

行业研究

从 2025 年以来上市险企资产端看权益投资新变化：二十问二十答

——保险机构资产负债行为系列报告之一

要点

一、投资规模与配置结构：险资入市节奏与动力机制。1) **投资规模：**25Q3 末 5 家上市险企投资资产规模合计 20.3 万亿，较年初+10.5%。2) **配置结构：**25H1 末 5 家上市险企债券占比 58.5%，较年初持平；股票占比 9.3%，较年初+1.5pct；基金占比 4.3%，较年初-0.2pct。3) **入市动力：**低利率环境下权益资产成为险企增厚投资收益的“关键少数”，监管亦针对险资入市推出多项松绑政策并作出量化指标要求。4) **入市节奏：**上市险企入市节奏较行业更快，25H1 末股票仓位高于行业 0.5pct，较年初提升幅度高于行业 0.3pct。三季度行业入市力度进一步增强，季末股票仓位环比进一步提升 1.2pct 至 10%，我们预计四季度险资入市节奏较前三季度将有所放缓。5) **入市空间测算：**预计悲观、中性、乐观情形下保险行业 2025E-2027E 股票规模增量分别为 1.7 万亿、2.4 万亿、3.1 万亿。

二、会计分类与投资策略：新会计准则下的险企投资行为演变。1) **进一步增配 OCI 股票，合计较年初+1.3pct。**25H1 末五家上市险企 TPL 股票合计占比 5.6%，较年初+0.3pct；OCI 股票合计占比 3.8%，较年初+1.3pct。从股票资产会计结构来看，25H1 末五家上市险企 OCI 股票占比 40.4%，较年初+8.3pct。其中新华、国寿的 TPL 股票占比处于同业较高水平。2) **红利资产行情有望延续。**随着非上市险企陆续实施新金融工具准则，行业 OCI 股票配置仍有较大空间，**预计 2027 年末保险行业 OCI 股票规模或达 1.2-2.8 万亿。**3) **OCI 债券占比进一步提升。**新准则下适当使用债务工具的 OCI 选择权有助于减少会计错配问题，25H1 末五家上市险企合计 OCI 债券占总投资资产比例为 47.9%，较年初+0.7pct；债券资产中，上市险企 AC、TPL、OCI 债券合计占比分别 9.8%、15.8%、74.4%。

三、投资收益与经营业绩：收益分化与策略应对。1) 受益于权益市场向好推动总投资收益率同比提升，25 年前三季度上市险企归母净利润同比+33.5%，其中 25Q3 单季同比+68.3%。2) **净投资收益率下行压力下各险企趋势性拉长资产久期，稳步提升 OCI 股票配置力度，同时采取差异化应对措施：**①债券增配节奏表现分化，部分险企信用评级略有下沉趋势，国寿风险偏好较为谨慎；②平安 OCI 股票配置力度更强，其次为太保；③人保长股投占比长期远超同业。

四、市场影响与未来展望：“耐心资本”重塑市场生态。1) 险资大规模入市有助于增强资本市场韧性，推动红利资产重估。2) **未来权益投资主线：**①以价值投资为导向，通过高股息策略进一步提升 OCI 股票占比；②强化“哑铃型”权益配置特征，关注成长板块投资机会；③推动全球化配置，进一步通过“港股通”挖掘市场估值洼地。3) **可能的风险点：**资产价格波动风险或对公司基本面形成不利影响；同时若险企出现减配行为，亦或对资本市场走势形成一定扰动。

投资建议：从资产端来看，25H1 末五家上市险企合计 9.3%的股票资产占比已是近十年最高值（结合行业趋势预计 3Q 或进一步提升），权益市场上行将显著提振险企投资收益表现，同时高股息策略亦能有效支撑险企净投资收益安全垫，共同推动盈利释放。后续随着经济预期逐步修复以及资本市场稳中向好，保险股贝塔行情有望持续演绎。此外，**负债端景气度亦有望延续，**未来随着浮动收益型产品占比提升、分红型健康险回归推动保障型产品销售回暖、以及新增保单负债成本下降，险企利差损风险有望持续缓释，进一步推动保险股估值上修。推荐资产端驱动下更为受益的纯寿险标的中国人寿（A+H）、新华保险（A+H），以及长期深耕转型、经营整体稳健的中国太保（A+H）。

风险提示：保费收入不及预期；权益市场大幅波动；利率超预期下行。

非银行金融
增持（维持）

作者

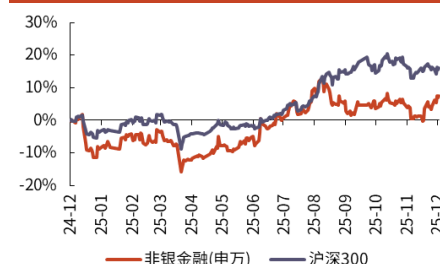
分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002
010-57378038
wangyf@ebsecn.com

分析师：黄怡婷

执业证书编号：S0930524070003
010-57378023
huangyiting@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

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

目 录

1、投资规模与配置结构：险资入市节奏与动力机制	5
Q1：2025 年以来上市险企投资资产规模与增长速度如何？	5
Q2：2025 年以来上市险企资产配置结构发生了哪些变化？	5
Q3：驱动险资增配权益资产的核心因素有哪些？是短期行为还是长期趋势？	7
Q4：2025 年以来上市险企入市节奏较行业平均水平偏快还是偏慢？	10
Q5：2025 年四季度险资入市节奏是否会延续前三季度的强劲势头？	10
Q6：未来 3 年险资入市节奏将如何演变？	12
2、会计分类与投资策略：新会计准则下的险企投资行为演变	13
Q7：保险公司新会计准则实施进展如何？	13
Q8：新金融工具准则对保险公司产生的核心影响是什么？	14
Q9：不同上市险企在金融资产会计分类策略上有何异同？	17
Q10：2025 年以来上市险企权益资产会计分类发生了哪些变化？	18
Q11：为什么高股息策略成为保险行业共识，红利资产行情能否延续？	18
Q12：2025 年以来上市险企债券资产会计分类发生了哪些变化？	20
Q13：险企如何平衡债券“配置盘”与“交易盘”的关系？	21
3、投资收益与经营业绩：收益分化与策略应对	22
Q14：2025 年以来上市险企投资收益表现及其对利润影响如何？	22
Q15：在净投资收益率普遍下行及“资产荒”压力下，各险企应对措施有何异同？	24
Q16：除增配 OCI 股票以外，新会计准则下险企还有什么平滑利润波动的方法？	26
4、市场影响与未来展望：“耐心资本”重塑市场生态	28
Q17：险资大规模入市对资本市场稳定性和投资生态有何深远影响？	28
Q18：未来险资权益投资三大主线是什么？	29
Q19：险资入市还面临哪些制度制约？如何展望政策优化空间？	32
Q20：险资大规模入市可能面临哪些风险？将如何影响资本市场与行业发展？	32
5、投资建议	33
6、风险提示	33

图目录

图 1: 截至 25Q3 末, 保险行业资金运用余额达 37.5 万亿	5
图 2: 25Q3 末五家上市险企投资规模合计较年初增长 10.5%	5
图 3: 25H1 上市险企普遍增配股票, 小幅减配基金, 债券整体持平	6
图 4: 长周期看, 近年来主要上市险企持续加大债券配置比例	7
图 5: 上市险企政府债占比持续提升, 25H1 末合计较年初+2.6pct	7
图 6: 近年来主要上市险企净投资收益率持续下行	8
图 7: 22-23 年受权益市场影响上市险企总投资收益率承压明显	8
图 8: 以寿险为主的保费规模持续增长, 推升负债端刚性成本	8
图 9: 预定利率调整滞后于十年期国债收益率	8
图 10: 监管对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上长周期考核	9
图 11: 人身险行业保费收入存在季节性特征, 一季度“开门红”占比达 4 成以上	11
图 12: 25Q3 末保险行业股票仓位已提升至 22Q2 以来最高水平	11
图 13: 25H1 末上市险企股票配置比例提升至近年来最高水平	11
图 14: 相比旧金融工具准则 (IAS 39), 新金融工具准则 (IFRS 9) 将金融资产由“四类”重分为“三类”	15
图 15: 新金融工具准则 (IFRS 9) 下金融资产分类方式及变化 (不考虑套期会计)	16
图 16: 实施 IFRS 9 后上市险企 FVTPL 资产占比显著提升	16
图 17: 新会计准则实施以来上市险企盈利波动性明显加剧	16
图 18: 截至 25Q3 末, 上市险企权益 OCI 资产占比进一步提升	17
图 19: 25H1 上市险企进一步增配 OCI 股票	18
图 20: 从股票会计核算结构来看, 国寿 OCI 比例明显抬升	18
图 21: 净投资收益为险资重要的安全底仓	19
图 22: 25H1 末 OCI 债券占比普遍提升, 新华提升明显但仍低于同业	20
图 23: 上市险企债权投资剩余期限持续提升	22
图 24: 中国太保固收类资产久期不断拉长	22
图 25: 新会计准则实施以来上市险企净资产增速分化加剧	22
图 26: 2025 年前三季度上市险企总投资收益同比高增	23
图 27: 近年来太保股息及分红收入占净投资收益比例持续提升	25
图 28: 人保长股投占比远超同业, 24 年以来新华提升明显	25
图 29: 人保长股投收入占净投资收益比例长期领先同业	25
图 30: A 股市场境内机构与外资持股市值占比低于个人投资者	29
图 31: 总体来看 A 股波动率较纳斯达克及标普 500 指数更高	29
图 32: 险资重仓股主要分布于银行、公用事业及交通运输等领域	30
图 33: 险资重仓股平均股息率整体呈上升趋势	30
图 34: 2024 年以来被举牌公司集中于银行和公用事业等领域	30
图 35: 2024 年以来被举牌标的中, 银行股账面余额占比超 7 成	30
图 36: 近年来险资举牌标的股息率较前期显著提升	30
图 37: 2024 年以来险资举牌标的呈现低估值特征	30
图 38: 2024 年以来险资举牌更青睐于港股标的	31
图 39: 2024 年以来被举牌港股标的股息率较 A 股更高	31

图 40：2024 年以来被举牌港股标的具备低估值特征 31

表目录

表 1：25H1 末上市险企股票及基金合计占比较年初提升 1.3pct 7

表 2：保险资金权益投资比例上限拓宽，部分档位上调 5 个百分点..... 9

表 3：2025 年上半年上市险企入市节奏较行业更快..... 10

表 4：截至 25Q3 末，保险行业股票+基金规模占比达 15.5%，较年初提升 2.7pct 12

表 5：测算中性假设下 2025E-2027E 行业股票规模增量达 2.4 万亿 13

表 6：上市险企已全部执行 IFRS 9，非上市险企最晚于 2026 年执行..... 14

表 7：预计 27 年末保险行业 OCI 股票规模或达 1.2-2.8 万亿 20

表 8：2025 年前三季度上市险企总投资收益率同比提升 23

表 9：部分险企持债信用评级略有下沉趋势，整体来看国寿风险偏好较为谨慎 24

表 10：偿二代一期及二期规则对长期股权投资实际资本减值要求对比 27

表 11：偿二代二期规则下长期股权投资资产最低资本计量方法（与一期规则相同） 27

表 12：偿二代一期及二期规则对主要权益资产最低资本计量的风险因子规定对比..... 28

表 13：截至 2025 年 9 月末，保险类机构 QDII 额度总计 393 亿美元 32

表 14：重点公司盈利预测与估值 33

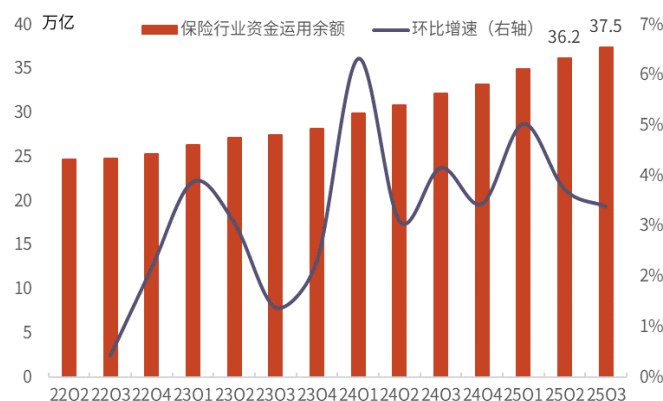
2025 年以来，在监管部门持续推动中长期资金入市的政策引导下，保险资金显著加大权益市场配置力度。作为重要的机构投资者，超 37 万亿（25Q3 末）的险资后续配置行为将如何影响市场投资生态？我们基于五家主要上市险企资产端数据，从资产规模、配置结构、会计分类、收益表现等多维度分析险资权益投资新趋势，并探讨其对资本市场的长期影响。

1、投资规模与配置结构：险资入市节奏与动力机制

Q1：2025 年以来上市险企投资资产规模与增长速度如何？

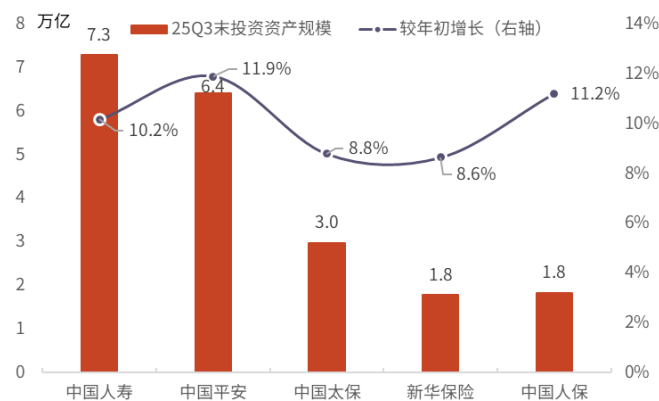
上市险企投资资产规模持续攀升，25Q3 末合计较年初增长 10.5%。截至 25Q3 末，5 家上市险企（中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保，下同）投资资产规模合计达 20.3 万亿（在全行业 37.5 万亿的资金运用余额中占比 54%），较年初增长 10.5%（24Q3 末较年初+13.2%），延续较好增长态势，由保费收入及投资收益增长共同推动；前三季度共增加 1.9 万亿，在全行业 4.2 万亿的规模增量中占比 46%。其中，中国人寿（投资资产规模 7.3 万亿，较年初+10.2%）>中国平安（6.4 万亿，+11.9%）>中国太保（3.0 万亿，+8.8%）>中国人保（1.83 万亿，+11.2%）>新华保险（1.77 万亿，+8.6%）均实现较好增长。

图 1：截至 25Q3 末，保险行业资金运用余额达 37.5 万亿



资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所

图 2：25Q3 末五家上市险企投资规模合计较年初增长 10.5%



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

Q2：2025 年以来上市险企资产配置结构发生了哪些变化？

大幅增配股票，基金占比小幅下滑，债券占比整体持平。截至 25H1 末，5 家上市险企债券占比 58.5%，较年初持平；股票占比 9.3%，较年初+1.5pct；基金占比 4.3%，较年初-0.2pct。具体来看：

1) 从债券资产来看，截至 25H1 末，5 家上市险企债券规模合计 11.5 万亿，较年初增长 7.6%，占比 58.5%，与年初持平。其中，各险企表现分化，国寿、平

