

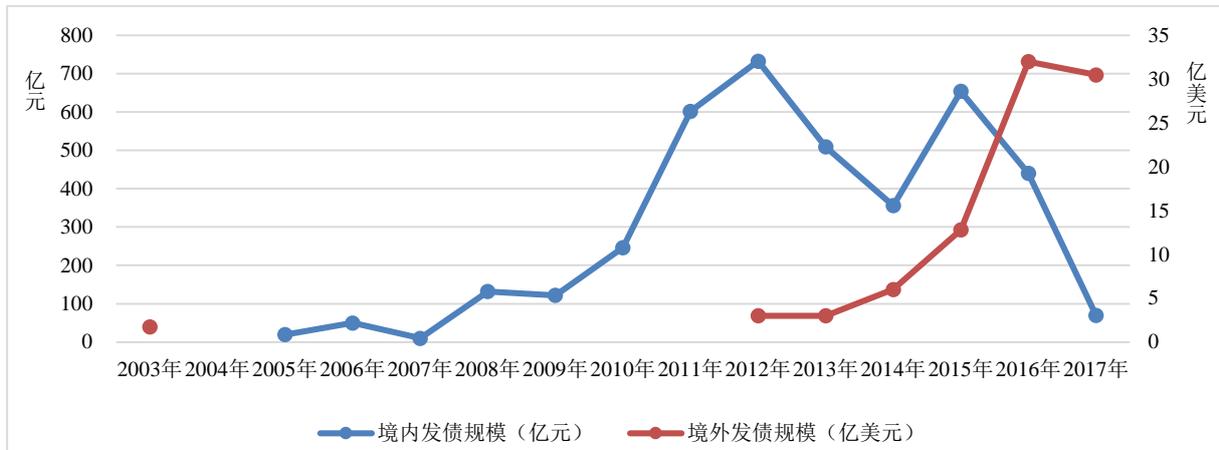
# 我国保险机构境内外发债情况比较

联合信用评级有限公司 金融机构评级部 保险行业组

## 一、我国保险机构境内外发行债券概况

近年来，我国保险机构在境外发行债券增多，特别是 2016 年以来，我国保险机构境内发债大幅减少，同时境外发债出现井喷，联合评级对此做了对比研究，资料显示，境外发债具有品种多样、期限灵活、利率较低等优势，因而越来越受到大型保险机构的青睐。

图 1 我国保险机构境内外发行债券情况对比



资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、保监会、国家发改委外债管理、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

## 二、境内发债分析

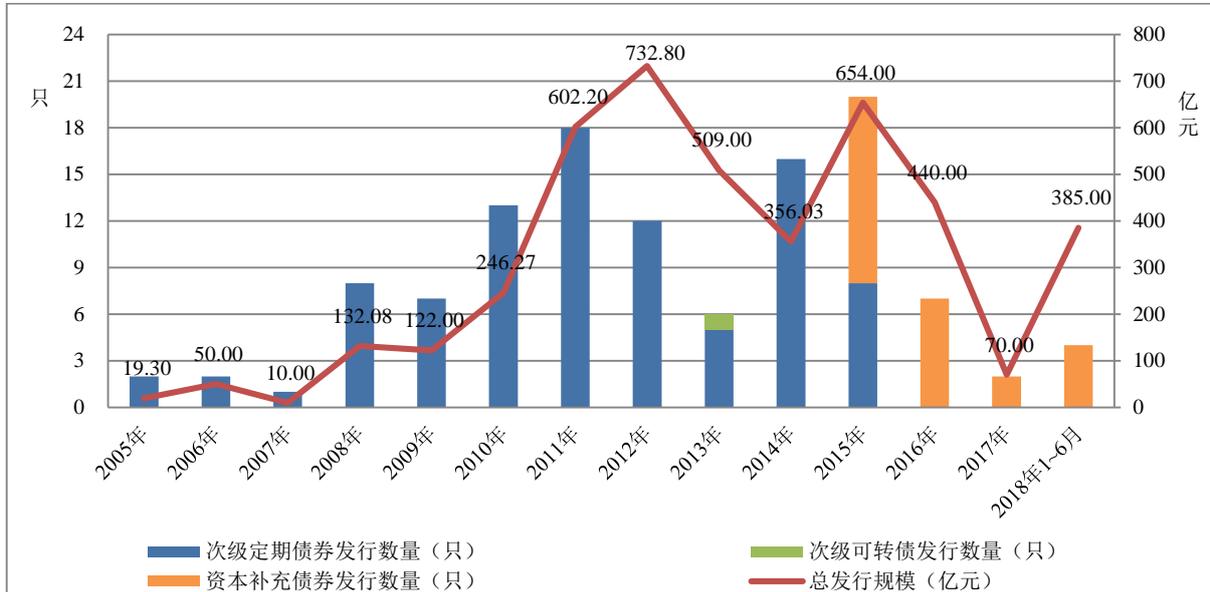
**保险机构境内发债呈两波上涨回落趋势，已发行债券均为可补充资本的次级类债务，发债高峰与监管变化导致的偿付能力补足需求紧密相关**

我国保险机构目前在境内一般可发行三种行业特有的债券，一是 2004 年推出的次级定期债券（含次级定期债务，下同），2013 年进一步放开了保险集团（或控股）公司发行次级债务；二是 2012 年推出的上市保险公司（含上市保险集团公司）次级可转换债券（以下简称“次级可转债”），可拓宽保险公司资本补充渠道；三是 2015 年推出的资本补充债券，专门用于补充资本，且偿付顺序属于次级债务。

从实际发行情况来看，联合评级根据目前有公开披露的资料整理发现，我国保险机构最早从 2005 年开始在境内发行债券，整体呈两波上涨回落趋势。境内保险机构早期的债券发行量一直不大，2008 年保险业“偿一代”监管实施后，保险公司因补充资本需求其发债规模有所增加；2011 年以来，保险行业进入转型期，大多数保险公司保费增速和利润增长出现双降，行业资本补血需求大大增加，导致 2011 年保险公司债券发行规模大增，2012 年达到历史峰值，之后逐渐回落；至 2015 年，国内债券市场快速发展，同时保险业“偿二代”风险监管体系试运行导致保险公司的资本补充需求再次增加，加之同年资本补充债券推出，多重因素综合推动当年的保险公司债券发行规模放量并形成第二波高峰，2016 年再次开始回落，2017 年以来境内利率持续上行、保险公司发债规模很少。自 2005 年至 2017 年，我国保险机构在境内累计发行债券共 114 只，均以人民币计价，累计发行规模 3,943.68

