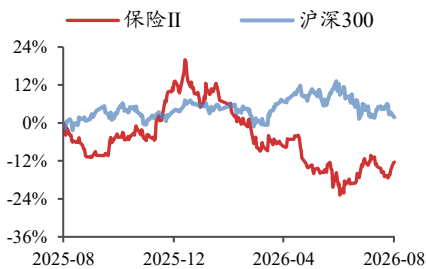


保险 II

2026 年 08 月 25 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩整体超预期，负债端高质量增长——上市险企 2026 年 1 季报综述》-2026.5.7

《1 季度股市承压或拖累业绩，新单高增有望驱动 NBV 增长——行业点评报告》-2026.4.22

《资产向好驱动业绩高增，银保拉动新单增长——行业深度报告》-2026.4.9

资负管理体系全面升级，红利资产战略地位强化

——《保险公司资产负债管理办法》正式稿点评

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

事件：2026 年 8 月 21 日金监总局发布《保险公司资产负债管理办法》正式稿(下称“新规”)。2027 年 1 月 1 日起施行，监管指标不达标保司给予三年过渡期。

● 应对低利率、会计准则切换，新规在原有体系上全面升级，监管进一步强化

背景：2018 年以来，监管部门发布了《保险资产负债管理监管暂行办法》和五项监管规则，初步构建了资负管理(ALM)监管体系。随着近几年低利率环境、保司切换新会计准则，资负匹配指标口径发生调整，利率波动对负债的影响增大。

问题：“新规”在 2025 年 12 月征求意见稿基础上进行了优化，聚焦资产和负债管理脱节、政策和程序不清晰、指标缺乏监管标准以及监管措施不足等问题，补足制度短板。新规从过去的“多指标权重评分制约束”进一步升级为“核心指标红线硬约束”，同时在资负联动、ALM 部门职能、长周期考核方面全面升级。

● 中小险企久期缺口压力边际缓解，强化 ALM 向产品开发、定价传导

(1) 新规核心内容包括：明确资产负债管理原则和目标（期限结构、成本收益、流动性三项匹配），规范 ALM 治理结构和程序，设立监管和监测两层指标体系，并完善相关监管措施（视情形采取监管措施或行政处罚）。**(2)**与征求意见稿比，最主要的变化是以“利率风险对冲率 50%至 150%”替换“有效久期缺口-5 至 5 年”的监管指标要求，可以更准确、全面的反映资产负债利率风险的对冲程度(仅考察资产比负债久期短几年并不全面)。同时相当于对负债久期偏长的险企边际放松久期缺口要求，边际缓解中小险企资负久期缺口压力。而低于监管下限的公司，要求现金流入利率敏感度不低于 5%（具备一定规模的利率敏感资产）。此外，新规完善了沉淀资金覆盖率、流动性覆盖率等指标计算口径。**(3) 正式稿进一步强化 ALM 向负债端经营传导，**要求产品开发、定价和业务规划需考虑资产端形势和资产负债匹配，分红政策、万能险结算利率需开展成本收益评估。同时完善董事会、高管层和 ALM 部门职责，增加高管层审议 ALM 制度职责。

● 高股息资产中长期战略价值进一步提升，负债端持续降成本、转浮动

(1) 险企投资端影响：一方面，长久期利率债仍是实现期限匹配、净投资收益覆盖率的中坚力量，相较于征求意见稿，边际上降低了部分机构为满足单一久期指标而集中追逐超长期债的必要性；另一方面，新规适度强化权益增配趋势，在低利率背景下，中长期看，红利资产对净投资收益覆盖率以及权益资产对长期综合投资收益覆盖率的支撑作用或持续凸显。**(2) 负债端影响：**险企有望持续推动负债成本下降，以更好的应对低利率环境下的成本收益匹配，加大浮动收益产品转型，以更好的应对期限结构匹配。

● 降低行业利差损风险和财报波动，头部公司更加受益

(1) 新规全面升级，更重视核心指标和经济价值实质监管，成为推动行业从“规模导向”转向“高质量”发展的重要基础，利于降低行业利差损风险和财报波动率，利于估值提升。**(2)**我们认为，头部险企整体符合新规监管要求，中小公司在产品定价、ALM 管理成本等方面或面临更大压力，上市险企份额提升利好估值提升，推荐中国平安、中国人寿和中国太保，受益标的中国人保和新华保险。

● 风险提示：保险负债端增长不及预期；长端利率下行和股市波动风险。

表1：监管指标设定最低监管标准，加强指标限额管理

公司类型	指标名称	对应匹配类型	主要防范风险	计算公式	监管阈值要求	核心经济含义
人身险	利率风险对冲率	期限结构匹配	利率风险、再投资风险	$\text{现金流流入利率敏感度} \div \text{现金流流出利率敏感度}$	50%-150%；若低于50%，现金流流入利率敏感度不得低于5%	衡量资产现金流对负债现金流利率风险的覆盖程度，关注利率变化下资产负债价值变动是否匹配，而非单纯关注久期差
	综合投资收益覆盖率	成本收益匹配	利差损风险、盈利持续性风险	$\text{综合投资收益} \div \text{负债资金成本}$	$\geq 100\%$	判断长期整体投资收益是否能够覆盖全部负债资金成本，避免依赖短期资本利得维持盈利
	净投资收益覆盖率	成本收益匹配	保证利率风险、长期利差损风险	$\text{净投资收益} \div \text{负债保证成本}$	$\geq 100\%$	衡量利息、股息红利、租金等稳定投资收益能否覆盖刚性保证成本，强化稳定现金收益的重要性
	流动性覆盖率	流动性匹配	流动性风险、集中退保风险	按流动性风险监管规则计算	$\geq 100\%$	确保短期可获得资金覆盖到期债务和支付需求
	沉淀资金覆盖率	期限结构匹配	短钱长投风险	$\text{沉淀资金} \div \text{中长期资产}$	$\geq 100\%$	约束财险公司将短期负债资金配置到长期资产，防止期限错配
财险	收入覆盖率	成本收益匹配	承保亏损依赖投资收益风险	$(\text{保险服务收入} + \text{综合投资收益}) \div \text{综合成本}$	$\geq 100\%$	要求保险业务收入和投资收益共同覆盖经营成本，避免长期依赖投资收益补贴承保亏损
	流动性覆盖率	流动性匹配	流动性风险	按流动性风险监管规则计算	$\geq 100\%$	保证赔付等支付需求下资金充足

资料来源：金融监管总局官网、开源证券研究所

表2：监测指标用于资产负债错配风险的识别与预警

公司类型	指标名称	对应匹配类型	主要防范风险	计算公式	核心经济含义
人身险	有效久期缺口	期限结构匹配	利率风险、期限错配风险	$\text{资产有效久期} - \text{负债有效久期}$	衡量资产负债期限差异，正式稿由监管指标降级为监测指标
	基点价值变动率（BPV）	期限结构匹配	利率变化导致经济价值波动风险	利率变动基点对资产负债价值影响	衡量利率小幅变化对资产负债经济价值的影响
	利差三：会计投资收益率与负债保证成本率差额	成本收益匹配	利差损风险	$\text{会计投资收益率} - \text{负债保证成本率}$	从会计收益角度观察投资收益能否覆盖保证成本
	利差四：新增固定收益资产收益率与新业务最低要求回报率差额	成本收益匹配	新业务潜在利差损风险	$\text{新增固定收益资产到期收益率} - \text{新业务负债最低要求回报率}$	前瞻判断新增业务是否可能形成未来利差损
	压力情景下利差	成本收益匹配	极端市场环境下盈利压力	压力测试情景下投资收益与负债成本差额	衡量利率大幅变化、权益市场波动等压力环境下盈利

公司类型	指标名称	对应匹配类型	主要防范风险	计算公式	核心经济含义
财险	流动性匹配率	流动性匹配	流动性风险	资产现金流与负债现金流匹配情况	从长期现金流角度辅助判断流动性风险韧性
	分大类账户成本收益匹配指标和流动性匹配指标	成本收益、流动性匹配	分账户经营风险	分账户收益、成本、现金流匹配情况	防止不同账户之间风险混淆，提升精细化管理能力
	利差一：综合投资收益率与负债资金成本率差额	成本收益匹配	利差损风险	综合投资收益率 - 负债资金成本率	衡量整体投资收益覆盖资金成本能力
	利差二：净投资收益率与负债资金成本率差额	成本收益匹配	稳定收益不足风险	净投资收益率 - 负债资金成本率	关注稳定收益覆盖负债成本能力
	压力情景下利差	成本收益匹配	极端环境风险	压力情景下收益成本差额	评估压力环境下盈利能力

资料来源：金融监管总局官网、开源证券研究所

别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn