下载日志已记录，仅供内部参考

A 股反弹增厚年内浮盈；险资模拟总投资收益率小幅提升至 4.02%，新钱收益率降至 2.57%

——保险资金运用收益率指数跟踪月报（2026 年 8 月）

保险 II

证券研究报告/行业专题报告

2026 年 09 月 02 日

评级： 增持（维持）

分析师：葛玉翔

执业证书编号：S0740525040002

Email：geyx01@zts.com.cn

分析师：蒋峤

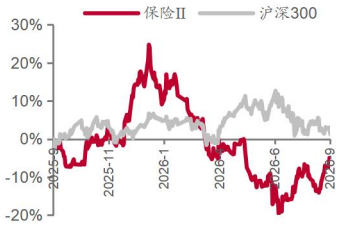
执业证书编号：S0740517090005

Email：jiangqiao@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	5
行业总市值(亿元)	29,587.13
行业流通市值(亿元)	29,587.13

行业-市场走势对比



相关报告

1、《资产负债管理新元年，产寿险如何应对指标达成《保险公司资产负债管理办法》测算解读》2026-08-23

2、《股债双牛带动偿付能力企稳，股票余额增速相对克制——2Q26 保险资金运用分析》2026-08-16

3、《寿险公司久期缺口观察：收窄迹象现拐点，资负管理见成效》2026-08-14

报告摘要

- **我们通过【中泰非银】保险资金运用收益率指数体系对未来三年的行业投资收益率进行模拟展望。**具体来看，我们先根据险资大类资产配置结构，结合当前各类资产收益率（包括债券到期收益率，股票股息率，长期股权投资平均收益率，信托预期收益率等），估算“新钱收益率”（NMII）水平；其次，我们根据险资平均久期和净现金流规模（新增保费流入与存量保单给付差），假设存量净投资收益率为上述各大类资产收益率的 6 年平均，得到行业平均净投资收益率（NII）；最后，我们结合交易性金融资产买卖价差（非年化）得到总投资收益率（TII）。综上，我们测算得到当前年化新钱收益率水平约为 2.57%；2025-2027 年行业平均净投资收益率分别为 3.35%、3.10%和 2.87%。

- **险资年初至今本期 TII 为 4.02%，处于近十年（2016 年以来）历史分位数的 36%。**经测算，本期（2026 年 8 月）险资模拟新钱收益率为 2.57%（上期为 2.59%，上年同期为 2.65%）；本期模拟净投资收益率为 3.19%（上期为 3.20%，上年同期为 3.39%）；本期模拟年化总投资收益率为 4.02%（上期为 3.79%，上年同期为 6.30%），总投资收益率高于净投资收益率的原因系本期交易性金融资产买卖价差-非年化达 5.19%（上期为 3.68%，上年同期为 19.42%）。

- **固收类资产收益率跟踪：优质资产荒延续，到期收益率水平走平。**根据我们测算，本期债券平均 NMII 为 1.82%，存量 NII 为 2.71%；调整后新增存款平均收益率为 1.62%，存量收益率为 2.38%；根据用益信托网数据，非标类资管信托平均预期年化收益率为 4.83%。6 月以来险资补配债券，并延续至今。从各期限券种的 2026 年以来配置增量来看，地方债 20-30Y、利率债 20-30Y、存单 9M-1Y、利率债 15-20Y 和地方债 15-20Y、是总量增配前五。

- **权益类资产收益率跟踪：美债收益率上行拖累成长板块反弹后再度走弱，红利表现相对收益。**根据我们测算，2026 年年初至 8 月末，险资股基投资收益率为 3.9%（2025 年同期为 20.9%）。本期沪深港加权股息率预计为 2.93%。根据 ifind 统计，2Q26 沪深 300 加权平均 ROE（TTM）约为 9.32%（前值为 9.24%）。本期险资作为主要股东对港股流通股减持居多，集中在环保工程、银行等行业。具体来看，本期平安系并未出现举牌动作；中国人寿减持大唐环境，弘康人寿继续减持郑州银行，利安人寿增持深圳国际。本期险资调研频次最高的前十个股分别为中微公司、立讯精密、胜宏科技、联影医疗、鹏鼎控股、炬光科技、仕佳光子、精智达、飞龙股份、广合科技。

- **保险公司资负新规发布，我们根据月报模型逐月测算主要指标变化趋势。**1）从净资产收益覆盖率来看，2026 年末行业保证负债成本、打平资产保证成本（考虑权益因子）和净投资收益率数值分别为 2.75%、2.50%和 3.07%，利差仍有一定安全垫，但近年来净投资收益率降幅相对更大。2）从寿险公司利差四指标来看，2026 年 8 月，新业务刚性负债成本与新增固收负债成本分别为 1.79%和 1.81%，若后续利率进一步下行，2027 年预定利率调整预计在所难免；3）从寿险公司综合投资收益覆盖度率来看，本期（2026 年 8 月）【NII 利差，也即险资年化净投资收益率与打平资产成本差】为 36bps（前期为 37bps，上年同期为 48bps）；【TII 利差，也即险资年化总投资收益率与打平资产成本差】为 119bps（前期为 96bps，上年同期为 339ps）。

- **投资建议：资金面再平衡有望延续，9 月板块有望延续 7 月以来相对与绝对收益贡献。**市场动荡加剧背景下，金融板块被赋予稳盘核心职能，资金筹码从压制转变为托底，看好板块继续演绎“先跑相对，再有绝对”的走势。当前保险股估值吸引力较强，基本面与股价的持续背离有望获得强修复。我们认为板块“短期看资金面抛压缓解，中期看“存款搬家&慢牛持续”提振价值与利润增速，长期看顺周期兑现告别利差损隐忧”的大逻辑框架演绎未变。建议关注：中国财险、中国太保、中国平安、中国人寿、新华保险。

- **风险提示：测算结果受制于数据可得性和假设合理性约束，存在偏差风险；宏观经济复苏低于预期，长端利率快速大幅下行；权益市场波动加剧。**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1.【中泰非银】保险资金运用收益率指数体系 4
保险资金配置结构及大类资产收益率水平 4
新钱收益率：本期收益率为 2.57% 5
净投资收益率：本期收益率为 3.19% 6
总投资收益率：本期收益率为 4.02% 6
2.固收类资产收益率跟踪 7
债券到期收益率观察：债券平均 NMII 为 1.82%，存量 NII 为 2.71% 7
存款配置：本期调整后新增存款平均收益率为 1.62%，存量收益率为 2.38% 9
非标资产：非标类资管信托平均预期年化收益率为 4.83% 10
3.权益类资产收益率跟踪 10
本期权益市场动态观察：美债利率上行，全球股市表现分化 10
股基收益率估算：年初至本期收益率达 3.9% 10
股息率观察：沪深港加权股息率预计为 2.93% 12
长股投收益率观察 12
险资港股举牌跟踪及调研动向 12
4.资产负债利差观察 13
负债成本测算 13
NII 利差与 TII 利差测算 15
5.投资建议与风险提示 15
投资建议 15
风险提示 15

