专题研究报告

海外养老金 ESG 投资实践与经验借鉴

发展研究·专题研究

证券分析师：陈锐
0755-81981573
chenrui1@guosen.com.cn
S0980516110001

核心观点

养老金是海外 ESG 投资的先行者与稳定器，这一格局由资产属性、制度环境与统计口径共同塑造。长期、避险、公共三重属性使 ESG 因素纳入投资决策成为负债管理的内生需求；在受托责任框架下，纳入 ESG 因素是履行审慎义务的工具，而非外加约束。2013-2018 年的集中制度供给将 ESG 纳入规则文本，同期及此后，欧盟 IORP II 与 SFDR 逐步形成审慎管理和强制披露的监管底座。资产所有者话语权与投资者协作机制持续增强，衡量 ESG 投资发展的标准也由规模叙事转向可核验披露。2019 年以来，深化与回摆并存，部分法域强化 ESG 义务，披露趋向条例化、独立报告与统一分类；与此同时，欧盟以“综合简化方案”压缩披露细则，美国联邦规则反复调整。相关回摆主要发生在披露颗粒度与政治表态层面，尚未触及受托义务的存废。

北美养老金 ESG 实践的两条主线是去标签化与承诺重估，前者主要由政治压力驱动，后者主要由法律风险与核算成本的重估驱动。美国经验表明，去标签化并不意味着削弱气候投资，而是淡化 ESG 标签，将战略锚定到可核验的投资行动与指标。CalPERS 将气候解决方案投资额目标提高至 2030 年 1000 亿美元，CalSTRS 则提高低碳目标指数在内部管理公开股票组合中的权重。加拿大的分化体现为承诺重估，CPPIB 于 2025 年 5 月放弃 2050 年净零承诺后，于同年 10 月被四名缴费人以未尽受托义务为由起诉；OTPP 于 2026 年 2 月撤回净零承诺并重构脱碳战略；La Caisse 虽保留 2050 年碳中和承诺，但其主要执行工具是 2030 年 4000 亿加元转型脱碳资产目标及煤、油业务排除，两类指标均可逐年核验。总体来看，北美机构并未退出气候投资，调整主要集中于承诺结构、核算口径和标签表述；从案例看，越接近可核查出资事实的承诺，相对更具存续能力。

欧洲的路径是制度先行，对欧盟样本而言，统一的是审慎管理与披露底线，分化的是执行工具。欧盟以硬法将 ESG 纳入审慎人原则与强制披露，划定“必须考虑、必须披露”的底线，并将转型风险评估与情景分析纳入资产负债管理。执行层面，FRR 将管理合同的脱碳目标与 100%符合法国能源转型法的授权组合绑定，ABP 以行业碳预算和化石燃料撤资作硬性门槛，ATP 以 ESG 整合覆盖近全部组合、以道德排除处理尾部风险。与欧盟样本不同，挪威 GPFG 依托本国立法授权与独立伦理委员会，以观察和排除清单管理伦理风险，以对话和投票推动持股公司改善，形成撤资与尽责管理并重的治理机制。最新变化来自机制自身，GPFG 运行逾十年的伦理框架进入全面审查，新增排除与观察决定已暂停，改革方向仍待政府与议会决定。这说明成熟机制也需根据投资绩效、实施成本与治理约束进行再校准。

东亚的共同点是制度先行、工具渐次补位，并以参与而非撤资为主要手段。日本 GPIF 被动投资占比超八成，委外比例超九成，因而主要通过指数编制标准与委外管理链条传导 ESG 要求，其中指数化整合最具特色；在这一机制下，GPIF 不直接逐股筛选或撤资，而将 ESG 因子的选股与加权交由指数方法完成；近年的“最适化”重构收缩的是配置规模而非方法，机制经收益再验证后延续。韩国 NPS 同样是“条文先行、工具后补”，法条长期停留于“可以考虑”的选择性条款，执行端缺乏纪律，ESG 及气候类股东提案支持率低于部分欧美同业；近年修法将责任投资原则适用范围扩至替代投资，但未改变“可以考虑”的措辞，同时启动投票权外包改革试点，以弥补执行缺口，

实际成效仍待检验。两国均未采用欧洲式的清单化排除，ESG 重心落在尽责管理、指数和委外治理上。这种自上而下推动、渐进试点、参与优先且保留纠错空间的路径，对我国更具直接参照价值。

海外养老金 ESG 投资实践及其对我国的启示可归纳为四个维度。策略上，ESG 整合应作为基准策略，参与优先于撤资；部分机构放弃或重构全组合净零承诺，表明承诺设计应更加重视可核查的投资额、转型资产与强度指标，我国负面筛选则应限于共识类目，并辅以成本测算。委外维度，ESG 要求可通过管理人选聘、评分与费率结构传导至管理人链条。指标维度，应推进 E/S/G 本土化适配，将本土评级、期望分数、披露率评分与碳核算用于委外评估和股东对话，并与上市公司可持续披露制度同步迭代。制度维度，我国现状是“条文未写、理念先行”，社保基金和基本养老保险基金现行主要投资规章尚未写入 ESG 条款，而机构年报已采用责任投资表述；由于社保基金约七成资产委托外部管理，理念主要经由委外链条传导。立法顺序宜先写入“可以考虑”式条款，再升格为准义务性标准化要求，条件成熟时将 ESG 纳入审慎人原则，并辅以主管部门目标文件-机构方针的行政通道，同时修订投资政策、委托指引及委外考核，避免条款停留于原则表态。

风险提示：海外市场风险波动，政策效果不及预期。

内容目录

一、养老金：ESG 投资的先行者 5
（一）长期资金属性与受托责任的天然契合 5
（二）各地区推动养老金 ESG 投资的制度环境 6
（三）资产所有者的话语权上升 8
（四）从规模叙事到“反漂绿” 8
二、北美养老金 ESG 投资实践 9
（一）美国养老金的 ESG 投资实践 9
（二）加拿大养老金 ESG 投资实践 10
（三）本章小结 11
三、欧洲养老金 ESG 投资实践 12
（一）挪威养老金的 ESG 投资实践 12
（二）欧盟国家养老金 ESG 投资实践 13
（三）本章小结 14
四、东亚养老金 ESG 投资实践 15
（一）日本 GPIF 的 ESG 投资实践 15
（二）韩国 NPS 的 ESG 投资实践 17
（三）本章小结 18
五、对我国的经验借鉴 19
（一）策略选择 19
（二）委外机制 20
（三）指标本土化 21
（四）制度选项 22
（五）本章小结 23
风险提示 25

图表目录

图1： 全国社保基金委托投资资产及其占比 21

表1： 各地区推动养老金 ESG 投资的制度事件 6
表2： 北美典型养老金 ESG 实践比较 12
表3： 北美典型养老金 ESG 实践比较（续） 12
表4： 欧洲典型养老金 ESG 实践比较 15
表5： 欧洲典型养老金 ESG 实践比较（续） 15
表6： 日本 GPIF 的 ESG 投资历史 16
表7： 日本 GPIF 的 ESG 投资管理结构 16
表8： 日本 GPIF 跟踪的 ESG 指数及资产规模 17
表9： 对我国养老金 ESG 投资的政策建议汇总 23

一、养老金：ESG 投资的先行者

养老金的长期、避险、公共三重属性与受托责任，使其成为海外 ESG（环境、社会责任和公司治理）投资的先行者与稳定器，制度环境与统计口径的演变共同塑造了这一格局。

（一）长期资金属性与受托责任的天然契合

1、ESG 风险与负债久期的匹配

全球 ESG 投资的发展自上而下，以养老金为主的长期机构投资者成为先驱，其先行者地位主要由负债端属性决定，负债端的公共、长期、避险三重属性使其更适合 ESG 投资。这三重属性的机制含义可拆解如下：

长期属性：养老金的负债久期以数十年计。从在职缴费到退休给付的跨越代际，是金融市场中天然的超长期资金；而气候转型、人口结构、公司治理退化等 ESG 风险的显现同样以十年为尺度。ESG 风险的时间尺度与养老金负债久期匹配，长周期风险管理由此内生于负债管理。

避险属性：养老金的收益目标是覆盖长期给付义务，而非博取短期超额收益，因而更关注尾部风险与长期价值的永久性减损。随着 ESG 风险的财务实质化，将 ESG 纳入投资分析成为组合抗风险的内生要求。例如美世（Mercer）的《2020 年欧洲资产配置洞察》[1]显示，将 ESG 风险纳入投资决策的机构占比由 2019 年的 55%升至 89%。

公共属性：养老金受益人覆盖全社会劳动者，代际公平内嵌于基金目标，公共养老金兼具“财务受托人”与“公共机构”双重身份。公共养老金正是凭借长期资金属性与受托责任要求，率先将 ESG 纳入投资原则，并成为 UN PRI（联合国负责任投资原则）较早的一批机构签署方。

综上，养老金对 ESG 的态度不是锦上添花的伦理偏好，而是负债管理的内生需求，也正因其长期负债与配置的连续性，养老金构成 ESG 资金流的“稳定器”，在 2022 年以来全球 ESG 监管回摆与资金流波动的环境中，大型养老金的气候投资承诺总体延续。全球最早将 ESG 写入投资原则的一批大型机构投资者中养老金密集出现，例如于 2015 年 9 月签署 PRI 的日本 GPIF（政府养老投资基金）和较早签署 PRI 的美国大型公共养老金 CalPERS（加州公务员养老金）。

2、受托责任框架下的 ESG 定位

受托责任（fiduciary duty）传统上被理解为单纯的财务回报义务，ESG 考量一度被视为与之冲突的外来约束；随着 ESG 风险被承认为财务实质风险，解释已经反转，不考虑 ESG 反而可能构成审慎管理的疏失，将 ESG 因素纳入投资决策由此成为履行受托责任的工具而非对它的约束。其中欧盟最为典型，IORP II（职业退休机构指令，2016 年）明确要求养老基金在风险管理中考虑 ESG，将 ESG 直接嵌入审慎人原则；2019 年通过的 SFDR（可持续金融披露条例）强化可持续披露；SRD II（股东权利指令）再将义务延伸至代理投票与股东参与。

另需注意，受托责任框架同时塑造了纳入 ESG 因素的执行形态，养老金更倾向以

[1] 《European Asset Allocation Insights 2020》（第 18 版），2020 年 8 月发布，样本为美世机构投资者客户，非全欧养老金普查，覆盖 12 国 927 家机构投资者客户、合计资产约 1.1 万亿欧元。

所有权行使影响标的，禁投与撤资只是补充手段。

（二）各地区推动养老金 ESG 投资的制度环境

1、制度事件总览

先行者的自发动力之外，2013-2018 年全球出现一轮集中的制度供给，可称为开创期，把 ESG 写进文本。美国在联邦监管层面先行松绑与立规，加拿大安大略省、韩国、欧盟以立法修订将 ESG 写入养老金投资政策与披露要求，澳大利亚、巴西、墨西哥、南非则以监管指引或养老金立法跟进。这一阶段的共同特征是：义务多落在投资政策声明、治理结构与风险管理的说明性条款上，是否纳入 ESG 在很大程度上取决于措辞解释。

表1：各地区推动养老金 ESG 投资的制度事件

时间	国家	事件
2013	南非	颁布《退休金法》，要求基金考虑与长期成功相关的因素（包括 ESG 因素），将 ESG 因素分析纳入投资机构的受托责任中
2013	澳大利亚	发布退休金审慎实践指南（SPG 530），要求可注册退休金实体持牌人（RSE）制定以 ESG 为重点的投资策略
2015	美国	美国劳工部取消了抑制养老金 ESG 投资的条款
2015	日本	日本政府养老投资基金 GPIF 签署 UN PRI，要求其所有外部资产管理者在投资决策中整合 ESG 因素；2017 年将 ESG 纳入三大重要投资战略
2015	韩国	通过《国民年金公团法》修正案，要求国民年金公团考虑 ESG 问题并公布 ESG 考量的纳入程度
2016	美国	加州公务员养老金签署 UN PRI，为较早签署机构之一
2016	欧盟	欧盟委员会修订 IORP II，要求养老金计划将 ESG 因素纳入治理和风险管理决策并进行披露
2016	加拿大	安大略省颁布《养老金福利法案》，要求养老金的投资政策程序申明中必须说明相关的环境、社会及治理因素
2018	美国	员工福利保障局出台实操辅助公告，要求对另类投资进行估值时考虑 ESG 因素的风险收益情况
2018	巴西	巴西养老金监管机构要求将 ESG 要素纳入常规风险评价过程
2018	墨西哥	墨西哥养老金监管部门鼓励在退休计划决策中考虑 ESG 议题
2019	欧盟	IORP II 国内法转化期限届满（1 月 13 日），ESG 正式嵌入审慎人原则、治理结构、风险管理与自有风险评估（ORA）
2019	欧盟	《可持续金融披露条例》（SFDR，条例(EU) 2019/2088）11 月 27 日通过，自 2021 年 3 月 10 日起适用，确立可持续性风险整合与不利可持续影响（PAI）的强制披露义务
2020	美国	劳工部《投资选择中的财务因素》最终规则（11 月 13 日，85 FR 72846），要求受托人仅以“金钱因素”为投资依据，实质收紧 ESG 的合规空间
2021	英国	《职业养老金计划（气候变化治理与报告）条例》（SI 2021/839）10 月 1 日生效，资产≥50 亿英镑的职业养老金须按 TCFD 框架治理与披露，2022 年 10 月 1 日起扩至≥10 亿英镑，并须报告组合对齐指标
2022	美国	劳工部《投资选择与股东权利行使中的审慎与忠诚》最终规则（11 月），重新允许受托人在风险收益同等条件下将 ESG 因素作为比较因素
2023	美国	3 月 20 日总统首次行使否决权，否决国会推翻 2022 年规则的决议；9 月联邦地区法院在 Utah v. Walsh 案中维持该规则
2023	全球	国际可持续准则理事会（ISSB）6 月发布 IFRS S1/S2，适用于 2024 年 1 月 1 日及以后开始的报告期，成为各国可持续披露准则的基线
2024	加拿大	加拿大可持续准则理事会（CSSB）12 月 18 日发布 CSDS 1/CSDS 2（基于 ISSB 准则），自 2025 年 1 月 1 日起适用；加最大 10 家养老金与资管机构（合计逾 2.25 万亿加元）联署支持
2025	欧盟	委员会 2 月 26 日发布“综合简化方案”（Omnibus I），修订 CSRD、CSDDD、分类法等，政策取向由“加码披露”转为“减负简化”
2025	日本	GPIF 3 月 31 日制定《可持续投资方针》，将 ESG 与影响力投资统一纳入“可持续投资”框架；ESG 指数投资纳入再平衡并实施“最适化”重构
2025	美国	劳工部 5 月 28 日停止为 2022 年 ESG 规则辩护并宣布重新立法；12 月 11 日行政令（EO 14366）进一步收紧对代理顾问的监管
2025	欧盟	委员会 11 月发布 IORP II 修订提案，拟将部分条文中的 ESG 因素替换为 SFDR 定义的“可持续性因素”，统一两套立法口径
2025	欧盟	委员会 11 月提出 SFDR 修订方案（业界称“SFDR 2.0”），重构第 8、9 条标签体系，转向以产品特征为依据的分类
2026	韩国	国会 8 月 20 日通过《国民年金法》修正案，将负责任投资原则适用范围扩至替代投资（私募、房地产、基础设施），并要求基金运用指针明示 E/S/G 各项考量标准与方法

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2019 年以来，制度供给并未停止，而是转入深化与回摆期。披露立法化和规则再修订可归纳为三条线索。一是披露从原则走向条例。欧盟 SFDR 于 2021 年 3 月起适用，把可持续表述置于可核验的披露框架之下；英国以 2021 年养老金法案为母法、以 2021 年 10 月生效的气候变化治理与报告条例为下位法，将 TCFD 式披露变为大型职业养老金计划的法定义务。二是义务从“可考虑”走向“应考虑”。韩国 2026 年 8 月通过《国民年金法》修正案，将负责任投资原则的适用范围由上市股债扩至替代投资，并要求基金运用指针明示 E、S、G 各项的考量标准与方法；

同期国会另有提案拟将现行“可以考虑”改为“应当考虑”。三是规则本身进入修订与减负周期。欧盟 2025 年 2 月发布“综合简化方案”、2025 年 11 月提出 IORP II 修订提案，美国则在两党轮替中反复改写联邦规则。上述两个阶段的制度事件按时间顺序汇总见表 1。

从立法技术看，开创期与深化回摆期呈现明显不同的重心。

一是义务强度，从“鼓励”到“要求”。南非与欧盟将 ESG 写入受托责任与治理要求，义务性最强；墨西哥仅为监管鼓励；韩国 2015 年修正案则属“可考虑”式选择性条款的先声，例如 2016 年《国民年金法》第 102 条。2019 年以来义务强度整体向“要求”端移动。英国以法定报告义务替代自愿披露，韩国 2026 年修法把适用范围扩至替代投资，国会另有议案拟将“可以考虑”改为“应当考虑”。

二是义务载体，从“说明性条款”到“独立报告与统一分类”。开创期的义务多附着于投资政策声明与治理文件，是否纳入 ESG 取决于措辞解释；深化期则出现两类新载体，一是独立的气候或可持续报告（英国 TCFD 报告、韩国运用指针中的 E/S/G 考量标准），二是统一的产品分类与标签（SFDR 及其修订方案的三类标签）。载体一旦独立，可核验性随之上升，这也是本报告后文所述“统计口径由规模叙事转向可核验披露”的制度基础。

三是政策可逆性，只有美国出现完整钟摆。美国联邦规则在六年内四度转向。2020 年 11 月收紧，2022 年 11 月放开，2023 年 3 月总统否决国会推翻该规则的决议，同年 9 月联邦地区法院维持该规则，2025 年 5 月停止为该规则辩护并重启立法，2025 年 12 月行政令进一步收紧代理顾问监管。同一辖区在同一法律框架（ERISA）下反复改写，说明养老金 ESG 制度在美国的稳定性主要取决于政治周期而非监管技术。欧盟、英国、日本、韩国在同一时段内方向未变，但节奏由“加码”转为“简化”或“重构”。

四是 2025 年以来的规则修订主要是简化披露负担，而非取消 ESG 义务。这一轮调整由三类不同层级的文件承载。横向层面，欧盟“综合简化方案”（Omnibus I）是修订包，调整的是 CSRD、CSDDD 与分类法的适用范围和报告颗粒度。专项法案层面，SFDR 修订方案处理的是第 8、9 条被当作“事实标签”使用的问题，IORP II 修订提案处理的则是养老金审慎监管与 SFDR 之间的口径重叠。三类文件的着力点并不相同：Omnibus I 与 SFDR 修订以减负、提高可比性为主，IORP II 修订以术语对齐为主、同时新增养老金持有人可持续偏好评估，增减并存。立法进度方面，SFDR 修订（业界称 SFDR 2.0）由欧盟委员会于 2025 年 11 月提出，截至 2026 年 11 月仍处立法程序；理事会已通过谈判授权，欧洲议会 ECON 委员会于 2026 年 9 月通过其立场，最终通过与适用预计不早于 2027 年，现行第 8、9 条分类在此之前继续有效。尽管着力点分化，三者的边界一致：均未撤回 ESG 义务。 可见“全球 ESG 回摆”发生在披露的颗粒度与政治表态层面，尚未发生在受托义务的存废层面。

2、欧盟制度框架的演进

欧盟是这一轮制度供给中体系化程度最高的辖区。IORP II 于 2016 年 12 月 14 日通过，成员国 2019 年 1 月 13 日前完成国内法转化，将 ESG 嵌入欧盟约 12.5 万家职业退休服务机构的审慎人原则与风险管理。2019 年通过的 SFDR 以强制披露覆盖在欧盟销售的金融产品，把可持续表述置于可核验的监管之下。2025 年 11 月，欧盟委员会发布 IORP II 修订提案，拟将部分条文中的 ESG 因素替换为 SFDR 定义的“可持续性因素”（sustainability factors），以统一两套立法的口径。

欧盟以“硬法”把纳入 ESG 因素变成养老金的监管底座而非机构自选项。欧洲由

此成为全球可持续披露制度化程度最高的市场，这一制度优势与欧洲占全球负责任与可持续投资（R&SI）基金资产 86%互为因果。与之对照，韩国“可考虑”式选择性条款的约束力明显更弱，立法技术差异本身即是地区分化的制度根源之一；2026 年 8 月的修法虽把责任投资扩至替代投资并细化运用指针，但现行法条仍为“可以考虑”，尚未改为“应当考虑”，义务强度与欧盟的“硬法”尚存一档差距。

（三）资产所有者的话语权上升

从 ESG 投资链条的投资者结构来看，话语权正向资金端集中。截至 2025 年 3 月，UN PRI 签署方共 5261 家，其中投资经理 4018 家、资产所有者 748 家、服务商 495 家，合计管理资产约 139.6 万亿美元。资产所有者数量占比不足 15%，却处于 ESG 投资链条的资金端与责任端，其要求经由委外合同逐级传导至管理人。资产所有者的内部结构亦在变化，2021 年保险类机构占资产所有者签署方资产管理规模的约 60%。到 2022/23 年，保险公司数量首次超过公共养老金，成为数量最多的资产所有者类型。但数量被超越不等于引领地位易主，公共养老金在部分地区仍是绝对主力，如加拿大可持续投资资产中仍超过半数由养老金持有。

资产所有者的行动力亦强于管理人。PRI 2025 年报告显示，58%的资产所有者运用气候情景分析识别气候相关风险与机遇（投资经理为 29%），48%优先开展协作式尽责管理（投资经理为 19%），41%愿以公开参与方式升级与被投企业的对话（投资经理为 21%）。GRIT 2025 显示，受访 400 家资产所有者中 91%将至少部分投资管理外包，对外部管理人代理投票方法的评估比例由 2023 年的 74%升至 2024 年的 81%，委外结构使资产所有者的 ESG 要求成为管理人的事实标准。不过资产所有者对可持续投资的采用率近年有所回落，FTSE（富时罗素）统计显示，全球 350 家资产所有者中采用可持续投资的比例由 2022 年的 88%降至 2023 年的 80%。但前瞻调查显示配置意愿正在回升，86%的资产所有者预计未来两年增加对可持续策略的配置。回落与回升并存，对应的是全球 ESG 监管“再平衡”的大背景。

资产所有者话语权上升的集中表现是投资者协作倡议的规模化。截至 2023 年，“气候行动 100+”（Climate Action 100+）拥有 700 余家投资者，覆盖管理资产约 68 万亿美元（2025 年口径参与者约 600 家）；净零资产管理人倡议（NZAM）达 315 家，约 57 万亿美元；自然领域的“Spring”倡议达 128 家，约 10 万亿美元。其中与养老金直接相关的是由联合国召集的净零资产所有者联盟（NZAOA），该联盟于 2019 年 9 月气候行动峰会上由 UNEP FI（联合国环境规划署金融倡议）与 PRI 发起，WWF（世界自然基金会）与 Global Optimism 提供支持。截至 2024 年前后，NZAOA 约有 89 家成员，管理资产 9.5 万亿美元（UNEP FI 口径）。美国养老基金成员就包括 CalPERS 等 NZAOA 创始成员。净零联盟将分散的资产所有者承诺组织化为可核查的联盟机制，年降 6%的绝对融资排放（financed emissions）目标即为联盟口径的核查基准，是先行者话语权的组织化形态。

（四）从规模叙事到“反漂绿”

衡量“先行者格局”最常被引用的标尺是全球可持续投资联盟（GSIA）的双年报，但其口径本身已成为故事的一部分。GSIA《Global Sustainable Investment Review 2024》（2025 年 11 月发布）改用 Morningstar（晨星）基金口径统计，全球采用负责任与可持续投资（R&SI）方法的基金资产达 16.7 万亿美元（截至 2024 年末），两年增加 5.5 万亿美元（+49%）。R&SI 占全球基金市场的比例由 2018 年的约 3%升至 2024 年的 27%。GSIA 已将统计口径由“机构自我宣称”收紧为“基于法律文件的正式披露”，这一转变本身就是全球“反漂绿”监管的镜像，

规模叙事退场，可核验的披露登场。

口径收紧后，地区结构高度集中。截至 2024 年末，欧洲占全球 R&SI 基金资产的 86%，欧洲总基金市场 17.7 万亿美元中 81%披露 R&SI 方法；美国占 10%，约 1.6 万亿美元，基金披露率仅 4%；加拿大、澳新和日本分别占 3%、2%和 0.1%。这一结构折射披露制度化的地区差异，欧洲在 SFDR 强制披露下，披露已成为基金市场的既成事实。美国的低披露率则既是联邦层面披露规则缺位的反映，也是反 ESG 政治环境下“去标签化”的结果。统计覆盖仍有边界，占全球资产 40-50%的大型机构委托、主权组合与私募资产仍在披露框架之外，16.7 万亿美元并非全球可持续投资的全貌，而养老金恰恰是主权组合与私募市场中最重要的出资方之一。在“反漂绿”时代，与其追问“规模多大”，不如考察“机构怎么做”。

综上，养老金以长期、避险、公共三重属性与受托责任获得先行者的内生动力。制度供给呈两期结构：2013-2018 年开创期以说明性条款把 ESG 写入文本；2019 年以来进入深化与回摆期，义务强度与可核验性净向上移（披露条例化、独立报告与统一分类、“可考虑”转向“应考虑”），合规颗粒度与政治表态则向下回调（欧盟简化方案、美国规则反复）。两条方向相反的作用力并存，监管底座因而“已锁定但可修订”，而非“已固化”。方向分歧集中在单一辖区：美国联邦规则六年内反复改写，是唯一出现完整钟摆的市场；欧盟、英国、日本、韩国方向未变，节奏由加码转为简化或重构。所谓“全球 ESG 回摆”，发生在披露颗粒度与政治表态层面，尚未触及受托义务的存废。资产所有者话语权上升与净零联盟的组织化，使先行者具备集体行动能力；GSIA 口径之变则表明，衡量先行者成色的标准正由规模叙事转向可核验披露。养老金的先行者地位在全球确立，但“怎么做”在地区间显著分化，北美是 ESG 话语权与法律博弈最激烈的市场。

二、北美养老金 ESG 投资实践

（一）美国养老金的 ESG 投资实践

美国养老金 ESG 投资的规模领先，政治环境却最复杂。近年红州反 ESG 立法与联邦监管回摆交织，“ESG”一词在公共语境中的政治成本显著上升；加州两大公共基金还同受 2015 年 10 月加州《参议院第 185 号法案》约束（禁止对煤电公司新增投资、2017 年完成撤资）。在此环境下，加州养老金的选择不是退出，而是把可持续叙事从泛化的 ESG 标签转向可验证的投资额与排放强度指标。

CalPERS 是美国最大的公共养老金，其主基金公共雇员退休基金（PERF）市值约 5630 亿美元（2024-25 财年）。CalPERS 采用四年一周期的资产负债管理框架（当前 2023-2026 年），贴现率由 2021 年 7 月的 7%下调至 6.8%，2024 年 6 月生效的战略资产配置为股票总额 37%、私募股权 17%、债券总额 28%、实物资产 15%、私募债权 8%、战略杠杆-5%。CalPERS 亦是 UN PRI 的较早签署方。

CalPERS 于 2023 年 11 月正式启动气候行动计划（Climate Action Plan），其核心目标包括五项：（1）2030 年前投资超 1000 亿美元气候解决方案；（2）组合排放强度较基准降低 50%以上；（3）通过撤资高排放行业加快低碳转型；（4）2050 年前组合净零排放；（5）邀请被投公司与监管机构加入净零计划。

行动计划启动两年后进展明确。截至 2025 年 6 月 30 日，CalPERS 气候解决方案投资达 597 亿美元，较计划启动时的约 470 亿美元持续增长，向 2030 年 1000 亿美元目标推进。分资产类别看，截至 2025 年 6 月 30 日，公开股权 234 亿美元，基础设施 72 亿美元，不动产 62 亿美元，固定收益 62 亿美元，私募股权 28 亿美

元，私募债权 2 亿美元，公开股权承担了气候投资的主体份额。排放强度同步改善，2025 年为每百万美元投资 42.6 吨二氧化碳当量，较 2024 年的 47.9 吨下降 11%。

同受加州监管环境约束的加州教师退休基金（CalSTRS）的路径则不同。其 2021 年 9 月承诺 2050 年或更早实现组合净零，并按“承诺-计划-实施-公布”四步骤推进；截至 2025 年末，其公开股权约 328 亿美元按低碳目标指数（LCTI）内部管理，估计带来组合减排约 20%。

（二）加拿大养老金 ESG 投资实践

加拿大养老基金体系截至 2022 年底的总规模约 4.5 万亿美元，CPPIB、OTPP 与魁北克储蓄投资集团（La Caisse，原 CDPQ）构成第一梯队。2022 年前后三家先后作出净零承诺，2025-2026 年出现“进退三分”。

1、CPPIB 的 ESG 投资实践

CPPIB 管理的加拿大退休金计划(CPP)是加拿大最大的养老金管理机构,截至 2024 年 3 月的基金规模为 6323 亿加元,较 2015 年的 2464 亿加元年均复合增长 10.16%。其 ESG 实践历程在大型养老金中居前,包括 2005 年采用联合国负责任投资原则(UN PRI）、2008 年发布首份《可持续投资报告》、2011 年设立责任投资委员会、2017 年组建电力和可再生能源投资小组、2018 年建立绿色债券框架、2021 年 11 月更新《可持续投资政策》。组织上，CPPIB 采用内部管理为主的模式，设有首席可持续投资官及独立的可持续投资团队，纳入 ESG 因素贯穿投前价值识别与投后价值创造全流程。2022 年 2 月，CPPIB 承诺 2050 年前实现所有投资组合与业务的温室气体净零排放,并设定 2030 年前绿色与转型资产增至至少 1300 亿加元的目标。

转折发生在 2025 年 5 月，CPPIB 在年报中披露放弃上述 2050 年净零排放目标。对于放弃理由，CPPIB 官网 Q&A 的解释可归纳为两点：一是“加拿大近期法律发展”（recent legal developments in Canada）带来的考量，二是标准化排放指标与中期目标带来的合规压力“不反映全球投资组合的复杂性”。其发言人同时强调此举“更多是为了连贯性与一致性”，可持续整合的投资行动并未改变。后续压力接踵而至。2025 年 10 月，四名年轻加拿大成员对 CPPIB 提起诉讼（Hirji et al. v. CPPIB），指其未按受托义务管理气候风险。第三方评价随后跟进。Shift Action 在第 4 期气候成绩单中给予 CPPIB 总评 D（六项评估维度中三项不及格，位列倒数第二），批评其无公开披露的气候战略、2025 年披露“严重低估”高温情景（hot-house scenario）的财务影响。

2、OTPP 的 ESG 投资实践

OTPP 是为安大略省教师设立的单一雇主职业养老金，管理超 30 万名退休人员与雇员的资产。2021 年 1 月，OTPP 承诺 2050 年前实现投资组合净零排放，当时净资产 2047 亿加元（2020-06-30 口径）。2022 年 9 月，其进一步设定双目标，包括 2030 年前组合排放的 90%被可信净零计划覆盖和 50 亿加元“高碳转型资产”投资。执行层面，OTPP 曾提前超额完成“2025 年前组合排放强度较 2019 年下降 45%”的中期目标。

