证券研究报告

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

低利率时代的保险业：负债端转型与资产端应对

证券分析师：孙 婷（非银金融行业首席分析师）

执业证书编号： S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

2026年11月25日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

核心要点

- **低利率环境叠加资负新规落地，资负管理成为险企经营关键。1）近年来保险行业经营面临诸多新挑战。**近年来国内利率中枢逐步下行，上市险企净投资收益率也进入持续下降通道，寿险行业利差损压力逐步增加，叠加新会计准则全面实施导致报表波动性加剧，以及偿二代二期规则下偿付能力要求收紧，险企经营面临来自多方面的新约束与新挑战。**2）资负管理新规进一步规范险企资负匹配。**2026年8月金监总局发布《保险公司资产负债管理办法》，对保险公司资负管理的治理结构、管理指标等方面做出了详细规定，进一步强化了资负匹配的要求。新增的监管指标要求（特别是寿险公司利率风险对冲率、净投资收益覆盖率等指标）对保险公司资负两端的业务策略都将产生影响，并且要求从产品开发到资产配置实现全流程、多部门的高度协同。

- **应对：资负并举做好匹配管理，保持耐心应对长期挑战。**资负管理的核心在于成本收益、期限结构和流动性三个方面的匹配。**1）成本收益匹配：**应当从控制负债成本和稳定投资收益两个维度出发。一方面做好刚性成本与净投资收益率的匹配，通过依托预定利率动态调整机制和推动浮动收益产品转型降低刚性成本，通过配置长久期债券和高股息资产稳定净投资收益率；另一方面做好综合成本和综合投资收益率的匹配，合理制定分红/万能险实际结算水平，同时适度提升权益资产配置比例增厚长期投资收益。由于过去几年中监管和行业持续强化管理，目前从上市公司角度看，成本收益匹配压力正在逐步改善，但仍然需要做好长期管理的准备。**2）期限结构匹配：**新规将利率风险对冲率作为监管指标、有效久期缺口作为监测指标，以有效久期作为管理抓手，保险公司一方面预计将保持以长久期债券作为核心配置品种，另一方面也可以通过提升分红/万能险等浮动收益产品占比，发挥其负债有效久期更短的优势，从而收缩久期缺口。**3）流动性匹配：**从26Q3末流动性覆盖率指标看，头部产寿险公司均符合监管要求。

- **参考海外市场经验，构建符合中国实际的资负管理体系。**1）从欧美和日本等发达寿险市场经验来看，在低利率时期有效的应对策略包括：①优化负债成本，包括动态调整预定利率、大力发展浮动收益型和保障型业务等；②稳定投资收益率，包括分账户差异化资产配置、严格的久期管理和充分利用海外投资与衍生品工具等。2）从国内实际情况出发，目前险资开展境外投资渠道和衍生品工具有限，投资端更适宜以境内权益为突破口，发挥长期投资优势增厚收益，产品层面以浮动收益业务为主力，产品形态可以逐步向“低保证+高浮动”靠拢。

- **风险提示：**1）长端利率趋势性下行；2）权益市场波动；3）新单增长不及预期。



1. 背景：长期低利率环境等强化资负管理要求

2. 资负管理新规落地，险企经营管理进入新时代

3. 应对：资负并举、内外兼修、保持耐心

4. 海外镜鉴：美国、欧洲与日本的资负管理经验

5. 展望：构建符合中国实际的资负管理体系

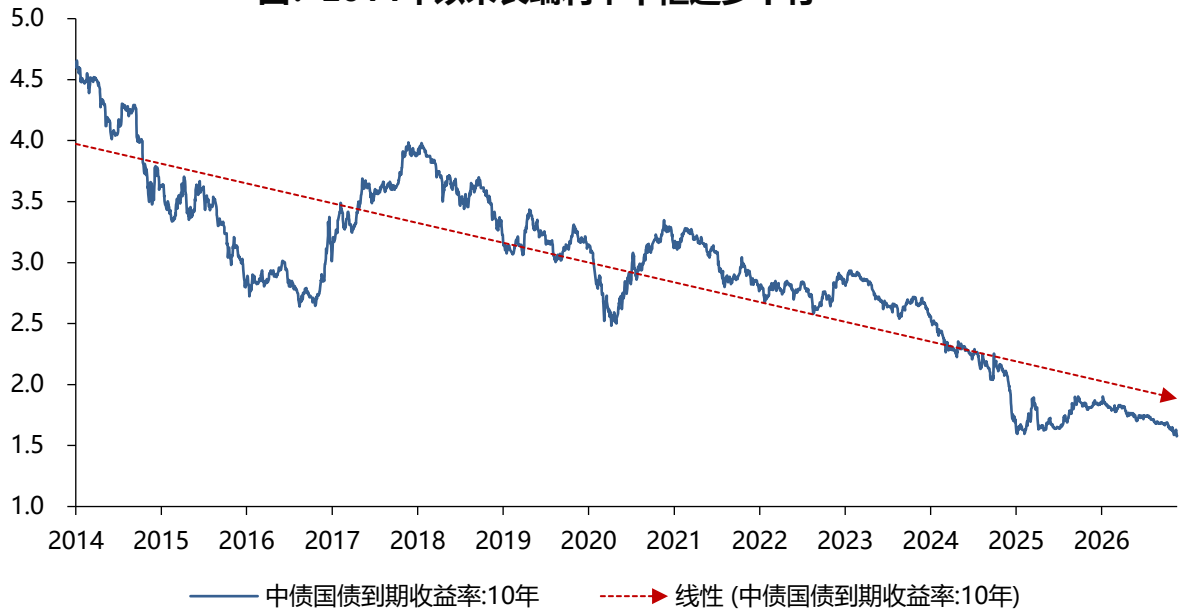
6. 风险提示

1. 背景：长期低利率环境等强化资负管理要求

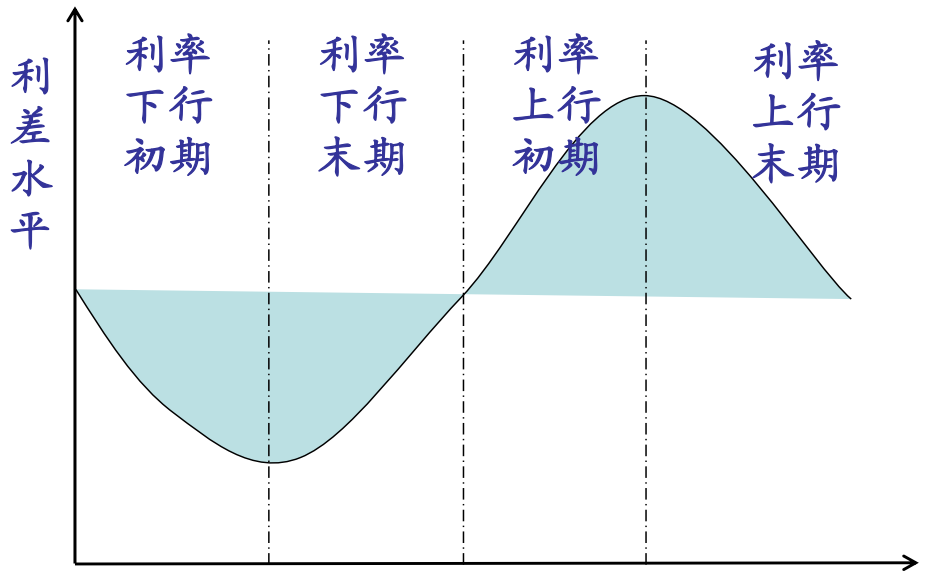
1.1.1 背景：低利率+资产荒环境，险企经营面临挑战

- **利率中枢不断下行，对险企经营带来了严峻挑战。**近二十年国内长端利率中枢呈下行趋势，十年期国债到期收益率从2014年超过4.5%降至目前的1.6%以下。从短期来看，利率走势受到货币政策、风险偏好、流动性等因素扰动，可能出现阶段性回升。但从长期趋势上看，伴随人口老龄化、宏观经济潜在增速放缓，利率长期中枢下行仍是大概率事件。叠加资管新规后优质非标项目供给持续萎缩，以及保险资金海外资产配置受到QDII额度等制度约束，进一步加剧了保险资金运用面临的资产荒问题。
- **在低利率和资产荒的环境下，寿险公司面临利差空间压缩的压力。**寿险公司负债久期长、通常具有刚性成本，需要稳定的投资收益覆盖刚性成本。而保险资金配置组合中约70%为固收投资，并且国内寿险业长期存在着资产负债久期缺口，因此在低利率环境下再配置风险突出，长期净投资收益率中枢逐步下降，因此面临着利差空间压缩的压力，甚至有产生利差损的风险。

图：2014年以来长端利率中枢逐步下行



图：利率下行将压缩险企利差空间



数据来源：wind，东吴证券研究所

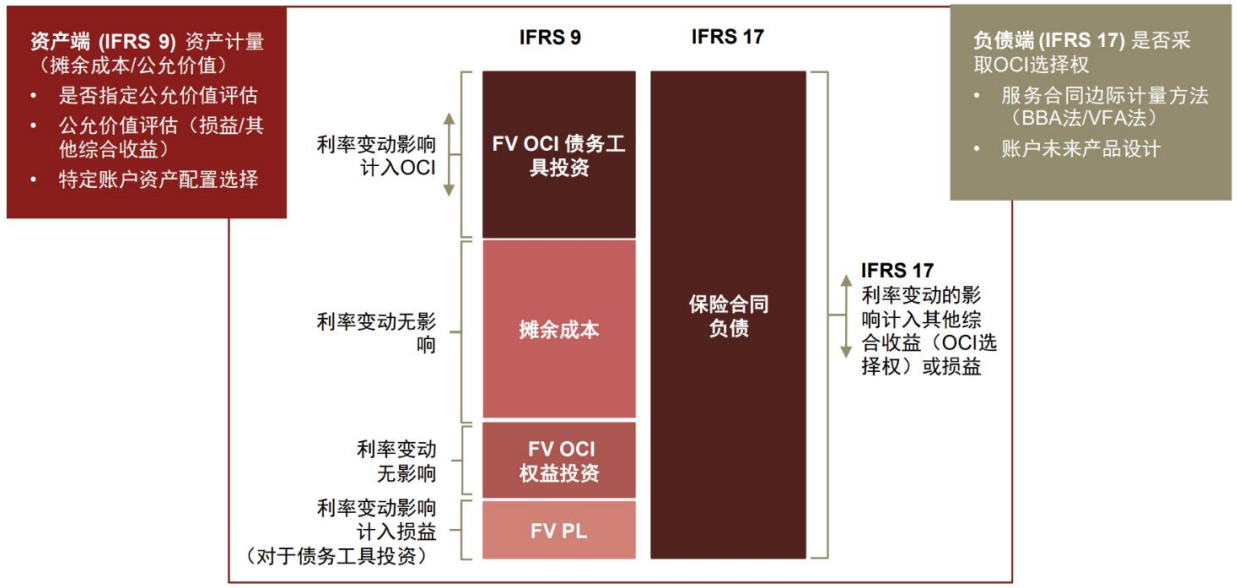
1.1.2 背景：新会计准则实施对保险公司资负管理提出了更高要求

- **新会计准则的实施对保险公司资产负债匹配提出了更高要求。**2023年上市险企率先执行新会计准则（I17+I9），2026年保险行业全面实施新准则，深刻影响保险公司资产和负债两端的会计计量，对资负匹配的要求更高。

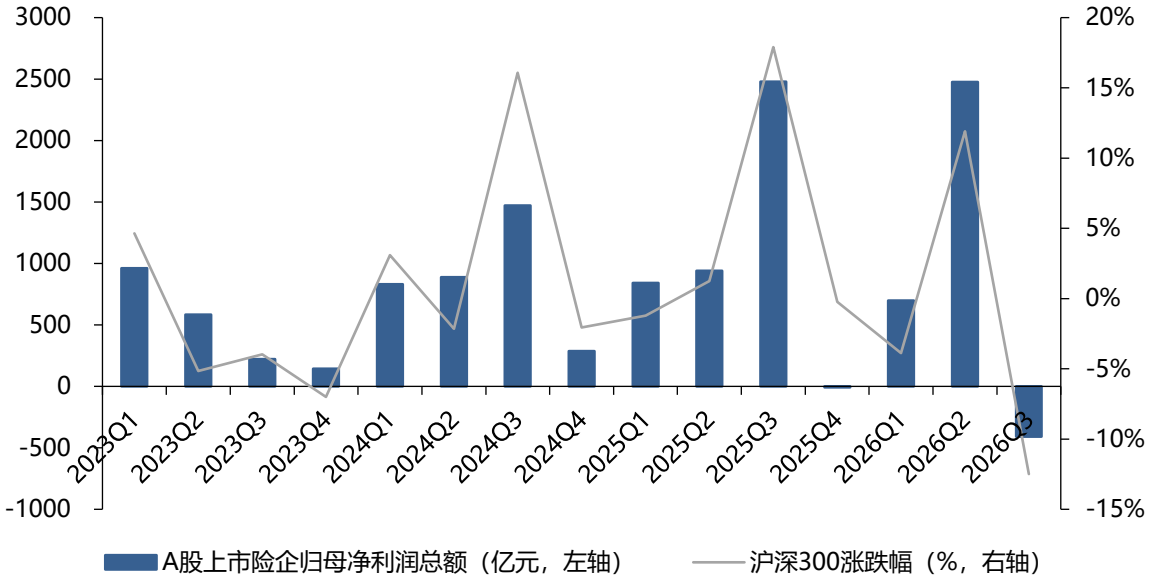
- 在利率风险管理上，负债端准备金计量的折现率基础变为实际利率，险企可采用OCI指定权将准备金波动计入权益，而资产端大部分债券需要分类为FVOCI以对冲准备金波动，FVOCI固收占比、资负久期缺口等因素都会影响最终对冲效果。

- 在权益风险管理上，新准则下股票资产面临FVTPL和FVOCI的抉择，险企需要做好利润表波动和投资收益水平的平衡。目前上市险企二级权益投资中普遍有较高比例的FVTPL投资，因此近年来归母净利润与股市表现的关联性显著加强，波动性明显提升。

图：新会计准则下资产负债匹配的要求更高



图：新会计准则下险企归母净利润与股市表现关联性加强

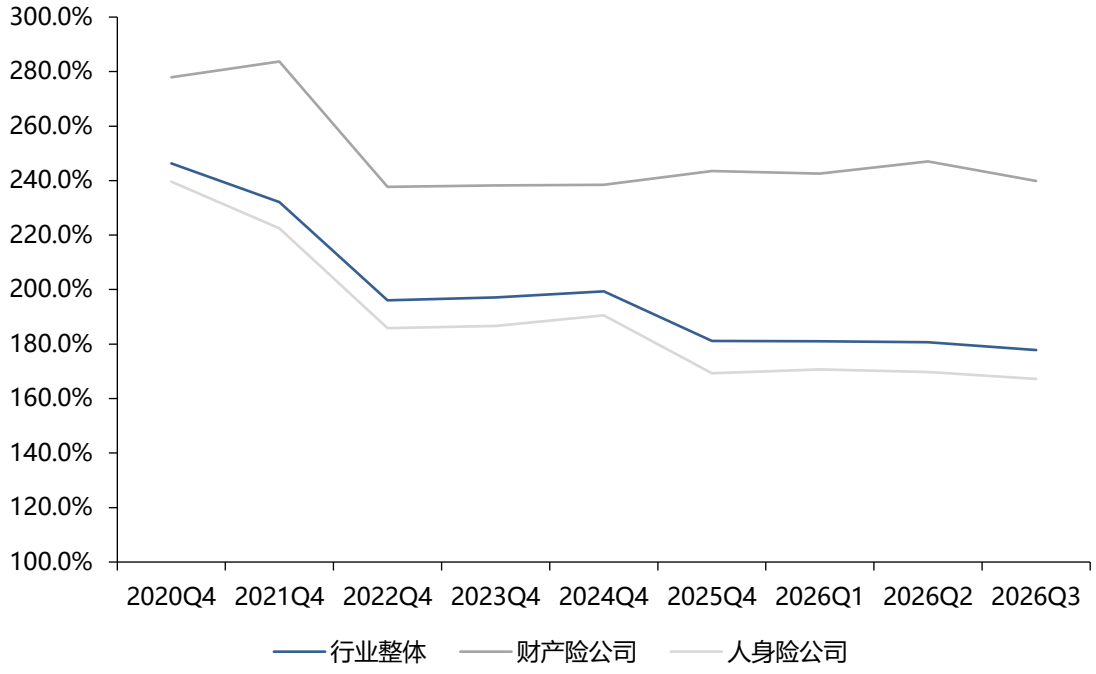


数据来源：普华永道， wind，上市险企财报，东吴证券研究所

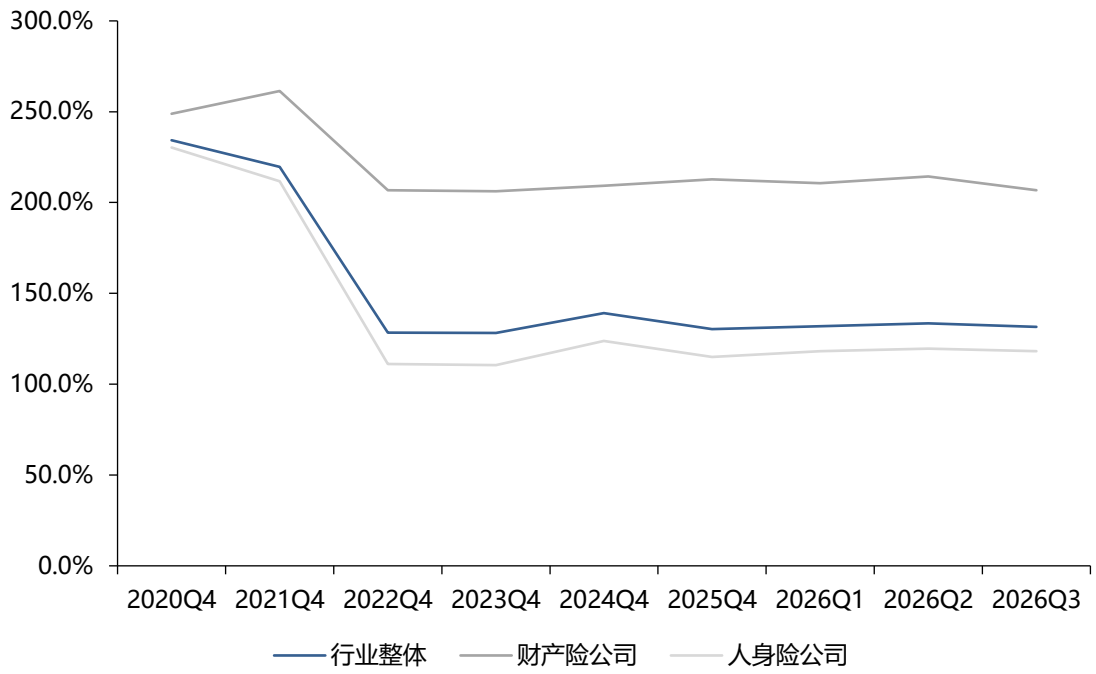
1.1.3 背景：偿付能力充足率持续承压，资负管理愈发重要

- **偿二代二期收紧监管标准，行业偿付能力充足率面临压力。**2022年偿二代二期工程实施后，由于对实际资本和最低资本认定标准更加严格，保险公司偿付能力充足率水平普遍有所下降，特别是寿险公司核心资本充足率水平降幅明显，此后险企陆续通过注资、发债等方式补充资本。2025年由于权益持仓提升、国内利率回升等变化，保险公司偿付能力再次下降。截至2026Q3末，人身险公司综合、核心偿付能力充足率分别为167%、118%。目前行业整体偿付能力水平仍然明显高于监管要求，但是大型公司和中小公司差别较大，部分中小公司已经面临比较突出的资本压力，在这一背景下加强资负管理也有助于改善偿付能力承压的问题。

图：保险公司综合偿付能力充足率走势



图：保险公司核心偿付能力充足率走势



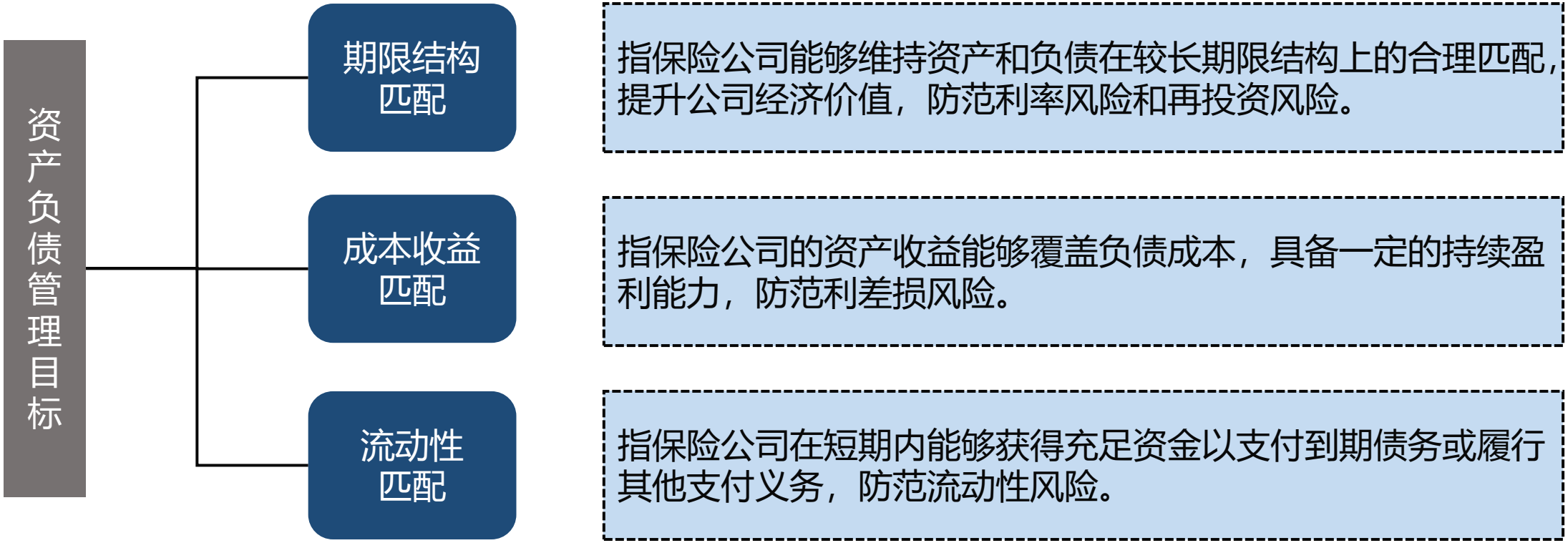
数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2. 资负管理新规落地，险企经营管理进入新时代

2.1 什么是保险公司的资产负债管理?

- **资产负债管理是指保险公司根据公司发展战略、经营目标和风险偏好，制定、执行、评估和调整资产负债相关的政策和程序，维持资产与负债的合理匹配，降低资产负债错配风险。**
- **保险公司资产负债管理目标包括期限结构匹配、成本收益匹配、流动性匹配等。**

图：保险公司的资产负债管理目标

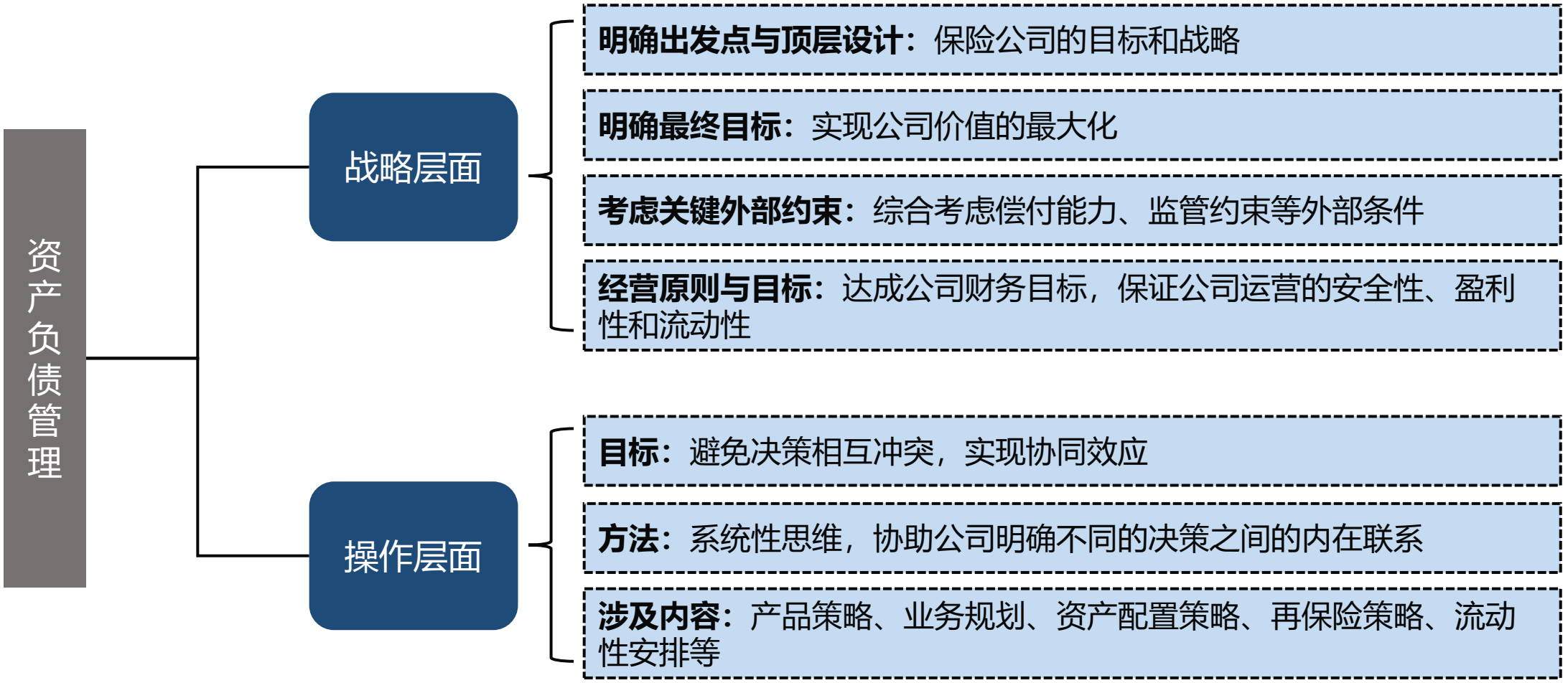


数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.1 什么是保险公司的资产负债管理?

- **资产负债管理可以帮助公司管理层同时从不同的角度考虑问题、评估风险，给予以往所没有的洞察力，使之能更好地平衡规模、效益和风险的关系。**

图：保险公司资产负债管理的关键要点



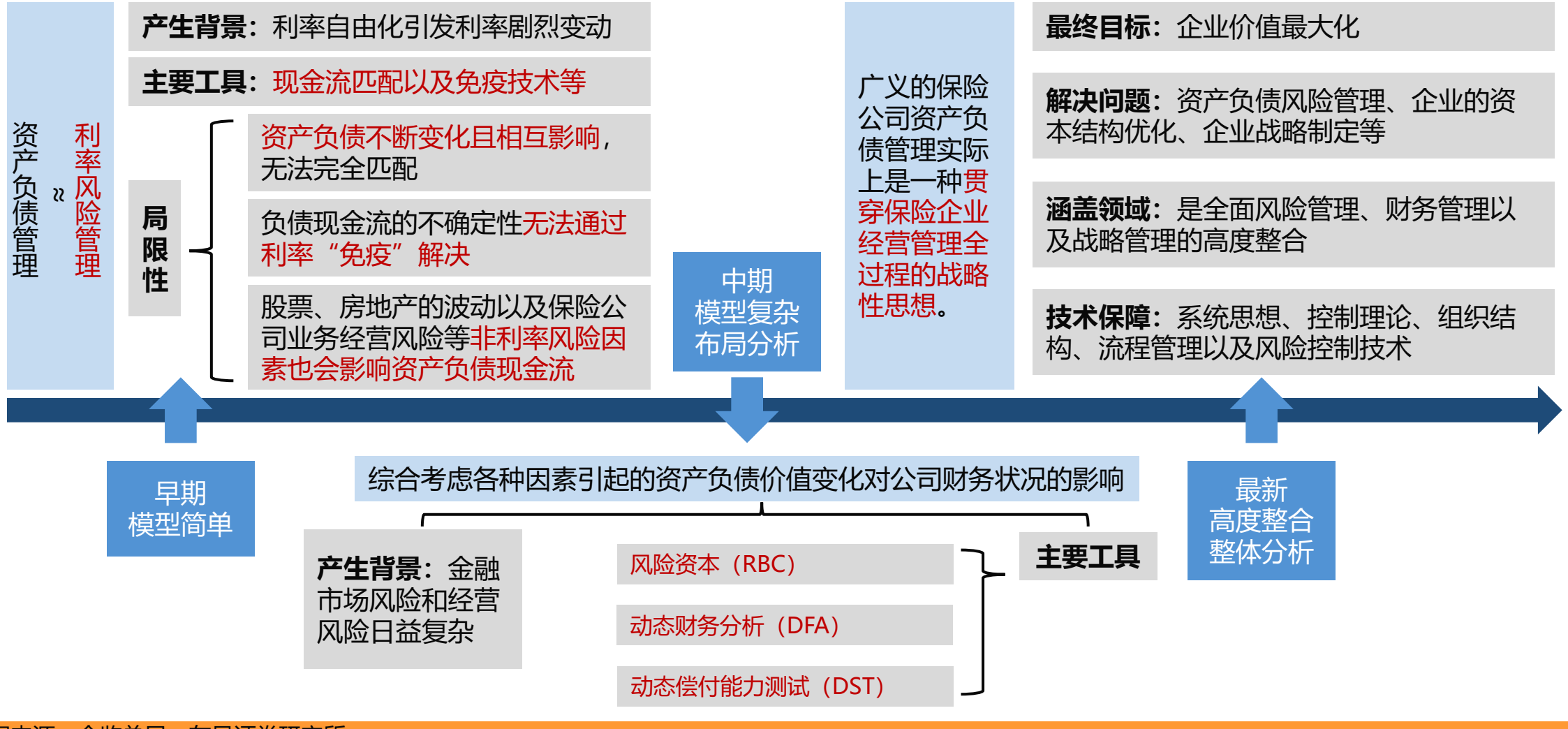
数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.1 什么是保险公司的资产负债管理?

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

➢ **保险业对资产负债管理的认识走过了一个从简单到复杂、从局部到整体的过程。**

图：保险公司资产负债管理体系演进



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.1 什么是保险公司的资产负债管理?

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

图：保险公司资产负债管理方法的历史变化

	70年代	80年代		90年代	90年代末	00年代	现在
方法	贡献法	免疫法	应急免疫法	盈余最优化	动态财务分析法	负债驱动法	全面风险管理
框架	100% HTM债券	久期匹配	组合保险	通过增加盈余来防范风险	量化模型	负债的性质决定资产配置	整体层面的战略决策框架
优点	• 可预测现金流 • 降低整体风险 • 被动管理	• 降低利率敏感性 • 最小化盈余波动	• 允许产生α • 在给定的触发点进行免疫来限制下行风险	• 可投资资产范围扩大 • 允许冒险投资	• 模拟不确定环境下的长期表现 • 增强风险可视化与决策透明度	• 公司利润主要来源于承保利润，投资端关注降低风险和保持流动性，公司风险可控	• 提高优化能力 • 最小化监管资本要求 • 考虑经济和会计视角
问题	• 难以构造 • 需要精确的负债现金流 • 未考虑现值 • 利率敏感性高	• 忽略赎回风险 • MBS固有问题	• 需要主动管理 • 难以实施	• 未说明负债变动因素	• 计算复杂 • 依赖情景和数据	• 有些负债无法匹配 • 管理复杂 • 忽略会计不匹配对损益的影响	• 管理最为复杂 • 需要数据支持

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.1 什么是保险公司的资产负债管理?

表：不同类型金融机构的负债与资产特点

金融机构	资产布局	负债特性	约束条件	资产配置策略
公募基金	二级市场为主	无刚兑要求； 流动性要求高	没有资本金约束	追求相对收益，超越业绩基准； 市场较为单一，风险分散较弱
银行理财	种类多 布局宽	有兑付压力； 有渠道优势； 资产久期短	没有资本金约束	考核短期收益； 有一定的错配风险
社保基金	种类多 布局宽	暂无支付要求； 无流动性要求	只需考虑资产端的风险与收益	AO策略：多市场、多策略、多元化； 充分委托、市场竞争
人身保险公司	种类多 布局宽	有独立、稳定资金来源； 资产负债联动性强； 负债久期长； 有负债成本	需综合考虑负债特性、偿付能力要求等多种因素	ALM策略：以固收资产为主；免疫； 与负债端双向联动；分账户管理
财产保险公司	种类多 布局宽	负债久期短； 部分业务有长尾特征； 赔付金额和时间不确定； 注重承保盈利	需综合考虑偿付能力要求、流动性等多种因素	ALM策略：考虑承保周期；流动性要求高；利率敏感性弱；可适当增配权益资产
养老金公司	种类多 布局宽	根据不同产品特征（DB/DC），支付目标不同	根据产品特征决定	ALM策略/AO策略

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.2 资负管理新规落地，险企进入资负匹配管理新时代

➢ **我国保险业资产负债管理的监管体系经历了从无到有、从定性到定量、从引导到强制的发展历程，分别经历了萌芽期（2008-2017年）、形成期（2018-2023年）和深化期（2024年至今）三个阶段。2026年8月21日，金监总局正式发布《保险公司资产负债管理办法》（以下简称《办法》），标志着保险业进入资负管理规范化监管的新时代。**

图：保险业资产负债管理监管体系变迁

萌芽期（2008-2017年）

- 以《保险公司偿付能力管理规定》（偿一代）和《保险资金运用管理暂行办法》为代表，初步体现了资产负债匹配的理念，但缺乏系统性、可操作的量化要求。

形成期（2018-2023年）

- 2018年，原保监会发布《保险资产负债管理监管规则（1-5号）》，从量化评估和能力评估两个维度提出监管要求。
- 2019年，《保险资产负债管理监管暂行办法》发布，形成"1个办法+5项规则"的制度体系，标志着资产负债管理从"软约束"走向"软硬兼施"。

深化期（2024年至今）

- 2024年，保险业新"国十条"明确提出"强化资产负债联动监管"。
- 2025年12月，《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》发布，首次以部门规章形式确立了资产负债管理的制度框架，从治理体系、量化指标、全流程管理三个维度重构监管逻辑。

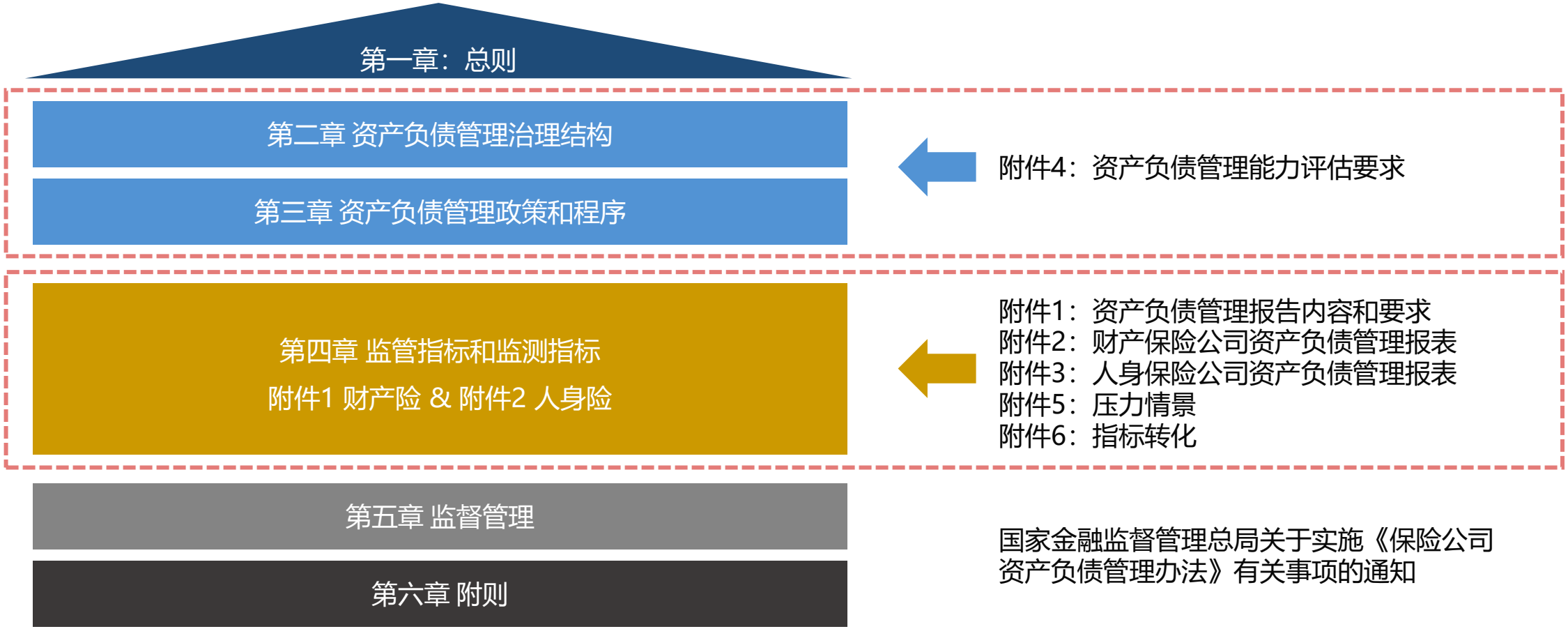
数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.3 资负管理新规主要内容

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **《保险公司资产负债管理办法》共六章，包括总则、资产负债管理治理结构、资产负债管理政策和程序、监管指标和监测指标、监督管理及附则部分，同时提供了一系列附件文件，对监管及监测指标计算口径、资产负债管理报表填报及能力评估要求进行明确和细化。**

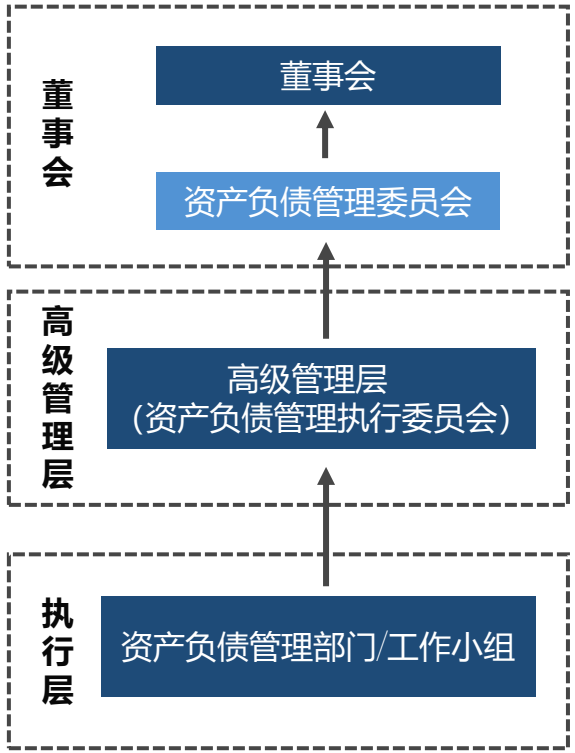
图：《保险公司资产负债管理办法》内容框架



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.3.1 治理结构：三层架构设计实现清晰权责分配

- **治理结构包括三个层次：董事会及资产负债管理委员会、高级管理层及下设的资产负债管理委员会、资产负债工作小组及资产负债管理部门，**新规对不同层级主体的权责分配进行了明确规定，保证资负管理工作的有效推进。
- **监管层级升格，强化集团公司的督导角色：**要求保险集团（控股）公司应当督促各保险机构子公司加强资产负债联动管理，有效识别、计量、监测和控制保险集团总体风险状况。



表：保险公司资产负债管理治理结构权责分配梳理

类别	工作职责	董事会	董事会专委会	高级管理层（执委会）
目标和战略	资产负债管理总体目标和战略	审批	审议	-
制度和机制	资产负债管理相关制度	审批或授权	审议/根据授权审批	审议/根据授权审定
	资产负债管理政策和程序	-	-	制定/评估/监督执行
负债端	业务规划	审批	-	制定/组织实施
	重大影响的产品	审批	-	审议
	特定情形的分红水平必要性、合理性、可持续性	-	审定	-
	分红和万能结算政策	-	-	审议/审批
资产端	战略配置规划/年度配置计划	审批	-	制定/组织实施
	资产战略配置调整方案	审批或授权	审议/根据授权审批	制定/组织实施
报告	资产负债管理定期报告、管控错配风险	审批年度报告	-	季度汇报/每年汇报
考核	资产负债管理绩效考核体系	审批	-	建立

数据来源：金监总局，安永咨询，东吴证券研究所

2.3.1 治理结构：三层架构设计实现清晰权责分配

- **资产负债管理职能的独立性得到加强：**《办法》在多处强调了资产负债管理相关职能的独立性要求：①资产负债管理部门的独立履职不受业务和投资管理部门的干预（第十条）；②资产配置风险管理与合规职责的专业人员，使之独立于资产配置政策的执行人员（第二十条）；③保证内部审计部门应当至少每年审查和评价一次资产负债管理的充分性和有效性（第十三条）；④公司资产负债基本情况和匹配情况应当经独立三方审核机构核验（第三十六条）。
- 此外，在治理结构上还提出了其他要求：**①绩效考核（指挥棒）：**建立考核体系+指标传导与限额管理+设定业绩基准+考核。**②内部审计（监督）：**年度审查→董事会→整改跟踪。**③信息系统管理（支撑）：**系统/模型内控+假设管理+数据管理。

董事会负最终责任

董事会职责从周期性审批转向持续动态监督，新增要求“关注资产负债匹配状况，了解资产负债错配风险水平、管理状况及其重大变化”。董事会应当设立资产负债管理委员会。

高级管理层直接领导

高级管理层需设立资产负债管理执行委员会，委员至少包含分管产品、精算、投资、风险管理等职能的公司级负责人。管理层职责从侧重组织执行扩展为负责全方位体系建设与日常管控。

设置或指定独立资负管理部门

这是新规的最大变化之一。该部门“履职应当保持独立性，不受保险业务和投资管理部门干预”，从根本上解决了资负管理受业务部门掣肘的问题。

职能部门协同机制

要求设置资产负债管理工作小组，至少每季度召开会议，确保跨部门协作制度化、常态化。

填补集团层面角色空白

在保险集团层面，《办法》填补了集团层面的角色空白，明确保险集团需统筹集团整体资产负债匹配性，督促子公司联动管理，识别集团总体风险。

数据来源：金监总局，安永咨询，东吴证券研究所

2.3.2 政策程序：从产品开发到资产配置的全面协同

➢ **政策和程序由总领条目和十二条明细条目构成，要求公司根据自身的业务性质、规模、复杂程度和风险特征，制定资产负债管理政策和程序。**

图：资负新规进一步完善资负管理的政策和程序



1、推动解决资负“两张皮”问题：开展资产和负债分析，制定资产负债管理方案；

2、强化业务规划和产品开发管理：提出“产品组合管理”要求，资产负债管理前置到产品开发与业务规划阶段，优化产品业务结构；设定合理的内部标准，制定并及时调整产品开发计划和销售策略;至少按季度追踪业务规划达成情况；

3、强化定价管理与业务端重大事项管理：财产险公司优化定价模型、方法和工具；人身险公司建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制;评估产品结构、销售渠道和费用政策、退保、赔付发生重大变化或偏差对资负匹配影响；

4、明确资产配置政策制定依据：制定分账户资产配置政策时应根据保险业务负债特性并综合考虑公司风险偏好和风险限额、资产负债匹配要求、长期预期收益和偿付能力管理等目标；资产配置风险管理与合规职责应独立于资产配置政策执行人员；

5、强化压力测试要求：对风险因素(资产端+负债端+资本端)、情景设定(冲击类型x压力程度x测试期限)、测试方法(压力测试+反向压力测试)、结果运用(事前影响决策+及时发现风险，提出应对方案，定期纳入报告)提出了明确要求；

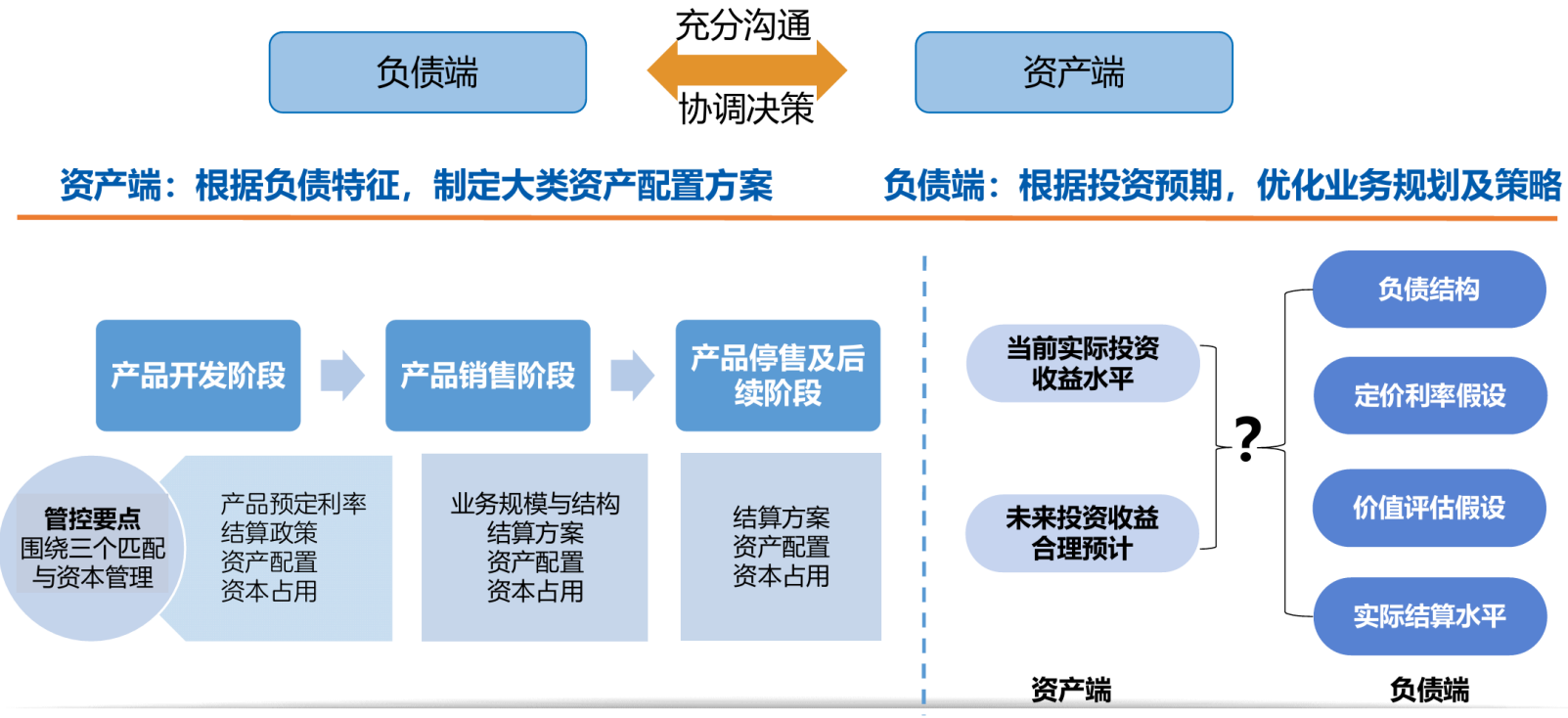
6、丰富回溯分析内容：在原有保费收入和收益率偏差分析之外，增加负债保证成本率及负债资金成本率偏差分析，以及资产负债管理目标达成情况分析。

2.3.2 政策程序：从产品开发到资产配置的全面协同

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **资产负债管理需要保险公司各部门彼此协同，实现从产品开发到资产配置的全流程管理。**1）资负管理涉及产品精算、销售渠道、投资管理、风险管理和财务等多部门，必须明确各部门职责分工，通过定期会议、不定期沟通等机制实现信息共享和协调决策。2）保险产品是资负管理的基础和原点，一方面资产配置政策的基础是保险业务负债特性，各类账户预期收益目标和风险指标的差异直接影响资产配置策略；另一方面，根据资产端形势变化和资负匹配要求，合理制定和及时调整业务规划和产品开发计划，是实现有效管理的核心。

图：“以产品为原点”的资产负债管理机制

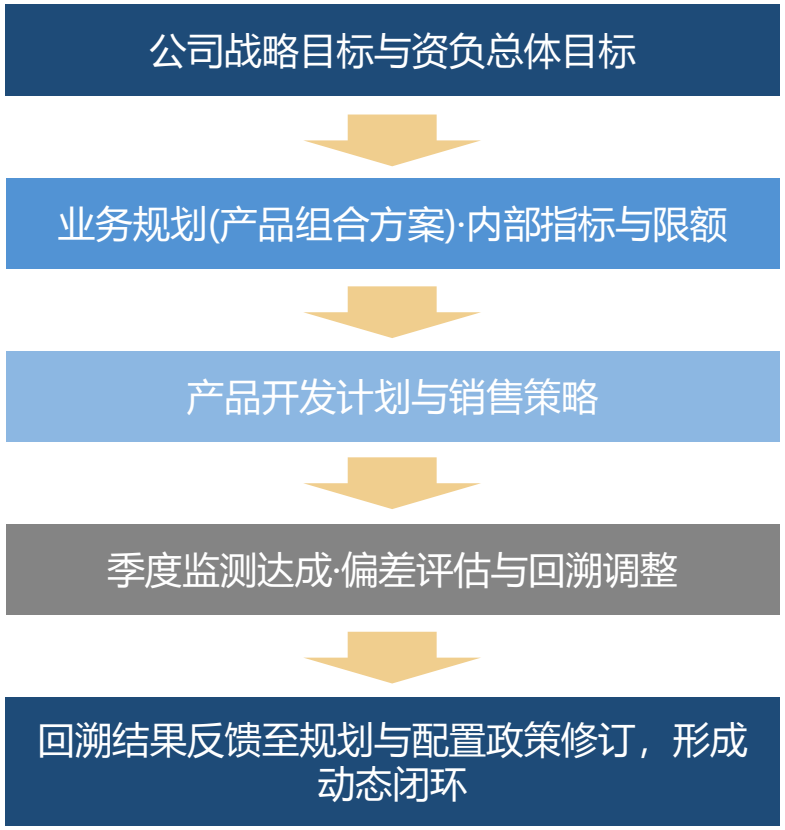


数据来源：中国太保2025年开放日材料，东吴证券研究所

2.3.2 政策程序：从产品开发到资产配置的全面协同

- **资负管理关口前移。**从“先卖后配”转向“规划先行、资负联动”，资产负债管理前置到产品开发与业务规划阶段，考虑不同情景下对核心经营指标的影响，避免核心经营指标非预期变化。

图：自上而下的业务规划传导链条



表：《办法》与能力评估规则中业务规划与产品管理相关要求汇总

规则条目	环节	主要内容
《办法》第八条 能力评估第2条	治理决策	董事会审批业务规划及对资负匹配造成重大影响的产品，产品决策升维为战略级事项
《办法》第十五条	联动机制	资负政策与程序须协调职能部门在业务规划、产品开发和定价、业务管理中加强资负联动管理
《办法》第十六条 能力评估第10条	资负方案	结合业务规划与资产配置政策分别预测资产、负债现金流，设置指标预警值和风险限额
《办法》第十七条 能力评估第11条	业务规划	按市场需求、资产端形势与资负匹配要求制定并及时调整业务规划和产品开发计划;设定新业务价值率、久期、新业务最低要求回报率等内部标准，指导产品开发计划和销售策略;至少按季度追踪达成情况
《办法》第十八条 能力评估第12条	产品定价	负债成本动态评估监控，预定利率与市场利率挂钩并动态调整；财险建立费率定期回溯和动态调整机制
能力评估第4条	产品组合	业务规划最终形成产品组合方案：测算不同产品业务方案在不同情景下对净利润净资产、偿付能力充足率、保险合同服务边际等核心经营指标的影响
《办法》第十九条 能力评估第13条	偏差管理	至少每季度评估产品结构、渠道、费用政策重大变化及退保赔付偏差对资负匹配状况的影响
《办法》第二十七条 能力评估第21条	动态调整	跟踪匹配指标与影响因素变化，及时评估调整业务规划、产品开发计划与销售策略，并履行审批程序

数据来源：金监总局，安永咨询，东吴证券研究所

2.3.2 政策程序：从产品开发到资产配置的全面协同

➢ **业务规划的编制逻辑重构。**当前保险公司业务规划将由过去的以自下而上为主转向自下而上与自上而下相结合的模式，业务销售策略不再单纯考虑市场需求，而是结合自身资负管理目标进行动态化管理。

图：保险公司业务规划范式转型

【过去】自下而上为主，单纯市场需求驱动

- 以市场需求、渠道业务需求为主导确定业务规划
- 以保费规模、NBV、市场份额等销售端KPI为牵引
- 资产配置在业务规划确定之后被动适配——“先卖后配”
- 资负约束仅在事后校验，错配风险在产品售出后就不断累积

“资产端用组合管理思维，负债端用单品销售思维”存在管理思路上的系统性错配

【现在】“自下而上”和“自上而下”相结合

- **自下而上|**市场环境与渠道业务需求作为基础输入
- **自上而下|**资负目标与负债约束先行：存量业务现金流、久期和负债成本约束，投资收益及分红万能结算水平的稳定性，考虑对关键经营指标的影响
- **双向校验|**多情景测算不同产品业务方案对净利润、净资产、偿付能力充足率、保险合同服务边际(人身险)的影响
- **最终输出|**形成产品组合方案开发计划和销售策略，并季度追踪评估业务计划的达成情况

