

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

从评级的角度看保险公司无固定期限资本债券

联合资信 金融评级 | 韩夷 | 郎朗 | 许国号 | 郭嘉喆

根据中国人民银行和银保监会 2022 年 8 月 12 日印发《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，无固定期限资本债券的发行或将成为保险公司补充核心资本的有效渠道。无固定期限资本债券发行人自身的违约风险以及债券自身的股性强弱为评级的合理逻辑。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



从评级的角度看保险公司无固定期限资本债券

作者：金融评级 韩夷 郎朗 许国号 郭嘉喆

一、保险公司无固定期限资本债券发行的必要性

继 2021 年 11 月发布银保监会发布《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（征求意见稿）》之后，2022 年 8 月 12 日，中国人民银行和银保监会印发《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》自 2022 年 9 月 9 日起实施。目前来看，我国保险公司资本补充方式包括内生性资本补充和外源性资本补充。内生性资本补充主要依靠利润留存，但我国中小保险公司普遍盈利较弱，成立时间不长的保险公司尤为如此，因此对外源性资本补充依赖程度较高。外源性资本补充渠道中，最常见的方式为股东增资以及发行资本补充债券。增资扩股方面，随着监管推出《保险公司股权管理办法》，加强保险公司股权监督，规范保险公司股东行为，对于保险公司股东增资的条件提出了更为严格的要求，使得险企股东增资面临一定阻力；此外，险企股东增资的意愿亦为不稳定性因素。在上述背景下，央行、银保监会发布了《通知》，未来将稳妥有序组织保险公司无固定期限资本债券的发行，进一步拓宽了保险公司资本补充渠道。

另一方面，《保险公司偿付能力监管规则(II)》（简称“偿二代二期”）的实施，对险企的资本认定更加严格，不仅完善了长期股权投资的实际资本和最低资本计量标准，大幅提升了风险因子，同时明确规定保险公司不得将投资性房地产的评估增值计入实际资本；针对保险资金运用存在的多层嵌套等问题，要求按照“全面穿透、穿透到底”的原则，识别资金最终投向，基于实际投资的底层资产计量最低资本；偿二代二期不再将保单未来盈余全部纳入核心资本，而是分级纳入核心二级资本、附属一级资本和附属二级资本，使得行业内多数保险公司核心资本规模出现不同程度的下降，进而影响保险公司核心偿付能力充足率水平；加之保险公司业务扩展也加速了对资本的消耗，最终反映结果为，行业内大多数保险公司的偿付能力出现了不同程度下滑。根据银保监会数据显示，截至 2022 年第一季度末，纳入会议审议的 180 家保险公司平均综合偿付能力充足率为 224.2%，平均核心偿付能力充足率为 150%，两项指标分别较 2021 年第四季度下降了 7.9 个百分点和 69.7 个百分点。险企补充资本的压力迫在眉睫。

二、保险公司无固定期限资本债分析

（一）偿付能力监管体系梳理

一般认为 2004 年 9 月出台的《保险公司次级定期债务管理暂行办法》标志着“偿一代”的开始；2008 年 7 月，《保险公司偿付能力管理规定》出台，要求“保险公司应当具有与其风险和业务规模相适应的资本，确保偿付能力充足率不低于 100%”，规定“偿付能力充足率即资本充足率，是指保险公司的实际资本与最低资本的比率”，该文件出台，一定程度上代表了“偿一代”体系的定型。

原中国保险监督管理委员会于 2012 年启动了“中国风险导向偿付能力体系”，即“偿二代”的建设工作。2015 年 2 月，《保险公司偿付能力监管规则（1—17 号）》出台，标志“偿二代一期”正式成立，同时保险公司进入“偿一代”和“偿二代一期”的过渡期。2016 年 1 月，《中国保监会关于正式实施中国风险导向的偿付能力体系有关事项的通知》出台，正式要求，自 2016 年 1 月 1 日起施行“偿二代一期”监管体系。

2021 年 1 月，中国银保监会修订发布《保险公司偿付能力管理规定》以及 2021 年 12 月出台的《中国银保监会关于印发保险公司偿付能力监管规则（II）》标志着“偿二代二期”的出台，且于 2022 年一季度已开始正式实施，最晚于 2025 年起全面实行到位。