图表目录

图表 1： 【中泰非银】保险资金运用收益率指数体系建立 4
图表 2： 保险公司大类资产配置结构 4
图表 3： 本期各大类资产收益率情况梳理（最新收益率-计算 NMII、平均收益率-计算 NII & TII） 5
图表 4： 本期险资新钱配置收益率水平 6
图表 5： 本期险资存量净投资收益率水平 6
图表 6： 本期险资模拟总投资收益率水平（若能持续稳定维持在 4%以上，则 EV 真实性将得到有力保证） 7
图表 7： 以十年期为锚，各品种债券收益率走势（当期，单位：%） 7
图表 8： 以十年期为锚，各品种债券收益率走势（6 年移动平均，单位：%） 8
图表 9： 保险公司债券配置全品种×期限季节性配置状态（截止时间：2026 年 9 月 1 日） 8
图表 10： 保险 20-30Y 利率债(国债+政金债+地方债汇总)累计净买入 6 月有明显提速（单位：亿元） 9
图表 11： 银行存款利率变化趋势图（单位：%） 9
图表 12： 广义非标资产余额占比持续下降 9
图表 13： 2024 年以来非标类信托产品及基础产业类产品平均预期收益走势图（左：年，右：%） 10
图表 14： 各期限类型的信托预期收益率水平（单位：%） 10
图表 15： 主要宽基指数走势 11
图表 16： 2025 年以来股基收益率（YTD，单位：%） 11
图表 17： 中债国债总指数(总值)净价指数 11
图表 18： 申万各一级行业指数年度涨跌幅（单位：%） 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：申万各一级行业指数月度涨跌幅（单位：%）.....11
图表 20：主要指数股息率水平观察（单位：%）.....12
图表 21：以沪深 300 年化 ROE 为代表的长期股权投资收益率走势（单位：%）12
图表 22：本期保险公司股东对港股上市公司权益变动公告梳理一览.....13
图表 23：传统险、分红险和万能险负债成本预测（单位：%）.....13
图表 24：平均负债成本和打平资产成本预测（单位：%）.....13
图表 25：净投资收益率较保证负债成本的安全垫逐步收窄（单位：%）.....14
图表 26：人身险监测指标利差四估算（行业平均口径）.....14
图表 27：保险资金资负利差跟踪（单位：%）.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

1.【中泰非银】保险资金运用收益率指数体系

■ **我们通过【中泰非银】保险资金运用收益率指数体系对未来三年的行业投资收益率进行模拟展望。**具体来看，我们先根据保险资金大类资产配置结构，结合当前各类资产收益率（包括债券到期收益率，股票股息率，长期股权投资平均收益率，信托预期收益率等），估算“新钱收益率”（NMII，New Money investment yield）水平；其次，我们根据险资平均久期和净现金流规模（新增保费流入与存量保单给付差），假设存量净投资收益率为上述各大类资产收益率的6年平均，得到行业平均净投资收益率（NII，Net investment yield）；最后，我们结合交易性资产买卖价差（非年化）得到总投资收益率（TII，Total investment yield）。综上，我们测算得到当前年化新钱收益率水平约为2.57%；2025-2027年行业平均净投资收益率分别为3.35%、3.10%和2.87%。

图表 1：【中泰非银】保险资金运用收益率指数体系建立

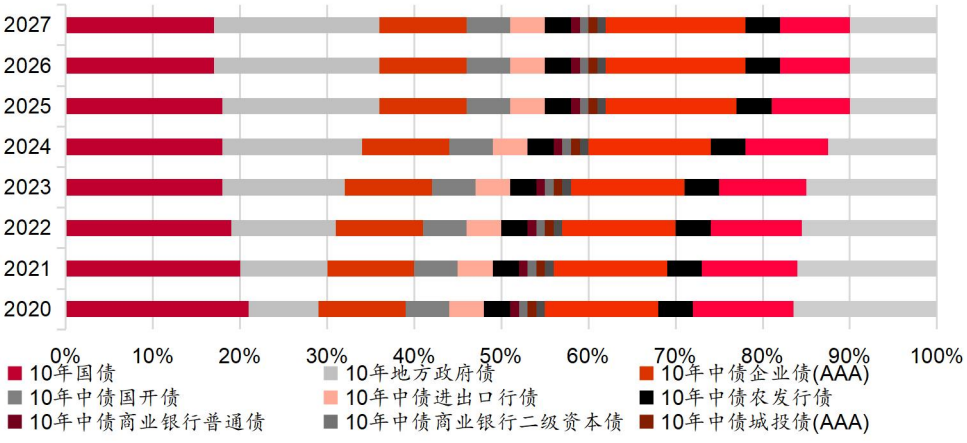


来源：中泰证券研究所编制

保险资金配置结构及大类资产收益率水平

■ **保险公司大类资产配置结构及对应资产收益率选择假设。**我们根据行业资产配置情况及各类资产收益率月度可获取性综合判断下，给与如下保险公司资产配置大类假设。我们，选取债券（配置占比达62%，以10年期债券为锚，收益率参考品种：国债、地方债、AAA企业债、国开债、进出口债、金融债、银行二永债）、股基（配置占比达20%，指数参考：沪深300、恒生指数、各类基金指数、长股投等）、银行存款（配置占比达8%，参考股份行5年定存收益率）和非标资产（配置占比达10%，参考信托理财等预期收益率）。

图表 2：保险公司大类资产配置结构



来源：中泰证券研究所编制

下载日志已记录，仅供内部参考

■ **本期各大类资产收益率情况梳理，本月买卖价差收窄较大，拖累总投资收益率预期水平。**根据保险资金大类资产配置结构和收益率加权计算，可以得到本期（2026 年 8 月）险资模拟新钱收益率为 2.57%（上期为 2.59%，上年同期为 2.65%）；本期模拟净投资收益率为 3.19%（上期为 3.20%，上年同期为 3.39%）；本期模拟年化总投资收益率为 4.02%（上期为 3.79%，上年同期为 6.30%），总投资收益率高于净投资收益率的原因系本期买卖价差-非年化达 5.19%（上期为 3.68%，上年同期为 19.42%）。

图表 3：本期各大类资产收益率情况梳理（最新收益率-计算 NMII、平均收益率-计算 NII & TII）

资产类别	大类资产	最新收益率-计算新钱收益率			平均收益率-计算 NII & TII		
		本月 2026 年 8 月	上月 2026 年 7 月	上年同期 2025 年 8 月	本月 2026 年 8 月	上月 2026 年 7 月	上年同期 2025 年 8 月
标准固收类	10 年国债	**1.70%**	1.74%	1.75%	**2.46%**	2.47%	2.65%
	10 年地方政府债	**1.77%**	1.82%	1.89%	**2.69%**	2.71%	2.91%
	10 年企业债(AAA)	**2.06%**	2.09%	2.18%	**3.09%**	3.11%	3.39%
	10 年国开债	**1.76%**	1.79%	1.84%	**2.64%**	2.66%	2.87%
	10 年口行债	**1.79%**	1.80%	1.89%	**2.71%**	2.74%	2.98%
	10 年农发债	**1.80%**	1.81%	1.89%	**2.71%**	2.73%	2.98%
	10 年银行债	**1.96%**	1.99%	2.11%	**2.92%**	2.95%	3.21%
	10 年银行二级资本债	**2.07%**	2.15%	2.21%	**3.17%**	3.20%	3.50%
	10 年城投债	**2.09%**	2.13%	2.23%	**3.15%**	3.18%	3.47%
	10 年银行永续债	**2.17%**	2.26%	2.27%	**3.06%**	3.08%	3.22%
权益类	沪深 300 股息率	**2.93%**	2.90%	2.99%	**2.93%**	2.90%	2.99%
	长股投收益率	**9.75%**	9.75%	9.57%	**9.75%**	9.75%	9.57%
存款类	银行存款	**1.62%**	1.62%	1.62%	**2.38%**	2.41%	2.69%
非标固收	非标资产	**4.56%**	4.59%	4.92%	**4.56%**	4.59%	4.92%
	模拟新钱收益率	**2.57%**	**2.59%**	**2.65%**			
	模拟年化净投资收益率				**3.19%**	**3.20%**	**3.39%**
	买卖价差-非年化				5.19%	3.68%	19.42%
	模拟年化总投资收益率				**4.02%**	**3.79%**	**6.30%**

