



VOICE OF AMAC

(2022 年第 3 期，总第 170 期)

中国证券投资基金业协会

2022 年 5 月 17 日

马来西亚雇员公积金计划运作情况及启示

——全球养老金经验研究系列报告之八

【编者按】为充分借鉴吸收全球养老金经验，中国证券投资基金业协会组织行业专家研究撰写了 11 个国家或地区的养老金运作与借鉴报告，本篇《声音》编发马来西亚雇员公积金计划的研究报告。不同于多支柱型养老金体系，马来西亚针对公务员、军人、私营雇员等不同人群，建立了由中央政府集中管理的强制型公积金公共养老金计划。本文主要介绍其中规模最大、影响力最广的雇员公积金计划（EPF）。不同于现收现付制，EPF 采用积累制，雇员与雇主每月强制缴费，中央政府集中管理、年度支付股息，建立起了缴费确定型（DC 型）的中央公积金计划，为雇员提供退休后的收入保障。自 1951 年始建以来，EPF 已覆盖 44.6% 的马来西亚人口，管理规模超过 1 万亿林吉特，是全球最大的养老基金之一。EPF 对我们的启示与借鉴主要包括：第一，采用宣布股息率的收益模式，照顾广泛参与者的接受能力，适应参与者

的风险收益预期；第二，通过基金集中管理，扩大养老保险基金投资运营规模，提高资金使用效率；第三，防范高额的运营投资成本侵蚀长期投资收益。

作为拥有 3272 万人口的东南亚国家，马来西亚 65 岁以上人口占比仅 7.17%，老年人口抚养比仅 10.28%。但是，上述两个指标自 2000 年以来不断提升，随着时间的推移以及人口预期寿命的显著提升，马来西亚将可能面临较为严重老龄化的问题。

不同于其他国家的多支柱型或多层次型养老金体系，马来西亚针对不同人群建立了三个相对独立的公共养老金计划：一是主要通过税收筹款、面向公务员的 DB 型计划，简称 KWAP（Kumpulan Wang Amanah Pencen）；二是面向军人的 DC 型计划，简称 LTAT（Armed Forces Retirement Fund or Lembaga Tabung Angkatan Tentera）；三是面向私营部门雇员、未参加 DB 计划的公务员和自雇人员的 DC 型计划，简称 EPF 或 KWSP（Employee's Provident Fund，Kumpulan Wang Simpanan Pekerja）。公开数据显示，2018 年底 KWAP 规模达 1365 亿林吉特，2019 年底 LTAT 达 98.4 亿林吉特，2020 年底 EPF 达 10033.72 亿林吉特¹。下文将主要介绍规模最大、影响力最广、最具代表性的雇员公积金计划（EPF）的运作情况。

一、马来西亚雇员公积金（EPF）的基本制度安排

马来西亚的雇员公积金（EPF）制度始建于 1951 年，其

¹ KWAP 和 LTAT 不定期公布年度数据，可得最新规模数据分别为 2018 年和 2019 年；EPF 定期公布年度数据，可得最新规模数据为 2020 年。

基本宗旨在于为退休雇员或提前非自愿脱离劳动的雇员设立一项强制性储蓄计划以保护其退休后的收入来源。作为强制缴费 DC 型计划，EPF 由雇主和雇员每月按工资一定比例缴费，缴费金额记入雇员公积金个人账户，雇员退休后可从个人账户提取积累的资金。EPF 每年会向雇员的个人账户支付一次股息，并承诺股息率不低于 2.5%。股息率根据 EPF 总资产的已实现收益率计算，经马来西亚财政部批准后支付。政府对 EPF 的职责仅限于监督和管理，不负责提供财政转移支付。

二、马来西亚雇员公积金（EPF）的负债端管理

（一）EPF 的个人账户设计

EPF 个人账户包括传统账户和伊斯兰教账户两种，后者仅投资于伊斯兰教义资产。雇员在不同年龄拥有不同的账户。55 岁之前，EPF 个人账户分为账户 1 和账户 2，账户 1 类似于养老金个人账户，纳入缴费金额的 70%，不可提前提取；账户 2 类似于医保、公积金账户，纳入缴费金额的 30%，可提前提取。当账户 1 余额高于最低储蓄要求（表 1）时，雇员每 3 个月可将部分超额储蓄转移至雇员投资计划（Members Investment Scheme, MIS），由指定的单位信托管理公司和资产管理公司投资以提高收益。年满 55 岁后，帐户 1 和帐户 2 合并为 Akaun 55 账户，可随时提取；并新增 Akaun Emas 账户用于缴费。年满 60 岁后，Akaun 55 和 Akaun Emas 合并，可全部提取。

表 1 EPF 账户 1 的最低储蓄要求

年龄	基本储蓄 (林吉特)	年龄	基本储蓄 (林吉特)	年龄	基本储蓄 (林吉特)	年龄	基本储蓄 (林吉特)
18	2000	28	27000	38	74000	48	154000
19	4000	29	31000	39	80000	49	164000
20	6000	30	35000	40	86000	50	175000
21	8000	31	39000	41	93000	51	187000
22	10000	32	43000	42	101000	52	199000
23	13000	33	47000	43	108000	53	212000
24	15000	34	52000	44	116000	54	226000
25	18000	35	57000	45	125000	55	240000
26	21000	36	62000	46	134000		
27	24000	37	68000	47	144000		

资料来源：EPF 官网。

(二) EPF 的缴费要求

EPF 的缴费方式包括强制缴费和自愿缴费两种。一方面，EPF 属于国家强制储蓄型社会保险，雇员和雇主需以雇员工资为基础，各自向 EPF 强制缴纳一定比例的金额。不同身份、不同年龄阶段、不同收入水平的雇员，其雇主的缴费比例不同；马来西亚人、永久居民的雇主缴费比例远高于非马来西亚人；60 岁以下的合计缴费比例远高于 60 岁以上的缴费比例，前者最高可达 22%，后者最高仅为 11%；月薪越高的雇员，雇主缴费比例越低。

另一方面，EPF 在规定强制缴费最低缴费金额的同时，还允许雇员和雇主在强制缴费的基础上自愿缴费，即申请提高缴费金额、家庭成员间互相缴费或者未受雇员工自行缴费等。自愿缴费规定了缴费上限，例如，符合一定年龄的父母与孩子、夫妻等家庭成员之间可以进行账户的相互充值，每年上限 6 万林吉特；未受雇员工在注册成为 EPF 成员后也可以选择自行缴费，每年上限也为 6 万林吉特。

受外部市场、经济形势等因素影响，EPF 雇主与雇员的

缴费比例曾经历过多次调整。1952年至1975年，雇主和雇员的缴费比例均为5%，后来逐步提高。自1993年起，雇主缴费比例维持12%不变，而雇员缴费比例会随着经济、社会情况灵活调整，如2009年受美国次贷危机、全球经济下滑影响，为提高雇员可支配收入拉动国内消费促进经济发展，EPF将雇员的缴费率由11%下调至8%，新缴费率有效期为2年，到期后若雇员愿意可继续按11%缴费。2020年4月为应对新冠疫情带来的冲击，EPF将雇员的缴费比例由11%下调至7%。2021年1月起，EPF雇员的法定缴费比例调整为9%。

(三) EPF的领取要求

EPF的领取并不以退休为唯一判断条件，雇员在退休前可根据退休提款、住房提款、医疗提款、教育提款、投资提款、残疾和死亡提款、离开国家提款等各种需求自行支取。

EPF的提款分为部分提款和全额提款两种。部分提款主要指在雇员年满50岁后可全部或部分提取账户2的储蓄满足养老需求，或在55岁之前因置业、教育、健康等需求提取账户2储蓄；全额提款指雇员因退休、失能、死亡或者放弃马来西亚国籍等事项提取全部余额。

雇员在缴费和领取环节均可享受税收优惠。缴费时每年可享受最高4000林吉特的税收抵扣；领取时无需缴纳个人所得税，投资回报也可免税。

(四) EPF的宣布股息率

EPF每年需按其宣布的名义股息率将股息分派到雇员的个人账户中。为实现雇员个人账户资产的稳定增值，EPF承诺每年至少宣布2.5%的名义股息率，并且连续三年宣布至

少 2% 的通货膨胀调整后实际股息率。

EPF 每年根据利润表中的“已实现收益/损失”，即实盈实亏确定名义股息率，并报马来西亚财政部批准。2010-2020 年，EPF 的名义股息率与已实现收益率较为贴近，仅略低于已实现收益率。EPF 名义股息率基本维持在 5-7% 的水平，远高于 EPF 承诺的 2.5% 的水平。

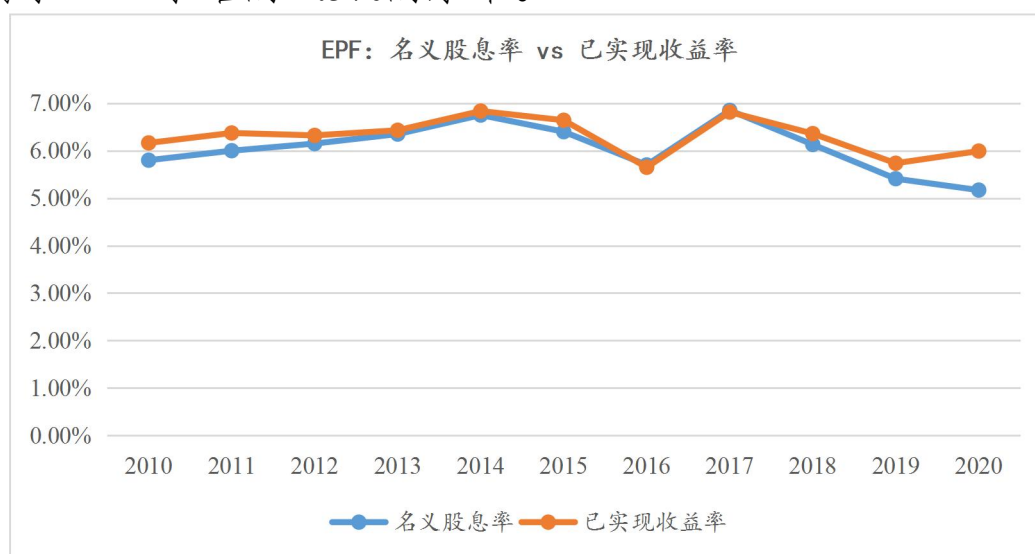


图 1 EPF 名义股息率和已实现收益率

资料来源：EPF 年报，天弘基金整理。

(五) EPF 的支付与流动性压力

EPF 的资金流入主要来自于雇员缴费，流出则主要为雇员各项领取。另外，EPF 每年分派的股息也应当视为个人账户的资产流入，计入资产规模中。

过去 16 年，EPF 总资产规模快速提升，剔除累计结余和储备项（Cumulative Surplus and Reserves）后的资产规模从 2005 年末的 2638.28 亿林吉特（约合当前 4009 亿人民币），快速上涨到 2020 年末的 9844 亿林吉特（约合当前 1.49 万亿人民币），平均增速达 9.21%。

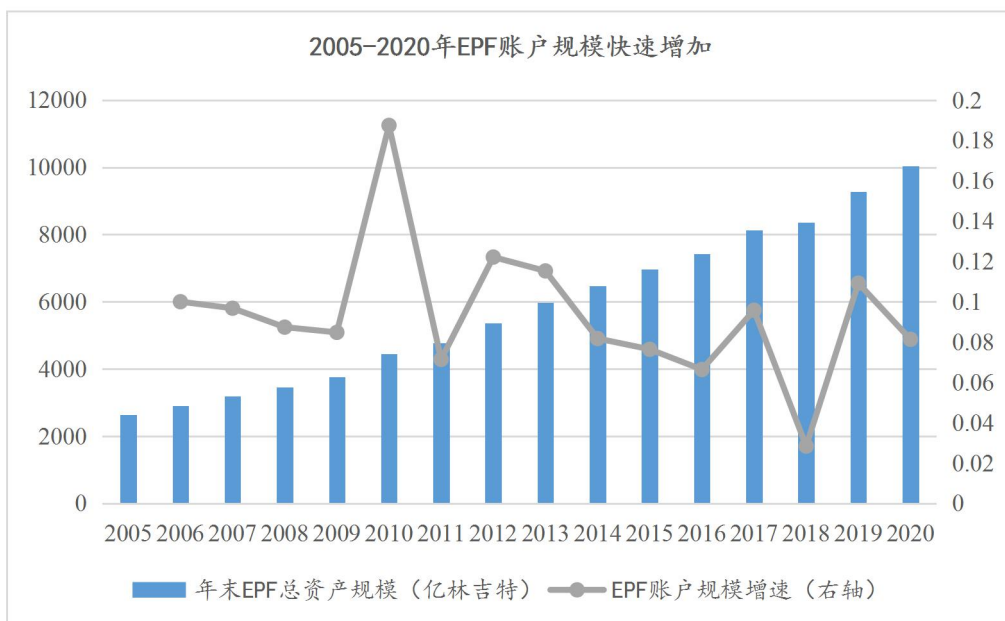


图2 EPF 账户规模变动情况

资料来源：EPF 年报。

2005 年以来，EPF 每年缴费收入及股息收入远高于各项领取的总规模，故而 EPF 目前应对领取的支付和流动性压力不大。值得注意的是，虽然 EPF 每年的名义股息来源于利润表中的“已实现收益/损失”，即实盈实亏，但 EPF 资产中还包括“未实现收益/损失”（浮盈浮亏），在考虑流动性压力时，还需考虑浮盈浮亏对 EPF 资产质量的影响。

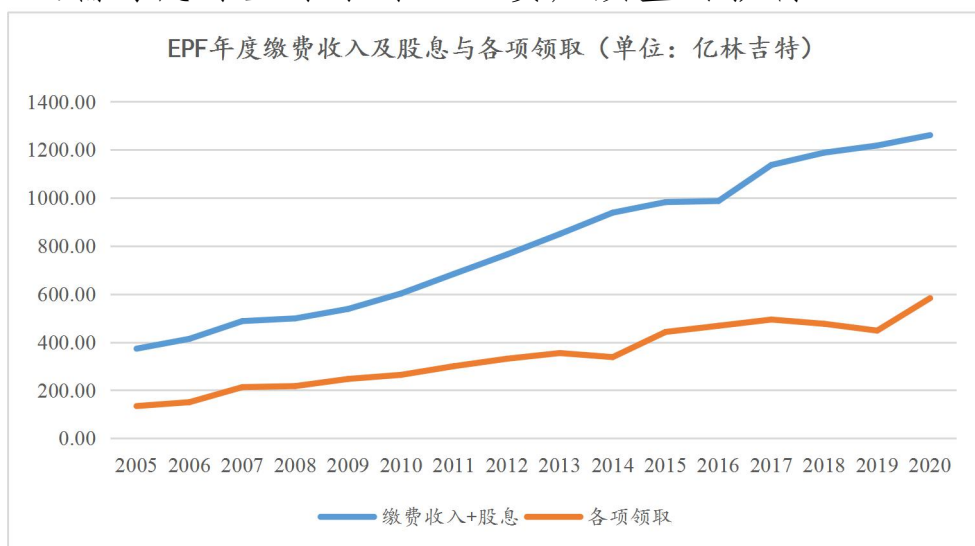


图3 EPF 缴费与领取情况 (考虑投资收益)

资料来源：EPF 年报。

目前来看，EPF “未实现收益/损失”的绝对值相对于

EPF 缴费及股息收入较小。虽然 2018 年出现了较大的浮亏，但 2019 年扭亏为盈。因此，在短期内未实现损失对 EPF 资产质量影响较小，但仍需持续关注，防范出现巨大未实现损失带来的黑天鹅事件。

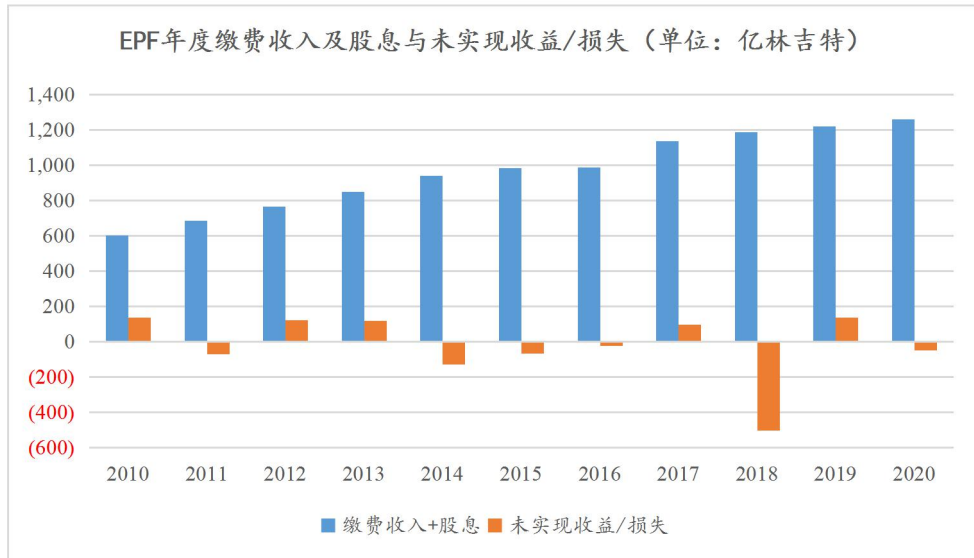


图 4 年度收入与未实现收入损益

资料来源：EPF 年报。

三、马来西亚雇员公积金（EPF）的投资端管理

（一）EPF 的组织架构及运营机制

EPF 由马来西亚财政部领导，下设董事会及投资小组负责 EPF 的监督与运营。董事会和投资小组的全体成员均由马来西亚财政部长任命，任期两年。根据 1991 年《雇员公积金法》，EPF 董事会成员由政府代表、雇主代表、雇员代表及专业人士等人员构成，以充分代表各行业、种族和性别的利益，但最多不超 20 人。

EPF 董事会的职责包括监督 EPF 的运营、确定关键风险领域、采取适当措施管理风险以及审查内部控制系统的充分完整性等。董事会通过高级管理层实现对 EPF 战略规划和日常运营的管理，并通过外部审计师和顾问的尽职调查实现对

公司治理和日常经营的监督。EPF 投资小组负责对投资开展战略指导，根据现行准则制定风险控制政策、决定资产配置、批准投资活动等。EPF 董事会下设审计委员会、董事会风险管理委员会、财务与发展委员会、战略委员会、人力委员会、董事会纪律委员会、董事会纪律上诉委员会、采购委员会等 8 个委员会。投资小组下设投资管理委员会、投资小组风险委员会，各委员会按职责分别负责监督与组织运营等有关事项。EPF 每两年会聘请外部独立的专业机构对董事会、投资小组及其下设各委员会的工作进行评估。

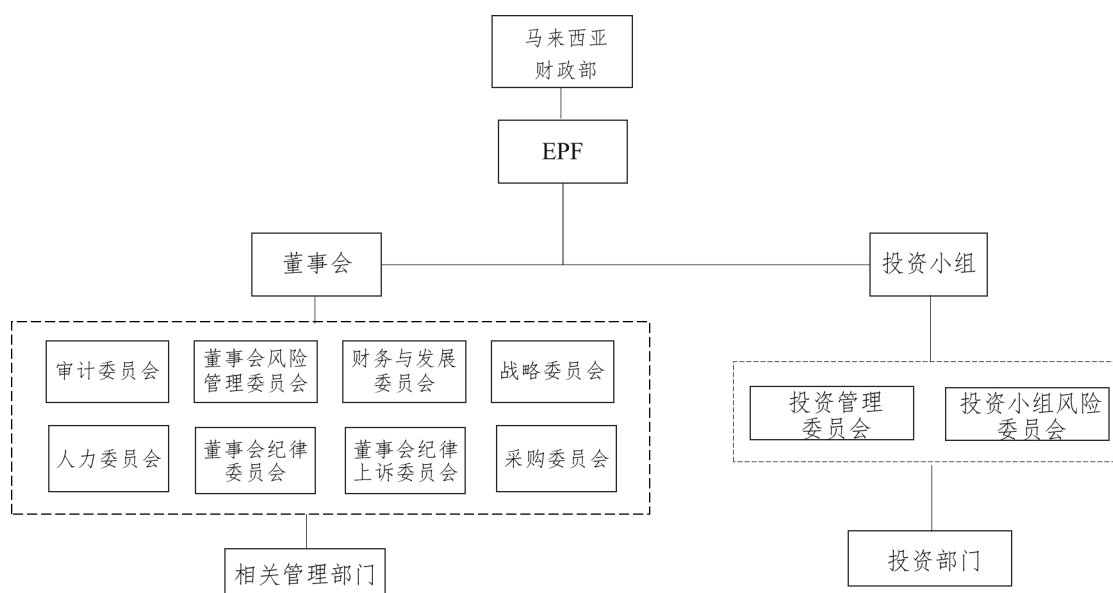


图 5 EPF 组织架构图

资料来源：根据 EPF 年报整理。

（二）EPF 的投资目标及收益情况

EPF 的投资理念是通过可持续投资实现长期价值，帮助成员实现更美好的未来。为此，EPF 设定两个长期投资目标：一是维护并提高缴费的资本价值，二是在可承受的风险范围内长期保持稳定的收益。过去十年，EPF 已实现收益率较为稳健，均在 5-7% 之间波动。

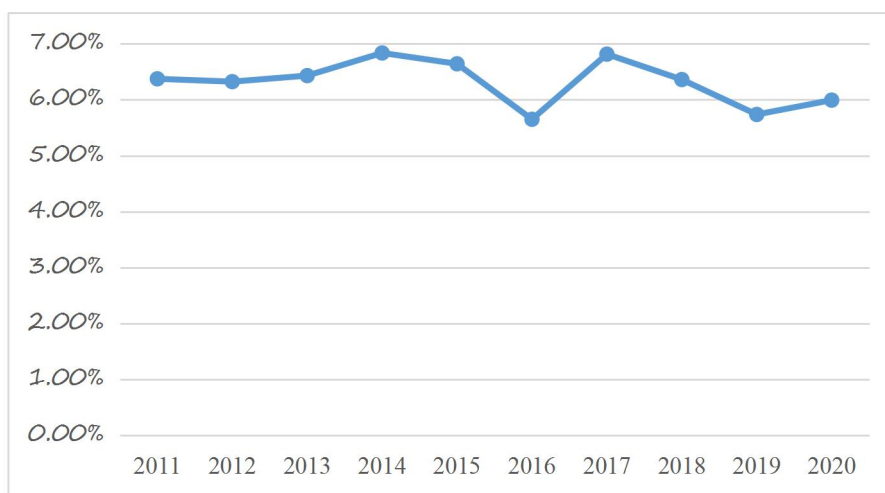


图6 EPF 已实现收益率

资料来源：EPF 年报。

(三) EPF 的资产配置

EPF 在战略资产配置下，结合全球化多元化的细分资产配置实现风险的分散和收益的提升。

战略资产配置方面。EPF 根据市场情况、法规要求、会计政策和投资限制等因素进行战略资产配置，在可承受的风险范围内提升 EPF 的长期投资回报。图 7 展示了 2016 年审核通过，2017-2019 年期间生效的 EPF 战略资产配置²。EPF 战略资产配置中的各类资产均具有不可替代的作用：固定收益工具是投资组合的基础，通过支付利息来提供稳定的收入，从而保障会员的储蓄；股票资产为投资组合提供增强回报，从而提供超过通胀的收益实现资产的增值；房地产和基础设施投资组合通过租金收入和资本增值对冲通胀；货币市场工具满足 EPF 的日常提款和运营支出。2019 年 EPF 对 2020 年至 2022 年的战略资产配置进行了有效期审查。

² 2016 年审核通过的资产配置方案，在 2017-2019 年生效执行；2020 年年报中未披露最新资产配置方案，故下文对 2016 年审批通过的资产配置方案进行分析说明。

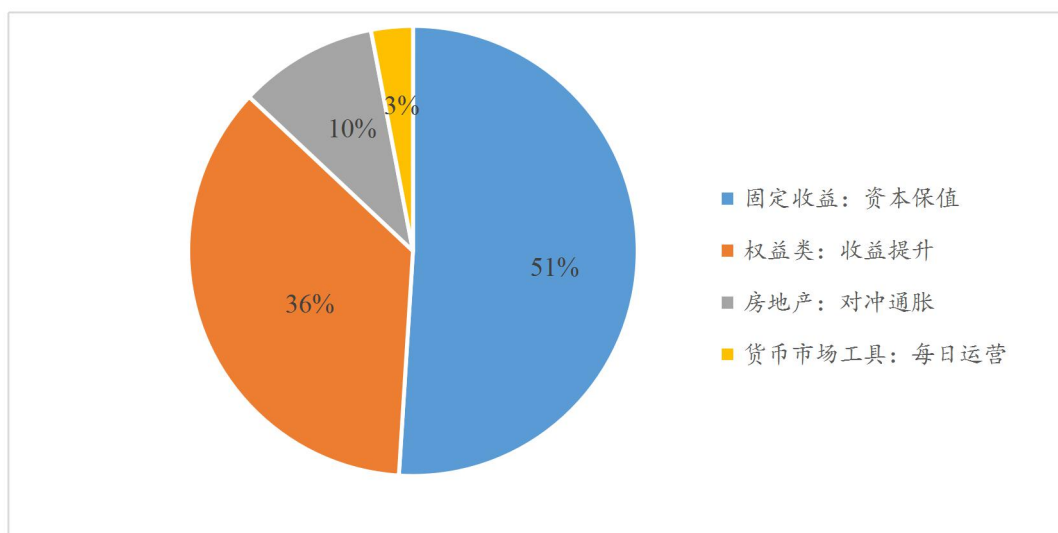


图7 EPF 战略资产配置 (2017-2019)

资料来源：EPF 年报。

全球资产配置方面。EPF 在 40 个国家及地区通过 28 种货币开展投资。截至 2020 年 12 月 31 日，海外投资约占 EPF 当年总投资的 35.14%，海外投资收入占总投资收入的 49.80%，在 2020 年，海外投资回报率为 8.64%，国内投资回报率为 5.02%。

细分资产配置方面：一是债券和贷款，尽管每年都有许多债券到期和贷款还款，但由于 EPF 还在不断收到新的缴费资金，故仍会大量认购债券和贷款。二是权益资产，EPF 主要投资于国内外上市股票和私募股权。EPF 每月收到的净缴费使 EPF 可以在估值具有吸引力时抓住机会投资股票。三是货币市场工具，包括定期存款、商业票据和其他短期性质的工具，为提升收益，在满足日常会员提款、行政支出后 EPF 将货币市场工具的持仓降至最低。四是房地产和基础设施，主要通过联营公司和子公司进行投资并获取股息收入，由于该类股息收入高于固定收益的利息收入，EPF 将不断提高该类资产的敞口。

（四）EPF 投资中的 ESG 实践

EPF 一直将环境、社会和治理因素（ESG）纳入其尽职调查和投资决策过程中以加强风险管理。EPF 采用负面标准排除那些被认为不道德的投资标的，比如酒精、烟草、赌博、武器和核能行业主体发行的证券；主动行使股东权利积极为其投资标的提供关于社会和道德问题的解决方案。EPF 还要求交易所经营者、指数提供者、基金经理及证券研究员挖掘环保产品和对社会负责的投资机会。EPF 致力于投资绿色融资和绿色债券，为可再生能源、清洁运输、废物管理基础设施、建筑建设、水土使用等环保项目筹集资金。由于马来西亚绿色工业尚未达到规模经济，EPF 需要一段时间才能对该市场进行较大规模的投资。EPF 已正式加入联合国负责任投资原则组织（UN PRI），共同致力于建立可持续的金融体系以创造长期价值。

（五）EPF 的投资组合

一是按估值方法划分的大类资产配置。根据马来西亚财务报告准则（MFRS）和 EPF 年度财务报告，按估值方法对 EPF 所持有的大类资产进行了划分（表 2）。其中，固收资产可划分为按摊余成本法估值与按公允价值估值两种，前者主要包括马来西亚政府债券、政府投资发行（Government Investment Issues）、私募债、商业票据、大马再抵押机构证券（Cagamas Securities）、伊斯兰债券（Islamic Bonds）、大额定期存单、可转换优先股等，后者主要包括马来西亚国内债券、海外债券和私募债券等。

表 2 EPF 大类资产按估值方法划分

大类资产	财务报表项目	计量方法
投资性地产和基础设施	投资性物业 (Investment Properties)	主要为摊余成本法, 计提减值损失
	子公司 (Investment In Subsidiaries)	
	关联公司 (Investment In Associates)	
	合资企业 (Investment in Joint Ventures)	
HTM/AC 固收资产	2017 年之前 (MFRS 139): 持有至到期的投资 (Investment Assets Held-To-Maturity) 2018 年及之后 (MFRS 9): 以摊余成本计量的金融资产 (Investment Assets At Amortised Cost)	摊余成本法, 计提减值损失
FVOCI/AFS 固收资产	2017 年及之前 (MFRS 139): 可供出售金融资产 (Financial Assets Available-For-Sale) 2018 年及之后 (MFRS 139): 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益金融资产 (Financial Assets At Fair Value Through Other Comprehensive Income)	公允价值法
FVOCI/AFS 权益资产		公允价值法
FVTPL 衍生品资产	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (Financial Assets At Fair Value Through Profit Or Loss)	公允价值法
贷款等	贷款和应收款项 (Loans, Advances And Financing)	摊余成本法, 计提减值损失
在金融机构的存款	金融机构存款 (Deposit With Financial Institutions)	摊余成本法, 计提减值损失
现金类资产	现金和银行余额 (Cash And Bank Balances)	——

资料来源: EPF 年报。

过去 10 年, EPF 大部分资产配置于以摊余成本法估值的 HTM/AC 固收资产和以公允价值估值的 FVOCI/AFS 权益资产, 两者 2020 年占比分别达 28%和 35%; 以公允价值估值的 FVOCI/AFS 固收资产、投资性地产和基础设施的占比不断提升, 2020 年占比分别为 10%和 11%; 贷款的占比不断下降, 2020 年占比 5.21%。从大类资产配置来看, EPF 约 50% 的资产配置于固收资产, 同时约 10%配置于投资性地产和基础设施, 这既符合其战略资产配置, 同时也为 EPF 收益和分红的稳定性提供了保障。

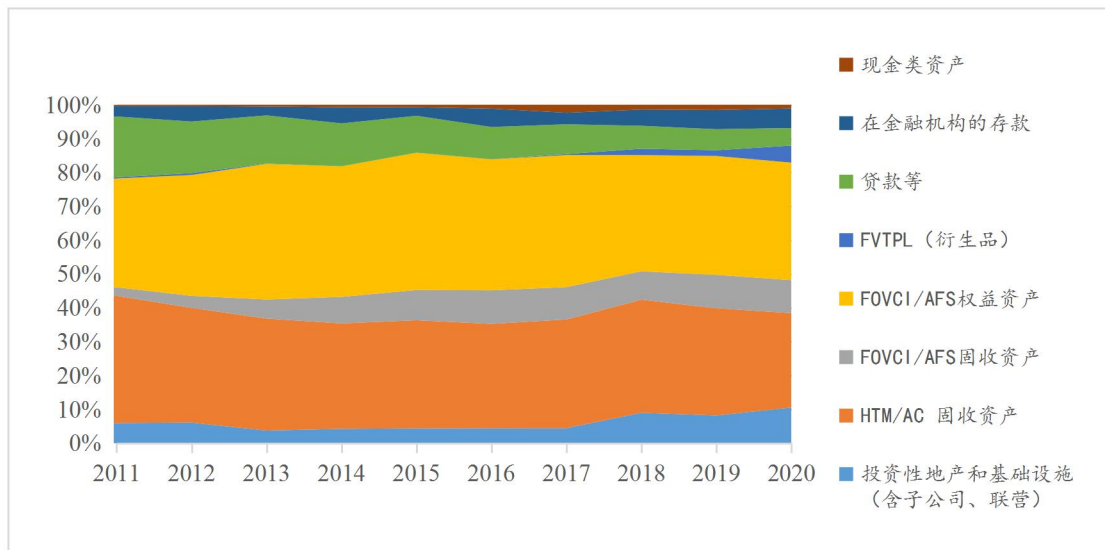


图8 按不同估值方法划分的EPF大类资产配置（2011-2020）

资料来源：EPF年报。

二是国内外投资比例。2011年以来EPF海外资产的配置比例不断提升，FVOCI/AFS项下的海外资产从2011年的31.34%提升至2020年的54.56%。其中，海外权益资产不断提升，从2011年的28.73%提升至2020年的46.15%。

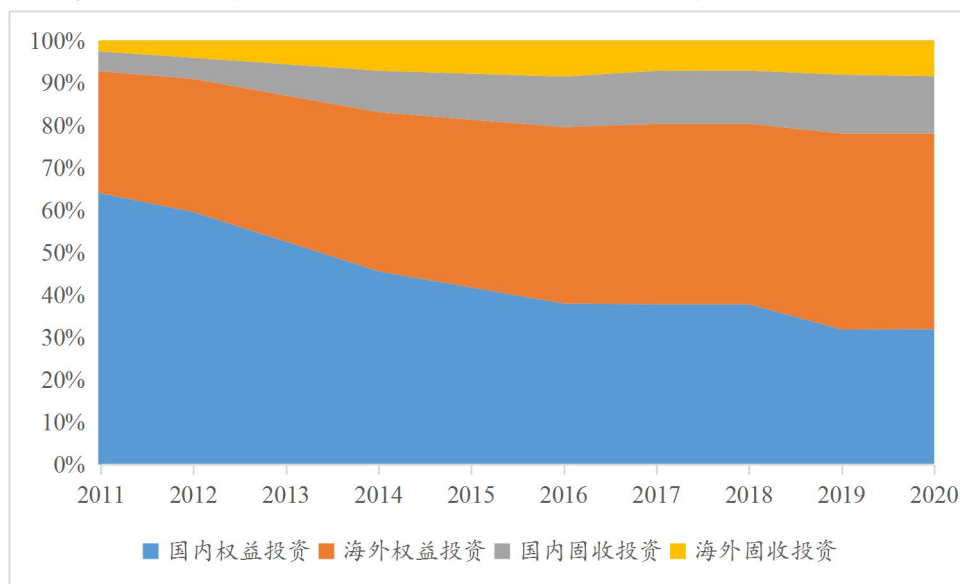


图9 FVOCI/AFS项下境内外资产配置

资料来源：EPF年报。

截至2020年，EPF海外股票资产主要投资于美国、欧洲（不含英国）、中国香港、新加坡、日本、韩国等地区。提升海外资产配置比例，有利于EPF分散国内投资风险，尤

其是把握海外优质权益资产带来的投资收益。

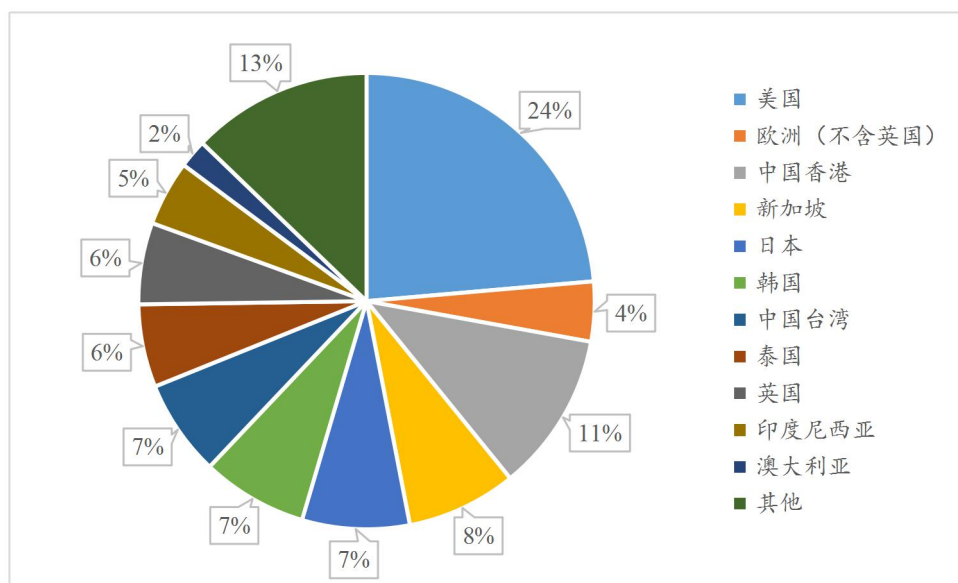


图 10 EPF 海外股票地区分布

资料来源：EPF 年报。

三是自营与委托的投资比例。EPF 主要将 FVOCI/AFS 项下的权益和固收资产委托给外部投资。2011 年以来，FVOCI/AFS 项下权益资产的委外比例维持在 20% 上下，但固收资产的委外比例大幅下降，从 2011 年的 100% 下降至 2020 年的 43.92%。由于固收资产在 FVOCI/AFS 项下占比较低，故对合计委外比例的变化影响极小，FVOCI/AFS 项下权益固收合计委外比例维持在 23%-31% 之间。EPF 不断提高的内部管理能力是固收委外比例大幅下降的原因：2011 年，摊余成本法下的固收资产全部为 EPF 内部管理，公允价值法下的固收资产基本上全部委外管理；2011 年之后，EPF 为提升内部管理能力，不断降低公允价值法下的固收资产，故而 FVOCI/AFS 项下的固收资产过去 10 年委外占比下降超过一半。

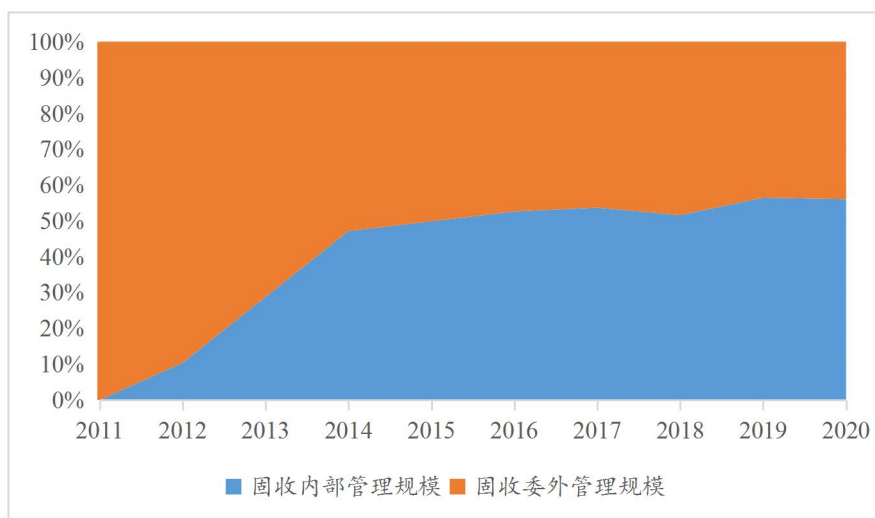


图 11 EPF FOVCI/AFS 项下固收资产委外比例大幅下降
资料来源：EPF 年报。

(六) EPF 的风险管理

EPF 构建了由三道防线组成的风险治理结构。第一道是董事会风险管理委员会和投资小组风险委员会制定并发布风险管理的关键政策。第二道是高管层面制定和批准总体流程，并由风险管理部和合规部负责风险监督和管理，确保风险策略的执行实施。第三道是加强日常投资和中后台等一线工作人员风险管理的合规性要求。从风险类型来看，EPF 投资风险管理包括投资风险管理、市场风险管理、信用风险管理、流动性风险管理四个方面。

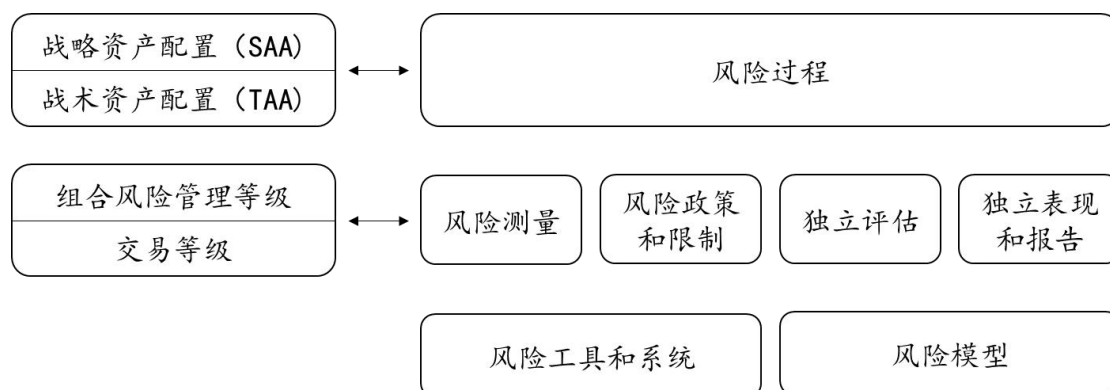


图 12 投资风险管理框架

资料来源：EPF 年报。

投资风险管理提供了预测和管理投资组合中现有和潜

在风险的方法。市场风险方面，EPF 通过对所投资公司、国家和行业集中度的限制、风险价值（VaR）、久期限制、跟踪误差、收益和波动率的回测、压力测试等方法，定期报告利率、外汇和股票等资产的市场风险，确保风险敞口在 EPF 风险承受能力之内；信用风险方面，EPF 通过信用风险限额（包括公司集中度和交易对手敞口）、信用风险价值（CVaR）、债务人的内部信用评级或违约概率等手段，来防控固收和房地产投资中的信用风险；流动性风险方面，EPF 通过每日监控现金流量，预测连续 12 个月的现金流，将 3% 的资产配置于现金和短期投资工具，限制公司、行业和资产类型的集中度、监控资产和负债的到期情况等方法来管理。

（七）EPF 的估值体系

EPF 根据马来西亚财务报告准则（MFRS）、1991 年《雇员公积金法》（第 452 号法）和 2016 年《公司法》的要求编制财务报表，并需将财务报表提交董事会审议批准。其主要会计政策摘要如下：

一是 2018 年 12 月 31 日及之后 MFRS9 中金融资产计量方法。根据 MFRS9，对于报告期在 2018 年 12 月 31 日及以后的金融资产，将分为以摊余成本（Amortised Cost, AC）计量、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（Fair Value Through Other Comprehensive Income, FVOCI）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（Fair Value Through Statement Of Profit Or Loss, FVTPL）三类。以债权资产为例，可根据其现金流量特征和管理模式分别归入上述三类金融资产，并按不同方式进行确认和计

量：一是以摊余成本（AC）计量的债权资产，按实际利率法进行摊销、计提利息收入。二是以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）的债权资产，其公允价值的变化计入其他综合收益，利息收入和汇兑损益计入当期损益。另外，该类债权资产的利息收入按实际利率法计算。如债权资产出现减值，减值损失冲减其他综合收益，不影响当期损益。三是以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）的债权资产，其公允价值的变动均计入损益表下的总投资收入，持有资产带来的利息计入损益表的利息收入中。

表 3 2018 年 12 月 31 日及之后 MFRS9 下债权和股权工具分类和计量

计量方法	EPF 的资产类别
以 AC 计量	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 以AC计量的固收投资工具（马来西亚政府证券、政府投资发行（Government Investment Issues）、其他债券、私人债券）； ✓ 贷款和应收款项； ✓ 应收账款； ✓ 存款和预付款； ✓ 金融机构存款； ✓ 现金和银行余额。
以 FOVCI 计量	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 全球固定收益投资工具； ✓ 在初始确认时不可撤销地指定为非交易性资产的股权工具。
以 FVTPL 计量	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 不符合AC或FVOCI标准的债权工具； ✓ 以及以交易方式持有的债权工具和衍生工具； ✓ 股权工具。

资料来源：EPF 年报。

二是 2018 年 12 月 31 日之前 MFRS139 的金融资产计量方法。根据 MFRS139，EPF 按照投资意图将金融资产分为：持有到期金融资产（Investment Assets Held-To-Maturity，HTM）、可供出售金融资产（Financial Assets Available-For-Sale，AFS）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（Financial Assets At Fair Value Through Profit Or Loss，FVTPL）、贷款和应收款项、应收账款 5 类。其中，对于持有到期（HTM）的金融资产，使用实际利率法

以摊余成本法计量。如果持有到期（HTM）的金融资产被出售，则该金融资产所在的整个类别将被重新分类为可供出售（AFS）的金融资产。对于以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），其公允价值变动将在损益表中确认。

表4 2018年12月31日之前 MFRS 139 下金融工具分类和计量

计量方法	EPF 的资产类别
持有到期 (HTM)	主要为固定收益投资工具，如马来西亚政府证券、政府投资发行、其他债券和私人债务证券。
可供出售 (AFS)	(内部和委外) 国内和全球股权投资工具，包括上市和未上市股票；国内和全球固定收益投资工具。
FVTPL	以交易目的持有的金融资产；衍生工具。
贷款及应收款项	员工贷款：房屋贷款计划、车辆贷款计划、个人贷款计划；子公司的资本预支款。
应收账款	应收账款。

资料来源：EPF 年报。

(八) EPF 的成本管理

EPF 的成本主要包括运营成本和投资成本，其中运营成本占 EPF 管理规模的比例在 0.14%-0.22% 之间，投资成本占 EPF 管理规模的比例在 0.04%-0.12% 之间，总成本合计 0.22%-0.28%。

由于员工数量较多，EPF 的运营成本一直偏高。EPF 拥有 4 个办事处、68 个分支机构，5800 多名员工，庞大的组织机构和员工数量带来了较高的人员成本，薪酬福利和人员成本几乎占据了运营成本的 6-8 成，这也使得运营成本相对管理规模的比例在较长时间内维持在 0.17%-0.22% 的较高水平。

表 5 EPF 运营成本和薪酬福利和人员成本

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
薪金、津贴和人员费用占运营成本比例	75.01%	75.40%	80.67%	75.82%	74.42%	76.75%	72.81%	59.89%	66.47%	67.95%
运营成本占规模比例	0.14%	0.15%	0.17%	0.18%	0.17%	0.18%	0.19%	0.22%	0.17%	0.20%

资料来源：EPF 年报。

受外部基金经理费用和全球投资税上涨影响，EPF 的投资成本大幅上升。EPF 的投资成本包括外部基金经理费用、全球投资税和托管费三大类。受 EPF 海外投资占比不断提升影响，外部基金经理费用和全球投资税快速增加，过去 10 年绝对值涨幅分别达到了 1.79 倍、43 倍，带动 EPF 总投资成本逐年上升，期间绝对值涨幅高达 5 倍，投资成本占管理规模的比例也从 2011 年的 0.04% 上涨至 2020 年的 0.11%。

表 6 各项费用占运营成本比例（单位：百万林吉特）

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
外部基金经理费用	372.30	309.60	304.33	309.98	276.73	282.09	251.05	198.41	155.52	133.53
全球投资税	610.94	610.16	247.34	102.78	91.53	67.68	55.75	80.41	22.57	13.83
托管费	64.00	56.51	52.28	48.33	43.75	46.81	33.17	36.19	27.68	19.56
投资成本	1098.39	1064.40	685.67	527.49	465.38	460.27	362.48	330.09	225.89	174.78
投资成本占管理规模比例	0.11%	0.12%	0.08%	0.07%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.05%	0.04%

资料来源：EPF 年报。

四、马来西亚雇员公积金（EPF）对我国的启示与借鉴

不同于多支柱型养老金体系，马来西亚针对公务员、军人、私营雇员等不同人群，建立了由中央政府集中管理的强制型公积金公共养老金计划。不同于现收现付制，在面向广泛的私营公司雇员和自雇人员时，马来西亚采用积累制，通过雇员与雇主的强制性储蓄，并通过中央政府集中管理、年度支付股息的模式，建立缴费确定型（DC 型）中央公积金计划，为雇员提供退休后的收入保障。自 1951 年始建以来，经过近 70 年的发展，截至 2020 年马来西亚雇员公积金计划 EPF 已覆盖 45.5% 的马来西亚人口，会员人数高达 1489 万，

管理规模达 10033 亿林吉特（约合当前 1.52 万亿人民币），已成为全球最大的养老基金之一。总结其制度设计与运作经验，对我国形成如下几点启示与借鉴：

（一）采用宣布股息率的收益模式，照顾广泛参与者的接受能力，适应参与者的风险收益预期

虽然为积累制，EPF 没有采用净值型而是采用宣布股息率的方式确定雇员个人账户的投资收益。同时，EPF 承诺每年至少宣布 2.5% 的名义股息率，但 2010 年以来，EPF 每年实际向雇员派发了高达 5%-7% 的股息率。这种做法对于覆盖了马来西亚最广泛人群的 EPF 来说，有利于照顾到广泛参与者对公积金投资收益稳定的要求，有利于稳定雇员对账户收益的预期，降低投资收益波动对雇员参与积极性的不利影响。

我国人口众多，由于知识结构、认知水平、投资经验的差异，大多数居民的投资行为尚不成熟，风险承受能力较低，对养老金的收益要求更加注重稳定性和安全性。净值型产品的波动较大，一旦出现净值较大回撤，有可能对大多数居民的参与积极性造成不利影响。建议研究宣布股息率或宣布收益率的养老创新产品，照顾广泛参与者的接受能力，为其提供与其当前风险承受能力相适应的产品选择。

（二）通过基金集中管理，扩大养老保险基金投资运营规模，提高资金使用效率

EPF 实行中央集中管理机制，公积金管理局对缴费、派息、领取及投资进行统一管理，归集的基金除应对领取以及支付相关费用开支外，均进行市场化投资运营，以实现保值

增值。

我国基本养老保险之前较长一段时间内统筹层次较低，结余资金分散在各省管理，且未实现市场化投资运营。2015年《基本养老保险基金投资管理办法》出台以来，部分省份逐渐将结余部分向全国社保理事会进行委托并展开市场化投资运营，实现了年均6.89%的投资收益率。但总体投资规模相对整体结余资金较小，目前我国社会保险基金滚存结余4.8万亿³，但到账投资金额仅1.09万亿（2021年二季度），其余部分仍沉淀在地方，长此以往将难以实现社会保险基金的整体保值增值。随着全国统筹的逐步推进，中央与地方职责理顺，建议可以借鉴EPF的中央集中管理机制，由中央对基金收支后的结余统一进行投资管理，最大化基金使用效率，扩大基本养老保险基金的投资运营规模，提高基金的支付能力。

（三）防范高额的运营投资成本侵蚀长期投资收益

由于办事机构和员工数量较多、海外投资不断增加、外部基金经理费用和全球投资税上涨等原因，EPF的运营投资成本一直处于较高水平。过去十年，成本占其管理规模的比例在0.21%-0.28%之间波动。按33年的退休储蓄积累年限计算，EPF如每年成本占管理规模的比例平均为0.25%，则33年后EPF的总成本将达7.9%，即扣除成本后的投资收益将只有原来的92.1%。故而，对于养老金这类长期积累型基金，需要防范高额的运营投资成本对产品收益的侵蚀。

以马来西亚EPF所面对的成本控制问题为鉴，我国在进

³ 2022年2月国务院新闻办举行的新闻发布会上公布数据，目前全国社保基金滚存结余4.8万亿元，可支付月数在14个月以上。

行养老金管理的过程中需注重成本控制。如在基本养老保险、企业年金、职业年金管理中注重有效管理支付给外部管理人的成本费用，适时降低高管理费且业绩表现不佳的组合比例，配置相对较低管理费的组合（比如指数型产品）作为替代，降低委外成本；在海外投资中，注重考虑全球投资税对养老金收益的影响。对于第三支柱个人养老金，建议针对不同种类的养老金融产品，从监管层面制定统一的费率标准，防范较高的费率对持有人长期利益的侵蚀。

参考文献：

- [1] Employees Provident Fund Act 1991.
- [2] Employees Provident Fund Board Annual Report, 2009—2020.
- [3] Laws of Malaysia Act 662 Retirement Fund Act 2007.
- [4] Mamunur Rashid and William Kong Choon San. Employee Provident Funds' Market Performance: The Case of Malaysia. Springer Nature Switzerland AG 2019.
- [5] Mukul G. Asher .Pension reform, capital markets and corporate governance in Malaysia.2001. Journal of Financial Regulation and Compliance.
- [6] Nurhisham Hussein. The Malaysian Pension System. Nomura Journal of Asian Capital Market 2019 Vol3/No.2.
- [7] R.Thillainathan.MALAYSIA:Pension & Financial market Reforms and Key Issues on Governance.2004-02.
- [8] 吕鏗芹,周伟岷,车思涵.东亚、东南亚国家养老金体系的比较研究.西南交通大学学报(社会科学版),2016,17(03):63-71.
- [9] 郑秉文.中央公积金投资策略的经验教训.辽宁大学学报:哲学社会科学版,2004, 032(001):107-121.

【本文由天弘基金管理有限公司朱海扬、徐晓晖、王璐、刘智供稿，中国证券投资基金业协会范文艺、胡刚伟审校】