

保险资金配置变迁、 2025年预测及负债成本分析

孙 婷（非银行金融行业首席分析师）
SAC执业证书编号：S0600524120001

二零二五年二月

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



■ 1. 保险行业历史保费收入及转换率

■ 2. 保险资金债券配置分析

■ 3. 保险资金权益配置分析

■ 4. 保险行业负债成本分析

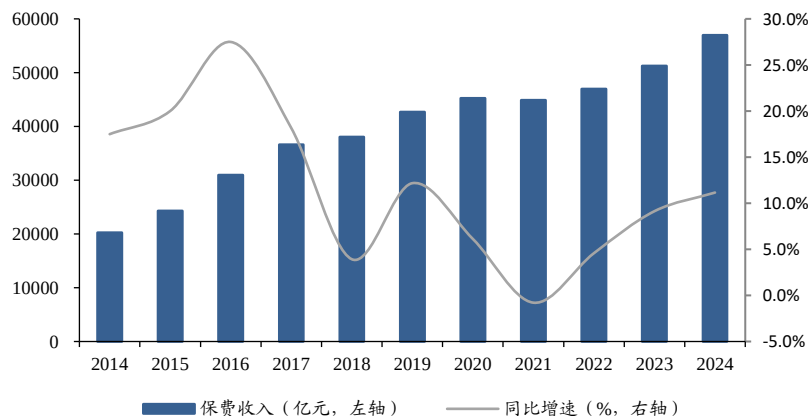
■ 5. 风险提示

1. 保险行业历史保费收入及转换率

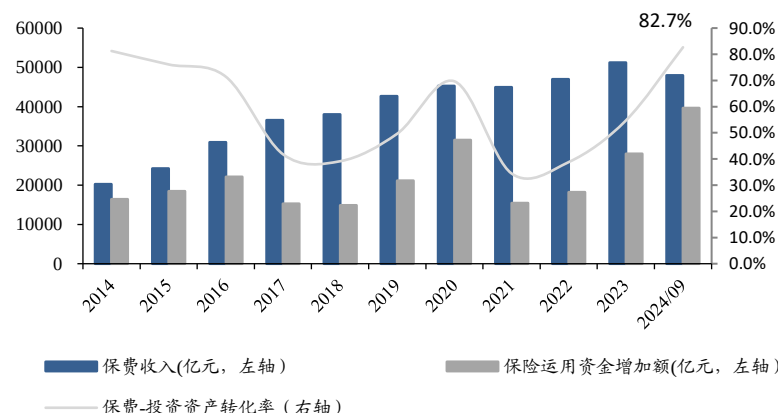
1. 2024年保费以及保费-投资资产转化率

- 2024行业保费收入保持稳定增长。根据国家金融监管总局数据，2024年保费收入5.70万亿元，同比增长11.2%。
- 保费-投资资产的转化率年际波动较大。通过回顾2014年来保费-投资资产的转化率（年保险资金运用余额增加额/当年保费收入），我们发现，转化率年度间波动较大。我们预计2024年全年转化率与前九月近似，根据近三年趋势判断，我们预计2025年保费/投资资产的转化率在60%左右。

图：2014-2024年保费及增速



图：2014-2024年保费-投资资产的转化率





■ 1. 保险行业历史保费收入及转换率

■ 2. 保险资金债券配置分析

■ 3. 保险资金权益配置分析

■ 4. 保险行业负债成本分析

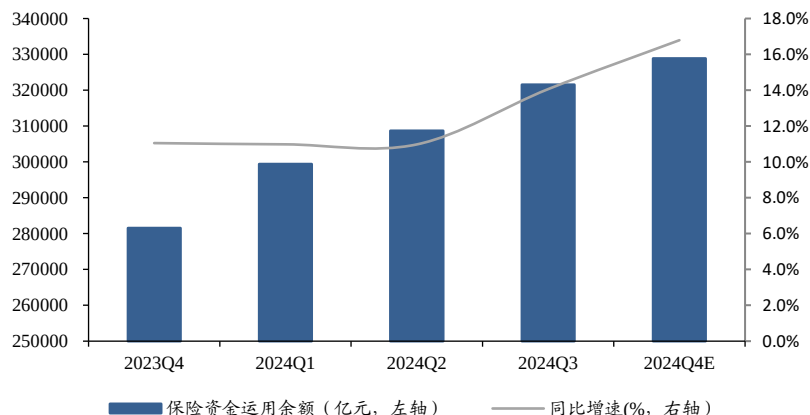
■ 5. 风险提示

2. 保险资金债券配置分析

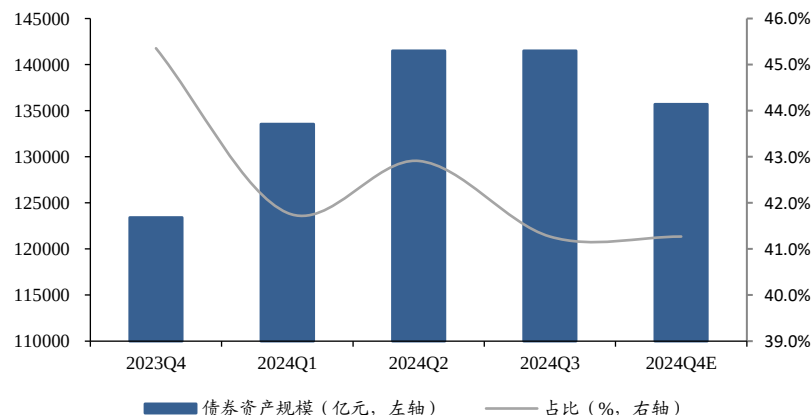
2.1. 2024年保险资金债券资产配置规模测算

- 保险资金运用余额稳定增长。根据国家金融监管总局数据，全行业保险资金运用余额从2023年底的28.2万亿元增长至2024年9月底的32.2万亿元，全年各季度同比增速均稳定在10%以上。
- 债券配置规模及占比均增加。保险资金中债券资产规模从2023年底的12.3万亿增加至2024年9月的15.0万亿，占比从45.4%提升至48.4%，规模及占比在年内双双增加。
- 我们预计至2024年年末，债券资产配置比例将维持9月末的48.4%不变，并根据2024年保费及9月末转化率情况推算，2024年末保险资金运用余额约为32.9万亿元，债券资产规模为15.9万亿元，较年初增配3.6万亿。

图： 保险资金运用余额及同比增速



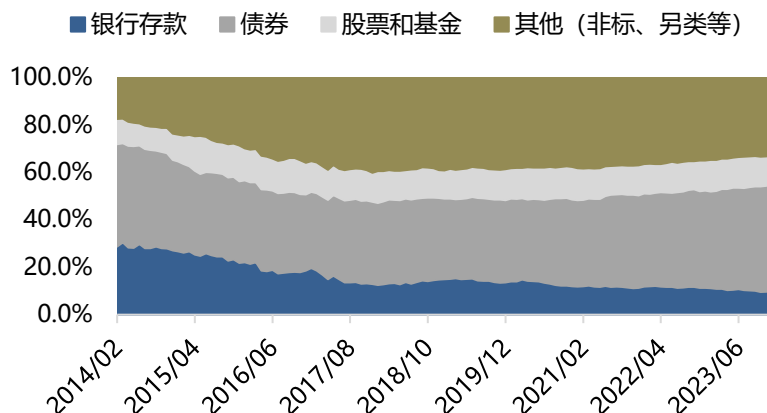
图： 债券资产规模及占比



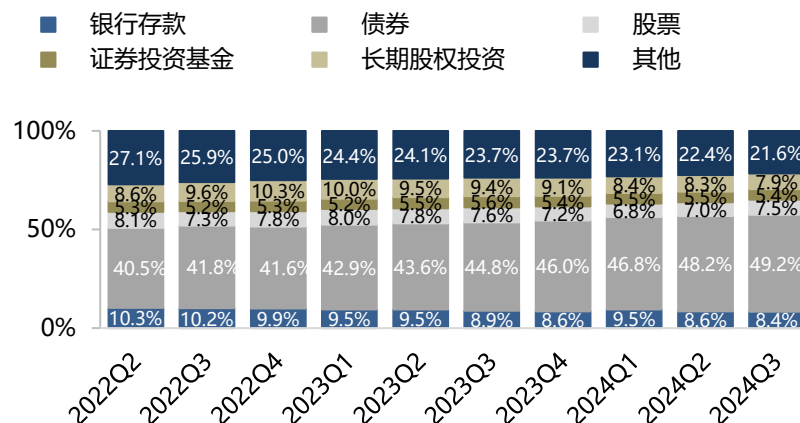
2.2. 保险资金配置中债券占比提升明显

- 近年来保险公司资产端面临较为突出的“资产荒”问题，在利率下行、权益低迷、非标供给不足的背景下，保险公司主要通过增配长久期债券资产维持收益率水平。
- 此外，我们认为保险行业增配长债也与①负债端增量业务以长久期保证收益的增额终身寿、长期年金等传统险为主，②缩短久期缺口防范利率风险等因素有关。

图：近年来保险资金运用余额中债券占比持续提升



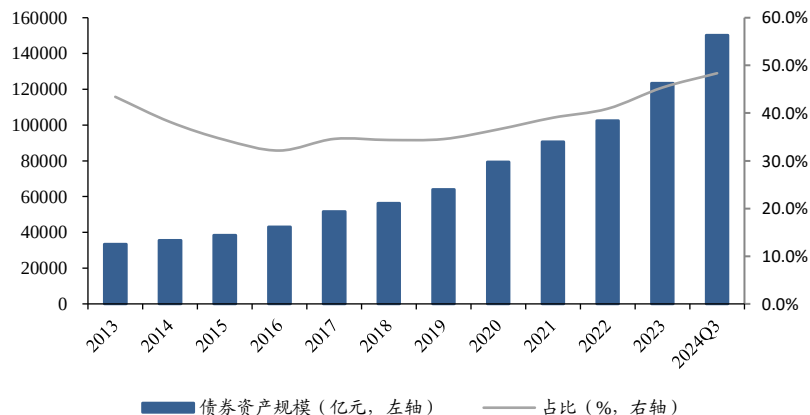
图：2023年以来人身险公司持续增配债券



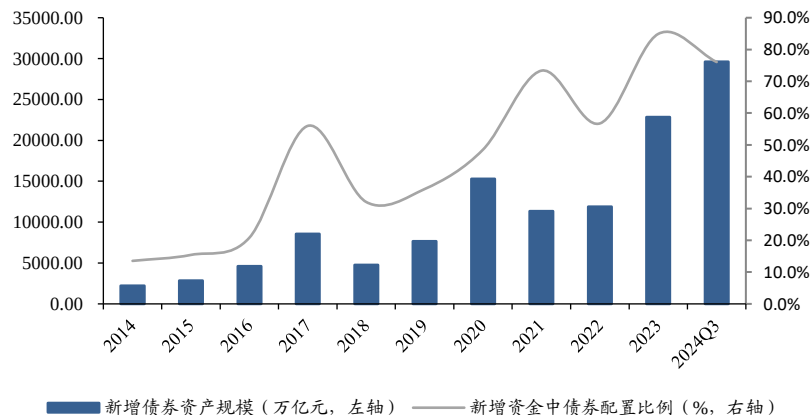
2.3. 2025年保险资金新增配置规模测算

- **方法一：**该方法假设2025年债券、权益占保险资金运用余额的占比为X，先算得2025年保险资金运用余额再由此算得2025年债券、权益总配置规模，最后算得2025年新增债券、权益配置规模。
- **方法二：**该方法假设2025年新增债券、权益占新增保险资金运用余额的占比为Y，先算得2025年新增保险资金运用余额再由此算得新增债券、权益配置规模。

图： 保险资金债券资产配置规模及占比



图： 新增债券资产配置规模及在新增保险资金中占比



2.3. 2025年保险资金新增债券配置规模测算

- **方法一：**假设2025年保费增长10%，转化率为50%/60%/70%，保险资金运用余额中债券配置比例维持不变/+2pct/+4pct。此方法下，测算得出2025年新增债券规模在1.53-3.63万亿之间。
- **方法二：**假设2025年保费增长10%，转化率为50%/60%/70%，新增保险资金运用余额中债券配置比例为60%/70%/80%。此方法下，测算得出2025年新增债券规模在1.88-3.51万亿之间。

