本报告仅供：华尔街见闻 潘凌飞 使用，已记录日志请勿传阅。

银行

证券研究报告
2025 年 08 月 10 日

险资对银行股的增持空间还有多少?

险资增配权益趋势明显，银行等高股息行业或为核心受益板块

近年来险资配置股票的步伐加快。2025Q1 末人身险和财产险公司在股票市场合计投资 2.82 万亿，同比增长 44.5%，较 2024 年末提升 19.5pct。

险企股票投资偏好以银行为主的高股息标的。这体现在：其一，OCI 账户作为险资权益配置载体的重要性提升。其二，险企股票投资以银行股等高股息板块为主。其三，险资举牌潮再现，银行为主要举牌行业。

银行股的资金吸引力依然较强

政策持续加码，银行股或仍为受益标的。今年以来，中长期资金入市等多项红利政策鼓励险资入市，显著增加险资对银行股的配置需求。

银行股行稳致远，在高股息行业中优势突出。一方面，低利率和“资产荒”背景下，银行高股息、类固收的优势凸显。截止 2025/8/5，板块股息率仍有 3.73%，结合其分红稳定、经营稳健的特性，投资吸引力依然较强。另一方面，在“高股息”投资策略相对应板块中，银行板块优势尤为突出。截止 2025/8/5，银行股估值偏低，仅 0.77x，明显低于煤炭、石油石化等高股息板块。同时，银行股波动较低，符合稳健投资需求。复盘历史几次 A 股市场下行压力较大的周期来看，银行板块年化波动率大体在 20%-48%的范围，为所有中信二级行业最低。

险资增配银行空间依然较大

我们认为，险资对银行股的增配空间可以从两个方面进行考虑：

一是新增保费投资 A 股带来的增量资金。证监会明确要求“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 股市场”。对于新增保费，分别采用五家大型国有险企的总保费收入、扣除保险服务费用和业务及管理费的保费收入两个口径进行衡量。测算发现，2025 年险资将分别为银行股带来 1404 亿、737 亿增量资金。若假设 2024 年新增保费收入 25%投向 A 股市场，预计 2025 年银行股增量资金较 2024 年增长 29%。

二是用足权益类资产配置上限带来的增量资金。目前财产险、人身险行业内多数公司的理论权益类资产配置上限为其上季末总资产的 30%。长期来看，用足权益类资产配置上限或至少扩张 2432 亿险资持仓银行股市值。

总之，无论是监管引导下新增保费入市，还是提升存量资产中权益配置比例，险资或将持续为银行股带来可观的增量资金，资金面驱动下银行股估值仍有修复空间。

风险提示：测算与现实情况存在偏差；宏观经济震荡，银行经营压力增加。

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujiea@tfzq.com

曹旭冉 联系人
caoxuran@tfzq.com

行业走势图

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《银行-行业深度研究:国债买卖何时重启？》 2025-07-23
2 《银行-行业深度研究:行情短期调整不改长期向好逻辑》 2025-07-22
3 《银行-行业深度研究:银行投资跟踪：如何看待银行股价和基本面的背离？》 2025-07-18

内容目录

1. 险资增配权益趋势明显，银行等高股息行业或为核心受益板块 3
1.1. 近年来险资配置股票的步伐加快 3
1.2. 险企股票投资偏好以银行为主的高股息标的 3
1.2.1. OCI 账户作为险资权益配置载体的重要性提升 3
1.2.2. 险企股票投资以银行股等高股息板块为主 4
1.2.3. 险资举牌潮再度显现，银行为主要举牌行业 4
2. 银行股的资金吸引力依然较强 5
2.1. 政策持续加码，银行股或仍为受益标的 5
2.2. 银行股行稳致远，在高股息行业中优势突出 6
3. 险资增配银行空间依然较大 7
4. 风险提示 10

图表目录

图 1：主要险企 OCI 账户股票权重为 28.4%，部分险企已突破 30% 3
图 2：预计 2025 年投向 A 股银行的增量资金规模较 2024 年显著增长 8
图 3：截止 2025Q1，A 股上市险企权益投资比例距 30%上限仍有较大空间 9
图 4：2025Q1 险资重仓银行股市值抬升或主要由主动增持行为驱动 10

表 1：险资对权益市场配置热情逐年走高 3
表 2：2025Q1，银行板块成为险资重仓资金主要流入方向 4
表 3：2025 年险资举牌以银行股为主 5
表 4：2025 年多项重要政策发布，引导保险资金入市 5
表 5：银行板块兼具高股息、低估值、利润波动小的特征 6
表 6：历次股市向下波动较大时段中，银行板块波动率均为最低 7
表 7：2023 和 2024 年五家大型国有险企新增保费的两个测算口径 7
表 8：目前多数险企理论权益资产账面余额上限为其上季末总资产的 30% 9

