

保险 II 行业深度报告

资负并举，循序渐进——低利率下保险业的困境与出路系列报告（三）

增持（维持）

2025 年 05 月 11 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锐

执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

投资要点

- 我们认为防范和化解利差损需要资负并举，负债端调整更为关键。利差损的根源在于高刚性负债成本与低投资收益率的矛盾，降低刚性负债成本是最关键也最基础的措施，而投资收益率与资本市场整体环境相关性较大，难以在短期内迅速提高收益率水平。并且，由于利差损的解决需要较长时间，需要其他业务利润的贡献，即死差益和费差益，而这必须通过负债端业务结构的调整才能实现。
- 负债端：聚焦负债成本管理，降低预定利率，调整业务结构。1）紧跟监管引导，及时下调预定利率水平。2023-2024 年监管两次全面下调人身险预定利率，并且建立了与宏观利率指标相挂钩的预定利率动态调整机制。根据相关机制以及中保协最新披露的预定利率研究值，我们预计 2025Q3 可能继续下调预定利率，险企负债成本有望继续优化。同时，目前分红险和万能险实际分红/结算利率也受到“限高”管理，万能险新规提出最低保证利率可调，都有助于进一步缓解利差损风险。2）调整业务结构，降低对利差的依赖。一方面，保障型产品 NBV margin 水平更高，并且以死差和费用贡献为主，利差占比较小，盈利空间对利率变动敏感性相对更低。另一方面，分红和万能等浮动收益产品的投资风险由保险公司和投资者共担，保险公司保证部分成本更低，有助于降低利差损风险。2025 年行业已经普遍积极推动分红险转型，各上市险企已经取得积极成效。3）全面落实报行合一，防范费差损。2023 年 8 月起银保渠道已经率先开始执行报行合一，根据金监总局披露，初步估算银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约 30% 左右。2025 年 4 月个险渠道报行合一要求正式落地。我们认为，全面落实报行合一对于防范费差损、稳定险企经营具有重要积极意义。
- 资产端：加强固收久期管理，关注权益高股息资产。1）固收资产投资：短期建议采用灵活久期策略，长期仍需要进一步收缩缺口。①短期来看，2025 年以来长端利率出现较大波动，且国债收益率期限利差压缩明显，拉长久期策略的性价比下降，短期建议采用灵活久期策略，可以适度配置高性价比短债或择机波段交易。②从长期来看，目前国内保险行业资产负债久期缺口仍高于海外主要市场，在长期利率中枢下行趋势下仍有较大风险，仍需要进一步收缩缺口。近两年国债和地方债发行规模扩大，债券期限结构也进一步拉长，为保险资金拉长资产久期提供了配置基础。2）权益资产投资：短期具有提升仓位政策环境优势，应重视高股息策略的阶段价值。①我们认为，国内负债端业务结构和资本市场环境与美国等发达市场存在较大差异，对比海外寿险传统账户，国内保险业权益配置比例并不算低，长期仓位提升需要负债结构调整的配合。②近年来监管多次出台政策引导保险资金入市，通过上调权益投资上限、下调风险因子等方式为险企权益投资松绑。我们认为，在政策持续推动下，险资短期适度提升权益投资比例是合理的。③在低利率和新会计准则背景下，保险公司可以配置高股息、低估值、经营稳健的标的，通过 FVOCI 账户长期持有。一方面可以通过“股息换利息”的方式缓解固收资产收益率偏低的压力，另一方面也可以降低净利润的波动性。2024 年以来，上市险企已经普遍显著增加了 FVOCI 股票的配置比例，我们预计未来将进一步提升。3）另类投资：长期依然具有配置价值。①虽然目前非标市场供给仍然不足，但是优质非标资产对险企久期延展和收益率提升的作用依然明显，未来仍然具有配置价值。②海外投资是海外寿险市场的常见策略之一，但是国内受险企 QDII 额度不足，目前实际配置比例远低于监管上限水平，未来仍待政策逐步放松。
- 风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

行业走势



相关研究

《负债端持续改善，利差损风险逐步缓解——保险行业 2025 年中期投资策略》

2025-05-03

《保险行业 2025 年一季度回顾：可比口径下 NBV 继续较快增长，产险 COR 显著改善》

2025-04-30

内容目录

1. 利差损风险应对之道——资负并举	4
2. 负债端：聚焦负债成本管理	4
2.1. 监管引导下持续下调预定利率，降低刚性负债成本.....	4
2.2. 主动调整产品结构，降低对利差依赖.....	6
2.3. 全渠道落实“报行合一”，管控费差损.....	9
3. 资产端：加强固收久期管理，关注权益高股息资产	11
3.1. 固收投资：加强资产负债久期管理，防范利率风险冲击.....	11
3.2. 权益投资：可适度提升仓位，关注高股息策略配置价值.....	14
3.3. 另类&境外投资：具有长期配置价值，但短期较难扩大规模	17
4. 风险提示	20

图表目录

图 1:	传统险预定利率与宏观利率走势对比.....	5
图 2:	不同险种预定利率/最低保证利率走势对比	5
图 3:	头部公司典型万能险账户结算利率走势 (%)	6
图 4:	分红万能险对投资收益率的敏感性较低.....	7
图 5:	新会计准则下 VFA 法在财务表现上更具稳定性.....	7
图 6:	近年来人身险行业保费收入结构中传统险占比持续提升.....	8
图 7:	上市险企总保费收入中传统险占比较高.....	8
图 8:	中国平安 2019 年新业务价值中利差占比 (百万元)	9
图 9:	2024 年友邦 NBV 中传统保障类仍占比 39%.....	9
图 10:	友邦保险 NBV margin 明显高于同业	9
图 11:	2024 年上市险企银保业务对 NBV 贡献明显提升	10
图 12:	上市险企债券配置以利率债为主.....	11
图 13:	近年来中国太保平均久期持续提升.....	11
图 14:	当前国债期限利差已经被明显压缩 (bps, 截至 2025.05.09)	12
图 15:	国内外寿险市场资产负债久期缺口情况 (年)	13
图 16:	2023 年以来国债发行规模 (亿元)	13
图 17:	2023 年以来地方债发行规模 (亿元)	13
图 18:	国债发行期限结构.....	14
图 19:	地方政府债发行期限结构.....	14
图 20:	安联寿险资产负债久期缺口持续保持低位 (年)	14
图 21:	国内外寿险公司权益投资 (股票+基金) 配置比例	15
图 22:	2024 年上市险企非标投资占总投资比重均有所下滑.....	18
图 23:	境外权益投资是险企配置海外资产的主要方向.....	19
表 1:	2023-2024 年人身险产品预定利率下调情况	5
表 2:	报行合一后中国平安银保渠道 NBV margin 显著提升	10
表 3:	部分档位保险公司权益投资比例上调 5%	16
表 4:	2024 年上市险企普遍增加 FVOCI 股票投资.....	17
表 5:	中国平安 2024 年非标投资行业及收益率分布	18
表 6:	中国太保 2024 年非标投资行业及收益率分布.....	18
表 7:	合格境内投资者 (QDII) 额度 (截至 2025 年 4 月末)	19

1. 利差损风险应对之道——资负并举

根据我们 2025 年 3 月 6 日发布的《他山之石可攻玉——低利率下保险业的困境与出路系列报告（二）》报告可以看到，美国、日本等海外寿险市场在面对利率下行风险时，通常通过负债端和资产端两个方面采取措施应对利差损问题。我们认为，当前国内保险行业面临长期利率下行的问题，也应当资负并举积极应对。

我们认为，在防范和缓解利差损问题上，“以时间换空间”是核心策略，即通过长期业务调整消化历史包袱，而在这一过程中，负债端管理要重于资产端。

1) 利差损的关键在于高刚性负债成本与低投资收益率的矛盾，而降低刚性负债成本是最关键也最基础的措施，通过下调产品预定利率和增加非保本型产品，可以缓解保险公司在负债成本方面的压力，虽然对历史存量业务的保证部分成本无法调整，但可以影响增量业务，从而有效降低未来利差损进一步加剧的可能。

