太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

非银行金融|行业深度研究

证券研究报告
2026年8月13日

当保险选择共享收益：分红险能否重塑资本市场？

证券分析师： 夏芈印
分析师登记编号： S1190523030003

报告摘要

- **分红险转型背景：从利差压力到负债结构重塑**

  长期利率下行与监管政策闭环使传统险刚性负债模式承压，分红险凭借“保底+浮动”结构成为行业降低利差损风险的自然转型出口。

- **分红险运行机制：从固定负债到共享收益负债**

  分红险通过盈余分配机制将部分投资风险转移至客户，实现负债端从“固定承诺”向“风险共享”转变，且IFRS17下的VFA模型通过CSM跨期摊销为资产配置释放了更大空间。

- **分红险如何重塑保险资产配置：从久期匹配到收益增强**

  分红险使保险资金的投资目标从“覆盖刚性负债成本”转向“提升长期投资回报”，资产配置逻辑从被动久期匹配向主动收益增强转变。

- **分红险时代对权益市场的影响：保险资金投资范式变化**

  保险资金权益投资将形成“OCI高股息打底+TPL成长增厚”的双层结构，高股息资产成为核心方向，且择时行为趋于主动化。

- **分红险时代对债券市场的影响：需求结构变化重于规模变化**

  保险资金配置逻辑从“负债驱动的期限匹配”转向“收益驱动的品种比较”，二永债和高等级信用债成为固收增强的重要方向。

- **海外经验借鉴与未来展望：分红险时代下保险资金配置的新范式**

  海外经验表明低利率环境下保险负债转型是普遍规律，中国保险资金将从“被动长期资金”转变为“有选择的主动长期资本”，配置行为更趋市场化和精细化。

- **风险提示**

  政策落地不及预期、宏观经济表现存在预期差、资本市场大幅波动、海外地缘冲突加剧。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

目录

1、分红险转型背景：从利差压力到负债结构重塑
2、分红险运行机制：从固定负债到共享收益负债
3、分红险如何重塑保险资产配置：从久期匹配到收益增强
4、分红险时代对权益市场的影响：保险资金投资范式变化
5、分红险时代对债券市场的影响：需求结构变化重于规模变化
6、海外经验借鉴与未来展望：分红险时代下保险资金配置的新范式
7、投资建议

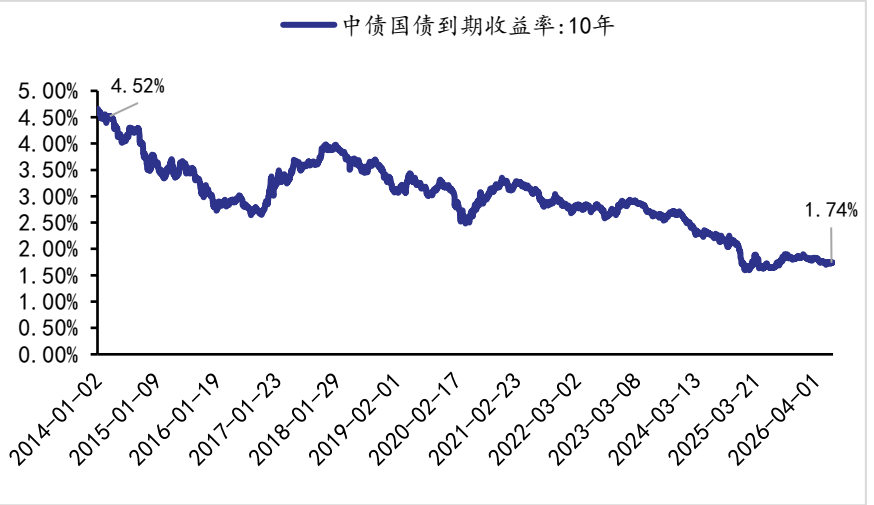
1.1 宏观低利率环境下传统寿险“刚性负债”模式承压

□ 长期利率中枢持续下移：

✓ 从长期无风险利率来看，中国10年期国债收益率自2014年以来经历了趋势性下行。iFinD数据显示，2014年中国10年期国债收益率最高接近4.6%，此后利率中枢持续走低。进入2026年，利率债市场走出一轮超预期的震荡牛市，10年期国债收益率下探至5月末的1.71%附近。而后，受资金面边际收敛、政府债供给预期升温等因素影响，10年期国债收益率在1.73%附近窄幅波动。

✓ 长期利率中枢下移意味着保险资金新增资产收益率面临趋势性下降，而寿险负债由于期限较长，调整速度明显慢于资产端。因此，当市场利率进入下降周期后，保险公司无法同步降低存量保单成本，导致利差空间不断压缩。

图表1：中国10年期国债收益率走势



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

1.1 宏观低利率环境下传统寿险“刚性负债”模式承压

□ 保险资金投资收益率趋势性下行：

- 从保险资金投资收益率变化来看，行业同样面临收益率中枢下降的压力。2025年，受权益市场阶段性回暖推动，上市险企总投资收益率出现一定回升。
- 然而，投资收益率的阶段性回升掩盖了一个更根本的趋势：净投资收益率（主要来自利息和股息收入）仍在持续下行。2025年主要上市险企净投资收益率普遍同比下降，存量高息资产到期后，新配置资产收益率逐步走低。

图表2：五大上市险企总投资收益率

	新华保险	中国平安	中国人寿	中国太保	中国太平	平均
2016年	5.10%	5.30%	4.61%	5.20%	4.85%	5.01%
2017年	5.20%	6.10%	5.16%	5.40%	4.25%	5.22%
2018年	4.60%	4.40%	3.28%	4.60%	4.13%	4.20%
2019年	4.90%	6.60%	5.23%	5.40%	4.75%	5.38%
2020年	5.50%	6.20%	5.30%	5.90%	5.40%	5.66%
2021年	5.90%	4.20%	4.98%	5.70%	5.85%	5.33%
2022年	4.30%	2.40%	3.94%	4.10%	3.33%	3.61%
2023年	1.80%	3.00%	2.68%	2.60%	3.28%	2.67%
2024年	5.80%	4.35%	5.50%	5.60%	4.92%	5.23%
2025年	6.60%	6.23%	6.09%	5.70%	3.36%	5.60%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表3：五大上市险企净投资收益率

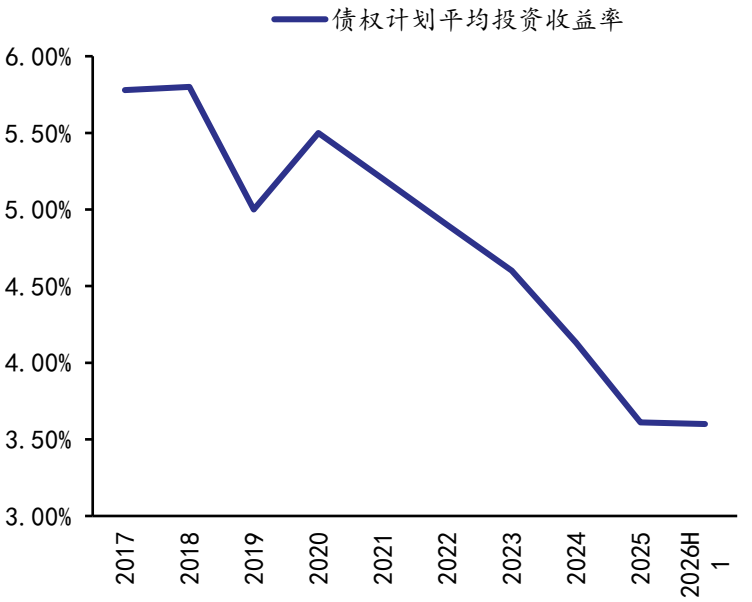
	新华保险	中国平安	中国人寿	中国太保	中国太平	平均
2016年	5.10%	6.00%	4.66%	5.40%		5.29%
2017年	5.20%	5.80%	4.91%	5.40%		5.33%
2018年	5.00%	5.40%	4.64%	4.90%		4.99%
2019年	4.80%	5.40%	4.61%	4.90%		4.93%
2020年	4.60%	5.10%	4.34%	4.70%		4.69%
2021年	4.30%	4.60%	4.38%	4.50%		4.45%
2022年	4.60%	4.70%	4.00%	4.30%		4.40%
2023年	3.40%	4.20%	3.77%	4.00%	3.65%	3.80%
2024年	3.20%	3.80%	3.15%	3.62%	3.46%	3.45%
2025年	2.80%	3.70%	2.69%	3.37%	3.21%	3.15%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

1.1 宏观低利率环境下传统寿险“刚性负债”模式承压

- **非标资产收益空间大幅收窄。**非标准化资产曾是保险资金获取超额收益的核心来源。过去，保险资金通过债权投资计划、信托计划等非标资产，在信用溢价和流动性溢价的基础上获取高于标准化债券的收益。
  - 然而，这一格局正在发生根本性变化。在城投化债、地产行业出清、优质项目供给减少的背景下，非标资产收益率持续下行。
  - 与此同时，保险资金运用中“其他类资产”（以非标为主）的配置占比从2024年末的21.1%下降至2025年末的18.4%，降幅达2.7个百分点。
  - 非标资产“收益+规模”双降，意味着保险资金被迫重新回到标准化资产（债券、股票）的收益竞争中，进一步加剧了资产端的配置压力。
- **传统险预定利率调整滞后于市场利率。**预定利率的调整滞后于市场利率变化，导致两者之间的利差持续扩大。
  - 利率下行的冲击首先由存量负债吸收，而每一次下调都只解决增量，不改存量。 预定的利率下调越快，说明存贷利率剪刀差拉得越大，存量保单的利差损压力就越重。

