

UNLOCKING HIGH-QUALITY GROWTH  
WITH INSTITUTIONAL INVESTORS

# 机构投资者 如何促进高质量发展

以 ESG 投资创造可持续“共赢”

出品

**财新智库**

Caixin Insight

联合出品

**ESG30**

中国ESG30人论坛

独家支持

**南方基金**

SOUTHERN ASSET MANAGEMENT



UNLOCKING  
HIGH-QUALITY  
GROWTH  
WITH INSTITUTIONAL  
INVESTORS

**机构投资者如何促进高质量发展**

以 ESG 投资创造可持续“共赢”



# CONTENTS

# 目录





<b>序言</b>	06
<b>前言</b>	07
<b>趋势篇：范式转换——利益相关者经济的到来</b>	
1.1 ESG 投资与利益相关者经济	09
1.2 全球监管和行业建设加速	13
从自愿逐步走向强制	14
标准协同	16
加大打击“洗绿”“伪 ESG”	19
1.3 中国高质量发展与 ESG 投资	21
1.4 从理念到实践，从理想到路径	25
<b>实践篇：ESG 投资策略与 ESG 实践</b>	
2.1 ESG 投资策略分类、偏好及影响	29
2.2 国际资产管理者如何践行 ESG 投资	30
富达国际：如何在主动投资中开展 ESG 投资	30
联博如何践行可持续主题投资	33
瑞士百达资产管理如何开展环保主题投资	36
2.3 国内资产管理机构的探索	38
公募基金的探索：南方基金如何开展 ESG 投资	39
绿动资本的影响力投资实践	44
2.4 资产所有者的角色	47
加拿大养老基金投资公司如何开展责任投资	48
2.5 尽责管理的意义与路径	51
2.6 中国企业如何看待和践行 ESG	54
国内企业践行 ESG 情况及 ESG 信息披露现状	54
中兴通讯的 ESG 实践	56
阳光电源的 ESG 实践与思考	58
<b>建议篇：捕获 ESG 价值 实现共赢</b>	
3.1 陈道富：ESG 必须成为创造价值的内在驱动力	61
3.2 经验、挑战与建议	64
<b>研究后记</b>	66
<b>致谢</b>	68



## 图表目录

---

图表 1.	近年来全球签约 PRI 机构数量大幅增长	10
图表 2.	全球主要市场上市公司 ESG 信息披露要求	16
图表 3.	主要可持续信息披露标准被全球交易所采用情况	17
图表 4.	全球 ESG 标准整合生态	18
图表 5.	SFDR 金融产品分类及披露要求	19
图表 6.	中国大陆签约 PRI 机构数量变化(2012-2022)	23
图表 7.	ESG 公募基金规模及数量变化(2005-2022)	24
图表 8.	各类 ESG 公募基金规模变化(2005-2022)	24
图表 9.	欧洲可持续基金和传统基金资金净流动情况	25
图表 10.	分析师调查中不同市场的 ESG 趋势	26
图表 11.	签约 PRI 的资产所有者数量及规模	47
图表 12.	ESG 纳入与尽责管理互为补充	51
图表 13.	A 股上市公司 ESG/CSR 报告披露率变化	54
图表 14.	A 股上市公司首次披露 ESG/CSR 报告情况	55

---

出品方 | 财新智库  
联合出品 | 中国 ESG30 人论坛  
独家支持 | 南方基金  
报告主笔 | 汪 苏  
参与者 | 傅 杰 黄婉玲 李敏康  
视觉设计 | 周 斌 刘晓颖 孟 娜

# 序言

自我国宣布“双碳”战略目标并持续推进“1+N”政策体系以来，环境议题得到实体企业和金融机构的广泛重视，ESG也成为可持续发展和可持续金融的主要工具，被纳入经济金融政策视野。从投资角度看，ESG投资涉及复杂的经济金融系统和资本流动机制，如何适应我国经济向绿色转型的长期动态变迁过程，契合资本市场高质量发展要求，构建内生于中国经济金融系统的ESG投资技术体系和制度体系，是一项重大挑战。

服务实体经济是ESG投资的根本逻辑，而实体经济是人与社会、企业与环境有机联系的整体。ESG因素对企业价值的影响和企业产生的ESG价值是同一枚硬币的两面。在一个特定时点，企业的ESG价值可能仅作为正的或负的外部性存在，并没有影响企业的财务价值，因此不会被感知或被认定为具有实质重要性的ESG因素。但随着社会环境迁移，企业的ESG价值终将以某种形式体现出来，并影响企业自身价值和其他企业的相对价值。因此，ESG的经济属性（经济外部性）、伦理属性（经济伦理和社会伦理）、文化属性等都会对ESG的技术方法和规则标准产生重要影响，需要我们具体问题具体分析。在ESG投资领域，我们应当从实际出发，脚踏实地，善于总结各方经验，在可持续发展和可持续金融框架下，建设符合我国国情的ESG投资体系和制度规范，并在实践探索中不断深化、迭代推进。这是一个渐进的系统化过程，需要政府、企业和金融机构协调推进、相互促进，形成合力。

财新智库编写的这份报告，全面梳理总结了ESG投资发展过程和境内外主要资产管理机构的领先实践，所呈现的观点和建议颇具启发和思考价值。从报告中既可以看到ESG投资理念下各具特色的机构管理模式和产品构建方法，更能看到我国资产管理机构的进步与成效，让我们对ESG投资助力我国经济金融高质量发展抱以更大的期待。相信本报告能够为资产管理行业同仁乃至企业界朋友提供有益参考和借鉴。

中国证券投资基金业协会党委委员、副秘书长  
黄丽萍



# Introduction

## 前言



今年以来，受俄乌冲突引发的传统能源价格上涨、绿色通胀担忧以及“洗绿”、评级争议等影响，ESG 投资何去何从，成为全球关注和讨论的焦点。但是，正如同联合国支持的 PRI 负责任投资原则 CEO 戴维·阿特金所指出的，批评 ESG 并不会降低其重要性，这种关注和反击实际上是负责任投资巨大吸引力的结果之一。不可否认的事实是，投资和商业范式已经发生改变。面对政府以及消费者、投资人、公众层面对于气候变化、环保、不平等、垄断、信息安全等议题与日俱增的关注，传统的投资和商业模式显然已经无法处理和应对如此复杂的局面，投资者必须重新思考投资理念和战略定位，将 ESG 等可持续议题以及相应的利益相关者纳入投研模型，使之成为决策必须考量的重要因素。成为一个负责任的投资者，为股东、客户和其他利益相关者创造长期可持续的最大价值，已经成为利益相关者经济时代领先投资机构的新纲领。中国市场亦是如此。2021 年发布的“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要再次明确，坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，把新发展理念完整、准确、全面贯穿发展全过程和各领域，构建新发展格局，切实转变发展方式，推动质量变革、效率变革、动力变革，实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展。这一涵盖“双碳”、共同富裕等战略目标的新发展要求，正在引领社会经济的全面深度转型。中共二十大报告亦强调，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。在资本市场占据重要地位的机构投资者必须回应这一要求，通过专业、可持续、负责任的投资活动形成高质量资本，在助力中国经济高质量发展的同时履行受托责任，在新竞争中脱颖而出，实现自身的长远发展。

方向已经明确，但道路仍不够清晰。中国可持续投资、责任投资起步较晚，如何通过投资活动助力高质量发展，实现社会、环境利益与投资收益共赢，仍有许多待解之处。从全球来看，虽然已经积累了广泛的可持续投资经验和不断完善的可持续投资政策和监管体系，但如何践行 ESG 投资、如何回应实践中的多重挑战，仍然是需要总结和进一步探索的课题。站在 ESG 投资发展的十字路口，本报告首先将梳理以 ESG 投资为代表的可持续投资兴起和发展的历程、背后的经济及伦理逻辑、最新的国内外 ESG 投资和监管趋势，以进一步明确 ESG 投资的方向。在此基础上，报告对国内外代表性的 ESG 投资、ESG 实践先行者展开了深度调研，涵盖国内外公募、私募投资管理人、养老金、实体企业，并瞄准 ESG 投资的主要策略（ESG 整合、主题投资、积极股东、影响力投资等），总结其开展 ESG 投资和实践经验以及对 ESG 发展趋势和争议问题的回应，为不同类型的机构投资者开展 ESG 投资提供借鉴，为厘清争议并进一步完善 ESG 方法论提供思考和启发。在广泛吸纳 ESG 实践者、专家学者意见的基础上，报告对中国如何进一步推动 ESG 发展以及机构投资者如何通过 ESG 投资促进高质量发展，提出了建设性意见，望对中国经济、社会、环境战略目标的达成以及联合国可持续发展目标的实现有所助力。

# 01

## 趋势篇： 范式转换 ——利益相关者经济的到来

ON THE HORIZON:  
PARADIGM SHIFT  
FROM SHAREHOLDER  
CAPITALISM TO STAKEHOLDER ECONOMY

# 1.1

## ESG 投资与利益相关者经济

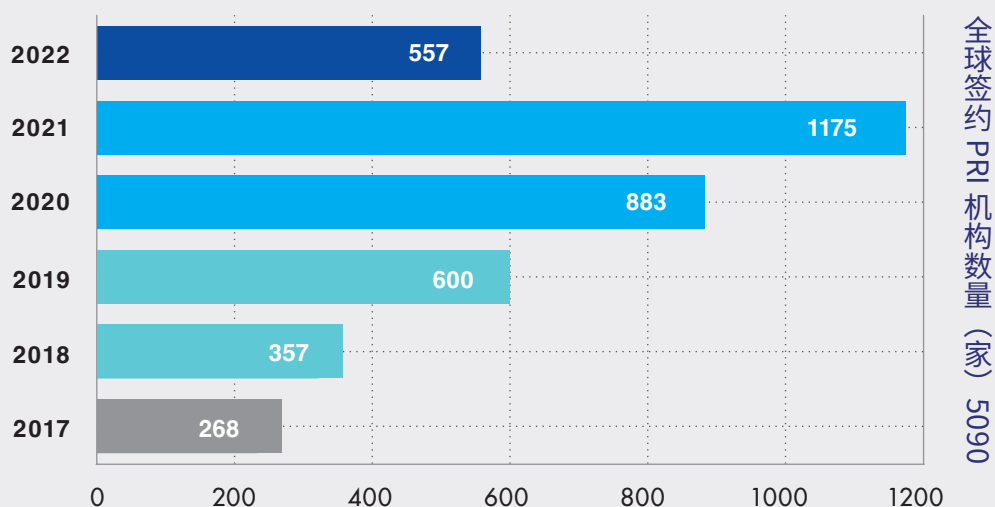
对于何为 ESG 投资和可持续投资，尚未有明确的共识。我们在此报告中使用了被较为广泛采纳的全球可持续投资联盟（Global Sustainable Investment Alliance, GSIA）的定义：可持续投资是指采取七种可持续或负责任投资策略，在投资决策和管理中将环境（Environmental）、社会（Social）和治理（Governance）因素纳入考虑的投资方式<sup>1</sup>。这七种策略分别是负面筛选（Negative/exclusionary screening）、正面筛选（Best-in-class/positive screening）、基于通行规范的筛选（Norms-based screening）、ESG 整合（Integration）、可持续主题投资（Sustainability themed/thematic investing）、影响力投资（Impact investing and community investing）和积极股东（Corporate engagement & shareholder action）。联合国支持的 PRI 负责任投资原则的六条原则也与之接近，包括将 ESG 问题纳入投资分析和决策过程；成为积极的所有者，将 ESG 问题纳入所有权政策和实践；寻求被投资实体对 ESG 相关问题进行合理披露等。ESG 目前已经成为全球主流的践行可持续投资、可持续商业的方式，尽管不同概念的侧重和内涵或有些许不同，方便起见，我们在此报告的非引用部分使用 ESG 投资、可持续投资时，指同一事物。

尽管俄乌冲突对短期 ESG 基金的资金流动产生了一定影响，但今年新加入 PRI 的机构并未明显放缓。截至 2022 年 8 月 4 日，全球有 5090 家机构加入了 PRI，今年加入的有 557 家，较 2021 年底增长 12.3%，总资产管理规模超过 120 万亿美元。2019 年以来，每年新加入 PRI 的机构数量呈快速上涨的态势<sup>2</sup>。GSIA 2021 年发布的可持续投资报告则显示，2020 年初全球可持续投资管理资产规模达到 35.3 万亿美元，占全球管理总资产的 35.9%。中金公司测算，2012 年初至 2020 年初，年复合增速为 13.02%，远超全球资产管理行业的整体增速（6.01%）。据国际金融公司（IFC）数据计算，2020 年影响力投资规模达到 2.281 万亿美元；全球绿债、社会债券、可持续发展债券的总发行量达到 1.294 万亿美元，比 2019 年增长了 87%。这些数据显示，ESG 投资已经是主流投资不可分割的一部分。

1 全球可持续投资联盟（GSIA）：全球可持续投资报告 2020（GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020）

2 PRI: <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>

图表 1：近年来全球签约 PRI 机构数量大幅增长



数据来源：财新智库据 PRI 数据整理 截至 2022 年 8 月 4 日

ESG 投资发展和主流化的背后实质是商业和投资范式的改变。从二十世纪六七十年代开始，随着反越战、消费者运动、环保运动的兴起，一些投资者开始考虑社会责任和伦理因素，但 ESG 投资的问世要追溯到 2004 年，一份在 ESG 投资方面具有突破意义的报告——《关心者胜：让金融市场适应一个变化的世界（WHO CARES WINS: Connecting Financial Markets to a Changing World）》发布。这份由联合国前秘书长安南发起，联合国全球契约组织牵头，高盛、摩根斯坦利、IFC、汇丰、花旗等 20 多家主流金融机构背书的报告不仅首次完整提出了 ESG 概念，更阐述了 ESG 与长期财务回报、社会可持续发展之间的关系。在一个关系更复杂、相连更紧密、公众对 ESG 问题关注度持续上升的世界，ESG 不应仅仅被视为成本负担，而是影响财务回报和长期资产价值的实质因素。这份报告超越了单一的社会责任视角，使主流金融投资机构对 ESG 的关注度迅速上升。2006 年，拥有联合国背景的负责任投资原则组织成立，发布负责任投资六原则。2008 年，高盛推出可持续股票组合。贝莱德、摩根斯坦利等投资机构随后跟进。2009 年，联合国可持续证券交易所倡议（Sustainable Stock Exchange Initiative, SSEI）发起。2010 年，MSCI 推出全球 ESG 指数。2011 年，美国可持续会计准则委员会（Sustainability Accounting Standards Board, SASB）开始开发基于财务重要性（materiality）的可持续发展会计准则。2014 年，欧盟发布《非财务报告指令》。2015 年，联合国发布 17 个可持续发展目标（SDGs）；同年底，在全球气候合作和减碳方面具有里程碑意义的巴黎协定通过。G20 框架下的气候相关财务信息披露工作组（TCFD）成立。近年来，随着气

气候变化、不平等、反垄断、疫情等问题凸显，以及全球监管机构加速行动，在监管、社会、市场等多重力量推动下，ESG 主流化进一步加速，已经成为大多数全球主流金融投资机构、跨国公司考量的重要因素。与 ESG 这一发展过程相伴的是欧美社会对传统追求利润至上的股东资本主义负面影响和有效性的反思，利益相关者概念和利益相关者经济愈来愈被主流认可和拥抱。

## 利益相关者理论

利益相关者 (stakeholder) 一词最早出现在上世纪 60 年代。1984 年，美国经济学家弗里曼 (Freeman) 明确提出了利益相关者管理理论。根据弗里曼的定义，利益相关者是指任何能够影响公司目标的实现，或者受公司目标实现影响的群体或个人。弗里曼认为，当环境发生变化，对公司的外部要求在增多，内部应对的弹性却在降低，传统的管理框架无法应对新的世界，必须建立一种新的利益相关者框架，来重新定义公司战略管理。弗里曼将受公司目标实现影响的群体或个人也视为利益相关者，因为他发现，一些多年前对公司并无影响的团体，现在也对公司产生了影响，这在很大程度上由公司忽视对他们的影响而致。公司需要对未来的变化保持敏感，能够将新的外部变化转变为内部变化<sup>3</sup>。

随后，理论界、实践界都在不断推动利益相关者概念和经济向前发展。利益相关者经济发展中的一个标志性事件是，2019 年 8 月，包括库克、贝索斯等在内的 181 家美国顶级公司 CEO 在华盛顿商业圆桌会议 (Business Roundtable) 联合签署了《公司宗旨宣言书》，首次宣告，企业宗旨不再是为股东利益服务，而是要服务客户、员工、供应商、社区和股东等利益相关者，“每一个都是至关重要的”。他们承诺，为所有利益相关者创造价值，实现公司、社区和国家的长远成功。

今天，我们叫它可持续资本主义。你也许认为它和利益相关者资本主义、有道德的资本主义、ESG 等概念相关，但在不久的将来，它就是资本主义。——富达国际首席执行官黎诚恩 (Anne Richards)

财新智库整理

虽然 ESG 投资和利益相关者经济，在实践中依然有许多问题，比如当前备受诟病的“洗绿”、伪 ESG、短期利益与长期利益之间的张力等，ESG 是否能带来超额回报，亦尚有争议。如何捕获、实现和衡量 ESG 价值，对于所有 ESG 践行者而言，仍是有待持续探索的课题。但是，问题的关键或许已经不是 ESG 究竟能否带来超额收益，而是在范式变迁的当下，当气候、公众态度等因素跟企业、投资机构的成功甚至生存密切相关时，机构投资者必须将其纳入考量，并思考如何创造一种更可持续、更整体的成功。MSCI2021 全球机构投资者调查显示，在受访的 200 个、总资产规模达 18 万亿美元的资产所有者中，73% 计划增加 ESG 投资。62% 的机构投资者将气候变化或 ESG 度量的复杂性，视为未来三至五年，影响其机构的前三大趋势之一，重要性远超过市场波动和监管。相比于资产规模较小的所有者，大型资产所有者对 ESG 更为重视，投入也更多。资产规模超过 2000 亿美元的大型资产所有者中，90% 计划增加 ESG 整合策略的运用，

3 弗里曼 (2006)，战略管理——利益相关者方法

可能常规使用气候数据挖掘投资机会的比例是规模小于 250 亿美元的资产所有者的 4 倍<sup>4</sup>。

我们对全球主要大型机构投资者的可持续投资宣言和理念做了梳理。这些大型机构投资者几乎都一致地拥抱可持续投资或责任投资，认为这将给投资人带来长期最大回报或满足客户对可持续投资不断增长的偏好。同时，一个新的趋势是，一些机构投资者不仅强调财务重要性，通过 ESG 投资实现可持续的财务回报，也越来越重视通过投资给社会和环境带来积极的改变。在我们调研的 ESG 投资者中，他们均表示，目前的短期挑战和波动，并不会令其改变 ESG 投资战略。

## 全球部分大型机构投资者的可持续投资理念

我们的目的是为 2000 万加拿大人退休后的财务安全奠定基础，同时保障我们的基金对于下一个世代来说是可持续的。——加拿大养老基金投资公司(Canada Pension Plan Investment Board)

只有我们协助解决当今社会最急迫的问题，贝莱德才能帮助越来越多的人实现良好的财务状况。——贝莱德(BlackRock)

作为我们客户的受托人，富达国际的角色是保障我们的资本分配能够反映向更可持续未来的转型。——富达国际(Fidelity International)

我们相信可持续投资和 ESG 分析可以给我们的客户带来更好的回报。不仅如此，作为客户资产的受托人，使我们拥有带来真实改变的机会。——富兰克林邓普顿(Franklin Templeton)

作为资产管理者和客户的受托人，先锋领航有责任为投资人创造最大回报，并保障投资组合中的公司采取了恰当行动来减少会对回报产生影响的实质风险。我们认为气候变化就是这样一个实质风险，将会影响很多公司及其利益相关者的长期回报。——先锋领航(Vanguard)

联博相信，企业责任和责任投资这两个概念紧密相连，不可分割。我们必须坚定不移地成为负责任的公司，才能更好地践行可持续投资，成为高效的责任投资者。——联博(AllianceBernstein)

我们的目的是重新想象投资的力量以及连结起来创造一个更好的世界。当我们说更好的世界，我们指为所有人：一个更繁荣的经济、一个更公平的社会和一个更健

康的环境。——瑞银(UBS)

我们的使命是通过以研究为基础和以素质为本的流程，为我们的客户创造最佳的长期回报。我们创造性地将基本面、量化和可持续性研究整合在一起。我们将可持续性投资整合为投研的日常标准。——荷宝(Robeco)

欧瑞泽决心利用基金的力量成为转型的催化剂——向着更包容、公平、平等的社会，向着更可持续、健康、环境友好的社会。这不仅是社会责任，也是受托责任。我们认为这将使我们的投资有更好的表现并更具韧性。——欧瑞泽(Eurazeo)

今天，我们将环境、社会、治理放在我们商业的核心。我们将进一步将可持续性整合进公司运营和业务，为社会、经济和环境带来真实的影响。——安联(Allianz)

财新智库整理

4 MSCI: MSCI 投资洞察 2021——全球机构投资者调查(MSCI Investment Insights 2021——Global institutional investor survey)

## 短期波动没有改变受访机构投资者的 ESG 整体战略

作为长期投资者，我们有坚实的投资策略帮助我们渡过市场周期、宏观政策或地缘政治的不确定性。对我们来说，非常重要的一项是长期投资信条，我们不会基于短期因素改变战略性决定。——加拿大养老基金投资公司

短期市场的变动并不会影响我们在 ESG 投资上的部署。我们的可持续投资团队其实几年前就做过研究，可持续投资策略很容易在某一些因子有比较高的暴露度，比如成长因子、质量因子，当这些因子股票表现好的时候，可持续产品就会表现比较好。——联博

