下载日志已记录，仅供内部参考

盈利稳定性来自资负的均衡发展

——《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》深度研究

保险

评级： 增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘欣琦(分析师)	021-38676647	liuxinqi@gtht.com	S0880515050001
李嘉木(分析师)	021-38038619	lijiamu@gtht.com	S0880524030003
唐关勇(分析师)	021-38031032	tangguanyong@gtht.com	S0880526030006

本报告导读：

监管出台资负管理新规推动资负经营匹配，并建立统筹的资负管理机制。我们预计资负匹配将提升保险公司盈利稳定性，推动保险股估值修复，维持“增持”。

投资要点：

- **低利率环境下产寿险公司的经营面临资负错配风险，主因在于资负经营割裂以及缺乏统筹的资负管理。**低利率环境下保险公司面临盈利承压甚至经营困境，我们预计资负错配是关键因素。1）负债端以规模为核心，资产端以收益率为核心的模式导致低利率环境下资负难度较大。负债成本较高而投资收益率不确定性提升导致保险公司面临成本收益匹配风险。部分中小保司由于前期规模扩张而忽视流动性管理导致出现流动性风险。2）资负组织架构割裂，缺乏统一强力的管理部门是造成资负匹配错位的内在治理原因。负债部门与资产部门过度重视短周期考核，缺少资负管理专职人员，容易出现责任落实不到位的情况。
- **监管出台资负管理新规差异化设置监管与监测指标推动资负匹配，并要求建立专业部门独立履职。**金监管总局发布《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》，全面规范保险公司资产负债管理治理体系与管理流程，并设置对保险公司的监管指标和监测指标。具体来看：1）《办法》对财险公司提出流动性及成本收益匹配的资负管理要求；2）《办法》对人身险公司提出期限结构、成本收益以及流动性匹配的资负管理要求；3）《办法》要求改革保险公司资负管理治理架构，压实主体责任。我们预计资负新规将从组织架构到业务模式深远影响保险公司经营。1）《办法》将引导财险公司推动综合成本压降和维持流动性资产。2）《办法》将引导人身险公司改善期限结构和降低负债成本。3）《办法》将引导保险公司改善组织架构以及考核机制，提升资负联动。
- **预计资负匹配将提升保险公司盈利稳定性，推动保险股估值修复。**海外头部保险公司得益于相对健全的资负联动机制改善盈利确定性及估值。1）海外保险公司较早建立预定利率随市场利率调整机制，以及改善产品结构推动负债成本压降。2）海外头部保险公司资负久期波动基本同步，久期缺口管控较好。3）海外头部险企建立高质量的资产负债管理体系，并传导到经营环节。
- **投资建议：**从估值水平看，当前国内寿险行业估值已经充分甚至过度计入了利率下行、资产端风险、盈利下滑等极度悲观预期。我们认为核心原因在于资负错配导致 ROE 的不确定性较高。在合理控制资负匹配后，保险行业的低位估值水平有望显著修复。我们预计《资产负债管理办法》将从组织架构到业务经营层面深刻影响保险公司经营理念，预计有效的资产负债匹配管理利好保险公司的盈利稳定性提升，从而对估值修复构成有效支撑，建议积极关注保险板块配置机会，维持“增持”评级，个股推荐中国平安/新华保险/中国人民保险集团/中国太保/中国财险/中国人寿。
- **风险提示：**负债成本改善不及预期；长端利率下行；权益市场波动。

相关报告

保险《资负稳健，预计交易结构仍是股价扰动因素》2026.06.08

保险《26 年 4 月寿险高基数下增速放缓，财险承压但责任险逆势增长》2026.05.29

保险《交易因素扰动板块表现，估值修复可期》2026.05.27

保险《债券配置稳健，权益配置逆市小幅提升》2026.05.17

保险《资负共振，看好保险板块持续修复》2026.05.11

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 政策背景：低利率环境下，产寿险公司的经营面临资负错配风险.....3
1.1. 低利率环境冲击保险公司盈利稳定性，主因在于资产负债经营联动相对较低.....3
1.2. 保险公司资产负债部门的组织架构相对割裂，不利于统筹开展资负管理工作.....5
2. 政策解析：预计资负新规将从组织架构到业务模式深远影响保险公司经营.....7
2.1. 《办法》对财险公司提出流动性及成本收益匹配的资负管理要求 8
2.2. 《办法》对人身险公司提出期限结构、成本收益以及流动性匹配的资负管理要求.....10
2.3. 《办法》要求改革保险公司资负管理治理架构，压实主体责任..14
3. 预计资负匹配将提升保险公司盈利稳定性，推动保险股估值修复....16
4. 投资建议：推荐中国平安/新华保险/中国人民保险集团/中国太保/中国财险/中国人寿.....20
5. 风险提示.....22

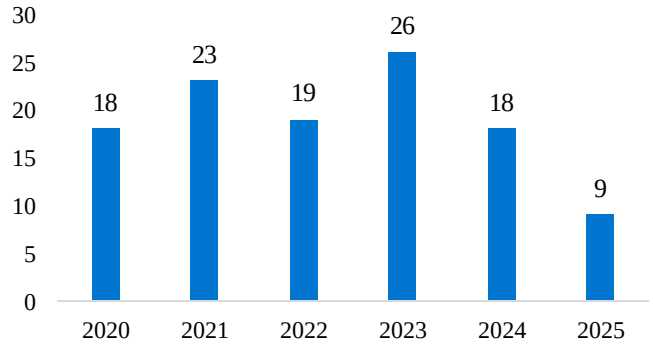
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 政策背景：低利率环境下，产寿险公司的经营面临资负错配风险

1.1. 低利率环境冲击保险公司盈利稳定性，主因在于资产负债经营联动相对较低

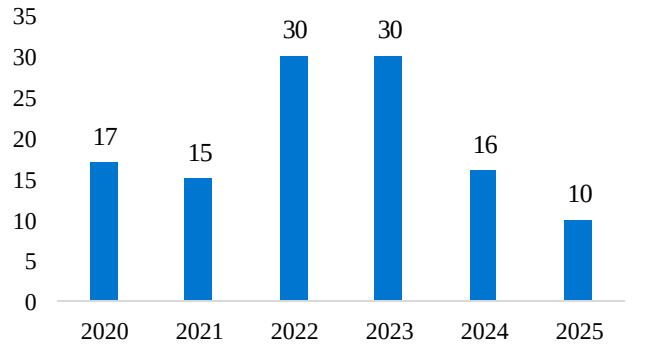
低利率环境下保险公司面临盈利承压甚至经营困境，我们预计资负错配是关键因素。从财务结果表现看，近年来低利率环境背景下，保险公司盈利波动加大，特别是中小险企的经营压力更为凸显。根据统计，2025 年，在 86 家财险公司中，净利润为负的公司数量为 9 家，占比 10.5%；72 家人身险公司中，净利润为负的公司数量为 10 家，占比 13.9%。我们认为主要为保险公司基于负债经营的特性，未能及时应对利率环境的变化进行有效的资负管理所致。

图 1：25 年我国财产险公司亏损数量 9 家，占比 10.5%



数据来源：“13 个精算师”公众号，国泰海通证券研究

图 2：25 年我国人身险公司亏损数量 10 家，占比 13.9%



数据来源：“13 个精算师”公众号，国泰海通证券研究

保险公司的资产负债管理目标主要包括期限结构匹配、收益成本匹配和流动性匹配。1）期限结构匹配：指保险公司能够维持资产和负债在较长期限结构上的合理匹配，提升公司经济价值，防范利率风险和再投资风险。期限结构匹配的问题主要产生于人身险行业，由于人身险行业具有负债经营以及经营周期长的特点，其商业模式是负债端先向投保人收取保费，后承担保险责任，收、付资金之间存在较长时间差，且负债金额不确定；而资产端需要通过投资管理满足负债端未来偿付以及保险公司整体盈利要求，资产与负债期限的匹配可以有效锁定当期负债成本可获取的投资回报，防止未来因市场环境变化而导致收益难以匹配成本的情况。**2）成本收益匹配：**指保险公司的资产收益能够覆盖负债成本，具备一定的持续盈利能力，防范利差损风险。保险资金的投资目标是为了覆盖负债成本，而不是为了获取尽可能高的超额收益，追求收益的确定性和安全性。**3）流动性匹配：**指保险公司在短期内能够获得充足资金以支付到期债务或履行其他支付义务，防范流动性风险。

负债久期过长以及长期高收益固收资产供给不足导致人身险公司面临期限结构匹配风险。负债久期指保险公司所有保险负债未来现金流（如理赔、满期给付、年金领取、退保金等）的平均回流年限，而资产久期指保险公司各类投资资产未来本息回流的平均年限。中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云在中国财富管理 50 人论坛 2023 年会上曾指出，保险资产负债久期错配缺口高达 7 年，利率下行周期久期缺口过大易导致保险公司未来

