

寻找中国保险的 Alpha 系列之二 成本下行，利差改善与价值重估

优于大市

核心观点

随着资管新规执行深入，预定利率相对较高的储蓄型保险吸引大量“存款搬家”资金涌入，推高相应险种的保费规模和市场占有率。截至 2024 年末，传统寿险占行业总保费收入的比例为 56%，较 2019 年提升三个百分点。不同于侧重疾病保障功能的健康险，大多储蓄型保险具备更强的理财及投资属性，因此保单可实现的收益率成为保险公司负债成本的重要组成部分。在此背景下，刚性负债成本与资产端收益持续下行之间的结构性矛盾日益凸显。为应对此风险，监管持续引导行业下调新产品预定利率，推动产品结构从“高保底刚兑”的增额终身寿险向“低保底+浮动收益”分红险转型。

负债端：监管引导持续下调保险产品预定利率水平，动态降低利差损风险。

2023 年以来，在监管引导下，各险企多次下调预定利率水平，动态调降增量负债成本。我们主要基于一般寿险、分红险、万能险三类险种分析并计算每年增量负债成本，最后根据各险种的保费收入占比计算加权平均负债成本。根据测算，不考虑销售佣金等运营费用，我们认为 2024 年合计负债成本为 2.56%，预计 2025 年至 2027 年分别为 2.35%/2.28%/2.33%，整体负债成本保持下行态势。今年以来，长端利率维持低位，我们预计三季度最新研究值公布后，普通型产品预定利率或将下调至 2.0%（降幅为 50bp），分红险预定利率或将下调至 1.75%（降幅为 25bp）。

资产端：提高权益投资规模，OCI 扩容增强收益稳定性。长端利率维持低位

叠加 IFRS9 会计准则，险企面临固收资产收益下行及权益资产波动等压力。此外，优质非标投资下占比降显著，进一步加大险企资产端收益压力。在此背景下，权益投资结构性调整显著。险资持续聚焦高股息行业，加大 OCI 权益资产配置力度，在平滑投资波动的同时把握中长期稳定现金流。此外，行业通过长期投资改革试点探索“长钱长投”模式以平滑波动。近年来保险资金股票配置占比有所提升。基于过去三年险资配置行为，我们分别测算了人身险行业及财险行业 2025 年至 2027 年的综合投资收益率。我们预计人身险未来三年综合投资收益率 4.06%、3.93%、3.92%，财险为 4.14%、3.98%、3.96%。

风险提示：保费收入不及预期；资本市场延续震荡；长端利率下行等。

投资建议：综合以上分析，我们认为随着负债端成本较快下行和资产端高分红资产稳定投资收益，上市险企利差风险持续收窄，为基本面持续改善带来持续催化。进入三季度，预计预定利率将再次下调，短期“炒停售”或将激活短期保费增量，中长期利好负债成本持续下移，叠加近期大盘风险偏好回升，利好保险股估值持续改善。建议关注寿险业务占比较高、资产端弹性相对较大的中国人寿及新华保险，以及具备较强销售基础的中国平安、中国太保。

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/EV	
					2025E	2026E	2025E	2026E
601628.SH	中国人寿	优于大市	42.43	11993	3.83	3.88	0.69	0.64
601336.SH	新华保险	优于大市	60.62	1891	8.28	8.93	0.52	0.48
601601.SH	中国太保	优于大市	38.04	3660	4.77	4.90	0.46	0.40
601318.SH	中国平安	优于大市	57.88	10540	7.72	8.57	0.60	0.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 保险 II

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

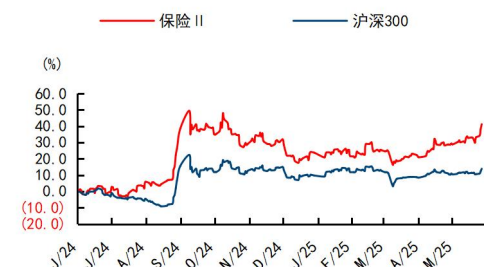
证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

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

- 《2025 年一季度保险业资金运用情况点评-风险偏好提升，权益增量持续》——2025-05-22
- 《保险业 2025 年一季度综述-负债端增长放缓，利润分化显著》——2025-05-07
- 《寻找中国保险的 Alpha 系列之一-医保改革下的健康险：模式、空间与格局》——2025-04-09
- 《关于调整保险资金权益投资比例的点评-政策推动险资权益空间打开》——2025-04-08
- 《保险业 2024 年财报综述-投资收益弹性释放，负债结构逐步改善》——2025-04-02

内容目录

负债成本边际下移：基于储蓄险的测算	4
储蓄型保险边际扩张，利差贡献显著提升	4
分红险负债成本：实际结算利率呈下行趋势	6
万能险负债成本：政策趋严，实际收益率下降	8
普通寿险负债成本：随政策调整逐步下移	9
合计负债成本测算及分析	9
上市险企打平收益率测算	9
保险资金投资收益率测算	10
险资加大权益投资的迫切性	11
低利率环境与非标资产缺失的“双重挤压”	11
新会计准则催化 OCI 账户配置需求	12
经济转型及政策催生优质股权配置窗口期	12
险资权益配置现状：政策松绑下的增量	13
静态配置：权益比例低位运行，结构仍需优化	13
政策扩容：增量资金与长周期考核驱动	13
工具创新：兼顾配置与交易需求	14
权益策略优化路径：交易、配置与另类三维突破	15
交易策略：聚焦 Smart Beta 类产品扩容	15
配置策略：做大 OCI 账户，挖掘 Reits 等类固收资产	15
另类策略：战略举牌与产业投资协同	16
投资建议	16
风险提示	17

图表目录

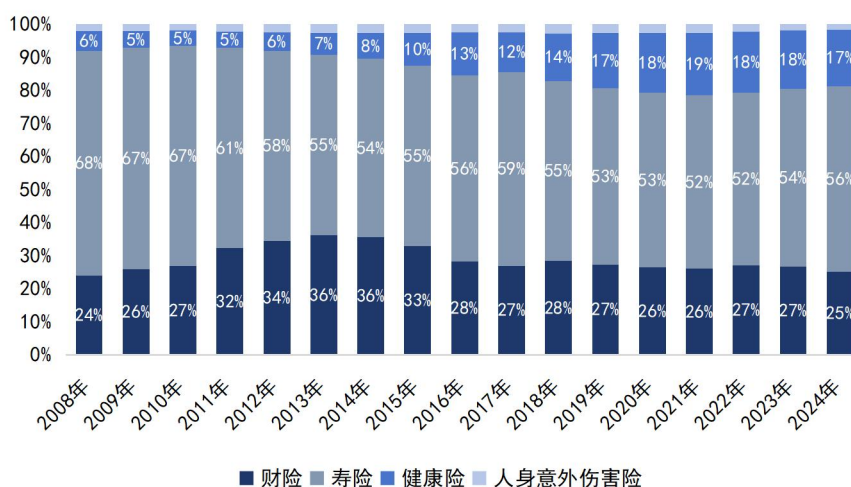
图 1：2008-2024 年各险种保费收入占比（单位：%）	4
图 2：现行预定利率水平	5
图 3：我国保险产品发展周期及人身险保费收入增速	7
图 4：万能险产品数量及万能险平均结算利率（单位：%）	8
图 5：预定利率走势与十年期国债收益率走势对比（单位：%）	9
图 6：保险公司股票和基金投资规模及占比（单位：亿元）	13
表 1：市场主销储蓄型保险对比	5
表 2：各类保险产品对应的资金需求及配置偏好	6
表 3：分红险预定利率及演示利率水平	7
表 4：分红险实际收益率测算	8
表 5：合计每年增量负债成本测算（单位：%）	9
表 6：上市险企打平收益率（单位：%）	10
表 7：人身险行业投资收益率测算	10
表 8：财险险行业投资收益率测算	11
表 9：保险公司权益类资产会计计量方式及长期股权投资计量方式	12
表 10：2025 年以来保险公司权益类资产投资相关政策梳理	14
表 11：2024 年上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）	16

负债成本边际下移：基于储蓄险的测算

储蓄型保险边际扩张，利差贡献显著提升

近年来，市场利率持续下行，预定利率相对较高的储蓄型保险吸引大量“存款搬家”资金的涌入，短期内推高相应险种的保费规模和市场占有率。截至 2024 年末，传统寿险占行业总保费收入的比例为 56%，较 2019 年提升三个百分点。不同于侧重疾病保障功能的健康险，大多储蓄型保险具备更强的理财及投资属性，因此保单可实现的收益率成为保险公司负债成本的重要组成部分。在此背景下，刚性负债成本与资产端收益持续下行之间的结构性矛盾日益凸显。具体而言，储蓄型保险通常以较高的预定利率作为核心卖点吸引客户，这部分负债成本在合同签订后即被锁定，形成保险公司必须刚性兑付的长期债务；然而，保险公司将保费投入资本市场时，其实际投资收益却受宏观经济环境、资本市场表现、监管政策等多因素制约而持续走低。这种“资产端收益<负债端成本”的倒挂现象直接挤压利差空间。尤其当储蓄型保险在总保费中占比过高时，会大幅增加高成本负债的规模，而保险公司在低利率环境下难以找到足够多能覆盖成本的安全资产，最终导致利差损风险系统性上升，进而侵蚀保险公司利润和偿付能力充足率。为应对此风险，监管持续引导行业下调新产品预定利率，推动产品结构从“高保底刚兑”的增额终身寿险向“低保底+浮动收益”分红险转型。

图1：2008-2024 年各险种保费收入占比（单位：%）



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

具体来看，保险产品中与利差挂钩较为密切的主要是储蓄型保险，增额终身寿险、分红险、万能险等险种成为市面上主流的储蓄型保险。因各类产品的产品构成、结构差异、收益结算机制等因素的不同，导致各类产品负债成本计算方式需有一定差异。其中，增额终身寿险的特点主要为“固定收益”，通过在保险合同中约定既定收益水平（目前为 2.5%），为被保险人提供稳定的中长期收益率。分红险则在前者基础上提供额外的浮动收益率，并按照年度可分配利润的百分比进行红利分配，为被保险人提供一定的收益弹性。万能险及投连险则具备更强的投资理财属性，因此其收益确定性相对较弱。

表1: 市场主销储蓄型保险对比

险种	收益水平	收益分配模式	保单收益确定性	账户结构	利润来源
增额终身寿险	固定收益率	·在合同中约定固定收益水平（目前为 2.5%） ·由最低保证收益率（目前为 2.0%）叠加浮动收益率构成	高	无独立投资账户	死差、费差、利差
分红险	浮动收益率（保底+浮动）	·按照年度可分配利润的百分比进行红利分配（例如监管规定最低为可分配利润的 70%）	中性	无独立投资账户	死差、费差、利差
万能险	浮动收益率（保底+浮动）	·由最低保证收益率（目前为 1.5%）叠加浮动收益率构成	较低	独立投资账户+保障账户	以利差为主
投连险	浮动收益率（浮动）	·无最低收益保证，完全取决于投资收益表现	低		

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

2023 年以来，监管持续引导行业下调各类保险产品的预定利率水平，动态降低利差损风险。2023 年 8 月，普通寿险、分红险、万能险预定利率调整至 3.0%、2.5%、2.0%；2024 年 3 月，大型及中小型保险公司万能险结算利率不得超过 3.1%及 3.3%，同时分红险分红水平参照万能险结算利率实行；2024 年 7 月，增额终身寿险预定利率下调至 2.75%；2024 年 8 月至今，普通寿险、分红险、万能险预定利率下调至 2.5%、2.0%、1.5%。

