“偿二代”新规影响几何

证券研究报告
2026 年 04 月 10 日

作者
叶慧超 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525030001
yehuichao@tfzq.com

相关报告
1 《投资策略：以稳应乱-政策与大类资产配置周观察》 2026-04-07
2 《投资策略：港股策略周观察-美伊战争从闪电战到消耗战》 2026-04-06
3《投资策略：A 股策略周报-外扰内韧，景气回升》 2026-04-06

“偿二代”全面落地解读

1. “偿二代”二期简介

偿付能力是保险公司对保单持有人履行赔付义务的能力，是反映保险公司经营状况的重要指标。偿付能力监管是现代保险监管的核心内容，对保护保险消费者权益、维护市场稳定以及防范系统性风险具有至关重要的作用，也是保险业高质量发展的重要保障。我们认为与第一代偿付能力要求区别在于，“偿二代”监管体系分别从**定量、定性、市场约束**三个方面对保险公司偿付能力进行监管，确立了中国特色的监管制度体系。

2. 偿二代新规核心要点

从监管框架演进看，偿二代二期是对一期的系统性升级，核心聚焦资本质量夯实、风险计量精细化与监管导向强化。在规则体系上，二期将监管规则由 17 项扩充至 20 项，新增穿透计量、资本规划等要求，实现对监管框架的补全与优化。

整体看，我们认为二期对保险公司资本约束显著增强，落地后行业核心偿付能力充足率普遍承压，**长期来看将推动行业向 “重资本质量、轻规模扩张”的模式转型。**

3. 险资成为 A 股市场中长期资金的核心压舱石

根据金管总局披露的官方数据，截至 2025 年第四季度末，我国保险资金运用余额达到 38.48 万亿元，同比增长 15.7%。其中投资于股票的账面余额约为 3.73 万亿元，占资金运用余额的比例达 9.71%。**偿二代新规下险资权益投资规模呈现稳步扩张态势。**

偿二代二期工程构建了“三支柱”的偿付能力监管体系，其中第一支柱定量资本要求是核心，通过实际资本与最低资本的计量，确定保险公司的偿付能力充足率水平。截至 2025 年第四季度末，五大上市险企核心偿付能力充足率均显著高于 50%的监管红线，综合偿付能力充足率均高于 100%的监管要求，**风险综合评级均维持在 A 类及以上，是行业偿付能力最稳健的主体。**

4. 高股息策略吸引力全面升级

我们认为为了提高 IFRS9 下的财务稳健性，保险公司有充足动机将部分高分红股票和符合权益工具定义的优先股分类为 FVOCI，主因其投资收益主要通过分红派息来实现，**从而有望提升净资产收益率，降低损益表的波动影响。**

5. FVOCI 股票配置空间仍大

自 2023 年起，部分上市险企已率先切换至新保险会计准则，而 2026 年将是全行业实施的最后期限。从新会计准则下主要上市险企的投资分类来看，**FVOCI 资产中权益投资（股票等）占比仍低，高股息股票配置并分类为 FVOCI 的空间仍较大。**

6. ETF 或成为险资平滑波动的新工具

IFRS9 会计准则实施后，由于 ETF 的波动性相对较低，可以缓解保险资金资产端的波动性，因此我们认为除了高股息资产，在目前海外市场波动率较高的背景下，险资未来或进一步加大 ETF 配置，成为耐心资本的主力。我们认为保险资金 2025 年下半年的操作释放出明确信号：**在低利率持续深化的背景下，投资逻辑正从“防御”向“均衡配置”演进。红利策略阶段性降温，成长与顺周期板块受关注度提升。**

风险提示：“偿二代”新规落地不及预期；海外流动性收紧；资本市场波动率进一步放大

内容目录

1. “偿二代”基本演变 3
1.1. “偿二代二期工程”简介 3
1.2. 偿二代新规核心要点 4
2. 保险公司入市情况 4
2.1. 中长期资金入市中坚力量 4
2.1.1. 险资成为 A 股市场中长期资金的核心压舱石 5
2.1.2. 偿二代新规下，不并表模式推动险资私募入市加速发展 5
2.2. 主要险企偿付能力变化情况 5
2.2.1. 偿二代二期的核心监管框架与达标红线 6
2.2.2. 五大上市险企偿付能力变化 6
2.3. IFRS9 的潜在影响：资产分类重构 8
2.4. IFRS 9 下：高股息策略吸引力全面升级 8
3. 新规影响初步分析 9
3.1. 偿付新规对保险投资影响机制 9
3.2. 股票风险因子适度调整 10
3.3. FVOCI 配置空间仍较大 11
3.4. ETF 投资逻辑发生变化 12
4. 小结 12
5. 风险提示 13

图表目录

图 1：保险公司资金运用余额变化(亿元，%) 5
图 2：人身险资金运用板块占比变化(亿元，%) 5
图 3：五家上市保险公司寿险板块核心偿付能力充足率对比（%） 6
图 4：五家上市保险公司寿险板块综合偿付能力充足率对比（%） 7
图 5：保险业整体偿付能力变化趋势（%） 7
图 6：IFRS9 金融工具会计准则变化关联 8
图 7：保险公司青睐高股息行业（亿元） 9
图 8：“偿二代”二期的风险分解框架 10
图 9：上市险企计入 FVOCI 的权益与债权投资占比（%） 11
图 10：上市险企权益投资分红占比（%） 11
图 11：上市险企 FVOCI 与 FVTPL 比值（%） 11

表 1：中国保险行业偿付能力监管制度发展历程 3
表 2：偿二代一期和偿二代二期监管框架对比 4
表 3：保险资金权益类资产监管比例 9
表 4：偿二代一期和二期权益价格风险因子对比 10
表 5：险资重仓 ETF 指数产品变化（截至 2025 年底） 12

1. “偿二代”基本演变

1.1. “偿二代二期工程”简介

偿付能力是保险公司对保单持有人履行赔付义务的能力，是反映保险公司经营状况的重要指标。偿付能力监管是现代保险监管的核心内容，对保护保险消费者权益、维护市场稳定以及防范系统性风险具有至关重要的作用，也是保险业高质量发展的重要保障。我国第一代偿付能力监管标准（简称“偿一代”）始建于 2003 年，**在资产负债评估方法上，**借鉴了美国的法定会计原则；**在最低资本要求上**，直接采用了欧盟偿付能力 I 的标准。具体来看，我国保险业偿付能力监管制度演变大致分为三个阶段：**1978—2000 年为概念引入期，**从法规层面确立偿付能力相关要求，借鉴欧美规则初步建立基础计量标准；**2001—2011 年为制度形成期**，以 2003 年规则实施为标志，建立季度报告、编报规则及资本补充与退出机制，形成“五维”监管体系，2008 年引入充足率指标使体系正式成型；**2012 年至今为制度创新期，启动偿二代建设**，2016 年正式实施风险导向的三支柱体系，**2021 年完成偿二代二期工程并出台规则 II**，后续持续优化监管标准，**形成符合国情、兼顾风险防控与服务实体经济的中国特色偿付能力监管体系。**

表 1：中国保险行业偿付能力监管制度发展历程

时间	事件
1995	我国第一部《保险法》正式颁布，偿付能力方面基本延续了 1985 年的《保险企业管理暂行条例》的表述，提出了最低偿付能力、实际资产、实际负债、资本、准备金等概念
1998	中国保监会成立，提出**“市场行为监管和偿付能力监管并重”**，将偿付能力监管标准引入我国
2003	原保监会发布**《保险公司偿付能力额度及监管指标管理规定》**，保监会推行保险公司季度偿付能力报告制度，强化监管约束，并发布多项编报规则完善报表体系，同时健全市场退出与资本补充机制，初步形成 “五维” 偿付能力监管制度体系。
2008	保监会发布**《保险公司偿付能力管理规定》**，明确要求保险公司建立动态偿付能力风险监测体系，提出对保险公司进行分类监管，并首次在保险行业引入资本充足率的概念，标志着我国偿一代制度体系完全成型。
2012	原保监会启动偿二代建设工程。
2015	2015 年初，保监会正式发布偿二代 17 项监管规则以及过渡期内试运行的方案
2016	偿二代正式施行，进入偿二代一期工程阶段。
2017	偿二代二期工程启动，提升偿付能力监管制度的科学性、有效性和全面性。
2021	2021 年 12 月，银保监会发布**《保险公司偿付能力监管规则（II）》**，标志偿二代二期工程完成。规则从引导回归保障、服务实体、防控风险、对外开放、内控、市场约束六大方面全面优化监管体系，**明确 2022 年 Q1 起实施、2025 年底前完成过渡。**

资料来源：中国银保监会财务会计部，《我国保险业偿付能力监管制度建设的回顾与展望》，国家金融监督管理总局官网，天风证券研究所

国内保险行业已实现从偿一代“重规模”向偿二代“重风险”的监管体系跨越。偿一代于 2003 年实施，以规模为导向，在最低资本要求上，直接采用了欧盟偿付能力 I 的标准。2003 年实行以来，偿一代体系所存在的风险种类覆盖不全面、资产负债评估和资本要求与风险相关度不高等问题益难以适应保险业发展和监管的需要；偿二代于 2016 年实施，“偿二代”监管体系包括三大支柱，**即定量资本要求、定性监管要求和市场约束机制。**这三大支柱涉及三类风险，即可资本化风险、难以资本化风险和难以监管风险。同时，相关监管规则涉及保险公司资产负债表的三端，**即资产端、负债端和资本端。**我们认为与第一代偿付能力要求区别在于，“偿二代”监管体系分别**从定量、定性、市场约束**三个方面对保险公司偿付能力进行监管，确立了中国特色的监管制度体系。

1.2. 偿二代新规核心要点

从监管框架演进看，**偿二代二期是对一期的系统性升级，核心聚焦资本质量夯实、风险计量精细化与监管导向强化。**在规则体系上，二期将监管规则由 17 项扩充至 20 项，新增穿透计量、资本规划等要求，实现对监管框架的补全与优化。资本端，二期显著收紧实际资本认定标准，一方面限制寿险保单未来盈余计入核心资本的比例（设 35% 上限），剔除投资性房地产评估增值的资本认定；另一方面强化长期股权投资监管，对控制权类投资实施 100% 资本扣除，有效抑制资本无序扩张。风险计量层面，二期引入“穿透式监管”原则，要求资金底层资产全链条追溯，并基于近 10 年市场数据完成全口径风险因子校准，同时针对利率、重疾、集中度等风险细化计量规则，对绿色债券、科技保险等领域设置差异化资本优惠，实现风险导向与政策引导的协同。监管评价上，风险综合评级由 4 档细化为多等级，监管精度进一步提升。整体看，我们认为二期对保险公司资本约束显著增强，落地后行业核心偿付能力充足率普遍承压，**长期来看将推动行业向“重资本质量、轻规模扩张”的模式转型。**

表 2：偿二代一期和偿二代二期监管框架对比

对比维度	偿二代一期（2016 年）	偿二代二期（2022 年）
实施时间	2016 年	2022 年
规则构成	17 项	20 项（全面修订此前 17 项，新增 3 项：穿透计量、资本规划和劳合社（中国））
实际资本计量	资本认定相对宽松，长期寿险保单未来盈余基本全额计入核心资本；投资性房地产评估增值可计入实际资本；长期股权投资（含子公司）资本要求较低。	**1. 资本质量收紧：**保单盈余按剩余期限分级计入核心 / 附属资本，核心资本占比设上限（35%），杜绝核心资本虚高 **2. 股权投资严管：**对子公司等控制权长股投 100% 全额扣除资本，大幅提高其他长股投风险因子，抑制资本无序扩张 **3. 资产认可收紧：**投资性房地产评估增值不再计入实际资本
最低资本计量	风险因子较粗、覆盖不全，未强制穿透底层资产，利率/信用/集中度风险计量偏简单	1. 全面穿透监管，资金多层嵌套必须穿透到底层资产计量风险，杜绝监管套利 2. 风险计量更加精细化，在利率风险方面，完善了计量方法与对冲范围，强化资产负债匹配；在保险风险方面，新增重疾恶化因子，并对长寿风险、农业保险、科技保险、绿色债券等设置差异化风险因子（给予 10% 折扣） 3. 风险因子重校准，基于近 10 年数据全面更新，风险敏感度大幅提升
风险综合评级	ABCD 四类	进一步细分为：AAA/AA/A、BBB/BB/B、C、D
对保险公司影响	引导保险公司经营思维**由“重规模”转向“重风险”**	对核心资本和最低资本要求更加严格，实施后寿险公司核心偿付能力充足率水平普遍明显下降