长期来看，目前的危机导致经济形势变化以及向能源独立的转向，同时也加速了低碳和可再生

能源转型。这为投资者提供了获取回报机会的同时，更可以践行影响力投资。——富达国际

石油公司现在表现确实比较好，这里面是有历史原因的。我们不能只看历史。电动车的需求不断上涨，我觉得这是对地球非常好的，是我们的未来所在。——Westly Group

“双碳”目标下能源转型不断深化，目前我国能源发展已进入新旧动能转换的关键期，要在保证能源安全的前提下实现能源转型，必然是一个长期、有序推进的过程。我们认为能源转型的短期波动不会动摇全球能源脱碳的长期目标，也不会影响南方基金致力于应对气候变化与 ESG 战略的长期大方向，赋

能客户、员工和其他利益相关者在当下和未来发挥积极的影响是我们一直秉持的目标。——南方基金

短期之内，整个欧洲寻求能源独立，反而催生了这些国家对于清洁能源的强烈需求。同时，随着化石“燃料”成本上升，我们明显感觉到，其实清洁能源变得更有吸引力。而从整个碳中和角度来讲，站在未来三五十年维度，在全球变暖这么严重的情况下，全球的碳中和承诺是不可逆的，是人类已经看到的发展路径。在这个领域的投资，将具备长达数十年高确定性和高必要性，在帮助投资人带来正向回报的同时，也能给环境问题贡献积极正面的影响。——瑞士百达资产管理

财新智库调研

## 1.2 全球监管和行业建设加速

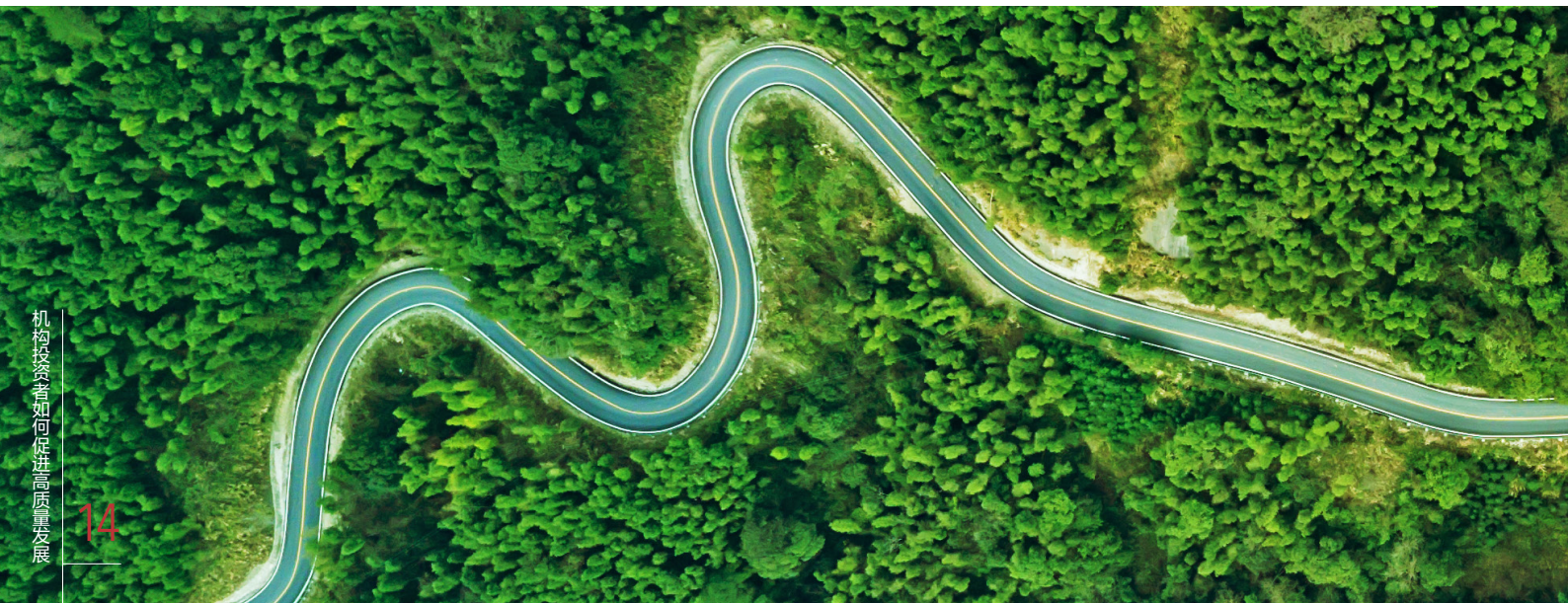
上文我们阐述了全球经济发展范式的改变，这有助于我们超越短期波动，把握 ESG 投资长期趋势。此节我们将继续从全球监管角度来看 ESG 投资发展的趋势。这些加强的监管举动亦是对 ESG 投资实践中出现的问题和争议的回应。

欧美市场的 ESG 发展最初主要源于自下而上的驱动，不过近年来，无论是监管，还是行业机构，都在加强推动 ESG 市场规范和标准建立，这也意味着 ESG 已经成为监管框架中的重要组成部分。ESG 发展自上而下的推动力大大加强，正在完成主流化的最后步骤。全球监管和行业建设呈现三大趋势：

## ■ 从自愿逐步走向强制

这意味着 ESG 对于企业和投资机构而言，愈来愈成为必须要做之事。其中欧盟继续走在前列。欧盟早在 2014 年即颁布了《非财务报告指令》(Non-Financial Reporting Directive, NFRD)，要求各成员国出台法令，强制员工超过 500 人的大型企业披露环境污染、新能源使用、员工、反垄断、贿赂等 ESG 信息。2021 年 4 月，欧盟修订 NFRD，发布了新的《公司可持续发展报告指令》(Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) 提案。CSRD 大大扩展了需要披露 ESG 企业的范围，不管是欧盟境内的本土公司还是外国企业在欧设立的子公司，在欧盟境内运营的雇员超过 250 人或满足一定营收条件的大公司以及所有上市公司，都必须披露 ESG 信息。这将使适用于这项要求的企业从原来的 11000 多家增加到近 5 万家。欧盟还要求增加信息的可用、可信、可比性，要求公司基于欧盟拟发布的可持续报告标准披露信息，并提供审计报告。按照目前的计划，CSRD 将于 2024 年启用。2022 年 2 月 23 日，欧盟委员会又提出《关于企业可持续尽职调查的指令》(Corporate Sustainability Due Diligence, CSDD) 的立法提案，要求大公司将环境与人权相关内容嵌入到供应链管理之中。

欧盟 2019 年出台的《可持续金融信息披露条例》(Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) 则对于金融市场参与者影响重大。SFDR 要求从机构和产品两个层面披露对可持续风险的整合以及对可持续负面影响的考量，并有一系列具体的披露要求，以避免“洗绿”、伪 ESG、产品误导等风险，便于终端投资人更好地在不同机构、不同产品中作出选择，将资金真正引导至可持续发展。SFDR 实际上使得机构投资者必须考虑 ESG 因素。2021 年 3 月已经全面生效的第一阶段披露要求，金融市场参与者必须将金融产品归类为第 6 条（无可持续性目标），或第 8 条（促进环境或社会可持续特征），或第 9 条（以可持续投资为目标）。即便是没有可持续目标的符合“第 6 条款”的产品，也需要考虑并披露可持续风险（若投资机构得出结论，产品与可持续风险无关，也必须解释为何无关）。普华永道预测，在 SFDR 推动下，到 2025 年欧洲可持续投资产品的资产将增长三倍以上。SFDR 也具有外溢效应，总部位于欧盟境外但在欧盟设立子公司或在欧盟开展业务、发售产品的主体，也须披露相关信息。





相比于欧洲，推崇自由市场的美国一向在 ESG 强制披露方面比较谨慎。不过，2021 年以来，美国也向上市公司 ESG 信息强制披露迈出重要步伐。2021 年美国众议院通过了《ESG 信息披露简化法案》(ESG Disclosure Simplification Act)。这个框架性的法案要求所有上市公司披露 ESG 指标及与公司长期战略的关系，但仍需要美国证券交易委员会 (SEC) 制定具体的监管要求和指标。2022 年 3 月，SEC 发布一项政策议案——《加强和规范服务于投资者的气候相关披露》，首次要求所有在 SEC 注册的美国 and 外国公司披露对其业务、运营结果、财务状况以及财报指标可能产生实质性影响的气候相关风险和温室气体排放信息。假设该提案在今年年底前通过，将分阶段实施，大型公司需要在 2024 年披露 (2023 财年的) 范围 1 和范围 2 排放，并在 2025 年披露范围 3 排放。此前 2021 年 8 月，SEC 还通过了纳斯达克交易所的多元化倡议，即要求上市公司董事会必须有至少两名女性、少数族裔等成员或者作出解释。

其他多个主要市场也推进了影响重大的强制披露措施。2020 年 7 月，港交所新版《环境、社会及管治报告指引》生效，要求所有港交所上市公司发布 ESG 报告，发行人须将 ESG 事宜纳入董事会考量，将对发行人产生影响的重大气候相关事宜、社会相关议题的披露责任从“建议披露”提升至“不遵守就解释”。新加坡证券交易所 2016 年即引入可持续发展报告制度，遵循“不遵守就解释”原则。为了回应气候目标，2021 年 12 月 15 日，新加坡交易所宣布气候信息强制披露要求，所有上市企业必须在可持续性报告中依据 TCFD 框架披露气候相关信息：所有企业从 2022 年起要依据“不遵守就解释”原则报告，对于金融、农业、食品、林业和能源等行业，气候相关信息自 2024 年后将成为强制性披露要求；交通业、材料和建筑业在 2025 年后也将被强制要求披露。此外，新交所还要求所有企业出台董事会多元政策。2021 年 10 月，英国政府宣布，将就强制性企业气候披露进行立法。该规定将适用于超过 1300 家在英国注册的大型企业和金融机构以及超过 500 名雇员和 5 亿英镑营业额的私人企业，要求其以清晰、连贯的形式揭露气候相关的信息。2021 年 12 月，英国金融行为管理局 (Financial Conduct Authority, FCA) 发布文件，要求上市企业必须在年报中回答是否满足了 TCFD 的要求，受 FCA 监管的险资也需要揭示其投资活动中的气候相关信息。2022 年 4 月，FCA 进而宣布，已经完成领导层多元化披露的规则制度，要求上市公司披露其董事会和执行管理层中女性和少数族裔代表信息。2022 年 4 月 8 日，加拿大政府在年度预算中宣布，将要求银行和保险公司自 2024 年起必须披露气候相关的风险信息。这是加拿大在气候相关的强制性披露中迈出的重要一步。



图 2: 全球主要市场上市公司 ESG 信息披露要求

市场	ESG 信息披露要求
欧盟	员工超过 500 人的大型企业强制披露；2024 年 1 月 1 日以后，符合员工 250 人以上等条件的所有大企业以及小中型上市公司 (Small and medium enterprises, SMEs)，分批逐步按 CSDR 新要求强制披露
美国	自愿披露，提供指引；财务相关气候信息强制披露酝酿中；纳斯达克上市公司董事会多元化要求
英国	自愿披露，提供指引；强制披露的战略报告，覆盖部分 ESG 议题；财务相关气候信息、董事会和管理层多元化信息拟强制披露
中国内地	自愿披露；科创 50 指数成份公司、特定行业、企业强制披露相关信息；缺乏指引或指引不充分
中国香港	不披露就解释，提供指引
新加坡	不披露就解释，提供指引；部分行业要求在 2024 年以后分批强制披露气候信息
日本	自愿披露，提供指引

资料来源：财新智库整理

## ■ 标准协同

在 ESG 生长过程中，涌现出各种各样的全球性和本土性标准，为 ESG 发展和规划提供了初步指引和规范，但与此同时，也带来一致性、可比性、可信度等多种问题，并增加了企业负担，提高了市场交易成本。随着 ESG 的进一步发展，建立全球一致可比的 ESG 信息披露标准的呼声越来越高。全球标准的出台，也将为 ESG 进一步主流化提供基础。

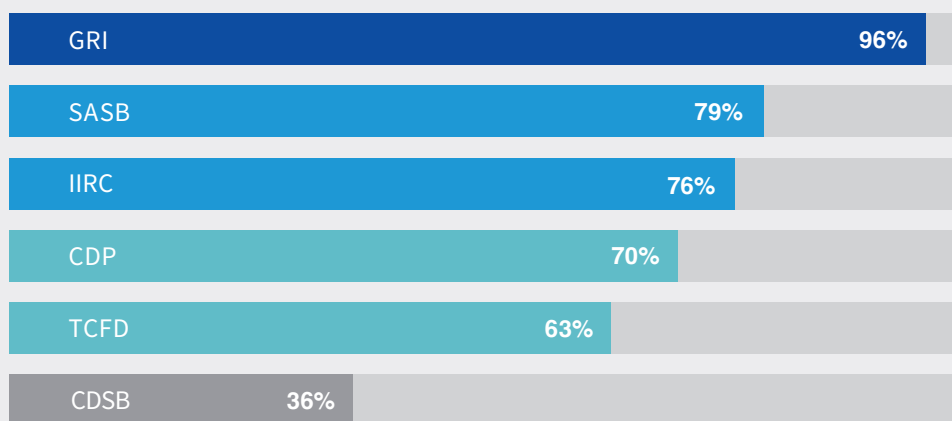
许多机构都尝试推动 ESG 全球标准的建立。其中，最受关注的是国际可持续发展准则理事会 (International Sustainability Standards Board, ISSB)。ISSB 由国际财务报告准则基金会 (IFRS) 在 2021 年联合国气候大会 COP26 期间发起成立。而主导了国际会计准则制定的国际会计准则理事会 (IASB) 同属 IFRS 旗下，足见 ISSB 的使命和雄心。ISSB 并非从零开始，而是代表现有标准整合的意愿，为 IFRS 合并气候披露标准委员会 (CDSB) 和价值报告基金会 (VRF) 而来。其中，CDSB 由在环境信息披露领域深具影响力的全球环境信息研究中心 CDP (The Carbon Disclosure Project) 发起；而 VRF 则是可持续发展会计准则委员会 (SASB) 和国际综合报告委员会 (IIRC) 2020 年合并成立。2011 年成立的 SASB 建立了一套基于财务重要性的 ESG 披露体系，是目前市场上影响力最大、被采纳最广的可持续信息披露标准之一。2010 年成立的国际综合报告委员会 (IIRC) 则开发了综合报告框架 (Integrated Reporting Framework)，用以指导企业向利益相关者传递信息。ISSB 旨在整合现有标准的基础上，提供向投资者披露 ESG 信息的全球基准 (baseline)。

成立后，ISSB 发布了两份可持续披露准则公开征求意见，一份是财务相关可持续发展信息披露的一般要求，一份聚焦于气候相关信息披露。ISSB 的征求意见稿是在整合了气候相关财务信息披露工作组 (TCFD)、CDSB、SASB，以及世界经济论坛 (WEF) 的利益相关者资本主义指标基础上，推出的综合准则。征求意见稿还要求，公司应该在披露财务信息的同时披露财务相关的可持续性信息。

国际证监会组织 (IOSCO) 理事会主席、香港证监会 CEO 欧达礼 (Ashley Alder) 公开表示，IOSCO 或在年底前就是否正式为 ISSB 的可持续发展披露准则背书 (endorse) 作出决定，就像 20 年前为国际财务报告准则 (IFRS) 背书一样。香港证监会亦正评估是否让在香港上市的公司执行 ISSB 的可持续发展披露准则，并优先执行气候相关部分。

ISSB 还试图与另一可持续发展主流标准 GRI (全球报告倡议组织) 指南协同。GRI 成立于 1997 年，由联合国环境规划署 (UNEP) 和环境责任经济联盟 (CERES) 发起，旨在提供一套可持续发展的全球通用语言。SASB 和 GRI 代表了可持续信息披露的两大方向，SASB 偏重于向投资人披露财务相关的可持续信息，主要目的是帮助投资人更准确、全面地评估企业价值。GRI 则旨在为利益相关者提供可持续信息，强调双重重要性 (double materiality)，既要考虑 ESG 对企业的风险和财务影响，也要考虑企业相关行为对社会、环境造成的实质影响。美国市场多采纳 SASB 标准，而欧盟的可持续金融框架全面采用了双重重要性原则，包括 SFDR、可持续金融分类法、可持续报告准则等，都基于这一原则。不少交易所在发布指引时亦会同时考虑多个主流标准，比如港交所就同时参照了 GRI、SASB、TCFD 标准。

图表 3: 主要可持续信息披露标准被全球交易所采用情况



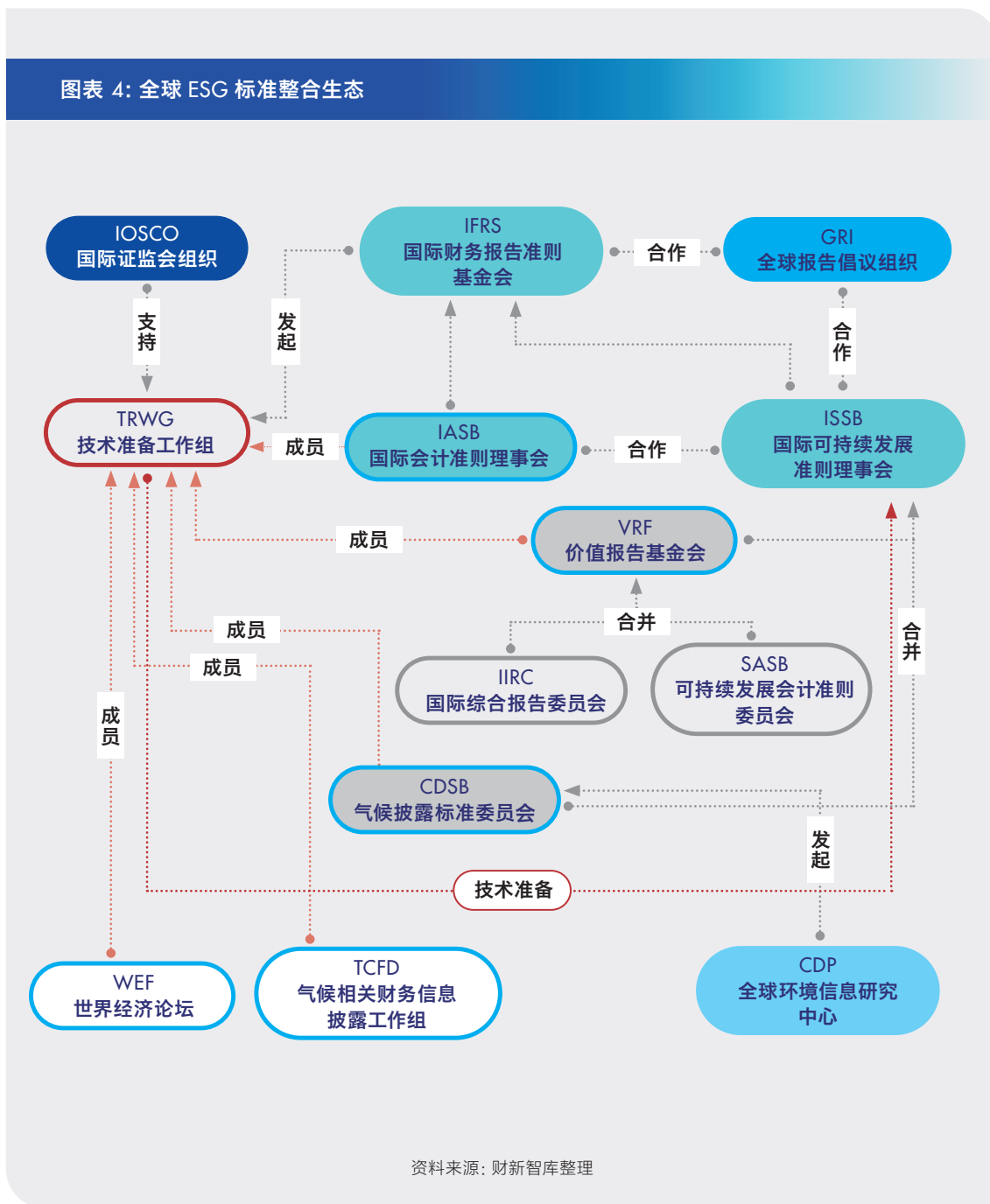
数据来源: 联合国可持续证券交易所倡议 截至 2022 年 8 月

5 联合国可持续证券交易所倡议网站: <https://sseinitiative.org/esg-guidance-database/>

2022年3月，ISSB宣布与GRI达成合作备忘录，ISSB将与GRI下设的全球可持续发展标准委员会（GSSB）在标准制定中相互协调与合作，使聚焦投资者的方法和满足多利益相关方（multi-stakeholder）需求的方法形成互补。IFRS基金会与GRI将合作制定一套具有“双重支柱”的ESG综合报告系统。

由于价值观不同、受众对象和需求不同、国情和发展阶段不同，未来或难以通过一套标准一统江湖，但建立全球基线、标准之间相互兼容已是大势所趋。

图表 4：全球 ESG 标准整合生态



资料来源：财新智库整理

## ■ 加大打击“洗绿”“伪 ESG”

随着 ESG 投资成为潮流，主流投资机构竞相打出 ESG 投资、可持续投资旗号，不乏只是改头换面贴上 ESG 标签者，引发“洗绿”“伪 ESG”争议。近年来尤其是这一年多以来，监管机构明显加强了规范和打击力度。纽约梅隆资管（BNY Mellon Investment Adviser）、德意志资管（DWS）、高盛等知名投资机构遭到调查或处罚。

许多领先市场加强了对 ESG 产品层面的监管。如前所述，欧盟出台《可持续金融信息披露条例》（SFDR）的主要目的之一是规范市场，打击“洗绿”。在将金融产品分为三类的基础上，SFDR 对于三类产品的披露要求和披露形式做了具体规定，在签约前和履约中都有相应的信息披露要求。不过，市场对于条款 8 和 9 产品的区分，仍有不少困惑。

图表 5: SFDR 金融产品分类及披露要求<sup>6</sup>

产品分类	信息披露要求
无可持续性目标产品 (符合 SFDR 条款 6)	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 如何将可持续风险整合入投资</li><li>2. 可持续风险如何影响财务回报（如不相关，须说明原因）</li></ol>
具有促进环境或社会可持续特征产品 (符合 SFDR 条款 8)	在 6 类产品的基础上披露： <ol style="list-style-type: none"><li>1. 可持续特征如何实现</li><li>2. 基于指数的产品，应披露追踪的指数如何与这些特征一致</li><li>3. 使用何种方法监测、评估环境和社会特征</li></ol>
以可持续投资为目标产品 (符合 SFDR 条款 9)	在 6 类产品的基础上披露： <ol style="list-style-type: none"><li>1. 如何实现可持续目标</li><li>2. 基于指数的产品，应披露追踪的指数如何与可持续目标保持一致，该指数与一般市场指数有何区别</li><li>3. 以减排为目的的产品，须对照巴黎协定披露低碳目标</li><li>4. 使用何种方法监测、评估可持续影响</li></ol>

资料来源：财新智库整理

<sup>6</sup> 《可持续金融信息披露条例》(Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR): <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>



2021年3月，SEC宣布在执法部设立气候变化和ESG特别工作组，以“积极识别与ESG相关的不当行为”，包括虚假陈述、合规等问题。2022年5月，SEC发布《加强投资顾问和投资公司对于ESG投资实践的披露》(Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices)的提议，宣布修订有关ESG投资基金和投资顾问的信息披露与报告规则，提议将ESG策略大体分为ESG整合(integration)、ESG专注基金(ESG-Focused)和影响力投资(impact investing)，并要求投资机构和投资顾问根据其所追求的ESG策略，在基金招股说明书、年度报告和顾问手册中提供相应的披露。关注环境因素的基金需要披露与其投资组合相关的温室气体排放信息；声称实现特定ESG影响的基金将需要描述寻求ESG目标实现的具体影响，并总结他们在实现这些影响方面取得的进展。SEC并要求修订《投资公司法》中的命名规则(Names Rule)，要求机构对基金名称中带有专业术语的基金在其招募说明书中给出该术语的明确定义。如果资管产品聚焦于某种特定的投资或带有特定的特征，如ESG投资基金，则该含义所表述的投资方法至少要涵盖80%的产品规模。如果一只基金产品只是考虑了一个或多个ESG因素，而ESG因素对投资决策的影响并不比其他因素更显著，那么该基金产品只能称为“整合基金(integrated funds)”，不能在产品名称上写ESG，否则会向投资者传达误导性信息。

亚洲市场也进一步加强了监管。香港证监会2021年发布《致香港证监会认可单位信托和互惠基金的管理公司的通函——环境、社会及管制基金》，要求在基金名称及营销材料中对ESG或类似字词的任何提述，均须准确而合比例地反映基金的ESG特征与其他特征，不应夸大ESG特征；并要求基金说明ESG重点、投资策略、资产分配等。文件还要求，ESG基金应进行定期评估，至少每年一次，以评估基金如何实现ESG投资重点。基金应以适当方式(例如年报)向投资者披露其定期评估的资料。为降低“洗绿”风险，2022年7月，新加坡金融管理局发布《零售ESG基金披露及报告指南》(Disclosure and Reporting Guidelines for Retail ESG Funds, 下称《指南》)。《指南》要求，ESG基金应当在募集说明书中说明ESG投资重点、投资策略、参考基准、风险以及使用的ESG相关术语等信息。ESG基金还应在年度报告中披露该基金是如何以及在何种程度完成ESG重点、符合ESG重点的投资比例以及完成ESG重点采取的方式等信息。《指南》将在2023年1月1日正式生效。

2022年6月，澳大利亚监管机构ASIC表示，正在加强“洗绿”审查，将对存在误导性声明的可持续产品提供商发出警告，并将提供指南。8月，澳大利亚金融服务委员会(FSC)宣布发布新的气候相关指南，为资产管理机构标签气候相关产品并披露信息提供指引。



全球还加强了对可持续金融和 ESG 投资的分类 (taxonomy)，如欧盟制定《可持续金融分类方案》，中欧牵头完成《可持续金融共同分类目录》等。尽管推进过程中亦遭遇很多挑战，如核电争议等，但总体上，通过明确的分类，有利于进一步规范市场、避免“洗绿”，引导投资。

没有明确标准和可信数据的 ESG 可能沦为为解决气候变化、社会公正等问题为愿望推销金融产品的肤浅方案。不过，愈加严格的披露要求也带来另一种风险和选择——有的机构为了回避信息披露要求和“洗绿”审查风险，不愿意将采用 ESG 策略的基金打上 ESG 标签。尽管没有简单、完美的解决方案，加强 ESG 标准建设和信息披露的努力与打击“洗绿”“伪 ESG”的行动相辅相成，这些努力正在为推动 ESG 下一阶段的发展奠定基础。

## 1.3 中国高质量发展与 ESG 投资

2017 年，中共十九大首次提出高质量发展，明确中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段。这意味着中央下决心改变过去粗放的经济增长方式，应对日益严峻的环境、能源、资源约束，并让改革发展成果更多更公平惠及全体人民，“把实现全体人民共同富裕摆在更加重要位置上”。党的十九届六中全会强调，必须实现创新成为第一动力、协调成为内生特点、绿色成为普遍形态、开放成为必由之路、共享成为根本目的的高质量发展，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要则提出，坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，把新发展理念完整、准确、全面贯穿发展全过程和各领域，构建新发展格局，切实转变发展方式，推动质量变革、效率变革、动力变革，实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展。兼顾经济、环境、社会效益的 ESG，正是一种高质量资本，与中国的新发展要求内涵完全一致。

今年以来，尽管有经济下行压力、能源紧缺等因素，但是银保监会、证监会、国资委、生态环境部等主要监管机构，均出台了重要文件，对 ESG 发展起到了强有力的推动作用。这亦说明，ESG 对于风险控制、价值创造、降低负外部性、促进经济转型和高质量发展的长期价值，得到了有关部门的充分认可。

## o 2022 年出台或实施的重要监管文件

1月19日，上海证券交易所向科创板上市公司发布了《关于做好科创板上市公司2021年年度报告披露工作的通知》，单独列出了企业 ESG 信息的披露要求，明确科创板公司应当在年度报告中披露 ESG 相关信息，并视情况单独编制和披露 ESG 报告等文件。其中，要求科创 50 指数成分公司发挥带头示范作用，单独披露社会责任报告，如公司已披露 ESG 报告的，无需披露社会责任报告等。

2月8日，生态环境部于2021年底颁布的新版《企业环境信息披露管理办法》正式生效。

3月16日，国有资产监督管理委员会成立社会责任局，研究提出推动国有企业履行社会责任的政策建议，指导所监管企业践行 ESG 理念和指导推动所监管企业碳达峰碳中和等工作。

4月15日，证监会发布《上市公司投资者关系管理工作指引》，自2022年5月15日起施行，要求落实新发展理念，在沟通内容中增加上市公司的环境、社会和治理（ESG）信息。

4月26日，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，提出引导行业总结 ESG 投资规律，大力发展绿色金融，积极践行责任投资理念，改善投资活动环境绩效，服务绿色经济发展；支持推动公募基金等专业机构投资者积极参与上市公司治理，既要“用脚投票”，更要“用手投票”，助力上市公司高质量发展。

5月27日，国务院国资委公布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，要求中央企业集团公司统筹推动上市公司完整、准确、全面贯彻新发展理念，进一步完善环境、社会责任和公司治理（ESG）工作机制，提升 ESG 绩效，在资本市场中发挥带头示范作用；立足国有企业实际，积极参与构建具有中国特色的 ESG 信息披露规则、ESG 绩效评级和 ESG 投资指引，为中国 ESG 发展贡献力量。推动央企控股上市公司 ESG 专业治理能力、风险管理能力不断提高；推动更多央企控股上市公司披露 ESG 专项报告，力争到2023年相关专项报告披露“全覆盖”。

6月1日，中国银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》（下称《指引》），提出银行保险机构应当完整、准确、全面贯彻新发展理念，从战略高度推进绿色金融，加大对绿色、低碳、循环经济的支持，防范环境、社会和治理风险，提升自身的环境、社会和治理表现，促进经济社会发展全面绿色转型。《指引》首次提出，将环境、社会、治理要求纳入管理流程和全面风险管理体系，强化信息披露和与利益相关者的交流互动，完善相关政策制度和流程管理。

财新智库整理

无论是政策层面“双碳”“共同富裕”等战略的推进，对企业社会责任、社会价值的强调，金融整治、互联网整治、环境整治等治理行动的展开，还是公众、社会层面对于贫富差距、数据安全、平台垄断、环境等问题的关注，都意味着中国企业和金融投资机构面临的约束已经发生了根本性变化。同时，国际上对于气候变化、减碳等 ESG 相关要求，正在进一步传导到国内。在自上而下、自下而上以及内外多重力量驱动下，国内不少领先的企业和金融投资机构，已经开始严肃考虑 ESG 问题，并将其融入公司战略和业务。



ESG 投资正成为资管行业价值重塑、助力可持续发展高质量发展的关键切入点。作为国内最早推动 ESG 投资的机构之一，我们持续搭建和完善 ESG 管理架构、评价体系，将 ESG 深度融入公司投资管理实践，争做 ESG 投资的引领者。——南方基金副总经理、首席投资官(固定收益)、ESG 领导小组副组长李海鹏

我们的 LP 现在依然很关心 ESG。ESG 是高于法律的，我们看到前两年是合法的一些事情，现在正在受到治理。——中信资本高级董事总经理、信宸资本管理合伙人信跃升

中国主流机构投资者正在加速拥抱 ESG。截至 2022 年 7 月 22 日，中国大陆地区签约 PRI 的机构达到 103 家<sup>7</sup>。其中，资产管理者 74 家 (72%)，资产所有者 4 家 (4%)，第三方服务提供者 25 家 (24%)。而今年新签约机构达到 21 家，超过 2020 年全年的签约量 (17)。包括南方基金、易方达、嘉实等头部机构在内的 20 多家公募基金管理人，都已签约 PRI。同时，在 18 家社保基金委托管理人中，已有 13 家加入 PRI。21 家基本养老保险投资管理机构中，也已经有 15 家加入了 PRI。

图表 6: 中国大陆签约 PRI 机构数量变化 (2012-2022)

中国大陆签约 PRI 机构数量	2012	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
103	1	1	1	3	12	15	17	32	21

数据来源: 财新智库据 PRI 数据整理 截至 2022 年 7 月 22 日

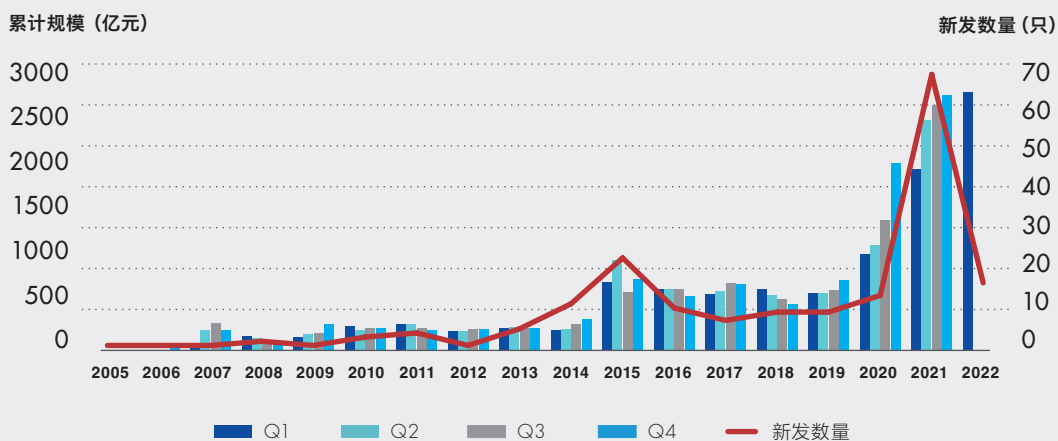
中国证券投资基金业协会 2021 年 8 月面向资产管理类会员机构开展的绿色投资自评显示，在合计资产管理规模占总规模 74.8% 的 56 家样本公募基金管理机构中，在绿色投资战略管理方面，将绿色投资明文纳入公司战略的机构共有 24 家，占 42.9%；47 家公募机构已经开展绿色投资研究，占 83.9%；38 家公募机构已经在国内发行以绿色投资为目标的产品，合计发行产品 106 只<sup>8</sup>。

据财新数据统计，国内已有超四成的公募基金管理人关注并参与权益类 ESG 公募基金投资，总计发行的 ESG 公募基金逾 180 只。2005 年发行的天治低碳经济基金是国内第一只泛 ESG 基金。2006 年至 2013 年期间，每年陆续有 1 至 5 只 ESG 基金发行。从 2014 年起，ESG 基金发展略有提速，年度新发数量首次突破 10 只。2019 年底中国宣布“双碳”目标后，ESG 基金开始蓬勃发展。截至 2022 年第一季度，全市场 ESG 公募基金资产管理总规模跃升至 2614 亿元，接近 2020 年同期的 3 倍。值得注意的是，这些基金多为泛 ESG 主题基金（仅覆盖 ESG 中任意一到两个领域的产品），且规模较小，产品规模在 5 亿元以下的约占一半。伴随着 ESG 投资市场的兴起，对于市场规范性的讨论亦愈加热烈。

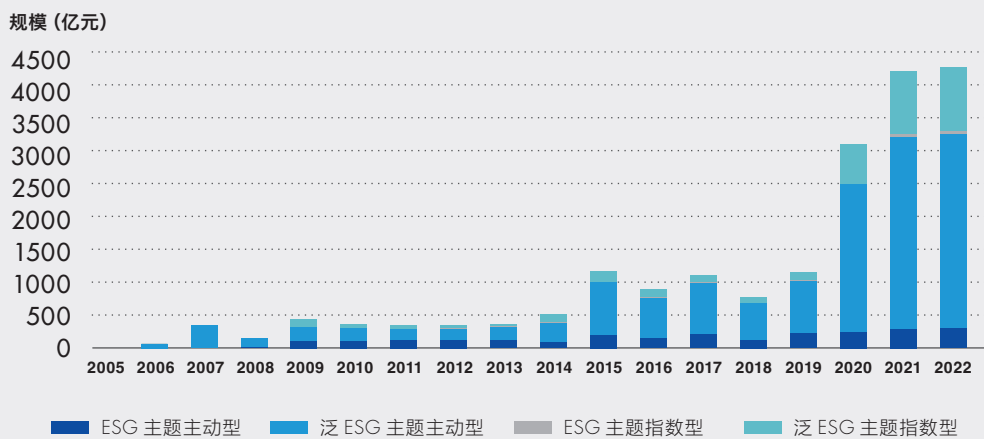
7 PRI: <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>

8 中国证券投资基金业协会: 基金管理人绿色投资自评报告 (2021)

图表 7: ESG 公募基金规模及数量变化 (2005-2022)



图表 8: 各类 ESG 公募基金规模变化 (2005-2022)



数据来源: 财新数据、WIND 截至 2022 年第一季度

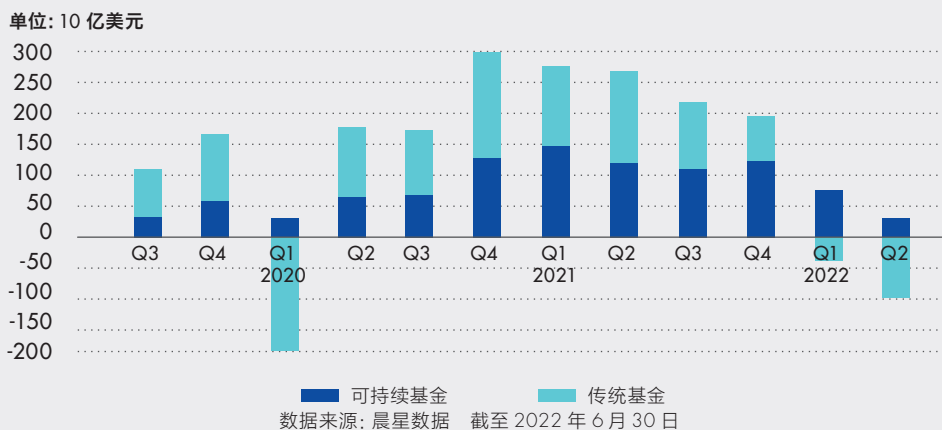
中国相关监管部门已经表达了充分参与国际可持续发展标准制定、融入国际可持续发展大潮的意愿。中国已经与欧盟委员会合作制定了《(中欧) 可持续金融共同分类目录》。由中方担任联席主席的 G20 可持续金融工作组目前正在绘制“G20 可持续金融路线图”，预计 2022 年将形成转型金融框架。此外，ISSB 6 月宣布，任命冷冰为国际可持续准则理事会理事。冷冰此前是中国财政部会计司制度三处处长，负责可持续发展报告项目，为国际财务报告准则分类标准咨询组成员之一。中国人民银行行长易纲也表态，倾向于在未来逐渐将国内标准与国际标准接轨，以允许更高效的跨境绿色资金流动。

# 1.4

## 从理念到实践，从理想到路径

今年以来，受俄乌冲突带来的传统能源价格上涨等影响，ESG 投资短期承受一定压力。2022 年开始，ESG 基金净流入连续下滑。今年 5 月，美国市场的 ESG 权益类基金甚至出现了 20 亿美元的净流出。一些 ESG 基金跑输参考基准。与此同时，“洗绿”问题、特斯拉被剔除出标普 500 ESG 指数引发的 ESG 评级争议等事件，使逐步走到舞台中央的 ESG 面临前所未有的争议。不过，如前所述，许多在 ESG 投资领域深耕多年、比较成熟的投资机构在接受财新智库调研时均表示，可持续投资是战略性决定，他们并未因短期压力改变自己的 ESG 投资战略。国外基金经理的考核周期多在 3-5 年以上，亦支持他们从更长的周期来考量和坚持自己的投资选择。尽管 2022 年第二季度，全球可持续基金的净流入仅为 326 亿美元，与去年同期相比大幅缩水，似乎好势头不再，但是这更多是受到市场的整体影响。根据晨星的统计，2022 年第二季度，全球基金市场出现了 2800 亿美元的净流出，保持了净流入的 ESG 基金依旧跑赢了市场<sup>9</sup>。

图表 9：欧洲可持续基金和传统基金资金净流动情况

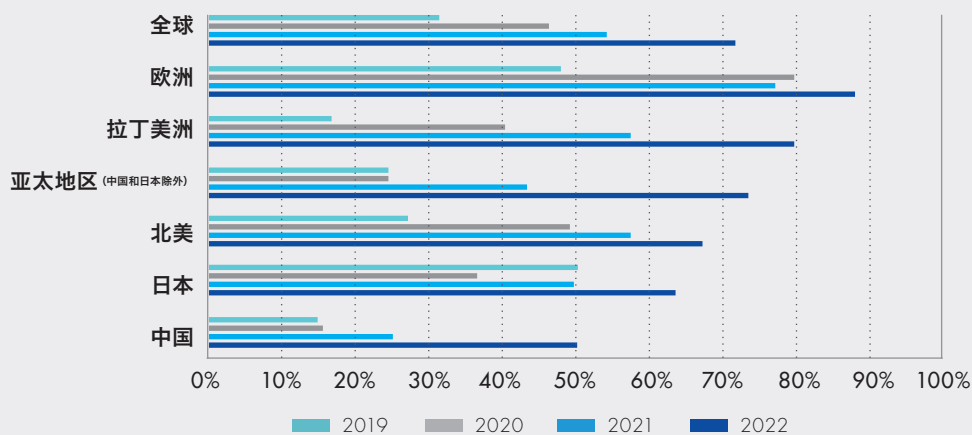


富达国际 2022 年分析师调查显示，近四分之三的分析师表示，他们交谈的大多数公司对 ESG 的重视程度越来越高<sup>10</sup>。中国市场对 ESG 重视度的提升尤为显著。

9 晨星 2022 年第二季度全球可持续基金流动报告 (Global Sustainable Fund Flows: Q2 2022 in Review )

10 富达国际 2022 年分析师调查 (Analyst Survey 2022)

图表 10：分析师调查中不同市场的 ESG 趋势



相关问题：“在过去的一年中，您是否看到您关注的公司越来越重视 ESG 政策的实施和交流？”  
 数据来源：Wind, 富达国际 资料来源：富达国际 2022 年分析师调查

实际上，当前争议中的许多问题，如“洗绿”、标准、经济社会环境利益平衡、有效性等，不在于 ESG 投资要不要做，而在于 ESG 怎么做：

- 投资者如何理性应对气候变化和气候转型，如何建立可持续的气候投资策略并促进公正转型？
- 如何更好地评估企业 ESG 表现，捕获 ESG 价值？
- 如何在内部建立科学合理的 ESG 投资组织架构和投研体系，使 ESG 投资落至实处并发挥价值？
- 如何运用 ESG 整合、主题投资、影响力投资等不同的 ESG 投资策略，实现不同的投资目的、满足 ESG 投资人光谱中不同的诉求？
- 如何科学、合理、规范地披露 ESG 信息，如何应用影响力评估工具，最大程度避免“洗绿”“洗影响力”，并在成本和透明度方面取得平衡？如何不断改进披露体系和报告方式，使投资者的要求与企业的内在发展动力和价值创造机制更为一致？
- 监管机构如何推动 ESG 市场的健康有序发展？

对于这些问题，全球的 ESG 投资者和相关机构都在探索当中。我们已经从多个角度论证了 ESG 投资发展的趋势和方向，不过对于中国市场而言，由于资本市场发展尚不完备，长期投资还未成为市场主流，ESG 投资亦起步晚，易受市场短期波动影响，挑战更为严峻。但是，中国要实现高质量发展，要完成“双碳”、共同富裕等战略目标，并向第二个百年奋斗目标迈进，离不开一个负责任的投资市场。中国必须最大化利用可持续投资，促进经济、环境、社会多重发展目标的实现。下一章，我们将从实践角度，总结国内外具有代表性的 ESG 投资案例和经验，并聆听实体企业的声音，为中国 ESG 投资的进一步发展探路。



02

实践篇：  
ESG 投资策略与 ESG 实践

ON THE GROUND:  
ESG INVESTMENT STRATEGY AND PRACTICE

## 2.1 ESG 投资策略分类、偏好及影响

GSIA 将可持续投资策略分为七种：

1. 负面筛选：从投资组合中排除某些不符合 ESG 标准的公司或行业。
2. 正面筛选：投资 ESG 表现优秀的标的。
3. 基于规范的筛选：投资标的符合国际通行的最低标准和企业行为准则。
4. ESG 整合：在投研和投资中系统地、整合性地纳入 ESG 因素。
5. 可持续主题投资：投资于某一类促进可持续发展的资产，如清洁能源、可持续农业等。
6. 影响力投资：投资于明确以解决社会、环境问题为使命的公司。
7. 参与和积极所有权：利用股东权力，通过参与、投票等方式，影响公司行为，作出积极改变。

可以看出，ESG 投资实际上涵盖甚广，包容性很强，涵盖了从被动到主动、从消极到积极的多种策略。市场上既有单纯以风险—财务回报为分析框架，将 ESG 作为排雷手段的纯财务投资者，也有主动寻求社会、环境影响的影响力投资者，亦有期望在保障优异财务回报的同时实现积极环境社会影响的兼而有之者。这种包容性在扩大 ESG 市场接受度的同时，也带来不少争议和混乱。不同目标和策略的 ESG 实践者都可以从自身角度提出质疑和反质疑。比如，马斯克抨击目前的 ESG 标准和评级不看重影响力，实质考察的是风险—财务回报，甚至将特斯拉的报告改名为影响力报告。然而，从公司自身管理而言，由于在员工、产品质量、供应链环境问题、治理等方面存在争议，特斯拉在一些评级机构和投资者眼中，却算不上一家在 ESG 方面的好公司。但即便存在这些争议，不可否认的是，ESG 投资将公司与利益相关者的复杂关系纳入分析决策，即便是纯财务投资人，客观上也有利于引导资本投向更能实现公司和利益相关者共赢的企业和行业。

本报告旨在探讨机构投资者如何促进高质量发展，故将结合中国发展阶段和战略目标，选择国内外代表性的实践案例，介绍它们如何开展 ESG 投资和如何运用代表性的 ESG 投资策略，如何回应 ESG 领域的一些重要议题和争议话题，望提供启发和借鉴。

## 2.2 国际资产管理如何践行 ESG 投资

国际资产管理机构开展 ESG 投资已经有十多年历史，形成了较为成熟的理念、制度体系和方法论。许多国际大型资产管理机构都制定并公开了自身的可持续投资政策、参与和投票政策，并每年发布可持续投资报告。在此，我们将重点介绍富达国际如何在主动投资中开展 ESG 投资、AB 联博如何开展可持续主题投资以及瑞士百达资产管理如何开展环保主题投资。

### ■ 富达国际: 如何在主动投资中开展 ESG 投资

富达国际成立于 1969 年，是一家在全球 20 多个国家开展业务的大型资产管理机构，截至 2022 年 6 月 30 日，富达国际管理的客户资产总规模为 6652 亿美元（包括资产管理规模 4998 亿美元以及提供基金销售服务规模 1654 亿美元），客户涵盖央行、主权财富基金、保险机构、公司金融机构、个人投资者等。尽管许多大型全球机构投资者都开展了 ESG 投资，但以主动投资为主打业务的富达国际近年在可持续投资方面的投入十分亮眼。我们选择富达国际案例，因其：1. 将 ESG 充分整合进投研和投资决策，真正成为了公司投资行为的一部分；2. 不仅考虑财务重要性，而且践行双重重要性（double materiality），致力于通过投资推动更可持续的未来，富达国际已经将双重重要性作为 2022 年可持续投资的三大推动重点之一。

从长远来看，对利益相关方有益的事情也对股东有利，这并非一场零和博弈——富达国际首席执行官黎诚恩 (Anne Richards)

可持续投资在富达国际整个战略定位中是核心中的核心，这是基于管理层对市场发展大趋势的判断。全球经济体的可持续转型是大势所趋，在经济体的绿色转型、可持续转型过程中，一定离不开成千上万的投资，我们投资人有义不容辞的责任。——富达国际可持续投资总监及基金经理王芳

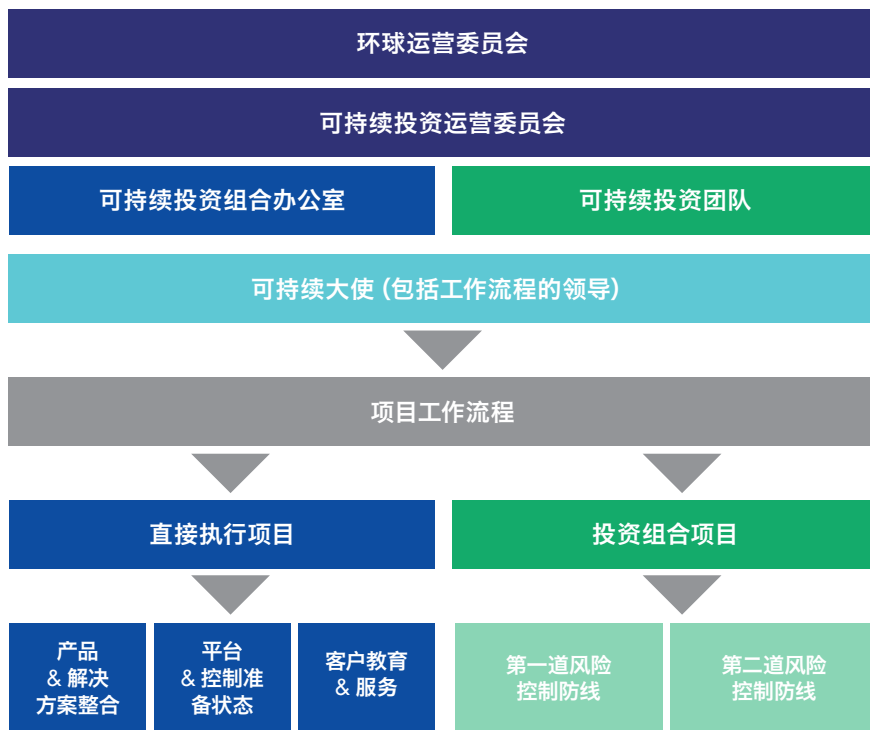


富达国际强调，ESG 投资应完全融入分析师、基金经理的日常工作，而不仅仅是由另外的可持续投资团队单独开展的行动。为了形成自下而上的 ESG 投资方式，富达国际主要从以下方面着手：

### (1) 建立组织架构

富达国际设立了由全球运营委员会领导的可持续投资运营委员会，由富达国际全球投后管理与可持续投资主管陈振辉担任主席，下设可持续投资组合办公室和可持续投资团队。其中，可持续投资组合办公室负责牵头公司向可持续投资全面转型期间的的方法论研究、工具开发、发行等项目，可持续投资团队则负责一些项目具体的支持和执行。可持续投资团队由陈振辉领导，包括 30 名可持续投资专家，主要负责内部可持续评级体系的开发、投后管理支持等，其中两名在富达国际即将在中国开业的独资公募基金公司。

富达国际可持续投资组织架构



资料来源：富达国际

值得注意的是，虽然富达国际成立了单独的可持续投资团队，但这个团队更多承担中台功能，向相关部门提供 ESG 专业知识。真正的 ESG 投研和投后管理，主要由投资团队，即分析师和基金经理承担。这也是富达国际最为强调的自下而上的 ESG 投资路径。

## (2) 开发专属的 ESG 评级体系

为了将 ESG 投资真正融入到富达国际原有的投资体系中去，富达国际开展的一项重要工作是开发专属的 ESG 评级体系。这项工作从 2019 年展开。这亦是為了最大化富达国际作为主动投资人的优势。专属 ESG 评级体系的建立依托于全球约 160 名分析师对所覆盖公司长期、深入的追踪和研究，因此，富达国际可以更真实、全面地评估一家公司的 ESG 表现，并与基本面研究融合、一体化，支撑投资决策。

富达国际认为，目前第三方评级机构的量化评估体系依然存在很多问题，数据并不等同于分析。比如，评估一家公司的治理是否良好，并不能简化为仅看该公司有几个独立董事，因为这些“独立董事”可能都是创始人的好朋友。了解公司过去的决策质量如何、是否有关联交易、是否牺牲了小股东的利益等，都需要分析师对公司非常熟悉，跟公司有长期的交流和互动。同时，目前第三方评级体系广泛采用相对排名的方法，无法把握公司 ESG 评级升降背后的真实因素和含义，对于积极的主动投资人来说，不是很有帮助。

富达国际可持续投资团队用了两年多时间，并吸纳分析师意见，目前已经形成了 V2 版本的内部评级体系。在基本框架形成后，分析师的责任是通过自己的投研分析，给每一家所覆盖公司的 ESG 评分。

富达国际的评级原则涵盖了双重重要性。富达国际的理念是，在 ESG 做得比较好的公司群体中，也可以产生 Alpha。这个群体足够大而且长期来看更有竞争优势。

## (3) 在投资决策中应用 ESG

最终，ESG 的价值在于应用到投资决策中。富达国际制定了集团层面的负面清单，军火等特定行业被排除在投资组合之外。煤电如果没有满足特定的标准，如制定转型计划，也不在投资范围。ESG 整合是富达国际应用最广的投资策略。分析师会将 ESG 评分与基本面分析结合起来考量。目前，对于非 ESG 产品，基金经理可以自己决定是否考量 ESG 因素，对于 ESG 产品，富达国际要求，产品组合中应有至少 70% 投向 ESG 表现优秀的公司。分析师和基金经理会依据内外部的 ESG 评分决策。暂时留出 30% 的空间，主要基于两种考量：目前许多公司 ESG 信息披露尚不完备，评级未必完全反映了真实的 ESG 状况；可以通过投后管理，促进公司改进 ESG 状况。但是这些公司需要在 18 个月期限内作出改善，否则将会被剔除。

对于特斯拉引发的争议，王芳认为，ESG 评级不应该包罗万象，不同的评级可以从不同角度衡量一家公司，投资者可以根据自己的投资目的做出选择。富达国际的内部评级体系包括两个层面，一方面，富达国际创建了可持续发展目标（SDG）评级，运用联合国可持续发展目标框架，来鉴别和评估在应对全球挑战如气候变化中，被认为发挥重要作用的公司。特斯拉在这项评估中得分为 100%。但另一方面，富达国际专属的 ESG 评级侧重于评估一家公司如何管理负外部性，以及如何在价值链中照顾到主要利益相关方。出于对特斯拉运营碳足迹、供应链、员工和产品安全的担忧，其得分一般。这两项评级系统为一家公司的可持续发展提供了不同的角度，投资者可以根据他们的投资目标采用。如果目标是将资本配置到可持续经济转型过程中所需的产品和服务，那么应参考可持续发展目标评级。如果投资者想确保他们只投资于那些以对环境和社会负责任的方式开展业务的公司，应该以 ESG 评级为主。这两种评级也可以同时使用，针对某些影响而采用可持续发展目标评级，同时通过设定 ESG 评级的阈值来维持最低的 ESG 标准。

作为主动投资人，投后管理（又称积极股东、尽责管理）是富达国际投资中不可或缺的一环。尽责管理是可持续投资人发挥资本和股东影响力的重要手段，对于 ESG 尚未引起公司广泛重视、制度不完备的新兴市场而言，更具价值。我们将在尽责管理一节详述。

## ■ 联博如何践行可持续主题投资

联博 (AllianceBernstein) 1967 年成立于美国, 2011 年加入 PRI, 截至 2021 年末, 全球资产管理规模为 7790 亿美元, 超过 60% 的资产将 ESG 因素考虑在内。

可持续投资在我们公司战略中处于非常关键的位置, 这可以从两方面来理解: 第一, 身为机构, 我们积极履行企业社会责任, 致力成为一家负责任的公司; 第二, 身为资产管理公司, 我们积极将 ESG 因素纳入投资决策考量, 力争为投资者创造长期可持续回报。—— 联博

联博开展可持续投资的一大特点是将自身社会责任与可持续投资统筹部署。联博建立了全面的管理架构, 其中责任指导委员会 (Responsibility Steering Committee) 由公司首席责任官和全球可持续投资负责人担任联席主席。这个由 12 人组成的团队分为两组, 一组负责联博自身的企业社会责任, 另一组负责可持续投资。责任团队和投资团队共同开发了“ESG 投资地图”, 各个投资团队可以利用该工具识别影响长期财务预测的 ESG 问题。另外, 联博搭建了 ESG 信息共享平台 —— “ESIGHT”, 供各个团队获取和分享企业的 ESG 信息。

### 联博可持续投资组织架构



资料来源: 联博

为了回应气候变化给资本市场带来的挑战, 联博与哥伦比亚大学地球研究所的顶尖气候学家展开合作, 共同开发了关于气候科学和投资组合风险的课程。该课程涵盖了气候变化的科学基础、减少和适应气候变化的战略、政策含义、技术解决方案、投资决策优化等内容, 旨在帮助基金经理、分析师及其他相关人士更好地识别气候变化带来的风险和机遇。

除了广泛采用 ESG 整合策略, 联博还开发了一套“目的性投资组合”(with Purpose)。截至 2021 年底目的性投资组合的管理规模已达 310 亿美元, 其中包括影响力投资策略、与联合国可持续发展目标一致的可持续投资策略, 以及包括低碳基金等在内的目标投资策略。联博将可持续主题投资作为其拳头产品, 并设有专门的投资团队。这种带有目的的投资对于中国机构投资者促进高质量发展有较强的借鉴意义。虽然中国不少投资机构亦宣布开展可持续主题投资, 但并未形成系统的方法论。我们将重点介绍联博的可持续主题投资方法。

联合国在 2015 年提出可持续发展目标(SDGs, Sustainable Development Goals), 包括 17 项大目标和 169 项具体目标, 涵盖消除贫困、应对气候变化、健康、教育等关乎人类发展的议题, 是全球共同努力的方向。联博认为, 可持续发展目标的实现离不开投资, 也可以成为投资的有效工具。联博的可持续主题投资策略, 专门投资于助力实现一项或多项联合国可持续发展目标的公司。

### 联博如何理解 SDGs 与投资

**可持续发展目标由 17 个目标组成, 是一个强大的框架:**

1 无贫穷 2 零饥饿 3 良好健康与福祉 4 优质教育 5 性别平等 6 清洁饮水和卫生设施

7 经济适用的清洁能源 8 体面工作和经济增长 9 产业、创新和基础设施 10 减少不平等 11 可持续城市和社区 12 负责任消费和生产

13 气候行动 14 水下生物 15 陆地生物 16 和平、正义与强大机构 17 促进目标实现的伙伴关系

此类目标旨在应对与经济繁荣、环境可持续性及相关社会共融的挑战

### 为何将投资组合与可持续发展目标保持一致:

主题相关性	投资机会	全球普遍共识	社会及环境目标
可持续发展目标为发掘被传统投资者所低估的主题机会提供方向	实现可持续发展目标所需的估计投资额巨大——约 90 万亿美元	193 个国家致力实现此等目标, 呈现出广泛的全球共识, 并为符合此等目标的公司创造强劲的利好因素	符合可持续发展目标的投资有助于消除贫困, 保护地球, 并改善全球各地每个人的生活及前景

资料来源: 联合国及联博

但是，联博认为，投资者对 17 项目标同等重视并不现实，必须识别出能够带来投资机会的具体目标。这种主题性投资方法也有利于形成专业知识，为有效的资产配置提供支持。在对 169 项具体目标仔细评估后，联博提炼出 106 项能够带来投资机会的具体目标，下一步是识别出有助于实现这些具体目标的产品和服务。

对于可持续主题投资，联博制定了一个清晰的投资框架，重点关注三大投资主题：气候、健康和赋能，并明确了细分方向，以进一步挖掘联合国可持续发展目标下的投资机会。在识别出契合可持续发展目标的方向后，联博积极寻找盈利能力强的高质量企业，并在传统金融分析的基础上，将 ESG 整合到深度基本面研究之中，识别 ESG 风险，必要时通过草根调研了解更全面真实的信息，最终作出投资决策。联博还积极参与企业治理改善，鼓励其纳入 ESG 指标，提升公司价值。

### 联博可持续主题投资聚焦的三大主题及细分方向



资料来源：联博

联博可持续主题投资的代表性案例之一是挖掘到了印度一家广受信赖的医疗保健公司，从这个案例我们可以进一步了解联博如何开展可持续主题投资，以及在新兴市场进行草根调研的价值。

这家医疗保健公司运营着印度最大的私人医院和药店产业链，其创新商业模式包括一个远程医疗指挥中心，将乡村诊所与大城市医生连接在一起。联博通过草根调研发现，该公司在满足印度民众对现代医疗需求方面具有巨大价值，这明显契合联合国可持续发展目标 3——实现良好健康与福祉，经过综合的财务和 ESG 分析，最终决定投资。

草根调研的一大价值是寻找潜在趋势。联博在印度调研时发现，当地医疗水平非常落后，比如印度的病床数量远低于新兴市场国家平均水平，也低于 WHO 建议的标准。同时，发现当地民众对于现代化医学的需求非常高。而且，因为开始使用手机，远程医疗成为可能。虽然很多印度乡村地区交通不便，但可以用远程医疗先做初步检查。该公司能够帮助当地民众解决这些问题。这是从第三方报告中难以获得的洞察。

联博对各种风险进行评估，形成了专项 ESG 风险评分。风险评分越高，股本成本越高，这会降低收益风险

价差以及投资的吸引力。印度这家公司原本的风险评分可能会较高，因为招聘和保留高素质人才是一个主要风险。但是，联博经过草根调研发现它其实有一套完整的机制吸引、招募好的医生，并且把他们留下来，因而降低了风险评分。草根调研使联博对企业的 ESG 风险有了更深入的认识，有利于投资决策。

**在新兴市场，其实能够看到很多既符合联合国可持续发展目标主题，同时又有很高成长性的企业，需要通过专业的投研能力去发现。——联博**

## ■ 瑞士百达资产管理如何开展环保主题投资

上文我们介绍了联博如何开展可持续主题投资。由于减碳和绿色环保是当前全球可持续发展的重点领域，也跟中国“双碳”目标的实现紧密相连，我们将进一步介绍，瑞士百达资产管理如何开展环保主题投资。

瑞士百达资产管理（下称瑞士百达资管）是瑞士百达集团（下称瑞士百达）旗下独立的机构资产管理和基金管理公司。截至 2022 年 3 月 31 日，瑞士百达资管所管理的资产为 2620 亿美元，客户包含养老金、金融机构、主权财富基金等机构投资者、金融中介机构及其客户。而瑞士百达成立于 1805 年，起源于私人银行业务，是一家坚持“封闭持股、永不上市”、合伙人制的家族企业。坚持长期主义，是瑞士百达的核心信条之一。这一信条也与 ESG 投资原则完全契合。瑞士百达已经明确，争取在 2025 年前将 ESG 因素以及积极所有权（active ownership）充分融入到所有投资过程中，并显著降低经营活动和投资对环境的影响。瑞士百达管理合伙人的平均任期长达 20 年，这一独特的合伙人制度也保障了其可以基于更长的时间维度作出经营管理决策。秉承瑞士百达的长期思维，瑞士百达资管是全球最早开展 ESG 投资的机构之一。20 世纪 90 年代后期，即推出首支最优类别 ESG 投资策略（“best-in-class” ESG strategy），2004 年推出首支纳入 ESG 因素的指数投资策略，2007 年签署联合国支持的负责任投资原则（PRI）。瑞士百达资管从五个方面践行 ESG 投资，包括：ESG 整合、负责任投资产品和解决方案、积极所有权的实践、向客户披露 ESG 相关信息以及强调研究和思维领导力。

**放眼长远意味着不为短期流行观点所动，选择采取可持续性的决策。我们的投资和业务都拥有长远的焦点，以所有利益相关者以及瑞士百达集团的长久利益为出发点。——瑞士百达集团**

瑞士百达资管提供了多种负责任投资产品和解决方案。我们将着重介绍其主题投资。根据晨星统计，截至 2021 年底，瑞士百达资管是全球主题股票基金规模最大的管理人。瑞士百达资管现共有 15 支主题股票策略，其资产规模近 700 亿美元（截至 2022 年 7 月 31 日）。其中，11 支符合欧盟 SFDR 第 9 条款（以可持续投资为目标），4 支符合第 8 条款（促进环境或社会可持续特征）。瑞士百达资产管理 2000 年即推出水资源主题策略，之后相继推出清洁能源、林木资源、

全球环保机遇等主题股票投资策略。我们将以瑞士百达资管的全球环保机遇投资策略（下称瑞士百达环保机遇）为例，介绍其如何开展绿色环保主题投资。瑞士百达环保机遇发起于 2014 年，截至 2022 年 8 月底，资产管理规模约 84 亿美元。瑞士百达环保机遇只投资于促进环境问题解决的的公司，属于符合欧盟 SFDR 第 9 条款的产品。

瑞士百达环保机遇建立了一套方法论和投资流程来落实其理念。其采用瑞典斯德哥尔摩复原力中心 (Stockholm Resilience Center, SRC) 的环境学家提出的“地球边界理论”框架来作环境评估。这一理论认为, 目前有九大环境问题须重点关注, 包括气候变化、生物多样性损失等。每个环境问题都有安全边界, 一旦人类的经济活动越界, 便会对地球生态系统造成不可逆的破坏。

