



“碳中和”背景下价值投资 与 ESG 的有机结合



【财新网】(作者 杨岳斌)

当下气候变化正在接近临界点，人类正面临严峻的生存危机。未来几十年内，如果不在全球范围内大幅减排，全球升温将在本世纪内超过 1.5°C 和 2°C，从而造成各种灾难性后果，包括但不限于——气候灾害造成直接的财产和生命损失；大规模人口迁徙与资源短缺引发地区冲突；大气层发生变化引致各种人类疾病。

要解决气候变化带来的各种问题，我们需要秉持人类命运共同体的宗旨，在决策与行动中充分考虑代际公平。气候问题是一个典型的“公地问题”，具有较强的公共属性和突出的负外部性。全人类需要在“碳中和”的重要性这个观点上达成一致，共同对碳排放进行约束，才有可能避免因气候变化带来的灾难性后果。碳排放既是人类的发展权，也是生存权。从短期来看，在现有的技术和资源条件下，减少碳排放对一国的经济发展可能造成一定的刚性约束。但从长期来看，通过建立公平合理的全球气候治理体系，加大相关领域的创新力度，人类有望实现发展权与生存权的平衡，从而走上可持续发展之路。

作为一个负责任的大国，中国在“碳中和”问题上不仅做出了“3060”的庄严承诺，还积极推动多边进程。中国和美国在今年的联合国气候变化大会期间，共同发布了《中美关于在 21 世纪 20 年代强化气候行动的格拉斯哥联合宣言》，两国宣布计划在此决定性的十年（2021-2030），根据不同国情，各自、携手并与其他国家一道加强并加速旨在缩小差距的气候行

动与合作，包括加速绿色低碳转型和气候技术创新。同时，双方还计划建立“21 世纪 20 年代强化气候行动工作组”，该工作组将定期举行会议以应对气候危机并推动多边进程，聚焦在此十年强化具体行动。中国在国际社会上作出的各种表态与承诺，彰显了中国“碳中和”的坚定决心。未来，中国的“碳中和”进程只可能加快，不会后退。

为了实现“碳中和”目标，我们需要建立绿色低碳循环发展的经济体系和清洁低碳安全高效的能源体系，这将带来巨额的投资需求。根据中金公司的《碳中和经济学》报告预测，到 2060 年中国总绿色投资需求折合现在的币值约为 139 万亿元人民币；而国际可再生能源署(IRENA)在 2021 年 3 月公布的报告中指出，在 2050 年之前，全球规划中的可再生能源投资必须增加 30%至 131 万亿美元，按照目前全球碳排放中国约占三分之一和当时的汇率简单估算，中国大约需要 283 万亿元人民币。无论在哪一种预测下，“碳中和”带来的资金需求都在百万亿元以上，这将给资本市场带来巨大的投资机会。

作为中国的“碳排放大头”，发电行业未来将是中国减排工作的重点，蕴含较大的投资机会。为了实现电力行业减排，我们认为应该大力发展可再生能源发电，其中光伏与风电将成为未来能源体系的重要部分。由于可再生能源发电具有随机性、波动性和间歇性的特点，对现有电力系统提出了严峻的挑战，因此，加快构建新能源占比逐渐提高的新型电力系统是大势所趋。

无论是国务院的《2030 年前碳达峰行动方案》还是国际能源署 (IEA) 发布的《中国能源体系碳中和路线图》都已经清晰地表明，未来中国的风电与光伏将大有可为，储能和电网改造的需求将大幅提升。

在价值投资的体系下，企业的价值是由企业全生命周期的自由现金流决定的，价格围绕价值上下波动。成功的价值投资者应当做的是，以合理的价格买入伟大的公司。对于“合理的价格”的判断，需要投资者有较高的资产定价能力，而这也是机构投资者的核心竞争力所在。

实践中，价值判断是一个动态且复杂的过程，“Simple but not easy”。我们需要综合考虑经济周期、行业竞争格局、公司治理、政府监管、技术创新等因素，每一个因素的变化都会给投资者的价值判断带来巨大的挑战，如，降低了对企业全生命现金流判断的确定性，增加了企业价值判断的难度。“碳达峰碳中和”是中国作为负责任的大国做出的庄严承诺，为可再生能源的发展提供了比较明确的指引，这无疑为投资者判断企业的现金流带来很大的确定性，为市场从需求侧分析企业全生命周期现金流提供了新的、有意义的视角。

当然，即使是在确定的“碳中和”百万亿元投资需求的大背景下，不同技术路线变化、不同阶段，对于不同企业的自由现金流的影响也许是截然不同的，这对从业人员的专业性提出了很高的要求，需要有很深刻的专业理解能力。

除此之外，对企业现金流的判断具有一定的艺术性。投资者对企业未

来现金流的判断是由一系列假设构成的，而这些假设背后的逻辑正确与否，将直接影响估值的准确性。我们观察到，很多投资者的逻辑往往是基于过去和现有的信息做出的线性外推，当宏观环境、企业所处行业以及企业自身经营战略发生变化时，这些逻辑可能就不再成立了。认为过去伟大的、具有高市值的公司，在未来也一样能够有较好表现的想法过于简单。柯达、摩托罗拉、诺基亚等公司都是市场给出的深刻教训。

首先，我们根据 ESG 的定义进一步把 “E” 和 “S” （即环境和社会责任）两个元素进行结合，浓缩成新的 “S” ，即 Sustainability （可持续发展）。然后我们重点从企业的可持续发展以及公司治理这两个角度对企业全生命周期的自由现金流，进行全面的考察。

我们认为，企业在可持续发展方面做出的努力（例如减少碳排放、保障员工权益等）将深刻影响其未来的现金流，并最终反映到它的商业价值上。而在公司治理方面，企业管理层作为股东的代理人，在获取合理的报酬后应该为实现股东利益最大化而不断努力。当然，对公司治理方面的分析涉及对于管理层的企业家精神的判断，情况比较复杂，往往需要一事一

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_31144

