

破局低利率：40万亿后的险资叙事

——中国机构配置手册（2026版）之保险资管篇

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 保险

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王文静

0755-81981648

wangwenjing@guosen.com.cn

S0980526050001

- 截至2026年4月末，保险业总资产达到42.93万亿元，资金运用规模亦突破40万亿元。低利率环境下，如何有效破局资产荒成为影响险资行为、乃至保险股定价的最大叙事。
- 负债优化，拓展浮动收益产品，增加保障类产品。低利率环境下，险企通过产品结构调整优化负债成本，一方面加大分红险、投连险等浮动收益型产品供给，降低刚性负债压力；另一方面提升健康险、长期护理险等保障型产品占比，如2025年行业健康险保费达9973亿元，同比增速2.05%，其中长护险增速超50%。同时保险行业建立预定利率与市场利率挂钩机制，动态调整产品定价，2025年普通型人身险预定利率最高值随市场利率下行而调降，缓解利差损风险。随着产品结构从“储蓄主导”向“储蓄+保障”双轮驱动转型，储蓄型保险侧重“强制储蓄+财富传承”，保障型保险聚焦医疗、养老等民生需求，形成差异化竞争格局，有效降低负债端对利率的敏感度。
- 响应I9和I17资产负债联动要求，战略重视净投资收益，锁定高分红资产。新会计准则（IFRS9/I17）实施后，险资通过资产负债联动强化收益稳定性，尤其是IFRS9将金融资产分为FVTPL、FVOCI、AC三类，权益资产更多计入FVTPL，利润波动加大，倒逼险企优化资产配置：一方面拉长久期，2025年头部寿险公司平均资产久期拉长至12.2年，久期缺口显著缩短；另一方面增配高股息蓝筹股等稳定分红资产，通过“股息价值策略”提升净投资收益。2025年乃至后续很长时间，上市险企净投资收益率成为覆盖刚性负债成本的核心支撑；结合负债端具体产品特性，险资对浮动收益型产品匹配成长风格的权益类资产，对传统储蓄险匹配长久期固收和高股息资产，实现成本收益动态匹配。

- **核心加卫星，哑铃配置结构持续。**险资延续“哑铃型”配置策略，一端强化长久期利率债配置，2025年超长债占比提升，地方债因免税及资本消耗低成为核心品种，信用债则向AAA级高等级品种集中，低利率环境下，向交易要收益，利率波段显著增加；另一端加大权益及另类资产配置，权益方面重点布局高股息红利资产，2025年股票持仓中金融、公用事业等高股息行业占比提升，并通过举牌、长期股权投资平滑利润波动；同时另类资产聚焦私募股权、REITs、黄金等，2025年头部寿险非标配置占比降至7.7%，但私募股权投资、基础设施债权计划等另类投资规模显著增加、探索REITs资产配置，对冲传统固收收益率下行压力。
- **同时，年金/职业年金成为保险资管的二次增长曲线。**2025年末头部保险资管第三方资金占比近25%，依托全链条协同优势巩固年金市场份额；产品端创设“固收+”类产品，并通过资产支持计划、私募资管产品等满足银行、养老金等机构需求，随着第三方业务收入贡献持续提升，在绝对收益领域有长期投资能力的保险资管机构将一跃成为资管新势力。
- **风险提示：**保费收入增速不及预期；三方业务承压；长端利率下行；资本市场波动等。

[01] 负债优化：增浮动，加保障

[02] 资负联动：锁收益，稳分红

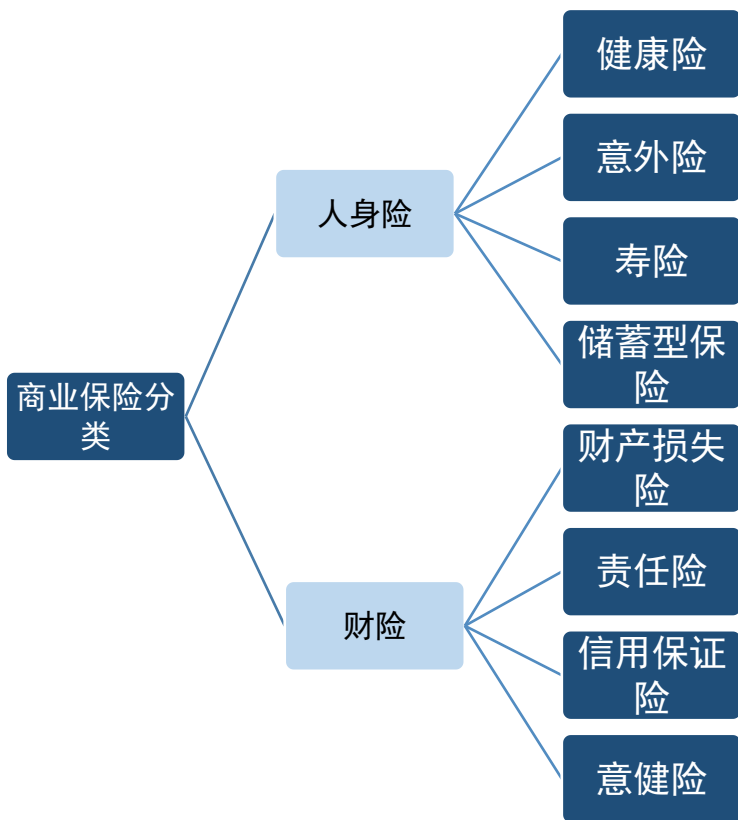
[03] 配置策略：哑铃结构持续

[04] 创新拓展：另类发力，三方寻机

保险产品分类与保费收入占比

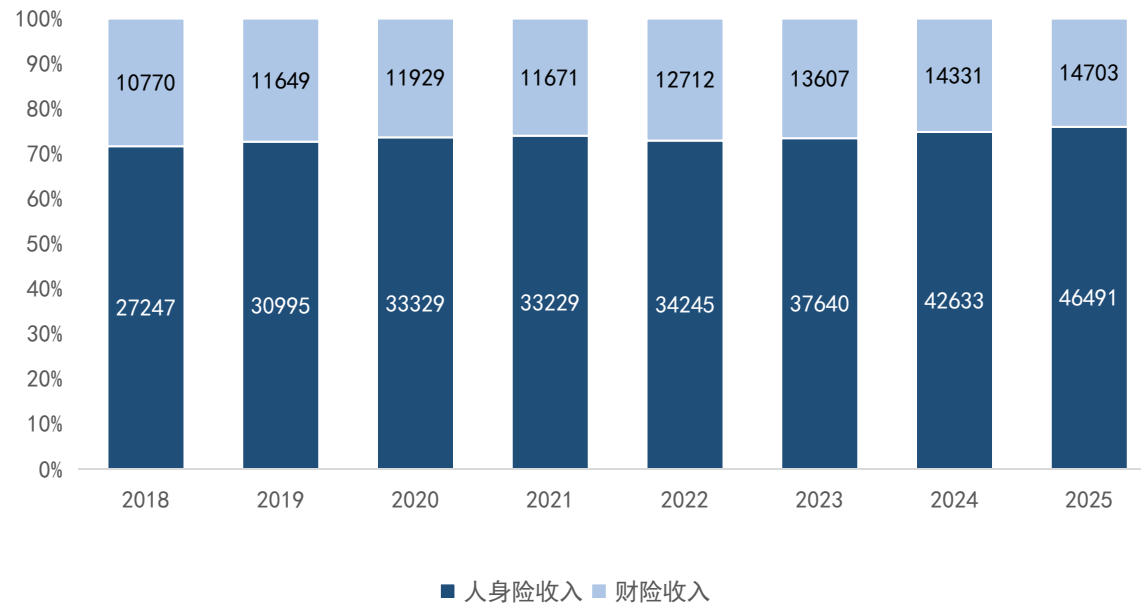
- 保险产品按照标的可以分为人身险和财产险。人身险保障个人生命、健康等；财险保障财产损失。
- 在市场份额上，人身险保费收入占总保费收入的比例均在70%以上。2025年全国累计人身险保费收入达到46491.44亿元，占总保费收入的76%；在销售渠道上，主要有个险渠道、银保渠道、团险渠道、互联网渠道以及电销渠道；在缴费方式上，分为趸交（一次性付清）和期交；在保障时期上，分为短期（一年以内）和长期（例如定期和终身等）。

图：商业保险分类



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

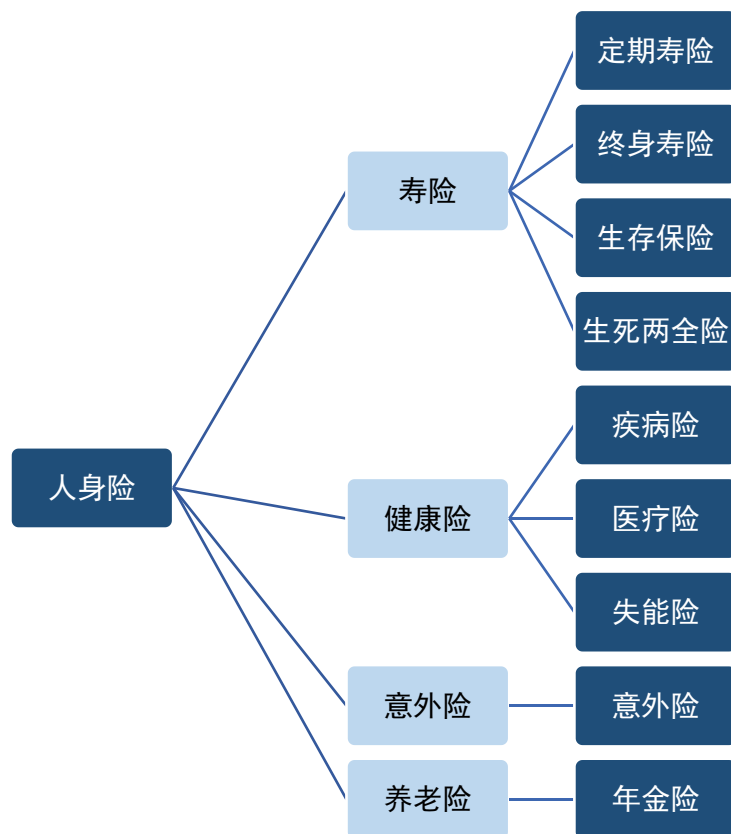
图：2018-2025年我国人身险与财险累计保费收入（单位：亿元）



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

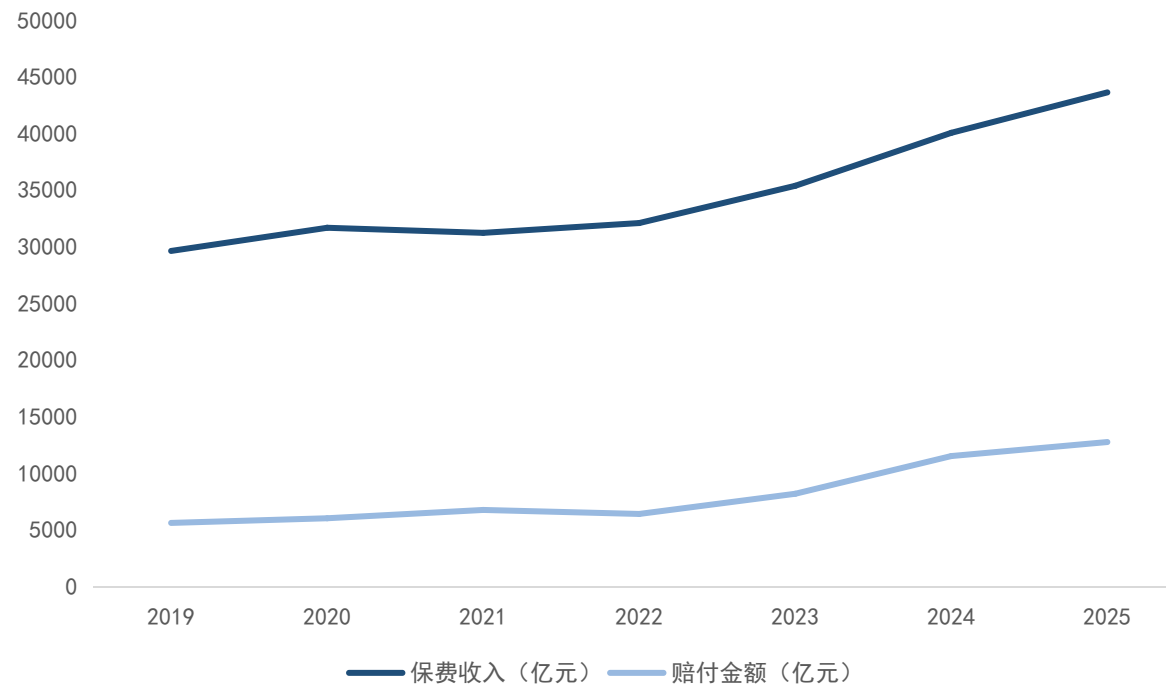
- 人身保险行业是指以人的生命和身体为保险标的，为被保险人提供风险保障和财务规划的行业。人身险保费收入与赔付金额变化趋势大致相同，且由于运营成本、寿险的长尾效应等问题，保险公司会通过精算预测设计保费保证利润。
- 2025年人身险公司原保险保费收入为43624.2亿元，增长率为8.9%，人身险市场呈现回暖趋势。这一增长主要得益于居民可支配收入的提升、政府持续增强社会保障力度以及居民消费信心的提升。

图：人身险险种分类



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

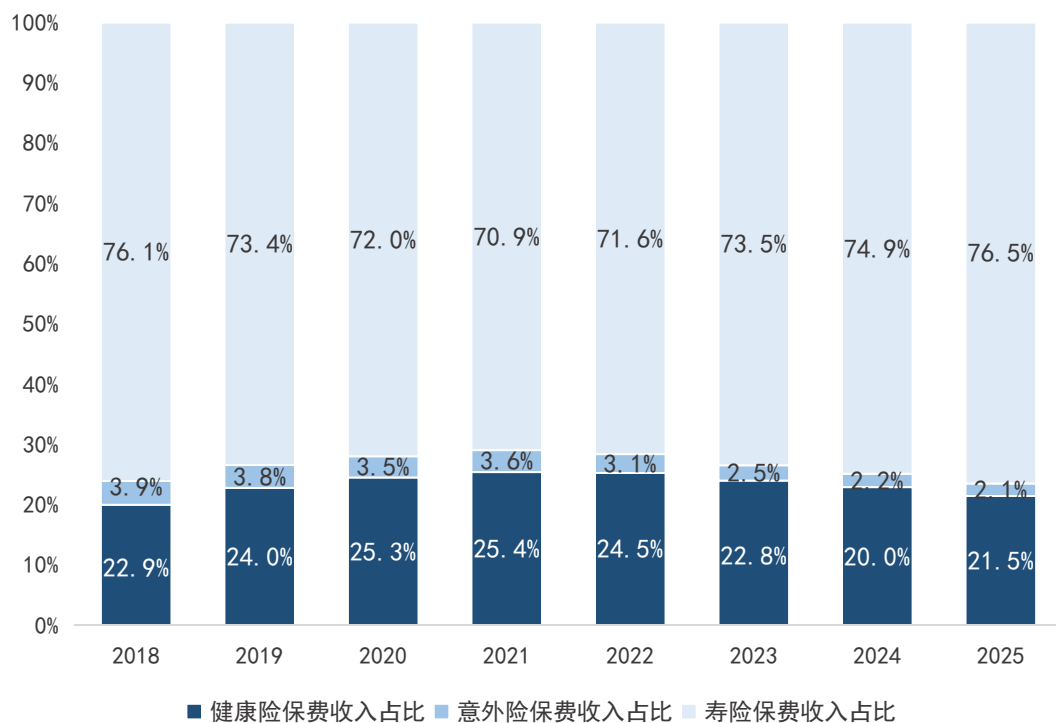
图：人身险公司原保险保费收入及赔付金额变化趋势（单位：亿元）



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

- 人寿保险，是以被保险人的寿命为保险标的，且以被保险人的生存或死亡为给付条件的人身保险。除了身故，部分定期寿险也可保障全残。
- 寿险因其保障功能、债务隔离、财富传承等功能而受到消费者的青睐。部分寿险（如增额终身寿险）还兼具保障与储蓄功能，可帮助投保人积累财富，并在到期时返还部分现金价值。寿险是人身险收入中的主导险种，历年累计寿险保费收入均在70%以上。
- 寿险按照期限主要分为定期寿险和终身寿险，这些产品因其不同特点与条件而适用于不同人群。

图：人身险中各项险种保费收入占比（单位：%）



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

图：定期寿险与终身寿险对比

定期寿险

- **定义：**在一定期限内提供保障，通常为10年、20年、30年等。
- **特点：**保障期固定、保费低。
- **适合人群：**家庭经济支柱、年轻父母。
- **产品示例：**
 - **华贵大麦2024（华贵人寿）：**18至60岁，等待期90天犹豫期20天，身故/全残保险金最高达400万。
 - **臻爱2024（同方全球）：**18至60岁，等待期90天犹豫期15天，最高350万基本保额。

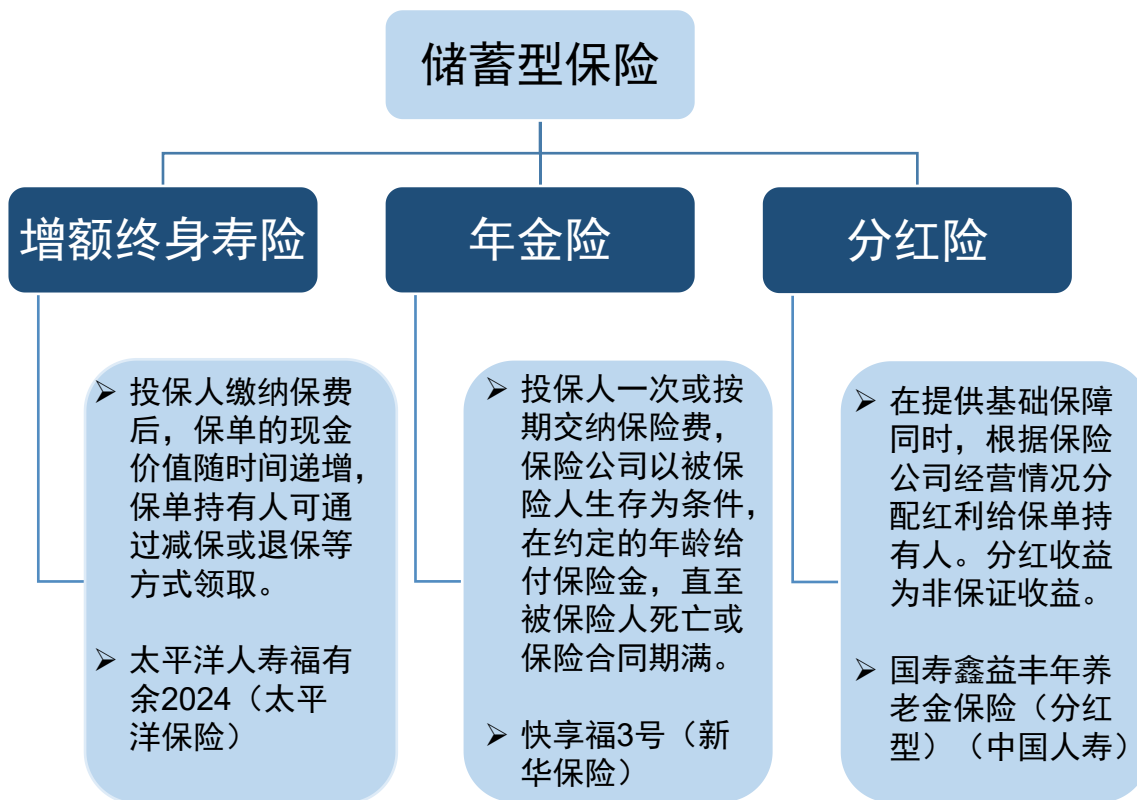
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

终身寿险

- **定义：**提供终身保障直至被保险人身故。
- **特点：**保障期长、保费高。
- **适合人群：**中老年人、财富传承和资产保全需求较高的人群。
- **产品示例：**
 - **光明至尊（2025）终身寿（分红型）（光大人寿）：**30天至70周岁，等待期90天，犹豫期15天，提供现金领取、累积生息、交清增额三种红利领取方式，限部分地区购买等。

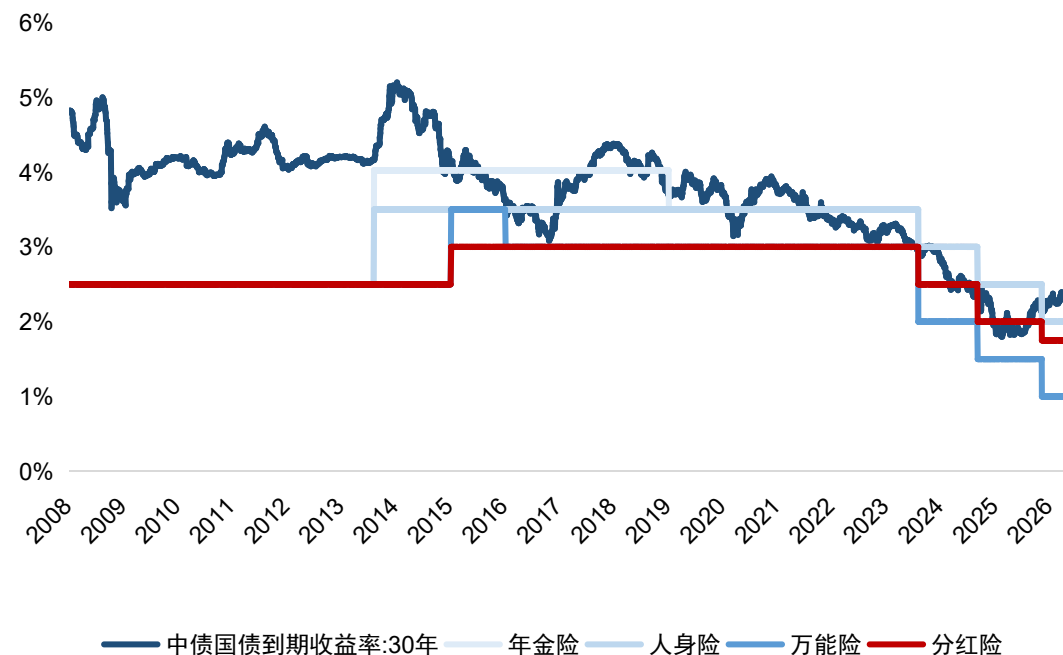
- 储蓄型保险是将保障与储蓄功能结合的一种保险产品，除了提供基本保障外，还会定期返还一定的现金价值或分红。储蓄型保险现阶段主要分为增额终身寿险、年金险和万能险。
- 与保障型保险相比，储蓄型保险特有的储蓄功能能够帮助被保险人强制储蓄，使得现金价值增值，提供中长期稳定现金流，达到养老补充、资产配置、财富传承等目的。随着市场利率的下降，预计未来储蓄型保险的预定利率可能会进一步下调。

图：主要的储蓄型保险类型对比



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

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



资料来源：保险行业协会，金监总局，国信证券经济研究所整理

人身险险种介绍——健康险

- 健康保险是指保险公司通过疾病保险、医疗保险、失能收入损失保险和护理保险等方式对因健康原因导致的损失给付保险金的保险。
- 健康险主要分为重疾险和医疗险。国家金融监督管理总局数据显示，2025年全年，保险行业共取得健康险保费收入9973亿元，同比增长2.05%。截至2025年11月，医疗险作为主力险种保费收入约4550亿元，占比46%，疾病险占比约45%，护理险及失能险占比约9%。其中长护险近年增速普遍超过50%，虽然基数较小，但在老龄化和全国统一推进背景下，有望成为第二增长主线。从长远看，医疗险或将逐渐成为健康险市场的主导险种。

表：人身险险种分类及介绍

险种	定义	功能	分类	产品示例
重疾险	重大疾病保险，是指由保险公司经办的以特定重大疾病，如恶性肿瘤、心肌梗死、脑溢血等为风险发生时，当被保险人达到保险条款所约定的重大疾病状态后，由保险公司根据保险合同约定支付保险金的商业保险行为。	<ul style="list-style-type: none">➢ 提供重大疾病保障，减轻费用压力。➢ 补偿在疾病期间的收入损失。➢ 防止因病返贫、因病致贫。➢ 弥补社保不足，有效抵御重疾大病风险。	<ul style="list-style-type: none">➢ 按保险期限：终身重疾险、定期重疾险等。➢ 按保障责任：含身故重疾险、不含身故重疾险。➢ 按赔付次数：单次赔付重疾险、多次赔付重疾险。➢ 按产品形态：消费型重疾险、返还型重疾险。	<ul style="list-style-type: none">➢ 达尔文3号（信泰人寿）：单次赔付，60岁前确诊重疾额外赔付80%保额，特定轻症可二次赔45%保额。➢ 超级玛丽11号（君龙人寿）：消费型重疾险，保至70岁或终身，基础责任含110种重疾+30种中症+40种轻症，可选癌症津贴、心脑血管二次赔。
医疗险	医疗险是指以约定的医疗费用为赔付条件的保险，主要是用于解决医疗费用问题。假如生病或发生意外，就医所产生的门诊费、住院费、手术费、治疗费等，可以通过医疗险进行报销。	<ul style="list-style-type: none">➢ 补充医保，报销医保目录外的更多医疗费用。➢ 获得更全面的医疗保障，确保病有所医。➢ 减轻医疗费用负担。	<ul style="list-style-type: none">➢ 社会医疗保险：城镇职工医保、城乡居民医疗保险。➢ 商业医疗保险：百万医疗、中端医疗险、高端医疗险、防癌医疗险等。	<ul style="list-style-type: none">➢ 好医保·长期医疗（人保健康）：一般医疗20年，特定疾病终身；癌症心血管疾病全额报销；400万保额，涵盖住院、门诊、手术等。➢ 平安e生保互联网长期医疗（平安健康）：一般医疗200万+120种特定疾病医疗200万，涵盖住院、特殊门诊、手术及住院前后30天急诊费用等。

资料来源：国家金融监督管理总局，各公司官网，国信证券经济研究所整理

- 人身意外保险，又称为意外伤害保险，是指投保人向保险公司缴纳一定金额的保费，当被保险人在保险期限内遭受意外伤害，并以此为直接原因造成死亡或残废时，保险公司按照保险合同的约定向被保险人或受益人支付一定数量保险金的一种保险。它具有短期性，灵活性、保费低的特点。
- 意外险按照保障时间可分为一年期意外险和长期意外险等；按特定用途可分为综合意外险、旅游意外险、运动意外险等；按产品形态可分为消费性意外险和返还型意外险等。

图：意外险分类及相关产品介绍

成人意外险

- 小蜜蜂5号（太平洋保险）：18至60岁，1-3类职业可投，健康告知简单，意外身故/伤残保额最高可达150万等。
- 大护甲6号（人保财险）：18岁及以上，1-3类职业可投，2条健康告知，对部分医院有限制。0免赔等。

少儿意外险

- 小顽童6号（平安保险）：30天至17岁，意外等待期0，猝死等待期30天，意外医疗0免赔，不限社保范围，社保报销后剩余金额100%报销。另有交通意外额外赔——航空意外身故伤残保障，范围扩展至私立医院等。

老人意外险

- 孝心安5号（太平洋保险）：50至85岁，1-3类职业可投，地区无限制，意外住院不限社保100%报销，含增值服务等。
- 大护甲6号（高龄版）（人财保险）：50至85岁，1-3类职业可投，意外住院不限社保100%报销，含重症住院津贴等。

中高危职业意外险

- 华泰高风险职业意外险（华泰保险）：18至60周岁，1-6类职业可投，意外医疗报销限制在社保范围，社保报销后按90%比例赔付，住院津贴范围在50元/天至150元/天，单次限制住院90天等。

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

➤ 储蓄型保险具有避税和债务隔离的优势。

避税

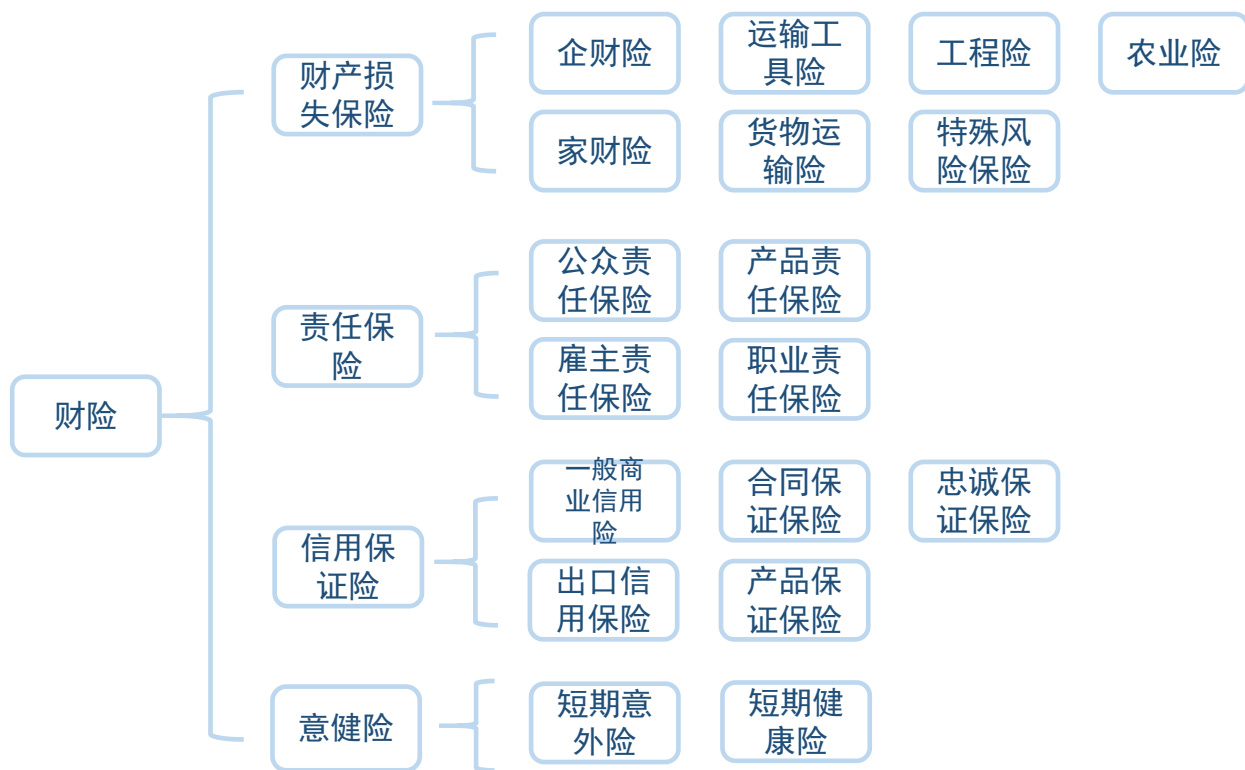
- **理赔款部分：**
涉及到身故赔偿金额的理赔款，是明确规定**免税**的。通过设置对应的被保险人，可实现遗产税规避。
- **现金价值及收益部分：**
因退保所获得的现金价值及万能险和投连险的投资收益部分**暂缓征税**。

债务

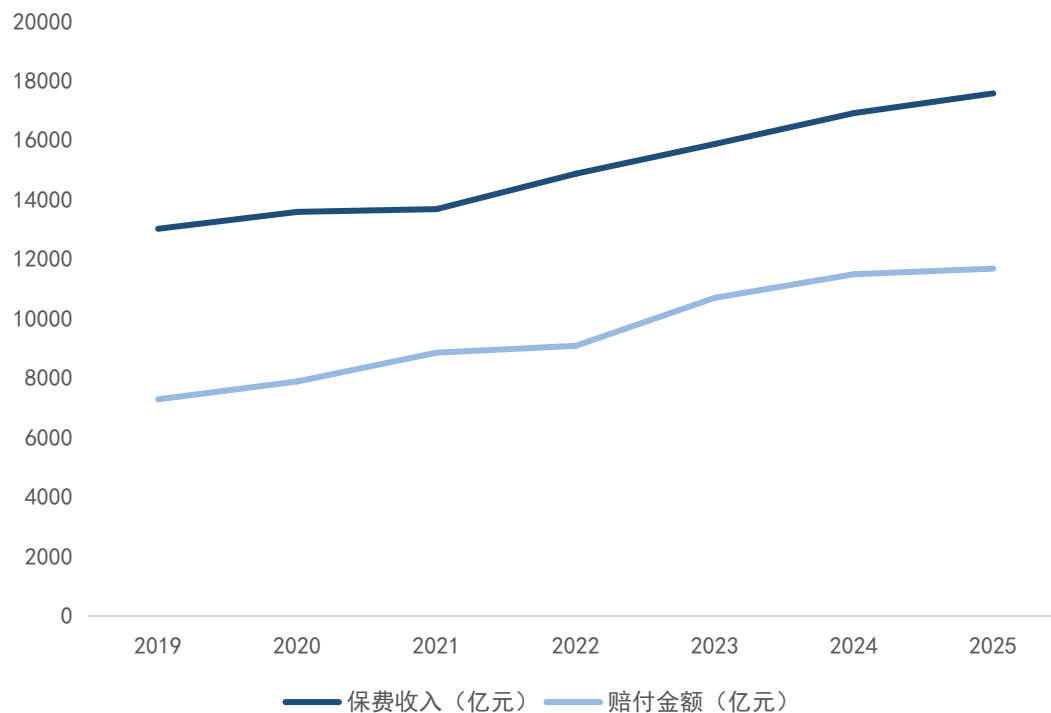
- **如已有债务：**
则不能通过保险避债，属于恶意避债。
- **若无债务：**
可以通过变更投保人、被保险人实现债务隔离。

- 财产险险种可分为财产损失险、责任险、信用保证险。财产保险公司在经营中也会售卖短期意外险与健康险。
- 2025年我国财险公司原保险保费收入为17569.98亿元。相较2024年同比增长3.92%。在财险保费收入中，车险保费收入为9408.73亿元，占比53.55%。随着近年来新能源汽车的发展以及国家政策支持，车险收入将持续拉动财险市场业务长足增加。当前行业非车险综合成本率承压，2025年11月起行业落地非车险“报行合一”新规，通过见费出单等刚性约束，引导行业告别粗放冲规模模式，转向价值经营。

