

2023 年隱含價值彙整：亞洲

隨各經濟體的復甦，隱含價值 (EV) 和新契約價值 (VNB) 的於本年內普遍錄得增長

2024 年 10 月 [英文版原文於同年較早前發佈]

英文版原作者

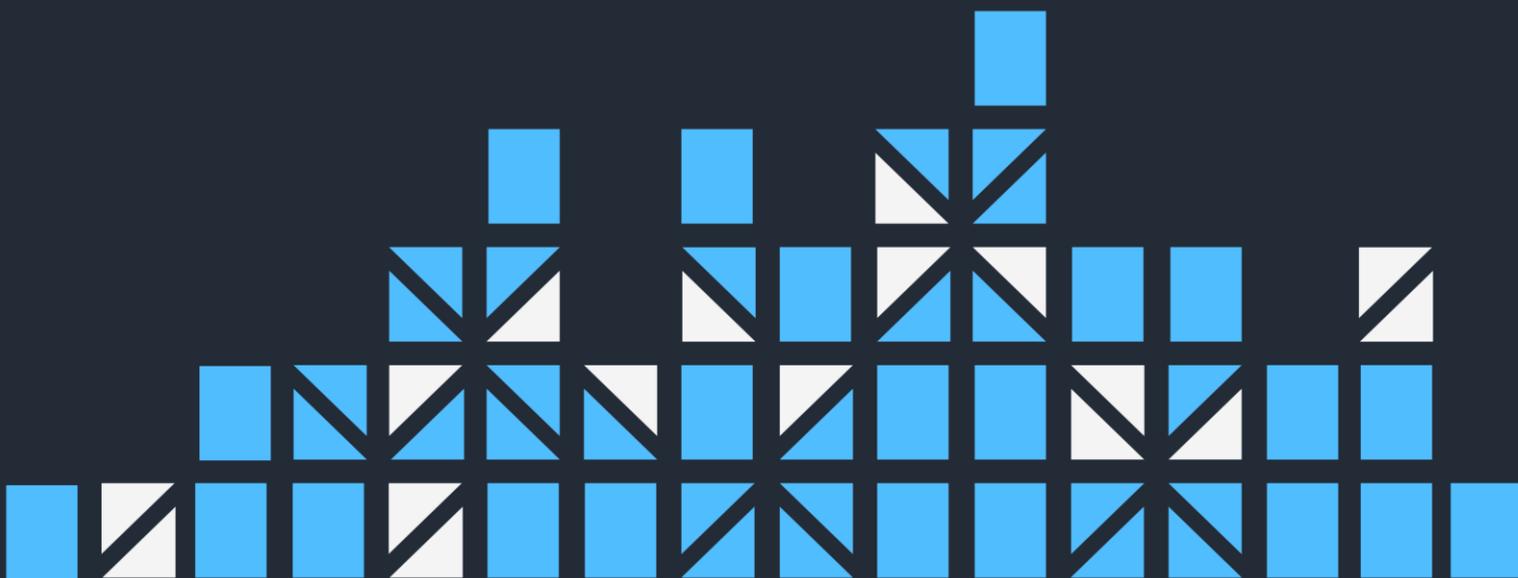
Heerak Basu
Clement Bonnet
Shamit Gupta
Richard Holloway
Farzana Ismail

Scott Chow
Chihong An
Wen Yee Lee
Stephen Conwill
Philip Jackson

中文版編者

鄒朗軒 (Scott Chow)

葉君豪 (Alvin Yeh)



目錄

前言	1
執行摘要	2
隱含價值的結果和假設	2
新契約獲利能力	2
隱含價值方法論和指標	2
背景介紹	4
亞洲的隱含價值	7
隱含價值結果	9
報告揭露的更新	9
亞洲的隱含價值	9
公司別隱含價值	13
亞洲的新契約價值	17
公司別新契約價值	19
亞洲新契約利潤率	23
市場分析	23
隱含價值方法論和假設	24
建構 RDR	24
投資報酬假設	25
資本成本	25
選擇權和保證的時間價值	26
揭露	27
其他價值衡量標準	30
市值	30
隱含價值報酬	30
IFRS 17	31
附錄 A：近期發生和即將發生的監管變化	33
附錄 B：隱含價值方法論的比較	38
TEV vs. EEV vs. MCEV	39
附錄 C：市場分析	38
中國	38
香港	39
印度	40

印尼	41
日本	42
馬來西亞.....	44
新加坡	44
臺灣	46
泰國	47
越南	48
附錄 D：RDR 和投資報酬假設	49
附錄 E：清償能力要求	57
附錄 F：TVOG 方法論	61
附錄 G：按地區劃分的亞洲 EV 總量	62
附錄 H：匯率	64

前言

感謝您抽出寶貴時間閱讀最新一期的 Milliman 亞洲隱含價值 (Embedded Value · EV) 報告。

於 2023 年亞洲有揭露的隱含價值整體增長為 7.2% ，其中印度、日本和臺灣的隱含價值分別顯著增長 24.1% 、 17.9% 和 15.4% ；部分市場的隱含價值則出現下跌，如印尼下降了 17.7% 。 同時，亞洲有揭露的新契約價值 (Value of New Business · VNB) 增長了 9.9% ；其中，由於 COVID-19 限制的放寬和中國大陸遊客的回歸，香港的 VNB 增幅特別明顯。

與全球趨勢一致，2023 年亞洲大部分市場的債券報酬率有所下降，這導致一些中國保險公司下調了 2023 年的投資報酬率和折現率假設，而其他市場的業者在假設調整方面則反應不一。

我們的報告比較亞洲市場和保險公司在隱含價值報告方面採取的各種方法。有關在歐洲的股東價值報告將於 2024 年秋季發佈。

若您對我們報告內容或格式有任何意見，歡迎您予以賜教，我們十分感謝您提供的回饋。

Heerak Basu
Clement Bonnet
Shamit Gupta
Richard Holloway
Farzana Ismail
Scott Chow
Chihong An
Wen Yee Lee
Stephen Conwill
Philip Jackson
Alvin Yeh

謹上

執行摘要

隱含價值的結果和假設

總體而言，2023 年亞洲有揭露的隱含價值呈正成長。其中印度 (+24.1%)、臺灣 (+15.4%) 和日本 (+17.9%) 的隱含價值大幅增長；香港 (+4.4%) 和新加坡 (+4.2%) 的增幅較為平緩，而中國 (-0.4%)、泰國 (+1.0%)、馬來西亞 (-1.1%) 和越南 (+1.1%) 的隱含價值近乎持平；印尼 (-17.7%) 的隱含價值則大幅下降。

印度的增長肇因於折現率曲線的迴轉（印度的報酬率在亞洲相對較高）、強勁的股票市場及新契約的貢獻。在臺灣，隱含價值的增長主要是由於固定收益資產的未實現利益導致調整後淨值（ANW）增加。

跨國企業（Multinational Companies，MNC）所揭露的隱含價值增長在 -6.3% 和 +6.9% 之間。同時，在各市場內部的水準分布也存在顯著差異，例如，日本不同公司的所揭露隱含價值橫跨在 -24.3% 和 +41.9% 之間。

有鑒於整個地區的債券報酬率普遍下降，我們發現由於債券的市場價值增加，保險公司的調整後淨值（Adjusted Net Worth，ANW）也普遍上升。

除中國、馬來西亞、新加坡和越南外，大多數亞洲市場的有效契約價值（Value In Force，VIF）均有所成長，當中以日本的 VIF 增長率最高，達 36.4%。

新契約獲利能力

亞洲有揭露的新契約價值整體增長了 9.9%。香港報告的新契約價值大幅增長 102.8%，這得益於中國大陸在 2023 年 2 月全面恢復正常旅行。泰國、印尼和中國的新契約價值分別上升了 17.1%、13.6% 和 6.5%，而越南和日本則分別下降了 66.7% 和 4.1%，原因是保單銷量大幅減少和新契約利潤率下降。

在 2023 年，以估等價年化保費（Annualized Premium Equivalent，APE）的百分比表示的新契約利潤率（New Business Margin，NBM）普遍下降，其中臺灣的 NBM 下降幅度為 6.2%，原因是業者轉向繳費期間較長的商品¹，而香港則由於商品組合的變化，NBM 下降 9.4%。

隱含價值方法論和指標

除友邦保險和印度私營的壽險公司外，亞洲有上市壽險公司的股價對隱含價值的比率仍遠低於 100%。

隱含價值報酬率（Return on Embedded Value，ROEV）為印度的保險公司的常用指標。於 2023 年，印度壽險公司的 ROEV 普遍大幅下滑，這主要是由於隱含價值的增長。

亞洲區使用的隱含價值方法論十分多樣化，包括傳統隱含價值（Traditional Embedded Value，TEV）、歐式隱含價值（European Embedded Value，EEV）、市場一致性隱含價值（Market-Consistent Embedded Value，MCEV）² 和印度隱含價值（Indian Embedded Value，IEV）。中國大陸和臺灣的保險公司繼續以 TEV 為基礎進行報告，而日本的保險公司則採用 MCEV 或與市場一致的 EEV（MC-EEV），或他們自己內部的模型方法（我們

¹ 臺灣的保險公司通常根據第一年保費等價（First-Year Premium Equivalent，FYPE），而不是 APE，來揭露其新業務獲利率。FYPE = 10% 躉繳彈性保費 + 20% x 2 年保費繳付期 + ... + 50% 5 年保費繳付期 + 100% 6 年或以上保費繳付期。

² MCEV 方法的版權歸 Stichting CFO Forum Foundation 2008 所有。

在本報告中將其稱為修正式 MCEV)，他們認為這與日本經濟清償比率(Economic Solvency Ratio)方法論基本一致，因其本質上為市場一致基礎。在印度，目前提報隱含價值的絕大多數公司³ 皆採用 IEV/MCEV 基礎。

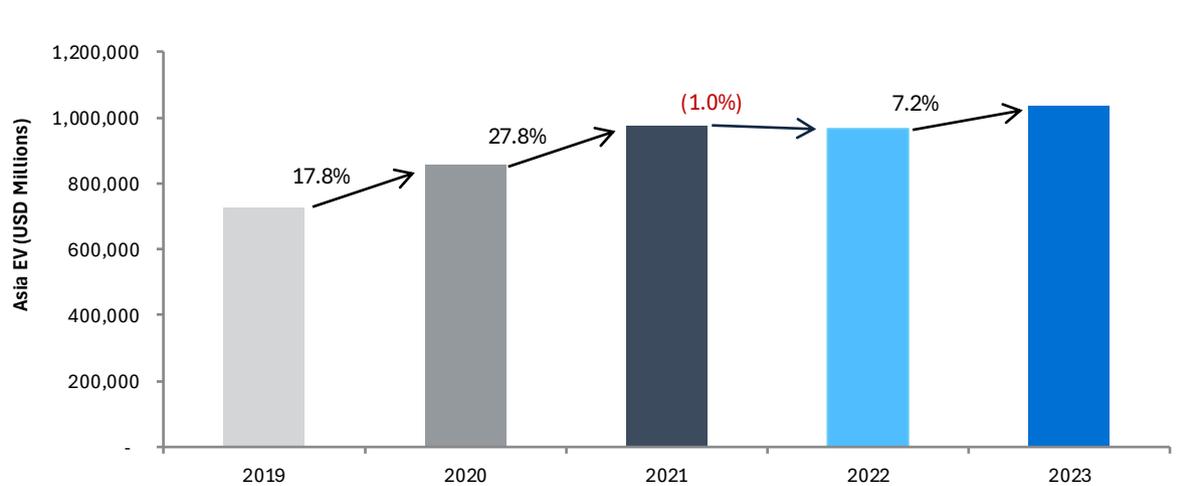
自 2023 年 1 月 1 日起，國際財務報導準則 第 17 號 (IFRS 17) 在部分市場實施，影響了隱含價值報告的揭露。歐洲跨國企業 (AXA 和 Generali) 及後亦不再提報其亞洲子公司的隱含價值。

³ 僅包括本報告涵蓋的公司。

背景介紹

僅比較已報告 2019 年至 2023 年隱含價值數據的保險公司⁴。亞洲壽險公司的隱含價值⁵ 在 2023 年增長了 7.2%，而 2022 年於去年同期則下降了 1.0%⁶。

圖 1：2019 年至 2023 年報告的亞洲壽險隱含價值



總保費收入 (GWP)⁷ 由 2022 年的 11,478 億美元上升 4.6% 至 2023 年的 12,003 億美元。

於 2023 年，中國的總保費收入增幅最大，增長率為 9.3%，相等於 499 億美元。其收入增加主要是由於資本市場波動和銀行存款利率下降的背景，導致儲蓄型保險商品銷售額增加。日本的總保費收入增長 8.8%，可歸因於國內利率上升導致日元躉繳保單增加。

由於儲蓄型和退休養老保險的減少，韓國的總保費收入降幅最大，為 15.3%，其次是越南 (-12.0%)，其總保費收入的下降是由於經濟困境及監理機關對銀行保險通路施加的限制。印尼也出現了跌幅 (-7.5%)，主要受全球金融不確定因素影響，使得投資型保單銷售額下跌所致。

隱含價值的結果因其定義而會受到保險法規變化的影響，各市場保險法規的近期變化載於附錄 A。

⁴ 尚未揭露 2023 年隱含價值結果的公司不計入分析中的 2019-2022 年的隱含價值，以提供適當的逐年度比較。為了提供可比性，本圖表的隱含價值數據是按固定匯率計算的，使用每家公司 2023 年報告日的匯率。

⁵ 亞洲壽險的隱含價值被定義為歸屬於亞洲壽險業務的隱含價值（即不包括非壽險業務的淨資產如產險）。雖然我們已盡一切努力僅使用與此定義相關的數據，但一些公司將其亞洲隱含價值作為更高報告層級的一部分進行提報；對此，當我們認為公司的隱含價值主要由亞洲地區構成，則會在此使用其整體隱含價值的數據。

⁶ 2022 年的數字與前次 Milliman 的 2022 年亞洲隱含價值報告中揭露的不同，原因是在上一份報告的截止日之後有其他資訊的增加。

⁷ 為了提供可比性，總保費收入數據是按固定匯率計算的，使用每家公司 2023 年報告日的匯率。

圖 2：亞洲人壽保險總保費收入^{8,9}

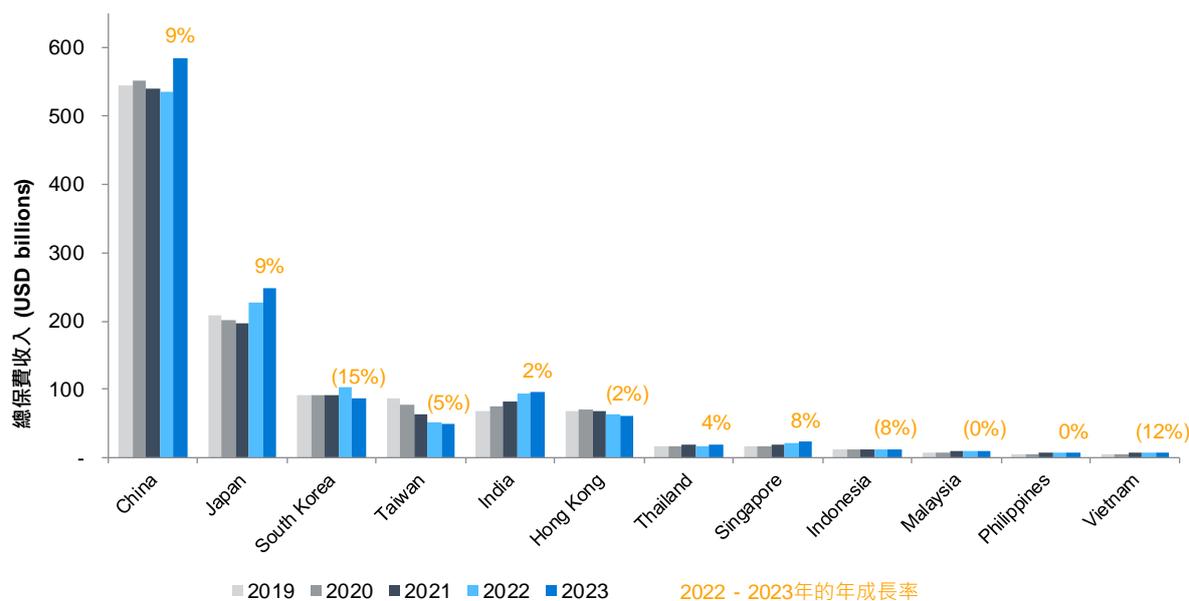
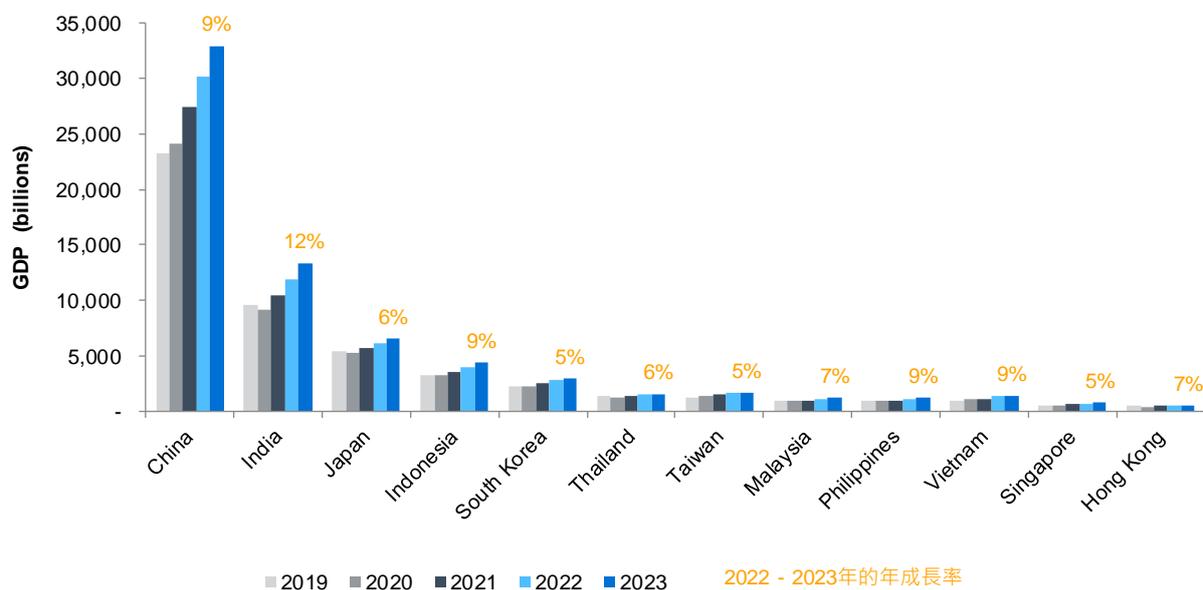


圖 3：2019 年至 2023 年亞洲市場 GDP (購買力平價)¹⁰



所有以上亞洲市場的國內生產毛額(gross domestic product, GDP)都有所增長。印度的 GDP 增幅最高，為 11.8%，主要受製造業強勁增長推動；而新加坡的增幅最低，為 4.8%，主要由於出口疲軟、內需下降和製造業衰退。由於 2023 年初取消了 COVID-19 限制，中國和香港分別出現了 9.1% 和 7.0% 的增長。

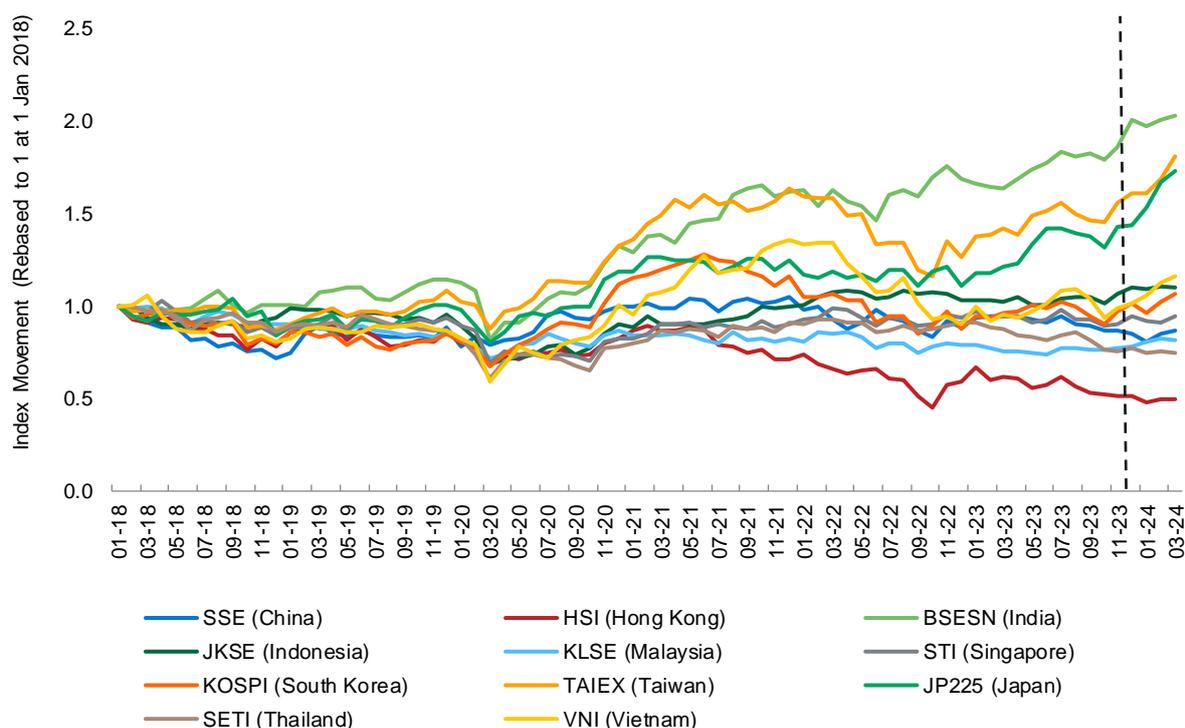
⁸ 資料來源：各個人壽保險協會和保險監管機構。

⁹ 菲律賓 2021 年、2022 年和 2023 年總保費收入基於未經審計的季度統計數據。

¹⁰ 資料來源：國際貨幣基金組織，《World Economic Outlook Database》，2024 年 4 月

圖 4：近期股市表現：主要股票指數增長^{11 12}

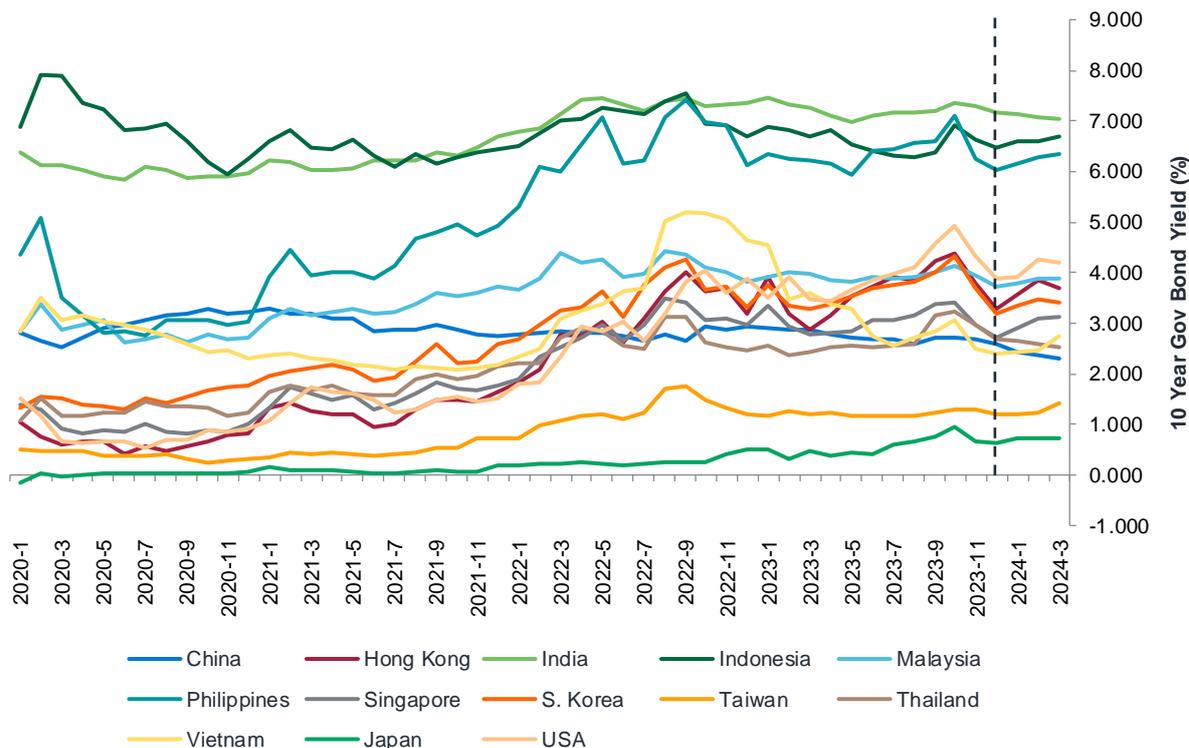
(2018 年 1 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日期間，以期初為基礎)



於 2023 年，全球經濟在經歷了一段時間的高通膨後趨於穩定，許多亞洲股市在年底有穩健的表現，波動性有所減少（見圖 4）。日本和臺灣的漲幅最高，這得益於對汽車、半導體和科技業的投資。印度股市在 2023 年也表現強勁，延續了 2022 年以來的增長。泰國股市下跌，原因是外資因擔心政府為補助該國的振興計劃而債務高築，而大量拋售該市場股票。在中國，房地產行業的困境和對科技業的打擊導致其股市下跌。香港股市的下跌則可歸因於美國銀行業危機加上對中國經濟的擔憂而打擊市場信心，同時增息更加劇其影響。

¹¹ 每個市場分別使用了以下股票指數：中國：上海證券交易所綜合指數，香港：恒生指數，印度：BSE Sensex，印尼：雅加達綜合指數，日本：日經 225 指數，馬來西亞：吉隆坡證券交易所綜合指數，新加坡：海峽時報指數，韓國：韓國綜合股票價格指數，泰國：泰國證券交易所指數，臺灣：臺灣加權指數，越南：胡志明市股票指數。

¹² 資料來源：[Investing.com](https://www.investing.com).

圖 5：2019 年至 2023 財年期間¹³10 年期主權債券報酬率¹⁴

於 2023 年，大多數亞洲市場的債券殖利率均有所下降。2023 年上半年，隨著美聯儲 (Fed) 減緩貨幣緊縮政策，大多數亞洲市場的債券殖利率下降。而到了 2023 年第三季度，除印尼外，所有以上亞洲市場的債券殖利率均有所上升，主要原因是 2023 年 9 月聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議結果造成債券市場的拋售潮。由於美聯儲決定維持其聯邦基金利率，殖利率在 2023 年最後一個季度下跌。

亞洲的隱含價值

隱含價值繼續被廣泛用作在亞洲營運的保險公司的績效衡量工具和外部財務揭露指標。隱含價值也通常用作內部財務績效指標，並可作為管理層長期獎勵計劃的一部分。廣義而言，與幾乎完全使用 TEV 的本地和亞洲區域保險公司相比，跨國企業的子公司，尤其是歐洲保險公司，一般採用更先進的 EEV 和 MCEV 方法來進行隱含價值報告。然而，在日本和印度，業者已趨向採用與市場一致的方法，其中印度的大多數公司都採用了 IEV 方法，該方法在概念上與 MCEV 非常相似。於 2023 年 1 月 1 日，韓國實施了 IFRS 17 之後，韓國國內保險公司就不再報告隱含價值；不過，友邦保險仍為其韓國業務計算其隱含價值，儘管並未就其單獨揭露。因此，本報告中的亞洲隱含價值未包含韓國。關於各種隱含價值方法的進一步解釋，請見附錄 B。

圖 6 總結亞洲人壽保險公司採用的隱含價值方法論概觀。

¹³ 資料來源：Investing.com.

¹⁴ 2023 財年是指截至 2024 年 3 月 31 日的年度。

圖 6：按保險集團所在地劃分的隱含價值報告統計數據

集團所在地	TEV	EEV	MCEV/IEV	MC-EEV	修正式 MCEV	總和
亞洲跨國企業	3	-	-	-	-	3
歐洲跨國企業	-	1	-	-	-	1
北美跨國企業	1	-	-	-	-	1
中國	6	-	-	-	-	6
印度	-	-	11	-	-	11
日本	-	-	5	6	5	16
馬來西亞	1	-	-	-	-	1
新加坡	1	-	-	-	-	1
臺灣 ¹⁵	6	-	-	-	-	6
泰國	2	-	-	-	-	2
總和	20	1	16	6	5	48

亞洲唯一使用 IEV 或 MCEV 基礎來報告的是印度和日本的保險公司。印度的幾家保險公司，包括 Life Insurance Corporation of India (LIC)、ICICI Prudential Life、SBI Life 和 HDFC Life，於各自的首次公開發行（IPO）中首次採用 IEV 為基礎計算隱含價值，此後繼續進行基於 IEV 方法的年度隱含價值揭露。印度其他揭露隱含價值方法論的保險公司也都已開始以 MCEV 或 IEV 為基礎揭露他們的隱含價值。

在日本，Dai-ichi Life、Meiji Yasuda Life 和 Sony Life 的隱含價值方法論被歸類為修正式 MCEV。該方法係基於保險公司自己的內部模型，他們認為其與將於 2026 年 3 月正式接軌的日本經濟清償能力比率（ESR）方法基本一致，且本質上也與市場一致。從 2023 財年（即截至 2024 年 3 月）起，Dai-ichi Life、Meiji Yasuda Life 和 Sony Life 改變了評估方法，且 Meiji Yasuda 計劃明年實行進一步改變。需要注意的是，修正式 MCEV 並不是一套正式的隱含價值標準，且被歸類為使用修正式 MCEV 的公司，公司之間在具體方法論上亦存在差異。

亞洲其他地區的大多數保險公司仍採用 TEV 方法。幾種不同的隱含價值報告方法在亞洲的使用，為比較隱含價值結果帶來巨大挑戰；因此，充分理解這些方法之間的差異變得至關重要。

¹⁵ 臺灣以往有揭露的六家公司之一的新光人壽今年沒有揭露其隱含價值。

隱含價值結果

本節詳述兩個不同視角下的隱含價值結果：

- 一. 亞洲不同市場間的比較
- 二. 按公司別的比較

本節將簡述自 2023 年 6 月 1 日（我們上一份報告的截止日期）以來亞洲地區隱含價值與新契約價值揭露的變化。

本節中羅列的數值呈現亞洲人壽保險和其他長年期保險業務的隱含價值結果。鑒於某些公司劃分業務的方式，亞洲業務有時會被納入「國際」或「新興市場」業務單位，而其中可能包括非亞洲業務。

對於上述業務單位（即同時包括亞洲和非亞洲業務的業務單位），如果其隱含價值很大一部分來自亞洲，本報告會採用其揭露之整體隱含價值。

報告揭露的更新

以下是過去一年各市場公司層級揭露變化的摘要：

市場	
新加坡	今年，Singlife 已被加入到分析中。
印度	Edelweiss Tokio Life 已於今年被加入到分析中。
跨國企業	安盛今年沒有揭露隱含價值結果，故排除在分析之外。
臺灣	新光人壽今年沒有揭露隱含價值結果。
印尼	BRI Life 已於今年被加入到分析中。

亞洲的隱含價值

本報告研究了在亞洲營運的跨國企業和國內人壽保險公司發佈的隱含價值結果。¹⁶

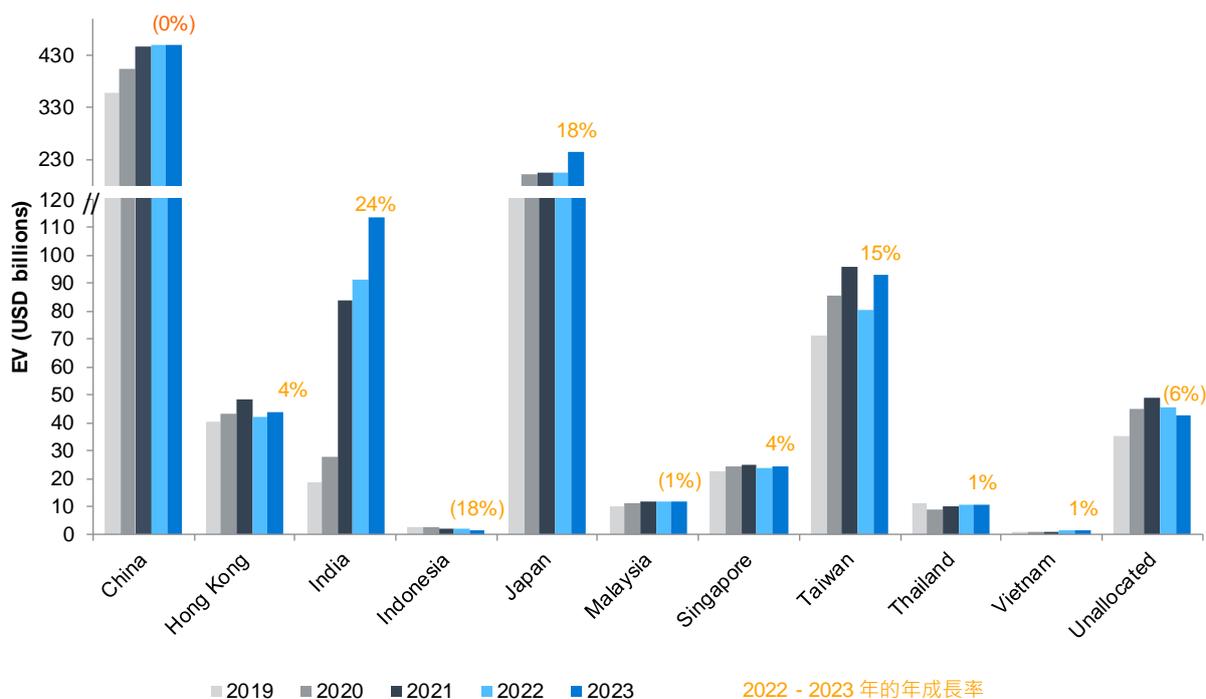
本報告的範圍僅限於與亞洲業務直接相關（或主要與亞洲業務相關）的隱含價值結果。報告本節中的所有數據均基於可比性，僅比較均報告了 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年亞洲業務隱含價值結果的公司。

於 2023 年，亞洲報告的隱含價值總量按可比基準¹⁷增長 7.2%，達到 10,345 億美元，高於 2022 年的 9,653 億美元。報告中隱含價值最大的公司是中國人壽、平安人壽和 LIC1，金額分別為 1,776 億美元、1,171 億美元和 873 億美元。圖 7 列出了按市場劃分的隱含價值總增長（僅包含公司已揭露的部分）。

應當注意的是，本節所有數據均為使用同一報告日（2023 財年年末）的匯率兌換美元的結果（即使用固定貨幣基礎）。反之，本報告附錄 C 中顯示的結果是基於各自評價日的匯率，因此價值可能有所不同。

¹⁶ 亞洲不包括澳大利亞或紐西蘭。

¹⁷ 「可比基準」是指僅比較報告了 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年亞洲業務隱含價值結果的公司。

圖 7：2019 年至 2023 年可比的亞洲人壽保險隱含價值^{18,19}

於 2023 年，印度的隱含價值增長率最高，為 24.1%，主要受 LIC1 所帶動。截至 2024 年 3 月 31 日，LIC1 佔印度人壽保險公司隱含價值的 76.9%。此一增長主要是由於折現率的迴轉，以及股票市場強勁表現帶來的高於預期的投資報酬。臺灣的隱含價值增長了 15.4%，主要由於利率變化後固定收益資產的未實現利益增加，使 ANW 增加。

另一方面，從絕對值來看，中國保險公司的隱含價值降幅最大，為 19 億美元，主要受平安人壽影響。這主要是由於其實際報酬率低於假定的投資報酬率。此外，印尼的隱含價值也下降了 17.7%。

¹⁸ 為了提供可比性並消除外匯影響，所有年份的結果均已使用 2023 年報告日的現行匯率轉換為美元。

¹⁹ 「Unallocated」表示保險公司報告與其亞洲業務相關，但未直接按市場劃分其隱含價值數據。

圖 8 : 2019 年至 2023 年可比的亞洲人壽保險調整後淨值

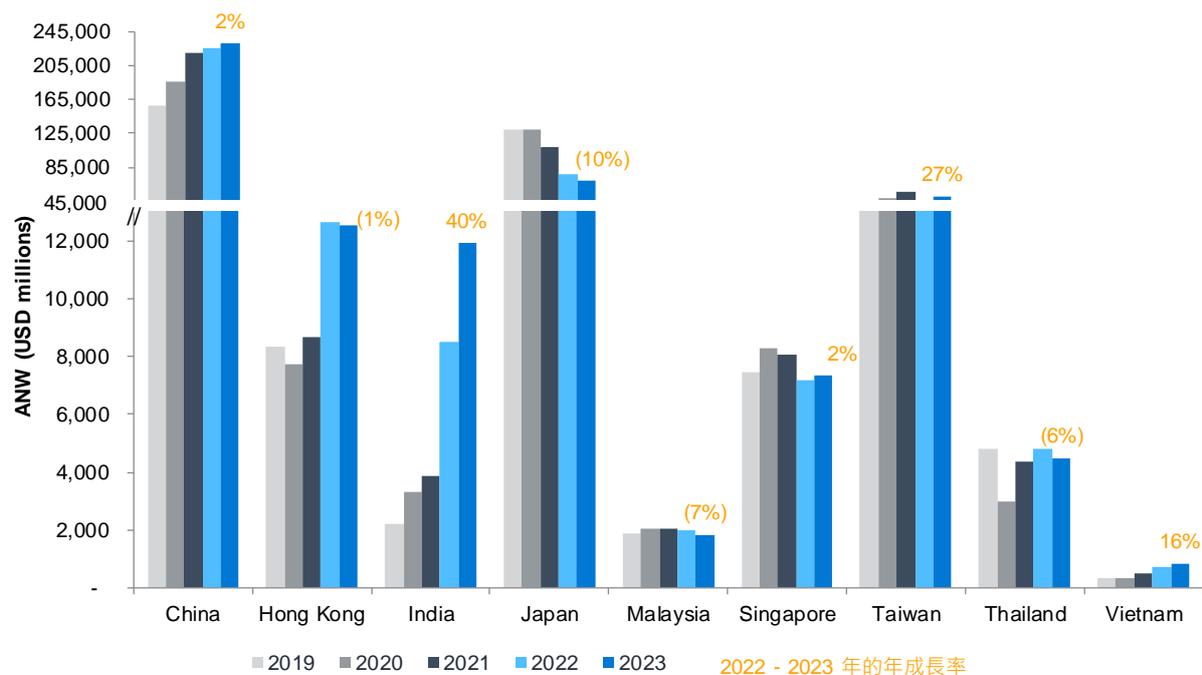
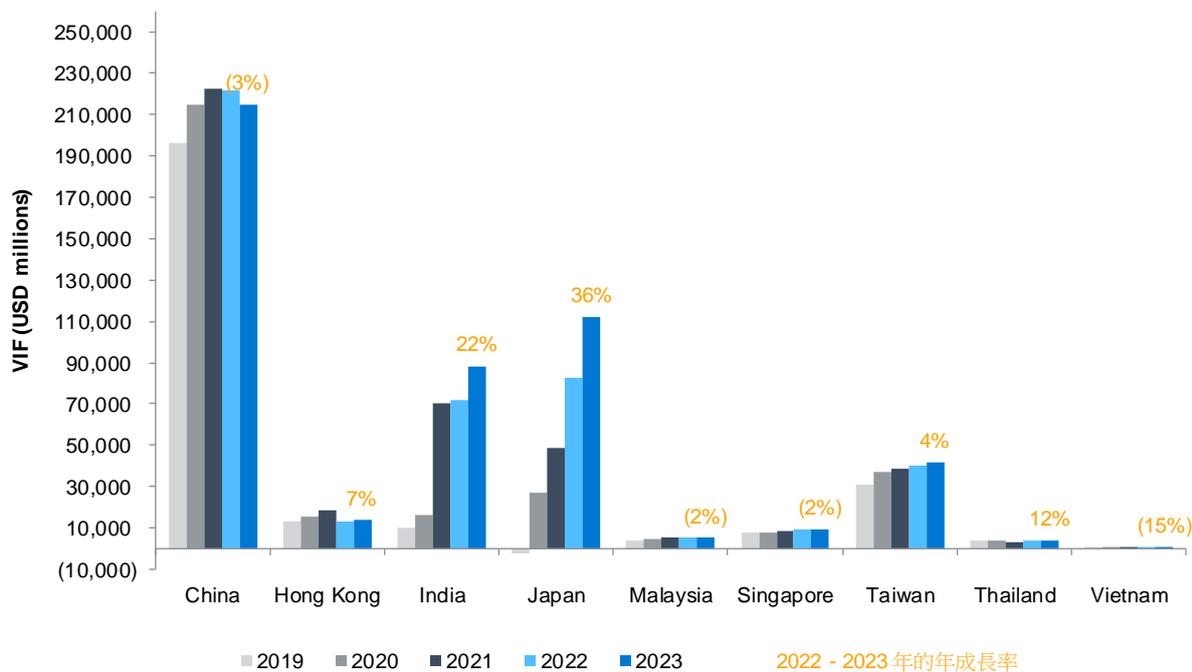


圖 9 : 2019 年至 2023 年可比的亞洲人壽保險有效契約價值



於 2023 年，亞洲壽險公司報告的調整後淨值增加了 2.3%，其中印度、臺灣和越南的調整後淨值有兩位數的增長，這是由於股票市場的強勁表現和固定收益資產價值的有利變化（主要影響臺灣市場）。就日本市場而言，由於利率上升導致國內債券市值下跌，調整後淨值下跌了 10.1%，這也導致了 VIF 的上升（+36.4%）。同時，馬來西亞（-7.3%）和泰國（-6.2%）的調整後淨值也有所下降。

印度的有效契約價值增長了 22.3%，主要是由於 LIC1 的有效契約價值因股市表現強勁而增加。泰國（+11.8%）和香港（+6.6%）的有效契約價值也有所上升。中國的有效契約價值下降了 2.9%，而越南的有效契約價值則下降了 15.3%。

在評估日本公司的隱含價值及其調整後淨值或有效契約價值的組成時，必須保持謹慎，尤其是在亞洲進行跨區域比較時，因為日本公司的報告通常是基於市場一致的基礎。此外，許多公司管理著大量較早期保單，其利率保證相對較高（在某些公司的業務中，超過每年 5%）。出於這兩個因素，相較於有效保單的規模，有些公司的有效契約價值可能相對較小。如以百分比計算，所以有效契約價值對利率環境的變化則會非常敏感。然而，由於採用了市場一致的方法和相應的資產負債管理（Asset-liability Management，ALM），有效契約價值的變化通常被調整後淨值的變化大幅抵消。因此，整體而言，隱含價值雖然受不斷變化的市場報酬率所影響，但其敏感度仍遠不如單獨呈現的有效契約價值或調整後淨值的敏感度。

各公司的隱含價值

圖 10 : 2019 年至 2023 年按公司劃分的亞洲壽險隱含價值 20 21 22

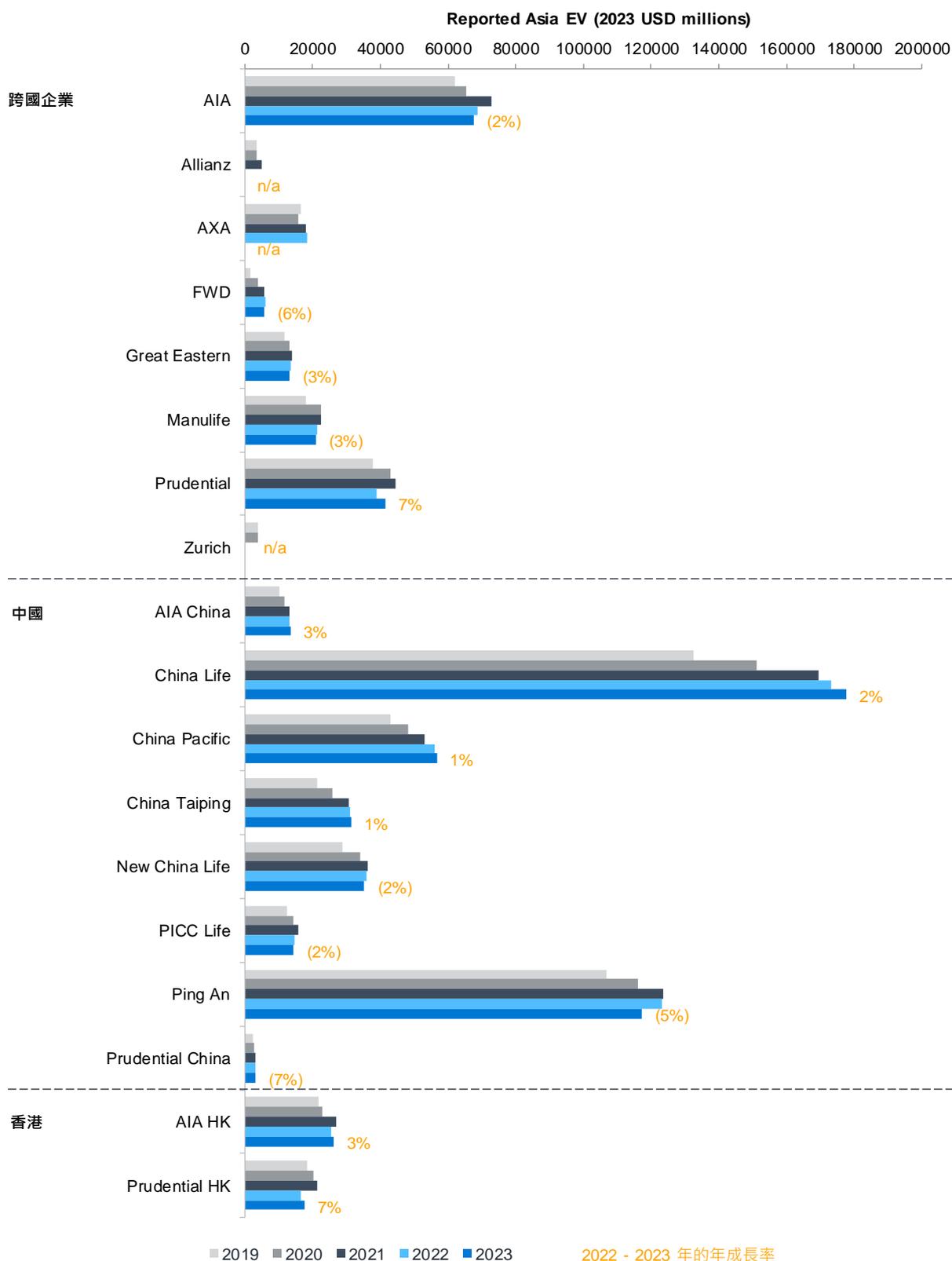
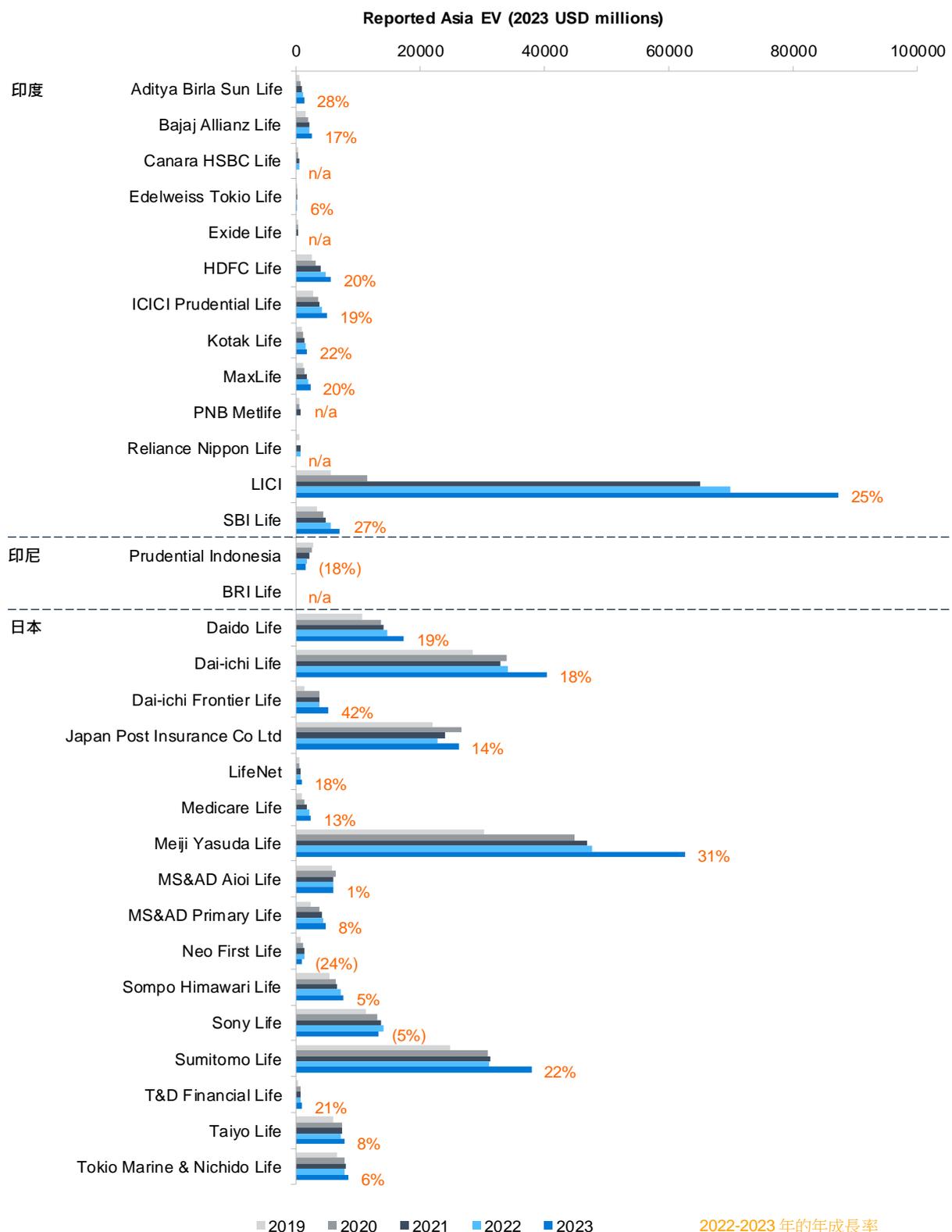


圖 10：2019 年至 2023 年按公司劃分的亞洲壽險隱含價值（續）



²⁰ 為了提供可比性並消除外匯影響，所有年份的業績均已使用 2023 年報告日的匯率轉換為美元。

²¹ 請注意，截至本報告資料截止日期，部分公司尚未揭露其 2023 年的 EV。因此，這些公司 2023 年的結果留空。截至資料截止日期，尚未公佈 2023 年 EV 的保險公司包括 Canara HSBC Life、PNB MetLife、Reliance Nippon Life、BRI Life 和 Shin Kong Life。

²² 請注意，Exide Life 已從 Milliman 的「2022 年隱含價值結果：亞洲」報告的分析中刪除，因為它已與 HDFC Life 合併。我們在 HDFC Life 與 Exide Life 合併後，使用了其揭露的隱含價值總額。

圖 10：2019 年至 2023 年按公司劃分的亞洲壽險隱含價值（續）

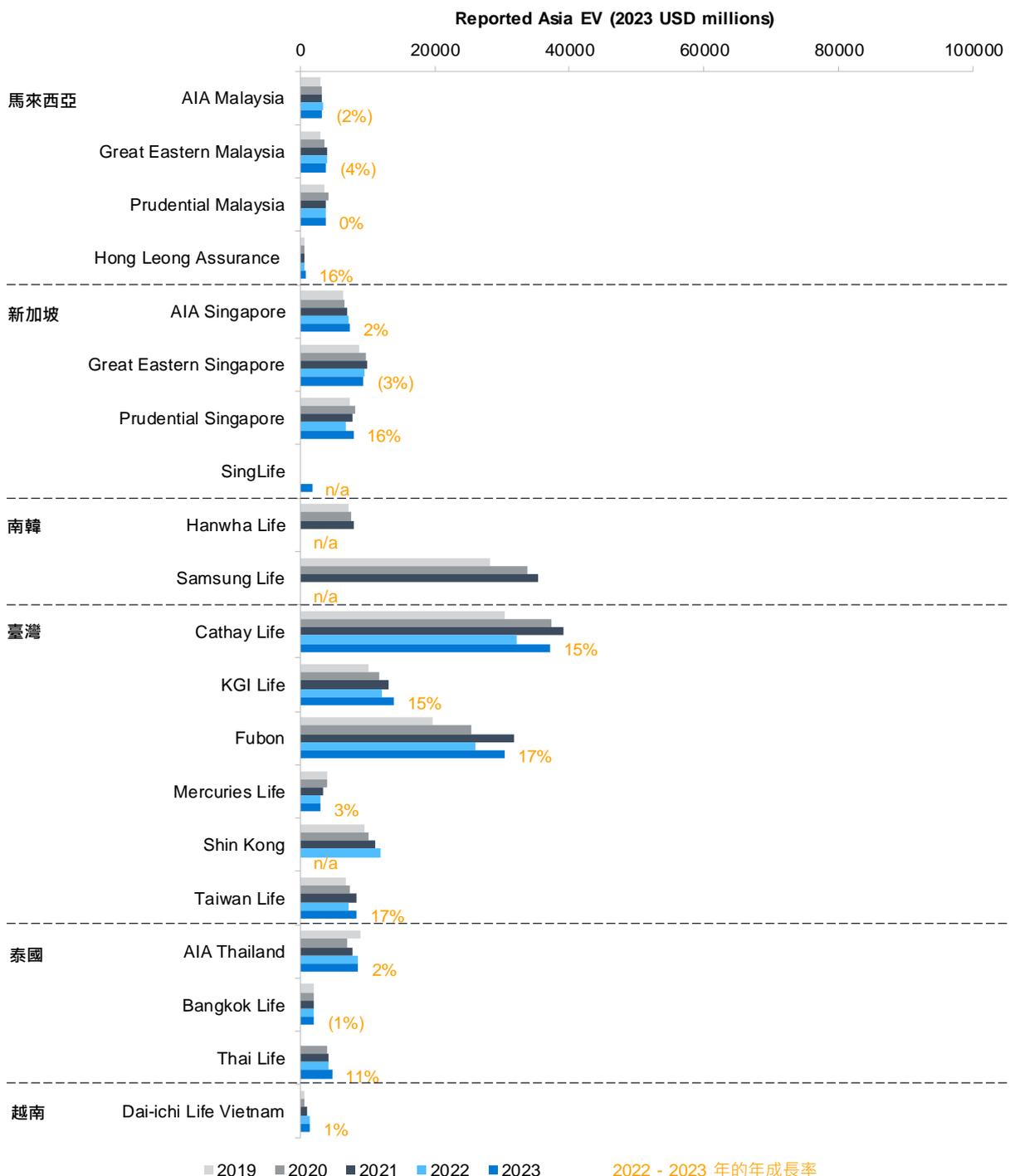
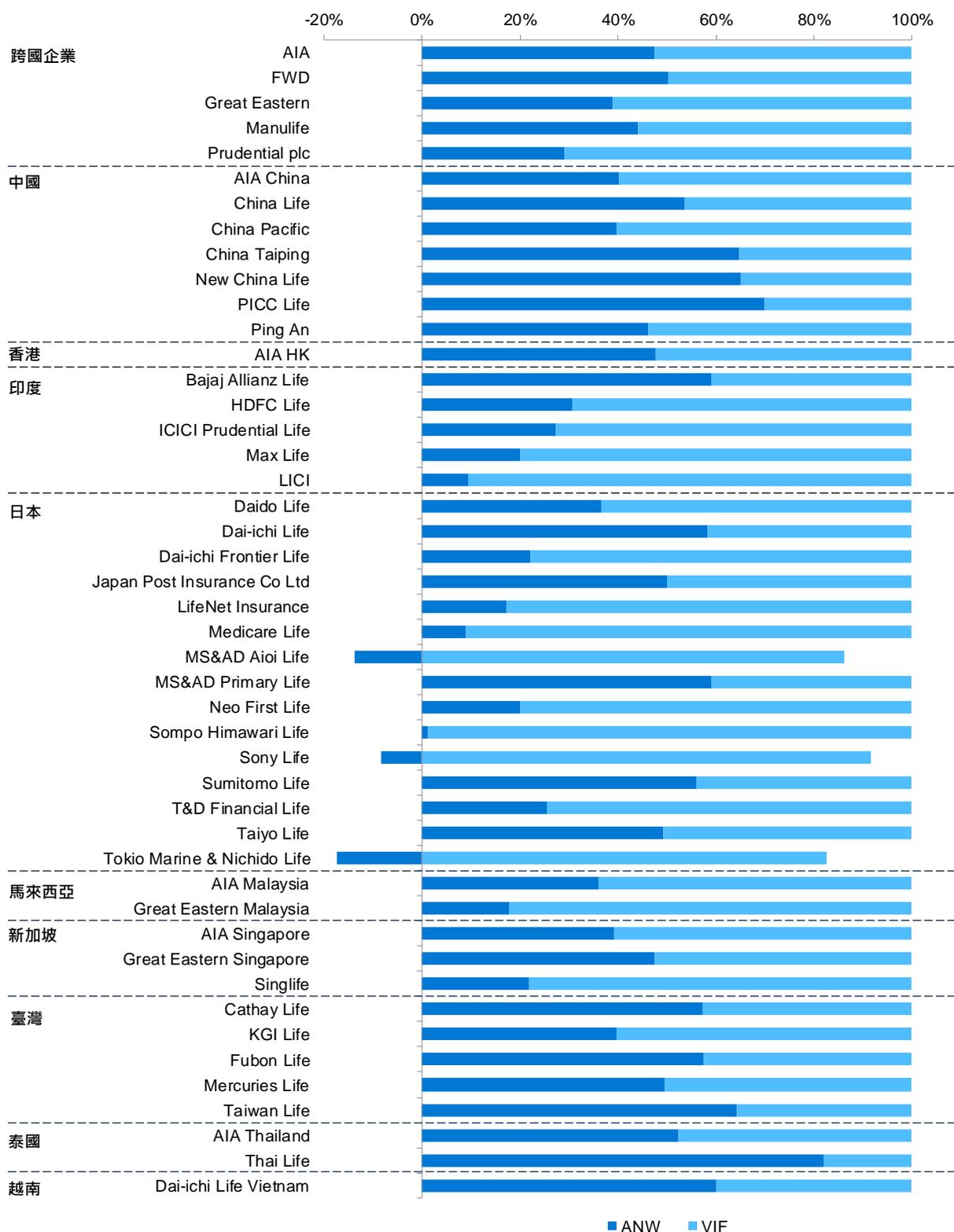


圖 10 顯示了各公司隱含價值的增長情況。Dai-ichi Frontier Life 收獲了最高的隱含價值增長，達 41.9%，主要受益於利率上升和日元貶值。日本的 Meiji Yasuda Life 和印度的 Aditya Birla Sun Life 緊隨其後，隱含價值分別增長 31.2% 和 28.0%。此外，除了 LIC1 之外，其他幾家印度保險公司（其隱含價值的增長已在上文討論過）也表現出強勁的隱含價值增長：如 SBI Life (+26.5%)、Kotak Life (+21.8%)、Max Life (+19.9%) 和 HDFC Life (+20.1%)。這一波增長主要是由於高獲利性的新契約以及部分公司錄得的強勁的投資報酬。日本 Neo First Life 的隱含價值降幅最大，為 24.3%，其次是保誠印尼和保誠中國，降幅分別為 17.7% 和 6.8%。在中國，由於負向的經濟差異和投資報酬假設改變，平安人壽出現 5.0% 的跌幅。臺灣的保險公司的隱含價值有所增長，其中大多數公司擁有兩位數的百

分比成長，主要導因於固定收益資產的未實現利益。在泰國，Thai Life 達到 10.6% 的增長，歸因於 2023 年新契約價值的增加。

圖 11：2023 年亞洲壽險隱含價值在有效契約價值和調整後淨值之間的分配，按公司劃分²³



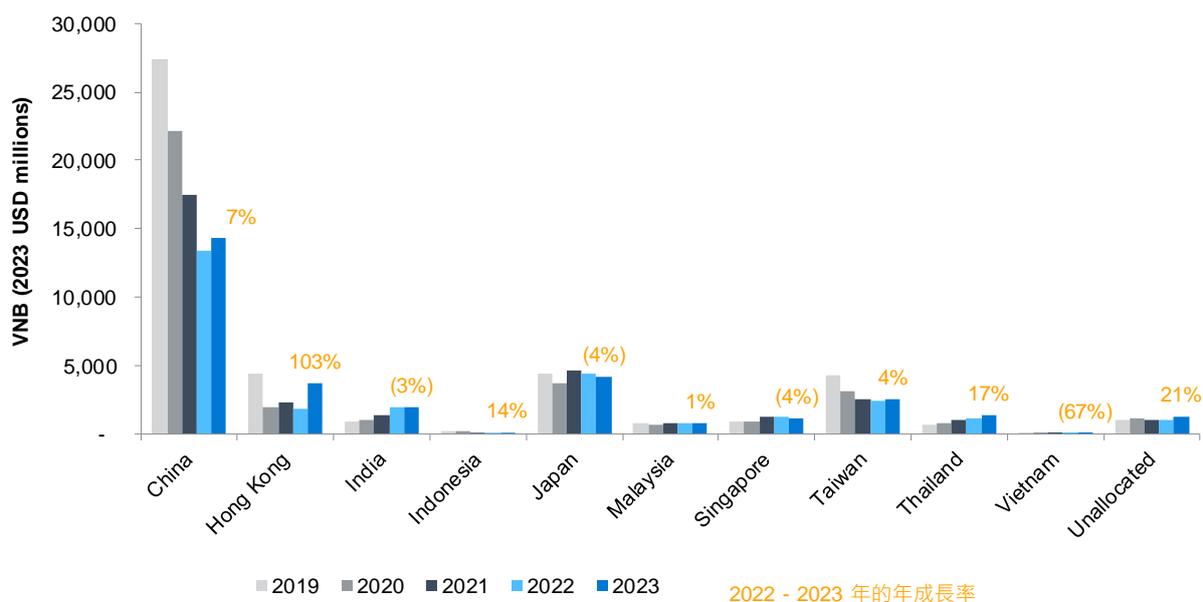
²³ 未揭露調整後淨值和有效契約價值分配的公司已被排除在此圖表之外。

圖 11 將 2023 年報告的隱含價值細分為各市場的每間公司有效契約價值和調整後淨值。整體而言，大多數市場顯示隱含價值來自有效契約價值的比例較高。China Life、China Taiping、New China Life、PICC Life、Dai-ichi Life、Sumitomo Life、Dai-ichi Life Vietnam、MS&AD Primary Life、Taiwan Life 和 Thai Life 的隱含價值中則有很大一部分來自調整後淨值。

亞洲的新契約價值

2023 年亞洲報告的新契約價值總額為 317 億美元，而 2022 年為 289²⁴ 億美元，增長為 9.9%²⁵。圖 12 提供了新契約價值增長的市場比較，基於同一報告日（2023 財年年末）的匯率轉換為美元的結果，即使用固定貨幣基礎。

圖 12：2019 年至 2023 年可比基準²⁶上的亞洲業務新契約價值



於 2023 年，亞洲各個市場報告的新契約價值增長有顯著差異。

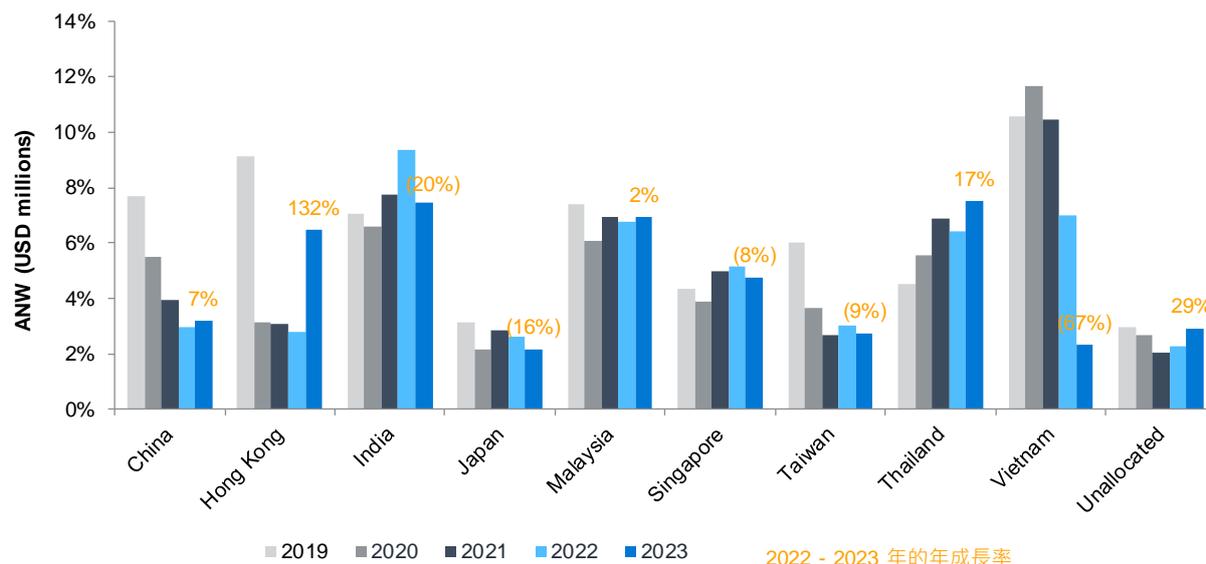
香港的新契約價值大幅增長 102.8%，達到接近 2019 年疫情前的水準。2023 年初，香港對中國大陸重新開放邊境，加上本地市場和中國大陸的需求強勁，促成此一增長。印尼新契約價值增長了 13.6%，主要受業務員銷售額增長的推動。泰國新契約價值增長了 17.1%，主要是由於業務員和銀行保險通路的銷售額增加。中國的新契約價值也增長了 6.5%，主要歸因於銷售量的增長。在臺灣，新契約價值增長了 4.5%，得益於商品組合的有利變化。

相反，越南報告的新契約價值降幅最大，主要歸因於銀行保險通路的銷售疲軟。新加坡的新契約價值下跌了 4.1%，主要由於利率上升，導致高獲利性的躉繳分紅商品的銷售減少。此外，日本（-4.1%）和印度（-3.1%）的新契約價值也出現下滑，新契約利潤率下降是其中的主因。

²⁴ 2022 年的數字與前次 Milliman 2022 年亞洲隱含價值報告中揭露的不同，原因是在上一份報告的截止日期之後有其他資訊揭露。

²⁵ 該百分比是在可比基礎上計算的，即僅包括已揭露 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年全部數據的公司。

²⁶ 截至資料截止日期，一些保險公司尚未揭露其 2023 年的 VNB。因此，此圖表和後續評論僅包括有完整的 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年 EV 數據的保險公司。缺少的公司包括 Canara HSBC Life、Edelweiss Tokio Life、PNB MetLife、Reliance Nippon Life、Singlife、BRI Life、Meiji Yasuda Life 和新光人壽。

圖 13：2019 年至 2023 年的 新契約價值對隱含價值比率²⁷

與 2022 年類似，2023 年新契約價值對隱含價值比率的變動情況喜憂參半。香港的新契約價值對隱含價值比率絕對增幅最高，為 3.7%（由 2.8% 上升至 6.5%），主要由於 2023 年初對中國大陸重新開放邊境，加上本地和中國大陸旅客的強勁需求，使其新契約價值大幅增加。泰國的新契約價值對隱含價值比率增長了 1.1%（從 6.4% 上升到 7.5%），得益於新契約價值的強勁增長。越南的新契約價值對隱含價值比率急劇下降（-4.7%，從 7.0% 下降到 2.3%），主要受新契約價值下降所影響。印度的新契約價值對隱含價值比率下降了 1.9%（從 9.3% 下降到 7.4%），主要是由於 LIC 的有效契約價值增加（部分歸因於強勁的股市）。

日本和臺灣的新契約價值/隱含價值比率分別下降了 0.4%（從 2.6% 降至 2.2%）和 0.3%（從 3.0% 降至 2.7%）。日本的下降是由於隱含價值的增加和新契約價值的下降，而臺灣的下降則是由於隱含價值的增加，這是由於固定收益資產的未實現利益所造成的。中國的新契約價值/隱含價值比率增長了 0.2%（從 3.0% 上升到 3.2%），原因是隱含價值的小幅下降和新契約價值的增加，而新加坡則由於隱含價值的增加和新契約價值的下跌，使其比率下降了 0.4%（從 5.2% 降至 4.8%）。

²⁷ 該比率按固定匯率計算，使用在此期間內有報告隱含價值與新契約價值的保險公司的數據。僅報告隱含價值或新契約價值其一的公司被排除在此分析之外。

新契約價值 按公司分類

圖 14 顯示了 2019 年至 2023 年每家公司的新契約價值。

圖 14 : 2019 年至 2023 年的亞洲新契約價值 · 按公司劃分

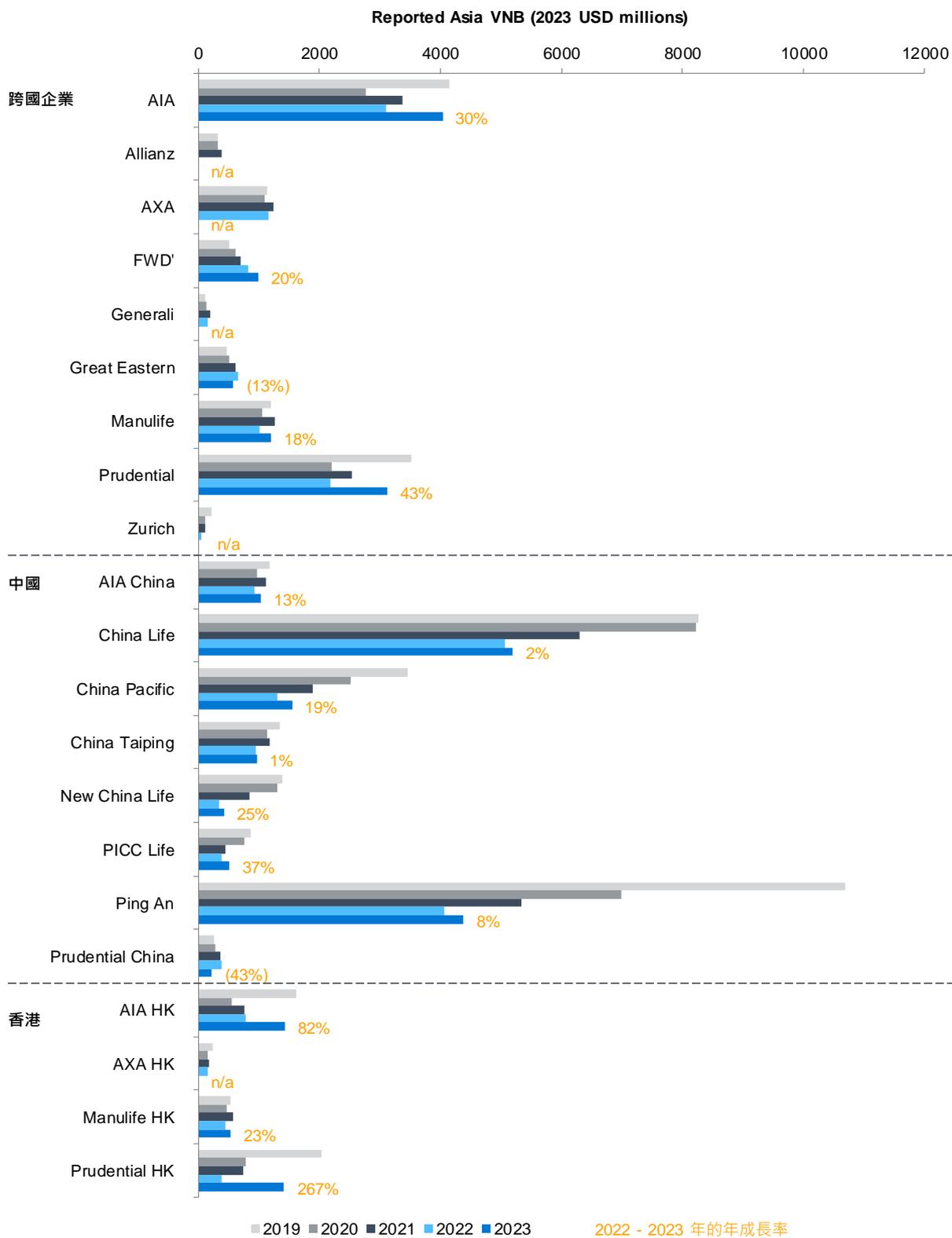


圖 14：2019 年至 2023 年的亞洲新契約價值，按公司劃分（續）

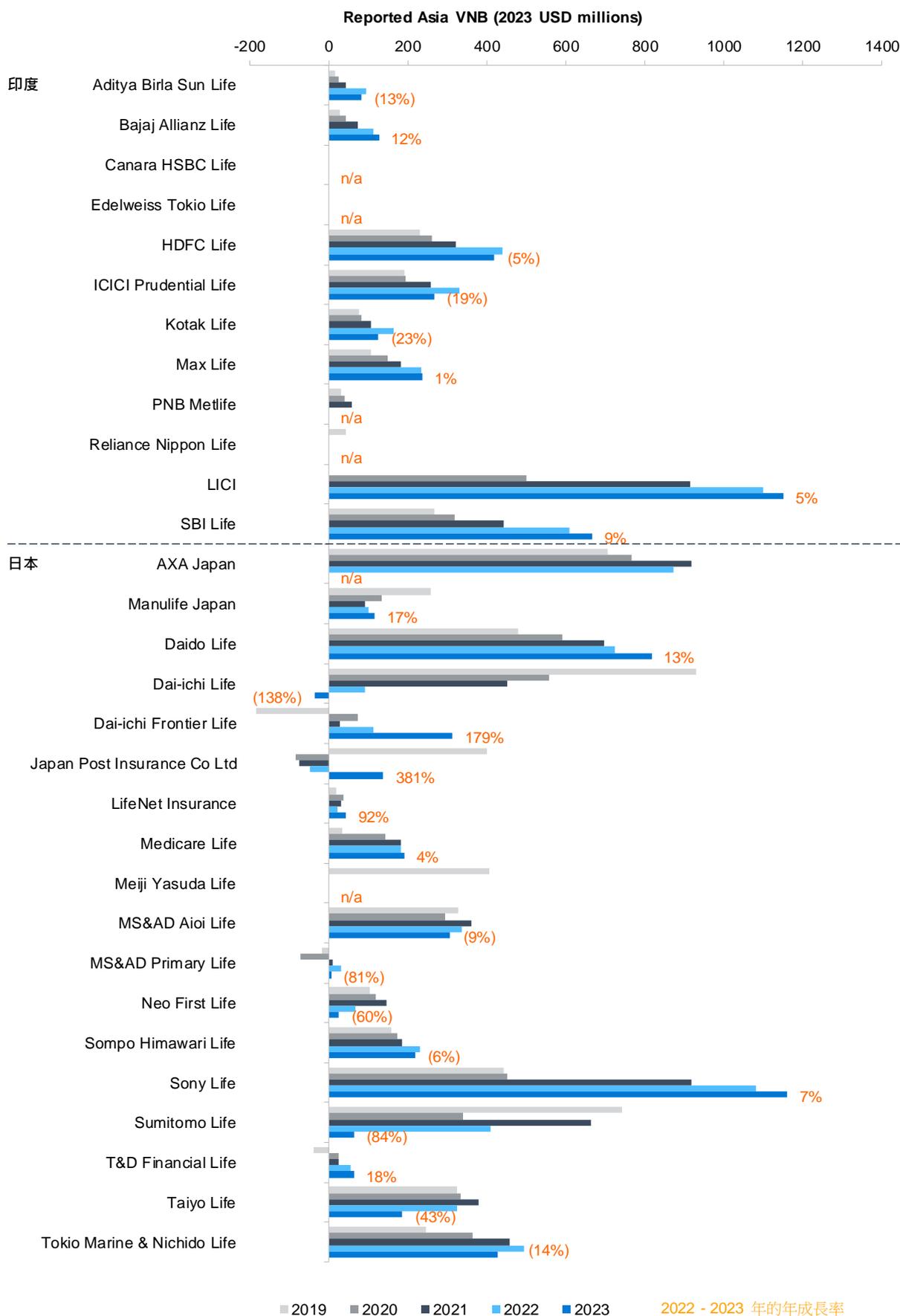
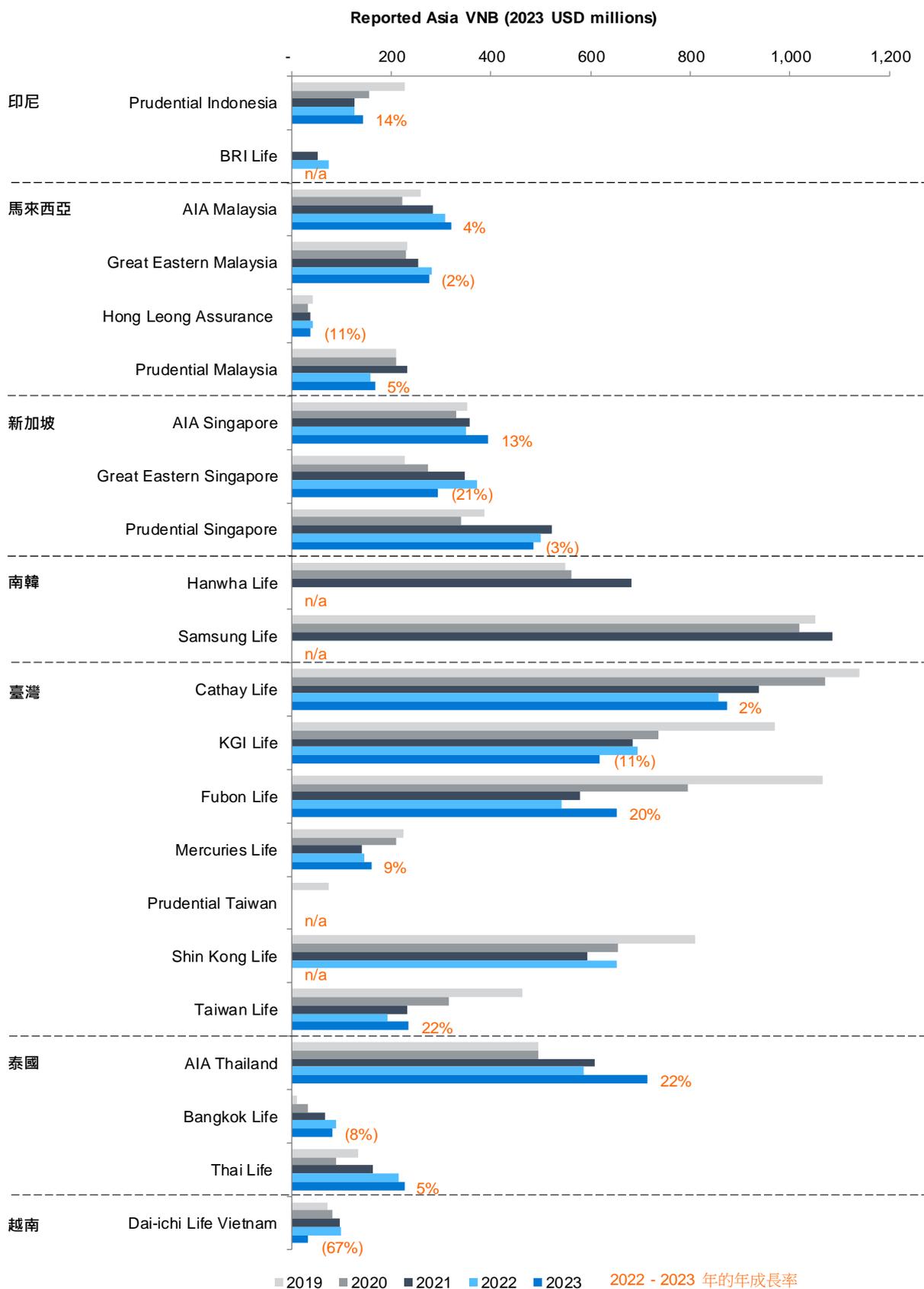


圖 14：2019 年至 2023 年的亞洲新契約價值，按公司劃分（續）



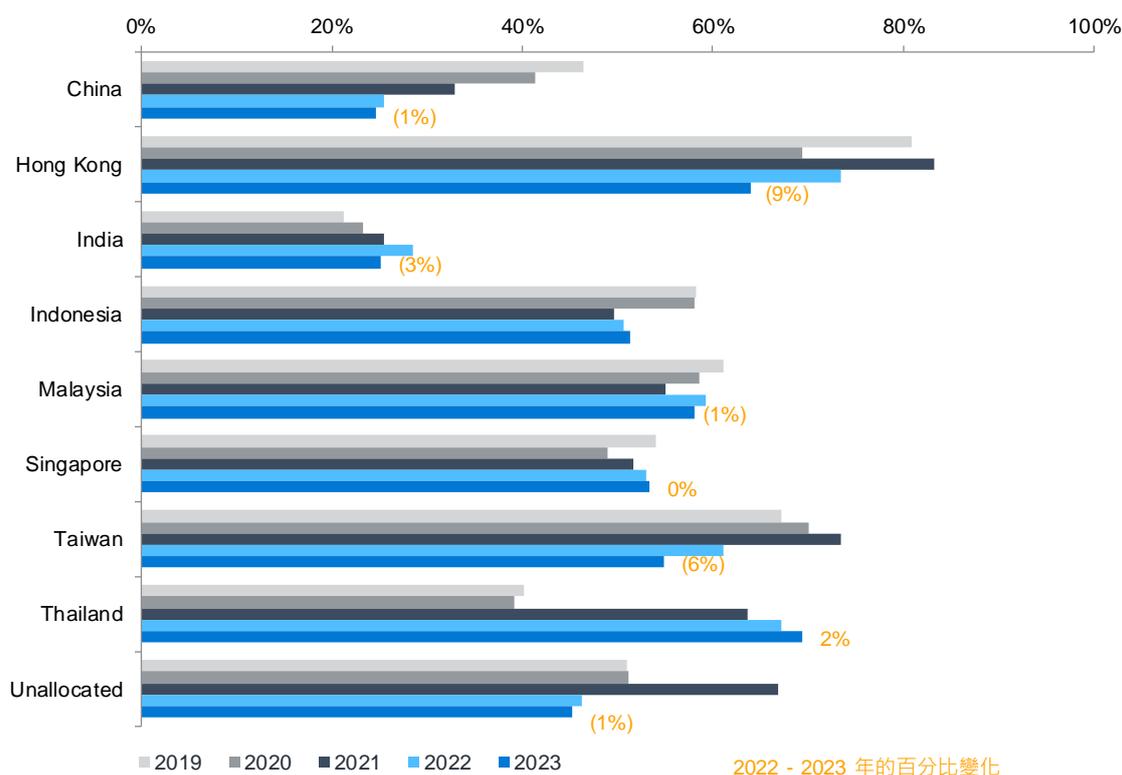
於 2023 年，亞洲的可比新契約價值增長了 9.9%，整體上反映了整個地區的新契約銷售量增加。在跨國企業中，友邦保險和保誠的新契約價值分別增長了 30.5% 和 43.1%，得益於業務員通路銷售增加、COVID-19 限制取消以及隨後香港與中國大陸之間的邊境重新開放。在中國，由於 COVID-19 限制的放寬，除 Prudential China 外，所有保險公司皆錄得了更高的新契約價值。Prudential China 的新契約價值下跌 42.6%，主因是銀行保險通路的銷售額減少，背後的因素包含提前實施對銀行行銷費用的監管控制，以及負向的經濟情勢。

在香港，隨著 COVID-19 限制取消和與中國大陸邊境重開放，市場逐漸回暖，所有保險公司的新契約價值皆有所增加。在印度，各保險公司的新契約價值變化喜憂參半，從 Kotak Life 的 -23.3% 到 Bajaj Allianz Life 的 11.7% 不等。印度的新契約價值增長受到 2022 年高基期（當時即將生效的稅務法規導致 2022 年銷售額激增）和 2023 年強勁的股票市場的制約，導致商品組合轉向利潤率較低的投資投資型商品。在日本，新契約價值結果在公司之間差異甚大，Japan Post Insurance 大幅增長 381.1%，而 Dai-ichi Life 則下降 138.3%。

在馬來西亞，AIA Malaysia 和 Prudential Malaysia 分別由於業務員和銀行保險通路的銷售額增加，使得新契約價值增加；而豐隆保險則由於銷售額下降，新契約價值減低。在泰國，AIA Thailand 和 Thai Life 由於新契約利潤率增加，新契約價值有所增加，這主要歸因於商品組合的變化。Bangkok Life 的新契約價值下降了 8.2%，原因是健康保險保單的獲利能力下降。

在新加坡，Prudential Singapore 和 Great Eastern Singapore 因整體銷售額減少，新契約價值有所下降；而 AIA Singapore 則因商品組合轉向保障型商品，新契約價值出現減幅。

在臺灣，國泰人壽、富邦人壽、三商美邦人壽和台灣人壽的新契約價值均有所增加，這是由於商品組合的有利變化所致。

亞洲新契約利潤率²⁸圖 15：2019 年至 2023 年按市場劃分的隱含新契約利潤率²⁹

除印尼、新加坡和泰國外，亞洲所有市場的新契約利潤率 (New Business Margins · NBM) 均有所下降。在臺灣，由於轉向繳費期間較長的商品，NBM 下跌了 6.2%。在香港，NBM 下跌了 9.4%，原因是業務組合轉向對中國大陸銷售利潤率較低的儲蓄型商品。在印度，NBM 下跌了 3.4%，原因是轉向利潤率較低的投資型商品。在泰國，AIA Thailand 及 Thai Life 報告的 NBM 有所增加，主要受惠於保障型保單的業務增長。

市場分析

附錄 C 詳列了每個市場中各公司的比較。

為了更清楚地瞭解每個市場的表現，附錄 C 中列出的所有隱含價值和新契約價值結果均已使用每家保險公司每年報告日期 (2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年)³⁰ 的匯率轉換為當地貨幣。這與前幾節的數據有所不同，前幾節的數據是使用每家保險公司 2023 年報告日的匯率將隱含價值和新契約價值轉換為美元。由於匯率差異，各跨國企業子公司 2023 年的成長率可能與前幾節所述的不一致。

²⁸ 新契約利潤率被定義為亞洲常用的新契約價值和新契約等價年化保費的比率，但日本公司提報的新契約利潤率為新契約價值與新契約保費現值 (PVNBP) 的比率，這是 MCEV 原則所定義的。日本和越南不包括在此圖表中，因為日本保險公司和越南 Dai-ichi Life 揭露的是新契約保費現值而不是等價年化保費的數值。

²⁹ 該圖表的計算方法是將除日本和越南以外的每個市場中所有揭露的新契約價值加總，除以相應的等價年化保費數值。因此，該圖表的可信度將隨揭露資訊的公司數量 (及其總市場份額) 而增加。這意味著，對於有進行揭露公司數目較少的市場，如印尼、馬來西亞、新加坡、泰國和臺灣，此一分析可能無法反映整個市場的獲利能力。

³⁰ 請注意，並非所有保險公司的財務年都與日曆年一致。在本報告中，我們將 2023 年業績定義為包含 2023 日曆年大部分業績的財務年度業績。印度和日本保險公司的業績截止日期為 3 月，與截至 2024 年 3 月 31 日的財務年度業績相對應。因此，本報告提及印度和日本保險公司時，2023 年是指截至 2024 年 3 月 31 日的財務年度。

隱含價值方法論和假設

如之前圖 6 所示，在亞洲有揭露隱含價值的公司可以分為兩個組別：（1）以 TEV 為基礎進行揭露的公司，以及（2）其餘以 EEV、IEV 或 MCEV 為基礎進行揭露的公司。後者往往是印度或日本的保險公司，或歐洲和日本保險公司的子公司或合資企業。一些日本保險公司（Dai-ichi 和 Sony Life 自 2023 年起，以及 Meiji Yasuda 自 2020 年起）已經開始採用內部模型方法，他們認為該方法與日本經濟清償能力比率（ESR）方法基本一致，且本質上為市場一致。日本的法定資本要求制度將於 2026 年 3 月起正式接軌為 ESR。

在產出隱含價值時，於亞洲營運的公司在以下方面採取了不同的方法：

- 選擇並建構適當的風險折現率(RDR)
- 選擇適當的投資報酬率假設
- 如何直接或間接反映 CoC
- 計算 TVOG

建構風險折現率(RDR)

RDR 的選擇是隱含價值計算中最重要考慮因素之一。大致上，折現率的設定主要有三種方法：

- 一. 一個適用於所有期間的折現率，使用基準無風險利率加上風險溢酬計算，或在假設的投資報酬率之上進行調整。
- 二. 一種「由上而下」的方法，即透過考慮公司面對的風險來調整預期的投資報酬，並將其套用至用於折現每項現金流的折現率或曲線。
- 三. 一種「由下而上」的方法，即為每項（或每組）現金流分別建立無風險利率加上風險溢酬曲線，並從中適當考慮每筆現金流的風險。如果現金流具有擁有同等的流動性的上市資產，則折現率將根據該資產的隱含報酬率而定。在 IEV 和 MCEV 中，風險溢酬通常僅包括流動性貼水。

以上三種方法大致對應於 TEV、EEV 和 IEV/MCEV 的計算，儘管大多數使用 EEV 為基礎的公司現在也採用「由下而上」的方法。

除上述方法外，RDR 的建構還有三個主要考量：

- 一. RDR 的基礎
- 二. 流動性貼水的考量
- 三. 用於建構折現曲線的內插和外插方法（通常僅適用於 EEV 和 IEV/MCEV）

上述三個考慮因素通常僅適用於使用 EEV、IEV 和 MCEV 為基礎的公司。對於以 TEV 為基礎的公司，普遍被接受的方法是在基準無風險利率（例如基於長期政府債券）之上再加上風險溢酬。這種方法的一個常見的呈現方式為資產定價模型（Capital Asset Pricing Model、CAPM）。報告 TEV 的公司的主要考慮的因素是風險溢酬的計算，當中風險溢酬會包含 EEV、IEV 和 MCEV 中有明確考慮的因素，即資本成本和 TVOG。

投資報酬率假設

與按 IEV/MCEV 基礎報告的保險公司不同，報告 TEV 和 EEV 結果的公司需要對準備金和資本要求的未來投資報酬做出假設。在 MCEV 框架中，公司會假設資產的報酬率平均等於無風險利率（通常是在 Swap rate 之上調整）。MCEV 的主要投資假設隱含於隨機資產模型和這些模型的校準中，包括資產間相關性假設。

按 TEV 和 EEV 基礎報告的保險公司傾向於在資產類別層級指定投資報酬假設。然而，一些保險公司選擇在資產組合或公司層級揭露（並可能同樣於這些層級下設定）投資假設。

一般而言，在大多數市場中，保險公司使用的投資報酬假設往往處於一個狹窄的範圍內。多數時候，與政府債券報酬率假設相比，公司之間的股票報酬假設的變化較大。

對於 2023 年波動較大的利率環境，各市場當中的業者對投資報酬假設的變化反應不一。主要的例外是中國，當 1 的保險公司普遍下調了投資報酬假設。

對於投資人而言，關鍵是將投資報酬假設與政府債券報酬率進行比較，以評估隱含風險溢酬的水準是否合理。

附錄 D 按市場別摘要了當地業者採用的 RDR 和投資報酬假設，並說明 RDR 中隱含的風險溢酬。

資本成本(CoC)

資本成本 (Cost of Capital, CoC) 通常計為 PVFP 的減項，以反映支應資本要求的資產因被持有在保險公司之內而無法立即分配給股東的情況。保險公司在投資該資產可能會產生額外的成本 (Frictional cost)，例如額外的稅賦和投資費用。CoC 也可能產生於不對稱的不可規避風險中，這些風險可能沒有反映在 PVFP 中，而且代表股東的額外成本和風險。將 Frictional cost 的成本 (frictional cost of capital, FCoC) 和剩餘不可規避風險成本 (cost of residual non-hedgeable risk, CRNHR) 分開，係 MCEV 和 IEV 報告原則的要求。

在 TEV 下，CoC 反映了股東持有所需資本的成本，因持有該資本僅獲得稅後投資報酬率而不是 RDR。CRNHR 通常隱含在 RDR 假設之中，因此，它在 TEV 基礎下沒有被單獨揭露。報告 TEV 的亞洲保險公司通常會將 CoC 的影響作為隱含價值報告的一部分，儘管有少數公司沒有這樣做。

根據 MCEV 基礎報告的公司通常在透過以下做法，於支應資本要求的資產的投資收入中計入 FCoC：

- 使用扣除稅賦和投資管理費用後的參考利率預測投資報酬
- 使用包含稅賦和投資管理費用後的參考利率進行折現

公司也可以在 EEV 基礎下採用這種方法，特別是如果他們使用市場一致的基礎。或者，CoC 可以根據現實世界投資報酬假設與 RDR 之間的差異來計算，即類似於 TEV 的方法。

大多數報告 MCEV 的公司均使用 Frictional Cost 方式計算 CoC，這是 MCEV principles 中所要求的做法。但是，資本要求的定義卻因公司而異。截至 2023 財年末，幾乎所有公司都參照國內監管要求定義並揭露資本要求，保誠集團 (Prudential plc) 等跨國企業則在定義資本要求時考量了其內部模型的結果。

隱含價值計算背後的一個重要假設是未來需維持的資本水準 (清償能力水準、Solvency Margin)。鑒於隱含價值計算的性質，資本要求假設的主要影響是現金流的時間。即指資本由股東提供，用於支持新業務的開展，並最終隨著利潤而返還給股東的過程。

附錄 E 摘錄了保險公司為其亞洲業務所設定的清償能力水準 (Solvency Margin)。採用隱含價值報告的保險公司通常使用類似的假設，將清償能力水準設定在他們認為監管機關將採取監理行動的水準。除了下列的案例：

- 在新加坡，友邦人壽使用 135%，而富衛和宏利分別使用 114% 和 120%
- 在馬來西亞，友邦人壽使用 170%、富衛使用 195%、宏利使用 160%
- 在臺灣，友邦人壽使用 250%，而所有國內保險公司使用 200%

在提到了清償能力水準的重要性之後，值得一提的是，部分公司並沒有揭露他們的清償能力水準假設。

選擇權和保證的時間價值(TVOG)

選擇權和保證的影響可以分為兩個部分。首先是此類金融選擇權和保證的內含價值 (Intrinsic value)³¹對 PVFP 的影響，第二種是 TVOG，代表選擇權或保證的總價值與內含價值之間的差額。它實際上是在保險契約期限內賦予投保人「選擇權」的價值。

對於以 EEV、MCEV 或 IEV 為基礎報告的保險公司來說，TVOG 的揭露是強制性的。TVOG 主要對應於一系列情境中對股東可分配收益影響的不對稱性。例如，在分紅保單中，利潤是由股東和保戶共享；然而，保戶只在一定程度上分擔損失，而股東承擔所有其他損失。保戶的行為（動態保戶行為）可能會進一步加劇這種情況。

通常需進行 TVOG 評估的商品包括傳統型商品的利率保證、分紅型（如以紅利或宣告利率型式給付的）商品，以及投資型商品的保證給付和保證年金選項。其他給付形式如「保費返還」也被視為一種保證給付。

如前所述，採用 EEV、MCEV 和 IEV 基礎的保險公司必須使用隨機模型評估 TVOG。封閉式 (Closed-form solutions) 可以產出足夠準確的結果，但可能不適合評估所有的保證形式。隨機模型必須適當校準，並與其他建模方法保持內部一致。在隨機模型計算中一般可以考慮管理行動 (Management actions)，包括與宣告利率、分紅率、資產額份費用和投資策略相關的行動。只有在這些管理行動符合保險公司的正常治理和核准流程，並且與公司的經營狀況一致時，這些管理行動方可以被反映在公司績效中。

許多公司在進行 TVOG 的評估中都包含了動態保戶行為。換句話說，一些公司認為在某些經濟情境下，保戶行為表現會受到影響。

附錄 F 列舉了有揭露在隨機模型中所使用情境數量的公司，值得注意的是，大多數公司在市場一致的基礎上應用了 5,000 組經濟情境。

³¹以認購權(Call option)為例，內含價值為標的資產價格與執行價的差距。

揭露

壽險業分析師經常指出 - 通過提供更深入指引和其他發展以隱含價值報告的提高一致性，有助於提升他們對公司內在價值和優勢的理解。因此，在隱含價值的揭露中豐富的資訊尤其有用，因為這讓分析師能夠對比不同保險公司的業績表現。

同樣地，隱含價值報告也為信用評等機構提供有關其信用評估的寶貴資訊。例如，Standard & Poor's (S&P) 表示，隱含價值報酬率 (return on embedded value, ROEV) 是壽險公司評等的考量因素之一。額外的揭露以及分析，有助於評等機構深入研究潛在的關鍵風險驅動因素，從而找出公司的一些最重要、能創造價值但又同時具有風險的領域。

歐洲保險財務長論壇 (European Insurance CFO Forum) 的 EEV 和 MCEV 方法中訂定了最先進的隱含價值揭露要求，其中包括方法論、假設、敏感性和分析。印度的 APS10 標準就 IEV 的揭露要求存有類似的詳細程度 (但僅在 IPO 的背景下；對於其他非 IPO 或自願情形下，可自行決定揭露程度)。然而，TEV 在亞洲 (除了印度和日本以外) 的流行，加上缺乏任何揭露標準或要求，使得使用隱含價值結果進行比較和評估變得更加困難。

隱含價值揭露的品質往往與保險業務的性質密切相關。跨國企業 (無論是亞洲、歐洲還是北美) 往往比專注於一兩個核心市場的保險公司揭露更多資訊。對於單一市場的公司，揭露通常僅包括集團隱含價值和新契約價值，並且一些公司不揭露關鍵假設，例如 RDR 和投資報酬。

圖 16 的表格羅列了在亞洲營運的保險公司的現有揭露深度，即揭露當中有包含的部分。

注意：圖 16 不應也不能被視為 Milliman 認可或驗證特定公司的揭露部分或全部滿足 EEV 或 MCEV 方法規定的要求。

圖 16：2023 年揭露深度摘要³²

類型	公司	採用的隱含價值原則	由第三方對隱含價值結果進行獨立審查的說明	隱含價值變動分析	ANW 到 IFRS 淨資產的差異分析	資本成本 / 資本要求	RDR 假設	投資報酬假設	費用通貨膨脹假設	新業務利潤資訊	隱含價值和新契約價值的敏感度
跨國企業	AIA	TEV ³³	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	AXA	SI/EEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	FWD	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Generali	MCEV		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Great Eastern	TEV	✓	✓			✓			✓	✓
	Manulife	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
	Prudential plc	EEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Zurich	MCEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

³² 藍色標記表示 2023 年 EV 結果尚未揭露，該評估是基於 2022 年的揭露。

³³ 對於 TATA AIA Life，AIA 使用 IEV 方法作為 EV 原則。

類型	公司	採用的隱含價值原則	由第三方對隱含價值結果進行獨立審查的說明	隱含價值變動分析	ANW 到 IFRS 淨資產的差異分析	資本成本 / 資本要求	RDR 假設	投資報酬假設	費用通脹假設	新業務利潤資訊	隱含價值和新契約價值的敏感度
中國 ³⁴	中國人壽	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	中國太平洋人壽	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	中國太平	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	新中國人壽	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	人保人壽	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	中國平安	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
印度	Bajaj Allianz Life	IEV		✓			✓	✓		✓	
	Aditya Birla Sun Life	MCEV	✓	✓			✓	✓		✓	
	HDFC Life	IEV	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓
	ICICI Prudential Life	IEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Kotak Life	IEV	✓				✓	✓		✓	
	Max Life	MCEV		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	PNB MetLife	IEV	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓
	Reliance Nippon Life	未揭露									
	LICI	IEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	SBI Life	IEV	✓	✓			✓	✓		✓	✓
日本	Daido Life	MCEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Dai-ichi Life	修正式 MCEV									
	Dai-ichi Frontier Life	修正式 MCEV									
	Japan Post Insurance Co Ltd	MC-EEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	LifeNet Insurance	MC-EEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Medicare Life	MC-EEV		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Meiji Yasuda Life	修正式 MCEV		✓		✓	✓		✓		✓
	MS&AD Aioi Life	MC-EEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	MS&AD Primary Life	MC-EEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Neo First Life	修正式 MCEV									
	Sompo Japan Nipponkoa Himawari Life	MCEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Sony Life	修正式 MCEV		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Sumitomo Life	MC-EEV		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
	T&D Financial Life	MCEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
Taiyo Life	MCEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	

³⁴除平安之外，中國的保險公司都揭露了 VNB 的敏感度。

類型	公司	採用的隱含價值原則	由第三方對隱含價值結果進行獨立審查的說明	隱含價值變動分析	ANW 到 IFRS 淨資產的差異分析	資本成本 / 資本要求	RDR 假設	投資報酬假設	費用通脹假設	新業務利潤資訊	隱含價值和新契約價值的敏感度
	Tokio Marine & Nichido Life	MCEV	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
臺灣	國泰人壽	TEV	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓
	凱基人壽 ³⁵	TEV	✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓
	富邦人壽	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
	三商美邦人壽	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓
	新光人壽	TEV	✓	✓		✓	✓	✓			✓
	台灣人壽	TEV	✓	✓		✓	✓	✓			✓
泰國	曼谷人壽	TEV	✓				✓	✓			
	泰國人壽 ³⁶	TEV	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
越南	Dai-ichi Life Vietnam	TEV	✓	✓			✓	✓		✓	

* Dai-ichi Life Group、Meiji Yasuda Life 和 Sony Life 已被歸類為修正式 MCEV。修正式 MCEV 基於保險公司自己的內部模型方法，他們認為該方法與日本經濟清償能力比率（ESR）方法基本一致，也與市場一致。新的 ESR 資本要求制度將於 2026 年 3 月正式開始實施。需要注意的是，修正式 MCEV 並不是一個正式的隱含價值標準，且被歸類為修正式 MCEV 的公司之間在方法論上也存在差異。

³⁵ 凱基人壽僅揭露隱含價值敏感度，而未揭露新契約價值的敏感度。

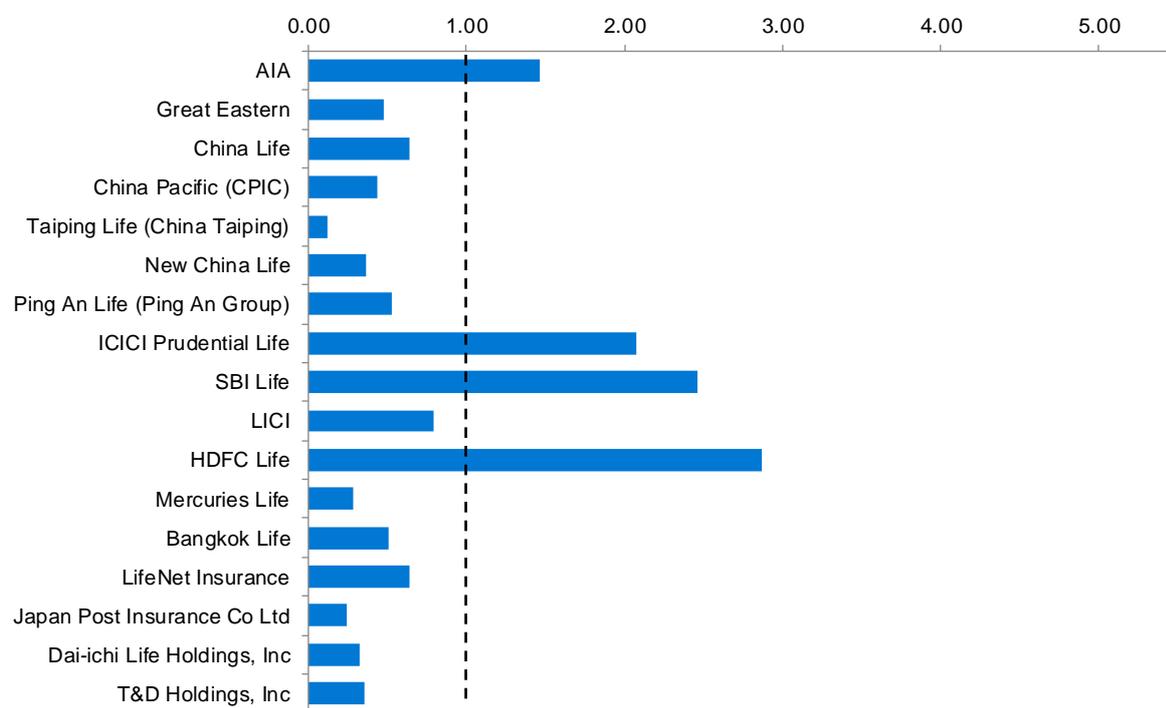
³⁶ 泰國人壽揭露了調整後淨值與 TFRS 淨資產的調節。

其他價值衡量標準

市值

圖 17 給出了上市保險公司的股價對隱含價值 (P/EV) 比率。

圖 17：截至 2023 年報告日的市值對隱含價值比率



* 對於中國的保險集團，P/EV 比率基於揭露的集團隱含價值。我們同時在以上分析將並非主要涉及人壽保險業務的上市公司排除在外。被排除在外的公司包括：中國人保人壽 (PICC Group)、國泰人壽 (Cathay FHC)、富邦人壽 (Fubon FHC)、新光人壽 (Shin Kong FHC)、凱基人壽 (CDF holdings) 和台灣人壽 (CTBC FHC)。

對於日本的保險集團，我們在圖表中排除了 Sony 金融集團旗下的 Sony Life。

截至隱含價值結果報告日，P/EV 比率均使用「股價 / 每股隱含價值」或「市值 / 隱含價值」計算。

包括非壽險業務的標準處理方式是將淨資產 (類似於 EV 中的 調整後淨值) 累加到集團的總價值，從而排除相當於有效契約價值的資產。因此，根據 P/EV 指標，擁有大型銀行或投資事業的複合公司和集團往往會與行業平均水準存在差異。

隱含價值報酬(RETURN ON EMBEDDED VALUE, ROEV)

隱含價值報酬率代表稅後營業利潤，以期初隱含價值的百分比表示。為清楚起見，該指標通常不包括經濟環境變化的任何影響。隱含價值報酬的關鍵組成部分包括期初隱含價值的預期報酬、新契約價值、以及實際經驗與預期經驗的差異。在印度等市場，這一指標被廣泛採用，分析師通常使用該指標來比較公司的業績。營業隱含價值報酬 (Operating ROEV) 的計算方法是當年的隱含價值營業利潤 (EV Operating Profit) 佔期初隱含價值的百分比。

圖 18 列出了亞洲部分公司揭露的 2022 年和 2023 年的隱含價值報酬率。

圖 18：2022 年和 2023 年的 ROEV

公司類型	公司	EV 方法	ROEV (2022 年)	ROEV (2023 年)
跨國企業	友邦保險	TEV	9.4%	12.9%
	保誠集團	EEV	9.0%	10.0%
中國	中國平安	TEV	11.0%	11.2%
印度	Bajaj Allianz Life	IEV	14.4%	14.5%
	Aditya Birla Sun Life	MCEV	22.6%	18.8%
	HDFC Life	IEV	19.7%	17.5%
	ICICI 保誠人壽	IEV	17.4%	14.1%
	Max Life	MCEV	22.1%	20.2%
	SBILife	IEV	22.8%	21.8%

IFRS 17

與隱含價值基礎相比，以國際財務報導準則為基礎編製帳目會使產生損益的時間點以及對其的詮釋有所差異。在這些不同指標間的調節，有助於揭示保險公司業績的不同面向。

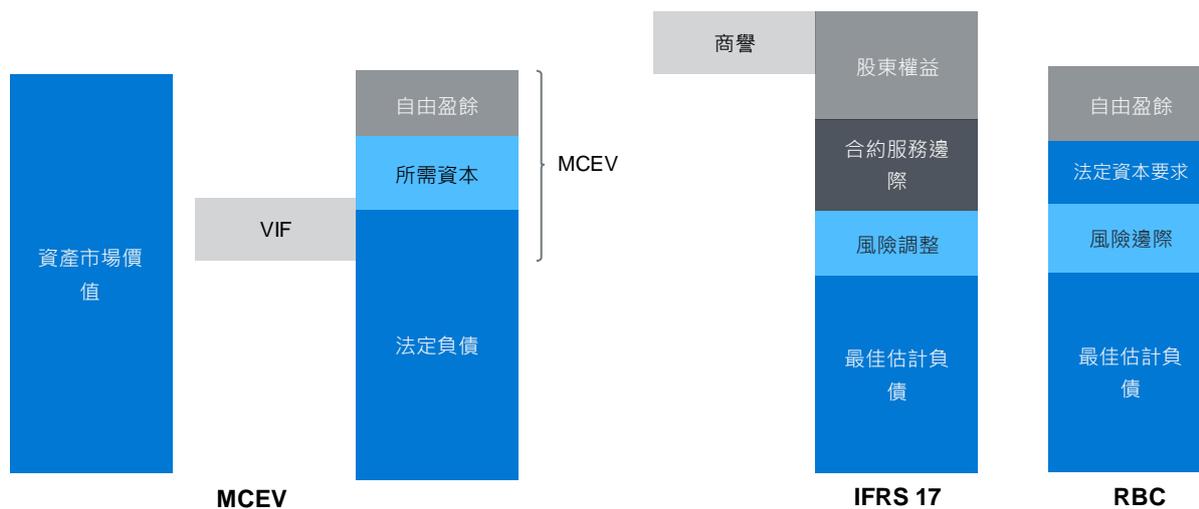
IFRS 17 於 2023 年 1 月 1 日全球生效。對於中國、日本、韓國、香港、新加坡和馬來西亞等一些亞洲市場，該標準也從同一天起生效；而在印度、臺灣、泰國和印尼等許多其他市場的生效日則有所延遲。該準則針對的是保險契約而非保險實體，旨在對所有保險合約進行一致的會計處理，並提高保險公司報告的財務資訊透明度。

簡言之，IFRS 17 要求保單在發單時對其獲利能力進行評估，如果確認獲利性為正，則要求在合約有效期內以反映保險公司提供保險服務的時間認列利潤。具體而言，保險合約新會計模式的主要特點包括：

- 對未來預期現金流的作市場一致基礎估計，當中包括明確的風險調整。預測中使用的假設必須是當前的最佳估計值，並且在折現率的設定上，需確保淨財務結果反映經濟狀況的變化。可以使用兩種不同的方法得出折現率，分別為「由上而下」或「由下而上」的方式。
- 合約服務邊際(contractual service margin, CSM) 代表保險合約的未實現利潤，並會隨提供服務的過程中被認列為收益（如有任何損失則於當期立即認列）。合約服務邊際在合約開始時計算，然後在合約的保障期內以最能反映合約所提供服務的轉移為前題有系統方式釋放。合約服務邊際不能為負數，因此合約的損失將立即記入損益表 (P&L) 中。
- 公司需要在期初辨別虧損性合約，並將它們與其他非虧損性合約群組分開。公司同時需要確保群組內合約的發單日必須相距於一年內。然而，在某些地區則考量了合約群組間相互化 (mutualisation) 的要求而無需執行此項規定。
- 與之前的 IFRS 4 架構（稱為第一階段，於 2014 年實施）相比，損益表和資產負債表中的業績呈現方式發生了重大變化。尤其是，IFRS 17 中利潤的主要因子以在綜合損益表中反映期間內所提供服務的概念下，通過保險服務收入與保險服務支出呈現。

IFRS 17 資產負債表與 MCEV 和風險資本制度 (RBC) 的比較如圖 19 所示。

圖 19 : MCEV VS. IFRS 17 VS. RBC



儘管財務報告於法規方面近年來有所變化，包括在亞洲各市場實施風險基礎資本(RBC)制度和引入 IFRS 17，但隱含價值仍然是展現保險公司在價值創造和產生自由現金流方面的重要指標，也是向投資者、分析師和保戶闡述商業策略影響的關鍵工具。

然而，隨著時間的推移，預計保險公司將越來越關注 IFRS 17 和 風險基礎資本 等相關指標，因此，隱含價值是否會繼續被視為實用的指標仍待商榷。

附錄 A：近期發生和即將發生的監管變化

圖 20 總結了亞洲各市場最近或即將發生的一些重大監管變化。

圖 20：按市場劃分的近期和即將發生的監管變化摘要

市場	法規	描述
中國	壽險公司的評等	國家金融監督管理總局 (NFRA) 發佈了一套名為《人身保險公司監督評級辦法》的規定，用於對人壽保險公司的風險等級進行分級。風險評估體系考慮六個維度，包括公司治理、商業營運、投資、資產負債管理、清償能力與其他。該評級旨在加強對壽險公司的監管。
	養老保險	NFRA 發佈了一份通知，允許保險公司開發和提供專屬的商業養老保險商品，旨在推廣商業養老金。該通知也對保險公司提出了要求，包括清償能力適足率和責任準備金覆蓋率。NFRA 還發佈了關於養老保險公司監督管理施行辦法，要求養老保險公司著重養老金融業務，嚴格將保險業務與養老基金管理分開。
	經修訂的資本規範	NFRA 修訂了中國風險導向清償能力體系 (C-ROSS)，以減輕保險公司的資本負擔。此次修訂容許最低資本要求以保險公司的經營規模為依據，因而降低了中小型保險公司的資本要求。此外，資本認列規則也進行了修訂，以利引導保險公司更專注於保障型商品。此外，降低保險科技、房地產投資信託基金和國家戰略性行業的風險係數，以吸引保險業資本投資於這些行業。
	銀行保險	NFRA 實施了新規定，以遏制過高的銀行保險費用，導致主要銀行終止與保險公司的契約。銀行保險費用預計將暴跌 50% 以上。
	人壽保險與長期護理保險責任轉換業務試點	中國銀行保險監督管理委員會 (CBIRC) 發佈了《人壽保險與長期護理保險責任轉換業務規則》
香港	風險基礎資本(RBC)制度	《2023 年保險業 (修訂) 條例》(《修訂條例》) 以新的 RBC 制度取代以條文規範為基礎的既有資本適足率制度。修訂條例說明了 (i) 法定及最低資本要求、合格資本來源、區分長期保險業務的帳戶、以及有關清償能力和財務狀況的公開揭露規則，以及 (ii) 加強保監局的介入能力。RBC 規則於 2024 年 7 月 1 日生效，但仍有少數人壽保險公司已獲得保監局的許可，提早採用新的 RBC 制度。
	資金和賬戶的管理和分離	《修訂條例》修訂了 (i) 人壽保險公司、(ii) 產物保險公司、(iii) 某些綜合保險公司及 (iv) 非香港註冊成立的人壽 / 某些產物保險公司必須維持的獨立基金及帳戶的規則。 對於人壽保險公司，必須為 C 類 (投資型)、G 類 (退休 I)、H 類 (退休 II) 和其餘類別的長年期業務維持一個獨立的帳戶和資金。在公司管理的帳戶內，保險公司必須為其分紅業務至少維持一個單獨的帳戶和一個獨立的子基金。 關於分紅業務管理的規範 (最新的規則草案仍處於諮詢階段) 預計將於 2024 年下半年生效，預計內容將圍繞分紅資產區隔、資產區隔後分紅基金部分的最低資產要求、分紅基金的費用和收費分配、外部審查要求等
	保監局的監管及介入能力	根據《修訂條例》，如果保監局認為此舉「有利於減輕或控制對保險公司構成的風險」，保監局現在可以行使若干主要監管權力 (例如改變或放寬保險公司的資本要求，或要求保險公司向保監局提供報告及 / 或委任某人就與保險公司有關的任何事宜提交報告)。
	《稅務條例》修訂	《修訂條例》修訂了《稅務條例》，容許在採用 RBC 制度後，在五年內分攤一次性過渡調整的稅務負債，以減輕由此產生的現金流負擔。

市場	法規	描述															
印度	退保價值	<p>IRDAI 宣佈了一套最終確定的解約金規則，於 2024 年 4 月 1 日生效，並在 2024 年 6 月 12 日發佈的後續通知中進一步闡述。</p> <p>通知主要內容如下：</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 解約金將在第一個保單年度後生效，前提是已支付一整年的保費。對於限期繳費、繳費期間少於五年的保單和躉繳保單，解約金在公司收到首年保費或躉繳保費（如適用）後立即變成可以給付項目。 ▪ 解約金的計算基於（名目）資產額份，其中累積的利率不能低於定價利率減去 50 個基點，計算的金額下限基於以下項目現值： <ul style="list-style-type: none"> (a) 所有承保意外事件的實付保險額 (b) 已付清的未來給付（如收入保障） (c) 應計 / 累計給付，同時考慮到已經支付的任何生存給付，不論其給付名稱如何 ▪ 用於計算現值的利率不得超過 10 年期公債殖利率加上最多 50 個基點的利差。 ▪ 免費審閱期（供保戶時間審查保單條款）已延長至 30 天。 ▪ 所有非投資型人壽保險儲蓄商品都必須提供保單貸款。 ▪ 年金商品現在有一個給付選項，給付額與公開的基準標的相連結。 ▪ 在整個契約期限內，健康保險的保費費率必須是保證費率。 ▪ 期繳商品的最低保額在 50 歲以下為年化保費的 7 倍，50 歲及以上為年化保費的 5 倍，而躉繳保費商品的最低保額在 50 歲以下為躉繳保費的 1.25 倍及在 50 歲及以上為躉繳保費的 1.1 倍。 ▪ 指數投資型商品在投資型商品平臺下正式獲准發行。 ▪ 保險公司希望繼續銷售的現有商品必須在 2024 年 9 月 30 日之前根據通知和新規定進行修改。 															
	保險公司管理費用	<p>IRDAI 更新了其關於保險公司管理費用的規定，該規定要求公司設有董事會批准的內部政策 / 業務計劃和管理費用限額。每年制定的營業計劃必須包括管理費用以及支付給保險業務員的佣金。壽險公司的管理費用限額為躉繳保費的 5% 至 14%，具體水準取決於商品類型。</p>															
印尼	最低淨值要求	<p>印尼金融服務管理局（OJK）大幅提高了保險公司的最低淨值要求。這將分兩個階段實施，到 2028 年，監管機構計劃建立兩層最低股本要求。</p> <p>第一級公司，僅獲准銷售簡單的人壽保險商品，採用較低的最低淨值要求。而提供全方位保險商品和服務的二級保險公司，則將有更高的最低淨值要求。最低淨值要求如下表所示：</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>第一階段 (2026 年 12 月 31 日生效)</th> <th>第二階段 (2028 年 12 月 31 日生效)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>傳統保險公司</td> <td>250</td> <td>第 1 級 – 500 第 2 級 – 1000</td> </tr> <tr> <td>傳統再保險公司</td> <td>500</td> <td>第 1 級 – 1000 第 2 級 – 2000</td> </tr> <tr> <td>伊斯蘭保險公司</td> <td>100</td> <td>第 1 級 – 200 第 2 級 – 500</td> </tr> <tr> <td>伊斯蘭再保險公司</td> <td>200</td> <td>第 1 級 – 400 第 2 級 – 1000</td> </tr> </tbody> </table> <p>數值以十億印尼盾為單位</p>		第一階段 (2026 年 12 月 31 日生效)	第二階段 (2028 年 12 月 31 日生效)	傳統保險公司	250	第 1 級 – 500 第 2 級 – 1000	傳統再保險公司	500	第 1 級 – 1000 第 2 級 – 2000	伊斯蘭保險公司	100	第 1 級 – 200 第 2 級 – 500	伊斯蘭再保險公司	200	第 1 級 – 400 第 2 級 – 1000
	第一階段 (2026 年 12 月 31 日生效)	第二階段 (2028 年 12 月 31 日生效)															
傳統保險公司	250	第 1 級 – 500 第 2 級 – 1000															
傳統再保險公司	500	第 1 級 – 1000 第 2 級 – 2000															
伊斯蘭保險公司	100	第 1 級 – 200 第 2 級 – 500															
伊斯蘭再保險公司	200	第 1 級 – 400 第 2 級 – 1000															

市場	法規	描述
		預計，除了導入 IFRS17 所需的資源投入外，最低股本要求的大幅提高可能會導致印尼的市場整合與併購，特別是對於較小的本土公司而言。
日本	基於經濟價值的清償能力法規	日本的人壽保險公司正在為日本金融廳 (FSA) 的計劃將從目前的清償能力規定轉變為基於經濟價值的清償能力制度做準備。
馬來西亞	分紅商品業務管理	馬來西亞國家銀行 (Bank Negara Malaysia, BNM) 為有效管理分紅商品業務 (MPB) 制定了最新要求，以促進業務的可持續性並保障保單持有人。此次更新主要建立在現有 MPB 規定 (2016 年 7 月實施) 的基礎上，並進一步關注與分紅帳戶中剩餘資產 (Estate) 的使用相關要求，包括需要定期評估剩餘資產和分配這些「超額的剩餘資產」的要求，針對小型或到業務後期逐漸縮小的分紅基金的管理要求、以及提交修訂分紅水準的要求。更新後的法規還明確要求除了既有對保險公司在分紅業務管理上的獨立審查外，保險公司需每三年對資產份額額外進行一次獨立的審查。
	保險資金管理	BNM 同時更新了保險基金管理的要求，以便與 MPB 規定中引入的變化保持一致 (例如：關於超額剩餘資產的分配)。
	氣候風險壓力測試	BNM 發佈了一份名為「2024 年氣候風險壓力測試工作方法」的檔案，概述了首次氣候風險壓力測試 (CRST) 範疇、方法和要求。BNM 根據規模、潛在投資組合對氣候相關風險的曝險和內部準備狀態，將保險公司分為兩類。第一組的保險公司須於 2025 年 6 月 30 日之前提交結果，而第二組的保險公司則有額外六個月的準備時間，提交截止日延長至 2025 年 12 月 31 日。
	投資型保單業務	BNM 發佈了一份關於投資型保單業務的最新政策。該政策旨在確保投資型商品在銷售、行銷和管理維持專業、適當，並提高商品對保單持有人的透明度。
	公平對待弱勢消費者	BNM 發佈了一份關於公平對待弱勢消費者的徵求意見稿，旨在確保弱勢消費者 (例如：身心障礙人士、文盲、老年人，或金融風險耐受力低、陷入財務困境的人等) 得到公平公正的對待
	對保險公司和伊斯蘭保險經營者提供流動性	鑒於額外流動性的重要性，並認知到馬來西亞國家銀行作為最後紓困人的作用，BNM 發佈了一項政策，將提供額外流動性的措施擴展到所有保險公司和回教保險營運商。
新加坡	國內系統性重要保險公司	新加坡金融管理局 (MAS) 發佈了其指定國內系統性重要保險公司 (D-SIIs) 的框架，並首次列出四家納入 D-SIIs 的公司，包括 AIA Singapore、Income Insurance、Prudential Assurance 和 Great Eastern Life Assurance。D-SII 框架於 2024 年 1 月 1 日生效，旨在正式化和更新現有框架，以便根據保險公司的規模、相互關聯性、可替代性和複雜性對保險公司進行年度影響評估。在 D-SII 框架下，自 2024 年 1 月 1 日起，對 D-SIIs 將額外增加 25% 的資本要求，從而加寬其更高和更低的監管干預水準，以及普通股第一級資本和第一級資本要求。這項附加將取代現行框架下適用於四家 D-SIIs 的 25% 高影響附加費。
	流動性貼水的決定	新加坡金融管理局已將保險公司使用在公司債的流動性貼水從 65 個基點調整為 50 個基點，自 2023 年 12 月 31 日起生效。自 2024 年 6 月 30 日起，該貼水進一步下調至 35 個基點。
	與資產和負債相關的提交	保險公司必須在季度報告期最後一天起兩個月內，年度報告則為在結束日起三個月內，向新加坡金融管理局提交有關其資產和負債的資訊。
	復原與解決計劃	新加坡金融管理局發佈了關於保險公司復原和解決計劃 (RRP) 的通知，主要適用於 D-SII。該通知要求保險公司制定具有具體觸發條件的復原計劃，定期測試計劃的可行性和有效性，並確保其關鍵功能在危急情況下得以維持。
	評價和資本框架	新加坡金融管理局發佈了一項適用於指定金融控股公司 (FHC) 的指令，規範對象為擁有在新加坡註冊成立、成立或設立的保險子公司的 FHC，該指令概述了 RBC 2 合併方法下的評價和資本要求。新指令完善了利率錯配風險要求和 FHC 集團在資本適足率計算的範疇。本規定自 2024 年 1 月 1 日起施行。

市場	法規	描述
韓國	新的保戶紅利制度	根據國際財務報告準則第 17 號的規定(IFRS17)，對新的保戶紅利制度的相關規定進行了修訂。修訂內容包括修改分紅保單損益的計算標準，以及建立考慮合理分配和紅利穩定性的計算標準，這標準將根據與分紅 / 非分紅保單持有人貢獻的比例進行分配。
	軍事人員健康保險	對軍事人員的健康保險導入了暫停 / 恢復制度。軍人現在可以暫停繳納保險費，以防止在兵役期間支付不必要的保險費。
	額外停效 (複檢)	明確定義額外停效的定義，以防止因未揭露定期健康檢查，以及在病情未改變或特殊治療的情況下而未復診，造成契約終止的情況。
臺灣	放寬資金來源	金融監督管理委員會 (FSC) 允許臺灣保險公司通過在海外設立特殊目的公司 (SPV) 發行可計入資本的債券，在國內債券市場容量有限的背景下，使融資管道多樣化，旨在緩解 2026 年實施 TW-ICS 更嚴格要求下的資本壓力。設立特殊目的公司的資金和境外債券發行的金額將計入保險公司 45% 的國外投資限額。如果保險公司的國外投資達到 45% 的上限，則不允許其在國外發行債券。
	TW-ICS 和 IFRS 17	TW-ICS 和 IFRS 17 將於 2026 年 1 月 1 日同時生效。 金融監督管理委員會為確保保險公司在 15 年的過渡期內能順利過渡到新的清償能力框架，降低了數種資產類別的資本要求，並對多種風險類別進行調整和引進過渡措施等方法支援保險公司。 保險局 (IB) 在 2023 年至 2024 年間，分三輪宣布針對 TW-ICS 的各項在地化調整和過渡措施。這些措施包括降低多個風險係數 (例如：臺灣股票風險係數從 48% 降至 35%)、逐步認列多種風險類別 (例如利率風險，以及相對現有 RBC 制度下引入的新風險，如脫退和費用)、高預定利率保單的額外流動性貼水、允許將可贖回債券納入流動性貼水計算下的適格資產，以及針對特定業務的淨資產過渡措施。
泰國	泰國 RBC 2 框架下的避險工具規範	泰國保險委員會辦公室 (OIC) 發佈了泰國 RBC 2 相關的衍生性商品和避險工具指引。根據該指引，公司必須制定有關分配投資組合至共同基金以降低風險的風險管理政策。避險投資組合的標的資產價值必須至少為被避險投資組合的 95%。使用避險工具的公司還需要對避險工具的月投資報酬率與標的資產的月報酬率進行迴歸分析。
	放寬財務再保險和有限再保險規則	OIC 放寬了金融和有限再保險規則。以前，財務和有限再保險安排是不允許的。這一變化旨在定義使用財務和有限再保險作為風險緩解工具的要求。
	IFRS17 保險合約	OIC 宣佈，泰國新的 IFRS17 會計準則將於 2025 年 1 月 1 日生效。為了幫助保險業為新標準做好準備，OIC 訂定 2023-2024 年為平行準備期，並起草了供公司遵循的指引。該指引要求公司自行評估其 IFRS 17 的準備情況，並進行相應的揭露。
越南	保險法	隨著新《保險業務法》於 2023 年 1 月 1 日生效，越南政府於 2023 年 7 月 1 日發佈了新的第 46 號法令，補充了新法律的幾項條款，主要修改如下： 1.分別為人壽保險、非壽險和健康保險提供詳細的商品分類 2.就最低註冊資本 (法定資本) 設定了新的門檻，並允許在 2023 年 1 月 1 日之前獲得許可的保險公司、再保險公司和保險經紀公司從 2028 年 1 月 1 日起遵循新的門檻。 3.允許所有外商投資公司跨境使用國外供應商的保險服務，而不僅限於外資擁有 49% 以上股權的公司。 4.對機構保險代理機構施加額外和更嚴格的條件，對保險公司的精算師提出更嚴格的要求。 財政部隨後發佈第 67 號通告，自 2023 年 11 月 2 日起施行，詳細闡述了新《保險業務法》和新《第 46 號令》的若干規定。該函闡述了 (i) 透過線上通路分銷和銷售保險商品與服務的要求，(ii) 保險代理人行為以及保險公司透過業務員銷售投資型商品的責任，(iii) 向保單持有人提供的保險相關文件的要求 (包括在銷售文件中取得保單持有人的確認) 及 (iv) 降低業務員佣金、紅利和激勵獎金的上限。

市場	法規	描述
		此外，國民議會隨後於 2024 年 1 月 18 日通過了新的第 32/2024/QH15 號信用機構法，該法於 2024 年 7 月 1 日生效。新法律明確禁止信用機構將保險與銀行服務網綁銷售，並為越南國家銀行控制銀行保險提供了明確的法律依據，儘管這也預計將對未來的銀行保險收入產生負面影響。

附錄 B：EV 方法論的比較

圖 21 總結了 TEV、EEV 和 MCEV 在隱含價值的每個元素中的主要差別。

圖 21：TEV、EEV 和 MCEV 的比較

項目	TEV	EEV	MCEV
未來利潤現值(PVFP)	使用真實世界的投資報酬假設預測未來利潤，使用主觀風險折現率 (RDR) 進行折現。	使用真實世界的投資報酬假設預測未來利潤，使用基於無風險利率的曲線進行折現，使用風險邊際進行調整，反映評價中其他部分不允許的風險。 一些 EEV 報告公司也選擇使用市場一致的方法，這需要在確定性等價 (certainty equivalent approach) 中使用無風險利率。	使用市場一致的風險中立投資報酬假設預測未來利潤，並基於無風險利率的曲線進行折現。容許調整折現率以納入流動性貼水。
選擇權與保證的時間價值(TVOG)	沒有明確要求計算，儘管公司可能宣稱該成本已隱含於使用風險調整後的折現率。	強制性要求使用隨機模型針對明顯保證成分的計算。雖然理論上允許使用風險中立模型或真實世界模型，但為了便於計算，大多數保險公司會使用風險中立模型。	與 PVFP 方法一致，使用隨機模型進行與市場一致的風險中立計算。
資金成本(CoC)	沒有標準化作法，但幾乎每個保險公司都包含了 CoC。 典型的做法是在現金流預測中明確地對成本進行計算，並揭露為對 EV 的調整。	強制要求，以在評價日持有的資本要求與未來資本要求釋放的現值間的差額，允許計算持有該資本下的未來投資報酬。 作為資本要求的一部分揭露。	強制分為摩擦資本成本(FCoC) 和剩餘不可避險風險成本(CRNHR)。
折現率	主觀假設，通常計算為無風險利率加溢酬，或投資組合投資報酬加溢酬。 單一水平折現率較常見；使用曲線較為罕見。	兩種可能的方法： 「由上而下」，根據整家公司面對的風險，對所有現金流使用同一條折現率曲線。 「由下而上」，即根據每筆現金流曝露的風險，使用無風險利率加上風險貼水進行折現。	強制使用由下而上法，利率曲線通常基於交換利率 (swap)，並根據流動性和風險溢酬進行調整。
費用	沒有標準做法，但通常基於當前或最近和預測的經驗。在費用超支的情況下，保險公司通常會提供超支前和超支後的 EV/VNB 數據。	未來續期和維護費用必須反映預期的持續營運費用，包括對支援業務的系統投資，並考慮到未來的通貨膨脹。 管理費用和控股公司費用的分配方式必須符合當前和過往慣例。 必須考慮費用超支。	與 EEV 方法類似，但有額外的規範。 如果單位成本產生有利變化，如生產力的提高，若非在報告期末之前實現，則不應包含。但是，對於新設立公司，只要有足夠的證據證明其合理性，允許在規定的期限內假設單位成本的改善。 對股東價值有影響的重大發展和一次性成本必須單獨揭露，並說明其性質。 公司養老金計劃赤字必須以適當的方式分配給人壽業務費用假設。
投資報酬	典型的做法是對主要資產類別使用無風險利率加風險溢酬，其中風險溢酬假設因資產類別而異。	一些保險公司選擇使用風險中立的方法，而另一些保險公司則使用無風險利率加風險溢酬。	通常使用風險中立方法，假設資產根據無風險利率曲線獲得報酬。

項目	TEV	EEV	MCEV
			在交換 (swap) 利率不可得或流動性不足的情況下，政府債券利率被用作無風險利率的替代指標。

TEV VS. EEV VS. MCEV

與 TEV 相比，EEV 和 MCEV 方法的主要優勢是假設、方法論和揭露的標準化程度更高（即主觀性更低），從投資人的角度來看，具有更好的可比性。例如，MCEV 假設資產能賺取無風險報酬率。這種方法避免了在隱含價值計算中使用實際風險加權報酬率或引入管理層對未來市場方向的想法，這些均是 TEV（和一些 EEV）計算中有考量的因素。

以 EEV 或 MCEV 為基礎的保險公司通常會經歷較大的隱含價值結果的波動，尤其是在使用市場一致的基礎的情況下。這可能會使報告和投資人揭露複雜化，這也是業內人士經常引用的原因，以解釋為什麼大多數亞洲公司尚未從 TEV 轉向 EEV 或 MCEV。另一個關鍵原因是全面使用 EEV 或 MCEV 計算後所需的資源會逐漸提高。例如，導入完整的 TVOG 計算需要使用隨機模型來評估保單選擇權和保證。這不可避免需要使用專門的經濟情境生成（ESG）軟體，而這將增加財務報告的準備時間。此外，針對亞洲資本市場進行 ESG 校準亦不容易，因為亞洲資本市場的深度或流動性不如美國或歐洲。鑒於此，亞洲保險公司目前並沒有優先考慮從 TEV 轉移到其他基礎是可以理解的；只要有健全和一致的計算，TEV 本身已經是管理保險業務的實用指標。然而，在一個商品長年期保證如此普遍的地區，加上報酬率曲線往往接近所提供的保證水準，不計算 TVOG 可以說是公司 TEV 財務報告中一個明顯而重大的缺陷。另外，由於 IEV 與 MCEV 沒有重大的區別，因此我們可以說 IEV 在概念上與 MCEV 相似。

附錄 C：市場分析

中國

圖 22：2019-2023 年中國保險業報告的隱含價值

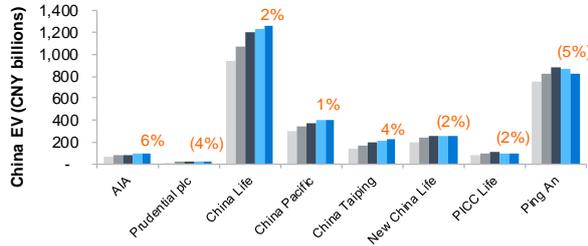


圖 23：2019-2023 年中國保險業報告的調整後淨值

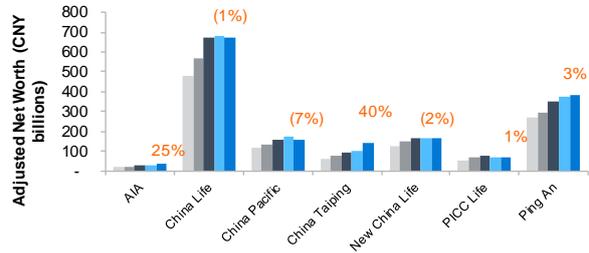


圖 24：2019-2023 年中國保險業有效契約價值

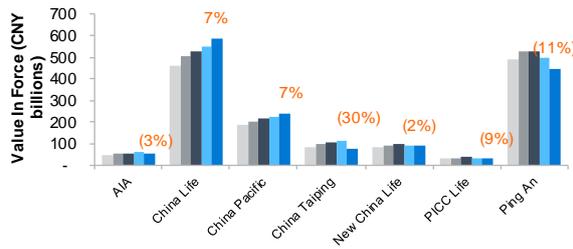


圖 25：2023 年中國保險業報告的有效契約價值/調整後淨值

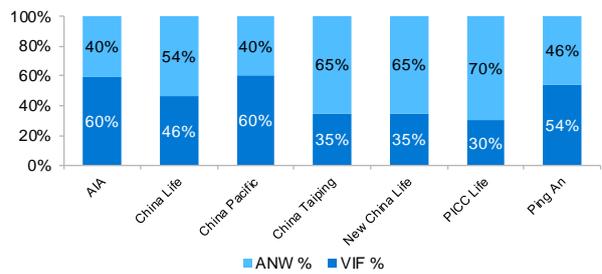


圖 26：2019-2023 年中國保險業報告的新契約價值

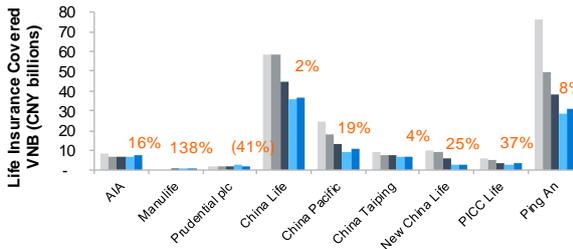


圖 27：2019-2023 年中國保險業報告的 APE^{37, 38}

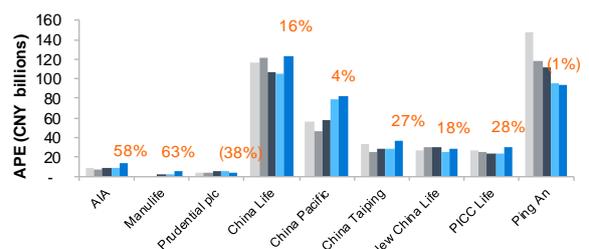
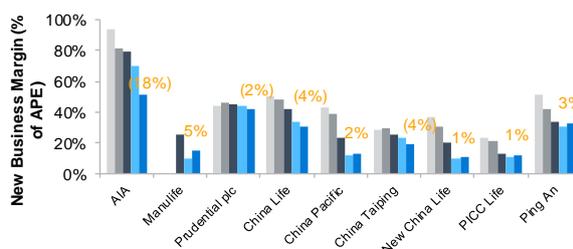


圖 28：2019-2023 年中國保險業報告新契約利潤率³⁹



■ 2019 年 ■ 2020 年 ■ 2021 年 ■ 2022 年 ■ 2023 年

2022-2023 年的年成長率

2022-2023 年獲利率變化

³⁷ 如果公司未明確揭露，則 APE 數據由 Milliman 根據揭露的新契約期繳保費和躉繳保費數據計算得出，可能不等同各公司的實際 APE。此外，對於平安保險公司而言，APE 是使用揭露的 VNB 和新業務 APE 獲利率計算的。

³⁸ APE 數據包括短期保險費，因為壽險公司同時為人壽和健康保險提供短期和長期保障。

³⁹ 需注意獲利率的計算方式為圖 28 中揭露的 VNB 除以計算出的 APE，可能不代表各公司的實際獲利率。

香港

圖 29：2019-2023 年香港保險業報告的隱含價值⁴⁰

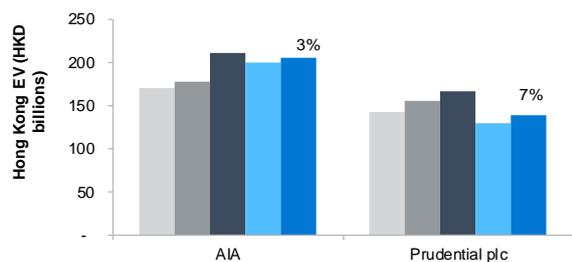


圖 30：2019-2023 年香港保險業報告的調整後淨值

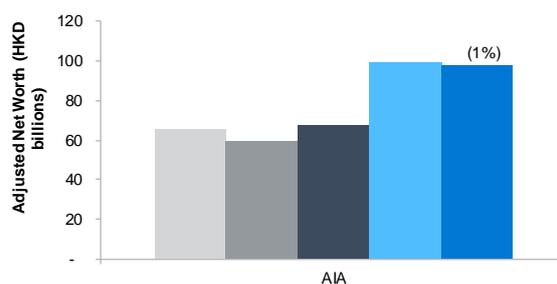


圖 31：2019-2023 年香港保險業務報告的有效契約價值

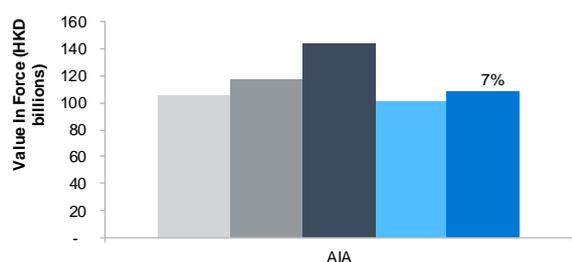


圖 32：2023 年香港保險業報告的有效契約價值/調整後淨值

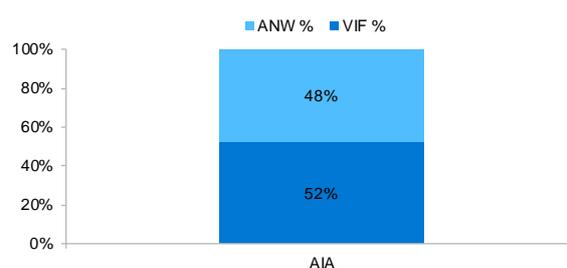


圖 33：2019-2023 年香港保險業報告的新契約價值

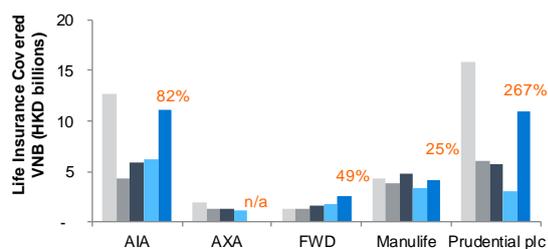


圖 34：2019-2023 年香港保險業的 APE

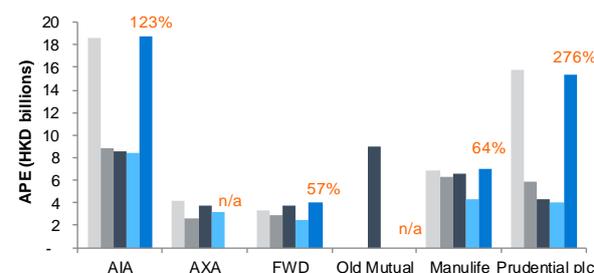
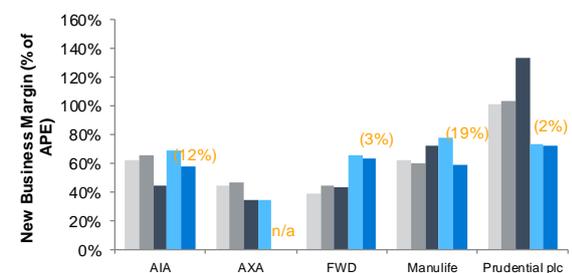


圖 35：2019-2023 年香港保險業報告的新契約利潤率 (佔 APE 的百分比)



■ 2019 年 ■ 2020 年 ■ 2021 年 ■ 2022 年 ■ 2023 年
■ 2022-2023 年的年成長率
■ 2022-2023 年獲利率變化

⁴⁰ 用於轉換為當地貨幣的外匯匯率 (適用於所有圖表) 列於附錄 H。

印度

圖 36：2019-2023 年印度保險業報告的 隱含價值^{41 42 43}

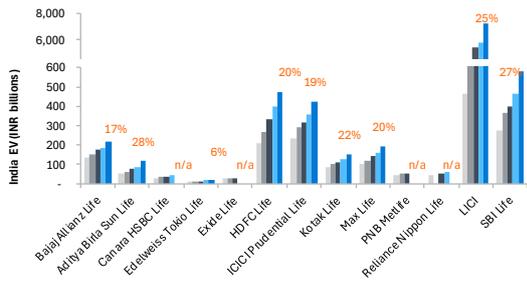


圖 37：2019-2023 年印度保險業報告的 調整後淨值⁴⁴

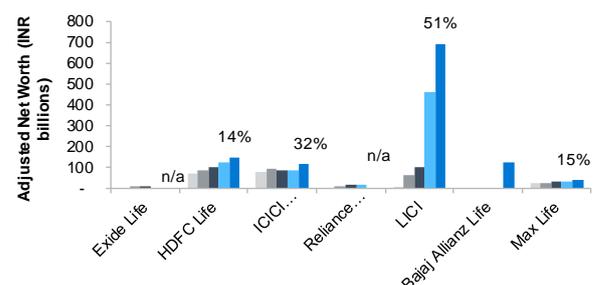


圖 38：2019-2023 年印度保險業報告的 有效契約價值

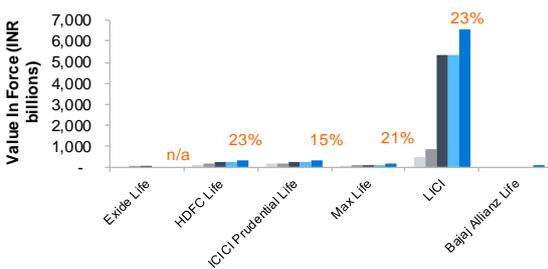


圖 39：2023 年印度保險業報告的 有效契約價值/調整後淨值 拆分

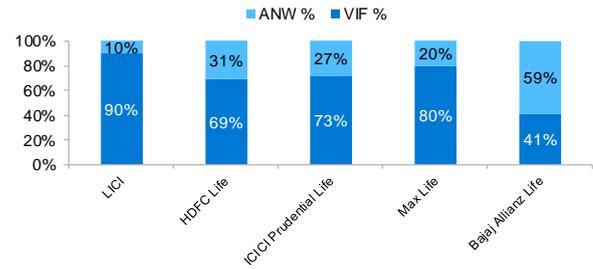


圖 40：2019-2023 年印度保險業報告的 新契約價值⁴⁵

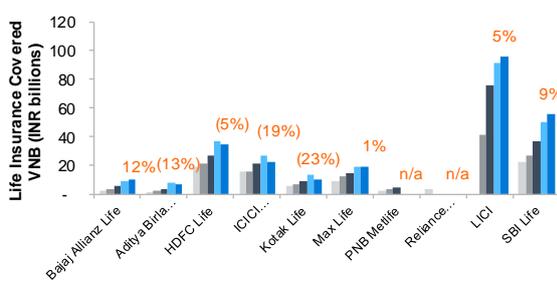


圖 42：2019-2023 年印度保險業報告的新契約利潤率

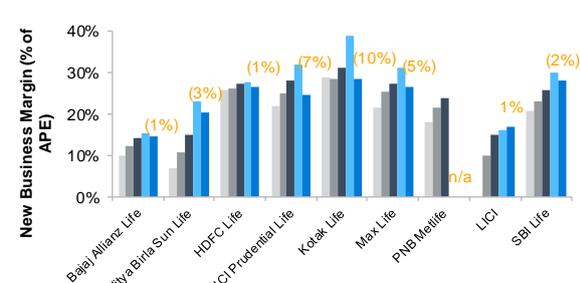
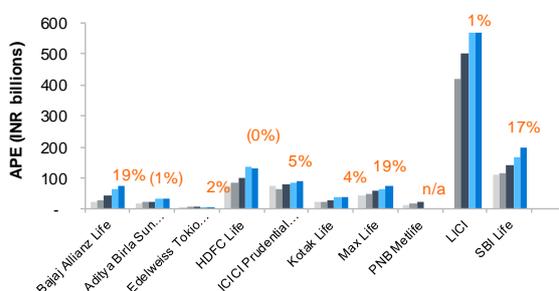


圖 41：2019-2023 年印度保險業報告的 APE⁴⁶



■ 2019 年 ■ 2020 年 ■ 2021 年 ■ 2022 年 ■ 2023 年

2022-2023 年的年成長率

2022-2023 年獲利率變化

⁴¹ Exide Life 已與 HDFC Life 合併，因此從分析中排除。

⁴² 就本報告而言，印度保險公司的 2023 年代表載截至 2024 年 3 月 31 日的財政年度。

⁴³ PNB MetLife、Canara HSBC Life 和 Reliance Nippon Life 在本報告的截止日期（即 2024 年 5 月 31 日）之前未揭露其 2023 年結果。

⁴⁴ 在圖 37、38 和 39 中，Aditya Birla Sun Life、SBI Life、Edelweiss Tokio Life、Canara HSBC Life insurance、PNB MetLife 和 Kotak Life 被排除在外，因為它們 2023 年的隱含價值尚未揭露。

⁴⁵ 為了便於比較，VNB 和新業務獲利率數據是在考慮費用超支的影響之後的。

⁴⁶ 對於 Aditya Birla Sun Life 和 Kotak Life，APE 是使用揭露的 VNB 和基於 APE 的新業務獲利率計算的。

印尼

圖 43：2019-2023 年印尼保險業報告的隱含價值

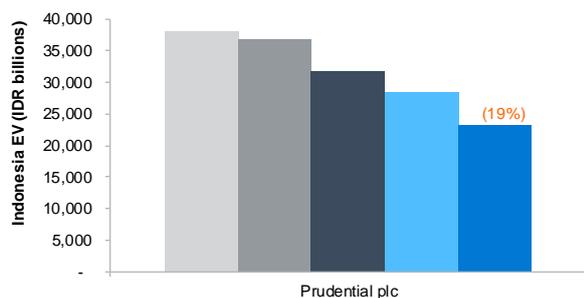


圖 44：2019-2023 年印尼保險業報告的新契約價值⁴⁷

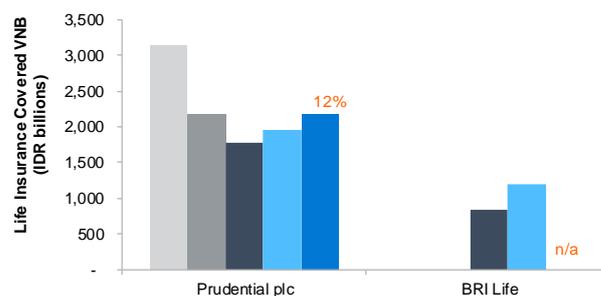


圖 45：2019-2023 年印尼保險業報告的 APE⁴⁸

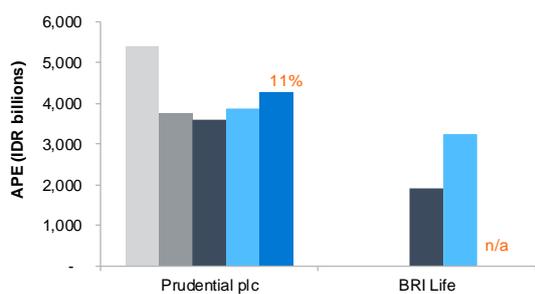
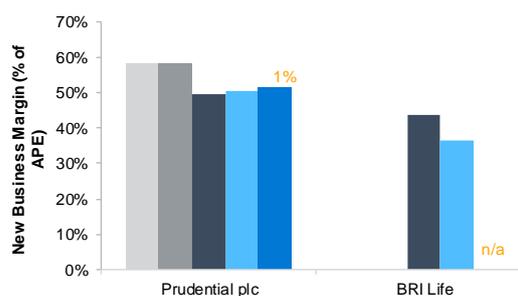


圖 46：2019-2023 年印尼保險業報告的新契約利潤率



2019 年 2020 年 2021 年 2022 年 2023 年

2022-2023 年的年成長率

2022-2023 年獲利率變化

⁴⁷ 本部分的 VNB 和 APE 已使用每個報告日 (2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年) 適用的現行匯率轉換為當地貨幣。由於匯率差異，這些數值與以當地貨幣計算的揭露的 VNB/APE 不同。

因為隱含價值揭露中呈現的 VNB/APE 是根據平均匯率而不是報告日適用的現行匯率進行轉換的。

⁴⁸ 用於轉換為當地貨幣的外匯匯率 (適用於所有圖表) 列於附錄 H。

⁴⁹ 同上。

日本

圖 47：2019-2023 年日本保險業報告的隱含價值⁵⁰

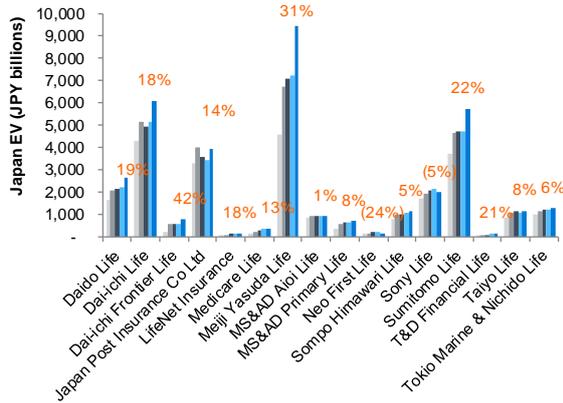


圖 48：2019-2023 年日本保險業報告的調整後淨值⁵¹

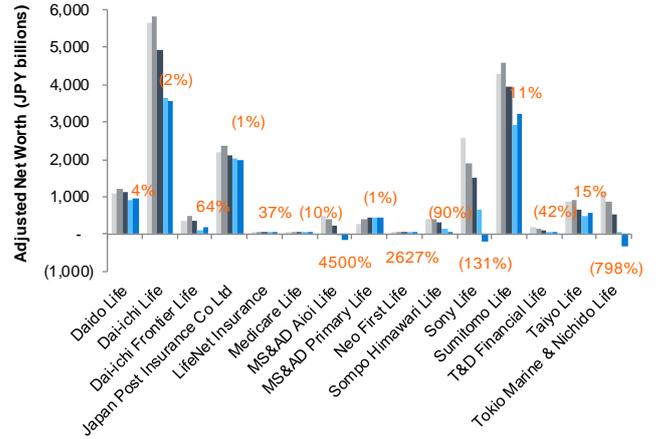


圖 49：2019-2023 年日本保險業報告的有效契約價值⁵²

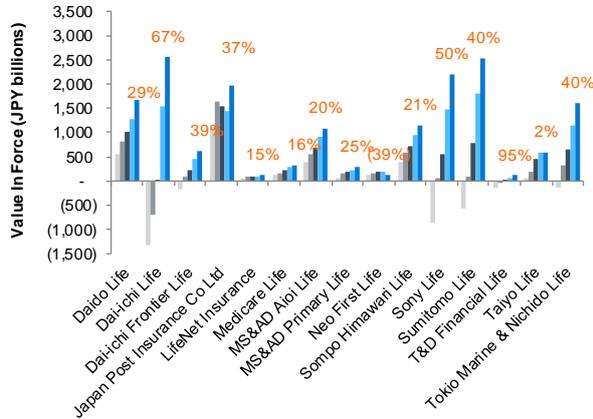


圖 50：2023 年日本保險業報告的有效契約價值/調整後淨值 拆分

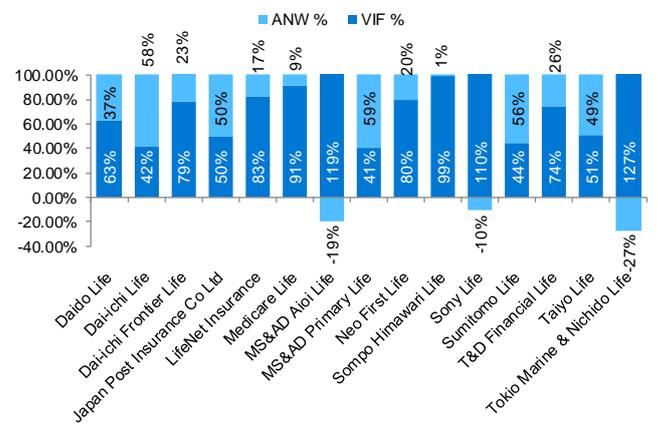


圖 51：2019-2023 年日本保險業報告的新契約價值

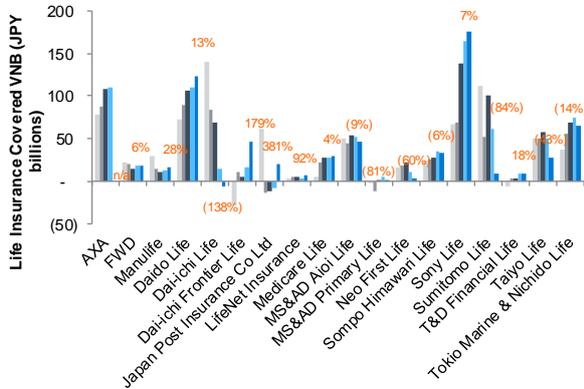
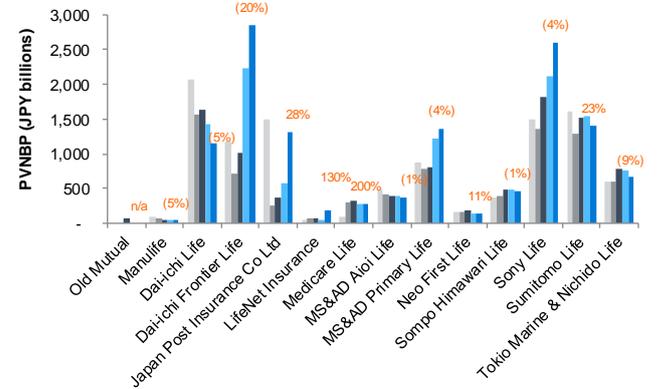


圖 52：2019-2023 年日本保險業報告的 P 新契約價值⁵³



⁵⁰ Meiji Yasuda Life 已用新的指標 Group Surplus 取代了 EEV，因此圖表⁵²同上。

中的數值是公司的 Group Surplus。

⁵³ AXA 和 Manulife 已被排除在此圖表之外，因為它們沒有揭露 PVNB

⁵¹ 2023 年，Japan Post Insurance Co Ltd 和 MS&AD Primary Life 已將

數據。支應負債的資產的未實現益納入 VIF，而不是 ANW。

圖 53 : 2019-2023 年日本保險業報告的新契約利潤率



馬來西亞

圖 54：2019-2023 年馬來西亞保險業報告的隱含價值⁵⁴

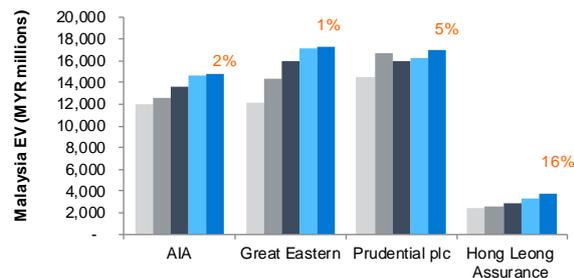


圖 55：2019-2023 年馬來西亞保險業報告的調整後淨值

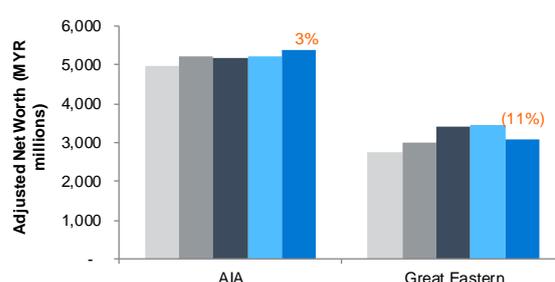


圖 56：2019-2023 年馬來西亞保險業報告的有效契約價值

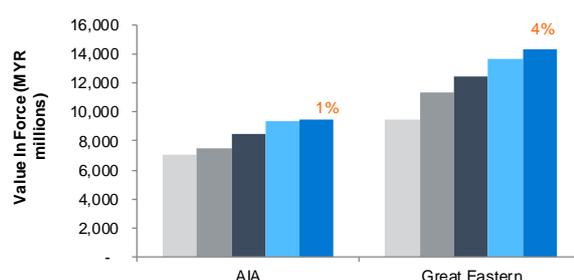


圖 57：2023 年馬來西亞保險業報告的有效契約價值/調整後淨值

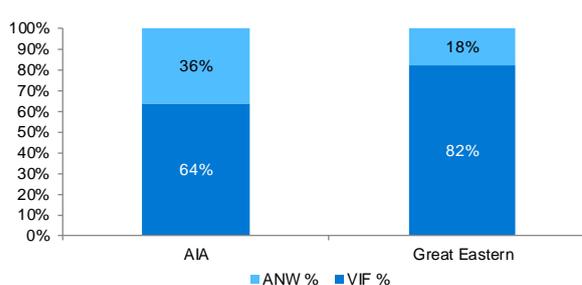


圖 58：2019-2023 年馬來西亞保險業報告的新契約價值⁵⁷

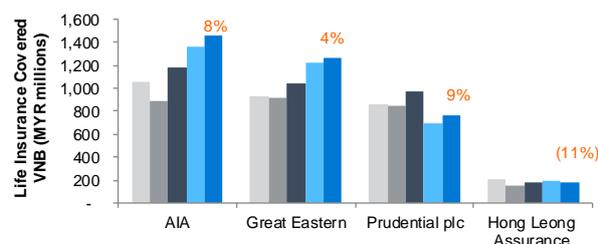


圖 59：2019-2023 年馬來西亞保險業報告的 APE⁵⁹

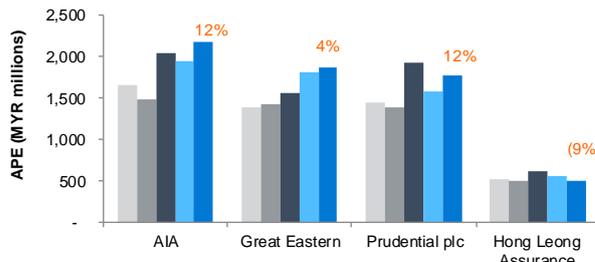
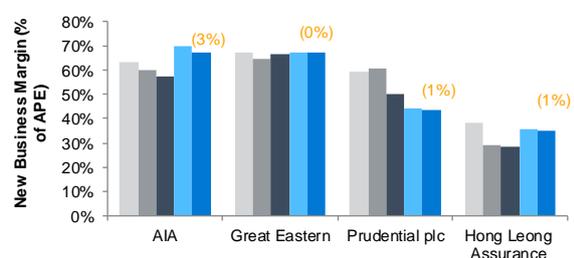


圖 60：2019-2023 年馬來西亞保險業報告的新契約利潤率



2019 年 2020 年 2021 年 2022 年 2023 年

2022-2023 年的年成長率

2022-2023 年獲利率變化

⁵⁴ Great Eastern Malaysia 的隱含價值 (ANW 加 VIF) 數據包括 Great Eastern Takaful Berhad (GETB)。

⁵⁵ 用於轉換為當地貨幣的外匯匯率 (適用於所有圖表) 列於附錄 H。

⁵⁶ Hong Leong Assurance (HLA) Malaysia 的 2023 財年數據截至 2023 年 6 月 30 日的財政年度。

⁵⁷ AIA 的 VNB 和 APE 數據不包括養老險業務。對於 HLA，已計算 APE。

⁵⁸ Great Eastern Malaysia 的 VNB 數值包括 GETB。

⁵⁹ 這些值是根據隱含價值披露中的 APE 決定的，該 APE 使用每個報告日期 (2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年) 適用的現行匯率轉換為當地貨幣。由於匯率差異，這些數值與以當地貨幣計算的 AIA 和 Great Eastern Malaysia 披露的 APE 不同，因為隱含價值披露中呈現的 APE 是根據平均匯率而不是報告日的匯率轉換的。

新加坡

圖 61：2019-2023 年新加坡保險業報告的隱含價值⁶⁰

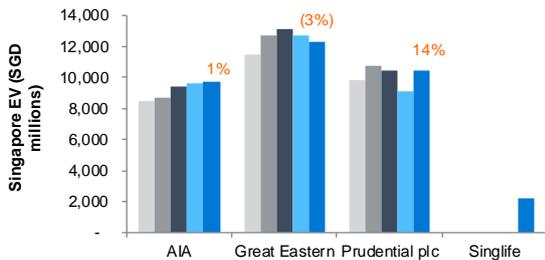


圖 62：2019-2023 年新加坡保險業報告的調整後淨值⁶¹

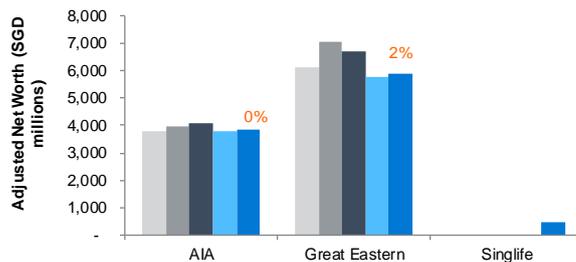


圖 63：2019-2023 年新加坡保險業報告的有效契約價值

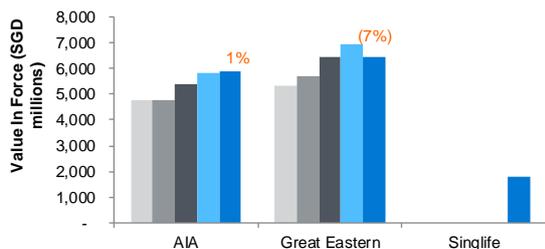


圖 64：2023 年新加坡保險業報告的有效契約價值/調整後淨值

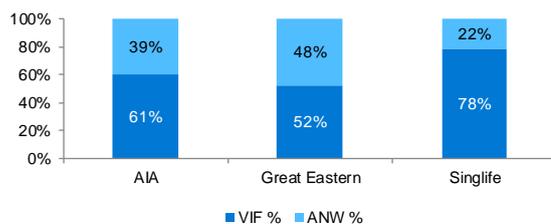


圖 65：2019-2023 年新加坡保險業報告的新契約價值

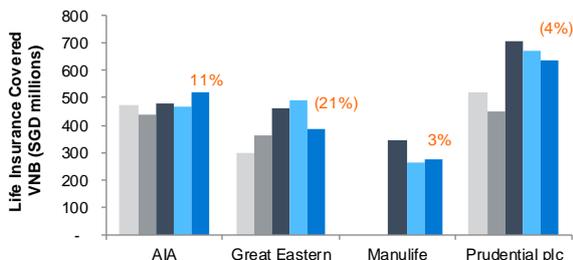


圖 66：2019-2023 年新加坡保險業報告的 APE⁶²

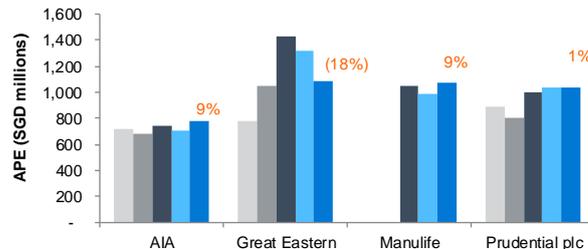
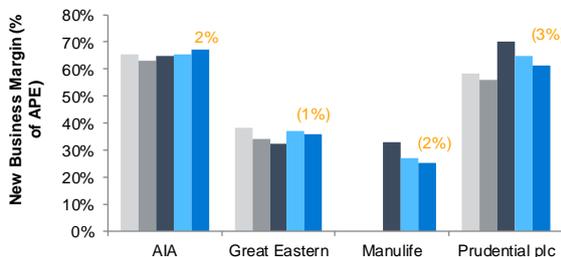


圖 67：2019-2023 年新加坡保險業報告的新契約利潤率



2019 年 2020 年 2021 年 2022 年 2023 年

2022-2023 年的年成長率

2022-2023 年獲利率變化

⁶⁰ Great Eastern Singapore 的隱含價值包括其在汶萊、香港和印尼的業務。

⁶¹ Great Eastern Singapore 的調整後淨值包括其在汶萊、香港和印尼的業務。

圖 66 中顯示的值是根據隱含價值揭露中報告的 APE 確定的，該 APE 使用每個報告日期（2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年）的匯率轉換為當地貨幣。由於匯率差異，這些數值與以當地貨幣計算的 Prudential 和 AIA Singapore 揭露的 APE 不同，因為隱含價值揭露中呈現的 APE 是根據平均匯率而不是報告日的匯率轉換的。

圖表

圖 68 : 2019-2023 年臺灣保險業報告的隱含價值^{63,64}

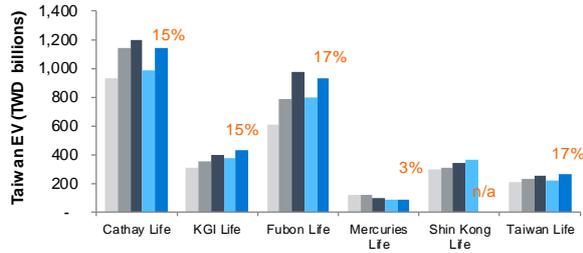


圖 69 : 2019-2023 年臺灣保險業報告的調整後淨值

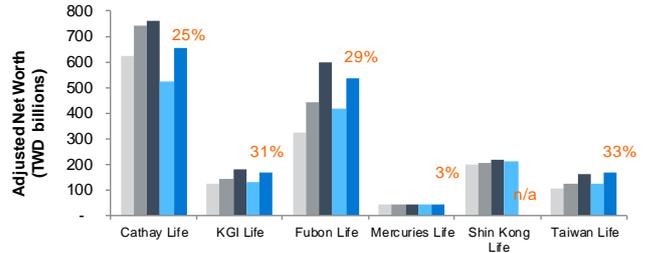


圖 70 : 2019-2023 年臺灣保險業報告的有效契約價值

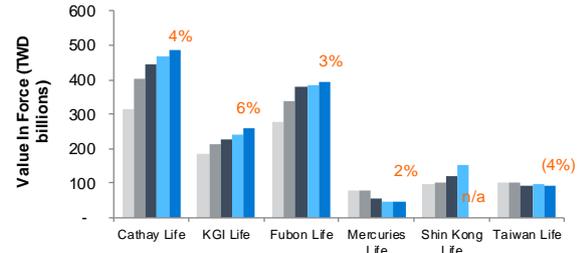


圖 71 : 2023 年臺灣保險業報告的 有效契約價值/調整後淨值

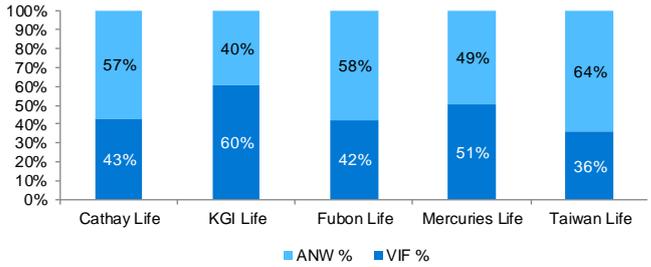


圖 72 : 2019-2023 年臺灣保險業報告的 新契約價值⁶⁵

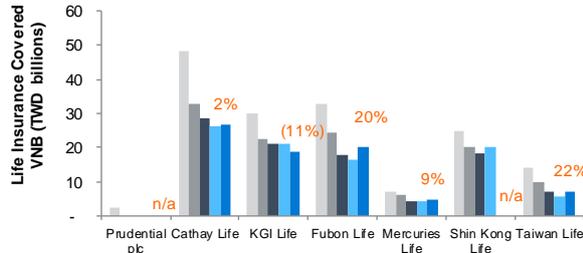


圖 73 : 2019-2023 年臺灣保險業報告的 APE⁶⁶

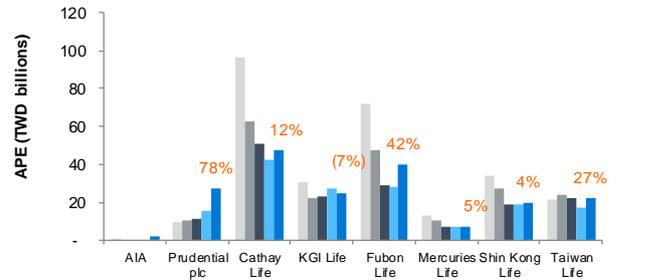
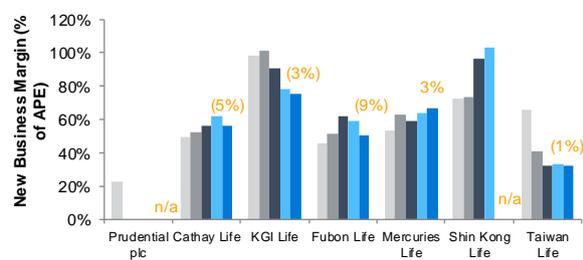


圖 74 : 2019-2023 年臺灣保險業報告的新契約利潤率⁶⁷



2019 年 2020 年 2021 年 2022 年 2023 年

2022-2023 年的年成長率

2022-2023 年獲利率變化

⁶³ 本節中的 隱含價值、VNB 和 APE 已使用每個報告日期 (2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年) 的匯率轉換為當地貨幣。

⁶⁴ 用於轉換為當地貨幣的外匯匯率 (適用於所有圖表) 列於附錄 H。

⁶⁵ Prudential plc 尚未揭露臺灣 2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年的 VNB。

⁶⁶ 國泰人壽、凱基人壽、富邦人壽、新光人壽、三商美邦人壽及台灣人壽的揭露數值乃根據 FYPE 而非 APE。FYPE = 10% 躉繳或彈性保費 + 20% x 2 年期保費 + ... + 50% x 5 年期保費 + 100% x 6 年或更長時間的繳費期間的保費。

⁶⁷ 國泰人壽、凱基人壽、富邦人壽、台灣人壽和三商美邦人壽的 NBM 計算方式為 VNB / FYPE。

泰國

圖 75：2019-2023 年泰國保險業報告的 隱含價值^{68,69}

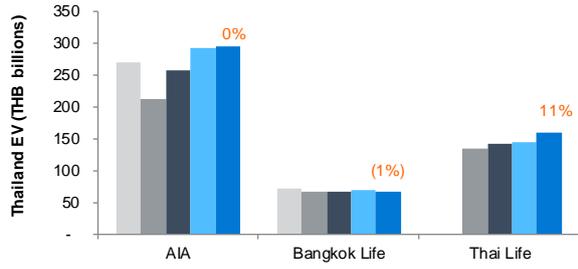


圖 76：2019-2023 年泰國保險業報告的調整後淨值

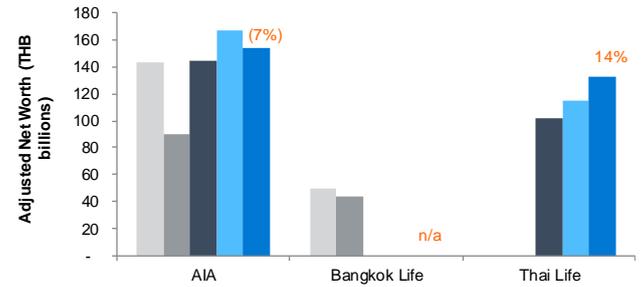


圖 77：2019-2023 年泰國保險業報告的有效契約價值

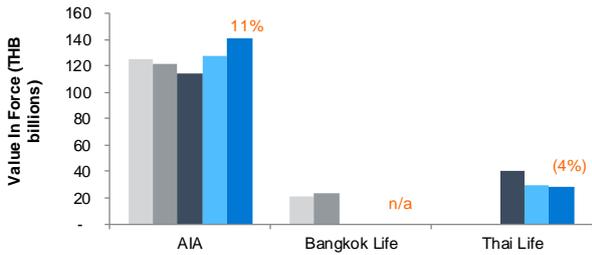


圖 78：2023 年泰國保險業報告的有效契約價值/調整後淨值

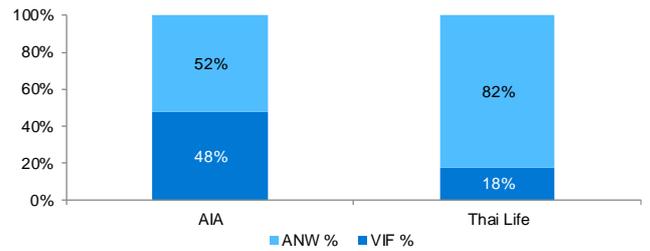


圖 79：2019-2023 年泰國保險業報告的新契約價值

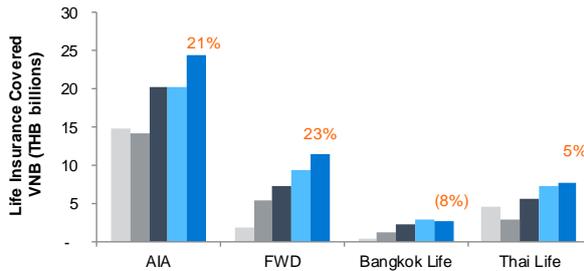


圖 80：2019-2023 年泰國保險業報告的 APE⁷⁰

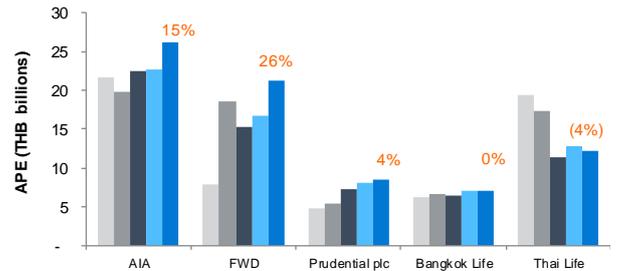
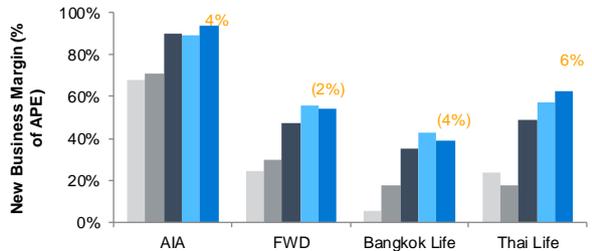


圖 81：2019-2023 年泰國保險業報告的新契約利潤率



2019 年 2020 年 2021 年 2022 年 2023 年
 2022-2023 年的年成長率
 2022-2023 年獲利率變化

⁶⁸ 本節中的 隱含價值、新契約價值和 APE 已使用每個報告日期 (2019 年、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年) 的匯率轉換為當地貨幣。
⁶⁹ 用於轉換為當地貨幣的外匯匯率 (適用於所有圖表) 列於附錄 H。
⁷⁰ Prudential plc 僅揭露其泰國業務的 APE。

越南

圖 82：2019-2023 年越南保險業報告的隱含價值

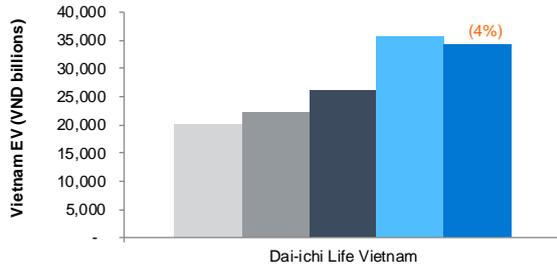


圖 83：2019-2023 年越南保險業報告的調整後淨值

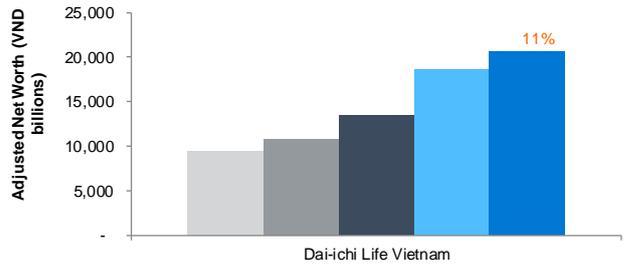


圖 84：2019-2023 年越南保險業報告的有效契約價值

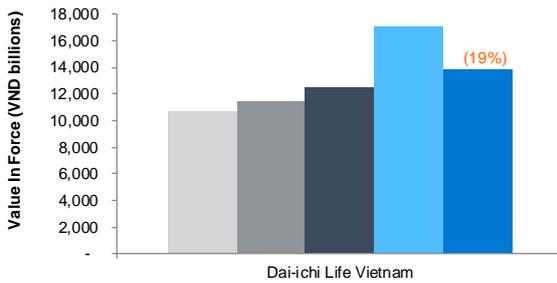


圖 85：2023 年越南保險業報告的有效契約價值/調整後淨值

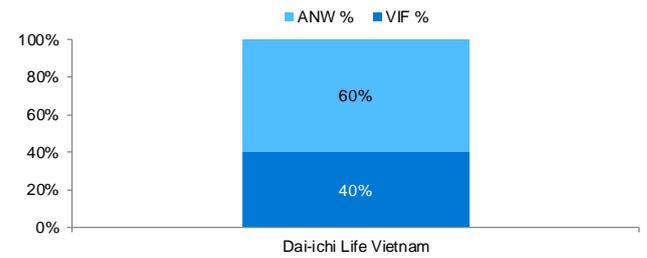


圖 86：2019-2023 年越南保險業報告的新契約價值

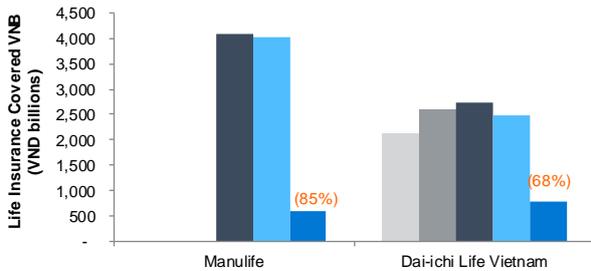


圖 87：2019-2023 年越南保險業報告的 APE⁷¹

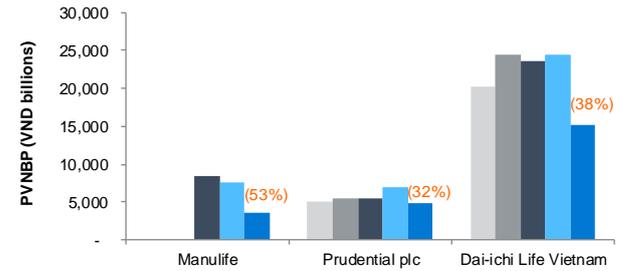
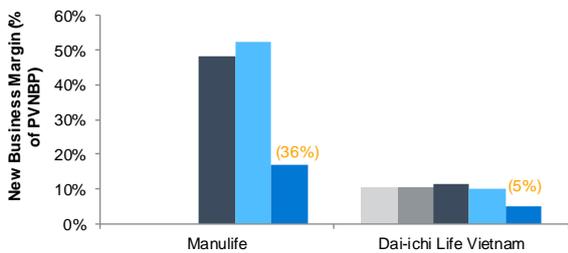


圖 88：2019-2023 年越南保險業報告的新契約利潤率⁷²



2019 年 2020 年 2021 年 2022 年 2023 年

2022-2023 年的年成長率

2022-2023 年獲利率變化

⁷¹對於 Dai-ichiLife 越南，APE 是使用揭露的 VNB 和新業務獲利率計算 ⁷²Dai-ichi Life 越南揭露了以 PVNBP 為基礎的新業務獲利率，而不是以 APE 為基礎。

附錄 D：風險折現率(RDR)和投資報酬假設

圖 89：跨國企業的 RDR 和投資報酬假設⁷³

公司	隱含價值原則	RDR	投資報酬
AIA	TEV	中國：9.16% 香港：7.97% 印尼：13.17% 韓國：8.81% 馬來西亞：8.80% 菲律賓 (Philam Life)：12.10% 新加坡：7.38% 斯里蘭卡：14.70% 臺灣：7.62% 泰國：7.81% 越南：9.54%	中國：股票 8.80%，10 年期政府債券 3.50% 香港：股票 8.00%，10 年期政府債券 3.50% 印尼：股票 12.00%，10 年期政府債券 7.50% 韓國：股票 7.30%，10 年期政府債券 3.00% 馬來西亞：股票 9.10%，10 年期政府債券 4.50% 菲律賓 (Philam Life)：股票 10.80%，10 年期政府債券 6.00% 新加坡：股票 7.60%，10 年期政府債券 3.10% 斯里蘭卡：股票 12.00%，10 年期政府債券 10.00% 臺灣：股票 6.10%，10 年期政府債券 1.50% 泰國：股票 8.10%，10 年期政府債券 3.40% 越南：股票 9.30%，10 年期政府債券 4.00%
AXA	EEV	無風險利率曲線，允許進行信用風險調整和波動度調整。	無風險利率曲線，允許進行信用風險調整和波動度調整。
FWD	TEV	香港：7.80% 日本：6.25% 印尼：13.75% 馬來西亞：9.15% 菲律賓：12.75% 新加坡：7.55% 泰國：8.75% 越南：10.75%	香港：股票 8.00%，10 年期政府債券 3.00% (美元)，2.75% (港幣) 日本：10 年期政府債券 0.5% 印尼：股票 11.25%，10 年期政府債券 7.25% 馬來西亞：股票 8.79%，10 年期政府債券 4.15% 菲律賓：股票 11.62%，10 年期政府債券 5.75% 新加坡：股票 7.00%，10 年期政府債券 2.80% 泰國：股票 8.75%，10 年期政府債券 3.20% 越南：股票 9.30%，10 年期政府債券 4.00%
Generali	MCEV	無風險利率曲線，允許進行信用風險調整和波動度調整。	無風險利率曲線，允許進行信用風險調整和波動度調整。
Great Eastern	TEV	新加坡：6.25% 馬來西亞：8.00% 印尼：12.50%	未揭露。
Manulife	TEV	日本：7.00% 香港：9.75%	日本：股票 6.00%，10 年期政府債券 (即期至 10 年及以後的未來再投資率)：0.62% 至 1.5% 香港：股票 9.50%，10 年期政府債券 (即期至 10 年及以後的再投資率)：3.19% 至 2.85% ⁷³ 。

⁷³ 藍色標記表示 2023 年的 RDR 和投資假設尚未揭露，評估是基於 2022 年的揭露。

公司	隱含價值原則	RDR	投資報酬
Prudential plc	EEV	中國：7.10% (NB) , 7.10% (IF) 香港：4.70% (NB) , 5.50% (IF) 印尼：9.00% (NB) , 9.90% (IF) 馬來西亞：5.60% (NB) , 6.20% (IF) 菲律賓：12.30% (NB) , 12.30% (IF) 新加坡：4.60% (NB) , 4.80% (IF) 臺灣：3.30% (NB) , 4.20% (IF) 泰國：10.00% (NB) , 10.00% (IF) 越南：3.70% (NB) , 4.10% (IF)	中國：股票 6.60% , 10 年期政府債券 2.60% 。 香港：股票 7.40% , 10 年期政府債券 3.90% 。 印尼：股票 11.00% , 10 年期政府債券 6.70% 。 馬來西亞：股票 7.30% , 10 年期政府債券 3.80% 。 菲律賓：股票 10.30% , 10 年期政府債券 6.10% 。 新加坡：股票 6.20% , 10 年期政府債券 2.70% 。 臺灣：股票 5.30% , 10 年期政府債券 1.30% 。 泰國：股票 7.00% , 10 年期政府債券 2.80% 。 越南：股票 6.60% , 10 年期政府債券 2.30% 。
Zurich	MCEV	無風險利率曲線，允許波動度調整 (Volatility adjustment) 。	無風險利率曲線，允許波動度調整。

在揭露長期投資報酬假設方面，跨國企業和國內保險公司之間存在明顯分歧。跨國企業通常以資產類別為基礎揭露投資報酬假設。相比之下，國內保險公司主要以投資組合為基礎揭露投資報酬，而沒有揭露太多關於假設資產組合的資訊（儘管這通常可以從他們提送監理機關的其他報表中推斷出來）。

圖 90：按市場劃分的保險公司的 RDR 和投資假設^{74 75}

市場	公司	隱含價值原則	RDR	投資報酬
中國	2023 年 12 月 31 日中國 10 年期政府債券報酬率：2.592%			
	AIA	TEV	9.16%	股票 8.80% , 10 年期政府債券 3.50% 。
	China Life	TEV	8.00%	4.50%
	China Pacific	TEV	9.00%	長期業務：4.50% 短期業務：按最新的一年期銀行存款利率計算。
	China Taiping	TEV	9.00%	假設為 4.50%
	New China Life	TEV	9.00%	非投資型保險基金：4.50% 投資型：6.00%
	PICC Life	TEV	9.00%	其他：4.5% 投資型 / 分紅商品：4.75%
	Ping An	TEV	9.50%	非投資型：4.50% 投資型：略高於非投資型
	Prudential plc	EEV	7.10% (NB) , 7.10% (IF)	股票 6.60% , 10 年期政府債券 2.60% 。
香港	2023 年 12 月 31 日香港 10 年期政府債券報酬率：3.272%			

⁷⁴ 藍色標記表示 2023 年的 RDR 和投資假設尚未揭露，評估是基於 2022 年的揭露。

⁷⁵ 所有市場的 10 年期政府債券收益率來源均為 <https://www.investing.com>，收益率可能與特定公司隱含價值揭露中顯示的收益率不同。

市場	公司	隱含價值原則	RDR	投資報酬
	AIA	TEV	7.97%	股票 8.00%，10 年期政府債券 3.50%
	AXA	EEV	無風險利率曲線，允許進行信用風險調整和波動度調整。	無風險利率曲線，允許進行信用風險調整和波動度調整。
	FWD	TEV	7.8%	香港：股票 8.00%，10 年期政府債券 3.00%（美元），2.75%（港幣）
	Manulife	TEV	9.75%	股票 9.50%，10 年期政府債券（即期和最終再投資率）：3.19% 和 2.85%
	Prudential plc	EEV	4.70%（NB），5.50%（IF）	股票 7.40%，10 年期政府債券 3.90%
印度	2024 年 3 月 31 日印度 10 年期政府債券報酬率：7.052%			
	Bajaj Allianz Life	IEV	無風險利率曲線。	無風險利率曲線。
	Aditya Birla Sun Life	MCEV	未揭露（然而鑒於評價方法，預計為無風險利率曲線）。	未揭露（然而鑒於評價方法，預計為無風險利率曲線）。
	HDFC Life	IEV	無風險報酬率曲線使用適當的方法外推到 40 年後，並進行了調整，以將年金的流動性貼水納入考量。	無風險利率曲線使用適當的方法外推到 40 年後，並進行了調整，以將年金的流動性貼水納入考量。
	ICICI Prudential Life	IEV	無風險利率曲線。	無風險利率曲線。
	Kotak Life	IEV	未揭露（然而鑒於評價方法，預計為無風險利率曲線）。	未揭露（然而鑒於評價方法，預計為無風險利率曲線）。
	Max Life	MCEV	無風險利率曲線。	無風險利率曲線。
	PNB MetLife	IEV	無風險利率曲線。	無風險利率曲線。
	Reliance Nippon Life	未揭露	未揭露。	未揭露。
	LICI	IEV	未揭露（然而鑒於評價方法，預計為無風險利率曲線）。	未揭露（然而鑒於評價方法，預計為無風險利率曲線）。
	SBI Life	IEV	無風險利率曲線。	無風險利率曲線。
印尼	2023 年 12 月 31 日印尼 10 年期政府債券報酬率：6.482%			
	AIA	TEV	13.17%	印尼：股票 12.00%，10 年期政府債券 7.50%
	FWD	TEV	13.75%	印尼：股票 11.25%，10 年期政府債券 7.25%
	Great Eastern	TEV	12.50%	未揭露
	Prudential plc	EEV	NB：9.00%，IF：9.90%	股票 11.00%，10 年期政府債券 6.70%
日本	2024 年 3 月 31 日日本 10 年期政府債券報酬率：0.732%			
	AXA	MCEEV	無風險利率曲線，允許進行信用風險調整和波動度調整。	無風險利率曲線，允許進行信用風險調整和波動度調整。
	FWD	TEV	6.25%	10 年期政府債券 0.5%。
	Manulife	TEV	7.00%	股票 6.00% 10 年期政府債券（即期至最終再投資率）：0.62% 至 1.5%。

市場	公司	隱含價值原則	RDR	投資報酬
日本 (續)	Daido Life	MCEV	無風險利率 (JPY) : 基於日本政府債券 (JGB) 和最終遠期利率 (UFR) 。 無風險利率 (外幣) : 基於政府債券報酬率。	無風險利率曲線。
	Dai-ichi Life	修正式 MCEV	未揭露。	未揭露。
	Dai-ichi Frontier Life	修正式 MCEV	未揭露。	未揭露。
	Japan Post Insurance Co Ltd	MC-EEV	無風險利率 (基於 JGB 和 UFR) 。	無風險利率曲線。
	LifeNet Insurance	MC-EEV	無風險利率 (基於 JGB 和 UFR) 。	無風險利率曲線。
	Medicare Life	MC-EEV	無風險利率 (基於日本、美國和澳大利亞政府債券和 UFR) 。	無風險利率曲線。
	Meiji Yasuda Life	修正式 MCEV	無風險利率 (基於日本、美國和澳大利亞政府債券和 UFR) 和預期投資報酬率 (基於 IAIS 正在考慮的 ICS) 的總和。	未揭露。
	MS&AD Aioi Life	MC-EEV	無風險利率: 以日本政府債券為基礎, 假設第 41 年及以後的遠期利率等於第 40 年的遠期利率, 推斷出無風險利率。	無風險利率曲線。
	MS&AD Primary Life	MC-EEV	日元交換 (swap) 利率是通過假設第 41 年及以後的遠期利率等於第 40 年的遠期利率來推斷的。 固定保費商品 (日元、美元和澳元) : 考慮到所持有資產, 交換 (swap) 利率 (日元、美元和澳元) 和利差的總和超過無風險利率。	無風險利率曲線。 固定保費商品 (日元、美元和澳元) : 考慮到所持有資產, 無風險利率曲線和利差超過無風險利率的總和。
	Neo First Life	修正式 MCEV	未揭露。	未揭露。
	Sompo Himawari Life	MCEV	無風險利率 (基於 JGB 和 UFR) 。	無風險利率曲線。
	Sony Life	修正式 MCEV	無風險利率 (基於日本、美國和澳大利亞政府債券和 UFR) 。	無風險利率曲線。
	Sumitomo Life	MC-EEV	無風險利率 (基於日本、美國和澳大利亞政府債券和 UFR) 。	無風險利率曲線。
	T&D Financial Life	MCEV	無風險利率 (JPY) : 基於日本政府債券 (JGB) 和 UFR 。 無風險利率 (外幣) : 基於政府債券報酬率。	無風險利率曲線。
	Taiyo Life	MCEV	無風險利率 (JPY) : 基於日本政府債券 (JGB) 和 UFR 。	無風險利率曲線。

市場	公司	隱含價值原則	RDR	投資報酬
			無風險利率 (外幣) : 基於政府債券報酬率。	
	Tokio Marine & Nichido Life	MCEV	無風險利率 (JPY) : 基於日本政府債券和第 41 年 · 此後設定為根據歷史利率變動調整的 40 年期即期利率。	無風險利率曲線。
馬來西亞	2023 年 12 月 31 日馬來西亞 10 年期政府債券報酬率 : 3.736%			
	AIA	TEV	8.80%	馬來西亞 : 股票 9.10% · 10 年期政府債券 4.50%
	FWD	TEV	9.15%	馬來西亞 : 股票 8.79% · 10 年期政府債券 4.15%
	Great Eastern	TEV	8.00%	未揭露
	Hong Leong Assurance	TEV	未揭露	未揭露
	Prudential plc	EEV	5.60% (NB) · 6.20% (IF)	股票 7.30% · 政府債券 3.80%
菲律賓	2023 年 12 月 31 日菲律賓 10 年期政府債券報酬率 : 6.023%			
	AIA	TEV	12.10%	菲律賓 (Philam Life) : 股票 10.80% · 10 年期政府債券 6.00%
	FWD	TEV	12.75%	菲律賓 : 股票 11.62% · 10 年期政府債券 5.75%
	Prudential plc	EEV	12.30% (NB) · 12.30% (IF)	股票 10.30% · 政府債券 6.10%
新加坡	2023 年 12 月 31 日新加坡 10 年期政府債券報酬率 : 2.706%			
	AIA	TEV	7.38%	新加坡 : 股票 7.60% · 10 年期政府債券 3.10%
	FWD	TEV	7.55%	新加坡 : 股票 7.00% · 10 年期政府債券 2.80%
	Great Eastern	TEV	6.25%	未揭露
	Prudential plc	EEV	4.60% (NB) · 4.80% (IF)	股票 : 6.20% · 政府債券 : 2.70%
	Singlife	TEV	7.00%	長期投資報酬率 : 4.20%-6.40%
韓國	2023 年 12 月 31 日韓國 10 年期政府債券報酬率 : 3.175%			
	AIA	TEV	8.81%	股票 7.30% 10 年期政府債券 3.00%
	Hanwha Life	TEV	8.00%	3.30%.
	Samsung Life	TEV	7.50%	3.63%.
臺灣	2023 年 12 月 31 日臺灣 10 年期政府債券報酬率 : 1.200%			
	友邦保險	TEV	7.62%	股票 6.10% 10 年期政府債券 1.50% (當前 1.21% · 長期 1.50%)

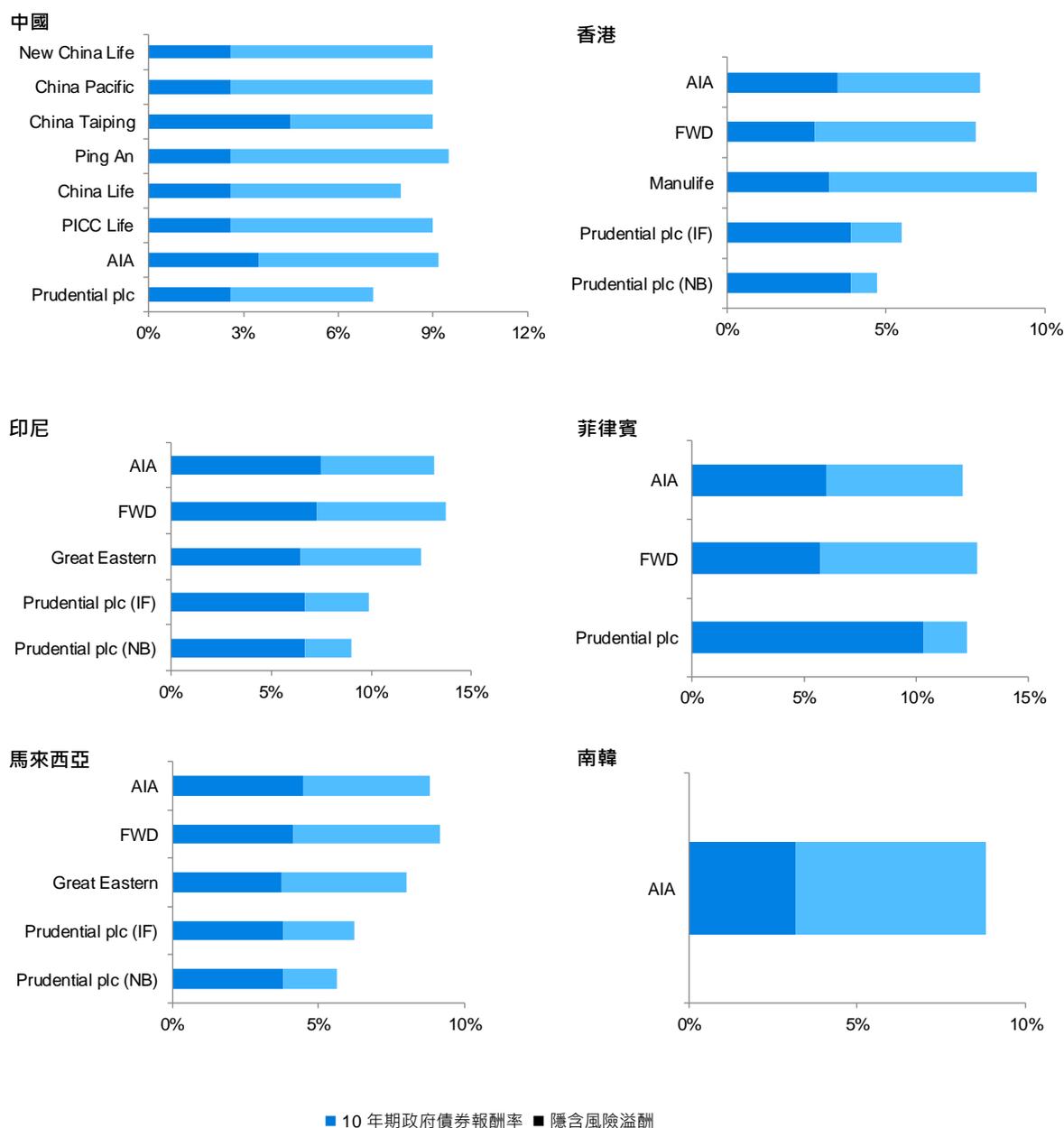
市場	公司	隱含價值原則	RDR	投資報酬	
臺灣 (續)	國泰人壽	TEV	9.50%	新契約價值	
				新臺幣商品：2.62% ~ 4.58% (2043+)	
					美元商品：5.21% ~ 5.28% (2043+)
					有效契約價值
					新臺幣商品：3.88% ~ 4.75% (2043+)
					美元商品：4.54% ~ 5.35% (2043+)
					(等值投資報酬率：4.19%)
	凱基人壽	TEV	9.50%	新臺幣保單：	
				第一年 ~ 第十九年：3.01%~4.78%	
				20+ 年：4.78%	
			非新臺幣政策：		
			第一年~第十九年：4.52%~5.49%		
			20+ 年：5.49%		
富邦人壽	TEV	新契約價值：9.00%	新契約價值	新臺幣傳統保單：	
		有效契約價值：9.00%		2023 年至 2042 年：3.55%~4.84% (2043+)	
				美元保單：	
				2023 年至 2038 年為 4.07%~5.30% (2039+)	
				有效契約價值	
				新臺幣傳統保單：	
				2024 年至 2045 年為 3.55%~4.88% (2046+)	
				美元保單：	
				2024 年至 2034 年：4.00%~5.32% (2035+)	
三商美邦人壽	TEV	9.50%	新契約價值	新臺幣商品：3.00% ~ 4.95% (2045+)	
				美元商品：5.55% ~ 6.00% (2026+)	
				有效契約價值	
				新臺幣商品：2.90% ~ 4.85% (2053+)	
				美元商品：3.40% ~ 6.00% (2050+)	
保誠人壽	EEV	3.30% (NB) · 4.20% (IF)	政府債券 1.30%	股票 5.30%	
新光人壽	TEV	9.50%	新契約價值		

市場	公司	隱含價值原則	RDR	投資報酬
				新臺幣商品：3.31%~4.96%。 美元商品：4.61%~5.33%。 有效契約價值 新臺幣商品：2.90%~4.98%。 美元商品：3.87%~5.44%。
	台灣人壽	TEV	9.50%	新臺幣商品：2024 年至 2043 年為 3.44%~4.24% (2043+) 美元商品：2024 年至 2043 年為 4.32%~5.41% (2043+)
泰國	2023 年 12 月 31 日泰國 10 年期政府債券報酬率：2.690%			
	AIA	TEV	7.81%	股票 8.10% 10 年期政府債券 3.40%
	Bangkok Life	TEV	8.40%	3.75%
	FWD	TEV	8.75%	股票 8.75% 10 年期政府債券 3.20%
	Prudential plc	EEV	10.00% (NB) · 10.00% (IF)	股票 7.00% 政府債券 2.80%
	Thai Life	TEV	8.20%	股票 8.20% 10 年期政府債券 3.2%
越南	2023 年 12 月 31 日越南 10 年期政府債券報酬率：2.393%			
	AIA	TEV	9.54%	越南：股票 9.30% · 10 年期政府債券 4.00%
	Dai-ichi Life Vietnam	TEV	10.50%	未揭露
	FWD	TEV	10.75%	越南：股票 9.30% · 10 年期政府債券 4.00%
	Prudential plc	EEV	3.70% (注) · 4.10% (如果)	政府債券 2.30% · 股票 6.60%

* Dai-ichi Life Group、Meiji Yasuda Life 和 Sony Life 被歸類為修正式 MCEV。修正式 MCEV 基於保險公司自己的內部模型方法，他們認為該方法與日本經濟清償能力比率（ESR）方法一致，並且也與市場一致。ESR 將於 2026 年 3 月正式開始實施。需要注意的是，修正式 MCEV 並不是一個正式的隱含價值標準；在被歸類為修正式 MCEV 方法論的公司之間，在方法論上亦存在差異。

圖 91 中的圖表比較了每個市場中不同公司的假設長期 10 年期政府債券報酬率和 RDR，並以圖示說明每家公司的隱含風險溢酬。

圖 91：每個市場的假設 RDR，分為 10 年期政府債券報酬率和隱含風險溢酬，依公司別^{76 77 78}

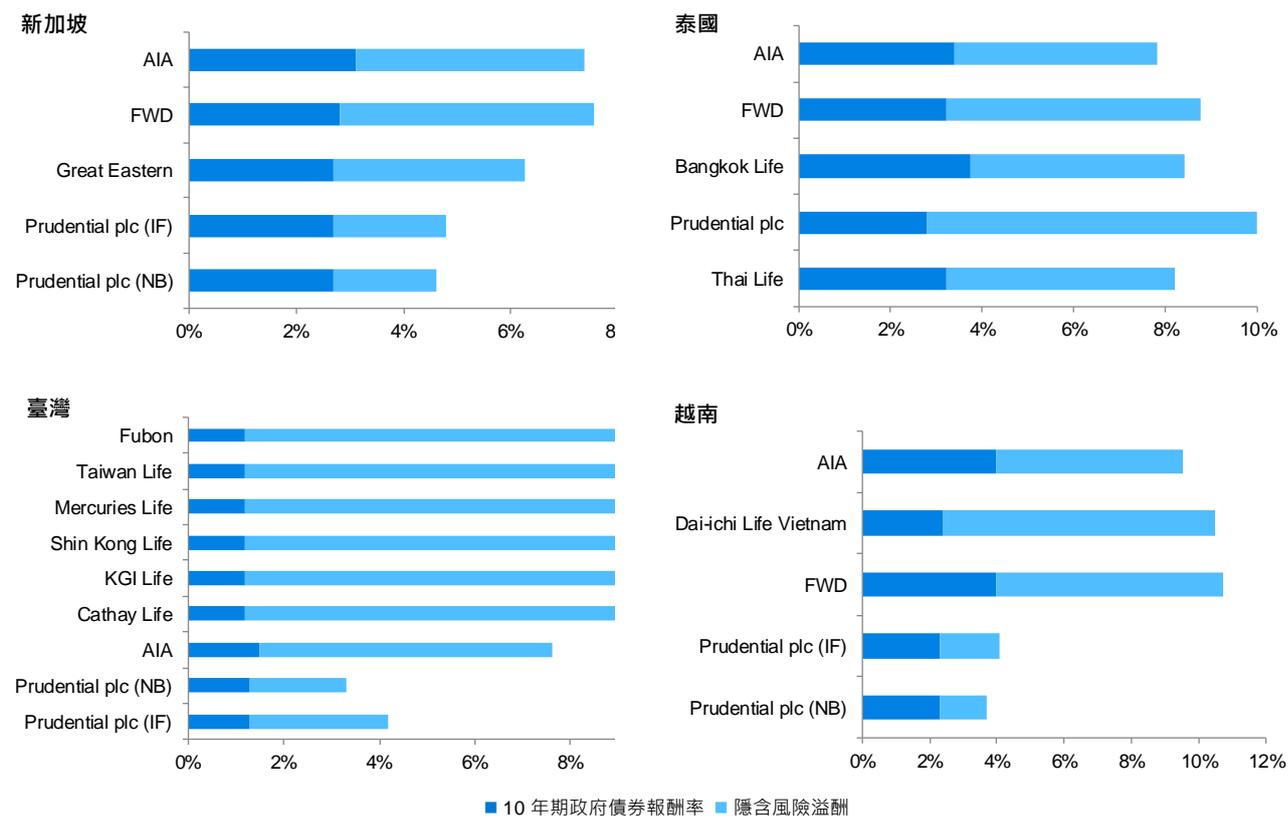


⁷⁶ 在這種情況下，風險溢酬被定義為假設的 RDR 與每家保險公司 2023 年報告日的 10 年期政府債券報酬率之間的差額。

⁷⁷ 10 年期政府債券報酬率是從 <http://www.investing.com> 中獲取的，適用於那些尚未公佈 10 年期政府債券報酬率的公司。

⁷⁸ 請注意，此分析僅包括使用 RDR 之 TEV 和 EEV 報告的公司。報告 MCEV、IEV、MC-EEV 或修正式 MCEV (即使用類似於 MCEV 的貼現曲線) 原則的公司未被包括在內。未在本報告資料截止前公佈其隱含價值結果的公司也被排除在外。

圖 91：每個市場的假設 RDR，分為 10 年期政府債券報酬率和隱含風險溢酬，依公司別（續）



附錄 E：清償能力基準要求

圖 92：公司清償能力基準要求摘要⁷⁹

類別	公司	隱含價值方法論	所需資本
跨國企業	AIA	TEV	<p>中國：100% 的 CAA EV 評估指南中規定的資本要求。</p> <p>香港：100% RBC。</p> <p>印尼：120% RBC。</p> <p>馬來西亞：170% RBC。</p> <p>菲律賓：125% RBC。</p> <p>新加坡：RBC 下，資本充足率要求的 135% 和一級資本要求的 80%，以較高者為準。</p> <p>韓國：150% RBC。</p> <p>斯里蘭卡：120% RBC。</p> <p>臺灣：250% RBC。</p> <p>泰國：140% RBC。</p> <p>越南：100% 最低 SM。</p>
跨國企業	AXA	SI/EEV	對於歐洲經濟區（EEA）以外為 150% · Soft Capital 至多僅能佔目標清償資本的一半。
跨國企業	FWD	TEV	<p>香港：100% RBC。</p> <p>印尼：120% RBC。</p> <p>日本：FWD 為 600% RBC。</p> <p>馬來西亞：195% RBC。</p> <p>菲律賓：125% RBC。</p> <p>新加坡：114% RBC。</p> <p>泰國：140% RBC。</p> <p>越南：100% 最低 SM。</p>
跨國企業	Generali	MCEV	對於非歐洲經濟區：最高為當地法規資本要求的 100% 和基於標準公式的 Solvency II 資本，扣除相關的免費部分。
跨國企業	Great Eastern	TEV	基於新加坡和馬來西亞當地法規中規定的 RBC 框架。

⁷⁹ 藍色標記表示 2023 年所需的清償能力資本資訊尚未揭露，評估是基於 2022 年的揭露。

跨國企業	Manulife	TEV	中國：100% 的 CAA EV 評估指南中規定的資本要求。 印尼：120% RBC。 馬來西亞：160% CAR。 菲律賓：125% RBC。 新加坡：120% CAR。 越南：100% 最低 SM。
跨國企業	Prudential plc	EEV	至少等於當地法規要求。
跨國企業	Zurich	MCEV	至少等於法規要求的資本要求，此外，還應有足夠的緩衝資本，以彌補由於財務和非財務風險導致的清償能力短期波動，或維持理想信用評級所需的資本。
中國	China Life	TEV	按照《精算實務準則：人壽保險隱含價值評估標準》規定計算。
中國	China Pacific	TEV	按照《精算實務準則：人壽保險隱含價值評估標準》規定計算。
中國	China Taiping	TEV	按照《精算實務準則：人壽保險隱含價值評估標準》規定計算。
中國	New China Life	TEV	按照《精算實務準則：人壽保險隱含價值評估標準》規定計算。
中國	PICC Life	TEV	按照《精算實務準則：人壽保險隱含價值評估標準》規定計算。
中國	Ping An	TEV	按照《精算實務準則：人壽保險隱含價值評估標準》規定計算。
印度	Bajaj Allianz Life	MCEV	未揭露。
印度	Aditya Birla Sun Life	MCEV	未揭露。
印度	HDFC Life	IEV	未揭露。
印度	ICICI Prudential Life	IEV	在法規允許的範圍內，為 RSM 的 150% 減去未來撥款資金和次級債務的帳面價值。
印度	Kotak Life	IEV	未揭露。
印度	Max Life	MCEV	180% RSM。
印度	PNB MetLife	IEV	170% RSM。

印度	Reliance Nippon Life	未揭露	未揭露。
印度	LICI	IEV	RSM 的 160% 減去與 ULIP 業務相關的 FFA，再減去保單負債 / 保險準備金 / 流動負債中的清償能力保證金要求。
印度	SBI Life	IEV	180% RSM。
日本	Daido Life	MCEV	日本最低資本要求 (法定清償能力保證金比率的 200%) 和經濟資本的 133%，以較高者為準。
日本	Dai-ichi Life	修正式 MCEV	未揭露。
日本	Dai-ichi Frontier Life	修正式 MCEV	未揭露。
日本	Japan Post Insurance Co Ltd	MC-EEV	維持 600% 法定清償能力保證金比率所需的資本。
日本	LifeNet Insurance	MC-EEV	維持 500% 法定清償能力保證金比率所需的資本。
日本	Medicare Life	MC-EEV	維持 400% 法定清償能力保證金比率所需的資本。
日本	Meiji Yasuda Life	修正式 MCEV	未揭露。
日本	MS&AD Aioi Life	MC-EEV	維持 600% 法定清償能力保證金比率所需的資本。
日本	MS&AD Primary Life	MC-EEV	維持 600% 法定清償能力保證金比率所需的資本。
日本	Neo First Life	修正式 MCEV	未揭露。
日本	Sompo Himawari Life	MCEV	維持 600% 法定清償能力保證金比率所需的資本。
日本	Sony Life	修正式 MCEV	日本最低資本要求 (法定清償能力保證金比率的 200%) 或內部目標，以較高者為準。
日本	Sumitomo Life	MC-EEV	維持 400% 法定清償能力保證金比率所需的資本。
日本	T&D Financial Life	MCEV	日本最低資本要求 (法定清償能力保證金比率的 200%) 和經濟資本的 133%，以較高者為準。
日本	Taiyo Life	MCEV	日本最低資本要求 (法定清償能力保證金比率的 200%) 和經濟資本的 133%，以較高者為準。
日本	Tokio Marine & Nichido Life	MCEV	法定最低要求和內部目標，以較高者為準。

臺灣	國泰人壽	TEV	200% RBC。
臺灣	凱基人壽	TEV	200% RBC。
臺灣	富邦人壽	TEV	200% RBC。
臺灣	三商美邦人壽	TEV	200% RBC。
臺灣	新光人壽	TEV	200% RBC。
臺灣	台灣人壽	TEV	200% RBC。
泰國	曼谷人壽	TEV	未揭露。
泰國	泰國人壽	TEV	140% CAR。
越南	Dai-ichi Life Vietnam	TEV	未揭露。

* Dai-ichi Life Group、Meiji Yasuda Life 和 Sony Life 被歸類為修正式 MCEV。修正式 MCEV 基於保險公司自己的內部模型方法，他們認為該方法與日本經濟清償能力比率（ESR）方法基本一致，且本質上也與市場一致。ESR 將於 2026 年 3 月正式開始實施。需要注意的是，調整後的 MCEV 並不是一個正式的隱含價值標準，被歸類為修正式 MCEV 方法的公司在方法論上亦存在差異。

附錄 F : TVOG 方法論

圖 93 : TVOG 方法摘要⁸⁰

公司類型	公司	選擇權和保證	情境	使用動態保戶行為假設	TVOG (亞洲的數值)
跨國企業	AXA	市場一致、隨機	至少 1,000	是	是 (新契約價值 為 5,300 萬歐元)
跨國企業	Generali	市場一致、隨機	1,000	是	未揭露
跨國企業	Prudential plc	隨機	未揭露	是	未揭露
印度	Aditya Birla Sun Life	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露
印度	ICICI Prudential Life	隨機	未揭露	未揭露	是 (2023 年為 4,000 萬印度盧比)
印度	HDFC Life	未揭露	未揭露	未揭露	是 (2023 年為 13.1 億印度盧比)
印度	SBI Life	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露
印度	Kotak Life	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露
印度	Max Life	隨機	5,000	未揭露	未揭露
日本	Daido Life	隨機	5,000	是	是 (579 億日元)
日本	Dai-ichi Life	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露
日本	Dai-ichi Frontier Life	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露
日本	Japan Post Insurance Co Ltd	隨機	5,000	是	是 (2,232 億日元)
日本	Neo First Life	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露
日本	LifeNet Insurance	TVOG 為零	未使用	否	設置為 NIL
日本	Medicare Life	隨機	5,000	是	是 (1 億日元)
日本	Meiji Yasuda Life	隨機	未揭露	是	未揭露
日本	MS&AD Aioi Life	隨機	5,000	是	是 (618 億日元)
日本	MS&AD Primary Life	隨機	5,000	是	是 (107 億日元)
日本	Sompo Himawari Life	隨機	1,000	是	是 (176 億日元)
日本	Sony Life	隨機	1,000	是	是 (1,962 億日元)
日本	Sumitomo Life	隨機	5,000	是	是 (560 億日元)
日本	Tokio Marine & Nichido Life	隨機	1,000	是	是 (1,924 億日元)
日本	T&D Financial Life	隨機	5,000	是	是 (57 億日元)
日本	Taiyo Life	隨機	5,000	是	是 (294 億日元)

⁸⁰ 藍色標記表示 2023 年所需的 TVOG 方法資訊尚未揭露，評估是基於 2022 年的揭露。

附錄 G：按地區劃分的亞洲隱含價值總量

圖 94：按公司劃分的亞洲隱含價值總量 (百萬美元^{81 82})

類型	公司	保 單 類 型	中 國	港 澳 臺	印 度	日 本	韓 國	亞 細 亞 區 東 南 亞	新 加 坡	香 港	泰 國	印 尼	菲 律 賓	越 南	未 分 配	總 和
跨國企 業	AIA	TEV	13,526	26,306	-	-	-	3,232	7,373	-	8,617	-	-	-	8,393	67,447
	AXA	SII/EEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FWD	TEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,682	5,682
	Generali	MCEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Great Eastern	TEV	-	-	-	-	-	3,781	9,345	-	-	-	-	-	-	13,125
	Manulife	TEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20,822	20,822
	Prudential plc	EEV	3,038	17,702	-	-	-	3,709	7,896	-	-	1,509	-	-	7,674	41,528
中國	Zurich	MCEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	China Life	TEV	177,616	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	177,616
	China Pacific	TEV	56,646	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,646
	China Taiping	TEV	31,423	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31,423
	New China Life	TEV	35,297	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	35,297
	PICC Life	TEV	14,297	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,297
	Ping An	TEV	117,086	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	117,086
印度	Bajaj Allianz Life	IEV	-	-	2,607	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,607
	Aditya Birla Sun Life	MCEV	-	-	1,384	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,384
	Canara HSBC Life	MCEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Edelweiss Tokio Life	MCEV	-	-	234	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	234
	HDFC Life	IEV	-	-	5,695	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,695
	ICICI 保誠人壽	IEV	-	-	5,080	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,080
	Kotak Life	IEV	-	-	1,829	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,829
	Max Life	MCEV	-	-	2,339	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,339
	PNB Metlife	IEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Reliance Nippon Life	未揭露	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
日本	LICI	IEV	-	-	87,267	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	87,267
	SBI Life	IEV	-	-	6,990	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,990
	Daido Life	MCEV	-	-	-	17,419	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17,419
	Dai-ichi Life	修正式 MCEV	-	-	-	40,375	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40,375
	Dai-ichi Frontier Life	修正式 MCEV	-	-	-	5,286	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,286

⁸¹ 隱含價值結果已按報告日期的美元匯率進行轉換。

⁸² 藍色標記表示截至本報告資料截止日期，該公司尚未揭露 2023 年的隱含價值結果。

	Japan Post Insurance Co Ltd	MC-EEV	-	-	-	26,201	-	-	-	-	-	-	-	-	26,201
	LifeNet Insurance	MC-EEV	-	-	-	971	-	-	-	-	-	-	-	-	971
	Medicare Life	MC-EEV	-	-	-	2,460	-	-	-	-	-	-	-	-	2,460
	Meiji Yasuda Life	修正式 MCEV	-	-	-	62,578	-	-	-	-	-	-	-	-	62,578
	MS&AD Aioi Life	MC-EEV	-	-	-	6,072	-	-	-	-	-	-	-	-	6,072
	MS&AD Primary Life	MC-EEV	-	-	-	4,754	-	-	-	-	-	-	-	-	4,754
	Neo First Life	修正式 MCEV	-	-	-	991	-	-	-	-	-	-	-	-	991
	Sompo Himawari Life	MCEV	-	-	-	7,687	-	-	-	-	-	-	-	-	7,687
	Sony Life	修正式 MCEV	-	-	-	13,262	-	-	-	-	-	-	-	-	13,262
日本 (續)	Sumitomo Life	MC-EEV	-	-	-	37,871	-	-	-	-	-	-	-	-	37,871
	T&D Financial Life	MCEV	-	-	-	1,014	-	-	-	-	-	-	-	-	1,014
	Taiyo Life	MCEV	-	-	-	7,743	-	-	-	-	-	-	-	-	7,743
	Tokio Marine & Nichido Life	MCEV	-	-	-	8,418	-	-	-	-	-	-	-	-	8,418
馬來西亞	Hong Leong Assurance	TEV	-	-	-	-	-	810	-	-	-	-	-	-	810
新加坡	Singlife	TEV	-	-	-	-	-	-	1,716	-	-	-	-	-	1,716
	國泰人壽	TEV	-	-	-	-	-	-	-	37,118	-	-	-	-	37,118
	凱基人壽	TEV	-	-	-	-	-	-	-	13,926	-	-	-	-	13,926
臺灣	富邦人壽	TEV	-	-	-	-	-	-	-	30,313	-	-	-	-	30,313
	三商美邦人壽	TEV	-	-	-	-	-	-	-	2,984	-	-	-	-	2,984
	台灣人壽	TEV	-	-	-	-	-	-	-	8,423	-	-	-	-	8,423
泰國	曼谷人壽	TEV	-	-	-	-	-	-	-	-	1,983	-	-	-	1,983
	泰國人壽	TEV	-	-	-	-	-	-	-	-	4,692	-	-	-	4,692
越南	Dai-ichi Life Vietnam	TEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,418	-	1,418

* Dai-ichi Life Group、Meiji Yasuda Life 和 Sony Life 被歸類為修正式 MCEV。修正式 MCEV 基於保險公司自己的內部模型方法，他們認為該方法與日本經濟清償能力比率（ESR）方法基本一致，且本質上也與市場一致。ESR 將於 2026 年 3 月正式開始實施。需要注意的是，調整後的 MCEV 並不是一個正式的隱含價值標準，被歸類為修正式 MCEV 方法的公司在方法論上亦存在差異。

附錄 H：匯率

圖 95：報告中使用的匯率

評價日的匯率（兌換為美元）：

貨幣	2024/3/31	2023/12/31	2023/3/31	2022/12/31	2022/3/31	2021/12/31	2021/3/31
加幣	0.7384	0.7551	0.8011	0.7902	0.7955	0.7841	0.7083
瑞士法郎	1.1087	1.1886	1.0856	1.0967	1.0618	1.1308	1.0391
人民幣	0.1385	0.1409	0.1577	0.1574	0.1526	0.1532	0.1412
歐元	1.0811	1.1039	1.1096	1.1377	1.1743	1.2228	1.1024
英鎊	1.2625	1.2732	1.3152	1.3536	1.3798	1.3663	1.2455
港幣	0.1278	0.1281	0.1277	0.1282	0.1286	0.1290	0.1290
印度盧比	0.0120	0.0120	0.0132	0.0134	0.0137	0.0137	0.0133
印尼盾	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
日元	0.0066	0.0071	0.0082	0.0087	0.0090	0.0097	0.0093
韓元	0.0007	0.0008	0.0008	0.0008	0.0009	0.0009	0.0008
馬幣	0.2117	0.2179	0.2378	0.2400	0.2414	0.2486	0.2318
新幣	0.7412	0.7578	0.7386	0.7415	0.7439	0.7566	0.7034
泰銖	0.0275	0.0292	0.0301	0.0301	0.0320	0.0333	0.0306
新臺幣	0.0313	0.0326	0.0349	0.0361	0.0351	0.0356	0.0331
越南盾*	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
美元	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000

* 截至 2024 年 3 月 31 日，越南盾兌美元的匯率為 0.0000402981。

資料來源：<https://www.xe.com>。



Milliman 是全球最大的精算、風險管理和科技解決方案供應商之一。我們的顧問及分析服務涵蓋醫療保健、財產和意外傷害保險、人壽保險和金融服務以及員工福利。Milliman 成立於 1947 年，是一家獨立公司，在全球主要城市設有辦事處。

milliman.com

聯絡我們

鄒朗軒 (Scott Chow)
scott.chow@milliman.com

葉君豪 (Alvin Yeh)
alvin.yeh@milliman.com

Heerak Basu
heerak.basu@milliman.com

Clement Bonnet
clement.bonnet@milliman.com

Shamit Gupta
shamit.gupta@milliman.com

Richard Holloway
richard.holloway@milliman.com

Farzana Ismail
farzana.ismail@milliman.com

Chihong An
chihong.an@milliman.com

Wen Yee Lee
wenyee.lee@milliman.com

Stephen Conwill
stephen.conwill@milliman.com