2) 资产端举措主要在于资产配置的调整，但是投资收益率与资本市场整体环境相关性较大，难以在短期内迅速提高收益率水平，如果通过过度增配风险资产的方式提高短期收益，只会陷入另一种风险陷阱。因此，资产端调整主要是为了保持未来长期投资收益率的整体稳健，需要更长的时间才能得以体现。

3) 由于利差损的解决需要较长时间，一方面需要等待整体负债成本伴随新业务占比的提升而逐步稀释降低，另一方面也需要等待投资端收益水平的企稳，因此在这个过程中就需要其他业务利润的贡献，即死差益和费差益，而这必须要通过负债端业务结构的调整才能实现。因此，在利差损问题的处理过程中，负债端调整是核心。

2. 负债端：聚焦负债成本管理

2.1. 监管引导下持续下调预定利率，降低刚性负债成本

利差损的核心矛盾在于较高的刚性负债成本和持续承压的投资收益率水平，因此下调产品预定利率、降低负债端整体成本水平，是最直接也是最关键的负债端举措。从历史上看，在典型的利率下行阶段，监管部门通常都会采取下调预定利率的方式来防范利差损，例如：①1996-1999 年行业出现高利差损，监管设定预定利率上限 2.5%；②2016 年规范万能险结算利率，由 2013 年以来的 3.5%下调至 3.0%；③2019 年寿险预定利率进一步下调，将普通型养老/长期年金预定利率由 4.025%调整为 3.5%。

2023-2024 年监管已经连续两次下调人身险产品预定利率。受国内长端利率持续下行影响，为防范险企利差损风险，金监总局于 2023 年和 2024 年两次全面调整人身险产品预定利率。1) 自 2023 年 8 月 1 日起，传统险、分红险和万能险的预定利率/最低保证利率上限分别不高于 3.0%、2.5%、2%，超过上限的产品停售。2) 自 2024 年 9 月 1 日起，传统险预定利率上限下调至 2.5%，自 10 月 1 日起，分红险和万能险产品预定利率/最低保证利率上限分别下调至 2.0%、1.5%，超过上限的产品停售。3) 我们认为，近两

次预定利率调整涉及到全部人身险产品，全面下调了保证部分成本要求，对于新增业务的成本压力有明显积极作用。

表1：2023-2024 年人身险产品预定利率下调情况

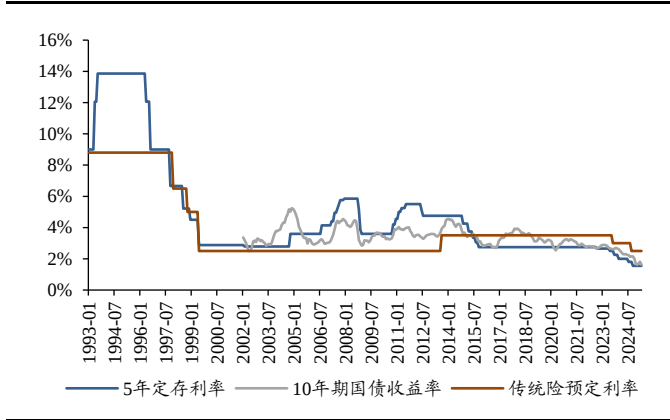
	2023 年	2024 年
全年 10 年期国债降幅	-28bps	-88bps
预定利率调整时间	2023.08	2024.09（传统险），2024.10（分红、万能险）
预定利率降幅	传统/分红险 50bps，万能险 100bps	50bps
调整后预定利率水平	传统/分红/万能险分别 3.0%/2.5%/2.0%	传统/分红/万能险分别 2.5%/2.0%/1.5%

数据来源：wind，金监总局，东吴证券研究所

建立预定利率动态调整机制，强化预定利率与宏观利率走势的紧密连接。1月10日金监总局下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》，正式明确预定利率动态调整机制的具体要求。**1）中国保险行业协会：**定期组织专家会议，结合 5 年期以上 LPR、5 年期定存利率和 10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，**每季度发布人身险预定利率研究值。****2）各保险公司：**应参考行业协会研究值，动态调整产品预定利率上限。①预定利率最高值取 0.25%的整数倍。②当保险公司在售传统险产品预定利率最高值连续 2 个季度比研究值高 25 个基点及以上时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在 2 个月内平稳做好新老产品切换。当连续 2 个季度比研究值低 25 个基点及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值，但调整后原则上不得超过研究值。③在调整传统险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红险和万能险预定利率最高值。

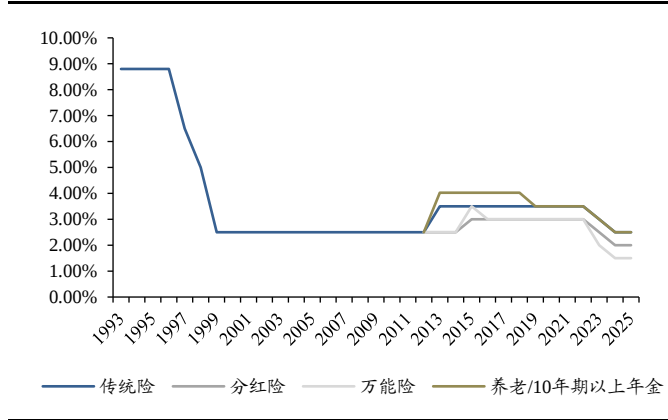
预定利率预计最早将于 2025Q3 再次下调。2025 年 4 月中国保险行业协会披露传统险产品预定利率研究值为 2.13%（1 月公布研究值为 2.34%），已经低于目前预定利率上限 2.5%超过 25 个基点。根据预定利率动态调整机制，如果下一季度披露的研究值继续低于 25 个基点及以上，则需要下调产品预定利率，并且在 2 个月内完成产品切换。我们认为，目前 10 年期国债收益率继续下行，预定利率进一步下调的概率较大，根据当前规则预计最早将于 Q3 调整。

图1：传统险预定利率与宏观利率走势对比



数据来源：wind，金监总局，东吴证券研究所

图2：不同险种预定利率/最低保证利率走势对比

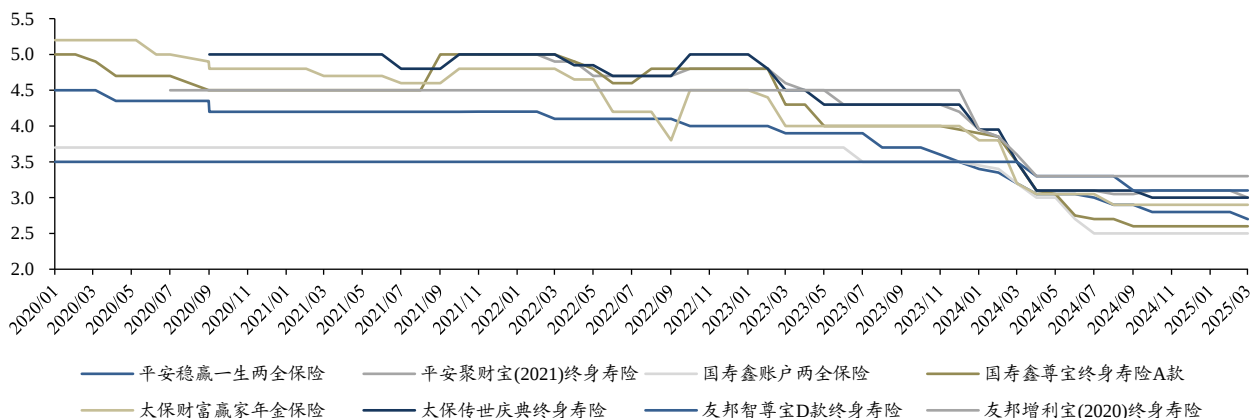


数据来源：金监总局，东吴证券研究所

加强对万能险结算利率和分红险分红水平的管理。万能险和分红险的预定利率虽然已经下调，但是其实际结算利率和分红水平往往会高于最低保证利率。为规范部分险企超出实际情况保持较高结算利率以吸引客户的情况，自 2023 年末以来监管开始持续加强对万能险结算利率和分红险分红水平的关注和管理。2024 年初监管部门已对多家人身险公司进行窗口指导，要求自 2024 年 1 月起，万能险结算利率不得高于 4%，6 月起结算利率不得超过 3.8%，部分大型机构及风险处置机构不超过 3.5%。而 3 月监管部门再次要求人身险公司进一步严格落实成本收益匹配原则，部分中小险企的万能险结算利率上限下调至 3.3%，而大型险企的结算利率上限进一步下调至 3.1%，同时分红险的分红水平也要参照万能险执行。目前保险公司万能险结算利率已经出现了普遍下调，部分公司典型产品实际结算利率已经降至 3% 以下，对投资端压力预计也有所缓解。

万能险新规助力险企进一步缓解负债成本压力。4 月 25 日金监总局发布《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》，提出：1) 禁止开发 5 年期以下产品，鼓励通过合理调整退保费用、保单持续奖金等方式发展长期万能险。2) 允许险企对万能险最低保证利率设置保证期间，保证期满以后可以合理调整最低保证利率。3) 规范保费追加，要求在产品条款中明确追加保费的条件。4) 更加严格规范实际结算利率水平和特别储备的使用。我们认为，新规对万能险产品设计进行了多方面规范和约束，有助于引导万能险产品稳健经营，缓解险企相关业务负债成本压力。

图3：头部公司典型万能险账户结算利率走势（%）



数据来源：wind，金监总局，东吴证券研究所

2.2. 主动调整产品结构，降低对利差依赖

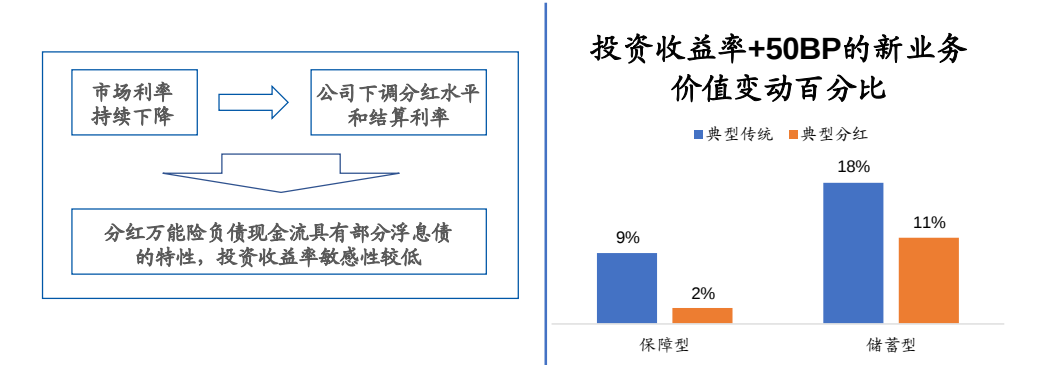
在低利率环境下，保险公司可以通过调整产品结构，降低对利差的依赖，包括提升分红、万能等浮动收益产品，以及保障型产品。

1、提升分红、万能等非保本产品占比，降低负债成本压力

提升新型寿险（分红险、万能险）占比，可以减少利差损给公司带来的影响。我们

认为，分红/万能险可通过较低保证收益+浮动收益的设计降低利差损风险：相比传统险，分红、万能等新型寿险的投资风险或是由险企和被保户共担、或是由险企单独承担但仅需求承担保底利率部分的风险、或是险企完全不需承担，避免了普通寿险固定利率刚性兑付的情况。根据 2017 年 11 月《平安寿险价值深度解析（二）》中公布的数据，分红保障型较传统保障型对投资收益率的敏感性偏低 7pct，分红储蓄型较传统储蓄型亦偏低 7pct。

图4：分红万能险对投资收益率的敏感性较低



数据来源：2017 年中国平安开放日资料，东吴证券研究所

在新会计准则下，分红险等亦有利于险企资产负债管理。在新保险合同准则（IFRS17）下，最直接分红合同（分红险和部分万能险）可以使用浮动收费法（VFA）进行计量，由于 VFA 方法下利率非锁定和价值变化被合同服务边际所吸收并解锁，因此该方法更能反映保险公司代替保户进行投资并持有资产的思路，资产端和负债端将完全匹配与相互抵消，因此净资产的波动性会低于传统险采用的通用模型。

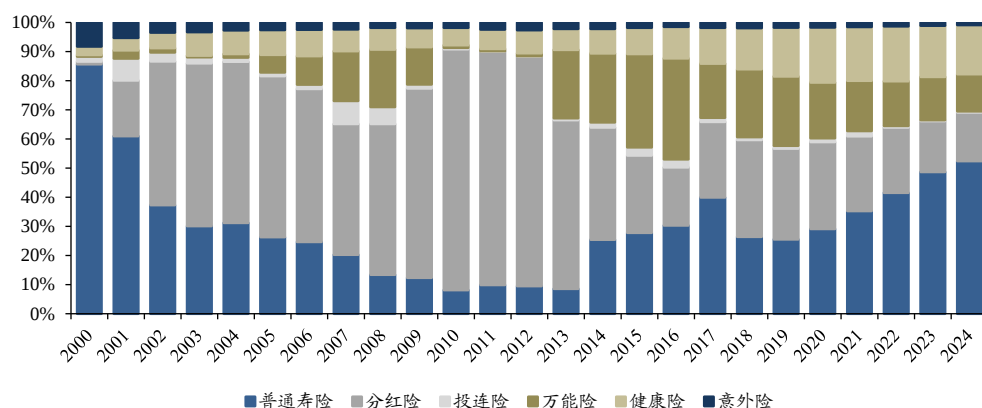
图5：新会计准则下 VFA 法在财务表现上更具稳定性

	旧准则	新准则		
		一般模型法(BBA) >>长险传统	浮动收费法(VFA) >>长险分红、万能	财务影响 ^注
权益市场变动	小部分当期损益(P&L) 大部分其他综合收益(OCI)	大部分当期损益(P&L) 小部分其他综合收益(OCI)	合同服务边际(CSM)	BBA下，直接影响当期损益或计入OCI VFA下，CSM吸收，当期损益影响小
利率变动对资产端的影响	对当期损益(P&L)基本无影响，大部分分类为AC类债权投资，对OCI无影响	未通过SPPI测试的，影响当期损益(P&L) 将符合条件的AC类债权投资重分类到FVTOCI债权投资，公允价值变动计入其他综合收益(OCI)		BBA下，直接影响当期损益或计入OCI VFA下，CSM吸收，当期损益影响小
利率变动对负债端的影响		其他综合收益(OCI)	合同服务边际(CSM)	计入OCI或CSM吸收，当期损益影响小
投资成分经验偏差	当期损益(P&L)		合同服务边际(CSM)	CSM吸收，当期损益影响小
发生率、维持费用率、退保率等非经济假设				
保险成分及维持费用经验偏差			当期损益(P&L)	直接影响当期损益

数据来源：中国太保投资者关系公众号，东吴证券研究所

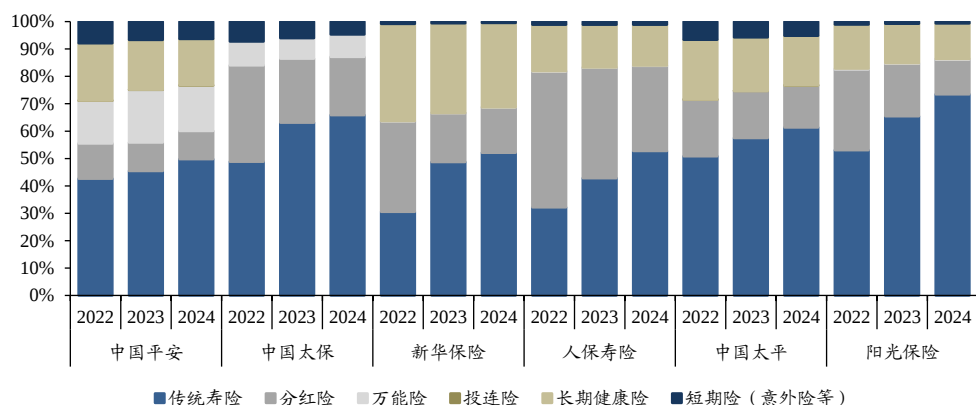
此前行业保费收入中传统险占比较高，2025 年已经普遍开始分红险转型。2023 年以来，以增额终身寿为代表的传统型储蓄险始终是寿险市场主力产品，2024 年上市险企总保费中传统险占比已经达到 59.2%（部分险企将健康险等统计入传统险，可能会导致比例高于实际），同比提升 5.4pct，较 2022 年提升 16.2pct。为了缓解传统型长期储蓄类业务由于较高刚性负债成本带来的利差损压力，自 2025 年上市险企已经转向销售以分红险为代表的浮动收益型产品。2025Q1 中国人寿新单期交保费中浮动收益型占比达 51.7%，中国太保分红险新保规模保费占比 18.2%，同比+16.1pct。

图6：近年来人身险行业保费收入结构中传统险占比持续提升



数据来源：中国保险年鉴，今日银保公众号，东吴证券研究所

图7：上市险企总保费收入中传统险占比较高



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）不同公司险种分类存在一定差异，如中国太保对健康险和意外险不单独披露等。

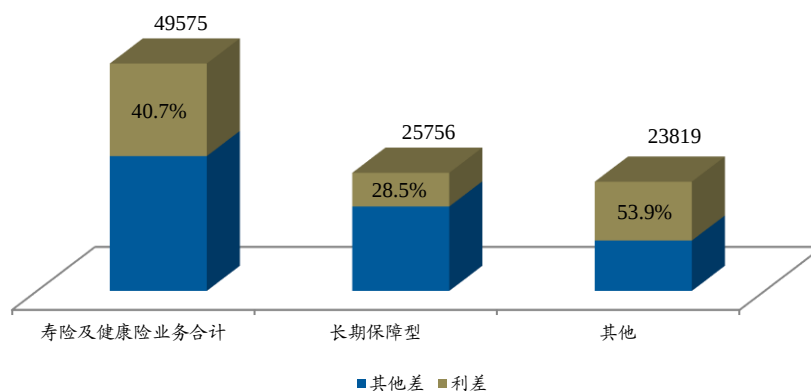
2）中国平安与中国太保为规模保费，其他公司为原保费口径。

2、重视保障型产品销售，提供死差益贡献

长期保障型业务贡献的NBV中的利差占比更小，因而加大保障型占比是应对利率下行的有效手段。以平安2019年年报为例，寿险业务利差占比为35.1%，而长期保障型NBV中利差占比仅为24.9%，因此价值转型有利于整体NBV的利差占比下降，从而减

少 NBV 对投资收益率的敏感性，长期保障型占比高的企业在低利率环境时受到的负面影响显著小于同业。

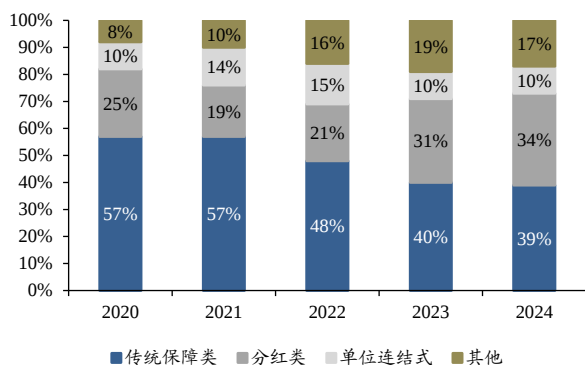
图8：中国平安 2019 年新业务价值中利差占比（百万元）



数据来源：中国平安 2019 年年报，东吴证券研究所

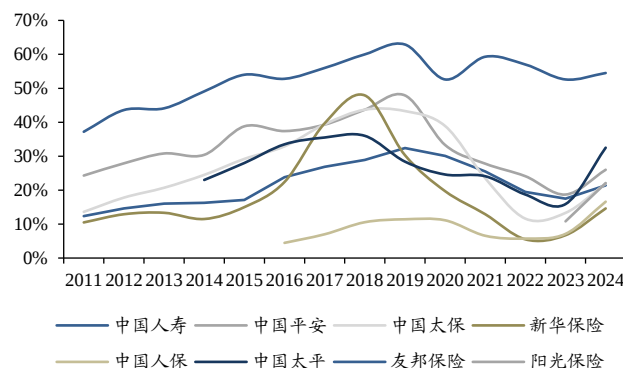
我们认为，目前由于国内保障型产品市场需求仍然偏弱，长期保障型产品在上市险企新单中占比已经较低，预计短期内保险公司主要以推动分红险产品销售作为控制利差风险的主要方式，但从长期看保障型产品对保险公司稳健经营的意义依然显著。以友邦保险为典型案例，虽然其传统保障类业务在 NBV 中贡献占比在近几年明显下滑，但是仍然保持在 40% 左右，也推动公司整体 NBV margin 依然显著领先同业。

图9：2024 年友邦 NBV 中传统保障类仍占比 39%



数据来源：友邦保险历年财报，东吴证券研究所

图10：友邦保险 NBV margin 明显高于同业



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.3. 全渠道落实“报行合一”，管控费差损

自 2023 年起金监总局持续推动报行合一政策落地，加强对保险公司费用管理。

银保渠道于 2023 年 8 月率先执行“报行合一”。2023 年 8 月 22 日，金监总局下发《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，要求保险公司根据自身发展水平、经验数据和管理能力，充分考虑保单周期、交费周期和退保率假设等因素，科学确定纯风险保费和附加费用率的水平。同时，要求保险公司应列明附加费用率的期限和结构，银行代

理渠道销售的产品在备案时，应当在精算报告中明确列示各交费期附加费用率和附加费用率结构，并严格执行经备案的保险条款和保险费率，“报行合一”开始在银保渠道率先开启。2024 年 1 月 19 日金监总局下发《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》，再次强调了银保渠道“报行合一”的政策要求。

“报行合一”后银保渠道费用率下降约 30%。在银保“报行合一”要求下达后，部分险企暂时关闭银保业务销售渠道，待合作协议重签后重新开放。2023 年 10 月 20 日，金监总局 2023 年三季度新闻发布会披露，绝大多数开展银保业务的银行已与保险公司按照“报行合一”的要求重新签约，初步估算银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约 30%左右。

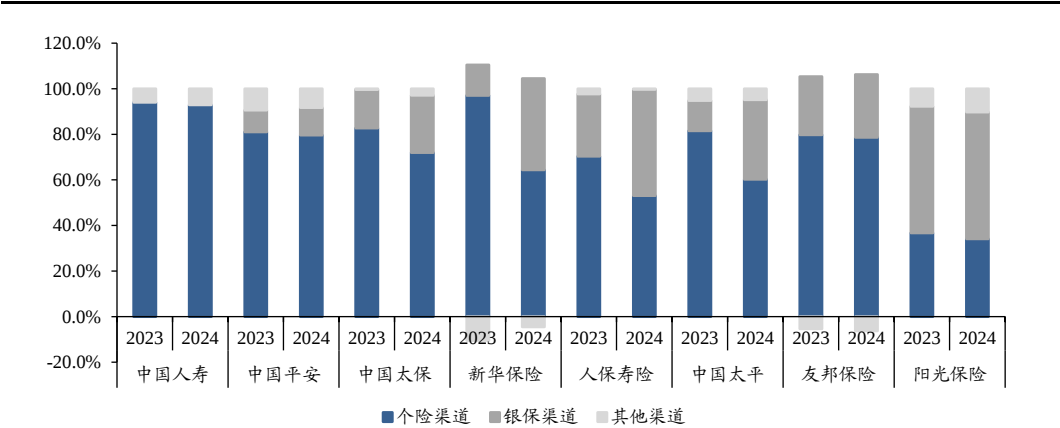
“报行合一”落地后，上市险企银保渠道 NBV margin 显著改善，带动 NBV 贡献明显提升。2024 年中国平安、中国太保、中国太平银保 NBV margin 可比口径下分别提升 8.2pct、9.9pct、26.7pct，中国人寿非可比口径下提升 13.1pct。受 NBV margin 显著提升带动，上市险企银保渠道 NBV 贡献明显提高，2024 年上市险企 NBV 中银保渠道占比平均为 30.3%，同比提升 10.1pct。

