

### 存量情况如何？

**证券公司次级债：**2010年以来，证券公司次级债规模经历了从2012年的不足50亿快速扩张至2015年的6000多亿，当前存量规模基本维持在5000-6000亿元的水平。

截至2024年02月23日，存量证券公司次级债共计268只，规模为6054亿元。从分布来看，发行次级债券商主体评级主要为AAA，资质较好，次级债数量达到239只，其中，发行永续次级债的券商主体评级均为AAA。

**保险公司次级债：**2010年以来，除个别年份之外，规模基本呈稳步增长的趋势，截至2023年12月26日，保险公司次级债存量规模近3400亿元。2015年，资本补充债券开始发行；2023年，保险公司永续债开始发行。

截至2024年02月23日，存量保险公司次级债共计96只，规模为3525亿元。从分布来看，发行次级债的保险公司主体评级主要为AAA，发行规模达到3072亿元，其中，2023年末开始发行的永续债发行人主体评级均为AAA。

### 有哪些条款？

证券公司次级债中，不含权次级债数量占比达73%，含权次级债中，特殊条款主要包括调整票面利率、利息递延权、延期、有条件赎回和赎回等。保险公司次级债中，不含权次级债较少，含权次级债中，特殊条款主要包括调整票面利率、有条件赎回、赎回、减记和延期等。

### 市场表现如何？

2015年，证券公司次级债发行规模增长迅速，2016年发行的规模则回落明显，此后发行规模基本维持在较为稳定的水平；2023年以来，保险次级债发行增加，规模为近年来较高水平，年末保险公司永续债开始发行。从发行利率来看，2023年以来，保险、券商次级债发行利率整体下行趋势明显。

从二级市场表现来看，2023年，1月各类金融次级债利差仍维持高位，2月以来逐渐回落，叠加“资产荒”的行情重现，各类金融次级债利差持续压缩；进入下半年后，在地产政策落地、稳增长预期提升、资金利率偏紧等因素的影响之下，债市出现调整，保险公司资本补充债、银行二级资本债利差出现了较为明显的走阔趋势。当前，各类债券利差整体均处于历史的较低水平。

从成交活跃度来看，自2023年11月以来，成交规模有显著的提升，尤其是保险公司次级债；从换手率来看，保险公司次级债换手率自2023年11月以来显著增加。

次级品种当中商业银行二永债因流动性较好，更多具备了交易属性，而保险和券商的次级债整体配置属性更多一些。从规模、票息和流动性的角度来对比，当票息和利差保护更为充足，且相比于普通信用债、企业永续利差较阔时，性价比更高，而随着利差的压缩，其仍是兼具配置、信用风险可控及流动性的选择，尤其是如若未来供给进一步放量时，这种属性更为显著。

### 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期；可能存在信息滞后、更新不及时或不全面的风险



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

邮箱：tanyiming@mszq.com

### 相关研究

- 城投随笔系列：募集资金用途有放开吗？-2024/02/27
- 利率专题：当下债市的核心“矛盾”-2024/02/27
- 批文审核周度跟踪 20240225：节后首周交易所、协会通过批文均减少-2024/02/25
- 可转债周报 20240225：下修转债数量再创新高，有哪些看点？-2024/02/25
- 二永债周度跟踪 20240225：短端补涨后，再度关注长端空间-2024/02/25

# 目录

<b>1 券商、保险次级债存量情况如何？</b> .....	<b>3</b>
<b>2 有哪些条款？</b> .....	<b>8</b>
2.1 次级债条款类型.....	8
2.2 次级债条款对比.....	10
<b>3 市场表现如何？</b> .....	<b>13</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>20</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>20</b>

在当前的投研格局当中，金融债成为了举足轻重的一个板块，而这当中次级属性的品种又是市场关注的重心，毕竟在无需太多担心信用风险的情况下，票息有所增厚，银行二永债之外，保险和券商次级债的配置和交易属性如何？本文聚焦于此。

## 1 券商、保险次级债存量情况如何？

首先我们从券商次级债存量情况入手：

**证券公司次级债券**指的是证券公司向机构投资者发行的、清偿顺序在普通债之后的有价证券。其中，根据发行期限和条款的不同，可以进一步分为**永续次级债**和**非永续次级债**。

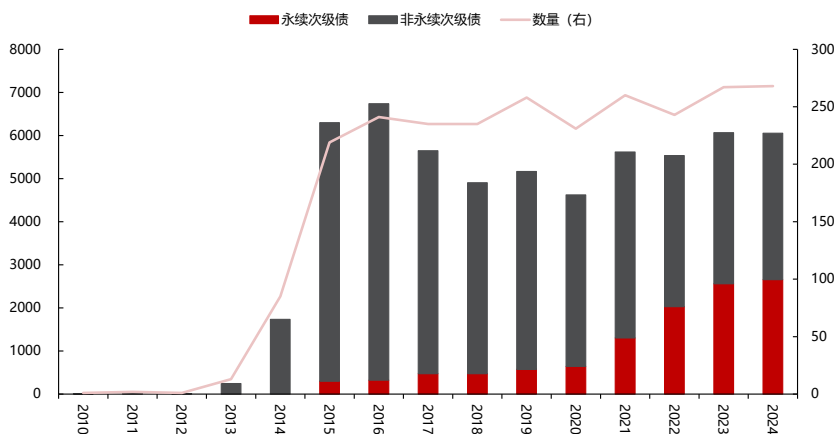
**2010年以来，证券公司次级债规模经历了从2012年的不足50亿快速扩张至2015年的6000多亿，当前存量规模基本维持在5000-6000亿元的水平：**

2010年-2012年，证券公司次级债的规模较小，整体不到50亿元，增长也较为缓慢；2014年，随着证监会、证券业协会分别发布《关于鼓励证券公司进一步补充资本的通知》和《证券公司资本补充指引》，要求证券公司建立资本补充机制，**2015年，证券公司次级债规模出现了快速增长，并在当年开始发行永续次级债，截至当年末券商次级债存量规模突破6000亿元；**

2016年12月，证监会修改《证券公司风险控制指标管理办法》，将证券公司净资本分为核心净资本和附属净资本，证券公司长期次级债计入附属净资本，因而券商发行次级债的动力有所减弱，**2017年起，券商次级债的规模出现一定的回落；**

2020年，证监会再次对《证券公司次级债管理规定》进行修订，允许证券公司公开发行次级债，**2021年，券商次级债的规模出现回升，其中，永续次级债的规模占比大幅提升。**

图1：2010年以来证券公司次级债存量情况（亿元，只）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024-02-23

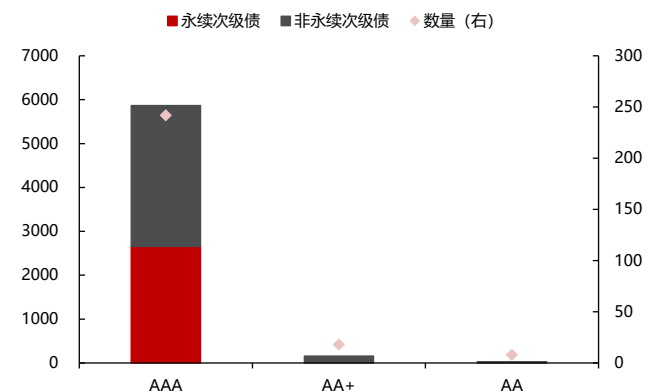
**表1：证券公司次级债相关管理规定**

日期	文件/新闻	主要内容
2010-09-01	《证券公司借入次级债务规定》	次级债务分为长期次级债务和短期次级债务。 证券公司借入期限在2年以上（含2年）的次级债务为长期次级债务。长期次级债务应当为定期债务。长期次级债务可以按一定比例计入净资本，到期期限在5、4、3、2、1年以上的，原则上分别100%、90%、70%、50%、20%比例计入净资本。
2012-12-27	《证券公司次级债管理规定》	证券公司借入或发行期限在1年以上（不含1年）的次级债为长期次级债。长期次级债可按一定比例计入净资本，到期期限在3、2、1年以上的，原则上分别按100%、70%、50%的比例计入净资本。
2016-07-05	中国证券监督管理委员会关于修改《证券公司风险控制指标管理办法》的决定	将第九条改为第十条，修改为：“证券公司净资本由核心净资本和附属净资本构成。 将第十八条改为第十五条，修改为：“证券公司向股东或机构投资者借入或发行的次级债， <b>可以按照一定比例计入附属净资本或扣减风险资本准备</b> 。具体规定由中国证监会另行制定。”
2017-12-07	关于修改、废止《证券公司次级债管理规定》等十部规范性文件的规定	主要对证券公司借入或发行次级债、变更次级债务合同（含展期）的制度进行修改， <b>由审批改为备案</b> 。
2020-05-26	关于修改《证券公司次级债管理规定》的决定	将第八条第一款修改为：“ <b>证券公司次级债券可在证券交易所或中国证监会认可的交易场所（以下统称交易场所）依法向机构投资者发行、转让。</b> ”

资料来源：中国政府网、国家金融监督管理总局、中国人民银行、司法部，民生证券研究院整理

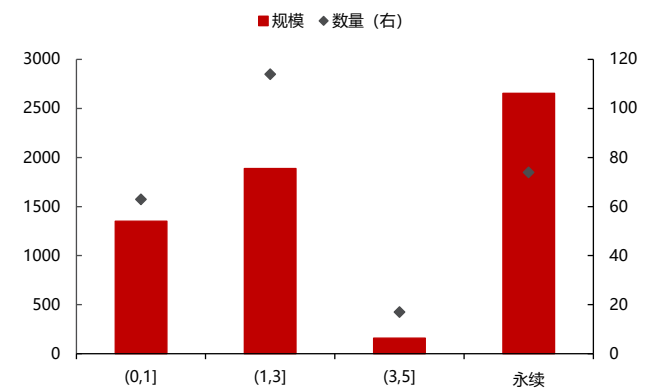
**截至 2024 年 02 月 23 日，存量证券公司次级债共计 268 只，规模为 6054 亿元。从分布来看，发行次级债券商主体评级主要为 AAA，资质较好，次级债数量达到 242 只，其中，发行永续次级债的券商主体评级均为 AAA。**

**从期限来看，永续次级债规模占比近一半，非永续次级债中，整体上期限结构偏短，剩余期限以 1-3 年的为主，其次是 1 年以内次级债，剩余期限为 3-5 年的非永续次级债规模则相对较小。**

**图2：存量证券公司次级债评级分布（亿元，只）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024-02-23

**图3：存量证券公司次级债期限分布（亿元，只）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024-02-23；横坐标为期限档，单位为年

### 其次，聚焦保险次级债：

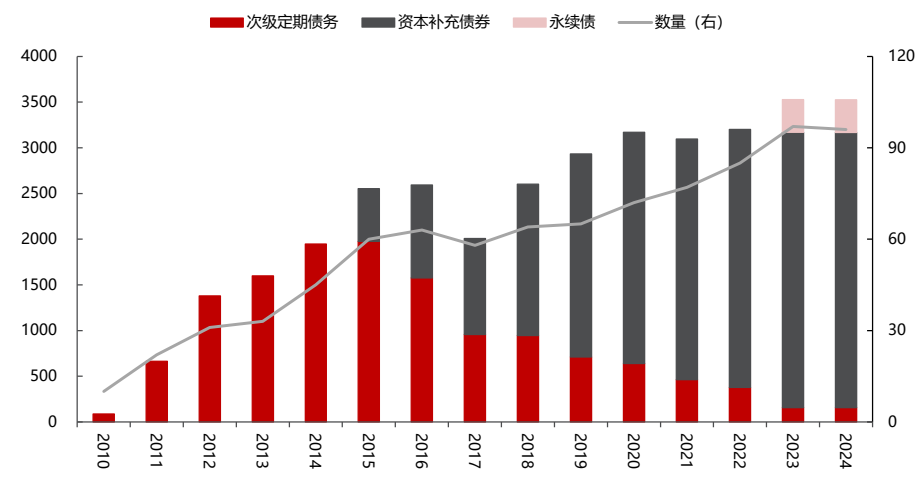
**保险公司次级债**包括保险公司次级定期债务、保险公司资本补充债券和保险公司无固定期限资本债券。

**保险公司次级定期债务**指的是保险公司经批准定向募集的、期限在 5 年以上（含 5 年），本金和利息的清偿顺序列于保单责任和其他负债之后、先于保险公司股权资本的保险公司债务，**于 2004-2015 年期间发行。**

**保险公司资本补充债券**指的是保险公司发行的用于补充资本，发行期限在五年以上(含五年)，清偿顺序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的债券，**自 2015 年开始发行。**

**保险公司无固定期限资本债券**是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。**2023 年 11 月，泰康人寿发行第一只保险公司永续债。**

**图4：2010 年以来保险公司次级债存量情况（亿元，只）**



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024-02-23

**2010 年以来，除个别年份之外，保险公司次级债规模基本呈稳步增长的趋势，截至 2024 年 02 月 23 日，保险公司次级债存量规模超 3500 亿元。**

**对于保险公司次级定期债务的管理办法经历多次修订：**2004 年，保监会发布《保险公司次级定期债务管理暂行办法》，允许保险公司定向募集次级定期债务；2011 年，保监会发布《保险公司次级定期债务管理办法》，完善了次级债的募集条件，同时明确保险集团不得募集次级债；2013 年，银监会对《管理办法》进行修订，允许保险集团（或控股）公司募集次级债。

**2015 年，资本补充债券开始发行：**2015 年 1 月，央行、保监会共同发布《保险公司发行资本补充债券有关事宜》，允许保险公司发行资本补充债券。**与次级定**

期债务不同的是，资本补充债券可以公开发行，此外，对发行人的净资产、偿付能力充足率等也进行了相应的规定。

**2023年，保险公司永续债开始发行：**2022年，央行、银保监会共同发布《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，规定保险公司可通过发行无固定期限资本债券补充核心二级资本。

**表2：保险次级债相关管理规定**

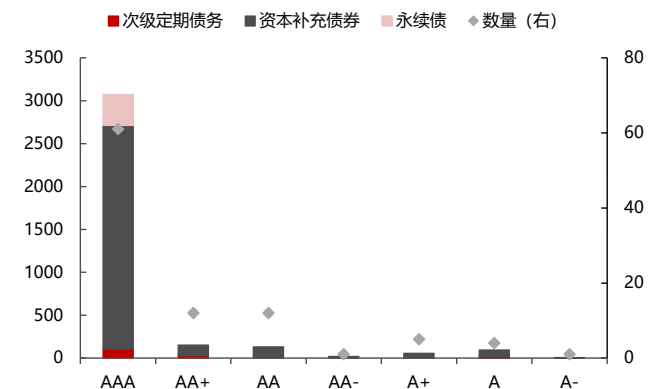
日期	文件	主要内容
2014-09-29	《保险公司次级定期债务管理暂行办法》	保险公司次级债，是指保险公司经批准定向募集的、期限在5年以上（含5年），本金和利息的清偿顺序列于保单责任和其他负债之后、先于保险公司股权资本的保险公司债务；累计未偿付的次级债本息额不超过保险公司上年度未经审计的净资产值；保险公司募集次级债所获取的资金，可以计入附属资本，但不得用于弥补保险公司日常经营损失；次级债不得提前赎回
2011-10-06	《保险公司次级定期债务管理办法》	对2004年发布实施的《保险公司次级定期债务管理暂行办法》进行了修订。主要在以下五方面进行了修订：一是完善了次级债的募集条件。二是限定次级债计入附属资本的额度，规定计入附属资本的次级债金额不超过净资产的50%。三是明确保险集团不得募集次级债。四是进一步规范了次级债的管理和偿还。五是加强次级债的监督管理。
2013-03-15	中国保险监督管理委员会关于修改《保险公司次级定期债务管理办法》的决定	将第五条修改为：“保险集团（或控股）公司募集次级债适用本办法。”
2015-01-06	《保险公司发行资本补充债券有关事宜》	保险公司资本补充债券是指，保险公司发行的用于补充资本，发行期限在五年以上（含五年），清偿顺序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的债券。 保险公司申请公开发行资本补充债券，应当符合下列条件：（一）具有良好的公司治理机制；（二）连续经营超过三年；（三）上年末经审计和最近一季度财务报告中净资产不低于人民币10亿元；（四）偿付能力充足率不低于100%；（五）最近三年没有重大违法、违规行为；（六）中国人民银行和中国保监会要求的其他条件。
2022-08-10	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。 保险集团（控股）公司不得发行无固定期限资本债券。 保险公司可通过发行无固定期限资本债券补充核心二级资本，无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的30%。

资料来源：中国政府网、司法部、中国新闻网，民生证券研究院整理

**截至 2024 年 02 月 23 日，存量保险公司次级债共计 96 只，规模为 3525 亿元。从分布来看，发行次级债的保险公司主体评级主要为 AAA，发行规模达到 3072 亿元，其中，2023 年末开始发行的永续债发行人主体评级均为 AAA。**

**从期限来看，截至 2024 年 02 月 23 日，存量保险公司永续债共计 7 只；非永续债中，期限结构较券商次级债而言偏长，剩余期限以 5-10 年为主，1 年以内和 1-5 年的次级债规模整体较小。**

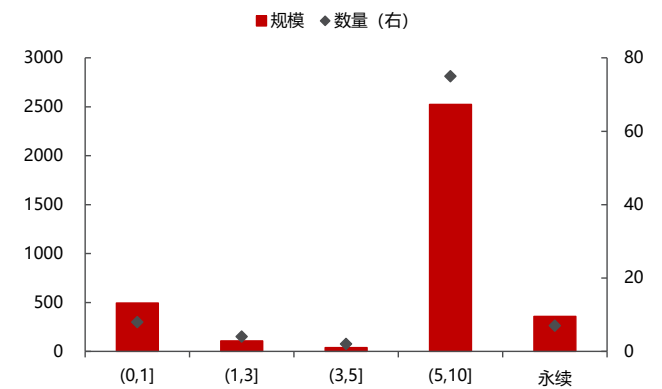
图5: 存量保险公司次级债评级分布 (亿元, 只)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

注: 数据截至 2024-02-23

图6: 存量保险公司次级债期限分布 (亿元, 只)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

注: 数据截至 2024-02-23

## 2 有哪些条款?

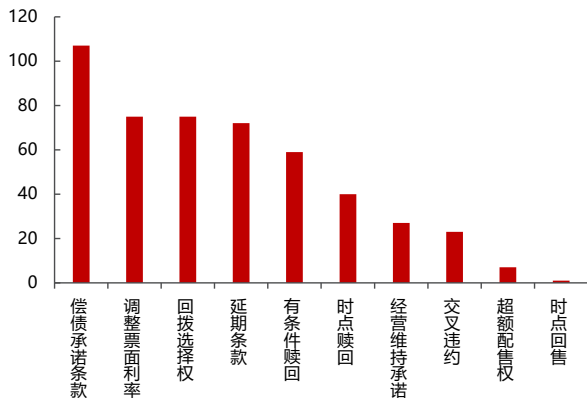
### 2.1 次级债条款类型

#### 2.1.1 证券公司次级债

从条款来看，证券公司次级债中，永续次级债共计 74 只，非永续次级债 194 只。其中，永续次级债包括的条款数量相对较多，主要包括调整票面利率、延期条款、续期选择权、有条件赎回和时点赎回等。

进一步来看，永续次级债中，大多包含了调整票面利率、延期条款和续期选择权三项特殊条款；非永续次级债中，含权债券的数量较少，个别债券包括了调整票面利率、时点赎回、时点回售等条款。

图7：证券公司次级债条款分布（只）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024-02-23

图8：证券公司次级债条款分布：分债券类型（只，%）

债券类型	条款	数量	占比
永续次级债	调整票面利率	74	100%
	延期条款	72	97%
	续期选择权	72	97%
	有条件赎回	59	80%
	时点赎回	39	53%
	偿债承诺条款	22	30%
	超额配售权	6	8%
	交叉违约	4	5%
	经营维持承诺	2	3%
	时点回售	1	1%
非永续次级债	偿债承诺条款	85	44%
	回拨选择权	75	39%
	经营维持承诺	25	13%
	交叉违约	19	10%
	超额配售权	1	1%
	调整票面利率	1	1%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024-02-23

**调整票面利率**指的是发行人有权在特定计息年度调整债券票面利率。以“21 中证 Y2”为例，前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点确定，初始利差为前 5 个计息年度的票面利率减去初始基准利率。

**延期条款即递延支付利息权**，指的是发行人可以自行选择将当期利息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。以“21 中证 Y2”为例，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。

**续期选择权**指的是发行人有权利在每个重定价周期末选择将债券的期限延长。以“20 光证 Y1”为例，在本期债券每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券延长 1 个重定价周期，或全额兑付本期债券，而投资者无权要求公司赎回本期债券。

**时点赎回条款**指的是发行人有权在债券存续期间按指定价格赎回债券,以“20 国信 Y2”为例,在 本期债券第 5 个和其后每个付息日,发行人有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期债券。

