

资产所有者 策略指南：

如何制定投资策略

六大原则

原则序言

作为机构投资者，我们将受益人长期最优利益追求视为己任。作为受托方，我们认为环境、社会和治理（ESG）问题会影响投资组合的业绩表现（受影响程度因企业、行业、地区、资产类别和时间等因素而异）。同时，我们认为践行六大投资原则可以更好地实现更广阔的社会目标。因此，在符合受托责任的情况下，我们承诺如下原则：

- 1 将ESG问题纳入投资分析和投资决策。
- 2 积极主动地将ESG问题融入所有者政策和执行中。
- 3 寻求投资实体对ESG信息进行适当披露。
- 4 促进投资行业对六项原则的接受度和执行度。
- 5 通过合作提升六项原则实施的效能。
- 6 汇报六项原则实施的活动与进程。



PRI使命

我们认为，长期的价值创造需要一个经济高效、可持续的全球金融体系。该体系能反哺长期的负责任投资，并造福整个环境和社会。

PRI将致力于打造这一可持续的全球金融体系，鼓励各方采纳六项原则并协力付诸实施，推进良好治理、正直廉洁和问责机制，清理市场运作、体制结构和监管中存在的阻碍建立可持续金融体系的障碍。

PRI免责声明

本报告所载的信息仅供参考，不可作为投资、法律、税务或其他建议之用，也不可作为投资或做出其他决定的依据。提供本报告，并不表示作者和出版商提供法律、经济、投资或其他专业问题的建议。PRI对报告中可能引用的网站内容和信息来源不承担任何责任。这些网站的访问渠道或提供该信息的来源不代表PRI认可其中所载信息。除非明确说明，本报告中提出的观点、建议、发现、解释和结论均由此报告各供稿方提供，并不一定代表PRI或PRI签署方的观点。报告所载的公司实例不以任何方式得到PRI或PRI签署方对这些机构的许可。虽然我们致力确保本报告所载的信息来自可靠且最新的消息来源，但统计数据、法律、法规或条例经常变更的性质可能导致本报告所载的信息出现滞后、遗漏或不准确。对任何错误、遗漏，或根据本报告所载信息做出的任何决策或采取的任何行动，或该决策或行动引起或导致的任何损失或损害，PRI概不负责。本报告所载的所有信息以“按现状”方式提供，不以任何明示或暗示的形式保证其完整性、准确性、及时性或通过使用该信息获得的结果。

致谢

本文源自2016年资产所有者策略讨论文件。由PRI牵头，PRI签署方分享行业洞见，编写成文。投稿人和PRI为本文提出了建议，但并不代表每个PRI签署方观点。PRI感谢所有投稿人为本文提出的宝贵建议，特别是：

- Yvonne Bakkum女士，FMO投资管理总经理
- Wouter Bosschaart先生，劳埃德（Delta Lloyd）资产管理可持续发展策略顾问
- Jaap van Dam先生，荷兰养老基金（PGGM）首席投资策略理事
- Perrine Dutronc女士，Inflection Point资本管理总经理
- Andrew Gray先生，澳洲养老基金（AustralianSuper）投资管理经理
- Gunnela Hahn女士，瑞典信义会社会责任投资（SRI）首席
- Emma Jane Joyce女士，爱尔兰策略投资基金（ISIF）策略与负责任投资高级经理
- Kees Koedijk先生，荷兰蒂尔堡大学提亚斯宁堡斯商学院博士教授
- Linda-Eling Lee女士，MSCI全球ESG研究主管兼总经理
- Katharine Preston女士，加拿大安省公务员工会养老金信托（OPSEU Pension Trust）负责任投资主管
- Alfred Slager先生，荷兰TIAS¹商业和社会学院博士/教授
- Mark Walker先生，联合利华全球首席投资官

此外，PRI还要感谢[PRI资产所有者咨询委员会](#)成员为编写本指南提出的建议。



十分感谢中国保险资产管理业协会和天利投资翻译此指南



¹ TIAS是隶属于荷兰蒂尔堡大学与安荷芬科技大学的商学院

目录

前言	5
执行摘要	7
简介：投资策略流程	10
步骤一：环境	14
步骤二：愿景和使命	16
步骤三：投资原则	18
步骤四：策略制定与选择	21
步骤五：执行（实施策略）	25

前言

长期负责任投资策略受业界认同

PRI发表了资产所有者投资策略讨论文件《制定投资策略》，但同时也表示，虽然很多资产所有者都承诺践行负责任投资，仍需开展更多工作，解决机构投资策略的可持续性问题的。

资产所有者要在投资策略上采取主动。随着全球宏观经济和政治经济持续释放复杂信号，资产所有者制定稳健周全的投资策略显得尤为关键。投资策略应将环境、社会和企业治理（ESG）问题纳入考虑，最大化长期投资业绩表现，更好地管控风险，达到受益人收益预期。

文件自出版以来，新的行业倡议不断涌现为ESG问题发声。比如，金融稳定委员会（FSB）成立气候相关财务信息披露工作组（TCFD）为资产所有者提供指导建议。TCFD旨在帮助公司和投资人了解并管理气候相关投资风险。

近日，全球最大的资产所有者日本政府养老投资基金（GPIF）宣布已将ESG纳入投资原则当中。GPIF作为行业领先机构采取这一举措，充分表明了ESG在创造价值和保持价值方面所具备的系统重要性。

除此之外，更长期负责任的投资方式在市场上的发展势头迅猛。跟踪ESG/SRI市场发展十多年后，负责任投资在过去18个月就像突然爆发一样，跃上各大金融版面头条，成为市场“主流”。

有了方向指引，一个健全的投资策略能够评估长期可持续性问题，预估全球大趋势如何改变未来投资环境。它不是几道勾选题，而是投资决策的根本基础，可以改善风险管理，并为当代和未来受益人实现最大回报。



Xander den Uyl
ABP受托人

为董事会成员和管理人员开拓投资策略思路

从过去几年的发展来看，将重大的ESG问题纳入投资策略、决策和积极所有权中并不违背受托责任，事实上，已成为投资者受托责任不可分割的一部分，这要求投资者以符合最终受益人的利益行事。负责任投资以及纳入ESG问题不是“华丽的外衣”，而应牢牢地融入资产所有者的投资策略中。

资产所有者处在投资链顶端，有能力向管理人和其它利益相关者传达ESG在解决系统性风险（如气候变化）的重要性。气候变化给投资组合带来一系列严峻的风险考验，随着《巴黎协定》步步推进，参与到投资组合中的公司的事务当中以了解他们向低碳转型的计划，对投资者而言至关重要。

金融稳定委员会（FSB）气候相关财务信息披露工作组（TCFD）去年6月宣布提出的建议为确保公司应对气候变化的透明度提供了框架。我们敦促所有投资者采纳这些建议。

鉴于其长期投资期限，资产所有者有条件利用ESG要素为受益人创造价值。为此，资产所有者制定明确的ESG投资目标，保证目标在机构内获得支持就显得尤为重要。虽然以ESG为重点的投资的进展不敌预期，但市场释放的讯号说明事物在朝着正确的方向发展。

与此同时，新的挑战应运而生。越来越多的受益人和社会大众期望投资者对“更广泛的社会目标”做出贡献，如之前原则序言提到的。2015年发布的联合国可持续发展目标(SDGs)为实现这些更广泛的社会目标提供了全球框架。投资策略不再仅限于将ESG纳入风险（R）和收益（R），还包括第三个“R”：资产所有者对可持续发展目标的实际影响（Real-world impact）的预期。



Kris Douma
PRI投资实践和参与主管

我们所处的时代令人振奋，要求资产所有者的策略专注于管理ESG风险，探寻可持续投资机会，以创造良好的财务回报，并为全球社会中的重大问题提供解决方案。希望本策略指南帮助资产所有者扬帆起航。

执行摘要

制定投资策略是资产所有者投资的第一步。资产所有者要全面考虑影响投资组合的长期趋势，资产运作如何尽到受托责任，以及如何以受益人和其它股东的利益为出发点尽可能高效地运作资产，据此制定清晰明确的投资策略。

投资方法有条不紊，这一点至关重要。常见的不足有：跳过步骤、缺乏共识/董事会支持、缺乏细节/灵活度、缺乏对策略执行的周全考虑。

一般来说，对资产内外部环境展开广泛调查是开始策略流程的第一步（步骤一）。基于调查结果确定机构的未来愿景和投资目标（步骤二），并列明一系列具体的投资原则（步骤三）。接着将策略缩窄到具体可执行的策略，策略性地配置资本（步骤四）。四个步骤一旦完成，投资策略就将转化为资产配置的实施方案。²

负责任投资的考虑因素必须成为核心投资策略的一部分，才能有效融入机构。

制定投资策略



沟通

负责任投资考虑因素必须成为核心投资策略过程的一部分，不可独立、并行考量。

² 有关执行阶段的详情，请见[其他PRI资源](#)。

发展中的行业： 投资策略面向未来

投资行业的发展方式多种多样，未来几年可能会有新的发展。资产团队能否从容应对各种变化，可以通过回答几个关键问题来衡量：

- 受托责任的范围是否超出严格地为利益相关者带来经济效益？
- 是否明确将积极的实际影响作为投资回报中首要目标的一部分？
- 是否参考ESG因素（风险和/或机遇）？
- 是否将ESG因素纳入投资分析？
- 是否积极参与所投资公司事务？

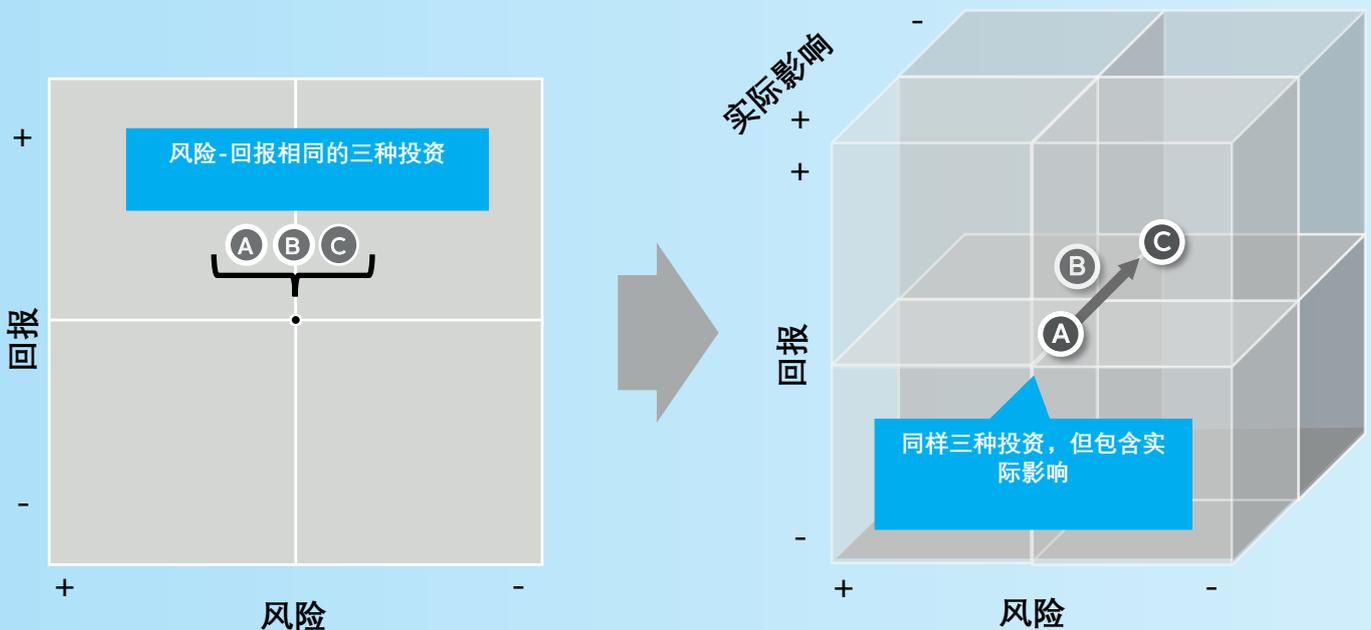
如果资产所有者对以上回答全部为肯定，那么这样的策略能经得住检验，能够应对瞬息万变的投资领域，但如果回答全部为否定，就给资产所有者警示的讯号，其策略适用期短暂，需要在具体环境发展的过程中重新评估。

实际影响（REAL-WORLD IMPACT）

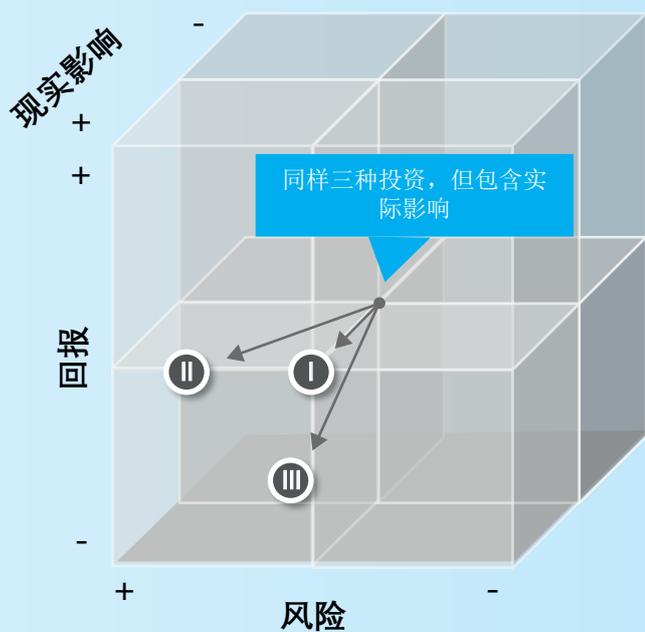
“受托责任的范围是否超出严格地为利益相关者带来经济效益？”和“是否明确将积极的实际影响作为投资回报中首要目标的一部分？”对两个问题回答持肯定态度的资产所有者，与正在新兴的观点达成了一致，即从传统的风险与回报的二维视角（基于当前对受托责任的解释，此视角已包含对所有重要的ESG因素的考量）扩展为三维，第三维立足于投资对自然和/或社会的实际影响。

这一转变之于21世纪发展的重要性不亚于20世纪在回报中加入对风险的考量。

图一：对考虑范围超出严格的财务利益的投资者而言，“实际影响”呈现出在二维视图中未能体现的投资优先顺序。



图二：将实际影响作为首要目标的投资者会将其优先考虑，即使承担潜在的风险和回报上的损失。



每个投资者将决定实际影响在其投资策略选择和投资决策中的权重。

受长期利益考量的驱动，越来越多的投资者按照联合国可持续发展目标构建实际影响的目标。

有关PRI可持续发展目标工作的更多信息，请见：
www.unpri.org/sdgs

简介：投资策略流程

制定投资策略是资产所有者投资的第一步。资产所有者要全面考虑影响投资组合的长期趋势，资产运作如何尽到受托责任，以及如何以受益人和其它股东的利益为出发点尽可能高效地运作资产，据此制定清晰明确的投资策略。

一般来说，对资产内外部环境展开广泛调查是开始策略流程的第一步（步骤一）。基于调查结果确定机构的未来愿景和投资目标（步骤二），并列明一系列具体的投资原则（步骤三）。接着将策略缩窄到具体可执行的策略，策略性地配置资本（步骤四）。四个步骤一旦完成，投资策略就将转化为资产配置的实施方案。³

正如任何变革一样，沟通很关键，整个过程中应向相关人员收集反馈、分享进度。

策略流程既是一门艺术，也是一门科学，务必使其适配具体的机构。虽然每一步都按顺序开展，但在整个过程中可能需要反复回到之前的步骤，因为随着新观点的出现，可能需要重新评估之前的结论。

负责任投资的考虑因素必须成为核心投资策略的一部分，才能有效融入机构。

制定投资策略



沟通

负责任投资考虑因素必须成为核心投资策略过程的一部分，不可独立、并行考量。

³ 有关执行阶段的详情，请见[其他PRI资源](#)。

主要参与者

制定投资策略需要多个参与者参与流程的不同节点。如果主要参与者（包括董事会内部）意见不合，策略流程会进一步拉长。在后续每个相关阶段都提供了关于角色和职责的更多详情。策略流程涉及的角色一般包括：

- **董事会：**董事会参与策略流程的所有阶段十分关键，这样能够确保投资策略适合机构，并且可以实施。董事会应积极参与全程，如与外部专家交流等。
- **CEO/CIO/CFO和直属下级：**高级别管理人员需要给予支持，并最终推动实施。
- **项目发起人/负责人：**应有一名高管负责策略流程：通常为投资部门的高级主管/高级副总裁，或策略部门主管。建立团队负责执行投资策略（改进）项目，团队负责人直接向项目发起人汇报。
- **投资委员会：**委员会应贯穿项目全程，给与反馈，尤其是对情景分析的反馈，参与度因具体机构而异。
- **专业投资人员：**对投资策略如何影响日常投资活动发表看法，需要参与买进操作（但过度务实的投资惯性不应主导策略流程）。
- **支持部门：**机构内需征询其意见的其它部门。
- **机构外利益相关人：**如果投资属间接管理，了解当前管理人执行未来投资指令的能力，会受益良多。

资源有限的资产所有者的投资方法

对于资源有限的机构，建议采用列出的步骤作为指导。团队应聚焦每步中与其机构最相关的方面，包括哪些内外部利益相关者应参与其中。在某些或所有治理活动外包（如外包的首席投资官、信托管理）的情况下，需明晰策略开展阶段不同事项的具体负责人。

时间

投资策略流程应至少安排在三次董事会会议日程中，通常来说至少用时九个月，具体时间长短取决于投资策略执行的前一阶段效果和当下可用资源。策略应受到监控，最佳的做法是每隔二至五年重新开启流程。

常见问题

需要注意的常见流程或思路误区，并从开始就应避免，如：

投资者	要点
流程问题	
没有经历前期步骤（环境、愿景和使命、原则）就直接跳到策略选择。可能导致只能在之前的投资策略基础上带来微小的改变。	检查、理解并清除完成所有步骤可能遇到的障碍，如机构惯性、变革阻力。
执行步骤不够稳健，或在情况需要时不愿重复前面的步骤。	为所有步骤提供正确的专业知识和资源（尤其是时间）。
董事会由于参与度不够或未解决的差异无法达成一致。对是否需要改变无法达成共识。对受益人或客户需求掌握不足。未采纳专业投资人员指导建议。	实施及时的反馈回路。
结果问题	
为了加快流程/降低难度，复制粘贴的方法不能充分制定策略。	明确机构的独特之处，并在开始每个步骤时强调。
制定出的策略过于宽泛，无法驱动改变，不能指明重点和成功实施的方法。	决定范围界定阶段的期望深度，并全程监控。
制定出的策略应对环境变化不够灵活，规定过于死板，限制了专业投资人员的执行。	增加可选性，例如对若干（外部）情景的潜在的应对，纳入专业投资人员的反馈，例如能力问题。
证据不足，理由不充分，造成实施过程中买进困难。	确保进行充分的财务和风险建模，对使用的输入信息有深度共识。进行适当的压力测试，包括环境和定量测试。注意，证据可能来源于传统的财务参考环境之外。
在没有考虑如何实施的情况下制定策略。	招纳充足的专业投资人员，询问策略的每个主要节点需要的具体实施方案。

沟通

沟通不足是策略审查或战略变革项目中的真正风险。沟通方案需要涵盖内部和外部沟通：全程与合适的人沟通进度、收集反馈。经验表明，沟通和信息收集的作用经常被低估。

尤其重要的是，要和包括受益人/客户、股东和外包资产管理人在内的外部利益相关者沟通。“负责任投资”这个话题可以成为与众利益相关者连接的强有力的工具。

沟通方案应灵活，能适应瞬息万变的环境。初始沟通方案要在过程开始时达成一致，之后每个步骤至少回顾一次，使之与所取得的进展和收集的反馈（例如专业投资人员的疑问，受益人或客户的关注点）保持一致。

思考话题

- 谁负责沟通流程？还有谁参与规划并执行沟通？
- 当前与内外部利益相关者沟通的渠道和流程是什么？
- 内部听众有哪些类别（例如董事会、执行团队、几组员工、工会）？
- 外部听众有哪些类别（例如受益人或客户、外部资产管理人、股东）？
- 在每个步骤中沟通计划的主要目标和关键主题是什么？
- 就每个听众而言：
 - 关键信息是什么？恰当的沟通频率和时间是什么？
 - 谁发送信息？
 - 使用哪些沟通渠道，目的是什么？
- 在此流程中早期应该进行什么类型的沟通？投资策略一经选择，应该沟通什么？
- 利益相关者很有可能担忧什么？如何解除此担忧？
- 如何收集有关沟通的反馈？从哪些团体收集？专注于哪类反馈？
- 其它……

步骤一：环境

对制定策略的内外部环境进行全面评估，为流程提供有力的共同出发点，并确保所有有关方（尤其是董事会和管理人员）之间的讨论有充分的事实依据，能取得成效。评估环境的短、中、长期变化，也同样重要。

不同类型的资产所有者——如固定福利计划（DB）、固定缴费计划（DC）、保险公司、基金、捐助等——因面临不同的债务（例如长期或短期债务）、监管环境、强制性偿付能力/覆盖率、资产负债管理等，所处的内外部环境差别很大。

思考话题

外部基本因素评估

思考这些系统变化（及其他变化）对投资组合的短、中、长期影响，预测利益相关者（例如受益人/客户、员工、竞争者、整个社会）对这些发展的反应，并且思考因投资类型不同（如资产类别、地域、行业等）而产生的不同影响。

社会趋势：

- 人口统计（例如老龄化、千禧世代）
- 透明度要求（例如劳动力、税收、腐败、可追溯）
- 消费者偏好（例如数码产品、可持续产品和服务（例如公平交易））
- 个人与社区（例如个性化与标准化、共享经济）
- 贫穷和不平等
- 食品安全
- 人权和劳动权利
- 多元化
- 其它……

科技趋势：

- 大数据
- 社交媒体
- 云计算
- 互联世界（例如移动网络、物联网）
- 网络安全
- 机器人（如工业机器人、自动驾驶汽车、无人驾驶飞机）
- 可再生能源技术
- 生物科学
- 人工智能
- 其它……

经济趋势：

- 国内生产总值和生产力（按国家、行业划分）
- 新兴市场崛起
- 资本流动
- 汇率
- 通货膨胀/紧缩
- 市场绩效/回报
- 市场波动
- 市场效率
- 市场风险和尾部风险
- 资产类别可用性
- 环境影响（例如资源稀缺）和市场上其它重要的ESG问题带来的金融与经济效应
- 其它……

环境趋势：

- 全球变暖和气候变化
- 资源稀缺和中断（能源、水、食品、土地）
- 森林滥伐
- 污染（空气、水、土地）
- 生物多样性
- 循环利用和可持续发展（走向循环经济）
- 环境风险的重要性和市场机会
- 其它……

政治和监管趋势：

- 地缘政治转变
- 社会问题（例如低碳目标、转基因问题、健康和安、应对金融危机）导致加强监管和法治
- 税收政策和税收透明度法规变动
- 政府法规变动
- 中央银行策略和介入
- 政治和贸易分裂及合并浪潮（例如跨太平洋伙伴关系协议、欧盟扩张和退出）
- 其它……

其他考虑因素：

- 经济领域可能会发生什么广泛的剧烈/颠覆性趋势转变（例如人类寿命大幅延长、日益成熟的人工智能）？有什么影响？
- 负责任投资在哪些方面体现最多，如何体现？
- 全球国家和地区不平等（例如收入、机会、司法）等主题的深层趋势是什么？已经受投资界影响的趋势是什么？
- 公司是否正在考虑可持续发展目标？这些目标对行为有多大影响？
- 其它……

内部评估

了解你的机构市场地位和内部能力，也同样重要。

机构评估：

- 是否已制定清晰的投资策略？
- 债务情况（例如资产负债管理概况）怎么样？对资金流动性有什么要求？机构还有什么其他需求，才能将可用资产最大化以偿付短、中、长期债务？
- 机构的大致市场地位怎么样（例如相对于其它机构的规模、资产配置）？
- 机构有什么能力及实力收集数据并评估趋势和机构的投资（而非依靠现成的分析）？
- 是否有足够多的深入了解市场及可持续发展的内部/可雇用投资/投资组合管理人？
- 经营模式和组织架构是什么？
- 激励机制是什么？如何与机构长期目标一致？
- 预期投资价值链会出现什么新关系和/或破裂？
- 透明度流程是怎样的？
- 机构文化是什么？改进的难度有多大？机构实施变革有什么往绩记录？
- 关于影响力投资是否有明确立场？
- 机构是否可进入或已在相关网络/圈子，用于寻找差异化的投资机会？
- 其它……

核心参与者的个人投资信念：⁴

- 你认为你所在的资产所有者的责任和目的是什么？你是采用系统/科学的方法，还是凭直觉/启发式的方法作出决策？
- 你认为资源将会变得更加丰富，还是更加稀缺？
- 你认为你所在的行业正面临持续的颠覆性变革，还是稳定的未来？
- 你认为投资市场激励个人的主要因素是什么？是否与你所看重的一致？
- 你认为企业的责任是只为/主要为股东贡献价值，还是更普惠地贡献价值，例如为其它更多利益相关者贡献价值？
- 你如何看待你自己在创造更普惠价值方面的个人责任？你认为这方面与其它主要参与者的意见有出入吗？
- 未来10到15年你的机构将会取得什么成功？
- 你如何看待管理？
- 其它……

步骤一：行动和角色

1. 项目负责人确保列出以下详细清单：
 - a) 需调查的趋势和需核查的来源；
 - b) 已有的机构评估要点及需填补的缺口；
 - c) 需面谈了解其个人投资信念的利益相关者。
2. 项目团队收集宏观趋势报告，预测这些趋势对投资组合的影响，并且评估机构解决这些问题的内部能力。
3. 项目发起人与董事会、管理人员和项目负责人举行初次会议，评估现有策略，讨论系统发展（包括对风险/回报的潜在影响），并讨论其它/未来注意事项。
4. 项目负责人与董事会成员/受托人及管理人员面谈，了解其个人投资理念。
5. 项目负责人和团队与更多利益相关者（比如受益人/客户）互动（比如通过调查或焦点小组），进一步识别可能影响预期投资成果的外部因素（比如ESG）相关信息输入。
6. 董事会可以接触更多利益相关者，形成自身投资信念，也可适当了解利益相关者投资信念。
7. 项目发起人与董事会/受托人、管理人员及项目负责人举行额外的讨论会，介绍和分享初步调查结果，并在需要时对相关问题（如负责任投资）进行教育。

⁴ 请见第…页。

步骤二： 愿景和使命

考虑到在“步骤一：环境”中发现的所有趋势，机构开始确定或调整其对世界如何发展的愿景，并确定或重申其使命。这种做法可使制定的投资策略及其所推动的投资决策与清晰描述的目标相一致，并与对预期投资环境的共同看法相一致。

董事会层面参与

确定机构的使命并对愿景达成共识可能需要很长时间，因为达成董事会的一致至关重要。

未来愿景

机构的未来愿景应包括传统的宏观经济因素随着时间如何体现在投资中，以及机构对以下的预期：

- 社会：从“步骤一：环境”中得出的对总体趋势的理解，例如人口状况、大数据、新兴市场崛起、气候变化、税收透明度等；
- 受益人/客户变化：受益人/客户需求和偏好将如何变化（例如对养老金计划灵活度的期望发生变化（特别是固定缴款计划）、只要求财务回报的态度发生转变）；
- 资产所有者行业：资产所有者的角色将如何演变，例如对受托责任理解的变化，关注长期还是短期，监管变化的影响；
- 投资环境转变：全球趋势如何塑造金融市场和投资预期。