图表4：2017-2026年债权计划平均投资收益率



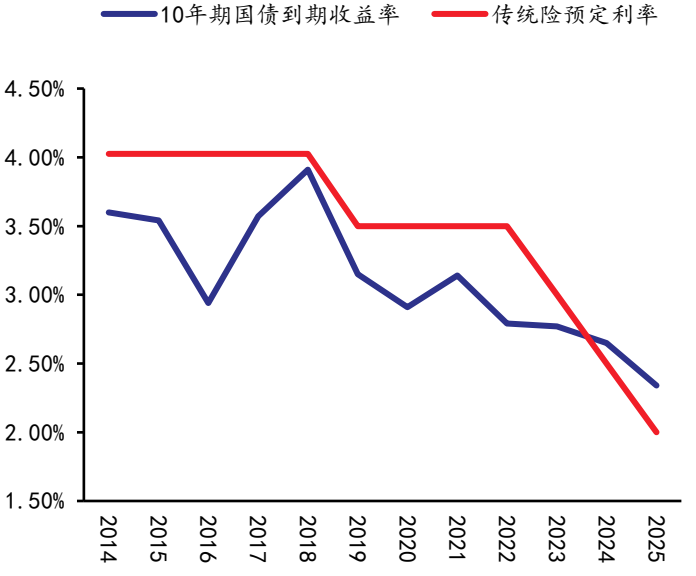
资料来源：，　太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

1.1 宏观低利率环境下传统寿险“刚性负债”模式承压

- **传统险预定利率调整滞后于市场利率**
  - 每一次预定利率下调，解决的都是“新增业务”的成本问题，但让“存量业务”的刚性成本更加突出。 2013-2019年期间销售的大量4.025%和3.5%预定利率保单，彼时10年期国债收益率在3.5%-4.5%之间，非标资产收益率普遍在5%-7%，保险资金完全能够覆盖这些成本；但如今10年期国债收益率已降至1.7%左右，非标收益率跌破3.7%，而这些存量保单的负债成本却锁定在当年的高位，保险公司无法通过合同调整来降低已有保单的刚性支出。
- **利差损压力——从理论到现实的量化**
  - 在传统寿险模式下，投资收益率≥负债成本是保险公司维持盈利的重要条件。但随着长期资产收益率下降，投资收益率的下降速度快于负债成本下降速度，保险公司面临持续性的利差压力。
  - 从上市险企的利率敏感性来看，传统险占比越高的公司，在利率下行周期中面临的利润冲击越大。 在长期利率下行、非标收益收窄、净投资收益率持续走低的背景下，保险行业需要通过负债端改革来降低资产端的配置压力。

图表5：2014-2025年预定利率与市场利率变化



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

1.2 监管政策倒逼保险负债结构调整

- **预定利率动态调整机制：打破“高保证收益”预期。**
  - 这一系列政策的核心逻辑是：通过动态调整机制，使预定利率能够跟随市场利率变化，避免在长期低利率环境下继续积累高成本负债。传统险预定利率上限从3.5%降至2.0%，在低利率环境中的相对吸引力下降，而分红险“保底+浮动”的结构，保底利率1.75%加上浮动分红，反而凸显了“下有保底、上有弹性”的比较优势。
- **“报行合一”：从费用竞争回归产品竞争。**2023年，监管部门推动人身险产品“报行合一”，要求保险公司产品报备费用假设与实际经营费用更加一致。费用空间被压缩后，保险公司无法再用高佣金驱动销售，产品必须依靠“客户可见的收益竞争力”来赢得市场。分红险的浮动收益部分可以随投资环境变化而调整，比传统险在长期低利率环境中更具可持续性。

图表6：预定利率动态调整政策

时间	通知	内容
2019年8月	中国银保监会发布《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》	明确建立责任准备金评估利率调整机制。
2023年7月	中国银保监会监管指导	行业下调3.5%预定利率产品。
2024年8月	国家金融监督管理总局发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》	进一步推动普通型寿险预定利率与市场利率动态挂钩。
2025年1月	金融监管总局下发《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》	明确当在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续两个季度比预定利率研究值高出25个基点及以上时，保险公司必须及时下调新产品预定利率最高值。预定利率研究值的确定需结合5年期以上LPR、5年期定期存款利率、10年期国债收益率等市场利率变化，以及行业资产负债管理情况。

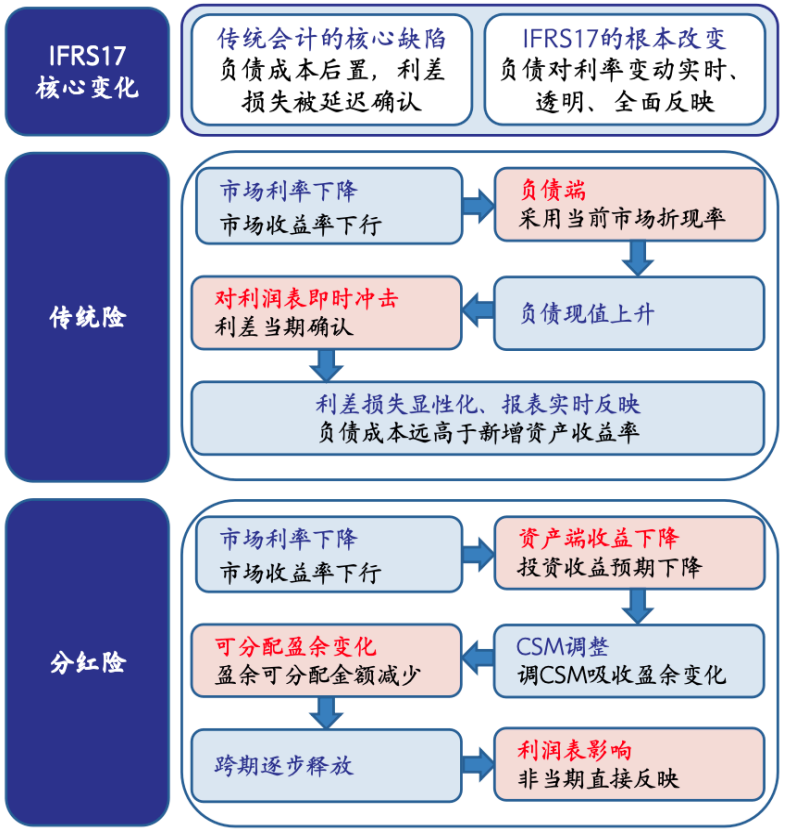
资料来源：中国银保监会，金融监管总局，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

1.2 监管政策倒逼保险负债结构调整

- **偿二代二期：强化资本约束，抬高刚性负债成本。**2022年，中国银保监会正式实施《保险公司偿付能力监管规则（II）》（偿二代二期），进一步提高长期负债的风险资本要求。偿二代二期将保单未来盈余按剩余期限分级计入资本，剩余期限越长对应的实际资本含金量越高。
  - 对于高保证收益的传统险产品而言，较高的负债成本意味着更高的资本占用。传统险的利率风险最低资本要求显著高于分红险。这一制度安排直接推动了保险公司优化产品结构，从高资本占用的传统险向低资本占用的分红险转型。
- **IFRS17：提高负债透明度，利差损风险“无处可藏”。**
- **监管逻辑的清晰闭环。**近年来监管改革形成了一条清晰的逻辑链条：**降低高成本负债形成机制、提升资产负债匹配能力、推动寿险产品结构转型。**
  - 监管的目标从来不是“推广分红险”，而是通过一系列制度设计，导致传统险的吸引力被动下降，分红险则凭借其“保底+浮动”的结构优势，成为行业转型的自然出口。

图表7：IFRS17下利率变动对负债影响的传导图



资料来源：国际财务报告准则官网，太平洋证券整理

1.3 分红险成为保险负债转型的重要出口

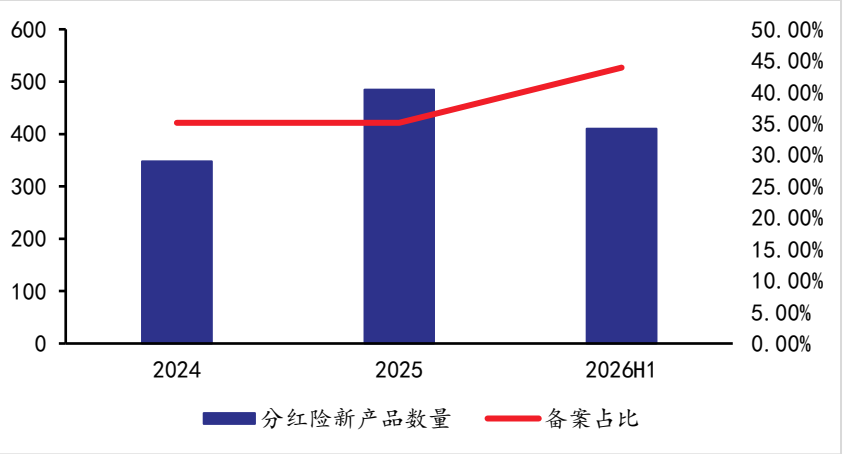
- 分红险的核心价值并非提高客户收益，而是**在低利率环境下重新分配保险公司与客户之间的收益风险。**传统寿险：投资收益波动 → 保险公司承担 → 影响利润和资本
  - 分红险：投资收益波动 → 影响可分配盈余 → 保险公司与客户共同承担
- **分红险改变的不仅是产品形式，更是保险公司的负债属性。**从资产负债管理角度看，传统险负债更接近固定收益负债，而分红险负债具有一定权益属性：负债成本更加弹性化、对投资收益波动容忍度提高、资产配置空间扩大。
- 上述逻辑并非纯理论推演，分红险转型已经在行业数据中得到了充分验证。
  - 从新单保费结构来看，2025年主要上市险企分红险新单占比实现了跨越式提升。
  - 从产品供给端来看，保险公司正在加速推出分红险产品。

图表8：上市险企分红险新单保费占比

年度	中国平安	中国太保	新华保险	人保寿险	中国太平
2023年	10%	23%	18%	40%	19%
2024年	10%	21%	17%	31%	15%
2025年	14%	21%	19%	13%	29%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表9：分红险新产品备案数量及占比变化