表：2025年保险资金债券资产新增配置规模（万亿元）

方法一	转换率50%	转换率60%	转换率70%
债券比例维持不变	1.53	1.83	2.14
债券增配2pct	2.25	2.57	2.88
债券增配4pct	2.97	3.30	3.63

方法二	转换率50%	转换率60%	转换率70%
新增资金债券配置60%	1.88	2.26	2.63
新增资金债券配置70%	2.19	2.63	3.07
新增资金债券配置80%	2.51	3.01	3.51



■ 1. 保险行业历史保费收入及转换率

■ 2. 保险资金债券配置分析

■ 3. 保险资金权益配置分析

■ 4. 保险行业负债成本分析

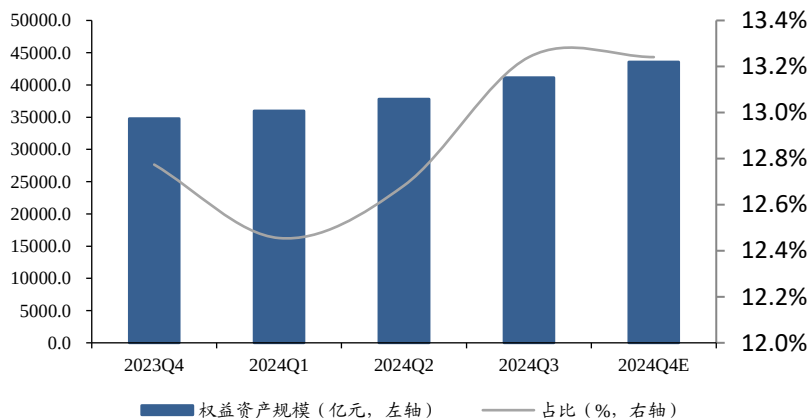
■ 5. 风险提示

3. 保险资金权益配置分析

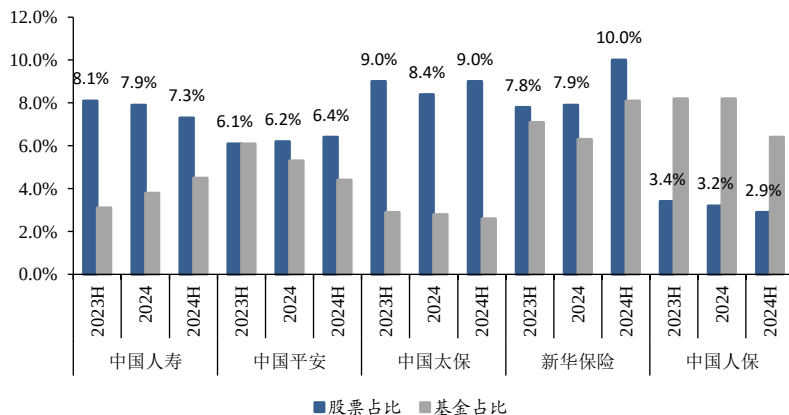
3.1. 2024年行业权益规模及占比均增加，上市公司有所分化

- 2024年行业权益配置规模及占比均增加。保险资金中权益资产规模从2023年底的3.5万亿增加至2024年9月的4.1万亿，占比从12.8%提升至13.2%。
- 上市险企配置方向较行业分化。2024年上半年上市险企核心权益资产规模整体同比增长，其中新华、太保、国寿、平安分别同比+36.6%、+13.7%、+12.3%、+3.6%，人保则同比-12.5%；占比变动表现分化，新华、太保分别较年初+3.8pct、+0.5pct，国寿较年初持平，平安和人保则分别较年初-0.7pct、-2.1pct。其中新华股票和基金均增持，而太平、人保则均减持。

