仅供内部参考，请勿外传

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

寿险公司久期缺口观察：收窄迹象现拐点，资负管理见成效

保险 II

证券研究报告/行业深度报告

2026 年 08 月 14 日

评级： 增持（维持）

分析师：葛玉翔

执业证书编号：S0740525040002

Email：geyx01@zts.com.cn

分析师：蒋峤

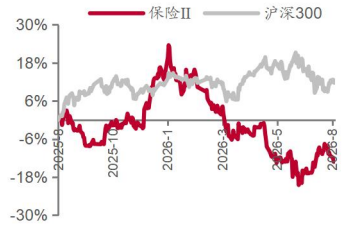
执业证书编号：S0740517090005

Email：jiangqiao@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	5
行业总市值(亿元)	28,009.83
行业流通市值(亿元)	28,009.83

行业-市场走势对比



相关报告

1、《分红与万能险收益“限高磨底”，平衡稳健经营与利差风险》2026-08-12

2、《内地居民购买香港保险缴纳个人所得税影响分析：执行标准待统一，保障型业务预计不受影响》2026-08-07

3、《买卖价差回撤不改年内浮盈；险资模拟总投资收益率回落至3.77%，新钱收益率降至2.58%》2026-08-05

报告摘要

- **久期缺口管理是当前低利率环境下寿险公司资负管理的核心。**本报告梳理了当前行业中大型寿险公司债券评级报告中对久期缺口的数据披露，并结合《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》与经营实务对资产负债管理进行展望分析。若久期缺口为负，说明负债期限长于资产期限，当利率曲线平行移动时，资产价值变化幅度将小于负债价值变化的幅度，存在利率风险和再投资风险。基于数据可得性与可比性，本文选取规模调整后的修正久期缺口作为分析口径，资负新规征求意见稿要求优化指标计算口径，根据宏观经济变化调整压力情景，将金融衍生工具的风险对冲作用纳入久期计算。本报告梳理了当前行业中大型寿险公司债券评级报告披露的久期缺口数据，2024 年之前，久期缺口的扩大主要源于资负两端；2025 年以来样本公司久期缺口有收窄迹象

- **我们预计，当前保险行业平均久期缺口约为-9 年左右，2025 年以来，人身险行业久期缺口呈现缩小的趋势。**寿险行业呈现“马太效应”，本文将久期缺口数据的分析分为大型寿险公司与中小型寿险公司，以更精准反映不同规模公司的资产负债特征与久期管理差异。根据保险资产管理协会和《保险年鉴》统计综合梳理来看，2020 年至 2022 年，我国寿险公司资产负债久期缺口分别为-6.67 年、-6.57 年、-6.28 年，2025 年以来，久期缺口有缩小的趋势。

- **中小型寿险公司久期缺口相对较大，2022-2024 年大多呈逐年扩张态势，2024-2025 年成缩窄趋势。**我们根据样本计算得到，2022-2025 年样本中小寿险公司的久期缺口加权平均值分别为：-9.26、-9.82、-11.10 和-8.74 年。2024-2025 年久期缺口收窄主要源于资产与负债两端的协同调整。资产端，样本公司资产现金流流入久期较上年增加 0.26 年至 7.82 年，主要得益于各机构普遍增配长久期利率债，并压缩信用类资产敞口，辅以适度增配权益类资产以提升长期收益弹性，多措并举拉长资产端久期。负债端调整更为显著，负债现金流流出久期较上年缩短 3.56 年至 16.21 年，成为驱动缺口收窄的胜负手。各公司通过推进浮动收益型业务转型以降低负债刚性成本，同时调整产品期限结构压降负债久期，并动态调控新业务定价以控制成本，多维度优化负债端久期结构。整体而言，资产端久期拉长与负债端久期缩短共同推动久期缺口收窄，其中负债端久期管理成效更为突出。

- **头部险企久期缺口普遍控制在-3 年左右。**2025 年国寿久期缺口较低，仅为-1.5 年，国寿、太保、平安和人保寿险 2025 年久期缺口呈收窄态势，总体来看，由于持续增配长久期债券，头部险企的资产负债匹配相对稳健，久期缺口处于持续收窄阶段。太保的“哑铃型配置策略”是这一趋势的典型代表——一端以长久期利率债作为压舱石拉长资产久期，另一端以权益资产提升长期收益弹性，中间压缩信用类资产敞口。不过，同样也面临低利率环境下再投资压力与权益市场波动的双重挑战。

- **投资建议：当前低利率环境下，险企面临久期缺口和收益缺口的挑战困境。一方面，人身险公司监管指标引导有效久期缺口在±5 年以内，倒逼险企拉长固收资产久期，增配利率债。**但另一方面，持续低利率环境下，险企负债成本相对刚性，防范潜在利差损隐忧不可忽视。可以客观看到的是，在系列监管政策落深落实后，行业整体修正久期缺口得到有效收窄，资产负债匹配能力增强，板块估值底部有望得到有力支撑。资金面再平衡有望延续，8 月板块有望延续 7 月相对与绝对收益贡献。建议关注：中国太保、中国财险、中国平安、中国人寿、新华保险。

- **风险提示：利率假设偏离风险；衍生工具运用不及预期；负债端结构调整风险；数据披露及口径差异；研报更新不及时风险**

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1.引言：保险资负匹配中的久期缺口 4
1.1 久期缺口的定义与分类 4
1.2 寿险公司久期缺口的成因 4
2. 资负新规征求意见稿：监管指标有效久期缺口需控制在±5 年内 6
3.久期缺口的计算与行业久期缺口数据统计 8
3.1 指标选取 8
3.2 规模调整后的久期缺口计算 8
3.3 寿险行业久期缺口调研数据统计 9
3.4 中小型寿险公司久期缺口变动趋势及原因 10
3.5 上市险企久期缺口调研数据统计分析 13
4.久期缺口管理的意义及措施 15
4.1 从资产端管理久期缺口：拉长资产久期 15
4.2 从负债端管理久期缺口：优化负债久期结构 16
4.3 新准则对久期缺口的影响及管理策略 16
4.4 传统险对久期缺口敏感性更大 17
4.5 分红险占比提升对信用利差与期限利差的影响分析 17
5.投资建议 19
风险提示 19
附录：规模调整后的久期缺口计算 19

图表目录

图表 1： 寿险公司久期缺口的分类与含义 4
图表 2： 规模调整后的修正久期缺口与规模调整后的有效久期缺口的差异 4
图表 3： 2020 至今的国债到期收益率期限利差明显收窄后略有回升（单位：%） 5
图表 4： 2019 至今的存量债券余额的期限分布（单位：亿元） 6
图表 5： 久期缺口扩大原因调研结果（单位：%） 6
图表 6： 不同规模寿险公司现金流匹配影响因素分布（单位：%） 6
图表 7： 《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》针对人身险公司设立的监管指标和监测指标 7
图表 8： 规模调整后的修正久期缺口模拟运算展示 9
图表 9： 人身保险公司资产负债管理量化评估表 9
图表 10： 不同规模寿险公司的资产负债端差异 10
图表 11： 2022-2025 年 24 家中小型寿险公司的久期缺口统计（单位：年） 11
图表 12： 2022-2025 险企资产现金流修正久期（单位：年） 12
图表 13： 2022-2025 险企负债现金流流出修正久期（单位：年） 12
图表 14： 2023 年以来长城人寿在 AH 两地市场布局多个标的 13
图表 15： 2025 年末长城人寿长期股权投资中联营企业的主要信息 13
图表 16： 2025 年上市险企久期缺口变动方向 14
图表 17： 2020-2025 年中国人寿有效久期缺口变动方向 14
图表 18： 2021-2025 年太保寿险久期缺口变动方向 14
图表 19： 2020-2025 年中国太保固收资产情况 14
图表 20： 利率下行，对公司资产负债管理带来挑战 16
图表 21： 上市险企净资产对利率下降 50bps 敏感性（单位：%） 16
图表 22： 负债因素对合意配置结构和指标的影响 17
图表 23： 2025 年样本公司规模调整后的修正久期缺口截面数据对比（单位：年） 18

仅供内部参考，请勿外传

图表 24： 4Q25 以来各期限信用利差收窄预计与险企风险偏好提升有关 18
图表 25： 3Q25 以来期限利差走阔预计与险企分红险新增资金占比提升负债久期缩短有关 19

