

保险债刚兑打破，关注赎回压力下的个体风险

保险行业

2025 年 9 月 30 日，天安财产保险股份有限公司（以下简称“天安财险”）公告称因其不能确保在偿付债券本息后的偿付能力充足率不低于 100%且有能力清偿其他负债的本金和利息，无法按期偿付 53 亿元资本补充债“15 天安财险”，“15 天安财险”在 2020 年不行使赎回权并开始计息挂账，最终发生实质违约，成为我国保险机构首单违约债券。尽管“15 天安财险”的违约有迹可循（2020 年 7 月被监管、2020 年 6 月末财务表现上已资不抵债等），但对于这一打破保险债“刚兑”预期的事件，同样应引起投资人警觉。部分保险公司的债券需要重新审视，尤其是一些已经显现不利迹象的主体或债券。在此背景下，我们结合行业数据，对短期内面临赎回选择权的保险债券进行梳理，并选取若干需特别关注的债券进行重点探讨。

截至 2025 年 9 月末，保险公司存续债券 99 只（不含已违约的 15 天安财险，下同）余额合计 3944.20 亿元，涉及主体 54 家，其中余额在百亿及以上的共 15 家，合计占比达到 67.9%。从赎回权来看，共 8 只债券此前已发生“未赎回事件”（15 幸福人寿、15 天安人寿、16 长安保险、18 幸福人寿、19 珠江人寿 01、19 百年人寿、19 珠江人寿 02、19 珠江人寿 03），合计规模 136.5 亿元，这些债券同 15 天安财险一样，未来面临的是偿还压力，其中 15 幸福人寿和 15 天安人寿均将于 2025 年 12 月 29 日到期，余额分别为 30 亿元和 20 亿元；其他债券偿还时间均在 1 年以上。其他 91 只含有赎回权的债券，规模合计 3807.7 亿元，其中共 18 家主体的 23 只债券的赎回选择权在 1 年以内，合计规模 579.5 亿元，占全部保险存量债券的比重为 14.7%。

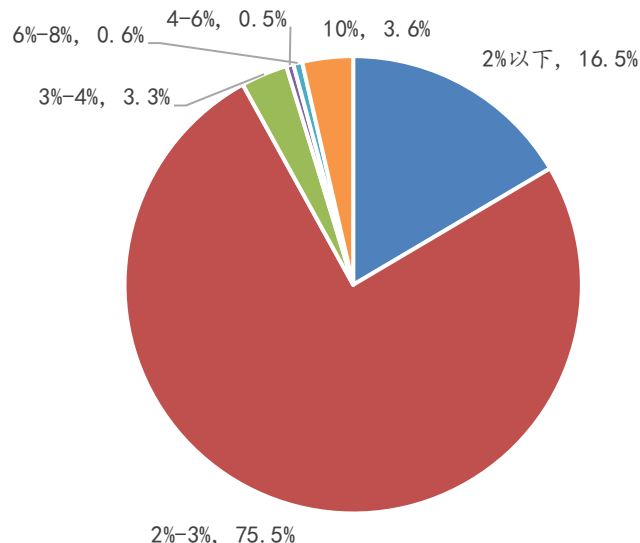
表 所有1年内面临赎回的债券

证券代码	证券简称	债务主体	债券 余额	剩余期限	赎回日期
2023014.IB	20 中国人寿财险	中国人寿财产保险股份有限公司	45.00	0.08	2025-10-26
2023015.IB	20 横琴人寿	横琴人寿保险有限公司	11.00	0.19	2025-12-03
2023016.IB	20 中财再保险	中国财产再保险有限责任公司	40.00	0.21	2025-12-10
2023018.IB	20 国华人寿 01	国华人寿保险股份有限公司	30.00	0.22	2025-12-21
2023019.IB	20 仁和人寿	招商局仁和人寿保险股份有限公司	8.00	0.24	2025-12-17
2023020.IB	20 中银三星人寿	中银三星人寿保险有限公司	10.00	0.25	2025-12-25
2023021.IB	20 中邮人寿 02	中邮人寿保险股份有限公司	60.00	0.26	2025-12-29
2023022.IB	20 北部湾保险 01	北部湾财产保险股份有限公司	2.50	0.26	2025-12-31
2123001.IB	21 长城人寿 01	长城人寿保险股份有限公司	5.00	0.31	2026-01-18
2123002.IB	21 建信人寿 01	建信人寿保险股份有限公司	60.00	0.35	2026-02-01
2123003.IB	21 泰康养老	泰康养老保险股份有限公司	20.00	0.46	2026-03-12
2123004.IB	21 中邮人寿 01	中邮人寿保险股份有限公司	40.00	0.49	2026-03-24
2123005.IB	21 联合财险	中华联合财产保险股份有限公司	20.00	0.49	2026-03-25
2123006.IB	21 交银康联人寿01	交银人寿保险有限公司	30.00	0.50	2026-03-29
2123007.IB	21 阳光人寿	阳光人寿保险股份有限公司	50.00	0.51	2026-03-30
2123008.IB	21 长城人寿 02	长城人寿保险股份有限公司	5.00	0.58	2026-04-27
2123009.IB	21 合众人寿	合众人寿保险股份有限公司	20.00	0.59	2026-04-29
2123010.IB	21 中信保诚人寿	中信保诚人寿保险有限公司	40.00	0.70	2026-06-10
2123011.IB	21 仁和人寿 01	招商局仁和人寿保险股份有限公司	10.00	0.75	2026-06-28
2123012.IB	21 国华人寿 01	国华人寿保险股份有限公司	30.00	0.78	2026-07-08
2123013.IB	21 交银人寿 02	交银人寿保险有限公司	18.00	0.84	2026-07-29
2123014.IB	21 人保再保险	人保再保险股份有限公司	20.00	0.87	2026-08-10
2123015.IB	21 同方全球人寿01	同方全球人寿保险有限公司	5.00	0.91	2026-08-24

数据来源：wind、胜遇研究团队整理

从行权收益率（2025 年 9 月 26 日）来看，18 只债券在 2% 以下，余额 651 亿元（占比 16.5%）；2%-3% 区间内的数量最多规模最大，共 61 只规模 2976.7 亿元，占比 75.5%；3%-4% 的 10 只余额 130 亿元（占比 3.3%）；4%-6% 的 1 只余额 20 亿元（21 合众人寿，2026 年 4 月末面临赎回选择权）；6%-8% 的 2 只共 25 亿元（16 长安保险和 19 百年人寿，均已发生不赎回）；10% 以上共 7 只余额合计 141.50 亿元，除 20 国华人寿 01（30 亿元，2025 年 12 月面临赎回选择权）和 21 国华人寿 01（30 亿元，2026 年 7 月面临赎回选择权）外，其他均已发生不赎回。需要注意的是，当日 20 国华人寿 01 和 21 国华人寿 01 的估值收益率已超过发生违约的 15 天安财险。

图 行权收益率分布



数据来源: wind、胜遇研究团队整理

针对未来 1 年面临赎回的保险债券，我们选取一些需要关注的债券：

（一）20 国华人寿 01、21 国华人寿 01（国华人寿保险股份有限公司）

20 国华人寿 01 和 21 国华人寿 01 余额均为 30 亿元，分别将于 2025 年 12 月 17 日和 2026 年 7 月 8 日面临赎回，国华人寿保险股份有限公司（以下简称“国华人寿”）成立于 2007 年 11 月，是经原中国保险监督管理委员会批准，6 家企业共同发起组建的全国性股份制人寿保险公司，初始注册资本 3.00 亿元。截至 2024 年 9 月末，国华人寿注册资本和实收资本均为 48.46 亿元，控股股东为天茂实业集团股份有限公司（持股 51.00%，原 A 股上市公司，以下简称“天茂实业”），实控人为刘益谦。此外，宁波凯益合贸易有限公司和宁波博永伦科技有限公司分别持股 15.05%和 13.91%，其余股东持股比例均在 10%以下，整体股东实力较弱。国华人寿 2019-2021 年实现原保险保费收入分别为 375.80 亿元、325.40 亿元和 378.41 亿元，规模小幅波动；银邮渠道是保险业务收入的主要来源，依赖度较高（2021 年占比 86.06%），营销渠道未来有待拓宽。2023 年和 2024 年 1-9 月净利润为-11.55 亿元和-6.47 亿元，2023 年是近十年以来首次亏损，主要是投资净收益持续减少和提取保险责任准备金增加。2024 年 9 月末国华人寿总资产为 2784.66 亿元，主要是可出售的金融投资 1205.79 亿元、投资性房地产 201.00 亿元。资本充足方面，2024 年 9 月末核心偿付能力充足率 84.78%（较年初上升 0.90 个百分点）和综合偿付能力充足率 122.75%（较年初下降 8.81 个百分点），均低于同期保险公司平均水平（同期数值分别为 135.10%和 197.40%），整体偿付能力均较低；2024 年末，两指标预测值下降至 81.56%和 121.02%，其偿付能力预

计将继续承受下行压力。此后，国华人寿延期披露 2024 年年度报告、2025 年第一季度报告和 2025 年半年度报告，预计其财务情况很可能继续恶化。根据其所在 2024 年 3 季度偿付能力季度报告中所预测的 2024 年末数据为基础，假定其赎回 20 国华人寿 01 后，静态测算的综合偿付能力充足率将降至 110.42%；赎回 21 国华人寿 01 后，静态测算的综合偿付能力充足率将降至 99.82%。据国华人寿公布的重大事项显示，截至 2024 年末，国华人寿累计收到罚单 10 张，罚款 172.10 万元。

股东层面，天茂实业同样未披露 2024 年及之后的定期报告，其也于 2025 年 5 月被证监会立案调查，最终于 2025 年 9 月底退市。考虑到控股股东的情况，预计其能够为国华人寿提供的支持有限。20 国华人寿 01 和 21 国华人寿 01 也是目前唯二的两只存在赎回选择权的保险债券中收益率达到两位数的债券，其面临的不确定性很大，剩余可“争取”的期限也很短。

（二）21 合众人寿（合众人寿保险股份有限公司）

21 合众人寿余额 20 亿元，将于 2026 年 4 月 29 日面临赎回，合众人寿保险股份有限公司（以下简称“合众人寿”）成立于 2005 年 1 月，是由北京永泰房地产开发有限责任公司（以下简称“永泰房地产”）等 6 家民营企业于发起设立的一家综合性人寿保险公司，初始注册资本为 3.00 亿元。截至 2023 年 9 月末，合众人寿注册资本和实收资本均为 42.83 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2024 年 6 月末，主要股东如下：第一大股东北京宸瑜企业管理有限公司 46.06%，第二大股东斯迈特投资有限责任公司持股 18.80%，第三和第四大股东分别为西藏德凡企业管理有限公司（13.87%）和西藏楚汉经贸有限公司（13.86%），其余股东持股比例均在 5% 以下，整体股东实力较弱。2021 年实现原保险保费收入 280.86 亿元，较上年增长 48.43%；个险渠道保费收入为保险业务收入的最主要来源，银保渠道的保费收入规模和收入贡献度增幅明显。2023 年和 2024 年 1-6 月，合众人寿净利润分别为-11.92 亿元和 2.78 亿元，2021 年以来年度净利润持续亏损，2024 年上半年虽扭亏为盈，但规模很小。2024 年 1-6 月，分红险和万能险账户业务净现金流分别为-3.26 亿元和-24.78 亿元，面临一定的给付压力。2024 年 6 月末合众人寿总资产为 2081.21 亿元。资本充足方面，2024 年 6 月末核心偿付能力充足率 102.78%（较年初上升 11.20 个百分点）和综合偿付能力充足率 177.03%（较年初下降 8.77 个百分点），均低于同期保险公司平均水平（同期数值分别为 132.40% 和 195.50%），整体偿付能力均较低；合众人寿预测下季度两指标分别降至 98.20% 和 169.73%，预计将承受下行压力；偿付能力不达标（监管标准不得低于 B 类），

自 2020 年第四季度以来，合众人寿已连续 14 个季度被评定为风险评级 C 级。合众人寿延期披露 2023 年信息披露报告，同时自 2024 年第二季度后，便未再按常规公开披露后续的偿付能力报告，预计其财务情况很可能继续恶化。根据其所在 2024 年 2 季度偿付能力季度报告中所预测的 2024 年 9 月末数据为基础，假定其赎回“21 合众人寿”后，静态测算的综合偿付能力充足率将降至 156.80%，距离要求仍有一定空间。此外，第一大股东存在限高消费、被列为被执行人等负面舆情，其能够得到的股东支持预计也有限。

（三）20 北部湾保险 01（北部湾财产保险股份有限公司）

20 北部湾保险 01 余额 2.5 亿元，将于 2025 年 12 月 31 日面临赎回，北部湾财产保险股份有限公司（以下简称“北部湾保险”）由广西金融投资集团有限公司（简称“广西金投”）作为主发起人，联合了区内外共 13 家涵盖金融、交通、钢铁、港航等多个领域的大型企业共同发起设立，经由原中国保险监督管理委员会批准于 2013 年 1 月成立的保险机构。截至 2025 年 6 月末，北部湾保险注册资本和实收资本均为 15.00 亿元，实际控制人为广西壮族自治区国有资产监督管理委员会。第一大股东和第二大股东广西金融投资集团有限公司和广东鸿发投资集团有限公司（民企）均持股 20%，第三大股东和第四大股东广西交通投资集团有限公司和广西北部湾国际港务集团有限公司均为国企，分别持股 19.00%和 12.67%，国有股份占比 64%，整体股东实力较强，但部分股权（占比 36.00%）已被质押，需关注相关股东自身经营状况变化。2022-2024 年，北部湾保险实现保险业务收入分别为 36.00 亿元、37.29 亿元和 38.39 亿元，小幅增长；其中专业代理占比持续升高，个人代理和直销渠道有所减少。北部湾保险 2024 年净利润为 0.61 亿元，规模很小，叠加同业竞争日趋激烈，未来盈利情况仍需关注。2022-2024 年，北部湾保险综合赔付率分别为 75.46%、68.84%和 69.71%，承保端面临一定的经营压力。2025 年 6 月末北部湾保险总资产为 74.28 亿元，主要是可供出售金融资产 27.20 亿元和交易性金融资产 15.91 亿元等。资本充足方面，2025 年 6 月末核心偿付能力充足率 149.30%（较年初下降 12.19 个百分点）和综合偿付能力充足率 254.67%（较年初下降 31.16 个百分点），虽有所下降但高于同期保险公司平均水平（同期数值分别为 147.80%和 204.50%），整体偿付能力仍保持充足水平。北部湾保险预测下季度两指标分别降至 142.69%和 241.05%。根据其所在 2025 年 2 季度偿付能力季度报告中所预测的 2025 年 3 季度数据为基础，假定其赎回“20 北部湾保险 01”后，静态测算的综合偿付能力充足率将降至 210.28%，仍具备较好的水平。同时自 2014 年完成首次增资后，北部湾保险已有十年未获得资本补充，为了应对偿付能力下降的压力，北部湾保

险在 2025 年 6 月的临时股东会上再次通过了增资扩股工作方案的相关议案，若增资完成后，北部湾保险的资本实力较得到有效提升。此外，北部湾保险还存续另一只金额 5.50 亿元的债券，行权日为 2027 年 4 月。

股东层面，尽管第二大股东存在失信、被执行人及限高消费等负面舆情，但考虑到国企的持股与控制情况，预计能够得到地方股东的大力支持。结合其自身较好的偿付充足率，预计赎回时出现超预期事件的可能性较低，当前较高的收益率应是机会。

（四）21 同方全球人寿 01（同方全球人寿保险有限公司）

21 同方全球人寿 01 余额 5 亿元，将于 2026 年 8 月 24 日面临赎回，同方全球人寿保险有限公司（以下简称“同方全球人寿”）原名为海康人寿保险有限公司，由全球人寿保险国际公司（Aegon International B.V.，以下简称“全球人寿国际”）与中海石油投资控股有限公司各出资 50%共同组建，初始注册资本为 2 亿元。截至 2025 年 6 月末，同方全球人寿注册资本和实收资本均为 26.30 亿元，同方股份有限公司（以下简称“同方股份”，600100.SH）和全球人寿国际分别持有 50%的股权，无实际控制人。2022-2024 年同方全球人寿实现原保险保费收入分别为 70.74 亿元、81.75 亿元和 87.37 亿元，规模持续提升，但分支机构数量少、区域覆盖面不足，市场份额相对较低；银保渠道收入贡献度提升，保费收入渠道多元化水平整体有所提升。同方全球人寿 2024 年和 2025 年 1-6 月净利润为 0.36 亿元和 -2.22 亿元，规模较小，2025 年上半年呈现亏损，主要是赔付总支出有所增长，加之保险责任准备金计提力度的上升所致。2025 年 6 月末，同方全球人寿总资产为 509.64 亿元，主要是可供出售金融资产 365.20 亿元和交易性金融资产 21.95 亿元等，截至 2025 年 3 月末，同方全球人寿 1 笔本金 1.5 亿元不动产债权融资计划存在风险，目前该债权计划拥有商业不动产作为抵押物，且已计提减值准备 0.75 亿元，需对相关资产后续处置以及减值计提情况保持关注。截至 2024 年末，同方全球人寿规模调整后修正久期缺口为 -13.33 年，资产负债期限错配严重。资本充足方面，2025 年 6 月末核心偿付能力充足率 161.18%（较年初下降 15.82 个百分点）和综合偿付能力充足率 205.20%（较年初下降 22.80 个百分点），虽有所下降但高于同期保险公司平均水平（同期数值分别为 147.80%和 204.50%），整体偿付能力保持较好水平；同方全球人寿预测下季度两指标分别降至 149.00%和 186.00%。根据其所在 2025 年 2 季度偿付能力季度报告中所预测的 2025 年 3 季度数据为基础，假定其赎回“21 同方全球人寿 01”后，静态测算的综合偿付能力充足率将降至 177.49%，并不存在显著压力。根据最新的公开信息，2025 年 1 季度，同方全球人寿风险综合评级保持 AAA 级，

展现出稳健的经营状态。

根据同方股份披露的公告显示，同方股份拟转让其持有的同方全球人寿全部股权，截至 2025 年 9 月 25 日，此次股权转让事项处于暂时停止挂牌状态。综合来看，后续能否扭亏以及股东的变化是未来的关注点。

（五）20 横琴人寿（横琴人寿保险有限公司）

20 横琴人寿余额 11 亿元，将于 2025 年 12 月 3 日面临赎回，横琴人寿保险有限公司（以下简称“横琴人寿”）成立于 2016 年 12 月，是广东横琴自贸区内首家全国性法人寿险机构，由珠海铎创投资管理有限公司（以下简称“珠海铎创”）、亨通集团有限公司、深圳市珍珠红商贸有限公司（以下简称“珍珠红商贸”）、苏州环亚实业有限公司、中植企业集团有限公司五家战略类股东共同发起设立，初始注册资本 20 亿元。截至 2025 年 6 月末，横琴人寿注册资本和实收资本均为 31.37 亿元，第一大股东珠海铎创持股比例为 49.00%，其余四家股东持股比例均为 12.75%，其中珍珠红商贸所持股份已全部被质押，需持续关注股权被质押的情况，无实际控制人，国有股权占比 49%，股东实力一般。2022-2024 年横琴人寿实现原保险保费收入分别为 79.71 亿元、85.20 亿元和 82.29 亿元，市场份额有所下滑；业务渠道以银行代理渠道和经纪代理渠道为主。除 2020 年和 2021 年外，横琴人寿净利润持续为负，2025 年 1-6 月亏损扩大至 -8.39 亿元。2025 年 6 月末，横琴人寿总资产为 438.42 亿元，主要是其他债权投资 167.03 亿元和交易性金融资产 131.23 亿元等，截至 2025 年 3 月末，横琴人寿存量投资资产中发生违约或逾期的本金和利息合计 21.37 亿元，已计提减值 2.87 亿元，主要集中在房地产和信托领域。资本充足方面，2025 年 6 月末核心偿付能力充足率 157.40%（较年初下降 2.52 个百分点）和综合偿付能力充足率 189.34%（较年初下降 3.08 个百分点），相较于同期保险公司平均水平（同期数值分别为 147.80% 和 204.50%），整体偿付能力尚可；横琴人寿预测下季度两指标分别降至 144.43% 和 175.77%。根据其所在 2025 年 2 季度偿付能力季度报告中所预测的 2025 年 3 季度数据为基础，假定其赎回“20 横琴人寿”后，静态测算的综合偿付能力充足率将降至 145.37%，根据监管规则，当综合偿付能力充足率低于 150% 时，监管机构会予以重点关注。自 2024 年以来，包括首任董事长、首席投资官在内的多名核心高管相继离职，管理层团队从年初的 9 人缩减至 5 人，频繁的人事变动导致总经理不得不兼任首席合规官等职，高管频繁更迭反映出横琴人寿内部治理的不稳定。以上因素以及持续亏损的情况，均可能导致未来发生不确定的事件。

此外，此前已发生不赎回事件的 15 天安人寿和 15 幸福人寿均将在 2025 年末到期，余额分别为 20 亿元和 30 亿元。

15 天安人寿的发行人天安人寿保险股份有限公司（以下简称“天安人寿”）与违约的天安财产保险股份有限公司同为“明天系”旗下保险机构，“明天系”风险暴露后含天安人寿在内的六家金融机构于 2020 年 7 月同时被原银保监会接管，自 2023 年 10 月起，天安人寿的保险业务、资产和负债已由新成立的中汇人寿保险股份有限公司全面接手。此后，天安人寿于 2025 年 6 月因多项违规被吊销业务许可证，随后在 7 月 18 日正式退出市场。而 15 天安人寿自 2020 年起就处于利息暂缓支付状态，考虑到天安财险债券违约，15 天安人寿大概率面临类似命运。

15 幸福人寿的发行人幸福人寿保险股份有限公司（以下简称“幸福人寿”）于 2007 年 11 月成立的全国性股份制人寿保险公司。主要股东如下：第一大股东和第二大股东诚泰财产保险股份有限公司和东莞市交通投资控股集团有限公司均为国企，分别持股 30.00%和 20.995%；第三大股东三胞集团有限公司持股 14.18%，全部股份已被质押或冻结。2024 年 11 月，经北京市第四中级人民法院裁定，第四大股东深圳市亿辉科技发展有限公司（以下简称“深圳亿辉特科技”）将所持公司 4.66 亿股股份（占公司所有股份总额的 4.60%）以抵债方式转让给存款保险基金管理有限责任公司，后者成为第七大股东，股权转让手续已经完成，深圳亿辉特科技持股比例已压降至 4.67%，且上述剩余股份已向华夏人寿保险股份有限公司办理了质押。截至 2025 年 6 月末，幸福人寿全部股东股权质押比例合计 23.66%，冻结比例合计 21.99%。2025 年 1-6 月，幸福人寿实现保险业务收入 139.25 亿元，同比下降 6.30%，投资收益同比有所下降；净利润 0.61 亿元，盈利能力仍然承压。2025 年 6 月末，幸福人寿总资产为 1414.82 亿元，投资的非标资产涉及违约的账面余额为 51.89 亿元，针对违约投资合计减值计提比例为 58.96%。截至 2025 年 6 月末，幸福人寿综合偿付能力充足率 132.26%，核心偿付能力充足率 90.69%，相关偿付能力指标仍处行业较低水平，未来资本仍面临较大的补充压力。有利的方面是，“15 幸福人寿”由中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”，01359.HK）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中国信达是经国务院批准成立的首家金融资产管理公司，控股股东中央汇金投资有限责任公司，担保实力较强，基本保障了该债券的到期安全。

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。
任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。