



中国人民银行

THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

# 政策研究



# 国际养老基金可持续投资的 实践、问题与建议

**作者：**中国人民银行研究局局长 王信

中国人民银行金融研究所副研究员 姜晶晶

**摘要：**养老基金可持续投资渐成国际趋势，主要通过直接参与、碳足迹计算、投资绿色技术、从化石燃料企业撤资四大途径践行可持续投资理念。目前，由于气候解决方案相关投资占比低、国际统一的分类标准与定义缺乏、金融与财税等支持政策有待细化等问题，养老基金可持续投资规模有限、效果不佳，且中长期面临的转型风险较大，甚至可能威胁全球金融稳定。未来各国监管部门应进一步明确养老基金将气候相关问题纳入投资决策过程中的法律义务，构建国际统一的可持续投资定义、分类标准和披露规则。我国应抓住顶层设计与机构参与两条主线，鼓励养老金在投资决策中纳入可持续标准，积极推动绿色金融产品的合理创新与有序发展。

**关键词：**养老基金 可持续投资 撤资 碳足迹

养老基金管理大量退休储蓄，投资具有长期性，公共属性强，这与可持续投资关注长期价值、兼顾各方利益、减少负外部性的理念高度匹配，因此可望成为可持续投资的“引领者”。前瞻性地研究并借鉴国际大型养老基金可持续投资经验，对推动我国养老金融发展、实现2060年碳中和目标具有重要意义。

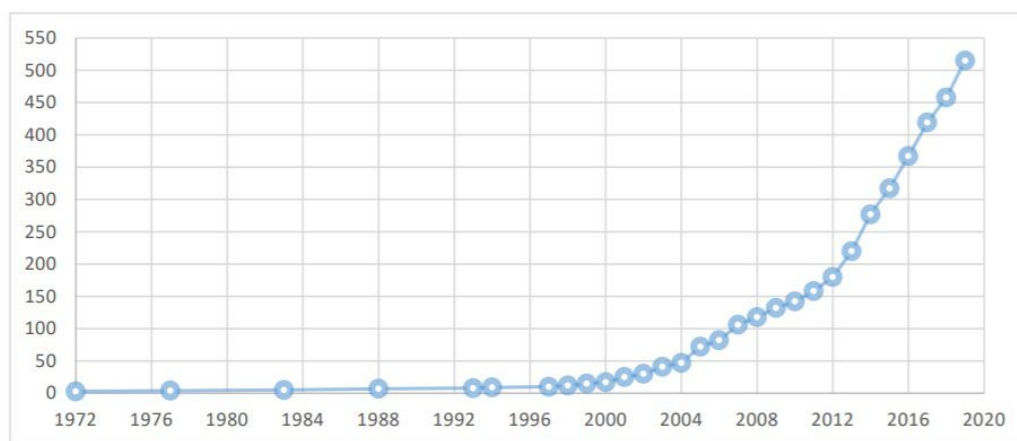
### 一、国际养老基金可持续投资渐成国际趋势

1970年，Friedman提出“社会责任商业”概念，后逐步演化为社会责任投资（SRI），在这一概念下，许多机构投资者在资产配置中兼顾环境、社会和公司治理因素，逐步形成ESG投资范式。按照全球可持续投资联盟（GSIA）2012年的释义，可持续投资是指，将环境、社会和治理（ESG）因素纳入投资组合选择与管理的一种投资方法。广义的可持续投资<sup>①</sup>包括ESG投资、负责任投资、绿色投资等相关衍生概念。根据该定义，可持续投资包括负面筛选、ESG整合、参与企业决策与股东行动等7种投资策略<sup>②</sup>。在实践中，各策略并不互斥，通常会交叉使用。

国际养老基金已成为可持续投资的主要参与者。2020年1~11月，包含国际养老基金在内的机构投资者在全球范围内配置的可持续资产高达2880亿美元，较2019年全年增长96%，可持续投资渐成主流<sup>③</sup>。截至2020年6月末，美国按照可持续投资策略管理的资产规模达17.1万亿美元，机构投资者占比约为73%（US SIF，2021），养老基金是其重要组成部分。美世投资调查显示，89%的养老机构表示将在投资中纳入ESG因素，这一比例高于其他类别机构<sup>④</sup>。

各国陆续颁布ESG相关法规和指令，通过立法监管、行业指引、税

收优惠等举措，支持可持续投资。全球金融市场数据路孚特（Refinitiv）2020年5月发布ESG投资报告显示，截至2019年9月，全球ESG相关的法规数量较2015年增长近2倍（图1）。其中，欧洲在“以监管促可持续投资”方面走在世界前列，相关法案或政策共338件，占全球65%。根据负责任投资原则组织统计，2000年以来，全球50个经济体共进行近600次硬性、软性法律政策修订，涉及500项政策工具，其中61项涉及养老金管理。



数据来源：PRI responsible investment regulation database.

图1 全球各国可持续投资法规总量

## 二、国际养老基金可持续投资的具体实践

### （一）国际养老基金可持续投资策略和资产配置

国际养老基金可持续投资的资产配置以上市公司股权为主，集中于新能源相关行业。股权与债券是国际养老基金可持续投资的常规标的。以挪威政府养老基金的可持续投资为例，截至2018年底，该基金可持续投资规模为567亿克朗，其中股权投资占76%，绿色债券投资占24%。资产所有者碳信息披露项目(AODP)调查显示，可再生能源股权投资是国际养老基金最热门的低碳投资领域，占比约30%，其次是气候相关资产与绿色

债券投资，占比约为20%。

国际养老基金可持续投资主要采取主动型、直接参与方式，被动型指数投资规模相对较小，但呈稳步增长趋势。独立研究机构 Create Research 2020年7月发布调查报告，分析了全球20多个国家131家养老基金气候相关投资的资产配置结构，样本中81%的养老基金已进行气候相关投资，以主动投资为主，超过一半（56%）的国际养老基金并未在被动投资中涉及气候投资。在主动型股权投资中，国际养老基金更倾向于采用直接参与或主动行使股东权利的方式践行可持续投资理念（Mirjam,2012）。

## （二）国际养老基金可持续投资的四大途径

### 1. 直接参与最常用，但在投资化石燃料企业时应用较少

国际养老基金可直接督促被投资企业执行可持续政策，将气候相关风险与可持续发展责任内化。直接参与包括对话沟通、行使股东权利等。英国非政府组织“资产所有者碳信息披露项目”(AODP)对全球前100大养老基金的调查显示，35%的养老基金已发布正式的气候相关投资政策；一半以上的养老基金采用直接参与方式，与被投资企业探讨气候相关风险，其中35%的养老基金明确规定了在直接参与失效后的进一步行动策略，如撤资、起草或投票支持气候相关的股东决议、进一步确保外部受托人执行参与政策等(AODP,2018)。在实践中，出于声誉考虑，国际养老基金直接参与的方式在投资化石燃料企业时应用较少，当直接参与成本超过潜在收益时，会选择有条件撤资。

### 2. 碳足迹<sup>®</sup>计算是国际养老基金提高商业声誉的重要手段，主要限于权益资产

国际大型养老基金为便于投资决策，同时打造履行社会责任的良好商业形象，提高融资效率，通常会采用合意的脱碳目标，构建一套内部考核

指标和方法论，计算并监测投资组合的碳排放量，披露碳足迹，降低投资组合整体碳排放。近三分之一的国际养老基金在投资中追踪组合的碳足迹，但囿于数据可得性和计算方法，基本仅限于权益资产。

碳足迹计算多用于国际养老基金内部可持续投资管理，尚无统一的国际标准。由于测算方法差异、部分企业排放量报告不精确、行业整体排放水平或历史数据有偏等因素，国际养老基金碳足迹指标不完全具有可比性。例如，荷兰公共部门集体养老金、挪威政府养老基金、瑞典国家养老金公司 AP2 等，通常从投资组合碳排放量计算中剔除间接碳排放量（如，用电的碳排放），而间接排放量通常是碳排放的主要组成部分。另外，养老基金计算碳排放量时，往往忽略其作为股东间接持有的化石燃料储备的潜在排放量，目前尚无大型养老基金计算这类潜在碳排放量。

### 3. 投资绿色化石燃料替代品是国际养老基金可持续投资的常规做法，未来增长空间较大

能源是低碳转型的关键环节，国际大型养老基金在权益资产中配置可再生能源，既可降低温室气体净排放，又能主动推动低碳转型，符合可持续投资宗旨。据资产所有者碳信息披露项目统计，全球前 100 大养老基金在环境技术和可再生能源领域的投资，约占其气候相关投资的 22%(AODP,2018)。

相对传统能源投资而言，目前绿色化石燃料替代品投资规模较小。2018 年，加州教师养老基金 (CalSTRS) 在可再生能源领域的资产规模为 3.64 亿美元，而同期化石能源投资规模高达 74 亿美元。加拿大养老金投资协会 (Canada Pension Plan Investment Board) 投资化石能源资产规模为 41 亿美元，而可再生能源投资规模仅为 2.72 亿美元。

### 4. 从化石燃料企业撤资是国际养老基金可持续投资的终极手段，目



## 前尚无大型养老基金明确表示会完全这样做

撤资分为有条件撤资和行业撤资两种方式。大多数国际养老基金采取有条件撤资，即，如果被投资企业不满足某些既定的可持续标准时，就触发撤资条款。挪威政府养老基金规定了几个不予投资的行业<sup>⑥</sup>，对特定领域或国家的投资标的执行明确的剔除标准。这些行业包括：生产烟草；30%及以上收入源自热煤的采矿企业或发电企业等。截至2020年5月13日，挪威政府养老基金剔除与观察名单共有167家企业，其中剔除企业144家，进入观察名单的企业23家<sup>⑦</sup>。荷兰公共部门集体养老金在项目评估时，会权衡被投资企业改善商业活动、降低环境负面影响的可能性，如果预期无法改变企业经营，则考虑撤资。

国际养老基金通常不轻易从涉煤领域撤资。自2010年以来，全球1200家机构投资者（含养老基金）从化石燃料领域撤资总规模约为14万亿美元，相对较小。为减少油价下跌对组合整体收益的影响，挪威政府养老基金2019年3月曾宣布逐渐出售其持有的油气开采与生产公司股权（并非所有化石燃料企业），这类公司占其投资规模近1%。部分养老基金有条件从化石燃料企业撤资，例如，瑞典养老金AP2已从23家煤炭企业和20家油气公司撤资。总体来看，撤资是养老基金可持续投资的底线选项。

### 三、国际养老基金可持续投资中存在的问题及原因分析

#### （一）供可持续投资的低碳标的规模小，国际养老基金仍主要投资于化石能源相关领域

国际养老基金持有大量化石燃料资产，可持续投融资缺口大。目前，经合组织国家养老基金液态化石燃料资产敞口可能高达2238至8280亿欧元，化石燃料资产占其流动性资产配置的比例约为4.1%。这意味着，全

球养老金管理的大量资产可能暴露于气候相关风险下，对受益人构成潜在财务风险。与之相对，低碳解决方案类投资由于技术孵化期长、投资大、风险高，在组合中占比较低。截至2018年初，全球前100大养老基金的投资组合中平均仅有不足1%的资金投向低碳解决方案类项目，资产规模约1000亿美元。而2030年前低碳解决方案所需投资高达90万亿美元，投资缺口巨大。

尽管已承诺逐步从涉煤、化石燃料领域撤资，在中短期内，国际养老基金仍将持有高额化石能源类资产。一是为保证回报率，目前尚无法从投资组合中完全剔除能源行业。二是部分大型油气集团也是可再生能源的主要投资者，对这类公司的投资有助于实现能源转型。三是迅速撤资易导致化石燃料资产转移至不关心气候问题的“中立投资者”手中，最终可能不直接影响化石燃料供求及温室气体排放，反而会“污名化”化石燃料行业。

## **（二）缺乏国际统一的分类标准与定义，影响国际养老金可持续投资效果**

在发展和环保问题上的优先级差异导致各国对绿色和可持续的分类与界定不同。首先，对低碳投资的定义、分类和披露标准缺乏统一的框架和方法论，衡量企业ESG或可持续发展的工具缺乏统一基准，导致利益相关者无法对不同养老基金的低碳投资进行比较与评估。其次，绿色投融资定义、分类标准不一，国际养老基金容易放松自身的“绿色投资”标准，导致“绿色化石能源替代品投资”项目统计存在较大误差。第三，各地区监管标准不同，投资工具和规则不断变化，增加可持续投资国际标准统一的难度。

## **（三）国际养老金向可持续投资转变过程中将面临巨大转型风险，影响众多受益人权益，甚至可能威胁全球金融稳定**



随着全球逐步淘汰化石能源和相关基础设施，将产生巨量搁浅资产，规模可能高达25万亿美元。涉煤领域资产搁浅风险尤其严重，未来成为搁浅资产的煤电厂装机容量可能高达300吉瓦，主要分布于中国（59%）和印度（22%）<sup>⑧</sup>。

在搁浅资产形成前撤资，是国际养老基金基于自身收益考量的最佳决策，但其潜在的转型风险可能成为全球金融体系波动的诱因。转型风险影响金融体系稳定的核心是，化石能源资产搁浅风险是否得到充分、有效、正确的定价。前期错误定价将在撤资后导致大规模资产价值重估，扰乱金融市场价格信号，首当其冲的是流动性较差、资本密集、碳排放强度高的化石燃料储备和电厂、交通运输、房地产等有形资产估值。这类资产减值随后会影响流动性较强的金融资产价值。鉴于化石能源类企业债务与股权关系较多，底层资产价值重估将对量化交易对手方等二级市场机构投资者形成财务压力，最终引发金融市场连锁反应。从化石能源领域撤资导致的巨量金融资本再分配问题也值得重视。短期大规模撤资不仅将提高该领域融资成本和市场无序价值重估，还可能造成严重的生态与社会后果。

#### 四、政策建议及启示

##### （一）完善养老基金可持续投资的建议

第一，各国监管部门应进一步细化可持续投资的法律法规，明确养老基金将气候相关问题纳入投资决策过程中的法律义务。适时强制养老基金主动、有效承诺可持续投资，明确可持续投资受托责任的合法性。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。推进可持续投资的透明度和问责制，以规避“漂绿”风险。

第二，构建国际统一的可持续投资定义、分类标准和披露规则，提高信息披露透明度。推动可持续投资规则和数据标准化建设，明确“可持续投资”的分类及范围，制定并推广计算投资组合直接或间接碳排放的方法论等。适时推出强制性可持续投资信息披露要求，并与国际披露规则（如TCFD披露要求）接轨。鼓励符合条件的第三方机构为市场提供可持续评估、跟踪和研究服务。

第三，养老基金等机构投资者应构建稳健的可持续投资治理结构，提升气候相关风险管理能力。公共养老基金应执行严格的气候相关风险识别与评估政策，监测气候相关风险敞口。加强与被投资企业沟通，督促被投资企业规划脱碳路径、设置绿色目标、开展压力测试。鼓励开展可持续投资人才梯队建设和员工业务培训，提升内部人员对气候相关风险的认知。

## （二）对我国的启示

我国未来应抓住顶层设计与机构参与这两条主线，鼓励养老基金在投资决策中纳入可持续标准。逐步完善企业与金融机构气候相关风险的信息披露与数据库建设，提高养老基金量化评估气候相关金融风险的技术分析能力。积极推动绿色信贷、绿色债券等金融产品的合理创新与有序发展，为养老基金可持续投资提供更多标的。加强可持续投资跨部门监管合作，畅通信息渠道，提高监管效能。央行可高度关注养老保险体制改革和经济绿色发展，大力健全绿色金融的体制机制，积极推动构建可持续投资标准与框架，加强可持续投资市场建设与气候相关金融风险管理的前瞻性研究，不断健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，提高宏观经济调控和防范金融风险的针对性、前瞻性和有效性。

## 参考文献

ABP, 2019. “*Sustainable and Responsible Investment 2018*”. <https://www.abp.nl/images/responsible-investment-report-2018.pdf> 2018 Retrieved on March 21 2020.

ATP, 2019. “*Responsibility Report: The ATP Group*”. Retrieved on March 21 2020 from: <https://www.atp.dk/en/responsibility/responsibility-reports>.

CalSTRS, 2019. “*2018-2019 Sustainability Report: California State Teachers Retirement System*”. Retrieved on March 21 2020 from: <https://www.calstrs.com/sustainability-reports>.

CPPIB, 2019. “*Foreign Public Equity Holdings as of March 31, 2019*”. Canada Public Pension Investment Board. Retrieved on March 21 2020, from: <http://www.cppib.com/documents/2034/Foreign-Public-Equity-Holdings-Mar-2019-EN.htm>.

Curtin. J and C. McInerney, et al. 2019. Quantifying stranding risk for fossil fuel assets and implications for renewable energy investment: A review of the literature. *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 116(2019) 109402.

DWS and Create Research, 2020. “*Passive Investing 2020 ,Addressing climate change in investment portfolios.*”

Global Sustainable Investment Review, 2012. <http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/#/1/>.

GPF Responsible Investment Government Pension Fund Global, 2020. “*Norway Government Pension Fund 2018*”. Retrieved on March 21 2020.

Mercedes Alda, 2019. “*ESG Fund Scores in UK SRI and Conventional Pension Funds: Are the ESG Concerns of the SRI Niche Affecting the Conventional Mainstream?*” Finance Research Letters. Available online 10 October 2019, 101313.

Mirjam, Staub-Bisang, 2012. “*Sustainable Investing for Institutional Investor: Risks, Regulations and Strategies*”.

Rempela, Arthur, Joyeeta Gupta, 2020. “*Conflicting Commitments? Examining Pension Funds, Fossil Fuel Assets and Climate Policy in the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)*”. Energy Research & Social Science, Vol.69, Nov, 2020, 101736. <https://www.ap2.se/globalassets/nyheter-ochrapporter/arsredovisningar/annual-report-and-sustainability-report-2018.pdf>.

US SIF, 2021. “*Report on US Sustainable and Impact Investing Trends*”. <https://www.ussif.org/files/US%20SIF%20Trends%20Report%202018%20Release.pdf>.

## 注释

①为便于梳理养老基金可持续投资的国际实践，本文不再区分负责任投资、ESG投资、绿色投资，统一使用“可持续投资”表述。

②负面筛选（Negative/Exclusionary Screening）指基于明确的ESG标准，将特定行业、企业或行为从基金和组合中剔除；ESG整合（ESG Integration）指投资管理人在财务分析时明确并系统地考虑ESG因素；参与企业决策与股东行动策略（Corporate Engagement and Shareholder

Action) 是指, 利用股东权利影响被投资企业行为, 包括: 通过与董事会或企业高管沟通直接参与企业决策, 代理投票、提交股东建议等。

③BlackRock,Larry Fink's 2021 letter to CEOs。

④《美世 2020 年欧洲养老金资产配置报告》。

⑤指追踪投资组合中的企业在经营、生产、运输、销售、消费流通等全环节的整体温室气体排放量。

⑥挪威央行拥有是否将某企业从挪威养老基金中剔除或纳入观察名单的决定权, 并依据财政部任命的道德委员会公布的指引做出相关决定。财政部针对道德委员会的建议进行审查与核准, 并将其作为基金最终投资决策的基础。

⑦具体名单可向作者索要。

⑧数据引自 Curtin and McInerney, et al. (2019)。