下载日志已记录，仅供内部参考

投资收益率无法满足兑付要求的风险。当前寿险的主要产品具有长期负债的特性，而资产端面临长期高收益固收资产供给不足以及到期再配置压力提升。特别是近年来随着存量非标资产逐步到期，优质非标资产供给减少，剩余到期期限持续收窄。而负债端具有较强刚性赔付要求的新单及续期保费现金流仍持续流入，导致保险公司的再配置压力显著提升。

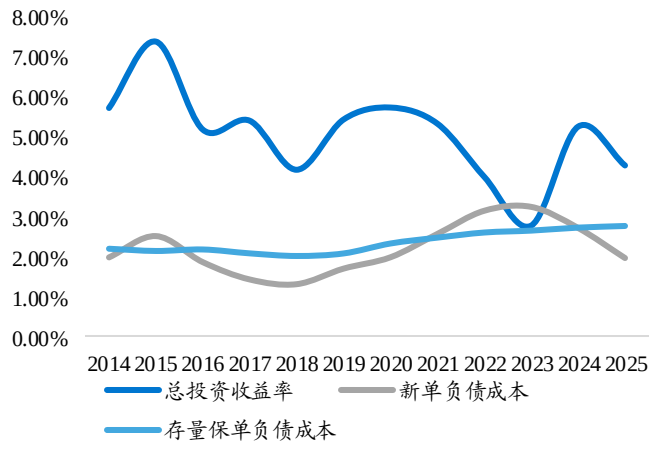
表 1：以中国平安为例，非标债权资产收益率下行，剩余期限收窄

	名义投资收益率（%）	平均期限（年）	剩余到期期限（年）
2017	6.00%	7.47	4.55
2018	5.84%	7.46	3.96
2019	5.75%	6.56	3.68
2020	5.49%	6.72	3.96
2021	5.31%	6.47	3.54
2022	5.05%	6.70	4.05
2023	4.80%	NA	3.29
2024	4.37%	NA	3.37
2025	4.08%	NA	2.98

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

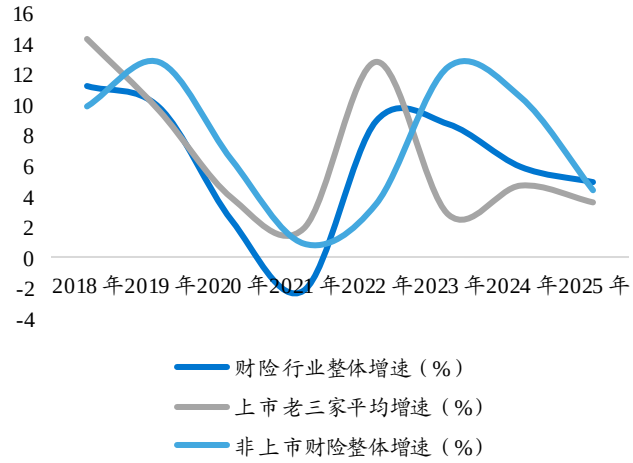
负债成本较高而投资收益率不确定性提升导致保险公司面临成本收益匹配风险。负债端看，人身险公司由于过往销售较多的高预定利率产品和长期储蓄型产品，对刚性负债成本形成较大压力；财险公司特别是中小险企过往盲目追求保费规模增长、忽视承保业务质量。投资端看，具有稳定收益的固定收益类资产回报趋势性下移，资产端收益与负债端成本之间的匹配难度明显加大。

图 3：人身险行业面临投资收益不确定和负债成本刚性问题



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

图 4：财险行业面临非上市公司（多为中小险企）盲目扩张保费而忽视承保质量的问题



注：数据为中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保/中国太平/阳光保险平均值　数据来源：“13 个精算师”公众号，国泰海通证券研究

表 2：财险行业承保利润高度集中于头部公司，预计中小公司承保盈利能力较差

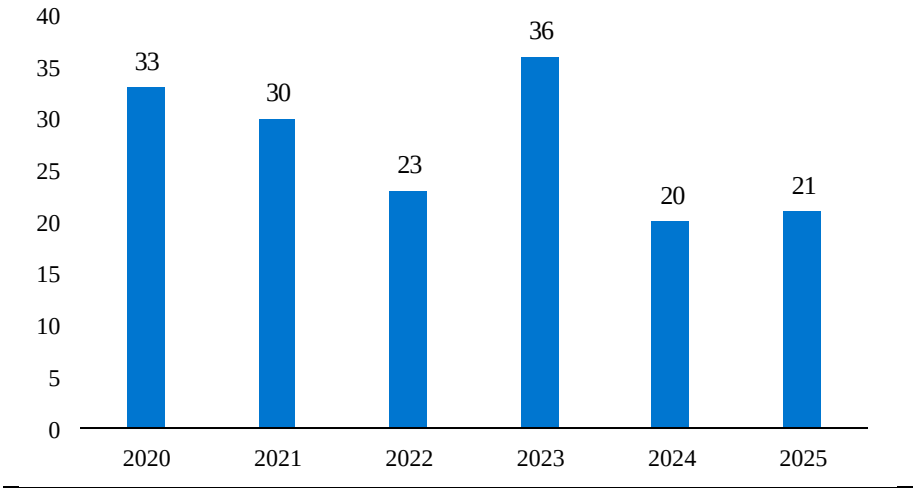
下载日志已记录，仅供内部参考

承保利润（亿元）	2021	2022	2023	2024
中国财险	77.3	113.1	86.2	92.9
平安财险	50.2	80.3	47.3	42.0
太保财险	24.1	28.4	24.1	18.7
其他	-212.8	-3.5	-35.8	28.4
合计	-61.2	218.3	121.8	182.0

数据来源：公司年报，“13 个精算师”公众号，国泰海通证券研究

流动性匹配问题多见于经营风格相对激进的中小险企。部分中小保司由于前期规模扩张而忽视流动性管理，经营性现金流入在覆盖赔付、退保等必要现金流出方面持续承压。根据统计，25 年 86 家财险公司中，经营现金流净额为负的财险公司数量为 21 家，占比 24.4%。

图 5：近年出现经营性现金流净额为负的财险公司数量（家）



数据来源：“13 个精算师”公众号，国泰海通证券研究

1.2. 保险公司资产负债部门的组织架构相对割裂，不利于统筹开展资负管理工作

资负组织架构割裂，缺乏统一强力的管理部门是造成资负匹配错位的内在治理原因。从保险公司的经营模式来看，过往普遍存在"负债端只管卖产品、资产端只管做投资"的割裂状态，保险公司的资产部门与负债部门过度关注自身短期业绩，而忽视保险行业专业性、长期性的经营要求。此外，保险公司普遍对于资产负债管理的内部职责不够明晰，资产部门和负债部门各自为营，缺乏统一指导。

表 3：保险公司资产负债管理的组织架构割裂

	资产部门	负债部门
组织架构	注重短期业绩，追求高收益率	注重短期业绩，追求保费增长与市场份额提升
考核机制	考核投资收益率，与负债成本、久期无关。	考核保费规模、新业务价值，与资产收益无关
信息与决策	产品定价、投资配置分头决策	

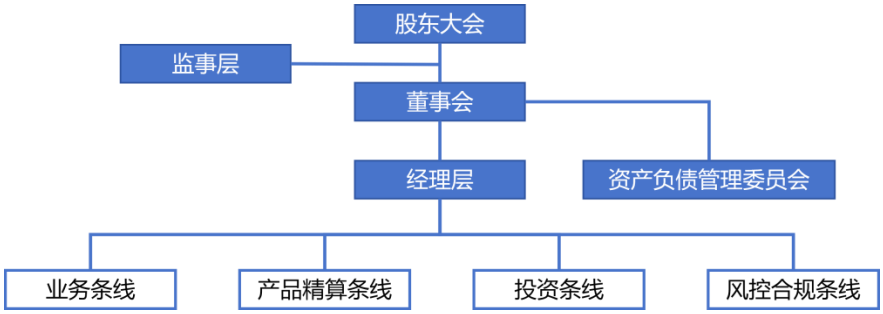
数据来源：国泰海通证券研究

保险公司资产负债管理的日常抓手缺失。一般而言，我国产寿险公司的治理框架下设业务条线、产品精算条线、投资条线以及风控合规条线，各条线权责独立并分开考核。大型保险公司资产负债管理主要以董事会下设委员

