



保险行业 2025 年信用风险展望

厚积成势蓄待发 深耕易耨见富饶

——高质量发展再明晰 精准掌舵引领行业发展新阶段

目录

监管政策.....	2
保险业务.....	3
投资业务.....	8
偿付能力.....	10
债券融资.....	12
信用质量.....	13
附表.....	16

分析师

王亚楠 010-67413321
金融部 行业组长
wangyanan@dagongcredit.com

王小钰 010-67413455
金融部 分析师
wangxiaoyu@dagongcredit.com

姜力 010-67413543
金融部 分析师
jiangli@dagongcredit.com

宋懿帝 010-67413443
金融部 助理分析师
songyidi@dagongcredit.com

客户服务

电话: 010-67413300
客服: 4008-84-4008
Email: research@dagongcredit.com

2024 年,在严监管背景下,保险行业继续以高质量发展为目标,并发挥社会发展“稳定器”与经济发展“加速器”的作用;人身险行业保费收入继续快速提升,同时以车险业务为主的财产险保费收入稳步增长,共同推动全行业保费收入继续快速提升;资本市场回暖带动保险资金投资收益大幅改善,2024 年行业整体投资收益率回升,偿付能力充足率水平随之回升;保险公司整体债券发行规模有所上升;个别保险公司信用风险有所暴露,但我国保险公司的高信用等级占比仍很高,保险行业信用质量将保持稳定。

- **监管政策:** 预计 2025 年,保险行业将继续以推动行业高质量发展为目标,从严进行内部监管,重视保险产品成本管理,加强产品精细化与科学化管理。
- **保险业务:** 预计 2025 年,在利率持续下行的背景下,叠加监管政策的指引,人身险公司将继续优化产品结构和资产负债管控,以多样化的产品形态满足不同客户需求;同时,财产险公司的车险业务占比将保持稳定或小幅下降,非车险业务贡献度或将进一步提升。
- **投资业务:** 预计 2025 年,债券投资仍将是保险资金配置的主要方向,保险资金对权益资产的配置的需求或将继续提升,但资本市场波动对保险公司利润的影响仍需关注;资产配置的优化调整、收益与风险平衡的把控仍是保险公司持续发力的方向。
- **偿付能力:** 预计 2025 年,保险永续债的发行规模有望进一步扩容,有助于保险公司提升资本实力,一定程度上缓解保险公司的偿付能力压力。
- **债券融资:** 预计 2025 年,保险公司资本补充需求仍较大;同时,高等级债券发行利差随市场利率变化或将进一步收窄。
- **信用质量:** 预计 2025 年,我国保险行业整体信用质量将保持稳定。

2025 年 1 月 9 日

监管政策

预计 2025 年，保险行业将继续以推动行业高质量发展为目标，从严进行内部监管，重视保险产品成本管理，加强产品精细化与科学化管理。

2024 年，在严监管背景下，保险行业继续以高质量发展为目标，并发挥社会发展“稳定器”与经济发展“加速器”的作用。2024 年 9 月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》（以下简称“新国十条”），围绕“强监管、防风险、促高质量发展”主线，对我国保险业未来 5 年到 10 年左右的发展进行系统部署，为推动我国保险业高质量发展提供了明确的方向。具体建议上，“新国十条”明确保险业高质量发展前提在于防范化解风险，从市场准入、持续监管、违法违规行查处等方面作出了具体部署，有力有序有效防范化解保险业风险；在专注主业、促进高质量发展方面，要求保险公司丰富巨灾保险保障形式、积极发展第三支柱养老保险、扩大健康保险覆盖面、健全普惠保险体系，从而提升保险业服务民生保障水平，同时要求发挥保险资金长期投资优势，聚焦国家重大战略和重点领域，服务科技创新和现代化产业体系建设，提升保险业服务实体经济质效；深化改革开放方面，“新国十条”要求持续健全保险市场体系，深化保险产品定价、新能源车险等重点领域改革，持续推进高水平对外开放。

为落实“新国十条”中的相关要求，引导保险公司为人民群众提供丰富多样的养老保障和跨期财务规划服务，国家金融监督管理总局（以下简称“金融监管总局”）于 2024 年 10 月印发《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》，明确了商业保险年金的定义，提出推动商业保险年金发展的政策和监管要求，优化了个人养老金产品供给，加强监管制度体系建设，推动保险公司加快补齐第三支柱养老短板；12 月，中国人民银行等九部门联合印发《关于金融支持中国式养老事业 服务银发经济高质量发展的指导意见》，对推动中国式养老事业、发展银发经济提出指导意见，强调要聚焦不同老龄群体，提供多样化养老金融服务，加大养老金融的供给力度，拓宽银发经济融资渠道，以实现养老领域的长期稳健经营，以及多层次、多元化养老体系的构建。

人身险方面，2024 年 1 月，《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》的颁布进一步规范了人身保险公司银行代理渠道，要求建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，加大了对于人身险业务平稳发展的重视。2024 年 3 月，为进一步强化分类监管，引导人身保险公司形成特色化发展模式和差异化竞争优势，金融监管总局发布《人身保险公司监管评级办法》，从搭建风险综合评估体系、提高风险识别和预警能力、科学评估风险等级与强化评估结果应用几个方面详细构建了人身保险公司机构监管和分类监管的特色模式，有助于强化和提升人身保险公司分类监管和监管效能，促进人身保险行业高质量发展。2024 年 8 月，金融监管总局印发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，下调了普通型保险、分红险的预定利率及万能险最低保证利率，鼓励保险公司开发长期分红保险产品，加强产品在不同渠道的精细化、科学化管理。

财产险方面，2024年12月，《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》的发布，从全面加强财险监管、防范化解风险、深化财险领域改革等方面对推动财险业高质量发展作出了部署，要求财险业未来五年初步形成结构合理、治理良好、竞争有序的市场体系，更好服务实体经济和人民群众。

互联网保险业务方面，2024年7月，《关于加强和改进互联网财产保险业务监管有关事项的通知》发布，规范了互联网财产保险业务范畴、经营条件、险种范围，明确了开展互联网财产保险业务在经营规则、风险管理、内部管控、落地服务等方面的监管要求。在对互联网保险业务规范的同时，为加强银行业保险业金融科技监管，提升金融机构移动应用安全保障水平和金融服务水平，2024年9月，金融监管总局办公厅发布《关于加强银行业保险业移动互联网应用程序管理的通知》，要求金融机构加强统筹，开展移动应用全生命周期管理，结合金融机构移动应用存在的问题提出针对性管理要求，有效规范金融机构移动应用的建设管理工作。

风险管理方面，2024年11月，《保险资产风险分类暂行办法》印发，从扩大资产风险分类范围、完善三大类资产分类标准与健全资产风险分类管理治理结构等方面帮助保险机构准确评估投资风险，引导保险公司加强全面风险管理能力，帮助保险公司降低潜在风险，提升资产质量，推动保险业高质量发展。

预计2025年，保险行业将继续以推动行业高质量发展为目标，从严进行内部监管，重视保险产品成本管理，加强产品精细化与科学化管理。

保险业务

2024年，在资本市场波动和利率下行等背景下，人身险行业保费收入继续快速提升，同时随着新能源汽车的快速发展，车险业务原保费收入稳步增长，共同推动全行业保费收入快速提升。

2024年，保险全行业原保费收入快速提升。一方面，在资本市场波动和利率下行的背景下，居民购买储蓄型险种的需求仍较强，在监管政策的指引和推动下，人身险行业保费收入继续快速提升；另一方面，随着新能源汽车的快速发展，车险业务原保费收入稳步增长。2024年1~10月，全行业实现原保费收入50,773亿元，同比增长12.41%。

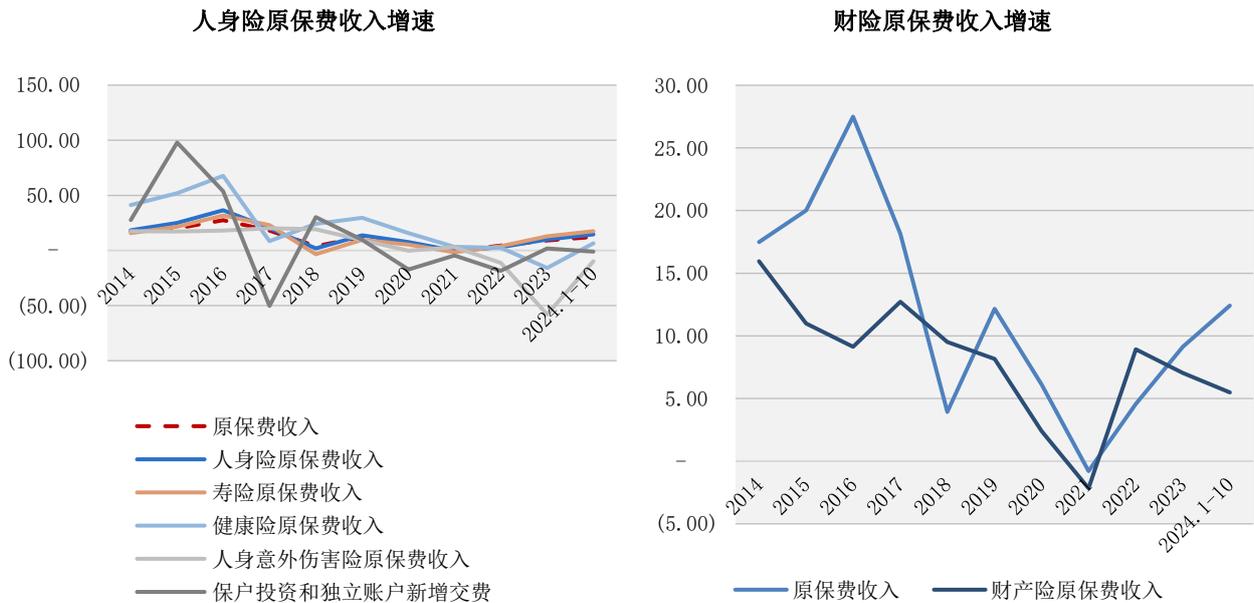


图1 2014~2023年及2024年1~10月我国保险公司原保费收入同比增速情况（单位：%）

数据来源：国家金融监督管理总局、Wind，大公国际整理

在资本市场波动和利率下行的背景下，人身险行业保费收入继续快速提升，寿险业务仍是人身险原保费收入最主要来源；预计2025年，“开门红”长期分红型保险产品有望增加，新单增速和业务价值有望继续提升，在利率持续下行的背景下，叠加监管政策的指引，各保险公司将继续优化产品结构和资产负债管控，以多样化的产品形态满足不同客户需求。

2024年1~10月，人身险原保费收入为38,784亿元，占保险全行业原保费收入的76.39%，其中寿险原保费收入为29,236亿元，同比增长17.35%，占人身险原保费收入的75.38%，占比继续增加，仍是人身险原保费收入最主要来源。

具体来看，2023年8月，金融监管总局要求各人身保险公司严格执行“报行合一”，并通过窗口指导意见下调人身险产品定价利率，各上市险企2024年“开门红”预热时间大幅提前，产品仍以储蓄理财型险种为主，保持“短交快返”的特征，通过年金险+万能账户的形式，较好满足客户中短期储蓄需求，增额终身寿险产品以其“长久期、收益稳定性”等特性能匹配客户长期资产配置需求。此外，分红险产品和新业务价值较高的保障型产品也成为部分人身险公司的“开门红”选择。2023年10月，金融监管总局再下发《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，要求人身险公司科学制定年度预算，规范承保管理，加强费用管理等，对“开门红”进行规范管控。2024年初，各上市险企“开门红”保费收入增速放缓，可能是受监管政策及预定利率下调带来的停售透支需求影响。但在资本市场波动和利率下行的背景下，人身险产品定价利率整体仍高于存款和理财产品的利率，居民对购买储蓄型险种的需求呈上升趋势，推动人身险公司保费收入继续快速提升。2024年8月，金融监管总局发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，人身险利率继续下调，并首次提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，鼓励保险公司开发长期分红型保险产品。其中，2024年9月起，新备案的

普通型保险预定利率上限下调至 2.5%，相关责任准备金评估利率按 2.5% 执行，预定利率超过上限的普通型保险产品停止销售；2024 年 10 月起，分红险、万能险的预定利率上限分别下调至 2.0% 和 1.5%。在市场利率下行及监管政策引导的背景下，分红型保险产品因其负债成本灵活，并可一定程度满足客户的收益需求，有望成为市场主流保险产品。预计 2025 年，保险公司“开门红”将在延续储蓄理财型险种产品的基础上，逐步拓宽长期分红型保险产品的市场份额，新单增速及业务价值有望继续提升；在利率持续下行的背景下，叠加监管政策的指引，各保险公司将继续优化产品结构和资产负债管控，以多样化的产品形态满足不同客户需求。

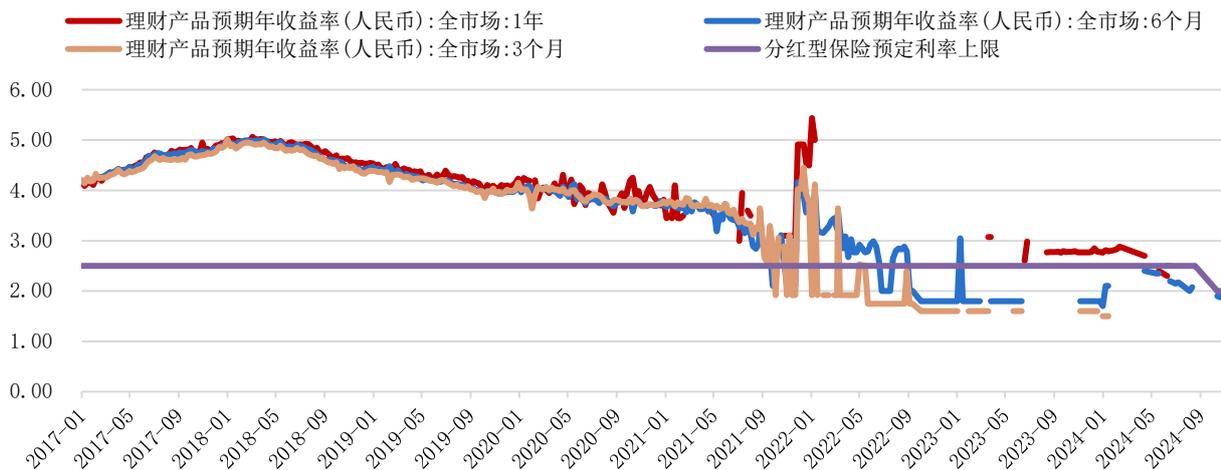


图 2 2017~2023 年及 2024 年 1~10 月理财产品收益率及分红型保险预定利率情况 (单位: %)

