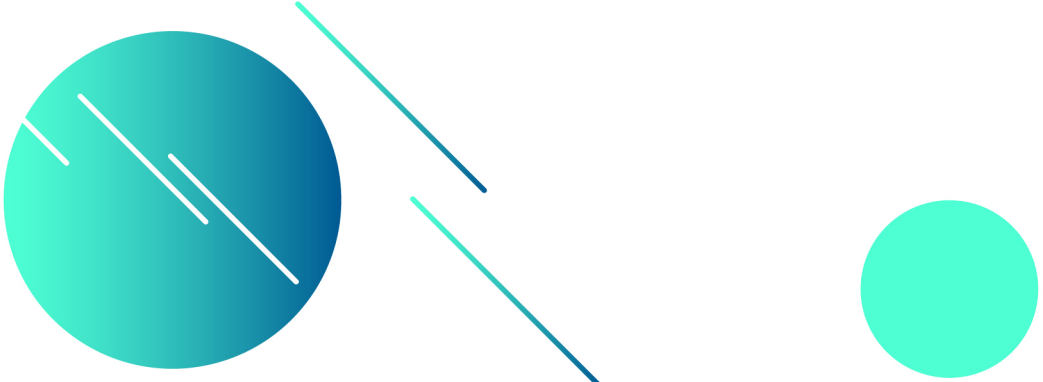




2020中国ESG发展白皮书



出品：财新智库
Caixin Insight

ESG30
中国ESG30人论坛

特邀支持机构：易方达

SUNAC 融创
至臻 · 致远

Lenovo 联想

|Contents

目录

ESG 投资在中国金融市场的发展

2020 年中国 ESG 发展政策盘点及下一步展望

环境信息披露进展与 ESG 基础设施建设

绿色金融展望：金融机构应全面开展环境风险分析

疫情激发社会投资：社会债券成为纾困新宠

前言 \ Preface

2020 年是充满波折和挑战的一年。新冠疫情爆发、贫富差距凸显、气候变化加剧、全球治理危机、经济复苏压力……人类社会面临着近年来最艰巨的任务。不过，在回应这些任务和挑战的过程中，我们也看到，人类社会正在构建更好的可能性。其中之一即是，可持续发展和绿色复苏，已经成为共识。与此同时，ESG 实践和投资正得到越来越多的重视，并吸引全球越来越多的投资者和公司投身其中。

为应对诸多挑战，年初，达沃斯世界经济论坛第 50 届年会特别聚焦可持续发展，重新强调“利益相关者”理念，并在此基础上制定《2020 达沃斯宣言》，助力企业和政府建立新使命。

国际上，责任投资理念已经成为主流。目前，全球已有 3451 家机构加入 PRI（联合国责任投资原则）。至今年 3 月底，签约机构资产管理总规模达 103.4 万亿美元。

据全球影响力投资网络（GIIN）2020 年报告统计，截至 2019 年底，影响力投资资产管理规模为 7150 亿美元，同比增长 42.4%。新冠疫情冲击下，ESG 产品逆市表现抢眼。晨星公司的研究显示，2020 年第一季度，在全球整体基金净流出达 3847 亿美元的背景下，全球可持续基金仍然实现了 457.6 亿美元的净流入。全球最大资产管理公司贝莱德则已宣布向可持续投资深入转型，在主动投资组合和投资咨询策略的决策过程中，2020 年底前全部融入 ESG 因素。

政策推动、国际传导等作用下，中国市场也正融入国际 ESG 投资蓬勃发展的潮流。2017 年 10 月以来，中国陆续与 PRI 开展业务。目前国内签约机构 51 家，签约总数比 2019 年底增加约 50%。

在二级市场，据财新数据统计，2020 年第一季度，ESG 类产品管理模突破千亿，并持快速增长。截至三季度末，国内公募 ESG 类基金管理规模超 1200 亿元，接近去年同期的两倍。一级市场的影响力投资亦逐渐兴起，方兴未艾。

2020 年 9 月底，中国国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上，宣布了中国极具雄心的新减排目标，预计将极大推动中国经济的绿色转型。刚刚公布“十四五”规划和二〇三五年远景目标建议，紧密围绕推动高质量发展主题，强调环境、社会、治理的“ESG”，与这一主题高度融合。行业层面，中国证监会正在研究制定 ESG 信息披露具体规则，有望在近期推出。

宏观发展理念和行业政策推动，加之社会共识逐步形成，中国 ESG 发展有望进入快车道。

2019 年，财新智库联合合作伙伴，发起国内首个 ESG 专业交流平台：中国 ESG30 人论坛，旨在从政策建言、学术研究、行业实践、国际交流四个方面，推动 ESG 在中国的发展。

虽然中国 ESG 发展前景看好，但仍面临很多挑战，如行业基础设施建设、投资者教育、生态体系构建等等。为推动中国 ESG 发展，财新智库特组织专家编写了《2020 中国 ESG 发展白皮书》，不仅梳理总结了政策、金融市场发展、信息披露和基础设施建设等业内重点关注议题的进展、问题与挑战，提出进一步发展的建议和展望，还介绍了国际上绿色金融、社会债券发展的最新趋势，希望有助于集纳意见，吸收国际经验，进一步推动行业讨论和基础设施建设，促进 ESG 在中国本土的创新发展。

ESG 投资在中国金融市场的发展

疫情以来内地投资者对 ESG 关注度不断提高，ESG 类产品发行规模大幅增长。
主动型基金普遍获得超额收益但业绩优势尚需时间检验

文 | 傅杰 刘晓芳 刘雯
财新数据科技有限公司

截至 11 月 9 日，新冠肺炎疫情已造成全球 5031 多万人感染，超过 125 万人死亡 [1]。突如其来的疫情在全球范围内产生了广泛和深刻的影响，引发人们对经济可持续发展、环境生态保护问题密切关注的同时，也为全球亟待解决的社会发展不均衡问题带来了前所未有的挑战。ESG 投资，在重视公司股东价值创造方面的营收、利润等财务状况的同时，倡导兼顾环境保护、社会责任以及公司治理等要素，愈来愈受到全球投资者的关注。

一. ESG 投资的定义及现状

ESG 是 Environment、Social、Governance 的简称，ESG 投资意味着在基础的投资分析和决策制定过程中融入环境、社会、公司治理等因素。简单来说，传统投资主要考察企业营业收入、利润率等财务指标，用财务数据的“标尺”测量企业的好、坏；ESG 投资在传统方法基础上进一步度量了企业在环境保护、社会责任、公司治理维度的非财务指标，一方面呼吁企业在谋求商业利益的同时兼顾责任，另一方面也使投资者通过多维度、全方位评估企业成为可能。

ESG 的术语于 2004 年首次在联合国研究报告《Who Cares Wins》中被提出，2006 年联合国责任投资原则（PRI）也再次强调了 ESG 在投资评估中的重要地位。截至 2020 年 3 月底，全球已有 3038 家机构加入 PRI，签约机构资产管理总规模达 103.4 万亿美元。2017 年 10 月以来，中国陆续与 PRI 开展业务。截至 2020 年 3 月底，国内签约机构达 39 家，签约总数较 2017 年增长 77% [2]。

目前 ESG 投资在欧洲、美国、加拿大、日本等为代表的发达市场发展最为成熟，在以中国为代表的新兴市场也日益获得更多关注。2019 年 7 月，中国基金业协会面向全行业开展年度“中国基金业 ESG 与绿色投资调查”，报告显示 16% 的参访机构十分关注 ESG/ 绿色投资并开展实践，40% 参访机构表示将在未来 1-2 年开展 ESG/ 绿色投资实践 [3]，积极关注、布局 ESG 投资机遇。

二. ESG 投资的策略分布

全球永续投资联盟（GSIA）2018 年度报告 [4] 显示，负向排除策略资产规模约 19.8 万

亿美元，相较 2016 年增长了 31%，是目前应用最为广泛的 ESG 投资策略；整合策略资产规模约为 17.5 万亿美元，相较 2016 年增长了 69%；公司及股东参与策略资产规模约为 9.8 万亿美元，相较 2016 年增长了 17%。资产规模角度，上述三种 ESG 投资策略应用最为广泛。

相较而言，正面筛选、可持续主题投资、影响力投资等策略的资产规模较小，策略应用尚不普遍。但增速角度，上述三类策略 2016 年至 2018 年间资产规模分别增长了 125%、269%、79%，在所有策略中增幅最大，策略应用前景可观。

三. ESG 投资的发展动力

ESG 投资理念提出以来在国内市场获得了一定发展，与以下四个因素高度相关：

1. 符合经济高质量发展的需求

习近平总书记在党的十九大报告上指出：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”。新时代，我国具有市场大国和制造大国的双重优势，长远发展趋势向好，受新冠肺炎疫情影响，当前我国经济发展受到一定程度的冲击。因此，探寻经济高质量发展的有效路径，成为当前我国面临的重大理论与现实课题。

ESG 投资传递了追求经济价值与社会价值相统一的发展观，很好地契合了中国经济高质量发展的需求，是在一定的经济水平、社会文化、市场环境因素综合作用下市场自发选择和演进的结果。

2. 受益监管政策出台的推动

ESG 投资理念提出以来，监管部门、各交易所、行业协会等陆续出台政策，在中国 ESG 投资市场机制构建进程中发挥了重要作用。

其中，2017 年中国人民银行牵头印发的《落实〈关于构建绿色金融体系的指导意见〉的分工方案》（银办函〔2017〕294 号）明确提出，我国要分步骤建立强制性上市公司披露环境信息的制度。根据“三步走”的方案规划，我国将于 2020 年底开始实施上市公司环境信息强制披露制度，届时所有境内上市公司将被要求强制性披露环境信息。

时 间	主 体	政 策
2006 年	深交所	《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》
2008 年	上交所	《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》
	上交所	《〈公司履行社会责任的报告〉编制指引》
2013 年	深交所	《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》 《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》 《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》
2014 年	银监会	《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》

2015 年	保监会	《中国保监会关于保险业履行社会责任的指导意见》
	环境保护部与国家发改委	《关于加强企业环境信用体系建设的指导意见》
2016 年	人民银行等七部委	《关于构建绿色金融体系的指导意见》
2017 年	人民银行等	《落实〈关于构建绿色金融体系的指导意见〉的分工方案》
	金融学会绿色金融专业委员会等	《中国对外投资环境风险管理倡议》
2018 年	人民银行等	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
	证监会	《上市公司治理准则》修订版发布
	证券基金业协会	《绿色投资指引（试行）》 《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》
	保险资产管理业协会	《中国保险资产管理业绿色投资倡议书》
2019 年	国家发改委等	《绿色产业指导目录》
	国家发改委科技部	《关于构建市场导向的绿色技术创新体系的指导意见》
	上交所	《上海证券交易所科创板股票上市规则》
2020 年	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》
	证监会	《首发业务若干问题解答（2020 修订）》
	深交所	《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》
2020 年	联交所	《环境、社会及管治报告指引》 （2019 年新修订版）或将实施
	证监会	《首发业务若干问题解答（2020 修订）》
	深交所	《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》
	联交所	《环境、社会及管治报告指引》 （2019 年新修订版）或将实施

数据来源：财新数据

3. 满足全面评估企业的诉求

传统投资注重对例如市盈率、市净率等上市公司财务指标的衡量，反映企业过去绩效表现；ESG 投资结合了例如能源效率、社区关系、公司治理等非财务指标，注重衡量企业当下及未来的发展潜质。通过 ESG 投资方法，投资者可以更全面、准确地了解公司，一定程度上降低了遭遇“黑天鹅”、“暴雷”事件的概率，弥补了传统财务指标衡量方法的局限。

4. 顺应金融对外开放的趋势

2018 年 6 月 A 股被正式纳入 MSCI 新兴市场指数，MSCI 宣布会对纳入的企业进行

ESG 研究和评级。2019 年 1 月贝莱德发布《中国上市公司公司治理及股东大会投票指引》，指出会与被投公司的董事会和管理层进行沟通，讨论公司治理及“有可能为公司增加不必要风险的任何环境及社会议题”。随着资本市场对外开放逐步深入，外资持续流入 A 股，也对上市公司在 ESG 上的表现提出了要求。

同时，2020 年 8 月全国社保基金理事会向全球发出选聘 2020 年度境外投资管理人的邀请，第一个委托产品是全球责任投资产品。国内代表性机构投资者在责任投资方面也已经开始积极布局。

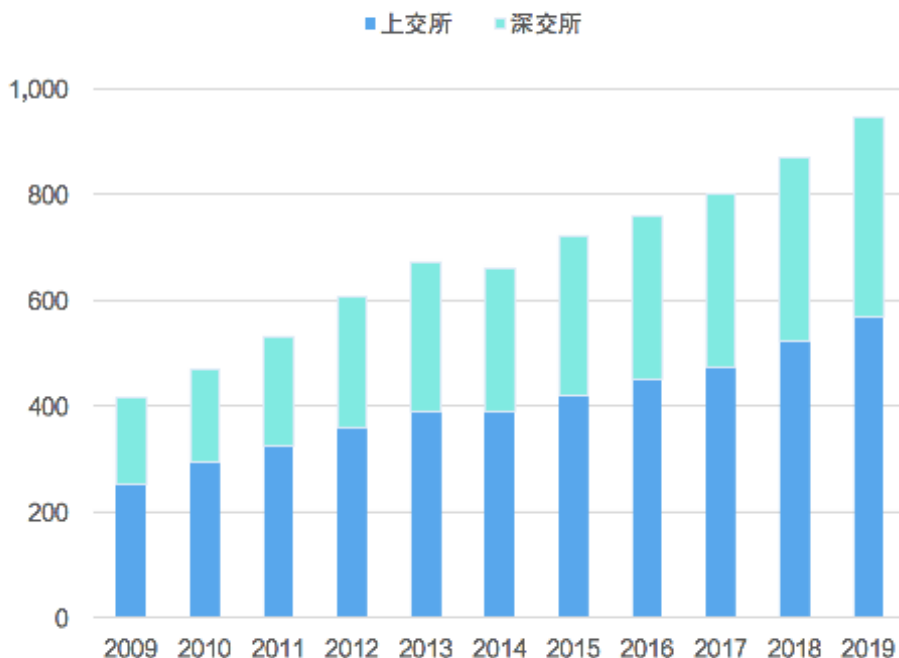
四. ESG 投资的发展状况

1. 披露 CSR\ESG 信息的上市公司逐年增多

ESG 投资的最终标的是符合 ESG 投资理念的企业。在 A 股，CSR 报告起步较早，已发展十余年，对多数企业而言 CSR 报告披露尚未成为强制要求（仅对部分上市公司强制）。统计数据显示，2009 年至 2019 年期间，披露 CSR 报告的 A 股上市公司逐年增多，报告披露数量连续多年增长。ESG 报告目前还没有明确要求，数量较少。截至 2019 年底，约四分之一 A 股上市公司发布 CSR/ESG 报告。

CSR/ESG 报告披露情况统计

（2009 年-2019 年）



数据来源：财新数据、商道纵横

2. 参与 ESG 投资的公募基金日益增长

(1) 研究范围及基金分类

ESG 投资涵盖权益类、固定收益类资产，本文主要关注最主流的 ESG 投资类别——权益类 ESG 公募基金在国内市场的发展情况。

依据投资标的与投资方式的不同，我们将权益类 ESG 公募基金 [5] 划分为四个类别，包括：ESG 主题主动型基金、泛 ESG 主题主动型基金、ESG 主题指数型基金以及泛 ESG 主题指数型基金。

其中，“ESG 主题”基金投资策略需同时覆盖环境保护（E）、社会责任（S）、公司治理（G）三个领域；“泛 ESG 主题”基金投资标的仅覆盖上述任意一到两个领域，不再包含三个领域全部覆盖的产品。“主动型”基金主要采取管理人选股择时的主动投资方式，“指数型”基金主要采取跟踪指数的被动投资方式。

(2) ESG 公募基金整体发展情况

截至 2020 年 9 月底，国内有近三分之一的公募基金管理人关注并参与权益类 ESG 公募基金投资，累计资产管理规模超过 1230 亿元。

具体而言，2005 年天治基金管理有限公司发行了第一只名为“天治低碳经济”的 ESG 公募基金产品，此后陆续有相关产品发行。2005 年至 2013 年的十几年间 ESG 基金发展较为缓慢，每年新发产品数量在 1 至 4 只不等，年末资产管理规模逐渐增长至 240 亿元左右。

2014 年至 2016 年为 ESG 公募基金产品集中爆发期，三年新增产品共计 46 只，年末资产管理规模跃升至 560 亿元左右。特别是 2015 年，受到市场上行带动，全年新增产品 26 只，年末资产管理规模较 2014 年翻倍至近 740 亿元。

2017 年至 2019 年产品新发节奏较此前放缓，但年末资产管理规模基本稳定在 500 亿元至 700 亿元左右。2020 年第一季度，ESG 公募基金资产管理规模突破千亿，并持续快速增长。截至 2020 年三季度末，国内 ESG 公募基金资产管理规模超 1200 亿，接近去年同期管理规模的两倍。

年份	ESG 主题主动型		泛 ESG 主题主动型		ESG 主题指数型		泛 ESG 主题指数型		总计	
	年底规模	新发数量	年底规模	新发数量	年底规模	新发数量	年底规模	新发数量	总规模	新发数量
2005	0.00	0	2.39	1	0.00	0	0.00	0	2.39	1
2006	0.00	0	40.42	1	0.00	0	0.00	0	40.42	1
2007	0.00	0	211.56	1	0.00	0	0.00	0	211.56	1
2008	8.85	1	85.09	1	0.00	0	0.00	0	93.94	2

2009	69.15	0	127.22	0	0.00	0	141.78	2	338.15	2
2010	68.96	0	111.89	2	9.57	2	80.13	0	270.55	4
2011	77.19	1	99.76	3	7.13	0	57.58	0	241.65	4
2012	77.45	1	102.20	0	8.17	0	62.13	1	249.95	2
2013	72.11	1	120.80	2	7.47	1	43.53	0	243.91	4
2014	54.84	0	188.37	8	6.40	0	101.27	2	350.88	10
2015	121.40	0	476.65	13	2.76	0	133.87	13	734.67	26
2016	88.55	0	369.26	7	2.57	0	101.61	3	561.99	10
2017	126.59	0	470.18	6	3.40	0	86.73	1	686.89	7
2018	74.50	0	332.66	8	2.67	0	76.21	1	486.03	9
2019	137.98	3	478.84	4	8.76	1	114.69	2	740.27	10
2020	135.48	1	771.17	4	15.84	1	308.35	3	1230.84	9

数据截至：2020 年第三季度

数据来源：财新数据，单位：规模（亿元），数量（只）

单只基金角度，以 3 亿元为分野，ESG 公募基金产品规模在 3 亿元以上及以下的基金数量各占一半。其中，大部分 3 亿元以下的 ESG 公募基金规模小于 1 亿元。1 亿元以下、3 亿元以上的 ESG 公募基金均集中在泛 ESG 主题主动型基金、泛 ESG 主题指数型基金两个分类中。

规模	ESG 主题主动型	泛 ESG 主题主动型	ESG 主题指数型	泛 ESG 主题指数型	合计	
	数量	数量	数量	数量	数量	数量百分比
小于 1 亿	1	12	3	8	24	25%
1 亿-2 亿	1	6	1	1	9	9%
2 亿-3 亿	0	4	0	3	7	7%
3 亿元以上	6	38	1	10	55	58%
合计	8	60	5	22	95	100%

数据截至：2020 年第三季度

数据来源：财新数据，单位：数量（只）

(3) ESG 公募基金各类别发展情况

ESG 主题主动型基金：2008 年成立的兴全社会责任基金是国内最早发行的 ESG 主题主动型基金，发布第一年底规模为 8.85 亿元，发布第二年规模大幅增长至近 70 亿元。2011 至 2013 年期间，该类基金每年新发 1 只，规模未见明显提升。2019 年，该类基金集中发行 3 只，规模翻倍至将近 140 亿元。截至 2020 年 9 月底，市场上 ESG 主题主动型基金共有 8 只，规模稳定在 140 亿元左右。

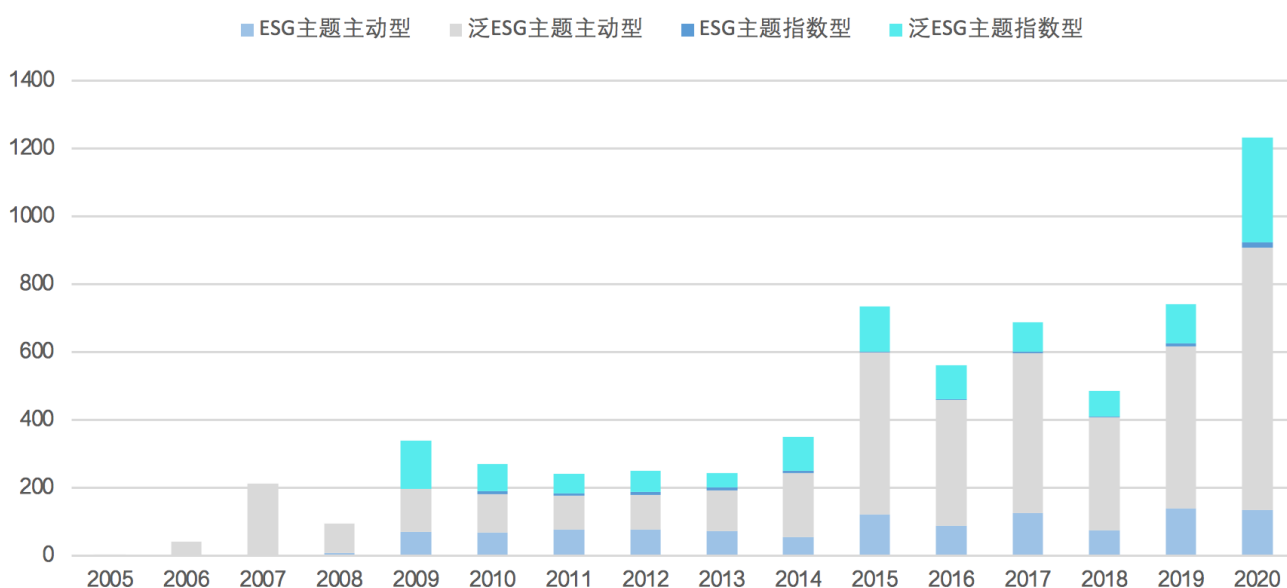
泛 ESG 主题主动型基金：2005 年成立的天治低碳经济基金是国内第一只泛 ESG 主题主动型基金。此后近十年，该类基金以每年 1 至 3 只的数量增长，规模波动向上。2014 至 2018 年间，基金数量大幅上升，每年新增 6 至 13 只基金不等，规模逐渐上升至 330 亿元。2019 年至 2020 年，虽然仅新增 8 只基金，但规模大幅跃升至 770 亿元。截至 2020 年 9 月底，上述四类基金中，泛 ESG 主题主动型基金发行数量最多、累计规模最大。

ESG 主题指数型基金：2010 年成立的建信上证社会责任 ETF 是国内第一只 ESG 主题指数型基金。2013 年、2019 年、2020 年各有 1 只该类别产品新发。规模自第一只产品发行后波动向下，2019 年规模随新发产品增加，2020 年规模近 16 亿元。相较其他 ESG 基金类别，ESG 主题指数型基金数量、规模十分有限，发展较为缓慢。

泛 ESG 主题指数型基金：2009 年成立的交银 180 治理 ETF 是国内第一只泛 ESG 主题指数型基金。随后年份中，陆续有 1 至 3 只产品新发。2015 年，该类产品集中发行，新发产品数量超 10 只，但规模未现明显变化。2020 年，该类产品新发 3 只，累计规模超 300 亿元。

ESG主题公募基金规模变化

(2005年-2020年)



数据来源：财新数据，单位：规模（亿元）

四类产品中，泛 ESG 主题主动型基金发展最为成熟，现有产品 60 只，规模接近 800 亿元，数量及规模占比为所有 ESG 公募基金产品的 60% 以上；ESG 主题指数型发展较为缓慢，现有产品 5 只，规模不足 16 亿元，数量占比约 5%，规模占比仅为 1% 左右。

分类	数量	数量百分比	规模	规模百分比
ESG 主题主动型	8	8%	135.48	11%
泛 ESG 主题主动型	60	63%	771.17	63%
ESG 主题指数型	5	5%	15.84	1%
泛 ESG 主题指数型	22	23%	308.35	25%
合计	95	100%	1230.84	100%

数据截至：2020 年第三季度

数据来源：财新数据，单位：规模（亿元），数量（只）

五. ESG 基金的发行统计

2019 年第三季度以来，内地机构投资者对 ESG 策略的重视程度不断提升，多家公司包括平安基金、华夏基金、摩根士丹利华鑫基金、富国基金、南方基金、博时基金等陆续新发 12 只 ESG 类基金产品，总规模接近 340 亿元 [6]。过去一年新发基金规模相较 2019 年前三季度新发基金规模（44 亿元）增长了近七倍，预计未来 ESG 产品将会继续呈现出数量和规模上的快速增长。

新发基金中，平安低碳经济 A 规模最大，突破百亿；华夏中证新能源汽车 ETF 规模次之，接近百亿大关；平安中证新能源汽车产业 ETF 规模近 50 亿元；超过半数的新发基金规模在 10 亿元以上。

与此同时，新发基金中有 7 只主动型基金，5 只指数型基金。相较此前，指数型 ESG 基金发行数量占比有所提升。

成立日期	证券代码	证券简称	基金管理人	基金规模	分类
2019-11-18	007689.OF	国投瑞银新能源 A	国投瑞银基金管理有限公司	3.91	泛 ESG 主题主动型
2019-12-19	008264.OF	南方 ESG 主题 A	南方基金管理股份有限公司	12.99	ESG 主题主动型
2019-12-31	515700.OF	平安中证新能源汽车产业 ETF	平安基金管理有限公司	48.67	泛 ESG 主题指数型
2020-01-19	515090.OF	博时可持续发展 100ETF	博时基金管理有限公司	12.13	ESG 主题指数型
2020-02-20	515030.OF	华夏中证新能源汽车 ETF	华夏基金管理有限公司	99.78	泛 ESG 主题指数型
2020-03-06	005368.OF	富国清洁能源产业	富国基金管理有限公司	16.69	泛 ESG 主题主动型
2020-03-10	159806.OF	国泰中证新能源汽车 ETF	国泰基金管理有限公司	7.29	泛 ESG 主题指数型
2020-04-03	009067.OF	国泰中证新能源汽车 ETF 联接 A	国泰基金管理有限公司	0.73	泛 ESG 主题指数型
2020-06-17	009147.OF	建信新能源	建信基金管理有限责任公司	3.31	泛 ESG 主题主动型
2020-06-24	009092.OF	富国新材料新能源	富国基金管理有限公司	8.33	泛 ESG 主题主动型
2020-07-16	009246.OF	摩根士丹利华鑫 ESG 量化先行	摩根士丹利华鑫基金管理有限公司	22.26	ESG 主题主动型
2020-08-10	009878.OF	平安低碳经济 A	平安基金管理有限公司	101.88	泛 ESG 主题主动型

数据来源：财新数据，单位：规模（亿元）

新产品中，环境保护类基金数目占比达 75%，规模占比达 86%；ESG 主题基金数目占比为 25%，规模占比为 14%；暂无聚焦社会责任或公司治理类的基金新发。

新增 ESG 公募基金类型分布				
类型	E	S	G	ESG
数目占比	75%	0	0	25%
规模占比	86%	0	0	14%

数据时间：2019 年第三季度至 2020 年第三季度

数据来源：财新数据

六. ESG 基金的业绩表现

1. 基金组合业绩统计

整体角度，我们构建 ESG 类主动基金等权组合，统计组合 2019 年 9 月底至 2020 年 9 月底的风险收益数据。过去一年中，ESG 类主动基金整体收获了 60.09% 的年化收益，大幅跑赢同期沪深 300 全收益指数的 22.75%。同时，等权组合的年化波动率仅略高于沪深 300 全收益指数并收获了高达 2.65 的夏普比率；表明组合在承担适度风险的情况下，为投资者带来了丰厚回报。

