

# 宏观周报 20220403

## 从 EPS 到 ESG，为何海外养老金的最佳实践在北欧？

2022年04月03日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《二季度资产配置三条主线》

2022-04-03

《为何美联储更看重 10Y-3M 美债期限利差？》

2022-04-01

《奥秘克戎对 3 月 PMI 的冲击到底有多大？》

2022-03-31

■ 在可持续性方面，北欧国家往往被视为领导者。在 2020 年全球可持续发展目标指数中，北欧国家居于首位，而 ESG 因素也长期以来被北欧的机构投资者视为投资的关键组成部分。因此，我们选择将北欧养老金作为最佳实践案例进行研究，本文主要对瑞典、丹麦、挪威资产管理规模最大养老金（分别为 Alecta、ATP、GPFG）的可持续投资政策进行了分析。总体来说，北欧养老金的 ESG 体系成熟，与投资策略相匹配并已普遍融入投资流程，重视以积极所有权为代表的尽职管理，并且 ESG 理念已渗透至外部管理人。具体来看：

■ **瑞典养老金 Alecta**：践行 ESG 已 20 年，最初的表述为主动所有权或非财务问题，后续才使用可持续性整合等表述。拥有由 4 人组成的中型 ESG 团队，并将 ESG 融入投资流程。

作为基本面分析的主动投资者，负面筛选独具一格，并非其优先事项，也无公开的负面清单。Alecta 可持续发展部负责人表示，虽然排除超过 10% 收入门槛的争议武器、烟草、赌博和动力煤相关标的，但是鉴于其基本面分析的主动型投资策略，Alecta 投资组合中仅 110 几个标的，因而与被动型追踪基准的资管机构不同，这些机构通常以包含数千个标的的指数为基准，往往建立较长的排除清单。

ESG 政策基础为可持续发展政策和所有权政策，可持续性目标和指标的依据为利益相关者和重要性分析（图 1）。尽职管理方面呼应了主动投资策略，积极参与标的公司治理，自行进行股东投票，而非通过代理人。数据库也与投资策略相匹配，选用了擅长个股评级的 Sustainalytics。Alecta 还根据瑞典签署的国际公约，每年对所有上市股份和公司贷款进行四次审查，领域包括环境、劳动者权益、反腐败和人权。

■ **丹麦劳动力市场补充养老金计划 ATP**：成立责任委员会，主席为 CEO，成员包括首席投资官和首席风险官以及投资部及其他部门的相关管理者（ESG 团队隶属于投资部）。将 ESG 因素纳入投资流程，并设计问卷调查。将排除政策视作最后的选择，只有当所有的参与方式都用尽后，才会选择排除标的。

ESG 方面的四项指导原则：一是认为 ESG 对长期投资回报非常重要。二是通过定制化的流程实现有效的 ESG 整合，制定针对具体投资的流程。三是需要内部 ESG 能力，为了获得全部收益，投资机构必须拥有自己的 ESG 能力。四是相信尽职管理，认为行使积极所有权来影响公司有助于其向更好的方向发展。

ESG 政策框架：投资责任政策和积极所有权政策。前者为责任投资的总体框架，为标的公司的行为确立了基本原则和最低标准。规定标的公司必须按照丹麦通过的国际公约所遵循的标准行事。尽职管理方面，重视积极所有权，参与股东投票并与其持有的公司进行直接对话。由于投资组合包含公司数量多，确定优先级很重要，根据筛选来选择主题。面对相同 ESG 风险筛选出多家公司，集中参与并提供更深入的见解。

■ **挪威主权基金 GPFG**：建立 ESG 方面的内部数据库。为了获得 ESG 方面相关、可比和可靠的数据，在内部数据库中收集企业可持续性数据、评估公司的报告并分析投资组合中公司的温室气体排放。

挪威政府层面的指引主导的严格排除政策。挪威财政部发布出于道德动机的指导方针，用于观察和排除 GPFG 的标的公司。我们此前的报告也提到，GPFG 的排除政策基于产品/活动以及行为。挪威财政部成立了独立的道德委员会，对公司进行道德评估，挪威银行（GPFG 的管理机构）的执行董事根据道德委员会的建议对排除、观察或主动所有权做出最终决定。

采用三种方法来识别和管理投资组合中的 ESG 风险：首先，在将公司纳入基金基准指数之前进行筛选。二是通过对事件的日常分析，以及对特定市场和行业的更深入的专题分析，对投资组合和基准指数中的公司进行持续监控。三是根据可持续性预期对公司进行年度审查。对于风险敞口高的公司，进行进一步的研究，以评估是否应该与公司展开对话、投票反对董事会或考虑基于风险的撤资。

■ 综合以上三个案例和荷兰资管机构 Robeco 的研究（涉及丹麦、芬兰、挪威、瑞典资产管理规模 Top10 的养老金，在管资产规模 ≥ 10 亿欧元，时间区间 2020 年 3 至 8 月），整体来看，北欧养老金在 ESG 方面的实践可以概括成以下三点：

一是对气候风险的重视程度很高。一方面，监管及竞争压力下，多数机构制定了投资组合实现碳中和的目标。加入的气候相关领域的倡议也较为丰富：碳披露项目、蒙特利尔碳承诺、气候相关财务披露工作组 TCFD、气候变化机构投资者小组、气候行动 100+、净零排放资产所有者联盟等（图 4）。另一方面，排除清单上气候和环境相关的标的不断增加。为了减少碳敞口，多数北欧养老金都排除了对动力煤的投资。

二是 PRI 的负责任投资原则是最普遍接受的，联合国全球契约（UNGC）次之。对比来看，UNGC 的侧重点更偏向于企业层面参与的可持续性，而 PRI 更加侧重资产所有者和资管机构。

三是负面筛选的出发点类似，但排除清单的差异较大。出发点主要有三个：道德上规避某些产品或活动；信号目的，向公司及其他利益相关者（消费者、监管机构、政策制定者等）传递明确的信息；声誉方面，持有有争议的标的可能会导致严重问题或不利的媒体报道。不过，即使对同样的排除原则，排除名单的透明度、包含公司数量也有很大差异，这与新兴市场、微小盘股票等方面敞口的差异以及公司投资策略相关。

■ **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

表 1: 本文选取的三大北欧养老金/主权基金简介

主权基金简称	资产管理规模 (亿美元)	简介	资产配置	2021年回报率
Alecta 瑞典养老基金	1,313 (2021.12)	瑞典最大的养老金，欧洲第五大企业养老金公司，成立于1917年，拥有260万私人客户和3.5万家企业客户	固定收益49.3%、权益36.3%、房地产14.4% (2021/9/30)	15.20%
ATP 丹麦劳动力市场补充养老金计划	1,398 (2022.03)	丹麦最大的养老金和处理公司，成立于1964年，确保丹麦基本的财务安全，处理所有丹麦人一生的养老金和福利	权益39.6%、固定收益33.9%、基建投资10.2%、房地产12.1%、通胀挂钩工具2.5% (2022/2/9)	12.69%*
GPGF 挪威政府全球养老基金	16,692 (2022.03)	挪威主权财富基金，管理挪威政府全球养老基金GPGF，是全球股市最大的单一所有者，投资于全球65个市场的9k多家公司	权益72.0%、固定收益25.4%、房地产2.5%、可再生能源设施0.1% (2022/2/9)	14.51%