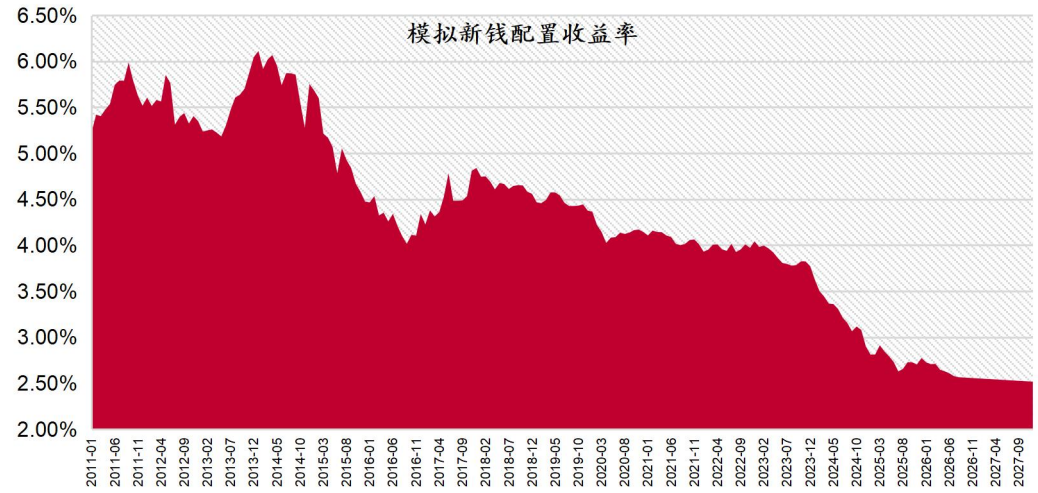
来源：ifind，中泰证券研究所

新钱收益率：本期收益率为 2.57%

■ **测算得到本期(2026 年 8 月)险资模拟新钱收益率为 2.57%(上期为 2.59%，上年同期为 2.65%)。**长端利率趋势性下行拖累“新钱收益率”，当前仍处于底部震荡区域，本期各类债券收益率下行拖累 NMII。我们认为，预定利率不能高于该模拟新钱收益率水平，否则存在“即刻”利差损压力。我们预计当前寿险公司新单负债成本在 2%左右，新业务利差相当稳健，但由于总保费中占比较高的续期保费，其成本相较新单保费较高，保险公司主要面临“潜在”再配置利差损压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：本期险资新钱配置收益率水平

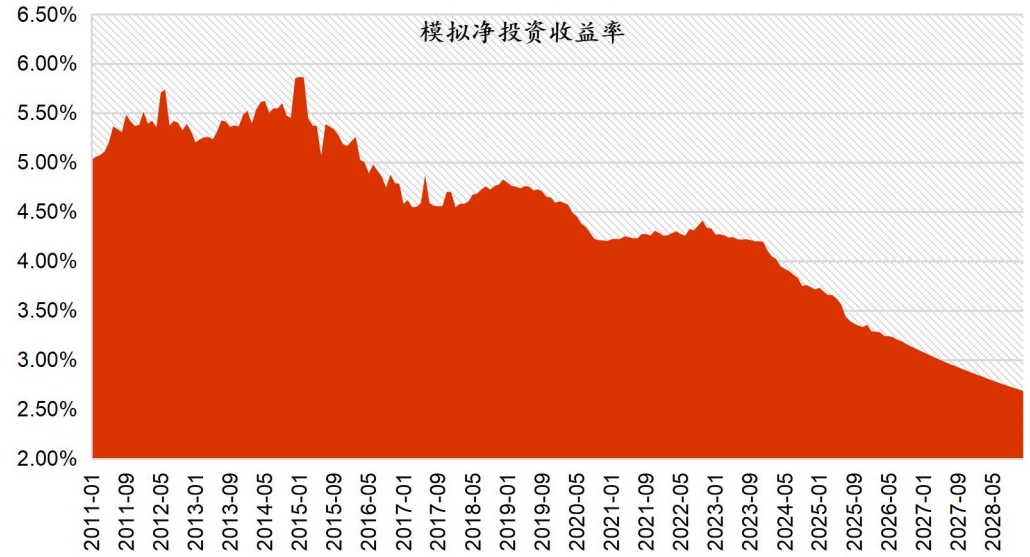


来源：Ifind，中泰证券研究所；注：我们假设未来新钱配置收益率保持稳定，以此可对净投资收益率进行展望测算

净投资收益率：本期收益率为 3.19%

- **测算得到本期（2026 年 8 月）模拟净投资收益率为 3.19%（上期为 3.20%，上年同期为 3.39%）。**展望后市，净投资收益率的压力在于存量高收益率资产到期和当前“优质资产荒”背景下的再配置压力。

图表 5：本期险资存量净投资收益率水平



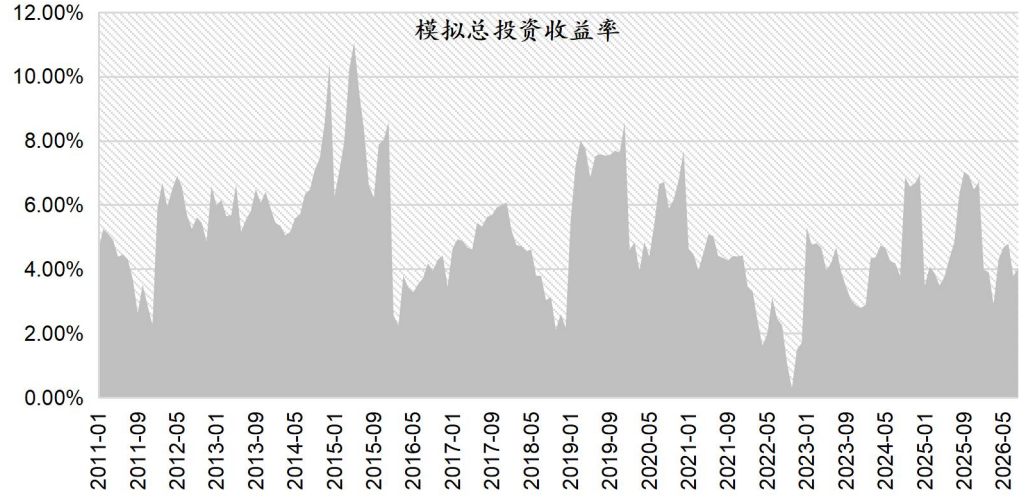
来源：Ifind，中泰证券研究所

总投资收益率：本期收益率为 4.02%

- **测算得到本期（2026 年 8 月）模拟年化总投资收益率为 4.02%（上期为 3.79%，上年同期为 6.30%），总投资收益率高于净投资收益率的原因系本期买卖价差-非年化达 5.19%（上期为 3.68%，上年同期为 19.42%）。**当前保险公司内含价值与营运利润中投资收益率假设普遍为 4.0%，若我们测算的年化总投资收益率能持续稳定维持在 4%以上，则 EV 真实性将得到有力保证。年初至今险资 TII 为 4.02%，处于近十年（2016 年以来）历史分位数的 36%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：本期险资模拟总投资收益率水平（若能持续稳定维持在 4%以上，则 EV 真实性将得到有力保证）



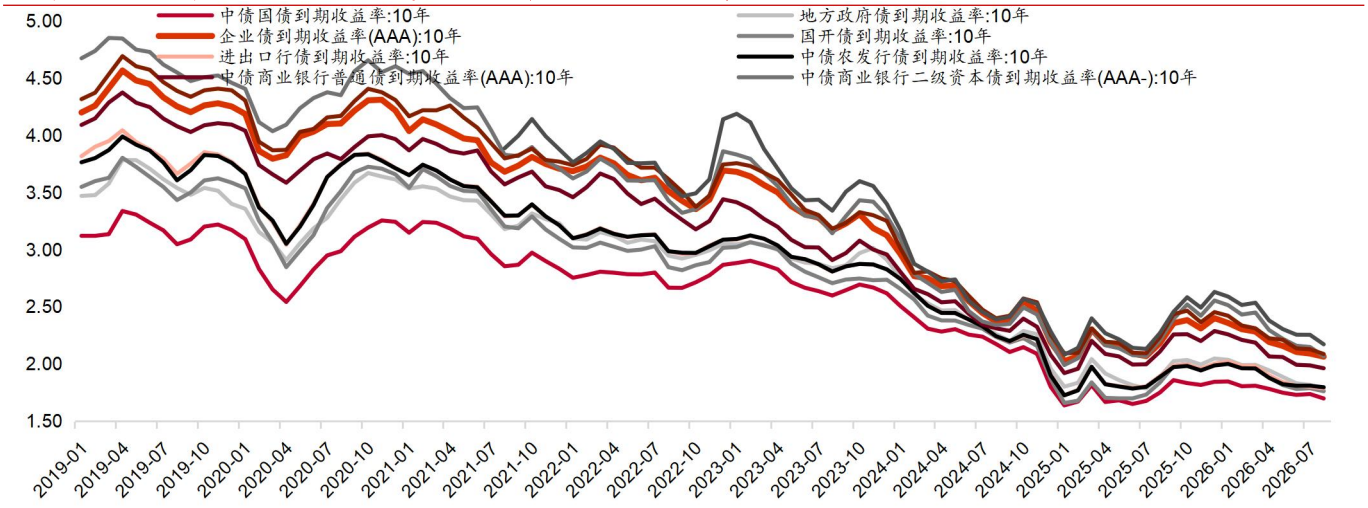
来源：Ifind，中泰证券研究所；注：由于买卖价差具有不可持续性，我们进行非年化处理，并不对未来进行展望假设

2.固收类资产收益率跟踪

债券到期收益率观察：债券平均 NMII 为 1.82%，存量 NII 为 2.71%

- **我们测算险资本期（2026 年 8 月）债券平均新钱收益率 1.82%（前期为 1.86%，上年同期为 1.91%）。我们测算险资本期（2026 年 8 月）债券平均存量净投资收益率 2.71%（前期为 2.74%，上年同期为 2.95%）。**我们以十年期为锚，观察各品种债券收益率走势。同时我们观察到，2026 年以来期限利差走阔，信用利差收窄，主要是来自资金面配置差异。年初以来二级债基增量明显，对于二永债和信用债配置需求较高，存款搬家并未带来显著的存款流失，更多的则是改善银行平均计息负债成本，最终仍回流到银行系统内，在优质资产荒的背景下，债券收益率持续下行。

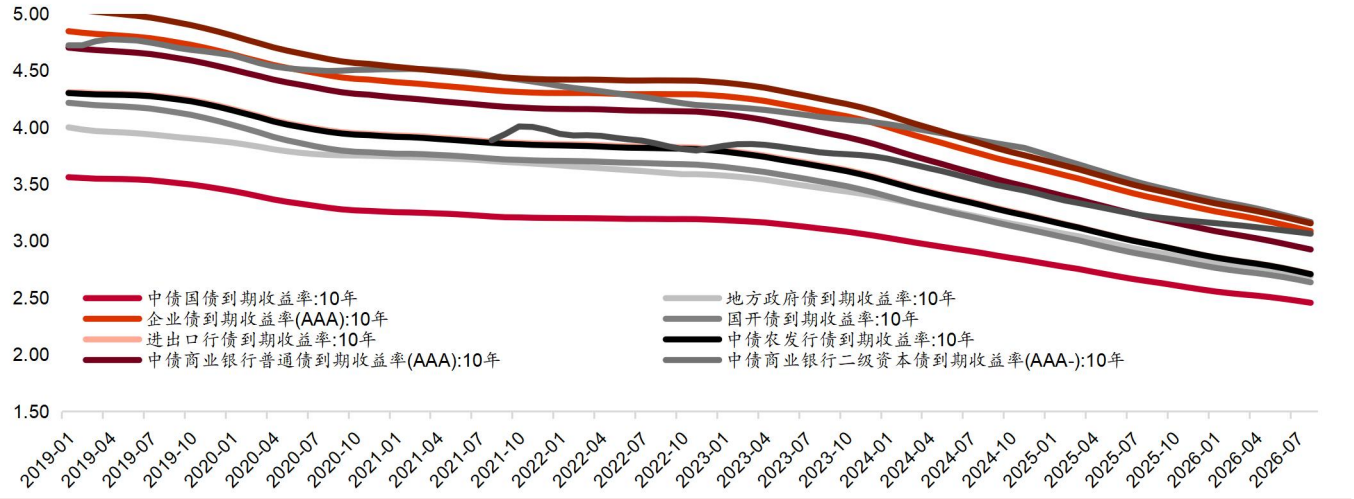
图表 7：以十年期为锚，各品种债券收益率走势（当期，单位：%）



来源：IFIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：以十年期为锚，各品种债券收益率走势（6 年移动平均，单位：%）



来源：IFIND，中泰证券研究所

■ **保险公司债券配置跟踪：地方债 20-30Y 是配置总量及季节性进度贡献主力。**从各期限券种的 2026 年以来配置增量来看，地方债 20-30Y、利率债 20-30Y、存单 9M-1Y、利率债 15-20Y 和地方债 15-20Y、是总量增配前五；从近五年配置的同期分位数来看，地方债 20-30Y、利率债 20-30Y、国债>30Y、利率债>30Y、信用债 1-3Y、其他(含二永)3-5Y、其他(含二永)20-30Y、国债 5-7Y、政金债 3-5Y 和政金债 5-7Y 均显著高于同期季节性因素达 100%。今年以来，保险公司分红险新单占比逐步提升，一方面，分红险采用浮动收费法，可以间接提升险资风险偏好，利好 FVTPL 账户中信用债和二永债配置意愿；另一方面，分红险久期较传统险更低，对超长债的需求可能部分分流至短债。6 月以来险资补配债券现象明显。《保险公司资产负债管理办法》终稿落地，相比征求意见稿，将有效久期指标降级，不再强制久期缺口达标，避免公司被迫扭曲资产配置。新增核心指标“利率风险对冲率”。衡量利率变动下现金流流入对流出变动的对冲程度，更动态、更接近真实风险管理。

图表 9：保险公司债券配置全品种×期限季节性配置状态（截止时间：2026 年 9 月 1 日）

券种	分位数/累计金额	≦1Y	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	>30Y
国债	近五年同期分位	40%	40%	0%	100%	80%	0%	80%	0%	100%
	2026 累计(亿)	-7	-11	-93	+150	+125	-18	+145	-178	+1,051
政金债	近五年同期分位	20%	80%	100%	100%	40%	80%	40%	60%	0%
	2026 累计(亿)	+46	+440	+107	+82	+371	-4	+1	+18	0
地方债	近五年同期分位	0%	20%	20%	20%	0%	60%	80%	100%	0%
	2026 累计(亿)	-31	-32	-27	-22	-50	+140	+1,955	+11,363	0
信用债	近五年同期分位	40%	100%	80%	20%	80%	60%	80%	60%	0%
	2026 累计(亿)	+300	+644	+413	+49	+297	+34	+95	+18	0
其他(二永)	近五年同期分位	0%	0%	100%	0%	0%	40%	80%	100%	40%
	2026 累计(亿)	-88	-360	+413	-374	-871	-8	+2	+399	0

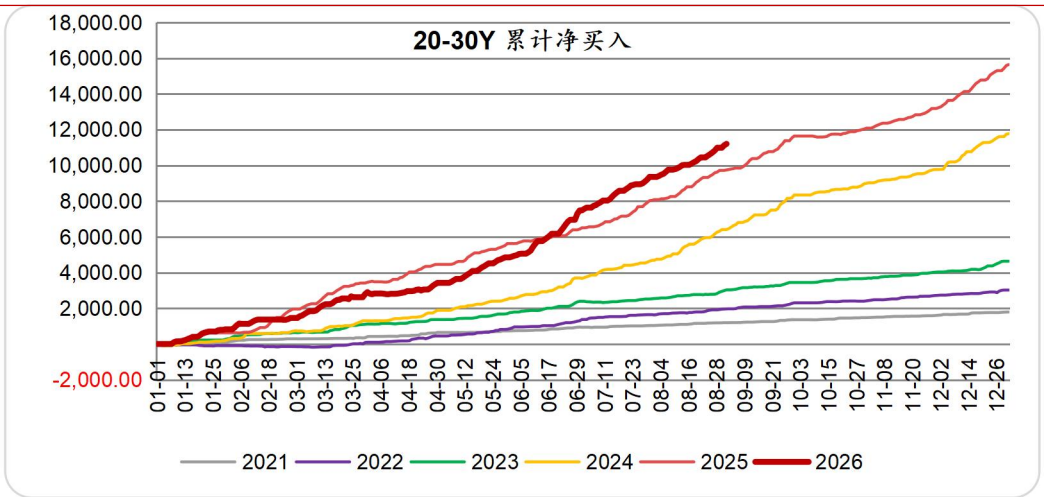
二、存单（按期限）

存单	分位数/累计金额	15D 及以下	15D-1M	1M-3M	3M-6M	6M-9M	9M-1Y	合计
保险公司	近五年同期分位	20%	20%	20%	60%	60%	60%	60%
	2026 累计(亿)	-416	-326	-808	-25	+645	+3,270	+2,340
图例：		超配（≥80%）	偏多（60%）	标配（40-60%）	偏少（40%）	低配（≤20%）		

来源：Wind，中泰证券研究所，本表由中泰固收团队提供

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：保险 20-30Y 利率债(国债+政金债+地方债汇总)累计净买入 6 月有明显提速（单位：亿元）



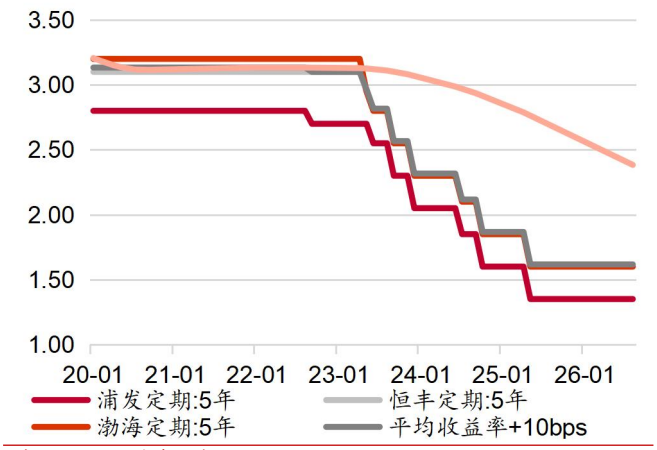
来源：Ifind，中泰证券研究所

存款配置：本期调整后新增存款平均收益率为 1.62%，存量收益率为 2.38%

- **偿二代二期下，险资配置存款的动因主要受资本占用、流动性管理以及季节性考核等因素驱动。**6 月 5 日，为进一步深化利率市场化改革，中国人民银行对《人民币利率管理规定》（以下简称《旧规》）进行修订，形成《人民币存贷款利率管理规定》（以下简称《新规》），《新规》聚焦五大方面，核心是深化利率市场化、统一计息规则、取消罚息强制上浮、规范市场秩序。根据中泰银行组观点，重点包括两方面：重点 1：逾期罚息规则市场化，《新规》不再强制上浮 30%-50%，利好融资成本下降和减轻还款压力；重点 2：明确“高息揽储”定义，遏制无序存款竞争。我们预计对险资而言，新配置存款的收益率有小幅下降压力。

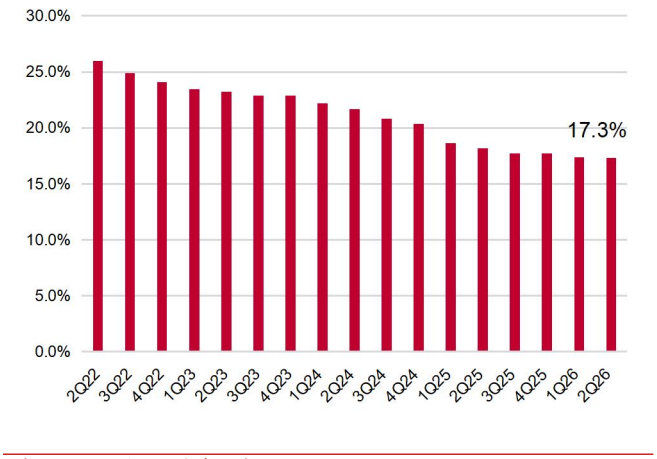
- **近年来商业银行定期存款收益率持续下行**，主要系：1）银行净息差收窄的生存压力；2）宏观政策引导与降低社会融资成本；3）监管规范与整治高息揽储乱象（包括严禁“手工补息”、整顿同业存款“套壳”乱象等）。结合存款数据的可得性，我们根据三家样本股份行挂牌的 5 年期定期存款收益率水平作为当期 NMII 计算基础，而对于 NII，则以过去 5 年移动平均计算。同时考虑到险资存款配置议价能力，我们在挂牌利率基数上调增 10bps。

图表 11：银行存款利率变化趋势图（单位：%）



来源：Ifind，中泰证券研究所

图表 12：广义非标资产余额占比持续下降



来源：金监总局，中泰证券研究所

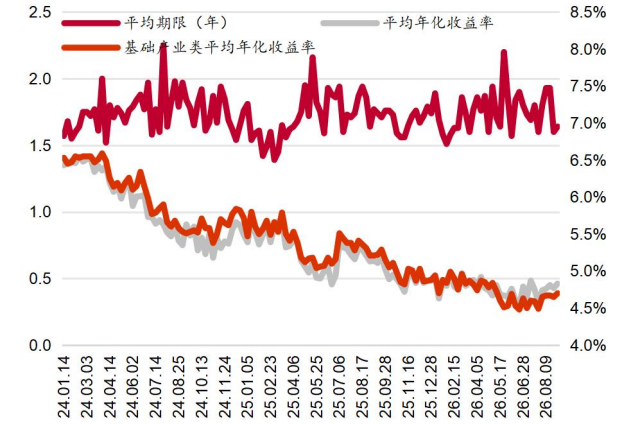
下载日志已记录，仅供内部参考

非标资产：非标类资管信托平均预期年化收益率为 4.83%

- 根据金监总局披露的险资运用配置，2Q26 末我们构建的“广义非标”期末余额为 7.07 万亿元，占比 17.3%维持稳定，其中寿险公司和产险公司分别为 6.6 万亿元和 4,939 亿元。

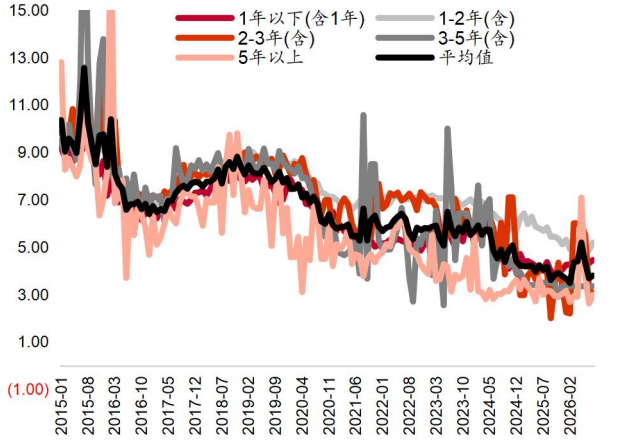
- **根据用益信托网周度数据，8 月最后一周（2026.08.24-2026.08.30）非标类产品的平均预期收益率上升。**该周成立非标类的资产管理信托产品平均预期年化收益率为 4.83%，环比上升 0.06 个百分点。该周成立基础产业类的资产管理信托产品平均预期年化收益率为 4.70%，环比上升 0.05 个百分点。该周非标类产品平均期限为 1.64 年，环比延长 0.04 年。

