利率市场化与保险业风险水平：抑制还是促进？

李　骏　胡伟益　李静雯

摘　要　利率风险管理是保险资产负债匹配的核心目标之一。文章以国内利率市场化改革作为外生冲击变量，采用境内 205 家保险公司数据，实证检验了利率市场化对保险机构经营风险的影响，并进一步探索内部业务属性和外部监管环境下的保险机构风险水平的异质性，以及资产负债匹配程度对于保险机构利率风险的放大效应。结果表明，利率市场化显著加剧了国内保险企业的经营风险，尤其是“偿二代”政策前以资产驱动负债为主的寿险公司，其经营风险受利率市场化的影响更大。

关键词　利率市场化　经营风险　资产负债匹配

利率是金融市场有效配置资源的工具，包括控制资本流动方向和优化资本配置，其市场化改革对金融发展和经济增长都发挥着至关重要作用（Rathnayake et al.，2022）。一方面，“麦金农效应”意味着利率市场化提高了经济效率，促进经济增长，而政府对利率和银行贷款的干预往往导致资本的错误配置（麦金农，1997）；另一方面，Stiglitz（2000）认为，发展中国家的利率市场化可能引发金融危机，因为市场机制和监管体系不发达的经济体无法有效处理不完全信息和道德风险问题，即“斯蒂格利茨效应”。因此，利率市场化的实际效果取决于特定政策措施的类型、过程和经济背景。

作为发展中国家的中国，在渐进性的利率市场化改革中是否存在“斯蒂格利茨效应”？目前，相关文献主要聚焦对银行业（郜栋玺和项后军，2020；王道平，2016；彭建刚 等，2016），而对于保险业的相关研究相对匮乏。利率作为保险负债端与资产端的“锚”，随利率市场化而来的利率波动毫无疑问将加剧保险公司设定预定利率的难度，成为保险业潜在利差损风险的“达摩克利斯之剑”。而且，金融危机下美国国际集团（AIG）遭受的重创和《多德 - 弗兰克法案》（Dodd-Frank Act）对保险业监管的重视程度，打破了保险业与系统性金融风险“绝缘”的论断，并表明保险行业既是风险的“受害者”，也是风险的“制造者”（Mahlow & Wagner，2016）。因此，厘清利率市场化与保险业风险的关系，为保险行业与监管机构提供管理启示与政策建议，是保险行业有必要研究的重要课题。

基于此，本文以国内利率市场化改革作为研究的切入点，实证检验了利率市场化对保险业风险的影响，并进一步研究了不同的保险企业风险异质性水平的背后驱

李骏，中国人保资产管理有限公司高级研究员；胡伟益，中国人保资产管理有限公司博士后工作站站长；李静雯，上海财经大学科研处。

动机制，同时以存款利率上限全面放开为外生性冲击，使用 DID（Difference in Difference）模型解决了潜在的内生性问题。本文的主要贡献在于以下方面。**一是**构建中国利率市场化指数，并将其作为利率市场化程度的测度指标，相较于采用虚拟变量或加权平均值（Fry，1997；Bandiera et al.，2000；杨筝 等，2018），更科学合理地反映了中国背景下的利率市场化进程。**二是**相对于现有利率市场化研究主要聚焦于银行业，本文建立了保险业的利率市场化风险效应框架，并对其中的影响过程、影响途径进行了深入剖析，填补了保险行业利率市场化的研究空白。**三是**进一步探索内部业务属性和外部监管环境下的保险机构风险水平的异质性，阐述了保险行业利率市场化的风险异质性背后的驱动因素，为精细化的施政路径提供参考。

一、文献述评

利率管制对金融资源的价格设定了限制。因此，利率自由化通常被作为金融自由化的一种形式来讨论。然而，对于金融自由化的可取性，无论是理论上还是经验上，都没有达成一致。**一方面，**“麦金农效应”认为着金融自由化将提高经济效率，促进经济增长（麦金农，1973）。例如，政府对利率和银行贷款的干预往往导致资本的错误配置，有利于效率较低但与政府有联系的企业（Levine，2005）。Zuo & Tang（2014）对利率市场化后国内 14 家商业银行的经营风险水平进行了实证研究，认为改革并未增加银行的风险承担，而且业务种类的增加会降低收入方差和破产可能性。Ying（2020）对 1997—2013 年国内 49 家商业银行进行研究，涵盖整个改革时期，发现随着改革的进行，风险承担水平降低。为了解释这一点，作者认为金融自由化的过程必须平衡自由化的潜在成本和收益，并且可以分阶段进行，因为金融实体可能需要时间来学习适应新的监管和运营环境。