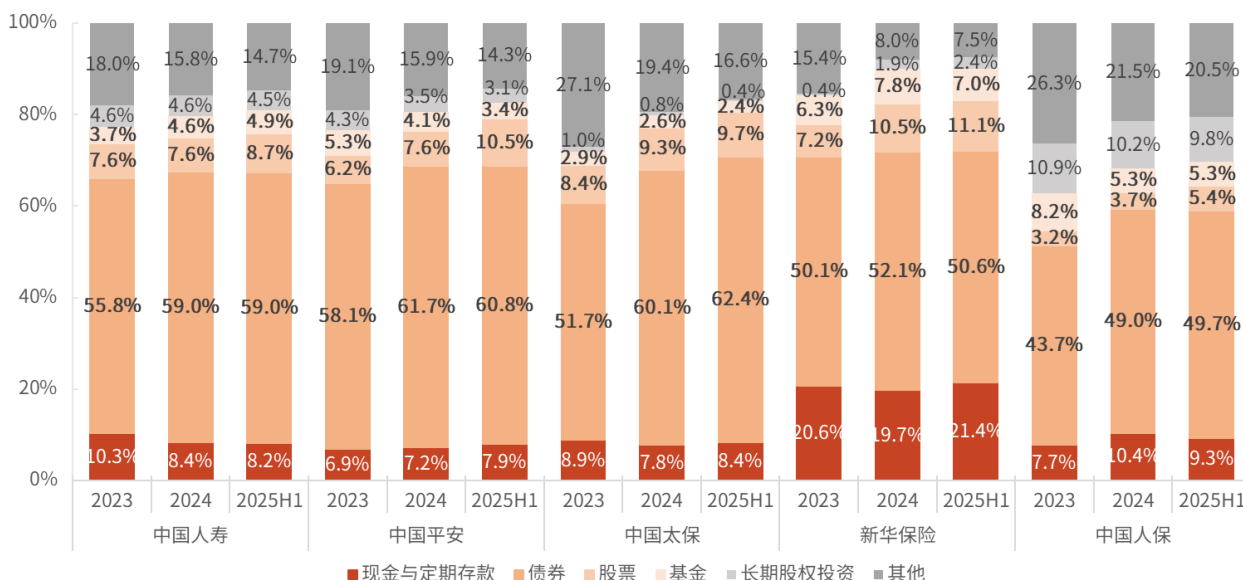
安、太保、新华、人保债券占比分别较年初持平、-0.9pct、+2.4pct、-1.5pct、+0.7pct，预计主要系低利率环境下各险企结合自身久期情况权衡配置盘与交易盘所致；拉长期限来看，利率中枢下行趋势下险企通过加大长久期利率债配置力度以锁定相对较高票息水平，同时收窄久期缺口以实现更好的资产负债匹配的逻辑未变。进一步从债券结构来看，政府债占比持续提升，25H1 末 4 家险企（国寿、太保、新华、人保）政府债占债券资产比例合计为 73.0%，较年初+2.6pct。

2) 从股票及基金资产来看，截至 25H1 末，5 家上市险企股票、基金规模合计分别为 1.8 万亿、0.8 万亿，分别较年初增长 28.9%、1.9%；占比分别为 9.3%、4.3%，分别较年初变动+1.5pct、-0.2pct，股票仓位显著提升主要受益于权益市场回暖。其中，新华（占比 11.1%，较年初+0.6pct）、平安（10.5%，+2.8pct）、太保（9.7%，+0.4pct）、国寿（8.7%，+1.1pct）、人保（5.4%，+1.7pct）股票资产占比均较年初有所提升，且平安、人保提升幅度最为显著；基金资产占比则表现分化，国寿（占比 4.9%，较年初+0.3pct）小幅增配，人保（5.3%，持平）基本持平，新华（7.0%，-0.7pct）、平安（3.4%，-0.8pct）、太保（2.4%，-0.2pct）均有所减配。总体来看，新华股票及基金资产合计占比（18.1%）仍保持同业最高，且高于平均值 4.5pct。

3) 从长期股权投资资产来看，截至 25H1 末，5 家上市险企长期股权投资规模合计 0.7 万亿，较年初增长 2.6%，占比 3.7%，较年初-0.2pct。其中，国寿、平安、太保、新华、人保长股投占比分别较年初变动-0.1pct、-0.3pct、-0.4pct、+0.6pct、-0.4pct。

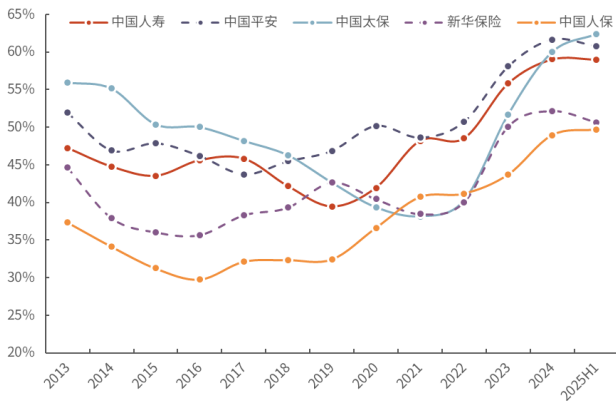
4) 从现金、定期存款及其他资产来看，截至 25H1 末，5 家上市险企现金及定期存款规模合计 1.9 万亿，较年初增长 11.0%，占比 9.4%，较年初+0.3pct；其他资产（主要为非标）规模合计 2.9 万亿，较年初减少 2.1%，占比 14.7%，较年初-1.4pct，呈持续压缩态势。

图 3：25H1 上市险企普遍增配股票，小幅减配基金，债券整体持平



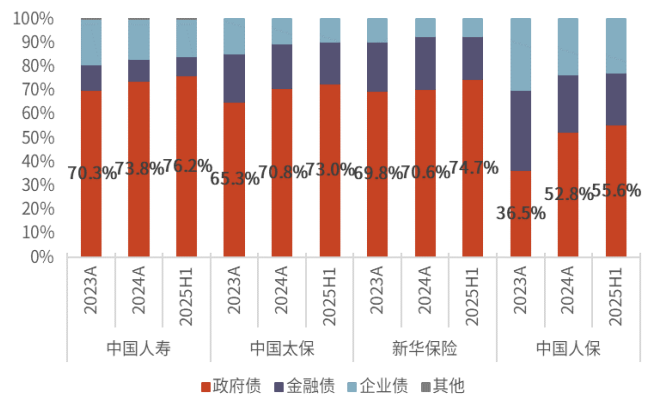
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：股票不含优先股；均为可比口径（即国寿 23 年数据为 H 股国际会计准则口径）

图 4：长周期看，近年来主要上市险企持续加大债券配置比例



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 5：上市险企政府债占比持续提升，25H1 末合比较年初+2.6pct



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 太保、新华未考虑减值；2) 政府债中，国寿为国债和政府机构债加总值，新华为披露的国债及政府债，其余为披露的政府债；3) 金融债中，国寿为次级债，新华为金融债和次级债加总值，其余为披露的金融债；4) 其他为国寿未披露具体分类的 AC 类债券

表 1：25H1 末上市险企股票及基金合占比较年初提升 1.3pct

	股票				基金				合计（股票+基金）	
	规模 (亿元)	较年初增速	占比	较年初变动 (pct)	规模 (亿元)	较年初增速	占比	较年初变动 (pct)	占比	较年初变动 (pct)
中国人寿	6,201	23.8%	8.7%	1.1	3,507	14.4%	4.9%	0.3	13.6%	1.4
中国平安	6,493	48.5%	10.5%	2.8	2,088	-12.0%	3.4%	-0.8	13.8%	2.1
中国太保	2,831	11.0%	9.7%	0.4	698	-0.9%	2.4%	-0.2	12.1%	0.2
新华保险	1,896	10.6%	11.1%	0.6	1,202	-4.9%	7.0%	-0.7	18.1%	-0.2
中国人保	946	57.1%	5.4%	1.7	936	8.0%	5.3%	0.0	10.7%	1.7
合计	18,368	28.9%	9.3%	1.5	8,431	1.9%	4.3%	-0.2	13.6%	1.3

资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：股票不含优先股

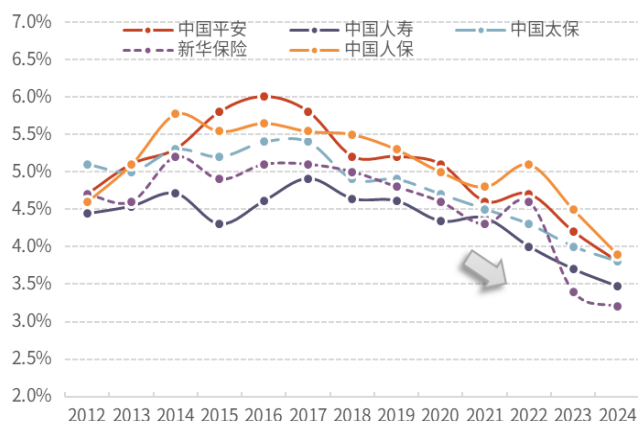
Q3：驱动险资增配权益资产的核心因素有哪些？是短期行为还是长期趋势？

今年以来险资入市力度显著增强，主要由利率中枢长期下行带来的配置压力及监管层面持续推出的鼓励性政策共同推动，具体来看：

一方面，低利率环境下以固收投资为主的资产配置模式面临挑战，权益资产成为险企增厚投资收益、缓解负债压力的“关键少数”。在利率中枢不断下行趋势下，随着存量资产逐步到期、新增固收类资产收益率下降，险企净投资收益率整体面临下行压力，叠加权益市场波动较大以及非标资产“量价齐跌”，资产荒问题逐渐显现，近年来险企投资端有所承压（尤其 2022-2023 年）。同时，近年来居民风险偏好降低、储蓄意愿增强，以增额终身寿险为代表的储蓄型保险产品受益于其保本保收益且 IRR 相对较高备受市场青睐，保费规模高增推动险企负债端刚性成本抬升，而预定利率调整相对滞后，进一步挤压险企原有生存空间。

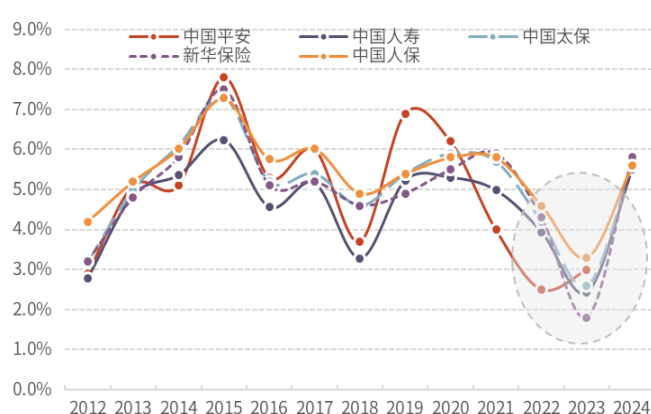
在此情形下，权益资产作为利率下行环境下仍具高回报潜力的资产，保险资金可发挥长期投资优势以把握其弹性收益机会；而 24 年 9 月以来股票市场的回升进一步提高险企权益投资信心及意愿。

图 6：近年来主要上市险企净投资收益率持续下行



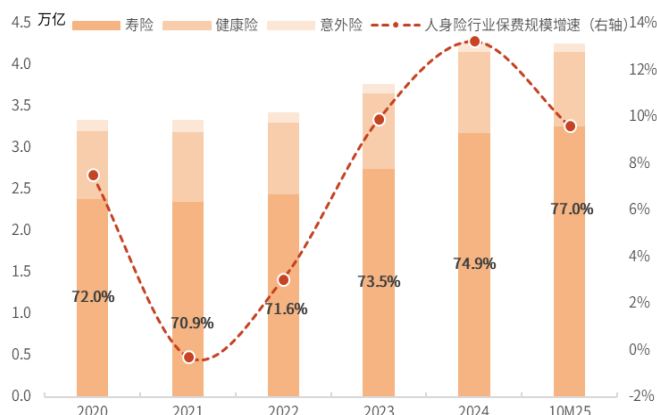
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 7：22-23 年受权益市场影响上市险企总投资收益率承压明显



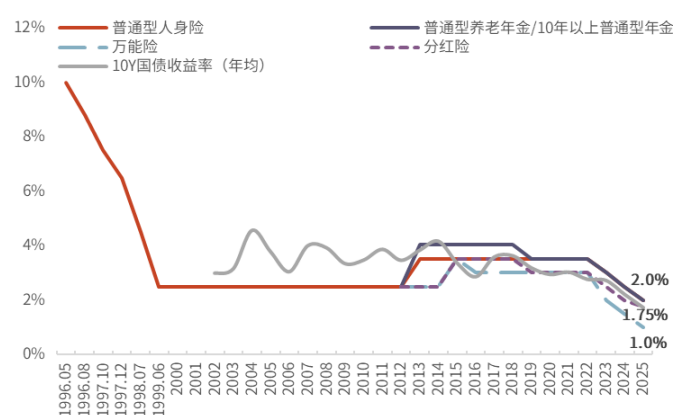
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 8：以寿险为主的保费规模持续增长，推升负债端刚性成本



资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所

图 9：预定利率调整滞后于十年期国债收益率



资料来源：中国人民银行，国家金融监督管理总局，证券时报，《中国寿险业当前面临的利率困境及策略选择》魏华林，光大证券研究所，注：万能险为最低保证利率；截至 2025 年 12 月 3 日

另一方面，监管持续推动中长期资金入市，针对险企权益投资推出多项松绑政策并作出具体量化指标要求。近年来监管层面高度重视推动中长期资金入市工作，持续部署相关政策以构建“长钱长投”制度环境。其中，针对保险资金长期入市的堵点问题，2025 年以来监管已推出一揽子针对性举措：

1) 1 月 22 日，《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》提出提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性，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；同时，逐步扩大长期股票投资试点参与机构范围与资金规模（截至目前金管总局已批复 2220 亿元），并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。

2) 4 月 8 日，《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》将根据偿付能力充足率水平设置的八档权益类资产监管比例简化至五档，并将部分档位偿付能力充足率（150%-200%、250%-300% 和 350% 以上）对应的权益类资产比例上调 5 个百分点，最高可达上季末总资产的 50%，进一步拓宽险企权益投资空间。

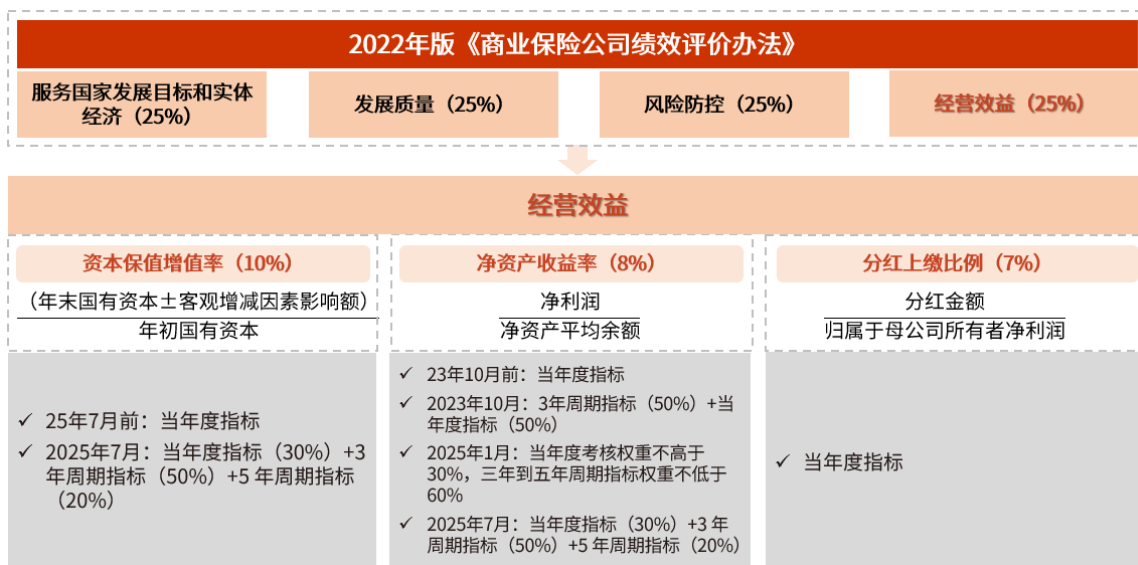
表 2：保险资金权益投资比例上限拓宽，部分档位上调 5 个百分点

综合偿付能力充足率	权益类资产/上季度末总资产	
	原规定（2020）	新规定（2025）
<100%	<10%	<10%
100%-150%	<20%	<20%
150%-200%	<25%	<30%
200%-250%	<30%	
250%-300%	<35%	<40%
300%-350%	<40%	
>350%	<45%	<50%

资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所

3) 7 月 11 日，财政部印发《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》，进一步拉长对“净资产收益率”的考核周期要求，考核方式明确为“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，权重分别为 30%、50%、20%，三年到五年周期指标权重合计达 70%（此前要求为不低于 60%）；同时新增对“（国有）资本保值增值率”的考核周期调整要求，由“当年度指标”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，权重分别为 30%、50%、20%，与“净资产收益率”考核方式保持一致。

图 10：监管对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上长周期考核



资料来源：财政部，国家金融监督管理总局，光大证券研究所绘制

4) 12 月 5 日，国家金融监督管理总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，根据持仓时间差异化调整相关股票风险因子，鼓励险资长期入市，并在一定程度上有助于释放其权益投资空间。一是保险公司持仓时间超过三年（根据过去六年加权平均持仓时间确定）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；二是保险公司持仓时间超过两年（根据过去四年加权平均持仓时间确定）的科创板上市普通股的风险因子从 0.4 下调至 0.36。

险资权益投资比例较监管上限仍有提升空间，入市意愿有望延续。截至 25Q3 末，人身险公司权益类（股票+基金+长期股权投资）资产占上季度末总资产的比例约 23%¹，综合偿付能力充足率为 175.5%，较监管上限（30%）仍有提升空间。

综合来看，我们认为险资增配权益资产是基于内外部环境变化的中长期战略选择，该趋势有望延续。

Q4：2025 年以来上市险企入市节奏较行业平均水平偏快还是偏慢？

2025 年上半年上市险企入市节奏较行业更快。截至 25H1 末，五家上市险企持有股票资产规模合计 1.8 万亿，在行业 3.1 万亿股票投资中占比约 6 成；上半年上市险企共新增股票投资 4116 亿元（占全行业股票增量的 64%），已超过 24 年全年增量（3722 亿元）。从占比来看，25H1 末上市险企股票仓位达 9.3%（高于行业 0.5pct），较年初提升 1.5pct，提升幅度高于行业同期 0.3pct。

值得一提的是，三季度行业入市力度进一步增强，25Q3 全行业单季股票增量 5525 亿元，季末股票规模占比达 10.0%，较 25H1 末进一步提升 1.2pct。

表 3：2025 年上半年上市险企入市节奏较行业更快

股票资产	规模（亿元）								占比							
	期末值				当期新增				期末值				当期变动（pct）			
	24H1	24A	25H1	25Q3	24H1	24H2	25H1	25Q3	24H1	24A	25H1	25Q3	24H1	24H2	25H1	25Q3
人身险公司	19,424	22,679	28,731	34,124	1,264	3,254	6,052	5,394	7.0%	7.6%	8.8%	10.1%	-0.2	0.6	1.2	1.3
财产险公司	1,370	1,601	1,955	2,086	104	232	354	131	6.5%	7.2%	8.3%	8.7%	0.2	0.7	1.1	0.4
合计（人身险+财产险公司）	20,794	24,280	30,686	36,210	1,369	3,486	6,406	5,525	7.0%	7.5%	8.8%	10.0%	-0.2	0.6	1.2	1.2
五家上市险企	11,745	14,251	18,368	/	1,216	2,506	4,116	/	7.0%	7.8%	9.3%	/	0.2	0.7	1.5	/

资料来源：国家金融监督管理总局，各公司公告，光大证券研究所，注：五家上市险企包括平安、国寿、太保、新华、人保

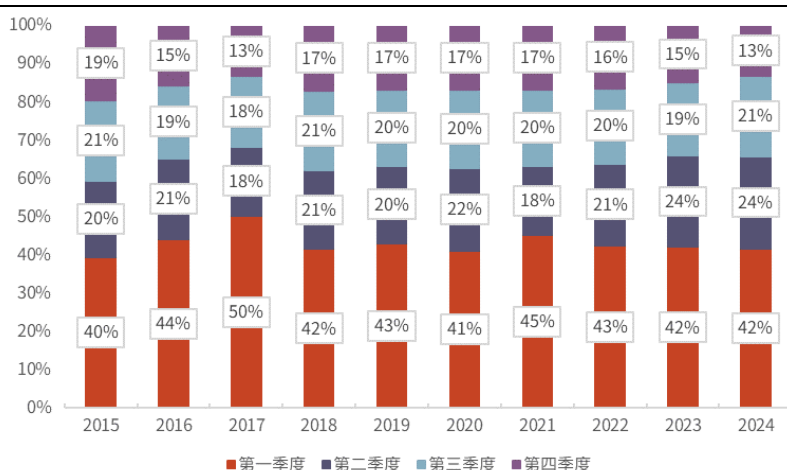
Q5：2025 年四季度险资入市节奏是否会延续前三季度的强劲势头？

预计四季度险资入市节奏较前三季度有所放缓。具体原因包括两个方面：

1) 从收入端来看，人身险公司通常在一季度开展“开门红”营销活动，并有着“开门红即全年红”的俗语，每年第一季度（尤其 1 月）保费占比为季度间最高，长期保持在 4 成以上；同时各险企“开门红”的提前筹备工作通常在上一年度的第四季度陆续开展，进而第四季度保费占比通常偏低，近十年来均不足 2 成。以 2024 年为例，第一、二、三、四季度人身险行业保费收入占比分别为 42%、24%、21%、13%。其中，2023-2024 年第二季度人身险保费占比较前期有所抬升主要受预定利率切换背景下行业“炒停售”影响。因此，我们预计 2025 年第四季度可入市资金来源较前三个季度或有所减少。

¹ 注：基金数据未区分债基和股基，其他非上市权益等资产未披露，实际权益资产比例与该值存在差异

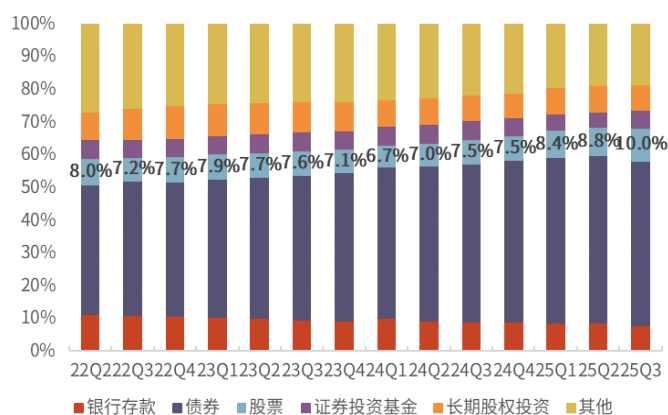
图 11：人身险行业保费收入存在季节性特征，一季度“开门红”占比达 4 成以上



资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所，注：指标为各季度人身险保费收入占比

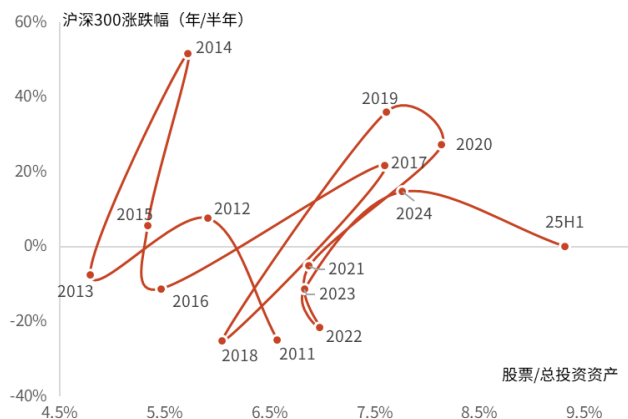
2) 从配置结构来看，25H1 末行业/5 家上市险企股票仓位分别较年初提升 1.2pct/1.5pct 至 8.8%/9.3%，3Q 末行业股票仓位进一步较 2Q 末提升 1.2pct 至 10.0%，已为近年来较高水平及较快节奏，其中包括险企自发性提升仓位水平，以及权益市场回升推动资产公允价值提高带来的仓位被动抬升。然而，保险资金运用的本质仍然是追求长期安全稳健、能够覆盖负债成本的绝对回报水平。随着预定利率调降以及各险企推动浮动收益型产品发展，负债成本将逐步得到有效控制；同时监管层面强调险资要“稳步”提升入市比例，例如 25 年 1 月国新办发布会中，证监会主席吴清表示要“稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例”，以及金融监管总局副局长肖远企表示要“鼓励保险资金稳步提升投资股市比例”。因此我们认为，第四季度险企股票仓位主动提升幅度将有所放缓。

图 12：25Q3 末保险行业股票仓位已提升至 22Q2 以来最高水平



资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所，注：口径为人身险公司+财产险公司合计值

图 13：25H1 末上市险企股票配置比例提升至近年来最高水平



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：股票占比为平安、国寿、太保、新华、人保 5 家合计值

表 4：截至 25Q3 末，保险行业股票+基金规模占比达 15.5%，较年初提升 2.7pct

人身险公司资产配置比例	银行存款	债券	股票	证券投资基金	长期股权投资	其他	股票+基金	股票+基金+长股投
24Q4	8.4%	50.3%	7.6%	4.9%	7.8%	21.0%	12.5%	20.3%
25Q1	8.2%	51.2%	8.4%	4.7%	8.3%	19.2%	13.1%	21.4%
25Q2	8.0%	51.9%	8.8%	4.5%	8.0%	18.7%	13.3%	21.3%
25Q3	7.4%	51.0%	10.1%	5.3%	8.0%	18.2%	15.4%	23.4%
25Q3 环比 Q2 变动 (pct)	-0.6	-0.9	1.3	0.7	0.0	-0.5	2.0	2.0
25Q3 较年初变动 (pct)	-1.0	0.8	2.5	0.3	0.2	-2.8	2.9	3.1
财产险公司资产配置比例	银行存款	债券	股票	证券投资基金	长期股权投资	其他	股票+基金	股票+基金+长股投
24Q4	17.4%	39.1%	7.2%	9.1%	6.3%	20.9%	16.3%	22.6%
25Q1	17.5%	40.0%	7.6%	8.2%	6.4%	20.4%	15.8%	22.2%
25Q2	17.2%	40.3%	8.3%	7.8%	6.4%	20.2%	16.2%	22.6%
25Q3	15.7%	40.6%	8.7%	8.2%	6.6%	20.6%	17.0%	23.6%
25Q3 环比 Q2 变动 (pct)	-1.6	0.3	0.4	0.4	0.2	0.4	0.8	1.0
25Q3 较年初变动 (pct)	-1.7	1.5	1.5	-0.9	0.4	-0.3	0.6	1.0
合计 (人身险+财产险公司)	银行存款	债券	股票	证券投资基金	长期股权投资	其他	股票+基金	股票+基金+长股投
24Q4	9.0%	49.5%	7.5%	5.2%	7.7%	21.0%	12.8%	20.4%
25Q1	8.8%	50.4%	8.4%	4.9%	8.1%	19.3%	13.3%	21.4%
25Q2	8.6%	51.1%	8.8%	4.8%	7.9%	18.8%	13.5%	21.4%
25Q3	7.9%	50.3%	10.0%	5.5%	7.9%	18.4%	15.5%	23.4%
25Q3 环比 Q2 变动 (pct)	-0.7	-0.8	1.2	0.7	0.0	-0.4	2.0	2.0
25Q3 较年初变动 (pct)	-1.1	0.8	2.5	0.2	0.2	-2.7	2.7	2.9

资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所

Q6：未来 3 年险资入市节奏将如何演变？

测算中性假设下 2025E-2027E 保险行业股票规模增量达 2.4 万亿。具体来看：

1、预计四家上市央企保险公司²2025E-2027E 股票规模增量 7506 亿-1.1 万亿。

1) 情形 1：以经营活动现金流量净额作为新增保费口径，假设未来 3 年（2025 年起，后同）四家上市央企保险公司新增保费 30% 投资于股票，测算 2025E-2027E 股票规模增量为 7506 亿。

2) 情形 2：假设未来 3 年四家上市央企保险公司股票配置比例稳步提升 5pct，测算 2025E-2027E 股票规模增量为 1.1 万亿。

2、预计行业剩余保险公司 2025E-2027E 股票规模增量 5984 亿-2.5 万亿。

1) 悲观情形：假设未来 3 年剩余保险公司股票配置比例由 25Q3 末的 10% 均匀减配至过去 3 年 7.5% 的平均值，测算 2025E-2027E 股票规模增量为 5984 亿。

2) 中性情形：假设未来 3 年剩余保险公司股票配置比例维持于 25Q3 末的 10%，测算 2025E-2027E 股票规模增量为 1.3 万亿。

3) 乐观情形 1：假设未来 3 年剩余保险公司股票配置比例稳步提升 5pct，测算 2025E-2027E 股票规模增量为 2.1 万亿。

4) 乐观情形 2：假设未来 3 年剩余保险公司新增投资资产规模 30% 投资于股票，测算 2025E-2027E 股票规模增量为 2.5 万亿。

² 注：四家上市央企保险公司包括中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平

3、预计悲观、中性、乐观情形下保险行业 2025E-2027E 股票规模增量分别为 1.7 万亿、2.4 万亿、3.1 万亿。

1) 悲观情形：结合政策导向以及考虑到头部险企偿付能力相对更优，假设 2025E-2027E 四家上市央企保险公司股票规模增量为前述两种情形下的较大值，行业剩余保险公司股票规模增量为前述悲观情形，测算未来 3 年行业股票规模增量为 1.7 万亿。

2) 中性情形：假设 2025E-2027E 四家上市央企保险公司股票规模增量为前述两种情形下的较大值，行业剩余保险公司股票规模增量为前述中性情形，测算未来 3 年行业股票规模增量为 2.4 万亿。

3) 乐观情形：假设 2025E-2027E 四家上市央企保险公司股票规模增量为前述两种情形下的较大值，行业剩余保险公司股票规模增量为前述乐观情形中的较小值，测算未来 3 年行业股票规模增量为 3.1 万亿。

表 5：测算中性假设下 2025E-2027E 行业股票规模增量达 2.4 万亿

单位：亿元		2024	2025E	2026E	2027E	2025E-2027E 增量
保险资金运用余额		321,731	365,165	401,681	441,849	120,118
行业股票资产规模	悲观	24,280	35,592	38,217	40,988	16,708
	中性	24,280	35,592	41,488	48,194	23,914
	乐观	24,280	33,799	43,875	55,627	31,348
四家上市央企保险公司股票资产规模	假设新增保费 30%投资于股票	8,645	10,910	13,401	16,152	7,506
	假设股票占比 3 年提升 5pct	8,645	11,836	15,320	19,370	10,725
剩余保险公司股票资产规模	悲观：假设占比由 10%回归至 7.5%	15,634	23,756	22,897	21,618	5,984
	中性：假设占比保持于 10%	15,634	23,756	26,168	28,824	13,190
	乐观情形 1：假设占比 3 年提升 5pct	15,634	21,964	28,555	36,257	20,623
	乐观情形 2：假设新增投资规模 30%投资于股票	15,634	25,015	32,251	40,220	24,585

资料来源：国家金融监督管理总局，各公司公告，光大证券研究所测算，注：1) 四家上市央企保险公司包括中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平；2) 行业数据为人身险公司+财产险公司口径

2、会计分类与投资策略：新会计准则下的险企投资行为演变

Q7：保险公司新会计准则实施进展如何？

2008 年金融危机时期旧金融工具准则（IAS 39）弊端逐渐暴露，为此国际会计准则理事会启动了金融工具会计准则的改革项目，并于 2014 年 7 月发布《国际财务报告准则第 9 号——金融工具》（IFRS 9）。为了使我国企业会计准则与国际会计准则趋同，财政部基于 IFRS 9 修订并发布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量（财会[2017]7 号）》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移（财会[2017]8 号）》、《企业会计准则第 24 号——套期会计（财会[2017]9 号）》，“中国版 IFRS 9”落地。

根据相关规定，IFRS 9 自 2018 年 1 月 1 日开始实施，但由于保险公司另涉及新保险合同准则（IFRS 17）的执行，国际会计准则理事会允许保险公司推迟至与 IFRS 17 一同实施，即境内外同时上市或仅境外上市的保险公司自 2023 年起执

行新准则，其他保险公司最晚于 2026 年起执行（申请暂缓除外³），并允许保险公司提前执行。

从目前实施进度来看：

1) **上市险企中**，中国平安自 2018 年起率先执行新金融工具准则；众安在线自 2022 年起执行新金融工具准则；中国人寿向监管部门申请后，2023 年 H 股执行新金融工具准则，A 股暂缓至 2024 年开始执行。其余上市险企均为 2023 年起实施。

2) **非上市险企中**，根据不完全统计（以寿险公司为例），中韩人寿、中邮人寿于 2023 年提前执行新金融工具准则；中意人寿、农银人寿、交银人寿等于 2024 年提前执行新金融工具准则；中英人寿、泰康人寿、中信保诚人寿等于 2025 年开始执行新金融工具准则；恒安标准人寿（25Q1）、中荷人寿（25Q2）、招商信诺人寿（25Q3）等非上市险企 25Q1/Q2/Q3 以来在偿付能力报告中采用新准则披露部分指标（暂未披露最新财务报告，预计为 2025 年执行）；其余非上市险企预计于 2026 年执行（申请暂缓除外）。