图表 13：2024 年以来非标类信托产品及基础产业类产品平均预期收益走势图（左：年，右：%）



来源：用益信托网，中泰证券研究所

图表 14：各期限类型的信托预期收益率水平（单位：%）



来源：Ifind，中泰证券研究所

3.权益类资产收益率跟踪

本期权益市场动态观察：美债利率上行，全球股市表现分化

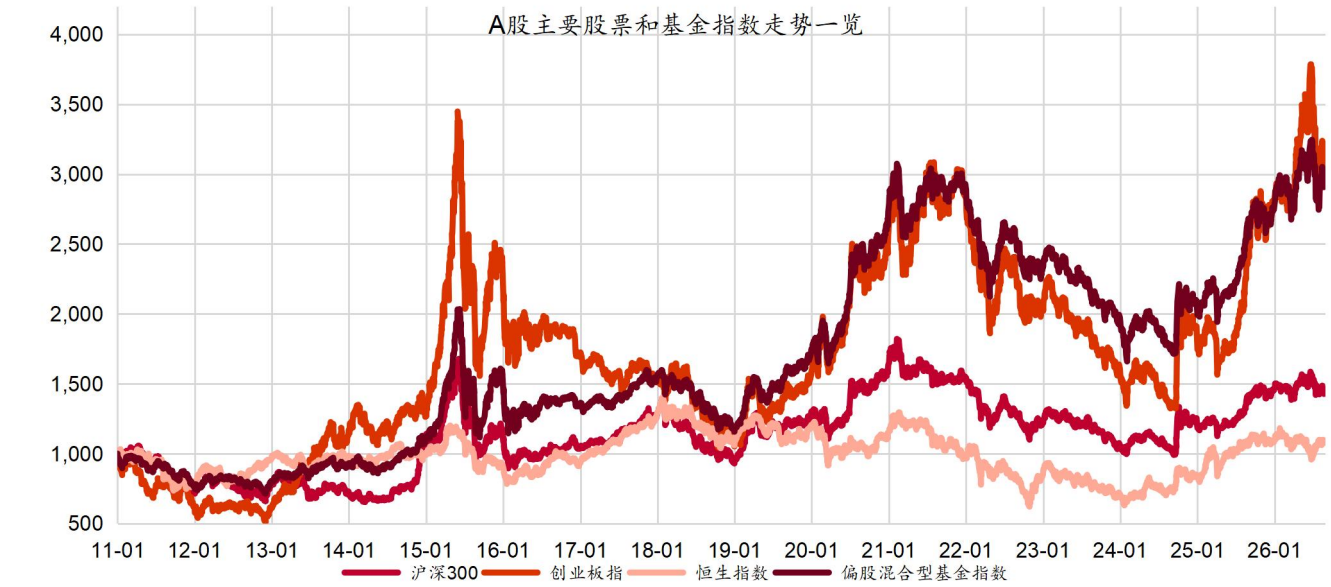
- **8 月：美债利率上行，市场表现分化。**本轮美债快速上行，导致以 AI 为代表的板块跌幅压力较大，市场交投热情再度回落。展望后市，结合中泰策略团队观点，市场有反弹空间，AI 领域关注国产链，非 AI 关注出口链和厄尔尼诺受益方向。

股基收益率估算：年初至本期收益率达 3.9%

- **市场分化加剧，但本期上涨板块数量较多，获利回吐不改年初至今积累的收益率水平。**2026 年 1 至 8 月，30 个申万行业中 10 个行业上涨，电子、通信、煤炭、建筑材料、石油石化涨幅靠前；年初至 8 月末沪深 300 指数下跌 0.1%，共有 11 行业跑赢。2026 年 8 月，30 个申万行业中 24 个行业上涨，电子、煤炭、综合、通信、机械设备涨幅靠前；本月沪深 300 指数上涨 0.8%，共有 20 行业跑赢。我们测算的，2026 年年初至 8 月末，保险资金股基投资收益率为 3.9%（2025 年同期为 20.9%）。

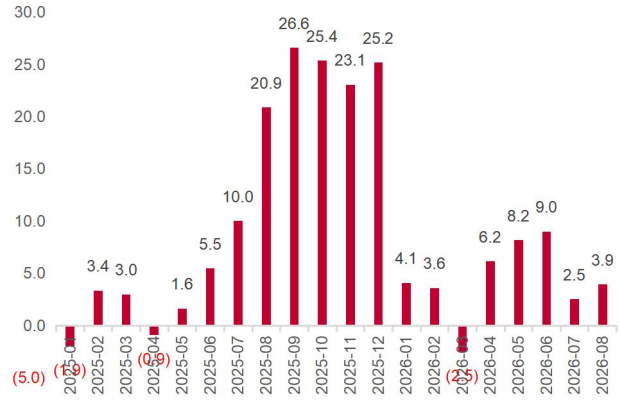
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：主要宽基指数走势



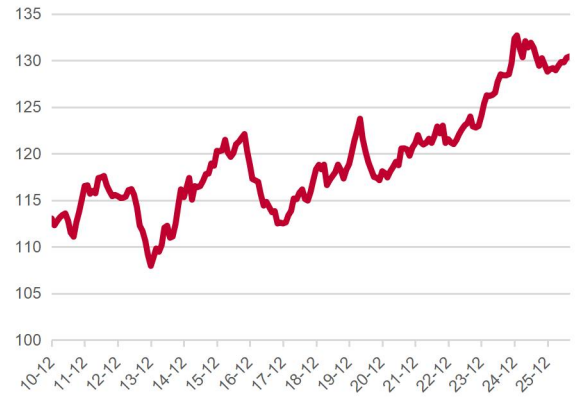
来源：IFIND，中泰证券研究所；注：我们假设基期为 2011 年年初取 1000

图表 16：2025 年以来股基收益率（YTD，单位：%）



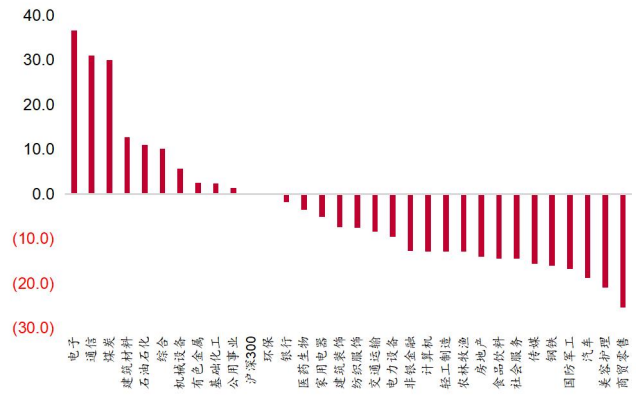
来源：IFIND，中泰证券研究所

图表 17：中债国债总指数(总值)净价指数



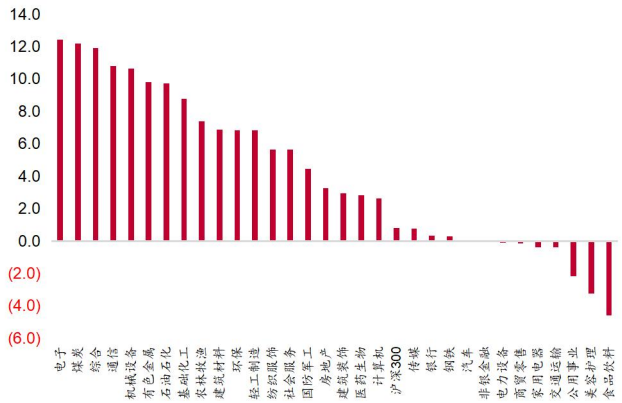
来源：IFIND，中泰证券研究所

图表 18：申万各一级行业指数年度涨跌幅（单位：%）



来源：IFIND，中泰证券研究所

图表 19：申万各一级行业指数月度涨跌幅（单位：%）



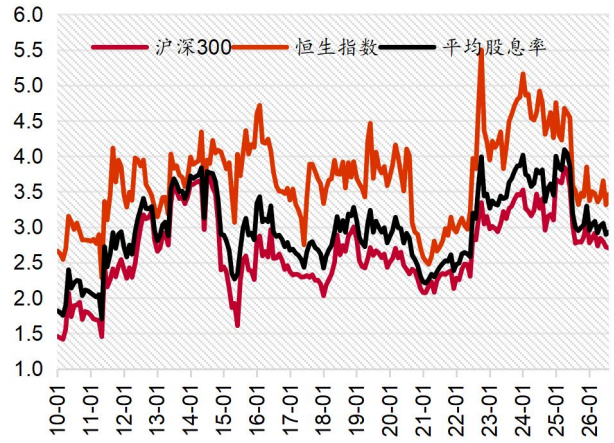
来源：IFIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

