



# 保险业首例资本补充债未按期兑付 — 债项条款设计与风险成因深度解析

联合资信 金融评级一部 | 刘敏哲 蔡彬棋



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



## 一、事件回顾：保险公司资本类债券“刚性兑付”预期被打破

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”）于2015年发行的规模为53亿元的“15天安财险债”到期。天安财险公告称，因无法确保兑付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，因此无法按期兑付本息，成为中国保险业历史上首例债券未能按期兑付事件。此后，2025年12月29日，天安人寿保险股份有限公司（以下简称“天安人寿”）于2015年发行的规模为20亿元的“15天安人寿”到期。天安人寿公告称，公司处于风险处置期间，不具备清偿一般负债的本金和利息的能力，不满足资本补充债清偿条件，无法向资本补充债持有人还本付息。

此次天安系两家保险公司债券未能按期兑付，标志着中国保险业债券“刚性兑付”预期的彻底打破。一方面是相关机构个体风险的真实暴露，反映了其在风险处置期间的严峻状况；另一方面，也清晰地揭示了资本补充债券作为“次级债”的本质属性，其受偿顺序确实劣后于保单及其他一般负债，在发行人偿付能力不足时，投资者需依法依约承担损失。

## 二、债券属性与兑付风险分析

### （一）保险公司资本补充债券是什么

保险资本补充债券是指保险公司经监管批准，在全国银行间债券市场发行的、用于补充附属资本或核心二级资本的债务工具，其募集资金主要用于提升保险公司的偿付能力充足率，满足监管对资本充足性的要求。作为合格资本工具，其功能在于平衡资本补充功能与风险吸收，即在公司正常经营状态下充当资本缓冲，在发行人面临压力时则需能够吸收损失。

资本补充债券本金的清偿顺序和利息支付顺序列于保单责任和其他普通负债之后，股权资本等核心资本工具之前；债券与发行人已发行的与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。

此外，保险公司资本补充债券普遍采用“5+5”年期设计，即债券名义存续期为10年，但在第5年末附有发行人的有条件赎回权。票面利率通常采用固定利率，并在第5年末设置利率跳升机制。

### （二）保险公司资本补充债券属性

#### 1. 赎回选择权

发行人在第 5 年末行使赎回权并非强制性义务，而是附条件的选择性权利。根据监管规定及募集说明书约定，发行人行使赎回权需满足以下前提：赎回后偿付能力充足率不低于 100%，且赎回行为须经中国人民银行和监管部门备案。若发行人不满足上述前提，则不得行使赎回权；若虽满足前提但主动放弃赎回，则债券继续存续至第 10 年末，票面利率按约定跳升。同时，资本补充债券仅设置发行人的有条件赎回权，并未赋予投资者回售选择权，即投资者在发行人不行使赎回权时无法主动要求提前退出。

天安财险与天安人寿于 2020 年 9 月（即“15 天安财险债”和“15 天安人寿”存续满 5 年时）先后公告不行使资本补充债的赎回权。两家公司均因不满足“赎回后偿付能力充足率不低于 100%”的前提条件，属于上述不得行使赎回权的情形。债券存续满 5 年末行权后，根据债项条款，票面利率均发生跳升，其中“15 天安财险债”利率从 5.97% 跳升至 6.97%， “15 天安人寿”利率从 6.25% 跳升至 7.25%，且债券持有人无权要求发行人提前兑付。对投资者而言，债券持有人的投资期限被被动拉长，同时债券预期剩余期限的计算基准由行权日变更为到期日，导致债券估值收益率明显上升，给持有人带来估值损失。

## 2. 到期兑付

债券存续满 10 年即到期日，发行人负有按面值偿还本金的合同义务，是发行人到期必须履行的债务责任；另一方面，根据中国人民银行与中国保监会联合发布的《关于保险公司发行资本补充债券有关事宜的公告》（〔2015〕第 3 号）第十二条规定“发行人在确保资本补充债券赎回后偿付能力充足率不低于 100% 的情况下，可以对资本补充债券设定赎回权，赎回时间至少在资本补充债券发行满五年后”，即当发行人资不抵债或偿付能力严重不足时，无法支付资本补充债券的本金和利息，该到期应履行的责任或将被延期甚至终止。但需注意的是，这种因偿付能力不足导致的到期无法兑付的并非公司正常经营状态下的预期情形，合同条款赋予的“不兑付权利”是风险处置的最后手段，一旦触发，往往意味着发行人已陷入经营及财务危机。

天安财险和天安人寿正是这种非正常经营状况导致债券无法按期兑付的真实体现。天安财险于 2025 年 9 月 30 日（到期日）公告称，因无法确保兑付本息后偿付能力充足率不低于 100% 且有能力清偿其他负债，因此无法按期兑付；天安人寿于 2025 年 12 月 29 日公告称，公司处于风险处置期间，不具备清偿一般负债的能力，不满足资本补充债清偿条件。两只债券均属于监管规定的“不满足兑付条件”的情形，且其发行文件中也已说明“发行人无法如约支付本息时，该资本工具的权益人无权向法院申请对保险公司实施破产”。此外，2023 年及 2024 年，天安人寿与天安财险全部保

