

## 保险 II

2025 年 04 月 10 日

## 固收兼顾配置和交易，高股息+长股投为破局之道

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

唐关勇（联系人）

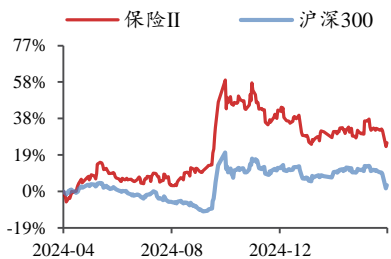
gaochao1@kysec.cn

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790123070030

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《资产负债两端驱动业绩与分红，假设调整提升 EV 可信度——行业深度报告》-2025.4.7

《预定利率动态调整细则落地，险企预定利率保持不变——《预定利率动态调整政策》点评》-2025.1.12

《11 月人身险保费增速企稳，2025 开门红有望延续景气度——上市险企保费点评》-2024.12.17

### ● 固收兼顾配置和交易，高股息+长股投为破局之道

(1) 长端利率快速下行+资产荒背景下，险资净投资收益率中枢下移，尚需探寻资产配置思路。当下增配超长债仍是解决资产端改善久期差的重要路径，但长债利息接近负债成本水平下，险资开始考虑配置性价比，择时拉长久期+波段交易增厚投资收益。权益配置仍有提升空间，监管松绑考核周期引导险资入市，高股息资产和长股投是未来方向，险企提升资产负债联动是应对低利率环境的重要能力，如优化产品结构、提高浮动收益产品占比以改善负债成本和管控久期。(2) 财政、稳地产和稳股市政策有望扭转经济预期，关注长端利率企稳，中长期资金入市政策拉长险企考核周期，明确增配权益规模，预计偿付能力松绑下权益配置意愿提高，资产端 Beta 催化下关注权益弹性突出标的。(3) 看好寿险板块顺周期机遇，当前保险板块 PEV、PB 估值和机构配置仍有空间，看好板块超额收益机会。推荐中国人寿、中国太保、中国平安，权益弹性受益标的新华保险。

### ● 未来方向：债券拉久期+做交易，权益重点为高股息+长股投，关注多元配置

(1) 从固收资产配置看，我国险企主要以利率债为主，信用下沉品种较少，因而长端利率趋势是影响固收配置的主要因素，叠加资产荒下久期错配问题，拉长久期是险资中长期配超长债的战略配置目的。以日本寿险业为例，险资持续增配超长债券，同时把握利率下行的交易机会，固收资产收益率相对 10Y 国债保持明显超额收益。(2) 权益资产看，配置比例与韩国接近，较美国仍有提升空间，相比日本偏高主因或为超长债供应量和出海投资的差异。对比海外头部险企经验，高股息资产是重点配置方向，此外把握长股投配置机会增厚投资收益率中枢，同时作为医疗和养老战略布局的重要手段。(3) 寻求多元资产配置机会，险资持续增配宽基和红利 ETF，近期监管放开黄金业务试点，预计 1% 资产占比对应的 2000 亿资金配置。

### ● 量化测算：配债节奏兼顾性价比，中长期权益配置资金可期

(1) 债券配置节奏：我们以全行业债券增量和保费增量分析，险资债券配置节奏与现金流有一定关系，但考虑到到期再配置资金量和续期保费为主下，新增保费对现金流的影响相对较小，险资配债节奏将兼顾现金流和配置性价比。(2) 高股息资产测算：我们假设保险行业资金股票投资中 5 成为高股息资产，对应规模为 1.16 万亿，全行业 2025 年配置资金预计 7.7 万亿（再配置+保费-赔付费用），若 2025 年配置 4.5% 的高股息资产，对应的增量规模预计 3458 亿；(3) 中长期资金入市测算：我们测算 30% 新增保费三种口径下对应每年全行业配置 A 股资金约 3000-8000 亿，险资权益配置空间可期。

● 风险提示：长端利率下行和资本市场不及预期；寿险公司改革转型慢于预期。

## 目录

1、 险资现状：长端利率下行，“资产荒”下权益配置可期.....	4
1.1、 资产端困境：长端利率下行、资产负债错配、新准则利润波动大.....	4
1.2、 资产端现状：近年债券占比大幅提升，OCI和长股投仍有空间.....	6
2、 未来方向：固收拉久期+波段交易，权益高股息+长股投.....	8
2.1、 固收资产：利率债为主要品种，拉长久期和波段交易增厚收益.....	8
2.2、 权益资产：监管引导险资增配权益，高股息和长股投为主要方向.....	13
2.3、 多元资产配置：ETF增厚投资回报预期，把握贵金属投资机遇.....	21
2.4、 优化负债端成本和久期，资产负债匹配是应对低利率的重要举措.....	22
3、 量化测算：配债权衡拉久期和性价比，权益入市空间可期.....	23
3.1、 配债节奏：债券配置注重利率性价比，辅之关注现金流节奏.....	23
3.2、 高股息配置：全行业预计配置1.2万亿，2025年增配约3500亿.....	25
3.3、 中长期资金入市：预计每年新增A股投资资金在3000-8000亿.....	26
4、 投资建议.....	27
5、 风险提示.....	28

## 图表目录

图 1： 世界各国长端利率长趋势下行（%）.....	4
图 2： 四家上市险企净投资收益率跟随10Y国债下移.....	5
图 3： 4家上市险企净投资收益率-VIF打平收益率缩小.....	5
图 4： 中国平安和中国太保非标资产收益率持续下降.....	5
图 5： 港股部分股票股息率表现较好.....	6
图 6： 2020年以来A股红利指数涨幅较好.....	6
图 7： 2024年中国人身险资产中债券/权益/存款/其他占比50.3%/20.3%/8.4%/21%.....	7
图 8： 2023年末债券/保险资管/银行存款/权益分别占比45%/15%/15%/12%.....	7
图 9： 2023年末保险资管投资公募中偏股型基金占比约51%.....	8
图 10： 2023年末保险资管投资的资管产品中权益类占比11.7%.....	8
图 11： 险企债券配置中利率债为主，信用债占比较低.....	9
图 12： 近年地方政府超长债发行利率下行.....	9
图 13： 地方政府债相较国债利差约1bp.....	9
图 14： 2024年中国太保AA及以上债券占比98.8%.....	10
图 15： 2024年中国平安AA及以上债券占比99.9%.....	10
图 16： 90年代后日本寿险业压降贷款和地产，增配固收和海外，稳权益.....	10
图 17： 日本险企一般账户收益率高10Y国债约200bp.....	11
图 18： 日本险企通过配置股票、海外证券、房地产等资产提高一般账户收益率.....	11
图 19： 2015年以来第一生命债券通过交易贡献超额收益约50bp.....	11
图 20： 明治安田在2012-2014年利率下行阶段交易配置收益率明显提升.....	11
图 21： 90年代以来日本10年期以上债券发行额占比呈现提升趋势（单位：亿日元）.....	12
图 22： 日本各寿险公司拉长久期提升固收资产收益率.....	12
图 23： 日本第一生命国债10年期及以上比重从2011年76.9%提升至2022年82.2%.....	12
图 24： 2000年以来明治安田长久期债券占比提升.....	12
图 25： 寿险产品预定利率跟随10Y国债下行持续下调.....	13

图 26: 4 家上市险企权益资产配置占比约 20%.....	13
图 27: 2023 年日本/韩国/美国寿险业权益资产配置占比分别 13%/19%/26% .....	13
图 28: 2023 年明治安田国内和国外股票配置占比合计约 21% .....	14
图 29: 2023 年日本生命保险国内股票和国外股票配置占比合计约 30%.....	14
图 30: 韩国三星人寿 2023 年权益资产占比 22.2% .....	14
图 31: 股市大幅波动对综合偿付能力充足率有影响.....	16
图 32: 股市大幅波动对核心偿付能力充足率有影响.....	16
图 33: 2019 年以来日本寿险业权益配置比例有所提升.....	18
图 34: 2011 年以来日本寿险业权益资产收益率明显提升.....	18
图 35: 日本第一生命持股 5% 以上的行业主要为 7 类 .....	18
图 36: 日本第一生命保险国内股票收益率与大盘弱相关.....	18
图 37: 日本第一生命通过配置高股息资产和交易赚取超额收益.....	18
图 38: 日经 225 成分股加权股息率自 2012 年 1.05% 提升至 2023 年 3.06% .....	18
图 39: 韩国三星人寿股票投资收益率受股市影响较小.....	19
图 40: 2023 年韩国三星人寿 FVTPL 资产以基金为主 .....	19
图 41: 2023 年韩国三星人寿 FVOCI 中股票占比 26% .....	19
图 42: 2023 年韩国三星人寿股票中 FVOCI 占比 88% .....	19
图 43: 我国上市险企股票 OCI 占投资资产比重在 0.9%-5%.....	20
图 44: 我国上市险企长股投占比低于行业整体水平.....	20
图 45: 2024 年保险公司持有 ETF 市值 2718 亿元 .....	21
图 46: 韩国三星人寿通过提高浮动利率产品占比优化负债成本.....	23
图 47: 保险资金债券配置相较保费超配集中在下半年, 近年趋势提升.....	23
图 48: 保险资金债券配置节奏与长端利率趋势有关.....	24
图 49: 2024 年下半年地方政府超长债的供给规模大于上半年 (单位为亿元) .....	24
图 50: 我们测算全行业每年配置资金约 7.7 万亿, 假设高股息资产占比 4.5%, 对应每年增量配置资金约 3458 亿 .....	26
表 1: I9 新金融工具准则科目变为 3 类, 取消了 AFS 科目 .....	6
表 2: 2024 年上市险企 FVOCI 股票资产占比保持提升.....	8
表 3: 金管局上调保险公司权益类资产比例上限.....	14
表 4: 我国寿险公司权益配置上限基本在 30% 以上 .....	15
表 5: 保险公司配置不同资产占用的最低资本系数不同.....	15
表 6: 2023 年以来监管持续放松 .....	16
表 7: 偿二代二期提高长期股权投资的资本要求.....	20
表 8: 我们测算 10 家保险公司投资黄金业务规模约 2000 亿.....	21
表 9: 韩国三星人寿通过提高浮动利率保单占比优化负债久期.....	22
表 10: 我们测算 2024 年末险资配置高股息规模预计 1.16 万亿.....	25
表 11: 我们测算三种口径下 30% 配置 A 股对应约 3000-8000 亿增量资金 .....	27
表 12: 推荐标的估值表 .....	27

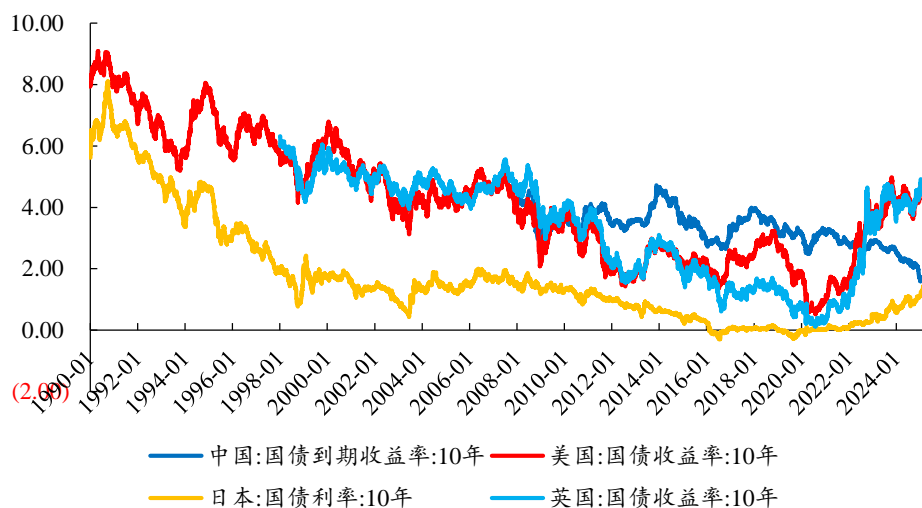
## 1、险资现状：长端利率下行，“资产荒”下权益配置可期

### 1.1、资产端困境：长端利率下行、资产负债久期错配、新准则利润波动大

我们认为当前中国寿险业资产端中长期面临长端利率下行+资产荒压力，以固收为主的投资收益率持续下降、资产负债久期不匹配、新准则下利润波动加大等问题尚待解决。

近年中国经济新旧动能切换下长端利率中枢下移，险企投资端面临较大压力。长端利率中速快速下降造成险企新增固收+存量再配置资产投资收益率下降。2024年10年期国债收益率自年初2056%下降88bp至1.82%，4家上市险企平均净投资收益率为3.58%，相较2023年下降26bp。

