

# 工作论文

## SSL Working Paper Series

WP No.210-20251112

中国社科院世界社保研究中心 主办



这期刊发的《工作论文》是由房连泉、郭娟、庄琦联合撰写的《养老基金 ESG 投资的历史演进、观点争议及前景展望》，如引用，需征得本实验室（世界社保研究中心）或作者本人的同意——编者。

### 养老基金 ESG 投资的历史演进、观点争议及前景展望\*

房连泉

中国社会科学院中国式现代化研究院研究员

中国社会科学院世界社保研究中心秘书长

郭娟

中国社会科学院大学政府管理学院博士研究生

庄琦（通讯作者）

中国社会科学院大学政府管理学院副教授

**摘要：**养老基金是养老金融的核心，是重要的耐心资本。ESG 投资是养老保险基金投资中的一个新兴领域，部分理论问题尚需廓清。本文对养老基金 ESG 投资的起源、发展演进以及面临的争议问题进行综述。从其发展历程看，ESG 投资是对社会责任投资的继承发展，并将环境、可持续发展和治理责任纳入框架。

**基金项目：**国家社会科学基金重大项目“2035 年我国多层次多支柱养老保险体系发展目标与现实路径研究”（23ZDA100）。

20 世纪 90 年代以来，ESG 投资逐步获得全球公共养老基金的青睐。当前围绕养老基金 ESG 投资的主要争论点有全民持有、受托责任、金融回报和社会声誉等问题。未来需要在完善政策法规、明确投资目标、加强信息披露和建立行业标准等方面做出努力。

**关键词：**养老基金，ESG 投资，责任投资，可持续发展

## The Historical Evolution, Arguments and Development

### Prospects on ESG Investment of Pension Funds

**Abstract:** Pension funds are the core of pension finance and are important patient capital. ESG investment is an emerging area in pension fund investment, and some theoretical issues have yet to be clarified. This paper provides an overview of the origins, developmental evolution, and controversial issues faced by ESG investment in pension funds. From the perspective of its development history, ESG investment is an inherited development of socially responsible investment, and incorporates environmental, sustainable development and governance responsibilities into the framework. Since the 1990s, ESG investment has gradually gained popularity among public pension funds around the world. Currently, the main debates around ESG investment in pension funds include issues such as universal ownership, fiduciary responsibility, financial returns and social reputation. In future, a lot of efforts need to be done including the improving regulations, clarifying investment objectives, enhancing information disclosure and establishing industry standards.

**Keywords:** Pension Funds; ESG Investment; Responsible Investment; Sustainable Development

#### 一、引言

随着我国经济增长方式的转型和“双碳”战略目标的提出，绿色可持续投资成为经济社会发展的必然趋势。党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》对进一步深化金融体制改革作出重大部署，强调要积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融

领域。养老金融作为“五篇大文章”的重要组成部分，对于优化和扩大养老服务供给，积极应对人口老龄化具有重要作用。养老基金是养老金融的核心（杨燕绥等，2012）<sup>①</sup>，是重要的耐心资本。从世界范围来看，环境、社会以及治理（Environmental, Social and Governance, ESG）投资的重要性正在大幅提升（Reiser 和 Tucker, 2020）<sup>②</sup>。ESG 投资的价值取向与公共养老保险基金的公共属性高度契合，因而成为养老保险基金受托人在投资运营中所广泛采用的一种投资策略与理念（郑秉文等，2022）<sup>③</sup>。养老基金开始越来越广泛地关注绿色投资，一方面 ESG 类投资能提供有吸引力的回报，为养老基金提供可抵御通胀、收益稳定且对其原有投资组合修正程度较低的长期资产；另一方面，作为长期机构投资者，规模巨大的养老基金投资于 ESG 领域可为经济社会发展带来良好的外部效应。近 20 年来，我国多层次养老基金快速积累。至 2023 年末，全国社会保障基金规模已达到 3.01 万亿元，基本养老保险累计结余达 7.81 万亿元，第二支柱企业年金和职业年金资产达 5.75 万亿元，三项基金合计规模达到 16.57 万亿元，占到 GDP 的 13%。2022 年，国务院发布《关于推动个人养老金发展的意见》，作为第三支柱的个人养老金制度在全国 36 个城市启动试点，至 2024 年已覆盖 6000 多万人。随着多支柱养老保险体系的不断健全发展，未来养老基金增长空间巨大。

2016 年中国人民银行、财政部等七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》明确指出，鼓励养老基金和保险资金等长期资金开展绿色投资。2018 年证监会修订《上市公司治理准则》，确立了中国 ESG 投资信息披露基本框架。2022 年，为引导银行业保险业积极服务兼具环境效益和社会效益的各类经济活动，原中国银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》。2024 年，国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，明确提出“丰富绿色转型金融工具，为绿色低碳转型提供合理必要的金融支持”。在实践层面上，当前国内关注 ESG 投资主题的养老金管理机构、保险资管机构和养老目标基金日益增多，部分机构已启动 ESG 投资产品，例如平安养老、长江养老等。主流的基金业、银行业、保险业机构正在逐步推广 ESG 投资策略，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。作为国家主权养老基金的管理机构，近

① 杨燕绥,胡乃军,刘懿.养老资产与养老金融[J].金融市场研究,2012,(07).