\*根据投资组合市值计算

数据来源：GPGF，ATP，Alecta，东吴证券研究所

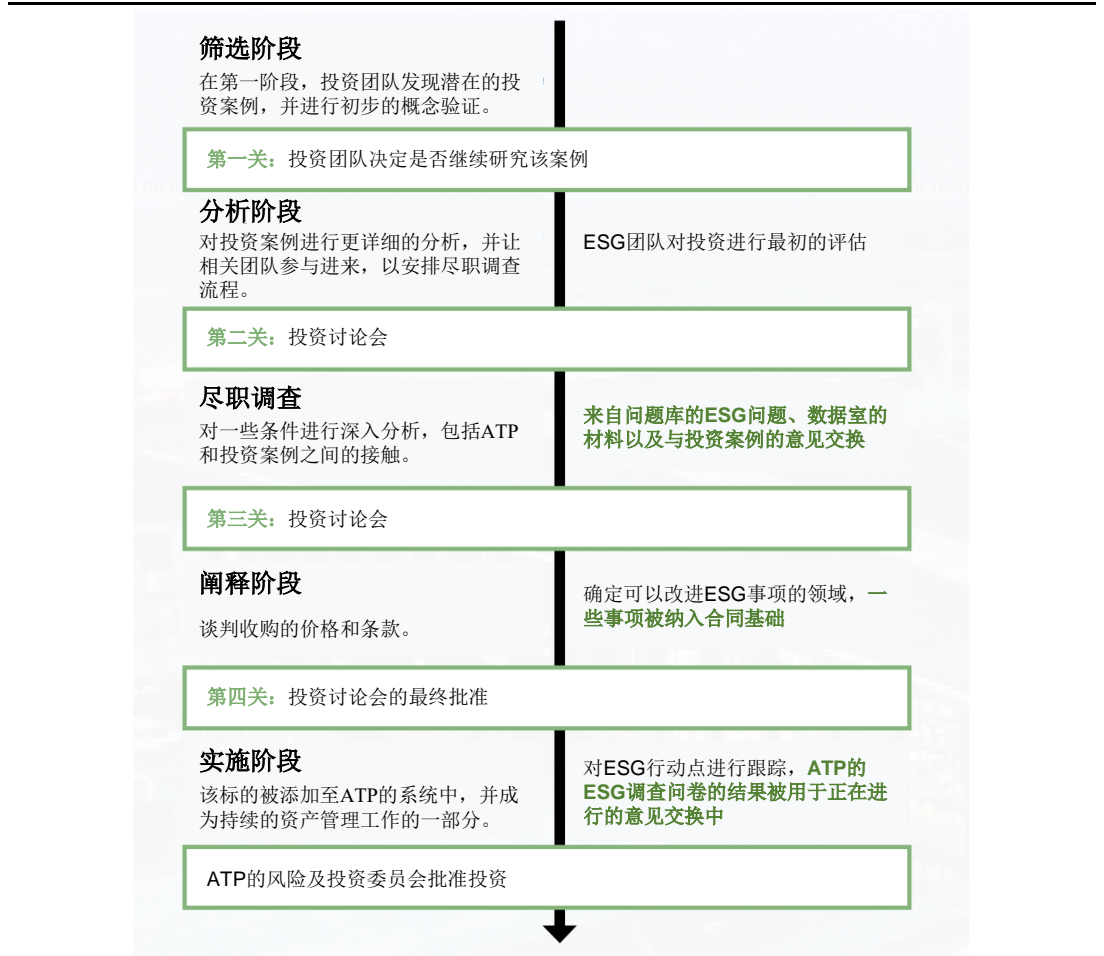
图 1: Alecta 在 ESG 方面关注的重要话题及指标节选

MATERIAL TOPIC				
	RISK	BOUNDARY <sup>1)</sup>	ACTIVITIES	KPIs
Economic security and value for many	<ul style="list-style-type: none"> <li>Collective agreement widely viewed as having a lower value</li> <li>Alecta's legitimacy is challenged</li> <li>Regulations that disfavour the customers</li> <li>Increased costs for society</li> </ul>	Impact within and outside the organisation, as the value that is created benefits Alecta's customers and employees as well as society at large.	By providing a good, stable occupational pension, Alecta adds value to the national social security system and to the economy. We have therefore sharpened the focus on our long-term operational goals: secure and satisfied customers, low costs and high efficiency, as well as good returns and a strong financial position. We prefer uncomplicated solutions and utilise economies of scale to provide the best possible customer value. We are also working to spread knowledge among and influence our stakeholders to help more people understand how the choices they make will affect their pensions.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Generated and distributed value (GRI 201-1)</li> <li>Customer satisfaction</li> <li>Return</li> <li>Brand</li> </ul>
Responsible investments	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sustainability losses if our holdings contribute to negative consequences for the environment and people</li> <li>Financial losses if our holdings decline in value due to poor sustainability</li> <li>Damage to Alecta's brand/ reputation in critical reviews or excessively low level of ambition</li> </ul>	Impact outside the organisation through the companies and properties that Alecta invests in.	Alecta views sustainability as an important perspective to identify long-term risks and opportunities in the management of customers' pension capital. Our communication about responsible investments is to be transparent and clear. We have clear return targets and an overall and long-term climate target for the entire investment portfolio. Alecta invests in well-managed companies and bases investment decisions on internal analysis, taking into account ESG factors <sup>2)</sup> . Dialogue is an important tool to influence companies and we work to promote greater diversity in boards of directors. The properties we own have a direct impact on the environment that Alecta is working actively to minimise. We will increase investments in assets that contribute to financial returns and environmental or social impact. We collaborate to exert greater influence and exchange in the industry.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Percentage of companies with which Alecta has interacted (GRI FS10)</li> <li>Percentage of screened assets (GRI FS11)</li> <li>Investments with a measurable environmental or social impact</li> </ul>

<sup>1)</sup> The indicated boundaries are based on the GRI framework, where the material impact takes place within or outside the organisation.  
<sup>2)</sup> ESG stands for Environmental, Social and Governance.

数据来源：Alecta，东吴证券研究所

图 2: ATP 将 ESG 因素纳入尽调流程



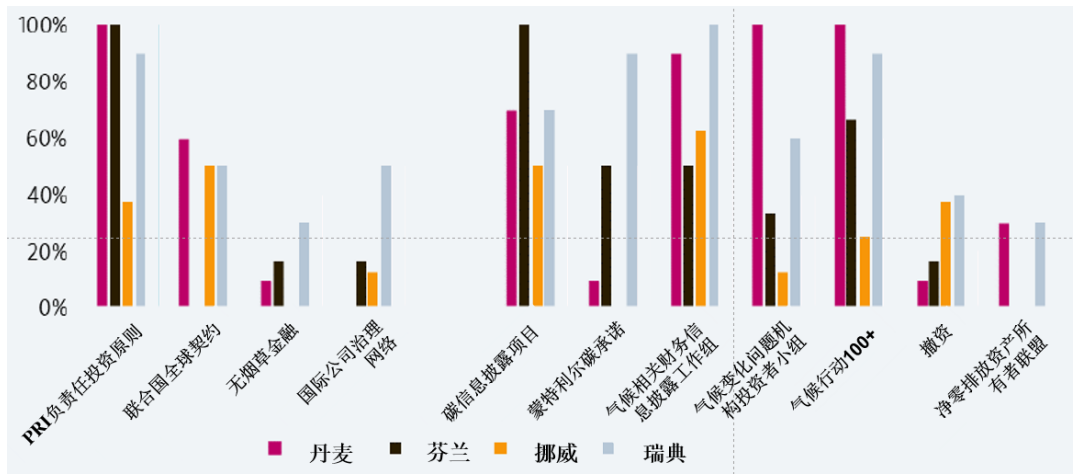
数据来源：ATP，东吴证券研究所

图 3: 2021 年 GPGF 与投资标的交流的话题 (Top5 集中在公司治理和气候变化领域)

Category	Topic	Number of meetings	Share of equity portfolio, Percent
Environment	Climate change	797	33.2
	Deforestation	49	3.9
	Water management	94	5.3
	Ocean sustainability	18	4.8
	Biodiversity	48	8.8
	Circular economy	190	1.7
	Other environmental topics	241	10.9
Social issues	Human rights	133	15.2
	Children's rights	40	5.6
	Tax and transparency	73	7.9
	Anti-corruption	34	5.5
	Consumer interests	129	6.0
	Data privacy	34	8.0
	Human capital	301	20.1
Governance	Other social topics	216	11.0
	Effective boards	267	24.1
	Remuneration	183	22.0
	Protection of shareholders	68	11.4
	Enhanced reporting	144	10.2
	Capital management	973	38.0
Other governance topics	427	23.3	

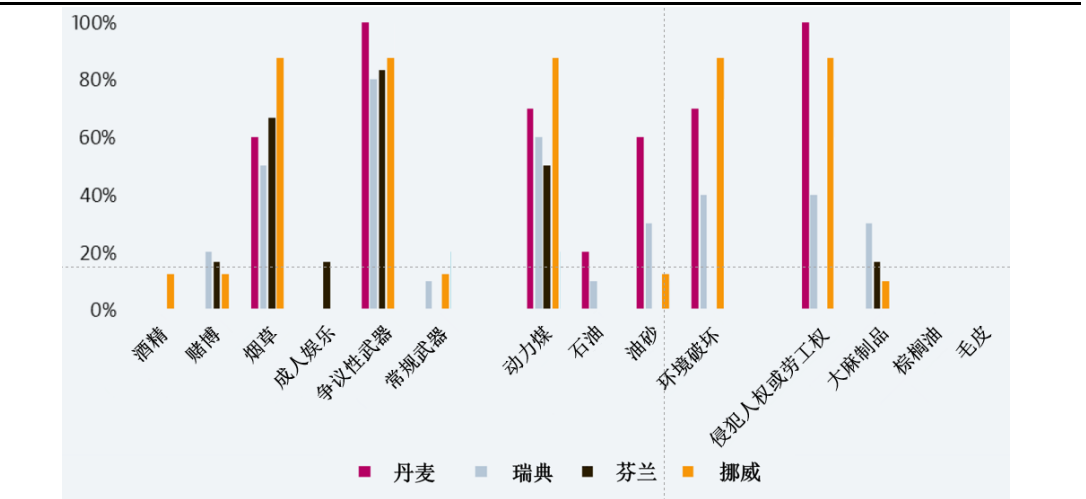
数据来源：GPGF，东吴证券研究所

图 4: 北欧各国养老金参考的国际规范及加入的倡议



数据来源: Robeco, 东吴证券研究所

图 5: 北欧各国养老金排除政策涉及领域



数据来源: Robeco, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>