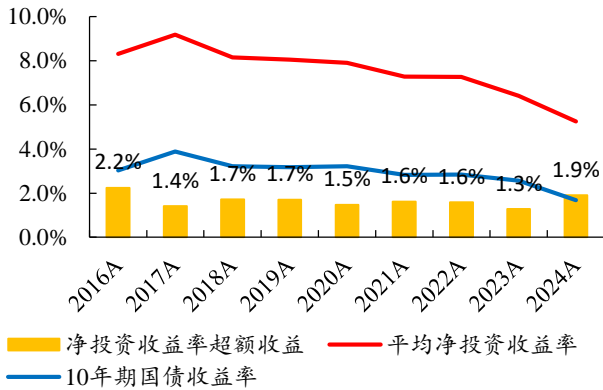
图1：世界各国长端利率长趋势下行（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

“资产荒”之下险企面临资产负债久期错配问题，对于拉长资产久期的需求迫切。2023年，中国财富论坛上中国保险资管协会副会长曹德云提及，中国寿险平均负债久期超过12年，资产久期6年，久期错配导致每年接近2万亿资金错配。近年储蓄型产品需求旺盛，负债久期预计有所提高，负债成本短期提升加大了错配损失，险企对长久期资产需求迫切。

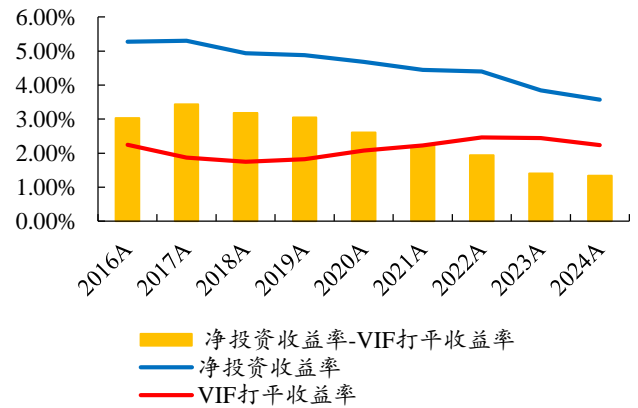
图2：四家上市险企净投资收益率跟随 10Y 国债下移



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：本数据为中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险四家上市险企平均数据测算

图3：4家上市险企净投资收益率-VIF 打平收益率缩小

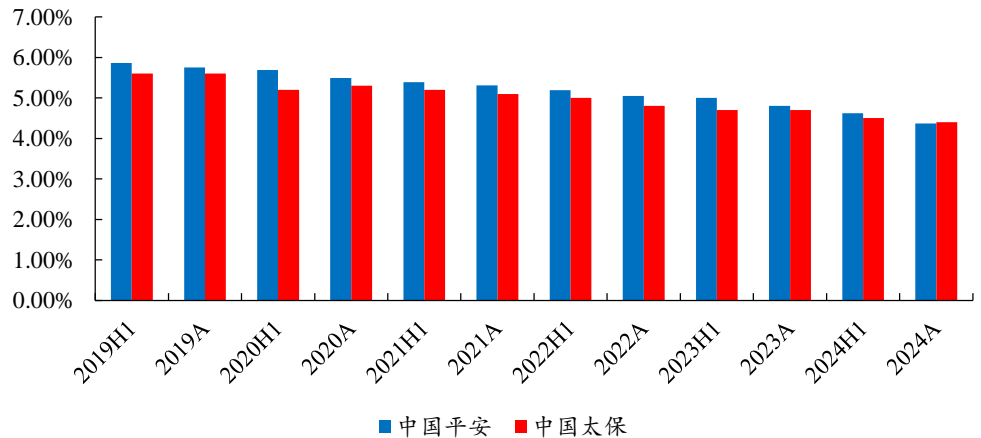


数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：本数据为中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险四家上市险企平均数据测算

非标资产的到期收益率逐步下降，迫切需要寻求高收益资产提高投资端收益率。2024H1 中国平安和中国太保非标资产收益率下降至 4.37%和 4.40%，收益率逐年下滑。

图4：中国平安和中国太保非标资产收益率持续下降



数据来源：中国平安财务报告、中国太保财务报告、开源证券研究所

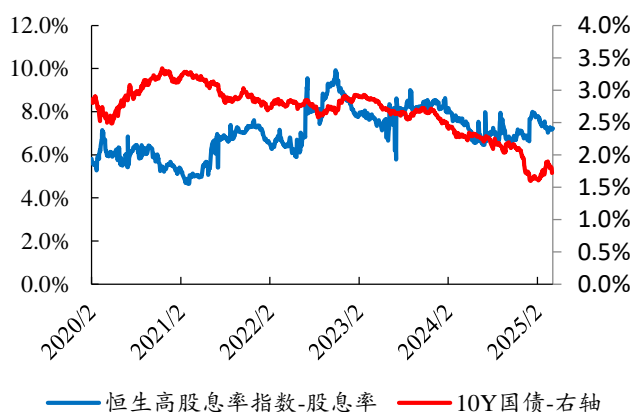
低利率时代增配权益+会计准则切换，共同驱动头部险企增配和重视高股息资产。长端利率持续走低，险企通过增配权益提升投资收益。新准则取消了 AFS（可通过出售灵活调节、平滑利润），只能将权益资产放在 TPL 或 OCI 科目（指定无法更改），TPL 科目会放大利润波动，增配 OCI 科目高股息资产可降低波动，同时 TPL 科目中高股息资产波动也较低（低利率时代和监管鼓励分红驱动红利机会）。新旧动能转换下，具备持续稳定盈利和分红的优质公司具有较好的相对投资价值和防御属性，契合保险资金长期投资诉求。

表1: I9 新金融工具准则科目变为 3 类, 取消了 AFS 科目

老准则		19 新准则	
会计科目	波动对利润表影响	会计科目	波动对利润表影响
持有至到期-HTM		以摊余成本计量的金融资产 AC	
贷款和应收款项-L&R			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产-FVTPL	公允价值计量; 浮盈浮亏、实盈实亏均计入利润表	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 FVTPL	公允价值计量; 浮盈浮亏、实盈实亏均计入利润表
可供出售金融资产-AFS	公允价值计量; 浮盈浮亏不影响利润表, 实盈实亏均计入利润表	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	公允价值计量; 权益类资产浮盈浮亏和实盈实亏均不计入利润表; 债权类资产实盈实亏计入利润表。

资料来源: 财政部会计准则委员会、开源证券研究所

图5: 港股部分股票股息率表现较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

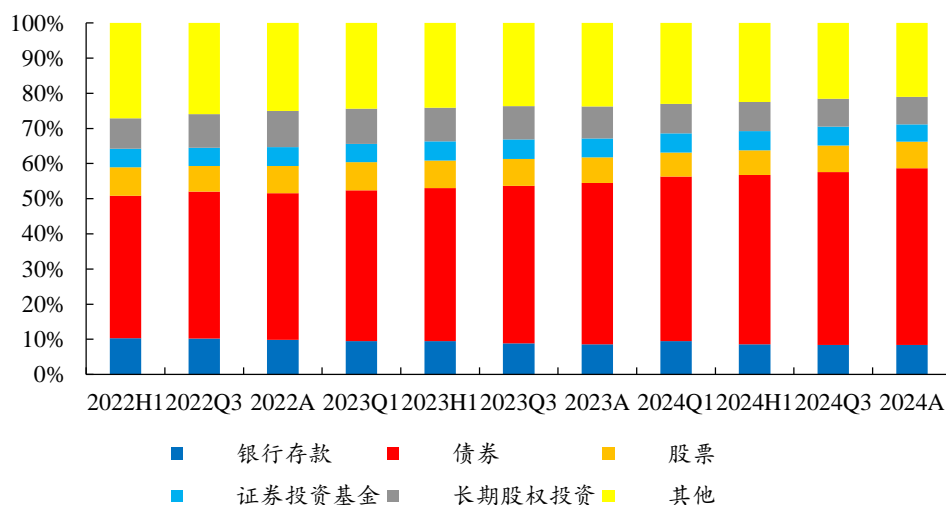
图6: 2020 年以来 A 股红利指数涨幅较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

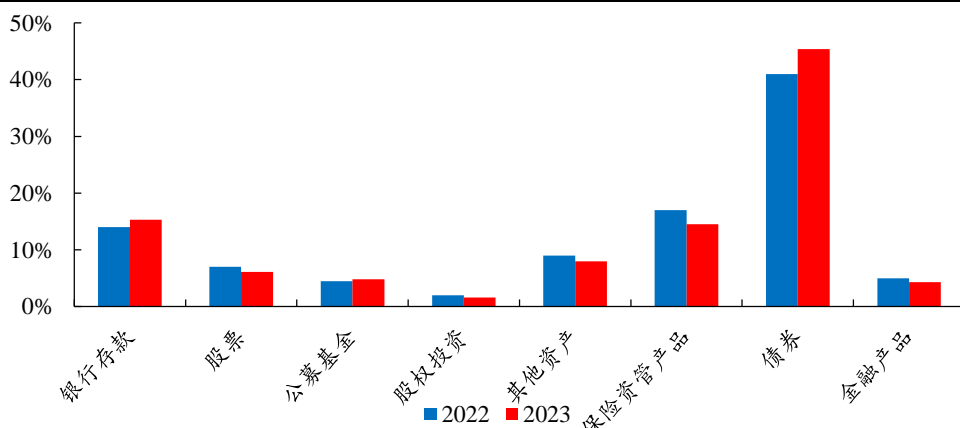
## 1.2、资产端现状: 近年债券占比大幅提升, OCI 和长股投仍有空间

我国人身险投资资产中债券占比提升至 50%, 权益占比达到 20%。我国人身险债券占比自 2022Q2 末 41%提升至 2024Q3 末 49%, 2024 年末, 我国人身险投资资产余额 30 万亿元, 其中债券/权益/存款/其他占比 50.3%/20.3%/8.4%/21%, 权益资产主要包括股票/基金/长期股权投资分别 7.6%/4.9%/7.8%。

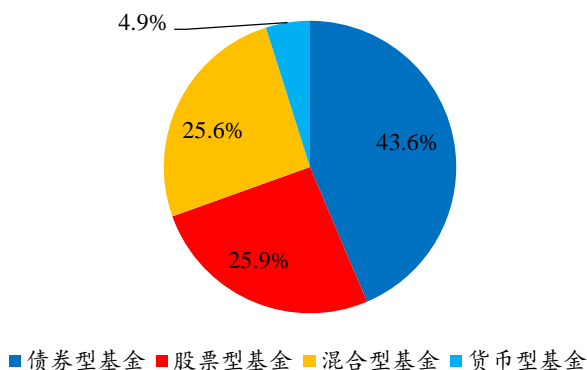
**图7：2024年中国人身险资产中债券/权益/存款/其他占比 50.3%/20.3%/8.4%/21%**


数据来源：金管局、开源证券研究所

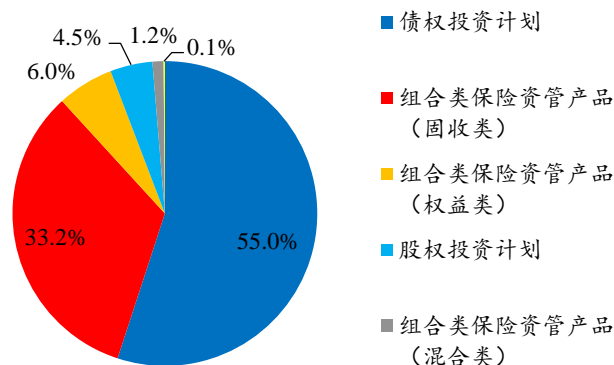
从2023年保险资管公司看，年末总投资规模26.16万亿，同比+16.82%，债券/保险资管/银行存款/权益分别占比45%/15%/15%/12%。权益资产主要包括股票/公募基金/股权分别占比6.1%/4.8%/1.6%。保险资管产品3.80万亿元中，配置债权投资计划2.09万亿元，占比55.03%；配置组合类保险资产管理产品1.54万亿元，占比40.53%；配置股权投资计划0.17万亿元，占比4.49%。金融产品1.18万亿元中，主要以集合资金信托计划为主，规模9825亿元，占比79.13%；资产支持计划（保险资产管理公司发行）1620亿元，占比12.88%；资产支持专项计划（券商发行）763.00亿元，占比6.07%；商业银行理财产品318.74亿元，占比2.53%。公募基金产品1.25万亿中债券型/股票型/混合型/货币型分别占比43.6%/25.9%/25.6%/4.9%。

