

2025 年 08 月 12 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



寿险公司的利差风险或可控

——净资产对利率的敏感性分析和保单负债成本测算

投资要点：

- **低利率环境下，市场担心寿险公司的利差风险。**六大上市保险集团（国寿、平安、太保、新华、人保和太平）的平均净投资收益率由 20 年的 4.7% 下降到 24 年的 3.6%，且由于寿险公司有着负债久期长于资产久期的特征，利率下行带来的债权资产的增值小于寿险准备金的增提，因此市场对保险公司的利差（投资收益率-负债成本）产生悲观情绪，进而影响行业 and 公司的估值。本篇报告将以数据测算为基础，先分析在压力情景下各家公司的净资产的变化，再计算各家保险公司新保单和存量保单的成本情况，阐述实际利差风险或是可控的。
- **长端利率影响寿险公司净资产的三种路径。**对于传统险来说，主要是通过资产端和负债端久期的缺口影响净资产；对于具有 VFA 分红特征的险种来说，长端利率下降对其影响是跳跃函数，在没有击穿盈利，保单依然是盈利（CSM 为正）的情况下，CSM 可以吸收利率下降带来的不利影响，但一旦长端利率下降到极低的位置，CSM 将被击穿转负，将直接在保险服务支出中体现亏损；对于所有险种来说，保单合同的折现率 40 年之后采用 4.5% 的终极利率，因此一旦长端利率变的极低，到时将大幅下调终极折现率从而提高准备金，降低净资产。
- **各家公司净资产对利率的敏感性有较大差异。**受资产端会计分类、负债产品特征、债权投资久期、万能最低保证利率等多个因素影响，各家公司在利率大幅下降的压力测试下，净资产的下降幅度有一定的差异性，其中太保和国寿在 24 年末利率继续下行 50bp 的压力测试下，净资产下降幅度为 7% 和 13.6%，风险较为可控，平安的利率敏感性也处于可控范围。
- **24 年主要公司新保单的负债成本已经有效降低。**我们用 NBV 的敏感性测试数据来计算各家公司近年来新销售保单的打平负债成本，可以看到在以重疾为主导的 21 年，各家头部险司的打平负债成本率是最低的，22-23 两年由于储蓄险新单占比的提升，打平负债成本有所上升，但随着 23-24 年监管引导传统险的预定利率上限由 3.5% 下降至 2.5%，分红险的预定利率上限由 2.5% 下降至 2.0%，24 年国寿和太保的负债成本均同比下降约 50bp 至 2.4-2.5%，新华的打平负债成本则是下降了 94Bp 至 2.98%，25 年 8 月 31 日之后险司的预定利率将迎来新一轮下调，因此我们认为 25 年之后的保单打平负债有望继续下行，利差风险或将进一步减少。
- **存量保单的成本或将迎来拐点，新华选择提升权益占比对冲利率下行。**我们用 VIF 的敏感性测试数据来计算存量保单的打平负债成本，24 年末主要公司的存量保单成本 2.2%-3%，我们认为随着预定利率为 3.0% 和 3.5% 的增额终寿缴费期限的结束（一般 3-5 年）28 年后将不再有高负债成本的保费现金流形成准备金，即负债成本拐点或将近，另一方面新华这一类负债成本较高的公司选择提升权益仓位来对冲利率下行风险，也抓住了 24 年权益市场的机会，对冲效果显著。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **投资分析意见。**基于在较为极端情境下（10年期国债利率在24年末1.68%的基础上继续下行50bp），优质寿险公司净资产对利率的敏感性可能已经较为可控，且随着监管调低预定利率，24年新保单的负债打平成本已经有效显著下行。而随着高预定利率的传统终身寿险缴费期的逐渐结束，我们预期28年后存量保单负债成本将出现拐点，且部分公司已经通过提升权益市场仓位和抓住权益市场机会实现了投资收益率的有效对冲，因此保险行业实际的利差风险或较为可控，我们维持行业“看好”评级，推荐资产负债久期匹配较为理想的中国人寿、中国平安和中国太保，以及权益收益较理想的新华保险。
- **风险提示。**保单销售不及预期；权益市场大幅下行；长端利率继续极大幅度的下行；

内容目录

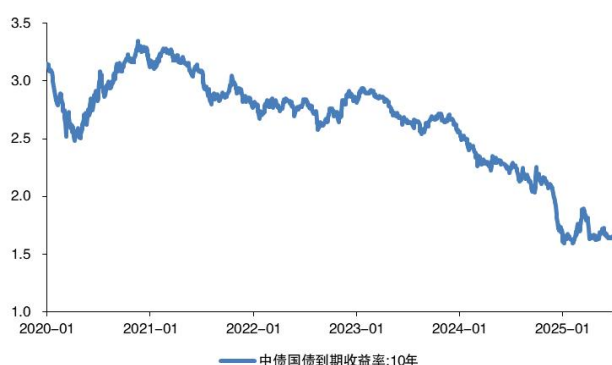
1. 极端利率情况下优质寿险公司的净资产受损有限	5
1.1. 长期利率下降对保险公司净资产的传导路径	5
1.2. 主要寿险公司在压力情景下的净资产下降测算	6
1.2.1. 利率下降 50bp 情境下，国寿净资产下降 13.6%	6
1.2.2. 利率下降 10bp 情境下，平安净资产下降 2.1%	7
1.2.3. 利率下降 50bp 情境下，太保净资产下降 7%	8
1.2.4. 利率下降 50bp 情境下，新华净资产下降 33.4%	9
1.2.5. 利率下降 25bp 情境下，太平净资产下降 10.6%	10
1.2.6. 主要寿险公司净资产对利率敏感性总结	11
2. 新保单负债成本有效降低，存量保单成本或将迎来拐点	12
2.1. 24 年新保单的负债成本已经有效降低	12
2.2. 存量保单的成本或将迎来拐点，新华选择提升权益占比对冲利率下行	13
3. 投资分析意见	15
4. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 10 年期国债利率情况: %.....	5
图表 2: 主要保险公司的净投资收益率: %.....	5
图表 3: 国寿年报披露的利率风险	7
图表 4: 利率下降 50bp 对国寿净资产的影响测算: 亿元, %.....	7
图表 5: 平安年报披露的利率风险	7
图表 6: 利率下降 10bp 对平安净资产的影响测算: 亿元, %.....	8
图表 7: 太保年报披露的利率风险	8
图表 8: 利率下降 50bp 对太保净资产的影响测算: 亿元, %.....	9
图表 9: 太保集团固收类资产久期: 年	9
图表 10: 太保资产承担利率风险的金融资产久期分布: %.....	9
图表 11: 新华年报披露的利率风险	10
图表 12: 利率下降 50bp 对新华净资产的影响测算: 亿元, %.....	10
图表 13: 新华保险的“以摊余成本计量的金融资产”占比较同业明显偏高: %.....	10
图表 14: 中国太平年报披露的利率风险	11
图表 15: 利率下降 25bp 对太平净资产的影响测算: 亿元, %.....	11
图表 16: 主要公司净资产对利率的敏感性: 亿元, %.....	12
图表 17: 主要公司新单打平负债成本测算结果: %.....	13
图表 18: 主要公司存量保单打平负债成本测算结果: %.....	14
图表 19: 新华保险股票和基金占投资资产比重: %.....	14
图表 20: 主要同业 24 年股票和基金占投资资产比重: %.....	14
图表 21: 主要同业 24 年保险资金综合投资收益率: %.....	14
图表 22: 主要同业 24 年保险资金总投资收益率: %.....	14

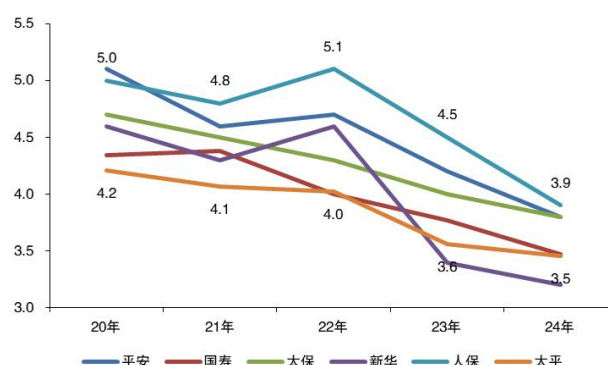
寿险公司的利润主要来自于死差、费差和利差，近年来随着中国十年期国债收益率明显的下行（特别是 24 全年单边下行 88Bp 至 1.68%）以及高收益率非标资产的到期，各家保险公司的净投资收益率也呈现逐年下降的趋势，我们统计的六大上市保险集团（国寿、平安、太保、新华、人保、太平）的平均净投资收益率由 20 年的 4.7% 下降到 24 年的 3.6%，且由于寿险公司有着负债久期长于资产久期的特征，利率下行带来的债权资产的增值小于寿险准备金负债的增提，因此市场上对保险公司的利差（投资收益率-负债成本）产生悲观情绪，进而影响行业和公司的估值。本篇报告将以数据测算为基础，先分析在压力情景下各家公司的净资产的变化情况，再计算各家保险公司新保单和存量保单的成本情况，验证实际利差风险或是可控的。

图表 1：10 年期国债利率情况：%



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 2：主要保险公司的净投资收益率：%



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

1. 极端利率情况下优质寿险公司的净资产受损有限

我们首先归纳长期利率下降对保险公司净资产的传导路径，再分析在较为极端情形下各家公司的净资产下降程度。

1.1. 长期利率下降对保险公司净资产的传导路径

我们认为长期利率主要通过以下三种路径影响寿险公司的净资产

（1）对于传统险来说，主要是通过资产端和负债端久期的缺口影响净资产，体现为利润表中的“投资收益”和“承保财务损益”的差值（再投资风险使得利息收入减少，但保单成本固定）和“将重分类进损益的其他综合收益”中的“其他债权投资公允价值变动”和“可转损益的保险合同金融变动”的差值；

23 年起受益于报行合一，各家大型公司银保渠道快速增长，银保保单久期短于个险，有助于久期缺口的收窄；

（2）于具有 VFA 分红特征的险种来说，长端利率下降对其影响是跳跃函数，在没有击穿盈利，保单依然是盈利（服务边际 CSM 为正）的情况下，CSM 可以吸收利率下降带来的不利影响，由于 CSM 是逐年摊销，因此不会对净资产产生较大的影响，但一旦长端利率下

降到极低的位置，CSM 将被击穿转负，将直接在保险服务支出中体现亏损，从而传导到净资产；

以国寿为例，其过去销售的万能险保证利率较高，因此一旦利率下行到较低位置，就会转为亏损保单，24 年其保险服务费用中“亏损部分的确认及转回”为 390 亿元，25Q1 随着利率回暖，这一亏损部分重新转回；于大公司来说，由于存量的保单大部分是 2.5%定价利率，且 17-21 年销售的是以死差为主的重疾险，因此 CSM 积淀较厚，不容易被下行的利率打穿；

（3）对于所有险种来说，根据监管发布的《关于优化保险合同负债评估所适用折现率曲线有关事项的通知》，保单合同的折现率采取分段函数，40 年之后的采用 4.5%的终极利率，因此一旦长端利率变的极低，那么 4.5%的假设将不再可靠，到时将大幅下调终极折现率从而提高准备金，降低净资产，但考虑到 40 年后的保单价值，折现到当期的数值相对较小，因此影响结果将小于 1 和 2 这两条传导路径；

当前已经有部分大型保险公司，如泰康提出保险合同准备金折现率的优化方案，即可借鉴中国香港 RBC 偿付能力体系，充分探讨研究引入权益溢价的可行性，即折现率应该在无风险收益率基础上进行股权投资收益预期的加点，这样利率对净资产的影响或将减弱；

（备注：中国香港在确定 RBC 偿付能力体系的折现率时，以无风险收益率为基础，进行“对配调整”，对配调整包括“经调整利差、固定订明利差、具资格长期调整”三个部分。经调整利差为每一项合资格资产的资产利差减去信用风险修正，再乘以特定的权重；固定订明利差由监管规定，其计算基于监管发布各信用等级和到期期限的合资格资产利差假设；具资格长期调整反映公司因进行股权和房地产投资而获得的额外收益）

1.2. 主要寿险公司在压力情景下的净资产下降测算

自 22 年保险公司陆续开始实行 I17 新准则后，各家公司会在年报披露利率风险，我们的测算和统计主要参考 2024 年主要保险公司年报中相关章节内容。

1.2.1. 利率下降 50bp 情境下，国寿净资产下降 13.6%

根据国寿 24 年报利率风险的披露，如果利率在 24 年底情况下继续下降 50bp，国寿的净资产将下降 694 亿元，包括税前利润的 568.7 亿元和税前其他综合收益的 125.4 亿元，净资产下降的幅度是 24 年底归母净资产的 13.6%；

图表 3：国寿年报披露的利率风险

本集团通过调整投资组合的结构和久期来管理利率风险，并尽可能使资产和负债的期限相匹配。

利率风险的敏感性分析阐明利息收入和金融工具未来现金流量的公允价值，及保险合同负债等，将如何随着市场利率变化而波动。

于2024年12月31日，当所有其他变量保持不变，如果市场利率提高或降低50个基点，本集团本年的税前利润将增加人民币23,873百万元或减少人民币56,871百万元(2023年12月31日：增加人民币14,380百万元或减少人民币22,613百万元)，主要由于浮动利率工具增加或减少的利息收入和固定及浮动利率工具因公允价值变动产生的损失或收益，及保险合同负债等的变动；税前其他综合收益将增加人民币331百万元或减少人民币12,537百万元，主要由于其他债权投资公允价值的减少或增加，及保险合同负债等的变动(2023年12月31日：增加人民币139,046百万元或减少人民币149,884百万元，主要是由于可供出售金融资产债权型投资公允价值的减少或增加，及保险合同负债等的变动)。

资料来源：中国人寿公司公告、华源证券研究所

图表 4：利率下降 50bp 对国寿净资产的影响测算：亿元，%

	23 年	24 年
税前利润影响	226	569
其他综合收益影响	未披露	125
合计影响净资产幅度	未披露	694
当年末归母净资产	3278	5097
净资产影响比例	暂无法计算	13.62%

资料来源：中国人寿公司公告、华源证券研究所

1.2.2. 利率下降 10bp 情境下，平安净资产下降 2.1%

根据 24 年平安年报利率风险的披露，如果利率在 24 年末的基础上再下降 10bp，平安净资产将下降约 69 亿元，其中资产端增值 480 亿元，负债端准备金增加 549 亿元，净资产下降幅度约为寿险归母净资产 2.1%；23 年底这一数据为 51 亿元，即债权公允价值增加 357 亿元，准备金增加 407 亿元，净资产下降幅度约为寿险归母净资产 1.6%；

如前文所述，利率下降后对净资产的影响不是完全线性外推，因此我们认为在利率下降 50bp 的情境下，平安对净资产的影响将大于 $2.1\% \times 5 = 10.5\%$ 。

图表 5：平安年报披露的利率风险

保险业务分部(续)

下表为利率风险的敏感性分析，反映了在其他变量不变的假设下，利率下降或增加10个基点时，本集团相关金融工具及人身保险合同/分出再保险合同将对本集团税前利润和税前股东权益产生的影响。

	利率变动	2024年12月31日		2023年12月31日	
		增加/(减少) 税前利润	增加/(减少) 税前股东权益	增加/(减少) 税前利润	增加/(减少) 税前股东权益
金融工具	下降10个基点	3,428	47,949	2,349	35,669
保险合同/分出再保险合同	下降10个基点	(2,236)	(54,871)	(1,142)	(40,733)
		1,192	(6,922)	1,207	(5,064)
金融工具	增加10个基点	(3,428)	(47,949)	(2,349)	(35,669)
保险合同/分出再保险合同	增加10个基点	2,094	54,189	1,116	40,304
		(1,334)	6,240	(1,233)	4,635

资料来源：中国平安公司公告、华源证券研究所

图表 6：利率下降 10bp 对平安净资产的影响测算：亿元，%

	23 年	24 年
金融工具影响	357	480
保险合同/分出再保险合同影响	-407	-549
合计影响净资产幅度	-51	-69
寿险业务归母净资产	3264	3345
净资产影响比例	-1.55%	-2.07%

资料来源：中国平安公司公告、华源证券研究所

1.2.3. 利率下降 50bp 情境下，太保净资产下降 7%

根据中国太保 24 年报利率风险的披露，如果利率在 24 年末的基础上再下降 50bp，太保净资产将下降约 118 亿元，其中资产端增值 869 亿，负债端准备金增加 987 亿元，净资产下降幅度约为寿险归母净资产 6.96%；23 年底这一数据为 193 亿元，即债权公允价值增加 589 亿元，准备金增加 781 亿元，净资产下降幅度约为寿险归母净资产 14.95%；

我们认为太保 24 年净资产对利率敏感性下降源于资产端的债券配置金额绝对值和结构的变化，如五年期以上其他债权投资规模从 23 年末的 10025 亿元增加至 24 年末的 13949 亿元，年报显示其 24 年末固收资产久期较 23 年末拉长 2 年至 11.4 年；同时太保银保保费快速上升缩短负债久期。

图表 7：太保年报披露的利率风险

固定利率金融工具的敏感性分析

本集团各报告期末固定利率金融资产和负债中承担利率风险的主要为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。下表敏感性分析仅测算以公允价值计量人民币固定利率债权型投资因利率变动将引起的公允价值的变动对本集团利润总额和股东权益的税前影响。

人民币利率	2024 年 12 月 31 日	
	对利润总额的影响	对股东权益的影响
+50 基点	(4,446)	(77,481)
-50 基点	4,669	86,912

人民币利率	2023 年 12 月 31 日	
	对利润总额的影响	对股东权益的影响
+50 基点	(3,121)	(52,577)
-50 基点	3,276	58,879

保险合同负债的利率敏感性分析

下表敏感性分析测算各报告期末，保险合同负债在折现率出现变动的情况下对本集团利润总额和股东权益的税前影响。

人民币折现率	2024 年 12 月 31 日	
	对利润总额的影响	对股东权益的影响
+50 基点	2,427	84,733
-50 基点	(4,680)	(98,663)

人民币折现率	2023 年 12 月 31 日	
	对利润总额的影响	对股东权益的影响
+50 基点	4,261	68,027
-50 基点	(5,082)	(78,143)

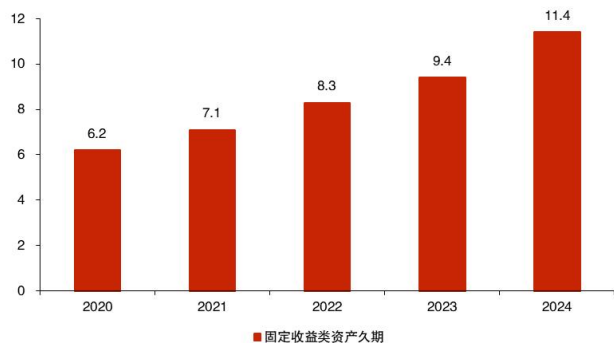
资料来源：中国太保公司公告、华源证券研究所

图表 8：利率下降 50bp 对太保净资产的影响测算：亿元，%

	23 年	24 年
金融工具影响	589	869
保险合同/分出再保险合同影响	-781	-987
合计影响净资产幅度	-193	-118
寿险业务归母净资产	1288	1687
净资产影响比例	-14.95%	-6.96%

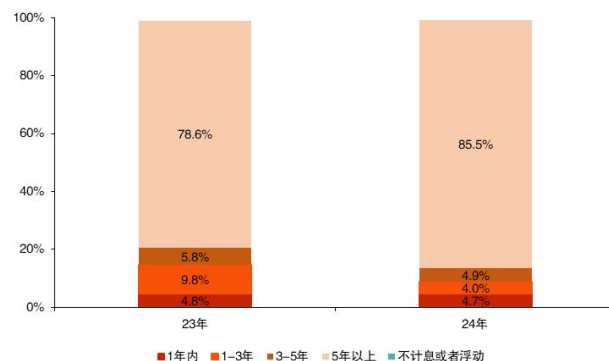
资料来源：中国太保公司公告、华源证券研究所

图表 9：太保集团固收类资产久期：年



资料来源：中国太保公司公告、华源证券研究所

图表 10：太保资产承担利率风险的金融资产久期分布：%



资料来源：中国太保公司公告、华源证券研究所

1.2.4. 利率下降 50bp 情境下，新华净资产下降 33.4%

根据新华保险 24 年报利率风险披露，如果利率在 24 年末基础上再下降 50bp，新华保险净资产将下降约 322 亿元，其中资产端增值 361 亿，负债端准备金增加 682 亿元，净资产下降幅度约为寿险归母净资产 33.4%；23 年底这一数据为 330 亿元，即债权公允价值增加 190 亿元，准备金增加 520 亿元，净资产下降幅度约为寿险归母净资产 31.4%；

我们认为新华的净资产敏感性远高于其他同业的重要原因是其资产重分类不彻底，即采用 IFRS9 法则后，新华依然有 37% 的资产记为摊余成本计量（国寿、平安和太保这一数据为 2-12%）

图表 11：新华年报披露的利率风险

当所有其他变量保持不变，如果市场利率提高或降低50个基点，对利润和股东权益的税前影响如下：

市场利率的变化		2024年12月31日		2023年12月31日	
		对税前利润的影响	对股东权益的影响	对税前利润的影响	对股东权益的影响
金融投资	提高50个基点	(1,783)	(32,922)	(1,350)	(17,315)
金融投资	降低50个基点	1,836	36,080	1,390	18,978
保险合同和持有的再保险合同	提高50个基点	1,341	61,314	1,221	46,622
保险合同和持有的再保险合同	降低50个基点	(1,955)	(68,236)	(1,997)	(51,990)

资料来源：新华公司公告、华源证券研究所

图表 12：利率下降 50bp 对新华净资产的影响测算：亿元，%

	23 年	24 年
金融投资影响	190	361
保险合同/分出再保险合同影响	-520	-682
合计影响净资产幅度	-330	-322
寿险业务归母净资产	1051	962
净资产影响比例	-31.41%	-33.41%

资料来源：新华公司公告、华源证券研究所

图表 13：新华保险的“以摊余成本计量的金融资产”占比较同业明显偏高：%

按会计核算方法分类	国寿	平安	太保	新华
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	28.9%	25.2%	24.4%	29.8%
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	54.9%	56.8%	64.0%	30.7%
以摊余成本计量的金融资产	3.0%	12.1%	2.4%	37.0%
长期股权投资	4.6%	5.8%	0.8%	1.9%
投资性房地产	8.7%		8.4%	0.6%

资料来源：各公司公告、华源证券研究所

1.2.5. 利率下降 25bp 情境下，太平净资产下降 10.6%

根据中国太平 24 年报的利率风险披露，如果利率在 24 年末基础上再下降 25bp，太平的净资产将下降约 69 亿元，其中债券资产端增值 350 亿，保险合同净负债下降 419 亿元，净资产下降幅度约为寿险归母净资产 10.6%；23 年底这一数据为 192 亿元，即债权公允价值增加 234 亿元，保险合同净负债下降 426 亿元，净资产下降幅度约为寿险归母净资产 25.9%；

如前文所述，利率下降后对净资产的影响非线性外推，因此我们认为在利率下降 50bp 的情境下，太平人寿净资产的下降幅度可能大于 $10.6\% \times 2 = 21.2\%$ ；

图表 14：中国太平年报披露的利率风险

	Impact to profit before tax 對除稅前溢利的影響		Impact to total equity 對總權益的影響	
	Increase 25 basis points 上升 25個基點 \$'000 千元	Decrease 25 basis points 下降 25個基點 \$'000 千元	Increase 25 basis points 上升 25個基點 \$'000 千元	Decrease 25 basis points 下降 25個基點 \$'000 千元
於2024年12月31日				
債務投資	(3,961,852)	4,056,349	(33,256,091)	34,956,576
保險合同淨負債	6,042,848	(6,780,137)	39,332,406	(41,922,836)
再保合同淨資產	(8,413)	6,953	(21,552)	20,240
	2,072,583	(2,716,835)	6,054,763	(6,946,020)
於2023年12月31日				
債務投資	(2,393,979)	2,438,446	(22,262,899)	23,405,439
保險合同淨負債	2,194,881	(3,368,194)	38,661,908	(42,611,571)
再保合同淨資產	(21,660)	28,032	(36,082)	42,901
	(220,758)	(901,716)	16,362,927	(19,163,231)

资料来源：中国太平公司公告、华源证券研究所

图表 15：利率下降 25bp 对太平净资产的影响测算：亿元，%

	23 年	24 年
債務投資	234	350
保險合同淨負債	-426	-419
再保合同淨資產	0	0
合計影響淨資產幅度	-192	-69
壽險業務歸母淨資產	740	655
淨資產影響比例	-25.91%	-10.60%

资料来源：中国太平公司公告、华源证券研究所

1.2.6. 主要寿险公司净资产对利率敏感性总结

汇总上文测算数据，可以看到受资产端会计分类、负债产品特征、债权投资久期、万能险最低保证利率等多个因素影响，各家公司净资产对利率的敏感性有较大区别。

24 年 10 年期国债 88bp 的下降幅度是“大考”，考虑到存款利息、期限利差等因素，我们认为 50Bp 的利率下降假设已经是较为极端的压力测试，利率敏感性较低公司是太保、国寿和平安。

图表 16：主要公司净资产对利率的敏感性：亿元，%

	国寿		平安		太保		新华		太平	
	23 年	24 年	23 年	24 年	23 年	24 年	23 年	24 年	23 年	24 年
压力情景	利率下降 50Bp		利率下降 10Bp		利率下降 50Bp		利率下降 50Bp		利率下降 25Bp	
金融投资			357	480	589	869	190	361	234	350
保险合同										
负债/再保			-407	-549	-781	-987	-520	-682	-426	-419
险合同										
合计影响										
净资产幅	未披露	-694	-51	-69	-193	-118	-330	-322	-192	-69
度										
年末归母	3278	5097	3264	3345	1288	1687	1051	962	740	655
净资产										
净资产影	无法计算	-13.62%	-1.55%	-2.07%	-14.95%	-6.96%	-31.41%	-33.41%	-25.91%	-10.60%
响比例										

资料来源：各公司公告、华源证券研究所

2. 新保单负债成本有效降低，存量保单成本或将迎来拐点

2.1. 24 年新保单的负债成本已经有效降低

市场关注的利差为“投资收益-负债成本”，而衡量保险公司盈利的负债成本为扣除死差和费差的“打平负债成本”，由于 NBV（新业务价值）是新保单全生命周期的利润，不受当年服务边际摊销波动的短期影响，因此我们可以用 NBV 的敏感性测试数据，并线性外推来大致测算各家公司近年来新销售保单的打平负债成本（线性外推是为了方便计算，当前各家公司的披露内容和数据颗粒度无法进行精确的计算）。

我们以 24 年国寿的数据为例，24 年国寿的年报披露在 4% 的基准投资回报率假设下，国寿 24 年的 NBV 为 337 亿元，如果投资回报率下降 10%（即 40bp），24 年的 NBV 将下降至 251.1 亿元，即下降幅度为 $(337-251)/337=25.5\%$ ，简单线性外推下，当投资回报率下降 $(1/25.5\%)*40=156.8bp$ 时，NBV 将为 0（打平负债的名字来源），因此打平负债成本率为 $400bp-156.8bp=243.2bp$ ，即 2.43%。

用上述的计算逻辑我们来计算主要寿险公司 21-24 年的打平负债成本率，可以看到在以重疾为主导的 21 年，各家头部险司的打平负债成本率是较低的，但 22-23 两年由于储蓄险新单占比的提升，打平负债成本有所上升，但随着 23-24 年监管引导传统险的预定利率上限由 3.5% 下降至 2.5%，分红险的预定利率上限由 2.5% 下降至 2.0%，24 年国寿和太保的负债成本均同比下降约 50bp 至 2.4-2.5%，新华的打平负债成本则是下降了 94Bp 至 2.98%。

新保费的投资收益率主要锚定当年全年的 10 年期国债收益率（年初年末平均值），21-24 年这一数值为 3.01%、2.77%、2.72% 和 2.18%，考虑到免税效应，以及大部分保司的新单集中在开门红（当年 1 季度），而过去几年（特别是 24 年）利率都是年初高点，保司基本上都在收到新单保费同时做配置，即配置时点是当年高点，因此我们认为优质公司的新单（特别是 24 年）的利差风险是可控的；

2025 年 7 月 25 日，中国保险行业协会组织召开人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会 2025 年二季度例会，保险业专家就人身保险产品预定利率发表了意见，认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.99%。紧随其后中国人寿、太保寿险等公告将调整新备案保险产品的预定利率最高值，其中普通型保险产品预定利率最高值为 2.0%，分红型保险产品预定利率最高值为 1.75%，万能型保险产品最低保证利率最高值为 1.0%。保险公司将于 2025 年 8 月 31 日 24 时起，不再接受超过上述预定利率最高值的保险产品投保申请。因此随着预定利率的下调，我们预期 25 年之后的新保单打平负债有望继续下行，利差风险或将进一步减少。

图表 17：主要公司新单打平负债成本测算结果：%

新单打平负债成本率	21 年	22 年	23 年	24 年
国寿	2.34%	2.88%	2.96%	2.43%
太保	1.71%	2.79%	3.12%	2.60%
平安	不可计算		2.43%	2.42%
新华	2.98%	3.97%	3.92%	2.98%
10 年期国债年间平均收益率	3.01%	2.77%	2.72%	2.18%

资料来源：各公司公告、华源证券研究所

2.2. 存量保单的成本或将迎来拐点，新华选择提升权益占比对冲利率下行

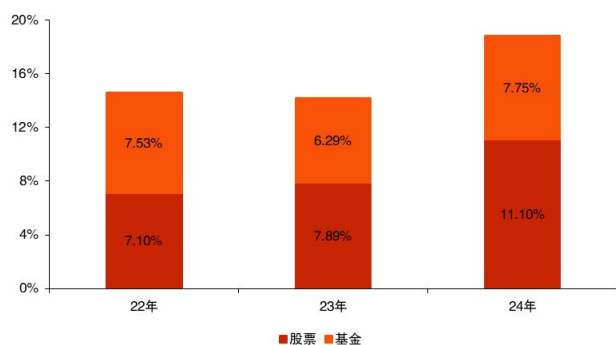
类似的逻辑，考虑到 VIF（有效业务价值）是保单全生命周期的利润，不会受单年利润摊销的短期影响，因此是用来测算存量保单的打平负债成本的较好突破口，以国寿为例：24 年国寿的年报披露在 4% 的基准投资回报率假设下，国寿 24 年的 VIF 为 5033 亿元，如果投资回报率下降 10%（即 40bp），24 年的 VIF 将下降至 3743 亿元，即下降幅度为 $(5033-3743)/5033=25.6\%$ ，简单线性外推下，当投资回报率下降 $(1/25.6\%)*40=156bp$ 时，VIF 将为 0（打平负债的名字来源），因此打平负债成本率为 $400bp-156bp=244bp$ ，即 2.44%，平安、太保、新华 24 年末存量打平负债成本约为 2.5%、2.21% 和 3.01%。

我们同时计算了四家公司 21-24 年的存量负债打平成本，可以看到各家趋势略有不同，国寿由于传统增额终寿销售规模较小，其存量负债成本基本稳定，而平安和太保近年来负债成本受传统增额终寿的占比提升而有所上升。但一方面 3.0% 和 3.5% 的增额终寿（主要在 22-23 年销售）缴费久期一般为 3-5 年，因此基本上 28 年后将不再有高负债成本的保费现金流形成准备金，即负债成本拐点或将近，另一方面新华这一类负债成本较高的公司选择提升权益占比来对冲利率下行，新华保险 24 年末二级权益资产（股票+权益基金）占投资资产的比重同比提升 4.66pct 至 18.85%，为主要同业的较高仓位，新华也抓住了 24 年权益市场的机会，24 年的总投资收益率和综合投资收益率达到了 5.8% 和 8.5%，在主要同业中也名列前茅，且 8.5% 的综合收益率较 3% 打平负债成本高出接近 550bp，对冲效果显著；

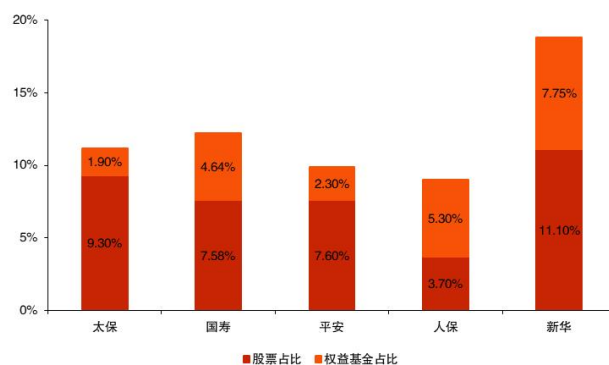
图表 18：主要公司存量保单打平负债成本测算结果：%

存量保单打平收益率	21 年	22 年	23 年	24 年
国寿	2.40%	2.53%	2.45%	2.44%
太保	1.98%	2.10%	2.12%	2.21%
平安	不可计算			2.50%
新华	2.69%	2.98%	3.02%	3.01%

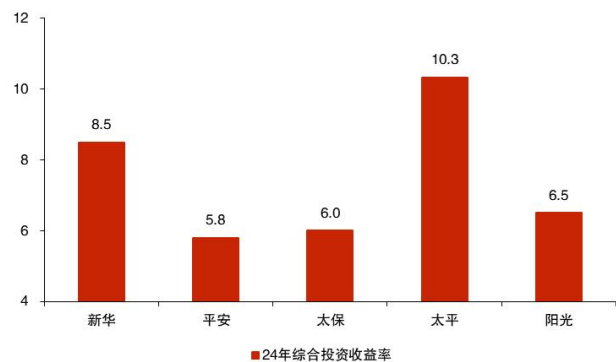
资料来源：各公司公告、华源证券研究所

图表 19：新华保险股票和基金占投资资产比重：%


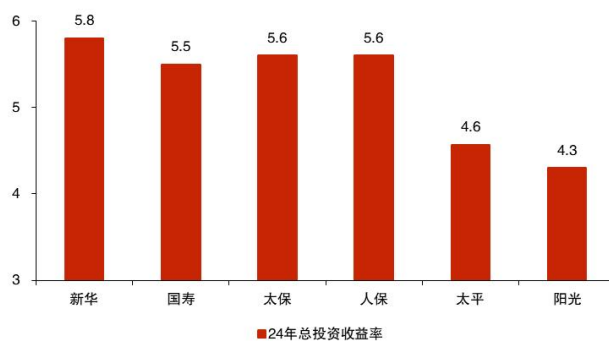
资料来源：新华保险公司公告、华源证券研究所

图表 20：主要同业 24 年股票和基金占投资资产比重：%


资料来源：各公司公告、华源证券研究所

图表 21：主要同业 24 年保险资金综合投资收益率：%


资料来源：各公司公告、华源证券研究所

图表 22：主要同业 24 年保险资金总投资收益率：%


资料来源：各公司公告、华源证券研究所

3. 投资分析意见

在较为极端情境下（即 10 年期国债利率在 24 年末 1.68% 的基础下继续下行 50bp），优质寿险公司净资产对利率的敏感性或较为可控，随着监管不断调低预定利率，24 年新保单的负债打平成本已经有效显著下行，而随着高预定利率的传统终身寿险缴费期的逐渐结束，我们预期 28 年后存量保单负债成本将出现拐点，且部分公司已经通过提升权益市场仓位和抓住权益市场机会实现了投资收益率的有效对冲，因此我们认为市场担心的利差风险或较为可控，我们维持行业“看好”评级，推荐资产负债久期匹配较为理想的中国人寿、中国平安和中国太保，以及权益收益较理想的新华保险。

4. 风险提示

保单销售不及预期：预定利率下调后储蓄险的收益吸引力下降造成销售不及预期；

权益市场大幅下行：市场大跌将影响保险公司的投资收益率、净利润和净资产；

长端利率继续极大幅度的下行：极端低利率会使得保险公司的 CSM 被打穿，影响净资产。

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。