图：财险险种分类



图：财险公司原保险保费收入及赔付金额变化趋势（单位：亿元）



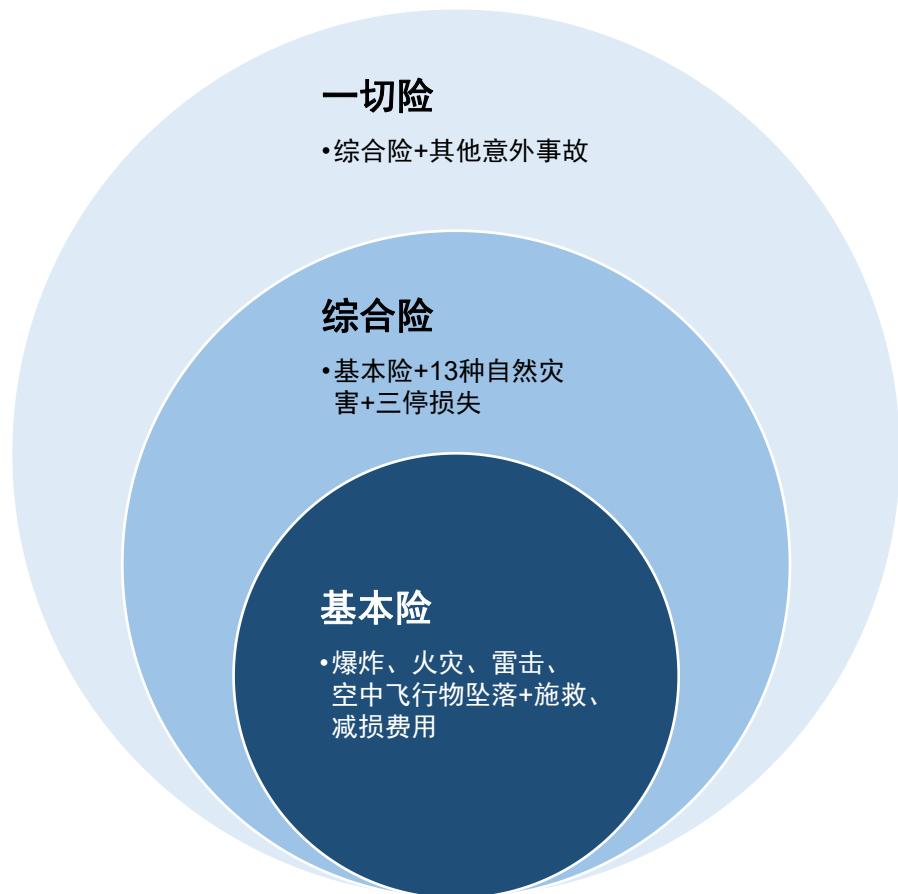
资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

财险险种介绍——财产损失险

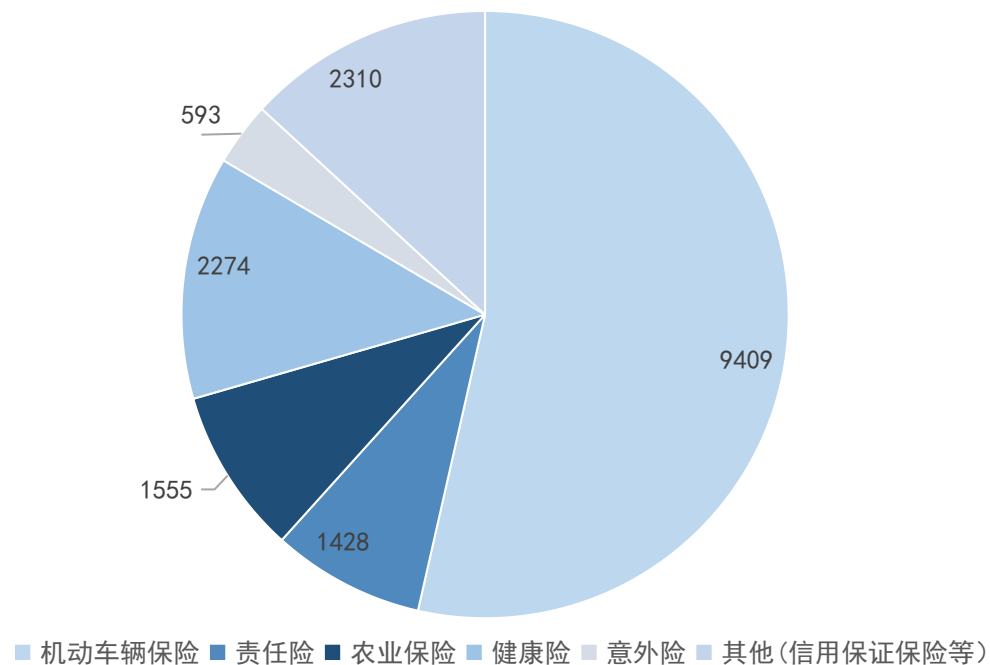
- 财产损失险旨在保障因突发事故或灾害导致的财产损失。具体来说，当企业或个人的财产（如房屋、设备、库存、车辆等）因火灾、盗窃、自然灾害（如地震、洪水）或其他意外事件受到损害时，财产损失险会提供相应的赔偿。
- 财产损失险是有形财产保险。具体险种包括企业财产保险、家庭财产保险、运输工具保险、货物运输保险、工程保险、农业保险等。

图：一切险、综合险与基本险的关系



资料来源：《中华人民共和国保险法》，国信证券经济研究所整理

图：2025年财产险各险种保费收入份额（单位：亿元）



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

财险险种介绍——责任险与信用保证险

- 中国责任险市场仍有较大发展空间，2025年财险原保险保费收入中，责任险收入1428.08亿元，占比从2019年的5.79%到2025年的8.13%。2020年至2025年，责任险保费增速从19.7%持续下滑至4.1%，责任险持续亏损成为行业痛点。扭转责任险长期亏损现状，是非车险“报行合一”的核心目标。随着中国经济发展与保险知识普及率的提升，中国责任险市场有望得到较快发展，追赶北美地区责任险普及程度。
- 信用险与保证险有所不同，前者是权利人要求被保证人信用的保险，后者是被保证人根据权利人的要求投保自己信用的保险。

表：责任险与信用保证险介绍

险种	定义	作用	分类	适用人群
责任险	责任保险是指为被保险人因其对第三方的法律责任造成损害而承担的赔偿责任提供保障的保险，涵盖因过失或疏忽导致的伤害、财产损失或法律赔偿责任。	保障被保险人在发生责任事故时，能够赔偿第三方的损失。	<ul style="list-style-type: none">➤ 公共责任险➤ 产品责任险➤ 职业责任险➤ 环境责任险➤ ……	<ul style="list-style-type: none">➤ 企业➤ 个人或专业人士（如医生、律师）等➤ ……
信用险	指保险人对被保险人信用放款或信用售货，债务人拒绝履行合同或不能清偿债务时，所受到的经济损失承担赔偿责任的保险方式。	防范信用风险，确保违约方无法履约时，另一方获得赔偿。	<ul style="list-style-type: none">➤ 贸易信用险➤ 消费信用险➤ 信用担保险➤ ……	<ul style="list-style-type: none">➤ 企业（尤其是贸易公司、金融机构等）➤ 供应商、贷款人➤ ……
保证险	是指保险人承保因被保证人行为使被保险人受到经济损失时应负赔偿责任的保险形式	确保合同方履行合约义务，避免违约带来的经济损失。	<ul style="list-style-type: none">➤ 履约保证险➤ 投标保证险➤ 预付款保证险➤ ……	<ul style="list-style-type: none">➤ 企业（特别是承包商、供应商等）➤ 涉及合同的个人或公司➤ ……

资料来源：保险行业协会，金监总局，各公司官网，国信证券经济研究所整理

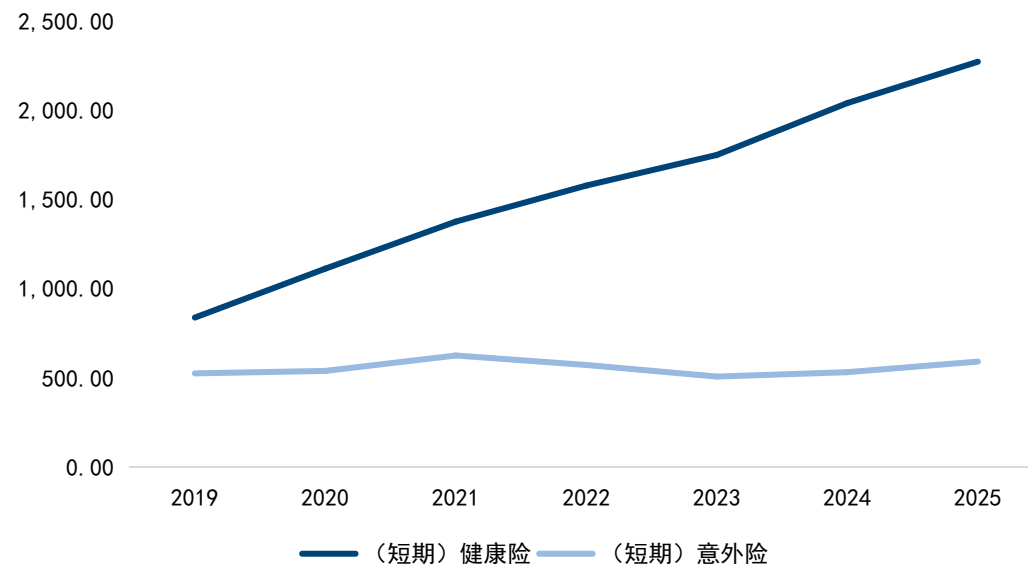
- 意健险，即人身意外伤害险和健康险的综合简称。2003年《保险法》的修改，为财产保险公司经营短期健康险和意外伤害险业务提供了法律依据。短期意外险与健康险都属于短期保险，其费率厘定是以危险事故的发生概率为依据，保费不含利息因素。综合以上产品性质，各家产险公司开始把财产险产品与意外伤害保险、短期健康保险相结合，开创了以人身为保险标的的“意健险”，大力发展意外伤害保险市场。
- 近年来，短期健康险收入增长势头较旺，2025年财险公司累计短期健康险保费收入为2274.21亿元，同比增长11.34%。

图：财险公司经营短期意健险的优劣势



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

图：财险公司短期意健险原保险保费收入（单位：亿元）



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

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

资料来源：《中国保险》杂志，国信证券经济研究所整理

美国、欧洲：资本市场成熟，久期匹配以资产端为主

日本、中国：资产负债双管齐下

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

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

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

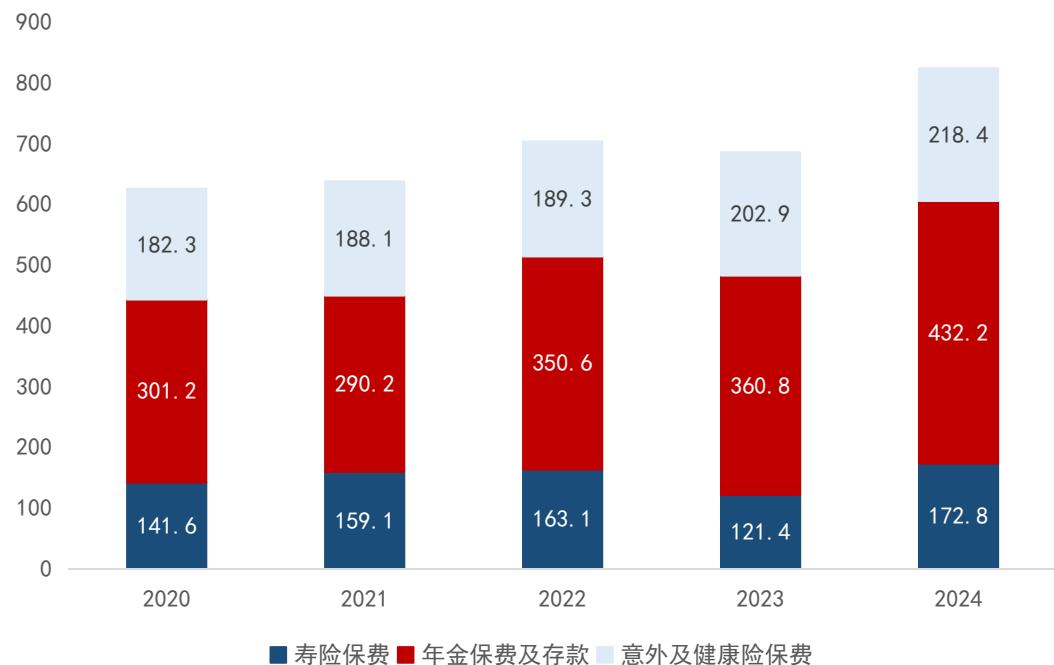
负债端：
降低预定利率：日本保险产品预定利率2013年下调至1%，2017年再下调至0.25%；
调整业务结构：加大健康险等保障类产品销售；
转移利差风险：开发变额年金等，向浮动利率转型。

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

保险产品之美国资产管理模式

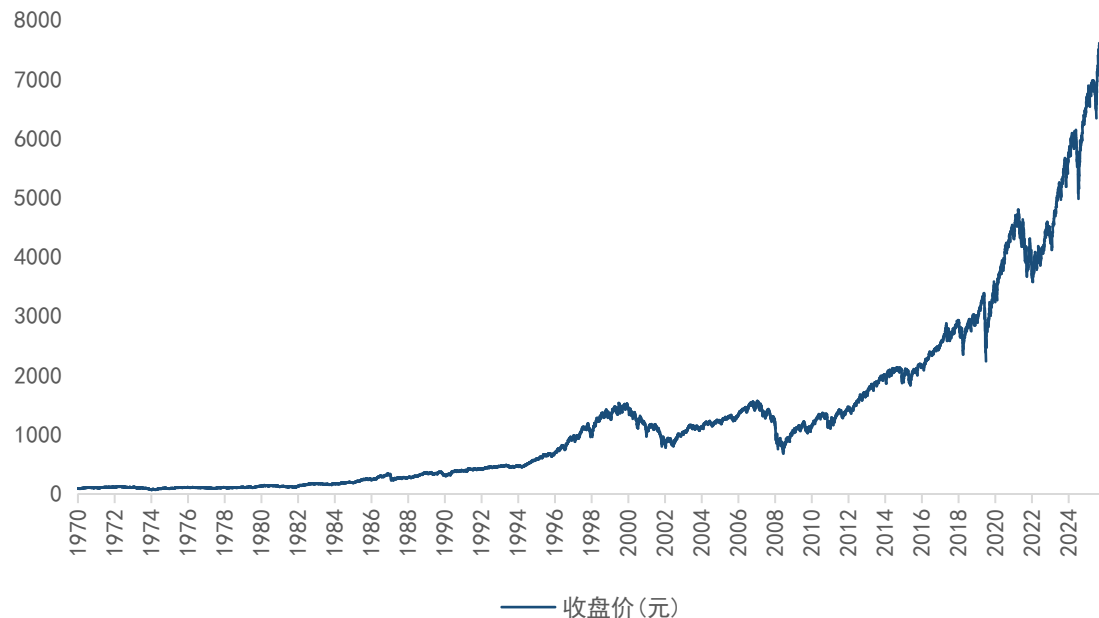
- 1979年，为应对石油危机导致的高通胀及通货紧缩政策，万能险应运而生。随后，美国保险市场逐步衍生出保证型万能险、指数型万能险、投资型万能险等产品。其中，指数型万能险及投资性万能险具备更强的投资属性，通过保单形式间接投资于股票及基金市场，以赚取超额投资收益。
- 20世纪70年代，随着利率与股市的走高，叠加税优政策的改革，催化美国年金险保险需求。2024年美国年金险保费收入规模为4322亿美元，占比52.4%。

图：美国各类产品保费收入（单位：十亿美元）



资料来源：NAIC，国信证券经济研究所整理

图：S&P500历年走势（单位：元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 现在随着人口老龄化、长端利率下行等趋势，日本保险行业逐步回归保障性保险。2001年至2012年，日本60岁及以上人口占比由23.88%上升至31.92%。截至2025年10月，日本60岁及以上人口占总人口比重已升至36.74%。
- 日本寿险行业不断加大产品多元化创设，在满足市场差异化保险需求的同时压降负债端成本。



措施：

丰富保险产品体系，推出介护险、多倍赔付定期养老险等产品。

优势：

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

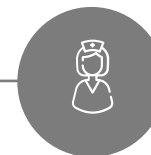


措施：

下调预定利率，从1985年的6.0%下降至如今0.25%。

优势：

- 通过下调预定利率，有效降低寿险公司负债端成本，降低利差损风险。



措施：

升级产品服务，打造养老社区，主推健康险和养老院相关保险产品。

优势：

- 实施“死差益最大化”系统性措施，提升“死差益”，改善经营盈利水平。

中国：保费收入稳中有增，产品结构持续调整

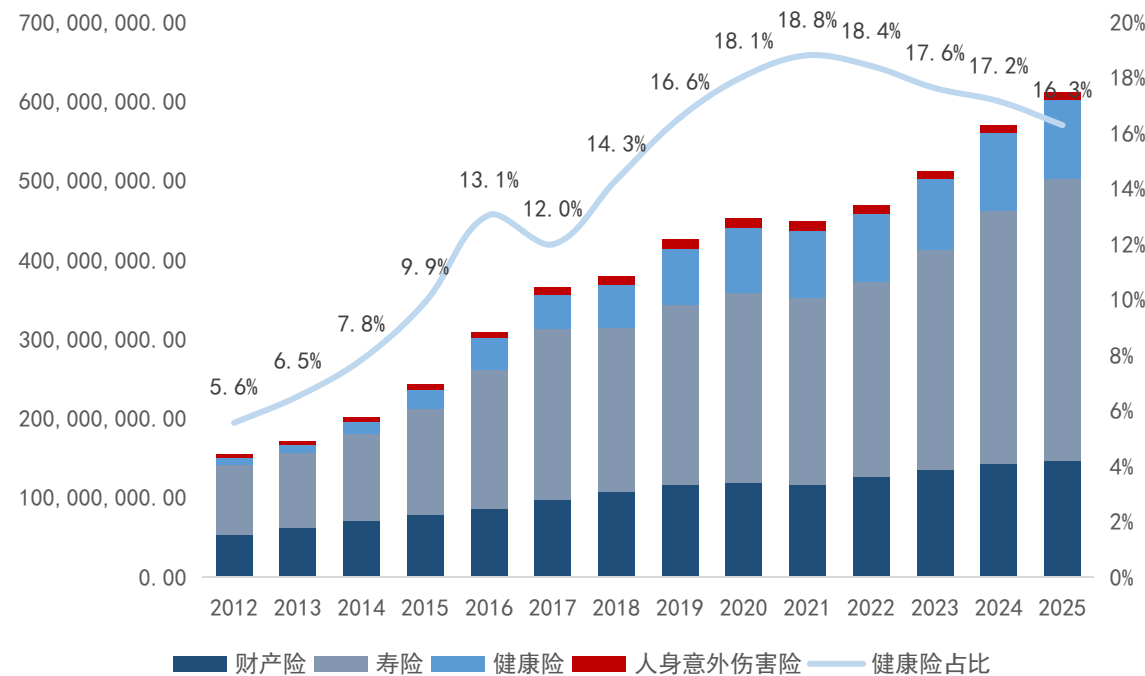
- 人身险行业贡献保险行业大部分保费收入。2025年我国保险业实现原保险保费收入61194亿元，其中财产险为14703亿元，占比24%，人身险为46491亿元，占比76%。
- 近年来，健康险规模持续攀升，传统寿险业务占比持续下降，财险业务占比相对稳定。

图：我国保险业规模呈稳定上升趋势（单位：万元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各险种保费收入规模及健康险保费收入占比（单位：万元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中国：优化产品结构，压降负债成本

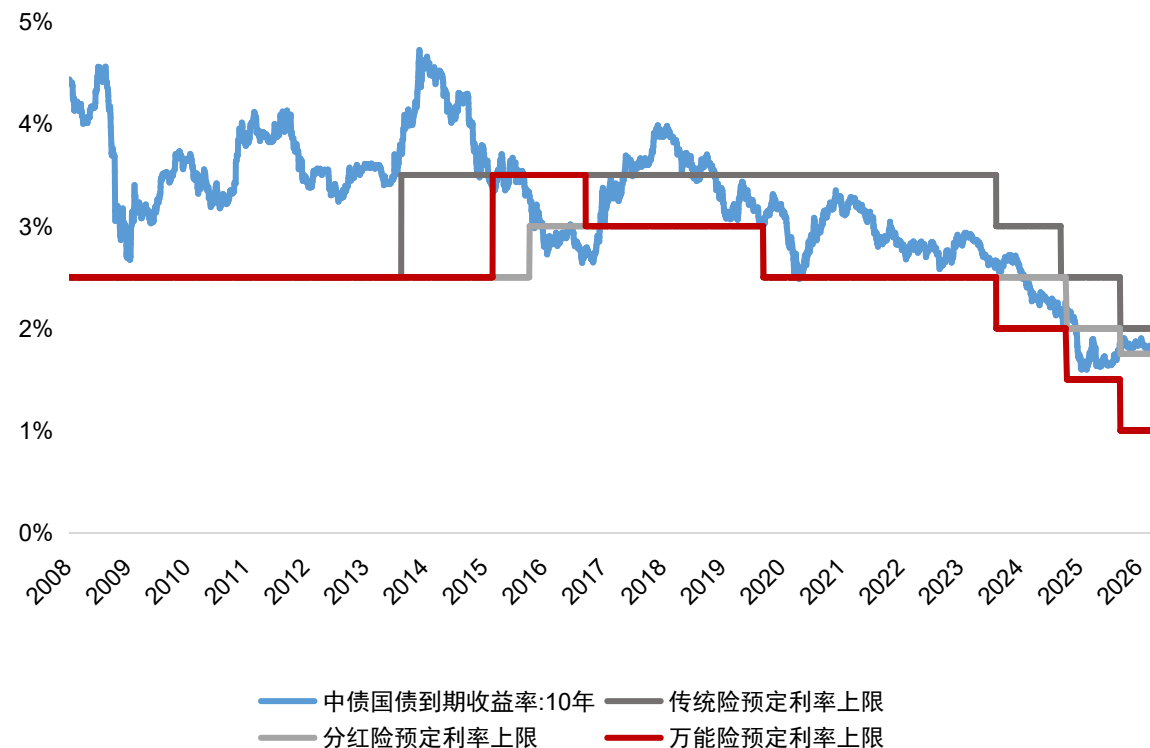
- ▶ 作为具有长久期资产配置需求的机构，保险公司在“资产荒”及长端利率下行背景下投资收益承压。叠加负债端相对刚兑且具备较高偿付资金需求的影响下，利差损风险进一步加剧。
- ▶ 与此同时，资产端收益率仍存在较多不确定因素，为更好的与负债端利率形成长期供给匹配，下调定价利率成为优化负债端成本管理的最直接方式。

图：上市险企平均综合负债成本（单位：%）



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：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

建立预定利率与市场利率挂钩机制，优化负债管理水平

- 2025年1月，金融监管总局提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，引导公司强化资产负债联动，科学审慎定价。包括：中国保险行业协会定期组织人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会成员召开会议，结合5年期以上贷款市场报价利率（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和行业资产负债管理情况，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预定利率研究值。各公司要加强趋势性分析和前瞻性研判，动态调整本公司普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。

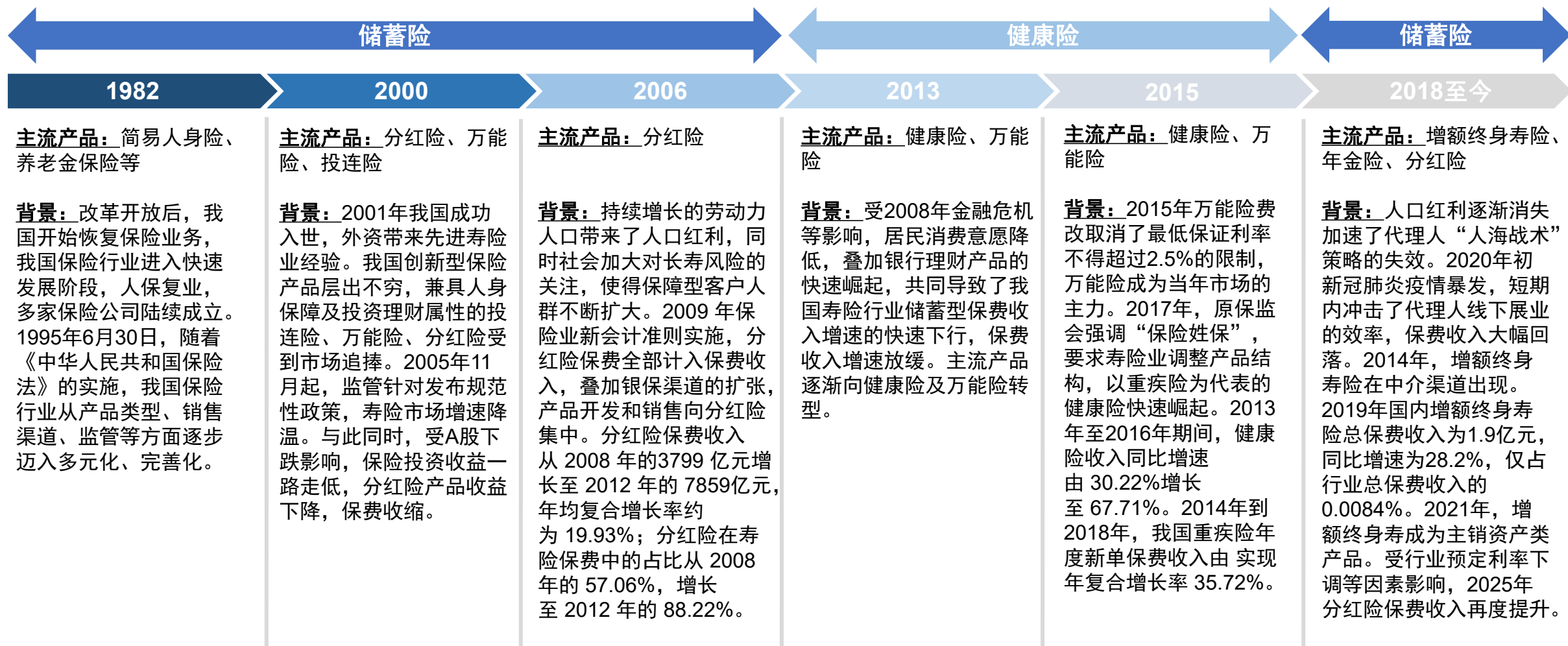
图：人身险预定利率市场化形成机制核心规则

- 1 预定利率最高值取0.25%的整倍数。
- 2 当在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值高（或低）25个基点及以上时，要及时下调（或上调）新产品预定利率最高值，并在2个月内平稳做好新老产品切换工作。
- 3 在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值。
- 4 当市场利率、公司经营等情况在短期内出现重大变化时，要及时启动相应决策机制，研究调整各类产品预定利率最高值。

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

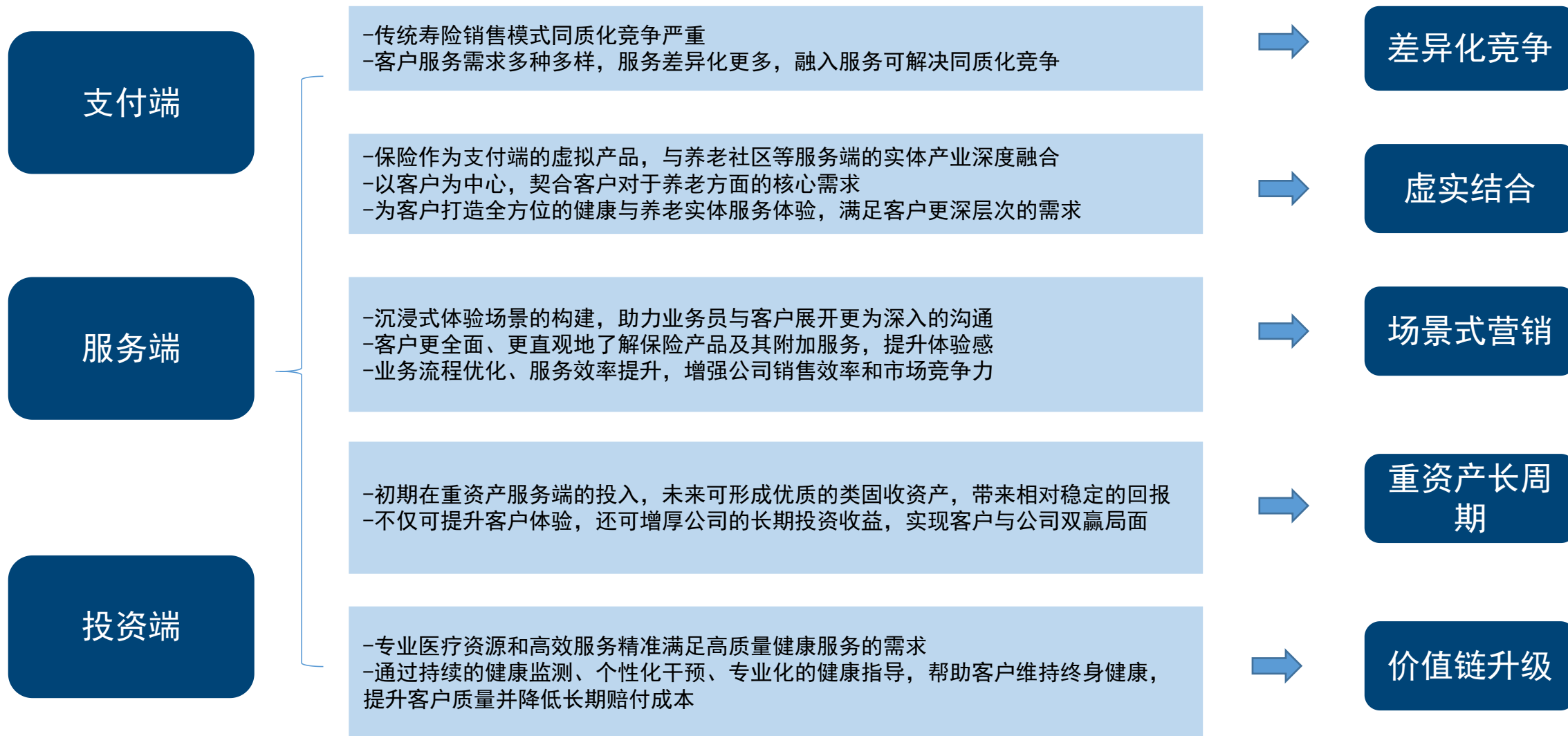
我国保险产品需求演进：“储蓄—保障—储蓄”

- 受经济发展及资本市场变革等因素影响，我国寿险业发展存在一定周期性，下图主要展示了我国近年来六次行业周期特征，以及在行业发展的不同时期分红险、定期寿险、年金险、健康险等产品经历的发展周期。



“新寿险”对寿险商业模式带来的变化

图：寿险商业模式变化



资料来源：泰康保险集团官网，国信证券经济研究所整理

➢ 在长端利率下行和权益低位震荡的背景下，险企负债端通过下调定价利率、调整产品结构、优化销售渠道等方式降低利差损。目前，行业主要从拓宽可承保年龄范围、优化产品组合、丰富产品供给等方面捕捉市场需求，我们持续看好后续我国保险业负债端的持续改善。

储蓄型保险

寿险：

- 目前行业主推的包括生死两全险与终身寿险，分别对标不同客户需求；
- 两者在保障期间、功能、保额领取方式等方面略有不同。两全险保障期间更短，具有较强的“强制储蓄”功能；终身寿险保障期间为终身，强调“传承”属性。

年金险+万能险：

- “低保证收益+高浮动收益”的年金险可以有效降低保险公司的利差损、提升保险产品的价值率；同时，险企通过附加万能险增厚保单收益，提升产品吸引力；
- 2025年开门红期间，“年金+万能”双账户储蓄组合为行业主流主推产品。

分红险：

- 分红的不确定性、公司管理能力、销售误导等风险使得分红险销售具有较大难度，对公司盈利能力以及代理人销售水平提出了较高要求。从中长期来看，有望通过“低保底+高浮动”的形式降低负债端成本压力。

保障型保险

健康险未来仍有较大上升空间：

- 我国整体保险深度、保险密度较全球平均存在显著差距，其中健康险细分赛道缺口更为突出。2025年国内健康险保费收入9973亿元，仅占居民医疗相关支出较小比例；结构上呈“人身险健康险趋缓、财险健康险提速”的分化格局；若健康险渗透率达到全球平均水平，行业保费增量空间显著。

回归产品创设，实现差异化竞争：

- 监管引导渠道规范化竞争，行业回归到竞争产品创设的赛道。捕捉市场需求、提高产品吸引力是未来险企差异化发展的关键；
- 淡化“开门红”，实现常态化销售和经营是行业长期两性发展的趋势，同时也有助于代理人综合能力的提升；
- 代理人分类在即，有望为业内代理人转型提供更强政策参考与指引，利于行业代理人的规范与统一。

