

“1+3+5”长周期考核背后的深意



分析师：张凯烽

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理：李劲锋

执业证号：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

推荐

维持评级

相关研究

- 1.非银行业点评：“南向通”参与机构扩容，非银机构投资经纪或迎机遇-2025/07/09
- 2.证券行业 2025 年中报前瞻：2Q25 业绩修复有望持续，关注龙头与高弹性标的-2025/07/08
- 3.非银行业周报 20250706：IPO 受理加速，重视头部券商-2025/07/06
- 4.保险行业点评：寿险快速回暖，财险多险种共振支撑增长-2025/06/30
- 5.非银行业周报 20250629：香港数字资产市场更进一步-2025/06/29

➤ **事件：**2025 年 7 月 11 日，财政部下发《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》（财金〔2025〕62 号）（以下简称《通知》），调整了相关经营指标的考核方式，国有商业保险公司自开展 2025 年度绩效评价工作开始执行。

➤ **增设长周期考核指标，引导长期稳健投资。**根据财政部《商业保险公司绩效评价办法》，商业保险公司绩效评价指标体系中经营效益的考核占比为 25%，主要分为 3 大指标：（国有）资本保值增值率、净资产收益率、分红上缴比例，分别占比 10%、8%、7%。本次《通知》对其中（国有）资本保值增值率、净资产收益率两大指标进行了调整，形成“1+3+5”（当年、3 年周期、五年周期）的考核模式，引导险企更加着眼长期投资和稳健投资。

➤ **净资产收益率（ROE）指标调整为“当年+3 年+5 年”相结合，权重设定为 30%、50%、20%。**《通知》将净资产收益率的考核指标从 2 个增加至 3 个，在原有“1+3”（当年净资产收益率、3 年周期净资产收益率）指标的基础上，拓展为“1+3+5”考核模式，增加了“5 年周期净资产收益率”指标，调整后，1 年/3 年/5 年的净资产收益率考核权重分别为 30%/50%/20%，占比总考核权重分别为 1.6%/2.4%/4%。

➤ **（国有）资本保值增值率指标由“当年度指标”调整为“当年+3 年+5 年”指标相结合，权重设定分别为 50%、30%、20%。**《通知》要求（国有）资本保值率指标从当年度单一指标，增加为“1+3+5”3 个指标，增加了 3 年期和 5 年期（国有）资本保值增值率考核指标，调整后，1 年/3 年/5 年的（国有）资本保值增值率考核权重分别为 50%/30%/20%，占比总考核权重分别为 5%/3%/2%。

➤ **引领新的险资投资范式，提高资产负债管理水平，增厚长期稳定收益，红利策略和被动策略有望得到进一步重视。**保险资金的负债端的特性决定了其对各类资产配置始终存在实现长期稳健回报、赚取绝对收益的核心诉求，权益投资策略方面，以宽基指数作为基准的相对收益策略伴随市场波动加大，导致存在风险和收益一定程度上不匹配的问题，我们认为伴随《通知》的发布，险企投资或更加重视绝对收益回报水平，在此基础上再去积极挖掘超额收益的“α”。在投资方式上有望实现主动管理和被动管理的结合，红利策略和低成本高流动性的被动策略重要性有望提升。另外，在长期资金入市背景下，长期股权投资或有望得到更多实践，实现从过去单纯财务投资向战略投资的转型。

➤ **投资建议：**长端利率中枢下行和鼓励险资长期资金入市的背景下，险企有望通过加大权益投资提升投资弹性，缓解险企潜在“利差损”压力，提升资产负债匹配能力。本次《通知》要求“1+3+5”模式的长周期考核，有望引导险资改变克服短期投资行为，更加着眼长期稳健收益，更加充当好耐心资本、长期资本，同时也有望为资本市场提供持续的增量资金，助力权益市场稳定。长期来看，险资有望在提升权益投资比重、获取更多股息收入的同时，充分受益权益市场发展而带来的资本利得提升，险资的权益投资弹性有望进一步打开，头部险企有望凭借更完整系统的投资体系和投研能力而更为受益，建议重点关注中国太保、中国

平安、阳光保险、中国太平。

➤ **风险提示：**政策不及预期、险企渠道改革不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、长期利率下行超预期。

图1：商业保险公司绩效评价指标体系中的经营效益指标拆分

经营效益 (25%)	(国有)资本保值增值率	10	正向	定量	(年末国有资本 ± 客观增减因素影响额) / 年初国有资本 × 100%	保值增值表	行业对标	
	净资产收益率	8	正向	定量	净利润/净资产平均余额 × 100%	财务报表	综合对标 (行业对标+历史对标)	
	分红上缴比例	7	适当	定量	分红金额/归属于母公司所有者净利润 × 100%	财务报表	基准对标	分红率达到30%为7分；低于30%的，按实际分红率占30%的比例计算分数。分红金额为本年度分红金额，归属于母公司所有者净利润为上年归属于母公司所有者净利润。

资料来源：财政部，民生证券研究院

图2：3年周期净资产收益率计算公式

$$\sqrt[3]{(1+r_n) \times (1+r_{n-1}) \times (1+r_{n-2})} - 1$$

资料来源：财政部，民生证券研究院

图3：5年周期净资产收益率计算公式

$$\sqrt[5]{(1+r_n) \times (1+r_{n-1}) \times (1+r_{n-2}) \times (1+r_{n-3}) \times (1+r_{n-4})} - 1$$

 r_n 为当年净资产收益率， r_{n-1} 、 r_{n-2} 、 r_{n-3} 、 r_{n-4} 分别为前第1年、前第2年、前第3年、前第4年净资产收益率。

资料来源：财政部，民生证券研究院

图4：3年周期（国有）资本保值增值率计算公式

$$\sqrt[3]{(1+c_n) \times (1+c_{n-1}) \times (1+c_{n-2})} - 1$$

资料来源：财政部，民生证券研究院

图5：5年周期（国有）资本保值增值率计算公式

$$\sqrt[5]{(1+c_n) \times (1+c_{n-1}) \times (1+c_{n-2}) \times (1+c_{n-3}) \times (1+c_{n-4})} - 1$$

 c_n 为当年（国有）资本保值增值率， c_{n-1} 、 c_{n-2} 、 c_{n-3} 、 c_{n-4} 分别为前第1年、前第2年、前第3年、前第4年（国有）资本保值增值率。

资料来源：财政部，民生证券研究院

表1：ROE 和国有资本保值增值率均改为“1+3+5”周期考核

编号	调整前（2023）			调整后（2025）	
	指标		权重（占比总考核）	指标	权重（占比总考核）
1	净资产收益率	当年净资产收益率	4%	5 年周期净资产收益率	1.6%
				3 年周期净资产收益率	2.4%
		3 年周期净资产收益率	4%	当年净资产收益率	4%
2	（国有）资本保值增值率		10%	5 年周期（国有）资本保值增值率	2%
				3 年周期（国有）资本保值增值率	3%
				当年（国有）资本保值增值率	5%

资料来源：财政部，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048