表：投资组合管理与产品组合管理的经验比较

投资组合(资产端)	产品组合(负债端)
战略资产配置SAA 长期中枢比例设定	**战略产品组合配置** 产品类型的占比中枢
战术资产配置TAA 短期偏离与择时	**产品销售的战术调整** 例如根据利率环境与市场情况调整产品销售节奏
再平衡•久期管 偏离阈值触发调仓，久期管理	**结构再平衡•负债成本/久期管理** 偏离阈值触发产品切换，产品久期分层搭配
风险预算•压力测试 VaR/资本消耗分配，极端情景检验	**产品风险预算•组合压力测试** 资本消耗/利率敏感度配额，利率、退保，赔付极端情景

产品组合与资产组合管理的难点不同

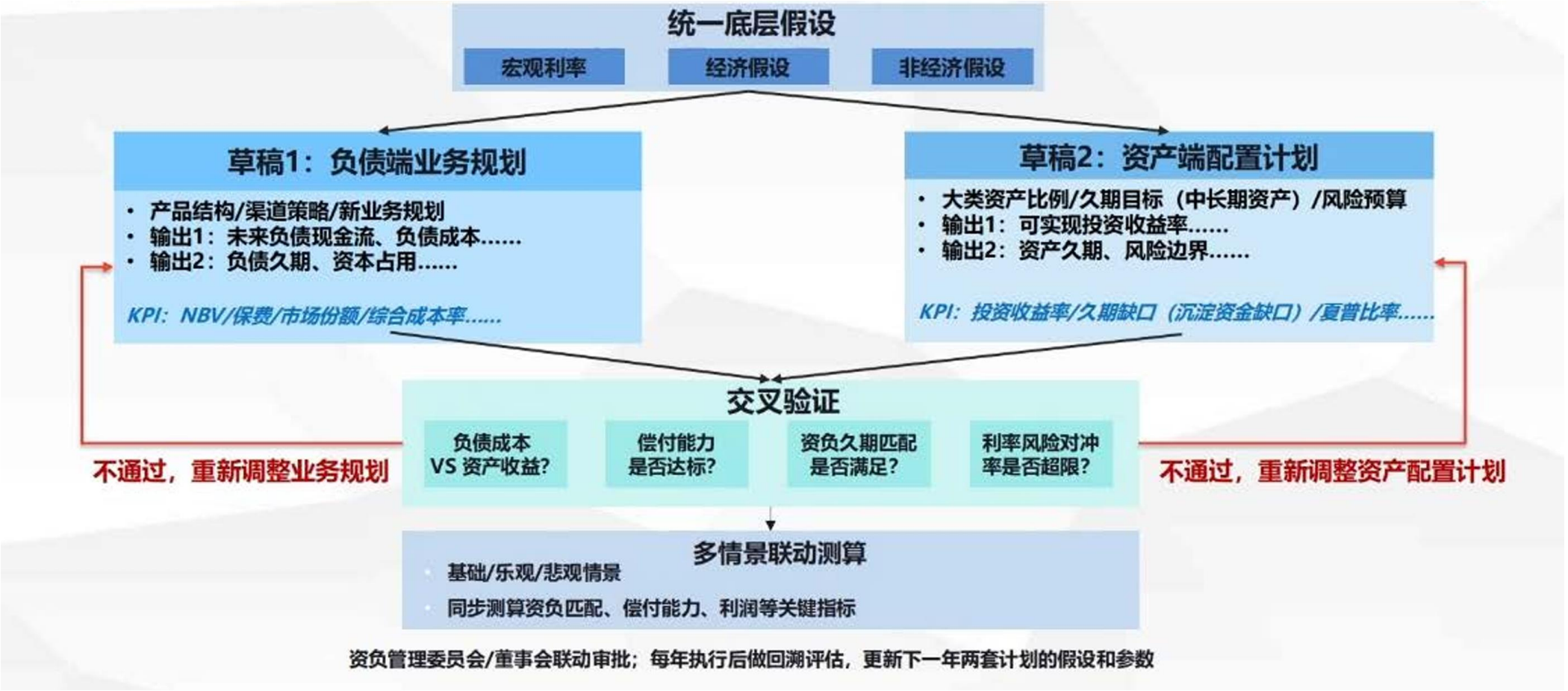
- 交易难度：投资“买”容易，产品“卖”难
- 费用性质：投资费用是成本，产品费用是“成本+收入”双面体
- 信息不对称：投资端信息优势=阿尔法，产品端机构面临逆向选择+道德风险
- 可逆性：投资可以止损，产品不能“止损”

数据来源：安永咨询，东吴证券研究所

2.3.2 政策程序：从产品开发到资产配置的全面协同

- **传统模式：**业务规划先以保费规模、新业务价值、渠道等业绩指标为主导，后资产配置计划再去被动适配负债。
- **新规要求：**在业务规划编制阶段考虑风险因素，同时引入资产端约束，业务目标必须经过资产端可行性校验。

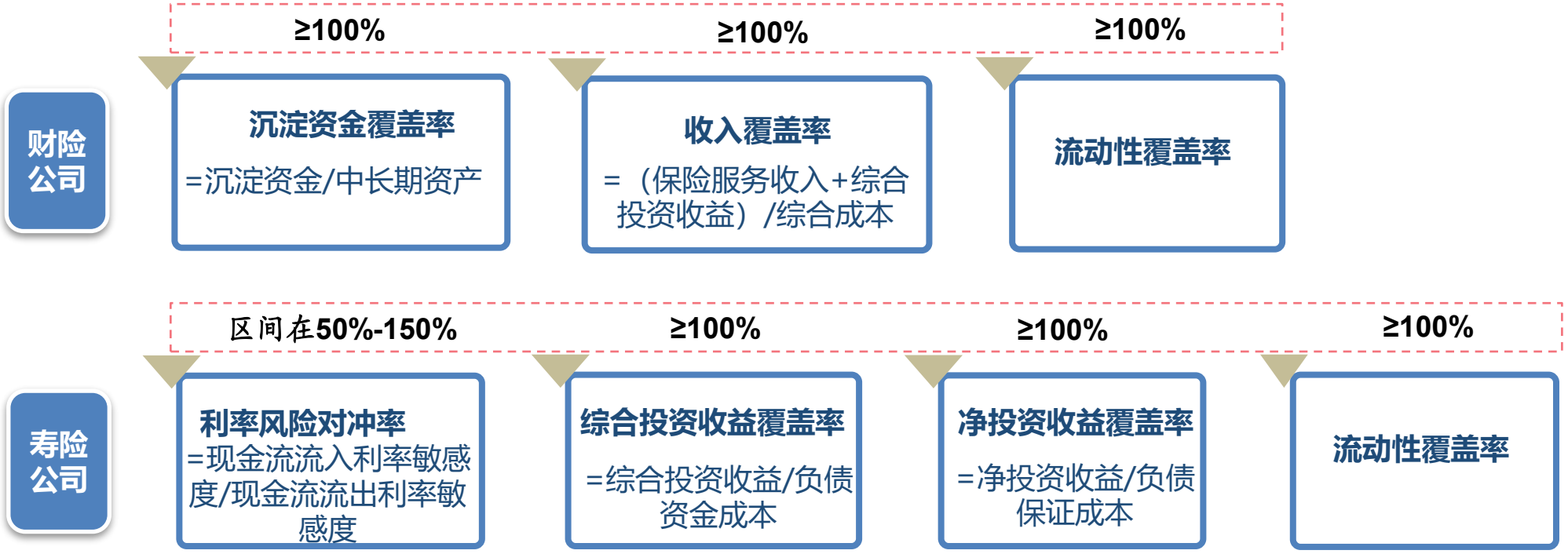
图：业务规划与资产配置计划双向对标编制流程



数据来源：金监总局，安永咨询，东吴证券研究所

2.3.3 管理指标：新设监管指标进行明确限额管理

- **此次《办法》相比既往监管规则变动最大的部分体现在量化指标部分。**新规区分财产险和人身险，分别给出了监管指标和监测指标，并明确了计算口径和阈值标准。
- **新规下包含监管指标和监测指标两类，**监管指标（财险3项、寿险4项）为本次新增，以最低标准方式进行限额管理，监测指标（财险3项、寿险7项）则大部分在现行规则中已包含，主要用于风险识别与预警。



注：对于利率风险对冲率低于50%的人身保险公司，现金流流入利率敏感度不低于5%

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.3.3 管理指标：新设监管指标进行明确限额管理

表：保险公司资产负债管理指标分类

保险公司类型	管理目标	指标名称	指标类型	监管阈值
财险公司	期限结构匹配	**沉淀资金覆盖率**	**监管指标**	**≥100%**
	成本收益匹配	**收入覆盖率(3年周期)**	**监管指标**	**≥100%**
		利差一(综合投资收益率与负债资金成本率差额)	监测指标	-
		利差二(净投资收益率与负债资金成本率差额)	监测指标	-
		宏观经济压力情景下利差一	监测指标	-
		保险业务压力情景下利差一	监测指标	-
	流动性匹配	**流动性覆盖率**	**监管指标**	**≥100%**
寿险公司	期限结构匹配	**利率风险对冲率**	**监管指标**	**50%-150%**
		有效久期缺口	监测指标	-
		基点价值变动率	监测指标	-
	成本收益匹配	**综合投资收益覆盖率(5年周期)**	**监管指标**	**≥100%**
		净投资收益覆盖率(3年周期)	**监管指标**	**≥100%**
		利差三(会计投资收益率与负债保证成本率差额)	监测指标	-
		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)	监测指标	-
		宏观经济压力情景下会计投资收益率与负债资金成本率差额	监测指标	-
		利率上行压力情景下会计投资收益率与负债资金成本率差额	监测指标	-
		利率下行压力情景下固收资产到期投资收益率与负债保证成本率差额	监测指标	-
	流动性匹配	**流动性覆盖率**	**监管指标**	**≥100%**
		流动性匹配率	监测指标	-

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.3.3 管理指标：新设监管指标进行明确限额管理

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

表：《办法》对财险公司管理指标具体口径

类型	指标	计算公式	最低监管标准
监管指标	沉淀资金覆盖率	沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产	不低于100%
	收入覆盖率	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%
	流动性覆盖率	按照国家金融监督管理总局有关流动性风险监管规则执行	不低于100%
监测指标	利差一（综合投资收益率与负债资金成本率差额）	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	-
	利差二（净投资收益率与负债资金成本率差额）	利差二=过去一年净投资收益率-过去一年负债资金成本率	
	压力情境下的利差	①宏观经济压力情景下利差一=宏观压力情景下综合投资收益率-宏观压力情景下负债资金成本率 ②保险业务压力情景下利差一=保险业务压力情景下综合投资收益率-保险业务压力情景下负债资金成本率	

表：《办法》对寿险公司管理指标具体口径

类型	指标	计算公式	最低监管标准
监管指标	利率风险对冲率	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%的人身保险公司，现金流流入利率敏感度不低于5%
	综合投资收益覆盖率	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%
	净投资收益覆盖率	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%
	流动性覆盖率	按照国家金融监督管理总局有关流动性风险监管规则执行	不低于100%

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.3.3 管理指标：新设监管指标进行明确限额管理

表： 《办法》对寿险公司管理指标具体口径（续）

类型	指标	计算公式	最低监管标准
监测指标	有效久期缺口	规模调整后的有效久期缺口=（资产现金流有效久期×资产现金流的折现值+负债现金流流入有效久期×负债现金流流入的折现值+利率类衍生品买入合约的有效久期×利率类衍生品买入合约的合约价值之和-利率类衍生品卖出合约的有效久期×利率类衍生品卖出合约的合约价值之和）÷负债现金流流出的折现值-负债现金流流出有效久期	-
	基点价值变动率	通过建立期限结构模型，评估在利率曲线平移向上、平行向下、倾斜向上、倾斜向下、扭转上升、扭转下降六种情景下，保险公司资产和负债价值的不利变动对公司实际资本的影响	
	利差三（会计投资收益率与负债保证成本率差额）	利差三=过去三年平均会计投资收益率-过去三年平均负债保证成本率×（过去三年负债平均规模÷过去三年资金运用平均净额）	
	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）	利差四=当年新增可计算现金流的固定收益类投资资产到期收益率-当年新业务负债最低要求回报率	
	压力情景下的利差	①宏观经济压力情景下会计投资收益率与负债资金成本率差额=宏观压力情景下会计投资收益率-投资资产损失率-负债资金成本率×（负债平均规模÷资金运用平均净额） ②利率上行压力情景下未来第X年会计投资收益率与负债资金成本率差额=预测会计投资收益率-预测未来第X年寿险业务负债资金成本率×（预测未来第X年度负债平均规模÷预测未来第X年度资金运用平均净额） ③利率下行压力情景下未来第X年固收资产到期投资收益率与负债保证成本率差额=预测可计算现金流的固定收益类投资资产到期收益率-预测未来第X年保证成本率×（预测未来第X年度负债平均规模÷预测未来第X年度末可计算现金流的固定收益类投资的摊余成本）	
	流动性匹配率	流动性匹配率=(负债现金流流出修正久期*负债现金流流出的折现值)/(资产现金流修正久期*资产现金流的折现值+负债现金流流入修正久期*负债现金流流入的折现值+长期股权投资的期限（取值12年）*长期股权投资的账面价值+投资性房地产的期限（取值25年）*投资性房地产的账面价值）	
	分大类账户的成本收益匹配指标和流动性匹配指标	如上	

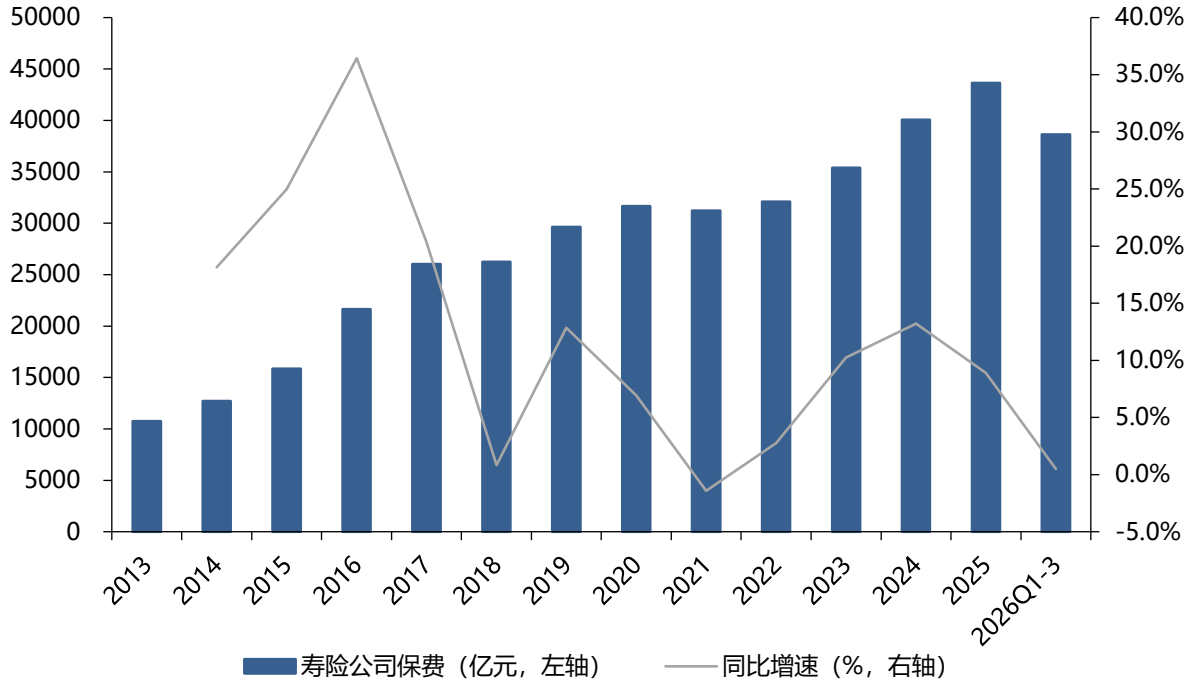
数据来源：金监总局，东吴证券研究所

3. 应对：资负并举、内外兼修、保持耐心

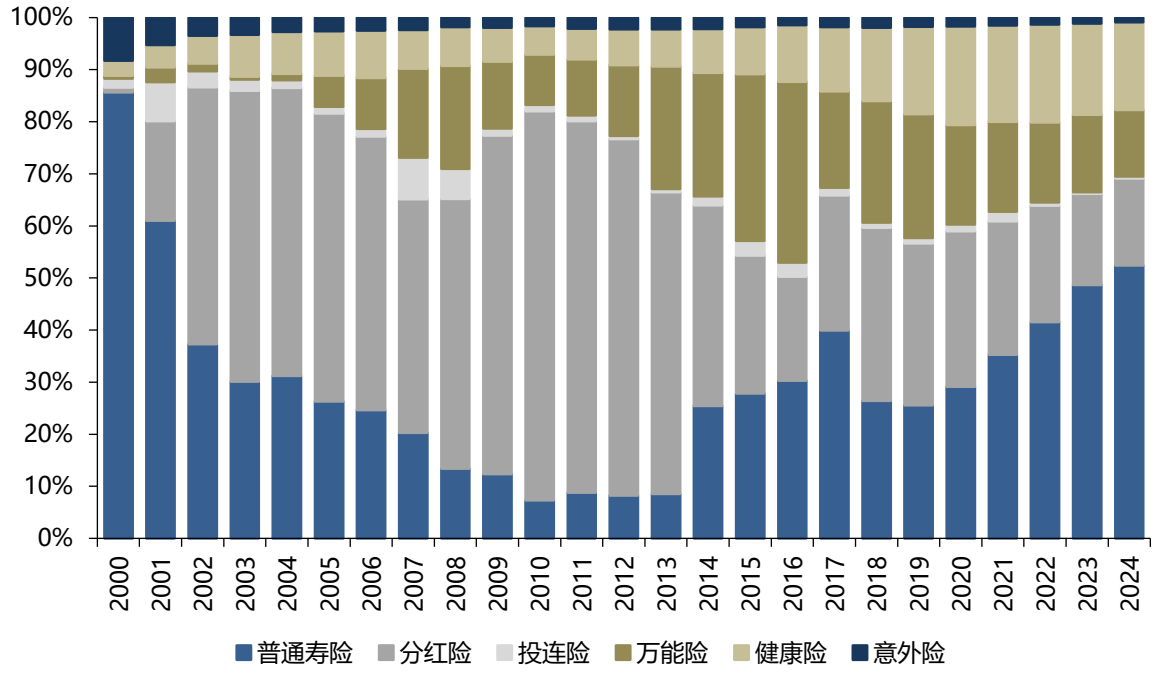
3.1 经营现状：近年来负债端保费较快增长，产品结构正在快速变化

- **近年来寿险公司原保费收入整体较快增长。**自2013年以来，寿险公司保费规模持续增长，特别是2023年起以增额终身寿为代表的长期储蓄险受到市场欢迎，带动寿险公司保费增速重回两位数台阶，2025年总保费规模已经接近4.4万亿元。2026年前三季度寿险公司保费收入为3.86万亿元，同比+0.5%，Q3短期承压主要受高基数及银保强化报行合一政策短期影响，9月已迎来增速拐点，我们对长期业务增长保持乐观预期。
- **产品结构上正在迎来分红险转型浪潮。**近二十余年来，人身险产品结构经历了较大变化，主要受到市场和政策因素的影响。自2025年以来，寿险行业正在推动分红险转型，2026年上半年行业分红险保费突破1万亿元，同比增长94.4%，占比达35.2%，为2015年以来的高点。

图：寿险公司保费规模增长情况



图：2000-2024年人身险保费收入分险种结构变化

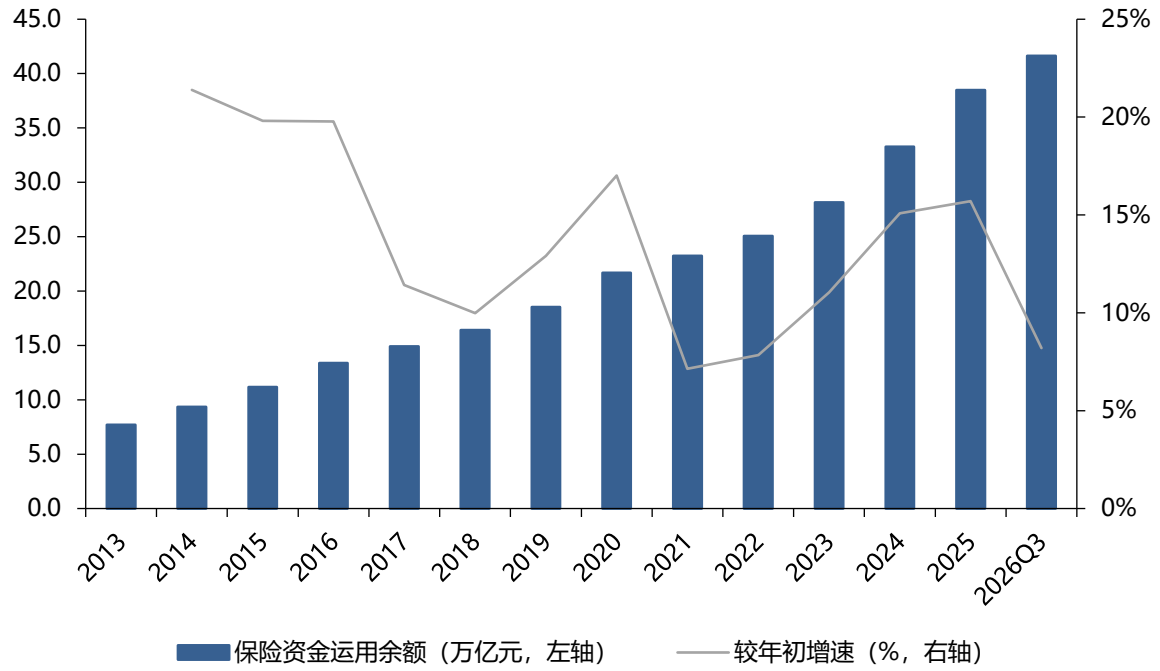


数据来源：金监总局，中国保险年鉴，东吴证券研究所

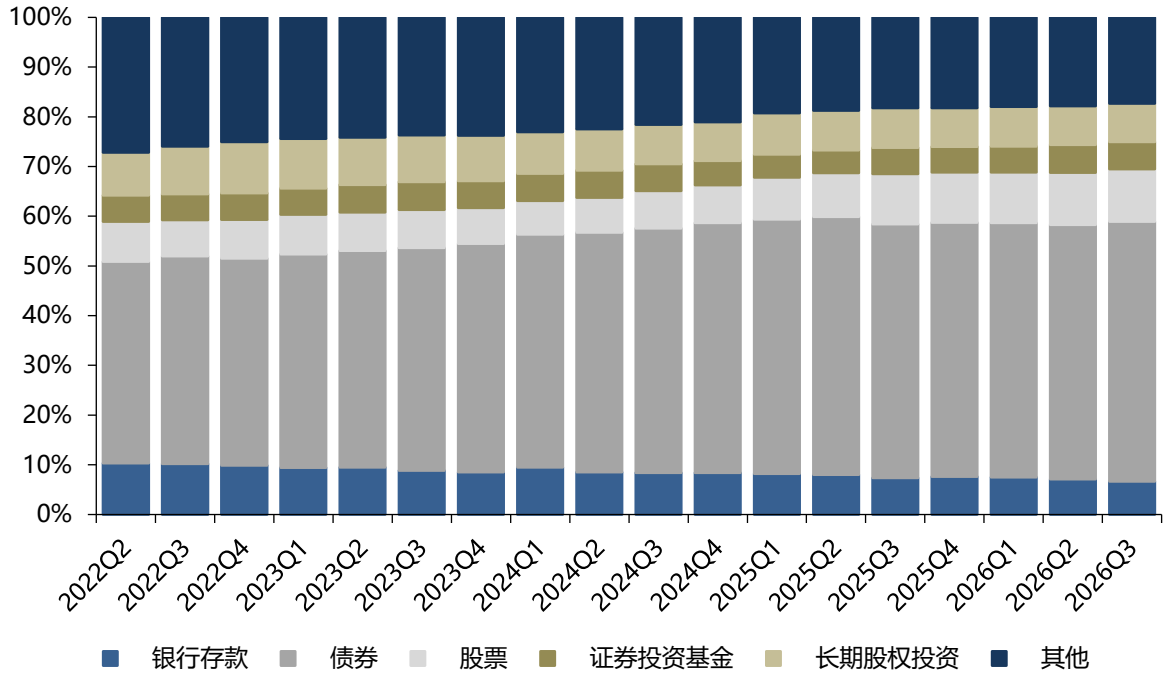
3.1 经营现状：资产端投资规模持续提升，权益投资比例已达高位

- **随着保费规模的持续增长，保险行业资金运用余额也在不断提升，且2021-2025年同比增速处于持续上升趋势。**2026Q3末保险行业资金运用余额为41.6万亿元，较年初+8.2%，其中人身险、财产险公司投资规模分别为37.7万亿元、2.6万亿元，分别占比90.5%、6.1%。
- **2022年起人身险公司持续增配债券，2025年以来权益投资比例已达高位。**①由于国内利率持续下行，以及非标资产逐步到期且供给萎缩，2022年以来人身险公司持续减配银行存款、其他投资（以非标为主），增配债券，债券配置比例在2026Q3末已达52.2%。②2025年保险公司抓住股市配置机会，叠加监管政策持续引导中长期资金入市，人身险公司对股票+基金配置比例显著提升，2026Q3末达到16.1%，已经处于历史高位水平。2026Q3在股市大幅下跌背景下，人身险公司单季增配股票投资1336亿元，显示出长期投资、价值投资、逆周期投资的风格属性。

图：2026Q3末保险资金运用余额达41.6万亿元



图：2022Q2以来人身险公司资产配置结构变化

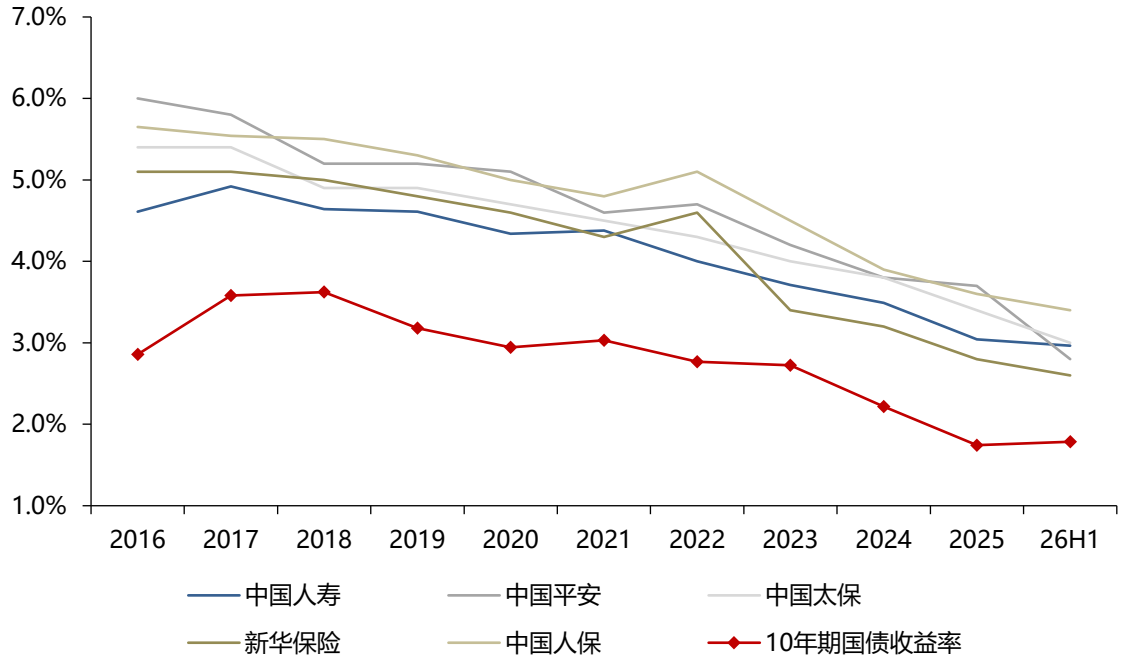


数据来源：金监总局，东吴证券研究所

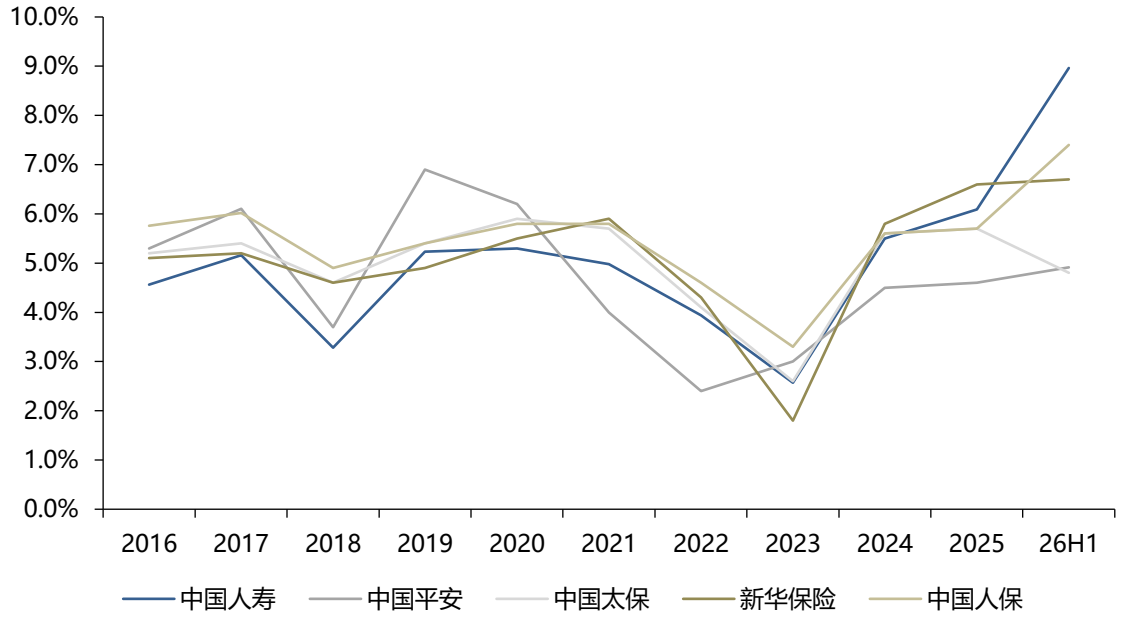
3.2 成本收益匹配：负债端和资产端并举，实现成本优化和收益提升

- **成本收益匹配是资负管理中最核心的部分，是保险公司长期盈利的基础。**一方面，目前保险行业主销产品以长期储蓄险为主，利差是盈利的主要来源。另一方面，是由于近年来利率持续下行，行业的投资收益率中枢已经面临压力。从上市险企净投资收益率数据来看，目前仍然处于明显的下降过程中，成本收益匹配的压力是最为突出的。
- **做好成本收益匹配，要从控制负债成本和稳定投资收益两个维度出发。**一方面，要重视负债成本和投资收益在总量上的对等匹配，即综合投资收益对整体负债成本的覆盖率。另一方面，要重视内部结构上，稳定投资收益对刚性负债成本的对等匹配，即净投资收益对保证成本的覆盖率。在具体的举措上，需要负债和资产两端并举，持续优化负债成本，稳定投资收益率。

图：上市险企净投资收益率伴随利率下行而下降



图：上市险企总投资收益率走势

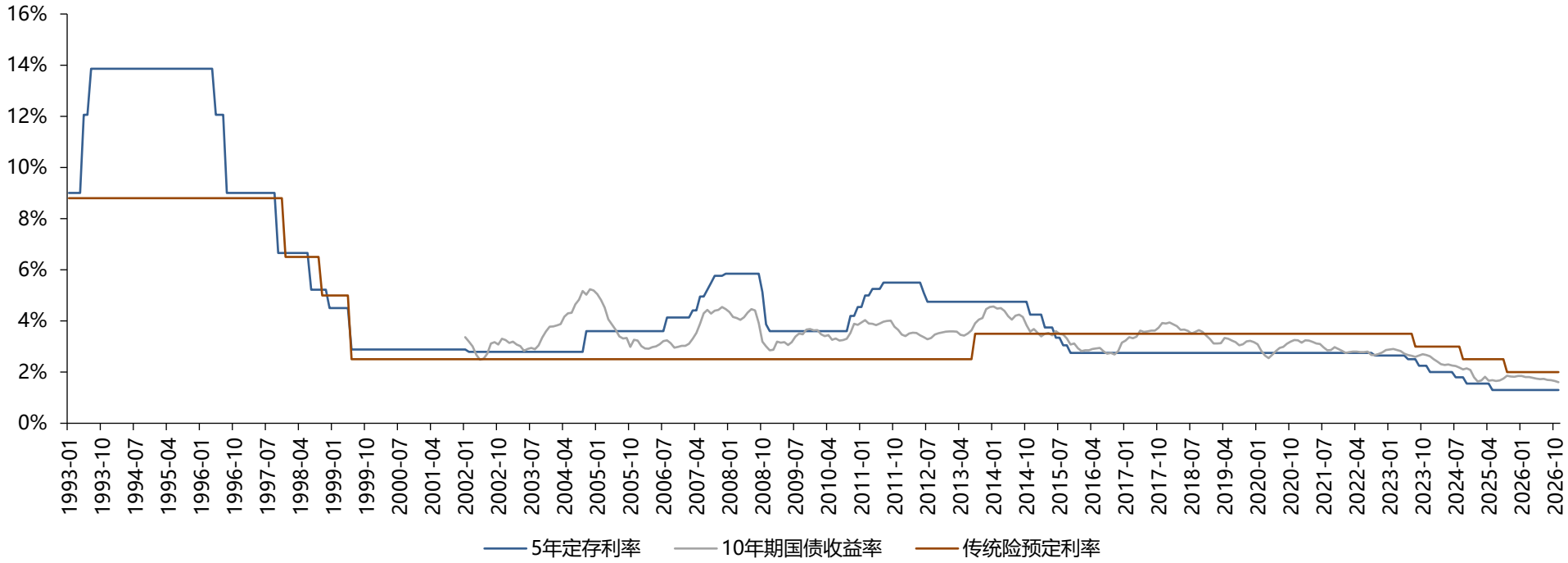


数据来源：上市险企财报，wind，东吴证券研究所。注：2026H1投资收益率数据为简单年化后结果

3.2.1 刚性成本：预定利率动态调整+分红险转型

- **预定利率连续三年下调，降低新增业务负债成本。**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，分别较此前水平下调0.5/0.5/1.0pct。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，全面下调0.5pct。3）2025年9月1日起，传统/分红/万能险预定利率分别下调至2.0%/1.75%/1.0%，本次传统险、万能险调整幅度为50bps，分红险调整幅度为25bps，是预定利率动态调整机制落地后的首次调整，也是近三年来的唯一一次非对称下调，意在引导险企推动分红险销售转型。

图：人身险产品预定利率与宏观利率走势对比

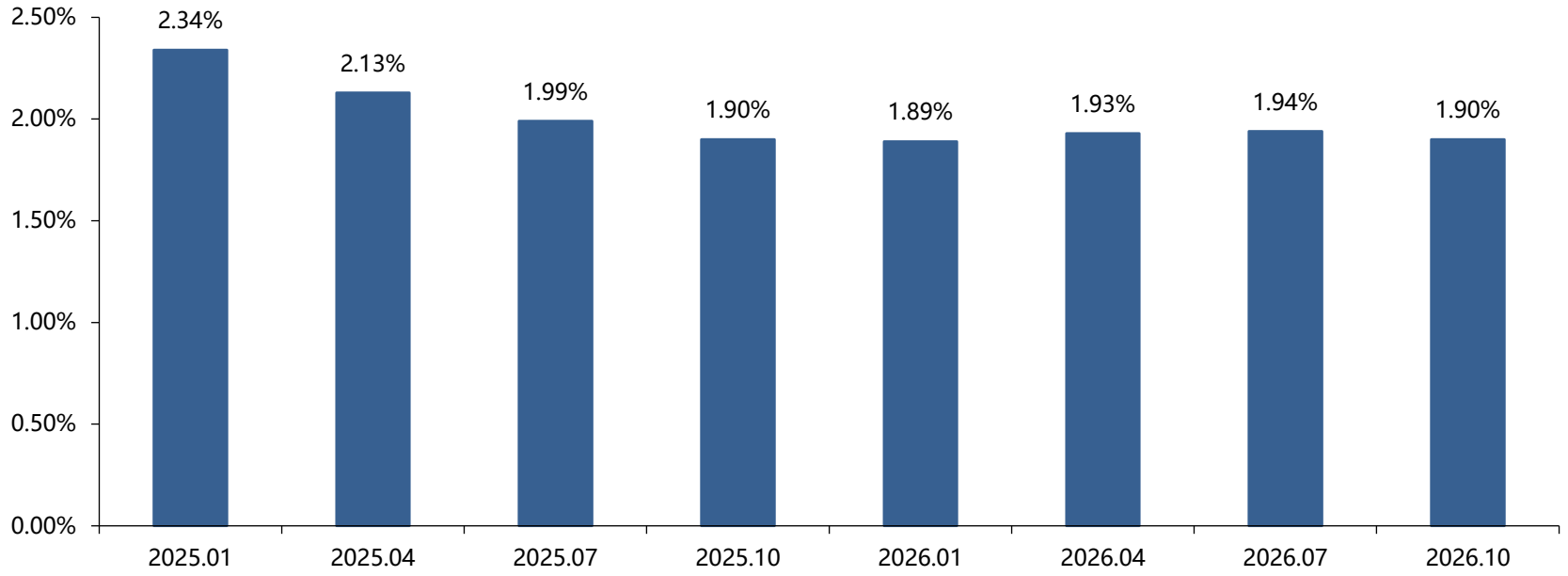


数据来源：金监总局，wind，东吴证券研究所

3.2.1 刚性成本：预定利率动态调整+分红险转型

- **预定利率动态调整机制为行业负债成本优化提供了制度基础。**海外发达寿险市场在经历低利率冲击后，普遍建立了预定利率挂钩宏观利率的动态调整机制，2025年1月，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，由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。
- **2026年预定利率研究值平稳，年内不再调整预定利率。**自预定利率动态调整机制建立以来，中保协已经连续发布8次传统险预定利率研究值，2026年最新发布三期研究值保持平稳，Q1-Q3研究值分别为1.93%、1.94%和1.90%，目前三期预定利率研究值均与实际执行值差距在25个基点以内，不构成调整条件，2026年年内不再调整预定利率上限。

图：人身险产品预定利率研究值走势

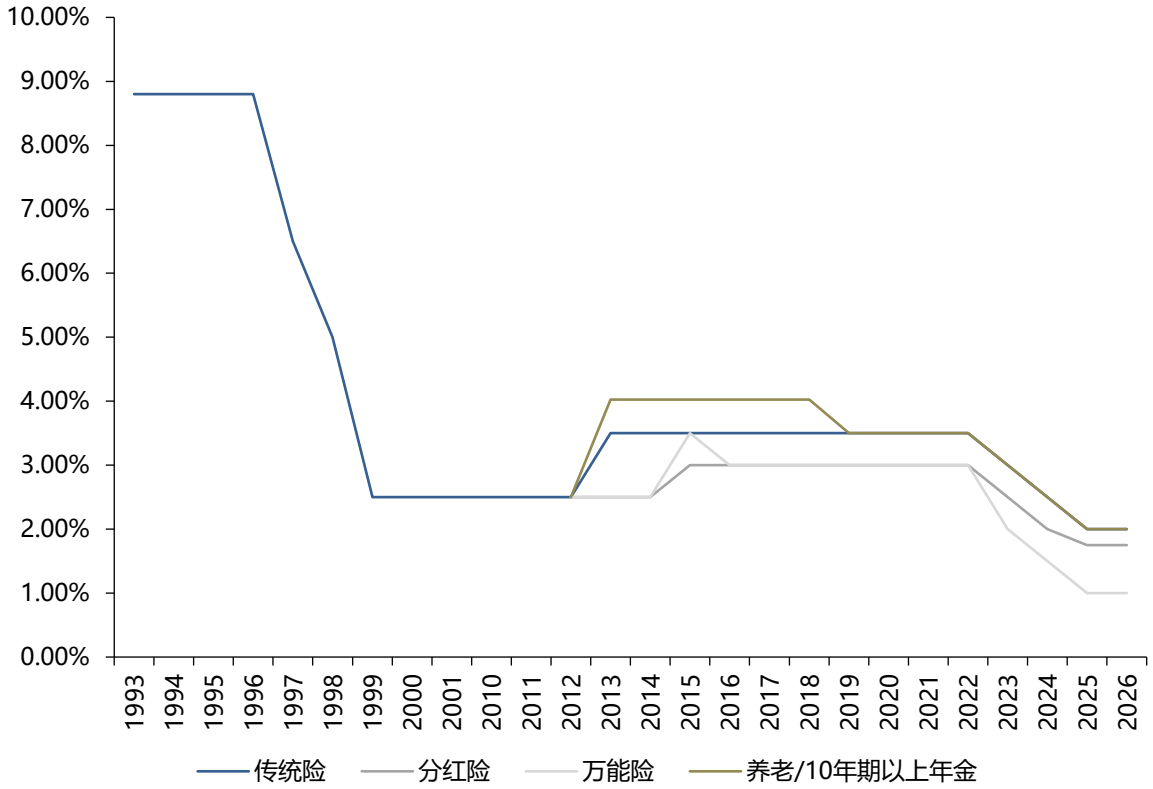


数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

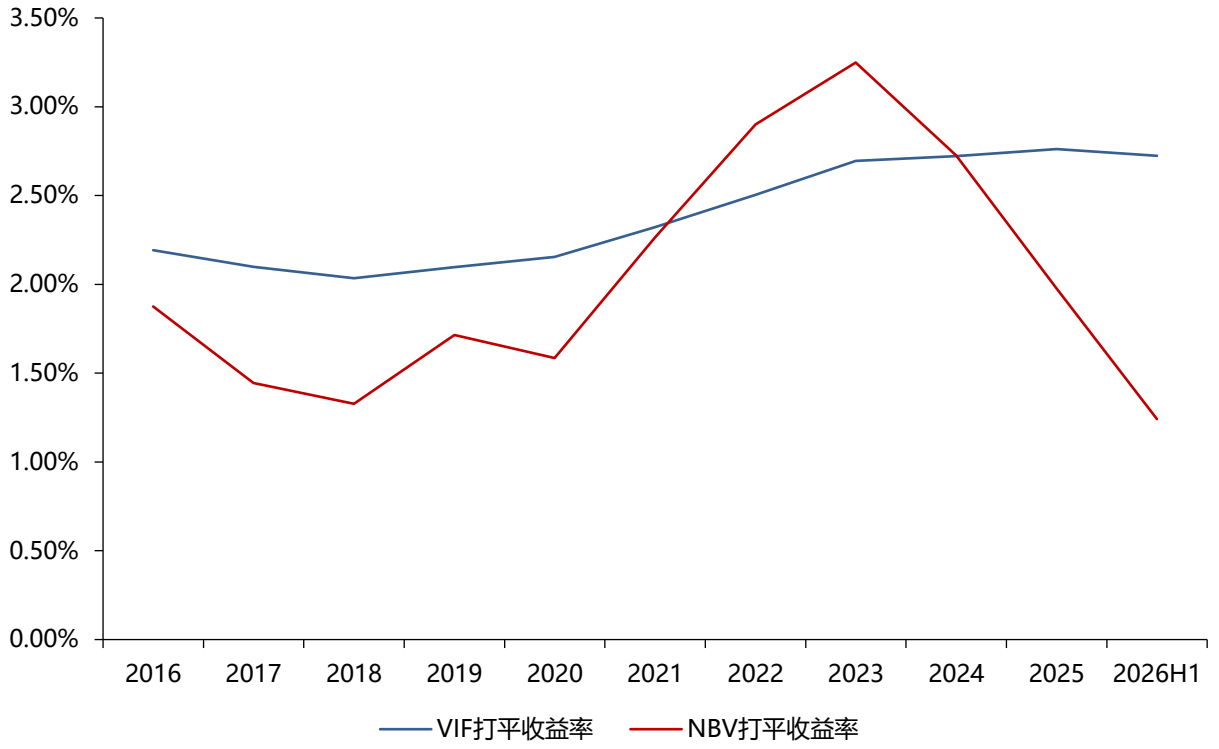
3.2.1 刚性成本：预定利率动态调整+分红险转型

- **目前传统险/分红险/万能险预定利率上限分别为2.0%/1.75%/1.0%，分红、万能产品具有刚性成本更低的优势。**2025年以来保险行业开始大力推动分红险等浮动收益型产品销售，以降低刚性负债成本水平，缓解长期利差损压力。 2026年上半年行业分红险保费突破1万亿元，同比增长94.4%，占比达35.2%，为2015年以来的高点，产品结构的变化也带动新增负债整体刚性成本的进一步下降。可以看到，自2024年以来，上市险企平均NBV打平收益率明显下降，降幅显著好于VIF表现。

图：不同人身险产品预定利率上限对比



图：2024-2025上市险企平均NBV打平收益率明显下降

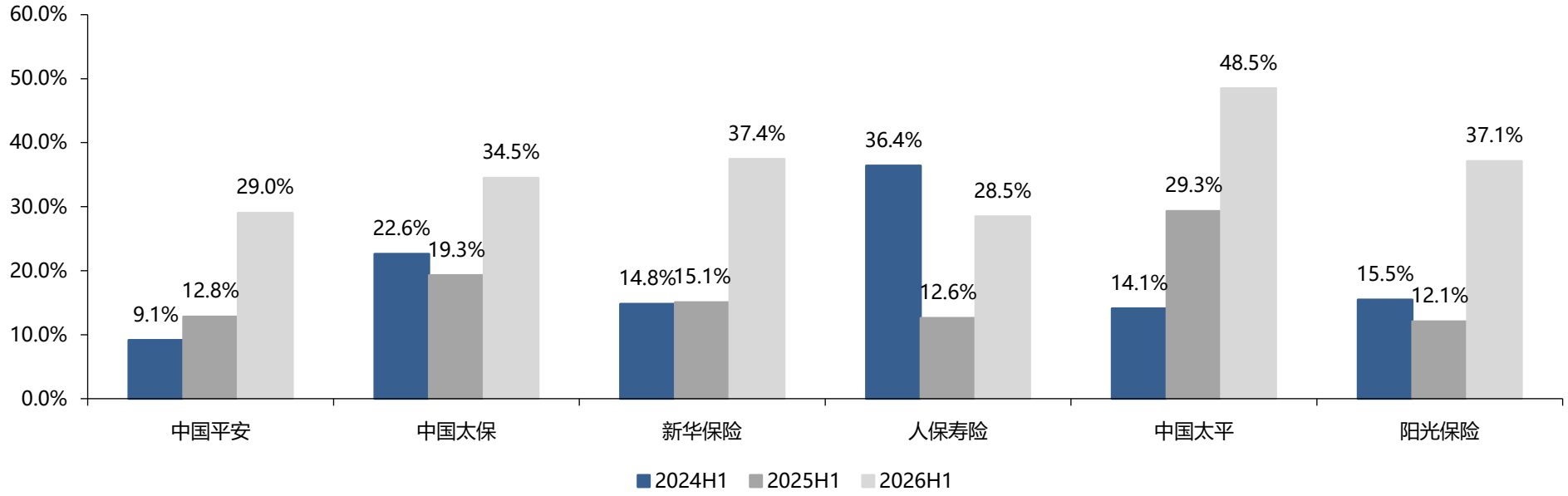


数据来源：金监总局，东吴证券研究所

3.2.1 刚性成本：预定利率动态调整+分红险转型

- **上市险企2026年分红险转型成效显著。**
- **1）从新单保费结构看，分红险产品已经成为新业务主力，占比普遍在9成左右。**①中国平安上半年寿险新业务分红险占比超九成。②中国太保分红险新单期缴规模保费271.4亿元，同比+168%，在整体新单期缴中占比已达88.5%。③新华保险分红险长险首年保费345亿元，同比+646%，占整体长险首年保费比重提升至90.1%。④中国太平上半年长险首年期交保费中分红险占比97.8%，同比提升10.7pct。
- **2）从总保费结构看，分红险占比也已经显著提升。**上半年上市险企分红险占当期总保费比重平均为35.8%，同比提升19pct，其中中国太平转型较早、占比最高，达到48.5%。我们认为，随着新单中分红险占据绝大部分比重，后续在总保费中的占比将进一步提升。

图：上市险企分红险保费占比情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.2.2 综合成本：①合理控制分红险及万能险实际结算水平

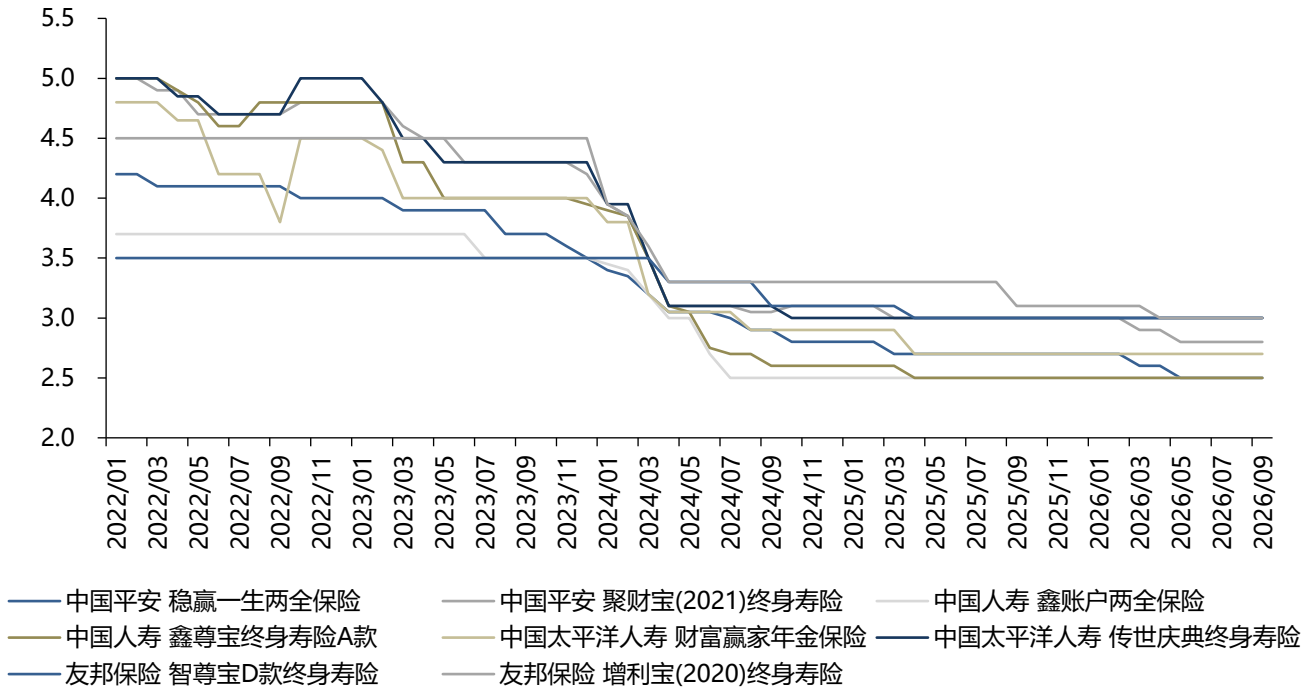
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **充分发挥分红险、万能险产品的浮动收益优势，避免做成“变相刚兑”。**预定利率调整只能影响新业务成本，而存量业务才是利差压力的关键。2023年以来监管通过窗口指导方式对分红险和万能险的直接结算水平进行限高，以降低存量业务的成本压力。 2025年6月，金监总局向人身保险公司下发《关于分红险分红水平监管意见的函》，提出2024年行业整体分红水平上限为3.2%。 2026年6月，监管对2025年度分红产品的实际分红上限保持3.2%要求，同时也可以观察到上市险企典型万能险账户的实际结算利率也逐步稳定下降，存量业务的综合负债成本压力也在一定程度上得到缓解。

表：2025年6月《关于分红险分红水平监管意见的函》的要求

存在下列情形之一的，应当充分论证拟分红水平的必要性、合理性和可持续性，提交资产负债管理委员会审定后实施	(一)拟分红水平对应的投资收益率，超过公司分红保险账户过去3年平均财务投资收益率和综合投资收益率的较低者的；
	(二)分红保险账户特别储备为负值，或者当期分红实施后分红保险账户特别储备将为负值的；
	(三)设立时间不足三年的分红保险账户，拟分红水平(即客户收益率，含预定利率和浮动收益率，下同)超过人身保险业过去3年平均财务收益率(3.2%)的；
	(四)公司监管评级为1-3级，且分红保险账户拟分红水平超过人身保险业过去3年平均财务收益率(3.2%)的；
	(五)公司监管评级为4-5级，且分红保险账户拟分红水平超过产品预定利率的；
	(六)公司产品、精算、投资、财务等资产负债管理职能部门认为需要提交审议的其他情形。

图：上市险企典型万能账户结算利率走势（%）



数据来源：金监总局，各公司官网，东吴证券研究所

3.2.2 综合成本：②进一步强化报行合一，严控费差损问题

- **进一步深化报行合一要求，严控费差损问题，避免对利差形成进一步压力。**历史上保险行业利差损压力除了来自于高保证及结算成本以外，还来自于激烈市场竞争下的非理性费用投入，超支费用需要额外投资收益覆盖，严重的费差损会进一步加剧利差损压力。自2023年末以来监管部门逐步推动保险行业全渠道费用报行合一政策落地，2026年下发《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》（即银保65号文），进一步强化银保业务费用管理，严控利差损问题。

表：银保65号文的核心内容

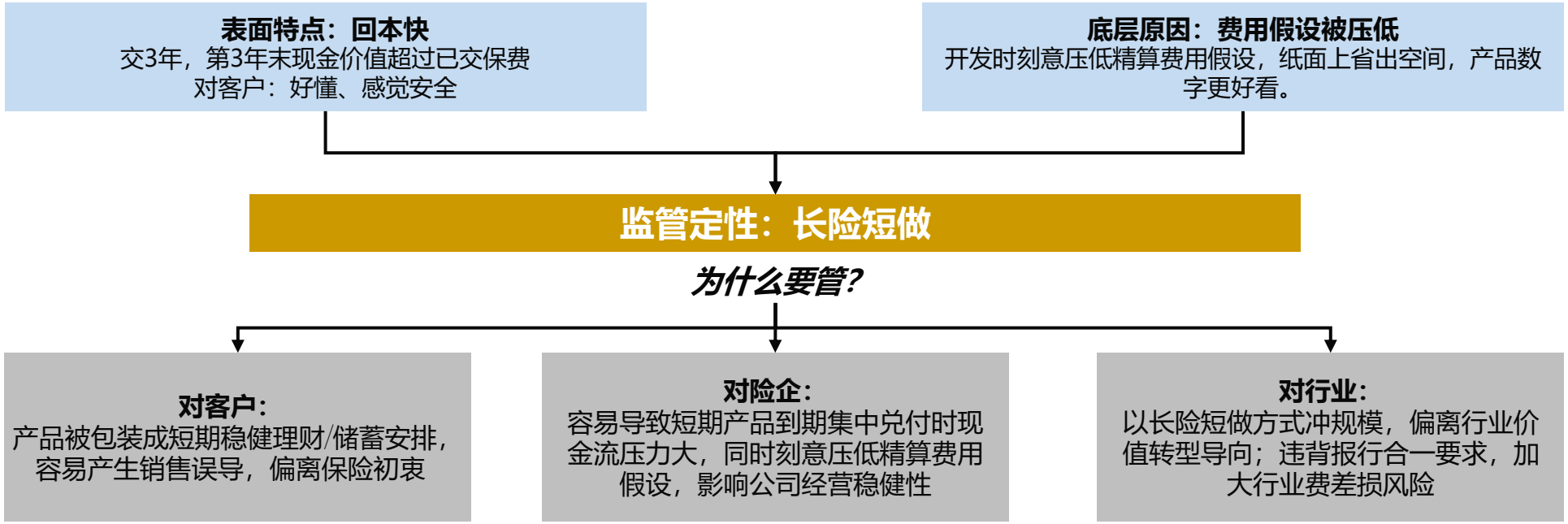
方面	内容
费用口径从“佣金”扩大到“全成本”	保险公司在报送产品备案时，必须分别报送四类费用：佣金、银保专员薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用。过去把超出佣金上限的部分通过“绩效”“培训费”等名目处理的做法，在新规下被杜绝。
内部问责从“总精算师”延伸到“分公司一把手”	总经理负总责，总精算师对产品负责，财务负责人对财务负责，分管高管对费用真实性负责，各级分支机构主要负责人对本辖区负责。一旦违规，直接问责一把手，把压力给到公司经营中的每一位高管。
监管手段从“现场检查”升级为“行业通报+机构通报”	建立违规问题和典型案例的行业通报机制，并向保险总公司的法人机构监管部门直接通报，形成跨区域的监管合力。

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

3.2.2 综合成本：③叫停快返型产品，坚决遏制“长线短做”风气

- **背景：快返型产品存在长险短做风险。**在产品监管回溯时发现，行业内部分公司在银保渠道开发的交费期间3年、保险期间6年的普通型、分红型两全保险等“快返型”产品存在刻意压低精算费用假设，现金价值返本时间短，以此类产品冲规模，存在长险短做风险。
- **要求：全面叫停3年期快返产品。**各公司原则上不得新报备第3个保单年度末保单现金价值超已交保费的产品。过往报备的存量产品，存在类似问题的，原则上要主动停售。确有流动性困难的公司，要全面评估流动性缺口，制定妥善清理规范计划并与监管部门沟通，按照“量出为入”的原则，严控业务规模，并设置产品停售整改期限。同时，再次强调各公司要认真开展产品自查，严格落实“报行合一”相关工作要求，重点核查存量产品退保率、费用率等精算假设设置科学性、合理性。

图：监管叫停快返型产品的逻辑原理



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

3.2.3 净投资收益：增配长债与高股息权益资产

➢ **资产端：通过配置长久期利率债和高股息资产稳定净投资收益率。**一方面，在利率快速下行的2023-2024年，上市险企大幅增配长久期债券，拉长资产久期、缩小久期缺口，通过期限利差提升整体配置收益率。另一方面，上市险企显著提升高股息资产配置积极性，在提升利润表稳定性的同时，通过稳定的股息贡献在一定程度上弥补利息收入下滑的影响。自执行新准则以来，上市险企配置OCI股票比例整体持续提升，截至2026H1上市险企股票中OCI投资加权平均占比约46%，较年初提升5.5pct，其中平安和阳光占比超过60%。

表：上市险企OCI股票投资比例持续提升

单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初变动
中国人寿	2024	5011	4409	602		88.0%	12.0%	
	2025	8353	6029	2324	286.4%	72.2%	27.8%	15.8pct
	2026H1	**10378**	**6451**	**3927**	**68.9%**	**62.2%**	**37.8%**	**10.0pct**
中国平安	2024	4374	1742	2632		39.8%	60.2%	
	2025	9581	4168	5413	105.7%	43.5%	56.5%	-3.7pct
	2026H1	**9639**	**3301**	**6338**	**17.1%**	**34.2%**	**65.8%**	**9.3pct**
中国太保	2024	2551	1790	761		70.2%	29.8%	
	2025	3377	2128	1248	64.2%	63.0%	37.0%	7.2pct
	2026H1	**3713**	**2425**	**1288**	**3.1%**	**65.3%**	**34.7%**	**-2.3pct**
新华保险	2024	1808	1502	306		83.1%	16.9%	
	2025	2165	1779	385	25.8%	82.2%	17.8%	0.9pct
	2026H1	**2501**	**1983**	**518**	**34.4%**	**79.3%**	**20.7%**	**2.9pct**
中国人保	2024	602	329	273		54.6%	45.4%	
	2025	1662	957	705	158.1%	57.6%	42.4%	-2.9pct
	2026H1	**1946**	**1106**	**840**	**19.0%**	**56.9%**	**43.1%**	**0.7 pct**
中国太平	2024	1302	826	476		63.4%	36.6%	
	2025	2124	1382	742	55.7%	65.1%	34.9%	-1.7pct
	2026H1	**2364**	**1340**	**1024**	**38.1%**	**56.7%**	**43.3%**	**8.4pct**
阳光保险	2024	676	210	466		31.0%	69.0%	
	2025	875	280	596	27.7%	31.9%	68.1%	-0.9pct
	2026H1	**805**	**281**	**524**	**-12.1%**	**34.9%**	**65.1%**	**-3.0pct**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.2.3 净投资收益：增配长债与高股息权益资产

- **通过持续增配高股息资产，目前股息收入已经成为上市险企净投资收益中仅次于固收利息收入的贡献来源，但是利息收入仍然是绝对主力，各类调整举措只是在延缓净投资收益率的下行节奏，还难以从根本上扭转下行趋势。**
- **我们预计，在《办法》执行后，上市险企在净投资收益覆盖率指标可以满足监管要求，部分中小机构可能面临较大压力，未来主要配置方向预计仍然以长久期债券和优质高股息资产为主。**

表：2025年上市险企净投资收益率结构拆解

收益率	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
利息收入	2.4%	2.6%	2.3%	2.1%	2.3%
分红和股息收入	0.5%	1.8%	1.0%	0.9%	0.5%
OCI股票占比	*28%*	*57%*	*37%*	*18%*	*42%*
长股投收益	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.9%
其他	0.0%	-0.8%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
净投资收益率	**3.0%**	**3.5%**	**3.2%**	**3.0%**	**3.6%**

注：上表净投资收益率采用对齐口径，主要是将平均投资资产定义为期初期末余额的均值，因此部分数据与披露值不同；中国平安数据采用合并报表口径近似计算，可能与保险资金投资组合口径存在差异。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.2.4 综合投资收益：逐步提升权益资产配置比例中枢

➢ **在低利率和资产荒环境下，近年来上市险企主要通过加仓权益投资来增厚长期投资收益。** 2026H1末上市险企股票+权益基金投资合计较年初增长约13.8%，大部分公司配置比例在15-20%区间。但是较高的权益投资比例一方面对偿付能力产生更大消耗，另一方面也加大了新准则下整体收益与财务盈利的波动性。我们认为，目前各公司配置比例已经达到历史高位，预计短期内继续提升空间有限。

表：近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况

单位：亿元		规模				占比			
		股票	权益基金	总投资资产	股票+股基较年初增速	股票	权益基金	合计	股票+股基较年初变动
中国人寿	2025	8353	4218	74237		11.3%	5.7%	16.9%	
	2026H1	**10378**	**4844**	**79461**	**21.1%**	**13.1%**	**6.1%**	**19.2%**	**+2.2pct**
中国平安	2025	9581	2835	64900		14.8%	4.4%	19.1%	
	2026H1	**9639**	**3180**	**66110**	**3.2%**	**14.6%**	**4.8%**	**19.4%**	**+0.3pct**
中国太保	2025	3377	711	30400		11.1%	2.3%	13.43%	
	2026H1	**3713**	**710**	**31730**	**8.2%**	**11.7%**	**2.2%**	**13.9%**	**+0.5pct**
新华保险	2025	2165	1726	18412		11.8%	9.4%	21.1%	
	2026H1	**2501**	**2357**	**19019**	**24.9%**	**13.2%**	**12.4%**	**25.5%**	**+4.4pct**
中国人保	2025	1662	873	19016		8.7%	4.6%	13.3%	
	2026H1	**1946**	**1141**	**19977**	**21.8%**	**9.7%**	**5.7%**	**15.5%**	**+2.1pct**
中国太平	2025	2124	771	17431		12.2%	4.4%	16.6%	
	2026H1	**2364**	**1144**	**19415**	**21.2%**	**12.2%**	**5.9%**	**18.1%**	**+1.5pct**
阳光保险	2025	875	74	6402		13.7%	1.2%	14.8%	
	2026H1	**805**	**76**	**6678**	**-7.2%**	**12.1%**	**1.1%**	**13.2%**	**-1.6pct**

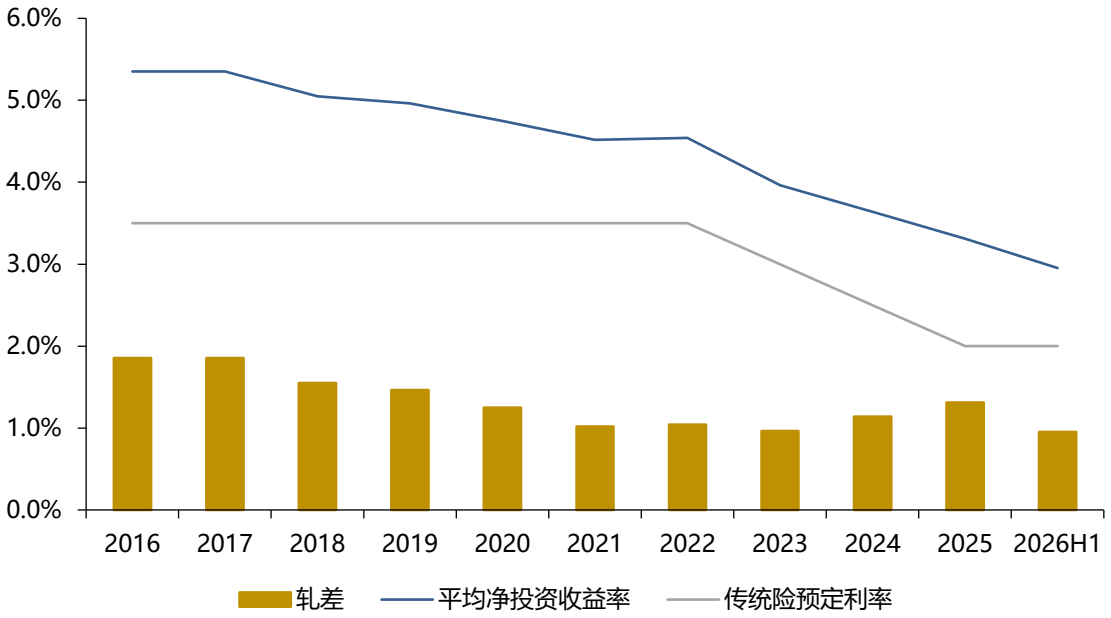
注：中国人寿、新华保险和中国人保未单独披露权益型基金规模，采用基金整体数据。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

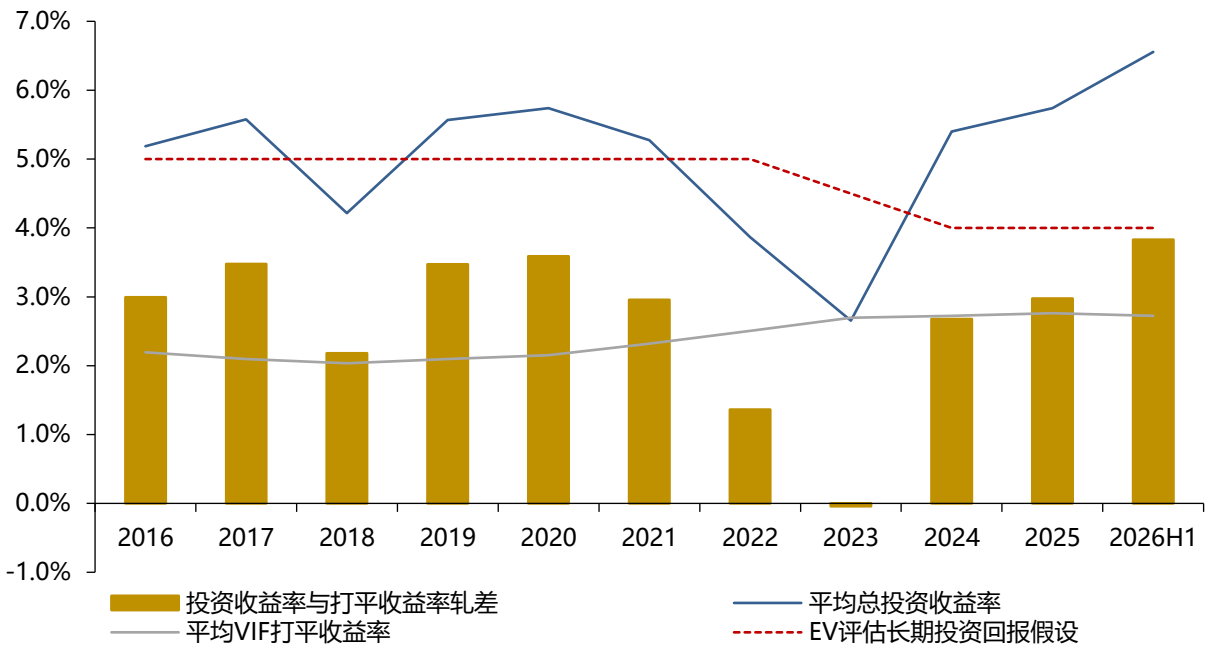
3.2.5 成本收益匹配效果还需要充足时间逐步改善

- **从刚性成本看，随着预定利率下调、宏观利率企稳和资产结构调整，当前净投资收益率与预定利率的轧差空间已经逐步稳定。**从上市公司数据来看，2023年以来平均净投资收益率虽然仍然下降，但是预定利率降幅更大，因此二者之间的轧差相对稳定，在新业务刚性成本维度上的利差压力正在逐步缓解，但存量业务仍有压力，需要较长时间慢慢改善。
- **从综合成本看，2024年以来投资收益率显著提升，形成高于VIF打平收益率的安全垫。**由于上市险企未统一披露综合投资收益率，且披露数据口径差异较大，我们采用总投资收益率作为替代。可以看到，在2024年起股市大幅回暖，同时上市险企大力加仓权益投资，总投资收益率提升至5%以上，较VIF打平收益率的轧差恢复至正常区间。

图：2024年以来上市险企平均净投资收益率与预定利率轧差稳定



图：2024年以来上市险企总投资收益率与VIF打平收益率轧差修复



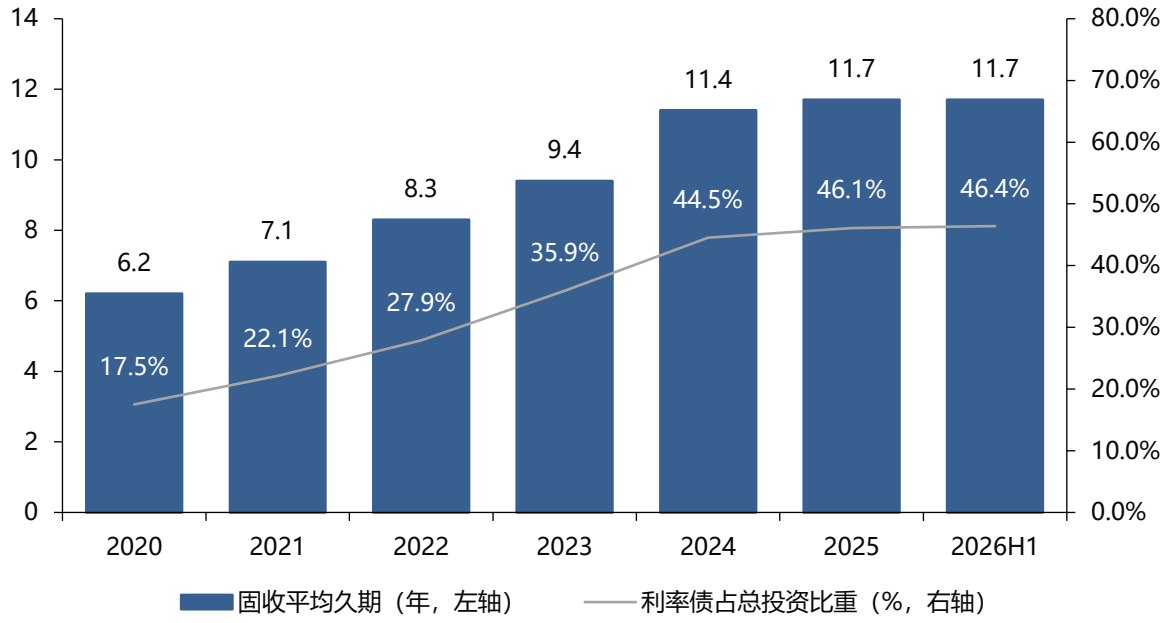
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.3 期限匹配：根据利率趋势动态调整久期缺口

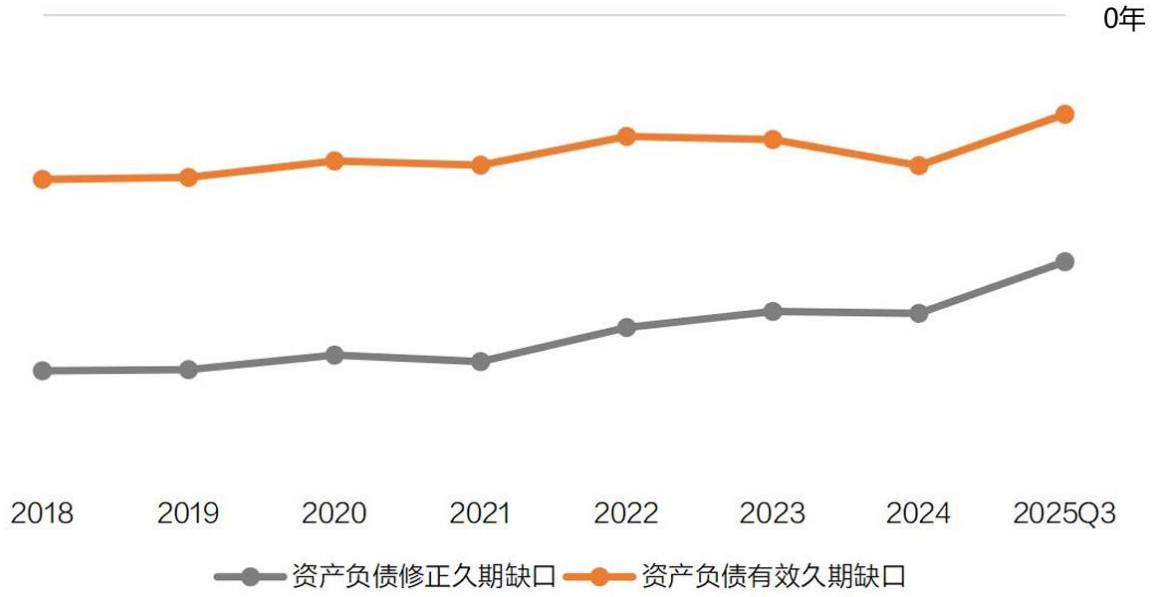
- **在利率波动下行的背景下，资负期限匹配是管理利率风险、提升报表稳定性的关键一环。1）应对利率下行期的再配置风险。**由于国内寿险行业普遍存在资产久期短于负债久期的问题，在利率下行过程中到期资产的再配置收益率下降，难以满足存量业务成本要求。**2）应对新会计准则下利率下行对净资产的冲击。**新准则下负债端准备金计量的折现率基础变为实际市场利率，资产端债券绝大部分分类为FVOCI，以对冲准备金波动的影响。而在利率下行期，资负久期缺口越大，负债端对利率敏感性就越高于资产端，净资产受到的冲击也就越显著。

- **过去几年的利率下行期，上市险企普遍积极配置长久期利率债以拉长资产久期、缩短久期缺口。**以太保为例，2026H1末公司资产久期已达到11.7年，较2020年接近翻倍。但在2025年利率企稳后，增配长久期利率债的节奏也在放缓，2026H1久期较2025年基本持平。

图：中国太保近年来资产久期变化



图：中国太保资产负债久期缺口持续收窄（年）



数据来源：中国太保财报、2025年资本市场开放日材料，东吴证券研究所

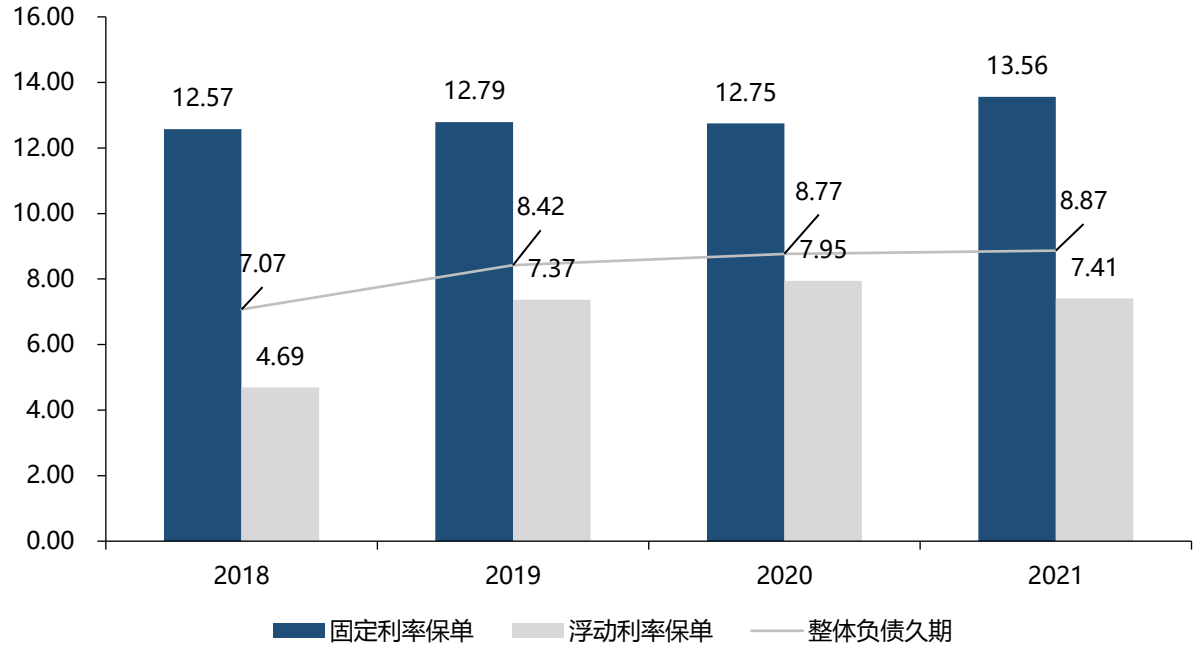
3.3 期限匹配：根据利率趋势动态调整久期缺口

- **资负管理新规对久期匹配的监管要求以有效久期为核心。**有效久期是在修正久期的基础上，考虑保险公司部分资产的含权因素、分红利率和万能结算利率的可调节因素等对预期现金流的影响，更为准确地衡量保险公司资产和负债对利率变化的敏感度。当前《办法》将利率风险对冲率作为监管指标，将有效久期缺口作为监测指标，都是以有效久期作为计算基础。
- **通过调整负债结构也可以影响久期缺口。**分红险、万能险等浮动收益业务的负债有效久期显著短于传统险，参考海外险企数据，韩国三星人寿2021年浮动利率保单负债久期仅7.4年，显著低于固定利率保单的13.6年。因此，在资产久期稳定的情况下，也可以通过增加短期业务供给、提升分红险、万能险等业务占比等举措，逐步降低负债久期，从而缩短久期缺口。

表：修正久期与有效久期指标的差异

指标	修正久期	有效久期
作用	衡量债券价格对利率变化的敏感度	
现金流假设	假设现金流安排固定，不受利率变动影响，即债券价格与利率变动是线性关系	考虑了可变利率或者包含嵌入期权的结构设计，假设现金流可能因隐含期权触发而调整（如提前赎回、回售等），即考虑了债券价格与利率变动的非线性关系。
适用范围	无期权债券	期权债券，现金流不稳定资产

图：韩国三星人寿保单负债久期（年）



数据来源：韩国三星人寿官网，东吴证券研究所

3.4 流动性匹配：头部公司普遍满足监管要求

- **资负管理新规对流动性匹配的监管要求以流动性覆盖率指标为核心。**保险公司除了日常业务管理形成的销售费用、管理费用支出外，还会产生大量赔付、退保和到期返还等支出，因此在资金运用时需要考虑公司现金流出情况，匹配足够的流动性资产以确保现金流安全。根据《办法》规定，流动性覆盖率是核心监管指标，不得低于100%。
- **以2026Q3偿付能力报告披露信息来看，头部产寿险公司的流动性覆盖率指标普遍满足监管要求。**