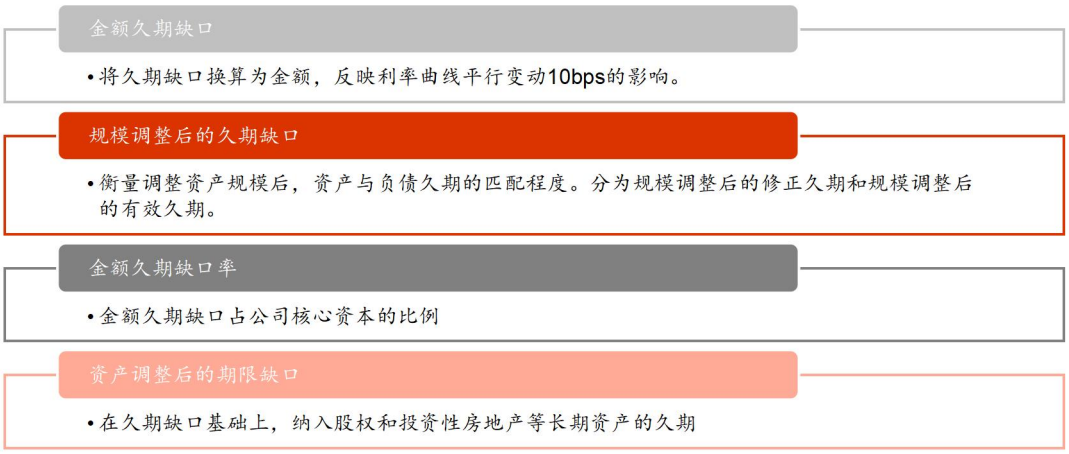
仅供内部参考，请勿外传

1.引言：保险资负匹配中的久期缺口

1.1 久期缺口的定义与分类

■ **久期缺口指资产久期与负债久期的差异。**根据 2018 年原保监会发布的《人身保险公司资产负债管理量化评估规则》，久期缺口可分为金额久期缺口、规模调整后的修正久期缺口、规模调整后的有效久期缺口以及资产调整后的期限缺口。以“规模调整后的修正久期缺口”为例，该指标可衡量寿险公司是否存在“长钱短配”问题。若该缺口为负，说明负债期限长于资产期限，当利率曲线平行移动时，资产价值变化幅度将小于负债价值变化的幅度，存在利率风险和再投资风险。由于负债端现金流为全口径保险业务，资产端只包含可计算现金流的固定收益类资产，故可通过调整资产的规模来确保两者的匹配度，准确计算久期缺口。

图表 1：寿险公司久期缺口的分类与含义



来源：原保监会《人身保险公司资产负债管理量化评估规则》，中泰证券研究所

图表 2：规模调整后的修正久期缺口与规模调整后的有效久期缺口的差异

维度	修正久期缺口	有效久期缺口
现金流假设	假设利率变动时，债券的现金流时间和金额完全固定 ，即利率变动不影响票息支付或本金偿还时间（不考虑隐含期权的影响）	假设利率变动时，债券的现金流可能因隐含期权触发而调整（如提前赎回、回售）。
计算方法	易（仅考虑固定时间资负端现金流）	难（需计算价格变动的中间值）
适用性	无期权债券	含期权债券，现金流不稳定资产
数值大小	大（假设资负现金流固定至到期，目前存量寿险产品久期较长）	小（为拉长资产久期，资产端赎回行为减少；负债端投保人退保以及选择降低保额时导致负债端最终支付金额和期限缩短。故负债端缩短速度大于资产端，则二者差值相对较小）

来源：《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》，中国保险资产管理业协会，中泰证券研究所

1.2 寿险公司久期缺口的成因

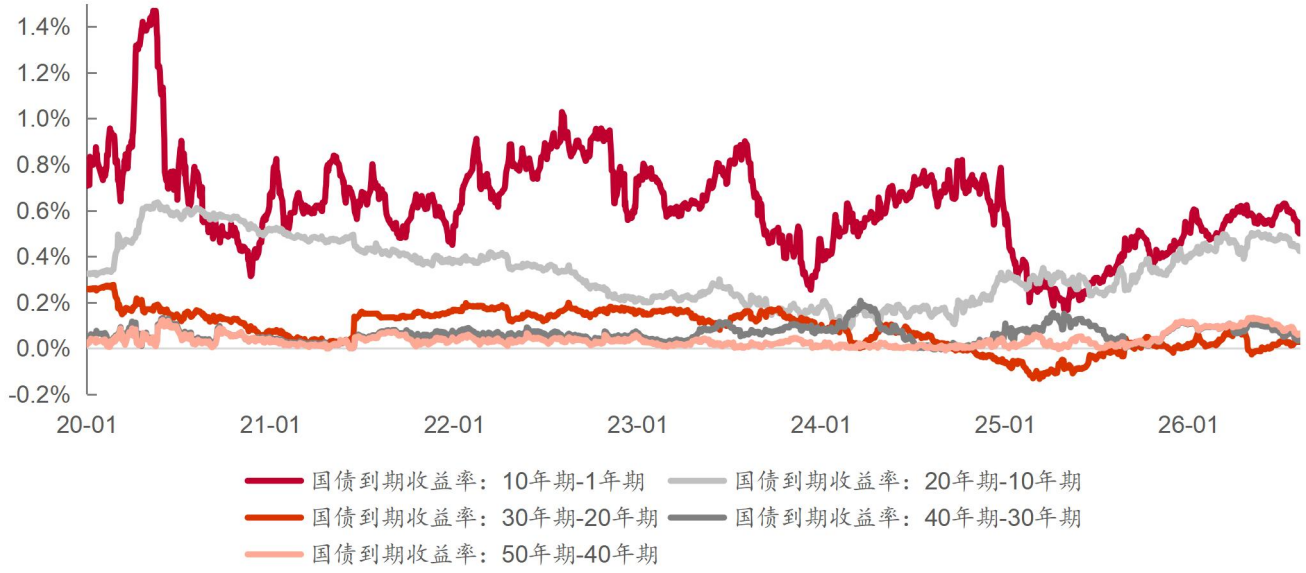
■ **负债端：增额终身寿险的长久期大幅拉长寿险公司负债久期。**近年来，随着长端利率持续下行，竞品理财类产品预期收益率随行就市下降。在银行理财打破“刚性兑付”、存款挂牌利率多轮调整、股票基金波动加剧的背景下，增额终身寿险凭借着其长期收益固定、收益相对较高、加减保灵活等特点成为寿险公司的主力新单产品。虽然未来保险公司可能会加大分红险、万能险等风险共担型产品的销售，增额终身寿险的热度逐渐降低。**但是，保险公司已积累了大量增额终身寿险的存量负债，部分产品久期或长达 15 年以上，**

仅供内部参考，请勿外传

大幅拉长负债久期[1]，面临较大的资产负债匹配风险压力。中国保险资产管理业协会 2023 年《保险资产负债管理最新实践与挑战应对》（后文称“2023 年资负管理调研”）的课题调研显示，65%以上人身险公司久期缺口扩大，其中超过一半公司缺口扩大 2 年以上，67%的公司认为长久期寿险产品规模增加是拉长负债端久期的主因，险企近年为提升保费规模而大力推动长久期、高成本储蓄型产品，导致刚性负债短期难以打破。

- **资产端：长久期资产供给稀缺、利差收窄及工具不足。1）**国内高等级、长久期资产品种相对稀缺，供给不足一定程度上限制了险资配置空间。2023 年资负管理调研显示，52%的公司将存量资产久期自然衰减列为久期缺口扩大的原因之一，存量长久期资产逐步到期，而新增长久期资产配置不足，资产久期随之缩短。**2）**疫后国债到期收益率期限利差显著收窄，其中 10 年期-1 年期利差从 2020 年 5 月的 147bps 降到当前约 34bps，同时 **30 年期-20 年期利差自 2024 年 10 月起下降至负数，出现了期限利差倒挂**。长久期资产的收益率优势不再明显，险企更倾向于配置具备更高流动性的短久期资产，以便在市场出现更优配置机会时能够灵活调整。2023 年资负管理调研显示，72%的公司认为利率持续下行导致再投资收益率下滑、拖累整体投资收益，是久期缺口扩大的重要原因。**3）**从存量结构来看，2025 年末，10 年以上长期债券金额占比仅为 15.7%，虽然近年来长久期债券占比有所提升，但总体规模仍然有限。**4）**利率类金融衍生工具的应用尚处于探索阶段。尽管《保险资金参与国债期货交易规定》及“偿二代”二期规则均允许险企运用国债期货对冲利率风险，但相关实施细则和配套机制仍不完善，限制了其在实际资产负债管理中的应用效果。

图表 3：2020 至今的国债到期收益率期限利差明显收窄后略有回升（单位：%）

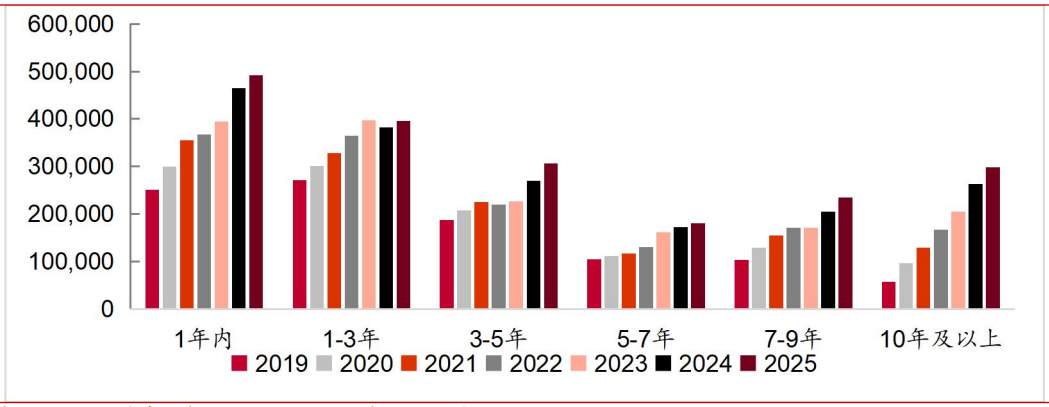


来源：Wind，中泰证券研究所

[1] 近年来，保险行业持续销售的增额终身寿险产品通常采用 3～5 年缴费期，但其负债久期一般超过 15 年。在首年计算久期缺口时，负债端已经按照全部保额计算负债流出久期，而资产端只有首年扣除费用后的保费流入在完成资产配置后方可贡献资产久期，规模上也远低于负债端。这种资产负债久期缺口的产生主要源于期缴型产品的特性，而非资产端“长钱短投”导致的期限错配。

