

关注部分保险次级债机会

——保险公司次级债梳理

投资要点：

证券分析师

廖志明

SAC: S1350524100002

liaozhiming@huayuanstock.com

联系人

保险公司次级债发展历经三阶段，当前永续债为主流发行品种。2005年为保险次级债元年，后续发展历经三阶段：2005–2014年，保险机构所发行次级债均为次级定期债；2015–2023年，主要发行品种为资本补充债；2023年–至今（2025/06/08），永续债为主流发行品种。截至2025/06/06，共有56家保险公司拥有存续次级债100只，债券余额4954.1亿元。2005–2024年末，保险次级债发行规模呈现四波上涨和三波回落。评级来看，高评级债券占主流。

从“偿一代”到“偿二代”，保险监管政策导向由关注资产规模到控风险。偿付能力政策方面，前后历经了“偿一代”、“偿二代”一期以及“偿二代”二期三个阶段，其中“偿一代”主要关注资产规模，“偿二代”主要关注风险把控；保险公司资本补充债与永续债主要区别在发行期限、清偿顺序及资本认定几方面。减记或转股条款方面，保险公司债无相关规定，有少数保险次级债包含减记条款，存在条款优势，利好投资者，但同时也需警惕保险次级债存在不赎回的风险。

成交活跃度介于银行、券商次级债之间。2024/12/06–2025/06/06期间，保险公司次级债成交额为3033.80亿元，远低于银行二永债的74916.2亿元，但高于券商次级债的2201.18亿元；成交额前五名发行主体为平安人寿、中国人寿、新华人寿、泰康人寿及阳光人寿。2024/12/06–2025/06/06期间，换手率来看，保险公司次级债换手率为61.24%，低于商业银行次级债的78.54%，但高于券商次级债的36.52%。

供给端偿付能力充足率有所下降，债券发行量有望提升；需求端多为保险机构互持，资管产品（公募基金、券商资管及银行理财）持仓较少。根据25Q1各类资管产品持仓公告（公募基金前五大债券持仓、券商资管前五大债券持仓及银行理财前十大持仓），此三类产品共计持有保险次级债市值规模208.16亿元，合计在保险次级债总市值规模（截至25Q1为8908.25亿元）中占比2.34%，持仓较少。根据持仓资产评级情况，截至25Q1公募基金持仓信用下沉程度弱于券商资管及银行理财。

行业头部效应凸显，发债企业资质差距较大。2024年保险行业原保险保费收入5.7万亿元，同比增长11.15%；前四大上市险资原保险保费收入接近全保险行业总额的35%，行业集中度较强。在56家持有存续债的企业中，有7家未披露24年末及25Q1具体监管指标数据，原因为超时未披露（未说明具体原因，或受偿付能力影响）及特殊原因（以接管豁免为主）两类。

积极关注部分保险次级债机会。在境内“资产荒”背景下，当前部分保险次级债具有相对票息优势。**从发行主体类型来看**，寿险公司、养老保险公司及财险公司二级活跃程度较好。**从评级来看**，债项AAA保险次级债利差高于银行二级资本债及券商次级债，且风险可控，具有相对较高的投资价值。**从发行主体资质来看**，需审慎选择已出现不赎回情况或长时间未披露财务信息的发行主体。

风险提示：低利率环境对业务经营的影响；相关政策变动对业务经营的影响；部分数据缺失导致结果或结论不够精准的风险

内容目录

1. 保险公司次级债发展历程.....	5
1.1. 保险次级债发展历经三阶段，当前永续债为主流发行品种.....	5
1.2. 从“偿一代”到“偿二代”，保险监管政策导向由关注资产规模到控风险.....	8
2. 保险公司次级债活跃程度.....	14
3. 保险公司次级债的供需情况.....	18
3.1. 供给端：偿付能力充足率有所下降，债券发行量有望提升.....	18
3.2. 需求端：多为保险机构互持，资管产品（公募基金、券商资管、银行理财）持仓较少.....	18
4. 行业头部效应凸显，发债企业资质差距较大.....	22
5. 保险公司次级债利差分析.....	25
6. 积极关注部分保险次级债机会.....	27
7. 风险提示.....	28

图表目录

图表 1: 2024 年末我国保险机构法人类型分布 (家)	5
图表 2: 截至 2025/06/06 拥有存续次级债保险公司类型分布 (家)	5
图表 3: 2005-2025 年不同类型保险机构新发次级债规模 (亿元)	6
图表 4: 2005-2025 年保险公司不同类型次级债发行规模 (亿元)	6
图表 5: 2016-2025 年不同债项评级次级债新发规模 (亿元)	7
图表 6: 2005-2025 年新发行不同类型次级债评级分布 (亿元)	7
图表 7: 保险次级债发行利率整体呈下降趋势 (%)	7
图表 8: 截至 2025/06/06 保险公司存续次级债发行主体性质分布	8
图表 9: 保险公司次级债发行相关政策变更情况	8
图表 10: 保险公司偿付能力要求相关政策变更梳理	10
图表 11: 保险公司资本补充债及永续债对比	11
图表 12: 截至 2025/06/06 存续保险次级债包含特殊条款情况 (只)	11
图表 13: 券商次级债、银行二级资本债及保险公司资本补充债对比	11
图表 14: 2005-2025/06/08 新发债券偿还类型 (只)	13
图表 15: 不同偿还类型新发债券所属债项评级 (只)	13
图表 16: 未行使/设置赎回权及未公开披露特殊条款保险次级债一览	14
图表 17: 截至 2025/06/06 各类型保险机构次级债分剩余期限存续规模 (亿元)	15
图表 18: 近 6 个月保险公司次级债二级成交数据 (单个发行人明细)	16
图表 19: 近 6 个月各类型保险机构次级债换手率、成交笔数及成交额	17
图表 20: 近 6 个月各类型保险机构次级债二级成交规模 (亿元)	17
图表 21: 2024-2025 年 6 月三类次级债二级成交规模 (亿元)	18
图表 22: 近 6 个月三类次级债换手率	18
图表 23: 不同类型保险机构综合偿付能力充足率变化趋势 (%)	18
图表 24: 不同类型保险机构核心偿付能力充足率变化趋势 (%)	18
图表 25: 公募基金产品持仓保险次级债情况一览 (25Q1 公告前五大持仓)	20
图表 26: 券商资管产品持仓保险次级债情况一览 (25Q1 公告前五大持仓)	21
图表 27: 银行理财产品持仓保险次级债情况一览 (25Q1 公告前十大持仓)	22
图表 28: 2015-2024 年末保险行业总保费收入 (亿元)	22
图表 29: 前四大上市保险公司业务经营数据	22

图表 30: 拥有存续保险次级债公司经营数据、偿付能力数据及风险评级一览	24
图表 31: 各类次级债不同期限各评级信用利差情况及历史分位数	25
图表 32: 不同类型保险机构次级债分期限利差 (bp)	25
图表 33: 各类次级债不同期限等级利差情况及历史分位数	26
图表 34: AA-与 AA 间利差分化收缩, AA 与 AA+间利差分化走阔 (bp)	26
图表 35: 债项 AAA 级三类次级债利差 (减国债, BP)	27
图表 36: 关注部分保险次级债机会 (截至 2025/06/06)	27

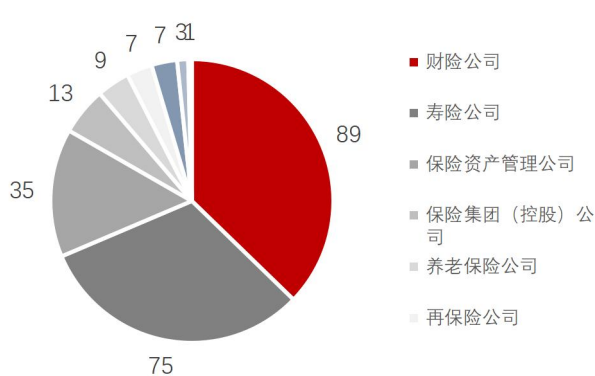
1. 保险公司次级债发展历程

1.1. 保险次级债发展历经三阶段，当前永续债为主流发行品种

从债券类型来看，当前存量保险次级债包括保险资本补充债券及无固定期限资本债券两类。其中根据《保险公司次级定期债务管理暂行办法》、《关于保险公司发行资本补充债券有关事宜的公告》及《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（银发【2022】175号）》，**保险公司次级债**是指保险公司经批准定向募集的、期限在5年以上（含5年），本金和利息的清偿顺序列于保单责任和其他负债之后、先于保险公司股权资本的**保险公司债务**；**保险公司资本补充债券**（以下简称资本补充债券）是指，保险公司发行的用于补充资本，发行期限在5年以上（含5年），清偿顺序列于保单责任和其他普通负债之后，先于**保险公司股权资本**的债券。**保险公司无固定期限资本债券**（以下简称永续债）是指，保险公司发行的没有固定期限、含有减记或转股条款、在持续经营状态下和破产清算状态下均可以吸收损失、满足偿付能力监管要求的资本补充债券。监管要求上来看，资本补充债券为次级定期债务的进阶版本；自2016年起，保险公司新发行的次级债均为资本补充债券（首笔永续债发行之前）。

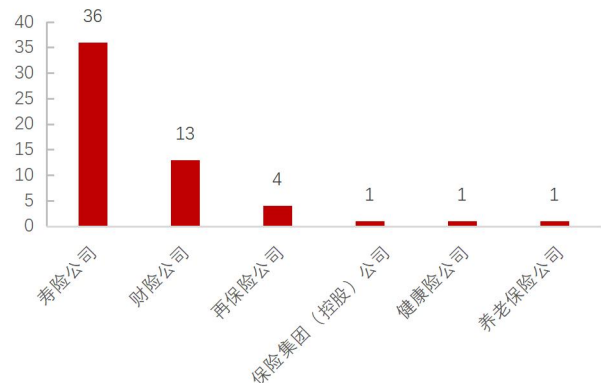
保险次级债发展历史可分为三阶段，**第一阶段为2005-2014年**，自2005年3月11日首只保险公司次级定期债05天安次发行，保险公司所发行债券均为次级定期债；**第二阶段为2015-2023年**，自2015年7月24日首只保险资本补充债15平安财险发行，保险公司主要发行债券种类为资本补充债券；**第三阶段为2023年至今**，2023年首只保险永续债23泰康人寿永续债01发行，且今年以来，截至2025/06/08，永续债发行规模为保险公司所发行各类金融债首位。截至2024年末，我国共有保险公司239家，其中财险公司89家，寿险公司75家，保险资产管理公司35家，保险集团（控股）公司13家，养老保险公司9家，再保险公司7家，健康险公司7家，其他类3家，政策性保险公司1家。截至2025年6月6日，共有56家保险公司拥有存续次级债，其中寿险公司36家，财险公司13家，再保险公司4家，保险集团（控股）公司1家，健康险公司1家，养老保险公司1家；存续保险次级债共计100只，存续规模为4954.1亿元。

图表 1：2024 年末我国保险机构法人类型分布（家）



资料来源：国家金融监督管理总局、华源证券研究所
 注：图例为按照家数多少由大到小顺序排列（从上至下）

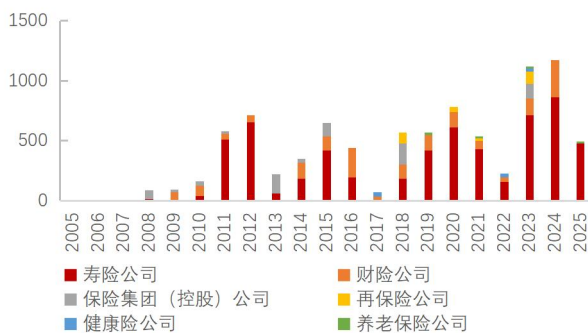
图表 2：截至 2025/06/06 拥有存续次级债保险公司类型分布（家）



资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所

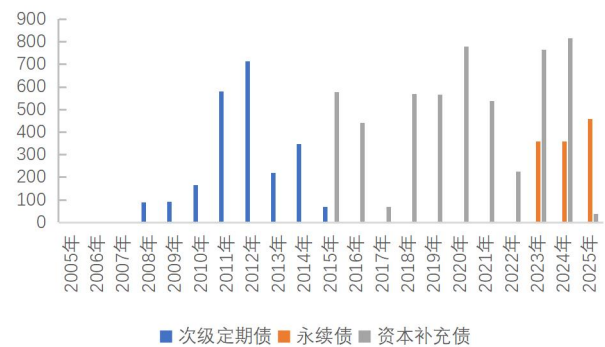
2005–2024 年末，保险公司次级债发行规模共呈现四波上涨和三波回落。2011 年，国内经济增速缓慢回落，资本市场持续走低，金融产品间的竞争日趋激烈，保险业务增速出现较大幅度下滑，投资年化收益率仅为 3.6%，补充资本的需求推动保险次级债发行数量随之增加。此后，2015 年监管推出资本补充债券，行业整体发债规模呈现回升态势。2017 年受金融去杠杆+无风险利率上行影响，保险公司次级债发行规模跌入谷底。随着 2018 年保险行业新一轮改革的推进，特别是人身险公司转型保障类业务偿付能力压力较大，发债规模再度走高。2021–2022 年发行规模再次下降，一方面或系 2016–2017 年发行的资本补充债规模较小，滚续压力较小所致，另一方面或系 2021 年《保险公司偿付能力监管规则（II）》完善了资本定义，增加了外生性要求，限制了资本工具发行人和投资人的关联交易等情形，一定程度上限制了保险次级债的发行规模及数量；随着 2018 年所发行资本补充债进入赎回期，2023 年保险次级债发行规模开始增加。从发债保险公司类型来看，寿险公司为保险公司债主要的发行主体，这或是因为寿险公司业务具有长期性的特点，对偿付能力充足率要求更高，因而常通过发行资本补充债来补充资本金。

图表 3：2005–2025 年不同类型保险机构新发次级债规模（亿元）



资料来源：WIND、华源证券研究所
注：2025 年数据为截至 2025/06/08

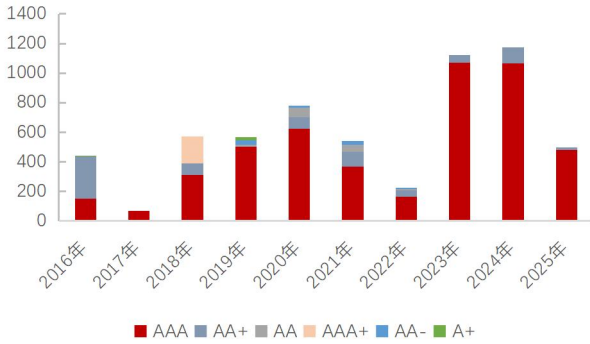
图表 4：2005–2025 年保险公司不同类型次级债发行规模（亿元）



资料来源：WIND、华源证券研究所
注：2025 年数据为截至 2025/06/08

高评级债券占据发行主体，不同主体评级机构发行票面利率差异较大。债项评级方面来看，2016–2025/06/08（因 2005–2015 年，保险公司次级债为私募发行，评级数据多有缺失，故统计区间自 2016 年起），不同评级保险公司次级债发行规模排序为 AAA>AA+>AAA+>AA>AA-→A+。其中 2005–2025/06/08，所发行 AAA 级永续债及资本补充债规模分别约占总发行规模的 12.8%及 41.9%。发行利率方面，2005–2025/06/08，不同主体评级债券票面利率整体均呈下降趋势；一方面或因当前资产荒背景下，保险公司发债融资成本不断下降；另一方面可能反映出当前高等级保险次级债发行较多，从而拉低了保险公司整体融资成本。随着票面利率走低，发新赎旧或成为险企降低融资成本的手段。不同主体评级机构发行债券票面利率差异较大，相较于 AAA 信用主体，AA+及 AA 等偏低评级的主体信用溢价较高，平均发行利率可高出约 100bp，2025 年至今（截至 2025/06/08），信用溢价有所压缩，AA+级、AA 级与 AAA 级主体平均发行利率之差仅分别为 42bp 及 17bp。

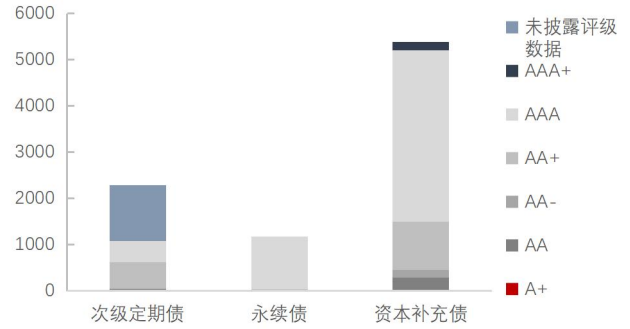
图表 5：2016-2025 年不同债项评级次级债新发规模（亿元）



资料来源：WIND、华源证券研究所

注：2025 年数据为截至 2025/06/08；图表涉及评级为普通债项评级，非隐含评级

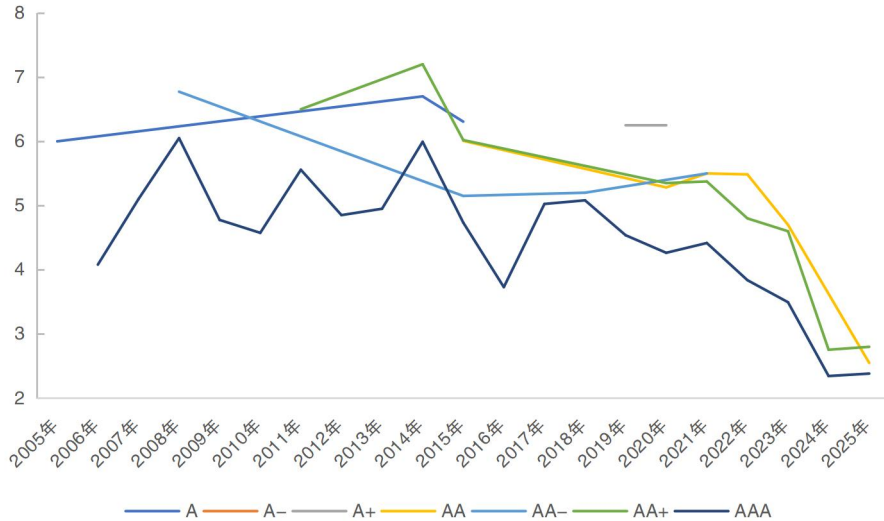
图表 6：2005-2025 年新发行不同类型次级债评级分布（亿元）



资料来源：WIND、华源证券研究所

注：2025 年数据为截至 2025/06/08

图表 7：保险次级债发行利率整体呈下降趋势（%）

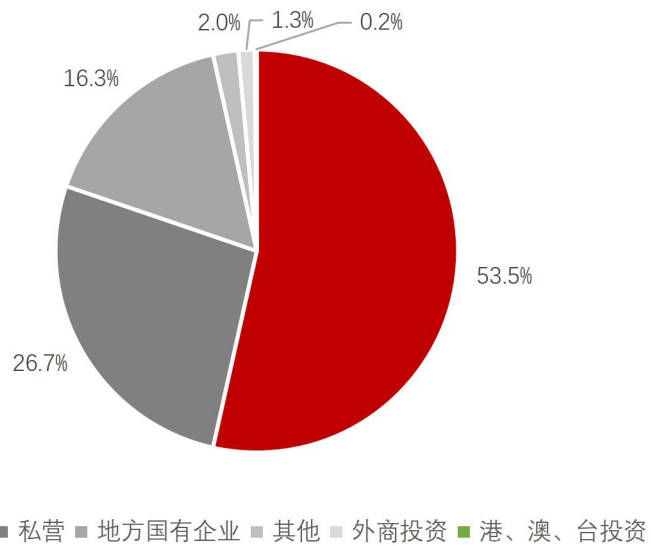


资料来源：WIND、华源证券研究所

注：2025 年数据为截至 2025/06/08

从企业性质看，保险行业存续次级债主体主要为中央企业，地方国有与民营性质的保险公司合计占比不超半数，发债主体整体信用资质较好。具体来看，截至 2025/06/06 中央企业保险公司存续规模占比为 53.5%，其次分别为民营企业，地方国有企业，其他，外商投资，港、澳、台投资，占比分别为 26.7%、16.3%、2.0%、1.3%及 0.2%。

图表 8：截至 2025/06/06 保险公司存续次级债发行主体性质分布



资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所

1.2. 从“偿一代”到“偿二代”，保险监管政策导向由关注资产规模到控风险

监管政策方面，在保险公司次级债发展历程中，有五个关键的时间节点：2004 年 9 月，保监会发布《保险公司次级定期债务管理暂行办法》（保监会 2004 第 10 号令），允许保险公司发行次级定期债务，但限制仅可私募发行；发行所获资金可以计入附属资本，但不得用于弥补保险公司日常经营损失；2011 年，保监会发布《保险公司次级定期债务管理办法》，同时废止 2004 年的暂行办法。新管理办法完善了次级债的募集条件、限定了次级债计入附属资本的额度、明确保险集团不得募集次级债、进一步规范了次级债的管理和偿还以及加强了次级债的监督管理。2013 年 3 月，保监会对管理办法进行修订，允许保险集团（或控股）公司募集次级债。2015 年 1 月，央行、银保监会发布《保险公司发行资本补充债券有关事宜》（简称“3 号文”），允许在中国境内设立的保险公司在银行间债券市场公开发行保险公司资本补充债券，用于弥补临时性或者阶段性资本不足，由此拉开了保险公司资本补充债券的发行序幕；2022 年 8 月，央行、保监会发布《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，保险公司自此可以发行永续债。

图表 9：保险公司次级债发行相关政策变更情况

时间	文件名称	主要内容	距前次修订内容
----	------	------	---------

2004/09/29	《 保险公司次级定期债务管理暂行办法 》	<p>第七条 保险公司申请定向募集次级债，应当符合下列条件： （一）经审计的上年度末净资产不低于人民币5亿元； （二）募集后，累计未偿付的次级债本息额不超过保险公司上年度末经审计的净资产值； （三）具有良好的公司治理结构； （四）内部控制制度健全且能得到严格遵循； （五）资产未被具有实际控制权的自然人、法人或者其他组织及其关联方占用； （六）最近两年内无重大违法违规行为； （七）中国保监会规定的其他条件。</p> <p>第八条 保险公司次级债应当向合格投资者定向募集。</p> <p>第十条 保险公司募集次级债所获取的资金，可以计入附属资本，但不得用于弥补保险公司日常经营损失。</p> <p>保险公司确定可计入附属资本的次级债金额，应当符合中国保监会发布的偿付能力报告编报规则的有关规定。</p> <p>第十七条 次级债不得提前赎回，中国保监会另有规定的除外。</p>	
2011/10/06	《 保险公司次级定期债务管理办法 》	<p>第四条 保险公司募集次级债所获取的资金，可以计入附属资本，但不得用于弥补保险公司日常经营损失。保险公司计入附属资本的次级债金额不得超过净资产的50%，具体认可标准由中国保险监督管理委员会（以下简称中国保监会）另行规定。</p> <p>第五条 保险集团（或控股）公司不得募集次级债。</p> <p>第十条 保险公司申请定向募集次级债，应当符合下列条件： （一）开业时间超过三年； （二）经审计的上年度末净资产不低于人民币5亿元； （三）募集后，累计未偿付的次级债本息额不超过上年度末经审计的净资产的50%； （四）具备偿债能力； （五）具有良好的公司治理结构； （六）内部控制制度健全且能得到严格遵循； （七）资产未被具有实际控制权的自然人、法人或者其他组织及其关联方占用； （八）最近两年内未受到重大行政处罚； （九）中国保监会规定的其他条件。</p> <p>第八条—保险公司次级债应当向合格投资者定向募集。</p> <p>第二十四条 募集人可以委托中央国债登记结算有限责任公司或者中国证券登记结算有限责任公司作为次级债的登记、托管机构，并可委托其代为兑付本息。</p> <p>第二十六条 次级债募集资金的运用应当符合中国保监会的有关规定，不得用于投资股权、不动产和基础设施。</p> <p>第二十九条 募集人可以对抗级债设定赎回权，赎回时间应当设定在次级债募集五年后。</p> <p>次级债合同中不得规定债权人具有次级债回售权。 次级债根据合同提前赎回的，必须确保赎回后保险公司偿付能力充足率不低于100%。</p> <p>除依据前款设定的赎回权外，募集人不得提前赎回次级债。</p> <p>第四十条 募集人应当在每年4月30日之前向中国保监会提交次级债专题报告。</p> <p>第四十一条 募集人按照第二十四条的规定登记、托管次级债的，应当于每季度结束后十五个工作日内向中国保监会提交次级债专项报告。</p> <p>第四十四条 募集人或者其从业人员违反本规定，由中国保监会依照法律、行政法规进行处罚；法律、行政法规没有规定的，由中国保监会责令改正，给予警告，对有违法所得的处以违法所得1倍以上3倍以下罚款，但最高不超过3万元，对没有违法所得的处以1万元以下罚款；涉嫌犯罪的，依法移交司法机关追究刑事责任。</p>	一是完善了次级债的募集条件。增加募集次级债必要性和偿债能力的原则要求，增加“开业超过三年”的募集条件，对募集规模的上限由不超过上年末净资产的100%降低到50%，明确了“两年内未受到重大行政处罚”的具体标准。二是限定次级债计入附属资本的额度，规定计入附属资本的次级债金额不超过净资产的50%。三是明确保险集团不得募集次级债。四是进一步规范了次级债的管理和偿还。明确规定次级债可以登记托管，取消定向募集的限制，限定次级债募集资金的运用范围，细化次级债提前赎回的管理要求等。五是加强次级债的监督管理。要求保险公司每年向中国保监会提交次级债专题报告，强化对登记、托管的报告要求，强化对保险公司的监管措施和违反规定的处罚力度等。
2013/03/15	中国保险监督管理委员会关于修改《 保险公司次级定期债务管理办法 》的决定	<p>将第五条修改为：“保险集团（或控股）公司募集次级债适用本办法。”</p>	放开对保险集团（或控股）公司募集次级债的限制
2015/01/06	《 关于保险公司发行资本补充债券有关事项的公告 》	<p>四、保险公司申请公开发行资本补充债券，应当符合下列条件： （一）具有良好的公司治理机制； （二）连续经营超过三年； （三）上年末经审计和最近一季度财务报告中净资产不低于人民币10亿元； （四）偿付能力充足率不低于100%； （五）最近三年没有重大违法、违规行为； （六）中国人民银行和中国保监会要求的其他条件。</p> <p>十二、发行人在确保资本补充债券赎回后偿付能力充足率不低于100%的情况下，可以对资本补充债券设定赎回权，赎回时间至少在资本补充债券发行满五年后。</p> <p>十五、保险公司持有其他保险公司的资本补充债券和符合中国保监会要求的次级定期债务的余额不得超过本公司净资产的20%，并按中国保监会的有关规定计提最低资本。</p> <p>十六、保险公司发行的资本补充债券及符合中国保监会要求的次级定期债务之和不得超过净资产的100%。</p>	
2022/08/26	中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会《 关于保险公	<p>1、保险公司发行的无固定期限资本债券应当含有减记或转股条款，减记和转股的触发事件包括持续经营触发事件和无法生存触发事件。</p> <p>2、保险公司可通过发行无固定期限资本债券补充核心二级资本，无固定期限资本</p>	

司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（银发〔2022〕175号）》	债券余额 不得超过核心资本的30% 。 3、保险公司发行的无固定期限资本债券， 赎回后偿付能力充足率不达标，不能赎回；支付利息后偿付能力充足率不达标，当期利息支付义务应当取消。 保险公司无法如约支付利息时，无固定期限资本债券的投资者无权向人民法院申请对保险公司实施破产。	
------------------------------------	--	--

资料来源：中华人民共和国司法部、中国政府网、中国人民银行条法司、华源证券研究所

偿付能力政策方面，前后历经了“偿一代”、“偿二代”一期以及“偿二代”二期三个阶段，其中“偿一代”主要关注资产规模，“偿二代”主要关注风险把控。“偿一代”对保险公司偿付能力要求为偿付能力充足率（实际资本/最低资本）不低于100%；“偿二代”一期首次对保险公司实际资本实行分级制度，将实际资本按照存在性、永续性、次级性、非强制性分为核心一级资本、核心二级资本、附属一级资本及附属二级资本四大类；明确最低资本由量化风险（保险风险、市场风险、信用风险）最低资本，控制风险最低资本及附加资本三部分构成；“偿二代”二期对现行偿二代监管规则进行了修订升级，加入了市场风险和信用风险的穿透计量内容，明确保险公司应当根据保单剩余期限，对保单未来盈余进行资本工具分级；在实际资本分类标准中加入外生性这一指标。

偿二代二期政策实施下，保险公司普遍面临偿付能力压力。中华保险研究所首席保险研究员邱剑指出，“在偿二代二期政策实施下，随着业务的增长，保险公司普遍面临偿付能力压力。尤其是将面临‘保单盈余分级纳入资本’，‘资产全面穿透监管’，‘风险资本因子普遍提升’等更为严格的资本认定标准，保险公司亟须进行资本补充，而发行永续债的目的是能更好地解决偿付能力不足的问题”。

图表 10：保险公司偿付能力要求相关政策变更梳理

时间	监管政策文件	偿付能力要求及资本监管相关细则
2008-07	《保险公司偿付能力管理规定》	偿一代： 偿付能力充足率（实际资本/最低资本）不低于100%
2015-02	《保险公司偿付能力监管规则（1-17号）》	偿二代一期： 首次实行资本分级制度，将实际资本按照存在性、永续性、次级性、非强制性分为核心一级资本、核心二级资本、附属一级资本及附属二级资本四大类；由关注资产规模转为关注风险防控，明确最低资本由量化风险（保险风险、市场风险、信用风险）最低资本，控制风险最低资本及附加资本三部分构成
2020-07	《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》	偿二代二期： 修订偿付能力监管指标要求为：核心偿付能力充足率（核心资本/最低资本）不低于50%；综合偿付能力充足率（实际资本/最低资本）不低于100%；风险综合评级在B类及以上
2021-12	《保险公司偿付能力监管规则（II）》	偿二代二期： 对现行偿二代监管规则进行了修订升级，加入了市场风险和信用风险的穿透计量内容，明确保险公司应当根据保单剩余期限，对保单未来盈余进行资本工具分级；在实际资本分类标准中加入外生性这一指标
2023-09	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	在监管指标不变的基础上，对不同类型、不同资产规模保险公司实施差异化资本监管；优化资本计量标准，引导保险公司回归保障本源；优化风险因子，引导保险公司服务实体经济和科技创新
2024-12	《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》	将原定2024年底结束的保险公司偿付能力监管规则（II）过渡期延长至2025年底，对于因新旧规则切换对偿付能力充足率影响较大的保险公司，金融监管总局将于2025年2月底前一司一策确定过渡期政策
2025-01	《关于印发保险公司监管评级办法的通知》	偿付能力作为保险公司监管评级要素的权重不低于15%

资料来源：中国政府网、中国保险资产管理业协会、中国银行保险监督管理委员会等、华源证券研究所

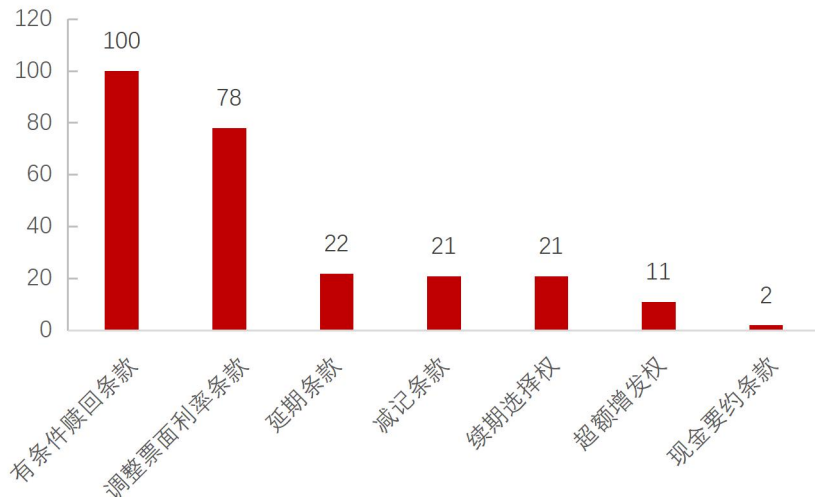
保险公司资本补充债与永续债的主要区别在发行期限、清偿顺序及资本认定几个方面。在发行期限方面，资本补充债通常具有明确的到期期限，需按期还本付息。永续债则无固定到期日，可视为一种权益工具而非传统债务；在偿付顺序方面，资本补充债在清偿顺序上优先于永续债和其他次级债务，永续债的偿付通常排在更后的位置，具有更强的次级属性；在资本认定方面，资本补充债能够补充附属一级资本，提升综合偿付能力充足率，而永续债则能够补充核心二级资本，提升核心偿付能力充足率。

图表 11：保险公司资本补充债及永续债对比

对比	保险资本补充债	保险永续债
发行期限	五年以上（含五年）	没有固定期限
发行主体要求	连续经营超过三年；上年末经审计和最近一季度财务报告中净资产不低于人民币 10 亿元；偿付能力充足率不低于 100%；最近三年没有重大违法、违规行为；未限制保险集团发行	保险集团（控股）公司不得发行无固定期限资本债券
补充资本	附属资本，仅提升综合偿付能力充足率	核心二级资本，可提升核心偿付能力充足率
额度	保险公司发行的资本补充债及符合中国保监会要求的次级定期债务之和不得超过净资产的 100%	无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的 30%
是否可以赎回	发行人在确保资本补充债券赎回后偿付能力充足率不低于 100% 的情况下，可以对资本补充债券设定赎回权，赎回时间至少在资本补充债券发行满五年后	通常五年后可赎回，但需满足偿付能力条件
减记/转股条款	无	应当含有
利率跳升机制	通常含有利率跳升机制，一般为 100BP	无

资料来源：中华人民共和国司法部、中国政府网、中国人民银行条法司等、华源证券研究所

截至 2025/06/06，100 只境内存量保险公司债的内含特殊条款中，共有 100 只含有有条件赎回条款，78 只含有调整票面利率条款，22 只含有延期条款，21 只含有减记条款，21 只含有续期选择权，11 只含有超额增发权，2 只含有现金要约条款。对比三类次级债，证券公司次级债的期限要求较为宽松，根据《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（银发〔2022〕175 号）》，到期期限在 3、2、1 年以上的长期次级债，原则上可分别按 100%、70%、50% 的比例计入净资本；银行二级资本债的股性最强，不得含有利率跳升机制及其他赎回激励，且必须含有减记或转股条款；券商及保险公司资本补充债皆有计入资本的数额限制，而银行二级资本债无此要求；减记或转股方面，保险公司债无相关规定，有少数保险公司资本补充债包含减记条款，存在条款优势，利好投资者。

图表 12：截至 2025/06/06 存续保险次级债包含特殊条款情况（只）


资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所

注：2025 年数据为截至 2025/06/06

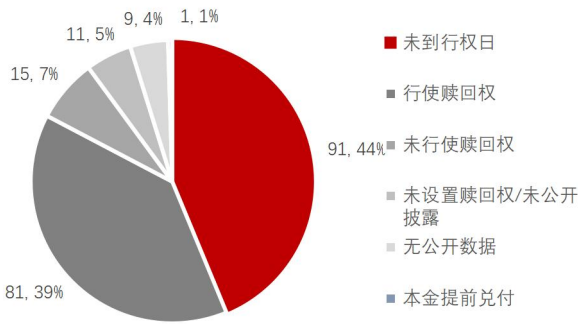
图表 13：券商次级债、银行二级资本债及保险公司资本补充债对比

债券种类	券商次级债	银行二级资本债	保险公司资本补充债
------	-------	---------	-----------

定义	证券公司向股东或机构投资者定向借入的次级债务,以及向机构投资者发行的有价证券	商业银行发行的可用于补充二级资本的债券	保险公司为弥补资本不足,经批准募集、期限在5年以上(含5年)的保险公司债务
发行目的	通常用于补充附属资本	通常用于补充二级资本	通常用于补充附属资本
期限	通常在1年以上(不含1年)	通常不低于5年	通常不低于5年
减记/转股	无相关规定,但目前无包含减记和转股条款的券商次级债	必须含有减记或转股的条款	无相关规定,有少数保险公司资本补充债包含减记条款
利率跳升	一般在300bp左右	不得含有利率跳升机制及其他赎回激励	一般在100bp左右
本息支付	偿还到期次级债务本息需保证风险控制指标符合规定,偿还到期次级债务不受此约束	分红或派息必须来自于可分配项目,且分红或派息不得与发行银行自身的评级挂钩,也不得随着评级变化而调增	可以设定本息递延条款
赎回	提前偿还或兑付次级债需保证风险控制指标及净资产符合一定要求,或将次级债权转为股权	自发行之日起,至少5年方可由发行银行赎回,赎回需保证资本水平明显高于监管资本要求,或使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的工具	发行人在确保资本补充债券赎回后偿付能力充足率不低于100%的情况下,可以对资本补充债券设定赎回权,赎回时间至少在资本补充债券发行满5年后
计入资本限制	1、到期期限在3、2、1年以上的,原则上分别按100%、70%、50%的比例计入净资本 2、长期次级债计入净资本的数额不得超过净资本(不含长期次级债累计计入净资本的数额)的50%。	有确定到期日的,距到期日前最后5年,可计入二级资本的金额,按100%、80%、60%、40%、20%的比例逐年减计。	1、没有赎回条款的剩余期限在2年及以上、有赎回条款的剩余期限在4年及以上时,可全额计入实际资本(后面每年递减);2、资本补充债券及次级定期债务之和不得超过净资产的100%。
持有限制	1、证券公司向其他证券公司筹措次级债的,作为债权人的证券公司在计算自身净资本时应将借出或融出资金全额扣除;2、证券公司不得向其实际控制的子公司借入或发行次级债	1、商业银行之间通过协议相互持有的各级资本工具,或(原)银保监会认定为虚增资本的各级资本投资,应从相应监管资本中对应扣除;2、商业银行直接或间接持有本银行发行的二级资本债,应从相应的监管资本中对应扣除;3、发行银行及受其控制或有重要影响的关联方不得购买该工具,且发行银行不得直接或间接为购买该工具提供融资	1、保险公司持有其他保险公司的资本补充债券和次级定期债务的余额不得超过本公司净资产的20%;2、保险公司与其子公司之间、子公司之间不得相互认购资本补充债券
担保	未作限制,实际发行中可采用担保方式发行,但主要采用无担保的方式发行	不得由发行银行或其关联机构提供抵押或担保	未作限制,实际发行中可采用担保方式,但主要采用无担保的方式发行

资料来源:中华人民共和国司法部、中国政府网、中国人民银行条法司等、华源证券研究所

保险次级债存在不赎回的风险。含有赎回条款的保险次级债可以选择是否在第五个计息年度提前赎回,如果未行使赎回权,可能意味着发行人存在融资困境,资质较差。2005-2025/06/08已发行的共计208只保险次级债中,已经行使赎回权的有81只,未在第五个计息年度提前赎回的债券有26只,占比13%;其中未行使赎回权的有15只,未设置赎回权/未公开披露的有11只;分发行人企业性质来看,涉及公众企业8家,民营企业7家,中外合资企业7家,中央国有企业4家;分保险公司类型来看,涉及寿险公司21家,财险公司5家;未行使赎回权的次级债所属债项评级较为分散,但AA-级及无公开评级(早期私募发行次级定期债,未公开披露评级数据)占比最高。与大多不含有赎回条款的存量券商次级债(非永续)相比,保险次级债存在不赎回的风险。

图表 14：2005-2025/06/08 新发债券偿还类型（只）


资料来源：WIND、华源证券研究所

图表 15：不同偿还类型新发债券所属债项评级（只）

	无公开评级	A+	AA	AA-	AA+	AAA	AAA+	总计
未到期行权日			6	5	18	62		91
行使赎回权	18		9	5	28	20	1	81
未行使赎回权	4	2	1	5	1	2		15
未设置赎回权/未公开披露	9		1		1			11
无公开数据	8				1			9
本金提前兑付				1				1
总计	39	2	17	16	49	84	1	208

 资料来源：WIND、华源证券研究所
 注：数据区间为 2005-2025/06/08

保险资本补充债不赎回情况发生的原因主要集中在偿付能力承压或经营亏损方面。1) 资本补偿债原定赎回期处在监管机构的接管期内,则无法按期赎回债券,如“15 天安人寿”;2) 偿付能力承压或经营不佳,若选择赎回则偿付能力充足率不满足监管要求,百年人寿和珠江人寿均出现过类似情况;总体来看,历史上发生不赎回的主体大多为中小企业,头部保险公司暂未出现资本补充债不赎回情况。

图表 16：未行使/设置赎回权及未公开披露特殊条款保险次级债一览

债券简称	发行起始日	到期日	偿还类型	剩余期限	发行规模(亿)	债券评级	票面利率(%)	特殊条款	债券类型	保险公司类型	发行人企业性质
19珠江人寿03	2019-09	2029-09	未行使赎回权	4.2932	5	AA-	6.25	赎回,调整票面利率	资本补充债	寿险公司	民企
19珠江人寿02	2019-06	2029-06	未行使赎回权	4.0384	8.5	AA-	6.25	赎回,调整票面利率	资本补充债	寿险公司	民企
19百年人寿	2019-03	2029-03	未行使赎回权	3.7945	20	A+	6.25	赎回,调整票面利率	资本补充债	寿险公司	公众企业
19珠江人寿01	2019-03	2029-03	未行使赎回权	3.7945	18	AA-	6.25	调整票面利率,赎回	资本补充债	寿险公司	民企
18幸福人寿	2018-11	2028-11	未行使赎回权	3.4630	30	AA+	5.2	赎回,调整票面利率	资本补充债	寿险公司	央企
16长安保险	2016-11	2026-12	未行使赎回权	1.4740	5	A+	6.5	赎回,调整票面利率	资本补充债	财险公司	民企
15天安人寿	2015-12	2025-12	未行使赎回权	0.5507	20	AA-	6.25	赎回,调整票面利率	资本补充债	寿险公司	公众企业
15幸福人寿	2015-12	2025-12	未行使赎回权	0.5507	30	AAA	4	调整票面利率,赎回	资本补充债	寿险公司	央企
15天安财险	2015-09	2025-09	未行使赎回权	0.3041	53	AA	5.97	赎回,调整票面利率	资本补充债	财险公司	中外合资
15天安次级债	2015-01	2025-01	未行使赎回权	-	7.5	AA-	6.7	赎回,调整票面利率	次级定期债	寿险公司	公众企业
14天安次	2014-12	2024-12	未设置赎回权/未公开披露	-	13	AA	6.7		次级定期债	财险公司	中外合资
14中邮次级	2014-03	2024-03	未设置赎回权/未公开披露	-	15				次级定期债	寿险公司	央企
13人寿保险债	2013-12	2023-12	未行使赎回权	-	60	AAA		赎回	次级定期债	寿险公司	央企
12太平人寿债	2012-08	2022-08	未行使赎回权	-	75		4.58	调整票面利率,赎回	次级定期债	寿险公司	公众企业
11民安次级债	2011-12	2016-12	未设置赎回权/未公开披露	-	2.5		7.8		次级定期债	财险公司	民营企业
11太平人寿债	2011-12	2021-12	未行使赎回权	-	80		5.5	调整票面利率,赎回	次级定期债	寿险公司	公众企业
11信泰次级债	2011-09	2021-09	未行使赎回权	-	2			赎回	次级定期债	寿险公司	民企
11生命人寿02	2011-09	2021-09	未设置赎回权/未公开披露	-	7				次级定期债	寿险公司	公众企业
11生命人寿01	2011-09	2021-09	未设置赎回权/未公开披露	-	6				次级定期债	寿险公司	公众企业
11阳光人寿债	2011-06	2021-06	未设置赎回权/未公开披露	-	20	AA+	5.9	调整票面利率,回售	次级定期债	寿险公司	公众企业
11华夏次级债	2011-06	2021-06	未行使赎回权	-	3		6.5	赎回,调整票面利率	次级定期债	寿险公司	民企
08合众04	2008-07	2018-07	未设置赎回权/未公开披露	-	1		6.74		次级定期债	寿险公司	中外合资
08合众03	2008-07	2018-07	未设置赎回权/未公开披露	-	1.5		6.74		次级定期债	寿险公司	中外合资
08合众02	2008-06	2018-06	未设置赎回权/未公开披露	-	2.5		6.79		次级定期债	寿险公司	中外合资
08合众01	2008-04	2018-04	未设置赎回权/未公开披露	-	6		6.82		次级定期债	寿险公司	中外合资
05天安次	2005-03	2015-05	未设置赎回权/未公开披露	-	4.3		6		次级定期债	财险公司	中外合资

资料来源：WIND、华源证券研究所

注：1) 数据区间为 2005-2025/06/08；2) 根据 WIND 指标定义，公众企业为无实控人或企业在指定的媒体平台未公开实控人信息且没有其他依据为上述各类企业时，企业所有制属性归类为公众企业 3) 剩余期限以年为单位

2. 保险公司次级债活跃程度

截至 2025 年 6 月 6 日，56 家保险机构共计存续次级债 100 只，存续资本补充债规模 3780.4 亿元，存续永续债规模 1173.7 亿元。期限方面，资本补充债剩余期限（此处及后文所涉及剩余期限均按照到期主动赎回来进行计算）比较分散，主要分布于 1Y 以内及 4-5Y；

永续债剩余期限仅分布于 3-4Y 及 4-5Y。截至 2025/06/06，各类保险机构均有存续资本补充债，仅有寿险公司、健康险公司及养老保险公司拥有存续永续债。

图表 17：截至 2025/06/06 各类型保险机构次级债分剩余期限存续规模（亿元）

资本补充债						
	1Y及以内	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	合计
寿险公司	846	475.4	200	372	552	2445.4
财险公司	241	121	160	40	310	872
再保险公司	80	40	53	50	0	223
保险集团（控股）公司	0	0	120	0	0	120
健康险公司	0	60	0	0	0	60
养老保险公司	40	0	0	20	0	60
合计	1207	696.4	533	482	862	3780.4
永续债						
	1Y及以内	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	合计
寿险公司	0	0	0	332.7	796	1128.7
健康险公司	0	0	0	25	0	25
养老保险公司	0	0	0	0	20	20
合计	0	0	0	357.7	816	1173.7

资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所

近 6 个月（2024/12/06–2025/06/06，下同），共有 89 只保险次级债存在二级交易记录。各类型保险机构次级债二级成交笔数排序为寿险公司>财险公司>再保险公司>养老保险公司>保险集团（控股）公司>健康险公司，分别为 1500 笔、309 笔、79 笔、44 笔、30 笔及 25 笔。成交金额排序为寿险公司>财险公司>保险集团（股份）公司>再保险公司>养老保险公司>健康险公司，金额分别为 2431.80 亿元、374.99 亿元、73.03 亿元、64.68 亿元、63.00 亿元及 26.29 亿元。成交金额来看，近 6 个月，前五名资本补充债发行主体为中国人寿、新华人寿、中华联合财险、中国人民财险及中国平安人寿；前五名永续债发行主体为中国平安人寿、泰康人寿、太平人寿、工银安盛及阳光人寿。换手率来看，近 6 个月，前五名资本补充债发行主体为北部湾财险、东方嘉富、中国人寿保险股份有限公司、中华联合财险及中国人寿财险；前五名永续债发行主体为中邮人寿保险股份有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司、泰康养老保险、招商信诺及工银安盛。

图表 18：近 6 个月保险公司次级债二级成交数据（单个发行人明细）

保险机构类型	发行人	资本补充债			永续债			合计成交笔数	合计成交金额(亿元)
		成交笔数	成交金额(亿元)	平均换手率(%)	成交笔数	成交金额(亿元)	平均换手率(%)		
寿险公司	平安寿险	56	78.06	-	143	602.02	222.42	199	680.08
	中国人寿	90	494.62	140.98	0	0.00	-	90	494.62
	新华保险	148	179.11	52.23	0	0.00	-	148	179.11
	泰康人寿	0	0.00	-	139	161.82	86.76	139	161.82
	阳光人寿	95	63.68	51.18	21	71.08	142.47	116	134.76
	工银安盛人寿	31	25.69	49.80	27	105.66	150.57	58	131.35
	太平人寿	4	1.54	4.40	74	127.67	61.35	78	129.21
	中邮保险	92	77.52	30.57	18	23.16	257.56	110	100.67
	建信人寿	84	69.91	56.78	21	14.98	72.50	105	84.89
	太保寿险	0	0.00	-	84	63.02	31.65	84	63.02
	交银康联人寿	28	14.33	29.40	12	22.96	85.19	40	37.30
	中英人寿	5	10.60	39.60	29	18.47	66.60	34	29.08
	东方嘉富人寿	29	26.67	190.71	0	0.00	-	29	26.67
	农银人寿	31	19.36	32.83	17	5.84	28.00	48	25.21
	人保寿险	17	21.16	16.98	0	0.00	-	17	21.16
	光大永明人寿	14	7.13	0.00	14	10.67	81.10	28	17.80
	中信保诚人寿	23	17.13	41.65	0	0.00	-	23	17.13
	财信人寿	20	16.48	77.67	0	0.00	-	20	16.48
	招商信诺	0	0.00	-	10	16.39	164.00	10	16.39
	中银三星人寿	13	16.32	59.54	0	0.00	-	13	16.32
	利安人寿	28	12.02	31.21	0	0.00	-	28	12.02
	招商仁和人寿	20	9.88	23.60	0	0.00	-	20	9.88
	英大人寿	25	9.69	33.00	0	0.00	-	25	9.69
	幸福人寿	16	8.10	26.67	0	0.00	-	16	8.10
	中华人寿	7	2.58	41.67	0	0.00	-	7	2.58
	华泰人寿保险	5	1.78	22.50	0	0.00	-	5	1.78
	长城人寿	5	1.51	0.00	0	0.00	-	5	1.51
	国联人寿	3	1.46	14.00	0	0.00	-	3	1.46
	珠江人寿	1	1.24	7.33	0	0.00	-	1	1.24
	国华人寿	1	0.49	1.67	0	0.00	-	1	0.49
财险公司	中华财险	70	91.49	120.76	0	0.00	-	70	91.49
	中国财险	69	89.22	46.49	0	0.00	-	69	89.22
	平安产险	53	70.39	72.05	0	0.00	-	53	70.39
	中国人寿财险	27	50.07	110.00	0	0.00	-	27	50.07
	阳光财险	25	22.44	43.48	0	0.00	-	25	22.44
	北部湾保险	4	15.72	278.18	0	0.00	-	4	15.72
	紫金保险	22	14.21	55.56	0	0.00	-	22	14.21
	太保产险	19	12.88	12.97	0	0.00	-	19	12.88
	太平财险	11	4.55	14.97	0	0.00	-	11	4.55
英大财险	5	2.79	18.00	0	0.00	-	5	2.79	
国任保险	4	1.23	4.00	0	0.00	-	4	1.23	
保险集团(控股)公司	中国人保集团	30	73.03	58.67	0	0.00	-	30	73.03
再保险公司	中再产险	39	32.63	59.85	0	0.00	-	39	32.63
	中再寿险	23	23.89	46.20	0	0.00	-	23	23.89
	人保再保险	13	6.90	33.80	0	0.00	-	13	6.90
	太平再保险(中	4	1.25	9.23	0	0.00	-	4	1.25
养老保险公司	泰康养老	20	20.37	52.92	24	42.63	214.10	44	63.00
健康险公司	人保健康	12	19.10	61.67	13	7.19	27.60	25	26.29
总计		1341	1740.23		646	1293.56		1987	3033.80

资料来源：WIND、华源证券研究所

注：近 6 个月指 2024/12/06-2025/06/06

换手率方面，近 6 个月，保险公司永续债平均换手率高于资本补充债，各类型机构永续债换手率差异较大。各类型保险机构资本补充债平均换手率排序为财险公司>健康险公司>保险集团(控股)公司>养老保险公司>寿险公司>再保险公司，分别为 70.59%、61.67%、58.67%、52.92%、39.85%及 37.27%；永续债平均换手率排序为养老保险公司>寿险公司>健康险公司，分别为 214.10%、111.55%及 27.60%。

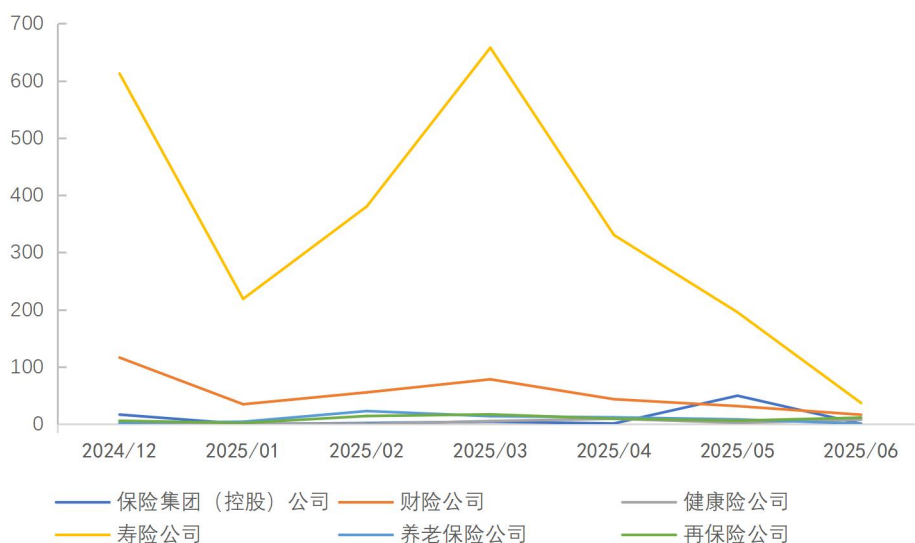
图表 19：近 6 个月各类型保险机构次级债换手率、成交笔数及成交额

保险机构类型	资本补充债 平均换手率(%)	永续债 平均换手率(%)	合计成交笔数	合计成交金额 (亿元)
财险公司	70.59	-	309	374.99
健康险公司	61.67	27.60	25	26.29
保险集团（控股）公司	58.67	-	30	73.03
养老保险公司	52.92	214.10	44	63.00
寿险公司	39.85	111.55	1500	2431.80
再保险公司	37.27	-	79	64.68
总计			1987	3033.80
平均值	53.49	117.75		

资料来源：WIND、华源证券研究所

注：近 6 个月指 2024/12/06-2025/06/06 期间

除保险集团（股份）公司次级债成交规模近期呈现上涨趋势外，其余各类型保险机构次级债成交规模均呈下降趋势。近 6 个月，寿险公司次级债二级成交金额规模波动较大，平均成交金额规模约为 347 亿元；其余类型保险公司次级债成交金额均较少，基本位于 100 亿元以内。2024/12/06-2025/06/06，保险机构次级债二级成交金额从 755.16 亿元降至 292.20 亿元。

图表 20：近 6 个月各类型保险机构次级债二级成交规模（亿元）


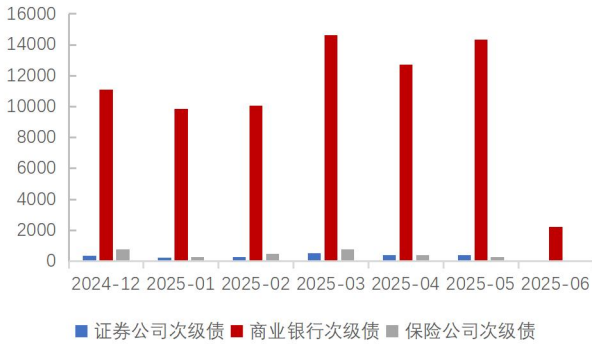
资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所

注：近 6 个月指 2024/12/06-2025/06/06

成交活跃度介于银行、券商次级债之间。保险公司次级债二级成交额较小，但换手率相对较高。2024/12/06-2025/06/06，保险公司次级债成交额为 3033.80 亿元，远低于银行二永债的 74916.2 亿元，但高于券商次级债的 2201.18 亿元；从换手率来看，保险公司次级债在 2024/12/06-2025/06/06 期间的换手率为 61.24%，低于商业银行次级债的 78.54%，远高于券商次级债的 36.52%。

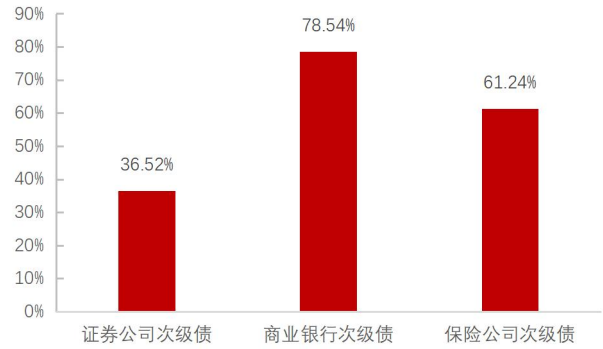
与银行二永债相比，保险公司次级债的流动性相对偏弱，或有以下两方面原因：1）当前存量债规模偏少，参与机构数量较少，成交量及成交金额偏低；2）保险次级债当前质押认可度较低，交易价值相对较低。

图表 21：2024-2025 年 6 月三类次级债二级成交规模 (亿元)



资料来源：WIND、华源证券研究所
注：数据区间为 2024/12/06-2025/06/06

图表 22：近 6 个月三类次级债换手率



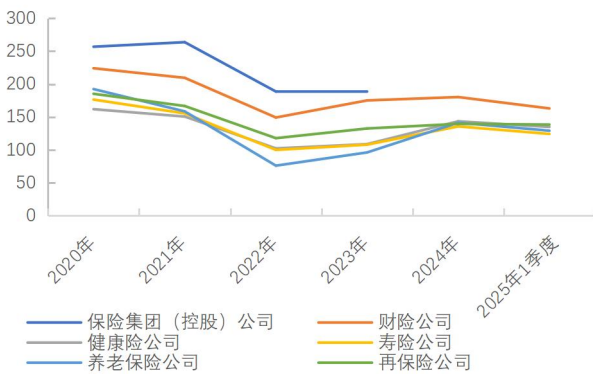
资料来源：WIND、同花顺 ifind、华源证券研究所
注：数据区间为 2024/12/06-2025/06/06

3. 保险公司次级债的供需情况

3.1. 供给端：偿付能力充足率有所下降，债券发行量有望提升

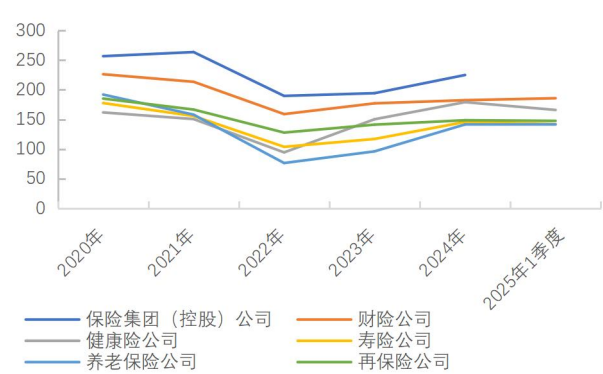
从保险公司偿付能力充足率来看，近年来保险公司的综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率呈现下降趋势。自 2020 年末至 2025 年 1 季度末，保险公司综合偿付能力充足率由 184.75% 降至 131.42%，核心偿付能力充足率由 186.37% 降至 149.72%。在“偿二代”对偿付能力的监管要求下，保险公司仍有资本补充压力，债券发行仍存放量潜力。随着供给端的扩容，未来或有流动性改善的可能。

图表 23：不同类型保险机构综合偿付能力充足率变化趋势 (%)



资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所
注：截至 20250606 仅有一家保险集团（控股）公司有存续保险次级债，其 24 年末及 25Q1 综合偿付能力充足率数据缺失

图表 24：不同类型保险机构核心偿付能力充足率变化趋势 (%)



资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所
注：截至 20250606 仅有一家保险集团（控股）公司有存续保险次级债，其 24 年末及 25Q1 核心偿付能力充足率数据缺失

3.2. 需求端：多为保险机构互持，资管产品（公募基金、券商资管、银行理财）持仓较少

保险机构互持为主，资管产品（公募基金、券商资管及银行理财）持仓较少。保险次级债多为保险机构间互相持有，资管产品（公募基金、券商资管及银行理财）持仓规模在保险次级债总市值规模中（截至 25Q1 为 8908.25 亿元）占比较小，仅为 2.34%。根据 25Q1 各

公募基金公告前五大债券持仓、券商资管公告前五大债券持仓及银行理财公告前十大持仓，此三类产品共计持有保险次级债市值规模 208.16 亿元，其中公募基金产品持有 119.34 亿元，券商资管产品持有 18.35 亿元，银行理财产品持有 70.47 亿元。

公募基金持有较多隐含 AA+/AA 级、央企发行的资本补充债。截至 25Q1，共有 41 家公募基金公司，104 只公募基金产品公告持有保险次级债，合计市值规模 119.34 亿元，持仓市值前五名机构为兴证全球、招商基金、富国基金、博时基金及广发基金。其中，持有资本补充债市值 77.20 亿元，占比 64.69%；持有永续债 42.14 亿元，占比 35.31%。**从发行主体隐含评级来看**，截至 25Q1，持有 AA+级次级债的产品数量最多，为 54 只；持仓总市值从高到低为 AA+>AA>AA-→A+，分别为 70.78 亿元、30.27 亿元、18.24 亿元及 0.05 亿元。**从发行主体公司类别来看**，截至 25Q1，持有寿险公司次级债的产品数量最多，为 85 只；持仓总市值从高到低为寿险公司、财险公司、再保险公司及健康险公司，分别为 102.96 亿元、10.25 亿元、4.57 亿元及 1.57 亿元。**从发行主体公司性质来看**，截至 25Q1，持有央企次级债的产品数量最多，为 54 只；持仓总市值从高到低为央企、公众企业、民营企业、中外合资企业及地方国有企业，分别为 75.18 亿元、34.33 亿元、5.88 亿元、2.41 亿元及 1.53 亿元。

公募基金增持了 AA+/AA 级、央企发行次级债。季度持仓变动方面，从次级债种类来看，截至 25Q1，相较于 2024 年末，资本补充债持仓增加了 2877 万张，永续债增加了 259 万张；按评级来看，共计减持 AA-产品 10 万张，对 AA+级及 AA 级产品进行了增持，分别为 2579 万张及 567 万张；从发行人公司类别来看，共计增持寿险公司次级债 2917 万张，财险公司 89 万张，再保险公司 70 万张及健康险公司 60 万张；从发行人公司性质来看，共计增持央企次级债 2288 万张，公众企业 771 万张，中外合资企业 60 万张，地方国有企业 10 万张及民营企业 7 万张。

图表 25：公募基金产品持仓保险次级债情况一览（25Q1 公告前五大持仓）

序号	证券名称	债券种类	隐含评级	发行人公司类别	发行人企业性质	剩余期限	估价收益率 (中债), %	持有基金数	持仓总市值 (亿元)
1	24中国人寿资本补充债01BC	资本补充债	AA+	寿险公司	央企	4.2986+5	2.04	11	34.30
2	24平安人寿永续债01	永续债	AA+	寿险公司	公众企业	4.4932+5+N	2.25	8	10.66
3	23太保寿险永续债01	永续债	AA-	寿险公司	公众企业	3.4904+5+N	2.05	3	7.81
4	20中邮人寿02	资本补充债	AA	寿险公司	央企	0.5562+5	1.81	4	7.61
5	21建信人寿01	资本补充债	AA	寿险公司	央企	0.6493+5	1.81	6	5.95
6	24泰康人寿永续债01	永续债	AA	寿险公司	民企	4.1014+5+N	2.22	4	4.99
7	25平安人寿永续债01	永续债	AA+	寿险公司	公众企业	4.7315+5+N	2.27	11	4.98
8	24平安产险资本补充债01	资本补充债	AA+	财险公司	公众企业	4.0904+5	2.08	2	3.15
9	23中财再保险资本补充债01	资本补充债	AA	再保险公司	央企	2.9041+5	1.98	3	3.10
10	23农银人寿资本补充债01	资本补充债	AA+	寿险公司	央企	2.8082+5	1.97	3	2.92
11	24太保寿险永续债01	永续债	AA-	寿险公司	公众企业	4.0247+5+N	2.10	3	2.76
12	23太平人寿永续债01	永续债	AA+	寿险公司	央企	3.5342+5+N	2.02	2	2.62
13	24人民财险资本补充债01	资本补充债	AA+	财险公司	央企	4.4712+5	2.05	2	2.42
14	25太平人寿永续债01	永续债	AA+	寿险公司	央企	4.7808+5+N	2.12	1	2.31
15	20英大泰和人寿	资本补充债	AA-	寿险公司	央企	0.2877+4.9973	1.86	3	2.11
16	21交银康联人寿01	资本补充债	AA-	寿险公司	央企	0.8027+5	1.82	2	2.04
17	21中邮人寿01	资本补充债	AA	寿险公司	央企	0.789+5	1.82	1	1.84
18	22工银安盛人寿	资本补充债	AA+	寿险公司	央企	1.7699+5	1.90	2	1.65
19	23太平洋财险01	资本补充债	AA+	财险公司	公众企业	2.7589+5	1.92	1	1.57
20	23农银人寿永续债	永续债	AA+	寿险公司	央企	3.5151+5+N	2.07	5	1.49
21	21阳光人寿	资本补充债	AA	寿险公司	公众企业	0.8055+5	2.11	3	1.43
22	23人寿再保险资本补充债01	资本补充债	AA	再保险公司	央企	3.2411+5	2.00	2	0.95
23	23紫金财险资本补充债01	资本补充债	AA-	财险公司	地方国企	3.5096+5	2.52	2	0.92
24	25泰康人寿永续债01	永续债	AA	寿险公司	民企	4.7205+5+N	2.27	1	0.90
25	21阳光财险	资本补充债	AA+	财险公司	公众企业	1.4959+5	2.41	4	0.88
26	25招商信诺永续债01	永续债	AA	寿险公司	中外合资	4.7918+5+N	2.35	8	0.85
27	23人保健康永续债	永续债	AA-	健康险公司	中外合资	3.5068+5+N	2.07	3	0.84
28	23建信人寿永续债01	永续债	AA	寿险公司	央企	3.5534+5+N	2.14	2	0.73
29	22人保健康	资本补充债	AA+	健康险公司	中外合资	1.8027+5	1.85	1	0.72
30	25阳光人寿永续债01	永续债	AA	寿险公司	公众企业	4.8+5+N	2.94	4	0.70
31	24中华财险资本补充债	资本补充债	AA+	财险公司	央企	4.5014+5	2.74	2	0.69
32	20中国人寿财险	资本补充债	AA	财险公司	央企	0.3836+4.9973	1.79	1	0.62
33	23光大永明永续债01	永续债	AA-	寿险公司	央企	3.5562+5+N	2.23	1	0.52
34	24利安人寿资本补充债03	资本补充债	AA-	寿险公司	地方国企	4.0137+5	2.41	1	0.51
35	21人保再保险	资本补充债	AA	再保险公司	央企	1.1699+5	1.84	1	0.42
36	23人民人寿资本补充债01	资本补充债	AA+	寿险公司	央企	2.9616+5	1.93	1	0.32
37	24华泰人寿资本补充债01	资本补充债	AA-	寿险公司	公众企业	4.463+5	3.04	1	0.30
38	23建信人寿资本补充债01	资本补充债	AA	寿险公司	央企	3.2685+5	2.01	1	0.21
39	22仁和人寿	资本补充债	AA-	寿险公司	央企	2.0301+5	2.17	1	0.11
40	21中信保诚人寿	资本补充债	AA-	寿险公司	公众企业	1.0027+5	1.84	1	0.11
41	23太平再保险资本补充债01	资本补充债	AA-	再保险公司	央企	2.7425+5	2.07	1	0.10
42	22太平人寿01	资本补充债	AA+	寿险公司	央企	1.611+5	1.83	1	0.10
43	25中韩人寿资本补充债01	资本补充债	AA-	寿险公司	地方国企	4.7699+5	2.89	2	0.10
44	23联合人寿资本补充债01	资本补充债	A+	寿险公司	央企	3.0548+5	3.38	1	0.05

资料来源：WIND、华源证券研究所

注：剩余期限及估值收益率数据为截至 20250606，剩余期限以年为单位

券商资管持有较多隐含 AA 级、公众企业发行的资本补充债。截至 25Q1，共有 3 家券商资管产品管理人（中信证券资管、第一创业及国证资管）的 30 只券商资管产品持有保险次级债，合计市值规模 18.35 亿元。其中，持有资本补充债市值 16.13 亿元，占比 87.92%；持有永续债 2.22 亿元，占比 12.08%。**从发行主体隐含评级来看**，截至 25Q1，持有隐含评级 AA 次级债的产品数量最多，为 18 只；持仓总市值从高到低为 AA>AA+>AA-，分别为 12.90 亿元、2.79 亿元及 2.66 亿元。**从发行主体公司类别来看**，截至 25Q1，持有寿险公司次级债的产品数量最多，为 30 只；持仓总市值从高到低的发行主体为寿险公司及财险公司，分别为 17.32 亿元及 1.02 亿元。**从发行主体公司性质来看**，截至 25Q1，持有公众企业次级债的产品数量最多，为 22 只；持仓总市值从高到低的发行主体为公众企业、央企及地方国有企业，分别为 9.85 亿元、5.80 亿元及 2.69 亿元。

券商资管增持了 AA/AA+级、公众企业发行次级债。季度持仓变动方面，从次级债种类来看，截至 25Q1，相较于 2024 年末，资本补充债持仓增加了 110 万股，永续债增加了 108 万股；按评级来看，共计减持 AA-产品 30 万股，对 AA 级及 AA+级产品进行了增持，分别

为 185 万股及 63 万股；从发行人公司类别来看，共计增持寿险公司次级债 218 万股，财险公司无变动；从发行人公司性质来看，共计增持公众企业次级债 333 万股，分别减持了央企及地方国企 65 万股及 50 万股。

图表 26：券商资管产品持仓保险次级债情况一览（25Q1 公告前五大持仓）

序号	证券名称	债券种类	隐含评级	发行人公司类别	发行人企业性质	剩余期限	估值收益率（中债），%	持有产品数	持仓总市值（亿元）
1	21阳光人寿	资本补充债	AA	寿险公司	公众企业	0.8055+5	2.11	10	6.42
2	15幸福人寿	资本补充债	AA	寿险公司	央企	0.5562	3.41	6	4.12
3	24平安人寿永续债01	永续债	AA+	寿险公司	公众企业	4.4932+5+N	2.25	8	1.76
4	23阳光人寿资本补充债01	资本补充债	AA	寿险公司	公众企业	3.5151+5	2.57	3	1.37
5	21联合财险	资本补充债	AA+	财险公司	央企	0.7918+5	2.15	2	1.02
6	24利安人寿资本补充债03	资本补充债	AA-	寿险公司	地方国企	4.0137+5	2.41	1	1.02
7	24利安人寿资本补充债02	资本补充债	AA-	寿险公司	地方国企	3.9726+5	2.40	2	0.82
8	22利安人寿资本补充债01	资本补充债	AA	寿险公司	地方国企	2.126+5	2.71	1	0.64
9	20英大泰和人寿	资本补充债	AA-	寿险公司	央企	0.2877+4.9973	1.86	1	0.50
10	25阳光人寿永续债01	永续债	AA	寿险公司	公众企业	4.8+5+N	2.94	1	0.30
11	24利安人寿资本补充债01	资本补充债	AA-	寿险公司	地方国企	3.8795+5	2.41	1	0.21
12	23光大永明永续债01	永续债	AA-	寿险公司	央企	3.5562+5+N	2.23	1	0.10
13	25工银安盛永续债01	永续债	AA	寿险公司	央企	4.7973+5+N	2.25	1	0.05

资料来源：WIND、华源证券研究所

注：剩余期限及估值收益率数据为截至 20250606，剩余期限以年为单位

银行理财持有较多隐含 AA 级、公众企业发行的资本补充债类产品。截至 25Q1，银行理财产品公告持有保险次级债市值规模合计 70.47 亿元。其中，持有资本补充债市值 46.94 亿元，占比 66.61%；持有永续债 23.53 亿元，占比 33.39%。**从发行主体隐含评级来看**，截至 25Q1，持仓总市值从高到低为 AA>AA+>AA-，分别为 36.67 亿元、22.25 亿元及 11.56 亿元。**从发行主体公司类别来看**，截至 25Q1，持仓总市值从高到低为寿险公司、健康险公司及财险公司，分别为 61.55 亿元、5.31 亿元及 3.62 亿元。**从发行主体公司性质来看**，截至 25Q1，持仓总市值从高到低为公众企业、央企、中外合资企业及民营企业，分别为 39.07 亿元、21.58 亿元、5.31 亿元及 4.52 亿元。

银行理财增持了 AA-级、央企发行次级债。季度持仓变动方面，从次级债种类来看，截至 25Q1，相较于 2024 年末，资本补充债持仓减少了 19.87 亿元，永续债增加了 0.95 亿元；按评级来看，共计减持 AA、AA+级产品 20.86 亿元及 0.97 亿元，增持了 AA-级产品 2.91 亿元；从发行人公司类别来看，分别减持寿险公司、财险公司及健康险公司 16.33 亿元、2.43 亿元及 0.15 亿元；从发行人公司性质来看，减持了公众企业、民营企业及中外合资企业，金额分别为 22.20 亿元、2.54 亿元及 0.15 亿元，增持了央企次级债 5.97 亿元。

图表 27：银行理财产品持仓保险次级债情况一览（25Q1 公告前十大持仓）

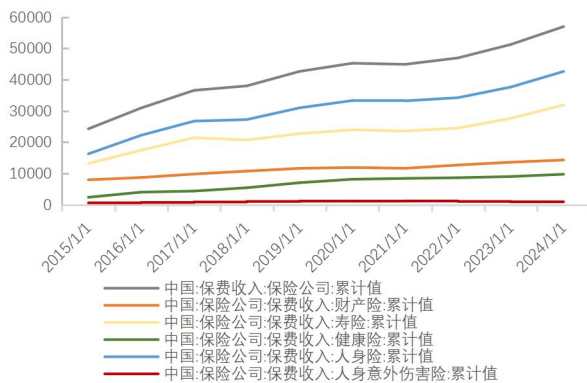
序号	证券简称	债券种类	隐含评级	发行人公司类别	发行人企业性质	剩余期限	估价收益率（中债），%	2025一季度		
								持有产品数	持有机构数	持有债券市值（亿元）
1	24平安人寿永续债01	永续债	AA+	寿险公司	公众企业	4.4932+5+N	2.25	29	5	11.11
2	24新华人寿资本补充债01	资本补充债	AA	寿险公司	央企	4.0301+5	2.02	14	3	9.29
3	23阳光人寿资本补充债01	资本补充债	AA	寿险公司	公众企业	3.5151+5	2.57	18	4	8.79
4	22人保健康	资本补充债	AA+	健康险公司	中外合资企业	1.8027+5	1.85	3	2	5.31
5	21阳光人寿	资本补充债	AA	寿险公司	公众企业	0.8055+5	2.11	55	6	5.30
6	24泰康人寿永续债01	永续债	AA	寿险公司	民营企业	4.1014+5+N	2.22	41	5	4.52
7	20中邮人寿02	资本补充债	AA	寿险公司	央企	0.5562+5	1.81	12	3	4.14
8	21阳光财险	资本补充债	AA+	财险公司	公众企业	1.4959+5	2.41	19	3	3.62
9	24太保寿险永续债01	永续债	AA-	寿险公司	公众企业	4.0247+5+N	2.10	4	3	3.59
10	20英大泰和人寿	资本补充债	AA-	寿险公司	央企	0.2877+4.9973	1.86	22	2	2.87
11	21交银康联人寿01	资本补充债	AA-	寿险公司	央企	0.8027+5	1.82	5	2	2.76
12	21建信人寿01	资本补充债	AA	寿险公司	央企	0.6493+5	1.81	8	3	2.52
13	21中信保诚人寿	资本补充债	AA-	寿险公司	公众企业	1.0027+5	1.84	15	2	2.34
14	25平安人寿永续债01	永续债	AA+	寿险公司	公众企业	4.7315+5+N	2.27	15	6	2.21
15	25阳光人寿永续债01	永续债	AA	寿险公司	公众企业	4.8+5+N	2.94	2	2	2.11

资料来源：WIND、华源证券研究所

注：剩余期限及估值收益率数据为截至 20250606，剩余期限以年为单位

4. 行业头部效应凸显，发债企业资质差距较大

2024 年保险行业原保险保费收入 5.7 万亿元，同比增长 11.15%，其中人身险公司原保险保费收入 4.3 万亿元，同比增长 13.26%。具体来看，寿险公司原保险保费收入 3.19 万亿，同比增长 15.45%；健康险公司原保险保费收入 0.98 万亿，同比增长 8.18%；人身意外伤害险公司原保险保费收入 0.09 万亿，同比减少 1.74%。财产险公司原保险保费收入 1.4 万亿元，同比增长 5.32%。其中 2024 年前四大上市险资的保费收入接近全保险行业总额的 35%，由此可见保险行业的集中度较强，头部效应突出。截至 2024 年末，保费收入来看，中国人寿保险股份有限公司居前四大上市险资公司之首，为 6714.57 亿元；总投资收益率来看，中国太平洋保险（集团）股份有限公司居首位，为 6.0%。

图表 28：2015-2024 年末保险行业总保费收入（亿元）


资料来源：WIND、华源证券研究所

注：保费收入为原保险保费收入，所统计保险公司指在中国境内的、经过保险监督管理部门批准设立，并依法登记注册的各类商

图表 29：前四大上市保险公司业务经营数据

	保费收入（亿元）		增长率	总投资收益率		增长率
	2024年	2023年		2024	2023	
中国人寿保险股份有限公司	6,714.57	6,413.15	4.70%	5.50%	2.57%	2.93%
中国人民保险集团股份有限公司	5,377.09	5,039.00	6.71%	5.60%	3.30%	2.30%
中国太平洋保险（集团）股份有限公司	4,623.23	4,411.59	4.80%	6.00%	2.70%	3.30%
中国平安保险（集团）股份有限公司	3,218.21	3,021.60	6.51%	5.80%	4%	2.20%

资料来源：各公司公告、WIND、华源证券研究所

注：保费收入口径：人保集团为保险服务收入、中国人保为原保费收入、太保集团由太保寿险规模保费及太保产险原保险保费两

业保险公司

部分构成、中国平安保为原保险保费

截至 2025 年 6 月 12 日，根据 WIND 及官网公告数据，在当前持有存续保险次级债的 56 家机构中，我们整理了其中 49 家机构的经营数据。根据 2025 年 1 季度风险评级，共有 4 家寿险公司及 1 家财险公司获得了 AAA 评级，分别为中国人寿保险股份有限公司、工银安盛人寿保险有限公司、中英人寿保险有限公司、同方全球人寿保险有限公司及英大泰和财产保险股份有限公司；其中三家为中央国有企业，两家为中外合资企业。

当前在 56 家持有存续保险次级债的机构中，共有 7 家未披露 2025 年 1 季度报告，分别为百年人寿、国华人寿、合众人寿、天安财险、天安人寿、长安责任及珠江人寿。其中未披露原因主要分为两类：1) 超时未披露类（仅公告延迟披露，未说明具体原因）：百年人寿：根据最近一次可查数据（23Q1），风险综合评级类别为 C，综合偿付能力充足率为 102.59%，核心偿付能力充足率为 64.43%，已接近监管红线，故当前或因偿付能力问题延迟披露。合众人寿：根据最近一次可查数据（24Q2），风险综合评级类别为 C，综合偿付能力充足率为 177.03%，核心偿付能力充足率为 73.86%，已接近监管红线，故当前或因偿付能力问题延迟披露。长安责任保险：根据最近一次可查数据（23Q3），风险综合评级类别为 D，综合偿付能力充足率为-132.48%，核心偿付能力充足率为-132.48%，均不符合监管要求，故当前或因偿付能力问题延迟披露。珠江人寿：根据最近一次可查数据（21Q4），风险综合评级类别为 C，综合偿付能力充足率为 104.04%，核心偿付能力充足率为 52.02%，已贴近监管红线，故当前或因偿付能力问题延迟披露。2) 特殊原因类：国华人寿因其母公司天茂集团无法在 2025/04/29 披露 2024 年年度报告及 2025 年一季报，故为保持信息一致性，公告延迟披露。天安财险因受中国银行保险监督管理委员会接管，故在此期间豁免披露。天安人寿更名为中汇人寿，且中汇人寿因被接管情况（中央汇金持股 80%，保险保障基金持股 20%），暂时被监管豁免公布。

图表 30：拥有存续保险次级债公司经营数据、偿付能力数据及风险评级一览

保险机构	机构类型	2024年末保费收入(亿元)	2024年末实际资本(亿元)	2024年末核心资本(亿元)	2024年末附属资本(亿元)	综合偿付能力充足率 [报告期]2025 第一季度 [单位]%	核心偿付能力充足率 [报告期]2025 第一季度 [单位]%	最近一次风险综合评级类别 [报告期]2025 第一季度	企业性质
中国人保集团	保险集团(股份)公司	6930.15	5337.73	4275.64	-	281.00	225.00	-	央企
中国人寿	寿险公司	6714.57	10398.21	7674.46	2723.75	199.34	146.12	AAA	央企
中国财险	财险公司	5380.55	2655.60	2408.63	246.97	237.53	216.30	BBB	央企
泰康人寿	寿险公司	2283.24	3226.66	2230.57	996.08	321.42	220.49	AA	民企
新华保险	寿险公司	1705.00	2750.89	1568.83	1182.06	256.46	184.04	BB	央企
中国人寿财险公司	财险公司	1111.83	409.42	340.35	69.07	235.32	196.52	AA	央企
人保寿险	寿险公司	1060.04	1534.88	1032.91	501.97	261.76	171.45	A	央企
阳光人寿	寿险公司	804.54	986.30	654.83	331.48	207.46	144.77	A	公众企业
中华财险	财险公司	681.51	240.00	144.77	95.23	236.88	145.67	BB	央企
中再寿险	再保险公司	642.67	501.54	370.69	130.85	204.66	150.52	A	央企
人保健康	健康险公司	486.95	406.16	213.38	192.78	324.56	165.99	AA	中外合资
阳光财险	财险公司	478.21	195.47	137.92	57.55	239.89	169.65	AA	公众企业
中再产险	再保险公司	458.50	325.35	215.20	110.15	233.23	153.72	AA	央企
工银安盛人寿	寿险公司	458.08	572.14	421.53	150.61	248.00	184.00	AAA	央企
招商信诺	寿险公司	414.83	341.09	217.38	123.72	220.05	142.60	AA	中外合资
建信人寿	寿险公司	393.68	427.16	239.03	188.13	219.00	115.00	BB	央企
农银人寿	寿险公司	369.93	295.48	195.69	99.80	209.29	129.34	AA	央企
中信保诚人寿	寿险公司	299.66	468.73	274.66	194.07	229.00	134.00	BBB	公众企业
中银三星人寿	寿险公司	298.62	199.20	143.78	55.42	229.29	162.65	AA	央企
长城人寿	寿险公司	260.82	168.64	101.43	-	151.65	94.83	BBB	地方国企
利安人寿	寿险公司	244.57	245.31	151.55	93.76	238.57	146.44	BB	地方国企
泰康养老	养老保险公司	237.71	361.41	217.44	143.97	239.81	142.41	A	民营企业
幸福人寿	寿险公司	229.55	163.39	111.89	51.50	133.34	86.98	B	央企
中英人寿	寿险公司	210.31	283.11	205.18	77.93	294.15	199.29	AAA	中外合资
交银康联人寿	寿险公司	200.64	205.49	117.04	88.45	229.47	143.34	AA	央企
光大永明人寿	寿险公司	188.17	160.35	85.69	74.67	248.25	158.24	BB	央企
英大人寿	寿险公司	187.93	123.73	73.46	50.27	225.06	126.44	BB	央企
招商仁和人寿	寿险公司	153.01	148.01	94.69	53.32	190.46	116.89	BBB	央企
紫金保险	财险公司	128.31	123.51	96.91	26.60	328.50	258.70	AA	地方国企
英大财险	财险公司	127.34	124.02	104.38	19.64	337.00	286.32	AAA	央企
国任保险	财险公司	125.96	60.85	30.85	30.00	256.51	128.25	B	地方国企
财信人寿	寿险公司	105.36	72.98	48.43	24.55	205.75	113.53	BB	地方国企
人保再保险	再保险公司	99.34	86.62	59.03	27.59	216.04	146.79	AA	央企
华泰人寿保险	寿险公司	92.93	77.30	62.86	14.45	207.95	168.90	A	公众企业
同方全球人寿	寿险公司	87.37	124.53	96.93	27.59	205.00	156.00	AAA	中外合资
横琴人寿	寿险公司	82.29	67.24	55.89	11.36	188.61	156.25	B	民企
北京人寿	寿险公司	68.71	52.33	28.84	23.50	188.25	103.44	BB	公众企业
国联人寿	寿险公司	65.75	40.68	22.95	17.73	103.97	54.74	B	地方国企
中华人寿	寿险公司	52.51	34.38	18.99	15.39	131.40	70.60	B	央企
北部湾保险	财险公司	38.39	18.37	10.38	7.99	275.62	157.09	B	地方国企
东方嘉富人寿	寿险公司	32.07	20.32	18.89	1.43	334.00	117.00	BB	地方国企
太平财险	财险公司	0.00	123.00	88.71	34.29	251.96	181.04	A	央企
太平人寿	寿险公司	0.00	2945.91	1841.19	1104.72	282.20	169.65	AA	央企
太平再保险(中国)	再保险公司	0.00	41.82	22.49	19.33	256.71	132.87	A	央企
平安产险	财险公司	0.00	1386.49	1156.92	229.57	206.00	169.70	A	公众企业
平安寿险	寿险公司	0.00	7978.18	4909.84	3068.35	227.92	163.69	AA	公众企业
太保产险	财险公司	0.00	706.98	581.53	125.45	240.30	194.60	AA	公众企业
太保寿险	寿险公司	0.00	3455.10	2134.18	1320.91	221.00	140.00	AA	公众企业
中邮保险	寿险公司	0.00	841.81	529.45	312.36	158.92	93.94	BB	央企
50%分位值		200.64	245.31	151.55	88.45	229.47	150.52		

资料来源：WIND、华源证券研究所

注：当前共有 56 家保险机构拥有存续次级债，上表仅包含披露数据较齐全的 49 家，未包含保险机构有百年人寿、国华人寿、合众人寿、天安财险、天安人寿、长安责任及珠江人寿，其中中国人民保险集团股份有限公司综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率数据为截至 2024 年末；东方嘉富及长城人寿风险综合评级为 2024 年末数据

5. 保险公司次级债利差分析

评级 AA 级（债项评级，下同）10 年期保险公司次级债的信用利差（减国债，下同）处于历史分位（2022/07/01–2025/06/09，下同）的较高水平。当前（2025/06/09）保险公司次级债的中债信用利差和历史分位数来看，1 年期及以内各等级保险公司次级债的信用利差皆处于 2022 年 7 月 1 日以来的历史较低水平（历史分位数基本皆位于 5% 以下），而评级 AA 级 10 年期保险公司次级债的信用利差处于 2022 年 7 月 1 日以来历史分位数 58.1% 的较高水平。除此之外，当前各期限各评级保险次级债利差均高于银行二级资本债利差。

图表 31：各类次级债不同期限各评级信用利差情况及历史分位数

当前值 (BP)	6个月			1年期			3年期			5年期			10年期		
	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
券商次级债	29	32	-	31	36	-	48	56	-	53	67	-	73	90	-
券商永续次级债	32	-	-	38	-	-	62	-	-	59	-	-	86	-	-
保险资本补充债	33	38	51	35	40	53	49	54	80	54	74	104	69	89	119
银行二级资本债	30	33	46	32	35	51	41	49	78	43	68	102	50	75	109
银行永续债	32	37	60	34	39	63	45	57	89	50	73	124	57	80	132
历史分位数	6个月			1年期			3年期			5年期			10年期		
	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
券商次级债	8.40%	2.50%	-	3.10%	2.00%	-	19.70%	11.10%	-	15.80%	16.50%	-	35.60%	35.10%	-
券商永续次级债	1.60%	-	-	2.30%	-	-	20.00%	-	-	14.50%	-	-	36.50%	-	-
保险资本补充债	1.60%	2.00%	3.00%	1.30%	1.50%	1.50%	16.00%	15.90%	21.80%	16.70%	34.90%	39.10%	40.30%	58.10%	48.20%
银行二级资本债	3.40%	1.20%	1.30%	3.20%	1.20%	0.60%	15.80%	12.80%	13.50%	14.70%	23.60%	13.90%	37.60%	39.50%	34.50%
银行永续债	2.10%	2.10%	1.70%	2.30%	1.70%	1.20%	14.50%	12.90%	10.30%	15.60%	18.60%	14.30%	33.90%	32.40%	25.10%

资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所

注：当前值为 2025/06/09 信用利差，历史分位数计算时间区间为 2022/07/01–2025/06/09

分保险公司类型来看，将不同类型保险机构与同剩余期限国债收益率相比较，可以看出当前（截至 2025/06/09）利差水平较高的次级债发行公司类型为寿险公司、养老保险公司及财险公司。

图表 32：不同类型保险机构次级债分期限利差 (bp)

	3月-利差	6月-利差	1年-利差	3年-利差	5年-利差
保险集团（控股）公司	-	-	-	49	-
财险公司	-	-	-	81	-
健康险公司	-	-	-	-	-
寿险公司	43	144	233	121	89
养老保险公司	-	-	-	-	99
再保险公司	-	38	-	53	-

资料来源：WIND、华源证券研究所

注：为截至 2025/06/09 数据

AA–与 AA 间利差分化收缩，AA 与 AA+ 间利差分化走阔。从等级利差的表现来看，截至 2025/06/09 各期限 AA 减 AA+ 级保险公司资本补充债的等级利差绝对水平均小于 AA–减 AA 等级利差，但从历史分位数来看，除 3 年期外，其余各期限 AA 减 AA+ 历史分位数均高于 AA–减 AA。同时，截至 2025 年 6 月 9 日，评级 AA+、AA、AA–级的保险公司资本补充债利差分别为 69BP、89BP、119BP，AA–与 AA 及 AA 与 AA+ 之间的利差差距分别为 30BP 及 20BP，分别位于自 2022 年 7 月 1 日以来历史分位数的 39.6% 及 89.3%，表明当前 AA 与 AA+ 级保险资本补充债等级利差或仍有压缩空间。

图表 33：各类次级债不同期限等级利差情况及历史分位数

当前值 (BP)	6个月		1年期		3年期		5年期		10年期	
	AA减AA+	AA-减AA	AA减AA+	AA-减AA	AA减AA+	AA-减AA	AA减AA+	AA-减AA	AA减AA+	AA-减AA
券商次级债	3	0	5	0	8	0	14	0	17	0
券商永续次级债	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
保险资本补充债	5	13	5	13	5	26	20	30	20	30
银行二级资本债	3	13	3	16	8	29	25	34	25	34
银行永续债	5	23	5	24	12	32	23	51	23	52
历史分位数	6个月		1年期		3年期		5年期		10年期	
	AA减AA+	AA-减AA	AA减AA+	AA-减AA	AA减AA+	AA-减AA	AA减AA+	AA-减AA	AA减AA+	AA-减AA
券商次级债	18.80%		29.70%		16.30%		23.10%		30.90%	
券商永续次级债			-							
保险资本补充债	34.10%	33.80%	27.50%	26.30%	19.60%	47.60%	89.30%	44.00%	89.30%	39.60%
银行二级资本债	0.50%	10.20%	0.40%	8.50%	11.40%	30.00%	63.30%	21.60%	61.20%	19.00%
银行永续债	1.50%	10.60%	0.00%	10.70%	1.00%	10.30%	5.30%	14.50%	4.70%	15.20%

资料来源：同花顺 ifind、华源证券研究所

注：当前值指 2025/06/09 信用利差，历史分位数计算时间区间为 2022/07/01-2025/06/09

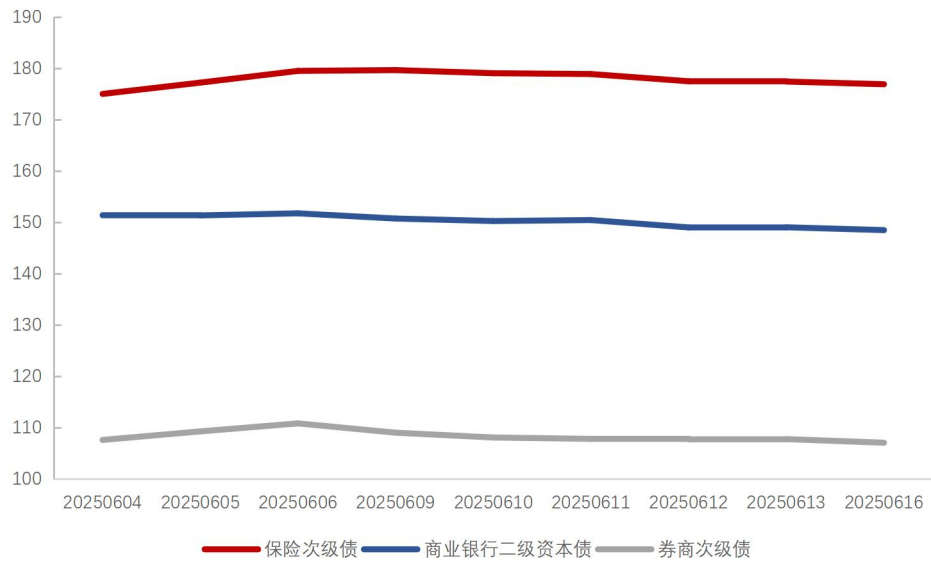
图表 34：AA-与 AA 间利差分化收缩，AA 与 AA+间利差分化走阔 (bp)


资料来源：WIND、华源证券研究所

注：图表所示债券期限为 10 年期，统计区间为 2022/07/01-2025/06/09

近两周（20250604-20250616）债项 AAA 保险次级债平均利差（减国债）高于商业银行二级资本债及券商次级债。2025/06/16，AAA 级保险次级债、商业银行二级资本债及券商次级债平均利差分别为 177bp、148bp 及 107bp，保险次级债利差挖掘空间较大。

图表 35：债项 AAA 级三类次级债利差（减国债，BP）



资料来源：WIND、华源证券研究所
注：数据区间为 20250604-20250616

6. 积极关注部分保险次级债机会

在境内“资产荒”的背景下，当前部分保险次级债具有相对票息优势。基于此，我们认为当前发行主体实质风险较低，利差挖掘空间较大的保险次级债较具投资价值。

从发行主体类型来看，寿险公司、养老保险公司及财险公司二级活跃程度较好。从评级来看，债项 AAA 保险次级债利差高于银行二级资本债及券商次级债，且风险可控，具有相对较高的投资价值。债项 AA+/AA 次级债利差虽相对 AAA 级利差较小，但当前（2025/06/09）各期限利差仍高于银行二级资本债水平。从发行主体资质来看，需审慎选择已出现不赎回情况或长时间未披露财务信息的发行主体。据此，我们筛选出，收益率>2.5%，发行主体无不赎回历史，近一期偿付能力充足率指标良好且风险综合评级 BB 级及以上的保险次级债，供各位投资者参考：

图表 36：关注部分保险次级债机会（截至 2025/06/06）

证券名称	剩余期限	估价收益率 (%)	债券余额 (亿元)	保险公司类型	债券评级
24 华泰人寿资本补充债 01	4.4575+5	3.0358	8	寿险公司	AAA
25 阳光人寿永续债 01	4.7945+N	2.9428	50	寿险公司	AAA
25 中韩人寿资本补充债 01	4.7644+5	2.8877	14	寿险公司	AAA
21 同方全球人寿 01	1.2027+5	2.775	5	寿险公司	AA
24 中华财险资本补充债	4.4959+5	2.7422	60	财险公司	AA+
22 利安人寿资本补充债 01	2.1205+5	2.7109	10	寿险公司	AA
25 财信人寿资本补充债 01	4.5918+5	2.7085	10	寿险公司	AAA
23 阳光人寿资本补充债 01	3.5096+5	2.5669	70	寿险公司	AAA
25 泰康养老永续债 01	4.7123+N	2.5389	20	养老保险公司	AAA
23 紫金财险资本补充债 01	3.5041+5	2.5159	25	财险公司	AA+

资料来源：WIND、华源证券研究所
注：剩余期限以年为单位

7. 风险提示

低利率环境对业务经营的影响：寿险公司长期依赖保费投资利差盈利，早年销售的高预定利率产品可能形成亏损隐患；同时债券等固收资产收益率持续走低，利差空间缩窄。

相关政策变动对业务经营的影响：保险行业作为高度监管的领域，其运营和发展深受国家法律法规及政策导向的影响。任何有关资本要求、产品设计、投资限制、税收优惠等方面的重大政策调整都可能直接或间接地影响到公司的日常运作和长期战略规划。

部分数据缺失导致结果或结论不够精准的风险：部分关键变量的数据缺失可能对分析结果的精确性造成影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。