图2: 现行预定利率水平

	现行预定利率	实际结算利率构成	实际结算利率水平
普通寿险	2.5%	固定利率（预定利率）	2.5%
分红险	2.0% （保底收益率上限）	浮动利率 （保底收益率+浮动利率）	3.0%–3.2%
万能险	1.5% （保底收益率上限）	浮动利率 （保底收益率+浮动利率）	3.1%–3.3%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

从不同保险产品类型出发，险资产配置偏好主要可以分为以下四类：

1. 久期较长、刚性兑付的储蓄险：匹配长久期固收类资产，在有一定基础收益基础上配置部分权益类资产提升收益；

2. 久期较长、收益相对浮动的储蓄险：倾向于配置 FVTPL 权益类资产以拉升投资收益，如基金、交易型股票等，同时配置部分固收类资产；

3. 久期长的健康险（重疾险）：倾向于配置长久期固收类资产，在有一定基础收益基础上配置部分权益类资产提升收益；

4. 久期短、消费属性强的短期险（财险+医疗险）：对流动性有较高需求，以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益。

表2: 各类保险产品对应的资金需求及配置偏好

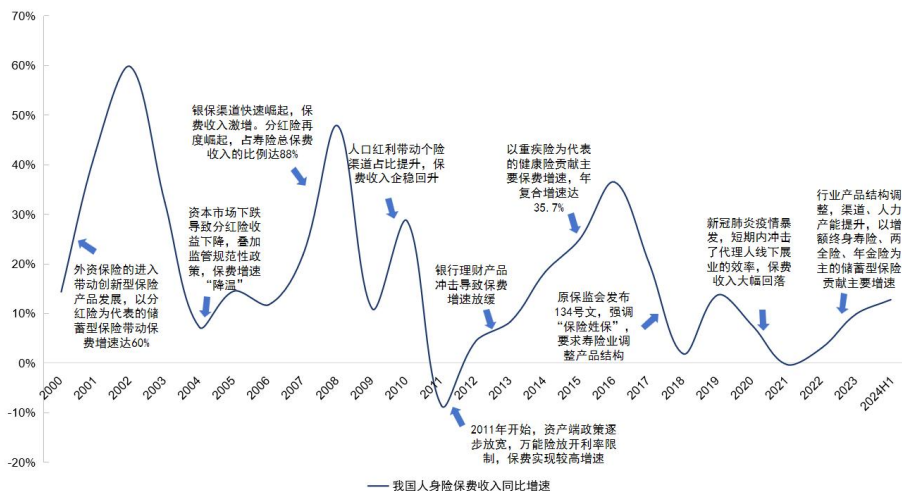
产品大类	产品类型	产品收益率	负债久期	流动性需求	配置偏好
寿险	中期传统险	3.50%	5 年左右	中	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
	长期传统险	3.50%	15-20 年左右	低	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
	分红险	3.0%-3.2%	15-20 年左右	低	倾向于 FVTPL 权益类资产，提升投资收益
	万能险	3.0%-3.3%	10 年左右	高	倾向于 FVTPL 权益类资产，提升投资收益
健康险	医疗险	不涉及	1 年	高	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
	重疾险	不涉及	15-20 年左右	低	以固收 FVOCI 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：保险行业协会，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。

分红险负债成本：实际结算利率呈下行趋势

2013 至 2017 年间原保监会对储蓄型保险历经放开和收紧两个阶段。2013 年原保监会为了引导寿险公司经营模式和产品结构的创新，同时也为了建立市场化主导的费率形成机制，通过“传统险-分红险-万能险”三步走方式逐步放开预定利率的相关限制，给予保险公司更多的定价自主权。2015 年监管取消万能保险不超过 2.5% 的最低保证利率限制。最低保证利率由保险公司根据产品特性、风险程度自主确定。而利率中枢下移叠加万能险市场的野蛮发展，自 2016 年末以来，原保监会持续规范万能险业务发展，落实“保险姓保”的政策理念，逐步收紧储蓄型保险政策，引导保险资金服务实体经济。

图3：我国保险产品发展周期及人身险保费收入增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

近年来，随着健康险需求的阶段性饱和及预定利率的下调，人身险公司纷纷向分红险转型，以降低负债端刚性成本。截至 2025 年一季度末，部分上市险企分红险占新单保费收入比例超 50%。分红险指保险公司在每个会计年度结束后，将上一会计年度该类分红保险的可分配盈余，按一定的比例、以现金红利或增值红利的方式，分配给客户的一种人寿保险。在原保监会的口径中，分红寿险、分红养老险、分红两全险及其他有分红功能的险种都被列入分红险范围。原保监会规定保险公司每年至少应将分红保险可分配盈余的 70% 分配给客户。红利分配有两种方式：现金红利和增额红利。现金红利是直接以现金的形式将盈余分配给保单持有人，目前国内大多险企采取该方式。增额红利则是指整个保险期限内每年以增加保险金额的方式分配红利。在当前财富管理工具收益下行背景下，分红险的浮动机制有望成为收益驱动型客户的核心选择，预计将为行业全年保费收入贡献主要增速。

从产品逻辑来看，分红险具有“低保底+高浮动”的特点，对险企而言，通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。新准则下，因分红险采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，意味着分红险利润直接来自合同服务边际的摊销，利润具有较高的确定性和稳定性。从投资角度看，在 19 实施之后，针对相对高波动的权益资产，保险公司倾向于加强配置高股息资产，股息收益很大程度上可以满足分红险的收益需求。预计随着未来分红险保费收入的增长，叠加新会计准则实施，有利于提升险企对于权益类资产配置需求。

