



怎么量化利差损风险？如何给保险估值？ ——保险基本面梳理107

长江证券研究所非银研究小组

2025-06-19

汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth

• 证券研究报告 •

评级

看好

维持



分析师及联系人

分析师 吴一凡

SAC执业证书编号: S0490519080007

SFC执业证书编号: BUV596

分析师 谢宇尘

SAC执业证书编号: S0490521020001



目录

01 如何判断利差损风险？

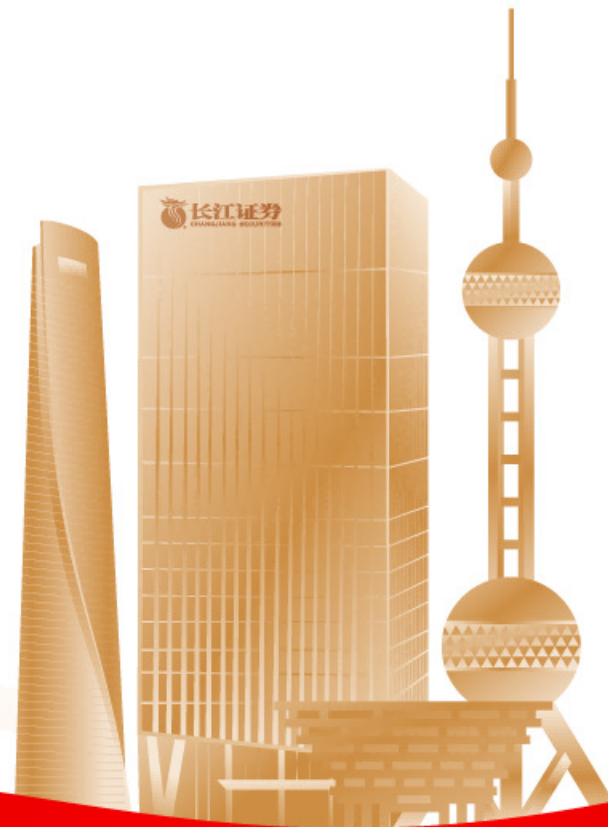
02 如何给估值？



01

如何判断利差损风险？

Changjiang
Securities



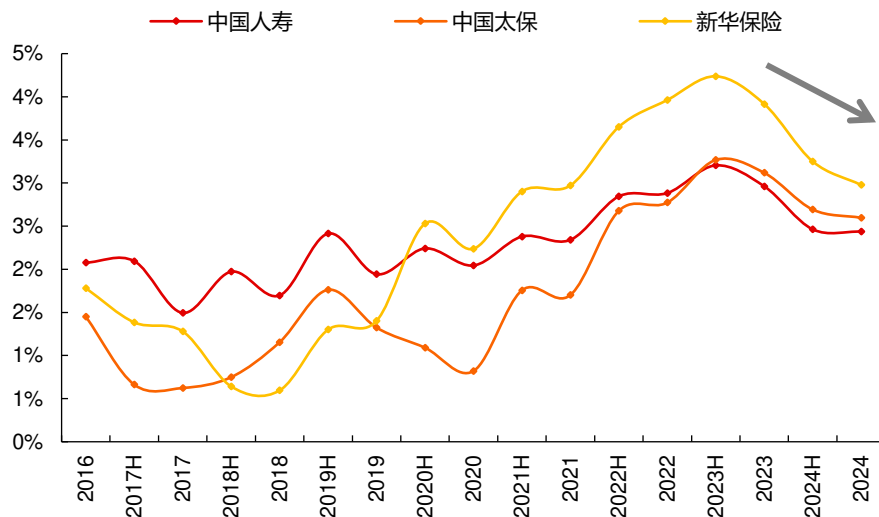
汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth

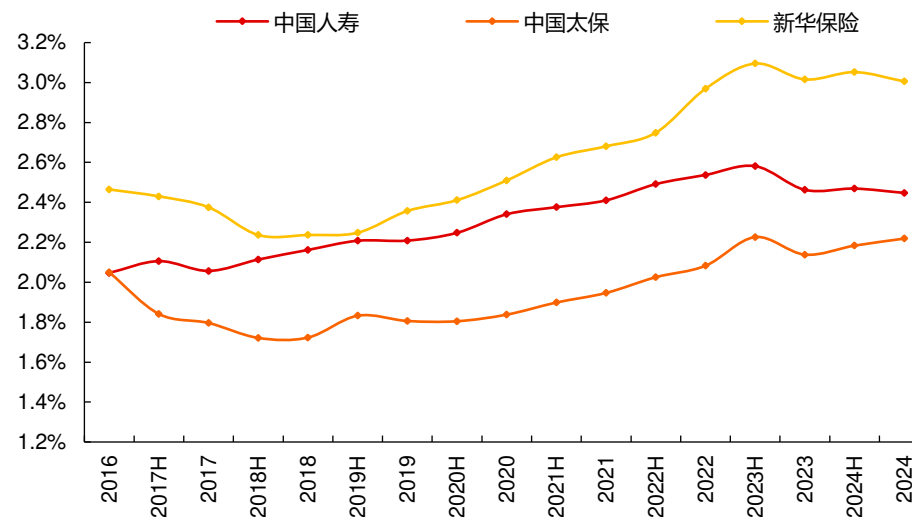
上市头部负债成本正在改善

- 上市险企可以使用价值敏感性数据测算打平收益率，代表负债成本。
- 2024年，国寿、太保、新华新单负债成本分别同比改善53bp、52bp和94bp。
- 结论：**上市险企新单负债成本正在改善。**

测算新单负债成本

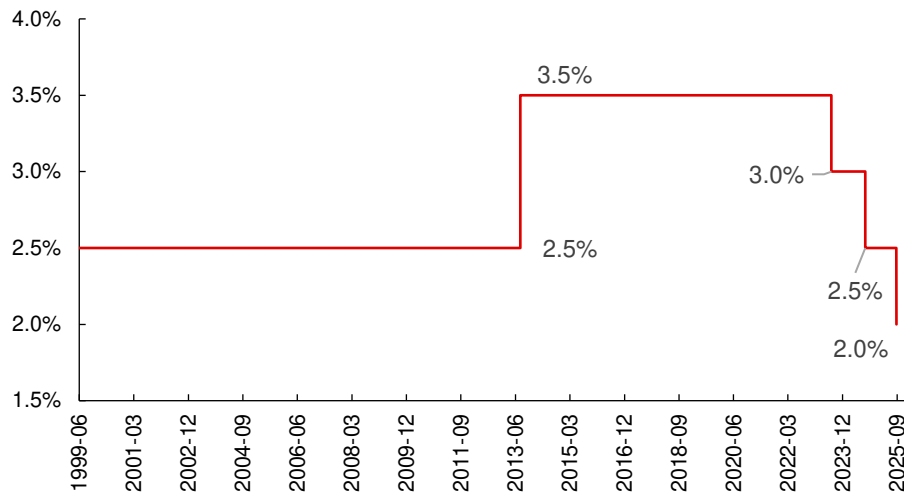


测算存量负债成本



资料来源：Wind，长江证券研究所（中国平安2020-2023H口径不同）

预期9月后普通型预定利率下调至2%



报行合一推广也会影响负债成本



文件

主要内容

《关于规范银行代理渠道保险产品备案时，说明银保渠道的费用假设和结构，列示上限；3) 据实列支费用，与备案材料保持一致；4) 已备案的产品要补报费用结构和费用上限等内容》（报行合一）

《关于规范人身保险公司银行对银保渠道“报行合一”进行规范。保险公司需列明附加费用率期限和结构、严格规范佣金支付流程。同时，监管也将检查重点关注佣金水平超支、费用不真实等问题。》

《关于商业银行代理保险业务取消银行网点与保险公司合作的数量限制；2) 明确总对总合作层级；3) 明确银行代理业务佣金标准。要求委托代理协议约定的佣金率不得超过保险公司法人机构产品备案的佣金水平。》

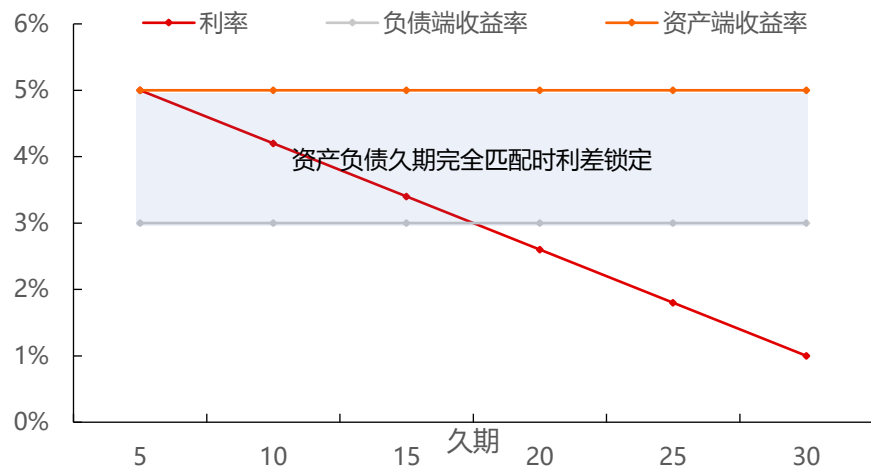
《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》

1) 深化执行报行合一；2) 提升保险销售人员专业化、职业化发展；3) 增强长期服务能力，递延奖励发放。

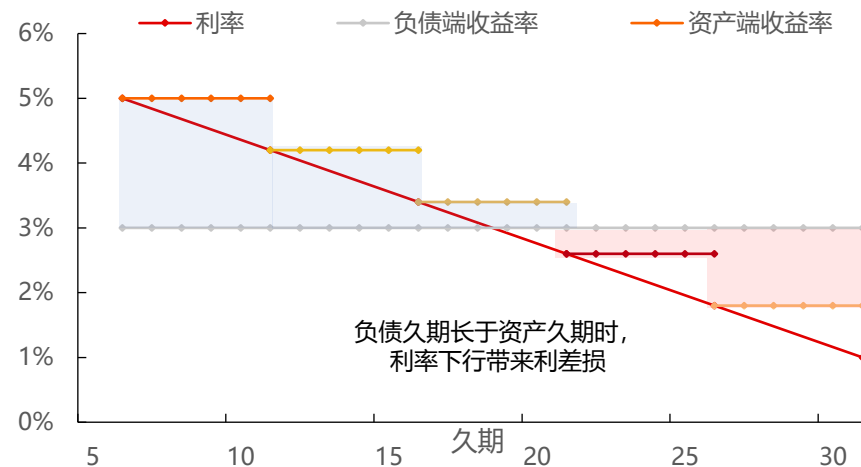
利率下行+久期错配

- 寿险公司由于资产负债久期错配，天然存在“利差损”风险。
- 寿险行业整体面临的是资产久期短负债久期长的问题，长久期优质资产可获得性较弱，但负债久期在不断拉长；
- 一旦市场平均回报率下行，而负债端成本刚性，则面临利差损问题。

资产负债完全匹配的情况利差近似于锁定状态



不完全匹配在利率下行时期带来利差损风险



资料来源：长江证券研究所（数值仅供演示，无实际意义）

中性假设下并无利差损风险

模型关键假设与结论

类别		2025E	2026E	2027E	2030E	2040E	2050E
输出	投资收益	3.9%	3.8%	3.7%	3.4%	3.0%	2.7%
	负债成本	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.1%	1.8%
	利差 (bp, 右轴)	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%
新单成本	定价利率	2.3%	2.0%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
	定价外费用	0.4%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	死差益	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	新单负债成本	2.4%	2.1%	2.0%	1.3%	1.3%	1.3%
权益							
新增及再配置 资产配置比例	股票及基金	20%	25%	30%	30%	30%	30%
	未上市股权	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	长期股权投资	5%	5%	3%	3%	3%	3%
	固收	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	存款	4%	2%	2%	2%	2%	2%
	交易性债券	11%	8%	5%	5%	5%	5%
	持有至到期债	50%	50%	50%	50%	50%	50%
	流动性资产	6%	6%	6%	6%	6%	6%
	投资性房地产	3%	3%	3%	3%	3%	3%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

中性假设下并无利差损风险

模型关键假设与结论 (续)

	类别	2025E	2026E	2027E	2030E	2040E	2050E
新增及再配置 资产收益率	权益						
	股票及基金	7.9%	7.8%	7.7%	7.4%	6.4%	6.0%
	未上市股权	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
	长期股权投资	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	固收						
	存款	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
	交易性债券	3.2%	3.2%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%
	持有至到期债	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
	流动性资产	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%
	投资性房地产	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
资产期限	权益	-	-	-	-	-	-
	股票及基金	-	-	-	-	-	-
	未上市股权	-	-	-	-	-	-
	长期股权投资	-	-	-	-	-	-
	固收	6	6	6	6	6	6
	存款	-	-	-	-	-	-
	交易性债券	12	12	12	12	12	12
	持有至到期债	1	1	1	1	1	1
	流动性资产	-	-	-	-	-	-
	投资性房地产	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 长江证券研究所

02

如何看待当前保险估值？

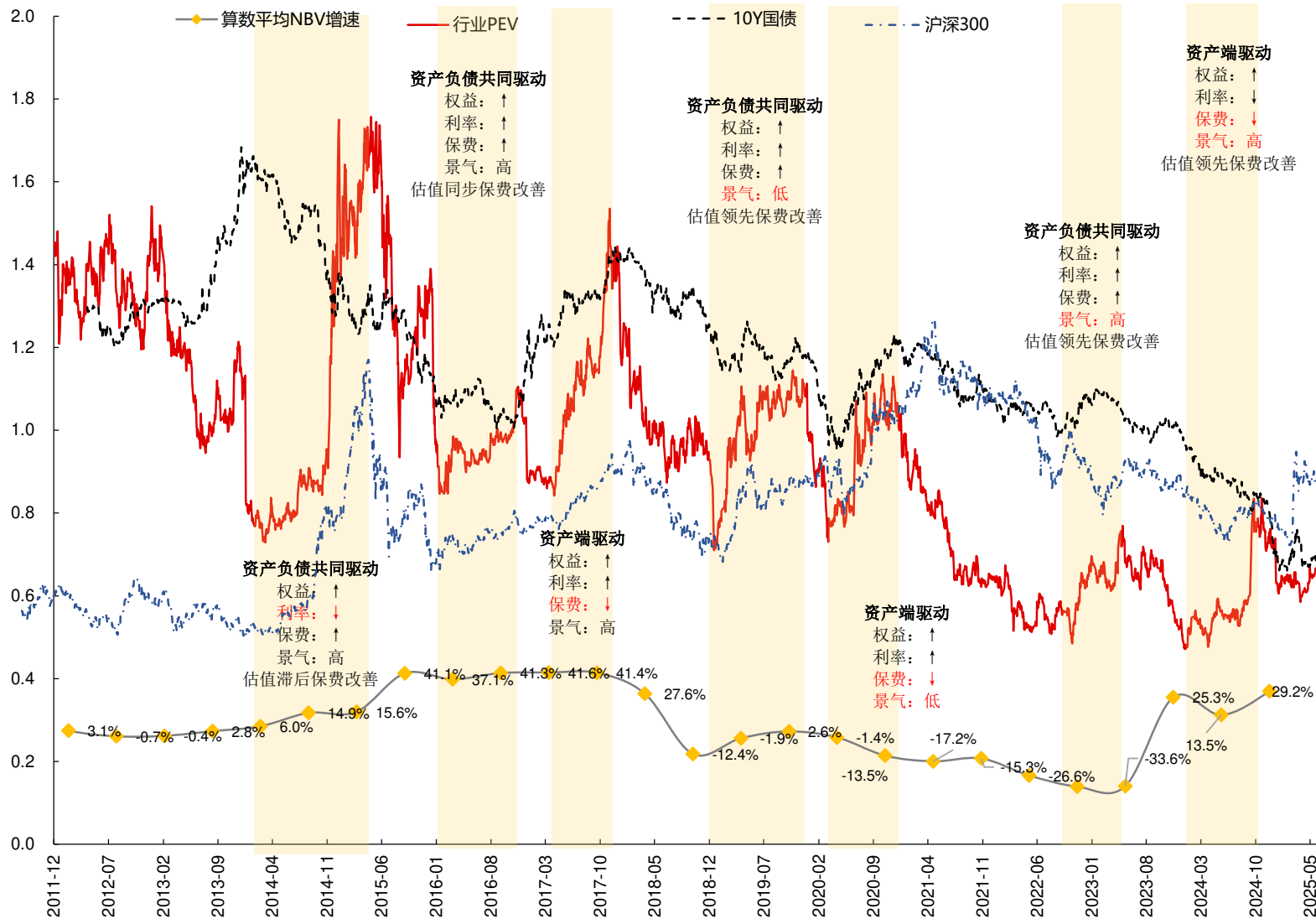
Changjiang
Securities

A stylized, golden-colored graphic of a city skyline with several skyscrapers of varying heights and a bridge-like structure connecting them. The graphic is positioned on the right side of the slide, partially overlapping a large red wave that curves across the bottom of the page.

汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth

估值与利率、权益市场走势高度趋同

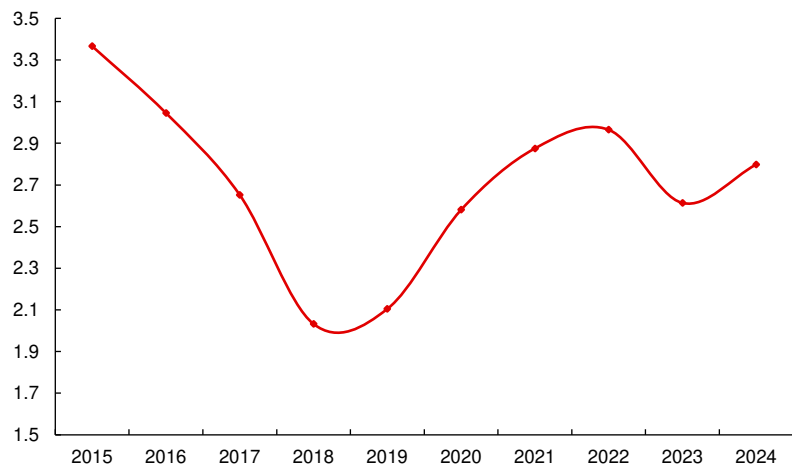


资料来源: Wind, 长江证券研究所

保险行业盈利公式拆解

- 以盈利为导向的逻辑和传统行业是一致的；
- 保险的盈利可以简化拆解为利差杠杆模型，销售保单获得杠杆及资金成本，通过投资收益覆盖成本并获得。
- 由于存量巨大，新单质量改善通常对整体较为缓慢；
- 权益市场、市场利率成为决定短期估值最主要的因素。

保险公司总投资收益/净利润



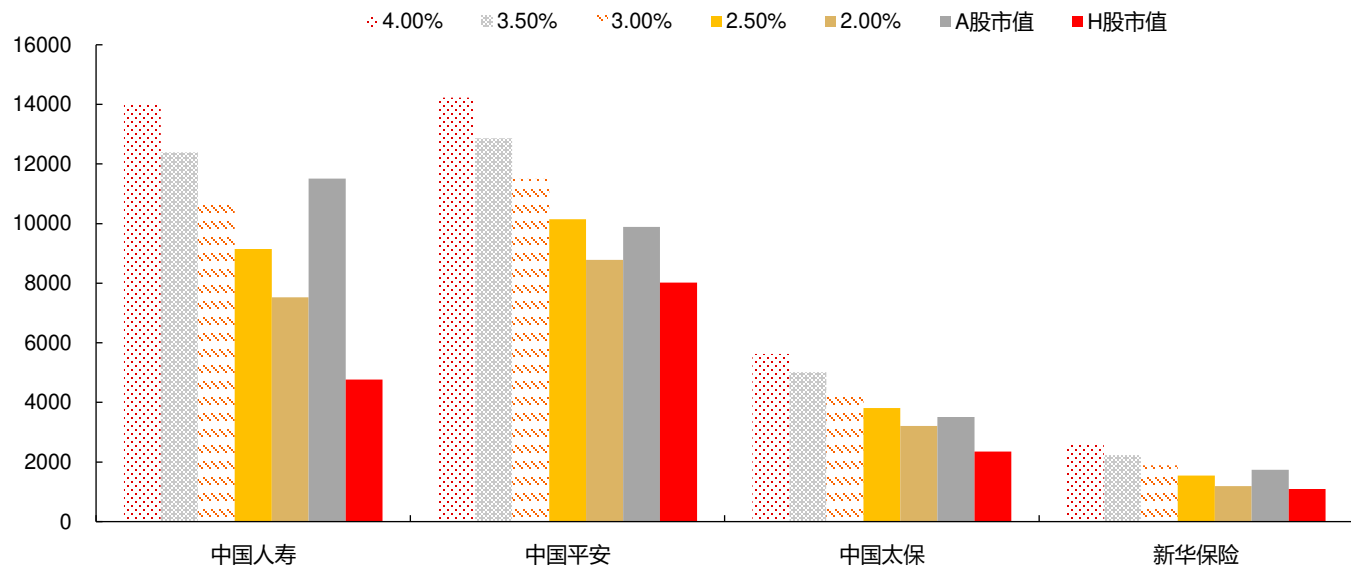
资料来源：Wind，长江证券研究所



投资收益假设悲观

- PEV估值体系对于内含价值的可信度要求较高，而可信度高度依赖假设的准确程度。
- 市场对于假设的疑问主要来自于两个方面：1) 投资资产中的高风险资产（如地产等）；2) 有效业务价值对于长期投资收益率的假设（4%），尤其是在过去两年利率快速下行阶段。而这两点其实均可以反应在长期投资收益率假设上。
- 上市险企公布了内含价值对于投资收益率的敏感性，我们审慎假设仅调整下调投资收益率假设，可以理解为，当前市值隐含平安、太保、新华长期投资收益率均不足3%。

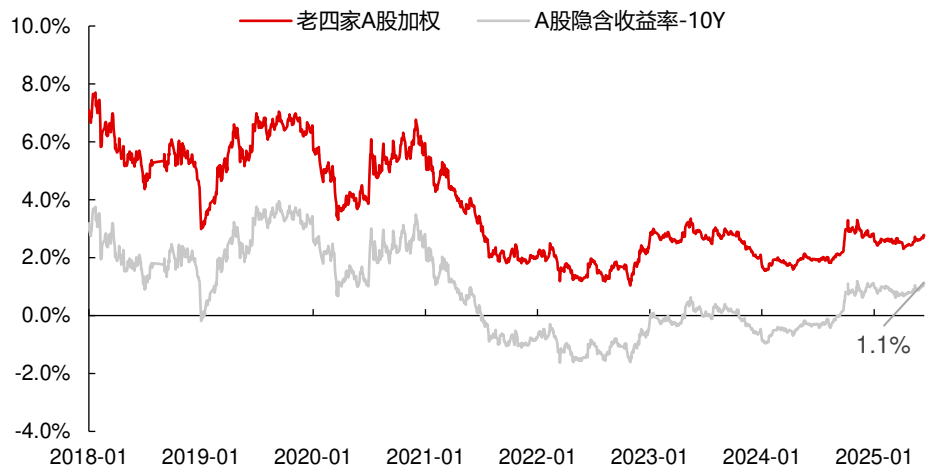
AH股估值均反映较为悲观预期（亿元）



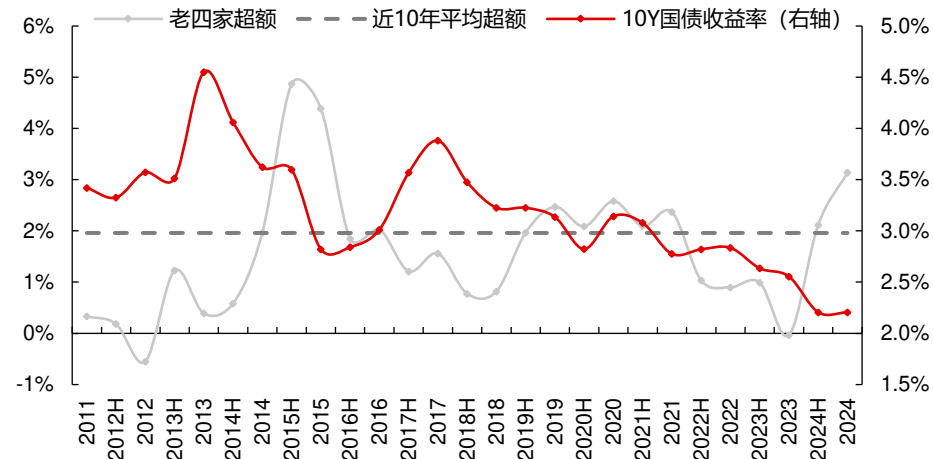
资料来源：Wind，长江证券研究所（估值数据截至2025年6月16日）

当前估值隐含怎样的假设？

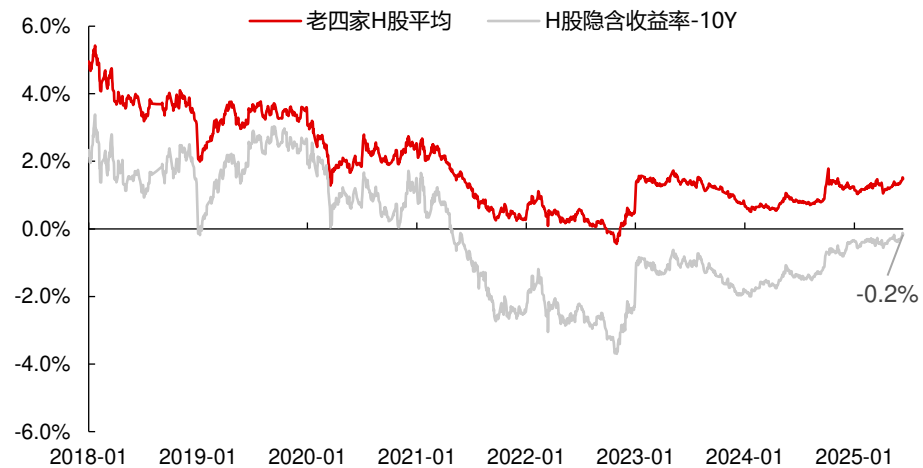
A股市值隐含老四家仅能实现1.1%超额



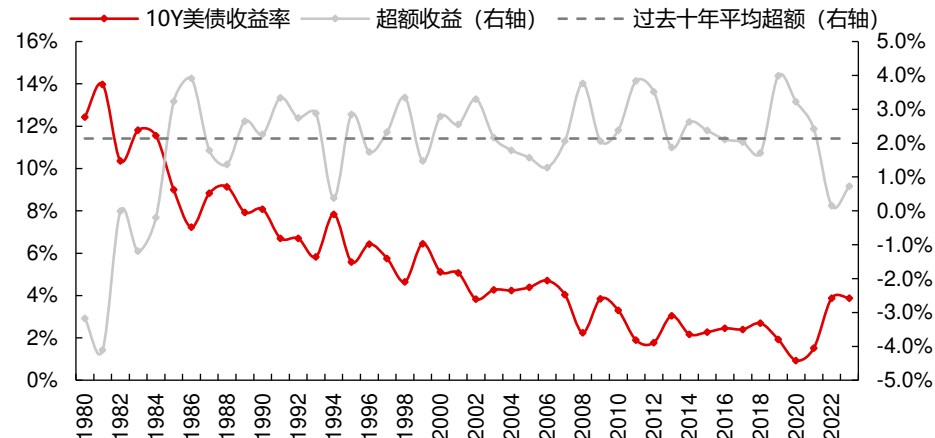
历史表现来看，通常可以实现近200bp超额



H股市值隐含老四家无法实现正超额



美国寿险行业可以实现200bp左右超额



资料来源: Wind, ACLI, 长江证券研究所 (老四家指中国人寿、中国平安、中国太保及新华保险)

寿险行业估值方法的探讨



风险提示

- 1、相关政策出现较大调整：保险业经营、产品设计及服务均受严格监管，政策大幅变化可能会导致经营逻辑发生显著调整。
- 2、资本市场大幅波动：保险公司持有大量的固收及权益资产，在资本市场大幅波动时会导致公司基本面发生巨大波动。
- 3、测算结论基于大量假设：保险估值、利差损模型等均使用假设进行预测，可能与实际情形存在较大偏差。
- 4、行业竞争加剧：行业竞争加剧情况下，费差损及潜在利差损风险可能升高。

更多研究服务，请访问长江研究小程序



最新研报



专题精选



长江研究小程序



线上会议



活动报名

电脑端请访问 <https://research.95579.com/>

办公地址

上海

虹口区新建路200号国华金融中心B栋22、23层

(200080)

武汉

武汉市江汉区淮海路88号长江证券大厦37楼

(430023)

北京

朝阳区景辉街16号院1号楼泰康集团大厦23层

(100020)

深圳

深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场3期36楼

(518048)



评级说明



评级说明

行业评级

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 看好：** 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
- 中性：** 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
- 看淡：** 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级

报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：** 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
- 增持：** 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5% ~ 10%之间
- 中性：** 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
- 减持：** 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
- 无投资评级：** 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。

相关证券市场代表性指数说明： 沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

分析师声明、法律主体声明及其他声明

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。



THANKS

*Changjiang
Securities*



汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth