迎接保险资负新周期

《保险公司资产负债管理办法》深度解读

行业评级 看好（维持）
国家/地区 中国
行业 非银行金融行业
报告发布日期 2026 年 09 月 03 日



证券分析师
张凯烽 执业证书编号：S0860526020002
香港证监会牌照：BYB679
zhangkaifeng@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
何佳航 执业证书编号：S0860126040025
hejiahang@orientsec.com.cn
021-63326320

核心观点

- **正式稿最重要的变化是人身险期限监管由有效久期缺口改为利率风险对冲率，同时调整综合投资收益口径。**利率风险对冲率监管区间为 50%-150%，有效久期缺口调整为监测指标；综合投资收益剔除 FVOCI 债务工具公允价值变动，未实现债券浮盈不再直接改善综合投资收益覆盖率。新规自 2027 年 1 月 1 日起实施，暂不达标公司可制定 3 年达标规划。
- **人身险同时约束利率风险、保证成本覆盖和整体负债成本覆盖，主要上市寿险公司的稳定投资收益覆盖能力已经明显分化。**净投资收益覆盖率要求过去 3 年净投资收益覆盖负债保证成本，综合投资收益覆盖率要求过去 5 年累计综合投资收益覆盖全部负债资金成本。我们以简化口径测算的 2025 年中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险净投资收益覆盖率分别为 74.9%/ 129.9%/ 90.4%/ 59.2%，综合投资收益覆盖率分别为 149.8%/ 215.4%/ 162.1%/ 134.0%，资本利得能够补充长期总收益，但保证成本仍更依赖利息、股息及租金等稳定收益。
- **负债端降成本仍是缓解寿险长期利差压力的核心，当前产品利率上限短期保持稳定。**2024 年以来普通型/ 分红型/ 万能型产品利率上限分别由 3.0%/ 2.5%/ 2.0%降至 2.0%/ 1.75%/ 1.0%，新增业务保证成本明显下降；普通型产品预定利率研究值在 2026Q1/ Q2 分别回升至 1.93%/ 1.94%，与当前 2.0%的最高预定利率差距仅 6 bp，短期再次触发常规下调的概率较低。分红险占比提升进一步降低保证成本，但保户红利仍需由长期综合投资收益支撑。
- **长债需求不会消失，但低票息环境下配债将从单纯拉长久期转向兼顾利率风险和持续票息。**2020 至 2025 年中国太保政府债占投资资产比例由 17.5%升至 46.1%，固定收益类资产久期由 6.2 年延长至 11.7 年，主要上市险企利率债配置比例亦整体提升。利率风险对冲率纳入业务现金流及利率衍生工具后，期限匹配不再完全依赖增配超长期现券；净投资收益覆盖率则提高高票息资产的配置价值，高票息老券出售后面临低利率再配置，其持有价值进一步提升。
- 高**股息权益的配置价值提升，但资本利得仍承担长期收益增强功能，权益配置不会简单全面转向高股息。**股息红利直接计入净投资收益，可以补充债券利息对保证成本的覆盖；1H26 中国太保分红和股息收入占净投资收益比重为 28.6%，明显高于 2021 年的 12.4%。与此同时，综合投资收益覆盖率仍纳入资本利得、公允价值变动及其他投资损益，高股息更适合作为稳定收益补充，资本利得仍可用于覆盖包含保户红利、万能险实际结算成本在内的整体负债资金成本。
- **财险当前资产负债指标整体保持安全边际，承保盈利越好，资产端最低收益要求越低。**2025 年主要财险公司沉淀资金覆盖率均高于 100%，我们以简化口径测算的人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 太平财险/ 阳光财险收入覆盖率分别为 110.3%/ 106.9%/ 107.1%/ 105.0%/ 103.8%；人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 阳光财险利差一分别为 7.2/ 5.9/ 6.4/ 5.1 pct，利差二分别为 6.4/ 5.4/ 5.6/ 3.2 pct。承保盈利能够降低负债资金成本，因此财险公司的定价、费用和赔付管理能力会直接影响资产端收益压力和中长期资产配置空间。

投资建议与投资标的

- **负债成本、稳定投资收益和利率风险匹配将拉开险企经营质量差距。**预定利率下调及分红险转型有助于降低新增业务保证成本，净投资收益覆盖率强化利息、股息等稳定收益对保证成本的覆盖要求，利率风险对冲率则使长久期资产配置更多取决于实际利率风险缺口。负债成本较低、稳定投资收益覆盖能力较强且资产负债利率敏感度匹配较好的公司，在低利率环境下更有能力维持合理利差和长期价值增长。
- **头部险企在产品定价、精算管理、投资工具、资本实力和资产负债管理体系方面具备较强基础，更有能力通过资产与负债双向调整应对低利率环境。建议重点关注：**中国平安(601318，买入)、中国人寿(601628，买入)、中国人保(601319，买入)、中国太保(601601，买入)、新华保险(601336，买入)、中国太平(00966，买入)、阳光保险(06963，买入)

风险提示

长端利率持续下行；权益市场大幅波动；负债成本改善不及预期；退保、满期给付及赔付超预期；监管规则进一步调整；公开数据无法完整还原监管指标。

相关报告

对外投资制度加速完善，个人投资路径与权益保护进一步明确 2026-08-22
非车险综合治理持续深化，承保盈利质量有望延续改善 2026-08-22
资负管理新规正式落地，长周期经营导向进一步强化 2026-08-22

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

正式稿调整人身险期限监管、投资收益口径及资产负债管理要求 5

人身险：利率风险对冲率替代久期缺口，投资收益需覆盖负债成本 6

利率风险对冲率替代久期缺口，长负债公司资产端期限要求相对降低 6
净投资收益覆盖保证成本，综合投资收益覆盖负债成本 9
新增固收收益与新业务最低回报率决定未来利差 11

财险：承保盈利降低负债资金成本，沉淀资金覆盖率约束中长期资产规模 ... 12

预定利率下调、分红险占比提升共同降低保证成本 16

长债需求仍在，高票息资产持有价值提升 20

长债需求仍在，低票息环境下配置需兼顾久期与票息 20
净投资收益覆盖率提高高票息老券持有价值 23
新增固收配置需同时满足利率风险匹配和新业务收益要求 24

股息提高净投资收益，资本利得继续贡献长期总收益 26

股息计入净投资收益，高股息资产有助于覆盖保证成本 26
资本利得贡献综合投资收益，权益仍承担长期收益增强功能 28
综合投资收益覆盖率采用 5 年累计口径，长周期考核弱化单年度投资波动影响 29

投资启示：低负债成本与稳定投资收益能力有望拉开险企经营差距 30

风险提示 31

附录 32

《保险公司资产负债管理办法》完整梳理 32
财产保险公司资产负债管理监管指标和监测指标 35
人身保险公司资产负债管理监管指标和监测指标 36

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：负债久期超过 10 年后，利率风险对冲率对资产端最低期限要求相对降低 7
图 2：人身险行业资产久期长期短于负债久期，2025 年久期缺口有所收窄 7
图 3：中国太保、中国太平资产负债利率敏感度匹配程度相对较高 8
图 4：主要上市寿险公司净投资收益覆盖能力分化明显 9
图 5：主要上市寿险公司综合投资收益对负债成本的覆盖能力整体较强 10
图 6：新增固定收益类资产收益率与新业务最低要求回报率的边际利差形成机制 11
图 7：主要财险公司沉淀资金能够覆盖中长期资产配置 13
图 8：主要财险公司收入对综合成本保持较高覆盖 14
图 9：主要财险公司综合投资收益率对负债资金成本形成较高利差 15
图 10：主要财险公司净投资收益率对负债资金成本保持正利差 15
图 11：普通型人身保险产品预定利率研究值小幅回升 16
图 12：预定利率研究值连续两个季度环比回升 16
图 13：2024 年以来人身险产品利率上限逐步下行 16
图 14：主要上市险企分红险保费占比快速回升 17
图 15：10 年期国债收益率中枢长期下降 20
图 16：30 年期国债收益率中枢长期下降 20
图 17：上市保险公司净投资收益率整体中枢下行 21
图 18：中国太保政府债占投资资产比例持续提升 21
图 19：中国太保固定收益类资产久期持续拉长 21
图 20：主要上市险企利率债占债券资产比例整体提升 22
图 21：净投资收益覆盖率提高高票息老券的持有价值 23
图 22：新增固收配置需同时满足利率风险匹配和新业务收益要求 24
图 23：主要上市险企股票和基金类资产配置比例维持在高位 26
图 24：2021 年以来中国太保分红和股息收入占净投资收益比重已明显提升 27
图 25：2025 年资本利得拉开总投资收益率差距，新华保险和中国人寿弹性更高 28

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：正式稿较征求意见稿的主要变化 5
表 2：人身险三项核心监管指标分别约束利率风险与成本收益 6
表 3：两项覆盖率对应不同层次的资产收益与负债成本 9
表 4：财险核心监管及监测指标分别约束期限与成本收益匹配 12
表 5：不同类型人身险产品的负债成本属性存在差异 17
表 6：传统型产品固定给付下负债现值对利率变化更敏感 18
表 7：分红型产品非保证利益可调降低负债利率敏感度 19
表 8：不同投资收益来源对两项收益覆盖率的贡献存在差异 28
表 9：国有商业保险公司 ROE 考核由年度逐步向 3 年、5 年周期延伸 29
表 10：《保险公司资产负债管理办法》第一章 总则条款梳理 32
表 11：《保险公司资产负债管理办法》第二章 资产负债管理治理结构条款梳理 32
表 12：《保险公司资产负债管理办法》第三章 资产负债管理政策和程序条款梳理 33
表 13：《保险公司资产负债管理办法》第四章 监管指标和监测指标条款梳理 34
表 14：《保险公司资产负债管理办法》第五章 监督管理条款梳理 34
表 15：《保险公司资产负债管理办法》第六章 附则条款梳理 34
表 16：财产保险公司监管指标完整梳理 35
表 17：财产保险公司监测指标完整梳理 35
表 18：人身保险公司监管指标完整梳理 36
表 19：人身保险公司监测指标完整梳理 36

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

正式稿调整人身险期限监管、投资收益口径及资产负债管理要求

人身险期限监管由有效久期缺口调整为利率风险对冲率，是正式稿最重要的变化。征求意见稿将有效久期缺口作为监管指标，正式稿改为利率风险对冲率，要求处于 50%-150%；有效久期缺口调整为监测指标，不再设置最低监管标准。利率风险对冲率直接比较现金流流入与流出的利率敏感度，对负债期限较长的公司而言，资产端无需机械满足固定久期差要求，长期资产配置要求更加取决于实际利率风险缺口。

综合投资收益剔除 FVOCI 债务工具公允价值变动，债券价格波动对收益覆盖指标的影响下降。正式稿在综合投资收益计算中扣除 FVOCI 债务工具公允价值变动，同时将会计投资收益率分母调整为扣除 FVOCI 债务工具累计公允价值变动后的资金运用平均净额。对于持有大量政府债和其他固定收益资产的人身险公司，利率变化带来的未实现债券估值波动对成本收益指标的影响有所降低，监管指标更直接反映实际投资回报与负债成本之间的关系。

财险沉淀资金覆盖率调整中长期资产范围，（准）政府债券不再纳入分母。正式稿调整中长期资产认定范围，删除（准）政府债券等资产，并进一步明确不动产类投资资产、资管产品穿透等计算要求；无中长期资产时覆盖率按 100%取值。沉淀资金覆盖率仍要求不低于 100%，稳定资金规模继续约束其他中长期资产配置。

流动性覆盖率最低标准维持 100%，正式稿主要完成与现行监管规则的口径衔接。征求意见稿中的“压力情景下流动性覆盖率”调整为“流动性覆盖率”，计算方法改为按照现行流动性风险监管规则执行，最低监管标准未发生变化。该项调整以口径统一为主，对行业短期资产配置约束的边际影响相对有限。

业务规划和委托投资进一步明确投资收益、久期和现金流要求。正式稿要求险企制定业务规划和产品开发计划时同时考虑保险市场需求、资产端形势及资产负债匹配要求；委托保险资管机构投资时，需要向受托人提供久期目标、投资收益率要求和现金流预期变化。新增业务规模、产品定价与可获得资产收益之间的匹配要求更加明确，负债信息也更直接进入投资配置决策。

正式稿自 2027 年 1 月 1 日起施行，暂不达标公司可设置 3 年过渡期。征求意见稿原拟于 2026 年 7 月 1 日实施，正式稿将实施时间调整至 2027 年 1 月 1 日；配套实施通知允许监管指标暂不达标的保险公司制定 3 年达标规划。