表2：报行合一后中国平安银保渠道 NBV margin 显著提升

	按首年保费		按标准保费	
	2023	2024	2023	2024
个人业务	22.9%	31.8%	31.4%	37.8%
代理人渠道	25.1%	36.0%	35.6%	41.9%
银保渠道	16.4%	24.6%	23.3%	37.5%
社区金融服务、电销及其他渠道	16.6%	18.2%	17.3%	18.2%
团险业务	1.4%	0.8%	2.1%	1.2%
合计	18.7%	26.0%	26.2%	31.8%

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所
注：以上数据采用 2023 年末假设计算

图11：2024 年上市险企银保业务对 NBV 贡献明显提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

个险渠道“报行合一”要求也已经落地。4月18日金监总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，明确要求保险公司在个险渠道深化执行“报行合一”，加强费用预算管控，做到精算假设费用、预算费用和考核费用相统一。

我们认为，监管持续加强“报行合一”管理，一方面有助于规范各销售渠道费用支出乱象，降低渠道费用率，督促保险公司合理控制费差水平，对于防范费差损、稳定险企经营具有重要积极意义；另一方面也可以通过佣金结构调整，引导渠道更积极销售长期期交等高价值率产品，利于保险公司业务结构的持续改善。我们认为，从日本市场经验来看，随着宏观经济增速和利率中枢的下行，保险公司获取高额利差收益的难度会越来越大，死差益和费差益对于保险公司利润的贡献也越来越显著。对于国内险企，除了积极落实监管“报行合一”政策要求以外，也应当不断加强内部管理、提升经营效率，通过降本增效提高费差益水平。

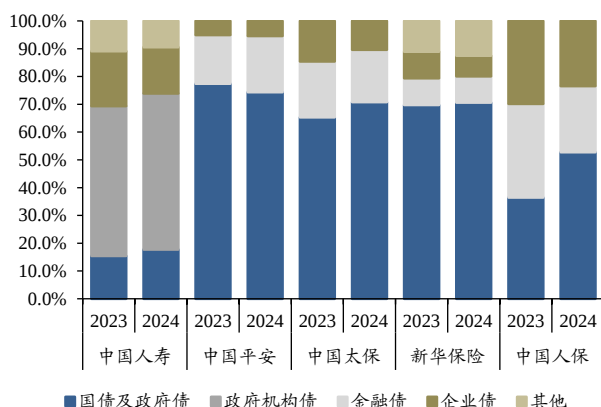
3. 资产端：加强固收久期管理，关注权益高股息资产

3.1. 固收投资：加强资产负债久期管理，防范利率风险冲击

参考海外保险公司应对低利率环境的经验，固收资产配置上主要有拉长久期、信用下沉等策略，考虑到目前国内信用下沉风险仍然需要关注，因此险企固收投资的管理重心主要在久期管理方面。

近年来上市险企债券配置品种转向利率债为主，资产久期持续拉长。2024年末上市险企债券配置中以利率债为主，大部分险企国债及政府债占比超过60%，其中中国人保国债（含地方债）占比同比大幅提升16.3pct至52.8%；中国太保利率债占总投资资产比重达44.5%，较2020年累计提升27pct，固收资产整体久期持续拉长，已提高至11.4年。

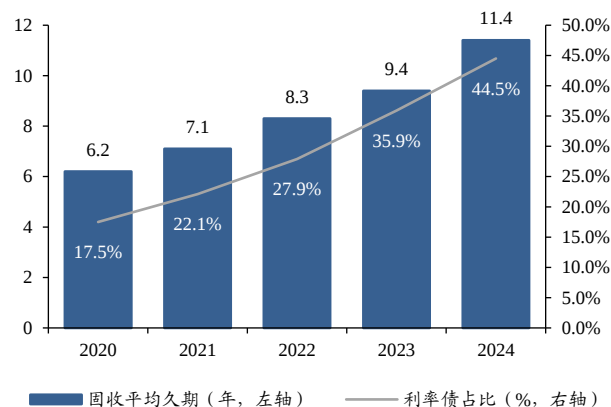
图12：上市险企债券配置以利率债为主



数据来源：中国人保财报，东吴证券研究所

注：由于不同公司分类标准不同，不建议横向比较。

图13：近年来中国太保平均久期持续提升



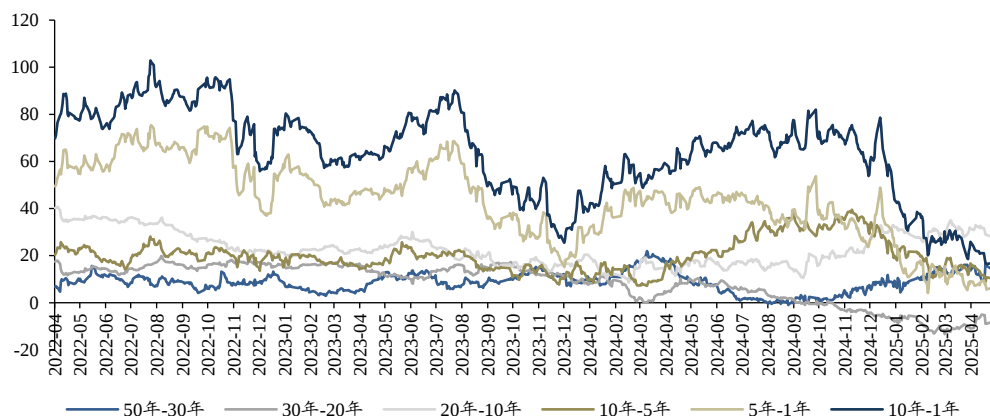
数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

注：利率债指国债、地方政府债及政策性金融债，占比为占总投资资产比重

短期：2025 年期限利差空间压缩、利率走势波动大，短期可以采用灵活久期策略。

1) 目前国债期限利差空间已经被显著压缩。截至 5 月 9 日，中债国债到期收益率 10 年期与 1 年期利差已经收窄至 21.6bps，30 年期和 20 年期持续倒挂。2) 当前偏震荡的利率格局不完全适合拉长久期策略。2025 年长债利率经历大幅波动，3 月一度上探至 1.9% 的高点，但目前重新回落至 1.64% 左右。我们认为，在利率震荡或者低位徘徊状态下缩窄久期缺口意义不大，会加大投资收益率较低的压力，而低期限利差空间也使长债配置性价比下降，因此建议短期可以适当配置部分短债或者进行波段交易操作。