图： 行业权益资产规模及占比



图： 上市险企2024H股票、基金占比



3.2. 2025年保险资金新增权益配置规模测算

- **方法一：**假设2025年保费增长10%，转化率为50%/60%/70%，保险资金运用余额中权益配置比例维持不变/+1pct/+2pct。此方法下，测算得出2025年新增权益规模在0.41-1.33万亿之间。
- **方法二：**假设2025年保费增长10%，转化率为50%/60%/70%，新增保险资金运用余额中权益配置比例为10%/15%/20%。此方法下，测算得出2025年新增权益规模在0.31-0.88万亿之间。

表：2025年保险资金权益资产新增配置规模（万亿元）

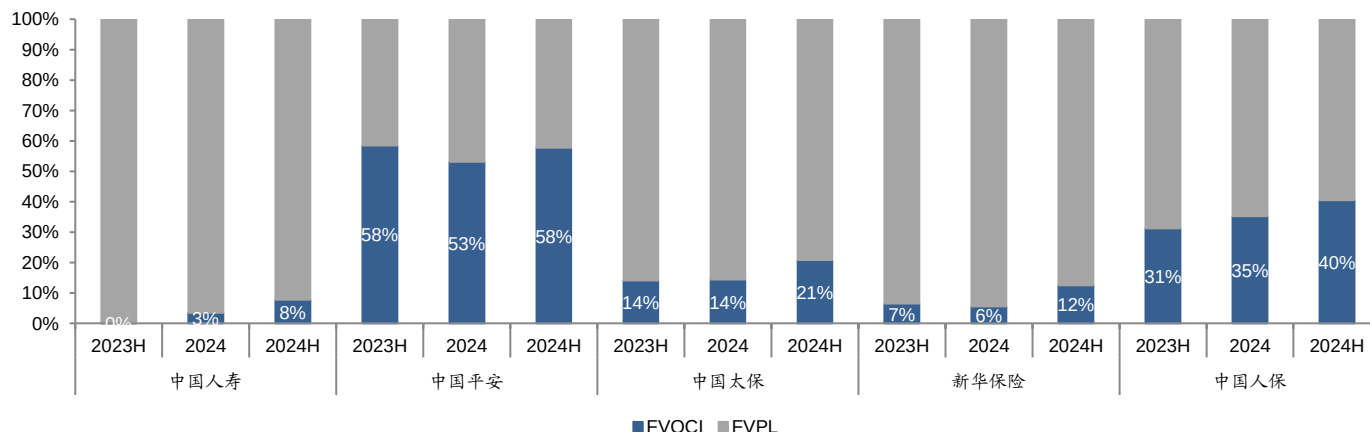
方法一	转换率50%	转换率60%	转换率70%
权益比例维持不变	0.41	0.50	0.58
权益增配1pct	0.78	0.86	0.95
权益增配2pct	1.14	1.23	1.33

方法二	转换率50%	转换率60%	转换率70%
新增资金权益配置10%	0.31	0.38	0.44
新增资金权益配置15%	0.47	0.56	0.66
新增资金权益配置20%	0.63	0.75	0.88

3.3. 2024年中期上市险企股票FVOCI规模、占比齐增

- A股5家上市险企FVOCI科目下股票规模齐增长。截止2024年中期，国寿、平安、太保、新华、人保的FVOCI科目下股票规模分别较年初+131%、+18%、+70%、+214%、+14%。
- A股5家上市险企股票下FVOCI科目占比全部提升，部分险企增幅较大。1) 截止2024年中期，国寿、平安、太保、新华、人保的股票资产FVOCI科目占比分别较年初+4.3pct、+4.6pct、+6.4pct、+7.0pct、+5.3pct至7.7%、57.8%、20.8%、12.5%、40.5%。2) 虽然上市险企普遍选择增配FVOCI类股票，但各险企间差异仍然较大，中国平安股票FVOCI占比最高超过五成，而中国人寿仅占比7.7%。

图：上市险企股票会计分类



3.4. 2025年新增权益OCI配置规模测算

- 根据I9规定，权益资产中基金只能分类为FVPL，股票可选择分类为FVPL或FVOCI，因此在测算权益OCI规模时只考虑股票资产。
- 根据上市险企2024中报数据，我们假设2024年保险资金股票下OCI科目占比在30%。预计2024年底股票下OCI规模0.74万亿元。
- 假设2025年险资新增股票分为三个情景：1、转化率为50%且权益配置比例维持不变；2、转化率为60%且权益配置比例+1pct；3、转化率为70%且权益配置比例+2pct。股票下OCI占比保持30%不变、提升至40%、提升至50%。可以推算得出，2025年新增权益OCI规模在0.07-0.87万亿之间。