亿元人民币。2018 年以来，随着行业新一轮改革转型的推进，特别是人身险公司在 2016 年以来的中短期业务限制等转型过程中积累的偿付能力压力较大，保险机构第三波发债潮趋势显现，上半年共有 4 只保险机构债券发行，合计规模 385.00 亿元人民币。

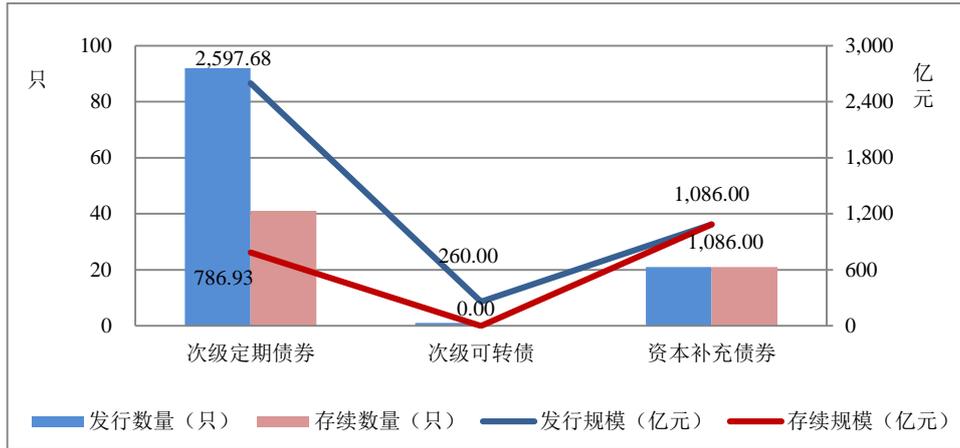
图 2 我国保险机构境内债券发行情况（分发行年度和债券品种）



资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

分债券种类来看，2015 年以前保险机构发行的均为次级定期债券（次级可转债除外），次级定期债券是保险机构长期以来进行直接债务融资的主要方式，一般为私募发行，发行后可在交易所或全国银行间债券市场挂牌转让。2015 年推出的资本补充债券要求在全国银行间债券市场公开发行，因其较好的流动性、流动性溢价少导致融资成本相对较低、交易灵活等更加受到保险公司的青睐，因此之后发行的几乎全部为资本补充债券。根据公开资料，自 2005 年至 2017 年，我国保险机构发行的次级定期债券累计有 92 只，均为私募发行，其中在交易所（仅上海证券交易所挂牌记录）和银行间市场挂牌交易的共 35 只、纯私募交易未挂牌的 57 只，次级定期债券累计发行规模 2,597.68 亿元；由于我国的境内上市保险公司数量一直很少，因此次级可转债也极少，历史上仅有 1 只，系中国平安保险（集团）股份有限公司于 2013 年发行，规模 260.00 亿元，在上海证券交易所挂牌交易，并于 2015 年终止（部分赎回、部分转股）；资本补充债券累计发行 21 只，规模共 1,086.00 亿元，全部在银行间市场公开发行和挂牌交易，截至 2017 年末全部处于存续状态。

图3 截至2017年末我国保险机构境内债券发行和存续情况（分债券品种）



资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

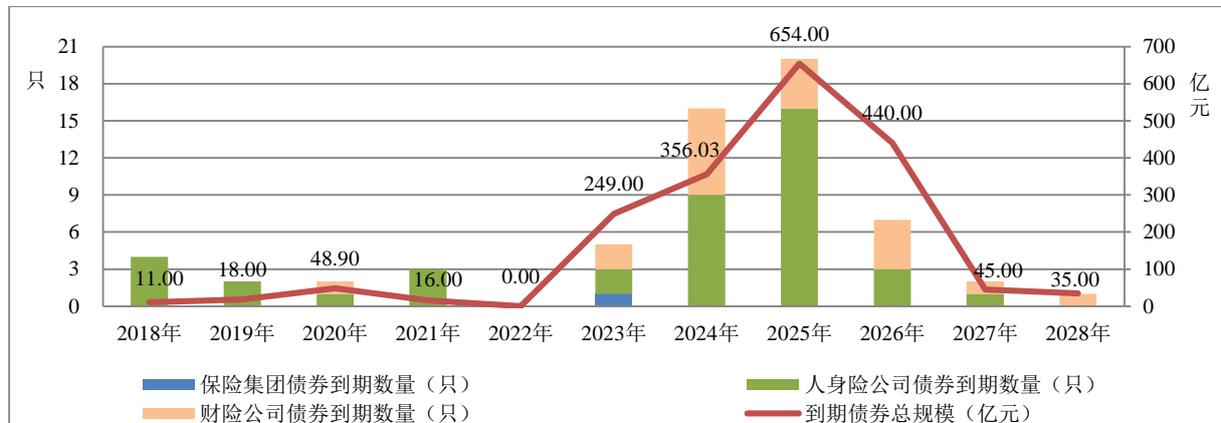
从债券存续情况看，截至2017年末，我国保险机构在境内历年累计发行的114只债券中，存续债券62只，已兑付终止的52只；存续的62只债券合计规模1,872.93亿元，其中，次级定期债券41只、存续规模786.93亿元，资本补充债券21只、存续规模1,086.00亿元。

### 保险机构境内发债期限以10年期为主，到期时间总体相对分散，2025~2026年是到期小高峰

分债券期限来看，保险机构可发行的三种行业特有债券的期限均要求在5年以上（含），实际发行中以10年期为主，但10年期债券实际多为5+5年（第5年末可赎回）模式。从累计发行来看，截至2017年末，我国保险机构在境内历年累计发行的114只债券中，92只次级定期债券中有5年期1只、8年期1只、10年期89只、15年期1只；1只次级可转债为6年期；21只资本补充债券全部为10年期。从存续债券来看，截至2017年末，存续的62只存续债券中，只有1只次级定期债券为15年期（实为10+5年期，存续规模10.00亿元），其余61只债券均为10年期。

从债券到期时间来看，截至2017年末，我国保险机构在境内存续的62只债券中，到期时间分布集中于2025年和2026年（不考虑提前赎回），相应的到期规模分别占比34.92%和23.49%。考虑到存续债券多为5+5年附赎回条款的债券，部分债券可能被提前赎回，实际到期分布可能更加分散。

图4 截至2017年末我国保险机构境内存续债券的到期时间分布



资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

### 保险机构境内发债利差约在0.96%~4.76%

从债券发行时的票息率来看，截至2017年末，我国保险机构在境内历年累计发行的114只债券

中，已知发行票息率的有 97 只，整体发行利率区间为[0.80%，8.00%]，利率均值为 5.40%。其中，次级可转债因其债券性质特殊，利率情况也特殊，为首年票面利率 0.80%，之后在剩余年限内逐年递增至 2.60%，较其他债券不具有可比性，剔除该次级可转债后的发行利率区间为[3.58%，8.00%]；其余两类债券下面进行进一步分析。