1. 险资增配权益趋势明显，银行等高股息行业或为核心受益板块

1.1. 近年来险资配置股票的步伐加快

近年来险资配置股票的步伐加快。2025Q1 末人身险和财产险公司在股票市场合计投资 2.82 万亿，同比增长 44.5%，较 2024 年末提升 19.5pct，险资入市步伐加快。

规模方面，2025Q1 人身险和财产险公司股票投资分别同比多增 8717、449 亿，在两类险资投资中皆为近两年最高扩张水平；权重方面，人身险和财产险公司股票投资占保险资金运用余额的比重分别为 8.4%、7.6%，分别环比+0.9、+0.4pct，两类险资股票投资权重皆为近两年内最高水平。

表 1：险资对权益市场配置热情逐年走高

	人身险公司:保险资金运用余额:股票				财产险公司:保险资金运用余额:股票			
时间	累计同比（%）	同比多增（亿元）	权重（%）	权重环比（%）	累计同比（%）	同比多增（亿元）	权重（%）	权重环比（%）
2025-03	**45.30**	**8717**	**8.43**	**0.86**	**33.38**	**449**	**7.56**	**0.35**
2024-12	28.29	3988	7.57	0.03	28.22	343	7.21	0.16
2024-09	17.24	368	7.55	0.54	14.89	91	7.05	0.56
2024-06	4.16	-265	7.01	0.23	6.69	118	6.49	0.13
2024-03	-1.69	-470	6.78	-0.43	-0.13	-19	6.36	0.10
2023-12	3.01	530	7.21	-0.44	-0.53	-7	6.26	-0.35
2023-09	16.60	2676	7.65	-0.11	6.85	85	6.62	0.16
2023-06	5.16	921	7.76	-0.20	-3.63	-49	6.45	-0.22

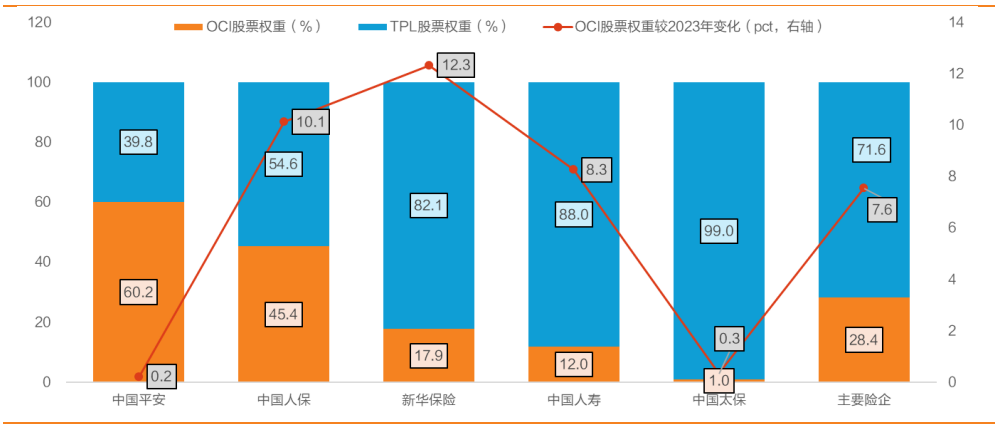
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 险企股票投资偏好以银行为主的高股息标的

1.2.1. OCI 账户作为险资权益配置载体的重要性提升

从险企经营视角来看，近年上市保险公司的股票投资向 OCI 账户迁徙势头明显。从股票配置账户比例来看，2024 年末主要险企 OCI 股票资产占股票投资 28.4%，较 2023 年末提升 7.6pct。其中，中国平安 OCI 股票投资规模最大为 2632 亿元，占持有股票资产比例最高达 60.2%；中国人保 OCI 账户内股票投资规模为 273 亿元，占股票投资权重为 45.4%，较 2023 年末提升 10.1pct；新华保险 OCI 股票资产权重提升最高——12.3pct，升至 17.9%。整体来看，主要险企的 OCI 股票配置比例已经超过 30%，未来可能仍有一定配置空间。

图 1：主要险企 OCI 账户股票权重为 28.4%，部分险企已突破 30%



资料来源：wind，天风证券研究所

新会计准则下，基于平滑利润诉求，险资在配置股票时更倾向于采取高股息策略。根据新金融工具准则（IFRS9），保险公司持有的股票绝大部分需分类为“以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）”，这一分类会导致股价波动对当期净利润产生直接影响。但如果配置分红稳定、股价波动小的高股息资产，则可以指定计入“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）”，即仅将股息收益计入损益，公允价值变动则计入资产负债表中的其他综合收益，由此实现平滑利润波动的效果。2023 年上市险企已基本实施新准则，2026 年其他非上市险企将陆续实施新准则，因此，新准则影响下险企对平滑利润需求持续存在，以投资银行板块为代表的高股息投资策略未来预计延续。

1.2.2. 险企股票投资以银行股等高股息板块为主

险企股票投资以银行股等高股息板块为主。截止 2025Q1，从持仓市值来看，非银、银行、公用事业为险资重仓的前三大行业，分别持仓 7380、3924、415 亿元，分别占全部持仓市值 51.1%、27.2%、2.9%。其中，2025Q1 银行板块的险资重仓市值也环比提升 30 亿，为所有 wind 二级行业最高。从持股数量看，排名前三行业分别是银行、非银、交通运输，银行板块持仓股票数量占险资总持仓 43%，是险资重仓持有的主力板块之一。

展望未来，中长期资金入市、险企长周期考核等政策导向影响下，我们预计险资对银行股的配置力度或将延续提升势头。

表 2：2025Q1，银行板块成为险资重仓资金主要流入方向

板块	本期持股数量(万股)	持股数量环比变化(万股)	本期持仓市值(亿元)	持仓市值环比变化(亿元)	本期持仓市值权重(%)
非银金融	1976067	-2974	7380	-854	51.11
银行	**3906639**	**121**	**3924**	**30**	**27.18**
公用事业Ⅱ	349500	-16479	415	-34	2.87
交通运输	589511	91421	407	46	2.82
电信服务	411729	-8864	285	7	1.98
硬件设备	129010	-3370	210	4	1.45
电气设备	142295	-731	189	-12	1.31
房地产Ⅱ	466190	2054	161	-9	1.11
有色金属	123878	3411	147	7	1.02
化工	69090	-243	131	4	0.90
食品饮料	44797	5052	115	14	0.80
汽车与零配件	46855	-3327	109	-2	0.76
煤炭Ⅱ	88364	-1740	104	-12	0.72
机械	57578	-4595	100	-2	0.69
医疗设备与服务	48391	1042	99	-2	0.69
软件服务	55954	-2773	73	-5	0.51
建筑	131977	1249	65	-3	0.45
传媒	48962	-4528	62	-6	0.43
医药生物	29172	-1316	60	-2	0.42
建材Ⅱ	87076	744	60	0	0.41
家电Ⅱ	21454	674	44	2	0.31
钢铁Ⅱ	67664	-1922	39	1	0.27
日常消费零售	56060	-192	38	-4	0.27
半导体	8527	-163	37	2	0.25
石油石化	60083	-12076	36	-12	0.25
环保Ⅱ	24432	1179	23	2	0.16
工业贸易与综合	30772	-1328	22	-2	0.15
企业服务	36408	396	20	3	0.14
国防军工	8902	302	19	0	0.13
耐用消费品	5031	953	19	4	0.13
纺织服装Ⅱ	13767	-297	15	-2	0.11
造纸与包装	11345	810	11	0	0.08
消费者服务	4087	-566	9	-1	0.06
可选消费零售	3045	-18	7	0	0.05
家庭用品	1108	125	3	0	0.02

资料来源：wind，天风证券研究所

1.2.3. 险资举牌潮再度显现，银行为主要举牌行业

今年险资举牌频率高于往期“举牌潮”。近十年来主要有三轮较为明显的险资举牌潮，分别是 2015 年、2020 年和 2024 年，三个年份合计举牌次数达到 116 次，占所有举牌次数比例达到 63.7%。截止 2025/8/5，险资共举牌了 21 次，已超过 2024 年全年举牌数。

从举牌标的分布来看，银行股在近两轮险资举牌潮中都是重要投资标的。对于险资而言，银行股股息率优于长债收益率，叠加其低波动的防御属性较为突出，因此银行股持续受到险资青睐。具体来看，保险公司今年举牌的上市银行包括邮储银行、招商银行、农业银行等，且以 H 股为主。

表 3：2025 年险资举牌以银行股为主

举牌方	被举牌公司	行业	股份属性	股息率	周度波动率	举牌日期
信泰人寿	华菱钢铁	钢铁	A股	1.70%	5.37%	7月3日
利安人寿	江南水务	公用事业	A股	2.28%	2.13%	7月1日
平安人寿	招商银行	银行	H股	4.27%	3.46%	6月17日
	农业银行	银行	H股	4.90%	2.80%	5月12日
	邮储银行	银行	H股	5.08%	2.78%	5月9日
	招商银行	银行	H股	4.27%	3.46%	3月13日
	农业银行	银行	H股	4.90%	2.80%	2月17日
	招商银行	银行	H股	4.27%	3.46%	1月10日
	邮储银行	银行	H股	5.08%	2.78%	1月8日
长城人寿	秦港股份	交通运输	A股和H股	2.60%	2.03%	6月16日
	大唐新能源	公用事业	H股	4.32%	3.76%	3月5日
	中国水务	公用事业	H股	4.47%	4.44%	2月20日
新华保险	北京控股	公用事业	H股	4.98%	2.66%	3月26日
	杭州银行	银行	A股	3.57%	2.03%	1月24日
瑞众人寿	中国神华	煤炭	H股	6.90%	3.93%	3月20日
	中信银行	银行	H股	5.08%	2.49%	3月12日
中邮保险	东航物流	交通运输	A股	4.75%	3.82%	4月29日
	绿色动力环保	环保	H股	6.36%	4.97%	7月22日
中国人寿	电投产融	公用事业	A股	1.02%	5.66%	3月11日
阳光人寿	中国儒意	传媒	H股	/	6.82%	1月27日
弘康人寿	郑州银行	银行	H股	1.63%	4.02%	6月27日

资料来源：证券时报公众号，中国基金报公众号，wind，天风证券研究所

2. 银行股的资金吸引力依然较强

2.1. 政策持续加码，银行股或仍为受益标的

今年以来多项政策持续加码促进险资入市。1 月 22 日，多部门联合发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，并在国新办发布会中要求“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”。4 月 8 日，金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，优化保险资金比例监管政策，加大对资本市场和实体经济的支持力度。7 月 11 日，财政部印发《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》，这是继 2023 年首次对国有商业保险公司经营效益采取长短结合的考核方式后，财政部进一步加强长周期考核的举措。在以上多项红利政策加持下，低波稳健、高股息的银行股未来或仍将成为险资的重仓板块。

表 4：2025 年多项重要政策发布，引导保险资金入市

日期	机构	文件	主要内容
2025/1/22	中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	**主要举措包括：一是提升商业保险资金A股投资比例与稳定性。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%。** **二是优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制。**稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金委托投资规模。细化明确全国社会保障基金五年以上、基本养老保险基金投资运营三年以上长周期业绩考核机制，支持全国社会保障基金理事会充分发挥专业投资优势。** **三是提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。四是提高权益类基金的规模和占比。五是优化资本市场投资生态。引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。**
2025/4/8	国家金融监督管理总局	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	**为优化保险资产配置结构，发挥保险资金价值投资、长期投资优势，提升保险资金服务实体经济质效，保险公司（含保险集团（控股）公司，下同）权益类资产配置比例，调整为以下标准：** （一）上季末综合偿付能力充足率低于100%的，权益类资产的账面余额不得高于本公司上季末总资产的10%； （二）上季末综合偿付能力充足率超过100%（含此数，下同）低于150%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的20%； **（三）上季末综合偿付能力充足率超过150%低于250%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的30%；** **（四）上季末综合偿付能力充足率超过250%低于350%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的40%；** （五）上季末综合偿付能力充足率超过350%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的50%。
2025/7/11	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》	**为持续引导国有商业保险公司长期稳健经营，更好发挥保险资金的市场稳定器和经济发展助推器作用，进一步加强对国有商业保险公司长周期考核，首度引入五年周期指标，将险资净资产收益率和资本保值增值率的考核方式调整为“当年度指标+三年周期指标+五年周期指标”，权重分别设定为30%、50%、20%。**

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

2.2. 银行股行稳致远，在高股息行业中优势突出

A 股上市银行是我国金融市场的坚实“压舱石”。截止 2025Q1，中信 A 股上市二级板块中银行业总资产达 314 万亿元，排名第一，占全部二级板块总资产 68%，同比增长 7.5%，所有中信二级板块中排名第八；银行业利润 0.66 万亿元，排名第一，占全部 A 股上市二级板块利润 34%。截止 2025/8/5，沪深 300 成分中，银行板块权重为 14.9%，排名第一；沪深 300 银行成分股总计 24 家公司，总市值 15 万亿，排名第一。

低利率和“资产荒”背景下，银行股高股息、类固收的优势凸显。目前，1Y 定期存款挂牌利率已下破 1%，10Y 国债收益率在 1.70%左右波动，6 月开放式固收理财平均兑付收益率为 2.73%，利率下行期稳健且相对高收益的资产难寻，叠加债券浮盈兑现、息差下行趋缓等利好因素持续夯实基本面，银行板块吸引力仍较突出。

在“高股息”投资策略相对应板块中，银行板块优势尤为突出。

一方面，高股息板块中，银行低估值优势显著。截止 2025/8/5，中信二级行业 2025 年度股息率排名前三的为煤炭、银行、石油石化，股息率分别是 5.51%、3.73%、3.12%，银行板块股息率较 10Y 国债到期收益率高出 2.02pct。但是银行股估值偏低，仅 0.77x，而煤炭、石油石化行业估值分别为 2.02x、2.92x。此外，银行板块利润波动幅度较小，经营相对稳健。

表 5：银行板块兼具高股息、低估值、利润波动小的特征

板块	2025年股息率（%）	PB（算术平均，x）	ROE（25Q1，TTM，%）	归母净利润（25Q1同比，%）	利润增速波动（较2024年末，%）
煤炭	5.51	2.02	10.30	-28.51	-7.18
银行	**3.73**	**0.77**	**8.92**	**-1.20**	**-3.55**
石油石化	3.12	2.92	10.05	-6.33	-6.43
纺织服装	2.74	3.33	4.57	0.55	39.28
钢铁	2.71	2.15	-0.08	391.86	509.92
家电	2.64	3.37	16.31	25.54	18.05
建材	2.64	9.79	2.77	278.53	329.50
交通运输	2.62	2.41	7.90	1.49	-11.39
食品饮料	2.53	3.70	19.99	-0.39	-5.47
建筑	2.48	3.59	6.27	-8.80	6.44
房地产	2.25	2.10	-12.28	-910.55	4406.39
轻工制造	2.01	3.36	3.42	-17.51	24.18
商贸零售	1.67	3.19	2.89	-14.50	-20.87
电力及公用事业	1.63	3.24	8.14	4.50	-1.24
综合金融	1.60	5.86	1.72	-45.25	2.73
传媒	1.59	4.80	3.19	44.83	102.01
有色金属	1.48	3.88	11.19	64.43	61.42
消费者服务	1.48	6.51	5.13	-7.06	16.18
基础化工	1.42	5.38	5.46	4.50	20.01
非银行金融	1.41	3.44	10.56	22.72	-26.00
通信	1.39	7.10	8.65	6.35	-0.38
医药	1.19	5.73	6.40	-8.12	0.36
电力设备及新能源	1.18	4.24	4.21	-6.24	51.92
汽车	1.16	4.15	8.08	14.44	5.03
机械	1.02	4.93	6.02	17.21	28.90
农林牧渔	0.94	4.81	11.76	818.56	-4291.41
计算机	0.81	5.79	2.79	67.68	101.21
综合	0.71	2.54	-2.36	207.66	182.32
电子	0.70	7.71	5.65	31.64	4.91
国防军工	0.52	6.17	2.41	-42.26	4.35

资料来源：wind，天风证券研究所

另一方面，银行股普遍市值较大，波动幅度相对较小。银行个股平均市值 3556 亿元，为中信二级板块第一。复盘历史几次 A 股市场下行压力较大的周期来看，银行板块年化波动率大体在 20%-48%的范围，为所有中信二级行业最低。

表 6：历次股市向下波动较大时段中，银行板块波动率均为最低

年化波动率算术平均（%）	银行	交通运输	钢铁	商贸零售	轻工制造	纺织服装	消费者服务	家电	食品饮料	煤炭	石油石化	电力及公用事业	汽车	医药	综合	农林牧渔	电力设备及新能源	基础化工	非银行金融	建筑
2010/11/01至2012/12/01	**20.94**	33.13	35.98	36.32	37.05	37.22	38.23	38.82	38.98	39.38	39.41	39.48	39.65	40.04	40.28	40.55	40.68	41.00	41.08	41.18
2015/06/01至2016/01/31	**47.93**	88.18	73.82	78.00	75.84	81.12	80.26	76.36	71.01	76.40	79.39	74.55	79.47	76.16	80.55	78.62	89.29	79.77	71.69	80.22
2018/01/01至2018/10/31	**32.21**	38.43	40.34	39.33	44.29	38.89	40.52	42.19	41.49	38.88	42.09	38.46	43.28	44.08	37.21	42.08	43.25	44.59	39.50	41.46
2021/12/01至2024/09/01	**20.99**	36.11	34.81	42.99	42.01	40.33	50.94	42.63	38.84	38.30	40.27	38.98	49.40	45.82	41.92	41.25	47.94	44.24	32.00	46.96

