仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

保险Ⅲ 2026 年 10 月 22 日

保险行业深度研究报告

资负管理新规下的险资行为研究

推荐（维持）

- **2026H1 险资配置行业情况：权益仓位突破历史高点。**截至 2026H1，险资资金运用余额达 40.8 万亿元,股票与基金合计配置 16.2%创历史新高，叠加长期股权投资后整体权益占比达 23.8%，仍距 30%的权益配置上限有一定空间。资金端保费增速持续收敛，9-12 月有望触底回升，预计全年保费流入约 6.2 万亿元。截至 2026Q2，险资重仓流通股前五大行业为银行、公用事业、家电、电子、交运，银行长期占比约 40%-60%。其中，高股息标的占比 74%居历史高位，预计 Q2 重点加仓公用事业、钢铁、银行等方向。
- **上市险企：普遍增配权益，股票风格分化。**2026H1 上市险企核心权益排序为新华 25.6%、平安 19.4%、国寿 19.2%、太平 18.1%、财险 18.0%、人保 15.4%、太保 13.9%、阳光 13.1%，较上年末普遍提升；债券配置呈现五升一平两降，非标占比延续下降。权益配置以股票直投为主，股票中 FVOCI 占比五升三降。从会计分类洞察配置风格，预计国寿、新华灵活进取，太保、太平、人保相对均衡，财险、阳光、平安较为稳健。
- **资负新规：确立保险公司的资产负债匹配长效约束。**2026 年 8 月 21 日金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法》（资负新规），自 2027 年 1 月 1 日起实施，指标不达标公司可申请 3 年过渡期。办法明确期限结构匹配、成本收益匹配、流动性匹配三大目标及全面覆盖、合理匹配、稳健审慎、统筹协调四原则。核心手段是设立监管指标与监测指标：人身险公司监管指标包括利率风险对冲率、综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率、流动性覆盖率，监测指标包括有效久期缺口、基点价值变动率及利差三/四等；财险公司监管指标为沉淀资金覆盖率、收入覆盖率、流动性覆盖率，监测指标包括利差一/二、压力情境下的利差。
- **资负新规相关指标分析：尾部险企监管指标承压，需资负共同发力补齐缺口。**资负新规下监管指标承压最明显的是人身险公司，净投资/综合投资收益覆盖率或面临明显挑战。上市险企资负新规监管指标基本达标，非上市尾部险企承压相对明显。从 70 家非上市人身险公司数据看，约 9%五年平均综合投资收益率低于 4%；未达标险企需资负两端共同发力：资产端逢高把握长债配置时点缩短久期缺口、配置高股息夯实净投资收益率等；负债端平衡新单增长与成本控制、控制负债久期不显著拉长、推动分红险转型降低存量刚性成本压力。
- **测算：**流量视角测算，预计 2026-2027 年险资保费流入约 6.2/6.4 万亿元，新增可投资金约 3.75/3.86 万亿元，对应入市增量资金约 7400/7600 亿元（中性）；考虑市值波动，2026 年预计中性场景下权益仓位增量约 1 万亿元。潜在红利需求方面，假设 20%的尾部险企与策略相对激进险企净投资收益覆盖率不达标，则需高股息组合补齐 0.6%的收益率缺口，对应约 6000 亿元量级的红利配置需求。从 FVOCI 配置节奏看，预计 2026H2 险资（不包含平安）新增配置 FVOCI 股票 1400+亿元，结合保费流入平安每年约额外贡献 500+亿元。
- **风险提示：**模型假设误差、模型测算误差、权益市场波动、长端利率快速下行、保费增长不及预期。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）	评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	
中国人寿	601628.SH	33.93	5.80	4.95	5.22	5.85	6.85	6.50	1.41	推荐
中国平安	601318.SH	51.20	7.84	8.68	8.93	6.53	5.90	5.73	0.88	强推
中国太保	601601.SH	28.83	6.10	6.56	7.07	4.72	4.40	4.08	0.81	推荐
新华保险	601336.SH	50.80	12.86	13.30	13.89	3.95	3.82	3.66	1.25	推荐
中国人保	601319.SH	7.36	1.18	1.30	1.47	6.26	5.67	5.02	0.93	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 10 月 21 日收盘价，股价货币单位以上市地为准

华创证券研究所

证券分析师：陈海椰

邮箱：chenhaiye@hcyjs.com

执业编号：S0360525070004

证券分析师：徐康

邮箱：xukang@hcyjs.com

执业编号：S0360518060005

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	5	0.00
总市值(亿元)	26,474.49	2.23
流通市值(亿元)	18,168.84	1.98

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-6.8%	-8.6%	-10.3%
相对表现	2.6%	5.1%	0.5%



相关研究报告

《保险行业周报（20261012-20261016）：三季报预期逐步消化，看好高股息防御品种》

2026-10-18

《保险行业 2026 年中报综述暨秋季策略：估值磨底，板块防御属性凸显》

2026-09-02

《保险行业周报（20260824-20260828）：险企 26H1 业绩高增，普遍增配权益》

2026-08-31

仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

本篇报告核心是基于资负新规视角、通过“政策解读—数据观察—趋势测算”逻辑链条循序渐进分析险资行为。

首先，报告系统复盘 2026H1 险资配置行为，从行业整体到上市险企全景呈现其配置特征。其次，报告解读《保险公司资产负债管理办法》，厘清监管、监测指标体系，并深入分析尾部险企监管指标承压情况。最后，报告从保费流入视角测算险资入市量级，基于资负新规测算红利配置缺口，并从 FVOCI 配置角度测算潜在 FVOCI 类红利资产的配置节奏，为把握险资行为提供量化抓手。

投资逻辑

资负新规将资产负债管理从原则性要求升级为可考核的指标体系，推动险资从“规模导向”转向“价值与匹配导向”。在利率中枢下行、存量负债成本相对刚性的背景下，险企需通过资产端拉长久期、增配高股息与权益资产，及负债端推动分红险转型等多种手段，共同推动三大匹配。

险资权益中枢提升与红利资产配置需求，构成未来一段时期险资行为的主线。预计 2026 年险资入市约 7400 亿元（未考虑市值增长部分，考虑后下半年约 3500 亿元险资增量）、潜在红利需求约 6000 亿元，FVOCI 股票配置节奏加快，中长线资金入市亦获监管积极引导，相关高股息、低估值资产的配置价值有望持续凸显。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、2026H1 险资配置：固收打底，权益中枢持续提升 5
（一）行业：权益仓位突破历史高点 5
1、整体：权益仓位持续拔高，资金流入增速边际减缓 5
2、险资重仓流通股：偏好高股息，灵活开展 TAA 把握结构性行情 5
（二）上市险企：普遍增配权益，股票风格分化 8
1、大类资产配置情况：普遍增配权益，债券“五升一平两降” 8
2、权益配置风偏洞察：股票直投为主，FVOCI“五升三降” 9
二、资负新规视角下的险资行为展望 11
（一）保险公司资产负债管理办法主要内容 11
（二）尾部险企监管指标承压，需资负共同发力补齐缺口 13
三、测算：险资入市量级与潜在红利需求 16
四、风险提示 18

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 保险资金余额持续增长（亿元）.....5
图表 2 险资权益仓位达到新高.....5
图表 3 2013Q1-2026Q2 险资重仓流通股.....6
图表 4 险资重仓流通股中银行占比在 40%-60%区间.....6
图表 5 2026Q2 险资重仓前五大行业（除银行）历史占比变动.....6
图表 6 2026Q2 险资重仓流通股前十大行业的前十大个股统计.....7
图表 7 2026Q2 险资重仓流通股中前五大行业合计占比 67%.....8
图表 8 2013Q1-2026Q2 险资重仓流通股中高股息（股息率大于 3%）占比.....8
图表 9 2026H1 上市险企资产配置结构.....9
图表 10 上市险企股票与基金配置占比.....9
图表 11 上市险企债券配置占比.....9
图表 12 上市险企股票与基金配置占比.....10
图表 13 上市险企 FVOCI/股票占比.....10
图表 14 《保险公司资产负债管理办法》治理结构要求.....11
图表 15 《保险公司资产负债管理办法》政策与程序要求示意图.....12
图表 16 《保险公司资产负债管理办法》监管、监测指标.....12
图表 17 上市险企净投资收益率.....14
图表 18 上市险企综合投资收益率.....14
图表 19 上市险企 2023-2025 年净投资收益率.....14
图表 20 上市险企 2021-2025 年综合投资收益率.....14
图表 21 70 家非上市人身险公司 2025 年五年平均综合投资收益率.....15
图表 22 2026-2027 年险资增量资金测算-基于流量角度.....16
图表 23 资负新规下未达标人身险公司红利缺口测算.....17
图表 24 FVOCI 配置角度看红利配置节奏测算.....17

仅供内部参考，请勿外传

一、2026H1 险资配置：固收打底，权益中枢持续提升

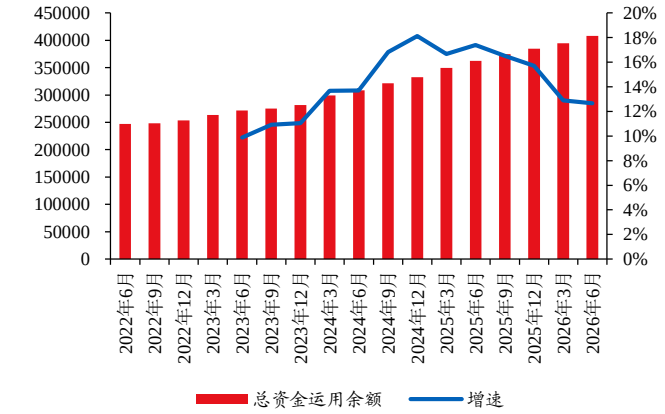
（一）行业：权益仓位突破历史高点

1、整体：权益仓位持续拔高，资金流入增速边际减缓

保险资金维持双位数增长，权益仓位持续拔高。截至 2026H1，险资资金运用余额达到 40.8 万亿，同比+12.7%，自 2023Q3 以来持续实现双位数增长。其中，股票与基金合计配置 16.2%，达到新高；加上长股投后整体权益占比 23.8%，环比+0.4pct，较年初+0.8pct，但仍距离权益配置上限有一定空间。截至 2026H1，保险行业综合偿付能力充足率为 181%，对应权益资产配置上限为 30%。

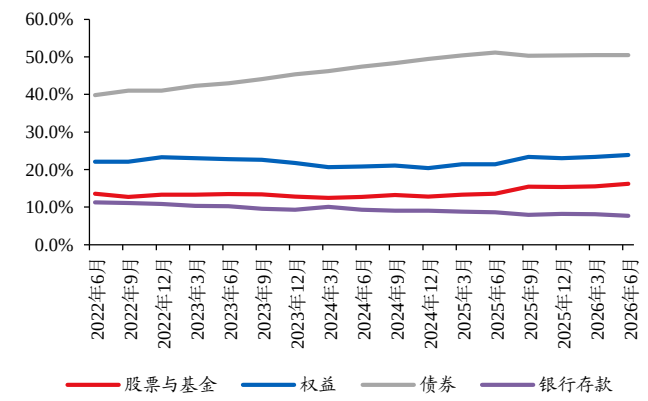
资金端保费增速持续收敛，9-12 月有望触底回升。2026M1-8 保险行业实现保费收入 4.82 万亿，同比+0.4%，其中人身险公司同比-0.2%，财产险公司同比+2.2%。保费增速较年初持续收敛，主要受人身险影响，近四个月（M5-8）单月保费增速持续为负，预计主要受炒停售高基数与银保 63 号文新规影响。展望全年来看，我们预计 9 月开始保费有望持续回暖，全年保费流入预计 6.2 万亿。

图表 1　保险资金余额持续增长（亿元）



资料来源：金融监管总局，华创证券

图表 2　险资权益仓位达到新高



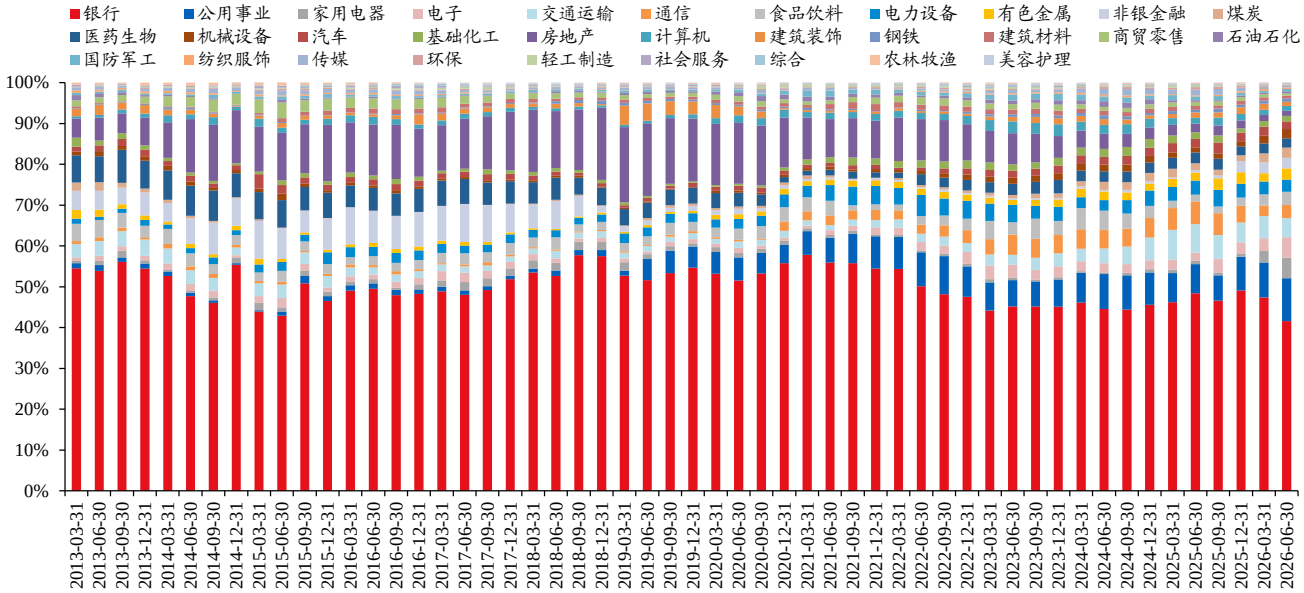
资料来源：金融监管总局，华创证券

2、险资重仓流通股：偏好高股息，灵活开展 TAA 把握结构性行情

从持仓市值来看，2026Q2 险资重仓前五大行业分别是银行、公用事业、家电、电子、交运，家电与电子持仓近几期明显提升。其中，银行历史以来在险资重仓中占比较高，约 40%-60%，银行高股息属性天然契合险资财务投资需求；环比来看银行市值占比显著下降，预计主要受行情影响，Q2 银行指数（886052.WI）-8.32%。2019Q2 至今公用事业基本维持在 5%以上，体现险资高股息策略的扩容与多元化。家电近两个季度在险资重仓中表现突出，2026Q2 重仓主要是美的、格力、三花智控、海信家电、苏泊尔等。2025Q3 至今电子重仓占比波动上升，预计主要受科技行情驱动。2025Q2 至今交运重仓占比波动下降，截至 2026Q2 占比 4.6%。

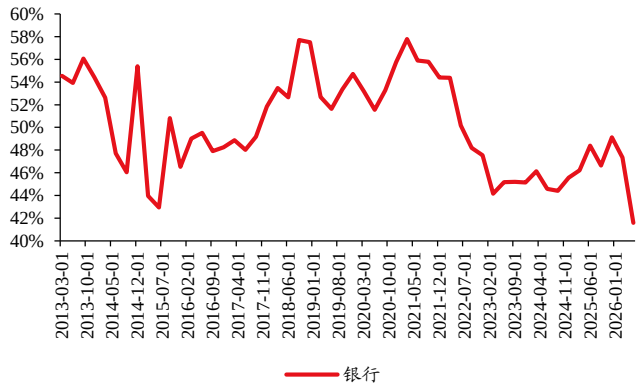
仅供内部参考，请勿外传

图表 3　2013Q1-2026Q2 险资重仓流通股



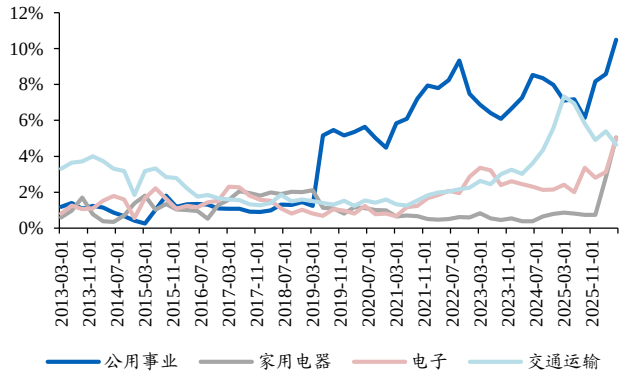
资料来源：wind，华创证券

图表 4　险资重仓流通股中银行占比在 40%-60%区间



资料来源：wind，华创证券

图表 5　2026Q2 险资重仓前五大行业（除银行）历史占比变动



资料来源：wind，华创证券

险资重仓流通股中高股息特征明显。以报告期末的股息率 3%以上作为筛选门槛，截至 2026Q2，险资重仓流通股中高股息占比达到 74%，环比 Q1 虽然略有下行 3pct，但依旧处于历史高位。从个股持仓来看，高股息标的中前十大有八家银行，其他分别是长江电力（持仓市值 372 亿，排第四）和美的集团（持仓市值 328 亿，排第六）。

险资灵活开展战术资产配置（TAA），2026Q2 或加大布局低估值高股息资产。从持股数量变动来看，2026Q2 险资重仓流通股中主要加仓方向是公用事业、钢铁、银行，核心标的包括中国广核、浙能电力、包钢股份、中国银行等；本期主要减仓方向是房地产、石油石化、非银金融，核心标的包括大悦城、中国石化、金融街。

仅供内部参考，请勿外传

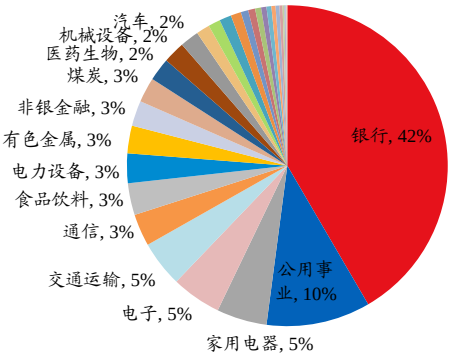
图表 6 2026Q2 险资重仓流通股前十大行业的前十大个股统计

行业与公司	本期持仓市值(万元)	本期占流通股比例(%)	变动持仓数量(万股)	行业与公司	本期持仓市值(万元)	本期占流通股比例(%)	变动持仓数量(万股)
银行	33,349,346.22			通信	2,596,433.66		
浦发银行	5,715,560.45	19.93	-	中国联通	1,276,167.87	10.29	-
兴业银行	5,045,613.31	14.40	-	中国移动	480,951.55	6.19	-273.23
招商银行	4,015,019.96	5.48	-	中国电信	374,809.27	0.93	
农业银行	3,551,357.83	1.83	-427.60	天孚通信	149,758.83	0.45	
民生银行	2,367,435.67	20.73	-	中兴通讯	140,404.90	0.96	-
华夏银行	1,637,919.98	16.66	-	华测导航	48,195.96	2.59	-381.51
邮储银行	1,364,058.56	3.81	-308.69	亿联网络	35,613.09	1.45	
工商银行	1,327,940.97	0.70	2,355.86	锐捷网络	26,755.16	0.30	
中信银行	937,514.11	3.32	3,743.77	奥飞数据	20,310.37	1.02	14.84
中国银行	852,708.82	0.71	35,973.92	联特科技	18,657.81	0.67	
公用事业	8,408,162.45			食品饮料	2,571,746.21		
长江电力	3,719,420.27	5.74	1,609.70	伊利股份	811,322.38	5.38	-883.23
中国核电	1,056,475.70	6.20	-	贵州茅台	661,965.41	0.45	
国电电力	550,761.06	6.61	8,255.47	双汇发展	284,397.96	3.67	1,198.19
中国广核	528,902.38	3.44	87,049.39	五粮液	231,494.62	0.81	931.92
京能电力	471,509.37	10.92	-	泸州老窖	219,522.48	1.93	-217.36
国投电力	428,223.01	4.32	-2,321.10	青岛啤酒	87,070.41	2.35	-72.64
浙能电力	386,132.15	5.47	34,939.25	安井食品	65,989.63	2.81	-142.09
福能股份	257,854.32	9.10	-	重庆啤酒	55,093.32	2.76	-158.36
华电国际	210,295.47	5.13		山西汾酒	51,892.16	0.39	
三峡能源	172,039.57	1.62	-	莲花控股	26,831.29	1.07	-1,673.61
家用电器	4,059,288.00			电力设备	2,392,961.86		
美的集团	3,275,645.71	6.32	2,588.63	阳光电源	317,060.85	1.26	34.19
格力电器	497,892.39	2.41	13.48	晶盛机电	186,899.47	2.51	-197.68
海信家电	66,078.15	2.63		精达股份	183,273.06	8.68	-800.00
三花智控	53,442.67	0.33	-252.21	亿纬锂能	158,591.73	1.15	
禾盛新材	50,528.50	2.22	-52.96	科达利	131,518.43	3.31	110.31
苏泊尔	40,823.43	1.29	357.62	平高电气	89,701.55	3.74	-18.64
民爆光电	36,784.00	4.88	-70.00	大金重工	87,241.08	2.39	-232.60
老板电器	22,943.02	1.68	-	德业股份	85,527.36	0.63	
华翔股份	6,229.21	0.70	-41.36	帝尔激光	81,547.94	2.12	-303.41
盾安环境	5,010.25	0.45	-261.01	禾望电气	79,777.98	3.26	
电子	4,021,602.23			有色金属	2,233,254.49		
立讯精密	474,469.09	0.92	1,723.49	紫金矿业	877,686.43	1.69	2,575.06
源杰科技	317,652.76	1.37	34.40	海亮股份	171,032.93	3.33	-200.09
深南电路	305,609.24	1.00	113.73	西部矿业	151,869.76	2.35	13.40
东山精密	280,062.32	0.77	-974.23	中国铝业	135,463.85	1.25	2,978.01
鹏鼎控股	231,050.79	0.95	609.91	神火股份	134,704.98	2.83	411.17
鼎龙股份	225,448.15	2.86	-213.84	东方钽业	100,663.12	2.21	51.98
长电科技	204,994.40	1.11	-537.19	洛阳钼业	84,669.45	0.28	
雅克科技	150,479.07	2.10	-197.92	中钨高新	83,786.23	0.60	
胜利精密	117,238.97	9.22	-	云铝股份	65,864.26	0.86	-236.75
芯源微	104,692.09	1.18		山金国际	61,843.77	1.44	
交通运输	3,728,078.69			非银金融	2,050,782.65		
京沪高铁	1,428,803.71	6.45	-	中国平安	1,143,950.51	2.25	-961.04
大秦铁路	391,709.63	4.28	7,368.84	长江证券	236,118.99	4.38	-
上海机场	311,795.46	6.60	-	华泰证券	178,776.08	1.19	
招商公路	304,101.17	4.89	1,154.55	东方证券	127,618.47	1.81	
东航物流	152,731.80	10.03	28.44	中国人保	104,875.00	0.44	-2,287.08
海航科技	120,929.53	16.15	-	四川双马	98,776.91	4.96	-648.92
唐山港	99,038.78	4.03	-2,498.45	江苏金租	89,034.56	2.67	-64.20
顺丰控股	82,237.40	0.55	454.99	东兴证券	38,032.92	0.87	1,011.36
中原高速	80,215.03	9.67	-	信达证券	31,217.56	0.59	
中远海控	69,525.85	0.42		南华期货	2,381.64	0.22	-123.93

资料来源：wind，华创证券

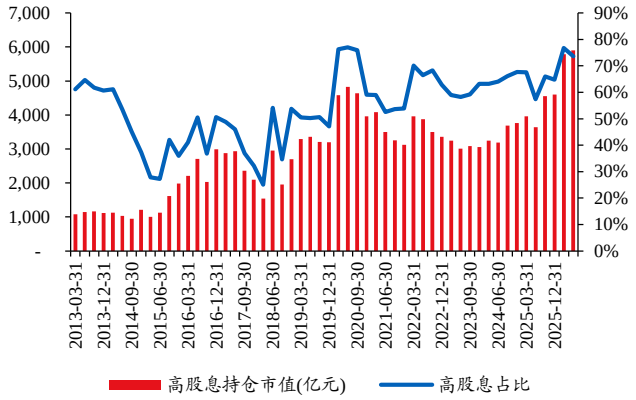
仅供内部参考，请勿外传

图表 7 2026Q2 险资重仓流通股中前五大行业合计占比 67%



资料来源：wind，华创证券

图表 8 2013Q1-2026Q2 险资重仓流通股中高股息（股息率大于 3%）占比



资料来源：wind，华创证券

（二）上市险企：普遍增配权益，股票风格分化

1、大类资产配置情况：普遍增配权益，债券“五升一平两降”

2026H1 险资配置回顾：普遍延续增配权益，债券占比变动分化。2026H1，权益市场延续回暖趋势，科技主导的结构性行情持续创新高。在此背景下，市值上涨与主动配置双重影响下，上市险企权益仓位普遍提升。债券市场方面，上半年利率呈下行趋势，带来短期交易性机会，但配置吸引力进一步下降，二者权衡之后上市险企债券配置比例变动分化。非标方面，存量资产持续逐步到期，“资产荒”下非标占比降低，预计主要转向债券与高股息资产。

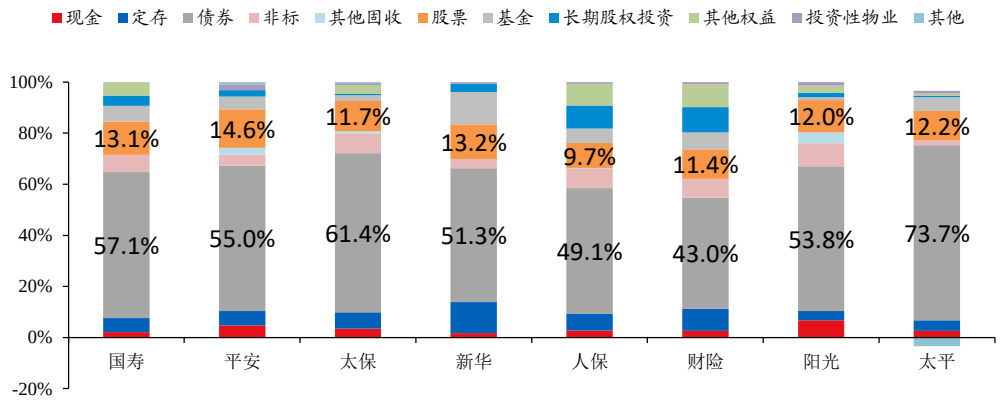
按照核心权益（股票+基金）仓位排序：新华 25.6%，平安 19.4%，国寿 19.2%，太平 18.1%，财险 18.0%，人保 15.4%，太保 13.9%，阳光 13.1%。（其中平安、太保、阳光为权益型基金口径）较上年末，上市险企普遍增配权益资产，除阳光外股票+基金占比较上年末普遍提升。

按照债券仓位排序：太平 73.7%，太保 61.4%，国寿 57.1%，平安 55.0%，阳光 53.8%，新华 51.3%，人保 49.1%，财险 43.0%。较上年末，国寿、太平较上年末下降，平安基本持平，其他险企均有所提升。

按照非标仓位排序：阳光 8.6%，人保 7.8%，太保 7.7%，财险 7.4%，国寿 6.8%，平安 4.3%，新华 3.6%，太平 2.1%。（太保为非公开市场融资工具口径，新华为非标资产口径）

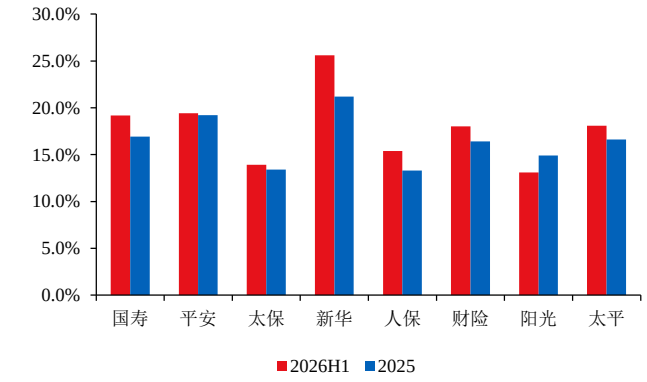
仅供内部参考，请勿外传

图表 9　2026H1 上市险企资产配置结构



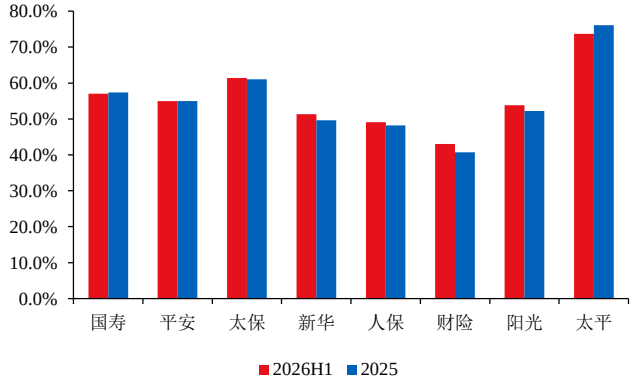
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 10　上市险企股票与基金配置占比



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 11　上市险企债券配置占比



资料来源：各公司公告，华创证券

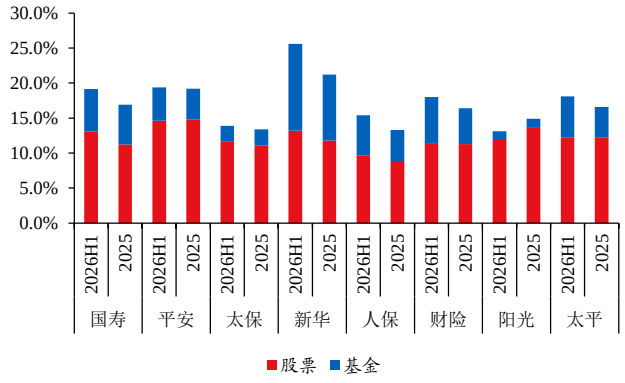
2、权益配置风偏洞察：股票直投为主，FVOCI“五升三降”

股票直投为主，基金配置环比亦多数上行。截至 2026H1，主要上市险企二级权益配置均以股票为主，除新华外基金配置都相对较少，预计部分与股票可以灵活选择会计计量方式相关。26H1 环比 2025 年底来看，阳光同时降低股票与基金占比，平安降低股票占比，太保降低基金占比，其他险企均同时提升股票与基金占比。其中，边际上国寿、太保更偏向于股票，平安、新华、财险、太平倾向基金，人保相对均衡。

股票中 FVOCI 占比变动分化，或反映公司股票策略差异。2026H1 上市险企按照 FVOCI 类股票资产占比较上年末提升幅度：新华+3pct 至 21%，国寿+10pct 至 38%，太保-2pct 至 35%，太平+8pct 至 43%，人保+1pct 至 43%，财险-7pct 至 57%，阳光-3pct 至 65%，平安+9pct 至 66%。股票 FVOCI 比例呈“五升三降”，太保、财险、阳光下降，需注意部分受上半年市场结构性行情引起的市值波动差异影响。从股票会计分类洞察配置风格，我们预计国寿、新华股票配置风格灵活进取，太保、太平、人保相对均衡，财险、阳光、平安较为稳健。

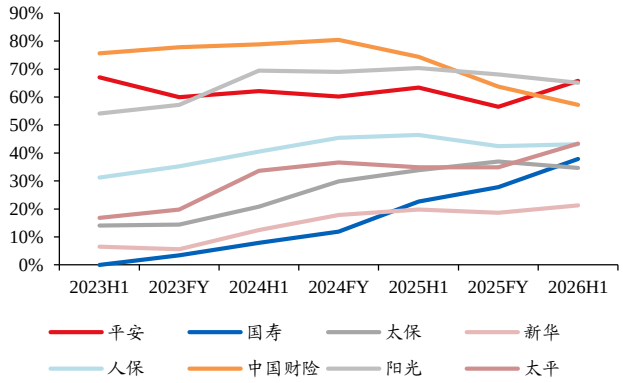
仅供内部参考，请勿外传

图表 12 上市险企股票与基金配置占比



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 13 上市险企 FVOCI/股票占比



资料来源：各公司公告，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

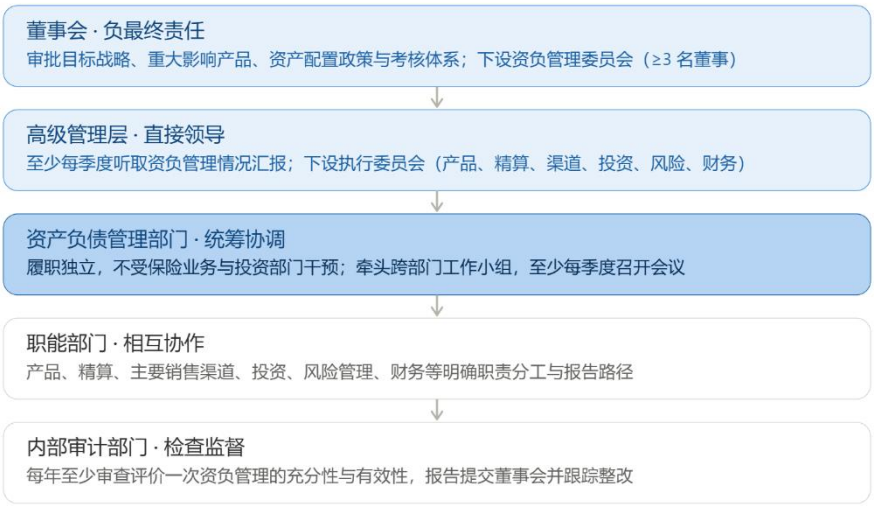
二、资负新规视角下的险资行为展望

（一）保险公司资产负债管理办法主要内容

2026 年 8 月 21 日，金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法》（以下简称“资负新规”），包括总则、治理结构、政策和程序、监管指标和监测指标、监督管理以及附则。自 2027 年 1 月 1 日起正式实施，首次季度报告和年度报告分别为 2026 年四季度报告和 2026 年年度报告。监管指标不达标的公司可申请 3 年过渡期，须制定达标规划、明确时间进度、经董事会批准后于 2027 年 3 月底前报监管执行。

总则明确资产负债管理目标包括期限结构匹配、成本收益匹配、流动性匹配。期限结构匹配是指保险公司能够维持资产现金流和负债现金流在较长期限结构上的合理匹配，防范利率风险和再投资风险；成本收益匹配主要为了确定公司具备一定的持续盈利能力，防范利差损风险；流动性匹配则是指保险公司在短期内能够获得充足资金以支付到期债务或履行其他支付义务。同时提出四项原则，对应分别是全面覆盖（普通账户）、合理匹配（错配维持在与战略/风险偏好/资本实力相适应的合理范围）、稳健审慎、统筹协调（经济价值、盈利、流动性、偿付能力多维统筹）。

图表 14 《保险公司资产负债管理办法》治理结构要求

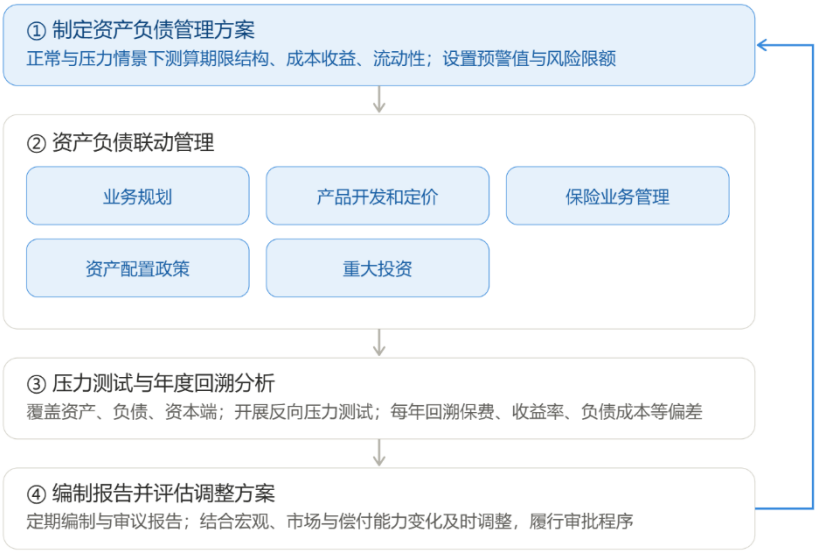


资料来源：金融监管总局，华创证券



仅供内部参考，请勿外传

图表 15 《保险公司资产负债管理办法》政策与程序要求示意图



资料来源：金融监管总局，华创证券

资负新规的核心是确立了监管指标和监测指标。监管指标层面，财产险公司考核沉淀资金覆盖率、收入覆盖率、流动性覆盖率；人身险公司考核利率风险对冲率、综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率、流动性覆盖率。监测指标层面，财产险公司包含利差一（综合投资收益率与负债资金成本率差额）、利差二（净投资收益率与负债资金成本率差额），以及压力情景下的利差；人身险公司包括有效久期缺口、基点价值变动率、利差三（会计投资收益率与负债保证成本率差额）、利差四（新增固定收益类资产到期收益率与新业务负债最低要求回报率差额）、压力情景下的利差、流动性匹配率，以及分大类账户的成本收益匹配指标和流动性匹配指标。

图表 16 《保险公司资产负债管理办法》监管、监测指标

	指标	计算公式	监管要求
财产险公司监管指标	沉淀资金覆盖率	沉淀资金÷中长期资产	不低于 100%
	收入覆盖率	（保险服务收入+综合投资收益）÷综合成本，**三年平均**	不低于 100%
	流动性覆盖率	计算方法按照金融监管总局有关流动性风险监管规则执行	不低于 100%
人身险公司监管指标	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	最低要求是 50%-150%；对于利率风险对冲率低于 50%的人身保险公司，现金流流入利率敏感度不低于 5%
	综合投资收益覆盖率	综合投资收益÷负债资金成本，**五年平均**	不低于 100%
	净投资收益覆盖率	净投资收益÷负债保证成本，**三年平均**	不低于 100%
	流动性覆盖率	计算方法按照金融监管总局有关流动性风险监管规则执行	不低于 100%
财产险公司监测指标	利差一	综合投资收益率-负债资金成本率，**三年平均**	
	利差二	净投资收益率-负债资金成本率	
	压力情景下的利差	宏观经济压力情景、保险业务压力情景下的利差一	
人身险公司监测指标	有效久期缺口	修正久期衡量保险公司资产和负债在利率曲线平行移动情景下的价值变动率，有效久期在此基础上，考虑部分资产的含权因素、分红利率和万能结算利率的可调节因素等对预期现金流的影响	

仅供内部参考，请勿外传

	基点价值变动率	基点价值衡量保险公司资产和负债在关键期限年上利率变动情景下的金额变化
	利差三	过去三年平均会计投资收益率-过去三年平均负债保证成本率×（过去三年负债平均规模÷过去三年调整后的资金运用平均净额）
	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
	压力情景下的利差	宏观经济压力情景下会计投资收益率与负债保证成本率差额、利率上行压力情景下会计投资收益率与负债资金成本率差额、利率下行情景下固收资产到期投资收益率与负债保证成本率差额
	流动性匹配率	引导人身保险公司合理配置长期资产，避免过度依赖中短期保险负债进行长期投资
	成本收益匹配指标	分大类账户监测
	流动性匹配指标	分大类账户监测

资料来源：金融监管总局，华创证券

注：综合投资收益=利息收入+投资收益+公允价值变动损益+其他投资损益+FVOCI 金融资产的公允价值变动-FVOCI 债务工具的公允价值变动+指定为 FVOCI 的非交易性权益工具投资的处置损益-投资资产减值损失-利息支出

注：净投资收益包括利息收入和分类为 FVTPL 金融资产的利息收入、股息红利收入，以及投资性房地产租金收入等，并扣除利息支出

监管层面，季度报告于季度结束后 30 日内、年度报告于次年 4 月 30 日前报送监管信息系统；年度报告中资产负债基本情况与匹配情况须经独立三方审核机构核验；每年评估一次资负管理能力建设情况，指标与能力评估结果纳入监管评级。指标不达标或管理有缺陷的，可采取监管谈话、下发监管意见书、要求更严格压力测试、提高报告频率、扩大检查范围等措施；整改到期不到位可依法要求调整保险业务结构或资产配置结构；违规可警告、通报批评并处 10 万元以下（危害金融安全且有后果的 20 万元以下）罚款。

（二）尾部险企监管指标承压，需资负共同发力补齐缺口

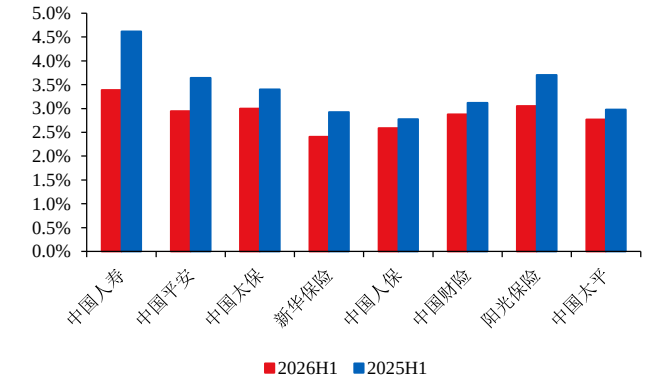
我们预计，资负新规下监管指标承压最为明显的是人身险公司，其商业模式受利率下行影响更为明显。其中，利率风险对冲率不同于久期缺口指标，能够一定程度通过使用利率衍生品工具管理。但净投资收益覆盖率、综合投资收益覆盖率指标或面临明显挑战，尤其是中小保险公司。

2026H1，上市险企平均净/综合投资收益率分别为 2.9%/5%。中报数据进行统一简单年化处理，同时剔除权益法下长股投的应占损益，使其接近于资负新规下的净投资收益口径。2026H1，上市险企中净投资收益率最高的是中国人寿，达到 3.4%；综合投资收益率最高的亦是中国人寿，达到 7.7%，预计主要受益于较高比例的债券配置与灵活进取的权益投资风格。

近三年净投资收益率持续承压，综合投资收益率随权益市场波动。2023-2025 年，上市险企净投资收益率均值由 3.9%下降至 3.4%，主要受利率中枢持续下行与资产再配置压力影响；2021-2025 年综合投资收益率波动较为明显，上市险企五年平均为 4.3%。资负新规对净/综合投资收益覆盖成本的考核周期分别为三/五年，从年度数据来看，净投资收益率三年平均最高的是中国人保，综合投资收益率五年平均最高的是阳光保险。我们认为，上市险企头部优势明显，综合投资收益率预计基本能够覆盖负债资金成本，净投资收益率对负债保证成本的覆盖或相对分化，主要受固收资产与高股息配置差异影响。

仅供内部参考，请勿外传

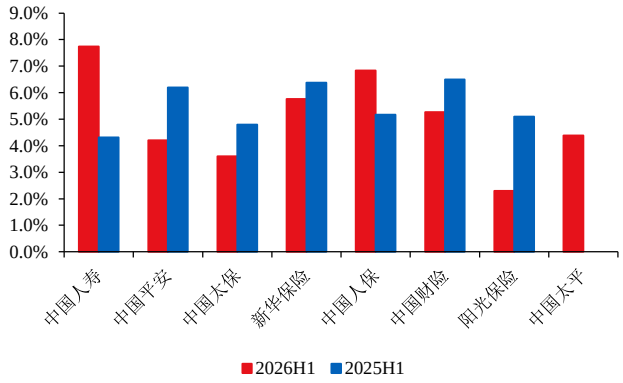
图表 17 上市险企净投资收益率



资料来源：各公司公告，华创证券测算

注：剔除权益法下长股投应占损益

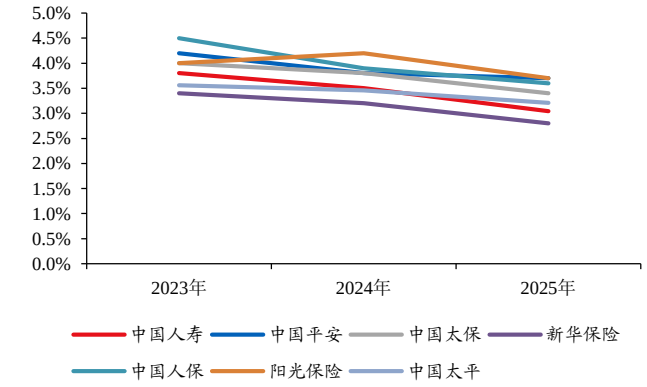
图表 18 上市险企综合投资收益率



资料来源：各公司公告，华创证券测算

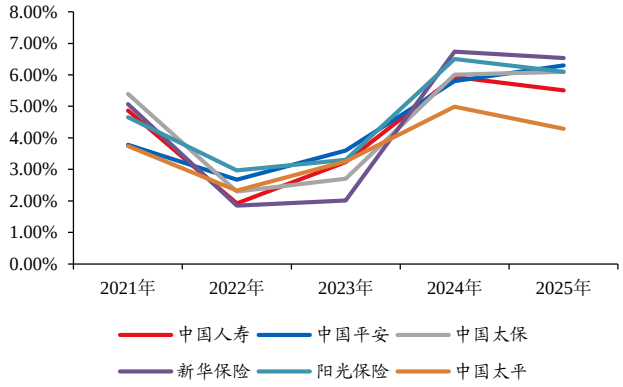
注：剔除 FVOCI 债券的浮动盈亏

图表 19 上市险企 2023-2025 年净投资收益率



资料来源：各公司公告，华创证券测算

图表 20 上市险企 2021-2025 年综合投资收益率



资料来源：各公司公告，华创证券测算

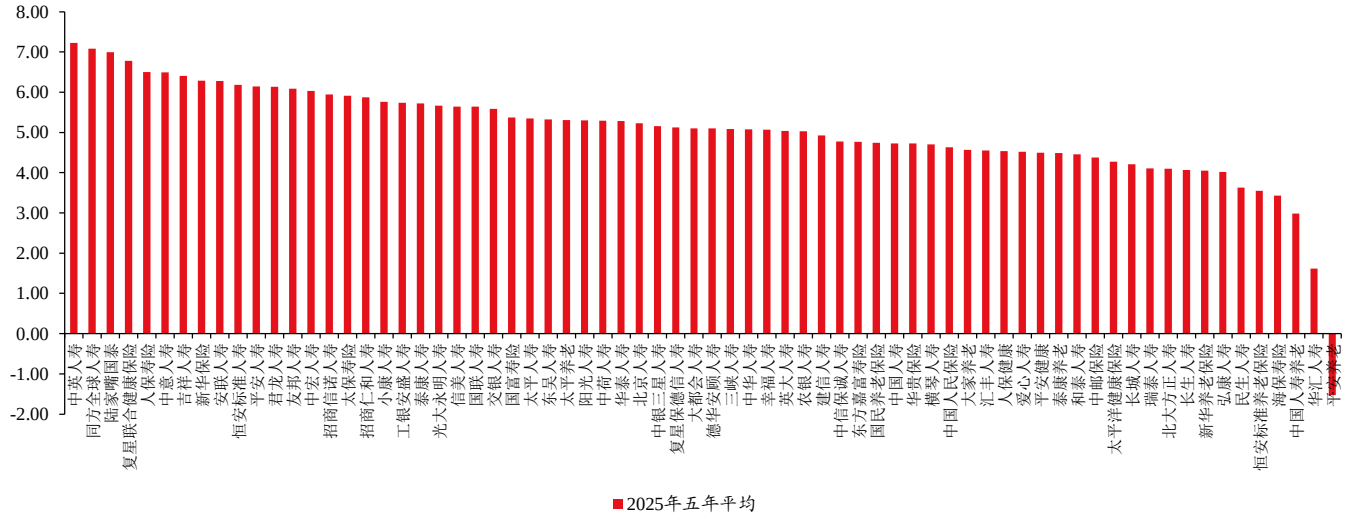
注：剔除 FVOCI 债券的浮动盈亏，部分未披露数据为测算口径

从 70 家非上市人身险公司数据来看，约 9%五年平均综合投资收益率低于 4%。偿付能力报告披露旧准则下的三年平均综合投资收益率，口径上包含 FVOCI 债券的浮动盈亏，与资负新规考核口径存在一定差异。2025 年，70 家非上市人身险公司中五年平均综合投资收益率高于 6%的有 14 家，占比 20%，其中 3 家不低于 7%；5-6%的有 27 家，占比 39%；4-5%的有 23 家，占比 33%；剩余 6 家低于 4%。此外，还有 9 家因近五年数据不完整无法计算。

尾部险企需资负两端同时发力，补齐监管指标缺口。综合来看，上市险企资负新规监管指标基本达标，非上市险企中尾部监管指标承压相对明显。未达标险企需资负两端同时发力。资产端方面，需要逢高把握长债配置时点，缩短久期缺口，延缓再配置压力，并通过配置高股息夯实净投资收益率；此外，在控制风险与偿付能力限度内，稳步提升权益类资产比例，发挥险资长钱配置优势，积极探索 ABS、reits 等资产配置机会。负债端方面，平衡新单增长与成本控制两端诉求，控制负债端久期不显著进一步拉长，并积极推动分红险转型，降低存量刚性成本压力。

仅供内部参考，请勿外传

图表 21　70 家非上市人身险公司 2025 年五年平均综合投资收益率



资料来源：各公司偿付能力报告，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

三、测算：险资入市量级与潜在红利需求

从保费流入视角测算险资入市量级，预计 2026 年险资入市资金约 7400 亿（中性场景，精确至百位），考虑市值波动约 1 万亿增量。

步骤一：测算保费流入，预计 2026-2027 年保费约 6.2/6.4 万亿。截至 2026M8，保险行业保费增速收敛至 0.4%，预计 9-12 月有望回暖，假设全年增速为 2%；2027 年，我们谨慎给予 3%的整体保费增速假设。

步骤二：测算保费转化，预计 2026-2027 年新增可投资金约 3.75/3.86 万亿。假设新增保费有 40%用于赔付等支出，剩余 60%沉淀在资产池中转化为可投资金。

步骤三：测算入市资金，预计 2026-2027 年增量资金约 7400/7600 亿元（中性场景，未考虑市值波动贡献，精确至百位）。监管积极号召险资等中长线资金入市，国有大型险企或发挥头雁效应。我们区分三类险企，分别是国有大型险企（国寿、新华、人保、太平），其他头部（平安、太保）和其他险企。假设国有大型险企在乐观场景下将新增保费（考虑支出扣除）的 30%投资股市，中性/悲观对应为 25%/20%，其他险企假设配置中枢约 15%，其他头部假设配置比例在各场景下取上述两类险企的配置比例均值，据此测算险资入市增量资金。考虑市值波动，我们给予 2026 年 5%的投资收益率预期，2027 年 6%的投资收益率预期，得到股票与基金仓位增量测算结果。2026 年预计中性场景下仓位增量约 1 万亿，上半年已有 6877 亿元，下半年预计仓位增量明显缩小，主要受权益市场调整+下半年保费占比相对较小双重影响。

