pwc

ERGO
安顾中国

低利率环境下，寿险公司资产负债管理思路：全生命周期重塑资产负债多维管理体系

安顾管理层观点：借鉴国际经验，探索寿险公司资产负债管理的可行路径



思勇明 (Jürgen Schmitz)
安顾中国首席执行官

资产负债管理，是全球保险行业共同面临的课题。对于正处于深刻转型与升级阶段的中国寿险业而言，这一课题的意义尤为重大。

作为全球市场的“先行者”，欧美日等发达保险市场历经上百载经济与利率周期，其实践早已证明，资产负债管理绝非孤立的技术环节，而是一项关乎企业长期稳健发展的、高度协同的“系统性工程”。

他山之石，可以攻玉。中国寿险业用几十年的时间实现了规模的跨越式增长。今天中国寿险业所面临的诸多挑战，仍可以借鉴有百年历史的成熟市场经验，并结合本国国情走出一条独特的发展道路。

当前，长期低利率环境已从一道“周期考题”演变为一场“时代大考”。而中国的监管机构，也在引导寿险公司从依赖高佣金、高保证利率与“人海战术”的粗放模式，转向高质量与可持续的发展之路。如何构筑坚实的资产负债表、有效规避利差损风险，并在此基础之上实现高质量可持续的增长，已成为整个行业的核心议题之一。

面对这一核心议题，中国市场的破局之道既源于对本土需求的深刻洞察，也离不开对全球智慧的开放借鉴。安顾集团作为深耕中国市场的国际保险集团，基于公司的百年历史与国际运营经验，坚信优秀的资产负债管理能力是寿险公司实现可持续经营，取得成功的关键因素。

安顾与普华永道合作撰写了这本以海外实践经验为特色的资产负债管理白皮书。希望通过对国际先进案例的梳理与剖析，为中国同业提供一份兼具前瞻性与实操性的参考，助力行业在不确定性中锚定方向，共同推动从规模导向到价值导向的转变，构建更具韧性的商业模式。

我们希望以安顾的全球视野赋能中国保险市场的本土实践，并与中国的监管机构、行业伙伴及各位同仁一道，共同探索符合中国市场特色的资产负债管理路径。我们坚信，通过开放共享与通力协作，中国寿险业将在新的发展周期中把握机遇，行稳致远，基业长青。

普华永道专家观点：资产负债管理将是寿险公司的核心竞争力



金鹏
普华永道中国精算团队合伙人

五年前，当我参与撰写普华永道保险行业研究报告《利率下行时期寿险公司资产负债管理的应对与策略》时，曾经提出长期利率的快速下行对寿险公司稳健经营的杀伤力是巨大的，寿险公司应当警惕这一风险。2020年9月，十年期国债利率在3.2%左右；到2025年9月，已经下跌到1.8%。回望历史，令人感慨。

毫无疑问，我们早已处于低利率的市场环境中，寿险公司面临的投资端与负债端的挑战是巨大的。传统的资产负债管理策略和方法，需要调整，以应对严峻的市场状况。寿险公司的管理层应当将资产负债管理置于价值创造的核心地位，是在激烈市场竞争中胜出的核心竞争力。长期的低利率市场势必淘汰那些经营效益差、风险高的低效企业，从而达到产能出清，实现行业健康发展。

在过去的30年间，日本、欧洲以及中国台湾地区等发达经济体都经历了持续的低利率周期。低利率带来的直接影响是利差损和资本消耗。我们研究分析了海外寿险公司应对长期低利率的市场环境所采取的行之有效的措施，以期借鉴参考之用。

低利率的市场环境，中小寿险公司的经营压力尤为严重。中小公司资本金薄弱、历史积累少、负债成本高、由于没有达到规模经济而长期存在费差损。我们问卷调研了数十位中小公司的管理人员，试图总结中小企业在提升资产负债管理过程中的困境以及破局思路。

海外寿险公司的经验和国内中小公司行业调研表明，没有单一技术手段或者灵丹妙药可以“一击而中”解决利差损和资产负债不匹配的问题，而是需要建立多维管理体系，动态评估投资策略。解决历史保单负债高成本，不能单纯依靠低成本的新业务增长，也需要积极寻找高收益的资产。资产负债表的重塑与资本补充是必要措施。

资产负债管理，需要融入企业价值链全流程中，成为企业的核心竞争力。低利率时代，对于有准备的寿险公司而言，既是挑战，也是破茧重生的契机，关键在于是否能够真正将资产负债管理置于企业管理的核心位置。

目录

01 前言 — 低利率环境下提升资产负债管理能力的重要意义 5

(一) 寿险行业存量保单的利差损风险加剧 6

(二) 低利率环境直接影响寿险公司新产品开发 6

(三) 利率下行或利率波动对公司财务报表管理和净资产管理等带来压力 7

(四) 低利率环境要求寿险公司动态审视投资策略 7

02 海外市场资产负债管理经验分析 8

(一) 欧洲主要市场利率水平 8

(二) 欧洲市场资产负债管理 9

(三) 美国市场资产负债管理分析 15

(四) 日本市场资产负债管理分析 19

(五) 中国台湾地区寿险市场经验 23

(六) 中国香港地区资产负债管理分析 27

(七) 海外各市场核心经验总结 30

03 中小寿险公司资产负债管理困境与应对思路调研 31

(一) 部分存量业务具有较高的负债成本率, 使公司面临利差损 32

(二) 公司面临资产负债有效久期缺口, 但资产端投资机会有限 33

(三) 实现资产负债期限和收益匹配的双重目标, 公司积极探寻多元化投资模式 34

(四) 公司积极调整产品结构平衡存量压力 35

(五) 资产负债管理工作的目标和展望 36

(六) 资产负债管理行业经验 37

04 中国寿险公司资产负债管理策略及展望:重塑多维管理体系 38

(一) 第一维:资产端与负债端本位管理提升 38

(二) 第二维:基于财务表现和资本使用效率的资产负债互动管理 42

(三) 第三维:建立贯穿保险经营全生命周期的资产负债管理体系 46

引用文献 48

前言 — 低利率环境下提升资产负债管理能力的重要意义

资产负债管理（Asset and Liability Management, ALM）作为保险公司财务管理的核心机制之一，承载着平衡长期负债特性与资产收益能力的使命，也是保险公司防御系统性风险的重要屏障。资产负债管理的目标与经济的发达程度、资本市场的结构、企业的发展阶段、监管体系的完善与否息息相关。

我国保险业资产负债管理监管框架的里程碑式突破出现在2019年。随着《保险资产负债管理监管暂行办法》的正式出台，配合2018年发布的《保险资产负债管理监管规则(1-5号)》，保险业构建起一套系统化监管工具集，将以往分散的制度“软约束”转化为统一、可量化的“硬约束”，这为推动保险公司建立涵盖产品定价、资产配置和资本管理的全链条ALM体系，为行业从高速增长向高质量发展转型奠定制度基础。

目前，国内寿险公司同时面临着金融市场激烈的同业竞争、渠道管理模式改革阵痛以及经营环境的不确定性，都提醒着公司应当比以往任何时候更加重视资产负债管理在企业风险管理中的作用，而低利率的经济环境又为公司的资产负债管理体系带来了新挑战。



数据来源：https://yield.chinabond.com.cn/cbweb-mn/yield_main?locale=zh_CN

2024年，中国保险业经历了前所未有的利率下行冲击，10年期国债收益率下降90个基点，降至1.68%。2025年5月20日，中国人民银行宣布下调贷款市场报价利率(LPR)：1年期LPR和5年期以上LPR同步下降10个基点，分别降至3.0%和3.5%。与此同时，银行存款利率整体下调，3年期定存利率和5年期定存利率当月下降幅度达到30个基点。

导致利率下行的主要因素包括：长期经济增长预期减弱；投资机构资产配置调整，倾向于增配长久期利率债，以及投资者风险偏好的系统性下降；全球经济环境的影响等，低利率环境对寿险公司经营和资产负债管理的影响主要体现在以下几个方面：

（一）寿险行业存量保单的利差损风险加剧

目前各寿险公司存量保单中仍有大量2019年前销售的预定利率4.025%的保单，以及2023年前发行的3.5%定价保单，此类业务多数为增额终身寿险或长久期的年金保险。低利率环境下，保险公司资产端的投资收益率持续下行，而负债端存量保单的预定利率却保持刚性，使其面临经济意义上的利差损风险。

（二）低利率环境直接影响寿险公司新产品开发

低利率环境对寿险公司新产品开发的影响体现在监管政策调整和产品销售策略改变两方面。

首先，为应对低利率环境，监管出台了一系列政策来规范寿险产品开发，根据国家金融监管总局2025年1月发布的《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制》，当保险公司在售产品预定利率连续两个季度高于研究值25个基点时，须下调新产品预定利率。2025年1月行业协会公布的预定利率研究值为2.34%，4月更新预定利率研究值为2.13%，7月更新预定利率研究值为1.99%。这一规定的出台，使得较短周期内市场利率的波动也成为了新产品定价利率的影响因素，对寿险公司新产品开发和迭代提出了更高要求。

其次，低利率环境正在整体改变寿险行业产品销售策略。传统依靠高预定利率吸引客户的储蓄替代模式难以为继，行业被迫寻找新的业务增长点并思考整体战略转型的必要性。寿险公司的产品战略转型从“保底收益”向“低保底+浮动收益”模式转变，通过风险共担机制缓冲利差损压力。

（三）利率下行或利率波动对公司财务报表管理和净资产管理等带来压力

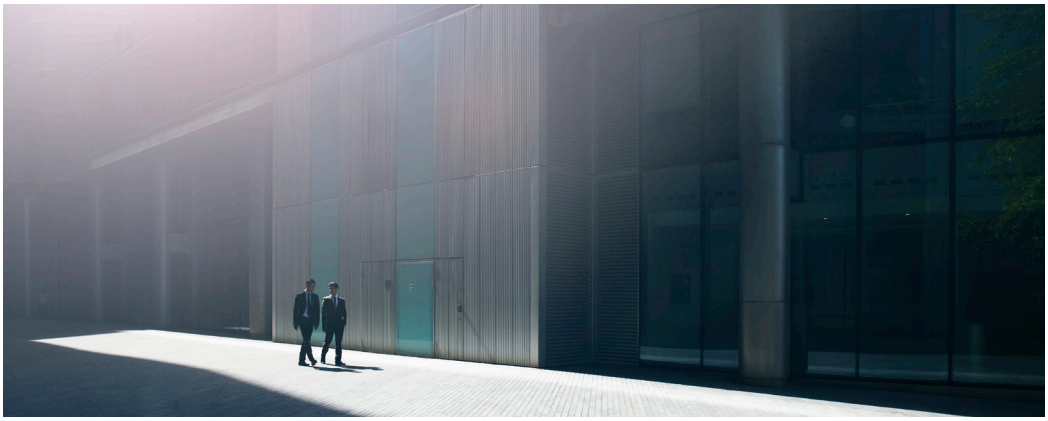
利率下行导致寿险公司负债评估的折现率曲线下行，尽管现行准则下折现率曲线为750天移动平均国债收益率曲线，利率下行的显现存在滞后性同时公司可以通过采用逆周期溢价等形式有限降低利率下行对准备金的影响，但利率的波动仍然使公司在财务报表管理上较为被动。同时，切换到新准则后，负债采用国债当日线进行评估，资产端也多采用公允价值计量，因此，公司资产负债久期缺口，即利率风险敞口直接对净资产产生影响，使得很多资本较薄的中小公司承受巨大压力。

（四）低利率环境要求寿险公司动态审视投资策略

寿险公司的负债具有期限长、保证收益刚性的特点，因此寿险公司的投资策略既要考虑通过配置长期限资产以匹配负债端长久期特性，又要考虑资产负债的收益匹配问题。低利率环境下，投资策略面临更为突出的平衡挑战。

10年期AAA级企业债收益率从2020年的4.2%降至2025年5月的2.9%，同期政策性银行债收益率从3.6%降至2.4%。这种趋势迫使保险公司开始投资策略转型，从依赖固定收益转向多元资产配置。

新的经济环境下，寿险公司如何通过精细化资产负债管理，解决历史高利率保单的利差损问题，重构产品端定价与产品策略，提升投资韧性实现资产端突围，进而在新业务中实现可持续增长，成为行业生存与发展的关键。



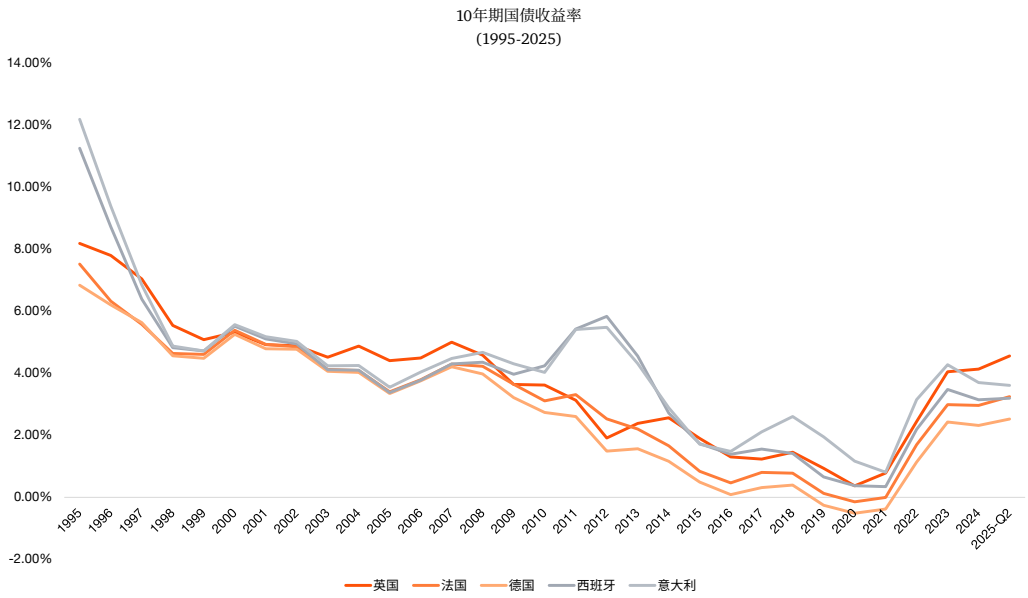
海外市场资产负债管理经验分析

上世纪九十年代以来，欧美等海外市场经历了较为长期的利率下行周期。尽管自2021年以来，美国、英国等国家的国债利率展现了企稳回升趋势，但是这些国家在过去30年间在低利率环境下的应对措施及管理思路对于中国大陆的寿险公司仍然有借鉴意义。同时，海外寿险公司在度过利率下行周期之后，将会面临怎样的、由于利率重新回升带来的挑战，也可作为国内寿险公司的前车之鉴。

（一）欧洲主要市场利率水平

1990年代开始，欧洲主要市场见证了利率的不断下行，并于2021年前后到达历史最低点。从下图可以看出：德国10年期国债收益率于1995年超过6%，此后不断下跌并在2019年达到“零收益率”、甚至在2020年跌为-0.51%。其他主要市场的跌幅同样明显、并且于2020年跌至历史谷底：英国及法国的10年国债收益率于1995年基本维持在8%左右，截至2020年，英国10年国债收益率低至0.37%、法国10年国债收益率跌至-0.15%。

2021年后，欧洲市场利率开始出现回暖。截至2025年二季度，德国10年期国债收益率回升至2.53%、英国回升至4.57%、法国回升至3.25%。部分市场观点认为，欧洲市场或许已走出利率下降周期，将迎来利率回升周期。



数据来源：https://www.oecd.org/en/data/indicators/long-term-interest-rates.html

（二）欧洲市场资产负债管理

1、欧洲市场寿险储蓄产品特征概览

欧洲市场寿险产品形态呈现多元化特征，同时受监管政策和分销渠道结构影响，产品呈现保证水平、条款灵活性等特征。

部分欧洲国家市场由于支柱产品为含固定保证收益的两全型产品或寿险，因此受到低利率环境冲击：以德国为例，两全保险是市场支柱产品，其刚性保证条款和长期限特性使低利率环境构成严峻挑战；西班牙的两全保险提供固定保证、因此也面临低利率挑战；意大利多数寿险业务为分红储蓄型产品和增额终身寿险，均易受利率下行冲击。

另一些欧洲国家市场产品侧则面临较小的利率风险：以法国为例，其寿险储蓄产品条款相对灵活，仅提供短期保证，从而大幅缓释利率风险；英国储蓄型产品则完全不设利率保证，受到较小的低利率风险。

自金融危机后，众多保险公司已采取多项措施，从产品负债端和资产端同时发力，以降低低利率环境的冲击并提升应对金融环境变化的能力。

2、调整寿险产品特性与业务结构

2016年，欧偿二代的实施推动了欧洲市场进一步落实定价利率市场化，即定价利率需反映市场长期收益率并根据市场利率变化动态调整。同时，欧洲寿险公司在低利率环境下，停售了传统寿险产品并试图把历史存量业务转出其他公司，并推出新型寿险产品。例如：部分新产品不再像传统寿险那样由保险公司来实现保底收益，而是通过资本市场金融衍生品来实现（比如变额年金类的投资型业务）。

通过这些举措，寿险公司成功将部分利率风险及其他投资风险转移至与保单持有人共担。业务组合逐步向投连险或资产管理型业务倾斜，从而降低保险公司对金融市场风险的敞口。



3、资产端投资收益增强策略

对负债久期较长的寿险公司而言，国债收益率低迷使其不得不重构投资布局。2020年市场利率下，使得寿险公司依靠投资收益覆盖既有保证收益愈发困难。由于资产负债久期错配，投资组合平均收益率的下降速度将快于负债端的平均保证利率，再投资风险凸显。在欧洲负利率环境下，即便零保证利率的保单，当新增资金投资于负收益债券时也会出现亏损。为寻求更高收益，保险公司采取以下措施：

- **配置长债以延长资产久期**。欧洲寿险公司为优化资产负债期限匹配，选择投资更长期限的债券类产品（例如美国国债）以拉长资产端久期。
- **增加衍生品类特殊资产配置**。例如，欧洲寿险公司增加利率衍生品（尤其是swaption）的配置，以用于对冲利率风险。
- **加大投资私募股权和对冲基金等另类投资资产**。如新冠疫情后，寿险公司加速了增配另类资产（特别是私募信贷和私募股权）。
- **布局房地产和基础设施等低流动性高收益资产**。2019年调查显示，约30%-40%的保险公司/再保险公司表示将增加相关投资。
- **在信用风险组合中逐步增持高收益低评级债券**。BBB级公司债的快速增长反映了这一趋势，但监管资本要求必须在收益与资产安全性之间取得平衡，欧盟偿付能力II框架下，高风险资产的资本要求更高。

4、典型案例（德国）— 低利率环境挑战及应对措施

德国是欧洲最大的寿险市场之一，2020年德国寿险市场收入约为1087亿美元、占全球10.3%左右，并且有预测称德国市场将于2027年实现1427.4亿美元收入、成为欧洲地区收入领头羊。

一方面，德国寿险公司传统主销产品为较为保守的分红型两全保险产品、并承诺保户“保障性红利共享”。

另一方面，德财政部规定了寿险公司计算责任准备金的折现率假设上限，即：寿险公司在计算责任准备金的折现率假设上限，即：寿险公司在计算责任准备金时使用的折现率假设不得超过10年期AAA级政府债券平均收益率的60%。该折现率假设历史上曾高达4%，而在2017年1月已下调至0.9%。

此外，德国监管机构还于2011年在德国寿险公司资产负债表中增设了"利率附加准备金"（Zinszusatzreserve，简称ZZR），作为应对低利率风险的审慎监管工具。简单来说，该项准备金的计算方式即在每个资产负债表日观察市场的无风险收益率信息，如资产负债表日的无风险收益率低于寿险公司计提准备金所用的折现率曲线，则公司需要针对该部分差异增提准备金，以确保在低利率环境下随时履行合同约定的给付义务。随着利率下行，截至2022年，ZZR准备金规模增至920亿欧元（2015年，ZZR准备金规模约320亿欧元）[1]。

应对措施 — 投资策略改革

德国寿险公司的投资策略历来保守，主要集中于债券类资产的投资。若转向更高风险资产类别，根据欧盟偿付能力II监管框架，将导致资本金要求相应提高。

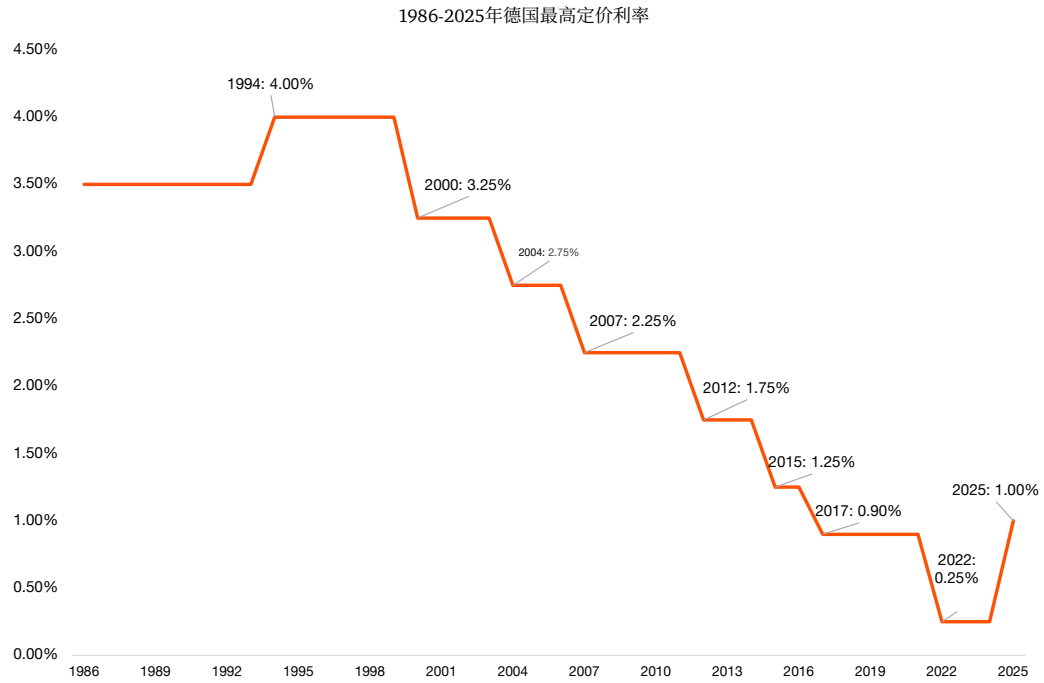
为此，德国寿险公司转而重点增加对低流动性资产的投资，以获取较高的流动性溢价。德国寿险公司关注的投资标的包括太阳能和风能以及天然气配送系统等基础设施项目。

应对措施 — 最高定价利率下调

为应对低利率环境，德国精算师行业协会（DAV）多次向政府和监管建议下调最高定价利率。

下图为DAV公布的1986年以来德国最高定价利率的变化情况，可以看到：自2000年之后，为应对市场利率下降，德国最高定价利率持续下降，最低低至0.25%（2022年）。随着欧洲市场逐渐走出低利率环境，DAV于2025年建议提升最高定价利率，德国财务部方提升最高利率至1%。

[1]值得一提的是，随着利率企稳回升，德国寿险公司ZZR准备金开始逐渐释放。目前德国保险业开始讨论ZZR准备金减提而释放的资金的运用问题。



数据来源：https://aktuar.de/en/newsroom/detail/deutsche-aktuarvereinigung-empfiehlt-auch-fuer-2026-einen-hoechstrechnungszins-in-hoehe-von-1-prozent/

应对措施 — 产品结构优化

2004年以前，德国寿险市场传统主销产品为两全保险产品，其定价采用保守的利率和死亡率假设。历史销售卖点包括年化投资收益率超过7%（与当前有效业务约3%的收益率形成鲜明对比），以及寿险保单利息收入的免税优惠。2004年两全保险产品税收优惠取消后，德国市场关注传统递延年金产品。此类传统递延年金产品在积累期和给付期均提供保证收益，欧盟偿付能力II框架下给德国寿险公司衍生了巨额资本需求。

为应对低利率环境及偿付能力II对长期保证型产品的资本要求，德国寿险公司目前主要采取两大策略：

- 优化储蓄型产品、降低保证水平。例如：缩短递延年金产品的保证期及保证金额；实现寿险保底收益与投资收益的互联（比如变额年金类的投资型业务）
- 重点发展保障型产品，如失能收入保险和长期护理保险

5、典型案例（英国）— 低利率环境下分红险面临挑战及应对措施

英国分红险市场具有悠久历史：早在1762年，英国“Equitable Life”公司即开始引入“复归红利”（“reversionary bonus”，每个保单周年日，保险公司会与保户分享盈余）的理念，以增加保额的形式与保户分享分红账户的经营收益；1950年代开始，英国市场引入“终了红利”（“terminal bonus”保单终止时除保证利益以外的盈余），进一步与保户分享分红保单终了时的可分配盈余；1950-1970年代，英国寿险增加分红账户对于权益类资产的投资以追求更高的投资收益，并且开始引入“保证年金选项”（“Guaranteed Annuity Option, GAO”，即保险公司提供一份保证，使保单持有人可以选择在保单满期时将个人账户金额转换为一个固定利率的年金险）。在GAO引入前期，由于投资收益一直保持在较高的水平（1980年代，年化投资收益率可达13%），英国寿险市场尚未意识到其在未来会给公司带来高负债成本。

1990年代，英国市场利率开始下行，英国寿险公司无法再提供高利率的年金险，GAO的保证价值开始体现，同时给保险公司带来高昂的成本。千禧年以后，英国利率更是跌至2%左右，保险公司存量保单中的GAO进一步成为英国寿险公司的“噩梦”。

应对措施 — 负债端

2000年以后，英国保险公司为应对低利率环境带来的冲击，进行了多项改革与创新：

- 降低红利水平。由于英国监管并未要求最低红利水平，大部分寿险公司选择下降“复归红利”的水平甚至降至零。通过此种方案，保险公司降低了分红账户的负债成本以获取更高的收益，该部分收益可于保单终止时以“终了红利”的方式分配给保单持有人；

- 产品策略转型。为应对利率风险，英国保险公司开始销售与投资表现关联的投资连接型产品、以期将投资风险转移至与保单持有人共担；

- 账户合并：英国市场的分红账户多数处于萎缩状态，因此部分公司会选择将分红业务出售、或与其他公司分红业务合并。1997年，英国共有36家公司经营分红险业务。截至2016年，这36家公司的分红账户通过关停、合并，减少为6个分红账户。

应对措施 — 资产端

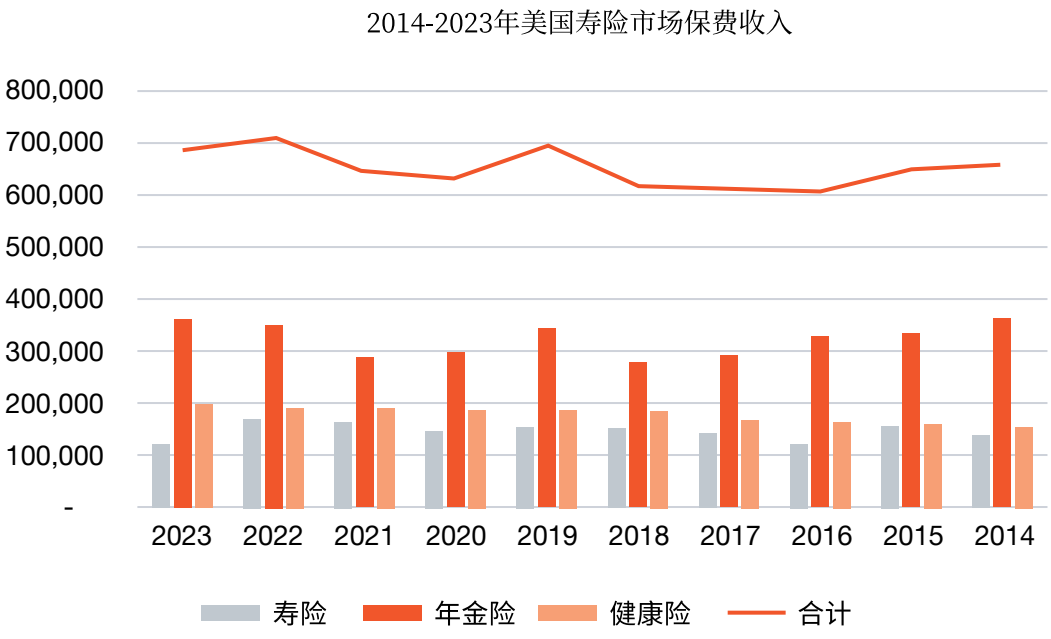
- 利率互换。为应对GAO带来的高负债成本，英国保险公司也采取了创新措施：例如部分公司引入“利率互换”/“利率互换期权”（“swaps”/“swaptions”），以确保GAO的固定收益；

- 为应对投资收益低迷，英国保险公司转向高收益的海外资产，主要包括：美国权益类资产、新型市场高收益债券、不动产投资等高收益资产

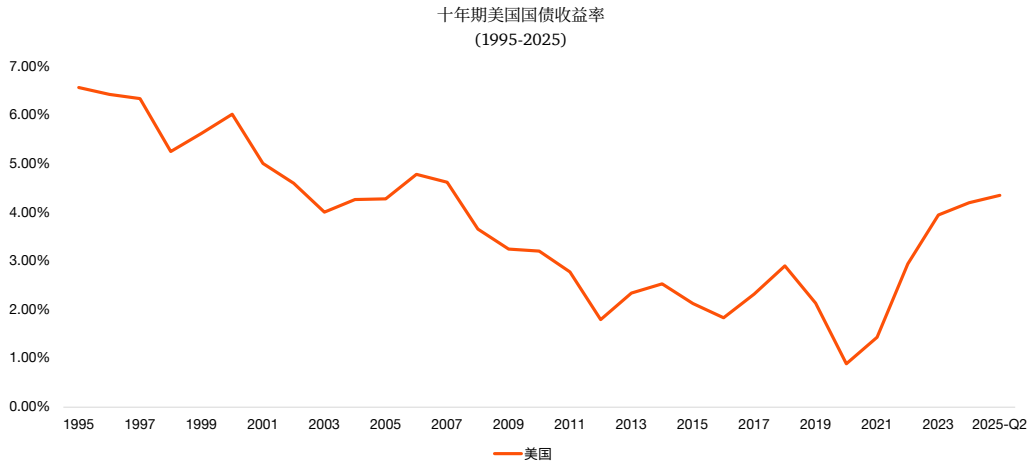
（三）美国市场资产负债管理分析

美国是全球最大、历史最悠久的保险市场之一，始于1759年北美长老会牧师基金的互助保单，至今已发展逾 260年。无论在法律法规还是行业监管方面，美国保险市场在全球保险行业都占据着重要的位置。2023年，美国寿险市场保费收入为6,859亿美元，其中年金险保费收入超50%。

图1 2014-2023年美国寿险市场保费收入情况



数据来源：美国人寿保险协会（American Council of Life Insurers，简称ACLI）近10年的LIFE INSURERS FACT BOOK



数据来源：https://www.oecd.org/en/data/indicators/long-term-interest-rates.html

与欧洲市场利率走势类似，美国市场利率持续走低并在2020-2021年达到利率低谷。在低利率与市场波动的双重压力下，美国寿险行业凭借系统性的资产负债管理策略，实现了连续五年风险资本充足率超400%的稳健表现。对于美国市场，保险公司普遍重视资产负债管理。美国市场的资产负债管理策略主要具有以下特点：

1、久期管理工具成熟

保险公司负债具有久期长、利率敏感性高的特点，因此资产端必须有足量长久期工具与之匹配。美国市场通过以下三种机制来实现久期管理：

a.超长期限债券持有比例高

近年来，美国增加了20年及以上超长期限债券的发行量，与此同时，美国寿险公司超长期限债券的持有比例也保持极高的水平，根据ACLI披露的数据，2023年美国寿险公司购买的债券中，20年及以上超长期限期债券占比高达39.6%，这成为了填补寿险公司久期缺口的重要手段。同时，超长期限债券一般票面利率相对较高，配置这类资产也有助于维持和提升整理投资回报率，避免未来利率进一步下降带来的再投资风险。

b.国债期货市场流动性支持

为满足市场上不同期限利率风险管理的需求，美国市场的国债期货类型也不断丰富，目前美国国债期货包括了2年、5年、10年、超10年期、长期、超长期6种，美国市场充足的国债余额、以及良好的国债流动性，也促进了美国国债期货市场的稳定发展。保险公司作为国债期货的主要持有者，不仅可以延长资产久期，缩短资产负债久期间的缺口；同时，美国保险委员会制定的《风险资本标准法规》（Risk Based Capital，简称RBC）规定，国债期货的风险资本因子（RBC Factor）为0，因此持有该类资产还可减少资本的计提。

c.多样的另类长久期资产工具

除超长期限债券、超长期国债期货外，美国保险市场已建立完善的多元化久期管理工具体系，具体如下：

美国保险市场常用的久期管理工具

工具名称	久期管理机制
利率互换(IRS)	通过改变现金流形态，延长或缩短资产组合久期，灵活对冲非标负债
国债期权	使用Delta对冲控制久期缺口，结合Gamma杠杆调整对冲效率，同时具有非对称风险结构
基建ABS债券	将 基础设施收益权证券化 后，保险公司主要持有优先级债券，可为保险公司提供 长久期、抗通胀、稳定现金流 的优质资产
长寿风险分层证券	保险公司将 长寿风险转移至资本市场 ，换取资本释放与久期优化
私募基建债权	定制化还款结构（例如宽限期内仅付息，分期还款期内等额本息）， 精准匹配保险负债的现金流与久期特征



2、账户隔离管理

在美国保险市场中，寿险公司将保证收益和固定金额给付的负债对应的资产（“普通账户”），与如变额年金等投资风险转移型产品的负债对应的资产分配在不同的账户中（“独立账户”）。

美国州法律允许独立账户的资产投资不受普通账户的常规限制约束 。一个独立账户的投资组合可能仅包含普通股、债券或抵押贷款，或是这些资产与其他投资的组合。截至2023年底，独立账户资产总额达3万亿美元，较上年增长9.5%；普通账户资产规模为5.7万亿美元，较2022年增长3.7%。独立账户资产的快速增加，反映了美国市场对 投资风险转移型产品的需求上升。普通账户主要配置固收类资产，以拉长资产久期，减少资产与负债久期间的缺口；独立账户主要配置权益类资产，以追求更高的投资回报，提高投资组合的收益率。

3、产品形态转型

全美保险监管协会（NAIC）规定，美国市场法定准备金的最高评估利率应随市场利率动态调整，间接抑制了定价利率过高，并降低了保险公司面临的利差损风险。2008年金融危机后，普通账户保险产品的定价利率4%以上降至3%-4%，定价利率的持续走低削弱了传统寿险及保证利率型年金的竞争力。为此，保险公司进行了产品结构转型，将风险进行重构。保险公司变额年金、投资连结险等独立账户产品的保费规模连年上升，这使得保险公司从独自承担利差风险，转化为与消费者共担风险；同时，保险公司开发了指数型保险产品，为保户提供保底利率+浮动收益，降低利差损压力，并增加产品吸引力。

4、随机情景工具

《美国寿险法律与法规》（Valuation Manual，VM）的具体章节VM-21 中规定，变额年金准备金的计算必须使用随机建模技术以捕捉波动率和尾部风险的影响，确定性计算不满足此要求，同时，随机模型必须生成不少于10,000个随机情景，以反映所有重大风险因子的随机行为。同时，VM-31中规定，保险公司必须使用随机模型进行资产充足性测试，在反映风险因子（如利率、信用利差、股票收益）波动性和相互依赖性的多重经济情景下预测资产现金流。除了法律法规对随机情景使用的明确规定，美国金融市场的丰富历史数据也为随机经济情景的生成提供了大量的支持。根据Moody's Analytics 发布的 2023 年保险行业报告，全球Top100的险企中，美国寿险公司随机情景工具的采用率高达100%。

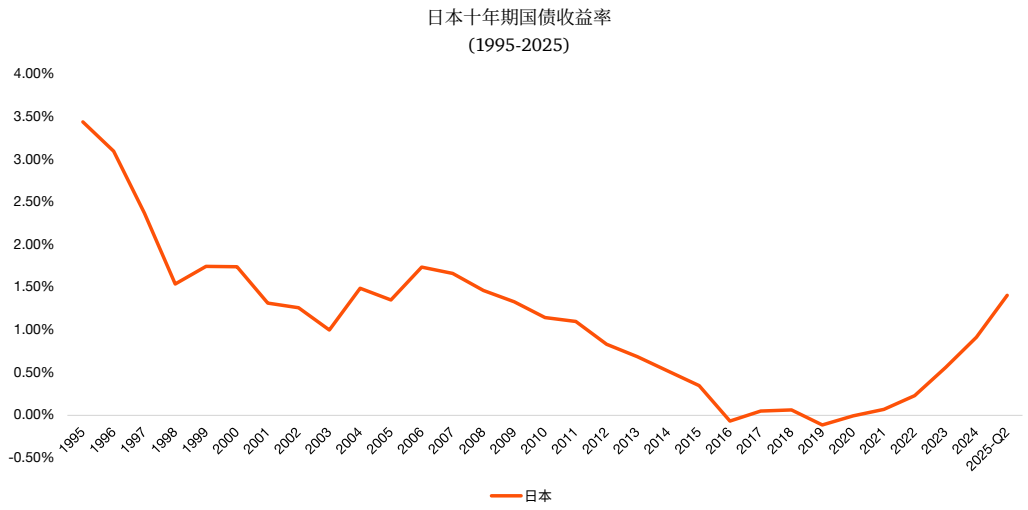
通过应用随机情景，保险公司能够提前发现潜在风险隐患，优化资产配置结构，实现资产与负债的动态匹配，助力公司应对重大外部冲击的能力。

（四）日本市场资产负债管理分析

1、长期低利率市场环境下的利差损及好转

二战后，日本寿险公司专注于分红型储蓄型产品的销售（典型产品包括搭配年金产品的两全分红产品、以及终身分红产品）。上世纪80年代，身处资本泡沫时代的日本寿险公司开展了激烈的竞争、开始销售保证利率达4%-6%的年金产品；同时，由于当时日本政府签发的长期国债较少，日本寿险公司将投资布局于股票市场、房地产市场，为之后的危机埋下隐患。

自1990年后，日本“戳破泡沫”，进入长期的“量化宽松”阶段。至2000年之间，日本有7家寿险公司倒闭破产，主要原因由于历史保险产品的预定利率较为激进，公司承担了较高的利差损。

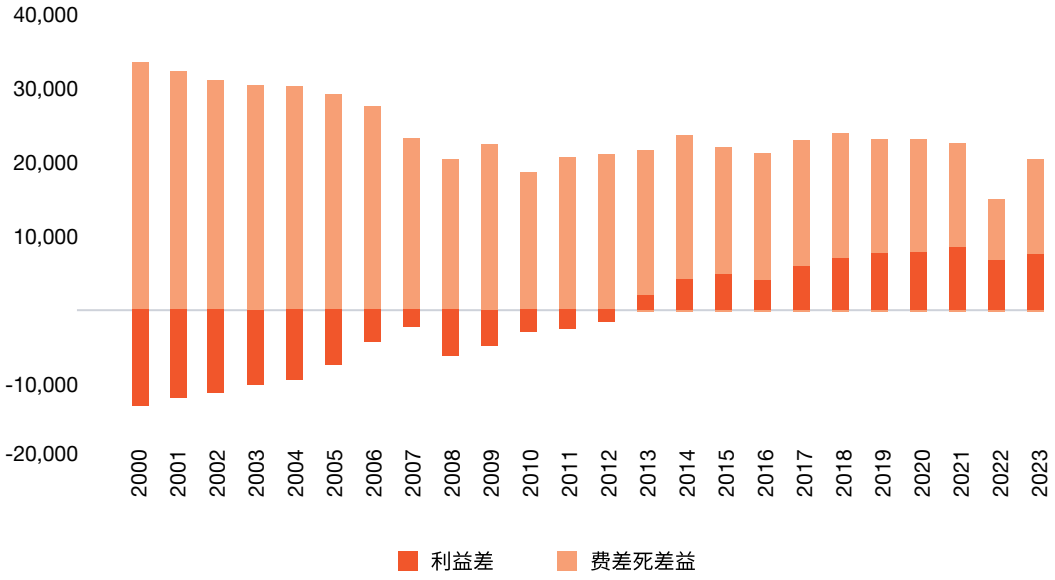


数据来源：https://www.oecd.org/en/data/indicators/long-term-interest-rates.html



面对利差损风险，日本寿险业在资产端、负债端都采取了有效应对，最终实现了行业的平稳发展。由下图可以看出：2012年以前，日本九大寿险公司面临较大利差损，该窘境于2013年以后好转，利差益在利润来源中占比逐年稳步上升。

日本寿险业利润来源情况



数据来源：https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=59553?site=nli

2、利差损应对策略 — 负债端

- **降低存量业务分红水平**

日本寿险公司根据风险保费、费用因子和投资收益计算分红产品的分红水平，在低利率环境下，存量分红产品整体的可分配盈余为负。为减少自身的进一步亏损并维持偿付能力，大部分日本寿险公司选择降低或取消存量产品的分红水平。

- **下调新产品的预定利率**

自1996年，日本监管规定保险公司使用其规定的基于十年期国债收益率的评估利率计算保单的最小准备金。当产品定价利率与监管的评估利率有偏离时可能会产生显著的额外准备

金损失。在此监管规定下，寿险公司下降其预定利率直至与监管规定的评估利率接近水平。寿险公司的产品预定利率从80年代的6%逐步下降到90年代末的2%及以下，有效地降低了寿险公司的负债成本率。至2013年日本寿险行业整体实现了利差益。



数据来源：Bank of Japan等公开信息

- **调整产品结构**

低利率环境下，日本保险公司同时专注开发新产品以应对利差损风险。

– 部分公司通过销售变额年金产品来降低产品保证利率（变额年金保险是兼具年金给付责任与投资属性的创新型人寿保险产品，其现金价值及年金给付额度随投资账户绩效波动）。但一些保险公司在定价时并未充分考虑最低保证利率费用，因而在2008年金融危机中仍承受了较大的损失；

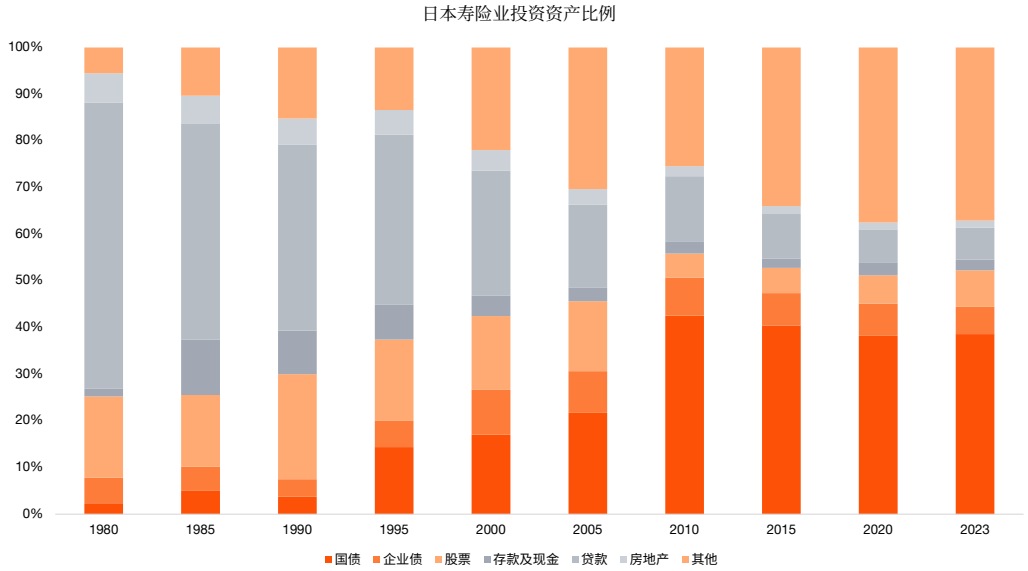
– 日本寿险同时开始聚焦死差益，并发展健康险产品

3、利差损应对策略 — 资产端举措

- **增配长久期债券、降低久期缺口**

70年代末至90年代初，日本寿险业为提高产品的吸引力设定了较高的预定利率。同时，在央行实行低利率政策刺激经济的同时，为了覆盖负债高成本率，日本寿险业的资金大量投向权益类等高风险资产，进一步放大了风险。

在行业利差损危机爆发之后，日本寿险业开始了稳健投资，逐步加大对无风险、长久期债券的配置（10年期及以上的国债），降低权益类资产占比。在该举措下，日本寿险公司的平均久期缺口从90年代初的10到15年之间缩短到1至2年，有效降低整体行业的利率风险。



数据来源：https://www.stat.go.jp/data/nenkan/back60/14.html

- **增加海外资产配置**

由于日本国内市场在90年代后进入长期低利率环境且日元升值并高于历史水平，日本寿险业积极寻求海外投资机会和投资收益（如日元来汇率回落，海外投资可带来额外汇率收益）

根据日本寿险业协会统计，2014年至2023年寿险业国内债券平均收益率约为1.67%，而同期海外资产的平均收益率约为3.51%。海外投资为寿险行业弥补利差损起到重要的作用。

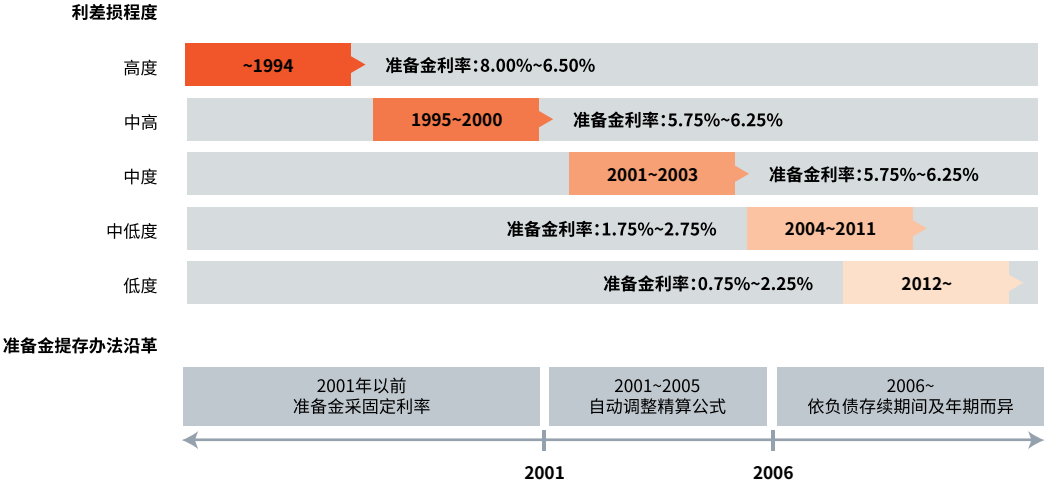
（五）中国台湾地区寿险市场经验

1、利率持续下降环境下的产品结构变化

2007年以前，中国台湾地区产品以传统型寿险 (终身寿险与储蓄险)为主，准备金利率较高。当中国台湾地区利率收益率2000年开始急速下降时，当时准备金利率高达5.75%-6.25%。2006年起，中国台湾地区监管发布自动调整精算公式，准备金利率将根据负债存续期间及年期而异，有效降低了准备金利率。准备金利率的下降迫使业界降低定价利率。



数据来源：bloomberg



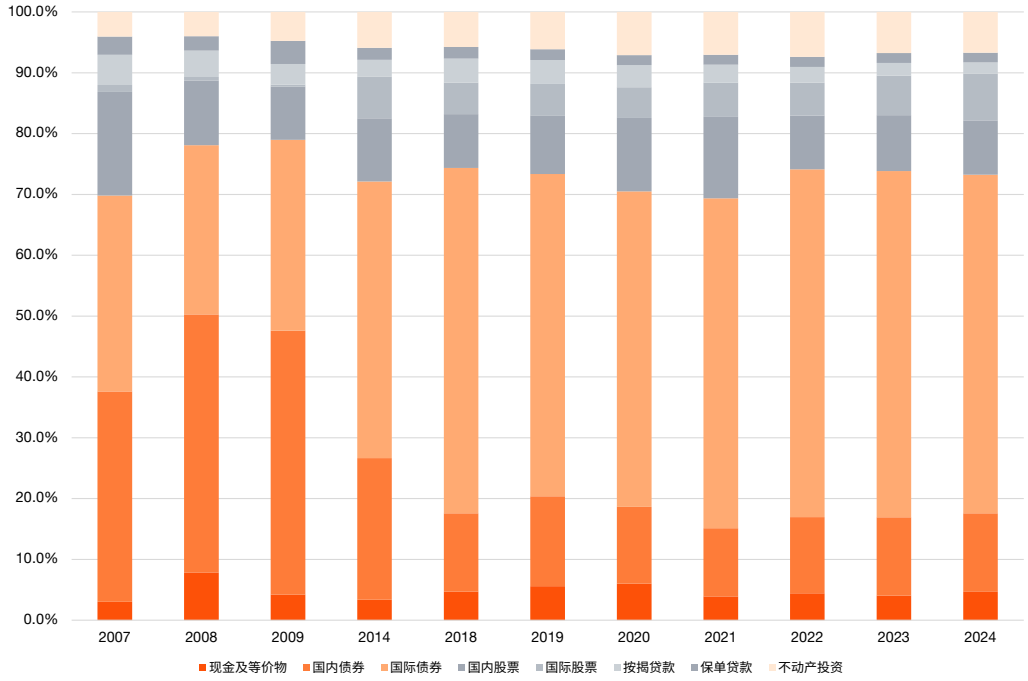
中国台湾地区保险公司为应对低利率挑战，同时进行了产品结构调整，从传统型寿险逐步转移至“利率变动型寿险”以及万能/投连险等与投资表现强相关的产品。其中，“利率变动型寿险”会根据每期“宣告利率”与预定利率的差异增加“增值回馈分享金”、而“宣告利率”与保险公司当期投资表现相关联。

2、投资限制放开、追逐海外投资

为应对利率环境变化以及寿险公司利差损问题，中国台湾地区监管机构逐步放宽投资目标及开放海外投资。部分监管动作如下:

- 2001年，开放投资保险相关事业、衍生性金融商品交易；投资本地不动产限额由原保险业资金19%提高至30%；
- 2003年，保险业海外投资最高上限比例提升为35%；
- 2007年，开放投资中国台湾地区公开发行之证券化商品(REAT、REIT)；
- 2008年，开放投资海外证券投资基金、指数型基金等海外有价证券，限额为海外投资总额40%；
- 2010年，开放寿险资产运用海外投资上限达45%
- 2012年，制定外汇价格变动准备金机制
- 2013年，开放国际板债券
- 2018年，含国际板债券的海外投资上限最高为可运用资金的65.25%
- 2021年，将不计入国外投资限额的外币保单准备金，从原先的35%调高至40%
- 2024年，增加保险业国外筹资管道，并放宽保险业投资的国内私募股权基金管理机构所募集的国外私募基金

以中国台湾地区某大型寿险公司为例，截至 2024年，其国外投资比重约63%（权益类工具为7.7%）、台币固定收益为13%、台币股票约9%。重仓海外资产同时也给公司带来了较高的投资报酬率（5.5%）。



3、未来的挑战与应对

- **新准则冲击**

中国台湾地区将于2026年实施IFRS 17及ICS，准备金折现率将由锁定利率改为当期曲线，中国台湾地区存量的高利率保单面临准备金大幅增提风险。当地监管机构为应对上述风险，为保险公司提供了如下过渡政策：

– 由于折现率变化导致的净资产变化（折现率变低后、存量高利率保单准备金增提），将于过渡日之后15年内逐步确认；

– 对于2004年1月1日前生效的、利率超过6%的保单，其折现率平行增加50个基点（bps）的溢价；

– 过渡日，保险公司利率风险按照TW-ICS利率风险的50%进行确认，并于过渡期之后15年内，线性递增至100%。

- **汇率风险冲击**

如前文所述，为解决高利率保单利差损问题，许多寿险公司资产超过70%配置为美元资产，而负债则多以台币为主，因此面临较大的汇率风险。

事实上，从近日的情况来看，寿险公司已经受到了第一波冲击。据市场信息：

– 2025年5月，国泰人寿税后净利润为4亿新台币，同比锐减90%（2024年5月为42亿新台币）；2025年前5月，税后净利润为161亿新台币，同比下降59%；

– 2025年5月，富邦人寿净亏损91.4亿元新台币（去年同期为盈利113.5亿元新台币）；2025年前5个月，富邦人寿合并净利润为158.1亿元新台币，同比下降58.25%（2024年同期为378.7亿元新台币）；

汇率风险是导致这两家寿险公司净利润下降的一个重要因素。受关税政策等多方影响，2025年5月，新台币兑美元升值6.98%，创下1989年4月以来最大单月升值幅度，寿险公司资产大幅缩水、并承受了巨额汇兑损失。寿险公司的高比例海外资产配置决定了其面临汇率风险时的脆弱性。

大陆险资在进行海外投资时，需谨慎关注汇率风险，或可考虑使用衍生品等工具规避汇率风险造成的冲击。



（六）中国香港地区资产负债管理分析

中国香港地区作为国际金融中心，其保险业高度发达，在资产负债管理方面形成了独特的机制与策略，且与内地市场存在诸多差异。

中国香港地区保险业历史悠久，经过长期发展，已成为地区经济的重要组成部分。近年来，保险市场规模持续扩大，保费收入稳定增长。从业务结构来看，寿险业务占据主导地位，其中分红险、储蓄险等产品深受市场青睐，反映出香港居民及内地访客对长期财富规划与保障的需求。非寿险业务则涵盖财产保险、意外险、健康险等多个领域，为各类经济活动和个人风险提供保障。

1、保险产品结构

中国香港地区保险市场主要销售产品包括分红、传统、万用寿险及相连产品。其中，分红业务占比超过80%。根据中国香港地区保监局公布的临时统计数字，2024年保险长期业务（不包括退休计划业务）的新造保单保费为$2,198亿（港币），同比上升21.4%，其中分红业务$1,824亿，其他业务（传统和万用）$257，相连个人业务的$112亿。从保险产品类型来看，市场同样销售寿险、年金、医疗危疾等各类产品。其中终身寿险和储蓄寿险占绝对优势，2024年新保单保费占比为84%。年金、危疾等产品合计占比10%左右。

中国香港地区保险形态更为灵活，年金、重疾等产品也可含有分红特征。另外，保险产品通常支持多样的货币选择，如美元、港币等，投保人可根据自身需求选择不同货币的保单。因此，分红险具有“低保证、高浮动”的收益特点，没有明确的最低保证收益率限制，市场产品的保证收益率普遍在1%左右，但非保证收益相对较高。2024年，分红险产品的演示利率主要集中在6%-7%区间。尽管香港保监局于2025年2月发布《分红保单利益演示利率上限指引》（下称《指引》），将演示利率上限设定为6.0%（适用于港元计价产品）及6.5%（适用于非港元计价产品），但和其他市场相比，仍为较高水平，主要原因包括：

1. 首先，当地监管对于演示利率上限设置较高（相较而言内地则同时锁定演示及实际分红空间，以防利差损）；

2. 其次，当地对于投资端的限制较为宽松，香港公司可能实现更高收益（投资端选择也将在下一章节详细叙述）；

3. 最后，由于保险产品保证利率低、用低保证换取高预期，保险公司可将主要红利给付于终期红利实现（一般为保险期满时给付），对于投资风险及收益波动的承受能力更强。

就实际分红实现率（保险公司在一定时期内实际派发的分红与应分配的分红(即演示红利)的比值）而言，2024年香港各公司披露的保险产品分红实现率大多在60%-160%之间，波动较大。

2、保险公司资产配置

为了有效匹配保险产品相对较高的非保证利益，避免出现利差损的情况，保险公司需要实现良好的资产投资收益率。与内地相比，当地监管对于保险公司的投资限制相对宽松、保险公司可以根据自身的风险偏好和投资策略，在全球范围内灵活配置资产，以实现资产的多元化和风险分散以及提高收益。

以下是中国香港地区部分头部保险公司在2024年和2023年的资产配置比例情况，资产配置的多元化可见一斑。

中国香港地区主要保险公司投资资产类别占比[2]

	2024				2023			
	友邦	保诚	宏利	永明	友邦	保诚	宏利	永明
固收	69%	44%	60%	74%	74%	44%	64%	75%
权益	24%	49%	19%	5%	18%	49%	17%	4%
其他	7%	7%	21%	21%	8%	7%	19%	21%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

[2]注：数据统计自2024年各公司年报。其中友邦为友邦保险控股有限公司，涵盖中国香港地区、中国内地、泰国等分部。保诚为保诚有限公司，涵盖中国香港地区、新加坡、中国内地等分部。宏利为Manulife Financial Corporation，数据涵盖其北美、亚洲、欧洲等分部。永明为Sun Life Financial Inc.，数据涵盖其北美、欧洲和亚洲等分部。

同时，中国香港地区保险公司大量投资离岸市场（如美国、亚洲、欧洲等）。其原因主要有两点。第一是与负债币种匹配。如前所述，保险产品通常支持多样的货币选择，如美元等。为匹配该类外币保单，保险公司通常选择当地资产进行配置以抵消汇率风险。第二是收益考量。在债券投资上，除了配置本地债券，保险公司还持有美国国债、欧洲优质企业债等海外债券品种。部分保险公司还将一定比例的资金投向新兴市场，如东南亚等地区的股票和债券市场，以获取新兴市场快速发展带来的高回报潜力。这种地区多元化有助于降低地区特定风险以及提升投资收益，利用不同国家和地区的利率差异和经济周期错配，优化债券投资组合的收益与风险。根据2024年年报披露信息：

- 友邦集团持有的政府债券中，中国内地占比44%，泰国、新加坡等东南亚占比33%，美国占比11%；
- 保诚集团持有的政府债券中，美国占比46%，新加坡、泰国等亚洲地区占比34%；
- 母公司位于加拿大的宏利、永明等公司，集团半数投资置于北美地区；
- 万通保险与美国万通保险全资子公司Barings（霸菱)资产签署投资协议，万通保险可通过霸菱参与一些门槛较高的投资项目，如部分国家主权基金投资项目等，提升资金管理的效率和收益水平。



（七）海外各市场核心经验总结

地区	受低利率挑战影响严重产品	资产端应对低利率挑战措施	负债端应对低利率挑战措施
德国	• 刚性保证的两全保险； • 提供长期保证的传统递延年金产品	增加对低流动资产的投资	• 面对利率持续下降环境，增提ZZR准备金，以应对未来再投资利率可能低于产品定价利率的风险 • 优化储蓄型保证条款； 重点发展保障型产品，如失能收入保险和长期护理保险
英国	• 分红型产品； • 保证利率年金产品（GAO）	转向高收益的海外资产，主要包括：美国权益类资产、新型市场高收益债券、不动产等高收益投资资产	• 下降分红型红利水平（直至为零） • 引入“利率互换”等衍生品对冲GAP利率风险、以更高退保金额鼓励保单持有人不选择GAO • 不同公司分红险业务进行合并、以减小维持费用
美国	• 传统保障型寿险 • 保证利率年金	• 投资超长期（20年及以上）美国国债 • 使用多元久期管理工具（包括利率互换、国债期货、基建ABS债券、长寿风险分层证券等）	• 使用随机模型进行资产充足性测试，提前发现潜在风险隐患，优化资产配置结构，实现资产与负债的动态匹配 • 增加独立账户产品及指数型产品
日本	分红型储蓄型产品	加大对无风险、长久期债券的配置（10年期及以上的国债） 增加海外资产配置	• 降低或取消存量分红产品的分红水平下调新产品的预定利率 • 开发现金价值及年金给付额度随投资账户绩效波动的变额年金产品 • 聚焦死差益，并发展健康险产品
中国台湾地区	传统终身寿险	大幅布局海外投资	销售利率变动型寿险、万能寿险/投连险等与投资表现关联的产品
中国香港地区	分红型储蓄型产品	• 全球资产多元化布局：除中国香港地区债券外，大量投资离岸市场（如美国债券等） • 投资新兴市场，以获取新兴市场快速发展带来的高回报潜力	无明确最低保证收益率限制，非保证收益相对较高

中小寿险公司资产负债管理困境与应对思路调研

在当前低利率的市场环境中，中小寿险公司由于其市场规模小、资源有限，应对市场变化和解决存量问题所面临的资产负债管理（ALM）挑战较大公司更加严峻。

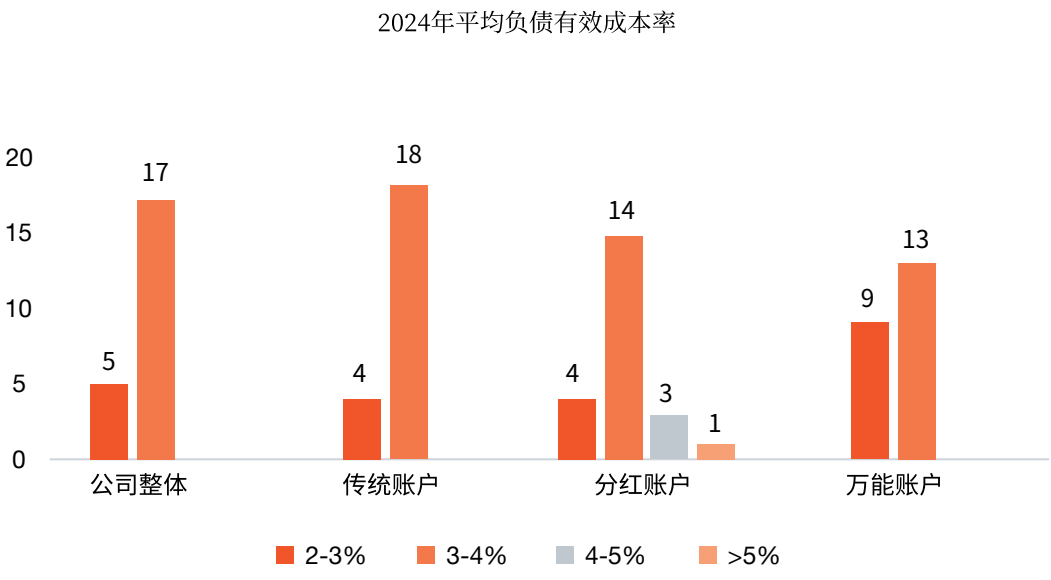
我们对国内中小寿险公司开展调研，共回收22家公司的问卷反馈。基于22家公司的受访反馈，我们总结中小寿险公司资产负债管理的现状、面临的困境和未来应对如下：



（一）部分存量业务具有较高的负债成本率，使公司面临利差损

在前几年市场利率较高的时期，中小寿险公司为提升产品竞争力，大量销售高定价利率（>=3.5%）的传统产品，其中以增额终身寿险最为典型。然而，随着近年来市场利率的持续下行，这些高保证利率存量保单的负债成本与投资收益水平形成倒挂，形成“负利差”问题。调研数据显示，77%的被调研公司在2024年的整体负债有效成本率介于3%至4%之间，64%的被调研公司的投资收益的短期预期低于定价利率或低于打平收益率。

- 传统账户：82%的公司平均负债成本率超过3%。截止2024年底，45%的公司，其高保证收益（定价利率>=3.5%）的传统险业务50%；
- 分红账户和万能账户，平均负债有效成本率超过3%的公司的占比分别为82%和59%。



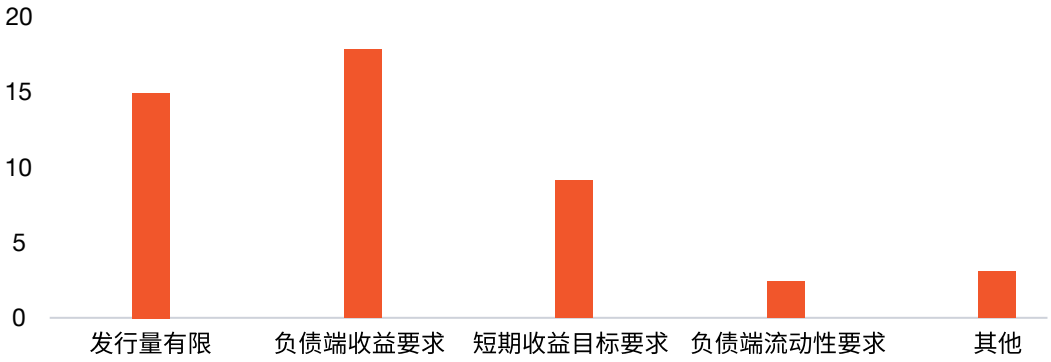
数据来源：国内中小寿险公司调研结果（共22家公司的问卷反馈）

（二）公司面临资产负债有效久期缺口，但资产端投资机会有限

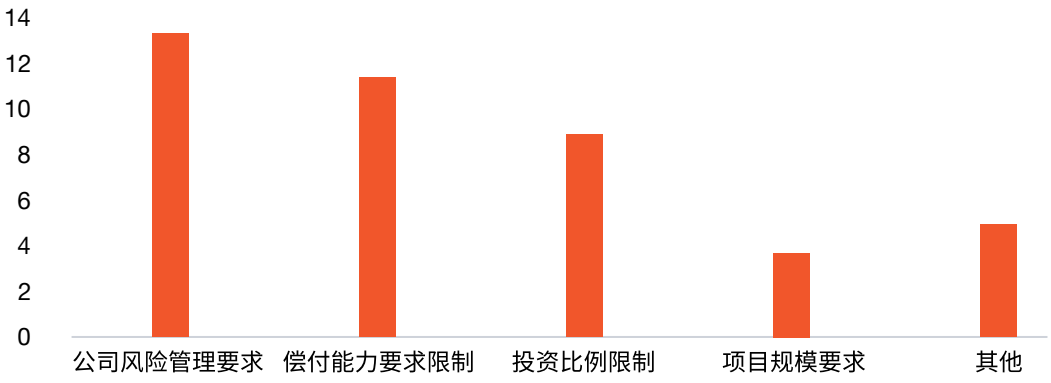
所有被调研公司的有效久期缺口超过5年，其中55%的被调研公司有效久期缺口超过8年。公司往往寻求通过投资长期限的固定收益类资产，以弥补利率下行对负债的增提影响。77%的被调研公司固收类资产的占比超过50%，其中包含个别公司的固收类资产占比达到90%以上。

但公司在寻求提高固收类资产的投资占比时，由于内外部原因，使得公司配置长期债券、债权计划等资产时面临限制。

长期债券限制原因



债权类资产限制原因

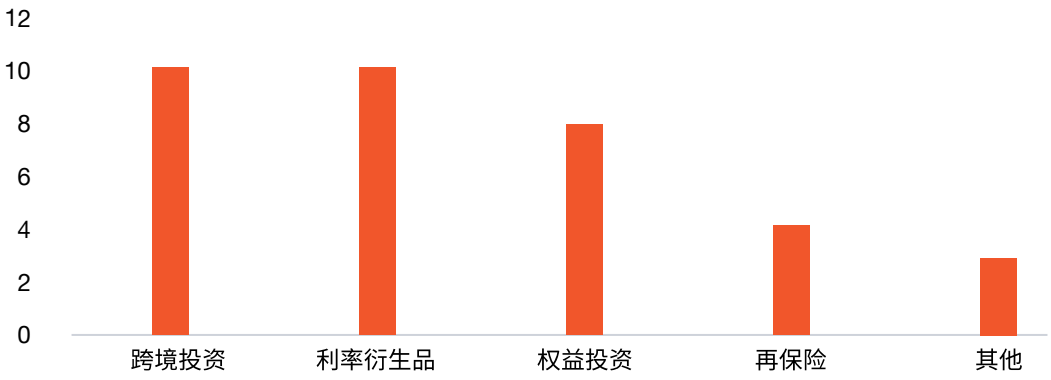


数据来源：国内中小寿险公司调研结果（共22家公司的问卷反馈）

（三）实现资产负债期限和收益匹配的双重目标，公司积极探寻多元化投资模式

为了应对低利率环境下，负债端长久期带来的对公司的利润和净资产等财务指标的冲击，公司在资产端对新的投资类型呈现更加开放的态度。被调研公司希望通过跨境投资（45%）、利率衍生品投资（45%）和加大权益投资（36%）等方式在资产端实现突破。同时，在短期内，考虑通过再保险（18%）等解决资产负债匹配难题。

资产端投资方式探索



数据来源：国内中小寿险公司调研结果（共22家公司的问卷反馈）

但在考虑利率衍生品等较新的投资类型时，公司在实操方面仍有如下担忧和疑虑：

- 资格准入
- 公司不具备相关人员的专业能力要求
- 是否满足偿付能力、投资等合规性要求
- 对冲成本
- 利润波动
- 公司对衍生品的风险认识尚不足

同时，如考虑权益投资及非标资产的配置模式，公司需关注在市场波动加剧的环境下可能面临的如下风险：

- 市场风险：权益类资产价格波动较大，可能导致投资收益大幅波动，影响公司盈利稳定性。
- 信用风险：非标资产（如私募债、信托计划）信用质量分化，部分底层资产违约风险上升，可能引发信用损失。
- 偿付能力约束：根据偿二代二期规则，高风险资产的风险资本占用更高，可能削弱公司偿付能力充足率，限制业务拓展空间。

（四）公司积极调整产品结构平衡存量压力

在低利率环境下，公司积极筹划并调整主力产品类型，以应对传统业务增长乏力的挑战。公司期望通过调整业务结构，有效缓解存量业务带来的经营压力，并为未来可能面临的经济周期波动和利率政策变化做好充分准备。

被调研公司对当前环境下，倾向于开发和推出的产品类型进行排序。调研结果显示，分红险的综合得分最高，九成被调研公司将分红险作为第1或第2拟推出产品。

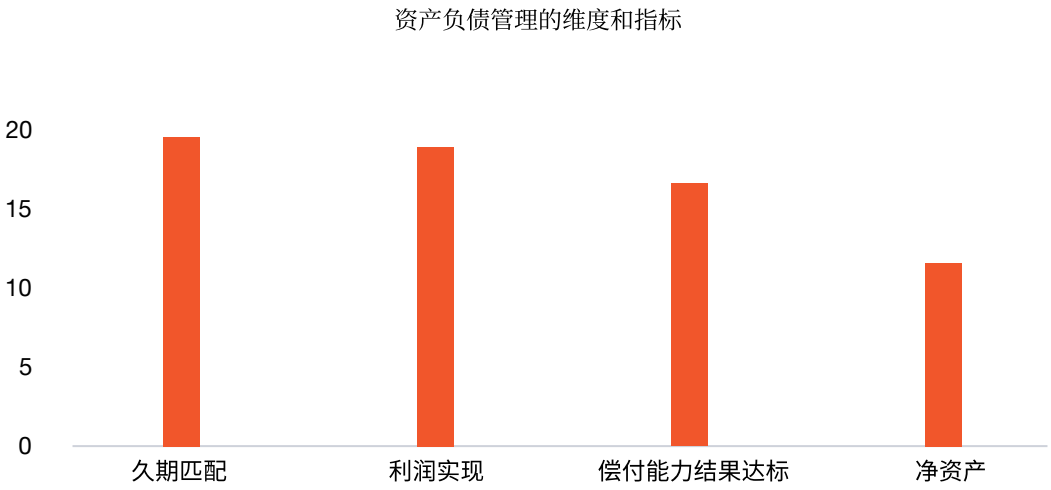
产品类型	综合得分[1][3]	选择将此类产品排名第1或第2的公司占比
分红产品	4.59	91%
高保障型产品，如疾病险	2.73	50%
低定价利率的传统险	2.32	27%
短期险	2	23%
万能险	1.32	9%

[3]被调研公司在回答该问题时，对于排序在第1名至第5名的选项，分别赋权值为5至1，排名越靠前，赋权值越高。各选项的综合得分为合计的赋权值除以有效样本数。

（五）资产负债管理工作的目标和展望

寿险公司作为经营负债的金融主体，其资产和负债的管理应当成为指导公司经营活动的核心原则，因为任何忽视资产负债联动的片面策略都可能埋下系统性风险隐患。尽管单独考虑资产端收益或负债端成本等割裂的管理方式在短期内可能不会直接暴露经营指标压力，但这种失衡的运营模式会随着时间推移逐渐积累风险敞口。特别是在遭遇极端经济环境或市场剧烈波动时，这种长期存在的资产负债错配问题很可能引发流动性危机或偿付能力危机，最终导致公司陷入难以逆转的经营困境。

被调研公司普遍认同，在资产负债管理和相关考核中应重点关注如下维度的管理效果。



数据来源：国内中小寿险公司调研结果（共22家公司的问卷反馈）

在实现上述指标管理效果的过程中，短期目标和长期目标的平衡往往是公司在实施管理策略时面临的主要挑战。短期来看，改善久期、提升利润并达成偿付能力目标；长期来看，实现公司的可持续盈利、实现价值提升和偿付能力稳定。

针对未来的利率环境变化，受访者中55%的受访者认为低利率环境将在5年内有所缓解，27%的受访者认为将持续5-10年，18%的受访者认为将持续超过10年。因此，如何适应并在该环境下寻求经营发展的新突破，成为公司必须思考和面对的课题。从资产负债管理来看，被调研公司普遍认为行业应重视跨部门系统机制（占比95%）和提高动态情景分析与压力测试能力（占比82%），并重视金融科技赋能。

（六）资产负债管理行业经验

作为中国规模最大的寿险企业，中国人寿近年来资产负债管理的表现，或可成为中小公司的参考。

- **资产负债管理机制参与公司治理：**国寿董事会下设的战略与资产负债管理委员会，前身是战略与投资决策委员会，主要职责是制定公司长期发展战略、就资产负债管理重大事项及相关的政策与制度、保险资金运用管理制度、重大战略性投资决策、重大资产战略配置计划进行研究并提出建议；

- **资产负债管理内嵌经营管理：**近年来，资产负债管理开始成为国寿年报与业绩会上的关键词：2023年，国寿在年报中的致辞章节首次将“强化资负管理”单独列示，时任管理层在业绩会上更是频频提及资产负债表现、持续分享观点与数据；2024年年报，国寿年报中再次强调“公司将资产负债管理理念贯穿经营管理各环节，强化降本增效，努力提升资源配置效能，经营发展再创佳绩”

- **负债端驱动，缩小久期缺口：**根据公开信息信息，中国人寿近年主销产品逐渐转型至久期10年左右的两全险/年金险，而非传统增额终寿，有效缩短了负债端久期。2025年上半年业绩会上，国寿管理层透露：2024年公司整体资产负债久期缺口已控制在2-2.5年之间，2025年上半年新单资产负债有效久期缺口已持续缩短至1.5年，久期缺口持续缩小；

- **产品转型，规避低利率风险：**根据公开信息：2025年上半年，中国人寿个险渠道大力推动浮动收益型产品发展，分红险实现快速增长，占个险渠道首年期交保费比重超50% ，成为新单保费的重要支撑。通过签发分红业务保单，公司可将部分利率风险及其他投资风险转移至与保单持有人共担，从而降低保险公司对金融市场风险的敞口。

- **保持稳健资产配置，寻求优良资产：**面对低利率环境，国寿投资是“固收方面稳固配置底仓；权益投资方面，布局新质生产力领域、加大优质高股息配置。”截至2025年上半年，国寿投资资产中固定收益类资产占比维持74%左右、权益类资产占比20%左右。

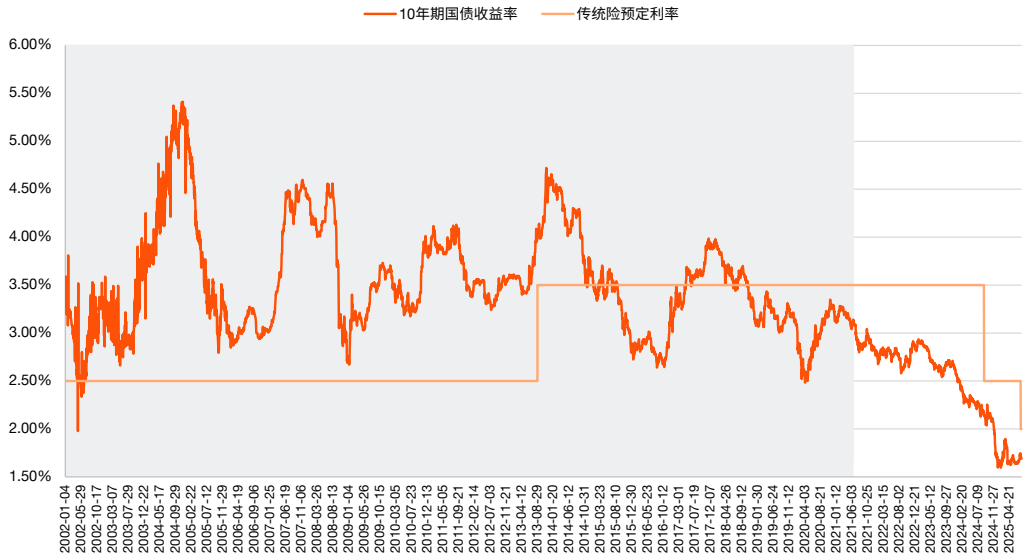
中国寿险公司资产负债管理策略及展望：重塑多维管理体系

（一）第一维：资产端与负债端本位管理提升

1.负债端：优化产品结构，动态调整产品利率

(1) 动态调整新业务的预定利率，避免产生新的利率损风险

10年期中国国债收益率 vs 传统险预定利率
(2002 - 2025)



数据来源：https://yield.chinabond.com.cn/cbweb-mn/yield_main?locale=zh_CN

回顾保险产品预定利率调整历史，大致可以分为四个阶段：

- **第一阶段（1999-2013）：**跟随央行连续七次降息（1年期定存利率从10.98%快速下行至2.25%），1999年6月，原保监会下发《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》，将预定利率上限定为2.5%；

- **第二阶段（2013-2019）：**2013年8月，原保监会发布《关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，寿险费率市场化改革正式启动，产品预定利率由保险公司根据市场情况自主确定“普通型人身保险预定利率升至3.5%，普通型养老年金预定利率最高为4.025%；

- **第三阶段（2019-2024）：**2019年，原银保监会下发通知，将年金险4.025%的预定利率下调至3.5%，高预定利率年金险被叫停；　2024年8月2日，金融监管总局向行业下发了《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，要求自2024年9月1日起，新备案的普通型保险产品预定利率上限为2.5%；自2024年10月1日起，新备案的分红型保险产品预定利率上限为2%、新备案的万能型保险产品最低保证利率上限为1.5%。

- **第四阶段（2025-）：**2025年1月10日，金融监管总局发布《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》，正式确立了“预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制”。该机制下，由中国保险行业协会定期组织专家会议，结合5年期以上贷款市场报价利率、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。当保险公司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个月内平稳做好新老产品切换工作。



(2) 非保证利益反映市场收益，降低刚性成本

需要注意的是，除了预定利率之外，对于存在非保证利益的分红水平和万能险的保险产品，公司也需关注其非保证利益水平。

近年来，迫于市场压力，出现了部分保险公司对于存量分红保单进行“超分”或向客户演示的红利水平比短期内的市场实际情况乐观，导致了保险公司承担了更高的负债端成本。

针对上述保险公司“内卷式”竞争，今年早些时候，国家金融监督管理总局人身险监管司发布了《关于分红险分红水平监管意见的函》，要求保险公司派发分红险红利时，要“稳健经营，坚持长期主义，把资产负债管理理念贯穿保险产品和服务全流程全周期，不得偏离账户的资产负债和投资收益实际情况，随意抬高分红水平搞“内卷式”竞争，扰乱人身保险市场秩序。”要求保险公司在为分红险设置演示利益以及实际派发红利时，要综合考虑预定利率、浮动收益、演示利益与红利实现率等许多因素。

(3) 推进产品结构优化调整

为应对低利率时代挑战，保险公司或可关注产品侧举措：

- **减少高保证收益的传统寿险占比，发展分红险、万能险等固定收益+浮动收益的产品。**针对分红险以及万能险等利率敏感型产品，保险公司可以更好的将红利水平以及万能结算水平与市场表现进行互动，确保业务的可持续健康发展。借鉴英国寿险行业经验，“挣脱了分红负担”的保险公司可专注于资产端更高的投资收益、并将该部分收益以未来分红红利或万能结算利率的方式返还给保单持有人。

- **持续推动保障型产品以降低对利差的依赖。**低利率环境下，中国寿险公司或可借鉴德国市场经验，瞄准细分市场、推动保障型产品、降低对于利差益的依赖性、提升整体竞争力。

- **低利率环境及报行合一管理要求下，持续关注费差损。**持续低利率环境下，保险公司利差损风险加大、过往利差补费差的模式或不可继。同时报行合一要求下，公司需细化费差管控。

2.投资端：寻求匹配保险公司投资策略的产品或机会

(1) 布局高分红资产及高股息权益资产

由于人寿保险的保单期限普遍较长，为实现资产与负债之间的久期匹配以及现金流匹配，寿险公司一般倾向于优先配置长期固收类资产（长期国债或者长期政策性金融债）。固收类资产收益低迷的大环境下，债券收益率处于低位、无法满足寿险公司成本收益要求（根据调研结果，超7成公司于2024年的整体负债有效成本率介于3%至4%之间），增配权益类资产或是未来保险资金配置的重大变化方向。

事实上，估值水平合理、资本回报率稳定、且能够提供稳定分红/股息的上市公司股票已成保险公司关注对象。与此同时，近年来，已有保险公司积极参与资本市场投资，提高长期股权投资和红利价值策略的配置占比。

(2) 关注海外资产

面对境内长期固收类资产收益率可能较长时间维持低位的挑战，保险公司可能借鉴海外保险公司的资产端举措：寻找境外高收益债券类资产、以及境外权益类资产。截至2025年二季度，英国10年期国债收益率4.57%、美国10年期国债收益率4.36%，可能成为国内保险公司提升投资收益、缓解“利差损”的选择。

目前来说，保险公司最大痛点在于仅能通过合格境内机构投资者（QDII）形式参与投资境外债券，而该形式下境外投资的额度较小。不过，近期有市场观点认为：“南向通”的内地投资者有望扩容至包括保险机构。所谓“南向通”，指允许内地机构投资者通过内地与中国香港地区基础服务机构连接，投资于中国香港地区债券市场的机制安排。中国香港地区金管局与中国人民银行发布的《关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》显示，“南向通”对投资者类型及使用额度有较严格限制。现阶段允许参与“南向通”的内地投资者暂定为中国人民银行2020年度公开市场业务一级交易商中的41家银行类金融机构（不含非银行类金融机构与农村金融机构）。

2025年4月29日，中国人寿保险股份有限公司公布第八届董事会第十五次会议决议公告，审议通过了《关于开展“南向通”债券及香港互认基金投资的议案》。有市场观点认为，该项议案的通过，或需表明“南向通”的投资者范围扩容已蓄势待发，险资进入“南向通”合资格投资者范围的进程已经在逐步落地。

(3) 提升不动产资产配置，长期稳定的现金流

低利率环境下，传统固定收益类资产收益率不断走低。相比之下，不动产资产能够提供持续稳定的租金收入、并且作为实体资产还具有一定抗通胀能力，或成为险资寻求长期稳定现金流、有效匹配资产负债资金需求的重要选择。

事实上，今年上半年，多家头部企业增加对于不动产资产的投资：截至8月，今年已有太保寿险、建信人寿、中国人寿、中国平安等险企公告13笔大额不动产投资。其中：中国人寿累积向英国伦敦金融城 Aldgate Tower 、英国伦敦金丝雀商务区写字楼项目出资合计4.6亿英镑（约合人民币45亿元）；太保寿险三次投向上海市黄浦区淮海中路街道地块，累计出资金额2.47亿元。

（二）第二维：基于财务表现和资本使用效率的资产负债互动管理

1.资产负债管理指标体系

从经济意义上讲，资产负债管理的传统指标包括久期匹配、收益匹配和现金流匹配。公司可以通过基于上述管理目标的静态分析，了解公司当前资产负债管理风险敞口的现状，并制定资产端与负债端的应对方案。

寿险公司还可根据风险偏好及风险阈值设置相应的压力情景，以更好观测压力情景下公司资产负债管理指标表现。例如：除监管规定的利率压力情景、新业务压力情景外，公司可以根据自身风险偏好设置对投资资产设置更为极端的压力情景、或对于资产和负债端同时设置压力，以观测更极端情况下公司关注的指标表现。

2.资产负债管理目标在财务报表及其他管理报表中的实现

由于资产会计分类、负债评估模型及评估假设等多因素的影响，经济意义上资产负债管理目标的实现和其管理动作，在财务报表及其他管理报表中的表现，可能与其经济意义目标存在差异。

(1) 现行准则下，负债端与资产端对利率风险的反应并不同步

现行准则下，负债端与资产端对利率风险的不同步可主要归结于两个因素：

首先，现行准则下，负债评估采用国债750天移动平均利率曲线作为折现率假设的基础曲线，因此对负债结果产生影响的利率变化取决于国债当前利率与其750天前利率的变化关系，而不直接反映近期市场利率变化情况。由于近年来，利率下行的整体趋势，负债端的折现率假设表现为持续下降，尽管寿险公司通过逆周期溢价等方式降低波动，但总体来看，准备金仍体现为增提风险。

而资产端总体采用当前利率评估，因此直接体现近期市场利率变化对资产价值的影响。因此，公司在对资产负债的利率风险敞口进行管理时，面临经济意义和财务报表结果的错配挑战。现行准则下，利率变化对于负债准备金的影响全部体现在损益表中、而利率变化对于资产端的影响还却决于资产会计分类：对公司持有的划分为可供出售的固收类资产，其受利率变动影响将体现在其他综合收益，这也使得公司的利润表管理面临挑战。

以2025年上半年为例：2025年6月30日时点，国债收益率当日线前20年平均较2024年12月31日时点相比基本持平，个别年度利率上行，但750天移动平均国债收益率与2024年12月31日相比，前20年下降约18个基点。这就导致资产和负债端双向承压。

其次，负债评估所使用折现率假设引入“终极利率”概念，即负债折现率40年后维持不变、不受市场利率变化影响。因此，对于期限超过40年的现金流，若公司匹配40年以上的固收类资产，当市场利率曲线发生40及以后年期的变动时，仅采用公允价值计量的资产将受到利率变动的影响、而负债端准备金将不受影响，公司也会面临资产负债错配。

(2) 新准则实施后，资产负债对当前利率环境的变化反应更加同频

新准则实施后，负债评估基础曲线将由国债750天移动平均利率曲线改为当日国债利率曲线，上述由于负债及资产采用评估基础曲线不同所导致的错配将得到一定程度的缓解、资产端与负债端受利率变动的影响将更为同频。

值得一提的是，新准则下负债评估曲线仍包含“终极利率”，因此公司仍需关注超长期限的资产以及40年后负债现金流的匹配情况。

(3) 新准则下，资产会计分类与负债会计政策联动策略

《企业会计准则第 22 号 — 金融工具确认和计量》（“新金融工具准则”）下，要求金融资产以摊余成本（AC）或公允价值计量，公允价值变动计入损益（FVPL）、或者计入其他综合收益（FVOCI）。公司可通过业务模式测试以及“SPPI测试”判断金融资产的分类。

同时，《企业会计准则第25号 — 保险合同》（“新保险准则”）下，对于保险合同的计量可以采用通用模型（GMM）或浮动收费模型（VFA），并且准则允许公司选择其他综合收益选择权的会计政策（“OCI选择权”），通过合理方法将金融风险的变动对负债的影响体现在其他综合收益中。

综上，新金融准则下的资产分类，新保险准则下负债模型选择、OCI选择权政策选择将共同作用于财务报表。如何寻找公司最优会计政策，管理资产负债表、利润表的波动，实现最优化的资产负债表及利润表，成为公司的新目标。例如：

对于传统险业务，寿险公司一般采用通用模型（GMM）计量。公司可以通过选择OCI选择权，将折现率利率变动对负债的影响体现在其他综合收益中、而降低对利润表的影响。因此，对于选择了OCI选择权的保险合同组合负债，保险公司可考虑在资产端尽量多配置FVOCI资产，以实现资产负债表及利润表资负匹配。例如：利率下行时，负债端保险合同负债将同步上升。如资产以摊余成本法计量、不随利率变化而变动，则将导致资负不匹配。因此，保险公司可将传统账户中资产分类为以公允价值计量的资产，以减少会计错配。

对于符合条件的分红险业务，寿险公司需使用浮动收费模型（VFA）计量。该计量方法下，金融风险对资产和负债的公允价值变动的影响将计入合同服务边际吸收，后随着合同服务边际的释放计入当期收入和利润。因此公司如配置会计分类为摊余成本计量的资产，则面临资产负债表的错配。例如：如果公司以VFA计量分红险业务，而在该业务对应的基础项目配置了以摊余成本计量的固收类资产。那么在利率下行时，负债端会增加，但资产端仍以摊余成本法进行计量，从而形成了资负不匹配。因此，保险公司需要考虑将分红基础项目中全部资产分类为以公允价值计量的资产，以减少会计错配。同时，公司还需关注自身分红险业务合同服务边际的充足程度，如合同服务边际较低，则资产和负债公允价值不利变动也将击穿合同服务边际，通过亏损成分的形式计入当期损益，从而使公司面临利润表层面的亏损。

(4) 新准则下，权益类资产波动的考量

低利率环境下，公司多寻求权益类资产投资以提升投资收益表现，覆盖负债成本。现行准则下，权益类资产大部分以“可供出售金融资产”（AFS）计量，其公允价值变动在资产持有期间计入其他综合收益（不影响利润）、在资产处置时转出到投资收益；少部分以“以公允价值计量且其变动计入当期损益”（FVTPL）计量并且公允价值变动直接影响投资收益。

实施新会计准则后，权益类资产分类至以“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益”（FVOCI）计量以及以“以公允价值计量且其变动计入当期损益”（FVTPL）计量。因此，公司需关注权益类资产价格波动对损益表当期表现的影响。另外，对于以“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益”（FVOCI）计量的资产，其公允价值变动于处置时不再能够进入当期损益、而是直接计入“留存收益（净资产）”。

(5) 资产负债管理对守好偿付能力和资本充足性生命线的重要作用

和财务报表相比，偿付能力报告和资本管理更关注在可预见的市场情景下（如利率上升或下降、权益类资产价格波动）下，公司的偿付能力充足率即资本充足性仍能满足监管最低要求。因此，公司除关注经济意义管理指标、财务报表的短期表现外，还需关注资产端和负债端在市场风险、信用风险以及保险风险下的平衡与应对。其中，不同基础利率水平下，利率最低资本的要求也会存在差异。因此，公司需要通过动态情景分析，并考虑除监管要求的压力情景外其他具有前瞻性的不利情景下，公司偿付能力的充足情况。在预测过程中，除未来市场环境变化外，还需结合新业务侧业务结构调整、重定价安排、资产配置调整等多项举措，从而对公司的资本充足情况进行全面的预测和分析。



（三）第三维：建立贯穿保险经营全生命周期的资产负债管理体系

1. 明确资产负债管理治理架构、清晰资产负债管理的战略定位

保险公司可从治理层面建立权责分明的资产负债管理治理架构体系。为监控公司资产负债匹配状况，公司通过资产负债委员会（ALCO），为公司资产负债管理提供决策支持：

- 确定公司资产负债管理总体目标、制定公司资产负债管理制度；
- 明确公司风险管理体系、明确资产负债管理风险约束、风险预算、预警机制等；
- 支持公司资产负债管理模型开发和维护；
- 支持公司资产负债管理数据管理及报表管理报告等；

ALCO作为资产负债管理平台，可支持公司整体资产负债管理职能，是公司内各管理主体管理决策的重要环节

2. 建立“事前规划”、“事中追踪”、“事后评价”全链条的动态管理机制

资产负债管理工作如停留在表面的机制设置、仅满足监管和合规的流程及指标管理，则存在“保险业务价值链”和“投资业务价值链”分割、公司被动面临风险暴露、资产负债管理从主动管理变为被动弥补工具等诸多弊端。

资产负债管理理念下公司价值管理体系，应从“保险业务价值链”和“投资业务价值链”两个关键抓手联动、建立“事前规划”、“事中追踪”、“事后评价”全链条的动态资产负债管理，形成管理闭环。



“事前规划” — 将资产负债管理的风险评价全面融入产品研发、业务规划、投资决策等

- 建立明确的资产负债管理指标体系，厘清经济实质、财务报表影响、风险指标影响等多口径；
- 在产品开发和业务规划制定阶段，公司均需考虑多情景的预测结果，同时除利润、价值、偿付能力等指标外，关注资产负债的现金流匹配、收益匹配和价值匹配在多情景下的预测结果；
- 投资端重大投资决策时也需关注与负债端的互动结果；
- 规划制定应从资产负债管理角度出发，综合权衡长期价值与短期利润实现的平衡，同时应考虑极端情景，并制定不同情景下的应对预案。

“事中追踪” — 将资产负债管理的实现效果全面体现在公司经营的过程管理中

- 公司在对开展业务规划、预算实现等公司经营的过程管理时，应将资产负债管理的指标等纳入过程追踪，建立预警机制；
- 预警机制应基于具有前瞻性的动态预测模型，充分考虑资产负债的联动机制。

“事后评价” — 经营结果评价应体现资产负债管理指标，考量风险收益平衡

公司应重视资产负债管理绩效评价在总体经营成果评价中的体现，从短期、中长期和长期等不同经营周期区分考虑评价指标的权重等。兼顾长期价值最大化与短期利润目标的平衡，与负债特性相适应。

当然，对众多中小公司而言，建立上述贯穿保险经营全流程的资产负债管理体系，是公司总结历史及当前教训、管理改革以避免风险敞口恶化、应对未来经济环境变化挑战的必要举措。但除此之外，公司首先还需尽快开展的，是对公司现有的风险敞口规模进行全面评估，做到存量摸底、增量改革、短期内渡过生存难关、长期实现高质量全新模式的发展。

引用文献:

‘Lower for even longer: what does the low interest rate economy mean for insurers?’ By Swiss Re Management Ltd

‘The Impact of the Low Interest Rate Environment on Life Insurance Companies’ by Dr. Dirk Nieder, Gen Re, Cologne

‘Navigating Low-Interest-Rate Challenges: Experience from the UK’s With-Profits Market’ by Alan S Newton, FIA C.Act

‘Lessons Learned from the UK Industry and Asia Update’ by John Jenkins, Paul Beresford

Why Japanese Life Insurers Are Still Surviving In a Zero Interest Rate Since 1995 By Kenichi Nogami

Impacts of interest rate environment on Japanese insurance sector - From "negative spread" to "negative rate" by Takashi HAMANO

‘The ACLI Life Insurers Fact Book’

中国香港地区保险业监管局公开信息

德国精算师协会（The German Association of Actuaries (DAV)）公开信息

英国精算师协会（The Institute and Faculty of Actuaries）公开信息

‘2024香港分红险实现率盘点: 从3%到1044%! 各大保司表现如何? ’

2024年各公司年报

【申万固收|利率专题】保险买债特征全解析: 保费、预定利率与买债节奏 — 债市机构行为研究系列之五

华创固收团队 — 保险预定利率下调历史回溯及债市影响展望

寿险公司久期缺口观察: 成因, 现状和应对【中泰非银·葛玉翔/蒋峤】

财联社 — 险资调仓信号明显: 密集调研超千次, 有机构坦言正加大战略性新兴产业投资力度 |一线调研

低利率环境下，寿险公司资产负债管理思路：全生命周期重塑资产负债多维管理体系

pwc.com/低利率环境下，寿险公司资产负债管理思路：
全生命周期重塑资产负债多维管理体系

“普华永道与安顾均保留其原创内容的所有权，并据此授予对方一项全球范围内、免版权费的使用许可。”