**图8：2023年末债券/保险资管/银行存款/权益分别占比 45%/15%/15%/12%**


数据来源：保险资产管理业协会、开源证券研究所

**图9：2023 年末保险资管投资公募中偏股型基金占比约 51%**


数据来源：保险资管业协会、开源证券研究所

**图10：2023 年末保险资管投资的资管产品中权益类占比 11.7%**


数据来源：保险资管业协会、开源证券研究所

**上市险企高股息 FVOCI 资产占比提升。**2024 年上市险企其他权益工具股票投资占比提升。中国平安达 4.6%/+0.9pct、中国人寿 0.9%/+0.6pct、中国太保 2.8%/+1.6pct、新华保险 1.9%/+1.5pct、中国人保 1.7%/+0.5pct。

**表2：2024 年上市险企 FVOCI 股票资产占比保持提升**

	中国平安		中国人寿		中国太保		新华保险		中国人保	
	2024A	同比	2024A	同比	2024A	同比	2024A	同比	2024A	同比
<b>FVTPL 资产</b>	<b>25.2%</b>	<b>1.6pct</b>	<b>28.9%</b>	<b>-1.3pct</b>	<b>24.4%</b>	<b>-1.4pct</b>	<b>29.8%</b>	<b>1.3pct</b>	<b>19.4%</b>	<b>-7.3pct</b>
固收类	16.9%	2.6pct	17.6%	4.4pct	11.6%	-1.0pct	9.3%	0.3pct	8.7%	-4.2pct
股票	3.0%	0.5pct	6.7%	-0.7pct	6.5%	-0.6pct	8.6%	2.0pct	2.0%	-0.1pct
基金	2.3%	-0.8pct	4.6%	1.0pct	2.6%	-0.3pct	7.8%	1.6pct	5.3%	-2.9pct
其他股权型资产	3.0%	-0.7pct	0.0%	-6.0pct	3.7%	0.5pct	4.1%	-1.8pct	3.4%	-0.2pct
<b>FVOCI 资产</b>	<b>56.8%</b>	<b>0.8pct</b>	<b>54.9%</b>	<b>4.0pct</b>	<b>64.0%</b>	<b>4.2pct</b>	<b>30.7%</b>	<b>4.3pct</b>	<b>38.9%</b>	<b>8.6pct</b>
固收类	52.2%	-0.1pct	52.3%	3.8pct	58.8%	3.4pct	28.9%	3.4pct	31.9%	8.3pct
股票	4.6%	0.9pct	0.9%	0.6pct	2.8%	1.6pct	1.9%	1.5pct	1.7%	0.5pct
其他股权型资产	0.0%	0.0pct	1.7%	-0.5pct	2.4%	-0.7pct	0.0%	0.0pct	5.4%	-0.2pct
<b>AC 资产</b>	<b>12.1%</b>	<b>-1.2pct</b>	<b>3.0%</b>	<b>-0.8pct</b>	<b>2.4%</b>	<b>-1.3pct</b>	<b>37.0%</b>	<b>-6.8pct</b>	<b>20.6%</b>	<b>-1.6pct</b>
其他	5.8%	-1.3pct	13.2%	-2.0pct	9.2%	-1.5pct	2.4%	-0.2pct	21.0%	0.3pct
合计	100.0%	0.0pct	100.0%	0.0pct	100.0%	0.0pct	100.0%	0.0pct	100.0%	0.0pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

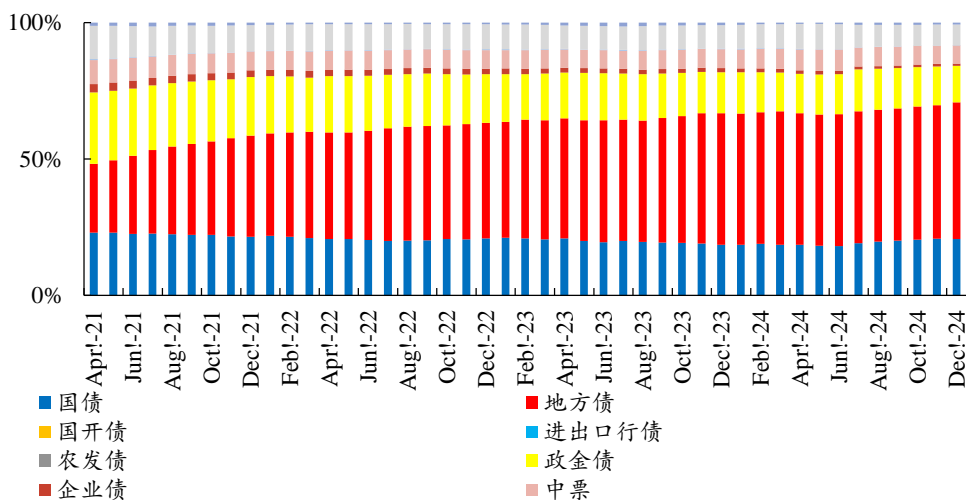
## 2、未来方向：固收拉久期+波段交易，权益高股息+长股投

### 2.1、固收资产：利率债为主要品种，拉长久期和波段交易增厚收益

险企债券配置中利率债为主，地方政府债占比约 50%，信用债占比较低。2024 年末，我国存量债券余额 176 万亿元，其中国债和地方债分别 34.3 万亿元和 47.3 万亿元，分别占比 19%和 27%。根据上清所披露，保险公司债券配置中国债/地方债/证金债/企业债/信用债分别 0.84/2.05/0.54/0.04/0.31 万亿元，分别占比 20.7%/50.1%/13.3%/0.9%/7.6%。险资配置地方政府债占比较高，主因地方政府超长

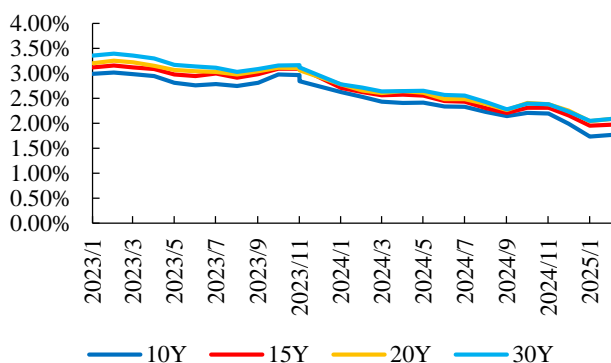
债供应相对充足，隐形担保下相较国债利率略高 1bp。

图11：险企债券配置中利率债为主，信用债占比较低



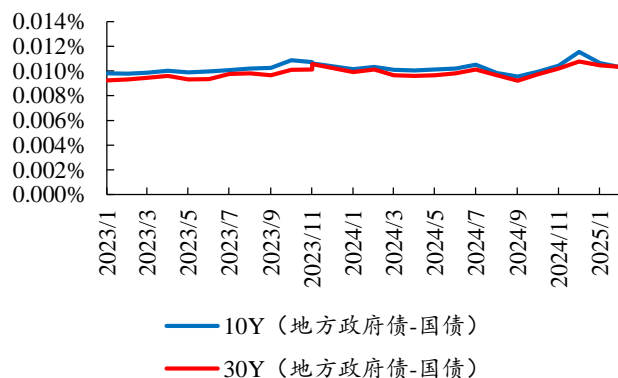
数据来源：上清所、开源证券研究所

图12：近年地方政府超长债发行利率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

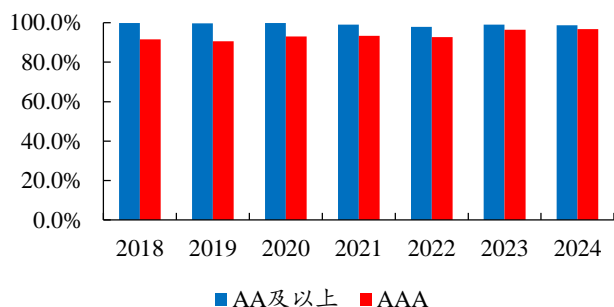
图13：地方政府债相较国债利差约 1bp



数据来源：Wind、开源证券研究所

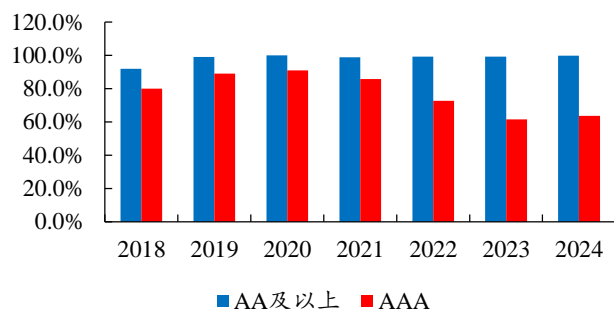
中国太保和中国平安债券信用评级均较高。中国太保和中国平安 2023 年以来 AA 及以上债券占比约 99%。

图14: 2024年中国太保 AA及以上债券占比 98.8%



数据来源: 中国太保财务报告、开源证券研究所

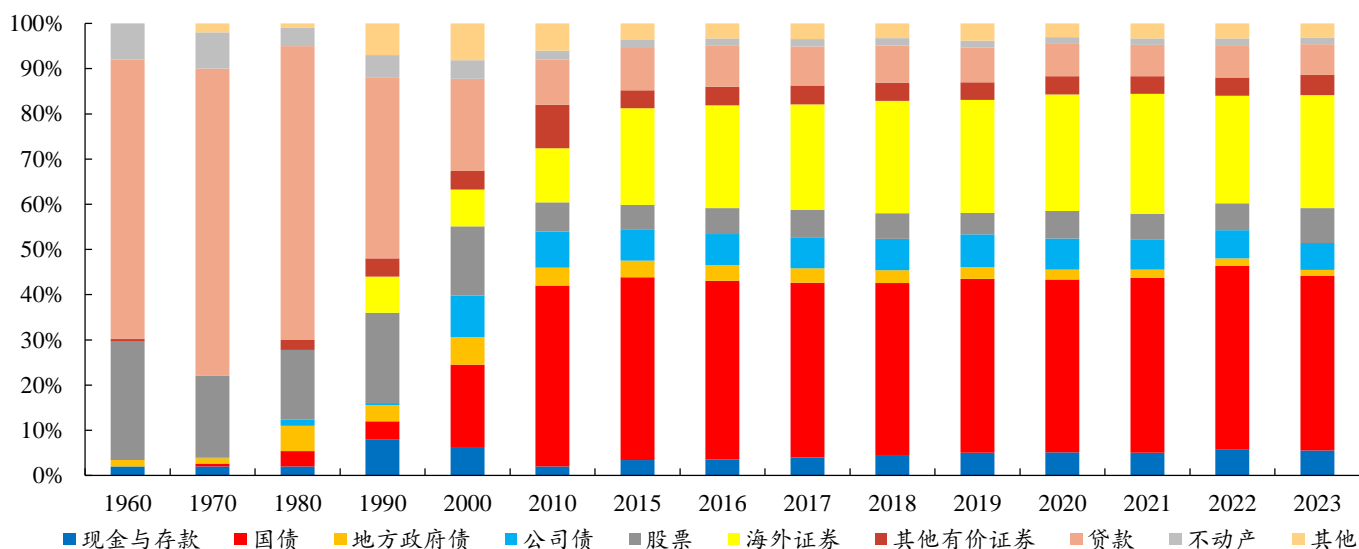
图15: 2024年中国平安 AA及以上债券占比 99.9%



数据来源: 中国平安财务报告、开源证券研究所

低利率背景下债券配置面临压力, 日本寿险业持续增配超长债+波段交易。日本寿险业国债配置从1980年的3.4%提升至2023年的38.6%, 国债配置比重持续提升。