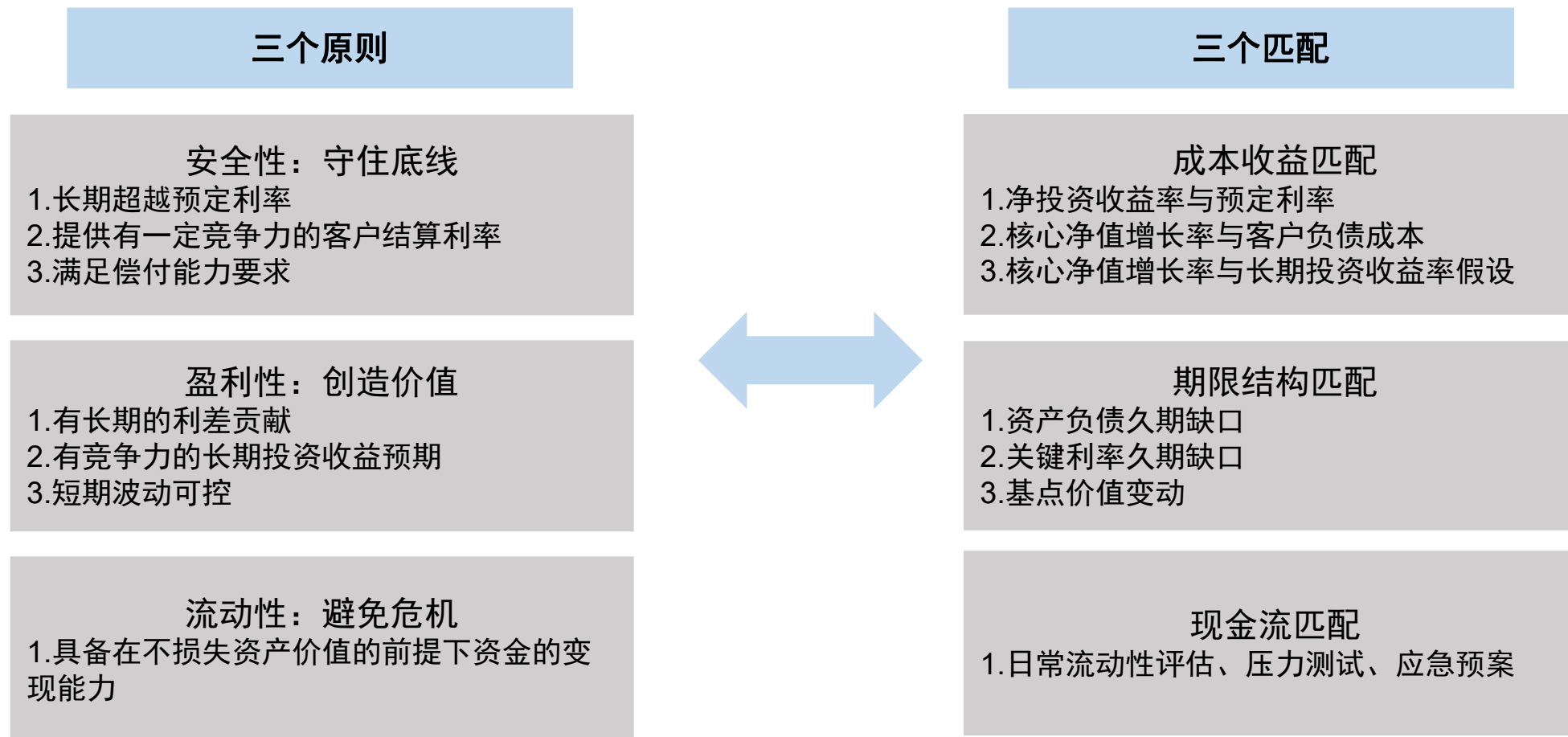
[01] 负债优化：增浮动，加保障

[02] 资负联动：锁收益，稳分红

[03] 配置策略：哑铃结构持续

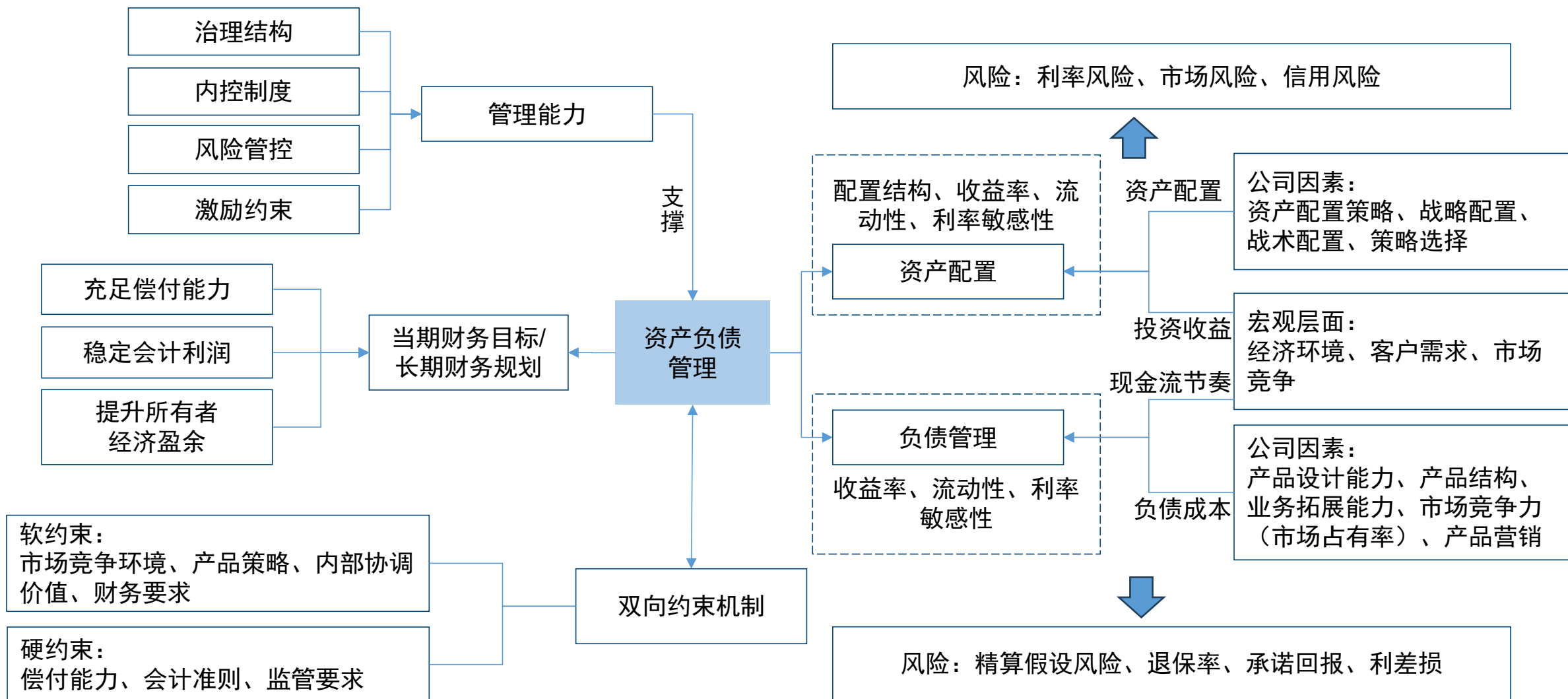
[04] 创新拓展：另类发力，三方寻机

图：资产负债管理：三原则与三匹配



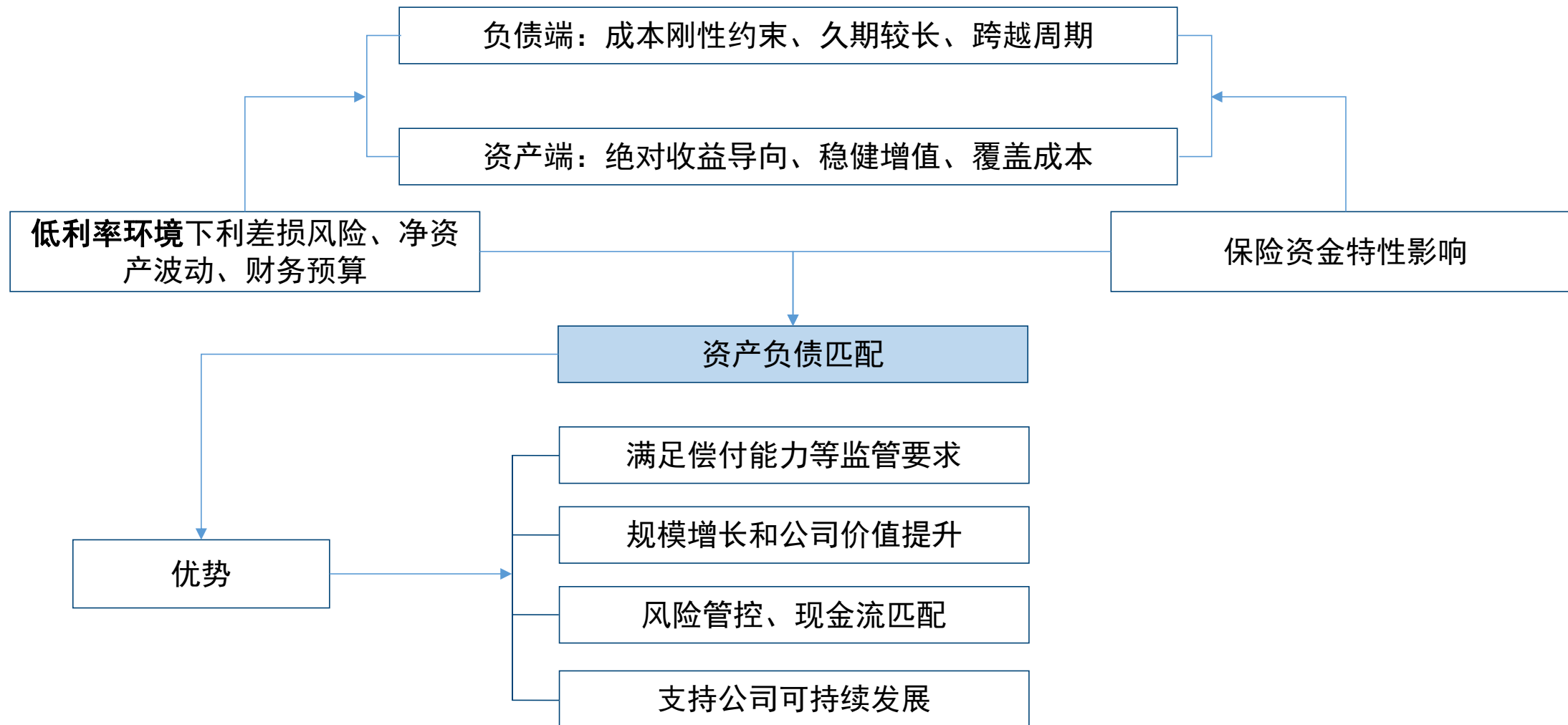
资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

图：险资资产管理负债的框架



资料来源：《中国保险》杂志，国信证券经济研究所整理

图：资产负债匹配的原因与优势



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

表：资产负债管理风格对比

管理风格	分离管理型	静态管理型	资负联动型
管理特点	资产负债分离，缺乏统一的协调机制	静态考虑资负平衡，缺乏灵活性	紧密配合，确保动态管理
资产配置计划制定	资产配置计划由资产管理部门制定，侧重于短期利益，忽视了寿险业务所固有的长期风险管控	在制定资产配置计划时考虑资产负债的平衡，一旦计划确定，年度内基本不做调整	战略资产配置由资管、精算、财务、产品、战略和风险部门紧密配合
内部影响	可能导致资产与负债之间长期风险指标的不匹配	战略资产配置计划主要基于对当前市场情况以及公司存量负债的成本和久期情况	以动态管理为基础，综合考虑偿付能力水平、长期业务规划以及股东利润
市场匹配	在多变的市场环境下，保险公司可能难以根据市场变化和业务需求灵活调整资产配置和负债结构，阻碍保险公司的战略转型和业务发展	可能会过度依赖政府债券，缺乏对市场波动的客观判断以及短期收益与长期风险之间的动态平衡	资管部门能够根据市场变化、利用资本性管理工具进行风险的前置判断，并在浮动区间内进行调整，实现资产与负债的动态平衡

资料来源：保险资管业协会、中英人寿，国信证券经济研究所整理

资产负债管理框架及资产配置决策过程

- 负债端保险产品支付期限长、成本率要求、多重边界等特征，对负债管理目标提出了多方面要求，进而决定了不同的资产配置措施。以中英人寿提出的资产管理负债决策框架为例，为险资资产配置提供了一定的参考。

表：资产管理负债决策框架

保险产品的特征	支付期限长	成本率要求	多重边界
管理目标	在利率变动情形下，增强资产与负债市值波动的对冲效率，确保利润水平及偿付能力的稳健	投资收益至少不低于负债成本，防止利差损风险	会计准则、CROSS、EV&VNB、欧偿二代规则各异，需要设置多重边界，综合管理
资产配置措施	配置长久期政府债，抵御利率风险	权益、非标类风险投资，获取高收益	边界过多容易导致管理失衡，资产配置口径差异
资产配置措施作用	实现久期匹配、利率风险对冲	实现成本收益匹配	匹配中的边际效应
条件	公司风险偏好、利润目标、偿付能力、可持续性		

资料来源：保险资管业协会、中英人寿，国信证券经济研究所整理

资产负债管理的难度——口径差异

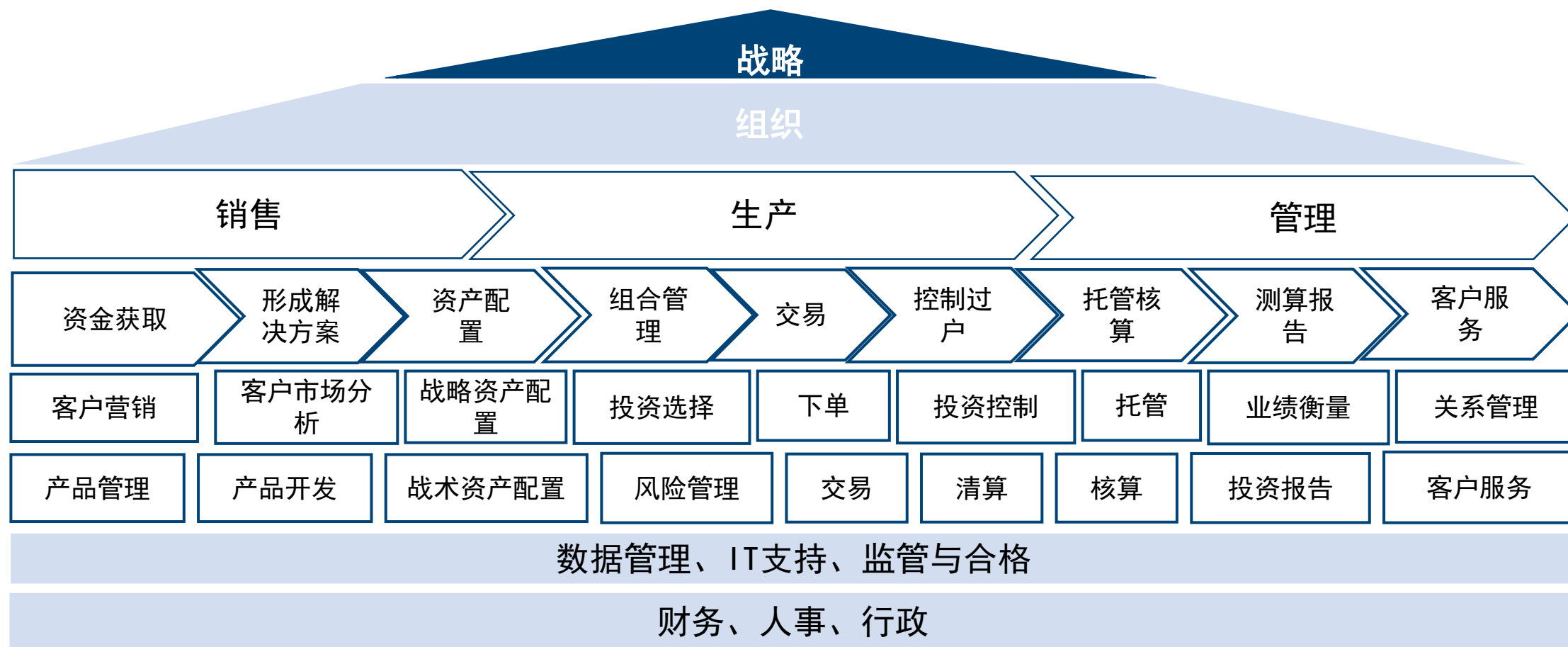
➤ 由于资产负债分布情况的统计口径多样，各种口径下的基础假设和计量方式存在一定差异，这在一定程度上给资产负债管理带来了难度。

图：不同口径下资产负债计量要求对比

	旧会计准则	新会计准则	偿付能力	内含价值
资产分类依据	<ul style="list-style-type: none"> - 持有意图 - 合同特征 	<ul style="list-style-type: none"> - 业务模式 - 合同现金流特征 	基于旧会计准则	不受会计准则下资产分类影响
资产计量方式	<ul style="list-style-type: none"> - 持有至到期金融资产：摊余成本 - 交易性金融资产：市场价值 - 可供出售金融资产：市场价值 - 贷款及应收款：摊余成本 	<ul style="list-style-type: none"> - AC类：摊余成本 - FVTPL类：市场价值 - FVOCI类：市场价值 	<ul style="list-style-type: none"> - 持有至到期金融资产：摊余成本 - 交易性金融资产：市场价值 - 可供出售金融资产：市场价值 - 贷款及应收款：摊余成本 	全市值法
负债端基准利率	<ul style="list-style-type: none"> - 传统：基于750天移动平均国债收益率 - 资产负债联动性产品：账户预期收益率 	当前无风险收益率曲线	基于750天移动平均国债收益率	平准利率

资料来源：保险资管业协会、中英人寿，国信证券经济研究所整理

图：资产管理公司的运作流程

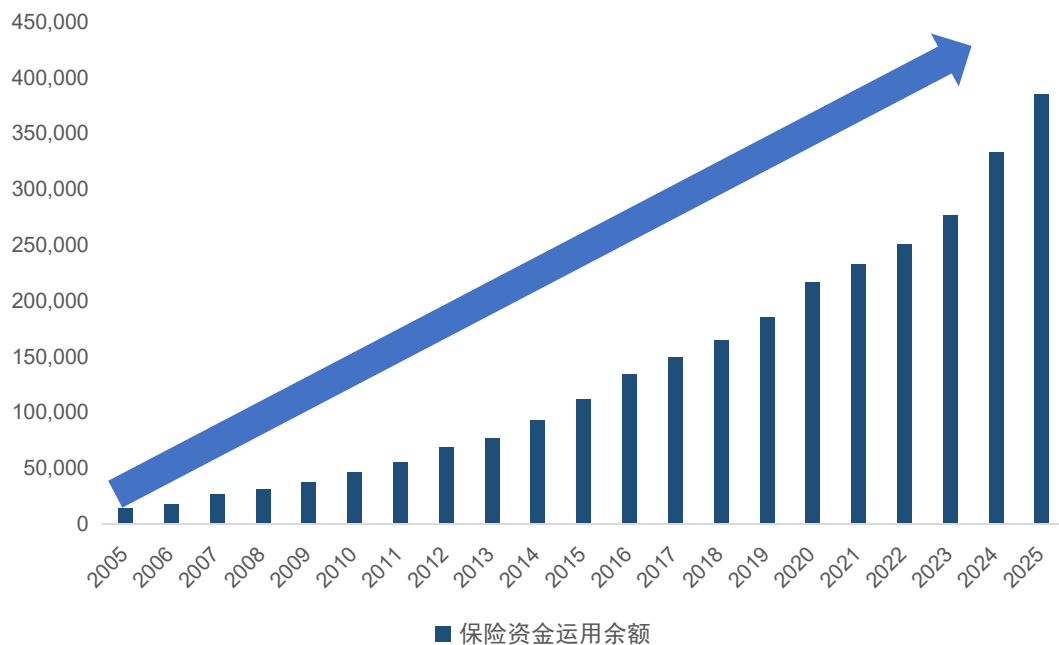


资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

保险资管规模及占比仍有增量空间

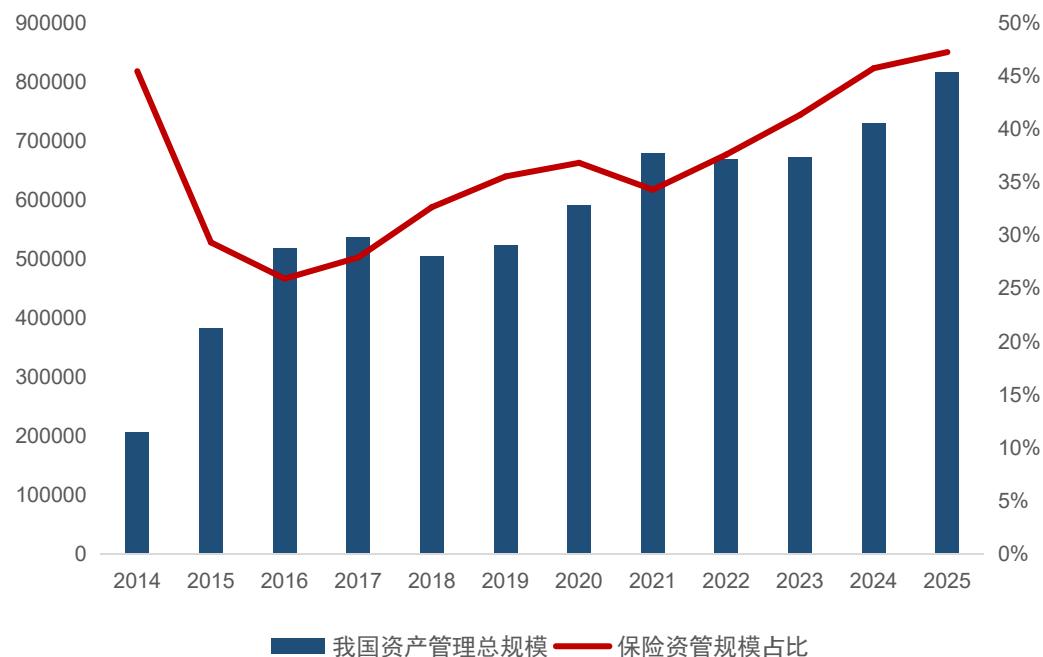
- 随着我国保费收入规模的稳步提升，保险资管规模有望持续高企。2012年至2025年，我国保险资管规模由6.9万亿元增长至38.5万亿元，复合年均增速达14.14%。
- 作为我国资本市场的“压舱石”及“稳定器”，险资占资产管理规模的比例或将持续提升。截至2025年末，我国资管总规模达81.6万亿元，保险资管规模占我国资管总规模的47.2%。负债端经营环境改善带动保险资管规模持续增长，未来险资在国内资产管理行业中的份额具备提升潜力。

图：我国保险资金投资规模增速较高（单位：亿元）



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

图：保险资管规模占比有望持续提升（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

35家保险资管公司规模及主营业务收入

图：2024年保险资管公司资管规模及主营业务收入（单位：亿元）

序号	公司名称	2024年管理资产规模（万亿元）	2024年主营业务收入（亿元）
1	中国人寿资产管理有限公司	6.2	67.03
2	平安资产管理有限责任公司	5.8	40.45
3	泰康资产管理有限责任公司	4.2	62.82
4	太平洋资产管理有限责任公司	2.41	22.47
5	太平资产管理有限公司	1.67	18.51
6	人保资产管理有限公司	1.92	16.6
7	新华资产管理股份有限公司	1.23	16.19
8	中再资产管理股份有限公司	1.12	10.72
9	长江养老保险股份有限公司	1.01	13.17
10	大家资产管理有限责任公司	0.99	11.85
11	华泰资产管理有限公司	0.96	18.34
12	国寿投资保险资产管理有限公司	0.58	42.33
13	华夏久盈资产管理有限责任公司	0.58	4.2
14	阳光资产管理股份有限公司	0.84	12.61
15	工银保险资产管理有限公司	0.37	7.89
16	建信保险资产管理有限公司	0.35	8.41
17	农银保险资产管理有限公司	0.32	7.25
18	交银保险资产管理有限公司	0.3	4.32

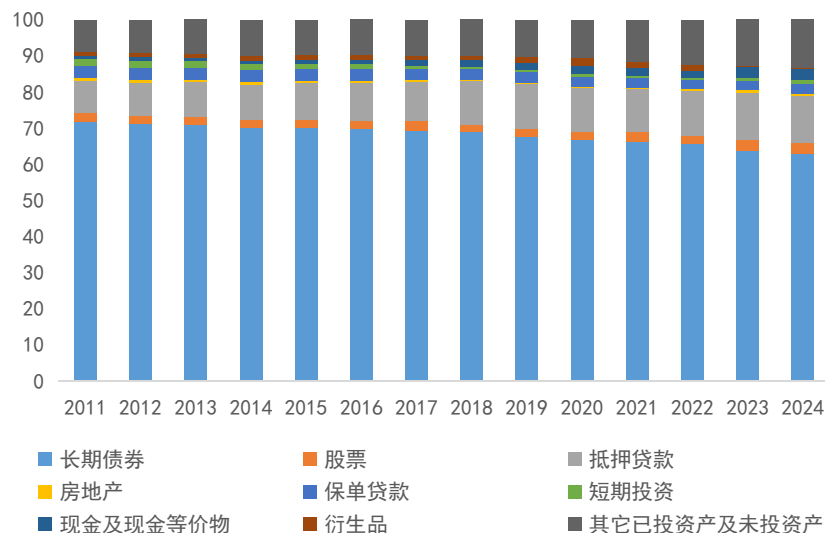
序号	公司名称	2024年管理资产规模（万亿元）	2024年主营业务收入（亿元）
19	招商信诺资产管理有限公司	0.27	0.95
20	国投保险资产管理有限公司	0.25	3.21
21	生命保险资产管理有限公司	0.23	5.32
22	光大永明资产管理股份有限公司	0.21	5.28
23	人保资本保险资产管理有限公司	0.2	4.36
24	太平资本保险资产管理有限公司	0.18	3.52
25	中英益利资产管理股份有限公司	0.16	3
26	中意资产管理有限责任公司	0.16	2.88
27	长城财富保险资产管理股份有限公司	0.14	2.16
28	民生通惠资产管理有限公司	0.12	4.44
29	合众资产管理股份有限公司	0.11	4.61
30	中邮保险资产管理有限公司	0.08	1.36
31	永诚保险资产管理有限公司	0.08	3.03
32	华安财保资产管理有限责任公司	0.07	2.67
33	安联保险资产管理有限公司	0.07	2.87
34	友邦保险资产管理有限公司	2024年未设立	-
35	荷全保险资产管理有限公司	2024年未设立	-

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

美国经验：一般账户以固收资产为主，独立账户以权益资产为主

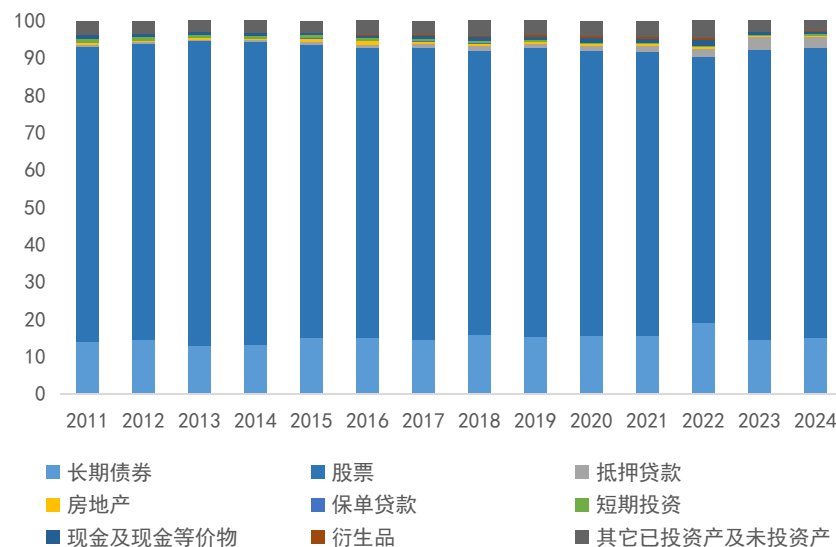
- 美国寿险投资账户可分为一般账户与独立账户。一般账户的资产配置受到监管，风格相对保守，主要投资固定收益资产，债券占比常年在65%-70%之间。独立账户受限制较少，风格相对激进，主要投资权益资产，股票占比常年在75%-80%之间。
- 从综合账户的总量来看，2011年到2023年，美国的保险资金运用余额由5.49万亿美元增加到9.26万亿美元，复合年均增速达4.1%。从综合账户的资产配置来看，由于债券收益的长期性和安全性与保险资金追求绝对收益的属性相适配，因此债券仍为最主要的配置类别。然而，从2011年到2024年，债券资产占保险资产配置的比重从52.4%下降到46.0%；股票投资占比也从28.1%上升到29.2%。

图：美国寿险一般账户资产配置规模（单位：%）



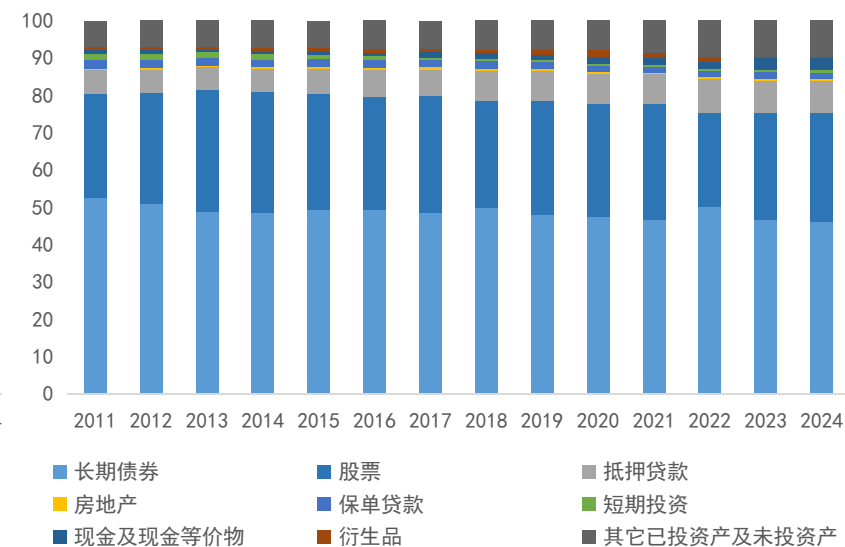
资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：美国寿险独立账户资产配置规模（单位：%）



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：美国寿险综合账户资产配置规模（单位：%）

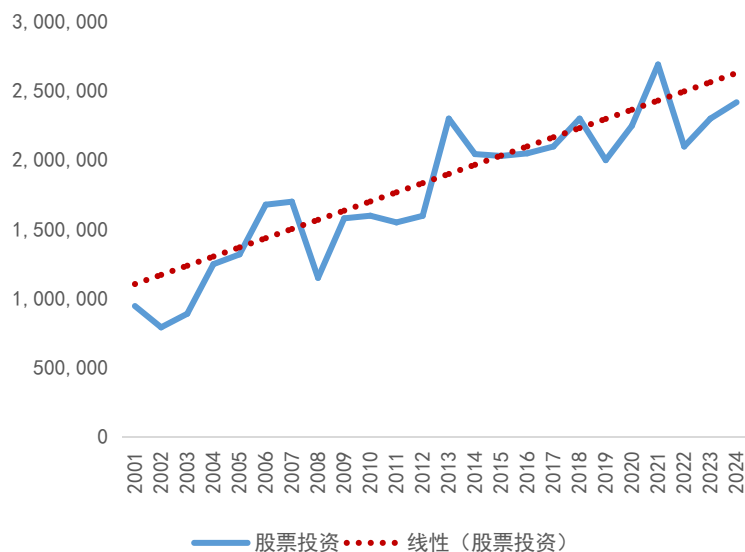


资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

美国经验：投资权益的保险资金总量呈上升趋势

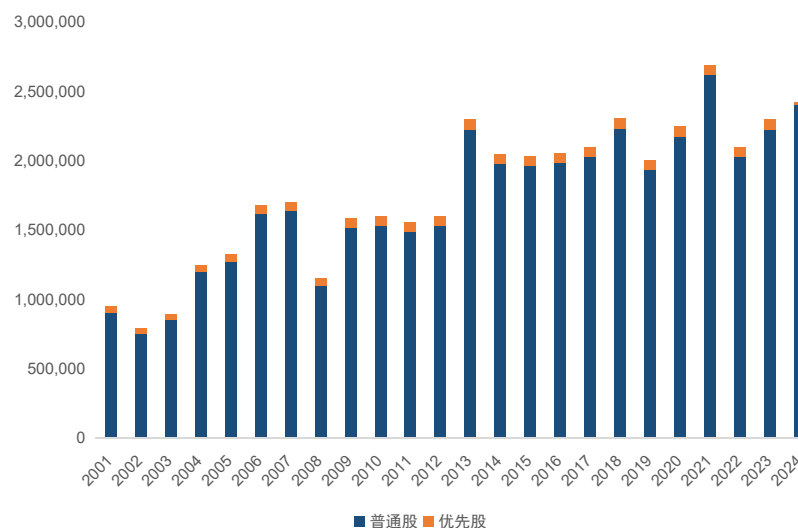
- 自上世纪90年代初以来，股票资产占总资产比例基本保持不变，而持有总量持续上升，且股票资产中以普通股为主。从2013年到2024年，美国寿险一般账户股票资产复合年均增速4.2%，独立账户股票复合年均增速1.0%，全行业综合股票资产复合年均增速1.3%。
- 美国股市的长牛、慢牛，以及保险资金管理制度的完善推动寿险公司加大在权益市场的布局。2000年-2025年，标普500的年均增幅为6.2%，纳斯达克100指数的年均增幅为9.3%。同时，美国州法允许变额年金和养老金计划投资资产独立于保险公司的其它资产，并可完全投资于股票市场。在此背景下，寿险公司投资于股票市场的保险资金总量均大幅提升。

图：美国寿险综合账户股票资产配置规模
(单位：百万美元)



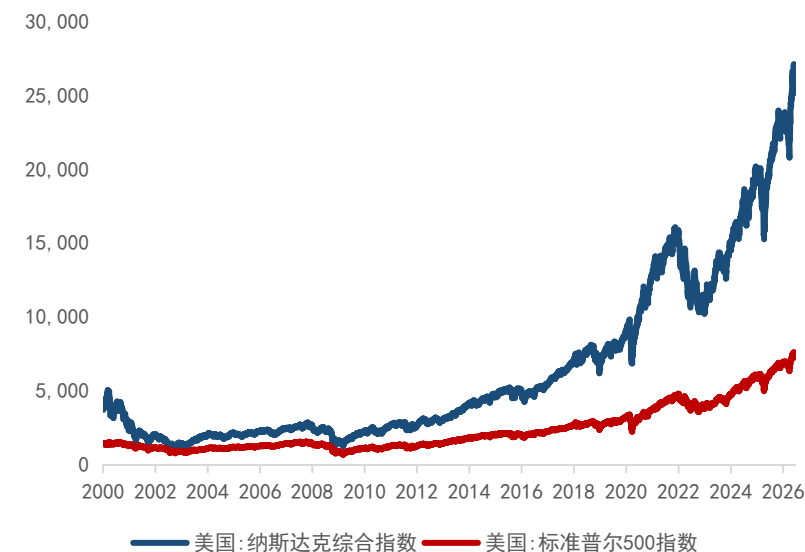
资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：美国寿险综合账户股票资产以普通股为主
(单位：百万美元)