股息率观察：沪深港加权股息率预计为 2.93%

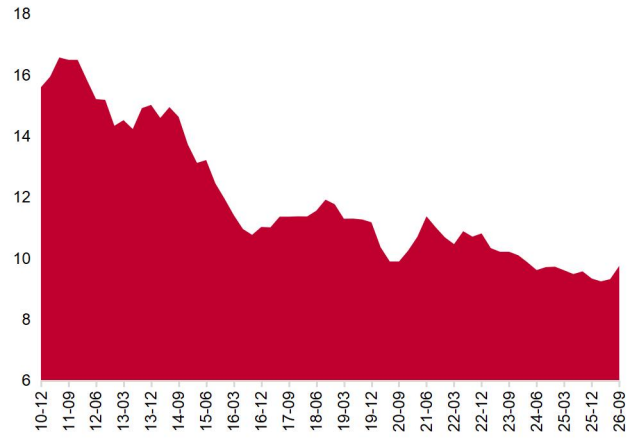
- 在持续低利率环境和新金融工具准则实施的背景下，险资持续加大高股息的权益类资产配置，一方面夯实 NII 基础，另一方面通过 FVOCI（其他权益工具）后续计量高息股降低权益市场波动对业绩的影响。我们假设险资整体股息率参考 70%的沪深 300 指数股息率+30%恒生指数股息率加总得到。2026 年 8 月末加权平均股息率约为 2.93%（前值为 2.90%）。

图表 20：主要指数股息率水平观察（单位：%）



来源：IFIND，中泰证券研究所

图表 21：以沪深 300 年化 ROE 为代表的长期股权投资收益率走势（单位：%）



来源：IFIND，中泰证券研究所

长股投收益率观察

- **我们以沪深 300 年化 ROE 为代表的长期股权投资收益率，估算对 NII 的贡献。**2Q26 根据 ifind 统计，沪深 300 加权平均 ROE（TTM）约为 9.32%（前值为 9.24%），我们以此作为最新一期长股投收益率。根据我们的资产配置假设，险资约有 4%的投资资产配置于长期股权投资，并假设以权益法进行后续计量。

险资港股举牌跟踪及调研动向

- **本期险资作为主要股东对港股流通股减持居多，集中在环保工程、银行等行业。**具体来看，本期平安系并未出现举牌动作。中国人寿减持大唐环境，弘康人寿继续减持郑州银行，利安人寿增持深圳国际。

- 根据 ifind 统计，本期（2026 年 8 月），保险资金调研频次最高的前十个股分别为中微公司、立讯精密、胜宏科技、联影医疗、鹏鼎控股、炬光科技、仕佳光子、精智达、飞龙股份、广合科技。本次保险公司调研频次最高的前 5 机构分别为国寿养老、泰康资产、渤海人寿、泰康基金和阳光资产。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22：本期保险公司股东对港股上市公司权益变动公告梳理一览

代码	名称	交易日期	股东名称	变动方向	变动数量(股)	均价	好仓占比(%)	披露原因	恒生行业
1272.HK	大唐环境	2026-08-27	中国人寿	减持	--	--	11.98	你完成出售股份	环保工程
1272.HK	大唐环境	2026-08-27	中国人寿	减持	--	--	11.98	你完成出售股份	环保工程
2522.HK	一脉阳光	2026-08-27	中国人寿	--	--	--	6.09	任何其他事件[1]	医疗及医学美容服务
6196.HK	郑州银行	2026-08-26	弘康人寿	减持	4,664,000	0.90	13.88	你完成出售股份	银行
0152.HK	深圳国际	2026-08-24	利安人寿	增持	500	5.03	7.00	你买入了股份	铁路及公路
6196.HK	郑州银行	2026-08-11	弘康人寿	减持	309,000	0.89	14.99	你完成出售股份	银行
1272.HK	大唐环境	2026-08-27	中国人寿	减持	--	--	11.98	你完成出售股份	环保工程

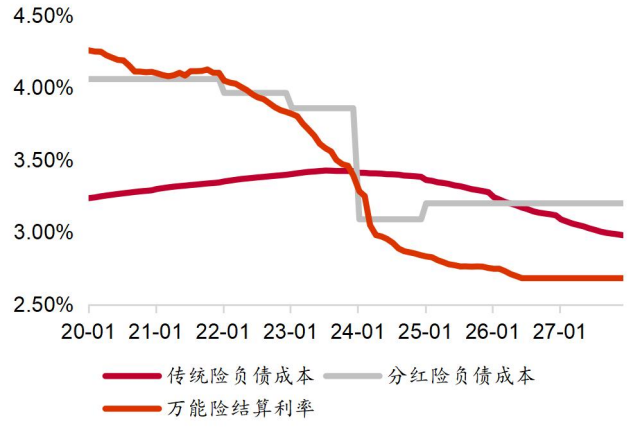
来源：ifind，中泰证券研究所

4.资产负债利差观察

负债成本测算

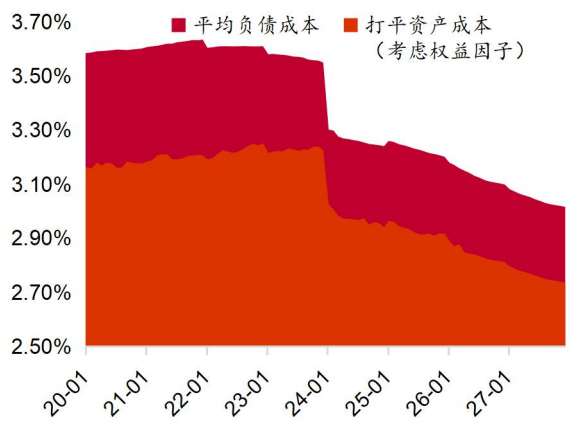
- **对于行业的负债成本测算，我们基于定价利率的变动进行展望。**我们根据三类产品传统险、分红险和万能险存量准备金 60%：25%：15%占比假设预测了综合负债成本。传统险根据定价利率和 12 年平均流出久期测量平均成本；分红险根据保单年红利实现率倒算投保人实际投资收益率作为负债成本，并假设未来保持不变；万能险结算利率根据 Wind 统计的行业月均年化结算收益率作为负债成本，并假设未来保持不变。我们预计 2025-2027 年平均负债成本分别为 3.20%、3.10%和 3.02%。我们预计 2025-2027 年打平资产成本（考虑权益因子，也即假设净资产不消耗资本的前提下对应的最低资产端收益率要求）分别为 2.92%、2.81%和 2.74%。

图表 23：传统险、分红险和万能险负债成本预测（单位：%）



来源：IFIND，中泰证券研究所

图表 24：平均负债成本和打平资产成本预测（单位：%）



来源：IFIND，中泰证券研究所

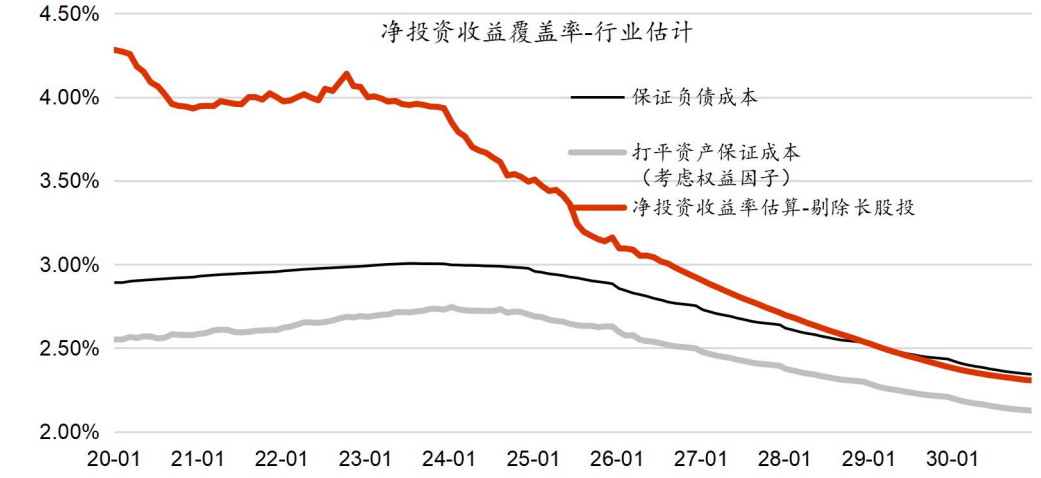
- **保险公司资负新规对寿险公司提出净资产收益覆盖率监管指标，净投资收益率较保证负债成本的安全垫逐步收窄，提高息类收入是长期配置导向。**虽然我们无法准确拆解保证负债成本，但我们根据行业历年保费结构和预定利率变化，可以推测在不考虑死费差益背景下的平均保证负债成本。根据资负新规中对寿险公司监管指标净投资收益覆盖率（衡量保险公司投资收益中较为稳定的部分是否能够满足公司给予客户的保证利益要求，反映公司相对