表 1：正式稿较征求意见稿的主要变化

对比项	征求意见稿	正式稿
人身险期限监管	有效久期缺口为监管指标，要求-5 至+5 年	利率风险对冲率成为监管指标，要求 50%-150%；有效久期缺口调整为监测指标
人身险综合投资收益	综合投资收益包含 FVOCI 债务工具公允价值变动	综合投资收益剔除 FVOCI 债务工具公允价值变动
财险中长期资产	中长期资产包括（准）政府债券等长期资产	删除（准）政府债券等资产，并调整不动产及资管产品穿透等认定口径
流动性覆盖率	设置“压力情景下流动性覆盖率”，要求≥100%	调整为“流动性覆盖率”，仍要求≥100%，计算衔接现行流动性风险监管规则
业务规划	业务规划强调资产负债匹配	业务规划同时考虑保险市场需求、资产端形势和匹配要求
委托投资	委托投资强调双方信息共享	委托人需提供久期目标、投资收益率要求和现金流预期变化
实施安排	拟于 2026 年 7 月 1 日起施行	2027 年 1 月 1 日起施行；暂不达标公司可设置 3 年过渡期

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

人身险：利率风险对冲率替代久期缺口，投资收益需覆盖负债成本

人身险监管指标覆盖利率风险、成本收益和流动性三类约束。4 项监管指标中，利率风险对冲率衡量资产负债利率敏感度的匹配程度，净投资收益覆盖率要求稳定投资收益覆盖保证成本，综合投资收益覆盖率要求长期总投资收益覆盖整体负债资金成本；流动性覆盖率最低标准维持 100%，正式稿主要衔接现行流动性风险监管规则。前三项指标分别对应利率风险、保证成本覆盖和长期整体成本收益匹配，对寿险负债成本和资产配置的影响更为直接。

表 2：人身险三项核心监管指标分别约束利率风险与成本收益

指标	计算口径	监管标准	核心约束
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	50% - 150%	资产负债利率风险匹配
净投资收益覆盖率	过去 3 年净投资收益 ÷ 过去 3 年负债保证成本	≥100%	稳定收益覆盖保证成本
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%	长期总收益覆盖整体成本

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

利率风险对冲率替代久期缺口，长负债公司资产端期限要求相对降低

利率风险对冲率要求现金流流入与流出的利率敏感度比例处于 50%-150%，直接约束资产负债两端的利率风险敞口：

$$利率风险对冲率 = 现金流流入利率敏感度 \div 现金流流出利率敏感度$$

正式稿将有效久期缺口由监管指标调整为监测指标，利率风险对冲率成为新的监管指标。征求意见稿以有效久期缺口作为监管指标，主要监管区间为-5 年至+5 年，并对缺口低于-5 年的情形设置附加要求；正式稿不再对有效久期缺口设置最低监管标准，改为要求利率风险对冲率处于 50%-150%。两项指标均用于衡量资产负债利率风险，但有效久期缺口关注资产负债期限的绝对差额，利率风险对冲率关注两端利率敏感度的相对比例。

为直观比较两项指标对资产端期限的要求，在暂不考虑规模差异、其他业务现金流及衍生工具的简化条件下，可将两项指标近似表示为：

$$有效久期缺口 \approx 规模调整后的现金流流入有效久期 - 现金流流出有效久期$$

$$利率风险对冲率 \approx \frac{规模调整后的现金流流入有效久期}{现金流流出有效久期}$$

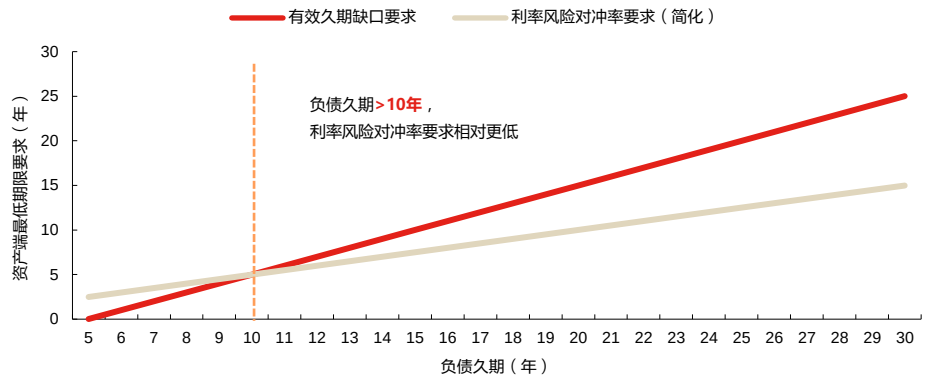
征求意见稿要求有效久期缺口不低于-5 年，对资产端的最低要求近似为规模调整后的现金流流入有效久期 ≥ 现金流流出有效久期 − 5 年；利率风险对冲率 50%的下限则对应规模调整后的现金流流入有效久期 ≥ 50% × 现金流流出有效久期。由此，两项指标对不同负债久期公司的约束存在明显差异：当现金流流出有效久期为 10 年时，两种口径对规模调整后的现金流流入有效久期的最低

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

要求均为 5 年；当现金流流出有效久期低于 10 年时，新指标要求相对更高；当现金流流出有效久期超过 10 年时，新指标对资产端最低期限的要求相对下降。

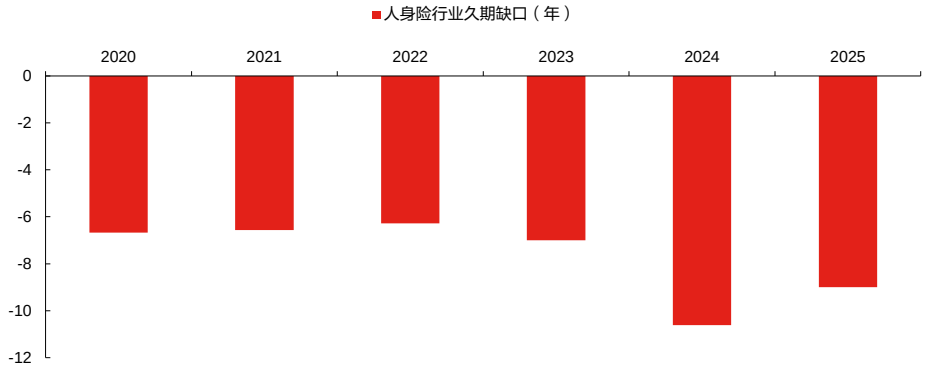
图 1：负债久期超过 10 年后，利率风险对冲率对资产端最低期限要求相对降低



数据来源：东方证券研究整理；注：在不考虑规模差异、其他业务现金流及衍生工具等因素的简化条件下，将有效久期缺口下限-5 年和利率风险对冲率下限 50%分别换算为资产端最低期限要求；实际利率风险对冲率按照现金流利率敏感度计算

人身险行业资产现金流期限长期短于负债现金流期限。近年来险企持续增配长期政府债并调整负债结构，2025 年久期缺口较此前有所收窄，但资产负债期限差异仍然存在。正式稿将有效久期缺口由监管指标调整为监测指标，期限管理要求由固定的久期差区间进一步转向现金流利率敏感度匹配。

图 2：人身险行业资产久期长期短于负债久期，2025 年久期缺口有所收窄



数据来源：中国保险资产管理业协会，东方证券研究

长负债寿险公司的资产端最低期限要求相对降低，但长久期资产配置需求仍然存在。寿险负债现金流通常显著长于资产现金流，部分公司的负债久期超过 10 年，征求意见稿固定±5 年的久期缺口要求意味着负债久期越长，资产久期最低要求同步提高。改用比例指标后，负债期限较长公司的资产端不再追随负债久期等幅拉长，对超长期债券的配置压力有所缓解。同时，利率风险对冲率仍要求资产端具备足够的利率敏感度，资产负债利率风险敞口较大的公司仍需要通过长久期债券、负债结构调整或利率衍生工具改善匹配。

利率风险对冲率将资产、负债和衍生工具共同纳入利率风险管理。正式口径下，现金流流入不仅包括可计算现金流的固定收益资产，还纳入业务端现金流流入及利率类金融衍生品；现金流流出

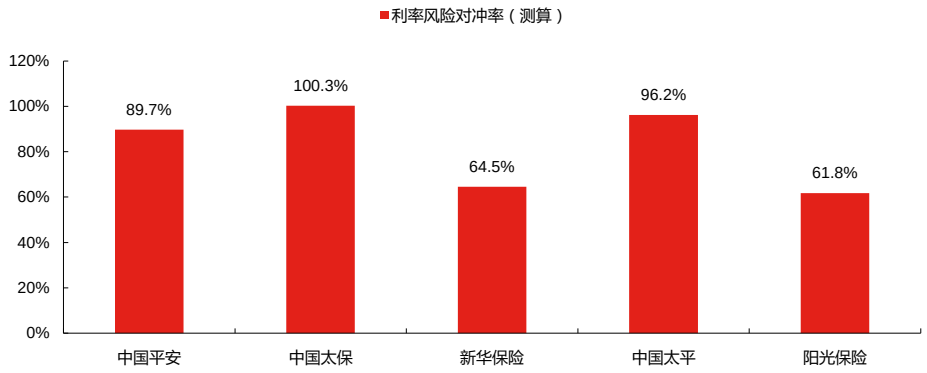
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

则覆盖保险业务及资本补充工具等负债。相较仅观察资产与负债平均久期，利率风险对冲率更加直接反映不同现金流对利率变化的敏感程度，也使险企能够通过调整资产结构、产品结构及衍生工具共同管理利率风险，而不必仅依赖增配超长期现券。

上市寿险公司利率风险对冲率整体处于 50%-150%区间。2025 年中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国太平/ 阳光保险利率风险对冲率分别为 89.7%/ 100.3%/ 64.5%/ 96.2%/ 61.8%。其中，中国太保和中国太平接近 100%，资产端与负债端利率敏感度相对匹配；新华保险和阳光保险相对偏低，资产端利率敏感度提升空间更大。

图 3：中国太保、中国太平资产负债利率敏感度匹配程度相对较高



数据来源：各公司公告，东方证券研究；
注：基于 2025 年数据测算；监管口径基于现金流流入与流出的利率敏感度计算，测算结果与实际监管指标可能存在差异

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

净投资收益覆盖保证成本，综合投资收益覆盖负债成本

两项收益覆盖率分别对应不同层次的收益与成本。人身险负债成本可以进一步拆分为保证成本和非保证成本。普通型寿险产品预定利率形成保证成本；分红险负债成本同时包含保证部分与保户红利；万能险实际结算成本同样可能高于最低保证利率。资产端对应存在净投资收益和综合投资收益两个不同层次。

表 3：两项覆盖率对应不同层次的资产收益与负债成本

指标	主要口径	核心含义
净投资收益覆盖率	过去 3 年净投资收益÷过去 3 年负债保证成本；稳定收益主要包括利息、股息、租金等	稳定投资收益覆盖负债保证成本
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；纳入资本利得及部分 OCI 收益	长期总投资回报覆盖整体负债资金成本

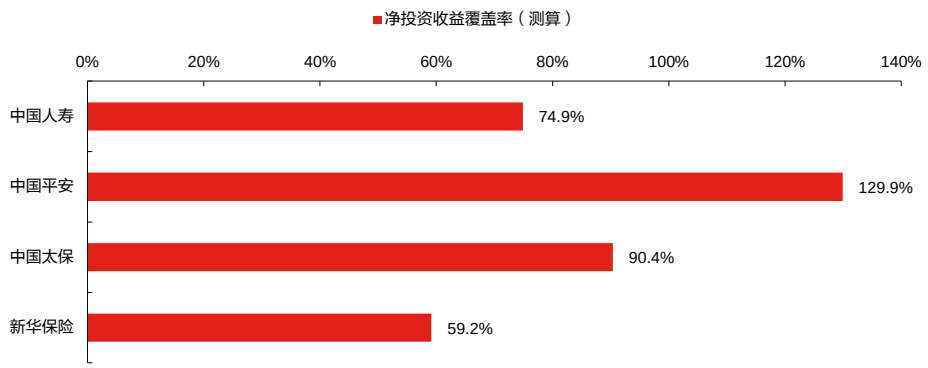
数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

净投资收益覆盖率要求稳定投资收益覆盖负债保证成本，监管标准不低于 100%。净投资收益主要包括利息、股息红利及投资性房地产租金等相对稳定的投资收益，并扣除相关利息支出；负债保证成本主要覆盖普通型寿险预定利率、分红险保证部分及万能险最低保证利率对应成本。该指标采用过去 3 年累计口径，要求寿险公司在不依赖资本利得的情况下，仍能够依靠较稳定的投资收益覆盖已经承诺的保证成本。

$$净投资收益覆盖率 = 过去3年净投资收益 \div 过去3年负债保证成本 \geq 100\%$$

上市寿险公司净投资收益覆盖能力分化明显。2025 年中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险净投资收益覆盖率分别为 74.9%/ 129.9%/ 90.4%/ 59.2%，其中中国平安高于 100%，中国太保接近 100%，中国人寿和新华保险相对较低。稳定投资收益对保证成本的覆盖能力存在较明显公司差异。

图 4：主要上市寿险公司净投资收益覆盖能力分化明显



数据来源：各公司公告，东方证券研究；
注：基于 2025 年数据测算；监管口径下，净投资收益覆盖率采用过去 3 年累计数据，旨在反映近年来险企持续优化资产配置及负债结构，最新一期数据更能反映当前资产负债管理状态，测算结果与实际监管指标可能存在差异