图16: 90年代后日本寿险业压降贷款和地产, 增配固收和海外, 稳权益

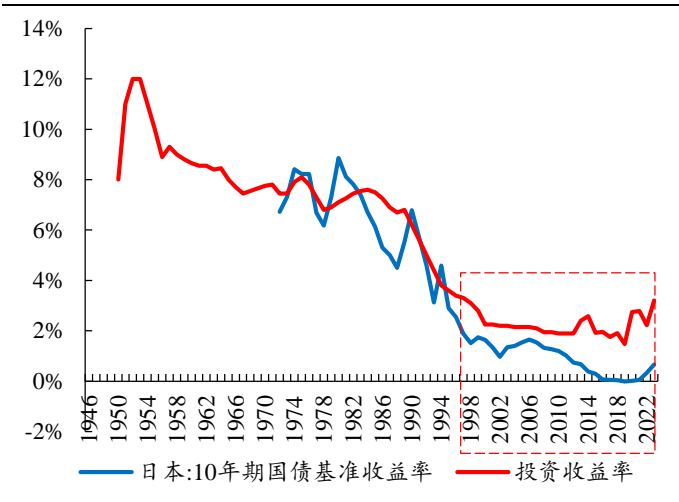


数据来源: 万峰《日本寿险业研究》、Wind、开源证券研究所

注: 2000年以前数据取自万峰《日本寿险业研究》模糊数据

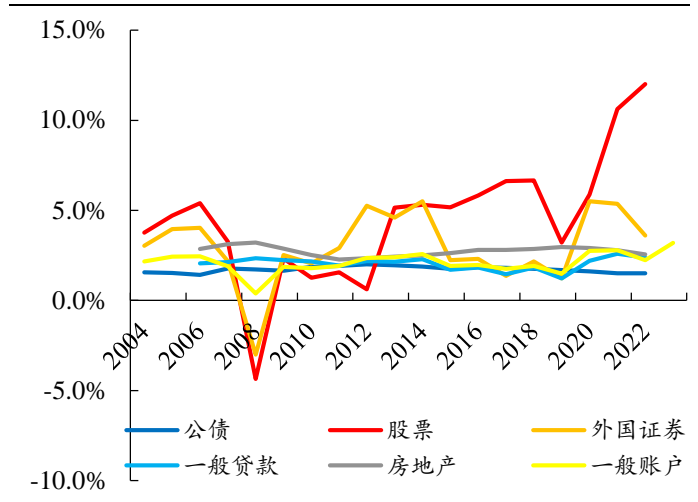
日本寿险业 2010 年长端利率快速下行后, 一般账户投资收益率仍高于 10 年期国债约 200bp。90 年代以来日本泡沫经济破灭后长端利率快速下降, 尤其在 2010 年以来日本 10Y 国债继续下降至“零利率”阶段, 投资收益率维持在 2% 以上。

图17: 日本险企一般账户收益率高 10Y 国债约 200bp



数据来源: 万峰《日本寿险业研究》、开源证券研究所

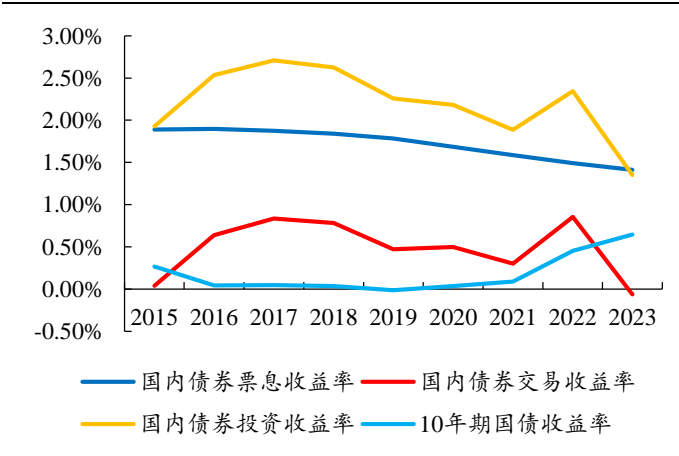
图18: 日本险企通过配置股票、海外证券、房地产等资产提高一般账户收益率



数据来源: LIAJ、开源证券研究所

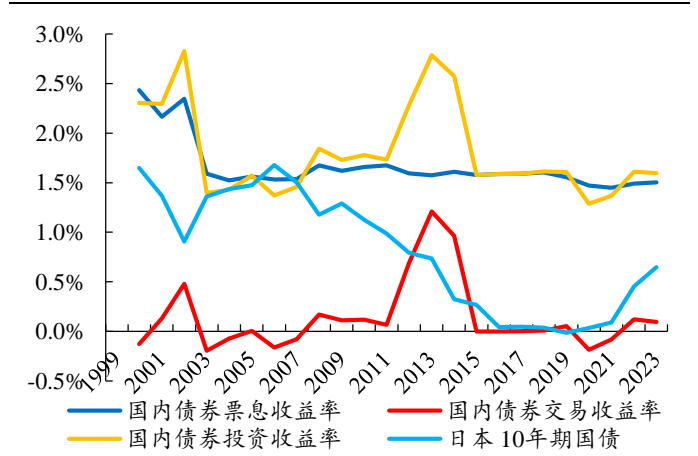
日本寿险业通过固收资产拉长久期+择时交易配置, 实现债券收益率超额 10Y 国债余约 100bp。日本寿险公司在长端利率快速下行后拉长资产久期+交易配置, 使得债券投资收益率始终超额 10Y 国债收益率。我们拆解日本第一生命保险 2015-2023 年债券平均投资收益率 2.20%, 超额 10Y 约 200bp, 其中平均票息收益率为 1.72%, 平均交易收益率为 0.48%。明治安田 2000-2023 年债权平均投资收益率 1.80%, 超额 10Y 约 100bp, 平均票息收益率 1.66%, 平均交易收益率 0.14%。

图19: 2015 年以来第一生命债券通过交易贡献超额收益约 50bp



数据来源: 日本第一生命保险公司历年年报、开源证券研究所

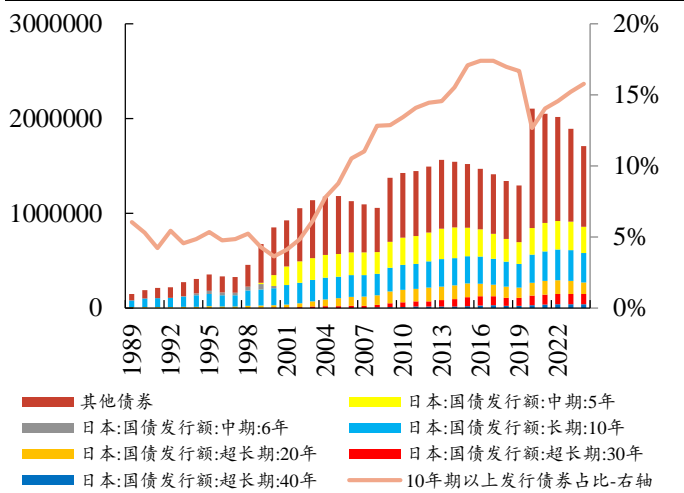
图20: 明治安田在 2012-2014 年利率下行阶段交易配置收益率明显提升



数据来源: 日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

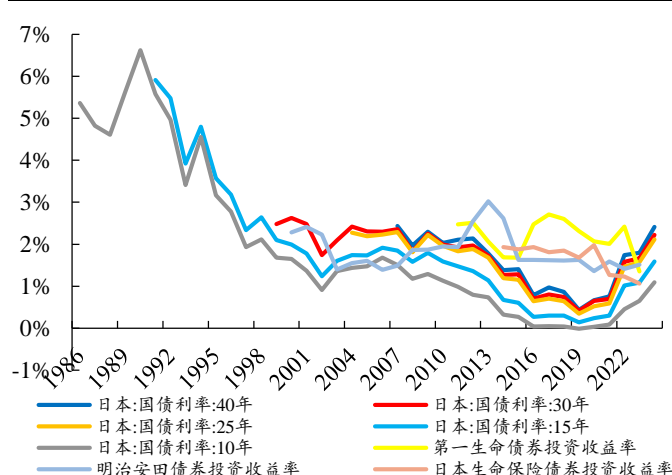
固收资产拉长久期, 得益于日本超长债供应持续且期限溢价可观。2000 年以来日本政府加大超长期国债发行用于刺激实体经济, 20-40 年超长期国债每年发行额占比呈现提升趋势, 自 2000 年 4% 提升至 2023 年 15%, 为日本寿险公司提供充足的长久期资产。我们测算 1999 年-2024 年, 日本 30Y 国债相较 10Y 国债的平均期限溢价约 86bp, 寿险公司增配长久期债券相较 10Y 国债赚取一部分期限溢价。我们认为日本超长期债券的期限溢价一方面来自充足超长债供应, 另一方面来自日本量化宽松货币政策造成 10Y 国债快速下行。

图21：90年代以来日本10年期以上债券发行额占比呈现提升趋势（单位：亿日元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

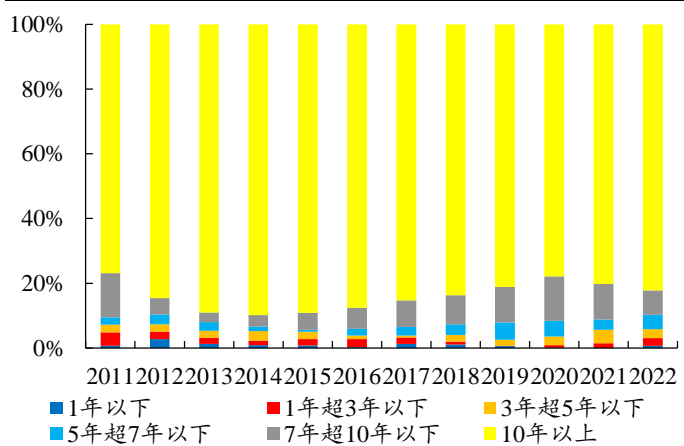
图22：日本各寿险公司拉长久期提升固收资产收益率



数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

寿险公司主动拉长资产久期。日本第一生命保险配置10年期以上国债比重从2011年76.9%提升至2022年82.2%。2023年日本明治安田10年期及以上债券占比为66%。

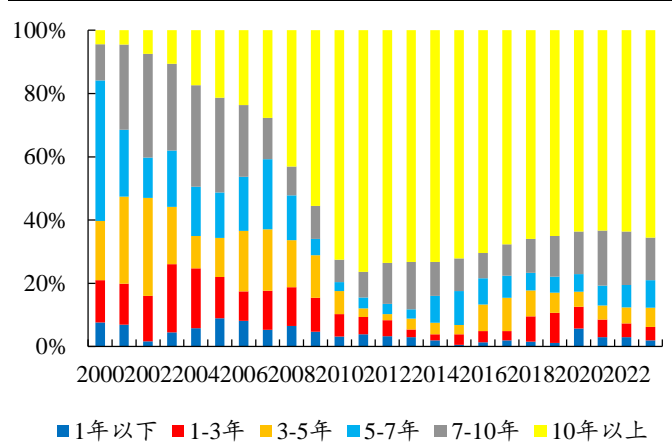
图23：日本第一生命国债10年期及以上比重从2011年76.9%提升至2022年82.2%



数据来源：日本第一生命保险公司历年年报、开源证券研究所

注：此数据为日本第一生命保险债券资产余额期限结构

图24：2000年以来明治安田长久期债券占比提升

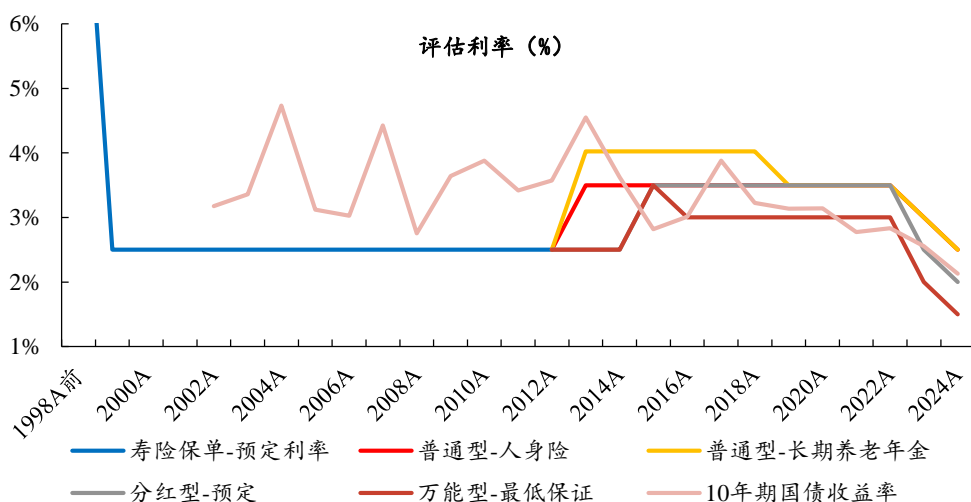


数据来源：日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

注：此数据为明治安田保险债券资产余额期限结构

中长期固收仍以配置盘为主，短期根据市场利率和负债成本择机交易。（1）中长期看，险资的大固收配置特征不会改变，需要长久期稳定票息资产支付保单资金成本；（2）短期看，险资通过对市场利率和自身负债成本的判断，在利率高点择时配置超长债，同时加大交易性配置动力。（3）当前险企债券配置仍以高信用评级企业债券为主，尚需积极挖掘收益率具有相对优势的优质信用品种配置机会。

