

保险资产负债管理新时代，有效匹配方能行稳致远

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21日

- **背景：保险行业进入资负管理新时代。** 1) 资产负债管理是保险公司维持资产与负债合理匹配、降低错配风险的一系列政策和程序，管理目标包括期限结构匹配、成本收益匹配和流动性匹配等。2) 低利率、新准则和偿付能力约束下，资负管理新规引领行业进入资负管理新时代。当前保险业面临着持续低利率+资产荒的外部环境，叠加2026年行业全面实施新会计准则，以及偿二代二期工程下偿付能力约束加强，保险公司资负管理的重要性进一步凸显。2025年12月金监总局发布《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》，就资负管理的治理体系、责任划分、监管指标等提出了明确要求，引领行业进入规范管理新时代。
- **现状：内外兼修，资负匹配管理逐步改善。** 1) 保险公司资负管理是从产品开发到资产配置的全面协同，目前在监管外部引导和行业主动调整共同作用下，资负匹配情况正在逐步改善。2) 在具体匹配方面：①成本收益匹配：一方面做好刚性成本和净投资收益率的匹配，通过预定利率下调和分红险转型降低刚性成本要求，通过增配长久期利率债和高股息资产稳定净投资收益率；另一方面做好综合成本与综合投资收益率的匹配，主要通过对分红/万能险结算水平进行上限指导、放松权益投资限制等手段完成。目前两项匹配的效果都已经有明显改善。②期限结构匹配：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。
- **海外镜鉴：美国、欧洲与日本的资负管理经验。** 1) **成本匹配：**负债端，合理控制预定利率水平，普遍建立与宏观利率挂钩的动态调整机制，并且调整负债结构，在利率下行时增加非利率敏感型业务比重，欧美地区倾向于发展浮动收益型产品，而日本寿险业则大力发展死差型产品。资产端，美国对不同账户进行明显的差异化配置，独立账户配置权益比例明显更高；欧洲险企重视另类投资配置，并且普遍利用衍生品进行风险对冲管理；日本寿险业则大幅增配海外债券投资。2) **期限匹配：**欧美和日本地区普遍重视期限匹配，特别是欧洲的大型险企均保持着非常小的久期缺口，并且会随着利率环境变化进行动态调整，并且需要同时控制资产和负债两端久期才能实现合理匹配。
- **展望：构建符合中国实际的资负管理体系。** 1) 虽然海外发达市场已经提供了有益的经验参考，但是并不是所有经验都具备在国内市场落地实施的可行性，需要建立符合中国实际的资负管理体系。2) 负债端：要充分发挥浮动收益型产品的机制优势。目前国内分红险转型已经取得阶段性成果，但是仍有在激烈竞争环境下对分红险进行“变相刚兑”的问题，必须避免恶性竞争、变相刚兑。此外未来可以效仿港险，推出低保底+高浮动收益结构的产品，进一步降低刚性成本。3) 资产端：发挥耐心资本优势，践行长期主义原则。中小民营险企要效仿完善长周期考核机制，行业配置上继续以长久期利率债+优质权益投资的哑铃型配置为核心，在权益内部做好成长型和价值型投资结构平衡。
- **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。

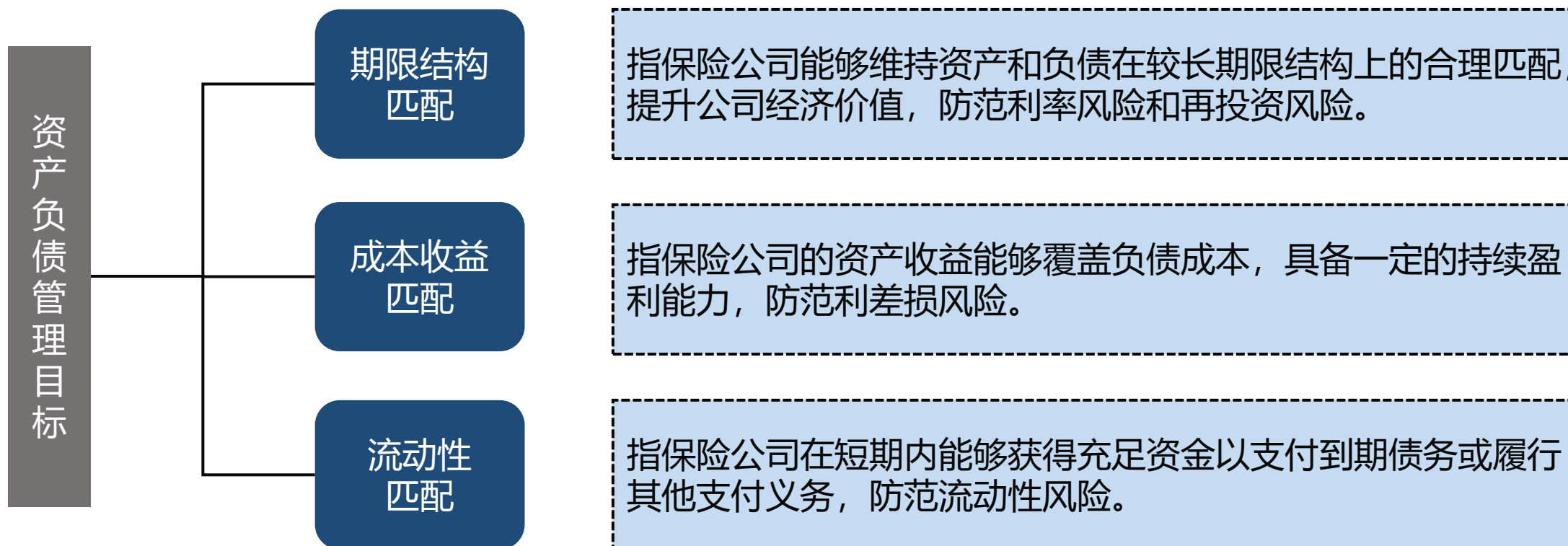


- 1. 背景：保险行业进入资产负债管理新时代
- 2. 现状：内外兼修，资产负债匹配管理逐步改善
- 3. 海外镜鉴：美国、欧洲与日本的资产负债管理经验
- 4. 展望：构建符合中国实际的资产负债管理体系
- 5. 风险提示

1. 背景：保险行业进入资负管理新时代

1.1 什么是保险公司的资产负债管理？

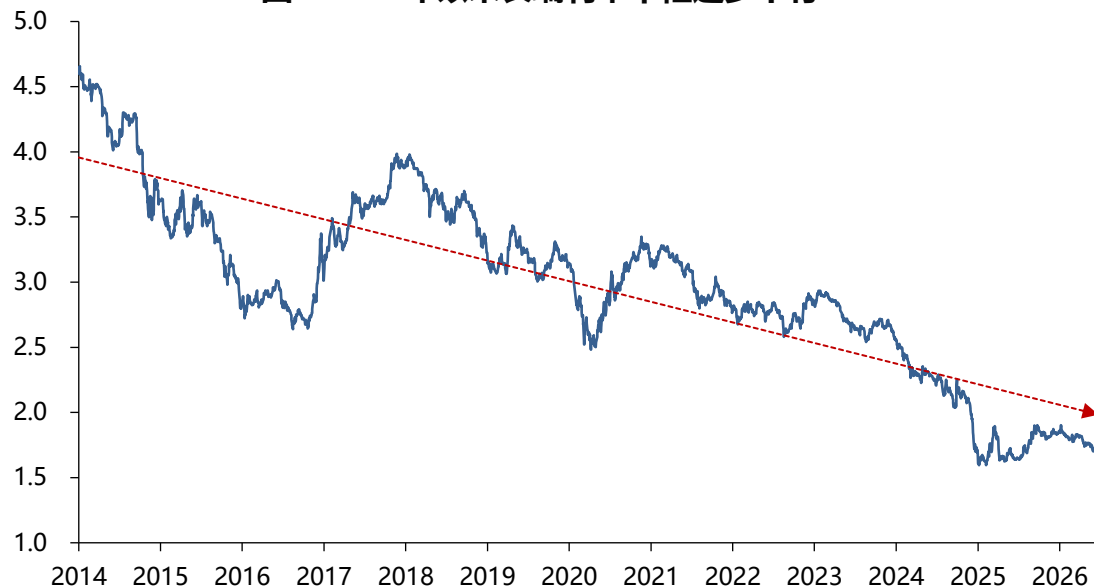
- 资产负债管理是指保险公司根据公司发展战略、经营目标和风险偏好，制定、执行、评估和调整资产负债相关的政策和程序，维持资产与负债的合理匹配，降低资产负债错配风险。
- 保险公司资产负债管理目标包括期限结构匹配、成本收益匹配、流动性匹配等。



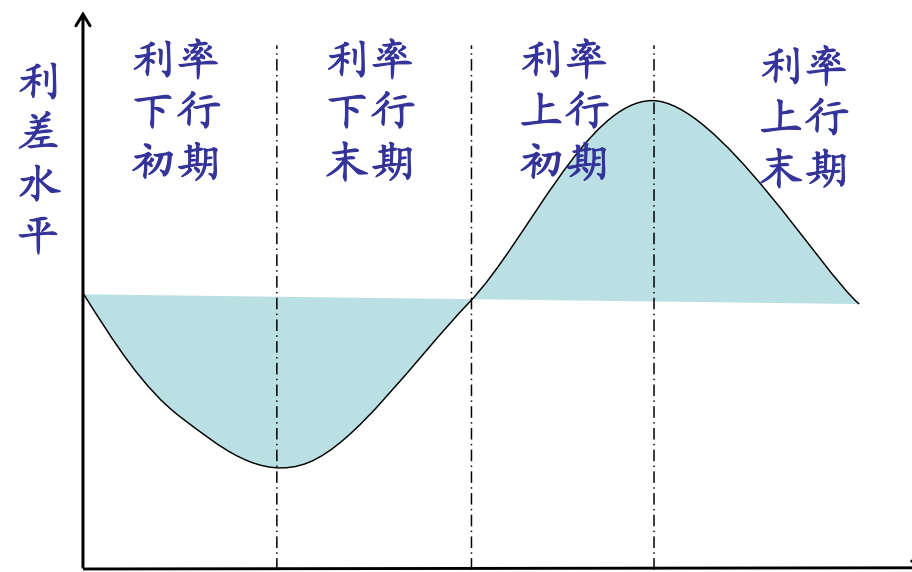
1.2.1 背景：低利率+资产荒环境，险企经营面临挑战

- **利率中枢不断下行，对险企业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，十年期国债到期收益率从2014年超过4.5%降至目前的1.7%-1.8%左右。从短期来看，利率走势受到货币政策、风险偏好、流动性等因素扰动，可能出现阶段性回升。但从长期趋势上看，伴随人口老龄化、宏观经济潜在增速放缓，利率长期中枢下行仍是大概率事件。叠加资管新规后优质非标项目供给持续萎缩，以及保险资金海外资产配置受到QDII额度等制度约束，进一步加剧了保险资金运用面临的资产荒问题。
- **在低利率和资产荒的环境下，寿险公司面临利差空间压缩的压力。**寿险公司负债久期长、通常具有刚性成本，需要稳定的投资收益覆盖刚性成本。而保险资金配置组合中约70%为固收投资，并且国内寿险业长期存在着资产负债久期缺口，因此在低利率环境下再配置风险突出，长期净投资收益率中枢逐步下降，因此面临着利差空间压缩的压力，甚至有产生利差损的风险。

图：2014年以来长端利率中枢逐步下行



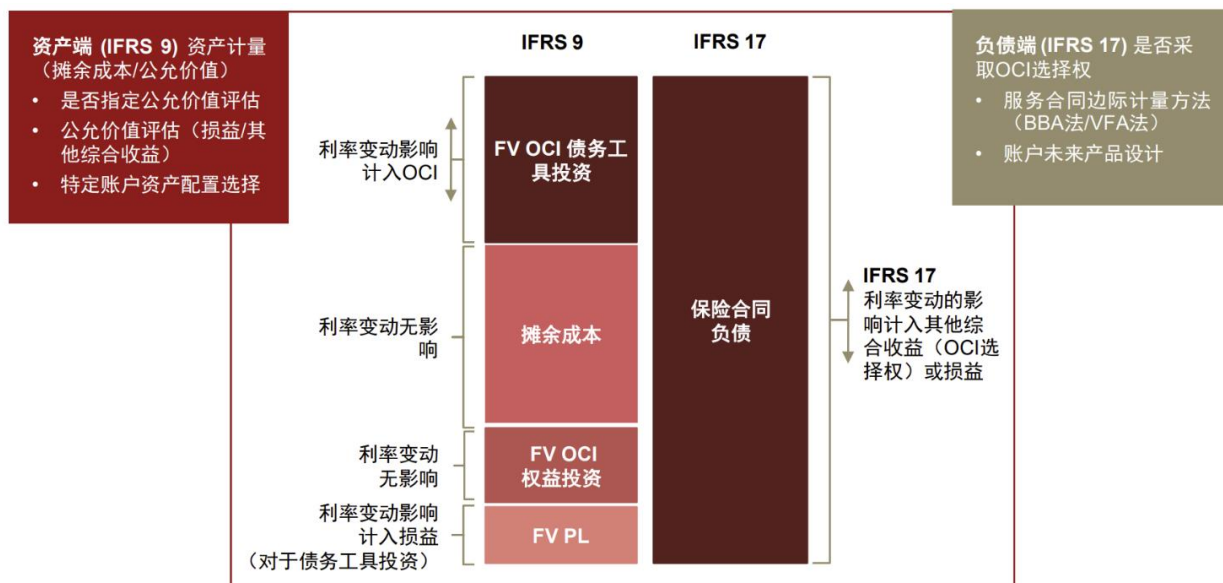
图：利率下行将压缩险企利差空间



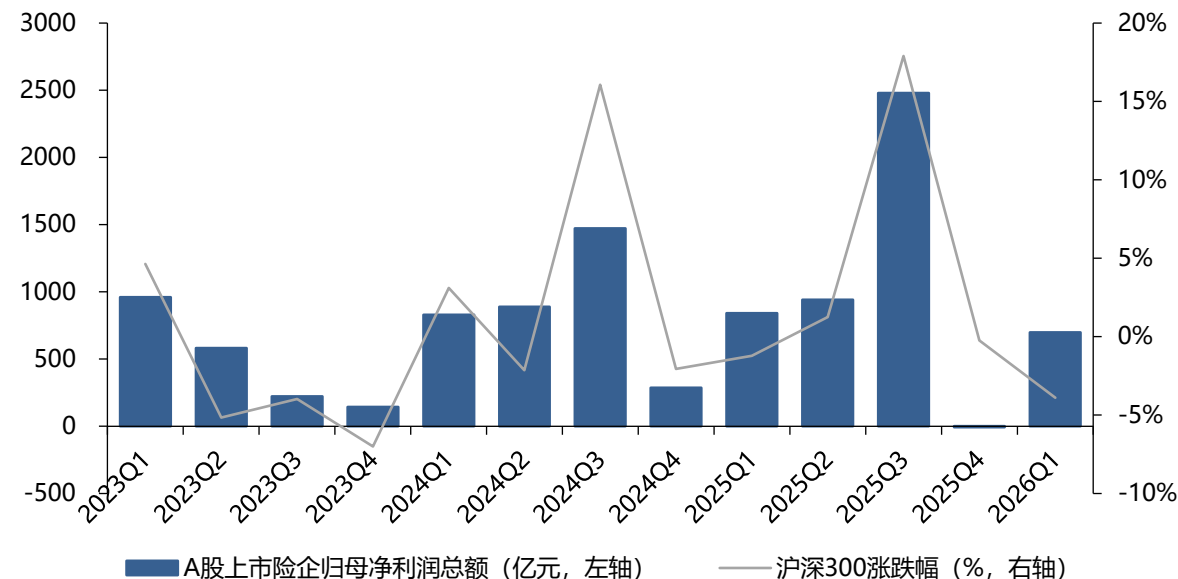
1.2.2 背景：新会计准则实施对保险公司资负匹配提出了更高要求

- **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，对资负匹配的要求更高。
- 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、资负久期缺口等因素都会影响最终对冲效果。
- 在权益风险管理上，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。目前上市险企二级权益投资中普遍有较高比例的FVTPL投资，因此近年来归母净利润与股市表现的关联性显著加强，波动性明显提升。

图：新会计准则下资产负债匹配的要求更高



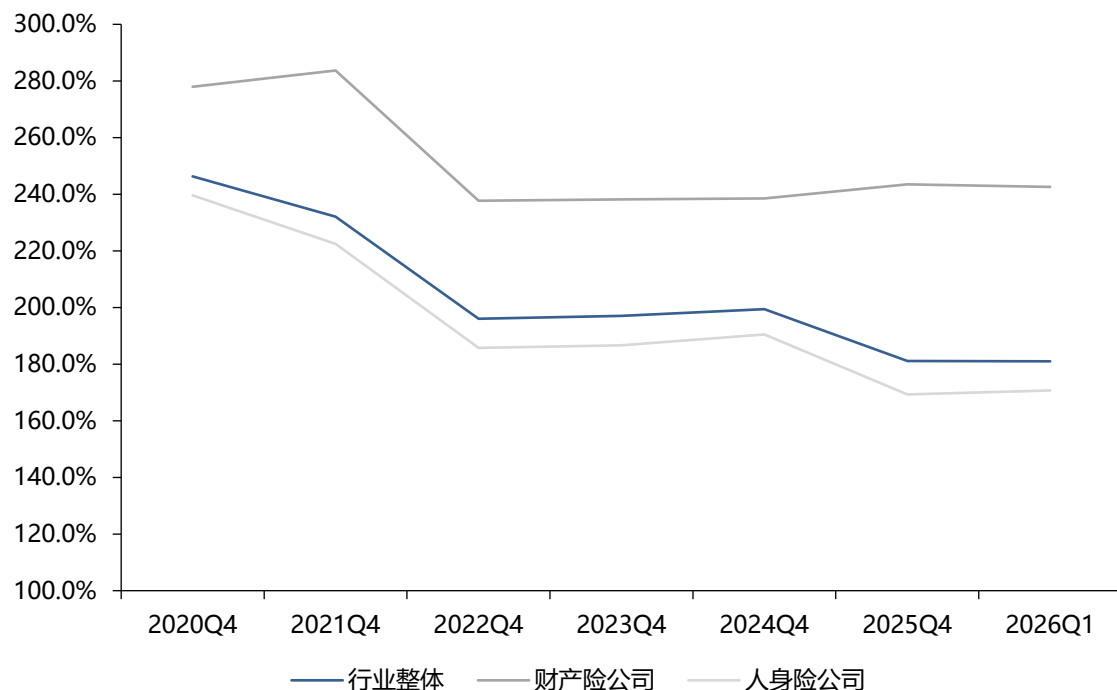
图：新会计准则下险企归母净利润与股市表现关联性加强



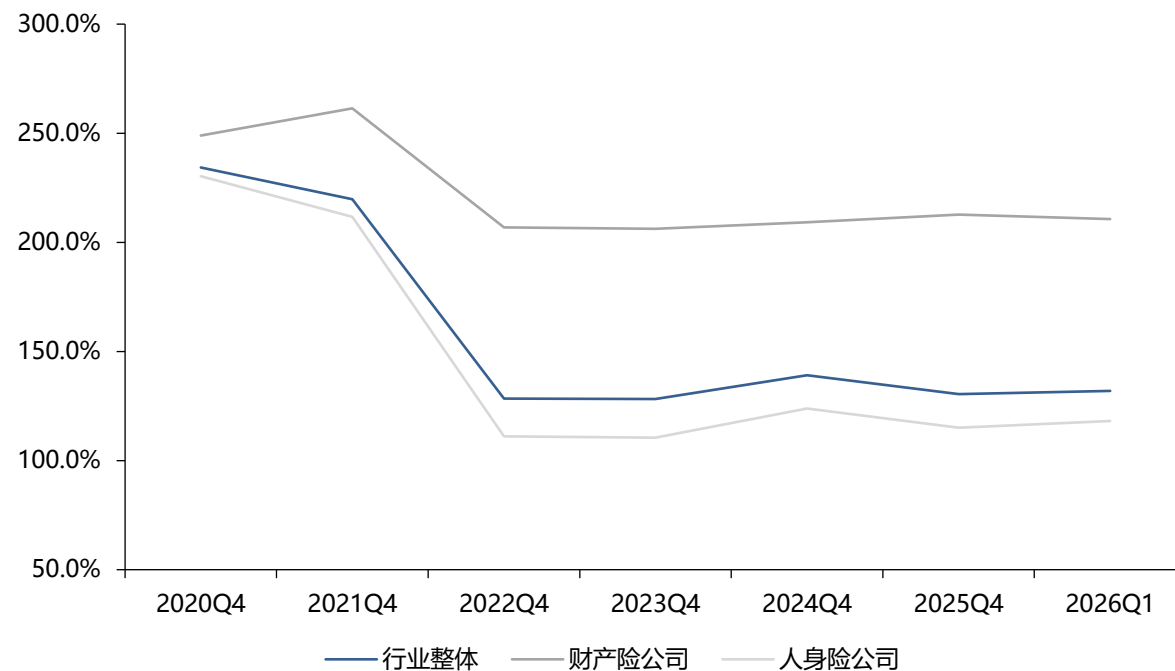
1.2.3 背景：偿付能力充足率持续承压，资负匹配愈发重要

- 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



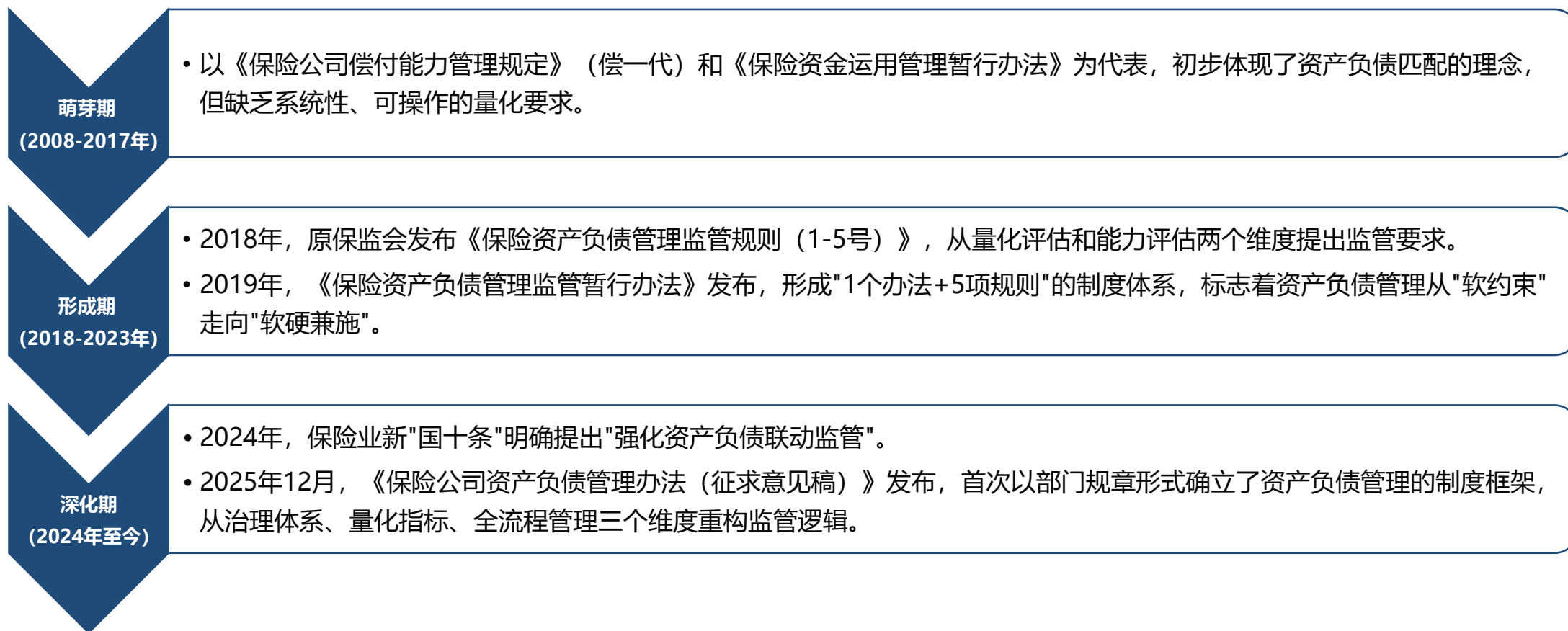
图：保险公司核心偿付能力充足率走势



1.3 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

- 我国保险业资产负债管理的监管体系经历了从无到有、从定性到定量、从引导到强制的发展历程，分别经历了萌芽期（2008-2017年）、形成期（2018-2023年）和深化期（2024年至今）三个阶段，目前已经进入全面深化管理的新时期。

图：保险业资产负债管理监管体系变迁



1.3 资负管理新规即将落地，险企进入资负匹配管理新时代

➤ **资负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，对资负管理的治理体系、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。 其中核心变化在于：将资负管理工作从“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。
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	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。
	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%。
	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。

1.3 资负管理新规即将落地，险企进入资负匹配管理新时代

表：《征求意见稿》对保险公司资产负债管理指标分类

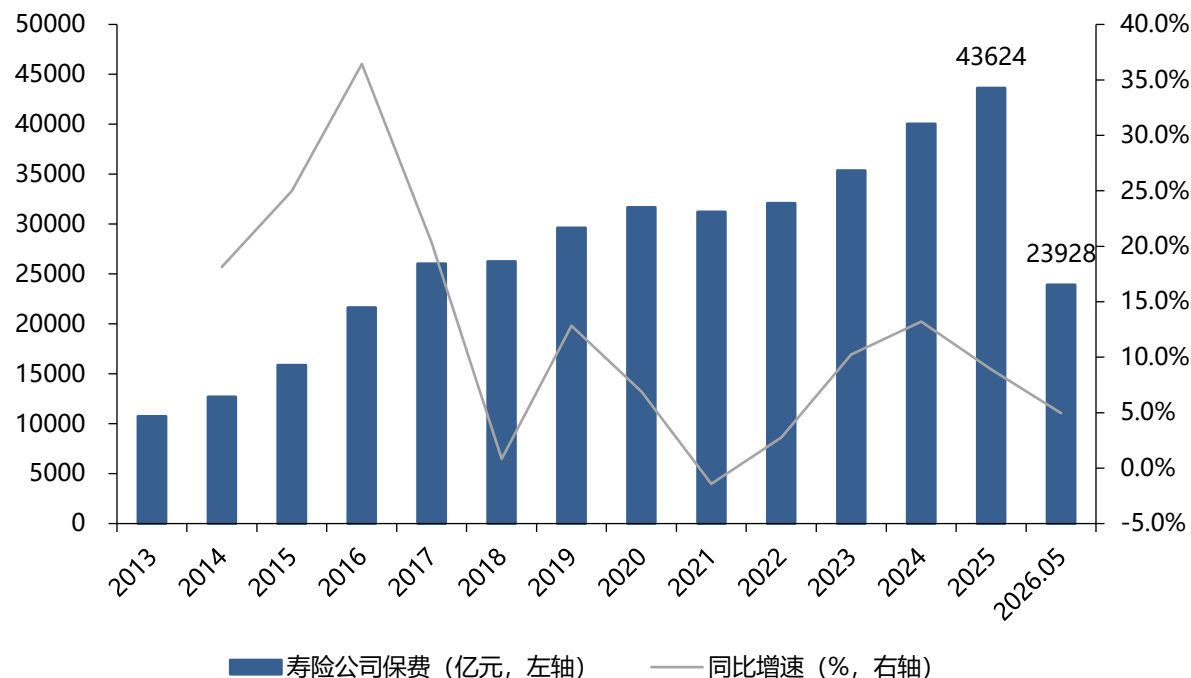
保险公司类型	管理目标	指标名称	指标类型	监管阈值
财险公司	期限结构匹配	沉淀资金覆盖率	监管指标	≥100%
	成本收益匹配	收入覆盖率(3年周期)	监管指标	≥100%
		利差一(综合投资收益率与负债资金成本率差额)	监测指标	-
		利差二(净投资收益率与负债资金成本率差额)	监测指标	-
		宏观经济压力情景下利差一	监测指标	-
		保险业务压力情景下利差一	监测指标	-
	流动性匹配	压力情景下流动性覆盖率	监管指标	≥100%
寿险公司	期限结构匹配	有效久期缺口	监管指标	-5年至+5年
		修正久期缺口	监测指标	-
		基点价值变动率	监测指标	-
	成本收益匹配	综合投资收益覆盖率(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. 现状：内外兼修，资负匹配管理逐步改善

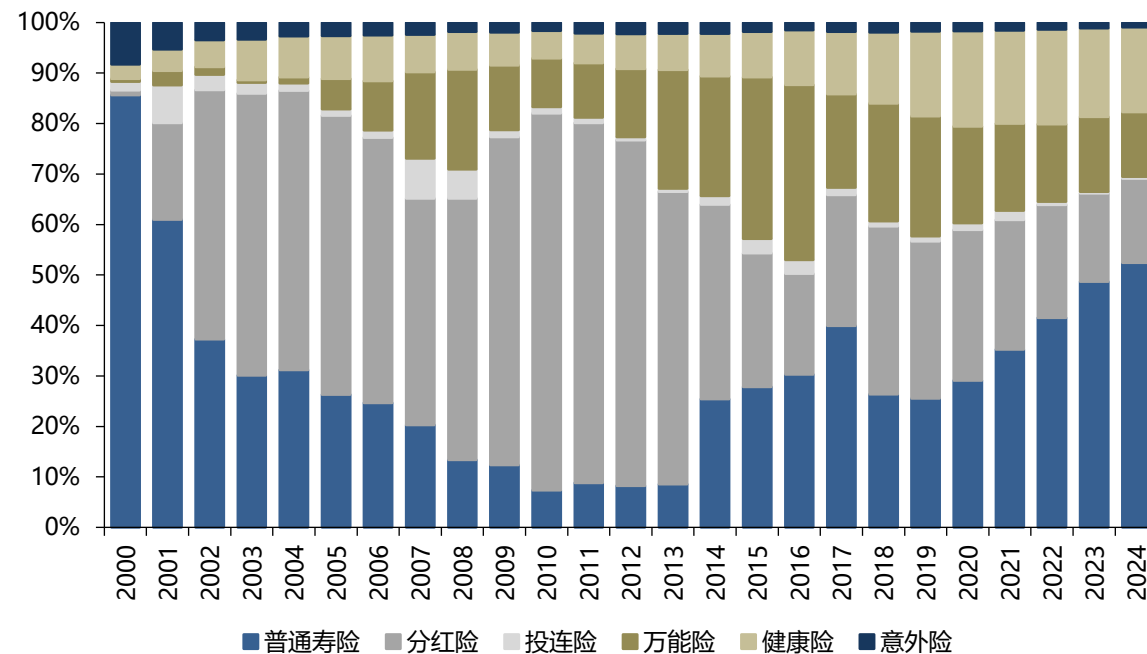
2.1 经营现状：负债端保费快速增长，产品结构正在快速变化

- **近年来寿险公司原保费收入保持较快增长。**自2013年以来，寿险公司保费规模持续增长，特别是2023年起以增额终身寿为代表的长期储蓄险受到市场欢迎，带动寿险公司保费增速重回两位数台阶，2025年总保费规模已经接近4.4万亿元。2026年前五个月寿险公司保费收入为2.39万亿元，同比+5.0%，在居民财富再配置的大背景下，保险产品的增长动能正在加强。
- **产品结构上正在迎来分红险转型浪潮。**近二十余年来，人身险产品结构经历了较大变化，主要受到市场和政策因素的影响。自2025年以来，寿险行业正在推动分红险转型，2026年新单保费中分红险已经占据大部分比重，未来在总保费层面上也将逐步提升占比。

图：寿险公司保费规模保持较快增长



图：2000-2024年人身险保费收入分险种结构变化



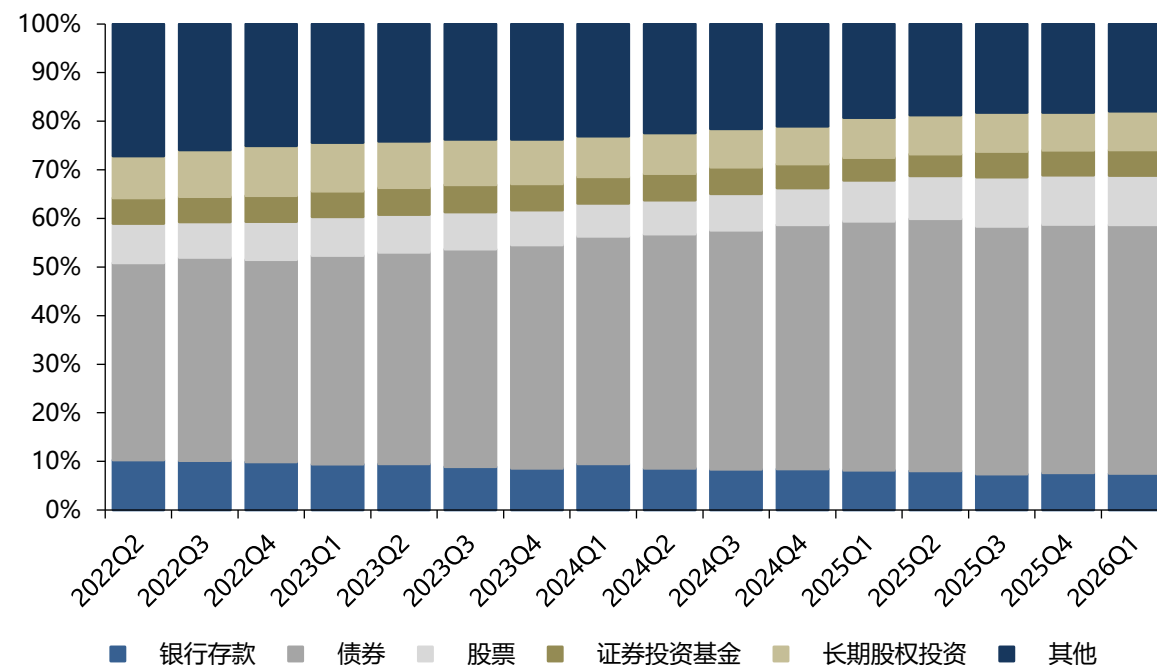
2.1 经营现状：资产端投资规模持续提升，权益投资比例已达高位

- 随着保费规模的持续增长，保险行业资金运用余额也在不断提升，且2021-2025年同比增速处于持续上升趋势。2026Q1末保险行业资金运用余额为39.4万亿元，较年初+2.5%，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，分别占比90.1%、6.3%。
- **2022年起人身险公司持续增配债券，2025年以来权益投资比例已达高位。**①由于国内利率持续下行，以及非标资产逐步到期且供给萎缩，2022年以来人身险公司持续减配银行存款、其他投资（以非标为主），增配债券，债券配置比例在2026Q1末已达51.2%。但随着国内利率逐步企稳，险资增配债券的节奏已经放缓。②2025年保险公司抓住股市配置机会，叠加监管政策持续引导中长期资金入市，人身险公司对股票+基金配置比例显著提升，2026Q1末达到15.4%，已经处于历史高位水平。