表：2025年保险资金权益OCI新增配置规模（万亿元）

	OCI占比30%	OCI占比40%	OCI占比50%
权益比例维持不变 /转化率50%	0.07	0.34	0.61
权益增配1pct /转化率60%	0.15	0.44	0.74
权益增配2pct /转化率70%	0.23	0.55	0.87

3.5. 六部委引导中长期资金入市

- 1月22日-23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》并召开新闻发布会就引导中长期资金入市，优化中长期资金考核机制等方面进一步作出工作部署。

表：推动中长期资金入市最新政策

政策类别	政策表述
商业保险资金	• 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，这也意味着将每年至少为A股新增几千亿的长期资金。 • 第二批保险资金长期股票投资试点，也将在2025年上半年落实到位，规模不低于1000亿元，后续还将逐步扩大。1月26日，根据媒体报道，金管总局已批复第二批股票投资试点，规模为520亿元，太保人寿、泰康人寿、阳光人寿及相关保险资管公司获准以契约制基金方式参与试点。
公募基金	• 对公募基金，明确公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%。 • 进一步健全激励约束机制和薪酬管理制度，着力强化基金公司、高管、基金经理与投资者利益的绑定。进一步稳步降低公募基金综合费率，在已经降低基金管理费率、托管费率、交易费率的基础上，2025年起还将进一步降低基金销售费率，这样预计每年合计可以为投资者节约大概450亿的费用。
考核机制	总体要求： • 公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金等，都要全面建立实施三年以上长周期考核，大幅降低国有商业保险公司当年度经营指标考核权重，细化明确全国社保基金五年以上长周期考核安排。 对国有商业保险公司： • 一是进一步提高经营效益类指标的长周期考核权重。2023年10月国有商业保险公司的经营效益指标“净资产收益率”曾由“当年度指标”调整为“3年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式，两者各占50%权重。本次《实施方案》进一步调整为当年权重不超过30%，3年周期指标调整为3-5年周期指标，权重调整为不低于60%。 • 二是实施国有资本保值增值指标的长周期考核。通过长短期相结合的考核方式，促进国有商业保险公司加大中长期投资力度，实现所有者权益稳定增长和国有资本的保值增值。 • 三是推动国有商业保险公司提高投资管理能力。鼓励引导国有商业保险公司加强投资管理，提升资金长期运作能力。

3.6. 2025年大型国有险企入市资金测算

- 目前对于每年新增保费的30%用于投资A股中新增保费的口径并没有明确的官方定义，在此我们认为有三种可能的定义：①新单保费口径；②净现金流口径；③新增保费口径。
- 如果按新单保费口径测算，新单保费=新增保费*新单保费占新增保费占比，新增权益=新单保费*30%。我们以平安、太保2024年新单保费占比数据为参考，预计五家大型国有寿险公司：中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平2024年新单保费收入总计4041亿元。以2024年静态数据测算增配A股资金规模1212亿元。
- 以净现金流口径计算，新增权益=净现金流*30%。预计五家国有保险集团：中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平2024年经营净现金流总计8489亿元。以2024年静态数据测算增配A股资金规模2547亿元。
- 如果按新增保费口径测算，新增权益=新增保费*30%。五家国有寿险公司：中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平2024年保费收入总计1.35万亿元。以2024年静态数据测算增配A股资金规模4041亿元。

表：五家国有寿险公司2024年增配A股资金规模静态测算（亿元）

公司	新单保费口径（E）	净现金流口径（E）	新增保费口径
中国人寿	2015	4218	6717
中国太保	716	1454	2388
新华保险	512	854	1705
中国人保	318	825	1060
中国太平（E）	480	1138	1600
合计	4041	8489	13470
新增A股资金规模	1212	2547	4041



■ 1. 保险行业历史保费收入及转换率

■ 2. 保险资金债券配置分析

■ 3. 保险资金权益配置分析

■ 4. 保险行业负债成本分析

■ 5. 风险提示

4. 保险行业负债成本分析

4.1. 预定利率动态调整，负债成本持续优化

- 2024年8月2日金监总局下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》：
 - 进一步下调产品预定利率：①9月1日起，新备案普通型产品预定利率上限由3.0%下调至2.5%，超过上限的产品停售。②10月1日起，新备案分红险和万能险产品预定利率/最低保证利率上限分别由2.5%、2.0%下调至2.0%、1.5%，超过上限的产品停售。
- 2024年9月-10月产品切换已经完成，头部公司9月份以新切换传统险和分红险退市为主，10月已上市新分红险，以增额终身寿险和终身年金为主。

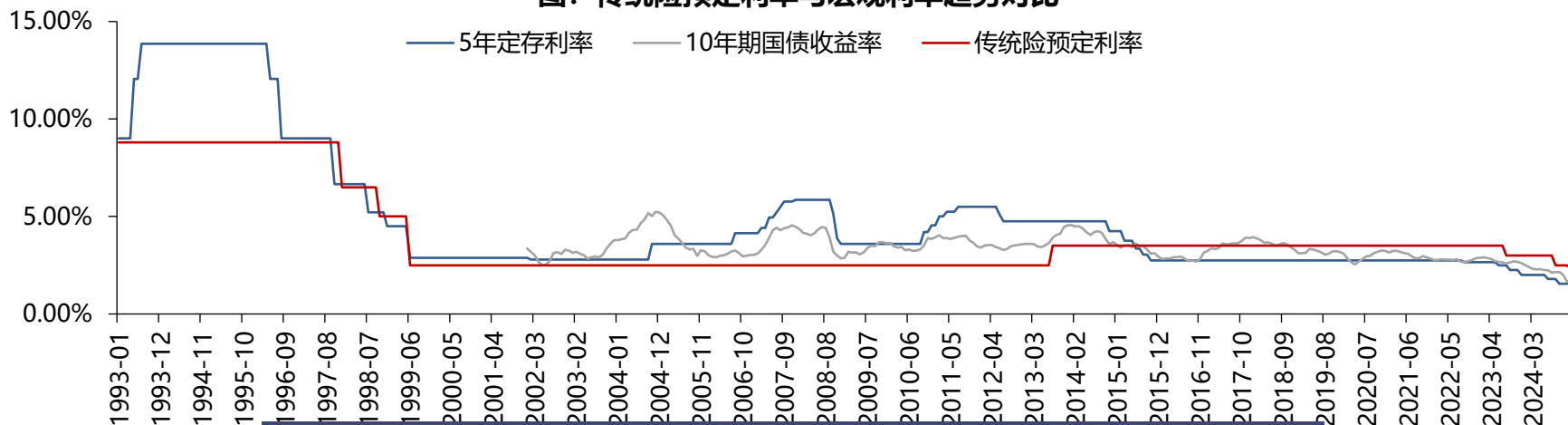
表：上市险企9-10月产品上市情况

保险公司	产品情况
中国人寿	9月常规推动切换后传统险产品，包括增额终身寿险“鑫福传家2024”、15年期年金“鑫耀鸿图2024”及重疾“康宁尊享2024”。 10月已上市15年期分红年金“鑫耀呈祥”，分红型增额终身寿险预计后续推出。
中国平安	9月主推2.5%分红型增额终身寿险“盛世金越尊享版23”及“御享金越”，常规推动切换后传统险产品，包括增额终身寿险“盛世金越尊享版25”、长期年金“盛世金越至尊版25”及单倍重疾组合“平安如意全能2025”（两全+附加重疾组合）、单倍重疾单产品“鑫福星2025”。 10月已上市主力产品分红型增额终身寿险“金尊分红25”及长期分红年金“盛世年年”。
中国太保	9月主推2.5%分红险，包括分红型增额终身寿险“长相伴(传世版)”（8月1日上市）、分红终身年金“鑫福年年尊享版”（7月1日上市）。 10月已上市主力分红型增额终身寿险“长相伴(传世2024)”，传统增额终身寿险预计后续推出。
中国太平	9月主推2.5%分红险，包括分红型增额终身寿险“传世壹号”、长期分红年金“福寿连连”、分红养老年金“悦享金生2017”。 - 预计10月上市新主力长期分红年金，暂无传统型及分红型增额终身寿险上市计划。

4.1. 预定利率动态调整，负债成本持续优化

- 1月10日金监总局下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》：
- 中国保险行业协会定期组织专家会议，结合5年期以上LPR、5年期定存利率和10年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，每季度发布人身险预定利率研究值。1月10日，中国保险行业协会官网披露，认为**当前传统险预定利率研究值为2.34%**。
 - 各保险公司应参考行业协会研究值，动态调整本公司产品预定利率上限：①**预定利率最高值取0.25%的整数倍**。②当本公司在售传统险预定利率最高值**连续2个季度比研究值高25个基点及以上**时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在**2个月内**做好产品切换。当**连续2个季度比研究值低25个基点及以上**时，可以适当上调新产品预定利率最高值，但**调整后原则上不得超过研究值**。③在调整传统险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红险和万能险预定利率最高值。
 - 中国人寿、中国平安、中国太保等公司已经发布公告，维持目前传统险、分红险预定利率最高值2.5%、2.0%，万能险最低保证利率最高值1.5%不变。

图：传统险预定利率与宏观利率趋势对比



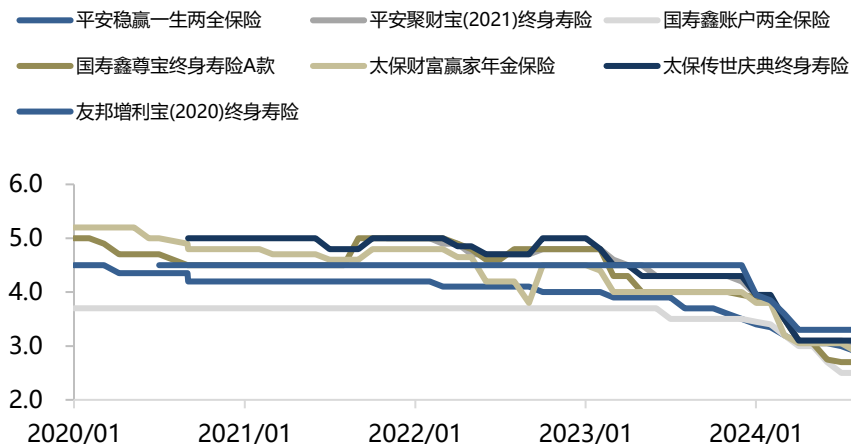
4.2. 险企负债成本有望逐步降低

- 万能险结算利率、分红险分红实现率全面下调。从最新数据来看，行业万能险结算利率大致在2.5%-3.1%之间，较去年同期已大幅下降；分红险分红实现率也普遍从去年100%降至50%左右。
- 行业打平收益率近年来也逐渐走低，已从2020年3.4%逐年降至2023年2.7%。
- 我们认为，随着险企传统险预定利率、万能险结算利率、分红险分红实现率均逐步下调，险企刚性负债成本也有望随之逐步降低。

表：部分寿险公司分红实现率

	分红类型	2021	2022	2023	2024
中国人寿	现金分红	115.45%	92.02%	65.11%	34.09%
平安人寿	现金分红	94.21%	89.07%	83.91%	32.40%
泰康人寿	长寿账户	152.11%	143%	117.50%	39.17%
	个人账户	108.71%	100.63%	85.11%	28.75%
太平人寿	现金分红	100.82%	100.82%	100.82%	36.00%
新华人寿	现金分红	176.11%	154.70%	23.20%	19.36%
人保人寿	现金分红	-	-	96.07%	36.13%

图： 万能险结算利率全面下调





- 1. 保险行业历史保费收入及转换率
- 2. 保险资金债券配置分析
- 3. 保险资金权益配置分析
- 4. 保险行业负债成本分析
- 5. 风险提示

5. 风险提示

5. 风险提示

- 1) 长端利率持续趋势性下行;
- 2) 权益市场大幅下跌;
- 3) 新单保费增长不达预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园