广发研究 GF RESEARCH

Non-Bank Financials

保险Ⅱ行业

低利率平台期保险行业的基本面趋势研究之一：欧洲寿险业经验

刘淇
SAC 执证号：S0260520060001
0755-82564292
liuqi@gf.com.cn

陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE.no: BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

王京灵
SAC 执证号：S0260526050002
021-38003795
wangjingling@gf.com.cn

请注意，刘淇,王京灵并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

当前，我国长端利率中枢维持低位水平，引发市场对寿险行业后续经营稳定性的担忧，但借鉴海外发展经验，历史并未存在"利率走平必然导致寿险经营恶化"的线性判断。作为系列报告的第一篇，本篇报告通过回顾欧洲险企在 2016-2021 年利率低位平台期的经营规律，险企反而获得了"调整窗口期"：负债端可以相对从容地压降新单保证成本、推进产品结构转型，且保费增速仍高于 GDP 增速；资产端则可以有序调节资产配置结构并拉长久期，逐步"利差+费差+死差+资管收益"的多元利润组合，行业及龙头寿险公司 ROE 及盈利水平保持相对稳定。

德国：产品结构转型与资产结构优化双向突围，业务价值及盈利能力持续提升。德国寿险业以最高精算利率阶梯式下调为核心约束，叠加 Z 准备金机制，倒逼保证利率持续走低，推动产品结构向浮动收益与保障型切换。2016-2021 年，因德国浮动收益型产品的热销带动行业保费收入年均复合增速为 2.8%，较 2010-2015 年的利率快速下行阶段中的复合增速 0.21%明显提升，也高于同期 GDP 增速。资产端在久期匹配基础上逐步扩大非政府债券及另类资产配置，德国在“低利率平台期”维持约 4.0%的净投资收益率水平，将无风险利率与实际投资回报之间的利差锚定在 400bps 以上的高位区间。安联集团作为头部保险机构，在“低利率平台期”通过负债端降刚性成本及资产端做长久期与信用溢价确保利润稳定性。在此背景之下，2016-2021 年，安联寿险 PVNBP 实现复合增速 7.6%，超过德国同期 GDP 平均增速（为 1.15%），资产端收益稳定在 3.7%-4.3%较高的区间范围之内，远高于同期国债收益率。2016-2021 年，通过资产负债联动发展，安联寿险板块营业利润增至 50.1 亿欧元，复合增速达 3.2%。

意大利：成本压降驱动灵活转型，高固收占比下资产结构内部优化，规模及收益保持稳健增长。意大利寿险业持续提升 0%保证利率产品的占比，压降负债成本。在此背景下，意大利寿险总保费规模由 2016 年的 1023 亿欧元增长至 2021 年的 1112 亿欧元，CAGR 为 1.7%。同时，0%保证利率保单的准备金占比从 2016 年的 28%提升至 2021 年的 58%，行业存量刚性成本被有效剥离。资产端则在高固收占比基础上优化内部结构，稳定投资收益。受再投资的影响，意大利寿险业总投资收益率由 2016 年的 3.2%下降至 2021 年的 2.5%，但整体收益水平保持稳健且远高于同期意大利 10 年期国债利率（平均仅为 1.6%），且负债成本下降速度预计更快。忠利保险作为意大利最大的保险集团，其负债端系统性降低刚性保证收益比例，并全面转向轻资本混合型产品；资产端坚持 80%以上的固收资产基本盘，且通过信用下沉、适度的权益增厚以及向长期另类资产的战略性扩容。忠利保险寿险营业利润基本保持稳健，2016-2021 年复合增速为 1.4%。此外，公司久期缺口维持在 1 年以内。

投资建议：欧洲经验表明，负债端需推动成本管控机制，资产端则需深化信用结构调整，拓展多元化配置结构，构建穿越利率周期的可持续商业模式。随着我国监管政策的优化及险企资负匹配能力的提升，利好龙头险企，个股建议关注新华保险（AH）、中国人寿（AH）、中国平安（AH）、中国太平（H）、中国太保（AH）、友邦保险（H）。

风险提示：长端利率下行、权益市场持续震荡、保费收入增速不及预期、行业政策及监管趋严、海外经验在本土实用性风险等。

相关研究

保险Ⅱ行业:香港“报行合一”全面落地，利好内地险企竞争力提升	2026-06-14
保险Ⅱ行业:4 月行业保费点评-寿险回归常态化销售，财险保费增速分化	2026-05-29
保险Ⅱ行业:26Q1 险资规模延续双位增长，权益占比持续提升	2026-05-18

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		PEV/PB(x)		ROE	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
中国平安	601318.SH	CNY	54.01	20260428	买入	80.14	7.75	8.15	6.97	6.63	0.61	0.56	13.2%	13.0%
新华保险	601336.SH	CNY	61.46	20260430	买入	85.06	11.41	12.27	5.39	5.01	0.58	0.51	30.6%	31.6%
中国太保	601601.SH	CNY	32.86	20260428	买入	55.52	5.84	6.33	5.63	5.19	0.47	0.43	16.9%	17.8%
中国人寿	601628.SH	CNY	35.81	20260430	买入	56.53	4.42	5.93	8.10	6.04	0.63	0.57	19.6%	23.6%
中国平安	02318.HK	HKD	57.15	20260428	买入	81.40	7.75	8.15	6.78	6.45	0.59	0.55	13.2%	13.0%
新华保险	01336.HK	HKD	51.55	20260430	买入	66.84	11.41	12.27	4.16	3.87	0.45	0.39	30.6%	31.6%
中国太保	02601.HK	HKD	31.64	20260428	买入	47.59	5.84	6.33	4.98	4.60	0.42	0.38	16.9%	17.8%
中国人寿	02628.HK	HKD	30.12	20260430	买入	38.76	4.42	5.93	6.27	4.67	0.49	0.44	19.6%	23.6%
友邦保险	01299.HK	HKD	74.55	20260319	买入	107.70	0.62	0.76	15.63	12.75	1.39	1.27	12.8%	17.6%
中国财险	02328.HK	HKD	15.55	20260430	买入	20.85	1.86	2.13	7.69	6.72	1.02	0.94	13.2%	13.9%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。可比性下仅呈现部分更新最新业绩的公司，A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。EPS 中友邦保险、中银航空租赁的货币为美元，其余为人民币；保险估值中中国财险、中国人保、中国人民保险集团为 PB，其余为 PEV。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

一、 引言：长端利率快速下行后“平台期”阶段中寿险公司的基本面变化.....6

二、 德国：负债结构优化与资产多元突围，险企规模与利润齐升.....8

（一）负债端：刚性成本下移及产品结构重塑，保费增速提升.....8
（二）资产端：固收主导下的收益增厚策略，投资收益具备较强盈利韧性.....12
（三）安联集团：负债资产双向联动，价值与利润并重.....16

三、 意大利：产品结构重构与固收策略优化，行业保持稳健增长.....22

（一）负债端：成本与结构优化，带动行业盈利能力提升.....23
（二）资产端：高固收占比下的策略优化，投资收益贡献稳定利差.....25
（三）忠利保险：负债端风险结构优化，资产端内部结构调整，盈利能力稳健.....27

四、 对中国的发展借鉴.....32

五、 投资建议.....34

六、 风险提示.....35

图表索引

图 1：我国 10 年期及 30 年期国债收益率走势（%） 6
图 2：欧元区主要国家 10 年期国债收益率走势（%） 7
图 3：2010-2024 年安盛集团、安联集团、忠利保险 ROE 水平 7
图 4：德国法定社会医保及私人医保覆盖人数占总人口比例（千人，%） 8
图 5：意大利社会医保覆盖人数占总人口比例（千人，%） 8
图 6：德国最高精算利率制度涉及主体 9
图 7：德国最高精算利率及 10 年期国债收益率走势 9
图 8：Z 准备金年计提规模（10 亿欧元） 10
图 9：2010-2024 年德国寿险业总保费收入规模及同比增速（亿欧元，%） 11
图 10：2015-2021 年投连年金险及混合年金险保费收入规模（亿欧元） 11
图 11：2010-2017 年德国寿险保费收入占比 11
图 12：2018-2024 年德国寿险保费收入占比 11
图 13：2009-2021 部分欧洲国家健康险占比 12
图 14：2015-2021 德国失能险保费规模及占比（亿欧元，%） 12
图 15：德国总投资资产规模及增速（十亿欧元） 13
图 16：德国寿险业存量资产配置结 13
图 17：德国寿险业每年新增投资配置占比 14
图 18：2021 年欧洲部分国家资产配置结构 15
图 19：德国寿险行业净投资收益率及 10 年期国债收益率对比 15
图 20：最高精算利率、经常性利率、总利率解析 16
图 21：安联集团负债端利率水平 16
图 22：安联集团寿险 PVNBP 规模及增速 17
图 23：安联各险种 PVNBP 占比 17
图 24：安联集团总投资资产规模及增速（十亿欧元） 18
图 25：安联集团资产配置结构占比（%） 18
图 26：2016-2021 年安联寿险固收资产再投资收益率 19
图 27：安联固收投资资产信用评级分布 19
图 28：安联 BBB 类固收资产分类 19
图 29：BBB 等级债券规模及同比增速（百万欧元，%） 20
图 30：安联权益资产投向（按地区分类） 20
图 31：安联权益资产投向（按行业） 20
图 32：安联集团另类资产投资规模（十亿欧元，%） 21
图 33：2009-2024 年安联寿险营业利润及增速（百万欧元，%） 22
图 34：安联寿险投资收益情况（十亿欧元，%） 22
图 35：安联寿险资产负债久期及缺口（年） 22

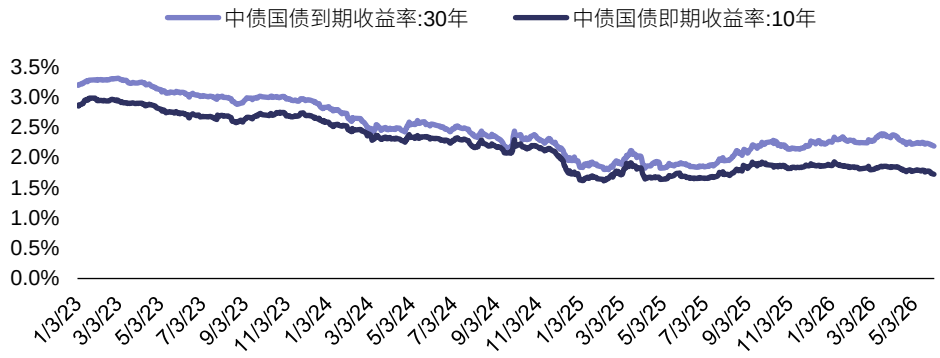
图 36：意大利寿险业各类保证利率保单准备金占比 23
图 37：意大利寿险业各类险种保费收入占比 24
图 38：意大利寿险业各类险种保费收入规模（十亿欧元） 24
图 39：利润共享账户技术准备金计提规模（十亿欧元） 25
图 40：意大利总投资资产规模及增速（百万欧元，%） 26
图 41：意大利寿险业资产配置结构（%） 26
图 42：意大利寿险业投资国债信用评级分布 27
图 43：意大利寿险业投资企业债信用评级分布 27
图 44：忠利寿险保费收入规模及增速（百万欧元，%） 28
图 45：忠利保险各险种保费收入占比 28
图 46：2015-2022 年忠利保险各类保证成本保费占比（%） 28
图 47：2008-2022 年忠利保险投资收益率及存量负债成本（%） 29
图 48：忠利保险总投资资产规模及同比增速（百万欧元，%） 29
图 49：忠利保险资产配置结构（%） 30
图 50：忠利保险固收资产评级规模（百万欧元） 30
图 51：忠利保险固收资产各类评级占比 30
图 52：忠利保险权益类资产占比（%） 31
图 53：忠利保险净投资收益率及寿险再投资收益率 31
图 54：忠利寿险债券久期及负债久期 31
图 55：忠利寿险营业利润及集团 ROE（百万欧元，%） 32
图 56：我国寿险各险种预定利率水平 33
图 57：预定利率研究值 33
图 58：中国平安保费收入结构 33
图 59：中国太保保费收入结构 33
图 60：上市险企资产配置结构（百万元） 34

表 1：保证混合年金险、混合年金险、传统年金险对比 12
表 2：安联“Perspektive”产品拆解 18
表 3：安联集团各类另类投资收益水平 21
表 4：意大利寿险业双重账户结构分析 24

一、引言：长端利率快速下行后“平台期”阶段中寿险公司的基本面变化

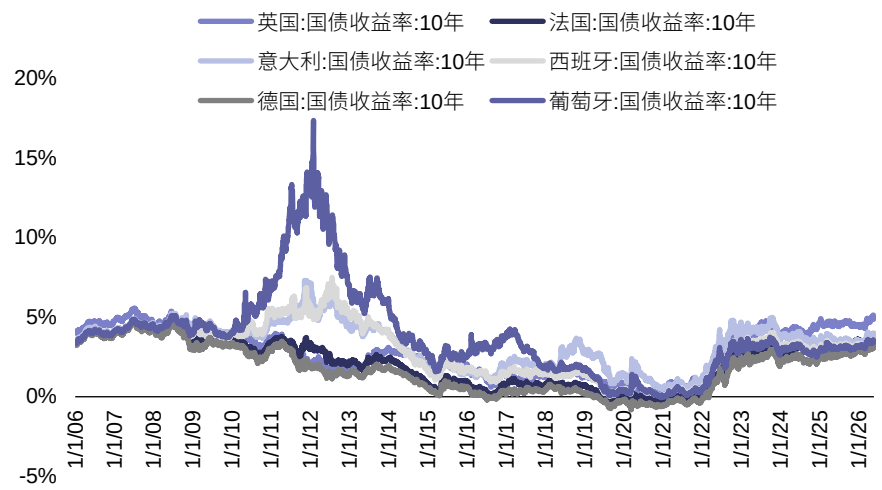
2023-2024 年我国长端利率快速下行后，2025 年至今长端利率在低位徘徊，10 年期国债收益率 1.7%左右的水平，30 年期国债收益率亦在 2.2%左右低位震荡，从中期情况看预计长端利率将维持在一个低位徘徊的水平。而到底在利率“低位平台期”的阶段中保险公司的基本面演变情况值得关注。由于海外保险行业经历了过同样的利率快速下行后的“低位平台期”，我们通过系列报告研究海外保险行业及龙头保险公司在长端利率“低位平台期”阶段的基本面变化及业绩情况进行分析。作为系列报告的第一篇，本篇报告通过回顾欧洲险企的经营规律，发现寿险公司真正最为警惕的，并非利率的长期低位平稳，而是利率的快速大幅波动阶段，包括快速下行阶段及快速上行阶段，其中在利率快速下行阶段，存量高成本负债与新低收益资产形成刚性错配，利差损风险集中爆发；而利率快速上行阶段，退保提升导致的流动性压力以及债券账面价值下降导致的偿付能力压力并存。相较之下，利率进入平台期后，险企反而随着负债成本的下行而获得调整期，“以时间换空间”，其中负债端可以相对从容地压降新单保证成本、推进产品结构转型；资产端则可以有序调节资产配置结构并拉长久期，逐步将利润来源从单一利差扩展为"利差+费差+死差+资管收益"的多元组合。2016—2021 年，欧元区在经历利率快速下行后进入长达五年的利率平台期，德国 10 年期国债收益率均值降至-0.01%，法国为 0.34%，欧央行存款便利利率长期维持在-0.50%的历史低点。

图 1：我国 10 年期及 30 年期国债收益率走势（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

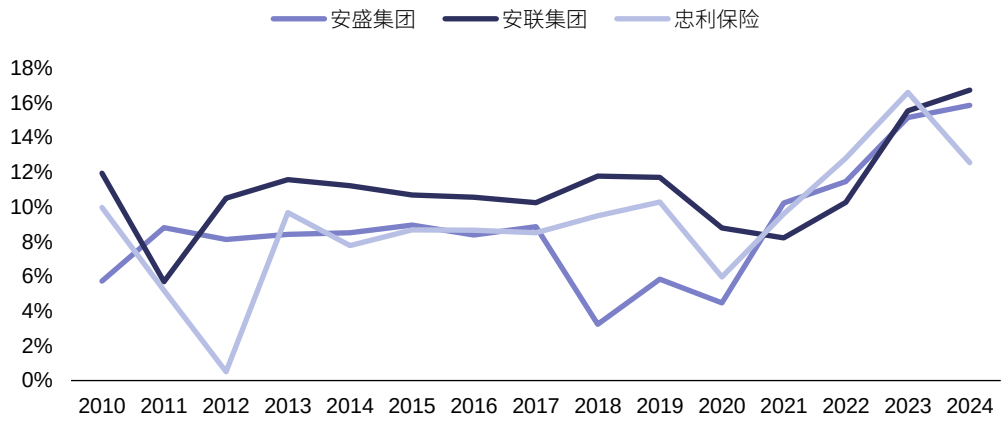
图 2：欧元区主要国家 10 年期国债收益率走势（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

在利率“低位平台期”阶段，欧元区保险公司通过负债端降成本、资产端提弹性、资本端强约束”的组合策略，逐步从传统利差型寿险模式，转向高资本效率的新经营范式。从行业层面看，负债端降低刚性保证与拉长期限，资产端在固收为基石的前提下增配权益、基金、另类和信用资产，并配合衍生品进行久期与利率风险管理。结果上，2016 年-2021 年，德国及意大利寿险行业资产规模维持 4%左右的复合增速，投资收益率虽有一定程度震荡，但波动显著小于国债收益率，利润稳定性更多来自结构调整而非单一市场贝塔。以德国安联集团为例，2016-2021 年，其集团 ROE 稳定在 10.2%左右，寿险利润水平维持在稳定区间；意大利忠利保险则在整个平台期内，凭借平均 3.11%的投资收益率稳定覆盖 1.3%—1.8%的负债成本，每年贡献 150bps 以上的稳定利差。

图 3：2010-2024 年安盛集团、安联集团、忠利保险 ROE 水平



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

本篇报告我们主要选取了德国及意大利两个国家，通过分析其利率平稳期保险业及代表性险企的资负行为，总结对于我国保险业发展的经验借鉴。归因来看，两国均以公共养老体系为第一支柱，德国法定社会医保覆盖率接近 90%，意大利社会医保覆盖率常年维持 100%，商业保险以核心补充保障和财富管理为主要定位，这一制

度背景与中国较为接近，因而具备更强的参照价值。通过系统梳理两国寿险业在负债端和资产端的应对路径，以及安联集团与忠利保险的代表性实践，本报告旨在为当前中国寿险业的转型方向提供来自海外市场的实证依据与结构性参考。

图 4：德国法定社会医保及私人医保覆盖人数占总人口比例（千人，%）

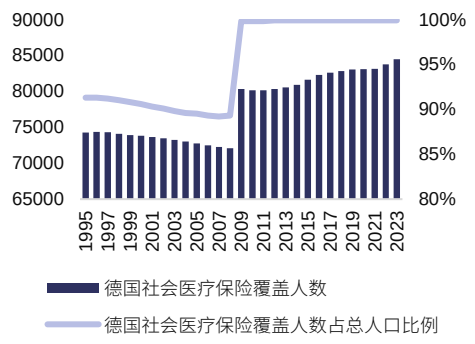
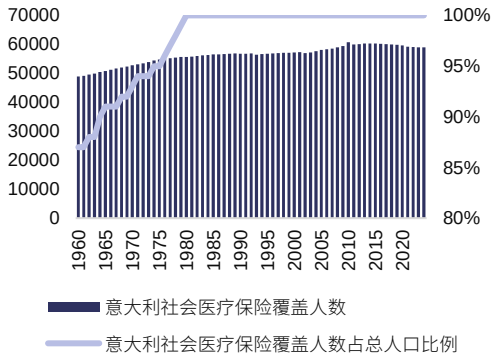


图 5：意大利社会医保覆盖人数占总人口比例（千人，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、德国：负债结构优化与资产多元突围，险企规模与利润齐升

2011-2015 年德国长债利率快速下行进入 0 利率时代，2016 年后进入“低位平台期”后，一直延续至 2021 年，而在此时德国寿险面临的核心矛盾是负债端存量成本形成于高利率时代，而资产端再面临长期零利率，与此同时，长期低利率环境导致居民可配置理财工具收益持续走低。为应对这一变化，德国寿险业通过调降保证利率、优化产品结构，叠加资产端投资结构优化，稳定行业中长期利润水平。从结果上看，2016-2021 年的利率“低位平台期”阶段，德国寿险行业通过销售投连年金险等浮动收益型产品，带动行业实现复合保费增速 2.8%（GDP 平均增速为 1.15%）；同期，行业净投资收益率达约为 3.6%至 4.6%，而 10 年期国债收益率仅为 0.2%左右，两者年均利差超 400bps。作为德国头部保险公司，安联寿险营业利润从 2016 年的 42.7 亿欧元稳增至 2021 年的 50.1 亿欧元，复合增速达 3.2%。

（一）负债端：刚性成本下移及产品结构重塑，保费增速提升

首先，负债端调整的核心举措在于最高精算利率（Höchstrechnungszins）的系统性下调。德国寿险产品的最高精算利率，即产品定价时所使用的预定利率上限，并非由市场化机制自由决定，而是由德国联邦金融监管局（BaFin）参考德国精算师协会（DAV）的建议进行评估，最终由联邦财政部通过修订《责任准备金命令》予以确定，本质上是结合精算及监管建议后的“硬上限”机制。由于准备金的计算直接决定了保险公司需要为未来赔付预留多少资本，因此该利率越高，所需准备金越低，即保单负债越小；反之则准备金越重。

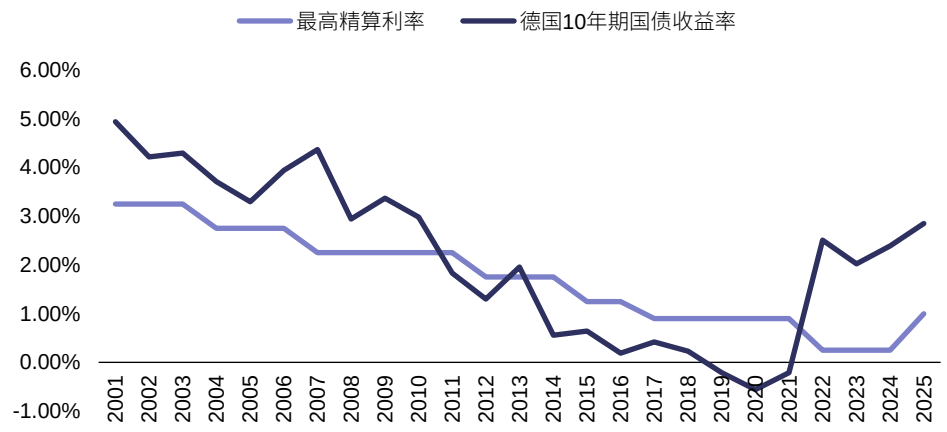
图 6：德国最高精算利率制度涉及主体



数据来源：德国精算师协会、德国联邦财政部、德国联邦金融监管局、广发证券发展研究中心

在此背景下，该利率不仅影响产品定价中的保证收益水平，也直接影响保险公司的资产负债管理结果。但在最高精算利率的设定中是随着长端利率的变化而调整，充分参考市场利率来确定最高精算利率水平，更好的进行资产负债匹配。2000 年行业最高精算利率为 3.25%，2004 年开始便进入长期下行通道。2012 年受欧洲债务危机等因素影响导致长端利率明显下行，最高精算利率也进一步加速降至 1.75%。2016-2021 年利率低位运行，德国寿险业最高精算利率由 1.25%再次下调至 0.90%。**最高精算利率的持续下调从根源上压降了新单的刚性负债成本，为保险公司的长期稳健经营构筑了利润“缓冲区”。**

图 7：德国最高精算利率及 10 年期国债收益率走势

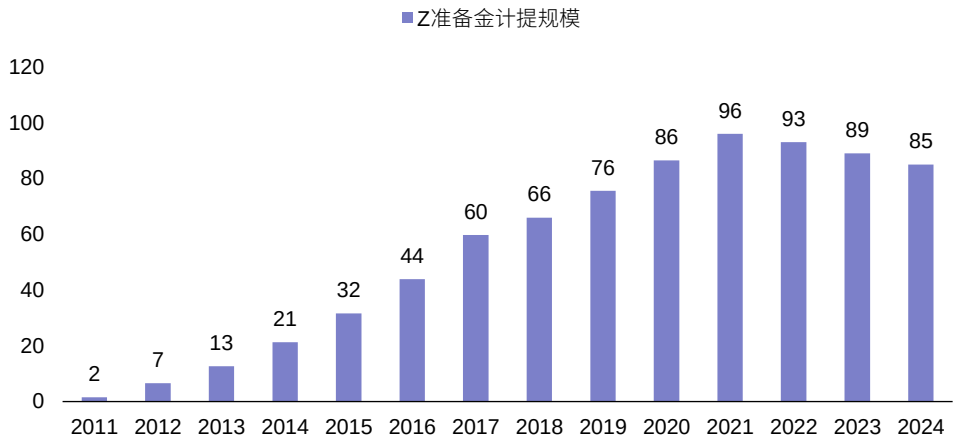


数据来源：DAV、Wind，广发证券发展研究中心

在行业持续下调最高精算利率的同时，德国于 2011 年引入了额外准备金制度（ZZR），专门针对存量高保证利率保单的提供额外的偿付能力保障。其核心机制在于当监管给出的参考利率，即以 10 年期零息欧元掉期利率的 10 年平均值计算，低于公司精算准备金所使用的利率时，寿险公司必须使用两者差额计提额外准备金，即“Z 准备金”。截止 2024 年末，德国寿险业累计计提超 7600 亿欧元 Z 准备金。ZZR 通过强制保险公司为存

量高保证利率合同额外储备资本，从而增强全行业资本及利润的系统性韧性。

图 8：Z 准备金年计提规模（10 亿欧元）



数据来源：DAV，广发证券发展研究中心

其次，德国寿险业通过优化产品结构，压降高保证利率产品并增加浮动收益型及保障型险种，从而实现稳定负债端中长期表现的目标。在利率快速下行阶段，因高保底利率的影响，德国寿险业主要以固定收益型的传统险两全及传统年金险为主，两类产品合计占比维持在 60%以上，产品结构相对稳定。2008-2015 年，行业总保费规模复合增速仅为 1.3%，截至 2015 年末德国寿险行业总保费收入规模 880.0 亿欧元。2016 年，随着 10 年期国债利率维持在 0%左右，国债、银行存款及传统险等收益率无法满足居民理财需求，投保人逐渐愿意为获取更高回报而接受一定投资风险。2016-2019 年，德国股市以震荡为主，2020 年之后随着 DAX 指数不断刷新历史新高，以基金等权益类资产为主要投资标的的浮动收益型保单年均回报可达 5%-10%，从而形成了正面的市场拉动效应。此外，最高精算利率持续下调的背景之下，传统险逐步退出核心地位，混合型年金险、投连险等成为主流产品。2016-2021 年，传统两全险+传统年金险合计占比从 56%降至 36%，与此同时，投连险占比从 8.7%提高至 11.7%，而混合型年金险保费规模由 126 亿欧元提升至 280 亿欧元，复合增速达 17.4%，占比从 14.5%提升至 28.1%。**在 2016-2021 年“低利率平台期”，因浮动收益型产品的热销带动行业保费收入年均复合增速为 2.2%，较 2010-2015 年的利率快速下行阶段中的复合增速 0.21%明显提升，也高于同期的 GDP 增速。**回顾此周期内德国寿险业产品结构的变迁，可以发现德国寿险业并未削弱养老储蓄需求，而是通过利用更适应低利率环境的养老产品去替代旧式高成本负债。在此背景之下，德国寿险业在稳定负债端增量成本的同时，进一步提升了保费收入规模。

图 9：2010-2024 年德国寿险业总保费收入规模及同比增速（亿欧元，%）

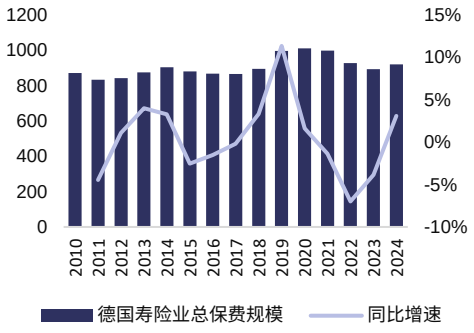
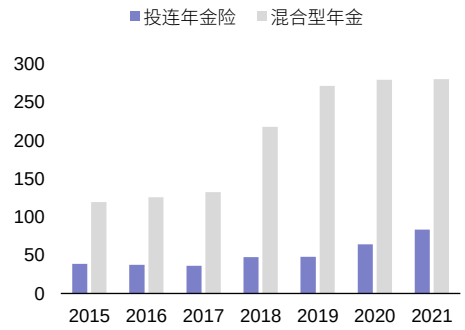


图 10：2015-2021 年投连年金险及混合年金险保费收入规模（亿欧元）



数据来源：GDV，广发证券发展研究中心。*注：“养老金保险”自 2012 年起单独列示，2010-2011 年含在"年金及养老金"中。GDV 保费收入结构数据于 2018 年起口径调整，因此 2015 年至 2018 年投连年金险及混合年金险保费规模基于占比数据回溯计算。

图 11：2010-2017 年德国寿险保费收入占比

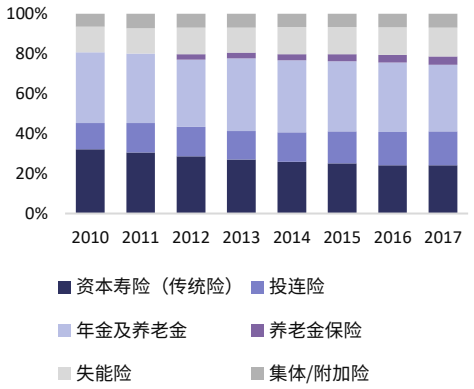
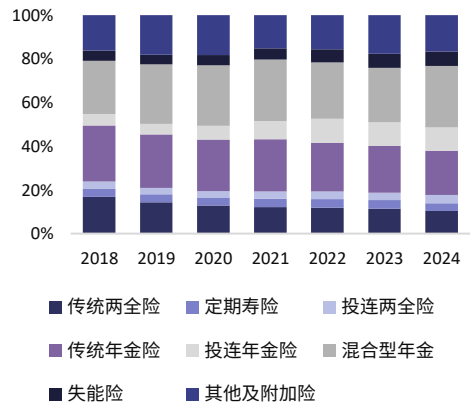


图 12：2018-2024 年德国寿险保费收入占比



数据来源：GDV，广发证券发展研究中心。GDV 保费收入结构数据于 2018 年起口径调整。

德国在 2018 年左右进一步推出新型带保证的混合年金险，这类产品兼具传统分红与年金与基金挂钩保险特点，且通常只提供 1%-2%的最低收益保证，同时资产端通过采用 CPPI、OBPI 等保证基金策略动态平衡产品收益水平。在该种产品模式下，投保人与保险公司实现了风险共担，同时也满足了市场对于“低保底+高浮动”产品的需求。2021 年，带保证的混合年金险占新业务保费比例为 11.2%，规模同比增速超 40%。

表 1：保证混合年金险、混合年金险、传统年金险对比

	保证混合年金险	混合年金险	传统年金险
保证收益水平	提供 1%-2%的最低收益保证，显著低于传统产品，同时保留部分上行参与空间	通常无最低收益保证或仅有名义保证，收益完全与投资基金表现挂钩，存在本金损失风险	保证利率较高，2012 年至 2014 年签约合同为 1.75%，2015 年起进一步降至 1.25%
保证机制	采用动态对冲策略（如 CPPI、OBPI 等保证基金）维护保证水平，保险公司通过数学模型动态调整安全资产与风险资产的配置比例	通常无内置保证机制，收益取决于基金表现	合同约定的固定利率保证，由保险公司的精算准备金和投资收益刚性兑付
利率风险承担方	风险共担：保险公司仅承担最低保证部分的风险，超额收益的风险与回报均由投保人享有	投保人承担主要投资风险，保险公司主要赚取管理费收入	保险公司承担主要利率风险，低利率环境下利差损压力显著
代表产品	安联"Perspektive"、安联"Index Select"、苏黎世"VorsorgeInvest Premium"等资本效率型产品	投连年金险、基金挂钩保单	传统递延年金（TDA）、传统两全保险等

数据来源：GDV、广发证券发展研究中心

在优化储蓄型产品供给之外，德国寿险业的另一核心调整是提高保障型业务的比重。具体来看，德国负债端并非只在储蓄养老产品内部切换，同时也在通过增加保障型业务来优化利润来源。相较于其他欧洲国家，德国寿险业健康险占比更高。根据 Insurance Europe 披露的数据，2008 年以来，德国健康险保费收入占比为维持在 19%左右，而其他欧洲国家平均仅为 5.6%。同时，随着德国 2016 年进入“低利率平台期”，寿险业逐步加大部分健康险销售力度。其中，失能收入险是德国最重要的保障型产品之一，每年新业务销售约 40 万张保单。德国失能保险保费占比由 2016 年的 4.7%提升至 2021 年的 5.2%，从而把一部分利润重心从利差转向死差和费差。

图 13：2009-2021 部分欧洲国家健康险占比

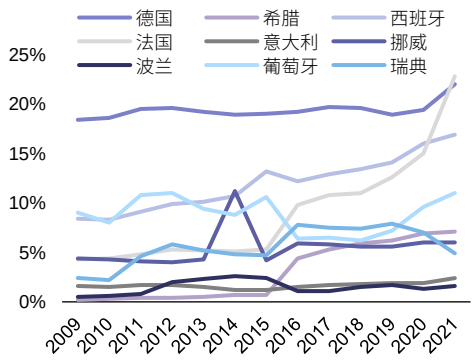
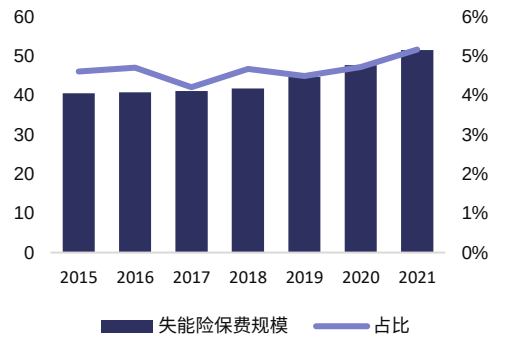


图 14：2015-2021 德国失能险保费规模及占比（亿欧元，%）



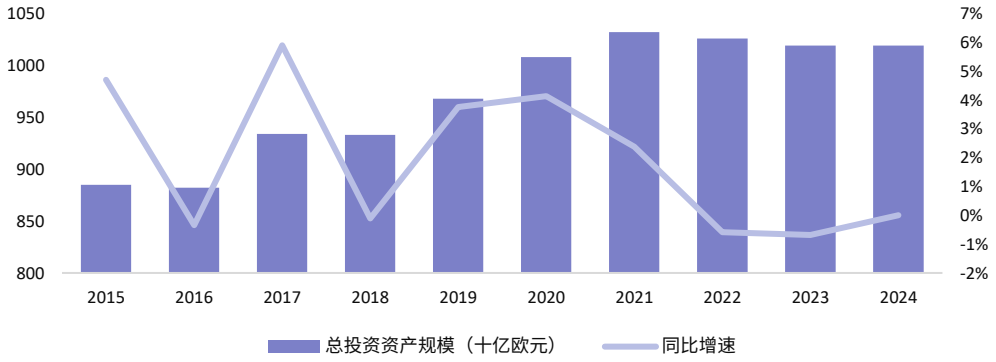
数据来源：Insurance Europe、GDV，广发证券发展研究中心。GDV 保费收入结构数据于 2018 年起口径调整。

（二）资产端：固收主导下的收益增厚策略，投资收益具备较强盈利韧性

2016-2021 年的“低利率平台期”，随着负债端增速的回升，资产端总投资规模保持稳定增长，年均复合增速 2.6%，2021 年末行业总投资规模达 10310.6 亿欧元。从资产配置结构，“低利率平台”期间，德国寿险业的

资产结构呈现出“固收缓降、权益与另类缓升”的特征，德国寿险业在维持固收主导地位的前提下，有序压降低收益政府债券占比，并结构性向权益类资产和另类资产倾斜，在控制整体风险敞口的同时增厚收益。

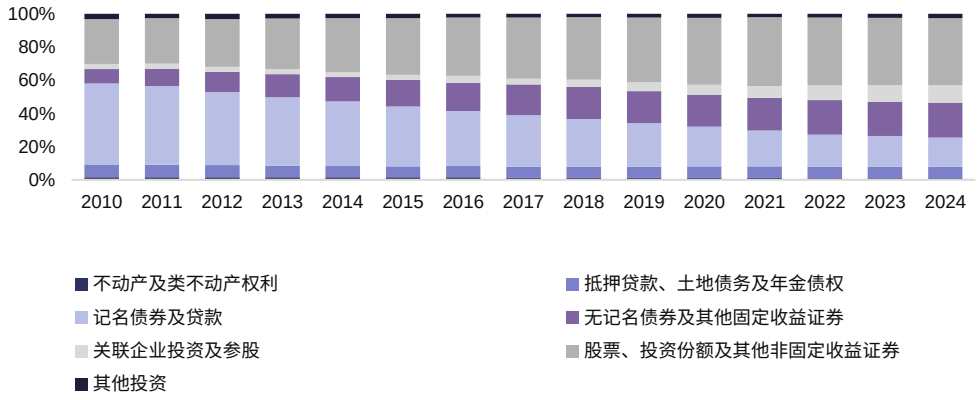
图 15：德国总投资资产规模及增速（十亿欧元）



数据来源：GDV，广发证券发展研究中心

首先，固收资产的占比从 2016 年的 50.3%逐渐降至 2021 年的 41.2%，且在固收资产内部也在逐渐调整，结构性调整的核心方向是提升公司债占比并适度下沉信用等级。信用下沉主要集中于 AA 及 BBB 级区间，在风险可控的前提下有效提升了固收组合的收益率水平。

图 16：德国寿险业存量资产配置结

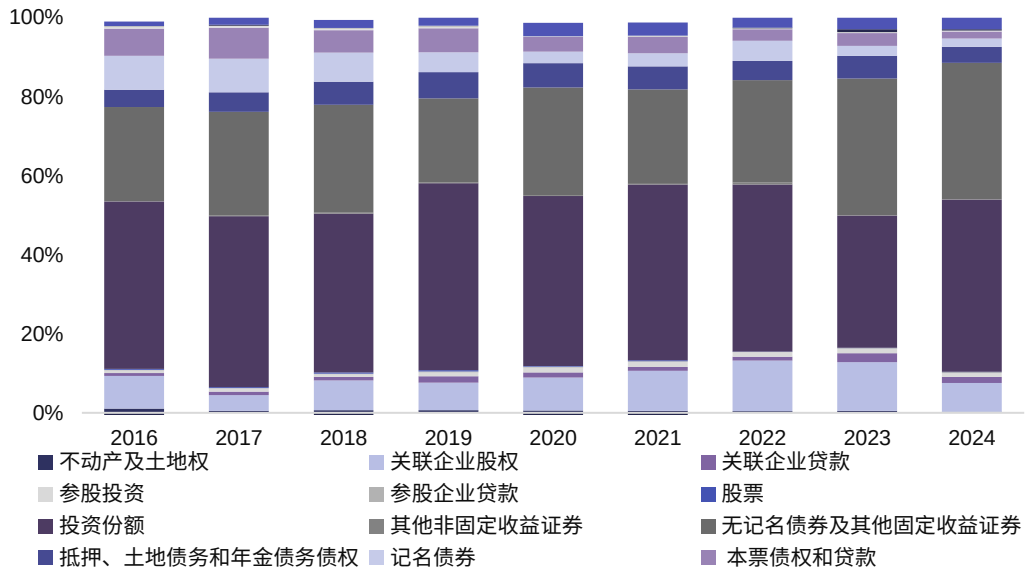


数据来源：GDV，广发证券发展研究中心

2016-2021 年间，德国寿险业每年新增投资规模约为 1500 亿欧元至 1700 亿欧元。从新增配置结构来看，其主要呈现出以下三类结构性变化趋势：一是传统固收工具的持续收缩，二是权益类资产的持续增配，三是另类资产的战略性抬升。首先，从固收类资产的内部结构来看，记名债券（Registered Bonds）的占比从 2016 年的 8.8%持续下滑至 2021 年的 3.4%，降幅超过六成。与此同时，本票债权与预付款从 7.0%降至 4.2%，同样呈现明显的萎缩态势。这两类资产属于传统的、流动性偏弱的私人放置类固收工具，其新增配置比例的大幅收窄反映出行业正在主动减少对非标准化、低流动性固收资产的依赖。其次，在进入零利率时期后，权益资产占比明显提升。2016 年进入利率平台期后，德国寿险业股票、投资份额及其他非固定收益证券占比为 43.5%，

2021 年提升至 45.9%。其中，权益类资产中的投资份额（Investment Units，主要为基金及资管产品）始终占据新增投资的核心，六年间其占比稳定在 40%-47%的区间内，显示出德国通过外部资产管理人实现多元化配置已成为行业的主流模式。第三，关联企业股权的新增占比呈波动上行之势，从 2017 年的低点 4.0%逐步回升至 2021 年的 10.4%。这背后既有战略股权投资的考量，也可能反映了部分寿险公司在长期低利率环境下对收益率的主动追求。此外，其他投资类别从 1.1%攀升至 3.4%，表明在利率平台期，REITs、基础设施债权等另类资产开始进入德国险企新增投资视野。整体而言，2016-2021 年德国寿险业的新增投资呈现出去私有化、趋公开化、求多元化的结构性转型特征。保险资金正从传统的记名债券、本票等私人放置工具，有序流向可交易债券、基金等方向，从而在利率平台期稳定险企投资端利润贡献。

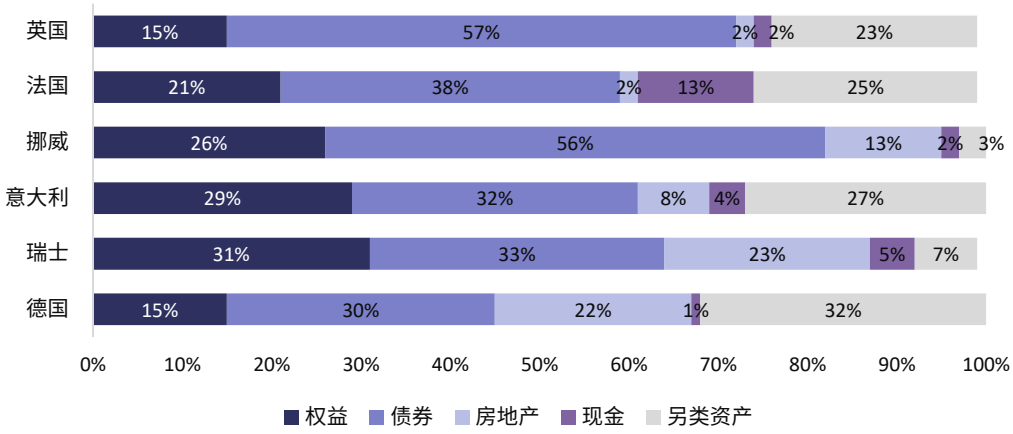
图 17：德国寿险业每年新增投资配置占比



数据来源：GDV，广发证券发展研究中心。“投资份额”是指所有集合投资计划(Collective Investment Schemes)发行的份额凭证，包括欧盟可转让证券集合投资计划、AIF 另类投资基金、德国本土特殊集合投资工具等。

最后，在另类投资领域，德国寿险业通过增配房地产、私募股权、基础设施和私人债务等资产，进一步拓宽收益来源。2015 年德国监管新规仅允许保险公司将最多 7.5% 的资产配置于另类投资基金，2016 年 Solvency II 实施后监管边界进一步放宽，取消了原有的静态比例上限，转向以风险管理和资本充足为核心的“审慎人原则”，此后德国保险业另类资产配置规模快速提升。根据美世发布的《2021 年欧洲资产配置洞察报告》显示，德国机构投资者的资产配置中另类资产占比已达 32%，高于股票配置的 15%。与此同时，德国寿险公司还积极运用利率衍生品来匹配负债需求，降低会计波动，在低利率阶段通过拉久期提升收益，在信用风险可控的前提下适度增加信用风险敞口获取更高溢价。

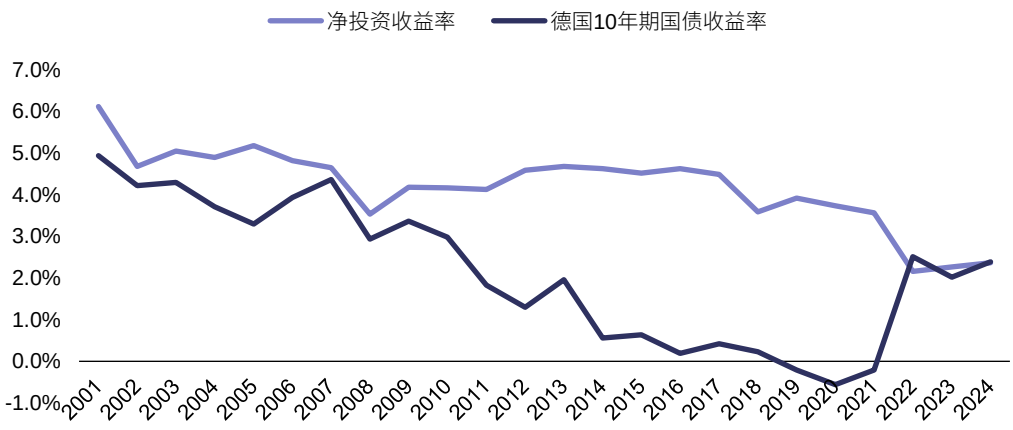
图 18：2021 年欧洲部分国家资产配置结构



数据来源：美世《欧洲资产配置洞察报告》 (European Asset Allocation Insights 2021)，广发证券发展研究中心

从结果来看，2016-2021 年利率平台期内，德国寿险业并未陷入市场此前普遍担忧的"利差损"困境，反而展现出相当稳健的盈利韧性。这一时期，德国 10 年期国债收益率持续走低，从 2016 年初的 0.20%一路下行至 2021 年末的-0.21%，基准利率已深度跌破零利率关口。得益于上述一系列的主动资产配置策略调整，德国寿险业才得以在利率持续走低、甚至基准利率转负的极端环境下，维持约 4.0%的净投资收益率水平，将无风险利率与实际投资回报之间的利差锚定在 400bps 以上的高位区间。因此，德国寿险业的实践表明，通过负债端的产品结构优化与资产端的主动配置转型相配合，寿险公司完全有能力在利率平台期维持稳定的盈利表现，有效化解利率下行带来的冲击。

图 19：德国寿险行业净投资收益率及 10 年期国债收益率对比



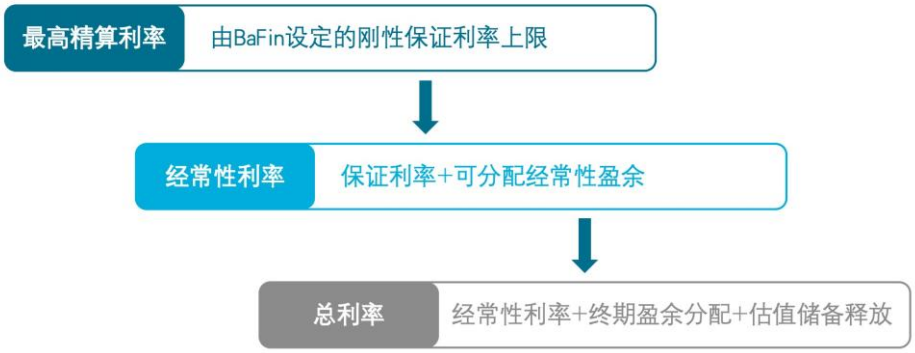
数据来源：GDV、Wind，广发证券发展研究中心

（三）安联集团：负债资产双向联动，价值与利润并重

1. 负债端：高保证利率持续下移及产品转型探索，保费规模实现高增

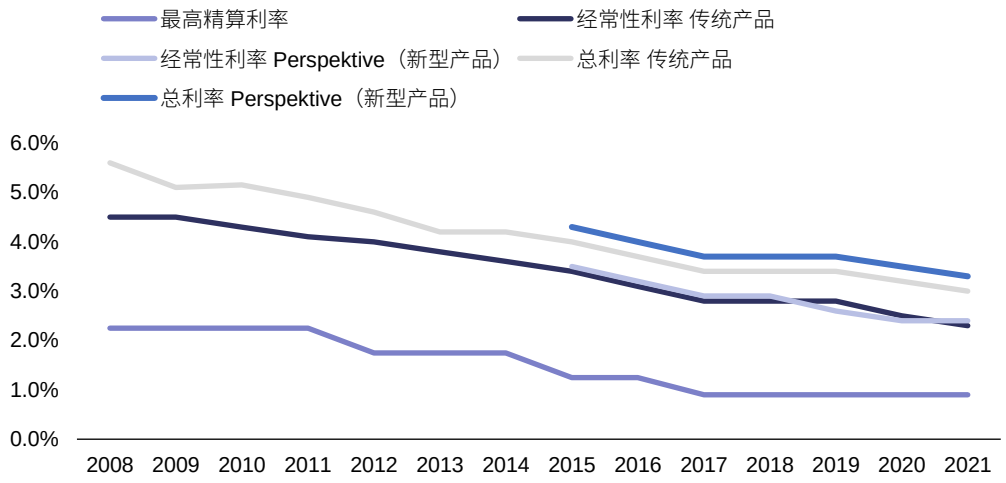
2015-2021 年，随着行业整体最高精算利率的持续下调，安联德国区业务同步下调经常性利率及总利率水平，从而降低公司整体负债成本压力。如前文所述，最高精算利率主要由德国监管机构发布制定，寿险公司必须遵照执行。而经常性利率是保险公司在法定上限之上，根据自身投资表现向保单持有人实际支付的持续利率，其中包含保证利率及可分配的经常性盈余；在经常性利率基础上，进一步加入终期盈余分配和估值储备释放，代表保单全生命周期内最终实现的总回报率。2016-2021 年期间，安联寿险的传统产品及 Perspektive 产品的经常性利率均下降 1.1pct，对应总利率下降 1.0pct，负债成本持续下移。

图 20：最高精算利率、经常性利率、总利率解析



数据来源：BaFin、安联集团财报，广发证券发展研究中心

图 21：安联集团负债端利率水平



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心。Perspektive 于 2014 年正式上市，因此相应利率数据仅为 2014 年及以后。

此外，安联在产品结构上进行了深度转型，大幅压降保证收益型产品占比，同时提升资本效率型产品及投连险

占比，并且负债端实现了快速增长，增速超越行业。主动因素（保险公司降低保证成本）及被动因素（低利率时代居民对于高收益资产的需求）结合，“低利率平台期”阶段中安联寿险产品结构的变化趋势为保证储蓄与年金险占比由 2016 年的 28.5%大幅降至 2021 年的 12.2%，而投连型及资本效率型产品合计占比由 57.1%提升至 67.1%。随着欧元区进入利率平台期后，安联集团通过负债端结构的持续调整，在压降新增成本的同时实现了负债端价值的持续提升，从而为中长期经营稳定性提供了明确的利润缓冲期。相应产品结构转型意味着把寿险从“高刚兑储蓄产品”转向“保障、养老、财富管理”结合的低资本消耗模式。**在此背景之下，2016-2021 年安联寿险得益于创立创新型资本效率型产品，推动公司 PVNBP（新业务保费现值）整体呈现上升态势，总规模由 2016 年的 571.7 亿欧元增长至 2021 年的 825.7 亿欧元，复合增速达 7.6%，而同期行业仅 2.2%，浮动型产品发展的阶段中，龙头公司市场份额持续提升。**

图 22：安联集团寿险 PVNBP 规模及增速

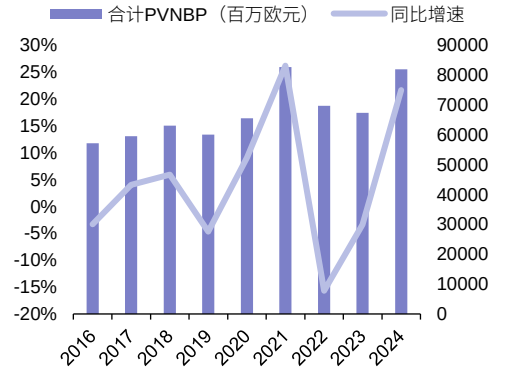
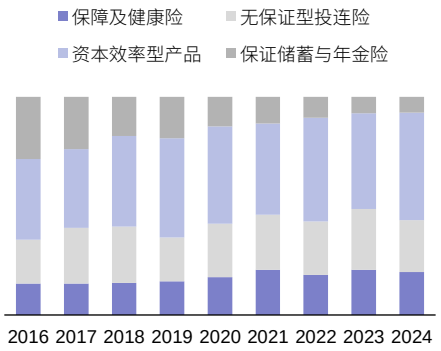


图 23：安联各险种 PVNBP 占比



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心

其中，资本效率型产品是一种与传统高保证收益型寿险相对的新型产品。该产品通过低保证、高浮动收益的形式，提供较低的最低收益承诺，从而实现降低刚性成本的目标。2014 年，安联创新推出的"Perspektive"系列是资本效率型产品的“代表作”。不同于我国的分红险，这类资本效率型产品具备更高的灵活性。第一，保证利益的刚性程度不同。 我国分红险仍设有合同约定的保证利率（目前为 1.75%），无论投资表现如何，对保险公司依旧构成一定的刚性负债成本；而 Perspektive 产品仅具有本金保护特征，不承诺任何额外固定的保证分红，保险公司可根据实际投资业绩动态调整盈余分配水平，负债成本的刚性显著更低。第二，收益分配机制不同。中国分红险的分红水平受到分红实现率披露监管约束，演示利益与实际分红之间存在较严格的对应关系，同时保险公司需按可分配盈余的 70%向保单持有人分配；Perspektive 产品则更接近于"利益共享"机制，投保人通过参与投资账户的实际收益分配来获取潜在更高回报，但分配比例与频率更多由保险公司基于实际投资业绩决定，灵活性更强。对安联而言，这一产品设计既满足了客户对安全性的需求，又大幅降低了保险公司的负债刚性。此外，安联通过 PIMCO 等全球领先的资管平台，通过内部资管能力强有力地支撑保险资金的跨资产类别配置，为保单持有人构建了长期稳定的收益曲线。

表 2：安联“Perspektive”产品拆解

	安联“Perspektive”产品拆解
产品定位	安联于 2014 年推出的无终身保证利率的现代年金保险，是安联应对长期低利率环境的核心创新产品，旨在平衡客户收益与公司资本效率
投保门槛与缴费规则	·最低投资额：1 万至 2 万欧元不等（不同渠道/版本有所差异） ·缴费方式：既可定期缴纳，也可趸交
利率保证机制	·取消传统保证利率：累积期内不再承诺固定保证收益 ·保本属性：仅保障到期时的本金安全及最低年金
资本效率特征	资本消耗远低于传统产品，属于资本效率型产品范畴

数据来源：安联集团官网、广发证券发展研究中心

2. 资产端：提升权益占比，优化内部结构，拉长资产久期

整体来看，利率进入平台期后，安联在大类资产配置策略上动态平衡固收、权益及另类资产的占比，在保持稳健增长的同时有序推进结构优化。受益于负债端保费规模的持续扩张以及资本效率型产品新业务价值的不断提升，安联集团总投资资产持续扩张，其规模由 2016 年的 6531 亿欧元增长至 2021 年的 8085 亿欧元，复合增速达 4.4%。2016-2021 年，具体资产结构呈现出固收小幅下行、权益与另类上行的趋势。公司固收类资产占比由 88.4%下降至 83.2%；权益资产占比则由 7.6%上升至 11.8%。在利率平台期，安联并未因利率长期低位而被动缩减投资活动或转向过度保守的防御性配置，而是在负债端稳健扩张的基础上，将新增资金及存量调整的空间有序引导至收益率更高的公司债与权益资产。

固收配置结构方面，债券配置从“以主权和高等级利率债为主”逐步迁移到“主权债+公司债并重、公司债权重上升”的格局。2016-2021 年，安联所持有的政府债及资产担保债分别下降 3pct 及 6.9pct 至 29.7%及 6.9%，同时公司债占比则由 29.0%提升至 32.1%，反映出公司在长端持续低利率环境下的固收投资策略的内部再平衡。公司债的价值在于能够提供额外信用利差，而在久期仍可管理的情况下，这类利差比权益风险溢价更稳定、也更符合寿险负债对现金流的要求。根据安联寿险披露的债券年度再投资收益率情况，2016-2021 年，相较于政府债，公司债年均信用利差超 90bps，从而成为低利率平台期安联稳定投资收益的核心举措之一。

图 24：安联集团总投资资产规模及增速（十亿欧元）

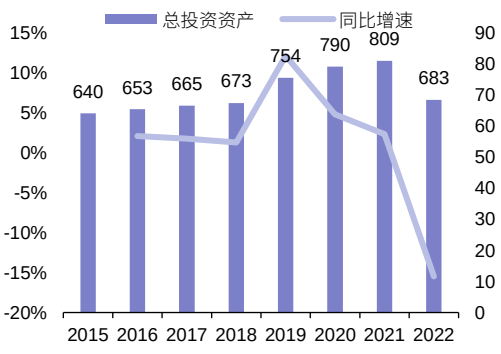
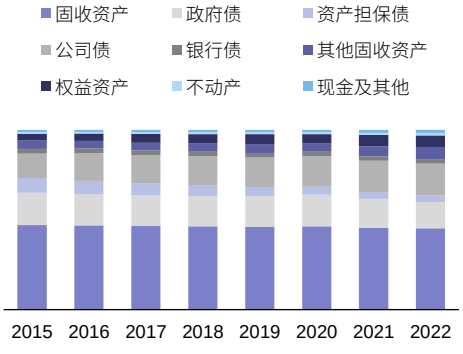
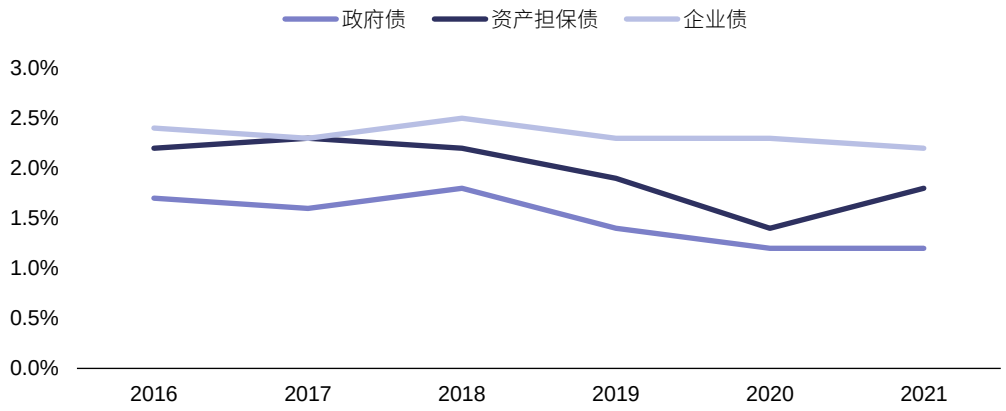


图 25：安联集团资产配置结构占比（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 26：2016-2021 年安联寿险固收资产再投资收益率



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心。

其次，安联集团适度下沉信用以提升整体固收收益水平。2016 年至 2022 年，安联 AAA 级债券占比由 21.8%下降至 17.6%，而 A、BBB 级债券的合计占比则由 46.2%提升至 50.1%。这使安联在控制违约风险的前提下，持续获取信用溢价。对于寿险公司而言，这种做法比大幅加仓权益更适合平台期，因为信用利差收益更接近可持续的“运行收益”，而非依赖市场的估值扩张。

图 27：安联固收投资资产信用评级分布

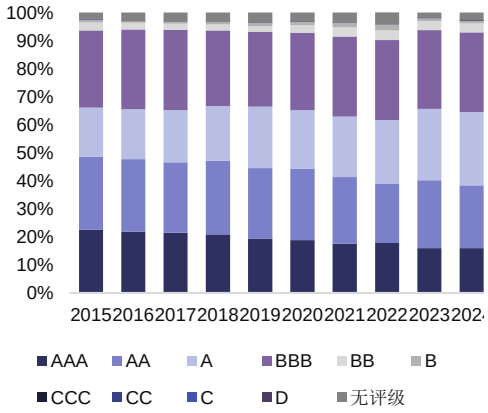
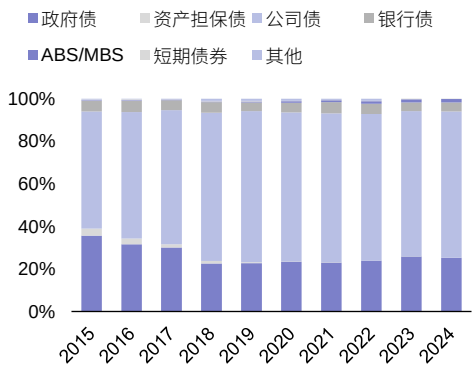
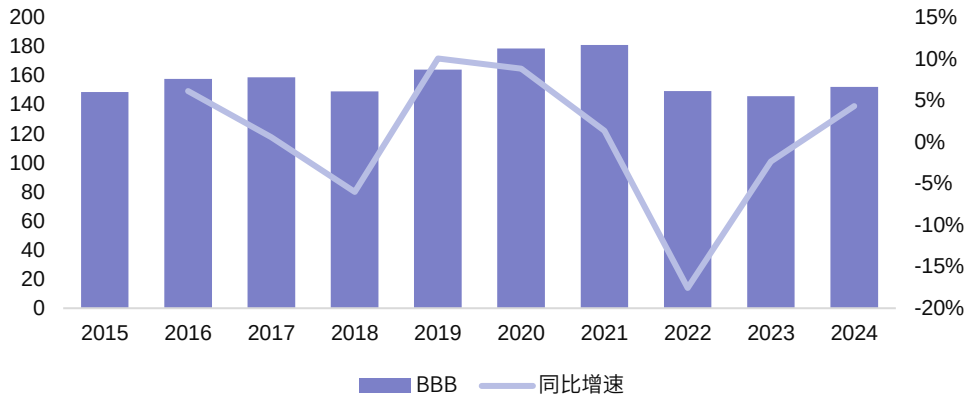


图 28：安联 BBB 类固收资产分类



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心

图 29：BBB 等级债券规模及同比增速（百万欧元，%）



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心

权益投资方面，安联在提升权益投资比例的同时，将本土直接持股重构为"北美+全球龙头+基金间接配置"的多元分散框架，从而在提升整体投资收益的同时，分散地缘政治风险，主动降低欧元区集中度。从地理维度看，安联集团权益投资呈现出明显的去本土化和跨国分散化趋势。德国本土权益持仓占比从 2016 年的 14%持续降至 2022 年的 4%，降幅达 71%，已基本从主要配置方向退出。与此同时，北美自由贸易区的权益配置从 2016 年的 19%大幅跃升至 2022 年的 29%，成为占比最高的单一地区，折射出安联对美国权益市场增长潜力的持续看好。具体行业投向中，消费行业从 2016 年 22%降至 2022 年 9%，降幅最为明显；银行从 6%降至 4%，而"其他金融"则从 9%升至 13%，两者合计在 2022 年占比 17%。工业、基础材料、能源等周期性行业配置均呈收缩态势，到 2022 年合计占比仅 6%。在利率平台期，通过将权益敞口从增长乏力的欧元区转向以北美为代表的成熟且深度市场，安联有效分享了 2016-2021 年美国经济稳健增长与科技股长牛带来的资本增值红利，同时以基金间接配置降低了个股集中度风险；而收缩周期性行业占比的策略，则显著降低了组合对大宗商品价格波动的敏感性，使权益端收益在利率平台期呈现出更高的确定性与抗波动能力，与固收端信用下沉的收益增厚策略形成互补，共同构筑安联在利率持续下行环境中维持投资收益韧性的资产端屏障。

图 30：安联权益资产投向（按地区分类）

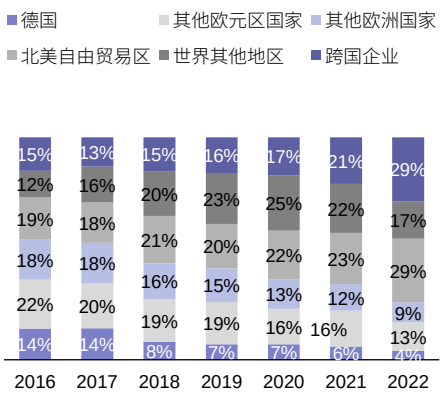
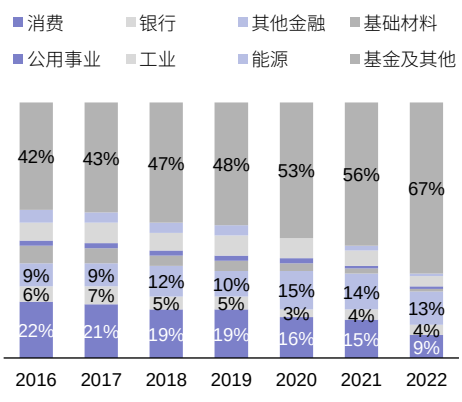


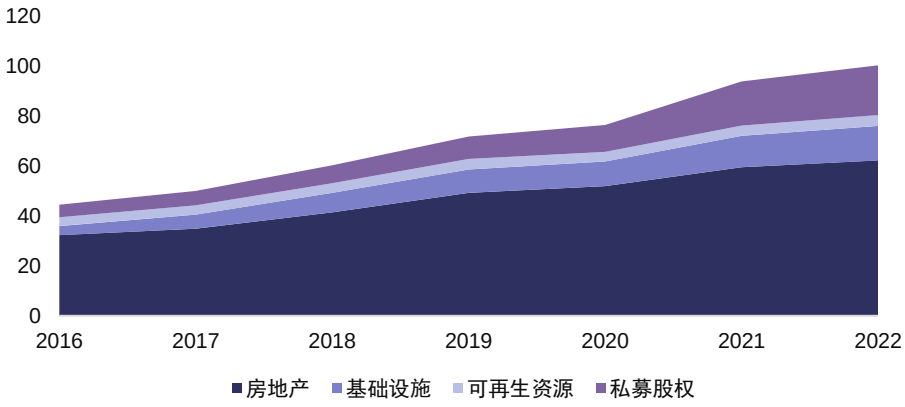
图 31：安联权益资产投向（按行业）



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心

此外，2016-2021 年安联通过利用流动性溢价和长久期资产平滑收益率曲线，另类资产的快速扩容。集团内保险资金的另类配置由 2016 年的 446 亿欧元增长至 2021 年的 939 亿欧元。从具体投向来看，房地产为主要核心方向，2016-2022 年年均占比达 67.6%。其次，2020 年以来，以私募股权为代表的投资规模快速提升，截止 2022 年末，其占比为 19.8%。在利率平台期，安联提高另类投资比例，一方面能够提高风险调整后收益和配置分散化程度，另一方面也有助于缓解投资组合对利率风险的敏感性。

图 32：安联集团另类资产投资规模（十亿欧元，%）



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心

从另类资产收益水平来看，2016-2021 年期间，房地产、基础设施、可再生资源可稳定提供约 3%至 8%的收益率，远高于同期固收资产收益率。同时，另类资产的长久期属性可以更好的匹配负债端资金需求。

表 3：安联集团各类另类投资收益水平

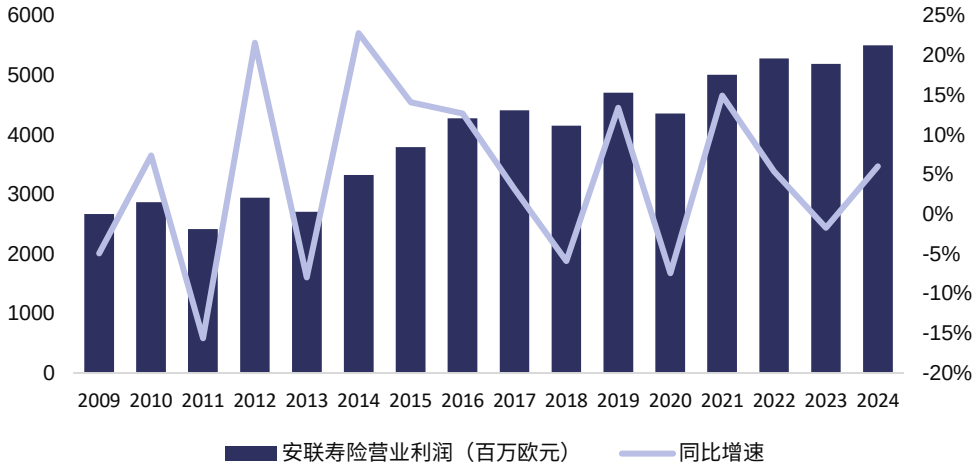
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
房地产	4-6%	4-6%	4-6%	3-6%	3-6%	3-6%	4-8%
基础设施	5-8%	5-8%	5-8%	5-8%	5-8%	5-8%	6-9%
可再生资源	5-6%	4-6%	4-6%	3-6%	3-6%	3-6%	4-7%
私募股权	10-12%	10-12%	10-12%	10-12%	10-12%	9-12%	10-13%

数据来源：安联集团财报、广发证券发展研究中心

3. 资负匹配结果：多线并行实现利润的稳健增长

2016-2021 年的低利率平台期阶段，安联集团通过负债端降刚性成本、资产端做长久期与信用溢价、集团层面用资管能力放大利润稳定性三条线并行，主动把传统利差型寿险模式改造成更低敏感度的资负联动模式。在此阶段，安联一方面跟随行业持续下调保证利率、压降保证型产品占比、降低最低保证负债成本与分红支出；另一方面资产端仍以固定收益为底仓，在久期严格匹配下提升公司债占比、适度下沉信用、提高另类配置。在此背景之下， 2016-2021 年，产品结构转型及新产品的推出带动安联寿险 PVNBP 实现复合增速 7.6%，超过德国同期 GDP 平均增速（1.15%）。资产端投资收益则稳定在 3.7%至 4.3%的区间，远高于同期国债收益率。此外，在一系列资产负债匹配转型背景之下，安联寿险实现了利润的稳健增长。2016-2021 年，安联寿险营业利润由 42.8 亿欧元增长至 50.1 亿欧元，复合增速达 3.2%。

图 33：2009-2024 年安联寿险营业利润及增速（百万欧元，%）



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心

此外，集团的资产负债久期缺口长期控制在 0.5 年以内，2018 年后进一步收敛至 0.2 年以内。安联通过负债端降成本并调结构、资产端优化配置、久期管理细化，从而在 2016-2021 年面对欧洲零利率平台期，实现了利润机制的再平衡与重建。安联的实践表明，主动的结构性调整可以在利率平台期维持稳定的经营及盈利表现，有效化解低利率环境下带来的冲击。

图 34：安联寿险投资收益情况（十亿欧元，%）

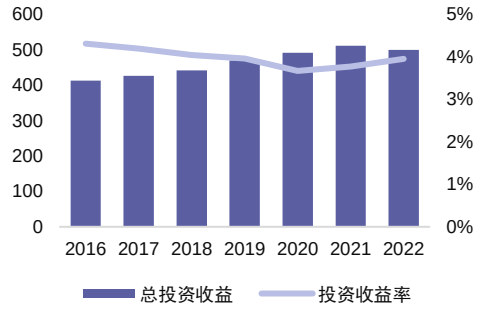
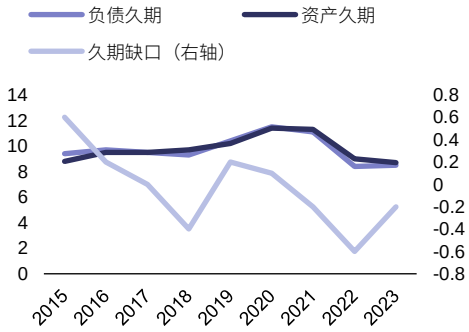


图 35：安联寿险资产负债久期及缺口（年）



数据来源：安联集团财报，广发证券发展研究中心。投资收益率的计算基于基于综合保险准备金口径。

三、意大利：产品结构重构与固收策略优化，行业保持稳健增长

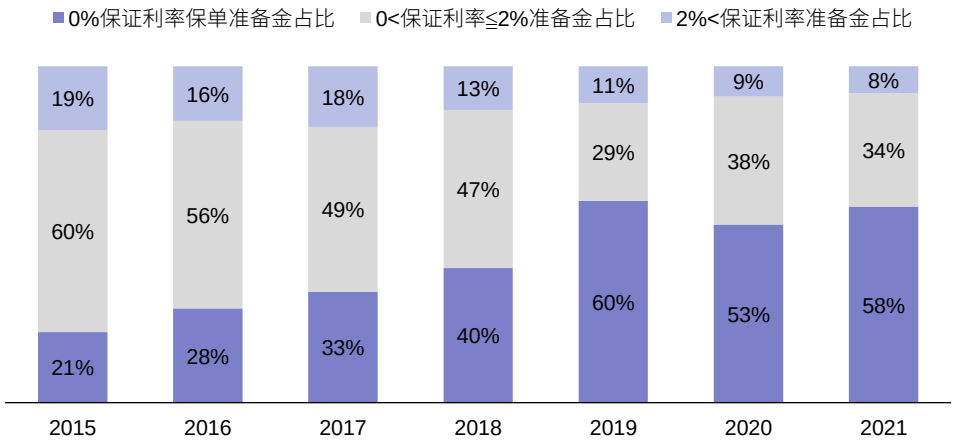
2016-2021 年，意大利寿险行业在欧元区长端利率低位平稳阶段的核心应对，是通过负债端降低刚性保证、提升浮动收益和保障型产品占比，资产端维持高比例固收底仓并适度信用下沉、增配权益与另类资产，逐步把行业利润从对传统利差的单一依赖，转向对产品结构、信用利差、长期资产配置和费用型收入的综合依赖。在此背景下，进入利率平台期后，意大利寿险总保费规模保持稳健增长，由 2016 年的 1023 亿欧元增长至 2021 年的 1112 亿欧元，年均复合增速为 1.7%。同时，0%保证利率保单准备金占比从 2016 年的 21%提升至 2021 年的 58%，行业存量刚性成本被有效剥离；同期资产端方面，受高固收占比影响，利率进入平台期后意大利

寿险公司面临一定票息收入减少压力，行业总投资收益率由 2016 年的 3.2%下降至 2021 年的 2.5%，但整体收益水平保持稳健且远高于同期意大利 10 年期国债利率（平均仅为 1.6%）。

（一）负债端：成本与结构优化，带动行业盈利能力提升

在利率进入平台期后，意大利寿险业渐进式降低新业务保证利率，直至推广“零保证”产品。此前，意大利市场主流寿险产品通常提供 2%至 3%的最低保证收益率，并以年度滚动锁定收益或到期时取最优机制进行红利分配。同时，意大利寿险保单的保证利率长期与本国长期政府债券（BTP）的收益率保持紧密联动。不同于德国的“硬上限”机制，意大利监管仅指引保险公司的保证利率必须“审慎”，因此市场无风险利率成为保险公司保证利率的隐性基准。当意大利 10 年期国债收益率在 2016 年后持续走低时，新售保单的保证利率也随之被压降，行业形成了相对灵活的动态自我调节机制。2016-2021 年间，保险公司持续压降新产品的保证利率水平，将刚性利率成本从保险公司转移至保单持有人。**根据 IVASS 披露的准备金数据，2016-2021 年，意大利 0%保证利率保单准备金占比从 28%大幅提升至 58%**；同期，0%-2%区间保单准备金占比则由 56%下降至 34%；而高保证利率（大于 2%）产品的准备金占比持续压降，由 2016 年的 16%下降至 2021 年的 8%。意大利寿险业通过不断提升低保证成本业务占比，从而动态压降刚性成本压力，在利率平台期为负债端调整提供一定的利润修复空间。

图 36：意大利寿险业各类保证利率保单准备金占比



数据来源：IVASS，广发证券发展研究中心

其次，行业持续引导产品结构向投连险和混合型产品倾斜。从整体产品结构来看，意大利相对依赖传统寿险，其占比基本维持在 60%以上。因此进入利率平台期后，相对较高的存量保证负债压力与新增资产形成错配，优化产品结构成为意大利寿险业的核心转型举措之一。2016-2021 年期间，意大利险企持续压降传统寿险占比，并提高投连及指数联动型保险产品的占比。投连及指数联动型产品保费收入从 2016 年的 240 亿欧元增至 2021 年的 398 亿欧元，年均复合增速达 10.6%，占比从 23%升至 36%；而同期传统险保费从 736 亿欧元降至 641 亿欧元，占比从 2016 年的 72%降至 2021 年的 58%。

图 37：意大利寿险业各类险种保费收入占比

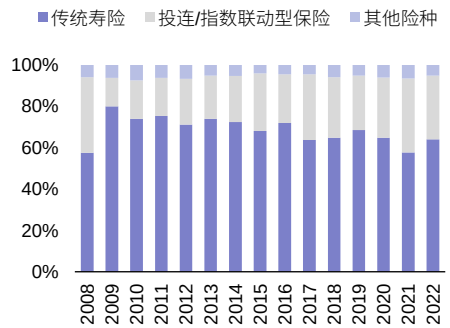
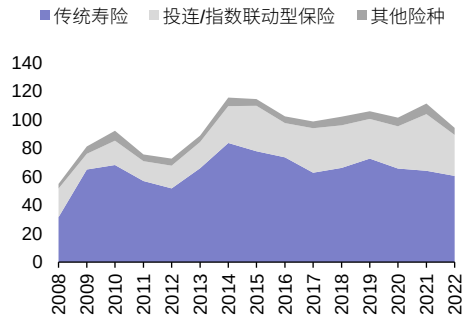


图 38：意大利寿险业各类险种保费收入规模（十亿欧元）



数据来源：IVASS，广发证券发展研究中心

此外，2018 年意大利寿险行业通过引入利润共享的双重账户结构，构建保单的分层收益分配机制。2018 年改革之前，意大利寿险的核心机制是独立账户（Gestione Separata）的单一分离式管理方式，该账户将所有保费形成一个混合资产池，保险公司承诺最低保证收益并承担全部投资风险，超额收益则以红利形式分配给客户，但由于保证收益与超额收益的资产混同管理，在长期低利率环境下，刚性兑付的压力使保险公司面临日益严重的利差损风险。为应对这一困境，意大利保险监管局于 2018 年通过第 68 号令引入利润共享的双重账户结构，将原有单一账户的职能强制拆分升级为两个相互关联但功能迥异的独立账户：第一个是保证收益账户，它继承了传统独立账户的法律保障地位，专门用于兑付最低保证收益，投资策略相对保守且以高评级固收为主，这部分构成保险公司负债端的刚性成本；第二个是利润共享账户，其资金被划入与保险公司自身资产相隔离的单独资产组合中，收益直接与市场投资表现挂钩，保单持有人通过持有该账户份额分享超额收益，但同时也需自行承担这部分资产的投资波动风险，不再由保险公司兜底。这一“下有保底、上不封顶”的革新设计，本质上将追求超额回报的风险从保险公司部分转移给了保单持有人，在保证基本安全垫的同时拓宽了收益空间，为利差收窄环境下的意大利寿险业提供了至关重要的缓冲机制。

表 4：意大利寿险业双重账户结构分析

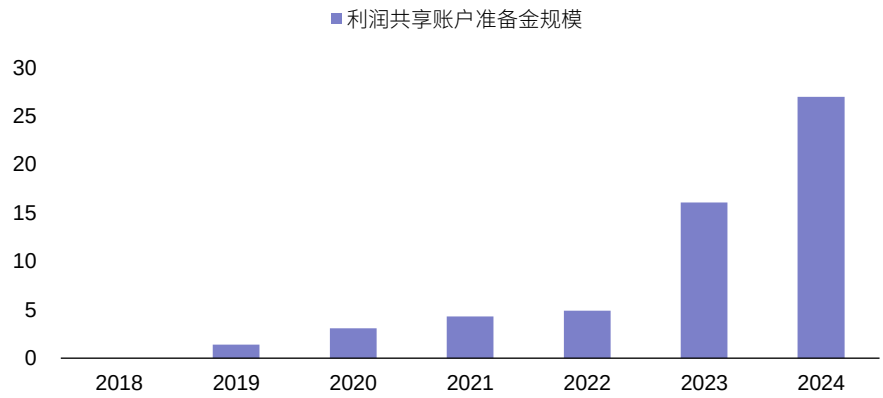
	保证收益账户	利润共享账户
账户性质	刚性兑付的法律承诺，构成保险公司表内负债	独立于保险公司自身资产的分离账户，投资风险由客户承担
收益来源	保险公司自身投资组合的整体收益，与特定资产无直接对应关系	为该保单专设的独立资产组合的实际投资表现，收益直接挂钩
风险承担主体	保险公司承担全部投资风险，投资收益不足时需动用自有资本补足保证回报	保单持有人承担主要投资风险，超额收益与损失均由客户享有或承担
资本要求	高。在偿付能力 II 框架下需计提大量准备金以覆盖保证收益的兑付风险	较低。投资风险已转移至客户侧，保险公司仅需维持覆盖运营风险的资本
资产配置策略	以固收类资产为主，追求稳定回报以覆盖保证成本，投资风格保守	可配置更多权益类资产和另类资产，追求长期增值，投资风格相对积极

数据来源：IVASS、广发证券发展研究中心

截至 2019 年末，利润共享账户承载的技术准备金（Riserve Tecniche）仅为 14.4 亿欧元，至 2021 年已达 42.5 亿欧元，显示出强劲的增长势头。相应创新举措在维持零保证利率以消除利率刚性承诺的同时，通过利润共享机制保留了保险公司参与超额收益分配的权益，从而显著改善负债端的风险收益不对称性。在此背景之

下，意大利寿险业负债端在利率平台期实现了稳健增长，行业总保费收入由 2016 年的 1023 亿欧元增长至 2021 年的 1112 亿欧元，年均复合增速为 1.7%。双重账户机制的创新，从根本上重塑了负债成本与资产收益的互动关系：保证收益账户以高信用固收资产锁定刚性负债成本，为保险公司构筑了清晰的风险底线；利润共享账户则将超额收益的波动风险部分转移至投保人，使公司负债端在低利率环境下更具弹性，有效缓解了利差损压力。这种结构将原本混同的利源进行了专业化切割，令保险公司能够更精细地匹配资产与负债的久期和风险特征，在保证偿付能力的同时维持了新业务流入与利润的稳定，为意大利寿险业在利率平台期实现规模与价值的平衡发展提供了核心支撑。

图 39：利润共享账户技术准备金计提规模（十亿欧元）

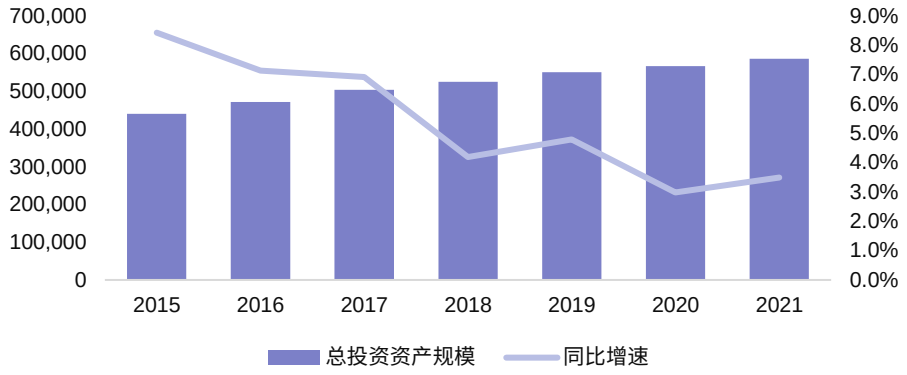


数据来源：IVASS，广发证券发展研究中心。利润共享账户于 2018 年成立。

（二）资产端：高固收占比下的策略优化，投资收益贡献稳定利差

整体资产配置结构方面，随着负债端规模的稳定扩张，行业总投资规模从 2016 年的 4713.1 亿欧元稳步攀升至 2021 年的 5862.9 亿欧元，实现 4.5%的年均复合增速。不同于德国，意大利寿险业的资产配置呈现明显的“固收化”特征，固收占比常年保持在 80%以上。2016-2021 年期间，对于意大利寿险公司而言，意味着传统投资组合的票息收入持续承压，投资收益率难以覆盖负债端的保证成本。面对这一结构性挑战，意大利寿险公司在资产端采取了"多元化配置、分散主权风险、拓展另类资产、提升信用质量"的多元化应对策略。从结果来看，在欧元区进入持续低利率时期后，意大利寿险业得以实现 2.5%-3.2%的收益区间，远高于同期 10 年起国债收益率。

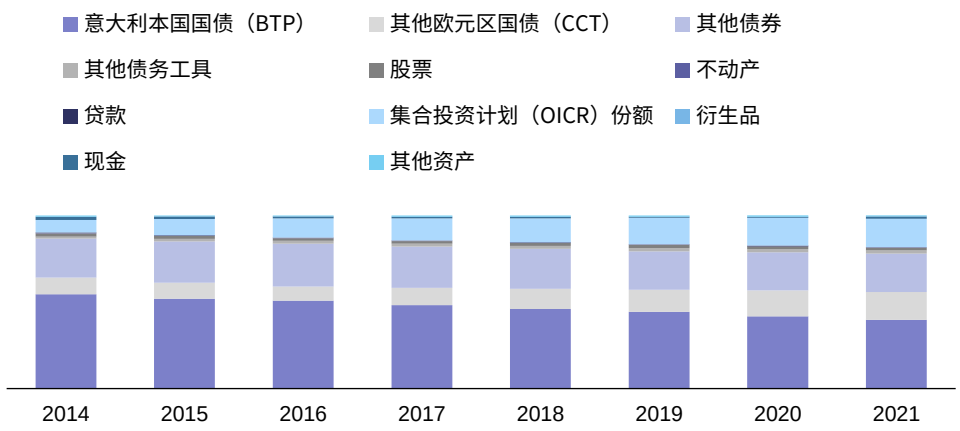
图 40：意大利总投资资产规模及增速（百万欧元，%）



数据来源：IVASS，广发证券发展研究中心。利润共享账户 2018 年成立。

从具体结构来看，减配本国国债、增多元化基金是核心趋势。意大利本国国债在组合中的占比从 2016 年的 48%降至 2021 年的 40%，累计下降 8 个百分点。同时，欧元区其他国家政府债券的配置占比大幅提升，增加约 8.3 个百分点，显示出意大利保险公司对于单一地区集中度风险的分散效应，从而缓解因单一市场利率下跌导致的固收收益减少的困境。此外，集合投资计划及基金份额占比从约 13%上升至约 16%，增幅约 3.5 个百分点，成为增长最快的资产类别。这一转变反映出保险公司在低利率环境下通过基金间接获取多元化收益来源的策略选择，从而在利率平台期有效贡献稳定收益。

图 41：意大利寿险业资产配置结构（%）



数据来源：IVASS，广发证券发展研究中心

与德国同业大规模信用下沉不同，意大利寿险业在利率平台期的信用评级策略呈现"被动下沉有限、结构小幅优化"的特征。2016 年，意大利寿险业持有的国债中，BBB 级占比高达 97.5%，这与意大利主权债务评级长期锚定 BBB 档的情况高度吻合——即绝大多数国债持仓实为意大利本国政府债券（BTP）。然而，随着低利率环境持续压缩 BTP 的绝对收益率，意大利保险公司逐步扩大对欧元区其他核心国债的配置，同时压降本国国债的配置力度，因此 A 评级国债占比从 0.5%升至 14.0%，AA 评级占比从 1.0%升至 5.0%，BBB 则相应下降至 80.0%。相应配置趋势反映了两重逻辑：其一，在收益率曲线整体压平背景下，持有更高评级的核心国债

虽然利差更薄，但可显著降低信用风险暴露，契合偿付能力资本（Solvency II）下更优的资本节约机制；其二，通过地理分散降低对意大利主权信用集中度风险，部分对冲欧债危机带来的尾部风险。企业债方面则呈现出不同的风险偏好。BBB 级长期占主导地位，占比约为 52%—57%，但 BB、B 及以下企业债的合计占比稳定在 11%—12%区间，处于较高水平。这反映出意大利寿险公司在持续的低利率环境下，对于不同债券品类采取差异化的配置策略，企业债方面通过主动承担一定信用下沉风险，以适当提升投资组合的整体收益率。

图 42：意大利寿险业投资国债信用评级分布

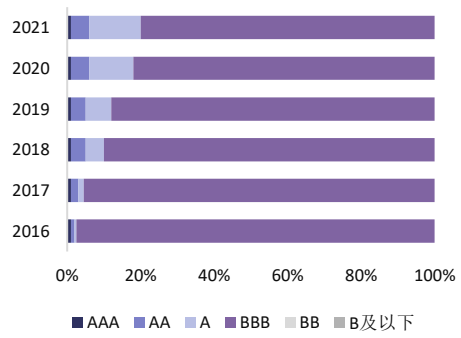
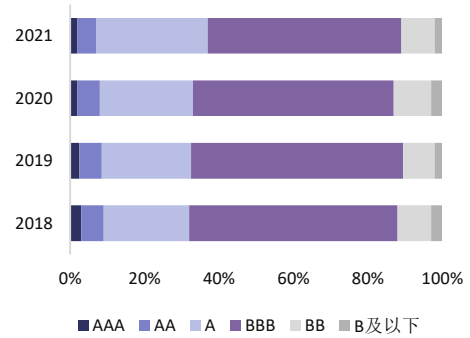


图 43：意大利寿险业投资企业债信用评级分布



数据来源：IVASS，广发证券发展研究中心

与此同时，意大利寿险业积极拓展另类资产与私募市场的投资机遇。意大利保险机构在低利率环境下通过配置基础设施、私募股权、房地产、私人债务等另类资产，提高投资组合整体收益水平。另类资产如基础设施项目等通常具有 20-30 年运营周期，能产生较为可预测的现金流，与寿险长期负债较好匹配；同时，部分基础设施项目收入与通胀挂钩，可对冲长期通胀风险；其次，另类资产久期可达到 30 年以上，优于传统 10 年期左右债券；最后，另类资产与传统股债相关性较低，有助于降低组合整体波动。

（三）忠利保险：负债端风险结构优化，资产端内部结构调整，盈利能力稳健

1.负债端：降低保证收益比例，转向轻资本型产品组合，负债成本持续下移

作为意大利最大的保险集团，忠利保险（Assicurazioni Generali）市场份额稳定在 15%左右，稳居意大利市场第一位。随着欧元区进入利率平台期后，忠利保险负债端转型的核心是优化寿险的收益与风险结构，而不是追求负债端的高增长。此前，忠利保险的产品结构较为依赖固定收益型的储蓄型业务，占比维持在 60%以上。因此当利率进入平台期后，继续依赖储蓄险扩规模的逻辑失效，忠利转而主动优化产品结构，从而动态优化资负匹配管理。2016 年以来，忠利将高资本消耗的刚性兑付储蓄型业务逐步转化为低资本消耗、风险共担的保障型及投连型业务。2016-2021 年，公司的保障型业务占比由 60.6%下降至 47.9%，同时投连型业务占比由 22.4%提升至 30.9%。保费结构向轻资本倾斜、价值结构向投连险集中的双重演变，使其寿险业务对利率波动的敏感度显著降低，长期抗周期能力持续增强。但与此同时，受产品结构调整影响，公司寿险总保费收入增速相较于此前阶段有所放缓，2016 年总保费同比下降 9.5%至 473.1 亿欧元，此后五年间呈震荡态势，截至 2021 年平均增速仅为 0.9%。

图 44：忠利寿险保费收入规模及增速（百万欧元，%）

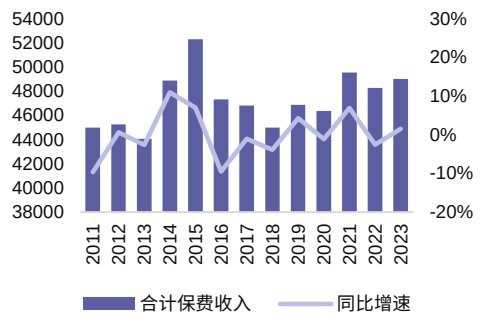
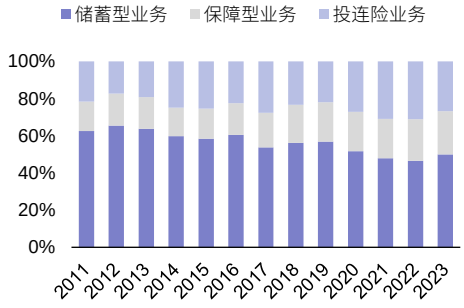


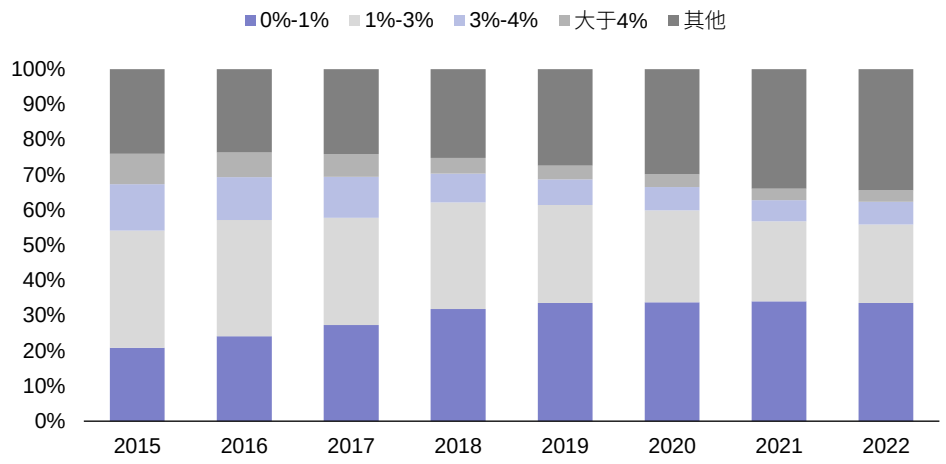
图 45：忠利保险各险种保费收入占比



数据来源：忠利保险公告，广发证券发展研究中心

其次，受益于产品结构转型，忠利保险不断提升低保证利率产品占比，同时压降中高保证利率产品的规模。2016-2021 年，忠利保险 0%-1%保证利率产品占比由 24.2%提升至 34.0%，与行业趋势相符合。同时，1%-3%保证利率产品的比例由 33.0%压降至 22.7%；大于 3%保证利率的产品合计占比则下降 9.9pcts 至 9.3%。忠利保险在利率平台期通过"新增替换"与"存量自然摊薄"的双重路径，实现了负债端成本结构的系统性优化，为其在利率平台期维护利差稳定性奠定了负债端基础。

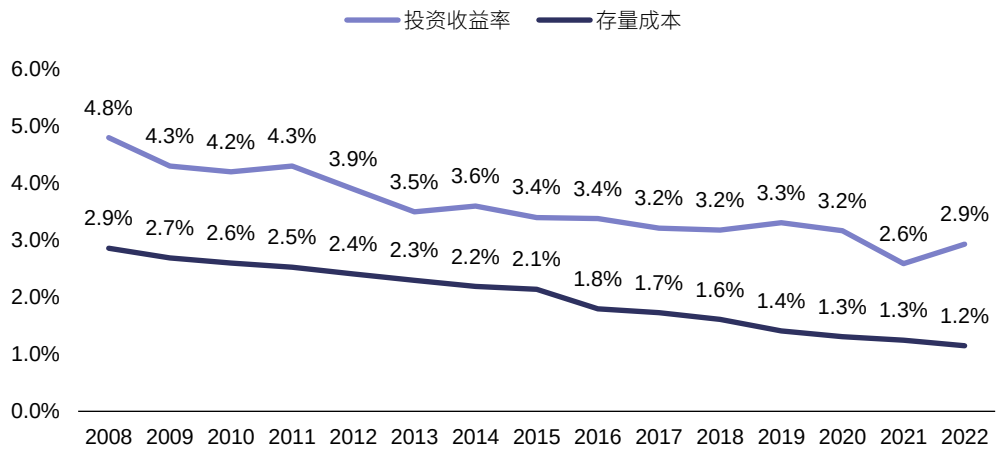
图 46：2015-2022 年忠利保险各类保证成本保费占比（%）



数据来源：忠利保险年报，广发证券发展研究中心

通过持续性下调新增业务的平均保证利率并增加浮动收益型产品占比，忠利保险从源头降低存量负债成本。这种向轻资本化产品的转型，不仅大幅降低了 Solvency II 监管框架下的核心资本要求，同时释放大量自由盈余，显著优化资产负债匹配结构。2016-2021 年期间，随着新单成本的持续下移，忠利保险的存量负债成本从 1.80%下降至 1.25%，同期投资收益率则维持在平均 3.11%的收益区间，因此即便是在“低利率平台期”阶段，忠利保险的利差水平反而从 2016 年的 1.3% 提升至 2022 年的 1.78%，平均利差水平高达 164 个 BP。

图 47：2008-2022 年忠利保险投资收益率及存量负债成本（%）

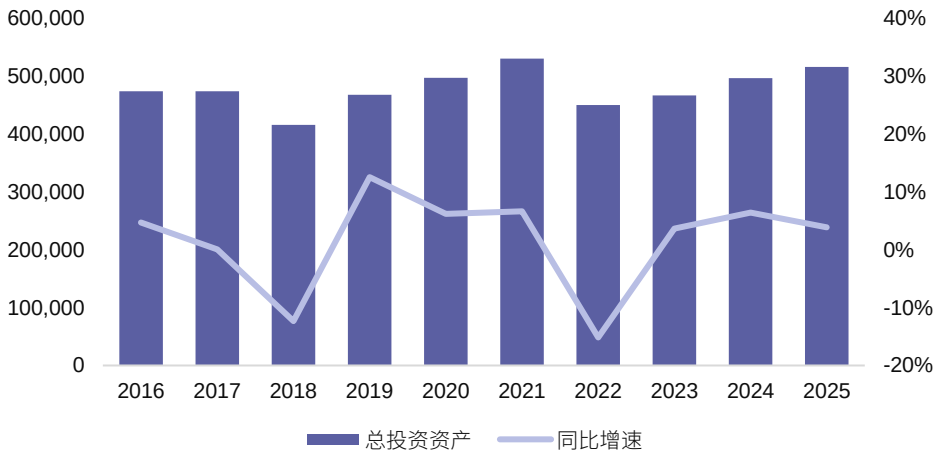


数据来源：忠利保险年报，广发证券发展研究中心

2.资产端：八成固收底仓上的精准结构优化，投资收益显著高于负债资金需求

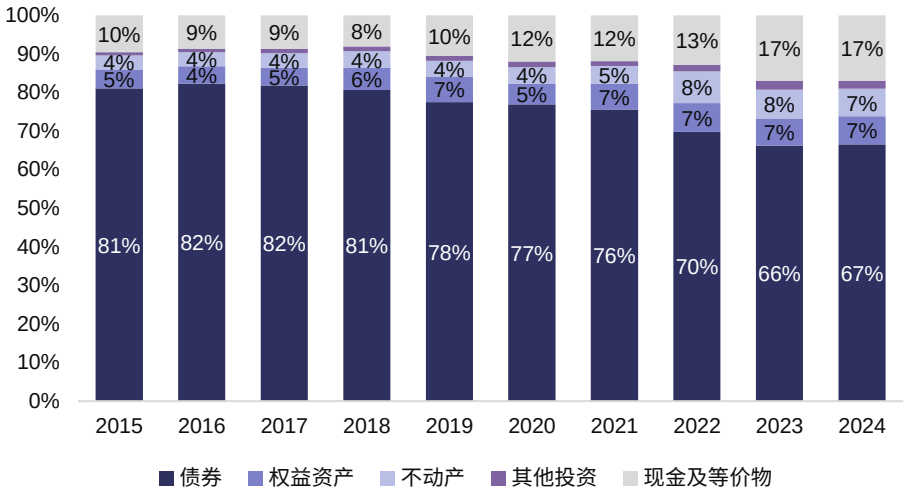
2016-2021 年欧元区长端利率低位平稳阶段后，忠利保险并未采取激进提高风险偏好的方式，而是围绕寿险长负债约束，构建高固收底仓上的稳健增厚配置框架。在欧元区利率快速下行之前，忠利集团维持固收资产占比为 80%，将其作为久期匹配、流动性储备和最低保证回报覆盖的核心底盘。而进入低利率平台期后，票息收入减少带来的资产收益压力陡增。为应对外部利率环境变化，忠利对固收内部结构进行了重构。首先，忠利保险进一步加强多元市场的债券配置策略，从而分散单一市场风险。截至 2021 年，公司固定收益组合中政府债和企业债合计占比达到 74%，其中政府债主要分布在意大利、法国和西班牙，分别占 30.9%、17.8%和 14.3%，体现出其欧元区本土主权债底仓特征；与此同时，集团显著强化了企业债和投资级信用债配置，通过信用利差对冲无风险利率下行带来的票息缺口。

图 48：忠利保险总投资资产规模及同比增速（百万欧元，%）



数据来源：忠利保险财报，广发证券发展研究中心

图 49：忠利保险资产配置结构（%）



数据来源：忠利保险财报，广发证券发展研究中心

在信用结构上，忠利采取了投资级别下沉的策略。2016-2020 年，忠利保险适度下降 AAA 类债券占比，由 10%下降至 6%；同时，公司适度提高 AA 及 A 类债券占比，2016 年分别为 22.1%及 18.0%，2021 年则均提升至 23.5%，成为两大核心配置方向。以上配置策略显示出忠利在可控的资本与信用风险范围内，利用投资级内部评级的适度下沉提升组合平均票息和运行收益率。但相较于德国大幅提升 BBB 债券的策略，意大利的固收投资则更为审慎。

图 50：忠利保险固收资产评级规模（百万欧元）

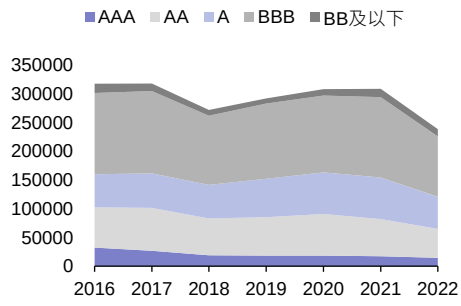
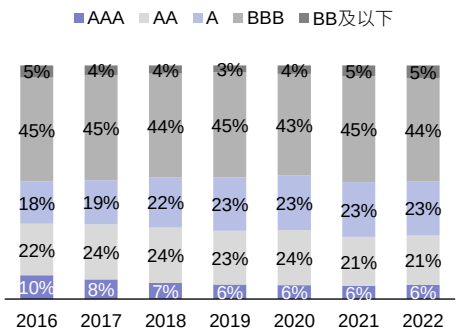


图 51：忠利保险固收资产各类评级占比

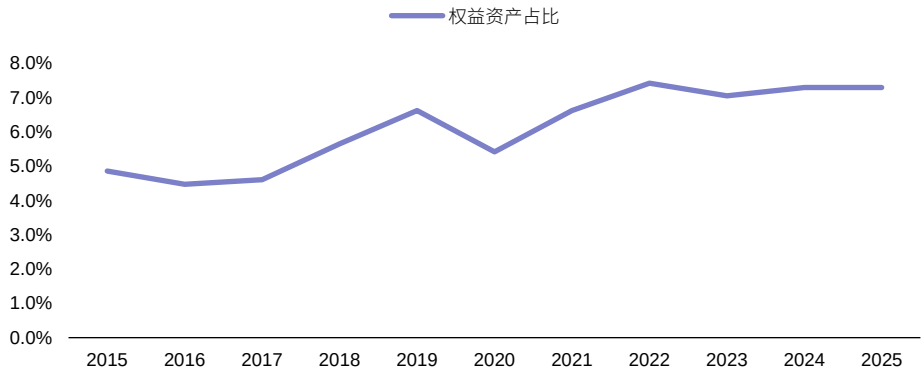


数据来源：忠利保险公告，广发证券发展研究中心

在固收之外，忠利也适度提高了权益与基金类资产配置，以增强组合长期弹性。集团权益投资占比由 2016 年的 4.5%稳步提升至 2021 年的 6.6%。同期意大利股市虽波动较大，但整体提供了可观的超额回报。以富时 MIB 指数为例，该指数在 2016 年末触底后，受意大利政治风险缓和、欧央行量化宽松以及银行体系清理等因素提振，2017 年单年涨幅达 14%以上；经过 2018 年的调整后，2019 至 2021 年期间进一步震荡上行，尤其是疫情后宽松政策推动的反弹，为战略增配权益创造了窗口。从影响上看，适度增持权益资产有效对冲固收再

投资的负利率风险。2016-2021 年意大利 FTSE MIB 指数复合年化涨幅约 4.2%，虽经历 2018 年-16%和 2020 年-5%的回调，但整体在 2019 年后强劲反弹，6 年累计涨幅约 27.7%。

图 52：忠利保险权益类资产占比（%）



数据来源：忠利保险财报，广发证券发展研究中心

3.资负匹配结果：资负匹配管理优化，利率平台期利差水平持续提升

在利率平台期，忠利保险核心战略可以总结为在负债端系统性降低刚性保证收益比例，并全面转向“保障+储蓄”的混合型产品；资产端坚持 80%以上的固定收益资产基本盘，同时通过精准的信用下沉、适度的权益增厚，重新构建了足以覆盖并超越负债成本的资产收益率曲线。

总体来看，2016 年至 2021 年忠利保险采取了稳健的收益增厚框架，在维持固收资产占比 80%以上的基础上，优先通过固收内部重构提升运行收益，其次通过适度信用下沉，再通过小幅提升权益和基金暴露增强组合弹性，最后以不动产、基础设施等另类资产补足长久期现金流与流动性溢价。在此期间，受固收类资产票息收入减少等因素影响，公司的投资收益水平虽有一定程度下滑，如净投资收益率从 2.62%降至 2.17%，但足以覆盖负债成本需求。此外，公司久期缺口维持在 1 年以内，主要得益于高固收配置占比及灵活的负债结构调整策略。

图 53：忠利保险净投资收益率及寿险再投资收益率

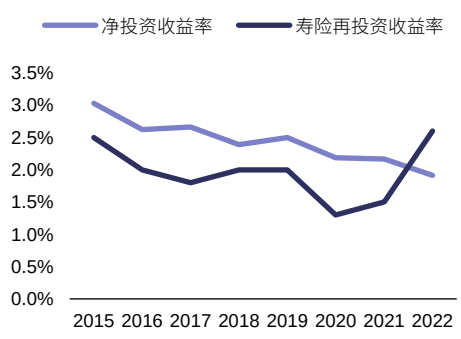
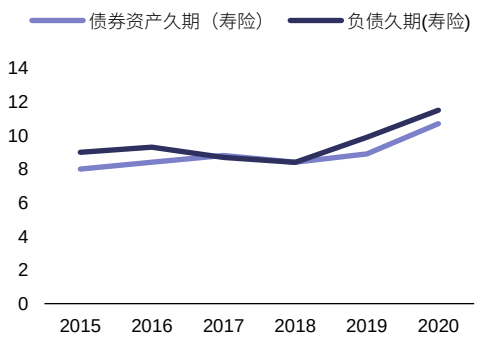


图 54：忠利寿险债券久期及负债久期

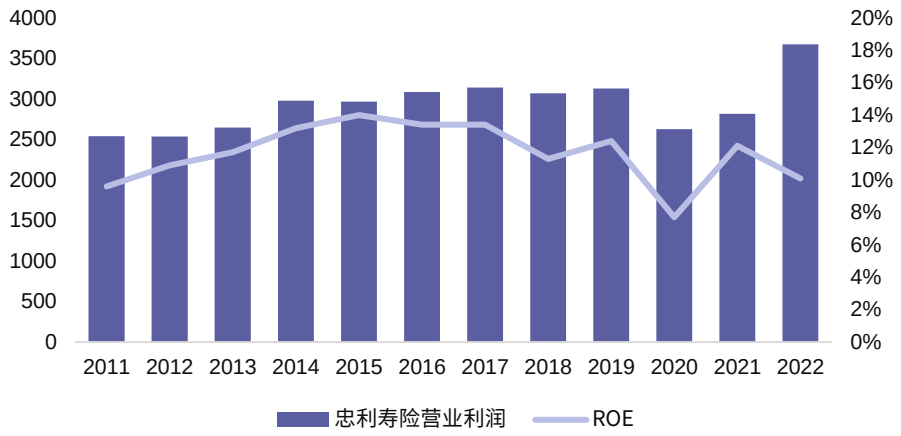


数据来源：忠利保险公告，广发证券发展研究中心

从利润表现来看，利率平台期，忠利保险寿险营业利润基本保持稳健，由 2016 年的 30.8 亿欧元增长至 2019 年的 31.3 亿欧元，年均增速达 1.4%。2020 年及 2021 年因受瑞士区域寿险业务长期财务假设调整，导致存量保证利率准备金计提规模增加，叠加疫情请因素影响，对寿险业务利润表现带来一定冲击。但总体来看，忠

利保险通过在利率平台期优化资产负债的双向管理，利润规模基本保持稳健，并未出现市场所担心的利润大幅波动情况。

图 55：忠利寿险营业利润及集团 ROE（百万欧元，%）



数据来源：忠利保险财报，广发证券发展研究中心

四、对中国的发展借鉴

德国与意大利寿险业的应对经验表明，当长端利率在低位长期企稳后，保险公司的核心挑战不再是利率快速下行带来的存量资产估值波动，而是旧高收益资产到期再配置的收益率持续走低与存量刚性负债成本之间的结构性矛盾。对中国寿险业而言，当前利率环境与彼时欧元区虽处于不同周期位置，但其所面临的"存量成本高企、新增资产收益收窄、资产负债错配"三大核心矛盾高度相似。德意两国从负债端降成本、资产端增弹性、资本端强约束三个维度构建的应对框架，对我国寿险业具有实质性的借鉴意义。

负债端方面，建立市场化与监管引导并行的成本管控机制是根本前提。德国通过由监管机构主导的最高精算利率"硬上限"制度，系统性压降新业务保证利率上限，2012 年至 2022 年间从 2.25%下调至 0.25%，从根源上切断了新业务刚性负债成本的滚存链条。意大利则在监管"审慎性"指引下，通过保证利率与 10 年期国债收益率动态挂钩的市场化调节机制，渐进式地将新单保证利率压降至零保证水平，0%保证利率保单准备金占比在 2015 年至 2021 年间从 21%提升至 58%。反观我国，2023 年以来监管已启动预定利率市场化改革，将人身险预定利率与市场利率挂钩的动态调整机制纳入制度设计，这一方向与欧洲经验高度一致。但更深层次的问题在于存量高预定利率保单的处置。德国引入的额外准备金制度（ZZR）要求保险公司为存量高保证利率合同计提补充资本，至 2024 年累计计提超 7600 亿欧元，有效增强了行业系统性韧性。我国对于 2019 年以前以 4.025%甚至更高利率售出的存量保单，尚未建立系统性的缓冲机制。借鉴德国经验，可考虑在偿付能力监管框架下设置针对存量高保证利率保单的额外资本要求或准备金计提规则，以防范利率长期低位运行下存量业务的潜在风险。

图 56：我国寿险各险种预定利率水平

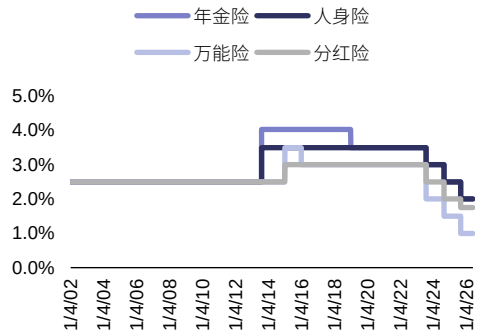
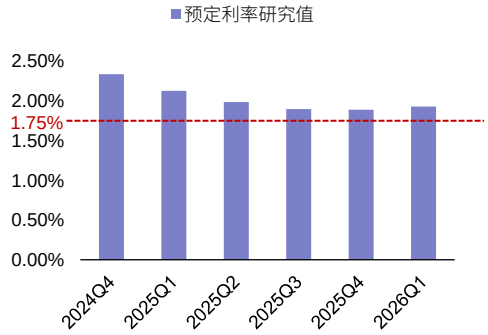


图 57：预定利率研究值



数据来源：金管局、保险行业协会，广发证券发展研究中心

产品结构方面，从"高刚兑储蓄"向"保障+财富管理"混合模式转型是核心方向。德意两国在利率平台期均显著压缩高保证收益型传统产品，转向浮动收益型与保障型产品。意大利更为激进，传统险占比从 2016 年的约 72%降至 2021 年的 58%，投连及指数联动型产品保费增幅达 34%，并通过 2018 年引入的利润共享双重账户结构，将保单权益切割为刚性保证账户与独立投资账户两部分，实现了"下有保底、上不封顶"的风险共担模式。对中国而言，当前行业"刚性储蓄化"特征仍然突出。借鉴欧洲经验，行业应当进一步加大投连险、变额年金等浮动收益型产品的供给力度，同时探索类似意大利利润共享账户的分层收益分配机制，在维持客户本金安全底线的前提下，将部分投资风险与超额收益向客户侧转移，从而在制度层面降低保险公司承担的利率刚性风险。

图 58：中国平安保费收入结构

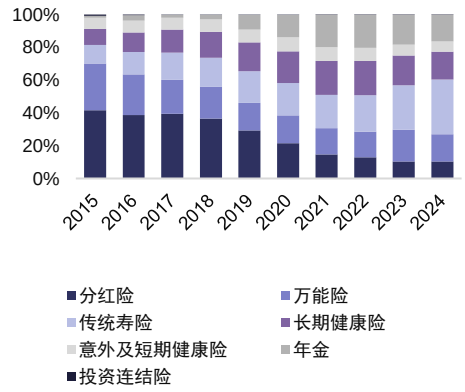
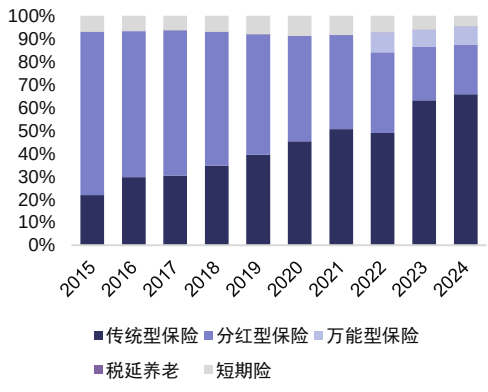


图 59：中国太保保费收入结构

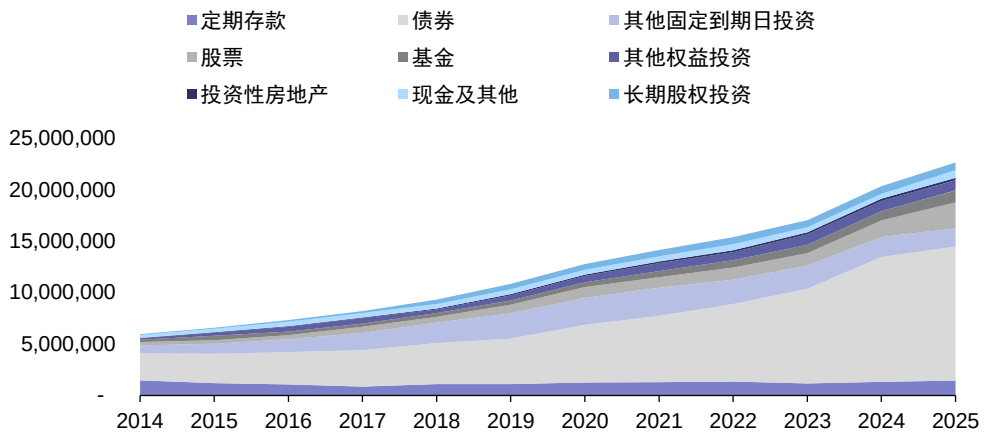


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

资产端方面，固收底仓基础上的精细化内部重构和多元收益来源构建是关键转型方向。德意两国寿险业在资产端均未采取激进提升风险偏好的方式，而是围绕负债特性进行结构性优化。第一，固收内部的信用结构调整。2016-2021 年，安联将 AAA 级债券占比从 21.8%降至 17.6%，A 与 BBB 级合计占比从 46.2%提升至 50.1%；同时期，忠利将 BBB 级资产配置长期维持在 30%至 38%区间，A 与 BBB 合计占比达 68.7%。投资级内部适度下沉获取信用溢价，比大幅加仓权益更符合寿险负债对现金流稳定性的要求。第二，权益与另类资产的稳步扩容。安联另类资产从 446 亿欧元增至 939 亿欧元，另类资产年化收益率可达 3%至 13%，远高于同期固收；忠利不动产投资占比从 3.7%提升至 5.8%，并通过基础设施投资锁定 6%至 8%的长期回报。第三，区域分散

化配置。意大利寿险业将本国国债占比从 48%降至 40%，增加欧元区其他国家政府债券配置约 8.3 个百分点，有效分散单一市场主权风险。对中国寿险业而言，当前资产端以利率债和高等级信用债为主体，信用下沉空间有限，另类资产配置占比也远低于欧洲同业。借鉴上述经验，行业应当在监管允许的框架内，逐步优化固收组合的信用结构，适度提升投资级内中低评级信用债占比以获取信用溢价；同时有序扩大不动产、基础设施、绿色能源等另类资产的配置规模，利用其长久期和稳定现金流特性匹配寿险长期负债。

图 60：上市险企资产配置结构（百万元）



数据来源：上市险企财报，广发证券发展研究中心。以上数据为中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险、中国太平、阳光保险汇总数据。

综合而言，德意两国寿险业在利率平台期的经验表明，应对低利率环境的根本出路在于从"单一利差驱动"转向"利差+费差+死差+资管+资本效率"的多元化利润结构。 相应结构化转型需要负债端的产品创新和制度创新，同时也需要资产端在精细化管理中挖掘收益增厚的机会，以及资本端对风险约束的持续强化。

五、投资建议

欧洲经验表明，负债端需推动成本管控机制，资产端则需深化信用结构调整，拓展多元化配置结构，构建穿越利率周期的可持续商业模式。短期看，资产端方面，随着中美贸易不确定性边际消退，权益市场整体风险偏好有望延续改善，叠加部分险企 25H1 业绩基数偏低，26Q2 险企业绩增长仍有望延续高增长。中长期看，长端利率企稳叠加权益市场上行驱动险企资产端改善，新单预定利率下调驱动存量负债成本迎拐点，报行合一优化渠道成本，险企中长期利费差有望边际改善。随着我国监管政策的优化及险企资负匹配能力的提升，利好龙头险企，个股建议关注新华保险（AH）、中国人寿（AH）、中国平安（AH）、中国太平（H）、中国太保（AH）、友邦保险（H）。

六、风险提示

第一，长端利率超预期下行或长期维持极低水平风险。尽管欧洲经验表明利率平台期寿险公司可通过结构调整维持盈利韧性，但若中国长端利率持续下行并突破当前市场预期的下限，存量高预定利率保单的再投资压力将显著加大，利差损风险可能集中暴露。尤其在缺乏类似德国 ZZR 额外准备金制度的系统性缓冲机制下，部分中小险企的偿付能力充足率可能面临较大压力。

第二，权益市场及资本市场持续震荡风险。报告提及德意险企通过增配权益类和另类资产增厚收益，但该策略的有效性高度依赖资本市场的平稳运行。

第三，保费收入增长不及预期风险。当前行业正处从传统储蓄型产品向浮动收益型、保障型产品转型的关键阶段，产品结构调整可能带来保费增速阶段性放缓。若消费者对新型产品的接受度低于预期，或渠道转型过程中出现阵痛，行业新单保费及总保费规模可能低于当前市场预期，进而影响险企盈利增长和估值修复节奏。

第四，行业政策变动及监管趋严风险。“报行合一”的持续深化、预定利率动态调整机制的细化落地、偿付能力监管标准的调整等，均可能对险企的产品策略、渠道费用和资本管理产生超预期影响。

第五，海外经验的本土适用性风险。欧洲与中国在利率环境、监管框架、居民财富管理习惯及资本市场结构等方面存在显著差异，海外经验的有效性需结合中国实际审慎评估，不可简单线性外推。投资者应密切关注宏观环境变化，理性判断行业发展趋势。

广发非银金融行业研究小组

陈 福 ：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。

刘 淇 ：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

严漪澜 ：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。

李怡华 ：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

王京灵 ：高级分析师，哥伦比亚大学企业风险管理学硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



刘淇

SAC 执证号：S0260520060001
liuqi@gf.com.cn



陈福

SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
chenfu@gf.com.cn



王京灵

SAC 执证号：S0260526050002
wangjingling@gf.com.cn

请注意，刘淇,王京灵并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址		邮政编码	客服邮箱
广州市：	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市：	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市：	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市：	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港：	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。