

保险公司资本补充工具信用评级答疑

2024 年 10 月 18 日

目录

| | |
|---|----|
| 1. 保险公司资本补充工具的评级为何与高级债券不同? | 2 |
| 2. 如何评估保险公司发行的资本补充工具的信用等级? | 3 |
| 3. 政府/集团会在危机情况下对保险公司发行的资本补充工具提供支持吗? | 7 |
| 4. 保险公司发行在外的资本补充债的风险如何? | 7 |
| 5. 目前保险公司发行的永续债风险如何? | 10 |

分析师

李迎, CFA, FRM
北京
Ying.Li@spgchinaratings.cn

王燕愚, CFA
北京
Stephanie.Wang@spgchinaratings.cn

1. 保险公司资本补充工具的评级为何与高级债券不同？

金融机构资本补充工具通常兼有债权和股权的双重属性。如果债务工具能够在不构成法律意义上的违约或被清算的条件下吸收损失，那么我们通常认为此类债务工具属于资本补充工具。吸收损失的形式有很多种，主要包括本金或利息的支付延付/取消，本金减记，或者转换为普通股或其他资本补充工具等。

保险公司资本补充工具主要分为资本补充债券和永续债。截至 2024 年 7 月末，保险公司发行在外的债券共计约 3,348 亿元，其中资本补充债券 2,777 亿元，占比 83%；永续债 558 亿元，占比 17%。

表 1

保险公司资本补充工具条款列举

| 条款 | 资本补充债券 | 无固定期限资本债券（“永续债”） |
|------------|---|--|
| 次级条款 | <p>债券本金和利息的清偿顺序列于发行人保单责任、其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；本期债券与发行人已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他次级债务处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的次级定期债务、资本补充债券等资本补充工具同顺位受偿。</p> <p>发行人无法如约支付本息时，债券持有人无权向人民法院申请对发行人实施破产。</p> | <p>债券本金和利息的清偿顺序列于发行人保单责任、其他普通负债和附属资本工具之后，核心一级资本工具之前；本期债券与发行人已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他核心二级资本工具处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的核心二级资本工具同顺位受偿。</p> <p>发行人无法如约支付本息时，债券持有人无权向人民法院申请对发行人实施破产。</p> |
| 减记/转股条款 | / | <p>当无法生存触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本期债券的本金进行部分或全部减记。本期债券按照存续金额在设有同一触发事件的所有核心二级资本工具存续总金额中所占的比例进行减记。</p> <p>无法生存触发事件是指发生以下情形之一：一是国家金融监督管理总局认为若不进行减记，发行人将无法生存；二是相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，发行人将无法生存；三是当人民法院裁定受理发行人破产申请。减记部分不可恢复。</p> |
| 取消/延期支付条款* | <p>根据法律法规和监管机构要求，发行人仅在确保偿付本期债券本金或利息后，偿付能力充足率不低于监管要求的前提下，才能偿付本期债券的本金或利息；否则对应本金或利息将被递延支付，并在确保支付后的发行人偿付能力充足率不低于监管要求的前提下，才能支付被递延的对应本金或利息。前述本金或利息的递延支付不属于发行人未能按照约定足额支付本金或利息的行为，递延支付的本金或利息不计算复息。</p> <p>在满足监管机构有关偿付本息前提条件的情况下，本期债券的本金或利息不得递延支付。</p> | <p>根据法律法规和监管机构要求，发行人仅在确保偿付本期债券利息后，综合偿付能力充足率不低于 100%的前提下，才能偿付本期债券的利息；否则当期利息支付义务将被取消，且未向债券持有人足额派息的差额部分不累积到下一计息年度。发行人无法如约支付利息时，本期债券的投资人无权向人民法院申请对发行人实施破产。</p> <p>即使在满足综合偿付能力充足率不低于 100%的前提下，发行人亦有权在每个付息日，自行选择将全部或部分当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制，亦不构成违约事件，递延支付的利息不另计息，发行人在行使该项权利时将充分考虑债券持有人的利益。递延全部或部分本期债券派息除构成对普通股的股息分配限制以外，不构成对发行人的其他限制。</p> |