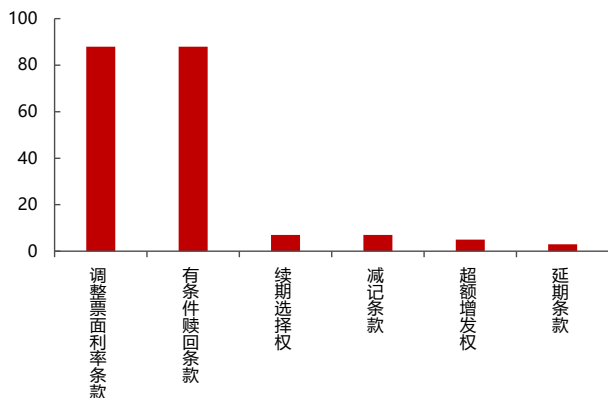
**有条件赎回**指的是满足特定条件时发行人的赎回选择权,以“23 银河 Y3”为例,因税务政策、会计准则变更,发行人有权进行赎回,赎回时,发行人将以票面 面值加当期利息及递延支付的利息及其利息(如有)向投资者赎回全部本期债券。

## 2.1.2 保险公司次级债

**从条款来看**,保险公司次级债中,不含权次级债较少,含权次级债中,特殊条 款主要包括调整票面利率、有条件赎回、减记和续期选择权等。

**进一步分类来看**,现存的 7 只保险公司永续债中,均包含了调整票面利率、 减记、续期选择权、有条件赎回四项特殊条款;资本补充债券中,多包含调整票面 利率、有条件赎回等特殊条款。

图9: 保险公司次级债条款分布 (只, %)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院  
注: 数据截至 2024-02-23

图10: 保险公司次级债条款分布: 分债券类型 (只, %)

资本补充债券			永续债		
条款类型	数量	占比	条款类型	数量	占比
调整票面利率	81	100%	调整票面利率	7	100%
有条件赎回	81	100%	有条件赎回	7	100%
超额增发权	3	4%	减记	7	100%
延期条款	1	1%	续期选择权	7	100%
			延期条款	2	29%
			超额增发权	2	29%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院  
注: 数据截至 2024-02-23

**调整票面利率**指的是发行人可以在特定计息年度调整债券的票面利率。以“20 平安人寿”为例,第 1 年至第 5 年的年利率(即初始发行利率)将通过簿记建档集中 配售的方式确定,在前 5 个计息年度内固定不变;如果发行人不行使赎回权,则 从第 6 个计息年度开始到本期债券到期为止,后 5 个计息年度内的票面利率为原 前 5 个计息年度票面利率加 100 个基点(1%)。

**资本补充债券的有条件赎回条款**主要指的是发行人选择提前赎回的权利,以 “20 中邮人寿 02”为例,在行使赎回权后发行人的偿付能力充足率不低于 100% 的情况下,经报中国人民银行和中国银保监会备案后,发行人可以选择在本期债券 第 5 个计息年度的最后一日,按面值全部或部分赎回本期债券。此外,因监管规 定变化,在满足特定条件的情况下,发行人有权选择提前赎回。

永续债的有条件赎回条款与资本补充债券的有条件赎回条款基本类似。

减记和续期选择权主要为永续债的特殊条款，以“23 太保寿险永续债 01”为例，减记指的是当无法生存触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本期债券的本金进行部分或全部减记；续期选择权指的是债券的存续期与发行人持续经营存续期一致。

## 2.2 次级债条款对比

横向对比来看，证券公司非永续次级债、保险公司资本补充债券、银行二级资本债三类债券中：

(1) 券商非永续次级债期限相对较短一些，多为 3-5 年，而保险公司资本补充债券和银行二级资本债的期限则多为 10 年；

(2) 银行二级资本债含有减记或转股条款，但不含利率跳升机制，而券商非永续次级债和保险公司资本补充债则多不含减记转股条款，股性更弱一些，且基本含有利率跳升机制；

(3) 保险公司资本补充债券和银行二级资本债的赎回均需提前向监管报备或得到批准，且需要满足一定条件。

**表3：证券公司非永续次级债、保险公司资本补充债券、银行二级资本债条款对比**

	证券公司非永续次级债	保险公司资本补充债券	银行二级资本债
期限	目前多为3-5年	目前多为5+5年	目前多为5+5年，部分10+5年
清偿顺序	在一般负债之后、先于股权资本	列于保单责任和其他普通负债之后、股权资本等核心资本之前	在存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前
发行方式	2020年起出现公募发行	公募	多为公募
减记或转股条款	目前存量债均未包含	部分保险公司资本补充债券包含减记条款	包含
利率跳升	大多包含，多为300bp	大多包含，多为100bp	不包含
担保	目前主要为无担保债券	目前主要为无担保债券	无
额度	长期次级债计入净资产的数额不得超过净资产(不含长期次级债累计计入净资产的数额)的50%。	保险公司发行的资本补充债券及符合中国保监会要求的次级定期债务之和不得超过净资产的100%。	-
赎回	除以下情形外，证券公司不得提前偿还或兑付次级债：(一) 证券公司偿还或兑付全部或部分次级债后，各项风险控制指标符合规定标准且未触及预警指标，净资产数额不低于借入或发行长期次级债时的净资产数额(包括长期次级债计入净资产的数额)；(二) 债权人将次级债权转为股权，且次级债权转为股权符合相关法律法规规定并经批准；(三) 中国证监会认可的其他情形。	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。发行人按规定提前赎回资本补充债券或发生其他重大事件的，应当至少提前五个工作日报中国人民银行和中国保监会备案，并及时向市场	以“23兰溪农商行二级资本债01”为例：在行使赎回权后发行人的资本水平仍满足国家金融监督管理总局规定的监管资本要求的情况下，经监管部门事先批准，发行人可以选择在本期债券设置提前赎回权的计息年度的最后一日，按面值一次性部分或全部赎回本期债券。发行人须在得到监管部门批准并满足下述条件的前提下行使赎回权：(1) 使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的工具，并且只有在收入

	证券公司偿还次级债务，应当自完成之日起5个工作日内， <b>向公司住所地中国证监会派出机构提交备案报告等相关文件。</b>	披露。	能力具备可持续性的条件下才能实施资本工具的替换；或（2）行使赎回权后的资本水平仍明显高于国家金融监督管理总局规定的监管资本要求。
<b>计入资本限制</b>	长期次级债可按一定比例计入净资本，到期期限在3、2、1年以上的，原则上分别按100%、70%、50%的比例计入净资本。	具有赎回条款的次级定期债务和资本补充债券剩余期限在4年以上（含4年）的，认可价值为0；没有赎回条款的次级定期债务和资本补充债券剩余期限在2年以上（含2年）的，认可价值为0。	在距到期日前最后五年，可计入二级资本的金额，应按100%、80%、60%、40%、20%的比例逐年减计。
<b>持有要求</b>	证券公司向其他证券公司借入长期次级债务或发行长期次级债券的，作为债权人的证券公司在计算自身净资本时应将借出或融出资金全额扣除。 证券公司不得向其实际控制的子公司借入或发行次级债。	保险集团(控股)公司与其子公司之间不得相互认购资本补充债券；同一保险集团(控股)公司的子公司之间不得相互认购资本补充债券。 保险公司持有其他保险公司的资本补充债券和符合中国保监会要求的次级定期债务的余额不得超过本公司净资产的20%，并按中国保监会的有关规定计提最低资本。	商业银行之间通过协议相互持有的各级资本工具，或国家金融监督管理总局认定为虚增资本的各级资本投资，应从相应监管资本中对应扣除。 商业银行直接或间接持有本银行发行的其他一级资本工具和二级资本工具，应从相应监管资本中对应扣除。

资料来源：民生证券研究院根据中国政府网、中国人民银行官网、债券募集说明书的相关内容梳理

### 对比券商永续次级债、保险公司永续债、银行永续债条款三类债券来看：

（1）保险公司永续债和商业银行永续债均含有减记或转股条款，不含利率跳升机制，而券商永续次级债则不含减记或转股条款，且多含有利率跳升机制，股性相对弱一些；

（2）在利息支付方面，银行永续债采取非累积利息支付方式，即未向债券持有人足额派息的差额部分，不累积到下一计息年度；保险公司永续债利息的支付则是需要满足一定要求；而券商永续债利息为可递延，且包括孳息。

**表4：券商永续次级债、保险公司永续债、银行永续债条款对比**

	证券公司永续次级债	保险公司永续债	商业银行永续债
<b>期限</b>	目前均为5+N年	目前均为5+N年	目前均为5+N年
<b>清偿顺序</b>	一般债务之后、先于股权资本	在保单责任、其他普通负债和附属资本工具之后，先于核心一级资本工具	在存款人、一般债权人和处于高于本债券顺位的次级债务后，股东持有的所有类别股份之前
<b>发行方式</b>	2020年起出现公募发行	公募	公募
<b>减记或转股条款</b>	目前存量债均未包含	包含	包含
<b>利率跳升</b>	大多包含，多为300bp	不包含	不包含
<b>担保</b>	目前均无	目前均无	无
<b>额度</b>	长期次级债计入净资本的数额不得超过净资本（不含长期次级债累计计入	无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的30%。	-

净资产的数额)的50%。

### 赎回

以“23银河Y2”为例：发行人有权在  
本期债券存续期间的第5年末和其后  
每个付息日赎回本期债券全部未偿份  
额。

**满足特定条件时发行人赎回选择权：**

- (1) 发行人因税务政策变更进行赎回
- (2) 发行人因会计准则变更进行赎回。

赎回后偿付能力充足率不达  
标的，不能赎回。

以“22青岛银行永续债01”为例：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。在本期债券发行后，如发生不可预计的监管规  
则变化导致本期债券不再计入其他一级资本，发行人有权全  
部而非部分地赎回本期债券。

**发行人须在得到银保监会批准并满足下述条件的前提下行使  
赎回权：**1、使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的工  
具，并且只有在收入能力具备可持续性的条件下才能实施资  
本工具的替换；2、或者行使赎回权后的资本水平仍明显高于  
银保监会规定的监管资本要求。

### 利息支付

以“23银河Y2”为例：发行人可自行  
选择将当期利息以及按照本条款已经  
递延的所有利息及其孳息推迟至下一  
个付息日支付。**递延支付的金额将按  
照当期执行的利率计算复息。**

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。

以“22青岛银行永续债01”为例：发行人有权取消全部或部  
分本期债券派息，且不构成违约事件，发行人在行使该项权利  
时将充分考虑债券持有人的利益。发行人可以自由支配取消  
的本期债券利息用于偿付其他到期债务。

**本期债券采取非累积利息支付方式，即未向债券持有人足额  
派息的差额部分，不累积到下一计息年度。**

资料来源：民生证券研究院根据中国政府网、债券募集说明书的相关内容梳理

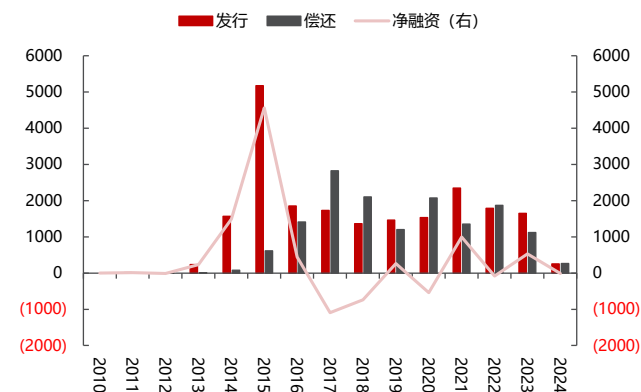
### 3 市场表现如何？

从一级发行和净融资情况来看，

2015 年，**证券公司次级债**发行规模增长迅速，2016 年规模则回落明显，此后发行规模基本维持在较为稳定的水平，2021 年发行规模出现一定增长，或与相关管理规定的修订中，明确证券公司次级债可以公开发行为有关。净融资来看，2017、2018、2020 年出现了较大规模的净偿付，其余年份基本保持净流入或是小规模净偿付状态。

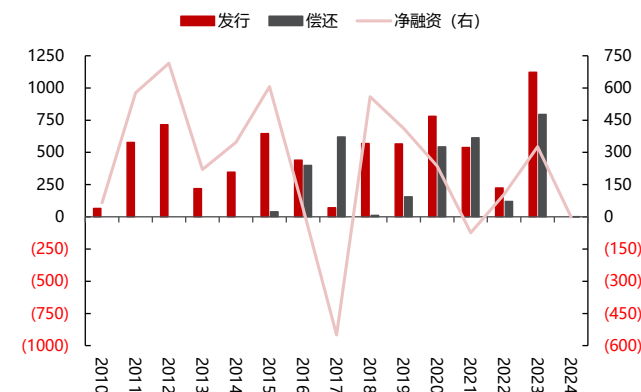
**保险公司次级债**自 2004 年开始私募发行，2015 年开始发行保险公司资本补充债券，2010-2022 年，保险公司次级债整体发行规模不算大，除个别年份外，净融资基本为正，近年来净融资规模出现一定下滑。2023 年以来，保险次级债发行增加，规模为近年来较高水平，年末保险公司永续债开始发行，2023 全年发行和净融资回暖明显。

图11：证券公司次级债净融资情况（亿元）



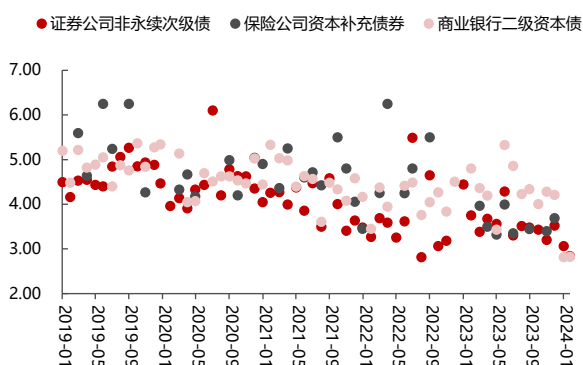
资料来源：iFinD，民生证券研究院  
注：2024 年数据截至 2024-02-23

图12：保险公司次级债净融资情况（亿元）



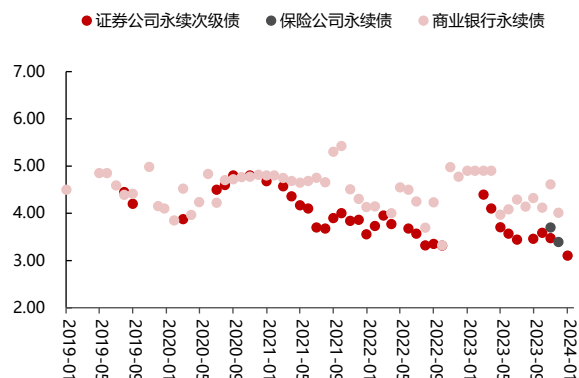
资料来源：iFinD，民生证券研究院  
注：2024 年数据截至 2024-02-23

**从发行利率来看**，2023 年以来，保险公司次级债、证券公司次级债发行利率整体下行趋势明显。2019 年证券公司非永续次级债平均发行利率约为 4.7%，2023 年约为 3.63%；2019 年保险公司资本补充债券平均发行利率约为 5.37%，2023 年约为 3.58%。

**图13：券商非永续次级债、保险资本补充债券、银行二级资本债发行利率走势（%）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024-02-23

**图14：券商、保险、银行永续债发行利率走势（%）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024-02-23

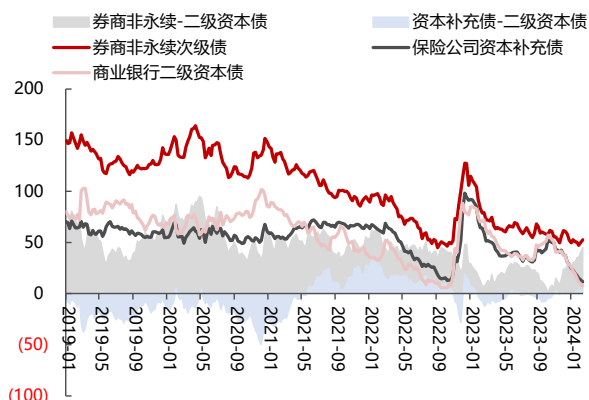
### 从二级市场表现来看：

**2021 年以来**，在结构性“资产荒”行情的带动之下，金融次级债的利差持续压缩至历史低位；**2022 年 11 月**，受流动性冲击叠加理财赎回负反馈效应的影响，各类债券利差在短期内出现了大幅度的走阔。

**进入 2023 年**，1 月各类金融次级债利差仍维持高位，2 月以来逐渐回落，叠加“资产荒”的行情重现，各类金融次级债利差持续压缩；进入下半年后，在地政策落地、稳增长预期提升、资金利率偏紧等因素的影响之下，债市出现调整，保险公司资本补充债、银行二级资本债利差出现了一定的走阔。

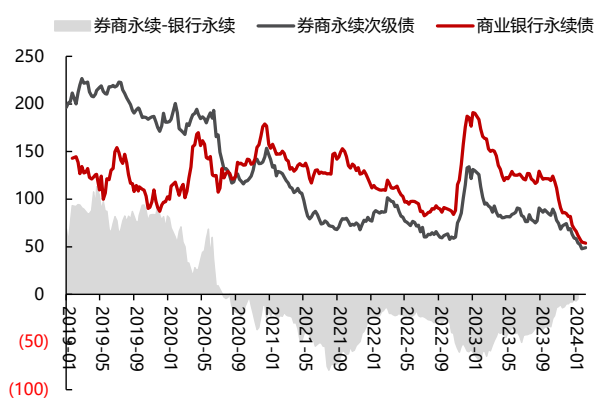
**当前，各类债券利差整体均处于历史的较低水平**：截至 2024 年 02 月 23 日，**非永续债中**，券商次级债、保险公司资本补充债券、银行二级资本债信用利差分别位于两年来的 16%、0%和 2.8%分位数；**永续债中**，券商永续次级债、银行永续债信用利差分别位于两年来的 0.9%、0%分位数。

**横向比较来看**，2022 年以来，券商非永续债-银行二级资本债利差、保险公司资本补充债-银行二级资本债利差收窄趋势明显，当前，保险公司资本补充债-银行二级资本债利差、券商永续次级债-银行永续债利差已压缩至历史低位。

**图15: 券商非永续次级债、保险公司资本补充债券、银行二级资本债利差走势: 隐含评级 AA 及以上 (bp)**


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

注: 数据截至 2024-02-23

**图16: 券商、商业银行永续债利差走势: 隐含评级 AA 及以上 (bp)**


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

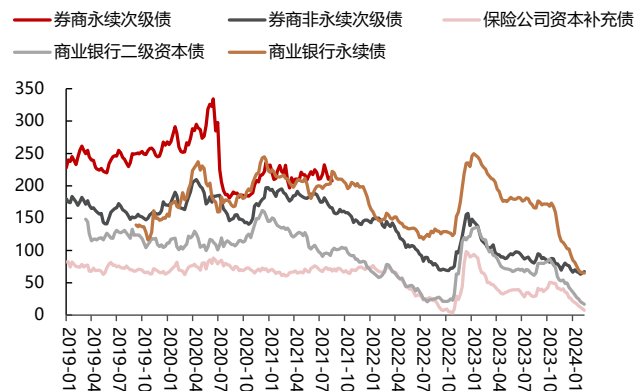
注: 数据截至 2024-02-23

**进一步分评级来看**, 隐含评级 AA+ 的各类金融次级债之间利差分化程度降低, 券商永续-非永续次级债、商业银行永续-二级资本债的利差出现了不同程度的压缩趋势。AA 评级的商业银行永续-二级资本债利差同样也出现了压缩。

**图17: 各类金融次级债信用利差走势: 隐含评级 AA+ (bp)**


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

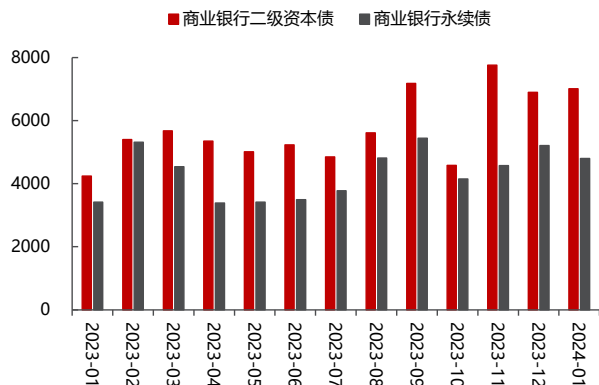
注: 数据截至 2024-02-23

**图18: 各类金融次级债信用利差走势: 隐含评级 AA (bp)**


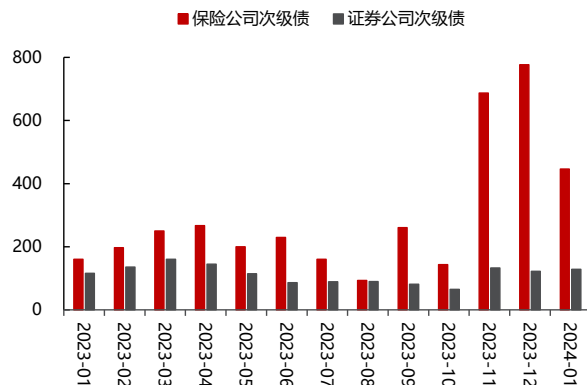
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

注: 数据截至 2024-02-23

**从成交活跃度来看**, 商业银行二级资本债、商业银行永续债整体成交量较大, 保险公司次级债和证券公司次级债成交规模不及商业银行二永债。但自 2023 年 11 月以来, 成交规模有显著的提升, 尤其是保险公司次级债, 11 月、12 月成交量分别达到 687 亿元、777 亿元, 较 10 月的成交量 143 亿元分别增加约 544 亿元、634 亿元。

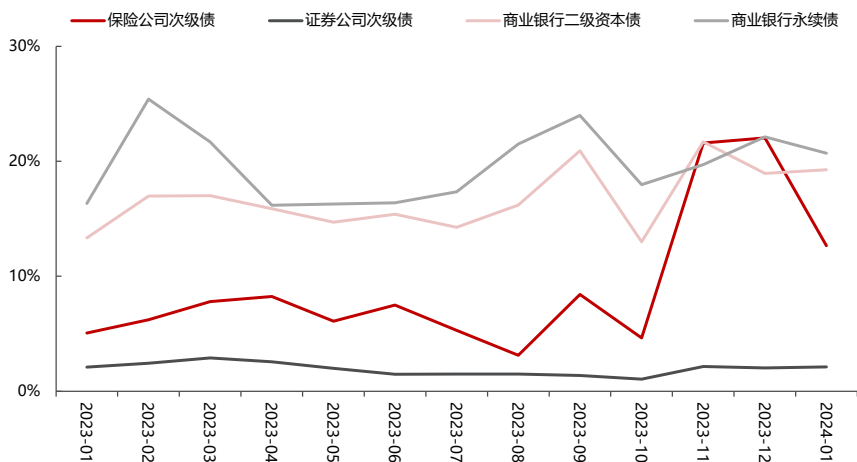
**图19：商业银行二永债月度成交量（亿元）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院  
注：数据截至 2024-01-31

**图20：保险、券商次级债月度成交量（亿元）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院  
注：数据截至 2024-01-31

从换手率来看，保险公司次级债换手率自 2023 年 11 月以来显著增加。2023 年 1-10 月，商业银行二永债换手率基本在 10%-25% 的区间波动，而保险、券商次级债的换手率基本在 10% 以下，成交活跃度相对较低。2023 年 11 月以来，随着保险公司次级债成交量的大幅增加，成交活跃度也显著上升，证券公司次级债的换手率也略有提升。

**图21：各类金融次级债月度换手率（%）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院  
注：数据截至 2024-01-31

次级品种当中商业银行二永债因流动性较好，更多具备了交易属性，而保险和券商的次级债整体配置属性更多一些。从规模、票息和流动性的角度来对比，当票息和利差保护更为充足，且相比于普通信用债、企业永续利差较阔时，性价比更高，而随着利差的压缩，其仍是兼具配置、信用风险可控及流动性的选择，尤其是如若

未来供给进一步放量时，这种属性更为显著。

图22：各类债券 2023 年 11 月债市大跌至今估值及利差变动情况 (bp, %)

类型	利差		利差变动													
	最新	2023 11-10	2023 11-17	2023 11-24	2023 12-01	2023 12-08	2023 12-15	2023 12-22	2023 12-29	2024 01-05	2024 01-12	2024 01-19	2024 01-26	2024 02-02	2024 02-08	2024 02-23
保险公司资本补充债	98	142	-7	-2	0	1	-6	-1	-7	-2	-3	-3	-4	-3	-3	-4
证券公司非永续次级债	64	68	0	-3	-3	6	5	-1	-2	-7	-3	3	-2	0	-3	5
商业银行二级资本债	135	226	-15	-7	-7	-9	-9	-2	-5	-6	-6	-5	-5	-5	-6	-4
城投债	101	165	-9	-14	-3	-2	4	-6	-2	-10	-8	-2	-5	-5	-4	2
证券公司永续次级债	49	78	-3	-6	3	1	1	-7	1	-6	-4	-1	-4	-2	-4	1
商业银行永续债	102	196	-15	-11	-3	-2	-6	-8	-2	-11	-9	-3	-8	-9	-6	-1
可续期城投债	85	101	-2	-12	3	2	6	-1	2	-7	-5	-4	2	2	-4	1

类型	估值		估值变动													
	最新	2023 11-10	2023 11-17	2023 11-24	2023 12-01	2023 12-08	2023 12-15	2023 12-22	2023 12-29	2024 01-05	2024 01-12	2024 01-19	2024 01-26	2024 02-02	2024 02-08	2024 02-23
保险公司资本补充债	3.48	4.18	-0.07	0.02	0.02	0.02	-0.12	-0.05	-0.13	-0.02	-0.02	-0.06	-0.06	-0.10	-0.03	-0.10
证券公司非永续次级债	2.66	3.07	-0.02	0.06	0.01	0.07	-0.05	-0.03	-0.18	-0.02	-0.03	-0.01	-0.01	-0.07	-0.05	-0.09
商业银行二级资本债	3.84	5.02	-0.15	-0.03	-0.07	-0.09	-0.15	-0.06	-0.12	-0.05	-0.05	-0.07	-0.07	-0.11	-0.05	-0.10
城投债	3.11	4.14	-0.11	-0.04	-0.02	-0.01	-0.07	-0.07	-0.15	-0.06	-0.08	-0.06	-0.07	-0.12	-0.05	-0.11
证券公司永续次级债	2.71	3.30	-0.05	0.04	0.03	0.02	-0.09	-0.08	-0.10	-0.02	-0.02	-0.04	-0.07	-0.07	-0.03	-0.10
商业银行永续债	3.19	4.46	-0.17	-0.01	-0.03	-0.02	-0.17	-0.10	-0.14	-0.07	-0.08	-0.07	-0.10	-0.14	-0.05	-0.13
可续期城投债	2.75	3.32	-0.06	0.02	0.03	0.05	-0.03	-0.05	-0.13	-0.05	-0.06	-0.04	-0.04	-0.07	-0.03	-0.10

资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：最新利差数据截至 2024-02-23

图23：证券公司风险控制指标、存量次级债分布及估值情况 (%，亿元)

发行人	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率	存量次级债规模					估值(行权)			
					合计	(0, 1]	(1, 3]	(3, 5]	永续	(0, 1]	(1, 3]	(3, 5]	永续
中信建投证券股份有限公司	221	14	250	132	635	140	190	10	295	2.26	2.54	2.65	2.65
中国银河证券股份有限公司	260	11	265	130	466	72	94	0	300	2.31	2.45	-	2.69
招商证券股份有限公司	264	13	155	135	462	160	127	25	150	2.21	2.53	2.77	2.70
中万宏源证券有限公司	265	11	169	129	413	50	80	16	267	2.21	2.47	2.80	2.74
华泰证券股份有限公司	247	14	197	132	397	0	140	0	257	-	2.51	-	2.72
广发证券股份有限公司	204	12	265	162	370	0	115	10	245	-	2.56	2.75	2.86
国信证券股份有限公司	379	16	231	166	300	0	0	0	300	-	-	-	2.65
东方证券股份有限公司	230	13	220	134	295	115	123	7	50	2.25	2.64	2.86	2.50
中国国际金融股份有限公司	183	12	248	134	279	65	20	30	164	2.34	2.59	2.80	2.60
国泰君安证券股份有限公司	202	17	332	131	255	55	0	0	200	2.32	-	-	2.62
国投证券股份有限公司	233	14	137	139	249	139	110	0	0	2.30	2.54	-	-
中信证券股份有限公司	193	16	135	127	218	10	10	0	198	2.31	2.61	-	2.71
中国中金财富证券有限公司	-	-	-	-	180	30	115	35	0	2.20	2.58	2.81	-
中泰证券股份有限公司	218	15	237	149	176	100	46	0	30	2.23	2.68	-	2.86
兴业证券股份有限公司	209	14	226	132	123	43	41	9	30	2.32	2.66	2.86	2.92
光大证券股份有限公司	309	22	215	145	95	0	0	0	95	-	-	-	2.66
海通证券股份有限公司	235	22	353	162	95	50	45	0	0	2.32	2.38	-	-
长江证券股份有限公司	244	15	202	159	94	50	14	5	25	2.36	2.54	2.89	3.01
财通证券股份有限公司	224	16	251	146	88	25	63	0	0	2.23	2.54	-	-
平安证券股份有限公司	244	14	262	168	80	0	19	11	50	-	2.58	2.86	2.85
东北证券股份有限公司	204	16	525	146	71	0	71	0	0	-	2.90	-	-
华福证券有限责任公司	-	-	-	-	70	30	40	0	0	2.37	2.67	-	-
首创证券股份有限公司	237	25	650	166	60	20	40	0	0	2.36	2.86	-	-
山西证券股份有限公司	148	14	147	146	60	17	43	0	0	2.39	2.73	-	-
国联证券股份有限公司	168	16	183	127	60	0	60	0	0	-	2.63	-	-
天风证券股份有限公司	120	16	393	126	51	40	11	0	0	2.61	3.11	-	-

资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：风险控制指标截至 2023-06-30；存量次级债数据截至 2024-02-23；风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和×100%；资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额×100%，此处核心净资本不扣除担保等或有负债的风险调整；流动性覆盖率=优质流动性资产/未来 30 日内现金净流出×100%；净稳定资金

率=可用稳定资金/所需稳定资金×100%；仅展示次级债存量规模在 50 亿元以上主体。

图24：保险公司主要指标、存量次级债分布及估值情况（%，亿元）

发行人	核心偿付充足率	综合偿付充足率	存量次级债规模						估值（行权）				
			合计	(0, 1]	(1, 3]	(3, 5]	(5, 10]	永续	(0, 1]	(1, 3]	(3, 5]	(5, 10]	永续
中国人寿保险股份有限公司	161	233	350	350	0	0	0	0	2.33	-	-	-	-
太平人寿保险有限公司	81	162	260	0	0	0	150	110	-	-	-	2.58	2.89
中国平安人寿保险股份有限公司	122	214	200	0	0	0	200	0	-	-	-	2.52	-
新华人寿保险股份有限公司	-	-	200	0	0	0	200	0	-	-	-	2.61	-
中邮人寿保险股份有限公司	86	156	175	15	0	0	160	0	-	-	-	2.52	-
中国人民财产保险股份有限公司	195	223	160	80	0	0	80	0	-	-	-	2.42	-
建信人寿保险股份有限公司	92	171	140	0	0	0	120	20	-	-	-	2.67	2.99
阳光人寿保险股份有限公司	127	178	120	0	0	0	120	0	-	-	-	3.12	-
中国人民人寿保险股份有限公司	116	199	120	0	0	0	120	0	-	-	-	2.72	-
中国人民保险集团股份有限公司	-	-	120	0	0	0	120	0	-	-	-	2.73	-
中国太平洋人寿保险股份有限公司	-	208	120	0	0	0	0	120	-	-	-	-	2.94
中国平安财产保险股份有限公司	180	221	100	0	0	0	100	0	-	-	-	2.41	-
中国太平洋财产保险股份有限公司	155	205	100	0	0	0	100	0	-	-	-	2.70	-
中国财产再保险有限责任公司	136	220	80	0	0	0	80	0	-	-	-	2.65	-
农银人寿保险股份有限公司	95	168	70	0	0	0	50	20	-	-	-	2.59	2.99
天安财产保险股份有限公司	-	-	66	13	53	0	0	0	11.62	11.41	-	-	-
幸福人寿保险股份有限公司	75	131	60	0	30	30	0	0	-	3.29	6.67	-	-
泰康养老保险股份有限公司	89	179	60	0	0	0	60	0	-	-	-	2.67	-
国华人寿保险股份有限公司	87	136	60	0	0	0	60	0	-	-	-	5.22	-
阳光财产保险股份有限公司	159	240	60	0	0	10	50	0	-	-	-	3.34	-
中国人民健康保险股份有限公司	125	250	55	0	0	0	30	25	-	-	-	2.61	2.94
工银安盛人寿保险有限公司	98	167	50	0	0	0	50	0	-	-	-	2.65	-
中国人寿再保险有限责任公司	167	211	50	0	0	0	50	0	-	-	-	2.80	-
泰康人寿保险有限责任公司	106	212	50	0	0	0	0	50	-	-	-	-	3.08

资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率截至 2023-09-30；存量次级债数据截至 2024-02-23；核心偿付能力充足率=（核心资本/最低资本）×100%；综合偿付能力充足率 =（实际资本/最低资本）×100%；仅展示次级债存量规模在 50 亿元以上主体。

## 4 风险提示

- 1、**政策不确定性。**国内证券公司、保险公司相关政策超预期调整。
- 2、**基本面变化超预期。**经济基本面变化可能超预期。
- 3、**可能存在信息滞后、更新不及时或不全面的风险。**数据基于公开资料信息整理，可能存在信息滞后或更新不及时、不全面的风险。

## 插图目录

图 1: 2010 年以来证券公司次级债存量情况 (亿元, 只)	3
图 2: 存量证券公司次级债评级分布 (亿元, 只)	4
图 3: 存量证券公司次级债期限分布 (亿元, 只)	4
图 4: 2010 年以来保险公司次级债存量情况 (亿元, 只)	5
图 5: 存量保险公司次级债评级分布 (亿元, 只)	7
图 6: 存量保险公司次级债期限分布 (亿元, 只)	7
图 7: 证券公司次级债条款分布 (只)	8
图 8: 证券公司次级债条款分布: 分债券类型 (只, %)	8
图 9: 保险公司次级债条款分布 (只, %)	9
图 10: 保险公司次级债条款分布: 分债券类型 (只, %)	9
图 11: 证券公司次级债净融资情况 (亿元)	13
图 12: 保险公司次级债净融资情况 (亿元)	13
图 13: 券商非永续次级债、保险资本补充债券、银行二级资本债发行利率走势 (%)	14
图 14: 券商、保险、银行永续债发行利率走势 (%)	14
图 15: 券商非永续次级债、保险公司资本补充债券、银行二级资本债利差走势: 隐含评级 AA 及以上 (bp)	15
图 16: 券商、商业银行永续债利差走势: 隐含评级 AA 及以上 (bp)	15
图 17: 各类金融次级债信用利差走势: 隐含评级 AA+ (bp)	15
图 18: 各类金融次级债信用利差走势: 隐含评级 AA (bp)	15
图 19: 商业银行二永债月度成交量 (亿元)	16
图 20: 保险、券商次级债月度成交量 (亿元)	16
图 21: 各类金融次级债月度换手率 (%)	16
图 22: 各类债券 2023 年 11 月债市大跌至今估值及利差变动情况 (bp, %)	17
图 23: 证券公司风险控制指标、存量次级债分布及估值情况 (% , 亿元)	17
图 24: 保险公司主要指标、存量次级债分布及估值情况 (% , 亿元)	18

## 表格目录

表 1: 证券公司次级债相关管理规定	4
表 2: 保险次级债相关管理规定	6
表 3: 证券公司非永续次级债、保险公司资本补充债券、银行二级资本债条款对比	10
表 4: 券商永续次级债、保险公司永续债、银行永续债条款对比	11

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026