资料来源：wind，天风证券研究所

3. 险资增配银行空间依然较大

险资增配银行空间，我们理解有两层含义：

一是保险公司可投资资金（主要来源于保费收入）真正用于投资银行股、直接为银行股带来“真金白银”的增量资金规模。这主要反映险资主动增持银行股行为。

二是保险资金运用余额中银行股账面余额的提升空间。这一提升可能既与增量资金买入这一主动增持行为有关，也与银行股价上涨推升市值的被动增值现象有关。

因此，险资对银行股的增配空间可以从两个方面进行考虑：

一是新增保费投资 A 股带来的增量资金。

1 月 23 日国新办发布会上，关于中长期资金入市工作，证监会明确要求“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 股市场”。对于新增保费，监管暂无明确口径定义，我们分别以总保费收入、扣除保险服务费用和业务及管理费的保费收入两个口径进行衡量，并取 2023-2024 年五家大型国有险企（中国人寿、中国人保、中国太保、中国太平、新华保险）作为计算样本。2024 年五家大型险企总保费收入、扣除相关支出的保费收入分别为 2.23 万亿、1.17 万亿，分别同比增长 6.5%、6.6%。

表 7：2023 和 2024 年五家大型国有险企新增保费的两个测算口径

2023年	总保费收入（A）	保险服务费用（B）	业务及管理费（C）	扣除相关支出后的保费收入（D=A-B-C）	2024年	总保费收入（A）	保险服务费用（B）	业务及管理费（C）	扣除相关支出后的保费收入（D=A-B-C）
中国人寿	6415	1504	63	4848	中国人寿	6717	1805	74	4838
中国人保	6616	4734	63	1820	中国人保	6925	4928	54	1942
中国太保	4235	2310	74	1850	中国太保	4421	2431	82	1907
新华保险	1659	333	24	1303	新华保险	1705	316	31	1359
中国太平	2002	782	64	1156	中国太平	2516	800	64	1652
合计	**20927**	**9662**	**287**	**10978**	**合计**	**22283**	**10281**	**305**	**11697**

资料来源：wind，天风证券研究所

基于已有数据，我们做以下假设并测算：

（1）假设 2025 年新增保费同比增长 5%。一方面，存款利率持续下行，保险产品因兼具风险保障和锁定利率的优势，吸引力较强，我们预计五大险企保费收入仍将保持稳健增长。另一方面，去年 8 月金融监管总局发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，调整后人身保险产品预定利率上限进入“2 时代”，保费收入增长或因此放缓。根据金融监管总局最新公布数据，2025H1 保险公司保费收入同比增长 5.3%，较 2024 年的 11.2%已明

显放缓。考虑五大险企2024年两个口径下的新增保费收入同比增速分别为6.5%、6.6%，预计2025年也与行业一样延续放缓趋势，故假设2025年新增保费同比增长5%。

基于该假设和2024年已知数据，五大险企的两个口径新增保费分别为2.34万亿、1.23万亿。若落实监管要求，其中30%用于投资A股市场，则两个口径下2025年险资入市将分别为A股带来约7019亿、3684亿增量资金。

（2）假设险资入市资金中20%投向A股上市银行。由于缺乏公开的险资持仓明细，我们综合考虑大盘市值分布和险资重仓结构给出这一假设。

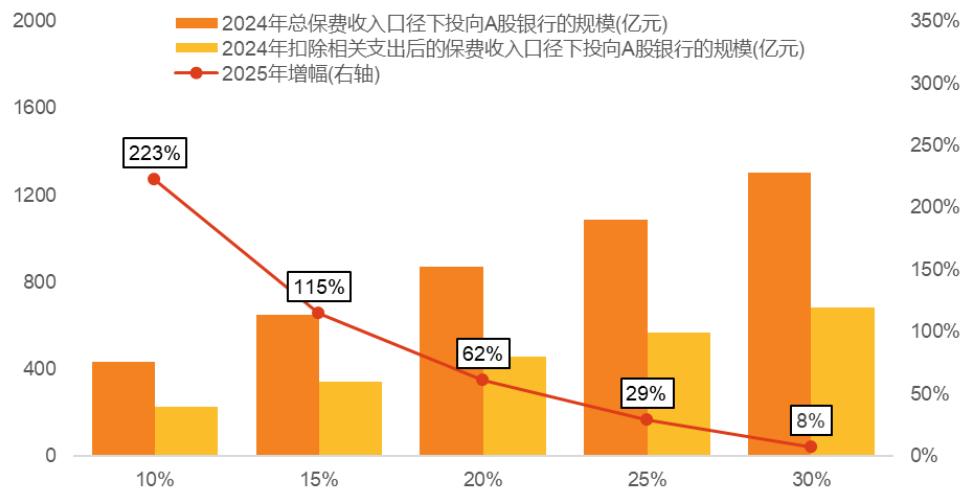
从大盘市值分布的角度看：2025Q1末A股银行市值占比达13.7%，考虑到险资偏好持有以银行、公用事业为代表的大盘蓝筹股，因此股票持仓中或显著超配银行。若以该占比作为险资投向银行比重的假设值，可能存在一定低估。