注*：2022 年 3 月之前保险公司发行的资本补充债券无本金或利息取消/延付条款，该条款出现于 2022 年 3 月及其后发行的资本补充债券中。

资料来源：相关债项募集说明书，经标普信评收集和整理。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于资本补充工具吸收损失的特性，我们认为其信用质量有可能低于同一发行主体发行的高级无抵押债券，因此其评级结果有可能与同一发行主体发行的高级无抵押债券的评级结果不同。

2. 如何评估保险公司发行的资本补充工具的信用等级？

保险公司高级无抵押债券和资本补充工具的风险差异取决于多项因素，主要包括获得政府/集团支持的可能性、债券损失吸收的特性和我们对保险公司偿付能力充足水平的预期，以及监管的态度等。下表展示了我们对于金融机构资本补充工具的分析方法。

通常情况下我们以主体信用等级作为资本补充工具子级下调的起点。

保险公司资本补充债券在条款上具有 1) 次级条款；2) 本金或利息取消/延付条款两个对投资人不利的条款。

保险公司永续债在条款上具有 1) 次级条款；2) 减记条款；3) 本金或利息取消/延付条款三个对投资人不利的条款。

表2

金融机构资本补充工具分析方法概述

| 步骤 | 详解 |
|-------------------|--|
| 第一步：主体评估 | 确定主体的个体信用状况，外部支持子级调整，主体信用等级。通常情况下我们以主体信用等级作为资本补充工具子级下调的起点。 |
| 第二步：债券条款评估 | 债券合同条款分析，一共分为 3 小步，该部分的子级减扣一般不会超过 3 个子级。 |
| 2.1：合同性次级 | 合同次级条款。通常减扣 1 个子级。 |
| 2.2：支付风险 | 支付风险是指因为债券的损失吸收功能，而导致本金和/或利息被取消或延期支付的风险。通常减扣 1 个子级。 |
| 2.3：转换为普通股或本金减记风险 | 如果资本补充工具带有导致转换为普通股，或本金减记或者两者兼有的强制性或有资本条款。通常减扣 1 个子级。 |
| 第三步：资本韧性评估 | <ul style="list-style-type: none"> □ 如果发行主体资本显著短缺，导致混合资本工具真正被用来损失吸收的可能性显著大于资本充足的同业，可能会导致子级下调。 □ 如果发行主体资本韧性好，导致混合资本工具真正被用来损失吸收的可能性大幅下降，对投资人不利的条款实际被运用的可能性很小，可能会导致子级上调。该类上调通常不超过 2 个子级。 |
| 第四步：外部支持评估 | <ul style="list-style-type: none"> □ 我们会考虑债券得到的外部支持是否小于主体，如果小于主体，会有子级减扣。 □ 债券持续期间，债券条款的损失吸收风险是否会因为外部支持而减弱，如果有减弱，我们可能会上调子级。如果该公司在股权结构上和政府有密切关系，且政府有很强的能力提供支持，可能会导致子级上调，该类上调通常不超过 2 个子级。 □ 如果主体有外部支持，但因为个体信用状况已经是 aaa，或接近 aaa，导致外部支持没有充分反映在主体信用等级里，我们可以在债券评级中考虑以上隐含的外部支持。 |
| 第五步：补充调整 | <ul style="list-style-type: none"> □ 该部分包括其他前面未充分考虑的特殊因素，包括流动性因素和监管决策等。 □ 如果债券非常接近违约，我们可能进行补充调整，以充分评估其违约风险。 |
| 第六步：债券最终信用等级 | 非高级债券的信用等级可以等同于或低于高级债券，不能高于高级债券。 |

资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

以下我们以四家保险公司为例，展示我们如何利用上述方法得到保险公司资本补充工具可能的评级结果。值得注意的是，下面的子级调整示例仅基于当前市场已发行债券的常见条款。若任何资本补充工具有不同的条款，即便与我们示例中资本补充工具的名称相同，子级调整结果通常也将不同。

表3

保险公司资本补充工具评级结果示例 1（国有大型保险公司）

| 分析结论 | | 解释 |
|---------------|--------------------|---|
| 个体信用状况 | aaa _{spc} | |
| 政府支持 | 0 子级调整 | 个体信用状况已达到 aaa，政府支持未能体现为子级调整。 |
| 主体信用等级 | AAA _{spc} | 个体信用状况 + 政府支持。 |
| 资本补充债券 | | |
| 债券条款评估 | -2 个子级 | 根据募集说明书，保险公司资本补充债券带有次顺位条款，以及本金或利息取消/延付条款。因此，我们下调 2 个子级以反映债券条款带来的风险。 |
| 资本韧性评估 | +1 个子级 | 公司的偿付能力充足率高，资本韧性好，导致混合资本工具真正被用来损失吸收的可能性大幅下降，对投资人不利的条款实际被运用的可能性很小。 |
| 外部支持评估 | +1 个子级 | 出于股权结构和公司系统重要性的考虑，我们认为公司的资本补充债券获得中央政府支持的可能性很高，可以弥补债券条款带来的不利影响。 |
| 补充调整 | 0 子级调整 | 无。 |
| 债项信用等级 | AAA _{spc} | |
| 永续债 | | |
| 债券条款评估 | -3 个子级 | 根据募集说明书，保险公司永续债带有次顺位条款、减记条款，以及本金或利息取消/延付条款。因此，我们下调 3 个子级以反映债券条款带来的风险。 |
| 资本韧性评估 | +1 个子级 | 公司的偿付能力充足率高，资本韧性好，导致混合资本工具真正被用来损失吸收的可能性大幅下降，对投资人不利的条款实际被运用的可能性很小。 |
| 外部支持评估 | +2 个子级 | 出于股权结构和公司系统重要性的考虑，我们认为公司的永续债获得中央政府支持的可能性高，可以弥补债券条款带来的不利影响。 |
| 补充调整 | 0 子级调整 | 无。 |
| 债项信用等级 | AAA _{spc} | |

资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表4

保险公司资本补充工具评级结果示例 2 (民营大型保险公司)

| 分析结论 | | 解释 |
|--------|--------------------|---|
| 个体信用状况 | aa _{spc+} | |
| 政府支持 | +1 个子级 | 虽然是民营机构，但考虑到机构规模大，具有系统重要性，因此我们对主体有政府支持的考虑。 |
| 主体信用等级 | AAA _{spc} | 个体信用状况 + 政府支持。 |
| 资本补充债券 | | |
| 债券条款评估 | -2 个子级 | 根据募集说明书，保险公司资本补充债券带有次顺位条款，以及本金或利息取消/延付条款。因此，我们下调 2 个子级以反映债券条款带来的风险。 |
| 资本韧性评估 | 0 子级调整 | 我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，资本韧性一般。 |
| 外部支持评估 | -1 个子级 | 公司主体信用质量包含 1 个子级的政府支持上调。考虑公司的股权结构，我们认为其资本补充债券获得政府支持的可能性低，因此对其下调 1 个子级，减扣掉了政府支持因素。 |
| 补充调整 | 0 子级调整 | 无。 |
| 债项信用等级 | AA _{spc-} | |
| 永续债 | | |
| 债券条款评估 | -3 个子级 | 根据募集说明书，保险公司永续债带有次顺位条款、减记条款，以及本金或利息取消/延付条款。因此，我们下调 3 个子级以反映债券条款带来的风险。 |
| 资本韧性评估 | 0 子级调整 | 我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，资本韧性一般。 |
| 外部支持评估 | -1 个子级 | 公司主体信用质量包含 1 个子级的政府支持上调。考虑公司的股权结构，我们认为其永续债获得政府支持的可能性低，因此对其下调 1 个子级，减扣掉了政府支持因素。 |
| 补充调整 | 0 子级调整 | 无。 |
| 债项信用等级 | A _{spc+} | |

资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表5

保险公司资本补充工具评级结果示例 3 (国有中小型地方保险公司)

| 分析结论 | | 解释 |
|--------|---------------------|----------------|
| 个体信用状况 | bbb _{spc-} | |
| 政府支持 | +4 个子级 | |
| 主体信用等级 | A _{spc} | 个体信用状况 + 政府支持。 |
| 资本补充债券 | | |

| | | |
|------------|---------------------|---|
| 债券条款评估 | -2 个子级 | 根据募集说明书，保险公司资本补充债券带有次顺位条款，以及本金或利息取消/延付条款。因此，我们下调 2 个子级以反映债券条款带来的风险。 |
| 资本韧性评估 | 0 子级调整 | 我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，资本韧性一般。 |
| 外部支持评估 | 0 子级调整 | 由于是地方政府持股保险公司，公司的资本补充债券得到政府支持的可能性与高级债权相似，因此无政府支持方面的子级扣减。 |
| 补充调整 | 0 子级调整 | 无。 |
| 债项信用等级 | BBB _{spc+} | |
| 永续债 | | |
| 债券条款评估 | -3 个子级 | 根据募集说明书，保险公司永续债带有次顺位条款、减记条款，以及本金或利息取消/延付条款。因此，我们下调 3 个子级以反映债券条款带来的风险。 |
| 资本韧性评估 | 0 子级调整 | 我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，资本韧性一般。 |
| 外部支持评估 | -1 个子级 | 我们认为公司永续债获得政府支持的可能性弱于其高级债权及资本补充债券，因此有政府支持方面的子级扣减。 |
| 补充调整 | 0 子级调整 | 无。 |
| 债项信用等级 | BBB _{spc-} | |

资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表6

保险公司资本补充工具评级结果示例 4（银行系保险公司）

| 分析结论 | | 解释 |
|---------------|--------------------|--|
| 个体信用状况 | bbb _{spc} | |
| 政府支持 | +8 个子级 | |
| 主体信用等级 | AAA _{spc} | 个体信用状况 + 政府支持。 |
| 资本补充债券 | | |
| 债券条款评估 | -2 个子级 | 根据募集说明书，保险公司资本补充债券带有次顺位条款，以及本金或利息取消/延付条款。因此，我们下调 2 个子级以反映债券条款带来的风险。 |
| 资本韧性评估 | 0 子级调整 | 我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，资本韧性一般。 |
| 外部支持评估 | +2 个子级 | 公司实际控制人为国有大型商业银行，具有很强的支持能力和支持意愿，我们认为公司的资本补充债券可能得到集团支持，可以弥补债券条款带来的不利影响。 |
| 补充调整 | 0 子级调整 | 无。 |
| 债项信用等级 | AAA _{spc} | |

| 永续债 | | |
|--------|--------------------|--|
| 债券条款评估 | -3 个子级 | 根据募集说明书，保险公司永续债带有次顺位条款、减记条款，以及本金或利息取消/延付条款。因此，我们下调 3 个子级以反映债券条款带来的风险。 |
| 资本韧性评估 | 0 子级调整 | 我们认为该发行主体在可预见的未来具有充足的资本，资本韧性一般。 |
| 外部支持评估 | +2 个子级 | 公司实际控制人为国有大型商业银行，具有很强的支持能力和支持意愿，我们认为公司的永续债可能得到集团支持，可以很大程度上弥补债券条款带来的不利影响。 |
| 补充调整 | 0 子级调整 | 无。 |
| 债项信用等级 | AA _{spc+} | |

资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3. 政府/集团会在危机情况下对保险公司发行的资本补充工具提供支持吗？

我们认为部分国内大中型保险公司在困难时可能会获得一定的政府支持；但同时，部分高风险中小保险公司破产可能是不可避免的。2024 年 9 月，国务院发布的《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》（“新国十条”）明确指出，需健全市场退出机制。对风险大、不具备持续经营能力的保险机构，收缴金融许可证，依法进入破产清算程序。我们认为，在保险公司破产清算的过程中，债权人可能发生损失。

保险公司发行的债券主要是资本补充工具（资本补充债、永续债），在保险公司风险处置过程中用来吸收损失的可能性大。资本补充工具发行的最终目的就是在保险公司偿付能力不足时用于吸收损失，如果所有保险公司发行的所有资本工具都得到政府救助，就失去了发行该类债券的意义。

我们对资本补充工具可能获得政府支持的分析主要包括以下因素：

- 资本补充工具的性质。一般而言，我们认为，与永续债相比，资本补充债券更可能获得政府支持，这是因为永续债为核心资本，资本属性更强。
- 保险公司的所有权属性。我们通常认为，与民营保险公司的资本补充工具相比，股权结构与政府关系密切的国有保险公司的资本补充工具更可能获得政府支持。
- 保险公司的系统重要性。我们认为，与规模更小的保险公司相比，大型系统重要性保险公司发行的资本补充工具更有可能获得政府支持。

我们认为，政府是有可能对保险公司资本补充工具提供一定支持的，但政府需在维持金融稳定和防范道德风险之间实现平衡，因此在提供该类支持时会有选择性的。政府对资本补充工具的支持态度也可能在不同时期有所不同。

与政府支持相比，集团支持子公司资本补充工具的意愿会更加确定。

4. 保险公司发行在外的资本补充债的风险如何？

保险公司资本补充债的损失风险主要集中在资本已经严重不足的高风险民营中小保险公司发行的资本补充债/次级债，其资本补充工具的最终损失程度取决于其资本不足的程度以及国内监管和政府的态度。

个别中小保险公司的资本承压严重，或不再披露资本相关信息，我们认为这些保险公司资本补充工具用来吸收损失的可能性远大于偿付能力充足的保险公司。但这些公司发行的债券规模小，即使其中有债券发生违约，我们认为对市场的冲击可控。我们在表 7 及表 8 中列举了近期监管披露不合规或指标

不达标的保险公司，共有 7 家保险公司仍有债券发行在外，这些公司发行在外的债券总额合计约 226 亿元。

表7

近期监管披露不合规/指标不达标的人身险公司列举

| 监管披露不合规/指标不达标 | 公司名称 |
|--------------------|---|
| 未披露偿付能力充足率报告 | 百年人寿、天安人寿、大家人寿、君康人寿、华夏人寿、中融人寿、和谐健康、富德生命人寿、昆仑健康、前海人寿、珠江人寿、上海人寿、渤海人寿、恒大人寿 |
| 综合偿付能力低于监管预警（120%） | 国华人寿、长生人寿、信泰人寿 |
| 监管风险评级 | |
| 未披露监管风险评级 | 国华人寿、弘康人寿 |
| 风险综合评级为 C | 华汇人寿、平安养老、合众人寿 |
| 风险综合评级为 D | 三峡人寿、北大方正 |

资料来源：公开信息，经标普信评收集整理。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表8

近期监管披露不合规/指标不达标的财产险公司列举

| 监管披露不合规/指标不达标 | 公司名称 |
|----------------------|------------------------------------|
| 未披露偿付能力充足率报告 | 长安责任保险、天安财险 |
| 偿付能力充足率 | |
| 综合偿付能力低于监管预警（120%） | 前海财险 |
| 综合偿付能力低于监管最低要求（100%） | 安心财险 |
| 监管风险评级 | |
| 风险综合评级为 C | 珠峰财险、前海财险、都邦财险、安华农险、富德财险、渤海财险、华安财险 |
| 风险综合评级为 D | 安心财险 |

资料来源：公开信息，经标普信评收集整理。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在上述监管披露不合规/指标不达标的保险公司中，有 7 家保险公司仍有债券发行在外，其中 5 家保险公司的资本混合工具在可赎回日未选择赎回。除此以外，截至目前在可赎回日未选择赎回资本补充债的保险公司还有幸福人寿。但该公司目前监管信息披露正常。

表9

近期监管披露不合规/指标不达标的保险公司发行在外债券

| 发行人 | 债券名称 | 发行日期 | 期限（年） | 发行规模（亿元） | 目前状况 |
|------|-----------------|------------|-----------------|----------|---|
| 天安人寿 | 2015 年资本补充债券 | 2015/12/25 | 5+5 (赎回日未赎回) | 20 | 自 2020 年二季度起不再披露偿付能力充足率报告。2020 年 7 月，原银保监会宣布对公司实施接管。 2023 年 9 月公司发布公告由中汇人寿整体受让公司保险业务及相应的资产、负债。 资本补充债券于 2020 年付息日首次利息展期，计息挂账至今。 |
| 天安财险 | 2015 年资本补充债券 | 2015/9/29 | 5+5 (赎回日未赎回) | 53 | 自 2020 年二季度起不再披露偿付能力充足率报告。2020 年 7 月，原银保监会宣布对公司实施接管。 |
| | 2014 年次级债券 | 2014/12/30 | 10 | 13 | 2024 年 8 月公司发布公告由申能财险受让公司保险业务。 资本补充债券于 2020 年付息日首次利息展期，计息挂账至今。 |
| 珠江人寿 | 2020 年第一期资本补充债券 | 2020/3/23 | 5+5 | 3.5 | |
| | 2019 年第三期资本补充债券 | 2019/9/24 | 5+5 (赎回日未赎回) | 5 | 截至 2021 年末，公司核心偿付能力 52.02%。自 2022 年一季度起不再披露偿付能力报告。 |
| | 2019 年第二期资本补充债券 | 2019/6/21 | 5+5 (赎回日未赎回) | 8.5 | 债券付息正常，但有三只债券在可赎回日未赎回。 |
| | 2019 年第一期资本补充债券 | 2019/3/26 | 5+5 (赎回日未赎回) | 18 | |
| 百年人寿 | 2019 年资本补充债券 | 2019/3/26 | 5+5 (赎回日未赎回) | 20 | 截至 2023 年一季度末，公司核心偿付能力充足率 64.43%，净资产-4.20 亿元。自 2023 年二季度起不再披露偿付能力报告。 2024 年 4 月，大连市国有金融资本管理运营有限公司（实控人为大连市财政局）对公司增资 1.1 亿元，持股比例 1.39%；5 月，变更股东申请获批，转让完成后金运公司将持有公司 11.51% 股份，成为公司第一大股东。 债券付息正常，但在可赎回日未赎回。 |

| | | | | | |
|------------|---------------------|------------|-----------------|----|--|
| 长安责任保 险 | 2016 年公司资 本补充债券 | 2016/11/29 | 5+5 (赎回日未赎回) | 5 | 截至 2023 年三季度末, 公司核心偿付能力充足率-132.48%。截至 2023 年年末, 公司净资产-8.63 亿元。公司暂缓披露 2023 年第四季度偿付能力报告至今。债券付息正常, 但在可赎回日未赎回。 |
| 中国人寿 | 2021 年第一期 资本补充债券 | 2021/7/6 | 5+5 | 30 | 截至 2024 年二季度末, 公司核心偿付能力充足率 74.64%, 综合偿付能力充足率 119.78%, 未披露监管风险评级。债券付息正常。 |
| | 2020 年第一期 资本补充债券 | 2020/12/15 | 5+5 | 30 | |
| 合众人寿 | 2021 年资本补 充债券 | 2021/4/27 | 5+5 | 20 | 截至 2024 年二季度末, 公司核心偿付能力充足率 102.78%。2024 年一季度风险综合评级为 C 类。债券付息正常。 |

资料来源: Wind, 经标普信评收集整理。

版权©2024 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

个别高风险保险公司发行的资本补充债券已出现利息展期。天安人寿和天安财险两只发行于 2015 年的资本补充债券, 均在 2020 年付息日出现首次利息展期, 风险处置期间债券计息挂账。

天安人寿为“明天系”旗下保险公司, 成立于 2000 年, 注册地为北京市。天安人寿投资非标资产违约规模大, 保单偿付压力显著, 流动性出现紧张。2020 年 7 月, 原银保监会宣布对公司实施接管。天安人寿在 2023 年 9 月发布公告称, “中汇人寿保险股份有限公司(简称“中汇人寿”)整体受让天安人寿保险业务及相应的资产、负债”。中汇人寿由中央汇金和中国保险保障基金共同设立, 于 2023 年 6 月获批开业。

天安财险同样为“明天系”旗下保险公司, 成立于 1995 年, 注册地为上海自贸区。天安财险前期大量出售投资型保险业务, 后期出现兑付风险被迫出售优质资产, 加之投资业务踩雷严重, 投资资产质量很差, 陷入经营窘境。2020 年 7 月, 原银保监会宣布对公司实施接管。

天安财险的债券处理方式尚不明朗, 最终兑付情况值得关注。2024 年 8 月, 天安财险发布公告称, 转让至申能财产保险股份有限公司(简称“申能财险”)的保险业务的后续保险责任将由申能财险承担, 保单权利人(包括但不限于投保人、被保险人、受益人等)的合法权益将不受影响。申能财险由申能投资管理有限公司、上海国际集团有限公司等 8 家单位共同发起筹建, 成立于 2024 年 1 月, 实际控制人为申能(集团)有限公司, 后者是上海市国资委全资持股的地方国有企业。

根据国家金融监督管理总局 2024 年 9 月的批复, 同意申能财险受让天安财险的保险业务, 并要求转让行为不得损害投保人、被保险人和受益人的合法权益, 但未有提及债权人的情况。天安财险风险处置采用“新设承接+破产”的方式。我们认为, 天安财险风险化解的下一步在于其存量次级债券是否会发生损失; 如果发生损失, 对于中小保险公司的债券发行将构成冲击。

5. 目前保险公司发行的永续债风险如何?

截至目前, 保险公司发行的永续债未发生任何风险事件, 信用质量良好, 原因在于保险公司永续债发行时间尚短, 且发行主体主要为信用质量很好的大中型保险公司, 主体信用质量均在 aaa 序列。第一只保险永续债发行于 2023 年 11 月, 发行人为泰康人寿, 迄今已有 8 家保险公司发行了共计 557.7 亿元的永续债。

表10

截至目前保险公司发行在外永续债

| 发行人 | 发行日期 | 期限 (年) | 合计发行规模(亿元) |
|-----------------|--------------------------|-----------|------------|
| 中国太平洋人寿保险股份有限公司 | 2024/06/14 2023/12/01 | 5+N | 200 |
| 泰康人寿保险有限责任公司 | 2024/07/12 2023/11/07 | 5+N | 140 |
| 太平人寿保险有限公司 | 2023/12/19 | 5+N | 110 |
| 中英人寿保险有限公司 | 2024/07/23 2024/06/25 | 5+N | 30 |
| 中国人民健康保险股份有限公司 | 2023/12/07 | 5+N | 25 |
| 建信人寿保险股份有限公司 | 2023/12/26 | 5+N | 20 |
| 农银人寿保险股份有限公司 | 2023/12/12 | 5+N | 20 |
| 光大永明人寿保险有限公司 | 2023/12/28 | 5+N | 12.7 |
| 合计 | | | 557.7 |

资料来源：Wind，经标普信评收集整理。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

本报告中的分析是根据标普信评的方法论进行的。标普信评的方法论和分析方式仅适用于中国，并有别于标普全球评级所采用的方法论和分析方式。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用了公开信息，并且是根据标普信评的评级方法论，以及我们对于中国金融机构以及各个机构的了解进行的。在此次分析中，我们将我们的方法论对于公开信息进行分析，进而得到了关于金融机构信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点都只是以公开信息为基础，未有与任何机构进行任何互动式评级活动。但是，如果我们已与特定机构在评级活动中发生互动，我们通过评级工作从特定机构那里获得的信息和观点也可能被纳入本次分析结果中。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构或其债券的最终评级结果的表示。本报告中表达的观点是我们通过分析对潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

在此次案头分析过程中，我们对涉及的每家机构进行了分析，在本报告中按照机构的类型以组合层面呈现了我们的分析结果。我们根据我们方法论中最相关的指标，在本报告中的各个章节中呈现整个市场以及市场中不同类型的机构的数据和表现。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们与作为分析对象的大部分机构并未进行访谈或其他任何形式的互动沟通（我们已公开发布评级结果的机构除外）。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑机构获得母公司及集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号:



版权©2024 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

标普信用评级 (中国) 有限公司 (简称“标普信评”) 拥有上述内容 (包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出) 或其任何部分 (简称“内容”) 的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可, 严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容, 或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商, 以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人 (统称“标普方”) 均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏 (疏忽或其他), 无论其原因如何, 以及因使用内容而获得的结果, 或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证, 包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷, 以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下, 标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失 (包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失) 承担责任, 即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析 (包括评级和内容中的陈述) 是截至发表之日的意见陈述, 而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策 (如下所述) 并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议, 也不涉及任何证券的适合性。在发布后, 标普信评不承担更新 (不论以任何形式或格式) 发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时, 不应依赖内容, 内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问, 除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息, 但标普信评不审计其获得的信息, 也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布, 这些原因不一定取决于评级委员会的行动, 例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构 (NRSRO) 的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级, 所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见, 并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级, 不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级, 或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级, 标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离, 以保持相应活动的独立性和客观性。因此, 标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序, 以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬, 报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布, 包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。