资料来源：金管总局官网，天风证券研究所

2. 保险公司入市情况

2.1. 中长期资金入市中坚力量

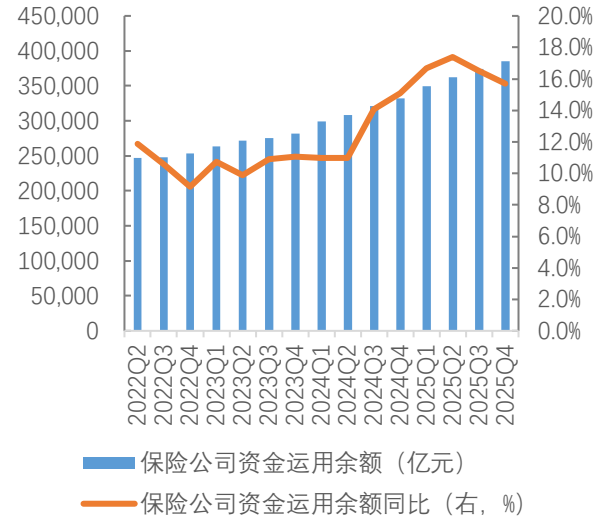
保险资金具备规模大、期限长、稳定性高的天然属性，是 A 股市场最核心的中长期资金来源之一。我们认为偿二代二期新规通过风险因子的差异化设计，与新“国九条”形成政策协同，既为险资入市松绑减负，也引导行业形成长期价值投资的底层逻辑，推动险资在资本市场的压舱石作用持续凸显。

2.1.1. 险资成为 A 股市场中长期资金的核心压舱石

根据金管总局披露的官方数据，**截至 2025 年第四季度末，我国保险资金运用余额达到 38.48 万亿元，同比增长 15.7%。其中投资于股票的账面余额约为 3.73 万亿元，占资金运用余额的比例达 9.71%**。偿二代新规下险资权益投资规模呈现稳步扩张态势。

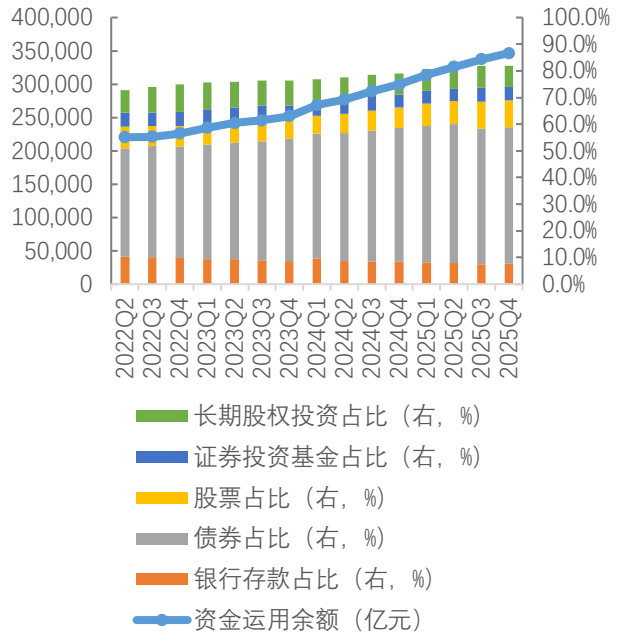
截至 2025 年第四季度末，**保险资金运用余额约为 38.48 万亿元，其中，财产险公司股票投资余额为 2268 亿元，人身险公司股票投资余额约为 3.51 万亿元，合计约为 3.73 万亿元，相较 2024 年四季度大增 53.81%。**

图 1：保险公司资金运用余额变化(亿元，%)



资料来源：Ifind，国家金融监督管理总局，天风证券研究所

图 2：人身险资金运用板块占比变化(亿元，%)



资料来源：Ifind，天风证券研究所

2.1.2. 偿二代新规下，不并表模式推动险资私募入市加速发展

偿二代二期工程对长期股权投资的监管规则进行了根本性调整，其中最核心的变化是：**保险公司持有的非保险类子公司长期股权投资，风险因子从一期的 0.1 大幅提升至 1.0，合营、联营企业的股权投资风险因子也提升至 0.35（上市公司）与 0.41（非上市公司）**，显著增加了并表私募子公司的资本占用。在此背景下，以中国人寿为代表的头部险企，通过私募子公司模式开展权益投资，成为偿二代新规下险资入市的重要创新路径。

保险资金长期投资试点始于 2023 年，是指保险公司出资设立私募证券投资基金，主要投向二级市场股票，并长期持有。2023 年 10 月，中国人寿与新华保险分别出资 250 亿元共同发起设立鸿鹄私募证券投资基金（即“鸿鹄一期”），成为首只“保险系”私募证券投资基金。国寿私募通过股权结构设计，使集团对其持股比例未达到并表要求，集团层面仅按参股比例计量长期股权投资，而非全额合并资产负债，大幅降低了偿二代二期下的最低资本占用。**截至 2025 年 8 月末其管理基金规模已达 420 亿元，在医疗健康、银发经济领域具备深厚投资经验。**

2.2. 主要险企偿付能力变化情况

偿付能力是保险公司经营的生命线，偿二代二期新规通过重构实际资本与最低资本的计量规则，全面收紧了资本认定标准，实施穿透式风险监管，深刻改变了行业偿付能力的运行格局。