从险资重仓结构的角度看：险资重仓股是指被保险公司大量持有、且保险公司因持股比例较高而进入该上市公司前十大股东名单的股票。2025Q1末，险资重仓股中银行市值占比达27.2%，对比前述A股银行市值占比，可见险资重仓股中显著超配银行。这一方面与险企投资风格偏向稳健长期有关，另一方面也与银行股多为高市值蓝筹，易集中于重仓股有关。因此，若以该占比作为假设值，又可能存在一定高估。

综合考虑之下，取以上两项占比的均值作为衡量指标，假设险资入市资金中20%投向A股上市银行，则两个口径下2025年险资将分别为银行股带来1404亿、737亿增量资金。监管大力引导之下，该部分增量资金会随保费收入增长而增长，每年为银行股带来稳定可观的资金流入。

为比较以上测算所得的银行股增量资金规模的影响，我们按照相同的思路大致倒算2024年五大险企投向A股银行的规模。不同的是，从监管的“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股市场”表态来看，2024年新增保费收入投向A股市场的占比大概率不及30%，因此我们按照10%、15%、20%、25%、30%五个档次的占比分别估算。可以看到，即使是按照偏高的25%的占比计算，2025年投向银行股的增量资金规模也较2024年大幅增长29%。

图2：预计2025年投向A股银行的增量资金规模较2024年显著增长



资料来源：wind，天风证券研究所

二是用足权益类资产配置上限带来的提升空间。

4月金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，简化档位标准，并上调部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上限，进一步拓宽权益投资空间。根据新规，上季末综合偿付能力充足率超过150%低于250%的保险公司，其权益类资产配置上限为30%。

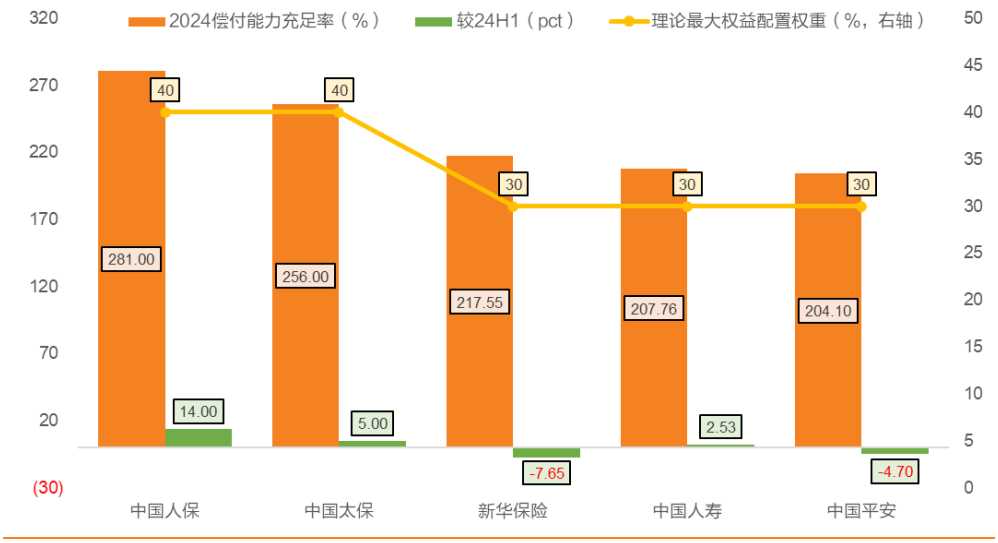
表 8：目前多数险企理论权益资产账面余额上限为其上季末总资产的 30%

季度末综合偿付能力充足率区间	权益类资产占上季末总资产比例上限
<100%	10%
100%－150%	20%
150%－250%	30%
250%－350%	40%
≥350%	50%

