ESG 投资及其在碳中和、碳达峰上的体现

引言：1992 年，联合国环境规划署提出，希望金融机构能将企业的环境保护、社会责任和公司治理表现纳入决策过程中。随后，环境（E）、社会（S）和治理（G）三个因素逐步成为国际社会衡量经济主体可持续发展能力最主要的三个维度，ESG 也因此成为企业非财务因素评价的重要框架之一。从历史上来看，欧洲将可持续性纳入政治和经济框架方面的努力最为显著。拜登上台后，美国在应对气候变化问题上也出现了转变——设立总统气候问题特使一职并任命前国务卿约翰·克里担任。当下，我国可借鉴海外市场在ESG 方面的实践，推动经济转型、促进资本市场创新。

一、ESG 的投资理念及策略是什么？环境、社会和公司治理(ESG)是指公司经营决策和行为在环境、社会责任和公司治理三个维度的体现。目前来看，具有相对成熟 ESG 评价体系的机构包括 MSCI、汤森路透和商道融绿。**从企业价值定义来看，**ESG 更倾向非显性的相对价值法，在投资中的作用主要包括挖掘可持续发展企业和提升风险防御能力，在获得长期稳定回报之外，降低投资组合的回撤率。**ESG 投资策略主要分为：**整合策略、筛选策略、股东参与策略和影响力投资。分国别来看，欧洲利用负面筛选和规则性筛选策略较多，美国主要利用整合策略和影响力投资策略来完成 ESG 投资。

二、当前全球对于 ESG 概念和金融产品的需求出现爆发式增长。在疫情发酵之前，全球对于 ESG 的关注主要集中在气候变化和可持续发展两方面。疫情发酵后，市场意识到疫情反应不仅仅是全球环境问题，另外还反应了不同公司在应对疫情中暴露出现的公司治理问题，ESG 中“S”和“G”的问题凸显。危机应对的策略将从公司治理和社会责任两个方面影响公司整体的 ESG 评分。通过完善公司治理可以在危机时期降低公司 ESG 评分的波动，并通过 ESG 金融指数直接作用于市场投资者对公司的投资期望，以至于可持续发展基金成为了疫情后资本市场的安全垫。从产品来看，ESG 相关的股票类和固定收益率 ETF 产品均出现了爆发式增长。2021 年 1-4 月，全球 ESG 相关的债券发行额相比 2020 年全年总额增长 60%以上。**从全球范围来看，未来 1-2 年 ESG 有四大趋势值得关注：**1）ESG 数据的质量和透明度将持续改善；2）拜登政府在应对气候方面的基调发生了较大的变化；3）“ESG”中的“S”领域存在的问题在疫情后被放大；4）从投资方面来看，全球绿色债券升温。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

三、ESG 投资是我国落实碳中和碳排放的主要抓手之一。虽然我国绿色债券市场发展较快，发行规模现已位居世界第二，但有关 ESG 的市场发展依然不够成熟，主要体现在以下几个方面：1）监管机构还未对 ESG 信息披露进行强制要求，且披露内容、披露标准缺乏统一的规范；2）国内市场上真正开展 ESG 投资的规模并不大，所以需要尽快展开投资者教育，并推进可投资标准化的 ESG 产品。往后看，ESG 投资将作为我国落实碳中和碳排放的主要抓手，推广 ESG 正是推动中国经济高质量发展的重要工具。**从资本市场回报率来看，**美国企业 ESG 得分较高的企业长期表现较优，且呈现波动率较低的特征。我国 ESG 相关股票存在绿色溢价。预计为实现碳中和碳达峰，一些 ESG 评分较低的传统行业有望在碳中和的趋势中重塑竞争优势，通过产业升级、走出差异化的成长企业，将拉动长期投资回报上升。

风险提示：ESG 投资定位不清晰，相关服务和政策界定困难；政策方向出现变化；企业主体对于 ESG 的认知和判断出现较大失误。

内容目录

引言： 3
一、ESG 投资理念及策略 3
二、疫情后，全球对于 ESG 概念和金融产品的需求出现爆发式增长 6
三、ESG 投资表现将受益于“政策窗口”红利 11

图表目录

图表 1 ： ESG 体系的框架 3
图表 2 ： UN PRI 签署机构与资产管理规模 4
图表 3 ： ESG 评价体系 4
图表 4 ： 2018 年 ESG 投资策略区域资产规模分布 6
图表 5 ： 全球 ESG 披露信息清单 6
图表 6 ： 全球可持续基金 2020 年第四季度统计数据（单位：十亿美元） 8
图表 7 ： 全球 ESG ETF 产品爆发式增长 9
图表 8 ： 固收类 ESG 和可持续发展主题 ETF 在 2 月大幅攀升 9
图表 9 ： ESG 相关的债券发行额 10
图表 10 ： 我国绿色贷款余额体量并不大 12
图表 11 ： 近期会议上对碳中和碳达峰的表述日益增多 12
图表 12 ： 截至 4/26，2021 年我国 ESG 基金规模大幅增长 13
图表 13 ： FTSE4Good USA Index 和 SP500 ESG Index 走势较强 14
图表 14 ： 截至 4 月，3 项 ESG 指数的长期表现较 SP500 均较好 14
图表 15 ： 3 项指标 ESG 的构建标准 14
图表 16 ： 治理指数较上证综合指数走势较强 15
图表 17 ： ESG 领先指数表现略优于沪深 300 15

引言：

1992 年，联合国环境规划署提出，希望金融机构能将企业的环境保护、社会责任和公司治理表现纳入决策过程中。随后，环境（E）、社会（S）和治理（G）三个因素逐步成为国际社会衡量经济主体可持续发展能力最主要的三个维度，ESG 也因此成为企业非财务因素评价的重要框架之一。从历史上来看，欧洲将可持续性纳入政治和经济框架方面的努力最为显著。拜登上台后，美国在应对气候变化问题上也出现了转变——设立总统气候问题特使一职并任命前国务卿约翰·克里担任。当下，我国可借鉴海外市场在 ESG 方面的实践，推动经济转型、促进资本市场创新。