2.2.1. 偿二代二期的核心监管框架与达标红线

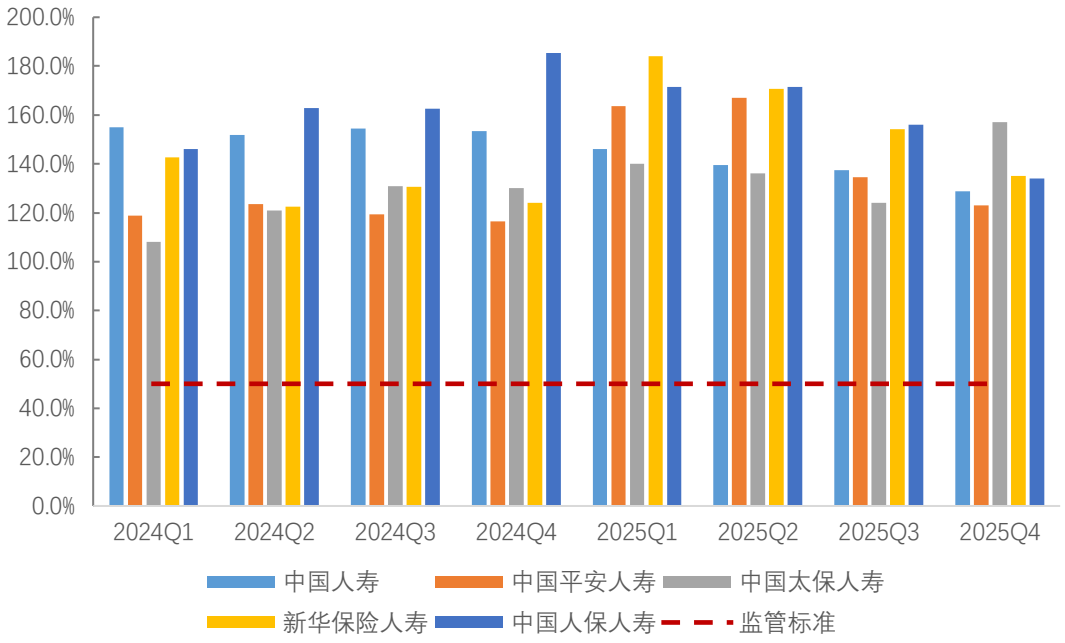
偿二代二期工程构建了"三支柱"的偿付能力监管体系，其中第一支柱定量资本要求是核心，通过实际资本与最低资本的计量，确定保险公司的偿付能力充足率水平。核心监管指标分为两项：**一是核心偿付能力充足率**，即核心资本与最低资本的比值，衡量保险公司高质量、高损失吸收能力资本的充足状况；**二是综合偿付能力充足率**，即实际资本与最低资本的比值，衡量保险公司总体资本的充足状况。根据《保险公司偿付能力管理规定》，保险公司偿付能力达标的三大核心监管红线为：核心偿付能力充足率≥50%，综合偿付能力充足率≥100%，且风险综合评级≥B 类。三项指标任意一项不达标，即为偿付能力不达标保险公司公司，监管将依法采取限制股东分红、限制业务范围、责令补充资本、接管等监管措施。

2.2.2. 五大上市险企偿付能力变化

中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保五大上市险企作为行业头部主体，其偿付能力变化是偿二代新规影响的集中体现。**自偿二代二期实施以来，五大上市险企偿付能力始终远高于监管红线，保持行业绝对稳健水平。**

截至 2025 年第四季度末，五大上市险企核心偿付能力充足率均显著高于 50%的监管红线，综合偿付能力充足率均高于 100%的监管要求，风险综合评级均维持在 A 类及以上，是行业偿付能力最稳健的主体。