下载日志已记录，仅供内部参考

会的形式实施，缺少资负管理专职人员，容易出现责任落实不到位的情况。

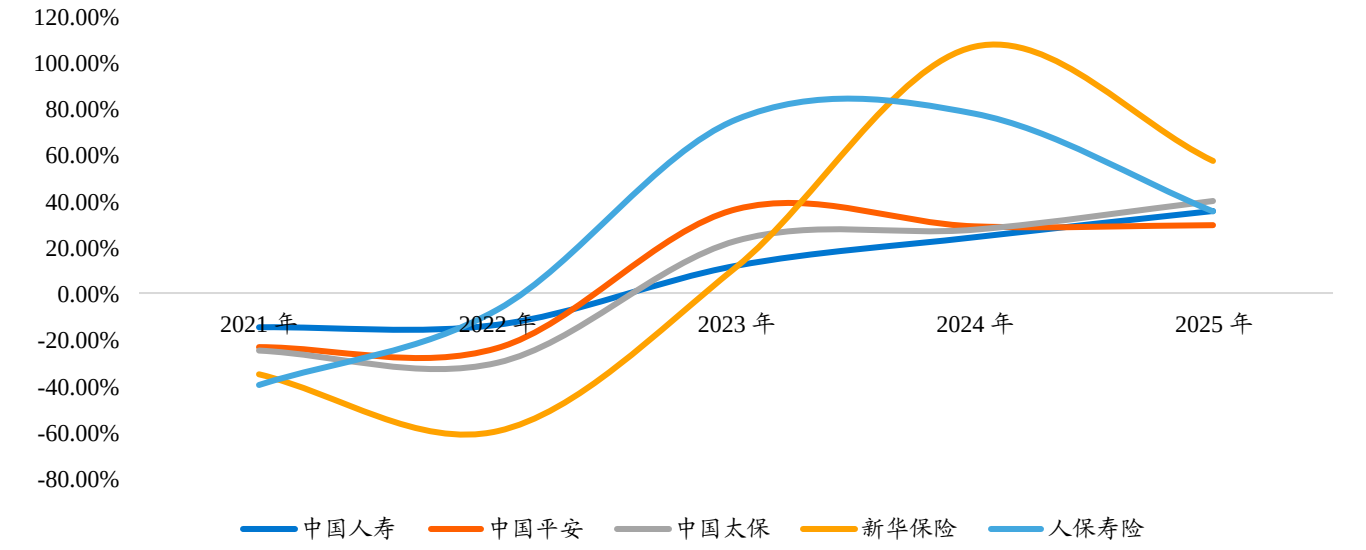
图 6：保险公司资产负债管理的日常抓手缺失



数据来源：国泰海通证券研究

负债端错配的本质原因是以保费规模和 NBV 为代表的业务考核压力。当前上市保险公司基于业务考核压力，通过销售大量储蓄险保单推动 NBV 高速增长。由于储蓄型产品普遍承诺一定的保证利率，低利率环境下公司面临长期未对冲的保证利率风险；在利率下行阶段，保险公司开发新产品，调整预定利率假设等存在滞后，保单负债成本刚性而保持，在投资回报下降的情况下进一步降低公司的利差水平，挤压公司盈利空间。我们认为利率下行周期下保险公司应当理性看待 NBV 增长。

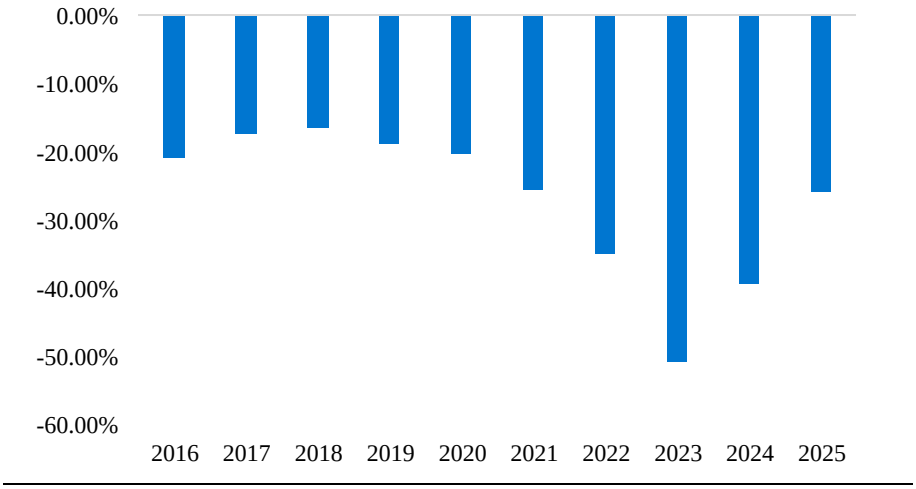
图 7：储蓄险销售景气推动上市公司 NBV 高速增长



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：当前 NBV 的利率敏感性过高



资产端错配的本质原因是短期的利润考核压力。考核应更重长期利润的可实现性，监管引导长周期考核预计推动保险公司完善考核体系。保险公司董事会应调整优化管理层考核指标，特别是适度降低当期利润的考核，引导长周期考核，近年监管出台的系列政策预计将成为推动保险公司建立合理考核指标的外部引导。

表 4:财政部关于商业保险公司经营效益类指标考核的调整变化

时间	政策文件	关于经营效益类指标考核的调整
2022.7.12	关于印发《商业保险公司绩效评价办法》的通知	（1）（国有）资本保值增值率: 指标定义/计算方法：（年末国有资本±客观增减因素影响额）/年初国有资本×100%； 数据来源：保值增值表; 评价方法：综合对标（行业对标+历史对标）。 （2）净资产收益率: 指标定义/计算方法：净利润/净资产平均余额×100%; 数据来源：财务报表; 评价方法：综合对标（行业对标+历史对标）。
2023.10.30	《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	将《商业保险公司绩效评价办法》中经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3年周期指标+当年度指标”相结合，即“3年周期净资产收益率”与“当年净资产收益率”各占50%权重。
2025.1.22	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于30%，三年到五年周期指标权重不低于60%。
2025.7.11	《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	将净资产收益率由“三年周期指标+当年度指标”调整为“当年度指标+三年周期指标+五年周期指标”，权重分别为30%、50%、20%。 将资本保值增值率由“当年度指标”调整为“当年度指标+三年周期指标+五年周期指标”，权重分别为30%、50%、20%。

数据来源：财政部，国泰海通证券研究

2. 政策解析：预计资负新规将从组织架构到业务模式深远影响保险公司经营

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年 12 月 19 日，国家金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》，全面规范保险公司资产负债管理治理体系与管理流程，并设置对保险公司的监管指标和监测指标，推动保险公司强化改进资产负债管理架构、政策和程序。

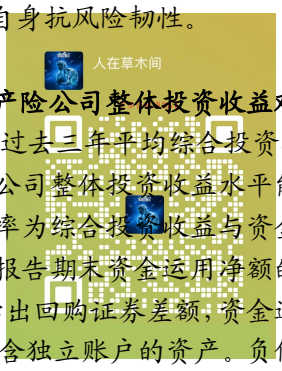
2.1. 《办法》对财险公司提出流动性及成本收益匹配的资负管理要求

《办法》基于财产保险公司的经营特征及主要风险，设置最低监管标准。财产保险公司资产负债管理监管指标包括沉淀资金覆盖率、收入覆盖率、压力情景下流动性覆盖率。**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。**财产保险公司资产负债管理监测指标包括利差一、利差二，以及压力情景下的利差。

财险公司监管指标一：沉淀资金覆盖率。沉淀资金覆盖率为保险公司沉淀资金与中长期资产的比值，衡量财产保险公司中长期资产与沉淀资金的规模匹配情况。其中，沉淀资金是基于财产保险产品滚动投保的特性，在账户日常资金流动过程中留存的、数量相对稳定的资金，可以用于进行中长期投资；中长期资产为剩余期限大于等于 3 年的各类投资资产。沉淀资金覆盖率应不低于 100%，防止以短期业务为主的财产保险公司为获取更高投资收益进行短钱长配，在短期保费或赔款出现超预期波动时导致长期资产无法及时变现而引发流动性危机。

财险公司监管指标二：收入覆盖率。收入覆盖率为财产保险公司过去三年保险服务收入与综合投资收益之和与综合成本的比值，衡量财产保险公司在较长期间的整体收入水平能否覆盖公司的整体业务成本。综合成本包括再保险费用、销售费用、管理费用等综合费用，以及发生的赔款等。收入覆盖率应不低于 100%，防止保险公司为追求规模增长而产生的过度价格竞争，引导产险行业从“规模导向”转向“价值导向”。

财险公司监管指标三：压力情景下流动性覆盖率。压力情景下流动性覆盖率为按照监督有关流动性风险监管规则，在设定的极端压力情景下，**优质流动性资产（如国债、央行票据、高评级短期债券等）与未来 30 日内净现金流出的比值**，衡量保险公司在压力情景下，获得资金以支付到期债务或履行其他支付义务的能力，防范流动性风险。压力情景下流动性覆盖率应不低于 100%，在一定程度上保证保险公司自身抗风险韧性。