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

1.3 分红险成为保险负债转型的重要出口

- 从产品定价来看，**2026年分红险演示利率上限由3.9%统一下调至3.5%，**这是自2023年信息披露新规实施以来演示利率经历的多轮压降中的最新一次。
  - 演示利率是保险公司在销售分红险时向客户展示的“假定分红水平”，它不是保证收益，而是基于精算假设的预期收益示意，用于帮助客户理解产品的潜在回报结构。
  - 监管持续压降演示利率上限，核心逻辑在于控制销售端的收益预期引导。在长期利率下行的环境中，如果演示利率维持在高位，容易给客户形成不切实际的收益预期，一旦实际分红实现率不及演示水平，既可能引发销售误导风险，也可能导致客户因预期落差而退保。
- 值得注意的是，**不同险企的转型节奏存在显著差异。**传统险存量占比越高的公司，面临的利差损压力越大，转型的紧迫性越强。

图表10：分红险演示利率监管规定

时间节点	分红险演示利率规定
2000-2015年	分红险的演示利率暂定高、中、低三个档次分别不得高于6%、5%、4%
2020 年 7 月起	保险公司在进行利益演示时，必须按70%的盈余分配比例来测算
2024-2026年6月	监管引导高档演示利率上限至3.9%
2026年7月1日起	高档演示利率不得高于3.5%

资料来源：中央人民政府网，太平洋证券整理

目录

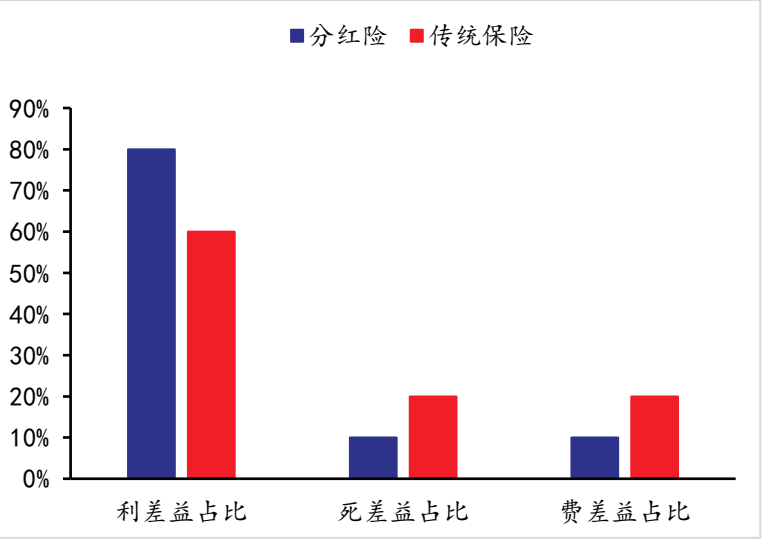
1、分红险转型背景：从利差压力到负债结构重塑
2、分红险运行机制：从固定负债到共享收益负债
3、分红险如何重塑保险资产配置：从久期匹配到收益增强
4、分红险时代对权益市场的影响：保险资金投资范式变化
5、分红险时代对债券市场的影响：需求结构变化重于规模变化
6、海外经验借鉴与未来展望：分红险时代下保险资金配置的新范式
7、投资建议

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

2.1 分红险基本结构：保证收益与浮动收益的“二元负债”

- **分红险采用“保证利益+非保证利益”的二元收益结构，**使保险合同负债从完全固定化向部分浮动化转变。
- **从产品结构来看，分红险通常包括两部分收益。**这一结构变化对于保险公司的意义在于，部分收益责任由刚性负债转化为弹性负债。传统寿险中，保险公司需要承担投资收益低于预期时的全部压力，而分红险通过红利调整机制，使客户收益与保险公司经营结果形成联动。
  - 一是保证利益，即合同约定的最低保障部分。该部分类似传统寿险中的预定利率收益，为客户提供最低收益保障。
  - 二是非保证利益，即根据保险公司经营情况向客户分配的红利。该部分收益并非合同确定，而是取决于保险公司的实际经营结果，包括投资收益、死亡率差异以及费用控制情况等。
- **从资产负债管理角度，分红险最大的变化并非收益水平提高，而是负债属性发生变化。**
  - 传统险：保险公司承诺收益，投资风险由保险公司承担；
  - 分红险：保险公司提供基础保障，投资收益风险由保险公司与客户共同承担。

图表11：分红险和传统寿险的保险边际利润组成



资料来源：新浪财经，太平洋证券整理

2.2 盈余分配机制：保险公司与客户共同承担投资波动

- **分红险区别于传统险的核心，在于保险公司将部分经营盈余分配给保单持有人。**一般而言，分红险盈余主要来源于“三差”。其中，利差益是当前分红险最重要的盈余来源，死差益和费差益的贡献相对有限（在上市险企年报中通常占比不足10%）。
  - 第一，利差益。指保险公司实际投资收益率高于产品定价时预期收益率形成的收益。
  - 第二，死差益。来源于实际死亡率低于定价假设。
  - 第三，费差益。来源于实际经营费用低于产品定价假设。
- **分红险实际上形成了一种跨期收益平滑机制。**这一机制对于资产配置具有重要影响：如果保险公司承担全部投资波动，则资产配置目标偏向降低波动；而如果客户能够通过分红机制承担部分波动，则保险公司可以配置更多长期收益资产。分红机制改变的是保险公司的风险预算，而不仅是利润分配方式。

图表12:《中国银保监会办公厅关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》分红险相关规定

规定方面	核心内容	具体要求与说明
分红险利益演示规则	明确规定演示红利的上限计算公式及关键参数	保险公司用于分红保险利益演示的红利不得超过以下公式计算的上限：（年度期初红利计算基础对应的准备金+ 按红利计算基础对应的准备金评估基础计算的本保单年度净保费）× 利差水平 × 红利分配比例。其中，红利分配比例统一为70%。
红利分配比例	统一硬性标准	此前市场上分红险演示的红利分配比例不一，新规将其统一设定为70%。此举旨在防范销售误导和恶性竞争，引导客户形成合理预期。
产品执行时间	新老产品划断	老产品：在本通知印发前已审批或备案的分红型人身保险产品说明书可以继续使用，但自2020年7月1日起，不符合本通知要求的产品说明书不得继续使用。

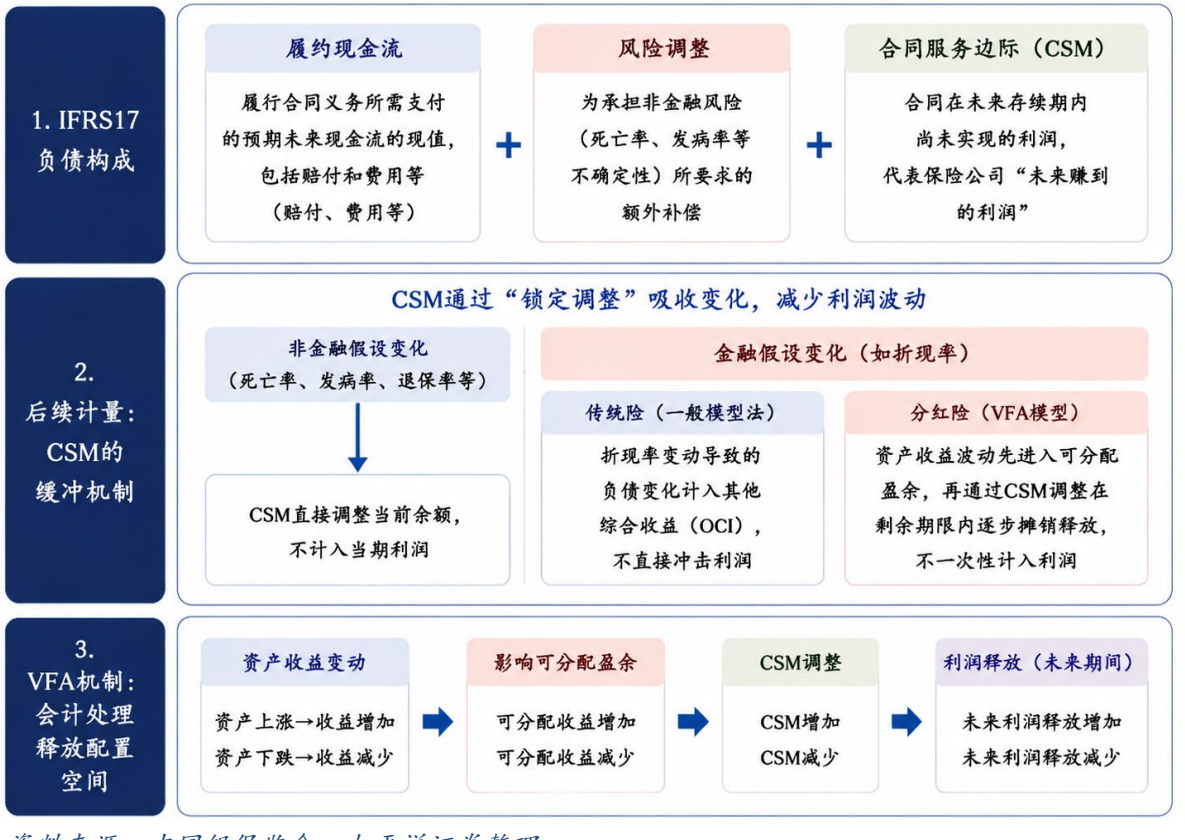
资料来源：中国银保监会，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

2.3 IFRS17与VFA模型：会计处理如何释放资产配置空间

- **分红险时代最重要但市场讨论相对不足的变化，是IFRS17对于保险合同计量方式的改变。**传统会计体系下，保险公司利润确认主要基于保费收入和准备金变化，资产端投资波动与负债端收益确认之间存在一定错配。
- IFRS17《保险合同》于2023年1月1日起正式实施后，**保险合同负债采用履约现金流(Fulfilment Cash Flows)、风险调整(Risk Adjustment)、合同服务边际(Contractual Service Margin,CSM)进行计量。**
- 对于分红险而言，由于保单持有人参与投资收益分享，因此具有直接参与特征(Direct Participation Feature)的分红险适用于VFA(Variable Fee Approach,可变收费法)模型。

