下载后无已记录，仅供内部参考

证 券 研 究 报 告

# 资产负债管理全面升级，步入多指标量化监管的新阶段

## ——保险资金运用追踪系列之一

证券分析师：
罗钻辉 A0230523090004
孙冀齐 A0230523110001
研究支持：
赵雯清 A0230126070006
2026.8.26

下载日志已记录，仅供内部参考

# 核心观点

- **《保险公司资产负债管理办法》正式落地，较《征求意见稿》主要作出三方面调整。**8月21日，金管局发布《保险公司资产负债管理办法》，管理目标包括期限结构匹配、成本收益匹配、流动性匹配等，并设置7项监管指标、10项监测指标。《办法》自2027年1月1日起实施，允许不达标的险企设置三年过渡期。《办法》较《征求意见稿》主要作出三方面调整：1）完善董事会、高级管理层和资产负债管理部门职责；2）优化资产负债管理政策和程序要求；3）调整部分监管指标的计算口径。
- **期限结构匹配：在《征求意见稿》基础上阶段性放松久期匹配约束。**《办法》将《征求意见稿》中的“规模调整后的有效久期缺口”(±5年)这一监管指标替换为“利率风险对冲率”（50%-150%区间），较此前绝对数值约束放松负债久期较长的保险公司有效久期缺口要求，提升达标路径的灵活性。2021年以来，上市险企前瞻性优化期限结构匹配，通过配置长久期利率债适度拉长资产久期，充实固收资产底仓，预计《办法》落地对于头部险企后续长债配置策略无明显影响。
- **成本收益匹配：净投资收益覆盖率约束下，高股息为关键增配方向。**《办法》从官方口径明确利差的核心监管指标，人身险公司的监管指标包括：1）净投资收益覆盖率：要求净收益覆盖刚性负债成本，构筑窄口径下利差安全底线；2）综合投资收益覆盖率：全口径综合收益覆盖总负债成本，从经营的实质出发衡量公司全口径下的利差表现。以2025年为例，上市公司过去三年净投资收益覆盖率位于103%-156%区间，仍处于相对安全区间，但中期视角下测算负债成本优化速度慢于新增资金及存量资金到期再投资对于净投资收益率的影响，预计下阶段头部公司或将通过增配高股息股票夯实股息收入底仓。
- **流动性匹配：聚焦短期支付能力，维护经营稳定的核心屏障。**监管指标为压力情景下流动性覆盖率，人身险与财险公司统一执行≥100% 的刚性标准，计量规则与行业现行流动性风险监管规则衔接。
- **投资分析意见：**预计《办法》将对险资配置产生深远影响，净投资收益覆盖率这一指标影响下高股息或将成为险资二级权益的重点增配方向，险企对于分账户的精细化管理关注度有望进一步提升。部分标的作为沪深300权重股，处于显著欠配状态，如市场风格切换/资金面担忧消减，具有较强向上弹性。推荐中国平安、中国人寿（H）、中国财险、中国太保、中国人保、阳光保险、中国太平，建议关注众安在线。
- **风险提示：**长端利率下行、权益市场波动、监管政策影响超预期、大灾频发。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. **《保险公司资产负债管理办法》正式落地，明确三大匹配目标**

2. 期限结构匹配：在《征求意见稿》基础上阶段性放松久期匹配约束

3. 成本收益匹配：净投资收益覆盖率约束下，高股息为关键增配方向

4. 流动性匹配：聚焦短期支付能力，维护经营稳定的核心屏障

5. 投资分析意见

6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1. 《保险公司资产负债管理办法》正式落地，明确三大匹配目标

- **《保险公司资产负债管理办法》落地，险企经营迈入新阶段。**8月21日，金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法》（简称《办法》），自2027年1月1日起实施，允许不达标的险企设置三年过渡期，标志着保险公司资产负债管理的战略定位升级，即将迈入多指标量化监管的全新阶段，将对资、负两端经营产生重大而深远的影响。
- **《办法》明确资产负债管理定义及三大匹配目标。**《办法》明确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，管理目标包括期限结构匹配、成本收益匹配、流动性匹配等，并设置量化监管指标。

**图1：保险公司资产负债管理**




**表1：保险公司资产负债管理目标**

| 核心目标 | 内涵 |
|---|---|
| 期限结构匹配 | 时间维度防线，通过匹配资产与负债的利率敏感性，降低利率波动对公司净资产与经济价值的冲击，防范利率风险和再投资风险。 |
| 成本收益匹配 | 盈利维度防线，确保资产收益持续覆盖负债成本，衡量利差安全垫厚度，防范利差损风险。 |
| 流动性匹配 | 现金流维度防线，保障短期内可获得充足资金支付到期债务、履行支付义务，防范流动性风险。 |


资料来源：金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.1 定位：资产负债管理全面升级，正式步入多指标量化监管阶段

- **低利率时代资产负债管理的重要性持续升级。**2018年2月，监管发布资产负债管理监管规则系列文件，首次建立量化评估标准，仅纳入季度监测评分，无强制达标阈值；2019年7月，《保险资产负债管理监管暂行办法》落地，正式确立“治理架构 + 量化评估 + 监管评估”的基础框架，以引导规范为主；2025年12月，监管发布《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》，正式文件于2026年8月落地，标志着资产负债管理步入多指标量化监管的全新阶段。

**表2：保险资产负债管理核心监管政策演进梳理**

| 发布时间 | 政策文件名称 | 核心内容要点 | 监管定位 |
|---|---|---|---|
| 2018年2月 | 《保险资产负债管理监管规则（1-5 号）》 | 从源头治理行业“长钱短配”“短钱长配”等期限错配风险，通过定性评价组织架构、流程与模型，并结合期限结构、成本收益、现金流三类量化指标实施约束，进而依据评估结果实行差异化监管。 | 量化评估试点阶段，仅纳入季度监测评分，无强制达标阈值 |
| 2019年7月 | 《保险资产负债管理监管暂行办法》 | ➢ 建立治理架构：要求保险公司建立董事会负最终责任的资负管理组织体系<br>➢ 引入双重评估：建立资产负债管理能力评估（定性）和量化评估（定量）相结合的监管体系。<br>➢ 实施差别化监管：根据评估结果，对保险公司实施分类监管，能力高者获得政策支持，能力低者面临监管约束。 | 正式搭建监管体系框架，以引导规范为主 |
| 2025年12月 | 《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》 | ➢ 设立差异化指标体系：针对人身险和财产险公司，分别设定不同的监管指标和监测指标，如人身险关注久期缺口和收益覆盖率，财险关注沉淀资金覆盖率。<br>➢ 强化长周期考核：将成本收益指标的评价周期拉长至3-5年，引导保险公司长期经营，培育耐心资本。<br>➢ 完善治理与程序：进一步规范资产负债管理的治理架构、政策程序、模型工具和数据管理要求，加强内部联动与风险防控。 | 刚性监管新阶段，核心指标硬约束，不达标触发监管惩戒措施 |
| 2026年8月 | 《保险资产负债管理办法》 | ➢ 在征求意见稿的基础上，结合各方面意见和行业测试结果进行了完善，提出资产负债管理目标和原则，规范资产负债管理治理结构、政策和程序，设立监管指标和监测指标，并完善相关监管措施，加强监督管理。 | 资产负债管理正式步入多指标量化监管的全新阶段 |

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.2 变化：《办法》较《征求意见稿》主要作出三方面调整

## 与2025年12月发布的《征求意见稿》相较，《办法》主要作出三方面调整：

- **完善董事会、高级管理层和资产负债管理部门职责：**增加高级管理层审议或审定资产负债管理制度职责，与董事会职责相对应。调整资产负债管理委员会听取汇报的频率等事务性安排，简化工作流程。完善资产负债管理部门职责表述，进一步完善职能定位。
- **优化资产负债管理政策和程序要求：**要求在业务规划和产品开发中兼顾资产负债两端形势变化。在委托投资关系中，明确委托人向受托人提供久期目标、投资收益率要求、现金流预期变化等必要信息。将预期配置比例与实际配置比例的偏差回溯分析，纳入预期投资收益率与实际投资收益率的偏差回溯分析统一考虑。
- **完善部分监管指标的计算口径：****用利率风险对冲率替换久期缺口指标**，更直观反映资产负债利率风险的对冲程度。完善沉淀资金覆盖率、综合投资收益覆盖率、流动性覆盖率指标的计算口径，支持保险公司增配高安全性和高流动性资产，真实反映成本收益匹配状况，有效防范流动性风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.2 变化：《办法》较《征求意见稿》主要作出三方面调整——附表

## 表3：《办法》较《征求意见稿》修订部分

| 指标 | 征求意见稿原文 | 正式稿原文（红色加粗为修改/新增） |
|---|---|---|
| 期限结构匹配 | 期限结构匹配是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。 | 期限结构匹配是指保险公司能够维持**资产现金流和负债现金流**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。 |
| 稳健审慎 | 稳健审慎。资产负债管理应当确保资产和未来收入能够覆盖保险公司对投保人的义务、资本要求以及其他责任或活动。负债端坚持长期稳健经营理念，优化负债结构，提升业务核心竞争力。资产端坚持长期稳健价值投资理念，遵循安全性、收益性、流动性原则。 | 稳健审慎。资产负债管理应当确保资产和未来收入能够覆盖保险公司对投保人、**被保险人或受益人**的义务、资本要求以及其他责任或活动。负债端坚持长期稳健经营理念，优化负债结构，提升业务核心竞争力。资产端坚持长期稳健价值投资理念，遵循安全性、**流动性、收益性**原则。 |
| 监管机构 | 国家金融监督管理总局及其派出机构依法对保险公司资产负债管理活动进行监督管理。 | 国家金融监督管理总局及其派出机构依法对保险公司资产负债管理活动进行监督管理。<br>**保险行业自律组织定期开展保险公司资产负债管理经验交流与培训，加强沟通协调和信息共享。** |
| 组织架构 | 保险集团（控股）公司应当充分考虑集团整体层面资产与负债的匹配性，督促集团内保险公司与保险资产管理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。 | 保险集团（控股）公司应当充分考虑集团整体层面资产与负债的**适配性，建立健全资产负债管理组织体系，明确董事会、高级管理层和内设部门相应职责，**督促集团内保险公司与保险资产管理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。 |
| 董事会 | 保险公司董事会应当履行以下资产负债管理职责：<br>（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；<br>（六）审批资产负债管理绩效评估体系； | 保险公司董事会应当履行以下资产负债管理职责：<br>（五）**审批年度资产负债管理报告，持续关注资产负债匹配状况，及时了解资产负债错配风险水平、管理状况及其重大变化**；<br>（六）审批资产负债管理**绩效考核**体系； |
| 高级管理层 | 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：<br>（一）制定、定期评估和监督执行资产负债管理政策和程序；<br>（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；<br>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。 | 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：<br>（一）**审议或根据授权审定资产负债管理相关制度**；<br>（六）建立资产负债管理**绩效考核**体系；<br>高级管理层应当设立资产负债管理执行委员会，并**明确其授权**。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。 |
| 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。 | 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**和报告要求，资产负债管理部门牵头组织跨部门**资产负债管理工作小组，**至少每季度**召开会议，讨论资产负债管理相关事项。 |
| 考核与培训 | 保险公司应当明确资产负管理绩效考核部门，规范资产负债匹配指标传导机制与限额管理，明确考核评价方法和标准，实施长周期考核评价，防止因过度追求业务扩张和短期利润而放松资产负债管理。<br>保险公司应当将资产负债管理内容纳入年度培训计划，加大培训力度，确保相关人员具备必要的专业知识、经验和能力。 | 保险公司应当**建立资产负债管理绩效考核体系，明确绩效考核方法和标准**，规范资产负债匹配指标传导机制与限额管理，实施长周期考核评价，防止因过度追求业务扩张和短期利润而放松资产负债管理。<br>保险公司应当将资产负债管理内容纳入年度培训计划，加大培训力度，确保相关人员具备必要的专业知识、经验和能力。 |
| 信息系统建设 | 保险公司应当加强信息化建设，研究开发资产负债管理所需要的信息系统，具备保障信息系统有效安全运行的技术与措施，并对信息数据实行严格管理。 | 保险公司应当加强信息化建设，**建立与业务复杂度相适应的资产负债管理信息系统（或模型工具），健全信息系统管理制度，完善数据管理机制，明确使用和维护信息系统以及相关模型假设的内部控制流程，加强业务授权和信息系统权限管理，至少每年评估信息系统有效性，并具备保障信息系统有效安全运行的技术与措施。** |
| 资产和负债分析 | 保险公司应当运用适当方法和模型，对在正常和压力情景下的资产负债期限结构、成本收益、流动性等指标进行测算与分析，设置指标预警值和风险限额，制定资产负债管理方案，控制和管理资产负债错配风险。<br>财产保险公司应当采用合理方法预测沉淀资金，建立沉淀资金管理评估机制。<br>人身保险公司应当合理确定预测假设，结合业务规划和资产配置政策，分别预测资产现金流和负债现金流。 | 保险公司应当运用适当方法和模型，对在正常和压力情景下的资产负债期限结构、成本收益、流动性等指标进行测算与分析，**结合资产负债管理的总体目标和战略，**设置指标预警值和风险限额，制定资产负债管理方案。<br>财产保险公司应当采用合理方法预测沉淀资金，建立沉淀资金管理评估机制。<br>人身保险公司应当合理确定预测假设，结合业务规划和资产配置政策，分别预测资产现金流和负债现金流。 |
| 业务规划和产品开发 | 保险公司应当根据资产端形势变化和资产负债匹配要求，合理制定并及时调整业务规划和产品开发计划，优化产品业务结构。<br>保险公司应当加强对公司资产负债匹配状况造成重大影响的产品的管理，明确认定标准，研究分析产品对应的投资策略，以及对公司偿付能力和资产负债匹配状况的影响。 | 保险公司应当根据**保险市场需求、**资产端形势变化以及资产负债匹配要求，合理制定并及时调整业务规划和产品开发计划，优化产品业务结构。<br>保险公司应当加强对公司资产负债匹配状况造成重大影响的产品的管理，明确认定标准，研究分析产品对应的投资策略，以及对公司偿付能力和资产负债匹配状况的影响。 |
| 保险业务管理 | 保险公司应当管理和评估产品结构、销售渠道、费用政策发生重大变化，以及退保、赔付等与预期发生较大偏差对公司资产负债匹配状况的影响。<br>保险公司在确定再保险安排时，应当测算巨灾等重大保险事件引发的集中赔付、再保交易对手违约、再保摊回不及时等导致的流动性风险。 | 保险公司应当管理和评估产品结构、销售渠道、费用政策发生重大变化，以及退保、赔付等与预期发生较大偏差对公司资产负债匹配状况的影响。<br>**财产保险公司**在确定再保险安排时，应当测算巨灾等重大保险事件引发的集中赔付、再保交易对手违约、再保摊回不及时等导致的流动性风险。 |
| 委托投资 | 第二十二条【委托投资】保险公司委托保险资产管理公司作为受托人进行投资的，应当加强与受托人之间的信息共享，向受托人提供可能影响其投资决策的负债信息，包括委托投资账户的负债成本、久期、现金流及其结构分布和预期变化等，受托人应当向保险公司提供资产配置政策执行情况等信息，并配合保险公司开展资产负债匹配指标测算与分析工作。 | 第二十二条 保险公司委托保险资产管理公司作为受托人进行投资的，应当加强与受托人之间的信息共享，向受托人提供可能影响其投资决策的负债信息，包括委托投资账户的**久期目标、投资收益率要求、现金流预期变化**等，受托人应当向保险公司提供资产配置政策执行情况等信息，并配合保险公司开展资产负债匹配指标测算与分析工作。 |
| 压力测试 | 第二十三条【压力测试】保险公司应当定期开展压力测试，分析潜在风险因素对资产和负债的期限结构、成本收益以及流动性的影响，并采取相应预防措施。压力测试应当符合以下要求：<br>（一）压力测试情景应当涵盖资产端的风险因素、负债端的风险因素、宏观经济和环境因素等；<br>（二）合理审慎设定压力情景及其测试期限，充分考虑影响保险公司资产和负债的期限结构、成本收益以及流动性的特定冲击、影响整个市场的系统性冲击和两者相结合的情景，以及轻度、中度、严重等不同压力程度；<br>（三）考虑各类风险的内在关联性和市场波动性对保险公司风险的影响，结合公司实际情况，实施敏感性测试、情景测试和反向压力测试；<br>（四）在确定公司风险偏好以及制定业务规划和资产配置政策时，充分考虑压力测试结果，必要时根据压力测试结果对上述内容进行调整。 | 第二十三条 保险公司应当定期开展压力测试，分析潜在风险因素对资产和负债的期限结构、成本收益以及流动性的影响，并采取相应预防措施。压力测试应当符合以下要求：<br>（一）压力测试情景应当**结合宏观经济和市场环境变化，涵盖资产端、负债端和资本端的风险因素**；<br>（二）合理审慎设定压力情景及其测试期限，充分考虑影响保险公司资产和负债的期限结构、成本收益以及流动性的特定冲击、影响整个市场的系统性冲击和两者相结合的情景，以及**轻度、重度**等不同压力程度；<br>（三）考虑各类风险的内在关联性和市场波动性对保险公司风险的影响，结合公司实际情况，实施**压力测试和反向压力测试**；<br>（四）在确定**资产负债管理方案**以及制定业务规划和资产配置政策时，充分考虑压力测试结果，必要时根据压力测试结果对上述内容进行调整。 |
| 财险监管指标 | 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。其中：<br>沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产，最低监管标准为不低于100%。<br>收入覆盖率=（保险服务收入+综合投资收益）÷综合成本，最低监管标准为不低于100%。<br>压力情景下流动性覆盖率的计算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，最低监管标准为不低于100%。 | 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、**流动性覆盖率**。其中：<br>沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产，最低监管标准为不低于100%。<br>收入覆盖率=（保险服务收入+综合投资收益）÷综合成本，最低监管标准为不低于100%。<br>流动性覆盖率最低监管标准为不低于100%，计算方法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。 |
| 人身险监管指标 | 人身保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。其中：<br>有效久期缺口=现金流流入有效久期-现金流流出有效久期，最低监管标准为不高于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。<br>综合投资收益覆盖率=综合投资收益÷负债资金成本，最低监管标准为不低于100%。<br>净投资收益覆盖率=净投资收益÷负债保证成本，最低监管标准为不低于100%。<br>压力情景下流动性覆盖率的计算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，最低监管标准为不低于% 。 | 人身保险公司资产负债管理监管指标包括**利率风险对冲率**、综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率、**流动性覆盖率**。其中：<br>**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%。**<br>综合投资收益覆盖率=综合投资收益÷负债资金成本，最低监管标准为不低于100%。<br>净投资收益覆盖率=净投资收益÷负债保证成本，最低监管标准为不低于100%。<br>动性覆盖率最低监管标准为不低于% ，计算方法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。 |
| 人身险监测指标 | 人身保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（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（会计投资收益率与负债保证成本率差额）、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。 | 人身保险公司资产负债管理监测指标包括**有效久期缺口**、基点价值变动率、利差三（会计投资收益率与负债保证成本率差额）、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）、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。 |
| 适用主体 | 政策性保险公司、相互保险组织、外国保险公司分公司参照适用本办法。未设置董事会的外国保险公司分公司，由高级管理层履行董事会相应职责并承担责任。 | 政策性保险公司、相互保险组织、**自保公司、**外国保险公司分公司参照适用本办法。未设置董事会的外国保险公司分公司，由高级管理层履行董事会相应职责并承担责任。 |

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.3 监管指标：资产负债管理监管指标涵盖7项

■ **《办法》明确保险公司应当在法人层面计算资产负债管理监管指标和监测指标。对于监管指标，设定最低监管标准，加强指标限额管理；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。**

