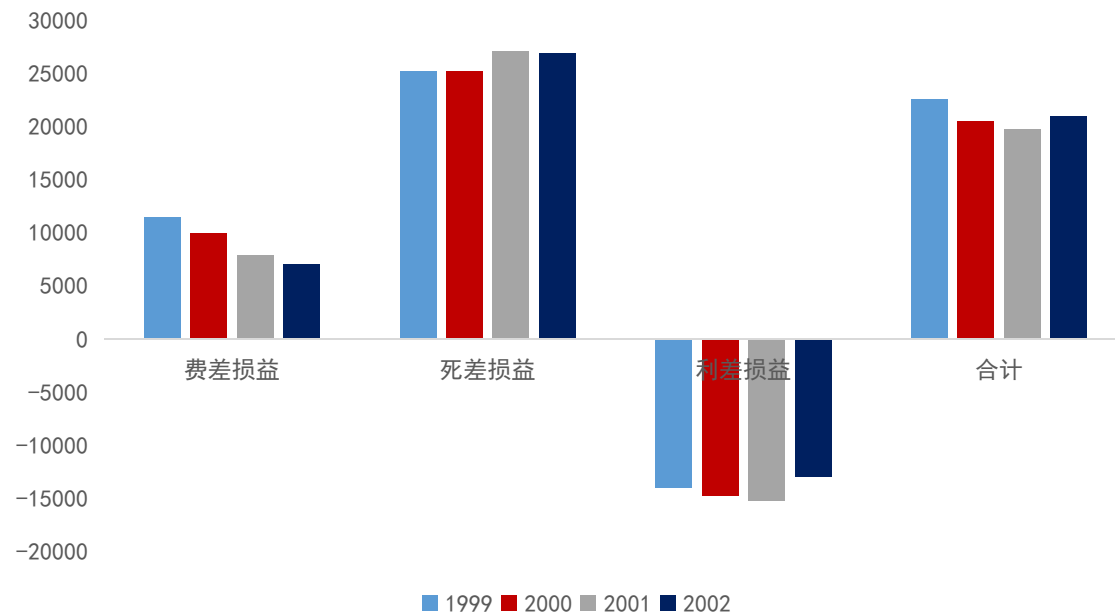
- 当前险资配置所处的宏观环境，是由利率、产业结构、负债结构与会计准则多重变量共同定义的一场结构性重构。拆解来看，既有构成现实约束的“三座大山”，也蕴含孕育突破的“三重新机”。破局之道，在于以负债端改革缓释压力、以资产端创新捕捉机会、以会计工具平滑波动。
- 长期低利率乃至超低利率，是险资“资产荒”的底层成因。截至2026年中，我国10年期国债收益率已降至约1.7%的历史低位，固收类资产票息与再投资收益显著摊薄。日本的经验极具警示意义：上世纪90年代初泡沫破灭后，高预定利率的存量保单与快速下行的投资收益率之间形成巨大利差损，日本寿险业总投资规模虽在2024年达到418.52万亿日元，但综合投资收益率长期承压，行业经历了一轮深刻出清。低利率并非短期波动，而是需要资产负债两端长期协同应对的周期性命题。

图：2018年至今国债收益率对比（10年期及30年期，单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：1999-2002年日本寿险三差损益情况（单位：亿日元）

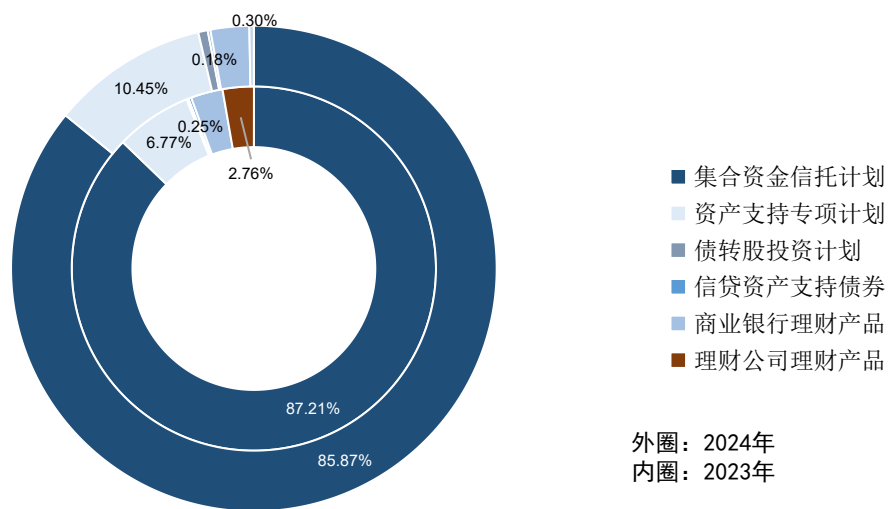


资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

高收益债权资产将很难配置——我国经济转型下地产基建周期收官

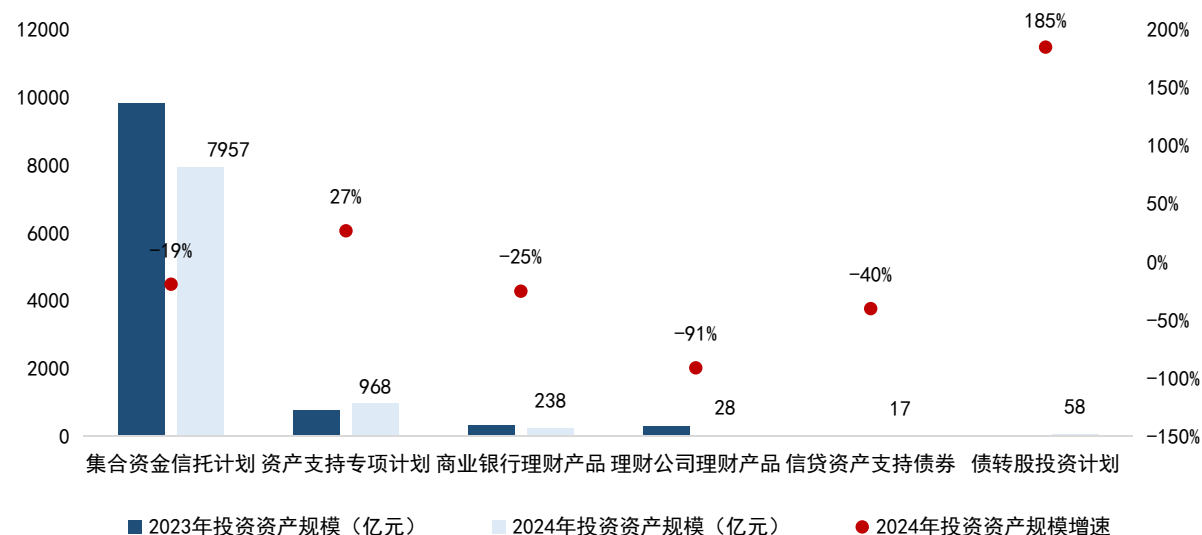
- 过去十余年，险资通过信托计划、基础设施债权投资计划等非标债权工具，获取持续可观的票息收益，非标资产一度成为匹配保险长久期负债的核心配置品种。但随着房地产、基建投资周期见顶回落，市场优质非标供给显著收缩；叠加监管持续整治影子银行业务，传统“类信贷”高收益资产供给持续萎缩。而标准化债券难以充分承接这部分收益缺口，直接推动险资资产端收益中枢持续下行。
- 存量负债成本调整速度慢于市场利率的下行速度，无风险利率下行、信用利差缩窄叠加非标供给减少，资产端收益率持续下行，保险公司利差高低和持续性至关重要。

图：2023-2024年保险公司金融产品配置占比（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：2023—2024年险资投资金融产品规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

保险负债成本：政策引导下行

- 费率市场化改革后利率高位阶段销售的4.025%预定利率长期年金、3.5%预定利率普通型寿险及年金产品，已沉淀为行业刚性负债成本。在当前投资收益率持续下行的环境下，这部分存量负债是利差损压力的核心来源之一，也对资产端形成了“维持收益底线”的硬性约束。
- 考虑到资产端收益率仍面临多重不确定性，为推动资产负债两端实现长期利率适配，持续下调产品定价利率成为优化负债成本、缓释资产负债错配的最直接手段。

图：上市险企平均综合负债成本（单位：%）



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

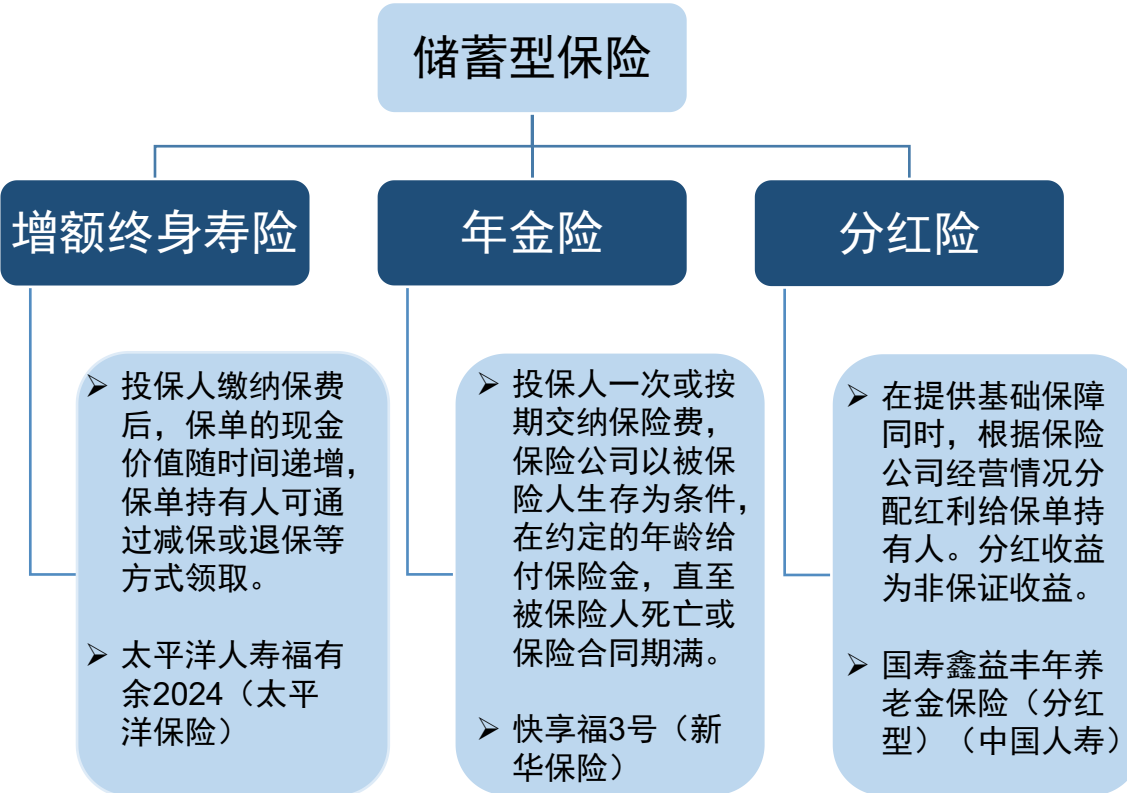
图：不同险种预定利率/最低保证利率与30年期国债到期收益率对比历史走势（单位：%）



资料来源：保险行业协会，金监总局，国信证券经济研究所整理

➤ 与存量高成本负债形成对比的是，行业增量保单已呈现“刚性成本持续下行，产品结构向浮动型切换”的积极特征：历经2023—2025年三轮监管下调后，普通型人身险预定利率上限已从3.5%降至2.0%，分红险保证利率上限、万能险最低保证利率上限分别回落至1.75%、1.0%；与此同时，分红险等浮动收益型产品在新单保费中的占比持续提升，新增负债的刚性成本显著压降，成本弹性与投资收益联动性明显增强，险企穿越利率周期的腾挪空间持续拓宽。

图：主要的储蓄型保险类型对比



表：分红险预定利率及演示利率水平

时间	监管规定	预定利率上限	演示利率
2018—2023年中	无统一上限，三档演示（高/中/低）	未统一	4.5%—6.0%
2023年7月	取消三档演示，改为两档	未统一	4.50%
2024年9月前	预定利率2.5%，演示利率4.5%	2.50%	4.50%
2024年10月后	预定利率降至2.0%，演示利率分化为3.5%或4.0%	2.00%	3.5%—4.0%
2025年8月后	预定利率降至1.75%，演示利率分化为3.5%或4.0%	1.75%	3.5%—4.0%
2026年3月	分红险演示利率上限由3.9%下调至3.5%，各公司高于3.5%演示利率的产品需要在6月30日前完成变更备案，或者报送停售。	多家险企完成预定利率为1.25%分红险储备	3.5%

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

新准则下I9与I17联动深化资产负债匹配要求

- 2023年起上市险企进入IFRS9与IFRS17双准则实施周期，推动险资资产配置逻辑重构，非上市险企于2026年1月1日全面执行新准则。新金融工具准则（I9）将金融资产划分为摊余成本（AC）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）、以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）三类，其中权益工具一经指定为FVOCI，其公允价值变动及处置利得将永久留存于其他综合收益，不得转回当期损益；新保险合同准则（I17）则通过合同服务边际（CSM）重构保险负债计量规则与利润释放节奏，实现保单未实现利润随服务周期逐步摊销。
- 两项准则同步实施后，资产端的收益属性、波动特征与利润释放节奏，需与负债端的现金流模式、会计计量模型形成精准会计匹配，这既是对险资资产负债管理的硬性约束，也提供了通过账户分类主动管理报表的工具。

