下载日志已记录，仅供内部参考

非银金融

利差倒逼下的再平衡：2026 中报背后的险资配置新叙事

增持（维持）

2026 年 8 月末，A 股主要上市险企半年报披露完毕。上半年长端利率在低位窄幅震荡、权益市场风格极致分化，险资配置出现新的边际变化：债券占比在 50%附近见顶企稳，权益边际配置由单一银行向公用事业、钢铁等板块适度扩散，操作上呈现逆周期特征，并加速向 OCI 账户迁移。

低利率延续，利差损约束持续强化。2013 年 11 月以来，10 年期国债到期收益率自 4.72%的高点下行至 2026 年 8 月末的 1.69%，累计下行约 300bp。根据我们测算，10 年期国债再投资面临的利差损均值约 121bp，30 年期约 135bp；即使拉长久期以 30 年期替换 10 年期，均值仍达 78bp。2026 年上半年净投资收益率进一步走低，行业尚未实质性出现利差损，但风险持续累积，监管对保险资产负债管理亦由“评估导向”转向“硬约束”。

资金运用：规模稳步扩张，配置重心转向权益。截至 2026 年 6 月末，保险公司资金运用余额达 40.8 万亿元，较年初增长 6.1%，配置结构呈清晰的两个阶段：2022-2024 年为债券配置上行期；2025 年以来债券占比在 50%附近企稳，权益占比提升，股基合计占比由 12.8%升至 16.2%。

权益资产：OCI 账户持续扩容，逆周期特征显现。上半年 OCI 股票规模大幅扩张，国寿/平安/太平/人保/新华分别较年初增加 1603 亿元（+69%）、925 亿元（+17%）、371 亿元（+57%）、134 亿元（+19%）、133 亿元（+34%）。截至 2026 年 6 月末，上市险企 OCI 股票占股票比例达 46.1%。险资重仓流通股仍以银行为主，边际向公用事业、钢铁、交运等板块扩散。

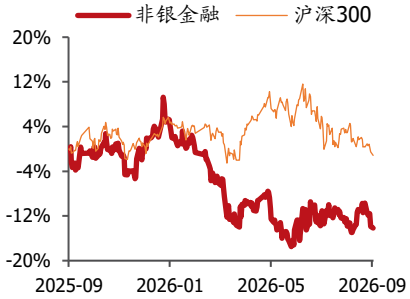
固收资产：压舱石地位稳固，配置向 OCI 账户集中。上半年上市险企债券配置较行业平均明显超配，反映出大型险企更稳健的投资风格和更强的资产负债管理能力，其中太平 73.7%居首，国寿/平安/太保/新华/人保/阳光分别为 57.1%/55.0%/61.4%/51.3%/49.1%/53.8%。边际上，政府债增势放缓，以长久期利率债为底仓、向信用增厚，FVOCI 债券仍是配置主力、AC 类普遍压降。存款资产未现行业性加仓，更多是公司层面再平衡。

投资收益：股强债弱，净投资收益率承压。2026 年上半年净投资收益率延续 2025 年下行趋势，半年末年化口径下，国寿/平安/太保/人保分别由 2.48%/1.80%/1.70%/1.90%降至 1.85%/1.40%/1.50%/1.70%；年化口径下新华/太平/阳光分别为 2.60%/2.85%/3.10%。受权益市场回暖带动，总投资收益率多数改善；债市公允价值回调则拖累综合投资收益。

投资建议：2026 年上半年 A 股上市险企实现归母净利润 3174 亿元，同比+78.1%，权益回暖与负债端 NBV 改善共同支撑业绩高增；高基数下 Q3 业绩或有所回落（25Q3 单季度归母净利润 2478 亿，Q4 单季度转负），中期负债端转型成效兑现，年度视角下业绩向上趋势不变。截至 9 月 11 日，上市险企 PEV 仅 0.63 倍，处十年来 24.7%历史低位，配置性价比突出。
建议关注：中国人寿、中国平安。

风险提示：1）若权益市场出现超预期波动，或导致当期公允价值变动损益大幅承压，拖累总投资收益率与净利润；2）监管新规推进与执行节奏不及预期，或相关支持政策力度弱于市场此前一致预期；3）寿险需求疲弱导致新单、NBV 增速不及预期；4）负债成本刚性下，长端利率超预期下行带来的利差损风险。

行业走势



作者

分析师 王维逸
执业证书编号：S0680525120001
邮箱：wangweiyi@gszq.com
研究助理 王义德
执业证书编号：S0680126030003
邮箱：wangyide@gszq.com

相关研究

1、《非银金融：行业周报|“十五五”金融政策释放积极信号，中长期资金入市方向明确》 2026-09-13
2、《非银金融：行业周报|财政部 700 亿超预期注资险企，偿付能力压力有效缓解》 2026-09-07
3、《非银金融：行业周报|非银板块 26H1 业绩出炉，投资收益驱动业绩大增》 2026-08-31

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、当前保险资金面临的环境 3
1.1 国债收益率走势复盘 3
1.2 行业利差损风险凸显 4
1.2.1 再投资压力 4
1.2.2 刚性负债成本 5
1.3 监管举措 5
二、保险资金运用规模与配置结构的变化 6
2.1 资金运用规模的增长与驱动 6
2.2 配置结构的变化 7
2.3 权益配置的边际变化 8
三、上市险企中报回顾 10
3.1 大类资产配置 10
3.2 权益资产 11
3.2.1 权益资产结构 11
3.2.2 权益结构变动 12
3.3 固收资产 13
3.3.1 债券 13
3.3.2 存款 14
3.4 投资收益表现 15
四、投资建议 16
五、风险提示 16

图表目录

图表 1：国债到期收益率走势（单位：%） 4
图表 2：国债到期收益率及再投资利差走势（单位：%） 4
图表 3：上市险企平均净投资收益率与预定利率上限（单位：%） 5
图表 4：保险公司资金运用余额（单位：万亿元） 7
图表 5：保险公司资金运用结构 7
图表 6：人身险公司资金运用结构 8
图表 7：财产险公司资金运用结构 8
图表 8：2024 年以来险资重仓流通股数量情况（单位：亿股） 8
图表 9：上市险企重仓股持仓及占比（单位：亿元） 9
图表 10：保险公司重仓股行业结构 10
图表 11：保险公司重仓股行业结构变化及涨跌幅 10
图表 12：上市险企 2026 年上半年大类资产配置情况（单位：亿元） 11
图表 13：上市险企 2026 年上半年二级市场权益结构（单位：亿元） 12
图表 14：上市险企 2026 年上半年 OCI 股票规模及变动（单位：亿元） 13
图表 15：上市险企 2026 年上半年 TPL 股票规模及变动（单位：亿元） 13
图表 16：2026 年上半年各指数涨跌幅 13
图表 17：上市险企各类型债券规模及增速（单位：亿元） 14
图表 18：上市险企各类型债券结构 14
图表 19：上市险企不同会计分类下债券规模及增速（单位：亿元） 14
图表 20：上市险企不同会计分类下债券结构 14
图表 21：上市险企存款规模及占比（单位：亿元） 15
图表 22：上市险企净投资收益率 15
图表 23：上市险企总投资收益率 16
图表 24：上市险企综合投资收益率 16

下载日志已记录，仅供内部参考

一、当前保险资金面临的环境

保险资金的独特性根植于其负债驱动属性。一方面，负债端保单久期长、预定利率刚性、保费现金流稳定，决定了资金天然的长期性、规模性与确定性，资产配置须以资产负债匹配为纲；另一方面，资产端在偿付能力监管约束下，须以长久期固收资产打底、锁定稳定利差，同时配置权益与另类资产增厚穿越周期的超额收益，实现安全性与收益性的动态平衡。两相结合，保险资金得以兼具长期、稳定属性，成为资本市场最具代表性的长期资金、耐心资本。