资料来源：国家金融监督管理总局，天风证券研究所

2025 年 3 月末保险行业整体综合偿付能力充足率为 204.5%，其中财产险公司、人身险公司的综合偿付能力充足率分别为 239.3%、196.6%。因此，财产险、人身险行业内多数公司的理论权益类资产配置上限为其上季末总资产的 30%。对于部分偿付能力充足率较高的上市险企，其权益类资产配置上限可达到上季末总资产 40%。

图 3：截止 2025Q1，A 股上市险企权益投资比例距 30%上限仍有较大空间



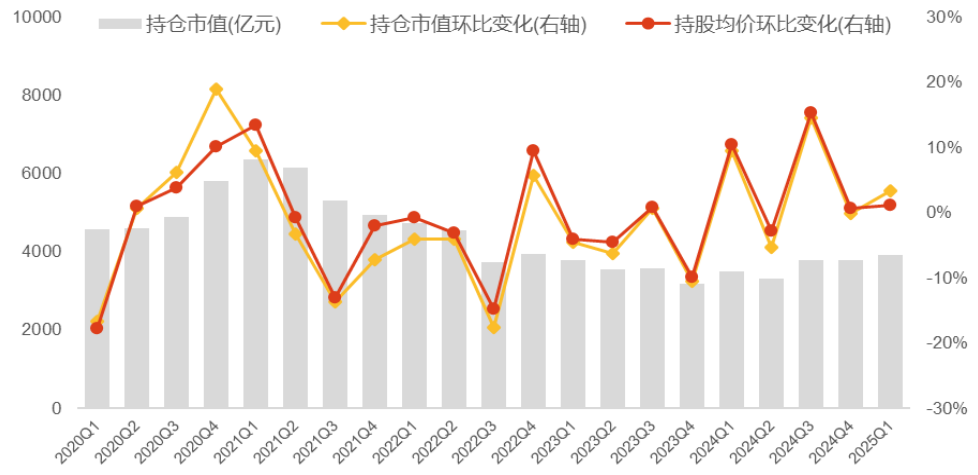
资料来源：wind，天风证券研究所

若权益类资产口径为股票+证券投资基金+长期股权投资，2025Q1 末人身险和财产险权益类资产占上季度末总资产比重分别为 21.2%、17.3%，较 30%的上限分别有 8.8pct、12.7pct 的提升空间，分别对应 27612 亿、3691 亿增量权益投资规模。

静态测算下，假设增量权益投资中股票配置比例不变，即人身险和财产险股票占权益类资产比重分别维持 2025Q1 末的 39.5%、34.3%不变，则分别对应 10896 亿、1266 亿股票配置空间。假设险资对银行股持仓比例为 20%，则人身险、财产险分别还有 2179 亿、253 亿的空间可用于配置银行股，合计规模达 2432 亿。这一结果是基于 2025Q1 数据静态测算的，随着险企资产规模扩张，预计配置空间也将进一步打开。2025Q1 险资重仓银行股市值为 3924 亿，假设增量配置空间全部用于重仓股，险资重仓银行股市值将在现有基础上提升 62%。

从实际公布数据来看，2025 年险资主动增加银行股配置的现象已逐渐显现。2025Q1 重仓银行股市值单季环比增长 3.3%，拆分来看，持股均价仅增长 1.2%，而持股数量增长 2.1%。这说明险资重仓市值提升主要是由增持银行股驱动的，与 2024 年股价增长驱动的原因有所不同。

图 4：2025Q1 险资重仓银行股市值抬升或主要由主动增持行为驱动



资料来源：wind，天风证券研究所

险资增配银行空间依然较大，资金面驱动下银行股估值仍有修复空间。根据以上两种测算思路：其一，2025 年新增保费入市或至少为银行股提供 737 亿增量资金，若以 2024 年新增保费收入 25%投向 A 股市场估算比较，预计 2025 年银行股增量资金较 2024 年增长 29%。其二，长期来看，用足权益类资产配置上限或至少扩张 2432 亿险资持仓银行股市值，以 2025Q1 重仓银行股为基准，险资持仓市值将提升 62%。因此，无论是监管引导下新增保费入市，还是提升存量资产中权益配置比例，险资增配空间依然较大，或将驱动银行板块估值持续修复。

4. 风险提示

以上预测基于主观假设，可能与现实情况有所偏差。

受外部环境和内需影响，宏观经济震荡，经济增长下行压力较大。

银行仍面临信贷需求较弱、息差压力较大和资产质量承压的经营挑战。

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com