图：新准则下金融资产分类的变动

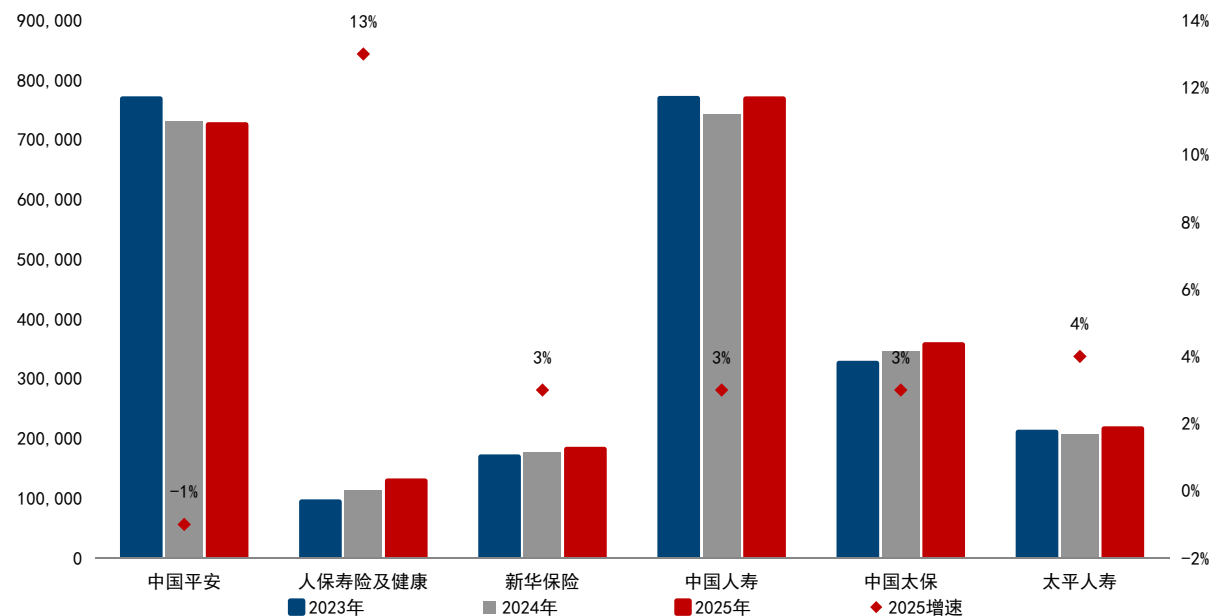
第一，受I9的约束，更多资产被划分为FVTPL科目。例如基金、无法通过SPPI的固定收益类资产。

第二，应I9和I17需要，分红险对应资产均需以公允价值计量，而传统险、万能险等其他人身险账户因其负债端以公允价值计量，因此资产端也倾向于公允价值计量。

第三，新准则实施后，固收类资产倾向于以FVOCI计量：例如在利率下行时，价差收入可直接计入净利润，若利率上行，则浮亏体现在OCI科目中。

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

图：上市险企合同服务边际余额对比（单位：百万元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

权益的Call Option：成长新赛道涌现，权益及股权市场时代来临



- 与负债端压力并存的，是以人工智能、半导体、新能源、生物医药为代表的新质生产力赛道加速崛起。此类产业普遍具备高资本开支、长研发周期、成长弹性突出的特征，与险资“长钱长投”的资金属性形成天然契合，为权益资产获取超额收益开辟了区别于传统周期板块的全新赛道与投资逻辑。科技类ETF，比如半导体设备、通信设备等指数ETF，今年以来获得显著的资金流入。
- 私募股权基金已成为险资开展股权投资的核心载体，据195家保险公司统计数据，2024年末行业股权投资资产规模约1.92万亿元，其中股权投资基金占比提升至35.9%，对应规模约0.69万亿元，投向重点聚焦医疗健康、集成电路、养老等领域。以长鑫科技为代表的硬科技项目中，险资已构建起保险公司直接持股、保险资管股权投资计划、保险系基金的三层投资架构，依托集团内部协同强化项目覆盖深度与风险分散能力，多家主体于2020-2021年即完成Pre-IP0轮布局，充分彰显耐心资本属性。

图：ETF净申赎规模增量（单位：亿元）

表：险资持股长鑫科技明细（单位：百万股，%）

保险主体	参与类型	认缴出资额（百万股）	发行后比例
和谐健康保险	和谐健康直接股权投资	901.31	1.35%
中国人寿财产	通过国寿投资—睿力集成股权投资计划持股	476.05	0.71%
人保寿险、光大永明人寿	通过人保资本—睿力集成股权投资计划持股	467.04	0.70%
阳光人寿	阳光人寿直接股权投资	225.33	0.34%
中邮人寿	中邮人寿直接股权投资	225.33	0.34%
人保系险企、国寿系险企及其他中小险企	通过人保科创股权投资基金持股	90.13	0.13%
合计		2385.19	3.57%

指数代码	指数简称	挂钩ETF规模(亿元)	挂钩ETF基金数量(个)	挂钩ETF规模变动：其中申赎净流入带来(亿元)		
				今年以来	近1年	去年以来
931743.CSI	半导体材料设备	753.89	5	582.56	658.25	666.31
931160.CSI	通信设备	474.35	1	368.28	439.19	432.74
950125.CSI	科创半导体材料设备	372.64	3	364.19	401.52	393.20
399975.SZ	证券公司	1,475.86	16	216.11	767.38	829.79
h30269.CSI	红利低波	518.17	7	173.34	251.71	342.22
000001.SH	上证指数	257.99	8	168.99	184.19	133.32
980018.CNI	卫星通信	143.34	1	158.99	211.79	210.51
931079.CSI	5G通信	264.10	2	150.24	125.27	108.42
931994.CSI	电网设备主题	169.93	1	144.08	181.78	181.79
931594.CSI	卫星产业	115.91	5	140.37	146.79	145.04
931152.CSI	CS创新药	354.91	7	125.41	209.71	176.82
980092.CNI	自由现金流	207.16	7	118.14	169.46	183.86
000922.CSI	中证红利	340.94	6	115.94	160.36	146.66
CN5082.CNI	国证航天	87.87	4	91.69	108.04	107.58
h30199.CSI	电力指数	186.15	16	81.76	85.97	108.55
000685.SH	科创芯片	814.20	11	72.69	66.88	148.99
980022.CNI	机器人产业	250.28	7	71.84	231.64	259.49
930601.CSI	中证软件	97.95	5	67.61	85.64	114.19
h11059.CSI	工业有色	157.32	10	66.11	131.94	133.10
HSCAUPG.HI	恒生A股电网设备	65.29	3	64.42	69.74	68.82

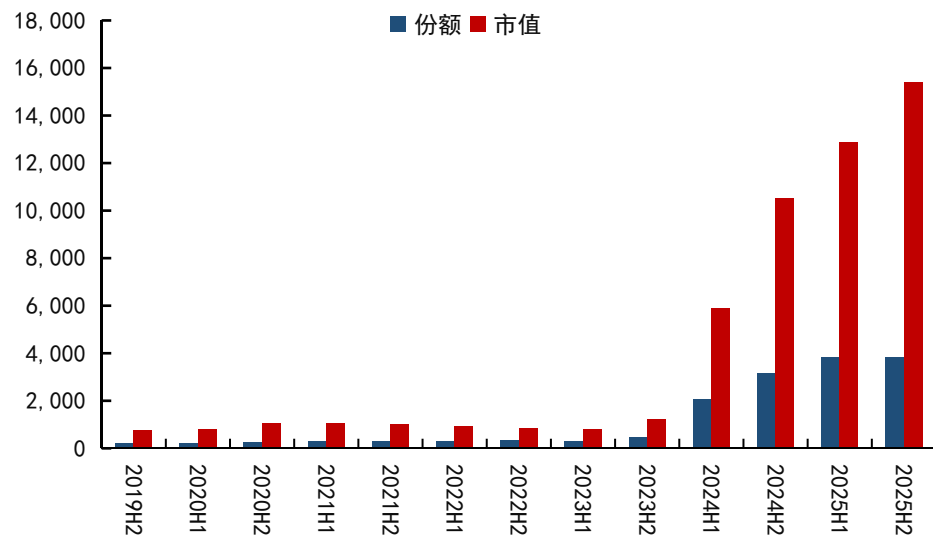
资料来源：长鑫科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：截至2026.7.20

权益的Put Option：中央汇金已具备“类平准基金”属性

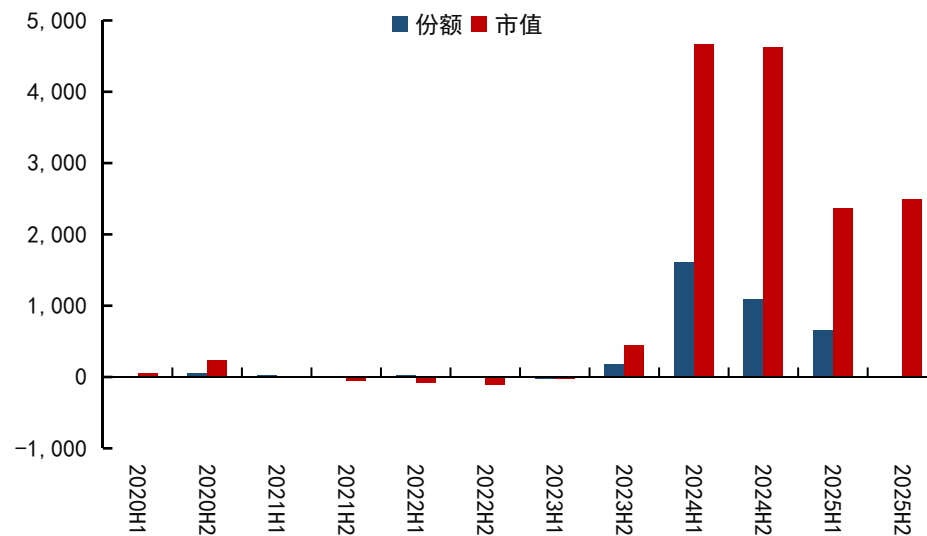
- 中央汇金每在市场波动剧烈时增持ETF，已基本具备“类平准基金”属性。
- 截至2025年末，中央汇金持有ETF市值（前十大持有人口径）已经突破1.5万亿元，持有ETF数量接近3,800亿份。

图：中央汇金持有的股票基金累计份额及规模（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中央汇金持有的股票基金份额及规模变化-每半年（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 现实约束

【 02 】 海外镜鉴：为什么险资是资本市场最大买家

【 03 】 国内求索

【 04 】 解决范式

	主流保险产品 及销售渠道	利源分析	发展阶段	资产配置特点
美国	年金险占比较高，约为50%，其次为健康险，占比约为27%；经代为主要销售渠道	受年金险占比较高等因素影响，“利差”为主要利润来源	市场趋于成熟阶段，保险深度及保险密度较高，近十年保费复合增速约为1.5%	以权益类资产配置为主，资产端弹性较大
日本	在人口老龄化加剧及低利率环境等背景下，日本健康险占比较高；经代占比提升明显	健康险占比位于高位，因此“死差”为主要利润来源	市场趋于成熟阶段，保险深度及保险密度较高，保费增速有所放缓	权益类资产及海外资产占比较高
中国	存量理财型产品占比较高，且期限偏中短期，健康险占比偏低，约为17%；个险、银保为主	受存量产品结构等影响，利差为主要利润来源，死差及费查贡献度偏低	行业整体保费复合增速回落至个位数区间，增长重心从单纯追求规模增速转向优化业务结构、提升新业务价值	以固收类资产为主，辅以权益类及另类资产

资料来源：《中国保险》杂志，国信证券经济研究所整理

美国、欧洲：资本市场成熟，久期匹配以资产端为主

日本、中国：资产负债双管齐下

欧美资本市场可提供大量丰富的不同期限特征的投资品种，长久期资产丰富；
2024年美国寿险业持有债券中，期限20年以上占比40.2%，10-20年占比33.1%。

资产端：日本寿险公司拉长资产久期，但国内长久期投资品种稀缺，需发展海外投资：
大量配置30、40年期超长期国债；
日本寿险业海外债券投资约占总资产25%

2024年美国寿险业一般账户债券期限（按购买日统计）	占比
20年以上	40.2%
10-20年	33.1%
5-10年	19.3%
0-5年	7.4%

负债端：
降低预定利率：日本保险产品预定利率2013年下调至1%，2017年再下调至0.25%；
调整业务结构：加大健康险等保障类产品销售；
转移利差风险：开发变额年金等，向浮动利率转型。

资料来源：ACLI2025FactBook，日本金融厅FSA公告，国信证券经济研究所整理

- 日本寿险业在90年代利差损危机中经历深度出清，高预定利率存量保单叠加投资收益率持续下行，资产负债久期缺口一度达10至15年。其负债端突围路径清晰：90年代起持续下调产品预定利率，1999年新增业务逐步走出利差损，行业盈利模式随之重构；同时产品结构向医疗险等“第三领域”保障型产品倾斜，医疗险业务占比由1995年的12%攀升至2023年的34%，死差对利润的贡献度显著提升。



措施：

丰富保险产品体系，推出介护险、多倍赔付定期养老险等产品。

优势：

- 通过多元化的产品体系建设，降低单一产品导致的高成本风险，从而结构化降低负债成本；
- 根据不同保险需求，实现客户分层，从而实现差异化风控。



措施：

下调预定利率，从1985年的6.0%下降至如今0.25%。

优势：

- 通过下调预定利率，有效降低寿险公司负债端成本，降低利差损风险。



措施：

升级产品服务，打造养老社区，主推健康险和养老院相关保险产品。

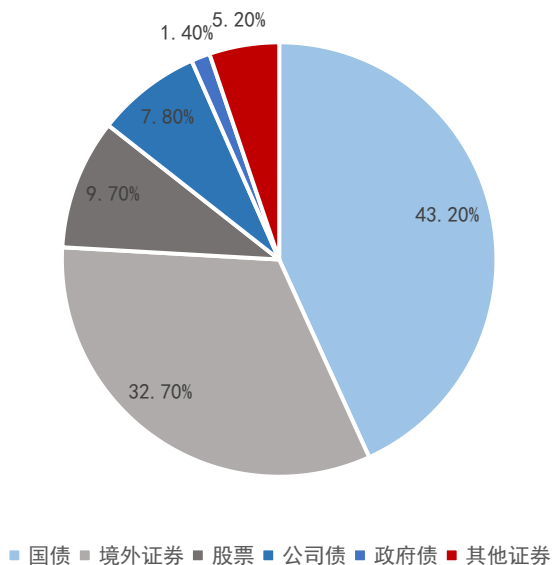
优势：

- 实施“死差益最大化”系统性措施，提升“死差益”，改善经营盈利水平。

日本：低利率环境下资产加大出海

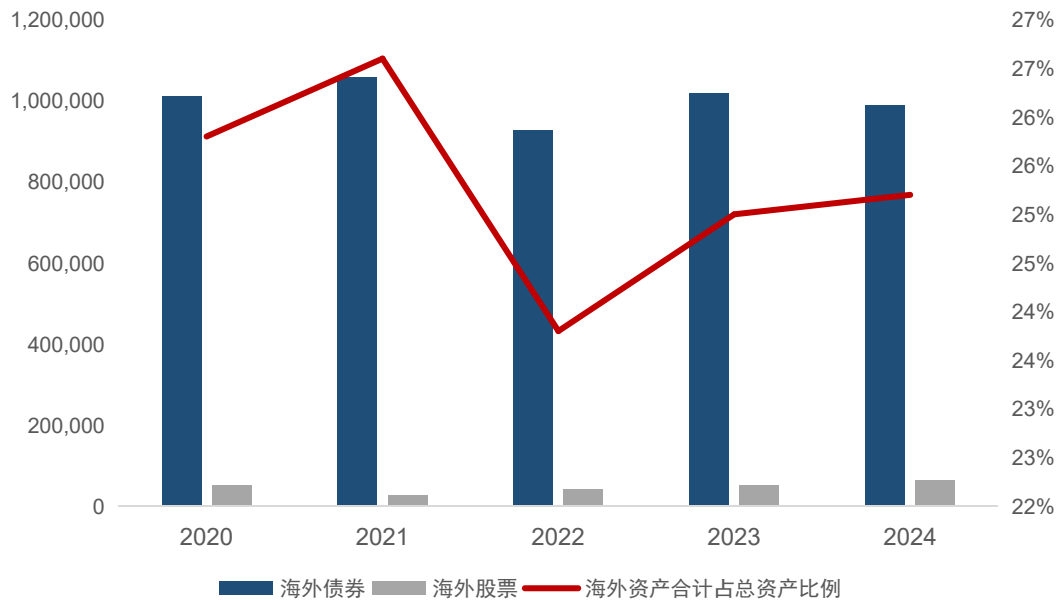
- 为应对日本国内长端利率下行趋势，日本保险业加大海外固收类资产配置。2011年至2023年，日本寿险业海外固收类资产占海外证券比例维持在90%左右；截至2024年，海外固收类资产占海外证券的95.5%，海外权益类资产占比仅为4.5%。
- 截至2024财年末，日本寿险行业一般账户投资收益率为3.02%，高于10年期国债收益率181bp，其中，日本人身险行业投资国内股票和国外证券的投资收益率分别为12.43%、6.72%。