保险资金运用环境正经历系统性重塑。宏观层面，国内利率中枢持续下移且绝对水平处于历史低位，优质非标资产量价齐跌，再投资收益率与存量负债刚性成本之间的缺口持续走阔，“利差损”由尾部风险上升为核心经营约束；监管层面，整体呈现"疏堵并举"的双轨格局：一方面，以《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》上调权益资产配置比例上限，最高达 50%；要求大型国有险企每年新增保费 30%投向 A 股并建立三年以上长周期考核；同时通过债券"南向通"、QDII 额度扩容及黄金、REITs 等工具拓宽资产配置边界。另一方面，新会计准则全面实施，市值计价资产占比提升，投资收益波动性加大，《保险公司资产负债管理办法》落地，对资负联动由原则性要求转为定量监管，强化资产端约束。环境变量叠加，正推动行业从规模竞争转向价值驱动。

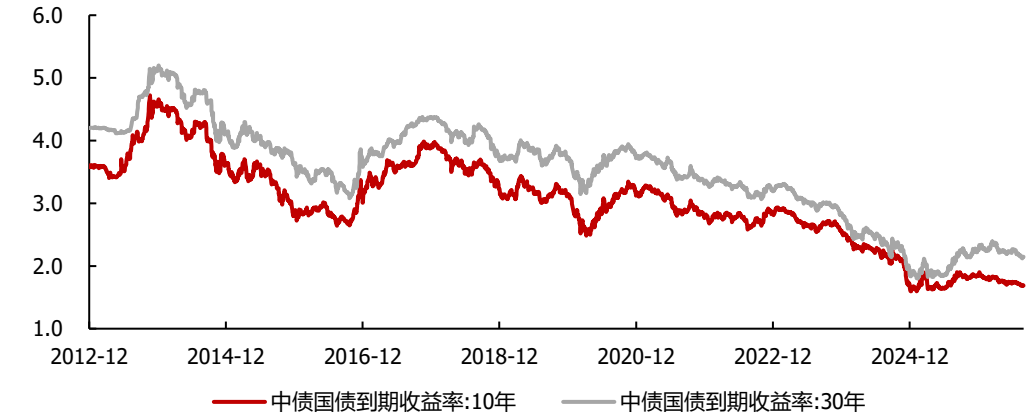
1.1 国债收益率走势复盘

利率中枢台阶式下降：每次反弹的高度，都是下一轮下行周期的天花板。2013 年 11 月 10 年期国债到期收益率高点达 4.72%，此后进入长达近 12 年的下行周期，截至 2026 年 8 月末，已下行至 1.69%，区间累计下行约 300bp。利率走势整体呈现"下行-反弹-再下台阶"且牛长熊短的交替形态：

- 2013 年末至 2016 年 8 月，利率单边下行，自 4.72%降至 2.64%；随后反弹，2017 年 11 月盘中破 4.0%，反弹约 136bp。
- 2018 年起利率再度下行，2020 年 4 月触及 2.48%低点，较上轮低点仅下移 16bp，下行空间有所收窄；此后约半年内反弹至 3.35%，幅度约 87bp，反弹周期与力度均较上轮回落。
- 2021 年利率转入缓慢下行，2024 年下行提速，9 月盘中触及 2.0%的历史新低，年末收于 1.68%，全年下行约 88bp；2025 年在低位区间出现两波小幅反弹，2026 年以来再度震荡下行，截至 8 月 31 日收于 1.69%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：国债到期收益率走势（单位：%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

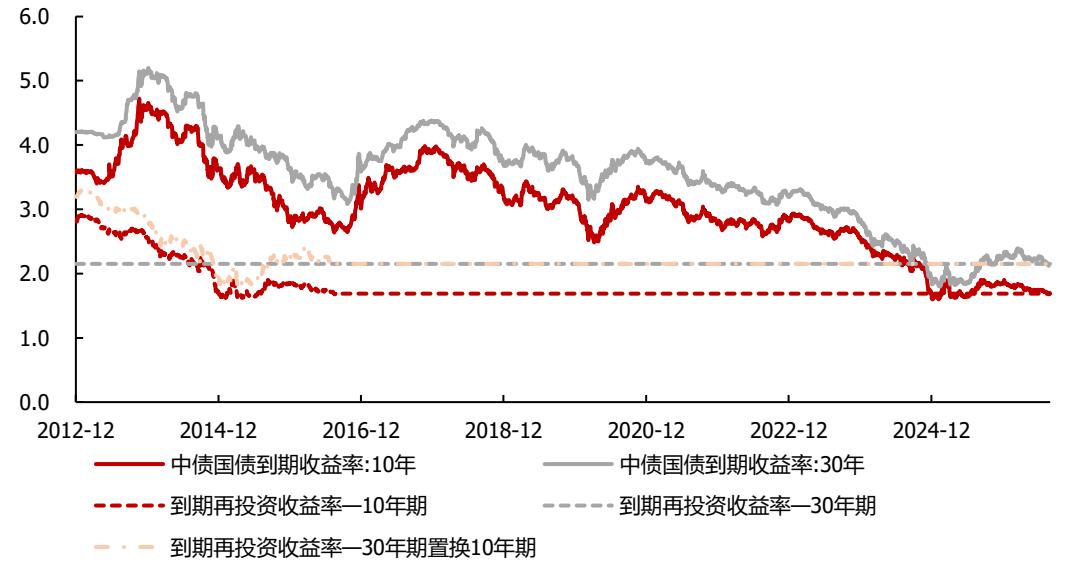
1.2 行业利差损风险凸显

1.2.1 再投资压力

对保险行业而言，低利率环境的不利影响不仅在于"低"，更在于"持续"。利率下行初期，存量资产的高票息构成缓冲垫，但当利率下行周期拉长，高息资产逐年到期、再投资收益率逐级走低，组合收益率便会呈现"阶梯式"下行，这是保险资金区别于其他机构投资者的特点：负债成本锁定数十年，资产收益率却在每个再投资日点被市场重新定价。

根据我们测算，2013 年以来，10 年期国债再投资面临的利差损均值为 121bp，30 年期国债再投资面临的利差损均值为 135bp，即使考虑拉长久期，用 30 年期国债替换 10 年期国债，再投资面临的利差损均值仍高达 78bp。

图表2：国债到期收益率及再投资利差走势（单位：%）



注：测算假设未来利率水平保持在 2026 年 8 月末的水平
资料来源：wind，国盛证券研究所

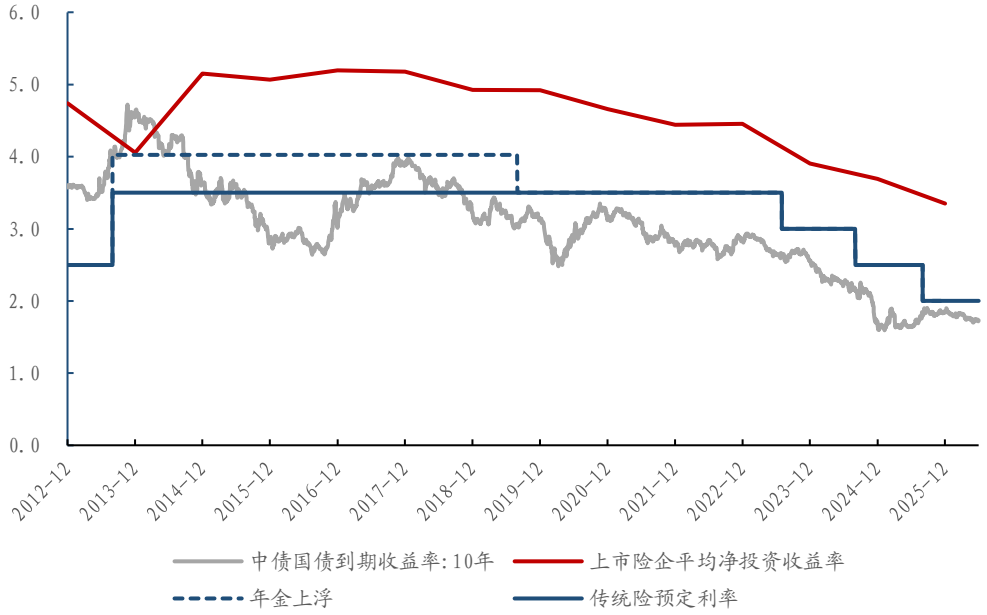
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.2 刚性负债成本

从负债保证成本的利差视角看。1）新业务能实现较好的成本收益匹配。预定利率与 10 年期国债收益率偏离不大，且低于净投资收益率。2）考虑负债超长久期以及预定利率刚性，叠加利率下行周期，固收资产面临再投资压力，整体面临利差损风险。

行业净投资收益率与 10 年期国债收益率走势高度趋同，随利率中枢下移近乎单边下行，而负债端预定利率存在明显刚性。2025 年上市险企净投资收益率均值降至 3.35%，已无法覆盖 2013 年 9 月至 2023 年 7 月期间销售的传统险产品保证成本（对应 3.5%以及年金 4.025%预定利率），2026 年上半年各上市险企披露的净投资收益率进一步走低。**目前上市险企虽尚未实质性出现利差损，但受长期低利率环境延续、优质非标资产量价齐跌等因素影响，行业利差损风险正逐步凸显。**

图表3：上市险企平均净投资收益率与预定利率上限（单位：%）



资料来源：wind，各公司公告，中国证券报，原保监会，原银保监会，澎湃新闻，国家金融监督管理总局，金融界，国盛证券研究所

1.3 监管举措

近年来，长端利率持续下行，利差损风险抬升，监管沿"压降负债成本-治理浮动收益-强化资产负债匹配"主线层层递进。2024 年 8 月起，传统/分红/万能预定利率上限下调至 2.5%/2.0%/1.5%，并建立与市场利率挂钩的动态调整机制；2025 年，机制细化落地，万能险保证利率可设保证期间、分红水平审慎约束，预定利率上限进一步降至 2.0%/1.75%/1.0%，负债成本压降转向常态化动态调整；2026 年，《保险公司资产负债管理办法》将成本收益匹配评估权重提升至 55%，《保险法》修订将资产负债管理上升为法定义务，防利差损升级为制度化、法治化长效机制。**监管已构建"市场利率—预定利率—负债成本—资产负债匹配"全链条约束。**

阶段一：负债端产品定价改革

- 2024 年 8 月 2 日，国家金融监督管理总局发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，将普通型、分红型保险产品预定利率和万能型保险产品最低保证利率上限分别定位 2.5%、2.0%和 1.5%，并首次建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。

下载日志已记录，仅供内部参考

- 2025 年 1 月 10 日，国家金融监督管理总局在业内下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》，进一步明确预定利率动态调整的具体要求。

阶段二：浮动收益型产品治理

- 2025 年 4 月 25 日，国家金融监督管理总局发布《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》，允许保险公司对万能险最低保证利率设置保证期间，保证期满以后可以合理调整最低保证利率。
- 2025 年 6 月 18 日，国家金融监督管理总局下发《关于分红险分红水平监管意见的函》，明确指出保险公司应审慎确定产品年度分红水平，不得脱离资产负债与实际投资收益随意抬高分红水平，防范因盲目抬高分红而埋下的利差损风险，增强分红险业务稳健性。
- 2025 年 7 月 25 日，中国保险行业协会发布最新一期普通型人身保险产品预定利率研究值，为 1.99%。同日，多家保险公司发布公告，调整新备案保险产品的预定利率最高值，普通型、分红型保险产品预定利率和万能型保险产品最低保证利率上限分别定位 2.0%、1.75%和 1.0%，其中：传统型、万能型保险产品下降 50bp，分红型保险产品下降 25bp。

阶段三：资产负债管理制度化法治化

- 2026 年 8 月 21 日，国家金融监督管理总局发布《保险公司资产负债管理办法》，成本收益匹配评估权重上升至 55%，侧重防范利差损。
- 2026 年 9 月 4 日，国家金融监督管理总局发布《中华人民共和国保险法（修订草案征求意见稿）》，将建立健全资产负债管理体系，确保资产负债在期限结构、成本收益、流动性方面的合理匹配上升为法定义务。

二、保险资金运用规模与配置结构的变化

2.1 资金运用规模的增长与驱动

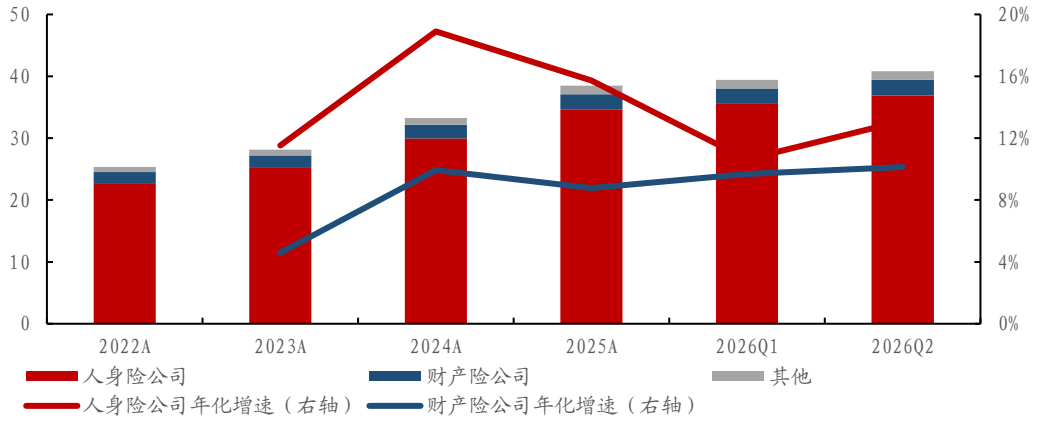
截至 2026 年 6 月末，保险公司资金运用余额达 40.8 万亿元，较年初增长 6.1%，自 2023 年初以来，年化复合增速达 14.6%。其中：人身险、财产险公司资金运用余额分别为 36.9 万亿元、2.5 万亿元，较年初分别增长 6.4%、4.9%，自 2023 年以来年化复合增速分别为 15.0%、8.1%。人身险公司资金运用余额规模及增速都明显高于财产险公司。

资金运用规模的变动主要来源于两方面：一是存量投资资产的公允价值变动；二是保险业务净现金流流入购置的新增资产。其中，存量投资资产在规模上对应负债端存量保单的准备金，其当期变动以公允价值波动为主；新增投资资产对应负债端准备金的净增加，增量部分主要来自新业务保费及存量业务的续期净流入，可近似视为新业务形成的资产配置。

另一方面，随着预定利率进入下降通道，新签发保单的负债成本率明显低于存量业务，新业务的边际负债成本更低。在新增资产的投资收益率不低于新业务负债成本率的前提下，新业务占比的快速提升将摊薄公司整体的平均负债成本率、收窄利差，从而缓解整体利差损风险。利差损的实质性缓解最终取决于资产端收益率的企稳与负债成本的持续压降。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：保险公司资金运用余额（单位：万亿元）



资料来源：国家金融监督管理总局，国盛证券研究所

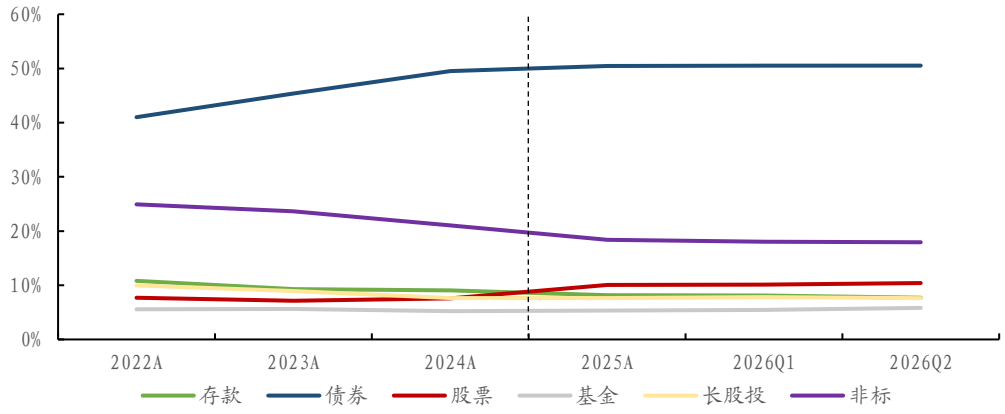
2.2 配置结构的变化

从资产配置与利率走势的联动看，2022 年以来险资大类资产配置呈现清晰的两个阶段。

第一阶段（2022—2024 年）为债券配置上行期。10 年期国债收益率由 2022 年末 2.84%附近趋势性下行至 2024 年末 1.68%左右，利率下行叠加非标到期收缩，险资"压非标、缩存款、加债券"，债券占比由 2022 年的 41.0%升至 2024 年的 49.5%，同期非标占比由 24.9%降至 21.0%、存款由 10.8%降至 9.0%、长期股权投资由 10.0%降至 7.7%，配置全面"固收化"，本质是在利率单边下行周期中抢配长久期债券，锁定票息。

第二阶段（2025 年至今）为债券配置企稳后权益上升期。10 年期国债收益率进入 1.6%—1.9%的低位窄幅震荡，债券占比在 50%附近见顶企稳，单边增配动能消退；配置重心随之转向权益，股票占比由 2024 年的 7.5%跳升至 2025 年的 10.1%、2026Q2 进一步升至 10.4%，基金占比由 5.2%升至 5.8%，股基合计占比由 12.8%升至 16.2%。利率企稳意味着"向债券要票息"的空间收窄，险资转而"向权益要收益"，通过高股息、权益 OCI 账户与长期股权投资增厚组合收益弹性。

图表5：保险公司资金运用结构



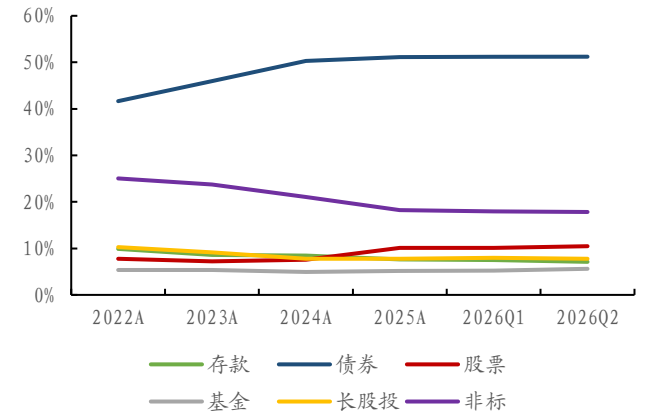
资料来源：国家金融监督管理总局，国盛证券研究所

分公司类型来看，人身险与财产险公司的资产配置结构呈现明显差异。人身险公司负债久期长、资金体量大，债券占比显著高于财产险，利率下行期"固收化"更为激进，非标压降幅度也更大；财产险公司资金期限短、流动性诉求强，存款占比明显偏高，长期股权

下载日志已记录，仅供内部参考

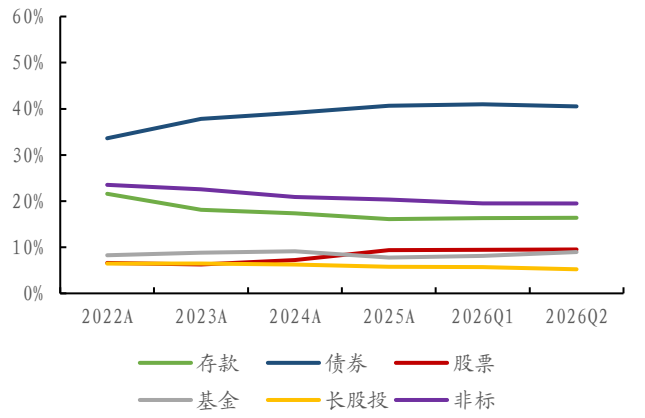
投资占比更低。二者均在 2025 年开始将资产配置重心转向权益，人身险、财产险公司自 2025 年以来，股基占比分别增长 3.6%、2.1%。

图表6：人身险公司资金运用结构



资料来源：国家金融监督管理总局，国盛证券研究所

图表7：财产险公司资金运用结构



资料来源：国家金融监督管理总局，国盛证券研究所

2.3 权益配置的边际变化

从重仓流通股（前十大股东口径）看，险企权益资产的边际配置仍以银行板块为主。截至 2026 年 6 月 30 日，险企持有银行板块 453.2 亿股，占披露行业合计的半数以上，压舱石地位稳固。2026 年以来险资增持重心由单一银行向公用事业、钢铁等红利品种适度扩散，反映新准则下险资对低波高股息资产的配置需求仍在延续。公用事业半年度增持 42.7 亿股、较 2025 年持仓接近翻倍，交运、钢铁、机械、非银分别增持 6.2 亿股、8.9 亿股、5.5 亿股、3.4 亿股，其中钢铁持仓较 2024 年翻逾三倍。值得注意的是，股息率较高的电信服务反遭减持 4.2 亿股，表明险资重仓调整并非单纯追逐股息率，而是“股息打底、兼顾景气与估值”的综合权衡：在利率低位环境下，险资一边通过银行、公用事业锁定高股息底仓，一边向顺周期与先进制造板块扩散权益配置，与上半年红利回调中的逢低加仓行为相互印证，权益增配的广度正逐步超出传统高股息范畴。

图表8：2024 年以来险资重仓流通股数量情况（单位：亿股）

wind 二级行业	2024 年	2025 年	2026Q2	2025 变动	2026 变动	平均股息率
银行	286.3	395.0	453.2	108.7	58.3	4.6%
公用事业 II	35.1	45.7	88.4	10.6	42.7	2.6%
交通运输	40.1	58.0	64.2	17.9	6.2	3.0%
房地产 II	45.2	45.8	40.4	0.6	-5.4	0.7%
电信服务	41.7	43.9	39.7	2.2	-4.2	5.0%
钢铁 II	4.1	8.7	17.6	4.6	8.9	2.4%
建筑	10.2	14.9	14.4	4.7	-0.5	2.1%
机械	4.0	6.6	12.1	2.7	5.5	1.1%
有色金属	11.0	9.2	11.1	-1.8	1.9	1.4%
非银金融	2.5	7.2	10.6	4.7	3.4	2.7%
其他	96.8	87.8	95.3	-8.9	7.4	

资料来源：wind，国盛证券研究所

从重仓流通股的行业分布看，险资持仓重心正由银行向公用事业、硬件设备迁移。2026 年二季度末上市险企重仓流通股规模 6701 亿元，较 2025 年末增加 765 亿元；银行仍居首位（3454 亿元），但边际减少 171 亿元，占险资股票比例由 2024 年的 11.01%降至

下载日志已记录，仅供内部参考

8.42%，两年累计下降约 2.6pct；增量则集中在家电（+361 亿元）、公用事业（+261 亿元）、硬件设备（+165 亿元）与食品饮料（+113 亿元），其中家电占比由 0.14%跃升至 0.97%，增量主要来自美的集团。重仓股占险资股票比例 2024—2026Q2 由 18.07%降至 16.34%，规模扩张而占比回落，险资股票总仓位的扩张快于重仓池，配置更加多元。

图表9：上市险企重仓股持仓及占比（单位：亿元）

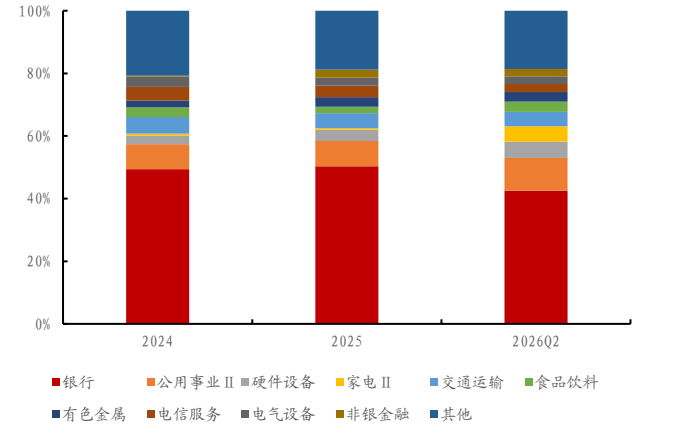
wind 二级行业	重仓流通股持仓规模					占险资股票比例				
	2024	2025	2026Q2	2025变动	2026变动	2024	2025	2026Q2	2025变动	2026变动
银行	2,672	3,625	3,454	953	-171	11.01%	9.71%	8.42%	-1.30%	-1.28%
公用事业Ⅱ	432	583	844	151	261	1.78%	1.56%	2.06%	-0.22%	0.50%
硬件设备	148	256	421	109	165	0.61%	0.69%	1.03%	0.08%	0.34%
家电Ⅱ	33	37	399	4	361	0.14%	0.10%	0.97%	-0.04%	0.87%
交通运输	288	345	373	56	28	1.19%	0.92%	0.91%	-0.27%	-0.01%
食品饮料	165	151	264	-14	113	0.68%	0.40%	0.64%	-0.28%	0.24%
有色金属	116	220	247	104	27	0.48%	0.59%	0.60%	0.11%	0.01%
电信服务	240	264	213	23	-50	0.99%	0.71%	0.52%	-0.28%	-0.19%
电气设备	178	185	196	7	11	0.73%	0.50%	0.48%	-0.24%	-0.02%
非银金融	17	182	195	165	13	0.07%	0.49%	0.48%	0.42%	-0.01%
其他	97	88	95	-9	7	0.40%	0.24%	0.23%	-0.16%	0.00%
合计	4,387	5,935	6,701	1,548	765	18.07%	15.89%	16.34%	-2.18%	0.45%

资料来源：wind，国家金融监督管理总局，国盛证券研究所

进一步从市值占比与行情表现交叉验证，上述结构性调整在 2026 年上半年呈现鲜明的“越跌越买”特征。市值维度上，银行持仓占比由 2025 年末的 50.3%降至 2026Q2 的 42.6%，回落 7.7pct——但这一下降主要来自价格因素而非主动减持：上半年银行板块指数下跌 11%，险企反而逆势增持 58.3 亿股，持股数量不降反升，占比回落系市值缩水的被动拖累，叠加公用事业（市值占比升至 10.4%）、硬件设备（5.2%）、家电（跃升至 4.9%）等板块的主动扩散。行情维度进一步印证逢低配置逻辑：2026 年上半年除机械（指数+6%）、有色（指数+8%）、公用事业（指数+1%）外，主要重仓板块普跌，钢铁指数-19%、房地产指数-16%、电信指数-15%、交运指数与非银指数均-14%，而险企对钢铁加仓 8.9 亿股、交运加仓 6.2 亿股、非银加仓 3.4 亿股，仅在房价下行压力下对房地产（-5.4 亿股）与基本面兑现偏弱的电信（-4.2 亿股）选择兑现离场。与之对照，2025 年的加仓更多呈现“顺势而为”色彩——钢铁（指数+23%）、机械（指数+42%）等上涨板块同步获增持。两相对比，险资权益配置已由 2025 年的“趋势跟随”切换为 2026 年的“逆向左侧”：在红利板块回调中逆势补仓、摊薄底仓成本，以更低的价格锁定高股息资产，增厚投资收益对负债成本的覆盖能力，从而在利率中枢下移的环境中缓解利差损压力。

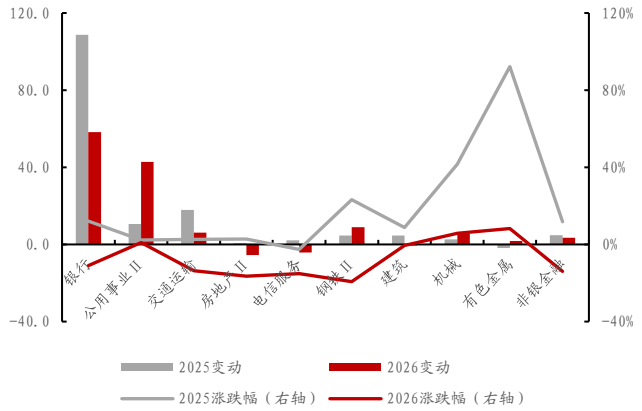
下载日志已记录，仅供内部参考

图表10：保险公司重仓股行业结构



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表11：保险公司重仓股行业结构变化及涨跌幅



资料来源：wind，国盛证券研究所

三、上市险企中报回顾

3.1 大类资产配置

上市险企权益类资产增配趋势进一步强化。截至 2026 年 6 月末，新华保险股基占比达 25.5%，为同业最高；中国平安、中国人寿、中国太平紧随其后，分别为 19.4%、19.2%、18.1%，中国人保、中国太保、阳光保险分别为 15.5%、13.9%、13.2%。从年内占比变动看，多数公司股票及权益基金合计占比抬升，新华保险提升 4.4 个百分点，中国人寿、中国人保分别提升 2.2、2.1 个百分点，阳光保险、中国太平、中国太保分别提升 1.6、1.5、0.7 个百分点。**债券在配置结构上仍是险资资产配置的压舱石**，中国太平债券占比 73.7%为行业最高，中国太保、中国人寿、中国平安分别为 61.4%、57.1%、55.0%，但中国太平年内债券占比下降 2.4 个百分点、向权益腾挪的迹象明显，新华保险、阳光保险债券占比年内分别上升 1.6 个百分点、仍延续增配。与此同时，另类投资占比全线压降，阳光保险-2.9pct、中国太保-1.6pct、中国人寿-1.2pct，新华保险存款占比下降 4.0pct，资金配置方向与行业"压非标、稳债券、增权益"的再平衡逻辑一致。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表12：上市险企 2026 年上半年大类资产配置情况（单位：亿元）

资产类别	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保	中国太平	阳光保险
股票	10378	9639	3713	2501	1946	2364	805
权益基金	4844	3180	710	2357*	1141	1144	76
长期股权投资	3212	1577	153	619	1803	110	111
债券	45340	36334	19496	9751	9819	14304	3592
存款	4457	3658	2021	2270	1342	846	226
另类投资	9203	7963	4444	1068	1833	818	1441
现金类资产	1631	3055	1069	331	530	-171	426
其他	395	703	123	122	1563	0	0
总计	**79461**	**66110**	**31730**	**19019**	**19977**	**19415**	**6678**
资产类别占比	**中国人寿**	**中国平安**	**中国太保**	**新华保险**	**中国人保**	**中国太平**	**阳光保险**
股票	13.1%	14.6%	11.7%	13.2%	9.7%	12.2%	12.1%
权益基金	6.1%	4.8%	2.2%	12.4%	5.7%	5.9%	1.1%
长期股权投资	4.0%	2.4%	0.5%	3.3%	9.0%	0.6%	1.7%
债券	57.1%	55.0%	61.4%	51.3%	49.1%	73.7%	53.8%
存款	5.6%	5.5%	6.4%	11.9%	6.7%	4.4%	3.4%
另类投资	11.6%	12.0%	14.0%	5.6%	9.2%	4.2%	21.6%
现金类资产	2.1%	4.6%	3.4%	1.7%	2.7%	-0.9%	6.4%
其他	0.5%	1.1%	0.4%	0.6%	7.8%	0.0%	0.0%
总计	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
占比 ytd	**中国人寿**	**中国平安**	**中国太保**	**新华保险**	**中国人保**	**中国太平**	**阳光保险**
股票	+1.8pct	-0.2pct	+0.6pct	+1.4pct	+1.0pct	0.0pct	-1.6pct
权益基金	+0.4pct	+0.4pct	-0.1pct	+3.0pct	+1.1pct	+1.5pct	0.0pct
长期股权投资	-0.1pct	-0.3pct	+0.0pct	-0.3pct	-0.3pct	-0.2pct	-0.2pct
债券	-0.3pct	-0.1pct	+0.4pct	+1.6pct	+0.9pct	-2.4pct	+1.6pct
存款	0.0pct	+0.5pct	+0.2pct	-4.0pct	+0.0pct	-0.1pct	0.0pct
另类投资	-1.2pct	-0.8pct	-1.6pct	-0.9pct	-0.6pct	-0.5pct	-2.9pct
现金类资产	-0.6pct	+0.3pct	+0.5pct	-0.6pct	-0.5pct	+1.8pct	+3.1pct
其他	0.0pct	+0.2pct	+0.0pct	-0.2pct	-1.7pct	0.0pct	0.0pct

*新华保险含债券型基金
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

3.2 权益资产

3.2.1 权益资产结构

权益配置正加速向 OCI 账户倾斜。2026 年中报显示，上市险企 FVOCI 股票占总资产比例平均为 6.0%，占全部股票持仓比例平均达 46.1%，接近一半的股票已计入 FVOCI 账户，其中中国平安、阳光保险 OCI 股票占其股票持仓的比例分别高达 65.8%、65.1%，前者在高基数的基础上继续增配 OCI 权益（ytd+9.3pct），后者在高基数基础上适当减仓向行业均值收敛（ytd-4.7pct）。中国人寿、中国太平上半年 OCI 股票占其股票持仓的比例上升超过 10pct，占比与中国人保相当，在 40%左右，略低于平均水平。中国太保、新华保险 OCI 股票占其股票持仓的比例分别为 34.7%、20.7%，较年初变化不大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：上市险企 2026 年上半年二级市场权益结构（单位：亿元）

规模	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保	中国太平	阳光保险
股票	10378	9639	3713	2501	1946	2364	805
FVOCI 股票	3927	6338	1288	518	840	1024	524
FVTPL 股票	6451	3301	2425	1983	1106	1340	281
基金	4844	3180	710	2357	1141	1144	76
二级市场权益	15222	12819	4423	4858	3087	3509	881
占比	**中国人寿**	**中国平安**	**中国太保**	**新华保险**	**中国人保**	**中国太平**	**阳光保险**
股票	13.1%	14.6%	11.7%	13.2%	9.7%	12.2%	12.1%
FVOCI 股票	4.9%	9.6%	4.1%	2.7%	4.2%	5.3%	7.8%
FVTPL 股票	8.1%	5.0%	7.6%	10.4%	5.5%	6.9%	4.2%
基金	6.1%	4.8%	2.2%	12.4%	5.7%	5.9%	1.1%
二级市场权益	19.2%	19.4%	13.9%	25.5%	15.5%	18.1%	13.2%
FVOCI 股票/股票	37.8%	65.8%	34.7%	20.7%	43.1%	43.3%	65.1%
FVOCI 股票/二级市场权益	25.8%	49.4%	29.1%	10.7%	27.2%	29.2%	59.5%
占比 ytd	**中国人寿**	**中国平安**	**中国太保**	**新华保险**	**中国人保**	**中国太平**	**阳光保险**
股票	1.8%	-0.2%	0.6%	1.9%	1.0%	0.0%	-1.6%
FVOCI 股票	1.8%	1.2%	0.0%	0.6%	0.5%	1.5%	-1.7%
FVTPL 股票	0.0%	-1.4%	0.6%	1.3%	0.5%	-1.5%	0.1%
基金	0.4%	0.4%	-0.1%	3.0%	1.1%	5.2%	0.0%
二级市场权益	2.2%	0.3%	0.5%	4.9%	2.1%	5.2%	-1.6%
FVOCI 股票/股票	10.0%	9.3%	-2.3%	2.1%	0.7%	12.5%	-4.7%
FVOCI 股票/二级市场权益	7.3%	5.8%	-1.4%	0.5%	-0.6%	0.1%	-4.8%

*新华保险含债券型基金
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

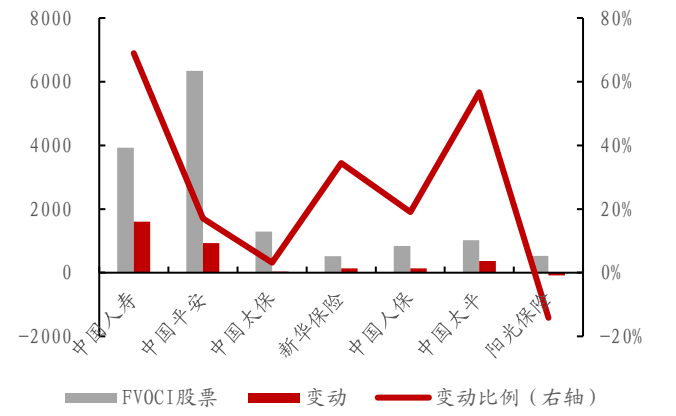
3.2.2 权益结构变动

从规模变动看，权益增配的结构性迁移更加直观。2026 年上半年，上市险企 OCI 股票规模整体大幅扩张：中国人寿、中国太平、新华保险、中国人保、中国平安分别较年初增加 1603 亿元（+69%）、371 亿元（+57%）、133 亿元（+34%）、134 亿元（+19%）、925 亿元（+17%），中国太保基本持平（+39 亿元，+3%），仅阳光保险减少 86 亿元（-14%）。同期 TPL 股票规模相对稳定：中国平安、中国太平分别减少 867 亿元（-21%）、130 亿元（-9%），阳光保险基本持平（+16 亿元，+6%），中国人寿、新华保险、中国太保、中国人保分别增加 422 亿元（+7%）、300 亿元（+18%）、297 亿元（+14%）、149 亿元（+16%）。边际变化的差异发生在市场风格极致分化的上半年，红利板块承压，成长板块占优。从操作方向看，上半年险资呈现典型的逆周期特征——红利资产深度回调时通过 OCI 账户逢低加仓，成长资产大幅上涨时通过 FVTPL 账户逢高减仓，呈现"低买高卖"而非"追涨杀跌"；从账户机制看，OCI 以公允价值变动计入其他综合收益、不冲击当期利润的设计，恰好支持长期持有、避免因短期波动被迫交易，为逆周期操作提供了制度基础。

中长期资金被定位为资本市场的"压舱石"与"稳定器"——险资逆周期操作平抑市场波动，正是耐心资本应有之义。随着 OCI 账户扩容与权益配置比例提升，保险资金作为市场稳定器的作用将进一步显现。

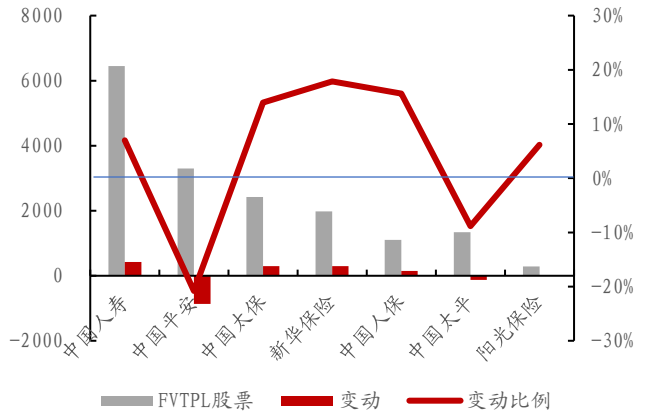
下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：上市险企 2026 年上半年 OCI 股票规模及变动（单位：亿元）



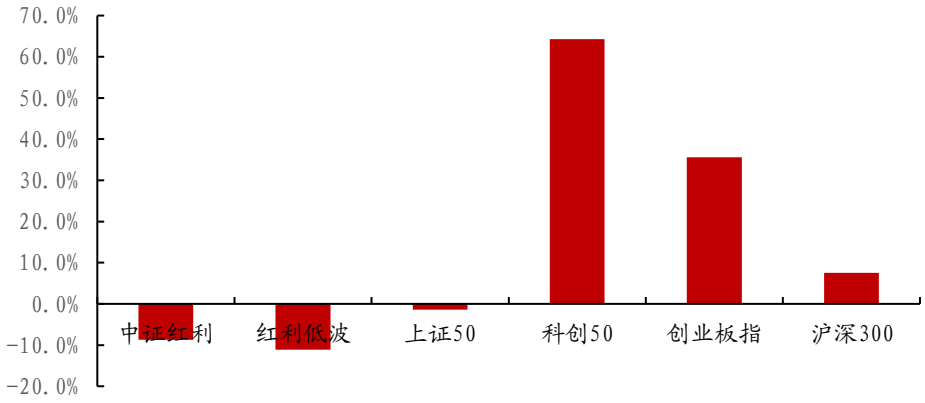
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表15：上市险企 2026 年上半年 TPL 股票规模及变动（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表16：2026 年上半年各指数涨跌幅



资料来源：wind，国盛证券研究所

3.3 固收资产

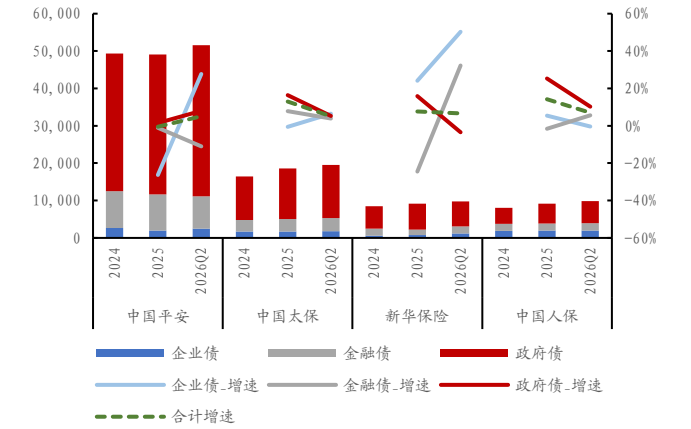
3.3.1 债券

截至 2026 年 6 月末，上市险企债券平均占比为 57.2%，较行业平均水平（50.5%）明显超配，反映出大型险企更稳健的投资风格和更强的资产负债管理能力，其中中国太平 73.7%居首，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、阳光保险分别为 57.1%、55.0%、61.4%、51.3%、49.1%、53.8%。

分债券品类看，政府债仍是最大仓位但增势有所放缓：2026 年上半年，中国平安、中国太保、中国人保分别增持 8.0%、5.2%、10.2%，新华保险则净减持 3.5%。金融债出现分化：中国平安减持 11.0%，中国太保增持 3.9%，新华保险在 2025 年大幅减持 24.5%后回补 32.3%，中国人保小幅增持 5.7%。企业债成为上半年险资主动加仓方向：中国平安在低基数上大幅增持 27.7%，中国太保增持 6.4%，新华保险延续高增势头增持 50.3%，仅中国人保微降 0.4%。整体而言，利率中枢下移与票息资产稀缺环境下，险企债券配置的“量增”节奏放缓，结构上仍以长久期利率债为底仓，同时向企业债等信用品种寻求局部增厚。

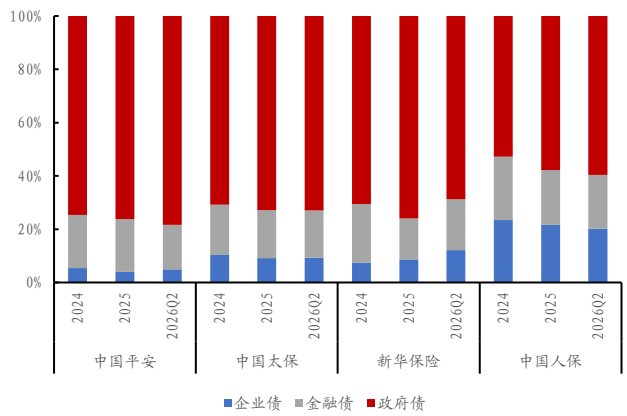
下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：上市险企各类型债券规模及增速（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

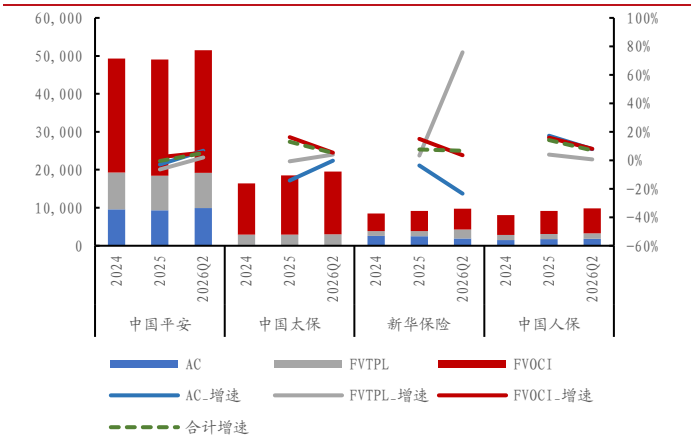
图表18：上市险企各类型债券结构



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

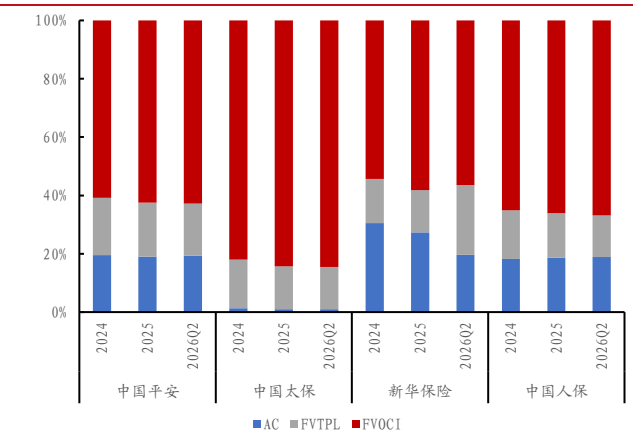
分会计分类看，FVOCI 类债券仍是配置主力，四家上市险企均继续增持但增速普遍放缓。其中中国太保、新华保险、中国人保的 FVOCI 债券规模增速分别较 2025 年的 16.2%、15.1%、16.0%明显回落至 5.3%、3.5%和 8.2%，仅中国平安在低基数上由 2025 年的 2.2%修复至 5.5%；FVOCI 占比方面，中国平安、中国太保、新华保险和中国人保分别为 62.8%、84.5%、56.5%、66.9%，除新华小幅回落外，其余险企均有不同程度增加，OCI 底仓地位进一步巩固。FVTPL 债券分化明显：新华保险在低基数上大幅增持 75.8%，占比由 14.5%升至 23.9%；平安增持 2.0%，占比回落 0.5pct 至 17.9%；太保增持 3.9%，占比回落 0.2pct 至 14.5%；人保微增 0.7%，占比回落 0.9pct 至 14.3%。AC 类债券则普遍压降或低增：新华大幅减持 23.4%，占比下降 7.7pct 至 19.6%；太保规模较去年末持平、占比维持 1.0%；平安增持 6.6%，占比提升 0.3pct 至 19.3%；人保增持 7.8%，占比提升 0.1pct 至 18.9%。整体来看，在利率中枢下移与利润波动管理诉求下，险企继续通过 FVOCI 锁定票息并平滑报表，FVTPL 和 AC 类债券出现一定分化。中国平安、中国人保更倾向增配 AC 类债券，中国太保、新华保险则更倾向增配 FVTPL 类债券。

图表19：上市险企不同会计分类下债券规模及增速（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表20：上市险企不同会计分类下债券结构



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

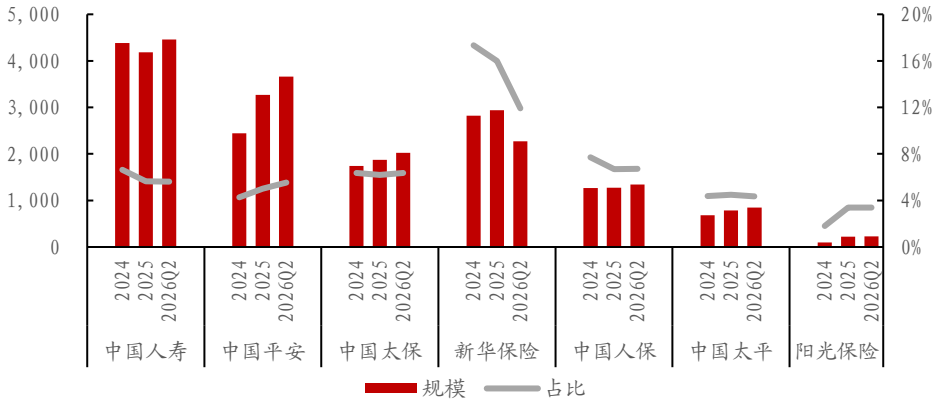
3.3.2 存款

存款配置上，2026 年上半年上市险企呈现明显分化。新华保险持续压降，规模由 2024 年的 2825 亿元降至 2026Q2 的 2270 亿元，占比由 17.3%快速回落至 11.9%，半年降幅 22.8%、占比下降 4.1pct；中国平安逆势加仓，规模由 2446 亿元升至 3658 亿元（2025 年+33.5%，2026H1+12.0%），占比由 4.3%升至 5.5%；阳光保险在低基数上同步提升，占比由 1.8%升至 3.4%。中国人寿规模相对稳定，占比由 6.6%回落至 5.6%（2025 年-1pct，2026Q2 持平）；中国太保、中国人保、中国太平存款规模有不同程度增加，占比

下载日志已记录，仅供内部参考

分别维持在 6.4%、6.7%、4.4%附近。整体看，存款资产未现行业性加仓，更多是公司层面再平衡——高占比的新华保险主动减持、低基数的中国平安与阳光保险适度增配，其余险企保持规模或占比的稳定。

图表21：上市险企存款规模及占比（单位：亿元）

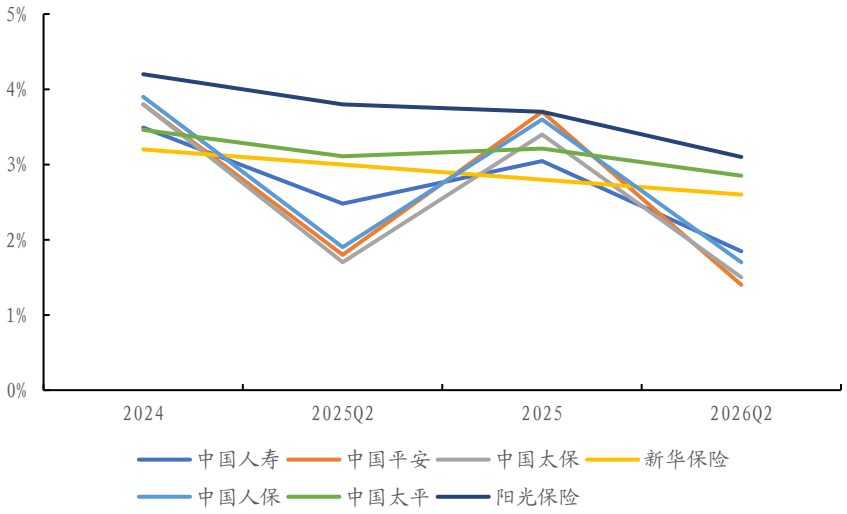


资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

3.4 投资收益表现

净投资收益率方面，2026 年上半年上市险企普遍承压，延续 2025 年下降趋势。半年未年化口径下，中国人寿由 2025 年上半年的 2.48%下降 0.63pct 至 1.85%，中国平安由 1.80%下降 0.4pct 至 1.40%，中国太保由 1.70%下降 0.2pct 至 1.50%，中国人保由 1.90%下降 0.2pct 至 1.70%。半年年化口径下，新华保险由 3.00%下降 0.4pct 至 2.60%，中国太平由 3.11%下降 0.26pct 至 2.85%，阳光保险由 3.80%下降 0.7pct 至 3.10%。

图表22：上市险企净投资收益率



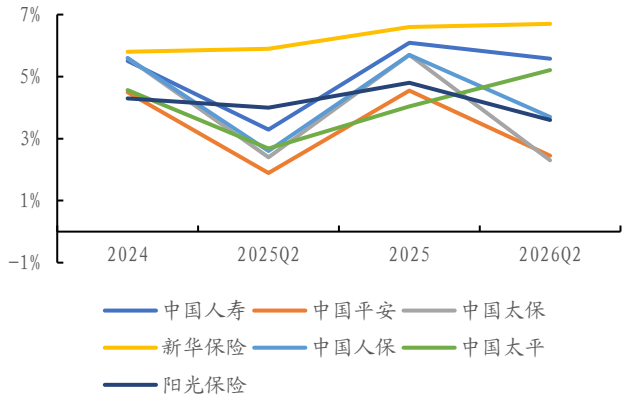
注：新华保险、中国太平、阳光保险半年度收益率为年化口径，其余为非年化口径
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

总投资收益率与综合投资收益率方面，权益市场表现主导了收益弹性，各公司走势分化且两类收益出现背离。总投资收益率方面，半年未年化口径下，中国人寿由 2025 年上半年的 3.29%提升 2.29pct 至 5.58%，中国人保由 2.60%提升 1.1pct 至 3.70%，中国平安由 1.89%提升 0.6pct 至 2.45%，而中国太保由 2.40%下降 0.1pct 至 2.30%；半年年化口径下，中国太平由 2.68%提升 2.5pct 至 5.21%，新华保险由 5.90%提升 0.8pct 至 6.70%，而阳光保险由 4.00%下降 0.4pct 至 3.60%。综合投资收益率波动更大：半

下载日志已记录，仅供内部参考

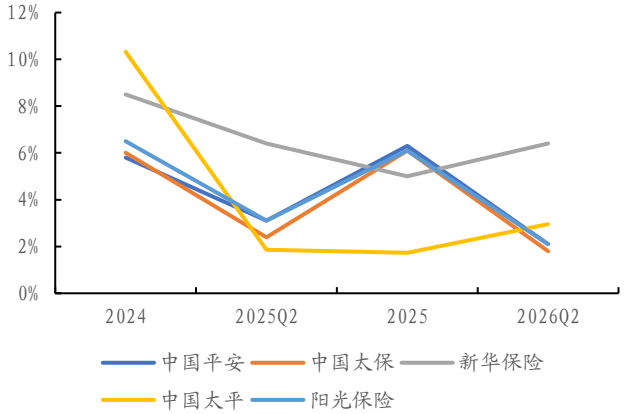
年未年化口径下，中国太平由 1.86%提升 1.12pct 至 2.98%，而中国平安由 3.10%下降 1.0pct 至 2.10%，中国太保由 2.40%下降 0.6pct 至 1.80%；半年年化口径下，新华保险维持 6.40%不变，阳光保险由 5.10%下降 2.8pct 至 2.30%。整体来看，2026 年上半年权益回暖推升总投资收益，但债市公允价值回调对综合投资收益形成拖累，险资投资收益的“股强债弱”特征明显。

图表23：上市险企总投资收益率



注：新华保险、中国太平、阳光保险半年度收益率为年化口径，其余为非年化口径
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表24：上市险企综合投资收益率



注：新华保险、阳光保险半年度收益率为年化口径，其余为非年化口径
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

四、投资建议

2026 年上半年 A 股上市险企实现归母净利润 3174 亿元，同比+78.1%，权益回暖与负债端 NBV 改善共同支撑业绩高增；高基数下 Q3 业绩或有所回落（25Q3 单季度归母净利润 2478 亿，Q4 单季度转负），中期负债端转型成效兑现，年度视角下业绩向上趋势不变。截至 9 月 11 日，上市险企 PEV 仅 0.63 倍，处十年来 24.7%历史低位，配置性价比突出。

建议关注：中国人寿、中国平安。

五、风险提示

1）若权益市场出现超预期波动，或导致当期公允价值变动损益大幅承压，拖累总投资收益率与净利润；
2）监管新规推进与执行节奏不及预期，或相关支持政策力度弱于市场此前一致预期；
3）寿险需求疲弱导致新单、NBV 增速不及预期；
4）负债成本刚性下，长端利率超预期下行带来的利差损风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com