表 6：上市险企已全部执行 IFRS 9，非上市险企最晚于 2026 年执行

保险公司		上市地	IFRS 9 实施时间	保险公司		上市地	IFRS 9 实施时间
上市	中国平安	A+H	2018	非上市	北京人寿	/	2024
	众安在线	H	2022		英大人寿	/	2024
	中国太保	A+H	2023		国富人寿	/	2024
	新华保险	A+H	2023		中英人寿	/	2025
	中国人保	A+H	2023		泰康人寿	/	2025
	友邦保险	H	2023		中信保诚人寿	/	2025
	中国太平	H	2023		横琴人寿	/	2025
	阳光保险	H	2023		长城人寿	/	2025
	中国财险	H	2023		恒安标准人寿	/	预计 2025 (25Q1 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)
	中国再保险	H	2023		中荷人寿	/	预计 2025 (25Q2 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)
中国人寿	A+H	2023 (H) /2024 (A)	君龙人寿		/	预计 2025 (25Q2 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)	
非上市	中韩人寿	/	2023		陆家嘴国泰人寿	/	预计 2025 (25Q2 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)
	中邮人寿	/	2023		同方全球人寿	/	预计 2025 (25Q3 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)
	中意人寿	/	2024		招商信诺人寿	/	预计 2025 (25Q3 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)
	农银人寿	/	2024		中银三星人寿	/	预计 2025 (25Q3 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)
	交银人寿	/	2024		财信吉祥人寿	/	预计 2025 (25Q3 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)
	工银安盛人寿	/	2024		复星保德信人寿	/	预计 2025 (25Q3 开始偿付能力报告部分指标采用 IFRS 9)
	建信人寿	/	2024		其他	/	预计 2026

资料来源：各公司财务报告，各公司偿付能力报告，光大证券研究所，注：非上市险企为以寿险公司为例的不完全统计，统计时间截至 25Q3

Q8：新金融工具准则对保险公司产生的核心影响是什么？

IFRS 9 对保险公司的影响主要在于金融资产重分类后更多资产以公允价值计量。IFRS 9 将金融资产分类由“四分类”调整为“三分类”，包括以摊余成本计量

³ 注：根据 2025 年 6 月财政部发布的《关于进一步贯彻落实新保险合同会计准则的通知》，确有困难需暂缓执行 IFRS 17 的保险公司，应当在 2025 年 6 月 30 日前提交书面材料说明原因；同时允许非上市险企在首次执行 IFRS 17 时采用本通知规定的简化处理。

的金融资产（AC）、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）以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）。分类依据由“基于持有意图”转变为更加客观的“基于企业管理金融资产的业务模式和金融资产的合同现金流量特征”，同时赋予保险公司对债务工具投资的 TPL 选择权以及对权益工具投资的 OCI 选择权。根据 IFRS 9 规定，若金融资产的业务模式是“以收取合同现金流量为目标”，且现金流量特征为“特定日期产生的现金流量仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息支付”，则可采用摊余成本计量，否则需要以公允价值计量。具体分类方式为：

1) 债务工具可以分类为 FVTPL、FVOCI 或 AC。首先，对金融资产进行“资产特征”测试（SPPI，需穿透至底层资产），如果现金流仅为本金及利息支出，则通过测试，未通过测试或无法穿透至底层资产则均计入 FVTPL。后进行“业务模式”测试，若资产持有的目的是收取合同约定的现金流，则计入 AC；若目的兼顾收取合同现金流和出售，则计入 FVOCI；其余情况计入 FVTPL。同时，对于可以用 AC 和 FVOCI 计量的债务工具，IFRS 9 允许保险公司选择将其以 FVTPL 计量（不可逆），结合 IFRS 17 要求，该选择在一定程度上有助于减少负债计量方法不同带来的会计错配问题。

2) 权益工具均以公允价值计量，可以分类为 FVTPL 或 FVOCI，其中，所有交易性金融资产均计入 FVTPL，部分权益工具可由保险公司自行选择计入 FVOCI（不可逆），否则仍计为 FVTPL。目前，IFRS 9 下保险公司部分股票和全部基金分类为 FVTPL，部分高股息股票计入 FVOCI。

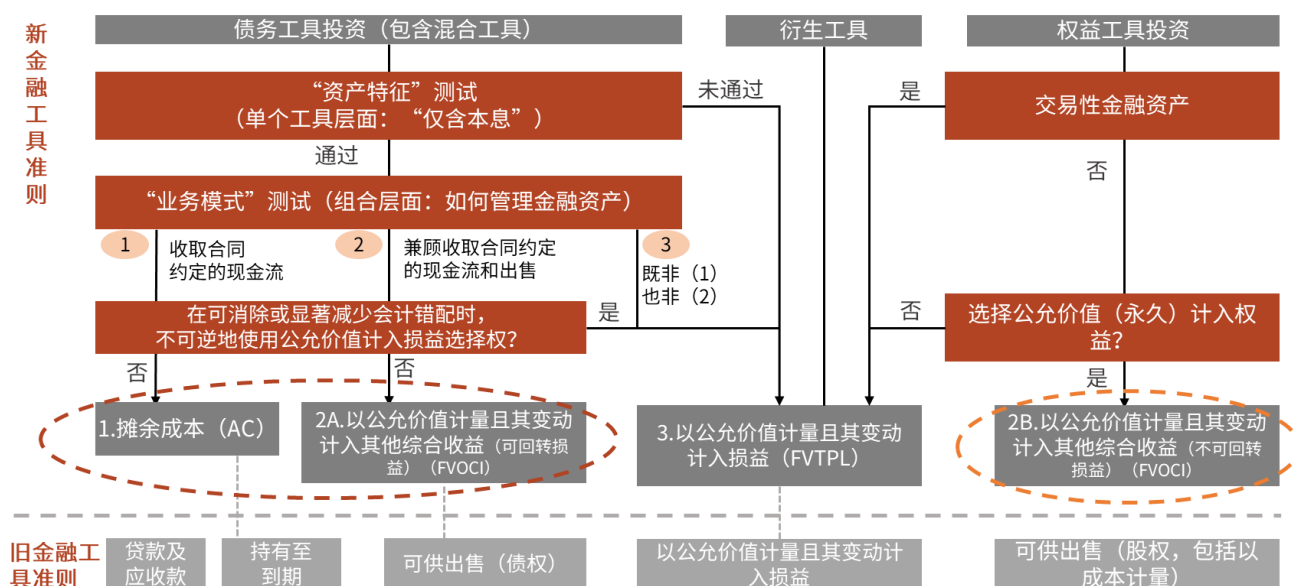
3) 衍生工具以公允价值计量且全部计入 FVTPL。

图 14：相比旧金融工具准则（IAS 39），新金融工具准则（IFRS 9）将金融资产由“四类”重分为“三类”

IAS 39		IFRS 9	
以公允价值计量，价值波动及出售利得计入当期损益	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）	以公允价值计量，价值波动及出售利得计入当期损益
以公允价值计量，价值波动计入其他综合收益，出售利得计入损益	可供出售金融资产（AFS）	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）	以公允价值计量，价值波动计入其他综合收益。其中权益工具出售利得无法转回损益；债务工具出售利得可转回损益。
以摊余成本计量	持有至到期资产（HTM）		
以摊余成本计量	贷款及应收账款（LR）	以摊余成本法计量的金融资产（AC）	以摊余成本计量

资料来源：财政部《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）、《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2006]3 号），光大证券研究所

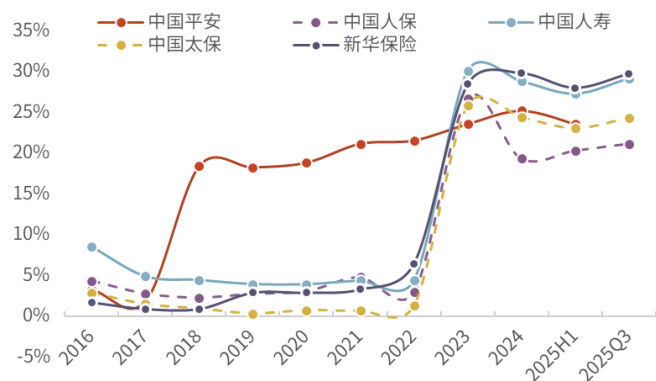
图 15：新金融工具准则（IFRS 9）下金融资产分类方式及变化（不考虑套期会计）



资料来源：安永，光大证券研究所

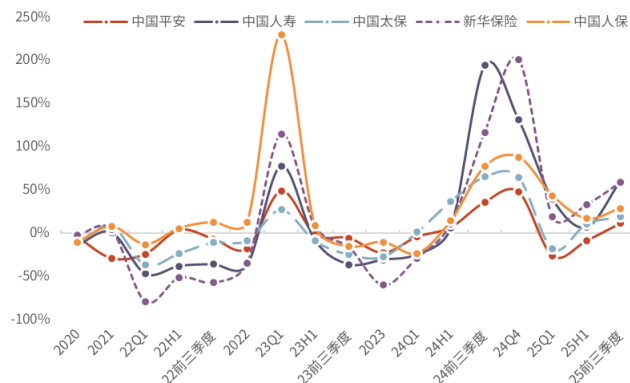
新准则下上市险企 FVTPL 资产占比大幅提升，其利润表对资本市场波动的敏感性显著增强。截至 2023 年末（新准则实施首年），太保、国寿、人保、新华 FVTPL 资产占总投资资产比例显著提升，均较 2022 年末（旧准则）提升超 20 个百分点至 25%-30% 区间。平安 2017-2018 年新旧准则切换前后变化类似，值得一提的是，2018 年末平安 AC 类资产占总投资资产比例较高（62%），估计主要系 IFRS 17 尚未实施，暂无会计匹配诉求，23 年末（开始执行 IFRS 17）该占比降至 13%，而以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的固收类资产（固收类 OCI）占比达 52%。因更多资产被划分为 FVTPL，导致上市险企净利润对资本市场波动的敏感性显著提升，例如 2024 年第三季度受权益市场“9.24 行情”影响五家上市险企合计净利润同比增速达 565%（可比口径）。

图 16：实施 IFRS 9 后上市险企 FVTPL 资产占比显著提升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1）指标为 FVTPL 占总投资资产比重（不含衍生金融资产口径）；2）23 年国寿为 H 股口径，25Q3 为资产负债表口径（平安不适用）

图 17：新会计准则实施以来上市险企盈利波动性明显加剧



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：指标为归母净利润同比增速

Q9：不同上市险企在金融资产会计分类策略上有何异同？

1、不同点：上市险企金融资产会计分类结构存在差异。

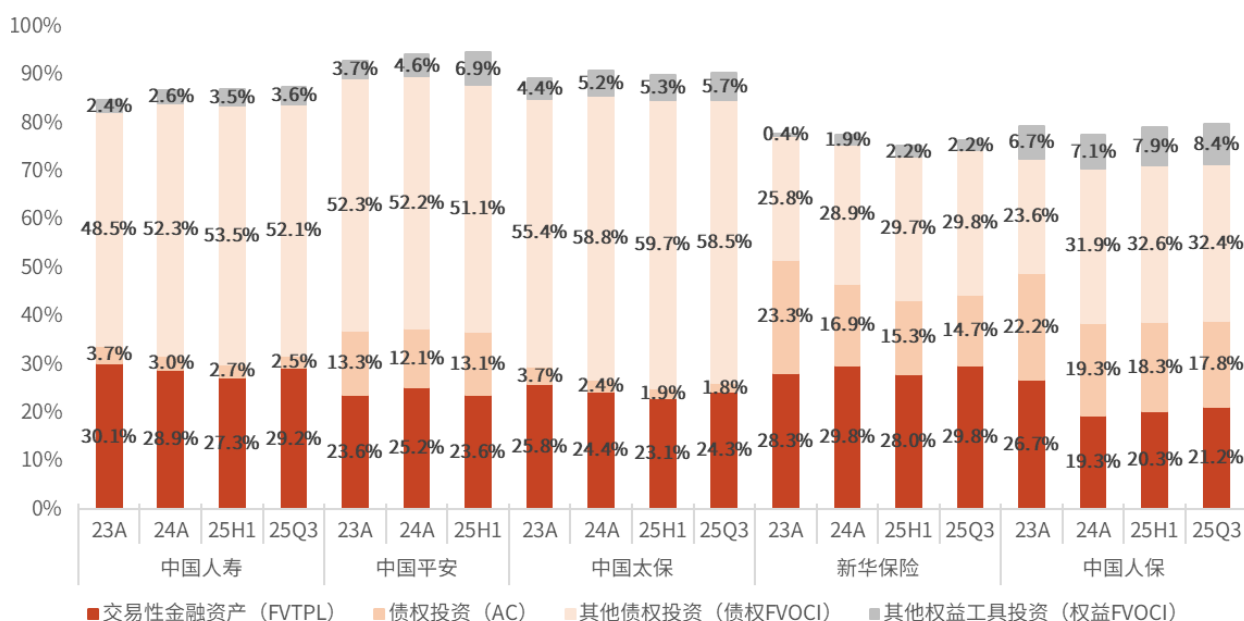
1) **FVTPL 资产方面**，截至 25H1 末，国寿（27.3%）、新华（28.0%）交易性金融资产占总投资资产的比例高于同业，分别高于同业（指五家上市险企，后同）平均水平 2.4pct、3.1pct，其财务利润对资本市场变动将更加敏感；而人保（20.3%）占比最低，低于同业平均水平 4.6pct。

2) **债权投资方面**，截至 25H1 末，新华（15.3%）、人保（18.3%）占比较高，分别高于同业平均水平 7.0pct、10.0pct；而国寿（2.7%）、太保（1.9%）占比极低。

3) **OCI 资产方面**，截至 25H1 末，新华（31.9%）占比明显偏低，低于同业平均水平 23.0pct，其中债权 OCI 占比为 29.7%，低于同业平均水平 20.0pct，其净资产或因会计匹配问题更易受利率扰动；太保（65.0%）、平安（58.0%）、国寿（57.0%）占比均高于同业平均水平，其中太保债权 OCI 占比达 59.7%，为同业最高。

2、**相同点：上市险企提升权益 OCI 资产占比的趋势一致。**新金融工具准则实施以来上市险企 FVTPL 资产占比较旧准则显著提升，使得利润表对资本市场的敏感性更大，尤其是股票波动会直接体现在当期利润中，需通过提高 FVOCI 资产占比以平滑利润波动，尤其是权益 OCI 资产。截至 25H1 末，上市险企权益 OCI 资产占总投资资产的比例合计为 5.1%，较年初+1.2pct，较 23 年末共提升 1.8pct。其中，国寿、平安、太保、新华、人保权益 OCI 占比分别较年初提升 0.9pct、2.2pct、0.1pct、0.3pct、0.9pct。此外，从部分险企 25Q3 数据来看，权益 OCI 资产占比环比进一步提升，且 FVTPL 资产占比亦较 Q2 末有所抬升，预计主要受 TPL 股票仓位提升影响。

图 18：截至 25Q3 末，上市险企权益 OCI 资产占比进一步提升



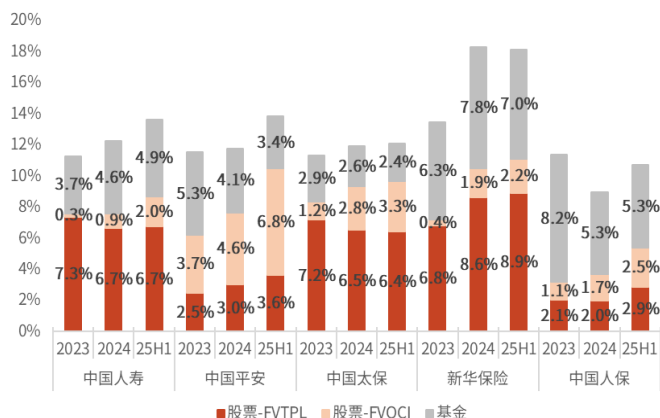
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 交易性金融资产不含衍生金融资产；2) 债权投资不含定存等其他以摊余成本计量的资产（平安除外）；3) 23 年国寿为 H 股口径；4) 25Q3 为资产负债表口径（平安不适用）