图表13：IFRS17与VFA模型

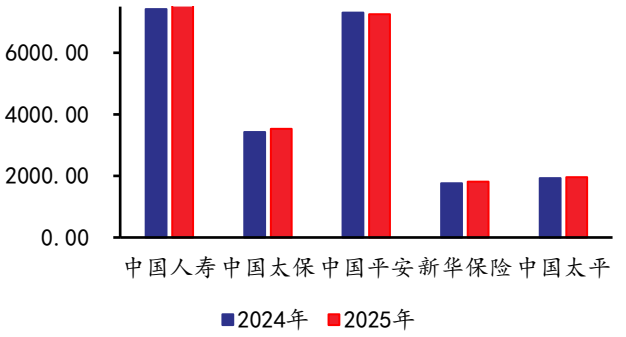


资料来源：中国银保监会，太平洋证券整理

2.4 VFA模型如何影响资产配置偏好

- **VFA模型对于资产配置的影响，在于降低了部分长期投资资产价格波动对于利润表的直接冲击。**对于分红险，权益资产波动，其中部分可以通过CSM吸收，从而降低当期利润波动，这意味着保险公司对于长期权益资产的容忍度提高。
  - CSM是保险公司利润的“蓄水池”，CSM余额稳健增长有利于支撑未来利润表现。截至2025年末，除中国平安外，各上市险企CSM余额在2025年均实现小幅增长。平安CSM余额微降0.8%至7251亿元，主要因其近年来新业务增长更多依赖银保等渠道的低利润率产品的规模扩张，新增CSM注入未能完全覆盖存量CSM的摊销释放。
- **VFA并不意味着保险公司可以无限提高风险资产比例。**原因在于：
  - 偿付能力监管仍然约束权益资产配置。权益资产风险因子明显高于固定收益资产，权益配置提高会消耗资本。
  - CSM规模决定风险承受能力不同保险公司由于产品结构、销售时间以及盈利水平不同，CSM厚度存在差异。
- CSM分红险提高保险资金风险承受能力，但不会改变保险资金稳健投资属性。较厚CSM、较强资本实力以及较高分红险占比的公司，权益配置空间更大。

图表14：
五大上市险企合同服务边际(CSM)规模



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

目录

1、分红险转型背景：从利差压力到负债结构重塑
2、分红险运行机制：从固定负债到共享收益负债
3、分红险如何重塑保险资产配置：从久期匹配到收益增强
4、分红险时代对权益市场的影响：保险资金投资范式变化
5、分红险时代对债券市场的影响：需求结构变化重于规模变化
6、海外经验借鉴与未来展望：分红险时代下保险资金配置的新范式
7、投资建议

3.1 权益配置空间提升，但仍受多重约束

- 虽然分红险提高了保险资金的风险承受能力，但市场对于分红险影响权益投资存在一个常见误区，即认为分红险发展将直接推动保险资金大规模、无约束地提高权益仓位。实际上，**分红险只是改变了保险资金的风险收益目标，并没有消除监管约束和经营约束。**未来保险资金权益配置的提升，将受到四重约束。

图表15：分红险时代保险权益配置的四重约束框架

资料来源：中国银保监会，太平洋证券整理

图表16：五大上市险企核心偿付能力充足率

核心偿付能力充足率	2026Q1
中国人寿	156.87%
平安人寿	130.98%
太保寿险	146.00%
新华人寿	130.55%
太平人寿	133.51%

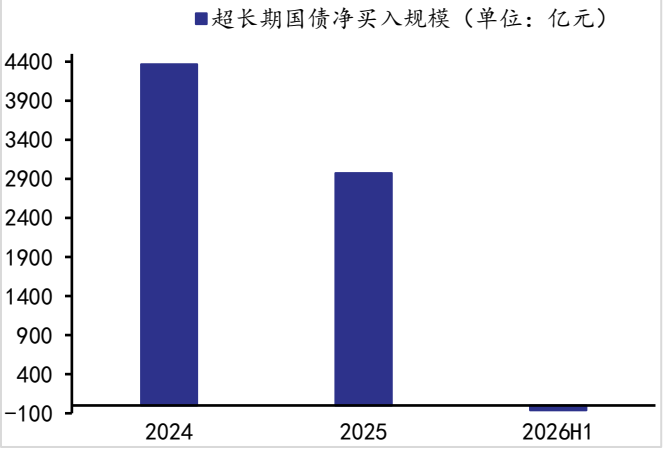
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

3.2 久期约束弱化：超长期债券由刚性需求转向收益比较

- 长期以来，保险公司一直是超长期债券市场最重要的配置力量之一。
  - 原因在于保险负债期限较长，寿险产品通常具有10年以上的期限、长期的现金流支出和稳定的负债久期。
- 但随着分红险占比提升，负债结构正在发生变化。**由于部分收益与投资表现挂钩，保险公司承担的固定现金流压力下降，负债久期约束边际减弱。**
  - 从存量来看，存量传统险的久期缺口压力依然存在，对超长债的刚性配置需求不会立即消失。
  - 但从增量来看，真正发生变化的是新增保费的配置方向。未来新增分红险保费进入资产端后，保险公司可能更加关注收益率水平、风险调整后收益和流动性，而非单纯为了拉长久期而配置超长债。因此，新增资产可能从30年期国债部分转向5-10年期利率债、高等级信用债和金融债。
- 但需注意一个反向因素：2026年7月1日正式施行的《保险公司资产负债管理办法》，要求部分保险公司面临有效久期缺口的监管压力，需要通过增配超长期利率债来拉长资产久期。这一监管要求可能在短期内对冲分红险带来的久期弱化效应，使超长债需求的下行节奏更为平缓。

图表17：保险资金超长期国债净买入规模变化

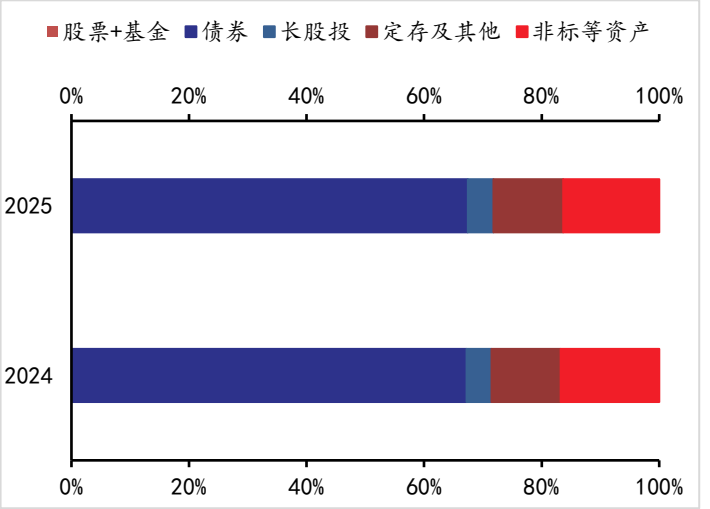


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

3.3 资产配置结构变化：从“债券+非标”向“债券底仓+权益增强+另类资产”

- 过去保险资产配置结构具有明显的固定收益特征，债券占比约60%-70%、非标约15%-20%、权益约10%-15%，其核心逻辑是稳定收益、匹配负债、降低波动。而分红险时代，资产配置目标正在发生变化，未来更可能形成三层结构：
  - 第一层：债券底仓。主要承担流动性管理、负债匹配和稳定收益的功能，包括国债、政策性金融债和AAA信用债。配置逻辑将从“拉长久期”更多转向“票息收益与流动性兼顾”。
  - 第二层：权益增强。主要承担提升长期收益、支持客户分红的功能，重点方向包括高股息股票、低波动价值股和长期成长资产。
  - 第三层：另类资产。主要承担收益增强和分散风险的功能，包括基础设施资产、私募股权和不动产投资等。但在当前非标供给收缩的背景下，另类资产的配置空间受到一定制约。
- **这一结构变化意味着保险资金不会简单地降低固定收益比例，而是在保证安全性和流动性的基础上，逐步提高组合的收益弹性。**从2025年的配置数据来看，这一趋势已经启动，债券占比从高位小幅回落但仍占主体，权益占比创近年新高，非标占比持续下降。

图表18：保险资金配置结构



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

目录

1、分红险转型背景：从利差压力到负债结构重塑
2、分红险运行机制：从固定负债到共享收益负债
3、分红险如何重塑保险资产配置：从久期匹配到收益增强
4、分红险时代对权益市场的影响：保险资金投资范式变化
5、分红险时代对债券市场的影响：需求结构变化重于规模变化
6、海外经验借鉴与未来展望：分红险时代下保险资金配置的新范式
7、投资建议

4.1 高股息资产：分红险时代权益配置的核心方向

- **从资产配置逻辑来看，高股息资产可能成为分红险时代最受益的权益资产类别。**分红险客户最终收益由保证收益提供安全底线、投资收益决定分红水平两部分构成。因此，保险资金需要配置能够持续贡献现金流的资产。
- 相比高波动成长股，高股息资产具有三重优势。
  - 第一，现金流稳定。高股息企业通常具有成熟商业模式和稳定盈利能力，其分红能够形成持续现金回报。
  - 第二，估值波动相对较低。高股息资产通常具有较低估值、低波动和较强防御属性，符合保险资金的风险偏好。
  - 第三，与IFRS17下的资产配置逻辑高度匹配，高股息权益资产如果采用FVOCI计量，可以通过股息收入提供稳定收益，同时避免市场价格波动直接影响利润表。
- 需要注意的是，分红险对高股息资产的影响不仅体现在资金规模增加，更可能影响市场的定价逻辑。分红险时代，如果保险资金持续提高高股息资产的配置比例，可能进一步强化市场对于ROE、现金流、分红能力和长期资本回报的关注。这一转变的实质是增量资金的定价权转移，随着保险资金在A股市场中的占比持续提升，其“稳定现金流”的定价逻辑正在成为市场估值的重要锚点。

图表19：2026年一季度险资重仓行业分布

排序	行业	主要公司
1	银行	中国银行（601988）、工商银行（601398）、中信银行（601998）（601998.SH）
2	公用事业	中国广核（003816）、国投电力（600886）（600886.SH）、浙能电力（600023）（600023.SH）
3	交通运输	上海机场（600009）（600009.SH）、大秦铁路（601006）（601006.SH）
4	周期资源	中国神华（601088）（601088.SH）、华菱钢铁（000932）（000932.SZ）
5	高端制造与科技	立讯精密（002475）、鹏鼎控股（002938）（002938.SZ）、洁美科技（002859）（002859.SZ）
6	消费	伊利股份（600887）（600887.SH）、五粮液（000858）（000858.SZ）、双汇发展（000895）（000895.SZ）

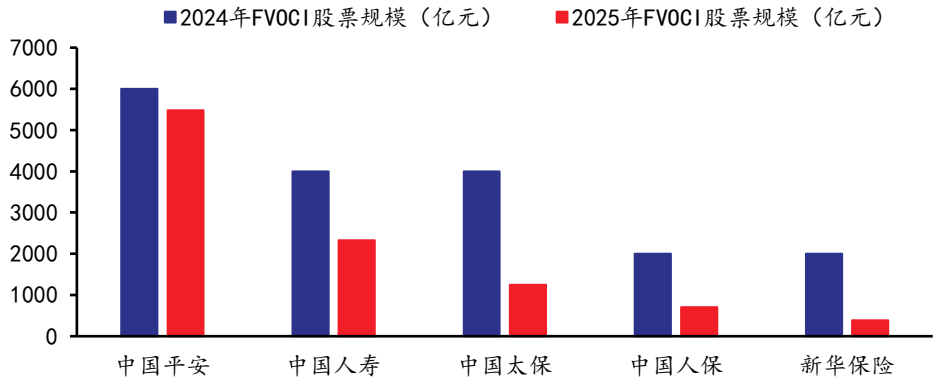
资料来源：iFinD，各公司财报，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

4.2 OCI与TPL选择：IFRS17下保险权益投资模式的重构

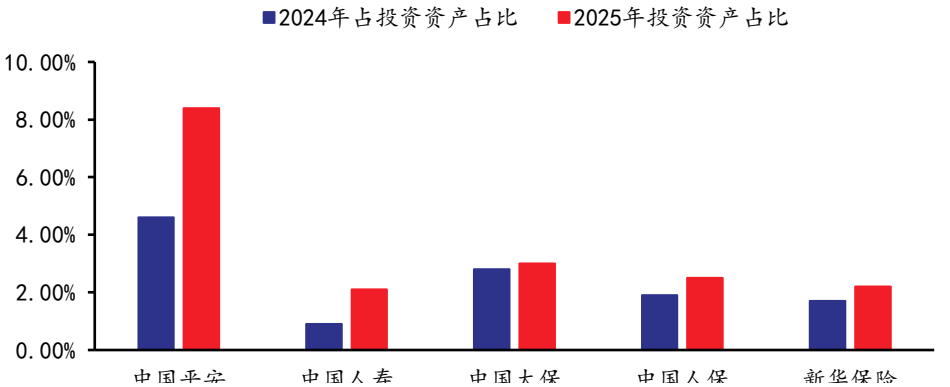
- 分红险时代保险权益投资变化中，一个容易被忽视但非常关键的问题，是保险公司对于权益资产会计分类选择的变化。
- 在IFRS9金融工具准则下，权益投资主要涉及两种计量方式：一是FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）；二是FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益）。
  - 传统保险资金长期偏好FVOCI权益资产，原因在于：股票价格变化，资产价值变化计入OCI，不直接影响利润；因此，FVOCI能够降低权益市场波动对于保险公司利润表的冲击。
  - 但OCI资产的容量是有限的。FVOCI权益资产的设置需满足“持有非交易目的”的严格条件，其容量受限于公司对每只股票的持有意图认定，并非无上限。

图表20：主要上市险企OCI股票规模变化



资料来源：iFinD，各公司财报，太平洋证券整理

图表21：主要上市险企OCI股票占比变化



资料来源：iFinD，各公司财报，太平洋证券整理

4.2 OCI与TPL选择：IFRS17下保险权益投资模式的重构

- 然而，分红险的发展以及VFA模型的应用，可能改变保险公司对TPL资产的态度。VFA模型下，分红险资产收益变化会影响未来可分配收益、进而调整CSM，因此部分投资波动可以通过负债端进行吸收。这意味着TPL资产过去最大的缺点，利润波动压会有所缓解。但需要强调的是，TPL波动并非“消失”，而是被CSM吸收后在保单剩余期限内逐步释放。因此，保险公司增配TPL资产的前提是CSM足够厚，CSM越厚，吸收波动能力越强，TPL占比空间越大。
- 不过，这一趋势并不意味着“OCI资产退出、TPL资产全面替代”。更可能形成的格局是 “OCI托底+TPL增厚”的双层结构。这一结构与分红险负债特征更加匹配，保险公司既需要稳定的分红能力，又需要提高长期收益水平。
  - 截至2025年末，上市险企股票余额规模增长近6000亿元，OCI股票占股票资产比例约40.6%，较年初提升约7个百分点；TPL股票占比约59.4%，绝对规模仍占主导。

图表22：CSM的后续积累来源

方面	内容
一是新保单销售的持续注入	保障型、分期缴产品对CSM的贡献高于储蓄型产品。
二是精算假设的有利变动	如实际死亡率低于预期、未来赔付假设下调等，与未来服务相关的有利变动会被CSM吸收。
三是CSM自身按锁定折现率“计息”增长	这一‘利息’的计算有独特规则——计息利率为合同初始确认时锁定的折现率，而非随市场波动的现行利率。这意味着无论市场利率在保单存续期内如何变化，用于给CSM‘生息’的利率始终锁定在保单签约那一刻。
四是权益市场上行	对于分红险（VFA模型），权益市场上行带来的“浮动收费”增加也会调增CSM。

资料来源：国际财务报告准则官网，太平人寿保险有限公司2025年年报，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

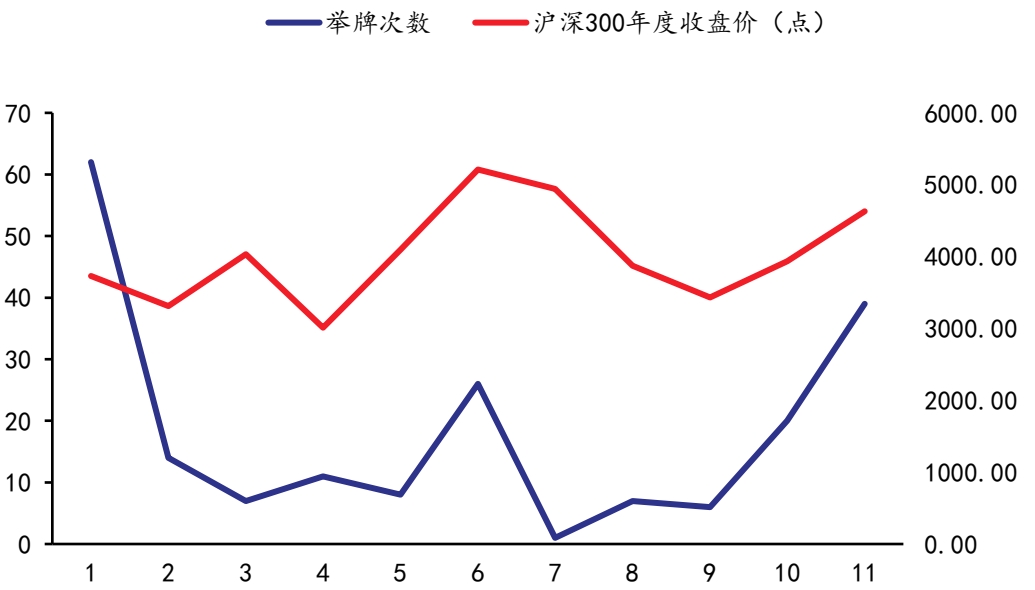
4.3 分红险是否改变了保险资金的择时行为

- 过去市场普遍认为，保险资金是典型的逆周期投资者。原因在于保险资金期限长、负债稳定，短期市场波动不会改变长期投资逻辑。因此，保险资金通常表现为市场下跌时增加权益配置、市场上涨时降低新增配置，这种行为使保险资金具有明显的市场稳定作用。
- 然而，分红险时代可能改变这一行为特征。原因在于，分红险客户更加关注实际收益表现。如果保险公司在权益市场低位配置并获得较高收益，则投资收益提高、分红实现率提升、产品竞争力增强。因此，**保险公司可能更加关注市场估值水平、风险收益比和资产配置窗口。未来保险资金的择时行为可能从“被动逆周期配置”转向“基于长期收益目标的主动择时”。**
- 这一变化可以通过几个可观测的指标进行验证。
  - 指标一：保险资金股票资产增速的变化。截至2026年一季度末，保险公司资金运用余额中股票资产约为3.84万亿元，较2025年末增长约2.7%。相比之下，2025年一季度末保险资金股票资产较2024年末增长约16.03%。增速从16%降至2.7%，同样反映了保险资金在快速增配后的节奏调整。
  - 指标二：保险资金买卖价差损益的变化。 2025年上市险企买卖价差损益贡献显著提升，中国人寿和新华保险贡献最高，预计是资本市场回暖背景下公司主动加大交易操作，将账面浮盈转化为已实现收益。这一变化说明保险资金并非“只买不卖”，而是已经在市场上涨过程中主动兑现收益。

