

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.152-20220608

中国社科院世界社保研究中心 主办



本期刊发的《工作论文》是由李亚军撰写的《英国大学养老金计划与 ESG 投资》。如引用，请征得作者或本实验室的同意——编者。

英国大学养老金计划与 ESG 投资

李亚军

山东工商学院公共管理学院

摘要：在人类社会向绿色低碳发展转型和推进社会责任投资的背景下，ESG（环境、社会和治理）理念与养老基金投资的结合日益紧密，并成为学术研究和政策制定的热点话题。英国大学养老金计划（USS）是最早将 ESG 理念嵌入基金治理和投资战略的职业年金计划之一。本文在系统梳理英国 ESG 投资政策演进的基础上，从投资领域、实施策略、实施方式、风险管理、绩效评价等方面对 USS 的 ESG 投资进行了分析。在此基础上，USS 的 ESG 的投资在实践中面临的挑战、问题及应对措施进行了总结。

关键词： 养老金基金 ESG 投资 大学养老金计划

随着可持续发展、责任投资、绿色投资等理念的兴起，养老基金与环境（E）社会（S）和治理（G）的结合引起广泛关注。养老基金管理着大量期限长达几十年的退休储备，其投资长期性与 ESG 投资关注长期价值高度契合。养老基金属于

多支柱退休收入保障体系的第二或第三支柱，虽然多被称为私人养老金，但与第一支柱公共养老金共同承担退休收入保障职能，公共属性强，这与 ESG 投资关注社会价值、兼顾多方利益、降低负外部性的理念高度匹配。在内生驱动和政策推动下，ESG 投资成为养老基金投资的重点领域。

大学养老金计划 (Universities Superannuation Scheme, 简称 USS) 是英国资产规模最大的职业养老金计划，也是最早探索 ESG 投资的养老基金之一。USS 在投资战略、资产配置、风险管理、绩效评估等方面建立了 ESG 投资治理体系，且取得了较好的财务、社会和环境成效。作为一个混合计划，USS 对缴费确定 (DC) 和待遇确定 (DB) 两类计划都进行了 ESG 投资制度探索创新。在 DC 型投资积累计划中引入生命周期资产配置策略，建立了资产驱动型 ESG 投资模式，开发了与传统资产配置对应的伦理型资产，如伦理成长基金 (Ethical Growth Fund)、伦理股票基金等。USS 积极推动 DB 型退休收入计划积累基金主动投资和履行 ESG 责任，是 DB 型计划实施负债驱动型 ESG 投资的先行者。

一、英国大学养老金计划 USS 概述

USS 成立于 1974 年，是一个旨在为英国大学和高等教育机构职员提供补充退休收入的多雇主计划。该计划自成立以来发展迅速，成员数从 1975 年的 13000 人增加到 2021 年 3 月末的 476002 人，覆盖 390 多个 1992 年以前建立的高等教育机构 (1992 年以后建立的高校参加教师养老金计划，Teachers' Pensions Scheme)，管理的资产总额高达 822 亿英镑，是英国资产规模最大的私人养老金计划 (Policy Institute, 2021; USS, 2021)。

USS 是一个自愿性计划，但对达到一定职级 (例如诺丁汉大学规定为四级) 的员工在签订聘任合同时采取自动加入制度。从 2019 年 10 月 1 日起，雇主和雇员法定费率分别为应缴工资的 21.1% 和 9.6%。USS 是一个混合计划，包含 DB 型退休收入计划 (Retirement Income Builder) 和 DC 型投资积累计划 (Investment Builder) 两部分。根据相关法律，USS 设定了一个缴费划入 DC 部分的门槛工资 (Salary Threshold)，2021 年是每年 59883.65 英镑。对缴费工资超过门槛工资的部分按公式“(实际缴费工资-门槛工资)*20% (雇主 12%+雇员 8%)”自动分配到 DC 账户，剩余缴费划入 DB 账户。由于 DC 型投资积累计划 2016 年才引入，

截止 2021 年 3 月底资产总额仅为 16 亿英镑，而同期 DB 型退休收入计划资产总额高达 806 亿英镑（USS，2021）。USS 在 2019 年 4 月宣布将逐步降低直至取消门槛工资，逐步关闭 DB 计划入口，提高混合计划中的 DC 资产的比重。USS 计划的正常退休年龄为 66 岁，用于确定 DB 型待遇水平，DC 待遇水平取决于账户积累及其投资收益。50-54 岁非自愿失业者可以提前退休领取待遇，但每提前一年退休收入账户待遇削减 3.5% 左右。55-66 岁之间可以弹性退休，与雇主协商一致后允许领取 80% 的退休收入账户待遇，但工作时间和薪酬至少要削减 20%。67 岁及以上为延迟退休，可以继续缴费享受与工作一样待遇。任何年龄都可因病退休，获得 DB 型全额退休收入账户待遇（USS，2021）。

二、USS 治理机制与 ESG 投资政策的演进

（一）治理理念和治理机制是 USS 基金 ESG 投资的内在动力

ESG 投资是投资主体组织治理机制的运行结果，治理机制中的价值理念、战略目标、运行和监督机制才是 ESG 投资的动力之源。

USS 采取信托治理机制（见图 1）。受托人为 USS 计划有限公司（Universities Superannuation Scheme Limited, USSL），是计划治理的核心。USSL 对外与委托人——联合谈判委员会（Joint Negotiating Committee, JNC）谈判确定信托原则及其变更，并接受咨询委员会（Advisory Committee）的意见和建议。USSL 下设治理与提名、审计、薪酬、投资、政策五大职能委员会。其中，投资、政策和审计委员会在投资（包括 ESG 投资）原则和措施制定、投资运行、风险管理与监督中发挥主导作用。USSL 设置 10-12 位非执行理事，其中大学联盟（UUK）任命 4 位，大学工会（UCU）任命 3 位，且至少一位是养老金领取者，独立理事 3-5 名。JNC 的职能是发起、考虑和批准受托人对计划规则提出的修订。JNC 共有 11 位代表，大学联盟和大学工会各 5 位，还有 1 名担任主席的独立代表（USS，2018）。USS 基金管理和投资由具有独立法人资格的子公司（USS Investment Management Limited, USSIM）执行或委托外部投资机构运营。

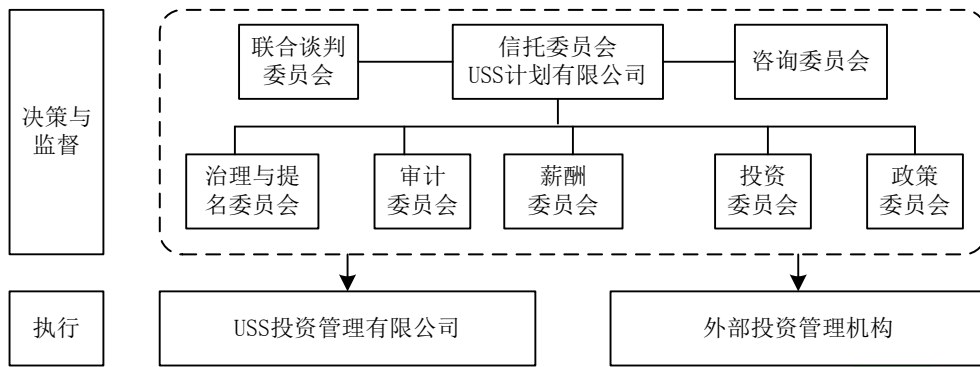


图 1 USS 的治理结构

资料来源：根据 USS 网站资料整理，<https://www.uss.co.uk/about-us/how-were-governed>。

USS 是较早关注 ESG 投资价值的养老金计划之一。虽然 USSIM 主要采取以受益人收益最大化为目标的“风险-回报”、“匹配-对冲”投资管理模式，但也注意到养老金投资决策中的非金融因素，尤其是伦理和环境、社会和治理因素的影响。USS 将 ESG 投资理念和原则渗透至治理体系的各个部分和环节，目标是通过 USSIM 长期价值投资，获取市场投资的阿尔法（Alpha）收益（市场平均 Beta 收益之上的超额收益），同时履行组织的社会责任，获取资产收益外的“无形”价值。例如，USS 在《责任投资报告：2019/2020》（Responsible Investment Report: 2019/2020）明确指出：“我们相信，负责任地投资于优质公司可以降低与投资相关的风险，并提高履行发起人向会员作出的养老金承诺的能力。这是我们的投资信念和原则。……随着时间推移气候变化和社会压力将产生深远的影响，对 USS 计划投资组合价值的影响日益增加，认识到这些问题的重要性，我们以责任投资高标准管理资产，并高度关注 ESG 风险因素。……这就是我们积极推行参与尽职管理，采用多种形式评估投资风险的原因”（USS，2019）。

（二）投资政策是 USS 基金 ESG 投资的关键外在助推器

虽然养老基金的公共性、长期性和价值投资需求与 ESG 投资高度契合，但不可否认的是环境和社会投资面临更大风险和更高治理成本。研究显示养老金 ESG 投资的潜在 Alpha 收益并不理想（Hastings，2021）。重要原因是环境和社会领域的投资产出具有高度公共产品性质，正外部性强，这意味着投资者难以获得与投入相应的回报。只有通过制度顶层设计和政策支持，才能激励养老金将 ESG 因子融入计划治理框架，扩大 ESG 投资规模。

英国和国际组织的环境、社会投资政策、治理和监督准则为养老金 ESG

投资提供了重要助推。作为 ESG 投资的坚定支持者，USS 的 ESG 投资扩张、治理机制优化与国内外相关改革和政策完善的轨迹高度一致。表 1 展示了英国养老金 ESG 投资的政策演进。

1. 准备与起始阶段。英国是最早探索责任投资的国家之一，但长期坚持投资决策中 ESG 因素与财务因素必须分割而非整合考虑的理念。投资基金一般采取负面筛选策略将武器、烟草、煤炭等企业从投资清单排除。信托行业长期将养老金收益人的利益限定为财务利益，认为 ESG 投资与受托义务不相容。这一观念受 1984 年 Cowan vs. Scargill 诉讼结果强化。在该诉讼中，全国矿业工会要求全国煤炭职工养老金计划逐步从煤炭产业中撤资的诉求被驳回。在习惯法体系下，该判例影响深远，养老金计划的 ESG 投资几乎停滞。20 世纪 90 年代，可持续发展和责任投资理念兴起，推动了养老金对受托人“代表受益人利益处分财产”中的“受益人利益”概念的内涵、外延的反思和讨论。1995 年养老金法案要求成员超过 100 人的职业养老金计划必须提供正式的投资原则声明（Statement of Investment Principles, SIP），声明基金的投资政策和治理准则，养老金 ESG 投资开始复兴。

表 1 ESG 和养老金政策演进

准备与起始阶段					
1984 年	1984 年	1991 年		1995 年	
第一个零售型伦理基金	Cowan vs. Scargill 诉讼	可持续投资与金融协会 (UKSIF) 成立	机构投资者股东委员会 (ISC) 发布机构投资者责任声明	1995 年养老金法案	
准则建立和可操作化阶段					
2000 年	2005 年	2006 年	2008 年	2009 年	2010 年
1995 年养老金投资责任声明修正案	联合国环境规划署 Freshfields 报告	联合国责任投资准则	英国环境变化法	ISC 声明守则	财务报告理事会 (FRC) 管理守则
解决障碍阶段					
2012 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	
Kay 报告	法律委员会报告	巴黎协定	投资积累计划建立	法律委员会报告 (修订)	
治理和评估完善阶段					
2018 年	2018 年	2018 年	2018-2020 年	2019-2021 年	
英国环境审计委员会报告	欧盟委员会完善 ESG 法规	欧盟可持续金融报告	劳动与养老金部和金融行为监管局养老金信托投资管理规定	养老金计划法案 (2019-2021)	

资料来源：Pensions policy institute. Engaging with ESG: The story so far. PPI Briefing Note Number 124.

December 2020, PP.1-13.

2. 可操作性化和准则建立阶段。2000 年，养老基金投资责任声明修正案明确了职业养老计划 ESG 投资声明的具体要求。(1) 在选择、保持和实施投资的决策声明中，报告考虑社会、环境或伦理因素及程度；(2) 在行使投资者参与和投票中，提出了报告对 ESG 相关政策考虑的要求。2006 年，联合国推出《责任投资准则》。2008 年，英国通过了《环境变化法》。这些准则和法规进一步提高了养老基金投资的 ESG 责任要求，并提供了可操作的 ESG 投资和治理指南。2010 年，财务报告理事会（FRC）发布《尽职管理守则》，该守则规定了养老基金投资机构对所投资公司的管理手段，包括接触、干预，以及必要情况下的否决权。投资机构可以通过上述手段对所投资企业的战略、绩效与风险评估及公司治理等方面施加影响，推动其履行 ESG 责任，提高长期业绩。

3. 解决障碍阶段。这一阶段主要是进一步澄清 ESG 的内涵、外延和目标，总结国内外养老基金 ESG 投资面临的主要观念问题和法律障碍。2012 年 Kay（政府任命的专家）评论中总结了计划受托人过于关注短期绩效，对长期风险，包括环境风险考虑不足问题。在巴黎协定和英国法律委员会的推动下，2017 年法律委员会进一步明确了养老基金 ESG 投资相关的法律，对以信托合同为基础的养老基金如何在投资决策中考虑 ESG 因素，如何提高其管理的透明度等方面进行指导和规范。

4. 治理和信息披露完善阶段。这一阶段养老基金 ESG 投资相关的国内外绿色金融、环境投资政策法规不断完善。2018-2020 年，劳动与养老金部、金融行为监管局出台多项法规进一步加强职业养老金计划受托人投资准则声明要求。包括要求 100 个成员以上的 DC 型基金披露更多 ESG 投资治理细节，增加 ESG 可能引致风险的披露；从 2020 年 10 月起，要求 DB 型养老基金在声明参与和投票行为的基础上，增加投资准则声明；加强对基于合同管理的外部投资机构 ESG 投资的尽职管理和监督等。《养老金计划法案》（2019-2021）完善法规，要求受托人深入考虑气候变化将如何影响其养老金计划及其投资，并发布气候变化对其计划投资影响的相关信息。

三、USS 的 ESG 投资实施机制

(一) USS 的 ESG 投资的重点领域

ESG 投资追求的是长期价值目标和社会目标，通常很难量化。USS 将以下涉及环境、社会和伦理的因素纳入计划治理、投资运营和监督的全过程。

表 2 USS 的 ESG 投资关注的重点领域

E	环境变化；环境绩效管理
S	消费与公共健康；消费者满意度；网络安全；人权；企业活动的社会影响
G	贿赂与腐败风险管理；公司治理；环境绩效管理；薪酬管理；资本实践惯例；人力资本管理；声誉风险管理；继任计划；利益相关者关系；供应链管理；透明度和披露
综合	健康和 safety；创新和 R&D

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme statement on responsible investment Report 2018, June 2018, p2.

(二) USS 的 ESG 投资决策与选择

作为管理着负债延续几十年的养老基金，USS 鼓励和支持其投资公司 (USSIM) 专注于可持续的价值投资。USS 认为将 ESG 作为长期投资策略既是履行社会责任的方式，也是降低风险，提高基金长期可持续回报的重要途径。在履行受托责任时，坚持计划成员财务利益至上原则，同时坚持将环境、社会、道德和公司治理等 ESG 因素纳入投资决策。

1. DB 退休收入账户。由于承担当期养老金待遇支付责任，USS 必须保证累计结余资金 ESG 投资不影响资产安全和待遇发放的受托责任。如果 ESG 因素会产生额外成本，USS 不能单纯以伦理理由筛选投资或对已有项目撤资。如果 ESG 因素对投资的财务业绩至关重要，投资经理可以而且必须将之纳入决策。实践中，在通过以下两个测试的任意一个情况下，伦理因素可以纳入投资决策。一是，ESG 项目和一般项目投资财务绩效相等，但不会对计划带来额外财务损失风险。二是，委托会员与受托人有长期持续的合作关系，帮助受托人形成了客观具体的观点：特定的非财务因素与某个特定的投资机会高度相关；受托人纳入该非财务因素后，特定的投资不会对计划造成重大财务损失风险；受托人有充分理由相信，成员对非财务因素与其持有相同观点，且没有任何明确的反对意。

2. 投资积累账户部分属于 DC 资产，未来待遇取决于缴费及其投资收益，计划成员在投资决策中有较大选择权。USS 根据对成员的伦理偏好和成功实践调研

的基础上设计了两种投资组合选项：自主选择资产组合和默认资产组合。选择自主选择资产组合的计划成员，可以根据自己的偏好，在 USS 选定的几个备选个人基金中自主决定资产配置。目前共有 10 只个人备选基金，包括伦理自选基金（Ethical Self-select Funds）。如果成员不进行自主选择，自动进入默认资产组合。默认资产组合基于生命周期原理设计，包括默认生命周期组合（Default Lifestyle Option）和 默认伦理生命周期组合（ Ethical Default Lifestyle Option）（见图 2）。总之，无论是自主选择资产组合和默认资产组合，USS 都通过给予计划成员伦理型资产选择方式，满足其非财务的 ESG 投资偏好。

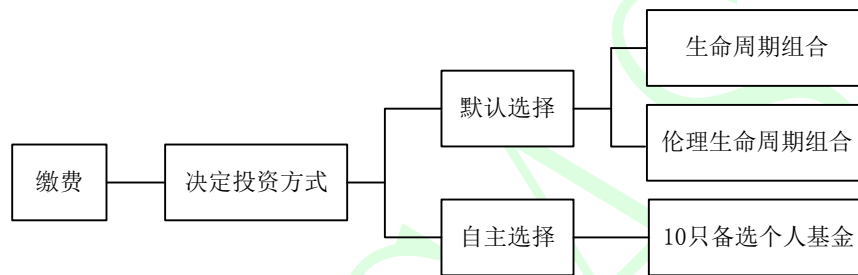


图 2 USS 投资积累账户投资组合选择

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2021, 31 March 2021, P84.

（三）USS 的 ESG 投资实施策略

USS 通过资产多样化和全球资产配置分散风险，投资涵盖对象包括所有市场的所有资产类别，包括公开股票、固定收益投资、私人市场投资和房地产等。USS 信托委员会制定了适当的流程来评估和监控内部的投资管理有限公司的管理人员考虑和实施 ESG 因素情况。同时，将 ESG 因素纳入对外部委托投资机构的管理。例如，要求外部投资机构在任命经理之前的尽职调查中纳入 ESG 因素。USS 信托委员会还会定期审查内部和外部投资机构 ESG 投资的方法，以确保其适用性。USS 积极与所投资市场的政策制定者和监管机构进行接触，从长期资产持有者和投资者角度，阐明会计准则、气候变化规制和投资监管等政策存在的问题。

（四）USS 的 ESG 投资实施方式

USS 通过整合（Integration）、参与、投票和尽责管理（Engagement, voting and stewardship）以及培育市场（Market transformation）三种方式贯彻其 ESG 投资理念和战略目标。

1. 整合。将重要的 ESG 因子和财务因子整合到投资决策和方案制定。USS 通过识别 ESG 因素考虑不足或不当导致的定价错误，帮助经理做出更好的投资组合

决策，以提高长期财务业绩，同时实现环境和社会投资价值。在长期 ESG 投资中，USS 发现，忽视 ESG 因素或对 ESG 问题的系统性处理不当可能导致治理问题或财务问题，从而对投资产生负面影响。因此，在投资决策和实施过程中将财务因素与 ESG 因素整合，不仅是履行社会责任的需要，也是提升长期投资价值回报的要求。

2. 参与、投票和尽责管理。作为受托人，USS 积极利用信托财产所有者的影响力，通过直接参与或投票方式介入外部投资人 ESG 项目，以确保其投资目标、法律责任和其他相关承诺相一致，防止或避免投资价值受损和对环境和社会产生负面影响。为了指导投资人行为，USS 制定了《全球资产管理原则》。具体内容包括：明确环境和社会问题及创造长期价值的原则和方法；通过参与和投票行使所有权原则和方法；对外部投资机构有效尽职指导监督，确保其投资决策和管理行为符合计划成员的利益。USS 另一项尽责管理的方式是与全球所有投资资产涉及的市场监管机构合作，监控外部投资机构资产运营，发现潜在投资回报风险，采取适当行动规避风险，维护计划成员的长期利益。

3. 培育市场行动。ESG 投资是一个系统的社会行动，与政府、相关行业组织、监管机构及志趣相投的投资者合作可能是鼓励解决问题的最有效机制，USS 受托委员会鼓励其投资经理在相关监管法规允许和要求的条件下，与其他机构投资者共同参与政策咨询和政策反馈，以推动 ESG 投资友好型国内和国际政策环境形成，减少诸如污染、气候变化或公司治理标准系统性缺陷导致的外部性和市场失灵。

（五）USS 的 ESG 投资风险管理

USS 的 ESG 投资风险管理包括风险防范、风险偏好选择与声明、风险治理三部分内容。

1. 三道风险防线。USS 在风险管理方面设置了三道防线，并将其嵌入到组织内部运作，以确保在整个业务中有效地识别、报告、监视和管理风险（表 3）。第一道防线是投资业务部门日常风险识别、归类 and 报告。第二道防线是 USS 委员会的风险管理专业团队。该团队在对运营部门业务及其变化的持续监督过程中识别风险，也对第一道防线提出的潜在风险进行审查。识别风险后，利用关键风险衡量指标进行评价。基于风险评价结果决定采取缓解（例如使用控制）、转移或

规避来管理风险，并由首席风险管理官直接对 USS 委员会首席执行官报告。第三道防线是内部审计部门。内部审计部门具有相对独立性，主要通过对第一和第二道防线风险管理进行审计，对其风险管理的合规性和应对风险方法的效果进行审核，并提出意见和建议。风险登记册、事件日志和风险保障路径图（Assurance Maps）是三道防线的风险管理工具。

表 3 USS 的三道风险防线

第一道防线	第二道防线	第三道防线
业务部门	风险、法务、合规和财务控制部门	内部审计部门
◇ 风险归属	◇ 风险监督	◇ 独立审查
◇ 风险管理	◇ 第一道防线面临的挑战	◇ 风险保障
◇ 风险控制操作	◇ 风险管理框架维护	◇ 向第一和第二道防线提出挑战

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2020, 31 March 2020, P26.

2. 风险偏好选择与声明。潜在风险与收益和战略目标相伴随，承担太多或太少的风险都可能导致投资无法实现战略重点目标。USS 投资机构在上述三道防线风险评估的基础上，确定投资风险应对策略，制定并向上级汇报风险偏好声明。在声明中明确阐明风险边界设置及理由，准备接受的风险类型和水平等，使各部门决策具有一致的风险意识。

3. 风险治理。风险治理包括政策制定、执行和监督三个层面。受托委员会对整个集团的风险管理负有全面责任。主要包括设定风险管理框架、风险偏好、方案有效实施的原则等。具体工作委托给执行团队管理，包括执行三道防线风险管理方法，精准识别、评估和管理风险；执行风险偏好策略和管理方案。风险委员会负责对风险管理过程进行监督。

四、USS 的 ESG 投资绩效评价

（一）退休收入计划：债务驱动型 ESG 投资

1. 资产配置与 ESG 投资。在 USS 资产中 DB 型退休收入计划资产为主（2017 年以前为 100%）。传统养老金理论认为，DB 型养老金匹配的融资方式是现收现付（PAYG），在 PAYG+DB 模式下存在精算意义上的隐性债务，因此累计基金结余应以国债、存款、短期公司债等形式投资。在人口老龄化、通货膨胀和低利率背景下，上述传统投资方式很容易造成积累资金实际价值贬值和隐性债务的扩大。USS 较早就注意到短期投资的效率损失，并积极探索负债驱动型（Liability Drive）

投资策略。即根据未来负债结构对计划结余资金进行投资资产配置。为了给投资组合的绩效和风险评价提供基准，USS 受托委员会每年设置并更新参照资产组合。需要指出的是，在审慎监管下，投资机构并不一定需要完全根据参照资产组合配置资产。从表 4 可以看出，2020 财年，实际投资于匹配长期负债的上市公司股票、不动产和指数挂钩债券占比低于参照投资组合。这似乎与负债驱动投资策略不符，但这恰恰反映了 USS 的 ESG 投资增加情况。该财年 USS 将更多资产配置到参照投资组合未包括的其他私人市场投资和大宗商品，分别占 23.3% 和 1%。其中，其他私人市场投资包含了大量 ESG 投资项目。2020 财年 USS 的其他私人市场投资遍布整个国家，包括多个降低能源浪费类项目、希思罗机场绿色投资项目、国家航空交通局项目以及多个社会责任所有权投资和风力发电项目。此外，还投资了 60 个汽车服务站和 35 个火葬场 (USS, 2021)。为了应对 ESG 投资的非流动性，以及应对短期待遇支出风险，USS 还在执行资产组合中添加了参照资产组合未包含的绝对回报基金和名义政府债券配置，两者分别占 0.4% 和 5.2%。

表 4 2020 财年 USS 退休收入账户实际资产组合和参照资产组合的各类资产占比 (%)

	实际资产组合 (a)	参照资产组合 (b)	差别 (a-b)
上市公司股票	39.4	55.0	-15.6
不动产	5.3	6.5	-1.2
其他私人市场投资	23.3	0	23.3
大宗商品	1	0	1
绝对回报基金	0.4	0	0.4
名义政府债券	5.2	0	5.2
指数挂钩债券	31.5	36.75	-5.25
其他固定收益资产	12.2	17	-4.8
现金及其他流动资产	-18.3 ¹	-15.25	-3.05
合计	100	100	0

资料来源：USS. The Universities Superannuation Scheme statement on responsible investment Report 2021, March 2021, P22.

2. 包含 ESG 因子的投资绩效。USS 通过整合治理、正向筛选、负面筛选等策略全面实施 ESG 投资策略。从精算理论看，风险调整后的 ESG 投资组合长期收益不应低于或至少不应大幅低于传统投资组合，财务才具有可持续性。USS 通过对比退休收入账户实际投资组合与参照投资组合风险调整后的收益率差异进行绩

¹ 负值表示借入现金用于待遇支付和计划费用支出。

绩效评价。图 3 显示，按 1 年期（2020 年 4 月-2021 年 3 月）考察，由于退休收入账户将 23.3% 的资产投向其他私人市场投资（见表 4），而且相当比例是长期性 ESG 投资，在疫情减缓经济复苏情况下，实际投资组合收益恢复相对缓慢，低于参照投资组合 3.5 个百分点。按 5 年期（2016 年 4 月-2021 年 3 月）考察，年化收益率差距较低，小于 0.5 个百分点。按 10 年期（2011 年 4 月-2021 年 3 月）考察，实际投资组合的年化收益率为 9.3%，比参照投资组合高 0.4 个百分点。需要指出的是，考虑到 ESG 投资的长期价值投资和长期持有资产理念，按 10 年期考察的对比结果更有意义。总之，长期看 DB 养老基金采取负债驱动 ESG 投资策略，既符合伦理环保原则，也符合效率原则。

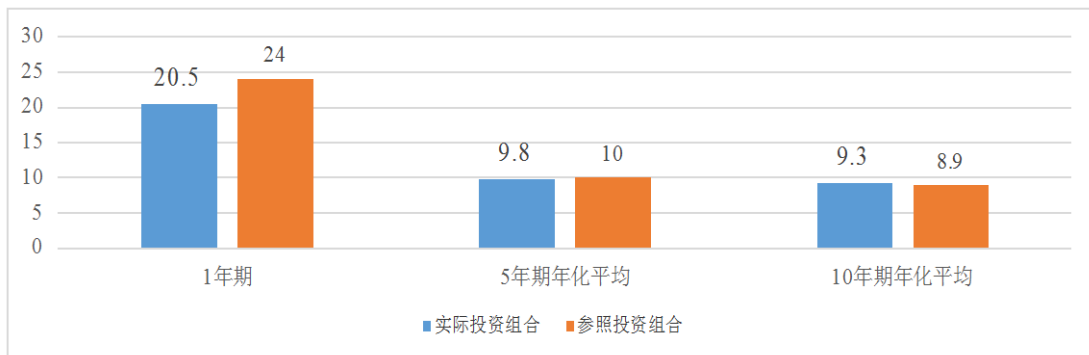


图 3 2020 财年测算的包含 ESG 因子的退休收入账户长期投资收益率 (%)

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2021,31 March 2021, P22.

（二）投资积累计划：资产驱动型 ESG 投资

1. 资产配置与成员选择情况。USS 投资积累计划投资资产种类和其他 DC 积累型养老基金类似，包括股票基金、增长基金、稳健谨慎增长基金、流动性资产等。USS 投资积累计划基金的 ESG 投资资产包括冠以“伦理”二字的相应资产和具有社会投资属性的伊斯兰基金。2016 财年，投资积累计划资产总额为 9920 万英镑。虽然仅推出 1 年，但 ESG 类资产配置已达 460 万英镑，占比 6.46%。其中，伦理增长基金最多，约 270 万英镑，伊斯兰基金最低，约 10 万英镑（图 4）。

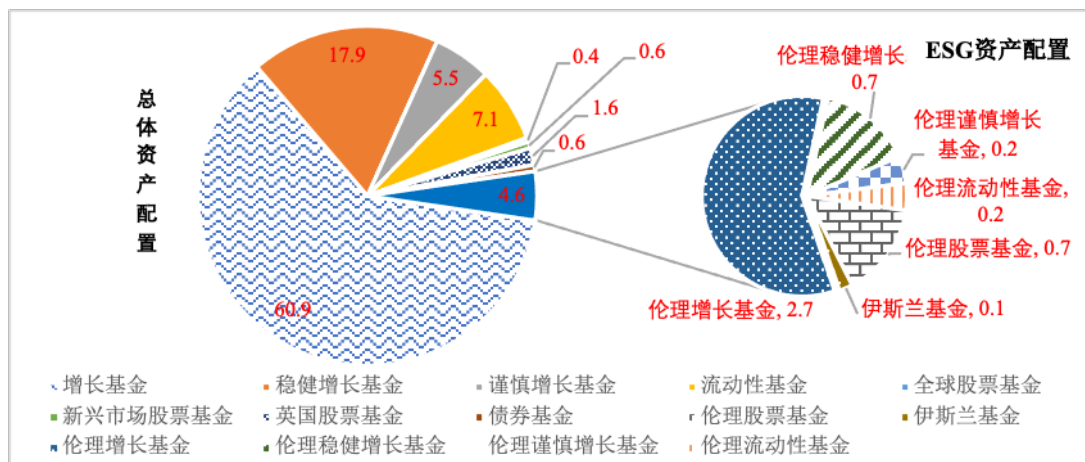


图 4 2016 财年 USS 投资积累计划资产配置 (百万英镑)

资料来源: USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2017,31 March 2017, P.47

伦理型资产配置情况受选择自主投资计划成员所占比例的影响。如果计划成员放弃自主选择权利,则自动进入默认生命周期基金和默认伦理生命周期基金。2020 年 3 月底,投资积累账户缴费成员约 3.5 万人。84%的成员选择了默认基金或默认伦理基金,3%的成员选择了自选基金,11%的成员选择了两者组合(其余 2%未回答)。其中,8%的成员选择了至少一种伦理基金(USS, 2021)。2021 年 3 月底,选择了默认基金或默认伦理基金的成员为 83%,自选基金为 4%,两者混合为 11%,完全选择伦理基金的成员占 2%(USS, 2021)¹。

2. ESG 基金收益情况。USS 在中长期资产配置中按一般和伦理成对设置,虽然一般基金也考虑 ESG 因子,但以财务因子为主,而伦理基金设计更注重 ESG 因子。

(1) 总体回报情况。自 2016 年 10 月建立以来,除受疫情影响最严重的 2019 财年(2019 年 4 月-2020 年 3 月)外²,投资积累账户的默认增长基金和默认稳健基金均取得了超过经济增长率的投资收益率;默认谨慎基金有一定应对流动性风险特征,收益稍低,但也高于传统现金和银行存款资产配置的投资收益率。伦理股票基金的投资收益率更高,有三个财年获得两位数的收益率。2020 财年,随着疫情控制和经济复苏,投资积累账户的投资收益率获得快速且大幅的反弹,除保持不以收益率为目的的伦理流动性基金外,其他基金收益率在 15.5%-41.4%之间(表 5)。ESG 投资较高的收益率有利于提高未来待遇水平,且有利于提升整个制

¹ USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2021 ,31 March 2021, P85.

² 2017 财年数据缺失。

度的财务可持续性。

表 5 USS 的 ESG 类投资积累计划基金投资收益率 (%)

	2016 财年	2018 财年	2019 财年	2020 财年
伦理增长基金	7.3	10.29	1.7	28.6
伦理稳健基金	4.9	8.32	2.1	21.3
伦理谨慎基金	2.8	6.83	2.5	15.5
伦理流动性基金	0.1	0.59	0.8	0.2
伦理股票投资	12	13.8	2.6	41.3
伊斯兰基金	8.7	18.64	6.4	37.2

注：2017 财年数据缺失。

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2017P48; 2019, P22; 2020, P23; 2021, p23.

(2) ESG 投资相对一般投资收益比较。通过对比增长、稳健和谨慎三大伦理基金与其对应的相应一般基金的收益率之差可以直观看出伦理基金的相对绩效。从表 6 中可以看出，经济发展正常的 2016 财年和经济快速反弹的 2020 财年，伦理基金投资收益率总体上低于对应的一般基金，而在疫情发生的 2018 财年和疫情严重的 2019 财年，伦理基金则高于对应的一般基金。这一现象表明，伦理基金更多考虑 ESG 因子，相应投资更具有抗冲击的韧性，可以烫平收益率的过大波动。需要指出的是表 6 显示的是收益率差异为负，而非收益率本身为负，从表 5 中也可以看出，伦理基金在四个年份都获得了较高的正收益率。

USS 的伦理股票基金更注重全球投资，以实现获得高投资收益、分享新兴市场高经济增长或人口红利、利用发达国家全球市场股票基金分散风险的目的。从表 6 可以看出，USS 伦理股票投资在英国国内、新兴市场和全球三个市场几乎全部超过一般股票基金。唯一例外是，2020 财年伦理股票基金以 13 个百分点落后新兴市场股票基金收益率，但这是在两者收益率分别高达 41.3% 和 54.3% 的非常态情况下的相对落后¹。

表 6 USS 投资积累计划的伦理基金与一般基金收益率差异 (%)

	2016 财年	2018 财年	2019 财年	2020 财年
伦理增长基金-增长基金	-1.1	4.3	11.2	-0.5
伦理稳健基金-稳健基金	-1.3	3	9.2	-2.1
伦理谨慎基金-谨慎基金	-1.1	2.2	7.4	-2.3

¹ 新兴市场股票基金投资收益率见：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2020, 31 March 2021, P23

伦理股票基金-全球市场股票基金	13.2	2.1	8.5	1.6
伦理股票基金-新兴市场股票基金	4.2	14	17.1	-13
伦理股票基金-英国股票基金	0.6	8.4	21.5	14.8

注：“-”表示减号。

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2017, P48; 2019, P22; 2020, P23; 2021, P23.

(3) ESG 基金实际资产组合与参照资产组合收益对比。USS 理事会每五个财年设定一次参照资产组合及目标收益率，作为评估投资机构实际执行情况的参照依据。在审慎性监管规则下，不强制投资机构参照投资组合进行投资。从表 7 可以看出，受外部冲击较大的 2018 财年和 2019 财年，基于 ESG 因子设计的伦理基金实际资产组合投资收益率普遍高于参照组合，在经济正常的 2016 财年和经济复苏的 2020 财年则相反，唯一例外是 2016 财年中具有一定流动性职能的伦理谨慎基金收益率比参照投资组合低 0.2 个百分点。这再次证明 ESG 投资具有对抗冲击和稳定投资收益率的作用，养老基金 ESG 投资可以实现长期财务价值与环境、社会价值的统一。

表 7 USS 投资积累计划伦理基金实际与参照资产组合收益率差异 (%)

		伦理增长基金	伦理稳健基金	伦理谨慎基金
2016 财年	实际资产组合 (a)	7.3	4.9	2.8
	参照资产组合 (b)	7.7	4.9	2.6
	差异 (a-b)	-0.4	0	0.2
2018 财年	实际	10.29	8.32	6.83
	参照	9.76	8.07	6.79
	差异	0.53	0.25	0.04
2019 财年	实际	1.7	2.1	2.5
	参照	-2.4	-0.4	1
	差异	4.1	2.5	1.5
2020 财年	实际	28.6	21.3	15.5
	参照	28.8	22.2	16.5
	差异	-0.2	-0.9	-1

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2017, p48; 2019, p22; 2020, p23; 2021, p23.

(三) 成本控制：退休收入计划+投资积累计划

理论上，ESG 投资会伴随较高的运营和投资成本，在 USS 将 DB 型退休收入计划投资策略从被动转向主动时管理成本可能会进一步增加。为此，USS 在全面实施 ESG 投资策略时，引入了目标管理 KPI 制度以控制成本。2016-2020 财年，

USS 的投资管理成本总体呈现先升后降趋势，成本得到较好控制。以 2020 财年为例，该财年 USS 管理的资产总额为 820 亿英镑，养老金管理成本和投资管理成本合计为 2.73 亿英镑，占总资产的 0.33%。其中，投资管理成本总额为 2.27 亿英镑，为总资产的 0.28%（图 5）。

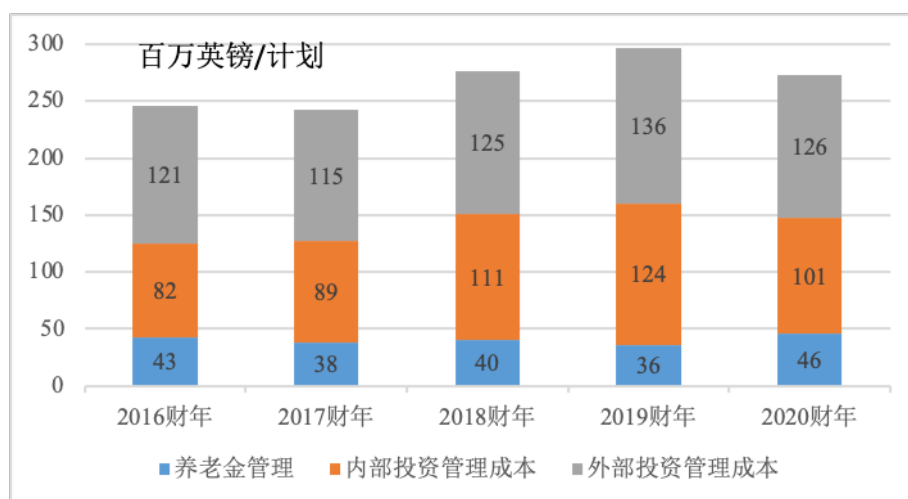


图 5 2016-2020 财年 USS 养老金管理和投资成本

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2021, 31 March 2021, P54.

与CEM基准（CEM Benchmarking¹）比较更能看出USS成本控制效果。图 6 显示了USS投资管理成本占参考基准的比重。从中可以看出，无论是USS内部投资，还是委托外部机构进行投资，管理成本都远低于同行。2020 财年，内部和外部投资管理成本分别仅为参考基准的 13%和 17%，表明USS的投资成本远低于同行。值得注意的是，USS的内外投资管理成本差异较少。2016-2020 财年，两者差异在参考基准的 1%-7%之间波动，考虑到外部投资管理成本包含了投资机构的其他管理费用和盈利，其实际投资管理成本并不比内部投资管理机构高，这表明USS对外部投资机构的参与、投票和管理效果显著。总之，从现有较短的数据也可看出，全面实施ESG投资策略并未显著增加USS的投资管理成本。

¹ CEM Benchmarking 是加拿大一家专业进行养老基金管理成本国际比较的专业咨询公司。

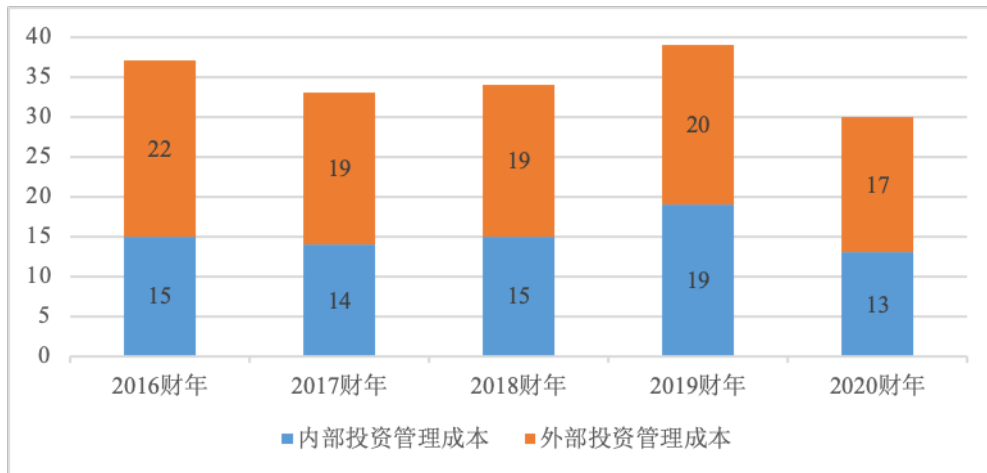


图 6 2017-2021 财年 USS 投资成本占 CEM 参考基准的比重 (%)

资料来源: USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2021, 31 March 2021, P54.

五、近两年 USS 的 ESG 责任投资新进展

1. 整合治理。自 1999 年发布第一个负责任投资报告以来, USS 的 ESG 投资治理和报告水平不断提升, 长期处于全球 UNPRI 倡议的前沿。2019 财年, 强化环境保护政策成为 USS 整合治理重点, 已完成广泛的气候情景分析和压力测试。测试的政策情景包括“渐进过渡+国际协调”与“突然改变+无国际协调”2 种; 环境情景包括温度不变、上升 1.5° C、2° C、4° C 以上等 4 种情景。2019 财年推进整合治理行动, 创建了更具气候适应力的投资组合; 形成将气候风险更好纳入投资决策过程的方案指引; 设计与气候变化相适应的投资管理及资产配置框架; 对环境投资进行基准评估, 并考察授权外部投资的财务影响; 完善与气候相关的内部和外部报告; 开发“气候意识”回报预测模型等。2020 财年, USS 将其开发且行之有效的内部投资组合向外部投资管理公司推广, 推动后者将 ESG 因子整合进投资决策和资产组合设计, 转向长期投资价值策略。

2. 负面筛选。2019 年 6 月, USS 投资公司宣布采取负面筛选策略, 将不适合长期财务和 ESG 责任目标的行业和公司排除出投资对象名单, 并在必要时撤资。这些行业和公司包括烟草企业、热煤开采及集束弹药、白磷、地雷生产等企业, 相关业务占收入 25% 以上的企业是重点排除对象。负面筛选和撤资对退休收入计划和投资积累计划都适用。截止 2021 年 3 月底, USS 已经从上述企业完成绝大部分撤资, 比原先设定的时间表 (2022 年 5 月) 提前了一年多。

3. 参与和投票。作为负责任的长期投资者, USS 通过参与和行使投票权对外

部投资机构和所投资公司施加影响，促使其承担 ESG 责任，并提高治理水平。2020 财年，USS 参与了全球 950 家相关公司的 1066 次活动，对 13553 项决议进行了投票。投票总体情况见图 7。USS 对 710 多家公司（占比 75%）管理层提出的意见和决议作出了一项或多项反对投票，反对票主要集中在薪酬和可持续发展领域。同时，为保证投票行为与 ESG 投资目标的一致性，USS 每年都会审查投票政策和投票记录，并在网站公布。

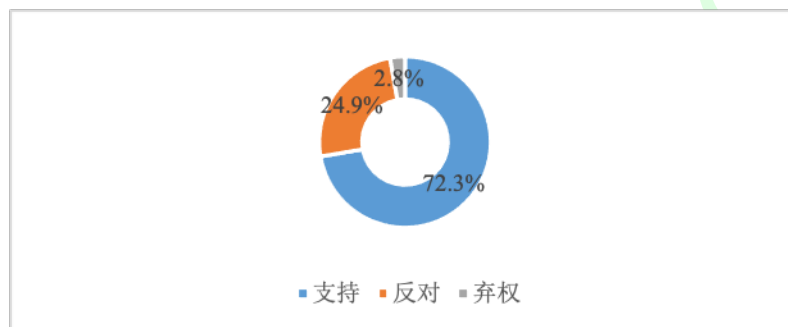


图 7 2020 财年 USS 行使投票权情况

资料来源：USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2021, 31 March 2021, p25.

4. 尽责管理。2020 财年，随着 ESG 投资政策进一步向外部投资管理和其他关联机构延伸，USS 进一步强化对外部关联机构的参与、合作和尽责管理。典型的合作案例包括：在一份联合投资者致矿业公司的信上签字，要求所投资的关联矿业公司报告其土著土地所有权保护执行情况；与其他投资者共同致信英国上市公司，督促其执行《现代奴隶制法案》；与多家大型科技公司就人权问题进行合作。

六、结论与讨论

在国内外政策驱动下，USS 的 ESG 投资理念不断深化。从附带考虑伦理和社会价值，转向注重环境、社会和治理因子在应对财务风险、增加投资收益方面的作用。整合治理变得更加多样化和精细化，负面筛选策略更加明确，更高层次的参与、投票和尽责管理机制初步确立。ESG 投资已经成为 USS 投资的重点领域。然而，实践中也发现一些挑战和问题。

首先，新目标和新风险挑战。2021 年 4 月，英国宣布 2050 年实现碳清零的目标，USS 第一时间做出承诺，但实施方案尚未完成。2019 年以来新冠病毒大流

行，使劳工权利和公共卫生成为养老金 ESG 投资新的风险点。英国脱欧可能增加 USS 在欧盟成员国的 ESG 投资政策风险。

第二，DB 型退休收入计划基金率（Fund Ratio）下降趋势。虽然 USS 在 DB 型基金长期 ESG 投资上取得了开拓性进展，但这类养老基金投资规模和策略选择受累计结余与精算债务比率（基金率）的制约。USS 精算结果显示，2017 财年退休收入计划基金率为 95%，2020 财年则降低为 84%（USS，2021）。随着人口老龄化加深，DB 计划基金率下降是一种长期趋势。因此，USS 的退休收入账户面临累计结余下降、可投资基金不足和财务不可持续风险，进而压缩养老金 ESG 投资空间。

第三，DC 型养老积累计划占比提升受阻问题。理论上，DC 型积累计划与 ESG 更契合。引入投资积累账户五年来，USS 成功设计了伦理型资产配置和投资框架，取得了较高投资绩效。但 DC 计划的资产总额不足 USS 资产的 2%。2016 年，USS 开启了从 DB 型计划向混合型计划转型的改革，以提高 DC 基金在混合计划中的比例。由于 DC 计划运营费用及市场投资风险均由计划成员承担，可能导致待遇水平降低，因此，遭到成员和工会的抵制。实际上，改革成为 2018 年大学职工罢工和剑桥大学三一学院退出等事件的导火线（赫斯基思，2018）。

第四，如何使 ESG 投资理念内化为投资机构公司治理行为规范问题。提高受托人的治理标准（不仅仅是 ESG）是一个长期项目，不仅需要立法和监管机构开展大量工作来引导和支持，还需要国际社会、英国政府、金融监管部门、养老金监管部门以及环境、社会相关部门的协同推进。USS 等大型养老金计划 ESG 投资框架初步成型，但评估标准、工具、方法仍高度碎片化，部门协同的支持政策和风险管理方法尚未出台。在此背景下，一些供应商和受托人担忧 ESG 投资会分散其注意力且花费成本，计划成员也未必支持。如果不能获得确定的财务价值增加，一些 ESG 投资似乎只是向社会和监管机构表明态度，并未真正内化为投资决策和运营人员的行为准则。因此，需要通过部门合作和协同治理进一步完善养老金 ESG 投资的宏观政策和微观治理方案。

参考文献

[1] 【英】安东尼·赫斯基思. 英国大学教师退休金问题当何解，载于中国科学报，2018 年 2 月 27 日.

[2] Daniel Tammas-Hastings (2021). Liability-Driven Investment: From Analogue to Digital, Pensions to Robo Advice, John Wiley & Sons Ltd, PP.75-78.

[3] Pensions policy institute. How to Improve the Governance and Regulatory Structure of USS pensions, 载于, <https://www.pensionspolicyinstitute.org.uk/media/3381/20190129-db-policy-lab-evidence-pack-ppi-final.pdf>.

[4] Policy Institute (King's College London). Is the Universities Superannuation Scheme still fit for purpose? An approach to reforming the USS pension scheme, P1,载于 <https://www.kcl.ac.uk/policy-institute/assets/uss-pensions.pdf>.

[5] USS. Universities Superannuation Scheme Governance Report 2018, June 2018, PP.1-7.

[6] USS.Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2020, March 2020, PP.4-23.

[7] USS. Universities Superannuation Scheme Report & Accounts 2021, March 2021, PP.7-15.

[8] USS. Universities Superannuation Scheme statement on responsible investment Report 2018,June 2018, P2.

[9] USS. Universities Superannuation Scheme Responsible Investment Report 2019/2020, March 2020, PP.1-12.

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