实例

“我们看到：人口老龄化、社会越来越富裕，人们更关注其行为对社会和环境造成的长期影响；资产所有者行业分为两部分，一部分为集中的大企业，一部分为分散的小企业；法规不断演变，以鼓励资产所有者行业将为人类和/或地球带来财务和其它方面的积极影响作为双重目标；中国经济增长放缓，加上气候变化对经济发展展望造成不利影响，经济发展正经历长期萧条，较长时间内，财务回报较低。”

使命

使命声明是用语言表达的机构存在的原因。资产所有者的使命包括机构如何为其利益相关者（例如受益人/客户、员工、社会）服务，以及与业界同行显然的（或隐含的）的区别。机构编制使命声明的自由度有所不同，比如一些固定福利基金，包括公共养老基金，受到严格限制和/或监管，而其他基金的选择较多。

实例

- “确保加州教师未来的财务安全，不辜负他们的信任”（CALSTRS）
- “助力企业家，建设更加美好的世界”（FMO）
- “我们非常注重负责任和可持续投资，因为我们认为环境、社会和治理因素为养老金计划带来切实的风险和机会，尤其考虑到计划的长期属性。”（EAPF）
- “我们的总体目标是为公共养老金制度创造最低风险的投资回报，完全为养老金领取者的长期利益服务，并因此促进体系的稳定。[……]通过履行管理者责任，为了养老金领取者的利益，我们一如既往地追求中、长期股权投资回报的最大化。”（GPIF）
- “今日缴付养老金，保护明日的养老金。”（OPTrust）
- “因为养老金是非常长期的投资，ERAFFP在其核心管理中确定了两个关切点：保持代际公平性并监督管理的可持续性。因此，ERAFFP董事会确保今日发放的福利不会损害未来受益人的利益。”（ERAFFP）

思考话题

未来愿景（社会）：

- 社会如何发展？对你的投资组合有什么较高影响？预期未来将会发生什么变化？这些变化如何影响不同的资产类别？
- 你预期什么ESG因素将会或不会对哪些资产类别、资产、投资组合类型造成重大影响？与现在和/或过去有何不同？
- 根据机构管理资产的方式（内部管理或者外包），你可以重点关注投资组合层面的影响或者单独的资产类别。
- 哪些具体趋势可对机构产生最积极影响或使其受益最大？
- 所开展的投资在实体经济中的角色是什么？
- 其它……

未来愿景（受益人和客户）：

- 受益人/客户以及员工等其它利益相关者的观点、需求和意愿如何变化？
- 受益人/客户对透明度的期望是什么？
- 受益人/客户对纳入ESG因素有什么期望？
- 在资产所有者的积极影响方面，受益人/客户有什么期望？
- 受益人/客户对平衡纯粹的财务目标和其它目标的观点是什么？
- 其它……

未来愿景（资产所有者行业）：

- 资产所有者行业将会发生什么变化？
- 资产所有者整体市场动力是什么？
- 现有投资如何与当前对未来的愿景一致？
- 自动化系统将会取代资产所有者或资产管理人，或其现有业务的重要部分吗？
- 会根据对ESG因素的专注程度评估资产所有者吗？
- 受托责任将在何种程度上继续纳入普惠的社会利益，如解决气候变化、社会不平等问题？你目前的观点与当前对受托责任的理解/解释一致吗？
- 其它……

未来愿景（投资环境演变）：

- 你的机构准备好应对全球转变吗（例如董事会是否具备低碳转型的相关专业知识）？
- 你可以影响什么宏观趋势？
- 可能有什么监管发展？你希望决策者要求投资管理行业考虑更多ESG因素吗？
- 你的精算师是否考虑转型风险？
- 你的投资组合是否处于物理气候和天气相关事件和/或因这些干扰而引起的责任风险的最佳状态？
- 你的投资组合能够抵消向低碳经济调整过程中的转型风险吗（政策、技术、投资者观点的变化等）？

- 其它……

使命

- 你有使命声明吗？你希望机构在世界中发挥什么作用？你希望机构因什么而闻名？
- 你的现有投资与当前使命一致吗？
- 你的授权允许制定使命声明的空间有多大？
- 你的使命与同行有所不同吗？
- 你考虑过严格为利益相关者提供财务利益之外的受托责任范围吗？
- 你的主要目标对人类和/或地球有积极影响吗？
- 你希望提供什么附加值/社会价值？
- 你希望在影响力投资的哪些领域发挥主导作用，以什么方式发挥？
- 不同的利益相关者如何理解你的使命？
- 其它……

步骤二：行动和角色

1. 项目发起人与项目负责人、董事会/受托人举行规划会议。
2. 项目负责人通过面谈和焦点小组收集董事会/受托人、高层管理人员、受益人/客户等利益相关者以及外部专家/思想领袖对现有愿景和使命的看法。
3. 项目团队对愿景和使命进行同行评议。
4. 项目发起人与主要利益相关者举行愿景和使命讨论会。项目团队汇报现有愿景、使命和所收集的信息。
5. 项目发起人与董事会/受托人举行签字会议，在批准之前，董事会在会上发表有关愿景和使命的最终情况、问题和想法。

步骤三： 投资原则

确定未来愿景和使命后，机构利用一套详细的投资原则（也称为投资信念）加以巩固。投资原则应该是清晰和有影响力的声明，可以帮助选择投资策略，影响资产配置，调整所有投资决策。这些原则需要在机构范围内进行很好的沟通并得以接受。投资原则的具体程度和数量在资产所有者之间有所不同。机构可以制定三至四个高级原则或若干个详细原则。请记住随后在你的书面投资政策中阐述投资原则，这点很重要。⁵

实例

- “长期投资者有独特的机会。”
- “市场是高效的，很难打败市场：因此，我们专注于低成本营运。”
- “多元化可以降低风险，我们将有效利用多元化，以尽可能低风险的实现最大回报。”
- “我们寻求最具吸引力的投资机会，既能产生积极的ESG效应，又毋须牺牲财务利益。”
- “通过保持流动性，我们可以利用市场效率最低的市场混乱期。”
- “遵守可持续发展目标，提高中长期回报。”

- 是否有因受益人/客户性质产生的具体投资偏好（例如特定地区、特殊的筛选要求）？
- 你采用最佳方法吗？
- 你认为长期投资观的好处是什么？
- 你希望投资组合遵守什么标准（例如联合国全球契约）？
- 你的原则适用于整个资产基础吗？你对特定的资产组别设定额外原则吗？
- 你进行主题投资（例如低碳投资）吗？
- 你思考对人类和地球的影响吗？如何将其转变成投资决策？
- 什么情况下你会改变原则？
- 其它……

步骤三： 行动和角色

1. 按照董事会批准的愿景和使命，投资委员会、首席投资官和项目负责人制定或审查原则（通过讨论会和/或讨论）。
2. 项目发起人在下次董事会会议提呈原则草案，供讨论和批准。

