

从年报看 2025 年保险资金投资变化

推荐（维持）

总量研究/非银行金融

2025 年国际秩序重构显著影响资本市场走势，监管政策加速推进保险资金长期入市，险资投资环境和配置行为迎来深刻变化。

□ **从整体规模来看**，2025 年保险业资金运用余额延续两位数增长，主要是受负债端保费流入的累积效应与资产端公允价值变动的双重驱动，其中主要上市险企占比约六成。投资品种方面，保险资金配置的“哑铃型”特征进一步凸显，行业债券投资占比进一步攀升至 50.4%，但边际增幅有所放缓，配置逐步转向多元稳健布局；股票投资占比跃升至 10.1%的近年最高水平，权益投资成为险企增厚收益的重要方式。主要上市险企整体减配债券，投资重点向权益类资产倾斜，2025 年股票投资规模净增量占据行业的 88.1%，预计是头部公司大力落实中长期资金入市要求，彰显出对股票市场的坚定信心与积极布局姿态，其中中国平安的股票投资规模和占比提升最多。

□ **权益投资方面**，2025 年末主要上市险企 OCI 股票规模超 1 万亿，在股票的占比达 39.7%，延续上升趋势但 25H2 提升幅度边际有所放缓，整体高股息投资呈现出规模扩容、结构优化、策略差异化的显著特征。其中中国平安的 OCI 股票规模最大，中国人寿的 OCI 股票占比提升最多。根据 Wind 截至 4 月 9 日的不完全数据统计，25Q4 险资 A 股重仓流通股以高股息压舱，边际加仓银行、石油石化、通信等行业，同时积极关注科技成长板块的结构性机会，主要上市险企新进前十大股东的个股集中在非银行金融和基础化工等行业。此外在资产配置需求和会计准则变更背景下，险企举牌热潮延续，数量仅次于 2015 年峰值，举牌保险同业也在时隔六年后再次出现。

□ **固收投资方面**，险企债券投资继续向利率债倾斜，资产负债与信用风险防范仍是主线，银行二永债以减持为主。从上市公司披露数据来看，政府债占比均提升但边际放缓，资产久期进一步延展；信用债投资仍以高等级主体为核心，风险偏好保持审慎。非标投资缩量下滑，险企替代方向更偏向于风险收益特征更清晰、透明度更高的标准化或准标准化品种。

□ **收益率方面**，2025 年保险行业的平均财务投资收益率整体抬高，综合投资收益率有所下降。从主要上市险企的数据来看，净投资收益率受利率影响持续承压，权益投资策略差异使得总投资收益率有所分化。统一口径后拆分来看，利息贡献同比-0.2pt，是对净投资收益率的主要拖累项，整体股息收益贡献持平，尤其中国平安前瞻布局高股息权益资产，是唯一一家股票分红和股息收入贡献提升的公司，有力支撑了整体净投资收益率表现。上市险企买卖价差损益贡献显著提升，中国人寿和新华保险贡献最高，预计是资本市场回暖背景下公司主动加大交易操作，将账面浮盈转化为已实现收益，推动总投资收益率取得强劲表现。

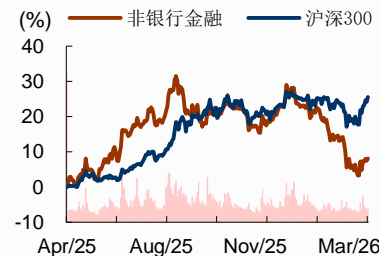
□ **风险提示：数据统计遗漏，资本市场波动。**

行业规模

		占比%
股票家数（只）	90	1.7
总市值（十亿元）	5876.0	5.2
流通市值（十亿元）	5724.0	5.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4.4	-11.8	7.9
相对表现	-5.8	-14.4	-17.7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《券商板块 1Q26 业绩前瞻及最新观点—基本面和估值严重错配，布局性价比凸显》2026-04-14
- 2、《证券行业 2025 年年报综述—料市场平稳运行，业绩稳中有进》2026-04-06
- 3、《2025H2 公募基金销售机构保有数据点评—全品类规模均增长，头部集中度上行，积极布局指数产品》2026-03-22

张晓彤 S1090524120006
 zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

正文目录

一、市场和政策环境.....	5
二、险资规模及整体配置	6
1、投资规模维持两位数增速	6
2、大类资产配置延续哑铃型结构.....	8
三、权益投资.....	13
1、FVOCI 类配置型股票规模超万亿	13
2、险资重仓个股更加均衡.....	14
3、举牌热潮延续，数量仅次于 2015 年峰值	17
四、固收投资.....	20
1、债券投资加码长久期利率债	20
2、非标投资缩量下滑，险资寻求转型创新	22
五、投资收益率	24
六、风险提示	27

图表目录

图 1：国债收益率走势.....	5
图 2：大盘指数走势.....	5
图 3：2025 年市场宽基指数涨跌幅	5
图 4：保险行业资金运用余额及增速 vs 保费增速	7
图 5：人身险公司和财产险公司资金运用余额变化（亿元）	7
图 6：2025 年国内大资管市场 AUM（亿元）	7
图 7：国内各资管市场存续规模变化（亿元）	7
图 8：行业资金运用余额 vs 主要上市险企投资资产增速	7
图 9：2025 年主要上市险企投资资产规模在行业占比.....	7
图 10：主要上市险企投资资产规模（亿元）	8
图 11：人身险和财产险公司资产配置结构.....	8
图 12：2025 年主要上市险企资产配置结构	9
图 13：主要上市险企合计资产配置结构变化	9
图 14：主要上市险企合计固收类资产结构变化	10

图 15: 主要上市险企合计权益类资产结构变化	10
图 16: 主要上市险企合计投资性房地产在总投资资产占比	10
图 17: 中国平安不动产投资在总投资资产占比	10
图 18: 主要上市险企合计 OCI 股票规模变化 (亿元)	13
图 19: 主要上市险企合计 OCI 股票占股票投资比重变化	13
图 20: 2025 年主要上市险企 OCI 股票规模及占比	14
图 21: 主要上市险企 OCI 股票规模及占比变化 (亿元)	14
图 22: 2025 年保险公司在 A 股的持仓数量按行业分布	15
图 23: 2025 年保险公司在 A 股的持仓市值按行业分布	15
图 24: 2025 年保险公司 A 股重仓流通股的股息率分布	15
图 25: 保险公司重仓流通股的平均股息率变化	15
图 26: 2015 年至今险资举牌次数统计	18
图 27: 2025 年举牌险资类型分布	20
图 28: 2025 年险资举牌 A/H 股分布	20
图 29: 2025 年险资举牌行业分布	20
图 30: 2025 年险资举牌市值分布	20
图 31: 2025 年险资举牌 ROE 分布	20
图 32: 2025 年险资举牌股息率分布	20
图 33: 银行间债券市场保险机构持有比例	21
图 34: 银行间债券市场保险机构持有余额 (亿元)	21
图 35: 4 家上市险企债券投资结构变化	21
图 36: 中国太保固定收益类资产久期 (年)	22
图 37: 中国平安的公司债信用评级占比	22
图 38: 中国太保的公司债信用评级占比	22
图 39: 保险资管产品登记注册规模变化 (亿元)	23
图 40: 保险资管产品登记注册数量变化 (只)	23
图 41: 中国太保非标投资规模及占比	23
图 42: 中国太保非标投资期限和收益率	23
图 43: 中国平安非标投资期限和收益率	24
图 44: 中国平安非标投资结构分布	24
图 45: 新华保险非标投资组合情况	24
图 46: 2025 年保险行业平均投资收益率	25

图 47: 2025 年人身险公司财务投资收益率分布25

图 48: 2025 年人身险公司综合投资收益率分布25

图 49: 2025 年财产险公司财务投资收益率分布25

图 50: 2025 年财产险公司综合投资收益率分布25

图 51: 2025 年主要上市险企净投资收益率26

图 52: 主要上市险企加权平均的净投资收益率趋势26

图 53: 2025 年主要上市险企总投资收益率26

图 54: 主要上市险企加权平均的总投资收益率趋势26

图 55: 主要上市险企投资收益贡献变化27

图 56: 2025 年主要上市险企综合投资收益率27

图 57: 主要上市险企综合投资收益率计算口径27

表 1: 2025 年多项监管政策加速推进保险资金长期入市6

表 2: 人身险和财产险公司资产配置变化9

表 3: 2025 年主要上市险企投资资产配置比重同比变化11

表 4: 主要上市险企投资资产配置比重变化12

表 5: 2025 年保险公司 A 股重仓流通股的市值前十大公司15

表 6: 2025 年保险公司 A 股重仓流通股的持仓数量增加和减少前十大公司 ...16

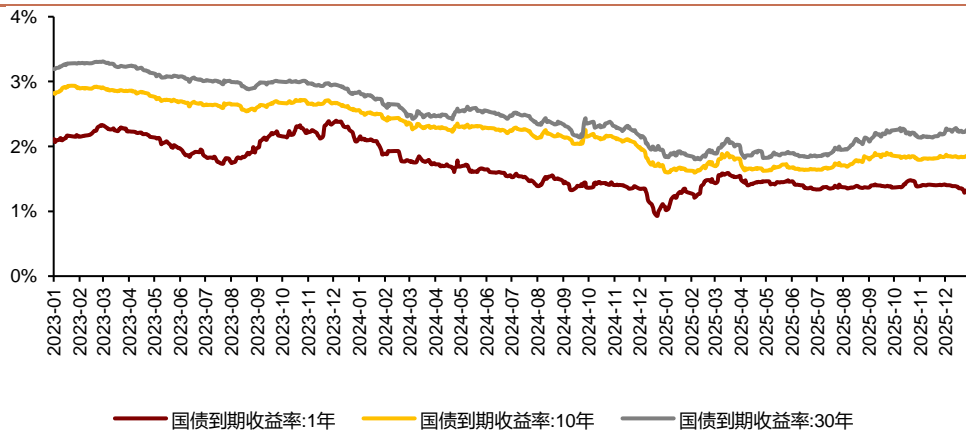
表 7: 2025 年主要上市险企前五大重仓流通股17

表 8: 2025 年险资举牌统计19

一、市场和政策环境

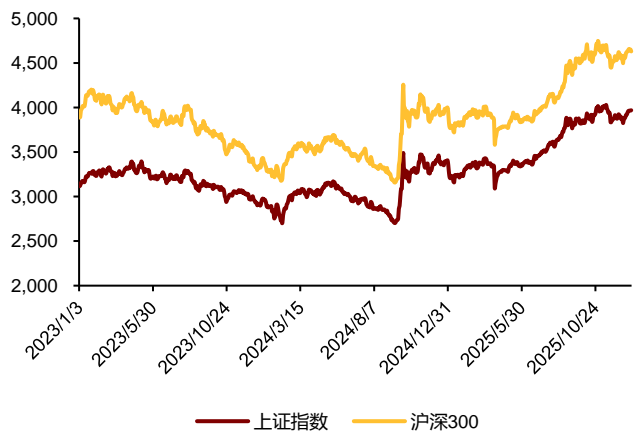
2025 年国际秩序重构显著影响资本市场走势，险资投资环境面临深刻变化。一方面，受中美关系、宏观政策等影响，2025 年债市经历多轮调整，大致呈 N 型走势，全年 10 年期国债收益率在 1.6%-1.9% 之间窄幅波动。年初货币政策“适度宽松”预期退潮，市场回撤幅度较大；3 月中旬开始，特朗普重启贸易争端，市场避险情绪抬升，债券市场小幅走强；7 月以来“反内卷”带动权益市场行情演绎，债市系统性走弱；而在 9-11 月阶段性走强后，市场再度调整。截至 2025 年末，1 年期、10 年期、30 年期国债收益率分别为 1.34%、1.85%、2.27%，年内变动分别为 +27BP、+24BP、+43BP。另一方面，2025 年 A 股市场整体呈现震荡上行趋势，节奏上前稳后升，全年上证指数涨 18.4%，沪深 300 涨 17.7%，恒生指数上涨 27.8%，创业板指、科创 50 分别涨 49.6%、35.9%，中证红利跌 1.4%。风格层面，整体来看小盘风格跑赢大盘、成长跑赢价值，至年底阶段市场风格略趋于均衡。行业层面，有色金属、通信、电子领涨；食品饮料、煤炭相对较弱。

图 1：国债收益率走势



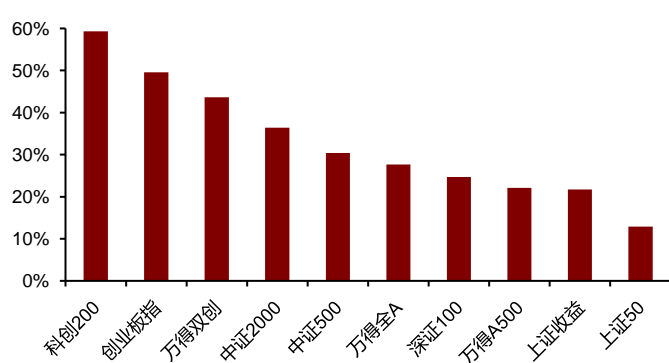
资料来源：Wind、招商证券

图 2：大盘指数走势



资料来源：Wind、招商证券

图 3：2025 年市场宽基指数涨跌幅



资料来源：Wind、招商证券

与此同时，2025 年监管政策多箭齐发，引导保险资金长期稳健投资。为提升中长期资金权益投资的积极性和稳定性，为资本市场高质量发展注入源头活水，2025 年从国务院顶层设计到金监总局、财政部、央行等多部委围绕提高比例（力

争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股)、拉长考核(将净资产收益率考核方式调整为当年度指标 30% 权重+3 年周期指标 50% 权重+5 年周期指标 20% 权重相结合)、降低资本占用(将保险公司股票投资风险因子进一步调降 10%)、丰富工具(扩大长期投资改革试点)等维度,形成了对保险公司权益投资的全链条鼓励政策,加速推进保险资金长期入市,更好发挥资本市场“稳定器”“压舱石”作用。

表 1: 2025 年多项监管政策加速推进保险资金长期入市

时间	政策文件	主要内容
2025 年 1 月	国务院《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》	发展壮大长期资本、耐心资本。合理确定政府投资基金存续期,发挥基金作为长期资本、耐心资本的跨周期和逆周期调节作用, 积极引导全国社会保障基金、保险资金等长期资本出资 。在需要长期布局的领域,可采取接续投资方式,确保投资延续性。
2025 年 1 月	六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	在现有基础上, 引导大型国有保险公司增加 A 股(含权益类基金)投资规模和实际比例 。对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核,净资产收益率当年度考核权重不高于 30%,三年到五年周期指标权重不低于 60%。抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地,后续逐步扩大参与机构范围与资金规模。
2025 年 2 月	证监会《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	落实好《关于推动中长期资金入市的指导意见》及实施方案,打通社保、保险、理财等中长期资金入市卡点堵点。推动完善保险资金权益投资监管制度, 更好鼓励引导保险公司开展长期权益投资,扩大保险资金开展长期股票投资试点范围 。
2025 年 3 月	金融监管总局《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》	支持保险资金依法合规投资金融资产投资公司通过附属机构发行的私募股权投资基金、金融资产投资公司发行的债券或者参股金融资产投资公司,拓宽股权投资试点资金来源。
2025 年 4 月	金融监管总局《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	明确将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5% 。引导险资加大对国家战略性新兴产业股权投资力度,放宽税延养老保险投资比例,助力发展第三支柱养老保险。
2025 年 5 月	金融监管总局局长李云泽在参加国新办新闻发布会时的讲话	一是进一步扩大保险资金长期投资试点范围,近期拟再批复 600 亿元。二是调整优化监管规则, 将保险公司股票投资风险因子进一步调降 10% 。三是推动完善长周期考核机制,促进实现长钱长投。
2025 年 7 月	财政部《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	经营效益类指标的“净资产收益率”由“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式 。其中,当年度指标为“当年净资产收益率”,权重为 30%;3 年周期指标为“3 年周期净资产收益率”,权重为 50%;5 年周期指标为“5 年周期净资产收益率”,权重为 20%。
2025 年 12 月	金融监管总局《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》	针对保险公司投资的沪深 300 指数/中证红利低波动 100 指数成分股、科创板股票,持仓分别超过三年、两年的,风险因子可分别下调至 0.27、0.36。

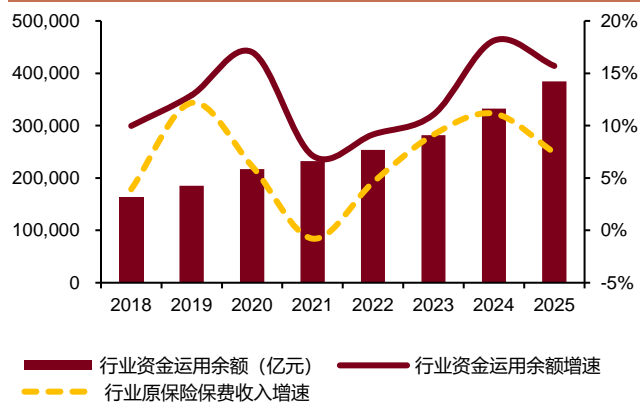
资料来源:国务院、国家金融监督管理总局、证监会、财政部、招商证券

二、险资规模及整体配置

1、投资规模维持两位数增速

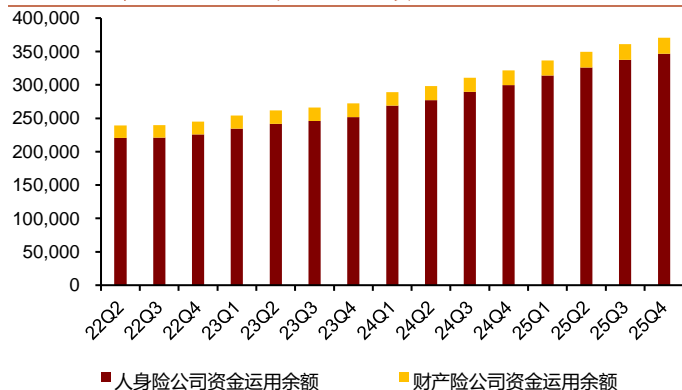
2025 年险资运用余额延续较快增长,规模首次突破 38 万亿。截至 2025 年末保险业资金运用余额为 38.48 万亿,同比+15.7%,全年净增量为 5.22 万亿,主要是受负债端保费流入的累积效应与资产端公允价值变动的双重驱动。其中人身险公司的资金运用余额为 34.66 万亿,同比+15.7%,在行业的占比达 90.1%;财产险公司的资金运用余额为 2.42 万亿,同比+8.8%,在行业的占比为 6.3%。从国内大资管行业的分布来看,2025 年保险资金规模在全市场 176.33 万亿的 AUM 中占比达到 21.8%,成为金融市场上最为重要的机构力量之一。

图 4: 保险行业资金运用余额及增速 vs 保费增速



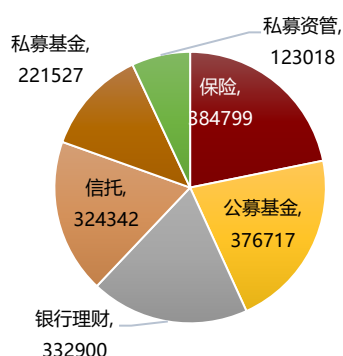
资料来源: 国家金融监督管理总局、招商证券

图 5: 人身险公司和财产险公司资金运用余额变化 (亿元)



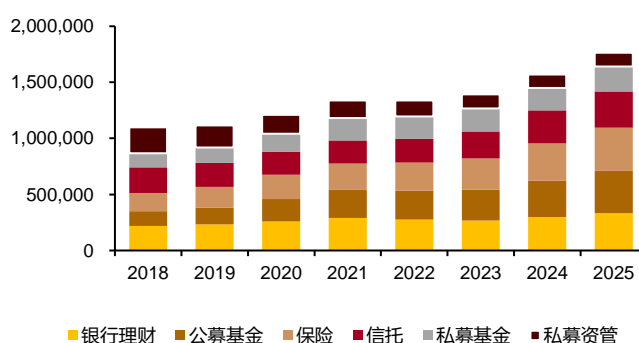
资料来源: 国家金融监督管理总局、招商证券

图 6: 2025 年国内大资管市场 AUM (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

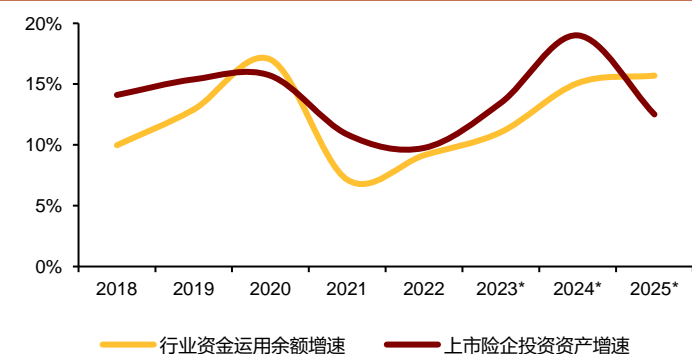
图 7: 国内各资管市场存续规模变化 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

主要上市险企规模占比近六成，2025 年增速略低于行业平均水平。截至 2025 年末 A+H 股主要上市险企（包括中国人寿、中国平安、中国太保、中国人保、新华保险、中国太平，下文如无特殊说明，均为同一口径）保险资金投资规模合计为 22.27 万亿，同比+12.5%略低于行业均值，在全行业的占比为 57.9%，同比-1.6pt。具体来看，中国人寿（74237.05 亿，同比+12.3%）和中国平安（64899.62 亿，同比+13.2%）的投资资产规模稳居行业第一梯队；中国太保（30399.87 亿，同比+11.2%）、中国人保（19016.34 亿，同比+15.8%）、新华保险（18412.27 亿，同比+13.0%）和中国太平（17430.52 亿港币，同比+11.6%）也均实现两位数增长。

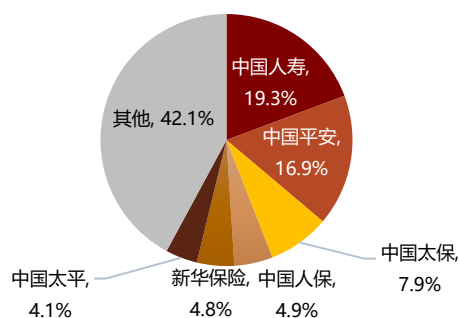
图 8: 行业资金运用余额 vs 主要上市险企投资资产增速



资料来源: 国家金融监督管理总局、公司公告、招商证券

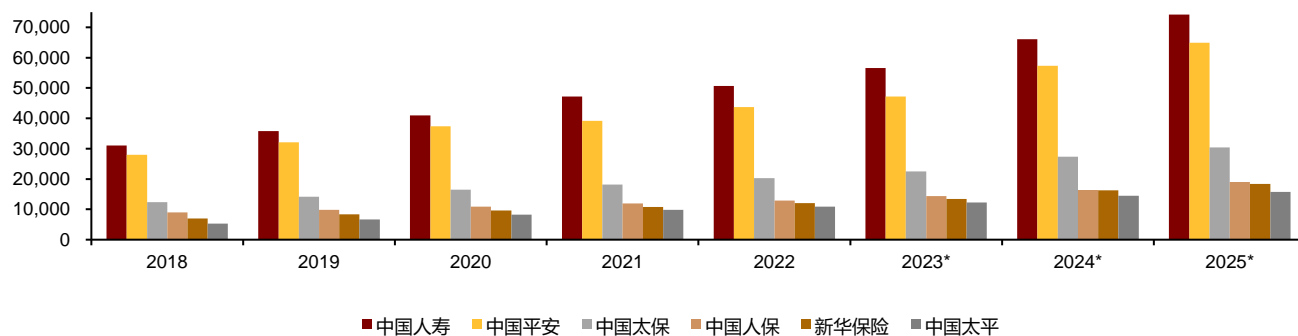
*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

图 9: 2025 年主要上市险企投资资产规模在行业占比



资料来源: 国家金融监督管理总局、公司公告、招商证券

图 10: 主要上市险企投资资产规模 (亿元)

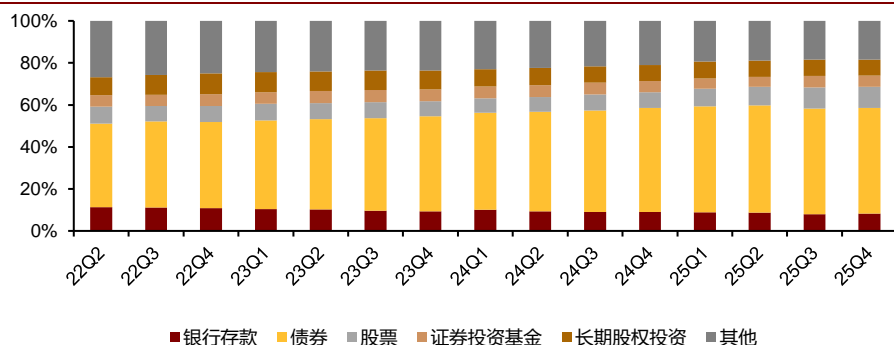


资料来源: 公司公告、招商证券, *注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

2、大类资产配置延续哑铃型结构

投资品种方面, 保险行业秉持长期投资和价值投资理念, 资产配置的“哑铃型”特征进一步凸显, 权益投资成为增厚收益的重要方式。一方面, 保险资金投资始终以久期长、现金流稳定的固定收益类资产为压舱石, 截至 2025 年末人身险和财产险公司 (行业资金占比达 96.4%) 的债券投资余额为 18.70 万亿, 全年净增加 2.78 万亿, 占比进一步攀升至 50.4%, 为近年来最高水平, 但提升幅度显著放缓, 预计是随着利率在低位双向波动和主要保险公司资产负债久期缺口大幅收窄, 债券配置逐步转向多元稳健布局。银行存款余额为 3.04 万亿, 全年净增加 0.13 万亿, 占比为 8.2%, 其他投资 (以非标类为主) 余额为 6.81 万亿, 全年净增加 0.04 万亿, 占比为 18.4%, 均呈趋势性下降, 预计主要是银行存款利率走低、非标投资收益下滑以及新会计准则实施后的资产负债匹配要求导致。另一方面, 在监管政策加速推进保险资金长期入市和低利率、资产荒等背景下, 保险公司长钱长投的内在需求持续扩大, 截至 2025 年人身险和财产险公司的股票投资余额为 3.73 万亿, 全年净增加 1.31 万亿, 占比跃升至 10.1%, 达到近年最高水平, 预计是险企持续加大权益投资规模和股市走强背景下持仓股票市值上升的共同影响; 证券投资基金余额为 1.97 万亿, 全年净增加 0.29 万亿, 占比为 5.3% 维持低位水平, 预计是新会计准则实施后, 基金只能计入以公允价值计量且其变动进入当期损益的科目, 市场波动对利润表的影响较大。考虑到 2025 年 Wind 偏股混合型基金指数上涨 33.2%, 而保险公司配置基金余额仅增长 17.3%, 预计实际减配力度可能更大。长期股权投资余额为 2.83 万亿, 全年净增加 0.37 万亿, 占比为 7.6% 持续下降。

图 11: 人身险和财产险公司资产配置结构



资料来源: 国家金融监督管理总局、招商证券

表 2: 人身险和财产险公司资产配置变化

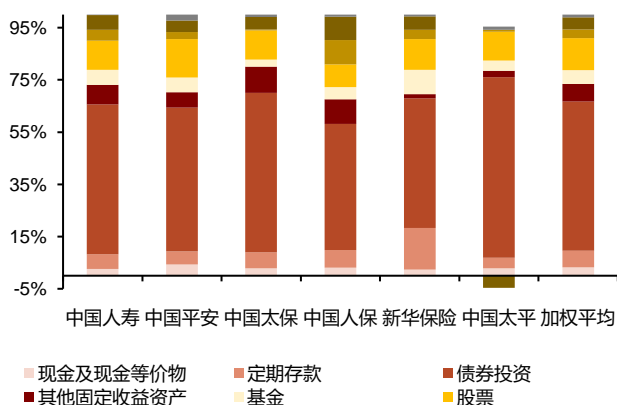
单季变动(亿元)	资金运用余额	银行存款	债券	股票	证券投资基金	长期股权投资	其他
22Q3	843	-224	3,306	-1,836	-170	2,225	-2,459
22Q4	5,320	-182	2,097	1,539	554	2,001	-690
23Q1	9,034	-185	6,922	1,083	244	253	717
23Q2	7,743	445	5,036	85	1,314	-370	1,232
23Q3	3,902	-1,233	4,800	54	361	32	-112
23Q4	6,229	-315	6,092	-699	-256	-14	1,421
24Q1	16,874	3,961	10,143	71	1,162	-594	2,131
24Q2	9,216	-1,496	7,942	1,298	530	590	352
24Q3	12,558	381	8,786	2,550	777	-59	124
24Q4	10,969	1,024	8,956	936	-1,017	359	711
25Q1	14,808	659	10,467	3,893	-289	2,734	-2,657
25Q2	12,961	454	8,961	2,513	106	140	786
25Q3	11,667	-1,588	3,104	5,525	3,115	919	592
25Q4	9,634	1,754	5,221	1,135	-34	-105	1,661

资料来源: 国家金融监督管理总局、招商证券

上市险企减配债券, 趋势与行业整体相左。从 6 家主要上市险企的合计数据来看, 截至 2025 年末固收类资产在总投资资产中的占比为 73.4%, 同比-3.5pt, 其中债券占比为 57.1%, 同比-2.6pt, 债券投资规模为 12.72 万亿, 全年净增加 0.91 万亿, 占据行业债券规模净增量的 32.6%, 显示其债券增配力度远小于非上市险企。我们认为, 相较于中小保险公司近年因久期缺口持续恶化压力必须加大力度配置长债, 头部上市险企则因债券底仓较为稳固, 资产负债统筹管理和久期匹配相对得当(截至 2025 年 6 月末中国人寿新单业务的资产负债有效久期的缺口仅为 1.5 年), 因而可以灵活调整债券配置节奏和品种策略, 合理利用交易型固收增厚收益, 维持成本收益与久期的良好匹配。此外, 上市险企合计现金及现金等价物占比为 3.2%, 同比+0.9pt; 定期存款占比为 6.4%, 同比-0.3pt; 其他固定收益资产占比为 6.7%, 同比-1.5pt。

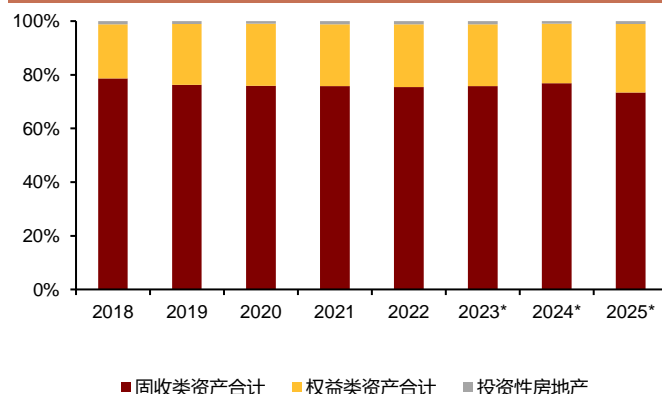
政策引导和市场行情驱动下, 上市险企投资重点向权益类资产倾斜。从 6 家主要上市险企的合计数据来看, 截至 2025 年末权益类资产在总投资资产的占比为 25.5%, 同比+3.4pt, 其中股票占比为 12.1%, 同比+4.3pt, 股票投资规模达 2.71 万亿, 全年净增加 1.15 万亿, 占据行业股票规模净增量的 88.1%, 显示其股票增配力度远大于非上市险企, 预计是头部上市险企大力落实中长期资金入市要求, 彰显出对股票市场的坚定信心与积极布局姿态, 根据中国人保业绩发布会上的介绍, 2025 年公司净加仓 A 股超 400 亿元。此外, 上市险企合计基金占比为 5.4%, 同比+0.9pt; 长期股权投资占比为 3.4%, 同比-0.4pt; 其他权益类资产占比为 4.7%, 同比-1.3pt; 投资性房地产占比为 1.0%, 同比持平。

图 12: 2025 年主要上市险企资产配置结构



资料来源: 公司公告、招商证券

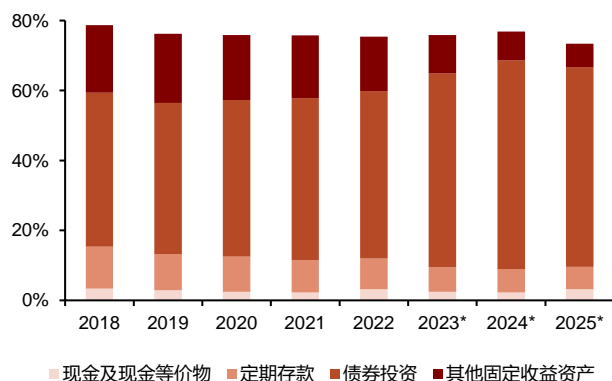
图 13: 主要上市险企合计资产配置结构变化



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

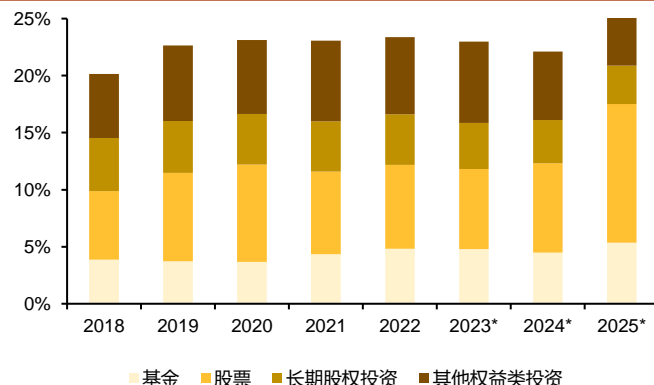
图 14: 主要上市险企合计固收类资产结构变化



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

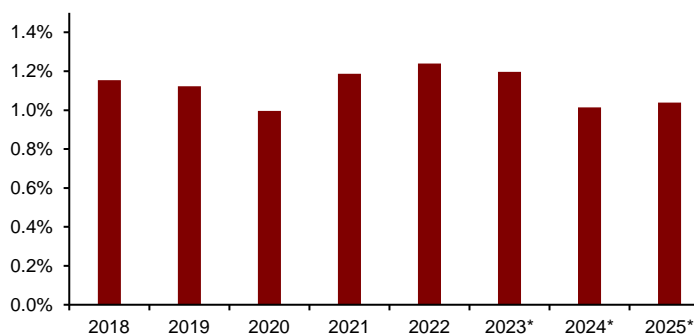
图 15: 主要上市险企合计权益类资产结构变化



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

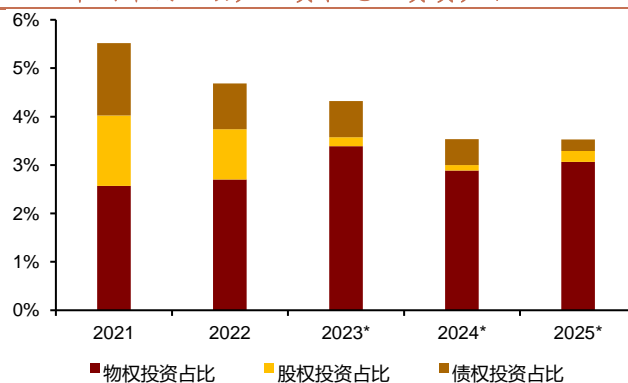
图 16: 主要上市险企合计投资性房地产在总投资资产占比



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

图 17: 中国平安不动产投资在总投资资产占比



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

从各家上市公司的具体情况来看, 2025 年中国太平的债券比重最高且仍在提升, 中国平安股票投资规模和占比提升最多。固收方面, 截至 2025 年末主要上市险企的债券投资余额分别为: 中国人寿 42578.72 亿 (全年净增 3547.98 亿) > 中国平安 35725.13 亿 (全年净增 379.29 亿) > 中国太保 18556.56 亿 (全年净增 2134.75 亿) > 中国太平 13267.51 亿港币 (全年净增 1632.93 亿港币) > 中国人寿 9180.13 亿 (全年净增 1143.15 亿) > 新华保险 9140.24 亿 (全年净增 645.31 亿); 债券在总投资资产中的占比分别为中国太平 76.1% (同比+1.6pt) > 中国太保 61.0% (同比+0.9pt) > 中国人寿 57.4% (同比-1.7pt) > 中国平安 55.0% (同比-6.7pt) > 新华保险 49.6% (同比-2.5pt) > 中国人寿 48.3% (同比-0.6pt)。权益方面, 截至 2025 年末主要上市险企的股票+基金投资余额分别为中国平安 13197.09 亿 (全年净增 6450.03 亿) > 中国人寿 12571.84 亿 (全年净增 4495.50 亿) > 中国太保 4187.45 亿 (全年净增 1013.38 亿) > 新华保险 3890.26 亿 (全年净增 819.07 亿) > 中国太平 2894.86 亿港币 (全年净增 859.69 亿港币) > 中国人寿 2535.06 亿 (全年净增 1066.15 亿); 股票+基金在总投资资产中的占比分别为新华保险 21.1% (同比+2.3pt) > 中国平安 20.3% (同比+8.6pt) > 中国人寿 16.9% (同比+4.7pt) > 中国太平 16.6% (同比+3.6pt) > 中国太保 13.8% (同比+2.2pt) > 中国人寿 13.3% (同比+4.3pt)。

表 3：2025 年主要上市险企投资资产配置比重同比变化

	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人保	新华保险	中国太平	加权平均
现金及现金等价物	0.9%	1.4%	1.4%	0.5%	0.0%	0.3%	0.9%
定期存款	-1.0%	0.8%	-0.2%	-1.0%	-1.4%	0.1%	-0.3%
债券投资	-1.7%	-6.6%	1.0%	-0.7%	-2.5%	1.6%	-2.6%
其他固定收益资产	-1.1%	-0.9%	-4.2%	-1.8%	-1.1%	-1.3%	-1.5%
基金	1.0%	1.4%	0.4%	-0.7%	1.6%	-0.3%	0.9%
股票	3.7%	7.1%	1.8%	5.1%	0.7%	3.8%	4.3%
长期股权投资	-0.4%	-0.8%	-0.3%	-0.9%	1.7%	-1.1%	-0.4%
其他权益类投资	-1.3%	-2.4%	-0.4%	-0.3%	0.9%	-3.1%	-1.3%
投资性房地产	0.0%	-0.1%	0.6%	-0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 主要上市险企投资资产配置比重变化

中国人寿	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2025同比
现金及现金等价物									
定期存款									
债券投资									
其他固定收益资产									
固收类资产合计									
基金									
股票									
长期股权投资									
其他权益类投资									
权益类资产合计									
投资性房地产									
中国平安	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2025同比
现金及现金等价物									
定期存款									
债券投资									
其他固定收益资产									
固收类资产合计									
基金									
股票									
长期股权投资									
其他权益类投资									
权益类资产合计									
投资性房地产									
中国太保	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2025同比
现金及现金等价物									
定期存款									
债券投资									
其他固定收益资产									
固收类资产合计									
基金									
股票									
长期股权投资									
其他权益类投资									
权益类资产合计									
投资性房地产									
中国人保	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2025同比
现金及现金等价物									
定期存款									
债券投资									
其他固定收益资产									
固收类资产合计									
基金									
股票									
长期股权投资									
其他权益类投资									
权益类资产合计									
投资性房地产									
新华保险	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2025同比
现金及现金等价物									
定期存款									
债券投资									
其他固定收益资产									
固收类资产合计									
基金									
股票									
长期股权投资									
其他权益类投资									
权益类资产合计									
投资性房地产									
中国太平	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2025同比
现金及现金等价物									
定期存款									
债券投资									
其他固定收益资产									
固收类资产合计									
基金									
股票									
长期股权投资									
其他权益类投资									
权益类资产合计									
投资性房地产									
加权平均	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2025同比
现金及现金等价物									
定期存款									
债券投资									
其他固定收益资产									
固收类资产合计									
基金									
股票									
长期股权投资									
其他权益类投资									
权益类资产合计									
投资性房地产									

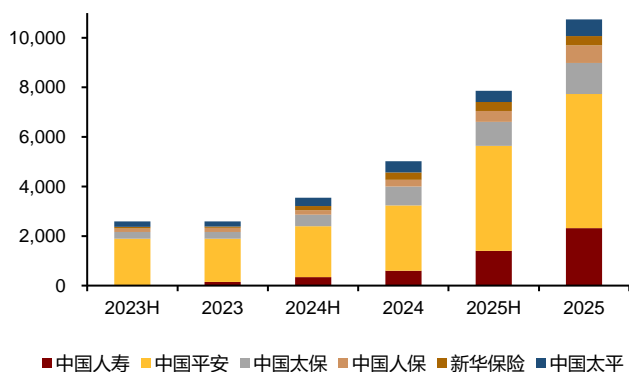
资料来源: 公司公告、招商证券, *注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

三、权益投资

1、FVOCI 类配置型股票规模超万亿

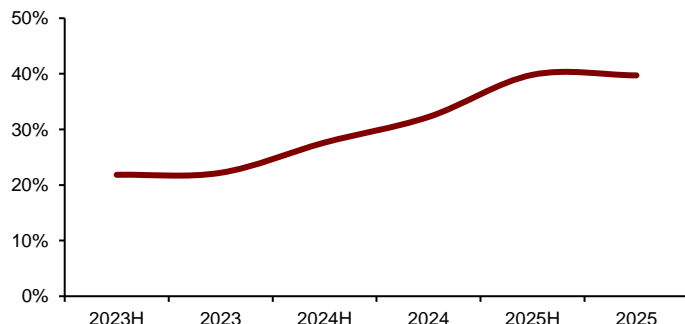
2025 年主要上市险企 OCI 股票的规模及占比延续上升趋势，高股息投资整体呈现出规模扩容、结构优化、策略差异化的显著特征。截至 2025 年末，主要上市险企以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的股票规模合计达 10746.89 亿，较年初净增 5732.67 亿，在股票的占比达 39.7%，在股票+基金中的占比为 27.6%，在总投资资产中的占比为 4.8%，均呈逐年攀升趋势，但 25H2 提升幅度边际有所放缓。由于新会计准则下计入 FVOCI 科目的股票原则是不以交易为目的，公允价值波动计入其他综合收益且出售以后价差损益不转利润，只有股息分红可以进入投资收益，因此预计该部分资产均为高股息股票。此外，考虑到（1）上市险企为保证一定的持仓灵活性和获取价差收入，可能还将部分高股息股票计入 FVTPL 科目，（2）非上市险企预计也持有一定的高股息股票，预估全行业保险资金实际的高股息持仓在 2 万亿左右。我们认为，近年来保险资金对红利股票的大幅增配，既是顺应资本市场结构性行情、把握高股息板块长期投资价值的主动选择，也是在低利率、新准则背景下平衡投资收益稳定性与业绩波动的重要策略调整。

图 18: 主要上市险企合计 OCI 股票规模变化 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 19: 主要上市险企合计 OCI 股票占股票投资比重变化

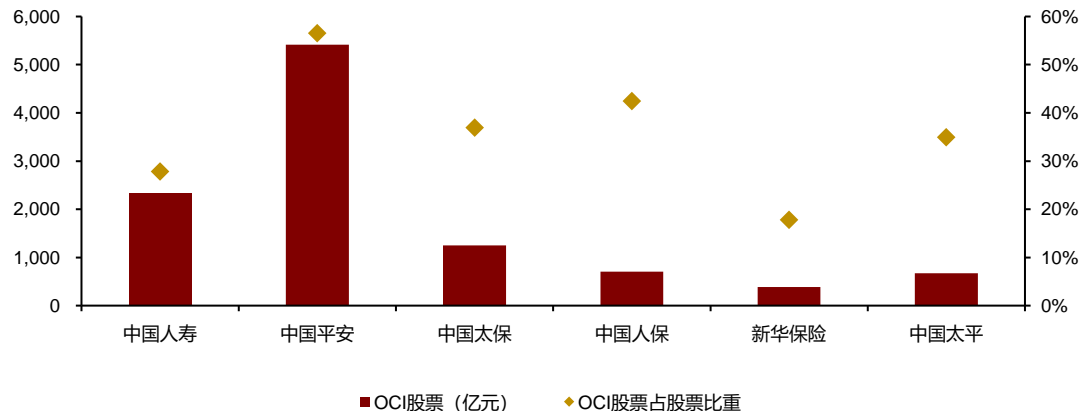


资料来源: 公司公告、招商证券

从各公司的具体情况来看，2025 年中国平安的 OCI 股票规模最大，中国人寿的 OCI 股票占比提升最多。（1）截至 2025 年末，中国人寿的股票投资规模为 8353.42 亿，其中 OCI 股票的规模为 2324.47 亿，较年初净增 1722.94 亿，在股票的占比同比+15.8pt 至 27.8%，增配幅度最为明显。（2）中国平安的股票投资规模为 9580.89 亿，其中 OCI 股票的规模为 5413.28 亿，较年初净增 2781.70 亿，在股票的占比同比-3.7pt 至 56.5%。中国平安自 2018 年起率先执行新金融工具准则，较早完成了对高股息资产的布局适配，2025 年频繁举牌银行等，预计大多都计入了 OCI 股票科目，但 25H2 投资策略随市场行情动态调整。（3）中国太保的股票投资规模为 3376.54 亿，其中 OCI 股票的规模为 1248.46 亿，较年初净增 487.94 亿，在股票的占比同比+7.2pt 至 37.0%。虽然中国太保 OCI 股票配置比例仅处在行业中游，但考虑到股息收益率在上市同业中处于较高水平，预计是将部分高息股计入 FVTPL 科目。（4）中国人保的股票投资规模为 1662.35 亿，其中 OCI 股票的规模为 705.35 亿，较年初净增 432.08 亿，在股票的占比同比-2.9pt 至 42.4%。（5）新华保险的股票投资规模为 2164.52 亿，其中 OCI

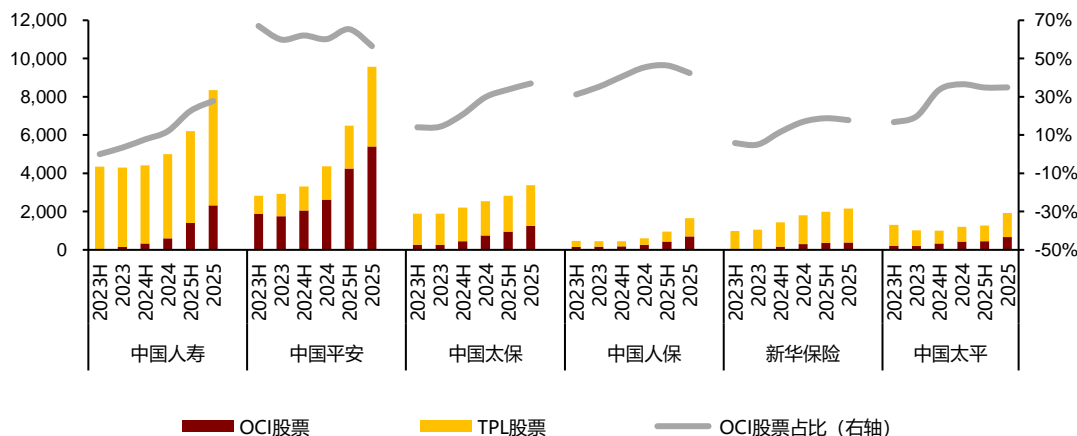
股票的规模为 385.32 亿，较年初净增 79.14 亿，在股票的占比同比+0.9pt 至 17.8%。新华保险 OCI 股票占比始终较低，主要与其“高弹性、强进攻”的投资策略定位高度相关，更倾向于通过灵活配置捕捉价差收益，即使是高股息股票，可能也有相当部分被计入 FVTPL 科目。(6)中国太平的股票投资规模为 2124.13 亿港元，其中 OCI 股票的规模为 741.81 亿港元，较年初净增 265.43 亿港元，在股票的占比同比-1.7pt 至 34.9%。

图 20: 2025 年主要上市险企 OCI 股票规模及占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 21: 主要上市险企 OCI 股票规模及占比变化 (亿元)



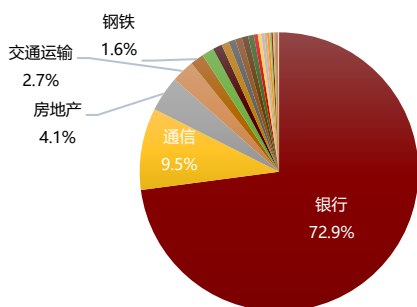
资料来源：公司公告、招商证券

2、险资重仓个股更加均衡

25Q4 险资 A 股重仓流通股以高股息压舱，同时积极关注科技成长板块的结构性机会。考虑到上市险企年报并不披露详细的股票投向，我们根据 Wind 对保险公司重仓流通股数据（剔除集团持股和员工持股计划等）进行统计，可以看到包含非上市险企在内的部分保险公司股票投资情况，尽管前十大股东之外的信息无法逐一统计，但结果也具有重要的参考意义。**需要说明的是截至 4 月 9 日 A 股上市公司的年报尚未披露完全，我们根据目前 Wind 已有的数据进行初步统计，初步结果仅供参考，但与历史数据不具有可比性。**根据不完全数据统计，（1）截至 25Q4 末险资在 A 股持仓数量占比前五的行业分别为银行（72.9%）、通信（9.5%）、房地产（4.1%）、交通运输（2.7%）、钢铁（1.6%）；（2）持仓市值排名前五的行业分别为银行（3100.06 亿）、通信（281.53 亿）、有色金属（173.28

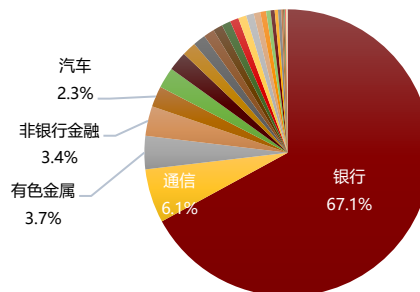
亿)、非银行金融(154.97亿)、汽车(108.56亿);(3)重仓流通股的股息率在0-3%、3%-5%、5%-7%、7%+的股票占比分别为64.5%、25.0%、7.6%和3.0%,平均股息率为2.4%有所提升。

图 22: 2025 年保险公司在 A 股的持仓数量按行业分布



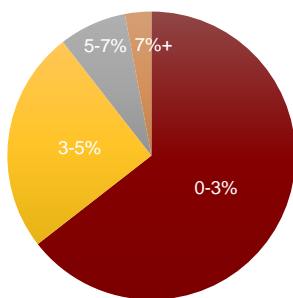
资料来源: Wind、招商证券, 数据截至 2026 年 4 月 9 日

图 23: 2025 年保险公司在 A 股的持仓市值按行业分布



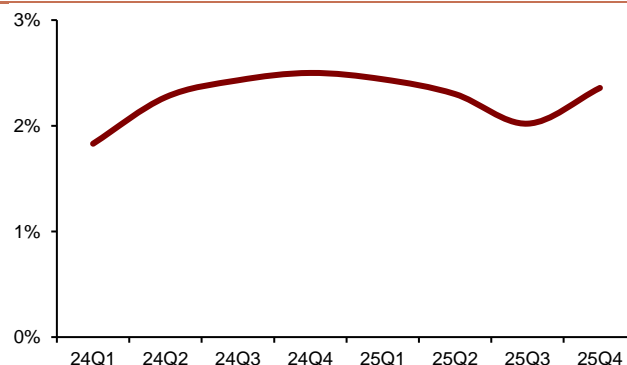
资料来源: Wind、招商证券, 数据截至 2026 年 4 月 9 日

图 24: 2025 年保险公司 A 股重仓流通股的股息率分布



资料来源: Wind、招商证券, 数据截至 2026 年 4 月 9 日

图 25: 保险公司重仓流通股的平均股息率变化



资料来源: Wind、招商证券, 数据截至 2026 年 4 月 9 日

个股层面, 25Q4 末险资重仓前十大流通股主要集中于银行板块, 边际加仓银行、石油石化、通信等。根据 Wind 对保险公司重仓流通股的不完全数据统计, 25Q4 末险资持股市值前五的个股分别为招商银行、农业银行、浦发银行、兴业银行、华夏银行, 平均股息率 5.4%, 2025 年平均涨幅为 18.8%。除农业银行持仓数量环比+9.5 亿股外, 其他均无变动。从边际变化上看, Q4 保险公司重点加仓农业银行(中国平安环比+9.5 亿股)、工商银行(中国人寿环比+4.0 亿股)、中信银行(中国人寿环比+1.9 亿股)、中国石化(中国人寿环比+0.5 亿股)、中国电信(中国人寿环比+0.3 亿股)等, 减仓公司则包括金风科技(和谐健康环比-1.3 亿股)、中国银行(中国人寿环比-0.6 亿股)、紫金矿业(中国人寿环比-0.4 亿股)、嘉泽新能(百年人寿环比-0.2 亿股)、洛阳钼业(泰康人寿环比-0.2 亿股)等。

表 5: 2025 年保险公司 A 股重仓流通股的市值前十大公司

代码	名称	持股公司名称	持仓市值 (亿元)	持仓市值变动(亿元)	持仓数量 (亿股)	持仓数量变动 (亿股)	股息率 TTM	中信一级行业	2025 涨幅
600036.SH	招商银行	和谐健康保险股份有限公司-传统-普通保险产品	476.1	19.1	11.3	0.0	7.2%	银行	11.8%
601288.SH	农业银行	中国平安人寿保险股份有限公司	450.0	122.3	58.6	9.5	3.2%	银行	52.7%
600000.SH	浦发银行	富德生命人寿保险股份有限公司-传统	345.8	15.0	27.8	0.0	3.0%	银行	24.6%
600000.SH	浦发银行	富德生命人寿保险股份有限公司	219.3	9.5	17.6	0.0	3.0%	银行	24.6%

601166.SH	兴业银行	中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	199.6	11.5	9.5	0.0	7.7%	银行	15.0%
600015.SH	华夏银行	中国人民财产保险股份有限公司	176.1	7.4	25.6	0.0	5.9%	银行	-9.8%
600016.SH	民生银行	大家人寿保险股份有限公司-万能产品	172.7	-6.8	45.1	0.0	5.2%	银行	-3.1%
601166.SH	兴业银行	中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	168.8	9.7	8.0	0.0	7.7%	银行	15.0%
600050.SH	中国联通	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	163.0	-12.4	31.9	0.0	3.4%	通信	-0.7%
600000.SH	浦发银行	富德生命人寿保险股份有限公司-万能H	158.0	6.9	12.7	0.0	3.0%	银行	24.6%

资料来源: Wind、招商证券, 数据截至 2026 年 4 月 9 日

表 6: 2025 年保险公司 A 股重仓流通股的持仓数量增加和减少前十大公司

代码	名称	持股公司名称	持仓市值 (亿元)	持仓市值 变动(亿元)	持仓数量 (亿股)	持仓数量 变动(亿股)	股息率 TTM	中信一级 行业	2025 涨 幅
601288.SH	农业银行	中国平安人寿保险股份有限公司	450.0	122.3	58.6	9.5	3.2%	银行	52.7%
601398.SH	工商银行	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	92.0	36.7	11.6	4.0	3.9%	银行	21.5%
601998.SH	中信银行	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	69.8	18.3	9.1	1.9	4.7%	银行	15.1%
600028.SH	中国石化	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	22.8	5.8	3.7	0.5	3.7%	石油石化	-3.7%
601728.SH	中国电信	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	73.7	-2.2	11.7	0.3	4.3%	通信	-9.6%
300979.SZ	华利集团	阳光人寿保险股份有限公司-传统保险产品	17.3	8.3	0.3	0.2	6.6%	纺织服装	-32.1%
601598.SH	中国外运	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	6.1	0.7	1.0	0.2	4.8%	交通运输	19.0%
000932.SZ	华菱钢铁	信泰人寿保险股份有限公司-传统产品	28.1	-3.3	5.0	0.2	1.8%	钢铁	37.6%
601166.SH	兴业银行	大家资产管理有限责任公司(大家人寿保险股份有限公司传统产品)	153.3	11.3	7.3	0.1	7.7%	银行	15.0%
000538.SZ	云南白药	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	14.3	5.7	0.3	0.1	3.9%	医药	-1.6%
.....									
601000.SH	唐山港	大家人寿保险股份有限公司-万能产品	1.7	-0.3	0.5	-0.1	5.2%	交通运输	-14.5%
000407.SZ	胜利股份	阳光人寿保险股份有限公司-万能保险产品	1.4	0.1	0.3	-0.1	1.1%	电力及公用事业	48.5%
000039.SZ	中集集团	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	4.0	-0.1	0.4	-0.1	1.7%	机械	32.6%
000932.SZ	华菱钢铁	中国平安人寿保险股份有限公司-万能-个险万能	2.7	-1.2	0.5	-0.1	1.8%	钢铁	37.6%
000338.SZ	潍柴动力	中国平安人寿保险股份有限公司	9.9	0.1	0.6	-0.1	4.1%	汽车	31.6%
603993.SH	洛阳钼业	泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	15.9	0.9	0.8	-0.2	1.3%	有色金属	210.3%
601619.SH	嘉泽新能	百年人寿保险股份有限公司-传统自营	1.2	-1.5	0.3	-0.2	3.2%	电力及公用事业	39.5%
601899.SH	紫金矿业	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	71.8	-2.0	2.1	-0.4	1.4%	有色金属	133.1%
601988.SH	中国银行	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	9.9	-2.1	1.7	-0.6	3.8%	银行	10.8%
002202.SZ	金风科技	和谐健康保险股份有限公司-万能产品	39.4	-9.5	1.9	-1.3	0.7%	电力设备及新能源	100.2%

资料来源: Wind、招商证券, 数据截至 2026 年 4 月 9 日

从主要上市险企的具体数据来看, 新进前十大股东的个股集中在非银金融和基础化工等板块。根据 Wind 对保险公司重仓流通股的不完全数据统计, 25Q4 末中国人寿重仓的市值前五大个股分别为中国联通、中国平安、工商银行、中信银行、中国电信, 其中中国平安为新进前十大股东, 工商银行、中信银行、中国电信均有不同程度加仓。中国平安重仓的市值前五大个股分别为农业银行、邮储银行、潍柴动力、中信特钢、华菱钢铁, 其中农业银行环比加仓, 潍柴动力和华菱钢铁

环比减仓。中国太保重仓的市值前五大个股分别为宇通客车、华能蒙电、粤高速A、安徽合力、招商南油，其中招商南油环比减仓。中国人保重仓的市值前五大个股分别为兴业银行、华夏银行、当升科技、云天化、兴发集团，其中当升科技、云天化、兴发集团均为新进前十大股东。新华保险重仓的市值前五大个股分别为上海医药、中国人保、国药股份、重庆啤酒、青岛啤酒，其中中国人保为新进前十大股东。中国太平重仓的市值前五大个股分别为浙商银行、中国移动、赤峰黄金、拓普集团、华菱钢铁，其中赤峰黄金和华菱钢铁为新进前十大股东。

表 7: 2025 年主要上市险企前五大重仓流通股

保险公司	持仓股票名称	持仓股票代码	持仓股息率TTM	持仓数量 (亿股)	持仓数量变动 (亿股)	持仓市值 (亿元)	持仓股票行业
中国人寿	中国联通	600050.SH	3.4%	31.9	0.0	163.0	通信
中国人寿	中国平安	601318.SH	3.8%	2.1	新进	140.8	非银行金融
中国人寿	工商银行	601398.SH	3.9%	11.6	4.0	92.0	银行
中国人寿	中信银行	601998.SH	4.7%	10.2	1.9	78.3	银行
中国人寿	中国电信	601728.SH	4.3%	11.7	0.3	73.7	通信
中国平安	农业银行	601288.SH	3.2%	58.6	9.5	450.0	银行
中国平安	邮储银行	601658.SH	3.9%	23.8	0.0	129.7	银行
中国平安	潍柴动力	000338.SZ	4.1%	0.6	-0.1	9.9	汽车
中国平安	中信特钢	000708.SZ	4.3%	0.2	0.0	2.7	钢铁
中国平安	华菱钢铁	000932.SZ	1.8%	0.5	-0.1	2.7	钢铁
中国太保	宇通客车	600066.SH	4.6%	0.5	0.0	14.8	汽车
中国太保	华能蒙电	600863.SH	4.9%	1.5	0.0	6.7	电力及公用事业
中国太保	粤高速A	000429.SZ	4.4%	0.4	0.0	4.5	交通运输
中国太保	安徽合力	600761.SH	3.4%	0.2	0.0	4.0	机械
中国太保	招商南油	601975.SH	0.0%	1.3	-0.1	3.9	交通运输
中国人保	兴业银行	601166.SH	7.7%	17.5	0.0	368.5	银行
中国人保	华夏银行	600015.SH	5.9%	25.6	0.0	176.1	银行
中国人保	当升科技	300073.SZ	0.3%	0.1	新进	3.8	基础化工
中国人保	云天化	600096.SH	4.8%	0.1	新进	3.2	基础化工
中国人保	兴发集团	600141.SH	2.9%	0.1	新进	3.0	基础化工
新华保险	上海医药	601607.SH	2.3%	1.5	0.0	27.0	医药
新华保险	中国人保	601319.SH	2.1%	1.6	新进	14.2	非银行金融
新华保险	国药股份	600511.SH	2.8%	0.4	0.0	11.4	医药
新华保险	重庆啤酒	600132.SH	4.2%	0.1	0.0	7.8	食品饮料
新华保险	青岛啤酒	600600.SH	3.6%	0.1	0.0	7.7	食品饮料
中国太平	浙商银行	601916.SH	5.1%	9.2	0.0	28.0	银行
中国太平	中国移动	600941.SH	4.7%	0.3	0.0	26.8	通信
中国太平	赤峰黄金	600988.SH	0.5%	0.2	新进	7.5	有色金属
中国太平	拓普集团	601689.SH	0.7%	0.1	0.0	7.1	汽车
中国太平	华菱钢铁	000932.SZ	1.8%	1.3	新进	7.1	钢铁

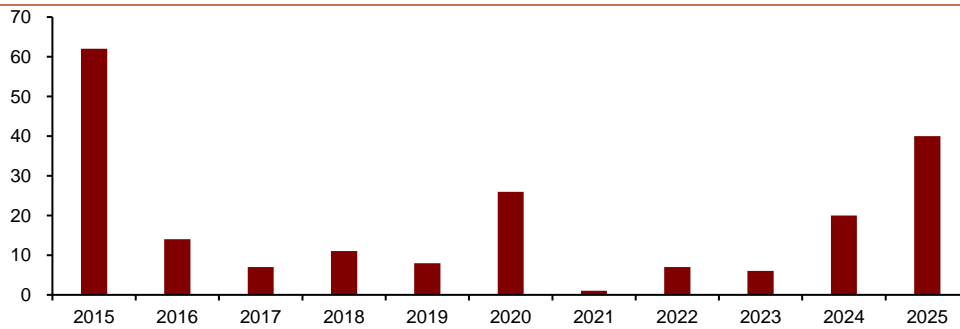
资料来源: Wind、招商证券, 数据截至 2026 年 4 月 9 日

3、举牌热潮延续，数量仅次于 2015 年峰值

资产配置需求和会计准则变更背景下，近两年举牌上市公司再次体现出对险资的较强吸引力。据中国保险行业协会披露数据，2025 年险企举牌已达 40 次创近年新高，仅次于 2015 年的历史峰值。但不同于 2015 年中小险企“资产驱动负债”

模式和 2020 年头部险企主导的长期价值投资，我们认为 2024 年至今的这一轮举牌潮，核心原因在于资产荒加剧以及会计准则切换对保险公司资产负债匹配提出了更高要求。对于已经或者即将执行新准则的保险公司来说，举牌后无论是通过 FVOCI 科目还是长期股权投资-权益法核算，都可以屏蔽公开市场价值波动对当期损益的影响，有助于平滑短期利润波动。如果股息率较高计入 FVOCI 科目，长期分红有利于稳定保险公司的净投资收益率；如果 ROE 较高通过长股投-权益法计量，则能够分享上市公司增长红利从而提高险企自身 ROE 水平。此外，部分保险公司举牌也主要围绕自身产业链，注重被举牌对象与公司之间的业务和战略协同性。

图 26: 2015 年至今险资举牌次数统计



资料来源：中国保险行业协会、招商证券

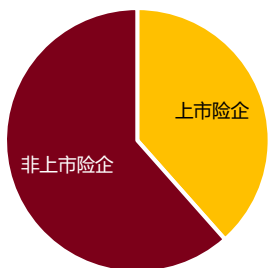
表 8: 2025 年险资举牌统计

举牌险资	公告日期	被举牌公司代码	公司名称	A/H股	所属申万一级行业	24年ROE	首次举牌日股息率	首次举牌日市值 (亿元)	举牌后持股比例
平安人寿	2025/1/8	1658.HK	邮储银行	H股	银行	8.7%	9.8%	5,578	5%
	2025/1/10	3968.HK	招商银行	H股	银行	12.9%	5.7%	10,450	5%
	2025/2/17	1288.HK	农业银行	H股	银行	9.4%	8.3%	19,563	5%
	2025/3/13	3968.HK	招商银行	H股	银行	12.9%	4.5%	12,022	10%
	2025/5/9	1658.HK	邮储银行	H股	银行	8.7%	5.9%	5,446	10%
	2025/5/12	1288.HK	农业银行	H股	银行	9.4%	5.4%	20,516	10%
	2025/6/17	3968.HK	招商银行	H股	银行	12.9%	4.0%	12,868	15%
	2025/8/8	1658.HK	邮储银行	H股	银行	8.7%	5.0%	7,766	15%
	2025/8/12	2601.HK	中国太保	H股	非银金融	16.6%	3.5%	3,755	5%
	2025/8/13	2628.HK	中国人寿	H股	非银金融	21.7%	3.1%	10,954	5%
2025/8/26	1288.HK	农业银行	H股	银行	9.4%	4.9%	27,160	15%	
2025/9/11	2601.HK	中国太保	H股	非银金融	16.6%	3.6%	3,783	10%	
2025/12/30	1288.HK	农业银行	H股	银行	9.4%	4.6%	28,643	20%	
新华保险	2025/1/24	600926.SH	杭州银行	A股	银行	13.7%	6.0%	883	6%
	2025/3/26	0392.HK	北京控股	H股	公用事业	6.2%	5.5%	347	5%
长城人寿	2025/2/20	0855.HK	中国水务	H股	环保	11.9%	5.4%	85	5%
	2025/3/5	1798.HK	大唐新能源	H股	公用事业	7.3%	4.9%	164	5%
	2025/6/16	601326.SH	秦港股份	A股	交通运输	8.3%	2.6%	170	5%
	2025/6/16	3369.HK	秦港股份	H股	交通运输	8.3%	4.1%	186	5%
	2025/9/23	0956.HK	新天绿能	H股	公用事业	7.7%	5.5%	272	5%
2025/12/17	3369.HK	秦港股份	H股	交通运输	8.3%	3.4%	208	35%	
瑞众人寿	2025/3/12	0998.HK	中信银行	H股	银行	9.1%	9.3%	4,008	5%
	2025/3/20	1088.HK	中国神华	H股	煤炭	14.8%	7.9%	7,631	5%
2025/12/5	0168.HK	青岛啤酒股份	H股	食品饮料	15.4%	4.5%	838	5%	
中邮人寿	2025/4/29	601156.SH	东航物流	A股	交通运输	16.3%	5.6%	193	5%
	2025/7/4	1330.HK	绿色动力环保	H股	环保	7.4%	6.5%	102	5%
	2025/10/14	3969.HK	中国通号	H股	机械设备	7.4%	5.2%	587	5%
2025/12/17	600039.SH	四川路桥	A股	建筑装饰	15.5%	4.1%	860	5%	
弘康人寿	2025/6/27	6196.HK	郑州银行	H股	银行	3.5%	1.8%	186	5%
	2025/7/25	6196.HK	郑州银行	H股	银行	3.5%	1.6%	195	10%
	2025/8/4	1083.HK	港华智慧能源	H股	公用事业	6.9%	4.6%	144	5%
	2025/8/8	6196.HK	郑州银行	H股	银行	3.5%	1.5%	192	15%
阳光人寿	2025/1/27	0136.HK	中国儒意	H股	传媒	-1.4%	0.0%	347	7%
中国人寿	2025/3/11	000958.SZ	电投产融	A股	非银金融	5.3%	1.1%	321	25%
利安人寿	2025/7/1	601199.SH	江南水务	A股	环保	9.9%	2.5%	50	5%
信泰人寿	2025/7/3	000932.SZ	华菱钢铁	A股	钢铁	3.8%	2.0%	339	5%
泰康人寿	2025/7/9	1304.HK	峰岬科技	H股	电子	9.0%	0.0%	211	9%
	2025/11/20	2696.HK	复宏汉霖	H股	医药生物	31.5%	0.0%	367	5%
中国太保	2025/8/7	6887.HK	东阳光药	H股	医药生物	-6.7%	0.0%	345	7%
民生人寿	2025/8/11	2016.HK	浙商银行	H股	银行	7.9%	6.2%	962	5%

资料来源: 中国保险行业协会、Wind、招商证券

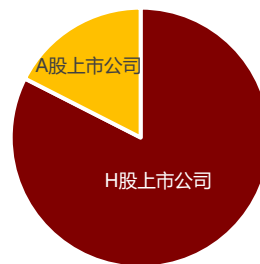
具体来看, 2025 年险资举牌主要集中在港股的银行等高股息板块, 举牌保险同业也在时隔六年后再次出现。2025 年中国平安、新华人寿、中国人寿、长城人寿、瑞众人寿、弘康人寿等 13 家保险公司相继举牌了 28 家上市公司, 主要目的都是财务投资, 被举牌方主要集中在 H 股上市公司, 占比超 80%; 行业主要分布在银行 (16 次举牌)、公用事业 (4 次举牌)、交通运输 (4 次举牌) 和非银金融 (4 次举牌) 等, 公司市值大多大于 100 亿; 平均股息率为 4.2%, 平均 ROE 为 10.2% (剔除东阳光药极端值)。此外值得关注的是, 平安集团先后举牌并增持中国太保 (H) 和中国人寿 (H), 这也是 2019 年 7 月中国人寿举牌中国太保 (H) 后, 时隔六年再次出现的保险公司举牌同业, 我们判断平安此举在提升投资组合回报的同时, 也反映出对保险板块基本面修复和长期价值的信心。

图 27: 2025 年举牌险资类型分布



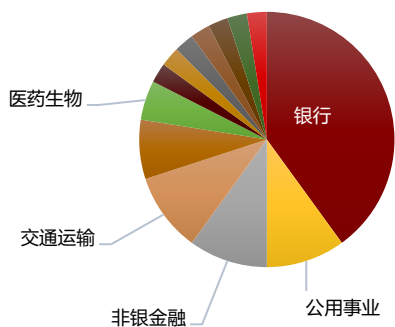
资料来源: 中国保险行业协会、Wind、招商证券

图 28: 2025 年险资举牌 A/H 股分布



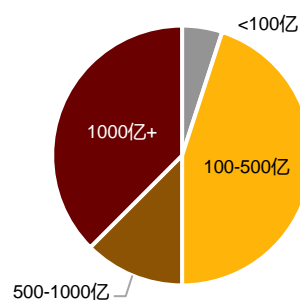
资料来源: 中国保险行业协会、Wind、招商证券

图 29: 2025 年险资举牌行业分布



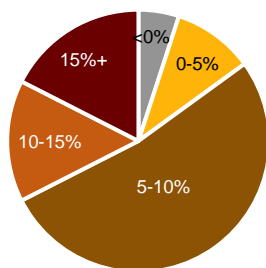
资料来源: 中国保险行业协会、Wind、招商证券

图 30: 2025 年险资举牌市值分布



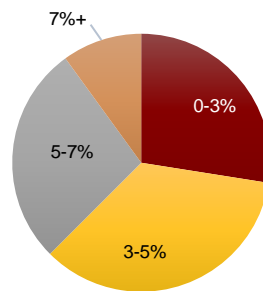
资料来源: 中国保险行业协会、Wind、招商证券

图 31: 2025 年险资举牌 ROE 分布



资料来源: 中国保险行业协会、Wind、招商证券

图 32: 2025 年险资举牌股息率分布



资料来源: 中国保险行业协会、Wind、招商证券

四、固收投资

1、债券投资加码长久期利率债

险企债券投资继续向利率债倾斜，资产负债与信用风险防范仍是主线。近年险资债券配置在久期、收益与风险之间试图寻求更好平衡，并强化对利率走势和信用风险的主动管理。截至 2025 年末保险机构持有的银行间债券余额中，利率债占比进一步升至 93.9%、同比+2.8pt，其中地方政府债 59.8%、同比+4.2pt，国债 22.9%、同比+1.0pt，政策性银行债 11.2%、同比-2.4pt。保险配置力量集中在

地方政府债，是结合政策支持、投资收益、久期匹配、风险控制的较优选择，而且市场供给相对充足。而在新会计准则背景下，银行二永债因含有减记或者转股条款无法通过 SPPI 测试，被划分至 FVTPL 类别，市值波动直接影响当期利润，叠加 2025 年二永债呈现出“难赚易亏”的特征，保险资金对其以减持为主。

图 33: 银行间债券市场保险机构持有比例

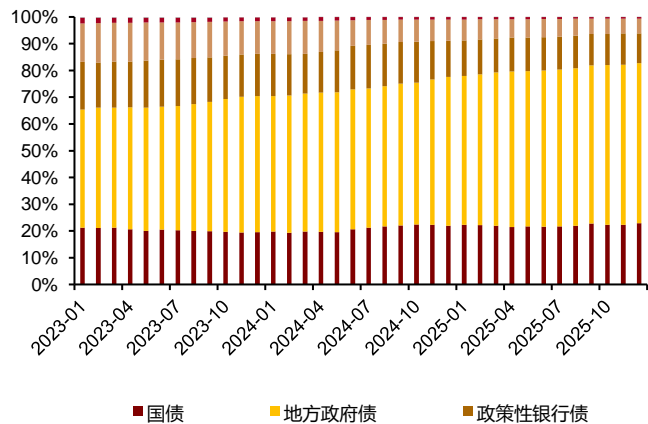
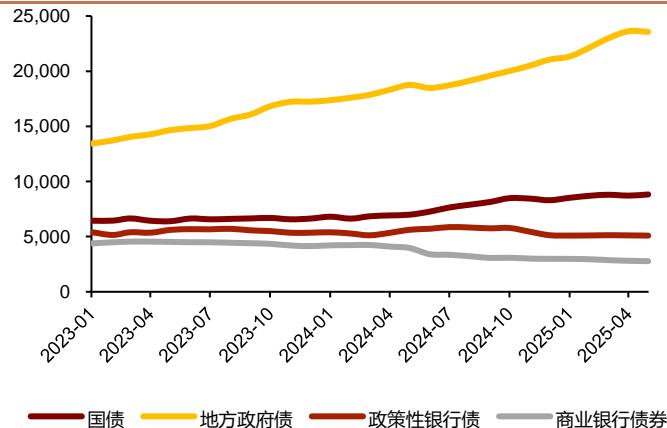


图 34: 银行间债券市场保险机构持有余额 (亿元)

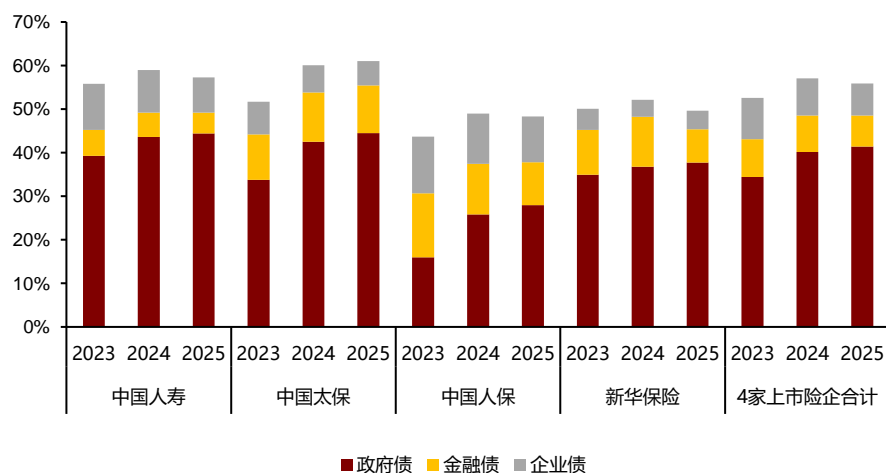


资料来源: 中国债券信息网、招商证券

资料来源: 中国债券信息网、招商证券

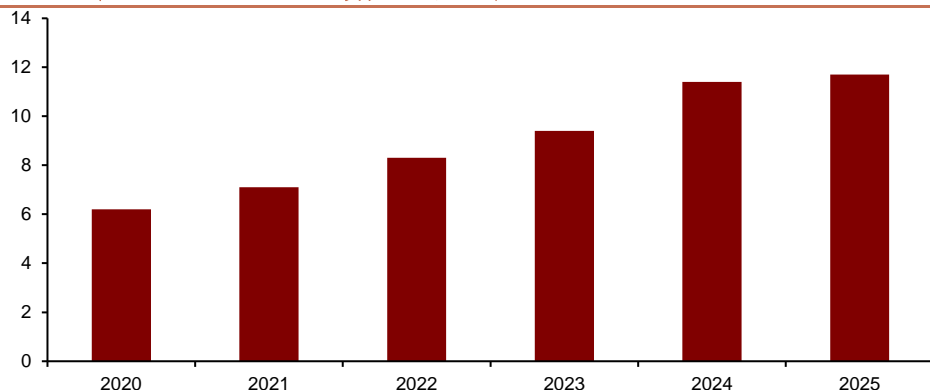
从上市公司披露数据来看，政府债占比均提升但边际有所放缓，资产久期进一步延展。截至 2025 年末中国人寿、中国太保、中国人保和新华保险合计的（中国平安资产负债表含平安银行数据无法拆分，中国太平未披露相关数据）政府债、金融债和企业债在总投资资产中的合计分别为 41.4%（同比+1.2pt）、7.1%（同比-1.2pt）、7.4%（同比-1.1pt）。具体来看，政府债方面，中国人寿和中国太保的占比最高为 44.5%，中国人保的占比显著低于寿险同业，但近年来提升幅度明显；金融债方面，各公司均出现不同幅度的占比下降，新华保险降幅最大达 3.8pt；企业债方面，除新华保险占比略提升外，其他公司占比均呈现下降态势。此外从久期来看，截至 2025 年末中国太保的固定收益类资产久期进一步拉长至 11.7 年，中国人寿有效久期缺口已经控制在 1.5 年以内，头部险企统筹考虑负债久期科学管理与资产久期灵活调控，有效控制利率风险。

图 35: 4 家上市险企债券投资结构变化



资料来源: 公司公告、招商证券

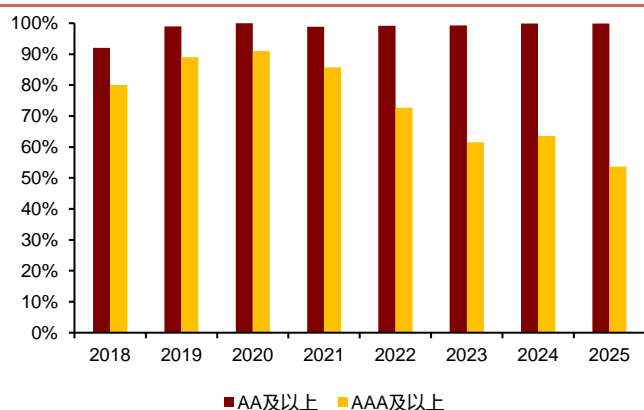
图 36: 中国太保固定收益类资产久期 (年)



资料来源: 公司公告、招商证券

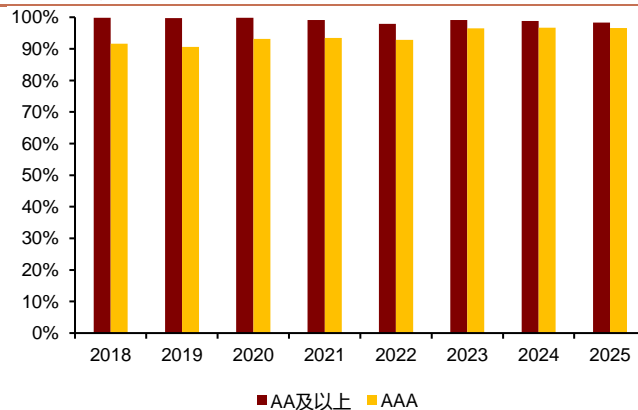
上市险企信用债投资仍以高等级主体为核心, 风险偏好保持审慎。截至 2025 年末中国人寿持仓信用债外评 AAA 级占比超过 99% (同比+1.0pt)。中国平安的公司债券中外评 AA 及以上约 99.9% (同比持平), AAA 及以上约 53.7% (同比-9.9pt)。中国太保披露企业债及非政策性银行金融债中, 外评 AA 及以上占 98.3% (同比-0.5pt)、AAA 占 96.9% (同比-0.1pt)。中国人保的企业债及非政策性银行金融债中, 评级 AAA 占比达 96.7% (同比-1.5pt)。

图 37: 中国平安的公司债信用评级占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 38: 中国太保的公司债信用评级占比



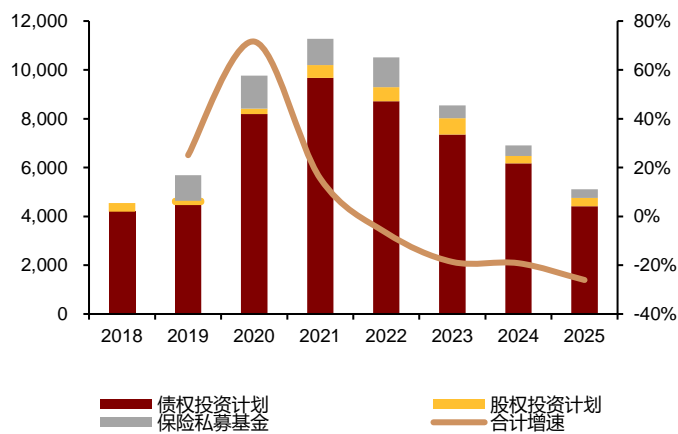
资料来源: 公司公告、招商证券

2、非标投资缩量下滑, 险资寻求转型创新

近年非标优质资产供给稀缺, 险企另类转型方向明确指向标准化品种。险资非标投资主要包括债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等。虽然非标资产目前仍具备一定票息优势和配置补充价值, 但受优质资产供给不足、收益率持续下行、信用事件扰动和监管导向影响, 传统非标配置仍处于压降通道。保险公司加大另类转型创新力度, 替代方向更偏向于风险收益特征更清晰、透明度更高的标准化或准标准化品种, 包括 REITs、CMBS、ABS 等, 以在控制信用风险的同时维持组合收益的稳定性, 缓解资金配置压力。数据显示, 2025 年保险资管机构共登记债权投资计划、股权投资计划和保险私募股权基金 314 只, 登记规模 5104.43 亿, 数量、规模同比分别-20.7%、-26.1%。其中, 债权投资计划 285

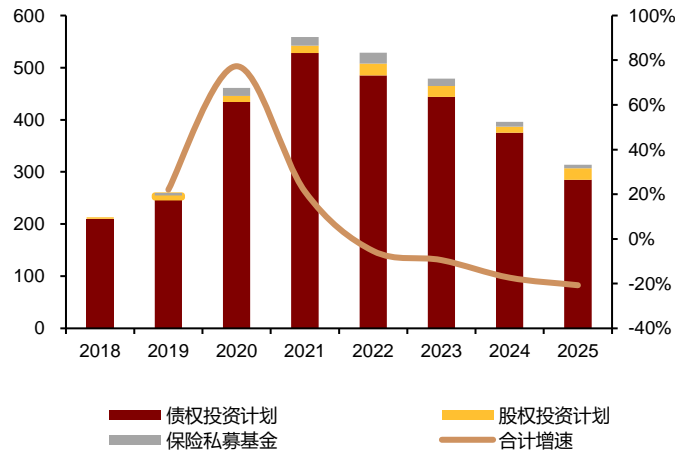
只，同比-24.0%，登记规模 4419.05 亿，同比-28.5%，数量和规模均是连续第四年减少；保险私募股权基金 7 只，同比-22.2%，登记规模 350.06 亿，同比-18.6%；股权投资计划则在发力探索阶段，2025 年共登记 22 只，同比+83.3%，登记规模 335.32 亿元，同比+12.5%。

图 39: 保险资管产品登记注册规模变化 (亿元)



资料来源: 中国银行保险资产管理业协会、招商证券

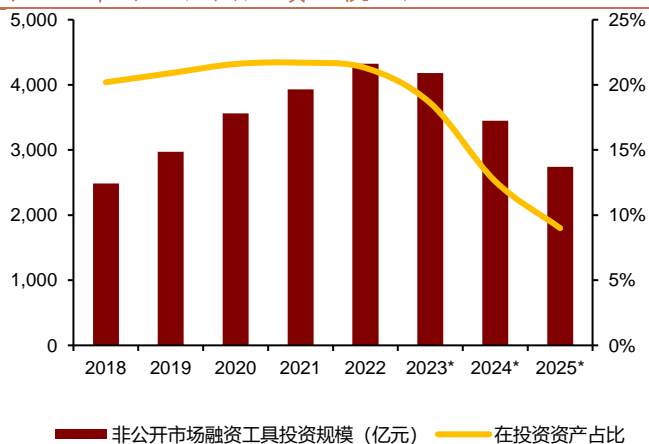
图 40: 保险资管产品登记注册数量变化 (只)



资料来源: 中国银行保险资产管理业协会、招商证券

从上市公司披露的详细数据来看，非标投资也处于趋势性下滑通道。(1) 2025 年末中国太保非公开市场融资工具投资规模为 2740.37 亿，占总投资资产的比重为 9.0%持续下降；名义投资收益率降至 4.0%，平均剩余期限升至 5.0 年；融资项目主要分散于基础设施 (39.5%)、交通运输 (25.2%)、非银金融 (17.5%)、不动产 (8.0%) 等行业。(2) 中国平安债权计划及债权型理财产品的名义投资收益率降至 4.1%，剩余到期期限降至 3.0 年；资产投向以基建 (63.3%) 为主，非银金融 (14.5%) 及不动产 (6.7%) 占比较低。(3) 新华保险非标资产投资金额为 655.41 亿，在总投资资产中占比降至 3.6%；持有的非标项目基础资产多为贷款类债权，融资领域包括非银机构、基础设施建设项目、商业地产项目以及消费类信贷产品等。

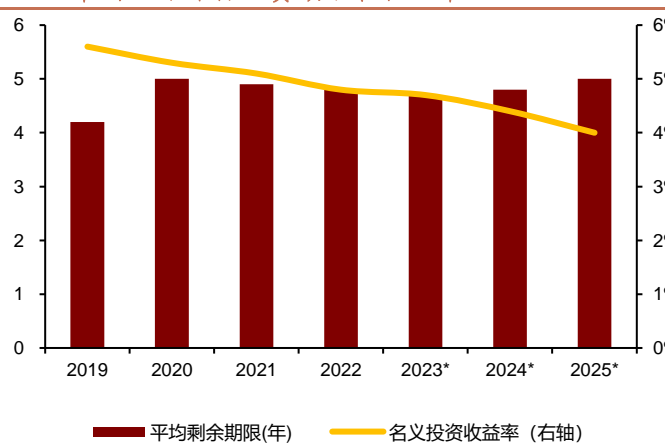
图 41: 中国太保非标投资规模及占比



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

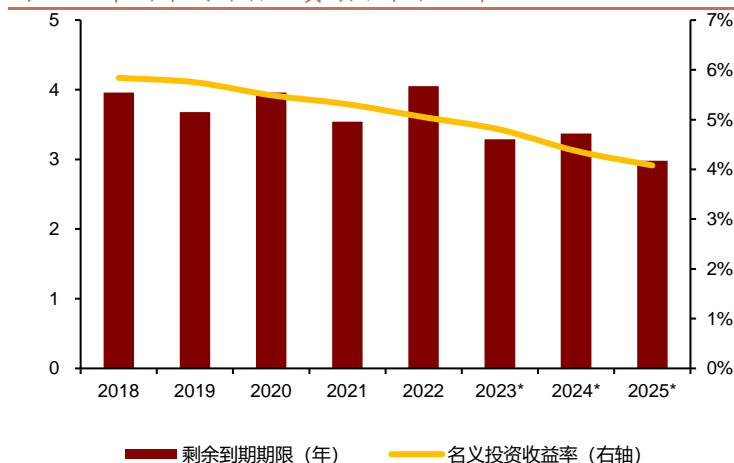
图 42: 中国太保非标投资期限和收益率



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

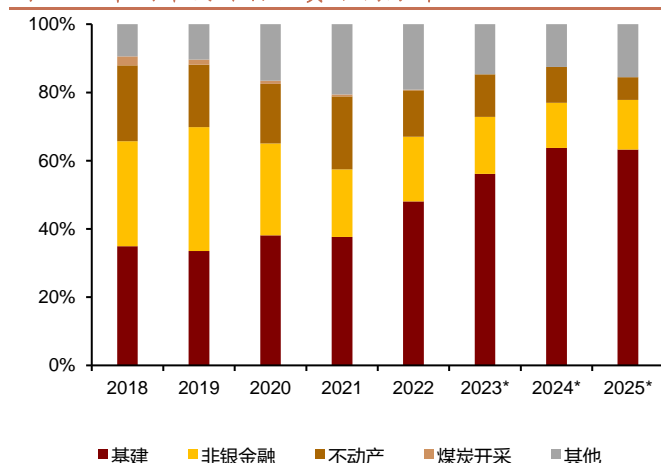
图 43: 中国平安非标投资期限和收益率



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

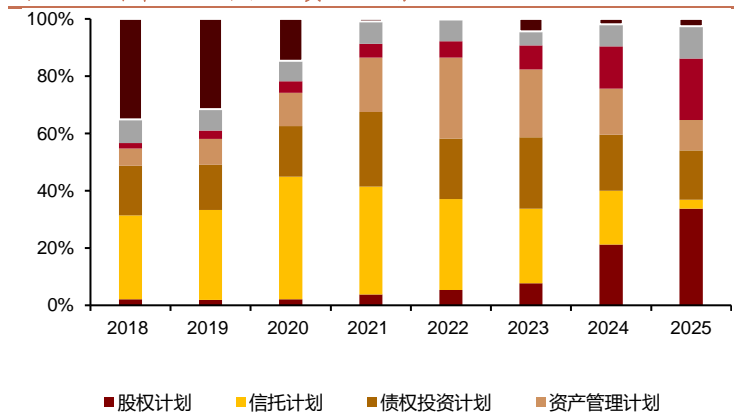
图 44: 中国平安非标投资结构分布



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

图 45: 新华保险非标投资组合情况



资料来源: 公司公告、招商证券

五、投资收益率

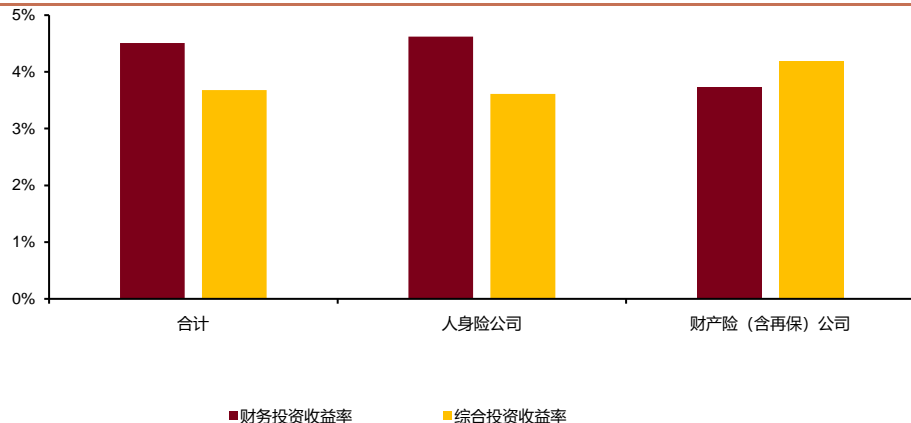
保险资金的投资收益一般包括三种统计口径。净投资收益主要包括存款利息、债券利息、股票股息、基金分红、投资性房地产租金等孳息收入和联营企业收益，是险资投资表现的重要中枢；总投资收益是在净投资收益基础上增加了计入损益表的资本利得，如金融资产公允价值波动等，从而直接影响当期利润，因此也被称为财务口径的投资收益；综合投资收益则是在总投资收益的基础上，加上计入其他综合收益的资本利得，是衡量险企投资表现的最全面指标。整体而言，总/综合投资收益率围绕净投资收益率波动，且综合投资收益率的波动比总投资收益率更大。

2025 年保险行业的平均财务投资收益率整体抬高，综合投资收益率有所下降。

自 2025 年一季度起金监总局不再披露保险业投资收益率数据，预计是由于部分公司会计调整导致相关口径不可比。据中国保险行业协会数据统计，截至 3 月末全行业 193 家保险公司中，有 168 家在 2025 年四季度偿付能力报告中已经披露了投资收益率情况，其中包括 71 家人身险公司、97 家财产险（含再保）公司，基本可以代表行业整体情况。从这 168 家保险公司（剔除 6 家会计重分类公司）的加权平均数据来看，2025 年财务收益率为 4.51%，其中人身险公司为 4.62%，

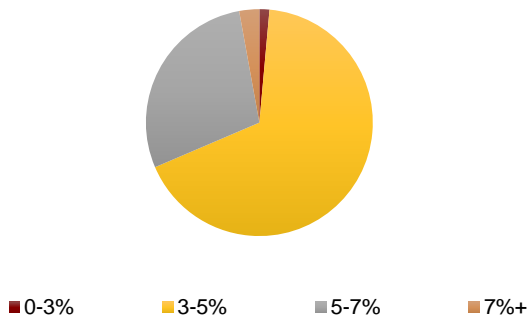
财产险(含再保)公司为 3.73%;综合收益率为 3.68%,其中人身险公司为 3.61%,财产险公司为 4.19%。

图 46: 2025 年保险行业平均投资收益率



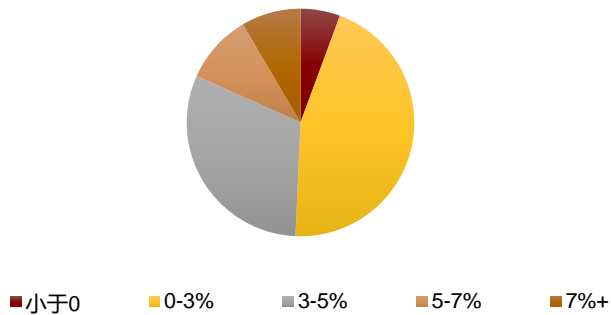
资料来源:公司公告、招商证券

图 47: 2025 年人身险公司财务投资收益率分布



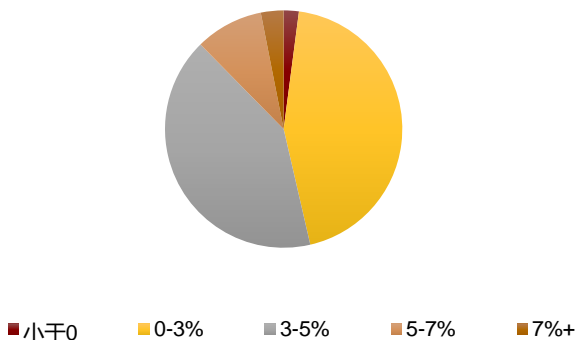
资料来源:公司公告、招商证券

图 48: 2025 年人身险公司综合投资收益率分布



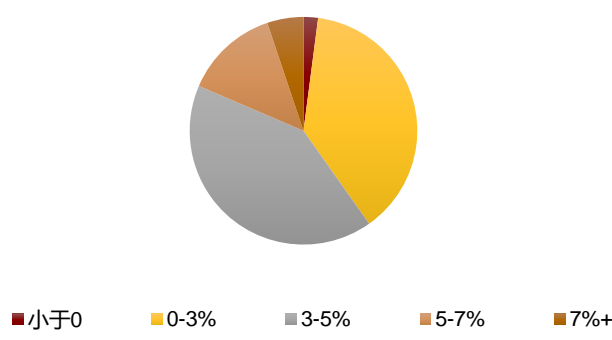
资料来源:公司公告、招商证券

图 49: 2025 年财产险公司财务投资收益率分布



资料来源:公司公告、招商证券

图 50: 2025 年财产险公司综合投资收益率分布

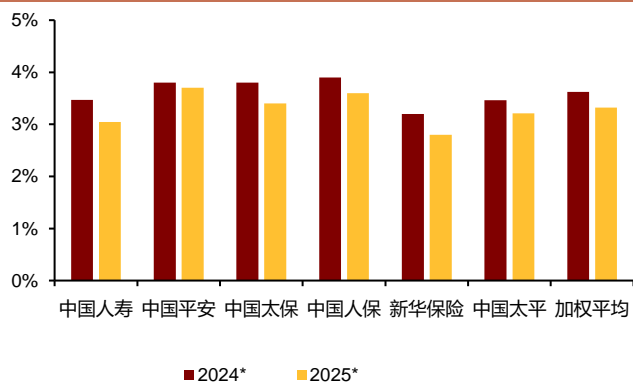


资料来源:公司公告、招商证券

从主要上市险企的数据来看,净投资收益率受利率影响持续承压,权益投资策略差异使得总投资收益率有所分化。2025 年主要上市险企的平均净投资收益率为 3.3%,同比-0.3pt;各公司数据依次为中国平安 3.7% (同比-0.1pt) > 中国人保 3.6% (同比-0.3pt) > 中国太保 3.4% (同比-0.4pt) > 中国太平 3.2% (同比-0.3pt) > 中国人寿 3.0% (同比-0.4pt, 测算数据) > 新华保险 2.8% (同比-0.4pt)。平均总投资收益率为 5.5%,同比+0.3pt;各公司数据依次为新华保险 6.6% (同比+0.8pt) > 中国人寿 6.1% (同比+0.6pt) > 中国人保 5.7% (同比+0.1pt) > 中国太

保 5.7%(同比+0.1pt)>中国平安 4.6%(同比+0.1pt)>中国太平 4.0%(同比-0.5pt)。

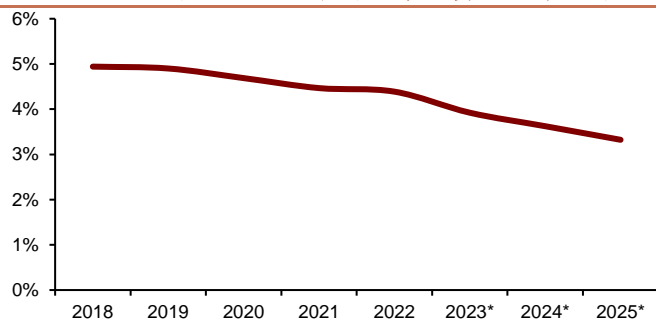
图 51: 2025 年主要上市险企净投资收益率



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

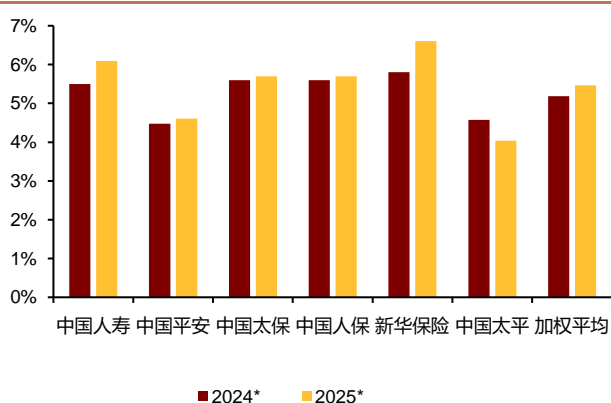
图 52: 主要上市险企加权平均的净投资收益率趋势



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

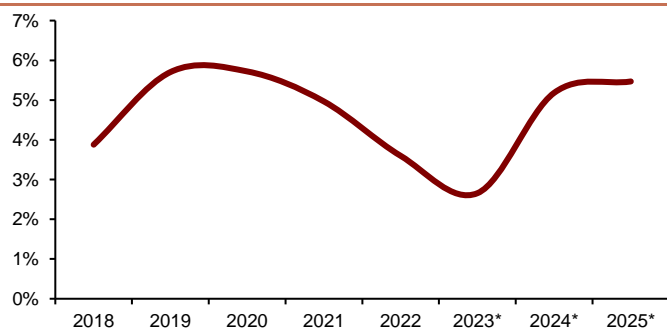
图 53: 2025 年主要上市险企总投资收益率



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

图 54: 主要上市险企加权平均的总投资收益率趋势

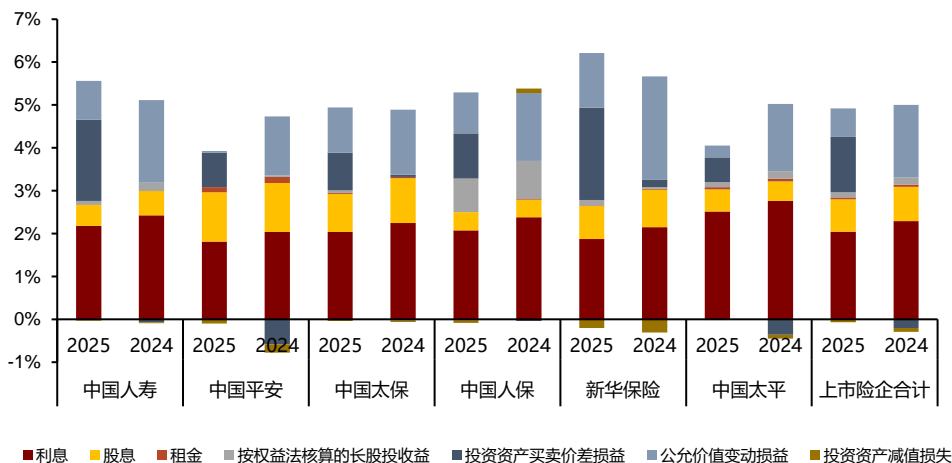


资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

统一口径下上市险企整体股息收益贡献持平, 买卖价差损益贡献显著提升。由于各家披露的投资收益率口径存在差异, 为便于比较, 我们按照净投资收益率=(利息收入+股息收入+房地产租金收入+应占联营企业和合营企业收益)/期初及期末平均总投资资产, 总投资收益率=(净投资收益+买卖价差损益+公允价值变动损益+投资资产减值损失)/期初及期末平均总投资资产的口径进行统一。拆分数据显示, 2025 年主要上市险企整体利息、股息、租金和按权益法核算的长股投收益对收益的贡献分别为 2.0%、0.8%、0.0%和 0.1%, 利息贡献同比-0.2pt, 是对净投资收益率的主要拖累项, 其他均同比持平。从各公司情况来看, 虽然利息贡献均同比下滑, 但中国平安前瞻布局高股息权益资产, 是唯一一家股票分红和股息收入贡献提升的公司, 有力支撑了整体净投资收益率表现。2025 年主要上市险企投资资产买卖价差损益、公允价值变动损益和投资资产减值损失对收益的贡献分别为 1.3%、0.7%、-0.1%, 投资资产买卖价差损益贡献同比+1.5pt、公允价值变动损益贡献同比-1.0pt。从各公司情况来看, 中国人寿和新华保险投资资产买卖价差损益贡献最高, 预计是资本市场回暖背景下公司主动加大交易操作, 将账面浮盈转化为已实现收益, 推动总投资收益率取得强劲表现。而中国平安由于大部分股票计入 FVOCI 账户, 公允价值变动损益贡献接近于零。

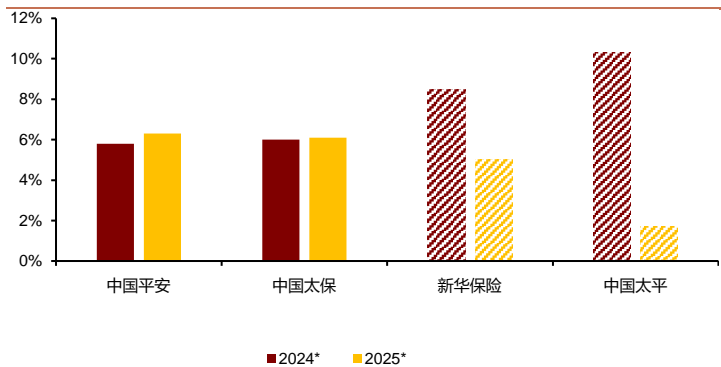
图 55: 主要上市险企投资收益贡献变化



资料来源: 公司公告、招商证券

此外, 上市险企对综合投资收益率的披露口径不完全相同, 直接横向比较的参考性不强。从 6 家主要上市险企的年报数据来看, (1) 中国人寿和中国人保不披露综合投资收益率; (2) 中国平安和中国太保的综合投资收益率剔除 OCI 债券的公允价值变动等, 2025 年表现分别为中国平安 6.3% (同比+0.5pt)、中国太保 6.1% (同比+0.1pt), 表现相对稳健。(3) 新华保险和中国太平的综合投资收益率包含 OCI 债券的公允价值变动等, 2025 年表现分别为新华保险 5.0% (同比-3.5pt)、中国太平 1.7% (同比-8.6pt), 大幅下滑主要受 OCI 项下债券估值波动及特定权益持仓的市价回撤拖累。

图 56: 2025 年主要上市险企综合投资收益率



资料来源: 公司公告、招商证券

*注: 2023 年起上市险企切换为新准则数据

图 57: 主要上市险企综合投资收益率计算口径

公司	计算口径
中国人寿	不披露
中国平安	剔除 OCI 债券的公允价值变动
中国太保	剔除 OCI 债券的公允价值变动
中国人保	不披露
新华保险	包括 OCI 债券的公允价值变动
中国太平	包括 OCI 债券的公允价值变动

资料来源: 公司公告、招商证券

六、风险提示

数据统计遗漏: 可能导致结果偏差, 或是统计样本不具有代表性;

资本市场波动: 可能会对保险资金投资产生较大影响。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。