Q10：2025 年以来上市险企权益资产会计分类发生了哪些变化？

25H1 上市险企进一步增配 OCI 股票，合计较年初+1.3pct。1) 从 TPL 股票来看，截至 25H1 末，五家上市险企合计 TPL 股票占总投资资产比例为 5.6%，较年初+0.3pct；其中各家险企表现分化，新华（8.9%）、国寿（6.7%）、平安（3.6%）、人保（2.9%）占比分别较年初提升 0.2pct、0.1pct、0.6pct、0.9pct，而太保（6.4%）较年初小幅下滑 0.1pct。2) 从 OCI 股票来看，截至 25H1 末，五家上市险企合计 OCI 股票占总投资资产比例为 3.8%，较年初+1.3pct，其中各险企占比均有所提升，平安（6.8%）、太保（3.3%）、人保（2.5%）、新华（2.2%）、国寿（2.0%）分别较年初提升 2.2pct、0.5pct、0.8pct、0.3pct、1.1pct。

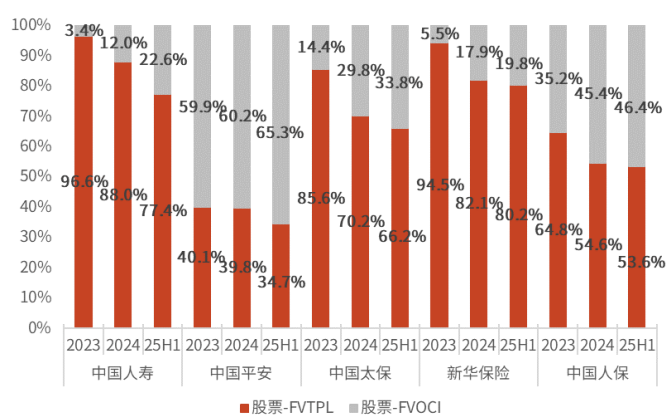
从股票资产会计结构来看，国寿 OCI 股票占比提升显著。截至 25H1 末，五家上市险企 OCI 股票占股票资产比例为 40.4%，较年初+8.3pct，其中国寿、平安、太保、新华、人保分别较年初提升 10.6pct、5.2pct、4.0pct、1.9pct、1.1pct。虽然 TPL 股票占比均有所下滑，但作为纯寿险公司的新华、国寿的 TPL 股票占比仍处于同业较高水平。25H1 末五家上市险企 TPL 股票合计占比为 59.6%，新华（80.2%）、国寿（77.4%）分别高于该值 20.6pct、17.8pct，故而其利润波动受股票市场影响相对更大；其次为太保（66.2%）、人保（53.6%）；而平安（34.7%）因 OCI 股票占比更高，利润波动相对平稳，且平安在较高的 OCI 占比基础上实现进一步提升，预计主要系该公司今年以来频繁举牌银行股。

图 19：25H1 上市险企进一步增配 OCI 股票



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 指标为对应资产占总投资资产比例，其中股票资产不含优先股；2) 23 年国寿为 H 股口径

图 20：从股票会计核算结构来看，国寿 OCI 比例明显抬升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 不含优先股；2) 23 年国寿为 H 股口径

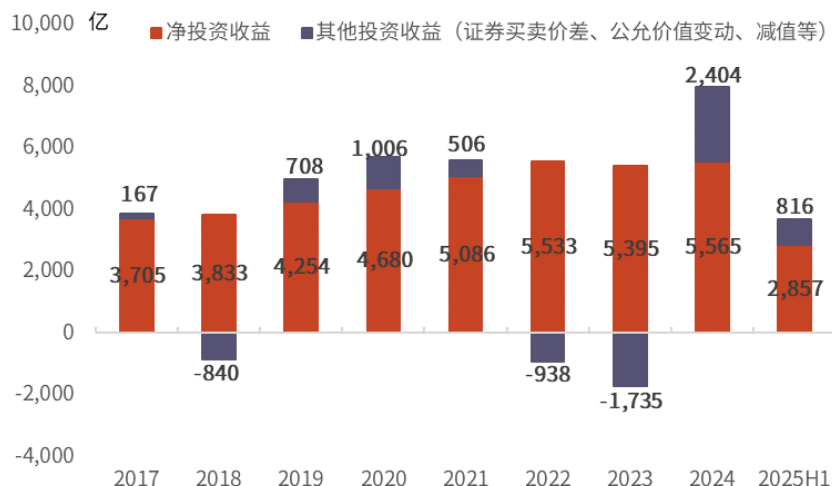
Q11：为什么高股息策略成为保险行业共识，红利资产行情能否延续？

高股息策略成为保险公司资产配置的核心选择，是当前“资产荒”背景下险资追求长期稳健收益的现实需要及内在要求，主要由市场环境、监管政策和会计准则三方面因素驱动：

一是，利率低位运行的市场环境下高股息资产可以为险资提供稳定的分红现金流，增厚净投资收益安全垫。近年来，长端利率持续震荡下行，尤其在 2024 年 12 月 9 日政治局会议提出 2025 年货币政策取向由“稳健”调整为“适度宽松”

之后，十年期国债收益率一度下探至 1.60% 的历史极低水平，截至 2025 年 12 月 5 日，十年期国债收益率 750 天移动平均线已降至 2.25%，对险企固收类投资资产收益率形成明显压力；同时，随着存量高收益非标资产陆续到期，新增优质资产供给稀缺，保险资金面临显著的“资产荒”压力。尽管保险资金可以通过股票价差收入提高收益弹性，但资本市场波动较大，以确定性利息及分红等收入为主的净投资收益仍然是险资最重要的安全底仓，而红利资产能够为险资提供稳定分红现金流。

图 21：净投资收益为险资重要的安全底仓



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 为五家上市险企合计值；2) 净投资收益口径统一计入长股投入；3) 国寿 23 年为 H 股口径

二是，监管优化长周期考核政策并强化上市公司分红，为险资长期配置红利股提供良好外部环境。一方面，监管通过将 3-5 年周期指标权重提升至 70% 以鼓励险资更加关注资产的长期回报和稳定性，而非短期价差；另一方面，新“国九条”等政策强化上市公司现金分红监管，多措并举推动提高股息率，增强上市公司分红稳定性、持续性和可预期性，并推动上市公司一年多次分红、预分红、春节前分红，更好满足险资对高股息标的的配置需求。此外，监管对保险公司持仓时间超过三年的中证红利低波动 100 指数成分股的风险因子予以 10% 下调，亦在一定程度上缓解险企长期持有红利股的资本占用压力。

三是，新金融工具准则下保险公司需要通过提升 OCI 股票占比缓解财务利润波动。由于 OCI 股票价值波动及买卖价差均计入其他综合收益，无法转回损益（不可撤销），只有股息分红可以通过计入投资收益进而体现在利润表中，一方面，加大 OCI 股票配置比例有助于降低净利润波动；另一方面，OCI 股票无法频繁交易，险企通常选择低估值、低波动的高股息股票计入 OCI 账户，降低其对净资产扰动的同时，亦有助于增加确定性分红收入。

红利资产行情有望延续，预计 27 年末 OCI 股票规模或达 1.2-2.8 万亿。随着非上市险企陆续实施新金融工具准则，行业 OCI 股票配置仍有较大空间。我们结合表 5 测算结果，假设 OCI 股票占股票资产比例分别为 30%、40%、50%，预计 2027 年末保险行业 OCI 股票规模或达 1.2-2.8 万亿。

表 7：预计 27 年末保险行业 OCI 股票规模或达 1.2-2.8 万亿

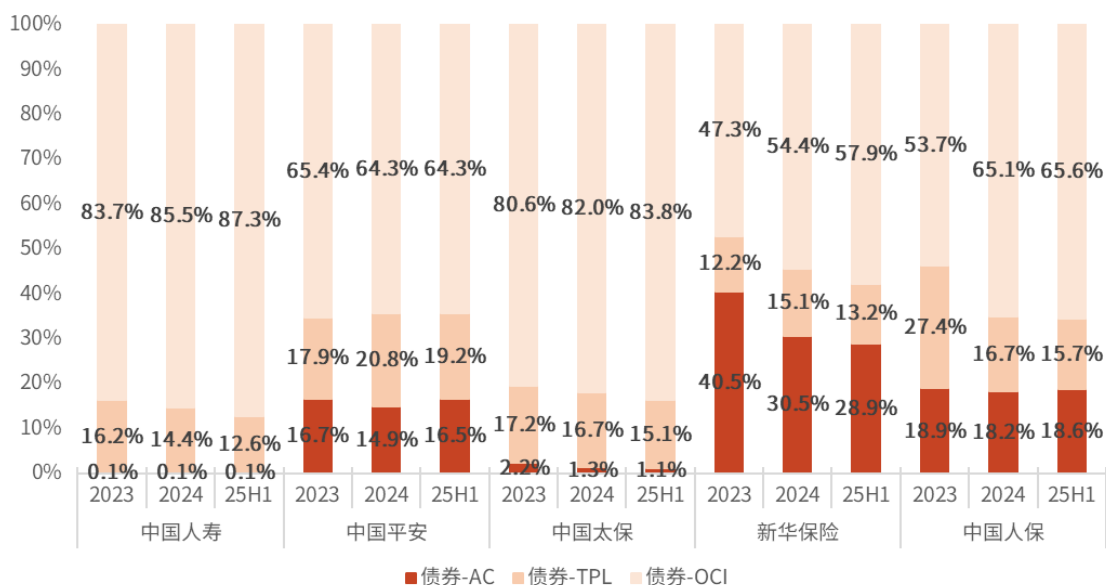
单位：万亿元		2024	2025E	2026E	2027E
悲观	行业股票规模	2.4	3.6	3.8	4.1
	OCI 股票规模（假设占比 30%）	/	1.1	1.1	1.2
	OCI 股票规模（假设占比 40%）	/	1.4	1.5	1.6
	OCI 股票规模（假设占比 50%）	/	1.8	1.9	2.0
中性	行业股票规模	2.4	3.6	4.1	4.8
	OCI 股票规模（假设占比 30%）	/	1.1	1.2	1.4
	OCI 股票规模（假设占比 40%）	/	1.4	1.7	1.9
	OCI 股票规模（假设占比 50%）	/	1.8	2.1	2.4
乐观	行业股票规模	2.4	3.4	4.4	5.6
	OCI 股票规模（假设占比 30%）	/	1.0	1.3	1.7
	OCI 股票规模（假设占比 40%）	/	1.4	1.8	2.2
	OCI 股票规模（假设占比 50%）	/	1.7	2.2	2.8

资料来源：国家金融监督管理总局，各公司公告，光大证券研究所测算，注：行业数据为寿险公司+财产险公司口径

Q12：2025 年以来上市险企债券资产会计分类发生了哪些变化？

25H1 上市险企 OCI 债券占比进一步提升。新金融工具准则及新保险合同准则下，适当使用债务工具的 OCI 选择权有助于减少负债合同计量方法不同带来的会计错配问题。截至 25H1 末，五家上市险企合计 OCI 债券（平安为固收类，下同）占总投资资产比例为 47.9%，较年初+0.7pct。债券资产中，上市险企 AC、TPL、OCI 债券合计占比分别 9.8%、15.8%、74.4%，分别较年初变动+0.3pct、-1.7pct、+1.3pct；其中，除平安（64.3%）OCI 债券占比较年初基本持平外，国寿（87.3%）、太保（83.8%）、人保（65.6%）、新华（57.9%）分别较年初提升 1.8pct、1.8pct、0.5pct、3.5pct。

图 22：25H1 末 OCI 债券占比普遍提升，新华提升明显但仍低于同业



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：平安口径为固收类

Q13: 险企如何平衡债券“配置盘”与“交易盘”的关系？

新金融工具准则及资本市场波动的双重背景下，保险公司平衡债券“配置盘”与“交易盘”的关系需综合考量负债特性、市场机会及会计准则等多重因素。我们认为保险公司可以通过以配置盘为“锚”来确保资产负债的久期及收益匹配，同时通过以交易盘为“桨”来博取弹性收益，并通过 OCI 账户这个“减震器”来应对新会计准则下的业绩波动问题。

一是长久期负债特性下，债券“配置盘”是险企拉长资产久期、强化资产负债管理的压舱石。2024 年 9 月《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》（新“国十条”）对保险业中长期发展提出的新指引中提出要“强化资产负债联动监管”、“加强久期和利率风险管理”。保险资金（尤其是寿险资金）作为长久期资金，对获取能够覆盖负债成本的长期稳定收益以及实现资产负债久期匹配具有较高要求。中国保险资管业协会执行副会长兼秘书长曹德云指出，截至 2023 年 7 月，寿险平均久期超过 12 年，资产平均久期 6 年左右⁴，由此可得行业久期缺口约 6 年。因此，尽管利率中枢下移，保险公司仍然需要通过“配置盘”拉长资产久期，在收窄资负久期缺口的同时锁定相对较高的票息水平。从上市险企债权投资剩余期限来看，5 年以上资产占比呈现持续提升态势，其中中国太保 25H1 末固收类资产久期达 12 年，较 2021 年末提升近 5 年。

二是利率中枢下行区间择时进行债券波段交易有助于增厚短期收益。在以“配置盘”为主的基础上，保险公司也需要通过适当的波段交易获取资本利得。尤其在利率中枢长期下行期间，负债成本调整相对滞后，单纯依赖票息收入可能难以满足收益目标，因此，过度追求久期匹配未必能最优抵御长期风险，而适当利用久期差、通过“向波段要收益”能够有效增厚投资组合整体收益。

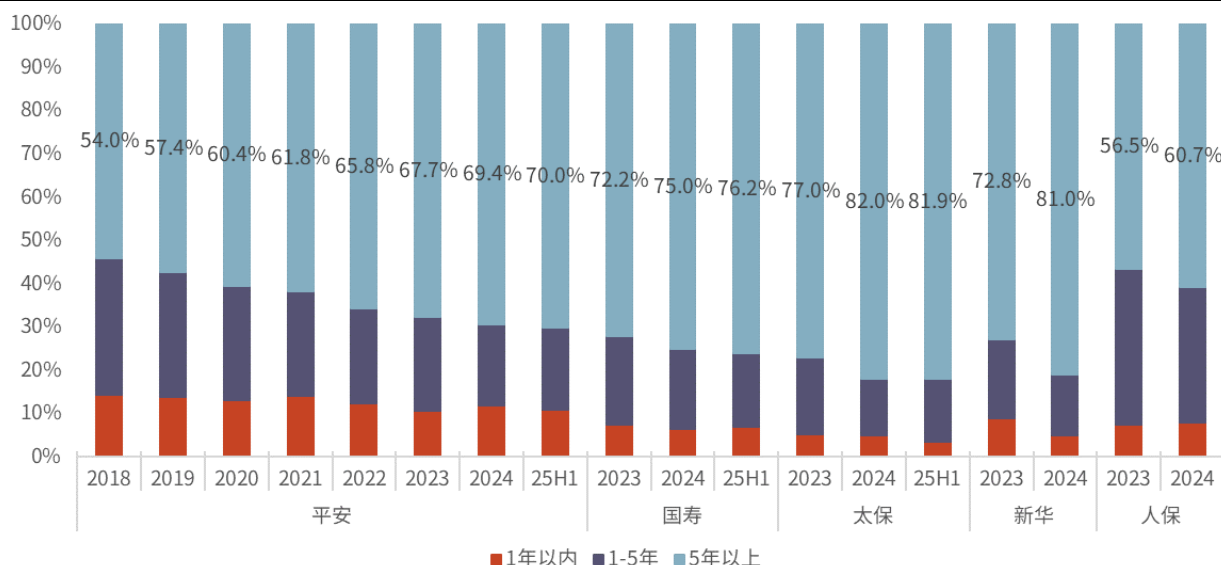
三是新金融工具准则下，适当提高 OCI 债券资产比例有助于平滑净资产波动，以及达到灵活调整“配置盘”和“交易盘”的目的。IFRS 9 下，债券资产可以分为 AC、FVTPL 或 FVOCI，其中分类为 AC 或 FVOCI 的前提是该资产需要通过 SPPI 测试，否则只能分类为 FVTPL。1) 若分类为 AC，该债券资产为典型的“配置盘”，只能持有至到期以获取票息，市场波动对报表不产生扰动，符合寿险公司负债经营特征及资负久期匹配管理需要，但利率下行期无法通过交易获取收益。2) 若分类为 FVTPL，该债券资产为典型的“交易盘”，可以频繁交易，有助于保险公司在利率下行期增厚收益，但利率上行期亦或对当期利润形成负面影响。3) 若分类为 FVOCI，该债券资产既可以交易（通常需要持有 6 个月以后），也可以持有至到期以获取票息收入，且通过交易获取的收益可以转回损益（与 OCI 股票相反），相对更为灵活；但利率变动对债券资产估值的影响也将对净资产形成扰动。因此，保险公司可以通过将更多债券资产放入 OCI 账户以达到灵活调整“配置盘”和“交易盘”的目的（满足一定条件时），进而适时优化不同利率周期下的债券投资策略。

