



保险行业研究

买入（维持评级）
行业点评
证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001） 联系人：李想

shusiqin@gjzq.com.cn

huangjiahui@gjzq.com.cn

lixiang6@gjzq.com.cn

强化收益成本匹配，高股息资产配置需求有望提升

事件

8 月 21 日，金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法》，自 2027 年 1 月 1 日起施行。

核心内容

设立资产负债管理监管指标和监测指标，强化险企资产负债管理定量约束。1、设置资产负债管理监管指标，设定最低监管标准，加强指标限额管理。1) 财险公司：①沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产，最低监管标准不低于 100%。②收入覆盖率=（过去三年保险服务收入+过去三年综合投资收益）÷过去三年综合成本，不低于 100%。③流动性覆盖率，不低于 100%。2) 人身险公司：①利率风险对冲率=现金流流入利率敏感度÷现金流流出利率敏感度，最低监管标准为 50%至 150%之间；对于利率风险对冲率低于 50%的公司，现金流流入利率敏感度不低于 5%。②综合投资收益覆盖率=过去五年综合投资收益÷过去五年负债资金成本，不低于 100%。平安、国寿、太保、新华、太平、人保过去 5 年综合投资收益率分别为 4.4%、4.4%、4.5%、4.4%、3.7%、4.1%，高于过去五年负债资金成本（预计不超过 3.5%）。③净投资收益覆盖率=过去三年净投资收益÷过去三年负债保证成本，不低于 100%。过去三年各家上市险企的负债保证成本预计约 2.8%-2.9%，随着存量高收益资产快速到期与新配置资产收益较低，预计各家净投资收益率均面临较大压力，2025 年平安、国寿、太保、新华、太平、人保（剔除长股投收益）分别为 3.7%、3.0%、3.4%、2.8%、3.3%、2.7%，对高股息配置需求提升。④流动性覆盖率，不低于 100%。2、设置监测指标，用于资产负债错配风险的识别与预警，提高风险管理水平。1) 财险公司：①利差一=过去三年平均综合投资收益率-过去三年平均负债资金成本率；②利差二是过去一年净投资收益率-过去一年负债资金成本率。2) 人身险公司：①有效久期缺口；②基点价值变动率（衡量保险公司资产和负债在关键期限年上利率变动情景下的金额变化）；③利差三年会计投资收益率与负债保证成本率差额，会计投资收益率即总投资收益率，过去三年平安、国寿、太保、新华、太平、人保分别为 4.0%、4.7%、4.6%、5.0%、4.0%、4.4%，远高于负债保证成本；④利差四=（新增固定收益类资产到期收益率与新业务负债最低要求回报率差额，计算过去 1 年）；⑤压力情景下的利差；⑥流动性匹配率。3、相较于此前征求意见稿的核心变化有二：一是正式稿新增“利率风险对冲率”作为监管指标，将“有效久期缺口”降级为监测指标，并取消“修正久期缺口”监测指标，弱化久期缺口硬约束，更直接衡量实际利率风险敞口及对冲能力；二是调整综合投资收益计算口径，剔除 OCI 债权公允价值变动，降低短期利率波动带来的债券浮盈浮亏对监管指标的影响。

设置三年过渡期，并强化不达标公司监管约束。《办法》实施后监管指标不达标的保险公司可设置三年过渡期，并于 2027 年 3 月底前制定监管指标达标规划，明确时间进度安排；过渡期内持续跟踪指标变化并上报年度改进计划。对于监管指标不达标或资产负债管理存在缺陷的公司，监管可采取监管谈话、下发监管意见书、要求开展更严格的压力测试、提高报告及现场检查频率等措施；到期整改不到位的，可依法要求调整保险业务结构或资产配置结构；违反《办法》规定的，可进一步实施行政处罚，对公司及相关责任人员最高处以 20 万元罚款。

点评

本《办法》建立定量的资产负债管理监管及监测指标体系，进一步强化成本收益、流动性及期限结构匹配，其中对成本收益匹配的要求明显提升。我们认为，在当前低利率环境下，净投资收益覆盖率是险企面临压力较大的核心指标，增配高股息资产成为必然选择。2025 年上市险企净投资收益率平均下降幅度约 0.34pct，假设未来每年下降 0.2pct，若用高股息资产去补齐利率下行导致的净投资收益缺口 0.1pct，理论上人身险公司需增配约 1.41 万亿高股息资产。从更现实的配置调整角度看，若人身险公司股票配置中高股息资产占比提升 20pct，则对应净增配规模约 7718 亿元。

风险提示

1) 权益市场波动；2) 利率大幅下行；3) 经济修复不及预期；4) 新单销售不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究