图25：寿险产品预定利率跟随 10Y 国债下行持续下调

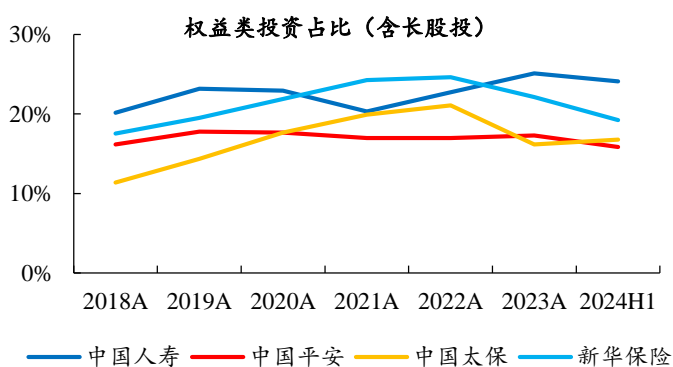


数据来源：Wind、金管局、开源证券研究所

## 2.2、权益资产：监管引导险资增配权益，高股息和长股投为主要方向

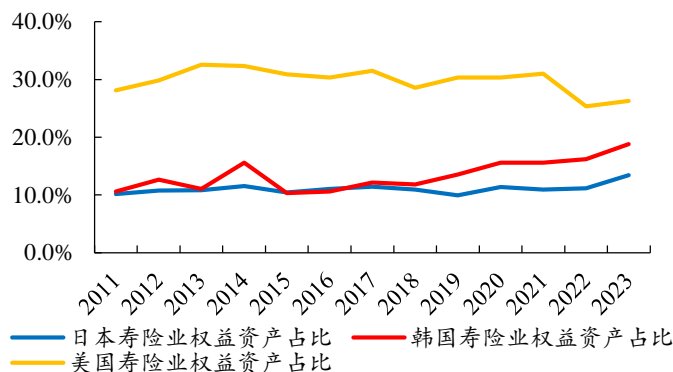
对比海外险企看，我国保险权益配置比例仍有一定提升空间。当前我国寿险业权益类资产（股票+基金+长股投）配置占比近 20%，2023 年日本/韩国/美国一般账户的权益资产占比（包含国外股票）分别为 13%/19%/26%，我国寿险业权益配置比重与韩国较为接近，相比美国仍有提升空间。日本寿险业权益占比相对较低，预计与国内超长债供给充足，且海外配置占比较高有关。日本头部险企权益配置仍相对较高，2023 年日本生命、明治安田权益资产占比分别 30%（国内 17.7%/国外为 12.1%）/21%（国内 14.2%/国外 6.9%）。

图26：4 家上市险企权益资产配置占比约 20%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图27：2023 年日本/韩国/美国寿险业权益资产占比分别 13%/19%/26%



数据来源：LIAJ、ACLI、韩国寿险业协会、开源证券研究所

**图28：2023年明治安田国内和国外股票配置占比合计约21%**

投资资产结构	2000	2003	2006	2008	2010	2011	2014	2017	2020	2023	2000-2010	2011-2023	2000-2023
现金、存款和短期贷款	7.0%	3.9%	3.1%	2.8%	1.6%	1.8%	1.4%	1.5%	2.9%	2.0%	3.2%	2.0%	2.5%
买入金钱债权	0.1%	0.4%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.7%	0.6%	0.7%
有价证券	52.0%	55.9%	65.9%	62.3%	71.2%	74.4%	79.8%	82.2%	82.7%	85.5%	61.4%	81.1%	72.0%
国内债券	25.8%	29.9%	35.1%	39.7%	47.4%	52.4%	46.5%	45.1%	43.2%	39.5%	35.4%	45.8%	41.1%
国内股票	20.4%	13.7%	20.4%	11.2%	10.5%	9.2%	11.8%	11.8%	11.1%	14.2%	15.4%	10.7%	12.9%
国外债券	5.6%	11.7%	10.0%	11.1%	13.0%	12.7%	20.8%	23.5%	25.4%	29.2%	10.3%	22.9%	17.1%
国外股票	2.7%	7.8%	6.1%	7.4%	9.1%	9.0%	16.3%	18.1%	19.9%	22.3%	6.7%	17.7%	12.7%
其他证券	2.8%	3.9%	3.9%	3.7%	4.0%	3.7%	4.5%	5.3%	5.5%	6.9%	3.5%	5.2%	4.4%
其他证券	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.7%	1.8%	3.0%	2.5%	0.3%	1.6%	1.0%
贷款	33.4%	32.4%	24.8%	25.6%	19.3%	17.2%	14.2%	12.0%	9.8%	8.3%	27.5%	12.2%	19.2%
保险条款贷款	2.3%	1.8%	1.5%	1.6%	1.3%	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%	1.8%	0.7%	1.2%
一般贷款	31.1%	30.6%	23.3%	24.0%	17.9%	16.0%	13.4%	11.3%	9.3%	7.9%	25.7%	11.5%	18.0%
不动产	6.1%	5.5%	4.2%	4.5%	3.8%	3.3%	2.6%	2.3%	2.1%	1.9%	5.0%	2.4%	3.6%
其他	1.4%	1.6%	1.1%	1.6%	1.9%	1.9%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	1.6%	1.5%	1.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中外币资产	4.8%	9.2%	8.2%	7.7%	9.5%	9.4%	18.1%	22.6%	26.8%	31.8%	8.1%	22.3%	15.8%

数据来源：明治安田财务报告、开源证券研究所

**图29：2023年日本生命保险国内股票和国外股票配置占比合计约30%**

资产配置结构	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
现金和存款等	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.9%
债券（国内）	37.0%	37.6%	35.4%	34.3%	35.2%	36.3%	36.1%	37.4%	40.5%	37.1%	36.7%
股票（国内）	14.8%	13.1%	13.7%	14.4%	13.4%	11.6%	14.5%	13.5%	13.8%	17.7%	14.1%
债券（国内）	19.7%	21.6%	22.6%	22.1%	20.8%	20.9%	18.9%	18.3%	13.5%	14.4%	19.3%
股票（国外）	6.6%	6.0%	7.0%	7.6%	9.0%	9.3%	10.3%	11.1%	11.9%	12.1%	9.1%
债券（国外）	13.7%	13.1%	12.2%	11.5%	11.1%	10.9%	10.2%	9.9%	10.5%	9.8%	11.3%
贷款	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.5%
其中投资性房地产	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.6%
一般账户资产总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%

数据来源：日本生命保险财务报告、开源证券研究所

**图30：韩国三星人寿2023年权益资产占比22.2%**

资产结构	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均占比
现金及定期存款	2.3%	3.0%	2.8%	3.2%	1.8%	2.7%	2.2%	2.0%	2.6%	1.8%	2.1%	2.5%	1.3%	2.3%
股票（含长股投）	14.3%	14.2%	13.2%	12.3%	11.2%	11.4%	14.4%	10.6%	13.1%	16.7%	16.1%	16.1%	22.2%	14.3%
国内债券	48.3%	51.4%	52.8%	55.4%	56.3%	48.2%	44.1%	45.0%	44.7%	41.9%	38.9%	41.1%	42.1%	46.9%
海外债券	9.5%	7.4%	6.5%	5.1%	4.9%	4.3%	4.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.7%	7.5%	7.9%	6.3%
贷款	18.7%	16.7%	17.1%	17.0%	18.2%	27.0%	28.2%	29.7%	27.0%	26.9%	29.0%	24.6%	16.6%	22.8%
房地产	4.4%	4.0%	5.1%	4.6%	5.0%	4.2%	3.7%	3.6%	3.0%	2.7%	2.5%	1.7%	1.7%	3.6%
受益凭证	2.4%	3.2%	2.4%	2.1%	2.3%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	3.1%	4.2%	6.5%	8.2%	3.4%
其他	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%	0.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.3%

数据来源：韩国三星人寿财务报告、开源证券研究所

**金管局上调保险公司权益类资产比例上限。**根据偿付能力监管规定，我国寿险业偿付能力充足率水平影响权益配置比例上限，2025年4月9日金管局出台《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，规定综合偿付能力充足率在150%-250%的权益上限为30%，250%-350%的权益比例为40%。2024Q4寿险行业综合偿付能力充足率为190.5%，对应权益配置比例上限为30%，当前我国寿险业权益配置在20%，较上限仍有一定空间。

**表3：金管局上调保险公司权益类资产比例上限**

综合偿付能力充足率分档	2020年政策比例上限	2025年政策比例上限	调整幅度
低于100%	10%	10%	未调整
100%（含）-150%	20%	20%	未调整
150%（含）-200%	25%	30%（合并至150%-250%档）	综合偿付能力充足率在150%-200%区间的上调
200%（含）-250%	30%	30%	5%
250%（含）~300%	35%	40%（合并至250%-350%档）	综合偿付能力充足率在250%-300%区间的上调

300%（含）~350%	40%		5%
350%（含）以上	45%	50%	上调 5%

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

**表4：我国寿险公司权益配置上限基本在 30% 以上**

综合偿付能力充足率	2024A	权益类资产配置比例上限
中国人寿	207.8%	30%
中国平安		
-平安寿险	189.2%	25%
-平安产险	205.3%	30%
-平安养老险	364.9%	45%
-平安健康险	339.2%	40%
中国太保	256.0%	
-太平洋人寿	210.0%	30%
-太平洋财险	222.0%	30%
-太平洋健康险	235.0%	30%
-太平洋农险	335.0%	40%
新华保险	217.6%	30%
中国人保	281.0%	
-人保财险	233.0%	30%
-人保寿险	275.0%	35%
-人保健康	241.0%	30%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

我们认为影响险企权益配置策略的因素需关注考核周期和偿付能力监管。我们认为当前险资权益占比没有明显提升的原因：（1）A 股市场波动率较高，对险资短期现金流和盈利带来调整；（2）过往险企股东考核周期较短；（3）偿付能力对权益资产要求资本约束较高。

权益资产配置增加市场风险的最低资本占用，股市波动造成实际资本缩水、利润侵蚀和流动性压力。（1）险企配置股票产生的市场风险会对最低资本造成占用，2023 年 9 月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》将沪深 300 指数成分股风险因子从 0.35 调整为 0.3，科创板上市股票风险因子由 0.45 调整为 0.4。（2）股市波动导致权益资产市值缩水会影响实际资本规模，利润波动影响资本积累能力，短期面临流动性风险。

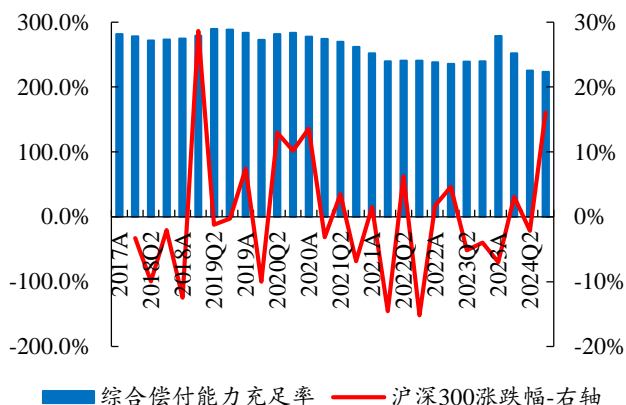
**表5：保险公司配置不同资产占用的最低资本系数不同**

资产大类	资产明细类别	二期基础因子
股票	沪深 300 指数成分股	0.3
	科创板股	0.4
	创业板股	0.45
股权投资	未上市股权	0.41
	未上市股权投资（无法穿透）	0.6
基金	债券基金	0.06

	股票基金-普通	0.28
	混合基金	0.23
	货币市场基金	0.01
债券	可转债	0.23
	权益类	
资管产品（无法穿透部分）	固定收益类	0.6
	另类	
	混合类	
信托计划（无法穿透部分）	权益类	0.6
	对非保险类子公司长期股权投资	1
长期股权投资	对保险类子公司及属于保险主业范围内的子公司	0.35
	合营企业和联营企业为上市公司	0.35
	合营企业和联营企业为非上市公司	0.41
投资性房地产	历史成本计价	
	公允价值计价	0.15

