

证券研究报告|行业专题报告
非银金融
行业评级 强于大市(维持评级)
2024年8月12日



从固收角度看保险板块投资机会

证券分析师：

周颖婕 执业证书编号：S0210523090002

➤ **险企发债以资本补充债/永续债为主，核心诉求为补充资本充足率：**

- 从发行原因看，股权融资会对现有股权结构产生冲击，同时发行手续繁琐，各险企更倾向于发债而非增资的方式提升偿付能力；
- 从发行节奏看集中效应明显，发行量大年份均与偿付能力监管趋严有关；
- 从债券结构看“5+5”资本补充债或“5+N”永续债决定了险企“借新赎旧”的基本盘。

➤ **当下险企负债端资金来源充足，负债成本处于下降通道，投资压力仍相对较大，资产配置偏好于长久期利率债：**

- 负债端方面，居民风险偏好降低带来储蓄险销售旺盛，而预定利率的持续下调（8月底预计人身险最高上限将由3.0%调至2.5%）带来负债成本的压降，各险企保费收入较为充沛；
- 资产端方面，在新准则下各险企对资负匹配需求增强，长久期利率债成为主要配置方向。

➤ **当下险企主要风险点在于利差损、偿付能力以及严监管：**

- 前期高预定利率产品叠加投资收益承压带来利差损风险，但随着预定利率下调、费用管控趋严，整体风险已有效收窄；
- 中小险企由于发债较为困难、业务结构与质量仍有一定的提升空间，偿二代后资本补充压力加剧，面临着较大偿付能力压力。

➤ **新品种永续债陆续扩容，未来发债主体或持续扩容：**

- 发新赎旧是保险债长期可持续的基本盘，同时监管22年新增通过发行永续债补充核心资本的道路，预计未来永续债将持续扩容；
- 预计2024年下半年至2025年是另一波保险债发行高峰期，主要由于“发新赎旧”以降低融资成本以及当下债权融资成本处于低位。

➤ **投资建议：当前头部险企现金流来源充沛，负债成本显著下降，红利策略有效性持续验证，叠加权益市场预期转好，利差损风险较低，中长期将处于“可持续”经营模式，历史发债信用等级较高，整体风险较小，建议关注近两年高频发债带来的利差机会。**

➤ **风险提示：长端利率持续大幅下行、行业严监管持续深入推进、险企发债政策发生重大变化**

目 录

一、保险债历史与现状梳理

二、当前险企基本面综述

三、当前险企潜在风险点梳理

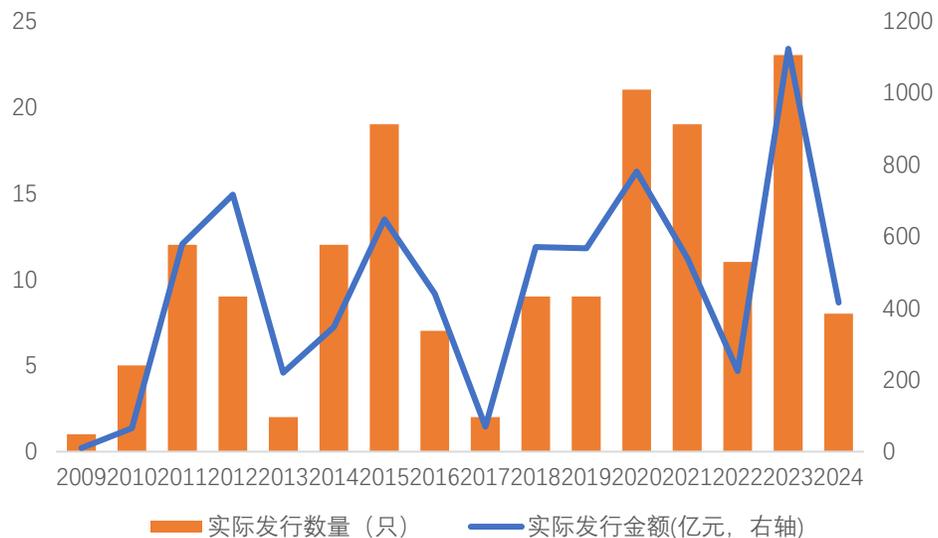
四、未来保险债前景探析

五、投资建议与风险提示

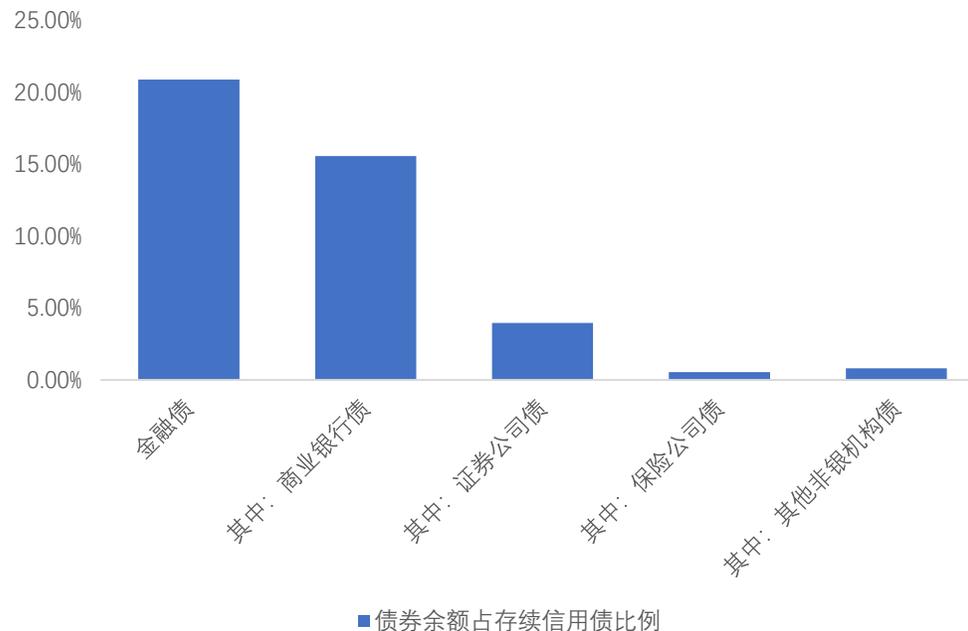
1.1 险企历史发债情况、存量债券梳理

- 险企历史发债金额较低，从发行节奏看集中效应明显，发行量大年份均与偿付能力监管趋严有关。** 保险公司与传统制造业不同，先有收入（保费）再有支出（赔付），现金流压力较小无较大发债需求，故发债数量与金额均较低，最高为2023年约1121.7亿元。从发行节奏看，险企发债集中效应明显，2015、2020、2021、2023年发债金额显著高于其他年份，原因均与偿付能力监管趋严有关，其中2016年正式实施偿二代一期、2022年正式施行偿二代二期，险企均选择提前发债避免偿付能力大幅下滑（险企发行债券均为次级/资本补充债/永续债，用于补充资本）。
- 险企存量债券较少、占比较低，从类型看包含“5+5”资本补充债、“5+N”永续债、次级债券。** 截止2024年7月18日，保司存续债券共100只，合计金额3460亿元，占有信用债余额0.53%，占金融债余额2.54%。从上市且存续债券看（共计94只，包括“上交所:正常上市”、“银行间:正常上市”、“银行间:正常上市,银行柜台债券:正常上市”三大类），除“14天安次”为次级债券外，其余均为“5+5”资本补充债或“5+N”永续债。

图：险企历史发债数量与实际发债金额



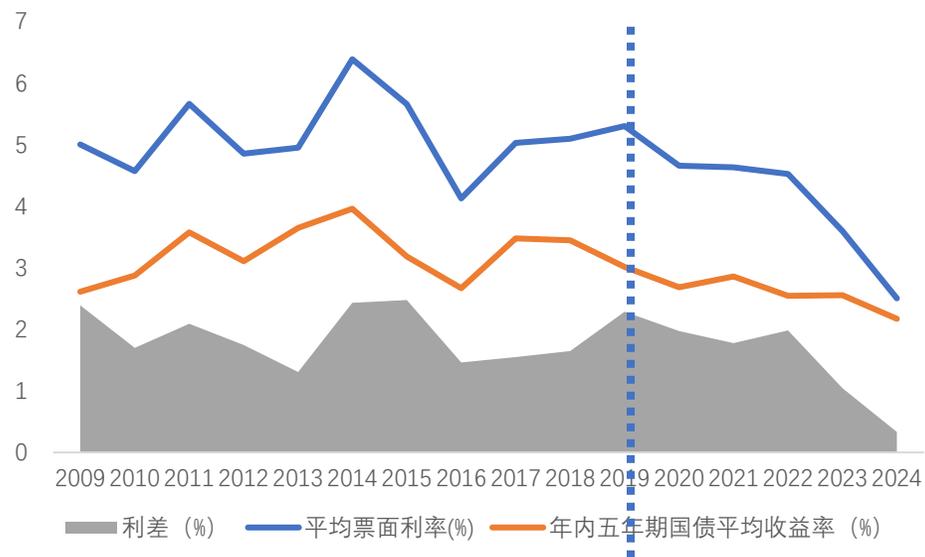
图：截止2024年7月18日债券余额占比



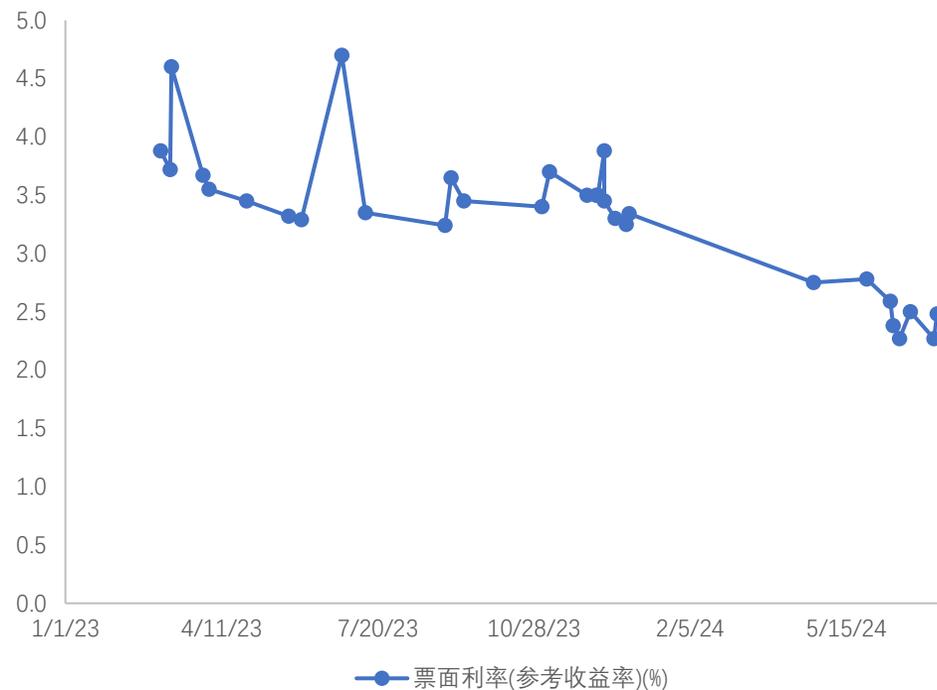
1.2 险企债券票面利率梳理

- **2009到2018年发行利率高位震荡，2019年来票面利率持续走低，2023年来利差迅速收窄。** 2009~2018年险企发债利率维持高位，在4%到6%之间宽幅震荡；2019~2022年险企发债成本整体随国债利率下行而降低，但利差仍保持相对稳定；2023年后随着利率的进一步下行，险企发债利差迅速收窄，2022、2023、2024年利差分别为1.98%、1.04%、0.33%，主要原因或为经济承压+货币供应量增长背景下的资产荒效应。
- **2024年发行金额同比略微下降，发行利率较2023年再下一个台阶。** 2024年至今共6家主体发行8只债券，金额合计415亿元，相较2023年同期439亿元同比下降9.6%。从发行利率看，2024年票面利率均在2.8%以下，最低为平安产险和新华保险的“5+5”资本补充债（初始利率均为2.27%，发行金额均为100亿元），上述两只债券相较2024年年内5年期国债平均收益率2.17%利差有限，已低于十年期国债平均收益率2.34%。

图：险企发债平均利率、年内五年期国债平均收益率、利差



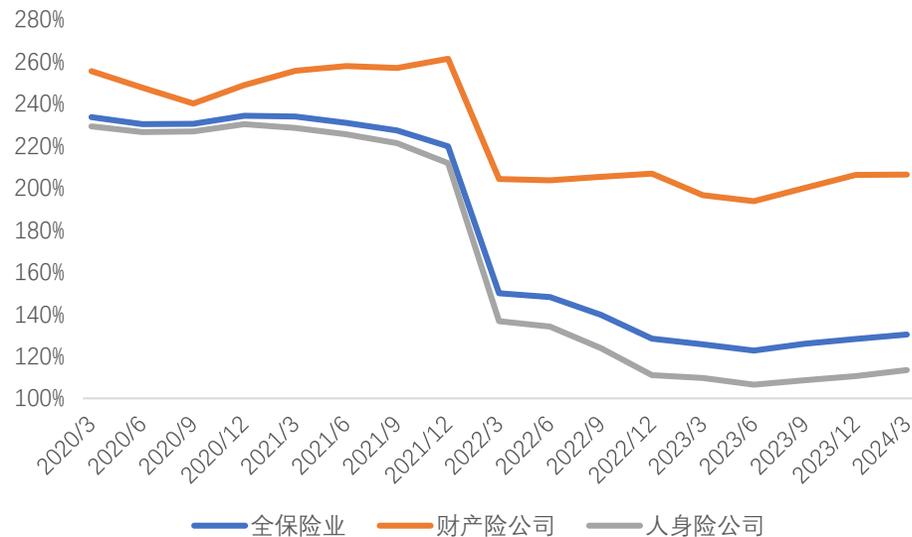
图：2023年至今险企发债利率走势



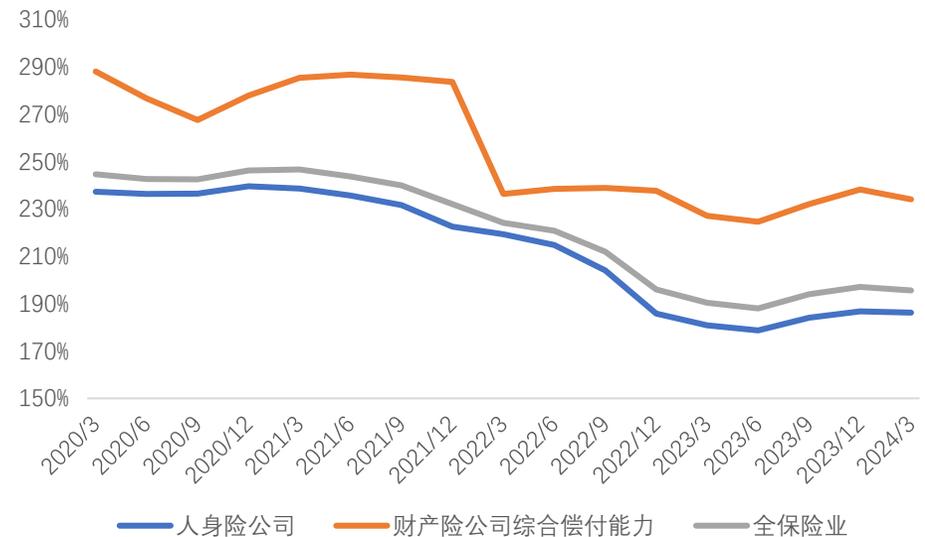
1.3 发债原因探析：补充资本充足率

- 偿二代二期较一期着重解决“实际资本计量宽松”、“最低资本结构不合理”两大问题。**在偿二代一期中，分子端实际资本计量较为宽松，分子端剩余边际可全额计入核心资本、长股投不要求计提减值。分母端最低资本结构占比不合理，市场风险占比过大，保司可通过资产配置来主观调节偿付能力水平。在二期中则通过引入“限定计入核心资本的保单未来盈余上限为35%”、“严格投资性房地产、长股投计量方式”、“提升保险风险占比并降低市场风险占比”等措施夯实实际资本基础、优化最低资本结构。
- 偿二代二期施行后保险业偿付充足能力大幅下滑，人身险公司受到影响更为显著，此后偿付能力持续走低。**偿二代二期于2022年一季度正式实施。22Q1实施前后保险业核心偿付能力出现大幅下滑，其中人身险公司核心偿付能力的下降程度显著高于财产险公司，核心在于人身险公司保单未来盈余更多，大量长期保单的未来盈余从核心资本转移到附属资本。此后偿付能力持续走低，核心在于：1) 宏观背景走弱导致净利润降低，净资产增长放缓，分子端增速变慢；2) 新业务价值增速疲软，叠加已有保单逐步摊销导致保单未来盈余减少，分子端降低；3) 分母端量化风险最低资本稳步增长（主要由于可投资资产稳步增长导致市场风险增加）。

图：保险业核心偿付能力充足率



图：保险业综合偿付能力充足率



1.3 发债原因探析：当下相较股权融资有何优势？

- **现有环境下不利于股权定价，相比之下发债流程简单、不冲击现有股权结构。** 保险公司主要通过股权融资和债权融资两种方式补充资本，其中股权融资可补充核心资本，进而提升核心偿付能力充足率；债权融资中资本补充债仅可补充附属资本，提升综合偿付能力充足率，只有永续债可补充核心资本。近年来保险行业利润增长承压，投资方对保险股股权呈观望态度，不利于股权的定价。此外增资相较发债手续更加繁琐、且会对现有股权结构造成冲击，或对公司长期稳定发展造成不利影响。相比之下债权融资约束更少、发行成本更低、发行周期更短。因此险企更愿意通过发债而非增资的方式提升偿付能力。2024年至今共6家保司发行8只债券，金额合计415亿元；共13家保司增资但增资总额仅73.23亿元，且大多为规模较小、无法发债的中小保司。

表：2024年至今披露拟增资情况

公司	拟增资额 (亿元)	公司	拟增资额 (亿元)
长江财险	9.89	爱心人寿	2.44
横琴人寿	7.53	太平财险	5
中华人寿	3	都邦财险	2.44
泰康养老	20	太平养老	10.75
太平资本	3	国民养老	2.28
百年人寿	1.1	君龙人寿	5
珠峰财险	0.8	总计	73.23

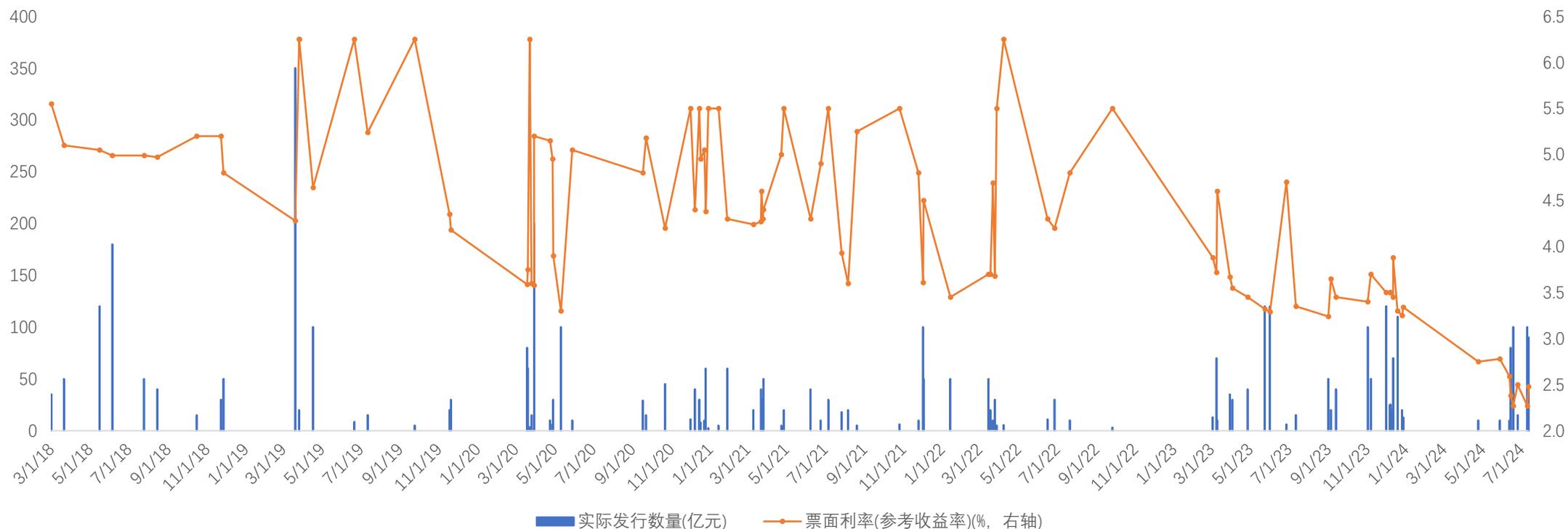
表：2024年至今发债情况

公司	发债额 (亿元)
利安人寿 (分三次发行)	30
太保寿险	80
新华保险	100
中英人寿	15
平安产险	100
泰康人寿	90
总计	415

1.3 发债原因探析：借新赎旧降低融资成本

- 2018~2022年发行的资本补充债利息较高，利率下行背景下险企趁机发债，通过借新还旧压降负债成本。** 资本补充债均为“5+5”期限，第一个五年到期若不选择赎回，后续五年利率将跳升，负债压力增大。故只要条件允许（行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于100%），险企均会选择在第一个五年到期后赎回。2018~2020年发行的资本补充债将在2023~2025年逐渐到期，且18~20年险企发债成本较高大多在4%以上，2023年后发行成本逐渐降低，2024年已降至3%以下，叠加利率跳升机制，大部分险企都会选择“发新赎旧”以控制负债成本。

图：2018年至今险企发债金额利率



一、保险债历史与现状梳理

二、当前险企基本面综述

三、当前险企潜在风险点梳理

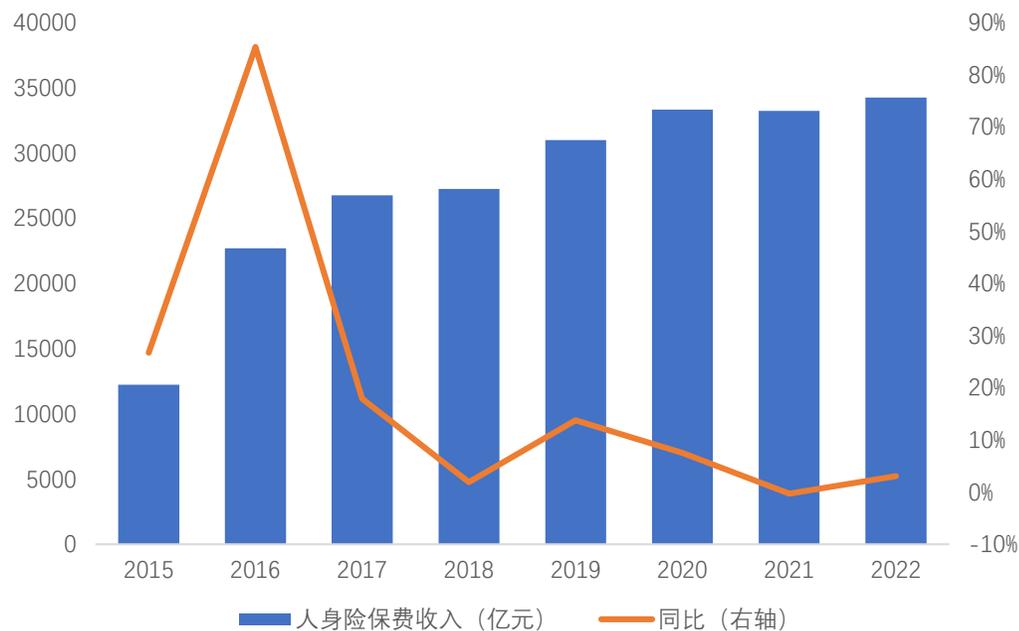
四、未来保险债前景探析

五、投资建议与风险提示

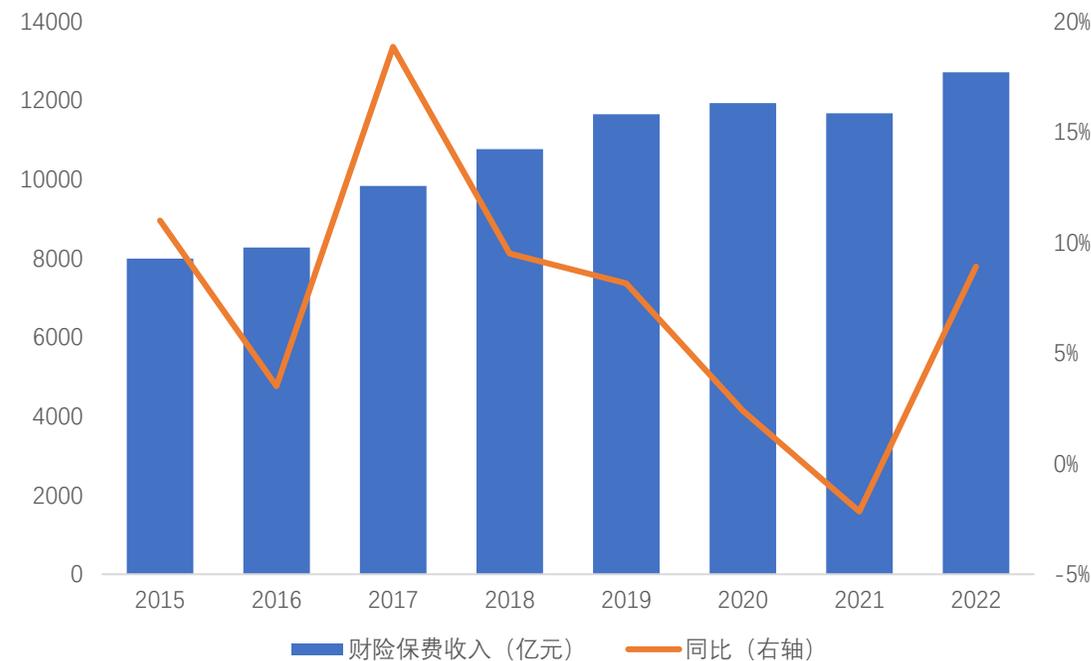
2.1 负债端销售：保费收入持续旺盛

- 人身险高增长期已过但需求依然旺盛。** 2015~2016年行业迎来爆发期，主要得益于：1) 预定利率放开：2013年8月普通寿险与长期年金险、2015年2月万能险、2015年9月分红险；2) 个险渠道发力：2015年6月代理人资格考试取消后人力规模实现大幅增长，叠加2012年后平安率先从银保向个险转型、其余险企陆续跟进，该阶段是个险转型成效的预期逐步兑现。2017年后尽管增速放缓但除2021年外均保持个位数正增长。
- 财险收入增速较为稳定，近7年CAGR达6.85%。** 财险主要分为车险和非车（包含农险、企财险、短期意健险等），较人身险而言保费收入整体更为稳定，增速波动较小，除2021年外均保持正增长。

图：全行业人身险保费收入

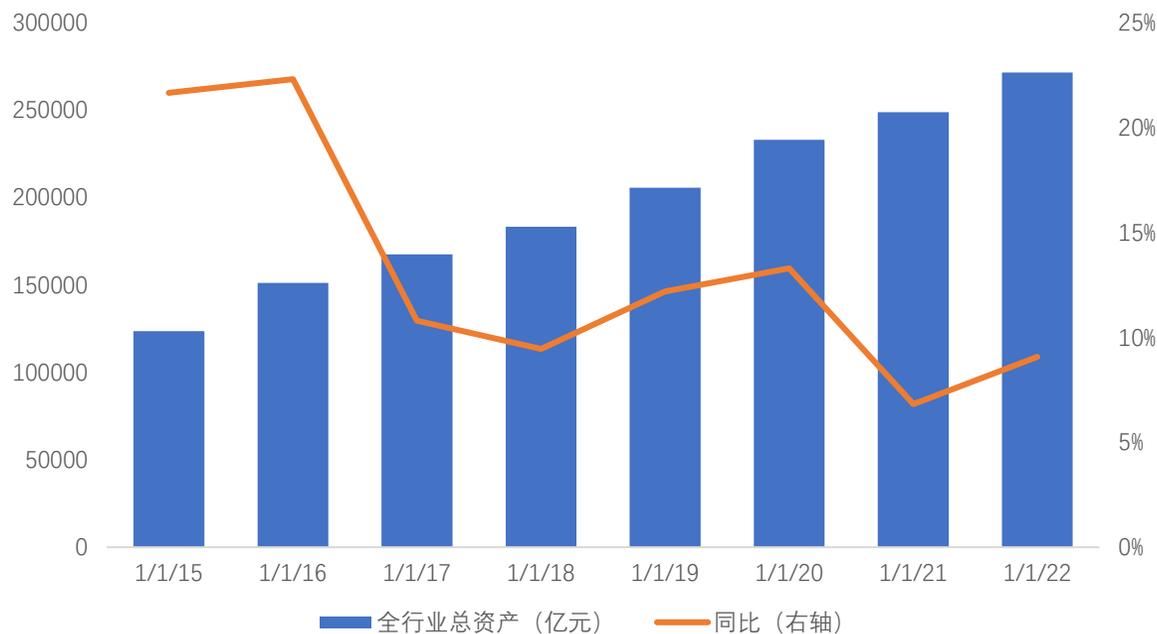


图：全行业财产险保费收入

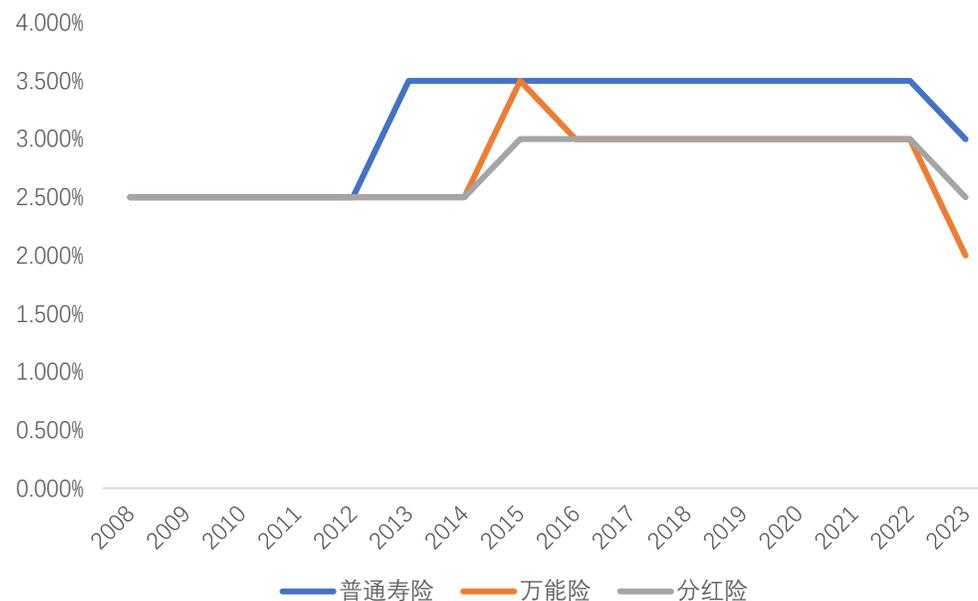


- **行业资产规模稳步增长。**同银行相似，保险行业的资产规模是衡量行业好坏的重要指标，较大的资产规模意味着更加精确的“大数法则”应用和产品精算定价、更好的规模经济效应、更庞大的可投资资产。经历了2015~2016年保费收入爆发带来的资产规模猛增后，近年来增速逐渐放缓，约在10%上下波动。
- **人身险公司负债端成本近年来持续优化。**经历了上世纪（1999年前）较高的定价利率和后续利差损风险后，我国监管一直严控负债端成本，直到2013年后才陆续放开。但由于近年来投资端收益率承压，在监管指导下不断调降负债端成本，缓释行业利差损风险。

图：全行业总资产规模



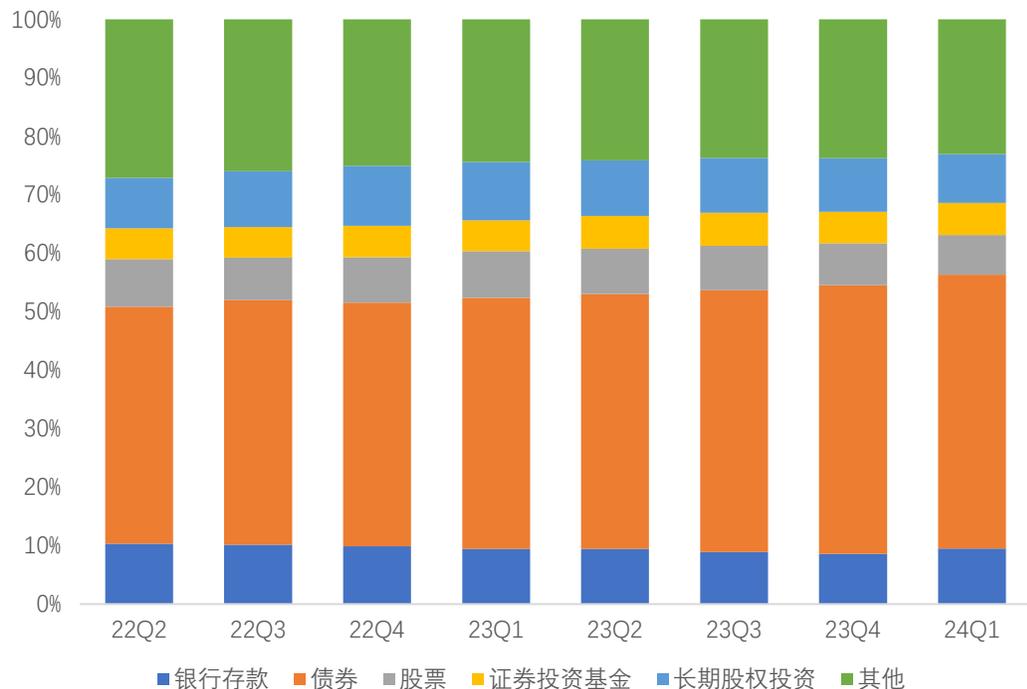
图：人身险产品负债成本



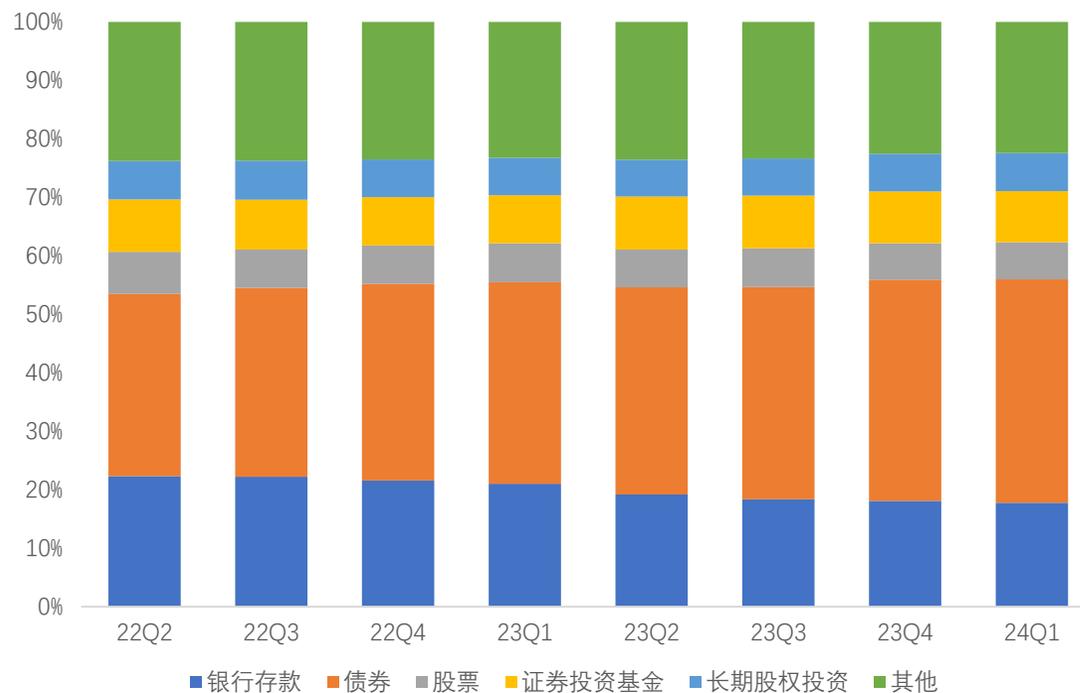
2.3 资产端结构：资产荒压力持续，风险偏好下移

- **当前险企面对“资产荒”困境投资压力仍然较大，长久期债券仍受追捧。**一方面，在经济缓慢复苏背景下，尽管宏观利率在一季度持续下探、十年期国债收益率创下近年新低，但面对其余优质资产始终稀缺，险企仍“被动”增持债券。另一方面，中国保险资管业协会执行副会长兼秘书长曹德云于2023年7月表示，当前险企资产久期（约6年）仍短于负债久期（超12年），险企为缩短久期缺口“主动”增配债券，尤其是长周期的利率债。截止2024Q1人身险、财险公司债券配置比例均创近年新高，占比分别达46.82%、38.2%。
- **风险偏好持续下移，险资持续减持股票、其他资产。**面对权益市场的持续走弱、非标资产（信托、债权投资计划等）信用风险上升，险企作为保守资金风险偏好持续下移，主动减持股票、其他资产以保证所投资金的安全性。

图：人身险公司资产配置占比



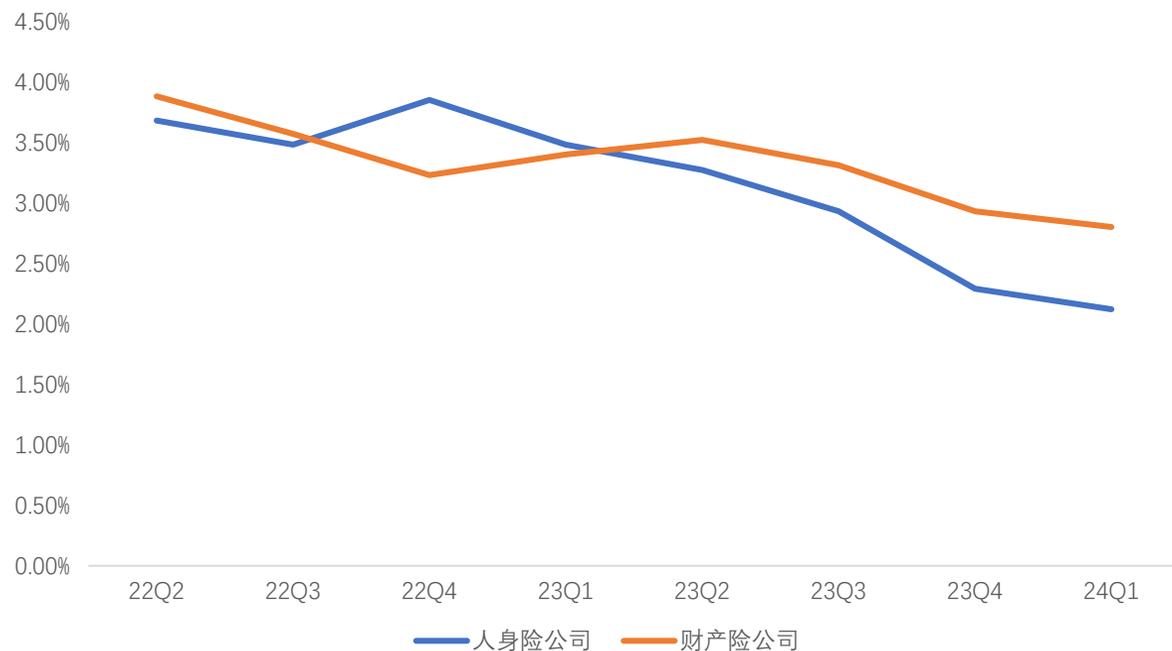
图：财产险公司资产配置占比



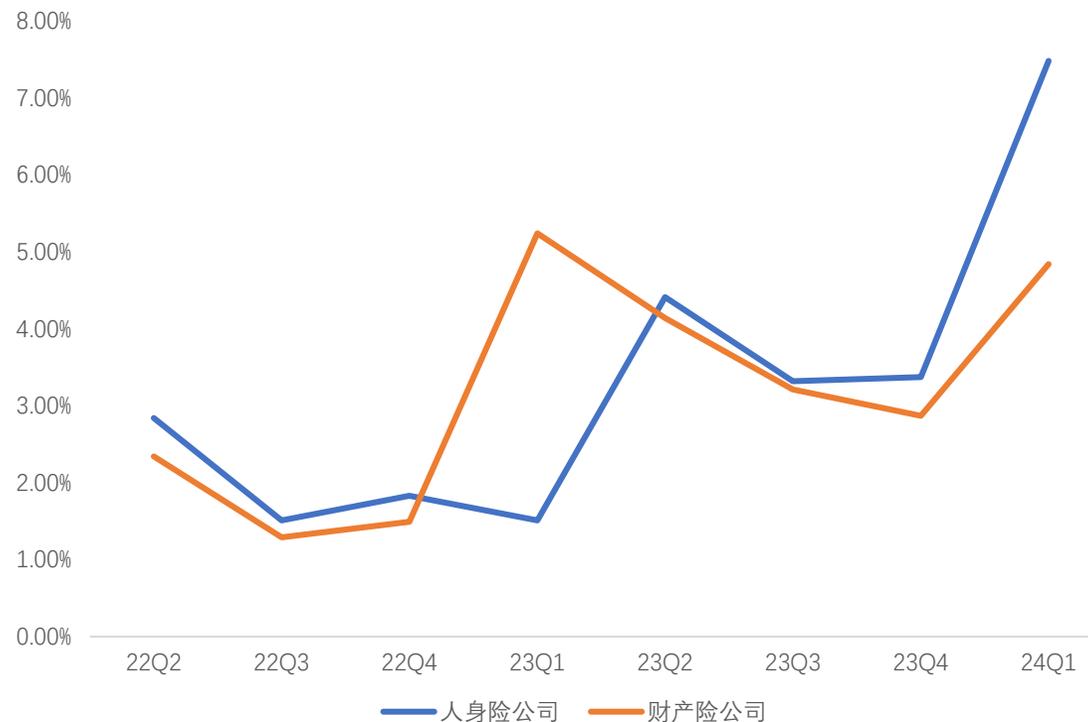
2.4 投资收益率：持续承压，2024Q1综合投资收益率异常或由于会计分类导致

- **财务投资收益率近年来持续下探，利率走低、权益市场疲软、信用风险上升是主要原因。**险企资产配置中固收资产占比较高，利率的下降直接导致了票息收入减少，压缩险企在固收投资上的收益率；股票和证券投资基金尽管规模不大，但由于权益市场近年来单边下行且跌幅较大，导致险企在权益投资上的收益受到明显拖累；近年来房地产等特定行业信用风险攀升，险企对博取信用债、非标投资中的信用利差偏好下降，来自信用风险的收益下降。
- **24Q1综合投资收益率异常或由于会计分类导致。**2024Q1财务收益率与综合投资收益率差距较大的原因：部分尚未采用新金融工具准则的保险公司将长期债券资产从“持有至到期”类别重新归类为“可供出售”，故在当前利率下行背景下债券的价格上涨被计入其他综合收益。且由于人身险公司长债占比较多，债券分类变动时带来的综合投资收益率提升高于财险公司。

图：年化财务投资收益率



图：年化综合投资收益率



一、保险债历史与现状梳理

二、当前险企基本面综述

三、当前险企潜在风险点梳理

四、未来保险债前景探析

五、投资建议与风险提示

3.1 利差损风险

- 2021年后利率屡创新低、股市持续疲软背景下险企利差益迅速收窄，显著低于2021年之前的水平。**2021年后受疫情持续冲击、房地产行业走弱导致需求疲软、2023年后复苏不及预期、抱团股瓦解等因素影响，最新利率创下十年来新低水平、最新沪深300指数较2021年最高点下跌超过30%，险企投资水平迅速下滑。而由于负债端的久期更长、“保证刚性兑付”等特性，原有积累的大量保单使得险企负债成本始终维持在较高的水平调降缓慢，导致险企利差益迅速收窄，近三年平均利差益1.73%显著低于2013~2020年的均值2.23%，行业面临较为严峻的利差损风险挑战。
- 23年监管调降预定利率、控制费用支出，险企负债端成本有所缓解，利差益同比持平。**2023年来监管连续发文调降传统寿险、分红寿险预定利率上限，压降万能险结算利率，要求险企严格执行“报行合一”，行业负债成本有所缓解。

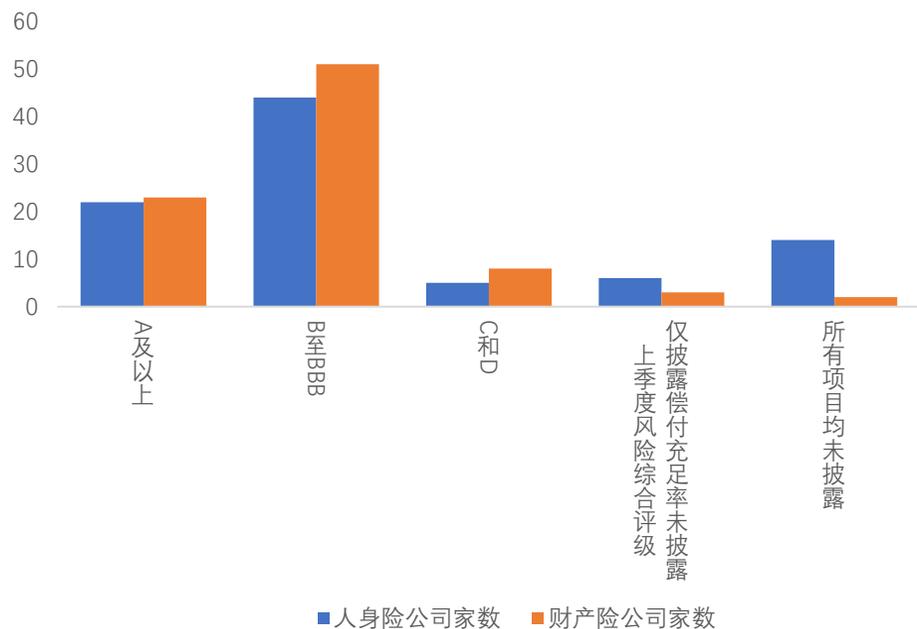
图：利率、沪深300走势图



3.2 中小险企偿付能力风险

- **偿付能力由核心偿付能力、综合偿付能力、风险综合评级三部分构成。**偿付能力是衡量一家险企资本充足度与风险承担情况的重要指标。按监管规定，偿付能力达标须同时满足三大条件：一是核心偿付能力充足率不低于50%；二是综合偿付能力充足率不低于100%；三是风险综合评级在B类及以上。
- **中小保险公司偿付能力承压。**在已披露2024年一季度偿付能力报告的77家人身险公司、85家财产险公司中，有5家人身险公司、8家财产险公司偿付能力不达标，且有9家公司未能披露上季度风险综合评级结果（多为风险综合评级结果较差而不愿披露）。此外仍有多达16家险企未能如期披露一季度偿付能力报告。分行业看财产险公司整体偿付能力优于人身险公司，财产险B级以上企业占所有企业比例（85%）高于人身险公司（73%）。

表：所有险企24Q1偿付能力情况



表：23~24年发债的中小险企主体24Q1偿付能力情况

发行人	核心偿付能力充足率	综合偿付能力充足率	上季度风险综合评级	24Q1前发债情况	24Q1后发债情况
利安人寿	100%	169%	BB	23Q1发债10亿	24Q2发债30亿
农银人寿	123%	197%	BBB	23Q1发债35亿, 23Q4发债20亿	
中华人寿	71%	125%	B	23Q2发债6亿	
英大财险	270%	322%	AA	23Q3发债15亿	
建信人寿	98%	179%	BB	23Q3发债40亿, 23Q4发债20亿	
紫金财险	263%	340%	AAA	23Q4发债25亿	
光大永明人寿	116%	217%	BB	23Q4发债12.7亿	
中英人寿	162%	261%	AAA		24Q2发债15亿

3.3 严监管加剧风险

- **建立全面监管体系，严监管进一步落地。**2024年3月国家金融监督管理总局发布《人身保险公司监管评级办法》，首次将公司治理、偿付能力、资金运用、消费者保护等各领域的监管要求综合运用到一套风险监管体系中，评级较低的公司将会被采取限制展业、限制增设分支机构乃至重组等措施。
- **处罚力度进一步加强，中小企业违规展业行为受限。**2024年上半年，国家金融监督管理总局和分局对保司违规行为的处罚力度进一步加强，对保险公司共开出1410张罚单，总罚款约1.9亿，且在“问责到人”的背景下共15人被终身禁业、29人被暂时禁业，其中包括信泰人寿原董事长被终身禁止进入保险业。严监管背景下依靠违规展业开拓市场的中小险企生存空间受到压缩，行业竞争进一步加剧。

表：《人身保险公司监管评级办法》主要内容

维度	具体内容
风险监测和监管评级要素	包含公司治理、业务经营、资金运用、资产负债管理、偿付能力管理和其他方面6个维度，另设置“履行环境社会治理(ESG)责任情况”作为特别加分项。
风险监测流程	非现场监管人员综合考虑监管资源的配置情况、人身保险业的发展情况、人身保险公司的经营特点和系统重要性程度等因素，确定合适的风险监测频率。风险监测频率原则上不低于1次/月。
监管评级程序与方法	1)综合风险水平等级评定采用权重法，总分为100分。 2)对6个评估维度的得分进行加权计算，加上特别得分(如有)，得到人身保险公司风险综合得分，根据综合得分所属区间确定综合风险水平等级。 3)人身保险公司综合风险水平等级划分为1—5级和S级。评级结果为1—5级的，数值越大反映人身保险公司风险越大，需要越高程度的监管关注。
监管评级结果运用	人身保险公司的监管评级结果是衡量人身保险公司风险程度的主要依据，对监管评级结果1-5级的公司分别采取相应监管措施。

表：2024年上半年国家金融监督管理系统对保司罚单情况

时间	罚款金额 (万元)	罚单数
1月	5,400	439
2月	2,630	780
3月	1,166	133
4月	2,629	246
5月	4,170	197
6月	3,403	215
总计	18,706	1,410

目 录

一、保险债历史与现状梳理

二、当前险企基本面综述

三、当前险企潜在风险点梳理

四、未来保险债前景探析

五、投资建议与风险提示

4.1 6家主要险企历史合计发债情况梳理

- **6家主要险企（国寿、平安、太保、新华、人保、太平，包含所有主体口径）合计发债金额占所有保司比例63%，平均利率显著更低。**截止2024年7月18日，上述6家险企合计发债4613亿元，占有所有保司发债总量的63%，历史平均票面利率4.22%，显著低于所有保司的票面平均利率（4.73%）。分主体看，中国人寿、平安人寿、新华保险发行金额总计排名前三（1030亿、560亿、490亿）。中国人寿、平安人寿、太保产险历史平均票面利率排名前三（4.77%、4.65%、4.65%），这三家票面利率较高主要因为发债时间较早。上述所有主体历史债项评级均为AA+以上，近五年除人保再保险债项为AA+外，其余均为AAA-及以上，历史主体评级均为AAA，信用等级较高。

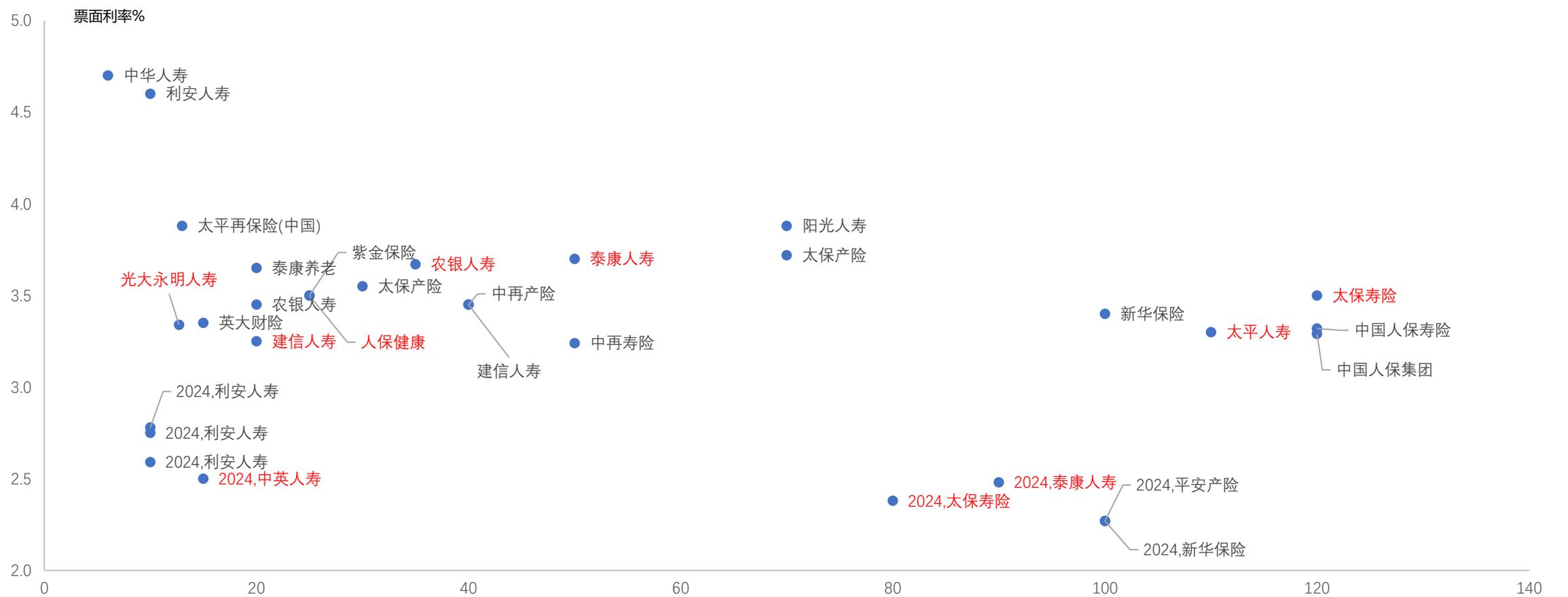
表：6家主要险企各主体发债详情

发行人	历史发行金额总计(亿元)	历史平均票面利率(%)	发行人	历史发行金额总计(亿元)	历史平均票面利率(%)
中国人寿	1030	4.77	太平人寿	260	3.45
平安人寿	560	4.65	太保产险	240	4.65
新华保险	490	4.15	人保健康	90	4.04
中国人保集团	460	4.41	中国人寿财险	65	4.42
中国财险	360	4.59	太平财险	30	4.18
太保寿险	355	3.99	人保再保险	20	3.60
平安产险	340	4.35	太平再保险(中国)	13	3.88
中国人保寿险	300	4.19	合计	4613	4.22

4.2 23~24年所有险企发行债券梳理

➤ **新品种永续债陆续扩容，新发债主体成功登陆债券市场，未来发债主体或持续扩容。**2022年8月银发〔2022〕175号就保险公司发行无固定期限资本债券有关事项作出规定，标志着险企除了通过资本补充债补充附属资本外，新增通过发行永续债补充核心资本的另一条债权融资道路，至今已有8家主体共发行10只永续债，合计金额542.7亿元（同期共发债1536.7亿占比35.3%）。从发债主体看，紫金保险作为未曾发债的保司也在23年成功发行首只资本补充债，表明资本市场对险企的认可度进一步提升，在当前行业资本充足率持续下探的背景下，未来发债主体或持续扩容。

图：2023~2024年所有发行债券汇总



数据来源：iFinD，华福证券研究所

注：标明2024的即为2024年发行债券，其余为2023年发行；红色为永续债

4.3 发新赎旧是保险债长期可持续的基本盘

- **偿付能力充足率需求决定“发新赎旧”模式的可持续性。**面对偿二代的严格监管、业绩承压的经营情况，险企需要通过发债补充附属资本以满足偿付能力充足率的要求。由于资本补充债的利率跳升机制，险企大多会在第一个五年到期后通过“发新赎旧”的方式赎回旧债并保证自身的偿付能力充足率。2018~2019年险企共发行18只“5+5”期限的资本补充债，2023~2024年已有11只通过“发新赎旧”的方式赎回，合计金额585亿，占近两年发债金额38%。由于大部分险企均需要通过不断借债以维持偿付能力充足率，故“发新赎旧”预计在较长的一段时间内会成为保险债的基本盘。

表：23~24年险企发新赎旧主体

发行人	发行起始日期	实际发行数量(亿元)	票面利率(%)	发行人	发行起始日期	实际发行数量(亿元)	票面利率(%)
平安产险	2024/7/10	100	2.27	泰康养老	2023/9/5	20	3.65
平安产险	2019/4/17	100	4.64	泰康养老	2019/11/18	20	4.35
中国人保集团	2023/6/1	120	3.29	英大财险	2023/7/12	15	3.35
中国人保集团	2018/6/5	180	4.99	英大财险	2018/10/16	15	5.20
中国人保寿险	2023/5/24	120	3.32	中英人寿	2024/6/25	15	2.50
中国人保寿险	2018/5/16	120	5.05	中英人寿	2019/7/12	15	5.24
农银人寿	2023/3/30	35	3.67	中再产险	2023/4/27	40	3.45
农银人寿	2018/3/1	35	5.55	中再产险	2018/8/15	40	4.97
太保产险	2023/4/3	30	3.55	中再寿险	2023/9/1	50	3.24
太保产险	2018/7/25	50	4.99	中再寿险	2018/11/27	50	4.80
太保产险	2023/3/9	70	3.72				
太保产险	2018/3/21	50	5.10				

4.4 新品种+新主题是保险债扩容的生力军

- **“新品种+新主体”成为保险债持续扩容的生力军。**由于新品种永续债能够补充核心偿付能力充足率，部分险企也选择入场发债。2023年至今已有8家主体共发行10只永续债，包括头部险企如泰康人寿、太保人寿、人保健康、太平人寿、银行系险企如建信人寿、农银人寿、其他主体如光大永明人寿（光大集团控股）、中英人寿（中粮资本持股50%）等实力强劲的险企。此外，部分不存在“借新赎旧”需求的主体也趁机在利率下行背景下发债提升偿付能力与综合实力，为业务的良性发展创造条件，支持业务持续稳健发展。

表：2023~2024年永续债发行主体

发行人	发行起始日期	实际发行数量(亿元)	票面利率 (%)
泰康人寿	2024/7/12	90	2.48
中英人寿	2024/6/25	15	2.50
太保寿险	2024/6/14	80	2.38
光大永明人寿	2023/12/28	13	3.34
建信人寿	2023/12/26	20	3.25
太平人寿	2023/12/19	110	3.30
农银人寿	2023/12/12	20	3.45
人保健康	2023/12/7	25	3.50
太保寿险	2023/12/1	120	3.50
泰康人寿	2023/11/7	50	3.70

表：2023~2024年新增（即不存在“借新赎旧”需求）发行资本补充债的险企主体

发行人	发行起始日期	实际发行数量(亿元)	票面利率 (%)
建信人寿	2023/9/13	40	3.45
利安人寿	2023/3/10	10	4.60
利安人寿	2024/4/24	10	2.75
利安人寿	2024/5/28	10	2.78
利安人寿	2024/6/12	10	2.59
太平再保险(中国)	2023/3/3	13	3.88
新华保险	2023/11/2	100	3.40
阳光人寿	2023/12/12	70	3.88
中华人寿	2023/6/27	6	4.70
紫金保险	2023/12/8	25	3.50

4.5 24年下半年至25年潜在发债公司梳理

- **推测24年下半年至25年是另一波保险债发行高峰期。**一方面，2020年是保险债历史发行第二高峰达780亿元，仅次于23年的1121.7亿元，且发行债券均为“5+5”资本补充债，第一个五年最晚于25年末到期。在利率跳升机制和利率历史新低的背景下，有持续发债能力的保司大概率会选择“发新赎旧”以最大化资本利用率并降低融资成本。另一方面，永续债的准入或推动部分综合实力较强的保司通过发行永续债提升自身核心偿付能力，为保险债进一步扩容。再者，当下债权融资成本较低，或有更多中小保司得以成功发债。另据国家金融监督管理总局披露，人保财险获批在全国银行间债券市场公开发行10年期可赎回资本补充债券，发行规模人民币120亿元，该笔债券大概率将用于“发新赎旧”。

表：2024年下半年~2025年险企潜在发新赎旧主体

债券代码	发行人	发行起始日期	实际发行数量(亿元)	债券代码	发行人	发行起始日期	实际发行数量(亿元)
1923008.IB	泰康养老	2019/11/18	20	2023011.IB	中英人寿	2020/5/29	10
1923009.IB	太平财险	2019/11/20	30	2023012.IB	英大人寿	2020/9/17	29
2023001.IB	中国财险	2020/3/19	80	2023013.IB	财信人寿	2020/9/22	15
2023002.IB	中邮保险	2020/3/20	60	2023014.IB	中国人寿财险	2020/10/22	45
2023004.IB	珠江人寿	2020/3/23	4	2023015.IB	横琴人寿	2020/12/1	11
2023006.IB	农银人寿	2020/3/26	15	2023016.IB	中再产险	2020/12/8	40
2023005.IB	平安人寿	2020/3/30	200	2023019.IB	国华人寿	2020/12/15	30
2023003.IB	民生保险	2020/3/30	15	2023018.IB	招商仁和人寿	2020/12/17	8
2023007.IB	长城人寿	2020/4/24	10	2023020.IB	中银三星人寿	2020/12/23	10
2023009.IB	中华人寿	2020/4/28	6	2023021.IB	中邮保险	2020/12/25	60
2023008.IB	光大永明人寿	2020/4/29	30	2023022.IB	北部湾保险	2020/12/29	3
2023010.IB	新华保险	2020/5/11	100				

目 录

一、保险债历史与现状梳理

二、当前险企基本面综述

三、当前险企潜在风险点梳理

四、未来保险债前景探析

五、投资建议与风险提示

- 从行业端看，当前头部险企现金流来源充沛，负债成本显著下降，红利策略有效性持续验证，叠加权益市场预期转好，利差损风险较低，中长期将处于“可持续”经营模式；从债券发行端看，“发新赎旧”基本盘带来刚性发债需求、低利率环境下更多保险公司有望登陆债券市场、监管放开永续债头部险企有望实现债券再扩容；从债项风险看，险企历史发债信用等级较高，整体风险可控。
- 投资建议：综合考虑主体经营状况、信用利差等因素，建议关注头部险企永续债、优质险企资本补充债，把握近两年高频发债带来的利差机会。

5.2 风险提示

- **长端利率持续大幅下行：**长端利率大幅下行或严重拖累投资端收益率、减少保单未来盈余进而拖累险企偿付能力
- **行业严监管持续深入推进：**行业严监管政策持续深入推进或导致行业竞争持续加剧
- **险企发债政策发生重大变化：**险企发债政策的重大变化可能导致险企发债意愿、发债能力发生重大改变

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司(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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准(另有说明的除外)。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