数据来源: Wind, 大公国际整理

意健险业务方面，2024 年 1~10 月，人身意外伤害险原保费收入 359 亿元，同比继续下降，市场对意外险的需求仍然低迷。2024 年 8 月，国务院办公厅发布了《关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》，推动基本医疗保险和商业保险协同发展；2024 年 9 月，国务院发布了“新国十条”，提出要积极发展第三支柱养老保险，提升健康保险服务保障水平，健全普惠保险体系。在政策保障和推动下，商业健康保险业务的发展面临较好的市场基础与政策环境。2024 年 1~10 月，健康险原保费收入 6,848 亿元，同比增长 6.49%，占人身险原保费收入的 17.65%。预计 2025 年，商业健康保险业务将在政策支持下获得发展空间。

随着新能源汽车的快速发展，车险业务原保费收入稳步增长；但在险种结构持续优化的背景下，预计 2025 年车险业务占比将保持稳定或小幅下降，以农险和意健险为代表的非车险业务贡献度或将进一步提升，财险公司业务经营日趋多元化。

近年来，财产险原保费收入增速较为稳定，其中 2022 年受政策推动影响，家庭财产保险增速较快。2024 年 1~10 月，随着新能源汽车的快速发展，汽车销售量延续增长态势，推动车险业务原保费收入稳步增长，但受自主定价系数进一步放开影响，机动车辆保险增速放缓；同时，非车险保费收入随着公众保险意识提升持续增长，但受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾多发加剧赔付上行等影响，责任保险和农业保险等保费收入增速有所回落。2024 年 1~

10月，财险行业整体呈现保费增速放缓，财产险原保费收入同比增长6.73%至14,333亿元。

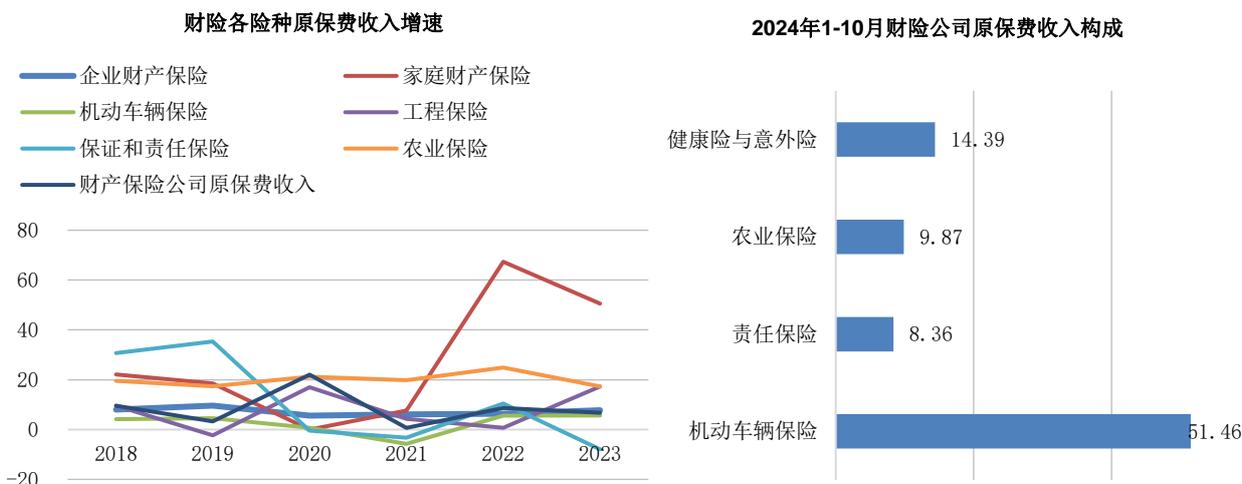


图3 2018~2023年及2024年1~10月财险公司各险种原保费收入增速及原保费收入构成情况 (单位: %)

数据来源: 国家金融监督管理总局、Wind, 大公国际整理

具体来看，车险业务方面，2024年1~10月，车险原保费收入为7,376亿元，同比增长4.83%，占财产险原保费收入的51.46%，仍是财产险保费收入最主要来源，但贡献度进一步下降。从部分财险公司数据表现来看，随着三次费改的不断深化和车险综合改革的实施，车险业务占比整体下降，一方面反映出车险市场保费增长承压较大，同时也说明财险公司的业务发展策略因监管环境的变化有所调整，非车险业务的战略地位和拓展力度明显上升。

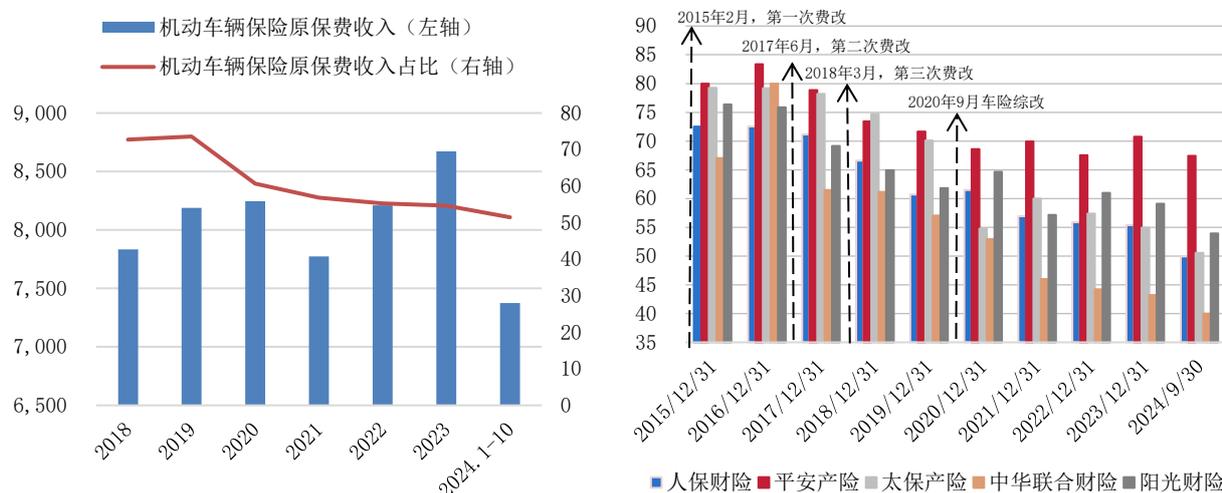


图4 2018年以来财险公司机动车辆保险原保险保费收入情况及2015年以来部分财险公司机动车辆原保险保费收入占比情况 (单位: 亿元、%)

数据来源: 国家金融监督管理总局, 大公国际整理

2023年9月8日，金融监管总局发布《关于加强车险费用管理的通知》，要求全面加强车险费用内部管理，持续健全商车险费率市场化形成机制、全面加强商业车险费用监督管理等。2024年1~10月，车险费率水平相较2023年同期继续下降，降价效果明显。由此可见，自车