图 14：当前国债期限利差已经被明显压缩（bps，截至 2025.05.09）

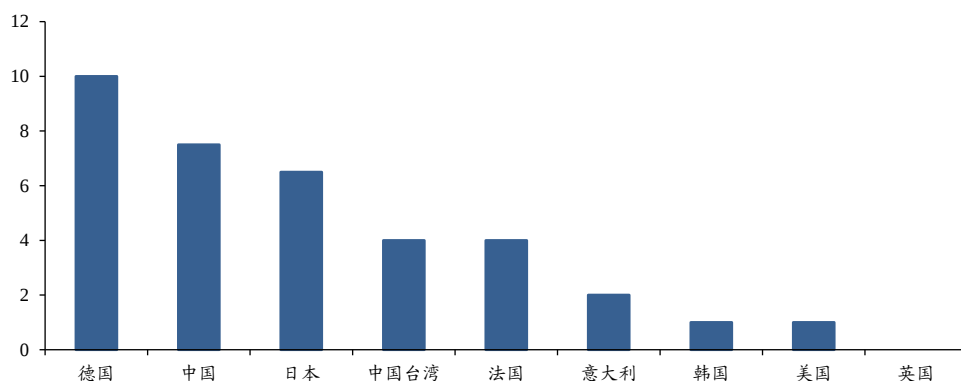


数据来源：wind，东吴证券研究所

但从长期来看，拉长久期策略仍然是重点方向。我们认为拉长久期仍然是具有长期价值的：1) 从当前负债结构看，虽然正在由传统险向分红险转型，但是仍然是以增额终身寿、长期年金产品为主，长负债久期就必然要求资产久期匹配。2) 从长期看，国内利率中枢可能进一步下行，但是短期可能随经济回暖、货币政策及市场资金面等因素影响出现短期修复上行，这将为险企提供配置长债的窗口期。

与海外市场相比，国内寿险业资产负债久期缺口仍大，需要持续关注久期管理。根据中国保险资产管理业协会数据，我国寿险行业资产负债平均久期缺口为 7 年。而据第十四届中国金融发展论坛信息，截至 2023 年中国传统险平均资产久期约 7 年、负债久期约 16 年，久期缺口约 9 年。从全球对比来看，IMF 数据显示中国寿险业资产负债久期缺口约 7.5 年，在全球主要寿险市场中属于较高缺口，显著高于法国（4 年）、意大利（2 年）、韩国和美国（1 年）、英国（0 年）。

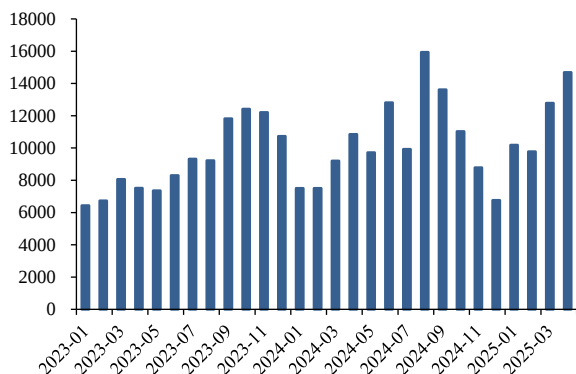
图15：国内外寿险市场资产负债久期缺口情况（年）



数据来源：IMF《Global Financial Stability Report》，东吴证券研究所

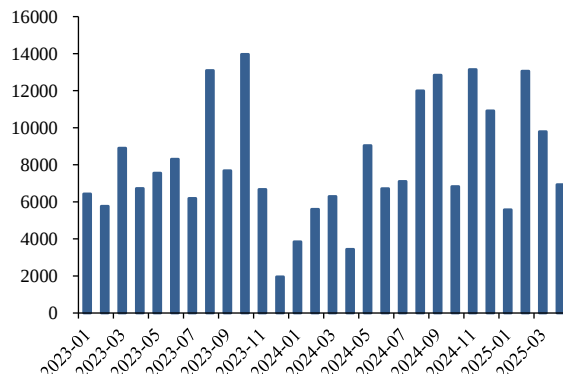
我们认为，国债和地方债发行规模扩大且期限结构拉长，也为险企拉长久期提供配置基础。1）2025 年国债和地方债发行规模预计进一步扩大。根据 2025 年财政部公布的财政预算安排，国债新增限额 4.86 万亿元，较 2024 年增加 1.52 万亿元，超长期特别国债 1.3 万亿元，较 2024 年增加 0.3 万亿元。地方债新增限额 5.2 万亿元，较 2024 年增加 0.58 万亿元。2）新发行国债及地方政府债的平均期限持续拉长。2024 年 9 年以上地方政府债占比已经达到 73.4%，2025 年前 4 个月进一步提升至 80.9%。

图16：2023 年以来国债发行规模（亿元）



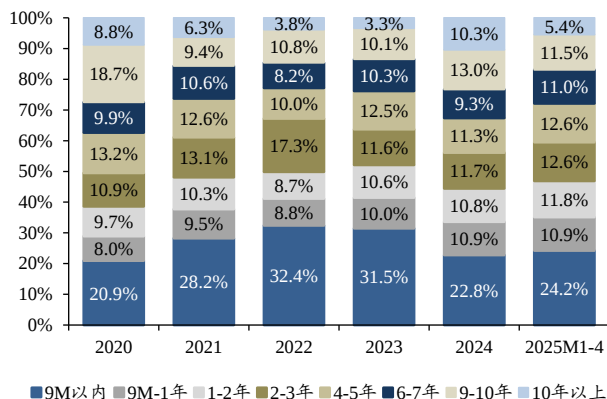
数据来源：wind，东吴证券研究所

图17：2023 年以来地方债发行规模（亿元）



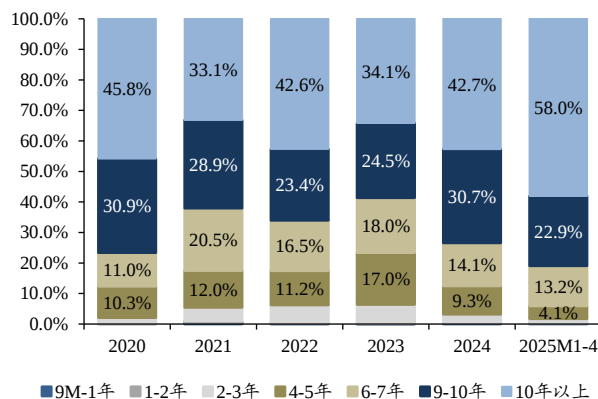
数据来源：wind，东吴证券研究所

图18: 国债发行期限结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

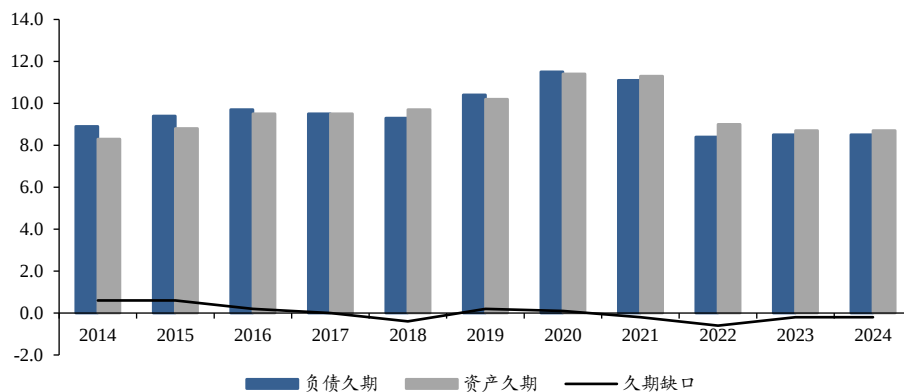
图19: 地方政府债发行期限结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

在久期管理中，除了拉长资产久期外，也可以适当缩短负债久期。从海外案例看，德国安联人寿始终保持稳定的资产负债低缺口甚至负缺口，资产久期和负债久期都根据不同市场环境进行灵活调整。我们认为，目前国内长久期资产仍然相对较少，拉长资产久期有一定难度，因此在保证业务价值合理增长的前提下，可以适度缩短负债久期，推出缴费期或保障期限更短的产品，以缓解资产配置压力。

图20: 安联寿险资产负债久期缺口持续保持低位（年）



数据来源: 安联保险历年财报, 东吴证券研究所

3.2. 权益投资: 可适度提升仓位, 关注高股息策略配置价值

1、短期可适度提升权益仓位, 但长期大幅提升仍有待于负债改善

从海外经验看，利率降低并不必然意味着加大权益类配置。近年来美国、日本等发达市场大类资产结构总体基本保持稳定，保险公司更偏好调整固收资产内部结构。即使是股票市场更为成熟和稳健的美国市场，普通账户的权益类资产比例也一直维持低位，甚至远低于中国市场。我们认为主要原因包括：

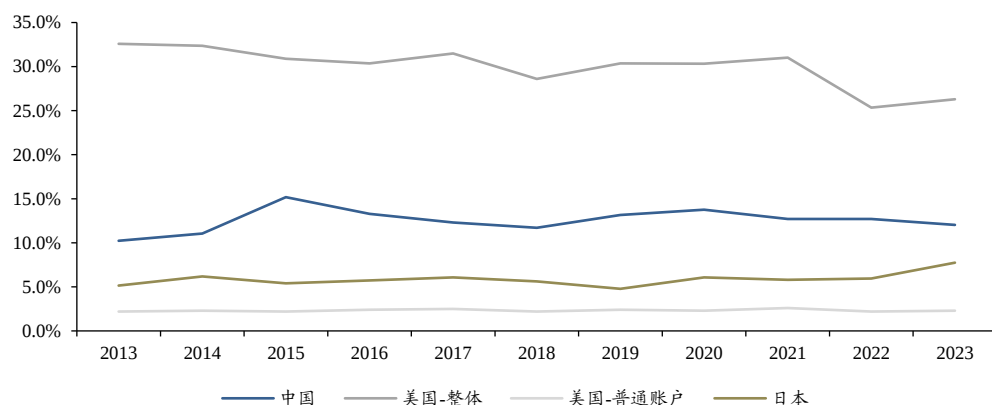
1) 美日等发达市场负债端的成本压力相对更低,对于股票投资“博收益”不够迫切,对于收益率更为敏感的消费者将直接通过浮动型产品(如美国独立账户)进行投资;

2) 根据海外偿付能力监管规则,股票的资本占用相对更高,获取风险溢价的“性价比”不及固收;

3) 美国等发达国家债券市场更为发达,债券投资的规模、品种、期限等更为丰富,投资选择空间更大。

我们认为,保险资金增配权益持仓会是一个长期、慢节奏的过程。1) 保险公司大类资产配置是以负债属性为基础的,目前国内寿险业务传统险占比较高,因此在资产配置上风险偏好低,并不具备配置过高权益投资的基础,未来长期提升权益持仓需要配合负债端结构的逐步调整。2) 对比海外市场,目前国内保险资金配置的股票资产约在 11%-15%,已经高于美国寿险业普通账户和日本寿险业配置水平,尽管明显低于美国寿险业整体,主要还是由于美国市场独立账户负债占比更高。3) 国内股票市场还处于发展完善过程中,市场波动性较大,对险企提升配置也产生一定压力。

图21: 国内外寿险公司权益投资(股票+基金)配置比例



数据来源: 金监总局, ACLI, LIAJ, 东吴证券研究所

但从短期来看,适度提升权益仓位已经具备相关条件。1) 短期国内面临资产荒压力,权益资产是当下险企可以配置的重要方向。2) 监管政策持续优化为险资入市扫清障碍。①2025年1月中央金融办、中国证监会等六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》,在优化中长期资金考核机制等方面进一步作出工作部署。②4月8日金管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》,将权益投资监管档位由8档减至5档,部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%。③5月第三批保险资金长期股票投资试点获批额度600亿元,与此前第一批(500亿元)、第二批(1120亿元)合计额度2220亿元。并且进一步调整保险公司偿付能力的监管规则,将股票投资风险因子进一步调降10%,我们认为将有助于缓解险企提升权益投资带来的偿付能力压力。

表3: 部分档位保险公司权益投资比例上调 5%

上季末综合偿付能力充足率	投资比例上限 (权益资产投资余额/上季末总资产)		
	原规定	新规定	变化
<100%	10%	10%	-
[100%, 150%)	20%	20%	-
[150%, 200%)	25%	30%	+5pct
[200%, 250%)	30%	30%	-
[250%, 300%)	35%	40%	+5pct
[300%, 350%)	40%	40%	-
≥ 350%	45%	50%	+5pct

数据来源：国家金融监督管理总局官网，东吴证券研究所

2、低利率+新会计准则影响下，高股息权益资产值得关注

低利率环境催生了“股息换利息”策略。保险公司大类资产配置以债券等固收资产为主，同时债券投资主要为配置盘，以持有至到期获取票息收益为基本模式。而在利率持续下行或者持续低利率环境下，债券利息收益水平被拉低，难以覆盖保险资金的负债成本。在这一背景下，以股票分红代替债券利息就成为了重要的替代策略。通常，选取具有稳定盈利、较高分红的股票进行长期持有，相当多标的的股息率保持在 4%以上，远高于当前 1.6%左右的 10 年期国债收益水平，是提升收益、覆盖成本的重要方向。

此外，新会计准则下，权益投资面临波动与收益的两难选择。旧准则下股票可以划分为 FVTPL 或者 AFS，而在新准则下可以划分为 FVTPL 或者 FVOCI。如果划入 FVTPL，那么股价波动将直接计入当期损益，造成净利润波动加大；如果划分为 FVOCI，那么只有股息分红可以计入投资收益，长期的收益水平可能会被削弱。

在此背景下，高股息（OCI）策略受到行业持续关注。高股息（OCI）策略即主要选取分红稳定、股息率较高的股票资产，以 FVOCI 的会计类别进行持有的投资策略。根据前文可知，相比于 FVTPL 科目，FVOCI 股票的公允价值波动不计入当期损益，因此可以更大程度规避股市短期震荡对当期利润表的冲击。但是，这类资产在处置时的买卖价差也无法计入损益，只有股息分红可以计入，因此高股息策略主要适合以下特征标的：①持有期限长，通常在半年或一年以上；②以获取股息或红利，投资对象经营、分红稳健，具有低估值、高股息特点。而 2024 年股市演绎红利资产行情，也进一步激发了险资对高股息资产的配置积极性。

上市险企持续增配 OCI 股票，预计未来仍会进一步提升。2024 年末上市险企股票投资中 FVOCI 占比平均为 33.7%，较年初提升 10.8pct。其中：①阳光保险、中国平安占比较高，其中中国平安为 60.2%，中国人寿占比最低为 12.0%。②中国平安较年初提升比例最低，仅为 0.2pct，主要由于其占比已经较高。③其他公司较年初提升比例均在 10pct 以上，中国太平提升比例最大为 16.8pct。

我们认为，在当前国内宏观经济形势和资本市场环境下，高股息资产具备长期投资价值，同时适配保险资金投资风格与会计政策，未来仍有继续提升配置比例的空间。

表4：2024 年上市险企普遍增加 FVOCI 股票投资

单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比变动
中国人寿	2023	4302	4154	148		96.6%	3.4%	
	2024H1	4417	4076	341	130.9%	92.3%	7.7%	4.3pct
	2024	5011	4409	602	76.2%	88.0%	12.0%	4.3pct
中国平安	2023	2921	1170	1751		40.1%	59.9%	
	2024H1	3319	1259	2060	17.7%	37.9%	62.1%	2.1pct
	2024	4374	1742	2632	27.7%	39.8%	60.2%	-1.9pct
中国太保	2023	1885	1613	271		85.6%	14.4%	
	2024H1	2213	1753	460	69.6%	79.2%	20.8%	6.4pct
	2024	2551	1790	761	65.4%	70.2%	29.8%	9.0pct
新华保险	2023	1062	1009	54		95.0%	5.0%	
	2024H1	1443	1275	168	214.4%	88.3%	11.7%	6.6pct
	2024	1808	1502	306	82.0%	83.1%	16.9%	5.3pct
中国人保	2023	455	295	160		64.8%	35.2%	
	2024H1	450	268	182	13.6%	59.5%	40.5%	5.3pct
	2024	602	329	273	50.0%	54.6%	45.4%	4.9pct
中国太平	2023	1134	909	224		80.2%	19.8%	
	2024H1	1107	735	373	66.4%	66.3%	33.7%	13.9pct
	2024	1302	826	476	27.8%	63.4%	36.6%	2.9pct
阳光保险	2023	526	225	301		42.7%	57.3%	
	2024H1	688	210	477	58.4%	30.6%	69.4%	12.2pct
	2024	676	210	466	-2.3%	31.0%	69.0%	-0.4pct

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

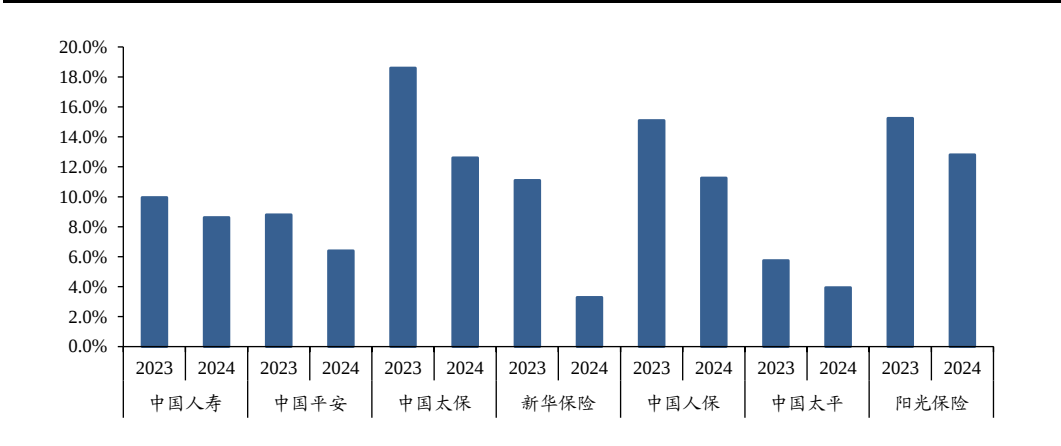
注：中国人寿 2023 和 2024H1 数据采用 H 股报告

3.3. 另类&境外投资：具有长期配置价值，但短期较难扩大规模

1、另类投资：当前占比持续下滑，但优质项目仍有配置价值

从上市险企数据看，近两年非标资产规模和占比均持续下滑，主要是存量业务逐步到期、增发优质非标项目供给不足所致。2024 年末上市险企非标债权投资占比降为 8.4%，较年初减少 3.5pct。我们认为主要是存量业务逐步到期、增发优质非标项目供给不足所致。近年来保险公司积极参与公募 REITs 等新型另类产品投资，但是由于市场规模较小，暂时难以满足险企的配置体量需求。

图22： 2024 年上市险企非标投资占总投资比重均有所下滑



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

从匹配角度上看，高质量的非标资产仍然从拉长久期、及提高收益率两方面具有优势。2024 年平安、太保非标类投资名义收益率均为 4.4%，高于各自的净投资收益率，高收益率的非标资产对险企未来几年净投资收益率保持稳定起到重要作用。太保非标投资的平均期限接近 5 年，较同等收益率的各类信用债投资期限更长；平安当前非标资产剩余期限在 2-4 年左右。但是，从边际变化上看，两家配置的非标项目的剩余期限和整体收益率都在下降，传统非标投资的性价比正在削弱。

表5： 中国平安 2024 年非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			剩余到期期限（年）
	2023	2024	同比变动（pct）	2023	2024	同比变动（pct）	
基建	56.1%	63.7%	7.6	4.7%	4.4%	-0.3	3.7
非银金融	16.7%	13.3%	-3.4	5.3%	4.1%	-1.2	2.9
不动产	12.5%	10.5%	-2.0	4.8%	4.5%	-0.3	2.6
其他	14.7%	12.5%	-2.2	4.6%	4.3%	-0.3	2.6
合计	100.0%	100.0%	-	4.8%	4.4%	-0.4	3.4

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

表6： 中国太保 2024 年非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			平均期限（年）	平均剩余期限（年）
	2023	2024	同比变动（pct）	2023	2024	同比变动（pct）		
基础设施	41.7%	39.9%	-1.80	4.6%	4.5%	-0.10	8.4	5.0
交通运输	16.8%	21.8%	5.00	4.5%	4.4%	-0.10	8.9	5.3
不动产	14.2%	13.1%	-1.10	4.8%	4.3%	-0.50	8.9	5.9
非银金融	12.4%	13.5%	1.10	4.9%	4.2%	-0.70	5.0	1.8
能源、制造业	5.1%	3.9%	-1.20	4.6%	4.4%	-0.20	8.9	5.3
其他	9.8%	7.8%	-2.00	4.8%	4.5%	-0.30	8.3	4.7
总计	100.0%	100.0%	-	4.7%	4.4%	-0.30	8.1	4.8

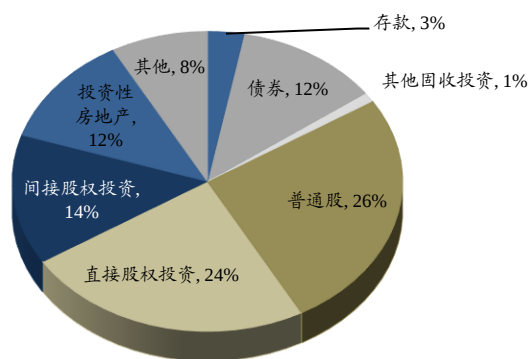
数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

2、境外投资：目前占比很低，主要受 QDII 额度不足制约

适度提升海外资产配置有利于提高收益水平。由于在同一时期国内外经济环境会存在差异，国内处于低利率环境时，境外部分地区可能存在处于较高利率环境中，例如近年来美债 10 年期收益率保持 4% 以上，显著高于国内，因此投资境外证券是险资能显著提高收益率水平的投资方向（参考日本寿险业经验）。

但国内保险资金目前配置海外资产规模非常有限。截至 2023 年末，中国境内保险资金境外投资占比仅为 2.25%，距离监管规定的 15% 上限尚有较大空间。从实际配置上看，2022 年末保险资金境外投资中普通股、直接股权投资和间接股权投资分别占比 26%、24% 和 14%，合计达 64%，与境内资金投资主要以固收投资为主的风格有较大差异。

图23：境外权益投资是险企配置海外资产的主要方向



数据来源：保险资产管理业协会，东吴证券研究所

目前险资出海主要限制在于 QDII 额度不足，未来需等待政策放松。1) QDII 是境内险资的主要投资途径。从 2023 年保险机构境外投资形式看，通过 QDII 方式出境的资金占比 58%，通过 ODI 方式的占比 28%，港股通等方式占比 14%。2) 2025 年 4 月末保险公司合计获批 QDII 额度 390.23 亿美元，折合人民币约 2824 亿元，约占保险业总资产 0.75%。根据中国保险资管行业协会统计，2023 年末保险公司已使用 QDII 额度 307 亿美元，占总额度比重的 84%。3) 我们认为，虽然配置全球资产是部分海外寿险市场的常见措施，但是国内短期内并不容易扩大规模，未来需要等待政策放松。

表7：合格境内投资者（QDII）额度（截至 2025 年 4 月末）

机构	家数	获批额度（亿美元）
保险类	48	390.23
银行类	41	275.80
证券类	76	921.70
信托类	24	90.16
合计	189	1677.89

数据来源：外汇管理局，东吴证券研究所

4. 风险提示

- 1) **长端利率趋势性下行**: 受经济环境承压影响, 长端利率可能长期位于下行通道中, 保险公司利差损风险增大。
- 2) **权益市场波动**: 权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响。
- 3) **新单保费承压**: 预定利率下调, 分红险转型可能会影响保险公司新单保费收入。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>