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

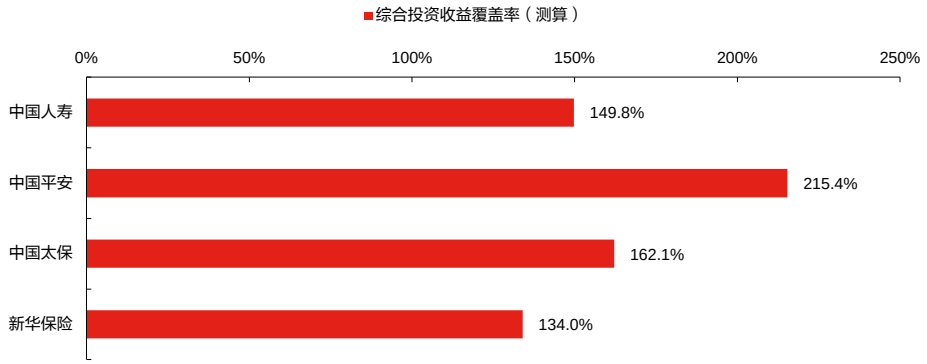
下载日志已记录，仅供内部参考

综合投资收益覆盖率要求长期整体投资收益覆盖全部负债资金成本，监管标准同样不低于 100%。综合投资收益除利息、股息和租金等稳定收益外，还纳入投资收益、公允价值变动及其他投资损益等，正式稿进一步剔除 FVOCI 债务工具公允价值变动。负债资金成本的范围也宽于保证成本，除保证利益外，还包括分红险保户红利、万能险实际结算成本等非保证利益。该指标采用过去 5 年累计口径，更强调跨周期总投资回报与实际负债成本的匹配。

$$综合投资收益覆盖率 = 过去5年累计综合投资收益 \div 过去5年累计负债资金成本 \geq 100\%$$

主要上市寿险公司综合投资收益对负债资金成本的覆盖能力整体较强。2025 年中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险综合投资收益覆盖率分别为 149.8%/ 215.4%/ 162.1%/ 134.0%，均高于 100%，且明显高于对应的净投资收益覆盖率。资本利得及其他投资收益对长期整体回报形成明显补充。

图 5：主要上市寿险公司综合投资收益对负债成本的覆盖能力整体较强



数据来源：各公司公告，东方证券研究；

注：基于 2025 年数据测算；监管口径下，综合投资收益覆盖率采用过去 5 年累计数据，考虑近年来险企持续优化资产配置及负债结构，最新一期数据更能反映当前资产负债管理状态，测算结果与实际监管指标可能存在差异

两项覆盖率分别约束保证成本和整体负债成本，对资产端收益来源提出不同要求。净投资收益覆盖率更依赖债券利息、股息红利和租金等稳定收益，保证成本越高，对稳定收益能力的要求越高；综合投资收益覆盖率进一步纳入资本利得等长期投资收益，同时将分红、万能实际结算等非保证利益纳入负债资金成本。上市险企综合投资收益覆盖率普遍高于净投资收益覆盖率，反映资本利得等收益能够增厚长期总投资回报，但保证成本仍需要稳定投资收益提供更直接的覆盖。

利差三从收益率角度衡量会计投资收益对负债保证成本的覆盖空间。正式稿将过去 3 年平均会计投资收益率与经规模调整后的负债保证成本率之差列为监测指标。由于投资收益率与保证成本率分别以资金运用规模和负债规模为基础，监管通过规模调整使资产收益与负债成本处于可比口径。净投资收益覆盖率观察累计金额，利差三则从收益率角度反映保证成本的覆盖情况。

$$\begin{aligned} 利差三 &= 过去3年平均会计投资收益率 \\ &\quad - 过去3年平均负债保证成本率 \times \frac{过去3年负债平均规模}{过去3年调整后的资金运用平均净额} \\ &\approx 会计投资收益率 - 保证成本率 \end{aligned}$$

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

新增固收收益与新业务最低回报率决定未来利差

利差四直接比较新增固定收益资产收益与同期新业务最低回报要求，反映新增业务的边际利差。该指标属于人身险监测指标，计算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与当年新业务负债最低要求回报率之差。与净投资收益覆盖率、综合投资收益覆盖率观察存量业务整体结果不同，利差四直接观察当前新增资产与新增负债是否匹配。

利差四 = 当年新增可计算现金流固定收益类资产到期收益率 – 当年新业务负债最低要求回报率

其中，**新增固定收益类资产到期收益率**为使未来现金流折现值等于摊余成本的年化折现率，反映新增固收资产能够锁定的收益水平；**新业务负债最低要求回报率**为使新业务期初现金流现值为零的最低投资收益要求，并不等同于产品预定利率。正式稿进一步将新业务现金流由再保前调整为分保后口径（财务再保险除外），使指标更直接反映公司实际承担的新业务现金流。

利差四比存量投资收益更早反映未来利差压力。存量高收益资产可以在较长时间内支撑净投资收益，即使当前净投资收益率仍高于负债成本，也不能完全代表新增业务具有相同的盈利空间。若新增固收资产到期收益率持续低于新业务最低要求回报率，随着存量高收益资产逐步到期、再投资收益下降，当前尚未充分体现的利差压力将逐步释放；新增资产收益率能够覆盖新业务最低要求回报率，则意味着当前业务仍具备正向的边际利差。

资产收益和负债成本共同决定新增业务利差，低利率并不必然意味着新业务形成利差损。市场利率下行会压低新增固定收益资产收益率，但预定利率下调、产品结构变化以及费用水平下降同样能够降低新业务最低要求回报率。只要负债端最低回报要求下降速度能够匹配资产端收益率下降，新业务仍可保持合理利差；反之，即使存量投资收益率仍处于较高水平，新增资产和新增负债之间的负利差也可能逐步累积。

图 6：新增固定收益类资产收益率与新业务最低要求回报率的边际利差形成机制



数据来源：东方证券研究整理

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

财险：承保盈利降低负债资金成本，沉淀资金覆盖率约束中长期资产规模

财险资产负债管理更加突出资金期限和成本收益匹配。与寿险负债期限较长、利率风险更为突出不同，财险业务期限整体较短，但保费持续滚动流入、赔付和费用支出频繁，资产负债管理的核心在于识别能够稳定用于中长期配置的资金规模，并确保承保及投资形成的整体收入能够覆盖业务成本。新规针对财险公司设置沉淀资金覆盖率、收入覆盖率和流动性覆盖率 3 项监管指标，同时设置利差一、利差二及压力情景下利差等监测指标。其中，沉淀资金覆盖率约束中长期资产配置规模，收入覆盖率考察较长周期内整体收入对综合成本的覆盖能力，利差一和利差二则从投资收益率与负债资金成本率的角度监测成本收益匹配状态。

表 4：财险核心监管及监测指标分别约束期限与成本收益匹配

指标	计算口径	监管要求	核心约束
沉淀资金覆盖率	沉淀资金 / 中长期资产	≥100%	稳定资金覆盖中长期资产
收入覆盖率	过去 3 年（保险服务收入+综合投资收益）/ 过去 3 年综合成本	≥100%	整体收入覆盖整体成本
利差一	过去 3 年平均综合投资收益率－过去 3 年平均负债资金成本率	监测指标	整体投资收益覆盖负债成本
利差二	过去 1 年净投资收益率－过去 1 年负债资金成本率	监测指标	稳定投资收益覆盖负债成本

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

沉淀资金覆盖率约束财险公司以稳定资金配置中长期资产。财险保单期限通常较短，但在业务持续滚动经营的情况下，新保费不断流入、赔付及费用持续流出，部分资金能够长期稳定留存在账户内，新规将其定义为“沉淀资金”。监管要求公司分别采用系数法和情景法测算沉淀资金并取较小值，以更审慎地识别实际可用于中长期配置的资金规模；中长期资产主要包括剩余期限 3 年以上的存款、金融企业及非金融企业债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、资产证券化产品和非标准固定收益类资产，以及部分长期股权、不动产、自用性不动产和商品类资产等。沉淀资金覆盖率要求上述稳定资金至少能够完全覆盖中长期资产，本质上限制财险公司利用短期或不稳定资金进行长期投资，降低期限错配风险：

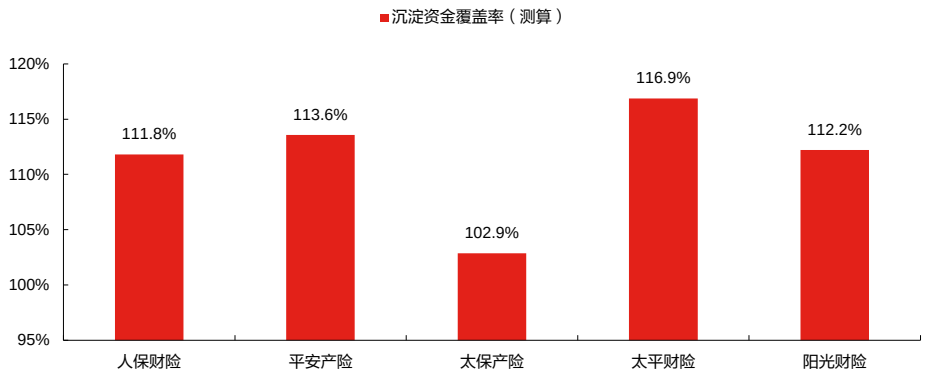
$$沉淀资金覆盖率 = 沉淀资金 \div 中长期资产 \geq 100\%$$

主要财险公司沉淀资金对中长期资产均保持较高覆盖。2025 年末人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 太平财险/ 阳光财险沉淀资金覆盖率分别为 111.8%/ 113.6%/ 102.9%/ 116.9%/ 112.2%，均高于 100%。主要财险公司当前稳定资金规模能够覆盖中长期资产配置，期限错配风险整体可控。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：主要财险公司沉淀资金能够覆盖中长期资产配置



数据来源：各公司公告，东方证券研究；

注：基于 2025 年数据测算；沉淀资金采用历史系数法测算，中长期资产根据公开披露的可识别资产科目归集；监管口径下沉淀资金需按系数法和情景法分别测算并取较低值，同时中长期资产需结合剩余期限及穿透口径认定，测算结果与实际监管指标可能存在差异

收入覆盖率同时考察承保和投资两端，要求长期整体收入覆盖业务综合成本。财险公司保险服务收入构成主要经营收入，综合投资收益可以进一步补充承保端盈利。新规因此将保险服务收入与综合投资收益共同纳入收入端，与保险服务费用、承保财务损益及再保险相关成本等综合成本进行匹配；监管采用过去 36 个月累计口径，降低单一年度巨灾赔付及资本市场波动对指标的影响：

$$收入覆盖率 = \frac{（过去三年保险服务收入 + 过去三年综合投资收益）}{过去三年综合成本} \geq 100\%$$

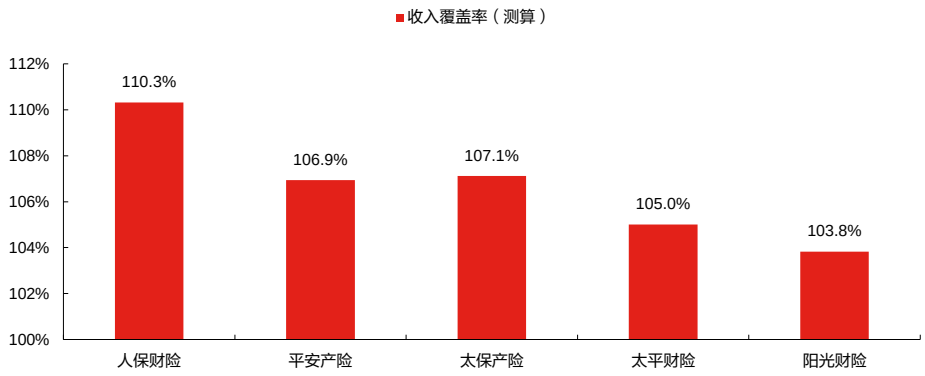
其中，综合投资收益包括利息收入、投资收益、公允价值变动及相关 FVOCI 收益等投资回报，综合成本则主要包括保险服务费用、承保财务损益及再保险相关成本。相较单纯考察综合成本率，该指标将承保和投资两端纳入统一框架，要求公司在较长经营周期内实现整体收入对整体成本的覆盖。

主要财险公司当前收入对综合成本均具备一定安全边际。2025 年末人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 太平财险/ 阳光财险收入覆盖率分别为 110.3%/ 106.9%/ 107.1%/ 105.0%/ 103.8%，均高于 100%，主要财险公司当前承保与投资形成的整体收入能够覆盖业务综合成本。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：主要财险公司收入对综合成本保持较高覆盖



数据来源：各公司公告，东方证券研究；

注：基于 2025 年数据测算；监管口径下收入覆盖率采用过去 36 个月累计数据，考虑近年来财险公司承保结构及资产配置持续调整，最新一期数据更能反映当前经营及资产负债管理状态，测算结果与实际监管指标可能存在差异