同时，保险公司债券资产分类也需要结合 IFRS 17 对负债端的影响，**尽量实现资产负债的会计匹配。**由于上市险企需要同时执行 IFRS 17 和 IFRS 9（平安提前执行除外），IFRS 17 下，负债折现率由原先 750 天移动平均曲线改为实际市场利率，利率波动对负债的影响会直接体现在利润表中，但险企可以通过“OCI 指定权”将折现率变动的影响计入其他综合收益，进而实现利润平滑。与之对应的，若负债端使用“OCI 指定权”，资产端亦需要适当提高 OCI 债券占比，否则会造成会计错配问题，导致净资产波动加剧。新会计准则实施以来，受会计政策选择差异影响，上市险企净资产分化加剧，例如 OCI 债券占比较低的新华短期承

⁴ 资料来源：新京报，2023 年 7 月 8 日“2023 青岛·中国财富论坛”

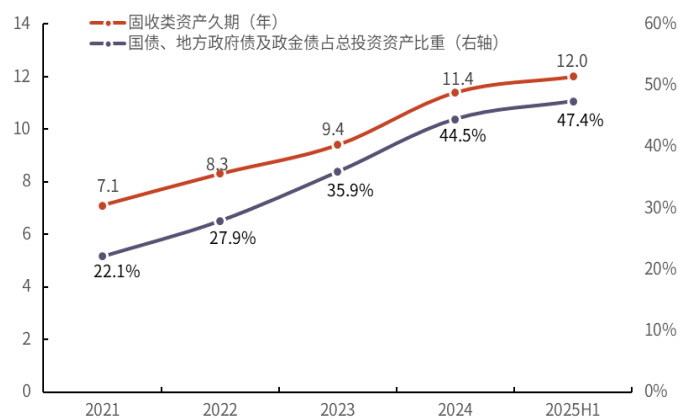
压更为明显。截至 25H1 末，新华归母净资产较年初下滑 13.3%，但受益于盈利大幅增长，25Q3 末新华净资产增速（较年初）转正至 4.4%。

图 23：上市险企债权投资剩余期限持续提升



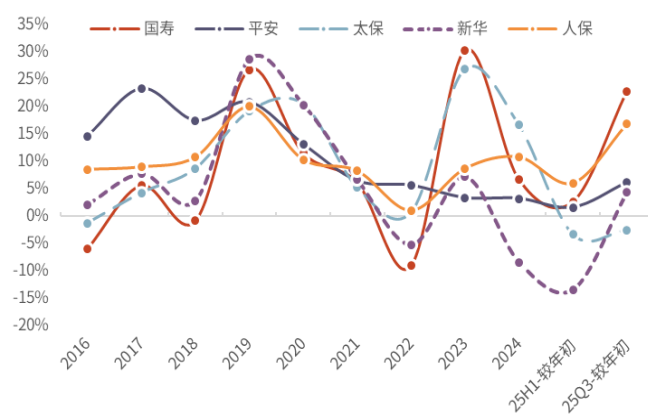
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：指标为债权投资及其他债权投资剩余期限占比，其中国寿 23 年为 H 股口径下的债权型投资

图 24：中国太保固收类资产久期不断拉长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 25：新会计准则实施以来上市险企净资产增速分化加剧



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 指标为归母净资产较年初增速；2) 23 年以来为新会计准则数据，且均为可比口径

3、投资收益与经营业绩：收益分化与策略应对

Q14：2025 年以来上市险企投资收益表现及其对利润影响如何？

权益市场向好推动总投资收益率同比提升，利率扰动下综合投资收益率表现分化。2025 年前三季度，受利率中枢下移影响，预计主要上市险企净投资收益率仍有下滑压力，其中平安、太保均同比下滑 0.3pct。但权益市场上涨推动各险

企总投资收益率同比提升，其中资产端弹性较大（TPL 股票占比较高）的国寿、新华表现相对更优，前三季度分别同比+1.0pct、+1.8pct，人保、太保亦表现较好，分别同比+0.8pct、+0.5pct。从综合投资收益率来看，前三季度平安同比提升 1.0pct，预计主要受益于 OCI 股票表现较好；新华（-1.4pct）同比有所承压，预计主要受基数较高及 OCI 债券公允价值下降等因素影响（25Q3 末十年期国债收益率较年初上行 19bp，而去年同期下降 40bp）。

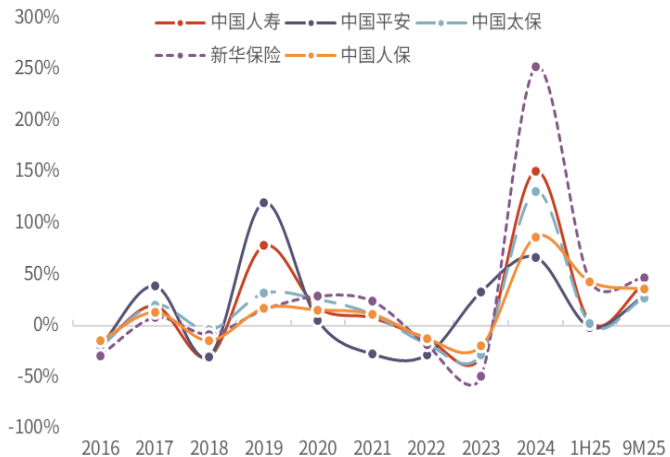
表 8：2025 年前三季度上市险企总投资收益率同比提升

	净投资收益率				总投资收益率				综合投资收益率			
	2023	2024	25Q1-3	25Q1-3 同比	2023	2024	25Q1-3	25Q1-3 同比	2023	2024	25Q1-3	25Q1-3 同比
中国人寿（年化）	3.77%	3.47%	/	/	2.68%	5.50%	6.42%	+1.0pct	/	/	/	/
中国平安（未年化）	4.20%	3.80%	2.80%	-0.3pct	3.00%	/	/	/	3.60%	5.80%	5.40%	+1.0pct
中国太保（未年化）	4.00%	3.80%	2.60%	-0.3pct	2.60%	5.60%	5.20%	+0.5pct	2.70%	6.00%	/	/
新华保险（年化）	3.40%	3.20%	/	/	1.80%	5.80%	8.60%	+1.8pct	/	8.50%	6.70%	-1.4pct
中国人保（年化）	4.50%	3.90%	/	/	3.30%	5.60%	5.40%	+0.8pct	2.70%	6.00%	/	/

资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：各险企计算口径存在差异，横向不完全可比，主要关注同比变动情况

投资收益增长推动 25 年前三季度归母净利润同比+33.5%。2025 年前三季度，受益于股票仓位提升以及权益市场上涨推动总投资收益高增，5 家上市险企归母净利润合计 4260 亿元，高基数下同比+33.5%，增幅较上半年走阔 30pct，其中 25Q3 单季同比+68.3%。具体险企来看，前三季度国寿（同比+60.5%，增幅较上半年+53.6pct）>新华（+58.9%，+25.4pct）>人保（+28.9%，+11.9pct）>太保（+19.3%，+8.3pct）>平安（+11.5%，+20.3pct）均表现亮眼。利润高增亦带动净资产增速提升，除太保外均较年初实现正增（具体见图 17、图 25）。

图 26：2025 年前三季度上市险企总投资收益同比高增



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 2023 年以来数据为新准则下可比口径；2) 9M25 为资产负债表测算口径（国寿、人保除外）

Q15：在净投资收益率普遍下行及“资产荒”压力下，各险企应对措施有何异同？

1、不同点：上市险企在债券资产、OCI 股票及长股投配置等方面存在差异。具体来看：

一是债券增配节奏表现分化，部分险企信用评级略有下沉趋势。一方面，从债券配置节奏来看，2025 年上半年各险企结合自身久期匹配情况及权益增配诉求，债券配置表现分化，根据图 3 所示，期间太保（+2.4pct）、人保（+0.7pct）继续加大配债力度，平安（-0.9pct）、新华（-1.5pct）一定程度减配，国寿保持稳定。同时，拉长期限来看，根据图 4 所示，2022 年以来太保债券配置比例提升最为显著，以期通过逢高配置长期利率债延展固收资产久期、加强再投资风险；平安债券资产比例长期保持同业较高水平，预计存量高收益率债券占比具有一定优势，支撑净投资收益率维持较好水平。另一方面，从持债信用评级来看，部分险企略有下沉趋势，整体来看国寿风险偏好较为谨慎，重视高等级信用债配置以稳固底仓，预计信用溢价较低，对应固收资产收益率或较同业偏低。

二是各险企 OCI 股票配置力度存在差异，近年来太保股息及分红收入占比显著提升。截至 25H1 末，各险企 OCI 股票占总投资资产比例⁵分别为平安（6.8%）>太保（3.3%）>人保（2.5%）>新华（2.2%）>国寿（2.0%），较 23 年末提升幅度分别为平安（3.1pct）>太保（2.1pct）>新华（1.8pct）>国寿（1.7pct）>人保（1.4pct）。总体而言，平安 OCI 股票配置力度更强，其次为太保，且近年来太保股息及分红收入占净投资收益比例持续提升，对净投资收益率形成较好支撑，国寿及人保相对偏低。

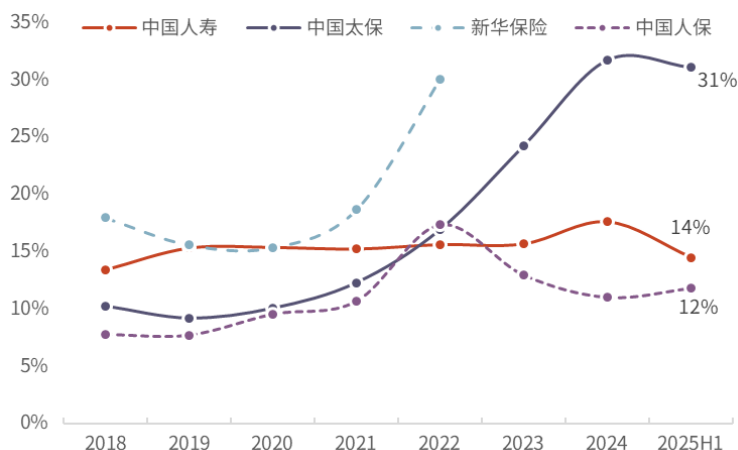
表 9：部分险企持债信用评级略有下沉趋势，整体来看国寿风险偏好较为谨慎

上市险企持债信用评级	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
中国人寿											
债权型金融产品	AAA	/	/	/	99%+	99%+	99%+	99%+	99%+	99%+	99%+
信用债	AAA	/	/	/	/	/	97%+	98%+	98%+	98%+	98%+
企业债券	AA/A-2 及以上	98.9%	99.0%	99.9%	99.9%	99.8%	99.9%	100%	99.9%	99.9%	99.1%
次级债券/债务	AA/A-2 及以上	99.6%	99.9%	99.9%	99.9%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
中国平安											
公司债券	AAA	/	/	/	80.0%	89.0%	91.0%	85.7%	72.7%	61.5%	63.6%
	AA 及以上	/	/	/	92.0%	99.0%	100.0%	98.9%	99.2%	99.3%	99.9%
中国太保											
企业债及非政策性银行金融债	AAA	/	/	93.2%	91.6%	90.6%	93.1%	93.4%	92.8%	96.5%	96.7%
	AA/A-1 以上	/	99.7%	99.9%	99.8%	99.7%	99.8%	99.1%	97.9%	99.1%	98.8%
新华保险											
投资性存款及持仓债券	AAA	/	/	/	95%+	95%+	95%+	95%+	95%+	95%+	95%+
非政策性银行金融债	AA/A-2 或以上	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	/	/
企业债券	AA/A-2 或以上	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	99.96%	/	/
次级债券/债务	AA/A-2 或以上	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	/	/
中国人保											
企业债及非政策性银行金融债	AAA	/	/	/	91.4%	97.9%	99.2%	99.8%	99.6%	98.7%	98.2%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

⁵ 注：OCI 股票占比不代表实际高股息资产占比，仅作为参考

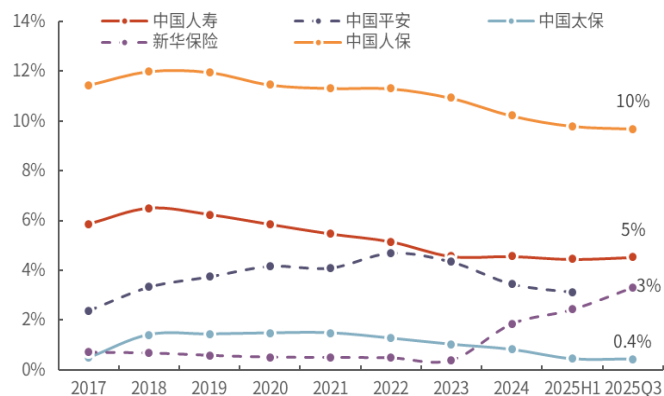
图 27：近年来太保股息及分红收入占净投资收益比例持续提升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 净投资收益统一为含长股投入口径；2) 23 年国寿为 H 股口径

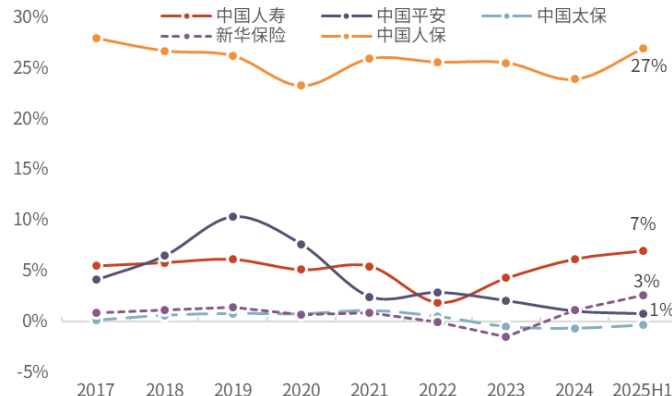
三是各险企长股投配置比例存在差异，人保长期远超同业。人保长股投配置比例长期远超同业，2017 年以来占比稳于 10%-12% 区间，主要持有兴业银行和华夏银行，能够长期提供较为稳健的收益，因此人保长股投收入占净投资收益比例亦长期领先同业，2017-2025H1 介于 23%-28% 区间，进而抬升其净投资收益率水平。此外，新华因与国寿共同发起设立鸿鹄志远（上海）私募投资基金有限公司，将其作为合营企业采用权益法核算，2024 年以来新华长股投占比明显提升。

图 28：人保长股投占比远超同业，24 年以来新华提升明显



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：23 年国寿为 H 股口径；25Q3 为资产负债表口径（平安不适用）

图 29：人保长股投收入占净投资收益比例长期领先同业



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 分子中，平安为寿险分部与财险分部合计值；2) 分母统一为含长股投入口径；3) 23 年国寿为 H 股口径

2、相同点：趋势性拉长资产久期，稳步提升 OCI 股票配置力度。一方面，上市险企持续加强资产负债久期匹配，阶段性高点配置长久期利率债，通过收窄久期缺口缓解利率下行及再投资风险，并适当通过波段操作增厚固收投资收益；同时，尽管部分险企高等级信用债占比略有下滑，但长期依然保持较高水平，上市险企积极防范信用风险的稳健投资风格未变。另一方面，上市险企稳步提升 OCI 股票配置力度，以期通过高股息策略提高分红收入占比，进而稳固净投资收益底仓；截至 25H1 末，五家上市险企合计 OCI 股票占总投资资产比例为 3.8%，较 23 年末提升 2.2pct。

Q16: 除增配 OCI 股票以外, 新会计准则下险企还有什么平滑利润波动的方法?

长期股权投资有助于险企平滑利润波动、增厚投资收益以及与被投资单位实现双向赋能, 具体来看:

一是新金融工具准则下险企加大长股投有助于平滑利润波动。根据《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》规定: 1) 投资企业能够对被投资单位实施控制的长期股权投资, 采用成本法核算; 2) 投资企业对被投资单位具有共同控制或重大影响的长期股权投资, 采用权益法核算, 权益法下投资收益按联营企业净利润比例进行确认。因此, 长期股权投资不受 IFRS 9 的金融资产重分类影响, 增加其资产占比有利于降低保险公司财务指标的波动性; 同时由于利润按份额确认为投资收益, 投资企业通常更偏好于高 ROE 标的, 以获取长期可观回报。

二是投资低估值标的可以直接增厚保险公司当期利润。根据长股投后续计量规则, 长期股权投资的初始投资成本大于投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值份额的, 不调整长期股权投资的初始投资成本; 长期股权投资的初始投资成本小于投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值份额的, 其差额应当计入当期损益, 同时调整长期股权投资的成本。简言之, 若投资标的的初始投资成本低于 1xPB, 则差额将计入营业外收入, 增厚当期利润 (一次性影响); 同时继续享受长股投带来的后续投资回报。

三是保险公司可以通过长股投实现与被投资单位的战略协同。从战略层面来看, 保险公司可以通过长期股权投资与被投资单位搭建紧密联系, 充分发挥各自的资源禀赋并形成协同效应, 尤其是在保险产业链上下游的养老、医疗、健康管理等相关领域, 保险公司可以通过与被投资单位的深入合作实现双向赋能、互利共赢。

值得注意的是, 长股投具备一定投资门槛, 同时对偿付能力提出更高要求。长期股权投资的确认需要满足一定门槛, 将对险资产生一定的流动性及偿付能力压力, 尽管其在缓解利润波动、增厚收益等方面确有助益, 但保险公司 (尤其中小险企) 仍需考虑自身能力边界。具体来看:

一是险企举牌不等同于长股投, 若持股比例不足 20%需获得董事会席位。一方面, 若要直接通过投资确认为长期股权投资, 至少需要满足“投资企业对被投资单位具有共同控制或重大影响”这一条件, 通常需要持股比例达到 20%以上, 具备一定投资门槛。另一方面, 若未满足前述条件, 则需要投资企业获得被投资单位的董事会席位, 拥有表决权, 该条件不一定要求持股比例达到举牌线 (即 5%), 例如根据北京银行公司章程, “单独或合计持有本行表决权股份 3%以上的股东可以向董事会提出董事候选人”; 同样的, 即使持股比例达到 5%以上甚至更高, 投资企业不一定能够获得董事会席位, 具体看双方协商情况。只是实操上, 董事会席位的获得通常与持股比例排名密切相关。

二是偿二代二期下保险公司长期股权投资面临实际资本减值及最低资本提升的双重压力。

1) 从分子端来看, 偿二代二期规则要求保险公司充分评估所持有合营企业和联营企业的长期股权投资可能发生减值的迹象, 及时进行减值测试, 足额计提资产减值。其中, 合营企业或联营企业为上市公司的, 市价持续一年以上低于账面价值或市价低于账面价值的比例超过 50%的, 应当根据账面价值和市价的差额计提减值; 合营企业和联营企业为非上市公司的, 保险公司应制定审慎明确的减值政策。但值得一提的是, 合营企业或联营企业为沪深 300 成分股的, 且最近三

年股息率均在 3%以上或现金股利支付率均在 10%以上的，可不按上款计提减值。

表 10：偿二代一期及二期规则对长期股权投资实际资本减值要求对比

一期规则	二期规则	
无	合营企业或联营企业为沪深 300 成分股的，且最近三年股息率均在 3%以上或现金股利支付率均在 10%以上的	可不进行减值
	合营企业或联营企业为上市公司的，市价持续一年以上低于账面价值或市价低于账面价值的比例超过 50%的	根据账面价值和市价的差额计提减值

资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所整理

2) 从分母端来看，相较偿二代一期而言，二期规则调增了股票、证券投资基金等大多数权益投资品种的风险因子，其中长期股权投资调整幅度相对更大。其中，保险类子公司以及保险主业范围的子公司基础因子由 0.1 提高至 0.35，其他子公司基础因子由 0.1 大幅上调至 1（即实施资本 100%全额扣除）；**上市合营、联营企业基础因子由 0.15 提高至 0.35**，非上市合营、联营企业基础因子由 0.15 提高至 0.41；无法穿透的未上市股权投资基础因子由 0.31 提高至 0.6。

此前，原规定下尽管偿二代二期调增了长期股权投资的基础因子，但横向对比来看，上市合营、联营企业的风险因子仍小于或等于部分上市普通股票（非沪深 300 成分股）；但自 2023 年 9 月国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》调降部分资产风险因子，以及 2025 年 12 月国家金融监督管理总局再次发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，根据持仓时间差异化调整相关股票风险因子，目前沪深 300 指数成分股及中证红利低波动 100 指数成分股（尤其持仓超过三年后）的资本占用相对更低。

因此，保险公司需要在偿付能力允许的前提下，合理提高长期股权投资比例，且向低估值、高 ROE、高股息的优质上市公司倾斜，利好利润波动趋缓、投资收益提升的同时，部分高股息长股投资资产可以不进行减值，在一定程度上缓解偿付能力压力。从上市险企实践来看，1) 平安自 2018 年率先执行 IFRS 9，实施以来长股投占比呈缓慢爬升态势，但自偿二代二期规则落地以来或受资本压力等因素影响有所下滑；2) 24 年新华因参与长期股权投资试点（设立鸿鹄基金作为合营企业），长股投占比同比提升 1.5pct，25Q3 末进一步较年初提升 1.5pct，政策支持下后续有望进一步扩大。

表 11：偿二代二期规则下长期股权投资资产最低资本计量方法（与一期规则相同）

认可价值的确定方法	权益法
最低资本的计量方法	$MC_{\text{市场}} = EX \times RF$ （EX 为风险暴露，RF 为风险因子） EX 等于该项资产（如长期股权投资）的认可价值 $RF = RF_0 \times (1 + K)$ ， $RF \geq 1$ 时， $RF = 1$ RF_0 为基础因子，K 为特征因子， $K = \sum_{i=1}^n K_i$ （ K_i 无明确规定赋值时为 0）

资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所整理

表 12：偿二代一期及二期规则对主要权益资产最低资本计量的风险因子规定对比

一期规则			二期规则					
资产类型		风险因子	资产类型		风险因子			
					原规定	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》 (2023.09)	《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》 (2025.12)	
子公司		0.1	保险类及属于保险主业范围内的子公司		0.35			
			其他子公司		1			
合营、联营企业		0.15	上市合营、联营企业		0.35			
			非上市合营、联营企业		0.41			
上市普通股票	沪深主板	0.31	上市普通股票	沪深主板	沪深 300 指数成分股	0.35	0.3	0.3 (持仓超过三年降为 0.27)
					中证红利低波动 100 指数成分股		/	
					其他		0.35	
	中小板	0.41		科创板		0.45	0.4	0.4 (持仓超过两年降为 0.36)
	创业板	0.48		创业板		0.45	0.45	0.45
股票基金	优先级	0.1	股票基金		0.28			
	普通	0.25						
	劣后级	0.45						
未上市股权		0.28	未上市股权		0.41	0.41 (国家战略性新兴产业为 0.4)		
未上市股权投资（无法穿透）		0.31	未上市股权投资 (无法穿透)		0.6	0.6 (公募 REITS 中未穿透的为 0.5)		
可转债		0.18	可转债		0.23			

资料来源：国家金融监督管理总局，光大证券研究所整理

4、市场影响与未来展望：“耐心资本”重塑市场生态

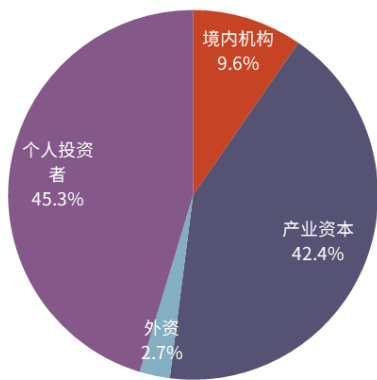
Q17：险资大规模入市对资本市场稳定性和投资生态有何深远影响？

一方面，有助于平抑市场波动，增强资本市场韧性。从国际经验来看，长期资金在稳定资本市场波动中具有重要作用。根据《OECD Corporate Governance Factbook 2025》，全球上市公司股权结构以机构投资者占主导为特征，以美国为例，2024 年末美国机构投资者上市股权占比近 7 成。相较而言，我国 A 股市场交易结构“散户化”现象明显，2024 年末境内机构和外资持股市值占比合计 12%，低于个人投资者。因此，我国资本市场波动性较海外成熟市场更高，2024 年标普 500 指数和纳斯达克指数年化波动率分别为 18.1%、12.3%，明显低于 A 股 26.5% 的波动水平；拉长期限来看，2011-2024 年 A 股年化波动率均值达 21%，而标普 500 指数和纳斯达克指数分别为 18%、15%。同时，2011-2024 年 A 股市场复合收益率不足 7%，显著低于标普 500 指数同期近 13% 的水平，呈现“波动高、收益低”的特征。在此背景下，保险资金作为典型的长期资金，其入市规模的持续扩大有望提升国内资本市场长期机构资金占比，发挥其耐心资本优势及逆周期调节功能，增强资本市场韧性。

另一方面，推动红利资产重估，引导市场回归价值投资导向。新会计准则下险资倾向于将红利资产计入 FVOCI 科目，且更加青睐于基本面稳定、股息率较高、治理完善的蓝筹企业。随着险资入市规模扩大，资金有望持续流向高分红企业，进而推动红利资产估值中枢上移，引导市场更关注企业价值而非题材炒作。同时，

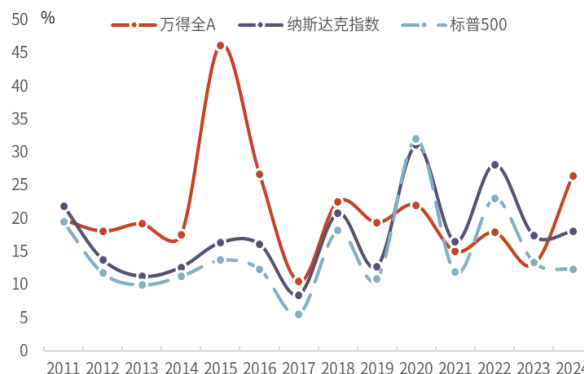
险企投资决策中对企业治理与财务稳健性的重视亦将对上市公司形成正向约束，促进企业优化治理结构、提高分红水平、提升财务透明度，推动市场形成“优质公司吸引长期资金—长期资金获得稳定回报—进一步推动公司提升经营质效”的良性循环。

图 30：A 股市场境内机构与外资持股市值占比低于个人投资者



资料来源：，光大证券研究所，截至 2024 年末

图 31：总体来看 A 股波动率较纳斯达克及标普 500 指数更高



资料来源：，光大证券研究所

Q18：未来险资权益投资三大主线是什么？

一是以价值投资为导向，通过高股息策略进一步提升 OCI 股票占比。保险资金对稳定现金回报的需求是长期的，即在新会计准则实施前便长期偏好购买红利资产，只是受到权益投资比例、偿付能力、考核周期等制度约束，并未充分发挥长期资金优势。近年来，在会计准则切换的催化及前述相关约束政策渐次松绑背景下，险资进一步流向高股息标的。我们从险资重仓股样本及举牌行为具体来看：

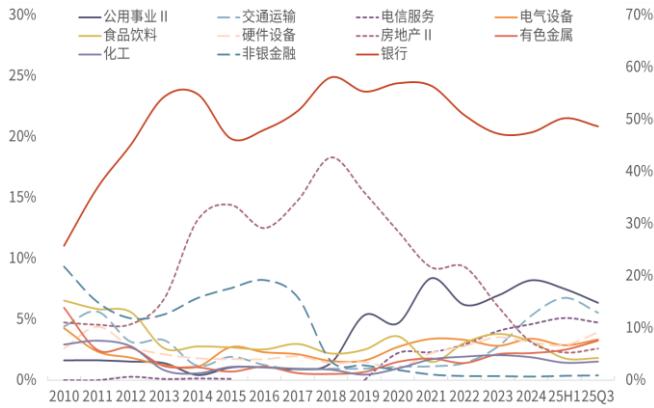
1) 从 2010-2025Q3 险资重仓股⁶来看，银行股市值占比长期稳居首位，近十年基本维持在 46%—58% 区间；同时，公用事业和交通运输行业市值占比近年来明显提升，至 25Q3 末已分别位居第二、第三；反观房地产行业受政策导向及市场环境等因素影响，市值占比自 2018 年达到高点后迅速下滑，至 25Q3 末已不足 3%。由此可见，险资对具备稳健现金流和较高分红率的行业有持续偏好，且近年来配置力度有所提升，重仓股平均股息率整体呈上升趋势。此外，险资亦重视公司基本面，倾向于配置盈利能力较强且稳健的标的，虽然近年来险资重仓股标的 ROE 中枢略有下滑，但 2010-2024 年期间总体稳于 7%-12% 区间，具备投资可持续性。

2) 从 2015 年、2020 年、2024 年以来险资三轮举牌高峰来看，被举牌公司分布于银行、房地产、公用事业等多领域，2024 年以来则更聚焦银行、公用事业及交通运输等高分红行业，其中银行业被举牌超 10 次，典型的如平安人寿连续举牌邮储银行、招商银行、农业银行等，2024 年以来被举牌银行股账面余额占比近 7 成。总体来看，本轮被举牌标的低估值、高股息、高 ROE 的特征较 2015、2020 年更为明显。

展望后续，险资或将继续增配红利资产。尽管股价上涨或使相关标的股息率有所回落，但市场风格轮动下部分资产股息率亦或再次回归至合意水平，险资未来有望持续为其提供买盘支持，红利资产行情有望持续演绎。

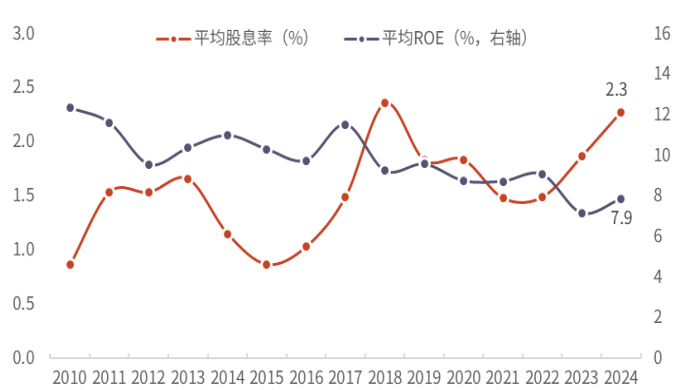
⁶ 注：险资重仓股指前十大流通股中包含保险公司的 A 股上市公司，样本剔除中国平安持有的平安银行、中国平安长期服务计划持有的中国平安、中国人寿集团持有的中国人寿以及基本养老保险基金组合

图 32：险资重仓股主要分布于银行、公用事业及交通运输等领域



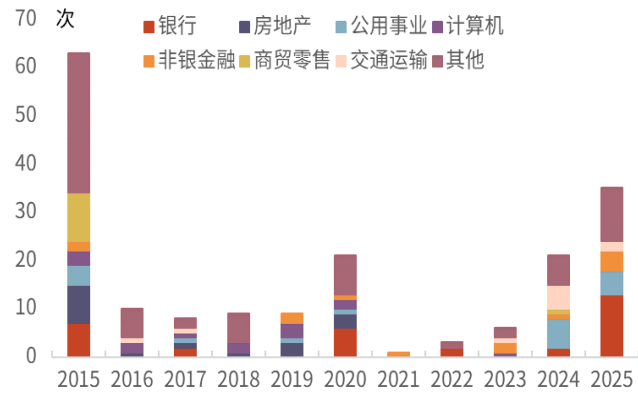
资料来源：，光大证券研究所，注：1) 险资重仓股以保险公司进入被投资标的的前十大流通股为样本，并剔除平安系持有平安银行、中国人寿集团持有中国人寿等关联交易以及基本养老保险基金组合等；2) 指标为险资重仓股行业市值占比

图 33：险资重仓股平均股息率整体呈上升趋势



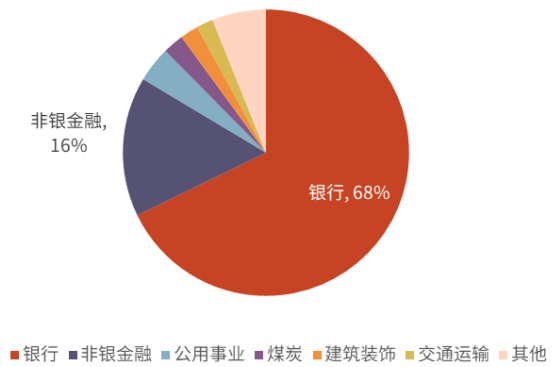
资料来源：，光大证券研究所，注：1) 险资重仓股以保险公司进入被投资标的的前十大流通股为样本；2) 股息率基于当年报告期分红及期末收盘价计算

图 34：2024 年以来被举牌公司集中于银行和公用事业等领域



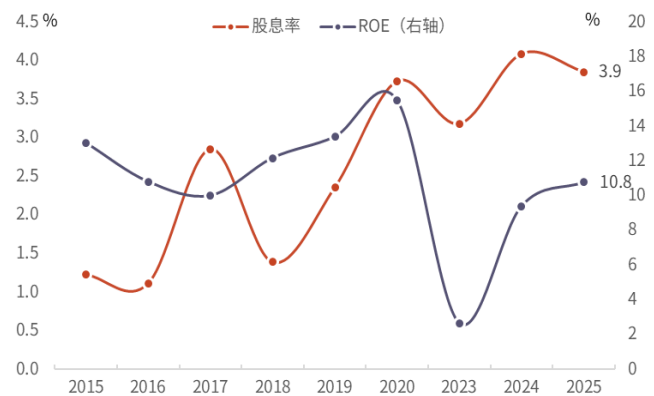
资料来源：中保协，iFind，光大证券研究所，注：1) 按举牌次数计算；2) 剔除被动举牌及终止举牌；3) 截至 2025 年 12 月 18 日

图 35：2024 年以来被举牌标的中，银行股账面余额占比近 7 成



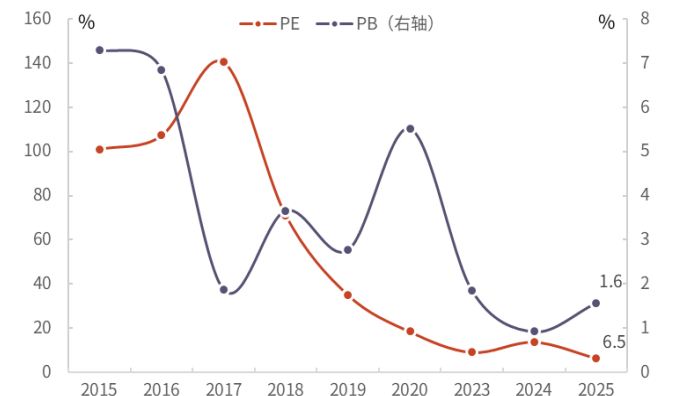
资料来源：中保协，光大证券研究所，注：1) 指标为账面余额占比；2) 按被举牌公司数计算；3) 剔除被动举牌；4) 截至 2025 年 12 月 18 日

图 36：近年来险资举牌标的的股息率较前期显著提升



资料来源：中保协，iFind，光大证券研究所，注：1) 按被举牌公司数计算，其中A+H上市标的采用A股数据；2) 股息率时间为t-1年报告期数据，交易日期为举牌公告日；3) ROE为过去三年平均ROE；4) 因每年举牌次数存在差异，不展示举牌次数低于5次的年份，且主要观察2015、2020、2024、2025年；5) 剔除被动举牌、终止举牌及个别异常值且已退市标的；6) 截至2025年12月18日

图 37：2024 年以来险资举牌标的的呈现低估值特征

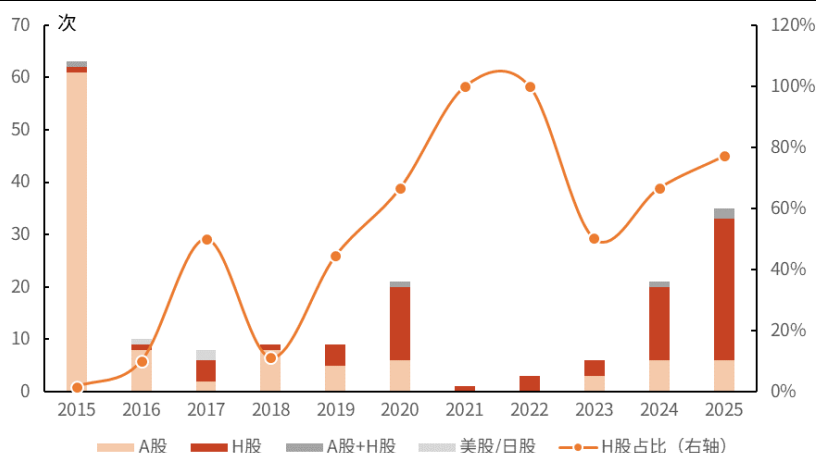


资料来源：中保协，iFind，光大证券研究所，注：1) 按被举牌公司数计算，其中A+H上市标的采用A股数据；2) PE、PB分母时间为t-1年报告期数据，分子交易日期为举牌公告日；3) 因每年举牌次数存在差异，不展示举牌次数低于5次的年份，且主要观察2015、2020、2024、2025年；4) 剔除被动举牌、终止举牌及个别异常值且已退市标的；5) 截至2025年12月18日

二是强化“哑铃型”权益配置特征，关注成长板块投资机会。险资权益投资多体现为“哑铃型”结构，一端为以红利资产为代表的稳健低波标的，另一端则把握市场结构性和波动性机会，聚焦新质生产力领域，主动逢低配置科技成长型企业并计入 TPL 股票资产账户，交易较为频繁，以提高风险偏好、博取买卖价差为主，进而增厚权益投资收益。**展望后续**，党的二十届四中全会精神提到“十五五”时期经济社会发展主要目标之一为“科技自立自强水平大幅提高”，政策支持下险资或将进一步加强对成长板块的主动投资能力，把握弹性收益机会。

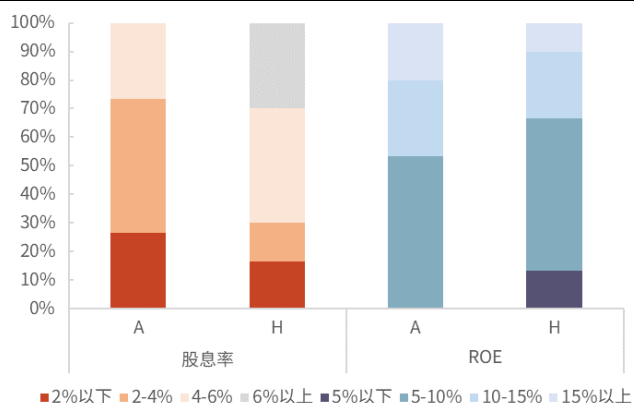
三是推动全球化配置，进一步通过“港股通”挖掘市场估值洼地。相较 A 股市场，港股市场表现出较低估值水平、更高股息率等特征，保险资金通过港股通寻找低估值优质投资标的，形成与 A 股资产的差异化配置定位，有助于减少对单一市场的过度依赖，进而有效降低整体投资组合的风险暴露水平。从险资举牌来看，2024 年以来举牌潮较此前明显更青睐于港股标的，且被举牌港股标的表现为股息率高于 A 股、估值低于 A 股的特征，具备较高配置性价比。**展望后续**，险资或进一步加大对港股市场高股息、低估值蓝筹股的配置力度，进而有望提升整体投资组合收益率。

图 38：2024 年以来险资举牌更青睐于港股标的



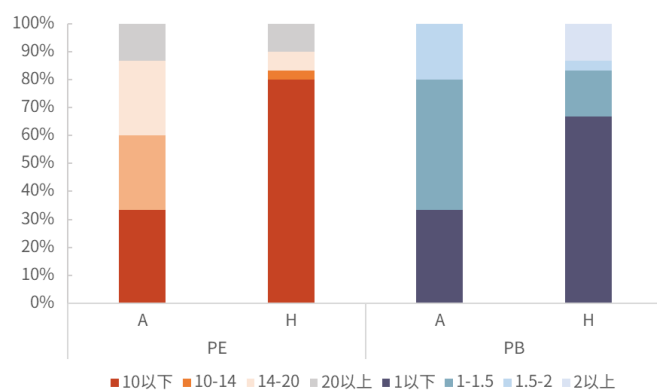
资料来源：中保协，iFind，光大证券研究所，注：1) 按举牌次数计算；2) 剔除被动举牌及终止举牌；3) 截至 2025 年 12 月 18 日

图 39：2024 年以来被举牌港股标的股息率较 A 股更高



资料来源：中保协，iFind，光大证券研究所，注：1) 指标为次数占比，按被举牌公司数计算，A+H 上市标的采用 A 股数据；2) 股息率时间为 t-1 年报告期数据，交易日期为举牌公告日；3) ROE 为过去三年平均 ROE；4) 剔除被动举牌；5) 截至 2025 年 12 月 18 日

图 40：2024 年以来被举牌港股标的具备低估值特征



资料来源：中保协，iFind，光大证券研究所，注：1) 指标为次数占比，按被举牌公司数计算，A+H 上市标的采用 A 股数据；2) PE、PB 分母时间为 t-1 年报告期数据，分子交易日期为举牌公告日；3) 剔除被动举牌；4) 截至 2025 年 12 月 18 日

Q19：险资入市还面临哪些制度制约？如何展望政策优化空间？

一是进一步降低险企偿付能力压力，提高可入市规模空间。偿二代二期规则实施以来保险公司偿付能力普遍面临一定压力，而权益投资占比提升后，资本市场波动将进一步推升保险公司资本约束压力，进而降低险企风险应对能力、限制其权益投资提升空间。尽管监管已经针对股票投资给予一定的资本占用优惠，一方面，相关政策可以继续鼓励和支持保险公司在资本工具方面的发行强度与创新力度，推动险企提升资本补充能力；另一方面，对于保险资金参与的长期性、战略性投资，例如绿色股权投资、支持国家重大项目的相关长期股权投资等，可以考虑进一步给予差异化的资本计量优待，进而缓解保险公司资本压力。

二是适当鼓励港股大市值公司投资。目前稳定资本市场政策均针对 A 股，但对于保险资金而言，适当鼓励港股通投资有以下好处。一方面，国内低利率环境下，保险资金需要增加全球配置来稳定资产收益，通过港股通加大港股投资比重有利于保险资金进入全球市场，投资全球定价的高息资产；另一方面，A-H 股联动性日益增强，对 H 股市场的定价重估有助于稳定国内资产价格，进而带动 A 股市场相关股票定价走强。此外，当前除港股通标的以外，保险公司出海投资仍受 QDII 额度限制，若能进一步提高相关额度，有助于险资进一步提高全球化配置。

三是优化会计选择政策，放宽 OCI 认定标准。新金融工具准则下 FVTPL 资产占比的提升对保险公司利润表波动产生了较大影响，而权益工具计入 FVOCI 通常需要具备长期投资特点，其认定标准相较于旧准则下计入 AFS 类别更为严格，目前大部分股票和全部基金均分类为 FVTPL。监管若能适当放宽 OCI 认定标准，例如设置持股期限限制低于 6 个月的特殊情形，以及允许权益类 ETF（如红利 ETF）纳入 OCI 账户，有助于进一步推动中长期资金入市。

表 13：截至 2025 年 9 月末，保险类机构 QDII 额度总计 393 亿美元

	机构数量（家）	QDII 额度（亿美元）
银行类	41	282.4
证券类	78	942.9
保险类	48	393.23
信托类	24	90.16

资料来源：国家外汇管理局，光大证券研究所

Q20：险资大规模入市可能面临哪些风险？将如何影响资本市场与行业发展？

一方面，资产价格波动风险或对公司基本面形成不利影响。随着险资股票投资比例提升，资产端受权益市场波动的影响将被放大，若资本市场出现超预期下行，投资组合可能面临大幅浮亏，短期将对利润表现形成负面影响，长期或提升保险公司资产负债管理难度，进而加剧利差损风险。

另一方面，若险企出现减配行为，或将对资本市场走势形成一定扰动。当期上市险企或保险行业股票投资比例均已提升至历史较高水平，若险企出现调仓行为，例如公允价值变动导致仓位被动提升，进而导致资本占用更高需要进行减配，由于险资体量较大，集中卖出行为或加剧板块波动。同时，若险资在市场下跌时为降低风险而采取顺周期减仓操作，则可能进一步放大市场波动，甚至引发一定的“羊群效应”。

5、投资建议

从资产端来看，近年来行业投资资产规模保持稳健增长，其中权益资产成为利率中枢下行环境下险企增厚投资收益、缓解负债压力的“关键少数”，叠加政策鼓励，2025 年以来险资入市力度显著增强，25H1 末五家上市险企合计 9.3% 的股票资产占比已是近十年最高值（结合行业趋势预计 3Q 或进一步提升）。因此，权益市场上行将显著提振险企投资收益表现，同时高股息策略亦能有效支撑险企净投资收益安全垫，共同推动盈利释放。后续随着经济预期逐步修复以及资本市场稳中向好，保险股贝塔行情有望持续演绎。此外，**负债端景气度亦有望延续**，未来随着浮动收益型产品占比提升、分红型健康险回归推动保障型产品销售回暖、以及新增保单负债成本下降，险企利差损风险有望持续缓释，进一步推动保险股估值上修。

个股推荐：推荐资产端驱动下更为受益的纯寿险标的**中国人寿（A+H）、新华保险（A+H）**，以及长期深耕转型、经营整体稳健的**中国太保（A+H）**。

表 14：重点公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	股价	EPS（元/美元（友邦））			PEV/ PB（中国财险、众安在线）			投资评级	
		（元/港币）	24A	25E	26E	24A	25E	26E	当前评级	评级变动
601628.SH	中国人寿	46.50	3.78	6.15	6.70	0.94	0.91	0.83	买入	维持
601318.SH	中国平安	68.75	6.95	7.94	8.85	0.88	0.86	0.83	买入	维持
601601.SH	中国太保	41.04	4.67	5.86	6.63	0.70	0.62	0.54	买入	维持
601336.SH	新华保险	71.16	8.41	12.71	14.59	0.86	0.82	0.77	买入	维持
601319.SH	中国人保	9.14	0.97	1.22	1.40	1.23	1.07	0.93	买入	维持
2628.HK	中国人寿	28.80	3.78	6.15	6.70	0.53	0.51	0.47	买入	维持
2318.HK	中国平安	65.45	6.95	7.94	8.85	0.76	0.74	0.71	买入	维持
2601.HK	中国太保	35.58	4.67	5.86	6.63	0.55	0.49	0.42	买入	维持
1336.HK	新华保险	54.40	8.41	12.71	14.59	0.59	0.57	0.53	买入	维持
1339.HK	中国人民保险集团	6.91	0.97	1.22	1.40	0.84	0.73	0.64	买入	维持
1299.HK	友邦保险	82.50	0.63	0.67	0.72	1.66	1.57	1.46	买入	维持
2328.HK	中国财险	16.66	1.45	2.26	2.65	1.30	1.17	1.05	买入	维持
6060.HK	众安在线	15.39	0.41	0.49	0.50	0.98	1.08	1.06	买入	维持

资料来源：，光大证券研究所预测，注：股价时间为 2025 年 12 月 19 日，汇率 1HKD=0.90RMB，1USD=7.78HKD

6、风险提示

- 1) 保费收入不及预期。**预定利率多次下调后，虽然分红险有望承接部分需求，但若居民收入水平和消费复苏节奏不及预期，将不利于储蓄型保险产品需求进一步释放，导致保费收入不及预期。
- 2) 权益市场大幅波动。**新金融工具准则下上市险企 FVTPL 资产占比显著提升，其中 TPL 股票资产公允价值波动将显著影响利润表；同时，当前上市险企股票仓位已处于历史较高水平，若权益市场下跌将加剧保险公司利差损风险。
- 3) 利率超预期下行。**受国内外经济形势不确定性较大影响，若市场利率下行加剧，将影响保险资金投资端新增固收类资产投资收益，从而对税前利润及 ROE 产生不利影响。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP