



从社会视角看 ESG 可持续投资



【财新网】(专栏作家 白雪石 特约作者 沈非若)

ESG 可持续投资包含的环境 (Environmental)、社会 (Social) 和公司治理 (Governance) 三大因素中, 环境因素具有最广泛的国际共识。由此, 以环境因素作为主要考量的绿色投资成为了 ESG 可持续投资中开展最早、规模最大和发展最迅速的领域。

从央行发起的“绿色金融网络”到金融投资机构的“责任投资原则”, 从资产所有者负债端的“可持续保险原则”, 到资产管理者投资组合的“净零碳排放资产管理人”, 直到政府间的倡议“气候相关财务信息披露”, 绿色投资的投资标准和信息披露等核心概念通过一系列国际共识形成了闭环。

自 1992 年《联合国气候变化框架公约》通过并开放签署以来, 应对气候变化为代表的环境问题的国际合作进程并非一帆风顺。但新冠肺炎疫情危机以来, 气候和环境问题受到了全球政策制定者前所未有的重视, 中国、美国、欧盟、英国、日本、加拿大六大经济体都已经或者计划在《巴黎协定》国家自主承诺的框架之下提出更严格的 2030 年温室气体排放目标, “绿色复苏”也被认为是人类最终战胜疫情走出阴霾的最佳道路。

科学家对于气候变化给自然生态和人类生活带来改变的认知, 早在很多年前即已达到了必须采取共同行动加以应对的水平; 而实际的政策行动, 则在 2020 年以后才呈现出集中且加速的态势, 这反映了新冠肺炎疫情危机暴露出的各种社会问题对气候问题共识的催化作用。

从气候经济学理论来看，环境问题的关注和共识来自社会问题的推动。诺贝尔奖获得者、气候经济学先驱威廉·诺德豪斯（William Nordhaus）将气候变化纳入了经济学分析框架，其中社会折现率（Social Discount Rate, 简称 SDR）扮演了关键角色。社会折现率是折算未来效用至当前时所使用的参数，其中包含了对时间、增长和不平等的考量。碳排放造成未来效用损失，通过社会折现率折算为当前效用损失。全球的经济和社会结构的大趋势均已明确地指向了更低的社会折现率，从而使气候经济综合评估模型给出的社会碳成本急剧升高。例如，在拜登政府的评估报告中，如果社会折现率从 5% 降低一半至 2.5%，社会碳成本将从 14 美元/吨升至 76 美元/吨。

此外，经济学中的效用是可加量，即整体是部分的加总。因此，通过衡量效用变化产生的全球社会碳成本也是各国的加总，而非加权平均的概念，因此存在外部性，使得当前或者未来经济体量越大的经济体，其对碳排放带来的气候风险敞口就越大。中国、印度、美国和欧盟是当前主要消费经济体，四大经济体的社会碳成本位居全球前四，这也成为了全球合作应对气候变化问题的共识根源。

经济学家在估算社会碳成本时倾向于使用更低的社会折现率，是由其构成中三个参数——时间偏好系数 ρ 、生产率增速 g 和不平等厌恶系数 θ 都出现下降所引发，而这背后反映的即是人类面临的重大社会问题，带来了社会心理与经济现实的结构性变化。具体来说，社会折现率包含相加的

两个部分，第一部分是时间偏好系数，反映了对当前或未来消费的偏好；第二部分是生产率增速和不平等厌恶系数的乘积，代表当前与未来世代效用之间的关系。社会折现率与时间偏好、生产率增速和不平等厌恶系数三个参数的变化方向相同，三个参数任意一个的减小都会带来社会折现率的降低。