表：主要头部产寿险公司2026Q3流动性覆盖率指标情况

	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华人寿	人保寿险	人保财险	平安财险	太保财险
基本情景下公司整体流动性覆盖率 LCR1								
未来3个月	147%	175%	125%	165%	117%	101%	111%	114%
未来12个月	108%	174%	106%	152%	104%	104%	103%	104%
压力情景下公司整体流动性覆盖率 LCR2								
未来3个月	1371%	1948%	1790%	834%	1407%	225%	221%	319%
未来12个月	348%	629%	470%	264%	353%	115%	119%	140%
压力情景下不考虑资产变现的流动性覆盖率 LCR3								
未来3个月	60%	164%	89%	64%	64%	69%	82%	87%
未来12个月	56%	178%	64%	68%	71%	68%	74%	74%

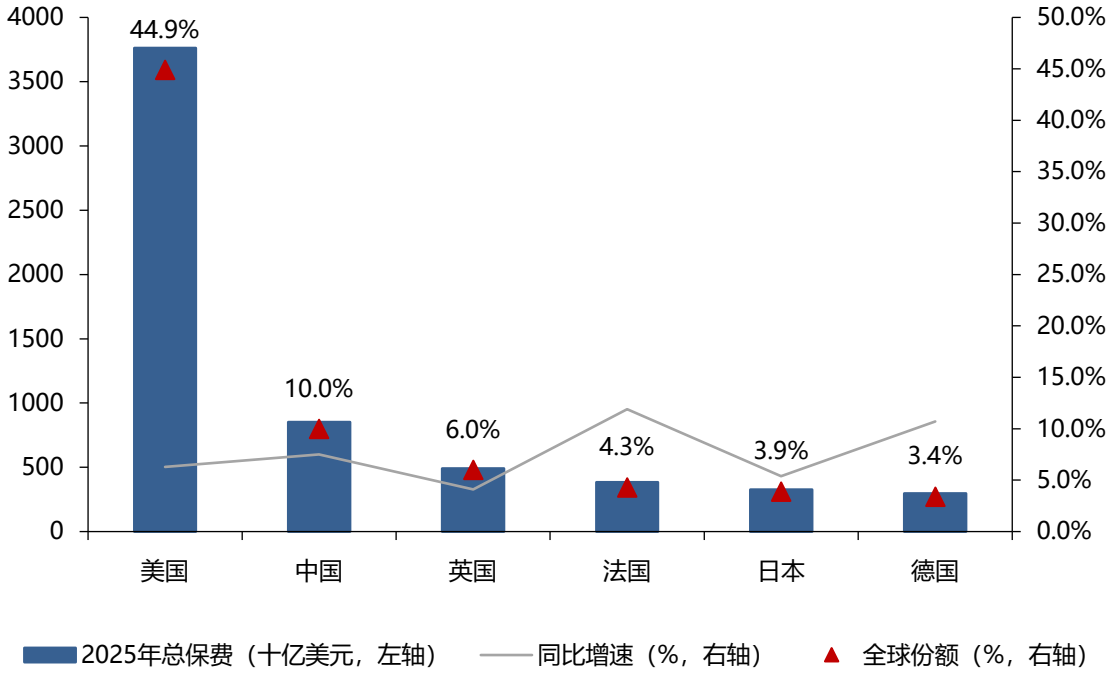
数据来源：各公司偿付能力报告，东吴证券研究所

4. 海外镜鉴：美国、欧洲与日本的资负管理经验

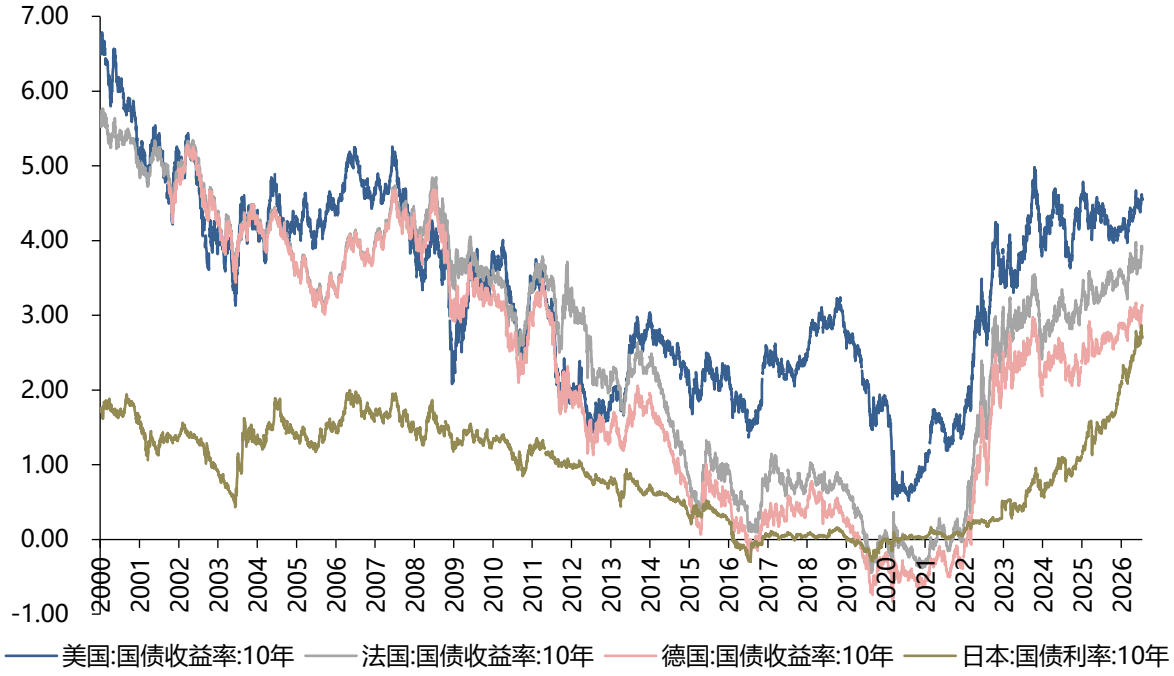
4. 海外经验：以美国、欧洲和日本保险业作为镜鉴

- **从保费规模来看，美国、中国、欧洲（英、法、德等）和日本是全球领先的保险市场。**根据瑞再数据，2025年美国保险业占全球份额接近45%，中国市场份额10%，仅次于美国位列第二，英国、法国、日本和德国的份额分别在3%-6%之间不等。
- **但相比中国，美、欧、日等海外主要寿险市场发展时间更长、产业成熟度更高，资产负债管理的经验也更加丰富。**特别是海外发达经济体普遍遭遇过长期利率下行时期，欧洲、日本甚至一度迈入负利率时代，特别是日本寿险市场在上世纪九十年代出现过典型的低利率环境造成保险公司 “破产潮”的情况。因此，我们通过美国、欧洲和日本寿险市场经验的分析，作为国内寿险行业进一步完善资产负债管理的重要参考。

图：2025年全球领先保险市场发展情况



图：2000年以来美法德日四国十年期国债收益率走势（%）

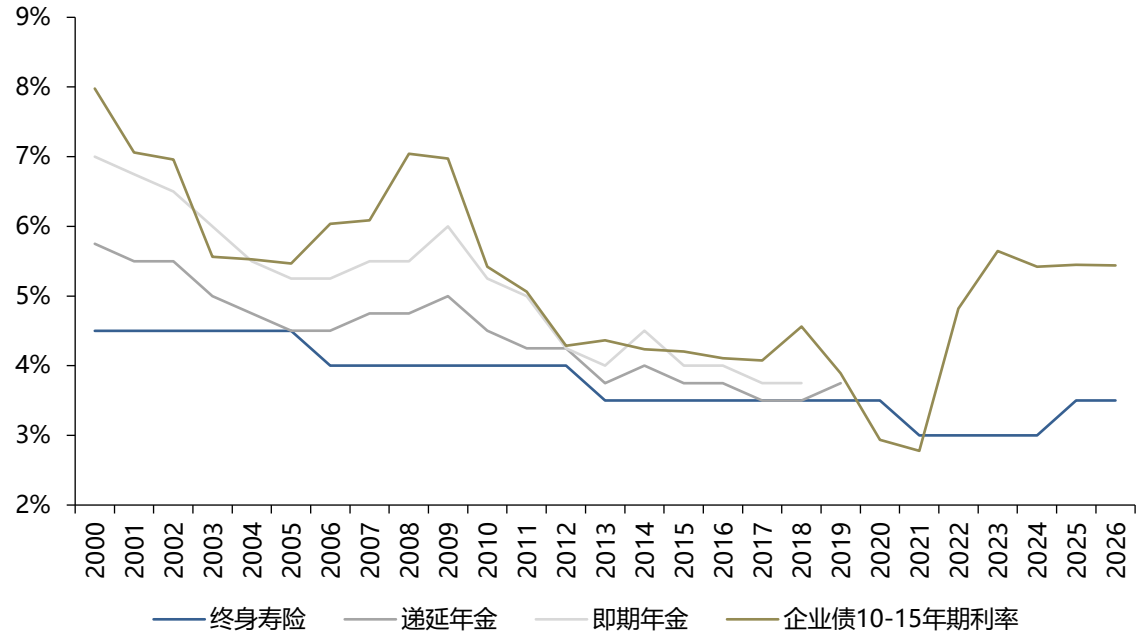


数据来源：Swiss Re， wind，东吴证券研究所

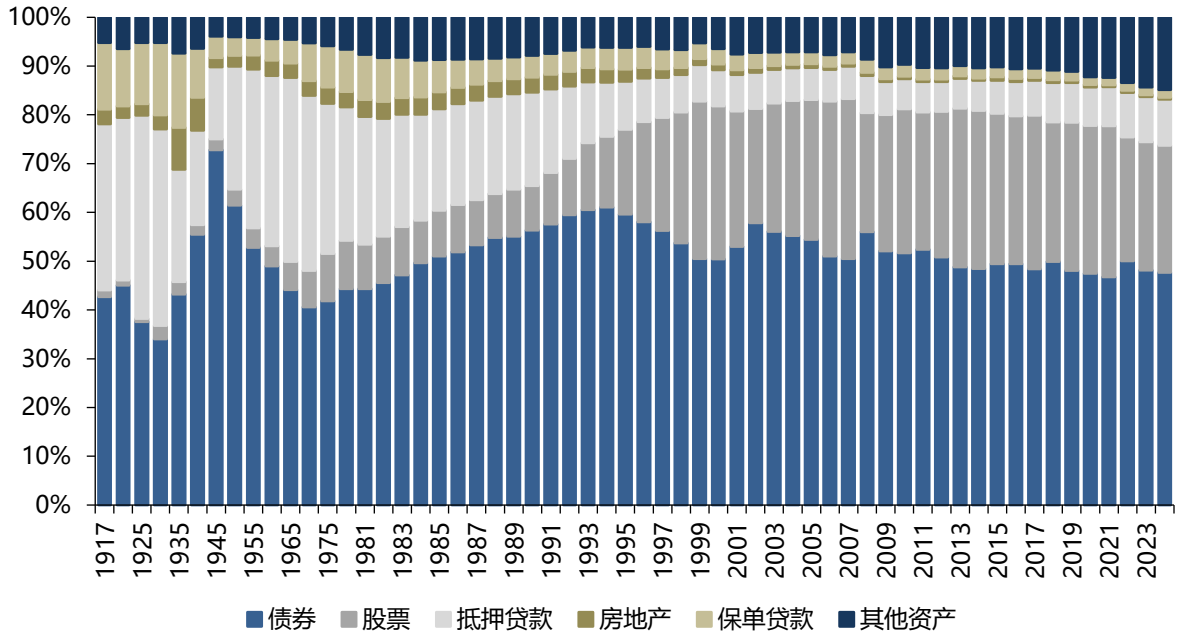
4.1 美国：分账户实行差异化资产配置

- **美国寿险业建立动态调整的评估利率机制，以适应利率环境的变化。**在1980年美国将法定准备金评估利率机制由监管部门直接给出改为动态调整，并与企业债券收益率进行挂钩。2000-2024年，美国20年保证期限以上的终身寿险产品最高法定评估利率从 4.5%一路下降至 3%，从而降低了保险公司的经营压力。而随着美国在加息周期经历了大幅利率上行，2025-2026年评估利率也顺势提升至3.5%。
- **在资产端，美国寿险业逐步减配受利率影响的资产，提升权益仓位。**随着美国利率下行和预定利率的下调，美国寿险业债券配置总规模占比经历了从40%增至60%、再降至50%左右的过程。为缓解收益压力，美国寿险业加配权益资产，配置股票的规模占比由1980年的10%显著增至2021年的31%，2022年有所下滑降至25%，2023-2024年回升至26%以上。

图：美国寿险业法定评估利率上限伴随利率动态调整



图：1990s以来美国寿险业权益投资比例显著提升

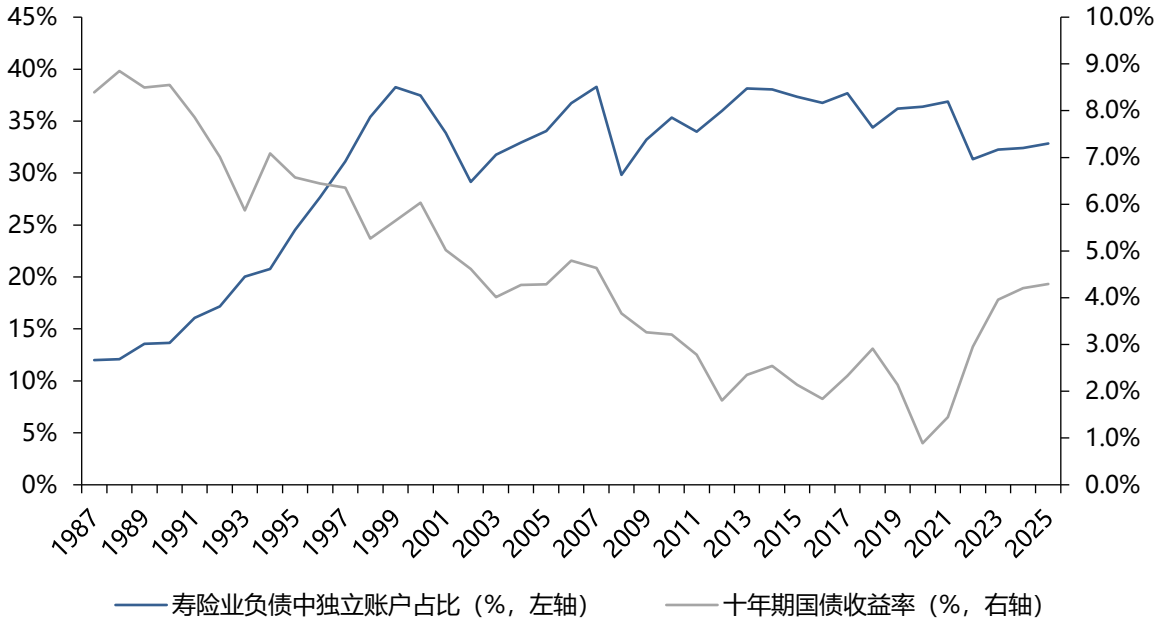


数据来源：wind，ACLI，东吴证券研究所。注：左图中企业债利率2026年数据为截至07.17的年内平均值。

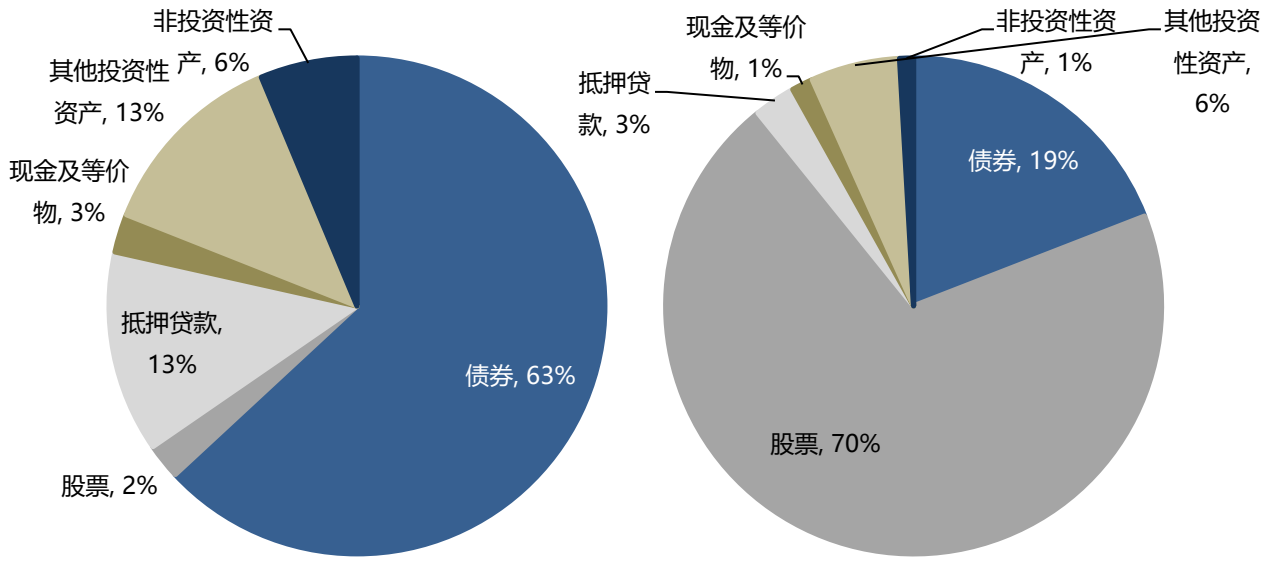
4.1 美国：分账户实行差异化资产配置

- **利率下行时增加非保本型负债占比，独立账户比重快速提升。**美国寿险资金主要包括一般账户和独立账户。一般账户资金主要来自传统寿险、定期寿险和保证收益年金等，利差风险由保险公司承担；独立账户资金主要来自投资连结险、变额年金等，利差风险或投资风险由保单持有人承担。在1990s利率快速下降阶段，美国寿险业负债中独立账户占比由1987年的12%快速提高至1999年的38%，目前维持在30%-35%左右。
- **不同账户间的资产配置差别迥异，有效匹配负债属性与风险偏好。**一般账户中债券资产保持在60%至70%左右，权益资产占比仅在2.2%至2.5%之间。而独立账户的风险由投资者承担，一般为追求高收益独立账户的资产配置中权益维持在80%左右，近年来比例有所下降，但仍在70%以上；债券等维持在14%-15%的配置规模，2022-2024年略有提升至19%。因此，美国寿险业整体增配权益主要是来自于独立账户占比的提升。

图：美国寿险业负债中独立账户占比与利率走势



图：美国寿险业一般账户（左）和独立账户（右）资产配置结构（2024年）



数据来源：ACLI，东吴证券研究所

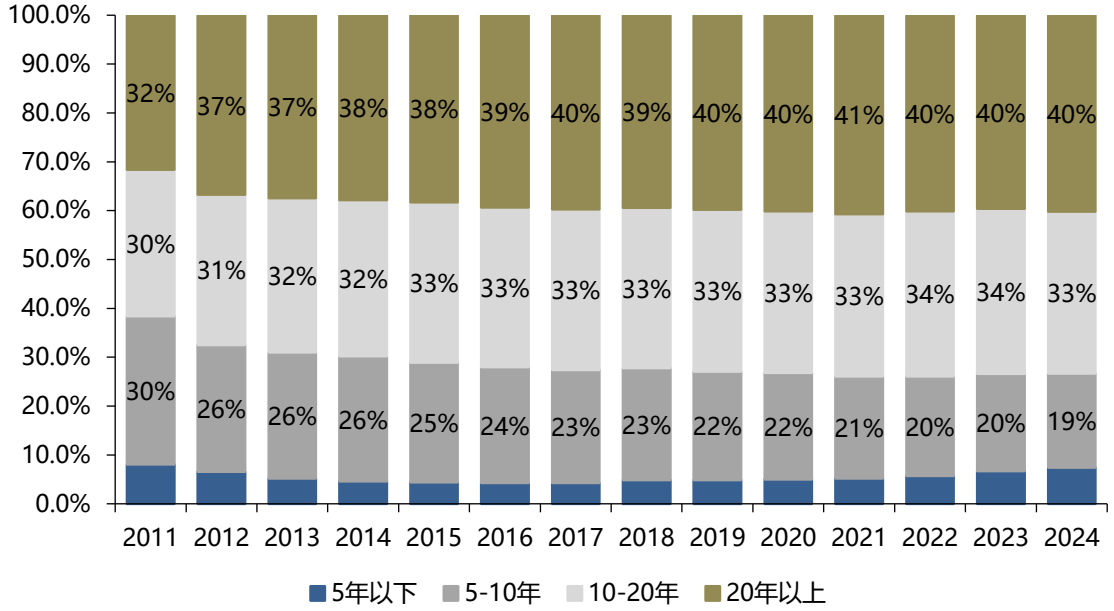
4.1 美国：分账户实行差异化资产配置

➢ **美国寿险业一般账户还通过拉长久期、适度信用下沉等手段缩小缺口、稳定收益。**

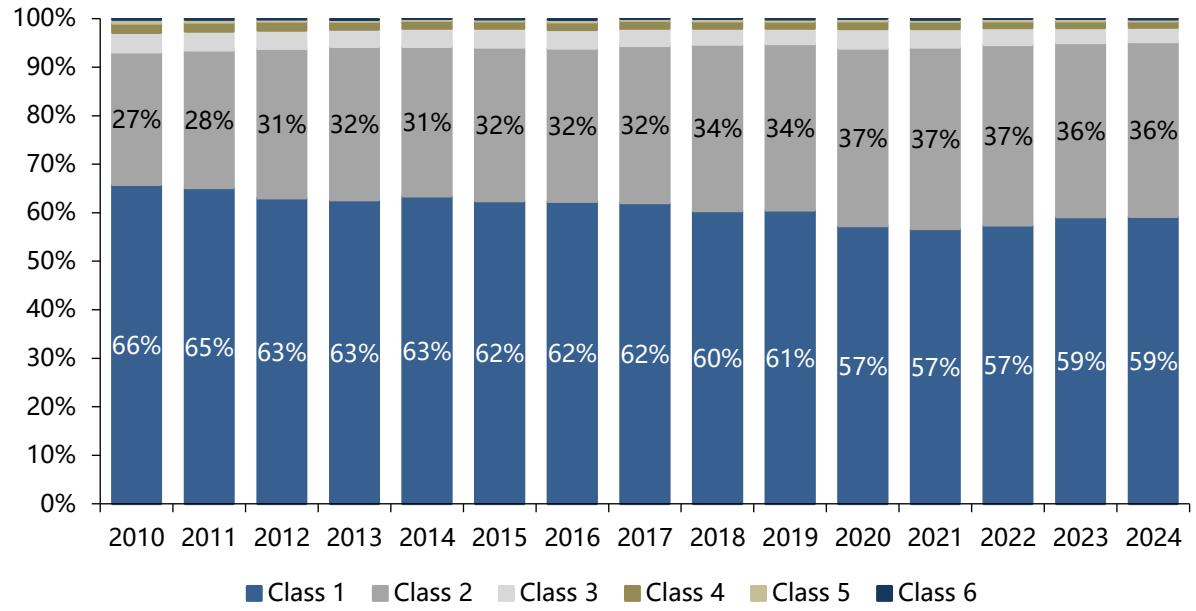
■ **增配超长期债券，缩小资产负债久期缺口。**2024年美国寿险业债券配置结构中约40%为20年以上期限，10-20年占比为33%，合计达到73%，较2011年的62%提升了超过10个百分点。美国寿险业债券配置以企业债为主，其高度发达的债券市场为保险资金配置提供了丰富资产供给，特别是中长期企业债供给充足，为险企拉长久期、获取信用溢价提供了基础。

■ **适度降低债券配置等级，有效利用信用下沉获得更高收益。**美国公共债券分为1至6级，数字越小评级越高，其中1-2级为高信用等级债券，3级为中级，4-6级为低信用等级债券。自2010年起，保险公司适当地加配了分类等级为2的债券，减配了等级为1的债券，等级为3至6的债券占比较低变化较小。2024年末等级为2、1的债券占比分别较2010年+9pct、-7pct。

图：美国寿险业一般账户债券配置期限结构



图：美国寿险业一般账户适度采用信用下沉策略

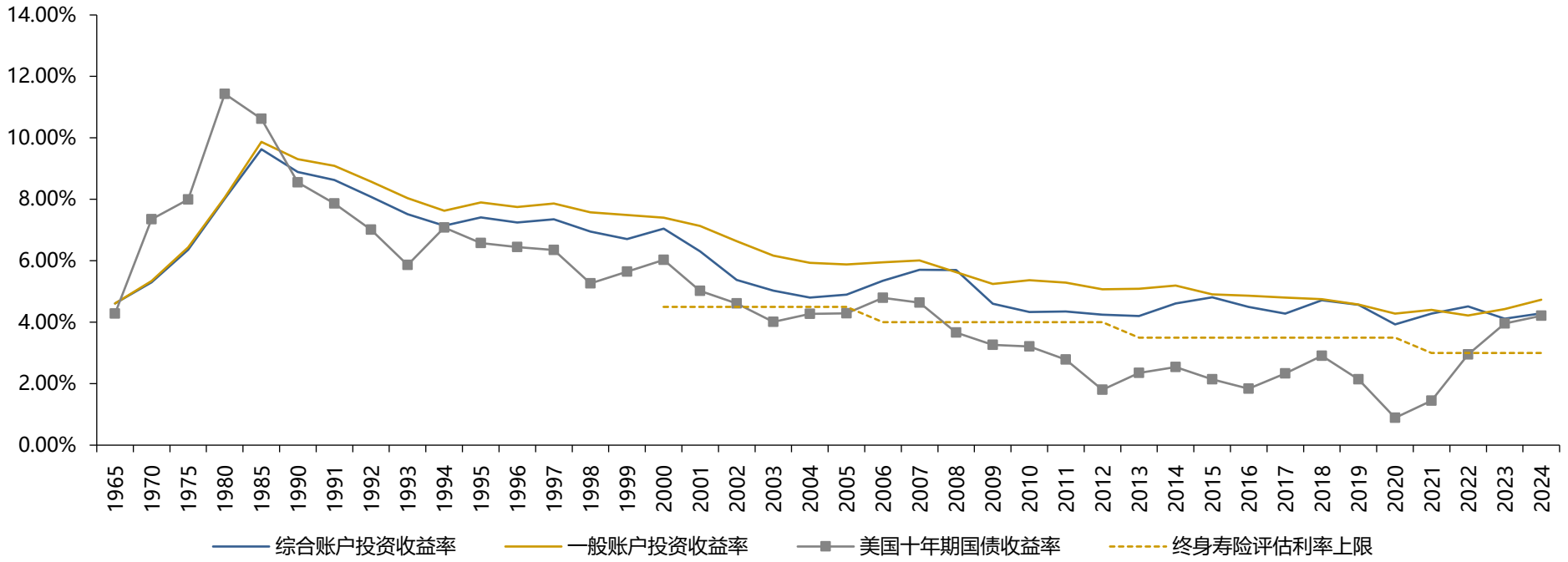


数据来源：ACLI，东吴证券研究所

4.1 美国：分账户实行差异化资产配置

- **从成本收益匹配的角度来看，自1990s以后，美国保险公司资产投资收益率持续高于十年期国债收益率和评估利率。**从整体趋势上看，随着美国经济增速放缓、量化宽松周期开启，十年期美国国债收益率曲线逐步下滑，由2007年的4.63%下降至2021年1.45%，此后持续加息后回升至4%以上，美国国债收益率的下滑导致保险公司投资收益率也随之下行。但在利率下行阶段，美国人身险业通过拉长久期、信用下沉和配置权益资产等策略，虽然一般账户投资收益率由2007年的6.01%下滑到2022年的4.22%，但下滑幅度明显小于国债收益率下滑幅度。而在加息周期利率上行之后，2023-2024年一般账户收益率也逐步回升，2024年回升至4.73%的水平。

图：美国寿险投资收益率持续好于国债利率和评估利率水平

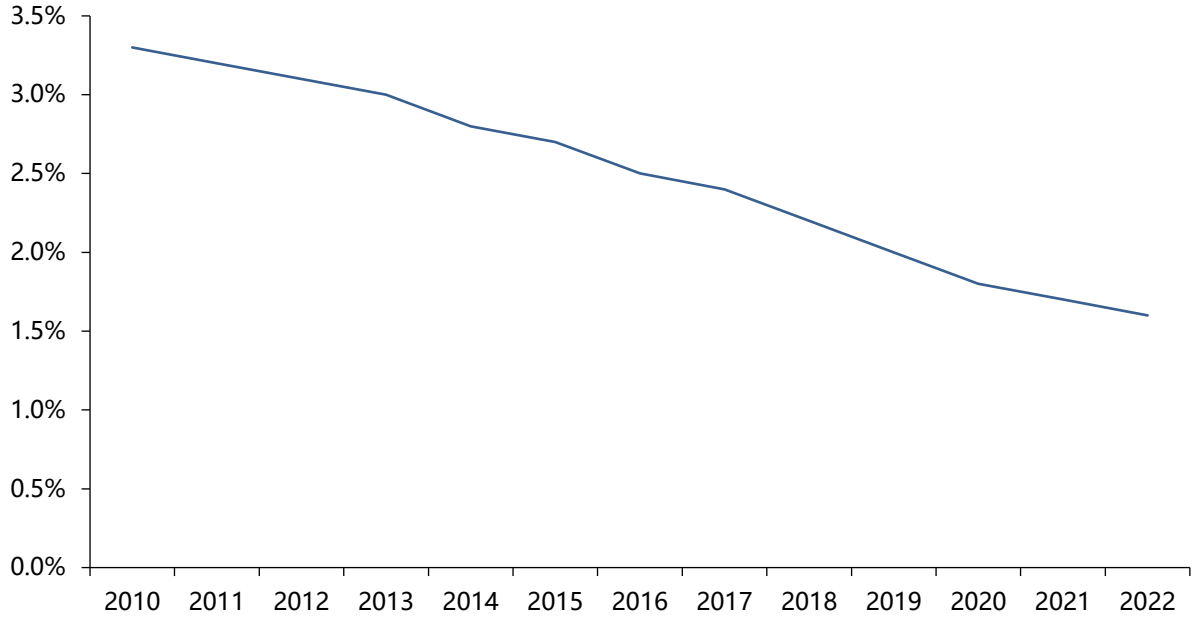


数据来源：wind，ACLI，东吴证券研究所

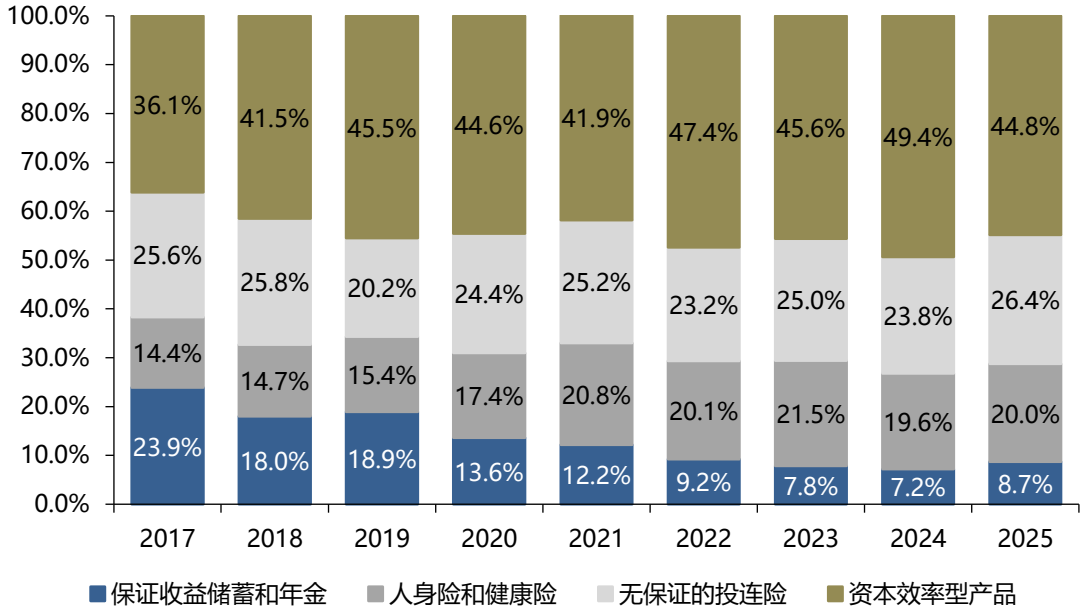
4.2 欧洲：严格的资负久期管理，保持稳定的利差空间

- **我们以德国安联保险和法国安盛保险作为欧洲寿险市场的代表。**
- **低利率时期安联保险持续下调负债保证利率，大力转向非保本业务。**2010年前后安联保险面临较大负债成本压力，一方面公司大部分的非投连险都承担了最低保证利率，另一方面德国本土保险业务占比近一半，其保证利率高于其他业务地区。因此，自2010年起安联逐步下调在德国的保险保证利率，年下调幅度为10~20个基点，2022年末已经降至1.6%，较2010年的3.3%已经下降了超过一半。同时，安联积极转向非保本业务发展。2017-2024年公司新业务保费现值的结构中，保证收益型产品占比从23.9%下降至7.2%，2024年资本效率型产品占比高达49.4%，占比较2017年的36.1%显著提升。而在加息周期、利率水平较高背景下，2025年公司适度提升了保证收益类占比至8.7%。

图：安联保险持续调降德国本土保证收益产品的保证利率



图：安联保险新业务保费现值以非保本型业务为主导

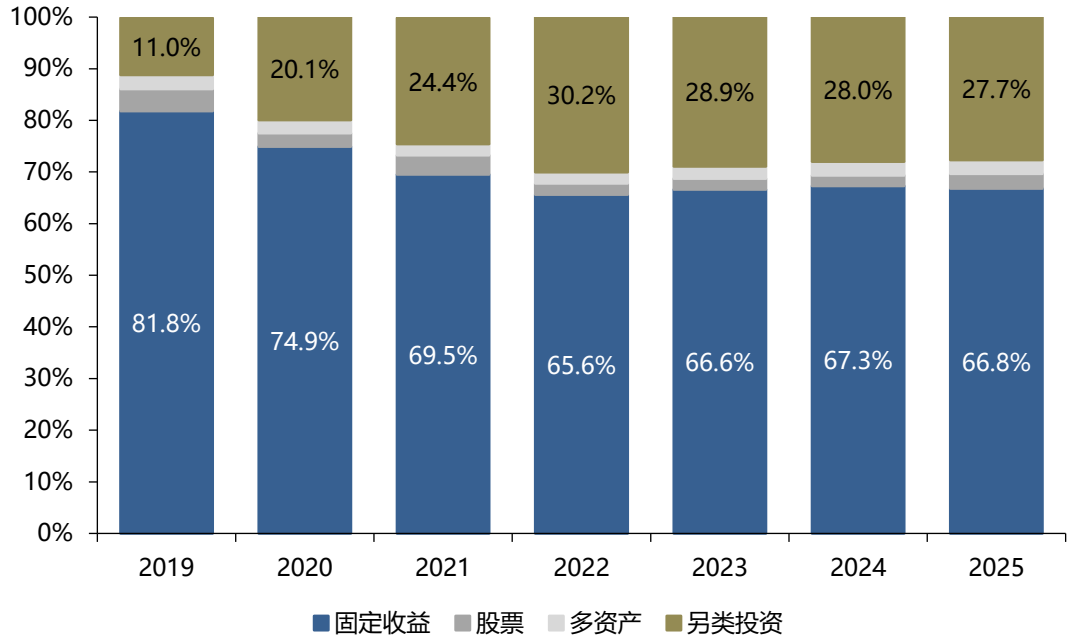


数据来源：安联保险官网， 东吴证券研究所

4.2 欧洲：严格的资负久期管理，保持稳定的利差空间

- **利率下行时加大另类投资配置力度。**以安联保险为例，随着普通债券配置收益率的下降，安联开始重视另类投资配置，以非标固收、不动产和私募股权投资为主要方向。2022年公司保险AUM中的另类投资占比一度达到30.2%的高点，但在近年来欧洲利率回升背景下，另类投资的配置比例开始有小幅回落，而固定收益类投资的占比有所回升。
- **综合运用各类衍生品工具，有效对冲风险。**欧洲保险公司广泛使用衍生品工具进行风险管理，不仅能对冲利率风险，还能对冲信用风险、权益风险和汇率风险等。以法国安盛集团为例，2025年末其运用衍生品的名义金额规模达到4095亿欧元，其中短期汇率风险和各期限的利率风险是最主要的对冲管理方向，这也与公司业务的全球化布局有关。

图：安联保险AUM中加大了另类投资配置力度



图：2025年末安盛保险衍生品名义金额的内部结构

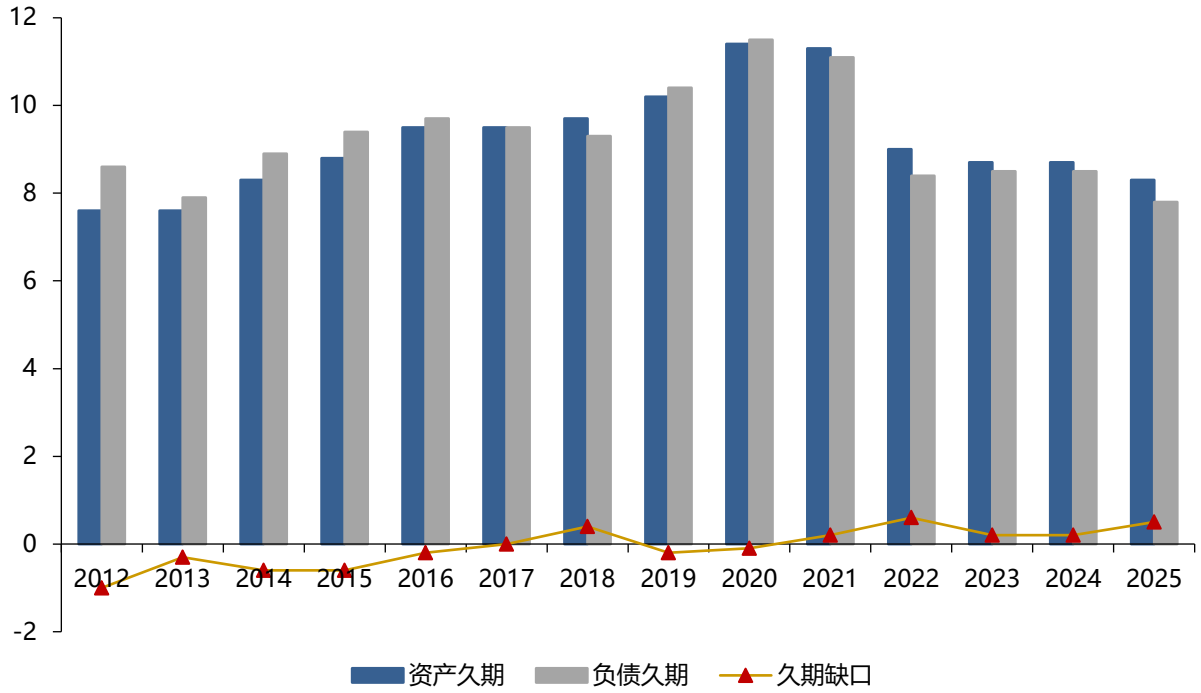
类型	期限		
	< 1年	1-5年	> 5年
利率衍生品	12.6%	23.3%	15.5%
股权衍生品	3.8%	0.9%	0.0%
货币衍生品	29.2%	6.0%	2.5%
信用衍生品	1.1%	1.5%	0.0%
其他	1.0%	1.0%	1.6%
合计	**47.7%**	**32.7%**	**19.6%**

数据来源：安联保险、安盛保险官网， 东吴证券研究所

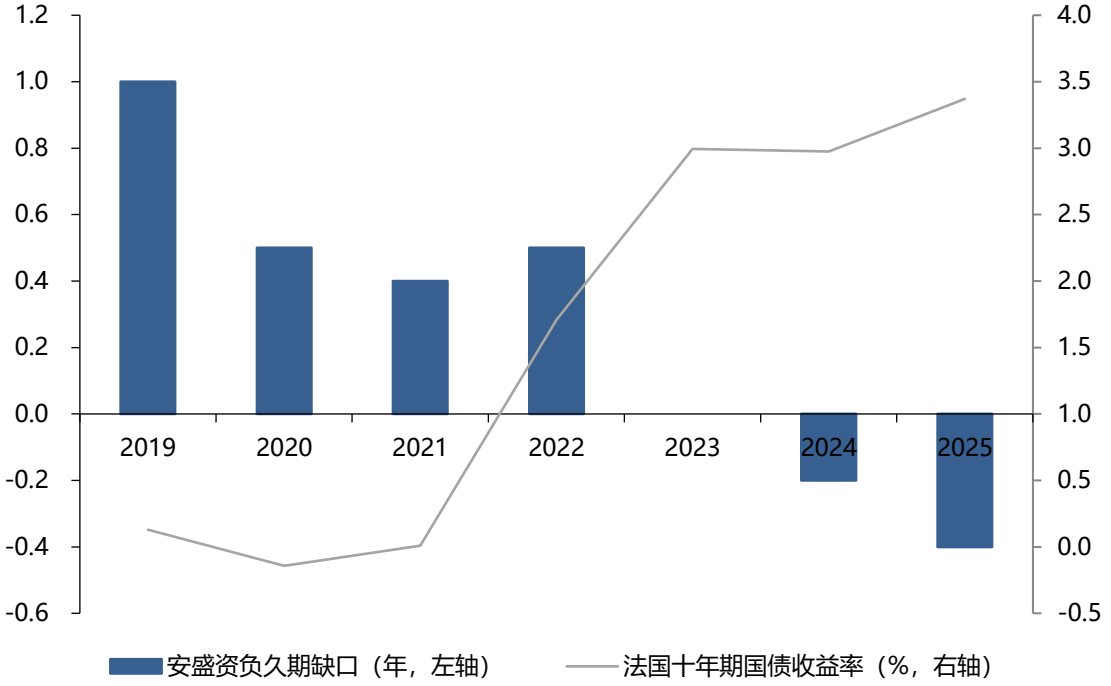
4.2 欧洲：严格的资负久期管理，保持稳定的利差空间

- **欧洲头部险企普遍重视久期匹配管理。**无论是德国安联还是法国安盛，其资产负债的久期缺口都保持着非常低的状态，大部分年份保持着近似于0的严格匹配，从而规避利率波动的冲击。从变化趋势上看，2012-2020年期间安联保险的资产和负债久期都在逐步拉长，但是资产久期的变化幅度更大，从2012年的7.6年拉长至2020年的11.4年，并且实现从负缺口到正缺口的转变；2022年公司资负久期都有明显缩短，但久期缺口持续稳定。安盛保险同样实现了几乎完全匹配的久期结构，并且伴随利率变化动态、微小调整缺口水平，在利率下行期保持正向缺口，而随着利率上行将缺口转负，在一定程度上更有利于报表表现和风险管理。

图：安联寿险及健康险资负久期缺口维持较低水平（年）



图：安盛保险资负久期缺口伴随利率水平动态调整

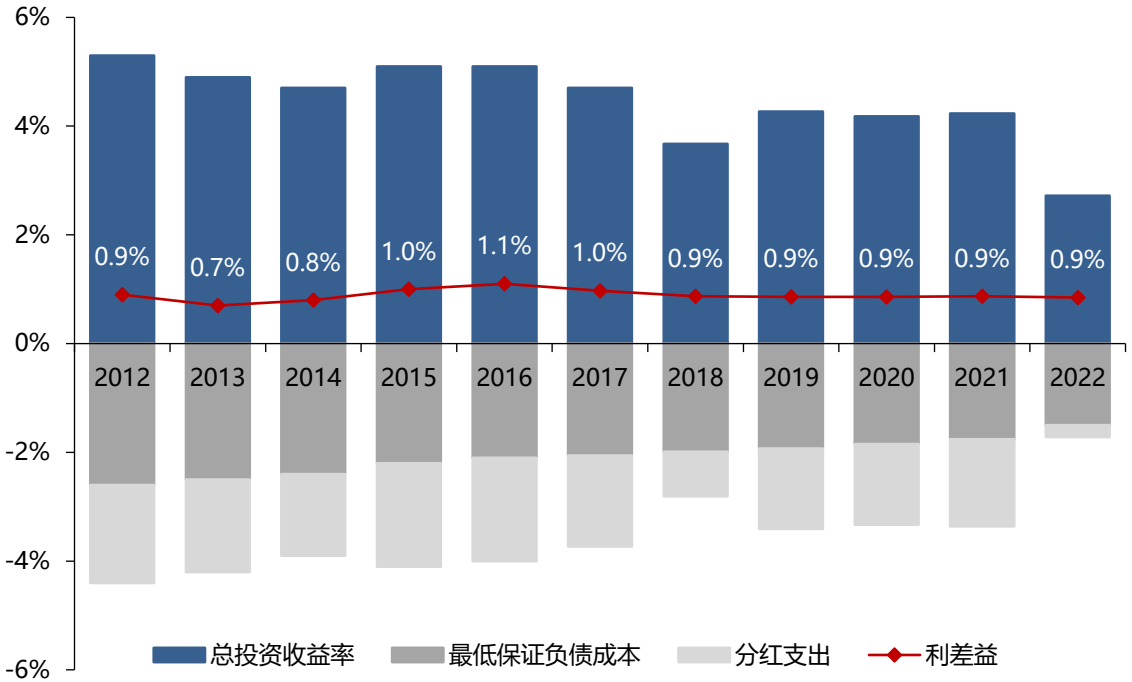


数据来源：安联保险官网，东吴证券研究所

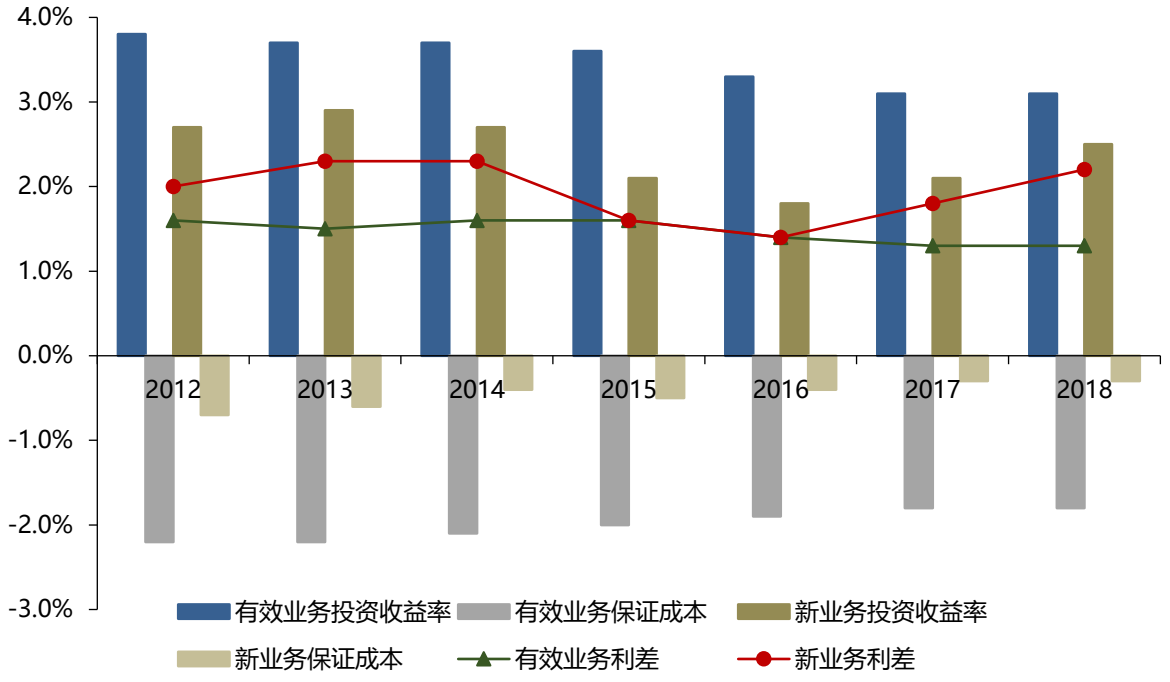
4.2 欧洲：严格的资负久期管理，保持稳定的利差空间

- **欧洲头部险企寿险业务保持着稳定的利差益水平。**由于负债端和资产端积极的业务调整，以及严格的资负久期管理，从2012年以来安联保险和安盛保险的寿险业务都保持着稳定的利差益贡献，并没有因为利率的波动出现严重问题。
- 安联保险还提供了有价值的观察切口：在投资收益率表现不佳的年份，分红支出的弹性变化，是维持利差稳定的重要保证。例如在2018年公司投资收益率由上年的4.7%降至3.7%左右，分红支出比例较上年度直接减半，下降了约0.9pct，保证了利差空间未受到明显冲击，类似情况在2022年亦有发生。

图：安联寿险及健康险业务保持稳定的利差益



图：安盛寿险的有效业务与新业务利差表现均良好



数据来源：安联保险、安盛保险官网， 东吴证券研究所

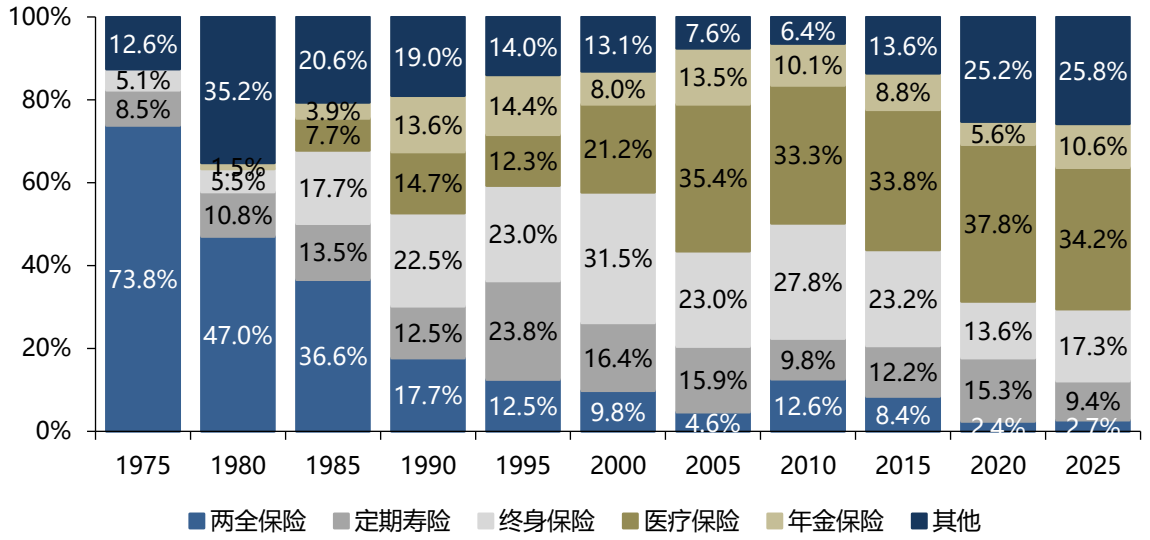
4.3 日本：配置海外资产，负债端转向死差型产品

- **1990s以来日本寿险标准利率持续下降。**1990s日本泡沫经济破裂，此前寿险业激进经营积累的风险集中爆发，导致出现了保险公司“破产潮”。1995年日本推出“标准责任准备金制度”，评估利率基于过去3年及过去10年的十年期国债进行确定，此后持续下调，至2017年已经降至0.25%。日本寿险产品的实际利率与评估利率可以存在一定偏离，由保险公司自主确定。由于近年来日本国内利率回升，2025年头部险企普遍上调了预定利率，例如日本生命将终身寿险产品预定利率由0.25%上调至0.4%。
- **负债业务重心从储蓄理财型产品转向纯保障型产品。**在1990s开始，日本大力发展第三领域保险产品（健康保险/医疗保险），其产品设计时采用更加保守的生命表，死差益较高，价值率一般是死亡保险的2-3倍。2000年以后第三领域保险产品成为日本寿险保费增长的重要动力，医疗保险新增保单占比由1995年的12.3%攀升至2025年的34.2%，终身寿险和定期寿险占比分别萎缩至17.3%、9.4%。但也可以看到，随着近年来日本利率回升，医疗险占比已经有所回落，而终身寿险、年金险占比有所提升。

表：日本寿险准备金评估标准利率历史变化

年份	标准利率
1946年-1951年	3.00%
1952年-1975年	4.00%
1976年-1992年	5.00%-6.25%
1993年	4.75%
1994年-1995年	3.75%
1996年-1998年	2.75%
1999年-2000年	2.00%
2001年-2012年	1.50%
2013年-2016年	1.00%
2017年至今	0.25%

图：泡沫经济后日本寿险业新增保单数量中医疗险等第三领域产品占比提升



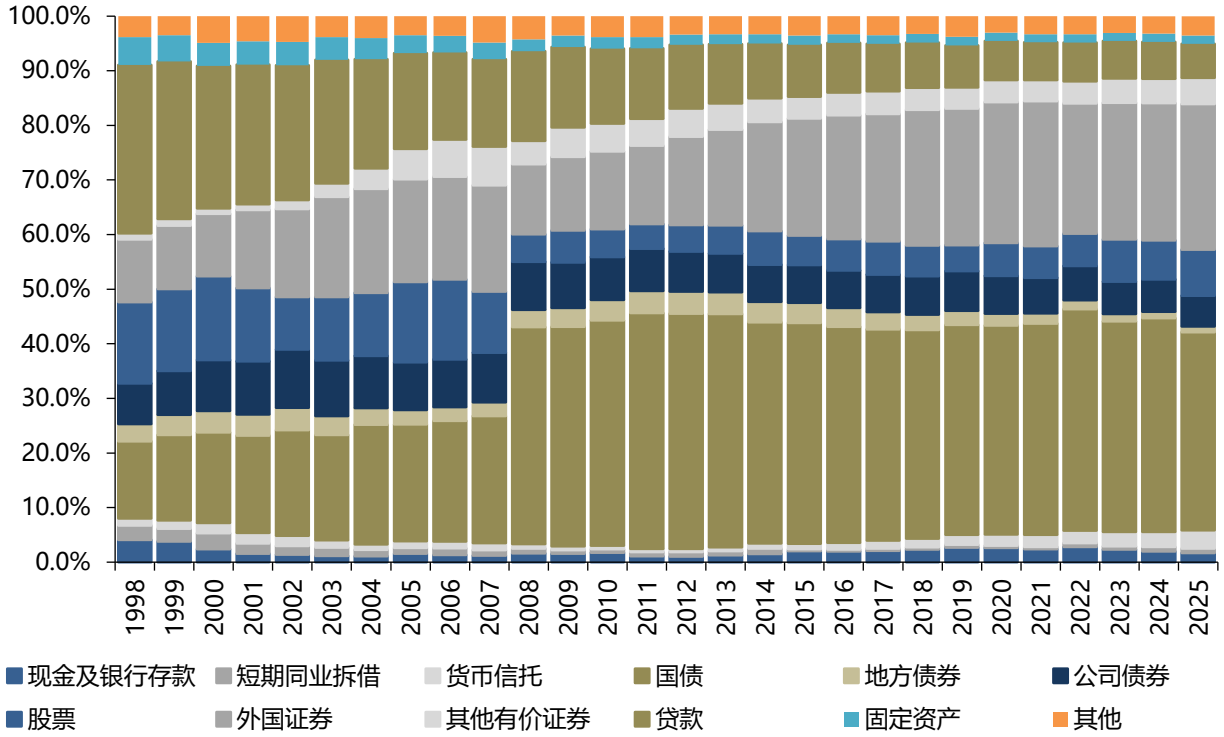
数据来源：日本金融厅，LIAJ，东吴证券研究所。注：左表为个人期交寿险产品标准利率。

4.3 日本：配置海外资产，负债端转向死差型产品

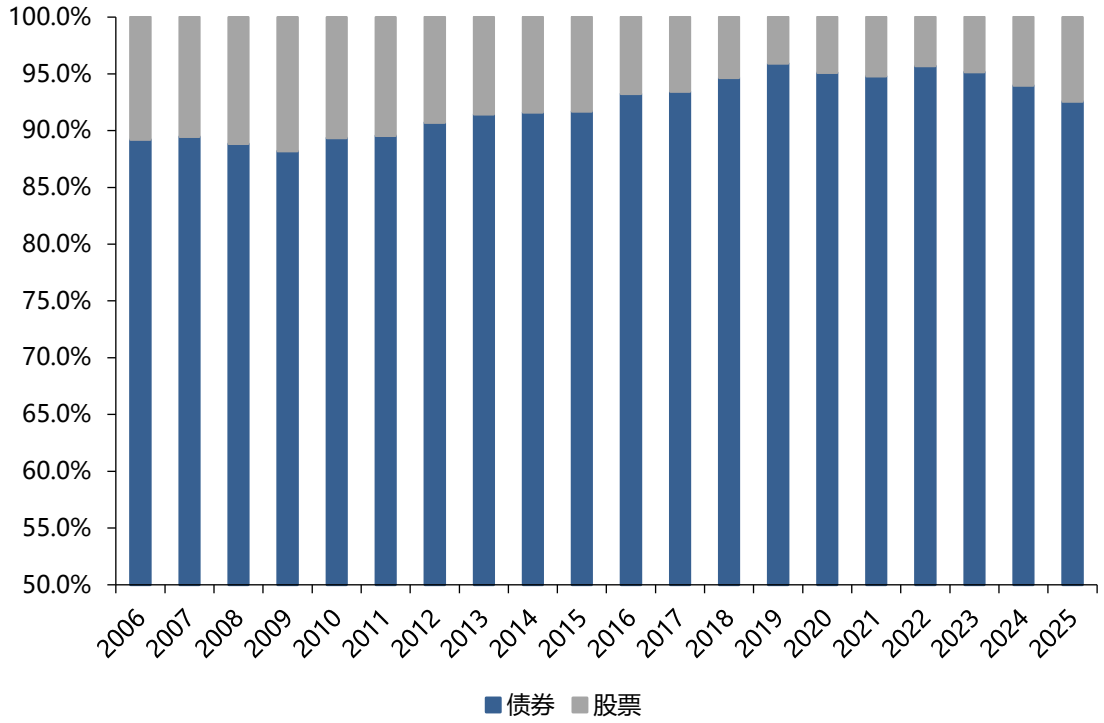
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **为获取国内外利差，日本寿险业持续增配海外证券，以海外债券投资为主。**在20世纪90年代破产潮之后，日本寿险业资产配置主要采取平衡投资策略，有价证券一直是重要的配置方向。1998-2025年，日本寿险业有价证券投资占比从 52.2%增加到 82.9%，其中海外证券占比逐步提升，由1998年的11.5%提升至2025年的26.6%，是仅次于日本国债的第二大投资品种。日本寿险业的海外证券投资以债券配置为主体，在2006年占全部海外证券比重已达89.2%，至2025年末占海外证券比重为92.6%，继续保持绝对主导地位。

图：1990s以来日本寿险业持续增配海外债券投资



图：日本寿险业海外证券投资中债券占比超过90%

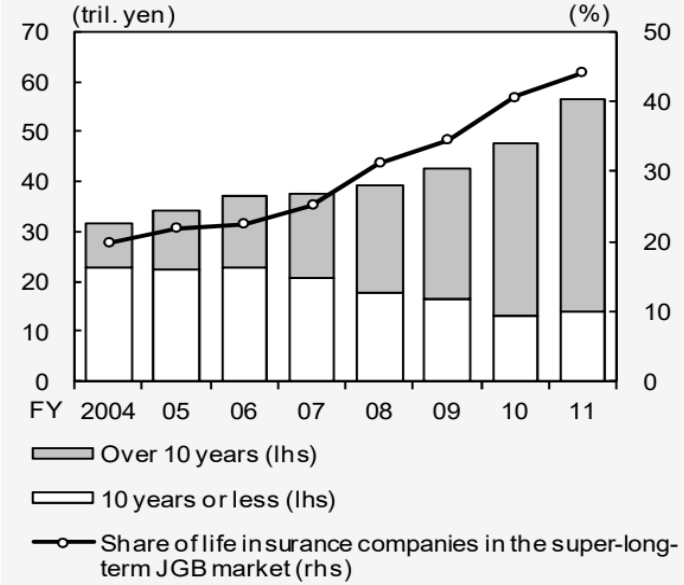


数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

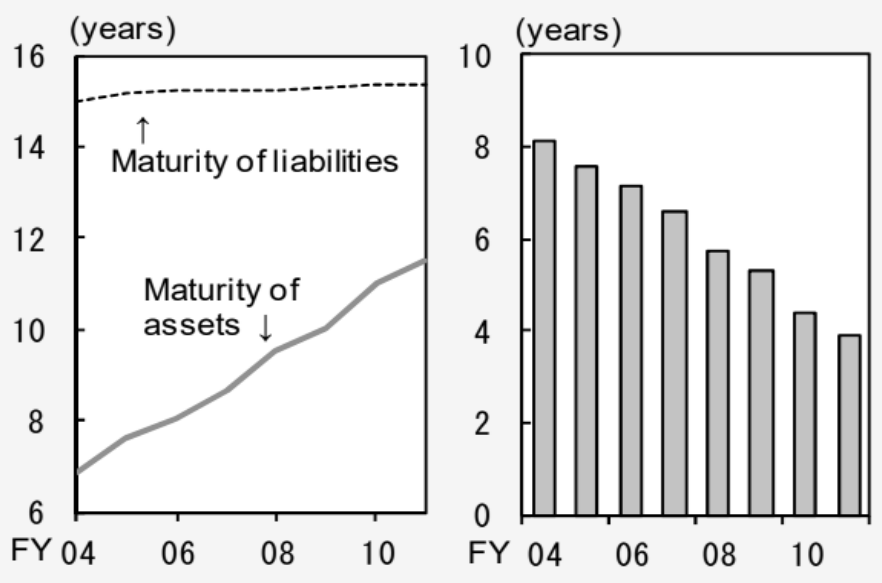
4.3 日本：配置海外资产，负债端转向死差型产品

- **在国内债券配置上，日本寿险业持续加大长久期国债配置。**1990年前，日本寿险业固收投资主要以贷款为主，而在1990后开始持续降低贷款资金配置比重，增配长久期债券，日本寿险公司持有的债券平均久期从2003年的6.2年提升至2012年的11.8年。
- **通过持续拉长资产久期，日本寿险业资负期限错配缺口也在不断缩窄，有效降低了利率下行环境下的经营风险。**根据日本央行数据统计，2024年末日本寿险行业资负久期缺口在2-3年左右，已经在世界主要寿险市场中处于较合理水平。

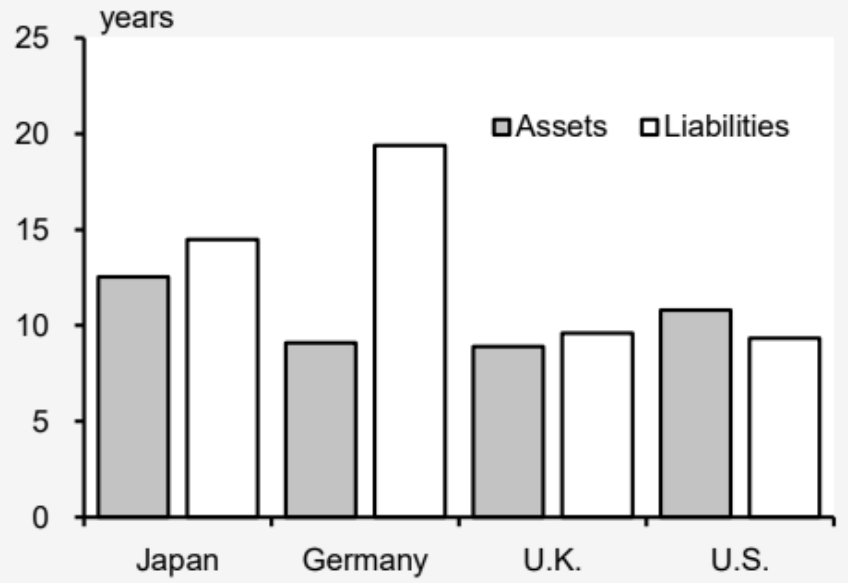
图：日本寿险业持续增配长久期国债



图：2000s日本寿险业资负久期缺口持续收窄



图：2024年末日德英美四国寿险行业资负久期情况

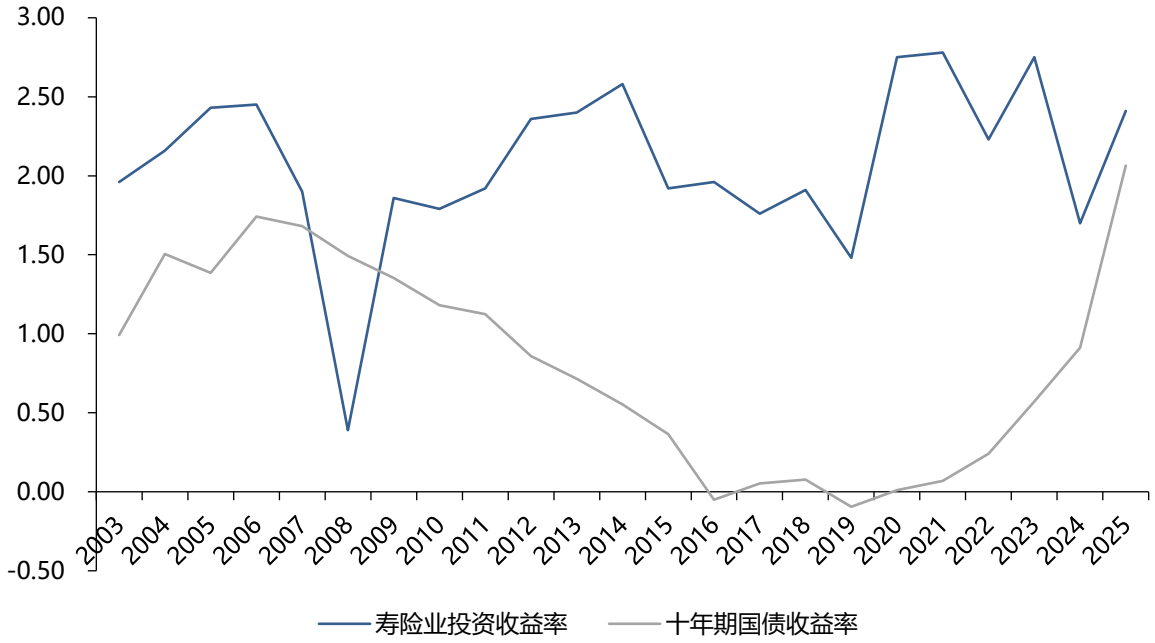


数据来源：BOJ，东吴证券研究所

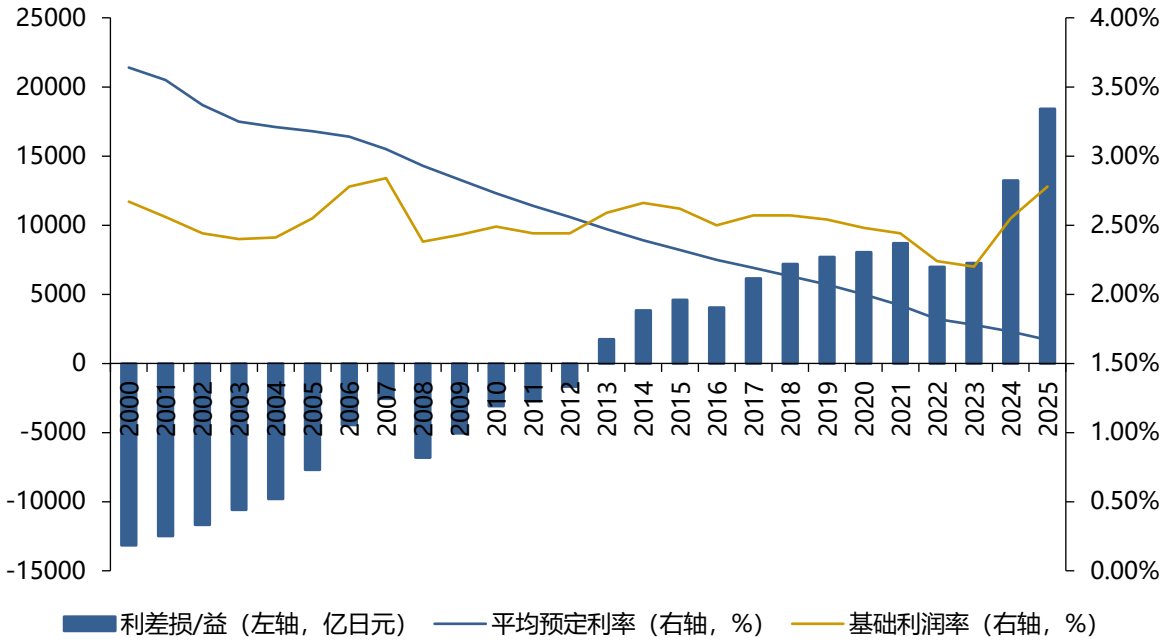
4.3 日本：配置海外资产，负债端转向死差型产品

- **日本人身险投资收益率整体稳定，海外证券投资收益表现较好。**除2008年以外，近二十年以来日本寿险业投资收益率水平明显高于十年期国债收益率。从细分资产收益率可以看出，外国证券历史上大部分年份可以获得可观的收益率，2006-2025年平均收益率达到3.2%，仅次于国内股票投资（6.7%），对整体收益率（2.1%）具有明显正面贡献。
- **2013年以来日本寿险行业利差益规模不断扩大。**随着新增保单预定利率的下降和新增保单占比的上升，目前日本保险公司的平均负债成本已降至1.5%-2.0%，且逐年快速下降，与此同时投资收益率企稳并保持在2.5%左右，在2013年日本寿险业（以中坚9社为代表）实现了由利差损向利差益的成功扭转，并且在近年来不断扩大利差益规模。

图：日本寿险业投资收益率持续好于十年期国债利率



图：日本寿险业中坚9社利差益规模不断扩大



数据来源：ACLI，NLI，东吴证券研究所

4.4 总结：海外发达寿险市场资负管理的经验参考

成本匹配

- **负债端：**①合理控制预定利率水平，负债成本要与宏观利率环境相匹配，海外寿险普遍建立起动态调整机制。②在利率下行期，调整负债结构，增加非利率敏感型业务比重。欧美地区倾向于发展浮动收益型产品，通常仅有较低或者没有保证收益，而日本寿险业则大力发展死差型产品，以医疗险为代表的第三领域业务快速增长。
- **资产端：**①美国对不同账户进行明显的差异化配置，独立账户配置权益比例明显更高，与账户负债特性相匹配。②欧洲保险公司重视另类投资配置，并且普遍利用衍生品进行利率、汇率、权益风险等对冲管理。③日本寿险业大幅增配海外债券投资，以缓解境内长期利率环境压力，历史数据显示其海外投资收益水平仅次于境内权益投资。

期限匹配

- 欧美和日本地区普遍重视期限匹配，尤其是在利率下行环境下均大力增配长久期资产，缩小资负久期缺口。特别是欧洲的大型险企，安联和安盛保险均保持着非常小的久期缺口，并且会随着利率环境变化进行动态调整。并且，资负久期缺口的管理是双向的，需要同时控制资产和负债两端久期才能实现合理匹配。

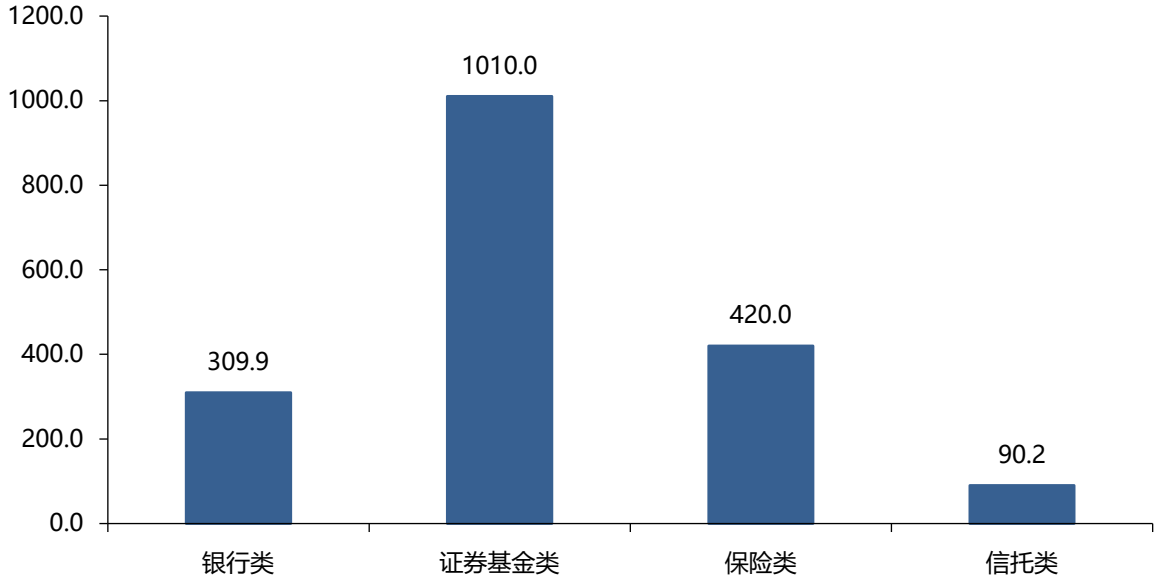
5. 展望：构建符合中国实际的资负管理体系

5.1 建立符合中国具体实际的资负管理体系

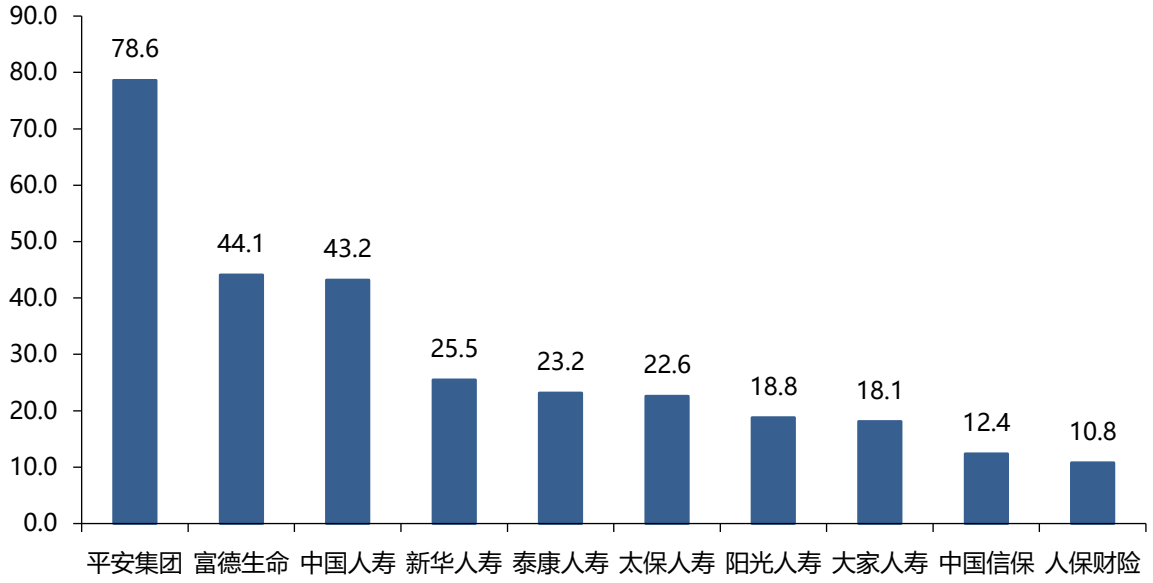
➢ **虽然海外发达市场已经为国内保险业的资产负债管理提供了有益的经验参考，但是并不是所有经验都具备在国内市场落地实施的可行性。**

- 欧洲保险公司开展了全球化业务和投资布局，大范围采用衍生品工具对冲风险，但是目前国内寿险业务集中于境内，国内金融衍生品工具尚不丰富，尽管在政策层面上允许通过国债期货等工具进行风险管理，但是实际操作经验有限。
- 日本寿险业大幅增配海外投资，但是国内保险资金在出境方面受到严格约束，暂时无法实现大规模海外配置。根据新浪财经报道，截至6月18日中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、中国太平及泰康保险6家险企已成为首批获准参与“南向通”债券投资的保险公司。我们认为，目前债券“南向通”对于配置境外非人民币计价的债券仍然受到QDII额度约束，而点心债境内外利差已明显收窄，尚不足以产生实质性影响。

图：各类机构QDII额度情况（亿元，截至2026.10.30）



图：保险公司QDII额度前十大机构（亿元，截至2026.10.30）



数据来源：外汇管理局，东吴证券研究所

5.2 负债端：进一步充分发挥浮动收益型产品的机制优势

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

➢ **我们认为，负债端业务结构调整仍然是需要进一步推进的策略，关键在于落实分红险“浮动收益”的实质。**目前国内分红险转型已经取得阶段性成果，但是仍有在激烈竞争环境下对分红险进行“变相刚兑”的问题。从欧洲市场经验看，浮动收益型产品的核心价值就是在投资收益波动年份给予弹性回报的机制保护，因此国内险企要摆脱“冲规模”的短期思维，避免恶性竞争、变相刚兑。此外，当前分红险预定利率上限为1.75%，相比传统险的优化幅度有限，未来可以效仿港险，推出低保底+高浮动收益结构的产品，进一步降低刚性成本。2026年已经有部分险企推出预定利率1.25%的分红险产品，可以视为行业对未来产品结构演变的有益尝试。

图：中国香港与中国大陆典型分红险产品对比

公司名		友邦	富卫	安盛	中意	中英	复星保德信
产品名		环宇盈活	盈聚天下2	盛利2-至尊	一生中意(福享版)	福满佳C款	星福家(朱雀版)
投保条件		香港：以0岁投保，10万美金*5年为例			内地：以0岁投保，10万人民币*5年为例		
保证回本期		18年	17年	25年	9年	9年	10年
保证收益IRR	10年	-	-	-	0.02%	0.35%	0.11%
	20年	0.09%	0.02%	-	0.84%	0.99%	1.02%
	30年	0.13%	0.13%	0.07%	1.07%	1.16%	1.27%
	40年	0.23%	0.23%	0.14%	1.18%	1.25%	1.40%
	60年	0.25%	0.25%	0.22%	1.29%	1.34%	1.52%
预期回本期		7年	6年	7年	7年	7年	6年
演示收益IRR	10年	3.51%	3.53%	3.52%	1.92%	2.25%	1.87%
	20年	5.69%	6.00%	5.82%	2.75%	2.90%	2.84%
	30年	6.50%	6.50%	6.50%	2.98%	3.08%	3.14%
	40年	6.50%	6.50%	6.50%	3.10%	3.17%	3.30%
	60年	6.50%	6.50%	6.50%	3.21%	3.26%	3.50%

数据来源：新媒天成储蓄规划公众号，东吴证券研究所

5.3 资产端：发挥耐心资本优势，践行长期主义原则

- **对于保险资金运用，要发挥好自身长线资金、耐心资本的优势，践行长期投资、价值投资的原则，避免追涨杀跌的短期思维。**这需要保险公司内部建设完善长周期考核机制，目前财政部对国有险企的考核机制已经实现“当年度+3年+5年”的平衡结构，中小民营险企也应当积极效仿，从考核机制的基础上避免短期主义干扰。
- **在具体的组合配置方面，核心仍然是以长久期利率债+优质权益投资的哑铃型配置结构，平衡好固收类、公开市场权益、另类资产占比；在权益投资内部，做好成长型和价值型资产配置结构的平衡，布局方向顺应国家重大战略和新兴战略产业发展趋势。**

图：以跨越周期为目标的资产配置思路



数据来源：中国太保2025年开放日材料，东吴证券研究所

6. 风险提示

6. 风险提示

- **1）长端利率趋势性下行。**
  - 利率下行环境下保险公司新增固收资产到期收益率将下降，在负债成本固定的情况下，将导致利差空间被压缩，长期盈利能力下降，甚至可能产生利差损。
- **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，进而致使公司净利润产生波动。
- **3）新单增长不及预期。**
  - 新单保费增速反映保险公司新业务增长趋势，当前预定利率进一步下调、产品结构由传统险向分红型逐步偏移、资本市场波动较大等因素都可能影响保险公司的新业务表现。

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

东吴证券
SOOCHOW SECURITIES

东吴证券财富家园