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：纳斯达克综合指数与标普500指数
(单位：元)

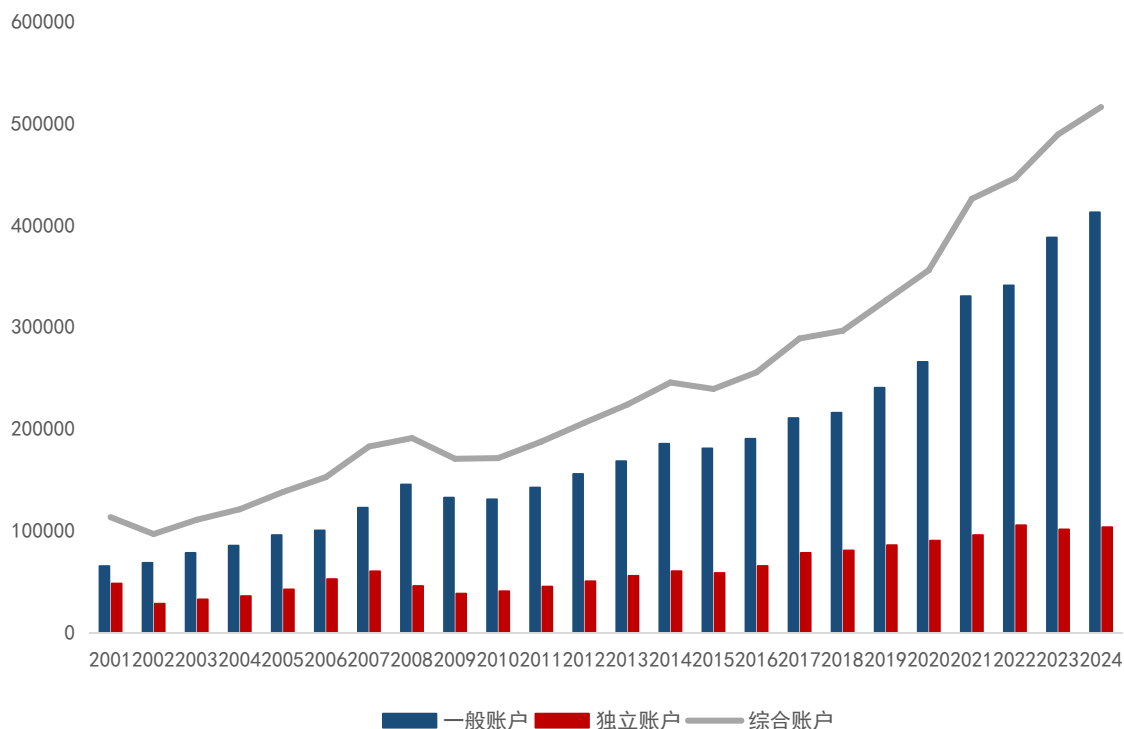


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美国经验：另类资产投资的总量与占比均呈上升趋势

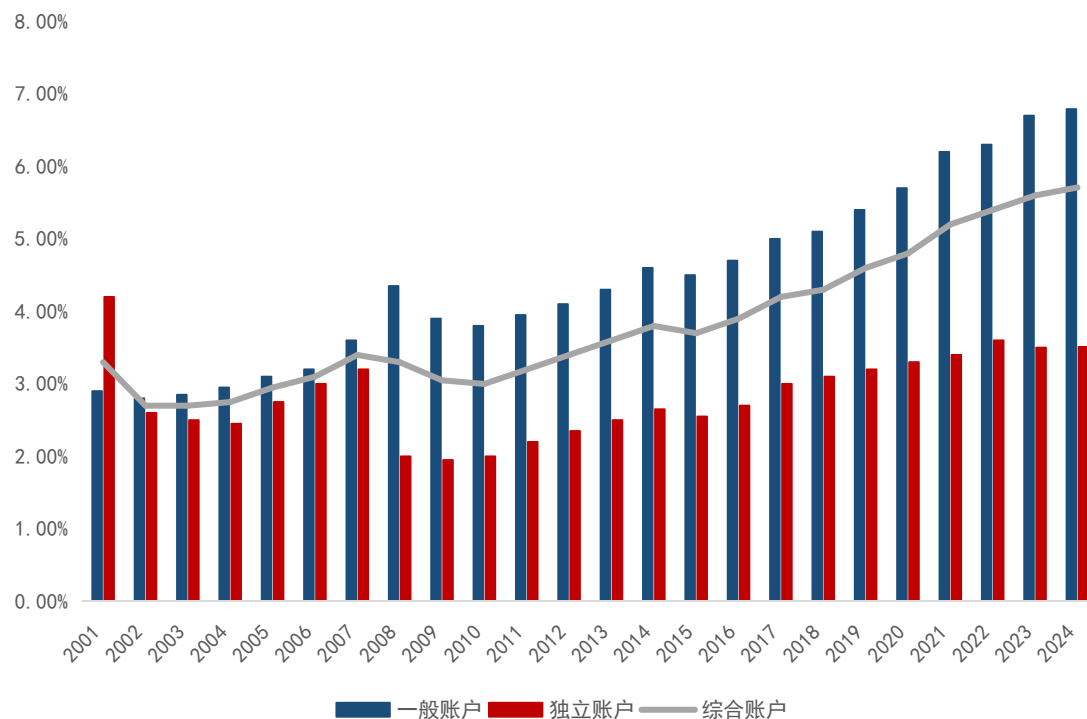
- 从综合账户来看，寿险公司在另类投资资产上的投资总量与占比均呈现明显的上升趋势。2001年-2024年，另类投资资产总量年均上涨6.7%，且占总资产比重由2001年的3.3%上升至2024年的5.8%。
- 寿险公司近几年增配另类投资资产速度加快。一是因为另类投资的长期回报性质与险企资产特性相匹配；二是因为另类投资有助于减少资产对利率变动的敏感性，提供与通胀率挂钩的收益，进一步平衡风险与收益。

图：美国寿险账户中另类投资资产配置规模（单位：百万美元）



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：美国寿险账户中另类投资资产配置占比（单位：%）

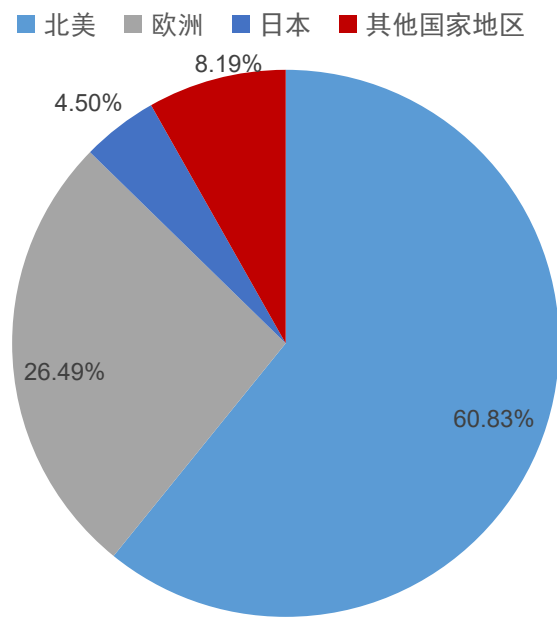


资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

日本经验：低利率环境下资产加大出海

- 上世纪90年代以来，日本经济进入长期停滞期，央行持续降息使得日本进入长期低利率环境，与欧美等发达地区相比，利差持续扩大，日本国内固收类资产吸引力下降。在此背景下，日本资管业开始寻求境外优质资产，以博取超额投资收益。
- 截至2023年末，全球前500资管机构中，北美、欧洲、日本资管规模分别为77.8万亿美元、33.9万亿美元、5.8万亿美元，对应占比为60.83%、26.49%、4.5%。其中，年亚太地区前五大资管机构中，日本占3家，代表机构为保险系资管日本生命保险，2023财年末资管规模为5941.3亿美元。

图：2023年全球各地资管规模占比（单位：%）



资料来源：ThinkingAheadInstitute，国信证券经济研究所整理

表：2023年亚洲前5大资管机构

	公司	所属国家	AUM（亿美元）
1	住友三井信托	日本	9053.93
2	三菱日联金融集团	日本	7882.61
3	中国邮政储蓄银行	中国	7599.19
4	日本生命保险	日本	5941.27
5	平安银行	中国	5685.98

资料来源：ThinkingAheadInstitute，国信证券经济研究所整理

日本经验：低利率环境下资产加大出海

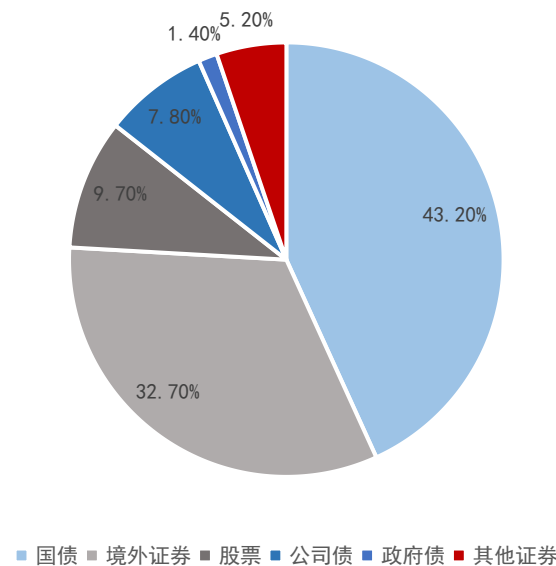
- 在日本利率长期下行的背景之下，日本保险资管主要通过配置国内股票、国外股票和国外债券增厚投资收益。
- 截至2024财年末，日本寿险行业一般账户投资收益率为3.02%，高于10年期国债收益率181bp。
- 2024年，日本人身险行业投资国内股票和国外证券的投资收益率分别为12.43%、6.72%，明显高于上述一般账户3.02%的投资收益水平。

表：2018-2024年日本寿险业资产主要以证券为主（单位：%）

	现金及现金等价物	拆借资金/短期贷款	货币信托	证券	贷款	有形固定资产	其他	合计资产
2018	2.3%	0.4%	1.6%	82.6%	8.2%	1.6%	3.3%	100.0%
2019	2.7%	0.5%	1.8%	81.9%	7.7%	1.6%	3.8%	100.0%
2020	2.6%	0.4%	2.1%	83.2%	7.2%	1.5%	3.0%	100.0%
2021	2.4%	0.4%	2.2%	83.3%	6.9%	1.5%	3.3%	100.0%
2022	2.8%	0.7%	2.3%	82.3%	7.1%	1.5%	3.3%	100.0%
2023	2.3%	0.6%	2.6%	83.0%	6.9%	1.5%	3.1%	100.0%
2024	2.0%	0.8%	2.8%	82.9%	6.7%	1.5%	3.2%	100.0%

资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：2024年日本寿险业境外证券占比较高（单位：%）

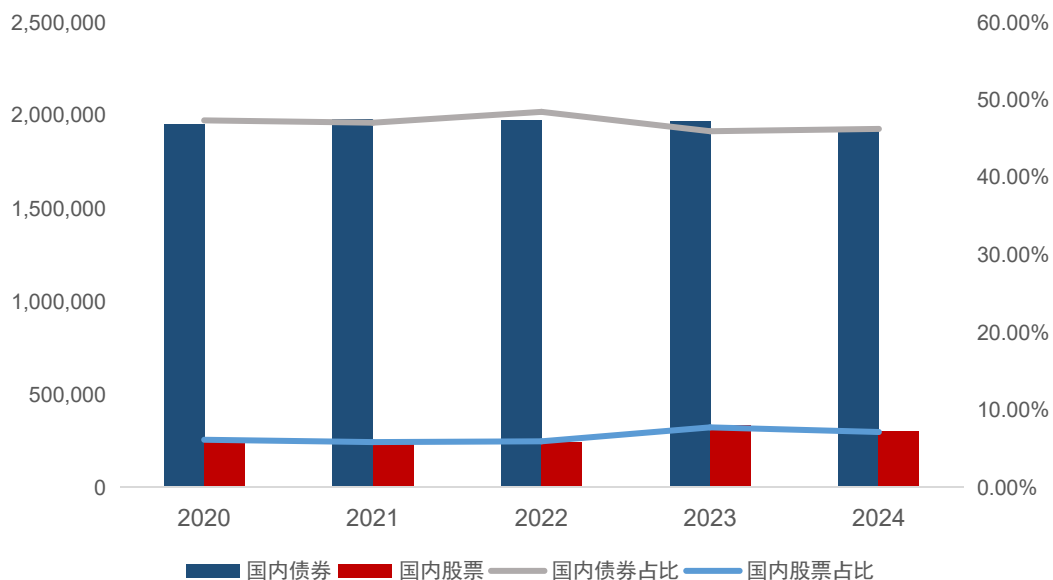


资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本寿险：增加海外固收资产配置

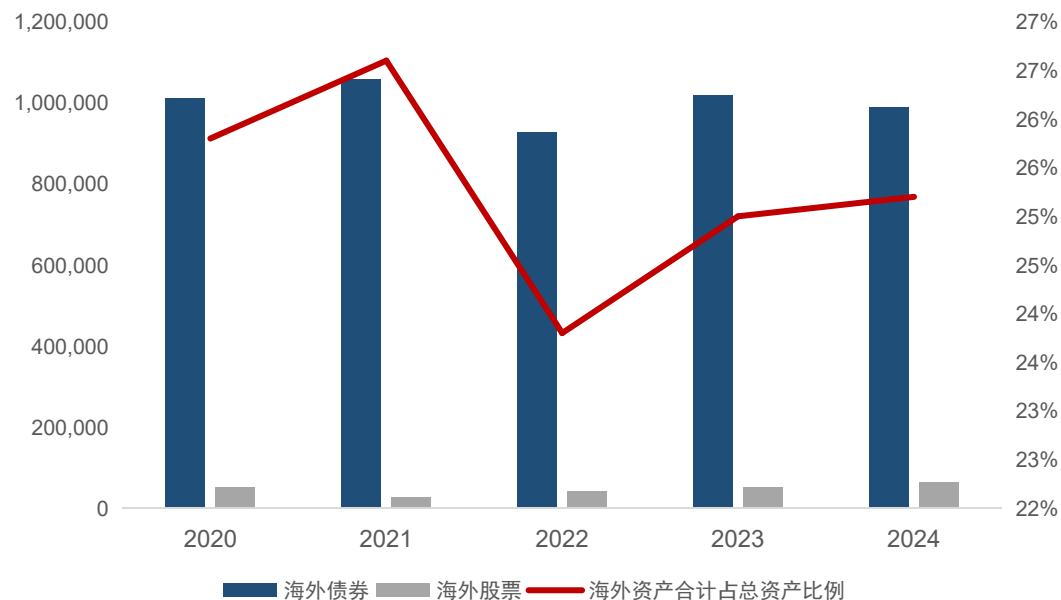
- 为应对日本国内长端利率下行趋势，日本保险业加大海外固收类资产配置。
- 2011年至2023年，日本寿险业海外固收类资产占海外证券比例维持在90%左右；截至2024年，海外固收类资产占海外证券的95.5%，海外权益类资产占比仅为4.5%。

图：2023年日本寿险业债券占比较高（单位：亿日元，%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：2023年日本寿险业境外资产配置以债券为主（单位：亿日元，%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本寿险：增加境外股权资产配置

- 权益类方面，日本保险资管进一步加大境内外权益资产配置比例。
- 2012年至2024年，日本生命保险股票配置比例由17.1%提升至25.9%。其中国内股票占比由11.7%提升至13.9%，国外股票占比由3.8%提升至6.7%。2012-2024财年，日本生命保险国内股票年均投资收益率为6.71%，国外股票年均投资收益率为4.93%。

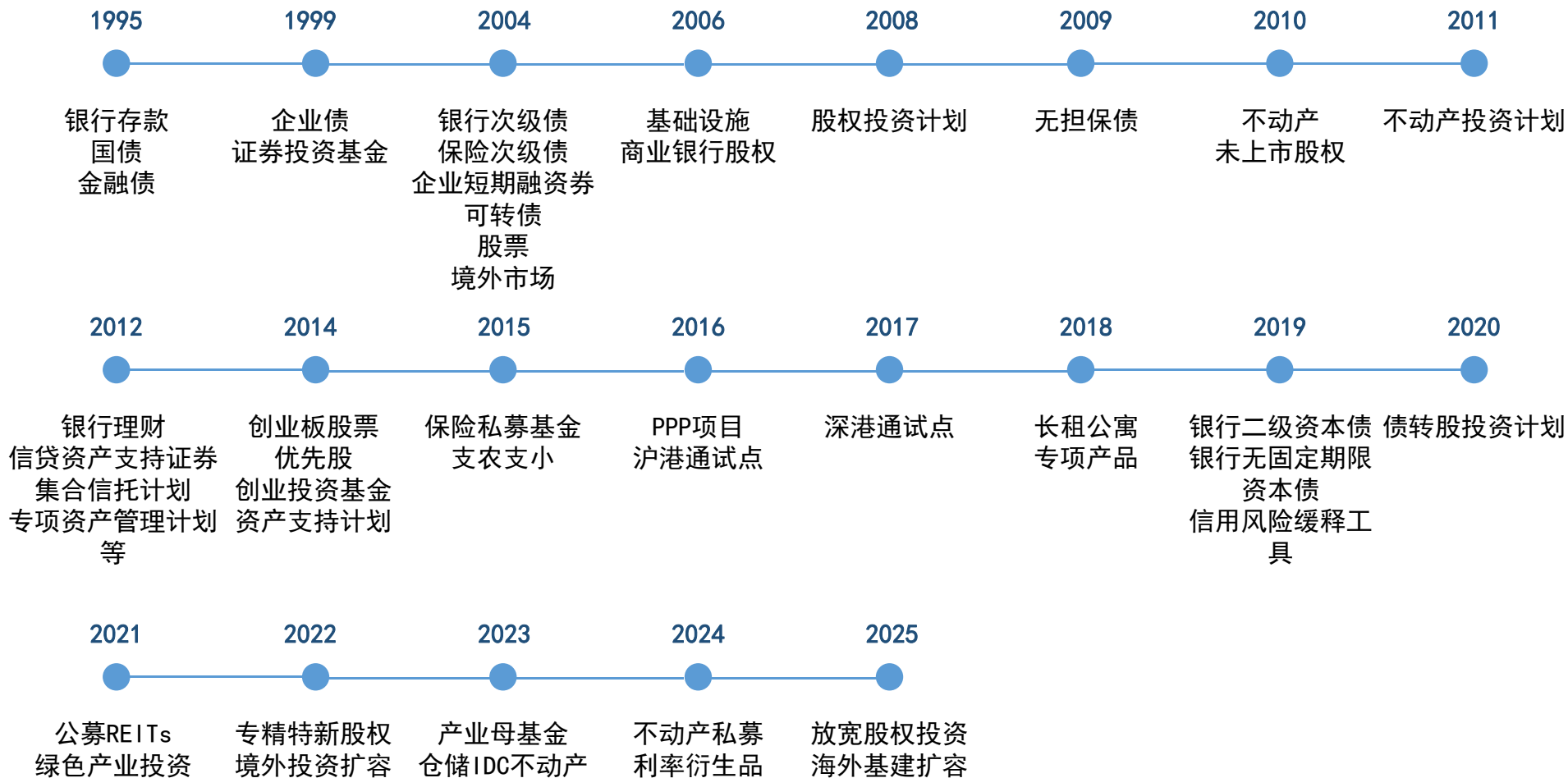
图：日本生命保险资产配置策略

优先贷款	在对利差水平进行综合考量的情况下，考虑参与优先贷款； 运用“日赛绿色贷款”等，支持脱碳
国内债券	计划在观察利率水平的同时投资超长期日本国债； 计划通过投资货币互换的 <u>外国公司债券</u> 和日元计价的公司债券来确保投资收益
对冲国外债券	在有选择地出售低收益债券的同时，计划有选择地投资于外国公司债券，从中长期角度提供合理的收益率
非对冲国外债券	灵活控制外汇风险的整体风险敞口，同时监控利率和汇率水平
国内及海外股票	计划增加对 <u>外国股票和另类资产</u> 的投资； 维持国内股票敞口持平
国内房地产	投资现有物业的升级项目、收购新的优质物业

资料来源：日本生命保险官网，国信证券经济研究所整理

我国保险资金可投资渠道放开时间梳理

➤ 随着我国保险业的发展，针对资产端的监管制度持续完善，逐步放开险资可投资领域的限制，由行业初期仅可投资银行存款、债券扩展至多元化的资产类别，从而使保险机构成为可投资领域最为广泛的机构投资者之一，为负债端产品结构的创新完善提供一定支撑。



资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

国内：监管约束逐步放宽

➤ 2010年后，资产端投放政策逐步放开，对涉及到股权、不动产、境外产品等投资项目要求形成体系化法律法规。

表：2010-2015保险资金监管要求

时间	政策/文件	涉及保险资金可投领域	主要内容及影响
2010.08.05	《保险资金运用管理暂行办法》	首个明确保险资金运用形式的纲领性文件	保险资金投资范围包括银行存款；买卖债券、股票、证券投资基金份额等 有价证券 ； 投资不动产 ；以及国务院规定的其他资金运用形式。此外，2014.04.18，原保监会对该办法进行修订， 放宽对保险资金运用的投资比例 ，交由原保监会制定调整。
2010.09.05	《保险资金投资股权暂行办法》、《保险资金投资不动产暂行办法》	股权、不动产	允许保险资金 投资未上市企业股权和不动产 ，这将对改善保险资产负债匹配，优化资产配置，缓解投资压力，分散投资风险，保障资产安全，维护投保人切身利益。此外，2012.07.25，原保监会对两个办法中部分事项进行调整和明确， 放款投资限制 。
2012.07.19	《保险资金投资债券暂行办法》	债券	相较2005年的《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》， 增加投资品种、调整投资比例、适度放宽发行限制、加强风险管控 ，既满足保险机构的迫切需求，又能够加强风险控制，有助于优化资产结构，提升投资收益，促进债券市场和保险市场健康发展。
2012.10.12	《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》	境外投资	规范保险资金境外投资运作行为，防范投资管理风险，实现保险资产保值增值，明确资质条件、投资规范、风险控制、监督管理等。
2012.10.22	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	金融产品（商业银行理财产品、信贷资产支持证券、集合资金信托计划、专项资产管理计划、项目资产支持计划等）	明确保险资金投资理财产品等类证券化金融产品的种类和限制，相较2009年《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》， 放款投资限制 。
2014.05.07	《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	集合资金信托	加强保险机构对集合资金信托计划的投资管理，规范投资行为，防范资金运用风险， 同时明确了投资标准、管理责任和信息报送 等要求。此外，2019.06.19对该通知进行修订，保险机构对信托公司的选择标准由此前的“ 近三年未受监管机构行政处罚 ”，改为“ 近一年 ”；而非标债权由 A级改为需AA评级以上 ；同时明确了豁免增信的条件等。
2014.10.17	《关于保险资金投资优先股有关事项的通知》	优先股	规范了保险资金对优先股的投资行为，确保资金安全，优化资产配置结构，并加强风险管理。
2014.12.15	《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	创业投资基金	规范保险资金投资创业投资基金行为，支持科技型企业、小微企业、战略性新兴产业发展，防范投资风险。
2015.07.08	《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》	蓝筹股票	第一， 放宽保险资金投资蓝筹股票监管比例 ，上调投资单一蓝筹股票的比例上限，鼓励进一步增持蓝筹股票；第二， 适度提高保险资金投资蓝筹股票的资产认可比例 ；第三，加强权益类资产风险监测，定期开展压力测试。该《通知》既有利于拓展保险资金配置空间，增强资金运用灵活性，又有利于发挥保险资金长期投资优势，支持资本市场和实体经济发展。
2015.03.31	《关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》	境外投资	相较2012年《细则》， 拓展境外投资市场和股票名单 ， 下调境外可投债券评级要求 ，进一步扩大保险资产的国际配置空间。

监管约束逐步放宽

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

国内：监管约束逐步放宽

➤ 2018年后，《保险资金运用管理办法》正式形成，针对保险资管的资金投放要求进一步完善。

表：2018-2022保险资金监管要求

时间	政策/文件	涉及保险资金可投领域	主要内容及影响
2018.01.24	《保险资金运用管理办法》	保险资金运用管理中的根本性正式文件	该《办法》在2010年和2014年《暂行办法》的基础上进行修订：一是明确保险资产管理产品业务的登记、托管、交易等监管事项；二是切实强化监管和风险管控机制；三是切实推动保险资金服务实体经济；四是根据“放管服”等政策安排修订有关内容。
2019.01.25	《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	银行资本补充债券	放宽投资限制条件 ，明确保险机构在信用风险管理、偿付能力等方面的要求，并加强风险管理。
2019.12.16	《关于将澳门纳入保险资金境外可投资地区的通知》	境外投资（澳门）	为规范保险资金境外投资行为，支持粤港澳大湾区建设，将澳门纳入保险资金境外可投资地区。
2020.07.01	《关于印发保险资金参与金融衍生品交易办法等三个文件的通知》	金融衍生品（含国债期货、股指期货）	进一步规范保险资金参与 金融衍生品交易 ，防范资金运用风险，维护当事人合法权益，制定《保险资金参与 金融衍生品交易办法 》《保险资金参与 国债期货交易规定 》和《保险资金参与 股指期货交易规定 》。
2020.09.09	《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》	债转股投资计划	提升服务实体经济质效，优化保险资产配置结构按照市场化，法治化原则，进一步明确保险资金 投资债转股投资计划 有关事项。
2020.09.11	《关于印发组合类保险资产管理产品实施细则等三个文件的通知》	组合类、债权投资、股权投资	规范保险资产管理产品业务发展，强化风险管控，维护投资者合法权益，制定《 组合类 保险资产管理产品实施细则》《 债权投资 计划实施细则》和《 股权投资 计划实施细则》。
2020.11.13	《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》	股权投资	加大保险资金对实体经济股权融资支持力度，提升社会直接融资比重， 取消保险资金财务性股权投资的行业限制 。
2021.11.17	《关于保险资金投资公募基础设施证券投资基金有关事项的通知》	公募REITs	为进一步 丰富保险资产配置结构 ，助力盘活基础设施存量资产，提高直接融资比重，从制度层面明确投资规范和监管规则。
2021.11.19	《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》	债券	为规范保险资金债券投资行为，防范资金运用风险， 放宽保险资金投资债券信用评级要求 等。
2022.05.13	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》（2022修订）	金融产品（理财产品、集合资金信托、债转股投资计划、信贷资产支持证券、资产支持专项计划、单一资产管理计划等）	相较2014年《通知》，进一步优化保险资产配置结构：一是 拓宽可投资金融产品范围 ，将理财公司理财产品、单一资产管理计划、债转股投资计划等 纳入可投资金融产品范围 。二是 落实主体责任 ， 取消 对保险资金投资信贷资产支持证券、资产支持专项计划等产品 外部信用评级要求 。三是强化穿透监管要求。四是规范投资单一资管产品行为。五是完善投后管理要求。

监管约束逐步放宽

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

国内：监管约束逐步放宽

➤ 2023年至今监管持续扩容险资投资边界，持续放宽各类资产约束，配套完善风控机制。

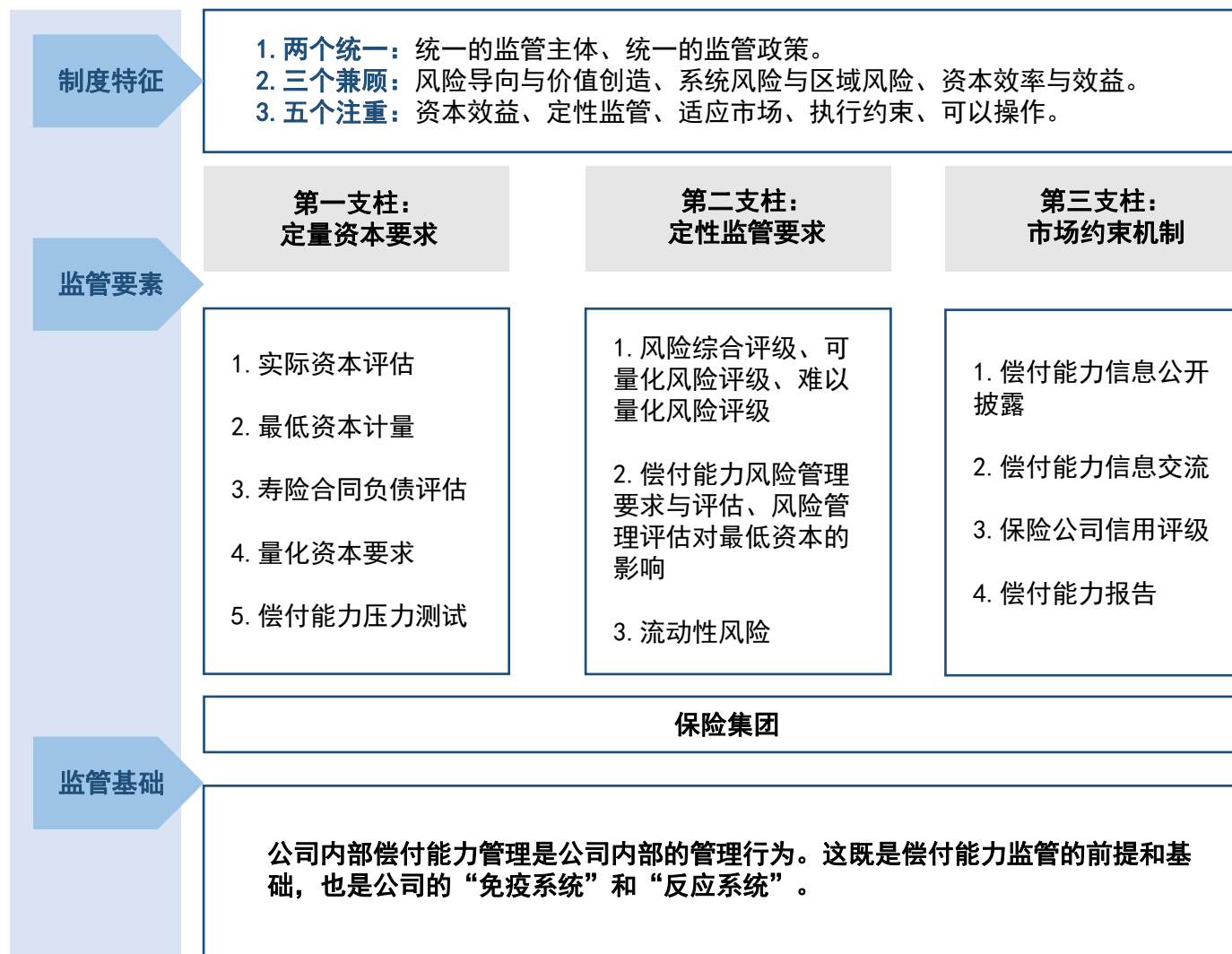
表：2023-2025保险资金监管要求

时间	政策/文件	涉及保险资金可投领域	主要内容及影响
2023.02	《关于优化保险资金股权投资有关政策的通知》	股权投资、产业母基金、并购夹层基金	全面取消财务性股权投资行业限制，放开产业引导母基金、并购基金投资，简化备案流程，拓宽权益配置空间。
2023.09	《保险资金投资不动产私募基金有关事项的通知》	不动产私募、仓储物流、IDC数据中心	首次允许险资投资不动产私募基金，扩容仓储、冷链、数据中心等经营性不动产，优化不动产投资比例管控。
2024.01	《关于拓宽保险资金绿色投资渠道的通知》	绿色债券、储能、新能源、绿色股权	新增储能、新型电力系统、低碳制造等绿色标的，差异化上调绿色资产投资比例上限，助力双碳投资。
2024.06	《保险资金参与国债期货、利率期权交易实施细则》	利率衍生品、国债期货、利率期权	健全利率对冲工具体系，细化衍生品风控规则，帮助险资对冲长久期债券利率波动风险。
2024.12	《优化保险资金境外投资监管政策通知》	境外固收、海外基建、境外REITs、境外股权	上调境外投资总额度，放开海外基建、境外不动产基金投资，简化跨境投资备案流程。
2025.04	《优化保险权益类资产配置监管方案》	上市股权、未上市股权、各类股权投资	适度放宽权益资产监管比例约束，优化偿付能力资本计量标准，引导险资加大实体股权投资。

监管约束逐步放宽

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

国内：“偿二代”对保险资本构成强约束



资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

国内：“偿二代”对保险资本构成强约束

- 由于“偿二代”强调促进保险企业增强服务实体功能，因此在资本认定标准变更之后，部分险企的核心偿付能力充足率将有一定下降，间接抬升了险企补充资本的需求。

表：不同资本类型计算方法及说明

资本类型	计算公式及说明
实际资本	保险公司在持续经营或破产清算状态下可以吸收损失的财务资源。 实际资本=认可资产-认可负债 · 认可资产 ：在评估偿付能力时依据银保监会规定所确认的资产。 · 认可负债 ：按照银保监规定所认定的负债，通常高于会计准则下的负债价值。
核心资本	在持续经营状态下和破产清算状态下均可吸收损失的资本。
附属资本	破产清算状态下可以吸收损失资本。

资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

表：衡量偿付能力的3个标准（需同时满足）

名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B及以上（含）

资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

国内：“偿二代”对保险资本构成强约束

- 监管部门要求保险公司每季度披露一次偿付能力充足率，对于偿付能力不达标公司，监管部门主要采取责令调整业务结构、限制业务范围、责令调整资产结构或交易对手，限制投资形式或比例、责令增加资本金、限制向股东分红、限制董事和高级管理人员的薪酬水平等措施。

表：“偿二代”较“偿一代”计量更为精准

	资产	负债	最低资本
“偿一代”	账面价值 (部分资产类别需要扣除非认可资产)	法定准备金 (假设较为保守，因此隐性的反映了部分资本需求)	准备金和保额的一定比例
“偿二代”	账面价值 (基本均为认可资产，长期待摊等资产为非认可资产)	最优估计负债+风险边际 长期险需包含保证利益的成本	多层细分风险，以风险为导向

资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

表：“偿二代”二期与一期基础因子对比

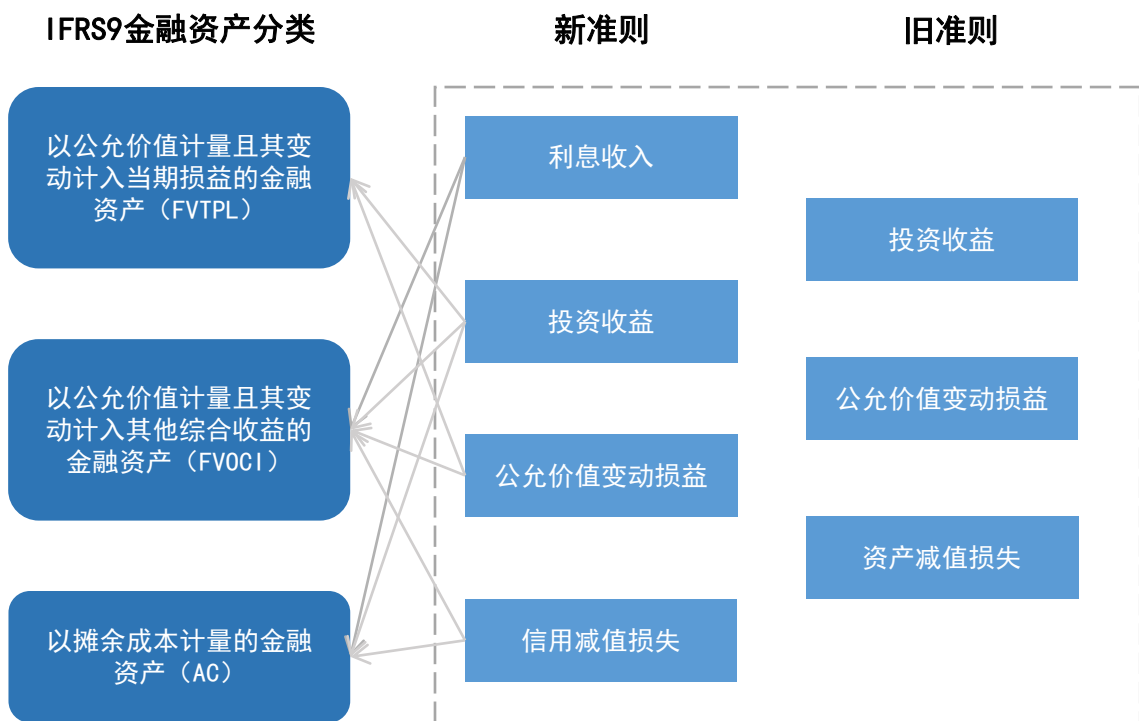
资产大类	细分板块	偿二代一期基础因子	偿二代二期基础因子
股票	沪深主板股	0.31	0.30
	中小板股	0.41	0.40
	创业板、科创板股	0.48	0.40
	持仓超过三年的沪深300指数成分股、中证红利低波动100指数成分股	0.31	0.30下调至0.27
	持仓超过两年的科创板上市普通股	0.48	0.40下调至0.36
长期股权投资	未上市公司股权	0.28	0.41
	保险子公司	0.10	0.35
	合营和联营上市公司	0.15	0.35
	合营和联营非上市公司	0.15	0.41
基金	债券基金	0.06	0.06
	股票基金	0.25	0.28
	混合基金	0.20	0.23
	货币基金	0.01	0.01
投资型房地产	成本法	0.08	0.15
	公允价值法	0.12	
信托计划（无法穿透部分）	权益类	0.31	0.60

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

国内：新会计准则实施，利润表波动加大

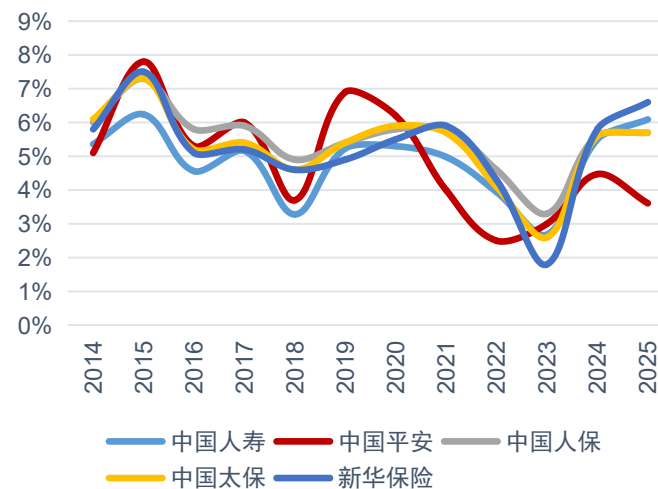
- 2023年1月1日，保险行业全面实施IFRS9（以下简称“19”）及IFRS17（以下简称“117”）新会计准则。其中，19的实施对险资资产端金融工具计量带来较大变化，分类更为客观。按照会计核算方式，19将金融资产分为三类，如下图所示。
- 按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为FVOCI后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入FVTPL，资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。

图：利润表中与投资收益核算有关的科目变化

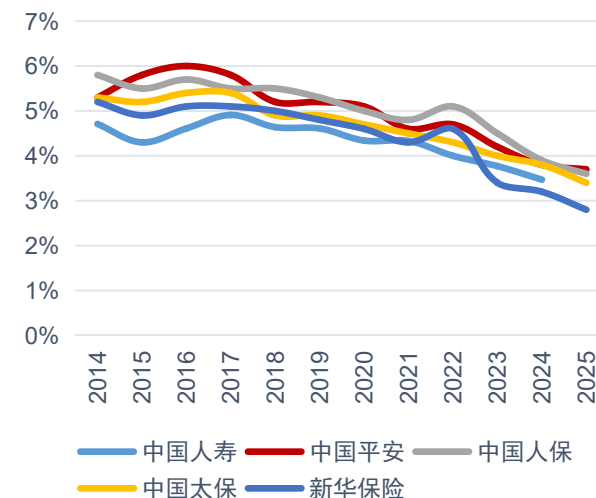


资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

图：上市险企总投资收益率（单位：%）



图：上市险企净投资收益率（单位：%）

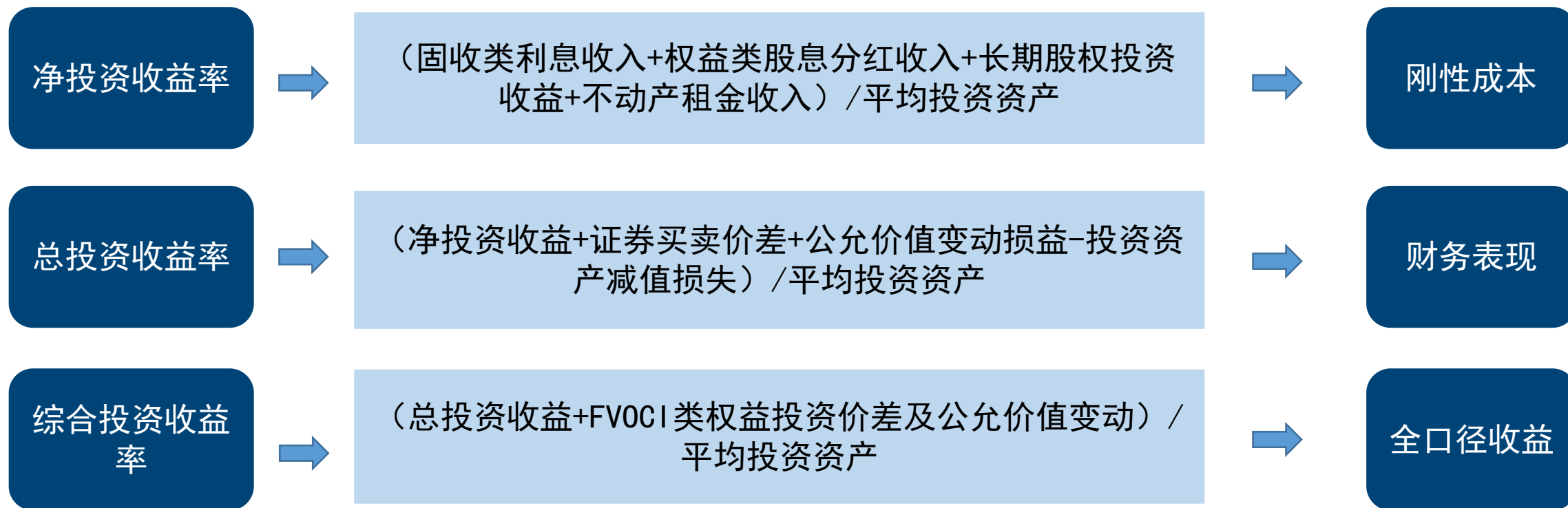


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

净投资收益率是保险公司覆盖刚性成本的基础和关键

- ▶ 保险公司资产端收益率分为净、总和综合三个维度。净投资收益率作为基础，包括固定收益类（现金、定存、债券、非标等）利息收入、权益类（股票、基金等）股息和分红收入、长期股权投资收益和投资性不动产租金收入等。
- ▶ 净投资收益率是覆盖刚性成本的基础。寿险公司业务具有刚性成本，需要长期稳定的收益回报从而覆盖成本，才能实现稳健经营。而净投资收益率隐含了险企获得稳定投资收益的能力，是覆盖刚性成本的基础，也是评估保险公司资产负债成本匹配的关键指标之一。

图：保险公司三类投资收益率内涵及作用



资料来源：国家金融监督管理总局，公司公告，国信证券经济研究所整理

国内：新会计准则实施，金融资产分类结构改变

➢ 整体来看，新准则后FVTPL和FVOCI资产增加，AC类资产减少。主要原因如下图所示。

➢ 固收类资产主要以FVOCI计量为主，AC占比大幅下降。根据各险企披露的2025年年报，OCI固收类资产占比较高，主要因为OCI是新会计准则下固定收益类资产的占优科目，未来险企或将增加该科目占比。

图：新准则下金融资产分类的变动

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

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

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

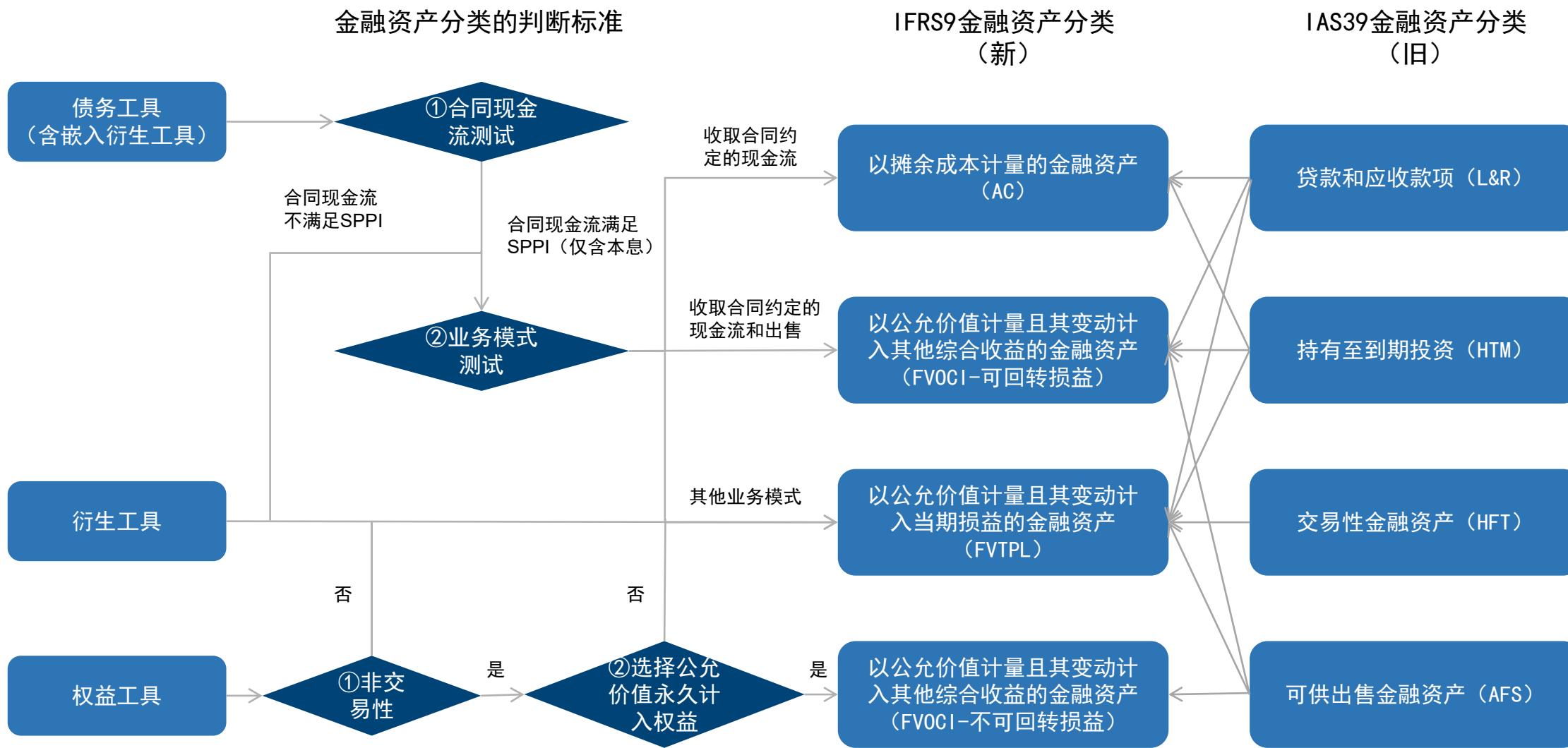
表：上市险企2025年金融类资产占比（按会计计量方式，单位：百万元，%）

项目	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	2,067,288	33.3%	2,713,327	35.8%	409,717	29.4%	714,868	27.2%	579,756	45.0%	1,296,991	32.5%
其他权益工具投资 (OCI权益)	317,876	5.1%	609,550	8.0%	169,046	12.1%	176,161	6.7%	38,556	3.0%	262,238	6.6%
其他债权投资 (OCI固收)	3,926,042	63.3%	3,231,435	42.6%	607,327	43.6%	1,772,078	67.4%	535,968	41.6%	2,014,570	50.5%
债权投资 (AC固收)	173,992	2.8%	1,270,569	16.8%	332,656	23.9%	51,601	2.0%	256,913	19.9%	417,146	10.5%
合计	6,485,198	104.5%	7,824,881	103.2%	1,518,746	108.9%	2,714,708	103.2%	1,411,193	109.6%	3,990,945	100.0%

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新会计准则后资产分类的判断标准与对比



资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

➤ 保险公司具有负债端驱动的特点，因此不同产品结构决定资产端投资偏好。其中，主要可分为四类：

- 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；
- 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；
- 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；
- 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：新准则下险资资产配置偏好

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

资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

*注：“产品收益率”为预估存量产品平均值，具体应以各公司实际情况为准

[01] 负债优化：增浮动，加保障

[02] 资负联动：锁收益，稳分红

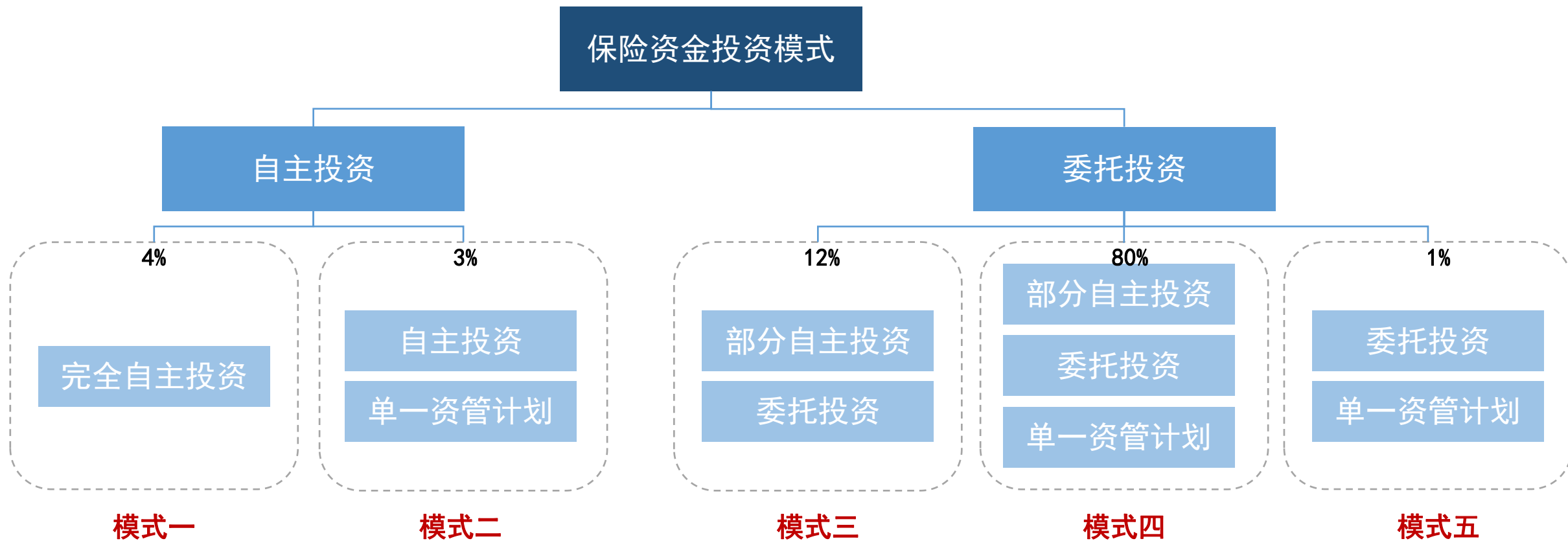
[03] 配置策略：哑铃结构持续

[04] 创新拓展：另类发力，三方寻机

保险总体配置：以委托投资为主

- 根据原银保监会发布的《中国银保监会关于保险资金投资有关金融产品的通知》（银保监规〔2022〕7号）和《中国银保监会关于印发保险资金委托投资管理办法的通知》（银保监规〔2022〕9号）相关规定，保险投资模式主要分为保险机构**直接投资**和**委托保险资管公司（包含关联及非关联）投资**两大类，根据不同投资方式组合，可拆分以下五种投资模式。
- 从机构偏好来看，大中型险企主要以“部分自主投资+委托投资+单一资管计划”的模式进行投资；中小险企则偏好“完全自主投资”、“自主投资+单一资管计划”、“部分自主投资+委托投资”的模式。

图：2022年各类保险资金投资模式资产规模占比

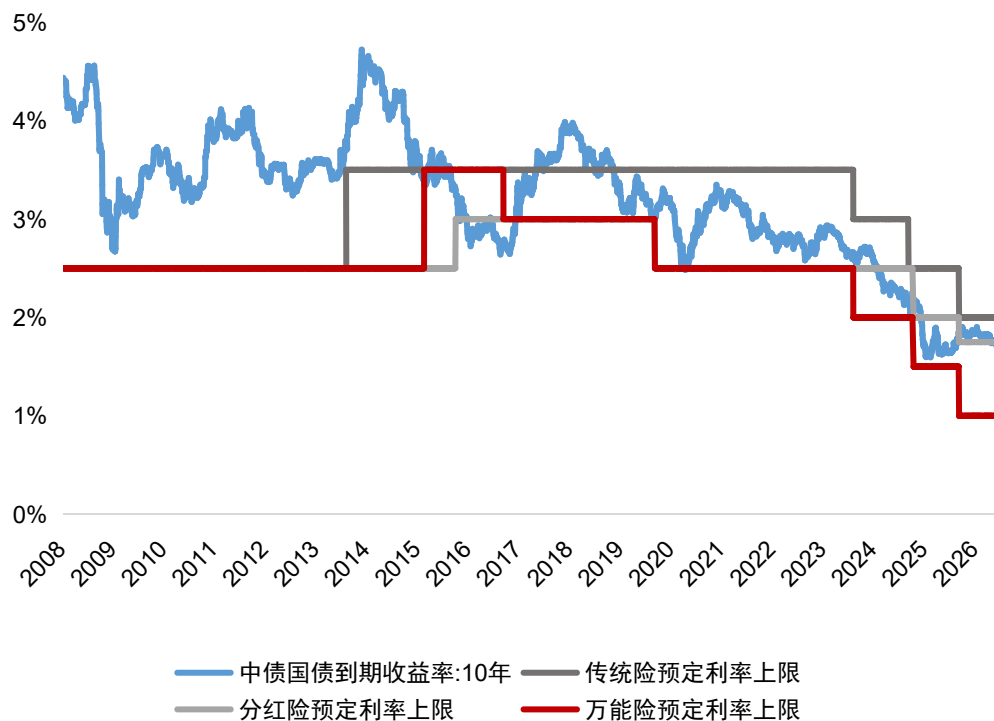


资料来源：金融监管研究院，国信证券经济研究所整理

低利率环境下，险资配置面临利差损风险

- ▶ 低利率市场环境下，资产负债管理能力是保险机构守住经营底线、化解各类经营风险的核心抓手，同时也是保险公司制定中长期发展战略、规划业务结构、保障长期稳定经营的首要核心议题。
- ▶ 存量负债成本调整速度慢于市场利率的下行速度，无风险利率下行、信用利差缩窄叠加非标供给减少，资产端收益率持续下行，保险公司利差高低和持续性至关重要。

图：我国人身险与财险累计保费收入（单位：亿元）



图：低利率环境下保险资金投资的苦恼

传统配制策略
较短久期信用债+非
标资产支持的“固收+”

- 长期国债收益持续走低，信用利差极致压缩
- 非标供给极度收缩，优质资产稀缺
- 负债成本调整滞后，利差损潜在风险上升

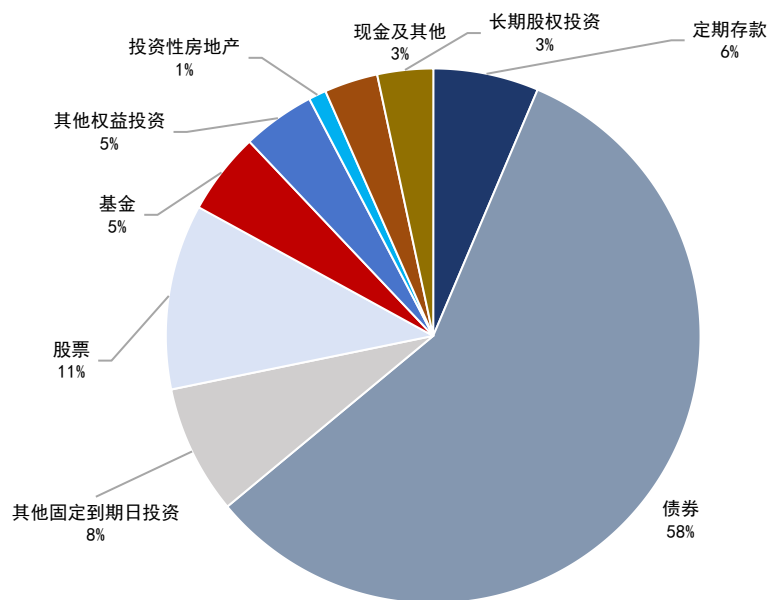
资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

资料来源：国家金融监督管理总局，保险行业协会，国信证券经济研究所整理

保险总体配置：负债驱动资产模式

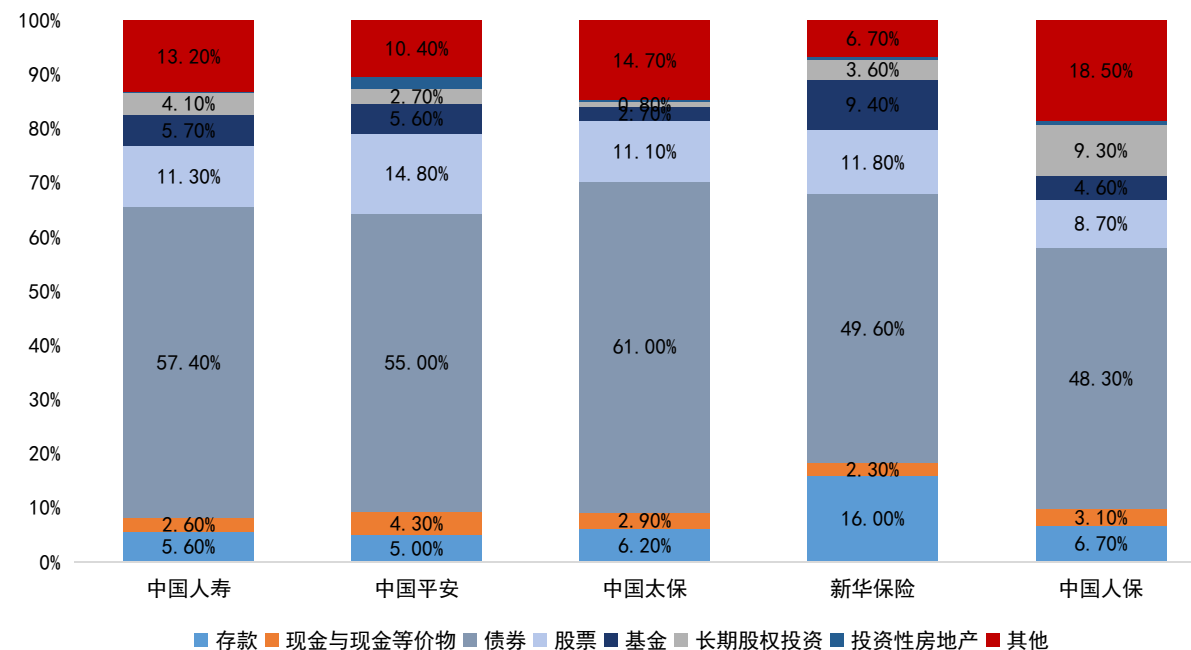
- 对保险机构而言，保费收入在扣除准备金及偿付资金后的剩余部分为自有资金。保险公司可以通过自主投资、委托投资等模式进行资金投资运作。
- 保险资管擅长大类资产配置，对于长久期和绝对收益的资产配置具有丰富经验。权益类资产方面，险资倾向于投资高股息、高分红的蓝筹股。目前，保险资金持股比例超过10%的A股上市公司已超过45家，其中以商业银行、实体经济的行业龙头企业为主。
- 《保险资金运用管理办法》规定了保险资金的运用范围包括银行存款、债券、股票、基金、不动产、股权等。

图：2025年上市险企大类资产配置以债券为主



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企2025年资产配置结构



资料来源：公司公告，保险资管协会，国信证券经济研究所整理

保险总体配置：负债驱动资产模式（续）

➤ 我们主要梳理了2023年三季度以来，人身险公司、财产险公司及行业整体单季度资金运用余额增量占当季保费收入的比例，从而分析保费收入节奏及资金配置规模间的转化率，以解读险企资产配置节奏受保费收入影响的情况。从历史趋势来看，受负债端“开门红”大规模增量资金入账因素影响，每年四季度及一季度为保险行业资金配置诉求较高的阶段。其中，四季度末险企或利用杠杆提前配置包括长债等在内的资产，在调整偿付能力充足率的同时把握市场配置时点，因此相对应时点的资金转化率相对较高。

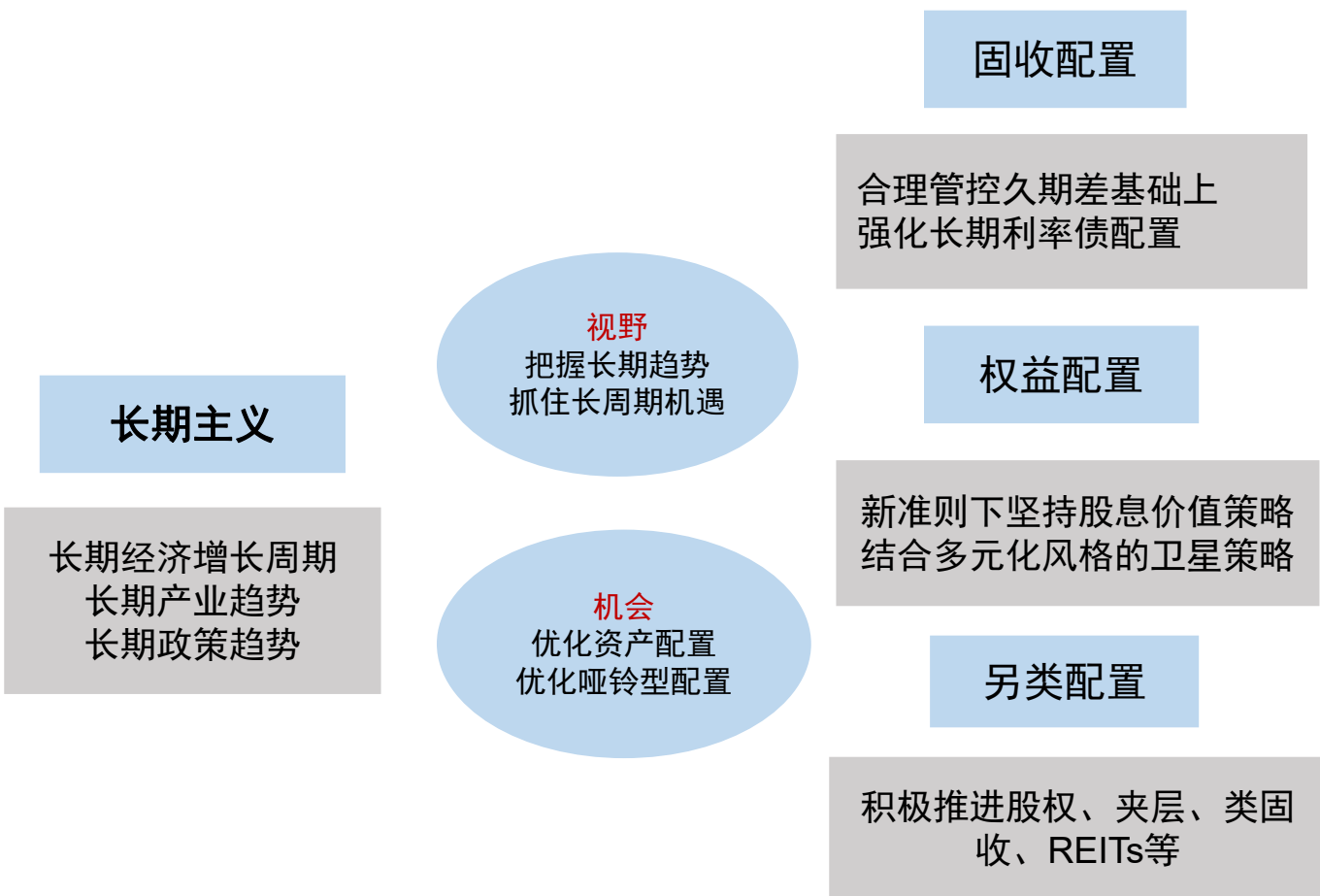
➤ 相较之下，二季度及三季度受销售团队调整、保费增速放缓等因素影响，险企资产端配置诉求有所下降，资金转化率则通常略低于四季度及一季度。

表：保险业资产配置转化率分析（单位：亿元，%）

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
行业保险资金运用余额合计	275230	281574	299381	308668	321512	332580	349312	362343	374631	384799
人身险当季资金运用余额增量	3958	6127	16812	8387	12292	10120	14287	12224	11256	9353
财产险当季资金运用余额增量	-55	103	61	829	267	848	521	737	411	281
当季保险资金运用余额增量	3757	6344	17807	9287	12844	11068	16732	13031	12288	10168
人身险当季保费收入增量	7267	5525	17834	10191	9076	5532	17878	11728	11289	5596
财产险当季保费收入增量	3206	3195	3710	3732	3403	3486	3867	3877	3506	3453
当季保费收入增量	10473	8720	21544	13923	12479	9018	21745	15605	14796	9048
人身险配置资金占保费收入比例	54%	111%	94%	82%	135%	183%	80%	104%	100%	167%
财险配置资金占保费收入比例	-2%	3%	2%	22%	8%	24%	13%	19%	12%	8%
行业配置资金占保费收入比例	36%	73%	83%	67%	103%	123%	77%	84%	83%	112%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

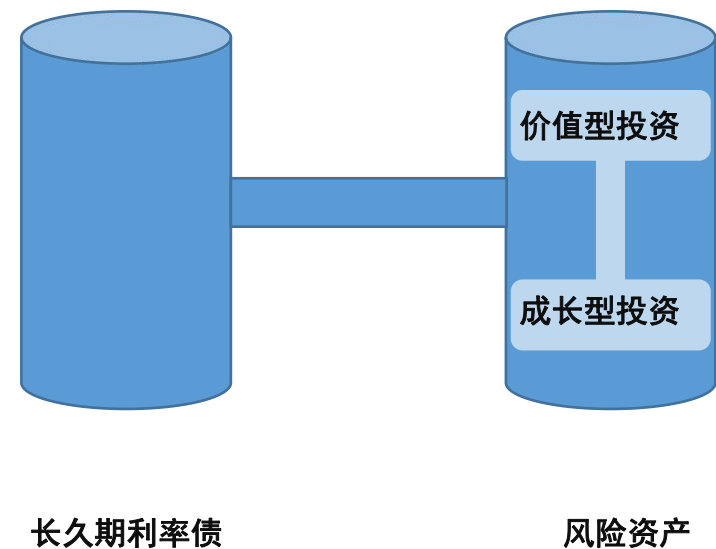
图：资产配置长期视野与短期机会



资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

➤ 例如中国太保采用精细化“哑铃型”配置结构，平衡固收类、公开市场权益、另类资产占比，致力于实现穿越宏观经济周期的稳定投资收益。

图：长期投资策略哑铃型结构



资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

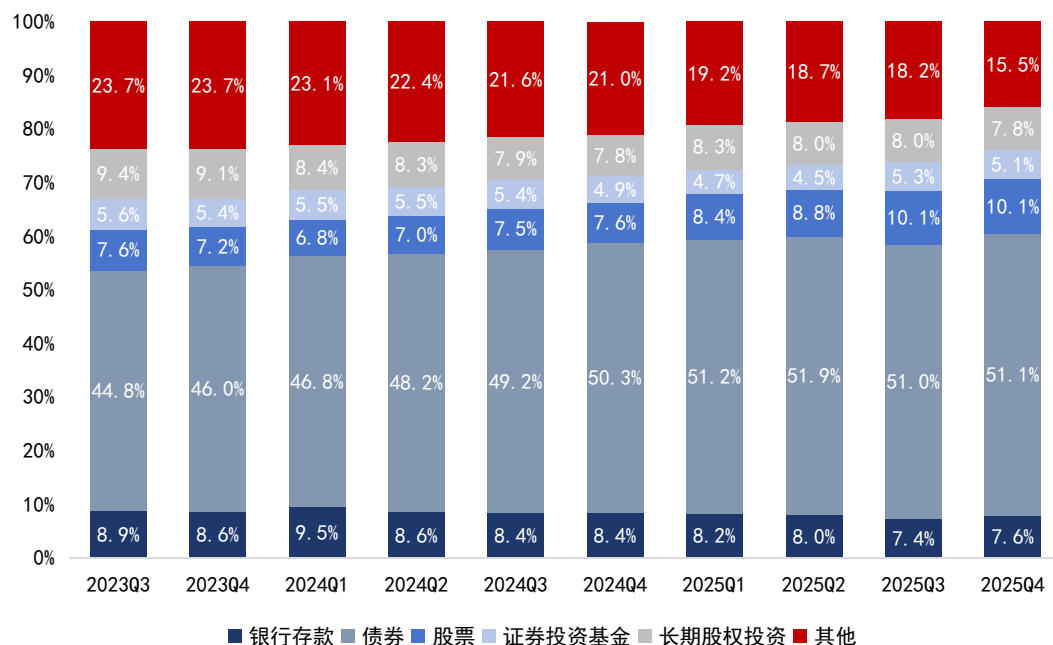
保险如何买债：债券是“压舱石”

➤ 保险资金运用余额呈稳定增长趋势。

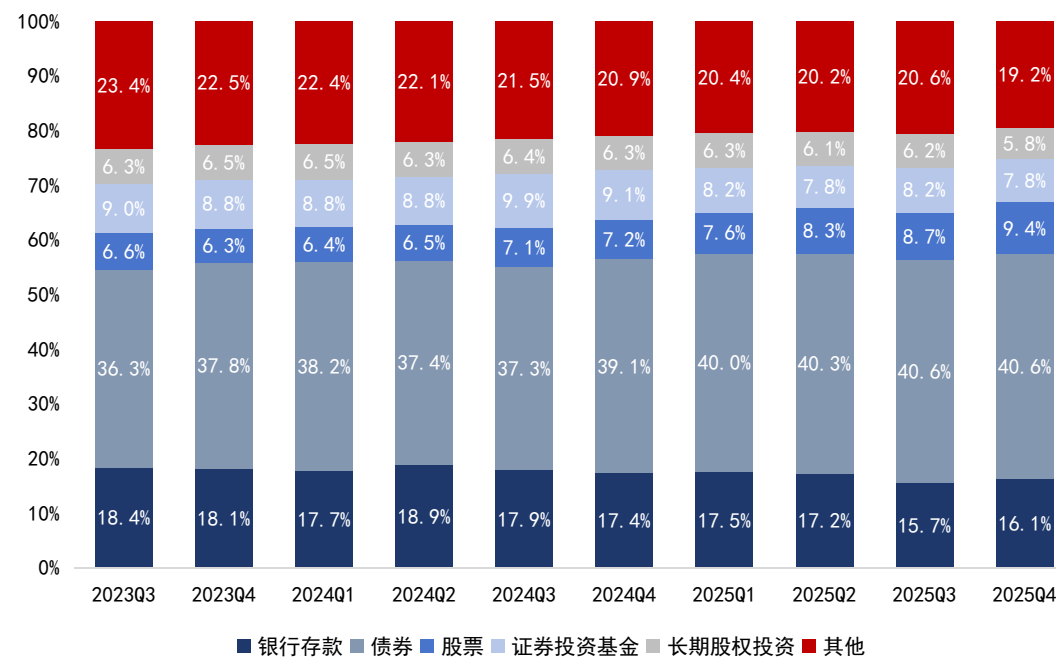
➤ 偏好超长利率债和中长期信用债，在利率高点时进行配置。拉长久期，实现资产负债久期的匹配。

➤ 近年来，以长期股权、另类资产为代表的其他类投资规模不断上升；银行存款占比不断下降。

图：人身险公司资产配置规模及同比变化（单位：亿元，%）



图：财产险公司资产配置规模及同比变化（单位：亿元，%）



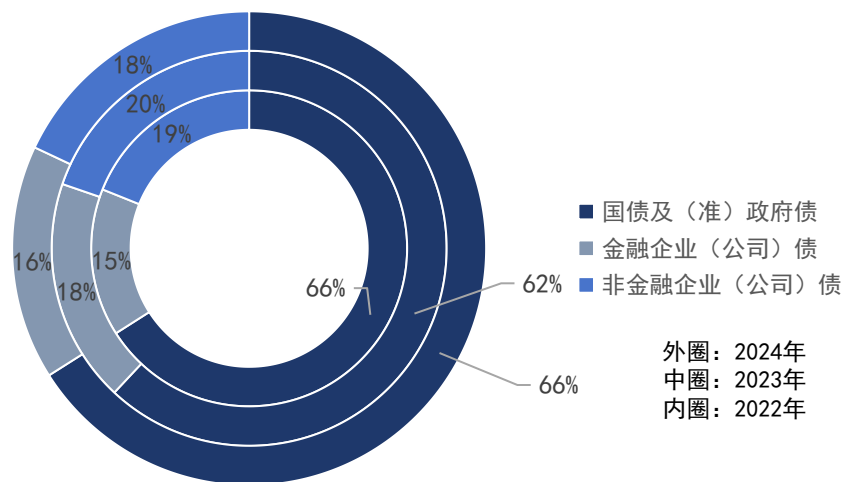
资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

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

保险如何买债：综合考虑后地方债/利率债优于信用债

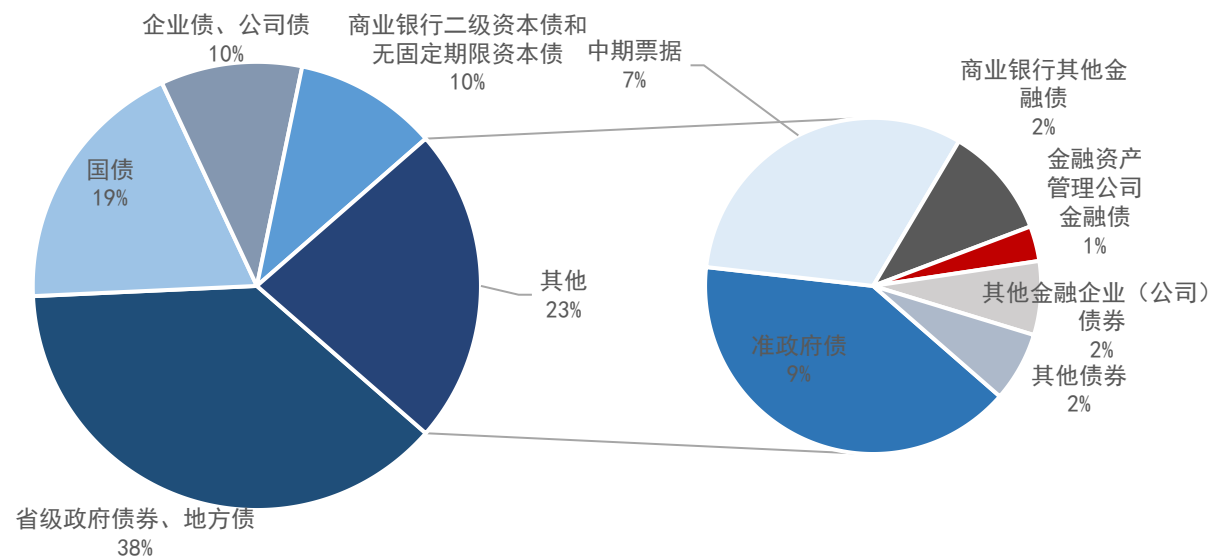
- 由于国债具有免税优势，险资在债券投资中主要以国债及（准）政府债为主，近年来该部分占比稳步上升，是险资投资债券的核心。
- 随着信用环境风险的上升，险资对信用债的投资策略有所调整。公司债作为保险机构投资信用债的主要券种，近两年因公司债收益率的波动下降，保险机构在持有公司债的总量中占比有所减少。这一趋势进一步导致了险资中信用债的整体占比呈现下降趋势。
- 总体来看，险资在买债券时，倾向于选择风险较低、收益稳定的国债及政府债，同时适度调整信用债的配置，以适应市场环境的变化。

图：2022-2024年保险资金中债券投资占比情况



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：2024年保险资管公司投资债券构成（单位：%）

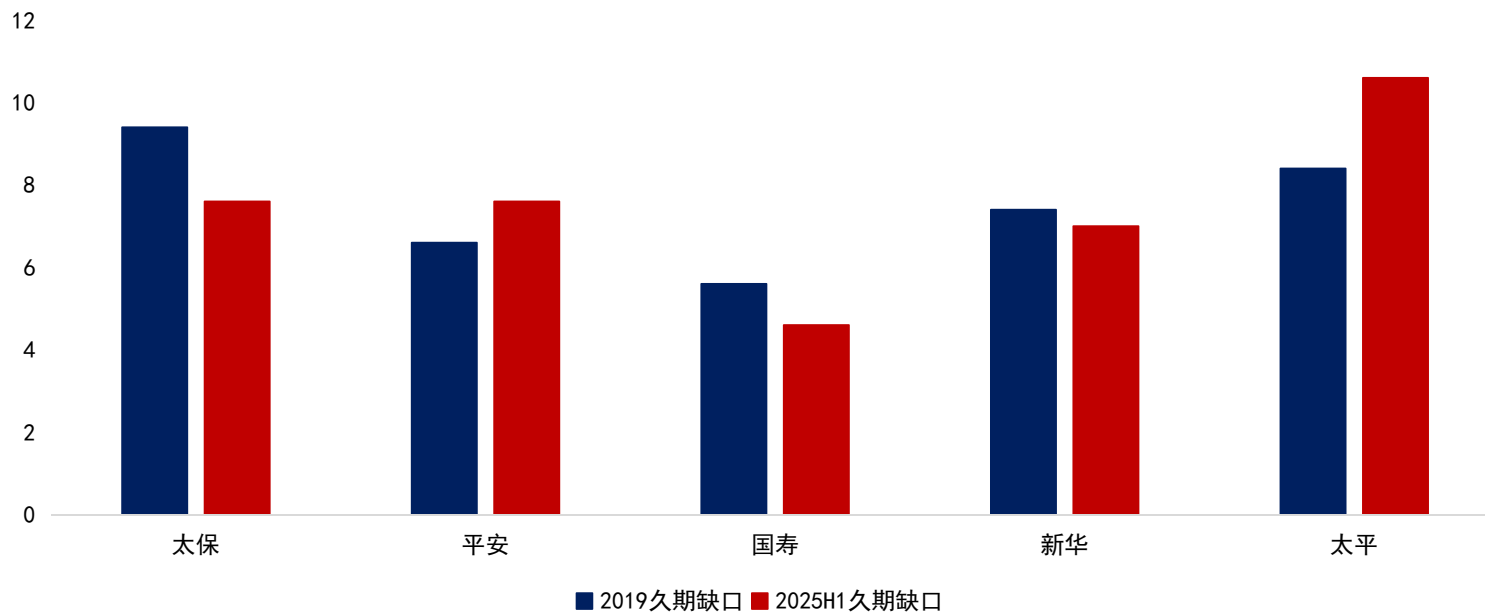


资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

保险如何买债：拉长资产久期，择机增配超长债

- 部分险企较早加大超长债配置，锁定长期票息收益，存量资产的票息收益相对稳健，由此减缓了净投资收益率的下降速度。过去几年上市险企普遍采用了拉长久期的策略，目前久期缺口已显著收窄。5家头部上市寿险公司平均资产久期由2023年的10.6年拉长至2025H1的12.2年，久期缺口呈现不同程度收窄。
- 长端利率降至相对地位，期限溢价有所收窄，险企久期缺口控制合意背景下，保险公司对超长债的配置态度从超配转向中性配置，择机择时加大利率债配置。

图：上市险企资产负债久期缺口显著缩小（单位：年）

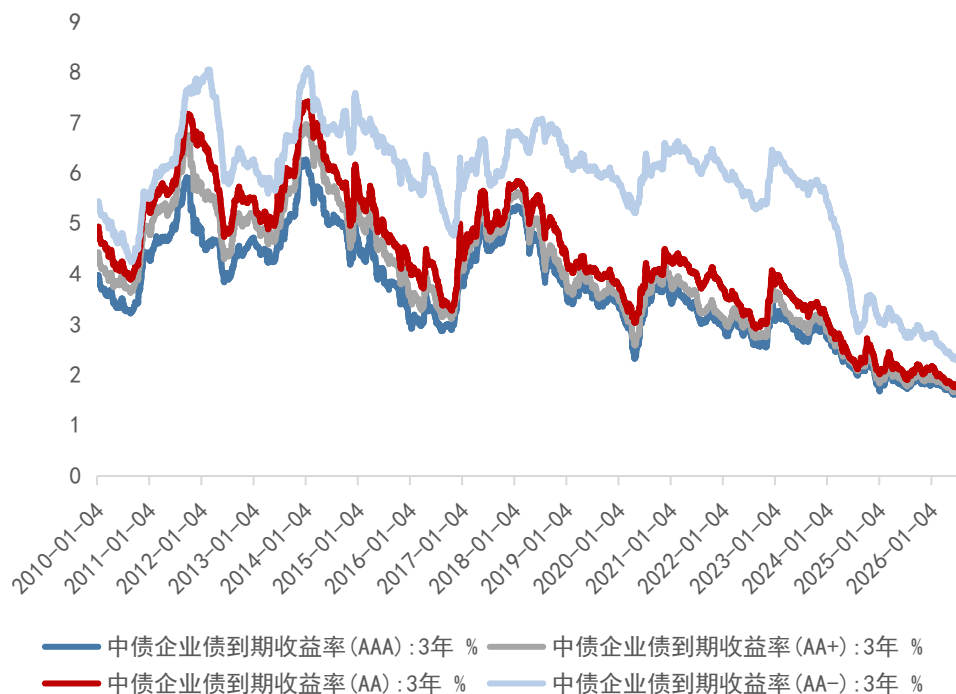


资料来源：公司公告，CLAMC资产配置部，国信证券经济研究所整理

保险如何买债：信用债仓位逐步压降

- 在利率下行背景下，高等级信用债价格上涨，为持有者带来票息和资本利得。
- 保险公司信用债风险较小，以5大上市险企为例，高级评级的占比均在80%或90%以上。
- 偿二代二期工程信用风险计算规则也鼓励保险公司投资高评级的债券，进一步降低了保险公司信用债投资的风险。

图：我国信用债利率走势（单位：%）



表：5家上市险企信用风险管理

公司名称	信用风险评级
中国人寿	信用债中外评AAA占比超过99%。
中国人保	企业债和非政策性银行金融债债项或发行人评级AAA级占比达96.7%。
中国平安	公司债中外评AA及以上占比99.9%，AAA级占比53.7%。
中国太保	企业债及非政策性银行金融债中外评AA及以上占98.3%、AAA占96.9%。
新华保险	投资性存款及持仓债券中，信用评级为AAA级的占比超过95%。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

保险如何买债：债券比价

- 我们主要梳理了各券种在税收、风险因子、偿付能力成本等方面的差异。从比较结果来看，长久期国债和地方债具备免税及资本消耗较低的特点，是当前人身险企拉长资产端久期的主要配置手段。

表：险资债券投资收益比价

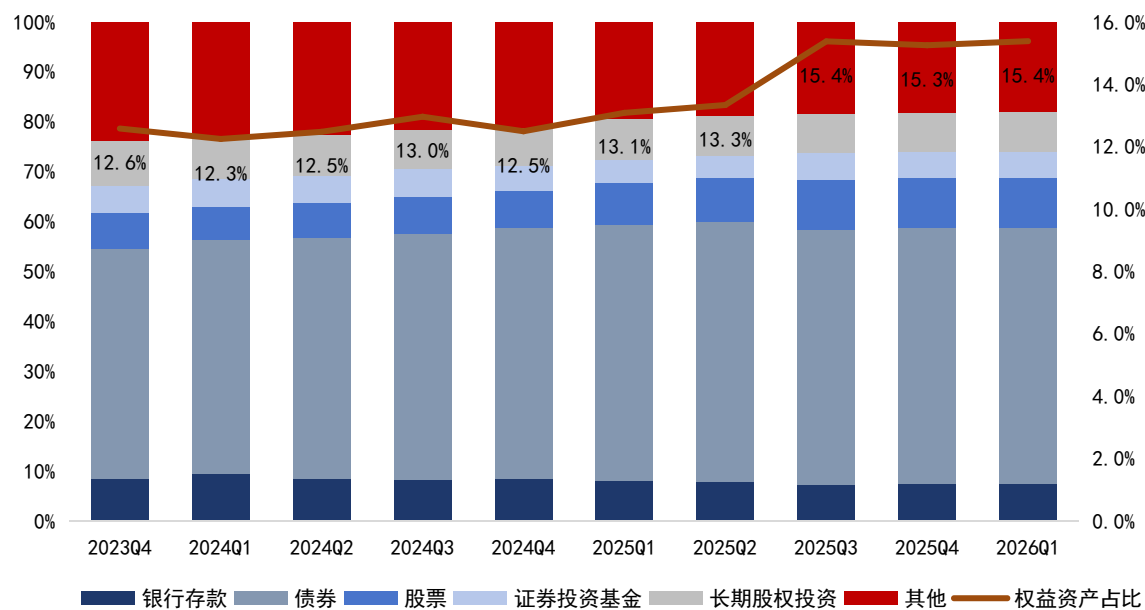
	10年期国债	10年期地方债	10年期国开债	3年AAA中期票据	3年AA+中期票据	1年股份行NCD	5年国有大行二级资本债
原始收益率	1.74%	1.83%	1.79%	1.65%	1.71%	1.46%	1.88%
所得税	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%
增值税	0%	0%	0%	6%	6%	0%	0%
税后收益	1.74%	1.83%	1.34%	1.17%	1.21%	1.10%	1.41%
信用风险最低资本							
基础因子 (RF0)	0	0	0	0.039	0.036	0	0.1
特征因子 (K)	0	0	0	0.05	0.05	0	0
交易对手违约风险因子 ($RF=RF0*(1+K)$)	0	0	0	0.01575	0.0378	0	0.1
偿付能力成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	0.81%	0.00%	2.16%
调整后收益	1.74%	1.83%	1.34%	0.83%	0.39%	1.10%	-0.75%
*注：调整后收益=原始收益率（1-所得税）/（1+增值税）-交易对手违约风险因子*资本利润率*综合偿付能力充足率，取资本利润率为11%，偿付能力充足率为196%。收益率数据截至时间为2026年7月2日。							

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

低利率环境下险资权益投资占比提升、收益波动率上升

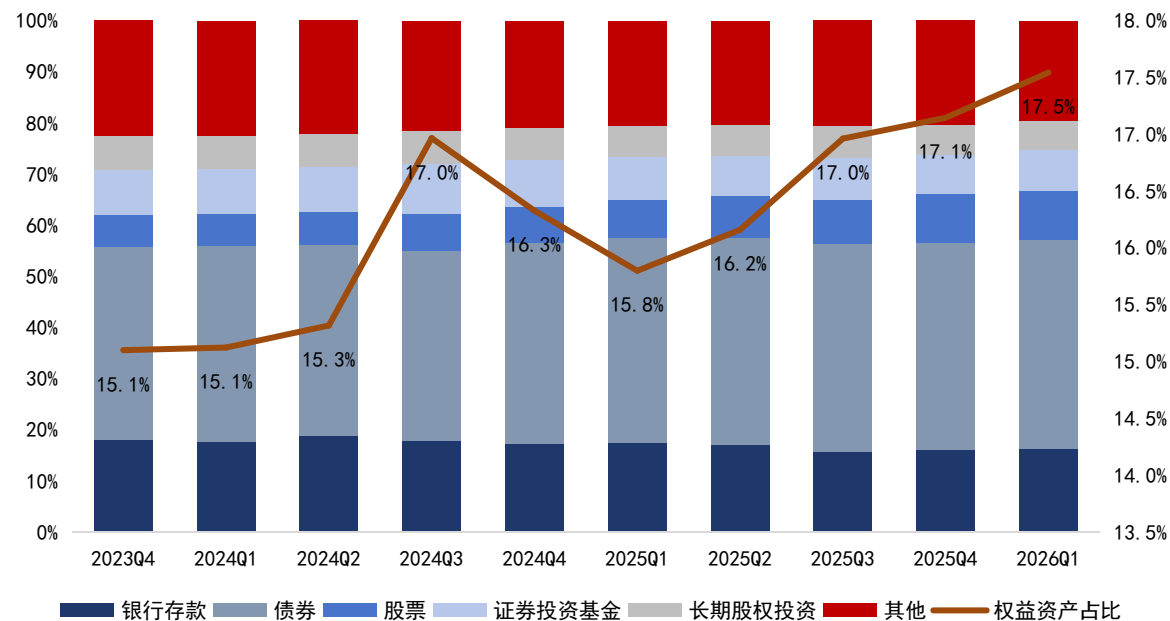
- 权益投资成为保险公司面对低利率市场环境的“必答题”。债券收益水平降低，难以覆盖高负债成本，加强权益类资产配置已成为保险机构破解利差损风险、实现资产负债良性循环的必然选择，更是提升长期投资收益的战略举措。
- 保险资金持续增配权益类资产。寿险、财险资金同步增配权益，存款及非标类资产占比持续回落。2024年起保险资金配置结构向权益倾斜的特征初步显现。

图：人身险公司资产配置结构（单位：%）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

图：财产险公司资产配置结构（单位：%）

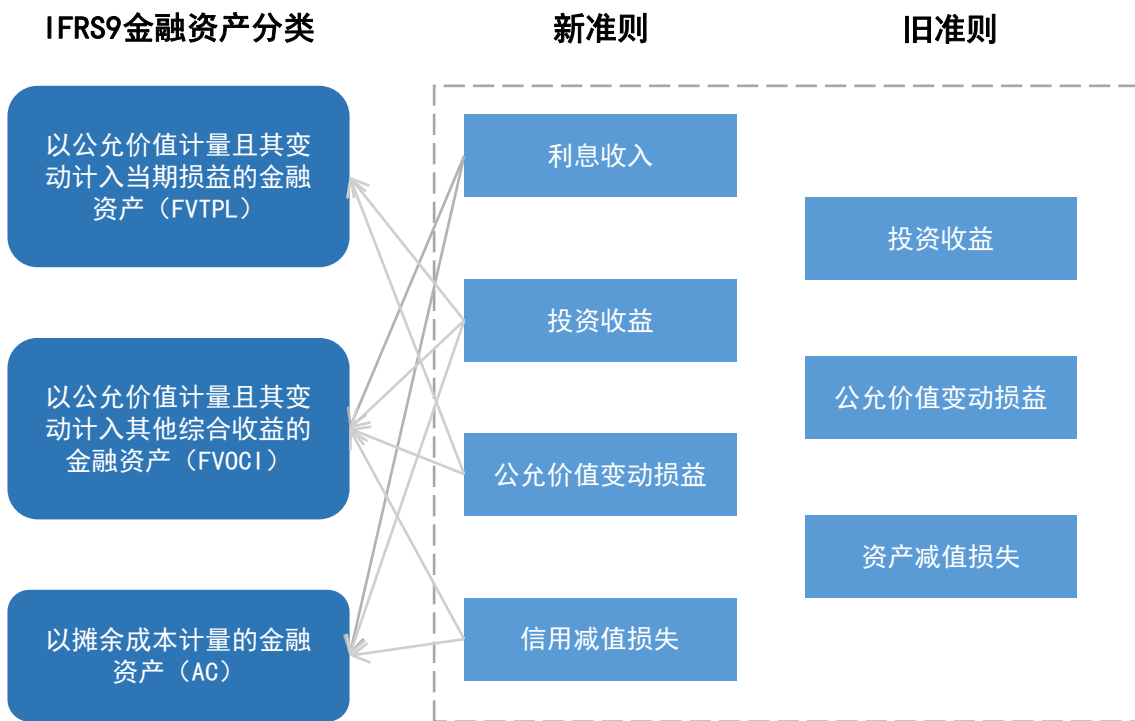


资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

新会计准则下权益投资占比提升的动因与风险传导机制

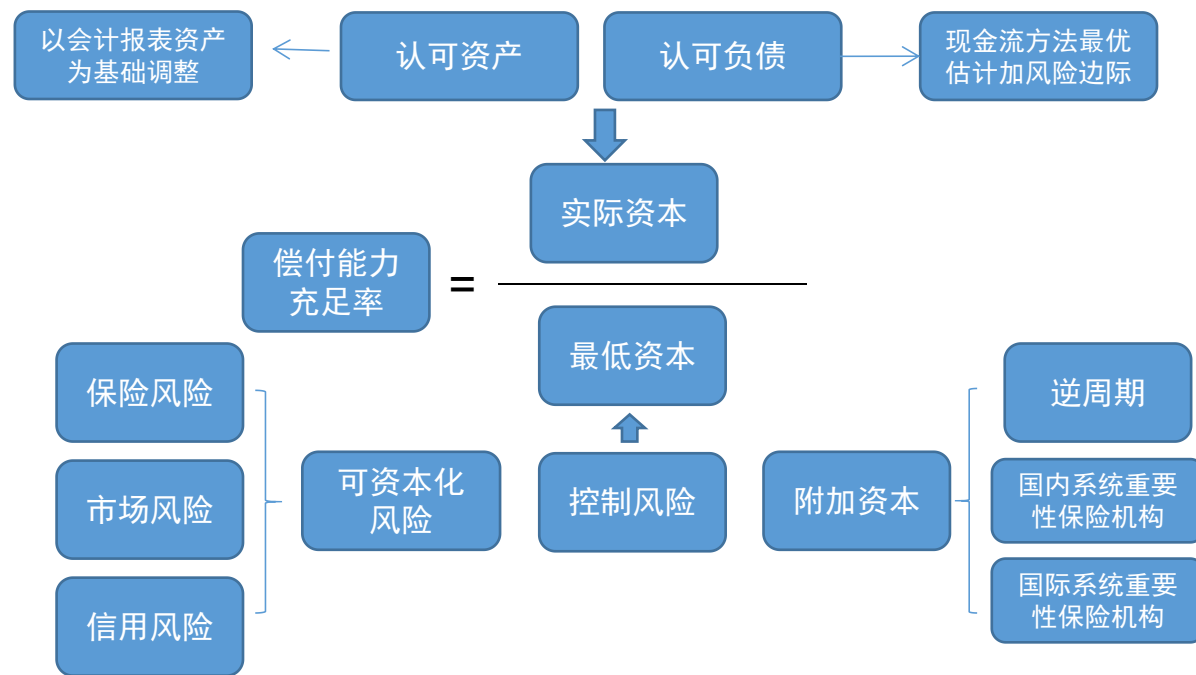
- 上市险企2023年已实施新会计准则，行业也在2026年全面落地新准则，收益的波动性将显著加大，管理难度提升。
- 随着公开市场权益配置占比稳步提升，其高波动性也成为险资投资端需要直面的现实挑战。新会计准则后，保险公司的税前利润可以拆分成保险服务业绩、投资业绩和其他三部分，其中投资业绩可能产生较大波动，尤其计入FVTPL科目的股票价格变动直接影响投资业绩，保险公司利润对股市表现的敏感性有所提升，收益平滑难度加剧，总投资收益率开始趋于综合投资收益率，波动有所加剧。权益资产配置比例的提升也将导致保险公司偿付能力不确定性提升。

图：利润表中与投资收益核算有关的科目变化



资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

图：权益配置比例提升加大偿付能力不确定性

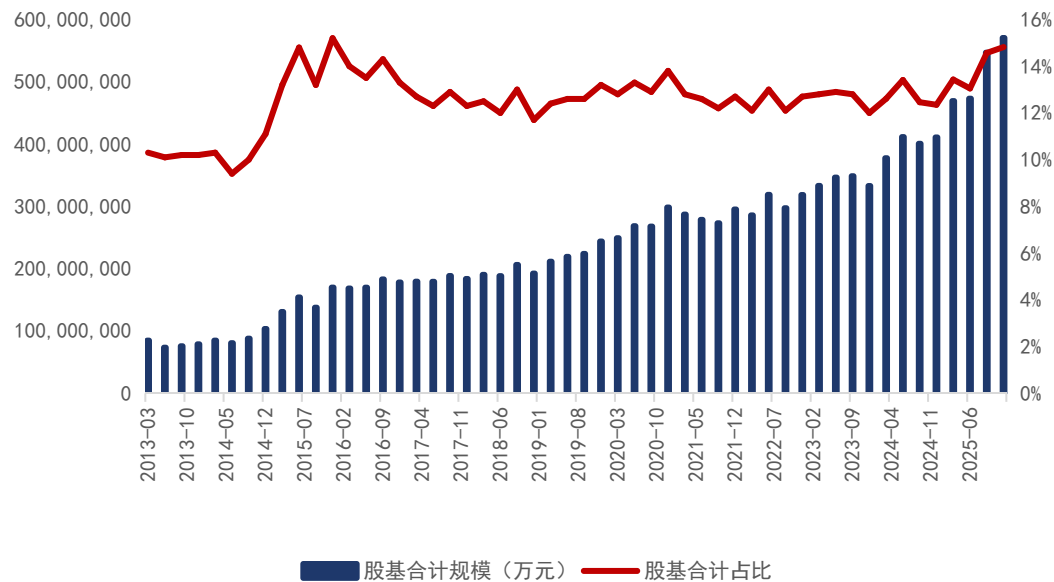


资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

保险如何买股票：配置与监管上限仍有空间

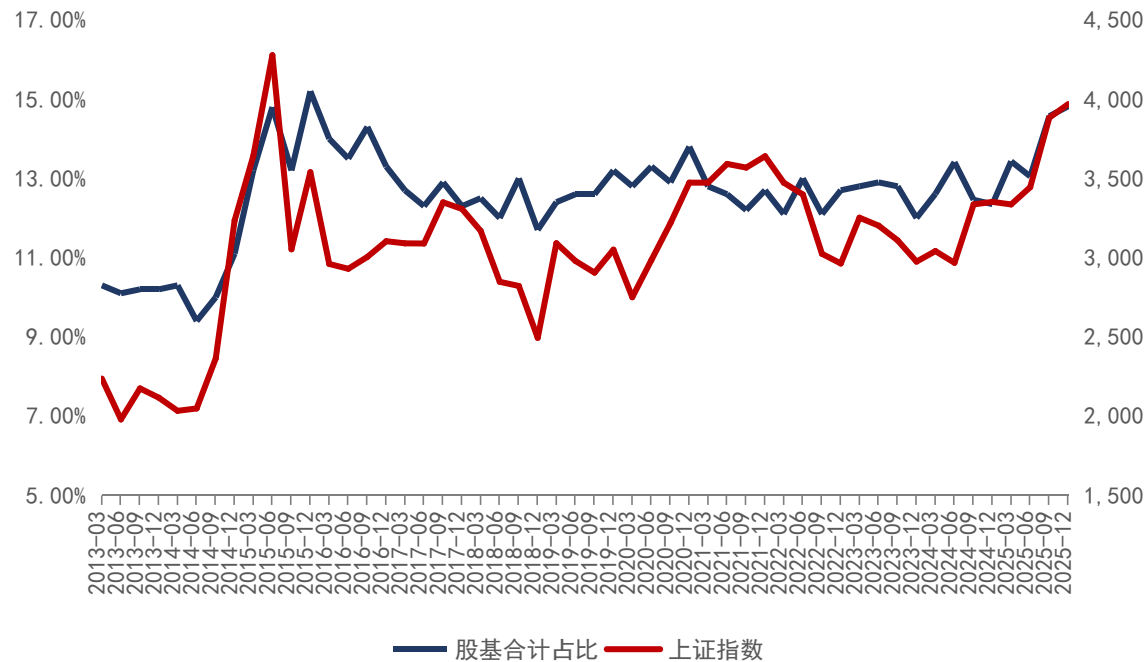
- 历史保险公司股票及证券投资基金总投资规模的10-15%。
- 保险公司呈现出较为明显的底部加仓意愿：
 - 因保险公司风险偏好相对较低，当市场位于低位时股债性价比较高时，保险公司加仓意愿较强，因此市场底部时增量资金的主要来源之一。

图：股票和证券投资基金投资规模及占比（单位：万元，%）



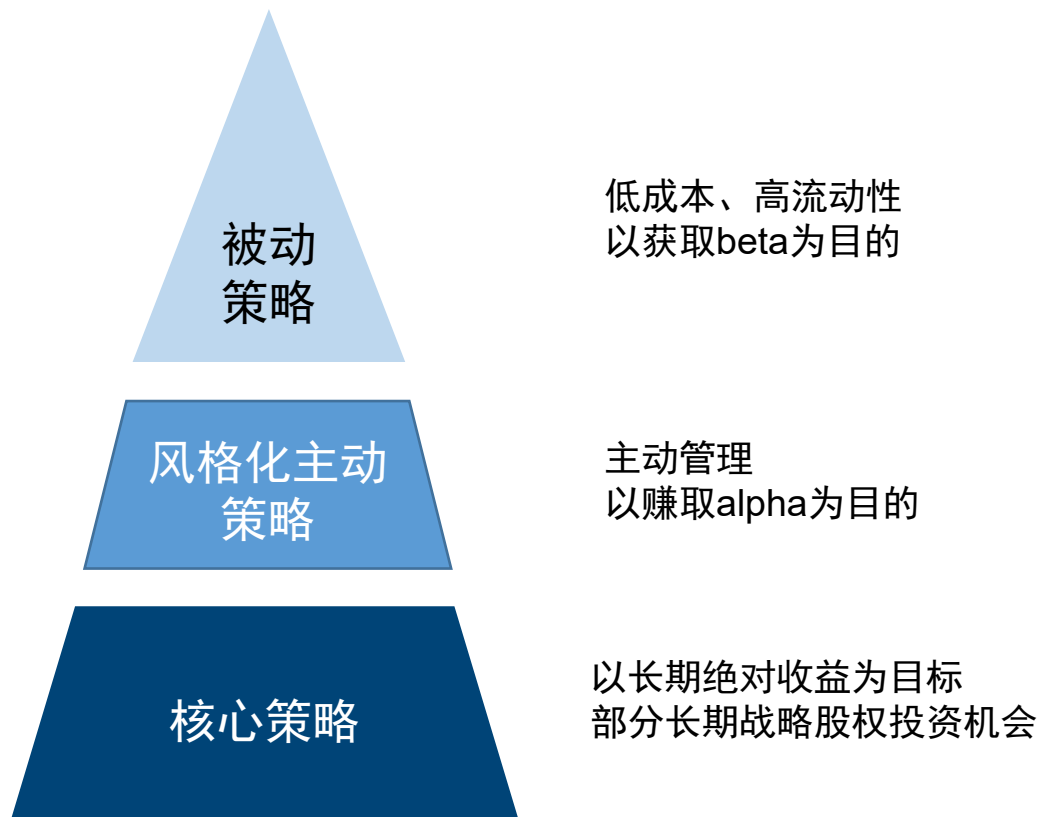
资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

图：保险公司底部加仓意愿较强



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：权益配置策略



资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

图：股息价值+卫星策略



设立太保致远私募投资基金 (中国太保)

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

鸿鹄志远私募证券投资基金 (中国人寿、新华保险)

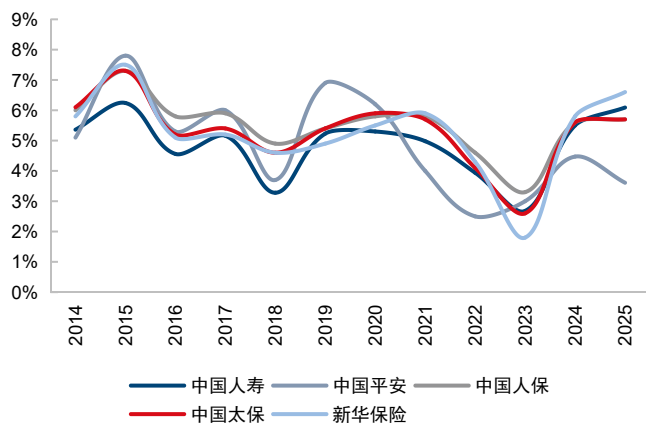
- 总获批规模超900亿
- 长期持有高股息价值投资，资本市场耐心资本、资产负债匹配核心底仓工具

资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

保险如何买股票：保险资金后续更重视净投资收益率水平

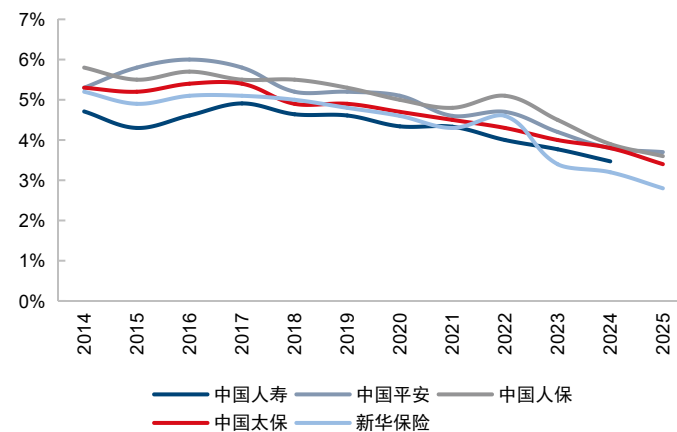
- 低利率环境下，净投资收益率对险资的战略地位提升。近年来我国利率中枢持续下行，10年期国债收益率从2013年的4.6%高点持续下行至2026年6月的1.7%左右，尤其在地方债务化解背景下，信用利差收窄。对于保险资金而言，负债端具有期限长、成本刚性的特点，传统上70%以上的资产配置于债券和银行存款等固收类资产。随着存量高收益非标资产逐步到期，债券票息收益不足，新增固收资产收益率持续低于负债成本，导致险企利差损潜在风险不断累积，传统以固收资产为主的资产配置模式面临转变。
- 保险资金进行配置再平衡，主要体现为两个维度的调整：一是大类资产间的再平衡，即降低权益仓位、增配长久期地方债、信用债等固收资产，更加重视久期匹配；二是权益资产内部的再平衡，即调整持股结构，从高弹性成长股转向高股息价值股。两者目的均为降低组合波动、锁定资产端长期收益，以应对低利率与市场不确定性。因此，红利资产正从阶段性防御工具，升级为险企资金跨周期配置的“制度性底仓”。2026年险资“南向通”推进，为港股高股息与低估值资产提供了新通道，这对中国财险、港股红利和部分央企高股息资产都形成中长期边际利好。

图：上市险企总投资收益率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企净投资收益率（单位：%）

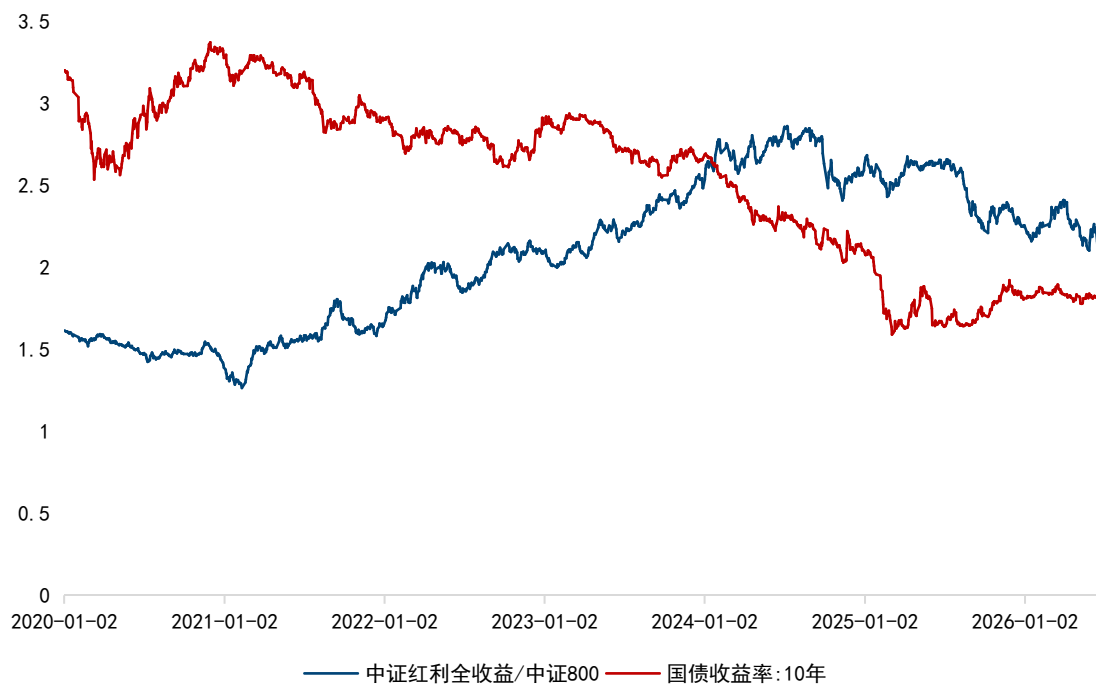


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

保险如何买股票：以股息换利息，继续关注红利资产配置价值

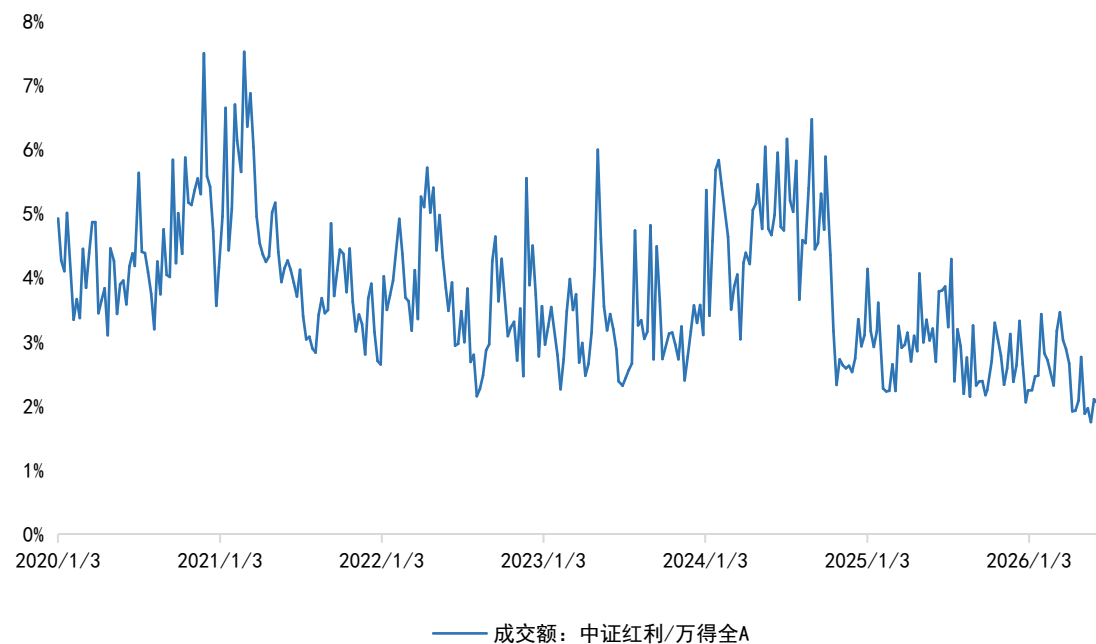
- **当前高股息资产仍具有配置价值。**10年期国债收益率保持在历史地位波动，资产荒持续存在，叠加2026年一季度地缘政治波动背景下投资者风险偏好维持低位徘徊，高股息策略的配置性价比进一步提升，但同时需要防范过度关注股息率而忽略长期趋势等风险，平衡股息收入与资本增值的综合收益。
- 2025年以来科技成长行情比较明显，中证红利指数的成交额占全A的比重在3%左右震荡，拥挤度处于历史低位；随着中长期资金入市持续推进和2026年非上市险企全面实施新会计准则，高股息资产存在估值修复和交易回暖的空间。

图：高股息资产与国债收益率对比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中证红利拥挤度（单位：%）

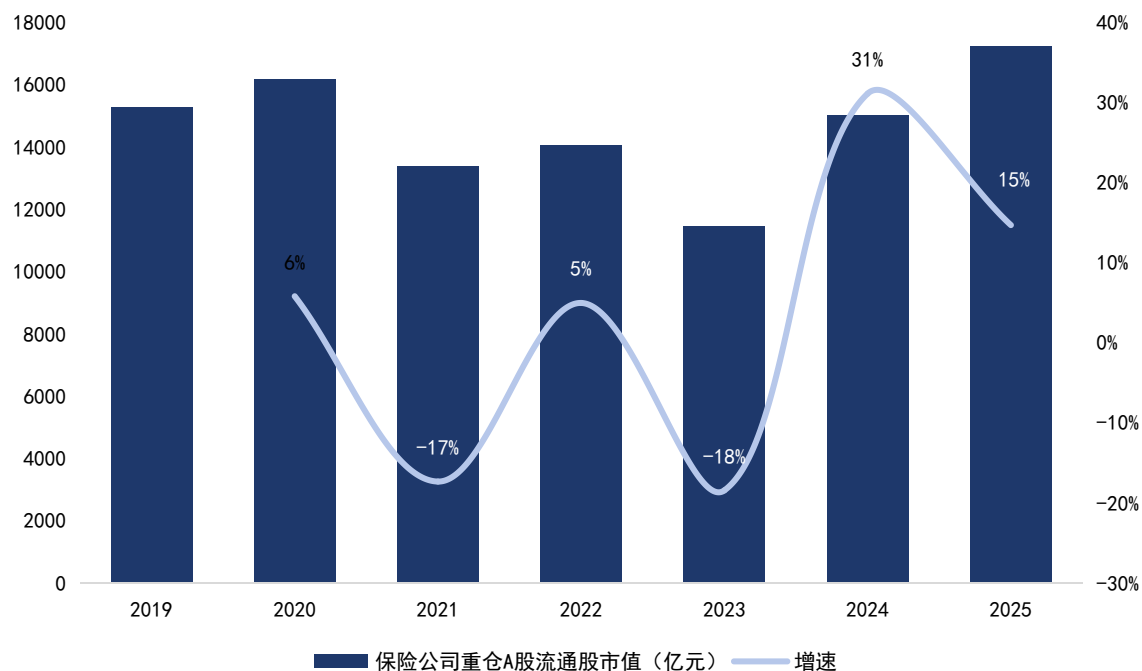


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险如何买股票：高股息策略与新兴产业布局并进

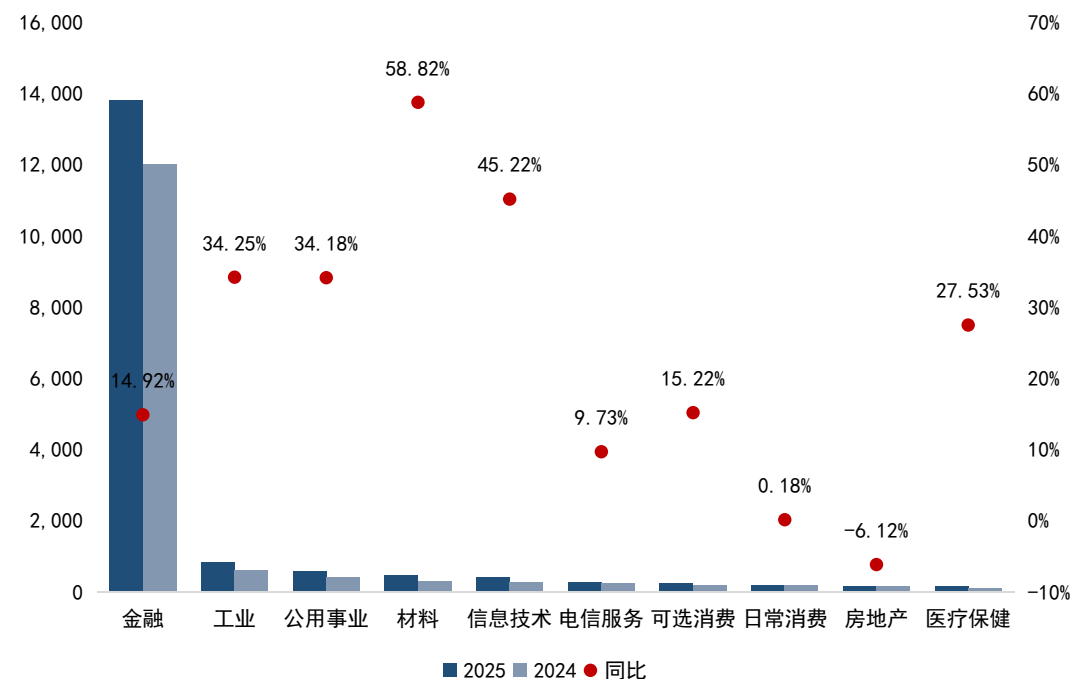
➤ 权益类资产成为险资收益突围的关键。2025年人身险公司股票持仓市值达3.51万亿元，长期股权投资规模2.69万亿元，合计占比超17%，较2024年末显著提升。我们梳理了保险资金重仓A股流通股市值数据，从前10大重仓行业来看，除房地产持仓市值同比下降6.12%外，金融、工业、公用事业、材料、信息技术、可选消费、医疗保健持仓市值均同比大幅提升。

图：保险公司重仓A股流通股市值（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险公司重仓A股流通股前10大行业持仓市值（单位：亿元，%）

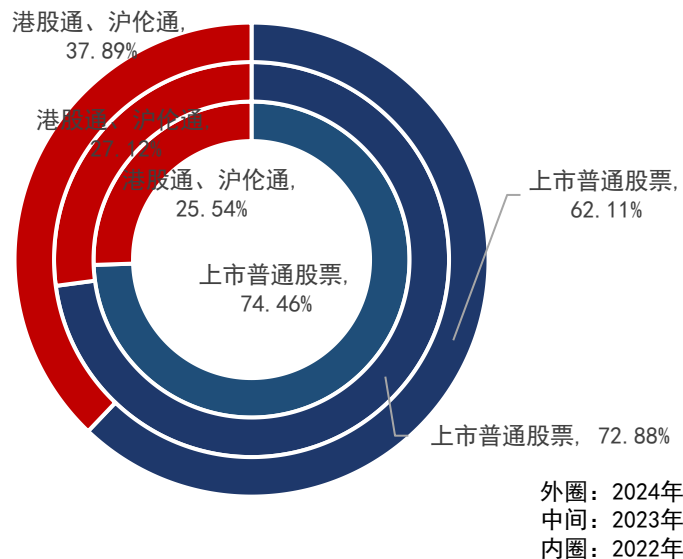


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险如何买股票：直投为主，基金委外辅助

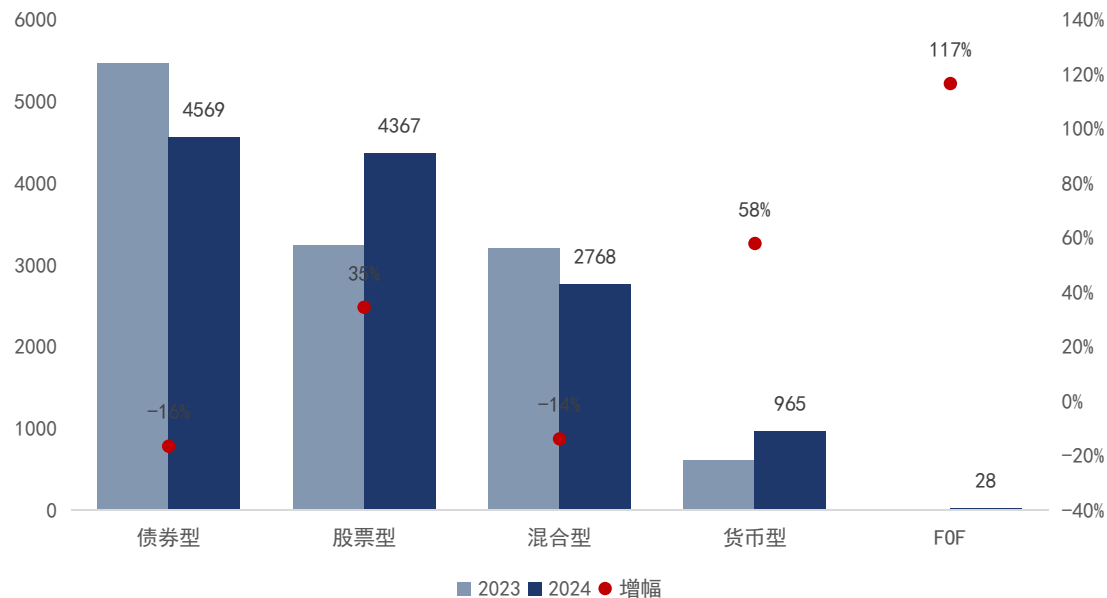
- 近年来，受我国股票市场波动等因素影响，保险资金在股票资产配置规模上经历了明显的波动。从2022年到2024年的股票资产配置比例来看，上市普通股票始终占据主导地位，约占总配置的四分之三，而港股通、沪伦通则占据余下的四分之一左右。2024年险资配置港股通、沪伦通规模占比大幅提升，主要系大幅增配港股低估值高股息标的。
- 公募基金方面，近年来险资加大股票型、货币型基金的配置力度；同时，债券型及混合型基金配置规模有所下降。

图：2022-2024年保险资金股票配置规模占比（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：2023-2024年保险资金投公募基金规模及增速（单位：亿元。%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

保险如何买股票：加大优质企业举牌力度

- 随着资产端长端利率下行，叠加权益市场的持续波动，保险公司资产端显著承压。此外，优质非标资产的陆续到期为险资增厚投资收益带来一定压力。与此同时，新金融工具准则下，公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）类权益资产加剧利润表波动。
- 保险公司通过举牌上市公司能够实现一定的会计利润平滑，降低权益工具投资的投资收益波动；但举牌也要求险企具有战略性产业眼光，一级市场和二级市场视角相结合。我们预计未来险企将进一步增持具有高分红、高资本增值潜力、高ROE属性上市企业，匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

表：2025年保险行业举牌统计

保险公司	被举牌公司	所属申万一级行业	举牌后持股比例
平安人寿	邮储银行	银行	5%
	招商银行	银行	5%
	农业银行	银行	5%
	招商银行	银行	10%
	邮储银行	银行	10%
	农业银行	银行	10%
	招商银行	银行	15%
	邮储银行	银行	15%
	中国太保	非银金融	5%
	中国人寿	非银金融	5%
	农业银行	银行	15%
	中国太保	非银金融	10%
	农业银行	银行	20%
新华保险	杭州银行	银行	6%
长城人寿	北京控股	公用事业	5%
	中国水务	环保	5%
	大唐新能源	公用事业	5%
	秦港股份	交通运输	5%
	秦港股份	交通运输	5%
	新天绿能	公用事业	5%
瑞众人寿	秦港股份	交通运输	35%
	中信银行	银行	5%
	中国神华	煤炭	5%
中邮人寿	青岛啤酒股份	食品饮料	5%
	东航物流	交通运输	5%
	绿色动力环保	环保	5%
	中国通号	机械设备	5%
	四川路桥	建筑装饰	5%
弘康人寿	邮储银行	银行	5%
	郑州银行	银行	5%
	郑州银行	银行	10%
阳光人寿	港华智慧能源	公用事业	5%
	郑州银行	银行	15%
中国人寿	中国儒意	传媒	7%
	电投产融	非银金融	25%
利安人寿	江南水务	环保	5%
信泰人寿	华菱钢铁	钢铁	5%
泰康人寿	峰昭科技	电子	9%
	复宏汉霖	医药生物	5%
中国太保	东阳光药	医药生物	7%
民生人寿	浙商银行	银行	5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 按照长期股权投资会计准则要求，当持有上市公司有表决权股份具有重大影响（联营企业）时，保险公司应当按照长期股权投资法中的权益法进行确认和计量。保险公司按照A股上市年度实现净利润和其他综合收益（OCI）而产生的所有者权益的变动中应当享有的份额确认当期投资收益和其他综合收益（OCI），并调整长期股权投资的账面价值，且在实际收到现金股利时相应地减少长期股权投资的账面价值。当险资举牌上市公司时，上市公司的股价波动并不会体现在保险公司的当期损益中，只有其当期净利润会影响保险公司投资收益。因此，从会计准则维度来看，险资举牌上市公司具有一定的平滑利润波动的作用。但通过长股权投资益法计量股票投资时也需要注意股价大幅下跌时的可能减值损失风险。

表：IFRS9及长期股权投资资产计量分类规则

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：公司公告，国信证券经济研究所整理

保险如何买股票：监管指标的上调

- 2025年4月8日，国家金融监督管理总局印发《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》。
- 《通知》将保险公司权益类资产配置比例上限按偿付能力充足率划分为五档，最高档（综合偿付能力充足率超过350%）的权益类资产比例上限提升至总资产的50%，将部分高于综合偿付能力充足率下限要求的档位对应的权益类资产比例上调5%。此次调整将原有的分档标准简化，由过去的七档缩减为五档，重点依据保险公司的综合偿付能力充足率划分投资比例上限。

表：本次《通知》简化分档标准、提升保险资金权益投资上限

2020年规定		2025年规定	
综合偿付能力充足率	权益类资产投资比例上限	综合偿付能力充足率	权益类资产投资比例上限
第一档	<100%	10%	10%
第二档	100%–150%	20%	20%
第三档	150%–200%	25%	30%
第四档	200%–250%	30%	40%
第五档	250%–300%	35%	50%
第六档	300%–350%	40%	
第七档	>350%	45%	

表：2025年上市险企偿付能力充足率及权益投资比例情况（单位：百万元，%）

	2025综合偿付能力充足率	总资产（百万元）	权益投资占总资产比例	新规定下上限要求
中国人寿	174.0%	7,591,004	26.1%	30%
中国平安	193.3%	13,898,471	12.9%	30%
中国人保	249.9%	2,027,683	29.6%	30%
中国太保	273.0%	3,144,767	18.7%	40%
新华保险	210.5%	1,899,484	28.9%	30%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理（注：“投资比例”为权益类资产的账面余额占公司上季末总资产的比例）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险如何买股票：“鸿鹄”私募基金买红利股的优势

- 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。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。

表：保险资金长期股票投资试点政策时间线及获批规模（单位：亿元）

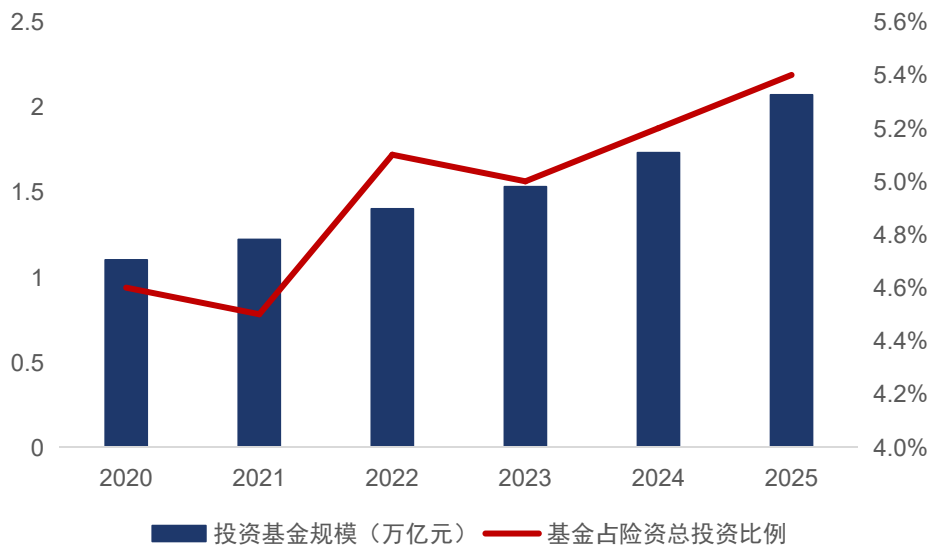
时间	内容	对应公司	获批规模
2023年10月	金融监管总局批复同意中国人寿和新华保险两家保险公司通过募集保险资金试点发起设立证券投资基金，投资股市并且长期持有。该基金即为鸿鹄基金，基金管理人为国丰兴华（北京）私募基金管理有限公司，落地于2024年年初。	中国人寿、新华保险	500亿元（中国人寿及新华保险分别出资250亿元）
2025年1月	金融监管总局批复开展第二批保险资金长期股票投资试点。	太平洋人寿、泰康人寿、阳光人寿及相关保险资产管理公司获准以契约制基金方式参与试点，开展长期股票投资。	520亿元
2025年3月	金融监管总局批复5家保险公司开展长期投资改革试点。	人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华保险、平安人寿	600亿元
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。	中国人寿、新华保险	200亿元
2025年5月	在国新办举行的新闻发布会上，金融监管总局局长李云泽表示，将进一步扩大保险资金长期投资试点范围，近期拟再批复600亿元，为市场注入更多增量资金。	-	600亿元
2025年7月	金融监管总局落地第三批长期股票投资试点，新增多家中小险企，落地新增试点额度450亿元	阳光产险、太平产险、华夏人寿、大家人寿等	450亿元
合计			2870亿元

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

保险如何买基金：结构性扩张，ETF是主线

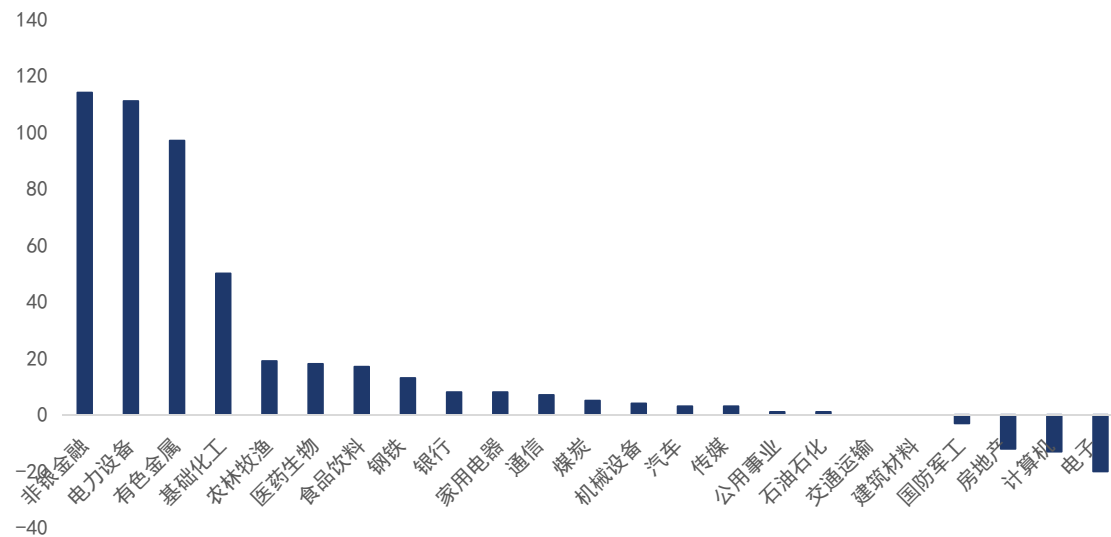
- ▶ 公募基金在险资配置中的权重持续提升。2020—2024年险资基金投资余额由1.1万亿元增至1.7万亿元，2025年基金配置占比升至5.4%，股基合计权益占比达15%，ETF成为核心配置工具。结构上，险资基金配置由传统红利主线，逐步向港股科技、高景气成长扩散。长周期考核与权益监管优化，为权益工具扩容提供制度支撑。
- ▶ 展望未来，险资基金配置将呈现三大方向：宽基ETF夯实Beta底仓、行业主题ETF承接结构性增量、REITs及固收类基金持续作为现金流与替代固收的配置抓手。

图：保险资金证券投资基金规模与占比（单位：万亿元，%）



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

图：2025下半年险资投资A股ETF规模变动(单位：亿元)

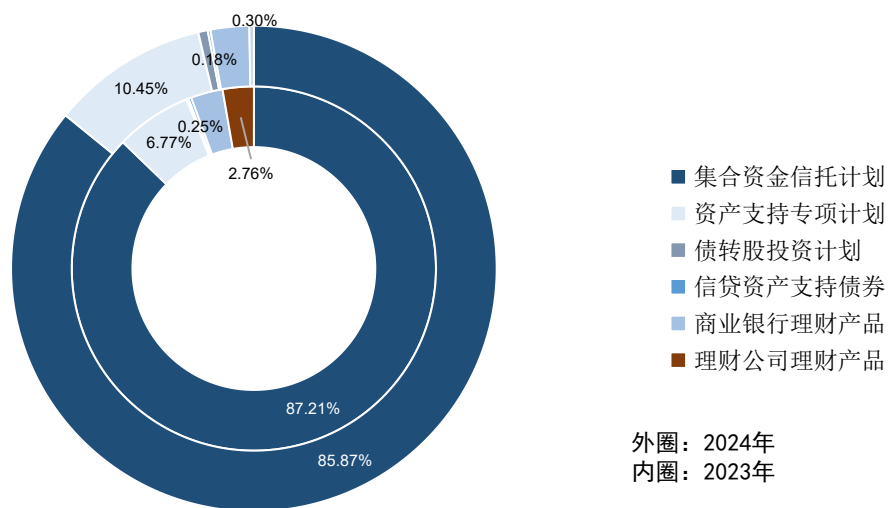


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险如何配非标：整体配置比例下降

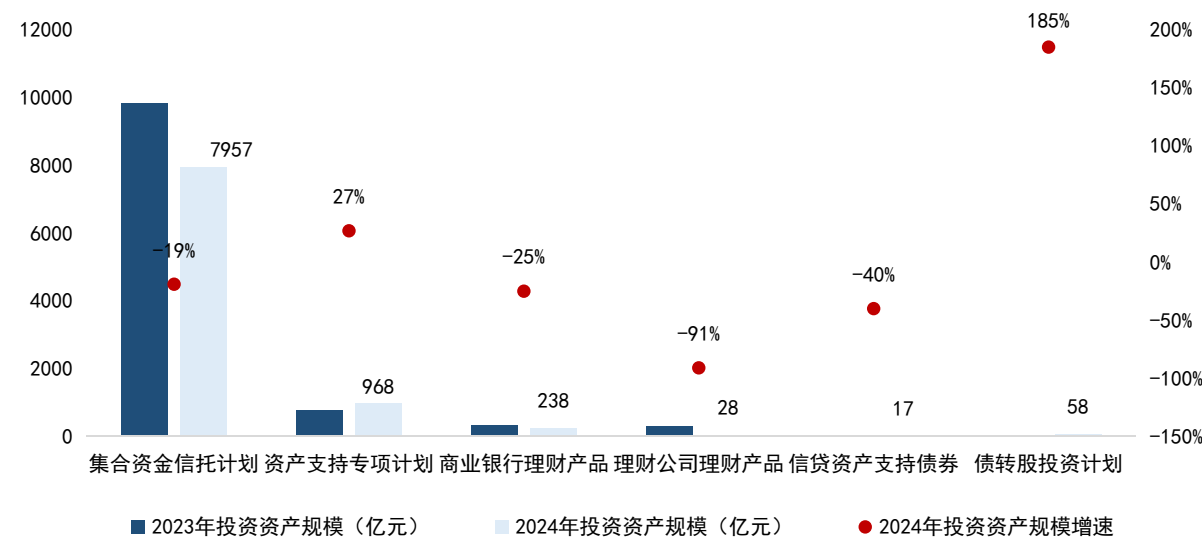
- 保险公司非标类资产投资比例呈下降趋势，其中以债权计划、信托计划和未上市股权为主。
 - 非标资产规模占比从2017年的40.19%下降至2022年的35.63%。2023-2024年收缩趋势进一步延续，2024年末非标固收类（债权计划+信托计划）配置占比仅7.7%。
 - 根据保险资管协会公布的数据，保险配置的非标类资产以金融产品和股权投资为主。传统固收非标持续压降，未上市股权、资产支持专项计划形成对冲增量。
- 提升另类投资是近年来全球险资的共同趋势，包括私募股权类资产、不动产（物权资产或公募REITs等）、私募债、夹层基金、衍生品、FOF等。

图：2023-2024年保险公司金融产品配置占比（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：2023—2024年险资投资金融产品规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

保险如何配非标：平衡信用风险和资产收益

➤ 上市险企在非标投资领域展现出卓越的信用风险管理能力，其投资多聚焦于高安全性的资产，且普遍采取融资增信措施。以五大上市险企为例，其非标投资中AAA级资产占比均超过90%，充分显示其稳健的投资策略和严格的风险控制。

表：上市险企非标投资信用风险管理

公司名称	信用风险评级
中国人寿	融资主体以大型央企、国企为主，债权型金融产品外评AAA占比超过99%。
中国人保	非标金融产品外评AAA级占比约99.8%。
中国平安	债权计划和信托计划外部信用评级AAA级占比99.2%以上。
中国太保	非公开市场融资工具AAA占比约96.9%。
新华保险	非标资产绝大多数为AAA级（>95%），且具有良好的增信措施。

资料来源：中国保险资产管理协会，国信证券经济研究所整理

保险如何配非标：底层资产分类

- 中国太保2025年非公开市场融资工具投资规模为2740.37亿元，占投资资产的9.0，呈下降趋势。其中，基础设施领域占据较大比重，达39.5%。融资工具平均期限长达8.9年，显示其在资金配置上的长期视野和稳健策略。同时，其名义投资收益率达4.2%。
- 从项目分布来看，融资项目广泛分布于基础设施、交通运输、非银金融、不动产等行业，展现其多元化的投资布局。地域分布上，主要集中在北京、河南、湖北、山东、四川、浙江、福建、江苏等经济发达地区，体现公司对于区域经济发展的深刻洞察和战略布局。

表：中国太保2025年非公开市场融资工具的结构和收益率分布

行业	投资占比 (%)	名义投资收益率 (%)	平均期限 (年)	平均剩余期限 (年)
基础设施	39.5	4.2	8.9	5
交通运输	25.2	4.1	9.4	5.1
非银金融	17.5	3.4	5	4
不动产	8	4	11.2	7.9
能源、制造业	2.8	4.3	10.1	6
其他	7	4.2	8.5	4.2
总计	100	4	8.5	5

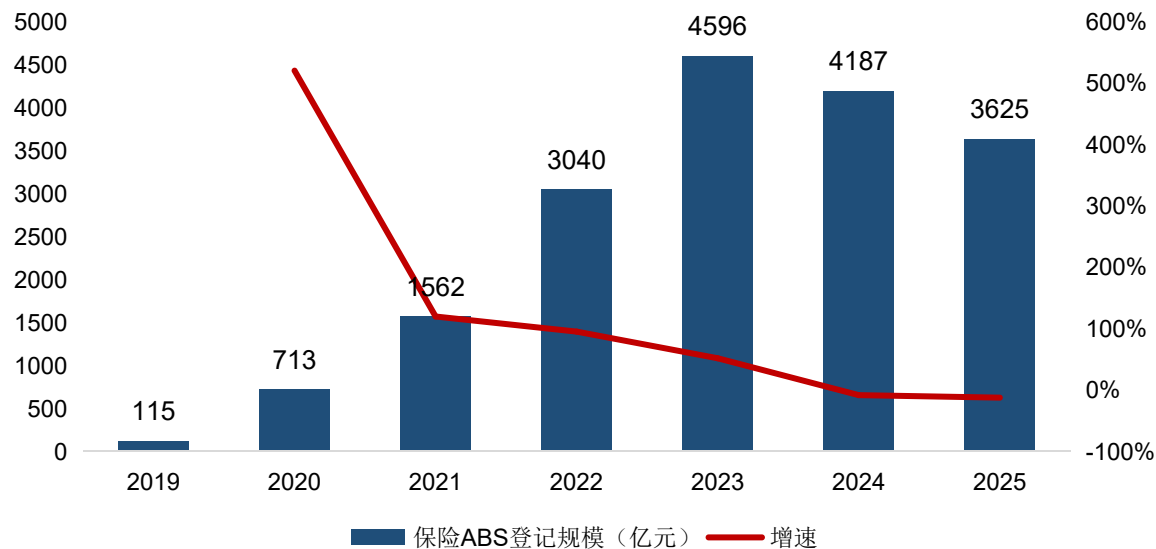
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

- [01] 负债优化：增浮动，加保障
 - [02] 资负联动：锁收益，稳分红
 - [03] 配置策略：哑铃结构持续
 - [04] 创新拓展：另类发力，三方寻机
-

险资非标的黄昏：REITs和ABS带来非标转标机会

- REITs作为长期投资工具之一，其主要投向为不动产等领域，具备收益稳定、流动性较强及信息相对透明度等优势，与保险资金的中长期资金需求等有较强的契合度。因此，保险资金参与REITs领域投资，有助于优化保险资金的大类资产配置。截至目前，我国公募REITs发行规模超2300亿元，其中险资投资比例超19%，未来仍有较大配置空间。
- 保险ABS作为金融创新产品，通过盘活存量资产，有效降低企业融资成本，为险资开辟新的投资领域。预计随着相应政策的规范及放宽，未来险资ABS规模仍有较大增量空间。
 - 保险ABS规模持续增长，从2019年的115亿元增长至2025年的3625亿元，有效盘活存量资产。

图：保险资管ABS注册规模及增速（单位：亿元、%）

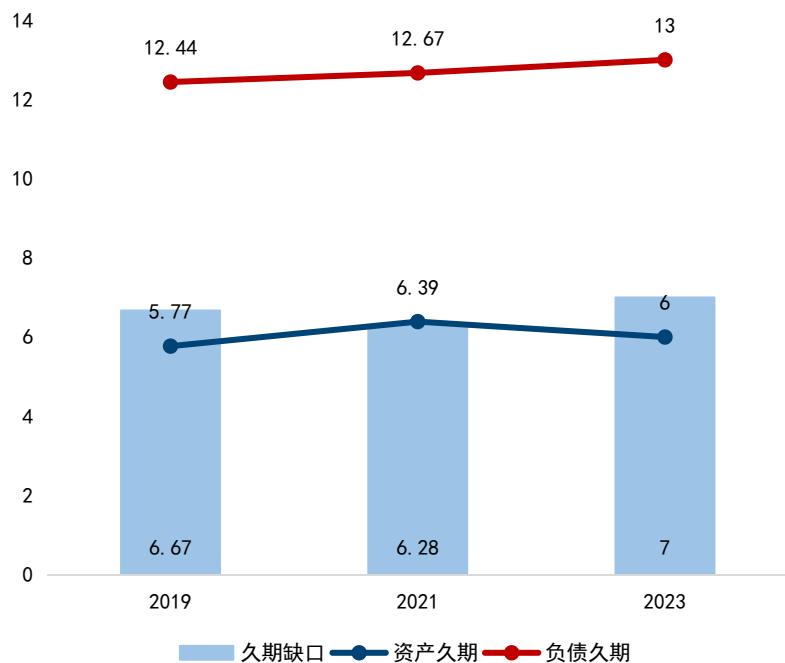


资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

从险资非标投资到另类资产配置

➤ 另类资产通常指不属于传统投资范畴的金融资产，包括私募股权、基础设施等多种形式，与传统资产类别的相关性较低，有利于投资者实现多元化资产配置，从而提升长期投资回报并对冲市场风险。在当下低利率环境下，另类资产日益成为保险资金增强投资组合韧性的重要配置方向。

图：国内保险资金资产负债久期缺口（单位：年）



2026Q1我国保险资金运用余额39.4万亿元，同比增长12.9%

国内保险资金资产负债久期缺口6-7年

图：另类投资成为保险资金运用重要方向

市场
驱动

优化资产配置，增厚投资收益
对冲市场波动，分散投资风险

政策
驱动

鼓励培育保险资金等耐心资本，
为实体经济提供长期稳定支持

战略
驱动

布局医疗、养老、科技等产业，
与保险主业形成战略协同

资料来源：中国银行保险资产管理业协会，太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

- 截至2025年末，我国保险资金运用余额达38.5万亿元，另类投资累计规模为6.8万亿元，其中不动产投资是保险公司另类投资的重要标的之一。

表：保险公司另类投资模式

政策依据	投资领域	投资方式
<p>1) 2010年原保监会颁布《保险资金投资不动产暂行办法》放开保险不动产投资</p> <p>2) 2012年《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（保监发〔2012〕59号）：放宽门槛、新增保障房投资许可</p> <p>3) 2024年金融监管总局《保险资金运用内部控制应用指引第5号——不动产投资》：全流程内控监管新规</p>	<p>1) 基础不动产：商业地产、办公地产、仓储物流、产业园、养老地产、医疗地产、自用不动产</p> <p>2) 民生新增领域：保障性租赁住房、市场化长租公寓、城市更新项目</p>	<p>1) 股权包括持有项目公司股权、股权投资计划、私募股权基金等；</p> <p>2) 债权典型模式是由保险资管、信托、券商资管等发起设立计划，再由险资认购，投向不动产项目；</p> <p>3) 物权主要形式为直接投资房地产，赚取租金或资产增值。</p>

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

险资另类资产配置：私募股权锚定医疗健康、智能制造等关键领域



- 私募股权基金成为险资股权投资的核心。根据195家保险公司的统计结果显示，2024年末股权投资资产规模约1.92万亿元，股权投资基金占比提升至35.9%，对应规模约0.69万亿元，重点方向聚焦医疗健康、集成电路、养老等领域。



集成电路

我国需求量巨大的处理器、存储器、控制器芯片以及高端功率器件和传感器等大量依赖国外进口，未来国内成长空间巨大，从而带来更多投资机遇。



养老

人口老龄化为国内养老市场发展带来新的机遇，各险企着力打造养康生态圈，投资养老社区、健康医疗、健康管理等体系化全生命周期服务。



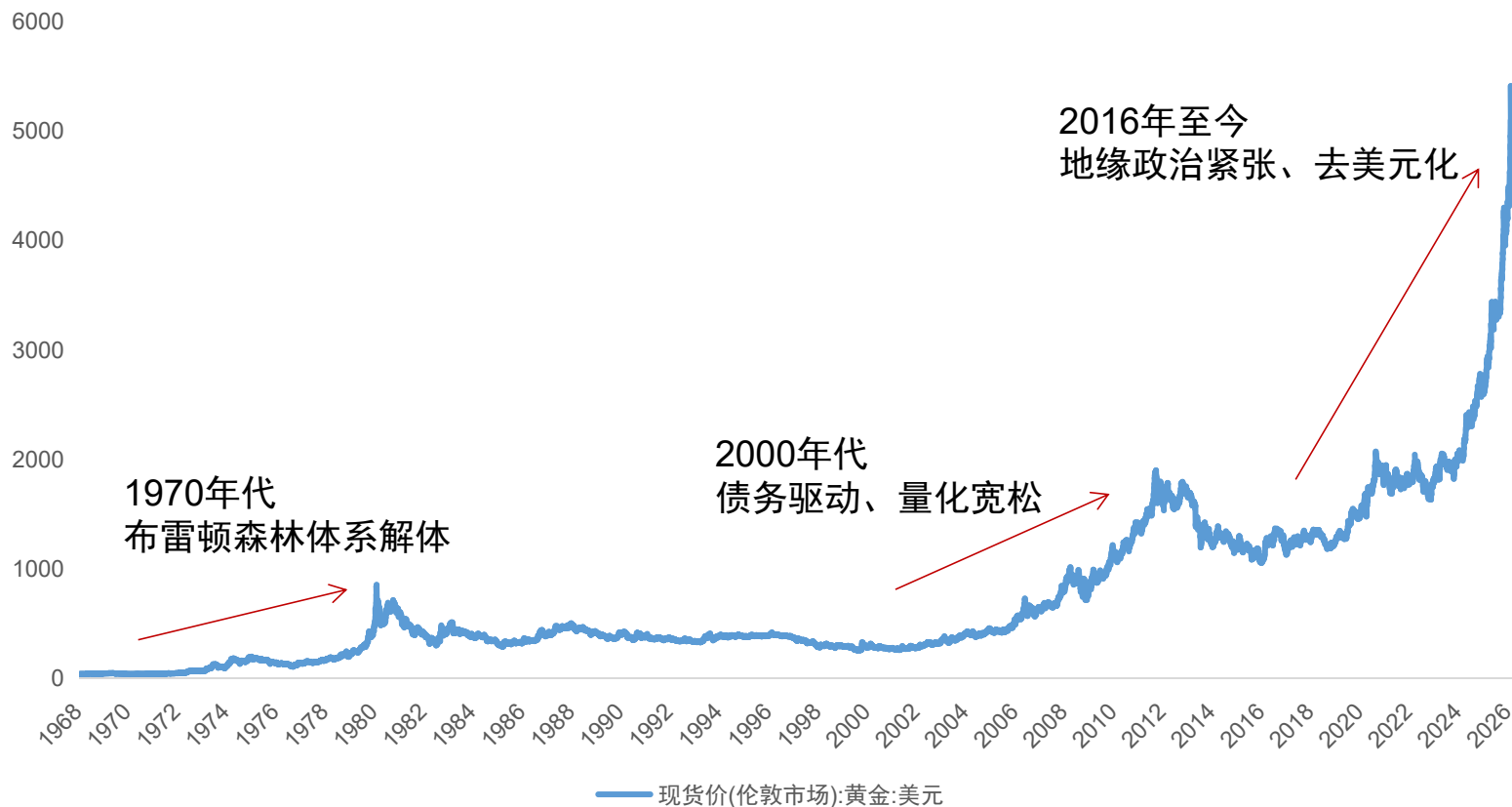
医疗健康

高精尖的医疗器械主要依赖进口，部分进口垄断率高达95%以上，未来存在更多国产替代投资机会。

险资另类资产配置：根据长期逻辑开展主动配置黄金

- 国际货币体系面临前所未有的挑战，黄金市场迎来历史性的配置机遇。
- 黄金与其他资产之间的低相关性有利于构建更有效的投资组合。

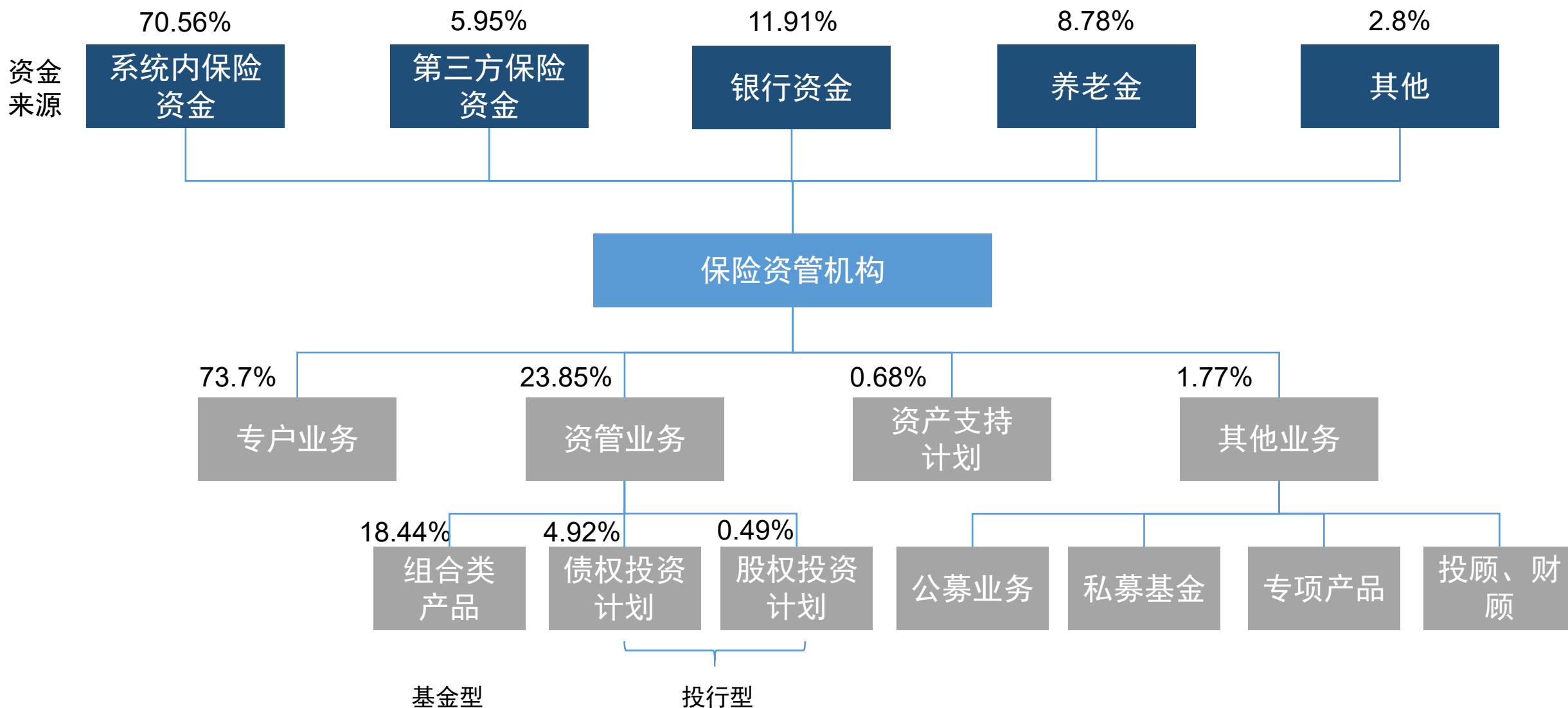
图：黄金现货价（单位：美元）



资料来源：Wind，太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

近年来保险资管机构资金来源与业务构成

图：险资管机构资金来源与业务构成

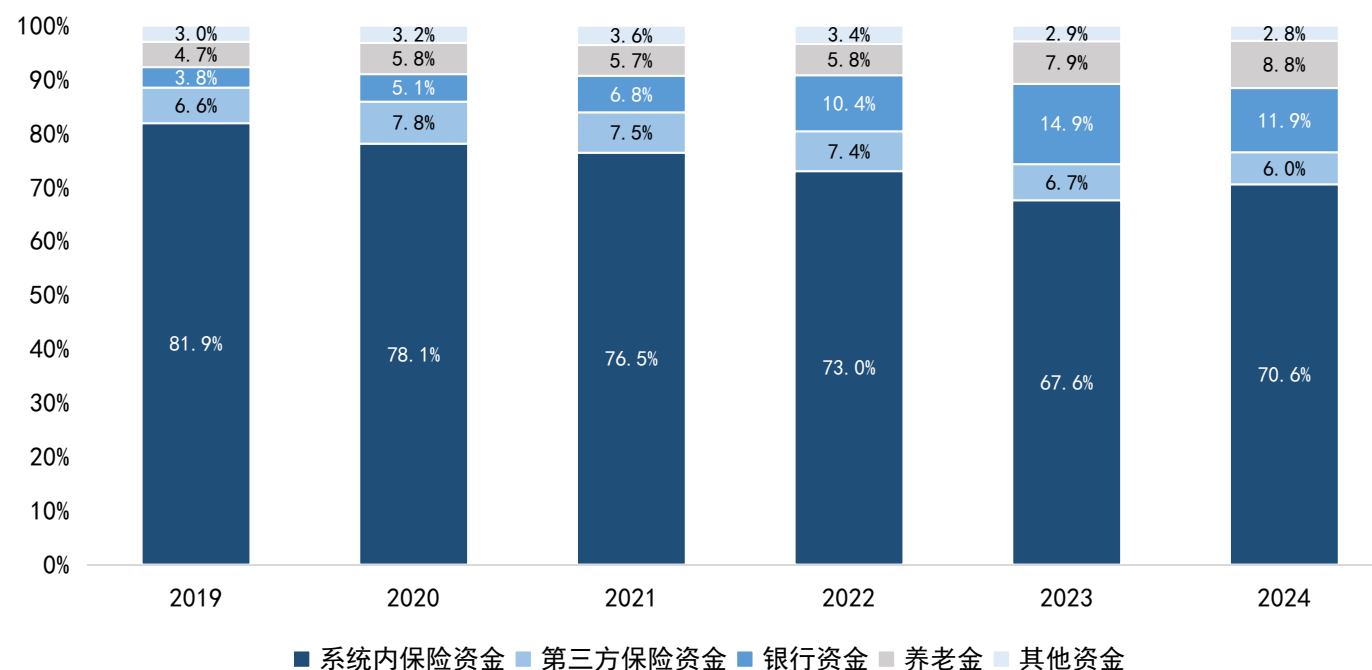


资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

保险资管总规模稳步扩容，第三方资金结构持续分化

- 我国保险资管规模不断壮大。根据中国保险资管业协会发布的数据，截至2024年末，我国34家保险资管公司资金管理规模达33.3万亿元，同比增长9.59%。保险资金方面，管理系统内保险资金23.5万亿元，占比70.56%；管理第三方保险资金1.98万亿元，占比5.95%。
- 从近三年管理各类资金占比看，管理第三方保险资金的规模占比连续两年下降，管理养老金的规模占比连续两年上升。截至2024年底，34家保险资管机构业外资金管理规模为7.81万亿元，占总管理规模的23.5%。其中，管理银行资金3.96万亿元（占比11.91%）、养老金2.93万亿元（占比8.8%）、其他资金0.92万亿元（占比2.8%）。

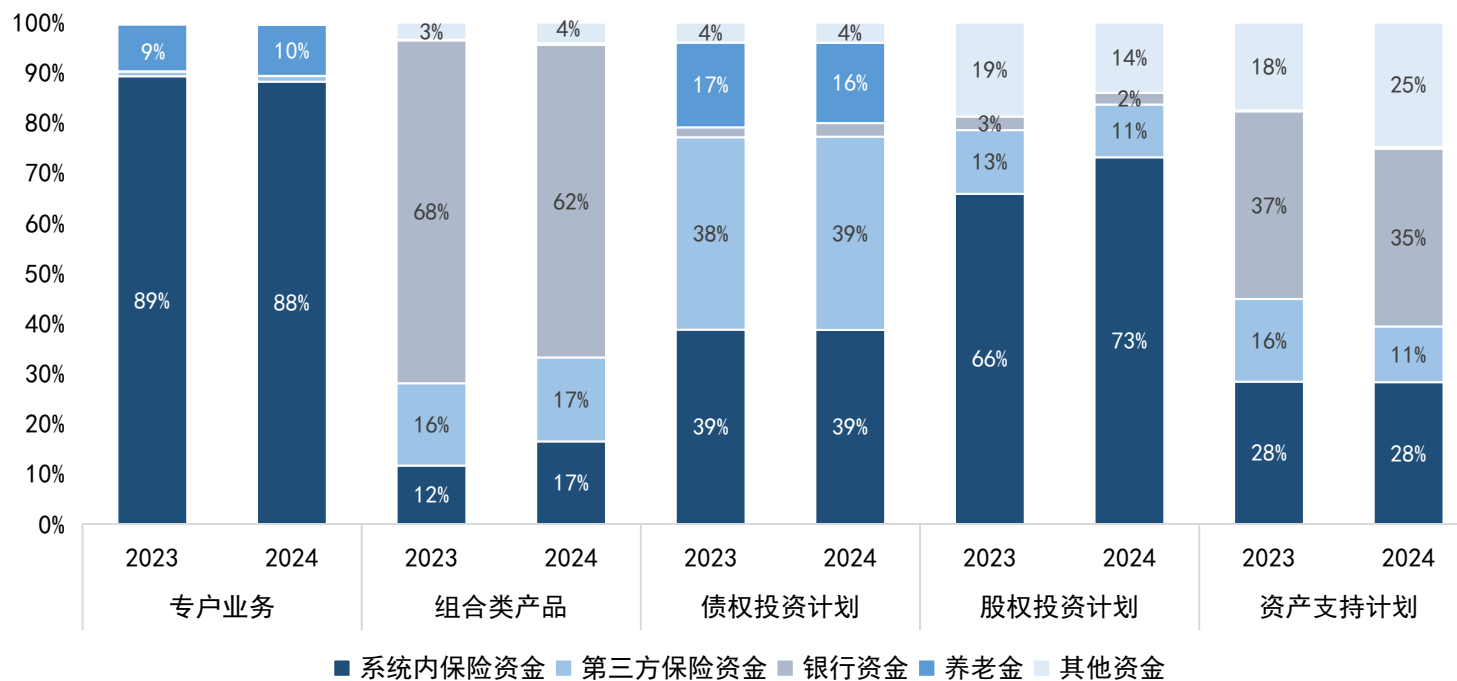
图：我国保险资管资金来源构成（单位：%）



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

- 目前，保险资管各业务类型主要包括专户管理、组合产品、债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等。从资管产品类型来看，各类产品资金构成具备显著特征。专户业务方面，主要以系统内保险资金为主，占比约90%。组合类产品主要以业外资金为主，其中包括银行、养老金、其他资金等，其中银行资金占比最为突出。债权计划、股权计划等产品则主要以保险资金（包含系统内保险资金及第三方保险资金）为主。
- 从变化趋势来看，2024年债权投资计划中第三方保险资金占比已经接近系统内保险资金；资产支持计划的资金来源较为分散，组合类产品中系统内保险资金同比增长约5个百分点，银行资金减少约6个百分点。

图：保险资管各类业务资金构成比例（单位：%）



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

年金第二支柱提质扩面，保险资管多维优势巩固份额

- 在扩面增量、长周期考核机制完善、参保人投资选择权放开三重政策红利共振下，企业年金、职业年金业务同步进入规模扩容与提质增效并行的发展阶段。6月17日，人社部发布《2026年一季度全国企业年金基金业务数据摘要》，截至2026年一季度，企业年金积累基金规模达到4.3万亿，近三年累计收益率为11.3%。
- 保险资管依托全品类投研、固收配置及工具化产品优势，以养老金产品为抓手，搭配差异化投资策略布局 REITs、转债、私募债等特色资产，强化主动管理能力；凭借受托、投管、账户托管全链条协同优势，市场份额与定价权具备持续提升空间。

图：我国企业年金积累基金规模（单位：亿元，%）



资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

表：2025年保险系企业年金基金管理机构累计收益率（单位：亿元，%）

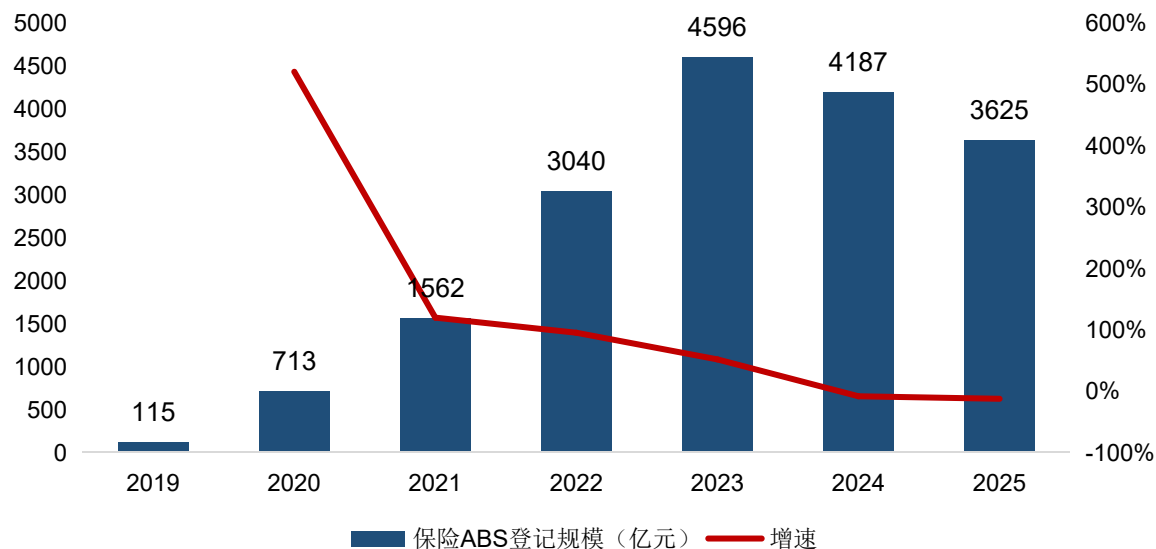
保险系企业年金基金管理机构	2025年组合资产金额 (亿元)	单一 (固定收益类)	单一 (含权益类)	集合 (固定收益类)	集合 (含权益类)
泰康资产	7154	10.3%	15.7%	10.3%	15.7%
国寿养老	5252	11.9%	12.5%	11.9%	12.5%
平安养老	3937	10.2%	13.5%	10.2%	13.5%
长江养老	1834	12.2%	14.1%	12.2%	14.1%
人保养老	1248	10.8%	11.2%	10.8%	11.2%
华泰资管	1210	12.6%	10.5%	11.3%	8.4%
太平养老	897	10.6%	12.2%	10.6%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

资料来源：人社部，国信证券经济研究所整理

投行型：非标转标——资产支持计划

- 在优质非标资产供给下降的背景之下，保险资管资产支持计划发展势态良好。保险资管资产支持计划（以下简称“保险ABS”）是金融创新产品，以保险资管机构作为管理人、以基础资产现金流为偿付来源，面向合格投资者发行的资产证券化产品。其优势在于盘活存量资产，降低企业融资成本。
- 近年来，随着监管政策的放开及规范，保险ABS业务进入平稳发展阶段。2023年，保险资管在中保登登记的资产支持计划共96只，规模为4604.28亿元（同比+51%）；2024年登记103只，规模4186.82亿元（同比-9%），呈现“数量增长、规模小幅回落”的结构特征。2025年进一步回落至96只，规模为3625.14亿元（同比-13%）。

图：保险资管ABS注册规模及增速（单位：亿元、%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

表：ABS监管政策梳理

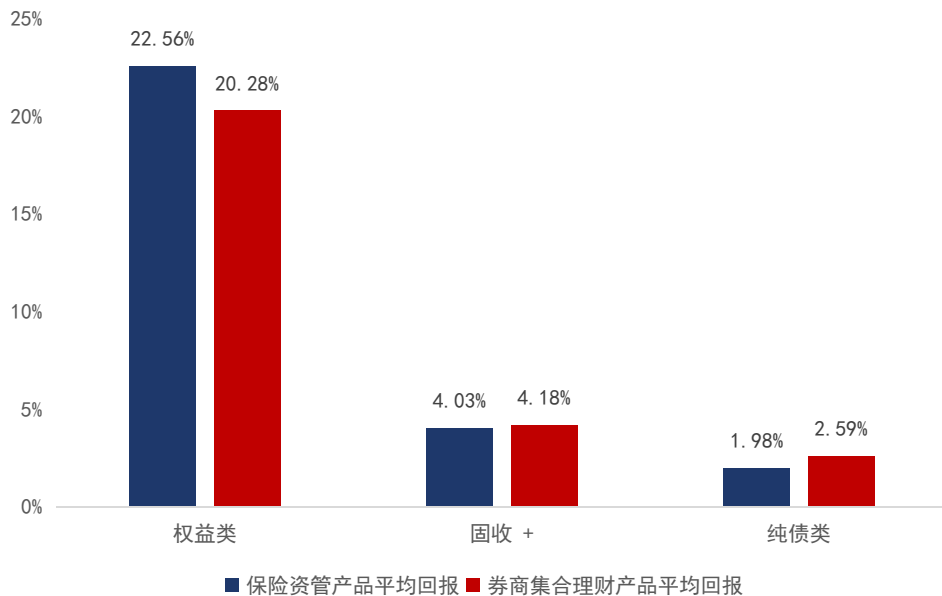
序号	时间	内容
1	2012年	原银监会发布《关于保险资金投资有关金融产品的通知》，允许保险资金投资保险资管公司发行的项目资产支持计划
2	2013年	保险ABS进入试点阶段
3	2014年	民生通惠资产管理有限公司发行“民生通惠-阿里金融1号项目”，成为首单保险资管类ABS产品，该计划以阿里旗下小额贷款产品作为底层资产，以资产回款作为现金流
4	2015年	原银保监会下发《资产支持计划业务管理暂行办法》，对资产支持计划业务的交易结构、基础资产、风控管理、信用评级等都提出了明确的要求。自此，保险ABS进入规范化管理阶段
5	2019年	监管实行注册制，中保登作为统一登记平台，建立标准化注册流程
6	2021年	原银保监会印发《关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知》（银保监办〔2021〕103号），决定将资产支持计划和保险私募基金由注册制改为登记制，实行初次申报核准、后续产品登记，同步取消保险资管发行资产支持计划强制外部信用评级硬性要求，降低发行成本，政策约束进一步放宽
7	2023年	中保登推出储架注册机制，一次注册、多期分期发行，提升发行效率
8	2024年	《保险资金运用内部控制应用指引》正式实施，细化资产支持计划投前尽调、存续期现金流监控、关联交易、行业集中度管控全流程风控规则
9	2025年	中保登2025全年汇总数据披露：全年登记96只保险资产支持计划，合计登记规模3625.14亿元，较2024年同比下降13%，全市场仅15家保险资管具备发行资质

资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

资管型：“固收+”产品创设

- “固收+”仍是险资主要资产配置策略，其次为权益类资产、货币类资产、另类投资（FOF等）。其中，固收部分因久期较长、风险相对较低、收益稳健等特点，更好的匹配险资资产负债管理需求。同时，险资全牌照模式利好“固收+”类产品拓宽投资渠道。
- 2024年“固收+”保险资管产品平均回报为4.88%，平均最大回撤-2.39%。2025年债市保持震荡行情，而含权类产品（“固收+”及权益类）因受益于股市上涨，表现更为突出。“固收+”保险资管产品平均回报达4.03%，对比纯债型保险资管产品回报仅1.98%。产品平均回报排名靠前的公司包括工银安盛资管、新华资产、中信保诚资管等。

图：券商集合理财和保险资管产品2025年收益表现单位：（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：2025年前十大回报的“固收+”保险资管产品（单位：%）

证券简称	2025年回报	近3年年化回报	基金管理人
国寿资产-奋进混合2213	19.28%	6.45%	国寿资产
工银安盛稳盈18号	18.36%	-	工银安盛资管
新华资产-明义十二号	18.19%	7.57%	新华资产
阳光资产-盈时10号	17.26%	8.85%	阳光资产
百年保险资管弘远18号	15.97%	8.72%	百年保险资管
太平洋卓越转债宝	13.18%	5.62%	太保资产
大家资产稳健智选31号	13.04%	-	大家资产
中再资产-锐诚6号	12.11%	7.86%	中再资产
英大资产-稳利7号	11.67%	6.80%	英大资产
人保资产安心盛世31号	11.09%	6.46%	人保资产

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032