承保盈利能够降低财险负债资金成本，承保亏损则直接抬升资产端最低收益要求。与寿险负债成本主要来自预定利率、分红及万能结算成本不同，财险传统保险账户的负债资金成本主要取决于承保业务本身。新规以承保综合成本超出保险服务收入的部分衡量传统保险账户的资金成本，并以保险负债及净资产作为资金基础：

$$传统保险账户负债资金成本率 = \frac{承保综合成本 - 保险服务收入}{传统保险账户负债平均规模 + 平均净资产}$$

普通账户还需进一步考虑次级债、资本补充债及无固定期限资本债券等资本工具的融资成本，按照不同账户的负债规模进行加权。由此，财险公司的承保质量与资产端最低收益要求直接建立联系：当保险服务收入高于承保综合成本时，传统保险账户负债资金成本率可以为负，意味着承保业务本身能够贡献利润并降低整体资金成本；反之，承保亏损越高，资产端需要覆盖的资金成本也相应提升。

利差一考察较长周期整体投资回报对负债资金成本的覆盖。利差一采用综合投资收益率，将利息、股息以及公允价值变动等投资回报均纳入考察，并通过 3 年平均降低单一年度资本市场波动的影响：

$$利差一 = 过去三年平均综合投资收益率 - 过去三年平均负债资金成本率$$

其中，过去 3 年平均综合投资收益率按年度收益率复利计算平均值，负债资金成本率采用 3 年算术平均。较高的利差一意味着公司整体资产收益相对于承保及融资形成的资金成本具备更大的安全空间。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

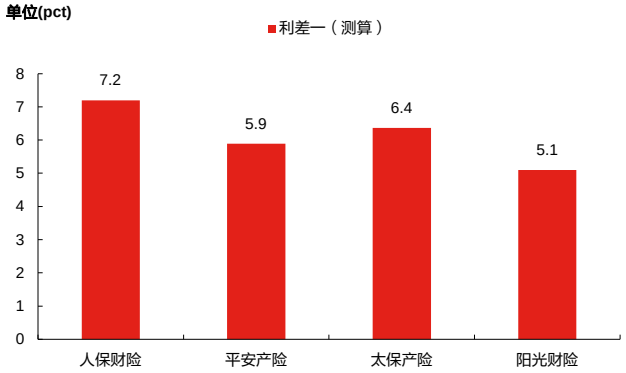
利差二进一步关注稳定投资收益对负债资金成本的覆盖能力。与利差一不同，利差二采用净投资收益率，主要反映利息、股息红利及投资性房地产租金等相对稳定的投资收益，同时采用过去 1 年数据，更直接观察当前资产端经常性收益能否覆盖负债端资金成本：

利差二 = 过去一年净投资收益率 – 过去一年负债资金成本率

利差一与利差二形成互补：前者将公允价值变动等纳入整体投资回报，更全面反映资产端收益能力；后者弱化资本市场价格波动，更侧重稳定投资收入。对于财险公司而言，较好的承保盈利能够降低甚至形成负的负债资金成本，因此即使在利率中枢下行环境下，仍有望保持一定的成本收益安全边际。

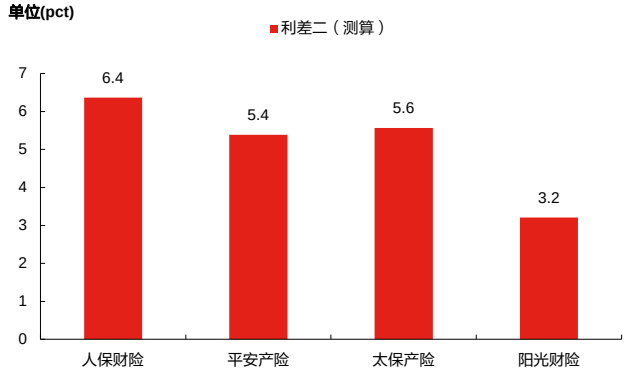
2025 年人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 阳光财险利差一分别为 7.2/ 5.9/ 6.4/ 5.1 pct，均保持较高正利差，当前整体投资收益能够较好覆盖负债资金成本；利差二分别为 6.4/ 5.4/ 5.6/ 3.2 pct，均保持正值。主要财险公司当前净投资收益能够覆盖负债资金成本，其中承保盈利对降低负债资金成本形成重要支撑。

图 9：主要财险公司综合投资收益率对负债资金成本形成较高利差



数据来源：各公司公告，东方证券研究；
注：基于 2025 年数据测算；监管口径下利差一采用过去 3 年平均综合投资收益率与过去 3 年平均负债资金成本率之差，本文采用最新一期数据，以更好反映当前资产负债管理状态，测算结果与实际监管指标可能存在差异

图 10：主要财险公司净投资收益率对负债资金成本保持正利差



数据来源：各公司公告，东方证券研究；
注：基于 2025 年数据测算；监管口径下负债资金成本率需综合传统保险账户及资本补充工具账户计算，本文主要根据公开披露的保险业务及资产负债表科目进行测算，测算结果与实际监管指标可能存在差异

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

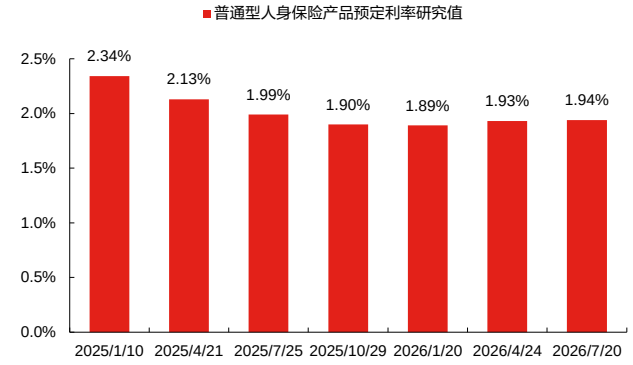
下载日志已记录，仅供内部参考

预定利率下调、分红险占比提升共同降低保证成本

预定利率动态调整机制强化市场利率向负债定价的传导。2025 年建立的人身险预定利率动态调整机制，以长期 LPR、长期存款利率、10 年期国债收益率及行业资产负债情况为基础形成研究值；当在售普通型产品最高预定利率连续两个季度高于研究值 25 bp 及以上时，需要及时下调；连续两个季度低于研究值 25 bp 及以上时，可以适当上调，并相应调整分红险及万能险利率上限。动态机制使新增负债定价能够更及时地适应资产收益环境变化。

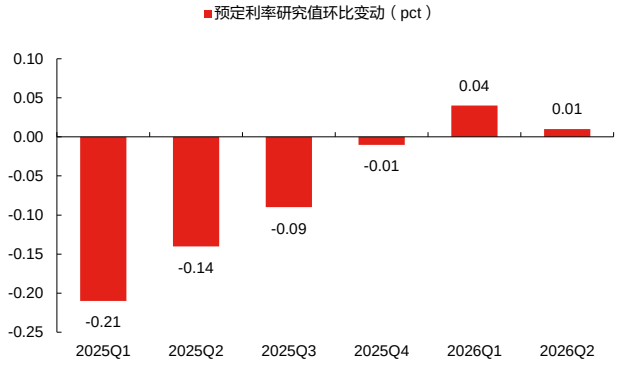
研究值连续两个季度回升，当前产品利率上限短期保持稳定。普通型人身保险产品预定利率研究值由 2025 年初的 2.34%持续下降至 2026 年 1 月的 1.89%，随后 2026Q1/ Q2 分别回升至 1.93%/ 1.94%，环比分别+4 bp/ +1 bp。当前普通型产品最高预定利率为 2.0%，与最新研究值差距仅 6 bp，未达到连续两个季度偏离 25 bp 的调整条件，常规动态调整机制下短期再次触发产品利率调整的概率较低。

图 11：普通型人身保险产品预定利率研究值小幅回升



数据来源：中国保险行业协会，东方证券研究

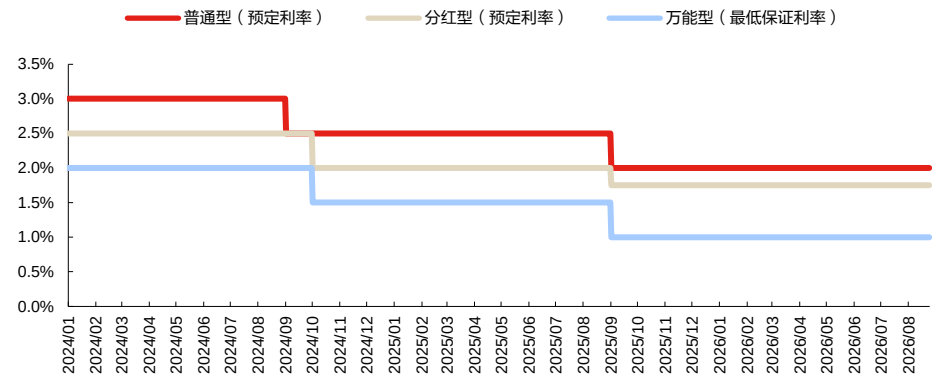
图 12：预定利率研究值连续两个季度环比回升



数据来源：中国保险行业协会，东方证券研究

2024 年以来产品利率上限已明显下行，新增业务保证成本持续下降。2024 年以来，普通型产品最高预定利率由 3.0%降至 2.0%，分红型产品预定利率上限由 2.5%降至 1.75%，万能型产品最低保证利率上限由 2.0%降至 1.0%，分别累计下降 100 bp/ 75 bp/ 100 bp。随着新单逐步替代存量高成本保单，负债保证成本中枢将逐步下移，寿险公司的长期成本收益匹配有望持续改善。

图 13：2024 年以来人身险产品利率上限逐步下行



数据来源：国家金融监督管理总局，中国保险行业协会，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

新规要求分红和万能结算政策同步评估成本收益匹配，负债成本管理覆盖保证成本与非保证利益。除将预定利率动态调整机制纳入资产负债管理框架外，新规还要求人身险公司在制定分红和万能结算政策时评估其对成本收益匹配的影响。因此，资产负债管理不仅约束普通型产品的保证成本，也进一步覆盖分红险和万能险的非保证利益，负债成本管理由保证成本延伸至整体资金成本。

表 5：不同类型人身险产品的负债成本属性存在差异

产品类型	收益/成本结构	资产负债管理含义
普通型	预定利率对应保证利益，保证成本占比较高	需要稳定投资收益长期覆盖保证成本
分红型	保证利益 + 非保证红利，部分收益可随经营成果调整	降低保证收益要求，提高红利调整空间
万能型	最低保证利率 + 结算利率，结算水平可动态调整	结算政策需与账户投资收益及成本收益匹配联动

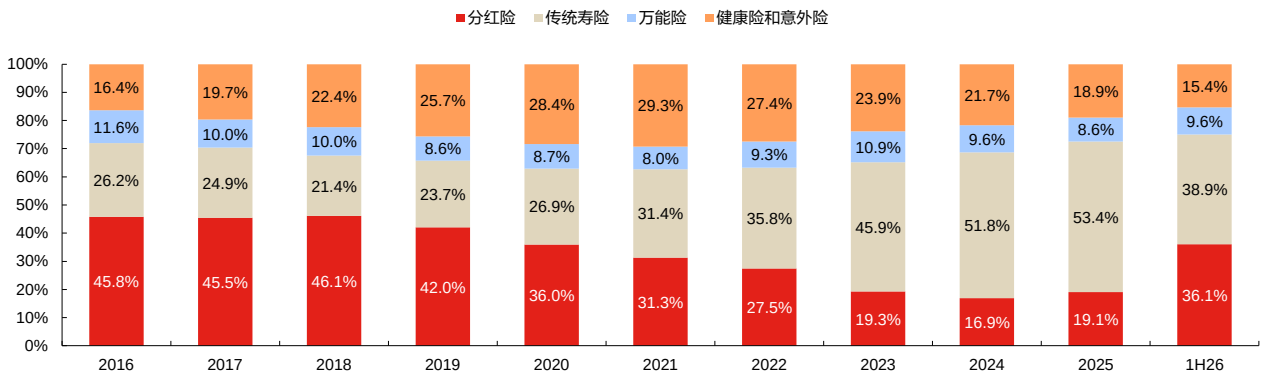
数据来源：东方证券研究整理

分红险通过“较低保证利率 + 非保证红利”降低新增业务保证成本。相较普通型产品，分红险预定利率更低，部分客户收益通过保单红利实现，因此只有保证部分形成负债保证成本，非保证红利可随分红账户经营结果调整。分红险占比提升有助于降低新增业务保证成本及稳定投资收益要求，减少长期锁定高成本负债的风险。

分红险降低保证成本，但实际红利仍需与长期投资收益能力匹配。新规将保户红利计入负债资金成本，并要求过去 5 年累计综合投资收益覆盖同期负债资金成本。5 年累计口径降低单年度投资波动对收益覆盖率的影响，分红特别储备亦可平滑年度分红波动，但跨周期实际分红水平难以长期脱离综合投资收益能力；死差、费差可以改善可分配盈余，但若最终形成更高保户红利，仍会计入负债资金成本。

分红实现率的长期稳定性将更加依赖投资收益和分红账户盈余。在预定利率持续下调、保证利益差异收窄的情况下，长期投资收益、费用水平和分红账户盈余将更多决定实际红利水平。新规要求年度回溯负债资金成本率、保证成本率及预期/实际投资收益，长期投资能力较强、分红管理更成熟的公司更有条件兼顾客户回报与负债成本控制。