图表 22　2026-2027 年险资增量资金测算-基于流量角度

亿元		保费规模	新增可投资金	股票与基金规模	入市增量	仓位增量
2022A		46,957		33,682		
2023A		51,247	28,029	35,968		2,286
2024A		56,963	51,006	42,452		6,484
2025A		61,194	52,219	59,259		16,807
2026E	乐观	62,418	37,451	70,508	8,286	11,249
	中性	62,418	37,451	69,619	7,397	10,359
	悲观	62,418	37,451	68,729	6,507	9,470
2027E	乐观	64,290	38,574	83,273	8,535	12,765
	中性	64,290	38,574	81,414	7,618	11,796
	悲观	64,290	38,574	79,555	6,702	10,826

资料来源：金融监管总局，华创证券测算

注：假设条件与实际或有偏差

假设有 20%的尾部险企与资负策略相对激进的保险公司净投资收益覆盖率不达标，预计对应 6000 亿元量级的潜在红利资产需求。但需注意过渡期设置，6000 亿元量级的红利配置需求预计不会一蹴而就，而是循序渐进、逢高适配。

整体需求：我们假设这部分人身险公司对应的存量保证成本为 3%，保险合同负债/资金运用余额假设为 90%，则净投资收益率需要 2.7%才能达标。配置结构上，假设固收占比 75%，收益率 2.75%，则对应需要高股息资产补齐 0.6%的缺口。假设高股息（包含长期股权投资）的组合股息率为 4%/4.25%/4.5%，则对应高股息组合占比需至少达到 14%，对应万亿量级规模。

仅供内部参考，请勿外传

当前缺口：截至 2026Q2，人身险公司配置股票/长期股权投资分别为 10%/8%。同期上市险企合计 OCI 占比高达 46%，考虑未达标险企以非上市为主，股票中 OCI 占比相对较低，我们假设 20%的险企按照行业配置 10%的股票，其中仅 20%为高股息。此外，长期股权投资中，考虑部分基于非财务投资考虑以及历史遗留导致当前股息率表现略微逊色，假设其中约 50%符合上述股息率要求。整体需求扣减当前配置，我们测算得到 20%的未达标人身险公司预计还有至少 6000 亿的红利配置缺口。

图表 23 资负新规下未达标人身险公司红利缺口测算

26Q2（亿元）	保守	中性	乐观
人身险资金运用余额	368,691	368,691	368,691
其中：未达标险企	73,738	73,738	73,738
存量保证成本	3%	3%	3%
保险负债/资金余额	90%	90%	90%
达标所需净投资收益率	2.70%	2.70%	2.70%
固收资产占比	75%	75%	75%
固收资产收益率	2.75%	2.75%	2.75%
高股息组合平均股息率	4%	4.25%	4.50%
高股息所需占比	16%	15%	14%
高股息所需规模	11,752	11,061	10,446
其中：当前占比	6%	6%	6%
其中：高股息缺口	10%	9%	8%
其中：缺口规模	7,338	6,647	6,033

资料来源：金融监管总局，华创证券测算

从 FVOCI 角度看红利配置节奏，预计 2026H2 险资新增配置 FVOCI 股票 1400+亿元。上市险企（除平安，下同）2023 年开始执行新准则，FVOCI/股票比例逐步提升至 37%（26H1）。我们假设中小险企对 FVOCI 亦采取逐步加仓，节奏类似于上市险企整体表现。经测算，上半年中小险企若配置 FVOCI/股票达到 10%，则对应上半年约 3200+亿资金配置 FVOCI 股票；下半年受保费流入季度规律及红利资产股息率变动影响，我们预计险资配置 FVOCI 股票约 1400+亿元。平安 2026H1 增配 FVOCI 股票 900+亿元，上半年 FVOCI 比例有明显提升。长期来看，我们认为平安 FVOCI 比例相对稳定，若考虑新保费流入带来的配置，预计平安每年约额外贡献 500+亿元的 FVOCI 股票配置。

图表 24 FVOCI 配置角度看红利配置节奏测算

	行业/合计	头部险企（除平安）	中小险企
2026H1			
险资运用余额	408,245	197,225	142,166
股票配置	42,457	21,310	11,508
FVOCI 股票		21,310	1,151
FVOCI 股票增量	3,231	2,080	1,151
其中：结构调整	2,719	1,633	1,086
其中：流量配置	512	447	65

仅供内部参考，请勿外传

原保费收入	38,562	18,630	13,429
新增可运用资金	23,137	11,178	8,057
新增配置股票	2,406	1,208	652
其中：FVOCI 占比		37%	10%
2026 年底			
FVOCI 股票增量	4,641	2,822	1,819
其中：结构调整	3,720	2,059	1,661
其中：流量配置	921	762	158
FVOCI/股票		39%	15%
2027 年底			
FVOCI 股票增量	3,982	2,180	1,802
其中：结构调整	2,804	1,274	1,530
其中：流量配置	1,178	906	272
FVOCI/股票		45%	25%
资料来源：金融监管总局，各公司公告，华创证券测算			

四、风险提示

模型假设误差、模型测算误差、权益市场波动、长端利率快速下行、保费增长不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

金融组团队介绍

组长、高级分析师：刘潇伟

意大利博科尼大学管理学硕士。2023 年加入华创证券研究所，主要覆盖证券行业及财富管理领域研究。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2023-2024 年新财富最佳分析师非银行业入围。

副所长、金融业研究主管、金融组组长、首席分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所，长期深入跟踪研究中国保险业、证券业、金融科技发展。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名、第十九届卖方分析师水晶球总榜单第三名、新浪财经金麒麟最佳分析师第三名、choice 最佳非银分析师第一名、21 世纪金牌分析师非银类第三名。2024 年新财富最佳分析师非银行业入围、第十八届卖方分析师水晶球总榜单和公募榜单第四名、新浪财经金麒麟最佳分析师第五名、choice 最佳非银分析师。2023 年新财富最佳分析师非银行业入围、21 世纪金牌分析师第二名、Wind 金牌分析师第三名、新浪财经金麒麟最佳分析师第五名、Choice 非银最佳分析师、《Institutional Investors》中国行业分析最佳进步团队。

联席首席研究员：曾广荣

南开大学精算学硕士，湖南大学保险学学士，7 年非银行业研究经验，曾任职于平安人寿、国泰君安、招商证券、国联证券、平安集团，具备产业和研究的复合背景，2026 年 4 月加入华创证券研究所。作为团队核心成员，获得 2020 年新财富最佳分析师第 5 名、2020 年水晶球奖第 5 名；2021 年新财富最佳分析师第 4 名。

高级分析师：陈海椰

浙江大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所，主要覆盖保险行业及养老金领域研究。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2023-2024 年新财富最佳分析师非银行业入围团队成员。

分析师：崔祎晴

杜克大学商业分析硕士。2023 年加入华创研究所，主要覆盖金融科技及资产管理领域研究。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2023-2024 年新财富最佳分析师非银行业入围团队成员。

分析师：林宛慧

厦门大学学士，对外经济贸易大学硕士。2024 年加入华创证券研究所，主要负责银行业研究，曾任职于长城证券。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2024 年新财富最佳分析师非银行业入围团队成员。

助理研究员：杜婉桢

香港中文大学经济学硕士。2024 年加入华创证券研究所，主要覆盖证券行业及多元金融研究。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2024 年新财富最佳分析师非银行业入围团队成员。

助理研究员：陈禹卓

厦门大学管理学硕士。2026 年加入华创证券研究所，主要覆盖金融资产领域研究。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理		zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522