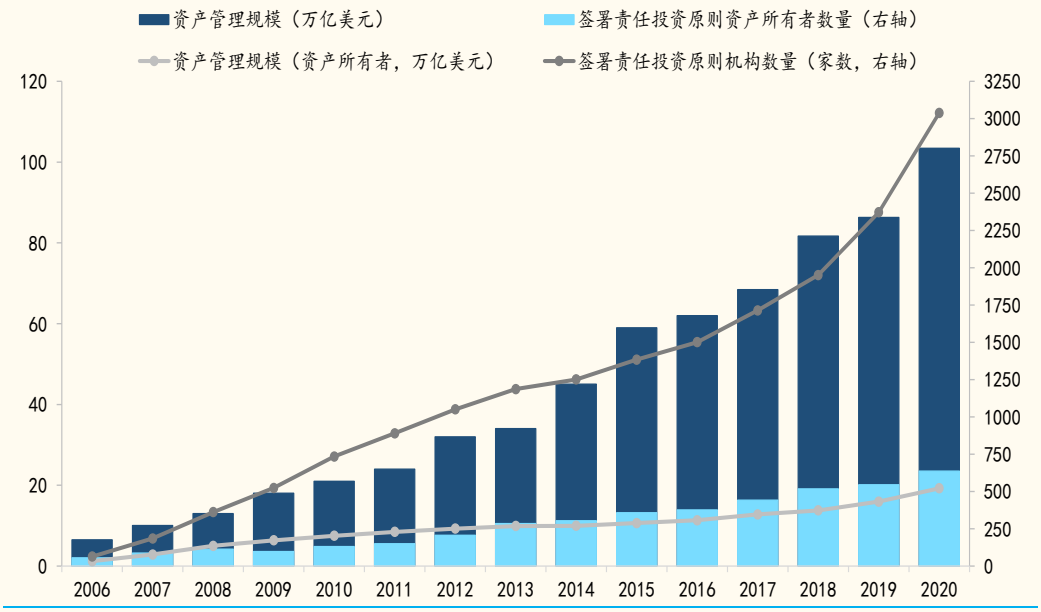
一、ESG 的投资理念及策略是什么？

可持续发展这一价值取向起源于 60 年代，基于人们对于环境以及资源问题的担忧。这一理念在消费领域产生的影响逐步得到了企业的重视，越来越多的企业将其融入到各种日常经营活动中。与此同时，可持续发展投资也开始进入投资者的视野。早在上世纪 80 年代，英国投资者就已提出社会责任投资这一理念并于 1987 年建立了第一个包含环境因子在内的投资组合。同期，为应对化石燃料燃烧带来的全球变暖等一系列环境问题，美国 CEREC 正式成立，这一组织聚集了投资者、商界领袖和公益组织，弘扬可持续性商业模式向低碳经济过渡。上世纪 90 年代，欧美等发达资本市场已经具有比较成熟的社会责任投资理念。2006 年，ESG 议题在联合国 PRI（Principles for Responsible Investment）报告中被首次提出，ESG 标准也首次被要求纳入公司的财务评估。

图表 1：ESG 体系的框架

来源：国金证券研究所

图表 2：UN PRI 签署机构与资产管理规模



来源：UN PRI，国金证券研究所

环境、社会和公司治理(ESG)是指公司经营决策和行为在环境、社会责任和公司治理三个维度的体现。自从 1992 年以来，联合国环境规划署金融机构（UNEPFI）致力于推动金融机构将 ESG 因素纳入决策的过程。随着 ESG 的逐渐发展，ESG 也成为了国际社会衡量可持续发展的重要能力之一。综合来看，环境（E）层面主要关注企业在生产经营中是否具有环保意识和相应的责任担当，确保对环境不会产生负面影响，并制定相应的环保政策；社会责任（S）层面主要是关注员工的权益，强调企业的生产活动要基于长远的视角，这表明公司追求自己的利益同时，也需要关注员工、消费者和其他社会参与者的利益；公司治理（G）层面是指向公司和其他所有相关者之间的平衡机制，其中包括处理不公平和违背道德的潜在风险。**目前来看，具有相对成熟 ESG 评价体系的机构包括 MSCI、汤森路透和商道融绿。**

图表 3：ESG 评价体系

MSCI 的 ESG 评价体系		
一级指标	二级指标	涵盖范围
环境	气候变化	碳排放、融资对环境的影响、气候变化的脆弱性和产品碳足迹
	污染和消耗	有害排放物和废料、电子垃圾、包装材料和废弃物
	自然资源	生物多样性、土地开发利用、原材料采购
	环境治理机遇	清洁科技的机会、可再生能源的机会、绿色建筑
社会	人力资本	人力资源管理和开发、供应链劳工标准、健康和安全
	产品责任	产品安全和质量、隐私和数据安全、化学安全、责任投资、健康和人口风险
	社会机会	医疗保健、融资渠道
	利益相关者的反对	有争议的采购
治理	公司治理	董事会、薪酬管理、会计和审计
	公司行为	商业道德、腐败和不稳定性、金融系统的不稳定性、纳税透明度
汤森路透评价体系		
一級指标	二级指标	涵盖范围

环境	资源利用	衡量公司在减少材料和能源的表现和能力，并通过改进供应链管理来获得更多有利于生态效益的解决方案。
	低碳排放	衡量公司在生产运营中降低环境污染物排放的承诺和有效应。
	创新性	衡量公司降低环境成本和负担的能力，通过涉及生态产品来创造新的商业机会。
社会	雇佣职工	衡量公司员工对工作的满意程度，能否保持多样性和机会的平等性，为员工创造有价值的发展机会。
	人权问题	衡量公司在尊重基本人权公约方面的有效性。
	社区关系	很亮公司是否致力于成为一个好公民，对于保护公众健康以及遵守商业道德方面的有效承诺。
	产品责任	衡量公司在生产优质产品及提供服务方面的能力。
治理	管理能力	衡量公司是否较好地实践了公司治理的原则，以及其承诺和有效性。
	股东/所有权	衡量公司在公平对待股东和反对收购股权方面的承诺。
	CSR 策略	判断公司的 ESG 整合是否可以融入到日常决策中。
	商道融绿 ESG 评价体系	
一级指标	二级指标	涵盖范围
环境	环境管理	绿色产品产品（服务）和收入、生物多样性保护
	环境披露	能源消耗量和节能量、总耗水量和节水量等
	环境负面事件	水污染、大气污染、固废污染和其他环境合规负面事件
社会	员工	反强迫劳动、禁止雇佣童工
	供应链	供应链责任管理、监督体系、
	客户	客户信息保密
	社区	人权、社区沟通
	产品	公平贸易产品
	公司慈善	企业基金、捐赠、公益活动
	社会负面事件	员工、供应链、客户、产品和社会负面事件
公司治理	商业道德	反洗钱、普惠金融、责任投资、举报制度、纳税透明等
	公司治理	ESG 信息披露、董事会独立性
	公司治理负面事件	商业道德和公司治理负面事件

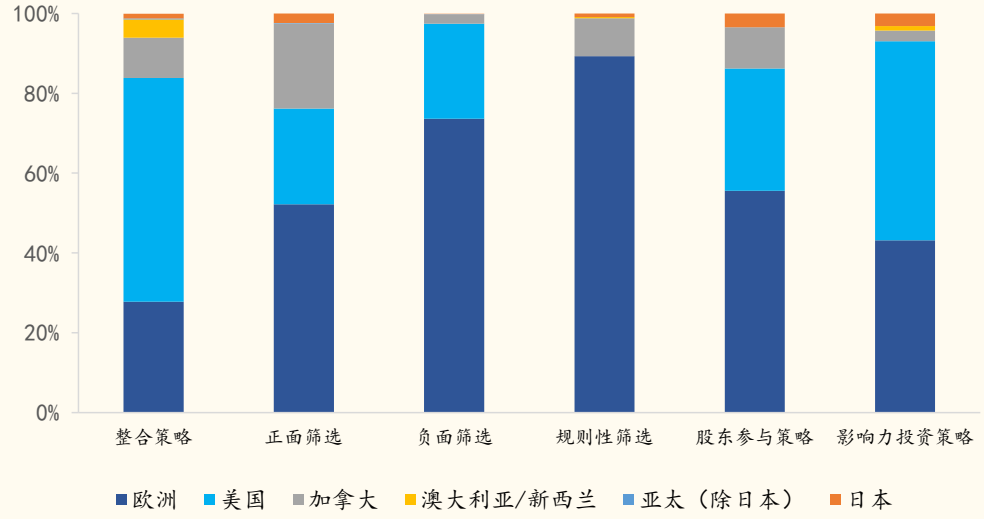
来源：国金证券研究所

从企业价值定义来看，ESG 更倾向非显性的相对价值法。结合可持续发展理论、利益相关者理论、声誉理论、信息不对称理论和超额披露收益理论，当前的企业价值定义通常分为两种。**第一种**是基于财务股价理论分析，即企业的价值是该企业预期自由现金流量以其加权平均资本成本为贴现率折现的价值；通过绝对价值法，企业的当前价值就等于各期价值贴现后的总和。**第二种**进一步扩大到管理学领域，企业的价值通过以价值为核心的管理，使所有企业利益相关均能获得满意的回报，这方面的能力越强，表明企业的价值的就越大。ESG 的理念更倾向于相对价值法，也就是将企业的市场价值与其他变量进行比较评估，具体包括托宾 Q 值、市盈率和市净率等方法。**ESG 理念在投资中的作用主要包括挖掘可持续发展企业和提升风险防御能力，在获得长期稳定回报之外，降低投资组合的回撤率。**