**表4：《办法》明确监管指标包括7项**

| 机构 | 指标 | 具体说明 | 最低监管标准 |
|---|---|---|---|
| 财产险 | 沉淀资金覆盖率 | ***沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产***<br>**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，可用于中长期投资<br>**中长期资产**包括剩余期限三年期以上的存款、金融企业（公司）债券、非金融企业（公司）债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、资产证券化产品、非标准固定收益类投资资产（不含无明确期限非标准固定收益类投资资产）；权益类投资资产中的未上市企业股权、不含保证条款的股权投资计划、股权投资基金，权益类集合资金信托计划、权益类专项产品、债转股投资计划、纳入长期股权投资的上市普通股票；不动产类投资资产（不含境内公开募集基础设施证券投资基金、境外房地产信托投资基金等）、自用性不动产；商品类投资资产等。对于保险公司投资的单一资产管理计划和面向单一投资者发行的组合类保险资产管理产品、私募理财产品，应当按照穿透原则统计。**若保险公司无中长期资产，沉淀资金覆盖率取值100%。** | **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***<br>过去三年综合投资收益=过去36个月累计综合投资收益，即利息收入+投资收益+公允价值变动损益+其他投资损益+FVOCI金融资产的公允价值变动+指定为FVOCI的非交易性权益工具投资的处置损益-投资资产减值损失-利息支出。<br>传统账户的过去三年综合成本=传统账户过去36个月累计的承保综合成本，即过去保险服务费用+承保财务损益+提取保费准备金+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用-分出再保险财务损益)。<br>普通账户的过去三年综合成本=传统账户过去三年承保综合成本+过去三年次级债、资本补充债和无固定期限资本债券利息支出。 | |
| | 流动性覆盖率 | 计算方法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。 | |
| 人身险 | 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***<br>**现金流流入利率敏感度**=[（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+利率类金融衍生品买入合约的有效久期×利率类金融衍生品买入合约的名义本金之和-利率类金融衍生品卖出合约的有效久期×利率类金融衍生品卖出合约的名义本金之和）×1%]÷负债现金流流出的折现值<br>**现金流流出利率敏感度**=负债现金流流出有效久期×1% | **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之和）÷（过去五年负债资金成本之和）***<br>**综合投资收益**=利息收入+投资收益+公允价值变动损益+其他投资损益+FVOCI金融资产的公允价值变动-FVOCI债务工具的公允价值变动+指定为FVOCI的非交易性权益工具投资的处置损益-投资资产减值损失-利息支出。<br>**负债资金成本：**传统账户为普通型寿险业务负债资金成本与普通型非寿险业务负债资金成本之和，普通型寿险为产品预定利率对应成本；分红账户的负债资金成本包含保证成本与保户红利；万能账户的负债资金成本为万能保险结算成本；普通账户负债资金成本为传统账户、分红账户、万能账户的负债资金成本之和。<br>在计算普通账户综合投资收益覆盖率时，应当在普通账户综合投资收益中扣除公司发行次级债、资本补充债和无固定期限资本债账户的利息支出。 | **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***<br>**净投资收益**包括利息收入和分类为FVTPL金融资产的利息收入、股息红利收入，以及投资性房地产租金收入等，并扣除利息支出。<br>**负债保证成本：**传统账户保证成本为普通型寿险业务保证成本与普通型非寿险业务保证成本之和，普通型寿险为产品预定利率对应成本，普通型非寿险业务保证成本取其负债资金成本与零两者的较大值；分红账户保证成本为产品预定利率对应的成本；万能账户保证成本为产品最低保证利率对应的成本。普通账户负债保证成本为传统账户、分红账户、万能账户的负债保证成本之和。<br>在计算普通账户净投资收益覆盖率时，应当在普通账户净投资收益中扣除公司发行次级债、资本补充债和无固定期限资本债账户的利息支出。 | |
| | 流动性覆盖率 | 计算方法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 | |



资料来源：金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.4 监测指标：资产负债管理监测指标涵盖10项

**表5：《办法》明确检测指标包括10项**

| 机构 | 指标 | 具体说明 |
|---|---|---|
| 财产险 | 利差一 | ***利差一=过去三年平均综合投资收益率（按年复利后的平均值）-过去三年平均负债资金成本率（按年的算术平均值）***<br>**综合投资收益率**=综合投资收益÷资金运用平均净额<br>**普通账户负债资金成本率**=[传统保险账户负债资金成本率×（传统保险账户负债平均规模+平均净资产）+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负债平均规模]÷(传统保险账户负债平均规模+平均净资产+次级债、资本补充债和无固定期限资本债券负债平均规模)×100%<br>**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）÷（传统保险账户负债平均规模+平均净资产）×100%<br>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为保险公司发行的各期次级债、资本补充债和无固定期限资本债券票面利率按负债平均规模加权的平均利率。 |
| | 利差二 | ***利差二=过去一年净投资收益率-过去一年负债资金成本率***<br>**净投资收益**包括利息收入和分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益（以下简称“FVTPL”）金融资产的利息收入、股息红利收入，以及投资性房地产租金收入等，并扣除利息支出。 |
| | 压力情景下的利差 | 1）宏观经济压力情景下利差一；2）保险业务压力情景下利差一 |
| 人身险 | 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+利率类金融衍生品买入合约的有效久期×利率类金融衍生品买入合约的名义本金之和-利率类金融衍生品卖出合约的有效久期×利率类金融衍生品卖出合约的名义本金之和）÷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 | $Ratio_{DV_X} = \frac{\underset{i}{Max}\left(Sum_{DV_{Xi}},\ 0\right)}{Capital}$ |
| | 利差三 | ***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÷过去三年调整后的资金运用平均净额）***<br>会计投资收益率=会计投资收益÷调整后的资金运用平均净额；会计投资收益=利息收入+投资收益+公允价值变动损益+其他投资收益-投资资产减值损失-利息支出，反映公司当期已实现的财务投资收益；调整后的资金运用净额=资金运用净额-FVOCI债务工具的累计公允价值变动。<br>在计算普通账户利差三时，应当在投资收益中扣除公司发行次级债、资本补充债和无固定期限资本债账户的利息支出。 |
| | 利差四 | ***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***<br>**固定收益类资产的到期收益率**反映公司投资资产中最稳定的投资收益水平。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<br>**新业务负债最低要求回报率**，是指满足公司新业务（包括寿险业务和非寿险业务）期初现金流现值为零时的最低投资收益要求。 |
| | 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保证成本率差额；2）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；3）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 |
| | 流动性匹配率 | $= \frac{Dur_{Out} \times PV_{Out}}{Dur_A \times PV_A + Dur_{In} \times PV_{In} + Dur_{LTI} \times LTI + Dur_{RE} \times RE}$ |
| | 分大类账户的成本收益和流动性匹配指标 | 分大类账户的成本收益匹配指标和流动性匹配指标表现 |



资料来源：金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.5 主体要求：《办法》明确保险公司角色与信息报送要求

- **保险公司是资产负债管理的责任主体。**《办法》提出保险公司需建立健全资负管理治理架构、政策程序和指标体系，切实承担资产负债错配风险的防范责任，明确了董事会负最终责任、高管层直接领导、资负管理部门统筹协调、职能部门相互协作、内部审计检查监督组织体系，要求保险公司坚持全面覆盖、合理匹配、稳健审慎、统筹协调原则，将资负匹配指标和能力建设情况纳入监管评级。
- **保险公司需报送季度报告和年度报告。**《办法》明确信息报送要求，首次季度报告和年度报告分别为2026年四季度报告和2026年年度报告。季度报告应于季度结束后30日内报送，年度报告应于报告年度次年4月30日前报送，均须由董事长或总经理签字并加盖公司公章。此外，保险公司每年需评估资负管理能力建设情况，评估报告与四季度报告一同报送。对于监管指标不达标的公司，允许设置三年过渡期，达标规划需经董事会批准并于2027年3月底前报送。

**图2：保险公司在资负管理中的角色**

**主体责任**
承担资产负债管理主体责任，建立健全资负管理体系，加强资产负债联动管理，坚持全面覆盖、合理匹配、稳健审慎、统筹协调原则。

**治理架构**
建立董事会负最终责任、高管层直接领导、资负管理部门统筹协调、职能部门相互协作、内部审计检查监督的四层组织体系。

**政策程序**
制定资负管理政策和程序，开展资产负债分析、压力测试和回溯分析，合理制定业务规划、产品开发计划和资产配置政策。

**指标管理**
在法人层面计算监管指标和监测指标，设定最低监管标准和限额，资负匹配指标和能力建设情况纳入保险公司监管评级。

**表6：保险公司信息报送要求**

| 报送类型 | 报送时限 | 首次报送 |
|---|---|---|
| 季度报告 | 季度结束后30日内 | 2026年四季度 |
| 年度报告 | 报告年度次年4月30日前 | 2026年年度 |
| 能力评估报告 | 与四季度报告一同报送 | 每年评估 |
| 签字要求 | 董事长或总经理签字+加盖公章 | - |
| 报送平台 | 保险资负管理监管信息系统模块 | - |
| 过渡期安排 | 不达标可设年过渡期，*年月底前报达标规划* | 经董事会批准 |


资料来源：金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.6 职责分配：《办法》明确董事会、高管职责及处罚条款

- **正式稿对董事会和高级管理层的资产负债管理职责进行了明确切分。**董事会作为决策层，负最终责任，核心为审议批准包括资负管理总体目标和战略、管理制度、业务规划和重大产品开发计划、资产配置政策、年度资负管理报告、绩效考核体系以及过渡期达标规划等重大事项。董事会下设资产负债管理委员会，为董事会提供专业咨询支持。
- **高级管理层作为执行落实层，直接领导资负管理工作。**核心职责包括审定资负管理制度、制定政策和程序、制定业务规划和资产配置政策、审议分红险红利分配政策和万能险结算利率政策等。高管层需每季度至少听取一次资负管理部门工作汇报，并下设资产负债管理执行委员会统筹协调。处罚方面，违反《办法》且逾期不改正或情节严重的，对个人可处警告、通报批评或 10 万元以下罚款；危害金融安全且有违法所得的，最高可处 20 万元罚款。

| 董事会：审批决策 |
| --- |
| • **审议批准**资产负债管理总体目标和战略 |
| • **审议批准**资产负债管理制度 |
| • **审议批准**业务规划和重大产品开发计划 |
| • **审议批准**资产配置政策 |
| • **审议批准**年度资产负债管理报告 |
| • **审议批准**资产负债管理绩效考核体系 |
| • **审议批准**过渡期监管指标达标规划 |
| • 董事会下设资产负债管理委员会，提供专业咨询 |

| 高级管理层：执行落实 |
| --- |
| • **审议或审定**资产负债管理制度 |
| • **制定**资产负债管理政策和程序 |
| • **制定**业务规划和资产配置政策 |
| • **审议**分红险红利分配政策和万能险结算利率政策 |
| • **每季度至少听取一次**资负管理部门工作汇报 |
| • **建立**资产负债管理绩效考核体系 |
| • 高管层下设资产负债管理执行委员会，统筹协调 |
| • 明确资负管理部门和职能部门职责分工 |

**处罚条款**

逾期不改正或情节严重：对个人警告/通报批评/**10万元以下罚款**；危害金融安全且有违法所得的：**最高20万元罚款**



资料来源：金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.6 职责分配：《办法》明确资负管理部门职责与跨部门协作要求

- **《办法》首次明确资产负债管理部门的具体工作职责。**《办法》要求保险公司设置或指定资负管理部门，配备履行职责所需的人力物力资源，并强调其履职独立性，不受保险业务和投资部门干预。
- **《办法》明确资负管理部门牵头组织跨部门资产负债管理工作小组。**小组至少每季度召开一次会议，讨论资负管理相关事项，职能部门涵盖精算、财务、投资、业务、风险管理等；内部审计部门每年至少对资负管理工作审查一次，审查结果向董事会和高管层报告；信息系统建设方面，要求建立与业务性质、规模、复杂程度相适应的信息系统，支持资负管理计量、监测和报告。

## 资产负债管理部门：统筹协调

- ***设置要求：设置或指定资负管理部门，配备人力物力资源***
- **独立性要求：**履职保持独立性，不受保险业务和投资部门干预
- **拟定**资产负债管理制度和政策程序
- **组织开展**资产负债分析、压力测试和回溯分析
- **组织测算**监管指标和监测指标
- **牵头组织**跨部门资产负债管理工作小组
- **向高管层报告**资产负债管理情况
- **组织开展**资产负债管理培训

## 跨部门协作机制

- 资负管理部门**牵头组织**跨部门工作小组
- **至少每季度召开一次**会议，讨论资负管理相关事项
- 职能部门包括：精算、财务、投资、业务、风险管理等
- 明确职能部门之间的沟通机制和职责分工

## 内部审计监督

- **每年至少审查一次**资负管理工作
- 审查结果向董事会和高管层报告
- 检查资负管理制度执行情况

## 信息系统建设

- 建立与业务性质、规模、复杂程度**相适应**的信息系统
- 支持资负管理计量、监测和报告
- 原"模型和系统"章节并入治理结构



资料来源：金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. 《保险公司资产负债管理办法》正式落地，明确三大匹配目标
2. **期限结构匹配：在《征求意见稿》的基础上放松久期匹配约束**
3. 成本收益匹配：净投资收益覆盖率约束下，高股息为关键增配方向
4. 流动性匹配：聚焦短期支付能力，维护经营稳定的核心屏障
5. 投资分析意见
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.1 期限结构匹配：有效久期逻辑为核心，利率风险对冲率为抓手

- **《办法》明确期限结构匹配的定义为保险公司能够维持资产现金流和负债现金流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。**久期是衡量资产与负债利率敏感性的核心量化标尺。久期其本质是现金流回流的加权平均时间，可精准刻画利率变动对价值的冲击幅度，贯穿产品设计、资产配置、风险管理全流程，是行业从粗放增长转向精细化经营的核心标志。久期错配是保险业核心经营风险的根源，负缺口（即资产久期短于负债久期）为行业常态错配形态，利率下行周期易引发经营风险。
- **我国保险期限结构匹配监管历经两轮迭代，约束力度与计量精准度持续提升。**监管层面对于久期的核心关注指标从修正久期过度为有效久期，与业务实质匹配度进一步提升，考虑到部分中小公司的实际情况，《办法》明确有效久期逻辑为核心，利率风险对冲率为抓手的监管体系。

**表7：期限结构匹配指标**

| 发展阶段 | 对应监管文件 | 核心久期指标 | 计量核心规则 | 监管定位 |
|---|---|---|---|---|
| 2018年试行 | 《保险资产负债管理监管规则（1 - 5 号）》 | 修正久期缺口 | 假设现金流固定，未覆盖资产含权条款与负债利率调节机制；评分制下缺口处于 [-2,2] 年得满分 10 分。 | 量化评估评分项，占期限结构匹配权重 10%，无强制达标阈值，仅纳入季度监测评分 |
| 2025年12月征求意见 | 《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》 | 监管指标：有效久期缺口<br>监测指标：修正久期缺口 | 有效久期缺口采用 ±50bp 利率冲击情景法计量；纳入资产含权条款、分红 / 万能结算利率可调特性，损失吸收系数 β 设 0.4 监管上限。 | 人身险核心监管指标，结果直接纳入监管评级，硬约束，有效久期缺口设置 [-5 年，5 年] 刚性运行区间，不达标可触发监管谈话、限期整改、业务结构调整等惩戒措施 |
| 2026年8月 | 《保险公司资产负债管理办法》 | 监管指标：利率风险对冲率<br>监测指标：有效久期缺口 | 利率风险对冲率 = 资产现金流价值变动 / 负债现金流价值变动 × 100% （采用有效久期计量） | 人身险核心监管指标，硬性约束 |



资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.2 核心监管指标调整：从有效久期缺口到利率风险对冲率

- **《办法》对人身险公司核心监管指标进行了重大调整。**《办法》将《征求意见稿》中的“规模调整后的有效久期缺口”这一监管指标替换为“利率风险对冲率”，有效久期缺口则降为监测指标，不再构成硬约束。利率风险对冲率衡量利率小幅变动情况下公司资产现金流流入的价值变动幅度对负债现金流流出价值变动幅度的对冲情况，与此前绝对数值约束相较，进一步放松负债久期较长的保险公司有效久期缺口要求，提升达标路径的灵活性。

**征求意见稿：有效久期缺口（监管指标）**

**有效久期缺口公式**

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

**监管标准：不高于年或低于-年**

**正式稿：利率风险对冲率（监管指标）**

**利率风险对冲率公式**

利率风险对冲率 = 资产现金流价值变动 / 负债现金流价值变动 × 100%（采用有效久期计量）

- **现金流流入利率敏感度**=[（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+利率类金融衍生品买入合约的有效久期×利率类金融衍生品买入合约的名义本金之和-利率类金融衍生品卖出合约的有效久期×利率类金融衍生品卖出合约的名义本金之和）×1%]÷负债现金流流出的折现值
- **现金流流出利率敏感度**=负债现金流流出有效久期×1%

**监管标准：50%-150%；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%。**



资料来源：金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.3 核心监测指标：有效久期的内含与计算方法

- **久期是期限结构匹配的核心量化指标。**保险行业常用久期指标包括修正久期与有效久期，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；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。规模调整用于调节资产规模与负债规模的不匹配：
  - 资产端：含赎回、回售条款的债券，其现金流会随利率变动而变化，如利率下行时发行人赎回债券，资产久期被动缩短；
  - 负债端：分红险、万能险的结算利率/分红利率具有可调性，利率下行时保险公司可下调分红与结算利率，减少未来现金流出，缓冲负债价值的上升幅度，即 “损失吸收效应”；利率上行时可适度提升结算利率，缓解退保压力。
- 监测指标有效久期缺口的公式如下：
  - 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+利率类金融衍生品买入合约的有效久期×利率类金融衍生品买入合约的名义本金之和-利率类金融衍生品卖出合约的有效久期×利率类金融衍生品卖出合约的名义本金之和）÷负债现金流流出的折现值-负债现金流流出有效久期


资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.3 核心监测指标：有效久期的内含与计算方法

- **1）资产现金流有效久期：**针对可计算现金流的固定收益类投资资产，考虑含权条款影响后计算得出。对于不含权普通债券，有效久期与修正久期基本一致；对于含权资产，通用计算方法为情景法：

$$D_{eff} = \frac{P_{-} - P_{+}}{2 \times P_0 \times \Delta y}$$

其中，P0为当前利率下的资产价值，P_为利率下行Δy后的资产价值，P_+为利率上行Δy后的资产价值，通过上下行利率情景的价值变动直接测算利率敏感性。 Δy在2018年的《保险资产负债管理监管规则第4号》为50bps。

- **2）负债现金流有效久期：**分为流入端（保费收入）与流出端（赔付、给付、退保等），流出端是负债久期的核心：
  - ✓ 传统型保险产品现金流相对刚性，有效久期与修正久期差异较小；
  - ✓ 分红险、万能险需纳入损失吸收效应调整：利率变动时，保险公司通过调整分红水平、结算利率改变未来现金流，从而降低负债的利率敏感性。监管口径中设置损失吸收系数β，与偿付能力监管规则中一致，有效久期显著低于修正久期。
- **3）利率衍生品与规模调整：**利率衍生品调整逻辑与修正久期缺口一致，完整反映衍生品对整体久期的影响；规模调整的目的是统一资产与负债的统计口径，使最终缺口值可直接衡量资产与负债的利率敏感性差异。

**表8：期限结构匹配指标**

| 资产大类 | 典型细分品类 | 是否纳入有效久期缺口测算 | 计量 |
|---|---|---|---|
| 普通无含权固定收益资产 | 国债、地方政府债、政策性金融债、普通信用债、普通定期存款等 | 是 | 以合同约定的票息、本金现金流为基础，通过标准现金流折现法计算麦考利久期，再推导有效久期；该类资产有效久期与修正久期基本一致 |
| 含权类固定收益资产 | 含发行人赎回权/投资人回售权债券、永续债、二级资本债、含票面利率调整条款债券 | 是 | 采用利率上下行情景法，纳入利率变动对行权概率的影响，动态调整现金流分布后测算有效久期 |
| 可预测现金流的资产证券化产品 | 信贷 ABS、企业 ABS、MBS、ABN 等有明确期限的标准化证券化产品 | 是 | 叠加提前偿付率随利率变动的假设，通过不同利率情景下的提前还款率调整现金流结构，再计算有效久期 |
| 利率类衍生品 | 利率互换、国债期货、远期利率协议等 | 是（单独调整项） | 买入合约加总久期价值，卖出合约扣减久期价值；按底层标的资产久期与合约杠杆特性计量自身久期 |
| 普通权益类资产 | 上市普通股票、股票型基金、权益类资管计划、权益类信托等 | 否 | 无固定可预测现金流，不纳入有效久期缺口测算；仅参与成本收益类、流动性类指标计算 |
| 长期股权投资 | 纳入长期股权投资核算的上市股票、未上市企业股权等 | 否 | 流动性匹配率监测指标中**统一按 12 年固定期限赋值** |
| 不动产类资产 | 投资性不动产、自用性不动产 | 否 | 动性匹配率监测指标中**统一按 年固定期限赋值** |
| 无明确期限非标资产 | 无明确到期日、无法稳定预测现金流的非标准固定收益类投资资产 | 否 | 无法确定现金流分布，不纳入有效久期测算范围 |



资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.3 核心监测指标：有效久期的内含与计算方法——当前寿险行业久期缺口情况

- **当前我国寿险行业整体维持显著的久期负缺口格局，资产久期持续低于负债端，是行业核心的利率风险敞口。**
- **上市险企方面，**2023年头部公司修正久期缺口普遍在5-7年区间，分红险带来的损失吸收效应可大幅收窄有效久期缺口，其中，中国太保有效久期缺口较修正久期缺口收窄3年。
- **行业方面，**根据《2024-2025中国保险资产管理行业运行调研报告》，截至2024年末，保险行业整体修正久期缺口平均值为10.61年，中位值为10.19年，久期缺口进一步放大，期限错配风险达到2020年以来峰值。

图3：2024年保险公司修正久期缺口（年）

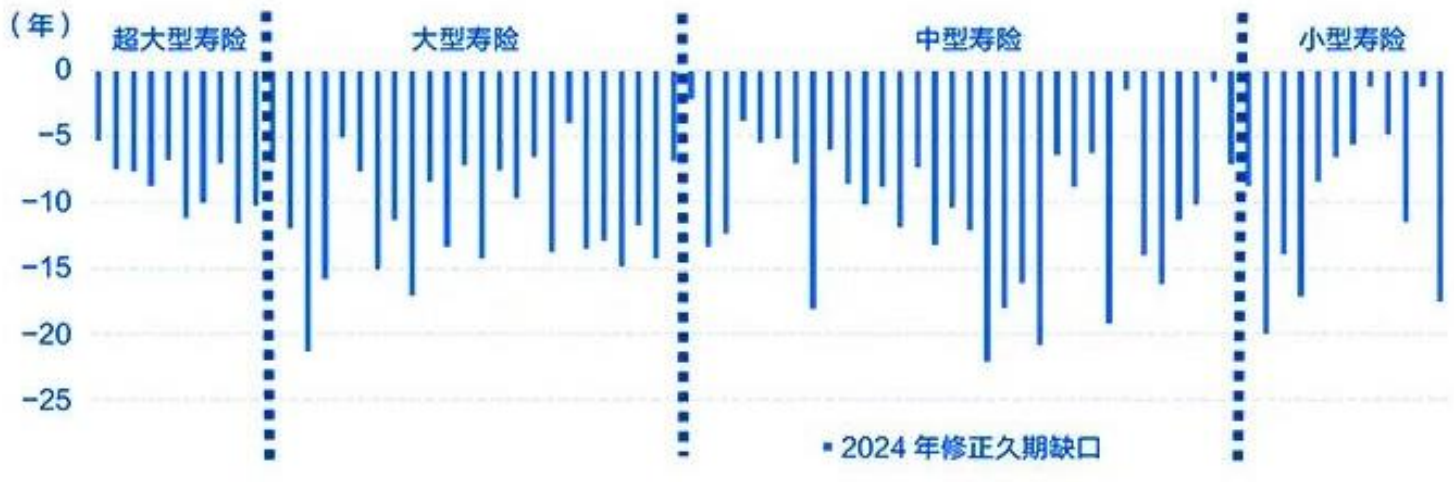



图4：2023 年上市保险公司久期缺口（年）

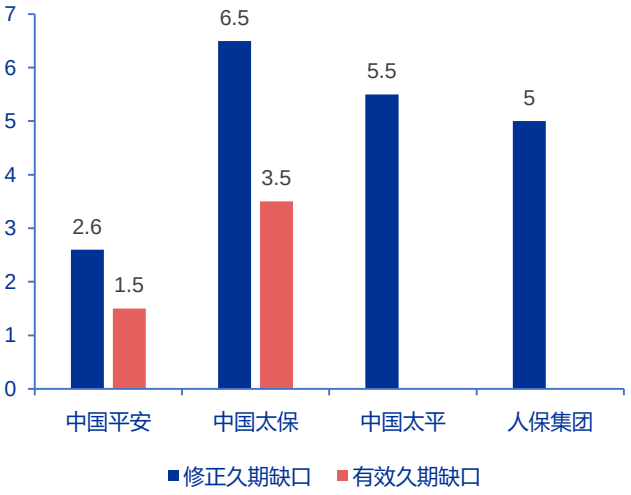
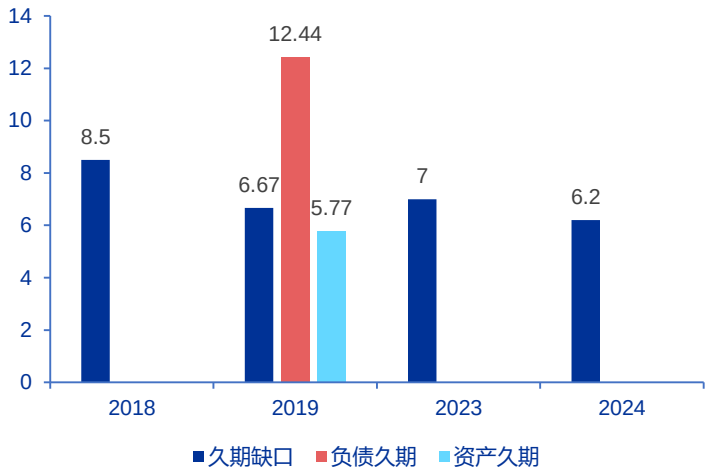



图5：我国保险公司久期缺口常年位于6年以上（年）






资料来源： 国寿资产管理，公开报道，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.3 核心监测指标：有效久期的内含与计算方法
## ——传统增额终身寿险与分红型产品久期对比

- **产品形态与利益机制对于负债久期的刚性程度产生影响。**传统固定利率产品现金流完全刚性，有效久期与修正久期高度一致；分红型产品依托利益可调的损失吸收效应，有效久期显著收缩。参考13个精算师，选取20岁投保人、5年交的两款典型寿险产品，以交费期满后的负债流出口径对比久期差异。监管口径下分红险有效久期仅为传统险的16%，分红险产品转型有望缓解行业久期错配压力。

**图6：2.5%定价利率的传统增额终身寿，5年交，年交保费3万元**

| 年龄 | 年度 | 负债流出 | | 保单现金流 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 精算久期 | 有效久期 | 精算久期 | 有效久期 |
| 20岁 | 0+ | 21.3 | 38.9 | -256 | 270 |
| | 1+ | 21.0 | 38.1 | 91.2 | 102 |
| | 2+ | 20.9 | 37.6 | 41.6 | 63.9 |
| | 3+ | 20.8 | 37.1 | 27.5 | 46.7 |
| | 4+ | 21.0 | 37.1 | 21.0 | 37.1 |
| | 9+ | 21.6 | 35.9 | 21.6 | 35.9 |
| 50岁 | 0+ | 21.4 | 26.6 | 63.0 | 69.3 |
| | 1+ | 21.0 | 25.8 | 40.5 | 47.1 |
| | 2+ | 20.8 | 25.1 | 30.4 | 35.9 |
| | 3+ | 20.5 | 24.5 | 24.4 | 28.8 |
| | 4+ | 20.5 | 24.1 | 20.5 | 24.1 |
| | 9+ | 19.2 | 21.3 | 19.2 | 21.3 |

**图7：2.0%定价利率的分红年金产品，5年交，年交保费3万元**

| 年龄 | 年度 | 负债流出 | | 保单现金流 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 精算久期 | 有效久期 | 精算久期 | 有效久期 |
| 20岁 | 0+ | 2.6 | 8.3 | 1.7 | -47.3 |
| | 1+ | 1.9 | 7.4 | 1.6 | 34.4 |
| | 2+ | 1.2 | 6.6 | 0.9 | 13.1 |
| | 3+ | 0.7 | 6.0 | 0.6 | 7.9 |
| | 4+ | 0.6 | 5.8 | 0.6 | 5.8 |
| | 9+ | 0.9 | 5.7 | 0.9 | 5.7 |
| 50岁 | 0+ | 4.5 | 7.8 | -11.6 | -50.5 |
| | 1+ | 3.8 | 7.0 | 14.7 | 30.0 |
| | 2+ | 3.2 | 6.2 | 5.6 | 12.0 |
| | 3+ | 2.8 | 5.5 | 3.5 | 7.3 |
| | 4+ | 2.7 | 5.3 | 2.7 | 5.3 |
| | 9+ | 3.2 | 5.1 | 3.2 | 5.1 |



资料来源： 13个精算师，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.3 核心监测指标：有效久期的内含与计算方法——分红险转型有望推动负债有效久期优化

- **负债久期由产品保障期限、现金流分布与利益机制共同决定，天然呈现显著的险种梯度：**终身寿险因终身储蓄属性久期最长，年金险、重疾险依次递减，短期意外险、医疗险久期最短。保险公司可通过两类手段主动缩短有效久期：一是加入分红/万能利益调节机制，通过利率联动的损失吸收效应降低负债利率敏感性；二是缩短保险期间，将终身型产品调整为定期型，直接压缩现金流期限。
- **低利率环境下久期错配是寿险行业核心经营风险，分红险转型有利于缩短负债久期。**据13精统计，从产品形态维度看，行业主力品类从两全险、年金险逐步转向终身寿险，2022年起增额终身寿带动终身寿险连续三年保费规模居首，天然拉长负债修正久期；从利益机制维度看，分红险保费占比从2005年的60%降至2024年的19.6%，普通固定利率寿险占比升至59.2%的历史新高，负债刚性增强。当前行业通过分红险转型、规范产品设计等方面发力，缓释错配压力。

**图8：寿险公司前五大产品保费收入结构（%）**

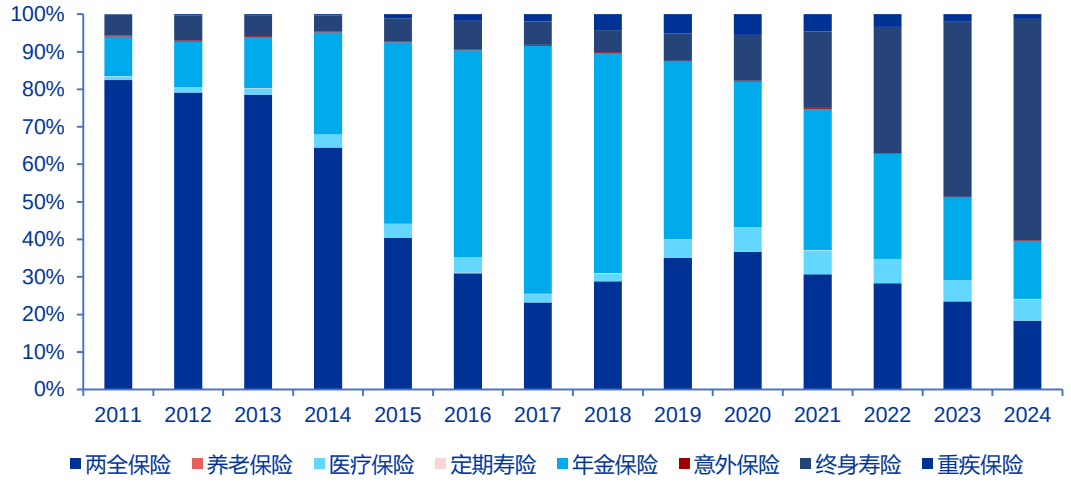
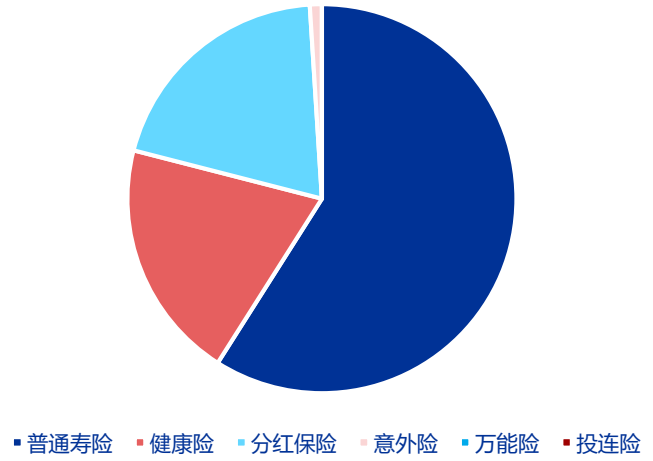



**图9：2024年寿险行业原保费收入结构（%）**






资料来源： 13个精算师，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.4 上市险企积极推动久期匹配，预计《办法》对长债配置策略无明显影响

- 在长端利率持续下行、优质资产供给不足的背景下，2021年以来上市险企积极优化期限结构匹配，通过配置长久期利率债适度拉长资产久期，充实固收资产底仓，预计目前监测及监管指标均处于《办法》规定的合理区间内，预计《办法》落地对于头部险企后续长债配置策略无明显影响。

**表9：上市险企应对久期缺口的举措**

| 公司 | 2021-2022 主要措施 | 2023 年主要措施 | 2024 年主要措施 | 2025年主要措施 |
|---|---|---|---|---|
| 新华保险 | 从战略配置角度，持续配置长久期地方债、国债等利率债品种，同时灵活把握债券的交易性机会，波段操作。 | 固定收益方面，以十年期国债为代表的利率中枢水平整体下行，信用风险隐患依然较大，配置型的优质资产依旧稀缺。公司基于资产负债匹配的原则，一方面通过中短久期品种配合长久期利率债，有效承接大规模资金配置，缓解资金配置压力，并适度拉长资产端久期；另一方面积极寻找优质项目的配置机会，同时采取措施有效防范信用风险。 | 在固定收益方面，以十年期国债为代表的利率中枢水平继续下行，高收益资产依旧稀缺，公司一方面通过**配置长久期利率债，有效承接大规模资金配置**，缓解资金配置压力，并适度拉长资产端久期，收窄资产负债久期缺口；另一方面积极寻找优质项目的配置机会，同时采取措施有效防范信用风险。 | 在战略资产配置层面，公司以久期长、现金流稳定的固定收益类资产为压舱石，在满足资产负债匹配要求的基础上，辅以均衡的权益类资产配置，以提高长期投资回报。<br>固定收益方面，一方面，**积极把握阶段性配置机会，适度拉长资产久期，缩窄资产负债久期缺口，充实固收资产底仓；**另一方面，择机配置业绩稳定的固收增强类产品，适度提高收益弹性。 |
| 中国平安 | 持续优化保险资金资产负债匹配，**积极配置国债、地方政府债等长久期资产**，积极保障保险资金的资产负债久期匹配进一步优化。在法规和市场环境允许的情况下，本集团**积极布局优先股等广义久期资产，**不断提升长久期资产配置要求，兼顾久期匹配和收益成本匹配的要求。 | 面对当前长期利率债市场容量约束，本集团没有充足的长期限资产可供投资，以与保险及投资合同负债的期限相匹配。在法规和市场环境允许的情况下，本集团**积极布局优先股等广义久期资产**，不断提升长久期资产配置要求，兼顾久期匹配和收益成本匹配的要求。 | 公司密切关注短期偿付能力和长期利差下行风险。**针对存量业务，过去 5 年公司已提前加大长久期利率债的配置，整体有效久期缺口保持在 3 年以内，利率风险可控；同时投资组合采用加长优质固收 + 收益策略。针对新增业务，公司不断完善新产品准入机制，设置 EILC（有效现金流入 / 摊平收益率）上限要求，在产品负债端成本下降，降低中长期利差风险；在产品结构上加大分红产品占比，降低新业务负债久期，缓解久期匹配压力。** | 固定收益投资：公司积极应对利率下行风险，**主动逢高配置利率债，**维持成本收益与久期的良好匹配。<br>在法规和市场环境允许的情况下，本集团**积极布局优先股等广义久期资产，**不断提升长久期资产配置，兼顾久期匹配和收益成本匹配的要求。 |
| 中国人寿 | 拟与国寿资本续签《保险资金投资管理合作框架协议》…… **基金产品投资期限较长，有利于拉长本公司资产久期，**缩小资产负债久期缺口战略。 | 面对复杂多变的市场环境，公司始终保持战略定力，坚持资产负债匹配管理，在战略配置把握市场机会，灵活进行战术资产配置管理，积极把握市场。**固收资产坚持哑铃型配置策略，抢抓年初利率反弹短暂窗口加大长久期债券配置力度。**权益资产仓位总体保持稳定，持续推进均衡配置和结构优化。另类资产积极拓展项目储备，创新投资模式，稳定配置规模。**择机加大久期利率债投资力度，拉长资产久期**，缩小资产负债期限错配缺口。 | 加强资产负债联动，有效管理期限错配缺口。 | 固定收益方面，灵活调整配置节奏和品种策略，持续稳固配置底仓。 |
| 中国太保 | 在战略资产配置的牵引下，进一步延展资产久期，同时积极把握市场的投资机会，通过灵活的战术资产配置，实现了稳健的投资业绩。固定收益类资产久期为. 年，较上年末增加 . 年…… | 在现行的法规与市场环境下缺乏足够的资产可供本集团投资，以与寿险的中长期保险责任期限相匹配。本集团在监管框架及市场环境允许的情况下，将**加大长期固定收益证券的配置比例，适当选择并持有较长期的资产，**以使资产负债在期限和收益上达到较好的匹配。 | | 公司基于对宏观环境长期趋势的展望，进一步落实精细化的**哑铃型资产配置策略，一方面，持续加强长期利率债的配置，以延展固定收益资产久期**；另一方面，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，以提高长期投资回报 |



资料来源： 各公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. 《保险公司资产负债管理办法》正式落地，明确三大匹配目标
2. 期限结构匹配：在《征求意见稿》基础上阶段性放松久期匹配约束
3. **成本收益匹配：净投资收益覆盖率约束下，高股息为关键增配方向**
4. 流动性匹配：聚焦短期支付能力，维护经营稳定的核心屏障
5. 投资分析意见
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3. 成本收益匹配：利差安全的盈利底线

- **成本收益匹配是保险公司资产负债管理的核心经营目标之一，本质是通过资产端收益与负债端成本的动态平衡，确保资产收益能够覆盖负债成本，具备一定持续盈利能力，防范利差损风险。**相较于期限结构匹配聚焦利率风险的存量敞口，成本收益匹配刻画保险公司的盈利安全垫厚度，衡量经营的稳定性及可持续性。
- **《办法》对人身险公司的窄口径利差和宽口径利差进行双重约束。**《办法》明确人身险公司成本收益匹配的监管指标包括：1）净投资收益覆盖率：要求净收益覆盖刚性负债成本，构筑窄口径下利差安全底线；2）综合投资收益覆盖率：全口径综合收益覆盖总负债成本，从经营的实质出发衡量公司全口径下的利差表现。

**表10：人身险公司成本收益匹配的核心监管指标**

| 核心指标 | 计量口径 | 监管标准 | 监管价值 |
|---|---|---|---|
| 综合投资收益覆盖率 | 过去5年累计综合投资收益 / 过去5年累计负债资金成本 | ≥100% | 衡量长周期全口径投资收益对总负债成本的覆盖能力，反映整体盈利水平 |
| 净投资收益覆盖率 | 过去3年累计净投资收益 / 过去3年累计负债保证成本 | ≥100% | 聚焦利息、股息等稳定收益对刚性保证成本的兜底能力，是利差安全的最后防线 |



资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.1 人身保险公司：监管指标——净投资收益覆盖率

- **衡量投资收益中稳定部分对刚性保证成本的覆盖能力，是防范利差损的底线指标，计算公式如下：**

$$\text{净投资收益覆盖率} = \frac{\text{过去三年累计净投资收益}}{\text{过去三年累计负债保证成本}}$$

- 分子：净投资收益仅包含利息收入、股息红利收入、投资性房地产租金收入等确定性强、波动低的收益部分，反映投资端的压舱石收益水平；在计算普通账户净投资收益覆盖率时，应当在普通账户净投资收益中扣除公司发行次级债、资本补充债和无固定期限资本债账户的利息支出。
- 分母：负债保证成本仅核算各账户的刚性保证部分：
  - 传统险：预定利率对应成本
  - 分红险：预定利率对应的保证成本
  - 万能险：产品说明书约定的最低保证利率对应成本；
  - 非寿险业务保证成本取负债资金成本与零的较大值。
- 监管最低标准：≥100%
  - 即便市场大幅波动导致综合投资收益承压，只要净投资收益能够覆盖保证成本，公司就不会出现实质性利差损，经营根基保持稳固。



资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.1 净投资收益覆盖率：资产收益下行与负债成本调整

- **分子-资产端：**受长端利率中枢下移影响，上市险企净投资收益率呈现整体持续下行趋势，从高点接近6%回落至当前2.5%-4%的区间，直接压缩了覆盖负债保证成本的利差空间。
- **分母-负债端：**为主动缓解成本收益匹配压力，监管推动传统人身险产品预定利率多次下调，其中，普通型产品预定利率最高值由3.5%降至2%，累计下降150个基点；分红型产品预定利率最高值降至1.75%，万能型产品最低保证利率最高值降至1.5%。
- **以2025年为例，上市公司过去三年净投资收益覆盖率位于103%-156%区间，均超100%，仍处于相对安全区间。**

**图10：上市险企净投资收益率**

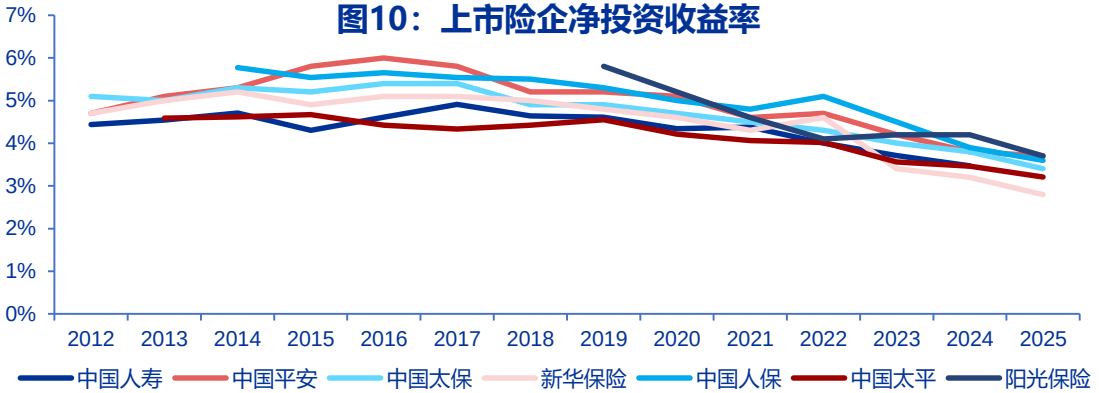



**图11：传统人身险产品预定利率及长端利率（%）**

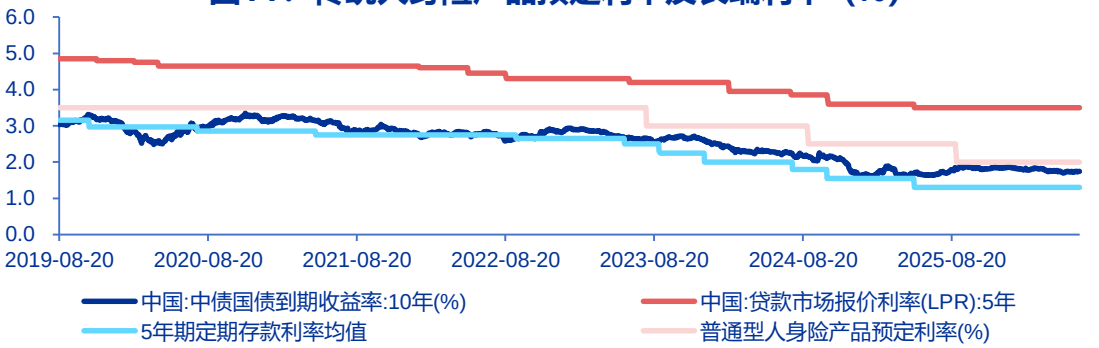
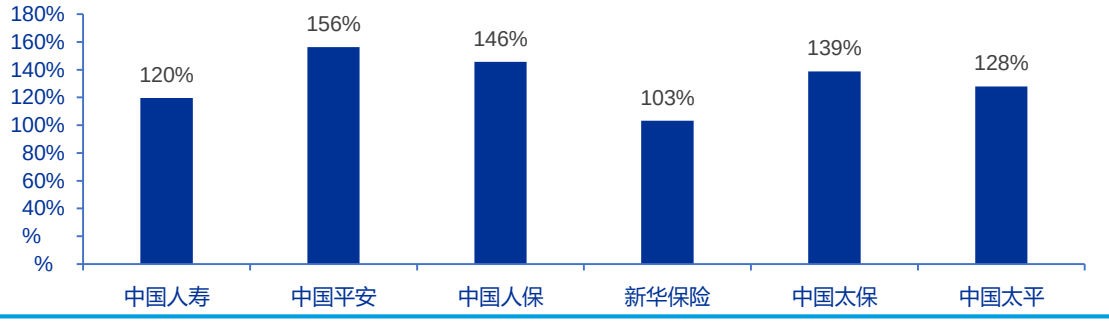



**图12：上市公司截至2025年末过去三年净投资收益覆盖率（%）**






资料来源： 公司公告，申万宏源研究；由于《办法》并未明确负债规模指标，测算使用保险合同负债作为负债规模的近似估计

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.2 人身保险公司：监管指标——综合投资收益覆盖率

- **衡量长周期内全口径投资收益对总负债成本的覆盖能力，是成本收益匹配的总量指标，计算公式如下：**

$$综合投资收益覆盖率 = \frac{\sum_{i=1}^{5} 第i年综合投资收益}{\sum_{i=1}^{5} 第i年负债资金成本}$$

- 分子：综合投资收益=利息收入+投资收益+公允价值变动损益+其他投资损益+FVOCI金融资产的公允价值变动-FVOCI债务工具的公允价值变动+指定为FVOCI的非交易性权益工具投资的处置损益-投资资产减值损失-利息支出。
  - 将FVOCI债权视为配置盘，将这部分公允价值变动损益从综合投资收益中剔除，与多数上市保险公司口径一致
  - 关注经营实质，将FVOCI权益的处置损益计入综合投资收益
- 分母：负债资金成本覆盖全部账户的保证利益与非保证利益：
  - 传统账户：普通型寿险业务为产品预定利率对应成本，普通型非寿险业务为保险服务费用+承保财务损益-保险服务收入；
  - 分红账户：包含保证成本与保户红利支出；
  - 万能账户：为万能保险结算成本。
- 监管最低标准：≥100%
  - 采用过去5年滚动口径，平滑权益市场、利率波动对投资收益的短期冲击，真实反映长周期经营下的整体利差水平。指标低于100% 意味着公司整体投资收益无法覆盖负债总成本，存在利差损风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.2 综合投资覆盖率：综合投资收益率回升，存量影响下负债成本仍承压

- **分子-综合投资收益：**总/投资收益率2015-2023波动下行至2.8%/3.9%，2024年以来因为权益市场向好而回升；
- **分母-负债资金成本：**据统计2022-2025年有连续数据的已切换新保险合同会计准则的7家寿险公司的负债成本（保险服务费用+承保财务损失)/期初保险合同负债x100%），按资产规模加权平均，2022-2025年分别为6.7%/5.8%/6.6%/6.1%，这一口径为财务报表口径的资金成本，受利率、权益市场表现等因素影响，或较实际存在高估。考虑到头部公司存量产品结构及当前分红险红利实现率及万能险结算利率表现，预计全口径负债成本或高于刚性成本50bps。

**图13：寿险业总/综合投资收益率（%）**

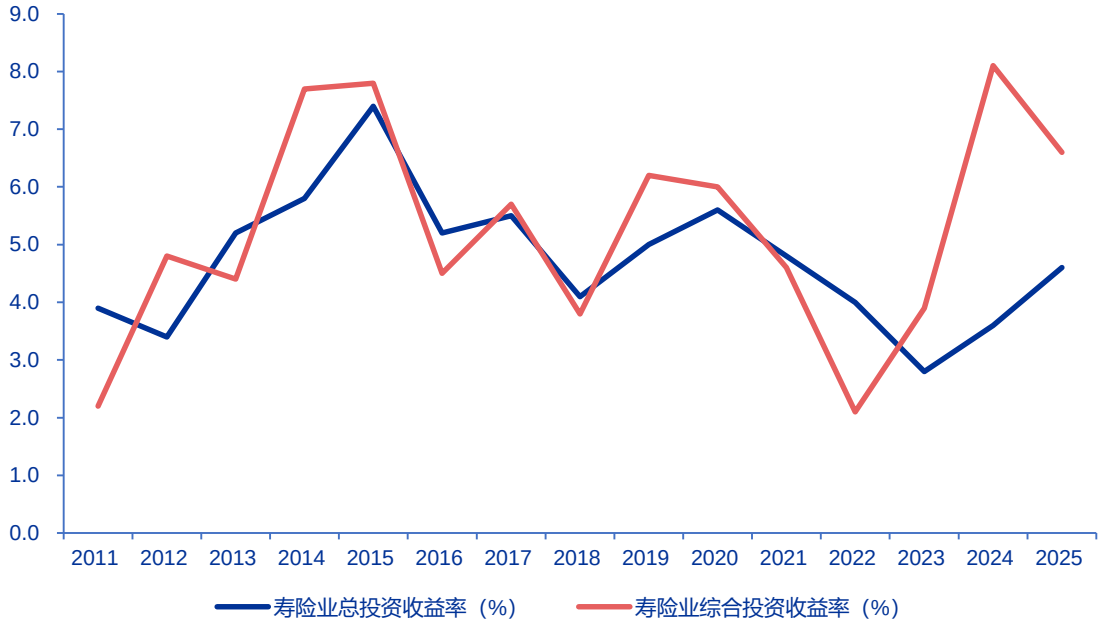



**图14：已切换新保险合同会计准则的7家寿险公司的负债成本（%）**

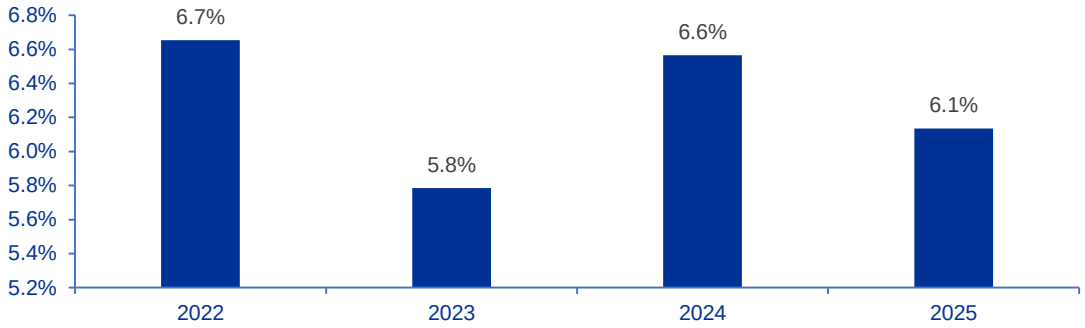
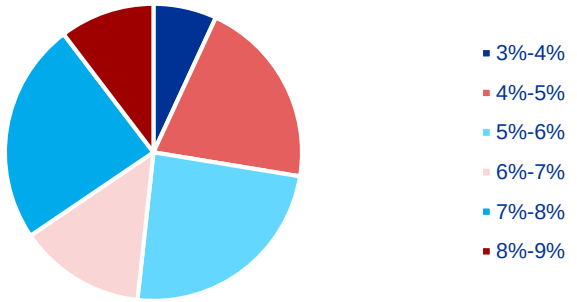



**图15：截至2025年已切换新保险合同会计准则29家寿险公司的负债成本（%）**




注：寿险负债成本=(保险服务费用+承保财务损失)/期初保险合同负债X100%，按资产规模加权平均



资料来源： 13精，大公国际，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.3 人身保险公司：监测指标——多维度利差

■ **在监管指标之外，监管设置5类利差监测指标，从多个维度预警利差风险。**

**表11：人身险利差监测指标**

| 监测指标 | 计算公式 |
| --- | --- |
| **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÷过去三年调整后的资金运用平均净额）<br>➢ 会计投资收益率=会计投资收益÷调整后的资金运用平均净额；会计投资收益=利息收入+投资收益+公允价值变动损益+其他投资收益-投资资产减值损失-利息支出，反映公司当期已实现的财务投资收益；调整后的资金运用净额=资金运用净额-FVOCI债务工具的累计公允价值变动。<br>➢ 在计算普通账户利差三时，应当在投资收益中扣除公司发行次级债、资本补充债和无固定期限资本债账户的利息支出。 |
| **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<br>➢ 固定收益类资产的到期收益率反映公司投资资产中最稳定的投资收益水平。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。<br>➢ 新业务负债最低要求回报率，是指满足公司新业务（包括寿险业务和非寿险业务）期初现金流现值为零时的最低投资收益要求。 |
| **宏观经济压力情景下会计投资收益率与负债保证成本率差额** | ➢ 宏观经济压力情景下会计投资收益率与负债保证成本率差额=宏观压力情景下会计投资收益率-投资资产损失率-负债保证成本率×（负债平均规模÷调整后的资金运用平均净额）<br>➢ 在计算普通账户利差时，应当在投资收益中扣除公司发行次级债、资本补充债和无固定期限资本债账户的利息支出。 |
| **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** | ➢ 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。<br>➢ 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年度调整后的资金运用平均净额）<br>➢ 在计算普通账户利差时，应当在投资收益中扣除公司发行次级债、资本补充债和无固定期限资本债账户的利息支出。 |
| **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。<br>➢ 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 |



资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. 《保险公司资产负债管理办法》正式落地，明确三大匹配目标
2. 期限结构匹配：在《征求意见稿》基础上阶段性放松久期匹配约束
3. 成本收益匹配：净投资收益覆盖率约束下，高股息为关键增配方向
4. **流动性匹配：聚焦短期支付能力，维护经营稳定的核心屏障**
5. 投资分析意见
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

# 4 流动性匹配：现金流安全的风险底线

- **流动性匹配是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。**相较于期限结构匹配聚焦长周期利率风险敞口、成本收益匹配刻画盈利安全垫厚度，流动性匹配聚焦短期支付能力，是维护经营稳定的核心屏障。
- 核心监管指标为压力情景下流动性覆盖率，人身险与财险公司统一执行≥100% 的刚性标准，计量规则与行业现行流动性风险监管规则保持衔接；人身险配套设置流动性匹配率监测指标，从期限结构维度约束 “短钱长配” 行为，引导公司合理安排长期资产配置比例，从源头缓释结构性流动性风险。

**表12：流动性匹配指标**

| 指标类别 | 核心指标 | 计量口径 | 监管标准 | 监管价值 |
|---|---|---|---|---|
| 人身险监管指标 | 压力情景下流动性覆盖率 | 压力情景下优质流动性资产 / 未来短期净现金流出，计算规则与监管部门流动性风险监管规则一致 | ≥100% | 衡量压力环境下的短期支付能力，是流动性风险管控的底线指标，防范集中退保、集中赔付等冲击引发的流动性危机 |
| 人身险监测指标 | 流动性匹配率 | 负债现金流流出加权久期与现值乘积 / 各类资产加权久期与对应价值乘积，衡量资金期限与资产期限的匹配程度 | 监测预警，无强制达标线 | 引导合理配置长期资产，约束过度 “短钱长配” 行为，缓释结构性流动性风险 |



资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 4.1 人身险公司：监管指标——压力情景下流动性覆盖率

- **衡量压力情景下保险公司短期支付履约能力，是流动性匹配的核心底线指标，计算规则与现行偿付能力流动性风险监管规则保持衔接，测算逻辑如下：**

$$压力情景下流动性覆盖率 = \frac{压力情景下可用流动性资源总额}{压力情景下未来12个月预计现金流出总额}$$

- 分子：可用流动性资源为压力情景下可动用的全部偿债资源，由三部分构成：
  - 现金及现金等价物，全额计入可用资源；
  - 合格流动性资产储备，按资产流动性设置差异化折算系数：国债、货币市场基金折算系数100%，地方政府债、政策性金融债折算系数90%，AAA级信用债折算系数80%，上市权益类资产折算系数50%-60%，仅纳入无质押、无变现障碍的合格资产；
  - 预测期内合同约定的确定性现金流入。
- 分母：现金流出为未来12个月全口径刚性支付义务，覆盖经营与投资全场景：
  - 经营端包含保单赔付、满期给付、退保支出、手续费及佣金支付等；
  - 投资端包含投资资产到期支付、融资本息偿还等；压力情景测算不考虑管理层主动处置非流动资产、临时股权融资等应急行为，仅认可短期融资续作规模，审慎计量极端场景下的支付压力。
- 监管最低标准：≥100%
  - 采用未来12个月滚动测试口径，按季度开展现金流压力测试，覆盖集中退保、巨灾赔付、交易对手违约等多重极端场景。指标低于100%意味着公司在压力情景下存在流动性缺口，无法足额覆盖到期支付义务，将触发监管谈话、限期整改等监管措施。


资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 4.1 人身险公司：监管指标——压力情景下流动性覆盖率（续）

- 管理办法中提到，压力情景下流动性覆盖率指标的计算方法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。根据《保险公司偿付能力监管规则第 13 号：流动性风险》：
  - 合格流动性资产储备根据资产交易活跃度、市场深度按变现能力分级折算，系数区间为 50%-100%：货币市场基金、交易类国债等高流动性资产全额计入；地方政府债、政策性金融债按 90% 折算；AAA 级信用债按 80% 折算；上市股票、权益类基金等波动型资产按 50%-65% 折算，客观反映压力情景下的实际可获得资金规模。
  - 构建三层覆盖率指标体系，覆盖常态到极端的全场景监测监管设置基本情景、必测压力情景、自测压力情景三类测试场景，其中LCR2与资产负债管理指标一致。

**表13：流动性资产储备构成表**

| 序号 | 资产类别 | 折算系数 |
|---|---|---|
| 1 | 货币市场基金 | 100% |
| 2 | 交易类及可供出售类国债 | 100% |
| 3 | 可提前支取的定期存款或协议存款 | 90% |
| 4 | 交易类及可供出售类地方政府债、政府支持机构债券、政策性金融债 | 90% |
| 5 | 交易类及可供出售类AAA级金融企业（公司）债 | 85% |
| 6 | 交易类及可供出售类AAA级非金融企业（公司）债 | 80% |
| 7 | 境内债券型基金（开放式） | 85% |
| 8 | 境外债券型基金（开放式） | 80% |
| 9 | 上市股票 | 50% |
| 10 | 境内股票型基金（开放式） | 60% |
| 11 | 境内混合型基金（开放式） | 65% |
| 12 | 可转债 | 65% |
| 13 | 组合类保险资产管理产品（开放式） | 60% |
|  | 其他境外权益，包括沪港通、深港通股票（包括沪股通、深股通和港股通）和以沪港通、深港通为主要投资标的境内基金（开放式） | % |

**表14：流动性覆盖率明细表**

| 项目 | 当期数 | 基本情景 | | 必测压力情景 | | 自测压力情景 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 未来 3 个月 | 未来 12 个月 | 未来 3 个月 | 未来 12 个月 | 未来 3 个月 | 未来 12 个月 |
| 1.公司整体现金流入 | | | | | | | |
| 2.公司整体现金流出 | | | | | | | |
| 3.现金及现金等价物 | | | | | | | |
| 4.流动性资产储备变现金额 | | | | | | | |
| 5.LCR1（基本情景下公司整体流动性覆盖率） | | $LCR_1 = \frac{\text{基本情景下公司现金流入} + \text{现金及现金等价物评估时点账面价值}}{\text{基本情景下公司现金流出}} \times 100\%$ | | | | | |
| 6.LCR2（压力情景下公司整体流动性覆盖率） | | | $LCR_2 = \frac{\text{压力情景下公司现金流入} + \text{现金及现金等价物评估时点账面价值} + \text{流动性资产储备变现金额}}{\text{压力情景下公司现金流出}} \times 100\%$ | | | | |
| LCR （压力情景下不考虑资产变现的流动性覆盖率 | | $LCR_3 = \frac{\text{压力情景下公司现金流入} + \text{现金及现金等价物评估时点账面价值}}{\text{压力情景下公司现金流出}} \times 100\%$ | | | | | |

资料来源： 金管局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. 《保险公司资产负债管理办法》正式落地，明确三大匹配目标
2. 期限结构匹配：在《征求意见稿》基础上阶段性放松久期匹配约束
3. 成本收益匹配：净投资收益覆盖率约束下，高股息为关键增配方向
4. 流动性匹配：聚焦短期支付能力，维护经营稳定的核心屏障
5. **投资分析意见**
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

# 5. 投资分析意见：中期依然看好板块估值系统性修复趋势

- 《办法》预计将对险资配置产生深远影响，净投资收益覆盖率这一监管指标影响下高股息或将成为险资二级权益的重点增配方向，保险公司对于分账户的精细化管理关注度有望进一步提升。部分标的作为沪深300权重股，处于显著欠配状态，如市场风格切换/资金面担忧消减，具有较强向上弹性。推荐中国平安、中国人寿（H）、中国财险、中国太保、中国人保、阳光保险、中国太平，建议关注众安在线。

**表15：上市保险公司估值表（截至8月25日）**

| 股票代码 | 证券简称 | 股价指标 | | | 传统估值指标 | | | 创新估值指标 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 收盘价 | 合并总市值 | 流通市值 | 26E PEV | PE(TTM) | PB（LF） | P/每股(净资产+CSM) | P/每股OPAT |
| | | 人民币元 | 亿元 | 亿元 | | | | | |
| 601628.SH | 中国人寿 | 37.60 | 9,641 | 7,830 | 0.69 | 7.34 | 1.83 | 0.80 | - |
| 601318.SH | 中国平安 | 55.01 | 9,501 | 5,864 | 0.61 | 6.25 | 0.97 | 0.46 | 7.41 |
| 601601.SH | 中国太保 | 31.48 | 2,859 | 2,155 | 0.45 | 5.62 | 0.98 | 0.44 | 8.29 |
| 601336.SH | 新华保险 | 59.36 | 1,661 | 1,238 | 0.58 | 5.02 | 1.58 | 0.63 | - |
| 601319.SH | 中国人保 | 7.10 | 2,922 | 2,520 | - | 7.37 | 1.00 | 0.57 | - |
| 股票代码 | 证券简称 | 收盘价 | 合并总市值 | 流通市值 | 26E PEV | PE(TTM) | PB（LF） | P/每股(净资产+CSM) | P/每股OPAT |
| H股 | | 港元 | 亿港元 | 亿港元 | | | | | |
| 2328.HK | 中国财险 | 16.16 | 3,594 | 1,115 | - | 8.04 | 1.14 | - | - |
| 1299.HK | 友邦保险 | 74.35 | 7,693 | 7,693 | 1.15 | 12.27 | 2.29 | 0.92 | 13.97 |
| 6060.HK | 众安在线 | 10.92 | 184 | 179 | - | 14.51 | 0.65 | - | - |
| 0966.HK | 中国太平 | 20.30 | 730 | 730 | 0.31 | 2.80 | 0.77 | 0.19 | - |
| 2628.HK | 中国人寿 | 28.12 | 11,135 | 2,092 | 0.48 | 4.85 | 1.21 | 0.55 | - |
| 2318.HK | 中国平安 | 56.40 | 10,973 | 4,200 | 0.59 | 5.57 | 0.92 | 0.43 | 7.08 |
| 2601.HK | 中国太保 | 29.32 | 3,302 | 814 | 0.39 | 4.62 | 0.84 | 0.38 | 7.20 |
| 1336.HK | 新华保险 | 47.22 | 1,918 | 488 | 0.43 | 3.52 | 1.19 | 0.46 | - |
| 1339.HK | 中国人保 | 5.31 | 3,374 | 463 | - | 4.92 | 0.69 | 0.39 | - |
| 6963.HK | 阳光保险 | 3.38 | 389 | 118 | 0.27 | 5.57 | 0.60 | 0.20 | - |

注：1）CSM为合同服务边际；2）OPAT为税后营运利润

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. 《保险公司资产负债管理办法》正式落地，明确三大匹配目标
2. 期限结构匹配：在《征求意见稿》基础上阶段性放松久期匹配约束
3. 成本收益匹配：净投资收益覆盖率约束下，高股息为关键增配方向
4. 流动性匹配：聚焦短期支付能力，维护经营稳定的核心屏障
5. 投资分析意见
6. **风险提示**

下载日志已记录，仅供内部参考

# 6. 风险提示

**1、监管政策影响超预期：**监管持续推动负债端供给侧改革，引导行业高质量发展，可能对短期业务表现造成一定影响。

**2、市场波动加剧：**影响投资收益及利润表现，进而影响估值表现。

**3、长端利率下行：**给新增投资及再投资收益率带来一定压力。

**4、大灾影响超预期：**自然灾害对财险公司赔付表现造成一定负面影响，如大灾数目或影响范围超预期，则可能致使综合成本率显著承压。

下载日志记录，仅供内部参考

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人


| | | | |
|---|---|---|---|
| 华东团队 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com |
| 华北团队 | 肖霞 | 15724767486 | xiaoxia@swhysc.com |
| 华南团队 | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817 | zhuxiaoyi@swhysc.com |


### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight) ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

下载日志日记录，仅供内部参考

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 有信仰 敢担当
# 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

罗钻辉 luozh@swsresearch.com
孙冀齐 sunjq@swsresearch.com

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号