分类角度，我们构建 ESG 主题主动基金、泛 ESG 主题主动基金等权组合。风险收益上，两类主动型基金表现同样出色，泛 ESG 主动型基金组合在收益指标以及夏普比率上略胜一筹。

组合名称	年化收益	年化波动率	夏普比率	YTM
ESG 类主动基金组合	60.09%	22.08%	2.65	43.10%
ESG 主题主动基金组合	55.56%	21.53%	2.51	41.80%
泛 ESG 主题主动基金组合	60.60%	22.19%	2.66	43.25%
沪深 300 全收益指数	22.75%	19.65%	1.08	14.26%

数据时间：2019 年第三季度至 2020 年第三季度

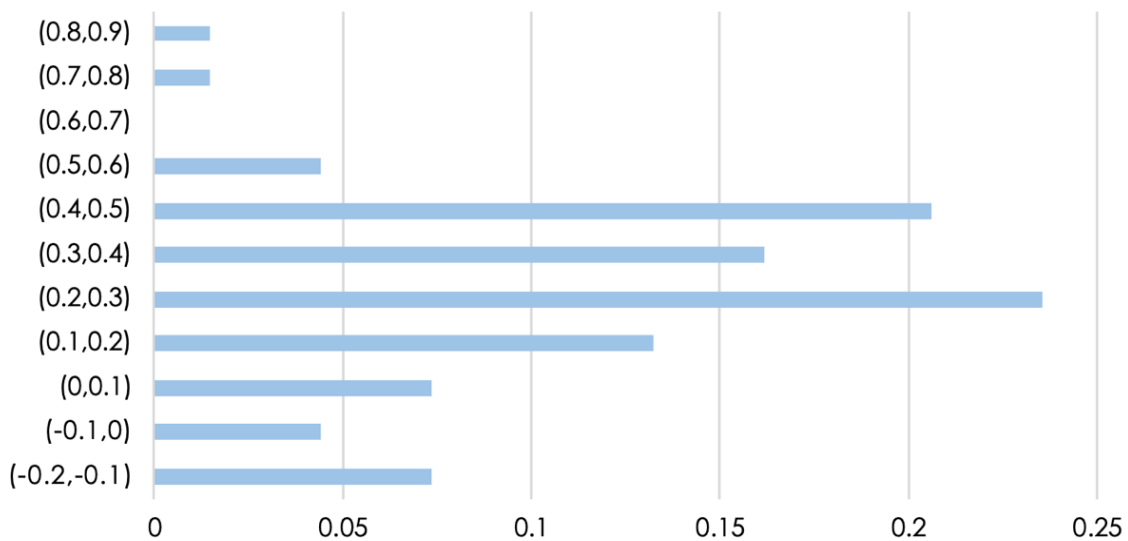
数据来源：财新数据，ESG 类主动基金包括 ESG 主题主动基金和泛 ESG 主题主动基金

2. 单只基金业绩统计

单只基金角度，我们同样选取沪深 300 全收益指数作为业绩基准，统计单只 ESG 主动基金在 2020 年 1 月底至 2020 年 9 月底期间的超额收益。其中，超额收益介于 20% 至 30% 之间的 ESG 主动基金数量最多，介于 40% 至 50% 之间的次之，介于 30% 至 40% 之间的再次。总体而言，超过 80% 的 ESG 主动基金跑赢沪深 300 全收益指数 10% 及以上，获得了普遍且显著的超额收益。

ESG 类主动基金超额收益分布

(2020.1-2020.9)



数据来源：财新数据，ESG 类主动基金包括 ESG 主题主动基金和泛 ESG 主题主动基金

我们进一步统计了全面覆盖环境保护、社会责任、公司治理的 ESG 主题主动型基金的风险收益特征。目前满足上述条件的基金共有 8 只，一半基金于 2019 年后成立、发行。

其中，2008 年成立的兴全社会责任基金运行时间最久，夏普比率最优，近一年收益接近 50%。2013 年成立的财通可持续发展主题基金夏普比率同样优异，近一年收益突破 60%。易方达等其余运行一年以上的 ESG 主题基金，夏普比率均在 1.5 以上，近一年收益均超 40%；领先沪深 300 全收益指数的 1.08 和 22.75%。

基金代码	基金名称	成立日期	最近一年收益	波动率	夏普比率
340007.OF	兴全社会责任	2008-04-30	49.22%	21.61%	2.21
470028.OF	汇添富社会责任	2011-03-29	42.35%	19.59%	2.09
530019.OF	建信社会责任	2012-08-14	43.17%	22.06%	1.89
000017.OF	财通可持续发展主题	2013-03-27	62.56%	29.70%	2.06
161912.OF	万家社会责任定开 A	2019-03-21	48.76%	30.95%	1.53
007548.OF	易方达 ESG 责任投资	2019-09-02	48.76%	23.26%	2.03
008264.OF	南方 ESG 主题 A	2019-12-19	45.97%	-	
009246.OF	摩根士丹利华鑫 ESG 量化先行	2020-07-16	-2.76%	-	

收益计算：成立时间不足一年的为持有期收益

数据来源：财新数据，近一年：2019 年第三季度至 2020 年第三季度

七. ESG 基金的发展前景

2020 年以来，2019 新冠疫情爆发引发人们对经济可持续发展、生态环境保护问题密切关注的同时，也为社会发展带来了前所未有的挑战。从需求侧看，公共卫生危机的治理需要更多资源投入，疫情防控等导致人们对社区服务、心理疏导等社会服务的需求急剧增长。从供给侧看，社会投资的资源短缺与公益机构等社会服务提供方的运转困境更加凸显。如何平衡供给关系、引导更多社会资源应对社会发展挑战，成为疫情以来备受关注的重点。

治理得当的公司可以更好地适应日趋复杂的内外部竞争环境；政策支持、监管关切，也促使公司着力提升治理水平。公司治理主题类 ESG 基金的发展同样大势所趋。

去年四季度以来，作为资本市场高质量发展的根基，A 股上市公司的治理情况也日益受到重视。2019 年 11 月，证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》，从信息披露有效性、公司治理规范化、优化发展生态等方面为上市公司提出 46 项具体任务。2020 年 10 月，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》具体指出：完善公司治理制度规则，明确控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员的职责界限和法律责任，健全机构投资者参与公司治理的渠道和方式，加快推行内控规范体系，强化上市公司治理底线要求，切实提高公司治理水平。同月，央行就《中华人民共和国商业银行法（修改建议稿）》公开征求意见，明确资本约束、强调完善公司治理结构。

八. ESG 投资的问题与挑战

1. 投资理念认识不足，投资实践受到挑战

2019 年基金业协会《中国基金业 ESG 投资专题调查报告》显示，认知不足是证券投资机构开展责任投资的最大挑战，提升对 ESG 的认知是证券投资机构进行 ESG 整合、开展责任投资最迫切需要的支持 [7]。

2. 数据披露范围有限，数据规范程度不足

由于尚未全面强制 ESG 信息披露，自愿披露 ESG 信息的公司尚属少数；同时，由于缺乏统一标准，企业对 ESG 信息披露的侧重点不一而足。

3. 数据时间长度有限，量化回测面临困难

已经披露的 ESG 数据时间跨度有限，数据长度参差不齐，使得 ESG 投资组合的历史回测变得非常困难，从而难以量化验证 ESG 投资指标对投资组合的影响大小。

4. 评分机构不同，评价标准各异，评价结果差异悬殊

世界范围内主流 ESG 评分机构以晨星、MSCI 为代表有五六家，国内以商道融绿、中财绿金融院、嘉实基金为代表有四五家。不同机构对环境保护、社会责任、公司治理的定义不同，加权方式不同，使同一企业在不同标准下的评价结果差异较大。

5. 业绩优势尚需时间检验

目前尚未有充足的实证检验表明 ESG 投资组合业绩可以大幅领先传统投资组合 [8]。无论是环境治理、社会责任，还是公司治理都是慢变量，在投资上的效果需要一定时间才能显现，对投资者的耐心和洞见提出了更高要求。



（傅杰为财新数据科技有限公司总经理、特许注册金融分析师；刘晓芳、刘雯为财新数据科技有限公司分析师）

附录：

- [1] 数据来源：<https://coronavirus.jhu.edu/map.html>。
- [2] 数据来源：<https://www.unpri.org/annual-report-2020>。
- [3] 数据来源：<https://www.amac.org.cn>。
- [4] 数据来源：<http://www.gsi-alliance.org>。全球永续投资联盟（GSIA）每两年发布一次《全球可持续性投资报告》，数据引用自 2018 年最新报告。
- [5] 权益类公募基金：基金持仓中股票市值占基金资产净值比例在 60% 及以上的公募基金。
- [6] 数据截至 2020 年第三季度。
- [7] 数据来源：<https://www.amac.org.cn>。
- [8] 文章第六部分，我们统计了 ESG 基金组合的业绩表现，虽然统计结果显示区间范围内，融入 ESG 理念的基金组合确实收获了不错的业绩，但统计区间、数据样本仍相对有限，不足以代表整体得出“ESG 投资组合业绩可以大幅领先传统投资组合”的结论。

2020 年中国 ESG 发展政策盘点及下一步展望

中国 ESG 信息披露标准有望出台并将与香港和其他发达市场接轨。政策和市场共同推动下，中国上市公司、投资机构的 ESG 意识正日益增强。

文 | 王德全

鼎力公司治理 CEO

2020 年新冠疫情蔓延给全球经济带来巨大冲击，使 ESG 投资和可持续发展的重要性更加凸显。ESG 表现好的公司更有意识维护企业的良好形象，增强利益相关者特别是员工的信任，促进公司可持续发展，显示出了更强的抗风险能力。投资者选择 ESG 表现好的公司作为投资对象，不仅可以获得长期超额回报，而且可以兼顾投资活动的环境和社会效益。

政策和市场共同推动下，中国上市公司、投资机构对环境、社会和治理的意识正日益增强。

一. ESG 相关政策发展及动态

（一）《关于构建现代环境治理体系的指导意见》

2020 年 3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于构建现代环境治理体系的指导意见》（下称《指导意见》），对环境治理领导责任、企业责任、全民行动、监管、市场、信用建设、法律法规政策完善等方面均提供了指导，为推动生态环境根本好转、建设生态文明和美丽中国提供有力的制度保障。

企业在环境治理体系中是重要的责任主体，因为企业的生产经营活动会对环境产生影响，甚至其产品和服务会对人们生活习惯的绿色表现产生引导力。《指导意见》在信息披露方面，要求排污企业通过企业网站等途径依法公开主要污染物名称、排放方式、执行标准以及污染防治设施建设和运行情况，并对信息真实性负责。

政府部门将完善企业环保信用评价制度，依据评价结果实施分级分类监管；建立排污企业黑名单制度，将环境违法企业依法依规纳入失信联合惩戒对象名单，将其违法信息记入信用记录，并按照国家有关规定纳入全国信用信息共享平台，依法向社会公开。

同时，《指导意见》提出了建立上市公司和发债企业强制性环境治理信息披露制度。

（二）《绿色债券支持项目目录（2020 年版）》

2020 年 5 月 29 日中国人民银行会同国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会等部门联合发布《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2020 年版）〉的通知（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。

本次征求意见稿在绿金委发布的《绿色债券支持项目目录（2015 年版）》和国家发改委会同有关部门编制的《绿色产业指导目录（2019 年版）》基础上，统一了中国绿色债券标准，发行人和中介机构以后不用再纠结到底该参照哪一个标准；同时该标准删除了化石能源相关项目，进一步与国际相关标准接轨，提升了海外投资人对中国绿色债券的认可和投资信心。

（三）《中华人民共和国资源税法》

作为绿色税制的关键组成，《中华人民共和国资源税法》于今年 9 月 1 日起施行，首次将开发资源对生态环境的影响作为确定资源税税率的重要因素，有利于发挥资源税保护环境的积极作用。《中华人民共和国资源税法》标志着我国绿色税制和税收法定再迈出坚实一步，在保持现行税制框架和税负水平总体不变的基础上，资源税在促进资源节约集约利用、加强生态环境保护方面的功能将得到增强。

（四）新《证券法》及相关配套规则

新《证券法》于今年 3 月开始生效，正式确立了在我国资本市场证券发行实行注册制，新增了信息披露专章和投资者保护专章，强调上市公司应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。这些规定为上市公司在 ESG 信披方面的重大性判断提供了法律依据。新证券法支持股东进行集体诉讼，规定了“默示加入、明示退出”的具有中国特色的集体诉讼原则，加强对投资者合法权益的保护，同时也显著提高了证券违法成本，加大了对违法违规行为的处罚力度和震慑力。

7 月 31 日，最高人民法院发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》，从实体和程序两方面对新《证券法》第九十五条所列的普通代表人诉讼和特别代表人诉讼规则进行了细化和完善，大幅降低投资者诉讼成本，合理配置代表人权能，为畅通投资者求偿途径、惩戒威慑证券违法活动、落实对资本市场违法行为“零容忍”精神提供了有力的司法支撑。

8 月 21 日证监会发布《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）》（下称《办法》），对于在注册制下的 IPO、再融资、并购重组环节中，欺诈发行股票的发行人或负有责任的控股股东、实际控制人将被责令回购证券，回购价格以市场交易价格或买入股票价格的较高者为准。该《办法》是对新《证券法》第二十四条第二款规定的落实，旨在为在欺诈发行案件中受损的投资者提供民事诉讼程序之外的简便、快捷的救济途径。对于投资者未能通过责令回购得到弥补的其他损失，仍然可以通过民事诉讼方式寻求赔偿，以最大限度地保护投资者合法权益。

9 月 4 日，证监会就《公开征集上市公司股东权利管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，细化明确征集人适格条件、征集活动原则、信息披露要求、公开征集程序、监管措施等核心内容。对公开征集股东权利活动进行统一规范，有助于降低中小股东参与公司治理的成本，激发

中小股东行使股东权利的积极性，从而促进上市公司提升治理水平，保障中小股东合法权益。

（五）《上市公司独立董事履职指引》及《独立董事促进上市公司内部控制工作指引》

2020 年 8 月 12 日，中国上市公司协会发布了结合最新法律规定和独立董事履职的实践发展而修订的《上市公司独立董事履职指引》，同时为了更好地发挥独立董事的监督作用，提高上市公司信息披露质量和规范运作水平，督促和引导上市公司提升风险管理和内控水平，协会编写并发布了《独立董事促进上市公司内部控制工作指引》，为上市公司独立董事的履职提供参考。

（六）《金融控股公司监督管理试行办法》

9 月 13 日，中国人民银行正式发布《金融控股公司监督管理试行办法》，对金融控股公司的股东资质条件、资金来源和运用、资本充足性要求、股权结构、公司治理、关联交易、风险管理体系和风险“防火墙”制度等关键环节，均提出了监管要求；其中明确金融控股公司应当完善公司治理结构，依法参与所控股机构的法人治理，不得滥用实质控制权干预所控股机构的独立自主经营，损害所控股机构以及其相关利益人的合法权益。

（七）港交所《ESG 报告指引》

港交所修订后的《ESG 报告指引》于 2020 年 7 月 1 日或之后开始的财政年度开始实施，在新修订的《ESG 报告指引》中加入了强制披露规定，要求公司应披露董事会对 ESG 事宜的考虑及声明，解释 ESG 报告中各项汇报原则的应用和 ESG 报告的汇报范围；提升了所有社会关键绩效指标的披露责任为“不遵守就解释”；并修订了环境和社会关键绩效指标等，确保 ESG 报告符合投资者及持份者预期以及国际最佳常规。

此次修订的《ESG 报告指引》指导了上市公司董事会对公司 ESG 事宜进行监督管理，将上市公司的 ESG 管理纳入了公司治理过程中，进一步推动了在港上市公司 ESG 信息披露水平的提升，同时，也引导了一批非香港上市公司的优质企业自愿开展并改善 ESG 信息披露。

二. ESG 市场变化

（一）ESG 信息披露

ESG 信息披露是 ESG 投资的基础，日趋严格的监管政策以及逐步开放的资本市场，都对上市公司的 ESG 信息披露提出更高的要求。

在港交所的推动下，ESG 管理进入公司治理层面。董事会对公司的 ESG 策略及汇报承担全部责任。发行人须在 ESG 报告中披露一份董事会声明，阐述董事会对于 ESG 事务的管理状况。

为贯彻落实新《证券法》，进一步提高上市公司信息披露水平，推动提高上市公司质量，

深交所于 2020 年 9 月 4 日修订了《上市公司信息披露工作考核办法》，该办法的第十六条明确提出对上市公司履行社会责任的披露情况进行考核。在考核关注点方面，是否主动披露环境、社会责任和公司治理（ESG）履行情况，报告内容是否充实、完整，成为新增的重点关注之一。在考核计分方面，主动披露环境、社会责任和公司治理（ESG）履行情况，报告内容充实、完整的可以加 1 分。

2019 年度，A 股市场有 1028 家上市公司发布了社会责任报告或可持续发展报告，占比约为 26%，据中国证券投资者保护基金有限责任公司统计，2018 年度的该比例为 24.14%，虽然疫情给上市公司的数据收集带来了困难，但上市公司进行 ESG 披露的意识整体还是有所提升。

（二）ESG 投资

资本是 ESG 发展的杠杆。随着中国资本市场的发展和对外开放，ESG 投资这种已经被成熟市场验证过的投资策略也迅速得到中国资产管理人的关注。外国机构投资者对符合 ESG 理念的投资标的有较强的偏好，这部分资金的需求也正在推动中国资产管理行业投资理念的转变。

今年八月全国社会保障基金理事会向全球发出选聘 2020 年度境外投资管理人的邀请，第一个委托产品就是全球责任投资产品。这也说明了全国社保基金在责任投资方面已经开始积极布局。

到目前为止，国内已有超过 50 家机构成为 PRI 签署方，践行 ESG 投资理念。而且今年有几家头部的资产管理公司已经制定了 ESG 投资政策，一方面旨在面临国际投资者时能提高竞争力，另一方面为自身的 ESG 投资提供更有力的指引。

在 2019 年 7 月基金业协会面向全行业开展了年度“中国基金业 ESG 与绿色投资调查”，今年 3 月协会发布了《中国基金业 ESG 投资专题调查报告（2019）- 证券版》。在回收的 324 份有效证券版问卷中，十分关注 ESG 投资并且已经开展了相关实践的有 52 家机构，其中有 18 家为公募基金管理公司。证券投资机构普遍认为，相较于非公开市场而言，公开市场更易受 ESG 因素影响，同时在 ESG 因素中机构们更为看重公司治理因素，有 75% 的治理指标被所有调查对象选为会对被投标的的投资价值产生重要影响的指标。根据调查，证券投资机构认为认知不足、缺少可靠的 ESG 信息和数据来源以及缺少评估方法和工具，是开展责任投资的最大挑战。

三. ESG 发展趋势

（一）完善公司治理是金融企业改革的重中之重

2020 年 7 月，人民银行党委书记、银保监会主席郭树清发布《完善公司治理是金融企业改革的重中之重》一文，指出金融机构多数具有外部性强、财务杠杆率高、信息不对称严重的特征。只有规范的公司治理结构，才能使之形成有效自我约束，进而树立良好市场形象，获得社会公众信任，实现健康可持续发展。

我国金融机构公司治理与高质量发展的要求相比还有差距，尚不完全符合现代金融企业权

利责任对等、激励约束相容、风险控制严格的特征。主要表现为：一些机构股权关系不透明不规范；股东行为不合规不审慎；董事会履职有效性不足；高管层职责定位存在偏差；监事会监督不到位；战略规划和绩效考核不科学。就中小银行和保险、信托公司而言，最突出的不良案例是大股东操控、内部控制，还有比较普遍的行政干预现象。

郭树清主席提出要从多方面推动完善公司治理机制。首先要压实金融企业自身的主体责任，持续健全法人治理机构，不断提高公司治理有效性；其次管理部门要把公司治理作为基础性的监管要求，加强对金融机构的评估、指导、督促和监管；同时也包括充分发挥市场、中介机构和各利益相关者的监督作用等举措，共同推动金融企业持续健康发展。

（二）证监会公司治理专项行动

2020年9月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步提高上市公司质量，保护投资者权益，推动资本市场持续平稳健康发展。

按照党中央、国务院部署，进一步提高上市公司质量，有利于促进资本市场持续平稳健康发展，加大对实体经济的支持。国务院常务会议提出从三方面提高上市公司质量：一是要完善上市公司治理制度规则，落实控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员法定职责和责任，健全机构投资者参与公司治理的机制，推行内控规范体系，提高信息透明度和披露质量；二要推动上市公司做优做强；三要发挥部门合力加强监管。

促进上市公司完善治理、规范运作是上市公司日常监管的重要内容。10月12日，在《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》政策吹风会上，证监会副主席阎庆民表示，下一步证监会将把强化公司治理作为提高上市公司质量的一项重要工作，通过开展上市公司治理专项行动等方式，进一步提高上市公司治理水平。主要方向包括：提高控股股东、实际控制人以及董监高的履责能力，强化上市公司治理底线要求，倡导上市公司治理最佳实践，提高公司治理的透明度。

（三）ESG 信息披露标准有望出台并与国际接轨

2020年9月22日，习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话中表示，中国将提高国家自主贡献力度，努力争取2060年前实现碳中和。ESG的重要内涵之一就是企业发展与环境保护相协调，因此大力发展ESG必然也有利于中国绿色金融体系的进一步发展及国家环境目标的实现。随着环境保护目标的进一步明确，除依靠政策推动外，未来需要越来越多的力量来推动ESG的发展。

目前部分上市公司和发债企业长期习惯于仅满足强制性披露要求，对信息披露有效性重视不足。而且在ESG信息披露上，数据的非结构化、披露的自愿性、标准的不统一都导致公司所披露的信息难以完全满足投资者及其他利益相关者的信息需求，制约了上市公司质量的提高。

虽然今年9月深交所修订了《上市公司信息披露工作考核办法》，新增关注上市公司ESG履行情况报告内容，但对于ESG信息披露的框架和标准仍然没有明确。为了促进我国ESG生态体系的形成和完善，ESG信息披露是一个需要多方共同努力的基础方向，监管层应征求市场主体意见，努力明确并完善我国的ESG信息披露框架；上市公司应提升自身的

ESG 管理，以信息披露为载体，回应多方利益相关者的关注；投资者应更多地与上市公司就 ESG 问题互动沟通，并积极参与股东大会投票，促进上市公司更好地执行 ESG 信息披露和管理 ESG 事项，真正在环境和社会方面担起更多责任。

按之前相关部委达成的共识，计划到 2020 年要将强制环境信息披露要求覆盖到全部上市公司；根据 2019 年 11 月 29 日证监会对十三届全国人大二次会议《关于加强两地资本市场合作，共同支持绿色金融发展的建议》的答复内容，证监会正在研究制定 ESG 信息披露具体规则，而且会逐步统一“A+H”上市公司的信息披露标准。由此可知，我国 ESG 信息披露标准有望出台并将与香港和其他发达市场接轨。

环境信息披露进展与 ESG 基础设施建设

随着监管机构对 ESG 信息披露要求趋严、国际金融合作深入、金融科技发展和第三方机构助力，中国上市公司 ESG 数据将得到巨大完善。中国或将为国际 ESG 评价体系打造更务实、有效的样本

文 | 陈奇峰 马军
公众环境研究中心

一. ESG 前世今生

ESG 投资起源于社会责任投资 (SRI)，“E”、“S”、“G”是社会责任投资中最主要的三个考量因子。ESG 的发展可追溯至上世纪 70 年代。20 世纪 60-70 年代为解决发达国家早期因“重经济轻环境”产生的环境问题，美国发生了规模空前的环境保护运动。它在环境史中具有重要地位，推进了多家国际环保组织的建立，包括促进了联合国环境规划署 (UNEP) 的成立。上世纪 70 年代环境保护运动的扩展也影响着社会发展中涉及环境问题的方方面面，国际社会开始普遍兴起绿色消费及环境保护等倡议。环保主义的发展对金融行业的影响也逐步显现，绿色证券投资基金应运而生，最有代表性的美国首只 ESG 内涵的基金就成立于 70 年代初。

1982 年，世界上第一只真正将环境指标明确纳入考核标准的绿色投资基金——Calvert Balanced Portfolio A 在美国面世；1988 年，英国也推出了第一只绿色投资基金——Merlin Ecology Fund。尽管如此，直到 20 世纪末期，绿色投资产品的数量增长仍十分缓慢。

1997 年，美国非盈利环境经济组织 (CERES) 和联合国环境规划署 (UNEP) 共同发起成立了全球报告倡议组织 (Global Reporting Initiative, GRI)，并分别于 2000 年、2002 年、2006 年和 2013 年发布了四版《可持续发展报告指南》，内容涵盖了涉及可持续发展不同层面的经济冲击、环境冲击与社会冲击相关条款。指南中提出的可持续发展报告编制标准，为信息披露提供了相应的标准和内容建议。以第四版为例，其环境绩效指标包括 12 类 34 项，涵盖物料、能源、污水和废弃物、废气排放等领域；社会绩效指标包括 30 类 48 项，涉及劳工实践、人权、社会影响、产品责任等领域。长久以来，GRI 为企业社会责任报告提供框架，也为 ESG 披露体系奠定了基础。

2006 年，联合国前秘书长科菲·安南牵头发起责任投资原则 (UNPRI)。UNPRI 提出的“责任投资原则 (PRI)”将社会责任、公司治理与环境保护相结合，首次提出 ESG 理念

和评价体系，旨在帮助投资者理解环境、社会和公司治理等要素对投资价值的影响，并支持各签署机构将这些要素融入投资战略、决策及积极所有权中，以降低风险、提高投资价值并创造长期收益，最终实现全社会的可持续性发展。

2020 年，国际 ESG 资产屡破重要关口。咨询公司 ETFGI 的数据显示，全球交易所交易基金 (ETF) 中根据良好环境、社会和公司治理原则进行投资的产品规模首次超过了 1000 亿美元。除了对上市公司股票进行 ESG 评级，债券投资者也加入了 ESG 的浪潮。2019 年标普指出，预计 2020 年 ESG 债券将成为可持续债务市场增长最快的部分。

随着全球投资者对 ESG 关注度的不断提升，ESG 投资正在逐渐成为全球的主流趋势。联合国数据显示，截至 2019 年底，全球超过 2850 家机构加入 UNPRI，显示了全球对 ESG 投资的重视程度日益提升。UNPRI 亚太区总监在 2020 年亚太地区 ESG 数字论坛中提到：亚洲正逐渐成为负责任投资的主要参与者，监管已成为推动亚太国家竞相发展绿色可持续金融的共同思路。

二. 中国 ESG 的发展现状

责任投资、ESG 投资等理念在中国起步相对较晚，从市场的整体情况看国内的 ESG 发展目前还处于初级阶段。中国 A 股市场首只 ESG 指数（国证治理指数）发布于 2005 年，2008 年中国发行了第一只真正意义上的社会责任型公募基金——兴全社会责任基金。在过去几年中，各级监管机构通过一系列支持和引导政策，对绿色金融、ESG 在国内发展起到了积极的作用，促进了上市公司 ESG 信息披露，推动了国内各相关机构对 ESG 投资的研究和落地。

1、监管机构相应举措

上市公司环境信息披露是构建 ESG 评价体系的重要举措。2016 年 8 月 30 日，中央全面深化改革领导小组第二十七次会议顺利召开，会议审议通过《关于构建绿色金融体系的指导意见》，8 月 31 日，由人民银行牵头，七部委联合印发《关于构建绿色金融体系的指导意见》（银发〔2016〕228 号），着力推动构建覆盖银行、证券、保险、碳金融等各个领域的绿色金融体系，我国成为全球首个提出系统性绿色金融政策框架的国家。2017 年 7 月 5 日，中国人民银行牵头印发《落实〈关于构建绿色金融体系的指导意见〉的分工方案》（银办函〔2017〕294 号）明确提出，我国要分步骤建立强制性上市公司披露环境信息的制度。方案分为“三步走” 第一步为 2017 年年底修订上市公司定期报告内容和格式准则，要求进行自愿披露；第二步为 2018 年 3 月强制要求重点排污单位信息披露环境信息，未披露的需做出解释；第三步为 2020 年 12 月前强制要求所有上市公司进行环境信息披露。根据“三步走”规划，我国将于 2020 年底开始实施上市公司环境信息强制披露制度，届时所有境内上市公司将被强制性披露环境信息。根据相关法律规定，上市公司、控股股东、实际控制人及其他高管等未依法履行信息披露义务的，将可能承担民事责任、行政责任，甚至刑事责任。