财险公司监测指标一：利差一衡量产险公司整体投资收益对资金获取成本的覆盖能力。利差一为财产保险公司过去三年平均综合投资收益率与平均负债资金成本率的差额，衡量财产保险公司整体投资收益水平能否覆盖公司的整体业务成本。其中，综合投资收益率为综合投资收益与资金运用平均净额的比值；资金运用平均净额为年初至报告期末资金运用净额的月算术平均值；资金运用净额则为资金运用余额与卖出回购证券差额；资金运用余额包括投资资产、贷款及金融衍生工具，不包含独立账户的资产。负债资金成本率是“保险合同负债”和“资本债”的平均资金成本率，资本债又包括次级债、资本补充债和无固定期限资本债。

下载日志已记录，仅供内部参考

负债资金成本率=[传统保险账户负债资金成本率×（保险合同负债净额+保费准备金余额+净资产）+次级债、资本补充债和无固定期限资本债券账户负债资金成本率×次级债、资本补充债和无固定期限资本债券账面价值]÷(传统保险账户保险合同负债净额+传统保险账户保费准备金余额+净资产+次级债、资本补充债和无固定期限资本债券账面价值)×100%。其中，传统保险账户负债资金成本率=（承保综合成本-保险服务收入）÷（传统保险账户保险合同负债净额+保费准备金余额+净资产）×100%。

财险公司监测指标二：利差二衡量产险公司净投资收益对资金获取成本的覆盖能力。利差二为过去一年净投资收益率与负债资金成本率的差额，衡量财产保险公司净投资收益能否覆盖公司的整体业务成本。其中，净投资收益率反映公司投资收益中包括利息收入、股息红利收入、投资性房地产租金收入等投资收益中较为稳定的部分。

财险公司监测指标三：压力情景下的利差衡量不同极端情景下投资收益对资金获取成本的覆盖能力。压力情景下的利差则包括宏观经济压力情景下利差一和宏观经济压力情景下利差一，分别衡量财产保险公司在宏观经济形势恶化及保险业务恶化两种情景下，整体投资收益水平能否覆盖公司的整体业务成本。

表 5: 25 版《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》基于财险公司资负风险设立监管指标和监测指标

分类	保险公司	指标	计算方法	主要针对风险
监管指标（设定最低监管标准，加强指标限额管理）	财险公司	沉淀资金覆盖率	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%	针对流动性的问题，引导产险公司合理控制投资资产期限
		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 最低监管标准不低于 100%	针对成本收益不匹配的问题，引导产险公司控制负债端成本
		压力情景下流动性覆盖率	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 最低监管标准不低于 100%	针对流动性不匹配的问题，引导产险公司关注资产配置的短期流动性
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）	财险公司	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	针对成本收益不匹配的问题，引导产险公司控制负债端成本
		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	
		压力情景下的利差	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 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	

数据来源：国家金融监管总局，国泰海通证券研究

我们认为《办法》对财险公司的经营影响主要体现在两个方面：1）负债端

下载日志已记录，仅供内部参考

引导财险公司在获取保费和投资收益的同时注重成本管控。《办法》设置监管指标要求财险公司收入覆盖率应不低于 100%，即保险服务收入与综合投资收益应充分覆盖赔付及费用支出；《办法》设置监测指标对财险公司资产负债错配风险进行识别与预警，衡量综合投资收益率、净投资收益率以及压力情景下的投资收益率对资金获取成本的覆盖程度。**2）资产端引导财险公司确保流动性资产充裕。**《办法》设置监管指标要求沉淀资金覆盖率（账户沉淀资金/中长期资产）不低于 100%，以及压力情景下流动性覆盖率（优质流动性资产/未来 30 日内净现金流出）不低于 100%，引导财险公司基于自身短久期经营避免短钱长投，留足流动性资产应对赔付压力，确保自身抗风险的经营韧性。

2.2. 《办法》对人身险公司提出期限结构、成本收益以及流动性匹配的资负管理要求

《办法》基于人身险公司的经营特征及主要风险，设置最低监管标准。人身险公司资产负债管理监管指标包括有效久期缺口、综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率、压力情景下流动性覆盖率。**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。**人身险公司资产负债管理监测指标包括修正久期缺口、基点价值变动率、利差三、利差四、压力情景下的利差、流动性匹配率，以及分大类账户的成本收益匹配指标和流动性匹配指标。

人身险公司监管指标一：有效久期缺口。有效久期缺口为保险公司现金流流入有效久期与现金流流出有效久期之差，衡量资产负债久期错配情况。有效久期根据基准收益率曲线的平移变化来衡量利率风险，是债券价格对基准收益率曲线变化的敏感性。对于保险公司，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，可充分考虑资产负债的联动效应。监管要求有效久期缺口不高于 5 年或低于-5 年；对于缺口低于-5 年的人身保险公司，现金流流入有效久期不低于 5 年。当前寿险公司保单结构中长久期储蓄型产品占比较高，在低利率、资产荒背景下久期错配问题较为突出，我们认为该指标将引导寿险公司拉长资产久期，优化负债结构，特别是推动保险公司进行浮动收益型产品转型，基于分红险产品非刚兑、现金流可递延可浮动的属性，负债现金流平均回流时间被拉长，从而改善有效久期缺口。

人身险公司监管指标二：综合投资收益覆盖率。综合投资收益覆盖率为人身保险公司**综合投资收益与负债资金成本的比值，**衡量保险公司在较长期间的整体投资收益水平能否覆盖公司的整体业务成本，其中，负债资金成本是保险公司需要对保单持有人实际支付的全部成本。综合投资收益覆盖率应不低于 100%，抑制保险公司高成本负债与低收益资产的粗放经营，改善保险公司盈利稳定性。

人身险公司监管指标三：净投资收益覆盖率。净投资收益覆盖率为净投资收益与负债保证成本的比值，衡量衡量保险公司投资收益中较为稳定的部分是否能够满足公司给予客户的保证利益要求，反映公司相对刚性的成本收益匹配情况，其中，负债保证成本是在预定利率、最低保证利率等影响下的刚性成本。净投资收益覆盖率应不低于 100%，避免刚性兑付风险。

表 6：收益率相关指标解释

指标名称	指标含义
净投资收益率	反映保险公司通过持有资产获得的稳定性收益，包括利息收入、股息收入、租金收入、贷款利息等。不包含资产买卖价差和公允价值变动损益，仅体现长期持有资产的现金流收益。

下载日志已记录，仅供内部参考

总投资收益率	涵盖所有投资活动的收益，在净投资收益基础上增加已实现资本利得和公允价值变动损益，体现包括短期交易在内的综合收益。
综合投资收益率	在总投资收益基础上，额外包含未实现浮盈浮亏。这些变动计入其他综合收益，而非当期利润表，反映所有投资项目的账面价值变动。

数据来源：13 个精算师公众号，国泰海通证券研究

人身险公司监管指标四：压力情景下流动性覆盖率用于衡量流动性匹配性。与财产险公司相同，压力情景下流动性覆盖率衡量人身保险公司在压力情景下，获得资金以支付到期债务或履行其他支付义务的能力，防范流动性风险。

人身险公司监测指标一：修正久期缺口用于衡量期限结构匹配性。修正久期缺口是人身险公司资产修正久期与负债修正久期的差值，用于衡量人身险公司资产和负债在利率曲线平行移动情景下的价值变动率，是评价资产负债管理稳健性与负债成本覆盖可持续性的核心指标。其中，修正久期是利率每变动 1%，资产/负债价值变动的百分比。考虑到负债端为全口径保险业务，而资产端仅包含可计算现金流的固定收益类投资资产，因此，需要对资产修正久期进行规模调整。规模调整后的修正久期缺口=（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+利率类衍生品买入合约的修正久期×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修正久期×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-负债现金流流出修正久期。

人身险公司监测指标二：基点价值变动率用于衡量不同利率变动情景下的期限结构匹配性。基点价值变动率通过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。基点价值变动率为上述六种情景所造成的最大的基点价值变动合计与公司实际资本的比值，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，直接反映寿险公司在利率周期变化下资本充足性的稳定性。

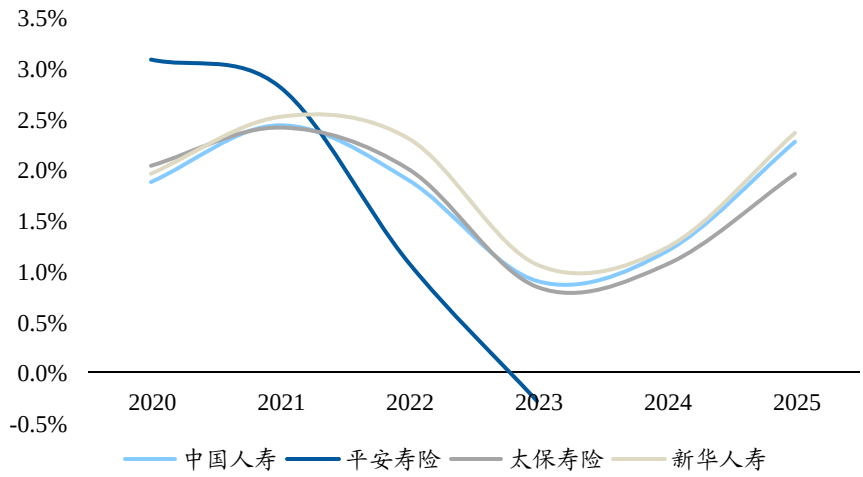
人身险公司监测指标三：利差三衡量新增业务的成本收益匹配性。利差三为过去一年新增可计算现金流的固定收益类资产到期收益率与新业务负债最低要求回报率差额，衡量人身保险公司在过去一年的利差边际变动情况。利差三为正时，则表明新业务的新增固收投资收益能够覆盖负债最低回报要求，存在利差边际；反之，则表明新业务定价或资产配置存在压力。其中，可计算现金流的固定收益类投资资产到期收益率为现金流折现值等于摊余成本时的年化折现率，新业务负债最低要求回报率为新业务期初利润为零时的最低要求回报。

人身险公司监测指标四：利差四衡量存量业务的成本收益匹配性。利差四为过去三年会计投资收益率与负债保证成本率差额，衡量人身保险公司过去三年平均已实现的投资收益能否覆盖给予客户的保证利益，反映公司的中期成本收益匹配情况。会计投资收益率为会计投资收益与资金运用平均净额的比值，其中，会计投资收益反映公司当期已实现的财务投资收益，为综合投资收益扣除 FVOCI 金融资产的公允价值变动净额，以及指定为 FVOCI 的非交易性权益工具投资的处置损益。

下载日志已记录，仅供内部参考

低利率环境下我国人身险公司面临利差长期承压的困境。我们基于上市险企总投资收益率以及 VIF 打平收益率作为负债保证成本率对利差四进行测算，2024 年以来，随着权益类资产收益改善、固收类收益回稳，叠加新业务保证成本压降，在一定程度上利好利差四修复。但预计在未来 10-20 年内，大量存量业务的刚性成本仍会压制利差四水平。同时，权益类市场收益的较大波动也带来较大的不确定性。

图 9：我国人身险公司利差四短期修复但预计长期仍有压力



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

人身险公司监测指标五：压力情景下的利差衡量不同极端情景下的成本收益匹配性。压力情景下的利差包括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、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以及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等，依次衡量：人身保险公司在宏观经济形势恶化情景下，整体会计投资收益水平能否覆盖公司给予客户的保证利益及非保证利益；未来三年在利率上行、负债资金成本随之跃升的压力情景下，已实现的投资收益能否覆盖公司给予客户的保证利益和非保证利益；未来三年在利率下行、再投资收益率下降压力情景下，整体固定收益类投资的到期收益率能否覆盖公司给予客户的保证利益。

人身险公司监测指标六：流动性匹配率衡量流动性匹配性。流动性匹配率 =（负债现金流流出修正久期 × 负债现金流流出折现值）÷[资产现金流修正久期 × 资产现金流折现值 + 负债现金流流入修正久期 × 负债现金流流入折现值 +12 年 × 长期股权投资账面价值 +25 年 × 投资性房地产账面价值]，衡量人身保险公司负债端现金流流出的期限特征，与资产端期限特征的匹配程度，核心聚焦长期资产与长期负债的适配性，旨在引导人身保险公司合理配置长期资产，避免过度依赖中短期保险负债进行长期投资，提高风险抵御能力。

表 7：25 版《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》基于人身险公司资负风险设立监管指标和监测指标

分类	保险公司	指标	计算方法	主要针对风险

下载日志已记录，仅供内部参考

监管指标（设定最低监管标准，加强指标限额管理）	人身险公司	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 最低监管标准不高于5年或低于-5年；对于缺口低于-5年的人身保险公司，现金流流入有效久期不低于5年	针对期限结构不匹配的问题，引导人身险公司通过调整负债端产品结构，改善负债成本久期
		综合投资收益覆盖率	综合投资收益覆盖率=（过去第一年综合投资收益+过去第二年综合投资收益+过去第三年综合投资收益+过去第四年综合投资收益+过去第五年综合投资收益）÷（过去第一年负债资金成本+过去第二年负债资金成本+过去第三年负债资金成本+过去第四年负债资金成本+过去第五年负债资金成本） 最低监管标准不低于100%	针对成本收益不匹配的问题，引导人身险公司管控负债端成本
		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 最低监管标准不低于100%	针对成本收益不匹配的问题，指导寿险公司管控负债端成本
		压力情景下流动性覆盖率	按照国家金融监督管理总局有关保险公司流动性风险监管规则执行	针对流动性不匹配的问题，引导人身险公司关注资产配置的短期流动性
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）	人身险公司	修正久期缺口	规模调整后的修正久期缺口=（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+利率类衍生品买入合约的修正久期×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修正久期×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-负债现金流流出修正久期	针对期限结构不匹配的问题，引导人身险公司通过调整负债端产品结构，改善负债成本久期
		基点价值变动率	基点价值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。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（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）	利差三=过去一年新增可计算现金流的固定收益类投资资产到期收益率-过去一年新业务负债最低要求回报率	针对成本收益不匹配的问题，引导人身险公司管控负债端成本
		利差四（会计投资收益率与负债保证成本率差额）	利差四=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）	

下载日志已记录，仅供内部参考

	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）	
压力情景下的利差	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）	
	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）	针对流动性不匹配的问题，引导人身险公司关注资产配置的短期流动性
分大类账户的成本收益匹配指标和流动性匹配指标		

数据来源：国家金融监管总局，国泰海通证券研究

我们认为《办法》对财险公司的经营影响主要体现在三个方面：1）引导人身险公司注重期限结构匹配，防范错配风险。《办法》设置监管指标要求保险公司有效久期缺口不高于 5 年或低于-5 年，对于缺口低于-5 年的人身保险公司，现金流流入有效久期不低于 5 年，以及设置修正久期缺口、基点价值变动率的监测指标，引导人身险公司关注改善资产久期，防范利率下行带来的久期错配风险。2）**引导人身险公司在关注投资收益的同时注重负债成本管理。**《办法》设置监管指标要求人身险公司综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率应不低于 100%，并设置监测指标对人身险业务新增业务、存量业务的成本收益匹配性以及压力情景下的利差进行动态监测，引导人身险公司关注负债成本的改善，预计将推动保险公司由关注投资部门的投资收益能力向推动资负经营联动，关注负债成本压降转变。3）**引导人身险公司关注现金流稳定，防范流动性风险。**《办法》设置压力情景下流动性覆盖率不低于 100%的监管指标，留足流动性资产应对赔付压力，确保自身抗风险的经营韧性。

2.3. 《办法》要求改革保险公司资负管理治理架构，压实主体责任

《办法》规范保险公司资产负债管理治理体系与管理流程。保险公司应建立由董事会负最终责任、高级管理层直接领导、资产负债管理牵头部门统筹协调、职能部门相互协作、内部审计部门检查监督的组织体系，特别是明确

下载日志已记录，仅供内部参考

要求保险公司应当设置资产负债管理的专业部门，履职应保持独立性，不受保险业务和投资管理部门干预。

表 8: 25 版《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》进一步压实保险公司主体责任

	保险资产负债管理监管暂行办法 银保监发〔2019〕32 号	保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）
组织架构	保险公司应当建立健全资产负债管理组织体系，在董事会下设立资产负债管理委员会（或具有相应职能的委员会），在高级管理层下设立资产负债管理执行委员会，明确董事会、资产负债管理委员会（或具有相应职能的委员会）和资产负债管理执行委员会的职责，成立或指定资产负债管理工作的牵头部门，作为资产负债管理执行委员会秘书处。	保险公司应当明确规定董事会和高级管理层的资产负债管理职责，建立由董事会负最终责任、高级管理层直接领导、资产负债管理部门统筹协调、职能部门相互协作、内部审计部门检查监督的分工明确、报告路线清晰、高效执行的资产负债管理组织体系。
董事会	保险公司董事会对资产负债管理承担最终责任，应当履行以下职责： （一）审定资产负债管理的总体目标和战略； （二）审定或授权审定资产负债管理和资产配置的相关制度； （三）审定资产配置政策，包括资产战略配置规划和年度资产配置计划，审定或授权审定资产配置政策的调整方案； （四）其他相关职责。 保险公司资产负债管理委员会（或具有相应职能的委员会）应当审议或根据授权审定资产负债管理和资产配置的相关制度，审议资产配置政策，审议或根据授权审定资产配置政策的调整方案，评估相关经营活动对资产负债匹配状况的影响。	保险公司董事会应当履行以下资产负债管理职责： （一）审批资产负债管理的总体目标和战略； （二）审批或授权审批资产负债管理相关制度； **（三）审批业务规划以及对公司资产负债匹配状况造成重大影响的产品；** （四）审批资产配置政策，包括资产战略配置规划和年度资产配置计划，审批或授权审批资产配置政策的调整方案； **（五）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，审批年度资产负债管理报告；** **（六）审批资产负债管理绩效评估体系；** （七）其他相关职责。 董事会应当设立资产负债管理委员会（或具有相应职能的委员会）。资产负债管理委员会负责审议或根据授权审批资产负债管理相关议案，每季度听取资产负债管理情况汇报。资产负债管理委员会应当至少包含三名董事，主任应当由董事长或拥有资产负债管理相关经验的董事担任，成员应当具备履行资产负债管理职责所需要的专业知识、经验和能力。
高级管理层	保险公司资产负债管理执行委员会应当履行以下职责： （一）负责资产负债管理的日常管理工作，建立相关职能部门之间的沟通协商机制，定期评估沟通协商机制的执行情况； （二）审议或根据授权审定资产负债管理和资产配置的相关制度； （三）审议资产配置政策及相关调整方案；	保险公司高级管理层根据董事会授权，应当履行以下资产负债管理职责： （一）制定、定期评估和监督执行资产负债管理政策和程序； （二）明确相关职能部门在资产负债管理中的职责分工和报告要求，建立部门之间的沟通协商机制，定期评估沟通协商机制的执行情况； （三）制定并组织实施业务规划和资产配置政策； **（四）审议或审批保险产品分红和万能结算政策，以及对公司资产负债匹配状况造成重大影响的产品；**

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）组织实施董事会审定的资产配置政策； （五）控制和管理资产负债管理和资产配置的相关风险； （六）其他相关职责。	**（五）至少每季度听取资产负债管理情况汇报，控制和管理资产负债错配风险；** **（六）建立资产负债管理绩效评估体系，包括资产负债管理考核评价方法和标准；** （七）为资产负债管理配备充足财务、人力和信息科技系统等资源； （八）其他相关职责。 高级管理层应当设立资产负债管理执行委员会，并授权其履行以上部分职能。资产负债管理执行委员会主任应当由总经理或资产负债管理委员会成员担任，委员至少包含分管产品、精算、主要销售渠道、投资、风险管理、财务等职能部门的公司级负责人。
专业部门	**保险公司应当设置资产负债管理部门，配备履行资产负债管理职责所需要的人力、物力资源，履职应当保持独立性，不受保险业务和投资管理部门干预。资产负债管理部门应当履行下列职责：** **（一）拟定资产负债管理相关制度和方法；** **（二）拟定并协调实施资产负债管理政策和程序；** **（三）跟踪监测资产负债匹配状况，研究资产负债管理工作中的问题与解决方案；** **（四）针对公司业务规划、资产配置政策以及对资产负债匹配状况造成重大影响的产品和重大投资等出具专业意见,为高级管理层提供决策支持；** **（五）统筹开发资产负债管理模型工具，监控资产负债管理模型的有效性；** **（六）及时向董事会和高级管理层提供资产负债管理报告；** **（七）其他有关职责。**
职能部门	保险公司应当明确产品、精算、主要销售渠道、投资、风险管理、财务等职能部门在资产负债管理方面的职责分工，职能部门之间应当设置资产负债管理工作小组，每季度或月度召开会议，讨论资产负债管理相关事项。

数据来源：国家金融监管总局，国泰海通证券研究

我们认为《办法》将引导保险公司在组织架构层面强化资负管理措施，改善考核机制，提升资负联动效率。《办法》要求保险公司设立资产负债管理专职部门，落实资负匹配管理抓手。通过明确董事会、管理层在资负匹配的管理责任，将资负匹配管理拔升至公司战略高度，同时相应细化各职能部门职责，进一步压实资负匹配的日常实施。我们认为，该举措将从根本上推动保险公司在资负管理方面的实质落实，提升资负管理效率。

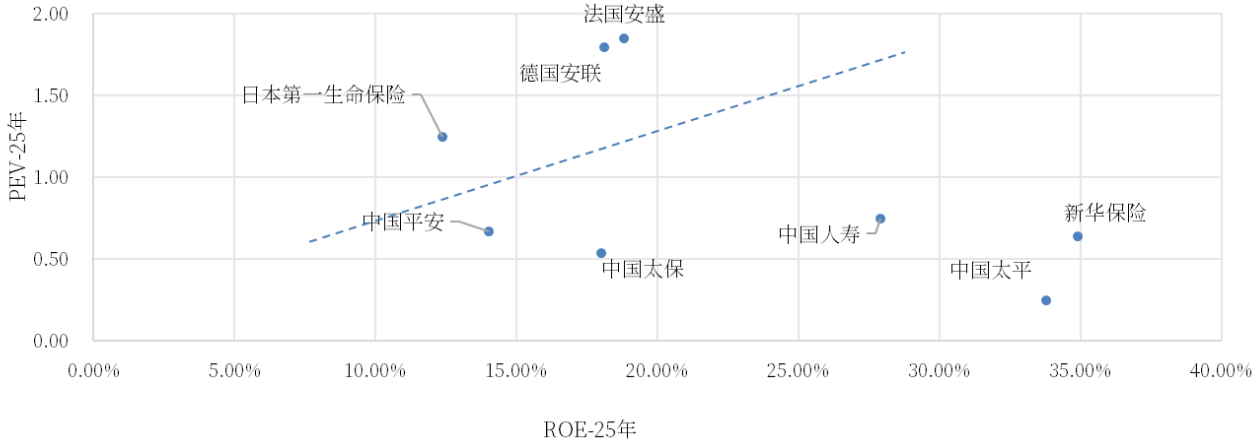
3. 预计资负匹配将提升保险公司盈利稳定性，推动保险股估值修复

海外头部保险公司得益于相对健全的资负联动机制改善盈利确定性及估值。以欧洲、日本和中国台湾地区的头部保险公司为例，近年来尽管利率处于下

下载日志已记录，仅供内部参考

行通道，但险企估值仍能维持在 1 倍以上，我们认为核心源于海外头部保险公司构建了相对完善的资负联动机制，从而推动利差安全垫大幅增厚，市场对其盈利稳定性给予了估值溢价。

图 10：国内外头部保险公司 PEV-ROE 散点图



数据来源：Wind，公司年报，国泰海通证券研究

成本收益匹配的体现之一在于海外保险公司较早建立预定利率随市场利率调整机制，以及改善产品结构推动负债成本压降。德国对寿险产品预定利率实行统一上限管理制度，该利率由监管当局根据长期利率环境及精算评估确定，作为保险公司在产品设计及准备金计量中可采用的技术利率上限；日本监管要求寿险公司基于过去 3 年及过去 10 年的十年期国债利率平均值中较低者，并乘上安全率系数计算预定利率的参考值。另一方面，德国寿险公司在利率下行周期对产品策略进行调整，核心增加投连险、固定指数年金等浮动收益型产品来应对利率下行；日本保险新单结构中提升获取死差的产品来缓解对于利差的依赖，并逐步减少有刚兑特点的两全险，发展客户共担风险收益的变额保险。

表 12:德国随市场利率持续调整人身险预定利率上限

时期	最高预定利率
1923–1941 年	4.00%
1942 年 1 月–1986 年 6 月	3.00%
1986 年 7 月–1994 年 6 月	3.50%
1994 年 7 月–2000 年 6 月	4.00%
2000 年 7 月–2003 年 12 月	3.25%
2004 年 1 月–2006 年 12 月	2.75%
2007 年 1 月–2011 年 12 月	2.25%
2012 年 1 月–2014 年 12 月	1.75%
2015 年 1 月–2016 年 12 月	1.25%
2017 年 1 月–2021 年 12 月	0.90%
2022 年 1 月–2024 年 12 月	0.25%
2025 年 1 月–至今	1.00%