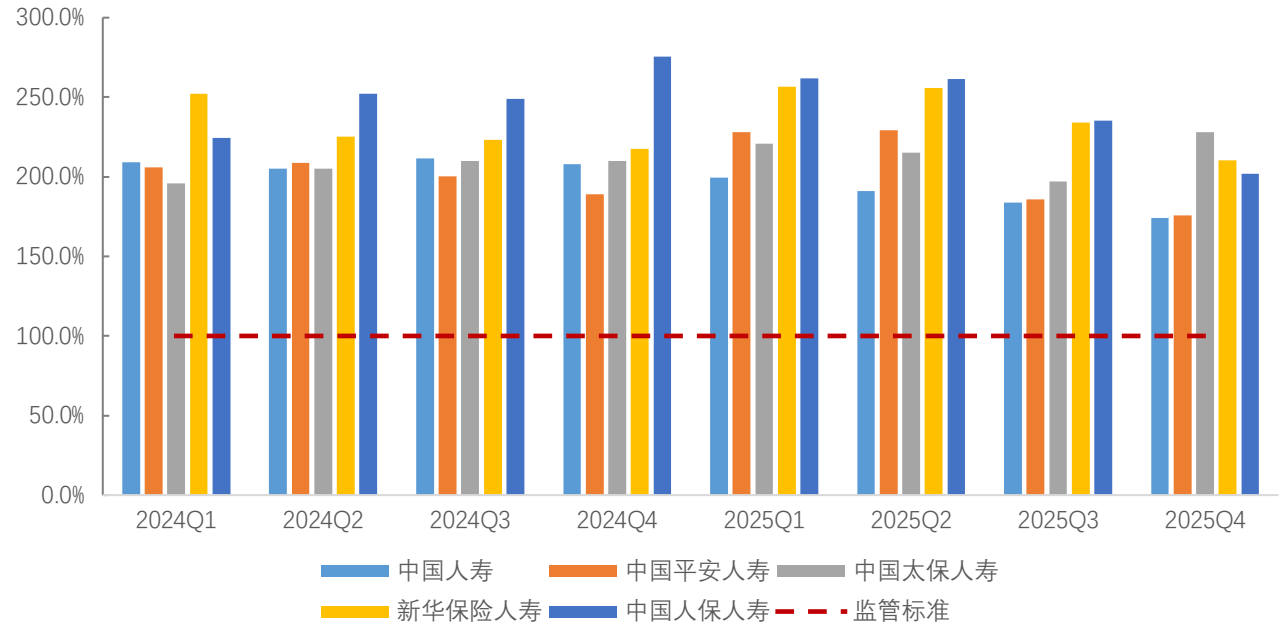
图 3：五家上市保险公司寿险板块核心偿付能力充足率对比（%）



资料来源：Ifind，天风证券研究所

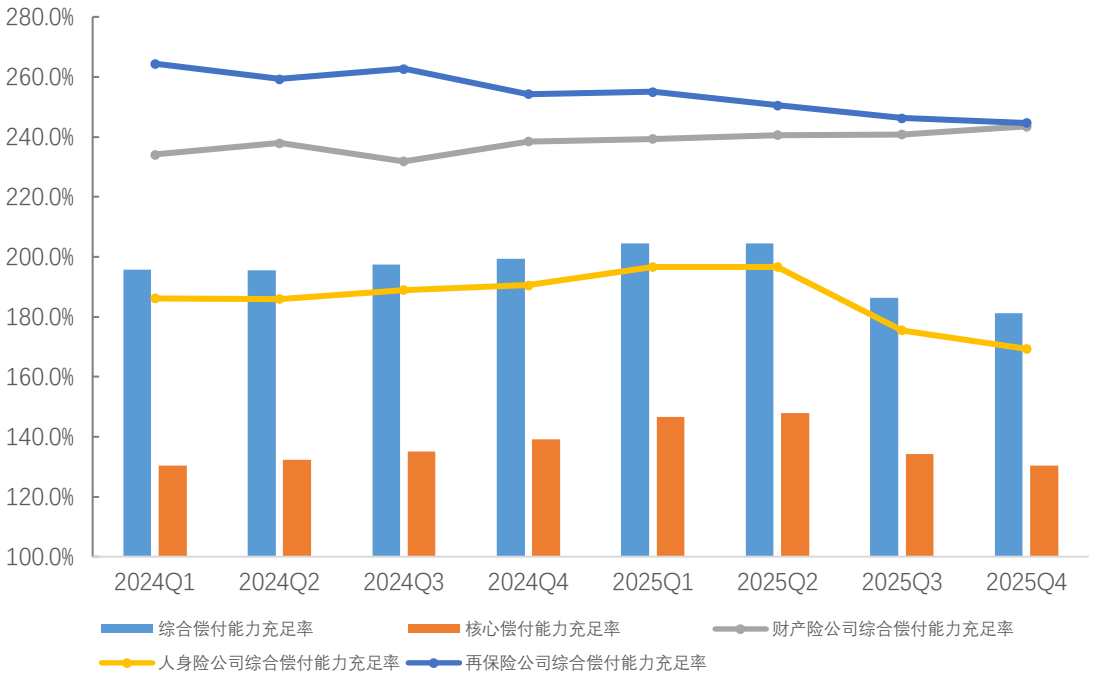
财险主体偿付能力整体显著优于寿险主体。从金管总局披露数据来看，近年来财产险公司偿付能力都维持在 230%以上，远远高于人身险公司。我们认为主要受以下原因影响：一方面财产险业务通常具有短期性、高频性的特点，保单期限多为一年或更短，而人身险公司（特别是寿险公司）的负债久期往往长达数十年，这种长期负债结构对资本要求更高，因为需要为未来几十年的赔付责任预留充足资本；另一方面，由于人身险公司资产久期较长，因此对利率变动更加敏感，近年来利率下行压力推升准备金负债的评估值，导致实际资本承压，低利率环境中，固收收益持续下行，叠加当期另类资产量价齐跌的环境，公司需要加大权益类资产投资增厚收益。**权益类资产最低资本要求较高，对公司偿付能力约束提出更高要求。**

图 4：五家上市保险公司寿险板块综合偿付能力充足率对比（%）



资料来源：Ifind，天风证券研究所

图 5：保险业整体偿付能力变化趋势（%）



资料来源：国家金融监督管理总局，天风证券研究所

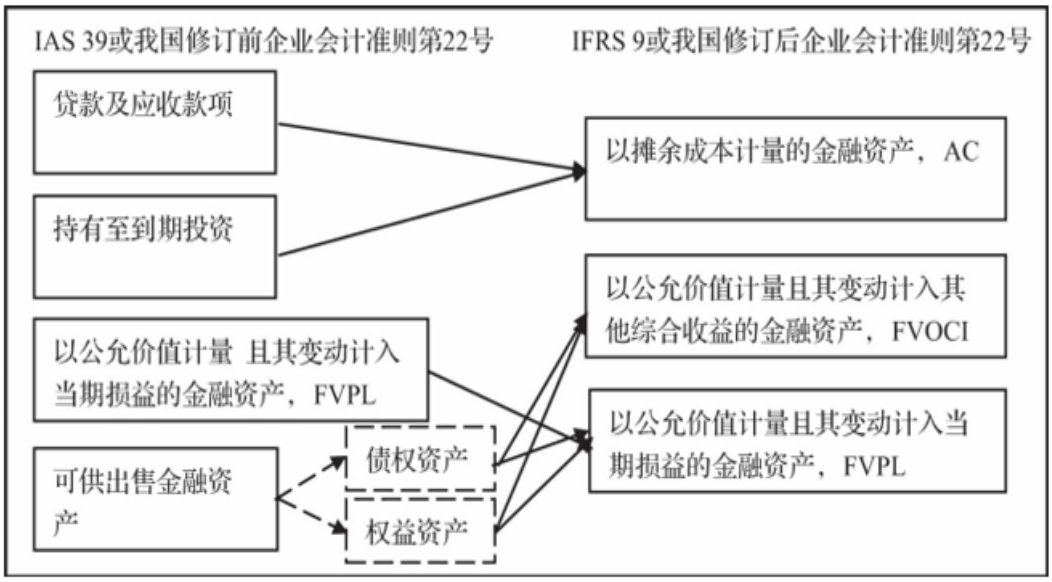
偿二代二期新规从制度层面深刻改变了保险行业的资产配置逻辑与资本管理模式。在入市端，新规通过差异化的风险因子调整，引导险资加大对核心权益资产的长期配置，同时推动险企创新不并表私募模式，拓宽入市渠道，进一步强化了险资作为资本市场中长期资金中坚力量的定位；**在偿付能力端，**新规通过审慎的资本计量与穿透式监管，夯实了行业资本质量，虽然实施初期行业整体偿付能力有所下行，但随着配套优化政策的落地，行业整体保持稳健运行，头部上市险企的抗风险能力与资本优势进一步凸显。未来，我们预计随着偿二代二期规则的持续完善，保险业将进一步发挥长期资金优势，**在服务资本市场高质量发展的同时，实现自身的稳健经营与价值提升。**

2.3. IFRS9 的潜在影响：资产分类重构

金融工具的分类和计量要求变化历程。为应对 2008 年金融危机以来出现的财务报告问题，2014 年 7 月，经过近六年的准备，IASB（国际会计准则理事会）正式发布 IFRS9 新金融工具准则，替代之前 IAS39（国际会计准则第 39 号）中金融工具的相关部分。2017 年 3 月，国家财政部参照 IFRS9 新金融工具准则的相关内容，发布了**《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期会计》**三套与其等同的新金融工具准则。2017 年 3 月，国家财政部参照 IFRS9 发布了三项新金融工具会计准则，同年 6 月发布《关于保险公司执行新金融工具相关会计准则有关过渡办法的通知》，**允许非上市保险公司与符合条件的境外上市或境内外同时上市保险公司延期至 2021 年 1 月 1 日起实施。**根据财政部会计准则委员会信息，2024 年 5 月 30 日，国际会计准则理事会（以下简称 IASB）发布了对**《国际财务报告准则第 9 号——金融工具》**及**《国际财务报告准则第 7 号——金融工具：披露》**的小范围修订，自 2026 年 1 月 1 日或之后开始的年度报告期间生效。

新金融工具准则下，对于金融工具的分类判断，更加规范化、标准化和前置化。其中债务工具的分类需要基于合同现金流（SPPI）测试的情况；衍生工具仅能分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；权益工具主要分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），但如果不是为交易而持有，也可以将其指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）。

图 6：IFRS9 金融工具会计准则变化关联



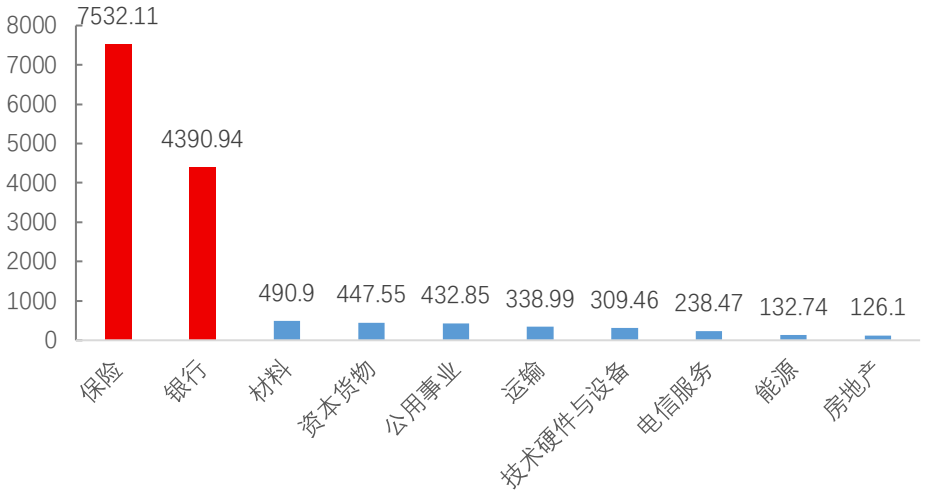
资料来源：许闲《国际保险会计准则的最新发展及对我国的影响——基于 IFRS17 和 IFRS9》，天风证券研究所

2.4. IFRS 9 下：高股息策略吸引力全面升级

在旧准则 IAS39 下，保险公司买股票通常归类为“可供出售金融资产”（AFS）。这一分类非常灵活：平时股价的涨跌只计入资产负债表，不影响当期利润；一旦卖出股票，赚的差价就可以立马确认为当期投资收益，美化利润表。但新会计准则过渡期结束后，股票资产主要面临两种选择：**要么归入 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益），要么归入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）。**如果计入 FVTPL，股价的波动会直接影响利润表，导致业绩出现剧烈的周期性波动，这是追求稳健的保险企业无法接受的，因此为了平滑利润波动，越来越多的保险公司开始将股票资产放入 FVOCI 账户。

高分红股票和符合权益工具定义的优先股配置有望提升。《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》规定将非交易性金融权益工具指定为以 FVOCI 的，在终止确认时的累计利得或损失将从其他综合收益计入留存收益，而非计入损益表影响当期损益。这也意味着计入 FVOCI 的股票，**只有分红收益可以计入当期利润表，**而其市值的变化将计入资产负债表中的其他综合收益科目，**即使卖出时实现的盈亏变动也无法再计入利润表。**我们认为为了提高 IFRS9 下的财务稳健性，保险公司有充足动机将部分高分红股票和符合权益工具定义的优先股分类为 FVOCI，**主因其投资收益主要通过分红派息来实现，从而有望提升净资产收益率，降低损益表的波动影响。**

图 7：保险公司青睐高股息行业（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所　注：柱状图为行业持股市值，数据截至 2026 年 3 月 31 日

3. 新规影响初步分析

3.1. 偿付新规对保险投资影响机制

三大维度影响保险公司投资决策。偿二代二期工程于 2022 年正式实施，**从"规模导向"转向"风险导向"，**主要变化包括：1. 实际资本认定趋严：计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的 35%（一期规则下可全部计入）；2.风险因子全面校准，长期股权投资基础因子大幅提升，同时股票投资中部分类别资产风险因子略有提高（2025 年有所调低）；3. 权益投资比例与偿付能力挂钩。根据 2025 年最新监管规定，保险公司（含保险集团控股公司）权益类资产配置比例形成五档监管要求，最高可达上季末总资产的 50%。

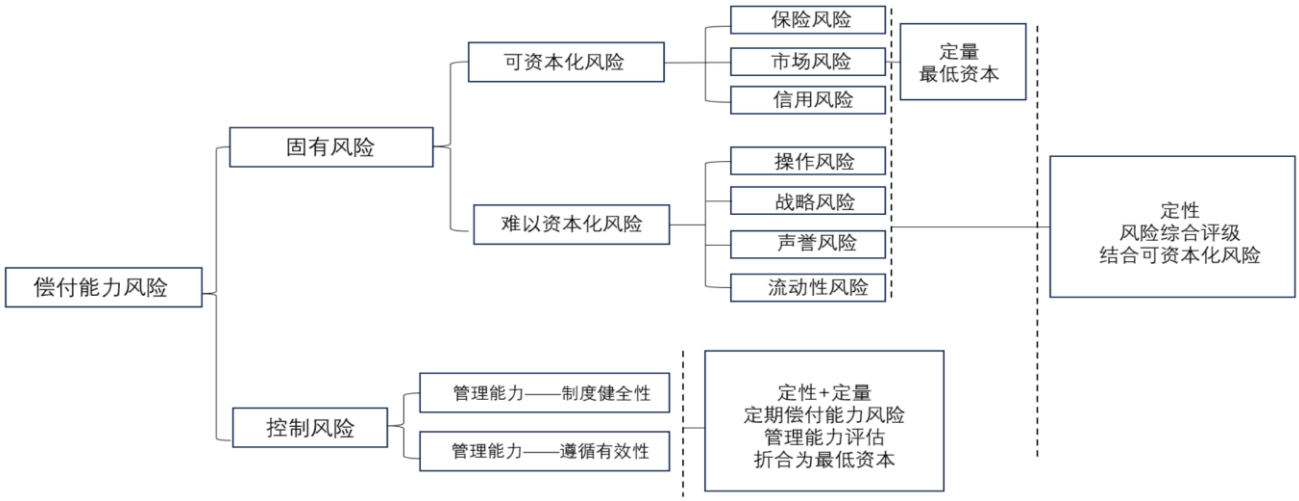
整体来看，偿二代新规可以从资产和负债两方面影响险资投资决策。资产端方面，一是通过影响分子的拟投资资产对应认可资产变化（认可负债通常关联度有限），影响投资资产选择；二是通过影响分母的拟投资资产对应最低资本要求变化，影响投资资产品种选择；**负债端方面，**通过分子的保险产品对应认可资产或负债变化，影响偿付能力充足率，间接影响投资端；二是通过影响分母的保险风险等最低资本要求变化，影响偿付能力充足率，间接影响投资端。

表 3：保险资金权益类资产监管比例

综合偿付能力充足率	权益类资产占比总资产上限
低于 100%	10%
100%-150%	20%
150%-250%	30%
250%-350%	40%
高于 350%	50%

资料来源：金管总局官网，天风证券研究所

图 8：“偿二代”二期的风险分解框架



资料来源：罗胤《“偿二代”二期规则下的保险资金另类投资研究》，天风证券研究所

3.2. 股票风险因子适度调整

风险因子是计算“最低资本”的关键参数，因子越低，意味着投资同样市值的股票，占用的资本金越少，相当于释放了偿付能力。在偿二代新规实施之际，监管层对保险公司股票投资的风险因子进行了多轮“定向降负”。2023 年 9 月国家金融监督管理总局发布**《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》**下调了沪深 300 和科创板股票风险因子。2025 年 5 月，金融监管总局局长李云泽表示，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度。2025 年 12 月，金管总局又发布**《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》**，继续下调了持有期超过 3 年的沪深 300、中证红利低波 100 以及超过 2 年的科创板股票风险因子。

表 4：偿二代一期和二期权益价格风险因子对比

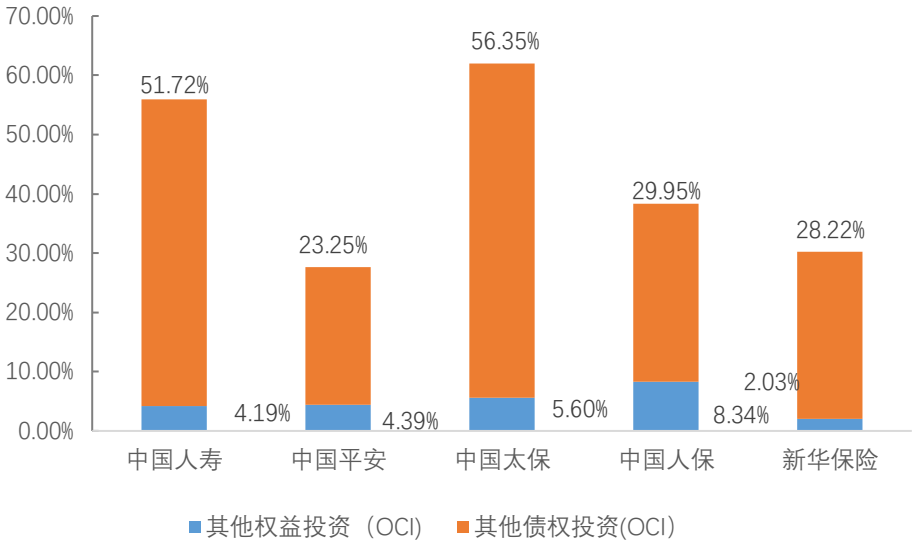
	偿二代一期	偿二代二期	最新调整后
沪深主板股票	0.31	0.35	低于 3 年 0.3 超过 3 年 0.27
创业板股票	0.48	0.45	无调整
科创板股票	无	0.45	不足两年 0.4 超过 2 年 0.36
未上市股权（不具有共同控制和重大影响）	0.28	0.41	无调整
保险类子公司股权投资	0.1	1	无调整
合营、联营企业股权投资	0.15	上市公司 0.35，非上市公司 0.41	无调整
非保险类子公司股权投资	0.1	1	无调整
债券型基金	0.06	0.06	无调整
股票型基金	0.25	0.28	无调整
混合型基金	0.2	0.23	无调整
可转债	0.18	0.23	无调整
中证红利低波动 100 指数			低于 3 年 0.3 超过 3 年 0.27
REITS（未穿透）		0.6	0.5

资料来源：邓东伟等《偿二代二期对保险资金运用的影响分析与对策研究》，金管总局官网等，天风证券研究所

3.3. FVOCI 配置空间仍较大

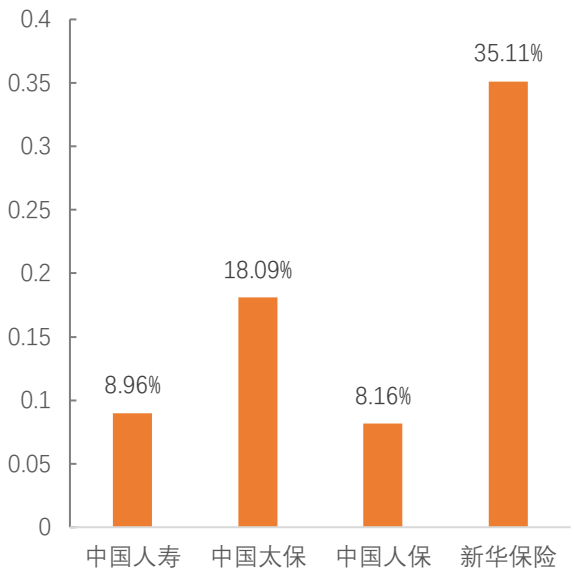
高股息股票配置空间仍大。 自 2023 年起，部分上市险企已率先切换至新保险会计准则，而 2026 年将是全行业实施的最后期限。从新会计准则下主要上市险企的投资分类来看，截至 2025 年末，代表性上市险企（包含中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保，下同）投资中交易性金融资产（FVTPL）平均占比为 46.0%，其他债权投资（债权 FVOCI）平均占比为 37.9%，其他权益工具投资（权益 FVOCI）的平均占比为 4.9%。另外除了中国平安外其余上市保险企业都披露了权益投资分红收入，整体占比投资收益为 14.1%。可见 FVOCI 资产中权益投资（股票等）占比仍低，**高股息股票配置并分类为 FVOCI 的空间仍较大。另外由于新会计准则下对险资主要影响在 FVOCI 以及 FVTPL 两个账户，我们用上市保险公司 2025 年年报数据测算，目前主要金融资产依旧归入 FVTPL，即长期持有概率较大。**

图 9：上市险企计入 FVOCI 的权益与债权投资占比（%）



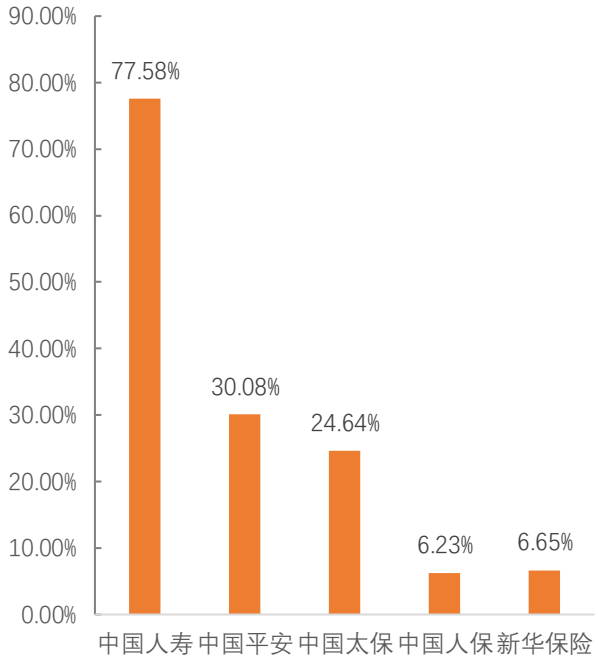
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：上市险企权益投资分红占比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：上市险企 FVOCI 与 FVTPL 比值（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. ETF 投资逻辑发生变化

ETF 或成为险资平滑波动的新工具。IFRS9 会计准则实施后，基金、大部分股票、资管产品、非上市公司股权、股权投资基金等大部分资管产品或因为无法通过 SPPI 的固收类资产测试，均被计入 FVTPL，而 ETF 的波动性相对较低，可以缓解保险资金资产端的波动性，因此我们认为除了高股息资产，在目前海外市场波动率较高的背景下，险资未来或进一步加大 ETF 配置，成为耐心资本的主力。Wind 数据显示，截至 2025 年底，保险资管产品及保险机构共 1913 次出现在权益 ETF 前十大持有人名单，涉及 551 只 ETF，合计持有份额 3201 亿份，较 2025 年中增长 26.4%，合计持有规模达到 3725 亿元，较年中增长 36.8%。值得关注的是，与 2025 年中相比，**险资重仓 ETF 出现了显著的结构性转向，投资重点正从传统稳健蓝筹向成长与主题板块倾斜。**

低波红利策略逐步让位。值得注意的是，2025 年下半年，保险资金最明确的动作就是减持红利与大盘蓝筹。曾经稳坐前 30 的上证 50、中证红利、红利低波 100、标普港股通低波红利指数从前 30 大指数序列消失。**与之形成鲜明对比的是，成长型指数成为险资的新宠。**恒生科技半年增 65 亿元，创业板指从 33 亿升至 106 亿，翻了 3 倍多；科创 50、科创 100、创业板 50 也获得大幅增持。港股科技类指数（港股通互联网、恒生科技、港股通科技等）合计持仓已超过 350 亿元，成为险资主要重仓方向。我们认为保险资金 2025 年下半年的操作释放出明确信号：在低利率持续深化的背景下，**投资逻辑正从“防御”向“均衡配置”演进。红利策略阶段性降温，成长与顺周期板块受关注度提升。**

表 5：险资重仓 ETF 指数产品变化（截至 2025 年底）

序号	2025 年底重仓	2025 年底持仓规模（亿元）	2025 年中重仓	2025 年中持仓规模(亿元)
1	中证 A500	527.4	中证 A500	452.9
2	沪深 300	278.9	沪深 300	289.5
3	恒生科技	170.4	科创 50	138.7
4	科创 50	162.6	恒生科技	105.1
5	证券公司	147.1	港股通互联网	88.6
6	港股通互联网	135.8	中证 A50	83.1
7	创业板指	106.8	证券公司	67.4
8	港股通科技	99.9	中证 A00	57.6
9	科创 100	94.5	港股通科技	57.5
10	创业板 50	78.7	中证军工	55.1

资料来源：新浪财经，Wind，天风证券研究所

4. 小结

偿付能力是保险公司对保单持有人履行赔付义务的能力，是反映保险公司经营状况的重要指标。我们认为与第一代偿付能力要求区别在于，“偿二代”监管体系分别从定量、定性、市场约束三个方面对保险公司偿付能力进行监管，**确立了中国特色的监管制度体系。整体来看，偿二代新规可以从资产和负债两方面影响险资投资决策。**在偿二代新规实施之际，监管层对保险公司股票投资的风险因子进行了多轮“定向降负”。**高股息资产方面，**从新会计准则下主要上市险企的投资分类来看，FVOCI 资产中权益投资（股票等）占比仍低，高股息股票配置并分类为 FVOCI 的空间仍较大。**ETF 配置方面，**保险资金 2025 年下半年的操作释放出明确信号：**在低利率持续深化的背景下，投资逻辑正从“防御”向“均衡配置”演进。红利策略阶段性降温，成长与顺周期板块受关注度提升。**

5. 风险提示

“偿二代”新规落地不及预期；海外流动性收紧；资本市场波动率进一步放大

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com