

声音

VOICE OF AMAC

(2021 年第 1 期，总第 160 期)

中国证券投资基金业协会

2021 年 4 月 6 日

ESG 投资在养老金投资中的国际借鉴

【编者按】近年来，ESG 投资理念在全球快速兴起，并在国际资管行业逐渐成为一种主流的投资理念和投资策略。从海外投资实践来看，ESG 投资注重长期价值，非常符合养老金等长期资金的投资理念。目前，美国、英国、加拿大、日本、荷兰、韩国等许多发达国家的养老金投资纷纷采纳了 ESG 投资框架。在我国，养老金同样具有规模大、追求长期收益回报等特征。同时，养老金的资金特性决定了其投资风格以长期价值投资为主，与 ESG 投资理念相契合。借鉴国际经验，推动养老金积极践行 ESG 投资，既是推动国家经济转型与可持续发展的关键环节，也是养老金创造长期收益回报的重要需求。本文通过分析海外养老金投资中的 ESG 投资实践及其启示，对中国养老金投资中 ESG 投资提出相关建议。

近年来，ESG 投资在全球快速兴起，众多机构都已将 ESG 因素纳入到自身的研究及投资决策体系中，ESG 投资逐渐成为一种主流的投资理念。由于 ESG 投资理念与养老金、退休金投资目标高度拟合，二者的结合正变得越来越紧密。如《欧洲职业退休规定指令》（IORP）着力推动 ESG 投资在养老金投资中应用，明确要求私人养老计划需将 ESG 因子纳入治理和风险管理决策，同时需披露如何将 ESG 因子纳入投资策略。此外，加拿大、美国加州等都有类似的法案推动 ESG 理念在养老金投资领域的落地。

由于中国 ESG 投资尚处于起步阶段，统一的 ESG 评价标准或框架指引有待出台，上市公司 ESG 信息披露动力和质量有待提升，权威严谨的 ESG 上市公司数据库有待构建，养老金管理机构对 ESG 投资理念的共识有待加强，因而现阶段 ESG 投资在国内养老金投资中的应用还具有广阔空间。吸收借鉴海外养老金开展 ESG 投资的实践与启示，对于推进国内养老金管理机构进行 ESG 投资具有重要的积极意义。

一、海外养老金开展 ESG 投资的实践

海外市场经验表明，ESG 投资将先进的社会治理理念与投资实践相结合，帮助投资者积极规避或应对重大的投资风险。同时，ESG 投资注重长期价值，与养老金等长期资本的投资理念契合。因此近年来，两者正快速结合。本文以美国、加拿大、日本及荷兰等代表性养老金为例，对其 ESG 投资实践进行分析和总结。

（一）加州公务员退休基金（CalPERS）

加州公务员退休基金（简称“CalPERS”）是美国资产规

模最大的公共养老基金。截至 2019 年底，CalPERS 资产管理规模达 3726 亿美元，为 200 多万加州公务员管理养老金及为 150 万名退休人员及其家庭管理健康医疗金。多年来，CalPERS 在投资决策中，一直严格地遵循着“通过投资改变社会环境”的准则。这一投资决策方式在过去几十年也迅速影响了美国其他各州的公共养老金持股方式。

1、ESG 投资理念

在 CalPERS 制定的投资理念中，其中一条为“良好的治理，加之有效的环境管理和人力资本要素管理，能有效管理风险，让公司走得更远”。CalPERS 要求，在投资组合和所有资产类别中，均需要管理潜在的 ESG 风险。CalPERS 拥有专门的 ESG 投资团队，为可能影响其投资的重大 ESG 风险和机遇提供专业知识和支持。具体来看，该团队的职责包含以下四个方面（见图 1）。



图 1 CalPERS 的 ESG 投资理念

资料来源：CalPERS 官网。

2、ESG 投资实践

2016 年，CalPERS 针对每个资产类别都制定了一套 ESG 投资实践指南。以权益投资为例，在权益投资的 ESG 指南中，

除基本的投资理念与战略之外，分为以下几个方面：

(1) 投资选择：CalPERS 的权益投资团队运用筛选工具，对投资标的进行全面评估并产生 ESG 评估分数，分数的高低将会影响最终的策略选择；而影响该分数的一个因素就是该标的公司所奉行的 ESG 政策。

(2) 投资条款：CalPERS 开展委托投资时，力求在相关合同中增加以下条款，包括：管理人已进行或承诺进行包含相关长期可持续投资或 ESG 因素评估的投资过程；管理人需就纳入相关的 ESG 因素和 ESG 投资活动进行报告。

(3) 监督程序：

内部管理的资产：根据 ESG 投资原则、ESG 相关立法授权和董事会决定（禁止投资烟草和某些枪支制造商）等，积极审查具有风险的公司。

外部管理的资产：a.询问外部管理人有关 ESG 的相关事宜：是否持续识别和应对 ESG 相关机会和风险；是否具有与此相关的或正在进行的涉及 ESG 问题的诉讼；是否存在可能影响投资组合价值的重大 ESG 问题。b.至少每年审核一次投资经理的 ESG 报告。c.所有外部组合禁止投资不符合公司 ESG 投资原则的公司。d.外部管理组合的代理投票权归属 CalPERS。

3、ESG 社会绩效提升

CalPERS 认识到，金融市场的安全和稳健对于 CalPERS 实现经风险调整后的回报率至关重要。这一责任要求 CalPERS 与政策制定者、公司和投资经理一起倡导支持长期发展的政策。

一方面，作为气候变化机构投资者团体（IIGCC）的一部分，CalPERS 和其他资产管理机构一起，敦促 G7 政府采取更严格的国家计划，在 2020 年之前减少温室气体排放。另一方面，2019 年 9 月 9 日，CalPERS 联手惠灵顿管理公司推出创新框架——P-ROCC 框架（气候变化相关的自然风险，Physical Risks of Climate Change），旨在帮助公司管理层更好地评估气候变化相关的自然风险，并通过加强企业披露，做出更明智的投资决策。P-ROCC 框架的建立可以帮助企业进行更加完善的相关信息披露。此外，该框架还可以指导企业管理团队披露他们如何识别、测量和管控公司在气候相关的自然风险面前的风险。

此外，CalPERS 还创建了可持续投资研究计划（SIRI）图书馆，旨在推动和影响人们对 ESG 发展因素及其对公司、市场和投资影响的理解。2013 年，SIRI 汇编了 700 多篇学术论文，评估了环境、社会和治理问题，及它们对价值创造和风险管理的影响。2017 年，CalPERS 与加州大学戴维斯分校研究生院等一起完成了 SIRI 更新，新增 1200 篇学术论文。

（二）加拿大养老金计划（CPP）

加拿大养老金计划投资委员会（简称 CPPIB）作为加拿大最大的投资管理机构，代表参与加拿大养老金计划（Canada Pension Plan，以下简称 CPP）的 2000 万供款人和受益人，将 CPP 目前不需要用于支付养老金的资产进行投资。据 CPPIB2019 年年报显示，其管理的资产规模达 3920 亿加元，当年名义收益率为 8.9%。

CPPIB 认为，能有效管理 ESG 因素的组织更能长期创造

可持续的价值。因此，CPPIB 已将 ESG 评估整合到其所有层级的投资决策中。自 2008 年 CPPIB 发布首份责任投资报告以来，报告着重介绍气候变化、高管薪酬和采掘业等重点领域，2019 年 CPPIB 在可再生能源项目的直接投资已超过 20 亿美元。

1、ESG 投资理念

CPPIB 相信，就 ESG 因素而言，负责任的企业通常会对长期业绩产生积极影响。但与其他养老金不同的是，CPPIB 不会根据 ESG 因素筛选股票或直接撤销投资。CPPIB 认为，“积极参与到公司中去”是一种更有效的方式。通过这种方式，股东可以实现积极的改变，并提高长期财务业绩。相反，撤资可能会导致错失潜在收益及在不恰当的时间卖出资产的风险。

2、ESG 投资实践

CPPIB 已将 ESG 评估整合到其所有的投资决策流程中。此外，CPPIB 专门设置了内部可持续投资团队（In-house Sustainable Investing Group）和可持续投资委员会（Sustainable Investing Committee），对 ESG 投资提供相应支持并进行监督。

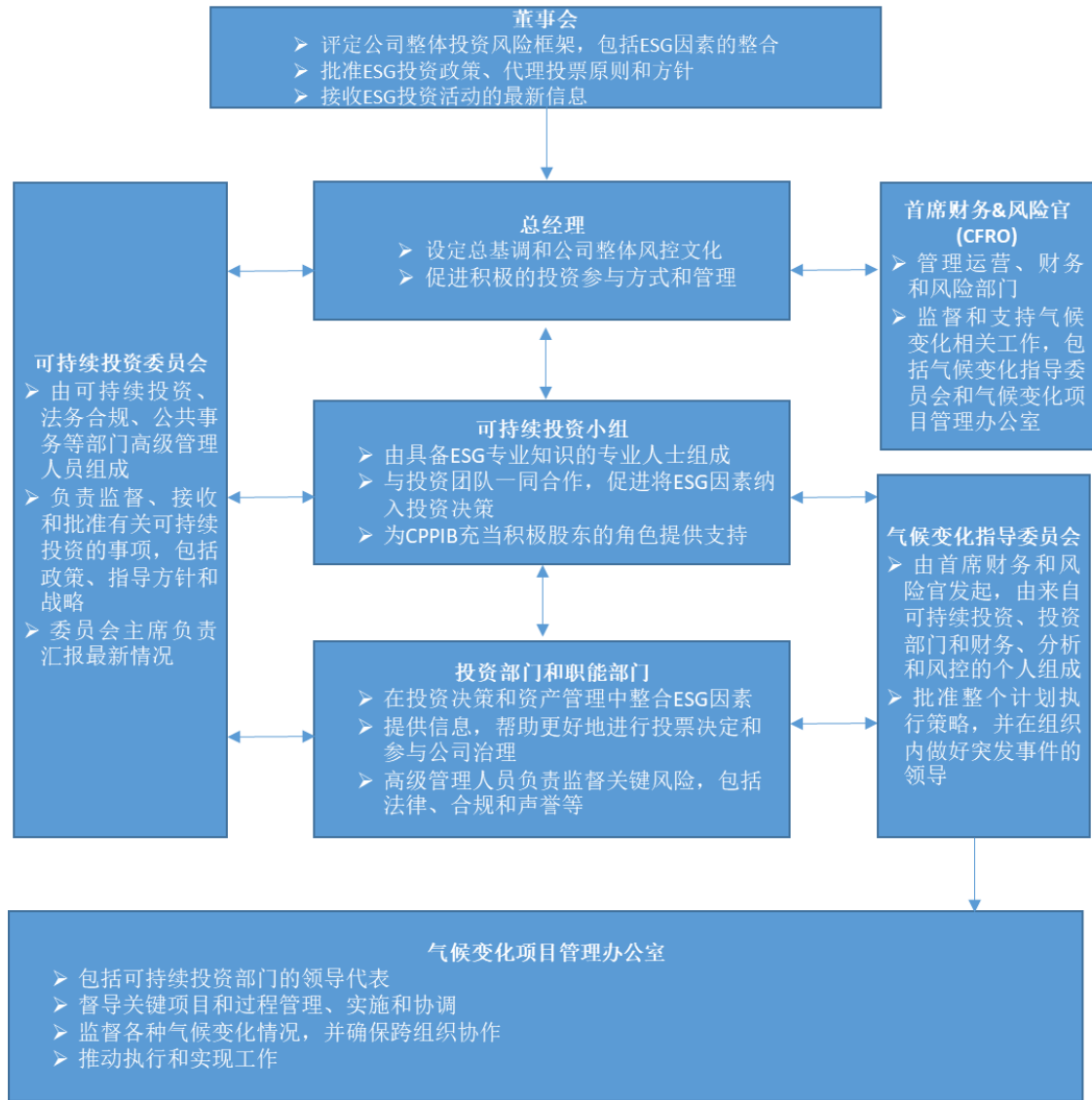


图2 CPPIB整合的投资框架体系

资料来源：CPPIB，《2019年可持续投资报告》。

3、ESG 投资案例

(1) 投资可再生能源股权

近年来，CPPIB在可再生能源的股权投资上一直在不断前进。2017年12月，CPPIB与巴西Votorantim Energia签署协议，成立一家合资企业，投资2.72亿美元收购位于巴西东北部的两个风力发电站。2018年4月，CPPIB签署一项协议，从NextEra Energy Partners手中收购6个加拿大风能和太阳能项目，合计7.41亿美元。截至2019年6月底，CPPIB在

可持续投资领域的投资总额达到 31 亿美元。

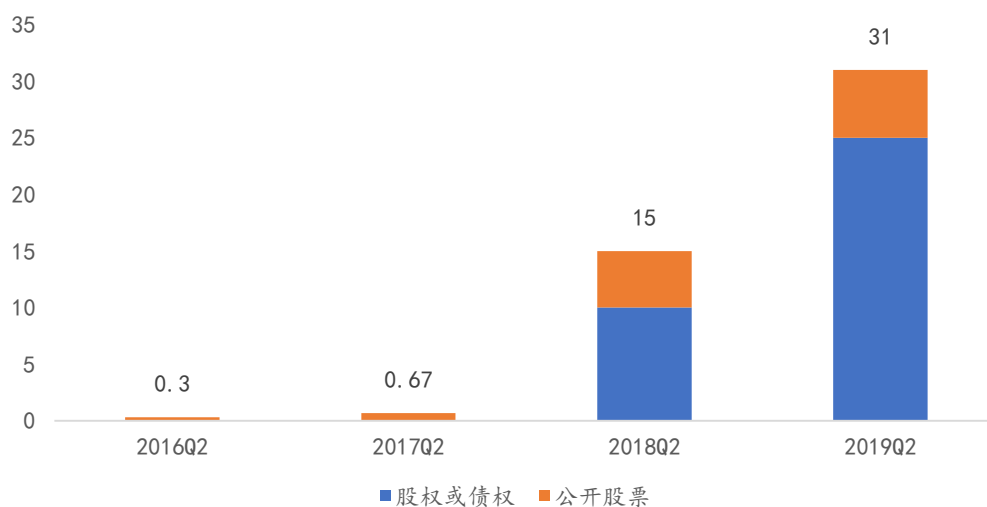


图3 CPPIB对可再生能源公司的投资情况

资料来源：CPPIB,《2019年可持续投资报告》。

(2) 发行绿色债券

2018年6月,CPPIB成为世界上第一家发行绿色债券的养老基金。2019年1月,CPPIB又发行了以欧元计价的绿色债券(10亿欧元的10年期固定利率债券),成为又一个里程碑。CPPIB通过发行绿色债券,旨在收购符合绿色债券框架的长期投资项目,具体包括可再生能源(风能和太阳能)、可持续的水资源和废水管理及绿色建筑等。

4、ESG 社会绩效提升

CPPIB通过发起设立、成为会员等方式,与15家非盈利组织及监管机构合作,着力提升ESG相关投资效果,促进长期重要的投资政策与方法发展,并积极召开或参与ESG相关论坛。2015年,CPPIB携手贝莱德(BlackRock)和麦肯锡(McKinsey & Co.),在纽约召开长期价值峰会(Long-Term Value Summit)。此次峰会汇聚了来自18个国家的120多名投资和企业领袖,旨在解决投资短期化问题,并找出专注于

长期价值创造的方法。2017年，在德国汉堡举行的20国集团峰会上，金融稳定委员会气候相关金融信息披露工作组发布了改善气候相关风险披露的建议。CPPIB是仅有的两家加入特别工作组的全球养老基金管理公司之一。

（三）日本政府养老投资基金（GPIF）

日本政府养老投资基金（GPIF）是全球最大的公共养老金投资机构。截至2019年12月31日，GPIF管理的资产超169万亿日元，约合1.57万亿美元。

根据全球可持续投资联盟（简称“GSIA”）的调查，截至2018年，全球ESG投资管理资产总额达30.7万亿美元，其中日本占2万亿美元，是2016年调查记录的4.6倍。日本已成为ESG投资增长最快的国家或地区，其中GPIF的贡献功不可没。GPIF认为，践行ESG投资有助于提升上市公司质量，进一步吸引外资投资日本市场，从而提振日本股市。

1、ESG投资理念

2017年，公开市场投资部与ESG部门制定了GPIF的投资管理原则，要求资产管理公司将ESG因素融入投资流程。具体地，GPIF要求外部资产管理人投资日本股票时，应定期提交基于ESG因素的“优秀综合报告”、“进步最大综合报告”和“优秀公司治理报告”的提名。如在2018年，要求17位资产管理人分别提名10家“优秀综合报告”公司和5家“优秀治理报告”公司。最终GPIF从这些提名中分别评选出67家“优秀综合报告”公司、87家“进步最大综合报告”公司和41家“优秀公司治理报告”公司。

2、ESG 投资实践

GPIF 要求, 执行办公室与投资策略部、公开市场投资部、私人市场投资部以及其他资产管理相关部门协调实施 ESG 计划。由首席投资官 (CIO) 主持的投资委员会, 就 ESG 相关举措和其他与资产管理相关的问题进行审议并做出决定, 特别重要的事项要报告给理事会。投资委员会还将负责审议 ESG 报告的准备工作, 然后再报告给理事会。

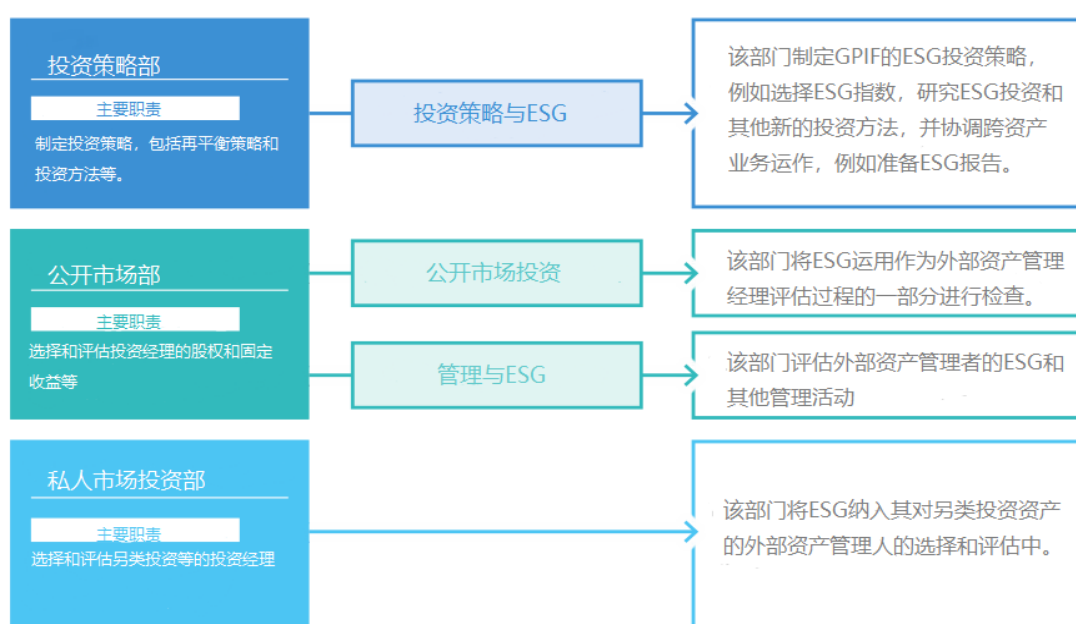


图 4 多部门协作 ESG 投资

资料来源: GPIF, 《ESG 报告 2018》。

3、ESG 投资案例

2017 年 7 月, GPIF 宣布国内股票选择三种 ESG 指数进行投资, 分别为富时 Blossom 日本指数 (FTSE Blossom Japan Index)、MSCI 日本 ESG 精选领导者指数 (MSCI Japan ESG Select Leaders Index) 和 MSCI 日本妇女赋权指数 (MSCI Japan Empowering Women Index), 并以这三种 ESG 指数作为被动投资的追踪标的, 投资金额约 1 万亿日元。

2018 年, GPIF 继续分阶段扩大对这些 ESG 指数的投资,

截至 2018 年底，GPIF 对全球环境和其他 ESG 指数的总投资额增长至约 3.5 万亿日元。2018 年，GPIF 又选择了标普/JPX 碳效率指数作为国内股票的基准，标普全球（日本除外）大中型碳效率指数（the S&P Global Ex-Japan Large Mid Carbon Efficient Index）作为海外股票的基准。为此，GPIF 宣布将根据这些指数投资大约 1.2 万亿日元的国内外资产。

4、ESG 社会绩效提升

自 2015 年 9 月签署 PRI 协议以来，GPIF 一直在加强其 ESG 活动。每年，GPIF 都会向 PRI 报告其 ESG 活动，并获得有关其 ESG 表现的全面评估报告。GPIF 在 2018 年评估中获得了战略和治理方面的 A+ 评级。自 2017 年 1 月以来，GPIF 的首席投资官（CIO）和执行董事美津浓（Mizuno）一直担任 PRI 的董事总经理。

GPIF 还和世界银行集团发起“促进绿色、社会 and 可持续发展债券”的倡议。2018 年 4 月，他们在 2018 年世界银行春季会议上发表了题为《将环境、社会和治理（ESG）因素纳入固定收益投资》的联合研究论文。

此外，GPIF 于 2016 年与海外公共养老基金一起建立了全球资产所有者论坛。以此为平台，GPIF 可以定期分享有关管理活动和 ESG 投资理念的知识。该论坛由 GPIF、CalPERS 和 CalSTRS 共同组织。全球资产所有者论坛的第四次会议于 2018 年 10 月在东京举行，第五次会议于 2019 年 3 月在华盛顿特区举行。

（四）荷兰退休金资产管理集团（APG）

根据 GSIA 的研究，欧洲是全球可持续资产规模最大的

地区。在扩大欧洲可持续投资资产规模方面，欧盟委员会发挥了带头作用。例如，欧盟委员会通过了《欧洲职业退休规定指令 II》（IORP II）和《欧盟股东权利指令》（SRD II）等，这些法案要求退休基金等机构投资者投资时，需要考虑 ESG 相关因素。

APG 是荷兰最大的养老金资产管理公司，也是欧洲最大的养老金资产管理公司之一。截至 2019 年 10 月，APG 管理规模约为 5280 亿欧元（约 4.1 万亿元人民币）。

1、ESG 投资理念

APG 一直把环境、社会治理和公司治理的因素融入到投资流程和资产类别选择中，并坚信这是其能在过去几年里持续获得理想投资回报的成功关键之一。ESG 投资理念贯穿荷兰 APG 资产管理公司从组织架构到投资研究的方方面面。APG 坚信，如果投资者能够从投资策略层面更好地运用 ESG 因素进行投资，将使其对投资风险有更全面的了解，并将做出更好的投资决策。

2、ESG 投资实践

（1）公司管理层面：以八项责任投资原则为纲领，搭建完善的 ESG 投资管理体系

首先，APG 设立全球责任投资与治理（GRIG）团队负责监督、指导日常责任投资工作。作为投资管理团队的一部分，GRIG 直接向 CIO 汇报。投资团队与 GRIG 团队一起承担其投资组合的管理职责，以确保可持续的回报并创造、保护和提高客户资产的经济价值。此外，GRIG 团队还会根据投资组合经理的意见，监督和协调全球所有股权投资票权的行

使。

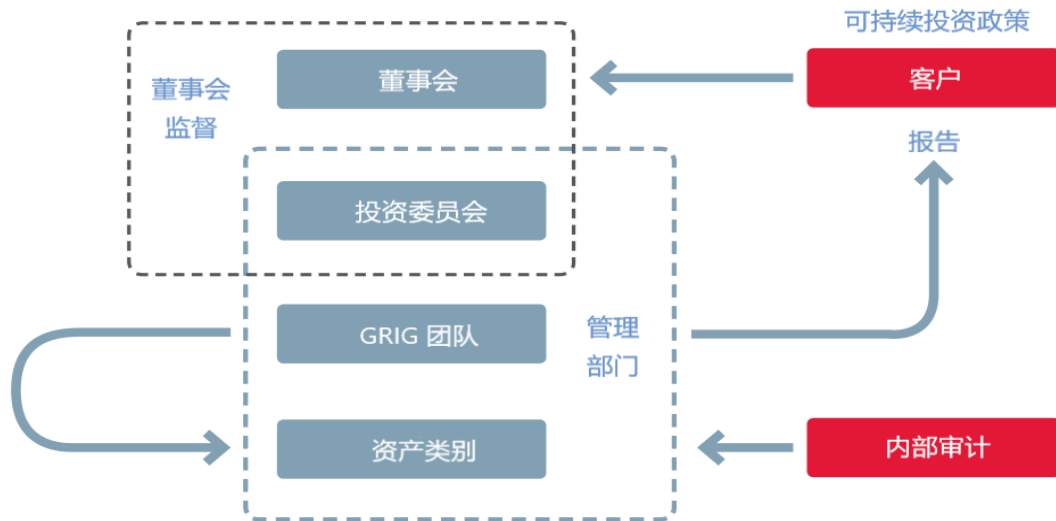


图 5 APG 责任投资组织框架图

资料来源：APG，《可持续投资报告 2018》。

其次，APG 开发了内部集中式知识管理系统（KMS），可用来跟踪与投资公司的合作以及其他相关研究、财务信息和 ESG 信息。所有管理资本市场投资的团队和 GRIG 团队都可以使用此系统，以确保有效地共享信息。投资管理团队需要如实地记录每次与投资公司的合作，包括记录公司名称、参与问题、明确设定的目标，以及是否达到目标或是否取得进展。ESG 信息的共享保证了 ESG 投资理念的全球化推广。

（2）投资策略层面：在 ESG 投资管理体系的基础上，针对每种资产，量身定制不同的责任投资策略，并制定具体指导方针

不动产投资：所有新的房地产投资都将在整个投资期间内加入《全球房地产可持续性基准》（GRESB）。这涉及事前审查和年度绩效评估。APG 要求得分低于平均水平的经理实施商定的策略以将得分提高至高于平均水平；鼓励房地产上

市公司也参加 GRESB。

基础设施投资：GRESB Ifra 是用于基础设施投资的独立的可持续性衡量工具。该工具提供基础设施投资 ESG 绩效的相关数据，并分析管理、规则、实施、绩效等方面表现。所有对基础设施的新投资均应参与 GRESB 基础设施资产评估，如果满足 GRESB 基础设施基金的相关规定，还应参与整个投资期间的 GRESB 基础设施基金评估。

对冲基金：所有与之相关的对冲基金均应制定 ESG 投资策略，并能够执行该策略。该策略必须在网站上提交或发布，目前还没有 ESG 投资策略的基金必须制定并在规定的期限内实施。在这方面，APG 采用量身定制的方法，该基金的策略在很大程度上决定了这些要求的确切性质。此外，APG 鼓励对冲基金加入另类投资标准委员会（SBAI），该委员会促进透明度，廉正和善治。

私募股权投资：在 2013 年 APG 制定了专门的私募股权资产责任投资指南。ILPA 治理标准指导了 APG 的投资结构和费用披露要求。普通合伙人必须完成 APG 的 ESG 尽职调查问卷，遵守 APG 排除政策，制定适当的 ESG 投资策略，并能够使用与 PGGM 共同开发的 APG 报告模板和 APG 就公司和投资组合的责任投资绩效定期进行沟通。此外，APG 开发了 PE 经理 ESG 评估工具监控和鼓励 ESG 投资，并跟踪 PE 基金经理的 ESG 投资表现。

3、ESG 社会绩效提升

APG 积极加入各种可持续发展组织机构，如 UN PRI、TCFD、ACGA、CDP、Climate Bonds 等，并在监管允许下

主动披露可持续投资进程及相关信息。通过与这些组织和会议的合作，APG 能够及时把握 ESG 投资理念的前沿，同时也能将自己的责任投资理念宣扬给全球投资者。

二、海外养老金开展 ESG 投资的启示

通过对海外养老金 ESG 投资案例分析，可以发现如下特点：

1、形成鲜明的 ESG 理念与目标

海外养老金 ESG 投资是高度市场化的投资行为，不同养老金机构根据自身特点，形成坚定的 ESG 理念与特色鲜明的目标，并将目标进行适度分解，把 ESG 投资链条融入日常投资决策或组合风险管理当中。以 CalPERS 为例，在其制定的投资理念中，其中一条为“良好的治理，加之有效的环境管理和人力资本要素管理，能有效管理风险，让公司走得更远”。CalPERS 要求，在投资组合和所有资产类别中，均需要管理潜在的 ESG 风险。同样地，奉行积极股东主义的 CPPIB，在 ESG 投资中继续以该理念为指导，通过直接交流、协作或代理投票的方式与公司开展合作，帮助上市公司、产业链及行业更好地改善问题，以获得长期可持续的收益。

2、构建系统的 ESG 投资流程

为了使得 ESG 投资理念实践落地，养老金管理机构内部有必要构建系统化的投资流程，尤其是 ESG 投资体系与传统投研体系的整合，良好的整合可以使得养老金管理机构在践行 ESG 投资理念和投资收益方面做到兼顾。以 CPPIB 为例，构建了“自上而下”的，以董事会、经营管理层、可持续投资小组、投资部门和其他职能部门为主体的四级 ESG 管理组

组织架构，将 ESG 评估整合到其所有的投资决策流程中。同样地，荷兰 APG 在公司层面以八项责任投资原则为纲领，搭建完善的 ESG 投资管理体系。

3、设立专门的 ESG 投研团队

专门的 ESG 投研团队可以更好地保障 ESG 评估结果的及时性、独立性、权威性。如荷兰 APG 是通过设立专门的全球责任投资与治理（GRIG）团队，负责监督、指导日常责任投资工作，将 ESG 投资理念贯穿从组织架构到投资研究的方方面面。CalPERS 同样拥有专门的 ESG 投资团队，为可能影响其投资的重大 ESG 风险和机遇提供专业知识和支持。CPPIB 则是专门设置了内部可持续投资团队和可持续投资委员会，对 ESG 投资提供相应支持并进行监督。

4、建立自主的 ESG 信息系统

由于 ESG 数据存在非标准、非结构化、非强制公开等特点，因此存在一定的获取难度。市场上已有众多提供 ESG 数据服务的机构，但外部第三方 ESG 评价体系及数据库使用上有各种局限性，比如指标选取、权重设置、打分机制等环节的依据和过程不透明，且第三方 ESG 评估机构缺乏投资实战的迭代。ESG 数据库需与投资管理机构 ESG 投研体系有机结合，才能发挥最大化协同效应。如 APG 开发了内部集中式知识管理系统，可用来跟踪与投资公司的合作以及其他相关研究、财务信息和 ESG 信息。所有管理资本市场投资的团队和 GRIG 团队都可以使用此系统，以确保有效地共享信息。投资管理团队需要如实地记录每次与投资公司的合作，包括记录公司名称、参与问题、明确设定的目标，以及是否

达到目标或是否取得进展。ESG 信息的共享保证了 ESG 投资理念的全球化推广。

5、推动企业提高 ESG 治理水平

针对外部管理的资产，养老金管理机构要通过积极行使股东权利，在基金契约中明确地将 ESG 投资转化为硬性的约束条件，并定期追踪、考察外部管理人的 ESG 投资实践情况，鼓励外部管理人积极参与企业治理，推动企业提高 ESG 治理水平。如 CalPERS 针对其委托投资部分，设定明确的 ESG 考核原则，以有效管理外部管理人履行信托责任进行 ESG 投资。

6、开展合作提升 ESG 社会绩效

通过推动 ESG 投资政策制定、发布联合倡议声明等，海外养老金管理机构还积极与其他机构开展合作，推动 ESG 投资被更广泛、更好地采用，积极提升 ESG 社会绩效，改善 ESG 外部投资环境。以 CalPERS 为例，一是和其他资产管理机构一起，积极敦促 G7 政府在 2020 年之前减少温室气体排放。二是联手惠灵顿管理公司推出创新框架——P-ROCC 框架，帮助企业进行更加完善的 ESG 相关信息披露。三是创建可持续投资研究计划图书馆，推动人们对 ESG 发展因素及其对公司、市场和投资影响的理解。

三、国内养老金开展 ESG 投资的现状与建议

近年来，海外养老基金作为长期机构投资者，将 ESG 纳入投资决策之中愈发流行。我国养老金的资金特性决定了其以长期价值投资为主的投资风格，与 ESG 投资理念相契合。我们将从现阶段养老金 ESG 投资现状出发，对其未来开展

ESG 投资提出建议。

（一）国内养老金开展 ESG 投资的现状

由于国内尚处于 ESG 发展的初期阶段，从 ESG 投资发展所需要的基础设施条件来看，当前国内的 ESG 投资发展面临：上市公司 ESG 相关信息披露动力及内容不足，缺乏一套官方统一的 ESG 评价标准或框架指引国内机构进行 ESG 相关投资等问题。此外，在企业披露动力本身不足、缺乏监管约束与要求的情况下，国内目前也没有第三方机构能够提供一套权威且严谨的 ESG 上市公司数据库。以上均导致国内养老金及其他机构投资者在进行 ESG 投资时尚有较大难度。

养老金管理机构对 ESG 投资尚处于起步阶段，行业理念和共识有待进一步加强。据不完全统计，国内有 11 家养老金管理人或者母公司加入 UN PRI 组织，其中 9 家为公募基金管理人。2018 年中国证券投资基金业协会《ESG 责任投资报告》显示，虽然大部分公募基金已在 ESG 责任投资方面着手开展了相关工作，从关注 ESG 到开展专门研究，再到投资决策中会考虑 ESG 因素。但只有 1% 的机构已在公司层面制定 ESG 战略，并贯彻到具体投资策略中，5% 的机构已形成正式制度，59% 的机构在投资决策中考虑 ESG 因素，尚未形成正式制度；但也有 6% 的机构尚未关注 ESG。

养老金的资金特性与 ESG 投资理念高度契合。一是养老金资金的久期较长、规模较大，这一特性决定了养老基金的投资风格应以长期价值投资、责任投资为主，而 ESG 投资的特征符合其长期属性的要求。二是养老金的投资运营对投资资产的风控要求较高，而 ESG 投资关注公司的重大风险、特

定领域以及特定问题，也符合养老金投资的要求。三是养老金资金带有明显的公共属性，投资行为应符合主流价值取向，避免产生重大的社会、环境负面影响。ESG 投资的负面筛选可以有效规避此类不当投资行为。

因此，2018 年 10 月，中国证券投资基金业协会发布《绿色投资指引（试行）》，其中第五条明确指出“为境内外养老金、保险资金、社会公益基金及其他专业机构投资者提供受托管理服务的基金管理人，应当发挥负责任投资者的示范作用，积极建立符合绿色投资或 ESG 投资规范的长效机制”，对我国养老基金作为长期机构投资者进行 ESG 投资做出了展望。

养老金积极参与 ESG 投资，能够培育资本市场责任投资的投资主体和投资者的长期投资意识，发挥长期机构投资者在价值投资市场上的引领作用；另一方面，养老金也能作为政府控制进行市场化投资的基金，在进行 ESG 投资时折射出我国对可持续发展问题的重视和实践。

（二）国内养老金开展 ESG 投资的建议

1、推动 ESG 制度框架建设

与欧洲相比，中国缺乏一个促进可持续性投资的全面制度框架。欧盟作为积极响应联合国可持续发展目标和责任投资原则的区域性组织之一，最早表明了支持态度和行动，并在近五年来密集推进了一系列与 ESG 相关条例法规的修订工作，从制度保障上加速了 ESG 投资在欧洲资本市场的成熟。2014 年 10 月，欧盟颁布《非财务报告指令》(Non-financial Reporting Directive)，首次系统地将 ESG 三要素列入法规条

例的法律文件。指令规定大型企业（员工人数超过 500 人）对外非财务信息披露内容要覆盖 ESG 议题，但对 ESG 三项议题的强制程度有所不同：指令对环境议题（E）明确了需强制披露的内容，而对社会（S）和公司治理（G）议题仅提供了参考性披露范围。2017 年欧洲议会和欧盟理事会修订《股东权利指令》，要求股东参与公司 ESG 议题，实现了 ESG 三项议题的全覆盖；2019 年 4 月，欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority，简称 ESMA）发布《ESMA 整合建议的最终报告》向欧洲议会提出建议，要明确界定 ESG 事项有关概念和术语的重要性和必要性。2019 年欧洲议会和欧盟理事会发布《金融服务业可持续性相关披露条例》，对金融服务业产品的具体披露信息进行明确，以解决可持续发展信息披露的不一致。

全面的制度框架是 ESG 投资中非常重要的一环，是养老金践行 ESG 投资的框架指引。参照欧盟经验，建议监管机构不断加大 ESG 政策法规的推进力度，广泛征求市场意见，优化 ESG 政策环境，加强 ESG 治理体系建设和信息披露立法的实践，强化市场监管，形成核心理念一致、具体做法多元的开放体系。

2、建立 ESG 信息披露制度

有效、详实的 ESG 信息披露是投资机构开展 ESG 投资、可持续投资的基础。目前我国对上市公司 ESG 信息披露仍以自愿披露为主。2018 年国内披露社会责任报告的上市公司数仅占全部上市公司的 25%，与欧洲、美国、日本等发达国家或地区高达 99% 的披露率相比仍有很大的差距。

香港联交所对 ESG 的监管力度及信息披露历程，也是经历了不断加强的过程。从 2013 年度开始施行的《ESG 报告指引》鼓励和支持上市公司自愿编制 ESG 报告，到 2017 年度开始提升环境一般披露和关键绩效指标为“不遵守就解释”的半强制要求，再到 2019 年度要求强制披露董事会声明、ESG 的汇报原则和汇报范围，并提升社会关键绩效指标的披露责任至“不遵守就解释”范畴，联交所不断完善 ESG 报告的披露指引，提升了对香港上市公司 ESG 信息披露的要求。

因此，从监管指引或实施细则角度，建议参照海外及香港地区 ESG 发展经验，由交易所建立上市公司《ESG 信息披露指引》，并在发展过程中，不断完善 ESG 披露的关键绩效指标，逐渐由“自愿披露”转为“不遵守就解释”的半强制要求，以回应投资者及社会各方对 ESG 的重视。

3、构建 ESG 配套激励机制

鉴于国内 ESG 投资尚处于初级阶段，“公司 ESG 信息披露程度高-公司中长期发展情况好-中长期投资收益高-公司 ESG 信息披露程度高、ESG 建设完善”的正向循环尚待形成。因此，无论是上市公司还是投资者，缺乏参与 ESG 投资与 ESG 建设的内生动力。

未来，从政策激励角度，对于具有较高 ESG 信息披露程度的企业，建议酌情提供一定的融资便利或成立自上而下的“政策指导性”投资资金，给予优质企业充分的 ESG 价值认可，敦促企业在 ESG 信息披露上积极进步。

4、推进 ESG 投资实践落地

对于各类养老金管理机构，积极推进 ESG 投资实践具有重要的意义。具体来说，建议从以下五个方面推动养老金 ESG 投资实践：

(1) 明确 ESG 投资理念与目标

在开展 ESG 投资时，养老金管理机构首先需要具有坚定的 ESG 投资理念与明确的目标。即需要确定：是把 E、S、G 三要素作为一个有机整体纳入投资决策中，还是更关注某一主题。明确具体问题之后，根据 ESG 投资理念确认相应的投资目标：一是引入 ESG 投资获得更好的投资回报；二是通过 ESG 投资满足社会价值或者道德限定；三是通过关注的 ESG 因素，推进上市公司的企业治理或社会责任改进；四是根据监管需要，剔除某些存在 ESG 重大投资风险的公司。

(2) 设立 ESG 组织架构

养老金管理机构应根据养老金设定的 ESG 投资理念与目标，基于自身优势明确 ESG 投资的管理组织架构。可以组建专门的 ESG 投资管理部门，统领公司的 ESG 投资决策；也可以选择在有投资与研究部门，设置专门的 ESG 分析人员辅助决策。无论从海外经验还是国内市场前景看，都应强化 ESG 投资组织架构的构建，设立专业化的投资决策机制。

(3) 构建 ESG 投资机制

参考海外的成熟经验，国内养老金管理机构可在如下方面探索构建 ESG 投资机制：

一是发挥自主能动性，构建自身的 ESG 投资指引。养老金管理机构可结合数据积累和国内现实，形成一套较为严格且适用于自身的 ESG 评价标准，并尝试使用该标准引导实

际投资实践。系统化的 ESG 投资指引是养老金管理机构践行 ESG 投资的基础。

二是纳入 ESG 因子，搭建 ESG 投资数据库。在现有财务分析基础上引入 ESG 因子，有助于养老金管理机构做出更好的投资决策。养老金管理机构应尝试构建 ESG 投资数据库，可用于跟踪上市公司的财务信息和 ESG 信息等。以权益投资为例，养老金管理机构可根据环境（E）、社会（S）和公司治理（G）三个方面的指标对上市公司进行综合评价，在传统财务指标以外评估企业经营的可持续性，对社会的影响，以及公司治理层面的道德水平等。

三是参与公司治理，更大程度发挥股东积极主义。养老金管理机构作为上市公司的重要股东之一，应积极主动地发挥股东积极性，参与到公司治理中。一方面可以缓解代理人问题，另一方面也可以在公司治理暴露出问题时扮演消防员的角色，及时防止公司治理风险的蔓延。因此，发挥股东积极主义可以有效帮助 ESG 投资理念的践行。

（4）发行 ESG 养老产品

独立的 ESG 产品意味着双重目的，既要达到收益上的较好回报，也要对社会产生积极影响。因此，养老金管理机构可充分发挥专业机构投资者的优势，主动开发设立专门的 ESG 养老金融产品，产品形式可以采用发起式，并且在形成具有中长期可回溯的产品业绩后，逐步向投资者推广，加深社会认知。

（5）推进 ESG 投资教育

目前，国内 ESG 投资实践还处于起步阶段，养老金管理

机构应积极联合社会各界，进行 ESG 投资教育，将相关理念、发展情况等介绍给投资者，引导投资者在关注财务回报的同时，也要注重社会回报，培育养老金 ESG 投资的土壤。

综上，养老金推进 ESG 投资，顺应时代发展趋势。ESG 投资的要义即是追求长期、稳定、可持续，同时尽可能提高效率，这与养老金的资金特性是不谋而合的。未来，ESG 理念必将成为企业发展的基本要求，而养老金也将更加倾向于配置那些符合 ESG 要求、ESG 评级较高的企业当中。

参考文献

- [1] APG Asset Management, Responsible investment & Stewardship policy, 2018.
- [2] CPPIB, Investing Responsibly for CPP Contributors and Beneficiaries, 2019.
- [3] CalPERS, Sustainable Investment Program Vision, 2018.
- [4] GPIF, ESG REPORT 2018, 2019.
- [5] GSIR, 2018 Global Sustainable Investment Review, 2019.
- [6] UN PRI: 《股权投资 ESG 整合的实践指南》，2016。
- [7] 华泰证券：《中国 ESG 投资全景手册》，2019。
- [8] 中证指数有限公司：《ESG 投资发展报告（2019）》，2019。

【本文由汇添富基金管理股份有限公司李文、李宏纲、刘军峰供稿，中国证券投资基金业协会研究与统计专项小组胡刚伟、王昕宇审校】