表 1 截至 2017 年末我国保险机构境内债券的发行票息率情况（单位：只，%）

项目	次级定期债券			次级可转债			资本补充债券			全部债券		
	债券数量	利率区间	利率均值	债券数量	利率区间	利率均值	债券数量	利率区间	利率均值	债券数量	利率区间	利率均值
5 年期	1	[7.80, 7.80]	7.80	--	--	--	--	--	--	1	[7.80, 7.80]	7.80
6 年期	--	--	--	1	[0.80, 0.80]	0.80	--	--	--	1	[0.80, 0.80]	0.80
8 年期	1	[4.45, 4.45]	4.45	--	--	--	--	--	--	1	[4.45, 4.45]	4.45
10 年期	72	[4.08, 8.00]	5.59	--	--	--	21	[3.58, 6.50]	4.91	93	[3.58, 8.00]	5.43
15 年期	1	[5.22, 5.22]	5.22	--	--	--	--	--	--	1	[5.22, 5.22]	5.22
合计	75	[4.08, 8.00]	5.60	1	[0.80, 0.80]	0.80	21	[3.58, 6.50]	4.91	97	[0.80, 8.00]	5.40

资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

注：根据已知发行票息率的 97 只债券统计。

为排除发行时点整体利率水平不同的影响，联合评级对发行票息率减去同日同期限的中债国债到期收益率后的利差情况进行统计，结果如下表。整体发行利差区间为[0.96%，4.76%]，利差均值为 2.16；其中，1 只 5 年期次级定期债券虽然期限最短，但其利差显著高于其他债券，达 4.76%，系亚太财产保险有限公司于 2011 年发行的 2.50 亿元的固定利率债券；1 只 8 年期次级定期债券的利差为 1.91%，较同种类较长期限债券的利差均值略低；10 年期债券中，72 只次级定期债券的利差均值高于资本补充债券利差均值 0.19 个百分点（此为简单算数平均利差下的差额，若换成按发行金额加权平均的利差均值，则次级定期债券的利差均值高于资本补充债券利差均值 0.11 个百分点）；1 只 15 年期次级定期债券的利差为 1.96%。

表 2 截至 2017 年末我国保险机构境内债券的发行利差情况（单位：只，%）

债券期限	次级定期债券			资本补充债券			合计		
	债券数量	利差区间	利差均值	债券数量	利差区间	利差均值	债券数量	利差区间	利差均值
5 年期	1	[4.76, 4.76]	4.76	--	--	--	1	[4.76, 4.76]	4.76
8 年期	1	[1.91, 1.91]	1.91	--	--	--	1	[1.91, 1.91]	1.91
10 年期	72	[0.96, 3.97]	2.18	21	[1.00, 3.72]	2.02	93	[0.96, 3.97]	2.14
15 年期	1	[1.96, 1.96]	1.96	--	--	--	1	[1.96, 1.96]	1.96
合计	75	[0.96, 4.76]	2.20	21	[1.00, 3.72]	2.02	96	[0.96, 4.76]	2.16

资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

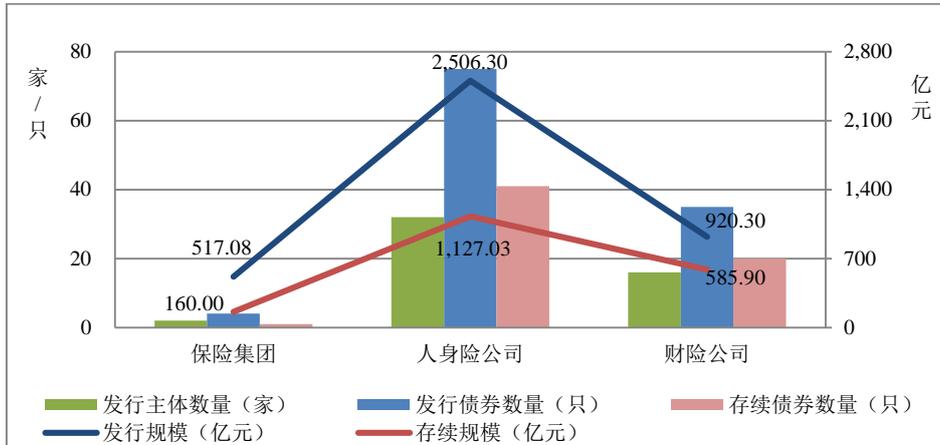
注：利差=发行票息率-同日同期限的中债国债到期收益率。在利差计算中，对已知存在赎回选择权的债券，其扣除的国债到期收益率按选择权之前的期限为准，如“5+5”年期债券的利差=发行票息率-同日 5 年期的中债国债到期收益率。但本表首列的债券期限仍按债券原始期限分类列示。本表利差均值为简单算数平均。

### 保险机构境内发债主体以人身险公司为主，保险集团极少，无专业再保险公司

分发行主体类型来看，以人身险公司参与资本市场债券融资最为活跃。截至 2017 年末，我国保险机构在境内历年累计发行的 114 只债券所对应的发行主体共有 50 家，其中保险集团 2 家、人身险公司 32 家、财险公司 16 家，无专业再保险公司；人身险公司发行债券数量和规模占比最大，占比分别达 65.79%和 63.55%。从存续债券来看，截至 2017 年末，存续的 62 只债券中，所对应的发行主体共有 40 家，其中保险集团 1 家、人身险公司 27 家、财险公司 12 家；人身险公司存续债券数量和

规模占比最大，占比分别为 66.13% 和 60.17%。

图 5 截至 2017 年末我国保险机构境内债券发行和存续情况（分发行主体类型）

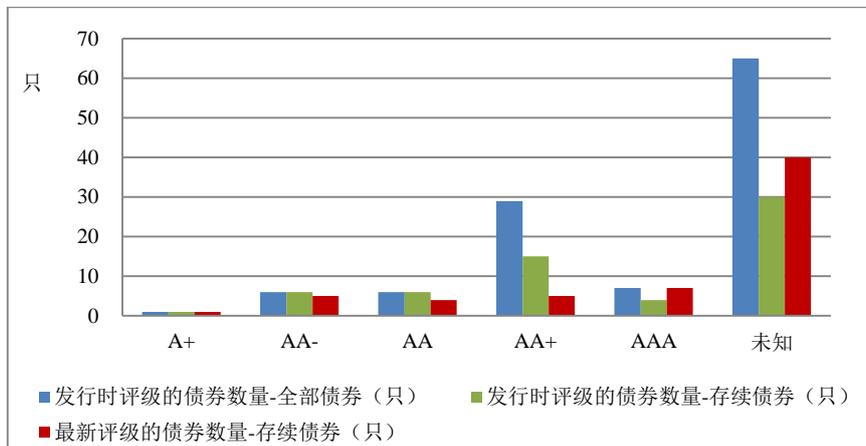


资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

### 保险机构境内发债主体评级在 AA-至 AAA，债项评级在 A+至 AAA

从债项的评级情况来看，由于保险机构早期发行的次级定期债券均为私募产品，大多无评级或未公开评级情况，截至 2017 年末，我国保险机构在境内历年累计发行的 114 只债券中，已知发行时债项级别（均系国内评级，本部分下同）的共有 49 只债券，最高为 AAA、最低为 A+，以 AA+级为主；存续的 62 只债券中，已知发行时债项级别的共有 32 只债券，已知最新（2018 年评级结果）债项级别的共有 22 只债券，其中债项级别最高为 AAA、最低为 A+，披露最新级别的债券较少，各等级分布相对均衡。

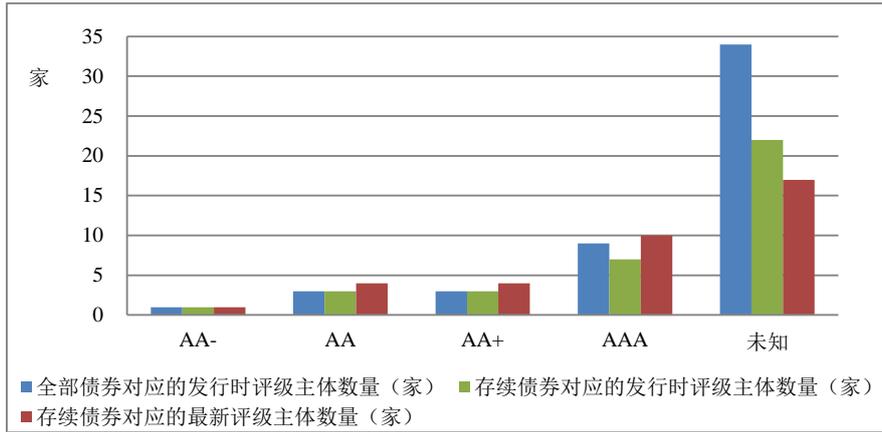
图 6 截至 2018 年 7 月末我国保险机构境内债券的债项国内评级情况



资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

从发债主体的评级情况来看，截至 2017 年末，我国保险机构在境内历年累计发行的 114 只债券所对应的 50 家发行主体中，已知发行时主体级别（均系国内评级，本部分下同）的共有 16 家，其中主体级别最高为 AAA、最低为 AA-，以 AAA 级为主；存续的 62 只债券所对应的 36 家发行主体中，已知发行时主体级别的有 14 家，已知最新（2018 年评级结果）主体级别的共有 19 家，已知级别的主体数量有所增加，级别仍以 AAA 为主。

图 7 截至 2018 年 7 月末我国保险机构境内债券的主体国内评级情况



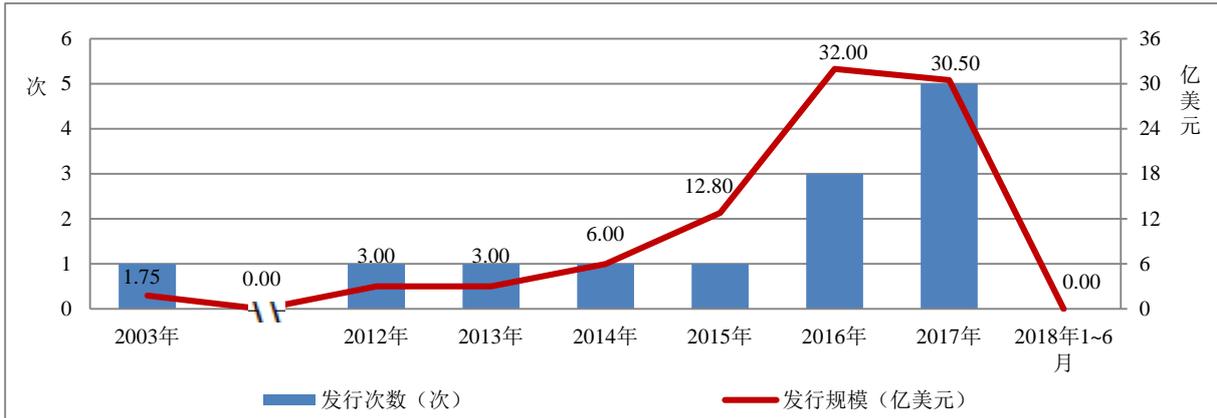
资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

### 三、我国保险机构境外发行债券情况

#### 保险机构境外发债呈增长趋势，2016 年以来出现井喷，已发行债券以高级债券为主

由于我国长期以来对境外发行债券的监管严格、门槛较高，保险机构早期境外发债也很少。联合评级根据目前有公开披露的资料整理发现，我国保险机构最早从 2003 年出现首笔境外发行债券，系注册于香港的中国太平保险控股有限公司（以下简称“中国太平”）之海外子公司发行，主要用于海外业务投入，之后多年未有公司发行；随着 2012 年以来美国第三轮量化宽松政策的实施，全球市场（特别是美国资本市场）出现了超低利率环境，国内企业掀起了一轮境外发债融资的热潮，也重新开始有保险机构境外债券出现（2014 年及以前境外债券均为中国太平及其海外子公司发行）。2015 年 9 月，国家发改委发布《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资[2015]2044 号），放宽了境内企业直接境外发债的监管，取消了之前对发债额度的审批制，对 1 年期以上的境外发债只需进行事前备案登记即可；之后国内企业境外发债出现高峰，保险公司境外发债也随之加速，至 2016 年境外发行规模创历史记录达 32.00 亿美元。2017 年 1 月，中国人民银行《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发[2017]9 号）完善了全口径跨境融资宏观审慎管理政策框架，中资企业（除房地产和政府融资平台企业）可根据自身净资产情况在规定融资杠杆内自助开展本外币跨境融资，鼓励外债资金回流结汇，其中金融机构发行外债改为事后备案，其融入资金可用于补充资本金、服务实体经济，大大便利了境内企业充分利用境外低成本资金；2017 年保险机构发行数量增至 5 次，发行规模 30.50 亿美元。截至 2017 年末，我国保险机构在境外累计发行 13 次、共计 16 只债券（部分机构在一次债券发行中分了多个品种，参见附表），均为美元计价债券，金额合计 89.05 亿美元。2018 年上半年暂无境外发行案例。

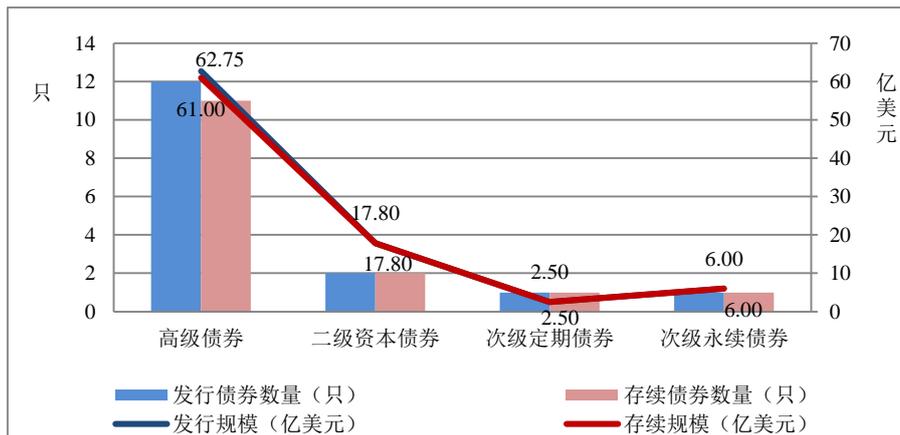
图8 我国保险机构境外债券发行情况（分发行年度）



资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

分债券品种来看，截至2017年末，我国保险机构在境外累计发行的债券中，美元高级债券有9次（12只）、二级资本债券2次（2只）、次级定期债券1次（1只）、次级永续债券1次（1只），境外债券发行次数和规模均以高级债券为主，分别占比69.23%和70.47%。

图9 截至2017年末我国保险机构境外债券发行和存续情况（分债券品种）



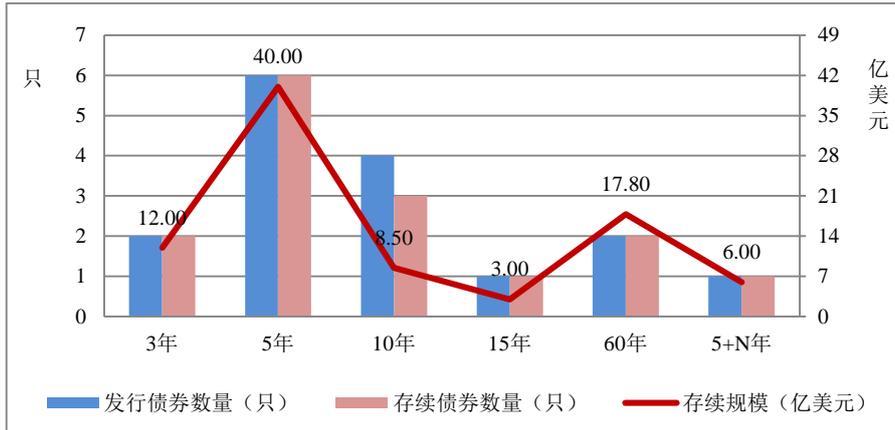
资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

分债券存续情况看，截至2017年末，我国保险机构在境外累计发行的16只债券中，有1只高级债券已兑付终止（系2003年发行，10年期，1.75亿美元）；剩余存续债券15只、存续规模87.30亿美元，其中，高级债券11只、存续规模61.00亿美元，二级资本债券2只、存续规模17.80亿美元，次级定期债券1只、存续规模2.50亿美元，次级永续债券1只、存续规模6.00亿美元。

**保险机构境外发债期限品种丰富，高级债券以5年期为主，次级债券以60年以上超长期限的资本性债券为主，到期时间总体相对分散，2021~2022年是到期小高峰**

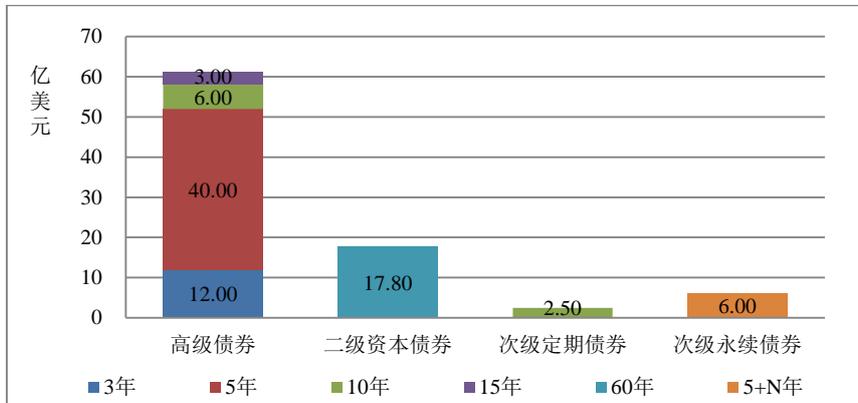
从债券期限来看，截至2017年末，我国保险机构在境外发行的16只债券中，3年期的3只、5年期6只、10年期4只、15年期1只、60年期2只、永续期限的1只。存续的15只债券中，仍以5年期居多，5年期债券存续规模占比45.82%；3年期债券存续规模占比13.75%；10年期存续规模占比9.74%；60年的超长期债券存续规模占比20.39%；永续债券的规模占比6.87%。细分债券类型来看，12只高级债券期限在3~15年，以5年期居多；1只次级定期债券为10年期；2只二级资本债券期限均设为60年可展期，期间也有赎回条款，实为不定期债券；1只次级永续债券期限设为5+N年，每满5个年度末可赎回。

图 10 截至 2017 年末我国保险机构境外债券发行和存续情况（分债券期限）



资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。  
注：5+N 年期为永续债券。

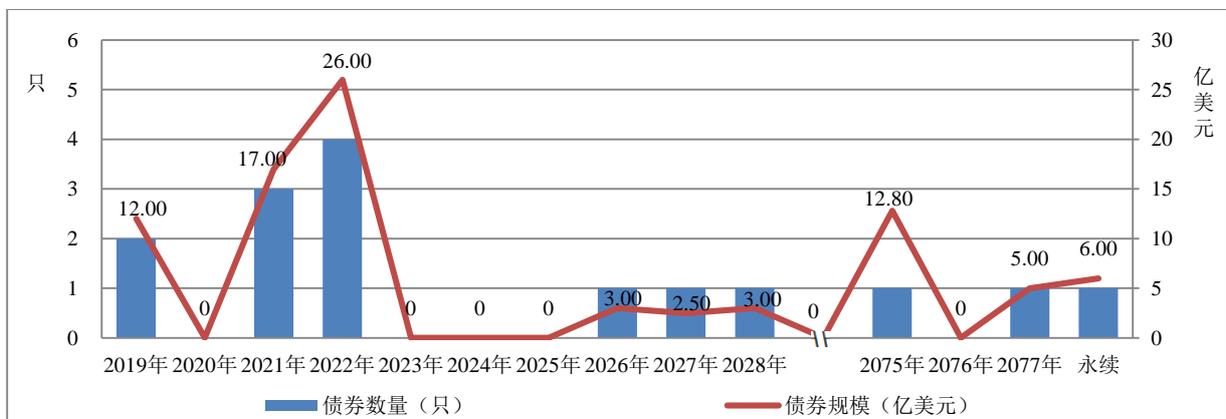
图 11 截至 2017 年末我国保险机构境外存续债券的规模（分债券期限和债券品种）



资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

从债券到期时间来看，截至 2017 年末，我国保险机构在境外发行的 15 只存续债券中，到期时间分布较为分散，其中 2021 年和 2022 年到期债券相对较多，相应的到期规模分别占比 19.47%和 29.78%。

图 12 截至 2017 年末我国保险机构境外发行债券的到期时间分布



资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

### 保险机构境外发债利差约在-0.25%~2.55%

从债券发行时的票息率来看，截至 2017 年末，我国保险机构在境外发行的 16 只债券的发行利

率区间为[2.375%，6.00%]，利率均值为3.87%；其中，二级资本债券和次级永续债券因债券期限长，利率均值也高。

表3 截至2017年末我国保险机构境外债券的发行票息率情况（单位：%）

项目	高级债券		二级资本债券		次级定期债券		次级永续债券		全部债券	
	利率区间	利率均值	利率区间	利率均值	利率区间	利率均值	利率区间	利率均值	利率区间	利率均值
3年	[2.375, 2.50]	2.44	--	--	--	--	--	--	[2.375, 2.50]	2.44
5年	[2.875, 3.50]	3.21	--	--	--	--	--	--	[2.875, 3.50]	3.21
10年	[4.125, 5.80]	4.81	--	--	[3.35, 3.35]	3.35	--	--	[3.35, 5.80]	4.44
15年	[6.00, 6.00]	6.00	--	--	--	--	--	--	[6.00, 6.00]	6.00
60年	--	--	[4.00, 4.50]	4.25	--	--	--	--	[4.00, 4.50]	4.25
5+N年	--	--	--	--	--	--	[5.45, 5.45]	5.45	[5.45, 5.45]	5.45
<b>总计</b>	<b>[2.375, 6.00]</b>	<b>3.71</b>	<b>[4.00, 4.50]</b>	<b>4.25</b>	<b>[3.35, 3.35]</b>	<b>3.35</b>	<b>[5.45, 5.45]</b>	<b>5.45</b>	<b>[2.375, 6.00]</b>	<b>3.87</b>

资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

为便于与国内债券比较，联合评级对发行票息率减去同日同期限的中债国债到期收益率后的利差情况进行统计，结果如下表。境外债券整体发行利差区间为[-0.25%，2.58%]，利差均值为0.70%；3年期高级债券和10年期次级定期债券达到了负利差，二级资本债券和次级永续债券虽然债券期限长，但利差相对不高。就境内外均发行过债券的保险机构来看，其境外发行利差也普遍低于境内利差。

表4 截至2017年末我国保险机构境外债券的发行利差情况（单位：%）

项目	高级债券		二级资本债券		次级定期债券		次级永续债券		全部债券	
	利差区间	利差均值	利差区间	利差均值	利差区间	利差均值	利差区间	利差均值	利差区间	利差均值
3年	[-0.24, 0.04]	-0.10	--	--	--	--	--	--	[-0.24, 0.04]	-0.10
5年	[-0.12, 0.53]	0.28	--	--	--	--	--	--	[-0.12, 0.53]	0.28
10年	[0.60, 2.55]	1.58	--	--	[-0.25, -0.25]	-0.25	--	--	[-0.25, 2.55]	1.12
15年	[1.74, 1.74]	1.74	--	--	--	--	--	--	[1.74, 1.74]	1.74
60年	--	--	[0.84, 1.18]	1.01	--	--	--	--	[0.84, 1.18]	1.01
5+N年	--	--	--	--	--	--	[1.42, 1.42]	1.42	[1.42, 1.42]	1.42
<b>总计</b>	<b>[-0.24, 2.55]</b>	<b>0.66</b>	<b>[0.84, 1.18]</b>	<b>1.01</b>	<b>[-0.25, -0.25]</b>	<b>-0.25</b>	<b>[1.42, 1.42]</b>	<b>1.42</b>	<b>[-0.25, 2.55]</b>	<b>0.70</b>

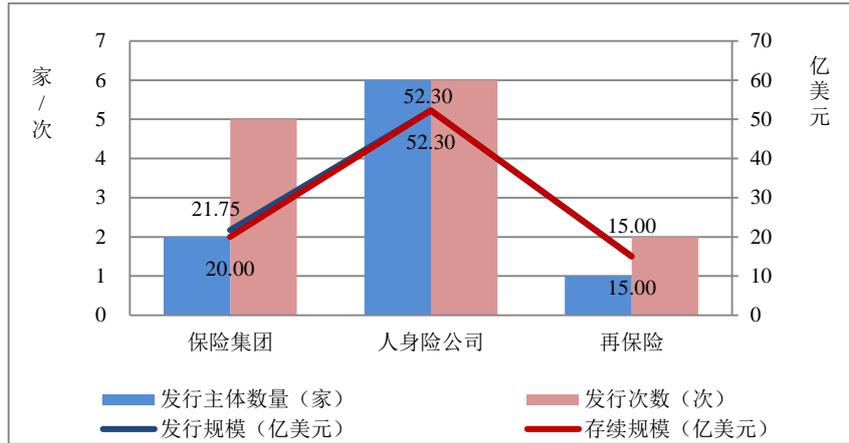
资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

注：利差=发行票息率-同日同期限的中债国债到期收益率。在利差计算中，对“5+N”年及60年（每5年重新设定利率）的债券，其扣除的国债到期收益率按选择权之前的期限为准，即“5+N”年及60年（每5年重新设定利率）债券的利差=发行票息率-同日5年期的中债国债到期收益率。但本表首列的债券期限仍按债券原始期限分类列示。本表利差均值为简单算数平均。

**保险机构境外发债主体集中在大型且实力较强的机构，以人身险公司和保险集团为主，专业再保险公司也有融资活动，无财险公司**

分发行主体类型来看，以人身险公司和保险集团参与境外债券融资最为活跃。截至2017年末，我国保险机构在境外的累计13次债券发行对应的发行主体共有9家（与存续债券所对应的发行主体相同），其中保险集团2家、人身险公司6家、专业再保险公司1家，无财险公司；其中人身险公司发行次数和规模占比最大，占比分别达46.15%和58.73%，保险集团发行次数和规模占比分别为38.46%和24.42%。

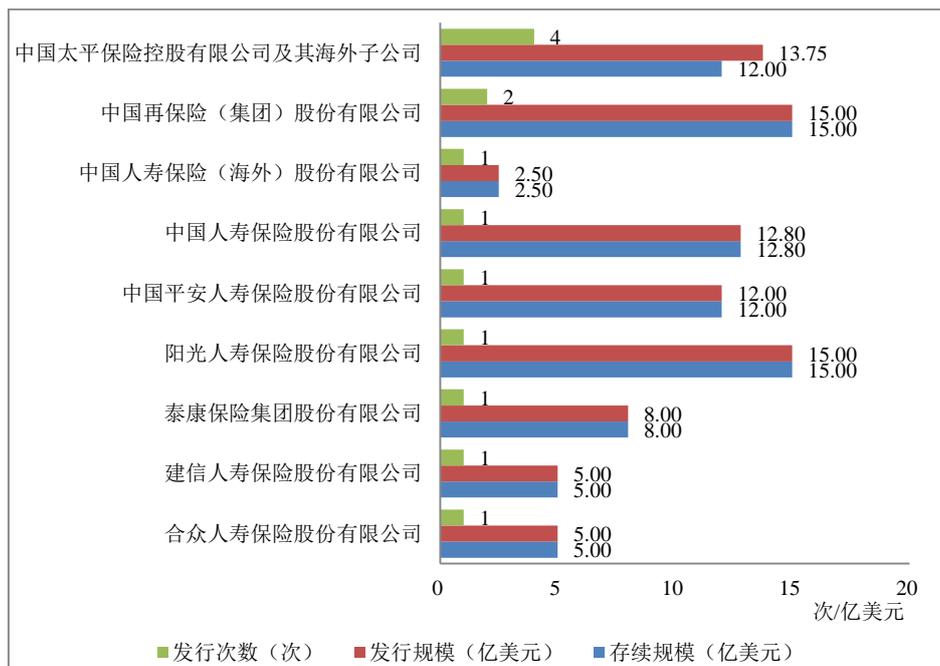
图 13 截至 2017 年末我国保险机构境外债券发行和存续情况（分发行主体类型）



资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。  
注：对中国太平保险控股有限公司与其海外子公司合并统计。

从具体发行主体来看，境外发债主体集中在大型且实力较强的保险公司或保险集团。发行次数方面，中国太平及其海外子公司<sup>1</sup>共发行过 4 次债券，为 3 次高级债券和 1 次次级永续债券，系单家公司发行数量最多的一家，也是目前唯一一家发行境外永续债券的保险机构，且中国太平是我国最早发行境外债券的保险机构，这与其注册于香港且自 2000 年成立起即在香港联合交易所上市，具有便利的境外发行条件有关；中国再保险（集团）股份有限公司（以下简称“中再集团”）发行过 2 次债券，但其第二次发行系首次发行债券的增发；其他机构均只发行过 1 次债券。发行规模方面，中再集团和阳光人寿保险股份有限公司发行规模均为 15.00 亿美元，并列居单家保险机构境外发行规模首位；中国人寿保险股份有限公司和中国人寿保险（海外）股份有限公司同为中国人寿保险（集团）公司旗下子公司，发行规模合计 15.30 亿元；中国太平及其子公司累计发行规模 13.75 亿美元；其他机构发行规模 5.00~12.00 亿元不等。

图 14 截至 2017 年末我国保险机构境外债券发行和存续情况（分发行主体）



资料来源：联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

<sup>1</sup> 中国太平的在境外发债的海外子公司并无实际业务，仅为提供融资服务的壳公司，故与中国太平合并作为一家主体进行统计。

### 保险机构境外发债主体评级在 BBB 至 AA-，债项评级在 BBB-至 A

中资企业在境外发债并不强制评级，从已知债项的评级情况来看，截至 2017 年末，我国保险机构在境外的 13 次债券发行中，共有 8 次发行披露了发行时的债项评级情况，均为投资级，其中债项级别最高为标普 A，最低为穆迪 Baa3 及标普 BBB-；各债券均未披露最新债项评级情况。

从发债主体的评级情况来看，根据公开可查的主体级别信息，截至 2017 年末，我国保险机构在境外的 13 次债券发行所对应的 9 家发行主体中，已知发行时主体级别的有 8 家，其中主体级别最高为穆迪 Aa3 或标普 AA-，最低为穆迪 Baa2。

## 四、小结和展望

### 境外发债融资已经成为境内保险机构重要的融资途径，但也面临一定风险

联合评级将我国保险机构境内外发行债券情况进行对比（参见下表）。从发行趋势来看，特别是 2016 年以来，随着政策鼓励企业境外发债、境外低利率环境的吸引，以及境内去杠杆等政策影响导致境内债市发行萎缩等多重因素的影响，我国保险机构境内发债持续大幅减少，同时境外美元债发行大量增加。从券种、期限、利率等来看，境外债券的确具有品种多样、期限灵活、利率较低等优势，特别是在资金成本方面，境外债券监管政策限制少，如果发行时机合适，可大大节约融资成本，数据显示境外债券无论是利率还是利差均呈现明显的优势，因而越来越受到保险机构的青睐。此外，有意扩展海外业务或提高国际声誉的大中型保险公司也会将境外融资作为首选之一。可见，境外发债融资已经成为境内保险机构拓宽融资渠道、增强融资灵活性、降低融资成本的重要手段，也是海外扩张过程中筹集外汇资金的重要途径。

表 5 我国保险机构境内外发行债券情况对比

项目	境内发债	境外发债
首次发行年份	2005 年	2003 年
截至 2017 年末累计发行债券规模	3,943.68 亿元人民币	89.05 亿美元
截至 2017 年末累计发行债券数量	114 只	16 只
截至 2017 年末存续债券规模	1,872.93 亿元人民币	87.30 亿美元
截至 2017 年末存续债券数量	67 只	15 只
发行债券种类	次级定期债券 92 只 次级可转债 1 只 资本补充债券 21 只	美元高级债券 12 只 二级资本债券 2 只 次级定期债券 1 只 次级永续债券 1 只
债券期限	5 年、6 年、8 年、10 年、15 年， 10 年期为主	3 年、5 年、10 年、15 年、60 年、永续，5 年期为主
债券票息率	3.58%~8.00%（不含可转债）	2.375%~6.00%
债券票息利差	0.96%~4.76%（不含可转债）	-0.25%~2.55%
已知债项评级	国内评级 A+至 AAA	国际评级 BBB-至 A
已知主体评级	国内评级 AA-至 AAA	国际评级 BBB 至 AA-
发行主体数量	50 家	9 家
发行主体类型	保险集团 2 家 人身险公司 32 家 财险公司 16 家	保险集团 2 家 人身险公司 6 家 专业再保险机构 1 家

资料来源：联合评级根据中国保险行业协会、保监会、国家发改委外债管理、wind 资讯、各保险公司披露的年报等公开资料整理。

近年我国保险业取得较快发展，保险机构基本面总的来说处于一个不断改善的过程中，发行的

境外信用债券也普遍获得较高的认购倍数。但仍然面临着中资企业海外发债信用评级偏低的问题，除了个别大型、强背景、强实力的保险机构尝试过发行次级债券甚至超长期的次级债券外，大多数机构在境外仍以发行高级债券为主。此外，由于境内机构在境外发行的债券大多还是调回境内使用，但很多企业没有外汇收入来源，抵御汇率波动风险的能力较弱，由此加大汇率风险。

### **预计保险机构 2018 年境内发债规模将大幅增长、境外发债或将放缓，但长期来看境外发债依然有较大发展空间**

2018 年，保险机构境内的第三波发债潮趋势已经显现，虽然境内债券市场利率今年维持高位震荡的可能性依然较大，但随着前两年保险行业改革转型积累的压力和资本需求加大，行业综合偿付能力充足率从 2016 年 1 季度的 277% 连续 8 个季度持续下降至 2017 年 4 季度的 251%，部分一时转型困难的中小保险公司偿付能力甚至长期不达标或处于临界区间。严监管下保险机构纷纷通过增资和发债来补充资本，2018 年上半年，（银）保监会已批准 11 家保险公司增资合计 181.20 亿元、同比增长 90.10%，批准 7 家保险公司发行 10 年期资本补充债券总计不超过 445.00 亿元（含上半年已发行的 385.00 亿元），今年境内发债规模将大幅增长。

2018 年保险机构境外美元债发行或将放缓，公开信息未见上半年发行案例。今年 4 月以来美元汇率持续走强，同时随着美国加息和减税进程的持续推进，美元的加息和升值预期将抑制境外发债意愿。另一方面，随着境内企业的境外债券违约陆续出现，信用风险暴露加大不利于以后的境外发债，2018 年 5 月，国家发改委和财政部联合下发《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，在强调支持综合经济实力强、国际化经营水平高、风险防控机制健全的大型企业赴境外市场化融资的前提下，对当前企业境外发债中存在的问题进行规范，严控境内债市违约事件增加的风险传导效应，特别是对自身资信情况一般的企业境外发债趋于收紧，中小保险机构未来境外发债的可能依然较小；而已发债保险机构因 2018 年无美元债到期，今年境外债务置换再融资需求也不大。但长期来看，海外投资者对中资企业境外债券的需求依然强劲，随着 2019 年以后存续美元债陆续到期、境内保险机构进一步“走出去”、监管进一步规范境外发债及完善外债管理协调配合机制等配套措施，未来保险机构境外发债依然有较大发展空间。

附表 截至 2017 年末我国保险公司境外发行债券情况 (单位: 亿美元)

序号	发行时间	发行人	债券种类	发行规模	存续规模	期限	票息率	挂牌地	评级情况
1	2003-11-12	中国太平保险控股有限公司之海外子公司	高级债券	1.75	0.00	10 年(可随时赎回)	5.800%	新加坡	—
2	2012-11-21	中国太平保险控股有限公司之海外子公司	高级债券	3.00	3.00	10 年(可随时赎回)	4.125%	香港	债项: 标普 BBB-/惠誉 BBB
3	2013-10-2	中国太平保险控股有限公司之海外子公司	高级债券	3.00	3.00	15 年	6.000%	未知	—
4	2014-9-10	中国太平保险控股有限公司	次级永续债券	6.00	6.00	5+N 年(每满 5 个年度末可赎回全部而非部分债券)	前 5 年 5.45%, 每 5 年重设一次	香港	债项: 标普 BBB-
5	2015-7-3	中国人寿保险股份有限公司	二级资本债券	12.80	12.80	60 年(可展期, 第 5 年末可赎回全部而非部分债券)	前 5 年 4.00%, 每 5 年重设一次	香港	债项: 穆迪 A3/标普 A/惠誉 A-; 主体: 穆迪 Aa3/标普 AA-/惠誉 A+
6	2016-1-29	中国平安人寿保险股份有限公司	高级债券	12.00	12.00	3 年期 7 亿 5 年期 5 亿	3 年期 2.375% 5 年期 2.875%	未知	穆迪: 债项 A3, 主体 A2
7	2016-4-20	阳光人寿保险股份有限公司	高级债券	15.00	15.00	3 年期 5 亿 5 年期 7 亿 10 年期 3 亿	3 年期 2.50% 5 年期 3.15% 10 年期 4.50%	香港	—
8	2016-9-19	合众人寿保险股份有限公司	高级债券	5.00	5.00	5 年	3.00%	香港	穆迪: 债项 Baa3, 主体 Baa2
9	2017-1-19	泰康保险集团股份有限公司	高级债券	8.00	8.00	5 年	3.50%	香港	惠誉: 债项 BBB+, 主体 A-
10	2017-3-9	中国再保险(集团)股份有限公司	高级债券	8.00	8.00	5 年	3.375%	香港	主体: 标普 A+/贝氏 A
11	2017-4-21	建信人寿保险股份有限公司	二级资本债券	5.00	5.00	60 年(可展期, 第 5 年末及之后每个付息日可赎回全部而非部分债券)	前 5 年 4.50%, 每 5 年重设一次	香港	债项: 穆迪 Baa3/标普 BBB; 主体: 穆迪 A2/标普 A-
12	2017-6-30	中国再保险(集团)股份有限公司	高级债券	7.00	7.00	5 年	3.375%	香港	主体: 标普 A+/贝氏 A
13	2017-7-27	中国人寿保险(海外)股份有限公司	次级定期债券	2.50	2.50	10 年, 附 5 年不可回购期	3.35%	香港	债项: 标普 A
<b>合计</b>				<b>89.05</b>	<b>87.30</b>				

资料来源: 联合评级根据保监会、国家发改委外债管理、各保险公司披露的年报等公开资料整理。