

2025 年 12 月 24 日

严控久期缺口和利差风险，预计上市公司能达成相应指标

——对《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》的点评

投资评级：看好（维持）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

➤ **事件：**2025 年 12 月 19 日，为提升保险公司资产负债管理能力，加强保险业资产负债监管，国家金融监督管理总局发布关于《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》公开征求意见的公告。征求意见稿中针对人身险公司和财产保险公司设置了包括有效久期缺口、综合投资收益覆盖率、沉淀资金覆盖率等多个监管和监控指标，我们认为这些指标有利于行业严控利差和久期缺口风险。

➤ **点评：**

1、本次征求意见稿的推出或和行业 26 年全面实行新会计准则有关，同时优化指标计算口径。

A、本次征求意见稿之前监管就对保险公司的资产负债管理有量化评估的要求。2019 年 7 月原银保监会曾印发《保险资产负债管理监管暂行办法》，《办法》中规定“中国银保监会根据资产负债管理量化评估规则对保险公司资产负债匹配状况进行评分。量化评估采用百分制，包括期限结构匹配、成本收益匹配和现金流匹配。”即在本次征求意见稿之前监管就对保险公司资产负债管理有量化指标报送的要求。

B、本次征求意见稿进一步优化指标计算口径。例如根据宏观经济变化调整压力情景，将利率衍生工具的风险对冲作用纳入久期计算，对成本收益指标评价周期拉长至 3-5 年。

C、我们认为本次征求意见稿的推出体现在利率变动较大的环境下，监管对于行业资产负债管理能力的重视，同时或和 26 年行业即将全面实行新的会计准则有关（除确有困难暂缓执行的险司之外），在新准则下保险公司的资产分类方式有较大变化，监管可能需要重新明确各个指标的计算方式。

2、我们预计上市保险公司满足征求意见稿中相关指标要求的难度不大。

A、本次征求意见稿设立多个监管和监控指标，以人身险公司为例，监管指标的要求包括有效久期缺口在正负 5 年之内、综合投资收益覆盖率不低于 100%、净投资收益覆盖率不低于 100%和压力情景下流动性覆盖率不低于 100%，我们认为有效久期缺口指标旨在防控利率双向波动下的再投资风险，收益覆盖率类指标旨在严控公司层面的利差风险。

B、我们认为上市公司满足相关监管和监控指标的难度不大。一方面上市公司是行业大型企业，较早就建立了比较完善的资产负债管理体系，另一方面征求意见稿中对指标的计算口径较松，以人身险监管指标的净投资收益覆盖率为例，其分子为**包括保险保单负债和公司净资产在内全口径**的“投资收益中包括利息收入、股息红利收入、投资性房地产租金收入等投资收益中较为稳定的部分”，而分母仅为**负债保证成本**，考虑到**上市险司的净资产积淀较厚**，我们认为他们达成监管要求的难度不大。此外本次征求意见稿的正式实行时间为 26 年 7 月，上市公司有较充足的时间调整和准备。

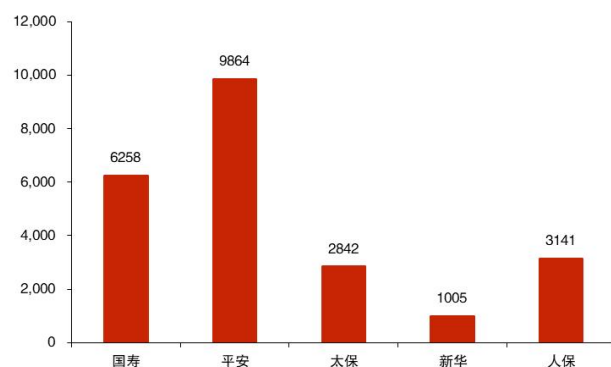
- **投资分析意见。**本次征求意见稿通过多个指标严控行业和公司层面的久期缺口和利差风险，我们认为上市公司达成指标的难度可能不大。我们继续看好保险行业，一方面近期利率双向波动，扭转了 24 年全年单边下行的趋势，有利于缓解行业利差风险，另一方面我们认为在银保渠道网点渗透加快，个险渠道“产品+服务”差异化战略下，主要上市公司有望在 26 年继续实现较好的 NBV 增长，我们对保险行业维持“看好”评级，**推荐个险队伍质态较好的中国人寿、银保渠道 NBV 或将继续高增且减值风险可能减少的中国平安，以及车险和非车险业务均有政策支持的中国财险。**
- **风险提示。**新单保费大幅下降、权益市场大幅下跌、长端利率大幅下降、自然灾害大幅增加。

图表 1：10 年期国债利率和 30 年与 10 年期限利差：%



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 2：A 股上市保险公司 25Q3 末归母净资产：亿元



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 3：监管对于保险行业资产负债管理的时间轴



资料来源：安永精算与风险管理咨询公众号，华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。