表3：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%

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

分红险负债成本计算方式为：分红险实际收益率=保底收益率+（演示利率-保底收益率）*红利分配比例*分红实现率。基于上市公示，我们计算得出近年来行业分红险实际收益水平。基于我们的测算，截至 2024 年末，分红险实际收益率约为 3.3%，较 2018 年下降 110bp。2024 年，监管对于分红险结算利率趋严。按照监管要求，中小型及大型保险公司分红险实际结算利率上限分别为 3.2%及 3.0%。考虑到当前趋势，我们预计截至 2027 年末，分红险实际收益率约为 2.8%。

表4: 分红险实际收益率测算

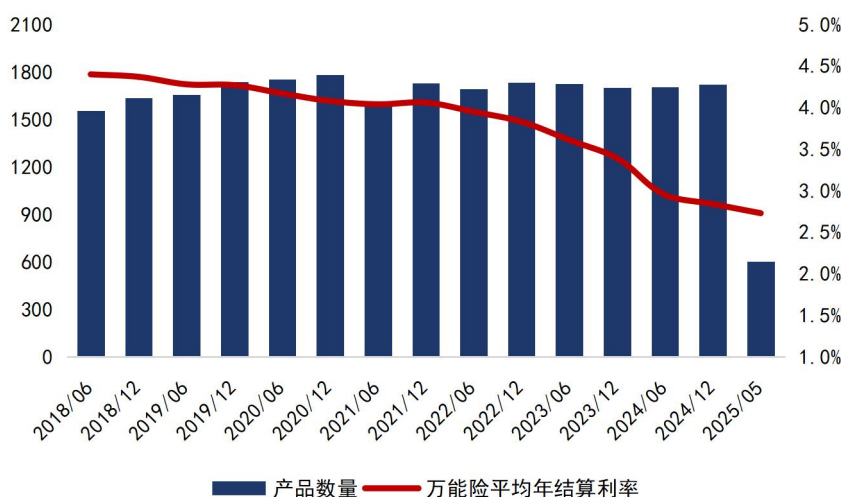
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
1. 保底收益率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
2. 演示利率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.5%	3.8%	3.5%	3.5%
3. 红利分配比例	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
4. 分红实现率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	77.0%	80.0%	80.0%	90.0%
保单实际收益率 $=1+(2-1)*3*4$	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	3.3%	2.8%	2.6%	2.8%

资料来源：保险行业协会、金管局，国信证券经济研究所整理及测算

万能险负债成本：政策趋严，实际收益率下降

万能险产品的结算利率受到万能账户实际投资收益情况和监管相关规定的影 响。一般情况下，万能险的结算利率主要基于账户的实际投资收益情况，但不能低于最低保证利率。同时，为避免结算利率大幅波动，保险公司可以设立特别储备，用于平滑未来的结算收益。特别储备来源于实际投资收益与结算利息之差的积累。因此，万能险实际结算收益维持相对稳定水平。2024 年以来，受资产端收益波动、监管“限高”等因素影响，万能险实际结算利率持续下降。根据 Wind 统计的万能险产品结算收益率，截至 2024 年末，1721 款万能险平均年结算收益率为 2.8%，较 2018 年下降 150bp。

图4: 万能险产品数量及万能险平均结算利率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

普通寿险负债成本：随政策调整逐步下移

对于一般寿险的负债成本，我们主要使用监管规定的预定利率值。从整体趋势来看，受近年来长端利率快速下移影响，普通型产品预定利率持续下调，从而降低保险负债端刚性成本，降低低利率时期利差损风险。当前，普通型寿险预定利率为 2.5%，预计三季度最新研究值公布后，普通型产品预定利率或将下调至 2.0%。

图5：预定利率走势与十年期国债收益率走势对比（单位：%）



资料来源：Wind，金管局，国信证券经济研究所整理

合计负债成本测算及分析

基于上述各类险种负债成本分析结果，我们使用每年传统寿险、分红险、万能险保费收入占比水平作为权重，计算得到每年合计负债成本水平。根据我们的测算，2024 年合计负债成本为 2.56%，预计 2025 年至 2027 年分别为 2.35%/2.28%/2.33%。上述负债成本主要为保单收益率，暂未包含销售费用、渠道佣金等运营成本。

表5：合计每年增量负债成本测算（单位：%）

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
传统险	负债成本	3.50%	3.50%	3.50%	3.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
	权重占比	50%	50%	50%	50%	55%	52%	50%	50%
分红险	负债成本	4.40%	4.40%	4.40%	4.30%	3.30%	2.80%	2.60%	2.80%
	权重占比	30%	30%	30%	30%	35%	37%	40%	40%
万能险	负债成本	4.08%	4.06%	3.83%	3.39%	2.84%	2.56%	2.35%	2.21%
	权重占比	20%	20%	20%	20%	10%	11%	10%	10%
合计负债成本		3.89%	3.88%	3.84%	3.45%	2.56%	2.35%	2.28%	2.33%

资料来源：Wind、金管局，国信证券经济研究所整理及测算

上市险企打平收益率测算

同时，我们统计了 A 股 5 家上市险企近年来的打平收益率。保险公司打平收益率测算的是保险公司实现当期盈亏平衡点所需的保险资金投资收益率，即总收入等于总支出时所要求的投资收益率。其计算方法为打平收益率=投资收益率-（母公司税前利润/平均投资资产）。基于我们的测算，截至 2024 年末，上市险企加权平均打平收益率为 3.4%。从个股维度来看，过去 7 年中国人寿、新华保险、中国

太保、中国人保、中国平安平均打平收益率为 3.5%、3.4%、2.8%、2.6%、0.4%。其中，中国平安因其他金融业务对集团利润表现有一定分散作用，因此打平收益率偏低。

表6: 上市险企打平收益率（单位：%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均
中国人寿	2.8%	3.4%	3.9%	3.8%	2.5%	4.5%	3.6%	3.5%
中国平安	-2.5%	0.7%	0.8%	0.4%	0.1%	0.9%	2.5%	0.4%
中国人保	1.7%	2.2%	2.7%	2.8%	1.3%	2.7%	4.9%	2.6%
中国太保	2.2%	3.3%	2.7%	2.4%	4.4%	1.1%	3.4%	2.8%
新华保险	3.1%	3.2%	3.8%	4.5%	3.8%	1.4%	3.9%	3.4%
上市险企加权平均	1.0%	2.4%	2.6%	2.5%	2.1%	2.5%	3.4%	2.4%

资料来源：Wind、金管局，国信证券经济研究所整理及测算（注：上市险企权重按 2024 年平均投资资产规模计算得出）

保险资金投资收益率测算

人身保险公司负债端主要为中长期寿险产品的准备金，负债久期较长、负债成本率较高，因此其资产配置需要着重配置长久期的固收资产以拉长资产整体久期，并且需要兼顾投资收益率诉求、流动性管理需求，适度配置股票、基金、另类投资等多种资产。人身险公司的资产配置结构中，债券配置占比最高、另类投资占比次之。资产配置结构变化：另类投资下占比降显著、股票配置占比有所提升。基于未来长端利率下行、险资配置非标占比下降、权益资产配置占比提升等假设，我们测算人身险行业 2025 年至 2027 年的综合投资收益率依次为 4.06%、3.93%、3.92%。

表7: 人身险行业投资收益率测算

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
人身险资金运用余额	225,892	251,914	299,525	347,449	396,092	443,623
yoy	--	11.5%	18.9%	16.0%	14.0%	12.0%
年化综合投资收益率	1.83%	3.37%	7.45%	4.06%	3.93%	3.92%
年化综合投资收益	--	8,061	20,541	14,096	15,555	17,406
银行存款	22,333	21,558	25,225	29,533	33,668	37,708
占比	9.9%	8.6%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%
综合投资收益率假设	--	--	--	2.2%	2.2%	2.1%
债券	94,075	115,776	150,552	173,724	198,046	221,811
占比	41.6%	46.0%	50.3%	50.0%	50.0%	50.0%
综合投资收益率假设	--	--	--	2.0%	2.0%	2.0%
股票	17,630	18,160	22,679	29,533	37,629	46,580
占比	7.8%	7.2%	7.6%	8.5%	9.5%	10.5%
综合投资收益率假设	--	--	--	12.0%	10.0%	10.0%
证券投资基金	12,081	13,549	14,762	17,372	19,805	22,181
占比	5.3%	5.4%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
综合投资收益率假设	--	--	--	8.0%	7.0%	7.0%
长期股权投资	23,204	23,047	23,261	29,533	35,648	42,144
占比	10.3%	9.1%	7.8%	8.5%	9.0%	9.5%
综合投资收益率假设	--	--	--	7.0%	7.0%	7.0%
另类投资	56,568	59,823	63,046	66,015	71,297	75,416
占比	25.0%	23.7%	21.0%	19.0%	18.0%	17.0%
综合投资收益率假设	--	--	--	4.5%	4.5%	4.0%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理及测算

财产险公司负债端主要为短久期财险产品准备金，负债久期较短、负债端一般还可贡献承保利润，因此在进行资产配置时，久期压力、投资收益率压力均较人身

险公司减轻，更需要从流动性管理需求出发，着重配置现金类资产和短久期的固收类资产，并从增厚投资收益的角度适度配置长久期固收资产、股票、基金、另类投资等资产。财产险资产配置结构中，债券配置占比最高、另类投资占比次之、银行存款再次之。资产配置结构变化：另类投资占比下降、股票配置占比提升、债券占比提升。基于未来长端利率下行、险资配置非标占比下降、权益资产配置占比提升等假设，我们测算财险行业 2025 年至 2027 年的综合投资收益率依次为 4.14%、3.98%、3.96%。

表8: 财险险行业投资收益率测算

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
财产险资金运用余额	19,314	20,200	22,206	24,871	27,606	30,367
yoy	—	4.6%	9.9%	12.0%	11.0%	10.0%
年化综合投资收益率	1.49%	2.87%	5.51%	4.14%	3.98%	3.96%
年化综合投资收益	—	568	1,168	1,029	1,098	1,203
银行存款	4,167	3,654	3,857	4,352	4,831	5,314
占比	21.6%	18.1%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%
综合投资收益率假设	—	—	—	2.2%	2.2%	2.1%
债券	6,492	7,640	8,691	9,948	11,043	12,147
占比	33.6%	37.8%	39.1%	40.0%	40.0%	40.0%
综合投资收益率假设	—	—	—	2.0%	2.0%	2.0%
股票	1,272	1,265	1,601	1,865	2,347	2,885
占比	6.6%	6.3%	7.2%	7.5%	8.5%	9.5%
综合投资收益率假设	—	—	—	12.0%	10.0%	10.0%
证券投资基金	1,591	1,786	2,025	2,238	2,623	3,037
占比	8.2%	8.8%	9.1%	9.0%	9.5%	10.0%
综合投资收益率假设	—	—	—	8.0%	7.0%	7.0%
长期股权投资	1,247	1,306	1,389	1,617	1,932	2,278
占比	6.5%	6.5%	6.3%	6.5%	7.0%	7.5%
综合投资收益率假设	—	—	—	7.0%	7.0%	7.0%
另类投资	4,545	4,549	4,643	4,850	4,831	4,707
占比	23.5%	22.5%	20.9%	19.5%	17.5%	15.5%
综合投资收益率假设	—	—	—	4.5%	4.5%	4.0%

资料来源：

险资加大权益投资的迫切性

低利率环境与非标资产缺失的“双重挤压”

在低利率持续深化的背景下，我国保险行业面临负债端成本刚性压力与资产端收益下行的双重挑战。2024 年以来，10 年期国债收益率中枢持续下探，传统固收资产收益率持续走低。保险资金面临严峻的“资产荒”：一方面，存量高收益非标资产集中到期；另一方面，新增优质非标供给稀缺，收益率普遍跌破 3.5%。在此背景下，权益资产成为破解收益困境的核心选择。

此外，保险行业面临产品供需结构失衡的问题，以往储蓄险依赖高预定利率吸引客户，但预定利率下行导致产品竞争力下降，倒逼行业向保障型、分红型产品转型。展望未来，保险行业需要综合产品销售结构、资产负债匹配机制及投资策略的影响，构建“负债端成本动态调整+资产端多元化配置+政策协同创新”的三维应对框架，为保险业实现长期稳健发展提供理论支持与实践路径。在这一过程中，保险公司权益资产投资策略是最为重要的关键环节之一。

新会计准则催化 OCI 账户配置需求

近年来，以上市险企为代表的保险公司开始实施 IFRS9（以下简称“19”）的新会计准则，权益资产的重分类加大保险公司当期利润表波动。19 对金融资产的分类进行了调整，将原 IAS39 下的四分类（持有至到期投资、贷款和应收款项、可供出售金融资产、交易性金融资产），调整为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（以下简称“FVTPL”）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（以下简称“FVOCI”）、以摊余成本计量的金融资产（以下简称“AC”）的三分类。新金融工具准则调整导致大量权益资产被指定为 FVTPL 计量，加大利润表波动。按照 19 的规定，基金、部分固定收益类资产等因无法通过 SPPI 测试，只能被划分为 FVTPL 计量。同时，权益资产被指定为 FVOCI 后，该决策不可撤销，只有分红可计入当期损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益。IFRS9 通过利润表波动约束与资产负债联动要求，将 OCI 账户从附属工具升级为险资的核心配置载体。未来，险资需围绕高分红权益资产、利率债等构建 OCI 组合，并通过技术升级与策略创新，在准则框架下实现风险收益的精细化平衡。这一趋势不仅重塑险资投资逻辑，也将推动资本市场中长期资金配置结构的优化。

表9：保险公司权益类资产会计计量方式及长期股权投资计量方式

会计准则	资产类型（按计量方式）	内容
IFRS9	FVOCI 权益资产	计入 FVOCI 的股票，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，且一经指定不得撤销。分红收益相对稳定，但 FVOCI 股票的市值增长将不再对利润表产生影响。
	FVTPL 权益资产	在 IFRS9 的要求下，由于基金赎回时发行方有无条件交付现金的义务，因此属于债务工具，且无法通过资产特征测试，只能被计入 FVTPL 权益类资产。股票一般直接计入 FVTPL，其市值波动将实时体现在利润表中，但是险企也可以选择将其指定为 FVOCI。
长期股权投资计量	长期股权投资（权益法计量）	按照投资企业对被投资单位的持股比例不同，长期股权投资可分为权益法计量和成本法计量两种。其中占股比例在 20%至 50%的，属于对被投资单位具有重大影响，采用权益法计量。
	长期股权投资（成本法计量）	占股在 50%以上（不含）的，属于对被投资单位实施控制，采用成本法计量。

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

经济转型及政策催生优质股权配置窗口期

在扩大内循环与培育新质生产力的政策导向下，A 股优质企业盈利结构持续优化，为险资带来权益配置增量催化。2024 年沪深 300 指数成分股 ROE 中位数达 10.2%，高于全市场平均的 8.1%；其中，医药、新能源、科技等战略新兴产业 ROE 超 15%。

扩大内循环战略将推动险资深度参与国家重大项目和新兴产业发展。近年来，监管部门陆续出台相关文件，引导险资投向科技创新、先进制造、新基建等领域，形成对传统基建的补充。险资作为长期资本，重点支持战略性新兴产业和绿色经济领域，在推进金融服务实体经济的同时，推动产业链自主可控。这一过程中，险资将逐步从被动支持转向主动引领，成为国家产业结构优化的重要资本引擎。

监管层明确鼓励险资充当“耐心资本”，通过长期股权投资支持实体经济。优质股权时代下，险资投资逻辑或将发生转变。一方面，险资将更聚焦硬科技、高成

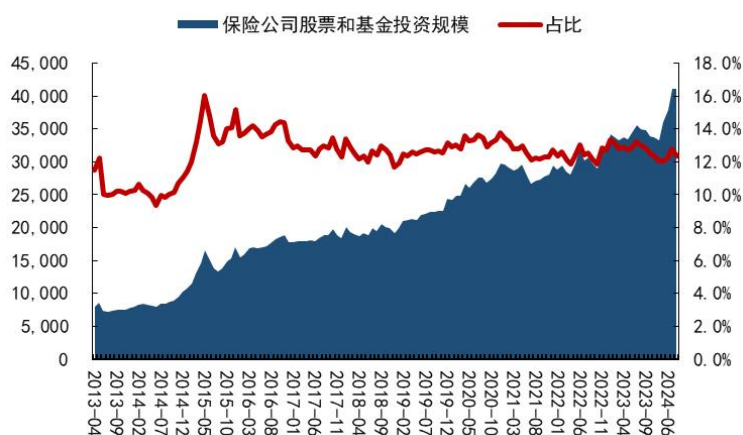
长性产业的精准投资，通过“投早、投小”捕捉技术红利，投资标的向具备核心竞争力和技术壁垒的企业倾斜。另一方面，高股息、低波动的红利资产（如银行股、公用事业股）持续成为配置重点，兼顾投资收益与稳定资本市场的诉求。此外，ESG 理念深度或融入投资决策，险资通过参与绿色金融和“双碳”目标相关项目，推动传统产业绿色转型与可持续发展。