第一，老龄化和少子化现象已经从个别发达国家蔓延至几乎所有发达国家，甚至部分新兴市场国家。据世界银行统计，全球高收入经济体的人口增长从 1970 年的 1.0% 左右下降到 2020 年的不足 0.34%，其中日本、意大利等发达经济体已经连续多年人口负增长。而在人口负增长的经济体名单中，不乏有俄罗斯等新兴市场出现。愈发倒置的人口金字塔使得人们更加重视子孙后代的福利，消费效用函数的时间价值减少带来了时间偏好系数 ρ 的下降，这意味着当前的人们可能更加愿意去约束自身经济活动带来的碳排放规模，从而使气候变化对未来世代的经济活动冲击更小。第二，生产率增长停滞的问题并没有随着新经济的出现而实质性扭转。2019 年以前的五年，也是新冠肺炎疫情暴发前的五年，全球主要经济体都逐渐恢复到潜在产出水平以上，但发达经济体的全要素生产率增长几乎停滞，年平均增速只有 0.04%。数字经济还以零工经济的形式，催生出更多的非正规就业岗位，其统计意义上的生产率增长背后却存在着劳动者权益削弱、数据隐私泄露和“最严算法”考核等诸多问题。泰勒·考恩所谓“低垂之果”已经摘尽的判断，放到现在仍然没有过时。长期的生产率低增长可能使人类未来世代的生产力水平大幅低于预期，也使得他们在未来应对气候变化

冲击时缺少必要的技术和资源，当前的社会碳成本可能更高。第三，社会不平等问题以更极端的形式在新冠肺炎疫情危机期间集中出现。一是医疗资源分配极不平等。发达国家的疫苗接种率较发展中国家要高出近 20 个百分点（如果剔除中国，则差距将扩大到 43 个百分点），根据《柳叶刀》的测算，全球五种主要新冠肺炎疫苗中 2021 年产量中的 70% 已经被高收入经济体锁定，而它们的人口只占全球的 16%；二是暴力抗议事件愈演愈烈，法国抗议《整体安全法》暴动、美国国会暴乱等由单一事件引发的示威活动，最终在长期积累的社会矛盾催化下，走向了大规模的暴乱抗议。不平等问题广泛存在使社会阶层流动性丧失成为全球担忧，当人们认为未来世代在生活水平上相对自己很难大幅提高的时候，对代际不平等的宽容度相应增强，甚至还带有对后代的怜悯，由此引发更低的不平等厌恶系数 θ 和更高的社会碳成本。

由此可见，环境和气候问题来源于科学，但最终却涉及诸多的社会伦理判断，如何看待未来与现在，如何关心他人与自身，如何平衡创新与守成，等等。而全球社会发展的三大趋势表明，人类已经进入了关注未来、利他主义和激励创新的新时代，这也是 ESG 投资方兴未艾的本质原因。

当我们从社会视角看 ESG 投资，就能够更好地理解全球在环境（Environmental）因素的评价标准上基本一致，但在社会（Social）和公司治理（Governance）等因素的评价上难以形成共识的根本原因。

新冠肺炎疫情暴发之初，全球主要经济体都积极采用财政政策和货币

政策结合的手段加以应对，但在疫情逐渐受控、经济重启之后，随着政策目标相继转向解决疫情暴露的社会结构性问题，东西方在经济、文化和社会背景上的差异，带来中美政策工具的侧重点出现差异。美国仍然继续使用需求侧手段来扶持疫情中的弱势群体，拜登政府以《美国拯救计划》《美国就业计划》《美国家庭计划》继续推出了接近 5 万亿美元的财政刺激方案；中国则更加侧重供给侧工具来回应民众对社会问题的关切，通过产业政策和监管政策的组合拳整治了互联网、教育、医疗和房地产等诸多领域资本无序扩张的乱象，也带来了高端制造、生态环保、低碳技术等关乎国家安全、促进社会和谐与公平正义的产业方向受到更多的关注。

在中国人口老龄化问题加剧的背景下，金融储蓄和生态资本都已成为人力资本以外更加宝贵的资源，单纯的以“超级明星企业”的形象扩大市场规模和诱导储蓄者扩大开支的商业模式，虽然在微观上能够提升个别企业的利润和估值，却会在宏观上损坏一个国家的增长潜力，难以实现资本市场对创新与效率的激励相容。让科技创新从需求的诱导走向供给的创造，正是这些政策组合的题中之义。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31039

