

# 资产负债管理护航长期经营，静待估值向基本面回归

## ——保险行业2026年中期投资策略

证券分析师：孙婷（非银金融行业首席分析师）

执业证书编号：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

2026年7月1日

- **经营回顾：基本面仍具韧性，估值表现背离基本面。** 1) 2026Q1上市险企归母净利润表现好于预期，我们预计Q2或将实现高增长。Q1上市险企归母净利润合计同比-17%，主要受权益投资收益短期压力影响，但表现好于此前市场预期。Q2以来股市大幅回暖，我们预计Q2单季净利润有望实现高增长。2) **负债端：NBV较快增长，银保业务贡献显著。** 26Q1上市险企新单期缴保费增速较快，带动NBV延续增长势头，其中中国寿同比+75.5%，大幅领先同业。从渠道结构上看，上市险企银保继续发力，虽然Q2以来银保新单整体增速放缓，但头部公司竞争优势进一步凸显。从产品结构上看，Q1分红险已占各公司新单保费绝大部分比重，我们预计后续部分公司或将向更均衡的产品结构调整。3) **资产端：行业资产配置结构保持稳定，我们预计Q2上市险企投资收益率将明显改善。** 从Q1末行业资产配置数据看，整体结构基本稳定，人身险公司股票+基金合计占比15.4%，较年初+0.1pct。上市险企Q1投资收益率短期承压，主要受股市下跌影响，但是Q2以来股市回暖，我们预计各公司总投资收益率水平将较Q1明显改善。
- **发展趋势：保险行业进入资负管理新时代。** 1) **资负管理新规将进一步规范险企资负匹配。** 2025年12月金监总局发布《保险公司资产负债管理办法》并征求意见，对保险公司资产负债管理的组织架构、政策持续和指标管理等方面做出了详细规定。2) **资负管理的核心在于成本收益、期限结构和流动性匹配。** ①成本收益匹配：应当从控制负债成本和稳定投资收益两个维度出发。一方面做好刚性成本与净投资收益率的匹配，通过科学调整预定利率水平和推动浮动收益产品转型降低刚性成本，通过配置长久期债券和高股息资产稳定净投资收益率；另一方面做好综合成本和综合投资收益率的匹配，合理制定分红/万能险实际结算水平，适度提升权益资产配置比例。②期限结构：《征求意见稿》将有效久期缺口作为监管指标，保险公司可以通过提升分红/万能险等浮动收益产品占比，适度缩短负债有效久期，从而收缩久期缺口。③流动性匹配：从26Q1末流动性覆盖率指标看，头部产寿险公司均符合监管要求。
- **投资建议：基本面仍具韧性，继续看好保险板块估值修复空间。** 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升至1.73%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) 2026Q1末公募基金对保险股持仓比例降至1.05%，仍属欠配。2026年6月26日保险板块估值2026E 0.41-0.71倍PEV、0.78-1.50倍PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **风险提示：** 1) 长端利率趋势性下行；2) 权益市场波动；3) 新单增长不及预期。



- 1. 经营回顾：基本面仍具韧性，估值表现明显背离

---

- 2. 发展趋势：保险行业进入资产负债管理新时代

---

- 3. 投资建议：中报展望乐观，看好估值修复空间

---

- 4. 风险提示

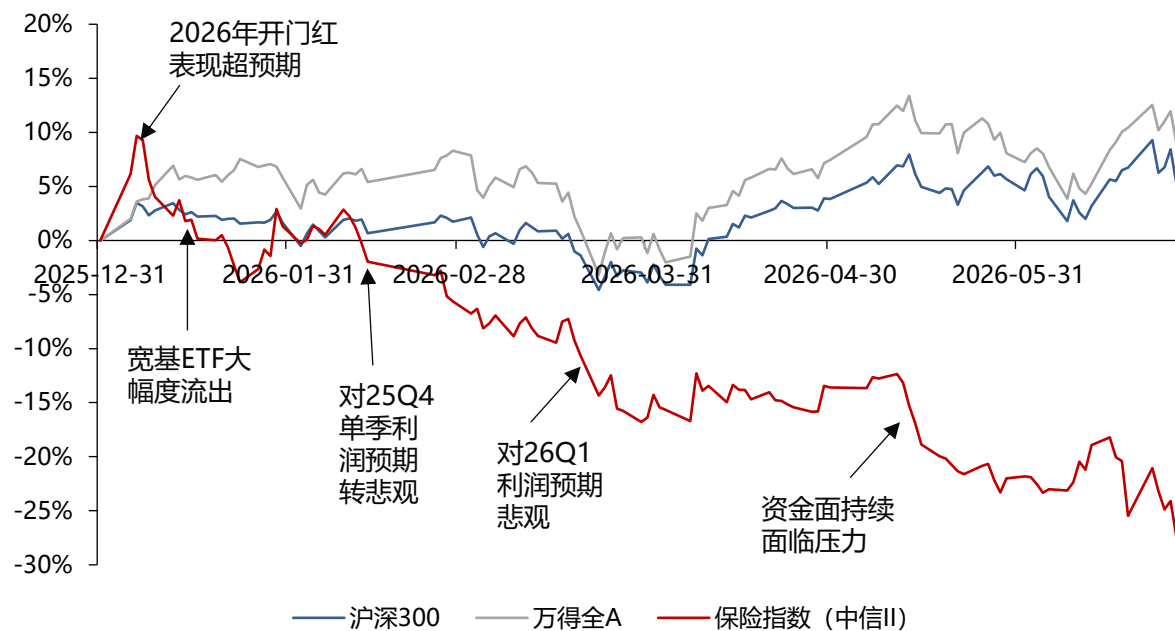
---

## 1. 经营回顾：基本面仍具韧性，估值表现明显背离

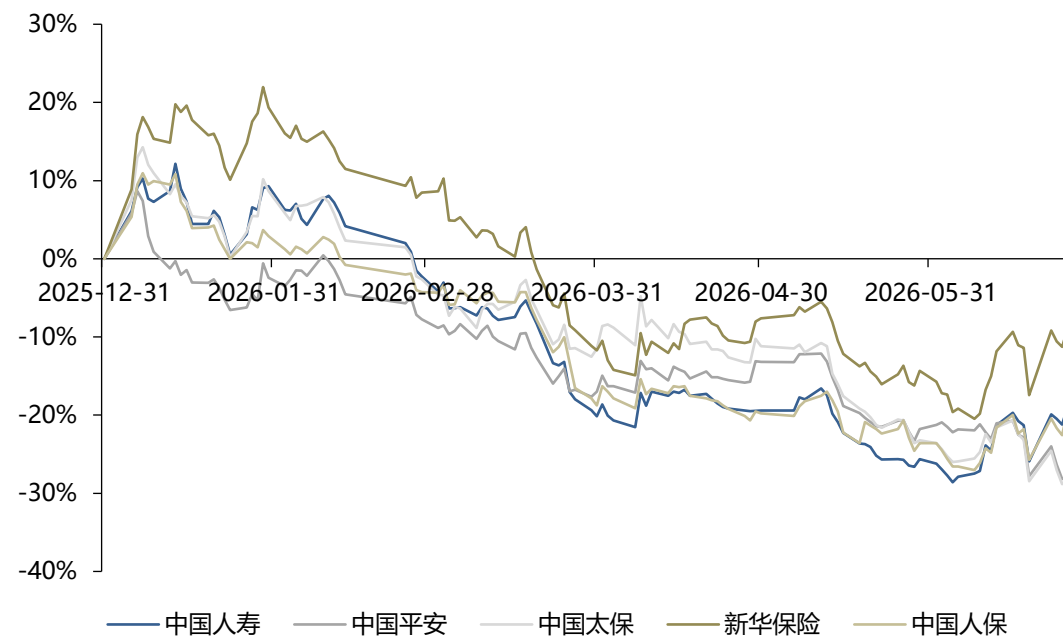
# 1.1 股价表现-2026年保险指数明显跑输大盘，估值与基本面背离

- **2026年以来保险股股价表现持续走弱，大幅跑输市场。**2026年开年前三个交易日保险股领涨，涨幅一度达到10%，我们预计主要是受开门红保险超预期带动。但此后受短期业绩预期悲观、资金面持续面临压力影响，保险板块股价持续下跌。截至6月26日，万得全A、沪深300指数分别+5.1%、+8.9%，而保险指数累计-27.5%，大幅跑输大盘。
- **保险板块个股股价走势整体一致。**截至6月26日新华保险股价累计下跌14.5%，跌幅小于同业，中国人寿、中国平安和中国太保分别下跌22.8%、23.0%、31.0%和32.2%。

图：2026年保险指数明显跑输大盘



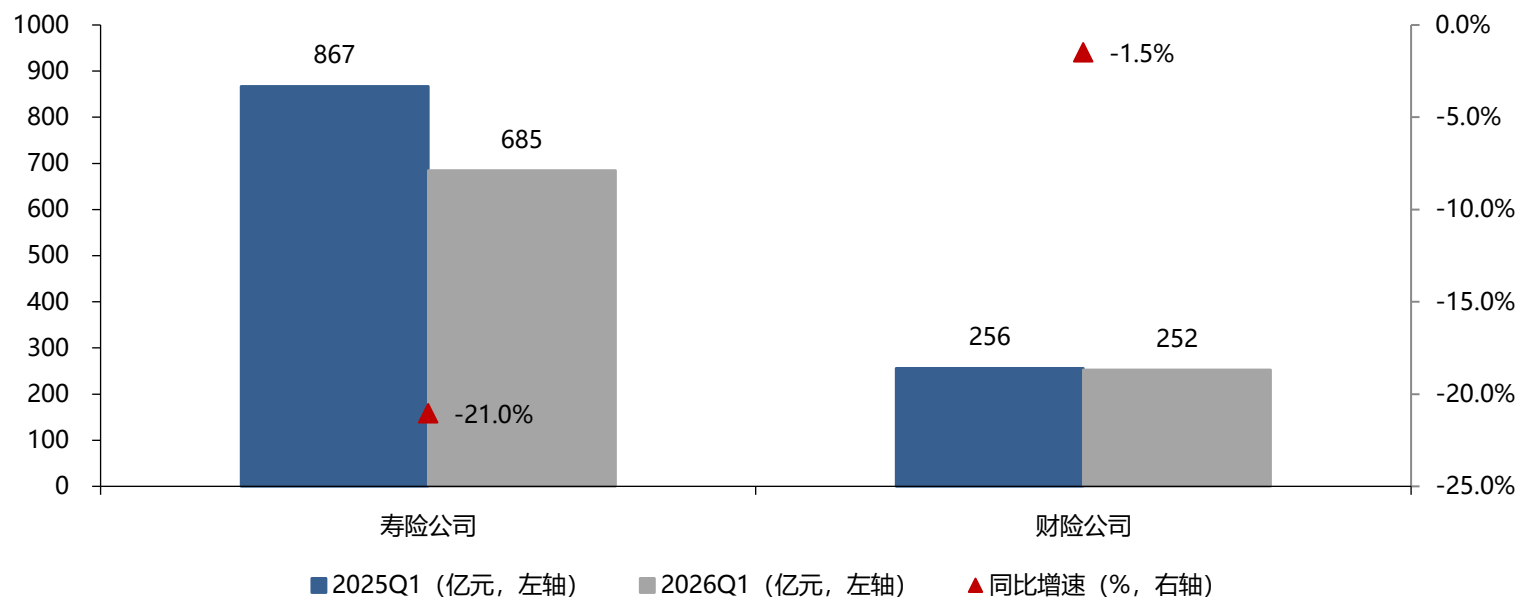
图：保险板块个股股价走势整体一致



## 1.2 盈利表现-寿险及产险公司26Q1净利润均下滑，大部分公司偿付能力有所下降

- **净利润：寿险、财险公司均同下降。** 2026Q1共有72家寿险和87家财险公司披露偿付能力报告。其中56家寿险公司实现盈利，16家亏损，合计实现净利润685亿元，同比-21%；76家财险公司中56家实现盈利，20家亏损，合计实现净利润252亿元，同比-1.5%。
- **偿付能力：大部分险企偿付能力环比下降。** 2026Q1末72家寿险公司中56家公司核心偿付能力充足率较年初下降，60家公司综合偿付能力充足率较年初下降；87家财险公司中65家公司核心偿付能力充足率较年初下降，61家公司综合偿付能力充足率较年初下降。

图：2026Q1保险公司净利润同比明显下降



## 1.2 盈利表现-2026Q1上市险企归母净利润好于预期

- 从归母净利润来看，部分险企同比下滑，主要受权益投资收益短期压力影响，但表现好于此前市场预期。新华保险 (+10.5%) > 中国太保 (+4.3%) > 中国平安 (-7.4%) > 中国人保 (-31.4%) > 中国人寿 (-32.3%)，其中太保利润表现稳定主要是由于其权益投资比例相对较低，而新华在较高权益仓位的基础上实现利润增长，主要由于保险服务业绩增长与承保财务损益下降影响。
- 2026Q1平安和太保归母营运利润分别同比+7.6%、+3.6%，表现稳健。
- 2026Q1末上市险企归母净资产合计较年初+2.6%，其中新华较年初+10.8%，增速为上市险企中最高。

表：2026Q1上市险企归母净利润情况 (百万元)

归母净利润	2025年一季度	2026年一季度	同比增速
中国人寿	28802	19505	-32.3%
中国平安	27016	25022	-7.4%
中国太保	9627	10041	4.3%
新华保险	5882	6501	10.5%
中国人保	12849	8814	-31.4%
<b>合计</b>	<b>84176</b>	<b>69883</b>	<b>-17.0%</b>

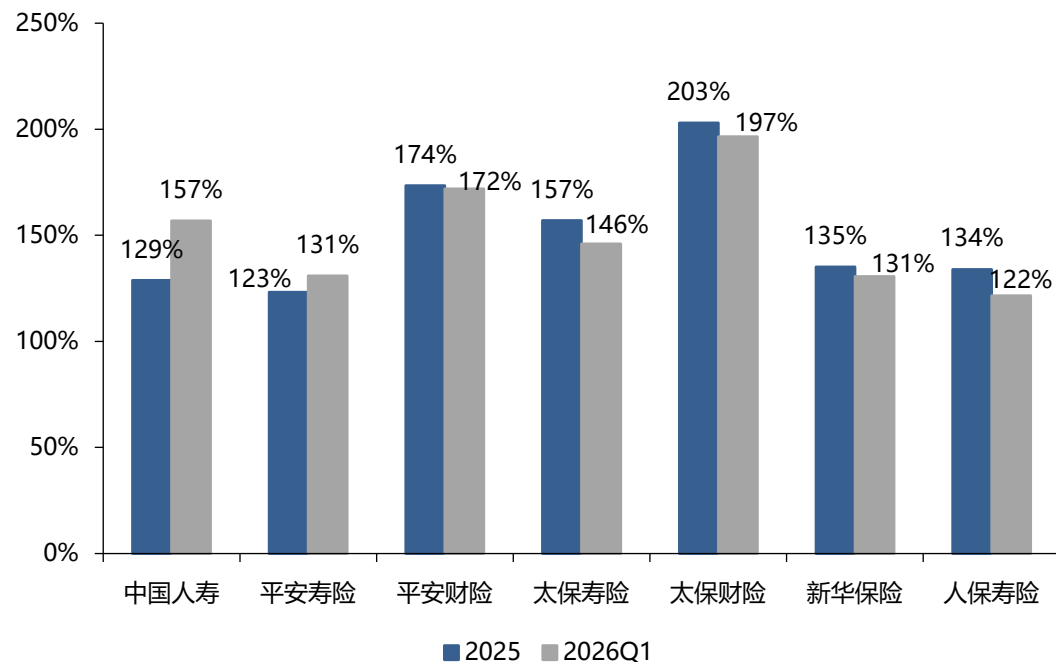
表：2026Q1上市险企归母净资产情况 (百万元)

归母净资产	2025年末	2026年一季度末	较年初增速
中国人寿	595205	598260	0.5%
中国平安	1000419	1018310	1.8%
中国太保	302143	319602	5.8%
新华保险	111544	123557	10.8%
中国人保	308991	319356	3.4%
<b>合计</b>	<b>2318302</b>	<b>2379085</b>	<b>2.6%</b>

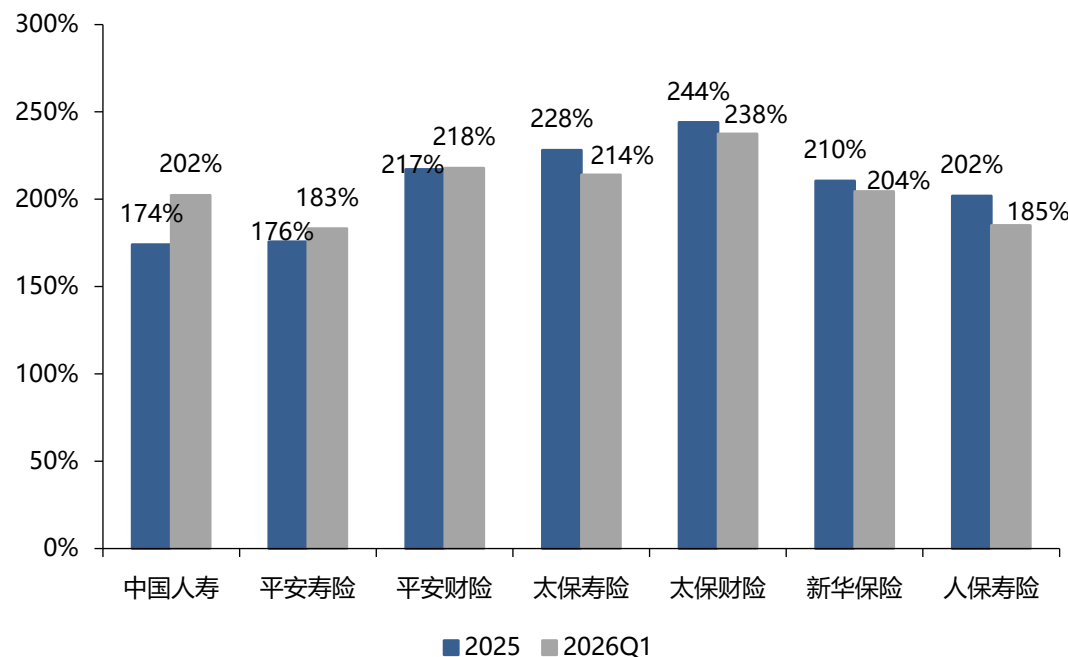
# 1.3 上市险企2026Q1偿付能力充足率整体稳定

- 2026Q1上市险企偿付能力充足率整体稳定，大部分公司虽有下降但降幅不大。
- 2026Q1末，上市险企（保险集团以主要子公司做替代）平均核心偿付能力充足率为159%，平均综合偿付能力充足率为210%，整体上较年初保持稳定。
- 其中，中国人寿和平安人寿的核心、综合偿付能力充足率分别较年初提升28pct、8pct（核心和综合提升幅度一致），其他公司均有所下降，但降幅有限。我们预计国寿偿付能力提升主要是受存量债券资产重分类为AFS的影响，而平安偿付能力提升主要是由于企业所得税新政后税基变化。

图：上市险企核心偿付能力充足率



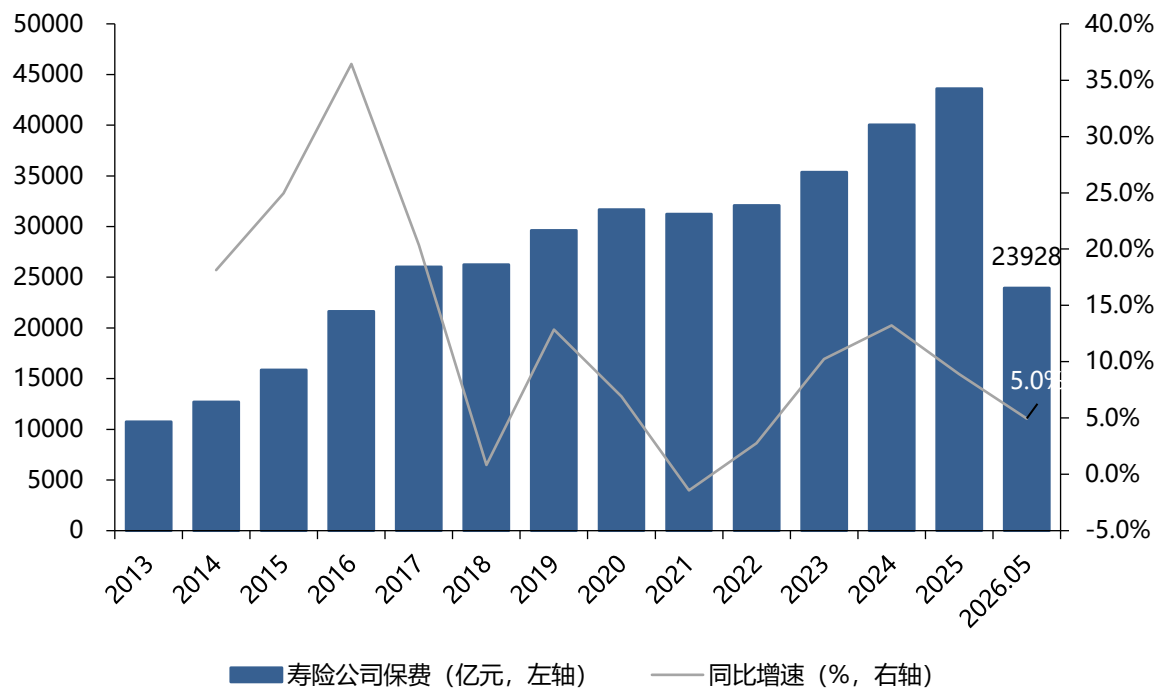
图：上市险企综合偿付能力充足率



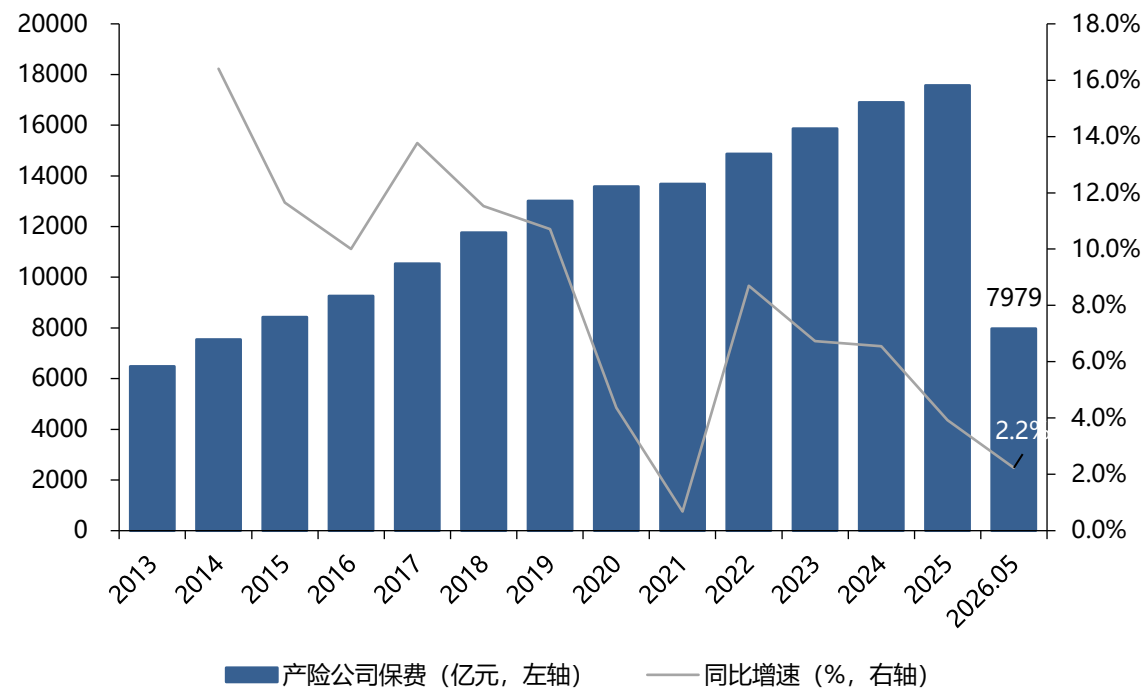
## 1.4 负债端-5月产险单月保费增速回正，寿险高基数压力显现

- 寿险5月保费增速由正转负。** 人身险公司1-5月保费收入达23928亿元，同比+5.0%，5月单月人身险公司原保费规模达3228亿元，同比-3.0%，增速转负（4月为+0.6%），主要是由于上年同期基数逐步升高影响。7月起新报备分红险产品演示利率不高于3.5%，我们预计6月各险企或将适度加大旧产品销售力度。
- 5月产险保费恢复正增长。** 产险公司1-5月保费收入达7979亿元，同比+2.2%。5月单月产险公司保费达1350亿元，同比+2.3%，增速转正（4月为-0.2%）。其中车险、非车险单月保费增速均环比改善，单月增速分别为持平、+5.3%。

图：2026年1-5月寿险公司保费同比增长5.0%



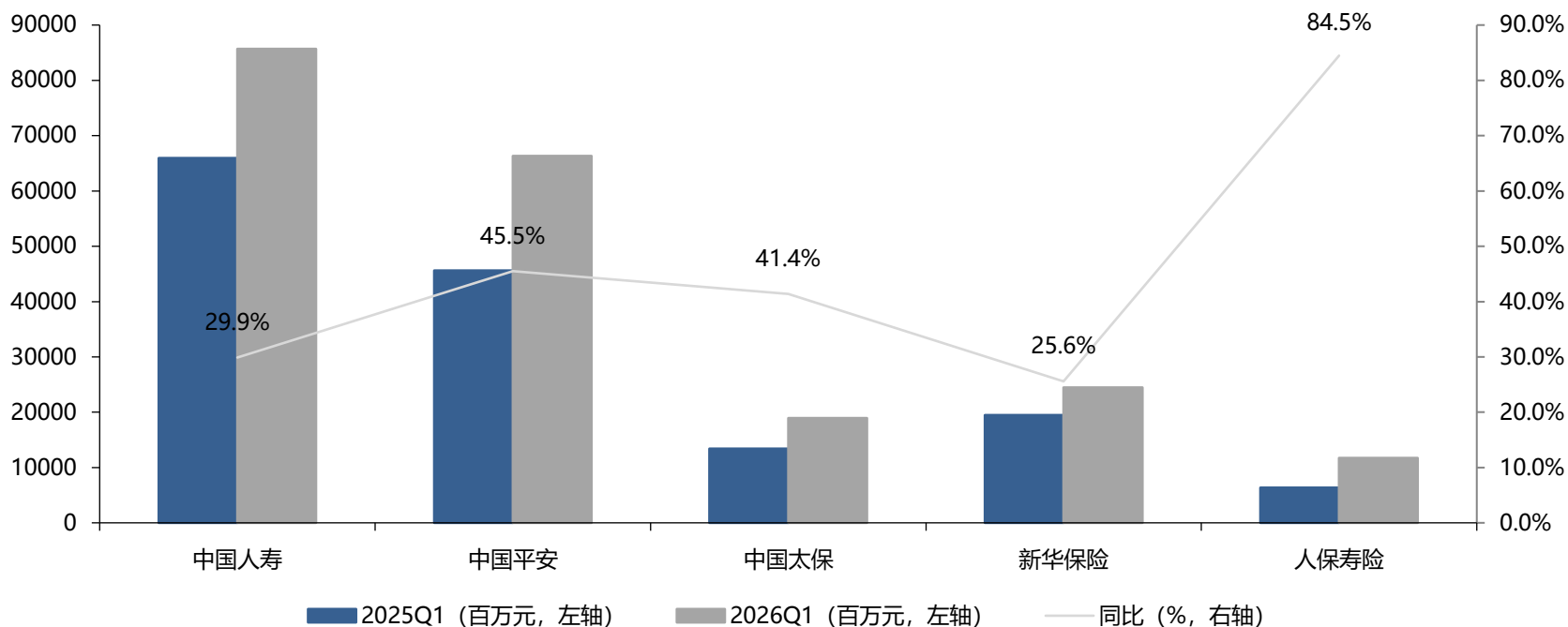
图：2026年1-5月产险公司保费同比增长2.2%



## 1.4 负债端-2026Q1上市险企新单期交保费高增长，且业务结构优化

- **2026Q1上市险企新单期缴保费高增长。**从新单保费来看，平安用于计算NBV的新单保费同比+45.5%，各公司新单期交普遍高增长：人保寿(+84.5%) > 国寿(+41.4%) = 太保(+41.4%) > 新华(+25.6%)，个险及银保表现均较为强劲。此外，各公司业务结构显著优化，2026Q1国寿十年期及以上期交保费占比同比+4.4pct，新华十年期及以上期交保费同比+113%。
- 我们认为，当前保险产品预定利率仍高于银行存款利率，看好上市险企全年新单保费增长与业务结构继续改善。

图：2026Q1上市保险公司新单期交保费普遍高增长

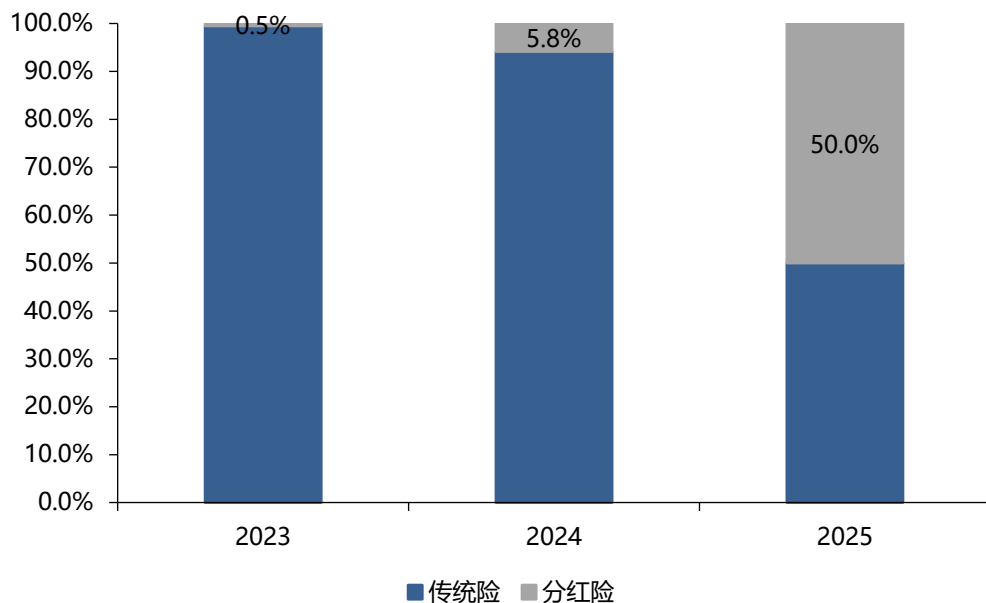


注：平安为用计算NBV的首年保费数据，中国人寿为长险新单保费，其他公司均为新单期交保费

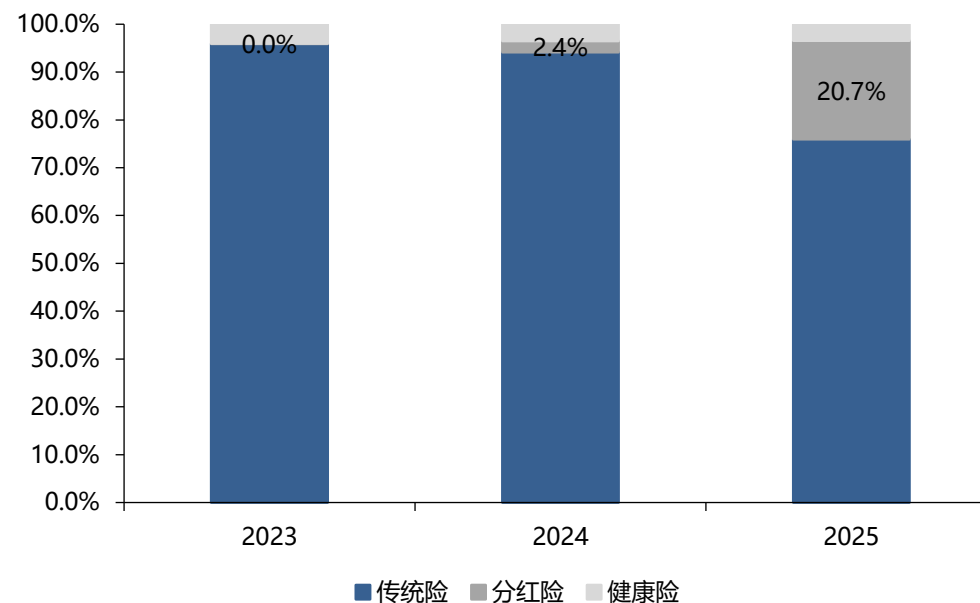
## 1.4 负债端-分红险转型成效明显，26Q1 占新单比重明显提升

- **从2025年新单保费结构看，分红险占新单比重明显提升。** ①国寿浮动收益型业务占整体首年期交保费比重近50%。②太保分红险在整体新单期缴中占比50%，在个险渠道新单期缴中占比61.4%。③新华分红险占长险首年保费比重提升至20.7%，Q4单季分红险占整体期交业务比重达到77.0%。④太平新单长险结构中分红险占比88.4%。
- **2026Q1分红险占比进一步显著提高。** 国寿新单期交保费中浮动收益型占比超90%，太保十年期及以上分红险新保期缴占比逐月提升。由于Q1分红险占新单期交比例接近100%，除国寿外，新业务价值率普遍有所下降。我们预计保险公司接下来将尝试传统增额寿、传统年金、传统保障等险种销售，稀释分红险的过高占比，提高价值率。

图：近三年中国太保新单期交保费结构



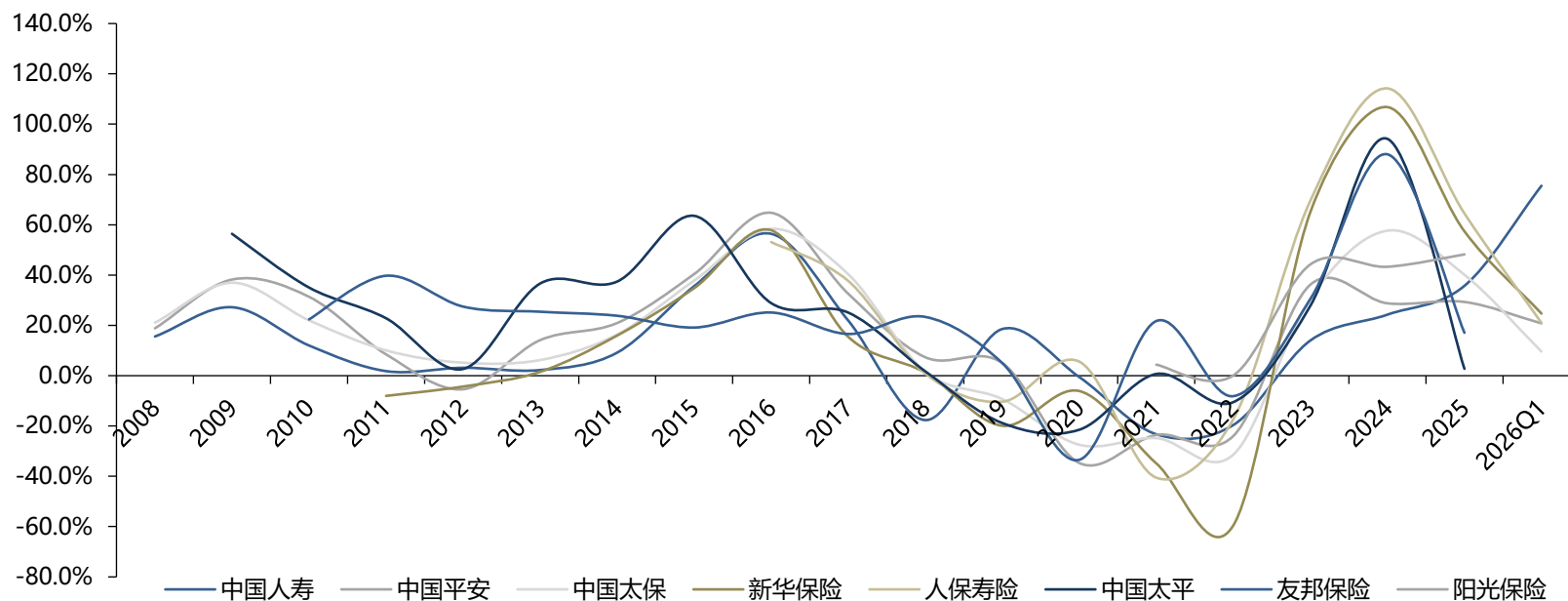
图：近三年新华保险长险首年保费结构



## 1.4 负债端-2025年及2026Q1上市险企NBV延续较快增长

- 2025年上市险企（不含友邦保险、人保健康）新业务价值合计1356.3亿元，同比增长35.1%。人保寿险可比口径下同比+64.5%，为上市险企中最高，新华同比增长57.4%，居其次。
- 2026Q1上市险企NBV延续快速增长态势，其中国寿NBV同比+75.5%，增速大幅领先同业，新华、平安和人保寿也均同比增长超过20%，太保同比+9.6%。

图：2025年及2026Q1上市险企NBV保持较快增长



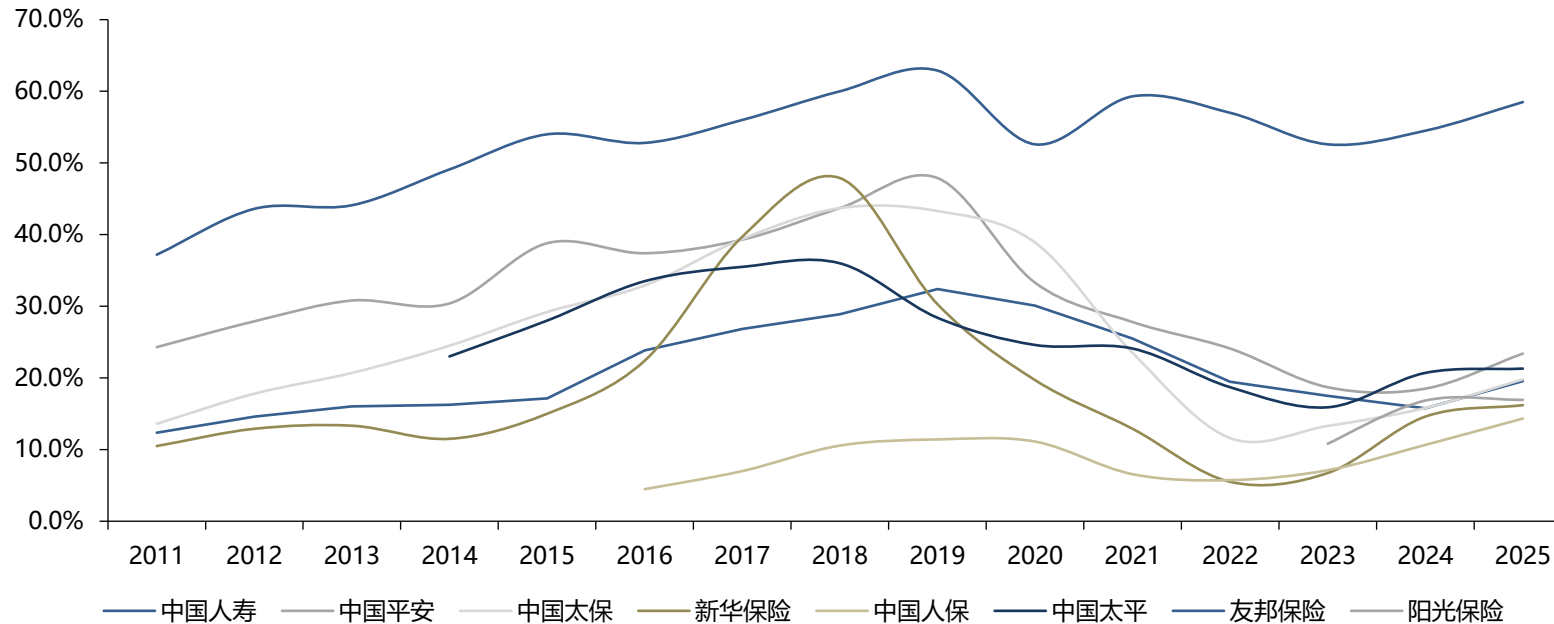
注：2023-2025年为可比口径增速

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

# 1.4 负债端-2025年上市险企NBV margin普遍提升，2026Q1则表现不一

- 受益于预定利率下调和报行合一深化，2025年上市险企NBV margin普遍同比提升。国寿个险渠道NBV margin为35.0%，同比+9.3pct。平安首年保费口径的NBV margin为23.4%，同比+4.9pct。太保NBV margin为19.8%，可比口径下同比+3.2pct。
- 2026Q1上市险企价值率表现不一。①平安NBV margin同比-4.8pct至23.5%，主要由于25Q4假设调整和分红险占比提升影响。②国寿NBV增速明显高于新单保费增速，NBV margin有明显提升，预计主要受益于业务结构优化和负债成本管控等影响。③我们认为当年新业务利差损风险可控，适度提升传统险占比以稳定NBV margin也是可用策略。

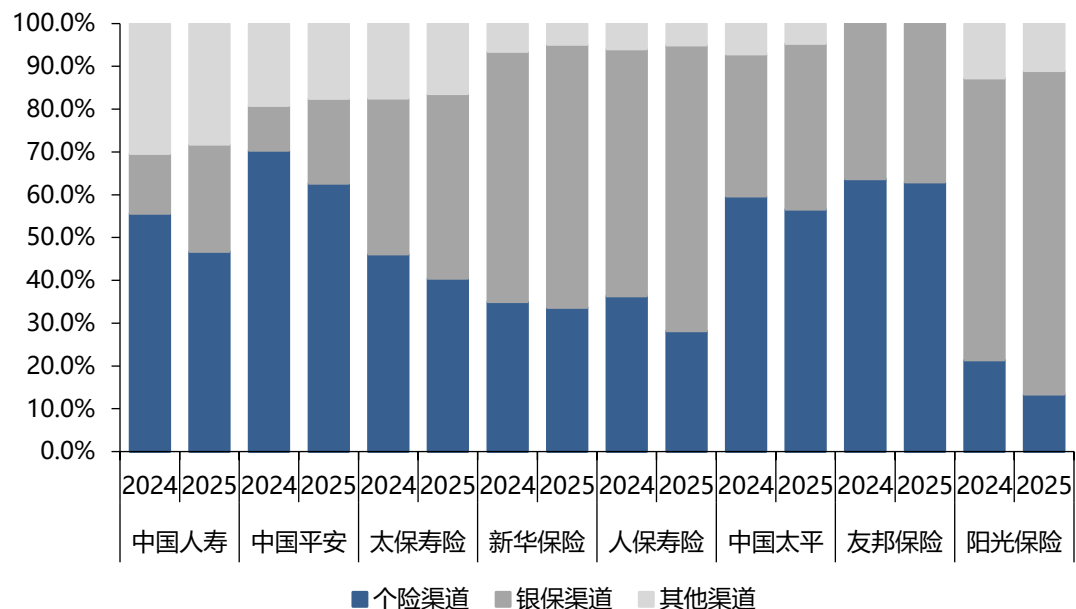
图：2025年上市险企NBV margin同比提升



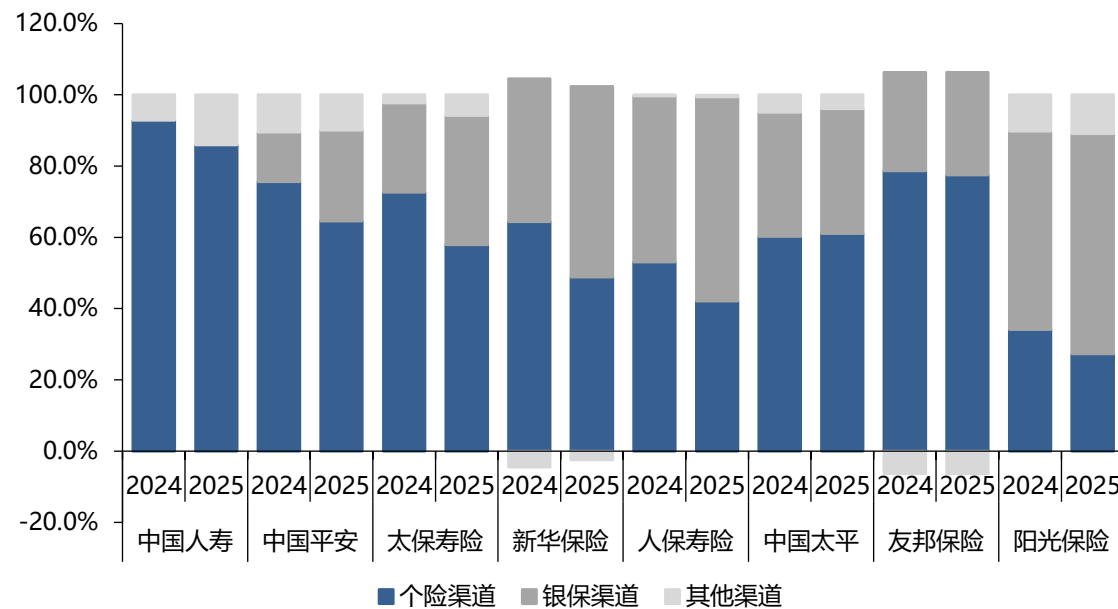
## 1.4 负债端-银保成为拉动新单保费和NBV增长的主动力

- **2025年上市险企银保新单保费和NBV迎来爆发式增长。** 2025年上市险企银保新单保费均实现同比两位数增长，A股五家险企银保NBV均实现同比100%以上增长。2025年上市险企新单保费中银保渠道平均占比为45.9%，同比提升6.9pct；NBV中银保渠道占比平均为39.1%，同比提升7.7pct，其中阳光占比最高为61.8%，新华和人保占比也超过50%。
- **2026Q1银保保持高增长态势。** ①平安银保等非个险渠道NBV贡献同比+6.8pct。②太保、新华银保新单期交保费分别同比+37.8%、+30.7%。
- **银保市场整体增速放缓，头部公司优势凸显。** 根据慧保天下报道，2026年前5个月银保渠道新单保费同比增长不足7%，相比Q1的28%明显放缓，主要受65号文深化银保报行合一要求影响。并且，行业间分化明显，中大型公司表现优于中小险企，大公司竞争优势更加突出。

图：银保渠道在上市险企新单保费中占比明显提高



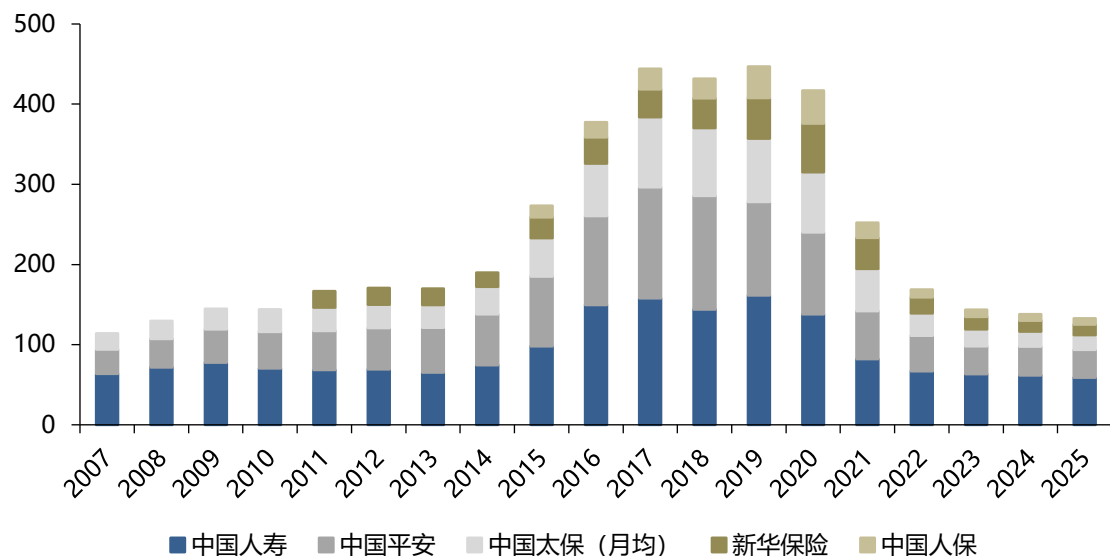
图：上市险企银保渠道在NBV中占比普遍提升



## 1.4 负债端-26Q1末个险人力规模较年初企稳，且质态重于规模

- **2026Q1末上市险企人力数量企稳。** 国寿、平安和太保26Q1末代理人规模分别为59.4万人、33.2万人、18.7万人，分别较年初+1.2%、-5.4%和+1.1%。我们认为，虽然上市公司人力规模较年初仍有小幅下降，但大幅缩减阶段已经过去，人均产能提升是未来增长关键。
- **2025年上市险企代理人渠道转型效果继续释放，队伍结构与质态持续改善。** 1) 中国人寿：2025年优增新人数量同比+40%，13个月留存率同比+2.2pct，45周岁及以下人员占比同比+2.3pct。2) 中国平安：2025年代理人人均NBV同比增长17.2%，年末代理人中大专及以上学历人员占比同比+1.4pct。3) **中国太保**：2025年月均核心人力4.6万人，同比-13.2%，核心人力月人均首年规模保费6.4万元，同比+17.1%。4) **新华保险**：2025年月均绩优人力1.55万人，同比+2%，月均绩优率11.6%，同比+0.7pct。月均万C人力0.33万人，占比2.5%，同比持平。月均人均综合产能1.12万元，同比+43%。

图：上市险企历史代理人规模（万人）



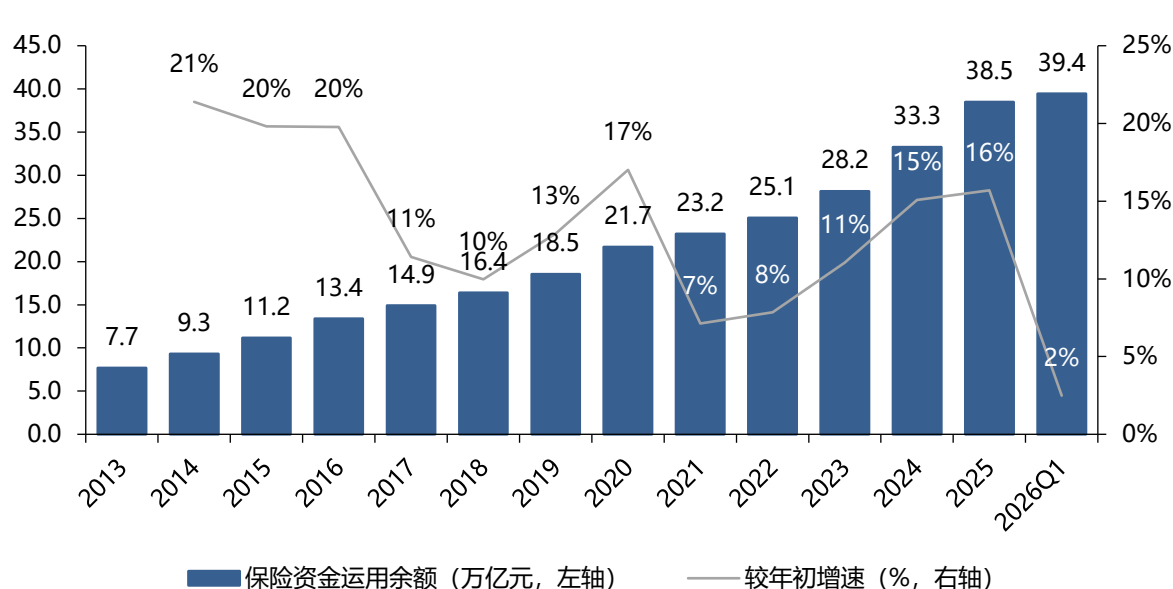
表：2026年一季度上市险企代理人规模（万人）

	2025Q1	2025年末	2026Q1	较年初增速	同比增速
中国人寿（总人力）	64.6	63.8	64.4	0.9%	-0.3%
中国人寿（个险）	59.6	58.7	59.4	1.2%	-0.3%
中国平安	33.8	35.1	33.2	-5.4%	-1.8%
中国太保	18.8	18.5	18.7	1.1%	-0.5%

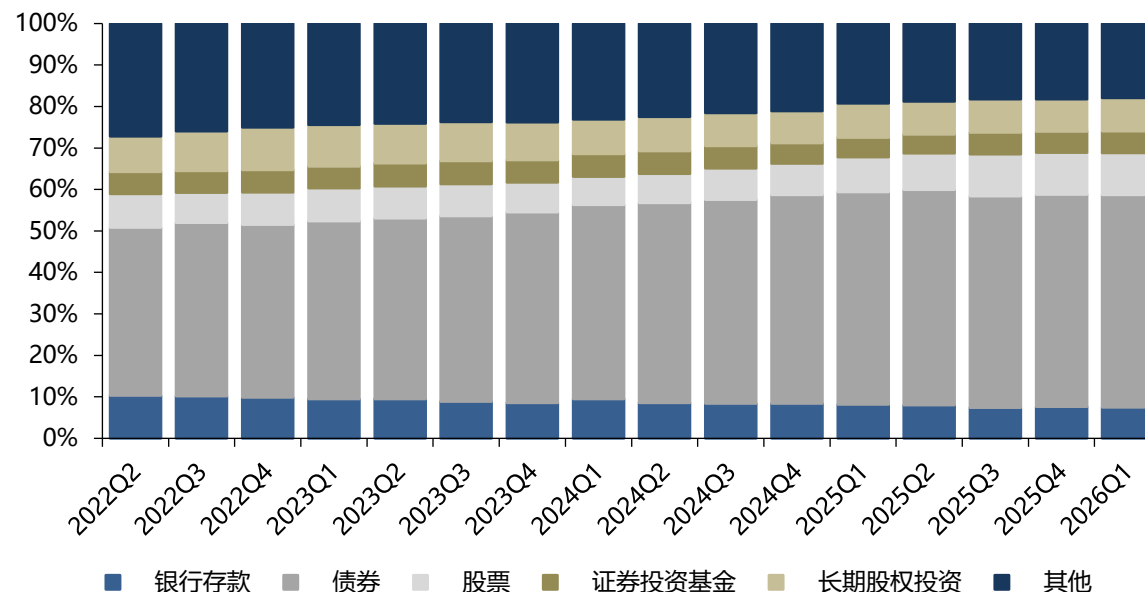
# 1.5 资产端-2026Q1投资规模较年初稳健增长，资产配置结构整体稳定

- **2026Q1末保险行业资金运用余额为39.4万亿元，较年初+2.5%，我们认为受负债端保费规模持续增长带动。**其中，人身险、财产险公司投资规模分别为35.6万亿元、2.5万亿元，分别较年初+2.6%、+2.3%。**截至2026Q1，A股5家上市险企投资资产规模合计达到20.9万亿元，较年初增长1.1%，**其中国寿规模最大，为7.6万亿元，太保增速最快，较年初+2.8%。
- **2026Q1人身险公司各类投资余额均较年初增长，资产配置结构整体稳定。**①2026Q1末银行存款余额占比7.5%，较年初下降0.1pct，债券占比为51.2%，较年初提升0.1pct。②2026Q1末股票+基金合计占比15.4%，较年初提升0.1pct。其中，股票占比10.1%，较年初持平；基金占比5.3%，较年初提升0.1pct。③长股投占比为8.0%，较年初提升0.2pct，单季规模增加1422亿元。④其他类（非标为主）占比为17.9%，较年初下降0.3pct。

图：2026Q1末保险资金运用余额达39.4万亿元



图：2026Q1人身险公司资产配置结构基本稳定



## 1.5 资产端-2025年上市险企大幅增配股票+基金投资

- 2025年末上市险企股票+权益基金投资合计较年初增长45.6%，较年中+35.2%，下半年加仓幅度突出，和Q3股市大涨导致权益持仓公允价值提升也有较大关系。其中2025年末中国平安股票+权益基金投资合计较年初+117.5%，较年中+59.5%，增速均最高。

表：近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况

单位：亿元		规模				占比			
		股票	权益基金	总投资资产	股票+股基 环比增速	股票	权益基金	合计	股票+股基 环比变动
中国人寿	2024	5011	3066	66111		7.6%	4.6%	12.2%	
	2025H1	6201	3507	71272	20.2%	8.7%	4.9%	13.6%	1.4pct
	<b>2025</b>	<b>8353</b>	<b>4218</b>	<b>74237</b>	<b>29.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>5.7%</b>	<b>16.9%</b>	<b>3.3pct</b>
中国平安	2024	4374	1334	57314		7.6%	2.3%	10.0%	
	2025H1	6493	1291	62025	36.4%	10.5%	2.1%	12.6%	2.6pct
	<b>2025</b>	<b>9581</b>	<b>2835</b>	<b>64900</b>	<b>59.5%</b>	<b>14.8%</b>	<b>4.4%</b>	<b>19.1%</b>	<b>6.6pct</b>
中国太保	2024	2551	527	27345		9.3%	1.9%	11.3%	
	2025H1	2831	612	29247	11.9%	9.7%	2.1%	11.8%	0.5pct
	<b>2025</b>	<b>3377</b>	<b>711</b>	<b>30400</b>	<b>18.7%</b>	<b>11.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>13.4%</b>	<b>1.7pct</b>
新华保险	2024	1808	1263	16294		11.1%	7.8%	18.8%	
	2025H1	1992	1202	17125	4.0%	11.6%	7.0%	18.7%	-0.2pct
	<b>2025</b>	<b>2165</b>	<b>1726</b>	<b>18412</b>	<b>21.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>21.1%</b>	<b>2.5pct</b>
中国人保	2024	602	866	16418		3.7%	5.3%	8.9%	
	2025H1	946	936	17607	28.1%	5.4%	5.3%	10.7%	1.7pct
	<b>2025</b>	<b>1662</b>	<b>873</b>	<b>19016</b>	<b>34.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>13.3%</b>	<b>2.6pct</b>
中国太平	2024	1302	733	15621		8.3%	4.7%	13.0%	
	2025H1	1399	731	16833	4.7%	8.3%	4.3%	12.7%	-0.4pct
	<b>2025</b>	<b>2124</b>	<b>771</b>	<b>17431</b>	<b>35.9%</b>	<b>12.2%</b>	<b>4.4%</b>	<b>16.6%</b>	<b>3.9pct</b>
阳光保险	2024	676	53	5486		12.3%	1.0%	13.3%	
	2025H1	837	56	5919	22.6%	14.1%	0.9%	15.1%	1.8pct
	<b>2025</b>	<b>875</b>	<b>74</b>	<b>6402</b>	<b>6.3%</b>	<b>13.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>14.8%</b>	<b>-0.3pct</b>

注：中国人寿、新华保险和中国人保未单独披露权益型基金规模，采用基金整体数据。

## 1.5 资产端-2025年末上市险企OCI股票占比表现分化

- 2025年末上市险企配置FVOCI股票规模较年初和年中均继续增长，国寿、人保较年中增速在60%以上，太平也超过50%，新华增速较低，较年中仅+2.9%。
- 从占比看，平安FVOCI占比为56.5%，仍然高于同业，新华保险最低仅为17.8%。上市险企加权平均占比约39.7%，较年初提升7.5pct，较年中下降0.1pct。各公司下半年占比表现分化，其中国寿、太保和太平较年中占比提升，国寿提升幅度最大（+5.2pct）；平安、新华和人保较年中下降，平安下降幅度最大（-8.8pct）。

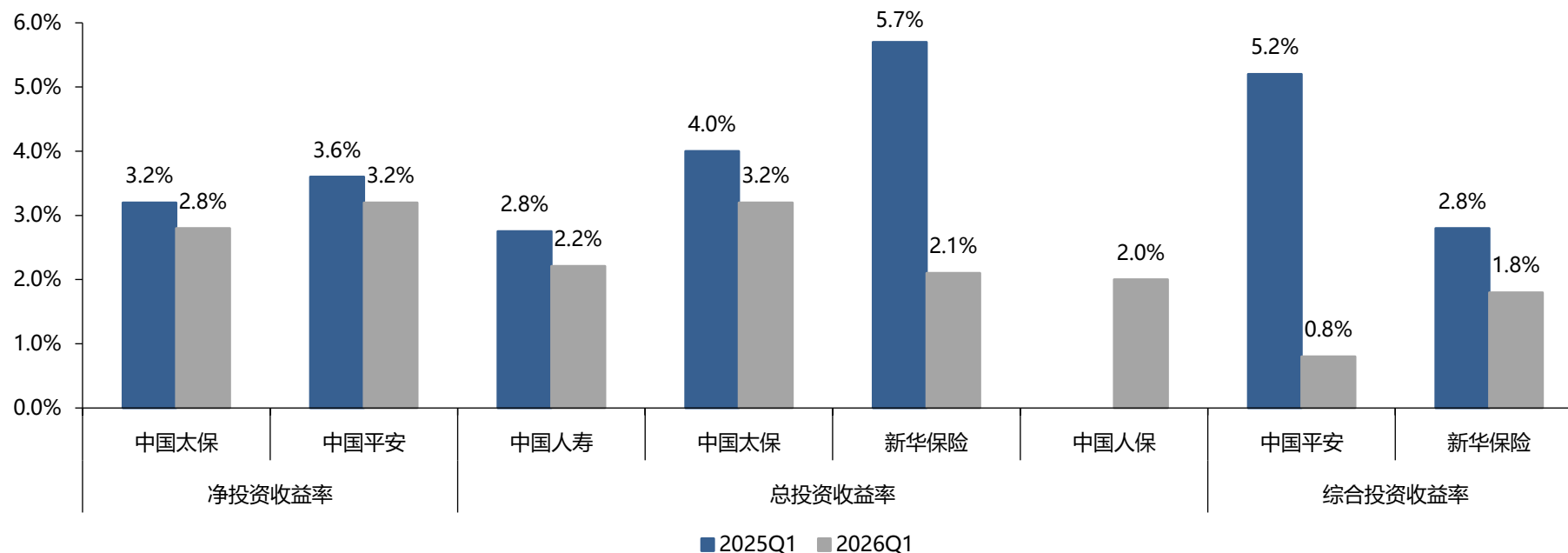
表：上市险企股票中FVTPL和FVOCI结构

单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比变动
中国人寿	2024	5011	4409	602		88.0%	12.0%	
	2025H1	6201	4799	1403	133.2%	77.4%	22.6%	10.6pct
	<b>2025</b>	<b>8353</b>	<b>6029</b>	<b>2324</b>	<b>65.7%</b>	<b>72.2%</b>	<b>27.8%</b>	<b>5.2pct</b>
中国平安	2024	4374	1742	2632		39.8%	60.2%	
	2025H1	6493	2250	4243	61.2%	34.7%	65.3%	5.2pct
	<b>2025</b>	<b>9581</b>	<b>4168</b>	<b>5413</b>	<b>27.6%</b>	<b>43.5%</b>	<b>56.5%</b>	<b>-8.8pct</b>
中国太保	2024	2551	1790	761		70.2%	29.8%	
	2025H1	2831	1874	957	25.9%	66.2%	33.8%	4.0pct
	<b>2025</b>	<b>3377</b>	<b>2128</b>	<b>1248</b>	<b>30.4%</b>	<b>63.0%</b>	<b>37.0%</b>	<b>3.2pct</b>
新华保险	2024	1808	1502	306		83.1%	16.9%	
	2025H1	1992	1618	374	22.3%	81.2%	18.8%	1.9pct
	<b>2025</b>	<b>2165</b>	<b>1779</b>	<b>385</b>	<b>2.9%</b>	<b>82.2%</b>	<b>17.8%</b>	<b>-1.0pct</b>
中国人保	2024	602	329	273		54.6%	45.4%	
	2025H1	946	507	439	60.7%	53.6%	46.4%	1.1pct
	<b>2025</b>	<b>1662</b>	<b>957</b>	<b>705</b>	<b>60.6%</b>	<b>57.6%</b>	<b>42.4%</b>	<b>-4.0pct</b>
中国太平	2024	1302	826	476		63.4%	36.6%	
	2025H1	1399	911	488	2.4%	65.1%	34.9%	-1.7pct
	<b>2025</b>	<b>2124</b>	<b>1382</b>	<b>742</b>	<b>52.0%</b>	<b>65.1%</b>	<b>34.9%</b>	<b>0.1pct</b>

## 1.5 资产端-26Q1投资收益率短期承压，但预计Q2将明显改善

- 净投资收益率方面，平安、太保26Q1（均未年化）分别为0.8%、0.7%，均同比-0.1pct。
- 总、综合投资收益率方面，各公司均有不同程度同比下降，我们认为主要是受股市短期波动导致TPL权益公允价值减少，以及部分公司基数较高等因素影响。
- Q2以来股市明显回暖，截至6月26日沪深300、万得全A、创业板指分别较Q1末上涨9.4%、10.2%和31.7%，我们预计各险企投资收益或将明显改善。

图：2026年一季度上市保险公司年化投资收益率表现



注：1) 中国太保、中国平安和中国人保数据经过简单年化处理（即Q1数据\*4）；2) 不同公司年化方法不同，不宜横向比较

## 1.6 政策与行业动态：金监总局进一步规范银保渠道费用管理

- 3月27日金监总局下发《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》，要求进一步落实保险公司银保渠道“报行合一”管理责任。
- 6月17日陆家嘴论坛开幕式，新任金监总局局长丁向群发表演讲，再次强调将坚定推行保险业“报行合一”，深入整治无序竞争。

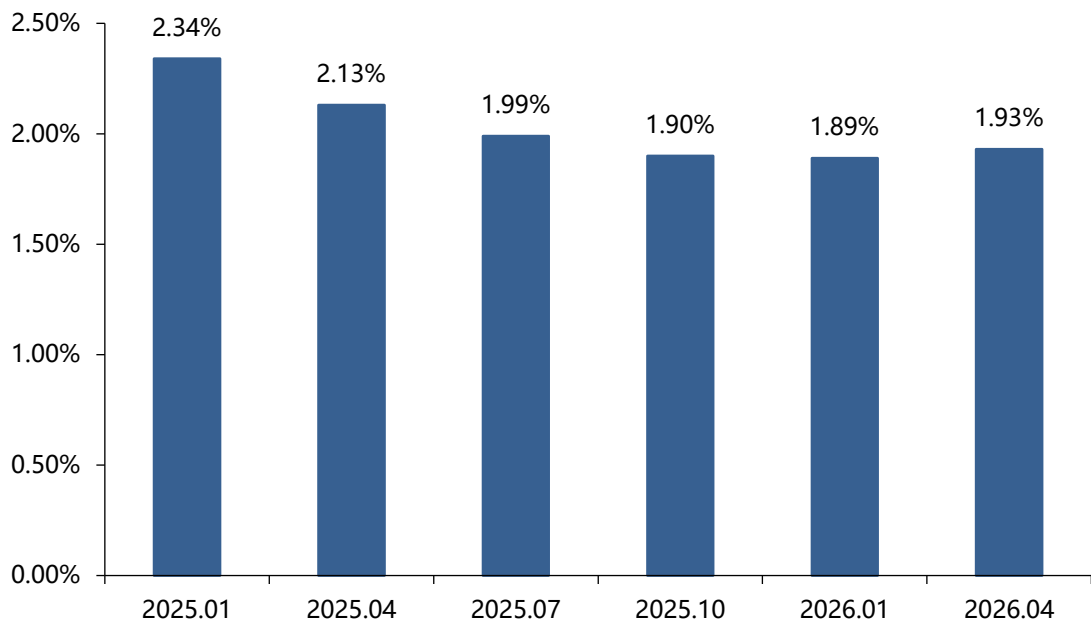
表：《通知》中关于银行代理渠道费用管理有关事项的问答

<b>一、保险公司如何向银行代理渠道支付佣金费用？</b>
保险公司要按照相关监管规定，依法合规向银行代理渠道支付佣金费用，不得直接或间接以出单费、信息费、技术服务费等名义向银行代理渠道支付除佣金以外的、与银行代理销售活动相关的各项费用。
<b>二、保险公司如何加强银保专员薪酬激励管理？</b>
银保专员的薪酬激励(以下统称薪酬)是保险公司按规定向银保专员支付的报酬，其结构及水平要符合管理制度要求，与其银行代理渠道岗位职责、工作内容和成效相匹配。保险公司要切实维护银保专员正当权益，原则上以银行转账方式支付薪酬。保险公司要以适当方式确保银保专员知悉相关薪酬无指定用途，可自行支配。
<b>三、保险公司如何制定和管理临时激励方案？</b>
保险公司要建立内部管理制度，明确临时激励方案(以下简称激励方案)的制定流程、管理权限等要求。保险公司要据实列支激励方案各项费用支出，其中，向银保专员支付的报酬和奖励要纳入银保专员的薪酬管理。保险公司各级机构要规范制定激励方案，经省级机构主要负责人或总公司负责人批准后，省级及以下分支机构方可实施激励方案；经总经理批准后，总公司方可实施激励方案。
<b>四、保险公司如何做好业务推动活动管理？</b>
保险公司各级机构要对业务推动活动实施台账管理，逐项记录时间、地点、机构、人员等信息，并附相关凭证。保险公司要按照财经纪律等规定支付各项费用，取得真实、合法、有效的凭证，将业务推动活动费用计入培训及客户服务费。保险公司不得要求或暗示银保专员将薪酬用于开展业务推动活动。保险公司要据实列支银保专员为提供银行代理渠道服务而垫付的费用，并计入培训及客户服务费，不得将相关款项以银保专员薪酬名义发放。
<b>五、保险公司如何管理银行代理渠道与其他销售渠道联合开展业务推动活动等发生的共同费用？</b>
保险公司要按照“谁受益、谁承担”的原则，根据相关制度规定，将多渠道联合开展业务推动活动等发生的共同费用合理分摊至银行代理渠道，不得以不分摊或少分摊等方式向其他渠道转嫁费用。
<b>六、对于分摊的固定费用，如何落实“报行合一”要求？</b>
保险公司向银行代理渠道分摊的固定费用，要按照经备案产品的精算报告执行。固定费用的项目、定义、分摊原则、范围、方法等，可参照精算师协会《人身保险产品费用分摊指引》执行，相关事项一经确定不得随意调整。
<b>七、保险公司可否将调剂使用费用结余？</b>
保险公司要按照经备案的产品精算报告执行费用政策，不得将佣金、培训及客户服务费等结余的费用，调剂用于发放银保专员薪酬。

# 1.6 政策与行业动态：人身险预定利率研究值首次回升，演示利率不高于3.5%将于7月开始实施

- **人身险预定利率研究值首次环比回升。**4月24日中国保险行业协会组织召开人身保险业利率研究专家咨询委员会例会，提出2026Q1普通型人身保险产品预定利率研究值为1.93%，较前值（1.89%）回升4bps，也是自预定利率研究值披露以来的首次环比回升。但目前研究值较实际执行水平（2.0%）的差距仍低在25bps以内，因此不触发预定利率调整，我们预计2026年将不再调整人身险产品预定利率上限。
- **演示利率不高于3.5%将于7月开始实施。**演示利率是消费者选择购买分红险时的核心考虑因素之一，据财联社报道，7月起新报备分红险产品演示利率不高于3.5%，降低分红险收益演示水平，保护消费者权益。今年开门红阶段上市险企中有演示利率3.9%和3.75%的分红险产品作为主力销售，我们预计演示利率调整有助于进一步降低保险公司实际负债成本。

图：普通型人身险产品预定利率研究值走势



表：分红险演示利率监管政策历程

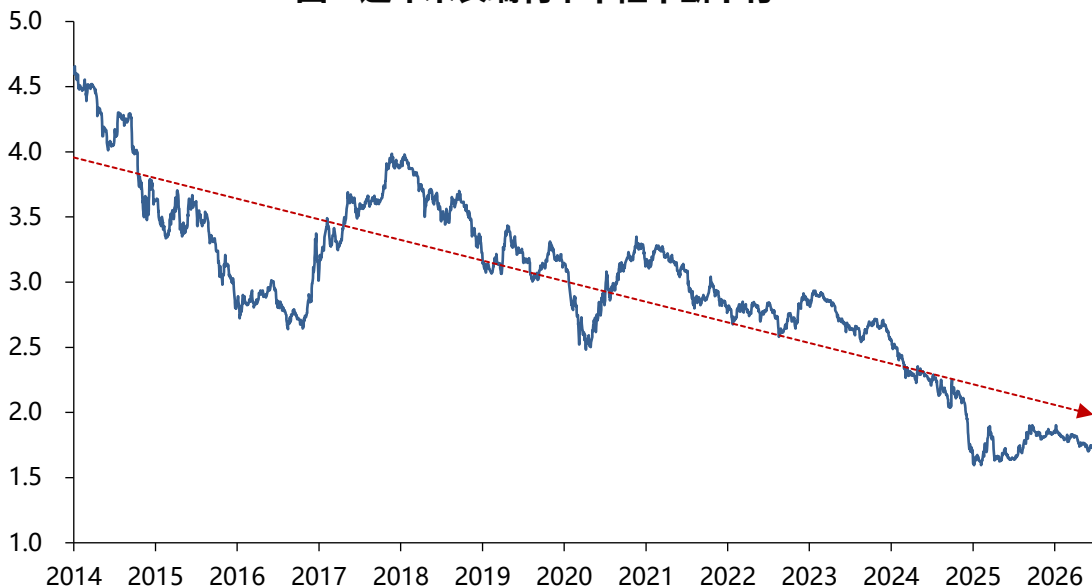
时间	政策	内容
2015年9月	《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	保险公司用于分红保险利益演示的低、中、高档的利差水平分别不得高于0、4.5%减去产品预定利率、6%减去产品预定利率，允许全差演示（包括利差、费差等）。
2020年1月	《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》	分红演示利率档次和上限不变，但演示方式调整为仅演示利差
2022年12月	《关于印发一年期以上人身保险产品信息披露规则的通知》	演示档次缩减为低、中两档，分红演示投资收益率上限统一为4.5%，仅演示利差。
2024年	-	监管指导新备案产品的分红演示投资收益率上限下调至4.0%，规模较大的公司下调至3.5%。
2026.06	-	监管指导7月起新备案产品的分红演示投资收益率不高于3.5%

## 2. 发展趋势：保险行业进入资负管理新时代

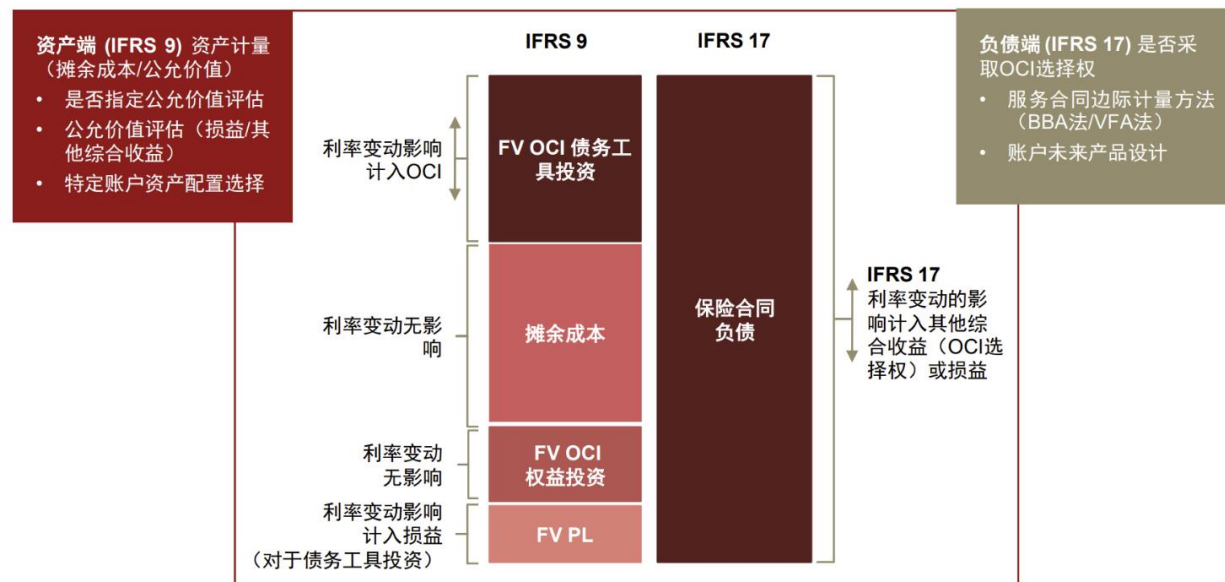
## 2.1 背景：低利率环境+新会计准则实施，险企经营面临挑战

- **利率中枢不断下行，对险企经营带来了严峻挑战。**近二十年国内长端利率中枢呈下行趋势，目前十年期国债已经降至1.7%左右，从长期看随着经济潜在增速下降，利率中枢继续下行是大概率事件。而伴随利率下行，险企长期投资收益率中枢承压，利差空间收缩甚至可能产生利差损，同时还存在财务净资产面临侵蚀、偿付能力承压等经营挑战。
- **新会计准则的实施对保险公司资产负债匹配提出了更高要求。**2023年上市险企率先执行新会计准则（I17+19），2026年保险行业全面实施新准则，深刻影响保险公司资产和负债两端的会计计量，对资产负债匹配的要求更高。特别是在利率风险管理上，负债端准备金计量的折现率基础变为实际利率，险企可采用OCI指定权将准备金波动计入权益，而资产端大部分债券需要分类为FVOCI以对冲准备金波动，FVOCI固收占比、资产负债久期缺口等因素都会影响最终对冲效果。此外，新准则下股票资产面临FVTPL和FVOCI的抉择，险企需要做好利润表波动和投资收益水平的平衡。

图：近年来长端利率中枢不断下行



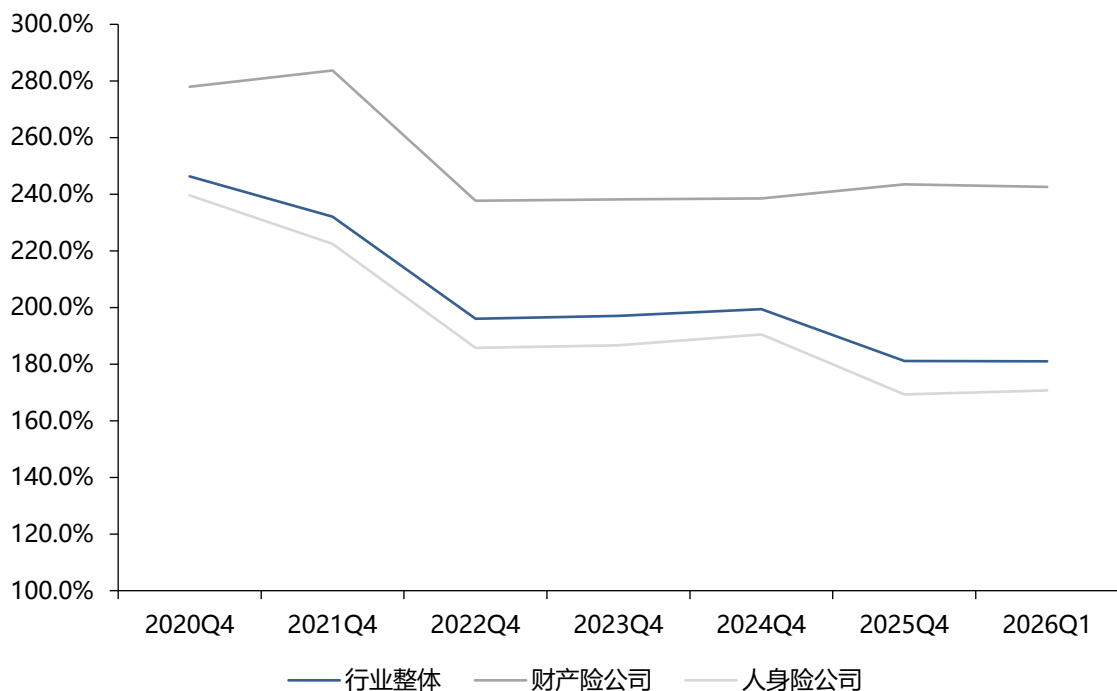
图：新会计准则下资产负债匹配的要求更高



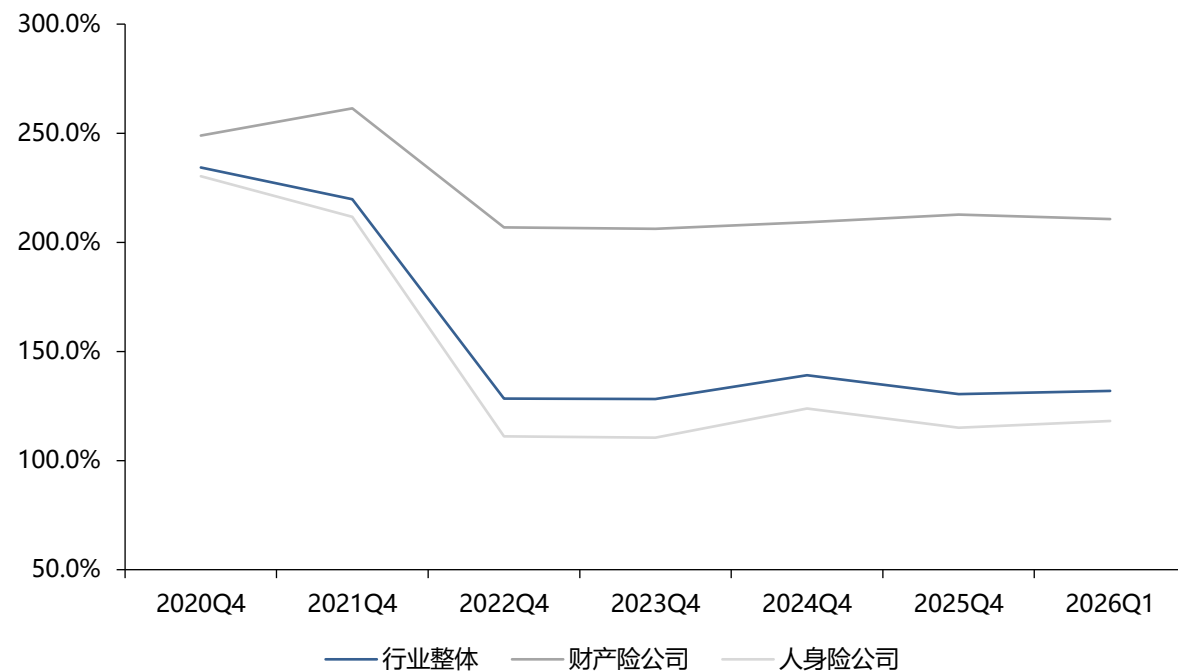
## 2.1 背景：偿付能力充足率持续承压，资负匹配愈发重要

- ▶ **偿二代二期收紧监管标准，行业偿付能力充足率面临压力。**2022年偿二代二期工程实施后，由于对实际资本和最低资本认定标准更加严格，保险公司偿付能力充足率水平普遍有所下降，特别是寿险公司核心资本充足率水平降幅明显，此后伴随险企陆续通过注资、发债等方式补充资本。2025年由于权益持仓提升、国内利率回升等变化，保险公司偿付能力再次下降。截至2026Q1末，人身险公司综合、核心偿付能力充足率分别为171%、118%。目前行业整体偿付能力水平仍然明显高于监管要求，但是大型公司和中小公司差别较大，部分中小公司已经面临比较突出的资本压力，在这一背景下加强资负管理也有助于改善偿付能力承压的问题。

图：保险公司综合偿付能力充足率走势



图：保险公司核心偿付能力充足率走势



## 2.2 资产负债管理新规即将落地，险企进入资产负债匹配管理新时代

- **资产负债管理新规即将落地实施。**2025年12月金监总局就《保险公司资产负债管理办法》（后文简称《征求意见稿》）公开征求意见，原计划于2026年三季度正式实施。新规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。随着新规落地实施，保险行业将进入资产负债管理的规范化新时代。

表：《征求意见稿》主要内容梳理

方面	具体要求
组织架构	保险公司资产负债管理的治理结构包括四个层次：董事会、资产负债管理委员会、高级管理层下设的资产负债管理执行委员会、独立资产负债管理部门。 <b>其中核心变化在于：将资产负债管理工作从“牵头部门”升级为“独立部门”，强调其履职应当保持独立性，不受保险业务和投资管理部门干预。</b>
政策程序	明确了保险公司资产负债管理的五大政策和程序：1) 开展资产和负债分析，制定资产负债管理方案；2) 协调相关职能部门在业务规划、产品开发和定价、保险业务管理、资产配置政策、重大投资等方面加强资产负债联动管理；3) 进行资产负债管理压力测试和回溯分析；4) 定期编制和审议资产负债管理报告；5) 及时评估和调整资产负债管理方案。其中较为重要的内容是明确了重大投资相关的管理要求。
模型系统	从系统功能、信息系统制度、模型假设、外购模型管理、信息系统评估、数据管理角度提出明确要求。
指标管理	<b>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。</b>
	<b>财险公司3项监管指标：沉淀资金覆盖率、收入覆盖率、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4项监管指标：有效久期缺口要求区间在[-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；综合投资收益覆盖率、净投资收益覆盖率、压力情景下流动性覆盖率，要求不得低于100%。</b>
	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， <b>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。</b>

## 2.2 资产负债管理新规即将落地，险企进入资产负债匹配管理新时代

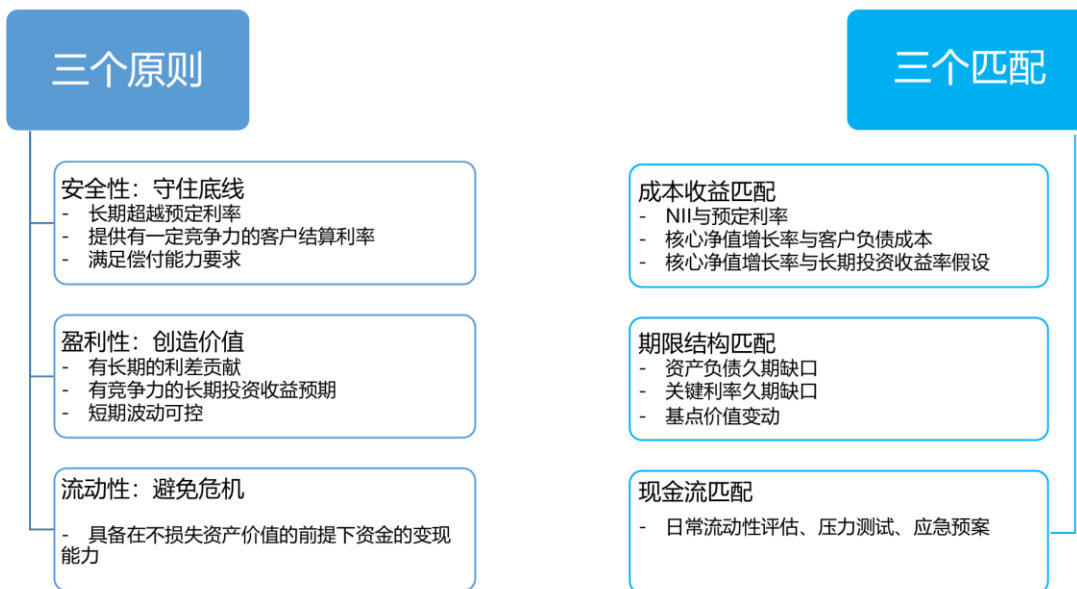
表：《征求意见稿》对保险公司资产负债管理指标分类

保险公司类型	管理目标	指标名称	指标类型	监管阈值
财险公司	期限结构匹配	沉淀资金覆盖率	监管指标	≥100%
		收入覆盖率(3年周期)	监管指标	≥100%
	成本收益匹配	利差一(综合投资收益率与负债资金成本率差额)	监测指标	-
		利差二(净投资收益率与负债资金成本率差额)	监测指标	-
		宏观经济压力情景下利差一	监测指标	-
		保险业务压力情景下利差一	监测指标	-
流动性匹配	压力情景下流动性覆盖率	监管指标	≥100%	
寿险公司	期限结构匹配	有效久期缺口	监管指标	-5年至+5年
		修正久期缺口	监测指标	-
		基点价值变动率	监测指标	-
	成本收益匹配	综合投资收益覆盖率(5年周期)	监管指标	≥100%
		净投资收益覆盖率(3年周期)	监管指标	≥100%
		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)	监测指标	-
		利差四(会计投资收益率与负债保证成本率差额)	监测指标	-
		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	监测指标	-
		利率上行压力情景下会计投资收益率与负债资金成本率差额	监测指标	-
		利率下行压力情景下固收资产到期投资收益率与负债保证成本率差额	监测指标	-
	流动性匹配	压力情景下流动性覆盖率	监管指标	≥100%
流动性匹配率		监测指标	-	

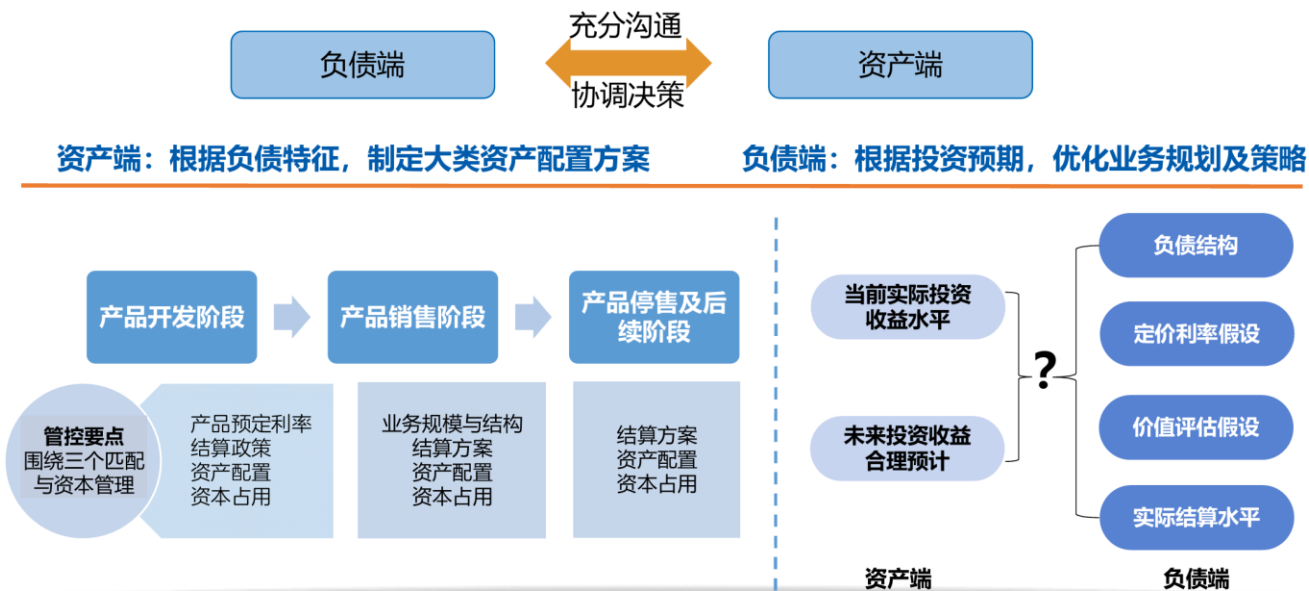
## 2.3 保险公司资产负债管理的基本原则与机制

- **险企资产负债管理目标包括期限结构匹配、成本收益匹配、流动性匹配等。** 1) 期限结构匹配是指险企能够维持资产和负债在较长期限结构上的合理匹配，提升公司经济价值，防范利率风险和再投资风险。2) 成本收益匹配是指险企的资产收益能够覆盖负债成本，具备一定的持续盈利能力，防范利差损风险。3) 流动性匹配是指险企在短期内能够获得充足资金以支付到期债务或履行其他支付义务，防范流动性风险。
- **资产负债管理需要保险公司各部门彼此协同，实现从产品开发到资产配置的全流程管理。** 1) 资负管理涉及产品精算、销售渠道、投资管理、风险管理和财务等多部门，必须明确各部门职责分工，通过定期会议、不定期沟通等机制实现信息共享和协调决策。2) 保险产品是资产负债管理的基础和原点，一方面资产配置政策的基础是保险业务负债特性，各类账户预期收益目标和风险指标的差异直接影响资产配置策略；另一方面，根据资产端形势变化和资负匹配要求，合理制定和及时调整业务规划和产品开发计划，是实现有效管理的核心。

图：资产负债管理的三个原则与三个匹配



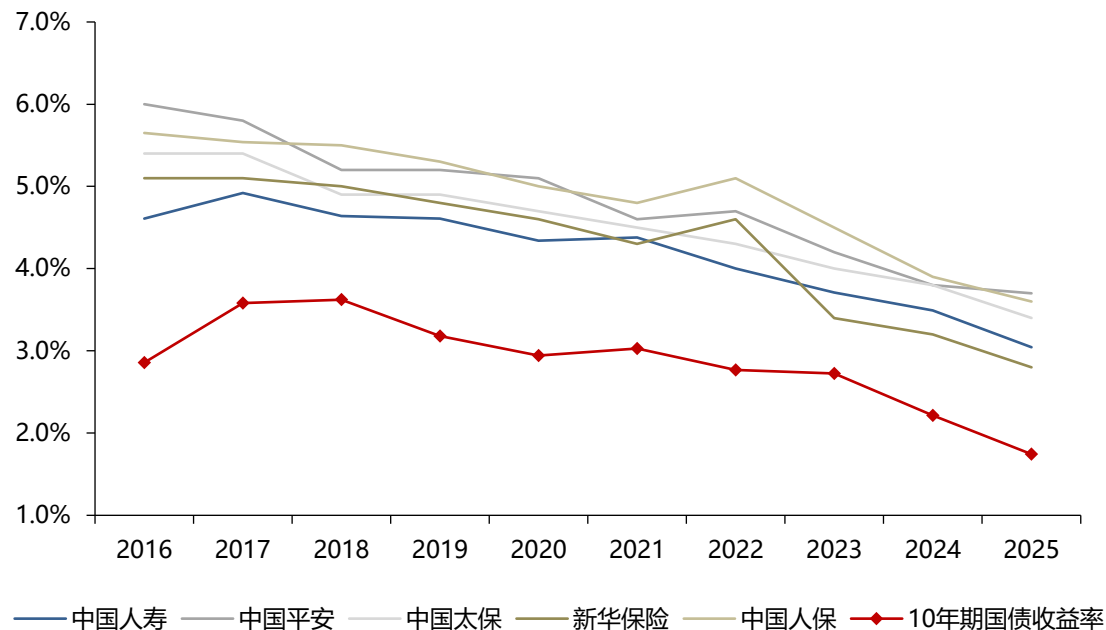
图：中国太保建立“以产品为原点”的资产负债管理机制



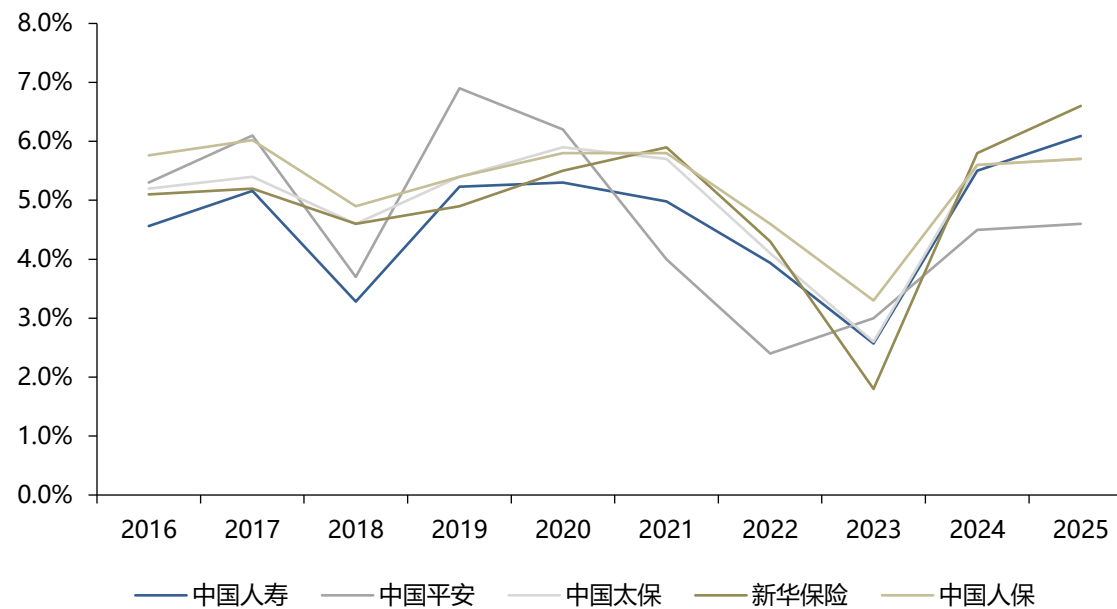
## 2.4 成本收益匹配：负债端和资产端并举，实现成本优化和收益提升

- **成本收益匹配是资产负债管理中最核心的部分，是保险公司长期盈利的基础。**一方面，目前保险行业主销产品以长期储蓄险为主，利差是盈利的主要来源。另一方面，是由于近年来利率持续下行，行业的投资收益率中枢已经面临压力。从上市险企净投资收益率数据来看，目前仍然处于明显的下降过程中，成本收益匹配的压力是最为突出的。
- **做好成本收益匹配，要从控制负债成本和稳定投资收益两个维度出发。**一方面，要重视负债成本和投资收益在总量上的对等匹配，即综合投资收益对整体负债成本的覆盖率。另一方面，要重视内部结构上，稳定投资收益对刚性负债成本的对等匹配，即净投资收益对保证成本的覆盖率。在具体的举措上，从要负债和资产两端并举，持续优化负债成本，稳定投资收益率。

图：上市险企净投资收益率伴随利率下行而下降



图：上市险企总投资收益率走势



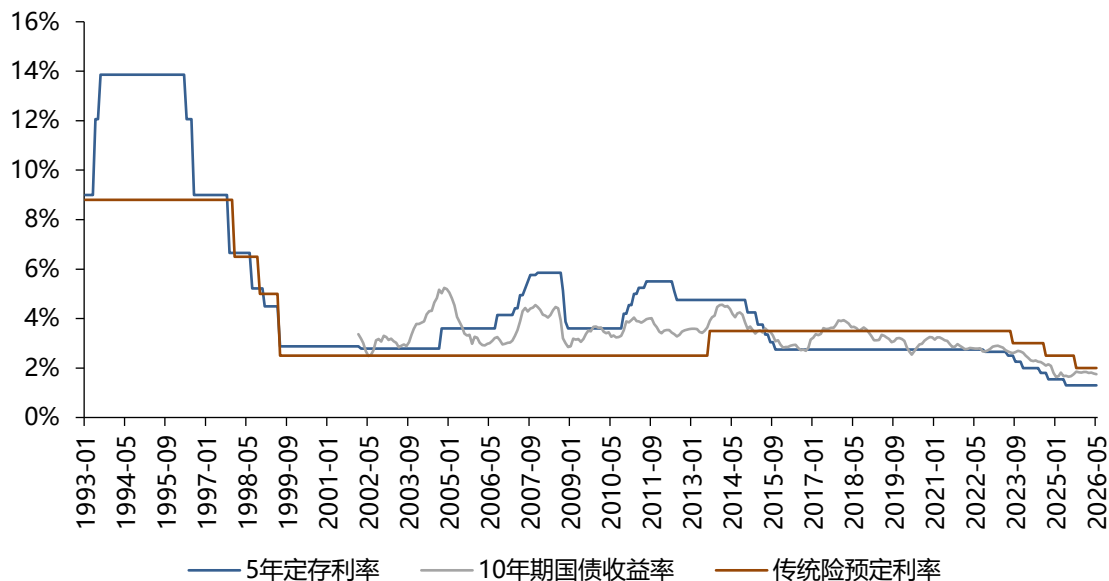
## 2.4 成本收益匹配①：刚性成本与净投资收益率的匹配

➤ **负债端：降低预定利率水平，推动浮动收益型产品转型。**

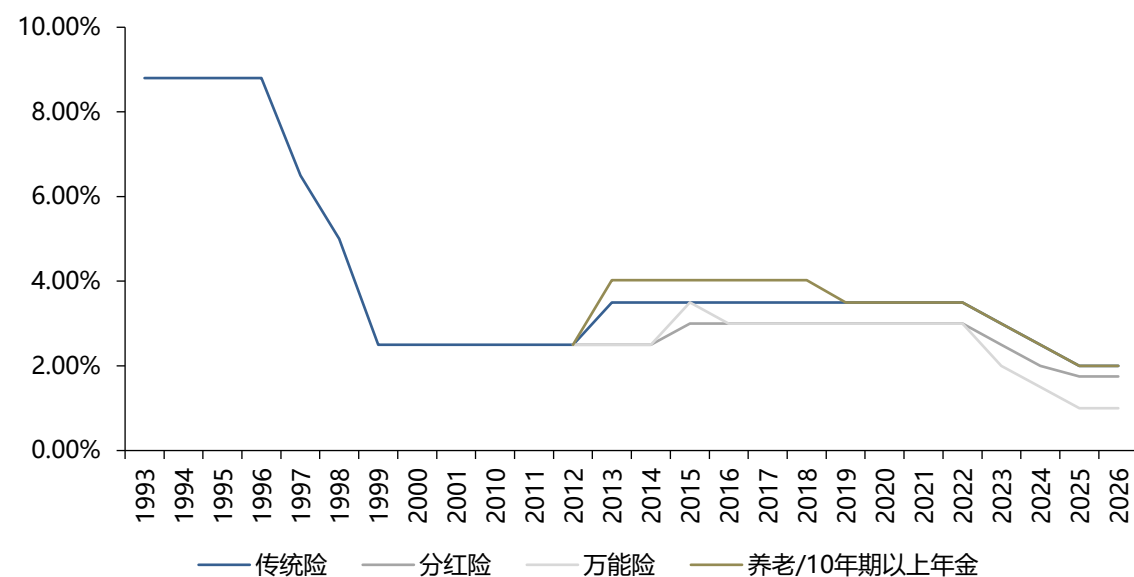
■ **预定利率连续三年下调，降低新增业务负债成本。** 2023-2025年监管连续三次下调预定利率，并且在2025年建立了与宏观利率挂钩的预定利率动态调整机制，目前传统险预定利率上限已经降至2.0%，叠加2023年底以来持续推动的报行合一严格规范费用投放，新增业务的负债成本已经出现明显下降。2026年4月最新发布的预定利率研究值首次环比回升，我们预计年内不再下调预定利率。

■ **优化产品负债结构，推动浮动收益型产品转型。** 在2025年预定利率非对称下调后，传统/分红/万能险预定利率分别为2.0%/1.75%/1.0%，浮动收益型产品的保证收益相对更低，对于长期投资收益压力也较小。2025年起行业普遍开启分红险产品转型，2026年开门红以来分红险占新单保费比重大幅提升，预计未来在总保费占比也将逐步提高，从而进一步稀释降低存量业务的保证成本。

图：传统险预定利率与宏观利率走势对比



图：不同保险产品预定利率对比

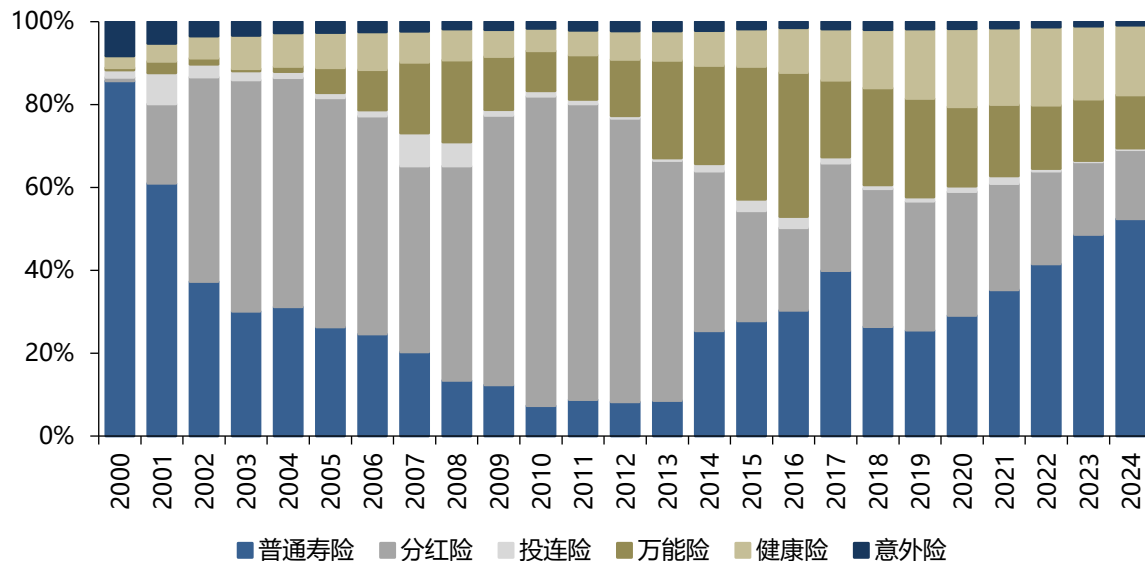


## 2.4 成本收益匹配①：刚性成本与净投资收益率的匹配

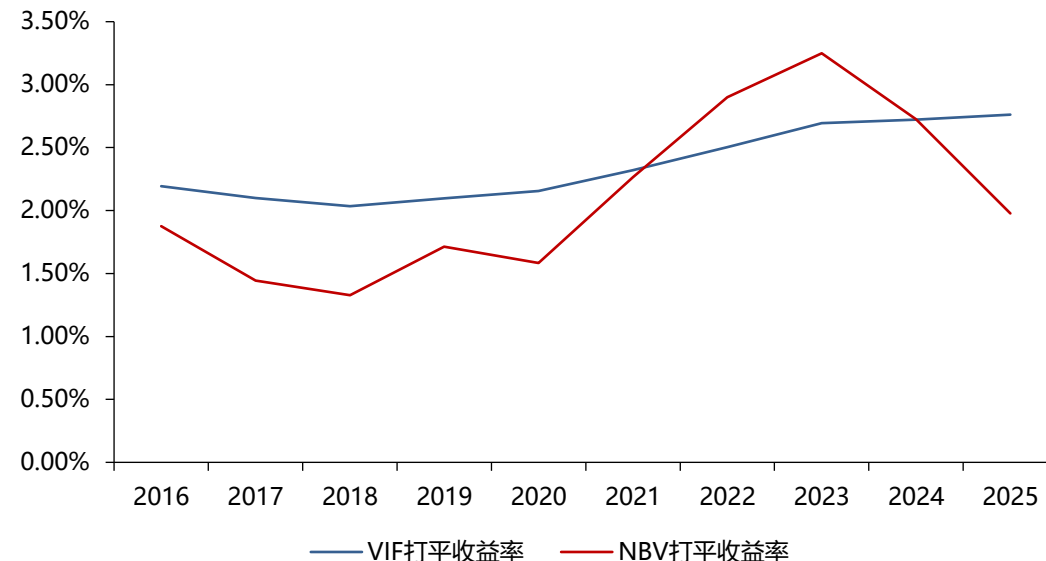
### ➤ 负债端：降低预定利率水平，推动浮动收益型产品转型。

- **预定利率连续三年下调，降低新增业务负债成本。** 2023-2025年监管连续三次下调预定利率，并且在2025年建立了与宏观利率挂钩的预定利率动态调整机制，目前传统险预定利率上限已经降至2.0%，叠加2023年底以来持续推动的报行合一严格规范费用投放，新增业务的负债成本已经出现明显下降。2026年4月最新发布的预定利率研究值首次环比回升，我们预计年内不再下调预定利率。
- **优化产品负债结构，推动浮动收益型产品转型。** 在2025年预定利率非对称下调后，传统/分红/万能险预定利率分别为2.0%/1.75%/1.0%，浮动收益型产品的保证收益相对更低，对于长期投资收益压力也较小。2025年起行业普遍开启分红险产品转型，2026年开门红以来分红险占新单保费比重大幅提升，预计未来在总保费占比也将逐步提高，从而进一步稀释降低存量业务的保证成本。

图：2020-2024年人身险保费收入分险种结构变化



图：2024-2025上市险企平均NBV打平收益率明显下降



## 2.4 成本收益匹配①：刚性成本与净投资收益率的匹配

- **资产端：通过配置长久期利率债和高股息资产稳定净投资收益率。**一方面，在利率快速下行的2023-2024年，上市险企大幅增配长久期债券，拉长资产久期、缩小久期缺口，通过期限利差提升整体配置收益率。另一方面，上市险企显著提升高股息资产配置积极性，在提升利润表稳定性的同时，通过稳定的股息贡献在一定程度上弥补利息收入下滑的影响。从整体而言，目前险企净投资收益仍然以利息收入为绝对主力，各类调整举措只是在延缓净投资收益率的下行节奏，还难以从根本上扭转下行趋势。
- **随着预定利率下调、宏观利率企稳和资产结构调整，当前净投资收益率与预定利率的轧差空间重新走阔。**从上市公司数据来看，2023-2025年平均净投资收益率虽然仍然下降，但是预定利率降幅更大，因此二者之间的轧差重新走阔，在刚性成本维度上的利差压力正在逐步缓解。

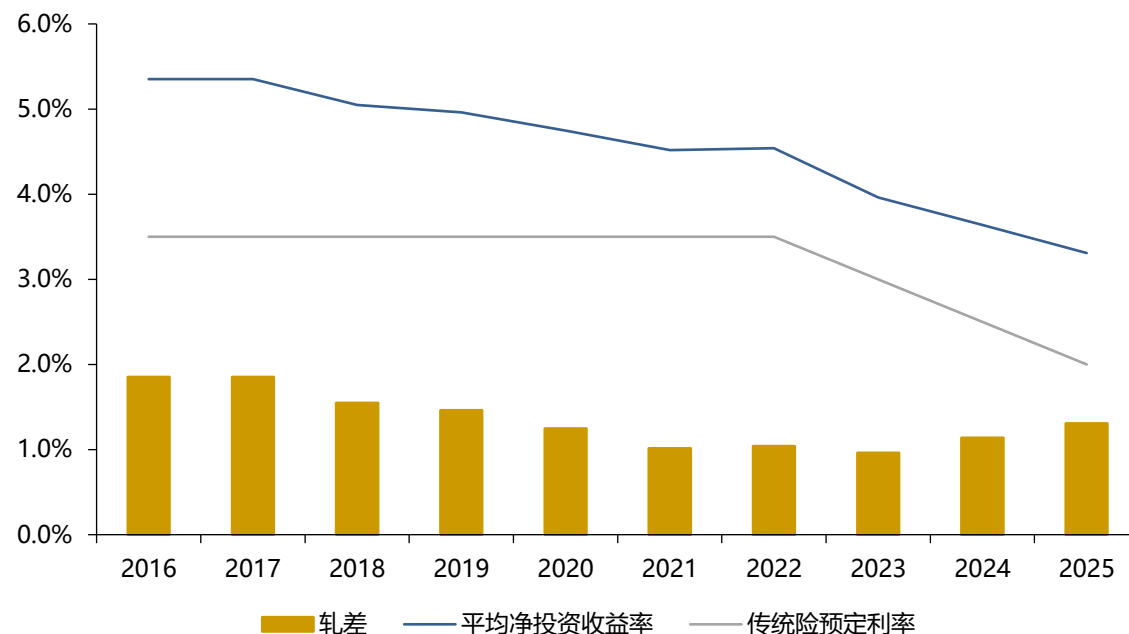
图：2025年上市险企净投资收益率结构拆解

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
利息收入	2.4%	2.6%	2.3%	2.1%	2.3%
分红和股息收入	0.5%	1.8%	1.0%	0.9%	0.5%
OCI股票占比	28%	57%	37%	18%	42%
长股投收益	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.9%
其他	0.0%	-0.8%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
<b>净投资收益率</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.6%</b>

注：上表净投资收益率采用对齐口径，主要是将平均投资资产定义为期初期末余额的均值，因此部分数据与披露值不同；中国平安数据采用合并报表口径近似计算，可能与保险资金投资组合口径存在差异。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图：2024-2025上市险企平均净投资收益率与预定利率轧差走阔



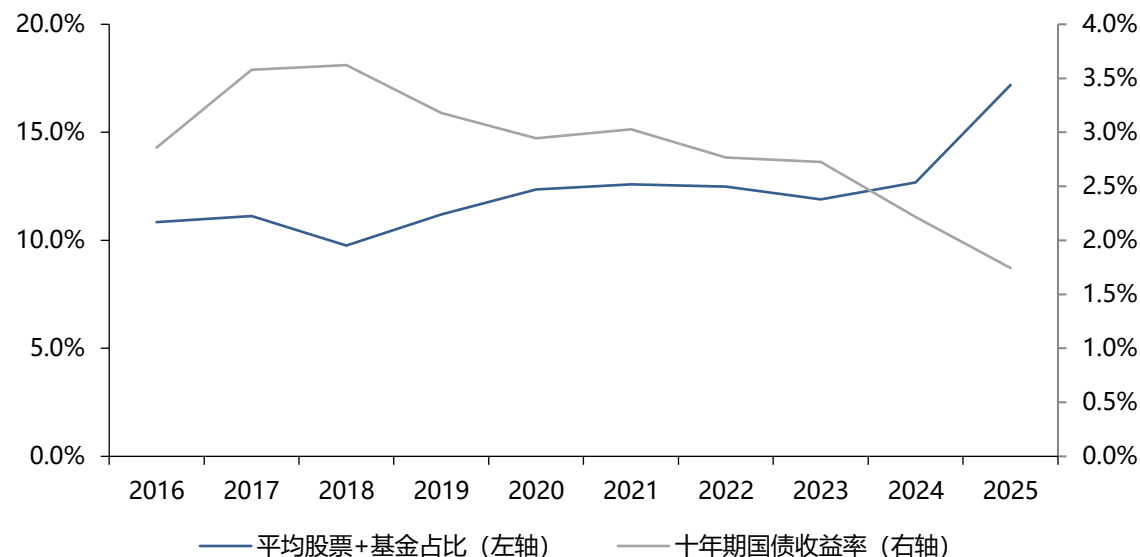
## 2.4 成本收益匹配②：综合成本与综合投资收益率的匹配

- **负债端：对分红和万能险实际结算水平进行上限指导。** 预定利率调整只能影响新业务成本，而存量业务才是利差压力的关键。2023年以来监管通过窗口指导方式对分红险和万能险的直接结算水平进行限高，以降低存量业务的成本压力。2025年6月，金监总局向人身保险公司下发《关于分红型分红水平监管意见的函》，提出2024年行业整体分红水平上限为3.2%。据财联社报道，2025年度分红水平上限继续维持在3.2%。
- **资产端：提升权益配置比例，扩大长期投资收益空间。** 随着低利率环境预期和资产荒程度加深，保险公司积极寻求非利率敏感性资产配置机会。2024-2025年股市显著回暖，叠加监管推出多项政策引导长期资金入市，上市险企开始显著提升权益投资比例，2025年末股票+基金占比已处于近十年最高值，在两年牛市中大幅提升了投资收益率水平。从长期来看，虽然权益投资的波动相对较大，但是长期投资回报仍然较高，在保证刚性成本可覆盖的前提下，增配权益投资是扩大长期投资收益空间的重要突破口之一。

表：2025年6月《关于分红险分红水平监管意见的函》的要求

存在下列情形之一的，应当充分论证拟分红水平的必要性、合理性和可持续性，提交资产负债管理委员会审定后实施	(一)拟分红水平对应的投资收益率，超过公司分红保险账户过去3年平均财务投资收益率和综合投资收益率的较低者的；
	(二)分红保险账户特别储备为负值，或者当期分红实施后分红保险账户特别储备将为负值的；
	(三)设立时间不足三年的分红保险账户，拟分红水平(即客户收益率，含预定利率和浮动收益率，下同)超过人身保险业过去3年平均财务收益率(3.2%)的；
	(四)公司监管评级为1-3级，且分红保险账户拟分红水平超过人身保险业过去3年平均财务收益率(3.2%)的；
	(五)公司监管评级为4-5级，且分红保险账户拟分红水平超过产品预定利率的；
	(六)公司产品、精算、投资、财务等资产负债管理职能部门认为需要提交审议的其他情形。

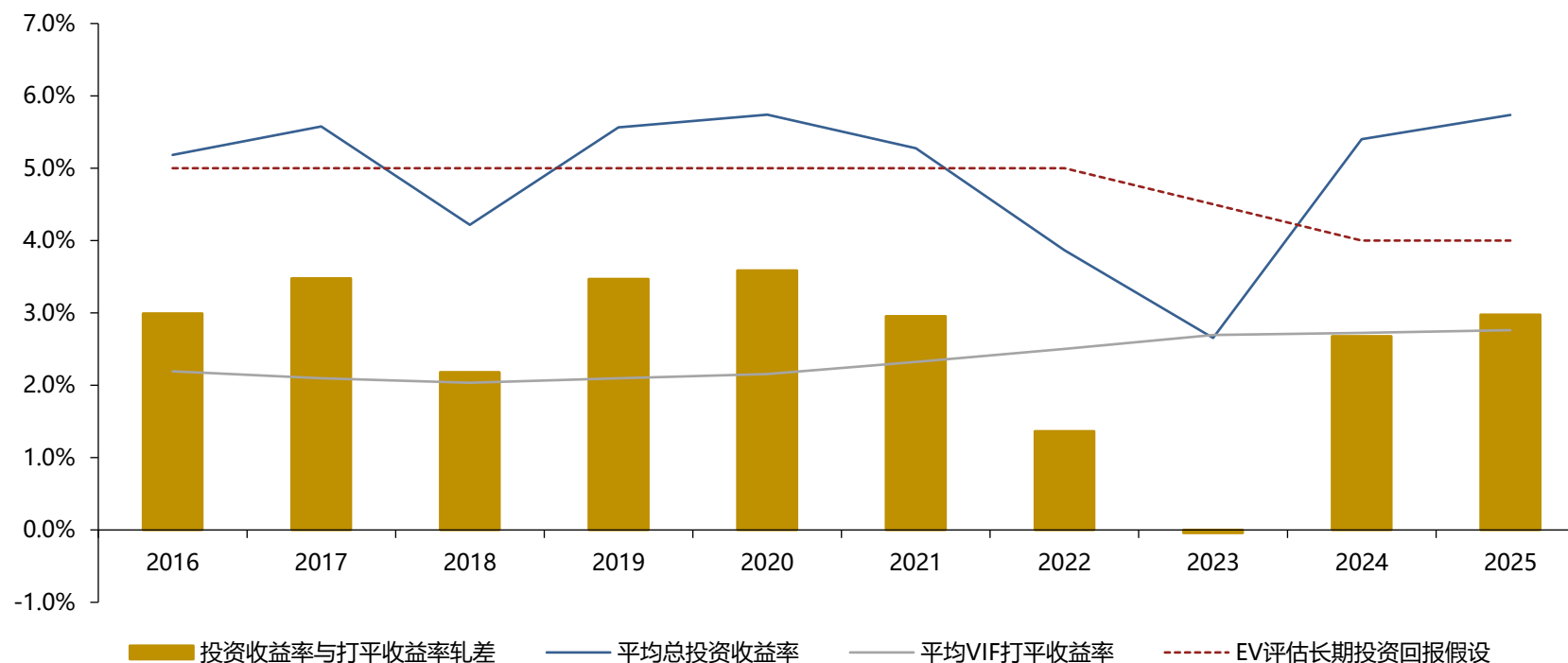
图：2024-2025年上市险企平均权益投资占比明显提升



## 2.4 成本收益匹配②：综合成本与综合投资收益率的匹配

- **2024-2025年投资收益率显著提升，形成高于VIF打平收益率的安全垫。** 由于上市险企未统一披露综合投资收益率，且披露数据口径差异较大，我们采用总投资收益率作为替代。可以看到，在2022-2023年由于利率下行叠加股市走弱，导致投资收益率下降，2023年出现近十年来首次低于VIF打平收益率的情况。但在2024年起股市大幅回暖，同时上市险企大力加仓权益投资，总投资收益率提升至5%以上，较VIF打平收益率的轧差恢复至正常区间。

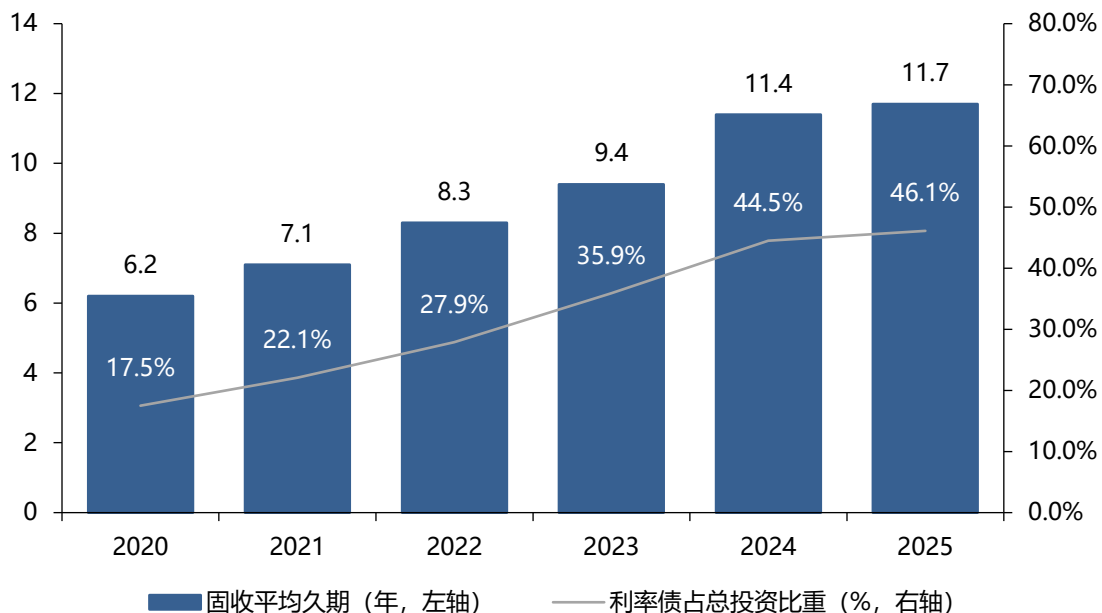
图：2024-2025年上市险企总投资收益率与VIF打平收益率轧差恢复正常



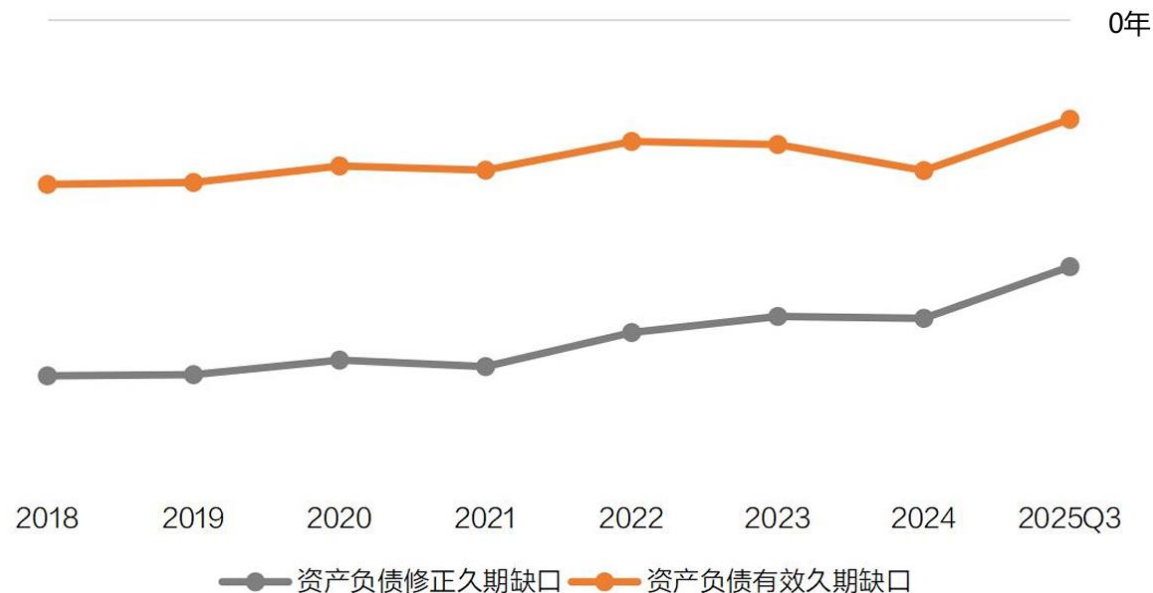
## 2.5 期限匹配：根据利率趋势动态调整久期缺口

- 在利率波动下行的背景下，资负期限匹配是管理利率风险、提升报表稳定性的关键一环。1) 应对利率下行期的再配置风险。由于国内寿险行业普遍存在资产久期短于负债久期的问题，在利率下行过程中到期资产的再配置收益率下降，难以满足存量业务成本要求。②应对新会计准则下利率下行对净资产的冲击。新准则下负债端准备金计量的折现率基础变为实际市场利率，资产端债券绝大部分分类为FVOCI，以对冲准备金波动的影响。而在利率下行期，资负久期缺口越大，负债端对利率敏感性就越高于资产端，净资产受到的冲击也就越显著。
- 过去几年的利率下行期，上市险企普遍积极配置长久期利率债以拉长资产久期、缩短久期缺口。以太保为例，2025年末公司资产久期已达到11.7年，较2020年接近翻倍。但在2025年利率企稳后，增配长久期利率债的节奏也在放缓。

图：中国太保近年来持续拉长资产久期



图：中国太保资产负债久期缺口持续收窄 (年)



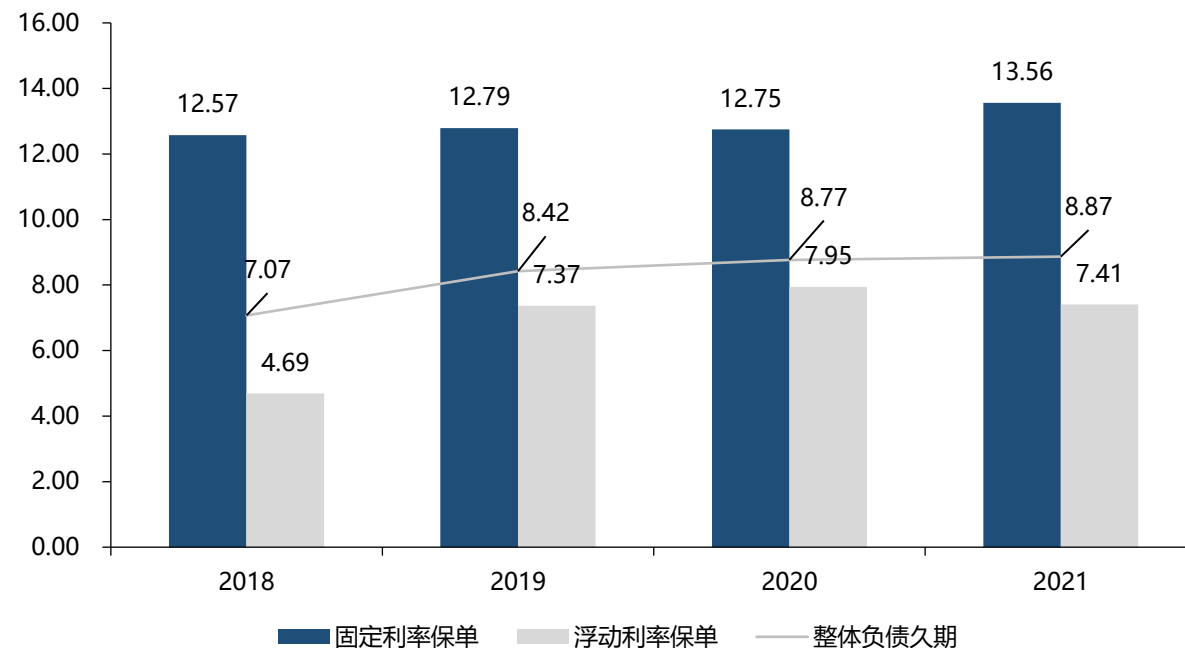
## 2.5 期限匹配：根据利率趋势动态调整久期缺口

- **资管新规对久期匹配的监管要求以有效久期为核心。**有效久期是在修正久期的基础上，考虑保险公司部分资产的含权因素、分红利率和万能结算利率的可调节因素等对预期现金流的影响，更为准确地衡量保险公司资产和负债对利率变化的敏感度。当前《征求意见稿》将有效久期缺口作为监管指标，而将修正久期缺口作为监测指标。
- **通过调整负债结构也可以影响久期缺口。**分红险、万能险等浮动收益业务的负债有效久期显著短于传统险，参考海外险企数据，韩国三星人寿2021年浮动利率保单负债久期仅7.4年，显著低于固定利率保单的13.6年。因此，在资产久期稳定的情况下，也通过增加短期业务供给、提升分红险、万能险等业务占比等举措，逐步降低负债久期，从而缩短久期缺口。

表：修正久期与有效久期指标的差异

指标	修正久期	有效久期
作用	衡量债券价格对利率变化的敏感度	
现金流假设	假设现金流安排固定，不受利率变动影响，即债券价格与利率变动是线性关系	考虑了可变利率或者包含嵌入期权的结构设计，假设现金流可能因隐含期权触发而调整（如提前赎回、回售等），即考虑了债券价格与利率变动的非线性关系。
适用范围	无期权债券	期权债券，现金流不稳定资产

图：韩国三星人寿保单负债久期（年）



## 2.6 流动性匹配：头部公司普遍满足监管要求

- **资产负债新规对久期匹配的监管要求以压力情境下的流动性覆盖率指标为核心。** 保险公司除了日常业务管理形成的销售费用、管理费用支出外，还会产生大量赔付、退保和到期返还等支出，因此在资金运用时需要考虑公司现金流出情况，匹配足够的流动性资产以确保现金流安全。根据《征求意见稿》规定，压力情境下的流动性负债率是核心监管指标，不得低于100%。具体计算方法为：压力情景下公司整体流动性覆盖率=（压力情景下公司现金流入+现金及现金等价物评估时点账面价值+流动性资产储备变现金额）÷压力情景下公司现金流出×100%。
- **以2026Q1偿付能力报告披露信息来看，头部产寿险公司的流动性覆盖率指标普遍满足监管要求。**

表：主要头部产寿险公司2026Q1流动性覆盖率指标情况

	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华人寿	人保寿险	人保财险	平安财险	太保财险
<b>基本情景下公司整体流动性覆盖率 LCR1</b>								
未来3个月	140%	242%	129%	159%	106%	111%	105%	121%
未来12个月	110%	202%	108%	147%	102%	100%	101%	107%
<b>压力情景下公司整体流动性覆盖率 LCR2</b>								
<b>未来3个月</b>	<b>1306%</b>	<b>1963%</b>	<b>1778%</b>	<b>804%</b>	<b>1388%</b>	<b>238%</b>	<b>197%</b>	<b>342%</b>
<b>未来12个月</b>	<b>339%</b>	<b>666%</b>	<b>484%</b>	<b>251%</b>	<b>366%</b>	<b>107%</b>	<b>103%</b>	<b>146%</b>
<b>压力情景下不考虑资产变现的流动性覆盖率 LCR3</b>								
未来3个月	83%	255%	121%	147%	107%	79%	62%	95%
未来12个月	58%	217%	73%	84%	72%	69%	67%	82%

### 3. 投资建议：中报展望乐观，看好估值修复空间

### 3.1 投资建议：中报盈利预期乐观，长端利率企稳回升

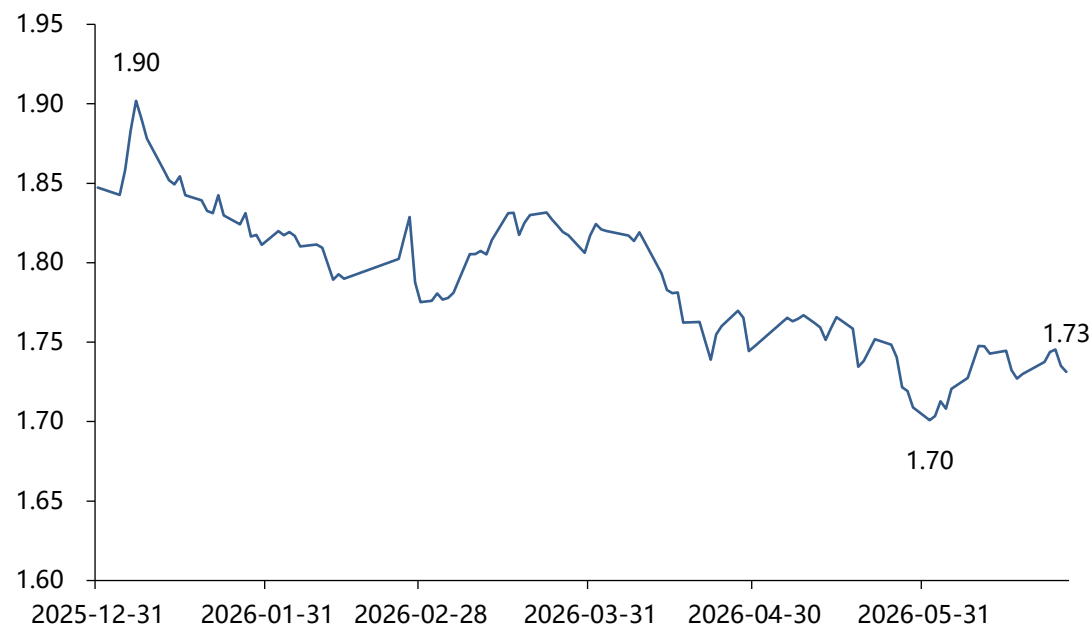
- **在26Q2股市大幅向好的背景下，预计上市险企归母净利润将显著改善。**进入4月以来，股市开启反弹行情。截至6月26日，A股主要指数单季涨幅均远超上年同期和26Q1，且以成长行情为主，基本计入FVTPL类别，其浮盈将对保险公司当期损益有直接且显著的带动作用，与25Q3牛市阶段上市险企归母净利润普遍创历史新高情况类似。
- **长端利率触底回升，对板块估值形成一定支撑。**2026年受海外冲突、资金面宽松等因素影响，十年期国债利率震荡下行，6月初一度降至年内低点1.70%，较高点下行20bps，但此后企稳回升，目前回升至1.73%左右。我们认为，随着利率水平企稳，对保险股估值也将形成一定支撑。

表：26Q2股市指数大幅上涨利好险企利润表现

	沪深300	万得全A	创业板指	科创50
2025Q1	-1.2%	1.9%	-1.8%	3.4%
2026Q1	-3.9%	-1.2%	-0.6%	-6.5%
2025Q2	1.3%	3.9%	2.3%	-1.9%
2026Q2	9.4%	10.2%	31.7%	61.8%

注：2026Q2涨跌幅数据截至2026.06.26

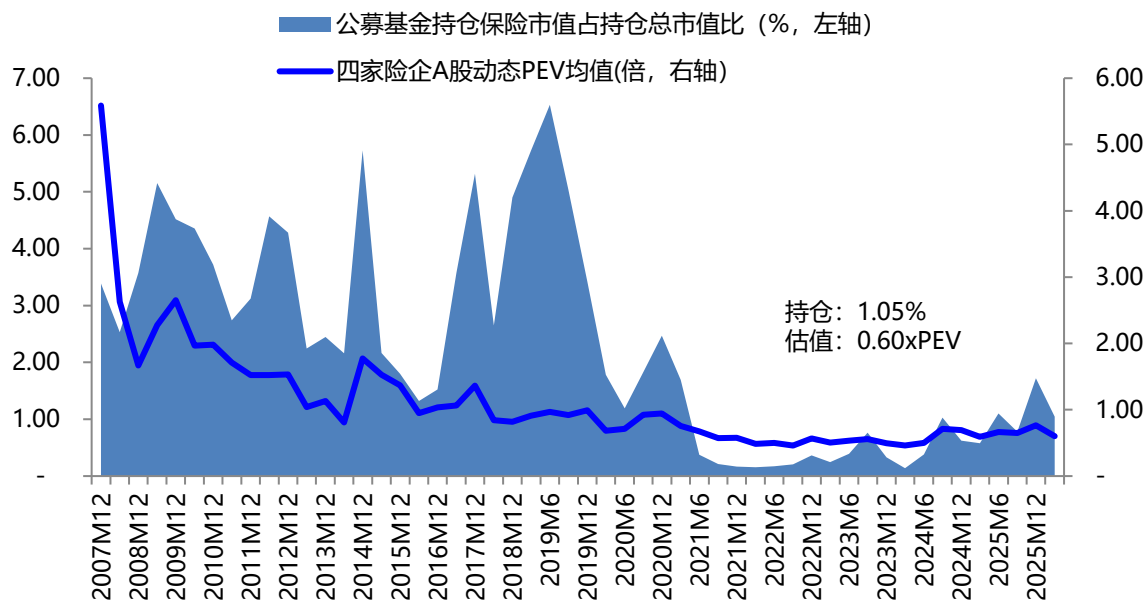
图：2026年十年期国债到期收益率走势（%）



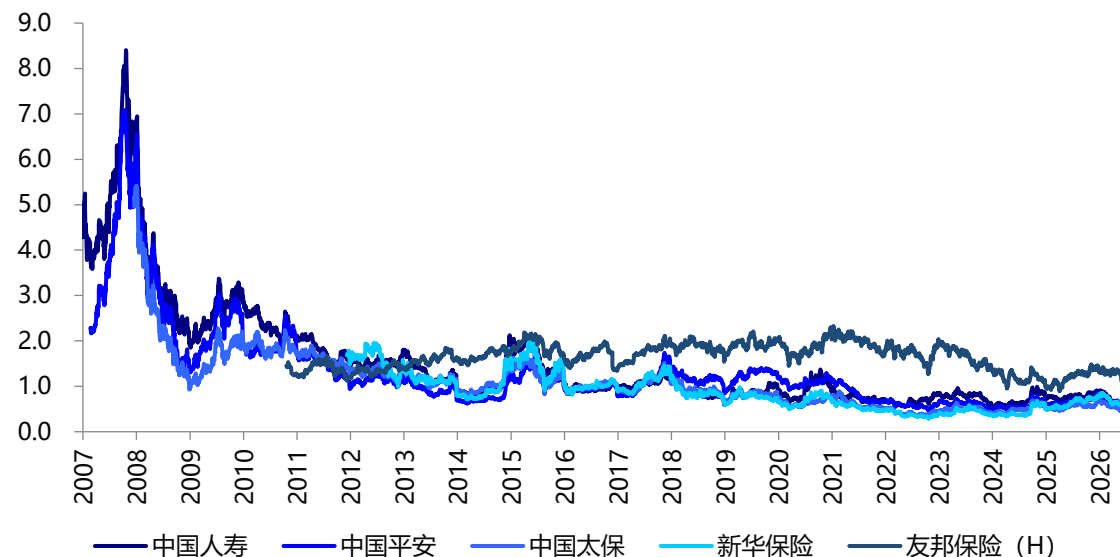
## 3.2 投资建议：公募持仓与板块估值均处于低位

- 基本面仍具韧性，继续看好保险板块估值修复空间。
- 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升至1.73%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) 2026Q1末公募基金对保险股持仓比例降至1.05%，仍属欠配。2026年6月26日保险板块估值2026E 0.41-0.71倍PEV、0.78-1.50倍PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图：公募基金对保险板块持仓处于低位



图：上市险企PEV估值走势



## 4. 风险提示

➤ **1) 长端利率趋势性下行。**

- 利率下行环境下保险公司新增固收资产到期收益率将下降，在负债成本固定的情况下，将导致利差空间被压缩，长期盈利能力下降，甚至可能产生利差损。

➤ **2) 权益市场波动。**

- 权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响，进而致使公司净利润产生波动。

➤ **3) 新单增长不及预期。**

- 新单保费增速反映保险公司新业务增长趋势，当前预定利率进一步下调、产品结构由传统险向分红型逐步偏移、资本市场波动较大等因素都可能影响保险公司的新业务表现。

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>

# 东吴证券财富家园