数据来源：GDV，国泰海通证券研究

表 13:日本随市场利率持续调整人身险预定利率上限

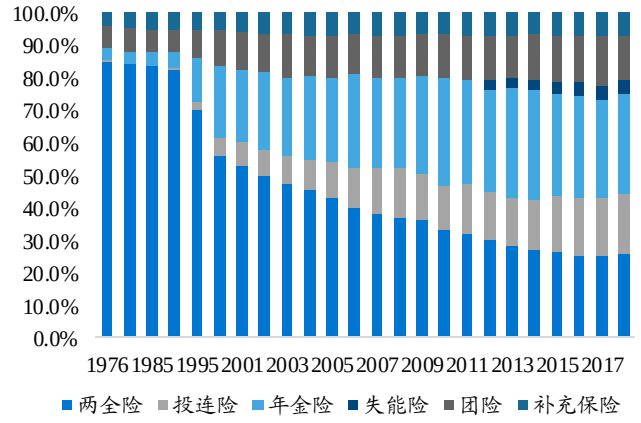
时期	平均预定利率

下载日志已记录，仅供内部参考

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-	0.25%

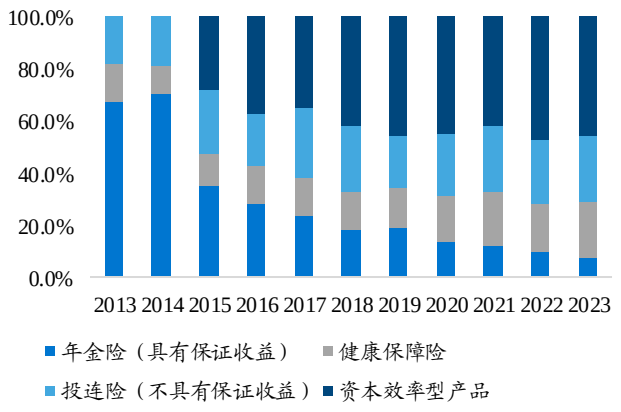
数据来源：LIAJ，国泰海通证券研究

图 11：德国寿险行业增加投连、年金等利率敏感型产品



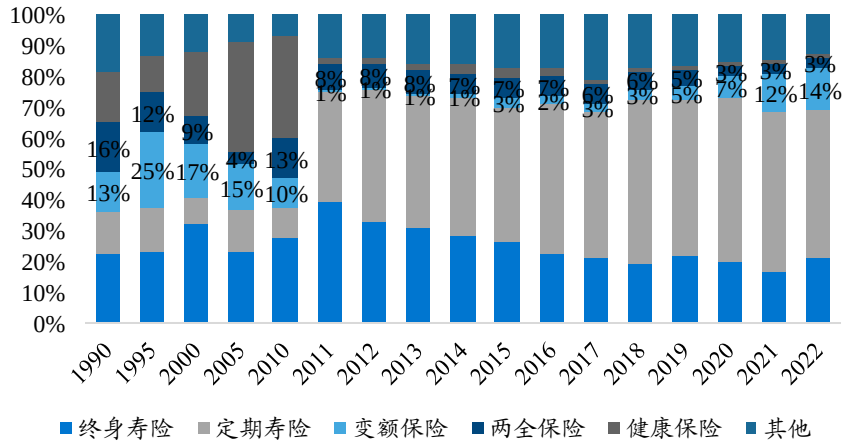
数据来源：GDV，国泰海通证券研究

图 12：德国安联增加高资本效率型产品



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

图 13：日本保险行业在新单产品结构中增加获取死差的产品

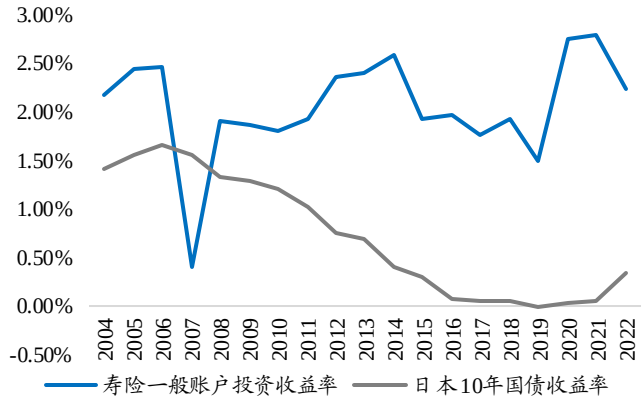


数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

成本收益匹配的体现之二在于海外保险公司通过多元化资产配置实现稳健的投资收益率表现。以日本为例，保险资金运用的投资收益率除 2007 年受全球金融危机影响低于长债利率外其余年份均大幅高于 10 年期国债收益率，且超额收益在近几年进一步增厚。日本保险公司投资收益率主要由国内股票和外国证券贡献覆盖负债成本的收益。美国、欧洲保险公司得益于增加海外固收配置、适度下沉信用风险、加大另类投资等主动管理举措实现满足负债成本的投资收益水平。

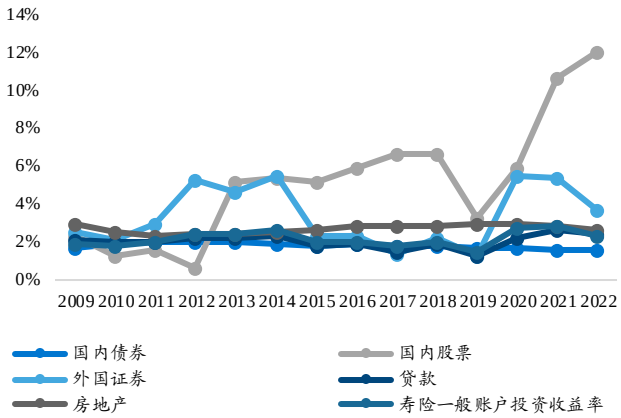
下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：日本寿险资金投资收益率大幅高于长端利率



数据来源：LIAJ，国泰海通证券研究

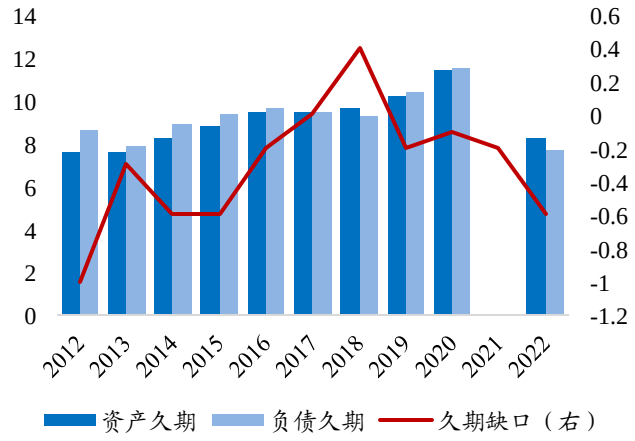
图 15：日本寿险公司依靠股票和海外证券贡献主要投资收益



数据来源：LIAJ，国泰海通证券研究

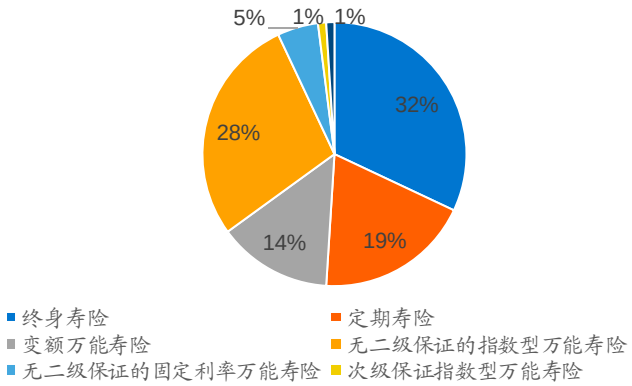
期限结构匹配方面，海外头部保险公司资负久期波动基本同步，久期缺口管控较好。德国安联资产久期与负债久期高度匹配，波动基本同步，资产久期和负债久期都根据不同市场环境进行灵活调整，久期缺口维持在一年以内。美国寿险公司持续通过改善保险产品结构缩短负债端久期，根据 LIMRA 数据，2024 年美国指数型万能险（IUL）和可变万能险（VUL）产品合计市场份额达 42%，而固定收益型和保证型万能险市场份额占比仅 6%。

图 16：安联资产负债久期缺口控制在一年以内



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

图 17：2024 年美国指数型万能险和变额万能险产品合计市场份额增长至 42%



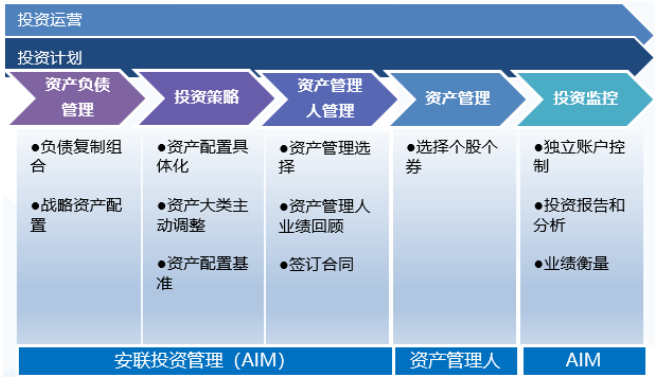
数据来源：LIMRA，国泰海通证券研究

组织架构方面，海外头部险企建立高质量的资产负债管理体系。以德国安联为例，公司建立明确的投资价值链，建立高质量的资产负债管理，明确团队分工、绩效考核，60%-80%的投资回报来源于好的长期资产负债管理。另一方面，公司通过强大的工具和平台测算和优化资产负债管理业务，使得长期配置质量提升。

图 18：德国安联建立明确的投资价值链进行资产负债管理

图 19：德国安联建立高效的资产负债管理生态系统

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：公司官网，国泰海通证券研究



数据来源：公司官网，国泰海通证券研究

4. 投资建议：推荐中国平安/新华保险/中国人民保险集团/中国太保/中国财险/中国人寿

资负匹配将利好盈利确定性提升，从而推动保险板块估值修复。从估值水平看，当前国内寿险行业估值已经充分甚至过度计入了利率下行、资产端风险、盈利下滑等极度悲观预期。我们认为保险股低估值的核心原因并非对 ROE 绝对值水平的担忧，近三年上市险企 ROE 显著改善，主要得益于投资 ROE 提升，但这并未带来保险股的估值水平修复至 1 倍以上。我们认为压制保险股估值的核心原因在于资负错配导致 ROE 的不确定性较高，负债成本压降相对缓慢，盈利的增厚仍然依靠固收类资产之外的风险资产回报提升。随着行业逐步建立资负联动的经营导向，推动 ROE 的稳定性提升，预计利好我国保险行业的低位估值水平迎来修复。

表 14:上市险企近年来 ROE 持续提升，投资端是主要贡献

ROE 拆解（7 家险企合计）	2023	2024	2025	备注
保险服务业绩/净资产	**12.2%**	**11.2%**	**12.1%**	**（1）=（1.1）×（1.2）×（1.3）**
保险服务业绩/CSM	10.4%	10.2%	11.7%	（1.1）
CSM/保险合同负债	16.3%	13.6%	12.8%	（1.2）
保险合同负债/净资产	7.13	8.05	8.08	（1.3）
投资服务业绩/净资产	**1.6%**	**11.1%**	**13.6%**	**（2）=（2.1）+（2.2）**
总投资收益/净资产	20.7%	40.8%	44.8%	（2.1）=（2.1.1）×（2.2.2）×（2.2.3）
总投资收益/总投资资产	2.6%	4.7%	4.8%	（2.1.1）
总投资资产/总资产	0.68	0.71	0.73	（2.1.2）
总资产/净资产	11.75	12.30	12.66	（2.1.3）
承保财务损益/净资产	-19.3%	-30.0%	-31.4%	（2.2）=（2.2.1）×（2.2.2）
承保财务损益/保险合同负债	-2.7%	-3.7%	-3.9%	（2.2.1）
保险合同负债/净资产	7.13	8.05	8.08	（2.2.2）
非保险业务/净资产	**-1.0%**	**-0.5%**	**-0.7%**	**（3）**
税率及其他	**-4.2%**	**-5.0%**	**-5.5%**	**（4）**
税后 ROE	**8.6%**	**16.8%**	**19.5%**	**（5）=（1）+（2）+（3）+（4）**

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

我们预计《资产负债管理办法》将从组织架构到业务经营层面深刻影响保险公司经营理念，预计有效的资产负债匹配管理利好保险公司的盈利稳定性提升，从而对估值修复构成有效支撑，建议积极关注保险板块配置机会，维持“增持”评级，个股推荐中国平安/新华保险/中国人民保险集团/中国太保/中国财险/中国人寿。

表 15：当前国内寿险行业估值低于海外极致悲观周期的估值水平

	当前市值隐含投资收益率	2021-2025 平均	隐含 10 年期国债收益率	当前 PEV	1.8%国债收益率假设下的 PEV
中国平安（A）	1.5%	1.8%	-0.4%	0.58	0.91
中国人寿（A）	1.2%	2.3%	-1.0%	0.46	1.00
中国太保（A）	1.8%	2.1%	-0.3%	0.60	0.97
新华保险（A）	2.4%	2.4%	0.0%	0.61	1.08
中国平安（H）	1.2%	1.8%	-0.6%	0.53	0.91
中国人寿（H）	0.9%	2.3%	-1.4%	0.38	1.00
中国太保（H）	1.6%	2.1%	-0.6%	0.44	0.97
新华保险（H）	1.7%	2.4%	-0.7%	0.45	1.08
阳光保险（H）	1.2%	2.1%	-0.8%	0.28	0.93

数据来源：Wind，国泰海通证券研究，数据截至 2026 年 6 月 12 日

其中①=（4%-[(市值-anw)/50bps 对 vif 影响]*50bps)

④=（2%+②）的投资收益率假设下 EV/市值-1

表 16：上市保险公司估值表

EVPS	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	P/EV	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	评级
中国平安	78.10	82.60	86.95	92.54	98.69	中国平安	0.68	0.64	0.61	0.57	0.53	增持
新华保险	82.80	92.30	101.74	112.84	124.85	新华保险	0.75	0.67	0.61	0.55	0.49	增持
中国太保	58.40	63.70	69.43	75.92	83.09	中国太保	0.55	0.51	0.46	0.42	0.39	增持
中国人寿	49.60	51.90	56.40	61.43	67.00	中国人寿	0.72	0.69	0.63	0.58	0.53	增持
中国人保 H	3.39	3.61	3.96	4.63	5.59	中国人保 H	1.41	1.32	1.20	1.03	0.85	增持
中国太平 H	48.58	58.16	67.58	77.86	83.59	中国太平 H	0.44	0.37	0.31	0.27	0.25	增持
阳光保险 H	10.06	10.50	11.40	12.13	12.76	阳光保险 H	0.31	0.30	0.27	0.26	0.25	增持
友邦保险 H	6.37	7.31	7.94	8.67	9.53	友邦保险 H	1.50	1.31	1.21	1.11	1.01	增持
保诚 H	16.64	14.84	16.81	17.86	19.00	保诚 H	0.81	0.90	0.80	0.75	0.71	增持
EPS	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**P/E**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**评级**
中国平安	6.95	7.44	7.84	7.97	8.04	中国平安	7.59	7.09	6.73	6.62	6.56	增持
新华保险	8.41	11.63	12.50	13.77	15.56	新华保险	7.34	5.31	4.94	4.48	3.97	增持
中国太保	4.67	5.56	6.10	6.81	7.54	中国太保	6.89	5.79	5.28	4.73	4.27	增持
中国人寿	3.78	5.45	5.71	6.34	7.12	中国人寿	9.47	6.57	6.27	5.65	5.03	增持
中国人保 H	0.95	1.04	1.18	1.20	1.22	中国人保 H	5.00	4.56	4.05	3.96	3.90	增持
中国太平 H	2.35	7.53	5.99	6.39	6.66	中国太平 H	9.05	2.82	3.55	3.33	3.19	增持
阳光保险 H	0.47	0.55	0.58	0.65	0.70	阳光保险 H	28.56	24.40	23.14	20.65	19.17	增持
友邦保险 H	0.63	0.59	0.75	0.84	0.93	友邦保险 H	15.21	16.24	12.78	11.41	10.30	增持
中国财险 H	1.45	1.82	1.85	1.89	1.91	中国财险 H	9.32	7.43	7.29	7.17	7.09	增持
众安在线 H	0.41	0.65	0.71	0.76	0.80	众安在线 H	22.98	14.43	13.20	12.43	11.84	增持
保诚 H	0.86	1.56	1.58	1.64	1.72	保诚 H	15.61	8.60	8.52	8.17	7.80	增持
BPS	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**P/B**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**评级**

下载日志已记录，仅供内部参考

中国平安	50.99	55.25	58.86	62.40	65.53	中国平安	1.03	0.95	0.90	0.85	0.81	增持
新华保险	30.85	35.75	39.54	46.02	53.68	新华保险	2.00	1.73	1.56	1.34	1.15	增持
中国太保	30.29	31.41	33.84	36.38	39.14	中国太保	1.06	1.02	0.95	0.88	0.82	增持
中国人寿	18.03	21.06	23.37	25.18	27.47	中国人寿	1.99	1.70	1.53	1.42	1.30	增持
中国人保H	6.08	6.99	7.23	7.41	7.59	中国人保H	0.78	0.68	0.66	0.64	0.63	增持
中国太平H	24.23	30.92	33.41	35.72	37.66	中国太平H	0.88	0.69	0.64	0.60	0.56	增持
阳光保险H	5.40	5.06	5.35	5.70	6.06	阳光保险H	2.49	2.65	2.51	2.35	2.21	增持
友邦保险H	3.74	4.12	4.33	4.55	4.72	友邦保险H	2.56	2.33	2.21	2.11	2.03	增持
中国财险H	11.60	12.86	13.80	14.76	15.72	中国财险H	1.17	1.05	0.98	0.92	0.86	增持
众安在线H	14.24	15.11	15.89	16.73	17.60	众安在线H	0.66	0.62	0.59	0.56	0.54	增持
保诚 H	6.58	7.89	8.66	9.00	9.44	保诚 H	2.04	1.70	1.55	1.49	1.42	增持

数据来源：Wind，公司公告，国泰海通证券研究。注：数据截止日期：2026 年 5 月 20 日。中国太平单位为港元；友邦保险单位为美元；保诚单位为美元。港元兑人民币汇率采用 0.87，港元兑美元汇率采用 0.13

5. 风险提示

1）负债端：负债成本改善不及预期；客户保险储蓄需求持续性不及预期；渠道费用管控不及预期；监管出台有关人身险更为严苛的管理规范。

2）资产端：长端利率下行；权益市场波动；信用违约风险提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666