图 14：主要上市险企分红险保费占比快速回升



数据来源：各公司公告，东方证券研究；
注：主要上市险企包括中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、阳光保险、中国太平

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分红险非保证利益可调，负债现金流的利率敏感度低于固定保证利益占比较高的传统型产品。传统型产品未来保证利益基本锁定，市场利率下降时未来现金流折现价值上升，负债价值对利率变化较为敏感；分红险仅保证部分利益，非保证红利可以随分红账户经营结果调整，利率及投资收益下降时可以通过降低未来红利，部分抵消折现率下降对负债现值的抬升。在相同缴费期和给付期、利率上下变动 50 bp 且非保证分红相应调整 20%的情景下，传统型/ 分红型产品有效久期分别约为 16.7/ 10.0 年，分红型产品有效久期显著低于传统型寿险。因此，分红险占比提升不仅降低新增业务保证成本，也有助于降低负债端利率敏感度。

表 6：传统型产品固定给付下负债现值对利率变化更敏感

项目	基准	利率下行 50 bp	利率上行 50 bp
投保年龄（岁）	30	30	30
年交保费（元）	30000	30000	30000
缴费期（年）	5	5	5
给付期间（年）	6-30 年	6-30 年	6-30 年
保证利率	2.0%	2.0%	2.0%
情景折现率	2.0%	1.5%	2.5%
缴费期末累积金额（元）	159,244	159,244	159,244
年给付额（元）	8,157	8,157	8,157
第 6 年折现后负债现金流（元）	7,243	7,459	7,033
第 10 年折现后负债现金流（元）	6,691	7,028	6,372
第 15 年折现后负债现金流（元）	6,060	6,524	5,632
第 20 年折现后负债现金流（元）	5,489	6,056	4,978
第 25 年折现后负债现金流（元）	4,972	5,622	4,400
第 30 年折现后负债现金流（元）	4,503	5,218	3,889
负债现值（元）	144,232	156,876	132,825
较基准变化	-	+8.8%	-7.9%
有效久期（年）	16.7	-	-

数据来源：东方证券研究整理；注：假设 30 岁投保，年交保费 3 万元、缴费 5 年，第 6 年至第 30 年领取保险利益；传统型产品保证利率为 2.0%，基准折现率为 2.0%，利率下行/ 上行情景分别按 1.5%/ 2.5%折现，保证给付不随利率情景调整；有效久期 =（利率下行情景负债现值 - 利率上行情景负债现值）/（2 × 基准负债现值 × 50 bp）；实际产品现金流还受死亡率、退保率、费用等因素影响

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 7：分红型产品非保证利益可调降低负债利率敏感度

项目	基准	利率下行 50 bp	利率上行 50 bp
投保年龄（岁）	30	30	30
年交保费（元）	30000	30000	30000
缴费期（年）	5	5	5
给付期间（年）	6-30 年	6-30 年	6-30 年
保证利率	1.75%	1.75%	1.75%
基准预期总回报率	3.0%	3.0%	3.0%
情景折现率	2.0%	1.5%	2.5%
保证年给付额（元）	7,860	7,860	7,860
基准年分红（元）	1,561	1,561	1,561
非保证分红调整	0%	-20%	+20%
情景年分红（元）	1,561	1,249	1,873
情景年总给付（元）	9,421	9,109	9,733
非保证利益占基准总给付	16.6%	16.6%	16.6%
第 6 年折现后负债现金流（元）	8,366	8,331	8,393
第 10 年折现后负债现金流（元）	7,729	7,849	7,604
第 15 年折现后负债现金流（元）	7,000	7,286	6,721
第 20 年折现后负债现金流（元）	6,340	6,763	5,940
第 25 年折现后负债现金流（元）	5,742	6,278	5,250
第 30 年折现后负债现金流（元）	5,201	5,828	4,640
负债现值（元）	166,595	175,195	158,502
较基准变化	-	+5.2%	-4.9%
有效久期（年）	10.0	-	-
较传统型有效久期	-39.9%	-	-

数据来源：东方证券研究整理；

注：假设 30 岁投保，年交保费 3 万元、缴费 5 年，第 6 年至第 30 年领取保险利益；分红型产品保证利率为 1.75%，基准预期总回报率为 3.0%，基准折现率为 2.0%，利率下行/ 上行情景分别按 1.5%/ 2.5%折现；利率下行/ 上行情景下，假设非保证分红分别下调/ 上调 20%，20%为情景假设，仅用于反映非保证利益可调对负债利率敏感度的影响，并非实际红利调整幅度预测；有效久期计算方式与表 6 一致，实际产品现金流还受死亡率、退保率、费用及红利政策等因素影响

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

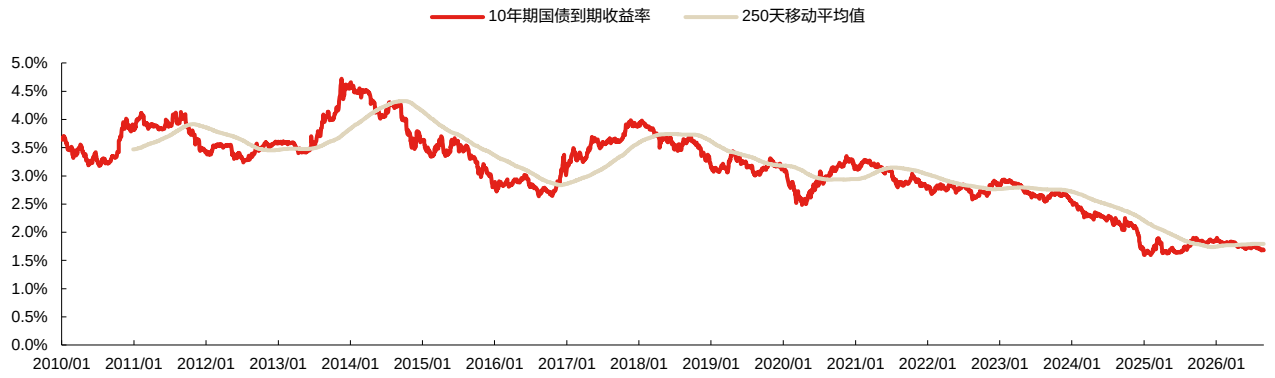
下载日志已记录，仅供内部参考

长债需求仍在，高票息资产持有价值提升

长债需求仍在，低票息环境下配置需兼顾久期与票息

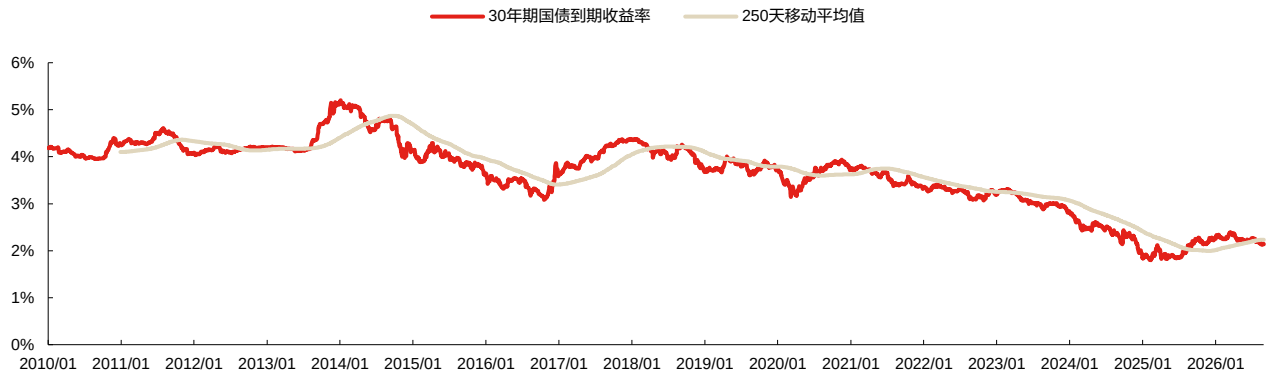
长端利率持续下行带动险企净投资收益率中枢下降，锁定长期收益仍是寿险资产配置的重要目标。2014 年以来 10 年期、30 年期国债收益率整体下行，近年来进一步降至历史较低水平；主要上市保险公司净投资收益率亦由 2016 年前后的较高水平持续回落。寿险负债期限较长，部分负债成本在产品销售时已经锁定，而资产需要随着到期和新增保费持续再配置，资产端收益率下降通常快于存量负债成本改善。提前配置长期债券能够锁定较长时期的现金流和票息，减少未来在更低利率水平下集中再投资的风险。

图 15：10 年期国债收益率中枢长期下降



数据来源：iFinD，东方证券研究；注：数据截至 2026 年 9 月 1 日

图 16：30 年期国债收益率中枢长期下降

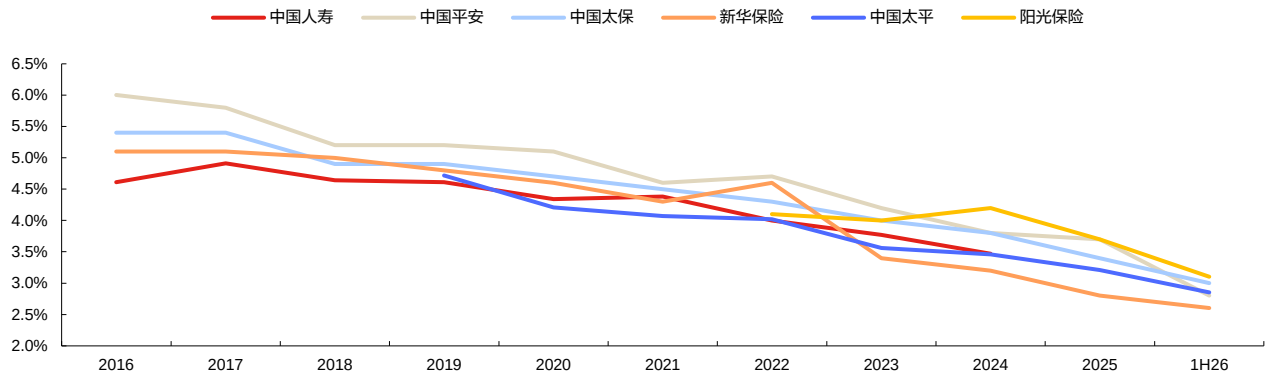


数据来源：iFinD，东方证券研究；注：数据截至 2026 年 9 月 1 日

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

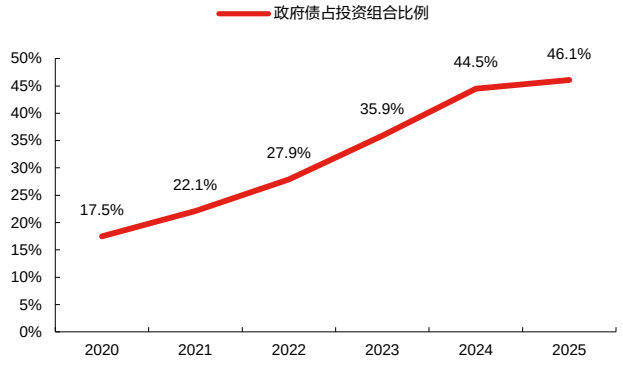
图 17：上市保险公司净投资收益率整体中枢下行



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：中国人寿 2025 年起未披露净投资收益率；1H26 中国平安和中国太保净投资收益率为简单年年化收益率

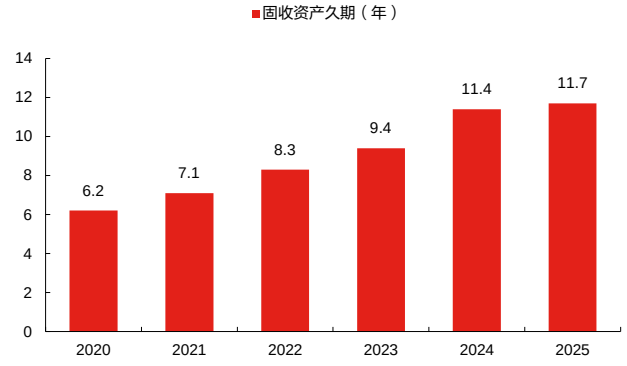
主要险企近年来持续增加利率债配置并拉长固定收益资产久期，以降低再投资风险并改善资产负债期限匹配。2020 至 2025 年，中国太保政府债占投资资产比例由 17.5%提升至 46.1%，固定收益类资产久期由 6.2 年延长至 11.7 年；主要上市险企利率债占债券资产比例亦整体提升。长期政府债期限长、现金流确定且信用风险低，是险企提高资产端利率敏感度、匹配长期负债现金流的主要工具。

图 18：中国太保政府债占投资资产比例持续提升



数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

图 19：中国太保固定收益类资产久期持续拉长

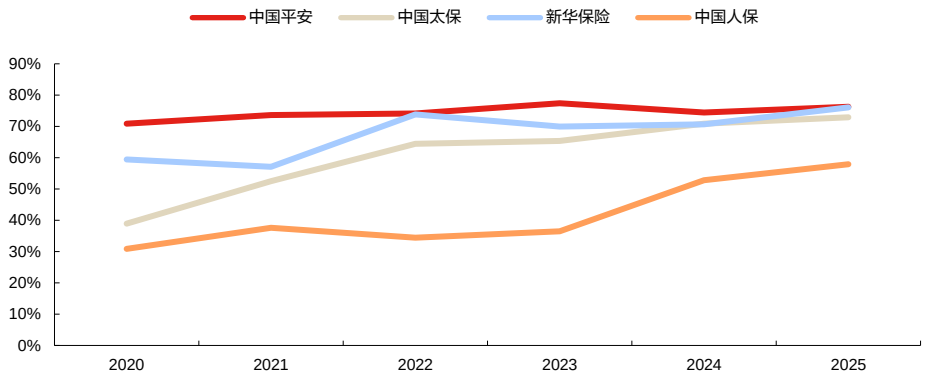


数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：主要上市险企利率债占债券资产比例整体提升



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：利率债口径根据各公司公开披露的国债、地方政府债、政策性金融债等相关科目整理，不同公司具体分类可能存在一定差异

利率风险对冲率取代有效久期缺口作为监管指标后，长债配置强度更多取决于公司实际利率风险缺口。对于资产端利率敏感度仍明显不足的公司，增配长久期债券仍是改善匹配的主要方式；对于资产负债利率敏感度已经较为接近的公司，继续增配低票息超长期债券的边际必要性下降，负债结构调整和利率衍生工具也可以参与利率风险管理。

利率类金融衍生工具可以进一步补充现券的利率风险管理功能。正式稿将利率类金融衍生品纳入现金流利率敏感度计算，险企可以通过国债期货、利率互换等工具调整资产端利率敏感度。相比单纯依靠增配超长期现券，衍生工具能够在不明显增加现券规模的情况下改善利率风险匹配，利率风险管理对现券久期调整的依赖有所下降。

低票息环境下，长期债券配置需要同时考虑利率风险匹配和稳定收益覆盖。长债能够降低期限错配及再投资风险，但如果新增资产收益率已经低于负债成本，单纯拉长久期不能解决长期利差压力，还可能将较低收益长期锁定。净投资收益覆盖率进一步要求利息、股息红利和租金等稳定收益覆盖负债保证成本，固定收益配置除期限和利率敏感度外，也需要关注能够持续贡献的票息水平。在信用风险、流动性和资本占用可控的前提下，具有票息优势的地方政府债、长期高等级信用债等资产相对低票息国债的配置吸引力有所提升；长期国债在期限、流动性和信用风险方面仍具有不可替代的配置价值。

传统险与分红险的固收配置侧重点有望进一步分化。传统险负债保证成本占比较高，长期现金流和稳定票息的匹配要求更强，长期固定收益资产仍是主要配置方向；分红险保证成本较低，部分客户收益通过非保证红利实现，对超长期固定收益资产的刚性需求相对较弱，资产配置可以在期限匹配基础上更多兼顾收益水平。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

净投资收益覆盖率提高高票息老券持有价值

净投资收益覆盖率提高了持续票息相对于债券资本利得的重要性。新规要求过去 3 年净投资收益覆盖同期负债保证成本，债券利息可以持续计入净投资收益，而债券买卖产生的资本利得不属于净投资收益。对于负债保证成本较高的寿险公司，固定收益资产不仅需要贡献整体投资回报，还需要持续产生能够覆盖保证成本的利息收入，高票息资产在成本收益匹配中的作用更加直接。

利率下行提高高票息存量债券的持有价值，部分存量债券同时形成较高浮盈。长端利率持续下降后，历史较高利率环境下配置的长期债券能够在剩余期限内持续贡献较高利息收入，部分债券同时形成较高浮盈。若继续持有，高票息能够持续贡献净投资收益，并保留原有现金流期限和利率敏感度；若出售兑现资本利得，虽然可以增加当期整体投资收益，但需要按照当前较低利率重新配置资产，未来票息收入随之下降。

图 21：净投资收益覆盖率提高高票息老券的持有价值



数据来源：东方证券研究整理

高票息老券持有价值提升，但债券交易行为还取决于不同收益覆盖指标的约束程度。净投资收益覆盖率承压时，持续票息能够直接覆盖负债保证成本，出售高票息老券并按当前较低利率重新配置的机会成本较高，险企更有动力继续持有；综合投资收益覆盖率承压时，债券处置形成的实际投资损益仍可贡献综合投资收益，险企仍可能通过兑现存量浮盈改善长期整体收益。债券交易需求因此不会单向下降，但单纯为获取资本利得而牺牲长期稳定票息的吸引力降低。

FVOCI 债务工具未实现公允价值变动不再计入综合投资收益，债券价格上涨对成本收益监管指标的直接贡献进一步下降。正式稿将 FVOCI 债务工具公允价值变动从综合投资收益中剔除，利率下降带来的债券未实现浮盈不再直接改善综合投资收益覆盖率；债券处置形成的实际投资损益仍进入相应投资收益口径。监管指标由此更加关注实际投资回报和负债成本的匹配，持续票息相对于未实现债券估值变化的重要性进一步提高。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

新增固收配置需同时满足利率风险匹配和新业务收益要求

存量投资收益能够反映当前资产端收益水平，但新增资产与新增负债之间的收益差更早反映未来利差压力。存量高票息资产可以在较长时期内支撑净投资收益率，即使当前投资收益仍能覆盖负债成本，也不能说明按照当前市场利率配置的新增资产能够满足同期新增业务的收益要求。利差四直接比较当年新增可计算现金流固定收益类资产到期收益率与当年新业务负债最低要求回报率，使新增业务的成本收益匹配可以在存量投资收益明显下降前得到反映。

资产收益率下降与负债成本下降同时发生，低利率并不必然导致新增业务形成负利差。2024 年以来普通型、分红型和万能型产品利率上限均明显下降，分红险占比提升进一步降低新增业务保证成本；新业务最低要求回报率还受到费用水平、业务现金流结构等因素影响。因此，判断新增业务利差不能只观察长端利率或新增债券收益率，只要新业务最低要求回报率的下降能够匹配资产端收益率下降，新增业务仍可以保持正向的成本收益空间。

新增固收配置同时受到收益覆盖和利率风险匹配两项要求约束。当新增资产收益率能够覆盖新业务最低要求回报率、但资产端利率敏感度仍然不足时，新增长期债券能够进一步改善利率风险匹配；当利率风险已经基本匹配、但新增资产收益率不足以覆盖新业务最低要求回报率时，继续机械拉长久期不能解决成本收益问题，需要通过提高资产收益或降低新增负债成本改善匹配；收益和利率风险均不足的公司，则需要同时调整资产期限和成本收益水平。

图 22：新增固收配置需同时满足利率风险匹配和新业务收益要求



数据来源：东方证券研究整理

负债成本下降扩大了高信用等级固定收益资产满足新增业务收益要求的空间。在较高负债成本环境下，无风险利率下降会提高险企通过信用下沉获取额外票息的压力。随着预定利率下调和分红险转型降低新增业务保证成本，新业务最低要求回报率相应下降，高等级固定收益资产满足成本收益要求的难度降低，在信用风险、流动性和资本占用等条件相近时，单纯依靠信用下沉提高资产收益的必要性有所下降。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

新增固收资产的选择需要在收益率、期限、信用风险、流动性和资本占用之间综合比较。对期限和信用质量相近的资产，更高的到期收益率能够提高新增业务边际利差；对收益率相近的资产，更长的期限和更高的利率敏感度能够改善资产负债利率风险匹配。

三年过渡期及收益覆盖率的回溯口径降低了新规对短期配债规模的直接冲击。净投资收益覆盖率和综合投资收益覆盖率分别采用过去 3 年和 5 年累计数据，当期资产调整难以立即改变历史期间的指标结果；暂不达标公司还可以按照监管要求制定 3 年达标规划。因此，新规对债市的短期影响更多体现为公司根据自身指标状况进行渐进调整，中期影响则主要体现为高票息资产、长期利率债及其他稳定现金流资产之间的配置结构变化。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

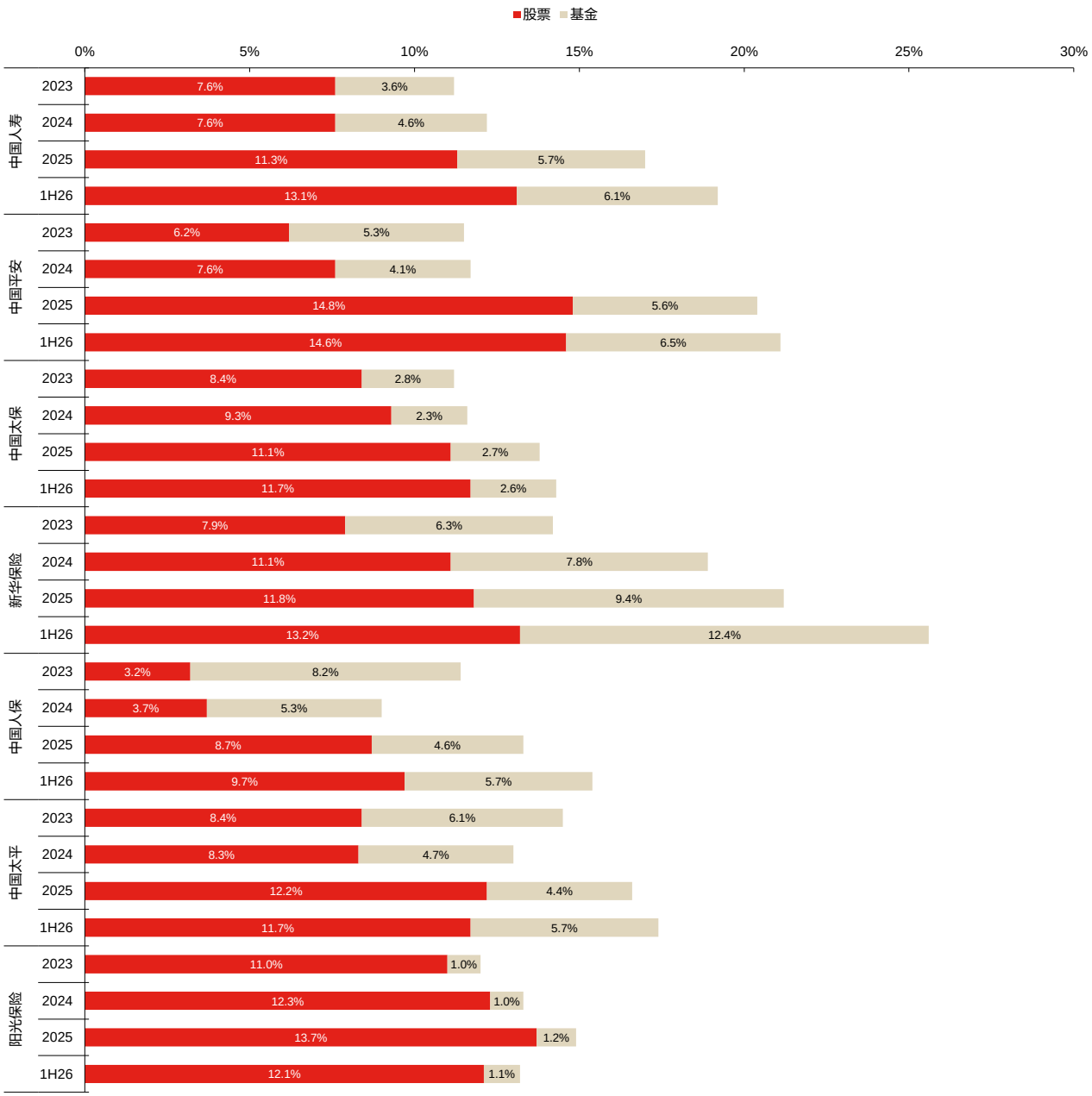
下载日志已记录，仅供内部参考

股息提高净投资收益，资本利得继续贡献长期总收益

股息计入净投资收益，高股息资产有助于覆盖保证成本

主要上市险企权益配置比例较 2023 年整体提升，1H26 股票配置仍维持较高水平。2025 年主要上市险企股票投资占比均较 2024 年提升，中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保/ 中国太平/ 阳光保险股票投资占比分别达到 11.3%/ 14.8%/ 11.1%/ 11.8%/ 8.7%/ 12.2%/ 13.7%，基金投资亦构成部分公司的重要资产配置。长端利率下降使固定收益资产新增及再投资收益持续承压，险企需要在维持期限和利率风险匹配的同时拓展投资收益来源。

图 23：主要上市险企股票和基金类资产配置比例维持在高位



数据来源：各公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

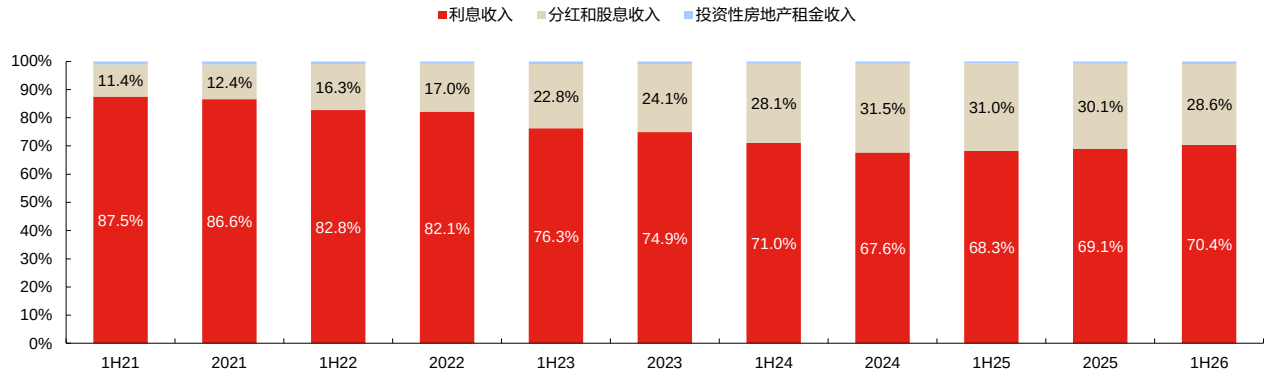
下载日志已记录，仅供内部参考

股息红利直接计入净投资收益，高股息权益对保证成本覆盖的作用更加明确。净投资收益覆盖率要求过去 3 年净投资收益覆盖同期负债保证成本，净投资收益包括利息收入、股息红利收入及投资性房地产租金收入等相对稳定的收益。长债票息持续下降后，能够长期保持现金分红的权益资产可以在债券利息之外补充净投资收益，降低稳定投资收益完全依赖固定收益资产的压力。

高股息权益不能替代长债的期限匹配作用，但稳定现金分红的相对配置价值提升。股票仍承担市场价格波动和较高资本占用，也无法像超长期债券一样直接提供确定期限的现金流，因此不能简单视为长期债券的替代品。但对于利率风险已经相对匹配、继续增加低票息超长期债券边际价值下降的公司，高股息权益能够在承担权益风险的同时补充稳定现金收益，其配置价值较单纯依赖资本利得的权益资产更加明确。

中国太保股息红利收入占净投资收益比重已显著提升，稳定股息对经常性投资收益的贡献增加。中国太保分红和股息收入占净投资收益的比重由 2021 年的 12.4%提升至 2025 年的 30.1%，同期利息收入占比由 86.6%下降至 69.1%。固定收益票息中枢下降的同时，股息收入已经成为净投资收益的重要补充来源。

图 24：2021 年以来中国太保分红和股息收入占净投资收益比重已明显提升



数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

资本利得贡献综合投资收益，权益仍承担长期收益增强功能

净投资收益覆盖率提高高股息权益的配置价值，综合投资收益覆盖率仍保留资本利得的长期收益作用。综合投资收益覆盖率要求过去 5 年累计综合投资收益覆盖同期负债资金成本，负债资金成本除保证利益外，还包含分红险保户红利、万能险实际结算成本等非保证利益；资产端则在稳定收益之外纳入投资收益、公允价值变动及其他投资损益。资本利得无法替代股息对保证成本的覆盖作用，但仍能够提高长期整体投资回报，支持包含非保证利益在内的负债资金成本。

正式稿剔除 FVOCI 债务工具公允价值变动，但并未同步剔除 FVOCI 权益的相关收益，权益资产在综合投资收益口径下仍具有收益增强作用。债券价格上涨形成的 FVOCI 债务工具未实现浮盈不再直接改善综合投资收益覆盖率，而权益资产的资本利得、公允价值变动及相关 OCI 收益仍可以按照相应口径贡献综合投资收益。高股息权益同时具有现金分红和长期总回报两种收益来源，而以资本利得为主要收益来源的权益资产则主要承担长期整体收益增强功能。

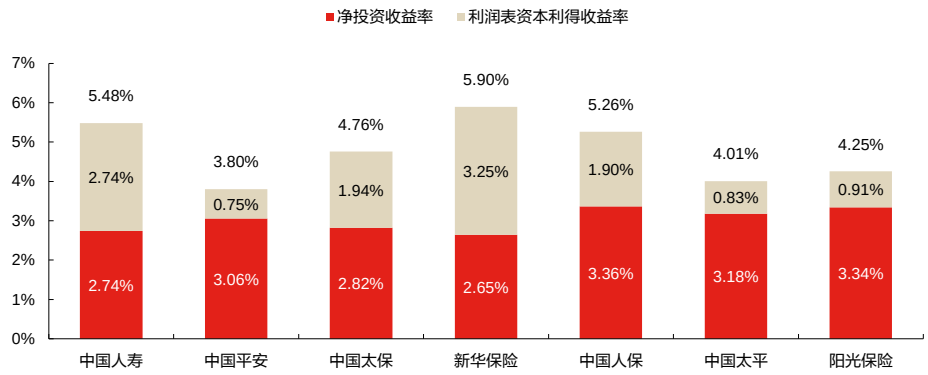
表 8：不同投资收益来源对两项收益覆盖率的贡献存在差异

收益来源	净投资收益覆盖率	综合投资收益覆盖率	主要作用
股息红利	计入	计入	补充稳定投资收益，直接支撑保证成本覆盖
权益资本利得及公允价值变动	不计入净投资收益	按相应口径计入	提高长期总投资收益，支持整体负债资金成本
FVOCI 债务工具公允价值变动	不计入	正式稿剔除	不直接改善两项收益覆盖率

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

资本利得已经是上市险企总投资收益差异的重要来源。2025 年新华保险/ 中国人寿利润表资本利得收益率分别达到3.25%/ 2.74%，明显高于中国平安/中国太平/阳光保险的0.75%/ 0.83%/ 0.91%；新华保险/ 中国人寿总投资收益率分别达到 5.90%/ 5.48%，资本利得显著提高整体投资回报。较高权益敞口能够放大资本市场上涨对投资收益的贡献，同时也意味着更高的市场波动风险。

图 25：2025 年资本利得拉开总投资收益率差距，新华保险和中国人寿弹性更高



数据来源：各公司公告，东方证券研究；
注：总投资收益率 = 2025 年总投资收益 / 2025 年平均投资组合规模；利润表资本利得收益率 = 总投资收益率-净投资收益率；总投资收益包括净投资收益、金融资产处置收益、公允价值变动损益及其他投资损益，并扣除投资资产减值损失

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

综合投资收益覆盖率采用 5 年累计口径，长周期考核弱化单年度投资波动影响

5 年累计综合投资收益覆盖率降低了单一年度资本市场波动对监管指标的影响。权益资产价格波动明显高于固定收益资产，如果仅按单年度收益考核，市场下跌容易直接压低当期评价结果，并增加投资部门顺周期调整仓位的压力。综合投资收益覆盖率采用过去 5 年累计收益与累计负债资金成本比较，单一年度的权益市场上涨或下跌均会被更长期间的投资结果平滑，更符合寿险长期负债对应的投资期限。

新规同时要求实施资产负债管理长周期绩效考核，权益投资的评价更加关注跨周期收益。《办法》要求建立资产负债管理绩效考核体系并实施长周期考核评价，使产品、投资和资产负债管理部门的经营目标进一步向长期成本收益匹配靠拢。保险资金能够在合理风险范围内给予长期权益资产更充分的价值实现时间，降低为了满足单年度收益目标频繁调整长期持仓的必要性。此前国有商业保险公司 ROE 考核亦已逐步由单年度延伸至 3 年和 5 年周期，政策方向与险资长期经营属性保持一致。

表 9：国有商业保险公司 ROE 考核由年度逐步向 3 年、5 年周期延伸

考核阶段	当年度 ROE 权重	3 年周期 ROE 权重	5 年周期 ROE 权重
2022 年及以前	100%	0%	0%
2023 至 2024 年	50%	50%	0%
2025 年起	30%	50%	20%

数据来源：财政部，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资启示：低负债成本与稳定投资收益能力有望拉开险企经营差距

负债成本、稳定投资收益和利率风险匹配将更直接影响保险公司的长期经营质量。新规分别以净投资收益覆盖率、综合投资收益覆盖率和利率风险对冲率约束保证成本覆盖、整体负债成本覆盖及资产负债利率风险，并将相关要求进一步落实至产品定价、业务规划和资产配置。低负债成本能够降低资产端最低收益要求，稳定投资收益决定保证成本覆盖能力，较好的利率风险匹配则有助于降低再投资风险。负债成本较低、稳定投资收益能力较强且资产负债利率敏感度匹配较好的公司，在低利率环境下具备更大的资产与负债双向调整空间。

寿险经营分化首先取决于新增负债成本下降能否匹配资产收益率下行。预定利率动态调整机制使新增业务定价更及时地适应市场利率变化，分红险占比提升进一步降低保证成本及负债端利率敏感度；利差四则直接比较新增固定收益资产到期收益率与新业务最低要求回报率，使新增业务的成本收益匹配更早得到体现。当前主要上市寿险公司净投资收益对保证成本的覆盖能力已经出现明显差异，而综合投资收益覆盖能力整体较强。保证成本较低、稳定投资收益覆盖更充分的公司，在长端利率继续下行时更有能力维持合理利差和新业务价值。

资产配置能力的差异将更多体现在稳定现金收益与长期总收益的平衡。长期利率债仍承担期限及利率风险管理功能，高票息存量债券的持有价值在低利率环境下进一步提升；净投资收益覆盖率提高股息等稳定现金收益的重要性，高股息权益能够补充债券利息对保证成本的覆盖。综合投资收益覆盖率仍允许资本利得及其他投资收益支持整体负债资金成本，权益配置无需全面转向高股息。能够同时获取稳定现金收益和长期资本回报，并根据负债结构调整久期、信用风险和权益配置的公司，资产端适应低利率环境的能力更强。

财险承保盈利越好，负债资金成本越低，中长期资产配置的安全边际越高。沉淀资金覆盖率约束稳定资金与中长期资产规模，收入覆盖率要求承保及投资形成的整体收入覆盖综合成本，利差一和利差二进一步观察投资收益对负债资金成本的覆盖。当前主要上市财险公司的沉淀资金覆盖率、收入覆盖率及利差指标整体保持一定安全边际，新规短期新增约束相对有限；中长期经营差异将更多来自定价、费用和赔付管理形成的承保盈利，以及稳定投资收益获取能力。承保质量持续领先的公司能够同时获得更低资金成本和更稳定的可投资资金来源。

新规短期不会直接改变保险公司的利润确认方式，但资产负债质量对长期估值的影响将更加突出。保险公司依靠阶段性资本利得改善当期投资表现，无法替代稳定投资收益对保证成本的持续覆盖；高成本负债、较大的利率风险敞口或较弱的稳定投资收益能力，也更容易在低利率环境下转化为长期利差压力。负债成本较低、净投资收益覆盖能力较强、利率风险匹配较好、承保盈利稳定且资本实力充足的公司，经营结果的持续性和抗波动能力更强，长期估值基础更加稳固。

建议重点关注：中国平安(601318，买入)、中国人寿(601628，买入)、中国人保(601319，买入)、中国太保(601601，买入)、新华保险(601336，买入)、中国太平(00966，买入)、阳光保险(06963，买入)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

长端利率持续下行。若长期利率继续明显下降，新增及再投资收益回落快于负债成本，行业利差可能持续收窄。

权益市场大幅波动。若权益市场长期大幅调整，综合投资收益及净资产可能承压，并降低非保证利益的提供能力。

负债成本改善不及预期。若预定利率调整、分红险转型或渠道费用治理慢于预期，成本收益匹配改善可能弱于预期。

退保、满期及赔付超预期。退保上升、寿险满期给付高峰或财险重大灾害赔付增加，均可能抬升短期流动性压力。

监管规则进一步调整。压力情景、指标口径及监管标准仍可能进一步调整，实际执行口径可能继续变化。

公开数据无法完整还原监管指标。监管指标涉及账户级现金流、负债成本、久期及压力测试等底层数据，本文基于公开数据测算的指标可能与监管实际结果存在差异。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录

《保险公司资产负债管理办法》完整梳理

表 10：《保险公司资产负债管理办法》第一章 总则条款梳理

条款	主要内容
第一条	明确立法目的：防范保险资产负债错配风险，提升资产负债管理能力，强化管理约束，维护保险业安全稳健运行；法律依据为《保险法》。
第二条	明确适用主体为境内依法设立、经营保险业务的商业保险公司，包括财产保险公司和人身保险公司。
第三条	定义资产负债管理：依据公司发展战略、经营目标和风险偏好，制定、执行、评估并调整相关政策和程序，维持资产与负债合理匹配，降低错配风险。
第四条	明确三类管理目标：期限结构匹配强调长期现金流匹配并防范利率及再投资风险；成本收益匹配强调资产收益覆盖负债成本并防范利差损；流动性匹配强调短期资金能够覆盖到期债务及其他支付义务。
第五条	明确保险公司承担主体责任并建立健全管理体系；提出全面覆盖、合理匹配、稳健审慎、统筹协调四项原则，覆盖普通账户全部资产负债，并统筹经济价值、盈利、流动性和偿付能力等目标。
第六条	明确金融监管总局及派出机构依法实施监督管理；保险行业自律组织定期开展经验交流、培训、沟通协调和信息共享。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

表 11：《保险公司资产负债管理办法》第二章 资产负债管理治理结构条款梳理

条款	主要内容
第七条	建立董事会负最终责任、高级管理层直接领导、资产负债管理部门统筹协调、职能部门协作、内部审计监督的治理体系；保险集团需从集团层面考虑资负适配，并督促集团内保险公司与保险资管公司加强联动。
第八条	董事会负责审批总体目标与战略、相关制度、业务规划及重大产品、资产配置政策及调整方案、年度报告和绩效考核体系等；设立资产负债管理委员会，至少 3 名董事，主任由董事长或具有相关经验的董事担任。
第九条	高级管理层负责审议或审定制度，制定、评估并监督政策程序，组织实施业务规划与资产配置，审议或审批分红和万能结算政策及重大产品，至少每季度听取汇报，并建立绩效考核体系；设立资产负债管理执行委员会，覆盖产品、精算、主要销售渠道、投资、风险、财务等负责人。
第十条	设置或指定独立的资产负债管理部门，履职不受保险业务和投资部门干预；职责覆盖制度、政策程序、风险容忍度和限额、匹配监测、业务/资本规划、资产配置、流动性政策、重大投资及产品意见、信息系统、绩效考核等。
第十一条	明确产品、精算、主要销售渠道、投资、风险管理、财务等部门的职责分工和报告要求；资产负债管理部门牵头跨部门工作小组，至少每季度召开会议。
第十二条	建立资产负债管理绩效考核体系，明确方法与标准，规范指标传导与限额管理，实施长周期考核评价；将资产负债管理纳入年度培训计划。
第十三条	内部审计部门每年至少审查评价一次资产负债管理的充分性和有效性；审计报告提交董事会，董事会督促整改，内部审计持续跟踪整改落实。
第十四条	建立与业务复杂度匹配的信息系统或模型工具，完善数据与模型假设的内部控制、授权与权限管理，每年至少评估一次有效性，并保障系统安全运行。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：《保险公司资产负债管理办法》第三章 资产负债管理政策和程序条款梳理

条款	主要内容
第十五条	根据业务性质、规模、复杂程度和风险特征制定政策和程序，覆盖资产负债分析与管理方案、业务规划、产品、保险业务、资产配置及重大投资联动、压力测试与回溯、定期报告以及方案评估调整。
第十六条	运用适当方法和模型测算正常及压力情景下的期限结构、成本收益和流动性指标，设置预警值和风险限额并制定管理方案；财险预测沉淀资金，人身险结合业务规划和资产配置分别预测资产、负债现金流。
第十七条	根据保险市场需求、资产端形势和匹配要求制定并及时调整业务规划与产品开发计划，优化产品结构；对重大影响产品明确认定标准，分析对应投资策略及其对偿付能力和资产负债匹配的影响。
第十八条	财险优化产品定价模型、方法和工具；人身险按照预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制监测负债成本，制定分红及万能结算政策时评估对资产负债匹配尤其成本收益匹配的影响。
第十九条	评估产品结构、销售渠道、费用政策重大变化，以及退保、赔付偏离预期对资产负债匹配的影响；财险确定再保险安排时测算巨灾集中赔付、再保交易对手违约及摊回不及时导致的流动性风险。
第二十条	根据负债特性，并综合风险偏好、风险限额、匹配要求、长期预期收益和偿付能力管理目标，确定各类账户预期收益目标和风险指标，制定、执行和调整资产配置政策；资产配置风险与合规人员独立于执行人员。
第二十一条	重大投资前评估对公司及相应账户资产负债匹配的影响；重大投资包括单一重大股权、重大股票/上市公司收购、单一投资性不动产，或单一标的累计投资高于上季末总资产 3%或 30 亿元；政府债、准政府债、政策性金融债、存款、现金及流动性工具除外。
第二十二条	委托保险资管公司投资时强化信息共享；保险公司向受托人提供久期目标、收益率要求、现金流预期变化等负债信息，受托人提供资产配置执行信息并配合资产负债匹配指标测算分析。
第二十三条	定期开展压力测试，情景覆盖宏观与市场变化以及资产、负债、资本端风险；设置系统性/ 特定冲击及不同压力程度，考虑风险关联性，开展压力测试和反向压力测试，并将结果用于管理方案、业务规划和资产配置调整。
第二十四条	建立年度回溯机制，至少比较分账户预期/ 实际保费、长期资产收益率假设/ 实际收益、分账户预期/ 实际投资收益率、负债资金成本率及保证成本率，并对管理目标达成情况进行比较和归因分析。
第二十五条	信息系统或模型工具至少具备：测算匹配指标；监测指标传导与限额；测算市场/信用/退保等风险影响；测算业务规划、分红/万能结算、资产配置等内部决策影响；支持不同假设下压力测试。
第二十六条	建立规范的资产负债管理报告制度，明确内容、形式、频率和报送范围，确保董事会、高级管理层及其他管理人员及时掌握匹配及管理状况。
第二十七条	结合宏观、市场、偿付能力和风险变化，持续跟踪匹配指标及主要影响因素，及时评估和调整管理方案并履行审批程序。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：《保险公司资产负债管理办法》第四章 监管指标和监测指标条款梳理

条款	主要内容
第二十八条	在法人层面计算监管指标和监测指标；监管指标设置最低标准并实施限额管理，监测指标用于错配风险识别与预警。
第二十九条	财险监管指标：沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产，≥100%；收入覆盖率=（保险服务收入+综合投资收益）÷综合成本，≥100%；流动性覆盖率≥100%，按流动性风险监管规则计算。
第三十条	人身险监管指标：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，标准 50%-150%，低于 50%时现金流流入利率敏感度不低于 5%；综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率、流动性覆盖率均≥100%。
第三十一条	财险监测指标包括利差一（综合投资收益率-负债资金成本率）、利差二（净投资收益率-负债资金成本率）及压力情景下利差。
第三十二条	人身险监测指标包括有效久期缺口、基点价值变动率、利差三、利差四、压力情景下利差、流动性匹配率，以及分大类账户成本收益与流动性匹配指标。
第三十三条	金融监管总局可根据审慎监管需要，调整行业或特定保险公司的指标内容、计算口径、计算频率和监管标准。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

表 14：《保险公司资产负债管理办法》第五章 监督管理条款梳理

条款	主要内容
第三十四条	监管部门建立定期分析机制，加强监管协同，依法开展监督检查，并实施差别化监管。
第三十五条	保险公司按规定向指定平台报送季度和年度报告并确保及时、真实、准确、完整；报告包括资产配置、资产信用、负债产品等基本情况，以及期限结构、成本收益、流动性等匹配情况。
第三十六条	年度报告中的资产负债基本情况和匹配情况须经独立三方审核机构核验；年度报告还需说明管理目标、组织架构、人员职责、业务规划、资产配置政策、回溯分析等。
第三十七条	每年评估一次资产负债管理能力建设情况并报送；监管部门评估治理结构、政策和程序等能力建设，并将匹配指标和能力建设纳入保险公司监管评级。
第三十八条	监管部门可结合经营模式设置差异化预警值或区间，适时进行风险提示，或要求提交预防匹配状况恶化的管理计划。
第三十九条	监管指标不达标或管理存在缺陷时，可采取监管谈话并要求整改、限期达标、下发监管意见书、要求更严格压力测试和改善计划、增加报告内容和频率、扩大现场检查范围并提高频率等措施。
第四十条	到期整改不到位的，监管部门依法要求调整保险业务结构或资产配置结构，改善匹配状况，并可采取法律法规规定的其他措施。
第四十一条	违反规定的依法律法规处罚；无明确处罚规定但违反《办法》的，责令改正，逾期不改或情节严重的，可对公司及直接责任董事、高管和其他责任人员警告、通报批评并处 10 万元以下罚款；危害金融安全且产生危害后果的，最高处 20 万元罚款。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

表 15：《保险公司资产负债管理办法》第六章 附则条款梳理

条款	主要内容
第四十二条	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；未设董事会的外国保险公司分公司由高级管理层履行相应职责并承担责任。
第四十三条	保险公司资产负债管理压力情景规则另行制定。
第四十四条	“以上”“以下”“不低于”均包含本数。
第四十五条	《办法》由国家金融监督管理总局负责解释和修订。
第四十六条	自 2027 年 1 月 1 日起施行；2019 年《保险资产负债管理监管暂行办法》（银保监发〔2019〕32 号）同时废止。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

财产保险公司资产负债管理监管指标和监测指标

表 16：财产保险公司监管指标完整梳理

指标	计算口径
沉淀资金覆盖率	沉淀资金÷中长期资产；最低监管标准≥100%。沉淀资金按系数法、情景法分别测算并取较小值。中长期资产主要包括剩余期限 3 年以上的存款、金融企业及非金融企业债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、资产证券化产品和非标准固定收益类资产，以及未上市股权、部分长期权益投资、不动产、自用性不动产和商品类资产等；单一资管计划、单一投资者组合类保险资管产品及私募理财需穿透统计；无中长期资产时指标取 100%。
收入覆盖率	（过去 3 年保险服务收入+过去 3 年综合投资收益）÷过去 3 年综合成本；最低监管标准≥100%。综合投资收益包含利息、投资收益、公允价值变动、其他投资损益、相关 FVOCI 变动及处置损益，并扣除投资资产减值和利息支出；综合成本按传统账户承保综合成本，并在普通账户层面加入次级债、资本补充债和无固定期限资本债利息支出。
流动性覆盖率	最低监管标准≥100%，计算方法按照金融监管总局有关流动性风险监管规则执行。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

表 17：财产保险公司监测指标完整梳理

指标	计算口径
利差一	过去 3 年平均综合投资收益率-过去 3 年平均负债资金成本率。综合投资收益率=综合投资收益÷资金运用平均净额；负债资金成本率按传统保险账户及资本补充工具账户成本加权计算。
利差二	过去 1 年净投资收益率-过去 1 年负债资金成本率。净投资收益包括利息、FVTPL 金融资产利息、股息红利、投资性房地产租金等，并扣除利息支出。
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	业务压力情景下综合投资收益率-业务压力情景下负债资金成本率。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

人身保险公司资产负债管理监管指标和监测指标

表 18：人身保险公司监管指标完整梳理

指标	计算口径
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。现金流流出覆盖全口径保险业务及次级债、资本补充债、无固定期限资本债等；现金流流入覆盖可计算现金流的现金及流动性管理工具、固定收益类资产、利率类金融衍生品及业务端现金流流入，并进行规模调整。最低监管标准为 50%-150%；低于 50%时，现金流流入利率敏感度不低于 5%。
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。综合投资收益包含利息、投资收益、公允价值变动、其他投资损益、相关 FVOCI 收益等并扣除投资资产减值及利息支出；剔除 FVOCI 债务工具公允价值变动。负债资金成本覆盖传统、分红、万能账户保证及非保证利益。最低监管标准≥100%。
净投资收益覆盖率	过去 3 年净投资收益÷过去 3 年负债保证成本。净投资收益包括利息、FVTPL 金融资产利息、股息红利、投资性房地产租金等并扣除利息支出；保证成本覆盖普通型寿险预定利率、普通型非寿险保证成本、分红险预定利率及万能险最低保证利率对应成本。最低监管标准≥100%。
流动性覆盖率	按照金融监管总局有关流动性风险监管规则计算，最低监管标准≥100%。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

表 19：人身保险公司监测指标完整梳理

指标	计算口径
有效久期缺口	规模调整后有效久期缺口=（资产现金流有效久期×资产现金流折现值+负债现金流流入有效久期×流入折现值+利率衍生品买入久期×名义本金-卖出久期×名义本金）÷负债现金流流出折现值-负债现金流流出有效久期。
基点价值变动率	建立期限结构模型，在利率曲线平移上/ 下、倾斜上/ 下、扭转上/ 下六类情景下，测算资产与负债价值不利变动对实际资本的影响；分红险和万能险负债需考虑损失吸收效应调整。
利差三	过去 3 年平均会计投资收益率-过去 3 年平均负债保证成本率×（过去 3 年负债平均规模÷过去 3 年调整后的资金运用平均净额）。调整后的资金运用净额扣除 FVOCI 债务工具累计公允价值变动。
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。固定收益资产到期收益率为使现金流折现值等于摊余成本的年化折现率；新业务最低要求回报率为使新业务期初现金流现值为零的最低投资收益要求。
宏观经济压力情景下利差	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×规模调整系数。
利率上行压力情景下利差	未来 3 年逐年测算：预测会计投资收益率-预测寿险业务负债资金成本率×（预测负债平均规模÷预测调整后资金运用平均净额）。
利率下行压力情景下利差	未来第 X 年=预测可计算现金流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；用于衡量利率下行、再投资收益下降情景下固定收益类投资收益对保证成本的覆盖能力。
流动性匹配率	以负债现金流流出修正久期及折现值，与资产现金流、负债现金流流入、长期股权投资和不动产等长期资产的久期和规模进行匹配测算。
分大类账户成本收益与流动性匹配指标	按照大类账户分别计算相应成本收益匹配指标和流动性匹配指标，计算口径沿用前述相关指标。

数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。