下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

1H26 险资持续加码红利股

华泰研究

2026 年 8 月 30 日 | 中国内地　　动态点评

进入 2026 年，险资对于股息和红利策略的认识越来越清晰和坚定。上半年即便在科技股大涨的背景下，上市保险公司仍然坚定加仓了红利股，增配金额达到 2885 亿元，占总投资资产比例达到 6.3%。二级权益（股票+基金）的总仓位在上半年亦小幅上升至 19.4%，达到历史新高，显示保险行业积极推动资金进入资本市场。但净投资收益率（NIY）仍然在快速下滑，我们估计七家主要上市公司加权平均年化 NIY 降至 2.8%，或已接近保证成本。《保险公司资产负债管理办法》的颁布将推动行业聚焦提升净投资收益，增配红利股提升股息收益成为行业共识。我们估计保险行业截至 1H26 已经配置了 2.1 万亿红利股，未来仍欠配 1.9 万亿，可能在未来 2-3 年逐步完成配置。

1H26 险资加仓红利股

1H26 上市保险公司二级权益仓位达到 19.4%，为历史最高水平。其中红利配置比例显著上升，FVOCI 股票（基本代表红利股）占比 6.3%，较年初提升 96bps；FVTPL 股票（基本代表成长股）占比 6.9%，较年初下降 25bps；基金（计入 FVTPL 科目）占比 6.1%，较年初上升 82bps。显示出保险公司在上半年红利股调整的时候进行了坚定加仓，合计增配 2885 亿元，其中资产规模最大的两家头部公司中国人寿和中国平安分别增加 1,554 亿元/925 亿元。从 2025 年开始，上市公司延续了每半年加仓 3000 亿左右红利股（全行业规模或超 4000 亿）的趋势，我们认为这一趋势有望持续。

NIY 持续下降，FVOCI 股票独木难支

净投资收益（或现金收益，包含利息、股息和租金）已成为保险行业和投资者关注焦点。净投资收益覆盖保证成本是保险专业经营的客观要求，近期的资负新规也将其纳入监管框架。我们估计上市公司加权平均净投资收益率（年化）在 1H26 降至 2.8%（利息/股息/租金贡献分别为 2.1/0.6/0.1pcts），或已经接近保证成本线，显示现金收益面临压力。低利率叠加非标资产到期，利息贡献持续下降。我们感到意外的是股息贡献率 1H26 也在下降，原因可能是 FVTPL 股息贡献下降拖累。实际上，或与大部分投资者理解不同，到目前为止保险公司股息收益的大头是 FVTPL 股票和基金，FVOCI 股票股息虽然增长迅猛，但贡献仍未过半（1H26 40%）。在利息和 FVTPL 股息收窄的背景下，增配 OCI 股票的必要性进一步增强。

资负新规助推行业形成共识

监管部门于 8 月 21 日发布《保险公司资产负债管理办法》（详见报告《保险资产负债监管进入新阶段》，8 月 24 日），对资产负债匹配管理提出更严格要求，其中要求寿险公司过去三年的净投资收益必须覆盖保证成本，把原本属于公司内部专业经营的指标上升为监管要求，将大幅提升保险公司对净投资收益的重视程度。我们认为上市公司目前均能满足要求，但监管要求是最低要求而非合意水平，保险公司应当保持一定的现金冗余（现金-保证成本），既作为稳定的利差来源，也作为吸收权益波动的缓冲垫。在低利率时期利息贡献难以提升，租金规模太小无法依靠，股息因而成为拓宽现金收益来源的重要方向，因此红利股应当成为寿险业的战略资产配置目标。

险资或仍然欠配 1.9 万亿红利股

截至 1H26，上市公司共持有 FVOCI 股票 1.5 万亿元，我们估计全行业的配置规模或达 2.1 万亿。我们认为红利股持仓至少要达到总投资资产的 8%才能贡献较大幅度的股息，以此为基准，考虑到行业总资产仍在以每年 10%左右的速度增长，假设行业在 2028 年完成配置，届时我们估计行业红利股持仓将达到 4.0 万亿，仍然欠配 1.9 万亿。

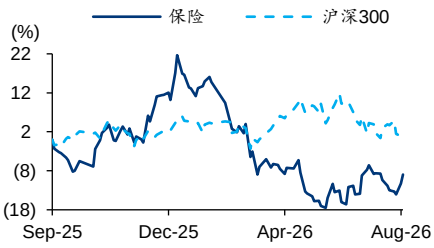
风险提示：寿险 NBV 大幅恶化、财产险承保表现恶化，投资出现大幅亏损。

保险　　增持（维持）

李健，PhD　研究员
SAC No. S0570521010001　lijian@htsc.com
SFC No. AWF297　+(852) 3658 6112

于明汇*　研究员
SAC No. S0570526080001　yuminghui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

高息股保持较快增配速度 4
二级权益配比达到历史新高 4
FVOCI 股票配置比例提升至 6.3% 5
交易型股票增减分化，基金配置普遍提升 7
权益投资风格有差异 8
现金收益持续承压 10
净投资收益率下滑近 50bps 10
资负新规对净投资收益提出要求 12
险资或欠配 1.9 万亿红利股 14
如何确定红利股配置比例？ 14
红利股或欠配 1.9 万亿左右 14
总收益率表现强劲，综合收益率偏弱 16
总/综合收益率表现分化 16
各公司总/综合收益率表现不同 18
资产负债新规对综合投资收益覆盖提出要求 19
低利率下债券仓位基本持平，资产负债错配压力小 20
1H26 债券配比基本持平 20
各家配置策略不同 21
《资产负债管理办法》明确久期要求 22
风险提示 23
附录：投资收益率定义——基于可比原则的调整 24

图表目录

图表 1： 上市保险公司二级权益配置比例 4
图表 2： 上市保险公司资产配置演变（2013-1H26） 5
图表 3： 上市公司合计 FVOCI 股票投资规模及占比 5
图表 4： 各上市保险公司 FVOCI 股票配置比例变化趋势 6
图表 5： 各上市保险公司 FVOCI 股票投资余额变化趋势 6
图表 6： 上市公司合计 FVTPL 股票投资规模及占比 7
图表 7： 主要上市保险公司 FVTPL 股票配置比例变化 7
图表 8： 上市公司合计基金投资规模及占比 7
图表 9： 主要上市保险公司基金配置比例变化 7
图表 10： 各上市公司股票及基金敞口对比（2025） 8
图表 11： 1H26 二级权益仓位变化（较 2025 年末） 8
图表 12： 各上市公司股票及基金敞口对比 9
图表 13： 上市公司合计净投资逐步接近保证成本线 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14： 我国利率走势（截至 2026 年 8 月 25 日）.....10
图表 15： 上市公司平均净投资收益率结构.....11
图表 16： 上市保险公司股息收益的来源.....11
图表 17： 上市保险公司股息收益的来源结构.....11
图表 18： 上市险企净投资收益率（年化）结构比较（1H26）.....12
图表 19： 各公司 1H26 投资收益率（报告口径 vs 华泰口径）.....13
图表 20： 五家 A 股上市保险公司季度净利润.....14
图表 21： 1H26 末行业 FVOCI 股票配置余额或为 2.1 万亿元左右.....15
图表 22： 全寿险业约欠配 FVOCI 股票 1.9 万亿（估计值）（或在未来 2~3 年完成配置）.....15
图表 23： 1H26 总/综合投资收益率表现分化.....17
图表 24： 上半年股市表现对比（1H26 vs 1H25）.....17
图表 25： 上半年红利股表现对比（1H26 vs 1H25）.....17
图表 26： 上市保险公司交易类债券配置比例（1H26）.....17
图表 27： 上市保险公司 FVOCI 债券配置比例（1H26）.....17
图表 28： 上市保险公司总投资收益率（年化）结构比较（1H26）.....18
图表 29： 上市保险公司综合投资收益率（年化）结构比较（1H26）.....19
图表 30： 上市保险公司资产配置演变.....20
图表 31： 上市保险公司政府债平均配置比例变化.....20
图表 32： 上市保险公司政府债配置比例比较.....21
图表 33： 各公司大类资产配置比例比较（1H26）.....21
图表 34： 资产负债匹配程度对比（1H26）.....22
图表 35： 上市保险公司报告口径投资收益率差异.....24
图表 36： 上市保险公司报告口径投资收益率中分母计算方法.....25

下载日志已记录，仅供内部参考

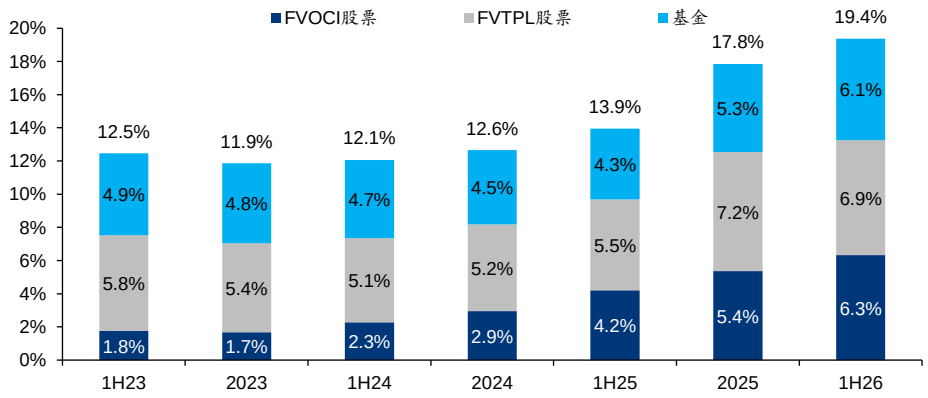
高息股保持较快增配速度

1H26 七家主要上市保险公司股票和基金的配置比例进一步升至 19.4%。上半年虽然科技股表现占优，但是保险公司坚持增配高息股，七家主要上市公司平均 FVOCI 股票配置比例达到 6.3%，较年初提高 96bps，共增配 2885 亿元。分公司看，平安和国寿为增配主力，增配比例和金额均为行业最高。同时，保险公司对于交易性股票的态度出现分化，上市险企并未一致增配交易性股票（FVTPL 股票），而是根据自身权益仓位、会计分类及投资策略采取不同的增减操作。对于基金，大多数上市险企均选择增配基金。1H26 末，七家上市险企基金平均配置比例较年初提升 82bps 至 6.1%。

二级权益配比达到历史新高

整体来看，上市险企二级权益配比继续提升。1H26 末，主要上市保险公司 FVOCI 股票/FVTPL 股票/基金配置比例分别较年初变动+96/-25/+82bps 至 6.3%/6.9%/6.1%，三类资产合计占比进一步升至 19.4%。其中，股票资产内部 FVOCI 与 FVTPL 配置已较为接近，显示险企在长期高股息配置与交易型股票投资之间趋于均衡；同时，基金配置明显上升，也进一步拓宽了权益敞口。统计范围内的上市保险公司包括七家 A 股和港股公司：中国平安、中国人寿、中国太保、中国人保、新华保险、中国太平和阳光保险。