与此同时，2017 年 12 月，证监会正式颁布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式（2017 年修订）》（下称准则第 2 号）和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 3 号——半年度报告的内容与格式（2017 年修订）》。

其中，准则第2号第五节第四十四条对“重点排污单位相关上市公司”做出了明确规定：属于环境保护部门公布的重点排污单位的公司或其子公司，应当根据法律、法规及部门规章的规定披露排污信息、防治污染设施的建设和运行情况、建设项目环境影响评价及其他环境保护行政许可情况、突发环境事件应急预案、环境自行监测方案、其他应当公开的环境信息等主要环境信息……重点排污单位之外的公司可以参照上述要求披露其他环境信息，若不披露的，应当充分说明原因。

2018年9月，证监会修订的《上市公司治理准则》中特别增加了环境保护与社会责任的内容，其中第九十五条明确：上市公司应当依照法律法规和有关部门的要求，披露环境信息以及履行扶贫等社会责任相关情况。该准则突出了上市公司在环境保护、社会责任方面的引导作用，确立了ESG信息披露基本框架。同年11月，基金业协会正式发布了《中国上市公司ESG评价体系研究报告》和《绿色投资指引（试行）》，提出了衡量上市公司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，进一步推动了ESG在中国的发展。

2、证券市场的发展与推动

除了监管机构，证券交易市场在环境信息披露的推进进程中也起到了积极作用。2018年，上交所发布《关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布〈上海证券交易所上市公司环境信息披露指引〉的通知》；2020年，深交所陆续发布深圳证券交易所上市公司规范运作指引（2020年修订）《深圳证券交易所上市公司业务办理指南第2号——定期报告披露相关事宜》（2020年）。这一系列文件中规定，上市公司须以定期报告、临时公告等形式对涉及重大环境污染问题的产生原因、对公司业绩的影响、环境污染的影响情况、公司拟采取的整改措施等进行披露。另外，上市公司在生态环境、可持续发展，以及环保方面采取的具体措施也应定期予以披露。

除此以外，具有里程碑意义的举措还包括今年9月深交所率先修订了《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》，首提上市公司ESG主动披露，并对上市公司履行社会责任的披露情况进行考核。与此同时，根据证监会公布的《首发业务若干问题解答（2020修订）》，明确了发行人应依法在招股说明书中充分披露募投项目生产经营中涉及污染物、环保投入、环保措施、环保处罚等环境信息。如违反前述规定，即被认定为虚假陈述，应承担相应法律责任。

相较于国内A股上市公司环境信息披露进展缓慢，香港联交所已经实施环境信息强制披露并不断完善。2019年5月，香港联交所发布有关检讨《环境、社会及管治报告指引》及相关《上市规则》条文的咨询文件。咨询文件对《环境、社会及管治报告指引》提出了五个方面的修改建议。其中，较为重大的修改建议包括：增加强制披露要求；将所有社会关键绩效指标从自愿披露升级为不遵守则解释；ESG信息披露时间要求和公司财报披露时间同步；强化了气候变化相关的信息披露。同年12月，香港联交所公布了新版的《环境、社会及管治报告指引》、《主板上市规则》和《GEM上市规则》。香港联交所文件显示，新规则于2020年7月1日或之后开始的财政年度生效，上市公司须依照新的规则编制ESG报告。联交所的一系列政策显示了其在ESG信息披露管理和政策制定、执行中都逐一向国际市场看齐，对国内A股ESG相关政策的制定极具参考价值。

3、第三方机构对 ESG 发展的促进

2018 年 6 月起，A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI 全球指数。MSCI 对所有纳入的中国上市公司进行 ESG 研究和评级，不符合标准的公司将会被剔除。此举无疑推动了国内各大机构与上市公司对 ESG 的研究探索，相关政策与监管文件陆续推出。

最近两年，各大金融机构、学术机构、第三方评级机构等都结合自身专业优势对 ESG 进行深入研究，开发了多项 ESG 数据产品。公众环境研究中心（IPE）作为环境大数据机构，也为诸多合作方提供 ESG 数据及方法论支持。

目前国内的 ESG 研究机构已经产出了相对成熟的评级产品，一些评级产品已在数据平台万得金融终端上进行商业化运作，投资者可以更加便捷直观地获取和使用多家机构的 ESG 评分数据，这些评级结果可以帮助投资者识别和评估中国上市公司所面临的 ESG 风险与机遇。

另外，微众银行与 IPE 联合开发了 AI 智能 ESG 产品“微众揽月”大数据平台，通过“AI+环境数据+以卫星数据为代表的另类数据”，汇集了重点监控企业自行监测数据，以及企业排放许可和执行情况数据，结合影响范围，全方位分析企业生产活动对环境的影响程度。平台通过海量数据监控空气污染、土地利用、企业排放等“水、陆、空”环保重要场景，整合基于手机和卫星平台，融合“天上+地下”的环境监测数据构建 ESG 评估体系，同时也对上市公司在企业治理、社会影响等方面的风险进行数据化实时监控，为投资者识别出可能遭受环保处罚、负面舆情或商业作假等风险。

国内多家大型资产管理公司已经沿袭国际责任投资原则，尝试开展 ESG 投资。

2019 年，中国基金业协会在责任投资专题调研报告中表示，通过对 82 家基金公司调研的数据显示，2019 年国内有 12% 的公募基金建立了自有的 ESG 评价体系。

2018 年 12 月 10 日，中证指数有限公司正式发布国内首只 ESG 指数—中证 180 ESG 指数，该指数是从沪市上市公司中，选取在环境、社会责任、公司治理等具有较好表现的公司作为最终样本，以反映此类公司的整体表现。2019 年，社投盟与博时基金联合发布了国内首个可持续发展主题 ETF 产品——“博时中证可持续发展 100ETF”，弥补了中国市场在可持续发展价值挂钩的被动投资产品方面的空白，也是可持续发展金融的首创。同年，国内规模最大的公募基金易方达发布了第一只 ESG 基金“易方达 ESG 责任投资股票”。2019 年底，嘉实基金联合中证指数公司编制发布了中证嘉实沪深 300ESG 领先指数。除外，嘉实先后发行了嘉实环保低碳基金、绿色资产证券化产品，并联合中证指数公司发布国内首个以环保专利技术作为样本股选取主要指标的指数—中证环保专利 50 指数。ESG 投资产品的百花齐放从市场投资的角度倒逼上市公司优化其环境、社会与公司治理方向的各项要素，也客观上以市场为蓝本逐步验证各家研究机构的 ESG 模型，促进了 ESG 评级、指数产品、ESG 基金的成熟化、规范化。

4、上市公司逐步跟进回应 ESG 相关要求

从环境和社会治理的角度来看，近年 ESG 理念的推广和相关指数产品的应用的确促进了生产型企业特别是上市公司关注自身及关联企业的环境表现和社会责任。我们统计发现，

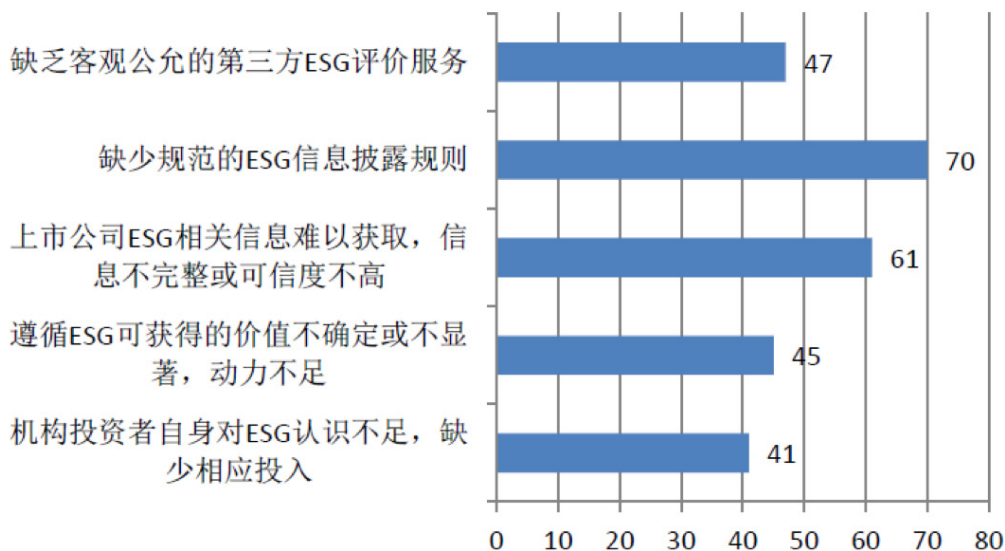
2019、2020 年上市公司在年报、可持续发展报告、ESG 报告、CSR 报告中对环境信息披露的完整性、准确性较之前年度持续提升。

2020 年是我国上市公司环境信息披露三年三步走的收官之年。不过，IPE 和绿色江南，基于蔚蓝地图大数据平台收录的权威企业环境数据，对沪深上市公司 2019 年年度报告、2020 年半年报、企业社会责任报告、可持续发展报告进行对比分析发现，钢铁、环保、化工行业等上市公司中有环境违规或在线超标的企业中，超一半没有在定期报告中对违规行为如实披露，我们将分析结果致信监管部门和上市公司，值得欣慰的是得到多家上市公司的积极回应，并发布补充公告对环境环境违规问题进行了说明。

在环境信息强制披露制度下，上市公司环保合规工作将面临来自证券监管方面和生态环境方面的双重法律监管。上市公司环境状况一旦不合规，无论是因未依法披露相关环境信息，存在信息披露不合规情形；或是哪怕其环境违规问题得到了如实披露，都将可能承担民事、行政甚至刑事法律责任，这对上市公司 ESG 评级的负面影响更是不言而喻的。在 ESG 快速发展的环境下，上市公司也须逐步根据责任投资要求来调整公司战略。相较于原来的 CSR 报告，上市公司的 ESG 报告呈现的内容应更客观、量化和可验证。

三. 中国 ESG 面临的难点与挑战

总的来看，国内相关领域对 ESG 的关注程度在不断提高，但是大部分机构仍处于尝试阶段和发展初期。国内金融行业践行 ESG 投资的主要障碍可参照下图。中国证券投资基金业协会 2019 年对 ESG 相关发展进行了调研统计，发展障碍因素如下图：



数据来源：中国证券投资基金业协会

从环境和社会治理相关的数据来看，目前国内 ESG 发展存在以下三个方面的问题：

1、暂无统一信息披露标准，导致可比性、量化性弱。首先，从环境信息披露的情况来看，国内 A 股市场对应的监管机构没有发布统一、详细、可参考的信息披露标准，准则中存在多

项模糊表述，造成企业披露形式多样，水平参差不齐，缺少量化信息，ESG 关键信息的整体可比性很差；其次，大部分披露主体未包含控股子公司以及核心供应链企业，而且上市公司在定期报告以及其他公共渠道中披露的环境数据非常有限。其完整性、准确性、及时性都没有达到类似财务指标相近的披露要求；另外，上市公司披露的信息缺乏客观性，披露水平和方式依然停留在 CSR 报告相似的级别，内容堆叠且以正面信息为主，与实际的 ESG 指标履行存在差距；最后，在 ESG 信息披露和级别评价的整个流程中，缺乏类似于会计师事务所相似的专业第三方数据验证机构或渠道。

2、信息不对称，披露和评价频次不符合金融投资需求。作为大数据机构我们认为目前 ESG 信息的披露中信息不对称的关键点是评价需求与实际评价频次不相符的问题。ESG 原始数据的非结构化和低频等特征引发了评估时效性低、准确度不高问题，导致 ESG 评价结果与证券行业的信息需求频率相差尚远。目前大部分 ESG 数据来源是企业年报、半年报或可持续发展报告、ESG 报告等定期信息的披露，这种情况下，ESG 数据的频率就相对较低，而频次相对较高的环境数据（在线监测、监管记录等）并没有得到充分的利用。此外，当前的 ESG 信息披露，主要还是定性描述为主，辅以定量数据的展示，因此可获得的 ESG 数据还存在非结构化的特征，即便一些研究机构在 ESG 评价中逐步引入 AI 技术，但总体来看，依然存在量化指标不足、动态数据不足以及方法论不够完善等问题。

3、国内外标准差异。中外 ESG 评级机构的方法论存在较大差异，MSCI、晨星等海外机构在底层数据选择上重点参考了第三方机构发布的数据，以及参考另类数据；而目前国内机构的 ESG 评级的底层数据主要依赖企业自行披露的年报、社会责任报告、ESG 报告等；其次，国际 ESG 评级机构相对更关注气候变化与碳排放相关的指标，而且这些指标的权重较高，因此涉及能源特别是传统能源行业的上市公司在“E”部分的评级普遍受到较大影响。另外国内大部分上市公司能源相关数据披露完整度并不乐观，导致在国际评分体系中整体评分出现偏差。

4、责任投资理念的缺失。责任投资理念直接影响 ESG 信息披露质量和评价体系的内核。责任投资理念的缺失导致企业信息披露的完整性和真实性有一定偏差；同时，各研究机构为验证指标或数据产品的有效性，在评价方法的制定上是否会过多依赖、参照财务指标也有待考量；其次，投资人以及机构投资人尚未建立普遍、深入的 ESG 投资习惯，ESG 的市场导向暂时较弱；最后，从数据上看中国的 ESG 投资产品仍有极大增长和提升的空间。根据彭博的数据，2018 年，发达国家的可持续资产规模占总资产规模比例已超 50%，而中国证券投资基金业协会的统计数据显示，截至 2020 年 7 月，我国 ESG 相关的产品合计发行了 17 只，资管规模 170.57 亿元，相对于中国公募基金 7289 只产品、17.69 万亿的资管规模而言，ESG 的发展还远远不足。而且目前的 ESG 理念的产品中真正严格实施 ESG 策略的并不多，我们从理念到具体的实践，还有很长的路要走。

