

ESG 与长期价值投资——解析海外养老金的评估指标

2022 年 02 月 27 日

■ 海外资管机构对于全球投资向 ESG 方向的结构转变起到了举足轻重的作用，不过从源头上来看，核心推动者还是以海外公共养老金为代表的资产所有者。二者的投资理念高度契合，一方面，ESG 的可持续理念与养老金的长期投资理念不谋而合，另一方面，养老金的社会责任属性也驱动其与 ESG 相融合。不过鉴于养老金的本质是受托机构，肩负受托责任（fiduciary duty），ESG 纳入的方向旨在助力改善风险-收益状况（Risk-Return Profile），实现长期投资目标。本文探索了海外公共养老金在 ESG 方面的实践，从三个维度探讨了其纳入 ESG 因素背后的逻辑：

■ 首先，海外养老金纳入 ESG 因素的初始驱动力为法规和指引，这与资管机构侧重的风险管理有所不同。如图 2 所示，主要包括政府法规、尽职管理规范和国际指引，尽管多数为自愿性，但在社会责任属性的驱动下，养老金在 ESG 整合中参考了这些法规或指引，将其作为政策制定的基准，为内部和外部资产管理人提供有关可持续性问题的指引，帮助他们制定更加完善的投资政策和流程，从而降低监管风险。

■ 接下来，我们分析纳入 ESG 因素对于养老金履行受托责任的必要性。对 ESG 因素的评估有助于养老金与其投资标的公司就长期价值创造的驱动因素进行更高质量的对话，积极寻找 ESG 为投资创造的机遇，并使得资本被分配给治理更优的公司，更好地为实现绿色和可持续发展的社会目标做出贡献。联合国全球契约组织、联合国责任投资原则组织（PRI）等机构发布的《21 世纪受托责任报告》，对多国机构进行了 ESG 纳入的调查，指出在投资实践中未考虑包括环境、社会和治理问题的长期投资价值驱动因素，是受托责任履行的失败。

此外，纳入 ESG 因素有助于养老金建立更为全面的委外业务考核体系。部分养老金对外部资产管理人的考核考虑了 ESG 因素对投资财务绩效的影响，例如美国加州教师退休金（CalSTRS）以及日本政府养老投资基金（GPIF），采取监控和评估资产管理人 ESG 策略的形式，并评估其与养老金期望的一致性来选择合适的外部资产管理人（图 3）。

■ 最后，我们聚焦将 ESG 因素作为 KPI 指标纳入投资组合层面的评估。以定量数据最为充裕的环境因素——碳排放为例，分析海外养老金业界的最佳实践。对于碳排放的评估分为几个层级，起步层级为披露投资组合层面与气候相关的可持续性绩效（climate-related sustainability performance），最常用的指标为碳足迹，也有养老金使用 MSCI ESG、FTSE ESG 等指数作为基准。

在上述两种评估方法的基础上，荷兰公共部门养老金 ABP、纽约共同退休基金等更进一步，为其自身或其投资标的公司设定碳排放目标或上限，计划随着时间的推移降低这些目标或上限。再者，丹麦劳动力市场补充养老金 ATP、GPIF、瑞典养老基金 Alecta 还进行了情景分析或压力测试，以评估在不同发展情景下的气候相关风险敞口，来为投资决策提供信息。

碳排放披露覆盖范围方面，有的养老金涵盖其整个投资组合和全部资产类别（ABP、ATP、Alecta 等），有的仅适用于选定的资产类别或细分市场（如其直接拥有的商业地产）。

■ 那么，ESG 策略是否可以为海外养老金带来长期超额收益？尽管对于其助力风险管理存在共识，但是当前还没有足够的证据证明其收获了显著的长期超额收益。不过根据埃森哲等投资咨询机构和伦敦大学等研究机构发布联合报告《备战退休计划的长期可持续投资》，经过 ESG 筛选的、使用长期被动投资的退休计划可以成功满足安全退休收入和可持续性的双重目标。他们对 2000 年至 2020 年英国个人退休计划进行建模，充分考虑了投资管理费和交易成本，发现投资于覆盖 ESG 筛选的指数跟踪基金跑赢未经筛选指数跟踪基金 10.4%。

■ 总的来说，近年来，越来越多的证据表明 ESG 在系统风险背景下的重要性，促使养老金在投资决策中纳入 ESG 因素。养老金并非一个同质的群体，它们有不同授权，面临不同国家的法律监管，并且有不同的治理结构，但其拥有共同的目标：确定最佳投资策略，获得投资回报，从而能够向受益人支付养老金。长期投资期限、社会责任属性以及多样化的投资组合结构促成了海外养老金纳入 ESG，我们预计该趋势将持续，并带动更多主权基金及其它资产所有者加入这一洪流。

■ 风险提示：地缘冲突剧烈。导致全球碳中和趋势被逆转；新冠病毒变异导致疫苗失效，造成资产价格崩盘

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

1、《宏观周报 20220224：以史为鉴，原油站上 100 美元后如何演绎？》2022-02-24

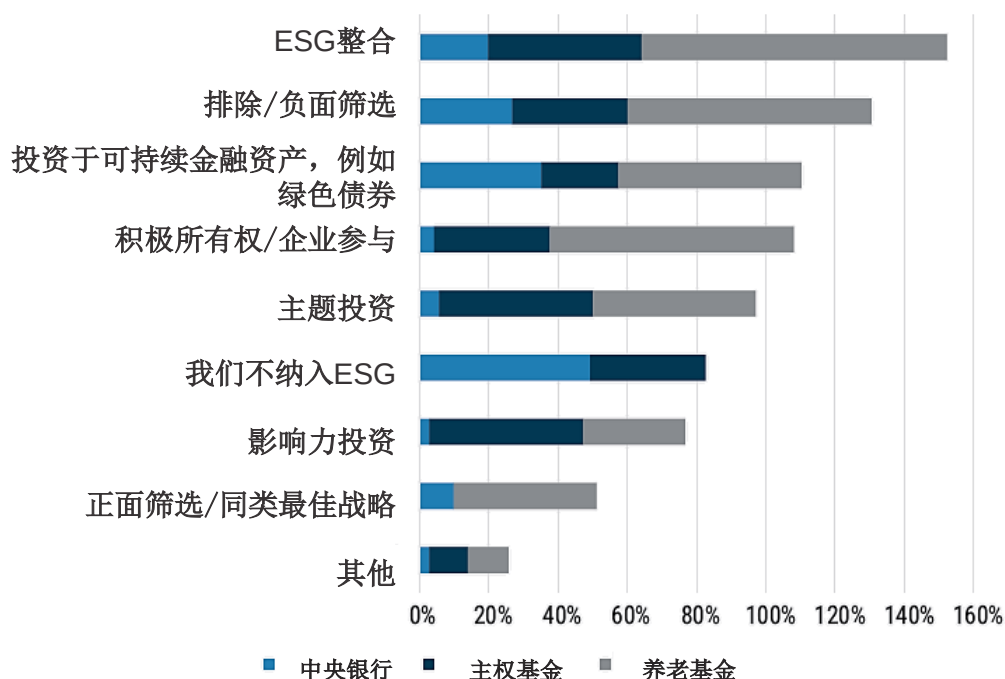
2、《宏观周报 20220222：新趋势下的投资避险指南——ESG 系列研究开篇》2022-02-23

