

固定收益专题

低利率与准则切换下保险配债行为新变化

作为传统配置型机构，近年保险配债模式出现较为明显的变化，择时属性增强使其更多的体现出交易特性。保险是传统的配置型机构，因而其增配行为应该与债市走势反向，即在利率上行时更多买入，在利率下行时更多卖出债券，起到稳定市场的作用。2023 年之前保险行为更多遵循这个规律，保险债券增持与债券利率之间正相关。但 2023 年之后，保险行为却更多呈现出交易型特征。保险的行为显示近年资产配置更多受到主观判断影响。

今年以来，市场修复过程中，保险在保费收入增长相对稳健情况下依然谨慎配债。今年以来，保险保费收入增长稳定，1 季度保费同比增长 6.3%，显著高于去年 1 季度 0.9% 的水平。但保险配置方面依然保持审慎，特别在资金价格持续走低，曲线利差明显陡峭化的情况下，保险无论似乎整体配债节奏，还是对长债的配置力度，都相对于去年更弱。那么目前资金持续宽松，期限利差陡峭，而保险债券仓位较低情况下，保险后续是否会补仓增加长债配置？分析这个问题，我们需要结合目前保险的资产负债结构也面临的监管环境变化，进行更为全面的分析。

2026 年是保险行业转型的重要节点，一方面非上市公司全面实施 IFRS 9 与 IFRS 17，另一方面低利率常态化，保险负债、资产、利润端将面临持续考虑。负债端，产品结构从传统型向分红型全面转型。2025 年，我国保费收入同比增速降至 7.43%（2023-2024 年分别为 9.13%、11.15%），按保障标的看，寿险收入占 58.1%，财险占 24.03%，健康险占 16.30%。按产品设计类型看，低利率持续深化、利差损风险持续、监管引导行业降成本背景下，近年来寿险产品从普通型向分红型全面转型。资产端，债券占比小幅提升，股票占比大幅增长，非标资产继续压缩，头部险企减配债券，中小险企增配债券。从变化看，2025 年银行存款、其他占比分别减少 0.9pct、2.7 pct，股票占比大幅增加 2.5 pct，债券占比同比增加 0.9 pct，基金占比同比小幅增加 0.1 pct。头部险企与中小险企的配置行为分化，头部险企整体股票增配力度更大，减少债券仓位，而中小保险公司仍在增配债券，或与资产负债久期缺口更大有关。

债券投资方面，近年来，保险公司持续增持政府债，尤其是地方债，减少政金债和商业银行债的配置。投资节奏上，保险从调整即增配，更多转向对趋势的把握。近年来保险债券投资结构变化较大，地方债与保险资金的需求高度匹配，2025 年末保险地方债占比提升至 57.8%；国债稳步小幅增长，2025 年末持仓占比在 22.1%；政金债无免税优势，2025 年末占比降至 10.8%；商业银行债规模及占比同步降低，2025 年降至 5.3%，与新金融工具准则调整有关。从投资节奏上，2024 年前，保险债券托管增速与 10 债收益率具有正相关性，而 2024 年以来，该规律逐步淡化，保险的配债节奏从过往的调整即增配，更多转变把握趋势。

新金融会计准则下，保险主动调整投资结构，2025 年上市险企 TPL 股票、OCI 股票、基金占比提升；OCI 债券占比提升，TPL 债券减少。随着 IFRS 9 与 IFRS 17 的实施，2025 年，权益市场表现突出，上市险企 TPL 股票、OCI 股票、基金占比均提升。债券方面，2025 年上市险企普遍增加 OCI 债券，减少 TPL 债券，在 IFRS 17 联动、低利率波动和利润平滑三重约束下，FVOCI 债权工具成为险资配置长久期利率债的最优会计归宿。

近两年，保险负债端新单成本优化，资产端总投资收益率提升，利差损风险边际缓释，但存量保单仍承压。负债端，预定利率下调、分红险占比提升、“报行合一”压降费用，2023 年 VNB 打平投资收益率触顶回落，反映出新单成本优化。VIF 打平投资收益率从 2018 年起持续上行，主要低成本保单逐步退出、高成本保单持续沉淀，导致存量保单池结构性劣化。资产端，随着广谱利率下行，反映固收类收益的净投资收益率下滑，而 2024 年债市走牛、2025 年权益走强，反映短期盈利能力的总投资收益率有所提升。总体看，近两年新单成本改善，投资收益率可观，利差损风险边际缓解，但存量高预定利率保单的历史包袱仍需时间消化。

展望 2026 年，保险行业将面临会计准则切换、资产配置再平衡、投资收益等多方面压力。首先，非上市险企将面对 IFRS 9 切换后的资产重分类冲击，利润表对利率和权益波动的敏感性将显著增强；其次，资产配置上，保资债券配置接近 50%，头部险企久期缺口缩小；此外，2025 年保险大幅增配股票，需关注 2026 年险资加仓权益的进度，以及增量权益资金进入 FVOCI 还是 FVTPL。另外，随着保险行业向分红险全面转型，低利率环境下固定收益有限，而 2024-2025 年保险总投资收益率较高，对保险后续投资收益率、分红实现率提出了较高要求。目前情况来看，在交易属性增强，收益压力上升，结合现实的流动性宽松环境，我们预计后续保险有望逐步增加债券配置，呈现出一定的补仓行为。

风险提示：政府债供给放量风险；保费收入增长不及预期风险；货币政策收紧风险。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

分析师 王春屹

执业证书编号：S0680524110001

邮箱：wangchunyi@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益定期：二手房成交保持高位——基本面高频数据跟踪》 2026-04-27
- 2、《固定收益定期：需要担忧资金吗？》 2026-04-26
- 3、《固定收益定期：资金持续宽松，存单继续下行——流动性和机构行为跟踪》 2026-04-25

内容目录

一、近年保险配债更重择时	4
二、保险机构资金来源与管理模式	6
2.1 保险资金来源	6
2.2 保险资金的管理方式	7
三、保险机构大类资产配置	9
3.1 保险机构行业资产配置	9
3.2 保险资管资产配置	10
3.3 上市保险公司资产配置	11
四、保险机构债券投资	13
五、新金融会计准则下，保险投资结构变化	16
六、保险资产收益和负债成本	19
6.1 保险资产收益率变化	19
6.2 保险负债端成本变化	21
七、保险资产负债期的变化	25
风险提示	26

图表目录

图表 1: 2023 年之前保险配债进度与利率变化正相关	4
图表 2: 2023 年之后保险配债更多体现交易特性	4
图表 3: 保险保费增长稳定	5
图表 4: 去年 3 季度以来，保险增加股票配置降低债券配置	5
图表 5: 保险公司保费收入	6
图表 6: 保费收入结构	6
图表 7: 部分上市险企寿险中分红险占比	7
图表 8: 2022 年保险公司自主及委托投资规模占比情况	7
图表 9: 2022 年保险公司不同投资模式情况-资产规模占比	7
图表 10: 保险资产管理公司管理各类资金占比	8
图表 11: 保险资产管理公司各业务资金来源构成（2024 年）	8
图表 12: 保险资金运用余额及增速	9
图表 13: 保险资金运用投向	10
图表 14: 保险资金大类资产配置（2024 年）	10
图表 15: 保险资管各类业务构成（2024 年）	11
图表 16: 保险资管资产配置结构（2024 年）	11
图表 17: 2022-2024 年保险资管各类资金配置结构	11
图表 18: 五大上市险企投资组合资产配置情况	12
图表 19: 五大上市险企投资组合大类资产配置	12
图表 20: 保险自营债券托管规模	13
图表 21: 保险自营债券托管结构（2025.12）	13
图表 22: 保险自营债券托管结构	14
图表 23: 保险自营债券托管结构	14
图表 24: 保险持有国债增速与国债利率关系	15
图表 25: 保险持有地方债增速与地方债利率关系	15
图表 26: 新金融工具准则“三分类”对财务报表的影响	16
图表 27: 上市保险公司金融资产结构变化	17
图表 28: 2025 年上市险企 TPL 股票、OCI 股票、基金占比普遍提升	17
图表 29: 2025 年上市险企普遍增加 OCI 债券，减少 TPL 债券	18
图表 30: 保险投资收益率常用指标	19
图表 31: 保险行业财务投资收益率和综合投资收益率变化（%）	20
图表 32: 上市保险公司年报投资收益率（%）	20
图表 33: 上市寿险公司偿付能力报告中的投资收益率	21

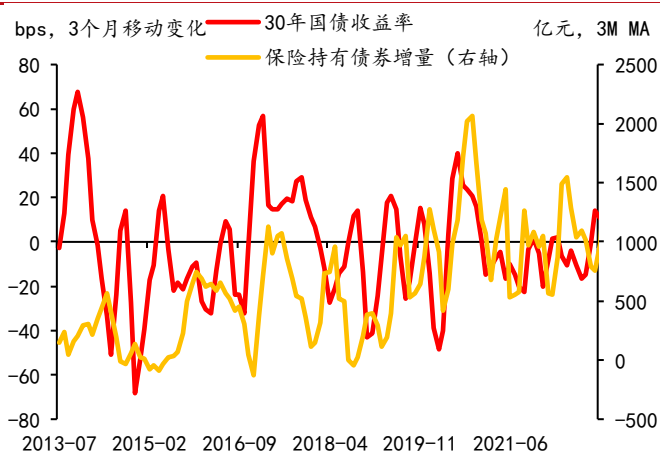
图表 34:	保险行业 VIF 打平投资收益率变化 (%)	22
图表 35:	保险行业 VNB 打平投资收益率变化 (%)	23
图表 36:	预定利率研究值与测算值	24
图表 37:	保险预定利率变化	24
图表 38:	近年来保险行业资产负债久期缺口的变化 (年)	25
图表 39:	2023 年不同寿险公司久期缺口变化	25

一、近年保险配债更重择时

作为传统配置型机构，近年保险配债模式出现较为明显的变化，择时属性增强使其更多的体现出交易特性。保险是传统的配置型机构，因而其增配行为应该与债市走势反向，即在利率上行时更多买入，在利率下行时更多卖出债券，起到稳定市场的作用。确实，2023 年之前保险行为更多遵循这个规律，保险债券增持与债券利率之间正相关。但 2023 年之后，保险行为却更多呈现出交易型特征，保险配债与长债利率之间更多是负相关。例如 2023-2025 年初长债利率快速下行期间，保险持续增加债券买入，月均增持规模持续稳定在 3000 亿左右。而 2025 年以来，在长债利率调整过程中，保险却显著降低了债券买入量，月均买入量降至 1500 亿元左右。

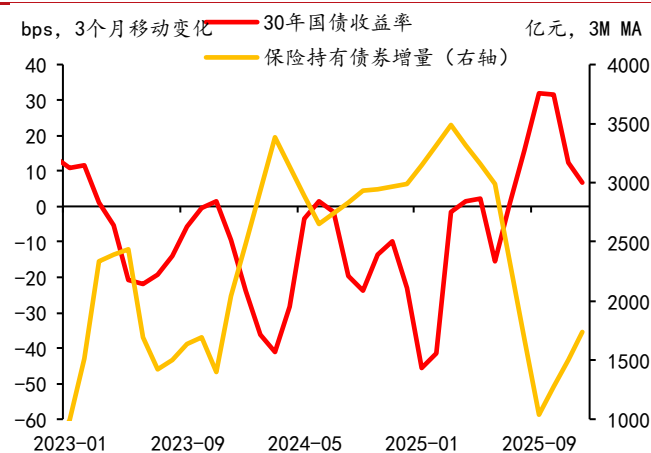
今年以来，市场修复过程中，保险在保费收入增长相对稳健情况下依然谨慎配债。今年以来，保险保费收入增长稳定，1 季度保费同比增长 6.3%，显著高于去年 1 季度 0.9% 的水平。但保险配置方面依然保持审慎，特别在资金价格持续走低，曲线利差明显陡峭化的情况下，保险无论是整体配债节奏，还是对长债的配置力度，都相对于去年更弱。

图表1: 2023 年之前保险配债进度与利率变化正相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

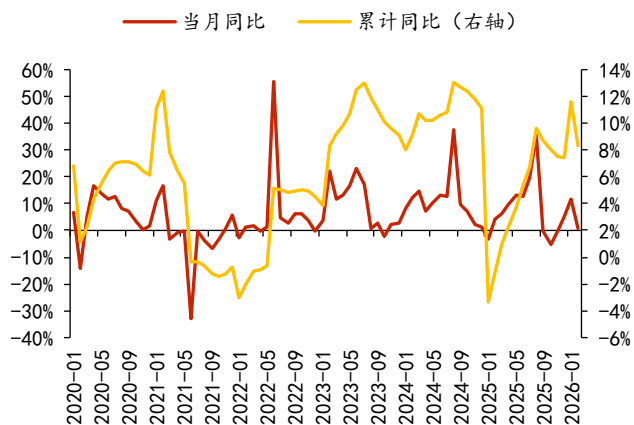
图表2: 2023 年之后保险配债更多体现交易特性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

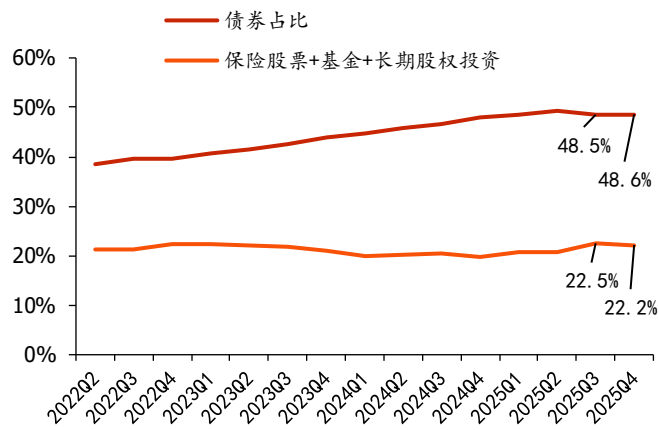
保险的行为显示近年来资产配置更多受到主观判断影响。保险虽然是传统的配置型机构，但什么时候增加配置保险则有一定的选择性。而近年行为显示保险在选择配置时点上呈现出更多的主观特性。如果保险对中期利率判断是下行的，那么保险在配置时则倾向于更早进行配置，反之，则会等待更高利率去进行配置。另外，对短期业绩需求提升也导致保险投资方面交易属性增强。最后，权益市场的变化也影响了保险配债行为，例如去年权益市场强劲的单边行情使得保险在总体配置里增加了权益仓位的配置，而降低了债券的配置。

图表3: 保险保费增长稳定



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 去年3季度以来, 保险增加股票配置降低债券配置



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

那么目前资金持续宽松, 期限利差陡峭, 而保险债券仓位较低情况下, 保险后续是否会补仓增加长债配置? 分析这个问题, 我们需要结合目前保险的资产负债结构也面临的监管环境变化, 进行更为全面的分析。

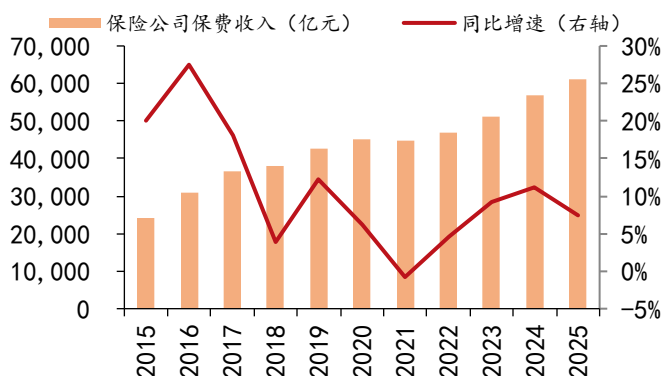
二、保险机构资金来源与管理模式

2.1 保险资金来源

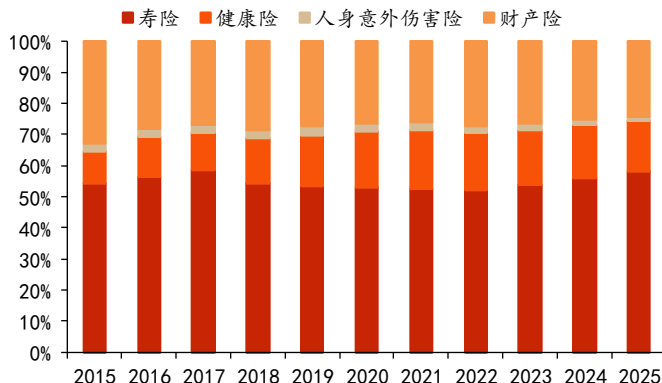
保险投资资金由权益资金、各类准备金及其他资金组成，各类责任准备金是保险资金的主体。权益资金包括资本金、公积金和未分配利润等，资本金具有长期性和稳定性，可用于长期投资，但占比较小；各类责任准备金是保险资金的主要来源，是保险公司从保费收入中提取的资金，包括未到期责任准备金、未决赔款准备金、寿险保险合同准备金和非寿险保险合同准备金；其他资金指在保险经营过程存在着的其他可用于投资的资金来源。

2025 年保费收入增速回落，寿险收入占比持续提升。具体来看，2025 年，我国保费收入 6.12 万亿，较 2024 年同期增加 7.43%，为近三年增长幅度最小的一年。按照保障标的看，寿险实现保费收入 3.56 万亿，较上年增加 0.36 万亿，为占比最大的项目，占当年保费收入的 58.1%；财产险实现保费收入 1.47 万亿，同比上升 2.60%，为保费收入第二大来源，占 24.03%；健康险实现保费收入 9973 亿，同比上升 2.05%，占比 16.30%；人身意外伤害险保费收入 961.2 亿元，同比上升 2.02%，占比较为稳定。

图表5：保险公司保费收入



图表6：保费收入结构

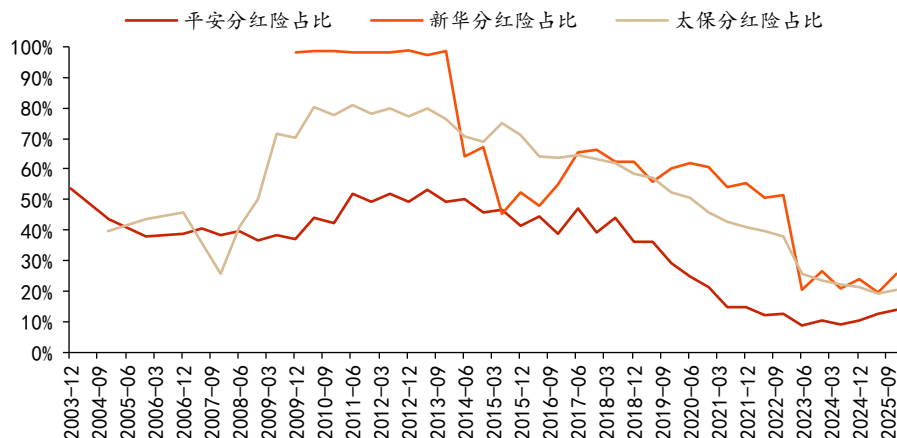


资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

2025 年分红型寿险占比明显提升。按照产品设计类型，保险产品主要分为普通型、分红型、万能型、投连型。普通型保险预定利率固定，收益确定，由保险公司承担投资风险；分红型保险收益机制为保证利率+浮动分红，万能型保险采取保底结算利率+账户价值浮动，分红险和万能险均为客户与保险公司共担；投连险无保底，收益完全挂钩投资账户，客户承担全部投资风险。在低利率持续深化、利差损风险持续、监管引导行业降成本的背景下，近年来寿险产品结构从普通型向分红型全面转型。2025 年，平安寿险的分红险收入同比增长 41%，占寿险的比例同比提升 3.6pct；新华保险的寿险分红险收入同比增长 33%，占寿险的比例同比提升 1.9pct，分红险占整体期缴业务比例逐季提升，四季度分红险占比达 77%；此外，中国人寿首年期交保费中浮动收益型产品贡献已接近一半，分红险在个险首年期交中的占比接近 60%；太保寿险新保期缴中分红险占比提升至 50%。

图表7: 部分上市险企寿险中分红险占比

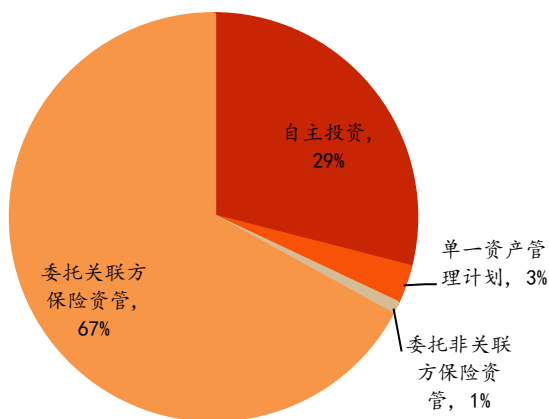


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 保险资金的管理方式

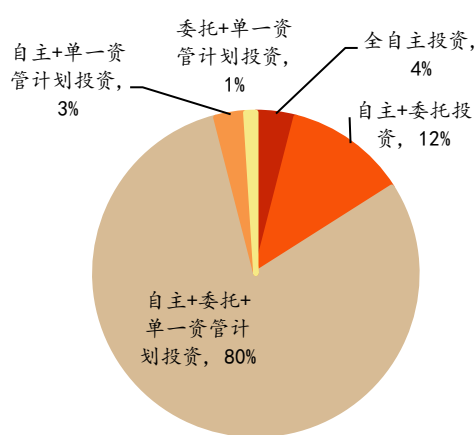
2022 年保险公司资金约 67% 委托关联方资管进行投资, 约 29% 自主投资。根据保险资管协会的调研, 2022 年末, 196 家保险公司调研数据显示, 投资规模合计 23.86 万亿元, 其中自主投资 (不含单一资产管理计划) 规模占比 29%, 委托关联方保险资产管理公司规模占比 67%。各类型保险公司根据自身实际需要, 选择开展不同形式及比例的自主投资或委托投资, 最终形成公司自身的投资模式选择, 大多数保险公司选择自主+委托+单一资产管理计划投资模式, 资产规模占到 80%。

图表8: 2022 年保险公司自主及委托投资规模占比情况



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

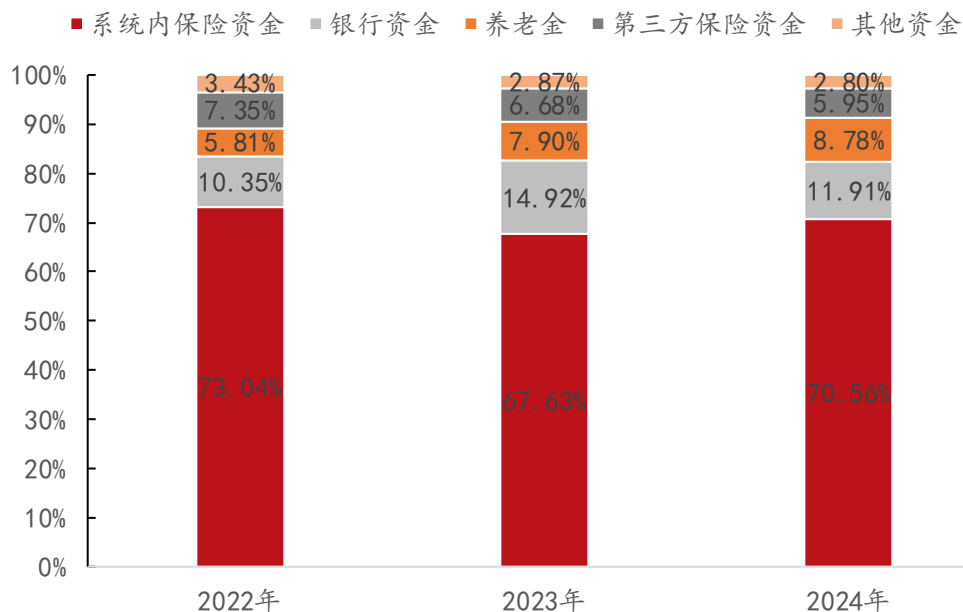
图表9: 2022 年保险公司不同投资模式情况-资产规模占比



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

保险资管管理的资金来源以系统内保险资金为主, 规模占比接近七成。保险资管公司接受委托管理本公司保险资金投资资产, 也为第三方提供投资管理服务。具体而言, 2024 年管理系统内保险资金超 23 万亿元, 占比为 71%; 管理第三方保险资金 1.98 万亿元, 占比 5.95%; 业外资金方面, 管理银行资金 3.96 万亿元, 占比达 11.91%。管理养老金 2.93 万亿元, 占比为 9%。

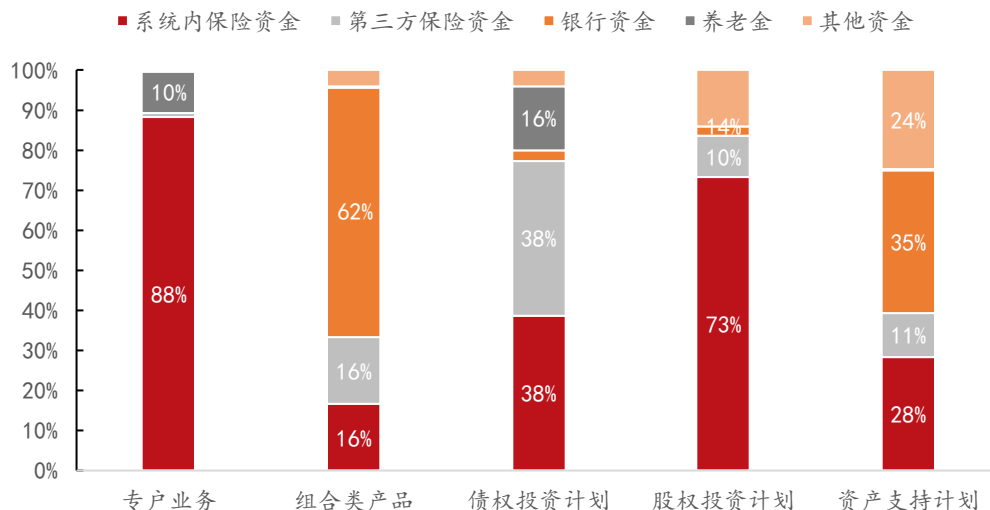
图表10: 保险资产管理公司管理各类资金占比



资料来源: 保险资管协会, 中国基金报, 中共海口市委金融委员会办公室, 国盛证券研究所

保险资管不同业务类型的资金来源各有特点。保险资管的业务运作模式主要分为专户业务与产品业务, 后者包括组合类产品、债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等, 各业务资金构成特征明显。截至 2024 年, 专户业务、股权投资计划以系统内保险资金为主; 组合类产品中银行资金占 62%; 债权投资计划以系统内资金为主; 资产支持计划以系统内资金和银行资金为主。

图表11: 保险资产管理公司各业务资金来源构成 (2024 年)



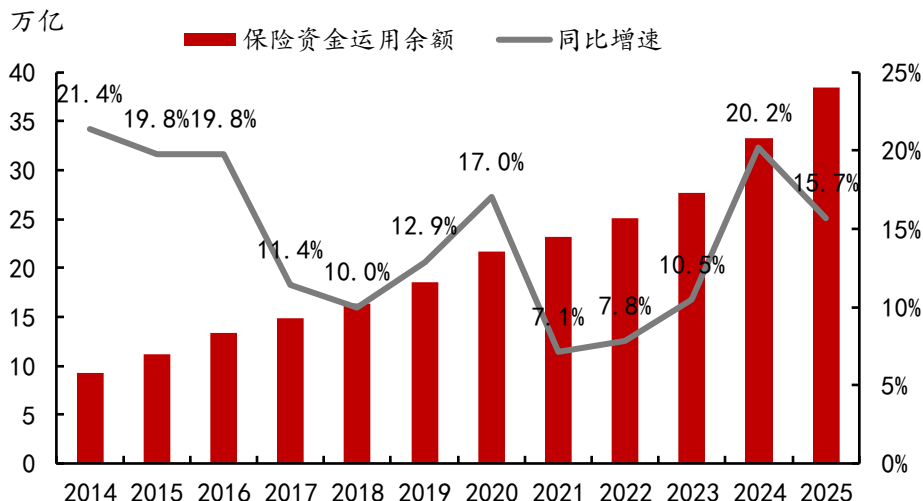
资料来源: 保险资管协会, 中国资产管理, 国盛证券研究所

三、保险机构大类资产配置

3.1 保险机构行业资产配置

2021-2024 保险资金运用余额增速持续提升，2025 年有所回落。2021-2024 年，伴随保险保费收入的增速提升，保险资金运用余额增速也逐年上升。2025 年，保费收入增速回落，保险资金运用余额增速也从高位回落，2025 年末，我国保险资金运用余额超 38.48 万亿，同比增长 15.7%。

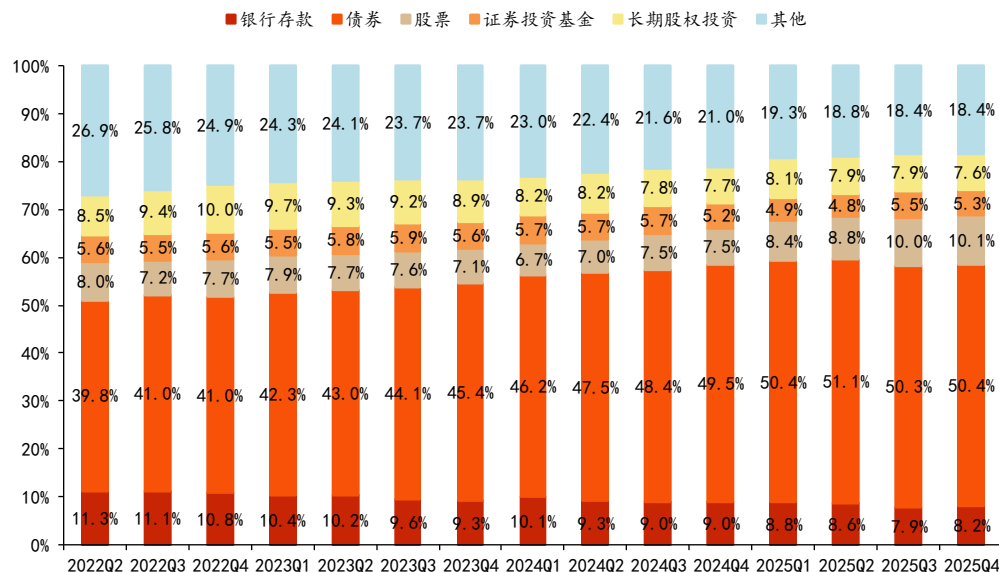
图表12: 保险资金运用余额及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从大类资产配置结构上看，**2022 年以来保险资金债券投资占比持续提升，而 2025 年债券占比小幅提升，股票资产占比大幅增长，非标资产继续压缩。**2022 年以来，保险资金运用明显降低了其他（非标为主）类资产，同期债券投资占比提升。2025 年末，银行存款占比 8.2%，债券占比 50.4%，股票占比 10.1%，基金占比 5.3%，长期股权投资占比 7.6%，其他占比 18.4%。从变化看，2025 年相较 2024 年，银行存款、其他占比分别减少 0.9pct、2.7pct，股票占比大幅增加，同比提升 2.5pct，债券占比同比增加 0.9pct，基金占比同比小幅增加 0.1pct，长期股权投资占比持平。

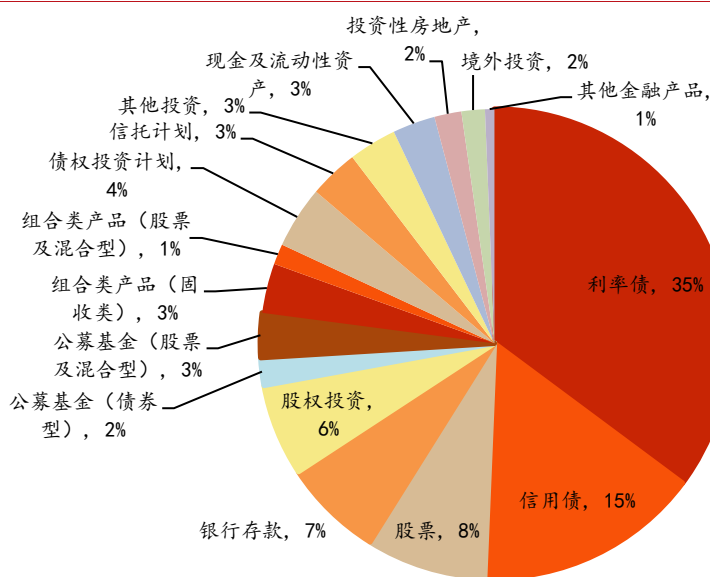
图表13: 保险资金运用投向



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

保险资产配置中, 债券以利率债为主, 基金以权益类为主。更细分来说, 根据《中国保险资产管理业发展报告》的调研, 2024 年末, 保险资金运用范围包括银行存款、债券、股票、基金、股权、各类非标产品、不动产等。债券构成中, 利率债占总资产 35.2%, 信用债占 15.5%; 公募基金中, 债券型基金占总资产 1.9%, 股票及混合型基金占 3.1%; 组合类产品中, 固收类占总资产 3.4%, 股票及混合型占 1.4%。

图表14: 保险资金大类资产配置 (2024 年)



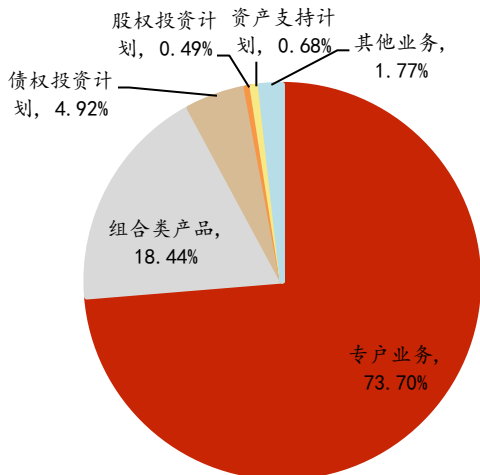
资料来源: 中国资产管理, 国盛证券研究所

3.2 保险资管资产配置

保险资管的业务运作模式主要分为专户业务与产品业务, 其中专户业务为主要的运作形式。专户业务主要承担业内保险资金的受托管理职能, 是超大型、大型保险资管机构的核心业务。2024 年, 专户业务管理规模达 24.55 万亿元, 占行业总规模的 73.70%。产品形式方面, 保险资管产品业务主要包括组合类产品、债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等, 2024 年, 组合类产品占比 18.44%, 债权投资计划占比 4.92%。

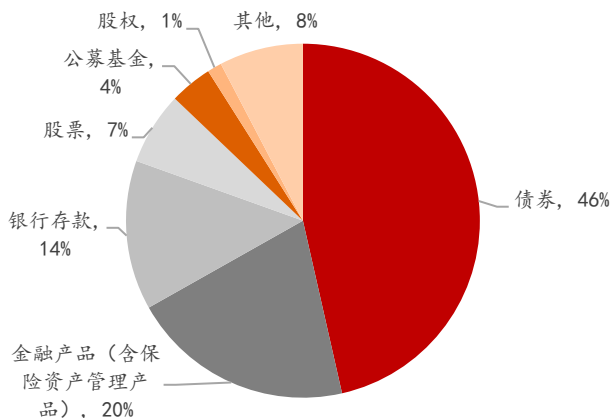
保险资管公司投资资产保持以债券、金融产品和银行存款为主。2024 年参与保险资管协会调研的 34 家保险资产管理公司，投资资产总规模 32.68 万亿元，同比增长 25%。投资资产以债券、金融产品和银行存款为主，三者合计为 26.3 万亿元，占比达八成。

图表15: 保险资管各类业务构成 (2024 年)



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

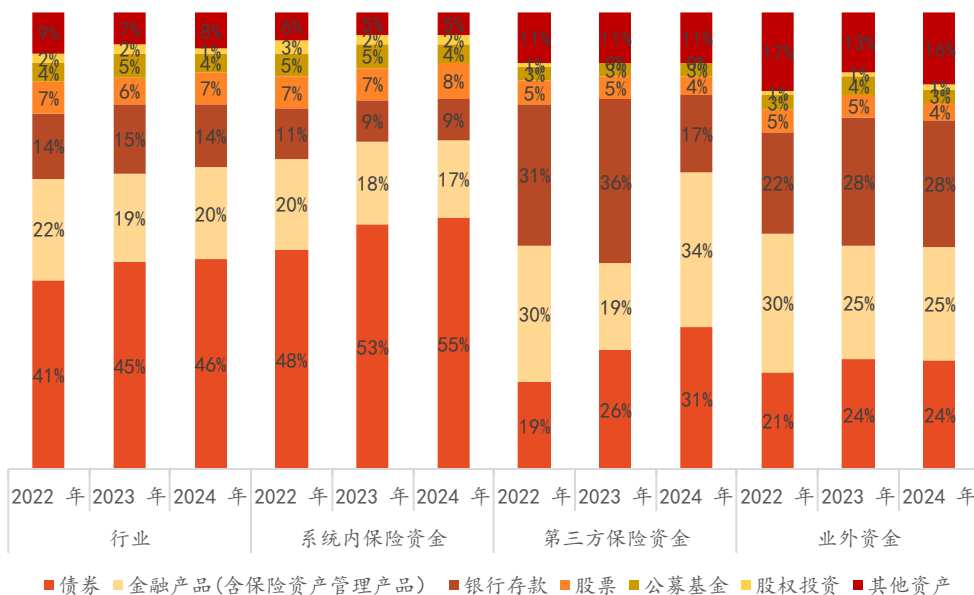
图表16: 保险资管资产配置结构 (2024 年)



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

从各类资金的配置结构看, 系统内保险资金配置债券的比例最高, 2024 年总规模 12.65 万亿元, 占比 55.26%; 配置金融产品的规模 4 万亿元, 占比 17.49%。第三方保险资金配置金融产品(含保险资产管理产品)的比例最高, 总规模 8391.96 亿元, 占比 33.59%; 配置债券规模 7765.42 亿元, 占比 31.08%。业外资金配置银行存款的比例最高, 总规模 2.04 万亿元, 占比 27.87%。

图表17: 2022-2024 年保险资管各类资金配置结构



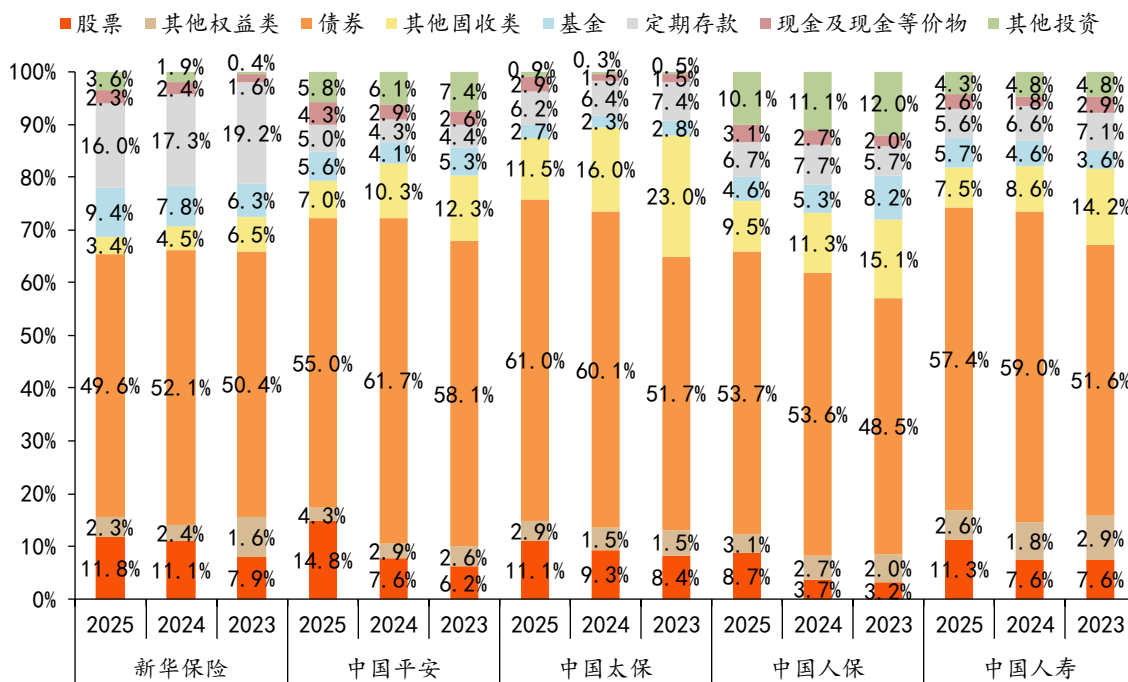
资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

3.3 上市保险公司资产配置

2025 年, 头部上市保险公司大幅增配股票, 减配债券, 而中小保险继续增配债券。以五大上市保险公司的数据来看, 保险公司配置资产以固收类为主, 如果把基金全部归类为权益类, 2025 年固收类投资资产平均占比在 63.9%, 同比减少 5.1pct, 而权益类资产平均占比 21.6%, 同比增加了 4.6pct。其中, 债券平均占比在 56.2%, 同比-2.8pct, 股票

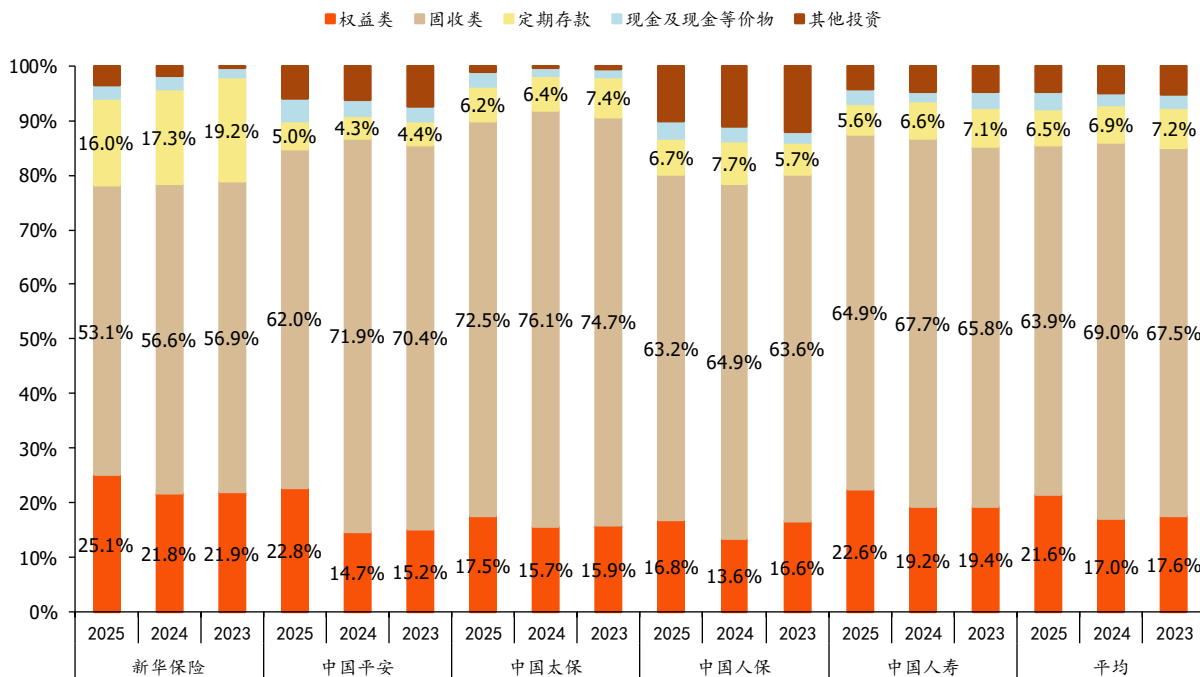
平均占比在 12.1%，同比增加 4.3pct。同期保险行业整体变化为，债券占比同比增加 0.9pct 至 50.4%，股票占比同比增加 2.5pct 至 10.1%。表明头部险企与中小险企的配置行为分化，头部险企整体股票增配力度更大，减少债券仓位，而中小保险公司仍在增配债券，或与中小保险资产负债久期缺口更大有关。

图表18: 五大上市险企投资组合资产配置情况



资料来源: Wind, iFind, 国盛证券研究所

图表19: 五大上市险企投资组合大类资产配置

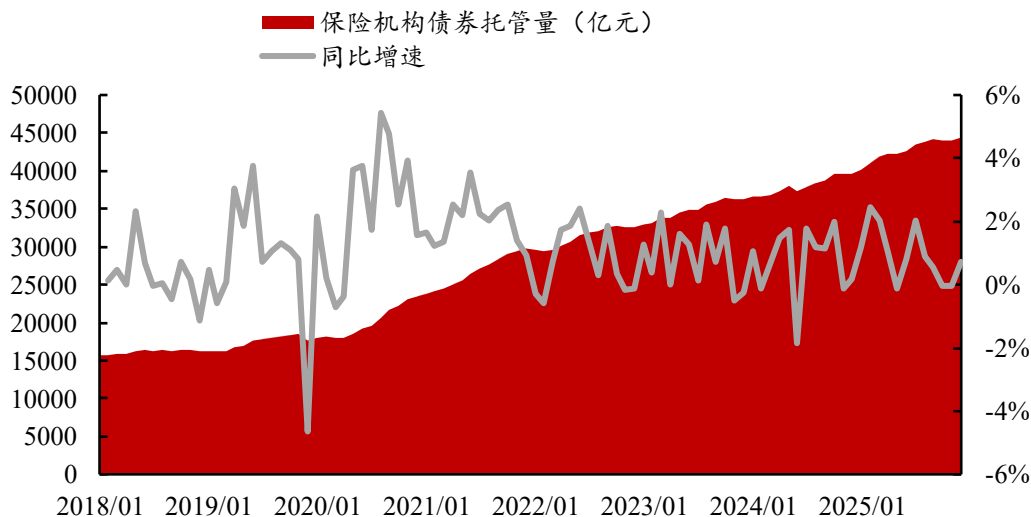


资料来源: Wind, iFind, 国盛证券研究所

四、保险机构债券投资

保险机构是债市中长期配置型资金的核心供给方，其债券持有规模持续扩张，且结构呈现 利率债主导、低风险偏好的特征。2018 年以来，保险机构债券托管规模呈现稳步增长态势，从 2018 年 1 月的 1.57 万亿元，逐步扩张至 2025 年 12 月的 4.44 万亿元。

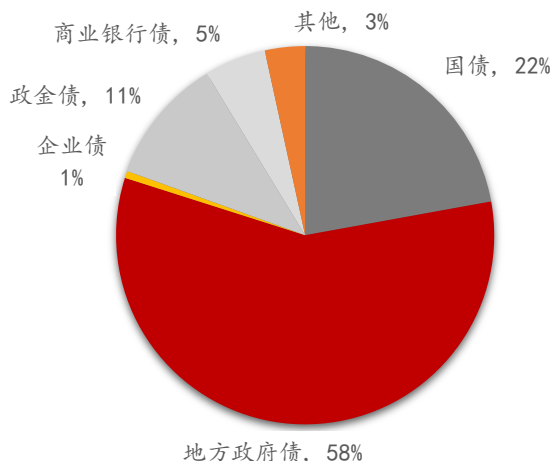
图表20: 保险自营债券托管规模



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2025 年 12 月末,保险机构债券持仓结构高度集中于政府债。地方政府债占比 57.76%, 是第一大持仓券种, 规模达 2.56 万亿元; 国债占比 22.14%, 为第二大持仓, 规模达 0.98 万亿元; 政金债占比 10.80%, 规模约 0.48 万亿元; 信用债及其他: 企业债占比仅 0.60% (规模 0.03 万亿元), 商业银行债占比 5.27% (规模 0.23 万亿元), 其他品类占比 3.43%。从风险属性看, 利率债 (地方政府债+国债+政金债) 合计占比达 90.7%, 信用债 (企业债+商业银行债) 占比不足 6%, 契合保险资金安全优先、稳定收益的配置需求。

图表21: 保险自营债券托管结构 (2025.12)

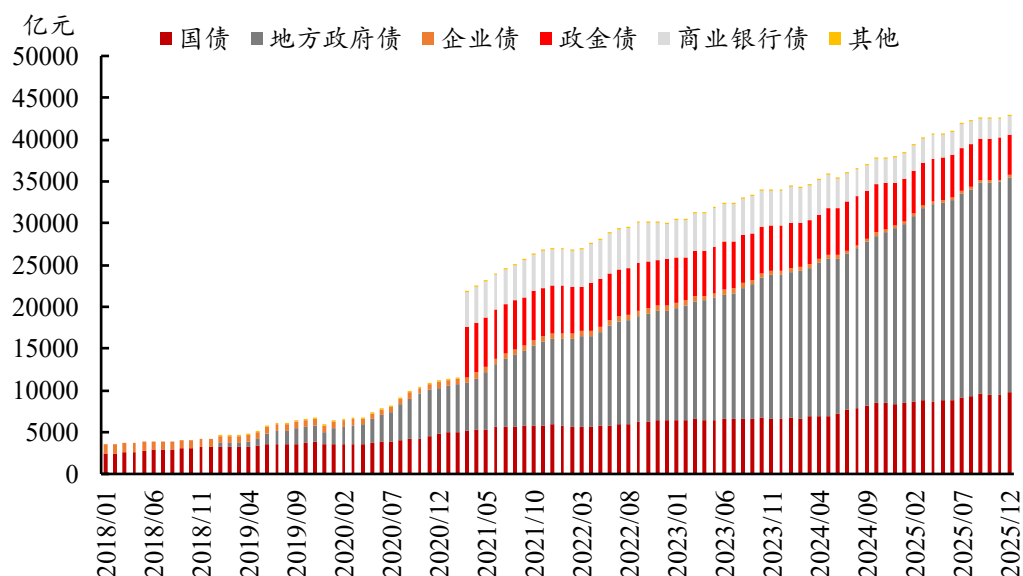


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从近年来变化看, 保险公司持续增持政府债, 尤其是明显增配地方债, 减少政金债和商业银行债的配置比重。结合月度托管数据, 保险对各券种配置呈现差异化趋势: 地方政府债配置占比持续提升, 地方债久期长、低波动、票息高以及免税优势, 与保险资金的需求高度匹配, 2021 年 3 月到 2025 年 12 月, 保险地方债占比从 23.2% 提升至 57.8%; 国债稳步增长, 占比相对稳定, 2025 年末持仓占比在 22.1%; 政金债规模小幅波动, 占比收缩, 2025 年末占比降至 10.8%, 主要因政金债无免税优势, 配置优先级低于地方政

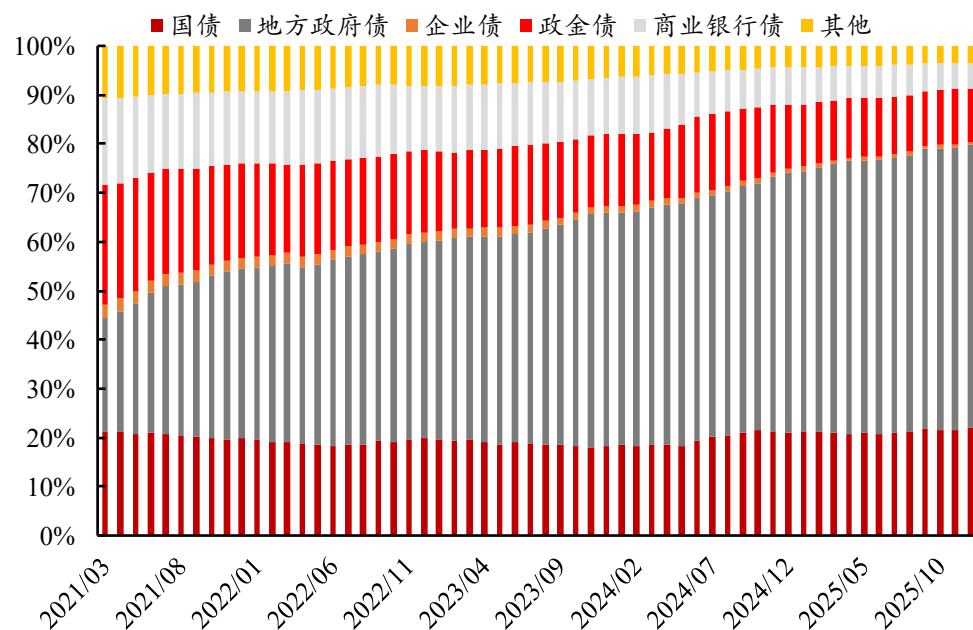
府债与国债；商业银行债规模及占比同步降低，2025 年占比同比下降 2.3pct 至 5.3%，主要由于 2023 年起上市险企全面实施 IFRS9，银行资本债须计入 FVTPL 账户。

图表22: 保险自营债券托管结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

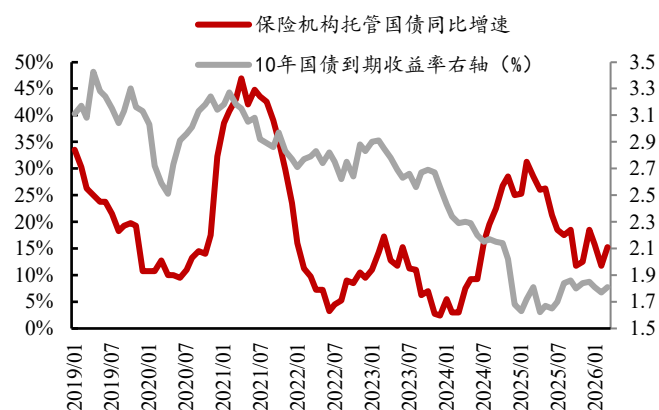
图表23: 保险自营债券托管结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

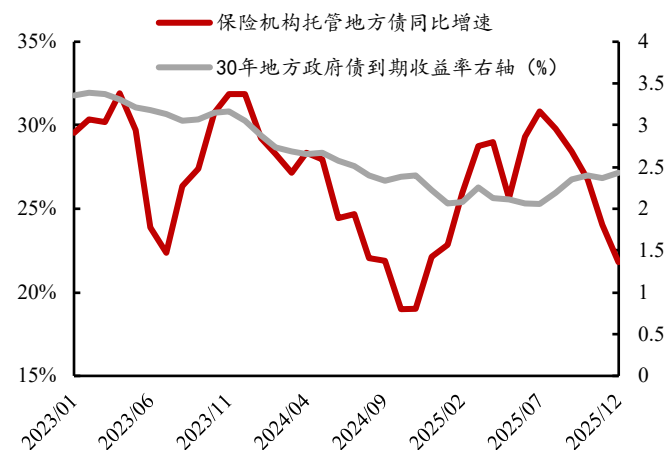
步入低利率时代，保险的债券配置节奏从调整即增配，更多转向对趋势的把握。保险机构债券投资以稳定票息覆盖长期资金成本为核心导向，配置行为与债券收益率直接挂钩。过去，保险公司利用负债端稳定的优势，往往在利率下降，债市上涨时加仓，从而获取更高的票息收益，因此保险资金是债市的稳定器，而非波动加大的助推者。从国债来看，2024 年前，保险机构持债托管增速与 10 债收益率具有较明显的正相关性，而 2024 年以来，该规律逐步淡化甚至反转。2024 年，债券利率持续大幅下行，市场一致预期较强，利率下行环境下，保险仍持续提高国债投资增速。2025 年，10 债收益率整体震荡偏弱，年内保险对国债的投资增速逐渐降低，2026 年初依旧维持偏低增速。总体来说，广谱利率下行，票息收入难以覆盖存量成本，保险的配债节奏从过往的调整即增配，更多转变为基于趋势判断。

图表24: 保险持有国债增速与国债利率关系



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表25: 保险持有地方债增速与地方债利率关系



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

五、新金融会计准则下，保险投资结构变化

近年来，我国企业会计准则体系与国际财务报告准则全面趋同，新金融工具准则（IFRS 9）与新保险合同准则（IFRS 17）的同步实施，两项准则分别规范资产端与负债端。为避免行业硬着陆，监管部门采取了分批过渡安排，境内外同时上市的险企（A+H 股）2023 年 1 月 1 日执行，其他境内上市及非上市保险公司 2026 年 1 月 1 日全面执行。

新金融工具准则将金融资产由旧准则的四分类重构为三分类——以摊余成本计量的金融资产（AC）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），分类依据取决于企业的业务模式和资产的“合同现金流特征”（SPPI 测试）。

债券在新准则下拥有较灵活的分分类空间。若债券能够通过 SPPI 测试（即合同现金流仅为本金加利息），且企业采用“持有至到期”的业务模式，则可计入 AC，其账面价值不受市场波动影响，利息收入计入利润；若企业采用“持有至到期兼出售”的业务模式，则可计入 FVOCI，公允价值变动计入其他综合收益，利息收入及处置利得计入利润；若企业以交易为目的持有，或债券无法通过 SPPI 测试（如银行二级资本债、永续债），则必须计入 FVTPL，公允价值变动直接冲击当期利润。实践中，险企为保留处置灵活性，普遍将大部分债券计入 FVOCI。

股票的分分类选择相对受限。股票因不具备“本金加利息”的现金流特征，天然无法通过 SPPI 测试，因此原则上应计入 FVTPL，其公允价值变动直接进入利润表，成为险企利润波动的主要来源。但准则允许一项例外选择：若企业持有股票的目的并非交易，而是战略性投资，可将其指定为 FVOCI-权益。一旦指定，股息收入计入当期利润，但公允价值变动永久性地计入其他综合收益，处置时产生的利得或损失也不得转入利润表。这使险企在获取稳定股息收入的同时，将股价波动隔离在利润表之外。

基金在新准则下的分分类最为刚性。由于基金的投资组合包含多种资产，其合同现金流特征既不符合“本金加利息”的判定标准，也无法像股票那样获得例外指定的待遇。因此，基金必须全部计入 FVTPL，其公允价值变动直接、实时地反映在当期利润中，没有任何分分类选择的分空间。这使得基金投资对险企利润表的波动性影响被显著放大。

总体而言，新会计准则下三类资产的会计分分类特征为，债券灵活可选、股票有例外空间、基金无选择余地的。这一分分类规则直接驱动了险企的投资行为——通过将高股息股票指定为 FVOCI-权益以平滑利润，将大部分债券置于 FVOCI 以保留处置灵活性，同时审慎控制基金配置规模以避免利润表过度波动。

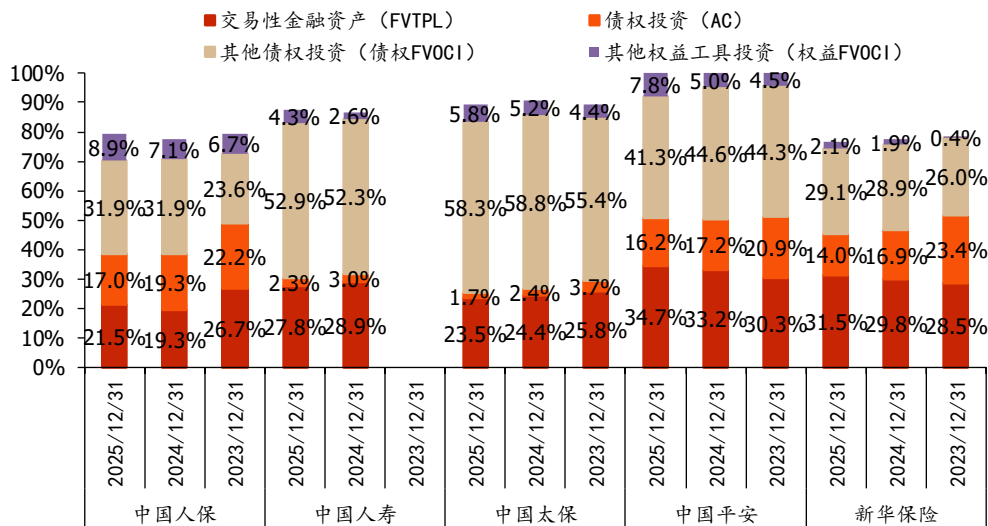
图表26：新金融工具准则“三分类”对财务报表的影响

金融资产	会计分类	净资产		净利润	
		计量方式	影响	计量方式	影响
债务工具	AC	摊余成本	稳定,不随现时利率波动	利息收入 + 信用减值损失	稳定
	FVOCI	公允价值	波动,随现时利率波动	利息收入 + 资本利得 + 信用减值损失	灵活,市场差时可选择持有收息,市场好时可卖出获取资本利得,兼顾 AC 与 FVTPL 优点
	FVTPL	公允价值	波动,随现时利率波动	利息收入 + 公允价值变动 + 资本利得	波动,市场利率变动和信用风险等因素导致的损益即时反映在利润表
权益工具	FVOCI	公允价值	波动,随行就市	仅股息,损益不可转回利润表	稳定,但预期收益仅为股息,相对较低
	FVTPL	公允价值	波动,随行就市	股息收入 + 公允价值变动	波动,公允价值的波动即时反映在利润表

资料来源：中国保险学会，国盛证券研究所

金融资产结构方面，2025 年，上市险企 OCI 资产占比普遍提升，AC 资产占比普遍降低。为应对低利率环境和权益市场波动，保险公司主动进行了会计计量方式的重构，2025 年，人保、国寿、太保、平安、新华保险的 OCI 占比分别同比变化+1.9pct、+2.2pct、+0.1pct、-0.5pct、+0.5pct，同期 AC 占比分别同比变化-2.3pct、-0.6pct、-0.6pct、-1.0pct、-2.9pct。

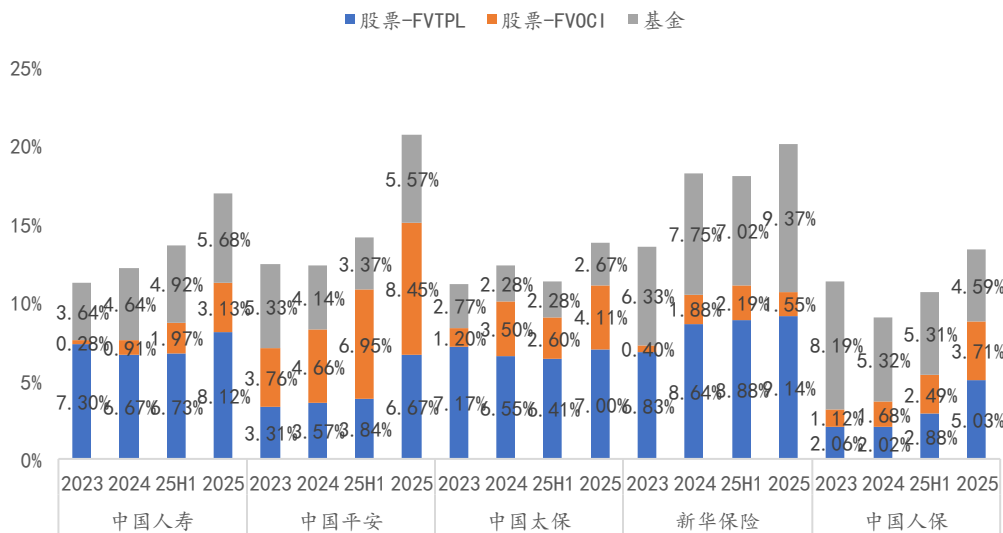
图表27: 上市保险公司金融资产结构变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

股票方面，2025 年上市险企 TPL 股票、OCI 股票、基金占比普遍提升。2025 年，权益市场表现突出，上市公司各类权益占比均有提升，国寿、平安、太保、新华、人保的股票 FVTPL 占比分别同比变化+1.5pct、+3.1pct、+0.5pct、+0.5pct、+3.0pct，股票 FVOCI 占比分别同比变化+2.2pct、+3.8pct、+0.6pct、-0.3pct、+2.0pct，基金占比分别同比变化+1.0pct、+1.4pct、+0.4pct、+1.6pct、-0.7pct。

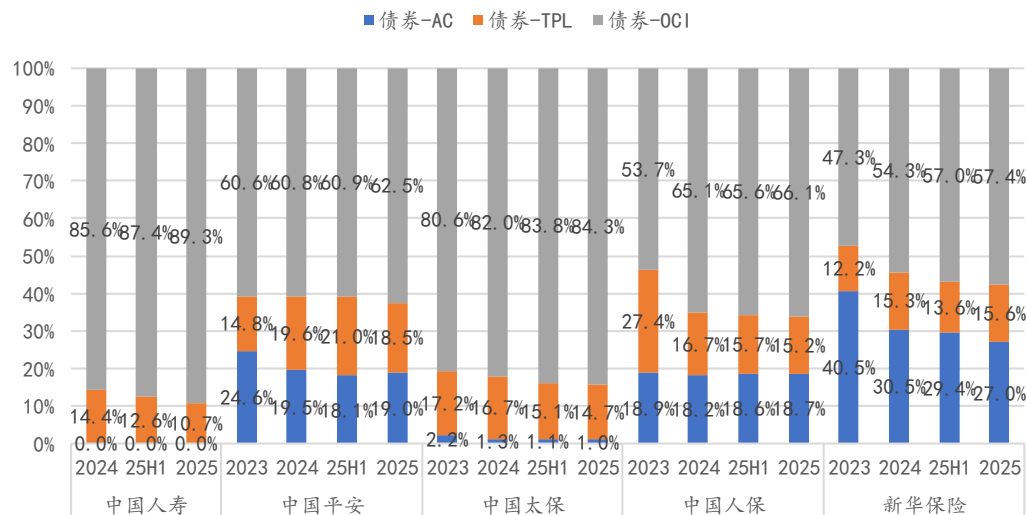
图表28: 2025 年上市险企 TPL 股票、OCI 股票、基金占比普遍提升



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

债券方面，2025 年上市险企普遍增加 OCI 债券，减少 TPL 债券。2025 年上市险企普遍将债券资产从 TPL 向 OCI 迁移，核心逻辑是会计匹配优先于交易收益，在 IFRS 17 联动、低利率波动和利润平滑三重约束下，FVOCI 债权工具成为险资配置长久期利率债的最优会计归宿。2025 年，国寿、平安、太保、人保、新华的债券构成中，TPL 占比分别同比变化-3.8pct、-1.2pct、-2.0pct、-1.5pct、+0.3pct，而 OCI 占比分别同比变化+3.8pct、+1.7pct、+2.4pct、+1.0pct、+3.2pct，AC 债券占比变化不一。

图表29: 2025 年上市险企普遍增加 OCI 债券, 减少 TPL 债券



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

六、保险资产收益和负债成本

6.1 保险资产收益率变化

保险公司投资收益率指标并不唯一，常见的有净投资收益率、总投资收益率和综合投资收益率。

净投资收益率，是反映保险公司通过持有资产获得的稳定性收益，包括利息收入（债券、存款）、股息收入、租金收入（不动产）、贷款利息等。不包含资产买卖价差和公允价值变动损益，仅体现长期持有资产的现金流收益。评估安全垫收益，判断能否覆盖负债成本。计算公式为：

$$\text{净投资收益率} = (\text{利息收入} + \text{股息收入} + \text{租金收入}) / \text{平均投资资产}$$

总投资收益率，为新准则下利润表中的投资收益表现。总投资收益率涵盖所有投资活动的收益，在净投资收益基础上，增加已实现资本利得（如卖出股票、债券的价差收益）和公允价值变动损益（如 FVTPL 类资产的市值波动），体现包括短期交易在内的综合收益，不含可供出售金融资产（FVOCI）的浮盈浮亏（未实现损益），计算公式为：

$$\text{总投资收益率} = (\text{净投资收益} + \text{已实现资本利得} + \text{公允价值变动损益} - \text{投资资产减值损失}) / \text{平均投资资产} \times 100\%$$

综合投资收益率，反映保险公司真实投资表现。在总投资收益基础上，包含未实现浮盈浮亏（如 FVOCI 的公允价值变动），这些变动计入其他综合收益，而非当期利润表，反映所有投资项目的账面价值变动。计算公式为：

$$\text{综合投资收益率} = (\text{总投资收益} + \text{计入其他综合收益变动}) / \text{平均投资资产} \times 100\%$$

从包含关系看，净投资收益率 < 财务投资收益率 < 综合投资收益率。

图表30：保险投资收益率常用指标

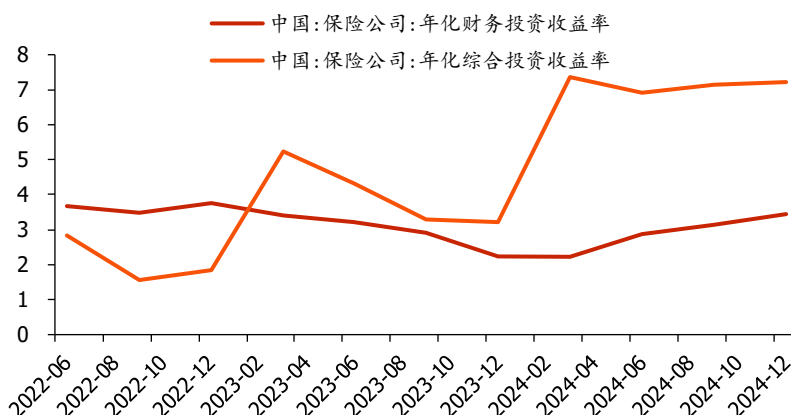
指标	计算范围	平滑性	核心用途
净投资收益率	仅含固收类收益（利息收入+股息收入+租金收入）	最平滑	评估负债覆盖能力（能否覆盖保证利率）
总投资收益率	含固收类收益+已实现资本利得+公允价值变动损益（TPL 市值波动）	中等平滑	评估短期盈利能力（利润表的投资收益）
综合投资收益率	含固收类收益+已实现资本利得+公允价值变动损益+其他综合收益变动（OCI 浮盈浮亏）	波动最大	评估长期配置能力（资产真实增值）

资料来源：13 精，国盛证券研究所

保险投资收益率的评估需区分监管口径与会计准则口径，并关注是否含浮盈浮亏的核心差异。

受会计准则切换的影响，保险行业的投资收益率自 2025 年起停止披露。行业层面的数据，包括财务投资收益率和综合投资收益率，2025 年一季度停止披露行业整体投资收益率，原因在于上市公司 2023 年切换新准则，而非上市公司 2026 年开始实施，新旧准则并行导致数据不可比，因此最新的数据为 2024 年末数。

图表31: 保险行业财务投资收益率和综合投资收益率变化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司层面, 近两年净投资收益率持续下滑, 总投资收益率明显提升。各保险公司财报披露的数据及口径并不一致, 主要是净投资收益率、总投资收益率和综合投资收益率三类, 由于各公司的计算口径存在差异, 因此主体间的可比性较差, 我们主要参考同比变化。净投资收益率方面, 2023 年以来, 由于利率中枢的下行, 上市公司净投资收益率持续下滑; 总投资收益率方面, 2024 年债牛、2025 年股牛, 受益于资本利得收益, 2024-2025 年上市公司总投资收益率较高, 2025 年同比多为正; 综合投资收益率在总投资收益率的基础上考虑 OCI 浮盈的影响, 2025 年中国平安同比提升 0.5pct, 预计受益于 OCI 股票表现, 而中国太平同比下降 8.59pct, 则预计受 OCI 债券下跌影响。

图表32: 上市保险公司年报投资收益率 (%)

净投资收益率						
年份	中国人寿	中国太保	中国平安	新华保险	中国太平	中国人保
2023-12	3.77	4.00	4.20	3.40	3.56	4.50
2024-12	3.47	3.80	3.80	3.20	3.46	3.90
2025-12	-	3.40	3.70	2.80	3.21	3.60
2025年同比	-	(0.40)	(0.10)	(0.40)	(0.25)	(0.30)
总投资收益率						
年份	中国人寿	中国太保	中国平安	新华保险	中国太平	中国人保
2023-12	2.68	2.60	3.00	1.80	2.66	3.30
2024-12	5.50	5.60	-	5.80	4.57	5.60
2025-12	6.09	5.70	-	6.60	4.04	5.70
2025年同比	0.59	0.10	-	0.80	(0.53)	0.10
综合投资收益率						
年份	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国太平	中国人保
2023-12	-	3.60	2.70	-	5.01	-
2024-12	-	5.80	6.00	8.50	10.32	-
2025-12	-	6.30	6.10	5.00	1.73	-
2025年同比	-	0.50	0.10	(3.50)	(8.59)	-

资料来源: 各公司公告, Wind, 国盛证券研究所

相对于年报,《保险公司偿付能力监管规则第 18 号: 偿付能力报告》中对于险企的偿付能力报告在投资收益率的计算上设定了统一的公式, 口径相对更为一致。2025 年, 中国人寿的投资收益率较高 (5.20%), 其次是平安人寿 (4.94%)、新华人寿 (4.68%)、人保寿险 (4.41%), 太保人寿、太平人寿相对较低, 不足 4%。我们判断监管更看重从长期视角评估长期风险, 偿付能力报告中会披露近三年的平均投资收益率, 近三年人保寿险以 4.11% 居前, 太保人寿 (3.06%)、太平人寿 (2.62%) 相对偏低。

图表33: 上市寿险公司偿付能力报告中的投资收益率

2025年末数据	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华人寿	太平人寿	人保寿险
投资收益率	5.20%	4.94%	3.74%	4.68%	3.76%	4.41%
综合投资收益率	5.51%	13.64%	8.67%	10.27%	1.48%	3.48%
近三年平均投资收益率	3.56%	3.46%	3.06%	3.25%	2.62%	4.11%
近三年平均综合投资收益率	3.67%	4.60%	4.06%	3.83%	7.17%	6.10%

资料来源: 第一财经, 平安人寿公告, 国盛证券研究所

6.2 保险负债端成本变化

保险负债端成本“精算黑箱”属性较强, 数据披露的标准化程度较低, 市场分析更多依赖间接推算、监管口径数据、公司管理层定性描述或年报敏感性数据等多途径获取。

1) VIF 打平收益率

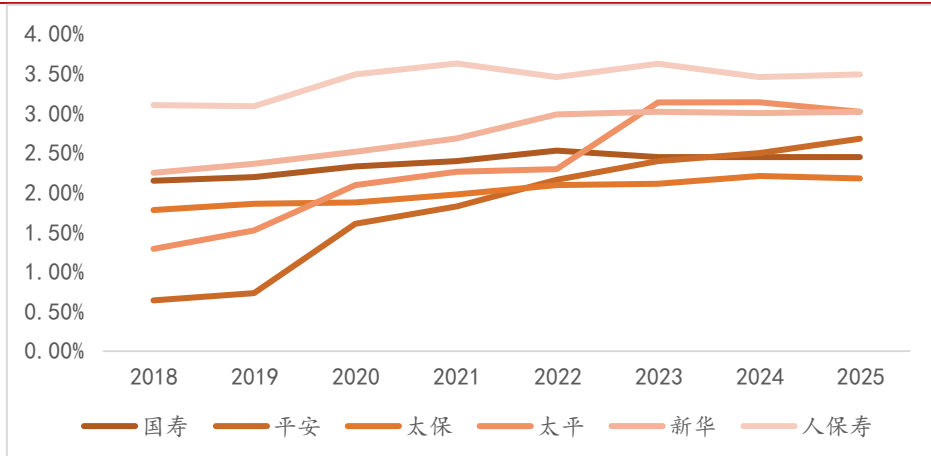
VIF 是保险公司扣除要求资本后的有效业务价值。VIF 打平投资收益率指的是, 在当前投资收益率假设下, 若实际投资收益率下降至某一临界值, 使得 VIF 变为零的收益率水平。它反映了保险公司存量保单业务的盈亏平衡投资回报要求。

它的计算方式采用内含价值敏感性测试法, 以假设基准投资收益率 4.0% 为基础, 通过敏感性测试, 计算投资收益率下降一定幅度 VIF 的减少量, 按线性外推, 计算 VIF 降至 0 所需的总降幅, 得到对应打平收益率=4%—总降幅。

2018 至 2025 年, 保险行业 VIF 打平投资收益率整体持续上行, 反映保险公司存量业务的负债端成本压力持续加大。VIF 打平收益率持续上行, 核心在于存量保单池的结构性劣化, 存量 VIF 是一个历年保单的加权平均池, 随着 2013 年前的低成本保单逐步退出, 2013 年后高成本保单持续沉淀, 尤其 2019—2023 年是增额终身寿的爆发期, 叠加客户退保行为存在逆向选择, 导致存量池中低成本保单加速流失, 高成本保单被动留存。

头部公司间分化显著, 平安、新华、太平等公司上行幅度更为突出, 国寿、太保则保持相对稳健。从 2025 年数据来看, 各公司 VIF 打平收益率分布在 2.18% 至 3.49% 之间, 其中中国太保最低 (2.18%), 人保寿险最高 (3.49%)。从历史变化看, 中国平安、中国太平、新华保险、中国太保的 VIF 打平收益率较 2020-2021 年有所上升, 2025 年稳定在 2.2%-3.0% 区间; 中国人寿则长期保持在 2.4%-2.5% 的窄幅区间内波动, 稳定性较强; 人保寿险持续维持在 3.4%-3.6% 的较高水平。

图表34: 保险行业 VIF 打平投资收益率变化 (%)



资料来源: 13 精, 各公司年报, 国盛证券研究所

2) 新业务打平收益率

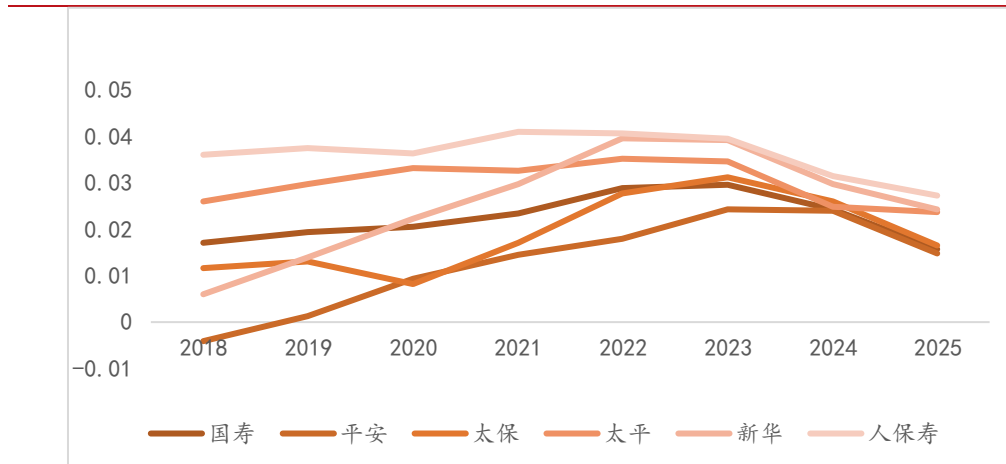
VNB 指新业务价值, 是衡量保险公司新承保业务价值创造能力的核心指标。VNB 打平投资收益率是指, 在当前投资收益率假设下, 若实际投资收益率下降至某一临界值, 使得新业务价值变为零的收益率水平。它衡量的是新业务的盈亏平衡投资回报要求。

它的计算方式与 VIF 打平投资收益率类似, 采用内含价值敏感性测试法, 以使用公司披露的风险贴现率与投资收益率假设为基础, 通过敏感性测试, 计算投资收益率下降一定幅度后 VNB 的变化, 按线性外推, 计算 VNB 降至 0 所需的总降幅, 得到对应打平收益率=当前投资收益率假设-总降幅。

2018 至 2025 年, 保险行业 VNB 打平收益率整体呈现先升后降、2022-2023 年触顶回落的特征, 反映出新单业务的成本优化。2024 年以来其显著下降, 直接原因是新增负债的保证成本快速压降, 这直接降低了险企的刚性成本。此外, 随着新单中分红险占比的提升, 由于分红险保证利率低于传统险, 也拉低了新单的加权成本。此外, 对于“报行合一”的规范也压缩了渠道费用, 从而降低了新单总成本。

2018 年至 2023 年, VNB 打平收益率逐步上升, 新华保险从 0.6% 升至近 4.0%, 人保寿险一度突破 4.0%。2023-2025 年, 该指标开始回落, 2025 年国寿、平安、太保一年内降幅高达 90bp 左右, 分别跌至 1.57%、1.48% 和 1.66%。太平、新华、人保寿虽呈下降趋势, 但仍处于行业高位, 2025 年仍维持在 2.3%-2.7% 区间。整体来看, 指标的先升后降, 反映出行业从高定价扩张, 到压降负债成本、优化产品结构的转向, 新业务盈利门槛虽仍高于 2018 年水平, 但已脱离快速上行通道, 进入边际改善阶段。

图表35: 保险行业 VNB 打平投资收益率变化 (%)



资料来源: 13 精, 各公司年报, 国盛证券研究所

3) 预定利率

预定利率是保险公司在产品定价时为保单未来现金流设定的年化贴现率, 本质上代表了保险公司承诺给保单持有人的最低年化回报水平。从负债成本角度看, 预定利率是人身保险产品最核心的刚性成本。保险公司需要通过对保费进行投资运作, 获取高于预定利率的投资收益率, 才能覆盖这一承诺回报并实现盈利。换言之, 预定利率越高, 保险公司承担的负债成本越重, 未来面临“利差损”的风险也越大。

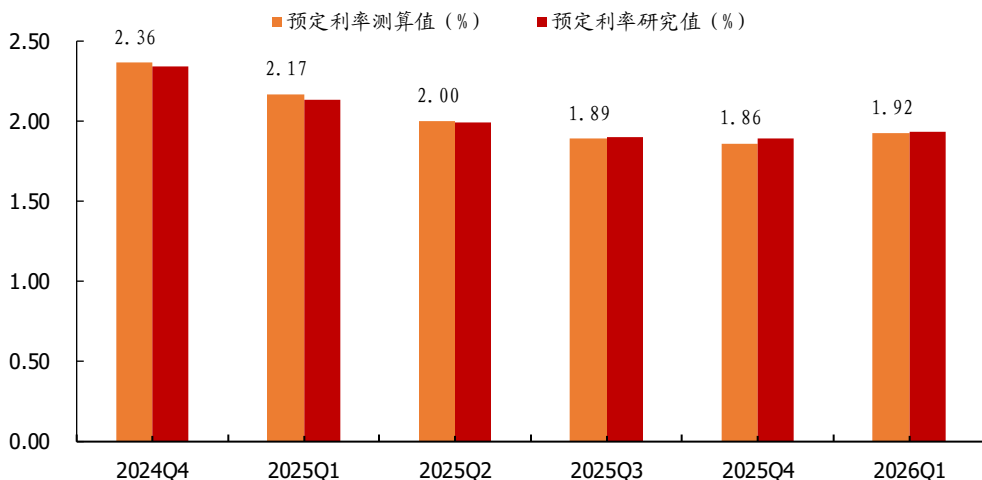
各保险公司需参考中国保险行业协会发布的预定利率研究值, 动态调整普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。2025 年 1 月 10 日, 金融监管总局下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》, 表明中国保险行业协会将结合 5 年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5 年期定期存款利率、10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况, 研究人身保险产品预定利率有关事项, 每季度发布预定利率研究值。当在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续 2 个季度比预定利率研究值高 25 个基点及以上时, 要及时下调新产品预定利率最高值, 并在 2 个月内平稳做好产品切换工作; 当在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续 2 个季度比预定利率研究值低 25 个基点及以上时, 可以适当上调新产品预定利率最高值, 原则上不得超过预定利率研究值。在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时, 要按照一定的差值, 合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值。

预定利率研究值由下述公式确定: $\text{Min} [(5 \text{ 年期 LPR} + 5 \text{ 年定期存款利率})6 \text{ 个月移动平均} / 2, \text{ 基础回报水平}] \times \text{调节系数}$, 同时结合行业资产负债管理情况、经营发展情况、市场利率趋势综合制定。定期存款利率为六大国有银行 5 年定期存款利率报价均值。其中, 基础回报水平的研究公式为: $\text{Min} [(10 \text{ 年期国债到期收益率} + \text{税收溢价})250 \text{ 日移动平均}, (10 \text{ 年期国债到期收益率} + \text{税收溢价})750 \text{ 日移动平均}]$, 税收溢价为国债与政策性金融债息差。

目前, $(10 \text{ 年期国债到期收益率} + \text{税收溢价})250 \text{ 日移动平均}$ 相对最低, 会被判定为预定利率研究值基准。同时, 该值也会根据行业情况进行调整。2025 年保险行业协会公布的预定利率研究值一至四季度分别为 2.13%、1.99%、1.9%、1.89%, 据此可以计算出 2025 年调节系数平均值为 1.0253。以该值作为调节系数, 根据公式测算的预定利

率研究值分别为 2.17%、2.00%、1.89%、1.86%，与实际值差值分别为 4bp、1bp、1bp、3bp。

图表36: 预定利率研究值与测算值

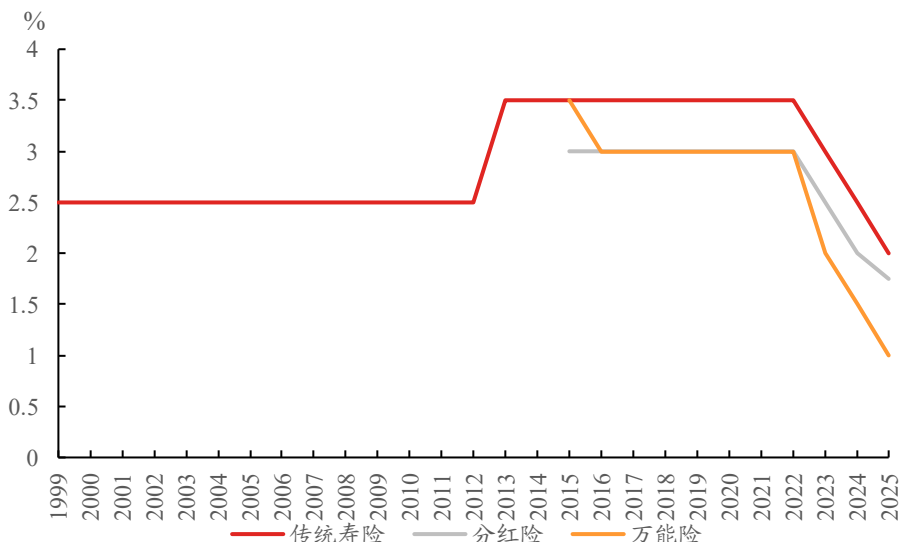


资料来源: Wind, 财联社, 中国保险行业协会, 国盛证券研究所

2025 年二季度预定利率研究值为 1.99%，已经连续两个季度低于人身保险产品预定利率最高值超过 25 个基点，触发人身保险产品预定利率调整。中国人寿、平安人寿、太保寿险等多家保险公司发布公告，普通型保险产品预定利率最高值调整为 2.0%，分红型保险产品预定利率最高值调整为 1.75%，万能型保险产品最低保证利率最高值调整为 1.0%，相较于此前分别下降 50bp、25bp、50bp。

2025 年三季度预定利率研究值为 1.90%，四季度值 1.89%较三季度变化不大，2026 年进一步下调预定利率的可能性不大。若要触发下调机制，预定利率研究值需降低至 1.75%并持续两个季度。结合平均调节系数进行测算，(10 年期国债到期收益率+税收溢价)250 日移动平均需降低至 1.71%。以近一年平均税收溢价计算，若要在今年内触发下调机制，10 年期国债到期收益率的 250 日移动平均值需降至约 1.63%，考虑到年初以来 10 年国债收益率中枢在 1.80-1.85%附近，年内预定利率最高值调整可能性不高。

图表37: 保险预定利率变化

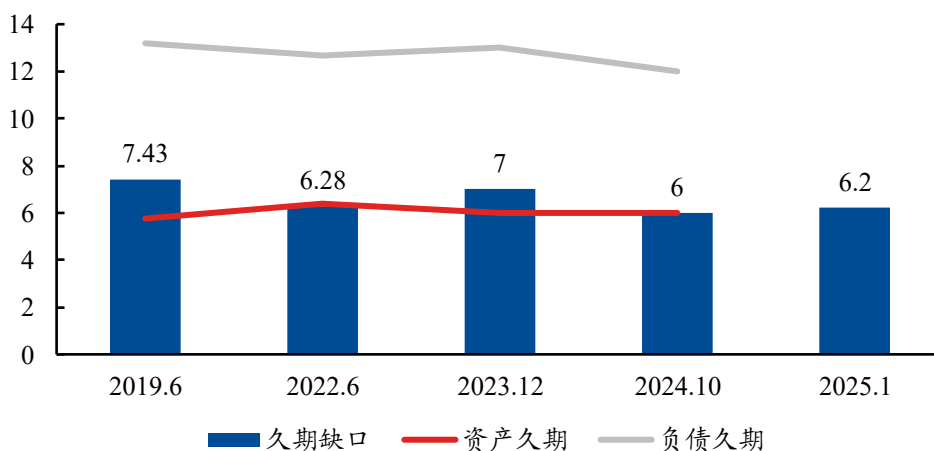


资料来源: 国家金融监督管理总局, 央广网, 证券时报, 13 个精算师, 每经网, 国盛证券研究所

七、保险资产负债久期的变化

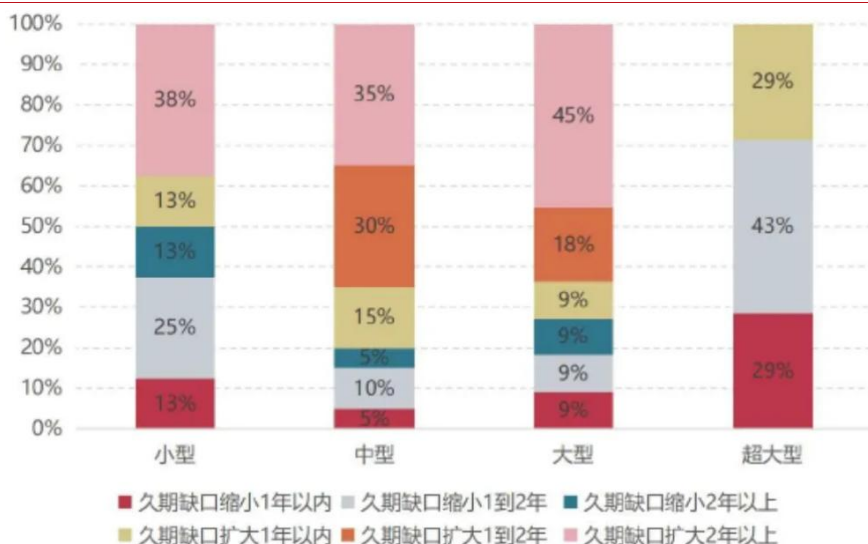
2025 年行业层面资产负债缺口约 6.2 年，大型保险公司的缺口较小，中小型保险公司利差损风险更大。2025 年 12 月发布的《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》明确要求：人身险公司有效久期缺口须控制在 $[-5\text{ 年}, 5\text{ 年}]$ 区间内。2019-2024 年，保险行业整体的资产负债久期缺口在 6-7 年。2025 年 1 月，中国金融四十人论坛，与会专家提到目前保险行业的资产负债久期缺口约为 6.2 年。行业层面的资产负债久期缺口未达标，不同规模的保险公司存在明显分化。近年来头部险企通过持续增配长久期国债、地方政府债等资产，其有效久期缺口普遍控制在-5 年左右，如 2025 年，中国人寿有效久期缺口不到 1.5 年。而根据 2023 年保险资产管理业协会的调研，65%以上人身险公司久期缺口扩大，其中超过一半公司缺口扩大 2 年以上，预计中小保险公司久期缺口仍较大，增额终身寿险有效保单的刚性成本将持续数十年，会产生持续的利差损风险。

图表38：近年来保险行业资产负债久期缺口的变化（年）



资料来源：上海证券报，中国金融四十人论坛，每日经济新闻，国盛证券研究所

图表39：2023 年不同寿险公司久期缺口变化



资料来源：中国保险资产管理业协会，中国资产管理，国盛证券研究所

风险提示

政府债供给放量风险：如果超长政府债供给超预期增加，可能会导致供大于求，超长债利率调整。

保费收入增长不及预期风险：如果保险保费收入增长不及预期，可能会导致保险债券投资放缓。

货币政策收紧风险：如果货币政策转向收紧，可能影响保险的投资偏好及债券投资仓位。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com