图：2026Q1末保险资金运用余额达39.4万亿元



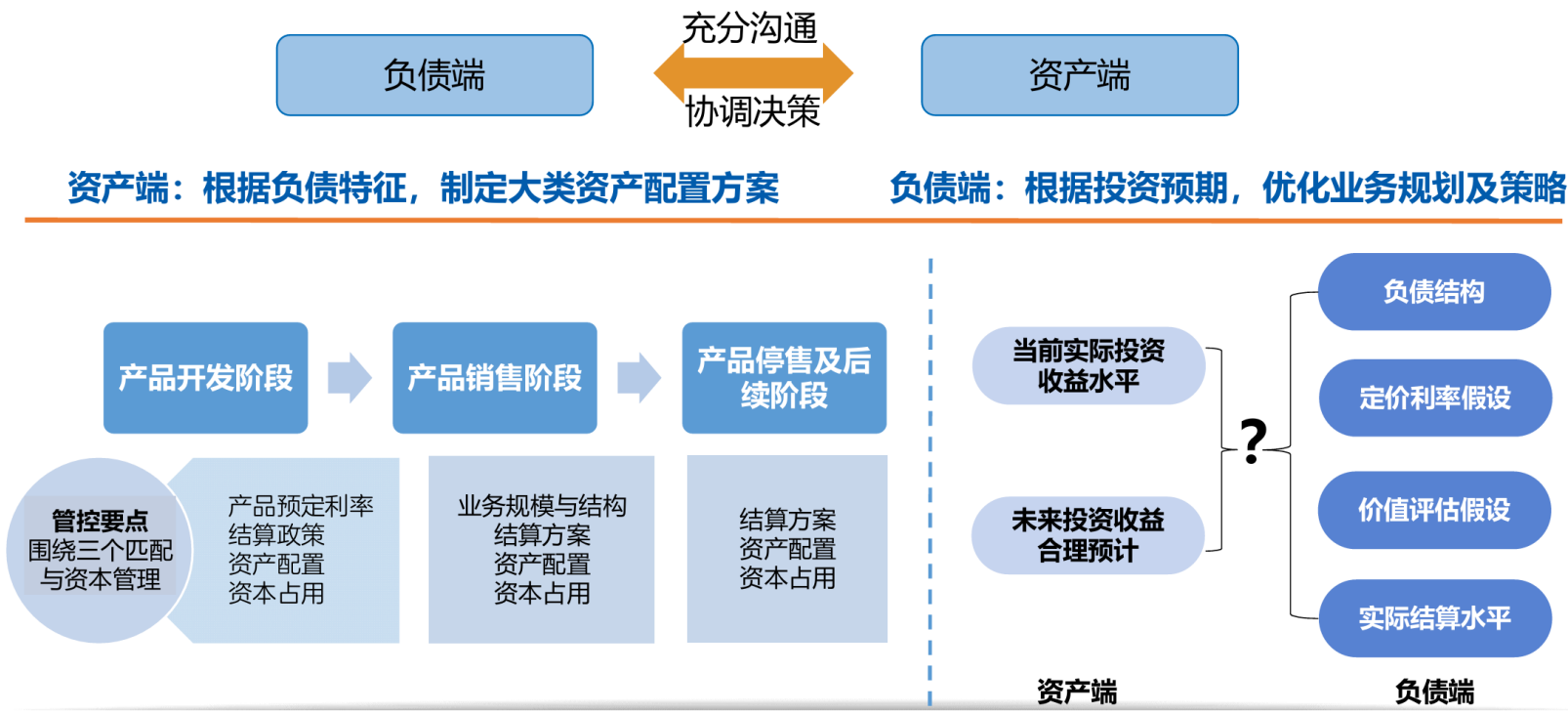
图：2022Q2以来人身险公司资产配置结构变化



2.2 保险公司资负管理的机制：从产品开发到资产配置的全流程协同

- **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) 保险产品是资负管理的基础和原点，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。

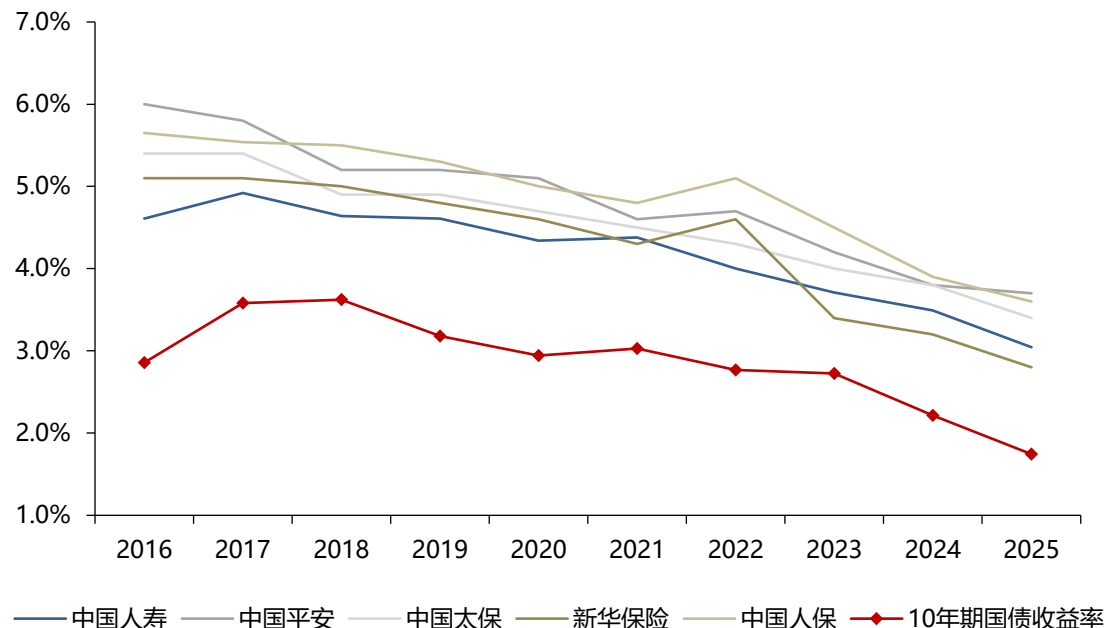
图：中国太保建立“以产品为原点”的资产负债管理机制



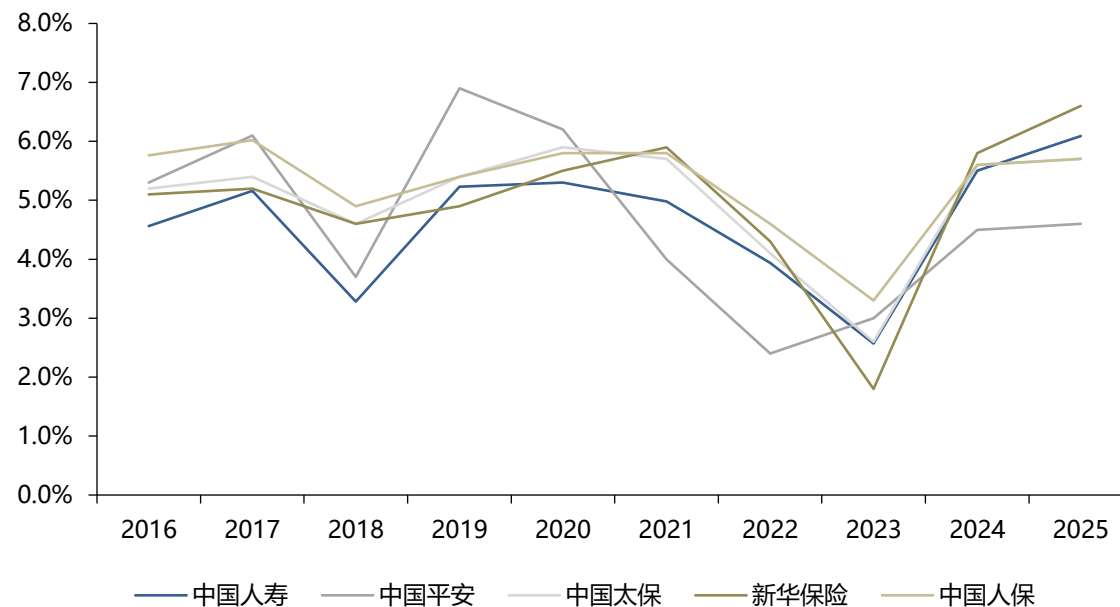
2.3 成本收益匹配：负债端和资产端并举，实现成本优化和收益提升

- **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，需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

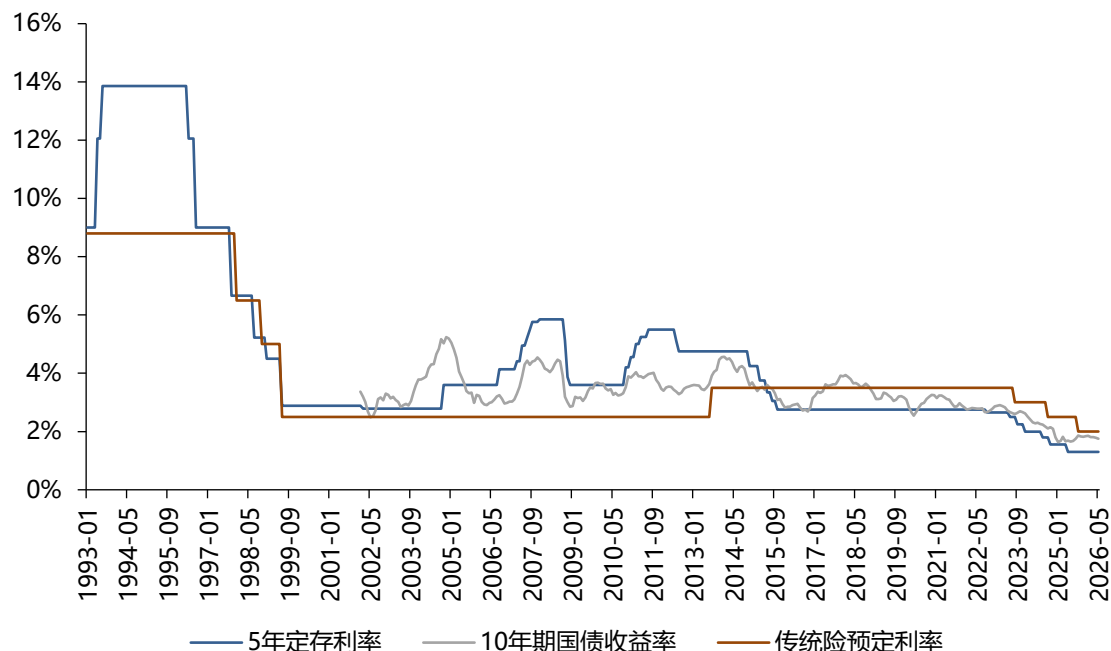


2.3 成本收益匹配①：刚性成本与净投资收益率的匹配

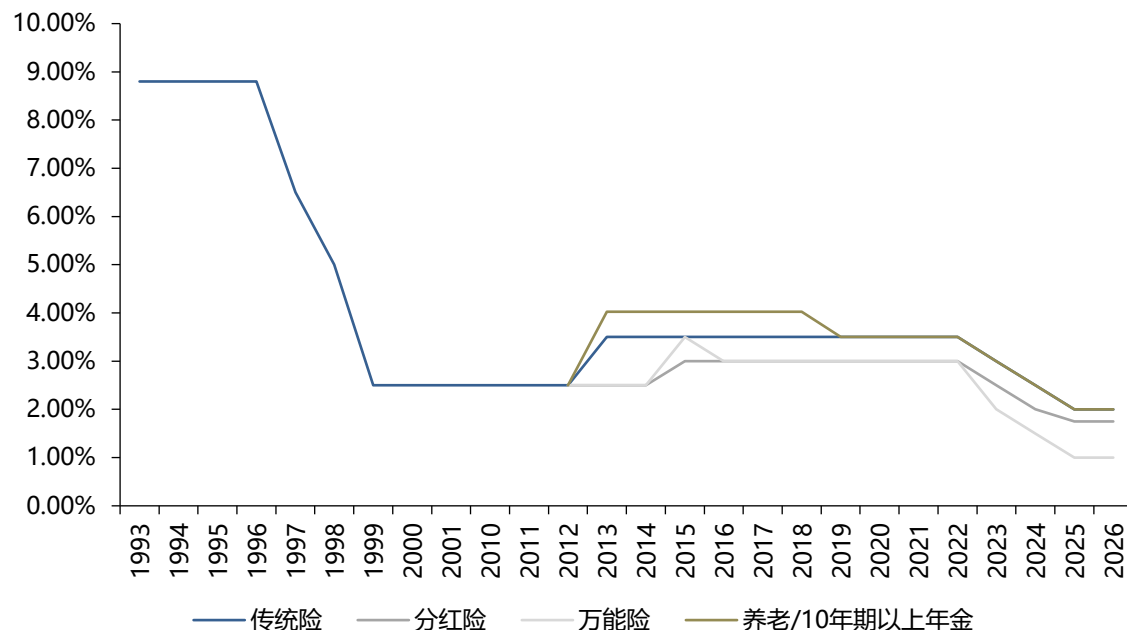
➤ 负债端：降低预定利率水平，推动浮动收益型产品转型。

■ 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。

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

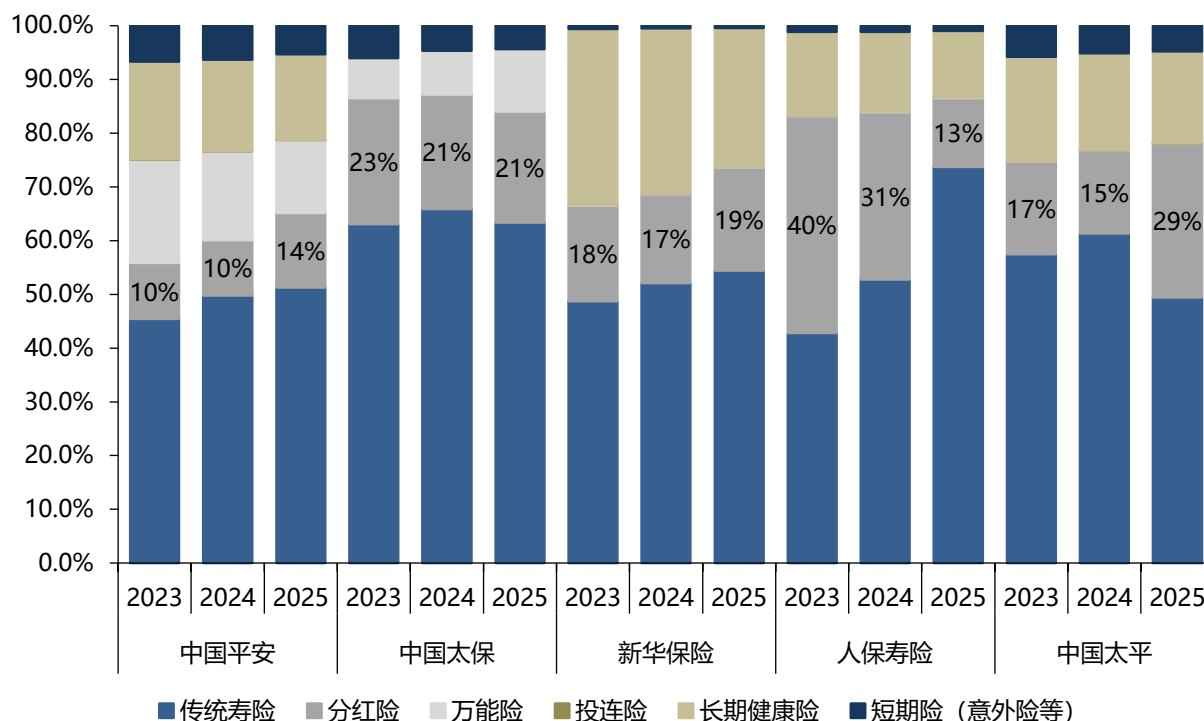


2.3 成本收益匹配①：刚性成本与净投资收益率的匹配

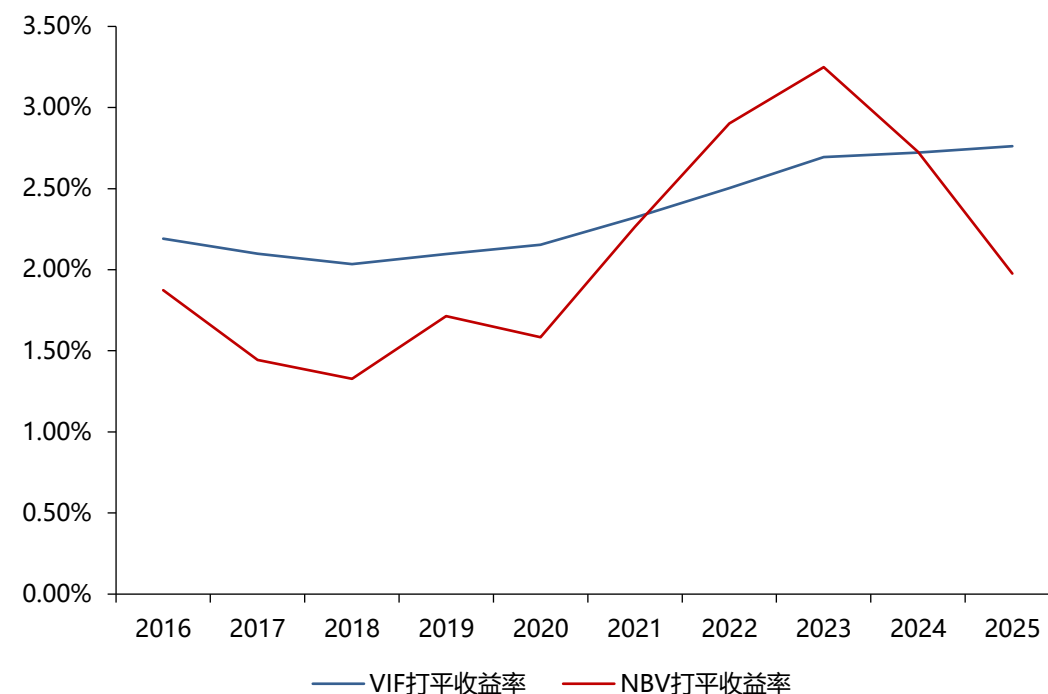
➤ 负债端：降低预定利率水平，推动浮动收益型产品转型。

■ 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：2023-2025上市险企总保费的产品结构



图：2024-2025上市险企平均NBV打平收益率明显下降



2.3 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。

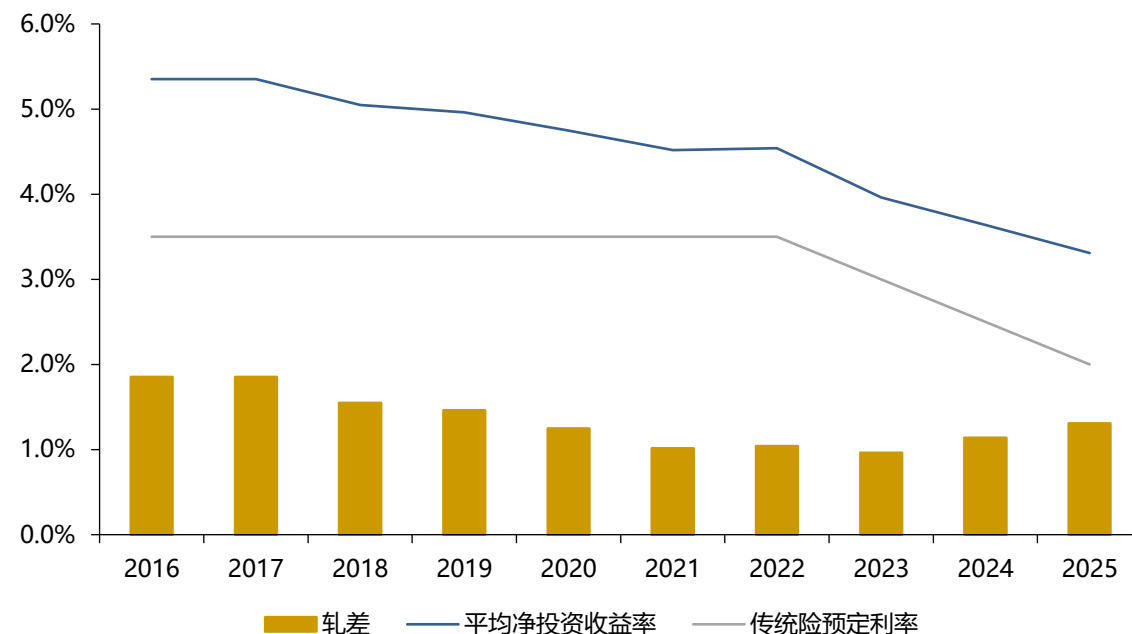
表：2025年上市险企净投资收益率结构拆解

收益率	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%
净投资收益率	3.0%	3.5%	3.2%	3.0%	3.6%

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



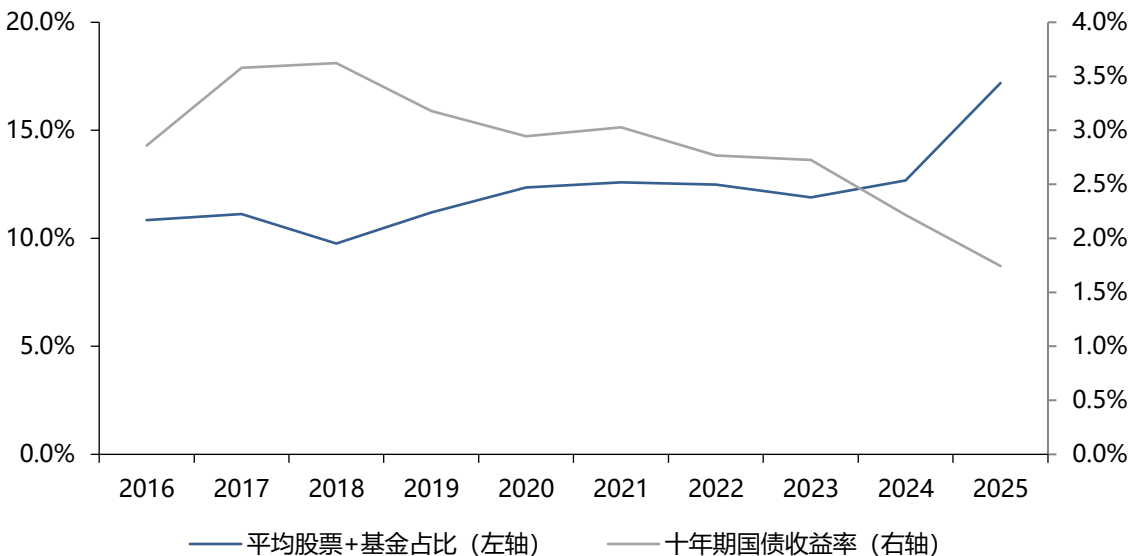
2.3 成本收益匹配②：综合成本与综合投资收益率的匹配

- **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。

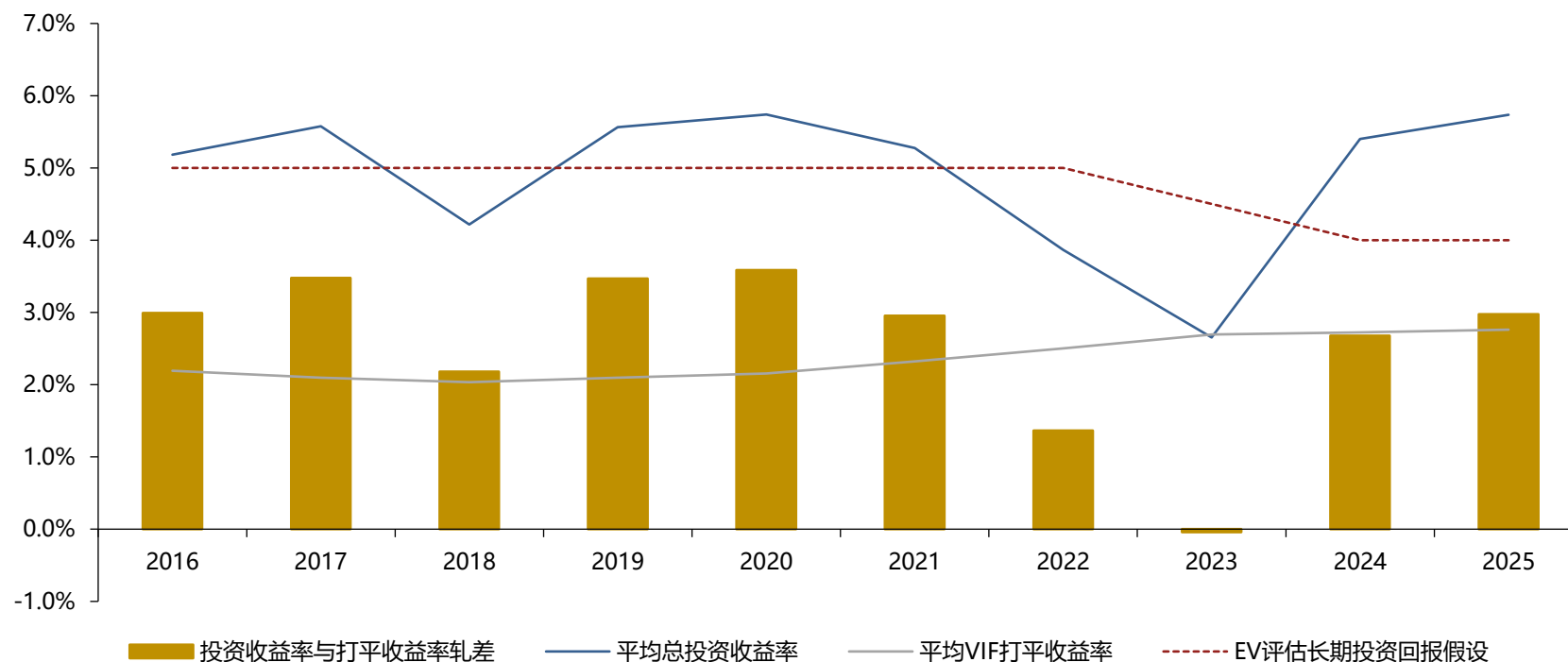
图：2024-2025年上市险企平均权益投资占比明显提升



2.3 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。

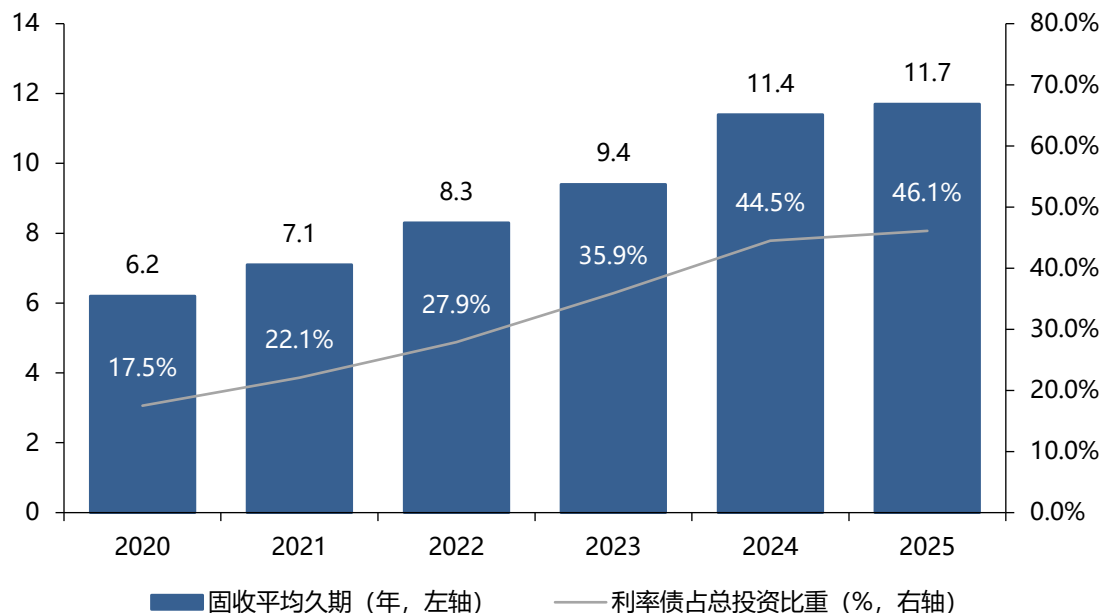
图：2024-2025年上市险企总投资收益率与VIF打平收益率轧差恢复正常



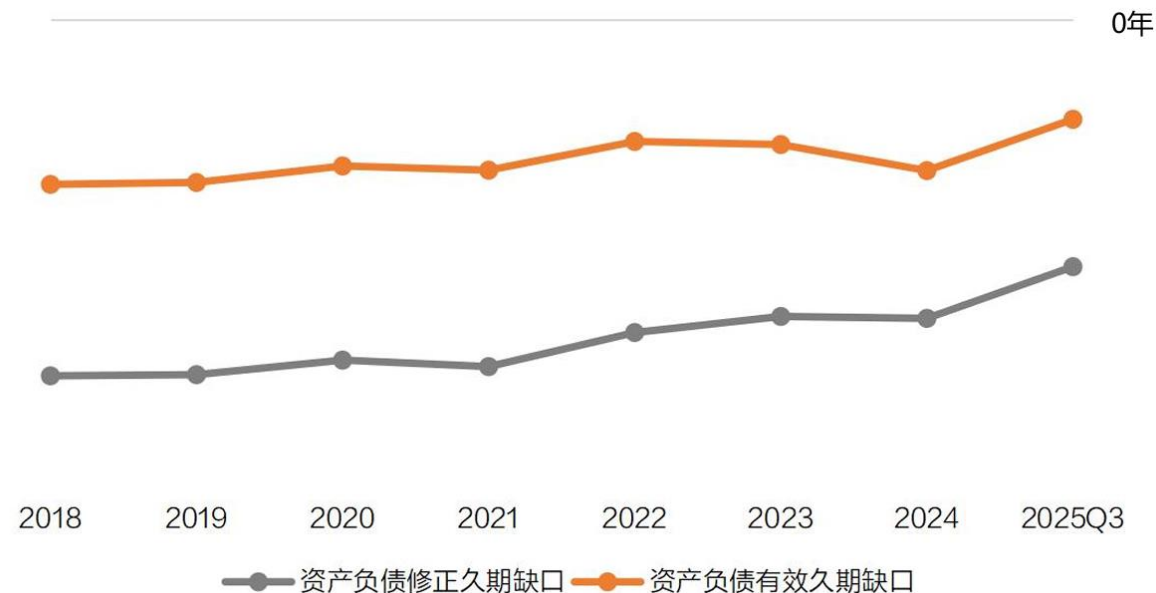
2.4 期限匹配：根据利率趋势动态调整久期缺口

- 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)



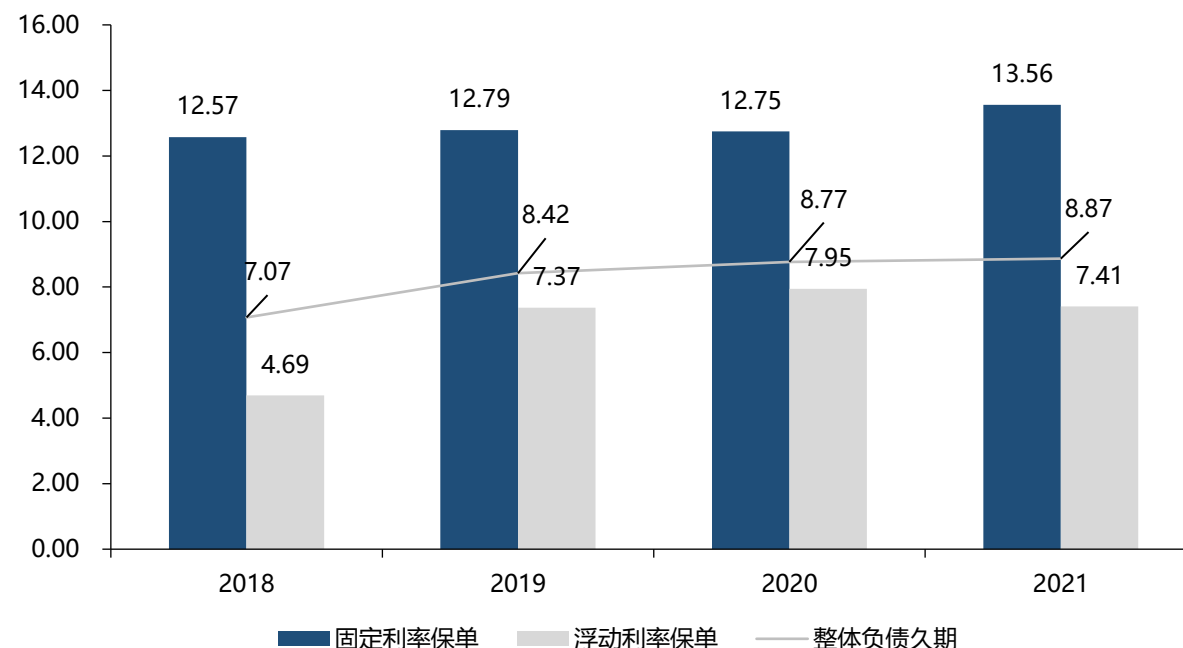
2.4 期限匹配：根据利率趋势动态调整久期缺口

- **资产负债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，也可以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）



2.5 流动性匹配：头部公司普遍满足监管要求

- **资负管理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

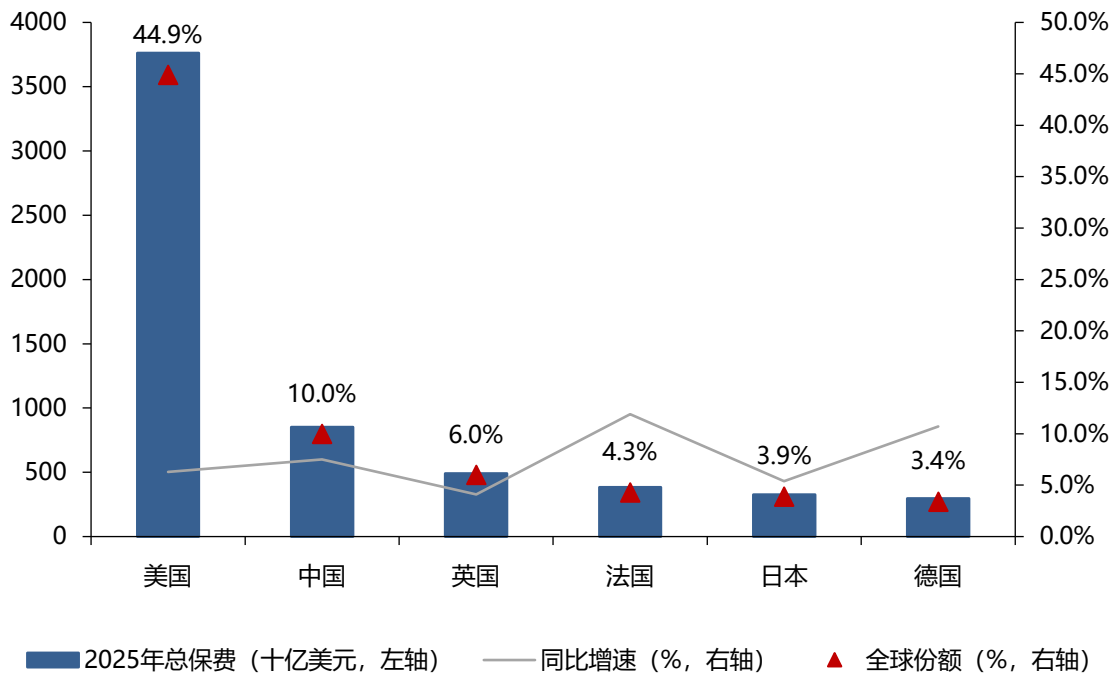
	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华人寿	人保寿险	人保财险	平安财险	太保财险
基本情景下公司整体流动性覆盖率 LCR1								
未来3个月	140%	242%	129%	159%	106%	111%	105%	121%
未来12个月	110%	202%	108%	147%	102%	100%	101%	107%
压力情景下公司整体流动性覆盖率 LCR2								
未来3个月	1306%	1963%	1778%	804%	1388%	238%	197%	342%
未来12个月	339%	666%	484%	251%	366%	107%	103%	146%
压力情景下不考虑资产变现的流动性覆盖率 LCR3								
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. 海外镜鉴：美国、欧洲与日本的资产负债管理经验

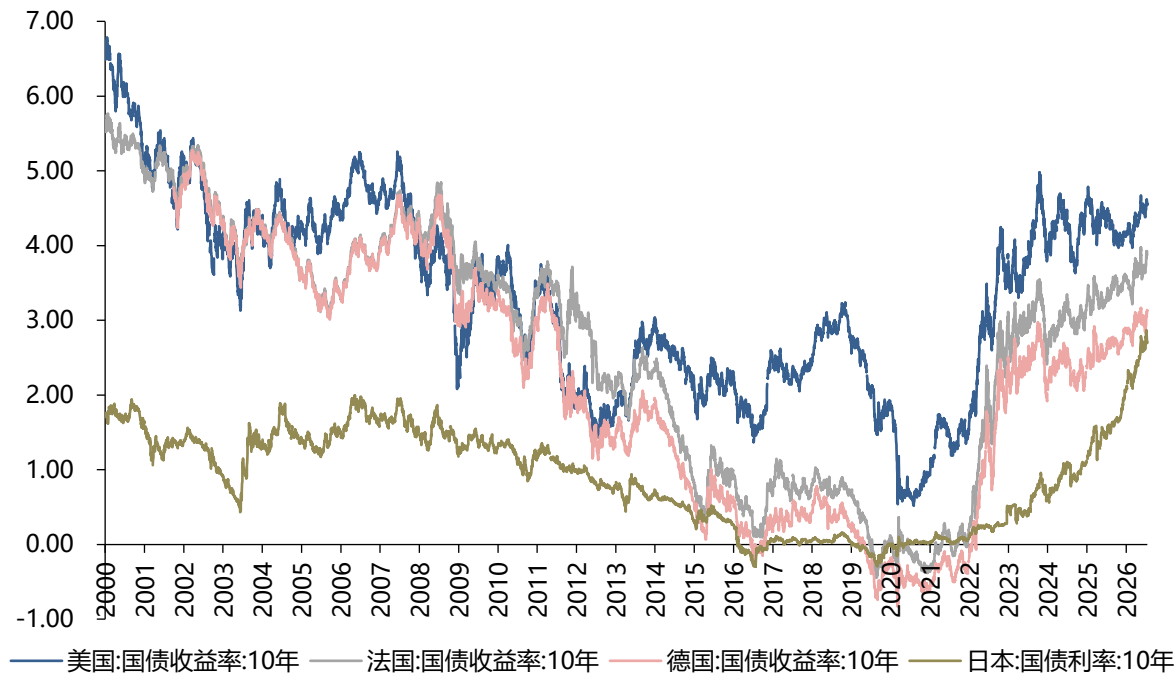
3. 海外经验：以美国、欧洲和日本保险业作为镜鉴

- 从保费规模来看，美国、中国、欧洲（英、法、德等）和日本是全球领先的保险市场。根据瑞再数据，2025年美国保险业占全球份额接近45%，中国市场份额10%，仅次于美国位列第二，英国、法国、日本和德国的份额分别在3%-6%之间不等。
- 但相比中国，美、欧、日等海外主要寿险市场发展时间更长、产业成熟度更高，资产负债管理的经验也更加丰富。特别是海外发达经济体普遍遭遇过长期利率下行时期，欧洲、日本甚至一度迈入负利率时代，特别是日本寿险市场在上世纪九十年代出现过典型的低利率环境造成保险公司“破产潮”的情况。因此，我们通过美国、欧洲和日本寿险市场经验的分析，作为国内寿险行业进一步完善资产负债管理的重要参考。

图：2025年全球领先保险市场发展情况



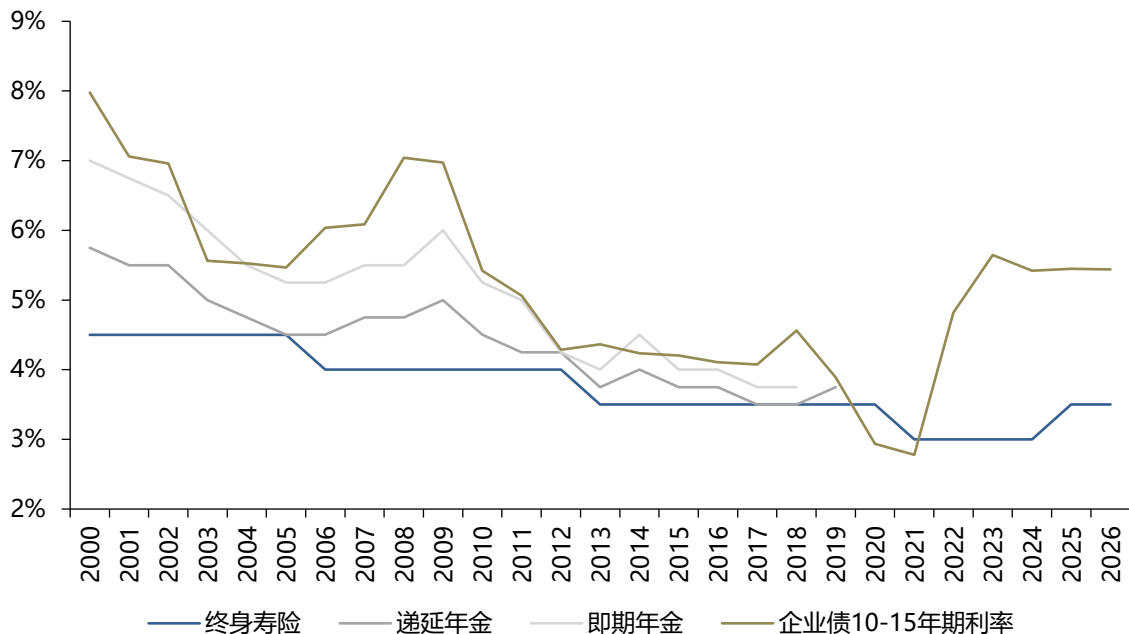
图：2000年以来美法德日四国十年期国债收益率走势



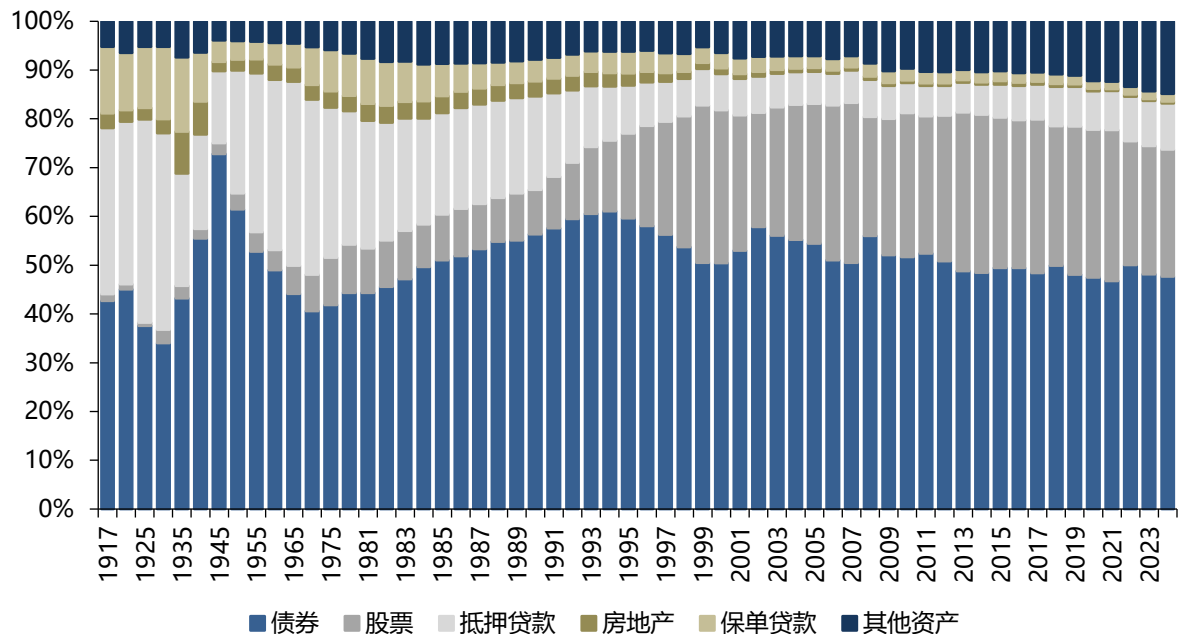
3.1 美国：分账户实行差异化资产配置

- **美国寿险业建立动态调整的评估利率机制，以适应利率环境的变化。**在1980年美国将法定准备金评估利率机制由监管部门直接给出改为动态调整，并与企业债券收益率进行挂钩。2000-2024年，美国20年保证期限以上的终身寿险产品最高法定评估利率从 4.5%一路下降至 3%，从而降低了保险公司的经营压力。而随着美国在加息周期经历了大幅利率上行，2025-2026年评估利率也顺势提升至3.5%。
- **在资产端，美国寿险业逐步减配受利率影响的资产，提升权益仓位。**随着美国利率下行和预定利率的下调，美国寿险业债券配置总规模占比经历了从40%增至60%、再降至50%左右的过程。为缓解收益压力，美国寿险业加配权益资产，配置股票的规模占比由1980年的10%显著增至2021年的31%，2022年有所下滑降至25%，2023-2024年回升至26%以上。

图：美国寿险业法定评估利率上限伴随利率动态调整



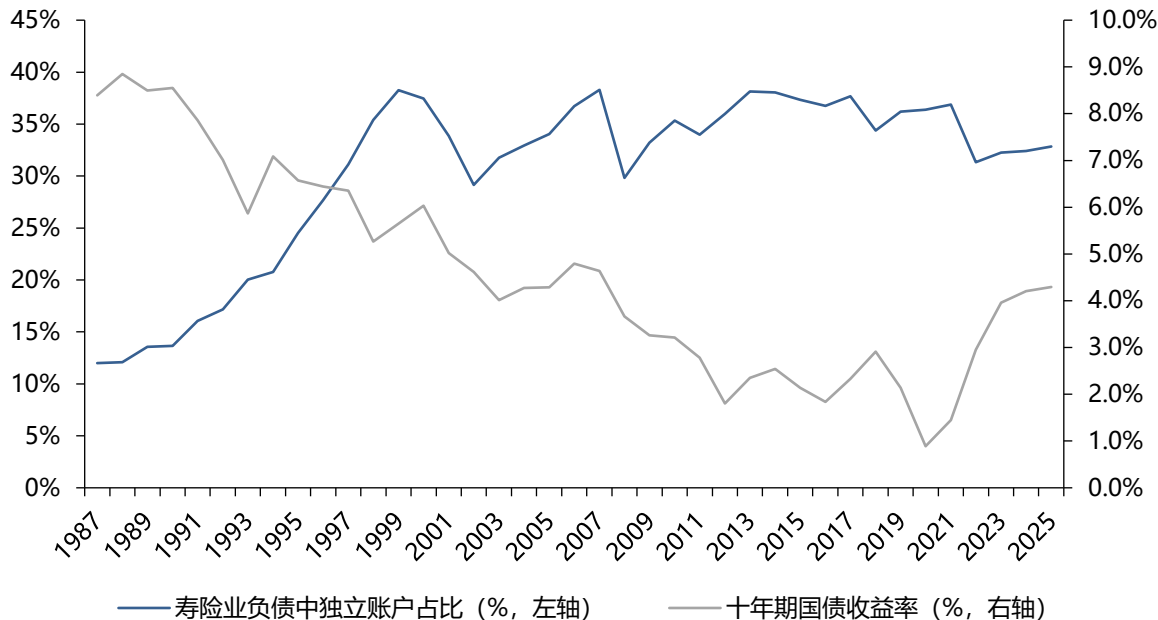
图：1990s以来美国寿险业权益投资比例显著提升



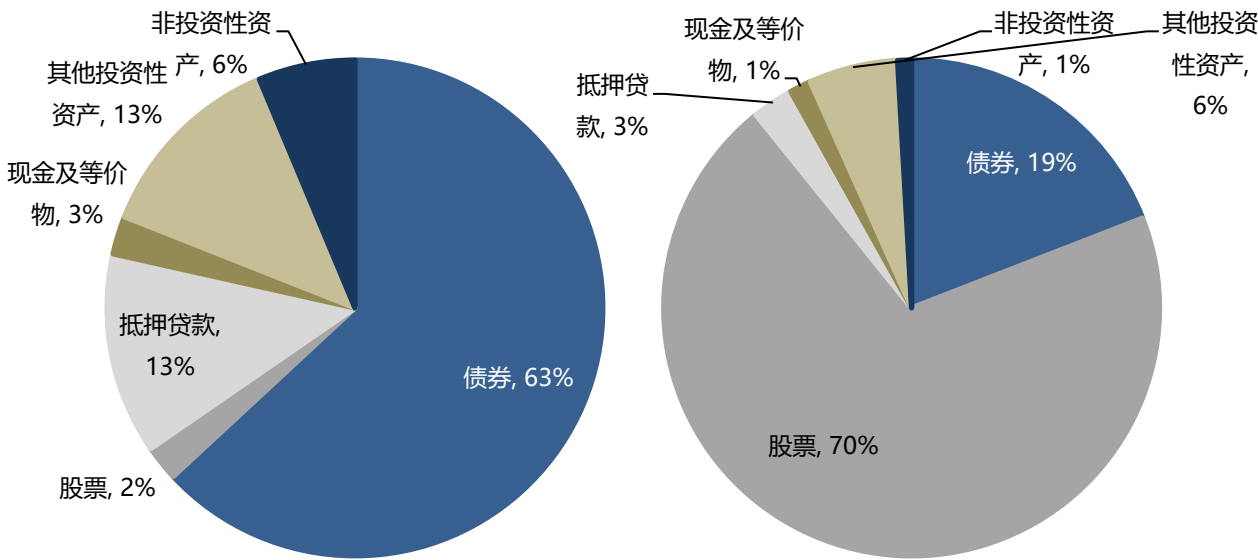
3.1 美国：分账户实行差异化资产配置

- 利率下行时增加非保本型负债占比，独立账户比重快速提升。**美国寿险资金主要包括一般账户和独立账户。一般账户资金主要来自传统寿险、定期寿险和保证收益年金等，利差风险由保险公司承担；独立账户资金主要来自投资连结险、变额年金等，利差风险或投资风险由保单持有人承担。在1990s利率快速下降阶段，美国寿险业负债中独立账户占比由1987年的12%快速提高至1999年的38%，目前维持在30%-35%左右。
- 不同账户间的资产配置差别迥异，有效匹配负债属性与风险偏好。**一般账户中债券资产保持在60%至70%左右，权益资产占比仅在2.2%至2.5%之间。而独立账户的风险由投资者承担，一般为追求高收益独立账户的资产配置中权益维持在80%左右，近年来比例有所下降，但仍在70%以上；债券等维持在14%-15%的配置规模，2022-2024年略有提升至19%。因此，美国寿险业整体增配权益主要是来自于独立账户占比的提升。

图：美国寿险业负债中独立账户占比与利率走势



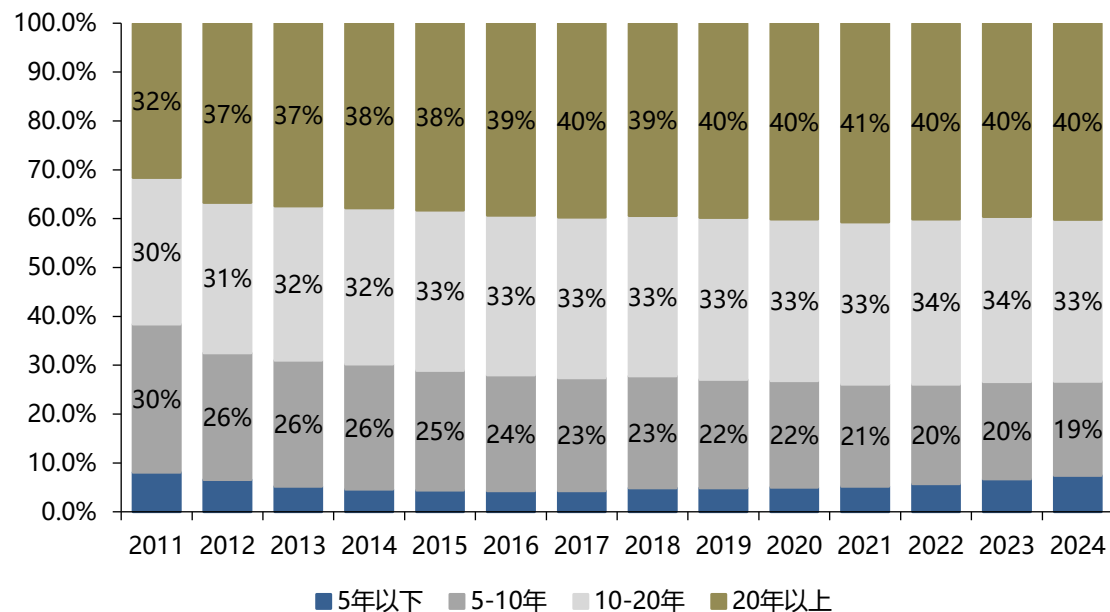
图：美国寿险业一般账户（左）和独立账户（右）资产配置结构（2024年）



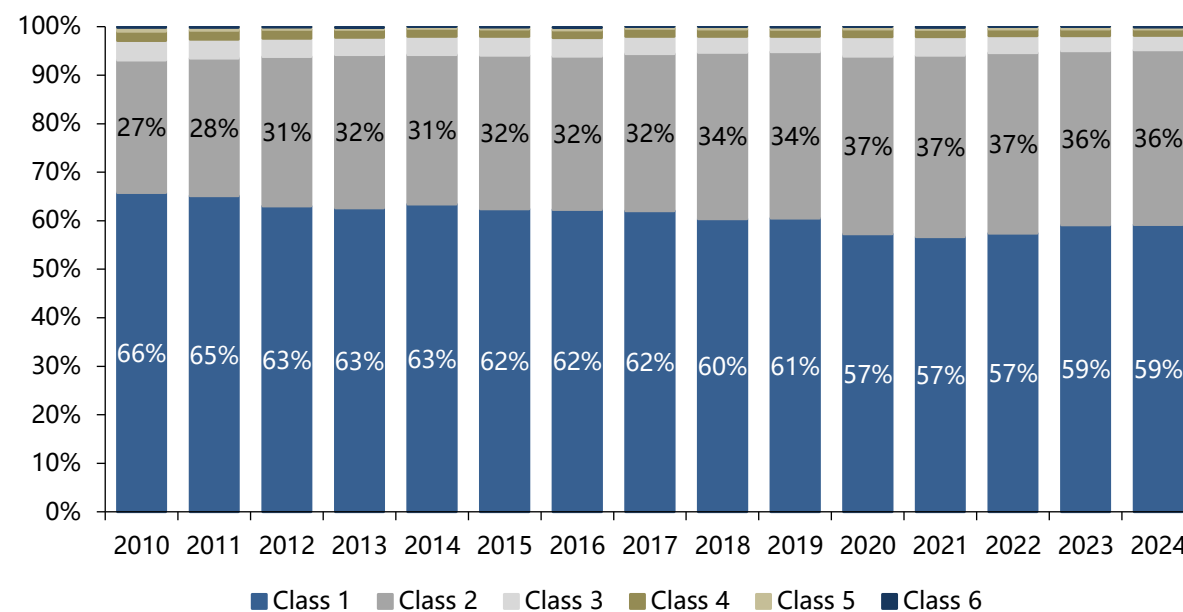
3.1 美国：分账户实行差异化资产配置

- 美国寿险业一般账户还通过拉长久期、适度信用下沉等手段缩小缺口、稳定收益。
- **增配超长期债券，缩小资产负债久期缺口。**2024年美国寿险业债券配置结构中约40%为20年以上期限，10-20年占比为33%，合计达到73%，较2011年的62%提升了超过10个百分点。美国寿险业债券配置以企业债为主，其高度发达的债券市场为保险资金配置提供了丰富资产供给，特别是中长期企业债供给充足，为险企拉长久期、获取信用溢价提供了基础。
- **适度降低债券配置等级，有效利用信用下沉获得更高收益。**美国公共债券分为1至6级，数字越小评级越高，其中1-2级为高信用等级债券，3级为中级，4-6级为低信用等级债券。自2010年起，保险公司适当地加配了分类等级为2的债券，减配了等级为1的债券，等级为3至6的债券占比变化较小。2024年末等级为2、1的债券占比分别较2010年+9pct、-7pct。

图：美国寿险业一般账户债券配置期限结构



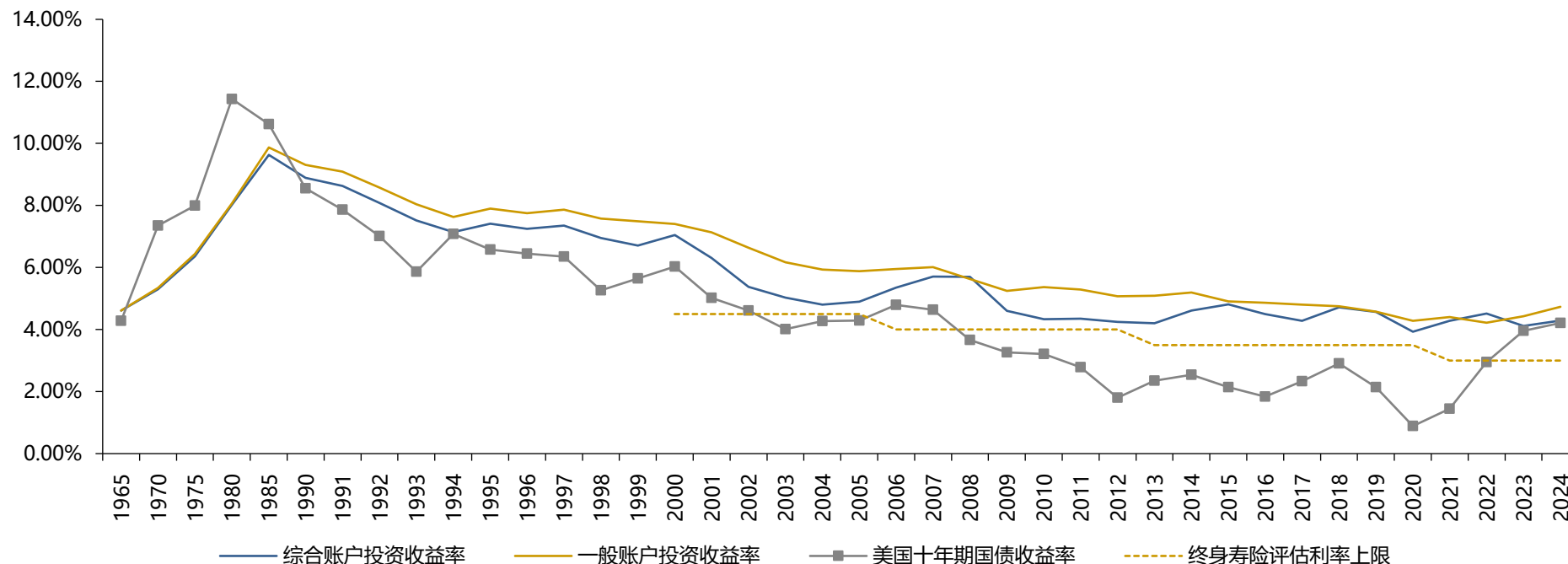
图：美国寿险业一般账户适度采用信用下沉策略



3.1 美国：分账户实行差异化资产配置

- 从成本收益匹配的角度来看，自1990s以后，美国保险公司资产投资收益率持续高于十年期国债收益率和评估利率。从整体趋势上看，随着美国经济增速放缓、量化宽松周期开启，十年期美国国债收益率曲线逐步下滑，由2007年的4.63%下降至2021年1.45%，此后持续加息后回升至4%以上，美国国债收益率的下滑导致保险公司投资收益率也随之下行。但在利率下行阶段，美国人身险业通过拉长久期、信用下沉和配置权益资产等策略，虽然一般账户投资收益率由2007年的6.01%下滑到2022年的4.22%，但下滑幅度明显小于国债收益率下滑幅度。而在加息周期利率上行之后，2023-2024年一般账户收益率也逐步回升，2024年回升至4.73%的水平。

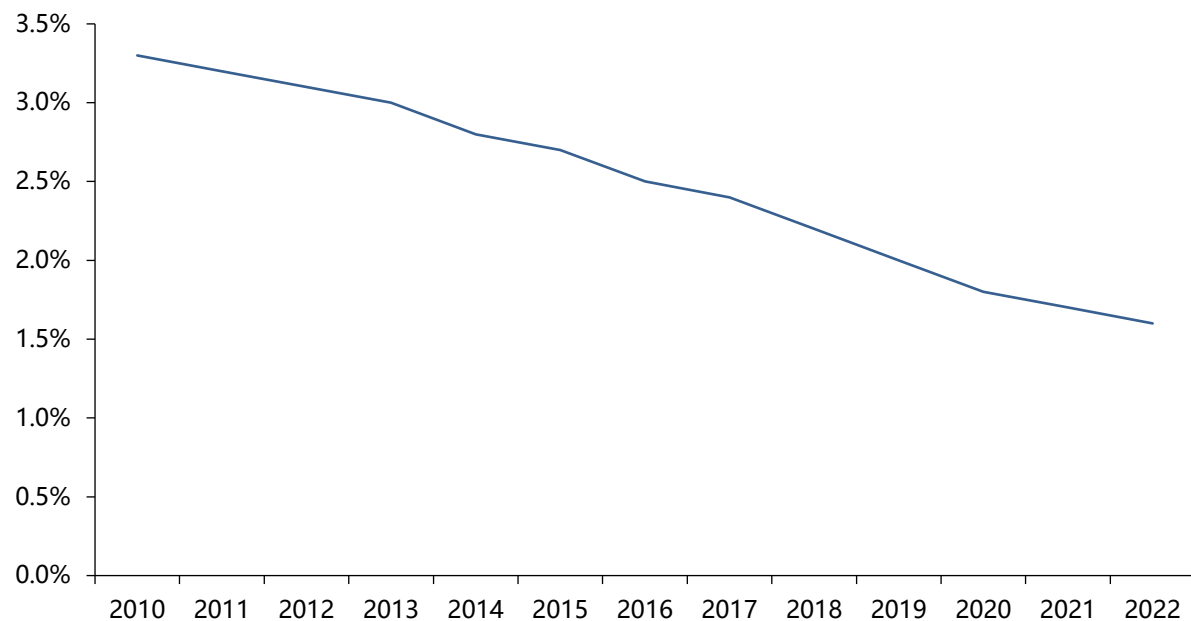
图：美国寿险投资收益率持续好于国债利率和评估利率水平



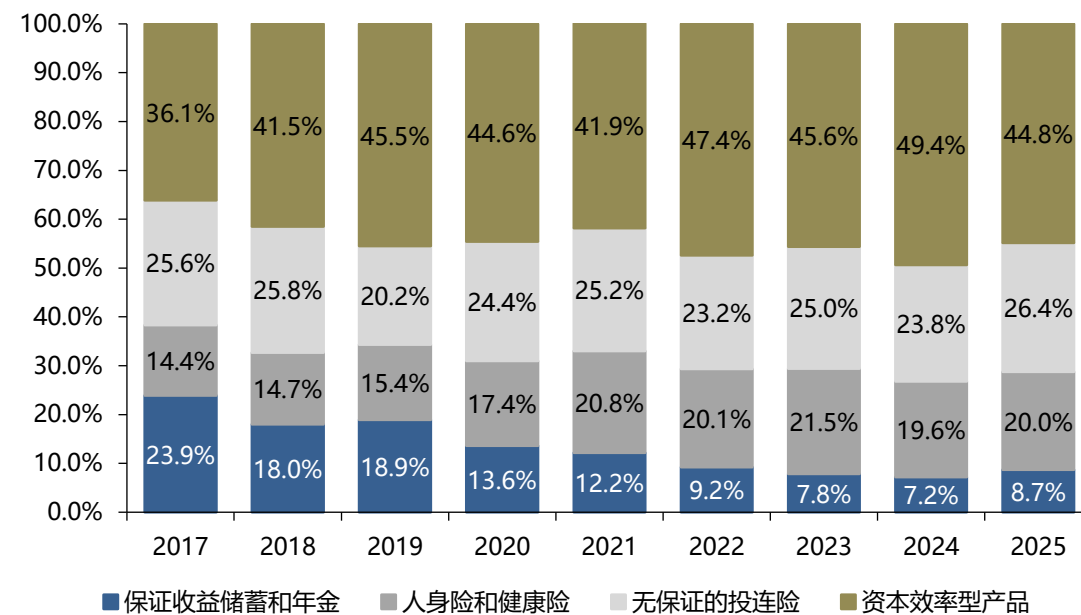
3.2 欧洲：严格的资负久期管理，保持稳定的利差空间

- 我们以德国安联保险和法国安盛保险作为欧洲寿险市场的代表。
- **低利率时期安联保险持续下调负债保证利率，大力转向非保本业务。**2010年前后安联保险面临较大负债成本压力，一方面公司大部分的非投连险都承担了最低保证利率，另一方面德国本土保险业务占比近一半，其保证利率高于其他业务地区。因此，自2010年起安联逐步下调在德国的保险保证利率，年下调幅度为10~20个基点，2022年末已经降至1.6%，较2010年的3.3%已经下降了超过一半。同时，安联积极转向非保本业务发展。2017-2024年公司新业务保费现值的结构中，保证收益型产品占比从23.9%下降至7.2%，2024年资本效率型产品占比高达49.4%，占比较2017年的36.1%显著提升。而在加息周期、利率水平较高背景下，2025年公司适度提升了保证收益类占比至8.7%。

图：安联保险持续调降德国本土保证收益产品的保证利率



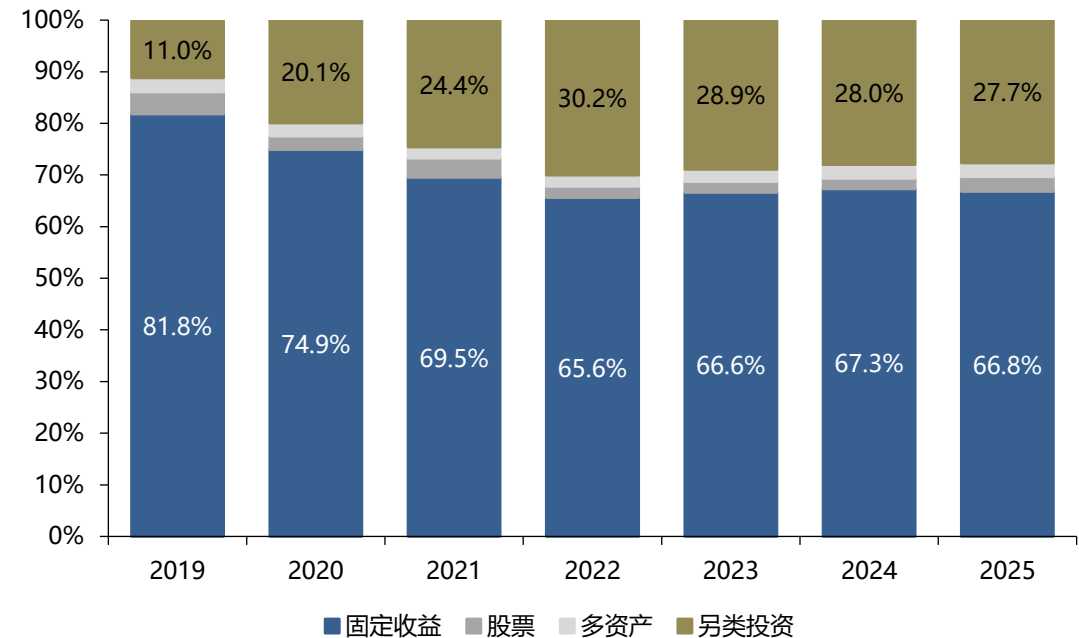
图：安联保险新业务保费现值以非保本型业务为主导



3.2 欧洲：严格的资负久期管理，保持稳定的利差空间

- **利率下行时加大另类投资配置力度。**以安联保险为例，随着普通债券配置收益率的下降，安联开始重视另类投资配置，以非标固收、不动产和私募股权投资为主要方向。2022年公司保险AUM中的另类投资占比一度达到30.2%的高点，但在近年来欧洲利率回升背景下，另类投资的配置比例开始有小幅回落，而固定收益类投资的占比有所回升。
- **综合运用各类衍生品工具，有效对冲风险。**欧洲保险公司广泛使用衍生品工具进行风险管理，不仅能对冲利率风险，还能对冲信用风险、权益风险和汇率风险等。以法国安盛集团为例，2025年末其运用衍生品的名义金额规模达到4095亿欧元，其中短期汇率风险和各期限的利率风险是最主要的对冲管理方向，这也与公司业务的全球化布局有关。

图：安联保险AUM中加大了另类投资配置力度



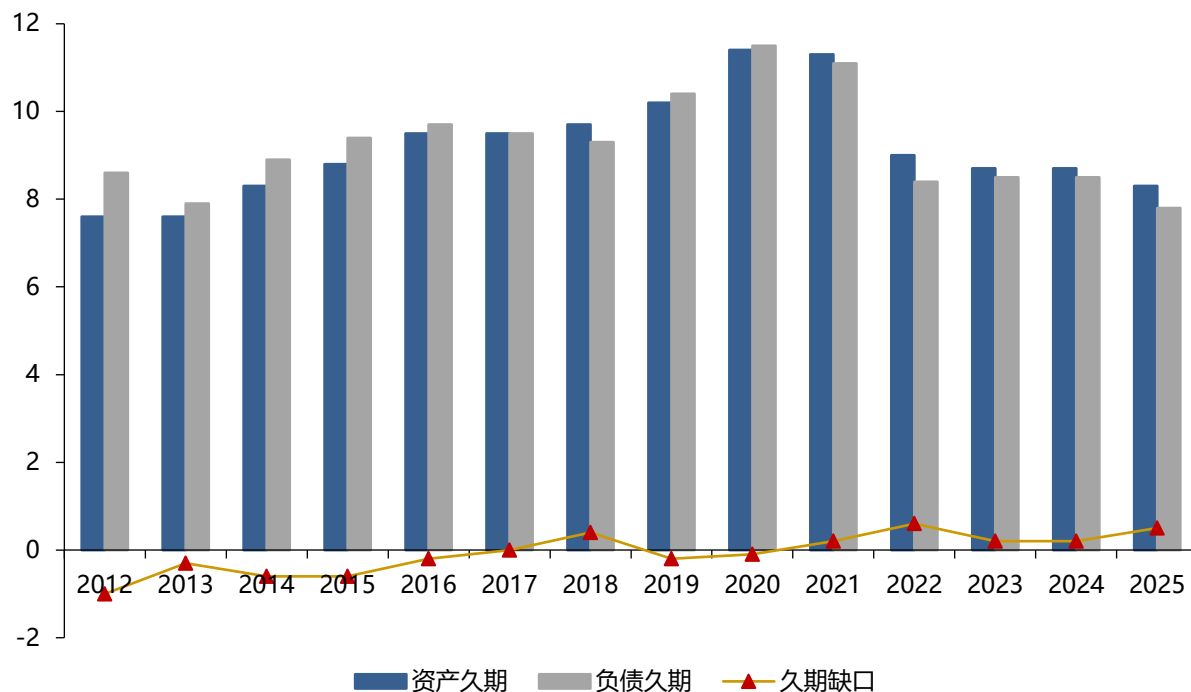
图：2025年末安盛保险衍生品名义金额的内部结构

类型	期限		
	< 1年	1-5年	> 5年
利率衍生品	12.6%	23.3%	15.5%
股权衍生品	3.8%	0.9%	0.0%
货币衍生品	29.2%	6.0%	2.5%
信用衍生品	1.1%	1.5%	0.0%
其他	1.0%	1.0%	1.6%
合计	47.7%	32.7%	19.6%

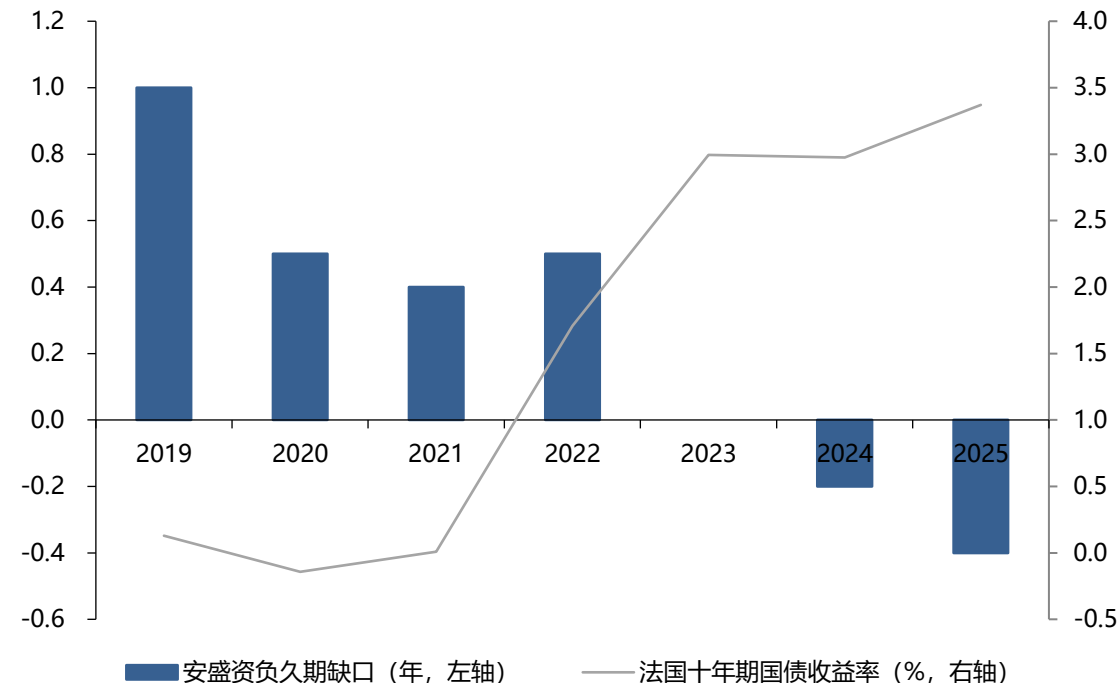
3.2 欧洲：严格的资负久期管理，保持稳定的利差空间

- **欧洲头部险企普遍重视久期匹配管理。**无论是德国安联还是法国安盛，其资产负债的久期缺口都保持着非常低的状态，大部分年份保持着近似于0的严格匹配，从而规避利率波动的冲击。从变化趋势上看，2012-2020年期间安联保险的资产和负债久期都在正逐步拉长，但是资产久期的变化幅度更大，从2012年的7.6年拉长至2020年的11.4年，并且实现从负缺口到正缺口的转变；2022年公司资负久期都有明显缩短，但久期缺口持续稳定。安盛保险同样实现了几乎完全匹配的久期结构，并且伴随利率变化动态、微小调整缺口水平，在利率下行期保持正向缺口，而随着利率上行将缺口转负，在一定程度上更有利于报表表现和风险管理。

图：安联寿险及健康险资负久期缺口维持较低水平（年）



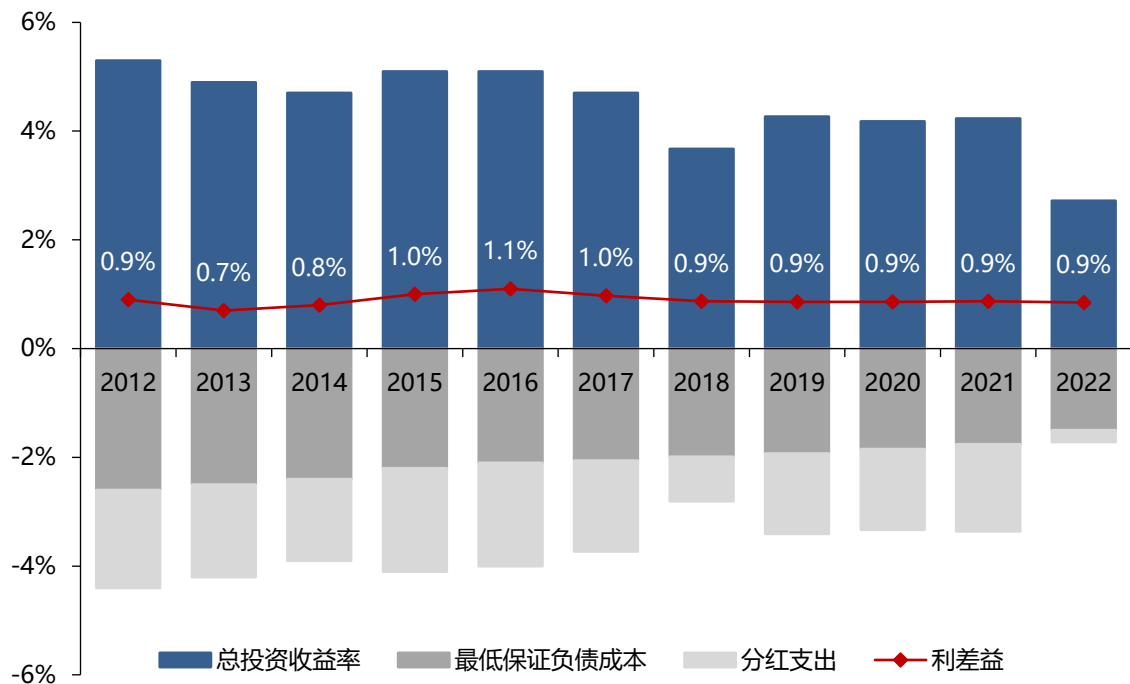
图：安盛保险资负久期缺口伴随利率水平动态调整



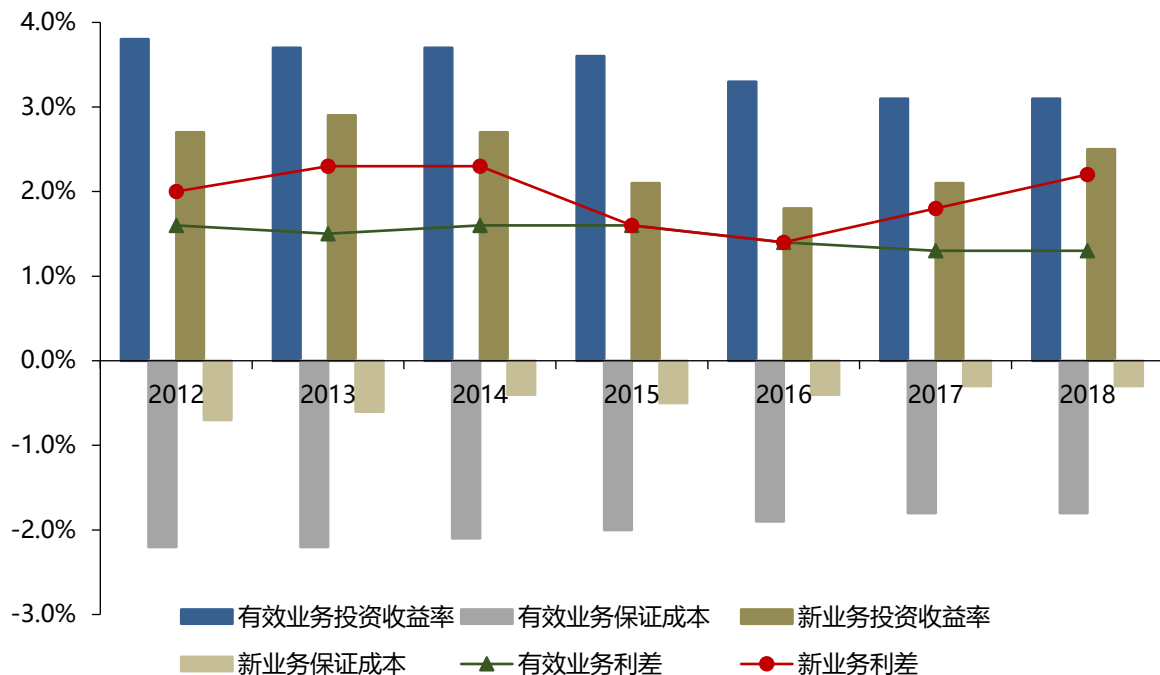
3.2 欧洲：严格的资负久期管理，保持稳定的利差空间

- **欧洲头部险企寿险业务保持着稳定的利差益水平。** 由于负债端和资产端积极的业务调整，以及严格的资负久期管理，从2012年以来安联保险和安盛保险的寿险业务都保持着稳定的利差益贡献，并没有因为利率的波动出现严重问题。
- 安联保险还提供了有价值的观察切口：在投资收益率表现不佳的年份，分红支出的弹性变化，是维持利差稳定的重要保证。例如在2018年公司投资收益率由上年的4.7%降至3.7%左右，分红支出比例较上年度直接减半，下降了约0.9pct，保证了利差空间未受到明显冲击，类似情况在2022年亦有发生。

图：安联寿险及健康险业务保持稳定的利差益



图：安盛寿险的有效业务与新业务利差表现均良好



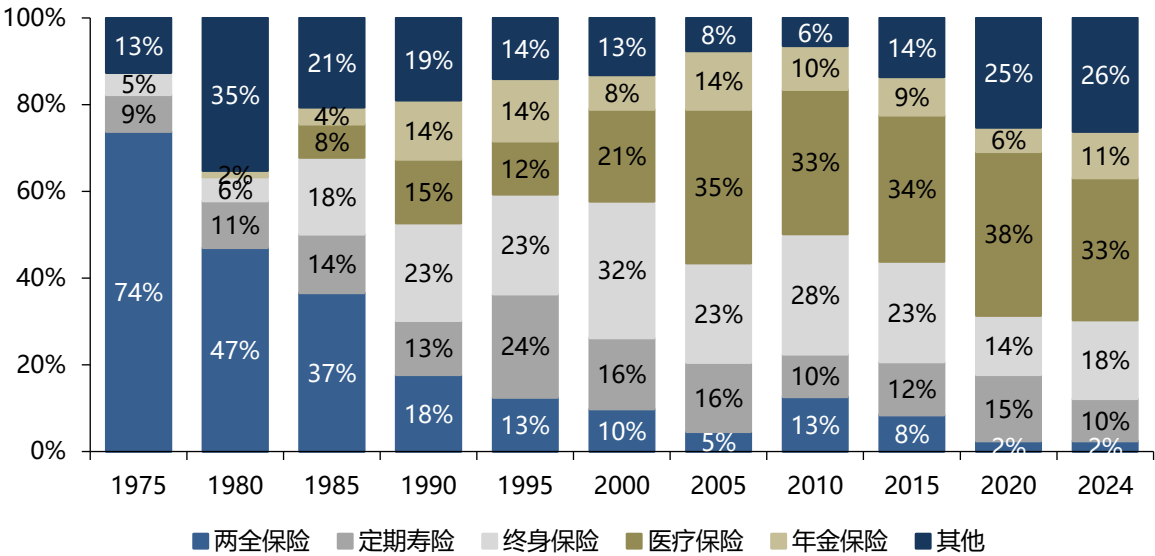
3.3 日本：配置海外资产，负债端转向死差型产品

- **1990s以来日本寿险标准利率持续下降。**1990s日本泡沫经济破裂，此前寿险业激进经营积累的风险集中爆发，导致出现了保险公司“破产潮”。1995年日本推出“标准责任准备金制度”，评估利率基于过去3年及过去10年的十年期国债进行确定，此后持续下调，至2017年已经降至0.25%。日本寿险产品的实际利率与评估利率可以存在一定偏离，由保险公司自主确定。由于近年来日本国内利率回升，2025年头部险企普遍上调了预定利率，例如日本生命将终身寿险产品预定利率由0.25%上调至0.4%。
- **负债业务重心从储蓄理财型产品转向纯保障型产品。**在1990s开始，日本大力发展第三领域保险产品（健康保险/医疗保险），其产品设计时采用更加保守的生命表，死差益较高，价值率一般是死亡保险的2-3倍。2000年以后第三领域保险产品成为日本寿险保费增长的重要动力，医疗保险新增保单占比由1995年的12.3%攀升至2024年的32.8%，终身寿险和定期寿险占比分别萎缩至18.1%、9.7%。但也可以看到，随着近年来日本利率回升，医疗险占比已经有所回落，而终身寿险、年金险占比有所提升。

表：日本寿险准备金评估标准利率历史变化

年份	标准利率
1946年-1951年	3.00%
1952年-1975年	4.00%
1976年-1992年	5.00%-6.25%
1993年	4.75%
1994年-1995年	3.75%
1996年-1998年	2.75%
1999年-2000年	2.00%
2001年-2012年	1.50%
2013年-2016年	1.00%
2017年至今	0.25%

图：泡沫经济后日本寿险业新增保单数量中医疗险等第三领域产品占比提升

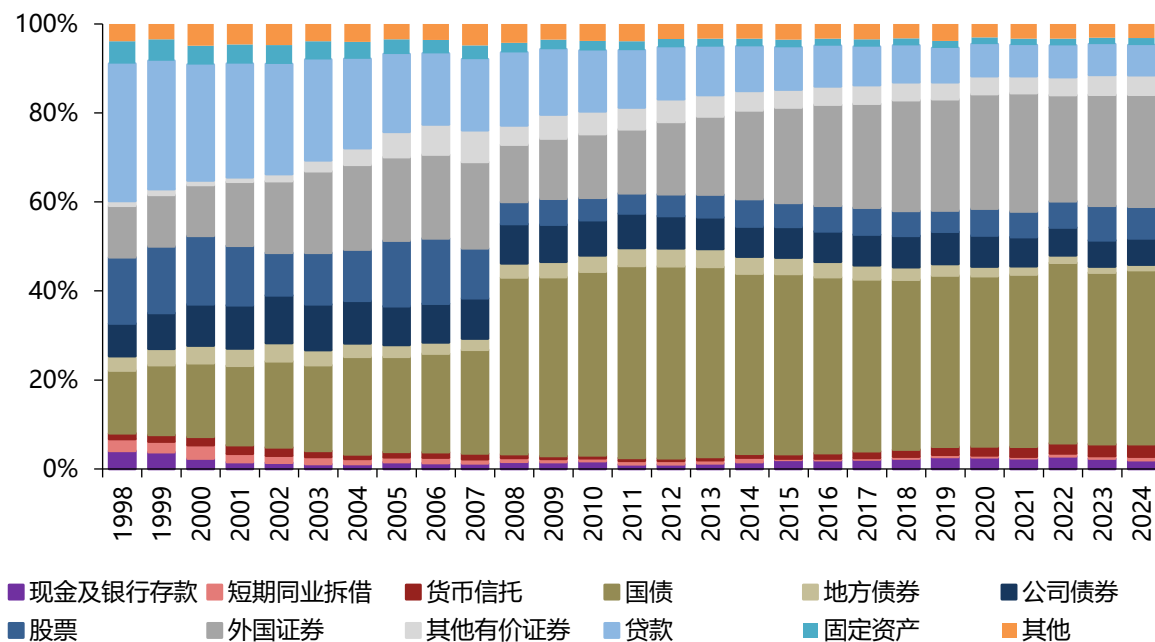


数据来源：日本金融厅，LIAJ，东吴证券研究所。注：左表为个人期交寿险产品标准利率。

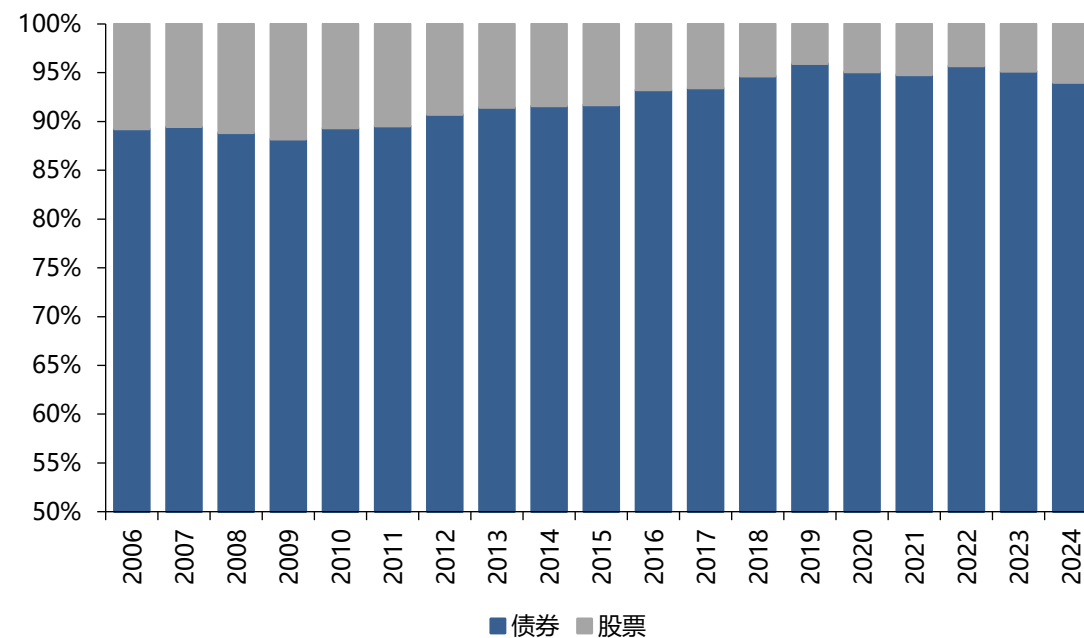
3.3 日本：配置海外资产，负债端转向死差型产品

- 为获取国内外利差，日本寿险业持续增配海外证券，以海外债券投资为主。在20世纪90年代破产潮之后，日本寿险业资产配置主要采取平衡投资策略，**有价证券**一直是重要的配置方向。1998-2024年，日本寿险业有价证券投资占比从 52.2%增加到 82.9%，其中海外证券占比逐步提升，由1998年的11.5%提升至2024年的25.2%，是仅次于日本国债的第二大投资品种。日本寿险业的海外证券投资以债券配置为主体，在2006年占全部海外证券比重已达89.2%，2008年金融危机爆发使得海外债券配置比重出现下降，但自2010年起逐步复苏，至2024年末占海外证券比重为94.0%，继续保持绝对主导地位。

图：1990s以来日本寿险业持续增配海外债券投资



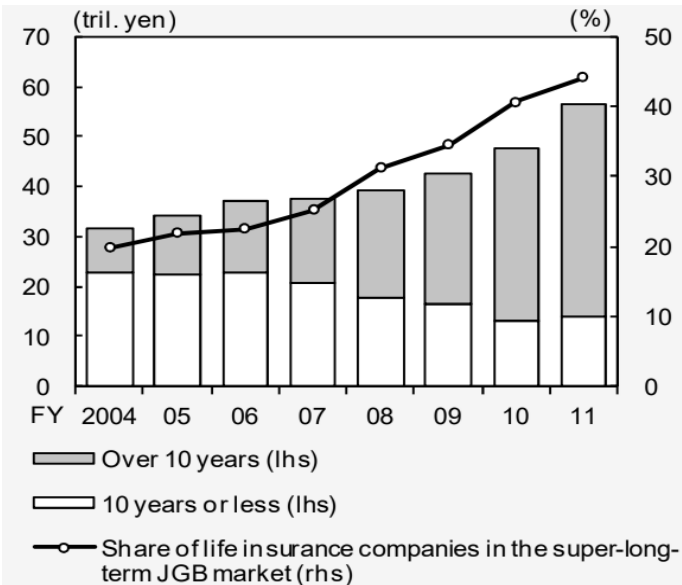
图：日本寿险业海外证券投资中债券占比超过90%



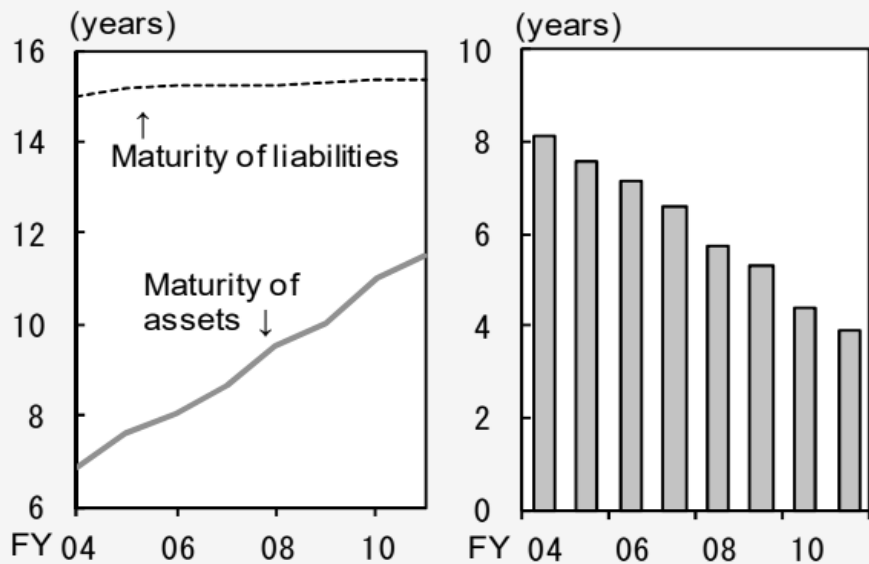
3.3 日本：配置海外资产，负债端转向死差型产品

- **在国内债券配置上，日本寿险业持续加大长久期国债配置。**1990年前，日本寿险业固收投资主要以贷款为主，而在1990后开始持续降低贷款资金配置比重，增配长久期债券，日本寿险公司持有的债券平均久期从2003年的6.2年提升至2012年的11.8年。
- **通过持续拉长资产久期，日本寿险业资负期限错配缺口也在不断缩窄，有效降低了利率下行环境下的经营风险。**根据日本央行数据统计，2024年末日本寿险行业资负久期缺口在2-3年左右，已经在世界主要寿险市场中处于较合理水平。

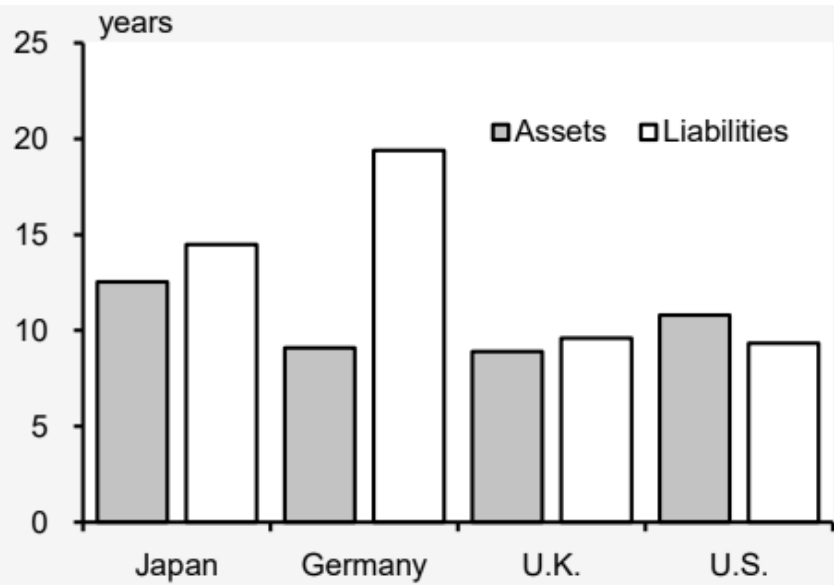
图：日本寿险业持续增配长久期国债



图：2000s日本寿险业资负久期缺口持续收窄



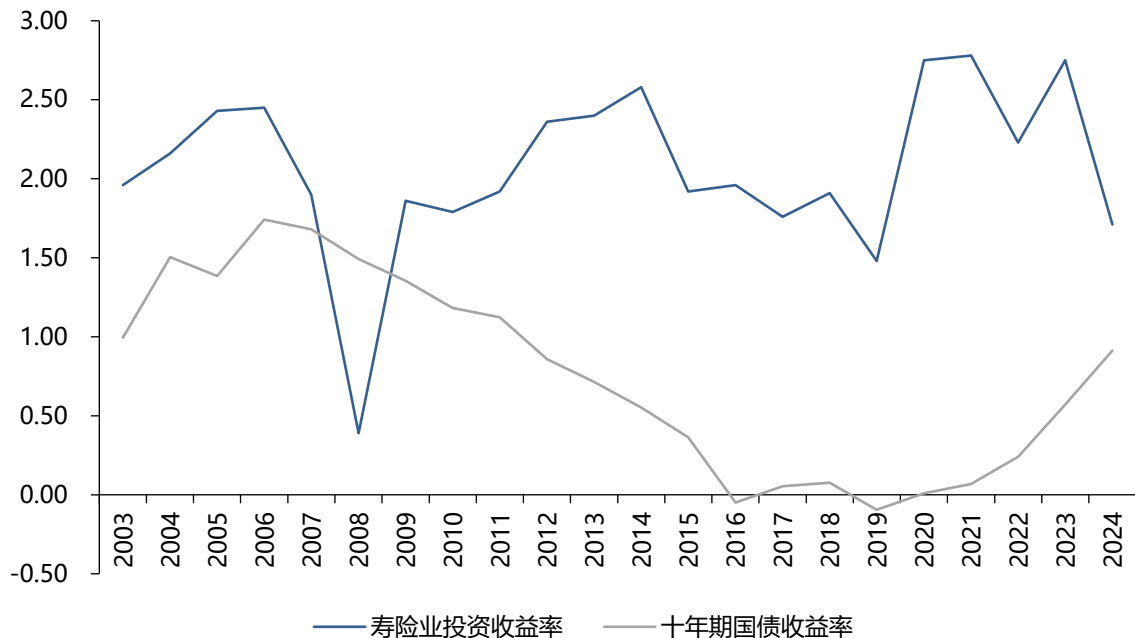
图：2024年末日德英美四国寿险行业资负久期情况



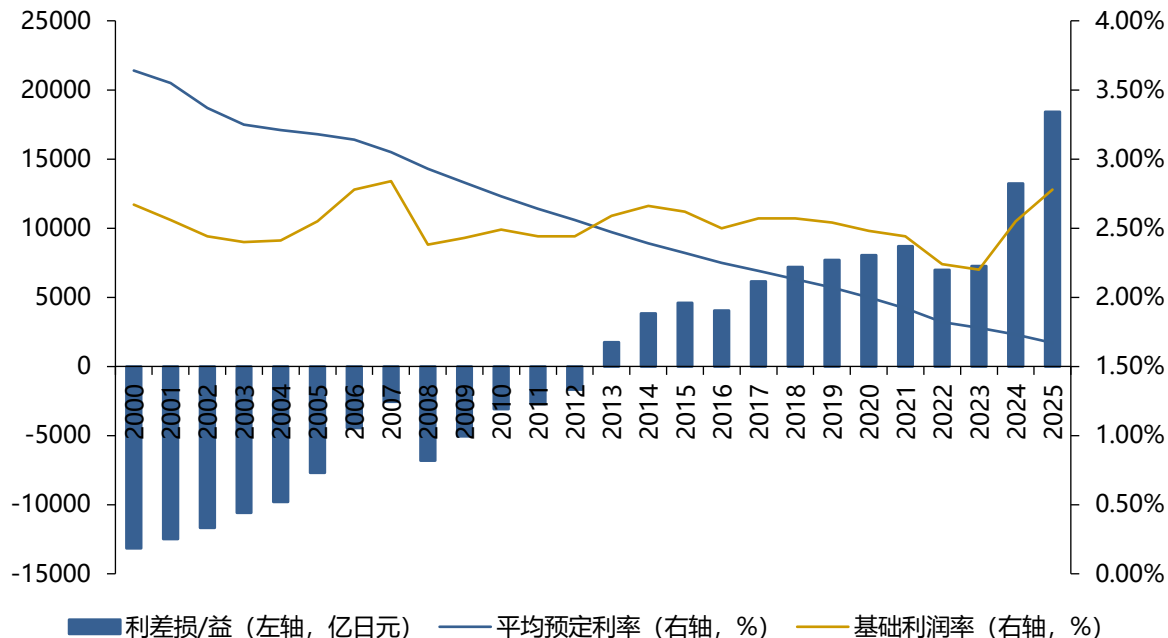
3.3 日本：配置海外资产，负债端转向死差型产品

- **日本人身险投资收益率整体稳定，海外证券投资收益表现较好。**除2008年以外，近二十年以来日本寿险业投资收益率水平明显高于十年期国债收益率。从细分资产收益率可以看出，外国证券历史上大部分年份可以获得可观的收益率，2006-2024年平均收益率达到3.1%，仅次于国内股票投资（5.5%），对整体收益率（2.0%）具有明显正面贡献。
- **2013年以来日本寿险行业利差益规模不断扩大。**随着新增保单预定利率的下降和新增保单占比的上升，目前日本保险公司的平均负债成本已降至1.5%-2.0%，且逐年快速下降，与此同时投资收益率企稳并保持在2.5%左右，在2013年日本寿险业（以中坚9社为代表）实现了由利差损向利差益的成功扭转，并且在近年来不断扩大利差益规模。

图：日本寿险业投资收益率持续好于十年期国债利率



图：日本寿险业中坚9社利差益规模不断扩大



3.4 总结：海外发达寿险市场资产负债管理的经验参考

成本匹配

- **负债端：**①合理控制预定利率水平，负债成本要与宏观利率环境相匹配，海外寿险普遍建立起动态调整机制。②在利率下行期，调整负债结构，增加非利率敏感型业务比重。欧美地区倾向于发展浮动收益型产品，通常仅有较低或者没有保证收益，而日本寿险业则大力发展死差型产品，以医疗险为代表的第三领域业务快速增长。
- **资产端：**①美国对不同账户进行明显的差异化配置，独立账户配置权益比例明显更高，与账户负债特性相匹配。②欧洲保险公司重视另类投资配置，并且普遍利用衍生品进行利率、汇率、权益风险等对冲管理。③日本寿险业大幅增配海外债券投资，以缓解境内长期利率环境压力，历史数据显示其海外投资收益水平仅次于境内权益投资。

期限匹配

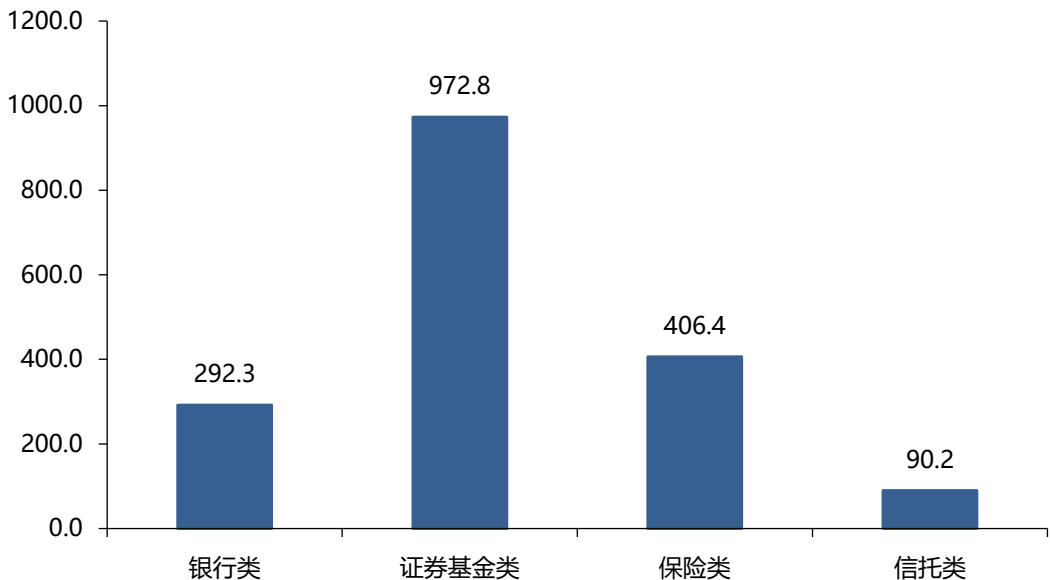
- 欧美和日本地区普遍重视期限匹配，尤其是在利率下行环境下均大力增配长久期资产，缩小资负久期缺口。特别是欧洲的大型险企，安联和安盛保险均保持着非常小的久期缺口，并且会随着利率环境变化进行动态调整。并且，资负久期缺口的管理是双向的，需要同时控制资产和负债两端久期才能实现合理匹配。

4. 展望：构建符合中国实际的资产负债管理体系

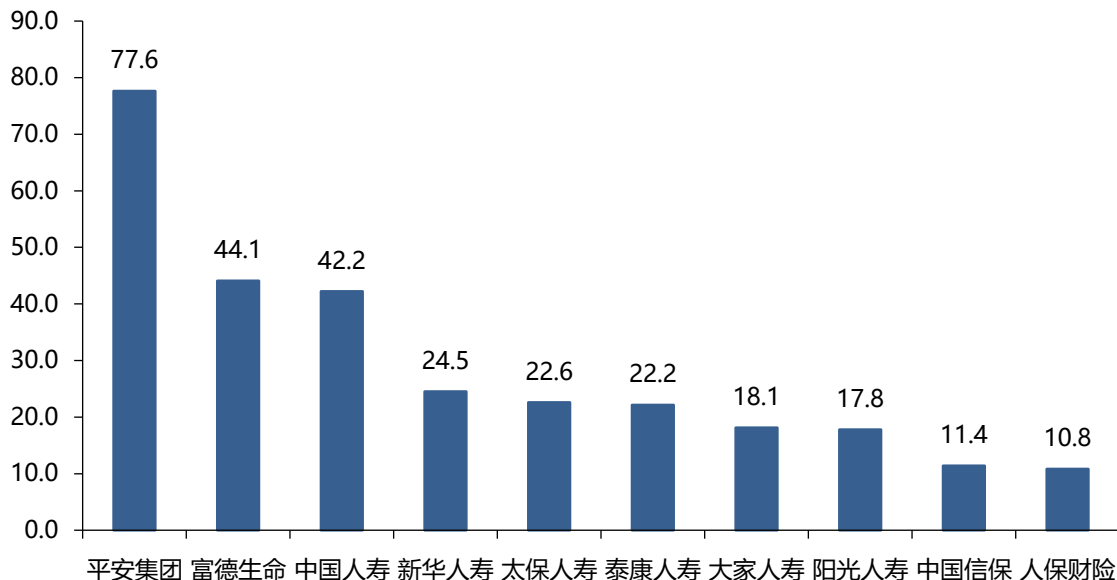
4.1 建立符合中国具体实际的资负管理体系

- 虽然海外发达市场已经为国内保险业的资产负债管理提供了有益的经验参考，但是并不是所有经验都具备在国内市场落地实施的可行性。
- 欧洲保险公司开展了全球化业务和投资布局，大范围采用衍生品工具对冲风险，但是目前国内寿险业务集中于境内，国内金融衍生品工具尚不丰富，尽管在政策层面上允许通过国债期货等工具进行风险管理，但是实际操作经验有限。
- 日本寿险业大幅增配海外投资，但是国内保险资金在出境方面受到严格约束，暂时无法实现大规模海外配置。根据新浪财经报道，截至6月18日中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、中国太平及泰康保险6家险企已成为首批获准参与“南向通”债券投资的保险公司。我们认为，目前债券“南向通”对于配置境外非人民币计价的债券仍然受到QDII额度约束，而点心债境内外利差已明显收窄，尚不足以产生实质性影响。

图：各类机构QDII额度情况（亿元，截至2026.6.30）



图：保险公司QDII额度前十大机构（亿元，截至2026.6.30）



4.2 负债端：充分发挥浮动收益型产品的机制优势

- 从负债端来看，国内已经建立了与宏观利率挂钩的预定利率动态调整机制，并且在2023-2025年连续三年下调了预定利率，新增业务负债成本得到明显优化，在这一点上已经与海外经验基本保持了一致。
- 我们认为，接下来业务结构调整仍然是需要进一步推进的策略，关键在于落实分红险“浮动收益”的实质。目前国内分红险转型已经取得阶段性成果，但是仍有在激烈竞争环境下对分红险进行“变相刚兑”的问题。从欧洲市场经验看，浮动收益型产品的核心价值就是在投资收益波动年份给予弹性回报的机制保护，因此国内险企要摆脱“冲规模”的短期思维，避免恶性竞争、变相刚兑。此外，当前分红险预定利率上限为1.75%，相比传统险的优化幅度有限，未来可以效仿港险，推出低保底+高浮动收益结构的产品，进一步降低刚性成本。

图：中国香港与中国大陆典型分红险产品对比

公司名		友邦	富卫	安盛	中意	中英	复星保德信
产品名		环宇盈活	盈聚天下2	盛利2-至尊	一生中意(福享版)	福满佳C款	星福家(朱雀版)
投保条件		香港：以0岁投保，10万美金*5年为例			内地：以0岁投保，10万人民币*5年为例		
保证回本期		18年	17年	25年	9年	9年	10年
保证收益 IRR	10年	-	-	-	0.02%	0.35%	0.11%
	20年	0.09%	0.02%	-	0.84%	0.99%	1.02%
	30年	0.13%	0.13%	0.07%	1.07%	1.16%	1.27%
	40年	0.23%	0.23%	0.14%	1.18%	1.25%	1.40%
	60年	0.25%	0.25%	0.22%	1.29%	1.34%	1.52%
预期回本期		7年	6年	7年	7年	7年	6年
演示收益 IRR	10年	3.51%	3.53%	3.52%	1.92%	2.25%	1.87%
	20年	5.69%	6.00%	5.82%	2.75%	2.90%	2.84%
	30年	6.50%	6.50%	6.50%	2.98%	3.08%	3.14%
	40年	6.50%	6.50%	6.50%	3.10%	3.17%	3.30%
	60年	6.50%	6.50%	6.50%	3.21%	3.26%	3.50%

4.3 资产端：发挥耐心资本优势，践行长期主义原则

- 对于保险资金运用，要发挥好自身长线资金、耐心资本的优势，践行长期投资、价值投资的原则，避免追涨杀跌的短期思维。这需要保险公司内部建设完善长周期考核机制，目前财政部对国有险企的考核机制已经实现“当年度+3年+5年”的平衡结构，中小民营险企也应当积极效仿，从考核机制上基础上避免短期主义干扰。
- 在具体的组合配置方面，核心仍然是以长久期利率债+优质权益投资的哑铃型配置结构，平衡好固收类、公开市场权益、另类资产占比；在权益投资内部，做好成长型和价值型资产配置结构的平衡，布局方向顺应国家重大战略和新兴战略产业发展趋势。

图：中国太保以跨越周期为目标的资产配置思路



5. 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