思考话题

- 你指导投资的方法是什么？你认为市场是有效的还是无效的？对于无效市场，你的应对方式是什么，比如你会寻机利用无效市场，还是会置之不理？
- 你对多元化价值有什么看法？你对排除某些投资的所带来的影响有何看法？
- 时机对成功投资重要吗？
- 你将哪些风险纳入投资策略中（例如流动性、不稳定性、监管、气候、技术），或者在多大程度上纳入这些风险？
- 积极投资给予的回报超出成本吗？
- 积极所有权给予的回报超出成本吗？
- 你对债务相关风险和不稳定性的要求是什么？
- 你认为ESG因素对投资回报重要吗（从风险或机会的角度）？
- 你将ESG因素纳入投资决策中吗？你的机构有能力这么做吗？
- 你是否愿意/获授权排除或选择某些投资，而不考虑财务吸引力（例如烟草、核能）？

⁵ 请见[投资政策：流程与实践—资产所有者指南](#)

发展中的行业： 投资策略面向未来

正如前面三个步骤的讨论，投资行业的发展方式多种多样，未来几年可能会有新的发展。在进行“步骤四：策略制定和选择”之前，应该评估机构是否准备好应对这些变化。

这一点可以通过回答几个关键问题进行衡量。答案应从你的愿景、使命和投资原则中自然流露出来。如果不是，当你开始评估潜在投资策略时，有必要返回之前的步骤。

1. 受托责任的范围是否超出严格地为利益相关者带来财务效益？
2. 是否明确将积极的实际影响作为投资回报中首要目标的一部分？
3. 是否参考ESG因素（风险和/或机遇）？
4. 是否将ESG因素纳入投资分析？
目前，资产所有者有多种融入ESG因素的程度，从基本绩效和基于规范的筛选开始，到将所有权活动和ESG因素整合进传统投资决策标准中。
5. 是否积极参与所投资公司事务？
这涉及到投资后参与到所投资公司事务中（例如在年度大会上投票，或与管理层会面以影响公司战略）。

虽然每个问题的回答都有一个范围（例如将ESG因素纳入投资分析的程度），在表格中回答是或者不是，将会清晰呈现机构对这些问题的总体立场。如果资产所有者对以上回答全部为肯定，那么这样的策略能经得住检验，能够应对瞬息万变的投资领域，而如果回答为否定，就给投资所有者警示的讯号，其策略适用期短暂，需要在具体环境发展过程中重新评估。

你需要评估呈现的结果是否适合机构，包括是否与已确定的愿景、使命和投资原则相符。如果当前的状况与愿景、使命和投资原则相符，但你希望呈现不同的状况，回到之前的步骤或许会有帮助。

21世纪的受托责任

投资者对受托责任的理解继续发生变化。关于相关问题和当前项目的完整讨论，见PRI网站[Eiduciary duty in the 21st century](https://www.unpri.org/21st-century).

现实影响

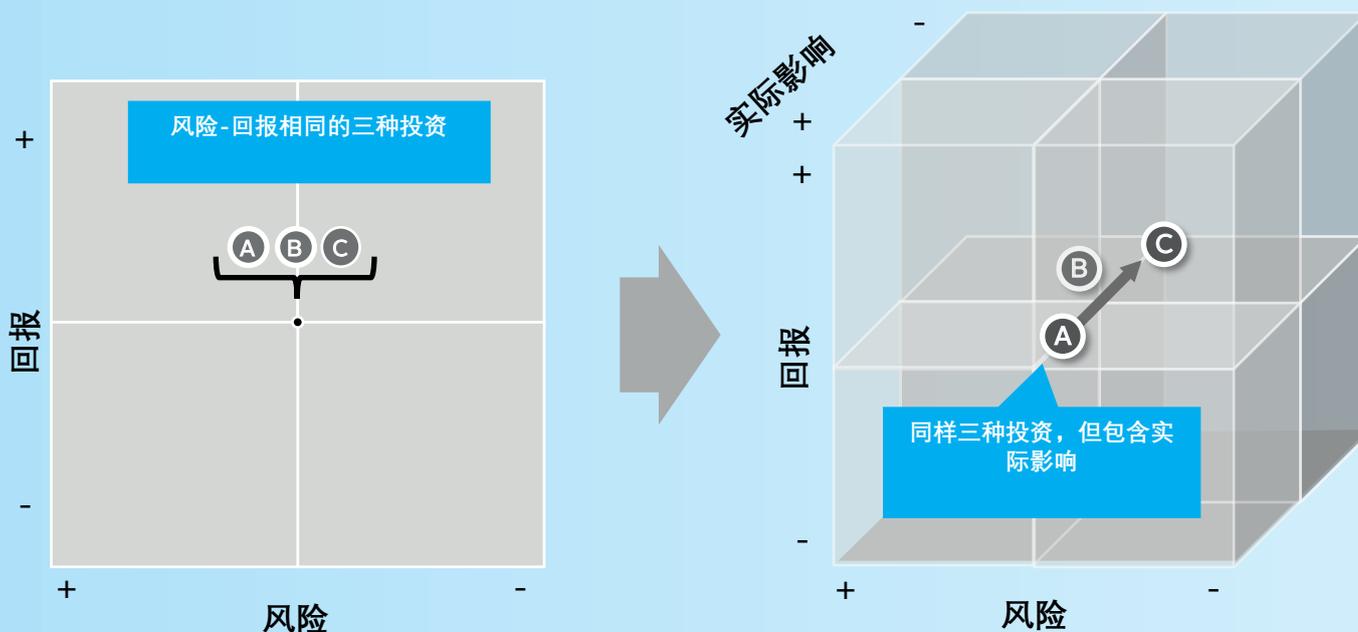
这一转变之于21世纪的重要性不亚于20世纪在回报中加入对风险的考量。

“受托责任的范围是否超出严格地为利益相关者带来财务效益？”和“是否明确将积极的实际影响作为投资回报中首要目标的一部分？”对两个问题回答持肯定态度的资产所有者，与正在新兴的观点达成了一致，即从传统的风险与回报的二维视角（基于当前对**受托责任**的解释，此视角已包含对所有重要的ESG因素的考量）扩展为三维，第三维立足于投资对自然和/或社会的实际影响。

这一转变之于21世纪的重要性不亚于20世纪在回报中加入对风险的考量。它将投资策略提升到一个新的水平，明确创造了一种支持长期回报和可持续金融体系的宏观经济环境。

有关PRI对可持续金融体系开展的更多工作，请见：
www.unpri.org/sfs

图一：对考虑范围超出严格的财务利益的投资者而言，‘实际影响’呈现出在二维视图中未能体现的投资优先顺序。

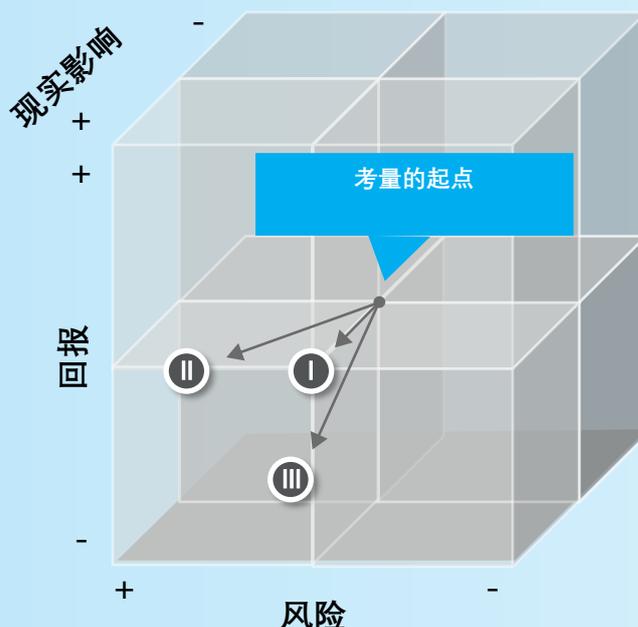


在图一的二维视图（左图）中，三种投资处在相同的点上，因为这些投资的风险或回报没有差异，但是在三维视图（右图）中，三种投资在实际影响这条轴线上有所不同。对于认为受托责任范围超出严格为利益相关者创造财务利益的投资者而言，三种投资存在优先顺序，这种优先顺序在二维视图上不明显。

图二：视实际影响为首要目标的投资者会将其优先考虑，即使承担潜在的风险和回报上的损失。

在图二中，投资I在初始投资基础上提高了实际影响，但预测风险和回报不变，投资II和投资III的实际影响更大，但是预测风险更高/回报更低。与图1类似，任何考虑实际影响的投资者都会选择投资I，不会选择初始投资，但只有视积极实际影响为首要目标的投资者才会放弃初始投资而选择投资II和投资III（例如带有硬性道德红线规定的投资委托，或者以具有双重底线的公司(double bottom line companies)为投资标的主题式投资策略(thematic investment strategies)）。

每个投资者将会决定在选择投资策略和投资决策时给予实现实际影响的权重。



步骤四：策略制定和选择

“步骤四：策略制定和选择”为步骤三中设定的投资原则构建具体、实质的内容。这是一个高度迭代的三个子步骤：

1 目标/愿望(AMBITIONS)和标准(CRITERIA)

设定具体的目标/愿望，并设定用以评估目标/愿望是否达到的标准。

2 情景

通过对重点关注领域（例如资产类别、行业、地域）及达成的方式（例如外包选择、积极和被动管理）做出的选择，创建描述潜在策略的情景。

3 选择

参照目标标准评估策略情景并对其排序，在满足标准时，选择一项投资策略。在很多情况下，初始情景均不能满足所有标准。重复和复查前面的步骤，直至出现一种推荐采用的投资策略为止。

设定目标/愿望(AMBITIONS)和标准(CRITERIA)

目标/愿望来源于原则并支持原则（因而也支持使命）。目标/愿望提供了设定标准所需的具体程度，参照标准可以对潜在策略情景进行评估和排序。

目标/愿望将包括财务条款（例如达到特定的融资比率或者增长目标），和可能超出财务考虑范围的条款（例如为受益人提供广泛的福利，满足长期的社会和财务愿望，或者投资组合与未来低碳经济相一致，确保受益人的可持续利益）。

标准最好是可衡量的，包括有关考量ESG因素的标准，并且应该有足够可获得的信息以允许不同情景间进行有意义的区分。倘若标准参照财务基准，则需要合适的基准指导绩效并在后期向利益相关者汇报。

目标和相应的标准可能不仅限于投资所产生的直接结果而包含其它诸如运营指标和机构能力的要素（例如策略对专业人才的吸引力）。

思考话题

- 你的目标风险和回报是多少？是绝对的，还是相对于特定基准？
- 是否希望超越同行？超越多少？
- 偏好的投资领域是什么？
- 执行所需的成本（例如积极管理是否极其昂贵）？
- 执行的能力如何（例如与机构的技能/能力相符）？
- 对人类和/或地球的积极影响是主要还是次要目标？
- 你希望在哪个主流领域、哪个ESG或者影响领域实现卓越？
- 除财务回报外，你将为受益人/客户创造什么可量化的收益（例如区域发展、二氧化碳减排）？
- 你试图与受益人/客户的特定观点保持一致吗（例如从医疗卫生退休金中排除烟草投资）？
- 对具体的影响主题你想要的投资水平是多少？
- 你产生影响的时间范围是？
- 你希望成为有意义的积极所有者吗？
- 你寻求满足利益相关者的什么需求（例如成为对专业人才具吸引力的机构）？
- 情景与你的使命声明匹配度有多高？
- 情景与未来合规考虑因素的匹配度有多高？
- 其它……

实例

目标/愿望	标准
目标融资比率	X
优于基准	高出指数Y X%
达到增长目标	每年 X%
提高本国/本地区经济发展	X%
支持年轻一代	支持Y岁以下年轻人的机构中排前X名
减少碳足迹	X%

设定策略情景

创建投资策略情景并对其评估，需要基于不同选择的组合，包括选择重点关注领域及如何达成计划的方式，以及相关指标。

为了说明创建情景的规模和复杂程度，请考虑到：关注点的选择范围即是跨资产类别、部门、地区、基金类型、基金策略，时间跨度、投资规模、相对于他人的持股规模等等的投资分配的范围。因此，目前为止你对投资策略的考虑应该指导你思考需考虑的情景的合适数量。

由于制定了投资原则，很多不合适的情景能立即排除，参照目标作进一步检查时，更多情景会被淘汰（例如避免碳密集型投资的目标将淘汰在油气行业进行大量资产配置选项；避免大幅波动的目标将淘汰含大量VC投资的选项）。

剩下的情景将会排序。理想的情况是评价每个可能的情景，评价体系包括财务模型、风险模型，并可能包括实际影响模型。这些模型的深度和复杂度是另外一种重要的选项。

最后，达成一个可以批准的最终投资策略。

思考话题

重点专注领域

下文列出了建议的供考虑的选择范围。你设定的标准可能会限制正在考虑的选择，导致一些选项立即不合适。

- 可考虑的投资机会范围是什么，偏好哪些选项？
 - 资产类别（例如债务、股权、ETF、货币、房地产等替代品、基建、私人债务和贷款）
 - 行业（例如消费品、金融服务、医疗保健、能源、公共设施、基础材料、工业、技术、电信）和子行业——哪些需提高比重，哪些需列入黑名单？
 - 地域（国家，地区）
 - 私募股权和风险投资基金（例如增长、早期阶段、房地产、夹层融资、杠杆收购、不良资产）
 - 对冲基金和基金策略（例如量化、套利、事件驱动、全球宏观、定向）
 - 投资类型（例如组合对冲基金、多重收益基金、专用基金、个人股权、个人债务发行、共同投资、策略、直接所有权）
 - 投资期限（<5年、5-10年、10-20年、>20年）
 - 单项投资规模（单位：百万美元，占投资组合的比例）
 - 持有股权（<1%、1-5%、5-20%、20-50%、50-100%）
- 哪些选项对实现你的目标（targets）贡献最大？

- 每个投资机会的正确属性/特征（回报、风险类型等）是什么？
- 在整个投资组合机会中你偏好哪些选项？为什么？
- 哪些选项对实现你的愿望（ambition）贡献最大？投资组合的特征是如何被评估的（例如风险分散）？
- 从经济和影响的角度来看，最大的资本需求在哪里？
- 是否有可探索的新投资工具来扩大选择范围（与ESG相关的例子：绿色债券、权益与影响主题（impact theme）成功性的关联）？
- 其它……

每个情景将包括多个资产配置的组合。所需的粒度级别会有所不同，但应足以让你评估和比较情景。

如何达成

合适的运行模式至关重要，机构的内部能力（回顾步骤一：环境）将指导你的决策。

- 现在和未来，你将在何种程度上外包投资管理或者内部管理投资？
- 会采取主动还是被动管理（来选择投资）？
- 选择主动还是被动所有权（例如参与被投资公司活动）？参与的程度？
- 可建立什么样的合作伙伴关系实现最大回报？
- 你的规模和成本是？
- 你对透明度和/或汇报的目标是？
- 你想资助多少创新？你的资本忍耐度如何？
- 可建立什么样的合作伙伴关系最大化投资的积极影响（例如其它资产所有者/投资者，公共/私人团体）？
- 什么类型的参与（engagement）最适合你？在何种情况下通过参与提高财务回报或积极影响？
- 未来的资产所有者专业人员是否将财务分析和ESG分析技能结合在一起，还是这些技能是独立的？
- 其它……

“如何达成”示例：比较管理选项：内部与外包、主动与被动

	内部	外包
主动	<ul style="list-style-type: none"> 从长远来看，主动管理的回报胜过被动管理。 相比通过第三方，我具备管理所需投资的容量、专业知识和能力，并以更好的成本获得相当回报。 	<ul style="list-style-type: none"> 从长远来看，主动管理的回报胜过被动管理。 经验丰富的第三方将以更好的成本提供合适的业绩。
被动	<ul style="list-style-type: none"> 从长远来看，被动管理的回报胜过主动管理。 相比通过第三方，我具备管理所需投资的容量、专业知识和能力，并以更好的成本获得相当的回报。 	<ul style="list-style-type: none"> 从长远来看，被动管理的回报胜过主动管理。 经验丰富的第三方将以更好的成本提供合适的业绩。

选择投资策略

最终参照机构在流程过程中对自身的全部了解对情景进行评估。此阶段活动密集，需设定假设并进行多次分析，通过模型运行假设，测试结果的可行性。

通常进行评估的情景会不符合一个或多个标准，可能需要后退一个步骤，建立一套新情景进行评估，或者调整目标/愿望通常进行评估的情景会不符合一个或多个标准，可能需要后退一个步骤，建立一套新情景进行评估，或者调整目标/愿望或标准。通过财务模型、风险模型和可能的情况下ESG影响模型运行每个构建的情景。需要基于你的目标/愿望和标准决定模型的合适特征、深度和复杂度。

董事会层面的参与

此时流程进入实施和执行模式，执行层可能会越来越多的发挥作用，董事会从积极参与退至监督和管理。董事会可能会保留一个重要角色，比如通过特定小组委员会的方式。

对情景进行排序，排在前列的情景可利用更高级的测试进行进一步评估，包括对以下方面进行压力测试：市场预期的偏差、总体经济状况、内部因素（例如内部主动所有权方面的能力）和ESG趋势（例如金融稳定委员会气候相关财务信息披露工作组推荐的气候情景分析）。如果此步骤得出不可接受的结果，则需要进行另外一轮反复，直至建立的投资策略符合你的愿景、使命和投资原则，并与你的目标/愿望和标准相一致。

步骤四：行动和角色

1. 项目发起人与投资委员会、首席投资官和项目负责人举行一次或多次讨论会，并根据批准的投资原则设定目标和标准。
2. 项目负责人提呈推荐的目标和标准，供董事会批准。
3. 经签字后，工作小组编制并评估情景。
4. 项目发起人和项目负责人提呈推荐的情景，供董事会讨论。
5. 在下次董事会会议上，董事批准和签字（或发回给工作小组作进一步分析）。

步骤五：实施（实施策略）

虽然实施不是制定策略的一部分，但大多数策略失误发生在实施过程中，因此需要在投资策略流程中考虑实施要素，特别是在讨论机构实力/能力的时候。

通常，KPI、激励机制和组织架构等要素可发挥很强的指导作用，但对诸如持续治理、文化、说服相应的听众、高级管理层的榜样作用、改变个人行为、明确实施方案的职责和对员工进行能力建设等要素的关注非常不足。

此步骤一旦完成，投资策略将会转变为实施方案，比如，投资政策、战术和运营层面的资产配置和新修订的投资管理人建议书（RfP）或重新磋商对现有管理人的委托。同时还需要制定监督计划。

实施阶段的投资政策部分见PRI指南[投资政策：流程与实践](#)中概述。

有关实施阶段的更多PRI资源，请见www.unpri.org/asset-owners。

工作人员

作者：

- Tomi Nummela, 美世顾问（PRI投资实践前副主任）
- Kris Douma, PRI投资实践与参与总监
- Don Gerritsen, PRI —Benelux主管（PRI资产所有者团队前高级经理）

特别感谢Bain & Company 的Michael Jongeneel和Zach Hogan对本指南的贡献

编辑：
Mark Kolmar

设计：
Alessandro Boaretto

负责任投资原则（PRI）

PRI与其国际签署方携手将六大负责任投资原则付诸实践。PRI旨在理解环境、社会和治理（ESG）问题对投资的影响，并支持签署方将这些问题融入投资和所有权决策过程中。PRI 为其签署方、签署方所在的金融市场和经济体的长期利益，并最终为了整个环境和社会行事。

六大负责任投资原则是一套自愿和鼓励性的投资原则，为将ESG问题纳入投资实践提供了行动清单。这些原则由投资者为投资者制定。通过执行六项原则，签署方助力于发展更可持续的全球金融体系。

更多信息：www.unpri.org



PRI是与联合国环境署金融倡议和联合国全球契约合作的一项投资者倡议。

联合国环境署金融倡议（UNEP FI）

UNEP FI是联合国环境署（UNEP）和全球金融部门之间的一项独特的合作计划。UNEP FI与200多家金融机构密切合作，这些机构都是UNEP FI可持续发展声明的签署方，并且与一系列的伙伴机构展开合作，致力于发展和促进可持续发展与财务业绩之间的联系。通过对等网络、研究和培训，UNEP FI在各级金融机构的运营过程中识别、促进和实施最好的环境和可持续发展实践。

更多信息：www.unepfi.org



联合国全球契约

联合国全球契约是一种向全球各地公司提出的倡议，旨在使商业运营和策略与人权、劳工、环境和反腐败等领域公认的十大原则相配合，并采取行动支持联合国目标和体现在可持续发展目标中的问题。联合国全球契约是一个发展、实施和展现负责任的企业实践的领先平台。联合国全球契约于2000年推出，是全球最大的企业可持续性倡议，有160个以上国家的超过8,800家公司和4,000家非营利性签署方，并且有超过80个当地网络。

更多信息：www.unglobalcompact.org