2026 年 2 月 19 日,OTPP 发布《Climate Transition Aligned Framework: 2026-2030 Climate Strategy》（气候转型对齐框架：2026-2030 气候战略），对既有承诺作出系统性重构：一是撤回 2050 年组合净零承诺，改为“积极支持全球 2050 年净零目标”，2050 年愿景重新表述为“投资组合主要由 CTA 框架对齐资产或低排放资产构成”；二是废弃“2030 年组合排放强度较 2019 年下降 67%”的目标，而

2025 年强度已较 2019 年下降约 50%，原定-45%的中期目标实已提前完成；三是设定新目标，2030 年前气候转型对齐（CTA）私募资产达到 700 亿加元，较约 350 亿加元的基线（2025-06-30）实现翻倍。新框架以“气候解决方案＋转型规划”为双支柱，经气候债券倡议组织（CBI）审查背书，并承诺自 2026 年年报起每年披露 CTA 进展与组合碳足迹。首席执行官 Jo Taylor 将新战略定调为“气候战略认识到世界向清洁能源的转变是代际投资机会”。

3、La Caisse 的 ESG 投资实践

La Caisse（魁北克储蓄投资集团，原 CDPQ）是魁北克省属的公共资金投资管理机构，管理魁北克退休金计划（QPP）等公共养老金，2025 年由 CDPQ 更名而来。CDPQ 时期，其于 2021 年 11 月发布气候战略，设定 2025 年前低碳资产达 540 亿加元等目标，并于 2023 年末完成退出动力煤开采与石油生产。其目标超额完成，2024 年末低碳资产达 580 亿加元，较 2017 年增加 400 亿加元，提前完成 540 亿加元目标;组合碳强度较 2017 年下降 69%,提前超额完成 2030 年下降 60%的目标。

2025 年 6 月 19 日，更名后的 La Caisse 发布 2025-2030 气候战略，设定 2030 年前完成 4000 亿加元气候行动投资的目标，维持 2050 年碳中和承诺，动力煤与石油生产排除政策延续。进展节奏方面，2025 年末气候行动投资已达 2260 亿加元，其中魁北克本地 380 亿加元，总投资规模较 2024 年末的 1580 亿加元增加 43%，低碳资产进一步增至 650 亿加元。机构规模方面，2025 年末 La Caisse 管理资产超 4960 亿加元，其中管理的魁北克退休金计划（QPP）基金由 2014 年的 2260 亿加元增至 4733 亿加元。其转型融资框架（Transition Financing Framework）获气候债券倡议组织（CBI）认可，方法论基于 SBTi（科学碳目标倡议）、NZIF（净零投资框架）与 TPI（转型路径倡议）。第三方评价给予总评 A-（六项评估维度中四项为 A-至 A+），为该期评分最高的加拿大大型养老金之一。

La Caisse 的“可坚持性”植根于其承诺结构，其核心承诺是“投资额目标＋行业排除”而非“全组合净零”。投资额（4000 亿加元）建立在出资行为上，逐年可核查，排除煤和油已是完成的持仓事实，两者均不依赖远期情景假设，法律敞口与核算成本远低于全组合口径承诺。这从反面印证了 CPPIB、OTPP 案例的机制判断，即承诺形式的选择很大程度上决定了承诺的存续能力。

（三）本章小结

北美养老金 ESG 投资实践的核心，是“承诺的法律成本重估”与“实质策略的去标签化”两条主线的并行。美国方面，CalPERS 与 CalSTRS 在反 ESG 政治压力下将气候战略锚定在可验证的投资额（597 亿美元气候解决方案投资、328 亿美元低碳指数内部管理）与排放强度指标上，完成从 ESG 标签向财务实质的转译。加拿大方面，CPPIB 放弃净零目标、OTPP 以 CTA 投资目标替换组合净零承诺、La Caisse 坚持加码，“进退三分”表明承诺的法律化程度与核算口径决定了其存续能力。总的来看，北美机构并未退出气候投资。绿色债券、可再生能源直投、气候解决方案与转型投资持续扩张，退出的是高风险的远期结果承诺。表 2 和表 3 汇总了北美五家典型养老金的 ESG 实践比较。

表2：北美典型养老金 ESG 实践比较

机构	国别	规模及数据时点	核心策略	第三方评级
CalPERS	美国	PERF 约 5630 亿美元（2024-25 财年）	气候解决方案投资为核心，辅以负面筛选、正面筛选、ESG 整合、企业参与	Shift Action 未覆盖美国机构
CalSTRS	美国	净头寸约 3121 亿美元（2020-21 财年）	净零“承诺-计划-实施-公布”四步骤；低碳指数内部管理＋私募低碳平台（SISS）	Shift Action 未覆盖美国机构
CPPIB	加拿大	CPP 基金 6323 亿加元(2024 财年)	绿色债券＋可再生能源与绿色转型资产直投（内部管理为主）	D（Shift Action 第 4 期）
OTPP	加拿大	超 2690 亿加元（2026-02-19）	气候转型对齐（CTA）框架：气候解决方案＋转型规划双支柱位列领先组	（Shift Action 第 4 期）
La Caisse	加拿大	超 4960 亿加元（2025 年末）	气候行动投资＋动力煤开采与石油生产排除（2023 年末完成）	A-（Shift Action 第 4 期）

资料来源：CalPERS、CalSTRS、CPPIB、OTPP、La Caisse，国信证券经济研究所整理

表3：北美典型养老金 ESG 实践比较（续）

机构	气候目标	最新进展
CalPERS	2030 年前投资超 1000 亿美元气候解决方案；组合排放强度较基准降 50%；2050 年组合净零（NZAOA 创始成员）	气候解决方案投资 597 亿美元（2025 年 6 月 30 日）；2024-25 回报财年 11.6%
CalSTRS	2050 年（或更早）组合净零	公开股权约 328 亿美元按低碳指数内部管理；SISS 部署超 55 亿美元（均截至 2025-12-31）
CPPIB	2022 年 2 月承诺 2050 年全口径净零→2025 年 5 月放弃；2030 年前绿色与转型资产增至至少 1300 亿加元（2022 年设定）	绿色债券八期、总额超 75 亿美元（截至 2024 年 3 月底）；2025 年 10 月面临成员诉讼（Hirji et al. v. CPPIB）
OTPP	2021 年 1 月承诺 2050 年组合净零→2026 年 2 月撤回，改为“积极支持全球 2050 年净零目标”；2030 年前 CTA 私募资产 700 亿加元	2025 年组合排放强度较 2019 年降约 50%（提前完成-45%目标）；CTA 基线约 350 亿加元（2025-06-30）
La Caisse	维持 2050 年碳中和；2030 年前 4000 亿加元气候行动投资；组合碳强度较 2017 年降 60%（2030 年目标，已超额完成）	气候行动投资 2260 亿加元、低碳资产 650 亿加元（2025-12-31）；碳强度较 2017 年降 69%（2024 年末）

资料来源：CalPERS、CalSTRS、CPPIB、OTPP、La Caisse，国信证券经济研究所整理

三、欧洲养老金 ESG 投资实践

北美的分化以法律与政治风险为主线；欧洲则以监管制度为基础设施，驱动模式更加系统化。欧洲是“监管驱动＋撤资机制”的代表。挪威 NBIM 以“观察-排除-撤资”机制与尽责管理并重，其伦理机制正处“审查-可能改革”节点。欧盟 IORP II/SFDR 构成制度基础设施，荷兰、丹麦、法国呈监管驱动下的多元实践。

（一）挪威养老金的 ESG 投资实践

挪威政府全球养老基金（Government Pension Fund Global，GPFG）市值 21.27 万亿挪威克朗（2025 年末，NBIM 官方口径），是挪威政府养老基金（GPF）的海外投资部分，另一部分为本土投资的 GPFN；2024 年末，GPF 合并口径约 1.77 万亿美元，为全球最大的公共养老基金之一。

制度上，挪威并非欧盟成员国，GPFG 的治理与伦理准则体系由议会立法与政府授权构建，独立于欧盟 IORP II/SFDR 制度基础设施，是观察“立法授权＋伦理委员会”型的典型样本，而非“监管披露驱动”型。管理机构为挪威央行投资管理公司（Norges Bank Investment Management，NBIM），其以约 1.3%的比例持有全球上市公司股权，ESG 实践呈“撤资与尽责管理（stewardship）并重”的双轨结构：一端是议会授权的观察-排除-撤资机制，一端是以气候对话、期望分数与投票行使为主的尽责管理体系。

1、四级治理与排除机制框架

GPFG 实行“议会→财政部→央行→NBIM”四级治理。议会行使立法授权并对重大风险决策实施前置审议；财政部制定战略基准与注资规则（年度注资上限为石油收入的 3%），并通过季度报告、持仓全公开与独立 ESG 报告实施监督；央行审定

风险参数与尽责投资原则并评估 NBIM 绩效；1998 年成立的 NBIM 作为运营主体执行投资。伦理维度上，独立于 NBIM 的伦理委员会（Council on Ethics）依据财政部道德准则（2014 年）对公司进行评估并向央行提出观察或排除建议，观察清单并不等于完全排除。

GPFG 的排除机制呈“双清单”结构。产品类标准针对产品本身，特定武器、烟草与煤炭依赖型公司（营收 30%以上源于煤炭或动力煤年产量超 2000 万吨）一律禁投；行为类标准针对严重违反人权、严重腐败等行为：由独立的伦理委员会评估并提出观察或排除建议，挪威央行作出决定，NBIM 负责执行并公开名单。对尚未达到排除门槛的公司，央行通常先将其列入观察名单，观察期内由 NBIM 通过对话跟踪进展，整改达标可撤销观察，未见改善则转入排除，形成“观察-排除-撤资”的递进机制，给予公司改正窗口。正面筛选方面，环境主题投资要求公司业务在低排放能源与替代燃料、清洁能源与能效技术、自然资源管理三大类环境活动中的占比不低于 20%，与富时环境机会指数（FTSE EO）门槛一致。

制度现状方面，2025 年 12 月挪威议会要求 NBIM 暂停作出新的剔除与观察决定，期限约一年；临时准则下 NBIM 仅可撤销既有决定、不得新增。

2、撤资实践

撤资是排除机制的下游执行，也是 ESG 约束唯一可直接观测的量化出口。2012 年以来，NBIM 累计作出 575 项撤资决定；截至 2025 年末，剔除与观察名单合计约 200 家，其中伦理委员会建议排除 115 家、观察 9 家，挪威央行依煤炭标准自主排除 65 家、观察 11 家。其中 2025 年新增剔除 10 家、观察 3 家，另撤销剔除 1 家、移出观察 1 家；2025 年最大单次剔除为 8 月的 6 家，即以色列 5 家银行与美国卡特彼勒（Caterpillar），依据的是战争与冲突行为标准。准则过渡期间另有 4 家（伦理委员会建议）与 1 家（煤炭标准）的剔除决定正在执行中。