险资权益配置现状：政策松绑下的增量

静态配置：权益比例低位运行，结构仍需优化

截至 2024 年末，我国保险业资金运用余额规模达 33.26 万亿元，约占资产管理行业总规模的 20%。2013 年至 2024 年，我国保险资管规模由 7.69 万亿元增长至 33.26 万亿元，年均增速达 14.2%。在保险投资资金规模扩大、利率中枢下行及优质非标供给下降的背景下，各保险公司加大权益类资产配置规模。截至 2024 年末，险资股票和基金投资规模为 4.11 万亿元，约占保险公司总投资规模的 12%。从历史趋势来看，保险行业权益投资比例相对稳定，过去十年平均投资比例为 13%（包括二级市场直接股票投资和公募基金口径），但仍显著低于欧美市场 20%-30% 的水平。

图6：保险公司股票和基金投资规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

政策扩容：增量资金与长周期考核驱动

2025 年以来，监管主要从提升保险资金 A 股投资比例、设立保险公司长期股票投资试点、放宽偿付能力限制等角度出发，为险资入市提供政策支持。

一是要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。我们以 2024 年保险公司保费收入为基础测算。如果以全部保费口径测算（包括首年新单保费和续期保费），2024 年，我国五大国有保险公司（国寿、人保、太保、太平、新华）保费收入为 13,470 亿元，扣除赔付支出、费用支出后约 6,500 亿元，按照监管要求，基于 2024 年数据测算得出新增保费投资 A 股规模约 1,940 亿元。鉴于 2025 年以来，我国保费收入或将略有下降，我们预计 2025 年保险公司新增保费用于投资 A 股的规模约为 1,900 亿元。

二是多批次设立长期股票投资试点。2024 年 9 月、2025 年 1 月、2025 年 3 月、

2025 年 5 月一共设立多批次长期股票投资试点，合计规模为 2,420 亿元。

三是提高保险公司权益资产投资比例上限。根据保险公司偿付能力充足率水平，权益类资产占比的部分档位再次上调 5%。险企权益类资产比例上限提高至 50%。

表10: 2025 年以来保险公司权益类资产投资相关政策梳理

时间	部门	名称	内容
2025 年 1 月	中央金融办、证监会、 财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、 国家金融监管总局	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	1、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。 2、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%。 3、抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模。 4、允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企(职)业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增。在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准方面，给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇。 5、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。
2025 年 1 月	国家金融监管总局	——	批复开展第二批保险资金长期股票投资试点，规模 520 亿元，太保寿险、泰康人寿、阳光人寿及相关保险资产管理公司获准以契约制基金方式参与试点。
2025 年 3 月	国家金融监管总局	——	批复人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华人寿、平安人寿等 5 家保险公司开展长期投资改革试点，规模为 600 亿元。
2025 年 4 月	国家金融监管总局	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	根据保险公司偿付能力充足率水平，权益类资产占比的部分档位再次上调 5%。险企权益类资产比例上限提高至 50%。
2025 年 4 月	——	——	新华保险与中国人寿拟各出资 100 亿元认购鸿鹄基金二期份额。基金投资范围为中证 A500 指数成分股中符合条件的大型上市公司 A+H 股。
2025 年 5 月	中国人民银行、证监会、 国家金融监管总局	——	1、进一步扩大保险资金长期投资试点范围，为市场引入更多的增量资金。预计规模为 600 亿元。 2、调整优化监管规则，股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度，支持稳定和活跃资本市场。

资料来源：各政府部门官网，国信证券经济研究所整理

工具创新：兼顾配置与交易需求

为匹配保险资金“长钱长投”需求，长期股票投资试点及互换便利两类投资工具崛起。此外，ETF 等创新工具也成为险资入市的重要渠道。

首先，长期股票投资试点在偿付能力、会计计量等方面获得的政策支持，有助于减少险资权益投资约束，提升险资入市积极性。根据各上市险企披露的信息，长期股票投资试点基金主要投向将以基本面分析为出发点，精选境内市场和香港市场的优质上市公司，追求中长期稳健增值。其中，以鸿鹄基金为代表机构的投资范围为中证 A500 指数成分股中符合条件的大型上市公司 A 股及 H 股。标的公司应当公司治理良好、经营运作稳健、股息相对稳定、股票流动性相对较好，与保险资金长期投资需求相适应。随着长期股票投资试点规模的持续扩张，预计将为资本市场带来稳定的中长期增量资金。

其次，互换便利工具作为 2024 年央行创设的创新流动性支持机制，本质是通过

“以券换券”模式盘活险资存量资产，定向引导资金流入资本市场。险企可将持有的债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产作为抵押品，向央行置换国债或央行票据等高流动性资产。置换后，险资获得更高信用等级的抵押品，显著提升再融资能力。在 10 年期国债收益率跌破 2.0%、非标资产收益率降至 3.5% 以下的背景下，互换便利有望提供 4% 以上的套利空间，成为收益攻坚关键工具。

再者，ETF 成为险资入市的重要工具。一方面，自 2024 年以来，险资重点配置沪深 300、上证 50 等宽基 ETF，覆盖金融、制造等核心行业龙头，在降低自身投资收益率波动的同时，又助力维护资本市场稳定。另一方面，在低利率环境下，险资对红利类 ETF 有较强偏好。此类资产平均分红率较高，提供稳定现金流，可有效对冲险企负债端成本刚性压力。据上交所统计，2021 年、2022 年、2023 年险资在沪市日均 ETF 持仓规模分别为 500、709、1432 亿元，呈现快速增长趋势。

权益策略优化路径：交易、配置与另类三维突破

交易策略：聚焦 Smart Beta 类产品扩容

Smart Beta 兼具被动投资的透明性（编制规则明确）与主动策略的超额收益潜力（因子暴露优化），契合险资“长期持有、风险可控”的核心诉求。例如，红利低波策略通过高股息与低波动双重筛选，既满足负债端成本对冲需求，又降低组合整体波动率。伴随 Smart Beta 类产品不断发展扩容，未来险资将突破传统单因子策略（如红利、低波），转向多因子动态组合以提升风险收益比。一方面，险资可以“红利+低波+质量”等因子为核心构建防御性组合，基于红利因子提供稳定现金流，低波因子降低回撤，质量因子筛选财务健康标的。另一方面，险资可以“价值+动量+成长”等因子构建成长性组合，捕捉科技周期红利。此外，险资还可以配置 QDII-ETF 等工具，构建跨境对冲组合。

当前，我国股票型 ETF 产品集中于宽基指数，Smart Beta ETF 则聚焦红利类资产。未来，行业主题型产品研发或将加速，为险资通过因子优化捕捉细分赛道投资机会提供支持。此外，将 ESG 因子纳入 Smart Beta 框架，既符合监管导向，又提升长期可持续收益。在配置 Smart Beta 类产品时，需要密切关注跟踪误差与流动性监控、政策适配性、因子周期性与失效预警等潜在问题。

配置策略：做大 OCI 账户，挖掘 Reits 等类固收资产

OCI 账户的本质是险资在会计准则变革与利率下行双重压力下，重构收益-风险平衡机制的财务工具。其战略价值体现在两个方面：收益结构的稳定性重构（分红收益与资本利得分离）、长期战略的合规性载体（响应监管导向）。OCI 账户在新会计准则下尤为重要——当 FVTPL 类资产占比提升导致利润表敏感性增加时，OCI 账户成为险资规避利润剧烈波动的核心工具。高股息资产分红收益可计入利润表，形成稳定的净投资收益流，而股价波动仅影响净资产。这种收益分层机制使险资在低利率环境中实现“现金流确定性”与“资本利得风险”的分离。在长端利率中枢下行的资产荒背景下，OCI 账户通过配置高股息权益资产，可替代传统固收类资产的收益缺口。其股息率显著高于免税后国债收益率，形成类固收属性以对冲利率下行压力。一方面，通过 OCI 账户锁定高股息资产的长期分红现金流，险资可将负债端的刚性成本与资产端的稳定收益更精准匹配，降低期限错配风险。另一方面，新“国九条”强化上市公司分红导向，与 OCI 账户配置逻辑形成政策协同。险资通过 OCI 账户增持符合分红指引的标的，既满足监管对“耐心

资本”的倡导，又获取制度红利。

险资增加配置 REITs，也能够利率中枢下行与偿付能力约束双重压力下，重构收益-风险-资本三维平衡的解决方案。其战略价值体现在三重维度：一是收益维度，通过分红收益与资本利得，构建穿越周期的收益韧性，REITs 强制分红机制使其现金流分布特征与险资负债端的长期性高度契合；二是资本维度，监管机构将 REITs 投资的风险因子由 0.6 调降至 0.5，使其在偿付能力充足率计算中更具资本效率，为险资腾挪出更多风险敞口空间；三是政策维度，响应国家战略导向，形成资金供给与实体经济的良性循环。当前，政策计划将 REITs 底层资产扩展至新能源、数据中心等新经济领域，并通过常态化扩募机制提升资产供给弹性。险资可借势布局符合国家战略导向的资产，获取政策溢价与长期增值空间。

表11：2024 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)	1,908,098	33%	1,445,335	27%	317,670	25%	667,199	27%	485,928	39%	964,846	30%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	171,817	3%	264,163	5%	115,778	9%	142,014	6%	30,640	2%	144,882	5%
其他债权投资 (OCI 固收)	3,458,895	60%	2,993,899	55%	523,581	41%	1,607,972	65%	470,366	37%	1,810,943	52%
债权投资 (AC 固收)	196,754	3%	695,666	13%	316,231	25%	64,844	3%	274,891	22%	309,677	13%
合计	5,735,564	100%	5,399,063	100%	1,273,260	100%	2,482,029	100%	1,261,825	100%	3,230,348	100%

资料来源：

另类策略：战略举牌与产业投资协同

一方面，险资通过战略举牌深度嵌入目标企业的核心业务场景，利用保险主业的风险管理、资金融通等职能与被投企业的产业资源形成互补。险资举牌具备产融协同潜力的企业（如金融机构、医疗养老机构等等），可打通保险资金端与产业资产端的双向循环。通过资本纽带实现客户资源共享、服务场景互嵌及风险定价能力升级，形成“资金—资产—业务”的正向反馈。

另一方面，险资可选择与国家战略新兴产业（如新能源、高端制造、绿色经济）高度契合的标的进行举牌，通过资本注入推动产业升级与规模扩张。此类协同不仅符合监管引导方向，更能通过政策红利获取超额收益，实现社会价值与商业价值的统一。

投资建议

我们主要基于一般寿险、分红险、万能险三类险种分析并计算每年增量负债成本，最后根据各险种的保费收入占比计算加权平均负债成本。根据测算，我们认为 2024 年合计负债成本为 2.56%，预计 2025 年至 2027 年分别为 2.35%/2.28%/2.33%，整体负债成本保持下行态势。结合我们投资收益率假设，未来三年投资收益率约在 3.5% 以上。综合以上分析，我们判断随着负债端成本较快下行和险企借助高分红资产实现投资稳定，上市险企利差收益预期提升。建议关注寿险业务占比较高的中国人寿及新华保险。

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/EV	
					2025E	2026E	2025E	2026E
601628.SH	中国人寿	优于大市	42.43	11993	3.83	3.88	0.69	0.64
601336.SH	新华保险	优于大市	60.62	1891	8.28	8.93	0.52	0.48
601601.SH	中国太保	优于大市	38.04	3660	4.77	4.90	0.46	0.40
601318.SH	中国平安	优于大市	57.88	10540	7.72	8.57	0.60	0.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

保费收入不及预期；资本市场延续震荡；短期自然灾害导致的财产险赔付上升；长端利率下行等。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（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所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