ESG 投资策略主要分为：整合策略、筛选策略、股东参与策略和影响力投资。**整合策略**是将 ESG 的三个要素用于投资分析和决策，以提高收益和降低风险，其中包括计算 ESG 因子影响程度并将其放入估值模型中重新衡量公司公允价值，或者将 ESG 要素作为规范准则，在对公司进行分析时考虑其 ESG 相关要素来降低风险。**筛选策略**是根据投资者偏好、价值观或者道德理念来筛选投资标的，

筛选策略主要分为正面筛选、负面筛选和规则性筛选。正面筛选即增持或仅买入行业 ESG 评级中领先的公司证券；规则性筛选即根据各类 ESG 指标规定进行规则性筛选，剔除严重违规的公司；负面筛选，即根据特定的 ESG 相关标准剔除对环境、社会与公司治理造成负面影响的公司，或者基于价值观或道德理念从投资组合中剔除某一行业或产品。**股东参与策略**指股东作为利益相关者有权根据 ESG 理念的影响程度来确定投资价值；**影响力投资策略**即对于符合估值与财务标准、对社会或环境产生积极影响的拥有可持续发展能力的公司进行针对性投资，其中包括可持续主题投资、社会影响债券、绿色债券等投资行为。分国别来看，欧洲利用负面筛选和规则性筛选策略较多，占整个负面筛选策略的 73.6%和规则性筛选策略的 89.3%；美国主要利用整合策略和影响力投资策略来完成 ESG 投资，占整个整合策略的 56%和影响力投资策略的 49.8%。

图表 4：2018 年 ESG 投资策略区域资产规模分布



来源：GSIA，国金证券研究所

二、当前全球对于 ESG 概念和金融产品的需求出现爆发式增长

在疫情发酵之前，全球对于 ESG 的关注主要集中在气候变化和可持续发展两方面。一方面，近年来全球气候的剧烈变化潜移默化地改变了企业的生产环境，对企业决策产生的影响呈边际递增，以至于越来越多的企业开始根据气候变化感知因素来进行投资决策。另一方面，由于工业经济过度依赖于资源消耗，导致进入 21 世纪后，资源的枯竭和环境的污染使得企业投资者开始关注可持续发展战略，可持续发展理论是指以公平性、持续性、共同性为三项基本原则，以保持自然资源的质量和其所提供服务为前提条件，最大限度地增加经济发展的净利益，即实现环境和经济互相兼顾的平衡。在这个背景下，企业对环境的绩效逐渐成为了投资价值判断的依据之一。

图表 5：全球 ESG 披露信息清单

全球 ESG 披露信息			
国家	时间	内容	特点
	2010/02	发布《委员会关于气候变化相关信息披露的指导意见》，开启美国上市公司对气候变化等环境披露的新时代。	1.信息披露日益受到重视 2.ESG 法律规约主题日趋多元
	2015/10	《第 185 号参议院法案：公共退休制度：动力煤公司的公共剥离》，要求	3.强调董事会的责任