② Reiser D B, Tucker A. Buyer beware: variation and opacity in ESG and ESG index funds[J]. Cardozo Law Review, 2020,(41).

③ 郑秉文,李辰,庞茜.养老基金 ESG 投资的理论、实践与趋势[J].经济研究参考,2022,(03).

两年全国社保基金理事会在发布的《实业投资指引》中也明确提出，要加大 ESG 主题和项目投资，将环境、社会、公司治理等因素纳入实业投资尽职调查及评估体系。但总体上看，我国养老基金开展绿色投资、可持续投资的占比还很低，投资产品通常以固收类为主、权益类为辅，开展 ESG 投资的经验不足（邵成多等，2023）<sup>①</sup>。

为了引导我国养老基金关注 ESG 投资，使投资操作规范化、科学化，有必要从理论上明确 ESG 投资的内涵与重点，明晰国际上有关 ESG 投资的起源与部分争论问题。通过分析国际经验，最终探索出一条适用于我国现实的发展道路，为我国养老基金投资 ESG 领域奠定理论基础。本文的主要内容包含以下四个方面：第二部分分析 ESG 投资的内涵及重点领域。第三部分介绍国际上养老基金 ESG 投资的起源和演化过程。第四部分讨论关于养老保险基金 ESG 投资的主要观点及争议点。第五部分对养老基金 ESG 投资的前景进行展望，提出重点发展方向。

## 二、ESG 投资的概念内涵

### （一）与 ESG 投资相关的几组概念

从组成内容来看，ESG 投资指的是环境、社会 and 治理（Environmental, Social and Governance）投资。实践中 ESG 投资与社会责任投资（Social Responsible Investing）、可持续投资（Sustainable investing）和影响力投资（Impact Investing）等概念十分接近。表 1 对这几组概念的含义进行了比较。总起来看，ESG 投资可被看作社会责任投资的一个分支，在不同场合被称为可持续投资、社会影响力投资、绿色投资和道德投资等，这些概念经常混合在一起使用。传统上社会责任投资是一个更为常用的概念，覆盖面也更广，使用频率更高。根据经济合作与发展组织（OECD）的统计资料，关于 ESG 投资的各种定义基本上都是将传统的财务目标与社会责任目标结合在一起，大部分国家都将环境和治理因素纳入社会责任投资范围。从此角度出发，可以将社会责任投资看作 ESG 投资的“先驱”，ESG 投资是对社会责任投资的进一步继承发展。

<sup>①</sup> 邵成多,邱峰,肖扬,等.养老金开展 ESG 投资的国内外探索实践[J].上海保险,2023,(11).

表 1 与 ESG 投资相关的几组概念

概念	主要内涵
ESG 投资	考虑环境、社会和治理因素，对财务风险进行平衡后的投资
可持续投资	一个宽泛术语，通常被认为是 ESG 的同义词，投资能够提供长期有竞争力的回报，并产生积极社会影响
影响力投资	旨在产生积极社会影响的投资，并获取相应收益
绿色投资	投资致力于保护自然资源、清洁空气、水、替代能源和其他环境项目
道德投资	将道德原则作为投资选择的主要标准，制定投资目标

资料来源：作者归纳。

（二）ESG 投资的主要关注点

人们对养老基金 ESG 投资的认识有一个不断加深的过程。理论上讲，养老基金投资的根本目标在于获取最大化的市场回报。在投资理念上，传统上养老金投资者可能认识到某些领域的投资具有社会负面性，但一般不采取干预措施，实行自由放任的投资策略；随后，责任投资概念被引入，即投资者要负一定的社会责任，有意识地避开损害社会公共目标的投资行为；更进一步地，可持续投资被提上日程，即养老金投资要对可持续发展产生积极正面的影响。ESG 投资目标被提出后，将当今社会最为关注的环境、可持续发展和治理责任因素都整合到养老基金投资中去。表 2 举例说明了 ESG 投资在环境、社会和治理三个维度上普遍关注的一些事件。在环境维度上，ESG 投资关注气候变化条件下再生能源、污染控制和生物多样性等可持续发展问题。气候变化是当前评估全球环境风险最关注的问题，各国通过立法对企业的部分负面行动进行限制，但可能存在如下风险点：一是自然风险，例如极端天气对企业经营造成中断，进而影响到基础设施和产品供应链；二是转型风险，如果企业不能适应绿色技术和低碳经济的要求，未来经营业绩可能会下滑或被淘汰；在社会发展维度，ESG 投资的关注点集中在劳工、人权、客户、社区和性别公平等方面。在治理方面，ESG 投资关注的是企业的治理结构，包括董事会组成、审计、透明度和公共安全等方面，这些都关系到企业的社会形象。



表 2 ESG 投资关注的领域

维度	主要领域
环境	气候变化影响和温室气体排放；能源效率；可再生能源；空气、水或资源耗竭或污染；废物管理；生物多样性影响
社会	劳工标准；人权；员工参与度；顾客满意度；社区关系；数据保护和隐私；性别与多样性
治理	董事会组成；高管薪酬；审计委员会结构；贿赂和腐败；“吹哨人”制度；游说；事故与安全管理