首先, 瑞士百达环保机遇使用“地球边界理论”框架作为负面清单, 将为环境带来显著负面影响的越界行业剔除, 从全球约 4 万只股票中筛选得出 4000 家左右的公司。

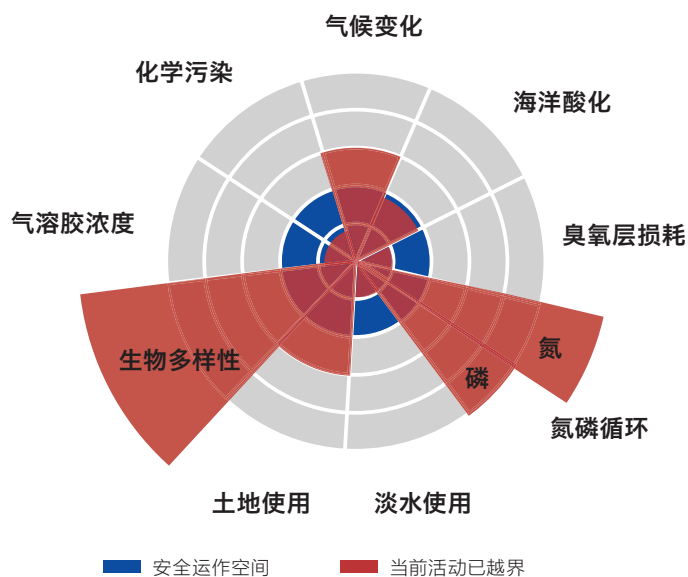
第二步, 瑞士百达环保机遇引入“纯度”的概念, 如果企业特定活动或价值链为“地球边界理论”中的至少一个环境问题作出贡献, 且公司超过 20% 的收入来自于这一解决方案, 则可以被纳入投资范畴之中。经过这一筛选, 得到约 400 家公司, 它们不仅不会对环境造成显著的负面影响, 还能为环境问题提供解决方案。

最后, 瑞士百达环保机遇在由 400 家跨国别、跨行业企业组成的股票池之中, 进行传统的商业模式、管理品质、回报潜力等基本面分析, 并考量 ESG 风险, 综合打分, 最后找到 50 家优质公司形成投资组合, 并根据综合评价体系, 对于投资组合作出动态调整。瑞士百达资管内部有专门的 ESG 团队, 为投资团队的 ESG 分析提供支持。瑞士百达环保机遇重点关注七大板块, 包括可再生能源、能源效益、去实体化经济、可持续农林业、供水及处理、废物处理及再造、污染防控。

瑞士百达环保机遇通过这一整套筛选机制来保障策略符合 SFDR 第 9 条款要求。

### 地球边界理论

- 2009 年由数十位世界知名的环境学家们共同提出, 代表当前科学界一致认为最具重要性的环境挑战
- 九大全球环境挑战, 其界限与经济活动的“安全运作空间”
- 投资范畴中的企业位处此安全范围之内, 需要创新的解决方案, 也带来广阔商机



数据来源: "The trajectory of the Anthropocene: the great acceleration". Steffen et al. 2015 年 3 月. Stockholm Resilience Centre, Nature 2009 年 9 月

截至 2022 年第二季度, 瑞士百达环保机遇策略五年复合回报率, 高于参考基准指数——明晟全球市场指数 (MSCI ACWI)。不过今年以来, 因整体股票市场波动, 策略的市场表现亦遭受一定挑战。但瑞士百达资管认为, 很难有一个投资方法, 放在任何时段或者任何市场环境下, 永远是最好的。从中长期来看, 可能市场短期的波动在中长期的发展中, 会被不断地抹平, 甚至跑赢市场。环保主题投资的发展潜力很大。绿色相关技术还处于早期阶段, 未来会有很广阔的发展空间。并且, 环境主题受到各国政府的高度关注。俄乌冲突从中长期来看将加快各国对能源独立性的重视和向清洁能源转型。此外, 从瑞士百达环保机遇的客户来看, 无论是养老金等机构投资者, 还是私人银行客户等个人投资者, 对于环境影响都越来越重视。

**ESG 与回报, 并不是一个简单的正相关或者负相关关系, 不会像物理、化学那样有一个公式。ESG 投资是否能带来更好的投资回报, 实际上考验的仍然是管理人的专业分析能力, 将 ESG 与基本面结合, 为投资者找到优秀标的, 带来与其风险偏好、投资目标相匹配的投资回报, 并通过投资于环保领域的公司, 帮助投资者实现为解决环境问题做出正向贡献的目标。——瑞士百达资产管理主题股票投资经理杜一**

对于欧盟以及全球监管机构正在开展的打击“洗绿”、加强信息披露、健全行业规则的行动, 瑞士百达资管认为, 这将起到大浪淘沙、规范市场的作用, 也是对终端投资人的保护, 因为选择 ESG 产品的终端投资者希望投的是“真 ESG”; 同时, 比较规范的基金管理者也希望有一个更规范的市场, 才能使那些专业、高效做事的管理人受到更多认可。整体来看, 这些监管行动对行业起到良性的推动作用, 有利于 ESG 投资的长远发展。

## 2.3 国内资产管理机构的探索

中国 ESG 投资起步较晚, 中国最早的一只泛 ESG 概念的主题公募基金产品是 2005 年天治基金发行的天治低碳经济混合。此后十年 ESG 投资发展较为缓慢。2013 年, 财通中证 ESG100 指数增强 A 发行, 是首只名字中明确包含“ESG”的公募基金产品。2016 年以来, 随着中国发展绿色金融尤其是 2020 年提出“双碳”战略之后, ESG 投资发展大大提速。不仅在绿色“E”领域, 随着近两年来反垄断、平台治理、数据安全、金融合规等监管的加强以及国家对企业社会责任的强调, 对教育培训、游戏、电子烟等行业的整治, 资本市场对“S (社会)”和“G (治理)”的重视也大为提升。许多国内投资人都将 ESG 纳入考量, 以回避风险, 并使投资行为符合国家战略方向及核心利益相关者的期待。无论是公募基金还是私募股权基金, 都出现一些先行者。我们在此特别介绍公募基金南方基金如何开展 ESG 投资, 以及绿动资本如何在一级市场开展影响力投资, 以期对 ESG 投资在中国语境下的应用有所启迪。



## ■ 公募基金的探索: 南方基金如何开展 ESG 投资

南方基金成立于 1998 年, 总部位于深圳, 是中国证监会批准的国内首批基金管理公司之一, 并相继获得包括公募基金、社保基金、企业年金、保险资金、基本养老保险基金等在内的公募基金行业全牌照。截至 2022 年 6 月 30 日, 其母子公司合并资管规模达 1.8 万亿元, 公募客户数量达 1.69 亿。秉承“长期投资、价值投资、责任投资”的投资理念和为客户持续创造价值的使命, 南方基金成为国内最早开展 ESG 投资的机构之一, 2018 年即加入联合国负责任投资原则( UN PRI), 并率先在基于国内市场开发 ESG 投资方法论及产品、固收领域的 ESG 应用、尽责管理、回应“双碳”目标等方面展开探索。南方基金已于 2019 年发行并成立了一只 ESG 主题基金, 并开发了南方中证长江保护主题 ETF 等绿色投资产品。

国内公募基金作为联接普通投资者和资本市场的重要桥梁, 在践行 ESG 投资时需要考量更多因素, 作出更细致的安排。伦敦商学院金融学教授亚历克斯·爱德蒙斯( Edmans) 在《蛋糕经济学——ESG 投资的底层逻辑》中认为, 当企业以宗旨为导向、增进社会价值时, 往往可以实现长期利润, 收获长期成功。南方基金正是将 ESG 投资作为一种在新阶段、新挑战、新使命下做大蛋糕、分好蛋糕、实现共赢的方式, 下文我们将介绍南方基金如何将受托责任、社会责任与投资业务有机结合, 以及如何兼顾国际通行框架与中国本土特点, 构建 ESG 投资体系和投资方法论, 为利益相关者创造最大价值, 助力中国经济高质量发展。

**南方基金已明确将 ESG 全面纳入公司长期战略, 深度融入业务发展, 使 ESG 理念成为驱动公司前行的重要因素。从公司角度, 南方基金始终将客户利益放在首位, 我们认为 ESG 投资可以有效识别投资标的的风险, 为投资者带来长期稳定的投资回报; 从社会责任角度, 我们希望通过 ESG 投资推动可持续发展目标的达成, 使每一份投资都可以推动社会的可持续发展, 促进生态环境、和谐社会和经济发展的良性循环。—— 南方基金**

与欧美市场早期主要依靠自下而上的力量不同, 近年来中国 ESG 投资的快速发展与国家相关战略和政策密切相关。南方基金认为, 近年来, 我国连续发布的碳达峰碳中和、教育公平、共同富裕、乡村振兴、养老体系建设等顶层设计, 与 ESG 理念中的多个议题高度契合, 为 ESG 投资提供了广阔的市场空间。同时, 国家推动养老理财产品、规范公募基金、推动公募基金高质量发展等政策的出台, 从公司治理、产品布局、专业能力建设、客户服务等角度, 为行业未来发展提供了指导, 有利于优化行业生态环境, 促进公募基金行业服务资本市场改革发展。

这要求公募基金积极响应国家政策, 并以之审视自己资产组合的风险和机遇。南方基金认为, 积极引导社会资源向符合国家战略、产业发展趋势的方向聚集, 为双碳战略、科技创新、经济转型升级提供更高效的直接融资支持, 正是资产管理机构可以利用专业能力大有可为的价值创造过程。尤其是当前面对能源电力短缺、气候异常、稳增长压力等多重挑战交织的复杂局面, 应对好气候变化、平稳实现能源转型、培育壮大绿色新动能, 成为化解多重矛盾、促进高质量发展的主要抓手之一。南方基金也将应对气候变化、助力“双碳”目标、促进公正转型作为 ESG 投资的一大战略重心。

## ○ 应对气候变化与公正转型

在双碳目标引领下,一方面,南方基金正借鉴 TCFD(气候相关财务信息披露工作组)所提出的披露建议,推动基金自身以及投资组合的环境相关信息披露,并在投研流程中加入气候因素的影响分析;另一方面,南方基金自建了碳排放数据库并将其融入 ESG 评级,通过外部数据采集和 AI 算法等手段完成了对权益投资组合碳排放数据库的测算,追踪上市公司的碳排放数据,为投资组合的减排调整提供基础。截至 2021 年底,南方基金旗下产品绿色投资累计总规模约为 2321.30 亿元,较年初增长 129%。

南方基金认为,对于中国而言,在应对气候变化的同时推动公正转型尤为重要。中国作为最大的发展中国家,碳密集型产业在经济发展中仍起着重要的支撑作用,许多行业在低碳转型进程中面临着巨大的压力与挑战,包括可能引起工人失业、社会不平等加剧、能源安全受威胁等。南方基金不认可简单地从碳密集型企业撤资。其认为,在涵盖广泛的碳密集型行业中,具备远见的企业正在寻求业务转型,这些行动正是迈向低碳经济的关键。作为具备负责任理念的长期投资者,深度参与企业治理并引导这些企业转型,实现更长期的回报是实现社会低碳转型的重要举措。

投资人有责任推动公正转型,有效降低气候转型给社会带来的负面影响。在践行积极持有人、参与企业治理时,南方基金鼓励企业未雨绸缪,尽早制定转型计划,并在能源转型过程中配套人力资本转型安排,给予仍旧有劳动能力的工人必要的再就业机会和再培训,促进社区可持续发展。

南方基金认为,机构投资者承担着重要的价值发现功能。通过自身投研能力,结合国家战略政策作出宏观、中观、微观分析,对相关 ESG 机遇和风险作出前瞻性判断,可以有效将资本引导向创造更高社会、环境和经济整体价值的行业和企业,并在投后进一步通过发挥积极股东作用,推动上市公司提升质量,助力国家战略目标的实现和利益相关方共赢。

财新智库整理

而有效的 ESG 投资离不开从上到下、并贯穿主要业务和投资全流程的制度安排和投资体系。通过借鉴国际经验并结合自身专业能力和优势、巧妙运用外部力量,内外结合,南方基金成为国内少数建立了比较完备的 ESG 投资体系的公募基金之一。**其制度建设包括:**

### (1) 建立 ESG 管理架构

南方基金通过两个层级的组织机构,完成 ESG 投资的领导力保障和业务落地:第一个层级是由南方基金总经理杨小松担任组长的 ESG 领导小组,负责统筹协调南方基金 ESG 工作,牵头落实各项工作部署,定期审核 ESG 业务进度并制定下一阶段工作重点;第二个层级为 ESG 工作小组,包括固定收益 ESG 融合、权益 ESG 融合、合规风控 ESG 融合、ESG 产品四个工作组,由各资产类别及业务线部门组成,负责制定相应的实施细则,保障 ESG 整合在各资产类别、业务条线和职能部门有效落地。2021 年,南方基金还专门设立了可持续发展部门,作为南方基金 ESG 工作的牵头方和推动方,负责全面推动与落实公司 ESG 投资与可持续发展运营的整体事务。设立 ESG 专职部门或团队在国内尚属先行探索。

另一领先做法是，南方基金编制了《南方基金 ESG 投资指南》，详细阐述了其对气候变化、员工权益和公正转型、生物多样性、数据安全和数据治理、科技创新、董事会和公司组织架构等重点 ESG 议题的看法，细化 ESG 投资实践，并为积极持有人策略提供指导。目前，南方基金已在其官网上公开发布这一指南。

## (2) 研发自有的 ESG 评级体系和综合信息平台

南方基金也选择不单纯依靠外部评级，研发了内部的 ESG 评级体系，以形成自身的 ESG 投资能力并不断提升。从其指标体系设计来看，充分考虑了国际兼容性。

南方基金的评级体系包括 17 个主题、39 个子主题、115 个子类评选指标，实现多维度 ESG 覆盖。在具体指标选取和赋权上，通过定性和定量相结合，选取与基本面投资相关性高、受到社会广泛关注且可量化的 ESG 指标，并突出 ESG 议题对社会的重大性和关联性，整体指标体系皆根据行业和本土有效性进行了优化。目前，大部分中国市场的投资者对财务收益的敏感度仍然很高，南方基金表示，只有那些符合 ESG 投资理念且不降低投资收益的 ESG 指标才会被纳入公司 ESG 评级体系，以保障投资者的投资收益。除了上述评分结果，南方基金还将 ESG 争议事项融入了评级体系考量因素，以得出更全面的 ESG 综合评分。南方基金同时参考外部 ESG 评级和评价指标，对内部评级体系进行完善和优化。

### 南方基金 ESG 评级体系



南方基金已经实现了跨资产组合的 ESG 评级覆盖。截至 2021 年末，其 ESG 评级体系已覆盖 4500+ 家 A 股上市公司和 6364 个发债主体，是国内目前覆盖面最广的 ESG 评级体系之一。

**现阶段，虽然国际上的 ESG 指标体系具有广泛的影响力，但是我们通过研究发现，由于缺乏对中国国情和中国市场的了解，国际指标体系中的部分指标无法准确、有效地衡量中国企业的 ESG 表现。——南方基金**

在借鉴国际上已经过一定时期的探索和检验形成的方法论、兼顾国际兼容性的基础上，南方基金认为，构建 ESG 评级体系时应当国际化与本土化并重。南方基金立足于本土国情，对部分 ESG 议题和指标进行了调整，以促进 ESG 投资在中国的有效落地。

ESG 信息披露标准不统一，数据难以采集、计量和对比的问题，在国内市场尤为突出。为了解决这一难题，南方基金采取与国内外多家数据供应商合作、

内部研究员提供 ESG 调研数据、金融科技与主动研究相结合等多管齐下的方式挖掘 ESG 数据，由研究员进行复核并做出动态调整，从完整性、准确性、时效性等方面全方位提升 ESG 数据的质量和可信度。

在此基础上，南方基金进一步搭建了 ESG 综合信息平台，该平台由数据端、模型端、应用端三部分组成，包含了内外部 ESG 评级数据、底层数据、气候相关数据库、研报系统、争议项事件、投票跟踪等多维度的 ESG 资讯，并融入公司的投研一体化平台，有利于投研人员更好地评估企业 ESG 表现。

### (3) 将 ESG 嵌入投资流程

南方基金在各资产类别中，均综合使用融合、正面 / 负面筛选、主题投资、积极持有人等四大 ESG 投资策略。为了保障 ESG 因素真正被纳入投资考量，南方基金制定了“事前 + 事中 + 事后”全流程 ESG 投资体系。在南方基金看来，企业履行社会责任、践行好 ESG，并不只是一种情怀，或意味着牺牲经济回报。相反，具有良好 ESG 表现的企业具有较强的抗风险能力，由于其具有更好的治理结构、风险应对部署和外部声誉，在面对社会外部变迁压力时更具备穿越周期的韧性，从而降低投资组合的长期风险。

南方基金在公司内部投资风控系统中设置筛选指标，对公司各组合买入低 ESG 评级的股票和债券进行风险提示和交易拦截，禁止公司各组合买入低 ESG 评级或无 ESG 评级的股票和债券，防范高 ESG 风险。而由于 ESG 情况的改善往往伴随着投资标的的经营改善和潜在的投资回报提升，南方基金鼓励基金经理对 ESG 情况趋于改善的投资标的加大投资比例。基金经理在构建投资组合和挑选投资标的时，需要参考内外部评级结果，充分考量 ESG 相关情况，优先考虑投资于 ESG 表现优于同行业其它公司的投资标的；对于 ESG 主题策略产品，基金经理在投资决策中必须综合考虑投资标的 ESG 表现。以南方基金发行的 ESG 主题股票型基金为例，南方基金将 ESG 比作“盾”，重在防范风险，将主动管理能力比作“刃”，通过二者结合，提高韧性和长期收益能力。

南方基金是国内将 ESG 应用在固定收益领域的先行者。针对固收领域 ESG 数据缺乏的难点，南方基金完全依靠内部研究力量，对所有发债主体的相关信息进行了搜集、比对、验证和调研，建立了 ESG 评级体系。该评级体系作为唯一的固定收益项目入围 PRI 2021 年度新兴市场方向奖项。

## 案例：南方基金固收投资中 ESG 融合策略实施

某港口是我国综合性多功能国际贸易大港，是北方地区货物吞吐量最大的综合性港口。某港口集团是某港口最大的港口运营商，负责某港口多个区域的开发和运营，总资产规模超过千亿元，外部评级持续维持 AAA。综合考量公司经营实力，南方基金初始评级为 6 级。

在对某港口集团进行跟踪研究分析时，我们发现了某港口集团在公司治理和环境方面存在明显瑕疵。一是在公司治理方面，某港口集团与所在地市国企和关联方存在巨额资金拆借问题，拆借款项总额超过百亿，且资金回收存在重大不确定性。二是在环境方面，2021 年 2 月，中央环保督察组向公司所在市反映情况，某港口集团疏运结构失衡，专用通道缺乏，港口功能布局不合理，风险防范能力不足，出现 5 个油气码头均未安装油气回收装置、区域内油品储运企业未建设事故废水收集系统等问题，某港口的环境瑕疵已经受到监管方重视。

综上，固定收益研究部研究员认为此前 ESG 评级虚高，因此将 ESG 评价进行下调，位于可投池临界值，与外部评级 AAA 高评级有显著区别，并将 ESG 调整情况提示基金经理，持续跟进整改情况，考虑后续是否进一步下调出池。

在下调 ESG 评级后，三个月内某港口集团债券估值显著上行 70BP。固定收益研究部将 ESG 因素纳入持续研究框架，帮助投资者避免了估值大幅上行风险。

资料来源：南方基金

南方基金定期开展 ESG 压力测试，通过对 ESG 因子开展敏感性分析和情景分析，评估公司整体 ESG 风险并根据测试结果进行风险提示；同时，开展 ESG 业绩归因分析，帮助基金经理优化未来 ESG 投资策略。

南方基金认为，ESG 投资是提升资管行业创造长期价值能力的方法论。下一步，南方基金将会持续完善和改进内部自建的 ESG 评级体系，根据市场情况和动向对指标进行动态调整，以确保评级体系的有效性；持续降低投资组合碳足迹也是未来长期努力的方向。南方基金将加强绿色金融创新产品的开发，助力国家“双碳”目标的实现。南方基金认为，公募基金作为普惠金融典范和服务实体经济重要力量，应不断提升价值创造能力。南方基金以国际化、特色化、差异化为原则，通过聚焦投资的长远性，关注投资的可持续性，落地 ESG 投资理念，助力可持续发展和中国经济高质量增长。

## ■ 绿动资本的影响力投资实践

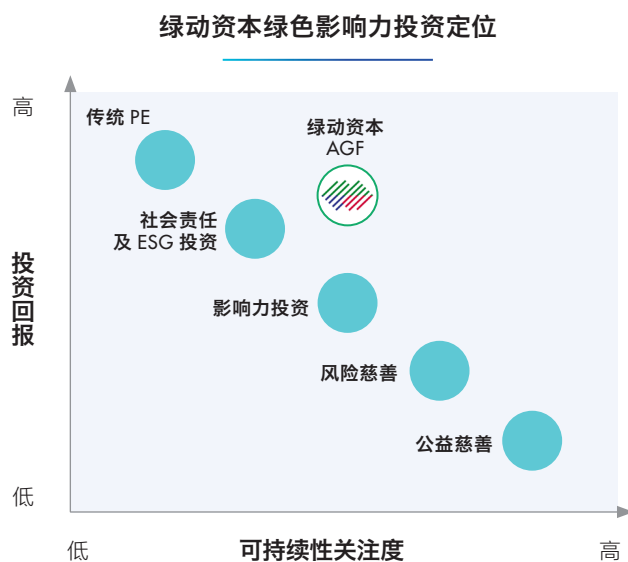
下面,我们将介绍一种在所有 ESG 投资策略里最积极的方式——影响力投资。根据全球影响力投资网络(GIIN)的定义,影响力投资是一种致力于实现可度量的积极社会和环境影响,同时取得财务回报的投资。不同于仅将 ESG 作为风险排除手段或者仅通过负面排除这样消极的方式来回避负面影响,影响力投资追求创造积极的正面影响。尽管愿意折让财务回报的部分影响力投资人,进入到一些传统资本不愿意进入的领域、行业或企业的早期阶段,贡献巨大,但影响力投资并不等同于牺牲财务回报,影响力投资人可以追求任何水平的财务回报。