险综改实施以来，“降价、增保、提质”阶段性目标已全面达成，监管机构将持续推进“巩固、优化、创新”工作目标，巩固车险综合改革成果，提高车险服务质效。

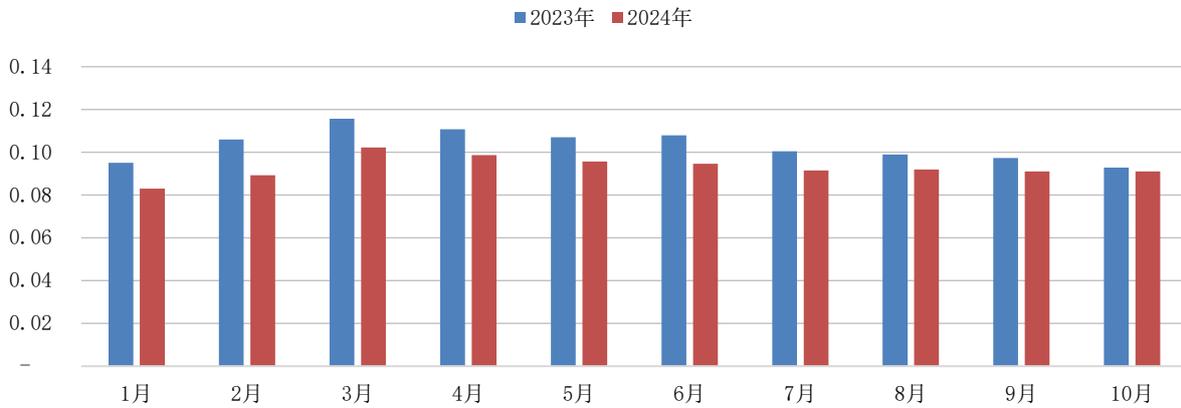


图5 2023年1~10月及2024年1~10月机动车辆保险费率情况（单位：%）

注：保险费率=原保险保费收入/保单金额

数据来源：国家金融监督管理总局，大公国际整理

各财险公司综合成本率将整体面临上升压力，但上升幅度有所差异，承保利润水平出现分化。得益于在市场份额、渠道网络覆盖、产品精算能力和理赔体系等方面的既有优势，头部险企有望进一步理顺车险保单成本结构，同时通过建立优质客户筛选及差异化定价机制等方式控制车险赔付和车险渠道手续费及佣金等支出，并将通过加大非车险业务发展力度补充保费收入来源，承保端盈利能力因此有望保持稳定；但另一方面，车险保费收入的下行压力对财险公司多元化业务拓展、分散经营风险、提振公司品牌形象和市场竞争力等方面都提出了更高的要求。在此背景下，各险企在车险业务方面也将通过丰富新能源车险产品、加强客群分层能力、提升定价和风险管理能力、构建高质量理赔体系等方式深化客群经营，并不断提升优质车险服务的供给能力。预计未来，得益于较强的综合竞争优势，头部险企对于保费收入波动的抵御能力或将进一步凸显，市场地位保持稳固。此外，2024年3月，金融监管总局发布《关于推进新能源车险高质量发展有关工作的通知（征求意见稿）》，在新能源商业车险自主定价系数、基准费率、兜底保障机制、费率回溯监管等方面进行意见征求，新能源车险承保持续亏损情况或将得到改善。

非车险业务方面，以农业保险、意健险为代表的非车险业务保持增长。近年来，随着“三农”政策的不断深化和明确，农业保险在保证农业生产风险、提升产业链稳定性方面的作用日益凸显。2024年，政府部门连续发布《关于在全国全面实施三大粮食作物完全成本保险和种植收入保险政策的通知》、《关于推进农业保险精准投保理赔等有关事项的通知》等政策，旨在降低自然灾害对粮食生产的影响，保障粮食生产的稳定，同时强化投保精准性管理，完善理赔机制和标准，提高理赔服务质效。2024年1~10月，我国农业保险原保费收入同比增长6.48%至1,414亿元，在财产险原保费收入中的占比为9.87%。健康险方面，国家医保局积极推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算等支持政策，构建多层次医疗保障体

系，提升健康险服务质量，增强医疗保障能力。2024年1~10月，我国健康险和意外险原保费收入合计同比增长13.57%至2,343亿元。在政策支持和需求升级的共同推动下，预计2025年，农业保险和意健险的原保费规模将保持增长，且将继续成为非车险业务增长的主要推动力。从财险行业整体情况来看，在险种结构持续优化的背景下，预计非车险业务的增长将继续推动财产险保费收入的增长，对保费收入的贡献度继续提升。

投资业务

预计2025年，债券投资仍将是保险资金配置的主要方向；在长端利率下行及资本市场回暖预期下，叠加监管政策对长期资金入市的引导，保险资金对权益资产的配置需求或将继续提升，但资本市场波动对保险公司利润的影响仍需关注；资产配置的优化调整、收益与风险平衡的把控仍是保险公司持续发力的方向。

2024年以来，我国10年期国债收益率整体继续下行，10年期国债收益率与1年期国债收益率期限利差进一步收窄，在0.38%~0.80%之间保持窄幅震荡。随着我国经济逐步企稳，货币政策仍以稳健为主基调，央行仍将灵活运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，预计短期内我国10年期国债收益率将整体维持低位震荡，期限利差将整体维持窄幅波动。



图6 2015~2023年及2024年1~10月我国10年期和1年期国债收益率情况(单位: %)

数据来源: Wind, 大公国际整理

保险资金投资收益方面，在资本市场波动及长端利率下行的背景下，保险行业整体投资收益率呈下降趋势，资产效益端承压。2023年，保险公司的年化财务收益率和年化综合收益率分别为2.23%和3.22%，同比分别下降153bps和增加139bps；2024年以来，资本市场回暖带动保险资金投资收益大幅改善，行业整体投资收益率回升，其中，综合收益率水平增幅明显。基于人身险公司与财产险公司在资金规模、久期匹配需求等方面的差异，股市波动对人身险公司综合收益率的影响较为显著。

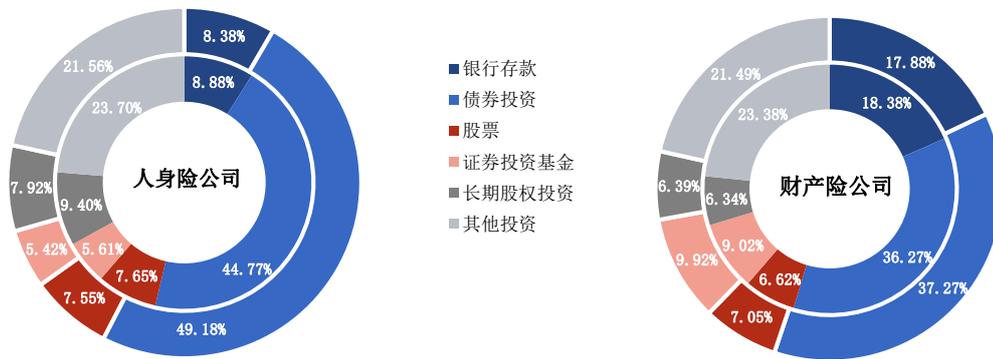
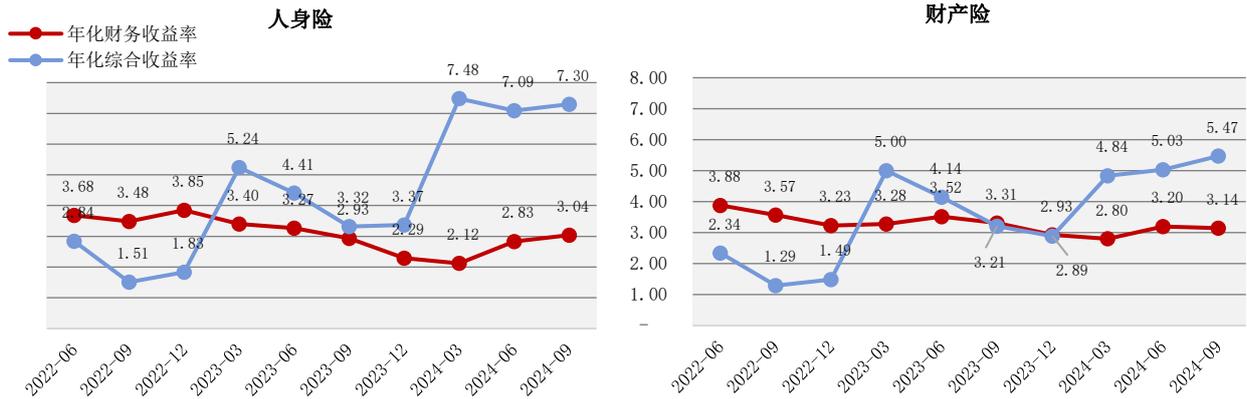


图7 2022~2024年保险资金运用情况(单位: %)

注: 环形图中外环为2024年9月末数据, 内环为2023年9月末数据

数据来源: 国家金融监督管理总局, 大公国际整理

从保险资金运用情况来看, 我国保险资金运用余额整体呈现较为稳健的增长态势, 保险资金配置结构总体维持稳定。2023年以来, 随着全行业保费收入的快速提升, 保险资金运用余额增幅明显; 截至2024年9月末, 保险资金运用余额为32.15万亿元, 较2023年末增长16.18%。从保险资金运用结构来看, 因保险产品的合同期限较长, 且具有固定刚性成本, 而债券的稳定收益、固定期限和较低风险的特征能够满足保险资金对久期、安全性、收益性和流动性等方面的要求, 债券投资始终是保险资金配置的最主要资产, 且在当前宏观经济环境复杂多变及资本市场不稳定波动的背景下, 保险资金对债券投资的需求不断提升, 债券投资在保险资金运用余额中的占比已从2015年末的35%左右增加到2023年末的45%左右。此外, 近年来, 因资管新规逐步推进、部分房企违约风险暴露等因素影响, 非标资产质量和供给下降, 保险资金对其他投资的配置比例自2017年以来持续下降, 未来保险公司对于非标资产的质量要求将进一步提升, 优质的非标资产仍是重要的配置方向之一。

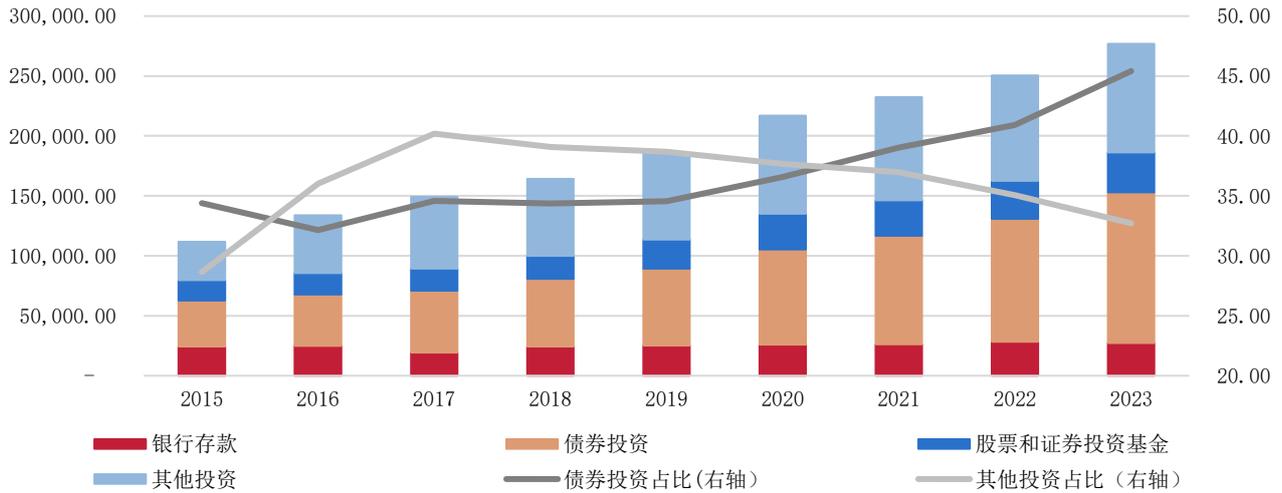


图8 2015年~2023年末我国保险资金运用结构及占比（单位：亿元、%）

数据来源：国家金融监督管理总局，大公国际整理

考虑到长端利率整体处于低位，非标资产配置持续压降，以及新金融工具准则应用影响，保险公司或将更倾向于把资金投向高分红、高股息的股票，同时适度增加以权益法核算并对当期利润波动影响较小的长期股权投资。另一方面，2024年以来，监管政策继续引导中长期资金入市，并优化保险资金权益投资政策环境，鼓励险资投资相关权益类资产，有利于更好满足保险资产多元化配置需要。此外，基于资产负债久期匹配的需求，长期债券仍是保险资金配置的主要资产。

预计2025年，债券投资仍将是保险资金配置的主要方向；在长端利率下行及资本市场回暖预期下，叠加监管政策对长期资金入市的引导，保险资金对权益资产的配置的需求或将继续提升，但资本市场波动对保险公司利润的影响仍需关注，资产配置的优化调整、收益与风险平衡的把控仍是保险公司持续发力的方向。

偿付能力

2024年以来，得益于资本市场回暖，保险公司的偿付能力充足率水平有所回升；预计2025年，保险永续债的发行规模有望进一步扩容，有助于保险公司提升资本实力，一定程度上缓解保险公司的偿付能力压力。

2022年全面实施《保险公司偿付能力监管规则（II）》（下称“规则II”）后，保险公司的核心偿付能力充足率降幅明显。其中，人身险公司降幅更大，主要是受制于规则II中对保单未来盈余的分级计量以及核心资本上限的要求导致核心资本下降，且长期寿险产品占比更高的大型险企降幅更大；而财产险公司的保险产品均为短期产品，保单未来盈余在核心资本占比要求的调整对于财产险公司核心资本的影响程度明显低于人身险公司。2023年三季度，《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》中新的偿付能力监管标准开始实施，结合保险业发展实际，差异化调节最低资本要求，优化资本计量标准和风险因子，在增加核心资本和实际资本、降低

最低资本的同时，减少了相关投资资产对保险资本的占用，缓解了保险公司、尤其是中小险企的偿付能力压力。截至2024年9月末，保险公司平均综合偿付能力充足率和平均核心偿付能力充足率分别为197.4%和135.1%，较2023年末分别增长0.3个百分点和6.9个百分点，主要是2024年以来，资本市场表现较好，多数保险公司投资收益大幅增加，带动实际资本增长，从而改善了偿付能力充足率。其中，财产险公司、人身险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为231.8%、188.9%和262.7%，均显著高于监管规定的最低水平，我国保险行业偿付能力总体充足稳定。2024年12月，金融监管总局发布《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年底结束的规则II过渡期延长至2025年底，尚未全面执行规则II的保险公司将拥有更多的时间推动规则II平稳切换。

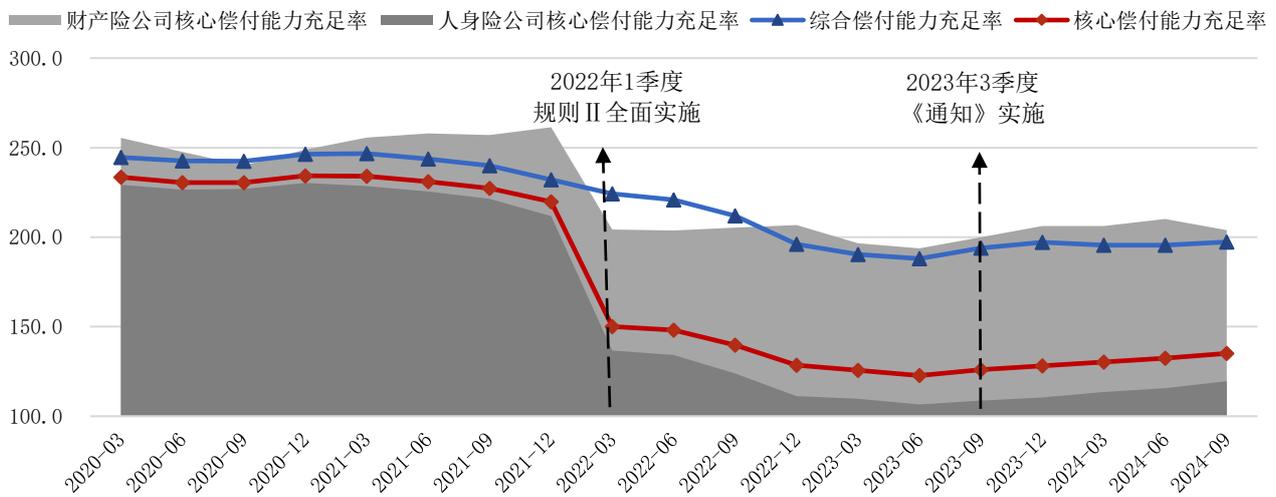


图9 2020年以来保险公司偿付能力充足率变动情况（单位：%）

数据来源：国家金融监督管理总局，大公国际整理

具体来看，截至2024年6月末，187家保险公司中，有63家保险公司风险综合评级被评为A类；103家被评为B类；10家被评为C类；11家被评为D类；C类和D类保险公司均较2024年一季度减少2家。在已披露2024年三季度偿付能力报告摘要的保险公司中，平安养老保险股份有限公司、安华农业保险股份有限公司、北大方正人寿保险有限公司、三峡人寿保险股份有限公司、珠峰财产保险股份有限公司、新疆前海联合财产保险股份有限公司、华安财产保险股份有限公司2024年2季度风险综合评级为C类，安心财产保险有限责任公司的核心及综合偿付能力充足率均为负值，严重不达标，风险综合评级为D类。

目前我国保险公司主要通过股东增资、引进战略投资者、发行资本债券以及资本内生渠道等方式补充资本。2024年1~10月，保险公司共发行债券11只，其中资本补充债7只、永续债4只，规模共计798亿元。预计2025年，保险永续债的发行规模有望进一步扩容，有助于保险公司提升资本实力，一定程度上缓解了保险公司内生资本不足以及规则II下风险因子调整带来最低资本升高的压力。

债券融资

2024年，保险公司整体债券发行规模有所上升。预计2025年，受存续债到期行权规模较大、保险资本消耗加快等因素影响，保险公司资本补充需求仍较大；同时，高等级债券发行利差随市场利率变化或将进一步收窄。

2023年，保险公司资本补充债券到期行权规模较大，同时叠加规则II实施下以及保费增速快速提升背景下，对保险资本消耗的加快，保险公司的发债需求大幅提升，新债发行规模和只数均达到近年来的峰值；2024年1~10月，8家保险公司在境内发行债券11只，共募集资金798亿元，债券类型包括10(5+5)年期资本补充债券及无固定期限资本债券（永续债）。此外，监管政策引导保险资金立足长期投资，加强对创业企业支持力度，服务国家创新驱动发展，保险公司融资需求和投资意愿将继续上升，叠加保费增速对资本的消耗，预计2025年，保险公司资本补充需求仍较大。

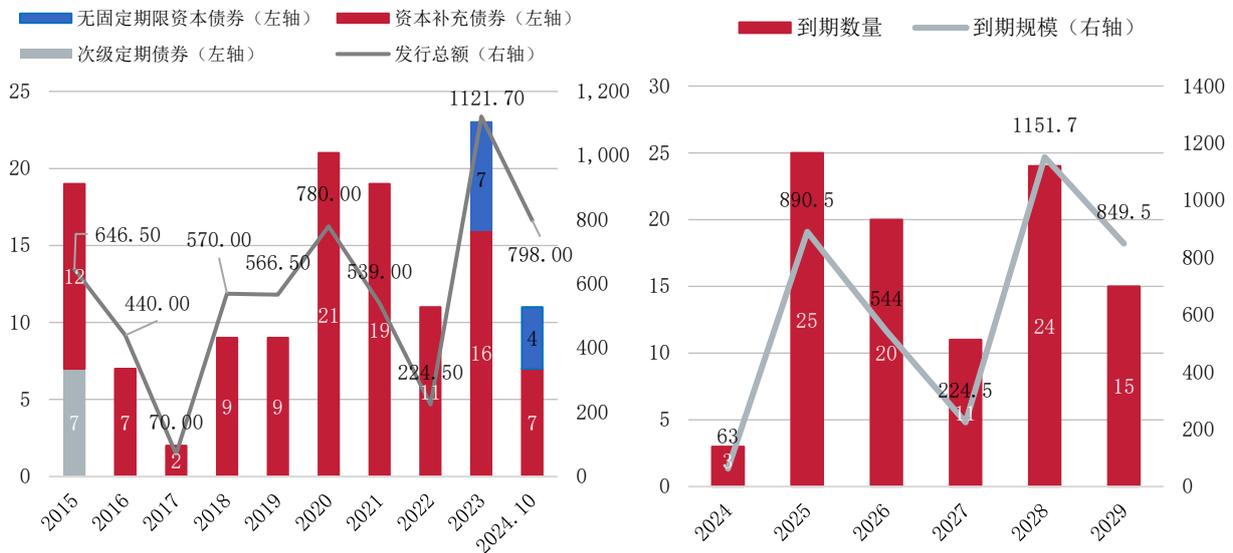


图 10 2015 年以来保险公司境内债券发行情况及 2024 年 10 月末保险公司境内存续债券到期时间分布 (单位: 只、亿元)

注: 债券到期时间按照行使选择赎回权的情况统计

数据来源: Wind, 大公国际整理

从债券品种来看，截至2024年10月末，我国保险公司资本市场存续债券合计98只（不含ABS），债券余额3,723.20亿元。其中，次级定期债券共2只，存续规模为20.50亿元；资本补充债券85只，存续规模为3,145.00亿元；无固定期限资本债券11只，存续规模为557.70亿元。在2022年8月发布的《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》的指导下，首支保险公司永续债于2023年11月成功发行，截至2024年10月末，已成功发行11只永续债，共募集资金557.70亿元，保险公司的债券品种进一步丰富的同时，开拓了保险公司核心资本补充的新渠道。从债券期限来看，目前保险公司存续债券以10年期为主，但多为第5年末附有条件可赎回权。保险公司发行资本补充债券如第5年不赎回，大部分设置了票面

利率上调的条款，因此大多数保险公司选择在第5年赎回，并发行新一期资本补充债券。整体来看，截至2024年10月末，存续的98只债券中，行权日主要集中于2025~2026年及2028年，其中行权日在2025年的债券规模共计890.50亿元。此外，金融监管总局将原定2024年底结束的规则II过渡期延长至2025年底，随着过渡期的临近和业务拓展对资本消耗的加大，预计2025年，保险公司的发债需求仍将处于高位。

从不同债券级别的发行利差来看，发行利差级别分化趋势较明显。AAA级债券发行利差大多数维持在1.60%以下，AA+级债券发行利差普遍高于同期发行的AAA级债券，均维持在2.00%以下，AA级及以下债券发行成本较高；其中，受发债主体经营风险、有增信措施的债券发债主体级别相对较低等因素影响，AAA级债券利差差异性相对较大。2024年以来，受市场环境影响，AAA级和AA+级债券发行利差整体下行。预计2025年，高等级债券发行利差随市场利率变化或将进一步收窄。



图 11 2015~2023 年及 2024 年 1~10 月保险公司境内发行债券发行利差情况（单位：%）

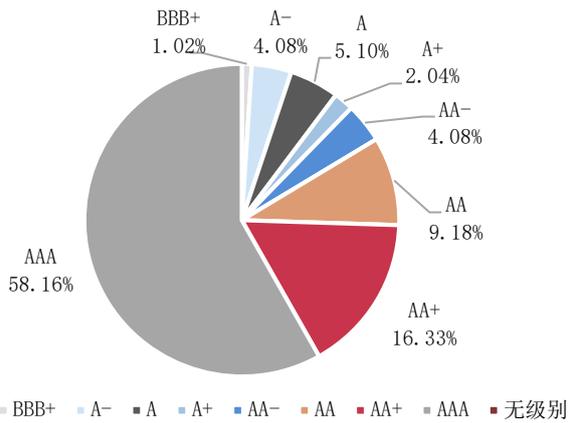
数据来源：Wind，大公国际整理

信用质量

2024 年以来，个别保险公司信用风险有所暴露，但我国保险公司的高信用等级占比仍很高，新发行债券信用等级均较高；预计 2025 年，我国保险行业整体信用质量将保持稳定。

截至 2024 年 10 月末，我国保险公司境内存续债券最新债项评级中，级别分布在 BBB+~AAA 之间，且以 AAA 级和 AA+级为主，其中 AA 级及以上合计占比为 83.67%。从发债主体评级情况来看，截至 2024 年 10 月末，债券存续的发债主体共 54 家，其中财险公司 13 家，寿险公司 36 家，保险集团 1 家，再保险公司 4 家；发债企业主体级别以 AAA 为主，占比为 66.67%。

保险公司存续债券债项评级情况



保险公司存续债券主体评级情况

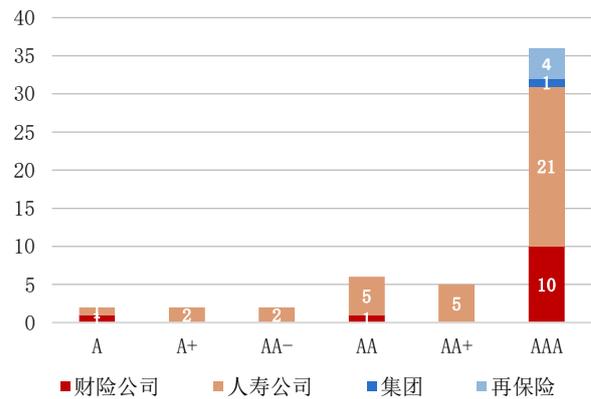


图 12 截至 2024 年 10 月末保险公司境内存续债券债项及主体评级情况（单位：%、家）

数据来源：Wind，大公国际整理

2024 年 1~10 月发债的 8 家险企中，7 家为寿险公司，1 家为财险公司，发债主体级别以 AAA 为主；发行的 11 只债券中，有 8 只债券债项级别为 AAA，3 只债项级别为 AA+。

2024 年 1~11 月，共有 1 家保险公司信用评级或评级展望出现变动，为幸福人寿保险股份有限公司的主体评级被下调。

表 1 2024 年 1~11 月我国保险机构主体评级及展望变动情况

企业名称	评级机构	上次评级	最新评级	评级调整日	调整原因
幸福人寿保险股份有限公司	联合资信	AA/稳定	AA-/稳定	2024-06-28	幸福人寿股权质押及冻结比例较高，对于股权稳定性产生一定负面影响； 经营方面，幸福人寿保险销售渠道仍以银保渠道为主，业务渠道相对单一，受“报行合一”政策影响，新单业务展业受阻，叠加产品结构持续调整，期缴业务首期保费规模及趸缴保费规模均有所下降，同时该政策下费率下调或将影响合作银行代销保险业务积极性； 投资方面，幸福人寿非标投资规模虽有压降但仍占有一定比重，且违约非标投资规模较大； 财务方面，个别投资业务会计科目调整使公司投资收益下滑，加之退保金及提取保险责任准备金规模增长带动营业支出上升，2023 年出现净亏损，盈利能力弱，偿付能力面临一定补充压力。
	中债资信	A/稳定	A-/稳定	2024-06-24	幸福人寿退保率出现较大幅度增长，退保率表现较差； 投资业务风险水平很高，投资收益稳定性一般，整体投资能力一般，需关注南京银行股权记账方式变更对公司投资稳定性和净资产的影响； 治理与风险管理水平一般，当前面临董事长职位空缺问题，盈利能力弱化，资源配置能力下滑；

					债务政策方面，公司偿付能力充足性表现较差，存续债券“15 幸福人寿”2025 年面临兑付，叠加公司仍存在较大规模减值缺口，发债空间较小，预计公司偿付能力将持续承压，资本补充压力持续加大，公司整体债务表现较差。
--	--	--	--	--	--

数据来源：Wind，大公国际整理

从债项级别变动情况来看，2024 年 1~11 月，共有 1 只债券债项级别发生变动，为 18 幸福人寿，随主体级别同步下调。

表 2 2024 年 1~11 月我国保险机构债项评级变动情况

债项名称	评级机构	上次债项评级	最新债项评级	评级调整日	调整原因
18 幸福人寿	联合资信	AA-	A+	2024-06-28	随主体级别下调
	中债资信	A-	BBB+	2024-06-24	随主体级别下调

数据来源：Wind，大公国际整理

总体而言，个别保险公司信用风险有所暴露，但行业信用质量整体有所上迁，我国保险公司的高信用等级占比仍很高，新发行债券信用等级均较高。预计 2025 年，我国保险行业整体信用质量将保持稳定。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

附表

2024年发布的保险行业主要监管政策		
发布时间	政策/措施	主要内容
2024年1月19日	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	一是对保险公司的产品设计和定价进行规范，要求保险公司向银行代理渠道明确列示各缴费期附加费用率和佣金率等费用结构；二是要求保险公司建立健全内部管理和监督机制，强调了费用真实性管理；三是要求监管部门加强对保险公司的非现场和现场监管，鼓励通过“四不两直”方式发现问题线索。
2024年3月18日	《印发人身保险公司监管评级办法的通知》	一是推进加强人身保险公司机构监管和分类监管，合理配置监管资源，提高监管质效，推动人身保险公司高质量发展；二是设置“履行环境社会治理（ESG）责任情况”作为特别加分项，对开展绿色保险、普惠保险较多的人身保险公司，给予适当加分；三是制定对金融监管总局及其派出机构开展监管评级的基本规则。
2024年3月26日	《关于扩大城乡居民住宅巨灾保险保障范围进一步完善巨灾保险制度的通知》	一是扩展巨灾保险责任，明确保障对象及巨灾保险运行机制、损失分层和运行保障；二是提升基本保险金额；三是支持商业巨灾保险发展，满足各地区差异化风险保障需求。
2024年4月20日	《关于推动绿色保险高质量发展的指导意见》	一是加强重点领域绿色保险保障，提升社会营地气候变化能力、保障绿色低碳科技创新、推动能源绿色低碳转型、推进弹回能力巩固提升等；二是架起那个保险资金绿色投资支持，完善绿色投资管理体系、强化保险资金绿色发展支持、加强绿色投资流程管理；三是加强绿色保险经营管理能力支撑，强化绿色保险主体责任、加大绿色保险资源投入、提升绿色保险风控能力等。
2024年5月9日	《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》	一是明确“五大篇章”服务体系，在科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融领域持续深化改革；二是优化产品服务，聚焦卡点堵点提升科技金融质效、“双碳”目标健全绿色金融体系、痛点难点加强普惠金融服务、现实需求加快养老金融发展、效能和安全促进数字金融发展；三是做好监管支持工作，强化监管引领、推动完善外部环境、严防违法违规金融活动、鼓励良好经验交流互鉴。
2024年5月29日	《关于推进普惠保险高质量发展的指导意见》	一是丰富普惠保险产品服务，加大特定群体保险保障供给力度，积极参与重点领域风险保障；二是提升普惠保险服务质效，健全普惠保险管理机制，提升普惠保险服务质量；三是优化普惠保险发展环境，深化普惠保险发展规律研究；四是加强普惠保险监管，完善普惠保险监测评估，加强普惠保险业务监管。
2024年7月17日	《关于加强和改进互联网财产保险业务监管有关事项的通知》	一是规范财产保险公司开展互联网业务需满足偿付能力、风险评级等条件，互联网保险公司需符合特定监管办法；二是支持开发小额分散、便捷普惠的财产保险产品，提升服务便利性和可得性，同时允许符合条件的公司将业务拓展至未设分公司地区；三是明确财产保险公司需建立全流程服务体系，提供清晰操作界面，加强业务风险管理，确保核心风控独立有效，严格区分线上与线上线下融合业务，坚持合规审慎经营，并加强数据安全保护。

2024年7月22日	《反保险欺诈工作办法的通知》	一是明确保险欺诈是指利用保险合同谋取非法利益的行为；二是建立以监管引领、机构为主、行业联防、各方协同的反欺诈工作体系，提升行业风险防范能力；三是要求融监管总局及其派出机构负责监管保险欺诈风险管理工作，指导保险机构和行业组织反欺诈工作，推动跨部门和跨境合作。
2024年8月2日	《关于健全人身保险产品定价机制的通知》	一是规定了新备案普通型及分红型保险产品预定利率上限；二是建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制；三是鼓励开发长期分红保险产品，深化“保行合一”，加强产品在不同渠道的精细化、科学化管理。
2024年9月11日	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	一是强调提升保险业服务民生保障水平，重视养老保险发展，大力发展商业保险年金，满足人民群众多样化养老保障和跨期财务规划需求；二是服务实体经济、发挥保险资金长期投资优势；三是深化重点领域改革、推进产品转型升级。
2024年9月12日	《关于加强银行业保险业移动互联网应用程序管理的通知》	一是明确金融机构数字化转型管理职责，强化业务与科技的协同，确保移动应用功能全面且安全合规；二是建立移动应用台账，完善准入退出机制，控制应用数量，并对低效或高风险应用进行优化或终止；三是明确移动应用的管理部门及责任人，落实合规要求到各个业务环节，并通过合规审核机制确保业务合规性；四是加强网络安全和数据安全管理，确保个人信息保护。
2024年10月18日	《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》	一是推动商业保险公司开发养老风险管理产品，增强个人养老财务规划的科学性和稳定性；二是鼓励保险公司提升养老风险评估和管理服务，丰富年金领取方式，加强与基本养老保险的衔接，构建多层次养老保险体系；三是支持保险公司开发保障功能强、成本可控的年金和两全保险产品，满足不同年龄客户的养老保障和资金管理需求；四是扩大商业养老金业务试点，丰富产品供给，提升客户体验，加强风险管理，健全监管规则。
2024年11月14日	《关于推进农业保险精准投保理赔等有关事项的通知》	一是强化投保精准性管理，满足农户合理投保需求，提升农业保险精准投保理赔可操作性；二是完善理赔机制标准，提高理赔服务质效，鼓励保险公司提高预赔付比例，提升农户满意度；三是夯实条款费率管理，加强数据共享并规范市场秩序。
2024年11月29日	《关于印发保险资产风险分类暂行办法的通知》	一是扩大了资产风险分类的覆盖范围，明确了除现金及流动性管理工具；二是完善固定收益类资产分类标准，保持与商业银行一致的固定收益资产分类；三是完善权益类资产、不动产类资产风险分类标准，同时考虑产品管理人情况、风险控制措施、投资权益保护机制、产品退出机制安排等因素，对产品进行风险分类；四是健全资产风险分类管理的治理结构，优化风险分类的“初评、复核、审批”三级工作机制，明确董事会、高级管理层和相关职能部门的工作职责。
2024年12月7日	《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》	一是全面从严监管，强化市场准入退出监管、推进分级分类监管、从严整治违法违规行为、健全审慎监管制度规则；二是切实防范化解风险，增强资本补充能力、健全监测预警体系、完善风险防范化解处置机制、丰富风险化解处置方式；三是深化改革推进开放，把握机构发展定位，提升风险管理能力；四是提升服务实体经济质效，促进城乡融合发展、保障国家重大战略。

资料来源：国务院、财政部、国家金融监督管理总局，大公国际整理