（二）偿付能力指标体系

“偿一代”首先提出了偿付能力充足率不低于 100%的要求，之后的“偿二代一期”对偿付能力指标体系进行了完善，提出“根据资本吸收损失的性质和能力，保险公司资本分为核心资本和附属资本”，核心资本是指在持续经营状态下和破产清算状态下均可以吸收损失的资本。核心资本分为核心一级资本和核心二级资本；附属资本是指在破产清算状态下可以吸收损失的资本。附属资本分为附属一级资本和附属二级资本。

2021 年 1 月出台的《保险公司偿付能力管理规定》将偿付能力监管指标扩展为核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率、风险综合评级三个有机联系的指标。三个指标均符合监管要求的保险公司，为偿付能力达标公司。要求保险公司核心偿付能力充足率不低于 50%、且综合偿付能力充足率不低于 100%；同时将核心偿付能力充足率低于 60%或综合偿付能力充足率低于 120%的保险公司作为重点核查对象。

2022 年全面实施的“偿二代二期”仍沿用一期的监管指标，但是对核心资本、附属资本的认定标准进行了全面修改。

（三）保险公司现有资本补充方式对比分析

目前来看，我国保险公司主要的资本补充来源主要有内部资金、外部资金两种。其中，内部资本补充途径主要为公司盈利以获得的留存收益、补充核心一级资本，提升核心偿付能力充足率。外部资本补充途径主要有增资扩股、资本补充债券以及本文的重点——无固定期限资本债券。2015 年以前，保险公司原次级债券为私募、无担保发行的次级定期债务，2015 年 3 号规定发布以后主要为公募资本补充债券。具体来看，增资扩股补充核心一级资本，对应提升核心偿付能力充足率；发行资本补充债券补充附属一级资本，对应提升综合偿付能力充足率；而按照《通知》，发行无固定期限资本债券补充核心二级资本，对应提升核心偿付能力充足率。

（四）保险公司无固定期限资本债券发行要素重点关注内容

根据“偿二代二期”《保险公司偿付能力监管规则第 1 号：实际资本》要求，核心二级资本应当没有到期日或者期限不低于 10 年，发行 5 年后方可赎回并且不得含有利率跳升机制及其他赎回激励。结合《通知》以及“偿二代二期”要求，可以总结以下无固定期限资本债券发行要素。

债券期限。《通知》所称的无固定期限资本债券是指，保险公司发行的没有固定期限、含有减记或转股条款、在持续经营状态下和破产清算状态下均可以吸收损失、满足偿付能力监管要求的资本补充债券。对比商业银行无固定期限资本补充债券的发行实践，商业银行无固定期限资本补充债券多设置发行人有条件赎回条款，一般为发行人自发行之日起 5 年后，有权于每年付息日（含发行之日后第 5 年付息日）全部或部分赎回本期债券（5+N）。

债券规模。根据《通知》，保险公司发行的无固定资本补充债券余额不得超过核心资本的 30%。

清偿顺序。《通知》未对清偿顺序做出说明，根据“偿二代二期”的要求，核心二级资本破产清算时的受偿顺序列于保单持有人和一般债权人之后，先于核心一级资本；按照业务实践，也应当位于次级资本补充债券之后。

赎回及利息支付条件。根据《通知》，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。保险公司无法如约支付利息时，无固定期限资本债券的投资人无权向人民法院申请对保险公司实施破产。

减记或转股条款。《通知》规定，保险公司发行的无固定期限资本债券应当含有减记或转股条款，当触发事件发生时，无固定期限资本债券应当实施减记或转股。其

中，触发事件包括持续经营触发事件和无法生存触发事件。具体来看，持续经营触发事件是指保险公司的核心偿付能力充足率低于 30%。无法生存触发事件是指发生以下情形之一：一是中国银行保险监督管理委员会认为若不进行减记或转股，保险公司将无法生存；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，保险公司将无法生存。按照《通知》要求，会计分类为权益工具的无固定期限资本债券，应当设定无法生存触发事件；会计分类为金融负债的无固定期限资本债券，应当同时设定持续经营触发事件和无法生存触发事件。

（五）保险公司无固定期限资本债券会计处理相关规定

从 2014 年以来各项关于无固定期限资本债券会计处理的一些主要的准则和规定。总结来看，普遍认为发行人和投资人对于无固定期限资本债券会计分类的统一是主要的方向，也就是说，发行人如果将无固定期限资本债券计为债务工具，投资人也应该将该笔无固定期限资本债券计入债权资产，反之亦然。对于保险公司无固定期限资本债券的潜在投资者来说，可能将无固定期限资本债券计入债权投资的吸引力更大，这样可以减少权益类投资占比。但根据无固定期限资本债券自身属性，以及商业银行发行无固定期限资本债券会计实践来看，保险公司无固定期限资本债券计入权益的可能性更大。

（六）保险公司无固定期限资本债券与资本补充债券的对比

表 1 保险公司无固定期限资本债和资本补充债对比表

债券要素	无固定期限资本债券	资本补充债券
期限	无固定期限	五年以上（含五年）
是否有减记或转股条款	保险公司发行的无固定期限资本债券应当含有减记或转股条款	否
清偿或受偿顺序	核心二级资本破产清算时的受偿顺序列于保单持有人和一般债权人之后，并且位于其发行的资本补充债之后，先于核心一级资本	列于保单责任和其他普通负债之后，先于保险公司股权资本
发行额度要求	无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的 30%	资本补充债券及符合要求的次级定期债务之和不得超过净资产的 100%
补充资本性质	补充核心二级资本	补充附属一级资本
支付利息与赎回	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	赎回后偿付能力充足率不低于 100% 的情况下可以赎回，赎回时间至少发行满五年。支付利息后偿付能力不达标的，当期利息应当递延支付

利率跳升机制	不得含有利率跳升机制	含有利率跳升机制
保险集团（控股） 公司发行权	不得发行	可以发行
信用评级	发行人或投资人可聘请信用评级机构对无固定期限资本债券进行信用评级	资本补充债券发行应当聘请两家信用评级机构对资本补充债券进行信用评级

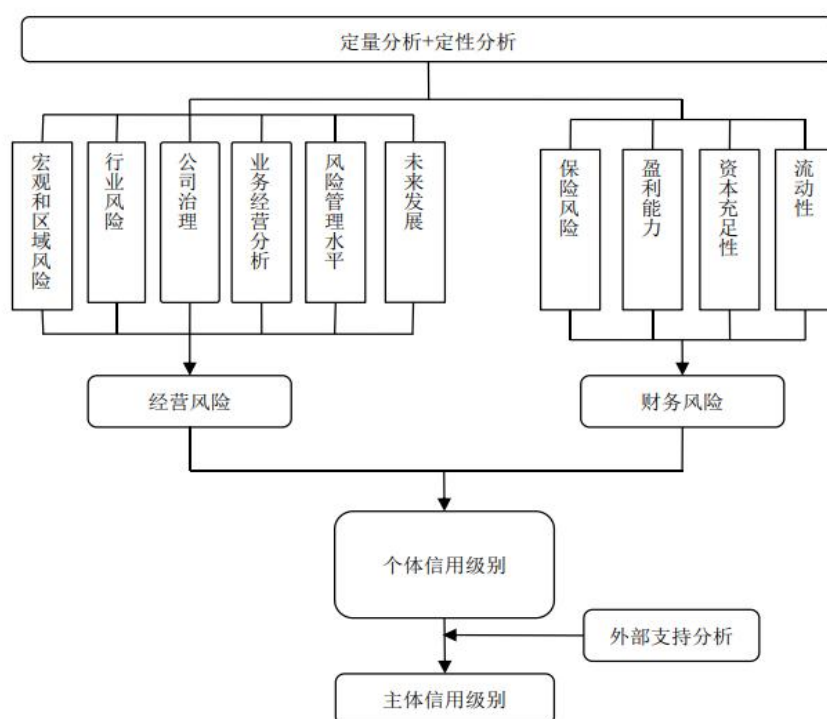
数据来源：银保监会网站，联合资信整理

总体看，保险公司无固定期限资本债券的发行应计入保险公司所有者权益，用于补充核心资本中的核心二级资本，清偿顺序在发行人普通股之前、在资本补充债券之后，无利率跳升机制，且存在减记和转股的可能性。

三、联合资信保险公司评级方法模型及无固定期限资本债的评级逻辑

（一）保险公司主体信用评级框架

图1 联合资信保险公司主体信用评级框架图



联合资信首先运用数理模型（打分表）分析保险公司的经营风险和财务风险。其中，**经营分析**以定性分析为主，涵盖外部环境（包括宏观经济、区域、行业等要素），以及企业自身经营管理等要素。**财务分析**以定量分析为主，通过几个方面的相关指标进行量化处理；评级模型将经营分析与财务分析结果结合，在综合评价的基础上得到**企业的指示评级**。对于评级要素中一些难以纳入模型处理同时又对企业信用状况有重

大影响的项目，通过专家经验进行评估，根据其影响大小对企业指示级别进行相应调整，得到个体信用级别，个体调整因素主要包括未来重大事项、ESG、表外重要风险、不良记录等。然后，再结合政府支持和股东支持等外部支持因素，最终确定受评企业的主体信用等级。

对于**保险公司发行债券的评级**，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

（二）保险公司主体评级模型打分表及权重设置

表 2 联合资信保险公司指示评级打分表—经营风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子		三级权重
				人身险公司	财产险公司	
经营风险	经营环境	宏观和区域风险	50%	宏观和区域风险		100%
		行业风险	50%	行业风险		100%
	自身竞争力	公司治理	15%	公司治理和管理水平		100%
		未来发展	10%	未来发展及规划		100%
		业务经营分析	60%	原保险保费市场份额（%）		40%
				原保险保费在规模保费的占比（%）	再保险杠杆率（%）	30%
				投资收益率（%）		30%
		风险管理水平	15%	公司风险管理水平		100%

注：1、由于人身险公司和财产险公司的业务产品种类不同，所以上表中的部分三级因子有所不同

2、对于再保险公司和保险集团公司，业务经营分析方面通过对其经营业绩、竞争地位、品牌区分度和声誉、资金收益情况等方面进行定性评价

表 3 联合资信保险公司指示评级打分表—财务风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子		三级权重	
				人身险公司	财产险公司	人身险公司	财产险公司
财务风险	偿付能力	资本充足性	50%	净资产（亿元）		50%	
				综合偿付能力充足率（%）		25%	
				核心偿付能力充足率（%）		25%	
		保险风险	40%	准备金赔付倍数（倍）		35%	60%
				赔付率（%）		30%	40%
				综合退保率（%）	--	35%	--
		盈利能力	10%	平均资产收益率（%）		50%	
				平均净资产收益率（%）		50%	
	流动性	100%	可快速变现资产/资产总额（%）		50%		
			认可资产负债率（%）		50%		

注：1、由于人身险公司和财产险公司的业务产品种类不同，所以上表中的部分三级因子和三级权重有所不同
 2、对于再保险公司和保险集团公司的保险风险，主要通过对其赔付及费用等方面与预期假设的偏离情况，以及保险产品多方面的风险控制能力进行定性判断

（三）保险公司无固定期限资本债券发行对保险公司打分模型的影响

由于保险公司无固定期限资本债券补充核心二级资本，在保险公司评级模型打分表中，无固定期限资本债券的成功发行对其核心偿付能力充足率及综合偿付能力充足率均有不同程度的提升影响，因此在打分结果上或将得到一定显现。

（四）联合资信保险公司无固定期限资本债券评级逻辑

联合资信认为，无固定期限资本债券一般具有以下信用风险特征：长久期性、兼具债性和股性、特殊条款可导致投资者面临的损失或风险增加等。因此我们对无固定期限资本债券的评级逻辑主要是在发行人信用状况的基础上，基于对债券股性强弱的判断，并结合债券担保情况，来确定无固定期限资本债券的最终信用等级。

对于无担保的无固定期限资本债券，无固定期限资本债券的偿还保障来自于发行人，发行人对无固定期限资本债券的偿还能力主要受两方面因素影响：一是发行人的整体偿债能力；二是无固定期限资本债券偿付保障与普通优先无担保债务的差异程度。发行人的整体偿债能力等同于发行人的主体评级，主要取决于其在未来时期是否能够获得足以偿还到期债务的现金流量，与发行人经营和财务等信用状况相关。无固定期限资本债券偿付保障与普通优先无担保债务的差异程度则取决于无固定期限资本债券的股性强弱。此外，对于设置担保的无固定期限资本债券，无固定期限资本债券的偿还能力还收到担保措施的影响。

关于无固定期限资本债券股性强弱的判断，主要是从债券偿付顺序、有效期限、票息支付、本金减记/转股条款等事项来展开，将无固定期限资本债券的股性分为强、

中、弱三挡。我们从上面提到的四个方面，列示了保险公司和商业银行无固定期限债券即无固定期限资本债券的发行条款。可以看到，金融机构的无固定期限资本债券兼具股性和债性，从这类债券相对靠后的偿付顺序、没有固定期限、也不设置赎回权、利息可以取消并且不构成违约、含有减记或转股条款这四个方面来看，我们认为这两类金融机构无固定期限资本债券的股性比较强，它的信用风险水平高于发行人的保单和一般债权、自身发行的次级债和资本补充债，所以理论上保险公司无固定期限资本债券的信用评级在主体级别的基础上会有一定幅度的下调。

表 4 保险公司和商业银行无固定期限资本债股性判断对比表格

	保险公司无固定期限资本债	商业银行无固定期限资本债
偿付顺序	保单持有人和一般债权人之后，并且位于其发行的资本补充债之后，先于核心一级资本。	位于存款人、一般债权人和次级债务之后，股本之前。等同于优先股，位于二级资本债之前。
有效期限	没有固定期限，不设置赎回权。	没有到期日，并且不得含有利率跳升机制及其他赎回激励。
票息支付	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，且不构成违约事件。	票面利率=基准利率+固定利差 发行银行有权取消分红或派息，且不构成违约事件。
本金减记及转股	根据《通知》说明，保险公司发行的无固定期限资本债券应当含有减记或转股条款，当触发事件发生时，无固定期限资本债券应当实施减记或转股。	当触发事件发生时，所有同级别资本工具应同时启动，并按各自占该级别资本工具总额的比例减记或转股。先减记无固定期限资本债和优先股，全部减记以后再启动二级债减记。可采取全额减记或部分减记两种方式，减记部分不可恢复。

数据来源：银保监会网站，联合资信整理

此外，我们认为无固定期限资本债券发行人自身的违约风险越低，整体偿债能力就越强，对债务的保障能力也越强；并且不同信用水平的发行人对于相同的债券条款，可能会采取不同的利息支付和赎回策略，那么投资者面临的风险也会有所差异。因此，在不同信用资质的发行人之间，具体下调的子级数会产生一定的分化。对于信用资质良好、综合实力强的保险公司，无固定期限资本债券下调的子级数可能会小于信用资质弱的公司。

四、相似类型债券发行情况参考：商业银行无固定期限资本债券

除保险公司以外，目前市场上无固定期限资本债券发行主体还包括商业银行、证券公司及部分非金融企业。从发行条款来看，保险公司与商业银行无固定期限债券比较类似，也同属于金融机构，因此我们暂时形成国内商业银行无固定期限债券

发行情况以供参考。

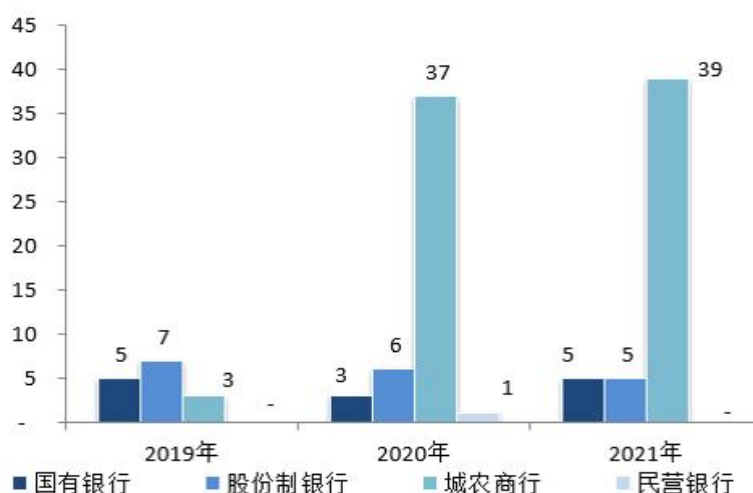
（一）市场存续商业银行无固定期限债券发行概况及信用级别分布

自 2019 年，我国首支商业银行无固定期限资本债“19 中国银行永续债 01”在银行间债券市场成功发行以来，截至 2022 年 8 月 25 日，全市场共计 89 家商业银行发行过 153 支无固定期限资本债，发行规模合计 19734 亿元。

从具体发行主体类型来看，发行过无固定期限资本债的商业银行类型包括国有商业银行、股份制商业银行以及头部、中部序列的城商行和农商行；此外 2021 年 5 月，网商银行成功发行 15 亿元无固定期限资本债，为目前市场上首家也是唯一的一家发行无固定期限资本债的民营银行。从不同商业银行类型发行份额的角度来看，国有商业银行累计发行无固定期限资本债 10515 亿元，占比 53.28%；股份制商业银行累计发行规模 6060 亿元，占比 30.71%；其余城商行及农商行共计发行 3159 亿元，占比 16.01%。

从逐年发行的趋势来看，2019 年—2021 年，商业银行无固定期限资本债的发行主体数量呈现增长态势，反映了银行无固定期限资本债在债券市场的认可度逐步提升，且在央行票据互换（CBS）操作等政策支持下，银行无固定期限资本债流动性持续增强；对于发行人而言，无固定期限资本债的发行门槛低于其他一级资本的补充工具，对于资本补充压力较大的中小银行来说是一个很好的一级资本补充途径，加之中小银行的无固定期限资本债发行审批条件适度放宽，越来越多的中小银行也参与到发行无固定期限资本债的队伍中，2019—2021 年，参与发行无固定期限资本债的中小城农商行数量明显上升（见图 2）。我们预计，保险公司无固定期限资本债券的发行主体分布有可能延续这一趋势，即初期发行主体集中于头部险企，后续发行主体将逐步扩展至更多中小险企，成为保险公司补充核心资本的有效渠道之一。

图 2 各年度发行无固定期限资本债券商业银行数量



数据来源：wind 数据，联合资信整理

从商业银行年度发行规模及发行期数来看，2019—2021 年，无固定期限资本债发行规模波动较大且整体下降，但发行期数逐年上升（见图 3），主要原因系 2019 年初发行无固定期限资本债的商业银行主要为体量较大的国有银行及股份制银行，单笔发行额度较大，2020 年以来无固定期限资本债发行较为活跃的多为中小型的城商、农商行，该类银行无固定期限资本债发行期数多、单次发行额度小，故市场上总的商业银行无固定期限资本债发行规模呈现了波动下降的态势。

图 3 商业银行无固定期限资本债 2019—2021 年发行期数和规模变动

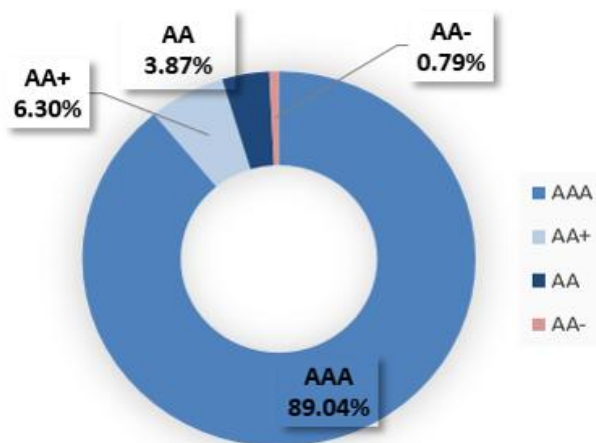


数据来源：银保监会网站，联合资信整理

从信用等级分布来看，截至目前，市场发行无固定期限资本债的银行主体级别均在 AA 及以上，按照发行主体家数计算，其中主体信用级别为 AAA 的银行占比较高，占比达到 55.06%，AA⁺和 AA 的银行占比分别为 33.7%和 11.24%。从无固定期限资本债的级别来看，债券信用等级分布为 AA⁻、AA、AA⁺及 AAA，结合各家评级机构的信用政策，因无固定期限资本债兼具股性及债性，综合考虑其偿付顺序、减记及赎回等相关条款，无固定期限资本债的信用级别评定会在主体信用级别的基础上进行下调 1-2 个子级。从市场实际发行情况来看，目前大多数银行无固定期限资本债的信用级别低于发行主体信用级别 1 个子级，目前唯一一支低于主体级别 2 个子级的银行无固定期限资本债为泸州银行于 2020 年 3 月及 6 月发行的无固定期限资本债，根据目前最新的跟踪评级情况，泸州银行主体级别 AA⁺，发行的两支无固定期限资本债信用级别为 AA⁻；但另一方面，对于国有商业银行、股份制商业银行及业务规模大、市场竞争力强且在我国金融体系中具有重要地位的头部城农商行，其发行的无固定期限资本债信用级别与主体信用级别均为 AAA，目前市场存续的信用级别为 AAA 的银行无固定期限资本债发行主体共计 23 家，其中包括 6 家国有银行，12 家股份制商业银行，

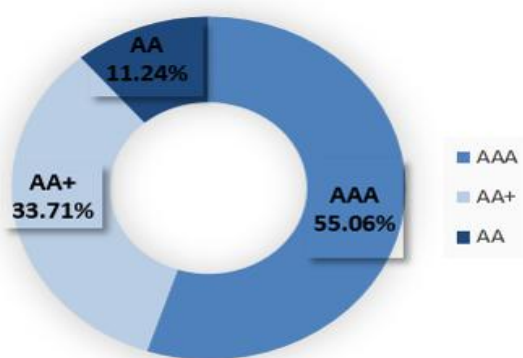
3 家城商行，1 家农商行和 1 家民营银行。我们预计，银行无固定期限债券的信用政策会在一定程度上延续至保险公司的这一债券类别。

图 4 商业银行无固定期限资本债券的信用等级分布—按存续债券规模统计



数据来源：wind 数据，联合资信整理

图 5 已发行无固定期限资本债的商业银行主体信用等级分布—按主体发行数量统计



数据来源：wind 数据，联合资信整理

（二）商业银行无固定期限资本债信用利差分析

从目前已发行的银行无固定期限资本债来看，发行人信用等级越高，无固定期限资本债评级与其主体信用等级的差异越小，固定利差也越低。

商业银行次级债券包括二级资本债和无固定期限资本债，在上述维度对比之下，二级资本债存在固定到期日，无固定期限资本债没有固定到期日，存在续期风险；二级资本债大部分是固息债券，无固定期限资本债是浮息债券，票面利率等于基准利率+固定利差，基准利率随经济周期变化；二级资本债需要履行付息的责任，而无固定期限资本债如果没有按照要求正常付息，不算违约，并且采取非累计利息支付方式，当期未足额派发的利息不累积至之后的计息；二级资本债在会计账目里列为负债，无固定期限资本债列为权益。

从条款上看，我们认为商业银行无固定期限资本债相较于二级资本债股性更强，反映在债券到期收益率上，商业银行无固定期限资本债的到期收益率高于二级资本债到期收益率。从 AA⁺ 级别中债商业银行债券收益率曲线来看，同级别银行无固定期限资本债到期收益率高于二级资本债到期收益率，反映出无固定期限资本债的违约风险高于二级资本债；同时，可以看出，无固定期限资本债到期收益率及其与 5 年期国债收益率之差整体有所收窄，这一方面体现了市场上的投资机构对于商业银行无固定期限资本债的认可度的提升，另一方面也得益于央行常态化开展央行票据互换（CBS）操作提高银行无固定期限资本债的市场流动性，无论从市场认可角度还是监管政策导向角度来看，都为商业银行无固定期限资本债流动性提供了一定支持，综上，我们可以得出结论，对于主体信用级别高、偿债能力强的银行来说，无固定期限资本债的违约风险较低。

图 6 商业银行不同类型债券收益水平及 5 年期国债收益水平趋势表



数据来源：wind 数据，联合资信整理

下面我们以两家不同主体信用级别的商业银行为主体，横向对比同年发行的二级资本债、无固定期限资本债的票面利率较同期 5 年期国债收益率的利差，可以看出，二级资本债的利差均小于无固定期限资本债利差，且高主体信用等级商业银行无固定期限资本债及二级资本债的利差均明显小于低主体等级商业银行，同时，高主体信用等级商业银行无固定期限资本债利差与二级资本债利差的差异亦较小。我们预计，保险公司无固定期限债券在利差表现上，亦有可能呈现与银行类似的特征。

表 5 选取不同级别商业银行一定时间内债券发行对比表

数据来源：wind 数据，联合资信整理

主体	债券名称	债项级别	发行起始日	票面利率 (%)	同期 5 年期国债收益率 (%)	利差
余杭农商行 (AA+)	22 余杭农商永 续债 01	AA+	2022-02-22	4.8000	2.6007	219.93bp
	22 余杭农商二级 01	AA+	2022-06-27	4.3000	2.6704	162.96bp
中国银行 (AAA)	22 中国银行永 续债 01	AAA	2022-04- 08	3.6500	2.5240	112.60bp
	22 中国银行二 级 01	AAA	2022-01- 20	3.2500	2.4745	77.55bp

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，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，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。