另一方面，Stiglitz（2000）认为，发展中国家的金融自由化可能会引发金融危机，因为市场机制和监管体系不发达的经济体无法有效处理不完全信息和道德风险问题，即“斯蒂格利茨效应”：一是自由化增加了资产和负债期限的不匹配，增加了银行资产的信用风险；二是利率的变化可能变得更加波动和更加不可预测，银行对利率风险的敏感性可能增加。因此，金融自由化的实际效果取决于特定政策措施的类型、过程和经济背景。王道平（2016）、尹雷和卞志村（2016）研究了利率市场化对银行经营风险水平的影响，并发现利率市场化将提高系统性银行危机发生的概率。同样的结论在韩国（Joon-Ho，2004）、泰国（Hübler，2008）等亚洲国家，以及拉丁美洲国家（Diaz-Alejandro，1984）和非洲国家（Odhiambo，2009；Akinboade & Kinfack，2013）均得到了验证。

利率市场化是我国推进金融改革、建设金融强国的重点，也是学界和业界关注的热点话题。过去 20 年间，我国稳步推进利率市场化进程，逐渐实现了存款和贷款利率的自由浮动（表 1），但现有文献主要集中于对银行业的风险管理研究方面（项后军和闫玉；2017；项后军和郜栋玺，2019），基于“麦金农效应”或“斯蒂格利茨效应”探讨了利率市场化及金融监管下多重市场竞争对银行风险承担的影响。

而对以“利率”为锚的保险业而言，

利率市场化将不可避免地引发市场利率的波动，将对保险公司的资产和负债价值产生直接影响，进而导致保险公司市值和所有者权益遭受损失的风险（朱晶晶 等，2022）。但目前保险业的利率风险研究主要涵盖两方面：一是利率风险评估及其经济资本度量（李秀芳和卢山，2017；郑苏晋等，2017），测算了各类情景下的寿险利差损风险敞口；二是“低利率”环境对保险公司财务指标的影响及其应对策略（朱南军和吴鹿其，2021）。以利率市场化为外生冲击研究利率的波动（包括利率上行和利率下行）对险企经营层面的风险影响研究较少。那么，市场化利率改革对于保险机构经营风险是否产生影响？进一步，为什么不同保险公司的风险水平存在明显差异？回答这一问题对于回顾总结过去 30 年利率市场化改革措施的实施效果，以及为当前及未来管理利率风险提供借鉴。

二、理论分析与研究假设

（一）利率市场化与保险机构风险水平

所谓“利率市场化”，就是把利率的决定权交给市场、由市场主体自主决定利率的过程，但会加大利率波动的频率和幅度，影响商业银行的经营风险水平（王道平，2016；彭建刚 等，2016）。从美国、日本等国家的利率市场化经验来看，伴随着利率市场化进程的加速，银行倒闭的情况显著增加，尤其是定价能力相对薄弱和利率风险控制不足的银行。

长期而言，利率市场化是必然的趋势，也必将对金融行业产生深远的影响。作为金融行业的重要组成部分，保险业势必难以“独善其身”。那么利率的波动对保险业而言有着怎样的影响？**一是利率市场化增加了保险公司预定利率厘定的难度。**保险保单的费率由死亡率、经营费用率和预定利率决定。其中预定利率是影响保单费率的最主要的因素，据统计，上市险企中利差收益占比基本维持在 50% 以上，其中太平寿险最高达到 88.2%。[①] 随着利率市场化的推进，利率波动将会更加频繁，利率预测也会更加困难，这就增加了保险公司预定利率厘定的难度。**二是利率市场化会造成保险公司投资收益的不稳定。**在利率管制体系下，为规避市场风险，固收类资产，尤其是长久期利率债成为保险公司的重要资产配置。而利率市场化后，利率波动更加频繁，固收类资产的风险规避功能减弱，迫使保险资金寻找更合意的资产，例如，增配权益类资产等，不仅增加了保险机构的风险敞口，而且在新会计准则的背景下，增加了保险资金获取投资收益率的波动性。**三是利率市场化会影响保险公司现金流的不稳定。**内嵌在部分保险中的“刚兑”，使得利率环境会影响保单持有人对保险产品的需求变化。当利率较低时，投保人有动力向保单中存入更多的资金；在利率大幅上升时，则会选择退保，转向其他更具投资价值的金融产品。因此，利率市场化带来的利率波动，也增加了保单投资价值的波动，使得保单持有人倾向于根据市场利率的变化调整其投资行为，从而使得保险公司对冲利率风险变得更加复杂，甚至造成公司现金流恶化。因此，提出假设 1。

假设 1：利率市场化对保险业的经营风险水平产生了显著的正向影响。

① 数据源自新浪财经：finance.sina.com.cn/money/insurance/bxdt/2021-04-23/doc-ikmyaawc1432283.shtml。

（二）经营模式的调节效应

现代保险公司的资产负债管理是其经营的核心环节，是应对利率风险的重要管理工具。其中，负债端主要以承保业务为主，资产端主要以投资业务为主，承保与投资，组成了保险业务价值链的起始端。传统上，保险公司的主要盈利模式在于先吸收负债端的保费，再在资产端进行稳健投资，即负债驱动资产型经营模式；而非传统型公司则是先寻找投资资产，出售保险产品后，使用保费进行相应投资，即资产驱动负债型经营模式（朱南军和吴鹿其，2021）。

Adrian & Brunnermeier（2011）使用量化回归来估计他们的条件模型确定 1986—2010 年 1 266 家美国金融机构（商业银行、经纪商、保险公司和房地产公司）的每周市场价值资产回报，结果表明期限错配是导致经营风险的重要因素。资产驱动的保险机构在负债端倾向于将中长期险种异化为短期理财业务，而资产端为“长期股权投资”“信托资产”“非标债权”等高息资产，“短险长投”必然造成期限结构不匹配。当资产驱动型保险机构由于市场或者监管原因无法获取大量新承保业务，或者因意外状况引起突发性现金流流出时，现金流“断链”将立即对保险公司经营状况产生影响（仲赛末和赵桂芹，2018）。进一步，利率市场化将使得市场利率波动频繁，保险公司所拥有的可投资资产的市场价值存在贬值的风险，使得在资产驱动负债的经营模式下，利率市场化进一步放大了对保险业稳定性的影响（边文龙和王向楠，2017）。因此，提出假设 2。

假设 2：资产驱动型经营模式显著强化了利率市场化对保险机构经营风险的正向影响。

三、研究设计

（一）样本选择

为探讨在差异化经营模式下，利率市场化对保险机构经营风险影响的变化，并进一步分析对业务结构、监管政策的影响异质性，本文主要选取 2009—2020 年[①] 境内 205 家保险公司数据，涵盖了中资、外资以及大、中、小型保险公司，较为全面地覆盖了整个保险业的状况。针对个别公司、个别年份关键数据缺失或有异常值情况，本文采用线性插值法进行处理。数据主要来源于《保险统计年鉴》、Wind、国泰安数据库和企查查。为避免极端值可能对结果产生不利影响，本文对所有连续型变量在 1% 和 99% 分位数上进行了缩尾处理。

（二）研究模型

为了检验上述假设，本文建立如下实证模型（1）：

$$Risk_{it}=a_0+\alpha_1 MIR_{it}+\alpha_2 MOD_{it}+\alpha_3 MIR_{it}\times MOD_{it}+\alpha_x X_{it}+\mu_i+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

① 利率市场化是中国金融领域最核心的改革之一，是建设社会主义市场经济体制、深化金融供给侧结构性改革的重要内容。自1996年利率市场化改革起步，按照“先外后本、先贷后存、先长期后短期”的总体思路推进渐进式改革，2015年，放开存款利率上限管制，2019年，原LPR报价机制改革，2020年，DR007被逐步打造为货币市场基准利率。易刚（2021）表示，我国的利率市场化改革取得显著成效，已形成比较完整的市场化利率体系，收益率曲线也趋于成熟。因此，本文选取截至2020年的样本区间，以便完整、有效地分析我国利率市场化改革成效，与江春 等（2023）、司登奎 等（2023），及苏玲和王梦霞（2023）关于利率市场化研究的观察区间保持一致。

表 1　我国阶段性开放对各市场的显性利率管制

率先开放同业市场	1996 年	取消拆借市场利率上限管制
	1997 年	银行同业市场开办债务回购业务
逐渐放宽存贷区间	1999 年	推进大额长期存款利率市场化；放开国债市场和货币市场利率管制
	2000 年	放开外币贷款利率和 300 万美元以上外币存款利率
	2004 年	允许人民币利率下浮并取消贷款利率上限
有序培育基准利率	2007 年	SHIBOR 上线并建立一系列新产品
	2020 年	DR007 被逐步打造为货币市场基准利率
全面放开存贷款利率管制	2012 年	允许金融机构存款利率上浮至基准利率的 1.1 倍
	2013 年	取消金融机构的贷款利率下限，建立最优贷款客户利率报价机制
	2015 年	取消金融机构的存款利率上限
优化存贷款利率定价	2019 年	对贷款市场报价利率（LPR）改革，优化贷款利率报价方式

其中，i 为保险公司，t 表示年份；$Risk$ 代表保险企业的经营风险水平，是本文的被解释变量。解释变量包括解释变量市场化利率 MIR 和经营模式 MOD。X 为控制变量，μ 是公司的个体固定效应，用来捕捉不随时间改变的个体异质性特征，ε 为随机扰动项。若系数 α_1 的估计值显著大于 0，则说明保险公司风险水平会随着利率的市场化程度上升而提高。

（三）变量设定

变量设定（表 3）说明如下。

1. 经营风险（Risk）

本文采用 Z 指数，综合考虑了保险企业的收益率、杠杆率和收益率的波动，能够更加全面地反映保险企业的经营风险。该指标已被较多地用于度量保险公司的风险（边文龙和王向楠，2017；完颜瑞云和锁凌燕，2018）。

$$Z\text{–}score=\sigma_i(ROA_{it})/(ROA_{it}+CAR_{it})$$

其中，ROA_{it} 为总资产收益率，CAR_{it} 为权益比率，$\sigma_i(ROA_{it})$ 为 ROA 的标准差。$Z\text{–}score$ 越大，保险企业破产风险越高。

2. 利率市场化（MIR）

利率市场化是本文的核心变量之一，该指标的准确性决定着本文的实证结果是否稳健。经梳理，现有文献对于利率市场化的衡量方法主要存在三种：一是以商业银行贷款基准利率来表征利率市场化（Fry，1997；Bandiera et al.，2000）；二是采用虚拟变量法来度量（杨筝 等，2018）；三是以多项指标进行合成后构建利率市场化指数来衡量（蒋海 等，2018；项后军和郜栋玺，2019）。但彭建刚 等（2016）指出，贷款的基准利率难以真实反映现实利率变化背后的市场驱动因素，从而不适用于度量利率市场化水平。基于此，本文借鉴彭建刚 等（2016）和蒋海 等（2018）采用存贷款利率、货币市场利率、债券市场利率和理财产品收益率等四项指标进行主成分分析以合成利率市场化指数（MIR）来度量利率市场化（表 2）。

3. 经营模式（MOD）

不同经营模式对投资获益与承保获益的重视程度不同，资产驱动型经营模式更注重投资获益。因此，本文参考仲赛末和赵桂芹（2018）及尚颖 等（2022）用投资收益占比来表征保险公司差异化的经营模式，即投资收益 / 营业收入，记

表 2　利率市场化指数的指标体系

一级指标	权重	二级指标	权重
存贷款利率	0.6340	人民币贷款利率	0.4375
		人民币存款利率	0.4375
		外币贷款利率	0.0625
		外币存款利率	0.0625
货币市场利率	0.1847	同业拆借利率	0.7500
		票据贴现利率	0.2500
债券市场利率	0.1074	债券发行利率	0.6000
		债券回购利率	0.2000
		现券交易利率	0.2000
理财产品收益率	0.0939	银行理财产品收益率	0.5370
		货币基金收益率	0.2047
		信托产品收益率	0.2583

注：源自彭建刚（2016 年）的测度结果。

为 MOD。

4. 其他控制变量

为了有效识别利率市场化对保险机构风险承担的影响，本文参考当前相关文献选择如下控制变量：公司规模、成立年限、ROE、赔付比例、人均保费和市场份额等。同时，由于利率市场化会与时间固定效应产生完全共线性。因此，基准回归模型中没有控制年份的时间固定效应。但如果不控制年份虚拟变量，又有可能遗漏一些重要的不可观测因素。为此，本文借鉴李增福 等（2022）的做法，在控制变量中加入宏观经济不确定性和 GDP 增速等宏观环境变量来尽可能缓解遗漏变量问题（表 3）。

四、实证结果与分析

（一）基准模型结果

表 4[①] 报告了固定效应回归的估计结果。其中，Model1(M1) 显示了控制变量的回归结果，Model2(M2) 在此基础上加入了自变量利率市场化（MIR），Model3（M3）进一步添加了调节变量保险公司经营模式（MOD），以及利率市场化与经营模式的交互项（MIR × MOD）。结果显示，企业的规模、年龄和 ROE、赔付比例等基本特征和财务指标显著影响了企业的风险水平，即规模越大，成立年限越久，ROE 水平越高，赔付比例越低，企业的运行越稳健，而在宏观层面上，经济政策不确定性显著提升了企业的风险承担，这与现有文献的结果保持一致（李增福 等，2022）。进一步，观察核心解释变量的估计系数可以看出，M2 和 M3 中利率市场化水平的估计系数均为正，且利率市场化水平的估计系数在 1% 的水平上显著，利率市场化水平每提高 1%，保险公司的风险水平将提高大约 0.186%。而且，M3 中利率市场化水平和经营模式的交互项的估计系数均在 1% 的水平上显著为正，这意味着，对于资产驱动的经营模式，利率市场化对保险企业的风险水平影响更加显著。

（二）进一步分析

①考虑到保险企业不同的业务特征。相比于财险，寿险以利差为主的盈利模式使得寿险公司利润比财险对利率更敏感，利率下行时期会使准备金计提规模增加，从而挤压利润，并影响公司偿付能力充足率。因此，本文进一步将总体样本分为寿险企业和财险企业。表 5 的结果表明，寿险企业的经营风险水平受利率市场化的冲击更大（$\beta=0.755$，$p<0.1$），而财险企业的经营风险基本没有受到利率市场化的影响（$\beta=0.289$，$p>0.1$）。而且，对于资产

① 表4~6，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

表 3　变量定义及其说明

变量类别	变量名称	变量含义	均值	标准差
被解释变量	经营风险	Z 得分	0.572	2.347
解释变量	利率市场化	构建利率市场化指数	3.559	0.642
	经营模式	投资收益 / 营业收入	0.173	0.622
控制变量	企业规模	Ln(企业总资产 +1)	9.339	2.073
	企业年龄	观测年度 – 成立年度	9.670	6.398
	ROE	净利润 / 净资产	29.235	103.876
	赔付比例	（赔款支出 / 保费收入）×100	30.697	21.847
	人均保费	Ln(保费额 / 参保人数 +1)	1.085	1.340
	市场份额	目标公司保费额 / 行业总保费额	0.641	1.855
	经济不确定性	使用 Baker 等（2016）创建的经济不确定性指数	406.775	240.950
	经济增速	目标企业注册地 GDP 增速	7.201	1.897

驱动负债模式的寿险企业，利率波动的风险效应更大（$\beta=2.796$，$p<0.05$）。

②考虑到“偿二代”对于弱化保险企业利率风险的影响。“偿二代”一期监管行测数据显示，在所有可量化风险中，利率风险贡献最大，消耗了人身险公司 80% 以上的最低资本。“偿二代”二期进一步拓宽了可对利率风险进行套期保值的资产范围，引导保险公司优化资产负债匹配管理。因此，本文以 2016 年“偿二代”工程正式落地为标志，检验了其实施前后，保险公司的利率风险差异。Model8 和 Model9 的结果显示，“偿二代”实施后利率市场化的风险效应的显著程度更弱，而且系数更小；“偿二代”实施前，利率市场化与经营模式的交互项估计系数均在 5% 的水平上显著为正，而在实施后，两者交互项的系数不显著。由此可见，“偿二代”实施后，资产驱动负债模式的保险机构经营风险水平更难受到利率市场化的冲击。

（三）稳健性检验

①由于利率水平是保险机构负债端与资产端重要的风险参数，必然影响着保险机构的经营风险水平，因此文章将利率水平作为其中一个控制变量。结果如 Model12 和 Model13 所示，利率市场化水平的估计系数均为正，且利率市场化水平的估计系数在 5% 的水平上显著，利率市场化水平每提高 1%，保险公司的风险水平将提高大约 0.204%。而且利率市场化水平和经营模式的交互项的估计系数均在 5% 的水平上显著为正，这意味着，对于资产驱动的经营模式，利率市场化对保险企业的风险水平影响更加显著。与基准回归基本保持一致，结果较为稳健。

②由于利率风险是随着利率波动逐步积累，为剔除险企经营风险可能部分由于上一年度的风险累计造成的影响干扰，本文选取系统 GMM 估计方法对基准回归结果进行了再检验。系统 GMM 估计方法能够降低由于跨期带来的内生性对模型估计造成的影响，而且解决了差分 GMM 在有限样本条件下可能存在“弱工具变量”问题（Li et al.，2020）。Model14 和 Model15 的结果显示，利率市场化显著正向影响了企业的风险水平，而且在更偏重资产驱动

的经营模式下，利率的波动越大，企业的风险水平越高，与前述的基准回归结果一致，表明结果较为稳健。

③中国利率市场化改革是一个渐进过程，自 1993 年十四届三中全会提出利率市场化改革基本设想以来，我国利率市场化改革已有 30 年历程。其中，2015 年 10 月，随着存款利率上限的取消，标志着我国基本完成利率市场化改革。因此，以 2015 年存款利率市场化改革为外生冲击事件，借鉴汪伟 等（2013）和余淼杰和梁中华（2014）的研究方法，以改革冲击影响的强弱区分处理组和参照组，进行准自然实验分析。相对于财险产品与成本挂钩，寿险产品与利率紧密挂钩，受到利率波动更大的影响，文章将寿险公司设定为处理组，财险公司设定为参照组。Model16 和 Model17 结果所示，利率市场化水平的系数仍然在 5% 的水平上显著为正，而且，利率市场化与经营模式的交互项在 1% 的水平上显著为正，这说明，利率市场化显著提高了保险公司的经营风险，尤其对于资产驱动负债类保险机构，即前文的基准分析具有较强的稳健性，假设 1 和 2 得到了进一步支持。

双重差分的前提假设是，在政策事件发生前，处理组和对照组的变化趋势应该是一致的。因此，借鉴 Li et al.（2020）和李骏 等（2021）的研究方法，对处理组和对照组的变化趋势进行进一步考察。实证方程设定如下：

$$Risk_{it}=\beta_k\sum_{k\geq-4}^{4+}MIR_c\times year_{2015}+\alpha_x X_{it}+\mu_i+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，$year_t$ 为年度虚拟变量，当年观测值取 1，其他年份观测值为 0。其他变量与基准模型一致。

我们检验了 2015 年“存款利率上限完全放开”之前 4 年和之后 4 年的趋势变化。从结果来看（图 1），2015 年以前的所有回归结果均不显著，表明在“利率上限完全放开”实施前，处理组和对照组的变化趋势是一致的，不存在显著差异。而 2015 年的一年以后之后，处理组企业的经营风险水平相比控制组显著上升。因此，样本通过了双重差分法估计所需的平行趋势检验。

五、结论

保险市场的发展不但影响着宏观经济增长和金融市场进步，更深刻地影响着民众的消费、储蓄、就业等各方面行为，而利率作为链接保险公司负债端与资产端的“锚”，其变动幅度与频率是决定保险业稳健发展与经营绩效的关键变量。因此，利率风险管理对于推动中国式保险现代化，以及“守住不发生系统性风险”，具有重要性和紧迫性。本文以利率市场化改革为研究切入点，从业务机构、经营模式和监管政策等方面对利率市场化影响保险企业经营风险的理论机制进行探讨，并采用动态面板模型（GMM）和双重差分法（DID）实证研究了利率市场化对保险机构经营风险的影响，为更好地厘清利率市场化与保险企业风险之间的关系提供了经验证据。具体而言，本文首先构建利率市场化指标体系并实证检验了利率市场化对保险企业经营风险的影响，并从保险企业的业务属性、经营模式和监管政策等方面进行了异质性分析。

研究结果表明：①利率市场化显著加剧了国内保险企业的经营风险；②尤其对于资产驱动负债的经营模式，经营风险受利率市场化的影响更大；③相比于财险公司，资产驱动负债的寿险公司，其经营风

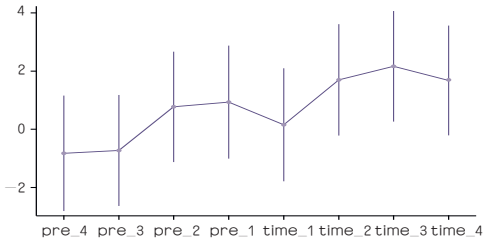

图 1　利率市场化影响保险企业经营风险的平行趋势图

险受利率市场化的影响越大；④ 2016 年“偿二代”正式落地后的保险公司相比 2016 年之前保险公司，经营风险受利率市场化的影响更小。但是，需要说明的是，文章主要聚焦的利率市场化改革带来的利率波动影响，而利率市场化包括了贷款利率市场化和存款利率市场化两方面，两者对保险行业的异质性影响需要进一步深入研究；而且，利率市场化影响保险行业经营风险的潜在机制未能进行有效识别并检验，有待后续的研究予以补充。

在利率市场化进程中，一方面，监管机构可以把握改革节奏，并合理评估利率市场化给保险企业带来的经营风险，有效引导不同业务属性、经营模式的保险企业充分适应利率市场化的节奏和步伐，避免形成较大的风险波动，进而对整个金融体系的稳定性造成强烈的冲击。同时，深入研究保险产品预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，推动政策制定更加科学合理，行业更好适应周期变化。另一方面，保险机构应结合自身特征，优化资产负债结构，积极应对利率变动所带来的利率风险，降低发生破产风险的概率，与此同时，按照“偿二代”的监管政策做好资负匹配和风险穿透管理。在管理端，构建起基于不同险种特性的分账户管理方案，根据分账户的不同负债特点，在资产战术配置建议中制定差异化策略，并以考核为抓手强化分账户管理的实施。在投资端，借鉴海外保险公司经验，合理利用衍生品进行套期保值以降低投资组合波动；丰富权益投资策略，加大对长期看好的重点品种投资力度，如不动产资产长期配置机会等，借助长周期战略布局弱化利率波动风险；同时，聚焦新质生产力资产，探索大宗交易、定增等其他权益投资策略的运用，强化权益策略的分散度。N

学术编辑：张毓

参考文献

[1] 边文龙,王向楠.投资职能对保险公司风险的影响研究[J].金融研究,2017(12):158-173.

[2] 郜栋玺,项后军.多重市场竞争与银行风险承担——基于利率市场化及不同监管维度的视角[J].财贸经济,2020(7):83-98.

[3] 江春,雷振锋,胡德宝,等.利率市场化改革能促进企业创新吗？——基于中国人民银行取消贷款利率上下限的经验证据[J].国际金融研究,2023(4):29-38.

[4] 蒋海,张小林,陈创练.利率市场化进程中商业银行的资本缓冲行为[J].中国工业经济,2018(11):61-78.

[5] 李骏,万君宝.研发补贴与融资约束：信号效应的检验[J].上海财经大学学报,2019(6):81-95+152.

[6] 李秀芳,卢山.基于利率情景生成的寿险公司经济资本量化[J].保险研究,2017(6):15-26.

[7] 李增福,陈俊杰,连玉君,等.经济政策不确定性与企业短债长用[J].管理世界,2022(1):77-89.

[8] 麦金农.经济发展中的货币和资本[M].上海:上海人民出版社,1997.

[9] 彭建刚,王舒军,关天宇.利率市场化导致商业银行利差缩窄吗?——来自中国银行业的经验证据.金融研究,2016(7): 48-63.

[10] 尚颖,贾士彬,毕书琨.保险业资产驱动型经营模式会助推系统性金融风险吗?[J].保险研究,2022(2):17-32.
[11] 司登奎,李小林,孔东民,等.利率市场化能降低企业营运风险吗?——基于融资约束和企业金融化的双重视角[J].金融研究,2023(1):113-130.
[12] 苏玲,王梦霞.利率市场化,会计信息披露质量与债务融资成本[J].金融监管研究,2023(3):58-72.
[13] 完颜瑞云,锁凌燕.保险公司与系统性风险的中国视角: 理论与实证[J].保险研究,2018(11): 3-16.
[14] 汪伟,艾春荣,曹晖.税费改革对农村居民消费的影响研究[J].管理世界,2013(1):89-100.
[15] 王道平.利率市场化、存款保险制度与系统性银行危机防范[J].金融研究,2016(1):50-65.
[16] 项后军,郜栋玺.利率市场化、存款保险制度与银行风险承担——基于市场约束的研究[J].南方经济,2019(8):1-20.
[17] 项后军,闫玉.理财产品发展、利率市场化与银行风险承担问题研究[J].金融研究,2017(10):99-114.
[18] 杨筝,刘放,胡文佳.所有权结构,利率管制放松与企业投资——基于我国非金融类上市公司的经验证据[J].珞珈管理评论,2018(3):130-152.
[19] 余淼杰,梁中华.贸易自由化与中国劳动收入份额——基于制造业贸易企业数据的实证分析[J].管理世界,2014(7):22-31.
[20] 郑苏晋,韩雪,张乐然.Vasicek模型下寿险公司利率风险最低资本研究[J].保险研究,2017(3):26-38.
[21] 仲赛末,赵桂芹.经营模式对寿险公司财务状况的影响——基于资产负债管理视角[J].经济管理,2018(9):155-172.
[22] 朱南军,吴鹿其.公司治理与风险承担的行业差异——来自中国上市金融企业的证据[J].经济体制改革,2021(4):124-131.
[23] 朱晶晶,李腾,郭金龙.市场利率波动对寿险公司股价的影响研究[J].价格理论与实践,2022(10):150-154.
[24] Adrian T,Brunnermeier M K.CoVaR[R].NBER Working Paper,No. w17454,2011.
[25] Akinboade O A,Kinfack E C.Interest rate reforms,financial deepening and economic growth in Cameroon: an empirical investigation[J].Applied Economics,2013(25):3574-3586.
[26] Bandiera O,Caprio G,Honohan P,et al.Does financial reform raise or reduce saving?[J].Review of Economics and statistics,2000(2):239-263.
[27] Diaz-Alejandro C F,Krugman P R,Sachs J D.Latin American debt:I don't think we are in Kansas anymore[J].Brookings Papers on Economic Activity,1984(2):335-403.
[28] Fry M J.In favour of financial liberalisation[J].The Economic Journal,1997(442):754-770.
[29] Hübler O,Menkhoff L,Suwanaporn C.Financial liberalisation in emerging markets:how does bank lending change?[J].World Economy,2008(3):393-415.
[30] Li J,Lee R P,Wan J.Indirect effects of direct subsidies:an examination of signaling effects[J].Industry and Innovation,2020(11):328-355.
[31] Mahlow N,Joël Wagner J.Process landscape and efficiency in non-life insurance claims management: an industry benchmark[J].The Journal of Risk Finance,2016(2):218-244.
[32] Odhiambo N M.Savings and economic growth in South Africa:a multivariate causality test[J].Journal of Policy Modeling,2009(5):708-718.
[33] Rathnayake D N,Bai Y,Louembé P A,et al.Interest rate liberalization and commercial bank performance: new evidence from Chinese A-share banks[J].SAGE Open,2022(2):21-58.
[34] Stiglitz J E.Capital market liberalization, economic growth,and instability[J].World Development,2000(6):1075-1086.
[35] Ying L.Interest rate liberalization and commercial banks profitability:evidence from China[J].International Journal of Economics and Finance,2020(5):90-100.
[36] Zuo Z,Tang X G.Will the interest rate liberalization of deposit increase the risk[J].Journal of Finance and Economics,2014(2):20-29.

The Marketization of Interest Rates and Insurance Industry Risks

LI Jun[1] HU Weiyi[1] LI Jingwen[2]

(1.PICC Asset Management Co., Ltd.;2.Shanghai University of Finance and Economics)

Abstract Interest rate risk management is the key concept of insurance asset-liability matching.Using interest rate reforms as an exogenous shock combined with data from 205 domestic insurance companies,this paper empirically examines the effects of interest rate marketization on risk levels of insurance institutions.It also explores

the heterogeneity of insurance institutions' risk levels under internal business attributes and the external regulatory environment.The results show that interest rate marketization significantly increases the risks of insurance institutions, especially life insurance companies,which were mainly asset-driven liabilities before the adoption of the "Solvency II" policy.Based on the findings of this study,we propose policy recommendations for deepening interest rate reforms and improving the interest rate risk-warning system.

Keywords Interest Rate Marketization, Operational Risk, Asset-Liability Matching

JEL Classification E52 E61 G22