

天安财险债券风险状况点评

尾部中小险企风险出清加速

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥	021-60375452	kongxiang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523060004
证券分析师：王京灵	0755-22941150	wangjingling@guosen.com.cn	执证编码：S0980525070007

事项：

2025年9月30日，“明天系”旗下保险公司天安财险发布《关于2015年资本补充债券无法按期兑付的公告》（以下简称“《公告》”），其“15天安财险”53亿元资本补充债在当日到期，因偿付能力不足，预计无法还本付息，成为保险业首只违约的债券。

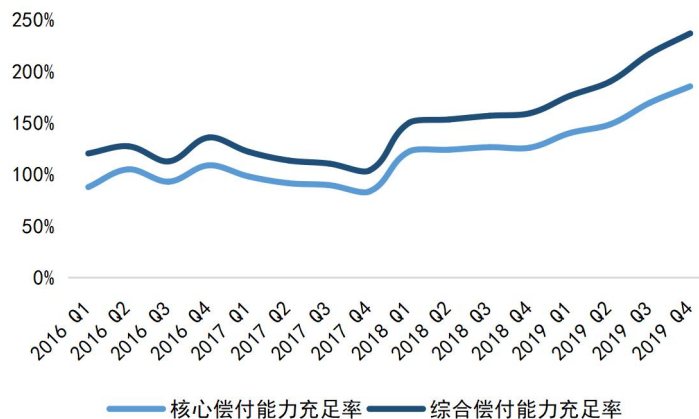
国信非银观点：天安财险债券违约不仅是长期积累的风险暴露，同时也反映了中国金融市场打破刚性兑付、推进风险定价市场化的趋势。作为保险业首例债券违约案例，其将成为中国金融市场风险教育与定价机制完善的重要一环。在债券投资方面，投资者应在关注收益的同时，关注金融机构的公司治理、股权结构和风险控制能力，对于尾部风险较高的机构进行精细化风险分析。我们预计随着天安财险债券风险的暴露，行业尾部风险将持续出清，对于行业格局优化具有深远影响。

评论：

◆ 偿付能力低于监管“红线”，无法满足资本补充债券的偿付条件

根据天安财险发布的《公告》，本次债券违约的直接原因是公司无法满足资本补充债券的偿付条件。根据《天安财产保险股份有限公司2015年资本补充债券发行公告》的约定，公司只有在确保偿还本息后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的前提下，才能偿付本期债券本息。截至2025年9月30日，《公告》表示公司不能确保在偿付本期债券本息后的偿付能力充足率不低于100%，同时也没有能力清偿其他负债的本金和利息。根据天安财险披露的数据，公司自2020年以来已暂停披露季度偿付能力报告。截至2019年四季度末，公司核心及综合偿付能力充足率分别为185.59%及236.99%。

图1：天安财险偿付能力充足率（单位：%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

根据《中国银行保险监督管理委员会关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》的规定，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的，不能赎回；支付利息后偿付能力充足率不达标的，当期利息支付义务应当取消。目前，监管对于保险公司偿付能力充足率的标准分别为：综合偿付能力充足率不低于 100%、核心偿付能力充足率不低于 50%、风险综合评级在 B 及以上（含）。

表1：监管针对保险公司偿付能力充足率的 3 个标准（需同时满足）

名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B 及以上（含）

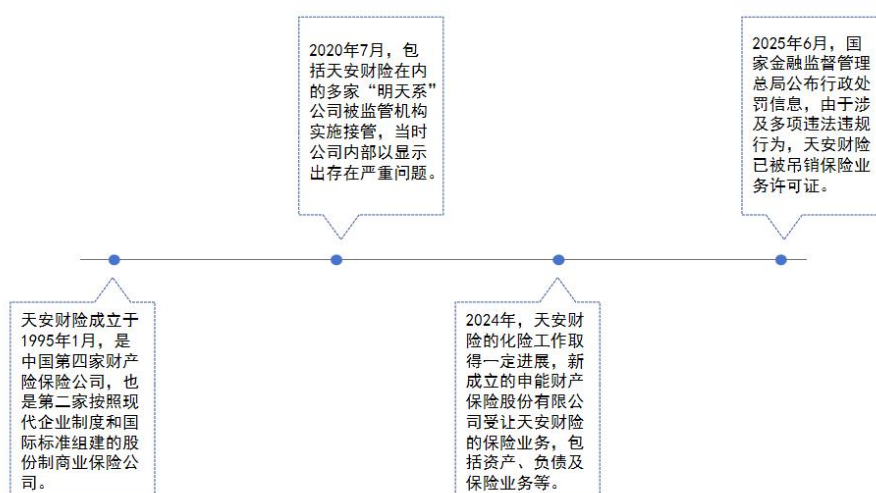
资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

“15 天安财险”发行于 2015 年 9 月 29 日，采用分段计息方式：前 5 年该债券票面利率为 5.97%，若发行人不行使赎回权，后 5 年票面利率则跳增至 6.97%。2020 年 7 月，包括天安财险在内的六家“明天系”金融机构被原银保监会依法接管；2020 年 9 月，该债券满前五年之际，天安财险选择不行使赎回权。直至 2025 年 9 月 30 日，该债券出现违约。

◆ “明天系”风险陆续暴露，监管引导风险化解

天安财险违约事件并非突发，而是长期积累的系统性风险的最终暴露。2020 年 7 月，包括天安财险在内的多家“明天系”公司被监管机构实施接管，当时公司内部以显示出存在严重问题。自 2020 年被接管以来，天安财险就未行使赎回权并暂停支付利息，债券利息仅采取“计息挂账”方式处理。2024 年，天安财险的化险工作取得一定进展，新成立的申能财产保险股份有限公司受让天安财险的保险业务，包括资产、负债及保险业务等。然而，53 亿元的债券并未被转移，而是继续保留在“空壳”天安财险旗下。2025 年 6 月，国家金融监督管理总局公布行政处罚信息，由于涉及多项违法违规行为，天安财险已被吊销保险业务许可证。

图2：天安财险风险发展脉络



资料来源：公司公告、原银保监会，国信证券经济研究所整理

天安财险违约事件的背后，折射出公司治理缺陷和资本系族问题对金融机构健康运行的严重影响。天安财险属于“明天系”旗下金融机构，该资本派系在过去多年中因严重的公司治理问题和向关联方输送利益的

行为，最终导致了多家金融机构的风险积累及暴露。例如，包商银行曾在 2020 年发生类似事件，其 65 亿元二级资本债被全额减记，累计欠息 5.86 亿元不再支付。2025 年 6 月以来，金融管局已对多家“明天系”保险公司作出处罚。其中，天安财险、天安人寿和华夏人寿均被吊销业务许可证。

◆ 打破金融债“刚兑”认知，优化行业风险出清

本次天安财险的债券违约事件，打破了保险业债券“零违约”的纪录，意味着金融市场长期存在的“刚性兑付”预期进一步被打破。投资者需重新评估金融机构，尤其是保险机构发行的资本工具的风险收益特征，市场定价将更加精细化。回顾历史上保险债未赎回的情况，其发行主体一般分为两类：经营状况不佳导致的偿付能力下滑的保险公司、被监管接管的保险公司。其中，天安人寿、天安财险、华夏人寿因偿付能力低于监管标准，被原银保监会接管。信泰保险、长安保险、珠江人寿为民营机构。以上保险公司均面临因资金不足导致的偿付能力持续下降，进而一定程度反应部分中小保险公司面临的经营及投资风险。

表2: 保险债券未赎回情况统计

序号	债券起始日	不赎回日期	债券名称	发行规模 (亿元)	发行期限	发行人	企业性质	发行方式
1	2011/6/20	2016/6/20	11 华夏次级债	3	10	华夏人寿	民营	私募
2	2011/9/30	2016/9/30	11 信泰次级债	2	10	信泰保险	民营	私募
3	2011/12/21	2016/12/21	11 太平人寿债	80	10	太保寿险	公众企业	私募
4	2012/8/20	2017/8/20	12 太平人寿债	75	10	太保寿险	公众企业	私募
5	2013/6/14	2018/6/14	13 人保 01	160	10	人保寿险	中央国有企业	私募
6	2013/12/23	2018/12/23	13 人寿保险债	60	10	人保集团	中央国有企业	私募
7	2015/1/19	2020/1/19	15 天安次级债	7.5	10	天安人寿	公众企业	私募
8	2015/9/29	2020/9/29	15 天安财险	53	10	天安财险	中外合资	私募
9	2015/12/25	2020/12/25	15 幸福人寿	30	10	幸福人寿	中央国有企业	公募
10	2015/12/25	2020/12/25	15 天安人寿	20	10	天安人寿	公众企业	公募
11	2016/11/29	2021/11/29	16 长安保险	5	10	长安保险	民营	公募
12	2019/3/29	2024/2/28	19 百年人寿	20	10	百年人寿	公众企业	公募
13	2019/4/1	2024/2/29	19 珠江人寿 01	18	10	珠江人寿	民营	公募

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

目前，根据天安财险发布的《公告》，公司已与债券持有人开展积极沟通，全力配合债券持有人的相关诉求。后续将在公司的风险处置工作中对本期债券统筹安排、处理。这一处置方式与近年来金融风险化解的总体思路一致——在确保金融业务连续性和基本金融服务不中断的前提下，逐步化解存量风险。同时，通过设立新主体承接健康业务，隔离历史风险，保护大多数金融消费者的利益。

◆ 投资建议：

天安财险债券违约不仅是长期积累的风险暴露，同时也反映了中国金融市场打破刚性兑付、推进风险定价市场化的趋势。作为保险业首例债券违约案例，其将成为中国金融市场风险教育与定价机制完善的重要一环。在债券投资方面，投资者应在关注收益的同时，关注金融机构的公司治理、股权结构和风险控制能力，对于尾部风险较高的机构进行精细化风险分析。我们预计随着天安财险债券风险的暴露，行业尾部风险将持续出清，对于行业格局优化具有深远影响。

◆ 风险提示：

长端利率下行；资本市场收益波动；负债端经营情况波动；市场竞争加剧等。

相关研究报告：

- 《保险业 2025 年 8 月保费收入点评-短期增幅提升，长期负债结构优化》 ——2025-09-29
- 《保险业 2025 年中报综述-利润同比提升，资负驱动显弹性》 ——2025-09-03
- 《2025 年二季度保险业资金运用情况点评-负债扩张，哑铃结构持续》 ——2025-08-18
- 《中国平安举牌中国太保 H 股点评-保险为什么会举牌保险——基于红利资产扩圈的逻辑》 ——
2025-08-14
- 《寻找中国保险的 Alpha 系列之三-分红险：低利率环境下产品体系重构》 ——2025-08-02

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032