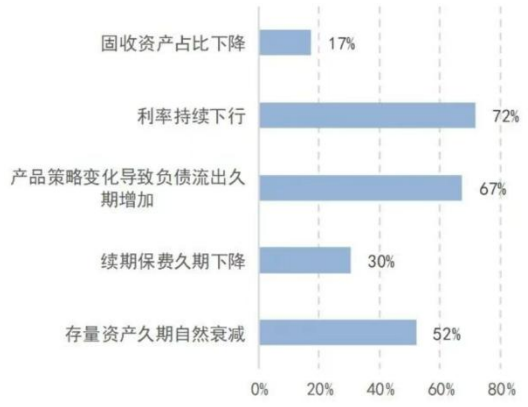
仅供内部参考，请勿外传

图表 4：2019 至今的存量债券余额的期限分布（单位：亿元）



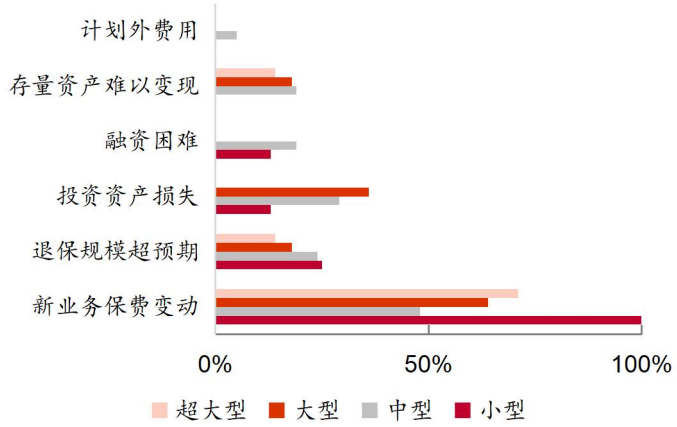
来源：Wind，中泰证券研究所；注：数据截止 2025 年 8 月 5 日

图表 5：久期缺口扩大原因调研结果（单位：%）



来源：中国资产管理《保险资产负债管理最新实践与挑战应对》调研整理，中泰证券研究所

图表 6：不同规模寿险公司现金流匹配影响因素分布（单位：%）



来源：中国资产管理官微，中泰证券研究所；注：数据来自 2023 年初由人保寿险、平安人寿、太保寿险、安永咨询等公司组成联合课题组，开展的《保险资产负债管理最新实践与挑战应对》的课题研究的调研所得

2. 资负新规征求意见稿：监管指标有效久期缺口需控制在±5年内

- **资负新规征求意见稿落地，涉及久期指标包括有效久期缺口、修正久期缺口和基点价值变动率计算。**2025 年 12 月末，金监总局发布《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》（后文称“资负新规征求意见稿”），旨在推动保险公司强化资产负债管理、加强与新会计准则间的衔接。首先，资负新规征求意见稿中明确直接涉及久期及缺口计算的指标包括**监管指标中的有效久期缺口以及监测指标中的修正久期缺口**，明确指标阈值，对不达标的公司将采取监管措施。**基点价值变动率**这一监测指标本身由分红保险和万能保险负债现金流流出的损失吸收系数计算得到间接涉及到负债现金流流出的有效久期和修正久期的计算。其次，资负新规征求意见稿要求优化指标计算口径，根据宏观经济变化调整压力情景，将金融衍生工具的风险对冲作用纳入久期计算，对成本收益指标评价周期拉长至 3-5 年，引导保险公司长期经营，培育耐心资本。

- **监管指标有效久期缺口需控制在±5 年内。**资负新规征求意见稿明确要求“-5 年≤有效久期缺口≤5 年”，同时要求，若人身险公司的有效久期缺口<-5 年，则现金流入有效久期>5 年。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

仅供内部参考，请勿外传

感度。负债端为全口径保险业务，资产端仅包含可计算现金流的固定收益类投资资产，因此，需要对资产有效久期进行规模调整。该指标是对人身险公司资产负债的期限结构匹配的最低要求，用于防范利率变动带来的资产负债表大幅波动或净资产大幅波动风险。

有效久期缺口 = 现金流入有效久期 − 现金流出有效久期

规模调整后的有效久期缺口 =

$$= \frac{\begin{array}{c}\text{资产现金流有效久期} \times \text{资产现金流的折现值} \\ + \text{负债现金流流入有效久期} \times \text{负债现金流流入的折现值} \\ + \text{利率类衍生品买入合约的有效久期} \times \text{利率类衍生品买入合约的合约价值之和} \\ - \text{利率类衍生品卖出合约的有效久期} \times \text{利率类衍生品卖出合约的合约价值之和}\end{array}}{\text{负债现金流流出的折现值}} - \text{负债现金流流出有效久期}$$

图表 7：《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》针对人身险公司设立的监管指标和监测指标

	指标名称	监管阈值	指标解读
监管指标	有效久期缺口	[-5,5]；若人身险公司的有效久期缺口<-5 年，则现金流入有效久期>5 年	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。负债端为全口径保险业务，资产端仅包含可计算现金流的固定收益类投资资产，因此，需要对资产有效久期进行规模调整。
	综合投资收益覆盖率（5 年周期）	⩾100%	该指标衡量人身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，降低因短期市场波动带来的影响。
	净投资收益覆盖率（3 年周期）	⩾100%	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。该指标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。
	压力情景下流动性覆盖率	⩾100%	该指标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。
监测指标	修正久期缺口		修正久期衡量保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。若缺口为负值，说明资产期限小于负债期限，当利率曲线平行移动时，资产价值变动幅度小于负债价值变动的幅度，保险公司存在利率风险和再投资风险。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。
	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。该指标衡量人身保险公司在过去一年的利差边际变动情况。
	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）。该指标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。规模调整用于调节资产规模与负债规模的不匹配。
	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）。该指标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。规模调整用于调节资产规模与负债规模的不匹配。
	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		该指标衡量人身保险公司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。规模调整用于调节资产规模与负债规模的不匹配。
	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		衡量人身保险公司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。规模调整用于调节固定收益类投资资产规模与负债规模的不匹配。
	流动性匹配率		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。

来源：《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》，中泰证券研究所

- **有效久期缺口的监管标准对部分中小人身险公司而言无法达标。**根据中国保险协会的研究，对人身险公司的担心主要是“长钱短投”。根据以往修正久期缺口数推测，人身险全行业的有效久期缺口可能是满足监管要求的。

仅供内部参考，请勿外传

但从部分发债公司公布的修正久期缺口数据看，公司之间存在巨大差异，尽管有效久期缺口通常远低于修正久期缺口，预计仍会有部分人身险公司的有效久期缺口无法达标，需要通过增配长久期债券，甚至通过销售久期短的保单来应对。

3.久期缺口的计算与行业久期缺口数据统计

3.1 指标选取

- **我们选取规模调整后的修正久期缺口作为分析口径，主要基于数据可得性与可比性两方面考虑。**近年来，为保持偿付能力充足水平的稳定并缓解资本补充压力，不少险企发行了资本补充债及永续债。发行债券需经第三方评级机构评估，因此本文久期缺口数据主要来源于中诚信国际信用评级有限责任公司出具的评级报告。同时，考虑到部分发债险企未与中诚信合作，我们采用了联合资信及中债资信等评级机构的相关数据予以补充，尽可能确保数据口径的完整性与可比性。评级报告中，**规模调整后的修正久期缺口是披露最为普遍的指标，覆盖面广、口径一致，便于跨公司及跨年度的横向比较。**相较之下，金额久期缺口与资产调整后的期限缺口仅在少数公司披露，数据量较少，可比度较低。

- **修正久期衡量保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。**我们根据资负新规征求意见稿，若缺口为负值，说明资产期限小于负债期限，当利率曲线平行移动时，资产价值变动幅度小于负债价值变动的幅度，保险公司存在利率风险和再投资风险。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。

- **资负新规征求意见稿要求优化指标计算口径，根据宏观经济变化调整压力情景，将金融衍生工具的风险对冲作用纳入久期计算。**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。

3.2 规模调整后的久期缺口计算

- **规模调整后的修正久期缺口模拟运算示例。**规模调整后的久期缺口计算过程篇幅较长，详细推导过程请见附录。此处为便于读者直观理解规模调整后的修正久期缺口计算过程，我们结合量化评估表中各指标的计算公式，假设行业平均久期缺口约为-10 年，并基于险企评级报告等数据进行模拟运算展示。**利用资产现金流与负债现金流流入及其折现值计算出所有流入的现金流，从而得到 G，最终通过 G-C 得到规模调整后的修正久期缺口的模拟结果。**同时，引用监管文件原表格作为对照，其中黄色单元格为公式项，用于自动计算相关指标。本文久期缺口数据口径统一为普通账户，以确保可比性与一致性。

仅供内部参考，请勿外传

图表 8：规模调整后的修正久期缺口模拟运算展示

修正久期（单位：年）	A:资产现金流	7.77
	B:负债现金流流入	3.61
	G:规模调整后的现金流流入	**6.08** **（（A*D+B*E）/F）**
	C:负债现金流流出	15.9
折现值	D:资产现金流	800
	E:负债现金流流入	300
	F:负债现金流流出	1200
规模调整后的修正久期缺口（单位：年）		**-9.8** **（G-C）**

来源：《保险负债资产管理监管规则第 4 号》，中泰证券研究所；注：上述数据基于合理假设，仅用于演示规模调整后修正久期缺口的计算过程，数据本身不具备实际参考意义

图表 9：人身保险公司资产负债管理量化评估表

目录

表2-1 期限结构匹配测试表

公司名称：　　年　　月　　日

	修正久期				规模调整后的修正久期缺口	折现值		
	资产现金流	负债现金流流入	规模调整后的现金流流入	负债现金流流出		资产现金流	负债现金流流入	负债现金流流出
传统保险账户								
其中：资本金账户		—	—	—	—		—	—
次级债和资本补充债		—					—	
分红保险账户								
万能保险账户								
普通账户								

来源：《保险负债资产管理监管规则第 4 号》，中泰证券研究所；注：来自表格中工作簿：表 2-1 期限结构匹配测试表_修正久期，此表格为样表，无具体数据

3.3 寿险行业久期缺口调研数据统计

- **我们预计，保险行业规模调整后平均久期缺口约为-9 年左右。寿险行业呈现“马太效应”**，本文将久期缺口数据的分析分为大型寿险公司与中小型寿险公司，以更精准反映不同规模公司的资产负债特征与久期管理差异。总的来看，虽然寿险行业具有**“资产比负债先到期”**的特点，导致久期缺口大多为负，但大型寿险公司资产负债匹配更为均衡，久期缺口大多呈收窄趋势；而中小型公司长久期增额寿险配置比例较高，长久期资产缺乏，导致从 2022-2024 年披露的数据来看多数中小型公司久期缺口较大且持续扩张，2025 年出现明显收窄情况。根据保险资产管理协会和《保险年鉴》统计，综合梳理来看，2020 年至 2022 年，我国寿险公司资产负债久期缺口分别为-6.67 年、-6.57 年、-6.28 年。根据央行《金融稳定报告》，2024 年后，从资产负债匹配看，人身险行业久期缺口有扩大的趋势。2025 年 11 月，公众号《券商中国》援引数据显示，2024 年末寿险行业平均负债久期为 16.3 年，目前行业规模调整后久期缺口为-9.2 年。

仅供内部参考，请勿外传

图表 10：不同规模寿险公司的资产负债端差异

公司类型	负债业务特点	资产配置特点	资负管理面临的问题与风险
大型寿险公司	1.储蓄型保险业务为主，存量保障型产品占一定比例 2.负债久期较长	1.各类资产配置均衡 2.债券类资产占比高，期限长，固收类资产收益对负债成本有一定覆盖度	1.“资产比负债先到期”，面临再投资风险与利率风险。 2.新会计准则下，同时稳定利润和净资产的难度较大
合资公司	1.储蓄型保险业务和保障型业务占比均衡 2.负债久期较长	债券类资产占比较高，期限较长，固收类资产收益基本上可以覆盖负债成本	1.面临较大的由负债端带来的利率风险 2.外方股东对风险限额设定严格，需适度考虑多元化资产投资
中资中小型寿险公司	1.负债久期较短 2.部分公司由于近年大量销售长久期产品(如增额终身寿险)导致负债久期较长	1.权益类资产配置相对较多，以获取超额收益 2.固收类资产期限较短，有明显信用下沉	1.负债成本较高，需高投资收益维持业务长期发展。部分“资短债长”的公司由于资产违约或高收益资产到期面临一定利差损风险 2.资产配置集中度较高，收益波动性大 3.通过与再保险公司签署财务再保险，短期缓解偿付能力和利润压力，但无法长期持续

来源：中国资产管理《保险资产负债管理最新实践与挑战应对》，中泰证券研究所

3.4 中小型寿险公司久期缺口变动趋势及原因

- **中小型寿险公司久期缺口相对较大，2022 年以来大多呈逐年扩张态势，2025 年有所收窄。**我们从 Wind 数据库中拥有存量债券的 39 家保险公司中，选取了 24 家在评级报告中披露“规模调整后的修正久期缺口”的未上市中小型寿险公司作为样本进行统计。计算得出 2022-2025 年样本寿险公司的久期缺口加权平均值分别为：-9.26、-9.82、-11.10 和-8.74 年。其中，中华联合人寿、北京人寿与国联人寿久期缺口较大，2025 年分别为-17.79、-15、-14 年，利率波动时资负变动难以相互对冲，风险较大。

- 经过分析及历年发债评级报告的表述变化，我们发现如下结论：

- **1. 样本寿险公司久期缺口披露情况各有不同，变化明显。**评级报告中明确披露 2025 年久期缺口数据的公司有 20 家，部分公司 2025 年评级报告中对久期缺口的表述相比 2024 年，从定量分析转为定性分析。具体来看，中信保诚人寿 2024 年久期缺口高达-17.95 年，但在最新评级报告中对缺口表述转为“公司资产久期小于负债久期，资产负债存在期限错配风险”、“截至 2026 年 3 月末，资产负债存在一定程度上的期限错配，但面临的资产负债错配风险可控”。除该公司外，交银人寿、中银三星人寿、东方嘉富人寿相比 2024 年，2025 年评级报告未明确久期缺口数据。而工银安盛人寿 2022-2024 年评级报告中对久期缺口的变化方向进行定性描述，2025 年评级报告中明确久期缺口为-6.2 年，其绝对值低于行业平均水平，在银保系公司处于久期缺口管理较好的层次。

- **2.样本寿险公司久期缺口相比 2024 年 2025 年平均收窄 2.36 年。**从有可比数据的公司来看，样本寿险公司久期缺口整体呈收窄趋势。缺口缩窄较多的机构依次为：幸福人寿（缩短 4.72 年）、长城人寿（缩短 3.72 年）、中英人寿（缩短 2.53 年）、同方全球人寿（缩短 1.9 年）、中华联合人寿（缩短 1.8 年）、财信吉祥人寿（缩短 1.65 年）、建信人寿（缩短 1.56 年）、中邮人寿（缩短 1.19 年）、农银人寿（缩短 1.12 年）。

- **3.样本寿险公司久期缺口差异显现。**多数样本公司久期缺口于 2022-2024 年处于持续扩大趋势，但在 2025 年呈现收窄情况，英大泰和人寿为样本中小型寿险公司中少见的 2022-2025 年久期缺口持续扩大的寿险公司，

仅供内部参考，请勿外传

2024-2025 年扩大了 0.45 年。此外，工银安盛人寿、中荷人寿、建信人寿、光大永明人寿、华泰人寿、农银人寿、泰康人寿、幸福人寿资产负债久期缺口绝对值低于行业平均水平，而中华联合人寿、北京人寿、国联人寿、同方全球人寿、长城人寿、招商局仁和人寿、中英人寿、横琴人寿、财信吉祥人寿久期缺口绝对值显著高于行业平均水平，久期缺口管理有待进一步改善。

- **4.样本中新发债公司积极披露久期缺口数据。**近年来，随着偿付能力过渡期逐步到期以及 750 天国债收益率平均曲线的逐季下移，寿险公司核心偿付能力明显承压，永续债及资本补充债发行意愿提升。具体来看，本期样本公司中新发债公司有 4 家，分别是东吴人寿、北京人寿、中荷人寿、横琴人寿，均定量披露了详细久期缺口数据。其中，久期缺口管理较好的是中荷人寿，久期缺口为-3.57，绝对值显著低于 2025 年行业平均水平。

图表 11：2022-2025 年 24 家中小型寿险公司的久期缺口统计（单位：年）

公司名称	2022	2023	2024	2025	境内存债规模（亿）
泰康人寿	—	-8.11	-9.01	-8.16	200
工银安盛人寿	—	—	—	-6.2	120
中信保诚人寿	-14.26	-16.22	-17.95	—	90
建信人寿	—	—	-8	-6.44	80
中英人寿	—	—	-13.47	-10.94	75
中邮人寿	—	-7.66	-10.09	-8.9	62
招商局仁和人寿	-7	—	—	-11.07	57
农银人寿	-5.84	-7.33	-8.55	-7.43	55
中银三星人寿	-7.52	-10.75	—	—	48
长城人寿	-10.67	-12.12	-14.95	-11.23	36.5
东吴人寿	—	—	—	-9.5	30
幸福人寿	-10.3	-11	-13	-8.28	30
交银人寿	-5.81	-6.58	-7.9	—	27
财信吉祥人寿	—	-10.25	-12.16	-10.51	25
英大泰和人寿	-4.64	-6.36	-9.06	-9.51	25
光大永明人寿	—	-8.8	-7.19	-7.11	24.7
同方全球人寿	-9.27	-9.45	-13.33	-11.43	20
北京人寿	—	—	—	-15	14
东方嘉富人寿	—	—	-9.02	—	14
中荷人寿	—	—	—	-3.57	12.4
中华联合人寿	-15.48	-15.6	-19.59	-17.79	11.7
横琴人寿	—	—	—	-10.92	11
国联人寿	-9.79	—	—	-14	10
华泰人寿	—	—	-7.59	-7.21	8
加权平均	**-9.26**	**-9.82**	**-11.10**	**-8.74**	

来源：Wind，中泰证券研究所；注：—表示未披露；2022-2025 年久期缺口加权平均数通过各公司 2025 年境内存债规模进行加权平均计算得到；统计样本数据不连续。需要特别指出的是，中信保诚人寿、交银人寿、东方嘉富人寿披露 2024 年数据后，2025 年未定量披露，加权平均值存在偏差。 中小型寿险公司在 2025 年评级报告对资产端、负债端久期披露情况变化明显。相比 2024 年，中小型寿险公司在 2025 年评级报告中对资产现金流修正久期、负债现金流流出修正久期披露的细化程度变化明显，2025 年详细披露的 11 家险企中，以往年度不披露或暂停披露而 2025 年新披露的有 6 家，中银三星人寿、中邮人寿、中信保诚缺少 2025 年资产、负债久期的详细数据。英大泰和人寿披露了“规模调整后的负债现金流流出修正久期 13.29 年，负债现金流流入修正久期为 5.49 年，资产修正久期为 6.44 年，修正久期缺口为-9.51 年”，但无法得到统一口径下的规模调整后的修正久期及缺口。

仅供内部参考，请勿外传

- **5.中小型寿险公司的久期缺口呈收窄趋势，源于负债端久期缩短。**从可比数据来看，样本寿险公司 2022-2025 年负债现金流流出久期加权平均值为 17.11、16.49、19.77、16.21 年，2024-2025 年资产现金流流入久期增加了 0.26 年，负债现金流流出久期缩短了 3.56 年，变化幅度分别为+3.38%、-17.97%， 24 家中小型寿险公司中，久期缺口管理水平低于行业平均的公司有 14 家，除当前利率环境下资产端久期拉长难度大外，更多原因是负债端久期控制不佳。2025 年，久期缺口管理待优化的公司负债端久期在 15 年左右；中华联合人寿负债端久期为 25 年，资产端久期为 7.21 年；同方全球人寿负债端久期高达 22.27 年，资产端久期为 10.83 年；多数属于长期刚性负债成本压力较大，资产负债期限错配情况较严重。

图表 12：2022-2025 险企资产现金流修正久期（单位：年）

公司名称	资产现金流流入修正久期			
	2022	2023	2024	2025
工银安盛	—	—	—	7.81
中信保诚人寿	6.16	6.25	8.01	—
建信人寿	—	—	—	6.83
中英人寿	—	—	—	8.36
中邮人寿	—	5.7	7.09	—
招商局仁和人寿	—	—	—	7.65
农银人寿	—	4.62	5.73	6.61
中银三星人寿	6.09	5.61	—	—
长城人寿	—	—	—	9.25
财信吉祥人寿	—	2.03	3.32	4.63
英大泰和人寿	3.51	4.05	7.48	—
光大永明人寿	—	7.84	12.49	11.59
同方全球人寿	9.94	10.83	10.91	10.83
中华联合人寿	4.78	7.86	8.31	7.21
华泰人寿	—	—	—	7.29
加权平均	**6.11**	**5.79**	**7.56**	**7.82**

来源：Wind，中泰证券研究所；注：—表示未披露；2022-2025 年久期缺口加权平均数通过各公司 2025 年境内存债规模进行加权平均计算得到；统计样本数据不连续，平均值存在偏差

图表 13：2022-2025 险企负债现金流流出修正久期（单位：年）

公司名称	负债现金流流出修正久期			
	2022	2023	2024	2025
工银安盛	—	—	—	14.01
中信保诚人寿	20.42	22.47	25.96	—
建信人寿	—	—	—	13.27
中英人寿	—	—	—	19.3
中邮人寿	—	13.6	17.19	
招商局仁和人寿	—	—	—	18.71
农银人寿	—	11.96	14.29	14.04
中银三星人寿	13.61	16.35	—	—
长城人寿	—	—	—	20.48
财信吉祥人寿	—	12.28	15.48	15.15
英大泰和人寿	8.15	10.13	12.88	—
光大永明人寿	—	16.64	19.68	18.7
同方全球人寿	19.21	20.28	24.24	22.27
中华联合人寿	21.48	23.46	27.9	25
华泰人寿	—	—	—	14.51
加权平均	**17.11**	**16.49**	**19.77**	**16.21**

来源：Wind，中泰证券研究所；注：—表示未披露；2022-2025 年久期缺口加权平均数通过各公司 2025 年境内存债规模进行加权平均计算得到；统计样本数据不连续，平均值存在偏差

- **我们以长城人寿为例，分析公司在资产负债久期错配上的现状和对策。**从负债端来看：1）2024-2025 年传统险账户的久期缺口从-17.8 年缩窄至-13.36 年，分红险从-11.15 年扩大至-12.7 年，主力产品久期较长。2）公司通过成功赎回高息旧债并发行低息新债，债务置换显著降低融资成本。3）2Q26 公司偿付能力报告显示公司核心偿付能力充足率为 89.28%，并对下季度预测值为 68.16%，我们预计公司仍有继续资本补充的压力。

- **从资产端来看，近年来公司加大在 A 股和 H 股两地市场的举牌力度，增配长期股权投资虽然不能降低久期缺口，但可以改善资产调整后的期限缺口[2]。**我们根据中国保险行业协会举牌栏目统计，自 2023 年以来，公司举牌了包括浙江交科、中原高速、无锡银行、城发环境、江南水务、赣粤高速、绿色动力环保、中国水务、大唐新能源、秦港股份在内多家上市公司，**交易日的股息率（上年报告期）加权平均值为 3.6%。**长城人寿 2025 年年报显示，公司期末长期股权投资中联营企业主要包括了金融街控股、浙江交通科技、

[2] 根据《保险资产负债管理监管规则第 4 号：人身保险公司资产负债管理量化评估规则》，计算资产调整后的期限缺口，长期股权投资的期限取值 12 年

仅供内部参考，请勿外传

河南中原高速公路、江西赣粤高速公路、绿色动力环保集团、上海大屯能源、无锡银行、城发环境等，其中 2025 年新增加入长股投的被投资机构为江南水务、中国水务、大唐新能源、秦港股份和新天绿色能源，主要行业集中在环保水务、地产建筑、交通运输、商业银行等行业。公司在积极践行险资作为长期资金入市的同时，也通过联营企业的方式确认投资收益，避免了二级市场股价波动对利润表的影响。需要客观指出的是，公司需要在权益投资对偿付能力资本占用、新准则下会计报表稳定性和资产负债匹配上寻找新的平衡点。

图表 14：2023 年以来长城人寿在 AH 两地市场布局多个标的

公告时间	交易日期	被举牌的股票名称	股票代码	权益类资产账面余额占上季度末总资产比例	标的账面余额（亿元）	交易日股息率
2025/9/25	2025/9/23	新天绿能	0956.HK	18.84%	8.04	5.5%
2025/6/17	2025/6/16	秦港股份	3369.HK	17.06%	6.10	4.1%
2025/3/10	2025/3/5	大唐新能源	1798.HK	16.81%	7.70	4.4%
2025/2/21	2025/2/20	中国水务	0855.HK	16.81%	3.98	5.4%
2024/8/5	2024/7/31	绿色动力环保	1330.HK	14.84%	1.74	6.2%
2024/6/12	2024/6/12	赣粤高速	600269.SH	14.52%	5.72	3.3%
2024/5/16	2024/5/16	城发环境	000885.SZ	14.52%	3.98	2.0%
2024/5/16	2024/1/9	无锡银行	600908.SH	14.70%	5.40	4.0%
2024/1/11	2024/5/16	江南水务	601199.SH	14.52%	2.53	1.9%
2023/6/3	2023/6/2	中原高速	600020.SH	19.07%	4.09	0.5%
2023/6/2	2023/6/1	浙江交科	002061.SZ	19.07%	5.35	4.2%

来源：保险行业协会，Wind，中泰证券研究所

图表 15：2025 年末长城人寿长期股权投资中联营企业的主要信息

于 2025 年 12 月 31 日，本集团主要的联营企业明细资料如下：

名称	注册地	业务性质	注册资本 人民币万元	持股比例/表决权比例 %
联营企业				
金融街控股股份有限公司	北京	房地产业	298,892.99	5.63
浙江交通科技股份有限公司	衢州	建筑业	267,055.14	7.11
河南中原高速公路股份有限公司	郑州	交通运输、仓储和邮政业	224,737.18	9.67
江西赣粤高速公路股份有限公司	南昌	道路运输业	233,540.70	7.58
无锡农村商业银行股份有限公司	无锡	货币金融服务	219,468.17	7.17
中国大唐集团新能源股份有限公司	北京	电力、热力生产和供应业	727,370.10	5.98
秦皇岛港股份有限公司	河北	交通运输、仓储和邮政业	558,741.20	5.61
新天绿色能源股份有限公司	石家庄	电力、热力、燃气及水生产和供应业	451,269.31	5.25

来源：公司公告，中泰证券研究所

3.5 上市险企久期缺口调研数据统计分析

- **上市险企于年度业绩发布会和债券评级报告中主动披露久期缺口管理具体成效。**国寿、太保、平安和人保寿险 2025 年久期缺口呈收窄态势。相比 2024 年年度业绩发布会和评级报告，头部上市险企寿险公司均或多或少增加了久期缺口的定量表述。例如，中国人寿在 2025 年业绩会上回应资产负债有效久期缺口缩短至-1.5 年，平安人寿明确 2025 年末规模调整后的久期缺口收窄至-2 年左右，新华保险于 2026 年新发永续债，根据评级报告，2025 年新华保险整体有效久期缺口保持在-3 年左右，2025 年人保寿险规模调整后的修正久期缺口较上年度缩短约 2 年。太保寿险定性披露了 2025 年的久期缺口状况，“有效久期缺口、修正久期缺口持续缩短”。

仅供内部参考，请勿外传

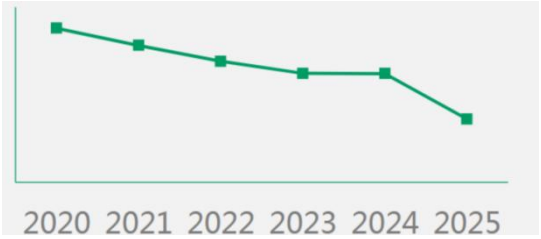
- **中国人寿统筹考虑科学管理负债久期与灵活调控资产久期。**除2023-2024中国人寿资产负债久期缺口微增外，2020-2025年整体呈现持续收窄趋势，2025年久期缺口已缩窄至-1.5年，核心源于三大协同举措：1）推进浮动收益型业务转型，提升分红险等非保证收益产品占比，降低负债刚性成本；2）统筹负债久期管理与资产久期调控，通过加大权益投资、优化固收配置双向缩窄缺口；3）动态调整产品预定利率，新业务负债保证成本率下降超60个基点，叠加择时配置固收资产，实现负债成本与资产收益的协同优化，有效缓解了低利率环境下的利差损压力，资产负债匹配能力显著增强。

图表16：2025年上市险企久期缺口变动方向

公司名称	久期缺口变动方向
中国人寿	收窄（-）
太保寿险	收窄（-）
平安人寿	收窄（-）
人保寿险	收窄（-）

来源：公司公告，中泰证券研究所

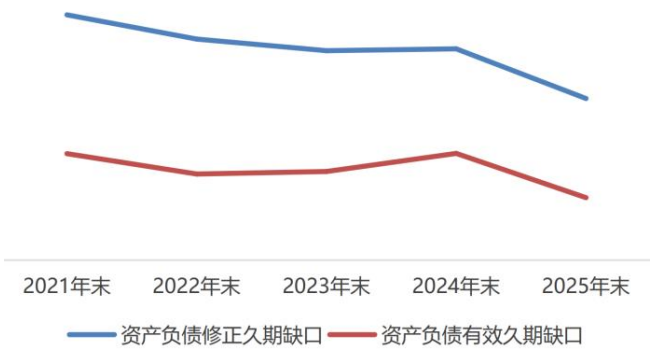
图表17：2020-2025年中国人寿有效久期缺口变动方向



来源：公司公告，中泰证券研究所

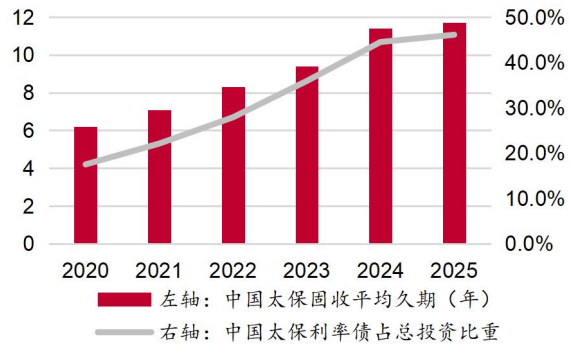
- **太保寿险资产负债有效久期缺口、修正久期缺口持续缩短。**自2018年至2025年3季度末，太保寿险长期政府债配置比例从15.2%提高至46.2%，处于行业较好水平；资产负债期限结构匹配状况良好。根据《2026中国太保投资全景手册》，中国太保践行“哑铃型配置策略”，着力打造跨市场、跨周期的资产配置能力，积极探索资产负债多元匹配管理新模式，固定收益资产方面，持续增配长期利率债，拉长固收资产久期，其固收平均久期从2020年的6.2年上升至2025年的11.7年，利率债占总投资比重由22.1%提升至46.1%，通过跨周期配置锁定长期收益，为未来现金流的稳定性提供支撑；权益资产与另类资产方面，在控制信用类资产配置比例的前提下，适当增加公开市场权益类资产以及未上市股权等另类投资的配置，兼顾信用风险防范与长期收益提升；通过增配港股通资产、扩展QDII额度等方式推进全球资产布局，利用跨市场、跨周期的多元配置，降低单一市场波动对资产负债匹配的冲击。

图表18：2021-2025年太保寿险久期缺口变动方向



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表19：2020-2025年中国太保固收资产情况



来源：公司公告，中泰证券研究所；注：利率债包括国债、地方政府债和政策性金融债

仅供内部参考，请勿外传

- **平安人寿资产端主动拉长久期与负债端主动控制成本双向发力。**平安人寿主动调整资产配置结构，重点增配长久期利率债，直接推动资产端久期延长。平安集团副首席投资官路昊阳于 2025 年 11 月中国保险业资产负债管理年会发表主题演讲中透露，平安采用“高股息+成长”双轮驱动的均衡权益配置策略，权益资产的长期配置不仅有助于提升投资收益，也在一定程度上拉长了资产端的平均久期，对缩小久期缺口起到积极作用。从负债端来看，平安人寿通过完善新产品准入机制、优化产品结构主动控制新业务负债久期的进一步延长，避免缺口被动扩大，缓解长期刚性负债成本压力，内部制定了“五大匹配”原则，将资产与负债久期匹配置于首位，这种系统性管理理念贯穿于产品准入、资产配置、流动性管理等各环节，为久期缺口的持续收窄提供了制度保障。

- **2025 年，新华保险与人保寿险均实现了资产负债久期缺口的有效收窄。**新华保险坚持以固定收益类资产为主要配置方向，积极把握阶段性配置机会，通过增配长久期利率债适度拉长资产端久期、充实固收底仓，同时择机配置业绩稳定的固收增强类产品以提高收益弹性。人保寿险则更侧重于负债端的主动管理，在持续优化业务结构、提升发展品质的同时，出于满足市场需求及负债久期控制的考量，适度加大趸交短久期业务拓展力度且趸交保费收入占比持续下降，通过压降负债端久期使久期缺口较上年有所收窄。

4.久期缺口管理的意义及措施

4.1 从资产端管理久期缺口：拉长资产久期

- **1.增配长久期利率债，直接拉长固收资产久期，压缩久期缺口。**以国债、地方政府债和政策性金融债为主的利率债期限长、信用风险低，能够有效匹配寿险公司长期负债的久期需求，同时有助于稳定投资收益。例如样本公司中，阳光人寿加强长期利率债的配置以拉长固定收益类资产久期，截至 2026 年 3 月，利率债在债券投资中的占比维持在 80%左右。2025 年，东吴人寿大量配置长久期债券拉长资产修正久期，30 年期国债规模达到 118 亿元以上（整体固收规模为 259.90 亿元）。这一策略的直接效果是拉长了资产端的平均久期，使资产端久期向负债端久期靠拢，从而缩窄久期缺口。但需注意的是，2025 年下半年长久期国债市场收益率有所回升，持仓较重的长久期利率债资产普遍面临估值下跌压力，对部分公司的综合收益形成一定拖累。

- **2.优化固收资产结构，压缩信用类资产配置。**中小保险公司普遍压缩信用类资产（信用债、债权投资计划、信托计划等）的配置比例，以防范信用风险并优化资产久期结构。根据各主体评级报告分析，2025 年，中英人寿主动收缩非标投资，债权投资计划及其他固定收益投资配置比例下降。光大永明人寿债权计划的配置占比较上年末有所下降。整体来看，资产端“压缩信用、增配利率债”的结构调整，既拉长了资产久期，也提升了组合的抗信用风险能力。

- **3.适度增配权益类资产，提升长期收益弹性，面对收益缺口。**得益于权益市场慢牛逐步形成，行业适度增配权益类资产，以在拉长久期的同时提升长期投资回报。根据各主体评级报告分析，2025 年，泰康人寿由于权益市场整体表现强劲，加大权益类资产配置力度。阳光人寿维持合理的权益类资产配置力度，在加强价值型权益资产的长期配置基础上，挖掘成长性投资机会。光大永明人寿增配基金和高股息类股票。同方全球人寿在不突破风险限额的前提下，适应资本市场环境变动，提升股票等权益类投资占比。华泰人寿采用多元化投资策略，权益类资产投资规模占比同比小幅上升。权益资产的增配对投资收益形成了一定贡献，但也需关注权益市场波动对投资收益稳

仅供内部参考，请勿外传

定性的影响。不过，也有小部分样本公司（中邮人寿、中英人寿、中荷人寿）权益占比下降，我们预计与长债的挤占效应有关，例如中邮人寿明确表示，公司加大长久期债券配置力度，并把握市场窗口，适时减持了部分股票、混合型基金及权益类资管产品。