4.3 分红险是否改变了保险资金的择时行为

➢ 指标三：保险资金举牌行为的变化。2025年，在政策松绑与收益诉求的双重驱动下，保险资金在权益市场表现活跃，全年举牌次数攀升至39次，创下2016年以来新高。14家险企举牌28家上市公司，远超2024年全年的20次水平。举牌标的高度集中于H股上市公司，其中32次举牌对象为H股，占比达82%。平安人寿最为活跃，全年举牌12次。然而，进入2026年，险资举牌节奏明显放缓。截至7月13日，仅有3家险企举牌上市公司6次，相较2025年同期的10余家险企举牌近20次大幅减少。举牌节奏从2025年的“密集出击”到2026年的“明显放缓”，反映出保险资金的配置行为正在从“趋势性增配”向“择时性配置”转变。当市场估值快速提升后，保险资金会主动放慢节奏，等待更具性价比的配置窗口。

图表23：保险资金举牌次数变化



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

4.4 分红险时代保险资金与资本市场形成新的反馈机制

- **分红险与资本市场之间可能形成更加明显的双向反馈。**过去，资本市场表现影响保险投资收益、进而影响保险利润，传导链条相对简单。而分红险时代，资本市场表现影响分红实现率、进而影响保险产品销售、影响新增资金规模、进一步影响资产配置，形成更长的传导链条。
- 但需要注意的是，偿付能力约束构成了这一反馈机制的“自动稳定器”，市场上涨时权益市值上升侵蚀偿付能力，自动抑制进一步追高；市场下跌时偿付能力空间反而释放，为逆势配置提供条件。因此，分红险与资本市场的双向反馈不会演变为单向的正反馈螺旋。
  - 当前，增配权益的推力与偿付能力的约束之间并非“谁压倒谁”的静态关系，而是处于一个动态拉锯的过程。推力是结构性的、刚性的，低利率环境下险资必须通过权益投资弥补固收收益缺口，这是资产负债管理的客观要求；约束是阶段性的、可调节的，监管正通过风险因子下调、权益配置上限松绑等方式持续释放偿付能力空间。从2025-2026年的实际数据来看，推力已经在实际配置行为中占据主导，权益规模持续攀升至近年高位，头部险企在市场波动中逆势加仓，而偿付能力更多扮演“速度调节器”而非“方向否决者”的角色。
- 2025年，在利率低位环境下，保险公司一方面通过优质固收资产稳定底仓收益，另一方面借助权益投资放大收益弹性，实现了在安全边际内的收益最大化。这一“固收打底、权益增厚”的配置框架，预计将成为分红险时代保险资金权益投资的长期范式。未来，保险资金仍将是资本市场重要的长期资金来源，但其配置行为将更加主动化、市场化和精细化，在坚守高股息“压舱石”的同时，逐步向有长期成长性的领域拓展配置边界。

目录

1、分红险转型背景：从利差压力到负债结构重塑
2、分红险运行机制：从固定负债到共享收益负债
3、分红险如何重塑保险资产配置：从久期匹配到收益增强
4、分红险时代对权益市场的影响：保险资金投资范式变化
5、分红险时代对债券市场的影响：需求结构变化重于规模变化
6、海外经验借鉴与未来展望：分红险时代下保险资金配置的新范式
7、投资建议

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

5.1 保险资金债券配置逻辑变化：从久期匹配走向收益比较

- 长期以来，保险资金一直是债券市场最重要的长期配置力量之一。由于寿险负债期限较长、现金流支出具有较强稳定性，保险公司天然需要通过配置长期固定收益资产实现资产负债匹配。
  - **这一投资逻辑决定了保险资金长期偏好长久期、高信用等级债券资产。**尤其是在过去利率水平较高时期，长期国债、政策性金融债以及高等级信用债能够同时满足保险资金对于安全性、收益率和久期匹配的需求。因此，保险机构长期以来被视为超长期国债的重要边际买方，其配置行为对于长端利率形成具有较强影响。
- 然而，**随着分红险占比提升，保险负债结构正在发生变化，债券投资逻辑也将随之调整。**
  - 需要强调的是，分红险的发展并不会改变保险资金长期配置债券的基本属性。保险负债期限仍然较长，监管对于资产负债匹配仍有要求，债券仍然是保险资产配置中承担稳定收益和流动性管理功能的核心资产。
  - 真正发生变化的是债券配置的决策逻辑。传统寿险时代，保险公司购买长期债券更多是出于负债匹配需求，即使长期债券收益率下降，只要能够满足久期要求，保险资金仍具有配置动力。而在分红险时代，由于部分负债收益已经与投资表现挂钩，保险公司对于资产收益率的关注程度提高，债券投资将更加重视风险调整后的收益水平。
- 2025年以来，30Y-10Y国债利差从历史低位明显修复，保险机构的债券配置已从单纯的“拉久期”转向注重期限补偿和择时配置。当前30年期国债和地方债收益率仍高于主要新增负债成本，长久期资产仍具备票息覆盖和久期匹配价值。换言之，未来保险资金买债的逻辑可能从“是否能够匹配负债久期”逐渐转向“在满足负债约束的情况下，哪类资产能够提供更优收益”。这一变化并不意味着保险资金减少债券投资，而是意味着债券内部配置结构可能发生调整。

5.2 寿险：个险注重效能提升，银保渠道对整体保费增长形成支撑

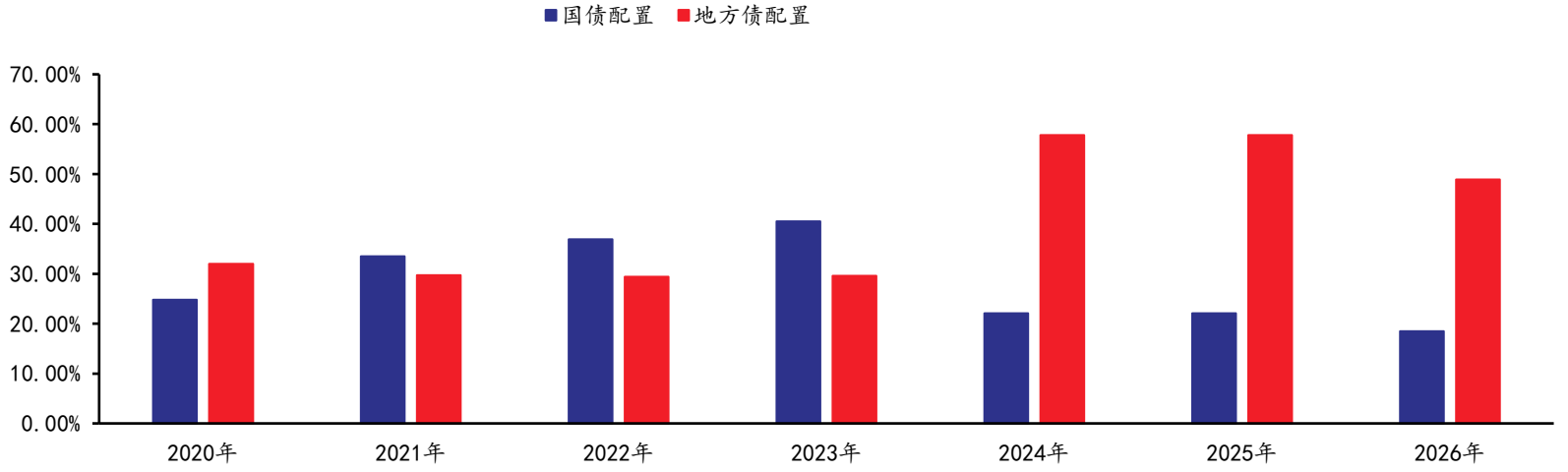
- 市场对于分红险影响债券市场最直接的关注，是保险资金是否会减少超长期国债配置。
  - 从理论上看，分红险负债具有更强弹性，部分收益风险由客户承担，因此保险公司对于长期固定收益资产的依赖程度下降，超长期债券需求可能减弱。
  - 但从实际情况来看，需要区分存量负债和新增业务两个维度。
- 首先，从存量角度看，传统寿险保单仍然占据保险公司负债主体。过去多年销售的大量高预定利率传统险产品，其负债久期依然较长。即使未来新增业务更多转向分红险，存量传统险仍需要保险公司持续配置长久期资产进行匹配。
- 其次，从新增业务角度看，分红险占比提升可能改变新增资金的期限偏好。由于分红险更加关注投资收益和资产流动性，新增资金配置不一定需要完全按照传统险逻辑集中配置超长期债券，而可能更加关注5-10年期国债、政策性金融债和中长期高等级信用债等品种。这些资产能够同时满足较高票息收入、较好的流动性以及相对合理的久期。
- 因此，未来超长期国债市场可能出现一个关键变化：保险资金不会退出超长期债券市场，但其配置行为将更加依赖收益率水平。过去，长期债券是负债匹配下的刚性需求；未来，长期债券更多成为收益比较后的选择。这一变化对于利率曲线具有重要意义。过去保险资金长期配置行为强化了长端利率稳定性，当长端收益率下降时由于负债匹配需求存在，保险资金仍可能持续配置；而未来，当超长期债券收益率下降至较低水平时，保险资金追涨动力可能下降，长端利率对于收益率变化更加敏感。分红险时代可能带来的并非长端债券需求消失，而是超长期债券需求由“刚性配置盘”转变为“价值配置盘”。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

5.2 寿险：个险注重效能提升，银保渠道对整体保费增长形成支撑

- **这一趋势已在实际数据中得到初步验证。**2025年上半年，险资在二级市场净买入债券1.6万亿元，占2024年全年净买入量的63%。从净买入品种看，地方政府债是保险最主要、最稳定的买入品种。2026年初，保险机构净卖出20-30Y国债规模达到110亿元。2025年年末以来，保险资金对超长地方债的净买入规模持续回落，更多处于观望状态。2026年保费增长但“买长”偏弱，是系权益分流、利率点位偏低与择时属性增强三者叠加所致。这是节奏问题而非方向问题，被推迟的配置需求将在点位合适时集中释放。

图表24：保险资金利率债配置结构变化——国债 vs 地方债



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

5.3 高等级信用债：稳定票息需求提升，信用利差可能进一步受到压缩

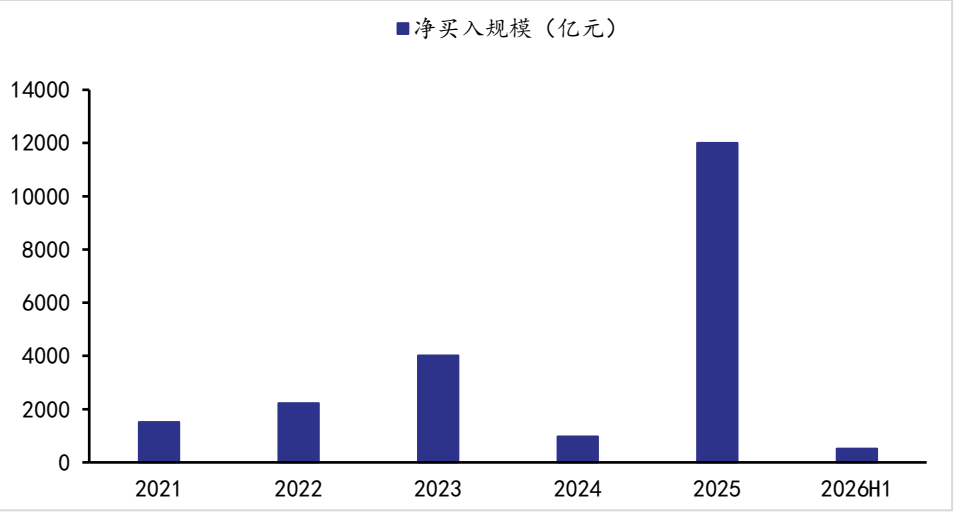
- 相比利率债，**信用债可能是分红险时代更值得关注的固定收益资产方向。**
  - 原因在于，分红险负债结构对于稳定投资收益具有更高要求，而高等级信用债能够提供相对稳定的票息收益，同时避免权益资产较大的市场波动。过去保险资金配置信用债，主要目的是提高组合收益率。由于长期国债收益率下降，仅依靠利率债难以满足保险资金收益目标，因此保险机构需要通过信用债获取一定收益增强。随着分红险发展，这一需求可能进一步增强。
- 从资产特征来看，高等级信用债具有几个优势。
  - 首先，其收益来源更加稳定，相比权益资产，信用债收益主要来自票息收入，投资收益波动较小，更符合分红险需要稳定分红实现率的要求。
  - 其次，高等级信用债风险收益比较适合保险资金，保险资金并不追求绝对高收益，而是在安全性基础上寻找收益提升空间。因此，AAA信用债、金融债以及产业龙头债可能成为重要配置方向。
  - 再次，信用债能够提供比利率债更高的收益率，在长期低利率环境下，保险资金需要寻找能够提升组合收益率的资产，而高等级信用债提供了一种相对稳健的收益增强方式。
- 因此，未来分红险时代，信用债的重要性可能提升。保险资金对于信用债市场的影响更多体现在边际稳定作用，而非绝对规模影响。但保险资金具有两个特殊优势。一是投资期限长，二是逆周期特征明显。当信用债市场出现短期调整时，保险资金往往能够利用长期资金优势进行配置。分红险发展可能强化保险资金作为信用债市场稳定投资者的角色。未来受益方向主要包括AAA主体信用债、大型央企产业债、优质金融机构债和高等级地方国企债。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

5.4 二永债：分红险时代固定收益增强的重要方向

- 在分红险时代的固定收益资产中，**二永债（银行二级资本债和永续债）可能是最值得关注的品种之一。**过去市场对于保险资金投资二永债的讨论，更多集中于其高票息属性和银行资本补充功能。但从分红险逻辑来看，二永债的重要性不仅来自收益率优势，更来自其与分红险资产负债特征之间的匹配。
  - 首先，二永债能够满足分红险对于收益增强的需求。 随着长期利率下降，传统利率债收益空间收窄，保险资金需要寻找能够提高投资收益率的资产。银行二级资本债和永续债通常具有较高票息，相比普通金融债能够提供更高收益。对于需要提升分红水平的保险资金而言，这类资产具有较强吸引力。2026年上半年保险机构二永债净买入规模约515亿元。

图表25：保险机构二永债净买入规模



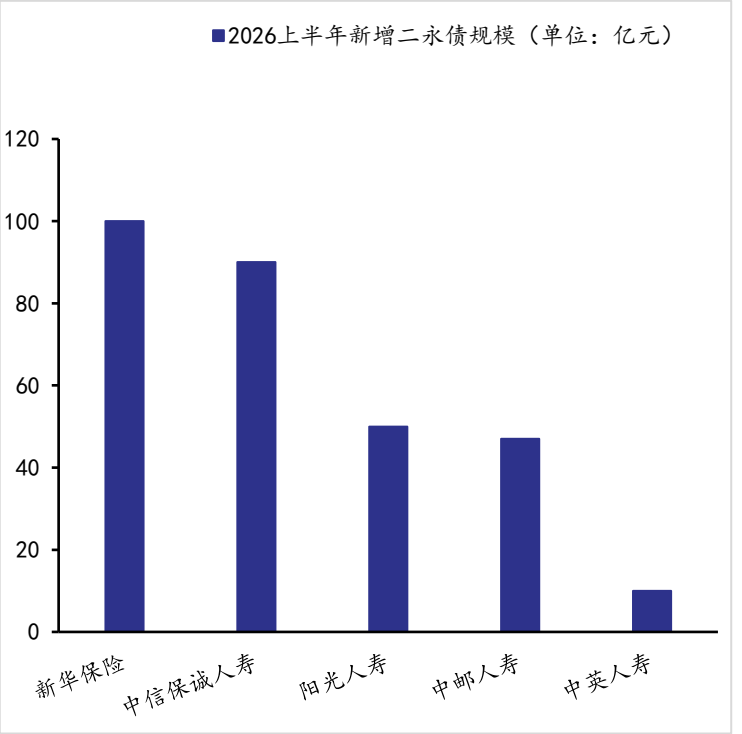
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

5.4 二永债：分红险时代固定收益增强的重要方向

- 其次，二永债风险收益特征符合保险资金长期投资逻辑。 二永债虽然具有一定资本属性，但发行主体主要为大型银行，信用基础较强。
- 第三，从VFA模型的视角来看，二永债对分红险账户具有特殊的适配性。 其估值波动可通过CSM进行吸收，降低了对利润表的直接冲击；而其高票息又能有效增厚可分配盈余，提升分红实现率。这一“收益-风险”的帕累托改进，使二永债成为分红险时代固定收益增强的重要品种。

- 从配置数据来看，保险资金已经在积极布局这一品种。2025年，保险机构在二级市场净买入二永债约432亿元。2026年开年以来，保险机构净买入其他信用债（主要为商业银行普通债和二永债）规模达273亿元。
- 从配置层级来看：普通国债提供安全性和流动性，信用债提供稳定票息，二永债提供收益增强。不过，二永债并非没有风险，主要包括利率风险、银行资本监管变化风险、流动性风险。因此，保险资金配置二永债配置规模可能随利差水平和利率点位的变化而波动。未来保险资金配置二永债仍需关注发行主体质量、资本充足水平、赎回概率和条款保护程度。

图表26：2026上半年上市险企新增二永债规模



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

5.5 分红险是否会造成债券市场资金被权益市场分流

- 市场另一个关注问题是，如果分红险推动保险资金增加权益配置，是否会导致债券市场资金流出。这种担忧存在一定合理性，但短期内影响有限。
  - 从实际数据来看，2025年末债券占比为48.6%，2026年一季度为48.7%，债券占比并未因权益增配而下降。保险资金配置呈现“债券维持高位、权益大幅加码、存款持续压降”的特点。2025年三季度，债券配置占比曾出现自2022年二季度监管公开相关数据以来的首次下滑（环比下降0.79个百分点至48.52%），但四季度即环比回升。
- 原因在于，保险资金配置权益存在严格约束。
  - 首先，偿付能力监管限制权益仓位提升速度，保险公司不会因为分红险发展而大幅降低固定收益资产比例。
  - 其次，债券仍承担保险资金流动性管理功能。分红险虽然提高了收益弹性，但同时可能增强客户行为波动，保险公司需要保持较高流动性资产比例以应对退保和资金需求变化。因此，高等级债券仍然是保险资产配置中的基础资产。
- **未来更可能出现的是债券内部结构变化，减少部分低收益、低效率资产，增加高票息、高流动性资产。**因此，分红险不会导致保险资金退出债券市场，而会推动债券配置从“规模导向”转向“效率导向”。

目录

1、分红险转型背景：从利差压力到负债结构重塑
2、分红险运行机制：从固定负债到共享收益负债
3、分红险如何重塑保险资产配置：从久期匹配到收益增强
4、分红险时代对权益市场的影响：保险资金投资范式变化
5、分红险时代对债券市场的影响：需求结构变化重于规模变化
6、海外经验借鉴与未来展望：分红险时代下保险资金配置的新范式
7、投资建议

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

6.1 日本经验：低利率环境推动寿险从高保证收益向参与型产品转型

- 日本是全球低利率环境下寿险行业转型最具代表性的市场。
  - 20世纪80年代末，日本寿险行业曾长期依赖高预定利率产品扩张。在1980年代，日本寿险公司通过提高产品预定利率、大量配置股票等高风险资产推动业务短期高增长。
  - 然而，20世纪90年代日本经济泡沫破裂后，利率水平大幅下行，寿险行业陷入严重利差损，多家寿险公司破产倒闭。
- 日本寿险行业随后采取了一系列调整措施。**在负债端，核心策略是持续下调预定利率和调整产品结构。**
  - 日本金融厅将寿险公司预定利率与历史十年期国债收益率水平挂钩，寿险公司在1990年至2001年经历了6次新单预定利率下调。
  - 2022年，日本头部9家大中型寿险公司的平均新业务预定利率下降至不到0.25%，平均整体业务预定利率由3.55%下降至1.82%。与此同时，日本寿险公司积极发展医疗险等保障型险种，医疗险业务占比由1995年的12%攀升至2023年的37%。1999-2002年，在利差继续亏损、利差损对三差的贡献高达约60%的情况下，日本寿险业通过死差益和费差益实现了较大规模的利润贡献。

图表27：日本寿险业六次下调新单预定利率路径

时间	阶段	新单预定利率
1990年4月	泡沫破裂初期首次响应	由6.0%下调至5.5%
1992年4月	持续下调	由5.5%下调至4.75%
1994年4月	持续下调	由4.75%下调至3.75%
1996年4月	关键拐点，挂钩国债收益率机制确立	由3.75%下调至2.75%
1998年4月	持续下调	由2.75%下调至2.0%
2001年4月	至此完成六次调整，接近零利率环境	由2.0%下调至1.5%

资料来源：新浪财经，太平洋证券整理

6.1 日本经验：低利率环境推动寿险从高保证收益向参与型产品转型

- 在资产端，日本寿险业采取了两个核心策略。
  - 第一，大幅增配国债以拉长资产久期。1997-2022年，日本寿险行业配置的国债规模由25.6万亿日元增长至165.0万亿日元，国债占整体资产的比重由13.5%提升至40.6%。
  - 第二，积极增配海外资产以获取超额收益。1997-2022年，日本寿险行业配置的外国证券占整体资产的比重由9.9%提升至23.8%。为应对低利率冲击，日本寿险业在90年代危机后确立了平衡投资策略，资产端显著向有价证券倾斜，占比由1998年的52.2%大幅提高至2023年的83.0%。在结构上，海外证券承担了增厚收益的重要角色，其占有价证券比重始终保持在17%-31%的较高水平；同时，海外配置中债券占比高达95.2%，以高评级固收资产为压舱石，兼顾了收益与安全。
- 经过长达十余年的资产负债管理调整，行业终于在2013年迎来经营拐点，彻底消除了利差损隐患。现阶段，日本险企负债成本中枢已下行至1.5%-2.0%，而投资收益率稳定在2.5%左右，行业正享受着稳定的利差益红利。
- 日本经验对于中国市场的重要启示在于：**分红险的发展并不会导致保险公司放弃稳健投资，而是在保证负债安全的基础上提高资产组合收益弹性。**
  - 日本寿险行业的经历表明，低利率环境下保险资金最终会从单纯追求久期匹配转向更加关注风险调整后的长期收益。
  - 不过，日本经验也提示中国市场需要警惕一个问题：负债结构调整无法立即解决历史高成本负债问题。中国分红险发展虽然能够降低新增业务的利差风险，但存量传统险负债仍然需要较长时间消化。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

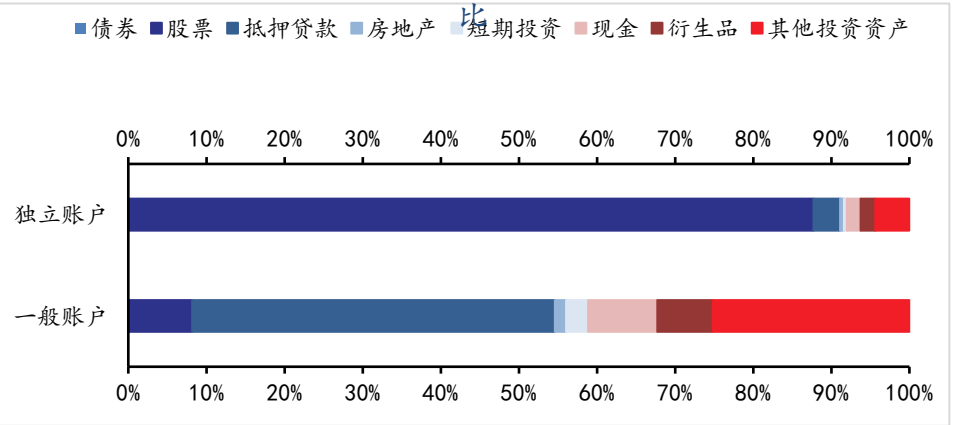
6.2 美国经验：参与型保险推动保险资金提高长期收益资产配置比例

- 美国寿险市场中的参与型保险(Participating Insurance)发展历史较长，其核心机制与中国分红险具有较高相似性。
  - 美国参与型保险通常允许保单持有人分享保险公司的经营成果，包括投资收益、死亡率改善收益以及费用管理收益。由于客户收益与保险公司经营表现相关，美国寿险公司在资产配置方面拥有更大的收益追求空间。
- 美国寿险资金分为一般账户和独立账户。
  - 一般账户资金主要来自传统寿险、定期寿险和保证收益年金等，利差风险由保险公司承担；
  - 独立账户资金主要来自投资连结险、变额年金等，投资风险由客户承担。
- 在21世纪初利率快速下降的阶段，美国寿险行业负债结构中独立账户的占比由2002年的28%快速提高至2007年的38%，近年来一直保持在38%左右的水平。与此同时，2000-2024年美国传统寿险最高法定评估利率从4.5%一路下降至3%，降低了保险公司的经营压力。
- 从投资端来看，美国寿险业持续加配权益资产，整体权益占比由1980年的10%显著增至2021年的31%。但分账户来看，差异巨大。
  - 一般账户资产配置整体保持稳定，固收资产保持在65%-70%左右，权益资产保持在2.2%-2.5%之间；
  - 而独立账户的投资目标以获取超额收益为主，在2009-2021年间股票投资比例稳定维持在75%左右。截至2024年，在美国寿险公司的一般账户中，债券类资产占比高达63.1%，公司债占比为49.4%；在独立账户中，普通股占比高达70%，公司债占比仅为13.3%。

6.2 美国经验：参与型保险推动保险资金提高长期收益资产配置比例

- 美国经验对中国市场的借鉴意义在于：
  - 通过产品结构的分层设计（一般账户承担保底、独立账户承担波动），可以实现负债端风险承担与资产端收益追求的精确匹配。中国分红险的“保证+浮动”结构，在一定程度上兼具了美国一般账户和独立账户的双重特征。
  - 不过，中国保险资金配置另类资产的空间受制于国内资本市场成熟度。美国保险资金配置另类资产的重要原因之一是其成熟的资本市场体系以及丰富的长期投资工具。相比之下，中国适合保险资金长期配置的优质资产供给仍相对有限，因此**中国分红险时代的资产配置多元化将是渐进过程。**

图表28：美国寿险一般账户 vs 独立账户资产配置结构对比



资料来源：ACLI，太平洋证券整理

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

6.3 英国经验：平滑机制降低投资波动，对分红险资产管理具有重要启示

- 英国With-Profits产品是全球最成熟的分红险模式之一。
  - 英国分红险的重要特点是“平滑机制”(smoothing mechanism)。由于保险投资收益存在周期波动，如果客户分红完全按照当期投资收益决定，会导致客户收益大幅波动，影响产品稳定性。
  - 因此，英国保险公司通常建立平滑账户，在表现较好的年份留存部分收益，在回报较低的年份释放收益，从而降低客户收益的年度波动。
- 从实际运作来看，英国With-Profits基金通常投资于多元化的资产组合，包括公司股票（英国和海外）、政府债券、公司债券和房地产。
  - Royal London的With-Profits基金2024年总投资回报率为10.6%，增长主要来自公司股票和房地产；2023年回报率为7.9%，增长主要来自英国债券和海外股票。
- 这一机制对于中国分红险发展具有重要启示。**中国分红险目前同样面临一个核心问题：如何平衡投资收益波动与客户分红预期。**
  - 如果分红实现率完全受到资本市场短期波动影响，则可能形成“投资表现下降→客户收益下降→产品竞争力下降→业务增长承压”的负反馈。因此，未来中国分红险发展可能需要进一步完善盈余平滑机制、分红管理机制和资产负债匹配机制。
  - 同时，英国经验也说明，分红险并不是简单提高权益配置比例，而是需要保险公司具备更强的资产配置能力和负债管理能力。

6.4 中国分红险时代的三个结构性趋势

- **保险负债从“刚性承诺”逐步转向“风险共享”**
  - 分红险的发展，本质上是保险负债风险结构的一次重新分配。通过保证收益和浮动收益的结合，保险公司降低了固定收益承诺压力，同时客户也获得了分享长期投资收益的机会。
  - 预定利率动态调整机制打破了“高保证收益”预期，偿二代二期抬高了刚性负债的资本成本，IFRS17提高了负债透明度，而分红险在VFA模型下通过CSM实现了资产波动的跨期平滑。
- **保险资产配置从“久期匹配”走向“收益增强”。**未来保险资金配置趋势可能表现为三个方向：
  - 第一，权益资产配置比例逐步提升，但这种提升不会是激进式增加，而是在偿付能力、CSM厚度和流动性约束下渐进提高，高股息资产可能成为最重要方向；
  - 第二，固定收益内部结构调整，保险资金不会减少债券配置，而是从单纯追求久期转向追求收益效率，二永债和高等级信用债的重要性将提升；
  - 第三，另类资产配置逐渐增加，随着保险资金收益目标提高，基础设施、不动产、私募股权等长期资产可能获得更多关注，但受制于国内优质资产供给有限，这一过程将是渐进的。
- **保险资金成为资本市场中“有选择的长期资本”，**未来保险资金仍然是长期资本，但其投资行为会更加主动。
  - 在债券市场，保险资金仍然承担稳定市场作用，但会更加关注收益水平和风险收益比，从“无条件配置盘”转变为“有条件价值盘”。保险资金未来可能从“市场稳定器”逐渐转变为“长期价值发现者，这一变化对于资本市场的定价效率和估值体系具有深远意义。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；
看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机 构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net