

市場一致性估值與風險邊際

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

瑞士償付能力測試（SST）要求對所有資產和負債進行與市場一致的估值。在流動性市場上交易的資產按市場價格估值。負債由於不存在市場價格，按預期未來現金流的最佳估計值估值，以無風險利率折現，再加上反映將負債轉讓給第三方之成本的邊際。¹這一方法打破了法定會計的傳統；在法定會計中，技術準備金按審慎假設和固定的技術利率計算，因此隱性儲備和隱性損失可能不斷累積，而在資產負債表上卻無從體現。

與市場一致的資產負債表具有透明的優點。利率一旦下降，它便會顯示利率下降對長期保證價值的影響，資產與負債久期之間的錯配也同樣會顯現出來。但這一方法也有缺點。由於市場價格的變動直接傳導至風險承擔資本，SST 比率波動較大，對負有長期負債的壽險公司尤其如此。長期利率的下降可能在數月之內使一家壽險公司的 SST 比率下降數十個百分點，即使該保險人履行其義務的長期能力並無任何變化。²在 2008 年之後的低利率年代，這種波動性成為一個核心問題。

用於折現的無風險利率曲線由瑞士金融市場監管局（FINMA）針對主要貨幣公佈。對於超出債券市場具有流動性範圍的期限，曲線必須進行外推。外推方法可能對年金等超長期負債的價值產生相當大的影響，參數的選擇也曾在 FINMA 與業界之間多次引發討

市場一致性估值與風險邊際

論。³與“償付能力 II”不同，SST 並未規定匹配調整或波動性調整，而這類調整允許保險人在持有匹配資產至到期時，以高於無風險利率的利率對其負債進行折現。瑞士保險人曾主張引入類似機制。FINMA 總體上堅持認為，資產負債表應反映經濟現實，儘管 2024 年的修訂在這一領域引入了一定的靈活性。⁴

市場價值邊際（*Marktwertmarge*）代表第三方接管保險人負債所要求的金額。其計算採用資本成本法：第三方須為所轉讓的負債持有資本直至負債徑流完畢，並要求該資本獲得高於無風險利率的回報。⁵這一概念所依據的理念是，即使保險人經營失敗，保單持有人也應受到保護，因為剩餘資產應足以促使另一家保險人接管該保險組合。因此，市場價值邊際是連接 SST 的經濟估值與其最終目的——在徑流情景下保護保單持有人——的橋樑。

1 註釋

1. 《保險監管條例》（AVO）（修訂後）第 30–35 條以及 FINMA 關於資產和負債的市場一致估值及負債最佳估計值的 SST 文件。待核實。
2. 關於 SST 比率的波動性及其對利率的敏感性，參見瑞士保險人在其《財務狀況報告》（Financial Condition Reports）中公佈的敏感性分析以及 FINMA Risk Monitor。待核實。
3. FINMA 每年公佈的 SST 無風險收益率曲線及外推方法；比較歐洲保險與職業養老金管理局（EIOPA）在“償付能力 II”下采用的 Smith-Wilson 方法和終極遠期利率。待核實。
4. 關於 SST 中不存在匹配調整或波動性調整、業界立場（瑞士保險協會，SVV）以及 2024 年修訂後的 AVO 所引入的變化，參見 FINMA 關於 AVO 修訂的說明報告以及 SVV 的聲明。現狀待核實。

5. 關於 SST 中的市場價值邊際和資本成本率（歷史上為高於無風險利率 6%）以及“償付能力 II”中的風險邊際（資本成本率為 6%，在 2025 年“償付能力 II”審查中降至 4.75%），參見 FINMA 的 SST 文件以及修訂第 2009/138/EC 號指令的第(EU) 2025/2 號指令。比率及現狀待核實。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至 2026 年 9 月的法律狀況。

網上版本：hk.helveticaregister.com/basel-market-consistent-valuation-and-the-risk-margin