仅供内部参考，请勿外传！

偿付能力约束下险资权益减持影响测算

险资权益被动减持压力整体可控

优于大市

◆ 行业研究·行业快评 ◆ 非银金融·保险Ⅱ ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn 执证编码：S0980523060004
证券分析师： 王文静 0755-81981648 wangwenjing@guosen.com.cn 执证编码：S0980526050001

事项：

近期权益市场持续调整，市场对于偿付能力约束下保险资金被动减持权益资产的担忧显著提升。我们基于《保险公司偿付能力监管规则（Ⅱ）》、行业及上市险企公开披露信息，系统梳理偿付能力约束对保险资金权益持仓的作用机制，量化测算触发“降档减仓”的临界条件，并对当前行业及不同类型机构的实际压力作出综合评估影响。

国信非银观点：（1）为什么股票调整时期部分险资有减持压力：偿付能力约束是权益市场下行周期中保险资金被动减持的核心制度触发因素，其传导链条为“权益市值减少—实际资本收缩—偿付能力降档—配置资产上限下移—持仓被动减持”，该行为由监管比例规则直接驱动，与资产基本面无直接关联。偿二代二期规则下权益类资产内部资本占用分化显著，创业板、科创板普通股基础因子显著高于宽基指数与红利指数成分股，熊市环境下险企优先减持高资本占用资产以最大化释放资本。**（2）量化测算结果，大险资当前安全垫较厚，部分尾部险企存在压力：**基于2025年末较为充分的基准数据测算，权益市场下跌10%，头部寿险公司核心偿付能力降幅约为7.5-12.5pct，综合偿付能力充足率降幅约为1.0-3.0pct。若权益市场较2026年二季度末累计下跌25%—30%时，仅部分中小险企预计触发综合偿付能力充足率150%监管档位下调，权益类资产配置上限由30%降至20%；而当前行业整体偿付能力安全垫充足，头部险企偿付能力缓冲充裕，降档减仓风险较小，整体实质性被动减持规模局限在百亿元量级，当前保险股已充分反映了悲观预期，估值建议关注中国平安、中国太保、中国财险。

评论：

◆ 制度机制：偿付能力约束下的被动减持传导路径

偿付能力充足率的核心公式为：1.核心偿付能力充足率=核心资本÷最低资本；2.综合偿付能力充足率=实际资本÷最低资本；3.核心资本=实际资本-附属资本（次级债、永续债等），其中实际资本为认可资产与认可负债的差额，构成公式的分子端；最低资本为监管要求计提的风险准备金，构成公式的分母端。权益市场波动通过同时作用于分子与分母两端，形成完整的被动减持传导链条。

（1）分子端：权益市值下跌直接扣减实际资本。上市交易类权益资产（股票、股票型基金）以公允价值计量，是偿付能力波动的核心来源。交易性金融资产（FVTPL）的公允价值变动直接计入当期损益，同步减少净资产与核心资本；其他综合收益类资产（OCI）的公允价值变动计入所有者权益，同样压降实际资本规模，仅不影响当期利润表。两类权益持仓均会对偿付能力充足率产生直接冲击。而负债端的寿险责任准备金折现率与750日移动平均国债收益率曲线挂钩，调整节奏显著滞后于权益市场变动，且利率下行周期折现率下移反而会增加负债计提规模，形成资产端与负债端的双向压力。因此在权益市场快速下跌阶段，分子端实际资本的收缩速度快于分母端最低资本的调整速度，偿付能力充足率呈现即时、刚性下行特征。

（2）分母端：风险因子差异决定减持优先级。最低资本按照各类资产的风险基础因子计提，基础因子越高，单位资产消耗的资本越多。偿二代二期规则下，权益类资产内部的资本占用差异显著，直接决定了熊市环境下险企的减持顺序：优先减持高基础因子品种，以最大化释放资本、维持偿付能力档位。其中创业板、科创板普通股基础因子分别达0.45、0.40，显著高于沪深300、红利低波指数成分股的0.30；而持仓

仅供内部参考，请勿外传！

超过 3 年的红利与宽基成分股风险因子可进一步降至 0.27，资本效率优势凸显，减持优先级最低。

表1：“偿二代”二期与一期基础因子对比

资产大类	细分板块	偿二代一期基础因子	偿二代二期基础因子
股票	沪深主板股	0.31	0.35
	沪深 300 指数成分股	0.31	0.35 下调至 0.3
	中小板股	0.41	0.35（并入沪深主板）
	创业板	0.48	0.45
	科创板普通股	0.48	0.45 下调至 0.40
	持仓超过三年的沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股	0.31	0.30 下调至 0.27
	持仓超过两年的科创板上市普通股	0.48	0.40 下调至 0.36
长期股权投资	未上市公司股权	0.28	0.41
	国家战略性新兴产业未上市公司股权	0.28	0.41 下调至 0.4
	保险子公司	0.10	0.35
	合营和联营上市公司	0.15	0.35
	合营和联营非上市公司	0.15	0.41
基金	债券基金	0.06	0.06
	股票基金	0.25	0.28
	混合基金	0.20	0.23
	货币基金	0.01	0.01
投资型房地产	成本法	0.08	0.15
	公允价值法	0.12	
信托计划（无法穿透部分）	权益类	0.31	0.60

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

（3）档位约束：充足率分档直接联动权益配置上限。根据《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（金规〔2025〕12 号），保险机构权益类资产配置比例上限与上季度末综合偿付能力充足率直接挂钩，共分为五档，充足率跨档则配置上限自动调整。若机构权益持仓接近上一档上限，充足率下降触发降档后，原有持仓将相对超出新的监管上限，形成被动减持压力。

表2：保险资金权益类资产监管比例调整（单位：%）

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

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

◆ 阈值测算：“降档减仓”的临界条件量化测算

市场关注的“权益市场下跌多少空间触发险资被动减持”，核心是测算偿付能力充足率跌至档位分界线所需的权益市场跌幅。我们基于行业资产结构与监管规则推导敏感性系数，并开展全行业与各类机构的压力测试。

（1）敏感性系数测算。基于偿二代监管规则与行业典型资产负债结构，权益市场波动对偿付能力的传导可通过标准化公式拆解。权益资产的市值波动额 ΔE＝股票市值×跌幅＋基金市值×跌幅，则三类资本科目的变动额可按下列公式测算：

仅供内部参考，请勿外传！

核心资本变动＝ΔE×0.75×0.65×1.67；

实际资本变动＝ΔE×0.75×0.65；

最低资本变动＝ΔE×0.65×风险因子；

其中上述公式中关键系数假设说明如下：

表3：关键系数假设含义

系数	取值	含义说明
所得税调整系数	0.75	权益浮亏按 25%所得税税率抵扣税后影响，税盾效应下对净资产的实际冲击约为账面亏损的 75%
负债吸收残留系数	0.65	假设行业约 50%负债为分红险、万能险等浮动收益产品，可吸收 70%的投资波动；公司实际承担的净影响比例为 1-50%×70%=65%
核心资本放大系数	1.67	权益浮亏主要冲击核心资本层级，假设头部险企核心资本占实际资本约为 60%，则核心资本对权益波动的敏感度为实际资本的 1.67 倍
风险因子	0.285/0.28	假设险资沪深 300 成分股风险因子为 0.3×0.95＝0.285，股票型基金为 0.28，其中 0.95 为指数成分股流动性与组合分散性对应的风险折减系数

资料来源：国家金融监督管理总局，wind，国信证券经济研究所整理

从传导机制看，核心偿付能力与综合偿付能力降幅差异的核心在于分子分母的对冲效应分化：核心偿付能力的分子（核心资本）降幅显著大于分母（最低资本）降幅，因此指标下行明显；综合偿付能力的分子（实际资本）降幅与分母降幅较为接近，对冲后仅小幅波动。我们以披露信息较为完整的 2025 年年报数据为基准测算得出，权益市场下跌 10%，头部寿险公司核心偿付能力降幅约为 7.5-12.5pct，综合偿付能力充足率降幅约为 1.0-3.0pct。

表4：头部寿险偿付能力充足率降幅测算（单位：%）

保险公司	核心偿付能力降幅（pct）	综合偿付能力降幅（pct）
新华保险	-12.3	-1.8
太保人寿	-10.4	-1.8
平安人寿	-7.6	-1.8
中国人寿	-7.5	-1.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（2）全行业偿付能力压力测试。2026 年二季度人身险公司综合偿付能力充足率为 169.7%、核心偿付能力充足率为 119.6%。结合上述敏感性系数，我们测算不同权益跌幅下的行业偿付能力水平如下：

表5：权益市场下跌幅度与行业偿付能力敏感性测算（单位：%）

权益市场累计跌幅	核心偿付能力充足率变动	综合偿付能力充足率变动	测算后核心充足率区间	测算后综合充足率区间
-10%	-7.5pct 至-12.5pct	-1.0pct 至-3.0pct	107.1%至 112.1%	166.7%至 168.7%
-20%	-15.0pct 至-25.0pct	-2.0pct 至-6.0pct	94.6%至 104.6%	163.7%至 167.7%
-25%	-18.8pct 至-31.3pct	-2.5pct 至-7.5pct	88.3%至 100.8%	162.2%至 167.2%
-30%	-22.5pct 至-37.5pct	-3.0pct 至-9.0pct	82.1%至 97.1%	160.7%至 166.7%

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

测算显示即使权益市场下跌 30%，人身险行业综合偿付能力充足率仍维持在 160%以上，高于 150%的关键档位分界线，不具备系统性降档风险；核心偿付能力充足率虽有所回落，但仍整体高于 50%的监管红线，行业整体偿付能力安全垫充足。

（3）上市险企个体档位缓冲评估。以 2026 年二季度 5 家 A 股上市险企的披露数据为基准，测算各公司距下一档位分界线的缓冲空间，评估个体降档风险。结果显示，中国太保（集团口径）综合偿付能力充足率为 255.0%，距 250%档位分界线仅 5.0 个百分点，是头部机构中唯一存在现实降档可能的主体，按综合偿

仅供内部参考，请勿外传！

付能力对权益波动的敏感性上限测算，权益市场再下跌约 17%即可能触发降档，权益配置上限将从 40%降至 30%；其余四家险企权益配置上限为 30%，距下一档位分界线的缓冲均在 45pct 以上，对应权益市场需下跌超过 100%才会触发降档，现实中发生可能性较小，被动减持的系统性风险基本可控。

表6：A 股上市险企偿付能力与档位缓冲（2026 年 6 月末）（单位：%）

公司名称	综合偿付能力充足率	适用权益配置上限	距下一档位分界线的缓冲空间	降档概率评估
中国太保	255.0%	40%	5pct	边际承压
中国人保	246.6%	30%	96.6pct	极低
中国平安	198.1%	30%	48.1pct	极低
中国人寿	197.8%	30%	47.8pct	极低
新华保险	195.7%	30%	45.7pct	极低

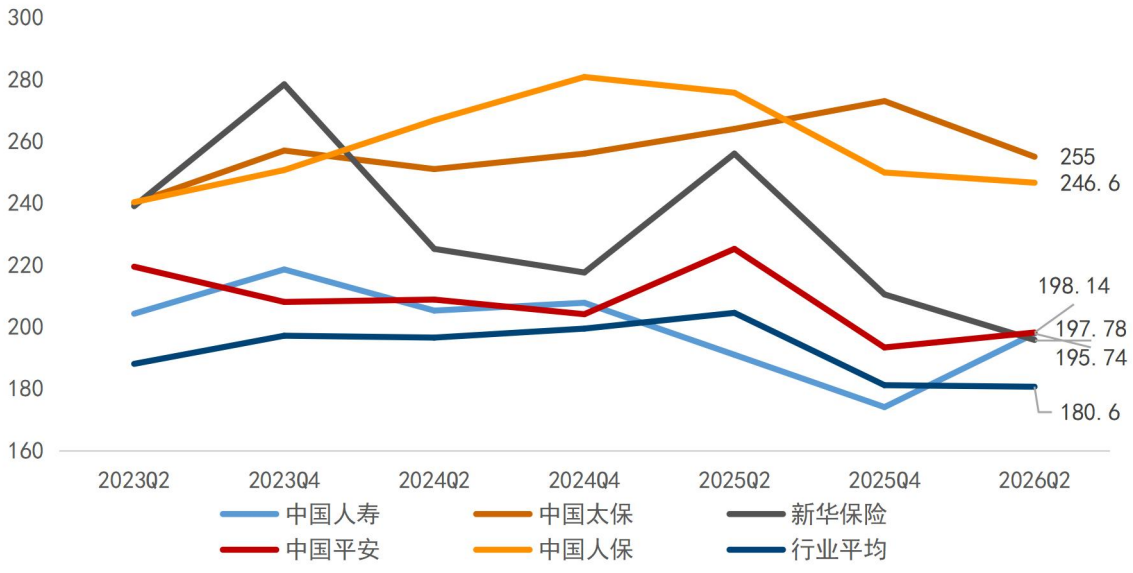
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 现状评估：行业整体压力可控，结构分化特征显著

当前保险行业偿付能力与权益配置呈现“整体稳健、结构分化”的特征，系统性被动减持风险有限，结构性风险值得关注。

（1）行业整体偿付能力企稳，配置距上限仍有缓冲。2026 年二季度末，保险业整体偿付能力经历 2025 年三季度的明显回落后已现企稳迹象：行业平均综合偿付能力充足率 180.6%，核心偿付能力充足率 133.5%，均显著高于监管红线。配置层面，2026 年二季度末保险资金运用余额达 40.82 万亿元，其中股票占比 10.4%，证券投资基金占比 5.8%，两者合计占比 15.7%，为监管披露该数据以来最高水平，但仍显著低于多数机构适用的 30%档位上限。即便计入长期股权投资，全口径权益类资产占比也仅约 24%，距监管上限仍有充足缓冲空间。即便部分机构发生偿付能力降档，实际持仓相对新上限超标概率较小，由此产生的被动减持规模有限。

图1：上市险企及行业综合偿付能力充足率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（2）中小机构资本压力凸显，结构性风险显现。2026 年二季度末，已披露偿付能力报告的 134 家保险公司中，其中 5 家不达标，包括华汇人寿、安华农险、长生人寿、前海财险、亚太财险；另有 20 余家保险公司较长时间未披露偿付能力报告，部分机构综合偿付能力已逼近 120%重点核查线。2026 年二季度已出

仅供内部参考，请勿外传！

现通过优化权益配置缓释偿付能力压力的实操案例：国富人寿二季度末市场风险最低资本较一季度末减少9478万元，主要源于权益类资产减持，叠加投资端收益增厚净资产，其综合偿付能力充足率环比提升67pct；恒安标准养老卖出部分证券投资基金，转投风险因子更低的组合类保险资管产品；东方嘉富人寿亦主动压降权益类资产配置以降低最低资本占用。上述案例验证了“减持高资本占用权益资产以释放资本”的行为机制，但相关操作主要集中于中小机构，不具备行业系统性影响。

表7：暂缓披露偿付能力充足率公司梳理（单位：%）

序号	公司名称	最后一次披露时间	最后一次披露的综合偿付能力充足率	最后一次披露的核心偿付能力充足率
1	和谐健康	2017年第1季度	102.01%	102.01%
2	安邦人寿	2017年第1季度	129.20%	101.25%
3	天安人寿	2020年第1季度	128.27%	112.01%
4	华夏人寿	2020年第1季度	130.26%	113.83%
5	君康人寿	2020年第3季度	102.47%	102.47%
6	恒大人寿	2021年第3季度	104.55%	104.55%
7	中融人寿	2021年第3季度	122.71%	122.71%
8	上海人寿	2021年第4季度	124.89%	119.99%
9	珠江人寿	2021年第4季度	104.04%	52.02%
10	昆仑健康	2021年第4季度	123.96%	123.96%
11	富德生命人寿	2021年第4季度	103%	87%
12	前海人寿	2022年第1季度	110.17%	66.39%
13	百年人寿	2023年第1季度	102.59%	64.43%
14	渤海人寿	2023年第4季度	104.80%	58.09%
15	合众人寿	2024年第2季度	177.03%	102.78%
16	国华人寿	2024年第3季度	122.75%	84.78%
17	瑞华健康	2025年第1季度	101.51%	73.71%
18	鼎诚人寿	2025年第2季度	117.95%	109.37%
19	信泰人寿	2025年第3季度	127.84%	113.14%

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

表8：2026年二季度偿付能力承压中小险企（单位：%）

公司名称	综合偿付能力充足率	主要因素
幸福人寿	123.75%	资本补充需求迫切，逼近重点核查线
和泰人寿	124.17%	
弘康人寿	124.98%	权益价格风险资产增加推高最低资本

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

与头部险企相比，中小人身险公司呈现产品结构偏传统、偿付能力基数偏低、波动传导效率更高的特征。2026年二季度尾部中小机构综合偿付能力充足率集中分布于120%-160%区间，部分尾部机构距离150%档位线已不足10pct的缓冲空间。据此测算，权益市场较二季度末累计下跌25%-30%时，部分尾部中小险企将跌破150%监管档位，权益类资产配置上限由30%降至20%，预计易形成被动降仓。通过分情景量化测算显示，本轮保险资金被动降仓压力整体处于数百亿元量级：中性情景下全行业被动降仓规模约500亿元，压力情景上限约1800亿元，仅相当于保险资金股票投资余额（4.1万亿元）的1.2%至4.5%，属于结构性、局部性压力，而非系统性减持。

（3）逆周期监管政策缓释被动减持压力。当前监管政策为鼓励保险资金长期入市，通过逆周期调节机制削弱权益下行周期中的被动减持强度。核心政策工具包括三方面：1.权益配置比例上限上调，2025年4月监管将权益类资产配置比例上限简化并上调，最高档由45%提升至50%，150%-250%档位上限由25%提升至30%，直接拓宽偿付能力波动下的配置缓冲空间；2.风险因子下调，2023年以来多次下调权益类资产基础因子，并引入持仓时间差异化设置，持仓超3年的宽基与红利成分股风险因子降至0.27，以资本节约激励长期持有，降低交易性持仓占比；3.长周期考核推行，引导机构建立三年以上长周期投资考核体系，弱化短期净值波动权重。上述政策形成组合效应，实质削弱了熊市中偿付能力约束驱动的被动减持冲击。

◆ 投资建议：

仅供内部参考，请勿外传！

偿付能力约束下的险资被动减持权益资产为监管规则驱动的结构性行为，而当前行业整体安全垫充足，系统性减持风险可控，市场无需过度放大负向预期。建议关注盈利与估值受权益市场波动影响较小，防御属性突出的中国财险，同时关注在市场调整中优化资产配置结构、夯实长期收益基础的中国平安、中国太保。

◆ **风险提示：**

权益市场大幅波动风险；利率超预期下行风险；监管政策调整风险；中小险企流动性风险等。

相关研究报告：

《险资跨境通道制度扩容政策影响测算-险资跨境投资通道渐次放开》 ——2026-09-29
《险资另类投资图谱——模式篇-寻找中国保险股的 Alpha 系列之七》 ——2026-09-23
《从保险法修改看中小保险化险-保单兑付延续，化险处置健全》 ——2026-09-06
《保险业 2026 年中报综述-负债端转型深化，资产配置再平衡》 ——2026-09-03
《自然灾害频发对财产险影响的量化测算-如何评估自然灾害对产险的动态影响？》 ——2026-08-27

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

仅供内部参考，请勿外传！

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032