图：2024年日本寿险资产配置结构（单位：%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：日本寿险业境外资产配置以债券为主（单位：亿日元，%）

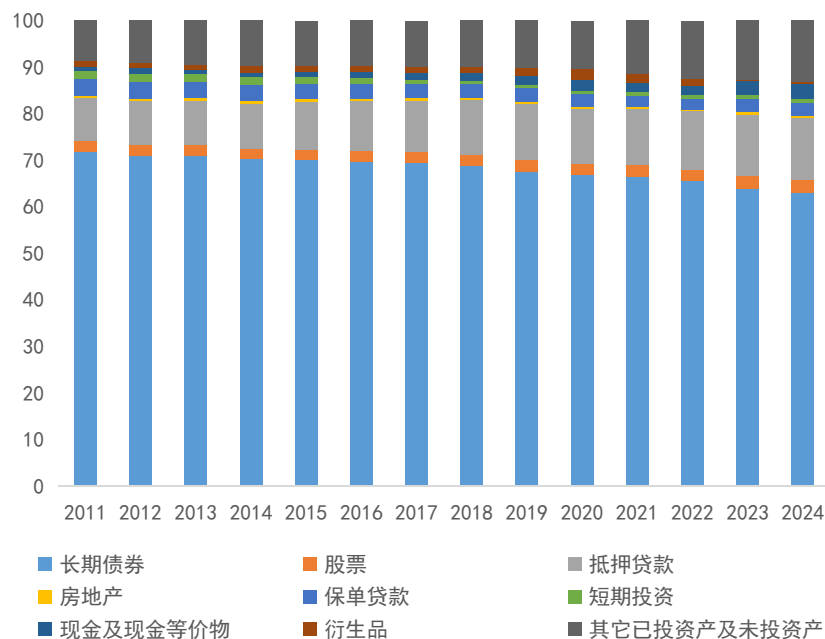


资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

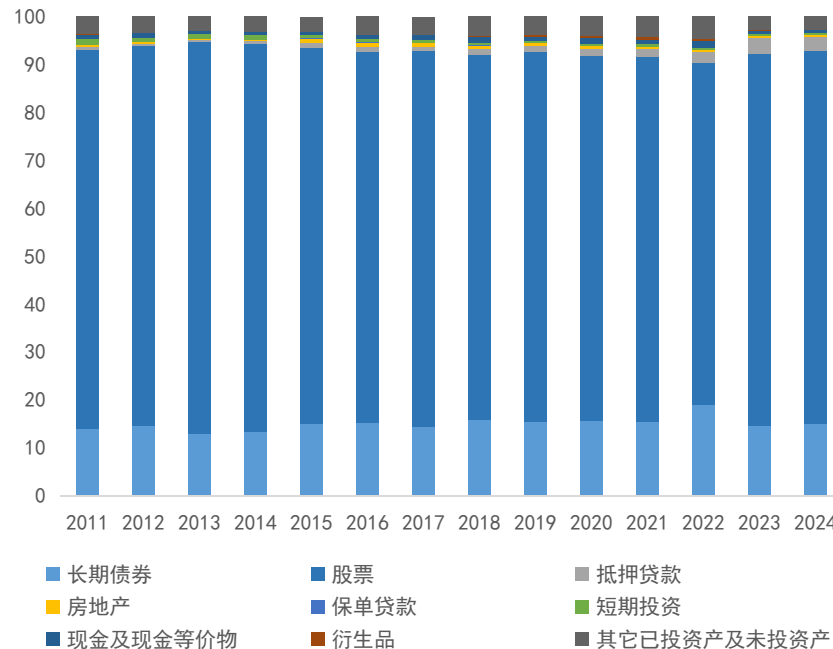
美国：双账户体系下的差异化资产配置

- 美国寿险业的低利率突围更依托账户分设的制度设计与资产谱系的深度拓展。其核心支撑是“一般账户+独立账户”的双轨运行机制：一般账户匹配传统寿险、保证收益年金等刚性负债，以高等级长久期债券为底仓，利差风险由险企自行承担；独立账户对接投连险、变额年金等浮动收益产品，权益与另类资产的波动风险由保单持有人承担，这一架构使得美国险企在低利率环境下仍可维持较高的权益与另类资产配置比例。

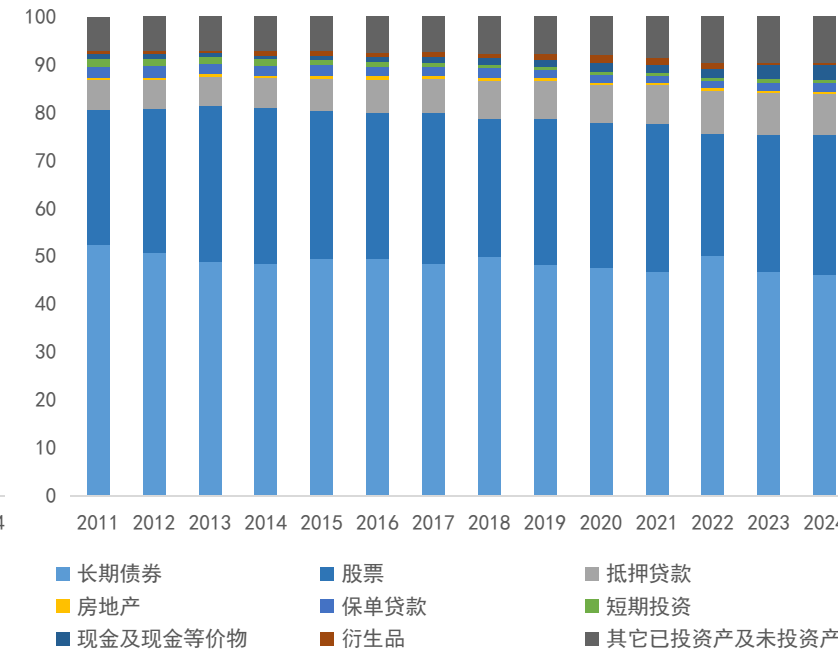
图：美国寿险一般账户资产配置规模（单位：%）



图：美国寿险独立账户资产配置规模（单位：%）



图：美国寿险综合账户资产配置规模（单位：%）



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

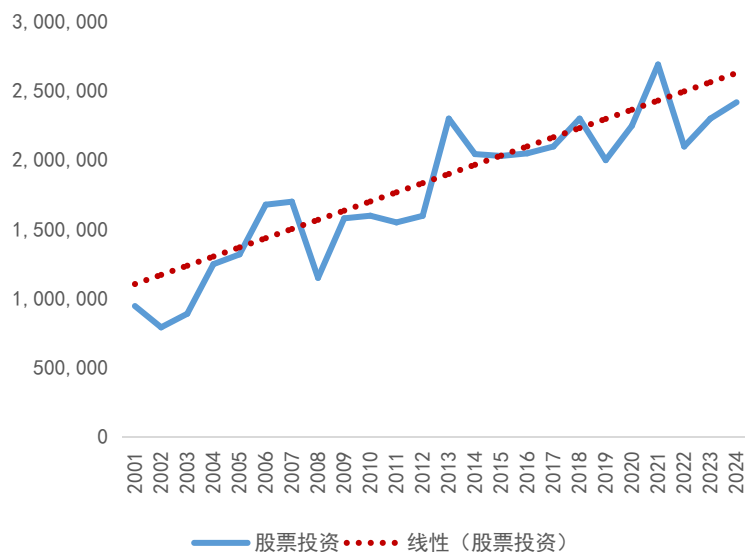
资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

美国：投资权益的保险资金总量呈上升趋势

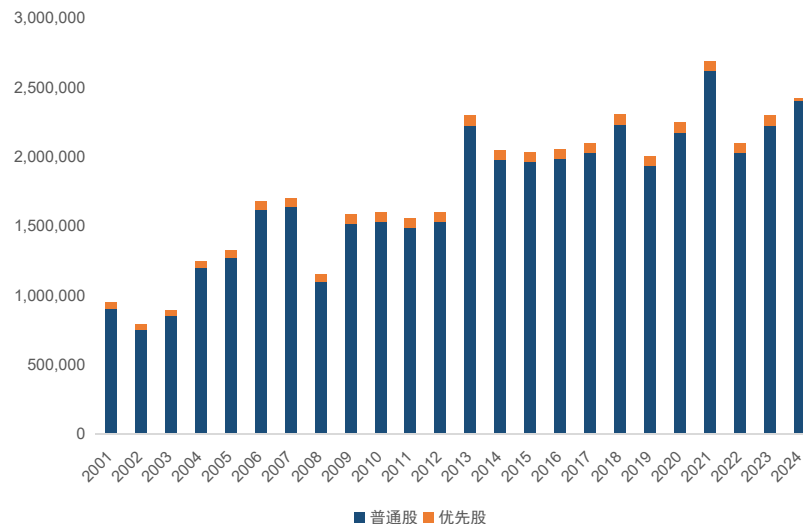
- 自上世纪90年代初以来，股票资产占总资产比例基本保持不变，而持有总量持续上升，且股票资产中以普通股为主。从2013年到2024年，美国寿险一般账户股票资产复合年均增速4.2%，独立账户股票复合年均增速1.0%，全行业综合股票资产复合年均增速1.3%。
- 美国股市的长牛、慢牛，以及保险资金管理制度的完善推动寿险公司加大在权益市场的布局。2000年-2025年，标普500的年均增幅为6.2%，纳斯达克100指数的年均增幅为9.3%。同时，美国州法允许变额年金和养老金计划投资资产独立于保险公司的其它资产，并可完全投资于股票市场。在此背景下，寿险公司投资于股票市场的保险资金总量均大幅提升。

图：美国寿险综合账户股票资产配置规模
(单位：百万美元)



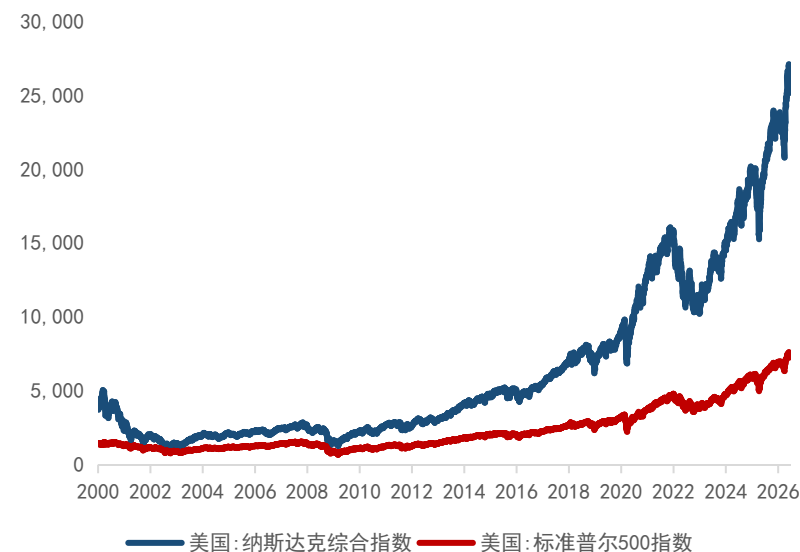
资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：美国寿险综合账户股票资产以普通股为主
(单位：百万美元)



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：纳斯达克综合指数与标普500指数
(单位：点)

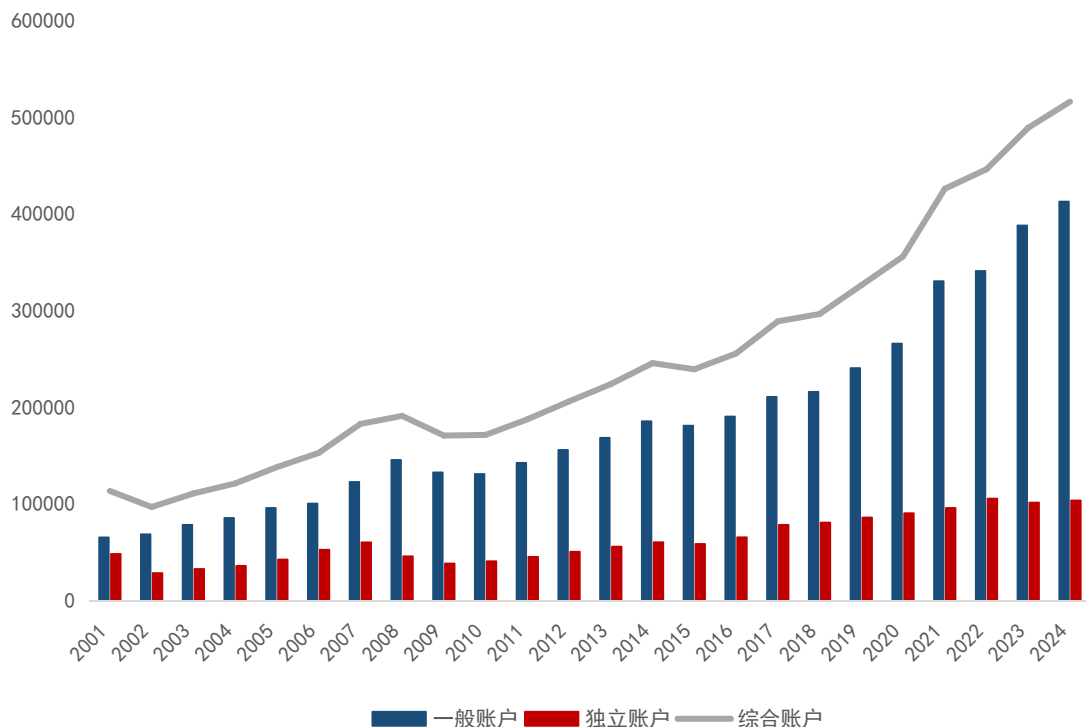


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美国：深耕另类信贷，挖掘收益增厚空间

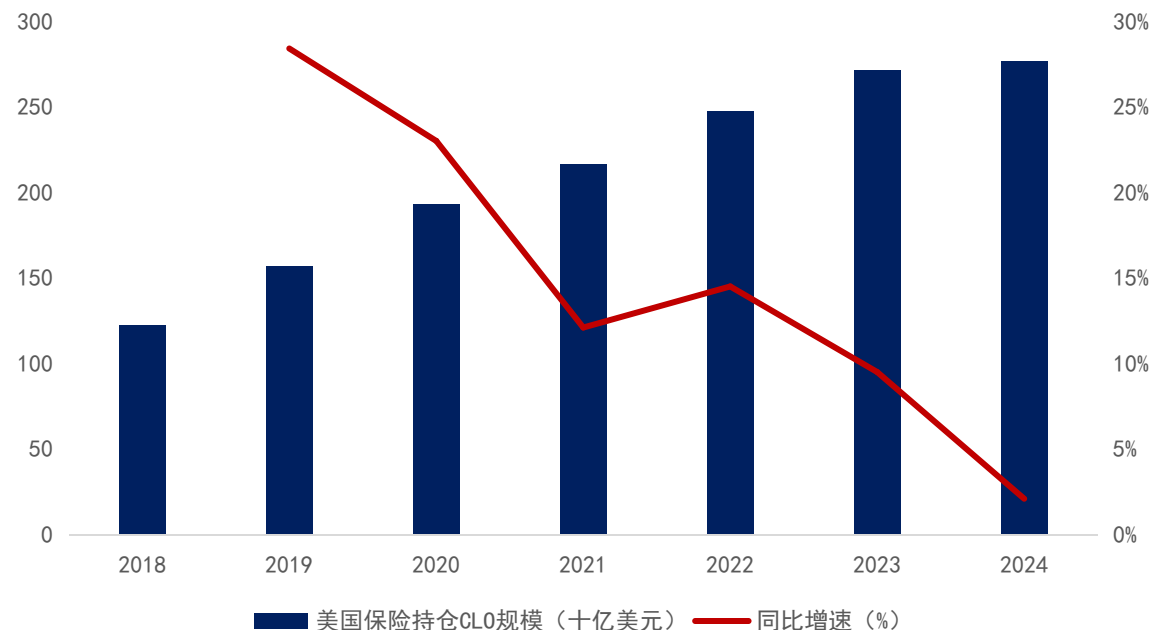
- 资产端持续向另类固收领域下沉。美国寿险业广义私募信贷持仓规模近万亿美元，约占固定收益总持仓的四分之一，其中CLO、直接贷款等品种过去十年风险调整后收益持续跑赢广义银团贷款与高收益债，成为收益增厚的核心工具。监管层面，NAIC于2026年6月针对行业CLO持仓正式收紧风险资本规则，但市场已逐步转向其他结构化信贷品种寻求替代路径。其核心启示在于，制度设计可有效释放配置空间，另类资产能够显著增厚收益，但需同步管控信用风险、资本占用约束与监管政策变动风险。

图：美国寿险账户中另类投资资产配置规模（单位：百万美元）



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：2018-2024年美国保险行业CLO持仓规模及同比增速（单位：十亿美元，%）



资料来源：NAIC，国信证券经济研究所整理

【 01 】 现实约束

【 02 】 海外镜鉴

【 03 】 国内求索：头部险企的实践与求索

【 04 】 解决范式

国内险资规模扩容，探索差异化配置路径

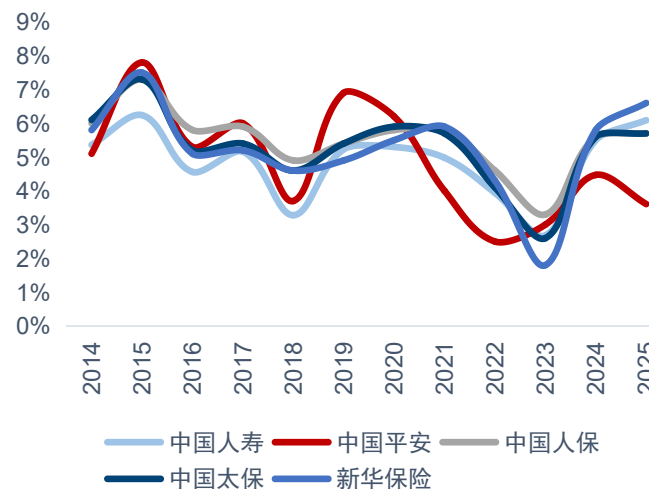
- 据国家金融监督管理总局披露，截至2026年一季度，保险公司资金运用余额达39.4万亿元，同比增长12.9%，连续四年实现双位数增长。其中，人身险公司仍然是行业资金运用扩张的核心来源，其投资规模为35.6万亿元，较年初增长2.6%，占行业整体规模达90.1%。
- 从投资收益来看，2025年A股上市险企全年平均总投资收益率达5.4%，同比提升0.4个百分点；但净投资收益率受利率偏低和高收益资产到期影响，平均同比下降0.3个百分点至3.2%。在长期“资产荒”压力下，国内头部险企结合自身负债特征与战略定位，逐步形成五条差异化配置路径。

图：保险资金运用余额（单位：亿元）



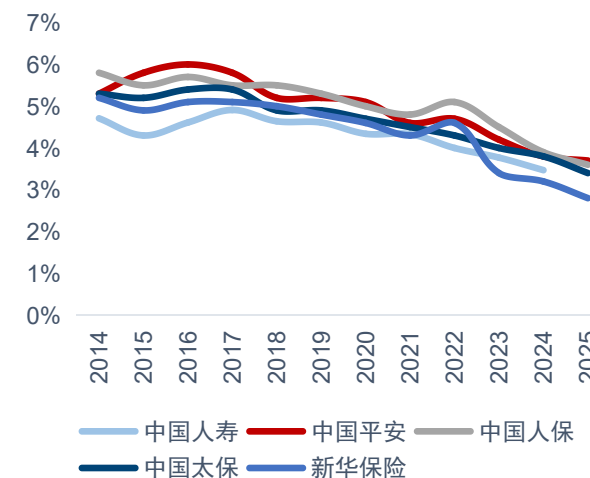
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市险企总投资收益率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企净投资收益率（单位：%）

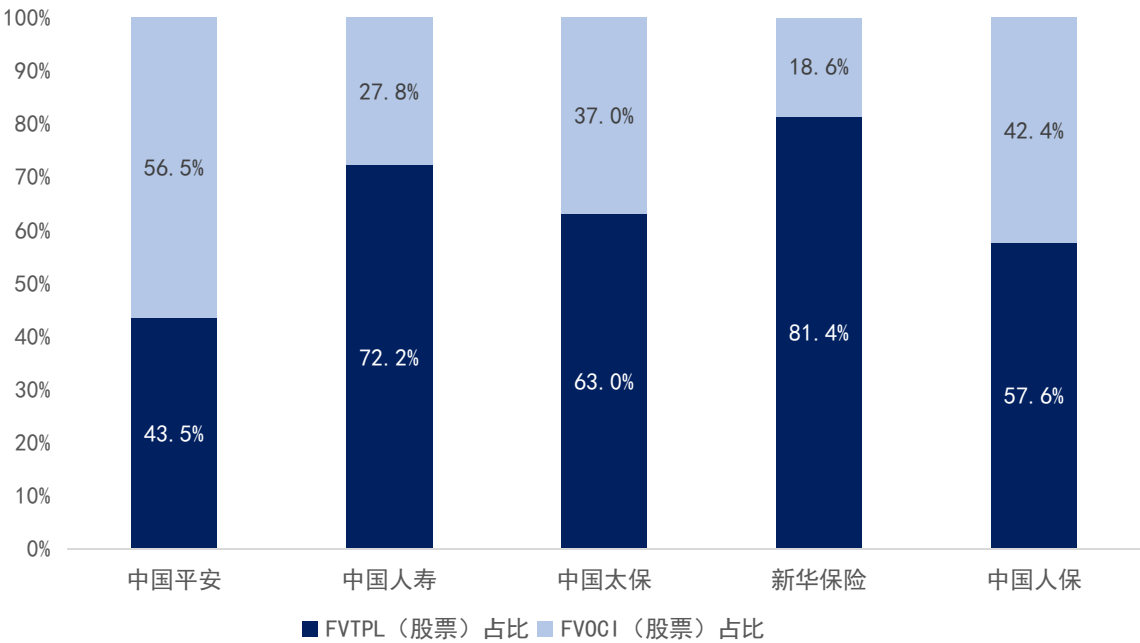


中国平安：战略重视OCI，重仓国有金融股



➤ 中国平安将高股息国有大型银行、券商等标的纳入FVOCI账户，依托稳定分红现金流锁定基础收益、平滑利润波动；同时压降FVTPL权益敞口，减少市值波动对利润表的冲击。这套“以分红为锚、以OCI为壳”的配置框架，是新金融工具准则（IFRS9）与保险新合同准则（IFRS17）环境下，管理盈利波动的典型实践。

图：2025年中国平安股票投资计入FVOCI分类比重较高（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：2025年中国平安持续举牌高股息港股（单位：%）

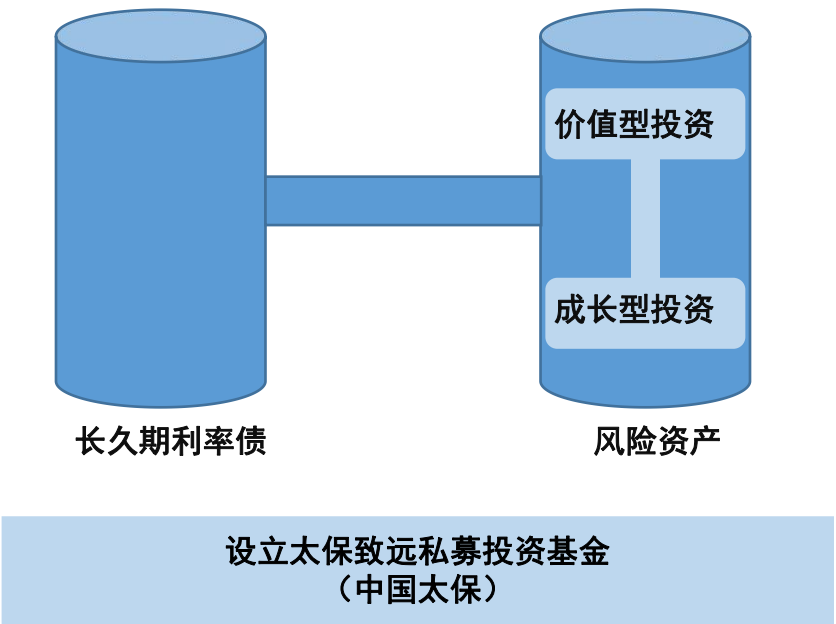
交易日	股票代码	标的	触发持股比例	股息率
2025/1/8	1658. HK	邮储银行	5%	6.2%
2025/1/10	3968. HK	招商银行	5%	5.8%
2025/2/17	1288. HK	农业银行	5%	5.8%
2025/3/13	3968. HK	招商银行	10%	4.5%
2025/5/9	1658. HK	邮储银行	10%	5.9%
2025/5/12	1288. HK	农业银行	10%	5.4%
2025/6/17	3968. HK	招商银行	15%	4.0%
2025/8/8	1658. HK	邮储银行	15%	4.5%
2025/8/12	2601. HK	中国太保	5%	3.5%
2025/8/13	2628. HK	中国人寿	5%	3.3%
2025/8/26	1288. HK	农业银行	15%	5.0%
2025/9/11	2601. HK	中国太保	10%	3.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中国太保：重仓公用事业等"HALO资产"，践行长期价值

- 中国太保重点布局电力、航运、机场等领域“HALO资产”，偏好现金流稳健、分红可持续的类固收型权益，匹配寿险长久期负债。
- 中国太保实施精细化“哑铃型”配置策略：增配长久期利率债优化资负缺口，同时依托股息价值策略布局权益资产增厚收益。坚持逆周期布局，近两年投资收益稳步改善；同时通过设立投资基金、参与长期投资试点，降低权益市价波动对报表的影响。2025年公司总投资收益率5.7%，在上市险企中处于较优水平。

图：长期投资策略哑铃型结构



- 目标规模200亿元
- 长期持有高股息价值投资，积极践行长期主义，发挥耐心资本优势，完善长周期权益资产配置体系

资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

表：中国太保举牌高股息上市公司明细（单位：%）

举牌日期	股票代码	标的名称	触发持股比例	所属行业	核心投资属性
2023/2/28	0257. HK	光大环境	5.00%	环保公用	固废处理龙头，现金流稳健、具备持续分红潜力，公用事业准公共品属性
2024/7/30	0902. HK	华能国际电力股份	5.00%	环保公用	火电盈利修复及绿电转型，H股高股息、低估值
2024/7/30	1071. HK	华电国际电力股份	5.00%	环保公用	全国性发电央企，现金流稳定，股息率具备类固收特征
2024/11/29	01138. HK	中远海能	5.04%	交通运输	油运长周期景气，央企背景、分红政策改善
2026/1/9	600009. SH	上海国际机场	5.00%	交通运输	特许经营属性，客流修复带动现金流回升

