

2025年11月04日

超配

## 预定利率研究值小幅下调至1.90%，预计短期上限水平保持稳定

——保险业态观察（十）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



### 投资要点：

- **事件：**保险业协会于10月29日组织召开了人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会2025年三季度例会，对宏观经济形势、市场利率走势和行业发展情况进行研究，认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为1.90%，环比上季度下降9bps。
- **市场利率中枢震荡中小幅抬升，移动平均推动Q3研究值下调但短时间不会触及调整阈值。**本次会议将普通型人身险产品的预定利率研究值设定为1.90%，至此，预定利率动态调整机制实施以来，2024Q4至2025Q3呈现逐季下调态势，分别为2.34%、2.13%、1.99%、1.90%，单季分别环比下降21bps、14bps、9bps，降幅持续收窄。虽然研究值的参考指标中，5Y-LPR（2025Q3仍为3.5%）和5Y定存利率（2025Q3仍为1.3%）与二季度保持一致，10Y国债收益率2025Q3上行21bps，但作为核心约束指标的基础回报水平的组成要素，10年期国债到期收益率仍需考虑250日和750日移动平均的影响。考虑到长债利率趋势下行，对研究值形成一定的下行压力，但现阶段利率中枢已处于底部企稳的区间震荡阶段，预计后续研究值降幅将进一步收窄。此外，考虑到9月预定利率已下调至2.0%，我们判断短时间不会触及新的调整阈值（预定利率上限与研究值的差值超过25bps），夯实了产品设计的持续性和稳定性基础。
- **产品切换下“炒停售”催化显著，未来更关注价值增长。**从上市险企三季报来看，三季度在“炒停售”催化下，新单增长较为亮眼，新华、国寿、人保寿、平安新单分别单季度同比增长55%、52%、46%、21%，推动NBV增速较中期进一步扩大，其中亦有NBV Margin的同步提升，例如平安前三季度价值率同比增长7.6pp至25.2%。展望四季度，我们认为从“量”上来看，分红险能充分享受资本市场发展红利，在同类型产品中较有竞争力，未来在产品矩阵中的占比将逐步提升；“质”上来看，高价值产品占比提升将进一步夯实Margin基础，新产品切换后的价值增长值得期待。
- **投资端改善推动利润大幅增长，四季度板块仍有较大的配置机遇。**5家A股上市险企2025年前三季度归母净利润同比增幅达33.5%，其中三季度单季同比增速高达64.3%，主要系市场情绪升温下的投资端收益大幅提振所致。我们认为四季度板块仍有较大的配置机遇，一方面年末部分基金获利了结推动下实行风格切换，对红利配置需求有所提升，保险板块作为低估值蓝筹更易获市场青睐；另一方面，新准则下的险企OCI配置占比逐步提升，市场情绪升温也带动配置盘收益增长，进一步夯实基本面增长基础。
- **投资建议：**1) 寿险负债转型仍在推进，队伍规模下滑幅度边际减弱，产能提升成效显著，我们认为应持续关注在稳定规模下的产能爬坡，以及保障意识激活后的需求释放；2) 投资端来看，“国九条”明确资本市场新起点，对权益市场展望乐观，长端利率处于历史绝对低位，预定利率下调有望缓解利差损风险。板块处历史低估值区间，重视板块配置机遇，建议关注拥有明显护城河的大型上市险企。
- **风险提示：**新单销售不及预期导致负债端增长承压，长端利率下行与权益市场波动导致投资端表现不及预期，财产险风险减量力度不及预期导致COR高企，政策风险。

表1 预定利率研究值历史梳理

时间	例会名称	预定利率研究值	季度环比变化	预定利率上限	与上限差值绝对值
2025/01/10	2024 年四季度例会	2.34%		2.50%	16bps
2025/04/21	2025 年一季度例会	2.13%	-21bps	2.50%	37bps
2025/07/25	2025 年二季度例会	1.99%	-14bps	2.50%	51bps
2025/10/29	2025 年三季度例会	1.90%	-9bps	2.00%	10bps

资料来源：保险业协会，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
座机：( 8621 ) 20333275  
手机：18221959689  
传真：( 8621 ) 50585608  
邮编：200125

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
座机：( 8610 ) 59707105  
手机：18221959689  
传真：( 8610 ) 59707100  
邮编：100089