资料来源：作者归纳。

三、养老基金 ESG 投资的历史演进

世界上最早的公共养老保险可追溯到 19 世纪末德国的俾斯麦时期。1889 年德国出台世界上第一部分养老保险法；1908 年，英国出台国家养老金法。当时出台养老保险立法的目的在于应对工业革命时期的工人运动。之后养老金制度不断在全球扩展，至今全世界大部分国家都建立起了养老保险。总体来看，养老保险是一种强调性制度安排，涉及代内和代际的资源再分配，是社会、经济、政治公共决策的重要内容。在早期，现收现付的公共养老保险较少有收支结余，投资风格偏于保守，以购买固定收益类债券为主。从理论上讲，养老保险基金来自参保人的缴费剩余，产权属于全体参保人，投资的主要目标是为了实现全体参保人收益最大化。但由于养老基金同时具有公共产品性质，投资运用中是否可附带国家设定的基本社会发展目标难以定论。例如在第二次世界大战期间，德国积累的养老保险基金曾被军事政府用于战争支出，成为国家挪用养老保险基金的负面案例。还有些国家的公共养老基金投资于社会基础设施和不动产等建设领域，也不同程度地受到非议。例如，日本的年金积立金是国家公共养老金的积累基金，设立于 1961 年，在随后几十年内积累了规模巨大的余额，作为国家的一项政策性金融工具，大量投资于国家道路、公共福利设施等方面的建设，产生大规模坏账，受到普遍关注（郑秉文等，2005）<sup>①</sup>。到 20 世纪 70 年代时，公共养老基金社会投资概念进一步拓展。在美国，地方和州政府的公共养老基金从 70 年代初开始从事社会投资。当时，部分州开始出台法律限制养老基金投资于烟草、酒精和赌博等“罪恶”行业的股票。80 年代初，部分养老基金和金融机构大规模撤出在

① 郑秉文、房连泉、王新梅.日本社保基金“东亚化”投资的惨痛教训.国际经济评论[J].2005(3).

南非地区的投资活动。各州养老基金还致力于一些社会发展目标，包括促进工会工人福利、经济发展和住房建设等。21 世纪初期，养老基金投资又转向“避开恐怖主义”相关领域，以适应在中东地区的反恐形势。近十年来，在美国部分城市发生大规模枪击事件的形势下，公共养老基金开始减持枪支制造商的股份。最近几年，部分州立法呼吁养老基金从伊朗等国家撤资，并越来越多地增加管控化石燃料行业的投资，以应对气候变化。

ESG 投资理念源于 20 世纪 90 年代的社会责任投资（SRI）和伦理投资（Ethical Investment）。2004 年联合国全球契约组织发布的报告《在乎者即赢家》（Who Cares Wins）首次完整提出“环境、社会、公司治理”（Environment Society Governance，简称 ESG）理念，自此在全球流行，并开始受到养老基金的青睐。英国于 2005 年颁布《职业养老金计划（投资和披露）条例》（Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations），首次将 ESG 理念引入养老基金管理；2006 年联合国支持的负责任投资原则（Principles of Responsible Investment，简称 PRI）将 ESG 理念引入投资领域。2010 年之后养老基金 ESG 投资进入加速发展期，各国养老基金监管部门纷纷出台法律，将 ESG 因素纳入养老基金投资框架（见表 2）。在此背景下，越来越多大型养老基金在 ESG 投资中发力。例如，日本政府养老投资基金（GPIF）作为现今世界上资产规模最大的养老投资基金（截至 2024 年 6 月，资金管理规模达 248 万亿日元）<sup>①</sup>。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。在美国州和地方政府的大型养老基金（例如加州公务员退休基金（CalPERS）是 ESG 投资的主力军。2018 年，美国各类投资者持有的与 ESG 标准相关的资产规模达到了 12 万亿美元其中个人投资者持有 3 万亿美元，公共养老基金持有 3 万亿美元，持有资产占养老基金总资产的一半以上。在欧洲，许多国家的大型养老基金是 ESG 投资的主力军。例如，丹麦劳动力市场补充养老基金（ATP）和挪威的政府全球养老基金（GPF）都制定了 ESG 投资实践指南，大规模投资于全球 ESG 类资产。

从以上分析可看出，公共养老基金投资理念经历了一个不断演化的历史进程：从早期被质疑的“社会目标投资”，到 20 世纪 90 年代的“社会责任投资”，再到近 20 年来 ESG 投资理念的形成，养老基金越来越倾向认可 ESG 投资，至今

<sup>①</sup> 参见 GDIF 网站，Investment results for 2Q of fiscal 2024，  
[https://www.gpif.go.jp/en/performance/62590877gpif/2024\\_2Q\\_1101\\_en.pdf](https://www.gpif.go.jp/en/performance/62590877gpif/2024_2Q_1101_en.pdf)

天已成为不可阻挡的发展潮流。这一方面与全球经济发展形势和环境气候变化等因素相关，另一方面也于公共养老基金投资需求的变化相关：在人口老龄化形势下，各国公共养老基金越来越追求更高的投资收益，扩大在全球范围内的资产配置，而科技投资、绿色投资和责任投资等新兴领域也契合了养老基金投资的公共性、长期性和避险性等目标需求。

表 3 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
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。
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。
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 and 治理因子，并定期接受内部审查。”
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 and 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。
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 and 治理问题的合规指南，最好是经济部门指南。
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	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



	的欧洲议会和欧洲理事会条例提案	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。
--	-----------------	---

资料来源：联合国责任投资原则组织，UNPRI 责任投资监管数据库，<https://www.unpri.org/>。

四、关于养老基金 ESG 投资的主要观点争论

各界对养老基金 ESG 投资的支持观点越来越多，已然成为主流，但也存在着一些争议性观点。在此对以下几个主要问题进行综述。

(一) 全民持有

全民持有人 (Universal Owners) 指的是大型投资机构持有资产规模巨大，代表全民利益。根据联合国环境署 (UNEP) 2006 年提出的金融倡议和责任投资原则 (Principles for Responsible Investment, PRI)，大型机构投资者为事实上的“全民资产所有者”，这些机构代表了全球资本市场的发展趋势，持有高度多样化和长期化的投资组合，无法避开日益增长的环境成本问题。他们可以积极地影响投资对象的经营活动，从而减少环境破坏的外部性，降低社会成本。养老基金规模如此之大，其投资行为势必对资本市场发展乃至经济增长产生影响。从资产回报角度讲，养老金资产全民持有，其回报取决于整个金融市场的表现。因此，在系统性思维指导下，养老基金投资方式不仅仅代表了私人部门利益，也代表了公共利益，必然要考虑到社会外部性，在公私利益之间进行平衡。从资产持有者角度来讲，养老基金的参保人也是纳税人。在美国，参加私人养老金计划的人群达到 1 亿之多，参保人的养老金权益可以说也是公共利益的代言，很难说某项权益只属于参保人所有，而与整个社会无关。

从养老基金“全民持有”观点出发，已有研究认可将 ESG 因素纳入养老基金投资决策。目前的争议点是私人市场的公共利益问题。早期资本主义的基础理念是市场竞争，社会和政治利益不应凌驾于经济利益之上。在养老基金投资上，早期自由主义也占据了主流，强调委托人的利益最大化至上。因此，部分国家的养老基金对社会投资目标持排斥态度。但随着经济和社会发展的变化，可持续发展、责任投资和包容性社会目标等越来越融入经济增长之中，人们对经济发展的终极目标有了更新认识。特别是随着近二十几年来金融危机、收入不平等、公共安全风险和气候变化等全球系统性风险加强，经济增长的目标趋于多元化和融合化。

在此形势下，养老基金投资不可能置身事外，需要在传统的私人市场运营基础上，承载更多的公共利益，并平衡好二者之间的关系。

## （二）受托责任

ESG 投资越来越受到养老基金等机构投资者的欢迎，但随之而来的是此类投资受托法律责任的问题，即 ESG 投资是否违反了受托人“忠实”原则这一信托精神。从法理上讲，按照信托法“唯一利益规则”（sole interest rule），受托人或投资管理人仅需考虑受益人的利益。如果受托人出于自身道德价值判断或第三方附带利益的动机，使用了 ESG 投资因素，则违反了“忠实”原则。但是，不少学者和投资者认为 ESG 投资可提供更高的经风险调整后水平的回报，符合信托法的要求。上述争议的核心点在于 ESG 投资是否违反了信托法精神。来自哈佛大学的一份研究报告代表了普遍的观点：信托、养老基金或慈善捐赠基金在将 ESG 因素纳入投资时，受托人在满足以下两个条件时可被视作不违反信托精神：一是确信 ESG 投资计划能够为委托人带来更高的经风险调整后的回报；二是受托人采用 ESG 投资计划的唯一动机是为了获得这一直接利益。更进一步讲，ESG 的投资可以达到与信托责任相一致的目标，但它不是强制性的，对 ESG 的投资“附加”要求通常与信托责任是不一致的（Schanzenbach 和 Sitkoff，2018）<sup>①</sup>。2005 年，联合国环境规划署提出的金融倡议（UNEP Finance Initiative，UNEP FI）指出，“不同国家的司法对养老基金的信托责任有不同的解释，然而这一责任并不强迫养老基金只考虑财务标准；将 ESG 因素纳入投资分析，以便更可靠地预测财务表现，这显然是允许的”（Eurosif，2011）<sup>②</sup>。

监管环境是决定养老基金 ESG 投资的重要因素。虽然 ESG 投资正在成为市场的主流，但养老金计划仍面临较严格的授权问题，往往使其难以纳入财务性质以外的投资因素。大多数国家对养老基金进行严格监管，既有法定授权要求，也有信托责任规定，规定养老基金不得承担过度风险。这使得受托人在投资决策中纳入 ESG 标准变得复杂，一个困难是很难证实 ESG 投资不会带来财务负面影响。例如，美国劳工部对私人养老基金 ESG 投资的态度一直是比较保守的，直到 2020

① Schanzenbach M M, Sitkoff R H. The law and economics of environmental, social, and governance in vesting by a fiduciary[EB/OL].<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/09/20/the-law-and-economics-of-environmental-social-and-governance-investing-by-a-fiduciary/>,2018/2024.

② Eurosif. Corporate pension funds & sustainable investment study [R]. [https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2011/11/eurosif-corporate-pension-funds\\_WEB.pdf](https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2011/11/eurosif-corporate-pension-funds_WEB.pdf).

年其监管原则还规定：“除非受托人能够证明 ESG 因素并没有威胁到计划的财务目标，否则就不能纳入”，很明显这一规则会抑制受托人对 ESG 投资因素的考虑。在加拿大，对可持续投资的立法还处于“真空”地带，养老基金在融入 ESG 因素时享有较高的自由度。在部分欧洲国家尤其是北欧国家，由于高度重视可持续发展和环境问题，养老基金 ESG 投资的环境相对宽松。例如在荷兰，养老基金的主要监管机构荷兰国家银行（DNB）将可持续性指引和负责任的投资视为养老基金投资任务的一部分，并对 ESG 主题投资提供详细的指引（Wagemans 等，2018）<sup>①</sup>。ESG 投资权限还取决于养老金计划的治理结构。部分国家对养老基金实行宽松的审慎监管，计划发起人对受托人的干预较少，受托人获得较大的授权自由，可以从事包括 ESG 因素的投资业务；另一部分国家对养老基金实行较为严格的数量监管，在绩效评价上倾向于短期考核，会在很大程度上限制养老基金运用 ESG 投资标准。此外，养老基金投资的信息披露要求，也会影响到 ESG 投资的使用。如果监管机构对养老基金提出繁杂的报告披露要求，可能会抑制中小型养老基金进行 ESG 投资，以避免高昂的管理成本问题。

### （三）金融回报

ESG 投资的财务回报是颇具争议的一个问题，也是影响养老基金是否将 ESG 因素纳入考虑的一个关键因素。该问题在很大程度上来自实证检验，至今也没有定论。2006 年联合国环境署在《带来盈利：将环境、社会 and 治理问题与公司价值结合起来》的报告中指出三点：一是 ESG 问题是重要的。强有力的证据表明，在短期和长期内 ESG 投资都可以提高股东价值，也会对公司的股价产生积极或消极影响；二是 ESG 投资对股价的影响可以进行估值和量化；三是 ESG 投资越来越透明，其重要性可能因行业而异。关于 ESG 投资绩效，已有研究结论分为三类：第一类为负相关。例如波士顿退休研究中心（Center for Retirement Research at Boston College）对 2001 至 2018 年期间美国 176 个州和地方公共养老金计划的业绩进行了评估，表明其中的 ESG 投资组合相比其他资产组合的年化回报率低 2% 左右，回归结果说明 ESG 投资与养老基金整体回报存在负相关性。第二类为无相关性，有些评估结果并未发现 ESG 投资与养老基金回报存在相关性。尤其在最近十几年来的金融危机期间，有些学者认为很难清晰地对 ESG 等社会责任投

<sup>①</sup> Wagemans F A J, Van Koppen C S A, Mol A P J. Engagement on ESG issues by Dutch pension funds: is it reaching its full potential?[J]. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2018(4).

资的业绩划分出来，进行准确评估。第三类为正相关，认为 ESG 投资可以在一定程度上为养老基金带来附加正回报。在美世咨询公司（Mercer）2009 年汇总的 16 项学术研究报告中，有 10 项结果为正相关，2 项为中性，4 项为负相关（Schwarzer 和 Julien，2013）<sup>①</sup>。

2018 年英国皇家伦敦集团（Royal London Group）委托外部机构对 ESG 投资进行了一项综合评估，包括 ESG 投资对公司财务回报、股票、固定收益和资产的影响，在综合学术研究和市场机构的三个成果后，得出如下主要结论：第一，ESG 表现好的公司有更好的公司财务业绩，产生更高的股票回报，公司债券成本较低，降级的可能性较小。因此，良好的治理结构是决定公司绩效的一个重要决定因素；第二，ESG 表现强劲的公司，股票回报的波动性较低，公司债券具有较高的信用评级；第三，ESG 表现强劲的公司估值较高，风险因素带来的负面事件（如破产或大规模撤资）发生的可能性较低；第四，迄今为止，融入 ESG 投资带来的回报并未下降，ESG 并不是“定价性质”的；随着时间的推移，融入 ESG 与财务绩效之间的关系保持稳定。来自 2019 年晨星（Morningstar）公司的研究表明，欧洲属于“可持续发展”性质的基金在整个基金行业中投资业绩也比较靠前，其中的 34% 位于所有基金业绩的前四分之一，63% 处于基金市场排位的前一半（Herbert 和 Royal，2019）<sup>②</sup>。尽管上述研究都属于特定国家或地区的历史数据，使用起来有一定局限性。但是，从上述统计中不难看出从事 ESG 投资的公司，大部分为业绩和社会声誉较高的公司；纳入 ESG 因素后，投资回报并未受到明显影响。不管如何，ESG 投资已成为潮流。

#### （四）社会声誉

近年来，非政府组织、媒体和个人越来越关注投资机构的社会形象，企业高度重视声誉风险问题。为此，许多投资机构认识到应避免投资于不被社会公众所认可的领域，或者做出不负责任的投资行为。声誉风险也是养老基金关注的一个重要问题。根据 2010 年安联全球投资者（Allianz Global Investors）对法国、

① Julien G , Schwarzer H. Socially responsible investment, decent work and pension funds: Concepts and international experiences.[R]. [https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/@ed\\_protect/@so\\_c\\_sec/documents/publication/wcms\\_210047.pdf](https://www.ilo.org/sites/default/files/wcmsp5/groups/public/@ed_protect/@so_c_sec/documents/publication/wcms_210047.pdf).

② Herbert S F, Royal L. PENSIONS AND ESG: THE EVOLVING LEGAL AND REGULATORY LANDSCAPE: A PRACTICAL GUIDE[EB/OL]. [https://adviser.royallondon.com/globalassets/docs/shared/investment/34840-pensions-and-esg-paper\\_d9.pdf](https://adviser.royallondon.com/globalassets/docs/shared/investment/34840-pensions-and-esg-paper_d9.pdf), 2019/2024.



德国、意大利、荷兰、瑞士和英国等国家养老金专家所做的一项调查，78%的受访者认为，“公众舆论是推动社会责任投资最重要的因素，避免环境和社会风险可以降低声誉风险和遭受索赔的风险”（Eurosif，2011）。在养老基金的投资管理方面，良好的社会声誉关系到如下几点事项：政府监管机构认可发行经营执照；客户购买养老金产品；对求职者的吸引力；以及公共事件对公司股价的影响等。养老基金寻求良好的社会声誉与 ESG 投资是紧密联系在一起的，环境保护、劳工标准以及公司治理等因素都影响企业形象。尤其是当今信息社会条件下，投资者越来越重视企业文化和社会公关，事关劳工权益保护、环境污染和公司高管丑闻等方面的负面事件。这些负面事件一旦发生，会对公司经营产生重大影响。在信息披露方面，上市公司越来越重视社会责任投资方面的宣传，监管机构也对养老基金等机构投资者提出更详尽的信息披露要求。

但是 ESG 投资中的“社会声誉”问题同样面临争议，尤其是现实中存在着对“漂绿”行为和“粉饰成本”的质疑。当 ESG 投资成为一种“时尚”，有些企业可能迫于社会压力或仅仅出于投机心态，通过虚假宣传和含糊其辞手段来虚假包装，出现所谓的“漂绿”现象。对养老基金等大型机构投资者而言，在公司治理上存在着所有权和控制权分离的问题，参保人与投资代理人目标不一致，有可能加重这种情况。此外，部分投资机构在不具备 ESG 投资的情况下，也有可能为了迎合投资风尚的潮流，加大非必要的投入，相应带来“粉饰成本”，这对企业自身经营和社会效益都是不利的<sup>①</sup>。

从以上四方面的论述可看出，养老基金 ESG 投资确实存有争议，其核心点涉及到两个方面：一是法律基础，即养老基金 ESG 投资是否违反了信托法中规定的“受益人利益最大化”原则，或者说是“审慎人”精神。依此标准进行判断的结论是：养老基金 ESG 投资是引导性的，而非强制性的；二是经济效率原则，养老基金投资追求的是在安全、避险的基础上实现最高经济收益，同时要兼顾社会公益目标。如果 ESG 投资能够将双重目标进行有机融合，则可进入良性循环发展轨道。

① 参见郑秉文.中国养老金发展报告 2021[R].经济管理出版社,2021.



## 五、养老基金 ESG 投资的前景展望

### （一）ESG 投资的广阔前景

根据联合国责任投资原则组织（UN PRI）的统计，2021 年各国签署责任协议的机构管理资产规模已超过 120 万亿美元，到 2023 年在签署投资协议的机构中有 80% 将“气候变化”因素纳入考虑，79% 将“可持续”投资纳入考虑，并预测为实现巴黎协定提出的 2050 年碳中和目标，全球每年将有 3-6 万亿美元的环境治理投资<sup>①</sup>。在各类机构投资者，养老基金是从事 ESG 投资的主力军之一。据经济合作与发展组织（OECD）的最近统计数据，在 2003 至 2023 年的 20 年期，OECD 国家养老基金规模增长了两倍，由 20.8 万亿美元上升到 63.1 万亿美元。各国其中美国是 OECD 国家中最大的养老金市场，其养老金资产总额为 39 万亿美元，占本国 GDP 的 142.5%。排名第二的是加拿大，养老金资产总额为 3.2 万亿美元，占 GDP 的 145.5%；第三位是英国，养老金资产总额约 2.7 万亿美元，占 GDP 的 79.3%<sup>②</sup>。在人口老龄化形势下，全球养老基金资产将持续保持快速增长，在投资风向上 ESG 投资无疑是一个的新兴增长点。例如，自 2014 年首次发布 ESG 投资指引后，日本政府养老投资基金（GPIF）的 ESG 投资转入快车道，投资规模从 2014 年的 8400 亿日元增长至 2023 年的 245 万亿日元，增长近 300 倍<sup>③</sup>。从实践情况看，养老基金 ESG 投资通常有两种决策取向：一是直接按 ESG 标准执行，此类多为公共部门养老基金，如 2021 年 6 月挪威议会投票决定，要求挪威政府全球养老基金从石油、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<sup>④</sup>。二是采取间接投资策略，许多 OECD 国家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。在投资项目的选择上，传统上养老基金主要采取筛选策略，对符合 ESG 主题的投资对象进行鉴别。近年来一个发展趋势是养老基金作为股东身份加大参与公司治理，基于 ESG 理念对公司决策产生影响。

对于我国来说，“碳达峰”和“碳中和”已上升到国家战略，绿色投资是当前以及未来财富管理的主基调。ESG 投资的范围比绿色投资更广，与养老基金关

① 联合国责任投资原则组织，UNPRI 责任投资监管数据库，<https://www.unpri.org/>。  
<https://www.unpri.org/download?ac=20589>

② 参见：OECD，Pension Markets in Focus 2024，[https://www.oecd.org/en/publications/pension-markets-in-focus-2024\\_b11473d3-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/pension-markets-in-focus-2024_b11473d3-en.html)

③ 参见日本 GPIF，[https://www.gpif.go.jp/en/investment/GPIF\\_ESGReport\\_FY2023\\_E\\_02.pdf](https://www.gpif.go.jp/en/investment/GPIF_ESGReport_FY2023_E_02.pdf)

④ 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>。

系更加密切。2019 年，国务院印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，提出“稳步增加养老财富储备”，多层次多支柱养老基金将成为社会财富的主要组成部分之一，作为耐心资本对资本市场产生重要影响。2023 年 10 月中央金融工作会议提出，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，养老金融被首次提出，在未来金融体系中将占据重要地位。发展壮大养老基金对于弥补碳减排资金缺口、引导绿色产业发展、加强行业信息披露都有重要作用。据预测，实现巴黎协定的升温控制目标，我国需每年至少投资 4600 亿美元用以改善环境<sup>①</sup>。相比发达国家，我国养老基金规模较小，进入资本市场进行投资比例低，养老基金 ESG 投资刚刚开始起步，还有很大的提升空间。

## （二）政策建议

对于养老基金 ESG 投资的许多问题仍处于探讨之中。在经济转型、社会运动、全民资产持有者、气候变化和信息技术快速发展等多重因素的驱动下，养老基金 ESG 投资发展势头方兴未艾。尽管这一趋势是明确的，但养老基金 ESG 投资的整合过程仍有较长的路要走。对照国际经验，加强我国养老基金 ESG 投资体系的建设，在此提出以下几点政策建议：

### 1. 完善政策法规

完善的法律体系是养老基金 ESG 投资的基础。为满足养老基金对安全性的要求，各国陆续出台一系列监管政策对其进行规范并不断修订完善，养老基金 ESG 投资的要求逐渐细化。从美国的情况看，关于养老基金 ESG 的投资理念经历了一系列的变化，其前提是通过立法修订对养老基金的受托责任、投资范围以及财务冲突等原则加以规定，从而为养老基金投资 ESG 领域提供法律依据。近年来，越来越多的国家在法律上对养老基金 ESG 投资加以界定。例如，英国的《养老金保障基金条例》和《职业养老金规划条例》，明确要求养老金投资要考量 ESG 因素；挪威《全球政府养老基金的道德框架》建议养老储备基金应当避免投资生产烟草、大麻、武器和煤炭，以及其他排放温室气体等涉及严重环境破坏的领域（王雅婷等，2023）<sup>②</sup>。

我国养老基金 ESG 投资实践刚刚开始探索，缺乏相应的政策法规。在基本养

<sup>①</sup> UNPRI(2018). 关于在中国的投资在责任及 ESG 整合 [EB/OL]. [2018-03-14], [https://www.amac.org.cn/businessservices\\_2025/ywfw\\_esg/esgj/yjscjg/202007/P020200805691016119691.pdf](https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/ywfw_esg/esgj/yjscjg/202007/P020200805691016119691.pdf).

<sup>②</sup> 王雅婷,李嘉睿,李慧.中国养老基金 ESG 投资问题研究——基于多国市场比较分析[J].中国保险,2023,(12).

老保险基金投资上，目前仍然采用 2015 年国务院颁布的《基本养老保险基金投资管理办法》。2022 年《全国社会保障基金理事会实业投资指引》发布，开始引入 ESG 主题基金投资。个人养老金制度的实施意味着中国养老基金投资将更加市场化，投资选择更加多样化。为此，我国应尽快制定养老基金 ESG 投资专项法规，对养老基金 ESG 投资的范围、信息披露标准和实际运作作出规定。同时，监督部门应适时对各项养老基金投资管理办法进行修订，借鉴其他国家相关法规，强化养老基金投资的目标导向，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。

## 2. 明确投资目标

养老基金扮演着全民持有者资产的角色，但如何实现目标尚未达成一致，目前仅笼统概括为信托责任。如前文所述，目前亟待解决如下问题：一是如何处理可持续性投资与风险回报之间的目标冲突，即养老基金受托方如何满足审慎投资的精神要求。二是养老基金是否可以牺牲短期回报以实现长期利益。某些行业（如烟草、石化）在短期内有很好的盈利性，但发展前景吸引力不足，按照 ESG 投资标准就应被排除在投资范围之外。三是投资者的异质性问题。养老金和其他机构者为所有参保者和股东利益服务，但并非所有股东都在社会责任投资问题上持相同意见，这些都对受托人做出资产选择带来挑战。四是组织和监管约束问题。政府部门的监管规则决定了养老基金投资 ESG 领域的环境。例如，欧盟在过去 10 年内将可持续发展作为一面旗帜，发布了一系列鼓励性的法规。但是，投资方向的转型会涉及各相关方的现实利益，往往也会遇到阻力。例如在日本，虽然政府养老金投资基金（GPIF）制定了以环境目标为导向的投资计划标准，但国内部分上市公司的反对使其在治理和社会责任维度上的投资进展缓慢（Brett 和 Amy，2021）<sup>①</sup>。

随着我国多层次、多支柱养老保险体系的建立与完善，养老基金的保值增值问题愈发受到社会关注。在养老基金投资目标上，安全性和收益性是两大基本要求。ESG 投资是一种长期价值投资理念，在短期内可能面临着财务收益率下降的目标冲突。目前情况下，基本养老保险基金、企业年金和职业年金都不同程度面

① Brett H, Amy O'Brien. Pensions and ESG: An Institutional and Historical Perspective[EB/OL]. <https://pensionresearchcouncil.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2021/04/Hammond-O'Brien-4.22.21.pdf>, 2019/2024.

面临着“长钱短投”的问题，特别是在进行投资绩效考核的过程中，绝对收益目标处于主导地位，势必影响到 ESG 投资理念的运用（杨长汉，2024）<sup>①</sup>。为此，在养老基金投资监管上，有必要逐步加强“审慎人”监管原则，进一步放宽各类养老基金的投资范围和比例限制，丰富投资产品类型，将指数基金、生命周期基金、股权投资等长期投资工具等纳入，为养老基金进行长周期投资提供保障。为推动养老基金 ESG 领域投资倾斜，可适时采取财税优惠政策，对养老基金投资绿色能源、碳减排等领域给予明确支持。在养老基金投资管理过程中，应将 ESG 因素整合纳入产品优质筛选、负面排除、风险管控以及管理人考核等各个环节，开展 ESG 专项产品投资试点。

### 3. 加强信息披露

对于统一评估 ESG 投资的信息披露和业绩标准，目前业内还远未达成共识。各国制定的 ESG 投资标准还处于起步阶段且存在很大差别，各家评估机构和投资人使用的标准五花八门。在信息披露方面，欧盟各国政府和一些国际独立组织（例如可持续投资责任标准委员会 SASB）正在呼吁建立更标准化的公司信息披露程序，界定哪些投资项目属于 ESG 范围。因此，未来有必要出台更加统一化、标准化的 ESG 业绩评价体系，供信息使用者、机构所有者、政府监督者和投资人使用。但是，对于养老基金投资机构来说，使用何种 ESG 投资标准和绩效评估体系，仍要建立在专业化的需求判断基础上，对 ESG 因素的风险和价值进行综合判断，然后再纳入投资组合构建中。

目前中国的 ESG 信息披露机制还不够完善。2024 年，有 2211 家 A 股公司披露了 2023 年度 ESG 相关报告，披露率为 41.4%，离全覆盖还有较大差距。从披露内容上看，各家公司尚未建立统一的标准，披露报告内容参差不齐。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。目前，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，涉及 ESG 信息披露以及政策执行方面的具体指引不足，可操作性还不够强。为此，建议出台规范统一的 ESG 披露机制，逐步将 ESG 信息披露转变为强制要求，建立符合中国国情的 ESG 报告披露准则。同时，加强 ESG 投资的评估工具创新，ESG 评分系统能帮助投资者衡量企业表现、人工智能与大数据分

<sup>①</sup> 杨长汉.养老基金投资绩效考核的主要问题及建议[J].保险理论与实践,2024,(03).



析工具同样能为投资者提供实时的决策数据、一些量化分析工具也能帮助企业或投资者量化其投资组合中的各类因素，从而辅助投资决策。

#### 4. 建立行业标准

全球范围内养老基金的投资管理涉及政府机构、非政府组织和社会团体的参与。一些公共监管机构（如欧盟或美国劳工部）和独立组织（财务会计准则委员会 FASB），正在制定出台关于 ESG 投资行为、会计、信息披露等方面的标准。其他准政府组织（如联合国责任投资倡议局 UNEP）也在致力于可持续投资方面的标准出台。然而，在不同国家和地区，对于 ESG 政策、做法和认知程度存在很大差异，进展不一。虽然联合国（UN PRI）计划为提高 ESG 标准一致性作出了重大贡献，但由于缺乏国际层面的强制执行力，ESG 投资做法很难趋同。此外，对于 ESG 国际标准、惯例和行为的最终仲裁也存在疑问，这些问题都有待解决。

当前我国绿色信贷保持较快增长，银行绿色金融产品不断丰富，碳金融产品不断创新，绿色金融国际合作不断深化。但仍存在产品投向较为单一、信息披露框架有待完善、投资者接受度不足等问题。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，中证指数、华证指数等机构的评价指标体系、指标权重差异较大且主观性较强。监管部门可以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，其中掺杂了意识形态色彩，应当予以反制，在“社会”（S）指标中增加国家安全、乡村振兴等考核指标，以此约束企业行为和引导资本投向。



**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](mailto: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.com](http://www.cisscass.com)

**Email:** [cisscass@cass.org.cn](mailto:cisscass@cass.org.cn)

**联系人:** 董玉齐