资料来源：中国保险行业协会，国信证券经济研究所整理

中国人保：长期股权投资锚定低波动收益



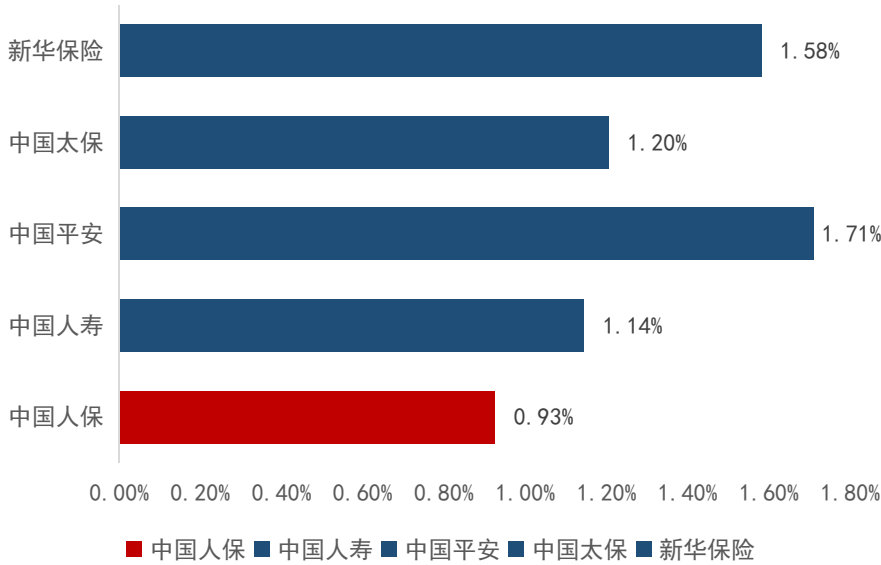
- 中国人保总投资资产保持稳步扩张，2020年至2025年复合增速11.8%，其资产配置在上市险企中具有鲜明的差异化特征，FVTPL权益占比低、长股投占比高、波动率在上市险企中最低，赋予其显著优于可比同业的收益稳定性。
- 长期股权投资方面，截至2025年末，中国人保对联营及合营企业投资账面规模1771亿元，占集团投资资产9.3%，主要由兴业银行、华夏银行战略参股构成。中国人保以权益法核算的长期股权投资锁定被投企业的稳定分红与战略协同，弱化短期市值波动对报表的扰动，适合与主业具备产业关联的金融与实体投资，是"以时间换空间"的稳健之选。

表：中国人保核心长股投标的信息

核心指标	兴业银行	华夏银行
股票代码	601166. SH	600015. SH
起始时间	2013年5月8日	2016年11月18日
持股比例	12.66%（直接0.82%、间接11.84%）	16.11%（间接）
治理参与权限	向董事会派驻董事，可对被投资企业施加重大影响	
核算方法	权益法核算（按持股比例分享持股标的年度净利润，计入当期损益）	
2025年末账面投资金额	1047.06亿元	511.13亿元
占总投资资产比重	5.51%	2.69%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：中国人保2019-2025年总投资收益率波动率最低（单位：%）



资料来源：中国保险行业协会，国信证券经济研究所整理

- 泰康人寿依托独家“保险+康养”生态形成资负闭环，负债端以医养服务拉长久期、优化死差与健康险收益；资产端持续加码大健康股权、战新及绿色产业投资。通过康养实体网络反哺年金产品销售，实现保险主业与产业投资双向协同，形成同业难以复制的长期配置壁垒。截至2026年7月末，泰康创新“一个社区、一家医疗机构”养医融合模式，在全国37城已布局48个养老项目。
- 泰康资产截至2025年末管理资产总规模4.8万亿元，采用多策略均衡权益配置，聚焦科技成长、产业升级、品牌出海、医药国产替代四大主线，构建“高股息底仓+新质生产力成长”的权益组合。2025年其全资子公司泰康稳行落地长期投资试点，通过契约型基金会计安排隔离市值波动，泰康人寿保险有限责任公司作为资金持有人，实现权益组合稳健化、长期化。

表：2025年保险系企业年金基金管理机构累计收益率（单位：亿元，%）

保险系企业年金基金管理机构	2025年组合资产金额（亿元）	单一（固定收益类）	单一（含权益类）	集合（固定收益类）	集合（含权益类）
泰康资产	7154	10.3%	15.7%	10.3%	15.7%
国寿养老	5252	11.9%	12.5%	11.9%	12.5%
平安养老	3937	10.2%	13.5%	10.2%	13.5%
长江养老	1834	12.2%	14.1%	12.2%	14.1%
人保养老	1248	10.8%	11.2%	10.8%	11.2%
华泰资管	1210	12.6%	10.5%	11.3%	8.4%
太平养老	897	10.6%	12.2%	10.6%	12.2%
新华养老	49	9.5%	11.3%	9.5%	11.3%

资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

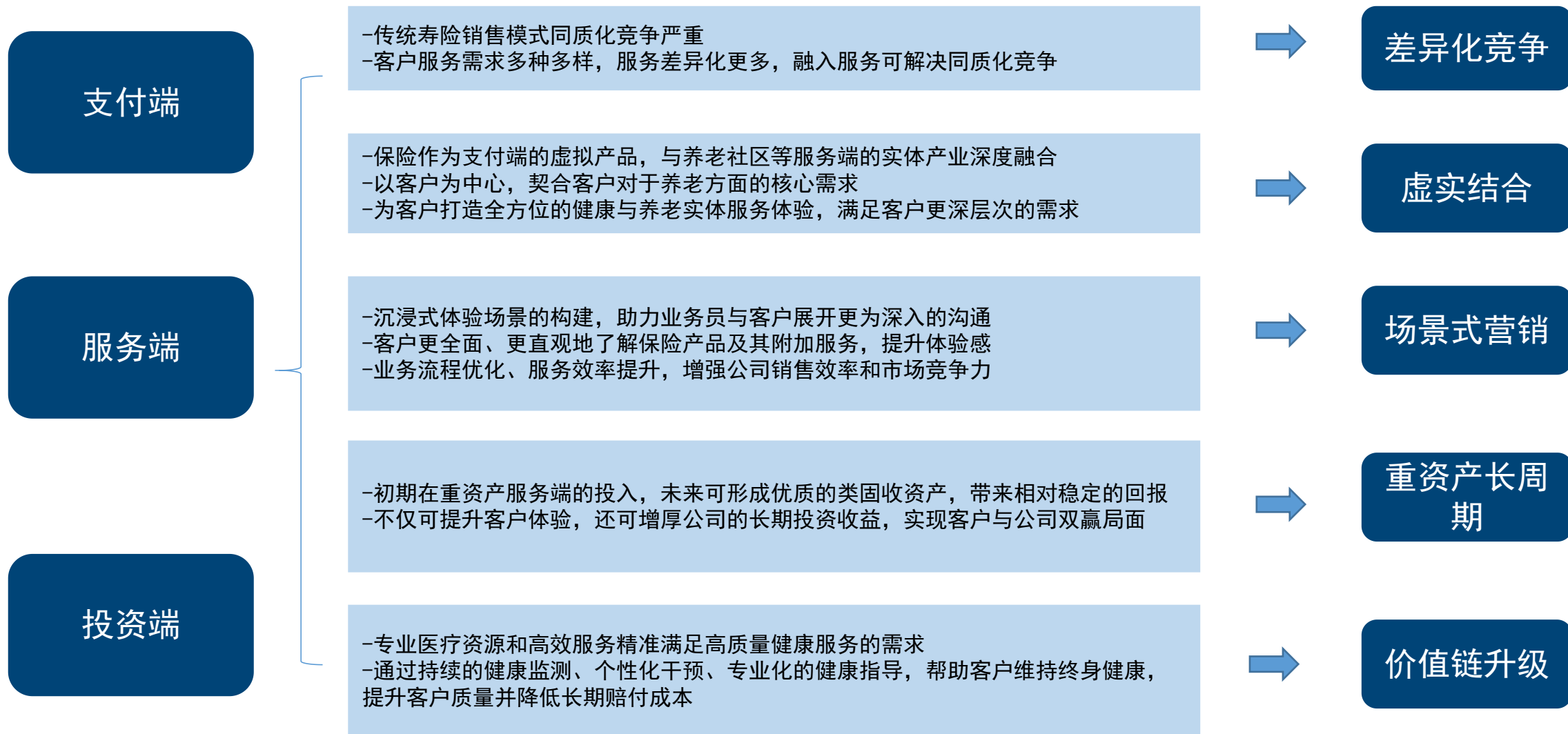
图：泰康新寿险“支付+服务+投资”三端协同架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

泰康保险：“新寿险”模式与资负闭环

图：寿险商业模式变化

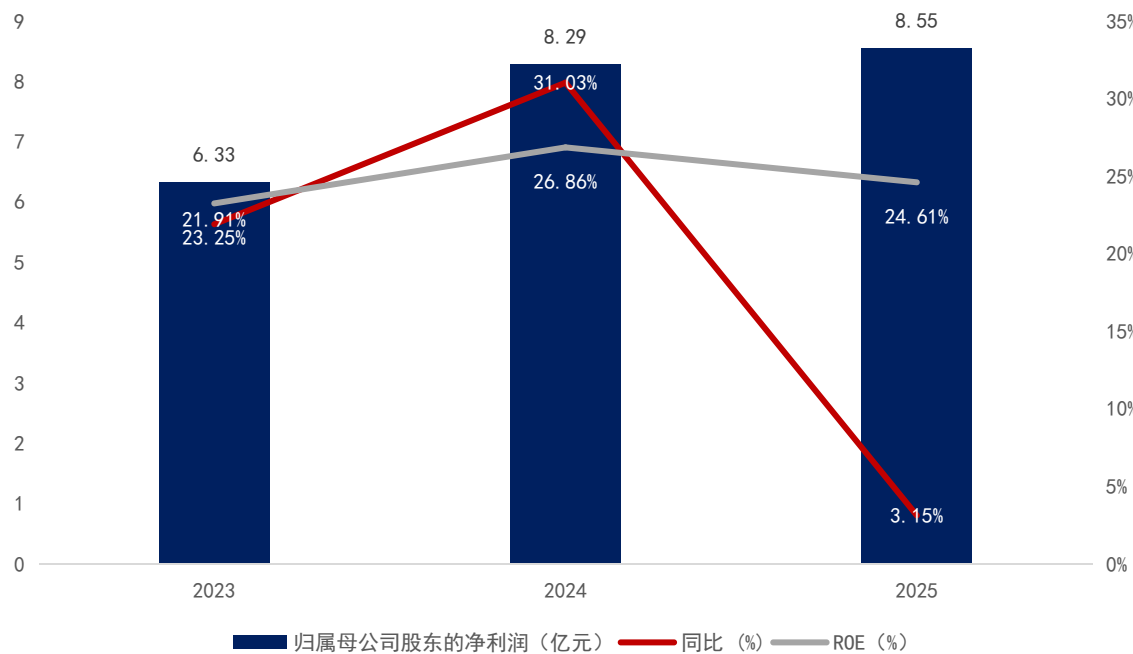


资料来源：泰康保险集团官网，国信证券经济研究所整理

华泰保险：成长赛道配置，三方业务扩容

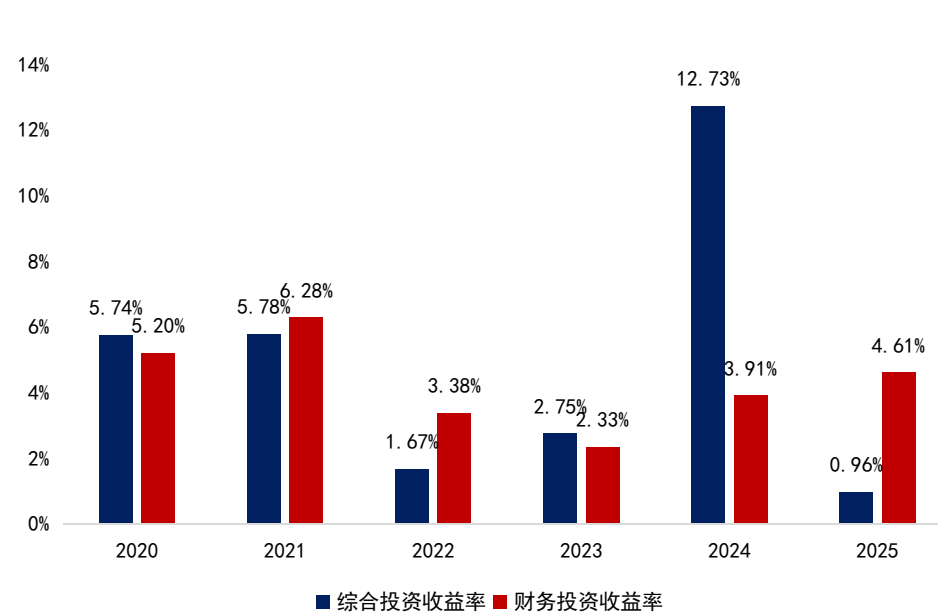
- 华泰资产管理有限公司为市场化程度最高的万亿级保险资管机构，2025年末受托规模突破1万亿元，超90%资金来自第三方市场化委托，客户覆盖保险、年金、银行及国资体系。公司依托纯市场化受托模式，以管理费稳健创收对冲利率与投资收益波动，打造中小险企稀缺的轻资本、稳收入经营范式，盈利质量与ROE表现行业领先。
- 投资端以客户风险收益预算为核心，构建固收、权益、定增、衍生品、REITs、量化全覆盖的多策略工具箱，坚持成长挖掘叠加严格回撤控制的绝对收益思路，重点布局科技、消费升级成长赛道。依托市场化考核与全周期风控体系，投资能力持续经受外部客户验证，但受限第三方资金短期考核与赎回约束，长期持有策略存在现实摩擦，策略对保险自有资金的可迁移性相对有限。

表：华泰资产2023-2025年归母净利润及ROE（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：华泰人寿投资收益率（单位：%）

