

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.150-20220420

中国社科院世界社保研究中心 主办



本期刊发的《工作论文》是由郑秉文、李辰、庞茜撰写的《养老基金 ESG 投资的理论、实践、趋势》。如引用，请征得作者或本实验室的同意——编者。

养老基金 ESG 投资的理论、实践、趋势

郑秉文

中国社科院世界社保研究中心主任

李辰、庞茜

中国社会科学院大学政府管理学院博士研究生

摘 要：ESG 投资理念近年来在美国、加拿大、日本等国家的养老基金运作中被积极运用，该理念对推动养老基金可持续性发展和经济绿色转型都发挥了一定作用。ESG 投资理念是一种新型投资理念，它主要关注企业在环境、社会和公司治理方面的绩效，受到国际学界的广泛关注。在国外实践中，国际组织和政府机构相继出台法律法规要求养老基金在投资决策中考虑企业的 ESG 披露。加拿大、日本等国家的投资实践也表明 ESG 投资与养老基金长期收益存在正相关。在这种国际环境下，我国的主流投资者也逐步引入 ESG 投资理念，基金业、银行业、保险业等都在探索 ESG 投资策略、制订 ESG 评价标准、发布 ESG 产品等。未来，ESG 投资有望成为我国达成双碳目标和实现养老基金可持续发展的新契机。

关键词：养老基金；ESG 投资；责任投资

《巴黎气候变化协定》规定要在本世纪“将全球平均气温上升幅度控制在 2 摄氏度以内，并努力将全球气温上升控制在工业化时期水平之上 1.5 摄氏度以内”，《协定》认为要将气温上升限制在 2 摄氏度以内，关键取决于人类采取行动方针在 2050 年左右实现碳中和^①。作为回应，在 2020 年第 75 届联合国大会上，习近平主席向世界宣告，“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”^②，这不仅展现了我国应对全球气候变化的坚定信心，同时也展现了疫情当下我们国家的民族责任感。ESG 作为近年来的新型投资理念，使投资者在追求财务绩效的同时，更加关注企业对环境、社会和公司治理的非财务因素，不仅迎合当今我国经济绿色转型的时代潮流，也为促进绿色金融发展、实现碳中和目标提供了全新的思路。

主报告分为七个部分，前四个部分分别介绍了 ESG 投资概念的诞生及其内涵、ESG 投资的国际趋势与现状、ESG 投资与养老基金的关系、养老基金 ESG 投资的国际经验等，后三个部分论述的是中国养老基金实行 ESG 投资的意义、养老基金 ESG 投资在中国的实践、中国养老基金 ESG 投资存在的问题及其政策建议。

一、ESG 投资的内涵与溯源

（一）ESG 投资概念的演变及其诞生

ESG 投资理念是近十几年才比较流行的词汇。在此之前，人们多用伦理投资（Ethical Investment）、社会责任投资（Socially Responsible Investment, SRI）、绿色投资（Green Investment）等来指代 ESG 投资理念，这些概念之间的侧重点有所不同，但都强调将环境、社会等非财务因素在投资决策中的重要地位。在西方，ESG 投资理念的诞生与发展经历了比较漫长的过程。

责任投资的最初形式源于上世纪的伦理投资，即投资者处于自身的信仰或寻求对社会产生积极价值等目的形成的投资理念。宗教基金就是早期伦理投资的一个典型代表。一些宗教基金秉承这样的理念，制定了严格的投资原则，将诸如酒精、赌博、军工等有悖于宗教教义的行业排除在外。

① IPCC Special Report: Global Warming of 1.5°C, Intergovernmental Panel on Climate Change.

② 参见习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话（全文）：
www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-09/22/c_1126527652.htm。

二战之后，发达国家进入黄金经济增长阶段，随之而来的是愈发严峻的环境污染、资源短缺、气候变化等问题。为了遏制这一趋势，20 世纪六七十年代欧美涌现出大量以环保、反歧视为主题的公众运动，这些运动使绿色环保、反战和平和保护人权等意识成为一种价值取向。这种价值取向逐渐影响到公众消费选择，使得消费者更偏好绿色产品甚至愿意为绿色支付溢价。在市场机制作用下，企业出于自身利益的考虑开始提供绿色产品，包括在生产过程中更加注重环保和社会责任问题。

此后，随着越来越多的企业在生产制造环节注重环保，加之诸多环境法律法规的不断完善，投资者也慢慢产生了可持续发展投资偏好。他们不仅关心投资的回报率，还关心其投资能否给环境和社会带来正向价值。与此同时，可持续发展问题也引起国际组织的关注。联合国从 1992 年开始举办环境可持续发展会议并提出《21 世纪议程》，倡导发展与环保并进的观念，开启了全球范围内的可持续发展革命。2000 年，时任联合国秘书长科菲·安南倡导成立“联合国全球契约组织”（UNGC），该组织在 2004 年《在乎者即赢家（Who Cares Wins）》的报告中首次提出“在扩大现有专业知识基础上，将环境、社会和公司治理（ESG）问题广泛纳入金融市场”，开创了 ESG 投资理念的先河^①。为了推动企业践行 ESG 理念，2006 年安南再发起成立了联合国责任投资原则组织（UNPRI），将 可持续理念带到资本市场，提出负责任投资六项原则，并正式提出 ESG 概念^②。负责任投资六项原则推动了金融机构和资产所有者将 ESG 因素纳入投资决策过程，也提升了资产所有者和资产管理者 ESG 投资能力，为日后 ESG 投资的发展树立了标杆。此后，国际上也涌现出了一大批责任投资支持机构、社会责任投资论坛以及一些专业的 ESG 评级机构，如美国 KLD 研究分析公司和英国的 EIRIS 公司等。截至 2021 年 4 月，UNPRI 已拥有超过 3700 家签署方，类型涵盖资产所有者、资产管理者、服务提供商等，资产管理超过 121 万亿美元^③。

（二）ESG 投资理念内涵的界定

国际上对 ESG 投资的内涵并未达成一致。在此，可以选择部分国际组织或相关学者对 ESG 投资概念的界定列示如下：

① “Who Cares Wins”: www.ifc.org/sustainableinvesting

② UN PRI 官网：https://www.unpri.org/pri/about-the-pri#How_is_the_PRI_funded.

③ UN PRI 官网：<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>.

联合国责任投资原则组织（UNPRI）将负责任投资定义为：将环境、社会 and 治理（ESG）因素纳入投资决策和积极所有权的策略和实^①。

美国社会投资论坛（USSIF）认为社会责任投资即“在精确的财务分析背景下，将因投资而造成的正面及负面的社会或环境结果，纳入到投资决策的考虑范围之中^②。”

欧洲社会投资论坛（Eurosif）认为社会责任投资是“投资者通过将其财务目标和对环境（E）、社会（S）及公司治理（G）的关注相结合而做出投资策略。随着社会责任投资的发展演进，投资者、企业和政府越来越关注ESG风险对可持续发展和较长时期内公司绩效的影响^③。”

亚洲可持续发展与责任投资协会（ASrIA）允许投资者在制定投资策略时应更多地考虑诸如环境保护、社会和谐、经济发展等非财务因素，同时也考虑传统财务指标因素^④。

还有一些专家学者也对 ESG 投资的内涵进行了界定。

Cowton（1999）将伦理投资定义为：“在投资决策中，投资者在考虑常规的财务绩效指标的同时，还要考虑社会、伦理和环境等指标的一种投资方法^⑤。”

Scholtens B & Plantinga A（2001）认为社会责任投资是“投资者在投资决策中结合了个人的价值取向和社会关注，不仅考虑投资者的投资需求，而且考虑投资所带来的社会效应^⑥。”

Sparkes（2002）在Cowton的研究基础上，认为责任投资是运用伦理或社会标准来识别和管理由公司股份构成的投资组合^⑦。

以上大多数定义都核心强调投资者在实现财务责任的同时，兼顾环境、社会、公司治理方面的绩效考核。因此，本文在综合考察 ESG 投资在世界各国的发展实践，以及国际性组织机构及有关学者对其的定义后，将 ESG 投资的内涵界定为：投资者在投资决策中通过观测企业在环境保护（E）、社会责任（S）、公司治理（G）

① UN PRI 官网：https://www.unpri.org/pri/about-the-pri#How_is_the_PRI_funded.

② USSIF 官网：https://www.ussif.org/.

③ Eurosif 官网：https://www.eurosif.org/.

④ ASrIA 官网：https://www.asria.org/.

⑤ Christopher, Cowton. Playing by the rules: ethical criteria at an ethical investment fund[J]. Business Ethics A European Review, 1999.

⑥ Scholtens B, Plantinga A. Socially Responsible Investing and Management Style of Mutual Funds in the Euronext Stock Markets[J]. Research Report, 2001.

⑦ Sparkes R. Socially Responsible Investment: A Global Revolution[M]. Wiley, 2002.

方面的绩效而非财务绩效，来评估自身的投资行为以及投资对象在履行社会职责、遵循可持续发展等方面所作出的贡献。对于 ESG 的三大核心要素，具体而言：

（1）环境（Environment）

毫无疑问，一个对环保做出卓越贡献的公司值得被投资。因此环境分析需要研究各种因素，以正面和负面的方式说明公司业务和发展对环境的影响，主要需要研究和分析的主题包括：气候变化政策、计划和披露；温室气体排放目标，以及公司如何实现这些目标的透明度；碳足迹和碳强度（污染和排放）；与水资源有关的问题和目标；尽量使用可再生能源，包括风能和太阳能；废物的回收和安全处置方法；绿色产品和技术的应用；为员工带来的环境效益，例如骑自行车计划和基于环境的激励措施；与环境监管机构的关系和过去的（处罚）历史。

（2）社会（Social）

社会包括了与民众及社会相关的元素，侧重于对人权的保护。因此社会责任因素主要研究和分析的主题包括：员工待遇，薪酬，待遇和福利；员工安全政策，包括预防性骚扰；高效透明的供应链采购；消费者友好度，客户服务响应能力以及包括诉讼、召回和监管处罚在内的消费者保护问题的历史记录；企业的使命目标；在社会正义问题上的公众立场以及游说努力。

（3）公司治理（Governance）

公司治理部分涉及董事会和公司监督、股东友好和以管理为中心的态度。ESG 投资者可以用较为宽松的术语来分析企业管理层和董事会如何与不同的利益相关者建立联系，如何经营企业，以及企业激励措施是否与企业的成功相一致。公司治理的研究主题包括：高管薪酬、奖金和津贴；薪酬与驱动长期业务价值的指标挂钩；董事会和管理团队的多元化；与股东沟通的透明度以及股东提起诉讼的历史；与监管机构的关系和历史；针对国有企业，还有其基层组织建设能力等专项分析。

二、ESG 投资作为国际趋势的流行与现状

在上世纪九十年代，与 ESG 十分相似的社会责任投资（SRI）和伦理投资（Ethical Investment）理念就已经在欧美日兴起且发展至一定规模，但那时投资者对这两个概念兴趣不大，没有形成投资潮流。2004 年后 ESG 概念逐步形成，2006 年后全球责任投资资产管理规模逐步增加，2010 至 2020 年，10 年间增长

约 5 倍（2020 年规模达 20 万亿美元左右，2020 年超过 100 万亿美元）^①。虽与社会责任投资、伦理投资等理念一脉相承，但 ESG 责任投资理念却更受国际资本市场青睐，成为国际潮流，有以下几点原因。

（一）气候变化刺激 ESG 投资需求

气候变化正在从根本上改变人类的生存环境，破坏整个经济系统，加剧国际局势动荡。气候变化对经济发展的潜在风险主要有两点。一是物理风险，即气候变化对实体经济产生的负面影响。二是转型风险，即为应对气候变化的相关政策或新技术引发的财务损失的风险。

为稳定全球气温，避免气候变化带来的潜在灾难性风险，国际组织和领导人纷纷加强合作，应对气候风险。1988 年，世界气象组织（WMO）和联合国环境规划署（UNEP）联合成立了政府间气候变化委员会（IPCC），开展《联合国气候变化框架公约》（UNFCCC）谈判，呼吁国际社会要重视环境变化问题^②。为了落实气候公约，公约缔约方 1997 年通过《京都议定书》（Kyoto Protocol），首次对温室气体排放量做出定量规定，并引入排放贸易、联合履约和清洁发展三大发展机制。2016 年《巴黎协定》（The Paris Agreement）更是定下长期气候目标，要将全球平均气温较前工业化时期上升幅度控制在 2 摄氏度以内，将温度上升幅度限制在 1.5 摄氏度以内。至此，全球领导人已经将极端天气和气候行动失败等环境风险视为最重大的全球威胁^③。

随着监管环境不断严格，为了更好应对气候变化的世界性议题，资本市场积极寻找新的投资策略，拥抱 ESG 投资，以期发挥出 ESG 投资的积极作用。一是关注投资的社会属性，利用 ESG 投资的负面筛选规避对危害环境、劳工权益、社会和谐等企业的投资，避免助长企业不道德获利的行为。二是关注投资的自然属性，利用 ESG 投资弥补传统财务评估框架缺失的社会责任评估，在追求经济效益的同时兼顾环境、社会和公司治理的可持续发展。三是关注上市公司的经营行为，倒逼公司将 ESG 因素纳入业务决策流程、监督公司对环境和社会影响的评估等，从而让 ESG 更多地进入企业的顶层设计和战略议程中。

（二）ESG 内在优势吸引投资者关注

① UNPRI 数据库：

<https://www.unpri.org/signatory-resources/pri-data-portal-explore-signatories-reporting-data/391.article>.

② UNFCCC Annual Report 2000.

③ The World Economic Forum: The Global Risks Report 2020.

ESG 内在优势体现在四方面，即长期收益、风险规避、政府支持和受托责任。由于符合投资者渴望获得长期稳定回报的心理，受到投资者的青睐和追捧。

一是ESG长期收益较好。对于ESG的收益问题学术界争议焦点在于短期收益是否存在，但是关于其收益率在长期内的表现大多持认可态度。目前主流机构投资者已经认同ESG理念是长期价值的创造源泉。哈佛大学教授Oliver Hart和芝加哥大学教授Luigi Zingales指明，这种中长期收益并不是传统的企业经济利润最大化，而是投资人福利最大化^①。他们对股东价值和股东福利进行区分，认为承担社会责任的企业才能长久持续下去，投资人的福利才能可持续地最大化。

二是ESG有较强的风险规避能力。国际货币基金组织（IMF）在《世界经济展望》中指出全球经济复苏前景依旧具有“超乎寻常的”不确定性^②。再加上贸易保护主义抬头、地缘政治日趋紧张、新型冠状病毒的世界大流行等问题，让全球经济前景蒙上一层阴影。此外，人类社会的问题也在愈演愈烈，以美国为代表的发达国家，收入分化越来越大，随之而来的民粹主义上升，给整个经济社会的稳定带来挑战，发展路径面临调整。在这一大背景下，主流金融机构避险意识增强，希望借助ESG对环境社会管制等问题相对全面的覆盖，资产拥有者和管理者们可以在一定程度上去规避这些风险。ESG投资理念将环境、社会、公司治理因素纳入分析及投资过程，可以帮助识别重大风险，评估业务模式的稳健程度，这些ESG的特性使得其更容易受到稳健型投资人的青睐。

三是ESG符合政府监管标准。多年来，世界各国积极响应可持续发展理念，纷纷出台高规格的绿色监管标准，倡导长期价值投资。首先，从政府层面制定监管标准，出台环保法规。个别国家通过颁布绿色发展法案倡导能源转型，鼓励发展那些使用清洁能源的环境友好型企业或行业，严格规定企业上市规则并强制其披露ESG相关信息。其次，从行业组织层面引导投资。行业协会、监管机构和NGOs等组织在引导可持续投资中积极发挥作用，先后出台 400 个与ESG或气候相关的披露计划^③。

四是ESG强调投资经理的受托责任。责任投资要实现操作透明度和信息披露完整化，需要投资经理重视自身职业道德，认真履行受托责任，从而提高对行业

① Hart O & L. Zingales, "Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value." Journal of Law, Finance, and Accounting, 2017 (2): 247–275.

② World Economic Outlook Update: Fault Lines Widen in the Global Recovery, 27 July 2021.

③ MSCI World ESG Leaders Index (USD), 30 July 2021.

信息披露的敏感性和责任感。ESG投资中关于投资经理受托责任的规定，既有正式文件明确规定经理人披露ESG的程序和内容，还有通过行业规范提高经理人的职业自觉，激发投资者和被投资公司对投资经理人的心理期望，以规范其投资行为和观念^①。

（三）ESG 生态体系的完善与 ESG 市场规模的扩大

与传统投资坚持股东利益至上不同，ESG 投资更加重视利益相关者对企业价值的创造，将股东纳入考量范围，建立出一套 ESG 生态体系。随着该体系中的利益相关者（包括股东在内的员工、信用评级机构、交易所以及政府等）一致推动 ESG 投资实践，ESG 投资市场规模逐渐壮大。

一是负责任投资原则组织（UN PRI）。UN PRI的使命就是专为推动ESG投资而存在。它将全球参与者按照资产拥有者、资产管理者以及服务提供者三种身份划分，组成国际投资者网络，并赋予不同的义务和职责，形成了一个深度网络。越来越多的机构加入六项责任投资原则的指引中，产生了更多正向循环，使得ESG投资在全球不断被认可。目前UN PRI的签署方已经超过 3700 家，资产管理超过 121 万亿美元^②。可见，在UN PRI成功推动下，ESG投资作为落实可持续发展理念，推动企业可持续发展的重要手段，已经成为企业践行可持续发展的通行做法和系统方法论。

二是可持续证券交易所。可持续证券交易所是全球可持续发展的重要一环，它通过再融资、首次公开募股（IPO）和债券发行等方式给经济实体提供资金支持。为了响应绿色经济转型，证券交易所积极与 UN PRI 等国际组织、投资机构开展合作，通过参与绿色证券交易项目，积极响应可持续投资理念。可以预见，未来可持续证券交易所将进一步发挥独特优势，推动绿色金融和责任投资深入发展。

三是信用评级机构。ESG 信用评级机构有足够的动力建立持续跟踪受评主体 ESG 因素的机制，明确 ESG 因素与受评主体信用评级之间的联系。一旦其评级指标被证明具有前瞻性和及时性，便会得到投资者的信赖，同时也会引起企业的重视，从而吸引更多企业采用这种 ESG 信用评价体系，披露 ESG 相关信息。企业 ESG 信息披露越频繁，信用评价机构公布的 ESG 信息就会更新频繁，越频繁就越

① CARLSSONRH, The benefits of active ownership, Corporate Governance, 2003, 3(2): 6—31.

② UNPRI 官网： <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>.

有效，从而提高 ESG 信用评级机构的地位，强化其权威性。

三、ESG 投资与养老基金

ESG 投资理念自产生之日起，就成为养老基金受托人在投资运营中广泛采用的一种投资策略和理念。这是由于，与一般机构投资者相比，养老基金拥有独特的属性和特征与 ESG 投资理念存在着高度的契合。

（一）养老基金的公共属性与 ESG 投资的价值取向相契合

养老基金的公共属性主要体现在政治、经济和社会三个维度。政治经济学中，马克思劳动价值理论认为抽象劳动创造价值，从而所有价值都应归属于“劳动所得”。在“劳动所得”由全体劳动者共同占有的假设条件下，马克思主义分配理论中的“六个扣除”学说指出了劳动所得的基本分配格局。在《哥达纲领批判》中，马克思提到：“社会总产品应该扣除：（1）用来补偿消费掉的生产资料部分；（2）用来扩大再生产的追加部分；（3）用来应付不幸事故、自然灾害等的后备基金或保险基金；剩下的部分才是作为消费资料的。而在分配给个人之前，还应该从中扣除：（4）和生产没有直接关系的管理费用；（5）用来满足共同需要的部分（6）为丧失劳动能力的人设立的基金。^①”其中（3）和（6）就体现了以养老基金为主体的社保基金其来源是社会必要劳动和部分剩余劳动的总和。另外，从社会再生产的角度讲，物质资料再生产和劳动力再生产是社会再生产顺利进行的前提。其中，劳动力再生产一般包括劳动能力的恢复和发展以及繁衍新生劳动力，而养老基金正是这些能力得以实现的必需条件。综上所述，我们可以认为，养老基金是由劳动者创造的，从而养老基金投资必然要体现社会成员的价值取向。

因此，养老基金具有较强的公共属性，养老金投资追求的是其外部的正溢价效应，投资决策应避免产生重大的社会、环境负面影响。而 ESG 投资的负面筛选可以有效规避此类不正当投资行为，从而 ESG 等非财务信息在机构投资者特别是养老基金等大型机构投资者的投资决策中发挥着越来越重要的作用。

（二）养老基金的投资属性与 ESG 投资的长远利益相契合

第一，养老基金投资对安全性要求较高。养老基金投资安全包括本金安全、

① 《马克思恩格斯文集（第3卷）》，北京：人民出版社，2009：432。

投资收益波动小等要求。本金安全是养老基金投资安全的“底线”。在许多国家，投资监管是基于本金确定性原则的，也就是投资不能损害其资本按名义计算的价值^①。因此，在养老基金和计划、投资信托、共同基金等的管理中，同样需要遵守这一原则。为了减少投资业绩受到市场波动的影响，大多数国家采用“谨慎人规则”作为养老基金投资管理模式。在 OECD 报告中，“谨慎人”规则要求“受托人（自然人或者法人）在进行投资时，必须与具有类似能力的谨慎人从事具有类似特征和目标的事业中的行事方式一样，尽心、专业、谨慎和勤勉地履行自己的职责”^②。也就是说，受托人在进行养老基金投资决策时，必须做到勤勉、尽职尽责，对委托人必须忠诚，同时，委托人必须精通相关业务的技能，这也是养老基金投资管理满足委托人投资偏好的基本要求。

传统的风险投资模型和投资组合很少能够考虑到 ESG 因素，这就导致投资人对企业 ESG 风险缺乏监督意识和保护措施。而将 ESG 因素纳入到养老基金投资决策的流程中，能够有效降低投资组合中极端风险事件发生的概率，以及排除投资组合中“不道德”的企业，从而在一定程度上大大增加养老基金投资运营的安全性。

第二，养老基金本身时间跨度较大。长期投资是养老基金投资的天然特征和独特优势之一。积累制养老基金是养老金计划参与者整个生命周期的纵向平衡安排，从参加养老金计划到退休领取养老金，资产积累期长达 25~40 年，从而形成巨额的长期资本。养老基金一般不能提前支取，也不能抵押借贷。长期性、稳定性的资本有利于进行合理配置，一方面可以通过选择长期投资产品以获得收益；另一方面，可以产生大规模的资产，在金融资本市场中发挥“稳定器”的作用。

因此，养老基金在进行投资决策时，必须考虑长期的环境和社会经济因素。一般投资管理机构的业绩评价普遍趋于短期化，而 ESG 投资并不会因为短期逐利而进行一些非理性投资，从而可以在识别公司非财务因素绩效方面发挥重要作用，以剔除可能存在的长期系统性环境和社会风险的投资对象，确保长期的稳定收益。

① Pegler J. The Actuarial Principles of Investment[J]. Journal of the Institute of Actuaries (1886-1994), 1948, 74(2):179-211.

② R Galer, OECD. "PRUDENT PERSON RULE" STANDARD FOR THE INVESTMENT OF PENSION FUND ASSETS. 2002.

四、养老基金 ESG 投资的国外经验

如上文所述，由于养老基金的公共属性、长期属性以及避险属性所决定的投资目标与ESG投资理念高度契合，二者的结合正变得越来越紧密。在各国监管政策下，越来越多的海外养老金在ESG投资中发力。例如，日本政府退休投资基金（GPIF）作为现今世界上资产规模最大的养老投资基金（截至 2021 年 1 月，资金管理规模达 163 万亿日元），自 2016 年起，GPIF逐渐将ESG因素融入到各类资产的投资策略之中^①。此外，加州公务员退休基金（CalPERS）和丹麦劳动力市场补充养老基金（ATP）等也纷纷在投资决策中考虑ESG因素，并制定了ESG投资实践指南。

（一）政府立法推动养老基金 ESG 投资的发展

为了使养老基金ESG投资理念实践落地，近年来，国际组织和政府机构相继出台政策法规，提出养老基金应在投资决策中考虑目标企业的ESG信息披露。由此，全球养老基金投资快速形成了ESG发展潮流。据UN PRI的责任投资监管地图显示，对世界上最大的 50 个经济体共进行的 730 余次硬性和软性的政策修改意见中，有 61 项涉及养老基金管理^②。例如，2016 年《欧洲职业退休规定指令》（IORP）明确要求私人养老金计划需将ESG因子纳入治理和风险决策中，详见表 1。

表 1 世界各地养老基金 ESG 投资政策法规

国家	名称	日期	相关内容
英国	2018 年养老金保护基金服务（应计养老金服务）和职业养老金计划（投资和披露）（修正案兼修订版）条例	2019	“适当期限”指受托人认为养老金计划通过投资获得未来收益所必需的时间；“财务实质性考量”指信托计划受托人认为具有财务实质性的考量，包括（但不限于）环境、社会 and 治理考量（包括但不限于气候变化）。
欧盟	关于披露可持续投资和可持续性风险以及修改（EU）2016/2341 号指令的欧洲议会和欧洲理事会条例提案	2019	金融市场参与者应在签订合同之前披露下列事项： （a）将可持续性风险整合到投资决策适用的程序和条件； （b）预期可持续性风险对所提供金融产品的回报产生相关影响的可能性； （c）金融市场参与者的薪酬政策如何与可持续性风险的整

① GPIF, ESG REPORT 2018,2019.

② UNPRI 负责任投资监管数据库，网址：

<https://www.unpri.org/policy/responsible-investment-regulation-map/208.article>.

			合工作兼容，并在相关情况下与金融产品的可持续投资目标兼容。
美国	员工福利保障局(EBSA): 第 2018—01 号实操辅助公告	2018	如果在另类投资估值时，ESG 因子涉及的商业风险或机会本身可作为经济考量，则 ESG 因子的权重，也应与相对于其他相关经济因子所涉的风险回报水平相称。
巴西	第 4661 号决议	2018	第 4661/2018 号决议规定，养老基金分析风险期间，除分析经济可持续性外，还应尽可能考虑环境、社会和公司治理问题 《Instrucao Previc n.6/2018》文件进一步完善此建议，规定养老基金的投资政策应包括环境、社会和公司治理问题的合规指南，最好是经济部门指南。
欧盟	2016 年 12 月 14 日欧洲议会和欧洲理事会关于职业退休准备金机构(IORP)的经营活动和经营监督的第(EU)2016/2341 号指令	2016	“治理制度应包括在投资决策期间考虑与投资资产相关的环境、社会和公司治理因子，并定期接受内部审计。”
加拿大 安大略省	养老金福利法(Pension Benefits Standards Act)	2016	第 78(3) 条规定，养老金计划的投资政策程序声明(SIPP)，必须说明环境、社会和公司治理因子是否纳入投资的政策程序，如果纳入，则说明纳入方法。
韩国	国民年金公团法	2015	国民大会通过《韩国国民养老金法》修正案，要求国民年金公团考虑 ESG 问题，并宣布 ESG 考量的纳入程度。
澳大利亚	退休金审慎实践指南 SPG 530	2013	澳大利亚审慎监管局(APRA)要求可注册退休金实体(RSE)持牌人需提出合理依据，确定针对投资方案制定的投资策略符合收益人最大利益，并满足《退休金行业监管法》第 52 条关于流动性和多样化的要求。虽然 ESG 考量不易做财务量化，APRA 仍要求 RSE 持牌人能够通过适当分析，支持制定以 ESG 为重点的投资策略。
南非	养老基金法(Pension Funds Act)	2013	《养老基金法》将受托人责任编入法条，并规定受托人责任适用于养老基金受托人。第 7(c)和(d)条涉及受托人责任(避免冲突、注意义务、勤勉、诚信和独立)。2011 年，《条例 28》经修订后，要求受托人负责制定关于资金情况和监测的投资程序，并要求基金考虑与长期成功相关的所有因子(包括 ESG)。

资料来源：UNPRI 负责任投资监管数据库。

(二) ESG 评价体系助力养老基金投资

当前，ESG 评价体系主要囊括 ESG 信息披露、ESG 评级和 ESG 投资指引。其中，ESG 信息披露是整个 ESG 评价体系发挥作用的前提，主要指国际非营利组织、各国政府及交易所发布的 ESG 信息披露原则指引。ESG 评级主要是由评级机构根据一定标准对被评估对象的 ESG 表现加以量化，为投资决策提供有说服力的依据。ESG 投资指引是投资公司根据 ESG 理念所开展的具体实践。ESG 信息披露与

评级能够养老基金机构投资者提供更为明确的投资指引，从而为养老基金创造长期稳健的收益回报。

1.ESG 信息披露原则及指引

如上文所述，ESG信息披露是开展ESG评级和ESG投资指引的依据。近年来，国际上已有多个组织机构发布了ESG信息披露相关原则指引（表 2），并不断修订完善。同时，随着国际组织机构的示范作用，部分国家和地区的交易所也发布了ESG相关披露指引。例如，欧盟 2014 年修订的《非财务报告指令》就强制要求大型上市公司披露ESG信息，并提出“不遵守即解释^①”。

表 2 各国际组织发布的 ESG 信息披露相关原则指引

国际组织	ESG 信息披露相关原则指引
联合国	责任投资原则机构（UNPRI）
	环境规划署金融行动机构（UNEP EI）
	全球合约机构（UN GC）
	金融稳定委员会气候相关财务披露工作组（TCFD）
	《气候相关财务信息披露工作组建议报告》
	全球报告倡议组织（GRI）
	可持续发展报告指引
	国际标准化组织（ISO）
	ISO26000 社会责任指引
	经济合作与发展组织（OECD）
	公司治理指引
	可持续发展会计准则委员会（SASB）
	相关会计准则

资料来源：作者根据公开信息整理。

（1）国际上强制披露 ESG 信息的趋势愈发显著

近年来，全球已有 30 多个经济体相继提出企业进行ESG信息披露的必要性，包括美国、欧盟、日本等；其披露态度也逐步由“鼓励自愿”向“半强制”“完全强制”性信息披露发展。例如，2014 年，日本政府养老投资基金（GPIF）引入管理人守则，提出要注重制度建设，机构投资者要积极发挥市场引领作用。随着机构投资者对ESG信息需求不断增多，2015 年东京证券交易所发布企业治理守则，并于 2020 年发布《ESG披露实用手册》，以支持上市公司自愿改善ESG披露，鼓励上市公司和投资者开展对话^②。

（2）ESG 信息披露指标体系逐步成熟完善

目前，国际上比较流行的ESG信息披露标准主要有国际标准化组织（ISO）发

① 社投盟研究院： https://www.casvi.org/h-nd-963.html#skeyword=ESG&_np=0_35。

② 社投盟研究院： <https://www.casvi.org/h-nd-993.html>。

布的ISO26000 标准、全球报告倡议组织（GRI）发布的《可持续发展报告指南》（第四版）等。虽然这些标准涵盖内容广泛、原则清晰明了，但也只是对披露内容的标准化建议，并不能满足不同组织的多样化需求。因此，各国纷纷出台适应于自身的ESG信息披露标准，例如香港交易所发布的《ESG报告指引》、德国证券交易所的《ESG实践指引》等。这些报告指引在主要披露规则上与国际标准保持一致，但涵盖了更加明确具体的指标和披露要求^①。

2. 国际 ESG 评级体系

在 UN PRI 提出的 ESG 基本框架中，大部分指标是难以直接量化的。为此，评级机构根据各自对 ESG 的理解设计出评估方法，并构建开发 ESG 指数。针对 ESG 评估方法，各评级机构的思路大体趋于一致：首先，评级机构以企业自愿披露或第三方机构提供的 ESG 信息为依据对收集到的基础数据进行定性和定量分析，通过综合评分的方式选出该行业的“最佳实践”；其次，通过衡量企业各项工作与“最佳实践”的差距，分项评估打分，最终根据各项赋予的不同权重计算综合评分。虽然目前国际上已经有部分机构开始 ESG 评级方法研究及指数产品研发工作，但从总体看，全球 ESG 评级研究的进展尚处于初级阶段。一方面，不同机构由于具体指标、“最佳实践”等标准不一，导致 ESG 评级指标和评估方法存在一定差异；另一方面，ESG 评级指标的构建和评价结果均受到企业信息披露质量的限制。

近年来，ESG绩效评级体系为海外养老基金提供投资参考。例如，GPIF宣布国内股票选择四种ESG指数进行投资，分别是富时Blossom日本指数（FTSE Blossom Japan Index）、MSCI日本ESG精选领导者指数（MSCI Japan ESG Selected Leaders Index）、MSCI日本妇女赋权指数（MSCI Japan Empowering Women Index）和标普/JPX碳效率指数，并将标普全球（日本除外）大中型碳效率指数（the S&P Global Ex-Japan Large Mid Carbon Efficient Index）作为海外股票投资基准，总投资金额达 1.2 万亿日元^②。

3. 国际上 ESG 理念的投资指引绩效

多年实践证明，ESG评级结果可以为养老基金ESG投资提供重要指引。截至

① 《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》（2019），P17：
https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/ywfw_esg/esgyj/ygxx/202007/t20200715_9822.html.
 ② GPIF. GPIF Selected Global Environmental Stock Indices.

2021 年 4 月，UN PRI 管理的资产总规模超过 121 万亿美元（见图 1），其中包括多家国际知名养老金机构投资者。养老基金 ESG 投资通常有两种决策取向：第一，直接按 ESG 标准执行，此类多为公共部门养老基金，如 2021 年 6 月 12 日挪威议会投票决定，要求挪威政府养老基金（原挪威石油基金）从石油、天然气和煤炭行业撤资超过 130 亿美元，转投可再生能源项目^①。第二，在 OECD 国家中，许多国家采取了间接的投资策略—要求披露投资项目的社会和环境效应，而不对其投资行为作特别规定^②。

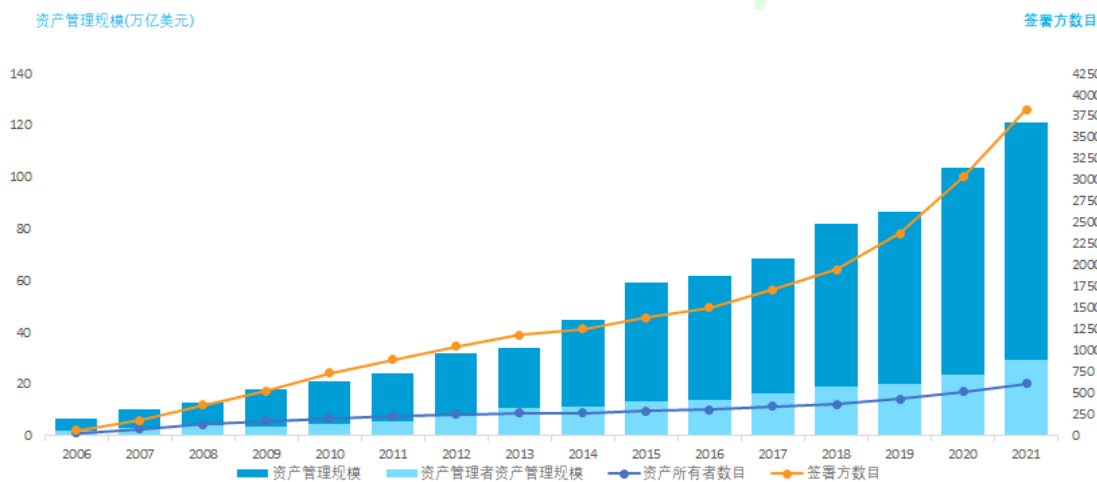


图 1 近年来全球签署 UNPRI 机构数量及资产规模增长情况

资料来源：PRI 官网，<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>。

（三）国际养老基金 ESG 投资策略

随着养老基金 ESG 投资逐渐成为主流，其投资策略经历了 ESG 融合、股东参与的发展历程，具体而言：

1. ESG 融合策略

ESG 融合（ESG incorporation）策略倾向于投资筛选过程中对 ESG 因素的充分考虑，良好的整合可以使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。

（1）筛选（Screening）。筛选策略分为消极筛选和积极筛选。所谓消极筛选起初是指拒绝对道德取向有问题的行业或企业进行投资。发展至今，其筛选标

① 挪威能源环境协会网站：<https://neec.no/挪威政府全球养老基金从化石能源领域撤资/?lang=zh-hans>。

② Eurosif 官网：<https://www.eurosif.org/transparency-code/>。

准不断丰富扩展，逐步发展到人权、环境保护等层面。不同国家的养老基金由于地域、行业等方面的差别，其对筛选侧重点也有所不同。例如，美国养老基金在ESG投资筛选过程中最注重恐怖主义对人权的侵害。而积极筛选则是指对积极履行ESG的行业或企业进行投资。养老基金积极筛选的应用主要体现在一些主题投资领域，如挪威主权基金GPFG积极开展可持续主题投资，主要面向低碳能源和替代燃料、清洁能源和效率技术、自然资源管理等三个领域；截至2020年底，GPFG投资了90家环境主题公司，总资产达1000亿挪威克朗，2020年投资回报率为34.3%，高于基准22.6个百分点^①；此外，荷兰养老基金PGGM、丹麦养老基金ATP也积极投资于绿色基础设施领域^②。

(2) ESG整合 (ESG integration)。ESG整合策略即依据收集到的ESG基础数据，深度挖掘企业财务和股票表现的实质性信息，从而为大型机构投资者识别出具有前景的企业提供指引。现如今，越来越多的养老基金愿意在投资中采用ESG融合策略。据USSIF2013年度报告显示，截至2013年12月31日，美国有6.2万亿美元的社会责任投资采用的是ESG融合策略，其中有68%的机构投资者来自于公共养老基金，充分体现了养老基金对ESG投资的支持^③。

2. 股东参与策略

股东参与 (Shareholder Engagement) 即投资者凭借其股东身份基于ESG理念参与公司治理和决策的行为，主要方式包括代理投票、编制股东决议、与公司管理层对话等。近年来，ESG股东参与度正逐年提升。据Eurosif2018年社会责任投资报告显示，同2014年相比，2018年欧洲国家ESG整合股东参与率上升了14%^④。不断升高的股东决议参与率有助于公司董事会践行ESG发展理念，进而影响整个行业的社会责任意识。

由此可见，ESG融合策略可以在投资决策之初对养老基金的投资对象起到导向作用，而股东参与策略则是养老金管理公司从运营管理层面深化ESG发展理念的具体实践。ESG融合是良好投资的开端和前提，股东参与是ESG理念得以延续的保障，两者共同推动养老基金ESG投资的飞速发展，表3数据展示了欧洲国家

① Climate risk in the Government Pension Fund Global (GPFG) : <https://www.nbim.no/>.

② Croce R D . "Trends in Large Pension Fund Investment in Infrastructure". Social Science Electronic Publishing, 2012, 7(2):89-99.

③ USSIF. REPORT ON US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014,P60.

④ "European SRI Study 2018", <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf>.

养老基金 ESG 投资策略的分布情况。

表 3 2011 年欧洲国家养老基金 ESG 投资策略分布情况							
国家	代理投票	消极筛选	ESG 整合	股东对话	行业最佳	积极筛选	机构联盟
奥地利	17%	83%	33%	67%	67%	67%	17%
比利时	33%	67%	0%	0%	33%	33%	33%
法国	36%	45%	73%	9%	45%	55%	27%
德国	20%	40%	40%	40%	40%	20%	20%
意大利	0%	67%	0%	17%	0%	50%	17%
荷兰	86%	64%	43%	50%	50%	29%	43%
挪威	0%	22%	22%	0%	0%	11%	0%
西班牙	100%	75%	100%	25%	25%	50%	100%
瑞典	13%	75%	13%	13%	0%	0%	0%
瑞士	67%	67%	33%	33%	67%	33%	33%
英国	95%	19%	57%	67%	29%	19%	0%
平均	51%	49%	42%	36%	31%	30%	20%

资料来源：USSIF. REPORT ON US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014

五、中国养老基金实行 ESG 投资的意义

习近平主席在第 75 届联合国大会上说：“人类需要一场自我革命，加快形成绿色发展方式和生活方式，建设生态文明和美丽地球^①。”为了平衡好生态环境保护同社会经济可持续发展的关系，中国政府和监管机构前后出台了一系列有利于经济环境和谐发展的战略和政策。在此背景下，ESG理念被引入中国可谓是恰逢其时。

中国养老基金作为资本市场的重要参与者，在投资中引入 ESG 理念具有重要意义，以下是几个思考的角度：

（一）有助于推动“双碳”目标的落实

习近平主席在 2020 年第七十五届联合国大会上宣布：“中国将提高国家自主贡献力度，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”^②。随后在气候雄心峰会上进一步宣布：“到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电

① 新华网：http://www.xinhuanet.com/2020-09/22/c_1126527652.htm。
② 参见习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话（全文）：www.xinhuanet.com/politics / leaders/2020-09/22/c_1126527652.htm。

总装机容量将达到 12 亿千瓦以上”^①。

实现“双碳”目标重点在于落实。养老基金ESG投资促进“双碳”目标的落实主要有三个路径：一是弥补碳减排资金缺口。研究结果显示，2030 年实现“碳达峰”，每年资金需求约为 3.1 万亿~3.6 万亿元，目前每年资金供给规模仅为 5256 亿元，缺口超过 2.5 万亿元/年^②。养老基金进行ESG投资可以活跃资本市场，弥补这一资金缺口。二是完善“碳排放”信息披露机制。根据“双碳”目标要求，企业应当进行高质量的碳排放相关信息披露，但我国仍没有完善相关机制，企业披露信息内容也参差不齐，养老基金运用ESG投资可规范碳排放信息披露机制，促进企业对碳排放信息的披露积极性。三是强化对绿色低碳产业的激励。养老基金本身体量巨大，通过ESG投资对新兴产业、新能源行业等绿色低碳产业进行资金支持，激励其深化技术创新，促进绿色低碳产业的发展壮大，进而推动“双碳”目标的达成。

（二）有助于推动环境政策的落地

为保护环境，实现经济发展模式向高质量发展转型，中国出台了一系列环境政策。2015 年签署《可持续发展 2030 议程》，2016 年加入《巴黎气候变化协定》，2017 年环保部通过了《排污许可管理办法（试行）》，2018 年开始正式实施《中华人民共和国环境保护税法》，2020 年宣布“双碳目标”承诺等。未来中国将大力发展非化石能源、可再生能源，全面推进低碳交通、绿色建筑、绿色低碳技术以及绿色低碳生产生活方式^③。

养老基金 ESG 投资可通过对投资对象的选择推动环保政策的落地。养老基金通过信息统计手段及时掌握企业主动披露的 ESG 数据，综合考虑投资项目的社会贡献、生态贡献和经济贡献后，投资那些符合国家环保政策支持的企业和企业，例如储能、节能和新能源行业，倒逼不符合环保政策要求的企业加速产业减排，例如建筑、运输、能源等环境不友好行业，进而推动调整经济发展模式，落实“双碳”目标，实现绿色发展等方面的环境政策目标的落地。

（三）有助于促进中国资本市场健康发展

为了促进资本市场健康发展，实现绿色转型，国家发改委出台了《绿色债券

① 新华网：http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-12/12/c_1126853600.htm。

② 中央政府门户网站：http://www.gov.cn/zhengce/2015-07/01/content_2887645.htm。

③ 生态环境部官网：http://www.mee.gov.cn/ywdt/hjywnews/202101/t20210102_815789.shtml。

发行指引》，为企业开展或者建设符合规定的绿色项目注资，提供绿色项目融资的债券工具^①。中国人民银行与中国证监会联合发布《绿色债券评估认证行为指引》规范发展绿色债券市场和绿色金融^②。

在国家政策的支持下，养老基金采用 ESG 理念入市投资会形成示范效果，引导社会责任投资更加规范。为获得养老基金的关注，经济实体将会主动遵循 ESG 投资理念，改善经营的社会环境影响，增强自身 ESG 投资的正面形象，以赢得养老基金的青睐。ESG 评估企业治理绩效，有助于协调企业内部利益相关者（股东、董事、监事、经理层）之间的关系，同时优化其他利益相关者（包括员工、客户、存款人和社会公众等）之间的关系，帮助企业完成公司治理现代化，促进可持续发展。当市场上有更多在 ESG 上表现良好的企业出现，养老基金投资的可选范围也更加多样，社会责任投资行为会被更多市场主体所接纳，从而促进资本市场健康良性的发展。

（四）有助于保障中国养老金投资长期回报

未来 15 年和 30 年养老金体系改革应以“基金积累”为主要特征的“资产型”养老金制度模式为导向，逐渐替代以“权益积累”为主要融资方式的“负债型”养老金制度^③。中国养老金未来缺口巨大，需要运用现有账面资金获取长期稳定的投资收益以弥补未来偿付能力的不足，维持中国养老金体系的稳定运行。

ESG 投资在风险控制能力和长期收益能力得到了国际资本市场的验证，ESG 理念内涵了较为科学的投资评价体系，这套评价体系不是只基于财务数据，而考虑了影响企业经营的全方位因素，能有效规避投资风险，实现在较长的时间内保障投资收益率的目标。加拿大、日本等国家养老基金采用了 ESG 投资理念，在过去的十年中，均保持了较为可观的收益率。通过借鉴国际社会的先进经验，中国养老基金通过 ESG 投资能够有效保障长期可持续的收益，在规避投资风险的同时实现可持续投资管理水平的提升。

（五）有助于促进中国金融对外开放

在十来年的国际实践中，ESG 投资理念已经得到了国际社会一定程度的认可，那些重视长期可持续回报的机构投资者纷纷采取 ESG 投资策略，ESG 已成为

① 国家发改委官网：https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/201601/t20160108_963561.html。

② 中国人民银行官网：<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/105208/3449893/index.html>。

③ 郑秉文：《财富储备与“资产型”养老金体系转型研究》，《中国人口科学》2021 年第 1 期。

世界责任投资领域的流行趋势。

中国加大金融对外开放应当积极利用 ESG 投资流行的潮流, 推广 ESG 投资理念。养老金作为重要的资本方, 采用 ESG 投资理念后会引起其他投资人的效仿, 推动国内资产管理行业投资理念的变革, 有助于国内投资机构在走出国门后更好的适应国际投资环境。同时, 还可以倒逼被投资企业加强 ESG 信息披露, 促进中国企业向国际标准看齐, 完善 ESG 报告和财务报告相契合的全面信息披露体系。国外投资者现在对符合 ESG 原则的金融产品偏好较强, ESG 投资原则在国内资本市场推广应用有利于更好的吸纳国际资本。整体而言, 养老金运用 ESG 投资理念可以起到积极的示范作用, 促进中国金融更好的与世界接轨。

(六) 有助于建立中国的 ESG 生态体系

推进 ESG 投资是一个系统工程, 践行 ESG 投资理念的前提是构建出一套包括监管机构、企业、投资者、第三方服务机构和研发机构等利益相关者在内的生态系统。监管机构科学制定信息披露规范, 企业自觉遵守 ESG 披露规范, 第三方服务机构提供数据和评级服务, 投资者基于 ESG 绩效作出投资决策, 研究机构进行基础研究、培养人才、提供专业分析和研判。中国 ESG 生态系统建设还在起步阶段, 无论是企业信息披露还是第三方服务机构以及机构投资者对 ESG 的认知与发达经济体仍有很大距离。其中原因就是由于 ESG 投资主体不足, 养老金体量巨大, 进入 ESG 投资市场后既能充实投资主体又能起到引领更多的投资者进入, 从而逐步推动中国 ESG 投资生态系统的发展。

六、养老金 ESG 投资的中国实践

2016 年中国人民银行等七部委所印发的《关于构建绿色金融体系的指导意见》(银发〔2016〕228 号) 中指出要积极发展绿色金融, 该意见促进资本市场对可持续投资的重视度^①。随着 ESG 概念的推广以及中国政府对于“绿色金融体系”的推动, 中国资本市场也积极引入 ESG 投资理念。中国资本市场最早关于 ESG 的报告出现在 2017 年^②。其后进行 ESG 信息披露的企业以及建立 ESG 评价体系的机构逐渐增加。同时中国内地机构加入 UN PRI 的数量不断增多, 截至 2021 年 6

① 中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会、环境保护部、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会联合印发《关于构建绿色金融体系的指导意见》(银发〔2016〕228 号)。

② 数据来源于 WIND 数据库。

月末，达到了 60 家^①。主流的基金业、银行业、保险业逐步推广 ESG 投资的应用，参与方式包括发布 ESG 产品、运用 ESG 投资策略、制订 ESG 评价标准等。

（一）中国基金行业 ESG 投资情况

目前，由于 ESG 基金投资标准不统一，对于 ESG 基金涵盖范围没有严格的定义。笔者认为目前 ESG 基金可包括泛 ESG 基金和纯 ESG 基金。泛 ESG 基金可认为是广义上的 ESG 基金，部分研究机构认为只要采用了 ESG 理念“环境保护、社会责任、公司治理”某一方面的投资策略，即可认为该基金属于泛 ESG 基金，因此在统计数据时将包含“绿色、环保、低碳、社会责任、公司治理、可持续发展”等概念的基金都纳入 ESG 主题基金范畴。纯 ESG 基金主要是指 ESG 主题基金，即在投资策略中明确提出以 ESG 评价体系用于构建投资组合或是明确在基金上注明为 ESG 基金，事实上纯 ESG 基金更符合 ESG 的理念内涵。

2019 年是中国 ESG 主题基金元年，该年有三只 ESG 主题基金上市，包括南方 ESG 主题股票型基金、易方达 ESG 责任投资基金、华宝 MSCI 中国 A 股国际通 ESG 基金。随着碳中和概念的推广，中国的私募基金也有少部分在接触 ESG 概念，但参与私募基金的投资者更优先关注投资收益，在关注社会责任等方面动力不足。截至 2021 年 7 月末，共有 13 家公募基金、1 家私募基金发布了 ESG 主题基金产品，其中发行情况如表 4 所示：

表 4 2021 年 7 月 ESG 主题基金产品发行情况

管理人	基金代码	基金名称	类型	年化收益率(%) (年初至今)	规模 (亿)
摩根士丹利 华鑫基金	009246.OF	大摩 ESG 量化先行	偏股混合型基金	38.67	4.97
创金合信基金	011149.OF	创金合信 ESG 责任投资 A	普通股票型基金	25.37	0.06
创金合信基金	011150.OF	创金合信 ESG 责任投资 C	普通股票型基金	24.74	0.08
南方基金	008264.OF	南方 ESG 主题 A	普通股票型基金	7.78	11.85
汇添富基金	011122.OF	汇添富 ESG 可持续成长 A	普通股票型基金	7.42	19.68
汇添富基金	011123.OF	汇添富 ESG 可持续成长 C	普通股票型基金	7.20	0.86
南方基金	008265.OF	南方 ESG 主题 C	普通股票型基金	7.14	3.06
方正富邦基金	010070.OF	方正富邦 ESG 主题投资 A	偏股混合型基金	2.29	1.16
方正富邦基金	010071.OF	方正富邦 ESG 主题投资 C	偏股混合型基金	2.14	0.62

① UN PRI 官网：<https://account.unpri.org/login?returl=https://dataportal.unpri.org>。

金					
华宝基金	501086.OF	华宝 MSCI 中国 A 股国际 通 ESGA	被动指数型基金	1.98	0.40
国金基金	012387.OF	国金 ESG 持续增长 A	偏股混合型基金	0.18	1.45
国金基金	012388.OF	国金 ESG 持续增长 C	偏股混合型基金	0.15	2.35
浦银安盛基金	516720.OF	浦银安盛中证 ESG120 策 略 ETF	被动指数型基金	0.00	5.04
华宝基金	012811.OF	华宝 MSCI 中国 A 股国际 通 ESGC	被动指数型基金	-2.55	-
浦银安盛基金	009630.OF	浦银安盛 ESG 责任投资 A	偏股混合型基金	-5.33	14.21
浦银安盛基金	009631.OF	浦银安盛 ESG 责任投资 C	偏股混合型基金	-5.56	8.73
工银瑞信基金	510990.OF	工银瑞信中证 180ESGETF	被动指数型基金	-5.61	2.95
招商基金	561900.OF	招商沪深 300ESG 基准 ETF	被动指数型基金	-7.00	2.41
富国基金	516830.OF	富国沪深 300ESG 基准 ETF	被动指数型基金	-8.94	5.53
华安基金	513900.OF	华安 CES 港股通精选 100ETF	被动指数型基金	-9.35	4.22
华安基金	005813.OF	华安 CES 港股通精选 100ETF 联接 A	被动指数型基金	-9.78	0.17
华安基金	005814.OF	华安 CES 港股通精选 100ETF 联接 C	被动指数型基金	-10.12	0.14
富国基金	516400.OF	富国中证 ESG120 策略 ETF	被动指数型基金	-11.68	2.41
易方达基金	007548.OF	易方达 ESG 责任投资	普通股票型基金	-19.19	5.13
维引资本 (私募)	XT2107059.XT	维引四明 ESG 多策略	多策略	-	-

资料来源：作者根据 wind 数据库整理。

而相对于 ESG 主题基金，广义的泛 ESG 基金发展速度更快，“十三五”（2016-2020）期间，泛 ESG 公募基金数量增长 79%，资产规模增长 109%^①。截至 2021 年 6 月末，泛 ESG 投资公募基金数量已达 164 只，规模合计超 1600 亿元，近一年、两年、三年的平均收益率分别为 37.27%、113.08%、108.75%，收益率和稳定性表现良好^②。

在资金投向方面，中国的 ESG 基金产品以投资境内发行上市的股票、“港股通

① 商道融绿《中国责任投资年度报告 2020》。

② 数据来源于 WIND 数据库。

股票”、金融债券、企业债券等为主，通常股票资产占比较高^①。目前这些ESG基金重仓行业普遍集中于金融、消费、信息技术行业。

在投资策略方面，一般是通过基金管理人自身的投资研究平台确定投资的策略，国内主流的投资策略包括四种：筛选策略、以ESG目标为导向的主动型产品、量化策略或与其他风格因子相结合、ESG指数产品^②。机构投资者通常选取的是筛选策略，具体投资方法包括正面优选以及负面筛选，正面优选是挑选ESG评分高的公司组成投资组合，负面筛选剔除评分低的公司组成投资组合。国外的ESG投资最早以负面筛选为主，随着ESG信息披露及评价体系的完善才出现了其他的投资策略，而中国在国外的基础上直接进入以正面优选为主的ESG整合策略。

虽然国内的ESG基金行业整体发展趋势较好，但部分基金仅仅是在招股说明书中提及会采取ESG投资策略，实际上并未完全按照ESG策略进行投资，例如部分ESG基金持有白酒行业股票，而酒精行业在国外通常是纳入ESG负面清单的。这其中既有ESG标准的不统一的原因，也体现了部分基金管理人仅仅将ESG投资停留在纸面上的问题。

（二）中国银行业 ESG 投资情况

国内第一只ESG主题理财产品于2019年4月由华夏银行推出。截至2021年6月末，国内银行理财市场共有67款ESG理财产品存续，其中华夏银行发布了46款ESG产品，产品体系较为全面，银行理财子公司中农银理财发布产品最多，共14款^③。银行ESG理财产品的业绩基准利率主要都分布在4%-5%这个区间^④。

在资金投向方面，银行业发布的ESG理财产品主要投向了固收产品，投资权益类产品的较少。固收产品中以各种债券作为主要的配置内容，这些债券包括绿色中国、乡村振兴、清洁能源、生态保护等投资领域。

在风险管理机制方面，以华夏银行为例，其发行的ESG理财业务在单一资产和投资组合两个维度考虑ESG相关风险因素^⑤。在单一资产层面：在投前环节，首先就各类资产投资备选库进行了基于内部ESG打分和评价的负面筛选；在投中环节，对ESG评分定期更新、ESG风险事件和行业ESG政策监控机制，基于相关影

① 内地与香港股票市场交易互联互通机制允许买卖规定范围内的香港联合交易所上市的股票，简称“港股通股票”。

② 中国证券投资基金业协会发布的《中国基金业 ESG 投资专题调查报告（2019）》。

③ 中国银行业协会《2020 中国银行业理财业务发展报告》。

④ 数据来源于中国理财网。

⑤ 参见华夏银行龙盈固定收益类 ESG 理念理财产品 2020 年运行报告。

响及时对持仓进行相应调整。在投资组合层面：定期统计产品持仓标的ESG评分分布、偏移以及可持续相关主题行业偏配情况，结合持仓ESG评分及行业分布情况，就组合内潜在ESG风险采取应对措施。

整体看来，银行业参与 ESG 理财的步伐相对较慢，参与机构尚且有限。但随着监管部门政策导向，比如未来央行可能会将碳金融纳入MPA（宏观审慎评估）考核，金融机构未来在绿色金融发展的力度也将加大，可以预见将会有更多银行发行 ESG 理财产品以及在银行业授信全流程中应用 ESG 理念。

（三）中国保险行业 ESG 投资情况

长期以来，保险资金在服务实体经济、金融市场、民生建设和保险主业发展中发挥着重要而积极的作用，监管部门以及社会各利益相关者对于保险资金的投向历来都十分重视。2020年11月13日，中国银保监会网站发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》（银保监发〔2020〕54号），明确规定了保险业资金要承担社会责任，不得投资高污染、高耗能等国家产业政策不支持的企业或项目，做负责任的投资^①。这份文件也正说明监管对于保险资金承担更多社会责任的期望，ESG投资理念在与保险资金投资有着一定的契合性。

中国的保险资金投资也在逐步应用ESG理念，主要着力点在绿色金融方面。保险资金参与了环保、水务、污染治理、新能源等绿色项目的直接投资，通过债权投资、股权投资、产业基金、PPP以及投资绿色债券等形式支持绿色金融发展，促进ESG理念中环保理念的落实。根据中国保险资产管理协会统计，截至2020年9月底，保险资金涉及绿色产业的债权投资计划登记（注册）规模达到9646.65亿元，投资方向主要是交通、能源、水利、市政等领域^②。

对比保险资金投资，保险资管直接发布的 ESG 产品较少，2021年5月长江养老保险发行了业内首只 ESG 保险资管产品，该产品是固定收益型组合类保险产品，投资标的主要是在 ESG 方面表现优异的债券主体，填补了国内养老保险资管业务中 ESG 产品发行的空白。

整体而言，保险业在 ESG 投资方面渠道更为丰富，但目前还主要是以绿色金融为主，对于公司治理理念的应用还比较少，没有明确在投资中运用 ESG 评价体系选择投资标的，ESG 理念还需要进一步深化推行。

① 中国银保监会官网 <http://www.cbir.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=942106&itemId=926>.

② 2020 中国责任投资论坛《中国保险资产管理业的 ESG 实践与发展》

（四）全国社保基金 ESG 投资情况

全国社保基金成立于 2001 年，其资金来源于中央财政划拨、国有股份减持或转持划入资金等。主要投资标的包括银行存款、债券、股票等。全国社保基金的基本投资理念包括四个方面，第一是坚持价值投资和长期投资的理念；第二是专业规范的理念；第三是安全至上的理念；第四是责任投资的理念^①。社保基金与 ESG 投资理念具备一定的契合性，以责任投资等为核心概念的 ESG 投资理念已成为未来社保基金投资的重要选择。

目前全国社保基金应用 ESG 投资已进入讨论和探索阶段，全国社保基金理事会结合国外 ESG 投资经验，开始选取在海外成熟市场试点 ESG 投资策略，于 2020 年 8 月发布了《全国社会保障基金理事会关于选聘境外投资管理人的公告》，设立了全球责任投资股票积极型产品，委托境外投资管理人开展 ESG 投资试点。同时还成立了 ESG 投资专项课题组，通过系统研究完善顶层设计，探索适合中国国情的信息披露机制以及开展国际合作的方式。未来也将逐步要求国内的社保基金投资管理人积极应用 ESG 投资理念。

七、中国养老基金 ESG 投资面临的问题及建议

从中国目前的实践情况来看，养老基金深入推行 ESG 投资仍然面临着三个方面的问题，一是养老基金 ESG 投资相关法律法规基础及政策支持指引。二是 ESG 生态体系的完善，主要包括信息披露、评估评级和投资方法及工具等方面机制的完善。三是市场接受度问题，应当让普通投资者接受和认可 ESG 投资，为养老基金投资 ESG 创造良好舆论环境。

从未来趋势来看，养老基金运用 ESG 投资理念，可以带来多方共赢的效果，尤其是能在实现养老基金保值的同时推动中国的“双碳目标”的实现。碳达峰、碳中和的实现是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革，养老基金 ESG 投资要推动“双碳目标”的实现，必须坚持系统观念，统筹兼顾，整体推进，解决好各项现实问题，方能事半功倍。

（一）出台养老基金 ESG 投资专项法规，明确“双碳目标”导向

由于养老金社会影响巨大，各国政府在制订养老金 ESG 投资法规时都比较谨

① 社保基金理事会官网 http://www.ssf.gov.cn/xxgk/tzycb/tzyy/200904/t20090427_885.html

慎，一旦形成法规将会起到巨大的示范效应。美国和欧洲监管部门在针对养老金投资上政策倾向略有不同，2020 年 11 月美国劳工部对《雇员退休收入保障法》（ERISA）第一章投资责任法案进行修订，该法案对养老金ESG投资加以限制，必须能提供采用ESG投资不会影响收益的证明后才能采取ESG投资策略，明确要求养老金计划受托人不得将计划参与者和受益人经济利益置于其他目标之下^①。而欧洲监管部门制定政策偏向于鼓励养老基金考虑更广泛的公共目标实现。简言之，美国监管部门希望基金管理人优先考虑投资者利益，而欧洲更考虑社会责任因素。除美国与欧洲外，南非 2021 年 3 月在《养老基金法》（PFA）第 28 条修正案草案中提出养老基金在投资时要考虑两个目标，一个是产生最佳的投资回报率，另一个是实现对环境、社会的积极的可衡量的影响^②。

目前中国监管部门倾向于鼓励养老基金将 ESG 理念纳入投资策略中，但尚未针对此修订养老金投资法规，目前仍然沿用的是 2015 年国务院公布的《基本养老保险基金投资管理办法》（国发〔2015〕48 号）。政府应当对养老基金投资管理办法进行修订，综合借鉴其他国家相关法规，可以在办法中确定养老基金投资的目标导向，适时强制养老基金主动、有效承诺可持续投资，明确 ESG 投资受托责任的合法性，将“双碳目标”相关问题纳入投资决策过程中的法律义务。适时强化对养老基金等机构投资者不可持续业务的监管，逐步提高其财务成本，鼓励增加对低碳解决方案的投资，以推动养老基金 ESG 投资的落地及“双碳目标”的达成。

（二）完善 ESG 信息披露机制

目前中国的ESG信息披露存在两个问题，第一是披露的机构较少，截至 2020 年末，披露了 2019 年ESG报告的A股上市公司共有 945 家，占上市公司比 25.01%，离全覆盖尚有很长距离^③。第二是披露的内容没有统一的标准，披露报告内容参差不齐，信息披露不完善极大制约了ESG投资的应用。而导致这些问题的根源在于ESG信息披露机制不健全，缺乏具体的ESG信息披露指引和法规。

中国与ESG投资有关的制度主要是由证监会、银保监会等监管机构出台，制度内容偏向政策引导，具体涉及到ESG信息披露以及政策执行方面具体的指引不

① Employee Retirement Income Security Act (ERISA).

② Draft Amendments to Regulation 28 of the Pension Funds Act.

③ 数据来源于商道纵横《A 股上市公司 2020 年度 ESG 信息披露统计研究报告》。

足，因此可操作性还不够强。2018 年证监会出台了《上市公司治理准则》，2021 年又出台《上市公司投资者关系管理指引（征求意见稿）》，制度中规定上市公司要依法披露环境、社会、公司治理信息，但是并未作具体的披露要求，也没有要求上市公司必须专门作 ESG 报告^①。相比之下香港交易及结算所有限公司（港交所）2019 年修订的《环境、社会及管治报告指引》中明确要求 2020 年开始扩大 ESG 报告强制披露范围，并要求不披露 ESG 报告的公司需专门作出解释，该指引为推动 ESG 信息披露的全面推广铺平了道路^②。

对于内地资本市场而言，可以充分借鉴港交所经验，制定专门的 ESG 信息披露法规，逐步将 ESG 信息披露转变为强制要求，建立符合国际通行标准和中国国情的 ESG 报告披露准则。同时提供明确的披露指引和数据库建设，例如可增加“双碳目标”相关信息披露要求，逐步完善企业与金融机构碳排放相关风险的信息披露与数据库建设。目前中国的碳排放权交易市场已建成，涉及到企业环境保护方面的信息部分可以从其中获取。

（三）规范 ESG 评价体系

尽管证监会、行业协会和证券交易所以信息披露为基础，已经就构建 ESG 责任投资体系做了大量工作，但目前 ESG 评价体系指标在 ESG 要素和资本定价的风险评估方面仍没有统一和客观的标准，而且设置指标也未充分考虑中国国情。国内制定了 ESG 评价体系仅有中证指数、华证指数、MSCI、富时罗素、商道绿融等机构。以中证指数 ESG 评价指标体系为例，其中包含了五个层级，70% 指标为量化指标，并对环境、社会、公司治理，分别赋予 0.2/0.3/0.5 的权重计算，但该权重具有一定主观性^③。各机构的评价标准并不统一，导致投资者难以对不同项目进行评估和比较。整体而言，养老基金在现行状态下采用 ESG 投资，存在着一些客观阻碍。

监管部门应当借鉴目前国际主流 ESG 评价体系，结合中国的实际情况，出台一套相对规范的 ESG 评级体系作为参考，以便养老基金在做 ESG 投资时有更为可靠的评价标准。另外，制定并推广中国的 ESG 评价标准，也有利于在国际社会上争夺话语权，比如国外在社会（S）指标中大量加入了人权方面的考核指标，其

① 参见中国证监会《上市公司投资者关系管理指引（征求意见稿）》。

② 香港联合交易所有限公司《环境、社会及管治报告指引》。

③ 数据来源于《中证指数有限公司 ESG 评价方法》2020 版。

中掺杂了意识形态色彩，我们应当予以反制，在社会（S）指标中增加脱贫攻坚、民族团结、国家安全等考核指标，以此约束企业行为和引导资本投向。

（四）支持碳金融创新，引导养老基金 ESG 投资

目前中国的 ESG 产品以基金产品为主，债券产品相对较少，银行 ESG 理财产品也刚刚起步，目前的 ESG 产品不能满足养老基金大体量投资的需求。政府应当多举措鼓励金融机构积极参与 ESG 产品的研发创新，鼓励银行推出更多碳资源和碳排放融资产品，鼓励各类资管机构在开发 ESG 主题股票指数加入碳中和基金、碳中和债券，并增强该类债券的流动性，延长发行期限，以符合项目融资的长期特点，满足养老基金等偏好长期资产的机构进行配置。支持符合 ESG 条件的企业上市或发行债券融资，对 ESG 债券、ESG 专项 ABS 产品、ESG 指数产品、碳金融工具等产品审批和备案给予绿色通道，拓宽养老基金 ESG 投资渠道。

同时，加大 ESG 投融资政策支持和引导，可在绿色金融试点地区开展 ESG 应用的先行先试，将 ESG 理念融入政府、银行、保险等金融机构的融资评价体系中。引导养老基金在 ESG 投资领域发挥更加重要的作用，带动整个 ESG 投资市场的发展。

（五）提升养老基金投资管理人 ESG 投资能力

从 2003 年开始，全国社保基金理事会就开始委托投资管理人管理社保基金，2005 年，由人社部选定了首批的 15 家企业年金的投资管理人。截至 2020 年末，基金公司管理的社保基金、基本养老金、企业年金、职业年金四类养老金资产规模达到 3.36 万亿元^①。投资管理人作为养老金委托投资的主体，其投研水平直接决定着养老金未来的收益率水平。目前中国养老金投资管理人数相对较少，存在投资集中度过高的问题，不利于提高养老基金投资管理水平。在推行养老金 ESG 投资过程中，可以适当对养老金投资管理人扩容，在扩容的同时对投资管理人的 ESG 投资能力进行考察，要求投资管理人定期披露 ESG 投资情况，执行严格的“双碳目标”相关风险识别与评估政策。

养老基金投资管理人应当加强 ESG 投资能力建设，通过自身投研平台，结合金融支撑碳达峰、碳中和等概念，构建稳健的 ESG 投资治理结构，提升碳排放相关风险管理能力，提升投资管理绩效。另一方面，投资管理人要加强与被投资企业

① 中国证券投资基金业协会：《资产管理业务统计数据（2020 年四季度）》。

业沟通，督促被投资企业规划脱碳路径、设置绿色目标，全面推动投资的社会目标达成。

（六）加强 ESG 理念宣传，为养老基金 ESG 投资创造良好社会环境

虽然 ESG 概念在金融机构之间已逐渐普及开来，但国内企业及公众对于 ESG 概念还非常陌生，即使有认知也停留在 ESG 等同于做环保、做慈善等概念。这种现状导致市场对 ESG 产品的接受度不高，企业的 ESG 报告披露也不积极。这些问题不利于推行养老基金 ESG 投资，养老基金关系着公众的切身利益，取得公众的支持才能顺利推行 ESG 投资。

国家应该做好 ESG 理念的推广，通过媒体宣传、金融机构主动普及 ESG 知识等多种方式，让更多企业及社会公众了解和接受 ESG 理念，创造良好的舆论环境。同时通过宣传培育更多的责任投资者，进一步增加企业披露 ESG 信息积极性，推动 ESG 投资的广泛应用，为养老金进行 ESG 投资创造宽松的社会环境。

声 明：

中国社会科学院世界社保研究中心(简称“世界社保研究中心”) 英文为 The Centre for International Social Security Studies at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 CISS CASS, 成立于 2010 年 5 月, 是中国社会科学院设立的一个院级非实体性学术研究机构, 旨在为中国社会保障的制度建设、政策制定、理论研究提供智力支持, 努力成为社会保障专业领域国内一流和国际知名的政策型和研究型智库。

中国社会科学院社会保障实验室(简称“社会保障实验室”) 英文为 The Social Security Laboratory at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 SSL CASS, 成立于 2012 年 5 月, 是我院第一所院本级实验室。“社会保障实验室”依托我院现有社会保障研究资源和人才队伍, 由“世界社保研究中心”直接领导, 日常业务运作由“世界社保研究中心”管理, 首席专家由“世界社保研究中心”主任郑秉文担任。

“社会保障实验室”于 2013 年 2 月开始发布《快讯》和《工作论文》两项产品。其中, 《快讯》产品版权为“社会保障实验室”所有, 未经“社会保障实验室”许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如需使用, 须提前联系“社会保障实验室”并征得该实验室同意, 否则, “社会保障实验室”保留法律追责权利; 《工作论文》版权为作者所有, 未经作者许可, 任何机构或个人不得以抄袭、复制、上网和刊登, 如需引用作者观点, 可注明出处。否则, 作者保留法律追责权利。

如需订阅或退订《快讯》和《工作论文》, 请发送电子邮件至: cisscass@cass.org.cn。

地址：北京东城区张自忠路 3 号院东院北楼。

电话：(010) 84083506

传真：(010) 84083506

网址：www.cisscass.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