险业务及相应资产、负债已分别被中汇人寿及申能财险受让，但均未承接其已发行的存续期债券偿还责任，2025年6月，国家金融监管总局对天安财险和天安人寿作出最终处罚，吊销其保险业务许可证。故考虑两家保险公司保险业务已被剥离、业务许可证已被吊销，且新设承接方已明确不承接债券偿还责任，“15天安财险债”和“15天安人寿”在债券到期本息无法兑付后，后续债券本息延期兑付或偿还可能性极低。

### （三）债券的次级性及兑付风险

#### 1. 次级性风险

因保险公司资本补充债券的次级属性，故次级性风险是债券的投资者可能面临的风险之一。即：（1）如果发行人没有能力清偿一般负债的本金和利息，则在该状态结束前，发行人不能支付资本补充债券的本金和利息；（2）发行人在无法按时支付利息或偿还本金时，债权人无权向法院申请对发行人实施破产清偿；（3）发行人依法进入破产清偿程序后，资本补充债券本金和利息的清偿顺序列于所有非次级债务之后。投资者投资资本补充债券的投资风险将由投资者自行承担。“15天安财险债”和“15天安人寿”募集说明书亦有相关风险提示。

“15天安财险债”和“15天安人寿”正是次级性风险显现的典型案列。同时，在监管主导的风险处置中，申能财险、中汇人寿分别承接了两家公司的保险业务及相关资产、负债，但均明确不承接资本补充债的偿还责任，其法律依据在于《保险法》强制要求承接的是保单责任，而非发行人所有债务；《保险保障基金管理办法》亦规定救助以保护保单持有人为限。这使得次级性风险从条款变为现实，债券持有人被合法排除在救助范围之外，而发行人自身已资不抵债，导致债券本息难以收回。

#### 2. 兑付风险

兑付风险亦是债券投资人面临的重大风险之一，即：如果发行人在经营过程中，受到自然环境、经济形势、国家政策和自身管理等有关因素的影响，使其经营效益恶化或流动性不足，可能影响本期债券的按期兑付，产生由违约导致的信用风险。

天安财险与天安人寿的两只债券，因发行人无法满足“兑付后偿付能力充足率不低于100%”的前提条件，导致到期日无法兑付。按照条款要求，债券持有人无法向法院申请对两家公司进行破产清算，这使得兑付风险完全显现，投资者既无法通过赎回权提前退出，也无法通过破产申请推动司法清偿。

综合来看，从天安人寿和天安财险的资本类债券无法按期兑付本金时间可以看出，在发行人丧失偿付能力、且次级条款依法生效的情况下，资本补充债投资者确实需要承担本息损失。这标志着中国保险业资本类债券“刚性兑付”预期的彻底打破，

也提醒市场应充分认知资本补充工具作为合格资本所设计的风险吸收机制。

### 三、风险成因：公司治理失灵与资本被掏空

天安财险与天安人寿的风险并非孤立个案，必须置于其实际控制方明天控股有限公司（以下简称“明天控股”）的运作模式中审视。在“明天系”的经营体系中，核心职能被异化为输送资金的融资平台。这种定位决定了其公司治理并非以独立、审慎经营为目标，而是服从于控股股东的利益输送需求，最终导致公司治理机制全面空洞化。

#### （一）股东背景与治理失序

##### 1. “明天系”对天安财险的控制权演进

2012年，西水股份持有天安财险20%股权，同时获得其他股东授权，合计拥有55.83%的表决权。同时，明天控股通过受让正元投资股权间接施加影响，加之2015年，西水股份定增增资天安财险，直接持股升至36.30%，加上授权表决权，合计控制63.8%的表决权，成为控股股东。2016年6月，时任西水股份董事长的郭予丰获批担任天安财险董事长，标志着“明天系”对天安财险实现了全面控制。

##### 2. “明天系”对天安人寿的“影子控制”

相较于公开控股，“明天系”对天安人寿的控制呈“影子控制”特征，即通过股权代持规避法理认定，但实质上控制经营。天安人寿原由天安保险与美国恒康人寿各持股50%。2009年外资退出，股权转让给四家中资企业，其中三家与“明天系”存在关联，表面形成无实控人结构。但根据法院终审判决，“明天系”通过代持安排及一致行动，实现了隐性控制。此后，“明天系”背景人员逐步进入天安人寿核心管理层，完成了对天安人寿的直接控制。

#### （二）治理架构形式化与利益输送

监管处罚揭示了公司治理全面失灵的本质。首先，两公司向监管部门提交的各类报告严重不实，信息披露源头失真。其次，部分高管在未经任职资格核准即实际履职，表明“三会一层”完全失效，内部风控与监督机构未能履行制衡职责。内部监督机制的失衡，为“明天系”违规资金操作清除了障碍。

在失效的治理框架下，公司核心职能发生根本异化。监管处罚显示，两公司均存在“通过关联交易向实际控制人输送利益”的违规行为，系统性转移投保人资金。

天安财险通过销售高收益理财险募集资金，集中投向“明天系”旗下信托计划，违反保险资金运用原则。面对刚兑压力，其与关联方签订信托受益权转让及回购协议回笼资金，但通过虚假会计处理，仅终止确认资产而未记录回购义务，形成大规模表

外负债。天安人寿亦通过复杂交易向“明天系”输送资金，并违规提供担保或贷款。

### （三）风险积累与暴露

天安财险与天安人寿均是在限制高收益中短期保险产品销售后（天安财险是理财险，天安人寿是万能险），失去了较大规模的保险资金来源，叠加面临极大规模的产品兑付、退保压力，加之资本市场非标产品风险暴露，资产端投资产品违约以及收益大幅降低，使其无法覆盖负债端现金流支出，现金流断裂，资本和偿付能力被迅速掏空，风险由隐性问题演变为公开危机。

2013年9月，天安财险获批试点非寿险投资型产品（理财险），通过高利率产品募集资金，并大规模投向“明天系”关联体系。2013年末至2016年末，其资产规模从148亿元扩张至3027亿元。2017年1月，监管叫停理财险试点，截断资金来源，但此前销售的短期理财险陆续到期，产生逾2000亿元兑付压力，公司被迫抛售优质资产缓解流动性。2020年6月起，天安财险持有的多个信托计划到期违约，资金无法有效收回，叠加大规模减值计提对其利润造成重大冲击。同时，财务造假被揭露，数百亿元“表外负债”致其严重资不抵债，资本被迅速掏空。

天安人寿风险积累逻辑基本一致，本质均为“短钱长投”，最终因监管政策收紧与资产端违约导致现金流断裂。自2012年起，天安人寿通过银保渠道销售万能险，2013—2016年迎来爆发期。此后虽转型“增额终身寿+万能账户”组合，但核心仍以高收益拉动保费、做大资产规模。截至2018年末，其资产规模达1937.56亿元，较2011年末增长近98倍。2019年，天安人寿退保金达199.88亿元，兑付压力凸显。同年信托等非标产品违约，且投资出现巨额浮亏，收益率骤降，净利润大额亏损，权益规模被大幅侵蚀，偿付能力持续下滑。关联方风险暴露进一步加剧经营恶化。

### （四）监管介入与处置

2020年7月，天安财险与天安人寿被原银保监会接管，期限一年，后延长一年。2023年9月，中汇人寿受让天安人寿保险业务及相应资产、负债；2024年8—9月，申能财险受让天安财险相关业务及资产、负债。两家新设机构均未承接资本补充债的偿还责任。

2025年6月，国家金融监督管理总局吊销天安财险保险业务许可证，并对多名原高管处以终身禁业等处罚。2025年9月30日与12月29日，两公司先后无力兑付资本补充债券本金。

### （五）风险传导路径总结

天安人寿与天安财险风险可归类为管理风险驱动与关联公司风险驱动。控股股东导致公司治理全面失衡，内控失效，违规关联交易及财务造假频发，资产负债严重错

配，资本被严重侵蚀，最终触发监管接管和债券无法按期兑付本金。

#### 四、启示与反思

天安财险与天安人寿的风险事件，是中国保险业近年来公司治理失灵、大股东操控演化的典型样本，并提示我们防范保险公司风险不能仅看财务指标，必须穿透股权结构、追溯实际控制人、核查关键人员合规性。为此，监管部门已明确“问责到人”的穿透式监管方向，公司治理监管力度逐步提升。同时，对于业务模式及资产负债匹配需审慎考量，近年来，在监管部门引导下，保险公司发展模式逐步从规模导向转至价值导向，并推出久期缺口、投资收益率覆盖率等硬性指标作为约束。此外，需认识到，资本补充工具的次级属性不是纸面条款，而是真实的风险吸收机制。保险公司资本补充工具存在赎回选择权和到期兑付的约束条件，在发债企业本身无法满足相应条件时，无法按期行权或兑付。这意味着债券持有人除面临固定收益类债券本身的利率风险、交易流动性风险、再投资风险、评级风险等，仍需衡量其面临的次级性风险和兑付风险，一旦债券到期无法满足兑付条件，债券持有人将完全损失本金且无法向法院申请公司实施破产。天安事件第一次让市场清晰看到保险资本补充债券刚性兑付的打破，清偿顺序劣后于保单责任意味着在风险处置中可以被合法排除。因此，在债券持有期间需持续关注债券发行人的自身经营状况和财务稳健性，及时作出持有或转售的决策。最后，从监管处置看，市场化、法治化的风险化解路径已逐步成型。通过新设机构承接保险业务、剥离问题主体、让资本工具投资者承担损失，既保障了保单持有人的合法权益，也实现了对违规机构的市场化出清。这一处置逻辑，为未来类似风险事件提供了可参照的范本。

## 联系人

投资人服务 010-85172818-8088 [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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。