4.2 从负债端管理久期缺口：优化负债久期结构

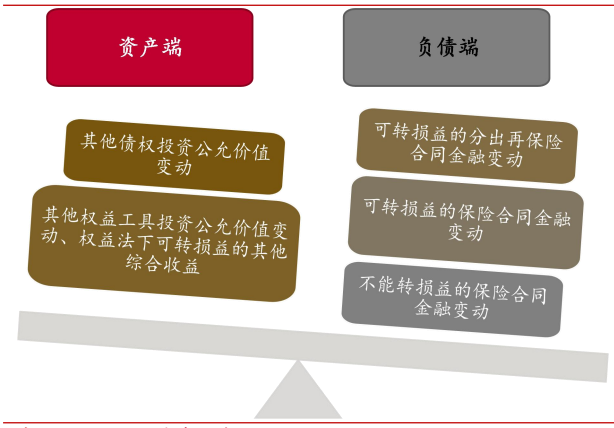
- **1.推进浮动收益型业务转型，降低负债刚性成本。**根据各主体评级报告分析，2025 年，阳光人寿期交类业务逐步向分红险转型，通过将投资端的利率风险部分向负债端转移，有效降低刚性负债成本。中英人寿坚定不移推进产品结构转型，从传统固定成本产品向分红险等浮动收益产品转变，有效降低负债成本。建信人寿精准聚焦低利率环境下客户的财富管理需求，持续提升浮动收益型产品供给。中银三星人寿严格控制增额终身寿等长久期、高资本占用的产品规模，增加年金、分红、重疾等产品供给。

- **2.调整产品期限结构，压降或控制负债久期。**根据各主体评级报告分析，2025 年，阳光人寿出于资产负债久期缺口控制及客户需求考量，加大趸交类传统寿险业务拓展力度，通过缩短负债端久期缓解久期匹配压力。招商局仁和人寿严控久期，控制长久期产品销售规模，提高中短期业务、非利率敏感型业务销售占比。东方嘉富人寿加大商保年金产品开发力度，提升中短期产品占比，压缩负债久期。光大永明人寿根据降低负债久期的工作要求，银保渠道加大趸交分红险销售力度。

4.3 新准则对久期缺口的影响及管理策略

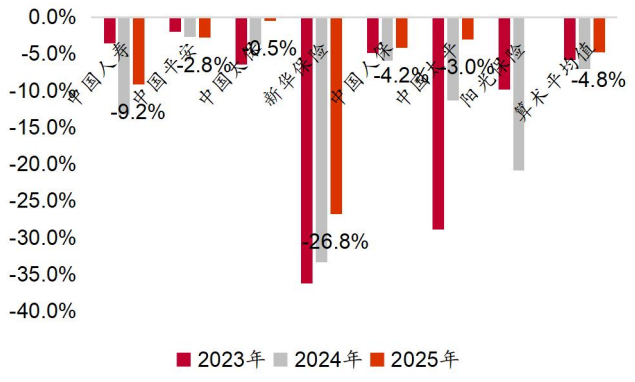
- **新准则下，若久期缺口的绝对值较小，资产负债能够做到规模与久期的匹配，则可以实现低利率环境下其他综合收益的“理论”免疫。**资产负债匹配与金融资产分类高度相关，FVOCI 资产占比高低体现资产负债匹配能力。利率下行对不同种类金融资产的影响不同。以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）的资产价值计量随市场利率波动而变化。利率下行，资产公允价值上升，产生正收益计入其他综合收益，可以对冲利率下行导致的保险合同负债计量增加对净资产的负面影响。不过，实务中由于寿险公司资产端的久期小于负债端，负债端的敏感性大于资产端，多数公司的其他综合收益为负。

图表 20：利率下行，对公司资产负债管理带来挑战



来源：财政部，中泰证券研究所

图表 21：上市险企净资产对利率下降 50bps 敏感性（单位：%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **久期缺口放大利率风险对净资产的传导。**净资产随利率下行而下降，如久期缺口绝对值较小，资产端的涨幅可以有效对冲负债端的增加，减小利率对净

仅供内部参考，请勿外传

资产的影响。根据 2025 年年报附注披露的敏感性测算，当利率下行 50bps 时，上市险企平均净资产下滑的百分比约为 4.8%。除个别公司（如新华保险）敏感性较高外，大部分公司净资产波动幅度较小，如平安和太保等均保持在 3%以内，显示出较强的稳健性。FVOCI 债券可对冲负债端的程度与久期缺口大小有关，所以需关注传统账户的久期缺口相关指标，以确保市值口径净资产波动在公司可承受范围内。

4.4 传统险对久期缺口敏感性更大

- **传统险负债成本更为刚性，缺口影响压力更大。**新准则下，分账户的久期缺口管理意义更为凸显。从传统账户看，资负两债端均受即期利率影响，改善久期缺口便可以降低传统账户净资产受利率波动的影响；从分红账户看，VFA 方法下，负债端镜像反映资产端基础项目公允价值波动，故而改善分红账户的久期缺口对稳定净资产的作用并不明显。从账户特性看，传统账户的负债成本均为保证成本，公司承担了较高的保证利率风险；而分红账户保证利率较低，分红水平可调整，属于利率敏感型的产品，利率风险相对较低。因此，在长债配置额度有限的情况下，应优先配置于传统账户，积极改善传统账户的久期缺口。

- **当前低利率环境下，险企面临久期缺口和收益缺口的挑战困境，确定合意的权益配置中枢至关重要。**华夏久盈高志强等[3]构建针对保险公司传统险账户的分析框架，通过简化模型确定合意的权益配置中枢和 OCI 股票占比，平衡长期净资产增长和短期利润波动。随着负债久期拉长，股票合意配置比例小幅下降，OCI 股票占股票比例下降，反之亦然。

图表 22：负债因素对合意配置结构和指标的影响

合意组合的配置结构和各项表现	负债成本越高	负债久期越长
股票配置比例	大幅提高	小幅下降
OCI 股票占比	小幅下降	下降
利润回报率	下降	提高
利润回报长期波动性	大幅提高	提高
利润回报短期回撤	大幅提高	提高
资产会计收益短期回撤	提高	提高

来源：中国保险资产管理，中泰证券研究所；注：该文分析了保险公司传统账户在基准情形（净资产占总资产 10%，负债成本 3%，负债久期 20 年，OCI 股票股息率 5%，长期净资产回报率要求 8%）下的资产配置结构。以最小化净资产综合增长波动率为目标，整体股票合意比例为 17.3%，其中 OCI 股票占股票比例为 45%

- **传统险账户久期对合意股票配置结构的影响相对有限。**缩小久期缺口对降低净资产波动性、提高经营稳健性具有重要作用。但在低利率市场环境中，过高比例的低票息、长久期固收资产会导致收益缺口，保险公司需要在久期缺口与收益缺口之间找到平衡，这既考验险企资负管理的经营哲学，亦是监管政策方向的重要课题。

4.5 分红险占比提升对信用利差与期限利差的影响分析

- **分红险平均久期较传统险更短，一定程度上提高资产配置的风险偏好。**当前传统账户的平均负债久期多超过 20 年，而分红险的浮动收益设计和较短的保障期限，平均负债久期在 10 年以内。2025 年披露分险种久期缺口的样本寿险公司数据显示，分红险账户的平均久期缺口的绝对值小于传统险，其中东吴人寿，分红险账户久期缺口甚至为正数。当前分红险转型已成为行业共识，提高分红型业务占比可以优化久期管理与综合负债成本管控。这也

[3] 业务探讨 | 华夏久盈高志强等：资产负债联动下保险公司传统险账户权益资产配置研究

仅供内部参考，请勿外传

间接促使保险资金调整债券久期结构，推动险企减少对 30 年超长债的依赖，转向中短期高票息信用债。同时，分红账户的“保底+浮动”收益属性要求保险资金在保持稳定固收配置的同时需要追求超额收益，分红险红利实现率成为未来一段时间行业经营主体拉开差距的重要竞争手段之一。

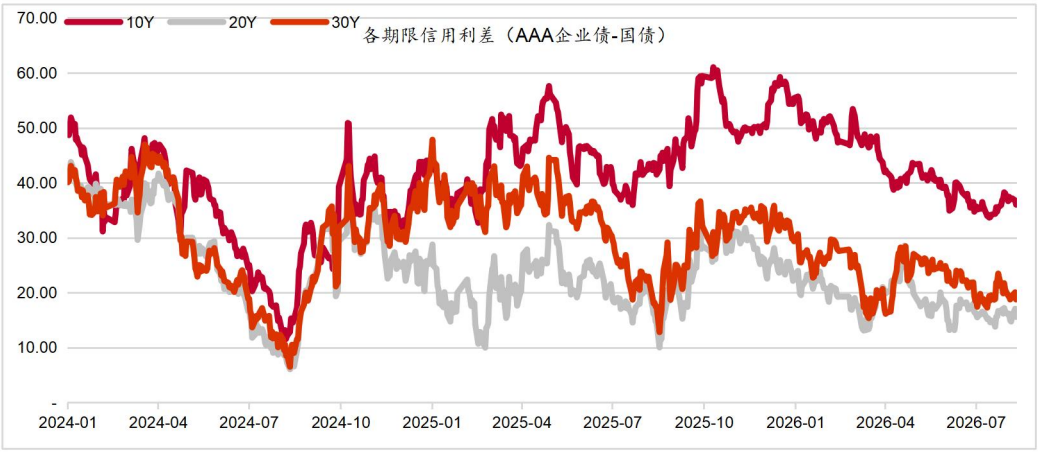
图表 23：2025 年样本公司规模调整后的修正久期缺口截面数据对比（单位：年）

	长城人寿	招商局仁和人寿	农银人寿	东吴人寿	算术平均数
传统保险账户	-13.36	-15.57	-7.28	-15.03	**-12.81**
分红保险账户	-12.7	-0.28	-6.47	0.37	**-4.77**
万能保险账户	-1.98	-6.08	-6.55	-3.55	**-4.54**
普通账户	-11.23	—	-7.1	-8.79	**-9.04**

来源：Wind，中泰证券研究所；注：—表示未披露

- **险资配置偏好与期限利差与信用利差变化。**2025 年下半年以来，随着分红险占比提升，保险负债久期缩短，保险对中短期 AAA 级信用债净买入力度显著增强，而对长久期信用债，保险机构的配置偏好有所下降。同时，保险是超长信用债最主要的配置力量，但 2025 年其超长债需求明显弱化，债市期限利差有走阔迹象，2026 年 6 月以来随着股债跷跷板的再平衡，险资补配债券，大量买入 30 年利率债（地方债为主），并延续至 7 月。

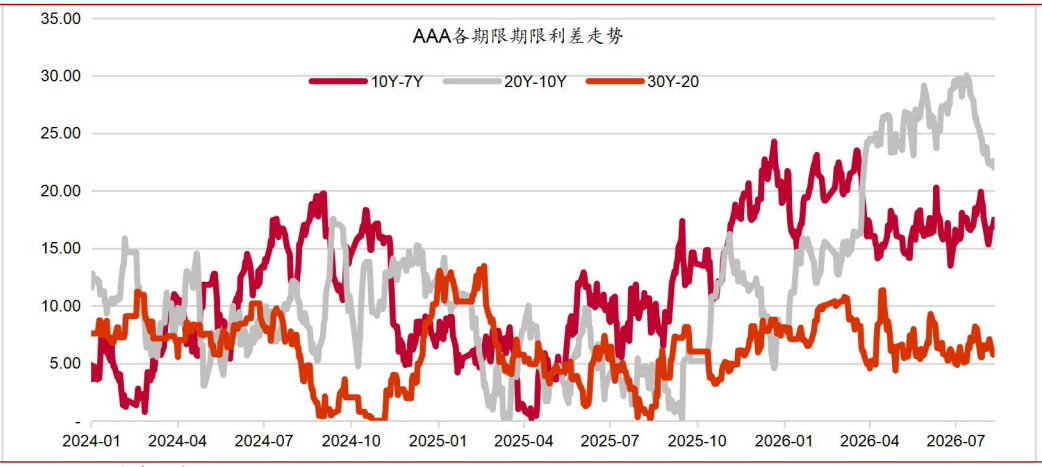
图表 24：4Q25 以来各期限信用利差收窄预计与险企风险偏好提升有关



来源：Wind，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表 25：3Q25 以来期限利差走阔预计与险企分红险新增资金占比提升负债久期缩短有关



来源：Wind，中泰证券研究所

5.投资建议

- **本报告梳理了当前行业中大型寿险公司债券评级报告中对久期缺口的数据披露，并结合《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》与经营实务对资产负债管理进行展望分析。**当前低利率环境下，险企面临久期缺口和收益缺口的挑战困境。**一方面，**人身险公司监管指标引导有效久期缺口在±5年以内，倒逼险企拉长固收资产久期，增配利率债。但**另一方面，**持续低利率环境下，险企负债成本相对刚性，防范潜在利差损隐忧不可忽视。可以客观看到的是，在系列政策落深落实后，行业整体修正久期缺口得到有效收窄，资产负债匹配能力增强，板块估值底部有望得到有力支撑。

- **资金面再平衡有望延续，8 月板块有望延续 7 月相对与绝对收益贡献。**6 月下旬以来，板块整体“进三退二”呈现底部中枢抬升的趋势。市场动荡加剧背景下，金融板块被赋予稳盘核心职能，资金筹码从压制转变为托底，看好板块继续演绎“先跑相对，再有绝对”的走势。当前保险股估值极具吸引力，2Q26 基本面与股价的持续背离有望获得强修复。我们认为板块“短期看资金面抛压缓解，中期看“存款搬家&慢牛持续”提振价值与利润增速，长期看顺周期兑现告别利差损隐忧”的大逻辑框架演绎未变。负债端存款搬家与资产端持续慢牛是保险板块长逻辑基础。**建议关注：中国太保、中国财险、中国平安、中国人寿、新华保险。**

风险提示

- **利率假设偏离风险：**久期缺口对利率敏感度高，若市场利率大幅偏离预期，将直接影响资产负债匹配效果及净资产波动。
- **衍生工具运用不及预期：**国债期货等利率对冲工具的配套规则及实际应用仍处探索阶段，对缓释久期缺口作用有限。
- **负债端结构调整风险：**若久期较短型业务拓展不及预期，负债久期将持续偏长，加大久期缺口收窄难度。
- **数据披露及口径差异：**久期缺口数据主要来源于评级机构，部分险企未披露或口径差异较大，横向可比性存在一定局限。
- **研报更新不及时风险**

附录：规模调整后的久期缺口计算

- **资产现金流：进行期限结构匹配测试的资产。**包括所有“可计算现金流的现金及流动性管理工具”（包括短期融资券、买入返售证券、央行票据、商

仅供内部参考，请勿外传

业银行票据等）和“可计算现金流的固定收益类投资资产”（不含债券型基金和不可计算现金流的固定收益类、另类保险资产管理产品）。

- **资产现金流修正久期计算公式如下：**（以规则的计息周期为例）

$$Dur_A = -\frac{1}{PV}\times\frac{dPV}{dy} = \left\{\sum_{i=1}^{n}\frac{i\times\left[\left(\frac{C}{f}\right)\times m_i + M_i\right]}{\left(1+\frac{y}{f}\right)^{i+1}}\right\}\times\frac{1}{PV}\times\frac{1}{f}$$

- **参数说明：**Dur_A为资产现金流修正久期，PV为资产现金流的折现值，y为报告期末到期收益率，C为票面利率，f为年付息次数，m_i为第i个计息周期期初的剩余本金金额，M_i为i个计息周期期末的偿付本金金额，n为剩余付息次数。

- **折现率的确定：**对于**标准债券**，PV为报告期末该债券的市场价格。**无活跃市场价格的标准债券**，选取该债券外部评级对应的市场收益率曲线折现计算。**非标准固定收益类资产等**，在报告期末用对应评级的市场收益率曲线加初始的流动性溢价作为计算PV的折现率。**无评级资产**，在报告期末用无风险收益率曲线（中债国债即期收益率曲线）与综合价差构成的新收益率曲线作为计算PV的折现率。**定期存款类资产**与无评级资产计算方法一致。

- **负债现金流：包括负债现金流流入和负债现金流流出，分别包括保险业务现金流和非保险业务现金流。****保险业务现金流流入**是指保险公司承担保险合同相关义务而获得的现金流入，包括保费和其他收费。**保险业务现金流流出**是指保险公司为履行保险合同相关义务所必需、全部的现金流出，主要包括：1）根据保险合同对保单持有人承诺的保证利益如死亡、疾病给付等；2）根据保险合同构成推定义务的非保证利益如分红保险红利给付等；3）管理保险合同或处理相关赔付的保单维持费用，如续期佣金等；4）履行保险合同义务的其他现金流出。**非保险业务现金流流入**包括存量保单质押贷款本金和利息的现金流流入等。**非保险业务现金流流出**包括保险公司发行的次级债、资本补充债等产生的现金流流出和卖出回购业务等产生的现金流流出。

- **负债现金流修正久期：**

$$Dur_L = -\frac{1}{PV}\times\sum_i\frac{dPV}{dy_i} = \frac{\sum_i\frac{CF_i\times t_i}{(1+y_i)^{t_i+1}}}{\sum_i\frac{CF_i}{(1+y_i)^{t_i}}}$$

$$PV = \sum_i\frac{CF_i}{(1+y_i)^{t_i}}$$

- Dur_L为负债现金流修正久期，y_i为报告期末至第i个周期的中债国债即期收益率加溢价调整。计算负债现金流流入修正久期时，CF_i为第i个周期期末的负债现金流流入值，反之则为第i个周期期末的负债现金流流出值。
- **规模调整后的久期缺口计算公式：**

$$Gap_{Adjusted} = \frac{Dur_A\times PV_A + Dur_{In}\times PV_{In}}{PV_{Out}} - Dur_{Out}$$

- **参数说明：**Dur_A为资产现金流修正久期，PV_A为资产现金流的折现值，Dur_{In}为负债现金流流入修正久期，Dur_{Out}为负债现金流流出修正久期，PV_{In}为负债现金流流入的折现值，PV_{Out}为负债现金流流出的折现值。

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。