根据 GIIN 2020 年的调查,88% 的受访者报告,影响力投资的财务回报达到或超过预期。67% 的受访者定位于追求经风险调整后的市场水平回报<sup>11</sup>。

虽然影响力投资目前占 ESG 投资中的比例不高,但许多已经践行 ESG 投资多年的海外机构投资者,已经愈来愈倾向于通过投资创造正面影响。中国 ESG 投资仍处于起步阶段,影响力投资践行者相对更少。但这一旨在通过商业手段解决社会环境问题的模式,对推动中国实现可持续、高质量发展潜力巨大,值得深入探索。经过五年实践,绿动资本已经初步在绿色影响力投资领域趟出了一条路。

绿动资本成立于 2016 年,是中美绿色基金一期的管理方,成立之初即明确,要做绿色影响力投资,在追求市场化财务回报的同时,以投资和股东身份影响和推动每一个被投企业的绿色发展,实现可量化的投资绿色影响力,成为中国最早专注和实践绿色影响力投资的私募股权机构。目前除了中美绿色基金一期,还直接管理与参股管理了绿动碳中和新材料基金、三峡绿色基金等,总资产管理规模超过 150 亿元人民币。而根据其《2020 年度碳中和及绿色影响力报告》,通过资本的放大作用,绿动资本每亿元人民币投资撬动碳减排约 17.3 万吨。

尽管中国提出“双碳”目标后,绿色投资成为最热门的赛道之一,但是绿动资本始终将财务回报和绿色影响力双目标嵌入“募、投、管、退”各个环节,并全程评估可量化的绿色影响力,仍使其区别于大多数的纯财务投资人。



11 全球影响力投资网络(GIIN): 2020 年影响力投资者报告(Annual Impact Investor Report 2020)

无论是 ESG 投资还是影响力投资，都有沦为 PR 的风险。绿动资本认为，资产管理机构的职责是履行受托责任，“受人之托忠人之事”，为了使 ESG 不仅仅停留在 PR 层面，必须在跟 LP 募资时，就和 LP 达成双目标的充分共识。绿动资本早期的 LP 包括三峡、华能、中石油、鞍钢、中科院、工行、建行、中信建投、远景能源、天合光能、财信金控等，以国企居多。五年前，市场对影响力投资非常缺乏认知。相对而言，国企的评级机制更为多元，对于社会责任更为看重。

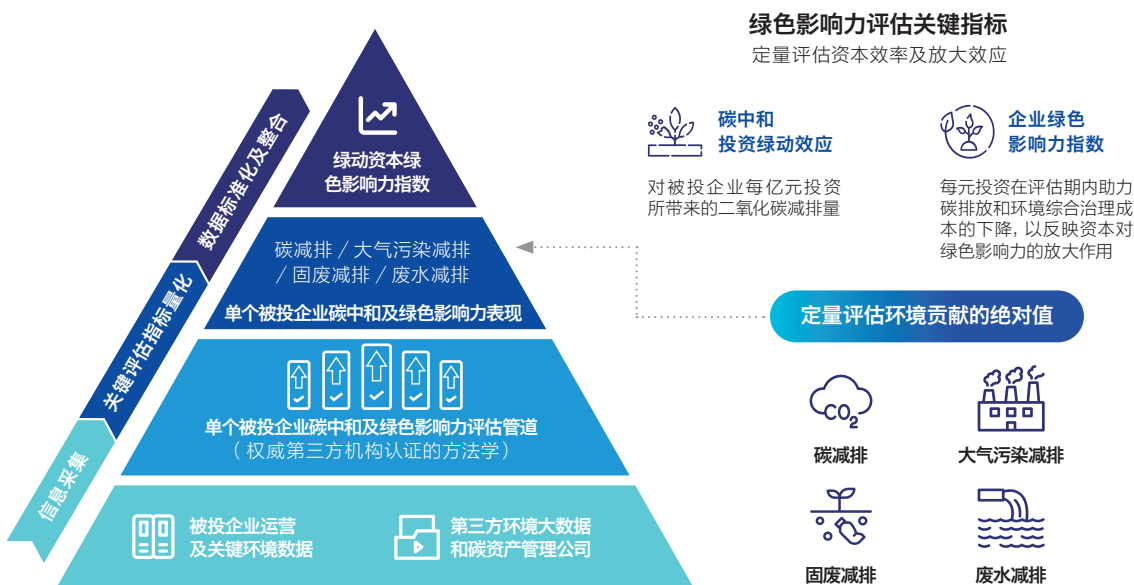
绿动资本强调，影响力投资必须成为机构的 DNA，并坚持度量影响力。绿动资本的影响力投资政策制定和执行由绿动资本董事长兼 CEO 白波直接监控，由 COO 协助。

**影响力投资必须要写在 DNA 里面，DNA 其实是我们给 LP 的承诺或共识，并由机构一把手亲自推动。—— 绿动资本董事长兼 CEO 白波**

在投资环节，绿动资本建立了碳中和投资图谱，自上而下地筛选行业和所关注的细分赛道。为了解决影响力评估难题，绿动资本建立了内部的绿色技术研究院，依据 ISO 等国际标准，研发了绿动资本碳中和及绿色影响力评估体系 (CNGIAS)，并与国际权威评估机构必维集团等合作，开展第三方认证。在尽职调查中，绿动资本会评估通过投资这家企业，未来五年可以为中国带来多少潜在环境影响力。量化的绿色影响力报告必须被包含在提交给投委会的投资报告中，

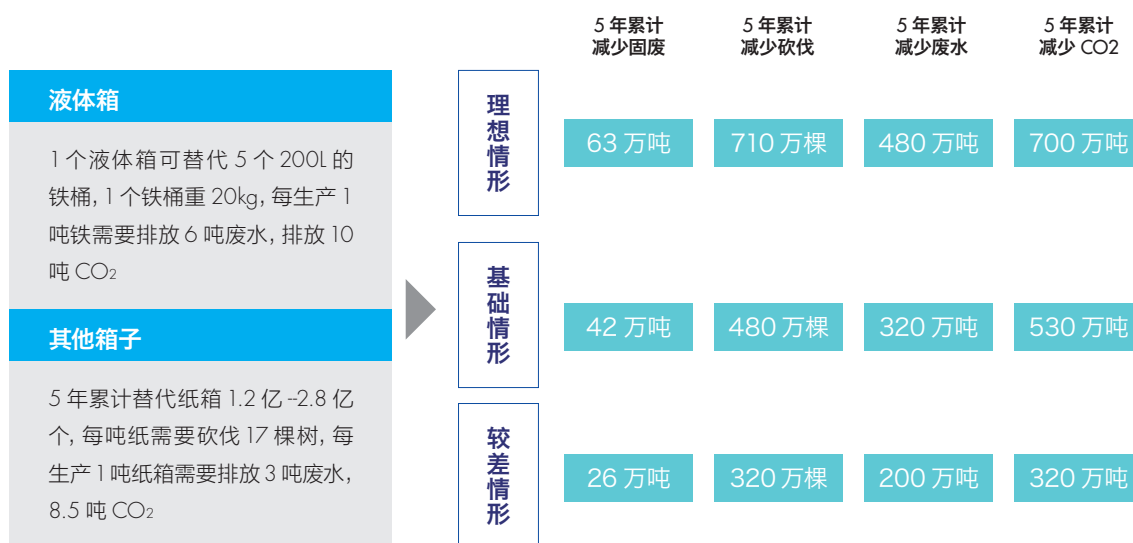
否则投资将不被通过。绿动资本在对 S ( 社会) 和 G ( 治理) 因素作负面筛选的基础上，考察企业是否创造了或具有创造可观积极环境影响的潜能。除了与 LP 达成共识，绿动资本也要与被投资企业就绿色影响力达成共识，相关要求写入投资协议。绿动资本并通过股东影响力和内部的研究院，赋能被投资企业，帮助他们提升和报告绿色影响力。绿动资本每年向 LP 报告财务数据和基金层面的绿色影响力数据，并在内部制定了目标，希望不断提升每亿元投资撬动的碳减排量。

### 绿动资本的绿色影响力量化评估体系

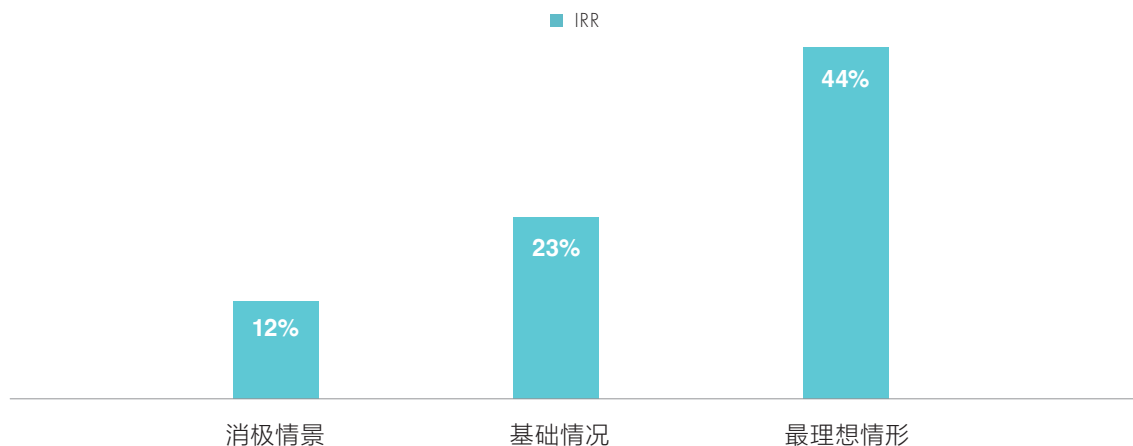


以绿动资本投资的箱箱共用为例, 箱箱共用总部位于上海, 是一家专注于智能包装设计制造, 并提供运营服务和循环管理 SaaS 的全产业链物联网企业, 通过一箱一码、箱货共管、AI 辅助决策等创新技术, 为散装液体、汽车配件、生鲜冷链、生物医药等行业定制物流包装循环服务, 打造可循环的智慧低碳供应链。绿动资本基于 SDGs 目标和碳中和投资图谱, 通过自上而下的筛选, 发现了箱箱共用, 在尽职调查中开展了财务和影响力回报双评估, 最终决定投资 1 亿元, 成为箱箱共用的第三大股东, 并获得一个董事会席位, 发挥股东影响力促进箱箱共用提升绿色发展意识和表现。投资后, 绿动资本每年报告箱箱共用实现的减少碳排放等环境收益, 并通过国际第三方认证机构必维 (BV) 认证数据。

### 绿动资本对箱箱共用尽职调查中的财务和影响力评估



### 绿动资本投资收益情况



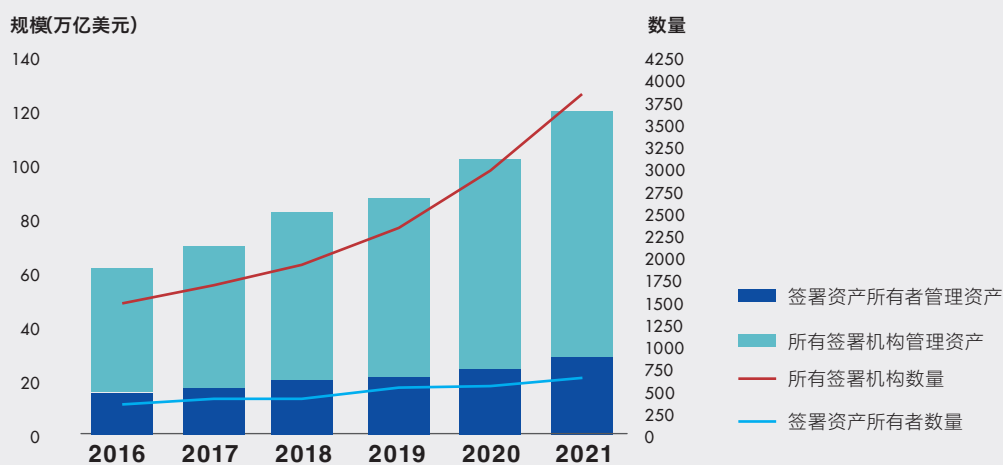


而双重目标的实现有赖于机构投资者发挥专业能力，并离不开国家宏观政策对绿色投资、减碳的方向性支持和引导。绿动资本认为，在碳中和的目标下，私募股权投资机构凭借对财务回报的敏感性，可以敏锐地发觉科技、商业模式和碳中和目标有机结合的方式，有效地发掘同时具备高经济回报和绿色影响力回报的行业和企业。市场化的私募股权投资机构会不断探索资源的最优配置，并通过投后赋能为企业在资本、技术、行业协同等方面助力，高效地起到放大企业碳中和及其它环境贡献的作用。技术加上企业家精神，与真正能够落地中国的商业模式有效结合，可以带来效率的提升、成本的降低，并且带来对环境影响力的正向提升，这正是影响力投资者的使命所在。

## 2.4 资产所有者的角色

资产所有者位于投资链条的最顶端，它们如何分配资本关系重大。截至 2022 年 7 月底，在签署 PRI 的 5045 家机构中，资产所有者有 695 家，占 14%，每年增长速度约 15%。但是非常遗憾，中国仅有四家资产所有者加入，占比不到 1%，低于同属新兴市场的巴西（3%）和南非（2%）。近 60% 的资产所有者总部位于欧洲。北美则占 21%<sup>12</sup>。

图表 11: 签约 PRI 的资产所有者数量及规模



数据来源: PRI

12 PRI (2022): 深入 PRI 数据: 资产所有者的行动 (Inside PRI Data: Asset Owner Action)

根据 PRI 调查, 资产所有者追求责任投资的主要动机是长期价值、风险管理、捕捉机遇和受托责任。气候是最被关注的议题, 人权、生物多样性等也常被提及。90% 的资产所有者公开了自己的责任投资策略。虽然绝大部分资产所有者都会监督外部资产管理者的行为是否和自己的责任投资策略一致, 但有超过三分之一的资产所有者并没有将 ESG 要求写入合约。

其中, 养老基金占据所有签署 PRI 的资产所有者的近一半, 公司来源的占 18%, 非公司来源的占 35%。由于其长期和未来属性, 养老金投资和责任投资、可持续投资天然契合。今年以来, 中国相关部门亦出台多份重要文件大力推动养老金投资。故我们在此特选择在养老金管理方面颇享盛誉的加拿大养老基金投资公司, 介绍其责任投资经验。

### ■ 加拿大养老基金投资公司如何开展责任投资

加拿大养老基金投资公司 (Canada Pension Plan Investment Board, 下称 CPP 投资公司) 是加拿大养老金计划 (Canada Pension Plan, CPP) 的投资管理机构, 代表养老金的 2100 万供款人和受益人投资。截至 2022 年 3 月底, 其资产规模为 5390 亿美元, 10 年的年化回报率为 10.8%。CPP 投资公司认为, 本世纪以来, 商业的风险和机遇已经发生根本性变化, 其从 2008 年开始发布责任投资报告, 目前已经将 ESG 整合进投资全流程, 将 ESG 视为回避风险和捕捉机遇的重要手段。近年来, CPP 投资公司尤其加强了对气候问题的关注。2022 年 2 月, CPP 投资公司宣布, 将在 2050 年前实现其投资组合和运营产生温室气体的净零排放。

作为向 2100 万加拿大人提供退休保障的长期投资者, 可持续性位于我们工作的核心。我们相信, 考虑 ESG 因素是实现投资长期回报的基石。作为一个拥有 75 年投资年期的机构, 为低碳转型做好准备非常关键……我们坚信除非我们解决气候变化、有效领导、包容性、平等性、多样性等可持续增长问题, 且不止于满足合规的最低要求, 世界可能会丧失变得更好的机会。——CPP 投资公司总裁兼首席执行官高皓瀚 (John Graham)

我们将从 CPP 投资公司开展责任投资的基本框架和原则、应对气候变化和委外投资管理三方面, 介绍其如何开展责任投资。

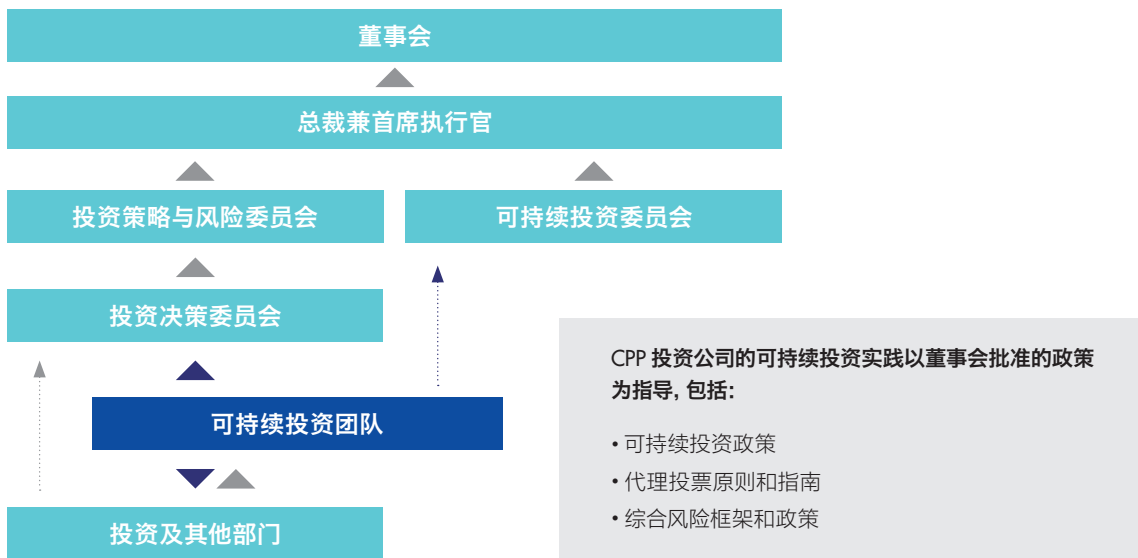
#### (1) 责任投资框架

CPP 投资公司建立了系统性框架, 以将 ESG 因素充分整合入投资中。

在组织架构上, 董事会负责战略决策, 批准由总裁兼首席执行官、投资策略与风险委员会、可持续投资

委员会提交的可持续投资政策、投票指引、风险管理框架（涵盖 ESG 因素）等集团层面的可持续投资制度。CPP 投资公司设立了投资策略与风险委员会（ISRC）和可持续投资委员会（Sustainable Investing Committee, SIC），直接向总裁兼首席执行官汇报。包括 ESG 风险在内的风险管理由 ISRC 负责，SIC 则由各部门代表组成，负责制定 ESG 投资政策并开展监督工作。CPP 投资公司还组建了主要由 ESG 专家构成的可持续投资（Sustainable Investing, SI）团队。SI 和投资团队一起，建立内部的实质性议题框架和上市公司 ESG 数据库。SI 还支持 CPP 投资公司作为积极股东的投票、参与（engagement）等活动。2021 年 10 月，CPP 投资公司新设立首席可持续发展官（Chief Sustainability Officer, CSO）一职，负责监督公司层面的 ESG 路径，其最重要的任务之一是领导制定应对气候变化的路线图。

### CPP 投资公司可持续投资组织架构



CPP 投资公司制定了一系列公开透明的可持续投资政策，利益相关方可从中了解到公司的可持续投资原则、支持的行业标准、对被投公司的 ESG 期待、投票标准、负面清单等信息。ESG 贯穿尽调、投资、投后等全流程。CPP 投资公司强调，不能仅参照公司所获得的 ESG 评级，而更看重企业是否真正形成了主动在业务中纳入对 ESG 领域风险和机遇的考量，详细阐述他们的做法以及产生的结果和影响的文化。

**我们希望看到政策如何在工作中转化成一种强健的文化和价值创造方式。在我们自有的方法论中，我们强调实际的可量化表现而不是宣称的政策本身。—— CPP 投资公司**

针对目前在 ESG 信息披露标准方面所共同面临的行业困境，CPP 投资公司已经表态，支持国际可持续发展准则理事会（International Sustainability Standards Board, ISSB）提供全球基线标准的努力，认为这将大大增加 ESG 信息的可用性。

另外，在针对 ESG 相关议题进行代理投票时，CPP 投资公司表示尽管公司所制定的代理投票原则和指南

(Proxy Voting Principles and Guidelines) 提供了指引参考，但公司亦会针对被投公司的治理实践进行整体

性的评估分析,并将其所在国家或地区的具体情况纳入投票考量。整体而言,代理投票原则和指引仍适用于指导 CPP 投资公司在全全球的股东投票。

## (2) 加大力度应对气候变化

作为长期养老金管理者, CPP 投资公司认为,管理气候风险和机遇具有核心地位,并希望成为这方面的领导者。CPP 投资公司主要从风险和机遇两方面着手。公司建立了气候变化安全选择机制 (Climate Change Security Selection Framework)。对于将气候变化定义为其实质性议题的公司, CPP 投资公司要求,在投资决策前必须经过气候变化实体风险和转型风险的评估。2021 年开始,公司还将此评估框架应用到现有的资产池。

而为了抓住气候机遇,2021 年 4 月, CPP 投资公司整合内部在新能源、传统能源、创新科技、服务解决方案等方面的专业能力,成立了可持续能源投资团队 (Sustainable Energies)。该团队致力于为全球能源转型提供资本。CPP 投资公司订立目标,对绿色和绿色转型资产的投资,从目前的 670 亿加元,在 2030 年前增加到至少 1300 亿加元。

但是 CPP 投资公司认为,简单从高排放行业撤资并不是帮助其实现气候转型的有效办法,如果要实现净零目标,必须将目前这些高排放同时又具有战略性的行业考虑在内,包括房地产、农业、化工、水泥、传统能源、高铁、重型交通等。CPP 投资公司将继续支持致力于传统产业的减碳工作,以在促进净零目标达成的同时维持经济的稳定。

这并不意味着 CPP 投资公司将无条件支持高排放行业。比如,在其投票政策中,如果被投公司的相关负责人没有考虑气候变化风险, CPP 投资公司将投票反对其继续留任。

## (3) 委外投资管理

作为资金链最上端的大型养老金的投资管理公司, CPP 投资公司的负责任投资理念通过遴选和影响外部资产管理,进一步传递和扩大。

在合作开始前, CPP 投资公司要求所有外部投资基金管理合伙人 (General Partner, GP) 和外部资产管理人完成一份 ESG 尽责调查问卷,以评估他们怎样考虑 ESG 因素,如何将其整合进投资全流程,包括尽调、投资决策、投票等。这个调研结果将作为基准,有利于 CPP 投资公司通过参与,进一步与 GP 和外部投资者交流 ESG 问题,并分享最佳实践。私募股权基金团队还要求 GP 完成一份有关平等、多样性及包容性 (equity, diversity and inclusion, EDI) 方面的问卷,以评估 GP 内部以及资产组合公司在 EDI 领域的表现。包含 EDI 在内的 ESG 总结评估报告,将是 CPP 投资公司最终推荐新 GP 合作伙伴和现有合作伙伴续约的考量因素之一。CPP 投资公司同时将持续关注 GP 和外部资产管理人对 ESG 的执行情况。GP 和外部资产管理需要每年报告 ESG 相关工作进展情况。

这些集团层面的责任投资原则和策略也被应用到中国市场。截至 2022 年 3 月 31 日, CPP 投资公司在大中华地区的投资总额为 709 亿加元。除了进行直接投资, CPP 投资公司也委托有信誉、具备深厚本土知识和经验的中国合作伙伴开展投资,并寻求最大化可持续的长期回报。CPP 投资公司认为,作为长期投资者和拥有耐心资本,其可以通过主动和有影响力的参与,给被投公司带来积极改变。CPP 投资公司正在运用自身影响力促进被投公司制定转型策略,实现长期价值,从而也增加公司的长期回报。

## 2.5

### 尽责管理的意义与路径

根据 PRI 定义，尽责管理，又称积极所有权，指机构投资者利用其影响力最大限度地实现包括经济、社会和环境资产在内的整体长期价值。这一整体长期价值是投资者实现投资回报和客户及受益人获得利益的基础。机构投资者践行尽责管理的要求根源于投资者的受托人责任，尤其是其保护和提升受益人资产长期价值的忠诚和审慎义务。开展手段包括与投资对象开展参与沟通（engagement）和投票（proxy voting），以及参与研究和公共讨论，推动公共政策制定等。

图表 12: ESG 纳入与尽责管理互为补充

构建投资组合时考虑 ESG 问题 (即: ESG 纳入)			参与发行人 ESG 问题治理 (即尽责管理, 又称积极所有权)	
将 ESG 问题纳入现有投资实践, 可结合三种方法: 整合法、筛选法和主题法			投资者可以通过以下工具施加影响力: 参与和投票表决(最常用的两项工具)、股东决议提案、董事会任职。供应商监督、谈判, 参与研究和公共讨论、诉讼。	
整合法	筛选法	主题法	参与沟通	投票
明确、系统地将 ESG 问题纳入投资分析和决策, 从而加强风险管理, 提高收益	根据投资者的偏好、价值观或道德准则, 运用筛选标准选择或剔除候选投资清单上的公司	试图将具有吸引力的风险-收益表现与提升特定环境或社会效益的意图相结合。主题投资包含影响力投资。	投资者与当前或潜在的投资对象、发行人进行交流, 以完善某个 ESG 问题的实践, 改变现实世界的可持续性结果, 或者改善公开披露, 沟通的对象也可以是非发行人, 如政策制定者或标准制定者	对管理层、股东决议行使投票表决权(以及提交决议), 从而对相关事项正式表示赞同(或反对)

资料来源: PRI

国际上,无论主动投资人还是被动投资人,都越来越重视尽责管理,并把气候、员工多样性、董事会治理、薪酬、环境污染等 ESG 议题,纳入跟资产组合公司沟通的范围,以及通过代理投票来表达股东态度。尤其是面对气候、能源转型这样的议题时,由于涉及面广,影响重大,机构投资者无法仅仅用脚投票,更倾向于通过积极所有权,来促进转型。英国、日本、加拿大等国已经发布了尽责管理守则,赋予尽责管理正当性,并明确基本的原则和规范。中国目前尚未制定尽责管理守则,不过南方基金、绿动资本等 ESG 先行者已经开始行使积极所有权,通过发挥股东影响力,促进上市公司重视和解决碳排放、环境污染、员工待遇、董事会治理等方面的问题,以降低风险,创造长期价值。我们在此分享一些先行者的经验。

## ■ 南方基金

2021 年,南方基金明确基金投资人应该成为积极持有人,将 ESG 问题纳入投资策略和实践,通过参与公司治理、委托代理投票等多种方式促进投资对象改善 ESG 情况。南方基金已经制定了践行积极持有人策略的框架制度,其中明确,研究员应基于公司投研体系的研究成果,在合法合规的前提下,积极参与改进影响投资标的长期价值创造能力的所有方面,如战略规划、财务绩效、资本结构、公司治理以及可持续性风险和机遇。同时,研究员应在调研中积极推动投资标的充分披露 ESG 相关议题,且在生产运营中将 ESG 因素纳入考量,评估相关重点关注议题的 ESG 影响,给出投票建议,提示基金经理进行决策,并记录相关投票信息。

除了在权益类投资应用,南方基金认为,固定收益投资者面临的最严重风险是信用风险和流动性风险,因此持续监督、现场调查和了解公司基本面(包括与气候变化、生物多样性等有关的问题)是降低投资组合风险的有效途径,在固收领域践行积极持有人也势在必行。

南方基金将应对气候风险和降低碳足迹、助力“双碳”目标实现和绿色发展、促进公正转型作为开展积极持有人策略的重点之一。南方基金已于 2020 年加入“气候行动 100+”(Climate Action 100+),这项投资者倡议旨在通过践行积极持有人策略与上市公司进行沟通,持续推动并敦促全球 160 余家主要温室气体排放企业更加关注气候变化风险,加快节能减排的承诺。南方基金还向持仓碳排放量最大的 100 家企业发放调查问卷,深入了解企业温室气体排放情况,提出转型建议,推进国内绿色经济和可持续发展生态圈的建立。南方基金认为,资管公司可以发挥影响力,持续开展与被投资企业的碳中和工作沟通,在保证安全有效运营的前提下引导公司转型。

其中一个成功案例是,经过历时一年多、数轮沟通辅导后,在南方基金的推动下,某央企煤炭龙头建立了较完善的气候变化管理工作机制与人员配置,公开披露了双碳目标的承诺和实施路径。该公司的“转型路径倡议”(Transition Pathway Initiative, TPI)气候变化风险管理评级于 2021 年度提升一级。南方基金并积极参与投票,截至 2021 年底,南方基金共参与 2010 个持有人会议投票,并开展了 ESG 影响评估。

## ■ 富达国际

如前所述，富达国际采取主动投资策略，其投资依赖于全球 200 多个分析师对行业和公司的长期跟踪，故而也将投后管理作为运用专业能力提升资产价值的重要手段。富达国际通过可持续投资团队和投资团队的有效配合，和被投公司进行沟通。不同于一些机构由可持续投资团队沟通 ESG 问题、投资团队沟通财务问题的做法，富达国际明确，投资团队既然是 ESG 投资的责任人，也应该是沟通 ESG 问题的主体，因为分析师和基金经理对于公司最为了解，亦最有话语权和影响力。一开始分析师可能对涉及公司的 ESG 问题以及如何跟公司沟通 ESG 问题不够熟悉，可持续投资团队可以提供专业支持，待熟悉以后，很多分析师和基金经理已经独立开展 ESG 互动沟通（engagement），但仍和可持续团队保持密切合作。富达国际每年会确定专项的主题性参与，这些仍由可持续投资团队主导。可持续投资团队集中管理代理投票，可持续投资团队根据已和投资团队讨论并经过他们同意的投票政策对所有常规提案进行投票。

**“为什么我们要坚持花行业分析师的时间和公司进行 ESG 互动沟通(engagement)，因为有效的 ESG 沟通建立在对公司深入了解的基础上。比如碳排放，不是公司在可持续发展报告里面披露出来的数据今年比去年好了就可以了，我们要明白到底是哪一个业务线上做了调整及改善，是不是某些业务线变好，但有些业务线变差？只有参与者对公司的每一条业务线都非常了解，才能和管理层有效沟通。如果公司与会人员通过聊天感受到对方不是特别了解其公司，那么他们愿意沟通的心态就没有了。ESG 互动沟通和 ESG 分析真的不简单，需要深度挖掘，去看底层的一些东西。” —— 富达国际可持续投资总监及基金经理王芳**

在这些国内的尽责管理实践中，公司数据披露不足、缺乏强制披露、没有全国性的尽责管理守则指引、作为中小股东力量不足、缺乏协作和联合行动等，是主要的挑战。

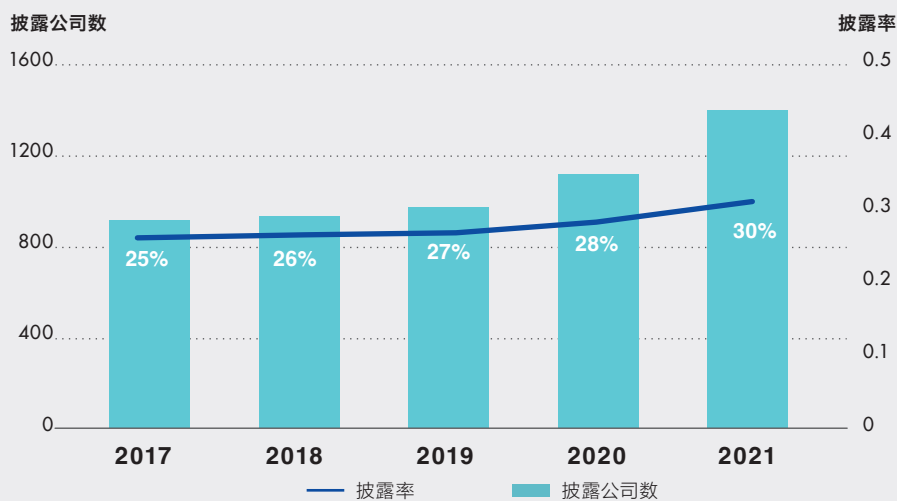
但调研中，我们也听到了部分上市公司对投资人 ESG 沟通的积极反馈，认为这有助于帮助他们提升相关工作。我们将在下一节详述上市公司对于 ESG 的看法。

## 2.6 中国企业如何看待和践行 ESG

那么,作为 ESG 投资的对象,中国企业如何看待和实践 ESG? 企业期待怎样的 ESG 投资者?

在政策、市场等多方推动下,近两年,披露 ESG 报告的 A 股上市公司数量有较大幅度增长。据妙盈科技统计,2021 年,1412 家公司披露了 ESG 或社会责任报告,披露率首次达到 30%,且有 281 家公司是首次披露可持续相关报告。其中,沪深 300 公司披露率已达 90%,较 2020 年提升 8 个百分点。

图表 13: A 股上市公司 ESG/CSR 报告披露率变化

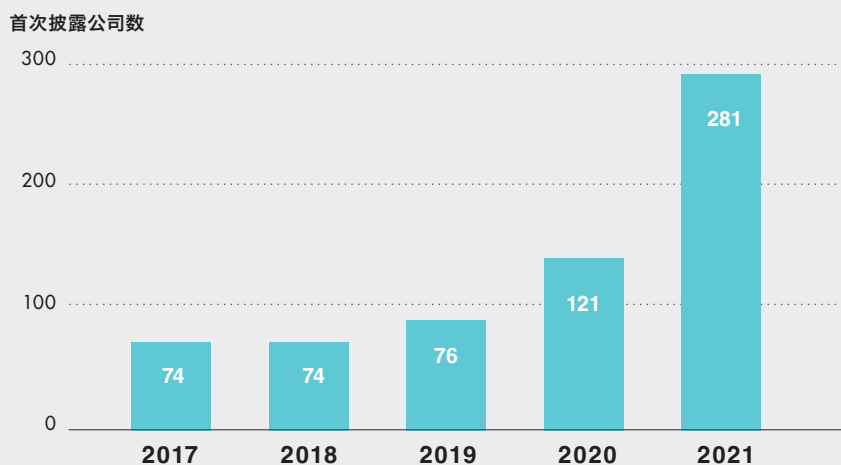


\* 披露率 = 披露该年 ESG 或 CSR 报告公司数 / 截至当年年底 A 股上市公司总数

数据来源: 妙盈科技



图表 14: A 股上市公司首次披露 ESG/CSR 报告情况



数据来源: 妙盈科技

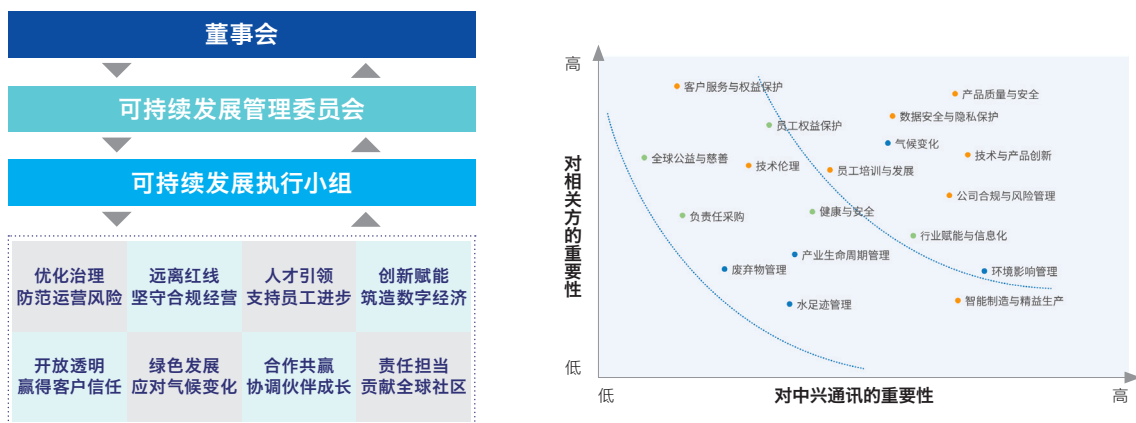
但是, 这一披露率仍低于很多发达国家和部分新兴市场。其中重要原因是中国尚未出台 ESG 强制披露要求。监管机构和交易所在 ESG 信息披露方面扮演重要角色。以香港为例, 从 2011 年起, 港交所用了 10 年时间, 将 ESG 逐渐从建议披露转向“不披露就解释”的半强制披露。2014 年, 只有约三分之一港交所上市公司披露 ESG 信息, 目前披露率已经接近 100%。

同时, 中国 A 股上市公司 ESG 披露还表现出明显的分化。中国上市公司协会发布的《上市公司 ESG 白皮书(2021)》显示, 中国上市公司信息披露表现出明显的大市值企业先行、国有企业表率、行业披露率差异大的特点。市值高于 500 亿元的公司中, 2020 年 ESG 相关报告的披露率达 79%, 而市值低于 50 亿元的公司披露率仅为 12%。近半数国有上市公司披露了 ESG 相关报告, 非国有上市公司的 ESG 相关报告披露率仅有 21%。行业方面, 金融地产(61%)和公用事业行业(48%)披露率较高。妙盈科技的统计也与此一致, 披露 ESG 相关报告的公司市值占到全市场总市值的 75%。值得注意的是, 2021 年, 通讯行业、科技行业、非必需消费品行业的 ESG 披露率大幅提升, 同比分别增长 39%、34% 和 33%, 但是许多高耗能、高污染行业的披露率仍明显不足, 比如化工行业的披露率仅有 19%。而披露温室气体排放的 A 股上市公司仅有 5.3%, 范畴三碳排放的披露率更是不到 1%。

## 案例: 中兴通讯的 ESG 实践

作为业务覆盖全球 100 多个国家和地区的 A+H 上市公司,中兴通讯是 ESG 披露的先行者。自 2009 年起,中兴通讯已连续 14 年每年向社会发布可持续发展报告 / 企业社会责任报告。公司创始人侯为贵 2011 年接受联合国全球契约访谈时即表示:企业社会责任(可持续发展)与公司业务发展紧密结合,互相推动。中兴通讯的社会责任,不仅在中国,而且在全球各地所在的社区,都应该对当地作出贡献,对当地的经济和科技发展作出贡献。中兴通讯已经建立了覆盖全公司的可持续发展组织架构。可持续发展管理委员会由公司高层领导组成,包括公司执行副总裁、首席运营官、首席战略官等,负责可持续发展重大项目以及相关成效考核,定期向董事会汇报;横向层面,各职能部门单位构成可持续发展执行小组,向可持续发展管理委员会汇报,由人力资源部整体协调,实现上传下达和统筹兼顾。中兴通讯通过定期沟通、行业协会、客户交流和审核、研讨会等方式全面分析外部相关方关注点,同时结合公司战略,对公司内部员工进行可持续发展相关议题的访谈和调研,综合内外分析结果,识别出年度重点议题,进行针对性管理和绩效提升。比如,涉及产品质量安全、负责任采购等多个重点议题的供应链管理方面,中兴通讯明确,由采购部负责。2021 年,中兴通讯更新《供应商 CSR 协议》和《供应商 CSR 行为准则》。其中,《供应商 CSR 行为准则》明确了劳工标准、健康与安全、环境保护和禁止的商业行为等六条红线要求,《供应商 CSR 协议》明确了违反红线的相应罚则。供应商一体化审核也已经包含可持续发展审核模块,覆盖劳工权益、健康安全、环境保护、合规 / 预防舞弊与供应商管理、产品有害物质含量管控、信息安全、产品安全、业务连续性、冲突矿产管控等。2021 年度中兴通讯总计完成 225 家供应商一体化审核,并首次规划邀请第三方机构对高风险供应商进行 CSR 专项审核。

中兴通讯可持续发展治理架构 & 2021 年实质性议题



资料来源:中兴通讯

财新智库整理



由于缺乏披露指引和规范，目前中国 A 股上市 ESG 信息披露普遍存在披露意识不强、信息不足、缺乏定量数据、缺乏可比性等问题。披露不充分以及数据质量不高，也是造成中国公司在国际评级机构基于全球同行业公司相对表现的 ESG 评级中普遍落后的重要因素。总体而言，中国企业 ESG 和可持续实践仍处于初期阶段。罗盛咨询 2022 年发布的一项涵盖了中国市场 1372 名企业高管、下一代领导者及企业员工的调研显示，57% 的企业高管表示，他们所在的企业不仅制定了可持续发展战略，也向其员工进行了明确的传达，且已付诸实施，高于全球平均水平（43%），但只有 30% 的员工认同这一说法。多数（55%）中国企业高管表示实施可持续发展是为了营造品牌，打造负责任的企业形象与良好声誉，或借此提升市场竞争力。只有 20% 的中国高管认为创造价值是动因，6% 的中国高管是为了消除对环境和社会的负面影响。这些数据显示，不少中国企业对 ESG 或可持续发展的认识、理解 and 实践仍不够深入，有停留在表面和 PR 层面之嫌。

不过，从我们对中国公司的调研和访谈来看，在国内国际监管政策推动、投资人关切（比如，淡马锡甚至设定了内部碳价，目前为 50 美元）以及市场助力下，许多上市公司和非上市公司，如阳光电源、蚂蚁集团、特步、蒙牛等不同行业的企业，都开始把 ESG 作为重点战略推进，这也体现在不断增长的 ESG 报告发布中。许多公司高管正在重新系统思考利益相关者与企业的关系和 ESG 的意义。比如，2022 年，蚂蚁集团决定全面启动 ESG 可持续发展战略，由董事长兼首席执行官井贤栋亲自主抓，建立了董事会直接领导的 ESG 架构，并设立了 CSO（首席可持续发展官）一职，旨在将 ESG 全面融入业务。井贤栋表示，蚂蚁不是赶时髦，而是更加体系化地思考公司和社会的关系，回应利益相关者关切。

那么，企业为什么要践行 ESG？在践行 ESG 时有哪些挑战？对投资人有哪些期待？我们访谈了一家代表性的新能源设备企业——阳光电源股份有限公司（下称阳光电源）。阳光电源连续两次在 MSCI 的 ESG 评级中获得 AA 级，是国内少数几家获此评级的企业之一，并被纳入恒生可持续发展企业指数。阳光电源的回答或能提供一些启发。

## 案例：阳光能源的 ESG 实践与思考

阳光电源的愿景是成为清洁电力转化技术全球领跑者。首先，我们所处的新能源赛道，是着眼未来可持续发展，对整个社会带来显著价值的一个赛道。我们认为，ESG（环境、社会、治理）这三个维度，能帮助阳光电源实现长期可持续发展。

近年来，我们业务在海外取得了很大发展，海外客户对我们也有 ESG 要求，包括体系建设情况，能不能达到供应商要求等。有些海外市场正加紧构筑绿色贸易壁垒，这对中国出口企业来说是实际存在的压力。

此外，我们还接触到很多海外投资者，他们要投资一家企业，底线就是你的 ESG 能不能达到要求，相当于一个门槛，达到了要求，基金投资才允许投，所以投之前要做 ESG 的背景调查，这也是对我们的要求和督促。

目前，公司已经建立了董事长领导下的 ESG 小组。ESG 牵涉到很多部门，包括董事会办公室、人力资源部、品管部门、品牌部门等，需要把任务一步步分解下去，落实到各个部门的日常。我们最初是从报告入手的，2016 年发布了第一份企业社会责任报告，摸着石头过河，今年已经升级为可持续发展报告。目前我们也将可持续发展理念写入了公司宣言，明确聚焦领域，设定目标，分解到相关部门，具体地去提升并披露进展。ESG 在我们公司主要还是一个从上到下的过程，从下到上推动的机制还没有完全建立起来，这也是作为工作小组开展工作的痛点所在。披露标准方面，目前因为没有明确的标准，我们只能按照自己认为合理的去披露。如果有一个标准，我们按照标准持续精进，心里也比较有底。

我们非常欢迎投资人、长期股东，对我们进行指导、提出要求，企业愿意接受这些建议，包括风控、ESG 体系、信息披露等，因为企业也希望能做到长期主义。目前，一些投资人在 ESG 方面和我们的沟通（engagement）还比较浅，不够深入。我们希望有一些更深入的交流，期待他们能够给出一些好的建议，帮助我们提升。

作为企业，我们认为这些长期投资人和企业的利益是一致的。海外的资金基本都是长线资金，它不太关注短期的业绩波动，更加关注的是长期可持续发展，站在资金长期安全的角度去考虑企业能不能长期发展，能不能给长期的资金增值。他们关注市场是否有前景、企业的市场地位如何、业务产品竞争力如何，关注企业长期能力建设。对于企业来说，我们希望资本市场能够更加关注长期，但目前国内的资本市场还是过于关注短期，比如这轮上海疫情，部分国内投资人会持续追问对企业有无造成很大影响，但海外投资不太关注这些小的波动。投资人关注长期，对企业来说也是好的。——阳光电源副总裁兼董事会秘书陆阳

财新智库整理

如在尽责管理一节中已经展现的，我们在对投资人、分析师的访谈中，了解到许多投资人通过尽责管理提升公司长期价值和资本市场表现的案例。负责任的投资者和被投公司，可以相互成就，实现良性循环。



# 03

## 建议篇： 捕获 ESG 价值 实现共赢

RECOMMENDATION:  
CREATING A WIN-WIN MODEL WITH ESG



上文我们已经深度阐释了 ESG 投资及其代表的经济范式变迁、当前 ESG 投资发展趋势以及代表性的 ESG 投资和实践案例。在此基础上，我们将结合专家学者、ESG 实践者的意见，结合前述 ESG 案例中的经验和挑战，对如何更好地挖掘和捕获 ESG 价值、实现共赢，促进中国经济高质量发展和全球可持续目标实现提出建议。

## 3.1 陈道富：ESG 必须成为创造价值的 内在驱动力

就中国 ESG 发展中的关键问题，我们采访了国务院发展研究中心金融所副所长陈道富。

**财新智库：你如何看待 ESG 投资和 ESG 实践在中国当前发展阶段的价值？在短期内中国经济面临一定下行压力挑战时，ESG 投资是否会受到影响，还能否充分释放其促进经济转型、实现长期高质量发展的功能？**

**陈道富：**目前是推动 ESG 的关键节点，因为 ESG 与我们倡导的新发展理念、高质量增长和“双碳”目标等战略是高度一致的，所以是会被各个部门贯彻并实施的。目前我们能够在信息披露上做一些工作，在金融投资上有一个引导力量。但 ESG 的推广并不会不停止在金融投资上，即鼓励信息披露，并对存量资产进行再评估再定价和再选择的过程。我们还会在新增投资上影响实际的投资过程，甚至还要走出“投资”领域，成为社会和企业运作的一个推动力量，使得 ESG 倡导的共同体理念，和谐发展理念能够“走进”企业，“走进”产业。在增量投资上引入 ESG 理念，就是要在规划之初就关注社会责任，关注环境等等。这意味着我们不仅重新评估投资对象，投资对象也在被 ESG 改造。

目前的这种短期挑战和压力，并不影响 ESG 的长期价值。并且，即使现在面临下行压力，像绿色低碳节能这一块的投资，实际上是中国应对下行压力的一个投资点，对投资增速起到一定的支撑。在一些领域信贷下降的情况下，今年绿色信贷增长较快。全球来看，受俄乌冲突影响，欧洲等国确实不得不对短期冲击，但是从长期来看，反而会有更强的动力转向清洁能源，减弱对传统能源的依赖。中国今年在能耗“双控”等指标方面虽然也略有放松，但这实际上为长期布局提供了难得的时间和空间机遇。现在反而是长期投资者更需要珍惜的布局“双碳”和绿色发展的机遇时期。俄乌冲突也在倒逼中国寻找更加契合中国的能源发展战略。对走在时代前面的 ESG 投资而言，可能也是更好的机会。

此外，这种下行压力下，更要考虑社会内部的平衡，比如上下游的关系，就业问题，ESG 在这个时候反而更能发挥作用，它不完全是经济财务指标的考虑。在面临经济下行压力的时候，其实更需要综合考虑多方面的因素。

**财新智库：目前关于 ESG 的价值和如何创造价值，还有一些争议，你如何看待 ESG 与企业价值、投资回报、社会价值之间的关系？如何建立正向反馈？**

**陈道富：**ESG 是经济和企业发展到一定阶段后，通过内在一致性的定量和定性相结合的框架来推动企业内嵌于自然、社会的和谐发展过程。首先，引进 ESG 理念进一步拓宽了公司的概念。公司是一个“共同体”，本质上是一群拥有不同资源的人聚在一起，为某一个使命开展社会合作。这是基于未来和使命的人的合作和资源的组合运用。公司不是股东的公司，也不是高管的公司，而是不同利益相关者共同的公司。

而 ESG 是更好去实现价值发现的机制。把企业放在经济社会和自然的背景下，让企业的发展既兼顾自身的利益，同时也能够照顾到它所处的经济社会，甚至自然的利益。从这个角度来看，ESG 首先要把外部性内部化，企业在经营活动过程中必然会跟社会系统、经济系统、自然产生各式各样的互动，目前互动绝大部分通过收入成本价格因素进入到企业的财务核算中，但也有一部分没有完全进入，要想企业的行为符合整体利益，这些外部的收益或者成本应该尽可能地内化到企业的过程中，ESG 帮助把外部化的收益和成本更好地内化到企业的经营过程中，是外部性内部化的过程。但是，ESG 也不应该是一个简单的外在标准和规范，成为新的约束，而是应该成为一个内在的驱动力，要形成利益的一致性。盈利是一家企业存在的基本条件，也是企业对经济社会作出最起码的贡献，产出超过投入表明这家企业对社会有增量贡献，具备在这个社会存在的基础。企业除了盈利以外，还有自己的一种使命，需要发现价值，通过发现价值来汇聚社会资源。所以，当盈利或者各种财务指标只是企业在实现使命和发现价值、创造价值过程中的副产品时，企业就从一般的自立走向了优秀企业，优秀企业在实现使命的过程中自然而然能够创造必要的足够的利润。当一家企业自然而然能够实现盈利，而且自然而然能够跟社会、自然环境和内部的各种关系形成非常和谐的关系时，这家企业就成为一家伟大的企业，才能引领时代的发展。ESG 应该是企业在追求优秀和实现伟大的过程中自然而然的一种呈现。如果你想定位成为一个伟大的企业，你一定找到了自己的中心价值，在践行中心价值过程中对外透射出来的就是与自然，与社会和谐的一套标准。个体的这种追寻 ESG 的过程就是展现自己发现中心价值的过程，这个价值的呈现过程就是对系统，对自然和社会作出贡献的过程，所以，一定是符合 ESG 的，也一定是长期可持续的。



而公司价值的评估会反映市场共识的变化。ESG 理念深入认识就会改变市场对公司的价值评估逻辑，公司价值或股价的定价逻辑也将反映这些变化。社会对公司边界的拓展性认识普遍化后，最后会成为公司价值评估的基础，股价会吸收这些普遍认识，成为影响股价的基础成分。在不同历史时期和社会发展阶段，社会对公司或经济发展的要求不是固定的，而是在发生变化的。一开始可能更关注经济增长效率，但是增长到一定程度以后，社会公平问题、社会责任问题、环境问题都会被关注。上个世纪 20 年代末可以看到这个趋势，现在我们又看到这种趋势。一旦成为趋势，从投资的角度，它就会在价格里面反映出来。因此，ESG 投资不仅仅是避免踩雷，实际上已经开始成为影响股市价格的因素了。

**财新智库：**你提到 ESG 更应该内化为企业创造价值的内在驱动力。但是开展 ESG 投资仍然需要建立一些信息披露标准、评级方法、市场规则，目前国内外相关机构也在开展这类工作。你认为，ESG 标准应该遵循怎样的原则，如何解决外在标准和内生机制之间的张力，如何给企业、投资者、社会带来真正的价值？另外，全球可比性和本土适应性也是当下市场非常关注的问题，你认为可以如何协调？

**陈道富：**ESG 投资及评价高度依赖于 ESG 信息披露。目前 ESG 发展的一大突出问题是披露不足，而且数据质量特别是定量化的数据可比性较差，所以现在需要有相对统一的一些标准。会有一些全球性的共识，但仍需要有区域性共识和各个国家特色。ESG 关注非财务指标，同时也是一个目标排序。不同国家的目标排序完全一样是不现实的，每个国家的发展阶段和文化是不一样的，但是全球有它对可持续发展一些共同的认识。所以，对 ESG 来说，它必须承接全球的一些共识，同时必须结合本国的发展阶段和诉求，同时充分考虑到所处行业和公司特点。这时候 ESG 就不是一个外在的东西了，而是真正价值的体现，两者结合起来，才能够推动 ESG 真正落实。

信息披露应该是企业和投资机构在践行 ESG 的过程中相互推动和逐步完善的过程，是逐步迭代推进的过程，可能很难一步到位。首先，需要有一些基础性的强制信息披露，而更专业、更深入的披露，则可以从半自愿开始，在实践探索中不断深化、迭代。从可操作性和实用性角度，不同行业不同地区甚至还要细化信息披露和标准。这意味着还有很多工作要做。我们应该聚焦到 ESG 它能够实现的、落地的，而不是简单提出一套新的所谓标准或者规范。只有形成一套理念、机制和框架，在此引导下，通过行业龙头、行业内部，每个企业自身的探索，去寻找适合自己的细化标准，能够解决行业的痛点、企业的痛点，才是有用的。希望行业龙头或者有这种价值使命的龙头企业，能来展现 ESG，来引导这个行业的标准。自上而下的标准制定应该和自下而上的探索结合，特别是应该结合行业里面优秀企业甚至伟大企业的实践和认知。

**财新智库：**投资者可以在其中发挥怎样的作用？

**陈道富：**投资者在这个过程中也可以发挥重要作用，包括二级市场、一级市场的投资者，以及政府的一些投资。PE、VC 在做投资的时候就引入了一些 ESG 的标准，它们在投项目的时候就把 ESG 的一些理念、要求嵌到公司的架构和战略里面了。二级市场的 ESG 投资，也能够让 ESG 产生价值溢价，来引导上市公司主动加大信息披露力度。同时，投资者、分析师基于行业深度投研开发的 ESG 评价体系和产品体系，也对形成和完善符合市场和行业发展的 ESG 标准，起到非常重要的作用。

我认为推出 ESG 信息披露标准是一个开始，是一个迭代的起步。应以此为契机推动企业可持续发展与和谐发展，在这个过程中逐步完善和披露绩效的考核，使得中国经济能够更好地走向高质量增长。

### 财新智库：你认为，可以怎样建立 ESG 发展的约束和激励机制？

**陈道富：**首先，要将外部性实现内化。不可持续性，与外部性息息相关。股东、企业、社会、以及全人类的利益不一致，实际上是外部性的问题。激励相容的出路是外部性的内部化过程。如何将外部性内化，就需要严格环保、社会责任管理，提高执法的透明度和信息披露规范性，提高全国执法标准的一致性，使 ESG 成本能够被企业所内化，改变企业行为，形成良性循环。金融体系要不要有一些约束性的指标？我个人认为，在推进 ESG 的过程中，以激励为主，少量带有约束。碳排放、环境保护等领域是基于“约束”的激励，整个框架是约束性的，即因为我们的强制性要求带来的约束。所以我们在做这件事情时，需要适当平衡，以激励为主。人民银行、银保监会可以做更多的探索，以激励为主适当加一些约束。

## 3.2 经验、挑战与建议

通过梳理国际、国内政策、经济、市场方面的趋势以及领先机构投资者、公司的可持续实践，我们可以看到，基于利益相关者经济的可持续发展，已经是不可阻挡的潮流，中国的机构投资者也必须回应这一潮流，建立和完善 ESG 投资架构，增强投研能力，重视并在投资中把握 ESG 风险和机遇，在履行自身受托责任的同时，实现经济、社会、环境共赢，并推动中国高质量发展。借鉴国际经验，将自下而上的探索和自上而下的推动有机结合，相互促进，方能大大提升中国 ESG 投资发展的速度和质量。

**我们认为，可以从以下几个方面进一步促进中国 ESG 投资和实践的发展：**

- (1) **积极参与国际可持续标准制定，建立全球基线；同时结合中国特色，出台与全球标准兼容的本土指引。** ESG 信息披露标准不一、数据质量不高、缺乏可比性是全球痛点，建立全球基线的努力已经得到全球主流

投资机构和国际证监会组织等监管机构的认可和支持。尽管建立全球基线的过程伴随着大量的协调和博弈，在中国金融进一步开放以及需要撬动包括国际资本在内的社会资本支持中国“双碳”等目标实现的背景下，中国仍然应该继续积极参与国际可持续标准制定，并推动这一标准更具适应性。在此基础上，中国可以结合本土特色和发展阶段，出台与全球标准兼容的本土指引。这也有利于降低中国上市公司、投资机构的信息成本和管理成本，为更优质的 ESG 实践和投资奠定基础。

**(2) 遵循循序渐进和应用性原则，逐步加强企业 ESG 信息披露。** ESG 信息披露的目的在于使包括投资人在内的利益相关方更多维、全面地分析企业价值，亦是重要的企业自我评估、自我管理、自我提升工具。有效的 ESG 信息披露必须可用，有利于挖掘和创造价值。如欧盟、中国香港市场的 ESG 信息披露都经历了不断迭代和完善的过程。而即便是目前未强制披露的交易所和市场，如纳斯达克，亦提供了 ESG 披露指引。中国目前的 ESG 基础设施建设仍十分欠缺，可从提供 ESG 披露指引起步，在不断完善指引、增强指引可用性和适应性的过程中逐步分批推动企业 ESG 信息的强制披露。

**(3) 借鉴国际市场做法，逐步增强 ESG 金融投资产品的信息披露。** 投资机构和基金经理可以基于自身的定位、优势和特点，采用不同的 ESG 策略，但应该在发行的 ESG 产品中说明所采取的 ESG 策略、方法论、ESG 投资比重等信息，打击“洗绿”“伪 ESG”扩大市场可信度的同时，有利于不同诉求的 ESG 投资终端投资人根据不同的投资目的，作出相应的选择。

**(4) 挖掘尽责管理潜力。** 尽责管理在新兴市场价值巨大，亦是机构投资者提升上市公司质量、促进中国经济高质量发展的重要手段。中国可以考虑制定尽责管理守则，为机构投资者开展尽责管理、践行积极股东提供依据和指引，并促进机构投资者的联合行动。

**(5) 积极发挥养老金、主权财富基金、政府投资和政府背景的产业基金功能，引导资本配置，促进可持续投资发展。** 在欧美、日本、新加坡等市场，养老金、主权财富基金等具有长期偏好的资产所有者，对于 ESG 投资发展发挥了巨大的推动作用。全国社会保障基金、中投等国内资产所有者也已经开始了 ESG 投资的研究和实践。中国可以进一步鼓励这些资产所有者开展 ESG 投资，带动 ESG 投资的进一步传导和壮大。

**(6) ESG 投资、可持续投资根植于长期主义，不应简单以短期市场波动来衡量其有效性和价值。** 中国应进一步落实公募基金行业高质量发展等意见，通过建立科学的考评周期、考评标准等方式，继续引导资本市场开展长期投资。

**(7) 进一步完善碳市场、碳定价，改变约束和激励机制，为 ESG 投资创造有利条件。**

ESG 投资的发展离不开良好的生态。只有监管者、机构投资者、公司、第三方服务、行业机构、研究机构和媒体、国际组织等利益相关方共同努力、相互促进，才能实现 ESG 投资的健康发展。我们相信，一个高质量、负责任的投资市场，将是推动中国高质量发展、战略目标实现的关键力量，亦将有力推动联合国可持续发展目标的进程。



## 研究后记

中国正在步入新发展阶段，构建新发展格局。经济模式的转轨有赖于新型金融资本与新型产业资本不断良性互动，推动经济高质量、可持续、包容性增长。兼顾经济、环境、社会效益的 ESG，正代表了这样一种重塑力，有望成为高质量增长的重要方法论。

财新智库自 2016 年起，开始涉足 ESG 研究和数据等领域。2019 年年中，财新智库与合作伙伴正式发起中国 ESG30 人论坛，成为国内最早的 ESG 智库网络和专业交流平台，旨在从政策建言、学术研究、行业实践和国际交流四个方面，推动中国 ESG 的创新发展，助力中国经济高质量增长。财新智库和中国 ESG30 人论坛见证和参与了中国 ESG 从不为人知到成为市场热点的过程。在为这些进展欢欣鼓舞的同时，亦深感有必要进一步推动“怎么做”，深入国内外 ESG 实践，通过对 ESG 发展历程、趋势的全面梳理以及一线调研，推进对 ESG 概念和内涵的理解和认知，为解决当下和未来的问题、挑战和争议尽可能地贡献实践智慧和解题思路。

这份报告正是上述努力的产物。对于 ESG 这样一种新兴的、复杂的概念和行动框架，并不存在一蹴而就的简单方案。任何模式的主流化过程必然伴随大量的博弈、碰撞和磨合。财新智库愿与各界伙伴携手，持续推动国际经验与本土智慧有机结合，共同推动 ESG 在中国情境的落地。

财新传媒总裁  
张立晖



高质量发展呼唤高质量资本。ESG 投资兼顾经济、环境、社会效益，评估框架更为全面，投资久期强调可持续，其导向与中国“创新、协调、绿色、开放、共享”新发展理念高度一致，为国内资管机构投资策略进阶、助力“双碳”战略和推动实体经济转型升级提供了更优解。

近年来，国内 ESG 投资的理念和实践在广度、深度上不断提升：ESG 资产管理规模呈指数级增长，ESG 对企业经营以及资产估值的影响日益凸显。但该如何更为科学地衡量、应用乃至实现 ESG 价值，仍需持续探索。

基于此，南方基金与财新智库、中国 ESG30 人论坛合作，调研吸纳了一批国内外领先资产管理机构、资产所有者、上市公司、专家学者的先进做法和前沿思考。报告厘清了 ESG 发展中的机遇和挑战，为资管机构推进 ESG 投资本土化实践提供了优化路径：比如如何进一步提升 ESG 指标一致性和有效性、如何应用 ESG 数据进行风险计量、如何解决 ESG 数据中的非财务信息量化问题、如何建立 ESG 投资者评周期等等。

从问题中来，到实践中去。关于 ESG 投资需要做的工作还有很多。南方基金将不断完善 ESG 投资理念，持续优化 ESG 投资策略，服务实体经济高质量发展，持续为客户创造价值！

南方基金总经理  
杨小松

## 致谢

感谢中国证券投资基金业协会党委委员、副秘书长黄丽萍女士对本报告的专业指导。  
感谢国务院发展研究中心金融所副所长陈道富先生以及所有接受调研和采访的投资机构、公司企业、业内人士对本报告的大力支持以及提供的宝贵经验、洞见和建议，感谢所有伙伴机构的积极协助。

### 案例研究参与方

南方基金：李海鹏 冯飞 黎思思 张琬怡

富达国际：王芳 郭震宇 赵彬妤 董如枫

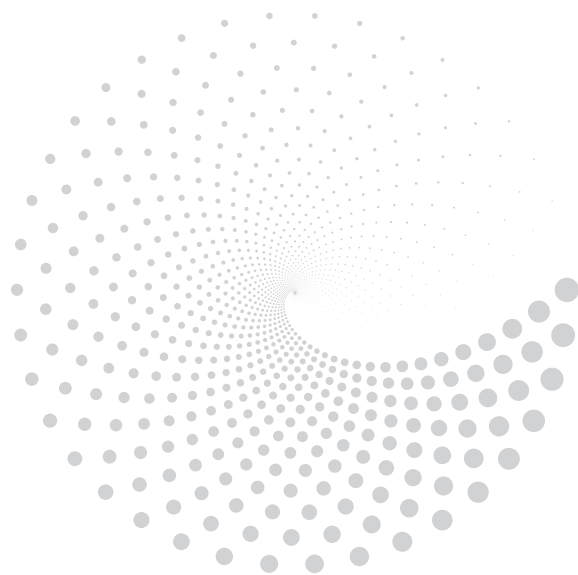
瑞士百达资产管理：杜一

绿动资本：白波 张国津 廖佳

阳光电源：陆阳

加拿大养老基金投资公司、联博、中兴通讯相关专家





UNLOCKING HIGH-QUALITY GROWTH  
WITH INSTITUTIONAL INVESTORS

# 机构投资者如何促进高质量发展

以 ESG 投资创造可持续“共赢”

出品

**财新智库**  
Caixin Insight

联合出品

**ESG30**  
中国ESG30人论坛

独家支持

 **南方基金**  
SOUTHERN ASSET MANAGEMENT