美国		美国两大退休基金停止对煤炭的投资，向清洁能源过度。	4.重视环境要素中对气候变化的考量 5.注重与国际报告框架标准的一致性（GRI 是目前全球最常用的可持续发展报告框架，GRI 与 SASB 等参考框架的优化与标准化正帮助全球企业在 ESG 披露的基本面达成一致，引导企业在变窄非财务信息披露报告的同时重视 ESG 议题的指标化与定量化）
	2016/12	《解释公告（IB206-01）》出台，强调了 ESG 考量的受托者责任，要求其在投资政策声明中披露 ESG 信息。	
	2018/04	《实操辅助公告 No.2018-01》出台，同样强调了 ESG 考量的受托者责任，要求其在投资政策声明中披露 ESG 信息。	
	2018/09	《第 964 号参议院法案》颁布，进一步提升对美国两大退休基金中气候变化风险的管控以及相关信息披露的强制性。	
	2019/05	《ESG 报告指南 2.0》发布，针对所有在纳斯达克上市的公司和证券发行人，提供 ESG 报告编制的详细指引。	
	2020/01	美国金融服务委员会通过《2019ESG 信息披露简化法案》，强制要求符合条件的证券发行者在向股东和监管机构提供的书面材料中，明确描述规定的 ESG 指标相关内容。	
欧盟	2016/05	全球报告倡议组织和 Eurosif 发布《关于欧洲委员会对报告非财务信息方法的非约束性准则的联合声明》，支持对 ESG 关键绩效的设定与披露。	1.以公司治理为切入点 2.强调非财务信息的披露与评估 3.增加财务风险评估 4.注重过程管理与实践优化 5.注重多方式共识和共同行动，受托责任中的两个重要参与主体，资产管理者与资产所有者之间的商业关系是欧盟立法关注的重点内容之一，欧盟政策及法规中随着时间的推移增加了对投资个环节纳入 ESG 的要求，完善了对 ESG 投资的全过程覆盖。
	2016/12	欧盟委员会修订《职业退休服务机构的活动及监管（IORP II）》，要求 IOPS 对外披露 ESG 议题细节。将 ESG 议题纳入风险评估范畴。	
	2017/05	欧洲议会和欧盟理事会修订《股东权指令》，要求股东参与公司 ESG 议题，实现 ESG 三项议题的全覆盖	
	2019/04	欧洲证券和市场管理局（ESMA）发布《ESMA 整合建议的最终报告》，表明明确界定与 ESG 相关术语的重要性。建议政策制定者进一步完善 ESG 条例法规。	
	2019/11	欧洲议会和欧盟理事会发布《金融服务业可持续性相关披露条例》，对金融服务业产品的具体披露信息进行明确，已解决可此处发展信息披露的不一致	
	2020/02	ESMA 发布《可持续金融策略》，将在其四项活动中整合 ESG 相关因素的战略，继续呼吁建立对 ESG 认知的共识以及对 ESG 议题监管趋同的重要性。	
	2020/03	欧盟可持续金融技术专家组发布《可持续金融分类方案最终报告》，要求资产管理者和金融产品向利益相关者披露 ESG 相关活动，要求企业对外披露 ESG 因素遵循特定框架。	
	2020/04	欧盟委员会正式通过《促进可持续投资的框架》，规定了整个欧盟范围内的分类系统（EU Ttaxonomy），为企业和投资者在进行可持续性经济活动时提供判断标准。	
日本	2014/02	日本金融厅首次发布《日本尽职管理守则》，鼓励机构投资者通过参与或对话，改善和促进被投资公司的企业价值和可持续增长。	1.政策法规引导和市场实践双轨并行 2.ESG 政策法规以自愿参与和遵守为主 3.重视董事会的可持续发展责任 4.政府部门和官方组织携手推动 ESG 建设「日本金融厅（FSA）、日本交易所集团（JPX）、东京证券交易所（TYO）、日本经济贸易和工业部（METI）」 5.注重 ESG 政策法规的不断完善 6.但日本 ESG 政策法规的强制性要求不高，信息披露方面相较欧盟而言仍有一定差距，对气候变化议题、人权、劳工等议题关注不足
	2015/05	日本金融厅联合东京证券交易所发布首版《日本公司治理守则》，要求企业关注利益相关者和可持续发展问题。	
	2017/05	日本经济贸易和工业部发布《协作价值创造指南》，促进公司和投资者之间开展对话，鼓励而这就 ESG 进行合作以创造长期价值。	
	2018/06	《日本公司治理守则》修订，明确非财务信息应包含 ESG 信息，并呼吁公司披露有价值的 ESG 信息，更加关注董事会的可持续责任。	
	2020/03	《日本尽职管理守则》二次修订，加重了对机构投资者和上市公司促进可持续增长的责任，将 ESG 考量纳入“尽职管理”责任，关注 ESG 考量与公司中长期价值的一致性、将准则适用范围扩大至所有符合本准则“尽职管理”定义的资产类别。	
	2020/05	东京证券交易所发布《ESG 披露实用手册》，以支持上市公司自愿改善 ESG 披露，鼓励上市公司和投资者开展对话。	
中国	2003 年	原环保总局发布《关于企业环境信息公开的公告》要求重点污染企业披露 5 类环境信息。	
	2007 年	发布《环境信息公开办法（试行）》，明确强制公开环境信息的标准。	
	2014 年	出台《环境保护法》，以法律形式对公司披露污染数据、政府环境监管公开系信息提出明确规定。	
	2015 年	国务院发布《生态文明体制改革总体方案》首次明确提出“要建立我国的绿色金融体系”。	
	2016 年	中国人民银行联合七部委发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，是首个政务主导的较为全面的绿色金融政策框架。	
	2018 年	中国证监会发布《上市公司治理准则》（修订），较 2002 年发布的增加了要求上市公司应贯彻落实包括绿色在内的发展理念；增加了对机构投资者及其他相关机构的要求；增加了上市公司对利益相关者、环境保护与社会	

		责任的要求。	
	2018 年	中国证券投资基金协会发布《中国上市公司 ESG 评级体系研究报告》和《绿色金融指引（试行）》，提出衡量上市公司 ESG 绩效的核心指标体系，致力于培养长期价值取向的投资行业规范。	
	2019 年	上交所在《科创板股票上市规则》中明确提出了 ESG 信息披露的要求。	
	2020 年	国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，明确要求上市公司规范公司治理和内部控制并提升信息质量披露。	

来源：国金证券研究所

疫情提升了不同主体对于 ESG 概念的认知以及相关产品的需求。疫情反应的不仅仅是全球环境问题，另外还反应了不同公司在应对疫情中暴露出的公司治理问题，ESG 中“S”和“G”的问题凸显。对于全球企业来说，新冠肺炎在一定程度上放大了企业在面临环境危机中治理管理的脆弱性，尤其是在企业盈利受损的背景下，是否还愿意将资源集中保护利益相关者，是考验公司治理在面对外部危机冲击时治理质量和效率的子集。根据声誉理论，良好的声誉虽然不能够直接为公司创造利润，但是可能会对企业带来更多隐形的优势，产生光环效应进而帮助企业在竞争中获取有利地位。危机应对的策略将从公司治理和社会责任两个方面影响公司整体的 ESG 评分，通过完善公司治理可以在危机时期降低公司 ESG 评分的波动，并通过 ESG 金融指数直接作用于市场投资者对公司的投资期望。

从以上两方维度来看，可持续发展基金成为了疫情后资本市场的安全垫。根据 Morningstar 公布的数据显示，截至 2020 年 4 季度，全球可持续基金发展吸引了 1523 亿美元的流入，比上一季度的 826 亿美元增长了 88%，其中欧元区占比较大为 79.3%，美国占了近 13.4%。欧元区占比较大的主要原因在于去年 9 月发行 2250 亿欧元的绿色债券，这相当于欧盟 7500 亿欧元救助基金的大约 30%，推动欧元区成为全球绿色安全资产流动性的主要提供者。全球 ESG 资金的强劲流入表明，投资者对 ESG 问题的兴趣日益浓厚，尤其是在冠状病毒危机之后，市场意识到必须基于多方利益考虑并建立可持续和有弹性的商业模式，使得全球可持续基金第一季度的平均表现优于其他基金，缓解了部分投资者对可持续战略可能带来的回报权衡的担忧，进而带动更多资金的流入。

图表 6：全球可持续基金 2020 年第四季度统计数据（单位：十亿美元）

地区	Q4 2020 Flows		Asset		Funds	
	十亿美元	资金占比	十亿美元	资金占比	#	资金占比

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_19691