以上数据指向三点。第一，约束确实落地，575 项决定与约 200 家存量名单并存，说明伦理标准持续转化为持仓调整，而非纸面条款。第二，机制是动态治理而非一次判决，存量远小于累计流量，差额源于复核与撤销通道，公司整改后可移出名单，2026 年上半年临时准则下即出现集中撤销。第三，约束边界在扩张，排除对象已从产品类（武器、烟草、煤炭）延伸至行为类与地缘冲突。

3、伦理框架

2025 年 11 月，挪威政府设立伦理框架审查委员会，由前央行行长斯文·耶德雷姆（Svein Gjedrem）主持。在报告提交前，审查与前述暂停同步推进，包括冻结新增排除决定入口、明确审查方向。2026 年 10 月 15 日，委员会提交一致报告，建议削弱独立伦理委员会（Council on Ethics）的独立性、允许部分评估保密、提高与严重人权风险相关公司的排除门槛；报告不直接改变基金规则，尚待政府与议会决定。至此，GPFG 的伦理机制呈“入口冻结、方向待定”。新增决定停止，改规则指向提高门槛、收紧入口，本质是把伦理机制从“原则优先”向“成本约束”再校准。

（二）欧盟国家养老金 ESG 投资实践

与挪威 GPFG“立法授权＋伦理委员会”的制度孤本不同，欧洲大陆的养老金 ESG 实践整体嵌入欧盟统一的制度基础设施。IORP II 将 ESG 写入职业养老金的审慎人原则与风险管理，《可持续金融披露条例》（SFDR）则以强制披露覆盖在欧盟销售的金融产品。两者划定的是“必须考虑、必须披露”的共同底线。IORP II 约束机构如何在决策与风控中纳入 ESG，SFDR 约束产品如何对外说明 ESG 特征。

底线之上，机构的自主空间仍然很大，路径差异取决于规模、负债属性与治理结构。同为欧盟框架下的样本，荷兰 ABP 以“排除＋转型投资”并举见长，丹麦 ATP 恪守“可持续措施必须与良好回报并行”，以股东参与替代撤资，法国 FRR 则以挂钩脱碳目标的委外合同践行碳足迹管理。三家之中，ABP 规模最大，气候转型安排最完整，其做法最能代表监管驱动下的进取路径。

1、荷兰 ABP 的 ESG 投资实践

荷兰公共部门行业养老金 ABP 是欧盟监管底座下规模最大的行业养老金样本，荷兰 2007 年 nFTK 财务评估框架（市价估值＋短期偿债能力测试）推动负债驱动投资（LDI）在养老体系普及，ABP 自 2009 年起以“负债对冲组合（LHP）＋风险优化组合（ROP）”运作，资产负债匹配因而先于气候议题成为其配置约束。

在资产负债匹配的框架下，气候转型是 ABP 最具代表性的 ESG 安排，呈“排除与投资并举”的双端结构。排除一端，ABP 于 2021 年 10 月 26 日宣布在 2023 年前剥离 150 亿欧元化石燃料生产商投资，并于 2023 年完成大部分退出。投资一端，ABP 设定 2030 年前绝对温室气体排放较 2019 年下降 50%的目标（覆盖 scope 1-3、全部资产类别），并计划 2030 年前完成 300 亿欧元气候转型投资（其中含 100 亿欧元 impact 投资）与 100 亿欧元自然与生物多样性投资（其中含 10 亿欧元 impact 投资）。2025 年组合碳足迹测算已覆盖 94%的资产。

2、丹麦 ATP 的 ESG 投资实践

丹麦最大养老金 ATP 以风险均衡（risk parity）为配置框架，约 80%资产置于固收对冲组合，20%为自由储备金。其气候承诺为 2050 年碳中和、2030 年减排 70%，绿色投资则设累计目标：2025 年前 1000 亿丹麦克朗、2030 年前 2000 亿丹麦克朗。

在这一配置框架下，ATP 明确“可持续措施必须与良好回报并行”，对撤资策略持保留态度，以股东参与为主要杠杆，并将转型金融（transition finance）视为机会方向。其 ESG 负责人 Ole Buhl 表示，没有“正确”的公司，关键是帮助组合内所有公司改善。据此，ATP 代表“不撤资、靠参与”的温和路线，气候目标进取，但工具选择审慎。

3、法国 FRR 的 ESG 投资实践

法国养老储备基金（FRR）依 1999 年《社会保障筹资法》设立，自 2010 年起承担向社会保障债务赎回基金（CADES）支付的功能，属储备型基金，资产用途对应社会保障债务的偿付安排，投资以委外为主。作为净零资产所有者联盟（NZAOA）成员，FRR 将气候目标写入投资政策，以组合碳足迹作为管理主线。

FRR 的气候目标以 2019 年为基线，2019-2025 年组合碳足迹下降 40%、2029 年末较 2019 年下降 60%。执行结果上，2019 年以来股票与债券组合碳足迹分别下降 50%与 26%；100%的委托投资合同附带脱碳目标，脱碳责任由此嵌入管理人链条；自 2021 年投入的 2.25 亿欧元脱碳策略，截至 2025 年末，录得 24.9%的超额收益，为“脱碳不损收益”提供了个案证据。

（三）本章小结

欧洲样本的共性是“制度先行、机制化执行”。排除有清单（NBIM 双清单、ABP 化石燃料排除），执行有规模（NBIM 2012 年以来累计 575 项剔除决定、期末约 200 家名单、2025 年新增剔除 10 家），对话有工具（ATP 以股东参与替代撤资），转型有目标（ABP 300 亿欧元气候转型投资、ATP 2000 亿丹麦克朗绿投目标、FRR 基线 2019 年的目标链）。

差异则体现在工具选择与机构禀赋的匹配上。GPFG 依赖立法授权与独立伦理委员会，行“排除＋尽责管理”双轨；ABP 依托欧盟监管底座，以负债驱动投资为配置框架，走“排除＋转型投资”并举的进取路线；ATP 不撤资、靠参与，气候目标进取而工具审慎；FRR 以委外合同 100%挂钩脱碳目标的碳足迹管理见长。

欧盟制度基础设施（IORP II、SFDR 等）划定的是统一底座，而底座之上的机构实践如此分化，恰恰证明监管驱动不等于同质化。更值得注意的是机制的自我再校准。GPFG 运行逾十年的伦理框架进入审查，入口冻结、方向待定，说明制度成熟的标志不是机制不动，而是机制的成本可以被重新定价。制度约束锁定的是“必须考虑、必须披露”，“如何做 ESG”仍由各机构的负债属性、治理传统与风险哲学决定。表 4 和表 5 汇总了四家机构的关键实践比较。

表4：欧洲典型养老金 ESG 实践比较

机构	规模及数据时点	核心策略	第三方评级
NBIM	21.27 万亿挪威克朗（2025 年末）	观察-排除-撤资机制＋气候对话/期望分数/投票	—
ABP	5330 亿欧元（2025 年末）	化石燃料排除＋气候转型投资	Shift Action A-
ATP	约 9280 亿丹麦克朗（2021 年）	绿色投资＋股东参与（不撤资路线）	—
FRR	207 亿欧元（2025 年末）	委外为主＋碳足迹管理（100%委托合同附脱碳目标）	—

资料来源：NBIM、ABP、ATP、FRR，国信证券经济研究所整理

表5：欧洲典型养老金 ESG 实践比较（续）

机构	气候目标	最新进展
NBIM	无组合净零承诺	《2025 气候行动计划》收官（科学净零目标公司覆盖融资排放 76%、设定净零目标公司占比 34%）；2025 年剔除 10 家、观察 3 家；伦理框架审查节点（2026-10 委员会报告，建议削弱伦理委员会独立性）
ABP	2030 年绝对 GHG 较 2019 年降 50%	300 亿欧元气候转型投资＋100 亿欧元自然与生物多样性投资（2030 年前）；2025 年回报-1.6%
ATP	2050 年碳中和、2030 年减排 70%	绿投目标 2025 年前 1000 亿克朗、2030 年前 2000 亿克朗
FRR	2019-2025 年碳足迹降 40%、2029 年末较 2019 年降 60%	股票/债券组合碳足迹分别-50%/-26%；2025 年回报+9.1%

资料来源：NBIM、ABP、ATP、FRR，国信证券经济研究所整理

四、东亚养老金 ESG 投资实践

东亚呈“制度先行与渐进追赶”格局，日本 GPIF 以被动跟踪 ESG 指数构建指数化整合范式，2025 年起转向“最适化”重构，韩国 NPS 从法律选择性条款走到投票权外包试点，两地经验对我国最具直接参照价值。

（一）日本 GPIF 的 ESG 投资实践

1、GPIF 的 ESG 投资历程

日本政府养老投资基金（Government Pension Investment Fund，GPIF）是全球规模最大的公共养老金之一，其 ESG 历程可分三个阶段：起步期（2015-2017 年）由签署 PRI 起步，并以 2017 年《尽责管理原则》把要求导入委外链条；扩容期（2018-2024 年）以 ESG 指数逐批选定为特征，指数数量扩至 9 只；“最适化”重构期（2025-2026 年）以首份《可持续投资方针》为起点，从扩大规模转向规模与收益的再验证。关键事件见表 6。

表6：日本 GPIF 的 ESG 投资历史

日期	事件	主要内容
2015	公布投资原则	对投资的资产类别、地区、时间范围采取分散化、多样化策略，以更稳定有效的方式获取投资回报
2015 年 9 月	签署负责任投资原则（PRI）	每年向 UN PRI 报告 ESG 投资活动开展情况
2016	设立全球资产所有者论坛	为全球资产所有者相互交换意见和观点提供平台
2016	加入英国 30% Club 及美国 Thirty Percent Coalition	要求被投上市公司董事会女性比例达到 30%，以此实现多样性目标
2017 年 6 月	制定《尽责管理原则》《代理投票原则》，部分修订投资原则	将尽责管理要求导入委外链条（以股票投资为起点）
2017 年 7 月	首次选定 3 只 ESG 指数并跟踪投资	初始投资约 1 万亿日元，约占日本股票投资组合的 3%
2017	联合世界银行集团发表固定收益领域 ESG 整合研究	促进固收投资纳入 ESG 因素，为外部资管提供投资绿色、社会和可持续发展债券的机会
2018	委托 Nissay 资产管理研究 ESG 信息披露	研究可持续投资和高效的 ESG 信息披露方法
2018	根据 UN PRI 框架和外部顾问意见修订另类资管评估标准	选择外部资管时审查其 ESG 计划，并于委外后进行监督
2018 年 9 月	新选定 2 只全球环境股票指数	以这些指数为基准投资约 1.2 万亿日元国内外资产
2018	签署 TCFD	要求企业披露气候相关信息
2019	成立 SDG 促进小组和多样性与包容性促进小组	尊重每个人的个性、才能、能力、观点、福祉与隐私
2019	引入 Index Posting System	可随时获取各指数公司的指数，提高信息搜集与投资效率
2019	制定 ESG 因素评估标准并开始全面评估	评估存量外部资管，并用于新外部资管的遴选
2019	与 10 家多边开发银行和 3 家政府金融机构结成合作伙伴关系	构建固收 ESG 投资合作平台
2020 年 2 月	修订《尽责管理原则》；发布《ESG 指数筛选指南》	原则覆盖所有资产类别；ESG 指数遴选标准化
2020	新增 MSCI ACWI ESG Universal 等指数	ESG 指数池扩容（12 月新增投资 MSCI ACWI ESG Universal、Morningstar 性别多样性指数）
2021-2023	新 ESG 指数陆续入选	FTSE Blossom Japan Sector Relative、MSCI Nihonkabu ESG Select Leaders 等，扩容至 9 只（截至 2025 年 3 月末）
2024	接受 Asset Owner Principles	为 2025 年制定《可持续投资方针》奠定原则基础
2025 年 3 月	发布史上首份《可持续投资方针》	提出 ESG 整合、对话·投票权行使、ESG 指数·ESG 基金投资、impact 考虑投资、可持续性风险分析、协作六项举措
2025 年 7 月	同步启动新 ESG 指数与 ESG 基金募集	原则上要求设定 ESG 要素 KPI；指数走 index posting、基金走 manager entry 通道
2025 年 12 月	《尽责管理原则》随日本版尽责管理准则（Stewardship Code）第三次修订同步修订	强化受益所有权透明度与协同对话
2025 财年末	ESG 指数运用资产约 12.4 万亿日元（占股票 8.5%）	“最适化”重构阶段收官，较 2024 财年末 18.2 万亿日元峰值显著缩减

资料来源：GPIF 官网，国信证券经济研究所整理

2、GPIF 的投资管理结构

GPIF 的 ESG 职责分置于三个部门（见表 7），但真正决定其 ESG 作用方式的是两项运作特征，委外投资与被动投资，ESG 要求只能经委外链条和指数编制两条渠道传导。委外投资方面，GPIF 超九成资产委外运作，门槛为外部资管总 AUM 不低于 1000 亿日元、产品 AUM 不低于 300 亿日元、管理年限不低于 5 年；ESG 约束落在管理人的遴选与评估上，2018 年修订另类资管评估标准，要求审查外部资管的 ESG 计划并在投后监督，2019 年制定 ESG 因素评估标准并对存量资管全面评估。被动投资方面，被动投资占比超八成，成分股由指数公司按公开数据筛选，GPIF 能施加影响的方式只有选择什么指数、提出什么编制要求。两条渠道合起来，构成“不选股、选管理人与指数”的 ESG 实践形态。

表7：日本 GPIF 的 ESG 投资管理结构

部门	主要职责	具体事务
投资策略部	制定投资策略，包括再平衡策略和投资方法等	制定 ESG 投资策略，如选择 ESG 指数，研究 ESG 投资和其他新的投资方法，协调跨资产的业务运营，准备 ESG 报告
公开市场投资部	选择和评估股权、固定收益等外部资产管理公司	公开市场投资：检查 ESG 整合情况作为外部资管评估过程的一部分；管理与 ESG：评估外部资管的 ESG 和其他管理活动
私募市场投资部	选择和评估另类资产等的外部资产管理者	将 ESG 因素纳入到对另类资产外部资管的选择和评估中

资料来源：GPIF 官网，国信证券经济研究所整理

3、GPIF 的 ESG 指数投资

GPIF 的指数化整合首先体现在 ESG 指数的遴选与运用标准上。遴选时考量六项因

素，分别是指数市场表现、编制方法、ESG 评价体系、指数公司组织结构、授权费用、多样性。在指数运用上，GPIF 秉承三项原则：一是要求指数公司仅利用公开数据主动筛选成分股，并公开股票选择与指数编制标准，以促使企业进行更详尽的 ESG 信息披露；二是所选 ESG 指数应能推动全市场披露改善；三是成分股选择流程须严格防范指数公司与成分股公司之间的利益输送。这一“以指数编制标准撬动披露”的机制，正是“指数化整合”的操作内核。在这一标准下入选的九只指数及其初始投资时点与投资额见表 8。

表8：日本 GPIF 跟踪的 ESG 指数及资产规模

指数名称	类型	市场	初始投资时点	初始投资额
FTSE Blossom Japan Index	综合	国内	2017 年 7 月	约 1 万亿日元（3 只合计）
MSCI Japan ESG Select Leaders Index	综合	国内	2017 年 7 月	
MSCI Japan Empowering Women Index (WIN)	主题（性别）	国内	2017 年 7 月	
S&P/JPX Carbon Efficient Index	主题（碳效率）	国内	2018 年 9 月	约 1.2 万亿日元(2 只合计)
S&P Global Ex-Japan LargeMidCap Carbon Efficient Index	主题（碳效率）	外国	2018 年 9 月	
MSCI ACWI ESG Universal Index	综合	外国	2020 年 12 月	1 万亿日元
Morningstar Developed Markets ex-Japan Gender Diversity Index	主题（性别）	外国	2020 年 12 月	3000 亿日元
FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	综合	国内	2022 年 3 月	7600 亿日元
MSCI Nihonkabu ESG Select Leaders Index	综合	国内	2023 年	—

资料来源：GPIF 官网，国信证券经济研究所整理

（二）韩国 NPS 的 ESG 投资实践

1、NPS 的 ESG 制度演进

NPS 的 ESG 制度历程可分准备期、实践期与新阶段三段，三条线索贯穿始终：立法先行但为机构留有裁量余地，评估与信息基础设施优先于投资操作本身，执行机制的改革相对后置。这一顺序与 GPIF“准则先行、指数起步”的路径同属渐进型，但起点工具不同，GPIF 的主要工具是外部准则与指数，NPS 的核心手段是本国法条与内部评估。

（1）准备期（2009-2016 年）

2009 年 NPS 签署 PRI；2015 年《国民年金公团法》修正案要求国民年金公团考虑 ESG 并披露纳入程度；2016 年《国民年金法》第 102 条修订在基金运用层面写入“可考虑环境·社会·治理要素”的选择性条款，基金运用指示书（IPS）同步修订，以打通传导通道。这里的关键在于条款性质，第 102 条为“可考虑”而非“须考虑”，不构成义务性约束，该措辞至 2026 年 8 月修法仍未改动，国会另有提案拟改为“应当考虑”。与欧盟 IORP II 把 ESG 内嵌于审慎管理义务的“硬法”相比，约束力明显更弱。

（2）实践期（2017 年前后起）

NPS 将责任投资分为 ESG 整合、筛选、参与与投票四类，由基金管理委员会确定。执行遵循“先自营后委外、先本土后海外”的顺序，ESG 整合先用于自营国内股票，2021 年 6 月修订《ESG 整合指南》后纳入自营国内公司债，2022 年起扩展至委外与海外债券。负面筛选自 2019 年 11 月启动必要性审议，2021 年 5 月宣布覆盖煤炭开采与燃煤发电行业，2022 年 4 月完成委托研究，其后由保健福祉部牵头制定分阶段行动计划。适用责任投资策略的资产由 2021 年 130.2 万亿韩元(13.7%)升至 2023 年 587.2 万亿韩元（56.7%）。

（3）新阶段（2025-2026 年）

NPS 的规模端已跻身全球仅有的数家“万亿美元级”公共养老金之列，披露端持续发布可持续经营报告。制度端出现 2016 年以来最重要的上移：2026 年 8 月 20 日国会通过《国民年金法》修正案，将负责任投资原则的适用范围由上市股债扩至替代投资（私募、房地产、基础设施），并要求运用指针明示 E、S、G 各项的考量标准与方法。执行端的标志性动作，是 2026 年 2-3 月起由保健福祉部主导推进的投票权外包改革试点。至此，准备期建制度、实践期扩范围、新阶段补执行的三段轨迹完整，制度供给先行、执行工具渐次补位。

2、NPS 的 ESG 议案支持率及其反思

制度先行的成色最终要由执行数据检验。按韩国经济改革研究所（ERRI）2025 年 9 月的投票权行使分析，气候类股东提案支持率上 NPS 仅为 39.8%，显著低于荷兰 ABP 的 92.6%、瑞典 AP1 的 83.3%与美国 CalPERS 的 67.8%；ESG 股东提案总体支持率 49.8%，在纳入对比的 7 家国际养老金中列第 6，该研究并呼吁 NPS 引入正式的 ESG 尽责管理政策。

差距的根源在第 102 条的选择性措辞，该条款没有为投票行为设定纪律约束，ESG 行使实质上交由机构裁量；NPS 作为单一公共养老金，投票行为还受国内政治语境约束。支持率数据揭示的不是理念落后，而是“软法条款与执行自持”下激励与问责的双重缺位。这一缺位在 2026 年由两端回应，一端是 8 月修法，扩大义务覆盖面；另一端是投票权外包试点，改革执行机制。但修法扩大的是范围而非措辞强度，对投票行为的硬约束仍未建立，这也解释了改革重心为何落在投票权行使，而非第 102 条措辞本身。

3、NPS 的 ESG 投资新动向

2026 年 2-3 月起，NPS 在保健福祉部主导下推进一项结构性改革，将部分国内股票的投票权移交外部管理人。据 2026 年 3 月报道，该改革处于“推进中/试点设计阶段”。方案要点有三。一是规模，最多约 130 万亿韩元，国内股票的投票权拟委托外部管理人。二是路径，政府主张试点先行，向纳入 ESG 因素的基金转移投票权；试点对象为 27 家委外机构中运营 ESG“责任投资”委托的 8 家，实际参与者另行遴选，分阶段推进而非一步到位。三是激励，NPS 拟将投票权行使积极度纳入外部管理人遴选评估。

（三）本章小结

综合 GPIF 与 NPS 的实践，东亚两大公共养老金的 ESG 路径呈现出区别于北美（法律与政治风险驱动）与欧洲（监管披露驱动）的模式特征，可归纳为三条共性。

一是监管与机构自上而下推动。日本的 ESG 发展由制度与机构双轮驱动，金融厅（FSA）2014/2015 年引入受托责任准则与公司治理准则，GPIF 自 2015 年起推进 ESG 策略改革（前首席投资官水野弘道推动）。韩国则由立法与行政部门接力推动：2015 年《国民年金公团法》修正案、2016 年《国民年金法》第 102 条，再到保健福祉部主导的投票权外包试点。两国细节不同，但推动方向均为“自上而下”，与北美由机构自发承诺与州立法博弈形成的环境迥异。

二是渐进试点先行。GPIF 的路径是 2017 年以 3 只、约 1 万亿日元起步，其后指数池扩容至 9 只、2024 财年末达 18.2 万亿日元峰值，2025 财年末经“最适化”重构降至约 12.4 万亿日元；NPS 的路径是从法律条款、评估体系到投票权外包试点，负面筛选自 2019 年 11 月启动审议、2021 年 5 月宣布，直至 2023 年才转入分阶段方案制定。两者均先以小规模、可回退的工具试点验证可行性，再决定扩展或收缩，GPIF 的“最适化”与 NPS 的“分阶段推进”表明，渐进路径内含纠错

机制，扩张与收缩都是制度演进的正常环节。

三是工具落在参与而非撤资。GPIF 不逐股筛选、不撤资，以指数编制标准与建设性对话施加影响；NPS 的负面筛选长期限于煤炭议题，推进节奏缓慢，重心同样放在投票权行使与股东对话，2026 年更以投票权外包试点补执行短板。两国均未采用欧洲式的清单化排除路径，ESG 影响主要通过参与而非退出实现。

五、对我国的经验借鉴

海外养老金 ESG 的投资实践提供了三组对照：北美以承诺的法律成本与政治博弈决定进退，欧洲以监管制度为底座、以清单化排除为抓手，东亚则以制度先行、工具渐次补位的方式渐进推进。我国的起点与三者都不同：养老金投资中的 ESG 安排仍处建设起步阶段，制度演进素来遵循“先立法授权、再制度建设、后试点推广”的顺序。据此，本报告按策略、委外、指标、制度四个维度，提出适配我国养老金体系的建设路径。

（一）策略选择

1、以 ESG 整合为主

海外机制证据集中于三点。一是主导策略的证据，海外养老金的主导策略并非负面筛选而是 ESG 整合；GSIA 策略口径的演变支持同一排序，全球最大 ESG 策略由 2018 年的负面筛选转为 2020 年的 ESG 整合，2022 年因统计口径调整转为以企业参与/股东行动为最大策略，整合与参与始终是主导形态，负面筛选的位置趋势性后移。二是整合的技术载体，GPIF 以被动投资占比超八成的资产结构确立“指数化整合”范式，不逐股筛选、不撤资，通过指数编制标准推动全市场 ESG 披露与改善；其 ESG 指数运用资产经“最适化”重构缩减约三成，收缩的是配置规模而非方法，GPIF 在复核指数规模与收益的匹配后压低配置，并另设风险调整工具对冲偏离，指数化整合的机制本身得以延续。三是指数投资推动实体改善的直接佐证，GPIF 所投 WIN 指数的 6 年追踪（2017-2022 年）显示成分公司女性员工比例由 17.0%升至 22.0%、董事会女性比例由 10.0%升至 12.5%；CalSTRS 则以公开股权按低碳目标指数内部管理带来组合减排约 20%，显示指数载体在主动与内部管理形态下同样可用。

我国适配性方面，GPIF 证明“以指数编制标准撬动全市场披露改善”在被动投资占主导的机构中可行且有效，该机制对 A 股指数体系的适配性显著高于逐股主动筛选路径。我国公共养老金与全国社保基金作为体量最大、最长期的机构投资者，其行为经由委外管理链条对市场产生系统性影响。据此，建议依托境内指数体系扩大 ESG 指数化配置，以指数编制标准推动 A 股公司披露改善，并参照 GPIF“最适化”经验建立规模-收益的定期再验证机制，防止为规模而规模。承诺形式上可同步参照 CalPERS“投资额承诺”，将可持续叙事锚定在可验证的投资额与强度指标而非远期结果承诺。

2、发展股东参与

亚洲的日本市场明显偏好企业参与和股东行动策略，这一策略也可能更适合同处亚洲的中国市场。其机制基础在于，相比撤资、禁投，养老金更偏好、也有能力与投资标的合作，通过所有权行使助力价值创造，禁投与撤资仅是行使所有权的补充措施。海外对话体系的规模与质量提供了可参照的技术形态，例如 NBIM 2025 年对 428 家公司开展气候对话、覆盖融资排放的 44%，全年行使投票权覆盖 108325 项决议、10873 次会议；GPFG 2020 年实施 11871 次股东大会表决、覆盖组合的

98%，并与 1209 家公司开展 2877 次会议。

反向证据也同样重要。NPS 的 ESG 议案支持率仅 49.8%、气候类提案支持率为 39.8%，系统性落后于 ABP（92.6%）、AP1（83.3%）、CalPERS（67.8%）。股东参与若无对话与投票的制度化支撑，“偏好机构沟通”的亚洲禀赋并不会自动转化为参与质量。据此，建议将股东沟通与投票指引写入委外合同，可参照 GPIF“建设性对话”的委外执行数据，2025 年国内股委外管理人对 1039 家被投公司实施对话，占组合公司数的 58%、组合市值的 97%；对话对象遴选与成效评估依托指标标尺可参照 NBIM 期望分数用法；对话在序位上优先于撤资，“一撤了之”不作为参与成效不佳时的默认出路。

3、审慎负面筛选

负面筛选的审慎性由三重证据支撑。一是国情约束。我国能源消费仍以煤炭、石油等化石能源为主，资源禀赋不同于欧美市场，现阶段不能完全使用欧美对化石能源相关行业的完全剔除策略。二是机会成本可量化。NBIM 产品类剔除累计拖累股票基准收益约 3.51 个百分点，行为类剔除累计贡献约 1.10 个百分点；GPFG 口径下 2006-2020 年负面筛选的年化成本约-0.01%，行业类为-0.03%、行为类为+0.02%。成本总体虽小，但产品类方向为负，且随清单扩张递增。三是制度成本审查。即便是运行最成熟的排除机制也须在政治周期与受托绩效的双重约束下证明存续价值，NBIM 伦理框架正处“审查-可能改革”节点，Gjedrem 委员会 2026 年 10 月 15 日报告建议提高排除门槛，削弱伦理委员会独立性。

据此，建议负面清单限定于国际共识类目（特定武器、烟草等），化石能源与酒精类行业不作整体剔除；条件成熟时可参照 NBIM“产品类/行为类”双清单结构，将行为类风险（严重腐败、严重违反人权）与产品类伦理分开定价，行为类剔除在 NBIM 口径下为正贡献，风险定价渠道有效而伦理成本可控；任何清单扩张前须作收益影响测算，NBIM 与 GPFG 均已提供可复制的量化先例。

（二）委外机制

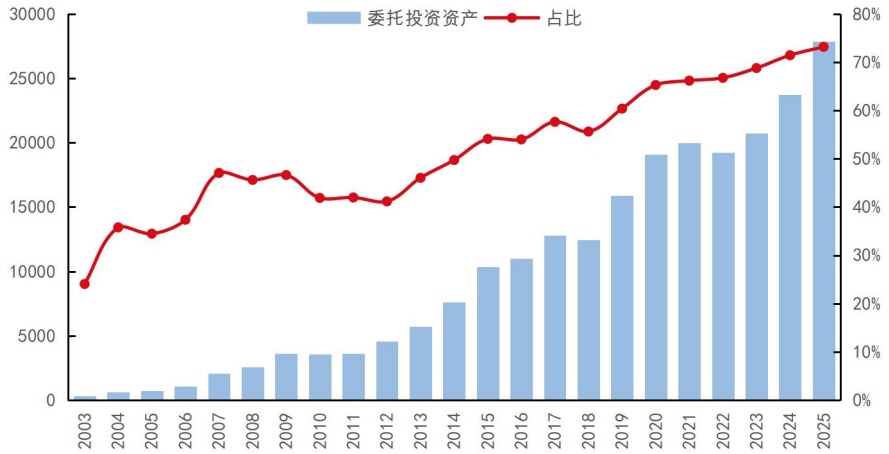
1、我国现状与海外制度设计

我国社保基金的委托投资占比持续上升，已由 2003 年的 24%升至 2024 年的 73%，ESG 要求因而主要经由委外链条传导。这一结构与 GPIF 委外比例超九成高度可比，治理焦点因而是外部管理人的 ESG 投资能力，而非标的本身。行业统计也表明这不是个别路径。GRIT 2025 显示 91%的资产所有者已将部分投资外包，委外考核已是资产所有者的群体实践。

GPIF 的委外 ESG 考核制度最为完整，可拆为四层。一是入口层。委外筛选实行三轮程序，覆盖九大维度，分别是投资政策、投资过程含 ESG 整合、组织人力、内控、股权与另类资产治理活动、行政、信息安全、信息提供、投资管理费；《尽责管理原则》第 4 项“投资中的 ESG 考虑”明文规定“运用受托机构须签署 PRI 并积极参与 ESG 各类倡议”，PRI 签署由此嵌入委外合同约束，成为 ESG 要求传导至管理人链条的核心条款。二是过程层。自 2019 年起 ESG 整合被纳入股票与债券的综合运用评估，评估要点包括 ESG 方针、数据收集与重要性分析、对投资判断的活用，ESG 整合的定义基于 PRI 框架；评分体系上，被动投资的评分中投资策略、流程、组织与人力占 70%，管理活动占 30%，与主动投资明显不同。三是激励层。2018 年 4 月起绩效费当年支付 45%，其余 55%递延至下一年支付，2021-2023 财年平均投资费率约 0.02%、最高不超过 0.04%；同时以 ESG 打分纳入委外决策、改变薪酬激励并支付 ESG 管理服务费、将付费结构与超额收益挂钩，不能创造超额收益的主动管理经理费用仅与被动基本费持平，委外合作关系一般超过 5 年。

四是演进层。2026 财年起引入基于“期待”（expectations）的委外评估制度，考察投资与尽责管理的整合度、对话质量与沟通有效性，考核重心由“是否整合 ESG”走向“整合得多好”。

图1：全国社保基金委托投资资产及其占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；单位：亿元

NPS 样本则把委外考核延伸至投票权行为，投票权行使积极度拟纳入管理人遴选评估，最多约 130 万亿韩元国内股票投票权拟移交外部管理人，试点对象为 27 家委外机构中 8 家、分阶段推进。其动因是全权委托下投票权仍由 NPS 保留，执行纪律不足，成效尚待试点检验。FRR 则提供了合同条款式传导的欧洲样本，100%的委托投资合同附带脱碳目标。

2、具体建议

一是 ESG 打分选聘。将 ESG 整合能力写入委外遴选评分体系，参照 GPIF 九大维度与被动投资“70%与 30%”的权重结构，并将 PRI 签署与 ESG 倡议参与作为原则性条款写入委外合同，可参照 GPIF《尽责管理原则》第 4 项的条文技术。二是薪酬与费率激励。试点绩效费递延与 ESG 管理服务费，将管理人费率同长期绩效及 ESG 表现挂钩，可参照 GPIF 的付费结构设计，超额收益与费用挂钩、无超额则费率向被动基本费看齐。三是长期考核机制。以数年滚动考核替代年度排名，考核重心循 GPIF 演进路径由“是否整合 ESG”走向“整合得多好”；委外合作关系的稳定性本身即是长期考核的一部分。四是投票权安排。投票权行使积极度可先行纳入管理人评估指标；是否将投票权外包予管理人则宜取 NPS 启示，先试点后推广、明确法律授权，试点对象可从 ESG 责任投资类委托起步。

（三）指标本土化

1、指标体系的构建技术

指标体系是 ESG 整合落地的信息基础设施，海外样本提供三类可参照的构建技术。一是自建本土化评级。NPS 附加评级涵盖 E、S、G 三支柱的 14 个主题、61 个指标，评级对象不限于投资标的，覆盖 KOSPI 与 KOSDAQ 150 指数的全部上市公司、持股比例大于 5%的 KOSDAQ 上市公司、国内公司债发行人等；其主题设计高度本土，信息保护、生产安全、公平贸易、人力资源管理等均按本国监管与市场议题重写，证明“评级主题可以本土化”，且以评级杠杆撬动全市场披露改善。二是期望分

数。NBIM 以气候期望分数作为对话对象与撤资候选的遴选、对话成效评估的标尺，证明指标可嵌入尽责管理流程而非游离于投资之外。三是披露率评分。ATP 以 0-9 分模型为组合内公司与管理人的 ESG 信息披露率评分，暴露“传统股债组合中 30%的公司未披露碳排放数据、97%的管理人未披露”的短板，证明指标体系须与披露制度互为前提。碳核算方法论则为 E 维度指标提供技术底座，统一公式“归因碳排放＝归因因子×企业与资产碳排放”等为可复制范式。

2、适配清单与具体建议

在整体借鉴海外评价体系的基础上，需根据国情对某些指标进行差异化改进。环境领域，海外的自然资源、污染、气候变化等维度大多适用于我国，可结合国情调整因子比重、更加重视能耗与污染物排放；社会责任领域，海外成熟市场更强调企业经营的外部性和人权，我国可在人力资本、数据安全、产品责任等维度借鉴之余，增加对扶贫、灾害救助、普惠金融等考察维度；公司治理领域，除关注董事会、薪酬、腐败、税收透明等海外通常考察因素外，可增加对中小股东的利益保护、强化信息披露、国有资产保值增值（针对国企）等特殊考察指标。

上述清单与海外机制证据的对应关系清晰。E 维度的能耗与排放指标对应 GPIF 碳核算“与基准组合对比”的技术路线与碳核算四原则；S 维度的本土议题对应 NPS“主题按本国议题重写”的先例；G 维度的中小股东保护与信息披露，对应 NBIM 以披露为对话前提、GPIF“优秀可持续披露”评选以披露质量为评价对象的做法，G 维度改良与我国以信息披露为抓手的监管取向天然同构。据此建议：（1）以本土化评级（或与本土评级机构合作）覆盖养老金组合公司，主题设计对标我国监管披露口径与国情议题；（2）指标结果用于两类场景，即委外管理人的 ESG 评估底座与股东对话的遴选标尺；（3）指标体系与我国上市公司可持续披露制度的演进同步迭代，避免指标超前于数据可得性，ATP 披露率评分所示的“倒数指标”即为可得性短板的预警工具。

（四）制度选项

1、义务强度

各国养老金 ESG 的制度安排在“鼓励”与“要求”之间形成一条强度梯度。一端是南非与欧盟把 ESG 写入受托责任，另一端是墨西哥的监管鼓励。这一梯度是讨论我国制度选项时的参照系，韩国为选择性条款，日本为主管部门的行政性目标文件，二者均未设定强制性义务；欧盟为审慎人原则下的技术性要求，荷兰则是养老体系改革的过渡期设计而非 ESG 专项立法，其价值在节奏而非强度。

最易低成本试行的是韩国。2016 年《国民年金法》第 102 条以选择性条款写入 ESG 考量，并以基金运用指示书（IPS）同步修订，使法条原则获得传导至投资流程的通道；但选择性条款不构成义务性约束，NPS 支持率的执行差距即是“软法条款与执行自持”下激励与问责双重缺位的结果。处在中间的是日本的行政性通道。厚生劳动省第 5 期中期目标（2025-2029 年度）首次要求 GPIF 制定可持续投资方针并检讨影响力投资，GPIF 据此于 2025 年 3 月 31 日发布首份《可持续投资方针》，以目标文件而非修法推动机构行动，成本低于立法，约束力强于鼓励。方向上的标杆是欧盟。IORP II 将 ESG 内嵌于审慎人原则的技术性要求，2020 年已覆盖约 12.5 万家职业退休服务机构、约 2.5 万亿欧元资产，2025 年 11 月的修订提案进一步统一两套立法的口径，显示框架在演进中锁定而非逆转。节奏管理则看荷兰。《未来养老金法》（Wtp）2023 年 7 月 1 日生效、2028 年 1 月 1 日为最终转换截止，ABP 定于 2027 年 1 月 1 日切换，转型计划已于 2026 年 7 月 10 日获荷兰央行批准；四年半的法定过渡期加基金分批切换说明结构性变革须以长过渡期消化摩

擦，而转轨全程 ABP 的气候目标与转型投资承诺保持连续，显示 ESG 安排在制度变革中具备黏性。

2、具体建议

从公开制度来看，我国养老金投资政策的 ESG 安排仍处起步阶段，且呈“条文未写、理念先行”的特征。社保基金方面的条例与办法均未写入 ESG 条款，基本养老保险基金方面的办法也未设 ESG 要求。不过理念层面则先行一步，社保基金会历年年度报告沿用“长期投资、价值投资、责任投资”的表述，2025 年度报告提出加强可持续投资相关研究、推动可持续理念融入投资实践，并鼓励和引导委托管理人积极践行可持续投资；这一点尤为关键，因为委托投资资产占基金资产总额约七成，理念的传导只能经由委外链条实现。可见我国社保基金体系改革素来遵循“先立法授权、再制度建设、后试点推广”的渐进过程，与东亚从法律修订、评估与披露体系到试点推广的路径同构，制度经验迁移的摩擦成本低于北美自发演进模式。

据此建议分三步。短期以韩国第 102 条为最低成本起点，在养老金投资政策中写入“可考虑 ESG 要素”式选择性条款，并同步修订投资政策申明与委托投资指引等操作规范，可参照 IPS 的技术功能，使条款具备传导通道；汲取韩国教训，条款须与前述委外考核建议同步推出，避免“软法条款与执行自持”的激励缺位。中期将 ESG 整合要求由“可考虑”升格为委外合同与考核的标准化要求，并以试点验证，东亚经验支持这一渐进次序，也为后续扩张留出回退空间；同时可参照日本“中期目标-机构方针”的行政性通道，由主管部门以目标文件先行要求机构制定 ESG 投资方针。远期则是条件成熟时，参照欧盟 IORP II，将 ESG 要素嵌入审慎人原则与风险管理体系，使 ESG 成为受托责任的执行问题而非机构自选项；变革节奏参照荷兰设定充分过渡期与分批安排。

（五）本章小结

上述建议在落点上各有侧重。策略维度以 ESG 整合为主、以指数编制标准撬动披露改善，股东参与优先于撤资，负面筛选限于共识类目并作成本测算；委外维度以 ESG 打分选聘、费率薪酬激励与长期考核将 ESG 要求传导至管理人链条，投票权安排试点先行；指标维度按 E/S/G 三维作本土化适配，并与披露制度同步迭代；制度维度循从选择性条款、准义务性标准化到审慎人原则式嵌入的渐进梯度推进，并以长过渡期分批实施。建议汇总见表 9。

表9：对我国养老金 ESG 投资的政策建议汇总

维度	核心建议	分阶段行动	海外参照案例
策略	以 ESG 整合为主，发展股东参与，审慎负面筛选	扩大 ESG 指数化配置、以指数编制标准推动披露改善并定期再验证；将股东沟通与投票指引写入委外合同；负面清单限于国际共识类目并作成本评估	GPIF：指数化整合与“最适化”再验证；NBIM：气候对话与投票行使；GPFG：负面筛选成本量化（约 -0.01%/年，2006-2020 年）
委外	ESG 打分选聘与长期考核挂钩	委外遴选加入 ESG 整合评估维度；试点绩效费递延与 ESG 管理服务费；将投票权行使积极度纳入管理人评估，投票权外包先试点后推广	GPIF：委外评估四层设计；NPS：投票权外包试点（“推进中/试点设计阶段”）；FRR：100%委托投资合同附脱碳目标
指标	E/S/G 三维本土化适配	E 维度加能耗、污染物排放；S 维度加扶贫、灾害救助、普惠金融；G 维度加中小股东保护、信息披露、国资保值增值；指标与披露制度同步迭代	NPS：附加评级 14 主题 61 指标；NBIM：期望分数嵌入对话流程；ATP：披露率评分
制度	在养老金投资政策中渐进嵌入 ESG 原则	短期写入“可考虑”式选择性条款并修订操作规范；中期委外合同与考核标准化、试点先行（辅以“中期目标-机构方针”行政通道）；远期审慎人原则式嵌入并设长过渡期	韩国：第 102 条选择性条款与 IPS 通道；日本：中期目标-机构方针；欧盟：IORP II 审慎人原则；荷兰：Wtp 长过渡期与分批切换

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

上述建议共同贯穿同一逻辑，即把每一维度都落到可评估、可考核、可验证的执行构件上：策略落到指数与对话、委外落到评分与费率、指标落到评级与分数、

制度落到条款与过渡期。在“条文未写、理念先行”的起点上，这条路径的实质是把 ESG 做成受托责任的执行问题而非表态问题，也是海外经验对我国最有价值的镜鉴。

风险提示

海外市场风险波动，政策效果不及预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032