下载日志已记录，仅供内部参考

资负蜕变期，价值重估时

--寿险行业资负经营系列报告之一

保险

评级： 增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘欣琦(分析师)	021-38676647	liuxinqi@gtht.com	S0880515050001
唐关勇(分析师)	021-38031032	tangguanyong@gtht.com	S0880526030006
李嘉木(分析师)	021-38038619	lijiamu@gtht.com	S0880524030003
马以越(研究助理)	021-38038428	mayiyue@gtht.com	S0880126050022

本报告导读：

当前利率异常低位，推动我国寿险业资负经营进入蜕变期，行业分化将加大。寿险公司应以自身偿付能力为基础，构建中长期利率风险管理的资负经营模式。

投资要点：

- **投资建议：我国寿险业进入资负经营新阶段，建议增持 PEV 被普遍低估的保险板块。**当前利率异常低位，寿险公司进入资负经营新阶段，以偿付能力为基础，构建起中长期利率风险管理的资负经营模式的保险公司，在利率回暖期，盈利会显著提升且超过同业。市场过度关注低利率环境下新准则利润压力，忽略保险公司在利率正常化时的提升潜力，导致板块 PEV 被严重低估，建议增持保险板块。
- **以欧洲保险史为参考，基于中长期利率风险管理的资负经营能力是寿险公司的核心竞争力。**近年来欧洲寿险市场增长持续低迷，其重要原因在于负债结构跟随当期利率环境做过度调整：高利率阶段大量销售高保证、长久期传统险，将当期高利率固化为长期负债成本；低利率阶段又过度转向投连险等市场联动型产品，在利率回升时错过盈利提升的机会。
- **中国寿险行业资负经营经历了四个阶段，利率异常低位下行业进入资负经营蜕变期。**复业至 1999 年是资负经营萌芽期，行业市场化程度提升，逐步建立科学识别和计量长期负债的经营理念；2000—2017 年进入资负经营初期，较高利率环境使资产收益能够较稳定地满足负债要求，经营以负债增长为主要驱动，资产端重点开展收益匹配和流动性管理；2018—2024 年进入资负经营成熟期，长端利率中枢下行，同时偿二代由一期向二期过渡也推动资本管理体系进一步成熟，行业通过增加长久期债券和适度提高权益配置强化久期及收益匹配；2025 年以来，利率进入异常低位，基于久期匹配的资负经营逐步失效，行业进入资负经营蜕变期，具备资本优势的寿险公司应当建立以中长期利率预期为基础的资负经营体系，负债端均衡传统险和分红险，资产端立足长期增配有较大增值潜力的资产。
- **应正确理解低利率环境下保险公司利润高波动的现象。**保险作为长期生意，偿付能力充足的公司在低利率环境下，基于中长期利率风险管理进行的资负匹配也会导致当期新准则利润的大幅波动，但参考欧洲保险历史，在低利率环境下，因为低利率传统险的成本刚性以及因为新兴产业资产价格波动带来的利润高波动是利率异常低位的合理现象，并不应当影响企业价值。
- **基于中长期利率假设的 EV 仍是用于估值的最有效工具。**当前利率低位，市场有部分声音认为是 EV 投资假设应同步调整，甚至认为“净资产+CSM”能更公允反映股东价值。这其实忽略了保险公司长期经营属性，把低利率环境下保险公司的利润下行和波动线性外推至长期，我们认为在低利率环境应关注以中长期合理利率水平为投资收益率假设基础的 EV，以及保险低估情况下的投资机会。
- **风险提示：**长端利率下行；权益市场波动；监管政策变化。

相关报告

保险《《保险法》迎修订，五家保险央企获注资》2026.09.14
保险《投资端是业绩增长主因，资负经营更关键》2026.09.06
保险《五家中央险企获特定对象注资，夯实资本实力》2026.09.06
保险《《保险法》迎来第五次修订，健全风险处置机制》2026.09.05
保险《上市险企中期业绩整体符合预期，建议关注优质保险个股》2026.08.31

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 海外镜鉴：基于中长期利率风险的资负管理是寿险核心竞争力.....3
1.1. 近年来，欧洲保险业落后于全球保险行业的发展.....3
1.2. 缺乏中长期利率风险管理是欧洲寿险没落的重要原因.....4
2. 中国演进：中国资负经营正在走入第四阶段，行业进入蜕变期.....6
2.1. 资负经营的萌芽期：自保险复业至 1999 年，逐步建立科学的长期负债经营理念.....7
2.2. 资负经营的初始期：2000 年至 2017 年，负债为主要驱动，资产端进行收益和流动性匹配.....8
2.3. 资负经营的成熟期：2018 年至 2024 年，资产端开始注重久期匹配与提升权益比例.....10
2.4. 资负经营的蜕变期：当前利率异常低位，应以资本为基构建中长期利率风险管理的资负模式.....13
3. 资负管理优秀的寿险公司在低利率环境下也会出现新准则利润大幅波动的现象，应被合理理解.....19
3.1. 新准则出台背景：更符合次贷危机后的欧洲寿险业发展所需.....19
3.2. 利率异常低位，基于中长期利率风险管理的寿险公司也会出现利润大幅波动.....21
4. 基于中长期利率的 EV 仍是评估寿险公司价值的最有效工具.....23
4.1. 净资产+CSM 的估值方式不适宜作为寿险公司估值定价锚.....23
4.2. 当前利率异常低位，估值更应基于中长期利率预期的 EV.....24
4.3. 当前保险公司估值隐含较为悲观的中长期收益率预期，板块被严重低估 26
5. 风险提示.....27

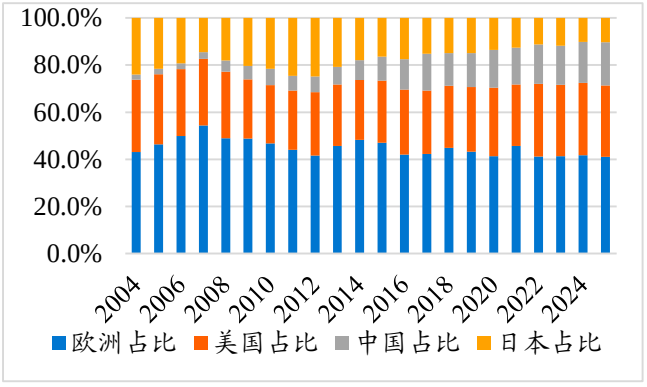
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 海外镜鉴：基于中长期利率风险的资负管理是寿险核心竞争力

1.1. 近年来，欧洲保险业落后于全球保险行业的发展

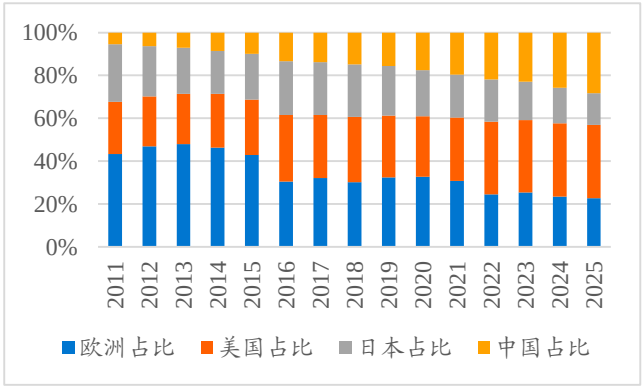
近年来，欧洲寿险业保费和资产全球份额均持续下滑，行业发展明显落后于全球保险市场。（1）保费份额看，欧洲寿险保费占四大市场的份额由 2007 年的 54.4%下降至 2025 年的 41.0%。（2）资产份额看，欧洲寿险总资产占四大市场合计比重由 2011 年的 43.3%下降至 2025 年的 22.7%，同期中国占比提升至 28.3%，显示欧洲相对份额持续被其他市场分流。虽然 2021 年后欧洲统计口径受到英国脱欧影响，但 2021—2025 年欧洲资产份额仍延续下滑趋势。欧洲寿险市场的弱化并非单纯的需求问题，而是其在过度关注短期利率变动而忽略长期利率趋势所进行资负调整后的结果。

图1：欧洲寿险业保费规模占四大市场份额整体下降



资料来源：Sigma，国泰海通证券研究 注：欧洲数据来自 sigma 统计欧洲地区各国寿险保费加总，含英国市场。

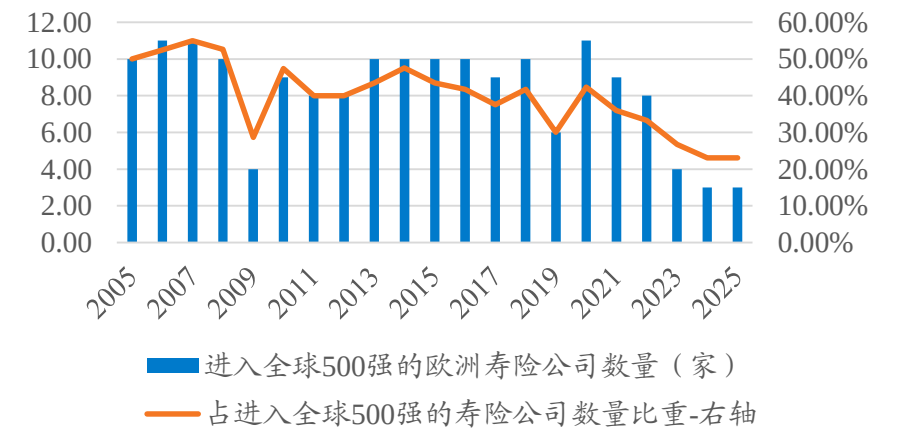
图2：欧洲寿险总资产占四大市场份额明显下降



资料来源：OECD，EIOPA、国泰海通证券研究注：2021 年以后英国脱欧，EIOPA 数据剔除英国市场

欧洲寿险行业竞争力减弱，欧洲寿险公司进入《财富》全球 500 强的寿险公司数量明显减少。按《财富》世界 500 强“人寿与健康保险（股份）”行业口径，2005—2025 年，欧洲总部寿险公司数量由 10 家降至 3 家，欧洲公司占该行业入选企业的比重由 50.0%降至 23.1%，占全部全球 500 强公司的比重也由 2.0%降至 0.6%；2025 年仅剩安联、AXA 和忠利位列榜单。**同时欧洲近年来也出现不少保险公司破产案例。**

图3：欧洲寿险进入全球 500 强的数量近年来明显减少



资料来源：《财富》，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：欧洲寿险公司出现利差损或者经营破产的情况

序号	公司	案例情况概述
1	Equitable Life Assurance Society（英国）	2000 年出现利差损。长期承诺保证年金利率（GAR），但市场利率下降、资产收益不足以覆盖保证负债；法院判决后形成约 15 亿英镑负债，公司停止新业务。
2	Mannheimer Lebensversicherung AG（德国）	2003 年陷入财务危机。股价大幅下跌、权益投资损失及风险管理不足导致隐性负债扩大，无法充分覆盖保险责任，保险组合最终转移至 Protektor。主要并非低利率因素。
3	Generali Leben AG（德国）	2018—2019 年转入外部 Run-off。长期低利率环境下，传统高保证寿险存量资本占用和利率风险较高，Generali 将 89.9%股权出售给 Viridium，以降低利率风险、改善资本回报；不是破产。
4	Conservatrix N.V.（荷兰）	2019—2020 年恶化并破产。历史高保证终值和分红承诺造成较重负债，叠加再保险安排失效、股东未补充资本，导致偿付能力和最低资本要求不达标，2020 年 12 月 8 日被宣告破产。
5	Eurovita S.p.A.（意大利）	2023 年进入特别管理并最终清算。加息导致债券资产价值下降，同时保单退保增加，偿付能力跌破监管要求；公司暂停退保，随后进入强制清算，保单资产转移至 Cronos Vita。
6	FWU Life Insurance Lux S.A.（卢森堡）	2024—2025 年进入清算程序。公司不再满足最低资本、偿付能力资本及保险负债资产覆盖要求，恢复计划失败后被请求解散清算。

资料来源：英国财政部、荷兰央行、意大利保险监管局、卢森堡保险监管局，国泰海通证券研究

1.2. 缺乏中长期利率风险管理是欧洲寿险没落的重要原因

缺乏中长期利率风险管理，而基于当期利率的资负经营，是欧洲寿险业相对萧条的主因。

1、 负债端：相对失控，基于短期利率进行过度的调整

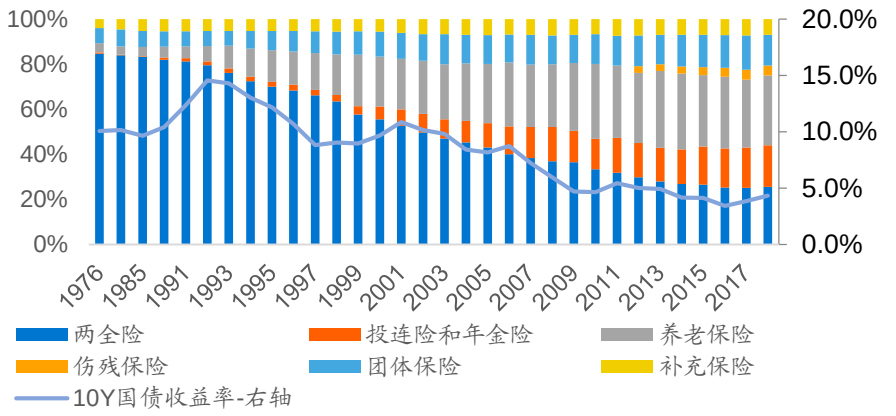
保险公司的经营起点是负债，寿险负债又具有期限长、成本锁定、对利率高度敏感的特征，基于当期利率进行过度激进的负债结构调整会导致寿险公司中长期经营压力。

在高利率时代，欧洲以刚性负债成本保单为主，锁定长期负债成本：以欧洲的上等生德国市场为例，在上世纪高利率阶段，德国寿险市场长期以两全险等传统储蓄型产品为主。1976 年至 90 年代初，德国两全险占比长期维持在 80%以上，即使在 10 年期国债收益率上行至高位后，传统储蓄型产品仍是主导产品。这意味着保险公司在高利率环境下持续销售带有较高保证属性的长期负债，将当期高利率环境固化为未来多年甚至数十年的负债成本。一旦利率中枢下行，新增资产收益率下降，而存量保单负债成本仍然较高，资产端再投资收益难以覆盖负债端保证成本，利差损风险随之上升。

而在利率下行周期，又提升投连险占比。从德国以及欧洲寿险公司数据来看，伴随利率水平的下移，其投连险占比又显著提升。这使得其在利率上行期需把投资利差部分分配给持有人，错过利润回归正常水平后的利润增长和资本积累。

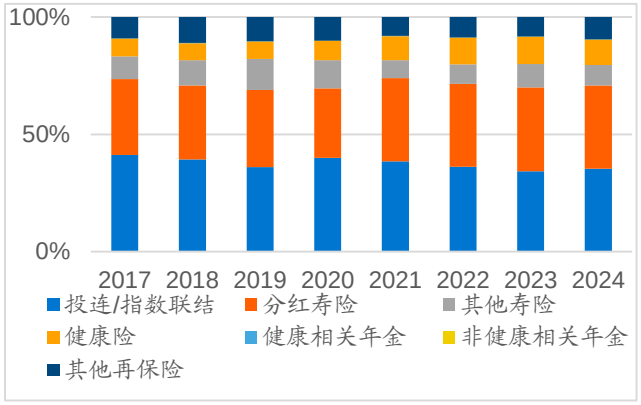
下载日志已记录，仅供内部参考

图4：以德国为例，欧洲寿险业相对当期利率做过度敏感的结构调整



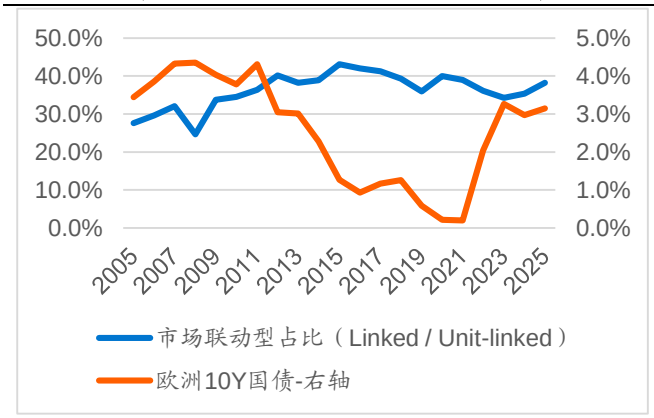
资料来源：德国 GDV、国泰海通证券研究

图5：近年来欧洲寿险公司的传统型产品占比低



资料来源：EIOPA，国泰海通证券研究

图6：低利率环境下欧洲投连险占比大幅提升



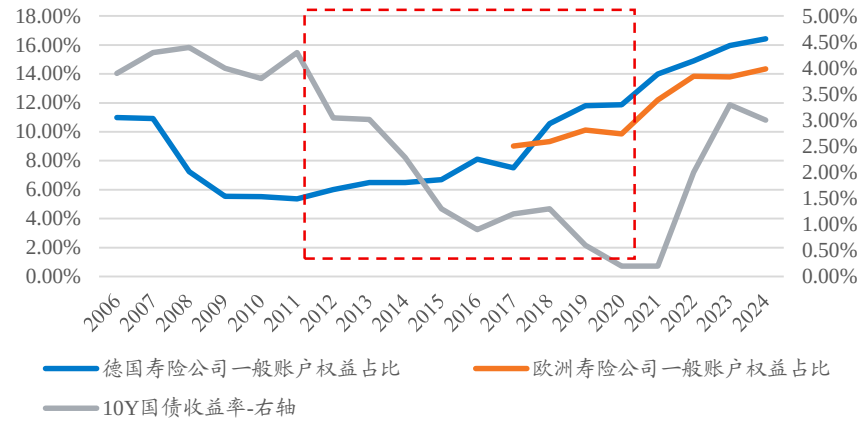
资料来源：EIOPA，国泰海通证券研究

2、资产端：及时反应低利率，利率水平回归再均衡

欧洲寿险公司资产端相对负债端表现更优，更能基于中长期利率进行风险管理。欧洲寿险公司虽同样以固收资产为主要底仓，在 2012—2021 年低利率阶段，为弥补固定收益资产收益下行压力，一般账户权益占比持续提升：德国寿险公司一般账户权益占比由约 6%提升至 14%左右，欧洲寿险公司由约 9%提升至 12%左右，德国安联也由约 6%提升至 12%左右。2022 年以来，欧洲长端利率阶段性回升后，一般账户权益占比整体维持在较高平台，但边际提升趋缓。这说明欧洲资产端相对负债端更能基于中长期利率水平进行风险管理，一定程度上维系了欧洲寿险行业的发展。

下载日志已记录，仅供内部参考

图7：欧洲及德国寿险公司资产端相对负债端表现相对更优



资料来源：EIOPA、GDV，德国安联公司财报、国泰海通证券研究

2. 中国演进：中国资负经营正在走入第四阶段，行业进入蜕变期

监管及利率趋势变化驱动中国寿险行业资产负债管理方式的转变，当前正走向第四个阶段。

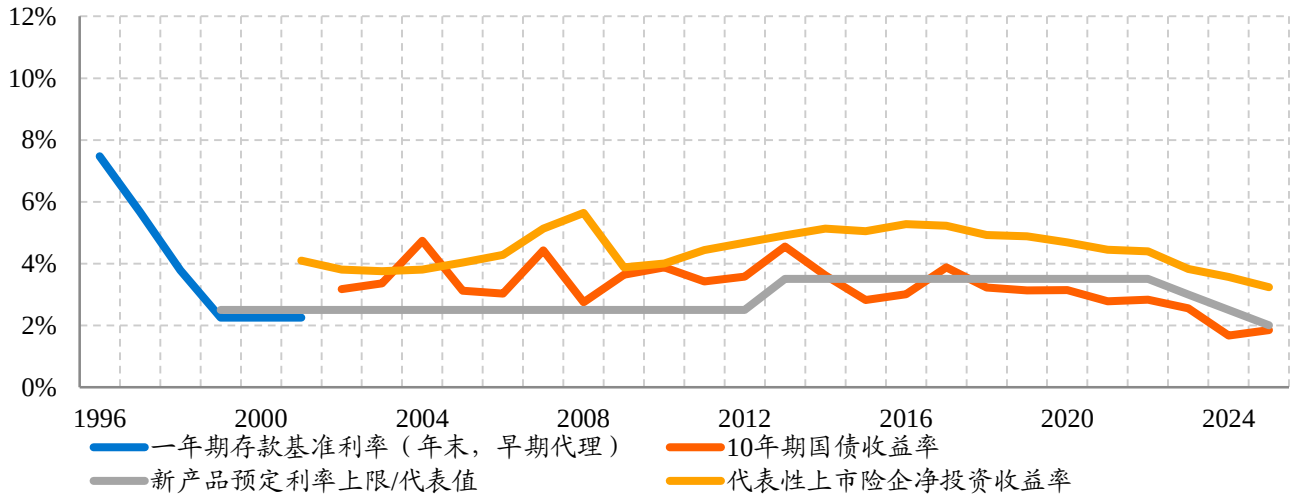
（1）**资产负债萌芽期：**中国寿险业复业至 1999 年，行业逐步摆脱“金融财政化”，在市场化经营过程中建立长期负债经营理念；

（2）**资负经营初始期：2000—2017 年，利率处于高位且相对稳定，行业以负债端增长为主要驱动，资产端重点进行收益和流动性匹配，静态资负匹配体系逐步形成；**

（3）**资负经营成熟期：2018—2024 年，长端利率中枢下行，资产端开始拉长久期并适度提升权益配置，偿付能力监管体系进一步完善，资产逐步走向多元化，资负经营进入成熟期；**

（4）**资负经营蜕变期：2025 年以来，利率进入异常低位，基于久期、流动性匹配的资负模式难以维持，偿付能力和资本管理难度进一步上升，行业分化加大，保险公司需要以自身资本约束为基础、构建中长期利率风险管理的资负经营模式。**

图8：监管及利率环境变化推动寿险资产负债管理模式的转变



资料来源：金管局，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：中国寿险业资产负债经营四阶段的主要特征

阶段	萌芽期	初始期	成熟期	蜕变期
时间区间	1999 年前	2000—2017 年	2018—2024 年	2025 年以来
核心特征	逐步形成科学负债经营概念	负债驱动，逐步建立静态资负匹配体系	利率中枢下行，静态资负难度有所提升	以资本为依据，构建基于中长期利率预期的动态资产负债管理体系
利率环境	高利率阶段	利率高位稳定	利率中枢下行	长端利率异常低位
负债端特征	负债经营初期，逐步建立科学负债经营理念	负债端快速增长，规模导向为主	保障型需求放缓，储蓄险增长推高负债成本	基于中长期利率预期构建均衡化的负债结构
资产端特征	以存款、债券等低风险资产为主	以固收资产为底仓，进行收益匹配	增配长债、注重久期匹配，并适度提升权益配置	基于中长期增长潜力布局多元化权益资产
监管与偿付能力	以 1999 年 90 号文为标志，准备金评估和负债识别逐步规范	2016 年偿二代体系实施，资本监管体系逐步成熟	2018 年资负旧规出台，2022 年偿二代二期实施	低利率环境下偿付能力管理要求提升

资料来源：金管局，国泰海通证券研究

2.1. 资负经营的萌芽期：自保险复业至 1999 年，逐步建立科学的长期负债经营理念

自中国保险业复业以来，中国寿险行业逐步去“金融财政化”，保险公司商业化程度提升，为了保证对客户的支付能力，逐步搭建起科学的长期负债经营理念。1999 年原保监会下发《关于下发有关精算规定的通知》（保监发〔1999〕90 号）是个标志性事件。它统一寿险、年金险、健康险、意外险等产品的精算和准备金评估规则，明确保费厘定、最低现金价值、法定责任准备金及准备金计提方法，标志着行业开始通过准备金评估准确识别长期负债。资负经营模式开始出现。

表 3：1999 年原保监会下发 90 号文，行业市场化程度提升推动寿险公司建立科学的负债评估体系

文件	主要内容
《关于下发有关精算规定的通知》（保监发〔1999〕90 号）	为加强人身保险监管、规范精算工作，统一下发五项精算规定。该文件标志着监管开始系统重视责任准备金评估，将保险负债的计量基础、评估方法和最低计提标准纳入统一监管，可视为我国资负经营初期的重要起点。这一阶段主要从负债端入手，首先解决“保险责任如何计量、准备金是否充足”的问题。
《人寿保险预定附加费用率规定》	适用于非利差返还型、非分红的长期人寿保险。明确毛保费由纯保费和附加费用构成，附加费用包括管理费用、佣金或手续费；根据个人与团体业务、缴费方式及产品类型，对各保单年度和平均附加费用率设置上限，规范产品定价中的费用假设，防止费用和佣金过度前置。
《人寿保险精算规定》	**90 号文中与准备金评估最直接、最核心的文件。**统一规范传统寿险的保费厘定、最低现金价值和法定责任准备金：保费依据预定利率、预定死亡率和预定附加费用率计算；规定保单最低现金价值；要求长期寿险原则上采用“未来法”逐单评估准备金，评估利率不得高于监管公布利率与产品预定利率二者中的较低者；分别规定死亡率、修正准备金和保费不足准备金的计算方法，并明确实际计提的准备金不得低于法定责任准备金和保单现金价值。
《利差返还型人寿保险精算规定》	对利差返还型长期寿险的定价、利差返还和准备金计提作出专门规定。利差返还利率与居民二年期定期存款利率挂钩，按年度计算利差返还金额；现金价值和法定责任准备金原则上按照《人寿保险精算规定》执行，同时要求对下一年度应支付的利差返还金额以及累积生息、抵缴保费的返还金额计提相应准备金。
《意外伤害保险精算规定》	适用于保险期限一年及以内的意外伤害保险。规范预定损失率和附加费用率，个人及团体业务附加费用率分别设置上限；规定年末未到期责任准备金原则上不得低于当年自留毛保费的 50%，并分别规范已发生已报案和已发生未报案未决赔款准备金的计提。

下载日志已记录，仅供内部参考

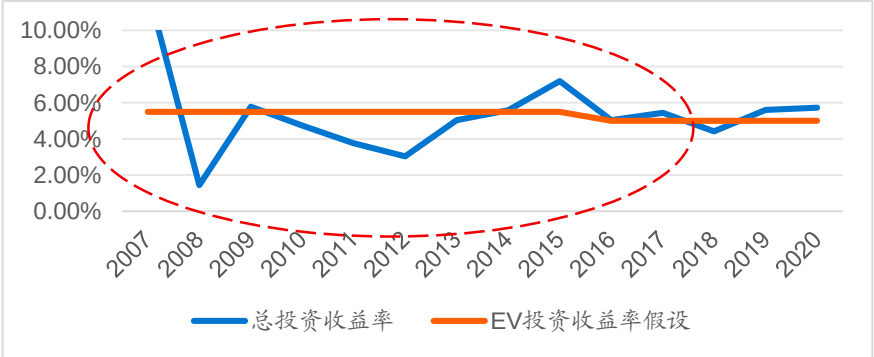
《健康保险精算规定》	将健康保险划分为医疗保险、疾病保险和收入保障保险，并按期限区分短期和长期健康险。短期健康险的损失率、费用率及准备金评估参照《意外伤害保险精算规定》；长期健康险的发生率假设、定价及责任准备金评估参照《人寿保险精算规定》，初步建立健康险分类评估和准备金计提框架。

资料来源：金管局、中国经济网、中国政府网，国泰海通证券研究

2.2. 资负经营的初始期：2000 年至 2017 年，负债为主要驱动，资产端进行收益和流动性匹配

资负经营初始期的核心，是在高利率环境下以负债增长为主要驱动，资产端围绕负债要求开展收益匹配和流动性管理，逐步建立静态资产负债匹配体系。2000—2017 年，市场利率总体处于较高水平，固定收益资产能够较为稳定地满足负债端收益要求，上市险企总投资收益率多数年份基本达到 EV 投资收益率假设。因此，行业经营重心主要集中在负债扩张，资产端则根据既定负债成本和现金流特征进行配置，满足收益匹配目标。同时，监管也在不断完善资本等方面的监管体系。

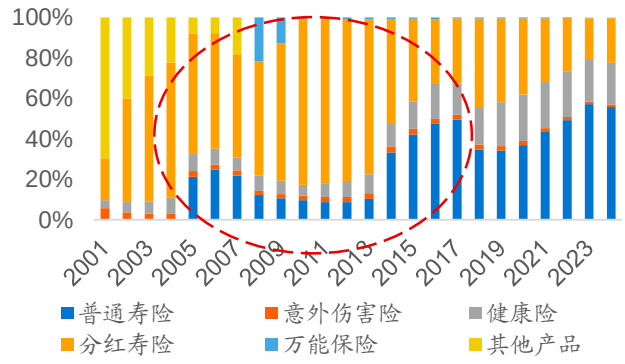
图9：总投资收益率基本匹配 EV 投资收益率假设



资料来源：各公司财报，国泰海通证券研究 注：关于上市险企平均值相关测算，主要包括中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险等 A 股上市险企，下文同

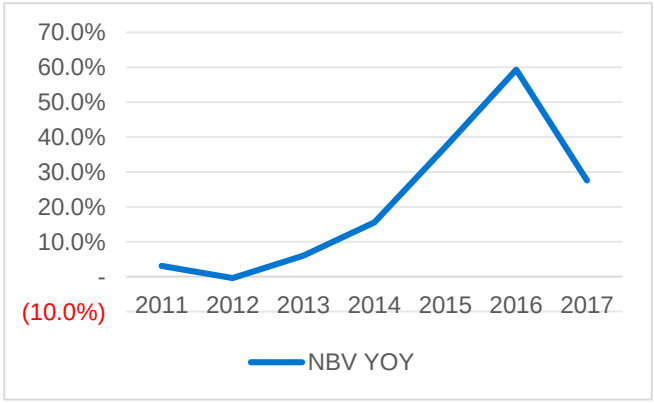
负债端看，2000—2017 年寿险行业仍以规模增长为主要导向，传统寿险和重疾险等产品需求旺盛，推动负债规模及新业务价值较快增长。在居民储蓄和保障需求释放、代理人渠道扩张的背景下，寿险产品由传统寿险逐步向分红险、健康险等多元产品拓展，上市险企 NBV 增速总体加快。由于资产收益率能够较好满足产品定价和利润目标，负债端经营更多关注产品销售、渠道扩张和规模增长，对中长期利率变化、资本占用及资产收益能力的前瞻性约束相对有限。

图10：2000—2017 年寿险产品结构逐步多元化



资料来源：中国保险年鉴，国泰海通证券研究

图11：2017 年以前上市险企 NBV 高速增长

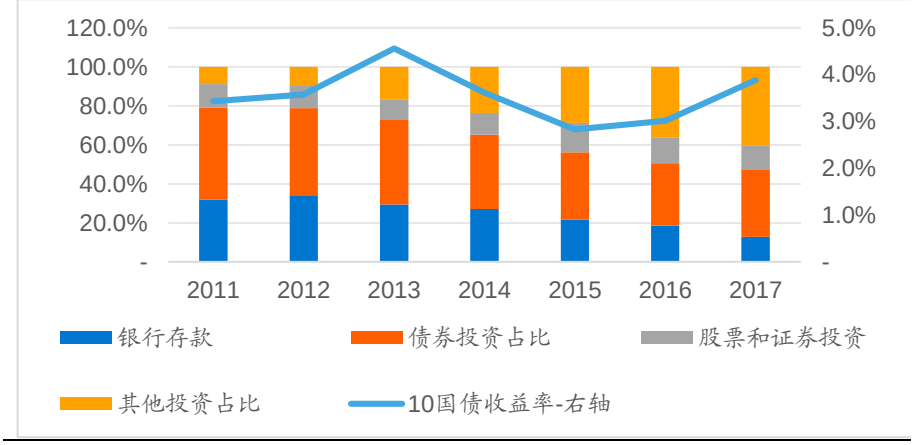


资料来源：各公司财报，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

资产端看，该阶段以负债现金流为基础进行静态配置，固定收益类资产承担收益匹配和流动性管理的主要功能。寿险公司以银行存款、债券等低风险资产为底仓，并逐步将配置范围拓展至其他投资工具，以满足快速增长的负债规模及现金流需求。在较高利率环境下，传统资产即可提供相对稳定的投资收益，行业不需要大幅依赖权益资产增厚回报，资产管理的重点主要是覆盖负债收益要求并保障流动性，而对资本占用、久期缺口和中长期利率变化的综合管理仍处于起步阶段。

图12：资产端以传统固收和非标资产为主，注重收益匹配



资料来源：金管局、国泰海通证券研究

资负经营初始期（2000—2017 年），监管政策总体遵循“负债端市场化改革、资产端逐步放宽、偿付能力约束不断强化”的演进思路。负债端先后经历预定利率调整、普通型人身险费率市场化，以及分红险、万能险等产品定价机制改革，推动产品定价由行政管制逐步转向公司自主定价；随着中短存续期产品风险暴露，监管进一步强化“保险姓保”，收紧产品期限、销售节奏和退保管理，限制过度理财化和短期化倾向。资产端则在允许保险资金间接参与资本市场的基础上，逐步放宽投资渠道和配置比例约束，并要求根据负债特征统筹期限、成本收益、流动性和现金流匹配，推动资产配置由渠道限制转向风险约束下的多元化配置。与此同时，偿付能力监管从 2003 年的额度监管、2008 年的动态监管，逐步发展为以风险为导向、覆盖定量资本、定性风险管理和市场约束的“偿二代”体系，资本约束和风险管理能力持续提升。总体而言，这一阶段的政策主线是在推动行业市场化的同时，通过“保险姓保”和偿付能力监管约束经营风险，逐步形成以负债为基础、资产围绕负债进行期限与流动性匹配的资负经营框架。

表 4：资负经营初期的政策情况

时间	政策名	核心内容
1999-06	**关于调整寿险保单预定利率的紧急通知**	将寿险保单预定利率上限调整为年复利 2.5%，并不得附加利差返还条款；自 1999 年 6 月 10 日起执行。
1999-10	**关于印发《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》的通知**	允许符合条件的保险公司通过证券投资基金间接进入资本市场，并对资格、比例、风险控制和信息报告作出约束。
2003-03	**保险公司偿付能力额度及监管指标管理规定**	建立实际偿付能力额度、最低偿付能力额度及偿付能力充足率监管框架，并针对不足程度设置报告、整改、限制业务等监管措施。
2008-07	**保险公司偿付能力管理规定**	强化以偿付能力充足率为核心的动态监管，要求定期报告、压力测试、资本补充和风险管理，并将资产负债不匹配纳入风险识别。

下载日志已记录，仅供内部参考

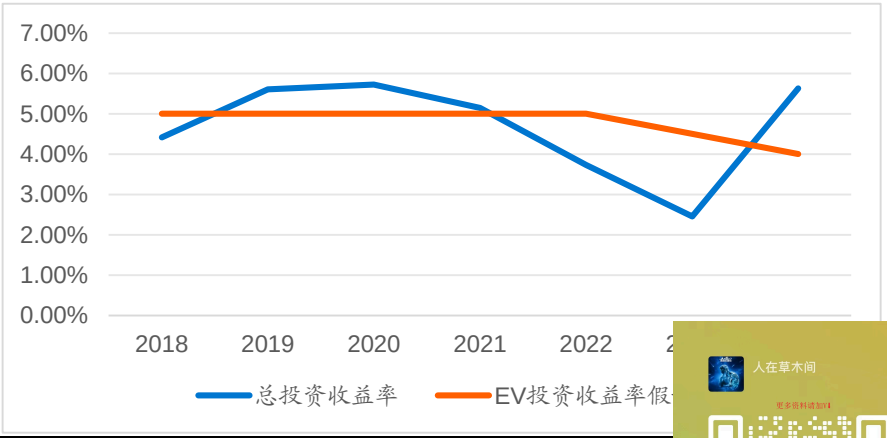
2012-07	**保险资产配置管理暂行办法**	要求保险公司根据负债特征制定资产配置政策，分账户管理，关注期限、成本收益和现金流匹配，并建立跨部门资产配置决策机制。
2013-08	**关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知**	放开普通型人身保险预定利率，由保险公司自主确定；对高于一定水平的产品实行审批，并通过准备金评估利率等后端规则约束风险。
2015-02	**保险公司偿付能力监管规则（1—17 号）**	建立以风险为导向的偿二代一期规则，覆盖量化资本要求、风险综合评级和市场约束三支柱；2015 年过渡运行，2016 年起正式实施。
2015-02	**关于万能型人身保险费率政策改革有关事项的通知**	放开万能险最低保证利率，由公司自主确定；同时设置准备金评估利率上限、独立账户管理和风险责任准备等后端约束。
2015-09	**关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知**	放开分红型人身保险预定利率，建立准备金评估利率和高预定利率产品审批要求，并强化分红账户和红利分配管理。
2016-03	**关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知**	收紧中短存续期产品定义、规模和销售节奏，强化资本、现金流和退保压力管理，抑制高现金价值产品快速扩张。
2017-05	**关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知**	强调产品开发应以消费者保障需求为中心，规范产品名称和宣传表述，限制过早、过高生存给付，压降理财化和短期化倾向。

资料来源：原保监会、中国政府网《中国金融稳定报告 2016》，国泰海通证券研究

2.3. 资负经营的成熟期：2018 年至 2024 年，资产端开始注重久期匹配与提升权益比例

资负经营成熟期的核心，是在负债端结构调整、长端利率中枢下行的背景下，通过强化久期匹配并适度提高权益配置，提升资负经营的质效。2018—2024 年，行业负债端由前期规模快速扩张转向结构调整，新业务价值增速有所回落；与此同时，10 年期国债收益率由约 3.6%降至约 2024 年的约 1.7%。固收资产再投资收益持续承压，上市险企总投资收益率中枢有所下滑，EV 投资收益率假设也由约 5.0%下调至 4.0%。随着负债增长放缓和资产收益率下降，行业经营重点由单纯扩大负债规模，逐步转向提高资产负债匹配效率。监管层面，2018 年资负旧规出台，2022 年偿二代二期正式实施，久期匹配和资本约束的重要性明显提升，推动资负经营进入成熟阶段。

图13：长端利率中枢下行，静态资负匹配要求提升



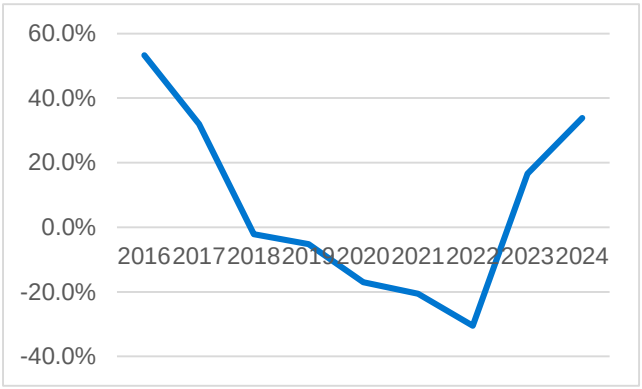
资料来源：各公司财报、国泰海通证券研究

负债端看，监管政策、需求变化和渠道调整共同推动行

下载日志已记录，仅供内部参考

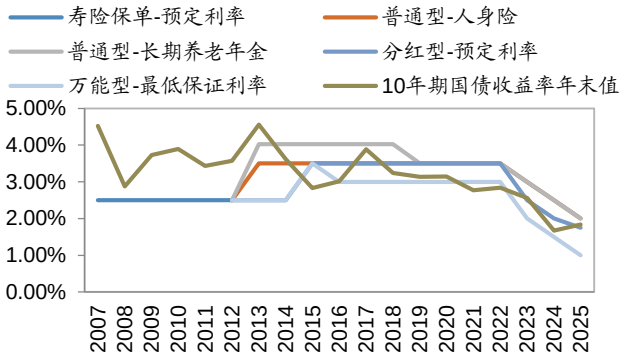
产品结构重塑。2017 年监管进一步强调“保险姓保”，加强对中短存续期产品的约束，行业开始压降期限较短、投资属性较强的产品，负债结构逐步向长期保障型业务调整。此后，随着前期重疾险需求逐渐释放，重疾险渗透率提升，其增长动能开始放缓；2020 年疫情又对线下展业、客户接触和保障需求释放形成冲击，叠加代理人渠道规模收缩和队伍转型，上市险企 NBV 增速持续下行，并在 2022 年降至约-30%。2023—2024 年，居民储蓄需求上升推动储蓄型产品放量，NBV 增速分别回升至约 17%和 34%，但产品向长期储蓄险转型也提高了保证负债的期限和成本刚性。同期监管持续下调新单预定利率并推进“报行合一”，推动新业务负债成本逐步下降，但存量高保证、长久期负债仍对资产收益和久期管理形成持续约束。

图14：上市险企 NBV 增速经历下滑后修复



资料来源：各公司财报，国泰海通证券研究

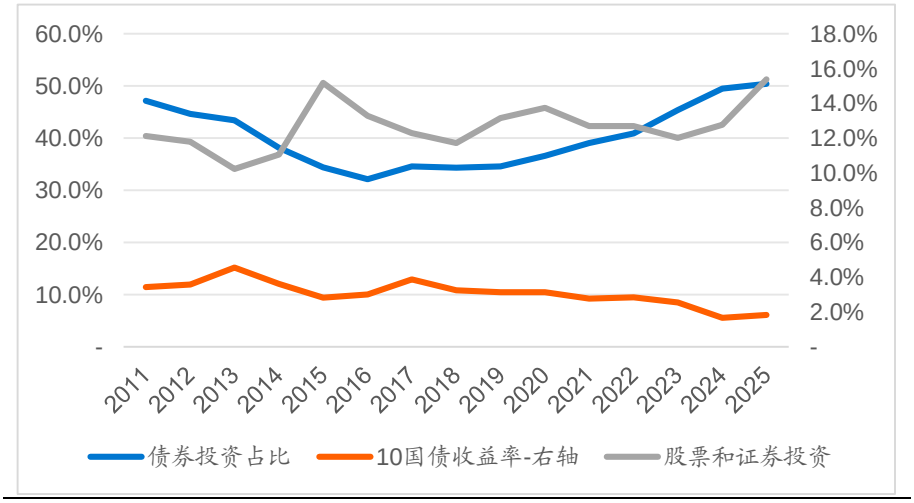
图15：2023 年以来监管下调新单预定利率



资料来源：金管局，国泰海通证券研究

资产端看，寿险公司开始由单纯追求收益匹配转向兼顾收益、久期和资本约束，主要通过增加长久期债券配置缩小资产负债久期缺口，2024 年开始提升权益比例获取风险回报。2018—2024 年，人身险资金债券投资占比由约 34%提升至接近 49%，增幅约 15 个百分点，反映行业在利率下行过程中加快配置长债、锁定长期票息收益。与此同时，随着固收收益率下降和总投资收益率承压，2024 年股票和证券投资占比开始边际回升，行业尝试通过适度承担市场风险增厚回报。总体而言，这一阶段保险公司更重视久期风险，资产端主要通过拉长久期、增加债券并适度提升权益配置应对利率下行，并且在 2024 年开始提升权益比例获取市场风险回报。

图16：资产端开始注重久期匹配，且 2024 年开始提升权益比例



资料来源：金管局、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

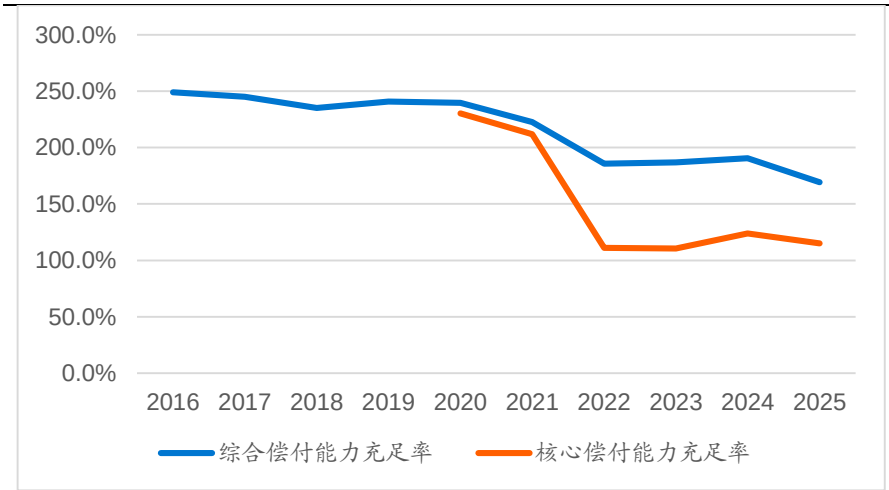
表 5： 中国平安非标资产收益率持续下降

	名义投资收益率（%）	平均期限（年）	剩余到期期限（年）
2017	6.00%	7.47	4.55
2018	5.84%	7.46	3.96
2019	5.75%	6.56	3.68
2020	5.49%	6.72	3.96
2021	5.31%	6.47	3.54
2022	5.05%	6.7	4.05
2023	4.80%	NA	3.29
2024	4.37%	NA	3.37
2025	4.08%	NA	2.98

资料来源：中国平安财务报告、国泰海通证券研究

监管与资本约束看，2018—2024 年是寿险行业偿付能力监管由制度建立走向精细化、资本管理体系进一步成熟的阶段。2016 年偿二代一期正式实施，偿付能力监管由规模导向转向风险导向，行业开始建立以综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率为核心的资本约束体系。2016—2021 年，行业综合偿付能力充足率总体保持在 220%以上，整体波动较小，表明这一时期寿险公司资本基础较为充足，偿付能力风险总体可控。2022 年偿二代二期正式实施，通过强化实际资本认定、细化最低资本计量并提高风险穿透要求，进一步增强资本监管对产品结构和资产配置的约束。受监管计量趋严以及低利率环境下资产负债管理压力上升影响，行业综合偿付能力充足率由 2021 年的 222.5%下降至 2022 年的 185.8%，核心偿付能力充足率由 211.7%下降至 111.1%；此后总体趋于稳定，2024 年分别回升至 190.5%和 123.8%，仍明显高于监管最低要求。由此可见，2018—2024 年行业偿付能力充足率中枢虽有所下降，但资本风险总体可控，资本管理也由满足静态监管指标，逐步转向对产品、投资、风险和资本占用的综合管理。

图 17：寿险公司的偿付能力充足率趋势



资料来源：金管局、国泰海通证券研究

2018—2024 年，监管政策思路由前期的市场化放开逐步转向“资负联动、风险约束和资本管理”，推动寿险经营从规模扩张转向成本、资本与价值效率管理。负债端，监管通过规范两全保险等产品实际存续期限、加强产品精算与资本约束、治理银保渠道费用及推进“报行合一”，持续压降产品短期化、理财化和渠道套利空间；2024 年进一步下调普通型、分红型产品预定利率及万能险最低保证利率上限，并建立与市场利率挂钩的动态调整机制，推动负债成本逐步回归合理水平。资产端，监管以《保险资金运

下载日志已记录，仅供内部参考

用管理办法》和资负管理监管规则为抓手，规范投资范围、决策机制和风险管理要求，将期限结构、成本收益、现金流匹配及压力测试纳入资负管理评价，要求保险公司根据负债特征统筹配置资产。偿付能力方面，2021 年偿付能力监管规则进一步明确最低资本要求、风险评级和董事会责任，偿二代二期于 2022 年正式实施后，市场风险、信用风险及长期股权投资等资本约束进一步强化。总体而言，这一阶段监管逐步推动寿险公司形成负债成本可控、资产配置匹配、资本约束有效的系统化资负经营框架。

表 6：资负经营成熟期的政策情况

时间	政策名	核心内容
2018-01	**保险资金运用管理办法**	系统规范保险资金来源、投资范围、决策与内控，要求遵循稳健、安全、流动和收益原则，并以资产负债管理为基础配置资产。
2018-02	**关于印发《保险资产负债管理监管规则（1—5 号）》及开展试运行有关事项的通知**	建立资产负债管理能力评估和量化评估框架，覆盖期限结构、成本收益、现金流、压力测试和报告机制，并开展监管试运行。
2019-07	**保险资产负债管理监管暂行办法**	明确资产负债管理的治理结构、能力评估和匹配状况评估，建立分类监管、报告报送和整改要求，关注期限、成本收益及现金流匹配。
2019-12	**关于规范两全保险产品有关问题的通知**	明确两全险实际存续期限要求，以 5 年期及以上产品为主，对较短期限产品设置偿付能力、规模和资本约束，并要求说明现金流与资产负债管理影响。
2020-01	**普通型人身保险精算规定**	整合普通型寿险、年金、健康和意外险精算要求，规范定价、准备金、现金价值和利润测试，并完善长期保障型产品精算监管。
2020-12	**企业会计准则第 25 号——保险合同（修订）**	按保险合同组确认和计量履约现金流与合同服务边际，收入反映保险服务而非保费收付，并引入当期折现、金融风险变动列报等要求。
2021-01	**保险公司偿付能力管理规定**	明确核心偿付能力充足率不低于 50%、综合偿付能力充足率不低于 100%、风险综合评级不低于 B 类等监管要求，并强化董事会责任和资本规划。
2021-12	**保险公司偿付能力监管规则（Ⅱ）**	升级偿二代资本计量和风险管理规则，强化穿透监管、长期股权投资和市场信用风险约束，细化利率、长寿等风险计量；自 2022 年一季度起实施。
2023-08	**关于规范银行代理渠道保险产品的通知**	要求银保渠道产品备案的附加费用率、费用结构和佣金上限与实际执行保持一致，严禁账外费用和变相突破，强化费用真实性。
2024-08	**关于健全人身保险产品定价机制的通知**	下调普通型、分红型预定利率上限及万能险最低保证利率上限，建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，并将“报行合一”扩展至全部渠道。
2024-09	**国务院关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见**	提出强监管、防风险、促高质量发展，推动行业由追求速度规模转向价值效率，健全产品定价、负债成本和资产负债联动监管，发挥长期资金作用。

资料来源：金管局，国泰海通证券研究

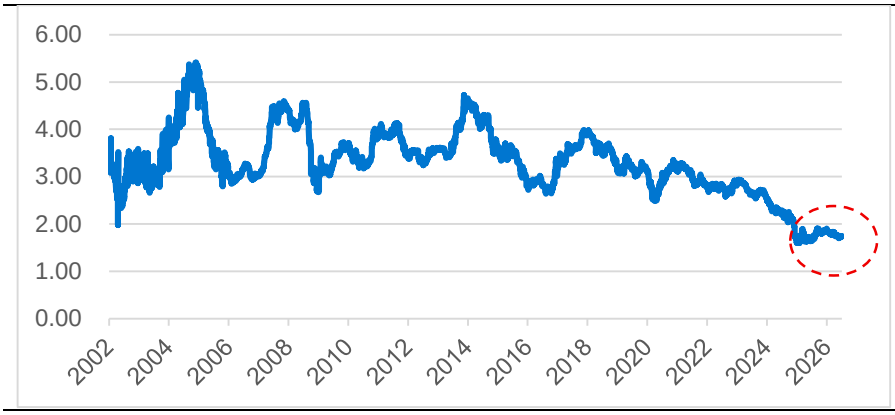
2.4. 资负经营的蜕变期：当前利率异常低位，应以资本为基构建中长期利率风险管理的资负模式

2025 年以来，长端利率进入异常低位，基于久期、成本收益和流动性的资负匹配模式逐步失效，寿险行业进入资负经营的蜕变期。传统基于久期、成

下载日志已记录，仅供内部参考

本和流动性的资产负债匹配能够成立的核心在于长端利率仍处于相对可控区间，固收资产和优质非标资产能够提供较稳定收益，上市险企净投资收益率可以稳定覆盖负债成本且实现盈利，依靠既定收益率、久期和现金流安排即可支撑远期价值实现。但近年来 10 年期国债收益率持续下行并处于历史低位，新增债券配置收益率下降，优质非标资产收益率和剩余期限同步下行，存量高收益资产到期后面临更明显的再投资压力。**与此同时，寿险负债期限长、成本调整滞后，存量保单负债成本难以随资产收益率同步下降，导致资产收益覆盖负债成本的难度上升。**由此，过去“锁定资产收益率、匹配负债成本”的静态模式已经难以应对低利率环境下的利差损和再投资风险，寿险公司必须从单纯依靠资产端收益，转向建立基于中长期利率预期的动态资产负债管理体系。

图18：2025 年以来我国 10 年期国债收益率处于历史低位（%）

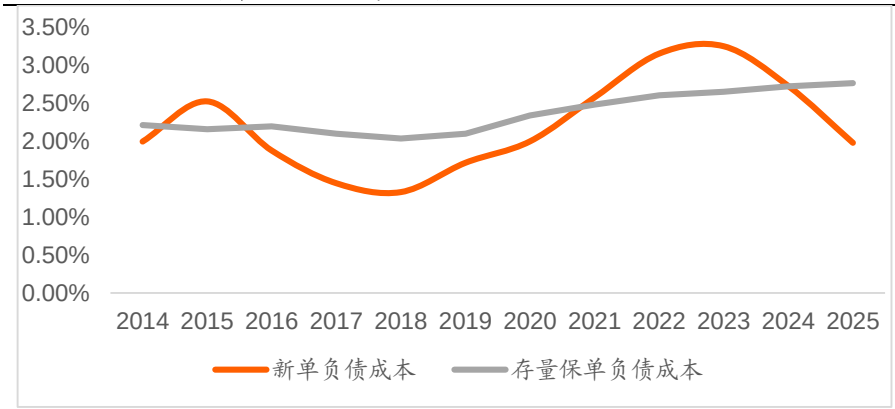


资料来源：iFind、国泰海通证券研究

1、负债端：以中长期利率风险管理为基础构建相对均衡的分红险和传统险组合

新单占比较低导致存量负债成本下降缓慢，负债端应兼顾新单与存量负债管理。低利率环境下，预定利率下调和产品结构调整已经推动新单负债成本回落，但如果只考虑不断降低保证负债成本而过度提升利率敏感性产品占比则有可能与欧洲一样在利率回暖周期丧失发展机遇。因此以中长期利率风险管理为前提，构建不确定性可控的分红险和传统险组合应是中国寿险公司的优选。**资负经营蜕变期的负债端管理不能只关注当年新单成本下降，还应考虑利率回升期保险产品的相对竞争优势。**

图19：上市险企新单和存量负债成本趋势



资料来源：各公司财报、国泰海通证券研究

以欧洲经验为鉴，不应以绝对低利率视角过度发展利变型产品。欧洲寿险业的教训在于，产品结构过度顺应当期利率环境：高利率阶段销售过多高保证传统险，低利率阶段又转向投连险等市场联动型产品，最终导致负债成本、客户需求和长期保障功能之间出现失衡。对中国寿险行业而言，分红险有助

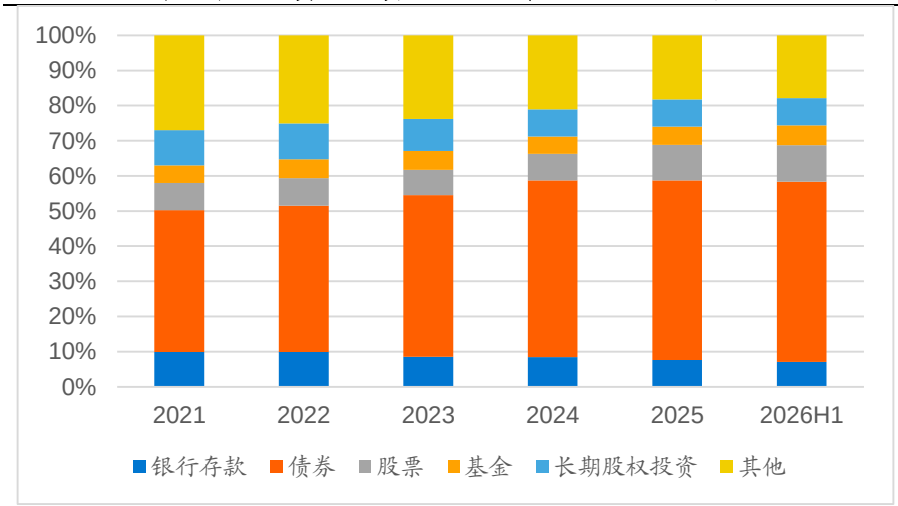
下载日志已记录，仅供内部参考

于降低刚性保证成本、提升风险共担能力，但如果在低利率阶段过度依赖分红险，也可能形成新的产品结构集中。因此，资负经营蜕变期的负债端管理不应以当前低利率作为唯一锚点，而应基于中长期利率预期，建立普通型、分红型、保障型、年金类等多元产品均衡发展的产品体系，使保证成本、风险共担、客户需求和未来资产收益能力保持动态匹配。

2、资产端：根据偿付能力和负债特征增配中长期增长潜力巨大的资产

作为中长期负债经营的寿险公司，在利率异常低位，可适当放松久期约束，增配中长期有巨大增值潜力的资产。从 2021 年至 2026H1，人身险公司债券配置占比由 40.3%提升至 51.2%，2024 年以来基本稳定在 50%以上；股票配置占比由 7.7%提升至 10.5%，权益资产对收益补充的重要性上升；银行存款和其他投资占比则分别下降至 7.1%、17.8%，反映低利率和非标供给收缩背景下，资产端不再依赖传统高票息资产维持收益，而是逐步转向权益类资产。

图20：2025 年以来保险资金的债券配置偏中性，权益配置多元化

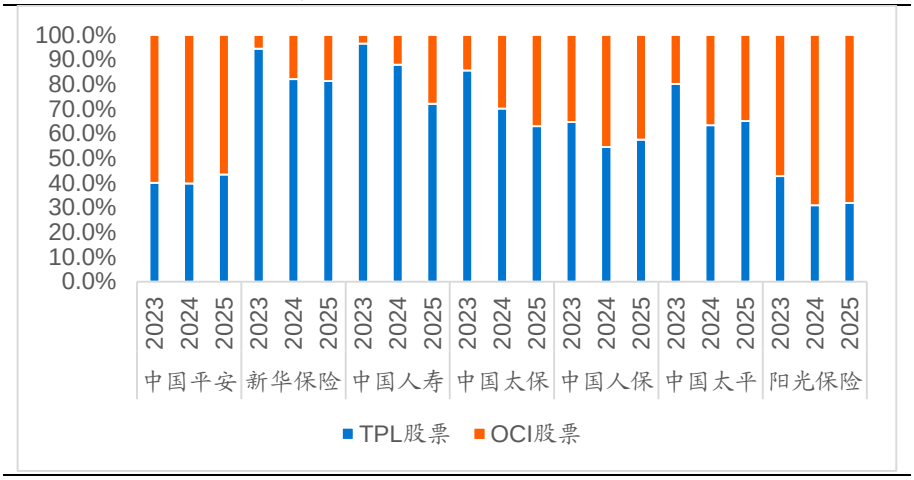


资料来源：金管局、国泰海通证券研究

权益配置方面，寿险公司需要通过高股息权益夯实长期收益底仓，并通过一二级联动参与新质生产力相关股权投资机会，围绕中长期增长潜力布局多元化权益资产组合。尤其作为中长期资金，保险资金应以中长期收益为导向，适度提高具有中长期巨大增值潜力资产的配置比例。由此，资负经营蜕变期的权益配置并非简单提高股票仓位，而是在控制利润波动和资本占用的基础上，围绕一二级市场形成“高股息+新兴成长”的权益配置组合。

下载日志已记录，仅供内部参考

图21：上市险企持续提升 OCI 股票配置比例



资料来源：各公司财报、国泰海通证券研究

表 7：保险公司通过二级持仓或一级股权投资参与新质生产力领域投资机会

保险公司	代表项目	产业周期方向	投资特征
中国平安	燧原科技、壁仞科技、摩尔线程、沐曦股份、中科曙光、中际旭创、新易盛、天孚通信、源杰科技、光库科技	AI 算力、GPU、CPO/光模块、数据中心链	一级股权与二级持仓并行，更突出对 AI 硬件景气链的跟踪
中国人寿	长鑫科技、沐曦股份、摩尔线程、燧原科技、MiniMax、阶跃星辰、宇树科技、剂泰医药	国产存储/AI 芯片、大模型、机器人、AI 医药	国寿投资、国寿资本、国寿养老、科创基金多主体联动，覆盖早期股权、基金间接持股和 IPO 配售
中国太保	澜起科技、汇川技术、宇树科技、云深处科技、Momenta、英矽智能、摩尔线程、沐曦股份	半导体、工业自动化、机器人、智能驾驶、AI 医药	兼具产业股权和港股基石投资，布局更分散，体现“硬科技+智能制造”组合
新华保险	宇树科技、兆易创新	机器人、半导体/存储	方向集中在当前高景气赛道
阳光保险	长鑫科技、沐曦股份、摩尔线程、胜宏科技、群核科技	半导体、PCB、AI 应用	既参与未上市硬科技股权，也通过港股 IPO 基石进入 AI 应用和硬件链公司
中国太平	燧原科技、摩尔线程、沐曦股份、剂泰医药	AI 芯片、AI 医药	通过太平科创基金、养老/资管网下配售、香港保险科创基金参与

资料来源：各公司财报、国泰海通证券研究

3、资本与监管：监管引导进一步提升资负经营能力，偿付能力成核心竞争力

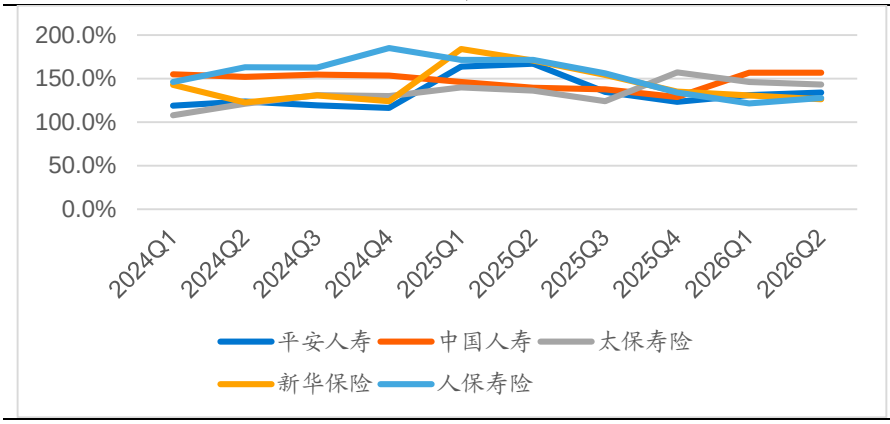
资负经营蜕变期的动态资产负债管理需要更加重视偿付能力。我们认为进入蜕变期的中国寿险行业应更重视偿付能力水平的稳定。尽管现有偿付能力体系对于利率有平滑效应（体现在负债端评估上），但即期利率下行对于寿险公司的偿付能力确实会有一定影响。因此，寿险公司基于中长期利率风险管理的资负经营模式会使得寿险公司面临一定的偿付能力波动的压力。从经营实质角度来看，这种合理的偿付能力充足率波动应当在低利率环境下被容忍的。

因此，我们应当透过偿付能力充足率的波动去理解寿险公司的经营实质。

下载日志已记录，仅供内部参考

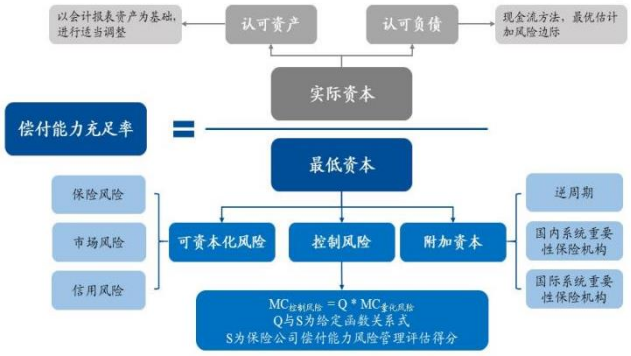
对基于中长期利率水平进行资负经营的寿险公司所产生的偿付能力波动给予适度容忍。而偿付能力充足率高的寿险公司在低利率环境中的竞争优势将会更加突出。

图22：上市险企的核心偿付能力充足率



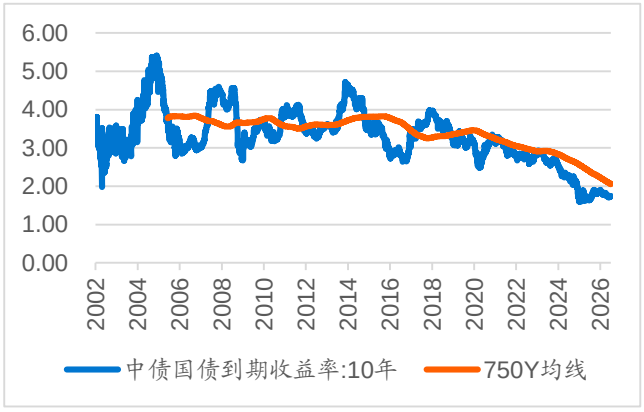
资料来源：各公司财报、国泰海通证券研究

图23：权益比例提升与利率波动加大偿付能力压力



资料来源：中国保险年鉴，国泰海通证券研究

图24：利率双向波动冲击实际资本



资料来源：金管局，国泰海通证券研究

资负经营蜕变期既是寿险公司应对低利率的主动转型，也是监管推动行业建立更加健全的资产负债管理体系的制度变革。低利率环境下，寿险公司面临的已不只是投资收益率下行，而是期限结构、成本收益、流动性和资本占用之间的综合匹配压力。2026 年 8 月出台的《保险公司资产负债管理办法》针对人身险公司设置利率风险对冲率、综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率和压力情景下流动性覆盖率等监管指标，并通过有效久期缺口、基点价值变动率、利差三、利差四及压力情景下利差等监测指标，更加系统地识别期限匹配、成本收益匹配和流动性风险，引导保险公司优化负债端产品结构、降低负债成本，提高长期资产与长期负债的适配程度。更重要的是，《办法》要求保险公司建立由董事会承担最终责任、高级管理层直接领导、资产负债管理部门统筹协调的治理体系，推动资产负债管理由资产端和负债端分散决策，转向产品、投资、资本和风险的公司层面统一管理。

表 8：《保险公司资产负债管理办法》出台，基于人身险公司资负风险设立监管和监测指标

分类	指标	计算方法	主要针对风险
监管指标（设定最低监管标	利率风险对冲率	利率风险对冲率 = 现金流流入利率敏感度 / 流出利率敏感度。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	针对期限结构不匹配的问题，引导人身险公司通过调整负债

下载日志已记录，仅供内部参考

准，加强指标限额管理）		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% 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%。	端产品结构，改善负债成本久期
	综合投资收益覆盖率	综合投资收益覆盖率=（过去第一年综合投资收益+过去第二年综合投资收益+过去第三年综合投资收益+过去第四年综合投资收益+过去第五年综合投资收益）÷（过去第一年负债资金成本+过去第二年负债资金成本+过去第三年负债资金成本+过去第四年负债资金成本+过去第五年负债资金成本） 最低监管标准不低于 100%	针对成本收益不匹配的问题，引导人身险公司管控负债端成本
	净投资收益覆盖率	净投资收益覆盖率=过去三年净投资收益÷过去三年负债保证成本 最低监管标准不低于 100%	针对成本收益不匹配的问题，指导寿险公司管控负债端成本
	流动性覆盖率	按照国家金融监督管理总局有关保险公司流动性风险监管规则执行	针对流动性不匹配的问题，引导人身险公司关注资产配置的短期流动性
	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	针对期限结构不匹配的问题，引导人身险公司通过调整负债端产品结构，改善负债成本久期
	基点价值变动率	基点价值衡量保险公司资产和负债在关键期限年上利率变动情景下的金额变化。通过建立期限结构模型，评估在利率曲线平移向上、平行向下、倾斜向上、倾斜向下、扭转上升、扭转下降六种情景下，保险公司资产和负债价值的不利变动对公司实际资本的影响。	
监测指标（用于资产负债经营风险的识别与预警，提高风险管理水平）	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	
	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）	针对成本收益不匹配的问题，引导人身险公司管控负债端成本
	压力情景下的利差	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） 利率上行压力情景下未来第 X 年会计投资收益率与负债资金成本率差额=预测会计投资收益率-预测未来第 X 年寿险业务负债资金成本率×（预测未来第 X 年度负债平均规模÷预测未来第 X 年度资金运用平均净额）	

下载日志已记录，仅供内部参考

		利率下行压力情景下未来第 X 年固收资产到期投资收益率与负债保证成本率差额=预测可计算现金流的固定收益类投资资产到期收益率-预测未来第 X 年保证成本率×（预测未来第 X 年度负债平均规模÷预测未来第 X 年度末可计算现金流的固定收益类投资的摊余成本）	
流动性匹配率分大类账户的成本收益匹配指标和流动性匹配指标		流动性匹配率=(负债现金流流出修正久期*负债现金 流流出的折现值)/(资产现金流修正久期*资产现金 流的折现值+负债现金流流入修正久期*负债现金流 流入的折现值+长期股权投资的期限（取值 12 年）* 长期股权投资的账面价值+投资性房地产的期限（取 值 25 年）*投资性房地产的账面价值）	针对流动性不匹配的问题，引导人身险公司关注资产配置的短期流动性

资料来源：金管局，国泰海通证券研究

3. 资负管理优秀的寿险公司在低利率环境下也会出现新准则利润大幅波动的现象，应被合理理解

3.1. 新准则出台背景：更符合次贷危机后的欧洲寿险业发展所需

中国推出新准则的主要目的是为了优化金融工具和保险合同会计处理的客观性、谨慎性和可比性原则，保持与国际财务报告准则持续全面趋同。新准则的特点是注重公允价值和权责发生制。欧洲保险当前低保费增速、利变型产品占比较高的特点，新准则的出台对其影响较小，且符合次贷危机后欧洲寿险行业的发展需要。

表 9：IFRS9 和 IFRS17 是针对保险资产和负债端分别制定的会计准则变化

会计准则	全称	简称	颁布时间	实施时间	定义
中国版 IFRS9	《企业会计准则第 22 号：金融工具确认和计量》	CAS22	2017.4	2018.1.1 起部分险企率先实施	规范金融工具的确认和计量
	《企业会计准则第 23 号：金融资产转移》	CAS23	2017.4	2018.1.1 起部分险企率先实施	规范金融资产（包括单一或一组类似金融资产）转移和终止确认的会计处理
	《企业会计准则第 24 号：套期会计》	CAS24	2017.4	2018.1.1 起部分险企率先实施	规范套期会计处理
中国版 IFRS17	《企业会计准则第 25 号：保险合同》	CAS25	2020.12	2023.1.1	规范保险合同的确认、计量和相关信息的列报

资料来源：金管局，国泰海通证券研究

1、资产端（IFRS9）：注重公允价值与预期损失计提

IFRS 9 是国际金融危机后的反思。IAS39 下金融资产的划分基于企业的持有意图、对资产减值计提的宽容度较高，金融资产风险暴露延后，是 2008 年金融危机爆发的重要原因，因此 G20 要求国际会计准则理事会加紧修订金融工具会计准则，解决金融工具分类随意性大、企业对金融资产减值不及时的问题。为此，国际会计准则理事会于 2009 年启动了金融工具准则改革项目，并于 2014 年发布了《国际财务报告准则第 9 号——金融工具》（IFRS 9），于 2018 年 1 月 1 日生效并取代原有的《国际会计准则第 39 号——金融工具》（IAS 39）。

表 10：国际会计准则 IFRS9 制定的主要历程

下载日志已记录，仅供内部参考

时间	关键事件
2009 年 11 月	IASB 发布了 IFRS9 金融资产的分类和计量，启动改革项目
2010 年 10 月	IASB 发布了 IFRS9 金融负债和终止确认，并发布减值补充文件
2013 年 11 月	修改了关于套期合同的规定
2014 年 7 月	发布《国际财务报告准则第 9 号——金融工具》
2018 年 1 月 1 日	正式实施

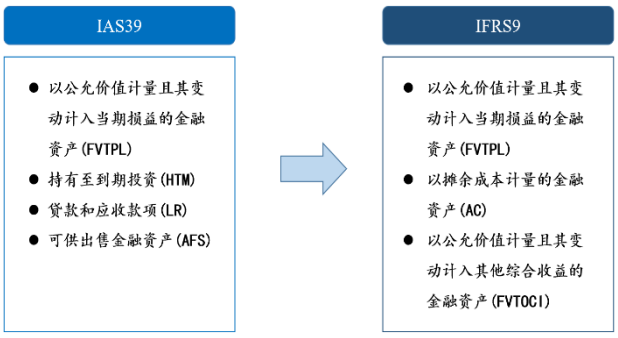
资料来源：欧洲保险业协会，国泰海通证券研究

IFRS 9 的核心目的，推动金融资产的公允价值计量，以规避次贷危机时期报表被粉饰，导致风险滞后爆发的现象。这也会使得金融资产的公允价值变动更加直接影响当期利润表。

（1）从资产分类看，IFRS 9 将金融资产由 IAS 39 下的四分类调整为三分类，更强调业务模式和现金流特征，弱化企业基于持有意图进行分类的空间。过去保险公司大量金融资产划入可供出售金融资产，公允价值波动不直接进入利润表，2021 年上市险企可供出售金融资产占投资资产的平均比重达到 34%；而 IFRS 9 下，更多权益、基金和含权资产可能进入 FVTPL，使市场波动更直接反映在当期利润中。

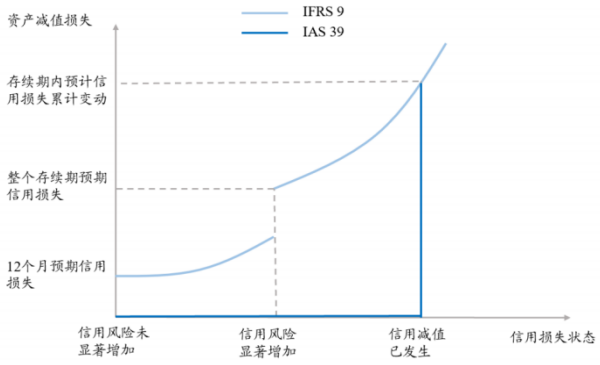
（2）从资产减值看，IFRS 9 将减值确认由“实际发生损失法”转向“预期信用损失模型”，推动风险确认前置。信用风险未显著增加时确认 12 个月预期信用损失，信用风险显著增加或已发生减值时确认整个存续期预期信用损失。以中国平安为例，实施 IFRS 9 后资产减值损失计提明显增加，占总资产比重由 2017 年的 0.70%提升至 2021 年的 1.04%，体现出新准则下资产端风险暴露更加及时，但利润波动也相应加大。

图25：IFRS 9 下金融资产由四分类改为三分类



资料来源：财政部、国泰海通证券研究

图26：IAS 39 与 IFRS 9 下金融资产减值对比



资料来源：IFRS，国泰海通证券研究

2、负债端（IFRS17）：适应欧洲保险业发展现状

IFRS 17 旨在通过制定统一的会计准则以实现不同国家保险公司间以及保险业与其他行业间会计信息的可比性。欧洲推行新准则初始目的是解决收入确认的公允性问题，使得不同保费规模的收入确认有了可对比性，其具备较为显著的权责发生制的特点。这套准则体系实际上非常适用于保费已经度过了高峰期的保险市场。

表 11：国际会计准则 IFRS 17 制定的主要历程

时间	关键事件
1997.4	国际会计准则委员会（IASC）批准保险准则项目，成立保险会计指导委员会，启动保险财务报告准则项目。
1999.11	国际会计准则理事会（IASB）发布《问题报告》，指出保险合同会计领域亟待解决的 20 个问题。
2001.4	综合保险合同项目从 IASC 转到 IASB。
2002.5	IASB 决定将项目分为 IFRS4 和 IFRS17 两个研究阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

2003.7	发布《保险合同草案》，向公众征询意见。
2004.3	发布 IFRS4，明确规定保险合同负债的公允价值计量属性，规定于 2005 年 1 月 1 日起生效。
2004.9	IASB 成立保险工作小组，负责第二阶段 IFRS 17 项目工作。
2005.8	发布《财务担保合同修订》，对 IFRS4 和 IAS39 进行修订，规定于 2006 年 1 月 1 日起生效。
2007.5	发布《关于保险合同的初步意见讨论稿》(2007DP)，指出保险合同负债的计量应采用三要素法。
2010.7	发布《保险合同征求意见稿》（2010ED），对保险合同的确认、计量与披露做出了进一步的说明与规范，提出了基于履约价值的计量模型。
2013.6	发布修订的《保险合同征求意见稿》(ED/2013/7），针对 2010 发布征求意见稿后的重大变更重新征询意见。
2016.9	发布《结合使用＜国际财务报告准则第 9 号>和<国际财务报告准则第 4 号>》，对 IFRS4 进行修订，给出两种由 IFRS4 过渡 IFRS9 的方案，但最晚期限不超过 2021 年。
2017.5	发布 IFRS17，规定从 2023 年 1 月 1 日起 IFRS 17 取代 IFRS 4
2020.6	修订 IFRS17 和 IFRS4，将符合条件的保险公司当前豁免执行 IFRS9 的期限一并顺延至 2023 年 1 月 1 日。

资料来源：欧洲保险业协会，国泰海通证券研究

IFRS 17 将保险收入确认更重视权责发生制，在欧洲保险市场保费增长乏力的背景下，使保险服务收入增速快于传统保费收入增速，有助于改善欧洲保险公司报表的表现和市场认知。在原准则下，寿险保费收入确认的收付实现制色彩较浓，而新准则更重权责发生制，这使得没有保费增长的市场，保险服务收入还能体现出较为显著的增长趋势。以法通保险为例，2023—2025 年其保费收入年均增速为-10.1%；但同期保险服务收入年均增速达到 8.5%，明显好于保费收入表现。这说明在欧洲寿险保费增长乏力的环境下，IFRS 17 下的保险服务收入更符合欧洲保险业新业务有所收缩、主要进入存量履约阶段的行业特点。

表 12：新准则下法通保险的保险服务收入增速明显好于保费收入增速

法通保险（英镑）	2023	2024	2025	CAGR
保费收入	17,752.0	16,679.0	14,351.0	-10.1%
YOY		-6.0%	-14.0%	
保险服务收入	9,624.0	10,574.0	11,339.0	8.5%
YOY		9.9%	7.2%	

资料来源：法通保险公司财报、国泰海通证券研究

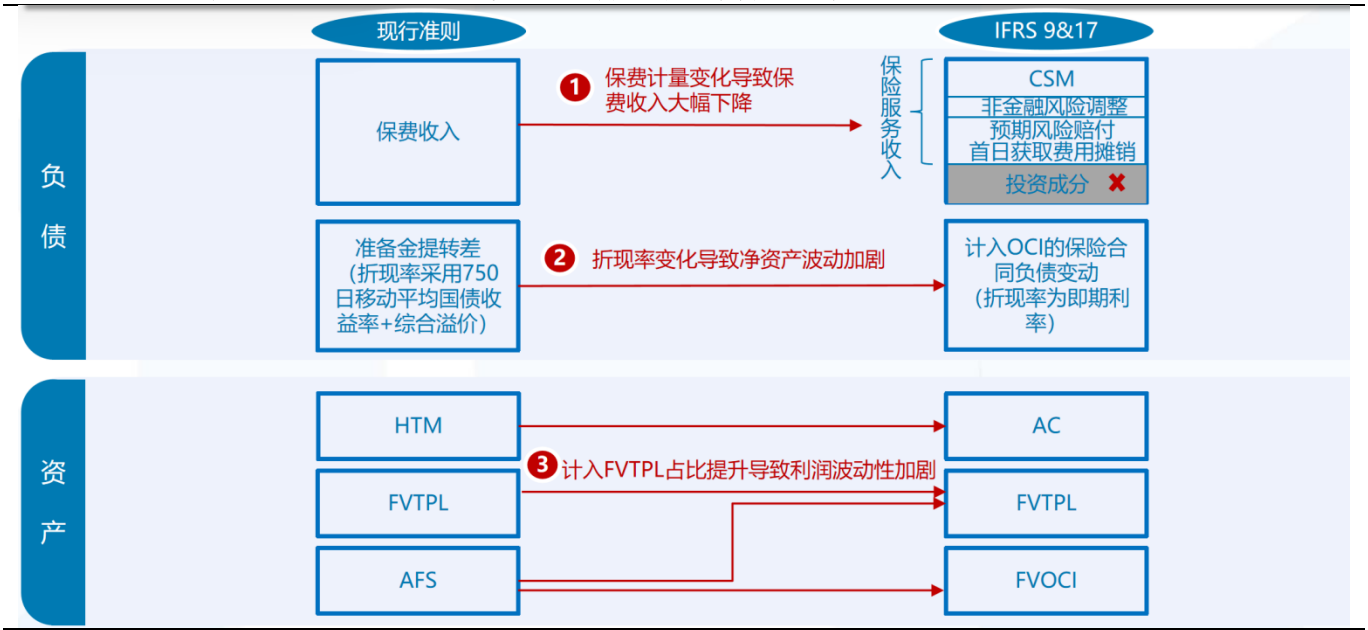
3.2. 利率异常低位，基于中长期利率风险管理的寿险公司也会出现利润大幅波动

1、新准则下净利润的波动也是当期外部投资环境变化的结果

新准则切换后，净利润和净资产等指标更多反映投资环境变化。（1）从负债端看，新准则改变了保险收入和负债计量方式：保费收入由缴费期确认转向保险服务期确认，并剔除投资成分，导致报表保费收入大幅下降；同时，保险合同负债折现率由原先相对平滑的 750 日移动平均利率，转向为即期利率，折现率波动会直接加剧净资产波动。（2）从资产端看，新准则将金融资产分类由 HTM、FVTPL、AFS 等旧分类转向 AC、FVTPL、FVOCI 三分类，更多权益、基金和含权资产计入 FVTPL，使资本市场波动更直接进入利润表。虽然部分资产和负债变动可以通过 OCI 进行匹配，缓解利润表波动，但净资产仍会受到利率、权益市场和金融资产公允价值变化的影响。因此，在利率异常低位、权益大幅波动的情况下，仅依靠净利润、净资产等会计指标评价寿险公司，容易把外部环境变化误判为公司经营能力变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

图27：新老会计准则切换对财务结果的影响为保费下降、净资产和净利润波动加剧

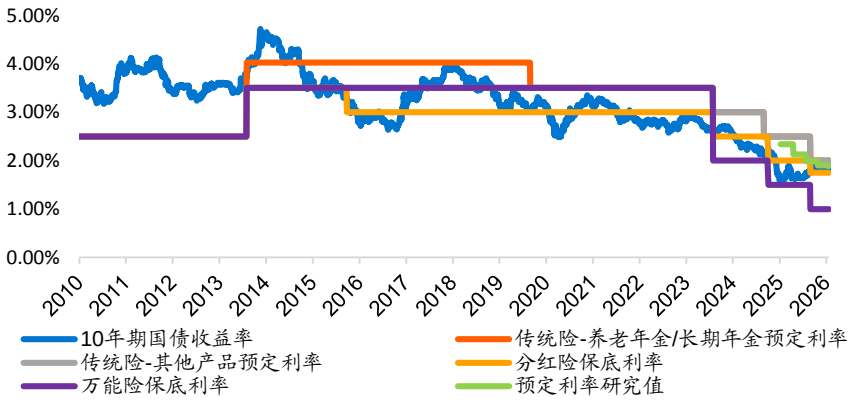


资料来源：金管局，国泰海通证券研究

2、 偿付能力充裕的保险公司，基于中长期利率风险管理的需要应保持适当的久期缺口，立足长期布局有增值潜力的资产

利率异常低位下，行业进入到资负经营的蜕变期。按照流动性、久期和成本收益的匹配进行资负经营将导致保险公司错过利率回暖期的潜在盈利。

图28：10Y 国债收益率与预定利率趋势



资料来源：金管局、国泰海通证券研究

在此背景下，打破原有久期匹配的资负管理模式是应然之举，尤其对偿付能力充裕的公司更应如此。低利率环境下如果基于久期匹配的需要大幅增配长期国债，将会锁定保险公司的长期低收益，甚至于利差损。因此对于偿付能力充裕的保险公司，应当基于中长期利率预期所进行利率风险管理。

表 13：上市险企核心偿付能力充足率、债券与股票配置占比

上市险企平均值	债券占比	股票+基金占比	核心偿付能力充足率
2023H1	51.1%	12.5%	129.9%
2023	53.6%	12.2%	134.3%
2024H1	55.7%	13.1%	136.4%
2024	58.2%	13.6%	141.8%
2025H1	58.2%	14.5%	156.9%

下载日志已记录，仅供内部参考

2025	55.8%	18.0%	135.6%
2026H1	56.2%	20.0%	137.5%

资料来源：各公司财报、国泰海通证券研究

3、 以偿付能力为基础，构建起来的中长期利率风险管理的资负经营模式，会导致保险公司出现短期利润波动，应正确看待

如上所述，以偿付能力为基础，构建起来的中长期利率风险管理模式，在利率异常低位环境下会体现为久期缺口的边际扩大以及具有潜在增值空间的权益资产配置比例的提升。在强调公允价值的新准则背景下，其利润会因为投资业绩的波动而产生大幅波动。

表 14：现有准则体系，对于资负经营优秀的保险公司的利润也会产生波动

	上市险企合计	**2023**	**2024**	**2025**
① =②+③+④	归母净利润 YOY	-19.6%	72.3%	30.2%
②	保险服务业绩 贡献度	-9.9%	-20.5%	14.5%
③	投资服务业绩 贡献度	-1.8%	129.3%	25.9%
④	其他部分 贡献度	-7.9%	-36.4%	-10.1%

资料来源：各公司财报，国泰海通证券研究 注：上述为平安、国寿、太保、新华四家公司合计

表 15：2024—2025 年上市险企主要通过权益资产承担市场风险，增厚总投资收益率

	十年国债收益率	超额收益-来源于信用风险	**超额收益-来源于市场风险**	净投资收益率	总投资收益率
	①	②	**③**	④=①+②	⑤=③+④
2016	2.86%	2.08%	**0.22%**	4.93%	5.16%
2017	3.58%	1.75%	**0.05%**	5.33%	5.38%
2018	3.62%	1.32%	**-0.79%**	4.94%	4.16%
2019	3.18%	1.71%	**0.51%**	4.89%	5.41%
2020	2.94%	1.88%	**0.88%**	4.82%	5.71%
2021	3.03%	1.43%	**0.84%**	4.46%	5.30%
2022	2.77%	1.64%	**-0.42%**	4.40%	3.98%
2023	2.72%	1.19%	**-1.16%**	3.92%	2.76%
2024	2.22%	1.47%	**1.54%**	3.69%	5.23%
2025	1.75%	1.64%	**2.09%**	3.39%	5.47%

资料来源：各公司财报，国泰海通证券研究 注：数据为上市险企合计情况

4. 基于中长期利率的 EV 仍是评估寿险公司价值的最有效工具

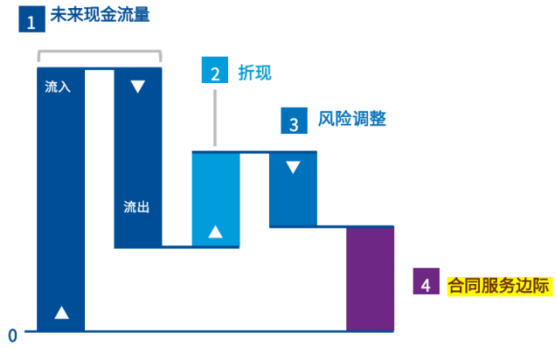
4.1. 净资产+CSM 的估值方式不适宜作为寿险公司估值定价锚

因EV估值无法找到基准锚，市场上有观点认为，可以将“净资产+CSM”作为寿险公司估值锚，但我们认为这一方式并不合理。低利率环境下保险公司利润不确定性的提升，导致板块被系统性低估。甚至有部分市场声音认为保险公司的估值应该摒弃基于中长期股东可分配利润贴现来的EV，而以当期利率为基础的“净资产+CSM”作为估值锚的声音出现，对此，我们并不认可。

下载日志已记录，仅供内部参考

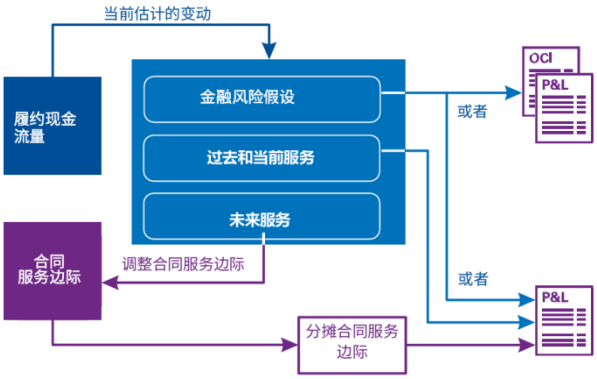
CSM是保险合同负债的一部分，其并非代表股东利益。从计量逻辑看，保险合同负债由履约现金流和合同服务边际共同构成，履约现金流反映未来保费、赔付、费用等现金流现值以及风险调整，CSM则是在保单初始确认时尚未随保险服务提供而确认的负债，他与履约现金流一样在后续保险服务期间逐步释放。因此，CSM反映的是保险公司履行未来保险责任所形成的负债计量结果，而不是可直接资本化的股东价值。若将CSM与净资产简单相加作为估值锚，实质上容易将负债端尚未释放、且存在不确定性的未来服务边际资本化，某种意义上回到了资负经营早期"混淆负债和所有者权益"的问题。

图29：合同服务边际是保险合同负债的组成部分



资料来源：KPMG

图30：合同服务边际用于平滑保险合同负债波动



资料来源：KPMG

表16：合同服务边际的本质仍是负债的一部分（百万元）

期末值	保险合同负债	合同服务边际（CSM）	履约现金流
2022	10,202,570	2,105,135	8,097,435
2023	11,595,134	2,032,307	9,562,827
2024	13,987,308	1,995,033	11,992,275
2025	15,279,591	2,032,053	13,247,538

资料来源：各公司财报，国泰海通证券研究 注：为前述四家上市险企合计值

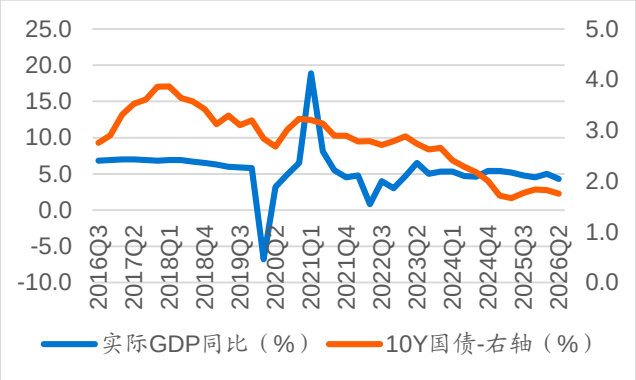
而从企业估值的角度来看，对保险这类长期负债经营的公司而言，我们更应当重视企业未来现金流现值和中长期的盈利中枢，而不是经过公允价值调整后的短期财务结果。

4.2. 当前利率异常低位，估值更应基于中长期利率预期的 EV

当前 10Y 国债收益率已降至近十年异常低位，与仍保持正增长的经济基本面出现阶段性背离，市场利率呈现非常态化特征。当前我国实际 GDP 增速仍处于 4%左右，但 10Y 国债收益率却已下行至近十年极低水平，呈现出利率环境与经济基本面阶段性背离、市场利率处于非常态化水平的特征。

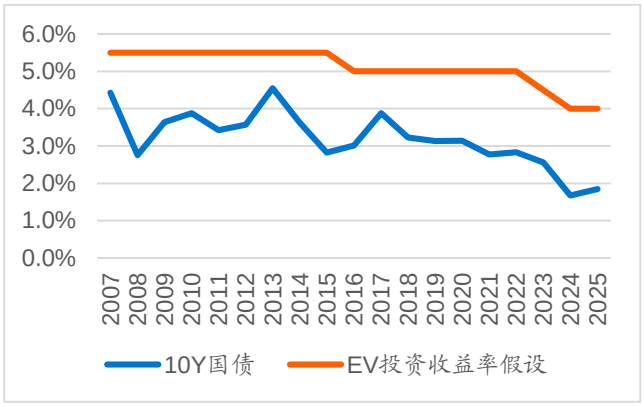
下载日志已记录，仅供内部参考

图31：当前 10Y 国债处于异常低位



资料来源：iFiND、国泰海通证券研究

图32：10Y 国债与 EV 投资收益率假设



资料来源：iFiND、国泰海通证券研究

EV 以股东长期价值为核心，更适合评价寿险公司的跨周期经营质效。

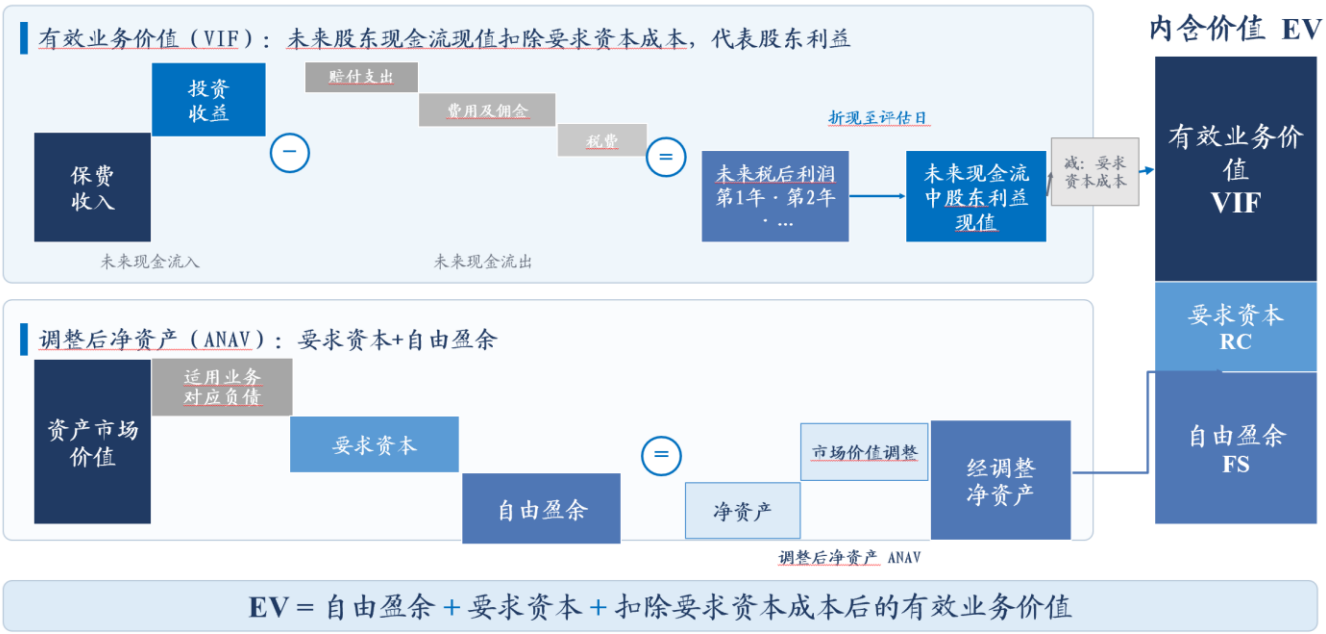
（1）EV 反映存量业务归属于股东的经济价值。根据中国精算师协会披露，EV 是由自由盈余、要求资本以及扣除要求资本成本后的有效业务价值（VIF）构成。其中，VIF 是存量保单未来保费及投资收益扣除赔付、费用和税费后，未来可分配利润的折现值。因此，EV 以股东最终能够获得的经济利益为评价对象，既反映当前已经积累的净资产，也纳入存量保单未来释放的股东利润。

（2）EV 基于中长期经济假设进行评估，与寿险长期经营特征更加匹配。寿险保单期限较长，价值创造取决于未来多年投资收益、赔付、退保和费用等现金流，不能仅依据某一时点的短期利率进行判断。EV 通过设定中长期投资收益率假设预测未来股东利润，并使用风险贴现率将其折算至评估时点，能够将长期收益能力、资金时间价值和经营风险纳入统一框架。特别是在当前利率处于非常态低位的背景下，以合理的中长期利率中枢为基础，并根据不同利率情景动态调整投资收益率和贴现率假设，可以避免将短期低利率机械外推至整个保单期限，从而更加客观地评价寿险公司的长期价值。

（3）EV 变动分析能够区分内生经营贡献与外部市场扰动。EV 将价值变动拆分为预期回报、新业务价值、运营偏差和模型调整、投资差异及市值调整、经济假设调整以及分红注资等项目，从而判断价值增长究竟来自存量业务的正常释放、新业务创造，还是短期资本市场波动。2018 年以来，上市险企的预期回报和新业务价值持续构成 EV 的正向贡献，而投资差异、经济假设调整等项目波动较大；尽管 2022—2024 年外部环境带来明显扰动，EV 仍保持稳定或恢复增长，2025 年和 2026H1 分别增长 7.3%和 5.8%。这说明 EV 能够较好地穿透短期市场波动，识别寿险公司更加稳定、可持续的价值创造能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图33：内含价值拆解为有效业务价值与调整后净资产，其中有效业务价值代表股东利益现值



资料来源：中国精算师协会，国泰海通证券研究

表17：上市险企EV变动趋势拆解

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
预期回报	7.5%	7.6%	7.3%	7.0%	6.7%	6.4%	6.0%	5.0%	2.7%
新业务价值	9.1%	7.5%	5.2%	3.3%	2.1%	2.3%	2.6%	3.5%	2.3%
投资差异及市值调整	-1.6%	3.5%	2.0%	0.4%	-4.8%	-3.3%	7.8%	0.1%	1.9%
运营偏差和模型调整	0.7%	0.2%	-0.3%	-1.2%	-0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.8%
经济假设调整	-0.3%	-0.4%	0.6%	0.1%	-0.2%	-4.5%	-11.0%	0.2%	0.0%
分红及注资	-2.3%	-2.2%	-2.9%	-2.5%	-2.2%	-1.2%	0.0%	-1.8%	-1.9%
EV 增速	**13.2%**	**16.2%**	**11.9%**	**7.2%**	**1.4%**	**0.0%**	**5.7%**	**7.3%**	**5.8%**

资料来源：各公司财报，国泰海通证券研究 注：平安、国寿、太保、新华等四家公司平均值

估值应基于中长期利率预期的 EV。寿险公司具有长期负债、长期现金流和跨周期经营特征，EV 评估不宜被单一时点的市场利率或短期市场情绪主导。因此，应基于中长期利率预期的 EV 框架，以合理利率中枢为锚，结合不同利率情景动态调整投资收益率假设和调整路径，从而更加客观、审慎地评估寿险公司的长期价值。

4.3. 当前保险公司估值隐含较为悲观的中长期收益率预期，板块被严重低估

当前 PEV 估值对应的 10Y 国债预期较为悲观，反映市场对保险股长期投资收益能力的定价已处于异常低位。

（1）从当前 PEV 估值看，A/H 股平均 PEV 为 0.57/0.39 倍，均处低估水平。

（2）从隐含投资收益率看，当前市值反推的投资收益率假设明显偏低。我们以 2026E PEV 为基础，结合投资收益率假设对 VIF 的敏感性，将估值折价反推为市场隐含投资收益率。结果显示，A/H 股隐含投资收益率平均为 1.8%/1.3%，反映市场对保险公司长期投资收益能力的预期较为保守。

（3）从隐含 10Y 国债收益率看，当前估值对应的利率预期明显悲观。我们进一步将隐含投资收益率扣减上市险企过去五年“总投资收益率相对当年 10Y 国债收益率”的平均超额收益率，从而得到当前 PEV 估值隐含的 10Y 国债收益率。**结果显示，A/H 股隐含 10Y 国债收益率平均为-0.4%/-0.9%，**显著低于现实利率水平。这意味着市场已经在估值中计入了极低甚至负向

下载日志已记录，仅供内部参考

的长期利率预期。即便以当前长端利率异常低位作为基准，保险股估值仍具备一定修复空间；后续可进一步基于合理利率区间，对未来 EV 和估值弹性进行动态测算。

表 18：当前上市险企 PEV 估值对应的隐含 10Y 国债预期较为悲观

	当前市值隐含投资收益率	2021-2025 年平均超额收益	隐含 10 年期国债收益率
	①	②	③=①-②
中国平安（A）	1.5%	1.8%	-0.3%
中国太保（A）	1.3%	2.3%	-1.0%
中国人寿（A）	2.0%	2.1%	-0.1%
新华保险（A）	2.2%	2.4%	-0.1%
中国平安（H）	1.0%	1.8%	-0.8%
中国太保（H）	0.7%	2.3%	-1.5%
中国人寿（H）	1.5%	2.1%	-0.6%
新华保险（H）	1.5%	2.4%	-0.9%
阳光保险（H）	1.2%	2.1%	-0.9%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究，数据截至 26 年 9 月 11 日

注：上市险企 PEV 估值对应隐含的 10 年期国债收益率水平，主要通过保险公司的 EV 投资收益率假设，以及 EV 对投资收益率的敏感性测算得出，其中①=（4%-[(市值-anw)/50bps 对 vif 影响]*50bps），②为近五年保险公司总投资收益率较当年 10 年期国债收益率均值的超额收益率（中国平安 2023、2024 年为综合投资收益率口径测算的超额收益率）。

我国寿险业进入资负经营新阶段，建议增持 PEV 被系统性低估的寿险板块。当前利率异常低位，寿险公司进入资负经营新阶段，以偿付能力为基础，构建起中长期利率风险管理资负经营模式的保险公司，在利率回暖期，盈利会显著提升且超过同业。市场过度关注低利率环境下新准则利润压力，忽略保险公司在利率正常化时的提升潜力，导致板块 PEV 被严重低估，建议增持保险板块。

5. 风险提示

1）**长端利率下行。**国内长端利率中枢持续下行，是上市险企核心系统性风险。保险行业固收资产占比高、资产负债久期错配，利率下行将持续压低新增资产与再投资收益率，导致行业利差逐步收窄。

2）**权益市场波动。**当前宏观环境、海内外政策及市场情绪等多重因素叠加，权益市场波动加剧。市场震荡回调时，公司权益资产公允价值下跌、股息分红收益缩水，直接拖累投资收益与当期归母净利润。

3）**监管政策变化。**监管趋严背景下，产品报备审核、资金运用、销售渠道合规管控持续升级，可能限制部分高收益资产配置、收紧产品销售规则，短期影响公司保费扩张与投资收益弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司是本报告所述澜起科技(688008)的做市券商。本报告系本公司分析师根据澜起科技(688008)公开信息所做的独立判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

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

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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

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

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

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

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

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

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

国泰海通证券研究所

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