图表1：上市保险公司二级权益配置比例

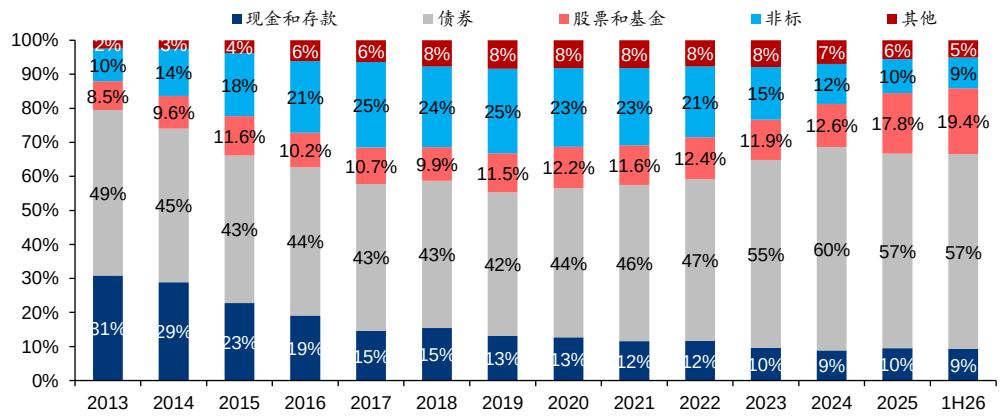


注 1：包括中国平安、中国人寿、中国太保、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险；
注 2：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点私募证券投资基金
资料来源：公司公告，华泰研究

从整体资产配置结构看，上市险企二级权益配置比例在 1H26 末进一步升至 19.4%，创历史新高。过去十余年，大部分时间二级权益配置比例仅在 10%~12%左右，2025 年下半年受成长股行情较强带动已明显提升至 17.8%，今年上半年仍继续加仓，显示险资权益配置中枢正在持续上移。与此同时，债券配置比例维持在 57%左右，整体保持稳定；非标资产则受优质资产供给不足影响，配置比例继续下降至 9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：上市保险公司资产配置演变（2013-1H26）



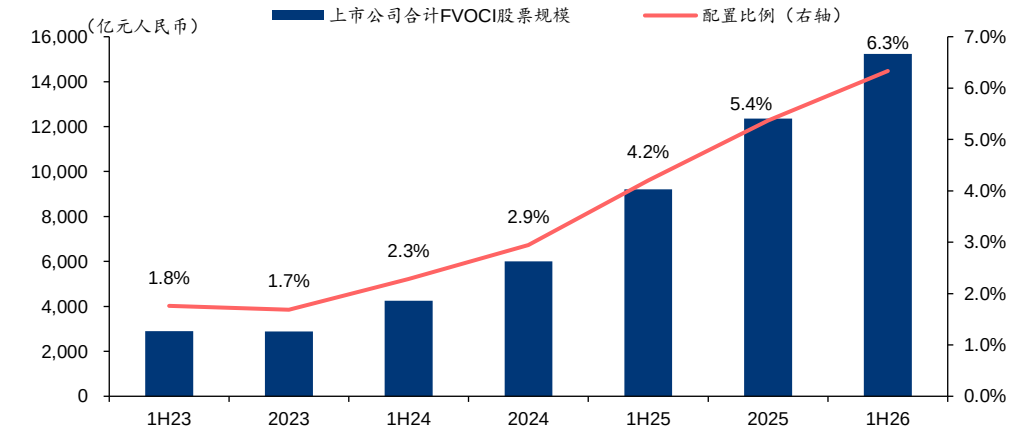
注 1：非标包括非标权益和债务资产；其他包含优先股、永续债、长期股权投资和投资性房地产；注 2：包括中国平安、中国人寿、中国太保、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险；注 3：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点基金；
资料来源：公司公告，华泰研究

FVOCI 股票配置比例提升至 6.3%

2026 年上半年，七家主要上市保险公司 FVOCI 股票（基本可视为高息股）配置比例较年初提高 96bps 至 6.3%，规模新增 2885 亿元至 1.5 万亿，保持着 2025 年来每半年增配约 3000 亿元的节奏。近年来，在低利率环境下，保险公司为了补充现金收益，展现出增配高息股的趋势。上市保险公司从 2024 年上半年开始明显增配 FVOCI 股票，2025 年增配步伐进一步加快。考虑到上半年红利指数下跌的不利环境，我们认为今年增配红利股的动能仍然较强。

我们统计的 FVOCI 股票，包含国寿和新华的长期股票投资试点鸿鹄系列私募证券投资基金，两家公司将其计入长期股权投资，1H26 末合计账面价值超 910 亿；其余部分公司也拥有类似基金，但通常持股接近 100%并将其纳入合并范围。除此之外，部分保险公司将持有的部分高息股计入长期股权投资或者 FVTPL，高息股实际配置比例可能更高。

图表3：上市公司合计 FVOCI 股票投资规模及占比

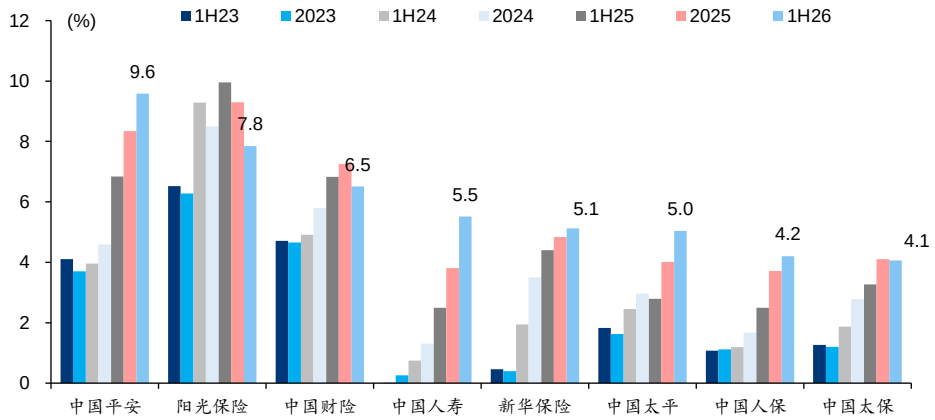


注 1：包括中国平安、中国太保、中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险
注 2：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点私募证券投资基金
注 3：中国财险将兴业银行股票投资计入 FVOCI 股票，而人保集团将其计入长期股权投资，在计算 FVOCI 股票总额时，我们未将其计算在内，下同。
资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

各公司 FVOCI 股票增配节奏分化明显。从配置比例看，中国平安处于行业较高水平，1H26 末达到 9.6%，且自 1H25 以来持续较快增配，反映出公司对高股息、低波动权益资产的重视。阳光保险配置比例位居第二，1H26 末为 7.8%，但自 2025 年下半年以来呈现逐步减配趋势；考虑到其原有配置比例已经较高，公司或更注重在收益弹性与资产稳健性之间保持平衡。中国人寿则是今年上半年增配幅度最大的公司，FVOCI 股票配置比例较年初提升 170bps 至 5.5%，体现出公司持续加大红利类资产配置力度。相比之下，中国太保 1H26 末 FVOCI 股票配置比例仅为 4.1%，处于上市险企较低水平，且近年来增配节奏相对温和。但中国太保的 FVTPL 股票中亦有不少的价值股，因为整体股息水平不低。

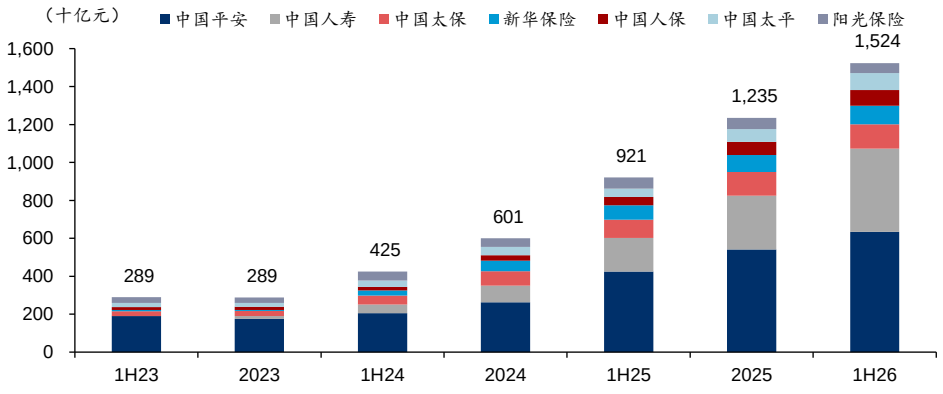
图表4：各上市保险公司 FVOCI 股票配置比例变化趋势



注：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点私募证券投资基金
资料来源：公司公告，华泰研究

从投资余额看，中国平安和中国人寿的 FVOCI 股票规模明显领先，1H26 末分别达到 6,338 亿元和 4,384 亿元。上半年，中国人寿/中国平安分别净增配 1,554 亿元/925 亿元，合计贡献上市险企 FVOCI 股票净增量的 86%，是本轮增配的主要力量。其他公司中，中国太平和中国人保分别净增配约 220 亿元/134 亿元，配置意愿亦较积极。

图表5：各上市保险公司 FVOCI 股票投资余额变化趋势



注：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点私募证券投资基金
资料来源：公司公告，华泰研究

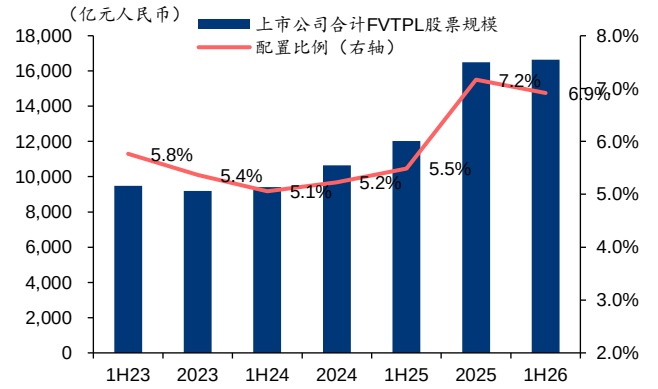
下载日志已记录，仅供内部参考

交易型股票增减分化，基金配置普遍提升

交易性股票加减仓方向出现分化。尽管 2026 年上半年科技成长板块表现较强，但上市险企并未一致增配交易性股票（FVTPL 股票），而是根据自身权益仓位、会计分类及投资策略采取不同操作。2025 年下半年行业曾普遍增配 FVTPL 股票，而 1H26 部分公司选择适度降低交易型权益仓位，或是考虑到权益仓位较高，以及为 FVOCI 股票留出仓位。中国平安、中国太平 FVTPL 股票配置比例分别较年初下降 143/88bps，可能与为高股息股票配置腾挪仓位有关。与此同时，部分公司仍在积极增配，其中新华保险交易类股票配置比例提升 94bps，延续较为积极的股票交易策略；中国太保提升 64bps，显示公司仍积极把握权益市场、尤其是科技成长板块的结构性机会。

整体来看，七家上市险企 FVTPL 股票配置比例由 2025 年末的 7.2%小幅回落至 1H26 末的 6.9%，下降 25bps，行业交易型权益仓位从此前普遍扩张转向明显分化。

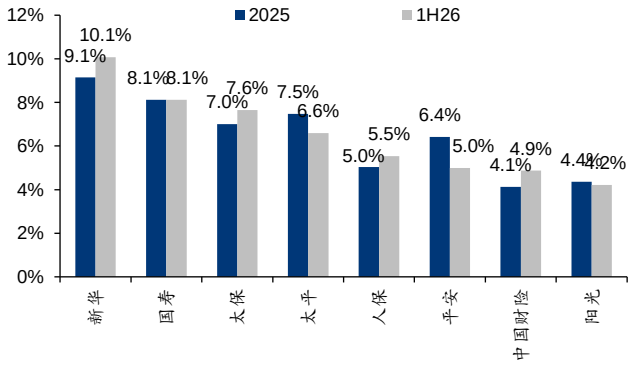
图表6：上市公司合计 FVTPL 股票投资规模及占比



注：包括中国平安、中国太保、中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险

资料来源：公司公告，华泰研究

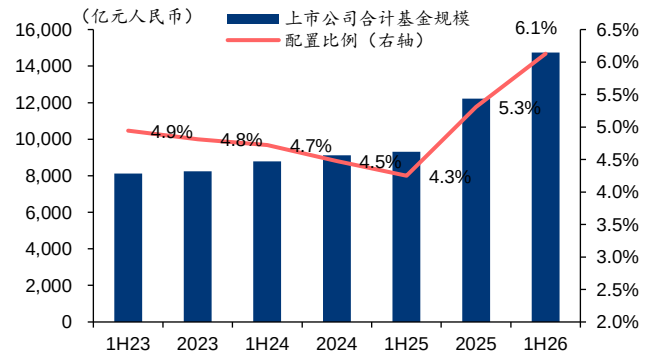
图表7：主要上市保险公司 FVTPL 股票配置比例变化



资料来源：公司公告，华泰研究

大多数上市险企均选择增配基金。1H26 末，七家上市险企基金平均配置比例较年初提升 82bps 至 6.1%，基金投资规模也明显上升。其中，新华保险增配最为显著，配置比例由 2025 年末的 9%升至 12%。考虑到保险公司基金投资中权益类基金占比较高，基金配置提升一定程度上反映出险企通过委外方式参与权益市场的意愿增强。相比之下，中国太保基金配置比例小幅下降，整体投资策略仍相对克制。

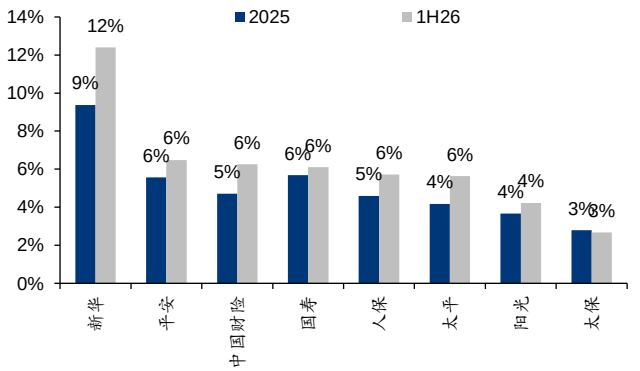
图表8：上市公司合计基金投资规模及占比



注：包括中国平安、中国太保、中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险

资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：主要上市保险公司基金配置比例变化



资料来源：公司公告，华泰研究

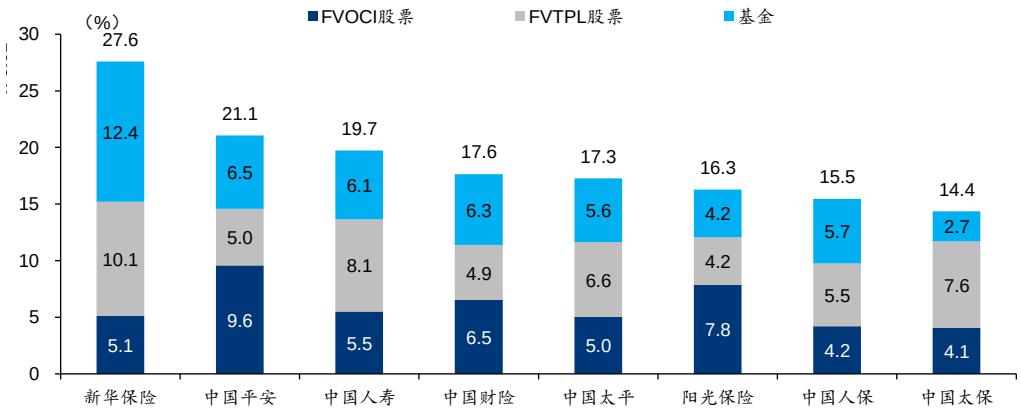
下载日志已记录，仅供内部参考

权益投资风格有差异

各家公司二级权益投资风格存在明显差异，部分公司更偏重交易型权益投资、追求收益弹性，部分公司则更侧重 FVOCI 股票等长期配置、强调收益稳定性。整体来看，新华保险、中国人寿的交易型特征相对突出；中国平安、阳光保险更重视 FVOCI 股票配置，中国太保整体权益仓位较低，且倾向于直接持股而非购买基金；人保系的中国人保和中国财险则相对均衡。

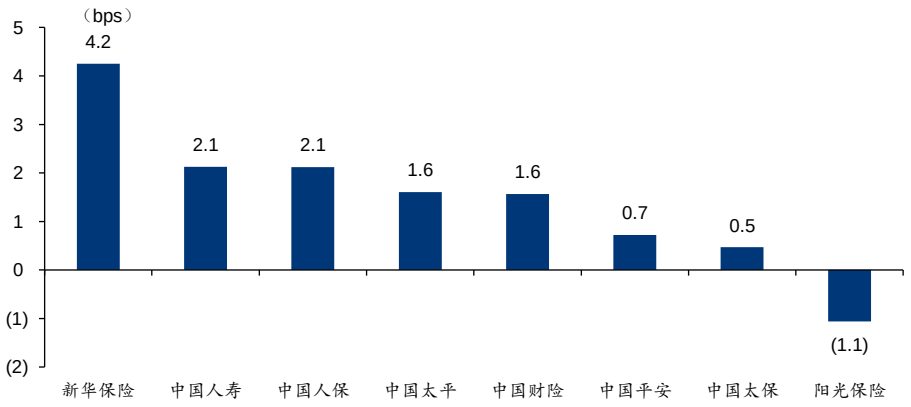
- **新华保险/中国人寿**倾向于通过交易股票获利，**FVTPL 股票**的配置比例较高，分别为 10.1%/8.1%，体现出更强的交易导向和对权益市场的参与度。**中国太保/中国太平**的 FVTPL 配比也处于较高位置（7.6%/6.6%），但太保整体权益仓位较低，仍偏稳健；太平的交易性股票配比有所下降，二级权益结构趋于均衡。相比之下，中国财险/阳光保险的 FVTPL 股票占比 4.9%/4.2%，明显低于同业。
- **新华保险**同时青睐**基金**投资，基金配置比例高达 12.4%，在同业中显著领先，同时其 FVTPL 股票占比亦较高，呈现交易型“股票+基金”双高配置的进攻型特征。此外，1H26 末中国平安/中国财险/中国人寿的基金配置比例分别为 6.5%/6.3%/6.1%，也处于较高位置。太保的基金配比最低（2.7%），反映其更倾向于通过直接持股而非基金实现权益配置。
- **中国平安/阳光保险**重视 FVOCI 股票配置，1H26 末平安和阳光 FVOCI 股票配置比例分别为 9.6%/7.8%，显著高于行业平均水平，两家公司投资的股票过半计入 FVOCI，体现出更强的“类固收”的权益配置思路，有助于平滑利润波动、增强长期收益稳定性。

图表10：各上市公司股票及基金敞口对比（2025）



注：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点私募证券投资基金
资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：1H26 二级权益仓位变化（较 2025 年末）



注：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点私募证券投资基金
资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

具体看 FVOCI 股票，各家态度和风格不同。重视 FVOCI 股票配置的公司包括中国平安、阳光保险和中国财险。从趋势看，1H26 大部分公司呈现出增配 FVOCI 股票的趋势，较为重视高息股配置的公司有：

- 中国平安重视红利股配置，布局早，规模大。1H26 末险资的 FVOCI 股票规模达 6338.17 亿元，配置比例达 9.6%。不仅高于所有同业，在今年上半年又有所加仓（+125bps），体现出对高息股的重视。
- 中国太保虽然 FVOCI 股票配置比例不高，但高息股配置比例可能不低，因为太保股息收益率在上市同业中处于较高水平。太保的价值策略出色，在 FVTPL 科目中持有不少的高息股，对净投资收益率形成有力支撑。
- 阳光保险在切换至新准则时反应迅速，短时间内建立起较大规模的 FVOCI 股票持仓，配置比例最高时达到 10.0%（1H25），1H26 末降至 7.8%，在中资上市保险公司中排名第二。
- 中国人寿 1H26 大幅增配了 FVOCI 股票约 1554 亿元（其中包括鸿鹄私募基金），配置余额较年初大幅增长 55%，配置比例大幅增加 171bps 至 5.5%，在上市公司中增配幅度最大。公司此前的高息股配置比例不高，净投资收益率偏低，当前增配意愿较强。
- 中国财险 FVOCI 股票比例较高主要源于对兴业银行的特殊对待。兴业银行是其母公司人保集团的长期股权投资，人保财险按照 部署参与了兴业银行投资。中国财险所持的兴业银行股份并未达到长期股权投资水平，属于普通的股票投资，因此将其全部纳入 FVOCI 科目。我们估计 1H26 末兴业银行一家占据中国财险 FVOCI 股票的 40%。

图表12：各上市公司股票及基金敞口对比

单位：亿元人民币	2024						2025						1H26					
	FVOCI股票		FVTPL股票		基金		FVOCI股票		FVTPL股票		基金		FVOCI股票		FVTPL股票		基金	
	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例
中国平安	2,632	4.6%	1,742	3.0%	2,373	4.1%	5,413	8.3%	4,168	6.4%	3,616	5.6%	6,338	9.6%	3,301	5.0%	4,281	6.5%
中国人寿	865	1.3%	4,409	6.7%	3,066	4.6%	2,829	3.8%	6,029	8.1%	4,218	5.7%	4,384	5.5%	6,451	8.1%	4,844	6.1%
中国太保	761	2.8%	1,790	6.5%	705	2.6%	1,248	4.1%	2,128	7.0%	849	2.8%	1,288	4.1%	2,425	7.6%	846	2.7%
新华保险	570	3.5%	1,407	8.6%	1,263	7.8%	890	4.8%	1,683	9.1%	1,726	9.4%	974	5.1%	1,916	10.1%	2,357	12.4%
阳光保险	466	8.5%	210	3.8%	174	3.2%	596	9.3%	280	4.4%	235	3.7%	524	7.8%	281	4.2%	282	4.2%
中国太平	441	3.0%	765	5.1%	679	4.6%	670	4.0%	1,249	7.5%	696	4.2%	1,024	5.0%	1,340	6.6%	1,144	5.6%
中国财险	392	5.8%	96	1.4%	338	5.0%	552	7.3%	314	4.1%	358	4.7%	509	6.5%	382	4.9%	489	6.3%
中国人保	273	1.7%	329	2.0%	866	5.3%	705	3.7%	957	5.0%	873	4.6%	840	4.2%	1,106	5.5%	1,141	5.7%
合计（不含中国财险）	**6,008**	**2.9%**	**10,653**	**5.2%**	**9,125**	**4.5%**	**12,352**	**5.4%**	**16,492**	**7.2%**	**12,213**	**5.3%**	**15,237**	**6.3%**	**16,645**	**6.9%**	**14,745**	**6.1%**

注：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点私募证券投资基金；
资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

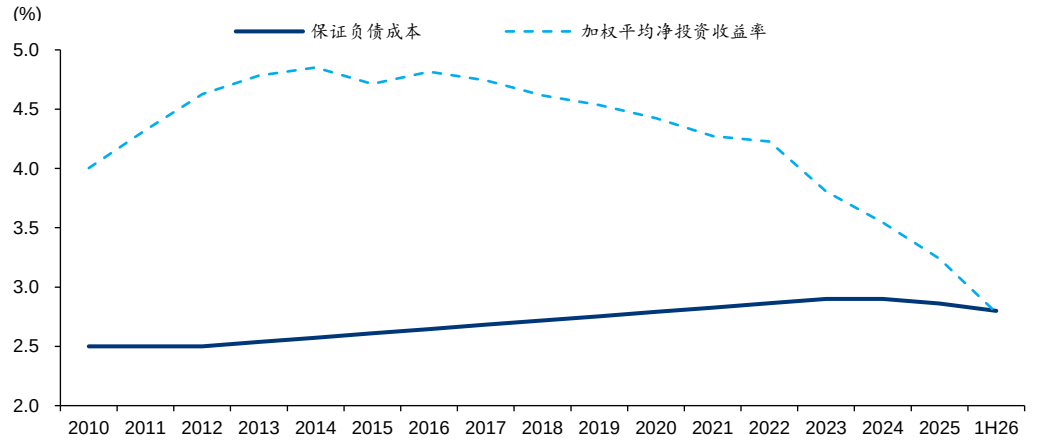
现金收益持续承压

行业目前已经充分意识到险资净投资收益（即现金收益，含利息、股息和租金）的重要性。8 月 21 日颁布的《保险公司资产负债管理办法》要求净投资收益必须覆盖保证成本，成为硬性约束。但在低利率和非标资产到期的背景下，净投资收益率仍在持续下行，不断逼近刚性成本线，成为保险行业当前面临的重大课题。我们估计 1H26 上市保险公司的净投资收益率（NIY）同比下降近 50bps 至 2.8%（华泰调整口径），已经接近保证负债成本率，我们估计部分公司或已低于刚性成本线。

净投资收益率下滑近 50bps

我们估计 1H26 上市公司加权平均 NIY 同比下降近 50bps 至 2.8%（年化，下同），已接近保证负债成本。NIY 仅包含利息、股息和租金这三类可重复发生的现金收益，并扣除险资加杠杆（卖出回购）的利息成本。作为险资投资回报的核心中枢和压舱石，NIY 持续下行，使其对刚性负债成本的覆盖能力明显减弱，行业现金投资收益压力仍然较大。需要指出的是，由于大量股息是下半年支付，上半年的 NIY 可能低于全年表现。

图表13：上市公司合计净投资逐步接近保证成本线



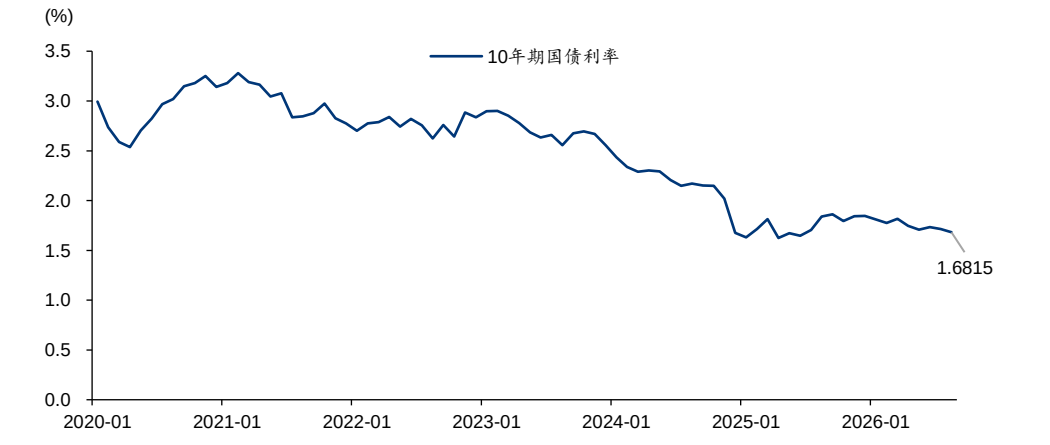
注 1：上市保险公司包括中国平安（2010-1H26）、中国人寿（2010-1H26）、中国太保（2010-1H26）、新华保险（2010-1H26）、中国人保（2012-1H26）、中国太平（2011-1H26）、阳光保险（2020-1H26）；净投资收益=利息+股息+租金-卖出回购利息，使用华泰口径数据，下同

注 2：国寿和新华将长期股票投资试点鸿鹄基金计入长期股权投资，我们将鸿鹄基金的股息计入国寿和新华的股息收入

注 3：净投资收益包含长期股权投资的股息收入（太平和阳光未披露除外）

资料来源：公司公告，华泰研究估算

图表14：我国利率走势（截至 2026 年 8 月 25 日）

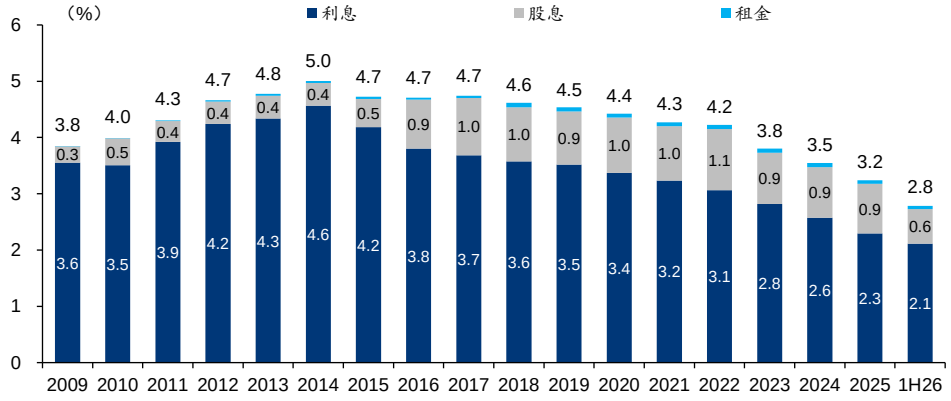


资料来源：Choice，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

从净投资收益率的结构来看，利息收益率、股息收益率均有所下行。1H26 上市公司利息收益率（即利息收入对净投资收益率的贡献）同比下降 21bps 至 2.1%，股息收益率同比下降 26bps 至 0.6%。利息收益率下滑速度仍较快。低利率环境下，随着存量高收益资产到期，以及新配置的低收益资产占比提升，险资的利息收益率仍然在下降，且速度不慢。

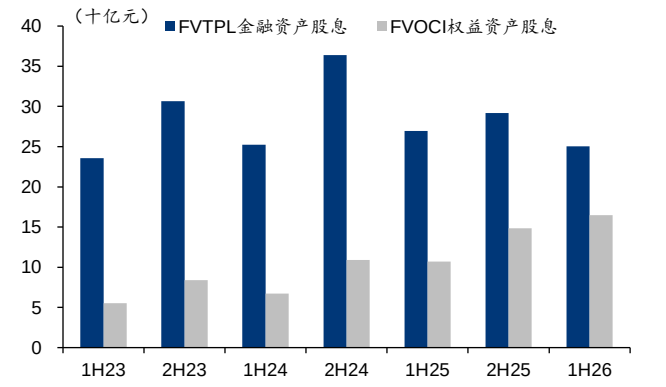
图表15：上市公司平均净投资收益率结构



注 1：上市保险公司包括中国平安（2018-1H26）、中国人寿（2009-1H26）、中国太保（2009-1H26）、新华保险（2009-1H26）、中国人保（2012-1H26）、中国太平（2011-1H26）、阳光保险（2020-1H26）；净投资收益=利息+股息+租金-卖出回购利息，使用华泰口径数据，下同
注 2：国寿和新华将长期股票投资试点鸿鹤基金计入长期股权投资，我们将鸿鹤基金的股息计入国寿和新华的股息收入
注 3：净投资收益包含长期股权投资的股息收入（太平和阳光未披露除外）
资料来源：公司公告，华泰研究估算

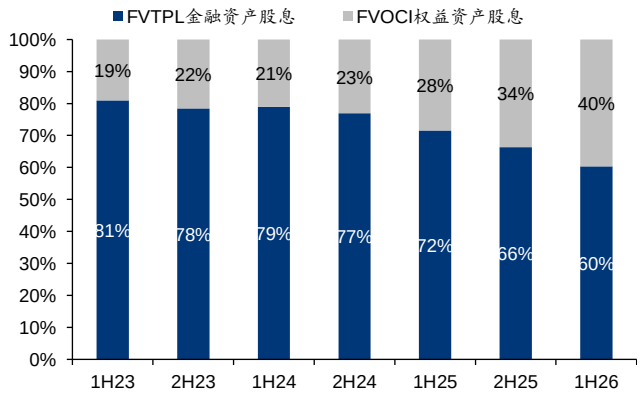
1H26 股息贡献度只有 60bps 有些让人意外。实际上或许很多人没有意识到的是，直到目前保险公司股息的最大来源还是 FVTPL 金融资产，虽然来自 FVOCI 股票的股息在迅速增长，但直到 1H26 仍然只贡献了全部股息的 40%，一多半仍来自交易性股票和基金。1H26 FVTPL 来源的股息有所下降，部分抵消了 FVOCI 来源的股息上升，在总资产快速增长的时候，股息贡献反而下降。另外，今年上半年股息贡献下降，可能也与部分高息股标的将中期分红从原本的第二年上半年挪至当年下半年发放有关，例如工商银行、农业银行将 1H25 中期股息提前至 2025 年 12 月。我们估计 2H26 下半年的股息贡献度或会上升。

图表16：上市保险公司股息收益的来源



注：包括国寿、太保、新华、太平和人保
资料来源：公司公告，华泰研究

图表17：上市保险公司股息收益的来源结构



注：包括国寿、太保、新华、太平和人保
资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

资负新规对净投资收益提出要求

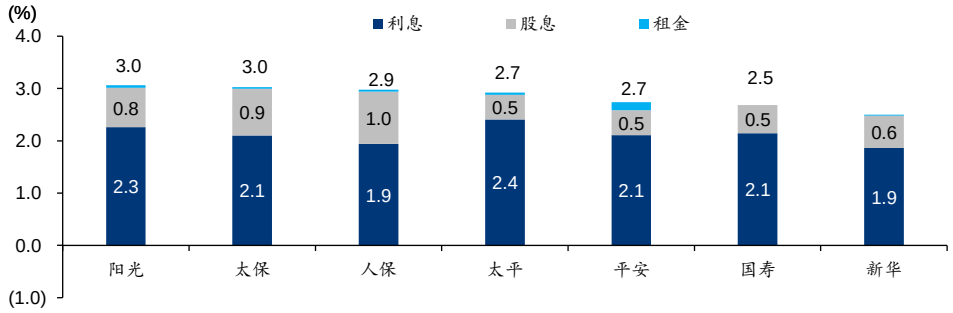
8 月 21 日，金融监管总局正式发布《保险公司资产负债管理办法》(《办法》)，自 2027 年 1 月 1 日起施行，代表保险业资产负债监管进入新阶段。监管正式提出净投资收益覆盖率要求，保险公司需要管控净投资收益水平。人身险公司过去三年净投资收益覆盖率>100%，净投资收益即我们过往一再强调的现金投资收益，包含利息、股息和租金，要高于负债保证成本。计算公式如下：

净投资收益覆盖率=过去三年净投资收益÷过去三年负债保证成本

注意这里的净投资收益是“金额”的概念，和我们分析中使用的 NIY“比率”概念相比，净资产的现金收益也可以被包含在内，有杠杆优势。此外，三年的合计值相当于三年移动平均计算，覆盖率的结果好于仅用当年数据计算。总体而言，我们认为上市公司当前基本都能满足监管要求。需要注意的是随着 NIY 持续走低，未来合规的挑战已然存在。对于部分中小保险公司，可能当前就难以满足监管要求，《办法》给出了三年过渡期以帮助这些公司逐步补足短板。

在低利率的背景下，提升股息收益率成为关键。从利息收益率看，1H26 大部分公司处于 1.9~2.1%（年化）的范围内，差异较小；此外太平 2.4%处于较高水平（主要因债券配置比例明显高于同业，达 71%），阳光也较高。但股息收益率存在较大差距，分布在 0.5~1.0%区间内。净投资收益率较高的公司，往往有较高股息收益率做支撑。在低利率环境下，利息收益率或持续处于较低水平，为了稳定净投资收益率，大部分公司增配高息股补充股息收益。

图表18：上市险企净投资收益率（年化）结构比较（1H26）



注 1：净投资收益=利息+股息+租金-卖出回购利息，使用华泰口径数据；净投资收益包含长期股权投资的股息收入（太平和阳光未披露除外）
注 2：国寿和新华将长期股票投资试点鸿鹤基金计入长期股权投资，我们将鸿鹤基金的股息计入国寿和新华的股息收入
注 3：阳光保险未披露 FVOCI 债权投资的累计公允价值变动，计算出的投资收益率或偏低
资料来源：公司公告，华泰研究

平安在 2025 年净投资收益率高于多数同业（其中股息贡献超 1pct），但今年上半年出现明显下降。平安公布的险资净投资收益在今年上半年大幅下降至 780 亿（1H25 为 928 亿），其中包含利息、股息、租金和长股投收益，该值比去年同期明显下降，我们估计股息下降较大，可能和部分高息股标的将中期分红从原本的第二年上半年挪至当年下半年发放有关。阳光今年上半年净投资收益率也有明显下降，下降约 60bps，几乎全部来自股息下降，可能与公司自 2025 年下半年减配 OCI 股票有关。

需要注意的是，我们使用的投资收益率是调整后的数据，调整的目的是尽可能使得各家公司的数据可比，具体调整方法见附录。各家公司由于计算口径不同，报告披露的投资收益率不可直接比较，例如新华和太平披露的综合投资收益率中含有 FVOCI 债权资产的公允价值变动，其他公司大多不含，在 1H26 利率下行环境下，新华和太平展示出的综合投资收益率偏高。各公司调整前后收益率对比见下表。另外，各保险公司在计算投资收益率时使用的分母（平均投资资产）也不同（见附录），也会造成投资收益率的计算结果有一定差异，我们进行统一调整。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：各公司 1H26 投资收益率（报告口径 vs 华泰口径）

	净投资收益率		总投资收益率		综合投资收益率	
	华泰口径	报告口径	华泰口径	报告口径	华泰口径	报告口径
中国平安	2.7%	2.8%	4.8%	na	4.1%	4.2%
中国人寿	2.7%	na	8.9%	5.6%	7.3%	na
中国太保	3.0%	3.0%	4.7%	4.8%	3.6%	3.6%
中国人保	3.0%	3.4%	7.4%	7.4%	6.4%	na
新华保险	2.5%	2.6%	6.7%	6.7%	5.6%	6.4%
中国太平	2.9%	2.9%	5.5%	5.2%	4.6%	4.4%
阳光保险	3.1%	3.1%	4.1%	3.6%	1.5%	2.3%
中国财险	3.1%	na	7.7%	7.6%	5.3%	na

注：平安、人保、中国财险披露的是非年化数据，我们简单乘 2 以作年化；国寿披露的年化收益率仅对固定到期类资产的利息收入和投资性房地产的租金收入等进行年化，股息收入、价差收入、公允价值变动损益等均不年化；太平的综合投资收益率使用公司披露的剔除 FVOCI 债券公允价值变动后非年化值，并做简单年化；阳光保险披露的是年化收益率，但仅对净投资收益成分进行年化

资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

险资或欠配 1.9 万亿红利股

险资配置红利股的原因主要包括两方面：1）稳定现金收益率：代表现金收益（利息、股息和少量租金）的净投资收益率（NIY）是险资投资收益的中枢和压舱石，总/综合收益率围绕 NIY 波动，2023 年以来的利率较快下行对险资带来较大压力，红利股有助于增厚股息贡献，稳定净投资收益率。尤其是《办法》公布后，为了满足净投资收益覆盖率的要求，各家需要提升对于股息收益率的重视。**2）降低利润波动：**买入高息股并计入 FVOCI，有利于降低利润波动，尤其在当前高权益配比的情况下，降 FVTPL、增 FVOCI 有利于降低利润波动。

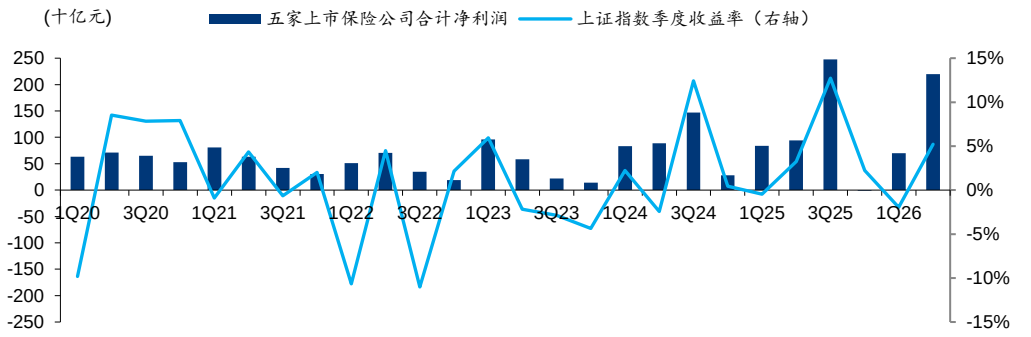
在利率维持低位，负债刚性成本下降缓慢的背景下，险资仍亟需股息作为现金收益的必要补充，尤其对于部分高息股配置比例不高的公司，股息收益率相对偏低，红利股配置比例或仍有提升空间。因此，我们认为增配红利股仍然是长期大趋势。我们估计，寿险业仍需要配置 1.9 万亿红利股，占比达到总投资资产的 8%。

如何确定红利股配置比例？

在利率维持低位的环境中，保险公司纷纷考虑提升股息在投资收益中的贡献度。考虑到利息的贡献或仍持续下降，我们认为股息的贡献最好达到 1pcts 的增厚幅度（参考：2025 年贡献 0.9pcts）。未来两年，保险公司的净投资收益率有可能继续下降，增厚股息贡献度可以在相当程度上缓解利息贡献下降的压力。我们认为，保险公司的红利股仓位应达到总投资资产的 8%以上，其股息收益贡献或能超过 1pcts。

确定红利股配置比例的另一个标准是基于二级权益仓位（股票+基金）的比例，我们建议保险公司将二级权益仓位的一半或以上配置到红利股，计入 FVOCI 会计科目。在新会计准则下，计入 FVTPL 会计科目的股票基金的价差波动直接进入利润表，如果比例太高，会造成利润的大幅波动。采用新会计准则以来，保险业的季度利润波动幅度明显加大，对公司经营和资本市场都带来了不必要的扰动和噪音，降低交易性金融资产对利润的冲击成为当务之急。因此我们建议保险公司将二级权益的一半以上配置成红利股，计入 FVOCI 会计科目，从而降低对利润表的冲击。从 1H26 数据看，上市公司中平安和阳光接近这一状态，二级权益中 FVOCI 股票占比 46%/48%。

图表20：五家 A 股上市保险公司季度净利润



注：包括平安、国寿、太保、人保和新华
资料来源：公司公告，华泰研究

红利股或欠配 1.9 万亿左右

截至 1H26 上市保险公司配置了 1.5 万亿 FVOCI 股票（红利股）。非上市保险公司于 2026 年初切换至新会计准则，面临新准则带来的资产负债匹配压力，我们假设其近似的“收息策略”占总投资资产的 4%，1H26 末规模约 0.6 万亿。加上上市公司的金额，我们估计行业整体配置了红利股约 2.1 万亿。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：1H26 末行业 FVOCI 股票配置余额或为 2.1 万亿元左右

（百万人民币）	总资产	总投资资产	FVOCI股票余额	FVOCI股票余额/总投资资产
中国人寿	8,091	7,943	438	5.5%
中国平安	7,122	6,611	634	9.6%
中国太保	3,279	3,173	129	4.1%
新华保险	1,958	1,901	97	5.1%
中国太平	1,886	1,766	89	5.0%
中国人保	2,125	1,998	84	4.2%
阳光保险	703	668	52	7.8%
上市公司总计	25,163	24,059	1,524	6.3%
非上市寿险公司总计	15,853	15,219	609	4.0%
行业总计	**41,016**	**39,278**	**2,133**	**5.4%**

注：平安只包含保险总资产

资料来源：公司公告，华泰研究估算

对于行业欠配的红利股规模，我们以总投资资产的 8%为标准来测算，显示行业或仍需要配置 1.9 万亿。如前所述，我们认为保险公司的红利股仓位应达到总投资资产的 8%或以上。2022-2025 年行业总资产年均复合增速约为 13%，综合考虑未来保费增速变化和当前总资产高基数，我们假设未来几年行业总资产年均增长 10%左右，那么 2028 年末行业总资产约为 52 万亿元，假设其中 96%为投资资产（上市公司平均值）。按照 2028 年末全行业的 FVOCI 股票配置比例达到 8%估计，那么整体 FVOCI 股票配置余额应为 4.0 万亿左右，全行业的 FVOCI 股票欠配额约为 1.9 万亿左右，配置比例每上升一个百分点，欠配规模上升 5000 亿左右。我们估计欠配的高息股或在未来 2~3 年完成配置，对应每年接近 7000 多亿的增配额。

图表22：全寿险业约欠配 FVOCI 股票 1.9 万亿（估计值）（或在未来 2~3 年完成配置）

（十亿人民币）	1H26	2028E		
		保守情形 配置比例7%	中性情形 配置比例8%	乐观情形 配置比例9%
行业总资产	41,016	52,052	52,052	52,052
行业总投资资产	39,278	49,970	49,970	49,970
FVOCI股票/总投资资产	5.4%	7.0%	8.0%	9.0%
FVOCI股票余额	2,133	3,498	3,998	4,497
欠配FVOCI股票规模		1,365	1,865	2,365

资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

总收益率表现强劲，综合收益率偏弱

在二季度科技股结构性行情带动下，1H26 上市险企总投资收益率整体处于较高水平，约为 6.6%（年化），主要受 FVTPL 股票较好投资表现推动。相比之下，综合投资收益率受到 OCI 端拖累，上半年红利资产表现相对偏弱，OCI 权益资产贡献约-1.2%的资本利得收益率，使综合投资收益率处于 5.4%水平。分公司看，交易型二级权益配置比例较高的公司，在 1H26 权益市场结构性行情较强的背景下，更容易通过 FVTPL 股票获取资本利得，从而实现更高的总投资收益率。

总/综合收益率表现分化

净投资收益之外计入利润表的资本利得，包括金融资产公允价值波动和长期股权投资收益构成了总投资收益（TIY），影响会计净利润；总投资收益之外计入其他综合收益（OCI）的权益资本利得（权益资产公允价值波动以及少量长股投收益）构成了综合投资收益（CIY），是衡量险资投资表现的最全面指标。总/综合投资收益率围绕净投资收益率波动，且综合投资收益率的波动比总投资收益率更大。

这里需要注意的是 OCI 中债权资产的资本利得不应计入投资收益，因为这部分资产是用来匹配负债波动的，其公允价值波动不代表经济意义上的投资收益。举一个例子，当利率上升时，FVOCI 债券净值应和负债同时下跌，这时公允价值同步下跌是“资产负债匹配做得好”的表现，而不应被视作是“投资收益不佳”，反而这时任何试图收窄公允价值损失的做法都是在损害资产负债匹配。目前大部分公司在计算综合投资收益的时候没有包括 FVOCI 债权资产的资本利得，《办法》中也明确指出综合投资收益应扣除 FVOCI 债权资产的公允价值变动。

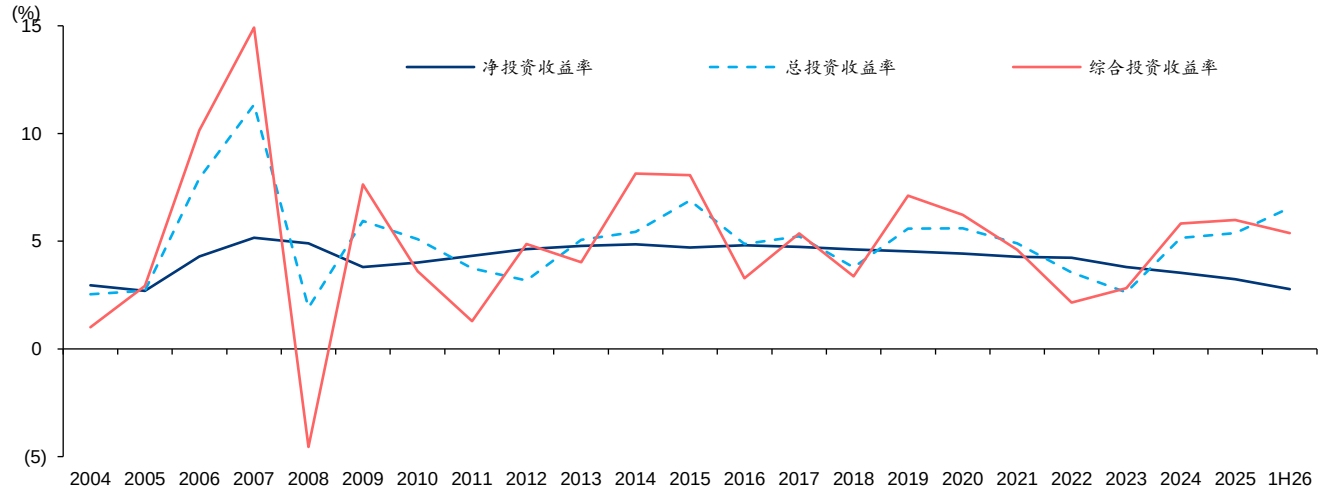
总投资收益率表现强劲。2026 年上半年（尤其是二季度）科技股表现强劲，上市保险公司的平均总投资收益率达 6.6%（年化），较 1H25 大幅增长 240bps。从市场表现看，1H26 沪深 300 指数和恒生指数分别上涨 7.55%/下跌 10.73%（见下图），虽然港股有所波动，但是险资权益投资以 A 股为主，并且影响利润的 FVTPL 股票以成长股为主，上半年科创 50 上涨 64.25%，A 股（尤其科技股）上半年的结构性行情推高了总投资收益率表现。

此外，债券资本利得亦有增厚。对于利率走势，2026 年上半年十年期国债利率从年初的 1.84%下降至年中的 1.73%，下降近 11bps，增厚了债券资本利得收益。保险公司虽然将大部分债券计入 FVOCI（公允价值变动不应视作投资收益），但仍有部分配置于 FVTPL 科目。该部分债券以获取资本利得为主要投资目的，其价格波动将直接影响当期投资表现。我们认为股市表现强劲是上半年总投资收益率维持高位的主要原因，债券资本利得亦有增厚。

综合投资收益率受 OCI 权益偏弱影响。综合投资收益和总投资收益之间的差距主要来自于 FVOCI 权益资产，2026 年上半年红利股整体下跌，A 股红利指数（000015.SH）/港股红利指数（987016.SZ）的收益率均为负且弱于去年同期（见下图），对综合投资收益率产生影响。1H26 上市保险公司的 OCI 权益的平均投资收益率为-120bps（1H25 90bps）。虽然表现较弱，但是考虑到总投资收益率同比高增，1H26 综合投资收益率仍同比增加 28bps 至 5.4%。

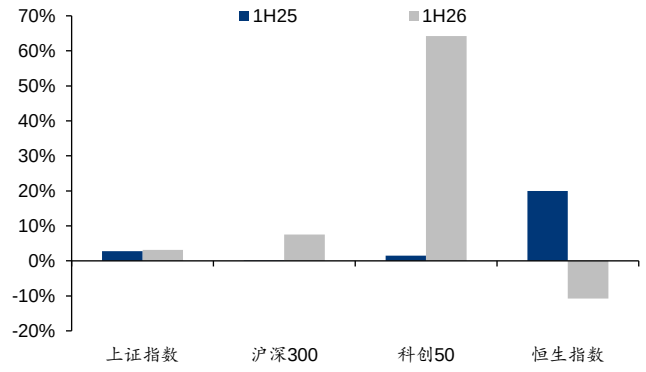
下载日志已记录，仅供内部参考

图表23：1H26 总/综合投资收益率表现分化



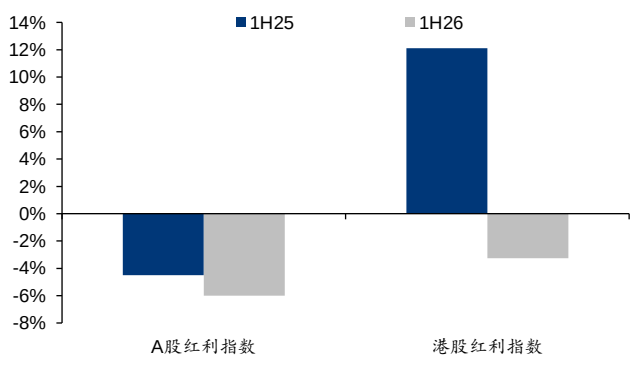
注 1：上市保险公司包括中国平安（2004-1H26）、中国人寿（2004-1H26）、中国太保（2007-1H26）、新华保险（2009-1H26）、中国人保（2012-1H26）、中国太平（2011-1H26）、阳光保险（2020-1H26）；
注 2：净投资收益=利息+股息+租金-卖出回购利息；总投资收益=净投资收益+长期股权投资收益+已变现资本收益+FVTPL 资产的公允价值变动-以及预期信用损失（或者减值损失）；综合投资收益=总投资收益+FVOCI 权益资产公允价值变动+长期股权投资的其他综合收益；投资收益率使用华泰口径数据，指年化值；
资料来源：公司公告，华泰研究估算

图表24：上半年股市表现对比（1H26 vs 1H25）



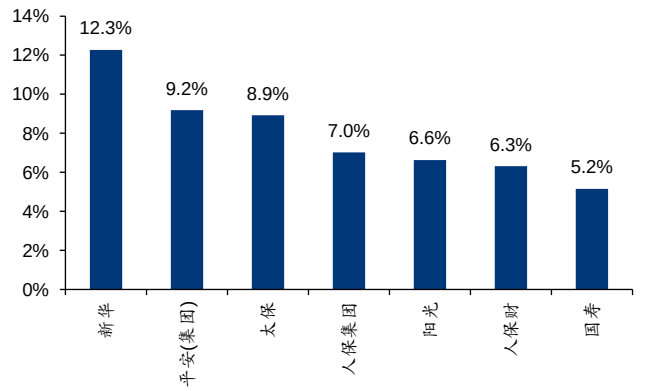
资料来源：Choice，华泰研究

图表25：上半年红利股表现对比（1H26 vs 1H25）



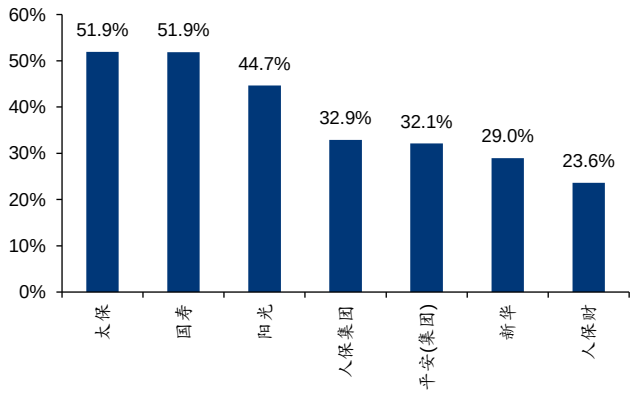
资料来源：Choice，华泰研究

图表26：上市保险公司交易类债券配置比例（1H26）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表27：上市保险公司 FVOCI 债券配置比例（1H26）



资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

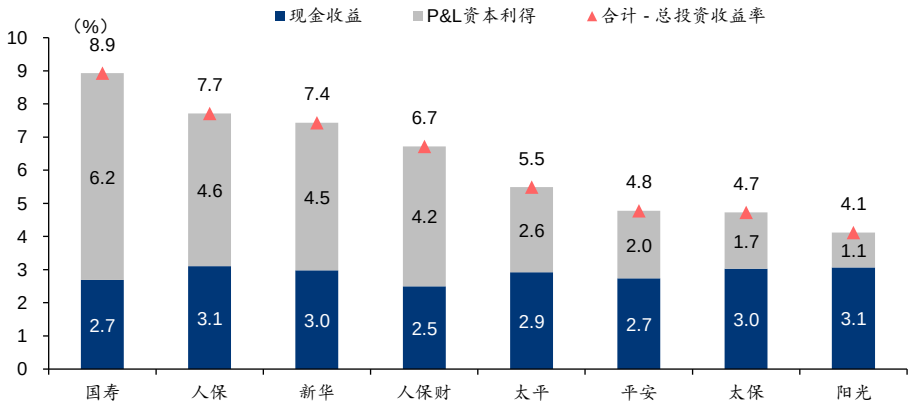
各公司总/综合收益率表现不同

上市险企投资收益结构差异较大：

- 从现金收益看，1H26 各公司净投资收益率存在一定分化，低者约 2.5%，高者约 3.1%，整体存在一定差距；其中净投资收益率较高的公司，通常也有更高的股息收入贡献。
- 从总投资收益率看，计入利润表的资本利得贡献差异更为明显，高者达到 6.2%（中国人寿），低者仅为 1.1%（阳光保险），与各家公司不同的权益仓位和投资风格相对应。中国人寿交易性股票和基金仓位均较高，叠加上半年权益市场表现较好，在科技成长行情中受益更为明显。现金收益率与 P&L 资本利得收益率合计构成总投资收益率，1H26 中国人寿总投资收益率最高，简单年化后达到 8.9%。
- 从综合投资收益率看，OCI 端普遍形成拖累。上半年红利板块表现相对偏弱，各家公司 FVOCI 权益资产的资本利得收益率普遍为负，但由于 FVOCI 股票配置比例和持仓结构不同，负贡献幅度存在一定差异。整体来看，综合投资收益率仍主要由总投资收益率决定，中国人寿凭借较高的 P&L 资本利得贡献，1H26 综合投资收益率仍居行业首位。

需要强调的是，本文将上半年投资收益率简单乘 2 进行年化，主要用于公司间横向比较，并不代表全年实际可实现水平；若下半年权益市场表现弱于上半年，全年收益率可能低于这一简单年化结果。同时，各家公司官方披露的投资收益率在年化处理上也存在差异，因此不能与本文华泰口径直接比较。以中国人寿为例，公司仅对固定到期类资产利息收入、投资性房地产租金收入等经常性收益进行年化，而价差收入、公允价值变动损益等资本利得项目不作年化；阳光保险亦采用了类似的处理方式。

图表28：上市保险公司总投资收益率（年化）结构比较（1H26）

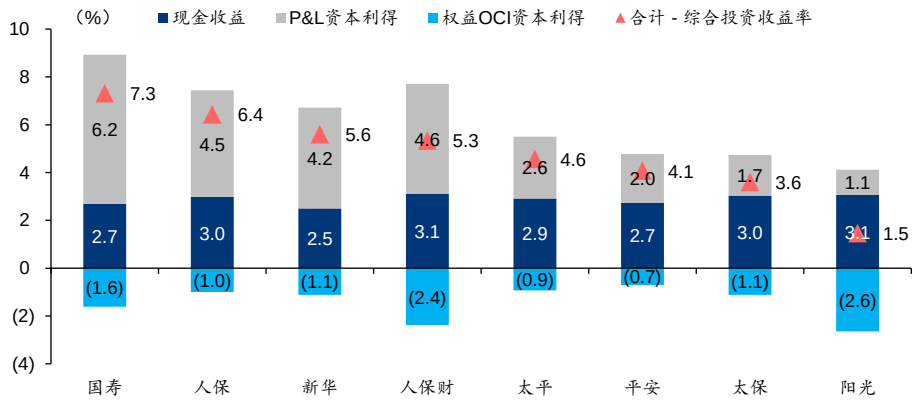


注：投资收益率使用华泰口径数据；现金收益率+P&L 资本利得收益率=总投资收益率；我们首先计算上半年投资收益率，后简单乘 2 进行年化

资料来源：公司公告，华泰研究估算

下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：上市保险公司综合投资收益率（年化）结构比较（1H26）



注：投资收益率使用华泰口径数据；现金收益率+P&L 资本利得收益率=总投资收益率；总投资收益率+权益 OCI 资本利得收益率=综合投资收益率；我们首先计算上半年投资收益率，后简单乘 2 进行年化，与各公司年化方式可能不同
资料来源：公司公告，华泰研究估算

资产负债新规对综合投资收益覆盖提出要求

除了净投资收益覆盖率外，《办法》还要求人身险公司过去五年综合投资收益覆盖率>100%。综合投资收益覆盖率计算公式如下：

综合投资收益覆盖率=（A1+A2+A3+A4+A5）/（L1+L2+L3+L4+L5）

A1—A5：过去第一年至第五年综合投资收益

L1—L5：过去第一年至第五年负债资金成本

《办法》中综合投资收益的计算公式，明确剔除了 FVOCI 债务工具的公允价值变动，与我们的计算方法一致。综合投资收益包含了现金收益和资本利得收益，要高于包含了保证成本和分红险/万能险的浮动成本的资金成本。过去两年，在资本市场向好的背景下，险资综合投资收益表现强劲，长期看资本市场持续向好对险资总体收益至关重要。

下载日志已记录，仅供内部参考

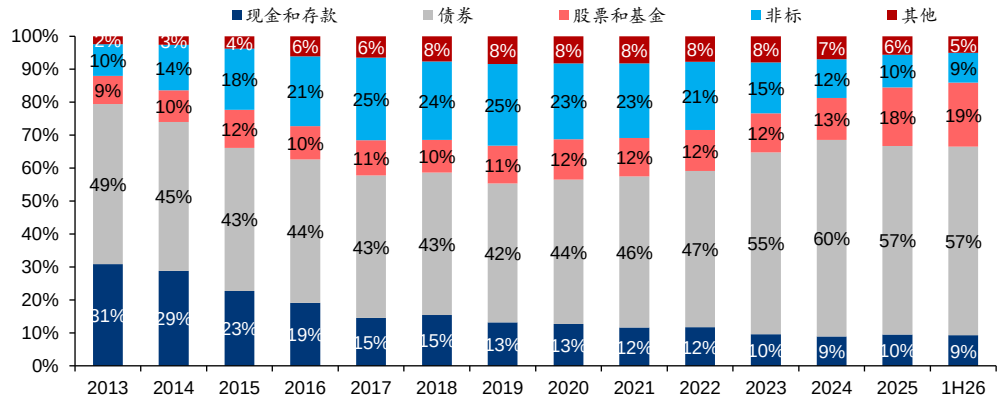
低利率下债券仓位基本持平，资产负债错配压力小

1H26 上市险企债券配置比例较年初基本持平，维持在约 57%的较高水平。多数公司政府债仓位变化亦不大，但增减方向有所分化，反映出不同负债特征、久期缺口及风险偏好下的差异化配置策略。《资产负债管理办法》进一步强化人身险公司的资产负债久期匹配约束，将利率风险对冲率纳入监管指标体系，该指标为久期的变体，有望强化险企对长期债券等长久期资产的配置需求。但考虑到大型上市险企目前久期匹配整体较好，政策带来的短期新增配置压力或相对有限，更多体现为对长期配置纪律的强化。

1H26 债券配比基本持平

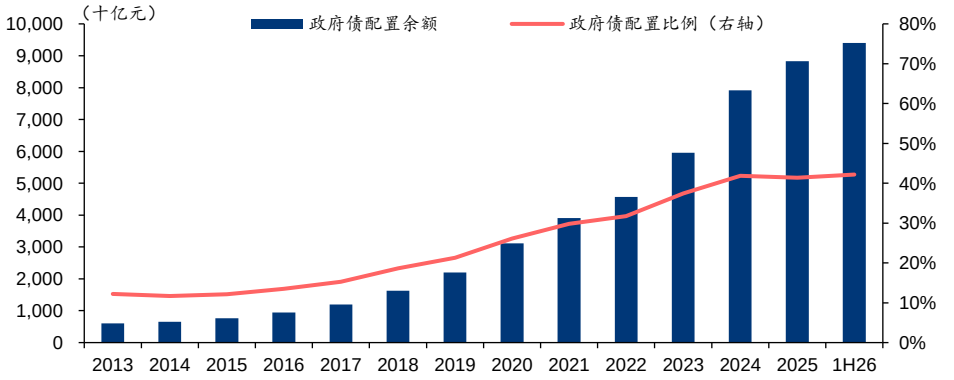
1H26 上市险企债券配置比例较年初基本持平，整体维持在约 57%的较高水平。在利率处于低位、且上半年整体呈下行趋势的背景下，险资债券配置更强调择时与结构优化：一方面，出于资产负债久期匹配需要，长期利率债仍是核心配置方向；另一方面，在绝对收益率偏低的环境下，配置节奏更加灵活，更倾向于把握利率阶段性高点加大配置。具体来看，政府债在债券中的配置比例 1H26 约为 42%，近两年基本保持稳定。我们认为，这一方面说明险企仍然存在长期利率债的配置需求，另一方面也反映出当前仓位或已处于相对合意水平，进一步大幅拉长久期的动力有限。整体上，险资正在利率低位环境下，更加注重久期匹配、收益水平与配置时点之间的动态平衡。

图表30：上市保险公司资产配置演变



注 1：非标包括非标权益和债务资产；其他包含优先股、永续债、长期股权投资和投资性房地产；
注 2：包括中国平安、中国人寿、中国太保、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险；
注 3：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点鸿鹄基金；
资料来源：公司公告，华泰研究

图表31：上市保险公司政府债平均配置比例变化



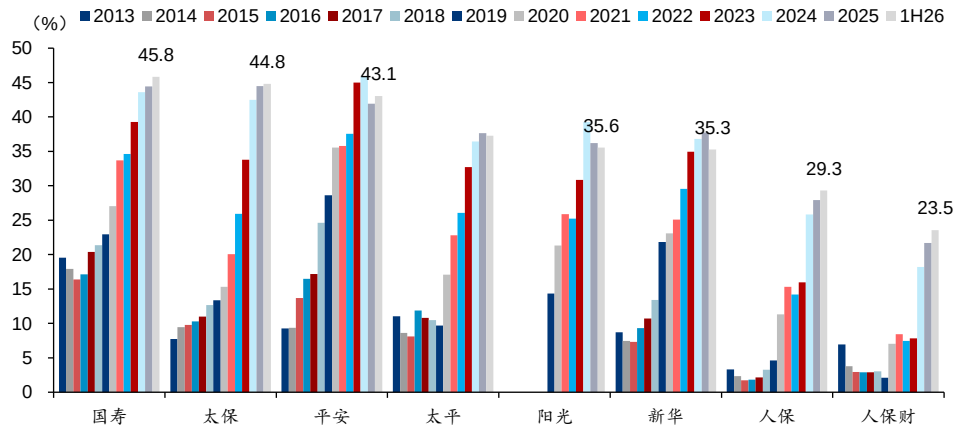
注 1：包括中国平安、中国人寿、中国太保、中国人保、新华保险、阳光保险
注 2：中国平安未披露险资的政府债数据，我们假设险资中政府债占债券总额的比例和集团整体比例一致
资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

各家配置策略不同

各公司政府债配置策略分化。1H26 末，多数上市险企政府债仓位较 2025 年末未出现大幅变化，整体配置节奏较为平稳，但增减方向并不一致。考虑到上市险企整体资产负债匹配水平较好、久期缺口相对可控，因此政府债配置节奏更具灵活性。过去几年，各家公司已通过持续增配政府债等配置型债券拉长资产久期、收窄久期缺口，目前多数公司的久期匹配或已处于相对合意水平，并不急于在低利率环境下继续大幅增配长债。具体来看，新华保险政府债配置比例较年初下降约 2.5pcts，可能与为权益资产腾挪配置空间有关；中国人寿和中国人保则分别提升约 1.4pcts，仍保持一定的长久期资产配置力度。

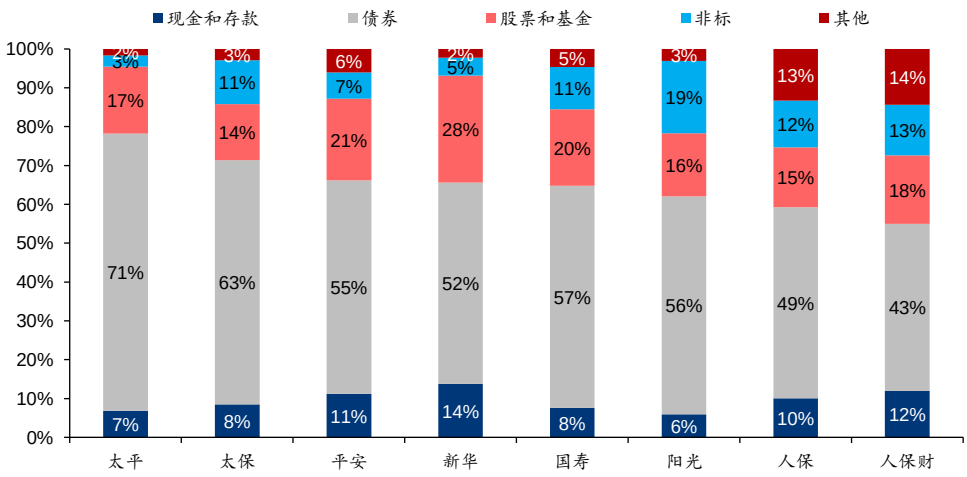
图表32：上市保险公司政府债配置比例比较



注 1：中国太平自 2023 年开始不披露政府债券配置情况，我们假设其政府债券占债券总体比例之后逐年上升，每年大约提升 2pcts
注 2：中国平安未披露险资的政府债数据，我们假设险资中政府债占债券总额的比例和集团整体比例一致
资料来源：公司公告，华泰研究

各公司资产配置结构差异明显，反映出负债特征及风险偏好的不同。中国财险作为典型财险公司，负债久期较短、流动性要求更高，因此资产配置更强调灵活性，债券配置比例在主要上市险企中最低。寿险公司中，中国太平债券配置比例最高，达到 71%，体现出对收益确定性和资产负债久期匹配的重视；中国太保债券配置比例亦处于较高水平，同时二级权益配置仅约 14%，整体风格相对稳健。相比之下，新华保险债券占比仅 52%，明显低于多数寿险同业，而股票和基金配置比例高达 28%，为行业最高，权益配置风格更具进取性，对资本市场波动也更为敏感。中国人寿和中国平安同样保持较高的二级权益仓位，债券配置比例则处于中等水平。

图表33：各公司大类资产配置比例比较（1H26）

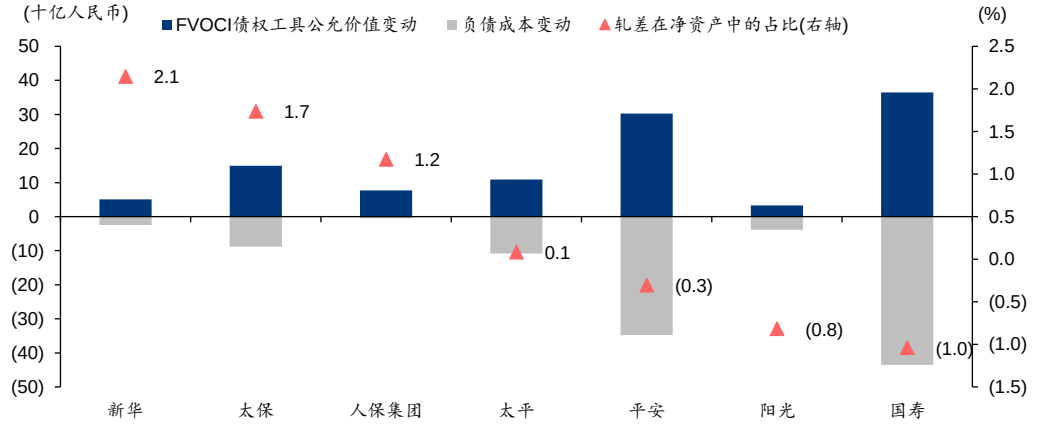


注 1：非标包括非标股和非标债；其他包含优先股、永续债、长期股权投资和投资性房地产
注 2：国寿和新华的 FVOCI 股票中包括长期股票投资试点鸿鹄基金
资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

各公司资产负债匹配整体较好。从 1H26 数据看，多数上市险企资产端与负债端的波动实现了较好的对冲，净资产受利率变动影响整体可控。其中，中国太保继续体现出较强的资产负债匹配能力，资产端 FVOCI 债权公允价值变动与负债成本变动基本对冲。中国人保由于财险业务占比较高，而财险负债久期较短、负债成本较低，本身面临的长期利率错配风险相对有限。新华保险的资产负债匹配状况亦呈改善迹象。一方面，公司持续降低以摊余成本计量债券的占比，1H26 末其占总资产比例已降至约 10%，更多资产转向公允价值计量后，有助于增强资产端对利率变化的敏感度；另一方面，保险负债折现率存在一定平滑机制，在上半年利率下行环境下，负债端估值调整相对滞后。整体来看，随着资产端久期和会计分类持续调整，行业整体的资产负债匹配正在逐步改善。

图表34：资产负债匹配程度对比（1H26）



资料来源：公司公告，华泰研究

《资产负债管理办法》明确久期要求

《资产负债管理办法》明确人身险资产负债久期匹配要求，有望推动长期债券配置。对于人身险公司，《办法》将久期匹配纳入监管指标体系，设置利率风险对冲率，其最低监管标准在 50%至 150%之间。该比率是有效久期指标的变体，把缺口指标（资产久期-负债久期）变成了比率指标（资产久期/负债久期）。

利率风险对冲率=现金流流入利率敏感度÷现金流流出利率敏感度

利率风险对冲率用于衡量利率曲线上下小幅变动的情况下，公司现金流流入价值变动幅度对现金流流出价值变动幅度的对冲情况，反映公司整体利率风险敞口。相较于征求意见稿中的有效久期缺口在[-5 年,5 年]之间的绝对值要求，利率风险对冲率在[50%,150%]的比率要求对于长负债久期的公司略有放松，对于短负债久期的公司略有收紧，也能够更好地在不同负债久期的公司之间做横向比较。对于低于监管要求的公司，要求现金流入利率敏感度不低于 5%（相当于有效久期不低于 5 年）。考虑到行业里普遍存在资产久期短于负债久期的情况，我们认为《办法》将推动保险公司投资更多长期债券资产。

监管指标与监测指标相结合，进一步强化久期错配风险管理。利率风险对冲率属于监管指标，在此基础上，《办法》还设置监测指标体系作为补充。人身险公司的监测指标包括有效久期缺口等八项指标，用于持续识别和预警资产负债错配风险。整体来看，《办法》不仅明确了久期匹配的量化监管底线，也通过监测指标对久期缺口等风险进行持续跟踪，推动保险公司资产负债管理由原则性要求进一步转向可量化、可监测的精细化管理。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

NBV 增长和利润大幅恶化：寿险销售可能受经济恢复不及预期影响，出现新单保费负增长。产品利润率可能会结构变化影响继续下降，可能与新单保费负增长一同导致 NBV 大幅下降。

产险 COR 大幅恶化：激烈的车险市场竞争可能导致车险承保利润率下降，下半年频发的自然灾害或导致车险和非车险的赔付增加。

投资大幅亏损：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：投资收益率定义——基于可比原则的调整

上市公司的投资收益指标计算各不相同，比如净投资收益，有的公司包括了长期股权投资收益，有的则不包括。我们对投资收益率的计算做了统一调整，尽可能使得各家公司的数据可比。我们所作的调整包括：

1. **净投资收益=利息 + 股息 + 租金 - 卖出回购利息**
   净投资收益不包含长期股权投资收益。这里我们定义净投资收益为可重复发生的现金收益，长期股权投资的现金收益包含在内，但是现金之外的长期股权投资收益不包含在内。卖出回购是对原有投资加少许杠杆的做法，其成本自然应该被扣除在外。
2. **总投资收益 = 净投资收益 + 长期股权投资收益（不含现金收益） + 已变现资本收益 + FVTPL 资产的公允价值变动 - 预期信用损失（或者减值损失）**
   总投资收益率是净投资收益率加上长期股权投资收益以及交易行为带来的投资收益，包括已变现和未变现的金融资产公允价值变动。不管是否变现，其中的主要部分是 FVTPL 权益资产带来的，此外也包括一部分债券的已变现和未变现损益。
3. **综合投资收益 = 总投资收益 + FVOCI 权益资产公允价值变动 + 应占联营企业和合营企业其他综合收益**
   我们定义的综合投资收益不包括 FVOCI 债务资产的公允价值变动。我们认为 FVOCI 债务资产主要用于匹配保险合同准备金，其目的是在利率波动时，资产和负债能够同涨同跌，尽量相互对冲，减少对净资产的影响。FVOCI 债务资产的公允价值变动与其说是投资收益（损失），不如说是对负债波动的匹配和对冲，因此我们没有将其计入综合投资收益。但要指出，2022 年以前仍然使用旧会计准则，综合投资收益包含了可供出售（AFS）的股票和债券的公允价值变动，其中大部分应该来自于股票公允价值变动。
4. **计算投资收益率时，总投资（分母）的计算扣除了 FVOCI 债务工具的累计公允价值变动和卖出回购金额。**FVOCI 债务资产的目的在于对冲负债波动，其公允价值波动造成总资产虚增虚减，因此应被扣除。卖出回购目的是对保险资产加杠杆，因此不应被包含在总投资当中。

图表35：上市保险公司报告口径投资收益率差异

		华泰口径	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人保	新华保险	中国太平	阳光保险
净投资收益率	利息	√	√	√	√	√	√	√	√
	股息	√	√	√	√	√	√	√	√
	租金	√	√	√	√			√	√
	长期股权投资收益		√	√		√	√	√	√
	扣除项：卖出回购利息	√	√	√	√	√	√	√	√
总投资收益率-净投资收益率	公允价值变动损益	√	√	√	√	√	√	√	√
	买卖价差损益	√	√	√	√	√	√	√	√
	减值损失	√	√	√	√	√	√	√	√
	长期股权投资收益	√			√				
综合投资收益率-总投资收益率	OCI权益资产公允价值变动	√	√	√	√	√	√	√	√
	OCI债权资产公允价值变动		未披露			未披露	√	√	
	长期股权投资的其他综合收益	√	未披露	未披露	未披露	未披露	√	未披露	√

资料来源：华泰研究预测

此外，各保险公司在计算投资收益率时使用的分母（平均投资资产）也不同，各公司使用的方法如下。我们在计算可比口径投资收益率时，统一调整为期初期末总投资资产（扣除卖出回购金融资产、FVOCI 债务工具的累计公允价值变动后）的平均值。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表36：上市保险公司报告口径投资收益率中分母计算方法

	分母平均投资资产计算方法
中国人寿	在计算投资收益率时，分母平均投资资产不含其他债权投资的公允价值变动额，以反映公司资产负债管理的战略意图
中国平安	作为分母的平均投资资产，参照Modified Dietz方法的原则计算。计算投资收益率时剔除支持寿险及健康险业务的以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债权投资的公允价值变动额
中国太保	净/总投资收益率、综合投资收益率的计算中，作为分母的平均投资资产参考Modified Dietz方法的原则计算且未考虑以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债权类投资的公允价值变动额
中国人保	期初及期末平均总投资资产－期初及期末平均卖出回购金融资产款－期初及期末平均其他债权投资公允价值变动额
中国财险	期初及期末平均总投资资产－期初及期末平均卖出回购金融资产款
新华保险	月均投资资产－月均卖出回购金融资产款－月均应收利息
中国太平	作为分母的平均投资资产，计算总投资收益率时包含买入返售和卖出回购证券的影响
阳光保险	作为分母的平均投资资产参考Modified Dietz方法的原则计算且未考虑阳光人寿的以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具的公允价值变动额，并扣除卖出回购证券

资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，李健、于明汇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健、于明汇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司