三. 中国 ESG 的发展趋势和展望

从国内外 ESG 的发展趋势来看，未来 ESG 将成为投资行为中必不可少的非财务指标，ESG 评价将逐步对上市公司企业社会责任的优化发展以及广大投资人投资理念的转换起到关键作用，ESG 评价的作用也将从基础的投资标准迈向投资标的。同时，随着中国金融市场持续开放，资管行业国际化程度不断提升，国际合作也将继续加强。国际投资机构对 ESG 产品

的需求和偏好将推动中国相应行业方法论和产品模型的转变，同时国内外 ESG 评价标准也将逐步融合，投资理念必然对国内金融市场产生越来越深刻的影响。我们可以预见，国际金融合作将促进和引导国内金融市场可持续发展理念的不断深入。

未来两年监管政策和信息披露将逐步完善，标准体系将建立完成，市场引导作用会慢慢凸显。随着绿色金融政策的推进，金融机构之间有望建立良性、可持续的 ESG 发展生态圈和信息共享平台。

同时，随着人工智能与大数据产业的发展，更多的高科技和另类数据将运用于 ESG 评价体系改善，从量化模型、算法到实现方式、语言转化等都将更加优化，可以实时、全方位、真实地体现企业的 ESG 表现。比如，2020 年上半年疫情期间，邮储银行借助蔚蓝生态链对企业环境信用进行动态监测与评估，测算信贷存量客户环境排放物和能源使用数据，以绿色信贷推动贷款企业关注自身环境行为、履行环境污染防治主体责任，协助贷款企业开展环境信息披露，制定有效环保措施，促进节能减排和产业升级。

当前，ESG 还主要局限在上市公司范围。我们期待 ESG 相关的各项指标和要求从上市公司走向普通企业。监管机构通过绿色金融、绿色信贷等相应政策推动更多的金融机构树立 ESG 投资理念，一方面，加强对金融机构对应的投资企业 ESG 风险管理，将 ESG 相关要求纳入授信全流程，完善贷中、贷后的 ESG 风险管理，让 ESG 评价成为基础的客户准入门槛和“排雷”工具。另一方面，创新推出不同维度的 ESG 金融产品，推动更多资金流向 ESG 绩效好的企业。

10月15日中国人民银行行长易纲在第42届国际货币与金融委员会(IMFC)会议中强调：在当前形势下，各方应加强政策协调，中方支持基金组织在全球金融安全网中发挥核心作用，以及基金组织关于增加绿色低碳投资的呼吁，人民银行正积极推进绿色金融，助力完成二氧化碳排放和碳中和的目标。

随着监管机构对 ESG 信息披露要求趋严，国际金融合作深入，中国上市公司的 ESG 数据将得到巨大完善，结合国内环境信息公开的发展以及第三方大数据机构的助力，我们可以预见，未来在保有中国特有 ESG 评价体系特色的基础上，国内外评价体系总体上将趋向融合，中国或将为国际 ESG 评价体系打造更务实、有效的样本。



绿色金融展望： 金融机构应全面开展环境风险分析

不应将绿色金融狭义地理解为“为绿色项目筹集资金”，绿色金融的一个重要目的是识别和防范环境、气候因素带来的金融风险

文 | 马骏

中国金融学会绿色金融专业委员会主任、清华大学国家金融研究院绿色金融发展研究中心主任

近年来，大力发展绿色金融以支持经济的可持续转型已经成为全球金融业的共识。但是，一些业界人士还将绿色金融狭义地理解为“为绿色项目筹集资金”。事实上，绿色金融除了为解决发展绿色产业的融资问题，还有一个重要的目的，就是识别和防范由于环境、气候因素带来的金融风险，从而增强金融机构和金融体系的稳健性。

许多专家认为，环境和气候相关的风险（以下简称环境风险）事件应该位于全球风险分类之首。环境和气候因素引起的风险，如海平面上升、台风、飓风、旱灾、水灾等自然灾害以及由于环境气候政策和技术等因素导致的转型冲击，不仅可能造成实体经济的损失，其影响还会从实体经济传导至金融业，对金融的稳定性构成威胁。因此，作为构建全球绿色金融体系的一个重要内容，包括监管部门和银行、保险、资管等金融机构都应该开展环境和气候领域的风险分析，前瞻性地判断环境和气候因素可能带来的信用风险、市场风险等金融风险，并在识别和量化这些风险的基础上，通过降低污染性和高碳资产的风险敞口等措施来防范和管理风险。

2017年，由中英两国担任共同主席的二十国集团（G20）绿色金融研究小组开始呼吁全球金融业开展环境风险分析。2020年9月，由六十多个国家参与的央行与监管机构绿色金融网络（The Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System，简称NGFS）即将发布《金融机构环境风险分析综述》（Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions）和《金融机构环境风险分析案例集》（Case Studies of Environmental Risk Analysis Methodologies）两份重要文件，为全球金融业开展环境和气候风险分析提供重要指南。笔者在2016—2018年担任G20绿色（可持续）金融研究小组的共同主席，2017年至今担任NGFS监管工作组主席并主持了NGFS的两份重要环境风险分析文件的编写工作。本文基于G20绿色金融研究小组和NGFS在环境风险分析方面的研究成果，对这个议题做一个综述性的介绍，并讨论环境风险分析面临的挑战和克服这些挑战的选项。

环境风险的定义和分类

本文所指的“环境风险”泛指气候变化所导致的风险和非气候领域的环境因素（如空气污染、水污染、土壤污染等）所导致的风险。环境风险可以按其来源分为两大类：转型风险和物理风险。

转型风险的来源主要是政策、技术、观念等为了应对气候变化和环境挑战的人为因素而发生的转变。引起转型风险的一个重要因素是政策变化，例如，为了落实联合国可持续发展目标和《巴黎协定》，各国出台促进可再生能源发展、抑制传统化石能源消费的政策，包括提高资源税、对内燃机汽车限售以及发展碳排放、排污权等交易市场；同时，各国出台了各种环保政策法规和措施（如处罚、停产等）以抑制污染性产品的消费，并向节能环保的企业和产品提供财政补贴等。

转型风险的另一个来源是技术进步，如清洁能源、节能、清洁运输、绿色建筑等领域的技术创新。这类转型风险的一个案例是，清洁能源的技术进步快速降低了光伏、风电的发电成本，从而削弱煤电的市场竞争力，令煤电企业效益恶化。再如，由于技术变化，新能源汽车的经济性和技术优势将超过内燃机汽车，从而压缩内燃机汽车的市场空间。

转型风险还可能由消费者和投资者的观念转变而引起。比如，在绿色消费意识逐渐普及的趋势下，消费者可能会更关注生产和消费过程中对环境友好的产品和服务，愿意为环境友好的产品和服务支付更高的溢价；投资者由于环境风险意识的提高，变得更青睐于“绿色”资产，并可能主动退出在“棕色”资产领域的投资。

物理风险的来源包括各种极端气候事件（如热带气旋、洪涝、暴风雪、山火、干旱等）、海平面上升、生态环境污染事故（如大型石油泄漏、核泄漏、土壤污染等事故）、自然资源的破坏和短缺等（例如水资源紧缺、生态和生物多样性的破坏）等。21 世纪以来，由于气候变化，台风、洪水、热浪和干旱等自然灾害的发生频率和强度增高造成的经济损失不断加大；人类活动引发的环境事故对生态环境的破坏，反过来对企业、社会和经济稳定造成严重的冲击；气候变暖会导致未来海平面的持续上升，这会将很多沿海城市置于被淹没的危险中。这些与环境相关的事件所引起的“物理性”的变化，都会对公众、企业的财产和国民经济造成巨大损失。

环境风险分析对金融业的意义

近年来，一些国家的金融监管部门和部分有前瞻性的金融机构已意识到金融业开展环境风险分析的重要性，并将推动环境风险分析方法学的开发和应用作为促进金融业可持续发展和保证金融稳定的重要内容。对金融业而言，开展环境风险分析具有重要意义。一方面，金融机构通过环境风险分析可以识别和量化环境因素引发的金融风险及创造的潜在投资机会，从而规避经济损失和金融风险，获取潜在收益；另一方面，金融监管机构通过环境风险分析，可以识别和防范环境相关因素可能引起的系统性金融风险，防止超预期损失的发生。下面就这两点，展开讨论。

对于金融机构，开展环境风险分析能帮助其识别环境和气候因素引发的金融风险，包括经营风险、信用风险、市场风险、声誉风险、流动性风险以及其他风险。一个关于转型风险导致金融风险的具体例子是，由于未来清洁发电技术（如风能和太阳能）持续进步，边际发电成本将低于煤电发电成本，会通过替代效应挤压煤电企业的市场份额，同时降低相关企业（如煤矿

企业、燃煤电厂等)的定价能力,因此会降低这些企业的营业利润和企业价值,因此构成了对股权投资者的风险。同时,由于上述原因导致煤电企业利润下降乃至亏损,这些企业的贷款违约率和违约损失率(信用风险)都会相应地上升,从而使银行的预期损失增加。

与物理风险有关的一个例子是,气候变化会导致频率更高、破坏力更强的洪水,洪水高发流域的房屋、设备等固定资产因此受到更严重的破坏。一方面,洪水造成经济活动中断、资产减值(市场风险);另一方面,由于企业的经济损失和抵押物减值,其贷款的违约率和违约损失率(信用风险)会相应上升,从而使银行的预期损失增加。

在环境和社会责任方面,由于借款人或被投资对象在环境和社会责任方面的负面行为或负面社会影响,金融机构可能面临承担连带责任以及声誉受损的风险。一个典型的例子是,2009年美国钢铁公司位于堪萨斯城的一座冶锌工厂对当地土壤造成污染,为该项目提供贷款的花旗银行因连带责任被起诉,最后支付了高额赔款。

在识别环境因素相关的金融风险的基础上,金融机构可以进一步量化该风险的水平,并采取相应的措施规避或缓释风险,包括减少对环境高风险资产的敞口等。

除了识别和量化环境因素引发的金融风险外,环境风险分析也是金融机构把握潜在市场机会的新途径。在环境恶化和应对气候变化的大趋势中,相比于环境风险更高的“棕色”资产,“绿色”资产由于其低碳排放、环境友好、对气候变化不敏感等特点,资产价值更稳定,上行潜力更高。通过环境风险分析,金融机构可以识别这些绿色、可持续的投资机遇,如与新能源、节能技术相关的企业和资产。

对于金融监管机构,环境风险分析能够帮助其识别环境因素引发的系统性金融风险,并在此基础上制定监管措施。环境风险在特定行业(如银行业、保险业等)和金融机构的长期累积,可能会质变成系统性金融风险的来源,例如,环境因素导致的银行预期损失可能会降低银行的资本充足率;但在未准确识别此类风险的情况下,银行可能会过高预计自身的资本充足率,长此以往将削弱金融系统的稳定性。目前,国外一些央行已经开展了相关课题的研究,分析气候和环境因素如何以及多大程度上构成系统性金融风险。鉴于全球因自然灾害导致的平均保险损失不断上升的趋势,英格兰央行2015年9月发布的《气候变化对英国保险业的影响》报告指出,未来保险行业在气候变化的影响下将面临持续上涨的理赔支出和保险准备金要求。荷兰央行(DNB)2018年的研究《对荷兰金融系统的能源转型压力测试》指出,若考虑新能源技术突破和碳价上涨因素的双重影响,荷兰银行业的核心资本充足率会下降超过25%,保险业的偿付能力充足率(Solvency Ratio)下降6%。央行与监管机构绿色金融网络也将环境风险引起宏观经济和金融体系的系统性风险作为主要研究课题,从2019年4月成立至今,发布了一系列有关环境和气候风险的报告。

目前,许多金融机构对环境和气候因素导致的金融风险还缺乏认知,即使有所了解,也往往低估了棕色资产(高污染、高碳排放的资产)带来的风险,导致了对棕色资产的过度配置和对绿色资产的配置不足。这类资源错配,反映了现有的体制、政策和技术条件下,对资产的环境外部性进行测算和评估还有困难,例如资产属性缺乏界定标准、环境和气候数据的可获得性差、环境风险分析工具和方法缺失等。其中,缺乏环境风险分析方法和工具是一个重要瓶颈。

环境风险分析工具和方法

目前，仅仅有发达国家和中国的少数一些金融机构、咨询机构和研究机构开发了环境风险分析工具和方法，全球许多金融机构苦于缺乏相关知识而尚未涉足。NGFS 最近发布的《金融机构环境风险分析案例集》整合了来自全球 30 多家机构所提供的方法和模型，是迄今为止在环境风险分析领域最为完整的一本文集。作为一项“公共产品”，这本文集将在引领全球金融业开展环境方法分析方面发挥重要的作用。

根据 NGFS 的环境风险分析综述和案例集，常见的环境风险分析方法侧重于用前瞻性方法评估环境风险对企业财务表现的影响，通常以情景分析和压力测试的形式呈现。也有一些方法侧重分析和判断金融机构和金融资产所面临的当前的环境和气候风险。下文对环境风险分析的步骤和方法类别做一简述。

一般来说，环境风险分析可分为五个步骤：一是风险识别。识别可能导致财务风险的环境因素类型，例如海平面上升、极端天气事件、化石能源需求下跌等环境因素引发运营中断、需求减少和成本上升等，最终导致资产减值、违约率上升。二是情景设置。确定环境和气候风险分析的几种情景假设作为分析的前提，比如气候情景可用气候目标或碳排放路径来表示。三是风险敞口测算。测算金融机构对以上环境高风险资产的敞口，例如，某银行约有 15% 的贷款余额属于高污染、高碳行业贷款，即暴露在环境风险下。四是风险评估。使用环境风险分析工具和方法评估以上风险引发金融损失的概率和规模，该结果亦可用于风险定价。五是风险缓释。建立低环境风险导向的决策机制和内部政策，以缩小资产和业务对环境风险的敞口，例如，对高碳资产的持仓比例设限、对环境风险信息披露和管理进行优化等。

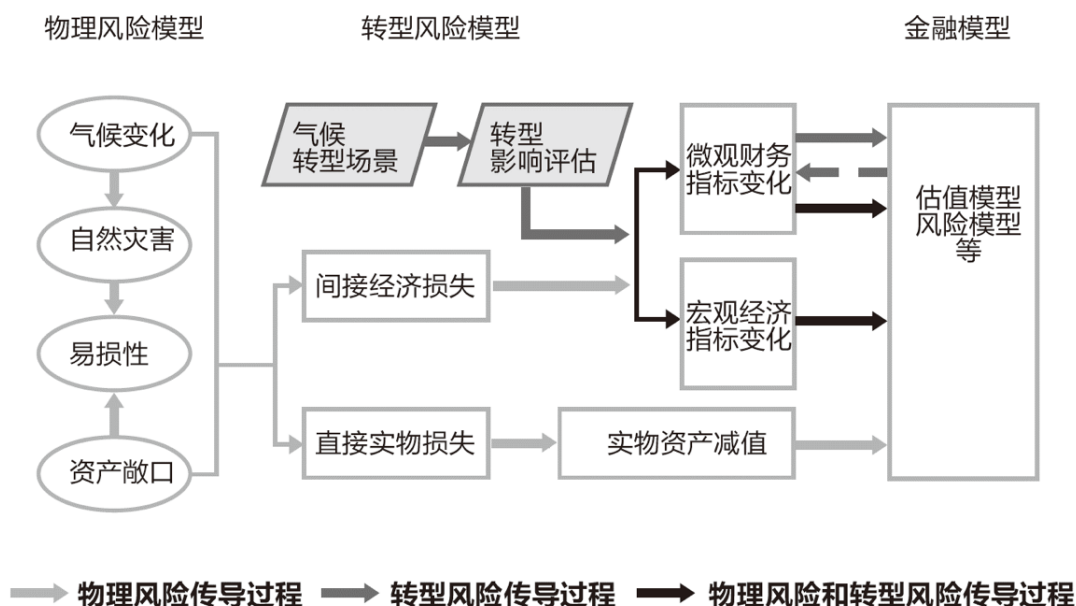


图 1 气候风险分析框架

构建环境风险分析模型的一个难点在于如何处理经济变量、能源行业参数和企业的应对行动这些因素之间的相互作用。一个典型的物理或转型事件不仅是直接影响一家企业的收入和成本，而是往往通过影响整个宏观经济、地区经济、产业的供求和定价能力等因素来影响企业的。因此，在分析对企业的收支影响之前，就必须有适当的宏观分析工具。比如，在分析气候转型对公司的影响时，需要判断在 1.5 摄氏度或 2 摄氏度情景下各类能源的供求变化、所需要的碳价变化，甚至宏观经济总量的变化。常见的解决方案是通过在环境风险分析框架中纳入多种综合评估模型（Integrated Assessment Models，简称 IAM）和宏观经济计量模型，将每种转型情景下的假设转化为关键的经济变量，然后输入财务模型和金融模型中去分析对企业和金融机构的影响。

现有的环境风险分析工具可用于分析物理和转型两类风险。分析物理风险时，环境风险分析（物理风险分析）模型首先评估诸如海平面上升、极端天气等引发的风险对公司财务报表造成的直接或间接影响。常见的直接损失包括物业、厂房设备受损导致的直接资产减值，次生效应包括生产活动中断导致的经济放缓、居民收入减少。相关分析的一个中国案例是清华大学绿色金融发展研究中心的物理风险研究。结合巨灾模型和违约率模型，该研究评估了未来台风对我国沿海地区物业价值和居民收入产生的影响，并进一步分析了这些影响会多大程度上提高银行按揭贷款的违约率。穆迪建立了针对多种自然灾害的资产气候风险评分体系，为银行评估贷款标的面临的气候风险和相应的信贷风险提供了评估工具。此外，英国气候风险分析机构 Acclimatise 联合 Vivid Economics 合作开发了一套针对多种产业在不同国家运营时可能面临的灾害风险热度分布图，用来帮助金融机构的投资决策。在分析转型风险时，典型的环境风险分析（转型风险分析）模型首先会识别在环境恶化和气候变化的压力下，政策的变化和技术的进步对公司的财务造成的影响。转型风险分析通常先在底层模型（如行业模型、宏观经济模型、综合评估模型等）的基础上构建受到不同转型风险影响的情景，并通过财务模型量化不同情景下能源转型政策和技术进步对单个公司或整个行业的财务表现的影响。

在分析了环境因素导致的企业财务影响之后，环境风险分析的下一步是将物理风险或转型风险对企业报表的影响反映在金融模型（如违约模型和估值模型）中，即用来估算在各种情景或压力之下，这些风险因素可能导致的金融风险，包括对贷款违约风险的影响（信用风险）和对股权投资的估值的影响（市场风险）。这些风险分析可以对单个资产进行，也可以对一个和许多投资组合进行。清华大学的转型风险模型结果显示，在碳价上升和新能源价格下降的双重冲击之下，煤电公司对银行贷款的违约率会在 10 年内由 3% 攀升至 20% 以上；英国经济咨询机构 Vivid Economics 针对股票的转型风险模型显示，若要实现 2 摄氏度温升控制目标，转型措施将使煤矿企业的估值减值 80% 以上。

环境风险分析模型除了分析以上气候风险以外，还被用于分析其他与环境相关的转型风险，如污染性排放和水资源压力等。相对气候风险分析，此类研究的数量较少，其中较有代表性的是自然资本信用风险评估（Natural Capital Credit Risk Assessment，简称 NCCRA）。自然资本信用风险方法主要关注属于生态领域的风险，帮助企业识别和评估其运营活动对自然资源的依赖程度、对自然资本的负债和对自然环境潜在的负面影响。自然资本指可能对生产活动产生影响的生态因素，包括自然资本的质、量和实际应用，例如水质、供水量、土壤的滤水

功能等。目前，农业是相关研究开展最多的领域，主要原因在于其对自然资本的依赖性和影响力都较高。针对农业领域，澳大利亚央行采用的风险评估模型可以通过评估自然资本风险的未来趋势对农业的潜在影响，预测农业企业未来的财务状况和偿债能力。对与污染有关的环境风险进行分析时，通常需要构建在环境转型的政策法规作用下，高污染企业的收入或成本受到不同政策影响的情景。中国工商银行的污染压力测试研究使用了这类方法，将政府提高对空气污染收费标准对公司财务报表的影响转化为对公司违约率的影响，量化了和污染有关的转型政策对公司的信用风险的影响。此外，德国技术合作组织及德国金融机构环境管理和可持续发展联合会合作开发了水压力测试的模型和方法。他们认为，水作为一种稀缺资源，它的真实内在价值并不能体现在各国的水费价格上。他们通过计算水资源在不同地区的影子价格，即水资源提供的真实社会价值，得出一家企业未来可能要支付的水的真实价格。影子价格和实际价格之间的差值会成为用水量较大的企业未来面临的新增运营成本，成本上升会影响企业的财务表现，进而影响企业对贷款、债券还本付息的能力。

除了以上常见的环境风险分析工具，金融机构在实际操作中有时也采用环境、社会和治理 (Environmental, Social and Governance, 简称 ESG) 评分与整合方法进行环境风险分析。区别于前述的环境压力测试和情景分析等“前瞻性”分析方法，ESG 评分与整合方法指的是，通过 ESG 评价分数，侧重于在现行的法律法规制度下，考察企业“当前”的 ESG 表现与财务表现之间的关系。ESG 评分通常由专门的 ESG 评级商估算，常被投资机构用作选股选债、风险控制的指标之一，具体做法包括筛选投资组合中 ESG 评分较低的股票和债券，优先选择 ESG 评分较高的资产等。许多信用评级机构和数据提供商（如 MSCI、穆迪等）已将一些重要的 ESG 因子纳入其信用分析体系中，并开发了覆盖多数上市公司和债券的 ESG 数据库。同时，一些资管机构也开发了自用的 ESG 评分和整合方法，如某机构开发了包含“排放和能源管理”“生产过程的环境影响”“用水管理”“声誉风险”“减排计划”和“环境影响的应对措施”六个方面的 ESG 评分体系。

针对不同类型的金融机构和金融业务，环境风险分析的工具和方法，也呈现不同的特点。对于商业银行的贷款业务而言，大多数环境风险分析模型都会评估环境因素对信用风险指标的影响，如违约概率和违约损失率等。而资产管理机构更关注股票、债券、不动产等资产的估值，所以这类机构的环境风险模型通常会评估环境风险对利润、股息、现金流等估值模型关键指标的影响。除了资产估值以外，风险价值也是资管机构常用的风险测量指标；也有研究团队通过构建“棕色”资产和“绿色”资产的模拟收益组合，回归得出“碳贝塔”，用于估算绿色经济转型过程中市场预期变化对标的资产价格的影响。这些环境风险分析方法可用于多种类别的资产，并可进一步应用到投资策略中，用于风险对冲。

保险公司的承保业务对自然灾害造成的气候物理风险更为敏感，因此采用的环境风险分析一般均使用巨灾模型来估算潜在损失及对保险定价。在气候变化的影响下，频率更高、强度更大的气候灾害事件导致的直接财产损失，会引发保险公司的负债增加的风险。而对于保险公司的投资管理部门，则可采用资产管理机构常用的环境风险分析方法。

环境风险分析面临的挑战

尽管环境风险分析对防范金融风险和维护金融稳定有重要意义，但金融机构和监管部门中

环境风险分析的应用仍然十分有限。在经合组织（OECD）国家和中国，仅有少数大型金融机构已经将环境风险分析投入使用，即使是这些机构，其运用仍然处于试验阶段。多数金融机构还没有正式开展环境风险分析。我们认为，环境风险分析的推广和应用面临以下主要挑战：

金融机构对环境风险缺乏认识和防控意识。许多金融机构，尤其是发展中国家的金融机构，仍未意识到环境风险的重要性和其会对金融机构运营和风险造成潜在影响。原因包括缺乏媒体报道和公众教育、金融机构内部缺乏专业人才、政府和监管机构还未对金融机构释放出明确的政策预期等。

相关数据可得性较低。环境风险分析需要大量详细的数据作为支撑，这些数据需要能够描述金融机构的环境风险敞口、高风险企业的财务和非财务数据、环境和气候因素的变化，以及各类财务指标对环境和气候变化的敏感性等。这些数据可得性较低的主要原因来自三点：一是许多国家或地区没有对“棕色”和“绿色”资产的明确定义，导致金融机构难以量化相关的风险敞口；二是一些国家和地区缺乏对 ESG 信息披露的监管要求和统一标准，降低了 ESG 信息的可得性和可信度；三是政府部门和机构之间缺乏有效交流（如环境部门掌握的信息尚未公开），导致部分带有公益性质的数据搜集和使用的成本较高；四是即使一些环境监测数据已经公开，但还没有根据金融机构的需要来呈现（如一些排放数据尚未以企业和资产为单位进行披露）。

金融机构环境风险分析所投入的资源有限。一些金融机构由于尚不了解环境风险分析的意义而未做投入。对另一些金融机构而言，它们认为开发环境风险分析工具的紧迫性尚不明显。另外，由于开发这些方法和模型的前期投入较大，涉及跨多个学科（经济、金融、环境、气候、统计等）的专业研究人员、数据成本、顾问支出等，会使不少金融机构望而却步。

公共部门的指导不足。NGFS 近年来积极推动社会各界对气候风险分析的关注，同时发布了系列报告介绍相关的方法论和工具。然而，由于这个议题对多数国家来说还是全新的，这些国家的央行和其他金融监管部门还没有向金融机构和金融市场发出明确的政策信号，要求和引导金融机构开展环境风险分析。

建议

鉴于环境风险分析在识别和防范环境气候因素带来的金融风险方面可以发挥的重要作用，以及推广环境风险分析所面临的问题，我们认为，央行和其他金融监管机构、金融机构、行业协会和学术机构等利益相关者，应该共同采取更积极的行动来加以推动。我们的具体建议包括：

央行和其他监管机构应该发出明确的政策信号，鼓励和要求金融机构开展环境风险分析。第一，央行、银保监会、证监会可以通过对银行业、保险业、资管业在系统层面开展环境风险分析，识别系统性风险，披露有关方法和结果，以带动被监管金融机构开展环境风险分析。第二，监管机构在有关指导意见中应该明确支持和鼓励被监管机构开展环境风险分析，识别风险敞口，采用压力测试、情景分析、在险价值（VaR）等工具对风险进行度量。第三，监管机构应提出对金融机构开展环境信息披露的要求，初期可侧重对绿色资产和环境效益的披露，中期可逐步增加对棕色资产及其环境影响和环境压力测试结果的披露要求。

相关金融行业协会（如中国金融学会绿色金融专业委员会、银行业协会、保险学会、

保险资管业协会、基金业协会等）应配合监管部门，积极组织面向金融机构的环境风险分析的能力建设、研讨和交流活动。这些协会也可组织学术机构、非营利机构和第三方服务机构为金融机构提供建模、数据和培训服务，以及对环境风险分析理念和方法的推广和宣传。

部分环境风险分析、工具和数据库可以作为公共产品，由央行和监管机构、行业协会、学术机构等通过业内交流渠道向金融业推广。这些机构可以共同支持关键领域（如银行、保险和资产管理业）和关键产业（如能源产业、严重依赖水供给的行业等）的环境风险分析示范性项目，为推广这些方法运用提供案例。

鼓励和支持民间机构建立环境数据共享平台，为金融机构开展环境风险分析提供多领域的、不断更新的、界面友好的数据库。目前，金融机构所需要的数据散落在不同的部门、机构和平台手中，可获得性较差，或搜寻成本较高，许多数据也没有以金融机构所需要的方式呈现。将这些数据整合在一个开放的平台，有助于降低环境风险分析的成本。

（孙天印、祝韵对本文亦有贡献。本文内容原刊发于《清华金融评论》2020年9月刊，原题为《金融机构环境风险分析的意义、方法和推广》。）

疫情激发社会投资： 社会债券成为纾困新宠

如何引导更多社会资源解决社会发展挑战，近期全球债券市场的一系列新动向也许给出了一个很好的解决方案

文 | 谷青

福特基金会项目官员

新冠肺炎疫情距最初爆发已经过去了近十个月的时间，却阴霾不散，依旧难见明显拐点。据美国约翰·霍普金斯大学全球新冠肺炎数据统计，截至 10 月 25 日，疫情已经造成全球 4260 多万人感染，超过 1150 万人死亡。疫情在全球范围内产生巨大的社会和经济影响，随之而来的金融危机和大衰退也愈发可能，这对全球仍待解决的社会发展问题带来了前所未有的挑战。

从需求侧来看，公共卫生危机频发和相应的治理需求显然需要更多的资源投入；疫情防控、社交疏离导致人们对社区服务、心理疏导等社会服务的需求急剧增长。从供给侧看，用于社会投资的资源短缺和社会服务提供方的公益机构运转困境更加凸显。据非营利金融基金 (Nonprofit Finance Fund) 在 2019 年做的一项调查显示，美国有多达 75% 的公益机构资金储备不足以维持六个月以上的运转。最近美国慈善援助基金会 (Charities Aid Foundation of America) 的研究也显示，73% 的公益机构已经明显感觉到捐赠款项的剧烈下滑，公益机构通过所提供服务获得的资金来源也至少降低了 20%。中国非营利机构也面临同样的困难，倍能组织能力建设与评估中心 5 月对全国 28 个省 146 家非营利机构的调研显示，89% 的机构短缺运营经费，在每家机构周边平均有两家机构在倒闭中。更有经济学家预警全球慈善捐赠比 2008 年金融危机时下滑更严重，需要更长的时间去恢复。

如何引导更多社会资源解决社会发展挑战，如何平衡社会资源需求侧和供给侧，近期全球债券市场的一系列新动向也许给出了一个很好的解决方案。2020 年 6 月 19 日，纽约证券交易的开市鸣锣由福特基金会吕德伦会长敲响，用以纪念福特基金会于当月 11 日发行 10 亿美元社会债券。这只社会债券开创了美国基金会在国内债券市场上发行贴标社会债券的历史。其发行额达 10 亿美元，分为 3 亿美元 30 年期和 7 亿美元 50 年期两种，固定票面利率分别为 2.415% 和 2.815%。所募资金用于应对全球公益机构在新冠疫情下因资金匮乏而正在经历的运转困境。

福特基金会在公益慈善行业的名声及创新性帮助公益机构纾困的举措极富吸引力，Doris Duke 慈善基金会、麦克·阿瑟基金会、凯洛格基金会和安德鲁·梅隆基金会也同步跟进，发

行社会债券，使总募资规模增加到 17 亿美元。投资者对福特基金会促进全球公平发展使命的认同及其稳健财务表现的信心，使这只由穆迪投资者服务公司和标准普尔评级为 Aaa/AAA 的社会债券受到市场热捧。据承销商富国银行证券和摩根斯坦利统计，福特基金会社会债券获得的超额认购倍数高达 5.8，成为众多积极追求社会影响力的 ESG 投资机构投资组合中的“必备”标的。到 6 月 25 日发行日截止，共有包括富达投资 (Fidelity) 和美国退休教师基金 (TIAA) 在内的 114 家 ESG 投资机构认购成功。

福特基金会的这只社会债券可谓践行战略慈善和影响力投资的双赢。一方面，作为资助型基金，福特基金会将自己定位于公益慈善生态系统中的资源提供方，通过资助非营利伙伴及其所开展的项目，共同打造一个彼此和谐共生、相互依存的公益慈善生态系统。新冠肺炎疫情使原本就存在资金流转困难的中小型公益机构更加雪上加霜。持续数月的疫情使大多数公益项目的开展频遇挑战，很多中小公益机构甚至已无法支付办公租金和人员工资。一旦它们关门，行业生态系统会严重失衡，重建的成本往往更高。社会债券不仅可以在不侵蚀基金会会本金的前提下加倍资助能力，更可以启迪更多的资源提供方考虑采用金融工具，为公益慈善行业整体纾困开源。

另一方面，作为影响力投资行业建设和发展的推动者，福特基金会通过社会债券的发行也会引导更多的社会资源投入到社会问题的解决中来，可以启发更多的投资者重视环境、社会 and 治理 (ESG)，引导更多的投资者寻求投资的社会影响力，毕竟除了财务回报，还有更加严峻的社会问题需要资本的力量。如果投资者从对社会债券的投资中看到了社会问题因他们的投资决策和参与其中得到了改变，我们有理由相信他们的投资价值观可能会向积极解决社会发展挑战的方向转变，从而催生出更多的积极寻找社会和环境影响力的投资者和行业建设者，推动影响力投资的发展。

福特基金会这只以应对新冠肺炎疫情带来的经济和社会影响为目标的社会债券，进一步推高了今年国际资本市场中通过发行社会债券为社会项目融资，以抵御疫情所带来的社会风险的热潮。国际资本市场协会 (ICMA) 将社会债券定义为募集资金专用于为新增及 / 或现有旨在产生积极的社会成果的项目的债券。与在中国普遍熟知的绿色债券相比，两者在性质上、发行框架上具有一定的同源性 (邱慈观, 2020)，都是为解决人类发展挑战中的特定议题，募集资金专用于产生积极成果项目的债券。区别于绿色债券，通过社会债券融资的项目覆盖的不是气候变化、低碳环保或节能减排，而是关乎改善民生、获得教育、医疗等基本社会服务、脱贫和就业等社会发展问题。如果募集资金投向的项目既涵盖环境领域，也包括社会领域，融合了社会债券和绿色债券募集资金的投向，那就是可持续债券。

在新冠肺炎疫情成为全球大流行病之前，社会债券所占市场份额无法与绿色债券相提并论。据气候债券倡议组织的统计，2019 年，全球绿色债券、社会债券和可持续债券的发行总额共 4000 亿美元，社会债券发行额只有 200 亿美元，仅占市场份额的 5%。这一方面与社会债券晚于绿色债券崛起相关，另一方面，也反映出在疫情之前，全球对绿色发展、气候变化等环境议题的关注可能普遍高于对社会议题的关注。

新冠肺炎疫情行横扫全球，直接击溃了多国的医疗体系，人们无法获得所需的医疗服务。医疗物资、疫苗研发需要加倍投入。更值得注意的是，疫情带来的间接影响产生了广泛的次生灾害。为保持社交疏离，停工停产导致中小企业举步维艰，人们收入下降甚至失业。停课停学对孩子们获得基本教育的影响巨大。农民工、老年人、残障人士、贫困人口等弱势群体往往面

临的问题更加严重。纾困所急需的资金缺口巨大，仅仅靠政府拨款和慈善组织的捐助难以补足。社会债券在为解决疫情所带来的社会问题的项目融资方面优势明显，赢得了发展的良机。

早于福特基金会，国际金融公司（IFC）在3月发行了其社会债券项目自2017年创始以来最大的一只社会债券。这只社会债券的期限为3年，募集10亿美元用于稳定就业和降低新冠肺炎疫情对经济的冲击。继而，非洲开发银行于也成功发行3年期、募资规模为30亿美元的社会债券，以应对新冠肺炎疫情对非洲经济和社会造成的冲击。该债券是国际资本市场上有史以来募资规模最大的美元社会债券。4月，危地马拉成为第一个发行主权社会债券的国家，募集资金用于疫情应对措施，包括公共卫生基础设施改进、提升食品安全、中小企业及其从业人员的救济等。

中国的金融机构也开始了发行社会债券的探索。中国银行于2月底在境外成功发行了50亿等值澳门元双币种中小企业疫情防控社会债券，募集资金专项用于澳门地区受疫情影响的中小企业。从整体上看，社会债券在今年上半年所占市场份额增势迅猛，其发行额不但快速超越去年全年的规模，甚至有追平追绿色债券的趋势。仅2020年4月一个月，就有320亿美元等额的的社会债券和可持续债券发行，总量业已超过了绿色债券。

国际资本市场协会（ICMA）应声而动，于6月重新修订了《社会债券原则》，进一步扩大了社会效益项目目录以及其所覆盖的目标人群。社会效益项目以边缘化群体为目标群体，如贫困人口、残障人士、农民工、失业人群、妇女和老年人等，旨在通过用募集资金专门解决他们所面临的社会问题，并产生积极的社会效益，如获得教育、医疗等基本公共服务，平等享有可负担的住房和基础设施，获得安全的食物、享有就业机会等。ICMA重申了社会债券和防控新冠肺炎疫情的关联性，并给出指导建议，将冠状病毒相关的医疗健康和医学研究、疫苗开发及医疗设备投资纳入社会效益项目目录。ICMA进一步阐明，符合条件的社会项目可包括改进医疗服务和设备以增强新冠肺炎应对的能力和效率、医学研究，以及为中小企业提供贷款以保就业、稳就业的项目；同时特别强调，鉴于新冠肺炎疫情对普通人群直接或间接的影响巨大，社会债券所覆盖的人群可以扩大到普通人群。

虽然新冠肺炎疫情在很大程度上催化了社会债券的崛起，但也应该清楚地看到，社会债券的迅猛增势有望在疫情之后继续保持。首先，社会债券可以集合公共资源和私人资源共同创造积极的社会成果。社会债券的发行者非常多元，包括主权国家、国际组织、基金会、金融机构等，很多是超国家组织，这与绿色债券在早期的发展非常类似，下一步也有望启发更多的国内主体成为社会债券的发行者，可以让社会债券保持长期的募资优势。其次，疫情过后，先前的很多社会问题解决起来会更加棘手，如发展中国家“未富先老”、收入不平等、粮食和食品安全、可负担住房等；而新的社会问题也许会更具挑战性，如疫苗研发、医疗体系重建等，对社会债券所募集的资金需求更为巨大。应该看到，随着对环境、社会和治理（ESG）议题关注的投资者不断增加，投资者对社会议题的关注有望追平甚至超越对环境议题的关注。投资原则和行为也有望从不造成对社会环境的负面影响，到创造积极的社会和环境影响而转变。这些转变和发展趋势为社会债券在中国的发展带来了广阔的前景。

新冠肺炎疫情为社会债券的发展打开了一个机会窗口，国际资本市场普遍认同社会债券在全球目前的发展态势与绿色债券发展初期的情况非常类似。机遇往往伴随着挑战，如何使中国的社会债券发展成功复制先前绿色债券发展的成功经验，笔者认为可以在以下几个方面去做一些尝试：

首先，债券领域的专业研究者可加强对国际通行的社会债券原则和标准的研究，讨论其在中国的适用性和可行性，参照绿色债券在中国发展的路径，为相关政策制定部门建言献策，提供拟定《社会债券支持项目目录》和《社会债券发行指引》的参考意见。考虑到社会债券和绿色债券的同源性，以及中国在落实 2030 年可持续发展议程中的不懈努力，另一个更为便捷的路径是可将现行的中国绿色债券标准和原则升级成为囊括绿色、社会债券的可持续债券原则和标准。

其次，应该看到，在国际层面，以“抗疫特别债券”为标签的债券往往会将所募集的资金用于多个项目，而他们是否都属于社会效益项目目录值得探讨。为了避免出现“泛社会债券化”，也就是“漂社（social-washing）”现象，中国的社会债券发行机构可以增强对“抗疫特别债券”资金使用情况的监管，主动加强对募集资金使用情况的信息披露，提高透明度。在中国社会债券原则和标准出台之前，可以先参照国际资本市场协会的《社会债券原则》有意识地收集数据和信息，进行定期报告，以降低“漂社”风险。

总之，在国际层面，社会债券的国际标准和实践正在优化，各国拟定符合其国情和发展的社会债券标准、完善社会债券领域的实践经验也恰逢时机。如果中国抓住机遇，为国际标准和实践的优化提供范本和案例，那么中国很可能成为社会债券的大国，并可为更多将 ESG 纳入投资策略的投资人，提供用投资促进社会议题解决的机会，从而进一步促进 ESG 投资在中国的发展。



参考文献：

邱慈观（2020）：疫情之下债券市场的特别行动 <https://finance.sina.com.cn/esg/investment/2020-04-22/doc-iirczymi7783033.shtml>

关于中国 ESG30 人论坛——国内首个 ESG 专业交流平台

中国 ESG30 人论坛由财新智库联合合作伙伴共同发起成立，是国内首个 ESG 专业交流平台，旨在从政策建言、学术研究、行业实践、国际交流等方面，推动 ESG 在国内资本市场的发展，更好地助力中国经济高质量发展。

我们的定位

学术研究：依托中国 ESG30 人论坛专家和学术资源，开展 ESG 行业或投资研究，并形成研究报告，促进专业性智力输出。

国际交流：围绕 ESG 国际市场业务探究、标准制定、政策分析与建言等，与 ESG 领域的国际 NGO、研究机构、金融机构等开展合作建立国际交流合作平台。

指数及数据库：基于高颗粒度 ESG 数据，搭建符合中国市场特色的 ESG 专业数据库，开发相关指数，高精度客观衡量市场发展。

培训服务：汇聚专家力量及学术资源，为市场相关方提供专业培训和指导，普及推广 ESG 理念，推动绿色转型发展、高质量增长。

创始理事机构：



常务理事机构：



理事机构：



投稿联系：

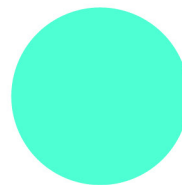
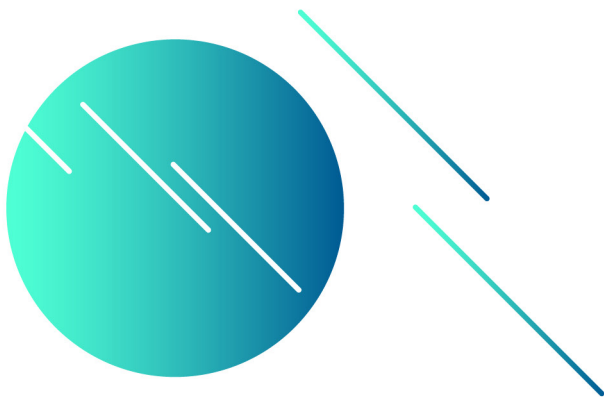
汪苏

E-Mail: suwang@caixin.com

合作联系：

乔莹

E-Mail: yingqiao@caixin.com



财新智库
Caixin Insight

ESG30
中国ESG30人论坛