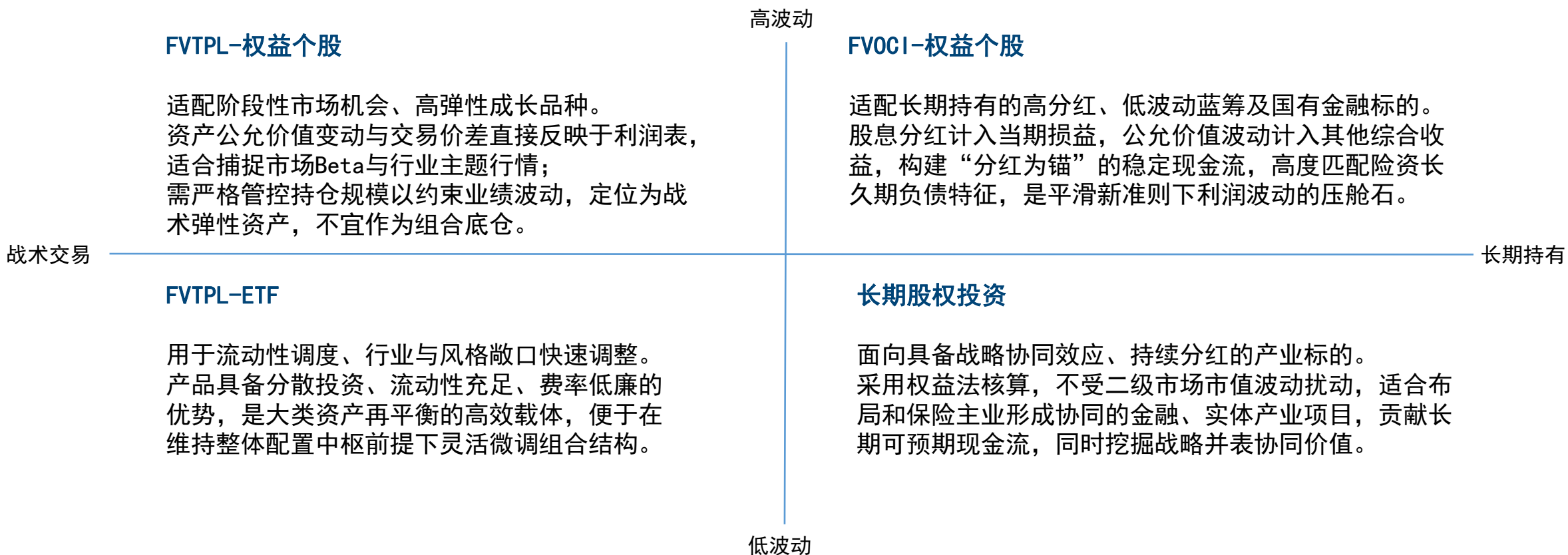


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

总结：险资四类账户工具的“排兵布阵”

- 五家头部保险机构配置路径虽各有差异，但底层投资框架具备高度共性：以高股息、类固收资产作为底仓奠定收益基础，依托成长赛道、战略股权投资实现收益增强；同时普遍运用FVOCI会计分类、长期股权投资工具平滑利润波动。
- 在新准则框架下，账户分类直接决定收益计入方式与报表波动。险资配置可归结于四类核心工具的协同运用，其本质是通过会计科目“排兵布阵”，实现收益、波动、流动性与资本占用的四维平衡。

图：新准则下险资权益工具分类与功能定位



资料来源：财政部，公司公告，国信证券经济研究所整理

总结：为什么保险更关注净投资收益率

- 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：低利率环境下保险资金投资的苦恼

传统配制策略
较短久期信用债+非
标资产支持的“固收+”

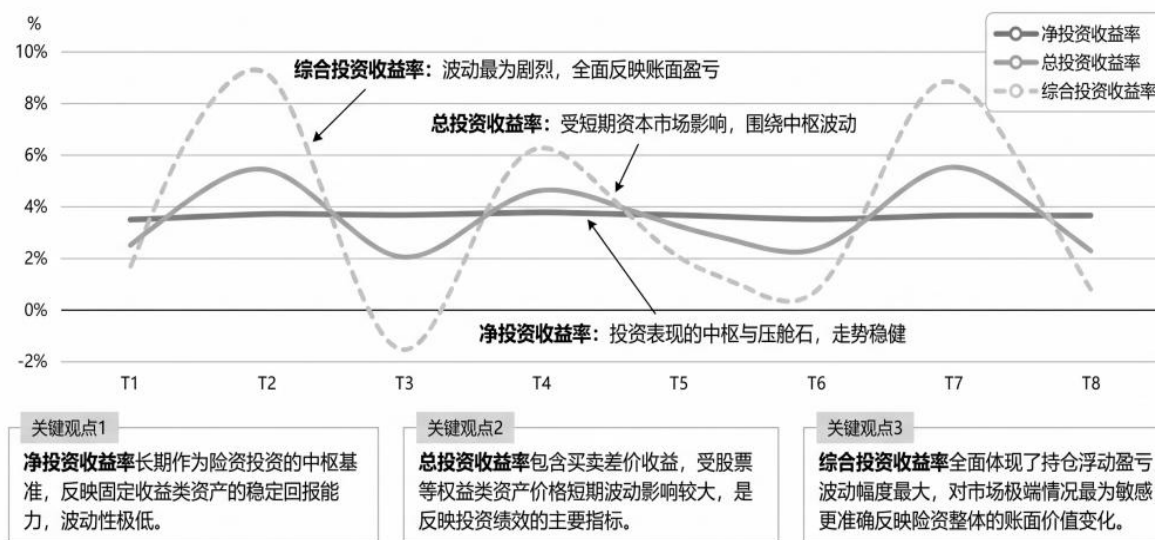
长期国债收益持续走低，信用
利差极致压缩

非标供给极度收缩，优质资产
稀缺

负债成本调整滞后，利差损潜
在风险上升

资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

图：保险资金的三种投资收益率涵义有差异

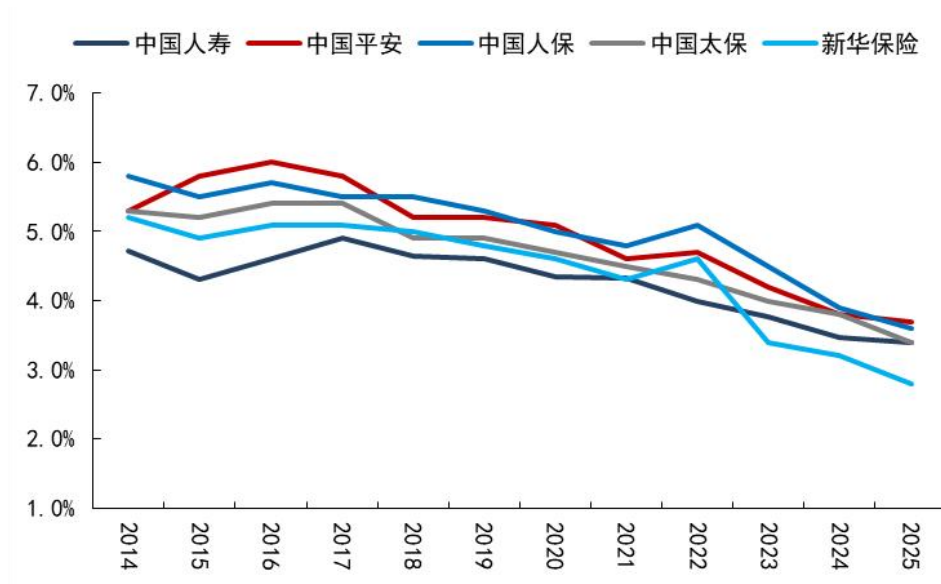


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

总结：积极入市后险资配置再平衡

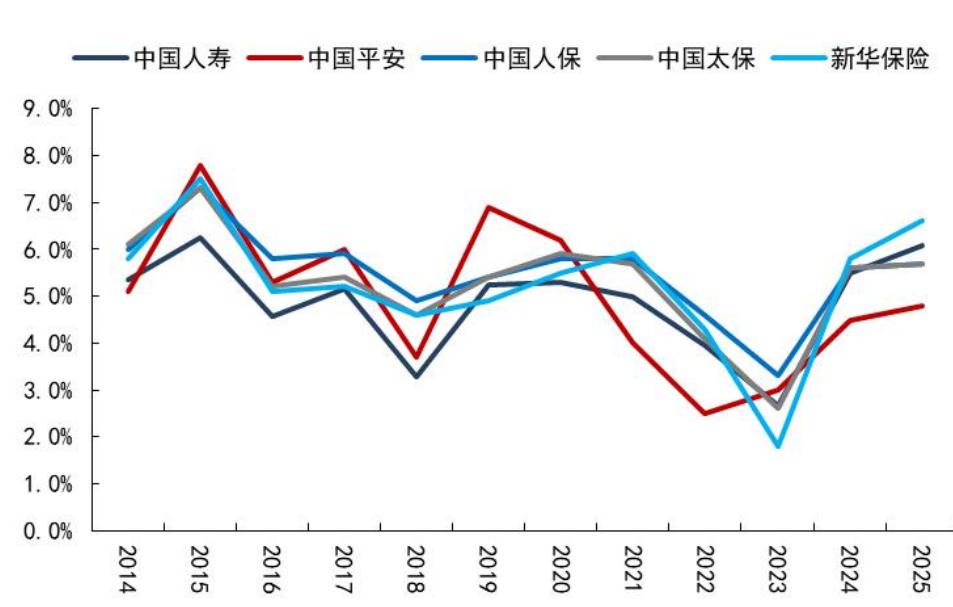
- 总结而言，2023年以来，保险资金通过增配权益资产，有效对冲了利率下行对净投资收益的侵蚀，并在市场上涨中获得了丰厚的资本利得。各公司因投资风格（偏配置或偏交易）和权益仓位不同，其投资收益率也呈现明显分化。

图：上市险企年化净投资收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市险企年化总投资收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 现实约束

【 02 】 海外镜鉴

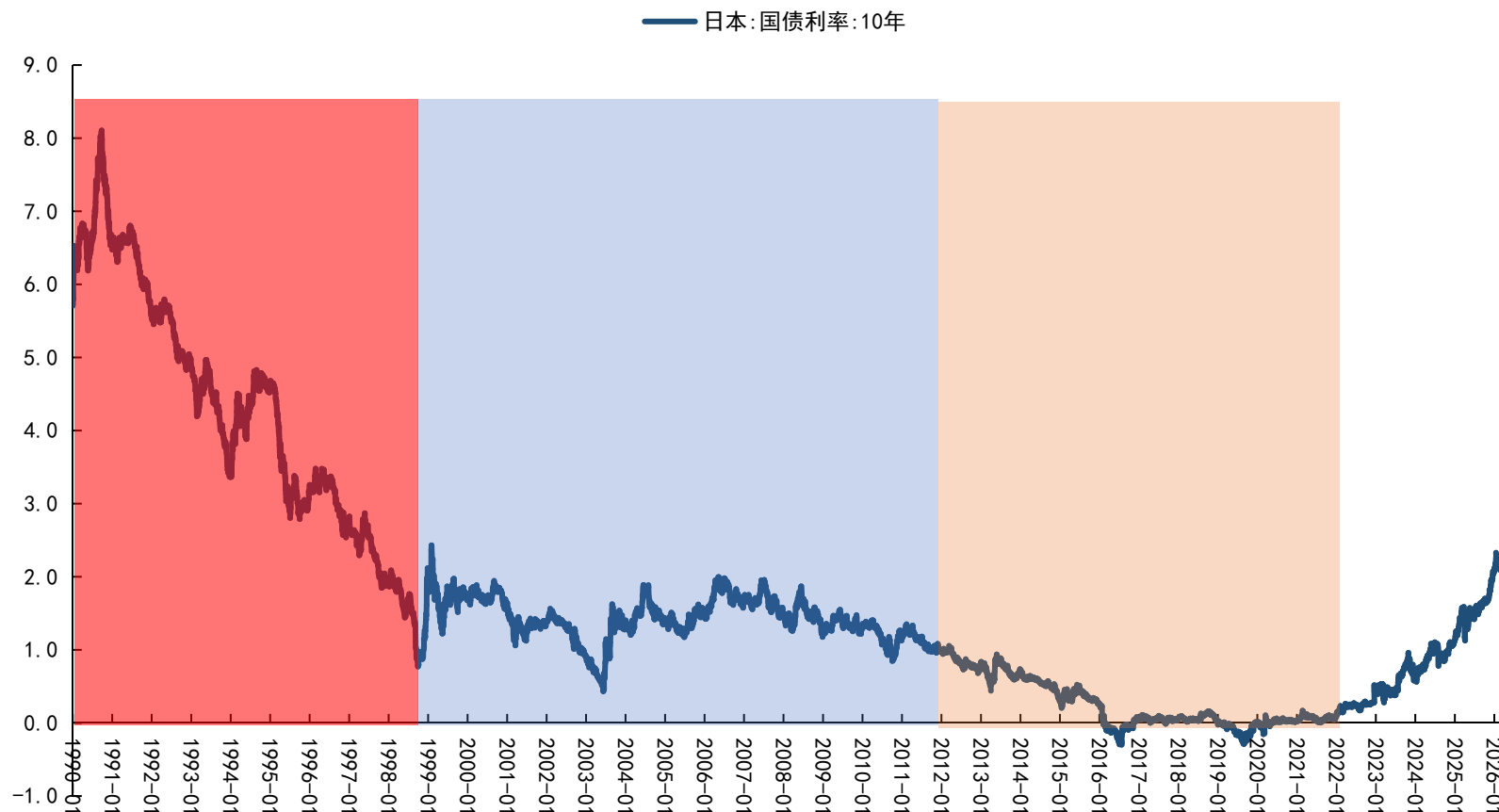
【 03 】 国内求索

【 04 】 解决范式：哑铃模式的迭代与进化

以日为鉴：很长一段时间长债交易价值大于配置价值

- 日本国债收益率长周期表现为三个阶段：利率显著下行、利率震荡（持续近10年）、滑向零利率阶段，其中第二阶段持续期最长，对保险配置难度最大。

图：日本10年期国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

净投资收益率成为胜负手，险资加大FVOCI资产配置力度



➤ 2026年，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）占金融类资产的比例分别为11%/8%/7%/6%/3%，整体持续提升。

表：2026Q1年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	6,603,925	100%	7,982,530	100%	1,526,410	100%	2,763,392	100%	1,395,820	100%	4,054,415	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：新准则下险资资产配置偏好

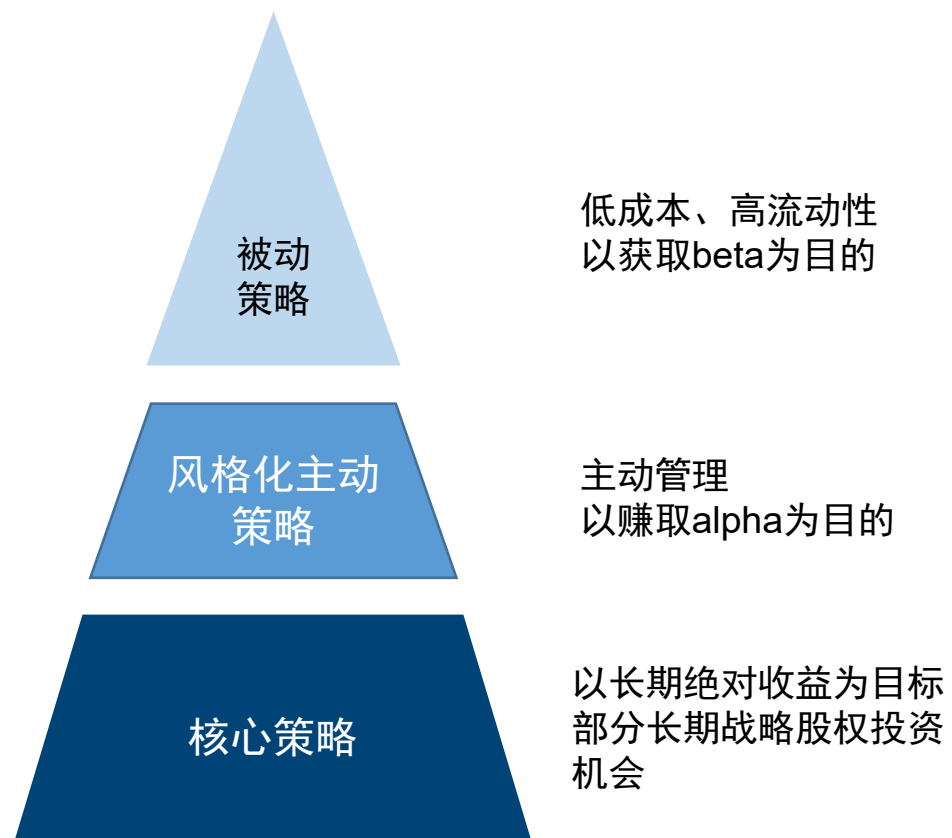
产品大类	产品类型	预定利率	负债久期	流动性需求	配置偏好
寿险	中期传统险	2.0%	5年左右	中	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益
	长期传统险	2.0%	15-20年左右	低	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益
	分红险	1.75%	15-20年左右	低	倾向于FVTPL权益类资产，提升投资收益
	万能险	1.0%	10年左右	高	倾向于FVTPL权益类资产，提升投资收益
健康险	医疗险	不涉及	1年	高	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益
	重疾险	不涉及	15-20年左右	低	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益
财产险	财险	不涉及	1年左右	高	以固收FVOCI类资产为主，同时配置少量权益

资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理
*注：“产品收益率”为预估存量产品平均值，具体应以各公司实际情况为准

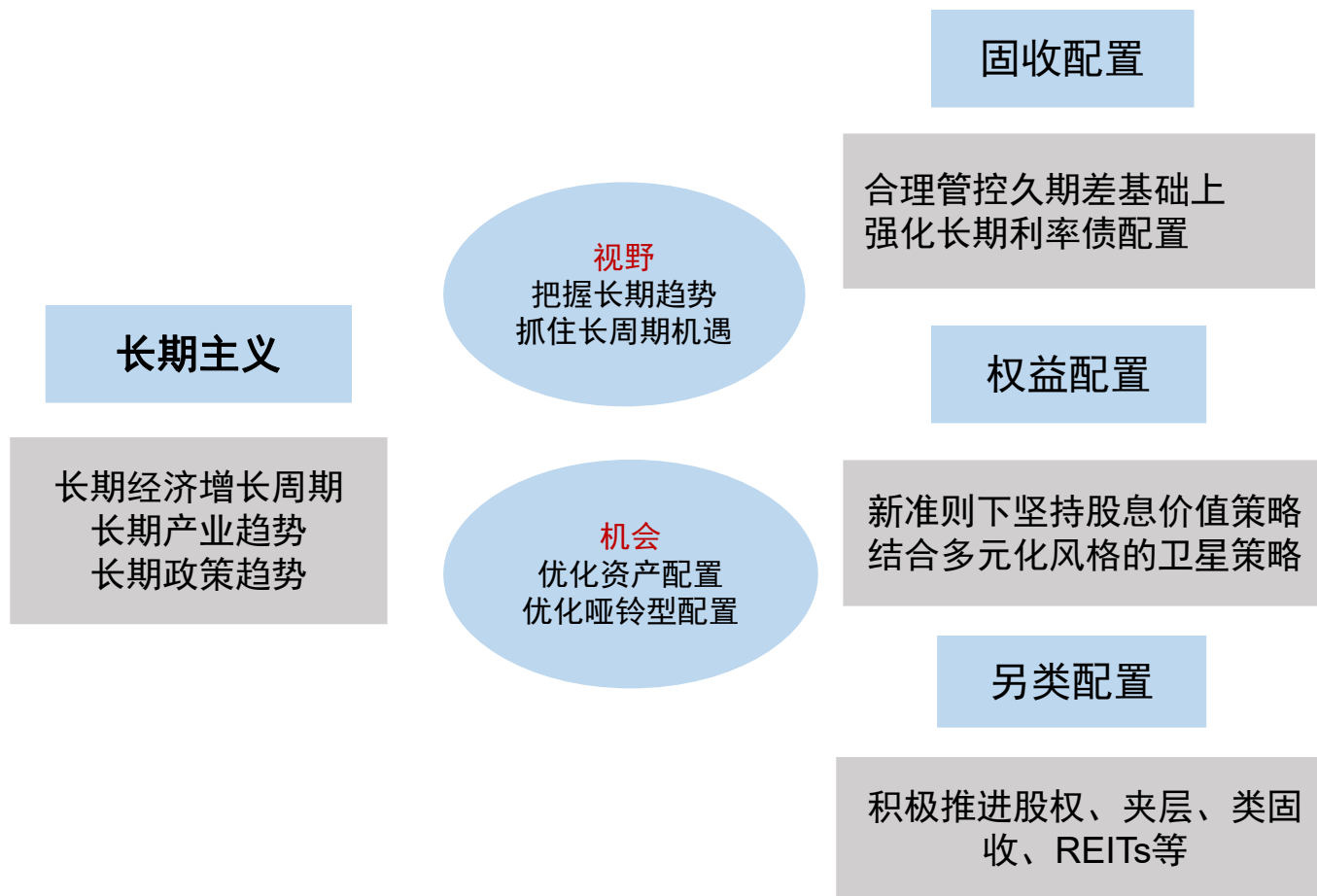
新准则下险资资产配置框架：哑铃型配置

►在低利率资产荒环境下，险资破局的核心本质是重构“类非标”属性的“收益-波动”结构。目前市场主流的哑铃型配置，一端以高红利资产筑牢收益底仓，一端以高成长新赛道资产增厚弹性收益，是“核心-卫星”组合框架的本土化落地形式。通过定期再平衡，保险公司锁定红利复利及成长期权的双重收益，避免单一风格极端暴露。

图：权益配置策略



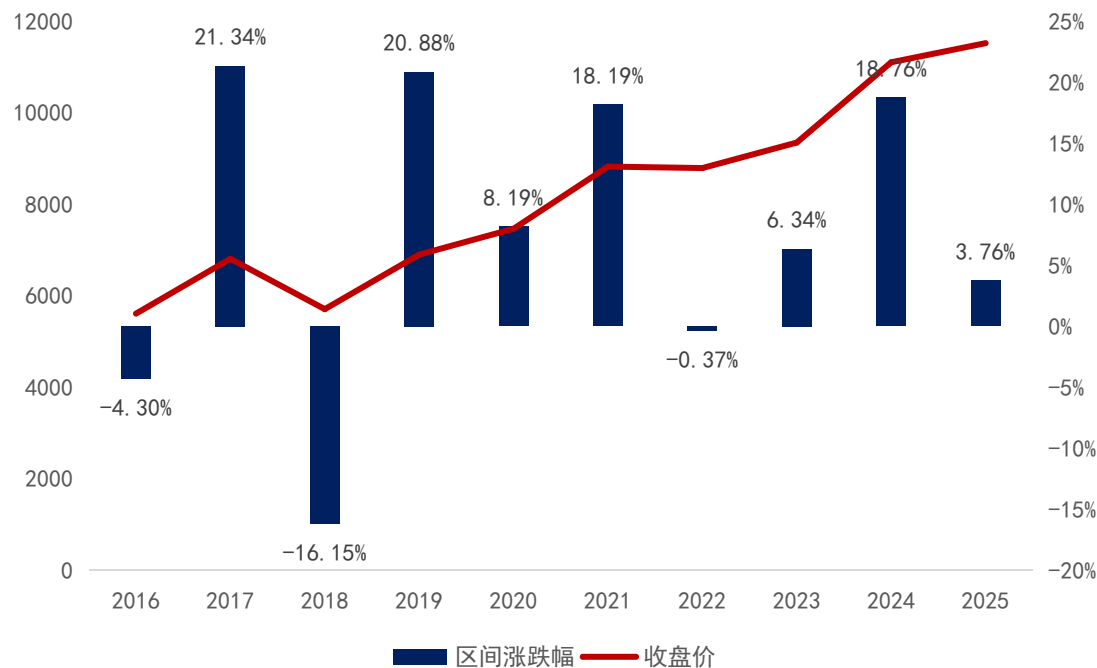
图：资产配置长期视野与短期机会



哑铃一端：红利资产是替代非标资产的“核心”

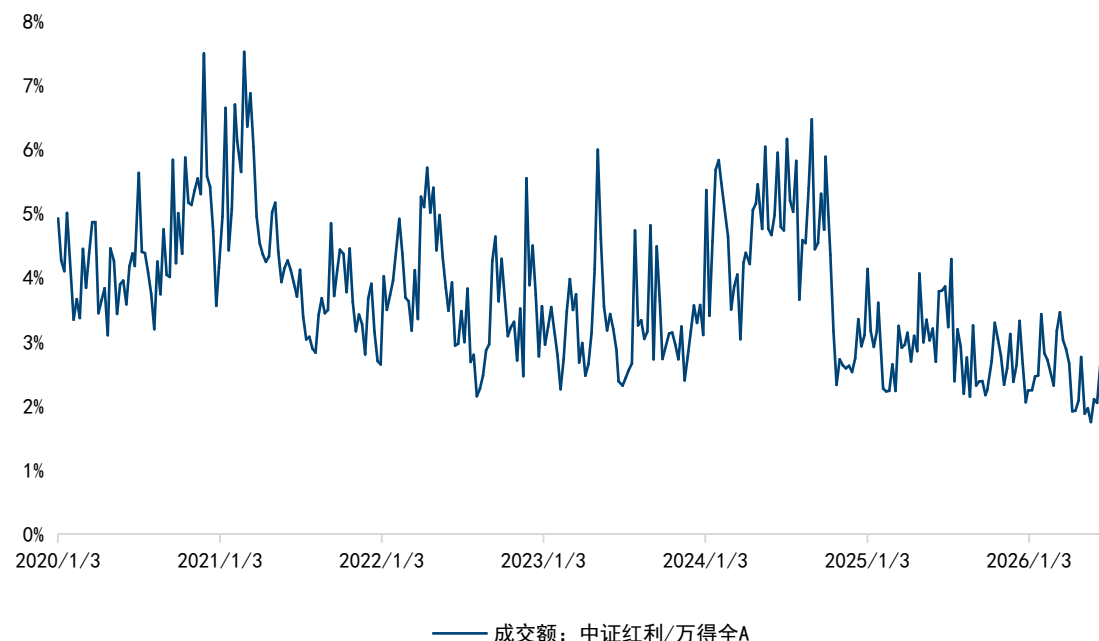
- 从风险收益特征来看，以中证红利全收益指数为参照，指数近十年年化收益率约8%，收益水平对标历史非标债权6%-8%的收益区间，同时具备更好的流动性与信息透明度，是险资替代非标资产的优质选择。
- 2025年以来科技成长行情比较明显，中证红利指数的成交额占全A的比重在3%左右震荡，拥挤度处于历史低位；随着中长期资金入市持续推进和2026年非上市险企全面实施新会计准则，高股息资产存在估值修复和交易回暖的空间。

图：中证红利全收益指数近10年涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中证红利拥挤度（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 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。

图：险资增配OCI股票规模测算（单位：亿元）

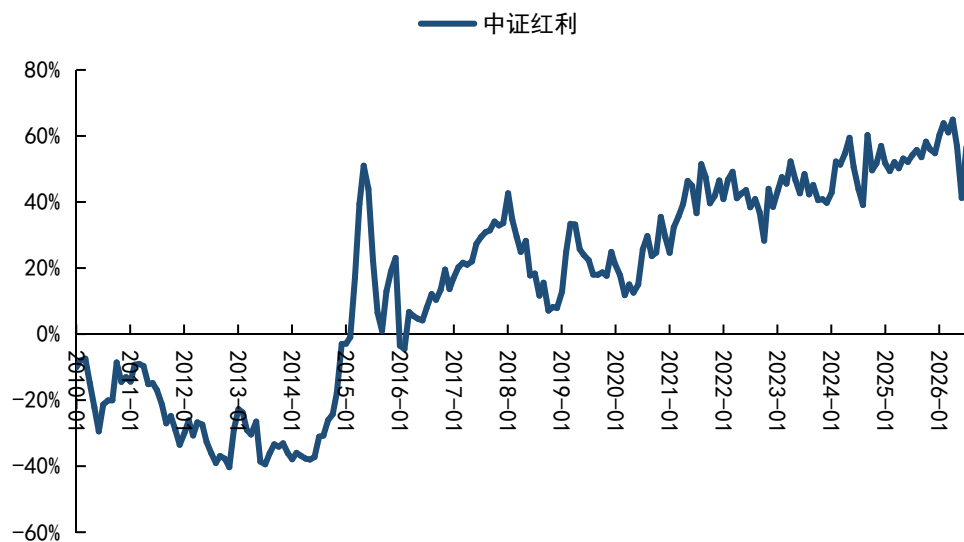
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金运用余额	281,574	332,580	384,799	442,519	504,472	570,053	638,459	715,075
yoy	11.1%	18.1%	15.7%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	12.0%
权益（股票+基金）规模	34,760	41,067	57,032	68,590	80,715	94,059	108,538	125,138
占总资产比	12.3%	12.3%	14.8%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
OCI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

红利的权衡：A股还是港股红利？

- A股红利股息回报低于港股红利，但估值稳定性更强，复合投资收益率更高；
- 港股红利需要结合香港乃至全球市场流动性等宏观因素进行择时。

图：中证红利指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：恒生高股息指数走势

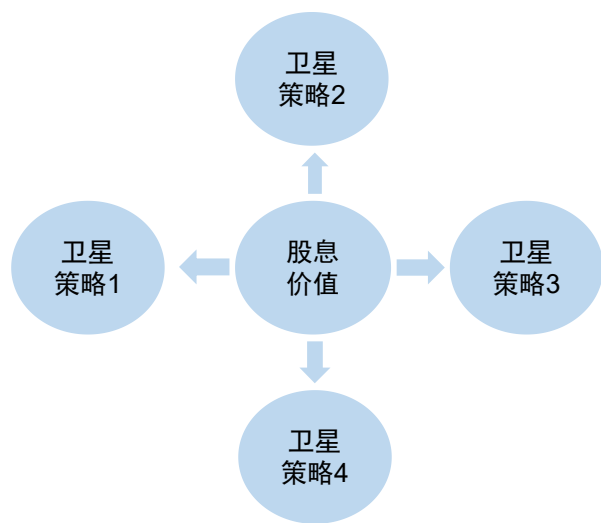


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

哑铃另一端：成长资产是博取超额收益的“卫星”

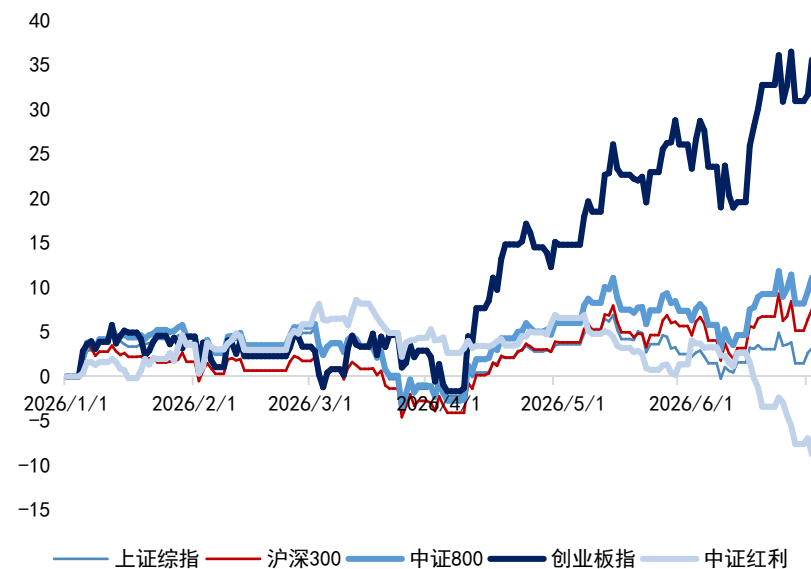
- 权益类资产成为险资收益突围的关键。保险公司围绕AI、半导体、新能源、生物医药等新质生产力赛道，依托FVTPL个股与主题ETF实施小比例卫星配置，把握产业升级带来的成长红利，对冲核心红利底仓面临的通缩风险，为组合提供向上收益弹性与长期产业期权价值。
- 我们梳理了保险资金重仓A股流通股市值数据，从前10大重仓行业来看，除房地产持仓市值同比下降6.12%外，金融、工业、公用事业、材料、信息技术、可选消费、医疗保健持仓市值均同比大幅提升。

图：股息价值+卫星策略



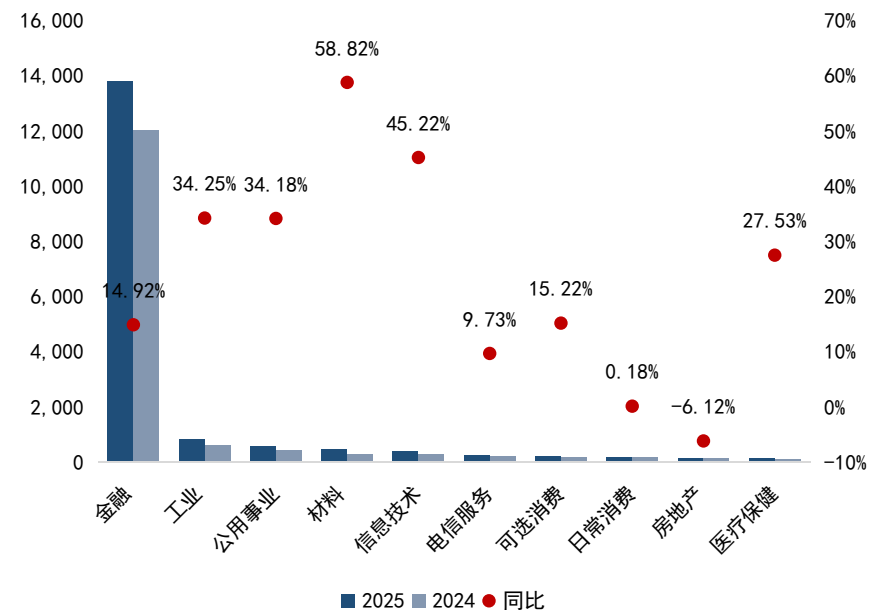
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2026H1权益市场指数涨跌幅对比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险公司重仓A股流通股前10大行业持仓市值（单位：亿元，%）

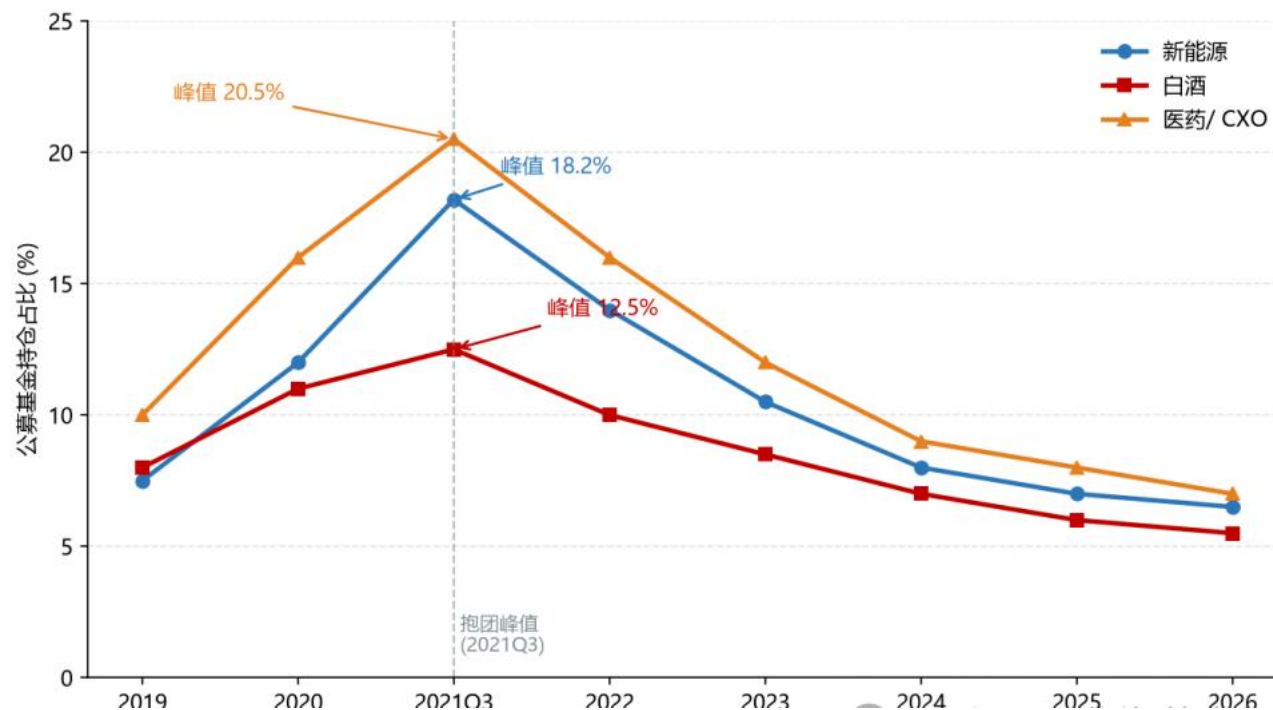


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险买基：避免拥挤赛道，强化多元化与均衡配置

- 公募基金持仓集中度变化显示，阶段性热门板块容易出现“抱团”行情：以2021年为例，阶段性抱团的瓦解可能需要几年来消化，这提示险资加大产品的多元策略配置，即使是明星资产也不要太“拥挤”。

图：A股公募基金持仓集中度变化

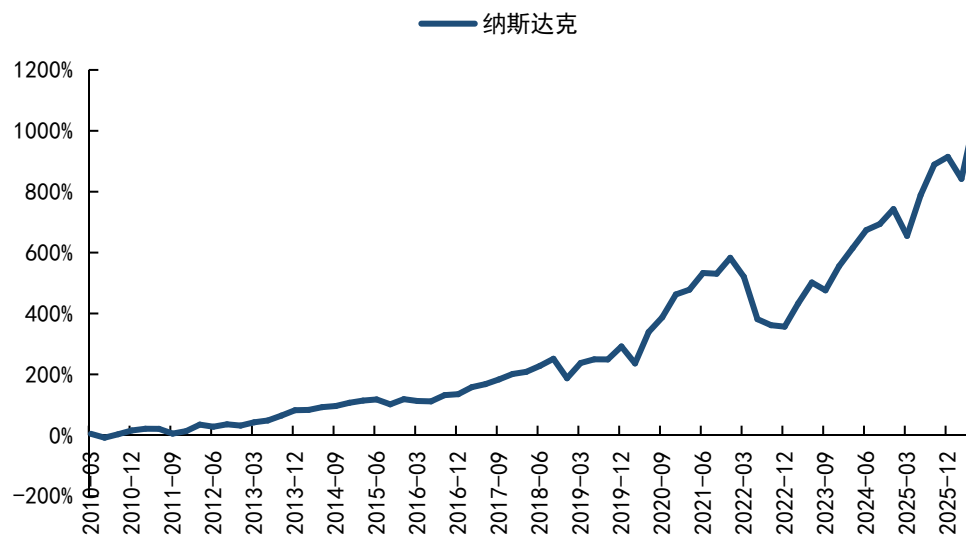


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

险资出海：美丽的“故事”，但资产容量有限

- 2010年以来，纳斯达克指数累计上涨超过10倍，强劲的企业盈利、持续的产业创新为纳斯达克成份股奠定良好的基本面，持续的高ROE是纳斯达克指数上涨的基础。
- 但除了港股通外，险资出海需要QD额度支持（硬约束）和合规要求（软约束），当下险资资金大规模出海不现实。

图：纳斯达克指数自2010年以来的累计收益率（单位：%）

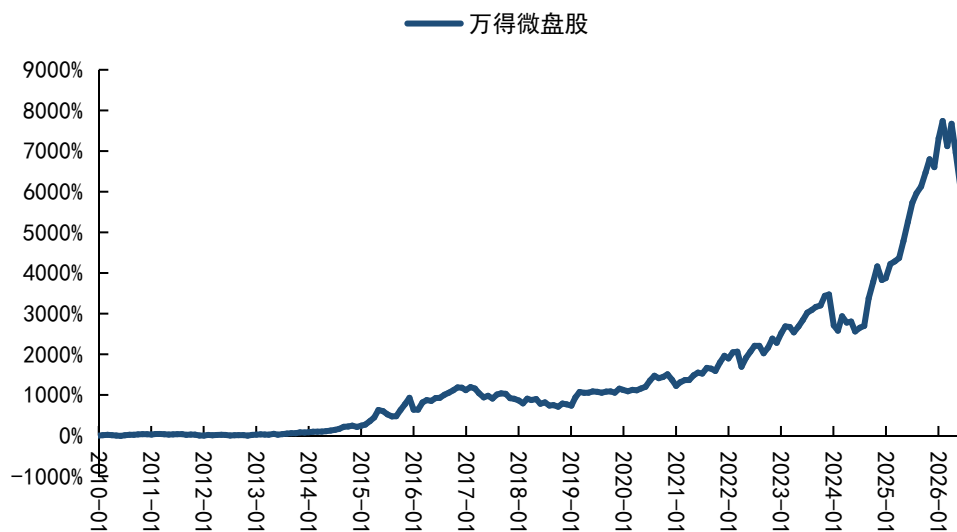


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

巨大的交易成本：长牛的“微盘股”为何不适合险资

- 2010年以来，微盘股指数呈现总体高成长、局部时间大回撤的走势。小微盘股溢价是全球资本市场的共性，A股活跃的换手率、卖空约束、壳价值等制度性因素，使得小微盘股指数有显著超额。
- 但微盘股市场容量有限，交易包括股价建仓、冲击成本高，表明上虽长牛，并不适合险资参与配置，哪怕通过基金产品形式参与配置，都面临较大净值消耗和损失。

图：万得微盘股指数自2010年以来的累计收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

Smart beta：下一步险资重要布局方向

- Smart Beta兼具被动投资透明性和主动策略超额收益潜力，规则透明、因子暴露可控，契合险资“长期持有、风险可控”的核心诉求，可代替主动基金获取长期稳定因子收益，国内A股市场中价值、红利、低波、质量、现金流因子长期有效。
- 2010年以来国信价值指数呈现总体稳健增长、低回撤的走势，低PB、高ROE是其核心选股思路。核心理念仍是：有价值的公司终将被市场发现。

图：国信价值指数自2010年以来的累计收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 本篇报告为行业分析类报告，文中所涉及个股均为举例之用，不涉及具体的投资建议。具体的投资建议请参考我们相应的个股。
- 市场风险是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致行业遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响行业整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，权益市场的波动可能将对人身险行业资产端收益有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司投资收益增速将受挫，从而导致负债端及资产端的错配及利差损进一步加剧的风险。
- 产品销售风险是指若行业新开发产品及储蓄型保险的保费收入不及预期，则行业整体负债端将持续承压，行业困局将持续的风险。若未来储蓄型保险保费增幅低于预期，则有可能出现保费增长乏力的情况，叠加健康险的产能过剩，行业整体将出现NBV增速缺乏增长核心的风险。与此同时，可能进而导致中长期行业负债端结构转型及调整不及预期的风险。
- 监管政策趋于严格，未来利润空间可能受影响。以重疾险为例，随着保险业相关政策日渐完善及严格，各险企间产品差异化进一步减小，从业各险企将更难通过差异化的产品获取市场份额，因此在行业竞争逐渐激烈的背景下，可能导致各险企利润空间受到影响。同时，在监管政策的指引下，定价利率的下调依旧存在可能影响长期人身险产品销售增速的因素。

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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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