[1] 根据港交所披露易，由于已发行股份数量的增加，我们的权益百分比有所下降

下载日志已记录，仅供内部参考

刚性的成本收益匹配情况），近年来行业普遍面临净投资收益率降幅高于保证负债成本降幅的压力。我们根据【中泰非银】保险资金运用收益率指数体系预测了未来三年的净投资收益率变化（并根据要求剔除了长股投的贡献确审慎性），并与平均负债成本（考虑权益打平成本）比较。根据我们的测算，2026 年末行业保证负债成本、打平资产保证成本（考虑权益因子）和净投资收益率数值分别为 2.75%、2.50%和 2.92%，仍有一定安全垫，但近年来净投资收益率降幅相对更大。

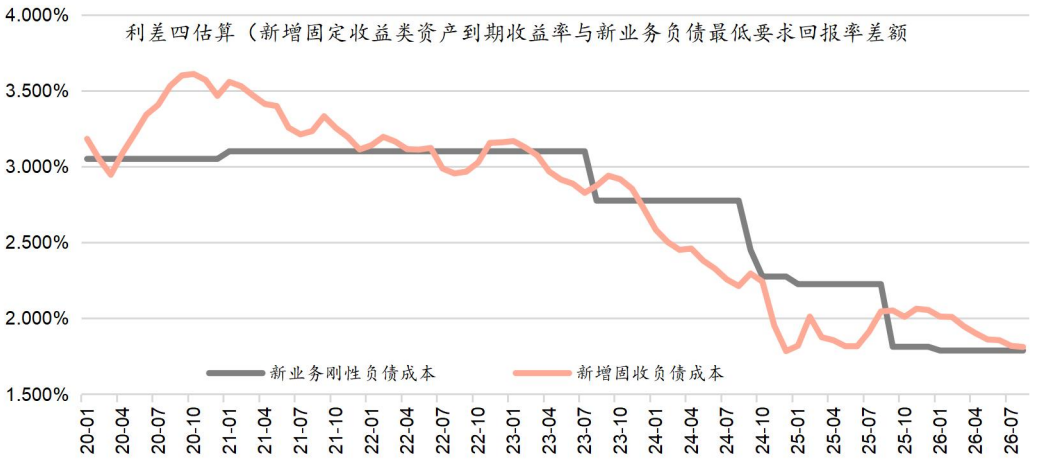
图表 25：净投资收益率较保证负债成本的安全垫逐步收窄（单位：%）



来源：Ifind，中泰证券研究所；注:由于净投资收益覆盖度指标为总额比较指标，我们认为需要考虑权益因子对保证负债成本的摊薄(也即，打平资产保证成本)。同时，新规在计算净投资收益时不考虑长股投确认的投资，我们予以剔除并不考虑被投资企业的利息分派的影响，以表示谨慎性

- **保险公司资负新规对寿险公司提出新增固收到期收益率与新业务最低要求回报的差异同步下降。**在资负新规下的监测指标中，我们根据公式计算了利差四，该指标衡量人身保险公司当年的利差边际变动情况。具体来看，利差四=当年新增可计算现金流的固定收益类投资资产到期收益率-当年新业务负债最低要求回报率。根据我们的测算，2026 年 8 月，新业务刚性负债成本与新增固收负债成本分别为 1.79%和 1.81%，仍具备一定安全垫，不过若后续利率进一步下行，2027 年预定利率调整预计在所难免。

图表 26：人身险监测指标利差四估算（行业平均口径）



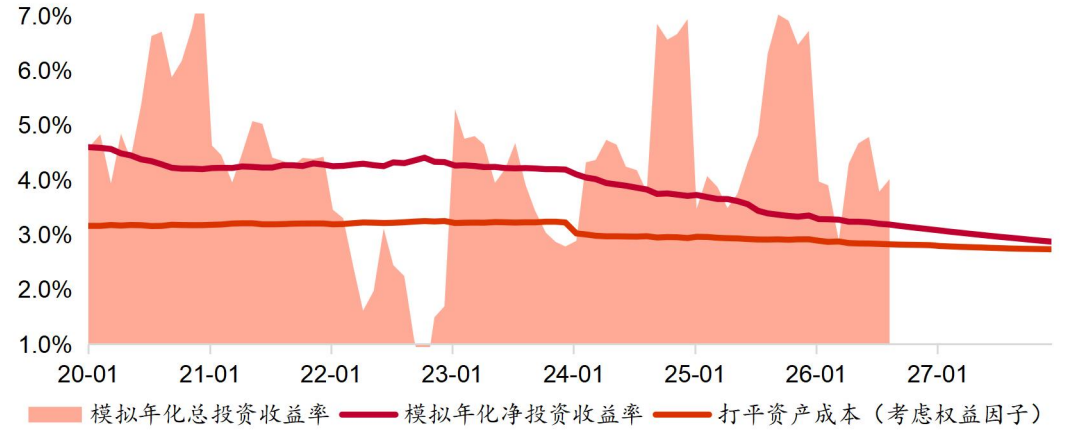
来源：金监总局，Wind，中泰证券研究所；注：固定收益类资产的到期收益率反映公司投资资产中最稳定的投资收益水平。新业务负债最低要求回报率，是指满足公司新业务（包括寿险业务和非寿险业务）期初现金流现值为零时的最低投资收益要求

下载日志已记录，仅供内部参考

NII 利差与 TII 利差测算

- 综上分析，我们测算险资本期（2026 年 8 月）【NII 利差，也即保险资金年化净投资收益率与打平资产成本差】为 36bps（前期为 37bps，上年同期为 48bps）；【TII 利差，也即保险资金年化总投资收益率与打平资产成本差】为 119bps（前期为 96bps，上年同期为 339ps）。整体呈现 NII 利差持续收窄但保持盈利，TII 利差依靠买卖价差随行就市波动，利差不够股票来凑，持续低利率环境下，险资配置权益的积极性提升。

图表 27：保险资金资负利差跟踪（单位：%）



来源：Ifind，中泰证券研究所

5.投资建议与风险提示

投资建议

- **资金面再平衡有望延续，9 月板块有望延续 7 月以来的相对与绝对收益贡献。**6 月下旬以来，板块整体“进三退二”呈现底部中枢抬升的趋势。市场动荡加剧背景下，金融板块被赋予稳盘核心职能，资金筹码从压制转变为托底，看好板块继续演绎“先跑相对，再有绝对”的走势。当前保险股估值极具吸引力，2Q26 基本面与股价的持续背离有望获得强修复。我们认为板块“短期看资金面抛压缓解，中期看“存款搬家&慢牛持续”提振价值与利润增速，长期看顺周期兑现告别利差损隐忧”的大逻辑框架演绎未变。负债端存款搬家与资产端持续慢牛是保险板块长逻辑基础。建议关注：中国财险、中国太保、中国平安、中国人寿、新华保险。

风险提示

- 【中泰非银】保险资金运用收益率指数体系根据保险资金大类资产配置结构，结合当前各类资产收益率情况，估算各类收益率水平。测算结果受制于数据可得性和假设合理性约束，存在偏差风险。
- 宏观经济复苏低于预期，长端利率快速大幅下行。若长端利率持续下行将对保险公司再配置收益率带来调整，使得估值与业绩同时承压。
- 权益市场波动加剧。持续低利率环境下险资增配股票仍是大势所趋，权益资产扮演关键少数作用，在新金融工具准则下，大量股票计入到交易性金融资产（FVTPL），使得上市险企季度报表利润受股票市场波动冲击较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。