3、《宏观周报 20220220：黄金突破 1900 美元/盎司后还有多少上升空间？》2022-02-20

4、《宏观周报 20220218：防疫“躺平”国家的股市为何抗跌？》2022-02-18

5、《宏观月报 20220216：PPI “死灰复燃”的三大风险点》2022-02-16

图 1: 2021 年调查数据显示养老金为 ESG 纳入的主体

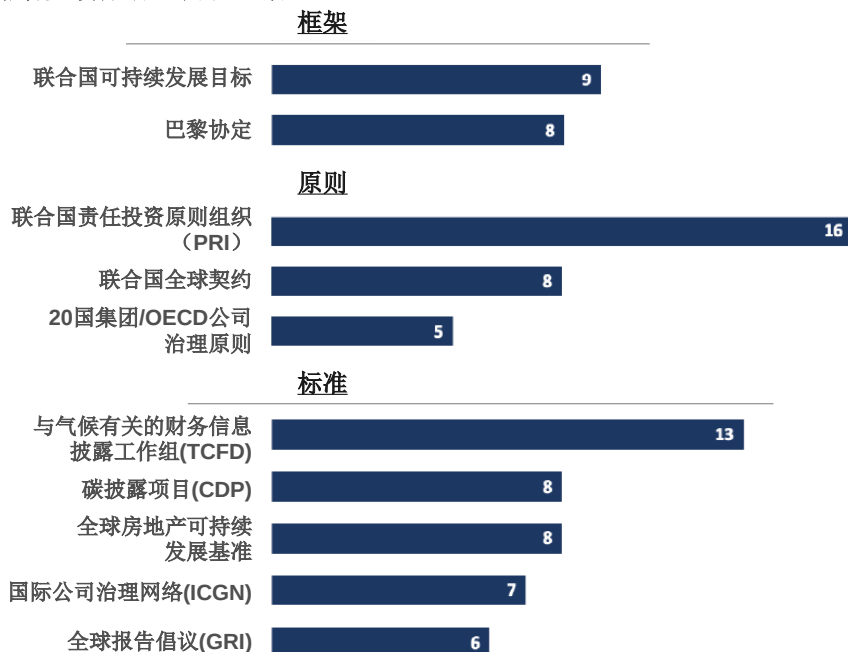


注: 三种机构占比的加总 (共计 300%)

数据来源: 路透, OMFIF (2021/07), 东吴证券研究所

图 2: 海外养老金制定 ESG 政策主要参考的国际规范和指引

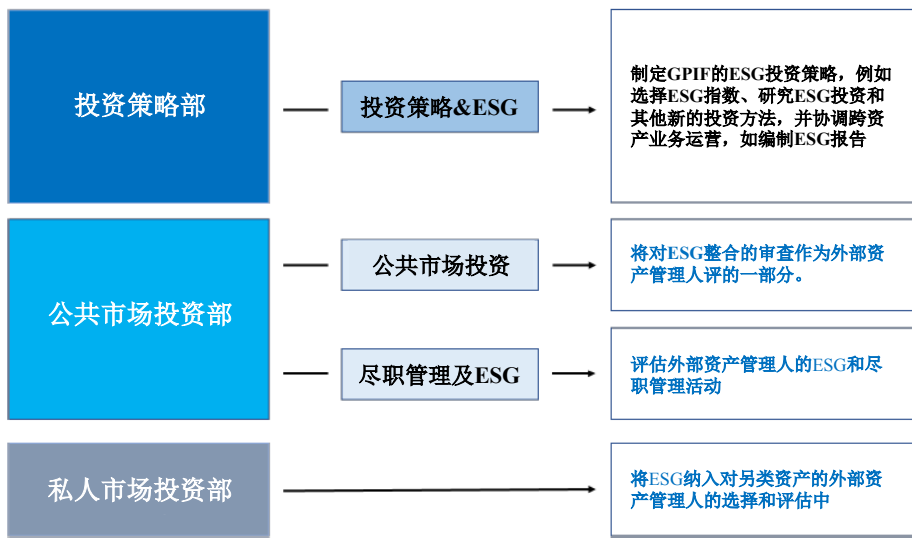
20只在ESG方面领跑的海外养老金所参考的国际ESG相关规范和指引
(报告参考各国际基准的基金数量)



数据来源: UNCTAD (联合国贸易和发展会议), 东吴证券研究所

图 3：日本政府养老投资基金 GPIF 将 ESG 因素纳入了对外部资产管理人的考核中

日本政府养老投资基金GPIF的ESG整合结构



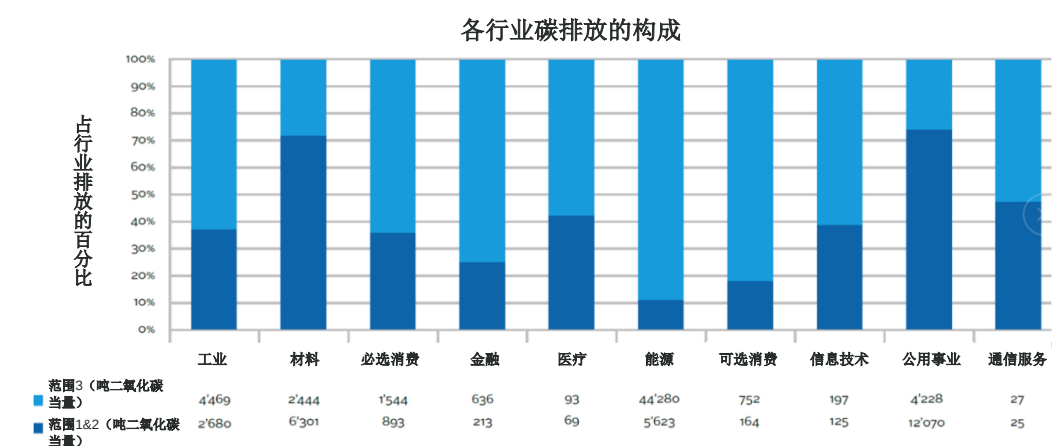
数据来源：GPIF，东吴证券研究所

表 1：碳排放相关概念及测量方法

指标	简述	解释
投资组合的碳足迹 (carbon footprint)	衡量投资组合对气候变化相关风险的敞口	碳足迹测量公司排放的导致全球变暖和环境污染的温室气体 《京都议定书》确定了六种温室气体：二氧化碳、甲烷、一氧化二氮、氢氟碳化物、全氟化碳、六氟化硫
碳排放量的测量	温室气体的排放量以吨为单位，对于上述五种非二氧化碳温室气体，其产出量被转换为等量的二氧化碳排放量	上述五种气体，每种都有一个换算系数，根据其基于100年的全球变暖潜能值 (Global Warming Potential) 来计算对应的二氧化碳当量。将所有温室气体排放量转换为二氧化碳当量 (CO ₂ e)，单位为吨，这意味着碳足迹可以用单个数字表示
碳排放的三个范围	范围1 (Scope 1)	公司控制范围内产生的直接碳排放，例如在公司设施或通过公司车辆产生的直接碳排放
	范围2 (Scope 2)	购买能源消耗产生的间接排放
	范围3 (Scope 3)	与公司活动相关但不受其直接控制的所有其他碳排放，例如，由其供应商产生，或者与公司产品（如汽车）的使用有关
被广泛认可的投资组合碳足迹测量方法	总碳排放量	衡量投资组合产生的温室气体的绝对温室气体排放量总和的年化值
	相对碳排放量	衡量投资组合每投资百万美元所产生的绝对温室气体排放量总和的年化值
	碳强度 (Carbon Intensity)	投资组合的碳效率，通过衡量投资组合所持标的每美元销售额所对应的碳排放量来确定
	加权平均碳强度 (WACI)	衡量投资组合对碳密集型公司的风险

数据来源：Fossilfreefunds，东吴证券研究所

图 4: 各行业碳排放的构成



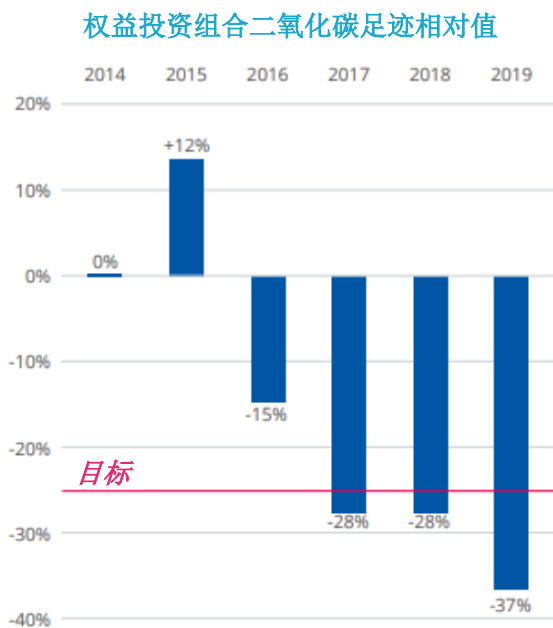
数据来源: PRI (2021), South Pole Carbon, 东吴证券研究所

表 2: ATP 披露投资组合层面的碳足迹

	碳排放总量	投资组合的碳足迹		碳强度		加权平均碳强度 (WACI)	
	(吨二氧化碳当量)	(吨二氧化碳当量/百万丹麦克朗)	VS 2019年	(吨二氧化碳当量/百万丹麦克朗)	VS 2019年	(吨二氧化碳当量/百万丹麦克朗)	VS 2019年
2020							
北欧范围权益资产	462,531	12.17	(-17%)	35.13	(-4%)	20.20	(-22%)
范围 1	429,086	11.29	(-16%)	32.59	(-3%)	17.55	(-24%)
范围 2	33,445	0.88	(-27%)	2.54	(-15%)	2.65	(-11%)
全球范围权益资产	556,830	7.65	(-44%)	12.56	(-51%)	16.34	(-57%)
范围 1	400,367	5.52	(-51%)	9.03	(-58%)	11.84	(-62%)
范围 2	156,176	2.15	(-6%)	3.52	(-18%)	4.49	(-33%)
公司债券	34,520	21.92	(73%)	26.95	(51%)	38.68	(49%)
范围 1	27,245	18.20	(92%)	21.27	(60%)	31.33	(62%)
范围 2	7,275	4.64	(45%)	5.68	(26%)	8.78	(32%)
释义	总碳排放量或对应于 ATP 所有权的排放量	碳足迹声明根据投资组合的总规模进行标准化		碳强度法侧重于公司的二氧化碳效率, 因为以投资组合公司的收益为基础进行了标准化		WACI 显示了投资组合中所有公司的平均二氧化碳强度, 并按其各自相对于投资组合的规模进行了加权	

数据来源: ATP (2020 年 ESG 报告), 东吴证券研究所

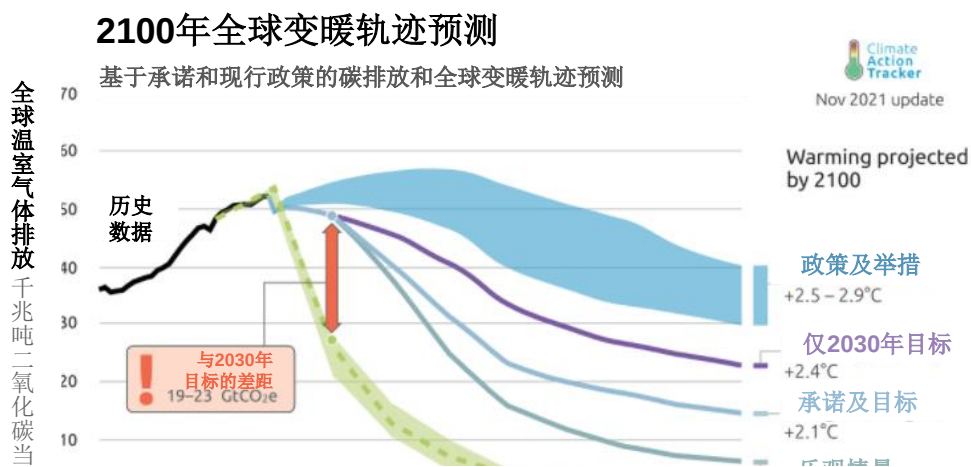
图 5: ABP 权益投资组合的相对碳排放足迹目标



注: 红线为目标, 即相对 2019 年全年减少 25% 的碳排放足迹

数据来源: ABP (2020 年 ESG 报告), 东吴证券研究所

图 6: 全球气候变化的 5 种情景



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38488

