

保险II行业点评报告

保险公司资产负债管理新规征求意见，拟进一步强化监管要求

增持（维持）

2025 年 12 月 19 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锐

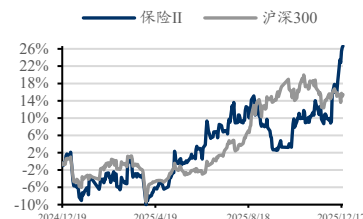
执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

投资要点

- **【事件】**12 月 19 日金监总局就《保险公司资产负债管理办法》公开征求意见，并同步开展行业测试，拟进一步完善保险公司资产负债管理监管要求。
- **为什么修订新规？**1) 响应第三个保险“国十条”中“强化资产负债联动监管”的要求。2) 推动险企强化资产负债管理。3) 与 2026 年全面实施新会计准则相对接，调整资产负债匹配指标口径。
- **相比现行规则有哪些变化？**相比 2019 年发布的《保险资产负债管理监管暂行办法》，本次《征求意见稿》整合了此前分散的监管要求，对资产负债管理的治理体系、责任划分、管理程序等进行了全面规范，并且明确了监管指标，强调长周期考核评价。
- **具体有哪些量化管理指标？**1) **新规下包含监管指标和监测指标两类**，监管指标（财险 3 项、寿险 4 项）为本次新增，以最低标准方式进行限额管理，监测指标（财险 3 项、寿险 7 项）则大部分在现行规则中已包含，主要用于风险识别与预警。2) **监管指标具体包括：财险公司共 3 项：**①沉淀资金覆盖率=沉淀资金/中长期资产。②收入覆盖率=(保险服务收入+综合投资收益)/综合成本。③压力情景下流动性覆盖率。以上三个指标均不得低于 100%。**寿险公司共 4 项：**①有效久期缺口=现金流流入有效久期-现金流流出有效久期，要求区间在[-5,5]内，缺口低于-5 年的寿险公司要求现金流流入有效久期不低于 5 年。②综合投资收益覆盖率=综合投资收益/负债资金成本。③净投资收益覆盖率=净投资收益/负债保证成本。④压力情景下流动性覆盖率。后三个指标均不得低于 100%。3) **优化了指标计算口径。**根据宏观经济变化调整压力情景，将金融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，引导保险公司长期经营。
- 我们认为，当前行业经营进入新周期，利率环境、产品结构、会计准则均有重大变化，资产负债管理的重要性进一步凸显。本次征求意见稿是对现有监管体系的完善，有利于进一步强化险企风险管理、保障行业稳健经营。
- **负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。**1) 我们认为市场需求依然旺盛，预定利率下调+分红险转型将推动负债成本持续优化，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率回落至 1.83%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍然欠配，2025 年 12 月 19 日保险板块估值 2025E 0.65-0.95 倍 PEV、1.27-2.17 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **风险提示：**长端利率趋势性下行；新单增长不及预期。

行业走势



相关研究

《优化长期股票持仓风险因子要求，引导险资发挥耐心资本优势》

2025-12-06

《保险行业 10 月保费：产寿单月保费短期下滑，看好寿险开门红表现》

2025-12-01

表1: 《保险公司资产负债管理办法(征求意见稿)》管理指标一览

类型		指标	计算公式	最低监管标准
监管指标	财产险公司	沉淀资金缺口率	沉淀资金覆盖率=沉淀资金÷中长期资产	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	不低于 100%
		压力情景下流动性覆盖率	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	不低于 100%
	人身险公司	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	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, 现金流入有效久期不低于 5 年
		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÷过去五年负债资金成本	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	不低于 100%
		压力情景下流动性覆盖率	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	不低于 100%
监测指标	财产险公司	利差一(综合投资收益率与负债资金成本率差额)	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	-
		利差二(净投资收益率与负债资金成本率差额)	利差二=过去一年净投资收益率-过去一年负债资金成本率	
		压力情境下的利差	①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 ②保险业务压力情景下利差一=保险业务压力情景下综合投资收益率-保险业务压力情景下负债资金成本率	
	人身险公司	修正久期缺口	规模调整后的修正久期缺口=(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+利率类衍生品买入合约的修正久期×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修正久期×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-负债现金流流出修正久期	
		基点价值变动率	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	
		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	利差四=过去三年平均会计投资收益率-过去三年平	

	益率与负债保证成本率差额)	均负债保证成本率 $\times$ (过去三年负债平均规模 $\div$ 过去三年资金运用平均净额)
	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$\times$(负债平均规模$\div$资金运用平均净额) ②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$\times$(预测未来第 X 年度负债平均规模$\div$预测未来第 X 年度资金运用平均净额) ③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$\times$(预测未来第 X 年度负债平均规模$\div$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	流动性匹配率=(负债现金流出修正久期*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)
	分大类账户的成本收益匹配指标和流动性匹配指标	如上

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

注：以上综合投资收益=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净额+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。

表2：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称		价格（元）		EV（元）				1YrVNB（元）		
A 股		人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安（601318）		68.75	76.77	78.56	83.49	88.85	1.72	1.58	2.22	2.56
中国人寿（601628）		46.50	44.60	49.57	52.67	56.23	1.30	1.19	1.67	1.90
新华保险（601336）		71.16	80.30	82.85	89.75	98.08	0.97	2.00	2.96	3.40
中国太保（601601）		41.04	55.04	58.42	63.09	68.46	1.14	1.38	1.75	2.32
中国人保（601319）		9.14	6.92	7.89	9.21	10.85	0.15	0.26	0.40	0.47
证券简称		价格		P/EV（倍）				VNBX（倍）		
A 股		人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安（601318）		68.75	0.90	0.88	0.82	0.77	-4.67	-6.23	-6.64	-7.86
中国人寿（601628）		46.50	1.04	0.94	0.88	0.83	1.46	-2.58	-3.69	-5.12
新华保险（601336）		71.16	0.89	0.86	0.79	0.73	-9.43	-5.83	-6.29	-7.92
中国太保（601601）		41.04	0.75	0.70	0.65	0.60	-12.29	-12.61	-12.57	-11.84
中国人保（601319）		9.14	1.32	1.16	0.99	0.84	15.13	4.81	-0.19	-3.60
证券简称		价格		EPS（元）				BVPS（元）		
A 股		人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安（601318）		68.75	4.73	6.99	7.84	8.64	49.65	51.28	54.11	58.24
中国人寿（601628）		46.50	1.63	3.78	6.24	6.30	16.88	18.03	22.02	25.52
新华保险（601336）		71.16	2.79	8.41	13.07	12.00	33.68	30.85	32.82	34.99
中国太保（601601）		41.04	2.83	4.67	5.52	5.64	25.94	30.29	32.37	35.75
中国人保（601319）		9.14	0.51	0.97	1.27	1.38	5.48	6.08	6.79	7.56
证券简称		价格		P/E（倍）				P/B（倍）		
A 股		人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安（601318）		68.75	14.53	9.83	8.77	7.96	1.38	1.34	1.27	1.18
中国人寿（601628）		46.50	28.46	12.29	7.46	7.38	2.75	2.58	2.11	1.82
新华保险（601336）		71.16	25.48	8.46	5.44	5.93	2.11	2.31	2.17	2.03
中国太保（601601）		41.04	14.49	8.78	7.44	7.28	1.58	1.35	1.27	1.15
中国人保（601319）		9.14	17.75	9.43	7.22	6.63	1.67	1.50	1.35	1.21

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于 2025 年 12 月 19 日收盘价）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>