

市场一致性估值与风险边际

Dr Alexander Ressos, TEP

Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),

Solicitor (England & Wales)

瑞士偿付能力测试（SST）要求对所有资产和负债进行与市场一致的估值。在流动性市场上交易的资产按市场价格估值。负债由于不存在市场价格，按预期未来现金流的最佳估计值估值，以无风险利率折现，再加上反映将负债转让给第三方之成本的边际。¹这一方法打破了法定会计的传统；在法定会计中，技术准备金按审慎假设和固定的技术利率计算，因此隐性储备和隐性损失可能不断累积，而在资产负债表上却无从体现。

与市场一致的资产负债表具有透明的优点。利率一旦下降，它便会显示利率下降对长期保证价值的影响，资产与负债久期之间的错配也同样会显现出来。但这一方法也有缺点。由于市场价格的变动直接传导至风险承担资本，SST 比率波动较大，对负有长期负债的寿险公司尤其如此。长期利率的下降可能在数月之内使一家寿险公司的 SST 比率下降数十个百分点，即使该保险人履行其义务的长期能力并无任何变化。²在 2008 年之后的低利率年代，这种波动性成为一个核心问题。

用于折现的无风险利率曲线由瑞士金融市场监管局（FINMA）针对主要货币公布。对于超出债券市场具有流动性范围的期限，曲线必须进行外推。外推方法可能对年金等超长期负债的价值产生相当大的影响，参数的选择也曾在 FINMA 与业界之间多次引发讨

市场一致性估值与风险边际

论。³与“偿付能力 II”不同，SST 并未规定匹配调整或波动性调整，而这类调整允许保险人在持有匹配资产至到期时，以高于无风险利率的利率对其负债进行折现。瑞士保险人曾主张引入类似机制。FINMA 总体上坚持认为，资产负债表应反映经济现实，尽管 2024 年的修订在这一领域引入了一定的灵活性。⁴

市场价值边际（*Marktwertmarge*）代表第三方接管保险人负债所要求的金额。其计算采用资本成本法：第三方须为所转让的负债持有资本直至负债径流完毕，并要求该资本获得高于无风险利率的回报。⁵这一概念所依据的理念是，即使保险人经营失败，保单持有人也应受到保护，因为剩余资产应足以促使另一家保险人接管该保险组合。因此，市场价值边际是连接 SST 的经济估值与其最终目的——在径流情景下保护保单持有人——的桥梁。

1 注释

1. 《保险监管条例》（AVO）（修订后）第 30–35 条以及 FINMA 关于资产和负债的市场一致估值及负债最佳估计值的 SST 文件。待核实。
2. 关于 SST 比率的波动性及其对利率的敏感性，参见瑞士保险人在其《财务状况报告》（Financial Condition Reports）中公布的敏感性分析以及 FINMA Risk Monitor。待核实。
3. FINMA 每年公布的 SST 无风险收益率曲线及外推方法；比较欧洲保险与职业养老金管理局（EIOPA）在“偿付能力 II”下采用的 Smith-Wilson 方法和终极远期利率。待核实。
4. 关于 SST 中不存在匹配调整或波动性调整、业界立场（瑞士保险协会，SVV）以及 2024 年修订后的 AVO 所引入的变化，参见 FINMA 关于 AVO 修订的说明报告以及 SVV 的声明。现状待核实。

5. 关于 SST 中的市场价值边际和资本成本率（历史上为高于无风险利率 6%）以及“偿付能力 II”中的风险边际（资本成本率为 6%，在 2025 年“偿付能力 II”审查中降至 4.75%），参见 FINMA 的 SST 文件以及修订第 2009/138/EC 号指令的第(EU) 2025/2 号指令。比率及现状待核实。

仅供一般参考。本文不构成法律或税务意见，不能替代针对个案的专业意见，亦不建立律师与客户关系。本文反映截至 2026 年 9 月的法律状况。

在线版本: cn.helveticaregister.com/basel-market-consistent-valuation-and-the-risk-margin