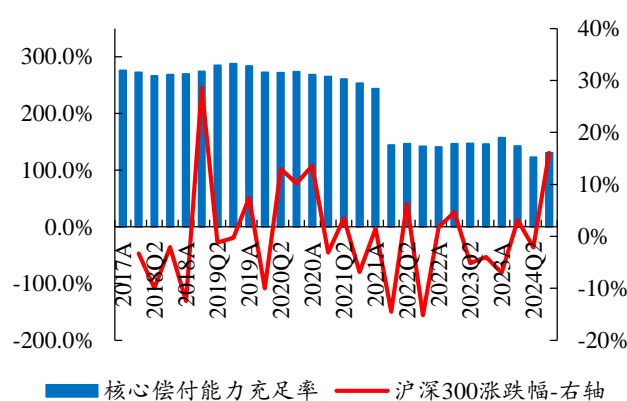
数据来源：金管局、开源证券研究所

图31：股市大幅波动对综合偿付能力充足率有影响



数据来源：新华保险公告、Wind、开源证券研究所

图32：股市大幅波动对核心偿付能力充足率有影响



数据来源：新华保险公告、Wind、开源证券研究所

**险资中长期权益资产占比有望稳步提升。**（1）投融资协同发展的资本市场生态逐步优化，新国九条和稳定股市机制落地、加大分红回购和限制坚持政策出台。（2）《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》明确全面实行3年以上长周期考核，鼓励新增保费稳定入市，偿二代过渡期进一步延长，关注后续偿付能力体系进一步松绑，如降低权益资产风险因子、提升未来保单盈余计入核心资本的比例等等。

表6：2023年以来监管持续放松

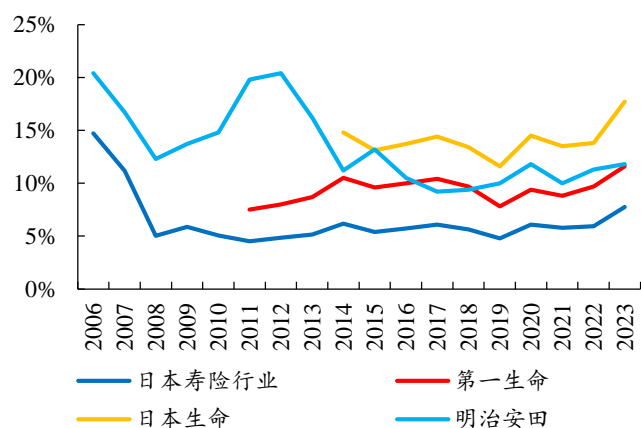
时间	政策	主要内容
2023.09	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	（1）将沪深300指数成分股风险因子从0.35调整为0.3，科创板上市股票风险因子由0.45调整为0.4；（2）加强保险公司投资收益长期考核，在偿付能力季度报告要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。
2023.10	《关于引导保险资金长期稳健投资，加	将经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3年周期

时间	政策	主要内容
	强国有商业保险公司长周期考核的 通知》	指标+当年度指标”相结合的考核方式，3年周期指标为“3年周期净资产收益率（权重为50%）”，当年度指标为“当年净资产收益率（权重为50%）”。
2024.04	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	（1）完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系； （2）明确优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
2024.09	《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》	发挥保险资金长期投资优势，培育真正的耐心资本，推动资金、资本、资产良性循环。
2024.09	《国新会-9.24》	完等“长钱长投”的制度环境，重点是提高对中长期资金权益投资的监管包容性，全面落实3年以上长周期考核，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，促进保险机构做坚定的价值投资者为资本市场提供稳定的长期投资。
2024.09	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	（1）着力完善各类中长期资金入市配套政策制度，建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长同期考核机制，推动树立长期业绩导向，培育壮大保险资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，完善考核评估机制；（2）丰富商业保险资金长期投资模式，完善权益投资监管制度。
2025.01	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	一、提升险资A股投资比例与稳定性。（1）引导大型国有保险公司增加A股(含权益类基金)投资规模和实际比例，2025年起每年新增保费30%用于投资A股；（2）经营绩效全面实行3年以上长周期考核，ROE当年考核权重≤30%，3-5年周期考核指标权重≥60%；（3）抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地(1000亿规模)，春节前批复500亿元投资股市。二、优化全国社保基金、基本养老保险基金投资管理机制。（1）提高全国社保基金股票类投资比例，扩大基本养老保险基金委托投资规模；（2）明确细化全国社保基金5年以上，基本养老保险基金3年以上考核机制。三、提高企(职)业年金基金市场化投资运作水平。加快出台3年以上业绩考核指导意见，扩大覆盖面，支持放开个人投资选择和基金管理人差异化投资。四、提高权益类基金的规模和占比，证监会表示未来3年公募基金持有A股流通市值每年至少增长10%。五、优化资本市场生态。加大上市公司回购和分红。

资料来源：金管局、开源证券研究所

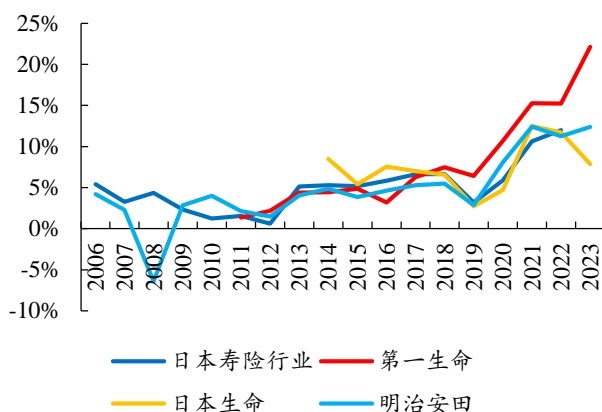
从日本经验看，权益资产中长期收益率高于债券，高股息资产为主要配置方向。以日本寿险业为例，日本寿险业在2018年以后持续提升权益配置比例，权益资产收益率受益股市回暖持续上涨。日本第一生命主要持股行业集中在电力设备、食品饮料和机械行业等高分红行业，股票的股息收益率从2017年的4.4%提升至2023年的8.6%，权益资产收益率受股市波动影响较小。

图33：2019年以来日本寿险业权益配置比例有所提升



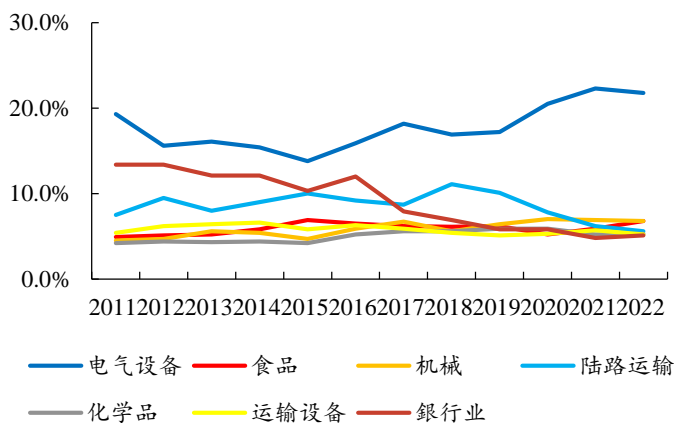
数据来源：LIAJ、各公司历年年报、开源证券研究所

图34：2011年以来日本寿险业权益资产收益率明显提升



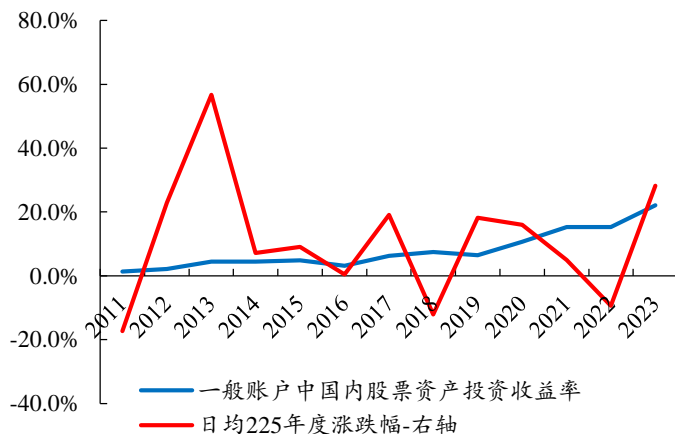
数据来源：LIAJ、各公司历年年报、开源证券研究所

图35：日本第一生命持股5%以上的行业主要为7类



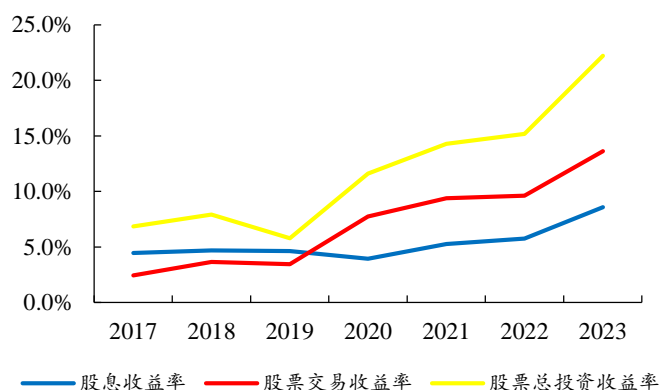
数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

图36：日本第一生命保险国内股票收益率与大盘弱相关



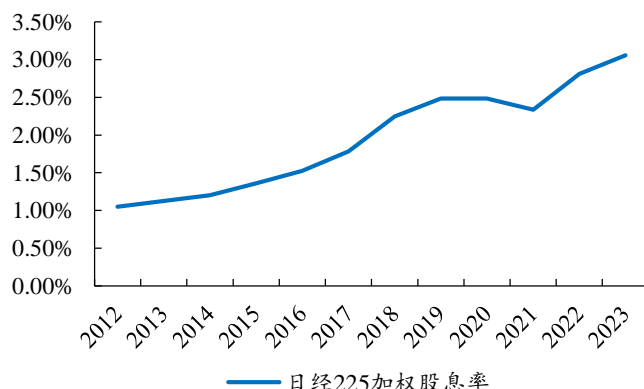
数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

图37：日本第一生命通过配置高股息资产和交易赚取超额收益



数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

图38：日经225成分股加权股息率自2012年1.05%提升至2023年3.06%

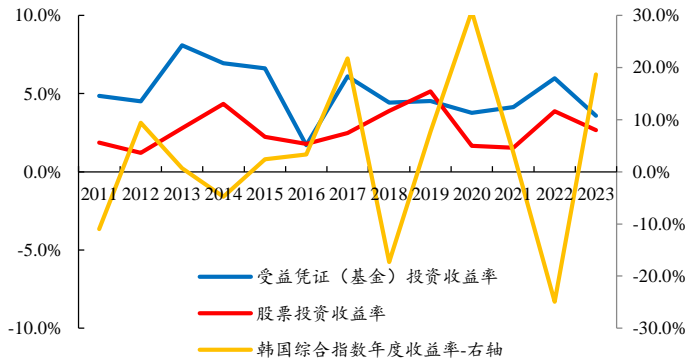


数据来源：Wind、开源证券研究所

从韩国经验看，权益资产中归类为 FVOCI 资产的占比达到 88%，股市波动对公司投资端影响较小。我们拆解韩国三星人寿资产配置的会计分类看，韩国三星人寿 2023 年的权益配置比例为 22%，其中 88% 归类为其他权益工具，通过股票分红赚取股息，

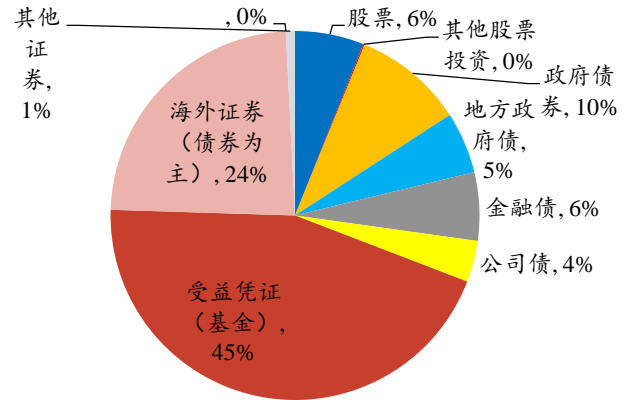
减缓股价波动对投资端的影响。

图39：韩国三星人寿股票投资收益率受股市影响较小



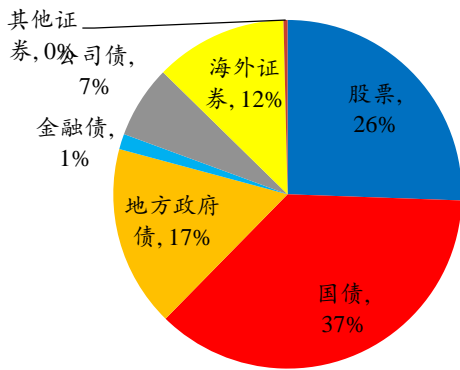
数据来源：韩国三星人寿历年年报、开源证券研究所

图40：2023年韩国三星人寿 FVTPL 资产以基金为主



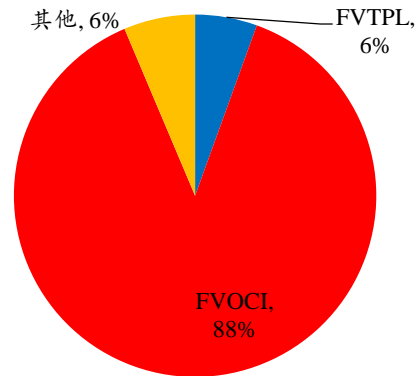
数据来源：韩国三星人寿公司 2023 年年报、开源证券研究所

图41：2023年韩国三星人寿 FVOCI 中股票占比 26%



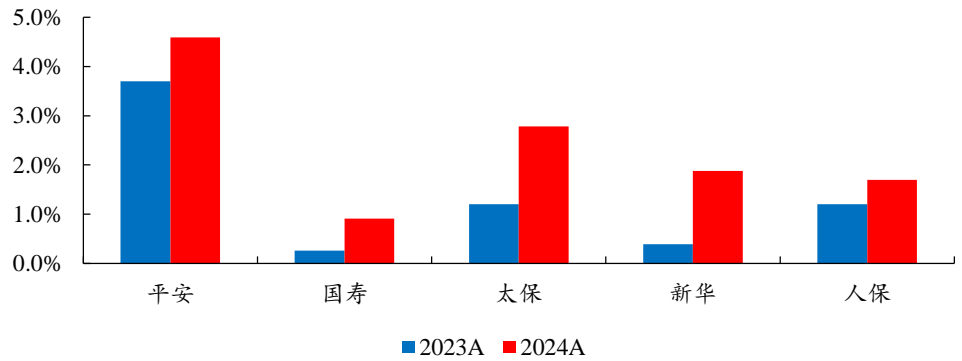
数据来源：韩国三星人寿公司 2023 年年报、开源证券研究所

图42：2023年韩国三星人寿股票中 FVOCI 占比 88%



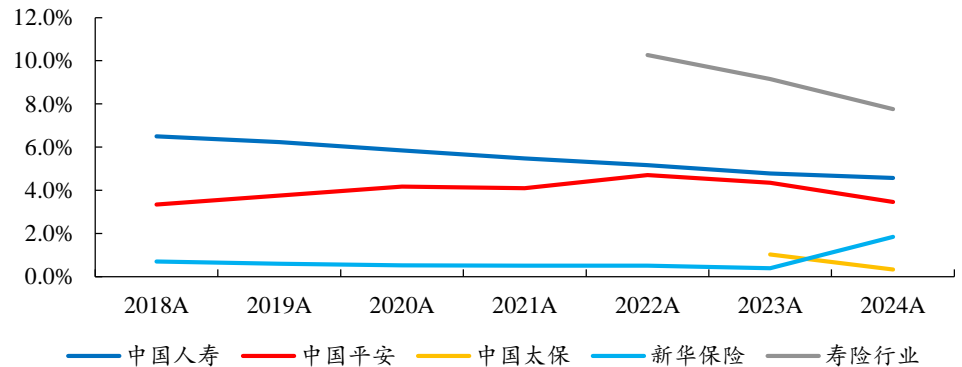
数据来源：韩国三星人寿公司 2023 年年报、开源证券研究所

我国寿险业股票 OCI 占比相对偏低，高股息资产长期具备战略配置价值。2024 年上市险企其他权益工具股票投资占比较 2023 年提升。中国平安达 4.6%/+0.9pct、中国人寿 0.9%/+0.6pct、中国太保 2.8%/+1.6pct、新华保险 1.9%/+1.5pct、中国人保 1.7%/+0.5pct。股息收益稳定且风险较小，对险资仍具有中长期战略配置价值，预计 2025 年保险行业高股息股票的增量配置规模依然可期。

**图43：我国上市险企股票 OCI 占投资资产比重在 0.9%-5%**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

寻求优质的长股投标的提升投资收益率中枢，此外通过联营持股方式与产业链进行战略协同。2024 年我国寿险业长期股权投资占比达 7.8%，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别 4.6%/3.5%/0.3%/1.8%，较行业整体仍有提升空间。险企通过长期股权投资，权益法下根据被投资标的当年利润\*持股比例赚取投资回报，降低公允价值波动影响，提升整体投资收益率中枢。此外，险企通过长期股权投资与产业链进行战略协同，如 2024 年 11 月 15 日新华保险宣告举牌国药股份和上海医药，有助于公司进一步完善医康养的战略布局。

**图44：我国上市险企长股投占比低于行业整体水平**


数据来源：各公司公告、金管局、开源证券研究所

偿二代二期工程提高长股投的要求资本特征因子。偿二代二期工程提高保险公司长期股权投资要求资本的特征因子，加大了长股投的配置难度，但中长期看仍具配置价值。

**表7：偿二代二期提高长期股权投资的资本要求**

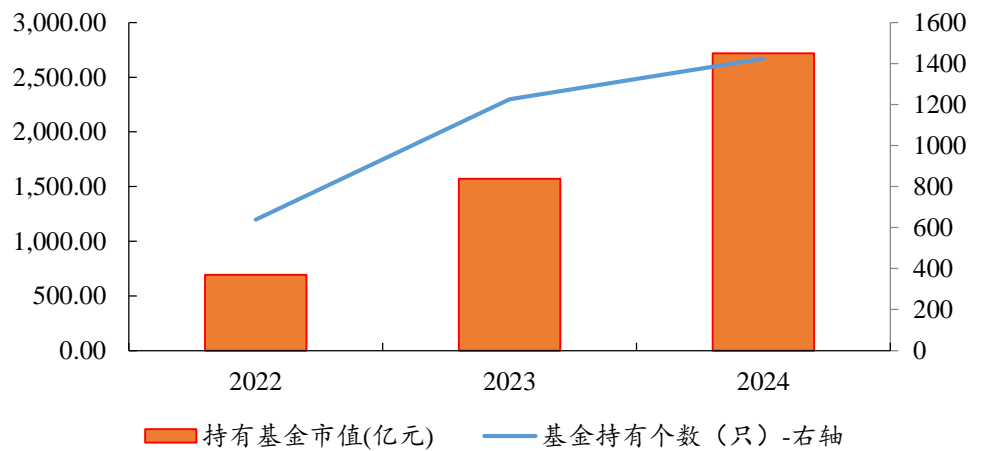
	“偿二代”一期	“偿二代”二期
保险类子公司及属于保险主业范围内的子公司	0.1	0.35
非保险主业范围内的子公司	0.1	1
合营及联营企业为上市公司	0.15	0.35
合营及联营企业为非上市公司	0.15	0.41

资料来源：《保险公司偿付能力监管规则》、开源证券研究所

### 2.3、多元资产配置：ETF 增厚投资回报预期，把握贵金属投资机遇

险资持续增配 ETF 基金，加大宽基指数和红利 ETF 配置。ETF 波动性相对股票较低，投资基金归类到 FVTPL 中波动相对较小，同时估值透明且成本较低，利于险资提高流动性和中长期回报水平。截至 2024 险资持有 ETF 基金 1424 只，对应 2718 亿元市值。险资持续加大沪深 300 指数等宽基指数 ETF 的同时加大红利 ETF 布局。

图45：2024 年保险公司持有 ETF 市值 2718 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

险资放开黄金投资业务，关注中长期配置机会。《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》界定了试点投资黄金的业务范围和投资方式，确定了 10 家试点保险公司，规范事前事中管理和监督管理要求，明确黄金投资账面价值不超过上季末总资产的 1%。(1) 通知明确试点参与主体为 10 家保险公司：人保财险、中国人寿、太平人寿、中国出口信用保险、平安财险、平安人寿、太保财险、太保寿险、泰康人寿、新华人寿；我们测算 10 家保险公司投资黄金业务规模约 2000 亿，长端利率下行背景下，黄金业务的稳定收益和保值增值特点符合保险公司长期投资特征，有利于缓解资产荒压力，但当前投资体量相对有限，关注试点政策逐步放开。

表8：我们测算 10 家保险公司投资黄金业务规模约 2000 亿

试点公司名称	总资产(亿元)	数据时间节点
中国人寿保险股份有限公司	67,695.46	2024 末
中国平安人寿保险股份有限公司	56,549.00	2024 末
中国平安财产保险股份有限公司	5,191.19	2024 末
中国太平洋人寿保险股份有限公司	24,818.77	2024 末
中国太平洋财产保险股份有限公司	2,314.00	2024 末
新华人寿保险股份有限公司	16,922.97	2024 末
泰康人寿保险有限责任公司	18,000.00	2024 末
中国人民财产保险	7,782.44	2024 末

试点公司名称	总资产 (亿元)	数据时间节点
中国出口信用保险	1,975.85	2023 年末
太平人寿	16,060.11	2024 末
整体规模	217,310	
黄金业务投资规模	2,173	

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.4、优化负债端成本和久期，资产负债匹配是应对低利率的重要举措

**资产负债匹配是险企应对低利率环境的重要举措。**近年增额终身寿险的热销带来负债成本提升和久期拉长，险企应当在负债端发力，通过优化产品结构以管控负债久期、改善负债成本，利于降低中长期利差损风险。(1) 预定利率市场化调整机制的建立将新单负债成本与市场利率挂钩，意味着中长期新增负债成本与国债利率基本匹配。(2) 分红险等浮动收益型产品占比的提升有利于动态降低险企的负债成本，吸收效应有利于降低资产久期，分红险账户的资产配置灵活度高于传统险，权益配置比例有望提升。

**表9：韩国三星人寿通过提高浮动利率保单占比优化负债久期**

单位：年	2018	2019	2020	2021
久期差	-0.37	0.12	-0.04	0.00
资产久期	7.44	8.30	8.81	8.87
债券	8.98	9.66	10.31	10.36
国内债券	9.16	9.94	10.56	10.74
国外债券	10.13	11.70	11.68	11.40
贷款	3.63	4.73	4.87	5.03
负债久期	7.07	8.42	8.77	8.87
固定利率保单	12.57	12.79	12.75	13.56
浮动利率保单	4.69	7.37	7.95	7.41

数据来源：韩国三星人寿公告、开源证券研究所

**图46：韩国三星人寿通过提高浮动利率产品占比优化负债成本**

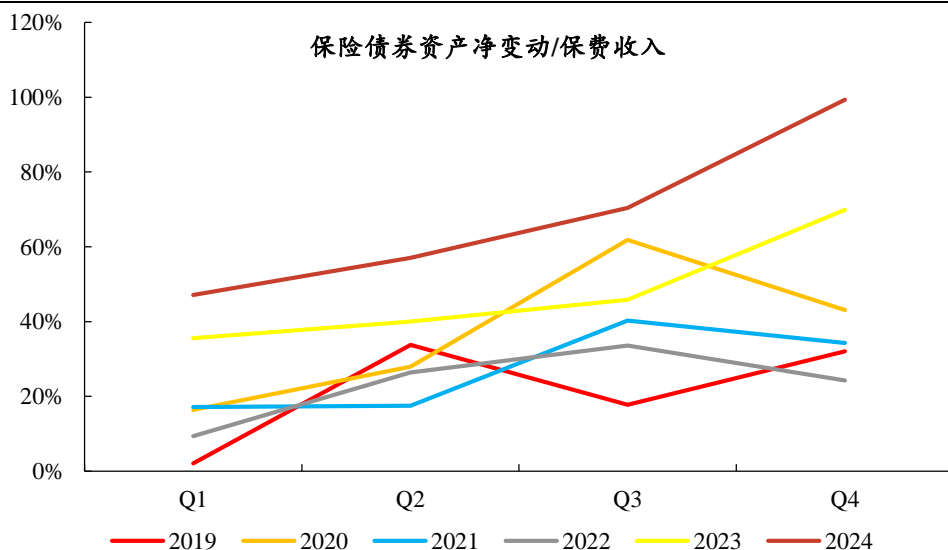
原表述	转译	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Negative Spread A-B	利差	0.04	0.19	-0.30	-0.54	-0.54	-0.61	-0.62	-0.69	-0.74	-0.87	-0.92	-1.03	-1.04	-0.42	-0.31
Average Interest on Interest-earning assets A	生息资产平均收益率	6.00	5.71	5.51	4.96	4.77	4.52	4.13	3.84	3.69	3.57	3.40	3.14	3.05	2.98	2.98
Bonds	债券										3.18	3.01	2.81	2.71	2.71	2.68
Loans <sup>1)</sup>	贷款										4.53	4.40	3.98	3.88	3.86	3.92
Average Reserve Interest Rate	平均准备金回报率要求	6.04	5.90	5.81	5.50	5.31	5.13	4.75	4.53	4.43	4.44	4.32	4.17	4.09	3.40	3.29
Floating interest rate	浮动利率	4.57	4.46	4.47	4.17	3.94	3.78	3.24	2.95	2.91	3.04	2.92	2.76	2.70		
Fixed interest rate	固定利率	6.96	6.91	6.86	6.81	6.77	6.72	6.68	6.64	6.58	6.53	6.48	6.43	6.37		
· Over 6.0%	超6.0%	7.44	7.43	7.43	7.43	7.42	7.41	7.40	7.40	7.38						
· 6.0% and below	6.0%及以下	4.17	4.15	4.14	4.14	4.13	4.10	4.08	4.05	4.02						
Floating interest rate	浮动利率准备金占比			44%	50%	52%	54%	56%	57%	59%	60%	61%	61%	62%		
Fixed interest rate	固定利率准备金占比			56%	50%	48%	46%	44%	43%	41%	40%	39%	39%	38%		
Over 6.0%	超6.0%占比			46%	41%	39%	36%	34%	33%	32%	30%	29%	28%	28%		
6.0% and below	6.0%及以下占比			10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%		

资料来源：韩国三星人寿公告、开源证券研究所 注：单位为百分比

### 3、量化测算：配债权衡拉久期和性价比，权益入市空间可期

#### 3.1、配债节奏：债券配置注重利率性价比，辅之关注现金流节奏

险资债券配置集中在下半年，影响因素包括超长债供给、利率趋势、现金流。我们测算人身险行业债券配置季度增量规模/季度保费收入看，长趋势债券配置相较保费收入超额比例持续提升，分季度看 Q3 和 Q4 的超配比例大于 Q1 和 Q2，预计与季度间超长债供给、利率水平、负债端现金流有关。在现金流方面，险资债券配置主要来自存量资产再配置>续期保费>新单保费，存量资产再配置资金体量大，保险现金流充足，配债受新增保费的现金流影响较弱。

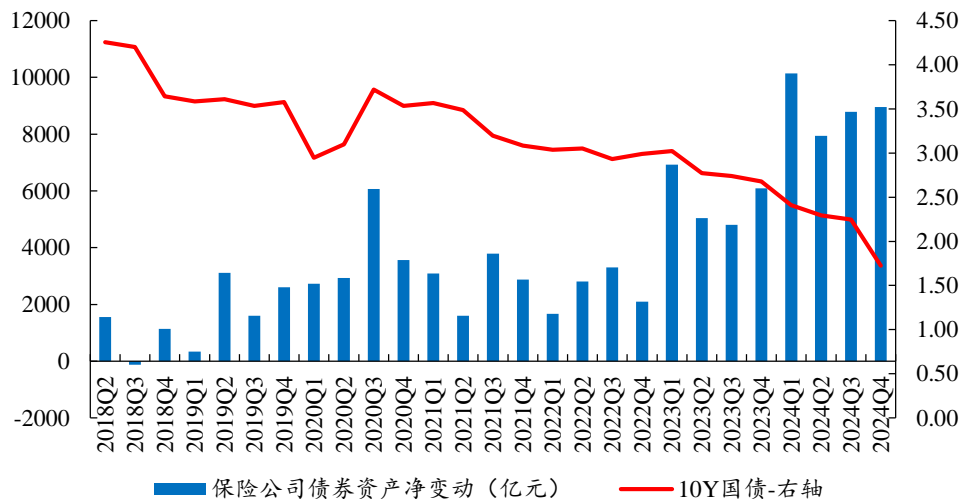
**图47：保险资金债券配置相较保费超配集中在下半年，近年趋势提升**


数据来源：Wind、金管局、开源证券研究所

注：指标计算=保险资金债券资产净变动/行业保费收入

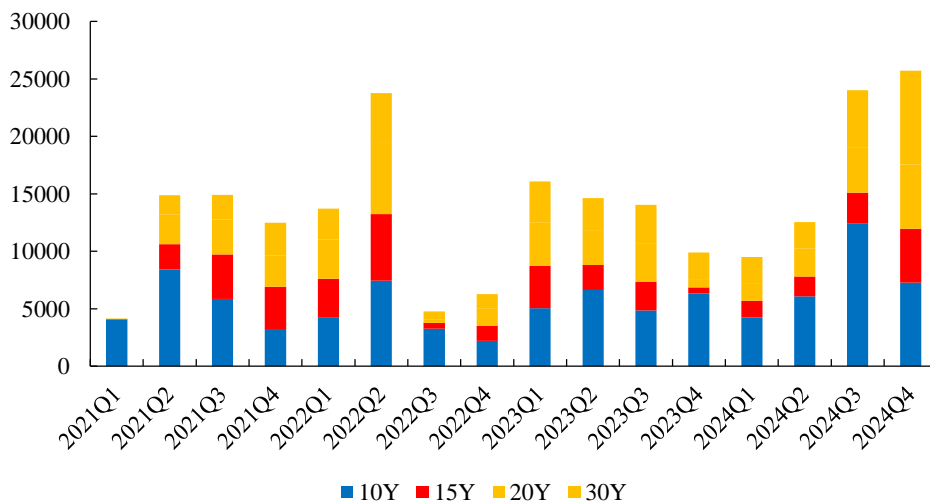
险资债券配置节奏与利率趋势高度相关。资产荒背景下，超长债是保险资金拉长久期和匹配负债成本的主要资产类别，在长端利率趋势下行环境下，险资配置长债仍需关注配置性价比，短期的利率变动对险资债券配置行为影响较大。如 2020Q3 和 2023Q3 利率触底回升，险资债券持续增配，2024 年以来长端利率快速下跌，险资开始持续抢配。

图48：保险资金债券配置节奏与长端利率趋势有关



数据来源：金管局、Wind、开源证券研究所

图49：2024年下半年地方政府超长债的供给规模大于上半年（单位为亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、高股息配置：全行业预计配置 1.2 万亿，2025 年增配约 3500 亿

全行业预计险资配置高股息资产 1.2 万亿，2025 年增配约 3500 亿。(1) 存量高股息资产：我们测算假设 2024 年高股息资产占股票配置近一半，即 3.50%，则 33 万亿保险资产中 1.2 万亿配置高股息股票。(2) 增量配置：我们以中国人寿案例，假设固收资产久期 15 年，2023A/2024A 固收资产分别 3.9/4.9 万亿，2025E 分别对应 3274 亿元再配置资金，假设 2025E 保费收入 7050 亿元，赔付+费用支出占保费的 40%，对应 2025 年中国人寿配置资金 7505 亿元；全行业口径看，假设 2025E 全行业保费收入同比+6%至 6.04 万亿元，根据中国人寿总投资资产占全行业比重为 20%，对应全行业再配置资金按 15 年久期计算为 1.65 万亿元，对应再配置资金合计 7.7 万亿元，假设高股息资产配置 4.5%，对应配置规模 3458 亿元。

**表10：我们测算 2024 年末险资配置高股息规模预计 1.16 万亿**

保险行业整体 (亿元)	2023 年	2024 年末
资金运用余额	281,574	332,580
股票余额	19,425	24,280
股票占比	6.90%	7.30%
<b>假设：高股息资产占资金约比重</b>	<b>2.50%</b>	<b>3.50%</b>
高股息组合资产余额	7,039	11,640

数据来源：金融监督管理总局、开源证券研究所

图50：我们测算全行业每年配置资金约 7.7 万亿，假设高股息资产占比 4.5%，对应每年增量配置资金约 3458 亿

中国人寿-存量再配置（亿元）	2022A	2023A	2024A	2025E
投资资产	50,650	54,125	66,111	
YOY		7%	22%	
固收类资产	37,336	38,725	49,115	
占比			74%	
债券资产久期	15	15	15	
每年到期资产		2,489	2,582	3,274
中国人寿-投资资产	50,650	54,125	66,111	
占全行业比重	20%	19%	20%	
行业总投资资产	253,544	281,574	332,580	
中国人寿 单位：亿元	2022A	2023A	2024A	2025E
保费收入	6,152	6,414	6,715	7050
YOY		4%	5%	5%
新单保费	1,848	2,108	2,142	2,115
新单保费占比	30%	33%	32%	30%
续期保费	4,304	4,306	4,573	4,935
续期保费占比	70%	67%	68%	70%
中国人寿-每年配置资金（亿元）	2022A	2023A	2024A	2025E
到期资产再配置	-	2,489	2,582	3,274
新单保费	1,848	2,108	2,142	2,115
续期保费	4,304	4,306	4,573	4,935
赔付+费用支出	2,236	2,566	2,686	2,820
	36%	40%	40%	40%
每年配置资产		6,337	6,610	7,505
全行业--每年配置资金（亿元）	2022A	2023A	2024A	2025E
保费收入		51,247	56,963	60,381
YOY		9.14%	11%	6%
全行业到期再配置资产				16,472
全行业资产再配置				76,853
假设高股息资产占比				4.5%
每年高股息资产配置规模				3,458

数据来源：金管局、中国人寿财务报告、开源证券研究所

### 3.3、中长期资金入市：预计每年新增 A 股投资资金在 3000-8000 亿

净新增保费/新单保费/总保费口径下 2025 年配置权益规模约 3021/4439/8217 亿。我们按照净新增保费、新单保费、总保费口径计算国有大型保险公司 30%配置 A 股的资金体量，分别计算得出净新增保费/新单保费/总保费口径下配置规模约 3021/4439/8217 亿。

**表11：我们测算三种口径下 30%配置 A 股对应约 3000-8000 亿增量资金**

2024 年 (亿元)	净新增保费	新单保费	总保费	支出占比	数据来源
中国人寿	3,490	2,142	6,715	48%	2022 年报
中国太保	1,722	2,840	4,623	63%	2022 年报
中国太平	768	750	2,097	63%	2022 年报
新华保险	841	426	1,705	51%	2022 年报
中邮人寿	805	489	1,349	50%	2022 年报
中国人保	1,008	6,036	6,988	86%	2022 年报
6 家合计	8,633	12,682	23,477		
30%对应 A 股增配金额	2,590	3,805	7,043		
2025 年增长 5%对应	2,719	3,995	7,395		
假设 6 家占全部的 90%	3,021	4,439	8,217		

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 净新增保费=总保费收入\*支出占比，其中支出主要包括退保金、赔付支出、保单红利支出、业务及管理费、管理费用，考虑仅 2022 年及以前旧准则下拆解支出科目，因此采用 2022 年保费和支出数据测算占比，用于 2024 年测算净新增保费；(2) 新单保费口径中包括人身险新单保费+财险总保费；(3) 中邮人寿保费数据取自 2023 年，其余寿险披露

## 4、投资建议

**高股息和长股投资为重点方向，权益资金入市可期。**(1) 长端利率快速下行+资产荒背景下，险资净投资收益率中枢下移，尚需探寻资产配置思路。当下增配超长债仍是解决资产端改善久期差的重要路径，但长债利息接近负债成本水平下，险资开始考虑配置性价比，择时拉长久期+波段交易增厚投资收益。权益配置仍有提升空间，监管松绑考核周期引导险资入市，高股息资产和长股投是未来方向，同时寻求 ETF 和黄金等多元化资产配置机会。(2) 财政、稳地产和稳股市政策有望扭转经济预期，关注长端利率企稳，中长期资金入市政策拉长险企考核周期，明确增配权益规模，预计偿付能力松绑下权益配置意愿提高，资产端 Beta 催化下关注权益弹性突出标的。

(3) 看好寿险板块顺周期机遇，当前保险板块估值和机构配置仍有空间，看好板块超额收益机会。推荐中国人寿、中国太保、中国平安，权益弹性受益标的新华保险。

**表12：推荐标的估值表**

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS			PB		评级
证券代码	证券简称	收盘价	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	
601628.SH	中国人寿	35.50	49.57	53.48	57.76	0.72	0.66	0.61	18.03	21.60	25.55	1.97	1.64	买入
601318.SH	中国平安	48.93	78.12	84.44	88.52	0.63	0.58	0.55	50.99	55.96	61.91	0.96	0.87	买入
601601.SH	中国太保	29.77	58.42	62.62	68.26	0.51	0.48	0.44	30.29	33.82	38.44	0.98	0.88	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：盈利预测来自开源证券研究所 收盘价数据为 2025 年 4 月 9 日

## 5、风险提示

- **长端利率下行和资本市场波动不及预期：**长端利率下行导致寿险公司固收资产配置收益率长趋势下滑影响净投资收益率，资本市场波动影响保险公司股票投资收益，造成总投资收益率波动。
- **寿险公司改革转型慢于预期：**报行合一深化背景下，寿险公司个险渠道转型效果不佳，人力规模增长和人均产能提升慢于预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn