中国证券投资基金业协会
Asset Management Association of China

绿色与可持续投资委员会
研究成果汇编（2023）

方法论之三

可持续投资理论与实证

易方达基金管理有限公司

2024 年 4 月

本文为中国证券投资基金业协会绿色与可持续投资委员会研究成果之一，由易方达基金管理有限公司供稿，妙盈科技提供支持。文中观点、信息仅供研究、交流使用，不代表协会立场或对任何机构及其业务的背书。由于写作周期原因，报告内容未能反映各国市场与监管的最新变化，请读者注意鉴别。

目录

摘要

随着人类社会发展，全球的环境、社会、治理风险也在不断演变，气候变化、环境污染、生物多样性、用户隐私保护、供应链安全稳定等问题不断涌现。全球范围内，联合国提出可持续发展目标，并将其作为所有人实现更美好和更可持续未来的蓝图。金融是支持可持续发展的重要部分。将环境、社会和治理因素融入投资决策，可以引导资金流向有利于实现生态友好、促进社会和谐、提升治理水平的领域，引导企业长期可持续发展。

在此背景下，我国绿色与可持续投资的影响日益扩大。然而，当前可持续投资的理念和实践多来源于海外经验，可持续投资的内涵尚未清晰，相关概念混杂，未能形成一致的、具有中国特色的可持续投资定义、议题框架和成熟的投资方法，这为我国更大规模的投资实践带来了诸多挑战。因此，本研究一方面，汇总海外学术理论与机构实践经验，溯源可持续投资；另一方面，深入研究中国特色的可持续战略、学术研究、政策、实践方法，归纳中国特色的可持续投资的定义、议题与投资方法。

第一章理论篇，追溯了可持续投资理论的基石，即可持续发展理论的历史轨迹，解析其内涵及其作用于投资的理论机制，最终从理念、议题、方法三个要素阐明可持续投资的定义。此外，还对可持续投资相关概念进行了辨析。第二章政策篇，通过总结可持续理念指导下的监管政策设计案例，对可持续投资的监管原则、对象和实践方法进行了归纳。第三章实践篇，梳理全球可持续投资者类型、动机投资策略的异同，筛选实操性强的应用案例，为国内投资实践提供全面的参考。第四章落地篇，聚焦中国特色可持续投资。我们认识到，基于不同的发展阶段、社会环境和认知，存在不同的可持续理念和投资策略。因此，本研究在国际共性可持续理念的基础上，结合我国文化、政策和实践情况，提炼出中国特色的理念、议题和方法。

关键词：可持续投资，ESG 议题，投资策略

第一章 理论篇

一、可持续发展的理念来源

可持续发展理念的诞生，源于公众对经济、环境和社会长期发展的深刻思考。工业革命之后，经济的快速增长虽然极大丰富了人类的物质生活，但同时也催生了一系列环境和社会问题。在此背景下，公众开始对传统的发展模式进行深刻的反思，并积极探寻一条更为可持续的发展路径。于是，“可持续发展”理念应运而生，它代表人类对文明发展方式的深刻省思和积极探索。本章旨在追溯可持续发展理论曲折前行的历史轨迹，深入探讨并解析其丰富内涵。

（一）从生存到发展

1936 年，凯恩斯发表《就业、利息和货币通论》，标志着当代西方经济学的诞生。与古典经济学及新古典经济学理论不同，凯恩斯主义的核心理论纳入了对人的关注，提出了国民收入决定理论和就业理论，并强调劳动对经济增长的贡献。二战结束后，重建经济、扩大就业和提高经济增长率成为发达国家的首要任务，这与凯恩斯主义核心理念相契合，凯恩斯主义经济学顺其自然地成为西方经济学主流，但值得注意的是，凯恩斯主义缺乏对长期经济发展问题的关注。

20 世纪六七十年代，西方国家失业问题得到缓解，滞胀问题却日益凸显。为摆脱这一经济困境，货币主义、供给学派及理性预期学派等经济学流派纷纷崭露头角。这些流派主要聚焦于国家的宏观经济运行问题，致力于寻求有效的解决之道。然而，在当时特定的历史时期，环境和社会问题并未被视为制约经济发展的主要挑战，因此可持续发展问题未能进入这些经济学流派的研究视野，这也为日后环境破坏、资源枯竭等问题埋下伏笔。

随着经济快速发展，环境问题日益严峻，人类开始尝到盲目追求经济增长的苦果并开始反思以往的发展方式。在此背景下，部分具有前瞻性的学者开始探寻新的发展模式和路径，可持续发展理论开始悄然萌芽。最先提出可持续发展思想的是西方以哈里森·布朗等为代表的反增长论者和环境保护论者，他们反对把经济增长作为经济政策的主要目标，同时批判“资源和环境问题不重要”的新古典观点，认为经济增长必然要受自然资源和环境容量的限制。与此同时，“罗马俱乐部”成立，并于 1972 年发表了《增长的极限》研究报告。该报告标志着学界开始将可持续发展纳入发展理论考量，并催生了可持续发展理念。该报告基于数学模型预测未来一个世纪内，随着人口和需求的快速增长，资源耗竭、环境污染、生态破坏和生物

多样性减少将不可避免，唯一的解决办法是抑制贪婪，保持适度增长。这为可持续发展理论的形成奠定了重要基础，促使大众思考如何平衡环境保护与经济增长。

（二）从发展到可持续发展

在 20 世纪 80 年代末，社会各界因对自然资源耗竭和气候变化日益担忧，发起了第二次关于“可持续发展”的全球大讨论。这一浪潮标志着人类认知从发展转向可持续发展，为可持续发展的理念和实践奠定了坚实基础，也催生了国际社会对新发展道路的迫切需求。

1987 年，联合国世界与环境发展委员会(WCED)发布《我们共同的未来》，报告中给出了可持续发展的正式定义，可持续发展是满足当代人的需要，而又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展(WCED，1987)。自此，可持续发展理念的内涵雏形初具并成为全球范围内的共识。

1992 年举行的联合国环境与发展会议，是继 WCED 之后的又一次突破，为可持续发展理念的实践落地注入动力。会议发表并签署了《21 世纪议程》《里约宣言》《联合国气候变化框架公约》《联合国生物多样性公约》等多个重磅文件。上述文件不仅为全球可持续发展指明了方向，也激发了研究人员对可持续发展问题进行更深入、更全面的思考。

2015 年 8 月，联合国 193 个成员国通过《2030 年可持续发展议程》及其 17 项可持续发展目标，内容涉及贫困、不平等、气候变化等内容，旨在为全人类谋求更美好、更加可持续的未来。这一议程的通过，标志着可持续发展理念由理论转为现实应用，为可持续发展理念的落地实践提供了有效的指导及量化评价方法，对于国家和企业短中期践行可持续发展理念具有重要意义。它激发了世界各地的政府、企业、社区和个人的积极性与创造力，共同投身于构建可持续发展事业。

（三）可持续发展的理论内涵

可持续发展的定义目前已超过 100 种，其内涵仍在持续演进，现有的定义主要从可持续发展的两个维度进行解析。

①可持续发展的形式

在形式上，可持续发展可以分为“弱可持续发展”和“强可持续发展”两种类型。前者侧重于增加供应，而不影响经济增长；后者则侧重控制需求，对经济增长进行干预。两种理念在理论上看似相互排斥，但在实际中能够和谐共存。

“弱可持续发展”以人为中心，将自然视为一种资源，为了实现人类目标可以使其效用最大化[1]。该观点本质上认为“自然资本”与“人造资本”之间具有可替代性，但这种替代是有限度的[2]，人类实践活动需要以渐进的、可持续性的形式进行，并且需要科技支撑以减轻自然压力。

“强可持续发展”则以“自然”为中心，“自然”不必在任何时候都对人类的需求有益，并且人类不具有剥削“自然”的固有权利[3]。持此观点的学者认为，自然资本不可能被人造资本完全取代，人类应该减少对自然资源的索求，鼓励在满足生存需求的基础上，建立更为简单的生活方式。

②可持续发展的核心

可持续发展包括人与人、人与自然的关系，其核心是代内和代际公平发展，重点关注社会、经济和环境三个维度。

代际公平是可持续发展理论的核心议题，其核心理念是“后代人优先原则”。这一理论最早由美国学者爱迪·B·维思在 1984 年提出，他认为每一代人都是后代人类的受托人，在后代人的委托之下，当代人有责任保护地球环境并将它完好地交给后代人[4]。这一理论被视为可持续发展理论的基石，1987 年 WCED 在《我们共同的未来》报告中所提出的可持续发展定义，即是在此基础上演进而来。1988 年，佩基在其著作《代际公平和社会贴现率》中进一步阐述了代际公平思想，他指出，若当前决策的后果将影响未来数代人的利益，就应该按照“代际多数原则”在有关的各代人之间进行公平分配[5]，这进一步明确了“后代人优先原则”。

另一个重要的角度是代内公平，即同代人之间的公平发展。代内公平是可持续发展公平原则在空间维度的要求，其主要体现在国与国之间的公平，也是实现代际公平的基础。在 1992 年召开的联合国环境与发展大会上，代内公平被列为大会主题之一，被许多国际条约和文件认可。会议通过的《里约环境与发展宣言》提出，在国家、社会重要部门和人民之间建立一种新的、公平的全球伙伴关系，并强调消除贫困及保护发展中国家的利益[1]。代内公平也是代际公平的基础，只有在同代人之间实现了公平，才能够更好地保护地球环境和资源，为后代留下更好的生存和发展条件。因此，代内公平和代际公平是相互联系、相互促进的。

---

[1] 联合国环境与发展大会文件（1992 年 6 月）：里约环境与发展宣言[EB/OL]. http://news.xinhuanet.com/ziliao/2002-08/21/content_533123.htm.

二、可持续投资的理论定义与内涵

（一）可持续因素对企业与投资收益的影响

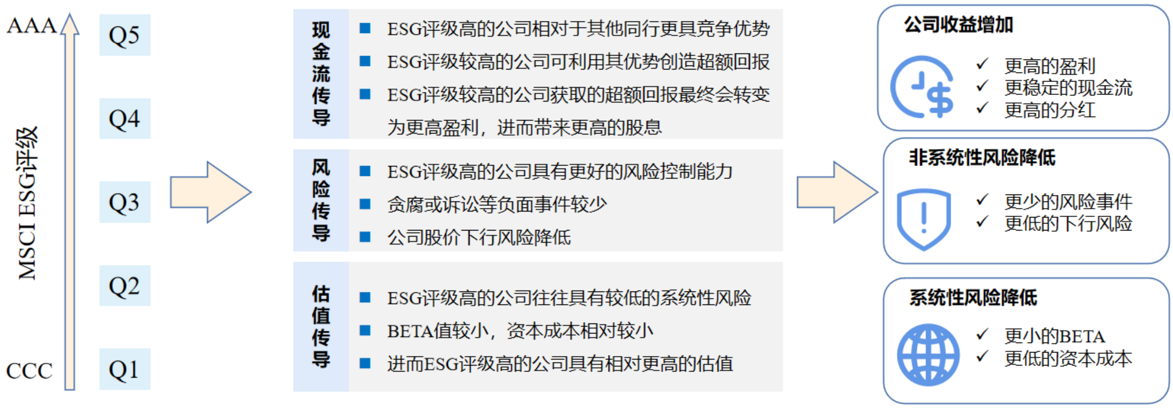
1. 可持续绩效影响企业价值和投资收益

对于企业而言，践行可持续发展理念既是外部监管的要求，也是其实现长期可持续发展的必要举措。关于企业提升可持续绩效能否提升企业价值或改善财务绩效，以及背后的机制如何，国内外学者进行了大量研究。相关文献观点主要包括以下三种：

一是企业可持续绩效与企业价值正相关。一方面，企业 ESG 实践有助于降低企业风险(Sassen 等，2016[6]；Verheyden 等，2016[7]；廉永辉等，2023[8])，降低企业融资成本、缓解融资约束(王琳璘等，2022[9]；Zhang 等，2022；谢红军等 2022)，赢得客户、供应商等利益相关者的青睐和信任(Houston 等，2022；Nguyen 等 2022)，从而提升企业财务绩效和价值。另一方面，企业 ESG 绩效较好的公司往往具有合理且完善的治理结构，可以缓解委托代理问题、降低代理成本(李井林等，2021；胡洁等，2023)，并且 ESG 责任履行的良好评价可降低信息不对称问题，显著提升市场关注程度，向公众释放积极信号，有助于提振投资者的信心(席龙胜等，2022；Nguyen 等，2022；Shaikh 等，2022；孙慧等，2023；廉永辉等，2023)。Giese 等(2019)则从估值的角度探讨了企业 ESG 绩效对企业价值的影响，企业的 ESG 表现主要通过现金流渠道、特殊风险渠道和评估渠道三条渠道影响企业的估值。

图 0-1 企业 ESG 表现对企业价值正面影响渠道

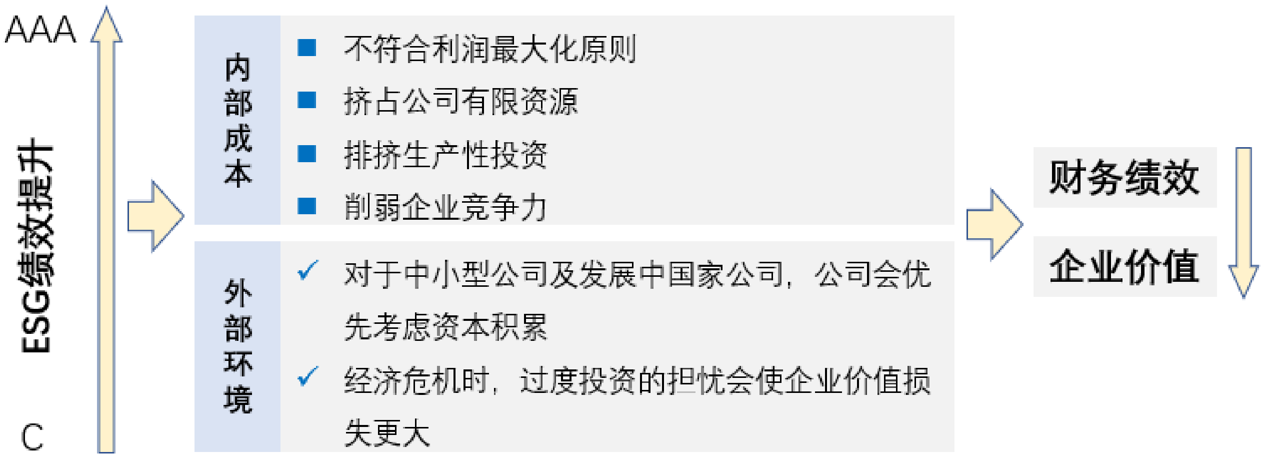
图 0-2 企业 ESG 表现对企业估值的影响渠道



二是企业 ESG 绩效与企业价值负相关。从企业投入产出的角度来看，企业 ESG 实践伴随着大量的投入，这会挤占公司有限的资源，排挤其他生产性投资，最终导致企业财务业绩下滑(Schuler 等 2006[10]；Gray 等，2003[11])。企业的 ESG 实践同样违背利润最大化的初衷，在竞争对手没有从事类似社会责任活动或投入相对较少时，企业的 ESG 实践会削弱企业的竞争力，导致企业利润减少(Aupperle 等，1985[12]；Friedman 等，2007[13]；Crisóstomo 等，2011[14])。从企业的发展阶段和企业所面临的外部市场环境来看，对于中小型公司以及位于发展中国家的公司，公司会优先考虑资本积

累，投资者对其 ESG 绩效的容忍度也相对较大(Garcia 等，2020[15])。

图 0-3 企业 ESG 表现对企业价值的负面影响渠道



三是企业 ESG 绩效与企业价值之间呈现不确定或非线性关系。一方面，部分学者通过实证分析发现，公司的 ESG 表现与企业的财务绩效或公司价值无显著关系(McWilliams 等，2000[16]；Aras 等，2010[17]；Humphrey 等，2012[18]；Atan，2018[19])。另一方面，部分研究表明企业践行社会责任和其财务绩效之间存在 U 型关系。ESG 在投资之初与财务绩效呈现负相关关系，原因是履行 ESG 责任的固有成本，在其他条件不变的情况下，投入越多，成本则越高，财务绩效也会随之降低。当 ESG 绩效达到一定程度时，创新补偿效应大于替代效应，企业所获得的收益会最终超过其成本，进而呈现出 ESG 与财务绩效的正相关关系(Chen 等，2018[20]；王双进等，2022)。

2. 环境/社会/公司治理对企业价值和投资收益的影响

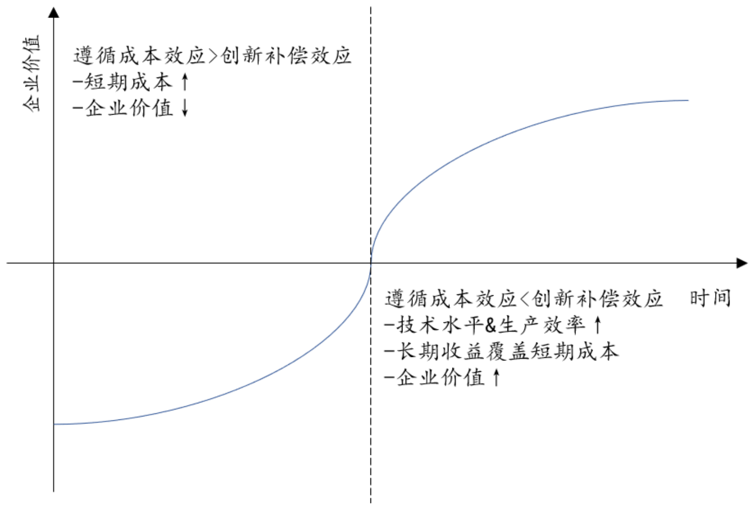
现有文献的研究主要集中于环境规制对企业财务绩效或财务价值等方面的影响，环境规制通过企业创新这一中介对企业价值产生影响，受到“遵循成本假说”及“波特假说”的相互作用。遵循成本假说从静态视角出发，仅关注环境规制对企业的短期影响，而波特假说则基于长期视角，揭示了环境规制对企业的长期影响。

传统的“遵循成本假说”认为环境保护和经济增长是相互排斥的。政府实施环境规制后，企业需采取减排措施，如购买治污设备、使用清洁能源等。这些措施会增加企业生产成本，降低短期财务绩效。同时，环保支出会占用企业生产性投资，抑制再生产活动，并削弱企业创新能力，损害企业长期价值(Gollop 等，1983[21]；Barbera 等，1990[22]；Petroni 等，

2019[23])。遵循成本假说对传统制造业，特别是能源密集型行业的影响尤为显著，如造纸行业(Brännlund 等，1998)[24]、钢铁行业(Jaffe 等，1997)[25]、化工行业(Domazlicky 等，2004)[26]等。

随着经济的持续发展，技术和效率对企业财务绩效的影响逐渐增强。从长期来看，环境保护和经济增长之间的关系有所转变，二者并非是绝对的对立关系。Porter(1995)[27]指出，从企业的长期发展来看，企业的生产技术与要素投入同样重要，适度的环境规制可以激励企业技术创新，优化自身的资源配置，进而提高企业的长期竞争力。从长期来看，企业技术水平的提升及效率改进所带来的收益可以弥补环境规制所带来的短期成本上升，从而实现环保和经济的双赢。现有研究就国内外制造业企业展开了大量实证研究(Lanjouw 等，1996[28]；Hamamoto 等，2006[29]；Jorge 等，2015[30]；李强等，2009[31]；白雪洁等，2009[32]；王国印等，2011[33]；蒋为，2015[34]；余伟等，2017[35]；叶琴等，2018[36])，结果均支持波特假说。

图 0-4 遵循本效应与创新补偿效应



现有研究对企业治理水平与企业价值之间关系的看法较为统一，即认为良好治理责任的履行具有正向价值效应，良好的公司治理是企业价值持续提升的必要条件。

从财务安全性的视角来看，具有良好治理水平的公司能够在未来较长的一段时间里具备较高的财务安全性，具有可持续盈利的潜力，因此市场上的投资者也更愿意为此支付高溢价，从而使企业的市场价值得到提升(白重恩等，2005[37]；刘银国等，2011[38]；杨典等，2013[39])。

从治理结构视角看，一方面，董事会中独立董事比例的提升以及董事会多元化的构成，有助于进一步激活董事会的治理效能，提升公司治理水平，

有效抑制大股东的掏空行为，最终提高公司价值(Carter 等，2003[40]；王跃堂等，2006[41]；赵昌文等，2008[42])。另一方面，公司的股权结构也会对公司的价值产生影响，公司股权分散化程度的提高可以抑制大股东“隧道效应”，从而提升公司的业绩，机构投资者持股以及实际控股人持股，有助于监督和约束企业行为，促使实际控制人关注长期经营，减少恶性关联交易，最终提升企业价值(夏立军等，2005[43]；李维安等，2008[44]；邵帅等，2015[45])。

图 0-5 公司治理水平提升对企业价值的影响渠道

从外部监督的视角来看，企业信息披露有助于降低信息不对称，进而缓解融资约束并提升企业价值(曾颖等，2006[46]；朱红军等，2009[47])；媒体的关注及监督可以约束和防范公司败德行为，从而提升企业的治理能力(李培功等，2010[48]；于忠泊等，2011[49])；来自外部监管部门的监管则通过协调委托代理问题，使得管理者和经营者激励相容，从而改善公司的业绩(顾小龙等，2016)[50]。

（二）可持续因素在投资领域的落地

当可持续发展理念落实到投资领域，引申出了许多相似的概念，本节从历史渊源对这些概念的来源和定义进行梳理辨析。

企业社会责任(CSR)的概念最早由英国学者 Oliver Sheldon(1923)提出，企业除了为股东牟利，还要考虑提高社区整体服务水平和社区利益，其中社区利益应高于企业利益。Bowen(1953)[51]对企业社会责任进行了系统性的定义：企业有义务按照社会的目标和价值观在日常经营中制定政策、进行

决策并采取行动。之后，社会责任理念进一步发展。其中，社会责任金字塔理论及三重底线理论最具代表性。Carroll (1991)[52]将企业的社会责任归纳为包含经济责任、法律责任、伦理责任、慈善责任四个层次的金字塔模型。在此基础上，John Elkington(1997)[53]提出了“三重底线”概念，即企业社会责任可以分为经济责任、环境责任和社会责任。

社会责任投资主张投资者应当选择具有社会责任感的上市公司进行投资（Moskowitz，1972）[54]。1974 年成立的美国矿工联合会健康与退休基金（UMWA Health and Retirement Funds）是第一只社会责任概念的基金。2001 年成立的 Unibanco S.A.是第一个 SRI 卖方研究机构，为欧洲和美国的责任投资基金提供研究服务。2007 年挪威养老金开始专注于社会责任投资，主张剔除违反人道主义原则、侵犯人权、腐败、严重造成环境危害的投资方向，确保投资与道德、社会价值观相符。

可持续投资相关概念可追溯至 20 世纪 80 年代。联合国 WCED（1987）明确提出可持续发展概念，随后 UNEP FI 于 1992 年正式成立，致力于推广和实践可持续金融。2000 年，UNGC（联合国全球契约）提出全球契约原则，其中包括了企业需要承担的十项社会责任原则。随后，UNGC（2004）进一步强调，企业对社会的贡献、对环境的保护以及公司治理的提升，不仅有益于社会和环境，也有益于企业的长期财务表现。

ESG 投资始于 2006 年，当时联合国发起成立了责任投资原则组织(UN PRI)，该组织将社会责任凝练为 ESG 理念，倡导在投资中践行 ESG 理念。ESG 理念日益深入人心，逐渐发展成为完整的理论体系和方法论，并被广泛用于投资实践当中。在实践方面，ESG 投资也取得了显著的进展。2017 年，世界银行发布了第一只与 SDG 目标挂钩的债券，这一创新性的金融工具为可持续发展目标融资提供了新的途径。2021 年，G20 可持续金融工作组正式成立，欧盟 ESG 投资规则也正式生效，标志着 ESG 投资在全球范围内的认可度和影响力进一步提升。

在绿色金融方面，世界银行早在 1996 年就开始了绿色 GNP 核算，使得绿色经济逐渐融入各国的顶层设计。2015 年，党的十八届五中全会提出新发展理念，将绿色发展作为关系中国发展全局的一个重要理念，推动绿色金融走进公众视野。2007 年，欧洲投资银行发行了第一只绿债，共募集 6 亿欧元，为绿色金融的发展奠定了基础。2016 年，《关于构建绿色金融体系的指导意见》对绿色金融进行详细定义，指出绿色金融是为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动。国内实践方面，中国第一只绿债基金（路博迈中国绿色基金，019520.OF）已于 2023 年由路博迈基金管理公司发行。

（三）可持续投资定义的再明确

1. 可持续投资与其他相关概念的联系与区别

整体而言，可持续、ESG 和绿色等概念都是对投资中考虑可持续因素的具象化，其理念和实践方法相似。作为负责任的投资者，需遵循可持续发展原则，以实现可持续目标。在此过程中，资管机构使用 ESG 工具作为方法和手段。可持续是需要践行的投资原则和理念，负责任是对投资者的描述，而 ESG 则是投资过程中的工具、方法和重点问题。当强调“E”（环境）时，也意味着机构正在进行绿色投资。

(1)环境/社会/治理（ESG）是责任投资议题的具象化

从责任投资和 ESG 投资的角度来看，企业社会责任理念的历史更为久远，最早可追溯至西方宗教团体的伦理投资。社会责任理念是对传统“股东至上”企业观的修正，即在追求股东利益最大化的同时还需兼顾社会利益。随着经济社会发展，环境问题、劳工问题等社会矛盾不断加剧，促成了社会责任投资的全面兴起。投资者的价值观逐渐被重塑，投资策略也发生相应转变，伴随着实践和经验的积累，逐渐形成了一套完整的投资策略，这种投资策略抓住了社会责任理念中最重要的三个要素，即环境、社会和公司治理，最终形成了 ESG 理念。ESG 理念脱胎于社会责任理念，是社会责任理念的具象化，锚定了责任边界以及评价标准，可以更好地指导投资实践。但是，需要明确的是，ESG 和社会责任二者之间并无本质区别，ESG 只是社会责任的具象化概念，在实际的应用中，ESG 和社会责任所指代的内容基本一致。

(2)环境/社会/治理（ESG）是可持续投资考量的核心维度

就可持续投资和 ESG 投资来看，ESG 着重关注金融领域在“可持续发展”目标中所应承担的责任。ESG 是对通过投资能够解决的部分“可持续发展”目标的具体体现，在 17 个可持续目标中，与企业及投资机构相关的部分能够与 E（环境）、S（社会）和 G（公司治理）三个维度相对应。尽管在理念上，可持续投资涵盖“促进经济可持续发展”这一更为宏大的理念，但从资产管理机构的实践来看，实施“可持续投资”的方法便是考虑 E、S、G 因素在进行投资。

(3)狭义的绿色投资、气候投资是可持续投资的子集

值得注意的是，近年来监管文件中“绿色”的内涵扩大，从仅关注环境到逐渐包含社会和公司治理。例如，原银监会《绿色信贷指引》中提到环境和社会风险、原银保监会《银行保险业绿色金融指引》中提到提升自身环

境、社会、公司治理表现。可以说，广义的“绿色”已经可以概括环境、社会的内容，即 ESG。

表 0-1 可持续投资与其他相关概念的联系与区别

<table>
<tr><th colspan="3">资管侧</th><th colspan="2">企业侧</th></tr>
<tr><td>ESG 投资</td><td>在投资研究、投资决定和投资管理流程中纳入 ESG(邱慈观，2021)</td><td rowspan="3">是对“在投资中融入 ESG”这一概念的不同术语表达</td><td rowspan="2">ESG 实践</td><td rowspan="4">企业承担社会责任，在运营过程中考虑 ESG 因素、并对外披露相关信息</td></tr>
<tr><td>责任投资</td><td>将 ESG 因素融入投资决策和积极所有权的一种投资策略和实践(2006，UNPRI)</td></tr>
<tr><td>可持续投资</td><td>贡献于可持续和包容性增长及气候变化、将 ESG 纳入投资决策(欧盟委员会，2020)</td><td rowspan="2">CSR</td></tr>
<tr><td>绿色投资</td><td colspan="2">投资于支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动(七部委关于构建绿色金融体系的指导意见，2016)</td></tr>
</table>

2.可持续投资的再定义

基于上述理念、概念和历史渊源，可以这样定义可持续投资：**可持续投资是助力可持续发展、将 ESG 因素融入投资决策和积极所有权实践的投资策略**。其内涵包括以下几个维度。

从核心理念上，关注长期可持续的发展，维护代内公平和代际公平。

从关注议题上，包括“ESG”三个维度下的多种议题。

从实施方法上，表现为投资决策中融入可持续考量和投后管理中推动可持续发展。

在第二章到第四章中，本研究将基于海内外可持续投资理论研究、政策方针、产品实践，对可持续投资的核心理念、关注议题和实施方法进行系统的梳理，并归纳中国特色可持续投资要点。

第二章 政策篇

一、全球主要市场可持续投资政策

（一）国际通用的可持续投资规范

目前，国际社会已建立多个可持续投资规范框架，这些框架在推动可持续投资方面发挥重要作用。联合国发起的负责任投资原则（PRI）倡导 ESG 融入投资决策和实践。气候相关财务披露工作小组（TCFD）和国际可持续准则理事会（ISSB）提供气候风险和机遇的披露建议、一般要求和气候相关披露准则。全球公约如“昆明-蒙特利尔全球生物多样性框架”（“昆蒙框架”）和《巴黎协定》也为全球可持续投资提供重要指导和约束。

在关注议题上，PRI 确定了对可持续投资理念的主要原则共识，鼓励投资者在投资中践行 ESG 理念。《巴黎协定》旨在确保资金流向符合低碳和气候适应型发展，强调气候减缓、适应和公平转型，以实现全球气温上升限制在 1.5℃以内的目标。“昆蒙框架”则关注生物多样性保护，要求投资者监测、评估并透明化披露其对生物多样性的影响，采取资金流动调整措施，以实现生物多样性保护的目标。此外，中国加入签署的《联合国海洋法公约》《控制危险废物越境转移及其处置巴塞尔公约》《控制危险废物越境转移及其处置巴塞尔公约》等，明确了包括气候变化、土地与生物多样性、水资源保护、废弃物管理、大气污染物管理、劳动与人权、和平安全、性别平等、反腐败在内的环境、社会议题方向。

表 0-1 主要国际公约及聚焦议题

议题		主要国际公约
环境议题	气候行动	《巴黎协定》
		《联合国气候变化框架公约》
		《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》
		《京都议定书》
	土地与生物多样性	《生物多样性公约》
		《卡塔赫纳生物安全议定书》
		《濒危野生动植物种国际贸易公约》

议题		主要国际公约
		《昆明-蒙特利尔全球生物多样性框架》 《湿地公约》
	水资源保护	《联合国海洋法公约》 《预防中北冰洋不管制公海渔业协定》 《防止倾倒废物和其他物质污染海洋公约》 《南极海洋生物资源养护公约》 《跨界水道和国际湖泊保护和利用公约》
	废弃物管理	《控制危险废物越境转移及其处置巴塞尔公约》
	大气污染物管理	《关于持久性有机污染物的斯德哥尔摩公约》 《蒙特利尔议定书》
社会议题	劳动与人权	《1930 年强迫劳动公约》 《1957 年废除强迫劳动公约》 《维也纳宣言和行动纲领》 《发展权利宣言》 《消除一切形式种族歧视国际公约》
	和平安全	《不扩散核武器条约》 《禁止生物武器公约》 《禁止化学武器公约》 《联合国打击跨国有组织犯罪公约》
	性别平等	《消除对妇女一切形式歧视公约》
	反腐败	《联合国反腐败公约》

在实施方法上，TCFD、ISSB 等组织提供了具体实施的框架。TCFD 致力于

为全球金融行业制定准则，以充分评估气候变化对企业未来运营的影响，尤其强调对气候相关风险和机遇的准确理解与定义；ISSB 主要目标是将可持续性转化为一种可量化且全球通用的会计语言，建立统一、全球化的可持续性报告标准，进而提高公司 ESG 信息的透明度和可比性，帮助投资者更深入地理解公司的可持续性表现。

这些国际性的可持续投资规范同样具有相似之处。首先，ESG 因素和相关风险与机遇的识别是核心，金融机构需全面识别与可持续性相关的风险和机遇；其次，所有规范均设立了明确的目标和绩效指标，以准确评估公司的可持续性表现；最后，所有规范均鼓励企业提高信息披露的透明度，增强信息的公开度和可比性。

表 0-2 国际可持续投资规范框架简介和侧重

规范/框架	框架内容简介	政策框架侧重点
PRI 负责任投资原则	PRI 负责任投资原则框架由六大投资原则组成，并对每条提供了详细的可行方案。	强调可持续发展过程中投资决策、积极所有权行为、对外合作行为实践的 ESG 整合以及信息披露透明度的重要性。
TCFD	TCFD 框架包含治理、战略、风险管理、指标和目标四大板块，提出 11 条披露建议。	气候风险和机遇的量化披露。
ISSB	IFRS S1 考虑可持续发展相关的风险和机遇，并强调信息的实质性，主体内容包括目标、范围、概念基础、核心内容、一般通用要求、判断、不确定性和差错，附录七大部分；IFRS S2 是根据 S1 要求对具体气候议题的披露，与 TCFD《气候相关财务信息披露工作组建议》保持高度一致，在治理、战略、风险管理、指标与目标上提出更加细化的规定。	ISSB 准则将可持续性转化为一种可量化且全球通用的会计语言。
巴黎协定	《巴黎协定》采用“协议+决定”的形式，其中，决定包括：协定的通过、国家自主贡献、关于实施本协定的决定、2020 年之前的强化行动等，不需要各国立法程序批准。协议列有 29 条，包括目标、减缓、适应、损失损害、资金、技术、透明度、盘点机制等内容，需要各国立法程序批准。	《巴黎协定》在可持续方面强调的因素更为广泛：只有兼顾气候减缓、气候适应及公平转型三大因素，才能真正契合《巴黎协定》目标。

规范/框架	框架内容简介	政策框架侧重点
昆蒙框架	序言、“2050 愿景与 2030 年使命”、4 个 2050 年全球长期目标、23 个 2030 年全球行动目标，还包括“执行和支助机制及扶持性条件”“责任和透明度”“沟通、教育、认识和理解”3 个部分。	强调可持续发展中的生物多样性保护。

（二）欧盟的可持续投资政策

欧盟 ESG 监管政策以强制性为特点，目前已经自上而下建立起一套较为完整的可持续投资监管体系。从结构上看，这一政策体系主要由两大核心部分构成：一是两大指导和纲领性文件——《可持续发展融资行动计划》和《欧洲绿色协议》；二是强制性的 ESG 信息披露法律支柱——《公司可持续发展报告指令》（CSRD）、《可持续金融信息披露条例》（SFDR）和《欧盟分类目录》（ETR）。从各项文件和法律的具体内容来看，欧盟对“可持续投资”和“ESG 投资”采取了主动定义的方式，对概念有明确的范围划分。

在整体的监管原则上，欧盟 ESG 监管文件旨在实现可持续金融目标，提高可持续信息的透明度，引导投资资金流向符合可持续发展目标的资产和项目。两大文件《可持续发展融资行动计划》和《欧洲绿色协议》奠定了欧盟的可持续发展框架。2018 年 3 月 8 日，欧盟委员会发布《可持续发展融资行动计划》，明确了可持续投资的范围，包括三大目标、10 项行动和 22 条具体行动。三大目标是：引导资本流向更可持续的经济活动；将可持续性纳入风险管理主流；促进金融和经济活动的透明度和长期主义。2019 年 12 月，欧盟委员会发布《欧洲绿色新政》，该政策提出，将气候和环境挑战转化为政策领域的机遇，使欧盟在 2030 年前至少减少 55%的温室气体排放量，并在 2050 年成为全球首个实现“碳中和”地区。

在议题侧重点上，欧盟可持续投资政策重点聚焦气候议题，同时强调绿色发展和公正转型。《可持续发展融资行动计划》是基于《巴黎协定》和联合国“2030 可持续发展议程”提出的 17 条可持续发展目标制定的；《欧洲绿色新政》针对经济发展不同领域制定了具体变革举措，包括能源、工业、建筑、交通、农业及环境保护六个方面。此外，还从资金投入、科教领域创新与研究、监管工具的制定、公民参与气候行动的积极性、绿色外交等方面制定了相应的保障措施，为欧盟的可持续发展指明方向。

在实施方法上，欧盟通过《公司可持续发展报告指令》（CSRD）和《可持续金融信息披露条例》（SFDR）两大法律支柱，强制要求符合条件的企业和金融机构披露 ESG 信息。CSRD 目前已覆盖欧盟境内近 50000 家企业，

并将在 2024 年至 2028 年期间逐步推进，覆盖全部大中小型企业。SFDR 针对欧盟的金融市场参与者（FMPs）和财务顾问（FAs）制定了一套与可持续性发展相关的披露规定条例，旨在提高金融产品的透明度，防止“漂绿”行为。作为 SFDR 重要支撑的 ETR 最终报告与政策建议于 2020 年 3 月正式发布，旨在帮助扩大可持续投资规模并打击“漂绿”行为。ETR 依据技术中立原则，识别经济活动对于环境目标的短期及长期绩效，引导经济活动实现可持续转型。其具体内容覆盖环境和气候领域，同时涉及社会和公司治理的部分要求。

（三）美国的可持续投资政策

与欧盟的体系化可持续投资政策不同，美国市场目前对 ESG 因素的考虑主要依靠市场自愿行为。但这种情况正在改变，美国监管格局正在迅速变革。美国正在推动 ESG 发展从市场主导转向监管驱动，反映出政府对可持续投资的重视，并预示着未来 ESG 监管环境的趋势。

美国监管部门以拜登政府的行政命令为核心，以自愿为主导原则。2021 年 2 月，拜登要求联邦政府评估、披露和缓解经济各部门的气候污染和相关风险。劳工部允许《雇员退休收入保障法》ERISA 受托人在投资决策中考虑 ESG 因素进行代理投票。综合来看，美国监管部门对可持续投资的理解聚焦于将 ESG 因素融入投资决策和积极所有权实践的投资策略。

在议题侧重点上，美国监管部门重点关注董事会的多样性以及企业气候风险。纳斯达克交易所修改《董事会多元化上市标准》，要求纳斯达克上市公司至少有两名多元化董事，或公开解释原因，并且每年需要使用标准化格式公开披露董事会多样性统计数据；此外，金融稳定监督委员会(FSOC)呼吁金融监管机构重点关注气候相关风险的能力建设、披露、数据、评估和缓解。同时成立了气候相关金融风险咨询委员会（CFRAC），协助 FSOC 收集信息、进行分析并提出建议，以识别、评估和减轻金融体系与气候相关的风险。

在实施方法上，美国证券交易委员会（SEC）正在逐步加强和规范投资者的气候相关信息披露，预防和打击“漂绿”事件发生，同时鼓励金融机构做出“净零”承诺。2022 年 3 月，SEC 发布了《投资者气候相关信息披露的加强和标准化》提案，要求上市公司披露气候战略、风险治理、气候风险和财务报表影响以及温室气体排放情况；同年 5 月，SEC 发布《披露提案》《基金名称提案》《披露提案》，要求基金公司在招股说明书、年度报告和顾问手册中具体披露 ESG 策略，同时将 ESG 基金分为三类，整合基金、ESG 聚焦基金和影响力基金；《基金名称提案》对基金的命名及资产配置做出规定。2023 年 9 月 19 日，美国财政部发布《零排放融资与投资原则》，

鼓励私营部门金融机构制定和追求零排放承诺，希望借此调动更多资本应对气候变化和经济机遇。

然而，美国各州在 ESG 监管方面存在分歧，政策不确定性加大，导致撤资风险上升。例如，加州加强了对气候相关信息的披露规定，发布了《气候企业数据责任法案》和《气候相关金融风险法案》。前者要求在加州运营的收入超过 10 亿美元的企业从 2026 年开始全面报告其排放量，并要求报告获得第三方保证；后者要求年收入超过 5 亿美元的大公司每年披露与气候相关的财务风险和缓解策略。另一方面，佛罗里达州的反 ESG 浪潮加剧，该州今年 5 月发布了《与政府和企业活动相关的法案》，要求州行政委员会仅根据金钱因素投资所有资金，而不能牺牲投资回报来促进非资金因素的 ESG 目标。

（四）日本的可持续投资政策

2014 年，日本经济贸易和工业部发布《伊藤报告》，建议日本官方出台 ESG 相关政策。此后，日本官方持续发布或更新相关政策法规，以促进可持续投资的成长和发展。这些政策紧随欧洲国家经验，对亚洲可持续投资起到了引导作用。

在整体的监管原则上，《尽职管理守则》和《公司治理守则》是日本 ESG 政策法规的两大基石，分别对机构投资者和企业作出规定。2014 年，日本金融厅颁布了《尽职管理守则》，促进投资者与公司管理层之间的对话，要求机构投资者制定明确的政策，以公司可持续增长为目标，考虑被投资公司的公司治理、战略、绩效等，并披露落实情况。2015 年，日本金融厅联合东京交易所颁布了《公司治理守则》，对人力资本、董事会活动和交叉持股等方面做出要求，以推动上市公司永续发展及中长期价值创造。2017 年修订后的守则鼓励企业实现人员性别与国籍的多样化，增加女性领导人的聘用。

在议题侧重点上，日本可持续投资政策强调公司治理议题，特别是股东及董事会在可持续投资发展中的重要性。《尽职管理守则》和《公司治理守则》对企业 ESG 信息披露的要求均采用原则性倡议，而非强制规范的法则。《尽职管理守则》的重点在于促进机构投资者通过行使股东权利来提升企业在可持续方面的管理和决策以及企业的管理效率；《公司治理守则》将 ESG 和可持续发展议题的考量与实践纳入董事会职责，要求董事会充分认识可持续性问题在企业风险管控中的重要性，并采取主动行动。但总的来说，日本相关政策对于可持续的解释和规定较为笼统，未对可持续投资相关具体行为做出系统的划分。

在具体实施方法上，日本政府养老投资基金（GPIF）在推动日本可持续投资发展上起到了关键作用。日本政府养老投资基金（GPIF）是最早宣布遵守《尽职管理守则》的主要基金之一。GPIF 于 2015 年加入了联合国 UNPRI 组织，也是日本第一个签署负责任投资原则的大型金融机构。GPIF 还支持了一系列气候相关的倡议，包括 TCFD、Climate Action 100+ 等，同时与世界银行合作进行了如何将 ESG 整合固定收益的相关研究。在 ESG 投资方面，GPIF 主要采取跟踪 ESG 指数的被动型投资方法，包括富时 Blossom 日本指数、MSCI 日本 ESG 精选领导者指数和 MSCI 日本妇女赋权指数等。

二、全球可持续投资政策特征

基于前述对主要国家可持续投资政策的梳理，本节进一步从监管原则、监管议题、实施方法三个方面概括全球可持续投资政策特征。

（一）监管原则：防止“漂绿”行为，支持可持续发展

近年来，防止“漂绿”成为全球可持续投资监管的重点，要求金融机构和可持续投资产品在命名和信息披露方面做到真实、准确。随着可持续发展理念和责任投资原则的普及，越来越多的投资机构和企业开始采纳 ESG 理念，但同时也出现了大量的“漂绿”行为。因此，可持续投资开始重视绿色投资的实质，通过“反漂绿”监管来确保资金流向真正对可持续发展有贡献的领域。

自 2021 年起，美国对可持续投资领域的“反漂绿”行动予以高度关注。当年 3 月，SEC 宣布设立气候变化和 ESG 特别工作组，旨在积极识别与 ESG 相关的不当行为。2022 年 5 月，SEC 提出修正案，对 ESG 基金的披露要求进行分类，并要求以“ESG”“可持续”等命名的基金至少将 80%的资产投资于真实的 ESG 资产。此外，美国监管部门也加强了对金融机构“漂绿”行为的审查和打击。例如，2022 年 6 月，高盛因 ESG 基金可能存在的误导性陈述受到 SEC 立案调查；5 月，纽约梅隆银行因在 ESG 因素考量时做出错误陈述和遗漏被 SEC 罚款 150 万美元。

欧盟对可持续投资进行监管，建立了防范“漂绿”的体系与机制。2021 年 3 月生效的《可持续金融信息披露条例》要求金融市场参与者与金融咨询机构以及金融产品披露有关可持续性风险的信息，以防范“漂绿”行为。此外，《企业可持续发展报告指令》要求企业根据 ESRS 披露其对环境、社会问题的风险和机遇及其对人类和环境的影响的信息，并从公司 ESG 信息披露的角度监督企业潜在的“漂绿”风险。《欧盟分类法》则建立了可持续经济活动的清单，方便投资者判断底层资产与标的是否符合可持续发展的要

求。

（二）监管对象：涵盖资管机构与上市公司

可持续投资是包含金融机构、企业、监管方、第三方机构等多个利益相关方的多层级生态圈，既涉及到投资流程中的决策与尽责管理，又涉及到投资标的的可持续发展绩效。因此，可持续投资监管须纳入多个监管对象，以资管机构与上市公司为监管重点，同时兼顾评级商、数据提供商等其他相关主体。

目前，欧盟和美国均发布了覆盖资管机构和上市公司的可持续投资政策。欧盟对金融机构的监管主要通过 SFDR 来实现，受监管的机构包括金融市场参与者与金融咨询机构。欧盟对企业的 ESG 监管主要通过 CSRD 来实现，根据 CSRD 的规定，欧盟所有的大型企业和上市公司必须定期披露完整的可持续发展报告，在可持续发展报告中披露必要的环境、社会和治理议题，企业需要在报告中对相关可持续发展议题与企业之间的双向影响进行必要的说明。

美国尚未发布针对机构层面可持续投资行为的严格规定。自 2021 年以来，SEC 已发布大量关于 ESG 基金的法案，并采取监管措施严厉处罚金融机构和实体企业的“漂绿”行为。从部分处罚案例中可以发现，SEC 的起诉原则是“避免欺诈”，一旦机构或企业在 ESG 方面存在实际行为与陈述之间严重的偏差，那么 SEC 都可以援引相关的法律对资管机构和企业进行处罚。

（三）监管议题：聚焦气候变化、性别平等、供应链管理等

海外监管主体近年高度关注可持续投资政策的多个议题，包括气候变化、劳动者权益、性别平等、供应链管理和公司治理。

在环境维度，气候变化是欧美监管最为关注的议题之一，主要欧美发达国家均发布了应对气候变化的可持续投资政策，涵盖行动方案、投融资指引、披露要求等类别。在社会维度，热点议题集中在劳动者权益保护、性别平等、供应链管理等方面。在公司治理维度，热点议题集中于股权结构和风险治理。此外，可持续投资政策关注的议题呈现出多维交叉融合的趋势。例如在公司治理项下的风险管理议题中，监管政策愈发关注环境风险、可持续性风险和气候风险对公司财务风险的影响，例如新加坡发布了针对环境风险管理的指导意见，奥地利、德国发布了针对可持续性风险管理的指导意见，而英国则针对银行和发债主体如何管理气候相关的财务风险给出指导意见。

表 0-3 海外可持续投资及可持续发展相关政策关注的重点议题

维度	关注议题	国家地区&政策文件
环境	气候变化	澳大利亚-APRA CPG 229 – Prudential Practice Guide on Climate Change Financial Risks 加拿大-Canadian Net-Zero Emissions Accountability Act 欧盟-Regulation (EU) 2021/1119 (European Climate Law) 欧盟-Guide on climate-related and environmental risks 法国-The French Energy Transition Law 德国-German Climate Change Act 2021 日本-Basic Guidelines on Climate Transition Finance 新西兰-Financial Sector (Climate-related Disclosures and Other Matters) Amendment Act 2021 英国-The Occupational Pension Schemes (Climate Change Governance and Reporting) Regulations 2021 美国-The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors
	生物多样性	德国-Green Bond Framework 欧盟-欧盟分类法 俄罗斯-Green Taxonomy 俄罗斯-Federal Law On Environmental Protection No. 7-FZ
	废弃物与污染物	中国-《“十四五”循环经济发展规划》 中国-中华人民共和国环境保护法 意大利-Green Bond Framework
	水资源	俄罗斯-Green Taxonomy 乌克兰-Decree of State Accounting of Water Use No. 78
	能源转型	欧盟-Regulation (EU) 2020/852 (EU Taxonomy) 法国-France Law no. 2019-1147 on Energy and the Climate 法国-The French Energy Transition Law
社会	劳动关系管理	比利时-关于公司在价值链中责任义务的拟议法律 丹麦-Stewardship Code for Danish institutional investors 印度-National Voluntary Guidelines on Social, Environmental and Economic Responsibilities of Business 瑞士-Ordinance on Due Diligence and Transparency in relation to Minerals

维度	关注议题	国家地区&政策文件
		and Metals from Conflict-Affected Areas and Child Labour 美国-Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies 荷兰-Child Labor Due Diligence Law
	性别平等	日本-Women's Advancement Promotion Law 塞尔维亚-Law on Gender Equality (No 52 of 24 May 2021) 英国-The UK Gender Pay Gap Reporting Act 英国-Women on Boards 美国-Amendment to Section 709(c) of Title VII of the Civil Rights Act of 1964 (EEO-1 Component 1 report) 比利时-The Social Balance Sheet
	员工权益	比利时-National Action Plan on Business and Human Rights 卢森堡-National Action Plan for Implementation of the UNGP on Business and Human Rights 挪威-National Action Plan on Business and Human Rights 澳大利亚-Modern Slavery Act 2018 (Cth) 加拿大-An Act to enact the Fighting Against Forced Labour and Child Labour in Supply Chains Act and to amend the Customs Tariff (Bill S-211) 卢森堡-National Action Plan for Implementation of the UNGP on Business and Human Rights
	供应链管理	奥地利-Supply chain law for a social, human rights-compliant and sustainable production method 德国-Supply Chain Law 欧盟-Regulation (EU) 2017/821 (Conflict Minerals Regulation) 欧盟-Regulation (EU) No 995/2010 (the Timber Regulation)
	社区影响	加拿大-National Instrument 43-101 爱尔兰-Code of Practice for Good Governance of Community, Voluntary and Charitable Organisations in Ireland 罗马尼亚-Community Investment Guide
公司	公司治理	澳大利亚-FSC Standard No 23 Principles of Internal Governance and Asset Stewardship 欧盟-Coporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) 加拿大-Corporate Governance Guideline

维度	关注议题	国家地区&政策文件
治理		全球-OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct 日本-Corporate Governance Code 韩国-Code of Best Practices for Corporate Governance 美国-Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies
	股权结构	加拿大-Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement- Canadian Coalition for Good Governance 丹麦-Active Ownership and Transparency in Private Equity Funds: Guidelines for Responsible Ownership and Good Corporate Governance 意大利-Decree 58/1998 (Testo Unico della Finanza) Title III Section I (articles 125-135 bis) on Shareholders' Rights
	风险管理	新加坡-Guidelines on Environmental Risk Management 德国-Guidance Notice on Dealing with Sustainability Risks 奥地利-Guidelines on Dealing with Sustainability Risks 英国-Enhancing banks' and insurers' approaches to managing the financial risk from climate change (SS3/19)

（四）监管落地：以推动 ESG 信息披露为核心

ESG 信息披露是可持续投资监管落地的重要政策工具，包括面向金融行业和面向实体企业的披露要求。其中，面向金融行业的披露要求可以分为机构层面的披露要求和产品层面的披露要求。

欧盟的可持续投资披露要求涵盖机构端与产品端。金融机构和咨询机构需对其 ESG 金融产品进行协议前披露、阶段报告披露，以及可持续投资决策中的重大不利影响披露。对于金融产品，最重要的“反漂绿”条款是 SFDR 第 8、9 和 11 条规定的协议前披露义务和阶段性报告义务。第 8 条要求金融产品推广时，需说明如何达到环保特质，以及指数是否符合该特质，还需披露指数计算方法。第 9 条规定可持续投资相关产品需披露如何实现其可持续性目标，以及特定的参考指数如何符合和达到该目标。若金融产品将降低碳排放作为目标，需解释如何保证达到该目标。第 11 条规定金融市场参与者需在协议前信息披露基础上，持续发布阶段性报告，以防止“漂绿”行为。

美国对可持续投资的披露要求聚焦于金融产品。SEC 要求 ESG 基金募集书披露内容包含投资比重、重点领域等。此外，ESG 基金需在年度报告中披露投资目标、投资标的、资产类型占比、基金表现、费用披露、投资明细、资产负债表和净资产变化等。而在机构层面，美国金融机构需要在 SEC 合规检查办公室（OCIE）进行 ESG 投资合规检查时提供内部 ESG 投资政策和程序、ESG 评级体系、ESG 代理投票信息等相关内容。

表 0-4 欧美可持续投资披露要求对比

	欧洲	美国
产品层面	**募集说明书披露要求：** 1.披露所属投资种类：深绿、浅绿或其他 2.产品参考的基准是否以可持续为目标 3.ESG 发展目标及衡量目标进展的具体指标 4.投资策略：1）实现可持续发展目标对产品投资策略带来哪些约束；2）如何评估被投公司的可持续治理 **定期报告披露要求：** 1.当期可持续指标实现情况 2.披露期内持有权重最高的 15 个公司的所属行业、权重、名称等信息 3.组合中的可持续投资比重：1）需解释可持续投资如何贡献可持续投资目标；2）需考虑“PAI”（主要可持续性不利影响） 4.组合参考的基准与市场其他指数的差异、组合与基准走势的对比、组合与市场整体走势的对比	**ESG 基金募集书应包含以下要素**：①投资到 ESG 资产中的比重；②ESG 因素中的重点领域；③投资顾问在选择投资时是否考虑了全部 ESG 因素；④投资策略；⑤主要风险提示；⑥第三方机构的评级方法和标准；⑦与 ESG 相关的代理投票政策。 **SEC 要求 ESG 基金年度报告披露以下内容**：①投资目标；②投资标的；③资产类型占比；④基金表现；⑤基金表现；⑥费用披露；⑦投资明细（时间、价值）; ⑧基金的资产负债表和净资产变化等。
机构层面	金融市场参与者应当在其网站上披露，将可持续性风险评价纳入投资决策过程的相关规则；金融咨询机构应当在其网站上披露，将可持续性风险评估纳入投资建议或保险建议的相关规则。	SEC 合规检查办公室（OCIE）在 ESG 投资合规检查时要求提供：①资产管理公司采纳的内部 ESG 投资政策和程序以及是否遵循；②资产管理公司是否与 ESG 行业标准一致以及是否遵循；③是否遵循联合国可持续投资原则（UNPRI）; ④是否自身拥有或使用第三方的评分体系以及如何进行评分；⑤关于 ESG 问题的代理投票信息；⑥协助尽调的第三方服务提供商信息等。

易方达基金管理有限公司
中国广州天河区珠江新城珠江东路30号 广州银行大厦43楼 邮编：510620
热线电话：400 881 8088 www.efunds.com.cn

第三章　实践篇

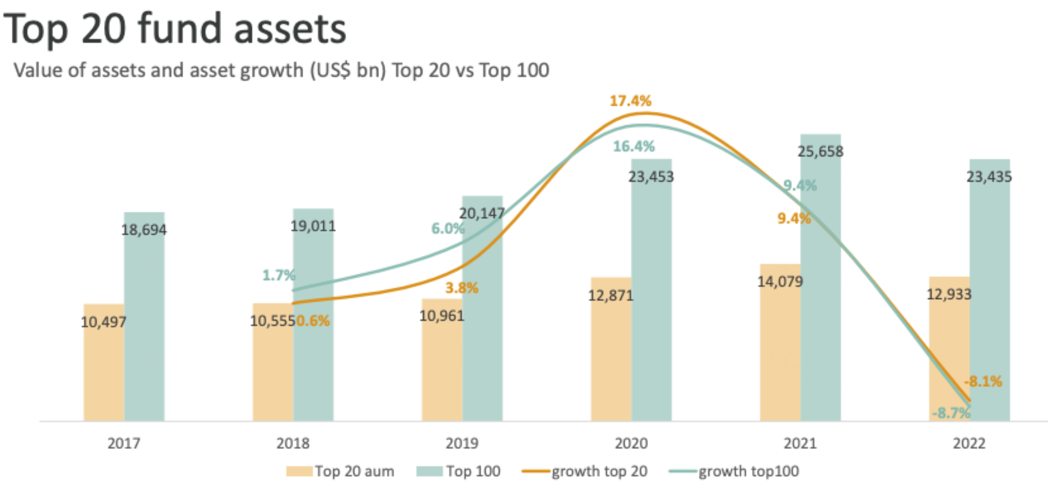
一、全球可持续投资者类型及动机

相比个人投资者，机构投资者有更明确的动力和更丰富的投资工具来应用可持续投资策略。根据投资参与方式，机构投资者可以分为资产所有者和资产管理者。由于各种类型的机构投资者具有不同的组织特征、资金来源和投资目的，其开展可持续投资的深层动机同中有异。

（一）资产所有者

根据 UN PRI 的定义，资产所有者是指持有长期退休储蓄、保险和其他资产的组织，包括养老基金、主权财富基金、基金会、捐赠基金、保险和再保险公司以及其他管理存款的金融机构。[55]截至 2022 年底，全球 TOP100 资产所有者的资产管理规模为 23.4 万亿美元，较上一年减少 8.7%[56]。资产所有者在全球经济中的地位日益重要，影响力也逐年增强。随着可持续发展理念的普及和深入，这些资产所有者对可持续投资的关注度也在不断提高，这对推动全球可持续发展具有积极的意义。截至 2024 年 1 月底，加入 UN PRI 的资产所有者达到了 742 家，相应的资产管理规模超过了 121 万亿美元。[57]

图 0-1 全球主要资产管理者的资产规模

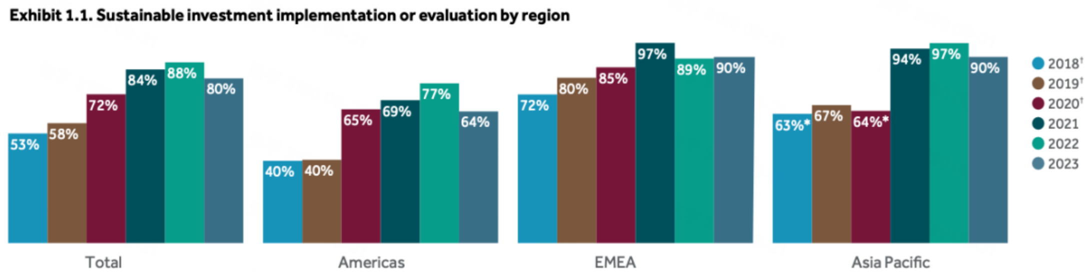


数据来源：Thinking Ahead Institute

从整个投资价值链来看，资产所有者处于比较靠前的位置，对在资本配置和投资方式中整合 ESG 因素起到至关重要的作用。随着 ESG 和可持续发展逐渐成为全球资本市场新规则，资产所有者越来越重视可持续投资。

根据晨星（Morningstar）的一项调查，绝大多数（85%）资产所有者认为 ESG 因素对投资政策至关重要，大多数（70%）资产所有者认为 ESG 因素在过去五年中变得更加重要。[58]富时罗素（FTSE Russell）的另外一项调查显示，2023 年全球 350 家资产所有者中有 80%采用了可持续投资，去年为 88%。[59]

图 0-2 全球主要资产管理者采用可持续投资策略的比例



数据来源：FTSE

1.养老基金

图 0-3 全球 65 岁以上人口占比

Percentage of population aged 65 years or over for the world, SDG regions, and selected groups of countries, 2022, 2030 and 2050, according to the medium scenario

Region	*2022*	*2030*	*2050*
World	**9.7**	**11.7**	**16.4**
Sub-Saharan Africa	3.0	3.3	4.7
Northern Africa and Western Asia	5.5	7.0	12.5
Central and Southern Asia	6.4	8.1	13.4
Eastern and South-Eastern Asia	12.7	16.3	25.7
Latin America and the Caribbean	9.1	11.5	18.8
Australia/New Zealand	16.6	19.4	23.7
Oceania*	3.9	5.1	8.2
Europe and Northern America	18.7	22.0	26.9
Least developed countries	3.6	4.1	6.1
Landlocked developing countries (LLDC)	3.6	4.1	5.8
Small island developing States (SIDS)	8.9	11.3	16.0

*excluding Australia and New Zealand

数据来源：UNDESA [60]

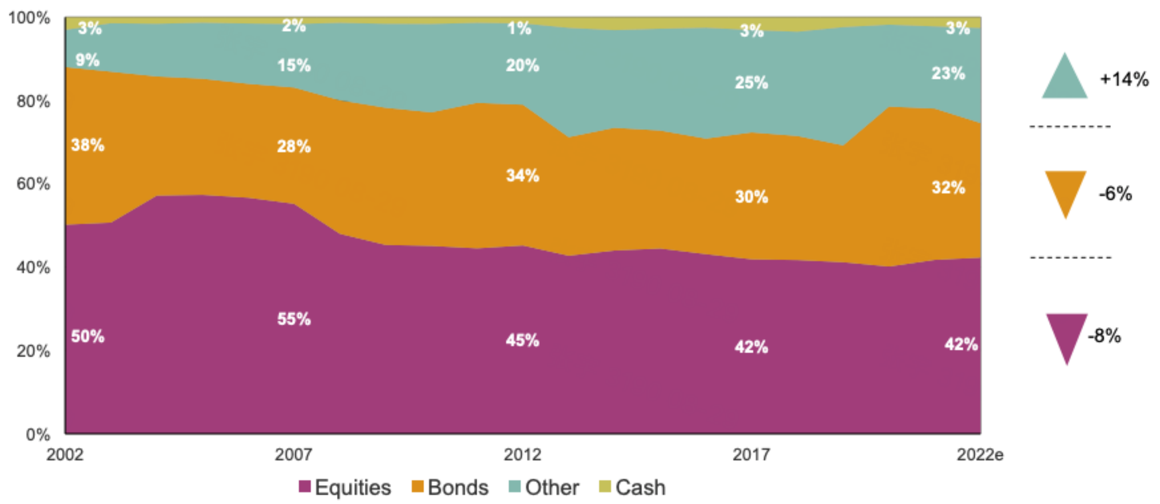
随着世界人口结构的变化，老龄化问题迫使各国政府重新设计养老金制度，以适应人口老龄化带来的挑战。1994 年，世界银行（World Bank）提出养老金“三支柱”概念，其中包括公共养老金计划（第一支柱）、职业养老保险计划（第二支柱）和个人储蓄计划（第三支柱）。[61]这一概念很快得到各国政策制定者的认可，并成为全球养老金制度广泛采用的模式。

截至 2022 年底，OECD 成员国的养老金资产规模为 51.3 万亿美元，相当于国内生产总值（GDP）的 48.3%（平均值）。该比例在丹麦（192.3%）、冰岛（186.1%）、加拿大（152.8%）、瑞士（152.4%）、荷兰（150.7%）、美国（137.5%）、澳大利亚（131.4%）更高，凸显了养老基金的重要地位[62]。

其中，养老基金（Pension Fund）是养老金资产的主要形式。截至 2021 年度，OECD 成员国养老金资产中，有 64%为养老基金[63]，养老基金已经发展成为全球占比最大的资产所有者类型，截至 2022 年底，全球 22 个主要市场的养老基金占资产所有者总资产的一半以上（51.9%）[64]。

随着市场情况的变化以及对回报要求的提高，全球养老基金投资管理方式正在发生变化，资产配置日益多元化，境外投资比例也在不断提高。

图 0-4 全球七大养老基金市场资产配置情况



数据来源：Thinking Ahead Institute

根据 Thinking Ahead Institute 的研究，目前全球七大养老基金市场[1]资产配置情况为：股票约 42%，债券约 32%，不动产及其他另类资产约 23%，现金工具约为 3%[65]。此外，根据 OECD 的统计，全球养老金资产的海外投资比例从 2011 年的 28.1%上升至 2021 年的 36.9%。其中，日本、加拿大、新西兰及荷兰养老金资产的境外投资占比分别为 27%、46.7%、57.2%、88.8%[66]。

如今，养老基金在全球资本市场中扮演着举足轻重的角色。随着可持续发展成为全球新思潮，越来越多的养老基金开始关注可持续投资，这一趋势

[1] 全球七大养老基金市场包括澳大利亚、加拿大、日本、荷兰、瑞士、英国、美国

正在逐渐增强。整体来看，采取可持续投资策略完全符合养老基金的属性。

第一，养老基金具有长期性。养老金投资是典型的代际投资，需在代际之间公平地分配风险和收益。因此，在可以接受的风险水平内获得最高的长期回报，是养老基金投资运营的核心目标。而可持续投资所关注的 ESG 因素同样具有长期性—以气候变化为代表的 ESG 因素对资产价值和投资收益的影响，需要在较长的周期中才能显现出来。ESG 因素的这一特征与养老基金的长周期视角高度契合。

第二，养老基金具有避险性。养老基金的资金主要来自个人储蓄，主要用于养老保障。因此，养老基金难以承担较高的风险。在严格的风险管理和受托责任制度下，养老基金需要尽可能规避不确定性带来的波动。随着全球可持续性挑战加剧，ESG 因素对资产价值和投资回报的影响愈发显著。养老基金有责任采取系统性的可持续投资策略来规避 ESG 尾部风险，进一步提升长期收益。

第三，养老基金具有公共性。养老基金的受益人是广大的退休职工和社会公众，因此养老基金的投资行为应符合社会主流价值取向，并尽可能避免对经济环境社会造成负面影响。可持续投资所依据的可持续发展理念，主要聚焦于全球经济社会环境的协调发展，改善社会整体效益。因此，通过应用可持续投资策略，养老基金可以推动整个社会的可持续发展，其受益人也将从中获益。

案例 1：日本政府养老投资基金（GPIF）

日本政府养老投资基金（GPIF）是全球最大（公共）养老基金。截至 2023Q1，GPIF 资产规模为 219.17 万亿日元[67]，大约为 1.48 万亿美元。2006 年，日本政府成立 GPIF，GPIF 接管日本厚生劳动省管理的日本养老储备资产，正式开始市场化运营。

2015 年，GPIF 正式加入了 UN PRI，成为日本第一个签署 PRI 原则的大型金融机构。此后，GPIF 快速推进 ESG 投资策略，并成为亚洲 ESG 投资领导者。GPIF 表示，在其所有投资流程中均整合了 ESG 因素。截至 2022Q1，GPIF 跟踪 ESG 指数的资产规模约为 12.1 万亿日元，投资绿色、社会和可持续发展债券的资产规模约为 1.6 万亿日元。[68]

GPIF 可持续投资最具特色的策略是指数化投资。GPIF 认为跟踪 ESG 指数的被动投资不仅能改善投资组合的长期风险和投资收益，还能通过 ESG 评级提升等次级效应来增强日本股市实力。[69]自 FY2017 起，GPIF 开始使用 ESG 指数作为其被动投资基准，并制定了三项筛选 ESG 指数的重要原则：第一，ESG 指数应采用基于 ESG 评估来确定样本公司的正面筛选策略；第二，ESG 指数所使用的评估机制应基于公开信息，并披露其方法和结果；第三，ESG 指数所依赖的 ESG 评估人员和指数提供商应具有适当的治理机制，并且其利益冲突问题应得到妥善管理。截至 2022Q1，GPIF 共跟踪了 8 只 ESG 股票指数，覆盖日本及海外市场，涉及性别平等及低碳发展等主题。

表 0-1：GPIF ESG 投资的跟踪指数

指数名称	指数特征	构建方法	投资市场	母指数	成分股数量	资产规模
FTSE Blossom Japan Index	✓ 该指数采用富时罗素 ESG 评级，选择 ESG 绝对得分较高的股票，并将行业权重调整为中性	同类最优	日本	FTSE Japan All Cap Index	229	9,830 亿日元
FTSE Blossom Japan	✓ 该指数采用富时罗素 ESG 评级，选	同类最优	日本	FTSE Japan	493	8,000 亿

	Sector Relative Index	取各行业内 ESG 评级相对较高的股票，并将行业权重调整为中性 ✓ 针对碳强度高的公司，还评估了管理层对气候变化风险/机遇的态度。			All Cap Index		日元	
	MSCI Japan ESG Select Leaders Index	✓ 该指数采用 MSCI ESG 评级，选取各行业内 ESG 评级相对较高的股票	同类最优	日本	MSCI Japan IMI Top 700	222	2.1 万亿日元	
	MSCI ACWI ESG Universal Index (ex Japan and ex China A-shares)	✓ 该指数采用 MSCI ESG 评级，根据公司 ESG 评级和 ESG 趋势得分调整权重	增强型	海外市场	MSCI ACWI ex Japan ex China A ESG Universal with Special Taxes Index	2,111	1.6 万亿日元	
	MSCI Japan Empowering Women Index	✓ 该指数由 MSCI 根据相关职场女性法案的信息披露数据计	同类最优	日本	MSCI Japan IMI Top 700	352	1.2 万亿日元	

		算公司性别多样性得分，并从各个行业中选择得分较高的公司						
	Morningstar Developed Markets Ex-Japan Gender Diversity Index	✓ 使用 Equileap 性别平等记分卡，根据对公司对性别平等的承诺的评估来确定权重 ✓ 评估主要针对领导层和员工队伍中的性别平衡、同等报酬和工作与生活平衡、促进性别平等的政策以及承诺、透明度和问责制	增强型	海外市场	Morningstar Developed Markets Ex-Japan Large-Mid	2,149	4,195 亿日元	
	S&P/JPX Carbon Efficient Index	✓ 该指数由标普道琼斯指数基于 Trucost 提供的碳数据构建而成，将根据公司碳强度和碳排放数据透明度调整权重	增强型	日本	TOPIX	1.855	1.6 万亿日元	

S&P Global LargeMidCap Carbon Efficient Index	✓ 该指数由标普道琼斯指数基于 Trucost 提供的碳数据构建而成，将根据公司碳强度和碳排放数据透明度调整权重	增强型	海外市场	S&P Global Ex-Japan LargeMidCap	2,428	3.4 万亿日元

自 2017 年跟踪 ESG 指数以来，GPIF 一直积极与指数提供商和 ESG 评级机构进行对话，就扩大 ESG 评级覆盖公司、促进 ESG 评级机构与企业进行对话、改进 ESG 评级方法以及 ESG 评级机构和指数提供商治理架构等问题持续进行沟通。

从市场表现来看，GPIF 的 ESG 指数投资在过去 5 年产生了一定的超额收益，年化超额收益在-0.01%到 1.38%不等。

图 0-5 GPIF ESG 指数投资收益率（2017.4-2022.3）

	April 2017 to March 2022 (past 5 years, annualized)				
	Return Rates			Excess Return	
	(a)	(b)	(c)	(a-b)	(a-c)
	ESG Index	Parent Index	TOPIX	Parent Index	TOPIX
(1) MSCI ESG Select Leaders	9.00%	8.03%	7.62%	0.96%	1.38%
(2) MSCI WIN	8.03%	8.03%		-0.01%	0.41%
(3) FTSE Blossom	8.86%	8.03%		0.83%	1.24%
(4) FTSE BlossomSR	8.80%	7.85%		0.95%	1.18%
(5) S&P/JPX Carbon	7.75%	7.62%		0.13%	0.13%
	ESG Index	Parent Index	MSCI ACWI ex Japan	Parent Index	MSCI ACWI ex Japan
(6) S&P Global Carbon	14.58%	14.53%	14.55%	0.05%	0.03%
(7) MSCI ESG Universal	15.04%	14.45%		0.59%	0.48%
(8) Morningstar GenDi	15.51%	15.40%		0.10%	0.95%

数据来源：GPIF

此外，鉴于其绝大多数资金由外部资产管理人投资，GPIF 在 FY2019 建立了一套评估和筛选委外资产管理人 ESG 整合的标准。2019 年，GPIF 与世界银行联合就固收投资整合 ESG 因素进行了研究，并向委外资产管理人提供了一份投资 ESG 债券的方案。为此，GPIF 建立了相关投资平台，帮助委外资产管理人投资由多边金融机构和国有金融机构发行的绿色、社会及可持续发展债券。截至 2022Q1，GPIF 共计 1.6 万亿日元的 ESG 债券投资组合中，绿色债券占 65%、可持续发展债券占 19%、社会债券占 16%。

2. 主权财富基金

近年来，主权财富基金因具有稳定的资金来源和巨大的规模而备受关注，并被市场认为是成熟的机构投资者和国际货币及金融体系的重要参与者。

主权财富基金指“由广义政府拥有且具有特殊目的的投资基金或安排”[70]。通常，主权财富基金出于宏观经济目标而被设立，并采用一系列投资策略来实现其财务目标。从资金来源来看，主权财富基金主要由国际收支顺差、官方外汇业务、私有化收益、财政盈余或商品出口收入组成。

主权财富基金具有三个显著特征：第一是所有权，主权财富基金由广义政府所有，包括中央政府和地方政府；第二是投资对象，主权财富基金的投资策略涉及对境外金融资产的投资，因此仅投资于境内资产的政府基金不属于主权财富基金；第三投资目的，主权财富基金由广义政府出于宏观经济目的而设立，旨在投资政府资金以实现财务目标，并且在中长期范围内采取广泛的投资策略。

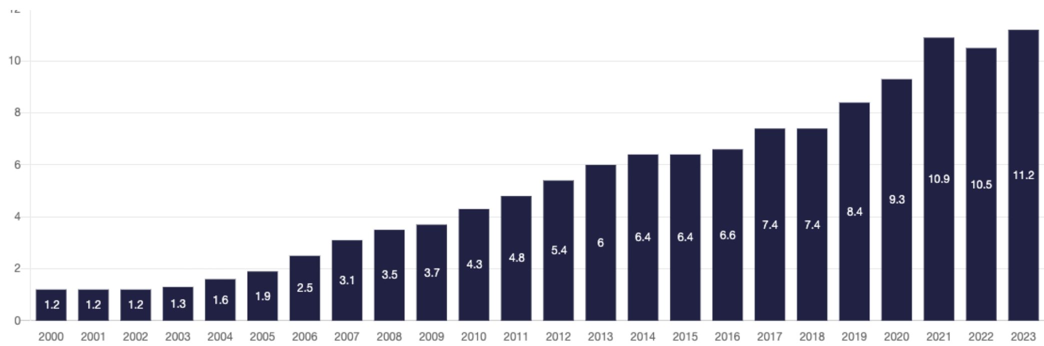
表 0-2 全球主要主权财富基金的宗旨

主权财富基金	投资目的
挪威政府全球养老基金（GPFG）	保护经济免受石油收入波动的影响，并充当财政储备和长期储蓄计划，以便挪威的当代和子孙后代都能从其石油财富中受益。
中国投资有限责任公司（CIC）	中国投资有限责任公司组建宗旨是实现国家外汇资金多元化投资，在可接受风险范围内实现股东权益最大化，以服务于国家宏观经济发展和深化金融体制改革的需要。
阿布扎比投资局（ADIA）	阿布扎比投资管理局的使命是通过严格的投资流程和体现其文化价值观的忠诚员工谨慎地增加资本，从而维持阿布扎比的长期繁荣。
科威特投资局（KIA）	科威特投资局的使命是使科威特委托的金融储备实现长期投资回报，提供石油储备的替代方案，使科威特的子孙后代能够更有信心地面对未来的不确定性。
沙特公共投资基金（Public Investment Fund）	积极进行长期投资，以实现可持续回报最大化，成为全球机遇的首选投资合作伙伴，并促进沙特经济的发展和多元化。
新加坡政府投资公司（GIC）	管理大部分政府金融资产，进行长期投资，旨在保持和增强管理资金的国际购买力。

主权财富基金	投资目的
卡塔尔投资局（QIA）	为未来的利益相关者创造回报，让所有投资产生积极影响。
淡马锡（Temasek）	我们渴望通过增强员工、投资组合公司、合作伙伴、社区以及作为共同家园的地球福祉来帮助每一代人蓬勃发展，这样做不仅是为了今天，也是为了子孙后代。

如今，主权财富基金已经发展成为全球资本市场不可忽视的投资力量。过去二十年来，全球主权财富基金的数量稳步增长。根据 Global SWF 的数据，截至 2023 年底，全球主权财富基金资产管理规模（AUM）从 2000 年的 1.2 万亿美元激增至 11.2 万亿美元[71]。

图 0-6 全球主权基金规模



数据来源：Global SWF

其中，全球最大主权基金——挪威政府全球养老基金（GPFG）的资产管理规模为 1.4 万亿美元。若按照世界银行公布的国内生产总值（GDP）进行排序，挪威政府全球养老基金的资产管理规模可以进入全球前十五[72]。

图 0-7 全球前十大主权财富基金

#	Investor	Country	Est.	Type	AuM ($b)*
1	NBIM	Norway	1997	SWF	1,379
2	CIC	China	2007	SWF	1,240
3	SAFE IC	China	1997	SWF	1,082
4	ADIA	UAE - Abu Dhabi	1967	SWF	984
5	KIA	Kuwait	1953	SWF	801
6	GIC	Singapore	1981	SWF	769
7	PIF	Saudi Arabia	1971	SWF	700
8	QIA	Qatar	2005	SWF	429
9	ICD	UAE - Dubai	2006	SWF	341
10	Temasek	Singapore	1974	SWF	288

数据来源：Global SWF

在可持续投资领域，主权财富基金在全球资本市场中扮演着重要角色。

一方面，随着 ESG 渐成全球资本市场新规则，主权财富基金因其占据较大资产份额而面临越来越多的 ESG 问责。根据景顺（Invesco）《2023 年全球主权资产管理研究》，全球四分之三以上（79 家）的主权财富基金已经制定了 ESG 政策[73]。

另一方面，采取可持续投资策略与主权财富基金的投资目的高度契合。其一，通过采取可持续投资策略，可以增强相关经济体在粮食和能源安全等重大领域的可持续韧性，以实现国家的长期发展计划。以气候变化为代表的可持续发展问题，已经成为影响全球长期发展的重要风险之一。根据世界经济论坛（WEF）《2024 年全球风险报告》，全球前四大长期（十年）风险均与环境因素相关[74]。因此，主权财富基金可以通过广泛的投资活动适应或解决可持续发展问题，以增强当地经济抵抗力。其二，一部分主权财富基金主要投向未来具有增长潜力且具有战略意义的行业。目前来看，绿色低碳经济转型已经成为全球发展大趋势。因此，通过投向可再生能源或低碳技术等可持续资产，有助于打造战略性产业并建立长期竞争优势。其三，对于以代际财富积累为目标的主权财富基金来说，通过系统性地应用可持续投资策略，从被投项目、公司和产业全方位分析资产的 ESG 风险，有助于提高投资收益并获得更具韧性的财务回报。主权财富基金往往追求长期稳定的投资回报，整体风险偏好较低，理应关注 ESG 代表的长期风险。

图 0-8 全球十大风险

数据来源：WEF

此外，主权财富基金是其国家利益的载体，其投资行为体现了国家意志和利益取向。由于主权财富基金投资于较大规模的海外资产，因此主权财富

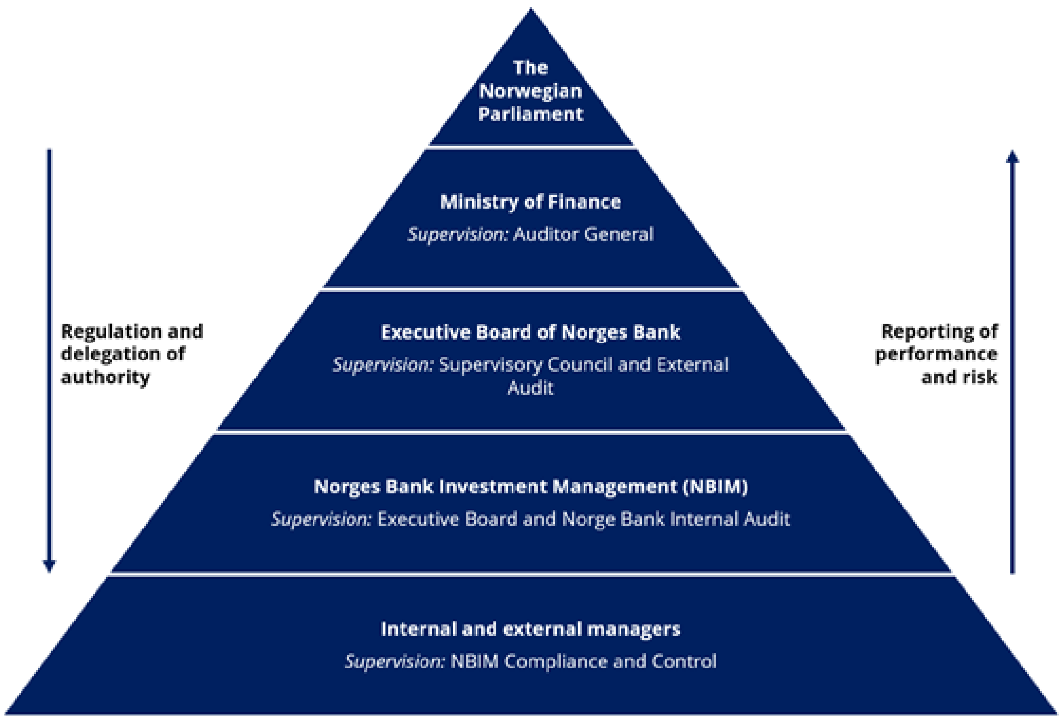
基金是其国家价值观在全球资本市场中的缩影。显然，在可持续发展达成全球共识的背景下，采取可持续投资策略更加符合世界各个国家的期望，彰显了投资国追求可持续发展的决心，并提升其国家在全球市场中的影响力。

案例 2：挪威政府全球养老基金（GPFG）

挪威的石油较为丰富，是全球主要的石油出口国之一。石油工业也是挪威国民经济的重要支柱。为减轻石油价格波动对挪威经济的影响，支持对石油收入的长期管理，挪威政府于 1990 年成立了石油基金。后来，该基金被赋予促进政府储蓄、为不断增长的公共养老金支出提供资金的作用。2006 年，随着《养老基金法》的颁布，挪威石油基金正式更名为 GPFG，以强调其公共养老储蓄的目的。

GPFG 的治理架构包括挪威议会、挪威财政部、挪威央行、挪威央行投资管理部（NBIM），自上而下进行管理与授权。其中，NBIM 负责 GPFG 资金的具体运营工作，并委托外部资产管理人执行相关投资。

图 0-9 GPFG 治理架构



资料来源：GPFG[75]

目前，GPFG 是全球规模最大的主权财富基金，并成为一位全球化、多元化的机构投资者。截至 2023H1，GPFG 市值达到 15.3 万亿挪威克朗[76]，约为 1.4 万亿美元。截至 2022 年底，GPFG 投资于全球 70 个国家，涉及 44 种货币，包括 9,228 家公司[77]。

作为 PRI 创始成员，GPFG 很早就开始建立可持续投资体系。目前，GPFG 可持续投资行动主要包括五个方

面：

第一，道德剔除（Ethical Exclusions）。自 2001 年挪威政府（财政部）建立初步的剔除机制以来，GPFG 已经建立了完善的道德剔除体系。道德剔除旨在避免 GPFG 投资于导致或助长严重违反道德规范的公司。2004 年，挪威财政部制定了首份道德剔除指南，并组建独立的道德委员会。道德委员会主要根据道德剔除标准提出将某些公司排除在投资之外或将其置于观察行列的建议。随后，挪威银行执行委员会对此建议作出最终决定，进而由 NBIM 执行决定。目前，GPFG 道德剔除标准主要包括基于产品（Product-based）和基于行为（Conduct-based）两种类型。

第二，气候战略。2022 年 9 月，NBIM 宣布了一项新的气候行动计划，即到 2050 年，GPFG 全部被投公司均实现“净零”排放目标。为此，NBIM 将在市场、投资组合和企业三个方面开展工作。市场方面，通过与相关标准制定者合作、支持学术研究，以及加强与投资者和其他市场参与者的合作来提升市场标准。投资组合方面，分析投资组合的气候风险敞口，通过气候压力测试、寻求气候转型中的投资机会，以及从高气候风险资产撤资等方式，调整投资组合。被投公司方面，通过将气候因素纳入投资决策流程、与被投公司进行减排合作，以及通过投票和报告传达期望等方式，协助被投公司实现“2050 净零”目标。

第三，尽责管理。其一，NBIM 通过期望文件和立场文件向被投公司表达了其可持续发展诉求，并以此评估企业表现。目前，NBIM 制定了包括儿童权利、气候变化、水管理、人权、税务透明、反腐败、海洋可持续性、生物多样性和生物系统、人力资本管理、消费者利益等期望文件，以及董事会多元化、董事会独立性、多重股权结构等立场文件。其二，NBIM 评估、监控和识别被投公司的 ESG 风险，并将存在重大、长期 ESG 风险的被投公司剔除。此机制被称为基于风险的剔除（risk-based divestment）。2012-2022 年，共有 440 家被投公司被 NBIM 剔除。其三，根据其制定的投票原则，NBIM 每年都会在超过 12,000 次被投公司年度股东大会上对股东提案进行投票。[78]其四，NBIM 与被投公司建立了常态化沟通和对话机制，包括增强对最大持仓公司战略的了解，与最大碳排放被投公司进行“净零”排放沟通，与被投公司就其可持续问题进行对话，与出现特定事故的被投公司进行对话，就道德剔除建议与相关公司进行沟通。

第四，非上市房地产负责任投资。截至 2022 年底，GPFG 非上市房地产投资占比约 2.7%[79]。在进行投资前，NBIM 会在尽职调查过程中考虑建筑设计的环境和社会风险，以及与投资结构相关的治理风险，将租户、员工和分包商的健康、安全和福祉纳入建筑管理之中。为此，NBIM 制定了一份非上市不动产负责任管理指南。2022 年，NBIM 发布了非上市房地产 2050 年“净零”目标以及到 2030 年范围 1、2 的温室气体排放量减少 40%的阶段性目标。为此，NBIM 采用碳风险房地产监测器 （CRREM）工具，来比较非上市不动产的排放量与《巴黎协定》1.5℃路径的一致性。此外，NBIM 还使用 GRESB 评估体系来衡量不动产投资组合 ESG 管理的改进情况。截至 2022 年底，GPFG 大型办公和零售物业投资资产中，约 82%已获得绿色认证。[80]

3.保险公司

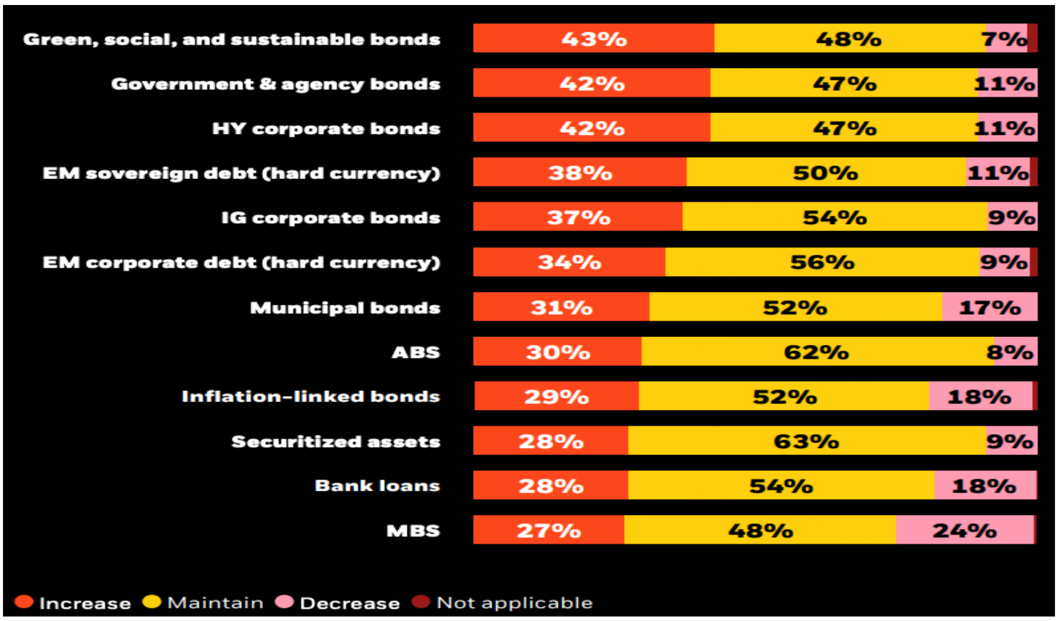
保险公司是重要的金融中介机构，主要发挥洞察、管理和承担风险的作

用，在金融体系中扮演重要角色。保险公司的业务采用“承保+投资”双轮驱动模式。通常情况下，保险公司将保费收入扣除必要费用后的剩余资金投资于债券、股票、贷款等资产，进而依靠投资收入来支付保单所确定的保险赔偿。

近年来，全球保险业发展迅猛。根据安联（Allianz）的统计，2022 年全球保费收入接近 5.6 万亿欧元，比 2021 年增长了 4.9%[81]。基于巨大规模的保费收入，保险公司逐渐发展成为全球资本市场的主要机构投资者之一。不过，与其他资产所有者不同的是，保险公司用于投资的资金大多是具有负债属性的保费收入。因此，保险资金的投资活动受到了较为严格的监管。

随着可持续发展融入全球经济和金融市场，保险公司也开始关注 ESG 因素。一方面，保险公司在保险产品的设计环节考虑了更多 ESG 因素。另一方面，保险公司逐渐增加了可持续资产的投资配置，并在投资流程中整合了更多的 ESG 因素。根据贝莱德（BlackRock）的一项调查，全球 91%的保险公司高管表示，将在未来两年内增加和保持绿色、社会和可持续债券的投资[82]。

图 0-10 全球保险公司未来资产配置计划



数据来源：BlackRock

保险公司正通过增加对绿色低碳项目和可持续资产的投资，积极助力企业实现可持续转型，以共同塑造一个可持续的社会经济未来。在此策略下，保险公司将在可持续经济条件下受益于更低的财产损失索赔概率和承保成本。以自然灾害为例，气候变化的逐渐恶化正给保险行业带来越来越大的

损失。根据慕尼黑再保险（Munich RE）的数据，2022 年全球自然灾难造成大约 2,700 亿美元的经济损失，保险损失约为 1,200 亿美元。在 2022 年总体损失接近过去五年平均水平的情况下，保险损失远高于平均水平（970 亿美元）[83]。

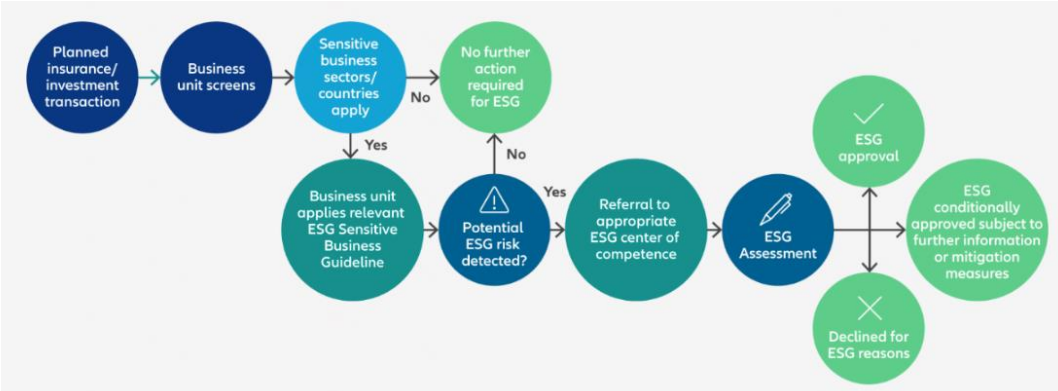
案例 3：安联集团

安联集团是欧洲最大的保险公司，亦是全球最大的保险和资产管理集团之一。安联集团在全球拥有约 159,000 名员工，为 70 多个国家的 1.22 亿客户提供服务。2022 财年，安联集团总收入约为 1,527 亿欧元。截止 2022 年底，安联集团资管规模为 2.14 万亿欧元，其中属于第三方资产规模为 1.64 万亿欧元。[84]

2016 年，安联集团发布了首份《ESG 整合框架》，将 ESG 因素融入保险、投资和日常运营等各个环节。2023 年 7 月，安联集团发布了修订后的 5.0 版本框架，并更名为《可持续整合框架》。在安联集团可持续整合程序中，与投资业务相关的内容共有五个方面。

第一，ESG“转诊”流程（ESG Referral Process）。针对非上市资产的投资（以及保险业务），安联集团会着重评估敏感业务和敏感国家的 ESG 风险。

图 0-11 安联集团 ESG“转诊”流程



资料来源：Allianz[85]

首先，计划投资项目将由当地运营实体或全球业务部门进行初步的 ESG 筛查，以识别潜在的敏感交易。对于没有设立当地运营实体的情况，安联全球可持续发展部门将支持 ESG 评估。其次，当计划投资项目被评估存在较大 ESG 风险时，安联集团声誉风险管理标准下的集团可持续部门评估程序启动。最终，安联集团层面将给予该计划投资项目三种结果：继续进行交易，继续采取某些缓解措施或条件，拒绝业务交易。

ESG“转诊”流程重点参照安联集团的两份重要文件，敏感业务指南和敏感国家清单。其中，敏感业务涉及 13 个业务领域，安联集团为每项业务均制定了筛查和评估标准。敏感国家清单则是根据海德堡国际冲突研究所（国家索引）、透明国际-腐败认知指数、联合国儿童基金会童工数据库、全球奴隶制指数、皮尤研究政府对宗教的限制指数、国际少数群体权利组织、联合国开发计划署-性别不平等指数、国际同性恋者联盟等相关

评估结果常态化更新。

图 0-13 安联集团 13 项敏感业务

资料来源：Allianz[86]

第二，ESG 评分方法（ESG Scoring Approach）。针对上市资产的投资（以及保险业务），安联集团与透明国际、世界自然基金会（WWF）和德国观察合作开发了一套专属的 ESG 评分方法。并且，安联集团参考了 MSCI 的 ESG 评级数据。此外，安联集团根据 MSCI ESG 评级（分）结果为投资标的设置了阈值要求——上市发行人 MSCI ESG 评级（分）按地区排名的前 90%。若现有投资、再投资或新投资标的的 MSCI ESG 评级（分）低于阈值，资产管理人必须做出合理解释。

第三，积极所有权（Active Ownership）。安联集团与 MSCI ESG 评级低于阈值的公司进行对话，鼓励其加强 ESG 治理和管理监督、额外披露 ESG 相关政策、流程和计划，并设定 ESG 相关目标和 KPI。此外，安联集团就气候变化、自然资本、污染和废物、人力资本和人权争议项目等重大 ESG 主题与公司进行沟通。若被投公司愿意改善其 ESG 风险管理或采取重大行动，安联集团则会结束与该公司的对话。若被投公司没有表现出改善其可持续发展绩效的意愿，或者未在给定时间内进行回复或沟通，安联集团可持续发展委员会主席将批准限制对该公司的投资。在权益投资下，安联集团还积极开展针对被投公司议案的投票活动，并鼓励其资产管理人行使投票权。

第四，剔除政策（Exclusion Policies）。安联集团的投资剔除对象主要包括四种类型。其一，有争议的武器业务。根据相关国际公约，安联集团禁止投资于违禁武器的开发、生产、维护和贸易有关的公司。其二，能源指南。作为联合国净零资产所有者联盟的创始成员，安联集团从 2015 年起开始限制对煤炭业务的投资（和保险）。其三，ESG 对话后剔除消极应对的公司。在与被投公司就 ESG 风险进行对话后，若其没有表现出改善其可持续发展绩效的意愿，或者未在给定时间内进行回复或沟通，安联集团可持续发展委员会主席将批准限制对该公司的投资。其四，主权投资标的剔除标准。安联集团基于外部数据，对主权发行人侵犯人权等其他 ESG 问题进行审查，并将表现低于阈值的主权发行人添加至限制投资名单中。随后，安联集团拥有与该主权或该主权的次主权实体相关的资产均会被出售。

表 0-3：安联集团能源业务剔除标准

类型	禁投公司	退出时间计划
煤炭相关	✓ 超过25%的发电量或收入来自动力煤 ✓ 规划新的煤炭项目 ✓ 动力煤装机容量超过5吉瓦或年开采动力煤超过1,000万吨	✓ 截至2025年底，投资比例降至15% ✓ 截至2029年底，全球投资比例降至5%，亚洲为10% ✓ 最迟到2040年，投资比例降为0%
油砂相关	✓ 公共股权和债券投资：上游生产和勘探公司油砂收入阈值为20% ✓ 私募股权和债权直接投资：上游油砂生产和勘探公司全面剔除，中游交通运输、储存、贸易公司油砂收入阈值为20% ✓ 私募股权和债权（基金）：上游油砂生产和勘探公司，以及中游交通运输、储存、贸易公司油砂收入阈值为20%；基金资产组合中最多20%的公司涉及油砂收入；基金资产组合不包括直接油砂项目	✓ 2025年1月1日，阈值降至10%
石油和天然气相关	✓ 到2050年，包括石油和天然气公司在内的投资组合将实现范围1、范围2和范围3温室气体净零排放	✓ 2025年1月1日发布

资料来源：Allianz[87]

第五，资产管理人的选择、授权、监控和审查。安联集团《ESG投资功能规则》提出了对内部和外部资产管理人整合ESG因素的关键要求。包括：披露ESG政策及其在安联资产投资中的应用；ESG剔除政策的实施情况（争议武器和煤炭业务）；敏感业务领域的投资情况，严格遵守敏感业务指南（针对非上市资产）以及考虑可持续整合框架（针对上市资产）；立即向安联集团披露并报告任何ESG问题、冲突和违规行为；根据要

求向安联集团提供 ESG 相关信息以供外部报告；在年度资产管理人审核中向安联集团报告 ESG 相关信息。

若资产管理人没有制定政策，则其必须承诺在预定期限内制定 ESG 政策。对此，安联集团还为资产管理人提出了最低的 ESG 政策标准。而对于加入 PRI 签署方的资产管理人，安联集团还要求其在 PRI 评估中至少获得 B 级。自 2014 年起，安联集团每年对资产管理人进行 ESG 年度审查，以评估资产管理人 ESG 政策及其运用情况。

4.家族办公室

家族办公室是富裕家族设立的私人财富管理咨询公司，主要负责管理家族财富。与私人银行、信托公司等传统财富管理机构不同，家族办公室并不为人数众多的高净值人群提供服务，而是紧紧围绕一个或多个超高净值家族的定制化需求展开。因此，家族办公室通常不受家族外部利益相关方的约束，他们可以根据自己的需要选择投资多元化的资产。整体来看，家族办公室具有集成度高、定制性高、专业性强、私密性强等显著特点。在 PRI 标准中，90%以上资产来自单个富裕家庭的家族办公室为单一家族办公室，且被归类为资产所有者，而剩余家族办公室为联合家族办公室，被归类为资产管理者。[88]

自 19 世纪个人财富大爆发以来，全球超高净值家族数量快速增长，欧美等地家族办公室数量明显增多。随着资产规模的不断增加，家族办公室在资本市场的影响力逐渐增加，并因其神秘性被市场称为全球财富管理行业“皇冠上的明珠”。来自安永（EY）的数据显示，全球家族办公室的数量自 2008 年以来增加了 10 倍，约有 10,000 家[89]。据估计，全球家族办公室的资管规模约为 5.9 万亿美元[90]。目前，全球 TOP100 家族办公室的资管规模达到了 1.6 万亿美元[91]。2021 年，家族办公室参与了全球 10%的投资交易[92]。

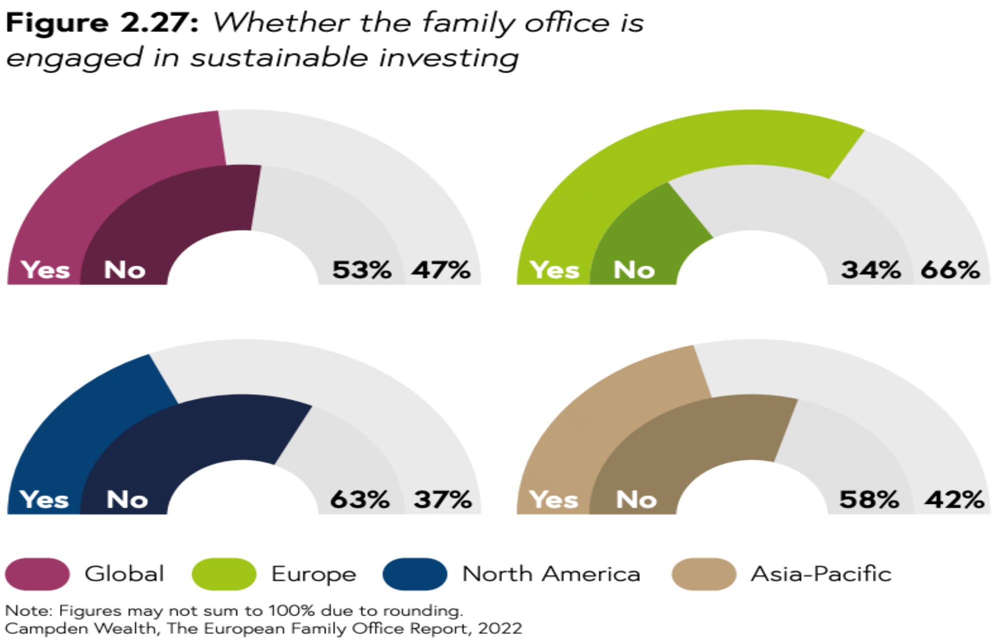
图 0-12 全球家族办公室 TOP10

Rank	Profile	Total Assets	Type	Region
1.	Walton Enterprises LLC	$224,500,000,000	Family Office	North America
2.	Cascade Investment	$170,000,000,000	Family Office	North America
3.	Bezos Expeditions	$107,800,000,000	Family Office	North America
4.	Bayshore Global Management	$100,000,000,000	Family Office	North America
5.	Mousse Partners	$89,000,000,000	Family Office	North America
6.	Ballmer Group	$85,000,000,000	Family Office	North America
7.	Waycrosse	$65,200,000,000	Family Office	North America
8.	Fedesa	$55,000,000,000	Family Office	Europe
9.	The Woodbridge Company	$53,900,000,000	Family Office	North America
10.	Pontegadea Inversiones	$53,800,000,000	Family Office	Europe

资料来源：SWFI[93]

由于家族办公室在投资策略和资产选择方面具有高度自主性，可持续投资这种新兴投资模式正逐渐进入其视野。根据 Campden Wealth 的一项调查，全球 47%的家族办公室均进行了可持续投资，其中欧洲为 66%。[94]并且，随着进一步发展，可持续投资将得到越来越多家族办公室的关注。在一项针对 130 多家家族办公室的调研中，超过九成（91%）的受访者认为，ESG 是家族办公室信托责任的一部分；88%的受访者预测，ESG 原则将得到越来越多的关注。[95]驱动家族办公室关注可持续投资的动力来自四个方面。

图 0-13 家族办公室参与可持续投资的比例



数据来源：Campden Wealth

第一，新的财富增长来源。家族办公室的核心功能是帮助富裕家族实现财富有效管理、增值和跨代传承，从而保持家族的长期利益。随着大量资本从传统行业向更具可持续发展优势的企业转移，那些通过商业模式解决社会和环境问题的企业得到了市场青睐，因此，家族办公室可以从相应的投资中获得可观的财务回报。

第二，扩大家族影响力。除财富管理的功能外，家族办公室还协助很多富裕家族塑造声望并扩大社会影响力。为此，家族办公室可以通过可持续投资活动，支持那些致力于解决可持续性挑战的公司，以对世界产生积极影响。此外，家族办公室还可能成立一个基金会来开展慈善工作。

第三，家族长期愿景的体现。许多富裕家族渴望建立伟大的家族文化和愿景，并且实现家族价值观的代代传承。当下，采取可持续投资策略是富裕家族将其价值观和使命转化为投资活动的具体途径，这也是家族办公室执行使命驱动型投资的直接结果，以体现所服务家族的价值观。

第四，“千禧一代”[1]继承人的价值偏好。“千禧一代”正在或将要继承富裕家族的财富，并成为新的财富掌门人。根据 GlobalData 的数据，未来十年，全球富裕人士财富中约有 8.6 万美元将由下一代子女接管。[96]相较而言，“千禧一代“更加偏爱可持续投资。摩根士丹利（Morgan Stanley）的研究发现，86%的“千禧一代”对可持续投资感兴趣。[97]基于此，家族办公室为了满足新一代投资者的偏好，将更加注重可持续投资策略。

案例 4：洛克菲勒家族办公室（洛克菲勒资本管理公司）

洛克菲勒家族办公室是全球最早成立的家族办公室。1882 年，石油巨头标准石油公司创始人约翰·戴维森·洛克菲勒为管理家族资产，正式创立洛克菲勒家族办公室。1979 年，在洛克菲勒家族办公室的基础上，洛克菲勒公司成立，并于 1980 年在美国证券委员会（SEC）注册成为投资顾问公司。后经过一系列并购，洛克菲勒公司于 2018 年发展为如今的洛克菲勒资本管理公司（Rockefeller Capital Management）。

洛克菲勒资本管理公司主要由三部分业务组成。一是洛克菲勒全球家族办公室。该办公室已由最初服务洛克菲勒家族的单一家族办公室，发展成为联合家族办公室。二是洛克菲勒战略咨询，为超高净值人群、家族办公室、企业和金融机构提供投资与战略咨询服务。三是洛克菲勒资产管理，截至 2023 年 7 月 31 日，洛克菲勒资产管理规模达到了 118 亿美元。[98]洛克菲勒资本管理公司在可持续和影响力投资方面具有 40 多年经验。整体来看，洛克菲勒资本管理公司的可持续投资体系主要由三大支柱组成。

第一是研究。洛克菲勒资本管理公司认为投资者将逐渐区分 ESG 领导者（Leader）和改进者（Improver），

[1] 千禧一代是代际术语，指的是出生于 20 世纪且 20 世纪未成年、跨入 21 世纪后达到成年年龄的一代人，即 1982-2000 年出生的人

而后者在长周期中具有创造超额收益的更大潜力。2020 年，洛克菲勒资本管理公司建立了“洛克菲勒 ESG 改进者评分”体系（REIS），借此对被投公司在重大 ESG 议题上相对同业的绩效变化进行排名。其中，洛克菲勒资本管理公司基于 SASB 标准，确定了 77 个可持续行业分类系统（SICS）行业的 ESG 议题，并建立了专属的 ESG 实质性地图。该地图是洛克菲勒资本管理公司进行可持续投资的重要基础。

第二是股东参与。洛克菲勒资本管理公司通过识别重大 ESG 问题，进而与被投公司进行沟通，以创造长期股东价值并促进积极的 ESG 改善。洛克菲勒资本管理公司的股东参与策略分为四个阶段：建设性对话、正式信函、协作行动以及股东决议。2022 年，洛克菲勒资本管理公司股东参与的优先议题包括气候行动、高管薪酬、董事会监督可持续事宜、塑料污染和人才吸引及留任。

第三是“思想领导”计划。洛克菲勒资本管理公司保持与科学专家的合作，为其研究和投资公司提供投资界不常见的投资见解和信息。洛克菲勒资本管理公司的专家网络包括海洋基金会、世界自然研究所（WRI）、可持续会计准则理事会（SASB）、全球环境信息研究中心（CDP）、全球塑料条约商业联盟等。

5.大学捐赠基金

大学捐赠基金是西方国家普遍存在的一种非营利性的社会公益组织，其设立目的是管理教育机构获得的捐助资产，依靠资本运营获利，进而为教育支出提供经费。捐助者在捐助时对资金的用途加以约束，大学捐赠基金管理机构需要按照委托人的要求管理和运用捐助资金。

美国是大学捐助基金最普遍的地区。根据美国国家学院和大学商务办公室联合会（NACUBO）和美国教师保险和年金协会（TIAA）发布的最新捐助基金报告[99]，2022 年美国 678 所高等学府的捐赠基金总资产规模为 8,070 亿美元，规模中值为 2.03 亿美元，其中 84%的捐助基金资管规模超过 10 亿美元。

如今，大学捐助基金也是可持续投资的积极参与者之一。根据 NACUBO 的统计，2021/22 财年[1]，有 86%的大学捐赠基金将 ESG 框架纳入投资决策，该比例在上一财年也超过了 80%[100]。整体来看，大学捐助基金参与可持续投资的动机主要来源于三个方面。

第一，可持续投资与大学捐助基金的投资理念契合。大学捐赠基金的投资原则是确保基金的支出目标、侧重长期回报并强调风险管理。短期的价格波动往往受诸多外在因素和偶然事件的影响，大学捐赠基金不能因短期业绩目标未达成而随意变更投资方向和投资组合。因此，大学捐赠基金需要

[1] 2021 年 7 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日

建立在中长期具有稳定收益的投资组合。这与可持续投资的长期理念不谋而合。

第二，受托责任。若捐助者对于所捐助资金给予了用途的限制，大学捐助基金需要根据委托人的要求管理和运用相关资金。现如今越来越多的机构和个人投资者倾向可持续投资，这也是推动大学捐助基金考虑采用可持续投资策略的主要原因。

第三，大学学生负责任投资的观念增强。作为捐助基金的主要受益方，学生对于基金的用途意见也是推使可持续投资发展的原因。上世纪 80 年代，包括耶鲁大学、密歇根大学及威斯康星麦迪逊分校的学生组织起来要求学校撤出对在南非有贸易或在南非开展业务的公司的投资，以表示对抵抗南非种族隔离制度的支持。最终有超过 100 家教育机构从南非撤出，这对废除南非的种族隔离制度尤其重要。近几年，诸多具有环保意识的学生要求其所在大学的捐赠基金从化石能源行业撤资。为响应此趋势，包括哈佛大学在内的多所知名学府已经作出撤资承诺并制定相应时间表。

案例 5：耶鲁大学捐赠基金

耶鲁大学捐赠基金是目前全球第三大大学捐赠基金（仅次于哈佛大学和德克萨斯大学）。截至 2022Q2，耶鲁大学捐赠基金市场达到了 414 亿美元。耶鲁大学捐赠基金由耶鲁投资办公室管理，耶鲁投资办公室受耶鲁投资委员会监督。

耶鲁大学捐赠基金主要为耶鲁大学运营提供资金支持，耶鲁大学每年大约三分之一的预算来自耶鲁大学捐赠基金。因此，耶鲁大学捐赠基金以实现长期投资回报为其策略目标。截至 2022 年 Q2 的 10 年中，耶鲁大学捐赠基金的年回报率为 12.0%；20 年中，耶鲁大学捐赠基金的年回报率为 11.3%，被誉为“世界上最成功的大学捐赠基金”。

在可持续投资方面，耶鲁大学捐赠基金是最早正式引入道德投资的机构之一。1969 年，耶鲁大学几位教授和学生共同举办了一场研讨会，主要探讨了机构投资的伦理、经济和法律影响。由此，研讨会成果被撰写为《道德投资者：大学与企业责任》一书，并于 1972 年由耶鲁大学出版。该书制定了有关道德投资的标准和程序，耶鲁大学最终采纳了书中的指导方针。

1973 年，耶鲁大学成立了投资者责任咨询委员会（ACIR），主要讨论社会责任问题。后来，耶鲁大学又成立了投资者责任委员会（CCIR），主要负责制定和实施道德投资政策。而 ACIR 主要有两项任务，其一是就道德问题进行代理人投票向 CCIR 提出建议，其二是与对道德投资活动提出担忧的利益相关方进行沟通。目前，耶鲁大学捐赠基金道德投资政策主要涉及四个方面。

第一是烟草。耶鲁大学于 1994 年制定了烟草行业代理投票指南。根据指南，耶鲁大学将支持以下股东提案：烟草公司在所有广告上增加有关吸烟导致成瘾、疾病和死亡的危险的健康警告；停止向未成年人提供烟草产品广告；烟草公司响应各级政府的执法机制，以防止向未成年人非法销售烟草产品；烟草公司采取旨在

减少未成年人健康风险的行动等。

第二是气候变化。2014 年，CCIR 和耶鲁投资办公室开始关注气候变化问题，并通过发表公开声明，提出新的代理投票指南供 ACIR 执行。该指南规定：耶鲁大学一般支持合理且结构完整的股东决议以要求公司披露温室气体排放量、分析气候变化对公司业务活动的影响、旨在减少公司对全球气候长期影响的战略，以及公司对政府应对气候变化的有效政策的支持。与此同时，首席投资官致信基金经理，鼓励他们正确考虑温室气体排放的内部和外部成本。在此指南影响下，自 2014 年以来，耶鲁大学对动力煤和油砂的投资配比已从最初 0.24%降至 0.02%。

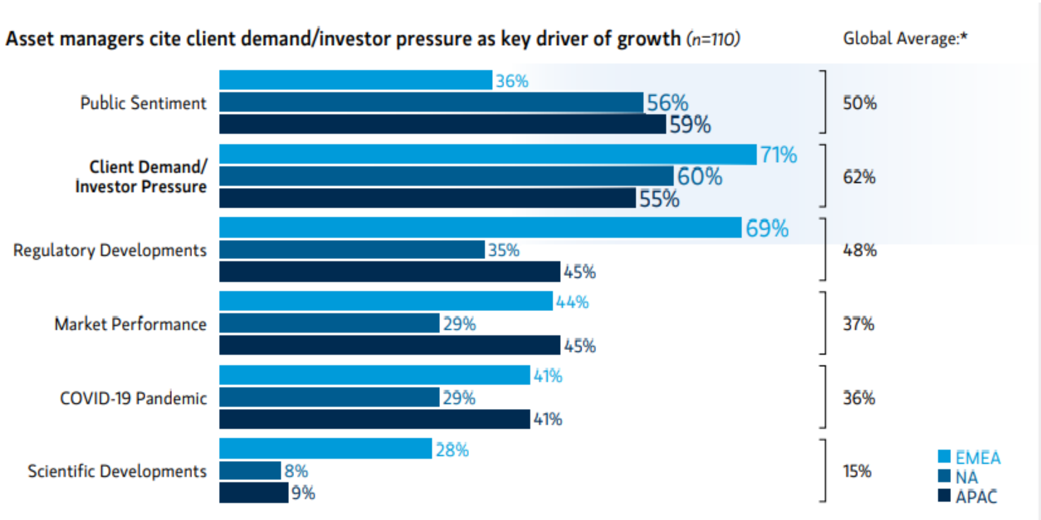
第三是私人监狱。2018 年，耶鲁大学通过了由 ACIR 起草并经 CCIR 认可的私人监狱相关问题代理指南——耶鲁大学将支持与改善私人监狱企业社会责任相关且合理的股东决议。

第四是攻击性武器。2018 年，耶鲁采取了一项有关攻击武器零售商投资的政策。具体来说，耶鲁不会投资任何向公众销售攻击性武器的零售店。ACIR 认定，大规模枪击事件造成了无可争议的社会危害，向公众提供攻击性武器的零售商造成了严重的社会伤害，这一结论得到了 CCIR 的支持。

（二）资产管理者

根据 PRI 的定义，资产管理者是指管理投资组合并代表投资者进行投资决策的机构或个人。他们负责管理投资者的资金，包括选择和购买证券、管理投资组合、进行风险管理和执行投资策略。目前，公众意识、消费模式、风险管理、监管框架和行业认知的巨大转变，促使资管行业根据 ESG 原则分配了数万亿美元的投资。在“募、投、管、退”的全流程环节，可持续投资理念均可发挥重要作用。整体来看，推动资管行业开展负责任投资动力来自投资者需求、投资风险管理需求和监管要求。

图 0-14 资产管理者开展负责任动机



数据来源：Morgan Stanley

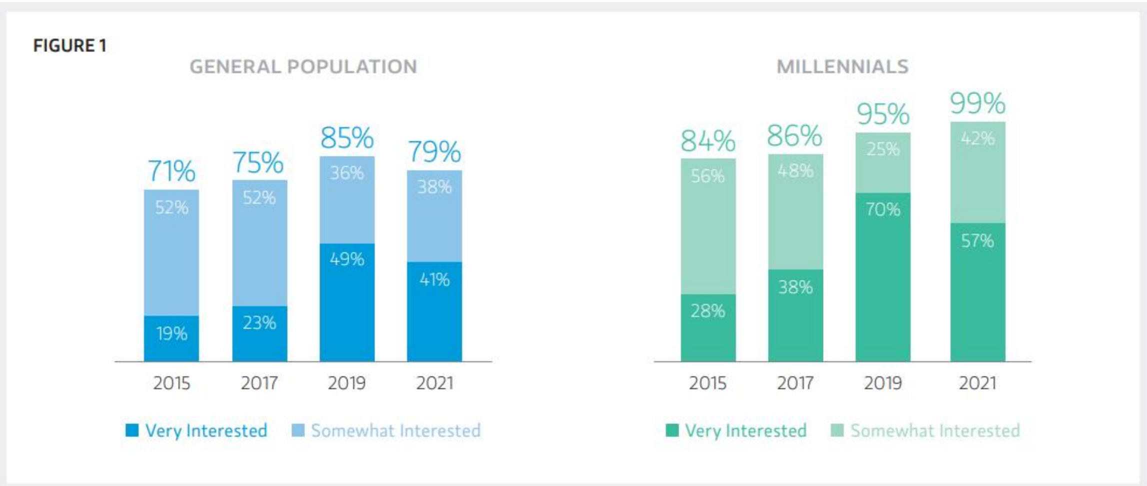
第一，个人投资者和机构投资者对可持续投资需求增强。根据摩根士丹利可持续投资研究所的研究，公众意识提升被认为是可持续投资增长的主要推手[101]。在疫情期间经济不确定性和市场波动出现后，绝大多数个人投资者（79%）表达了对可持续投资的兴趣。其中，“千禧一代”投资者的兴趣上升了四个百分点，达到 99%的历史新高，57%的“千禧一代”投资者则对可持续投资表现出浓厚兴趣，这远高于大众投资者 41%的比例[102]。为应对个人投资者的需求，全球各大资管公司提供了丰富的 ESG 投资产品，为年轻一代的投资者提供多样化的选择。

与此同时，大型资产管理者亦对可持续投资抱有浓烈需求，这也是推动资管行业开展可持续投资的核心因素。截至 2023Q2，加入 PRI 的资产管理者达到了 732 家，相应的资产管理规模超过了 120 万亿美元[103]，且有持续增长的趋势。

第二，可持续投资能够降低投资风险并提高投资回报。纽约大学斯特恩商

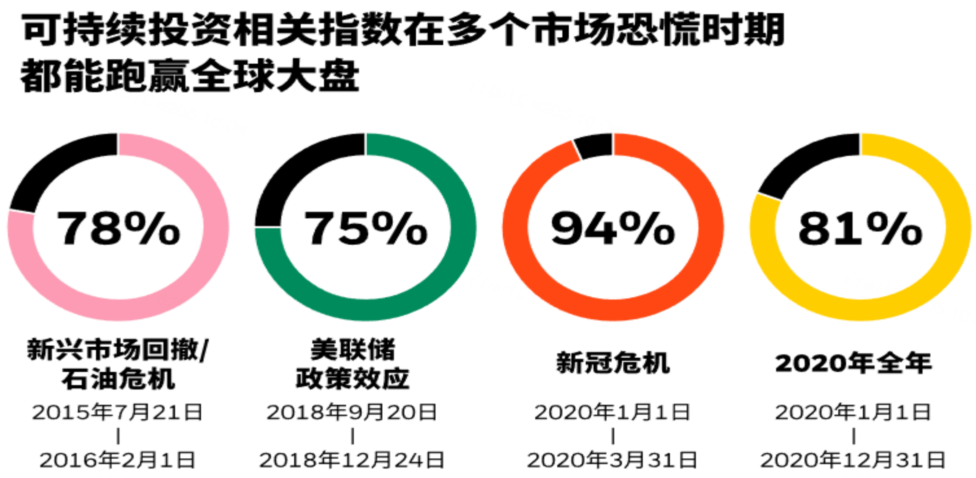
学院（NYU STERN）在统计了 1,000 多份发表于 2015 年-2020 年的研究报告后发现，其中 58%显示 ESG 与企业财务绩效之间存在正相关关系，仅有 8%表示存在负相关性；58%的研究显示可持续投资与传统投资策略比较具有相似或更好的表现，而仅有 14%的研究发现存在负相关性。[104]根据天职国际（Baker Tilly）的一项调查，87%的受访者表示其在收并购的过程中将 ESG 因素纳入考量，以此降低投资风险和潜在诉讼，60%的受访者由于对潜在目标公司的 ESG 问题的负面评估而放弃了投资[105]。长远来看 ESG 投资非但不会令投资者牺牲收益，反而有助于在市场逆境中获得稳健收益。贝莱德对于 32 个具有全球代表性、经过广泛分析的可持续指数及非可持续指数的研究发现，ESG 相关的投资更具抗跌性，可持续相关投资相关指数在多个市场恐慌时期都能跑赢全球大盘[106]。

图 0-15 个人投资者对可持续投资展现浓厚兴趣



数据来源：Morgan Stanley

图 0-16 可持续投资更具抗跌性



资料来源：贝莱德

第三，监管政策驱动。监管是推动可持续投资的重要驱动力之一，并有不断增强的趋势。相关法规日益出台，资产管理机构被要求在其投资过程考量 ESG 因素，并开展常态化披露以提升产品透明度。目前，全球较为重要的监管法规是欧盟出台的《可持续金融披露条例（SFDR）》。SFDR 要求在欧盟域内开展业务的金融机构，必须披露机构自身及产品（主要是投资基金）的环境和社会绩效。此外，香港证券及期货事务检查委员会（SFC）要求资产规模达到 80 亿港元以上的投资机构披露其投资组合碳足迹。这些监管要求促使资管机构在开发产品和做出投资决策时考量可持续风险，并加强投资组合 ESG 信息的披露。

案例 6：贝莱德（BlackRock）

贝莱德是全球最大资产管理机构。截至 2023Q2，贝莱德总资产管理规模达到 9.42 万亿美元[107]。自 1988 年成立以来，贝莱德不断拓展自身业务，从固定收益拓展至封闭式基金、信托及养老金等产品。目前，贝莱德拥有 19,500 名员工，在全球 38 个国家和地区设立办公室，为超过 100 个国家和地区的客户提供服务[108]。2021 年，贝莱德正式获得中国监管部门批准其在中国开展公募基金业务的牌照。

贝莱德将可持续投资视为公司发展的重要方向。贝莱德 2022 年 TCFD 报告显示，截至 2022 年底，贝莱德采用可持续投资策略覆盖资管规模为 5,860 亿美元[108]。整体来看，贝莱德主要通过建立明确的可持续投资管理架构，搭建 ESG 投资平台，开发投资分析工具，对话被投公司，以及积极披露可持续投资表现等方式践行可持续投资。

第一，建立可持续投资相关管理架构。贝莱德建立了专门的可持续投资管理架构，其全球执行委员会投资小

组（Investment Sub Committee of the GEC）成员包括首席风险管理和主要投资部门的全球主管或发起人，负责监管贝莱德全公司流程的 ESG 整合。在执行层面，贝莱德投资管理团队（BIS）、贝莱德投资研究所及其他各个投资部门（ETF 和指数投资部、投资组合管理部、全球交易和固端管理部及另类投资部）形成 ESG 功能小组，根据其本身业务及职责，将气候及可持续相关事项纳入工作流程。

第二，搭建可持续投资平台。贝莱德搭建的可持续投资平台涵盖了跨资产类别的指数、主动和另类投资策略，以帮助客户实现其财务及可持续发展目标。贝莱德主要采用筛选（Screened）、增强（Uplift）、主题投资（Thematic）、影响力投资（Impact）四种可持续投资策略[109]。

表 0-4 贝莱德 ESG 投资策略

投资策略	具体内容
筛选	通过特定环境、社会或治理特征限制某些投资
增强	在规定的范围或基准的基础上，加强改善环境、社会或治理特征的投资
主题投资	对发行人的有针对性的投资，促进该商业模式，同时推动长期可持续发展成果
影响力投资	致力于产生积极的、可衡量的以及额外的可持续发展成果

第三，开发投资分析工具。贝莱德的风险管理和投资技术平台——阿拉丁（Aladdin），提供了丰富的可持续投资数据及工具，以便投资者评估具有财务实质性的 ESG 相关风险和机遇。阿拉丁平台集成了诸多来自外部供应商的数据及贝莱德自身的研究能力。通过阿拉丁平台，投资者可以将可持续数据纳入其研究及投资流程，利用一系列的气候模型进行转型及实体风险评估。截至 2022 年底，来自第三方 ESG 数据供应商的 12,000 个 ESG 指标数据已经整合于阿拉丁平台[110]。

第四，积极对话被投公司。贝莱德投资管理团队（BIS）为客户与被投公司之间的沟通建立起了重要桥梁。BIS 旨在与被投公司建立联系，以进一步了解被投公司的企业治理模式及可持续商业模式，支持被投公司为客户创造长期的财务价值。BIS 主要通过积极参与、代理投票以及市场层面的对话，促进有效的企业治理。为此，贝莱德发布《全球公司尽责管理原则》，并根据各个市场的交易规则及法规为基准编制国别原则，以协助贝莱德评估被投公司股东大会的各项议案并进行投票。涉及投票的主题包括董事会及董事、资本管理、与可持续性相关的重大风险和机遇等[111]。

第五，积极披露可持续投资表现。贝莱德定期检视其自身的负责任投资表现并通过 ESG 整合声明、PRI 可持续披露报告、TCFD 报告、代理投票声明等文件披露其负责任投资进展及绩效，以提高其金融产品及可持续投资实践透明度。

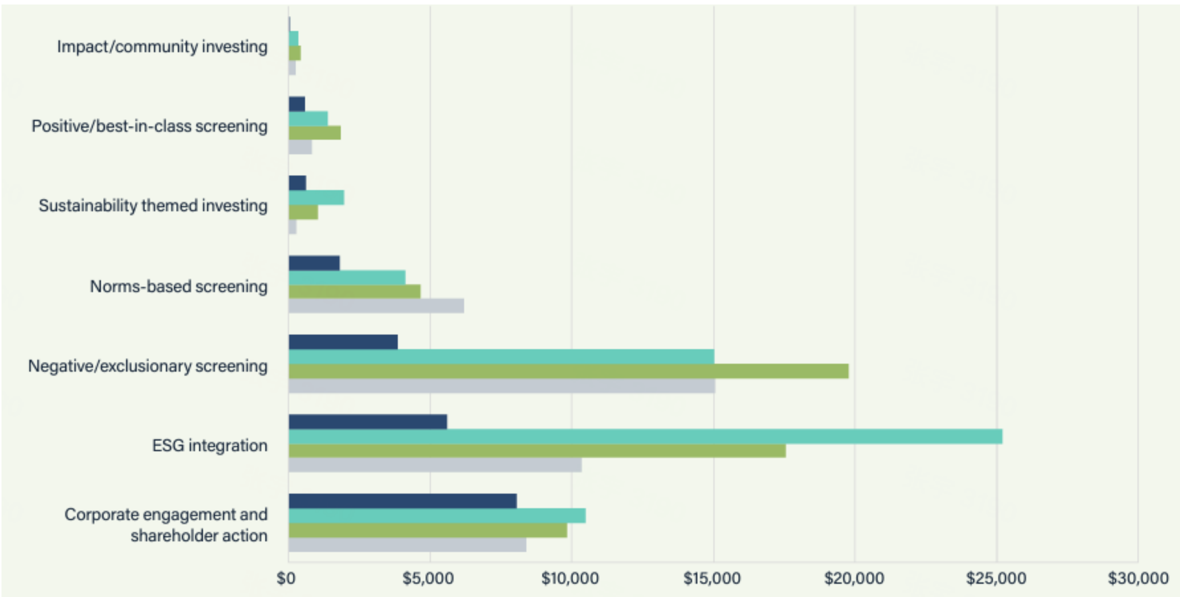
二、可持续投资策略及应用案例

当前，市场尚未形成统一的可持续投资策略分类标准。2023 年 11 月，在国际证监会组织（IOSCO）号召下，CFA 协会、全球可持续投资联盟（GSIA）和 UN PRI 联合发布了有关《负责任投资方法的定义》的指南。该指南将可持续投资分成五大类方法，包括筛选，ESG 整合、主题投资、尽责管理、影响力投资。相较过去七大类的可持续投资分类，该指南主要对筛选进行了进一步拆分，并形成五种子策略：剔除、负面筛选、正面筛选、同类最优、标准筛选。

实际上，指南所采用的分类标准源自全球可持续投资联盟（GSIA）[112]的七分类法，包括负面/排除筛选、正面/同类最佳筛选、基于规范的筛选、ESG 整合、可持续主题投资、影响力/社区投资、公司参与和股东行动。由于该分类形成更早且被广泛引用于市场，本节将依据 GSIA 的分类标准展开。

根据 GSIA 的统计，截至 2022 年底全球最广泛使用的可持续投资策略是公司参与和股东行动（不包括欧洲市场），相应资产规模达到了 8.1 万亿美元（不包括欧洲市场）。

图 0-17 全球可持续投资策略的发展



数据来源：GSIA

（一）负面/排除筛选

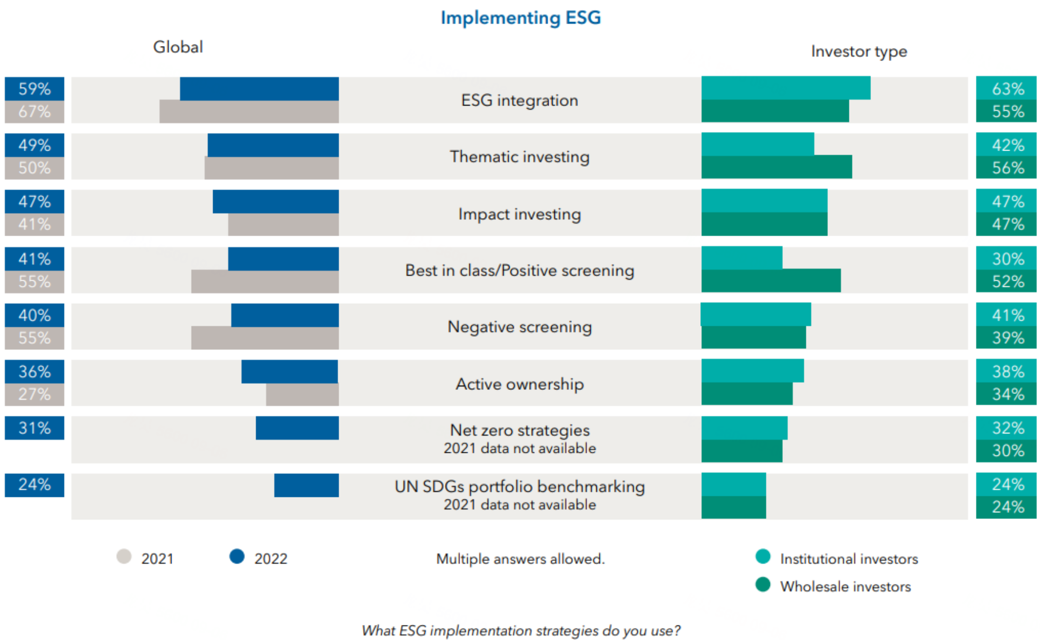
根据 CFA 协会的定义，负面筛选是指通过排除不符合道德或者社会规范的经营活动，使投资组合满足道德或者社会规范要求的投资策略。当前，负面筛选条件主要以行业类别为主，包括武器、烟草、酒精饮料、博彩、动力煤、油砂等在内是常见的负面剔除行业[113]。

负面筛选在应用上较为直接，是最先被采用且应用广泛的可持续投资策略。它起源于 18 世纪，当时贵格会和卫理公会禁止投资涉及奴隶交易的公司。当代较早的负面筛选应用是 Luther Tyson 和 Jack Corbett 为了避免教堂资金投资于越南战争，于 1971 年建立的 Pax World 并推出了 Pax World Balanced Fund。这是第一支应用可持续投资策略的共同基金，它采取了“零容忍”的筛选条件，排除涉及武器、烟草、酒精饮品和博彩行业的公司。[114]这只基金目前仍然存在，已更名为 Impax Sustainable Allocation Fund，由 Impax Asset Management 管理[115]。

根据 GSIA 截至 2019 年底的数据，部分发达经济体（欧洲、美国、加拿大、澳大利亚和日本）应用负面筛选的资产管理规模达 15.03 万亿美元。然而，在过去的四年中，应用负面筛选策略的资产管理规模先升后降，年均复合增长率为 0%。[116]资本集团（Capital Group）的一份调查同样显示了这一趋势，在 1,130 位投资人样本中，55%的投资者在 2021 年使用了负面筛选的策略，但在 2022 年下降至 40%[117]。

应用负面筛选策略一般分为三个步骤。首先，根据策略性质、应用区域及当地社会规范等具体场景来构建合适的筛选条件。例如，在建立一支伊斯兰基金时，根据教法，传统的借贷服务因其利于贷方不利于借方的特性不符合教法要求，因此伊斯兰基金排除了传统银行业。[118]其次，在负面筛选条件下评估和判断投资范围内的企业是否涉及争议业务。例如，道富环球（State Street Global Advisors）通过营业收入占比、供应链上下游位置以及子公司所有权来判断企业参与争议业务的程度。[119]使用负面筛选的最后一步是排除涉及争议业务程度较高的企业，后期则对负面筛选条件和排除公司的清单进行定期维护和更新。

图 0-18 投资者使用 ESG 策略的方式



数据来源：Capital Group

负面筛选策略之所以可以体现可持续发展理念，主要是通过限制争议行业的发展从而减少负面业务对社会的消极影响。当更多金融机构采取此策略时，处于负面清单的公司获得资金的难度和成本将显著增加。此外，除了限制作用，负面筛选还有助于提升争议行业的整体可持续发展水平。由于具有负面影响的特性，处于负面筛选清单的行业企业不得不通过转型和提升可持续发展水平绩效来获得社会认可。例如，博彩和烟酒行业与公益组织合作，提升公众对其产品危害的认知，帮助消费者权衡利弊，做出合适的消费选择。

尽管负面筛选是一种较为直接的可持续投资方式，但在使用这种策略时要注意以下关键问题。

第一，研究表明因为排除涉及争议业务的行业会使投资组合的行业集中度上升，应用负面筛选可能导致投资组合的主动风险和追踪误差上升，降低组合的风险分散功能。例如，多元资产组合的一大优势是通过多元化资产配置降低资产间的相关性，来最大化投资组合的分散功能，而施罗德（Schroders）的投资经理认为，排除某些行业可能令某类资产的比重明显下降，导致资产间的相关性上升，降低组合的风险分散效果。[120]

第二，投资经理要根据策略性质来考虑负面筛选对投资组合回报率和风险

的影响。例如，一支收益型基金若排除分配股息较高的烟草公司，则其回报率将受到影响[121]。

第三，严苛的筛选条件对资金的可投选择限制大，增加投资组合的周转率，提高买入卖出证券相关的交易成本。根据一位来自韩国国会预算办公室的学者的研究，负面筛选条件的复杂程度与投资组合中成分股被剔除的概率成正比。如果使用非常严格的筛选条件，那在年末对投资组合进行再平衡时，前一年原本属于投资组合的成分股，则很有可能因为较小的经营变化而被排除在新一年的投资组合范围外，研究显示被剔除的概率达到22.3%。相比之下，如果使用最低程度的筛选条件，那前一年原本属于投资组合成分股，在新一年被剔除的概率仅为 2.5%[122]。

案例 7：挪威政府全球养老基金（GPFG）[1]的道德剔除（Ethical exclusions）

根据挪威政府的法律，GPFG 具有两项道德责任：一是基金确保为当代和未来的挪威民众创造持久的价值，二是基金应避免投资于导致或助长严重违反道德规范的公司。2004 年，挪威政府（财政部）提出了一套反映基本道德规范、具有高度国际和国内共识的剔除标准。此后，该标准不断更新和完善，并形成了现如今的《GPFG 观察和剔除公司指南》。2014 年，挪威财政部正式确立了《GPFG 观察和剔除公司指南》的法律效力。

GPFG 的道德剔除策略主要涉及四大部门。首先，挪威财政部任命的道德委员会，将基于《GPFG 观察和剔除公司指南》提出相应的剔除或观察建议报告，并提交给挪威银行。其次，挪威银行执行委员会根据道德委员会的建议报告，决定是否采纳其剔除或观察建议。此后，挪威银行投资管理机构（NBIM）将根据挪威银行执行委员会的决定，执行剔除或观察动作。最后，挪威财政部每年会向挪威议会报告，道德委员会和挪威银行在道德剔除方面的工作进展[123]。

整体来看，GPFG 道德剔除标准主要由两部分组成，一是基于产品（product-based）的标准，二是基于行为（conduct-based）的标准。

在基于产品的标准下，一方面，GPFG 不得投资于其本身或通过其实际控制的公司生产以下产品的公司：

- ✓ 违反基本人道主义原则的武器或武器部件；
- ✓ 烟草或烟草制品；
- ✓ 娱乐用大麻。

另一方面，对于满足以下条件的矿业企业和发电企业，GPFG 可以决定直接剔除或进行观察：

[1] 有关挪威政府全球养老基金的介绍见 43 页

- ✓ 30%及以上的收入来自动力煤；
- ✓ 30%及以上的业务以动力煤为基础；
- ✓ 每年开采超过 2,000 万吨动力煤；
- ✓ 具有利用动力煤发电超过 10,000 兆瓦的装机容量。

在基于行为的标准下，如果公司造成以下风险或应对以下风险负责的话，GPFG 可能将其剔除或置于观察之列：

- ✓ 严重侵犯人权；
- ✓ 在战争或冲突局势中严重侵犯个人权利；
- ✓ 向卷入武装冲突且违反武器使用国际规则的国家出售武器；
- ✓ 向受挪威政府债券投资限制的国家出售武器或军用物资；
- ✓ 严重破坏环境；
- ✓ 在公司总体层面上导致严重温室气体排放的行为或不作为；
- ✓ 严重腐败或其他严重的金融犯罪；
- ✓ 其他特别严重违反基本道德规范的行为。[124]

截至 2022 年底，GPFG 基于道德标准共剔除 163 家公司。经过与基准的比较，自 2005 年至今，基于产品的剔除使 GPFG 的收益率降低了 2.9 个百分点。究其原因，主要是由于被剔除的烟草、酒精等“罪恶”股票属于高利润行业。另一方面，基于行为的剔除使 GPFG 的收益率提高了 0.5 个百分点。最终两种剔除标准综合作用的结果是，GPFG 收益率低于基准 2.4 个百分点。[125]也就是说，GPFG 宁愿损失投资回报率，也要将不符合其道德标准的投资标的排除在投资名单之外。

（二）正面/同类最佳筛选

根据 CFA 协会的定义，不同于负面筛选建立黑名单的方式，正面/同类最佳筛选建立的是白名单，通常使用 ESG 评级来选择 ESG 表现好于预定阈值的投资标的[126]。

根据 GSIA 截至 2019 年底的数据，发达经济体应用正面/同类最佳筛选的资管规模达 1.38 万亿美元。该策略与负面筛选类似，在过去四年间资产管理规模经历了先升后降的过程，年均复合增长率为 14%。[127]资本集团的调查展现了类似的趋势，55%的投资人在 2021 年使用了正面/同类最佳筛选

的策略，而到 2022 年这个数字下降到 41%。[128]导致这个趋势的重要因素是随着对可持续投资的深入理解，投资者逐渐向更专业的主题投资、影响力投资以及整合策略靠拢。

因为同属于筛选策略，使用正面筛选与负面筛选类似，首先要根据基金的投资目标来确定筛选条件，比如绿色基金策略主要考虑组合公司的碳排放强度和污染物排放强度等，使用行业平均水平或者其他标尺来设定阈值。然后，通过可得数据对组合公司的 ESG 指标进行加权赋值。最后，综合多项指标结果对公司整体的 ESG 表现排名，选取好于既定阈值的公司。

正面/同类最佳筛选在促进可持续发展的方式主要是，投资者更倾向投资于 ESG 评级高的公司。因此，企业需要通过降低排放物强度、重视员工福祉以及建立有效公司治理机制等措施，来获得和保持良好的 ESG 评级。这些行动除了提升企业的 ESG 评级和市场关注度，更重要的是增强自身长期发展的韧性，比如降低气候风险的影响、提升生产和运营效率和优化财务状况等。在此基础上，行业整体 ESG 绩效水平提升，进而对环境和社区产生了积极影响。

虽然 ESG 评级是正面筛选的重要依据，但由于 ESG 评级机构采用的计算方式并不统一（例如，通过行为规范来评价 ESG 管理表现、通过识别争议事件来评价 ESG 风险，以及通过衡量产出的环境社会效益来评价 ESG 表现），因此不同 ESG 评级机构对同一家公司的评价结果可能会出现较大差别。

根据 MIT 斯隆管理学院的研究，六家主流 ESG 评级机构在同样标的样本下，ESG 评级结果之间的相关性较低，平均相关系数仅为 0.54，甚至出现负相关性。在进一步分析 ESG 评级差异化时发现，评级机构在使用底层数据时有本质不同，其中 56%的差异来自衡量方式（对于同一属性的问题采用不同的评价指标点），紧接着是范围（纳入评级范围的话题不同）占比 38%，最后是权重（对类似属性的议题，不同机构分配不同的权重）占比 6%。[129]因此，投资者在使用 ESG 评级方式来筛选资产组合前，要充分理解评级的底层逻辑，根据实际情况选择符合使用场景的 ESG 评级。

案例 8：追踪 MSCI ESG 领先指数（MSCI ESG Leaders Indexes）[130]的指数基金

MSCI ESG 领先指数是指数系列，它涵盖了覆盖不同区域和国家的 ESG 领先（子）指数，包括全市场、新兴经济体、欧洲、美国、日本和中国。MSCI ESG 领先指数（系列）使用流通市值加权的方式计算，从母指数的成分股中以从高到低的方式挑选 ESG 表现排名靠前的股票，使每个行业成分股的总流通市值达到母指数行业成分股总流通市值的 50%，并使行业权重与母指数的行业权重保持一致。该指数的构建过程大致分为三个

步骤：

第一步，建立股票池。可投资股票需要满足：ESG 评级（AAA-CCC 共 7 个等级）等于或优于“BB”；ESG 争议分数（0-10 共 11 个等级）等于或高于 3；不涉及争议业务。

第二步，对股票池进行 ESG 排名。MSCI 根据 ESG 评级、评级变化、是否属于当前指数的成分股等条件，对投资范围内的公司进行排名。在 ESG 评级相同情况下，ESG 评级上升的公司比 ESG 评级不变的公司排名要高。

第三步，选择成分股并分配权重。为了使 ESG 领先指数在价格变化趋势上与母指数类似，ESG 领先指数（系列）的行业权重与母指数的行业权重保持一致，并且其行业成分股总流通市值需达到母指数的行业成分股总流通市值的 50%。对于每个行业，根据排名的高低顺序从高到低选择成分股，直到 ESG 领先指数（系列）的行业成分股的总流通市值达到母指数总流通市值的 50%。最后，使用市值加权的方式分配成分股在行业内的比重。

贝莱德旗下的 iShares ESG MSCI USA Leaders ETF（代码：SUSL）和 iShares ESG MSCI EM Leaders ETF（代码：LDEM）两只基金分别追踪该指数系列的 MSCI USA Extended ESG Leaders Index 和 MSCI EM Extended ESG Leaders 5% Issuer Capped Index。截至 2023Q3，SUSL 和 LDEM 的基金净资产规模分别为 10.62 亿美元和 4,619 万美元[131]。

（三）基于规范的筛选

根据 PRI 的定义，基于规范的筛选是挑选满足最低商业实践发行人的一种投资方式。最低商业实践参考的国际标准一般有联合国条约、安理会制裁条例、联合国全球契约十项原则、世界人权宣言和经合组织指引等[132]。

随着投资者逐渐采用更加系统化的 ESG 投资方式，基于规范的筛选的应用呈下降趋势。Eurosif 在较早的一份针对可持续投资的研究中显示，在 2015 到 2017 年间，欧洲范围内基于规范的筛选的应用显著下降，意大利和丹麦的下降更为突出，分别下降 81.3%和 80.9%。[133]GSIA 的调研显示了类似的结果，截至 2019 年底，该策略的应用在过去四年间以年均 10%的速度下降[134]。

基于 PRI 的定义，基于规范的筛选本质上属于负面筛选的一种，因此在应用步骤上大同小异。首先，根据投资目标确定筛选依据，比如某只基金主要投资服装制造行业，那相关的国际规范应包含劳工权益和污染物排放等内容。然后，通过研究国际规范的细则来匹配符合规范所需要的条件，比如获得 ISO 14001 环境管理体系认证。最后，从公司自主披露以及从舆情报道中获得证据，判断组合公司是否满足商业行为规范，进而排除不符合规范的企业。

虽然基于规范的筛选属于负面筛选的一种，但由于筛选条件的性质不同（前者一般基于行为，而后者一般基于产品），两者产生可持续影响的途径有差异。一方面，基于规范的筛选与负面筛选类似，它们都通过增加融资难度和提升融资成本来惩罚不满足社会规范的公司，制约此类公司的长期发展从而减少其对环境和社会的消极影响。另一方面，基于规范的筛选与负面筛选不同，但与正面筛选类似，促使企业为了满足市场对最低实践的期待，提升自身的 ESG 管理水平来降低经营风险的暴露，并通过企业间的良性竞争，在行业内逐渐形成满足最低实践并提升 ESG 管理水平的良性循环。

在应用基于规范的筛选时要注意两个问题。首先，投资者在选择国际商业实践规范时，需要考虑地区发展差异，避免“一刀切”的筛选方式。一些附加值低、劳动和资源密集型的产业通常位于成本低廉、监管不足的新兴经济体中。由于这些产业链的特性，新兴经济体通常在 ESG 风险方面的暴露程度较高。如果投资者在应用国际主流商业规范时忽略地区发展差异，从欠发达的经济体中撤资，这可能造成对支持该地区的可持续发展资金不足，进一步加大地区间 ESG 发展差异和抬高产业链中的 ESG 风险。

其次，基于规范的筛选主要评估企业的经营行为，但缺乏对运营产生的实际影响的审查，仅考虑经营过程而忽略结果的评价方式难以全面反映企业的 ESG 表现。实现可持续发展目标不仅需要改善经营行为，还需要评估这些行为是否足以实现可持续发展目标。企业盲目获得与行为规范相关的认证，或者投资者忽略衡量企业行为产生的实际影响，都可能导致回避重要问题而只关注表面。

案例 9：追踪标普可持续性筛选指数（S&P Sustainability Screened Indices）[135]基金

标普可持续性筛选指数是系列指数，目前有六个子指数，涵盖美国、中国和澳大利亚三个市场。它只使用负面筛选和基于规范的筛选，从母指数成分股中剔除不符合要求的股票，除这两种方式以外，标普不使用其他方式（比如 ESG 评级）进一步从母指数成分股中筛选股票。[136]对挑选出来的股票，标普使用市值加权的方式分配成分股的比重。

在使用负面筛选时，标普从母指数成分股中排除拥有某些化石燃料储备的公司以及涉及争议性业务（武器、烟草、油砂、页岩能源、动力煤）的公司。在使用基于规范的筛选时，标普使用 Sustainalytics 提供的全球标准筛选（Global Standards Screening），根据 Sustainalytics 对公司划分的三个状态（Non-Compliant“不合规”， Watchlist“关注名单”，Compliant“合规”），被划分为“不合规”的公司不符合纳入指数的资格[137]。

截至 2023 Q3，母指数 S&P 500 中共有 503 支成分股[138]，S&P 500 Sustainability Screened Index 中共有 450 支成分股[139]。贝莱德旗下的 iShares ESG Screened S&P 500 ETF（代码：XVV）追踪 S&P 500

Sustainability Screened Index。截至 2023 Q3，XVV 的基金净资产为 1.537 亿美元[140]。

（四）ESG 整合

CFA 协会和 PRI 将 ESG 整合定义为“将 ESG 因素明确、系统地纳入投资分析和投资决策中”，这个过程包括三个部分：前期研究、证券和投资组合分析、以及投资决策。前期研究通过对 ESG 信息的解读得到对企业、行业以及国家地区具有重大影响的 ESG 要素，然后在投研分析中将关键 ESG 要素整合到财务预测以及投资组合权重调整中，最终形成买入、持有、或者卖出的投资决策[141]。

随着投资者更加透彻地理解可持续投资相关的底层逻辑，主流的 ESG 策略逐渐从较为直接的筛选方式转移到系统化的整合策略中。无论是 GSIA[142]还是 Eurosif[143]，两家机构都从研究中观察到 ESG 整合策略于过去几年间在发达经济体中以年均大于 20%的速度增长。ESG 整合策略不仅发展迅速，其应用范围在所有可持续投资策略中也最广，在 2019 年底达到了 25.万亿美元。在资本集团的问卷中，ESG 整合策略在所有可持续投资策略中使用比例最高，有 59%的投资者声称使用了 ESG 整合策略[144]。根据 PRI 最近发布的关于在股票投资中应用 ESG 整合的技术指南，ESG 整合策略的应用场景分为被动和主动策略[145]，下文以主动策略重点展开。

在主动基本面策略中，应用 ESG 整合大致分成两个步骤：基本面分析和调整财务模型。在基本面分析阶段，分析师从宏观层面研究当前影响 ESG 趋势的主要话题，将宏观和行业动态反映在个股研究中，判断企业应对 ESG 风险和机遇的管理能力。调整财务模型是将前一阶段的定性分析体现在对企业的贴现估值中，当公司对 ESG 风险的暴露程度较低时，分析师将调高企业的估值，相反亦然。调整财务模型的一种方式是调整预估的未来现金流，另一种方式是调整增长率和贴现率的假设。当市场提供足够信息来判断企业盈利能力时，分析师一般采用现金流调整的方式，相反则采用调整增长率和贴现率假设。

在主动量化策略中，应用 ESG 整合也大致分成两个步骤：前期的统计学分析和建模，以及后期的回测。在分析和建模阶段，分析师使用统计学模型分析大量 ESG 数据，探索 ESG 与传统资产定价因子间的联系，或者挖掘高频 ESG 信息与股价波动的联系，寻找投资策略的择时信号。通过从前期分析得到的结论，分析师据此建立 ESG 投资策略，比如通过 ESG 要素倾斜策略来增强投资组合对 ESG 的暴露，捕捉来自 ESG 因子的预期回报，或者通过实时 ESG 新闻以及股价信息来建立实时交易策略。在回测阶段，分析师将历史数据输入交易模型，将模型生产的回报率与现实世界回报率对比，分析模型结果是否优于现实世界结果。当历史数据不足时，分析师使用蒙

特卡洛模拟，输入数据分布假设来模拟投资模型需要的输入数据，使用它们生产出投资模型的回报率，同样通过对比模型结果与现实股价数据来判断交易策略是否有效。

相比筛选策略，ESG 整合策略从更深层次推动社会的可持续发展。首先，可持续发展关注环境和社会的未来，投资者需要适应长期投资带来的不同风险和回报预期，以长期视角去发掘和筛选投资项目，并将 ESG 要素融入投资分析的全流程中。这个过程帮助投资者形成长期投资理念，从而为可持续发展提供稳定的长期资金保障。其次，ESG 整合的应用具有外溢效应，当投资者将可持续发展能力作为日常衡量企业整体表现的重要评估指标时，投资者的需求足以引起企业管理层的重视，促使企业将可持续发展能力建设纳入日常经营管理中，通过提升表现来获得市场认可，最终促进各行业的可持续发展。

虽然 ESG 数据可得性不足是所有可持续投资策略的挑战，但 ESG 整合对这个问题的暴露尤为明显。一是在研究单个证券的层面，整合策略需要使用 ESG 数据对被投公司进行基本面分析或者构建 ESG 与财务因子的联系。二是在构建投资组合的层面，也需要输入 ESG 数据到用于计算投资组合比重的统计学模型优化器中，使投资组合在满足 ESG 特性的同时也减少与投资基准的追踪误差[146]。

来自牛津大学赛德商学院和哈佛商学院的学者在一个研究中，曾询问专业投资者“什么 ESG 策略可以提高投资回报率”，有 61.2%被调查者认为是全面的 ESG 整合，这在所有 ESG 投资策略中占比最高[147]。而来自荷兰格罗宁根大学的一份研究显示，投资者认为 ESG 整合程度的平均值为 2.32（范围从 1 到 4，1 为无整合，4 为全面整合）。[148]综合这两项结果，即使投资者认为全面的 ESG 整合可以产生可观的回报，但相当部分的投资者还未做到深层次的整合，其中一个原因就是 ESG 数据可得性不足。

可持续发展会计准则委员会（SASB）创始主席 Robert Eccles 和道富环球前董事总经理 Mirtha Kastrapeli 在一份针对 582 家机构和 750 位个人投资者的调查中得出：ESG 数据可得性是阻碍 ESG 整合策略的第二大挑战，仅次于缺乏衡量 ESG 表现的统一标准。[149]在来自荷兰格罗宁根大学的一份研究则显示，81%的投资者在 ESG 整合策略中使用公司层面的分析，相比之下行业和国家层面的分析为 39%和 29%。[150]这些研究结果足以证明 ESG 数据可得性对应用 ESG 整合策略是至关重要的。

案例 10：易方达

责任投资契合易方达“深度研究驱动，时间沉淀价值”的投资理念。基于责任投资的视角，治理规范、促进社会和谐、注重环境友好的公司，会具备更好的可持续发展能力和较低的投资风险；通过深度研究发掘并投资于此类公司，并积极发挥股东作用，有助于为客户带来长期可持续的投资回报，促进社会的长期可持续发展。基于以上对责任投资的理解，易方达自上而下构建了责任投资体系，同时不断完善相关制度，为探索和开辟责任投资道路提供了基础性指引。

践行责任投资的重要抓手是投研融合，以实现责任投资在研究、投资管理流程中的实际落地。为此，易方达形成了自上而下领导，集中推进、分头落实的管理架构，由公司高管统筹领导，ESG 小组牵头推进责任投资与投研的全面融合，同时 ESG 小组成员深入各资产板块落实符合其资产特性的实践方法。在研究方面，ESG 小组开展了一系列的基础研究，包括：气候变化和碳中和、产品安全和用户保护、员工保障和待遇、管理层股权激励等等。在此基础上，提炼出针对中国企业的 ESG 评估框架，真正地将环境、社会、治理因素纳入投资决策。

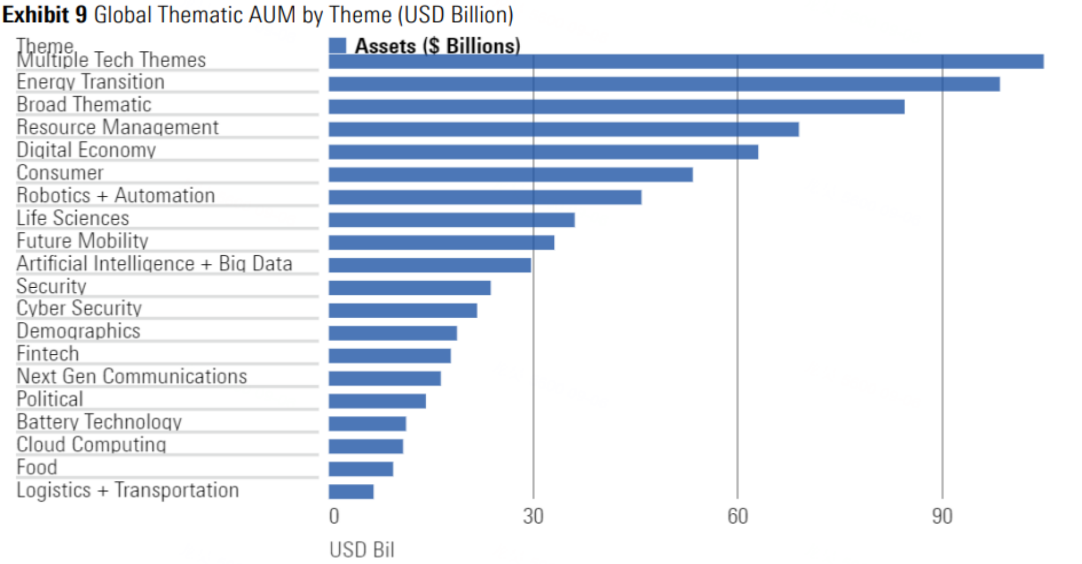
积极参与上市治理，真正落实“用手投票”，助力上市公司高质量发展。作为机构投资者，易方达在投后阶段，注重改善投资活动环境绩效，服务绿色经济发展，并推动重点公司提高环境信息披露质量、积极分红改善股东回报、提升供应链合规水平等。同时，通过投票积极行使股东权利，目前已实现投票流程系统化，对重仓股投票进行“全分析”“全参与”“全留痕”。2019 年以来，易方达年度参与的股东大会投票次数持续增加，年度投票覆盖的议案数量达 2000 多个，切实维护了基金持有人利益。

（五）可持续主题投资

根据 CFA 协会的定义，可持续主题投资将视角聚焦于和可持续发展相关的主题或者行业，例如清洁能源、绿色建筑、水资源、医疗健康、可持续农业等。因为可持续投资主题的领域通常需要长期的资本和智力投入，所以这被认为是一种关注于长期发展的投资方式[151]。

主题投资与社会发展潮流有着密切的联系。它以科学技术进步为核心，并在此基础上不断发展。智慧树投资公司（WisdomTree）在一份报告中指出，早在二战期间，就有投资者将资金投入到生产关键战略物资的公司。[152]在电视技术革新的背景下，最早的主题投资基金于 1948 年成立，旨在推动彩色电视机的普及。此外，随着上世纪末互联网的兴起，约三分之一的全球主题投资都与数字经济相关[153]。

图 0-19 晨星全球主题基金概览 2022



Source: Morningstar Research. Data as of 31 December 2021.

数据来源：Morningstar

可持续主题投资是主题投资的一种，它的兴起反映的是可持续发展理念的普及，资产所有者和管理者也随着潮流逐渐在可持续主题投资上扩大投资布局。根据 Coalition Greenwich 在 2021 年发布的一份调查，三分之二的机构投资者在过去三年增加了可持续主题投资的资产配置比例。[154]晨星（Morningstar）的数据显示，截至 2021 年底，全球共有 1,952 支主题基金，资产管理规模达 8,060 亿美元，相比两年前的 2,550 亿美元增长了两倍。其中，与能源转型有关的主题投资资管规模超过了 900 亿美元，仅次于科技相关的主题投资，而生命科学主题投资的资管规模超过了 300 亿美元。

参考麦肯锡公司总结的主题投资步骤，可持续主题投资一般分成三步。[155]

第一，考虑趋势和相关主题。不同于研究经济周期变化，可持续主题投资关注社会的结构性转变。周期性变化是有规律的，而结构性变化往往是重大的，如气候风险或革命性科技创新。另外，投资者从结构性趋势中提取相关主题时，要分析多个主题之间的相互作用，注意长期风险。

第二，形成投资理论。主题可以产生直接和间接价值。例如，为了减缓气候风险的影响，直接价值可以是电动汽车的发展，间接价值是改变加油方式，催生出与充电时间相关的消费者服务。因此，在制定投资理论时，投资者要识别可持续主题如何在产业链上创造直接和间接价值，找到符合自身专业优势的主题以实现投资价值。

最后，建立投资组合。投资者在根据定义的主题范围和投资理论的指导下，通过营业额占比等方式筛选符合条件的投资标的。

可持续主题投资通过给相关领域提供直接的资金支持，具有促进可持续发展的意向性，因此对实现联合国 17 个可持续发展目标（SDGs）有直接促进作用。新的解决方案的提出和实施需要资金保障，当更多的投资者意识到可持续主题投资的意义并采取行动时，资金的供需将达到平衡并形成良性循环。这得益于充足的资金可以降低可持续发展项目的融资成本，而较低的融资成本将促进创业者提出创新的可持续发展解决方案。此外，与影响力投资关注单个项目的投资相比，可持续主题投资是面向整个行业或领域的投资，这种特性使它通常聚焦于流动性和透明度高的二级市场[156]。通过二级市场的信息流通，更多的投资者将关注可持续主题。

应用可持续主题投资也不乏挑战。首先，可持续主题投资受经济周期的影响大。因为可持续主题投资通常关注具有长期成长潜力的行业，投资期限穿越整个经济周期，而且主题投资对定义什么公司满足当前主题有非常严格的规定，导致投资组合成分股的行业集中度高，成分股的市场表现可能趋同。所以，这些要素导致投资组合的风险分散能力较弱，易受到周期性宏观要素的影响。此外，可持续主题投资还非常依赖投资者的主观判断。预判社会的结构性转变以及发现可投主题的过程非常考验投资者的经验判断，而且由于投资的领域通常比较前沿，可用来分析的客观信息非常有限，这将进一步加重对投资者经验的依赖。

案例 11：富达 Fidelity Women's Leadership Fund（代码：FWOMX）[157]

FWOMX 成立于 2019 年 5 月 1 日，基金主要投资策略是将至少 80%的资金投资于促进女性领导力和发展的公司。截至 2023 Q3，FWOMX 的基金净资产为 1.39 亿美元。

根据 FWOMX 的招股说明书，基金筛选股票的条件主要有三个。首先，高级管理层中至少有一名女性高级管理人员；其次，女性董事占董事会人数至少三分之一；最后，针对女性员工，公司制定相关政策吸引劳动力以及提供晋升渠道。对女性员工友好的相关政策包括但不限于育儿假政策、监控男女薪酬差距的政策以及提供灵活的办公环境等政策。此外，FWOMX 还应用了负面筛选策略，排除涉及半自动武器、烟草制造、盈利性监狱、争议性武器、煤炭采掘和生产的公司。

（六）影响力/社区投资

根据全球影响力投资网络（GIIN）的定义，影响力投资是一种在追求财务回报的同时，致力于产生积极的、可衡量的社会和环境影响的投资方式。它有四个特征：产生影响的意向性、要求财务回报、较为广泛的目标财务回报率和资产类别，以及影响力测算。

第一，影响力投资需要投资者希望通过投资产生积极的社会或环境影响；第二，影响力投资要求具有财务回报，但最低要求是可以收回本金；第三，影响力投资设定的目标投资回报率较为广泛，下至低于市场的收益率，上至经风险调整的市场收益率，并且对资产类别的使用没有限制；第四，影响力投资的一个标志是投资者需要衡量和汇报产生影响力的大小并追踪其进展[158]。

根据 GSIA 的研究，社区投资则将目光放在当前获得服务不足的个体和社群中，努力扩展该群体获得同等服务的机会。[159]由于影响力投资和社区投资都致力于通过较为直接的方式帮助解决紧迫的环境和社会挑战，下文着重从影响力投资展开。

上世纪中期，福特基金会创建了"项目相关投资"（当时叫"社会投资"）的概念。21 世纪初，世代投资（Generation Investment Management）引领了"可持续投资"。在这两个机构的促进下，影响力投资的概念在 21 世纪初出现[160]。洛克菲勒基金会于 2007 年将这种既追求财务回报也关注环境和社会影响的投资方式，正式命名为"影响力投资"[161]。

截至 2021 年底，GIIN 估计影响力投资的资产管理规模达到 1.16 万亿美元[162]。GIIN 在 2023 调查中发现：第一，影响力资金在发达国家的配置更高，美国、加拿大、西欧、北欧、南欧以及大洋洲占比合计 56%，而北非、撒哈拉以南的非洲、拉丁美洲、加勒比海地区、亚洲、东欧等占比合计 45%。第二，影响力资金的行业配置占比前三名为能源（17%）、不包括小额信贷的金融服务（13%）和医疗健康（9%）。其中，投资于住房的资产规模增长最快，2017 到 2022 年的年均复合增长率达到 44%。第三，影响力资金在一级市场的配置要大于二级市场。按资产类型分，资金配置前三名为私募股权（26%）、私募信贷（22%）和实物资产（17%）。而将影响力资金分配到股权和债券流通市场（即二级市场）的占比为 14%。第四，虽然不少观点认为使用影响力投资策略需要牺牲回报率，但高达 74%的投资者仍以经风险调整的市场收益率作为目标回报率。在应用影响力投资策略的资产类别中，私募股权投资的平均收益率最高，达到 25%，高于目标回报率 4%[163]。

由于投资者通过私募股权的方式可以直接与组合公司的管理层对话，商讨打造符合社会和环境影响力的商业策略，GIIN 着重介绍了如何建立私募股权影响力基金的方法。

根据 GIIN 的指南，影响力投资的步骤分成三个部分：建立投资和影响力理论、寻找和选择投资标的以及投后管理[164]。

首先，在建立影响力理论时，要明确基金产生影响力的目的，比如提升教育公平和支持老年福利提升，以及评估衡量影响力的方式和预测影响力实现的时间线。[165]在构建投资理论时，要考虑未被满足的商业需求、交易规模、交易类型、预期回报率、资本退出路径等。

其次，与传统私募股权基金寻求投资标的的过程类似，基金管理人需要通过管理与政府机构、商业领袖、银行家、会计师和财务顾问等的关系，获得潜在投资标的资源。在筛选过程中，基金管理人通过尽职调查来审核满足影响力目标的潜在标的，探索提升它们商业运行效率和增强项目影响力的附加值路径。据 GIIN 统计，81%和 77%的被调查者将影响力数据分别应用到尽职调查和投资标的筛选过程中[166]。

最后，在投后管理阶段，一方面基金管理人与被投公司管理层进行互动，监控风险暴露情况和潜在运营问题，通过自身和基金咨询委员会的专业知识，帮助被投企业提升商业运作水平和发挥影响力。另一方面，基金管理人定期向基金投资人汇报基金的运作情况，包括财务信息和影响力表现。

影响力投资促进可持续发展体现在直接对具体项目提供资金支持。一方面，影响力投资与可持续主题投资一样，资金具有明确促进可持续发展的意向性，投资的目的是解决环境和社会问题。另一方面，影响力投资还强调额外性，即通过投资来产生本不存在的影响，如果没有影响力资金的支持，将无法实现对受益人的既定影响。例如，当前投资用来增加当地就业岗位以达到使当地居民实现财务独立，如果这笔资金被撤回，则使居民实现财务独立的目标将无法实现。[167]更重要的是，影响力投资强调衡量资金对促进可持续发展产生影响的大小，相比其他可持续投资策略，影响力投资对可持续发展不仅产生直接作用，而且需要量化此作用，这就要求基金管理人在充分评估所投项目产生的影响力路径的基础上，通过可得数据计算项目创造环境或社会影响力的大小，比如前述例子中计算增加就业岗位的数量。

宾夕法尼亚大学 The Wharton Social Impact Initiative 在 2016 发布一份针对 53 家私募股权影响力基金的调查中显示，70%的基金在有限合伙人协议里明确要求普通合伙人将环境和社会影响要素纳入投资决策[168]。这说明影响力投资的一大挑战是平衡财务回报和产生环境社会效益。由于私募股权基金面临有限的资本退出选择，这令同时实现财务和社会效益尤为不易。一方面，影响力投资的市场容量小，为了兑付财务效益，普通合伙人选择的潜在收购方不一定具有使命驱动的经营理念，使得投资组合公司在被收购时，其产生的环境和社会效益未必得到延续。另一方面，该研究还表示大多数私募股权基金在投资组合公司的董事会中没有投票控制权，这

意味着是否以使命驱动的形式进行资本退出，并不受该私募股权基金的控制。

影响力投资策略的另一大挑战是要充分评估环境和社会影响力的路径来确定投资组合创造的影响力是什么，以及计算影响力大小。评估和计算影响力的过程并不直接，影响力容易与公司经营活动指标相混淆。例如，经营小额贷款的小微金融服务公司，其产生的影响力是使更多人获得财务独立，而非公司发放小微贷款的数量[169]。

案例 12：TPG 上善睿思基金（The Rise Fund）的影响力回报倍数（Impact Multiple of Money - IMM）

上善睿思基金于 2016 年由 TPG 和 Bono（U2 乐队主唱）和 Jeff Skoll（eBay 首任总裁）联合成立。截至 2022 底，Rise I、Rise II、Rise III 共三期基金的资产管理规模分别为 21 亿美元、22 亿美元和 20 亿美元（Rise III 仍处于筹款阶段）[170]。

TPG 及其成立的 Y 研究院（Y Analytics）与布利吉斯潘集团（Bridgespan Group）共同开发了一种计算投资项目对社会和环境回报的循证方法，即 IMM，用于衡量每单位投资资金产生影响的经济价值。上善睿思基金在投资时仅考虑 IMM 超过 2.5 的公司。根据 TPG 和布利吉斯潘集团提供的方法，计算 IMM 总共分 6 个步骤：1）评估相关性和规模；2）识别社会和环境成果；3）估算成果对社会的经济价值；4）基于文献相关程度调整估算值；5）估算终值；6）计算 IMM。[171]下面将从上善睿思基金投资的 AlcoholEdu（主要业务是提供阻止大学生酗酒的在线课程）为案例解释计算 IMM 的 6 个步骤。

评估相关性和规模：在正式计算投资标的的 IMM 前，先对产品产生的潜在影响进行初步的定性评估，筛选掉不可能获得理想 IMM 的项目。AlcoholEdu 是能够提供积极影响的公司，因为它通过提供培训课程，帮助学生纠正不良的饮酒习惯，因此产生的积极影响是减少因酗酒产生的恶劣安全事件。在评估影响规模阶段，一方面要衡量影响的广度，比如 AlcoholEdu 为超过 400 所大学的 220 万学生提供饮酒安全课程。另一方面，也要衡量影响的深度，评估产品帮助社会减少了多少不利因素或者增加了多少有利要素，比如 AlcoholEdu 的在线课程可以帮助减少因酗酒产生的死亡事故。

识别社会和环境成果：通过总结学术研究结论，推测投资标的可能产生的社会和环境效应，并确定影响力成果的测算方式。在 AlcoholEdu 的案例中，一个随机对照试验显示酒精饮料限制项目在学生群体中可以减少 11%的酒精相关事故。通过文献结论，AlcoholEdu 产生影响的成果是过去 5 年间在其服务的 220 万学生群体中，因酗酒导致的死亡人数可能减少了 36 人。

估算成果对社会的经济价值：这个步骤上同样需要借鉴大量的学术研究，从众多文献中优选一个“核心学术论文”（例如，以随机对照试验为基础的研究优于案例研究），作为投资标的对社会产生的经济价值的理论依据。根据美国交通部的研究，一例死亡等同于 540 万美元，因此 AlcoholEdu 减少的 36 人死亡对社会产生了相当于 1.94 亿美元的经济价值。

基于文献相关程度调整估算值：由于学术研究一般不直接提供相关证据，基于论文推测的影响路径和影响大

小会有误差，因此上善睿思基金设定一个 100 分制的“影响力实现”指数，基于参考文献的质量和相关性对影响力估算值进行调整。指数由 6 个风险要素组成，2 个要素衡量学术质量和相关性，加总最高得到 60 分。其余 4 个要素分别占 10 分，用来衡量文献样本数据与投资标的产品应用场景的重合程度（比如，文献样本数据与投资标的服务客户群体的年龄分布是否类似）。在 AlcoholEdu 的案例中，通过“影响力实现”指数的调整，公司产生影响的概率为 85%，因此原先计算的过去 5 年间共产生的 1.94 亿美元的经济价值将调整为 1.64 亿美元。

估算终值：对企业估值时，通常假设增长率和贴现率，计算企业在不可预见的未来的价值，即终值。类似的，估算投资标的产生影响的终值是计算资金退出后投资标的可能产生的持续影响。与传统估值模型中采用永久终值计算不同，上善睿思基金估算终值的时间窗是资金退出的 5 年内，并假设投资标的每年产生影响的经济价值都与投资最后一年相同，最后通过评估产生影响的概率，以贴现率的形式对资金退出 5 年间的经济价值进行折现。在 AlcoholEdu 的案例中，假设投资最后一年产生影响的经济价值为 4,000 万美元，贴现率为 10%，那资金退出的 5 年间的终值为 1.52 亿美元。

计算 IMM：AlcoholEdu 在过去 5 年间通过减少 36 人的死亡，从而对社会产生了 1.64 亿美元的经济价值，加上 1.52 亿美元终值，AlcoholEdu 对社会将产生 3.16 亿美元的经济价值。如果上善睿思基金以 3,000 万美元购得 AlcoholEdu 的 60%股权，那么上善睿思基金在 AlcoholEdu 的投资上将对社会产生 1.896 亿美元的经济价值，IMM 为 6.2。

（七）公司参与和股东行动

根据 PRI 的定义，公司参与和股东行动是投资者就 ESG 问题与企业管理层进行直接沟通以促使企业 ESG 表现获得提升。公司参与是投资者与被投公司的董事会、管理层或者业务负责人在 ESG 问题上进行交流，而股东行动的主要形式是投资者对被投公司的股东提案行使投票权。[172]

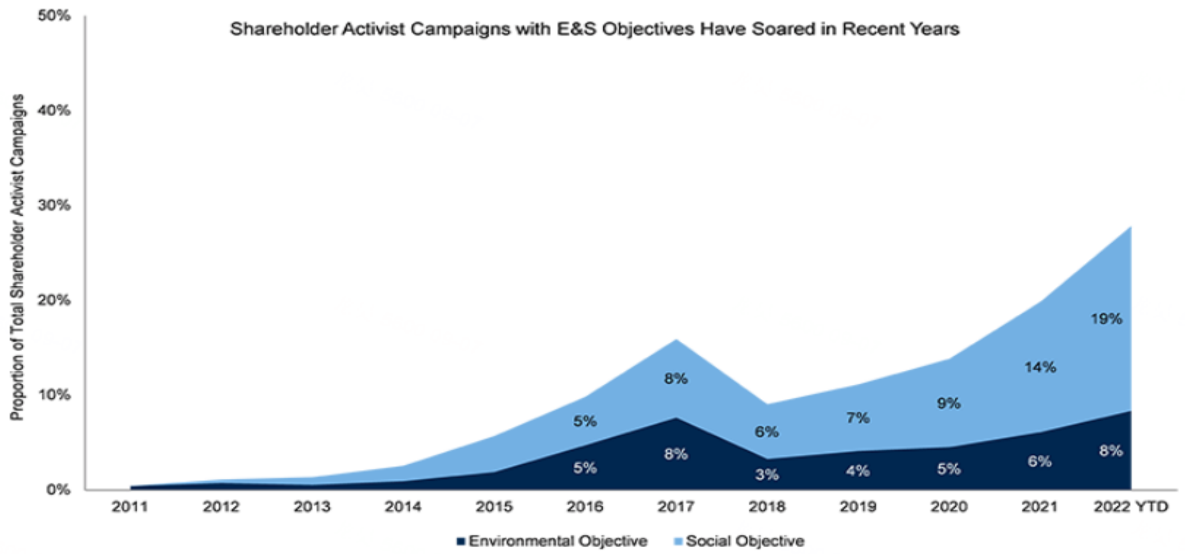
上世纪 90 年代，机构投资者的兴起为股东积极主义提供了成长的土壤，发达经济体的不少对冲基金通过股东积极主义实现财务诉求。[173]最近几年，股东主义逐渐从财务诉求转变为社会和环境诉求，以社会和环境为目标的股东积极主义运动大幅度增长，从 2016 年占比 10%上升到 2022 年的 27%，其中又以人力资本和气候变化议题为关注点[174]。

在美国刚过去的 2023 年投票季，约有 55%的股东提案涉及环境和社会问题，其中气候变化在环境议题下占比最大，达到 80%，同时在所有股东提案中占比也达到 17%。不过，2023 年的环境提案仅获得 21.3%的投票支持（2022 年为 33.3%），社会提案获得的支持也从 2022 年的 23.2%下降到 2023 年的 17.2%。在总共 889 份股东提案中，仅 25 份提案获大多数股东支持（2022 年为 55 份），气候变化提案仅 2 份获支持（2023 年为 9 份）[175]。

贝莱德和 Ceres 联合发布的一份报告总结了执行公司参与和股东行动的策略步骤，主要有三步：制定参与计划、确定参与方式和建立观察名单[176]。

在制定计划时，投资机构需要将公司参与和股东行动方案整合到机构整体的投资政策等“上层建筑”中，将附有股东积极主义的投资政策广泛应用到各类资产的投资策略。在确定参与方式时，根据 ESG 问题的重要性选择参与方式的深度，轻度参与包括不定期的与公司业务专家通过电话交流互换观点，深度参与涉及与公司董事会进行面谈，以及在股东大会上提交决议或者投票否决管理层的决议。最后，投资者在建立观察名单时一般考虑组合公司的几个要素，比如 ESG 评级变化、持有组合公司的股份、ESG 管理上的缺失是否对投资者自身和受益人有重大影响、财务表现重大变化以及对已通过的股东提案的反馈程度等。投资者通过观察名单来监控存在显著 ESG 风险的投资组合公司。

图 0-20 以环境和社会为目标的股东积极主义趋势



数据来源：RBC Capital Markets, S&P Capital IQ

相比其他可持续投资策略，公司参与和股东行动对促进企业采取可持续发展的经营模式更有针对性。公司参与和股东行动具有长期导向和自上而下的特点，当某项 ESG 决议获得大多数股东的支持时，为了向公司股东负责，管理层根据提案将 ESG 要素整合到日常的商业运作中，满足股东对企业可持续发展的诉求。同时，为了将可持续发展理念融入日常经营，管理层联合客户、员工、社区和供应商等利益相关方，通过合作来提高 ESG 信息的透明度和多方在 ESG 领域的专业度。[177]因此，股东行动不仅提升企业自身的可持续发展管理水平，也在合作中推动利益相关方对可持续发展的重视。

公司参与和股东行动对投资标的的影响比前面六种策略都更为直接，但在实际操作中同样存在挑战。全球最大的四位资产管理者（贝莱德, 先锋领航, 富达, 道富环球）在 2022 年仅支持 22%的环境和社会股东决议，而它们的投票顾问服务机构 Institutional Shareholder Services（ISS）和 Glass Lewis 则分别建议支持 75%和 42%的提案。这表明资产管理者在采纳投票顾问的建议时更为保守。[178] Ivan Diaz-Rainey 等学者的研究发现公司股价对温室气体减排等股东提案的反应是消极的，因为这意味着公司需要投入成本来改变经营方式，相比之下，要求信息披露则是一种成本低的股东诉求[179]。这说明投资者还未能充分接受投资标的因 ESG 项目投入而带来的财务成本压力。

另外，博科尼大学的学者在一份总结性的研究中指出，制约股东积极主义的要素还包括投入资源有限和集体行动困境[180]。尽管股东积极主义需要投入大量专业资源来分析和支持被投公司的 ESG 管理，但贝莱德、先锋领航和道富环球在尽责管理上的资金投入严重不足，分别仅为 1,350 万、630 万和 360 万美元（分别占资产管理成本的 0.15%、0.18%和 0.14%），[181] 究其原因，这些大型资产管理者是被动式投资的发起人和主力军，这种投资方式提倡复制市场指数来减少选股、择时和资产配置带来的投资成本。因此，时间和金钱成本较高的股东积极主义策略对被动式投资主导的资产管理者来说吸引力不足。此外，集体行动困境（“搭便车”）也是制约公司参与和股东行动的要素，对于复制同一指数的投资产品来说，它们在持有证券和持有比例上几乎是一样的。因此，如果机构间在股东积极主义上的投入成本不对等，就会形成部分机构“坐享其成”的局面。如果这个问题没办法得到解决，长期来看，甚至可能造成没有机构愿意进行公司参与和股东行动。

案例 13：富达（Fidelity）的股东行动[182]

富达（Fidelity）的公司参与和股东行动策略分成三步：识别沟通和参与对象；制定参与计划；行动、监控和评估。同时，它还具有多样化的特征，体现在参与途径和参与形式。

首先，富达通过公司 ESG 评级的方式来识别沟通和参与对象，如果投资标的的 MSCI 评级为“BBB”或者更低（富达 ESG 评级“C”或更低），这些公司将成为潜在的沟通对象。其次，行业分析师、ESG 分析师和投资经理将共同制定参与计划，并在计划中明确与公司沟通的目标以及分阶段实现的里程碑。在最后的行动和监控阶段，富达通过对沟通过程的全记录，准确追踪干预行动是否按既定目标进展，如果投资标的未能采纳富达意见来推进 ESG 表现提升，富达将升级参与手段或者采取撤资的方式规避投资风险。

富达有多个途径实施公司参与和股东行动策略。一方面有互动频率高的方式，这包括非周期性的与公司相关部门负责人的沟通，也包括周期性的财报会议。另一方面有更深度的参与方式，比如起草和提交股东决议以及在股东大会上对 ESG 相关的提案行使投票权。另外，富达还会向监管机构和政策制定者提出可持续发展的

建议。

在参与形式方面，富达除了与公司董事、管理层和业务负责人进行一对一的会议外，还会以多对一的协作式方法，联合其他投资者或者投资标的的其他外部利益相关方，就共同利益与公司进行沟通，有效的放大外部意见的声音。此外，富达还会采用一对多的主题式互动，对暴露在同一 ESG 风险要素下的投资标的进行集体沟通（比如取水风险），促成企业和行业间达成共识。

第四章　落地篇

一、当前我国可持续投资的挑战

（一）可持续投资定义尚不清晰

“可持续发展”本身是一个宽泛的原则和目标。随着人类社会经济、文化的发展和演变对“可持续发展”理念本身也会赋予越来越多元化的内涵，但也正是这个原因，“可持续发展”理念的边界很模糊，在指导实际经济活动时容易产生歧义。

在追求可持续发展的全球共识下，可持续投资的价值正在获得更多关注与认同，有望迎来巨大的市场机遇。然而，可持续投资理念的落地发展同样面临着艰巨的挑战。具体而言，这些挑战主要体现在如下几个方面。

首先，全球可持续发展的定义仍处在持续的演进过程中，WCED 所提出的可持续发展定义，虽然系统性整合了学界各类不同论点，但由于其折中和模糊性，使得该定义本身存在一定的缺陷。这使得可持续发展的定义更像是一个口号，并且难以落到实处。

其次，可持续发展缺乏清晰的边界，难以量化，对于具体的实践难以形成有效的指导。具体实践时需要对可持续发展理念拆解或量化，从不同的角度出发对可持续发展的定义进行拆解，所得内涵也有所不同。从可持续经济发展的角度来看，可持续发展鼓励经济的可持续增长，注重经济的发展质量，而并非盲目追求经济的发展速度，即可持续发展要求人类改变以传统的“三高”为主要特征的生产方式，倡导清洁生产、低碳生产，推崇依靠生产要素优化组合的经济发展；从可持续生态发展的角度来看，可持续发展追求经济和生态环境的协调发展，在发展的同时确保环境具有相应的承载力，在保护环境、节约资源的前提下能够持续获得发展所需资源；从可持续社会发展的角度来看，可持续发展要求提高人类的生活质量，创造健康、和谐的社会环境。通过上述分析发现，可持续发展包罗万象，边界模糊难定。 Daly(1998)指出可持续发展被制度化并被奉为预期变化的指南仍然是危险的、模糊的，这种“模糊”不是协商一致的基础，而是分歧的滋生之地；Bressers(2003)同样认为依据“可持续发展”来讨论公共政策的实际影响时，往往只能以模棱两可的辩论结果而告终。

值得说明的是，众多相关的质疑和批评并不影响可持续发展理念的发展和地位，反而为可持续发展理念点明了发展方向，可持续发展理念并不是一成不变的，伴随着经济社会的不断发展，新的矛盾和问题将不断涌现，可

持续发展理念的内涵也将得到持续的丰富和发展。可持续发展要从理念转变为行动，仍需经历漫长过程，可分为三步走：科学家的艰苦探索，构建可持续发展理念；决策者的政治意愿，接受可持续发展战略；更深入的公众参与，推动可持续发展实现(崔大鹏,2007)。

定义的模糊导致可持续理念难以真正落地于投资中。实际投资中，只要考虑了非财务因素的投资都有可能归类为可持续投资，这使得可持续投资的边界可以无限延展，给“洗绿”等行为创造了可解释的空间。

（二）可持续评价议题与标准难以统一

企业可持续信息涵盖因素众多，如何对企业的可持续绩效进行科学合理的评价、在投资中践行可持续理念，成为投资者面临的难题。

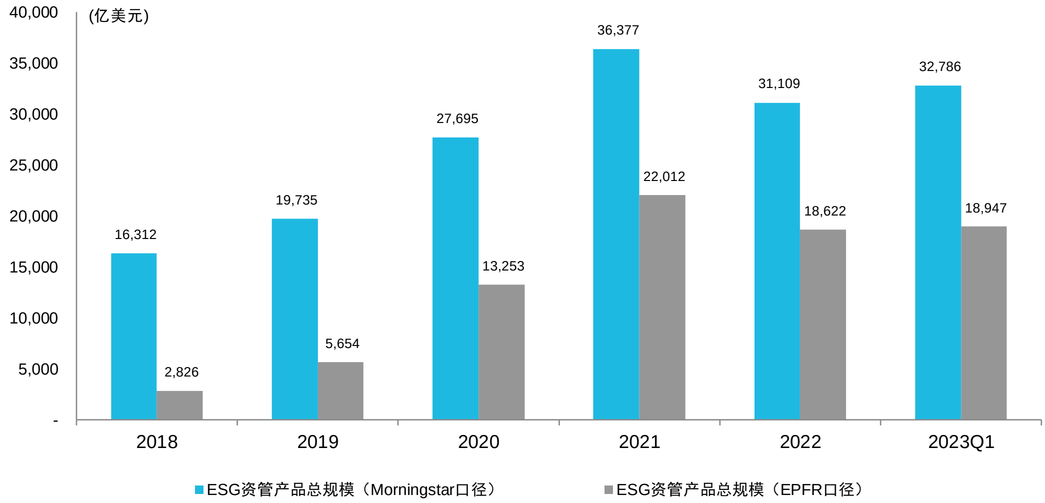
一方面是衡量企业可持续绩效的标准不一致。为了衡量企业可持续绩效或价值，缓解投资者与企业之间的信息不对称性，可持续评级应运而生。可持续评级能够以评促改、引导投资、促进政策落地，是引导可持续科学发展的指挥棒。目前，国内外已有众多机构涉足可持续评级领域，但不同机构的可持续评级在质量和实用性上存在显著差异，难以指导具体投资以及企业可持续实践。

国内外众多第三方机构已经开展了 ESG 评级相关的有益探索，这些机构进行 ESG 评级的方法论基本一致，但在具体议题设计和权重分配上存在一定的差异。本文归纳汇总了 MSCI、妙盈科技、及国资委的 ESG 专项报告参考指标体系，通过横向对比发现，各个机构的议题设置具有如下特征：

一是各个评级体系的聚焦不同，各具特色，如 MSCI 聚焦于一家公司的 ESG 风险和机遇及相应的管理能力，而国资委则是聚焦于央企控股上市公司的可持续性。二是各个评级体系均持续更新评级指标体系，与日俱进，随着经济社会发展，ESG 的内涵也在持续演进，因此各个评级机构均会根据公司及经济社会发展现状持续改进议题设置。三是各个评级机构的议题设置趋同，但是具体的指标存异。这是因为随着全球化程度加深，ESG 披露标准逐渐趋同，监管机构和投资者所关注的 ESG 议题也趋于一致，使得各个机构的 ESG 议题相关设置逐渐同质化，但是由于受数据可得性的影响，各机构在具体指标的设计上有所不同，部分机构会使用人工智能、文本分析等方法抓取公开数据，以尽可能考虑更多的指标。

国内 ESG 评级体系有待进一步完善。一是部分评级体系照搬国外指标，缺乏针对性，存在一定水土不服的问题；二是指标赋权方法均使用主观性较强的方法，导致各机构指标权重设置差异较大；三是我国目前尚未出台统一的 ESG 披露标准，各个上市公司会采取择优披露策略或是干脆不披露 ESG 信息，导致 ESG 信息质量较低且可得性较差。

图 4-1 不同口径下的 ESG 资管产品规模统计



资料来源：Morningstar, EPFR

第二个问题是可持续投资基金产品的划定。不同的金融数据提供商对可持续投资产品的认定标准是不一致的，例如：对全球 ESG 资管产品总规模的统计，比较常用的 EPFR 和 Morningstar 统计口径对于年度全球 ESG 资管产品总规模的统计结果差异就比较大。可持续投资活动信息披露标准、框架的不一致使得 ESG 相关的任何信息都存在很大的噪音，导致在 ESG 的实践层面，无论是政策性资金的引导，还是对 ESG 投资管理人的监管，都需要承担较高的 ESG 信息筛选和处理成本。

第三个问题是可持续投资产品的主题较为单一。中国 ESG 基金产品目前关注的主要是 E 维度问题，可能未充分考虑其投资标的公司在 S、G 方面的表现。同时，共同富裕、乡村振兴等具有中国特色的主题在 ESG 基金投资中少有体现，对于这些主题投资的基础数据、指南等资料也相对缺失。这些中国特色的议题是我国开展可持续投资的另一个重要抓手，需要在产品中有更多体现。

（三）可持续相关数据质量有待提升

数据质量方面的挑战具体表现为四个方面。

第一，数据不足。A 股整体 ESG 信息披露率较低。根据妙盈科技的统计，截至 2023 年 7 月 31 日，A 股 2022 年度 ESG 信息披露率为 34.85%，沪深 300 指数、中证 800 指数、中证 1000 指数的 ESG 信息披露率分别为 93%、80%、45.6%。相较而言，标普 500 指数的 ESG 信息披露率达到了 90%，罗素 1000 指数的 ESG 信息披露率大约为 70%。A 股 ESG 信息数量仍有较大发展空间。与此同时，从核心指标来看，A 股碳排放数据的披露率大约是 10%，远远不及气候投融资的需求水平。而从数据类型来看，A 股量化数据较少，难以满足定量化的 ESG 投研工作。

第二，数据可比性较差。ESG 信息和数据披露尚未形成系统、一致和规范的标准，企业所依据的指标定义差异较大，披露的 ESG 信息和数据结构混乱。即使仅仅考虑单个企业，由于标准的缺失，指标所覆盖的实体范围、计量标准、数据单位也会发生变化。这将降低数据可比性，并影响相关研究和投资的科学有效性。

第三，数据真实准确性无法保障。目前尚未对 ESG 数据建立鉴证和审计制度，因此市场所面对的 ESG 数据并非是完全真实可用的。在对某企业的 ESG 报告进行研究时，发现其某些数据与历史绩效相比，差了 7 个数量级。经过分析后发现，这主要源自数据单位的换算错误以及将千分位符误写为小数点。除基础性错误外，数据覆盖范围、计量和汇总方式，披露格式等均会影响 ESG 数据真实准确性。

第四，数据滞后显著。一方面，目前企业披露 ESG 信息的重要载体是年报或独立的 ESG 报告，但这些报告均以财年为周期，未能满足阶段性投研需要。另一方面，采用独立 ESG 报告形式的企业，多在年报发布后才披露 ESG 报告。在具体实务中，甚至出现在年报披露后间隔 7 个月才披露 ESG 报告。整体 ESG 数据的滞后现状，将影响 ESG 投研的时效性。

（四）可持续投资激励尚不明确

可持续投资策略的动机不清晰、效益不明显，主要源自三个方面的原因。

第一，可持续投资策略与投资收益的关系尚未明确。目前，海外就可持续投资策略与投资回报的关系进行了大量研究，并普遍认为可持续投资策略可以创造超额收益。但中国可持续投资发展时间较短，基于中国市场的 ESG 数据不足以及可持续投资投资周期较短，难以支撑相关研究和得出结论。

第二，可持续投资尚未触达投资内核。国内金融机构虽然建立了可持续投资投资的基本认知，但在可持续投资投资方面的投入较为有限，表现在人

才匮乏、研究能力薄弱、策略应用不足等。最终，可持续投资理念难以对传统投研体系形成实质性影响，未能触达投资内核。

第三，市场和社会公众的普遍意识尚未建立。在海外，包括烟草、酒精、博彩等在内的行业被市场认定为对社会和公众发展具有负面影响的「罪恶（sin）」行业。基于此，投资者形成了剔除「罪恶」行业的可持续投资负面筛选策略——这也是可持续投资策略最基础和最常见的模式。另一方面，社会公众对绿色消费、多元化与包容性、董事会独立性等议题较为关注。相较而言，国内市场和社会公众尚未形成类似的共识。

最后，可持续投资存在长短期错配的问题。在涉及 ESG 项目投资时，比如生态保护等议题，通常需要更长的投资周期，使得 ESG 投资可能在没有产生环境、社会正外部性之前，资管产品就开始面临被赎回的压力。在可持续投资活动中，资金端和投资资产端缺乏激励，使得 ESG 投资活动对于市场参与主体的吸引力较弱。

二、 中国特色可持续投资的理念、议题与实践

定义不清晰、评价议题有分歧、数据不完善、激励不明确的问题阻碍了可持续投资进程。基于这些问题，我们结合对国内外的理论与实践研究，提出中国特色可持续投资内涵定义、评价议题与实践方法。

（一）中国特色的可持续理念

可持续投资根植于可持续发展理念。在第一章，我们对国际可持续理念来源和发展脉络、及相关学术研究进行了系统性的论述。最终，明确了可持续投资的定义、并厘清了不同可持续相关投资概念的关系。我们认识到，在联合国引导下，可持续发展关注代内和代际发展，“满足当代人的需要而又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展”的理念深入人心。基于这一理念，可持续投资的定义包括以下几个维度：

从核心理念上，关注长期可持续的发展，维护代内公平和代际公平。

从关注议题上，包括“ESG”三个维度下的多种议题。

从实施方法上，表现为在投资决策中融入可持续考量和在投后管理中推动可持续发展。

中国特色的可持续投资与国际在整体一致的基础上，融入了中国特色的理念、议题和方法。

可持续理念与我国传统文化一脉相承。习近平总书记指出，“中华民族向来尊重自然、热爱自然，绵延 5000 多年的中华文明孕育着丰富的生态文化”。对待人，强调与人为善、推己及人；对待自然，体现“天人合一”的思想，追求人类与自然界和谐共生，强调人类要遵循自然界的客观规律，按照与自然法则相适宜的方式行事；对待社会，注重用仁爱和谐原则促进群体与个体、秩序与自由的内在平衡[183]。

可持续理念长期融入我国发展战略中。1992 年联合国环境与发展大会后，我国接轨国际、立足国情，将可持续发展确立为国家战略。1994 年，中国政府在全世界率先发布《中国 21 世纪议程》，这是中国全面实施可持续发展战略的国家级行动纲领。《中国 21 世纪议程》确立了中国 21 世纪可持续发展的总体框架和各个领域的主要目标，其内容大体分为四部分：可持续发展总体战略、社会可持续发展、经济可持续发展、资源的合理利用与环境保护。1996 年，《中华人民共和国国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景纲要》明确提出在我国实施可持续发展战略。同年，国家计划委员会出版了《可持续发展战略读本》，指出了在中国实施可持续发展的紧迫性和必须要性，重点分析了人口、自然资源、生态环境以及人类居住区的可持续发展特征。

2012 年，党的十八大提出了经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设“五位一体”总体布局；2015 年，党的十八届五中全会提出“创新、协调、绿色、开放、共享”新发展理念。新发展理念对发展的目的、动力、方式、路径等一系列理论和实践问题的进行了系统性回答，相应地注重解决发展动力问题发展不平衡问题、人与自然和谐共生问题、发展内外联动问题，以及社会公平正义问题。

习近平总书记于 2021 年发表了关于可持续发展的重要论述。他指出，可持续发展是“社会生产力发展和科技进步的必然产物”，是“破解当前全球性问题的‘金钥匙’”；“大家一起发展才是真发展，可持续发展才是好发展”。他从关乎人类社会发展前途和命运的三大关系——人与自然的关系、人与社会的关系、国家与国家的关系，科学阐释可持续发展的内涵[184]：

正确处理人与自然的关系，需要“坚持绿色发展，致力构建人与自然和谐共处的美丽家园”。党的二十大报告中也指出，中国式现代化是“人与自然和谐共生的现代化”。可持续投资关注长期环境问题，顺应人与自然和谐共生的发展理念，提倡在推动经济社会发展的同时保护生态环境。一方面，投资时选择对生态环境积极承担责任的投资对象，推动经济社会绿色转型、碳达峰碳中和目标的实现；另一方面，引导企业学习在环境方面的最佳实践，促进企业可持续发展。

正确处理人与社会的关系，需要“坚持以人为本，努力建设普惠包容的幸福社会”。习近平总书记指出，“发展的最终目的是为了人民。在消除贫困、保障民生的同时，要维护社会公平正义，保证人人享有发展机遇、享有发展成果。” 发展不以多数人的利益受损为代价、不以长期利益受损为代价。可持续投资关注社会公平、发展，选择对员工、上下游、消费者和整个社会友好的企业，并督促企业积极创新、承担社会责任、为推进社会公平和发展等贡献力量。

正确处理国家与国家的关系，需要“坚持共商共建共享，合力打造开放多元的世界经济”。落实到可持续投资层面，需要使投资符合我国国家利益、顺应国家战略方向，支持全球共同关切的可持续发展领域。

这一可持续发展理念指导下，中国特色可持续投资将对人、对自然、对社会的关切融入投资决策，支持代内与代际间的公平、支持长期发展。一方面，引导资金流向对自然、对社会、对国家有积极贡献的领域。另一方面，引导企业的长期发展，提升企业质量，最终让现代化建设成果更好地惠及广大投资者。

（二）中国特色的可持续投资议题

中国特定的国情和文化为 ESG 理念在中国的发展赋予了新的内涵。中国可持续议题既接轨国际，又蕴含了与中国式现代化的科学内涵和中国特色现代资本市场建设的本质要求高度契合的价值内核。因此，我们在设计可持续投资议题时，一方面参考海外议题，另一方面，立足于我国基本国情、响应宏观政策、重点支持我国战略方向。

首先，从国际议题看，我们根据宏观（监管政策）、中观（机构策略）和微观（产品特征）三个层面进行总结，发现海外市场关注的议题集中度较高。

海外政策方面，我们在第二章中对国际通用的可持续投资规范和主要市场的相关政策进行了归纳统计。近年来海外监管主体关注的环境议题包括气候变化、生物多样性、废弃物与污染物、水资源、能源转型；社会议题包括员工权益、性别平等、供应链管理、社区影响；治理议题则包括公司治理、股权结构和风险管理方面的内容。

海外机构策略方面，全球前十大资管机构均制定了可持续投资策略框架，并在可持续投资声明、ESG 整合政策、可持续投资计划、尽责管理政策、代理投票指南等文件中，阐明了其重点关注的 ESG 议题。

易方达基金管理有限公司
中国广州天河区珠江新城珠江东路30号 广州银行大厦43楼 邮编：510620
热线电话：400 881 8088 www.efunds.com.cn

表 4-1 ：全球领先资管机构核心 ESG 议题

资管机构	环境议题	社会议题
贝莱德	✓ 气候相关风险	✓ 人力资本管理
	✓ 自然资本	✓ 公司的人权影响
先锋领航	✓ 空气排放和空气质量	✓ 劳工标准和雇员关系
	✓ 能源使用和节约	✓ 产品质量和安全
	✓ 自然资源和土地利用	✓ 本地社区影响
	✓ 废弃物管理和水质量	✓ 平等就业机会
	✓ 有害材料使用	✓ 健康关怀、教育
富达	✓ 气候变化	✓ 人力资本
	✓ 自然资本	✓ 产品责任
	✓ 污染和废弃物	✓ 利益相关方反对
	✓ 环境机遇	✓ 社会机遇
资本集团	✓ 气候变化风险	✓ 人力资本管理
	✓ 自然资源	✓ 社会机遇
	✓ 污染和废弃物	✓ 消费者权益（消费者安全、
	✓ 环境机遇	得性、隐私和数据安全）
摩根资管	✓ 气候变化	✓ 人力资本管理
	✓ 自然资本和生态系统	✓ 社会利益相关方参与
太平洋投资管理	✓ 空气污染	✓ 人权和劳工权益、健康和安
	✓ 废弃物	✓ 人力资本管理
	✓ 温室气体排放	✓ 社区和利益相关方关系
	✓ 土地利用和生物多样性	✓ 产品创新和健康
	✓ 气候物理风险和韧性	✓ 产品安全和质量
东方汇理	✓ 排放&能源	✓ 职业健康&安全
	✓ 废弃物管理	✓ 工作条件
	✓ 生物多样性及污染	✓ 劳工关系
	✓ 供应链-环境	✓ 供应链-社会
		✓ 产品&消费者责任
		✓ 社区融入&人权

海外 ESG 投资产品方面，通过对 ESG 主题类指数和基金特征的部分梳理，亦可以得出海外市场关注度较高的 ESG 议题。

图 4-2 ：海外主要 ESG 指数和 ESG 基金涉及议题

类型	有关议题	指数或产品名称	机构
ESG 指数	气候变化	✓ MSCI Climate Action index	MSCI
		✓ MSCI Climate Paris Aligned Indexes	
		✓ MSCI Global Low Carbon Target	
		✓ Paris-Aligned & Climate Transition (PACT)	标普
		✓ Carbon Efficient	
		✓ Carbon Budget	
		✓ FTSE Developed ESG Low Carbon Select Index (GBP)	富时罗素
	水资源	✓ S&P Global Water	标普
		✓ MSCI Global Sustainable Water Index	MSCI
	清洁能源	✓ S&P Global Clean Energy	标普
	绿色建筑	✓ MSCI Global Green Building Index	MSCI
	污染	✓ MSCI Global Pollution Prevention Index	MSCI
	性别多元性	✓ MSCI Women's Leadership指数	MSCI
	治理有效性	✓ S&P/Drucker Institute Corporate Effectiveness Index	标普
ESG 基金	气候变化	✓ iShares Climate Conscious & Transition MSCI USA ETF	贝莱德
		✓ BlackRock U.S. Carbon Transition Readiness ETF	
		✓ iShares Paris-Aligned Climate MSCI USA ETF	
	清洁能源	✓ iShares Global Clean Energy ETF	贝莱德
	水资源	✓ Fidelity Water Sustainability Fund	富达
		✓ Invesco Water Resources ETF	景顺
		✓ DWS Global Water	德银资管
	生物多样性	✓ Fidelity Sustainable Biodiversity Fund	富达
	性别多元化	✓ Fidelity Women's Leadership Fund	富达
		✓ DWS Invest ESG Women for Women	德银资管
		✓ Schroder Multi-Manager Diversity	施罗德
		✓ iShares Refinitiv Inclusion & Diversity	贝莱德

在对上述内容进行比较汇总后发现，海外市场核心议题主要包括：

- ✓ 环境：气候变化、生物多样性、水资源、大气污染、固体废物、能源转型；
- ✓ 社会：人力资本、人权、劳工、职业健康与安全；
- ✓ 公司治理：董事会多元化、董事会独立性、高管薪酬、商业道德。

而对中国特色可持续投资议题的归纳主要关注我国发展需要，包括三个维度：

（1）中国特色的环境维度

习近平总书记在《生物多样性公约》第十五次缔约方大会领导人峰会上发表主旨讲话时指出，生态文明是人类文明发展的历史趋势。党的二十大报告进一步指出，大自然是人类赖以生存发展的基本条件。尊重自然、顺应自然、保护自然，是全面建设社会主义现代化国家的内在要求。必须牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，站在人与自然和谐共生的高度谋划发展。

在这一思想观念的指导下，当前我国环境政策法规形成了完善的政策体系。《中国人民共和国环境保护法》是国家环境保护的基本大法，明确了“保护环境是国家的基本国策”，制定了“保护优先、预防为主、综合治理、公众参与、损害担责”的 20 字原则，在总体上布置了各项环境保护工作。在此基础上，我国确立了《湿地保护法》《渔业法》《海域使用管理法》《节约能源法》《水污染防治法》《海洋环境保护法》《土壤污染防治法》《大气污染防治法》《固体废物污染环境防治法》《噪声污染防治法》等有针对性的各项环境领域法律。

此外，我国积极参与国际环境保护，签署了应对气候变化的《巴黎协定》、保护生物的《昆明-蒙特利尔全球生物多样性框架》、管理大气污染的《关于持久性有机污染物的斯德哥尔摩公约》等等。

除传统环境问题外，应对气候变化摆在了国家治理的突出位置。2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上郑重宣示：中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。我国正在为实现这一目标行动。

综合我国政策法规体系，主要关注三个方面的环境议题：一是有效利用自然资源，让有限的环境资源可以更好地服务我国现代化建设；二是管理环境污染，包括对气候变化、水污染、大气污染、土壤污染等的影响，在发展的同时不以长期牺牲自然环境为代价；三是应对气候变化，促进我国低碳转型。

（2）中国特色的社会维度

2022 年，党的二十大擘画了以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴的宏伟蓝图。中国式现代化既有各国现代化的共同特征，更有基于自己国情的中国特色。中国式现代化共有五个特征，其中前两个特征分别为：人口规模巨大的现代化、全体人民共同富裕的现代化。

根据第七次全国人口普查公报[1]，全国人口超过 14.1 亿，约占全球总人口的 18%，是世界上人口规模最大的发展中国家。人口规模巨大，不仅仅是人口数量多，还意味着人口社会构成复杂，表现在人口质量、人口结构、人口分布等方面。二十届中央财经委员会第一次会议概括了当前我国人口发展的「三化」特征——少子化、老龄化、区域人口增减分化。少子化、老龄化、区域人口增减分化将伴随中国社会主义现代化建设的全过程。这些人口发展的新形势将对家庭、经济社会环境和人口可持续发展的的影响日益显著。

与此同时，中国还力求在人口规模巨大的背景下实现全体人民共同富裕的现代化。2020 年 10 月，党的十九届五中全会明确将「全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展」作为二〇三五年基本实现社会主义现代化的远景目标之一，开启共同富裕新征程。一方面，共同富裕是社会主义的本质要求——推动经济社会发展的（做大“蛋糕 ”）同时，要实现全体人民共同富裕（分好“蛋糕”），另一方面，共同富裕是对全球贫富差距挑战的回应。

此外，第三次分配被认为是实现共同富裕的重要途径之一，2021 年 8 月 17 日，中央财经委员会召开第十次会议，研究扎实促进共同富裕问题，会议提出构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排。第三次分配是指在初次分配、再分配的基础上，企业（或个人）通过以募集、捐赠和资助等慈善公益方式对社会资源和社会财富进行分配。

因此，在对标人口规模巨大的现代化所带来的挑战后，中国特色化 ESG 议

[1] 国家统计局，《第七次全国人口普查公报》，https://www.gov.cn/guoqing/2021-05/13/content_5606149.htm

题应包含与多元化就业、技能升级、人口均衡发展、共同富裕、第三次分配等有关的内容。

（3）中国特色的公司治理维度

《中华人民共和国公司法》是规范公司治理的重要法律法规。2023 年 12 月 29 日，《公司法》由中华人民共和国第十四届全国人民代表大会常务委员会第七次会议修订通过。本次修订内容也代表了中国公司治理监管的重要内容。

第一，完善注册资本认缴制，增加有限责任公司股东认缴期限的规定，明确全体股东认缴的出资额应当按照公司章程的规定自公司成立之日起五年内缴足。

第二，强化公司民主管理，维护职工合法权益。明确公司应当依照宪法和有关法律的规定，建立健全以职工代表大会为基本形式的民主管理制度，完善董事会中职工代表的有关规定，除对职工三百人以上不设监事会的公司董事会设职工代表作出强制要求外，进一步明确其他公司的董事会成员中可以有职工代表。

第三，加强股东尤其中小股东权利保护。规定控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益的，其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权；完善股份有限公司股东查阅、复制公司有关材料的规定；增加公司不得提高临时提案股东持股比例的规定；规定公司减少注册资本，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，法律另有规定的除外。

第四，强化对控股股东和实际控制人的规范。控股股东、实际控制人不担任公司董事但实际执行公司事务的，适用董事对公司负有忠实义务和勤勉义务的规定。

第五点主要与公司债券发行有关，第六点主要与法律责任有关。

除《公司法》外，中国证监会于 2023 年 8 月 4 日正式发布了《上市公司独立董事管理办法》，全面系统地明确了独立董事职责定位、强化了独立董事任职管理、加强了独立董事履职保障并健全了独立董事责任约束机制。

2.3 中国可持续投资 ESG 议题框架

通过对比国内外 ESG 重点议题，在兼顾 ESG 全球普世价值与中国特色化的前提下，中国可持续投资 ESG 议题框架应包含以下内容：

环境（E）	社会（S）	公司治理（G）
有效利用自然资源	人力资本（多元化就业、技能升级）	董事会治理效率
生物多样性保护	职工权益及民主管理	控股股东和实控人行为
水污染	职业健康与安全	独立董事履责
大气污染	数据安全与隐私保护	股东权利保护
固体废物污染	社区贡献（第三次分配）	高管薪酬
气候变化		ESG 治理

（三）中国特色可持续投资的实施方法

1. 机构可持续投资的能力建设

根据对海外可持续投资实践的研究，中国机构投资者可以着重在以下四个方面开展工作，以促进可持续理念与投资业务深度融合，并推动中国可持续投资的健康发展。

第一，建立公司层面的可持续投资框架。

在对标、学习海外优秀实践的基础上，结合全球可持续发展的普世价值与中国特色，明确可持续理念，并基于理念制定一套全面、系统的可持续投资框架，以指导具体的可持续投资活动。

一方面，投资者对可持续的认可是其开展投资活动的基础。可持续投资理念需要与公司的投资理念深度结合。以易方达为例，可持续投资的理念契合易方达“深度研究驱动，时间沉淀价值”的投资理念。基于可持续投资的视角，治理规范、促进社会和谐、注重环境友好的公司，会具备更好的可持续发展能力和较低的投资风险；通过深度研究发掘并投资于此类公司，并积极发挥股东作用，有助于为客户带来长期可持续的投资回报，促进社会的长期可持续发展。基于以上对责任投资的理解，易方达自上而下构建了责任投资体系，同时不断完善相关制度，为探索和开辟责任投资道路提供了基础性指引。

另一方面，自上而下的管理架构可以确保可持续理念深度融入投资行为。在研究海内外机构管理架构后，易方达构建了坚持自上而下领导，集中推进、分头落实的管理架构。由公司高管统筹领导，ESG 小组牵头推进责任投资与投研的全面融合，同时 ESG 小组成员深入各资产板块落实符合其资产特性的实践方法。在研究方面，ESG 小组开展了一系列的基础研究，包括：气候变化和碳中和、产品安全和用户保护、员工保障和待遇、管理层股权激励等等。在此基础上，提炼出针对中国企业的 ESG 评估框架，真正地将环境、社会、治理因素纳入投资决策。

第二，形成研究、人才、数字化投入。

挖掘更具投资有效性的 ESG 因素，通过与外部 ESG 数据商和评级机构的合作，建立内部 ESG 投研体系和数字化系统，以提高研究、投资、投后管理的科学性和时效性。

数据的缺失为落实责任投资带来了很大困难。不同于传统财务数据，ESG 信息尚未形成统一的披露格式，现存数据普遍存在来源零散、覆盖度低、

时效性差等问题。首先，区别与传统财务数据，环境、社会、治理数据还没有统一的披露平台，需要强大的数据收集能力以整合各方数据源。第二，当前披露社会责任报告的企业数不足，已有指标数据覆盖度低。最后，除舆情数据外，多数环境、社会相关数据时效性较差，为投资应用带来了困难。

为了应对上述问题，易方达整合金融科技力量，自主开发了 ESG 数据平台，赋能责任投资。平台持续迭代，在数据收集、清洗和展示三方面形成特色：充分利用大数据技术手段进行数据收集，系统通过快速清洗和机器阅读，对收集到的海量数据进行高效搜集整合，最终形成可视化平台页面，为投研人员提供有效的分析研判支持。

第三，重视尽责管理。

建立与被投企业的对话机制，在自身可持续投资目标的指导下，关注企业和产业可持续发展转型痛点，为其提供必要的资源和能力支持，同时积极推动企业不断提升 ESG 绩效，进而推动相关产业迈向可持续发展之路。

实现可持续投资目标的重要抓手是尽责管理。积极参与上市治理，真正落实“用手投票”，可以直接助力上市公司高质量发展。作为机构投资者，易方达在投后阶段，注重改善投资活动环境绩效，服务绿色经济发展，并推动重点公司提高环境信息披露质量、积极分红改善股东回报、提升供应链合规水平等。同时，通过投票积极行使股东权利，目前已实现投票流程系统化，对重仓股投票进行“全分析”“全参与”“全留痕”。2019 年以来，易方达年度参与的股东大会投票次数持续增加，年度投票覆盖的议案数量 2000 多个，切实维护了基金持有人利益。

气候变化是尽责管理的一个重要议题。易方达针对气候变化对投资的影响开展前瞻性研究，率先建立起气候风险管理体系，并将个股气候变化的影响纳入个股 ESG 评价框架，重点关注碳排放强度和管理水平。在尽责管理中，针对重要的气候相关风险问题，采用沟通或投票的方式，促进上市公司或发债主体应对气候变化问题。

第四，开发更多可持续投资产品，提高可持续投资透明度。

从公司、投资和产品三个层面，依法披露实质性的可持续投资信息，并探索发布创新性的年度可持续投资报告，披露可持续投资规模、可持续投资策略、可持续投资收益等，以增进市场了解和信息透明度。

推出得到市场认可的责任投资产品，是推广责任投资理念、践行可持续投资的重要维度。我们认为，责任投资产品的发展取决于三个重要因素：一

是可持续理念和投资方法的普及，获得监管部门、上市公司、资管机构、广大投资者的认同；二是有相对成熟、认同度较高的评价体系，为责任投资提供客观标准；三是有说服力的业绩，这才是投资者选择责任投资的根本。

自 2017 年以来，易方达不断设计推出专门的 ESG 产品，布局责任投资产品矩阵。例如，在主动投资方面，于 2017 年发行成立了易方达环保主题基金，助力环保主题相关企业发展；2019 年发行成立了易方达 ESG 责任投资股票基金，将 ESG 评价情况纳入投资参考。

在被动投资方面，易方达深耕绿色投资领域，已布局易方达中证上海环交所碳中和 ETF、易方达中证新能源 ETF 等多只被动产品，同时积极跟进绿色债券指数基金、ESG 指数基金等被动产品的研究与开发。

2. 可持续投资策略的本土化落地

在应用七种可持续投资策略时，中国机构投资者需适当调整以更加贴合中国市场特征。

负面/排除筛选方面：中国市场尚未形成类似西方“罪恶”行业的禁投标准。因此，在应用负面/排除筛选策略时，**中国机构投资者需要结合中国社会主义价值观，来制定更加符合中国市场和社会认知的筛选标准。**

正面/同类最佳筛选方面：ESG 评级是应用该策略最为常见的依据，但在全场市场范围内拥有话语权的 ESG 评级体系，几乎全部来自海外机构。这些 ESG 评级体系多基于西方政治、经济、文化认知而构建，并非完全适用于中国市场。中国 ESG 机构投资者在参考海外 ESG 评级体系，不应以此为唯一标尺，而应在借鉴学习的过程中，**逐步探索建立内部化的 ESG 评级（评价）体系。**

基于规范的筛选：正如第三章所述，该策略参考的国际性规范文件大多代表了相关领域的最佳实践，但未关注处于不同发展阶段的市场的特定需求和实践局限性。因此，中国机构投资者在应用国际性规范来构建筛选标准时，要注意该文件的适用性，**着重考虑中国企业实施文件规范的可行性。**

公司参与和股东行动：机构投资者可以加强对被投企业的尽责管理，采用沟通、投票的形式促进上市公司提升可持续披露、关注可持续议题。中国企业特别是 A 股上市公司股权较为集中，多由创始团队或创始人持有绝大多数股份，中国机构投资者对中国企业的影响力较为有限。因此，在合法合规的范围内，中国机构投资者还可以联合“志同道合”的投资者，共同向被投公司传递可持续投资的诉求，以最大化发挥股东影响力。

三、可持续投资监管的行动建议

监管部门可以在能力建设、自律规范、行业交流、数据集合等方面开展工作。

（一）能力建设

第一，提供培训和教育。根据市场需求，常态化组织培训和教育活动，为市场提供可持续投资知识和技能，帮助基金从业人员了解 ESG 理念原则、评估方法、投资策略、监管政策，以及国内外领先和创新实践进展。

第二，促进研究和知识共享。定期开展可持续投资相关主题研讨会、研究报告发布等活动，支持可持续投资领域的研究和知识产出，以促进行业内的知识共享和学术交流。

第三，建立专业认证和标准。与相关机构合作，探索建立可持续投资从业人员的认证标准和考核体系，确保从业人员具备必要的专业知识和技能，推动基金从业人员的专业化发展。

（二）自律规范

第一，制定可持续投资准则和指南。建议相关监管部门、行业专家和相关机构合作，制定可持续投资的行业准则和指南，明确投资者和基金管理人在可持续投资的组织行为、产品发行和基金从业者等多方面的责任和规范。

第二，强化信息披露和透明度。建议监管方提高基金管理人在可持续投资方面的信息披露要求，确保做出可持续投资承诺的基金管理人能够披露准确、全面、及时和可比较的高质量 ESG 信息，以便投资者进行决策。

第三，加强监督和执法。加强对严重背离可持续投资理念或存在严重“漂绿”行为的监督和执法力度，确保可持续投资市场的健康发展。

（三）数据整合

第一，建立 ESG 数据和评级服务备案制。建议监管部门制定高标准的 ESG 数据和评级服务商自愿性行为守则，并基于此为符合守则的 ESG 数据和评级服务商登记备案，以帮助基金管理人甄别可靠的 ESG 数据和评级工具来源。

第二，制定可持续投资产品认定标准。在参考国内外相关标准的基础上，

制定可持续投资产品认定标准，并根据市场发展情况及时更新和调整标准，以贴合可持续投资的市场需求。

第三，跟踪可持续投资进展。根据可持续投资产品认定标准，建立中国可持续投资产品和市场规模数据库，为基金管理人了解行业发展动态和落地可持续投资提供指导。

（四）行业交流

第一，建立行业合作伙伴关系。定期组织可持续投资主题会议和论坛，以提供一个交流和讨论可持续投资最佳实践的专业平台，促进行业内的经验分享和业内合作。搭建跨行业的合作网络，促进基金管理人与投资者、企业和其他利益相关方之间的对话，推动从更多维度了解可持续投资诉求和期望。

第二，强化国际合作。建议组织或参与国际交流，密切保持与国际组织、海外资产管理机构、监管机构的交流合作，促进学习和借鉴国际最佳实践，并推动中国可持续投资的国际化发展。

参考文献

[1]Williams C C, Millington A C. The diverse and contested meanings of sustainable development[J]. Geographical Journal, 2004, 170(2): 99-104.
[2] Food analysis[M]. Gaithersburg: Aspen Publishers, 1998.
[3] Devall M S. Cat Island Swamp: window to a fading Louisiana ecology[J]. Forest Ecology and Management, 1990, 33: 303-314.
[4] Weiss E B. The Planetary Trust: Conservation and Integration Equity[J]. Ecology Law Quarterly, 1984, 11: 540-544.
[5] Page T. Conversation and Economic Efficiency: An Approach to Material Policy[J]. 1977.
[6] Sassen R, Hinze A K, Hardeck I. Impact of ESG factors on firm risk in Europe[J]. Journal of business economics, 2016, 86: 867-904.
[7] Verheyden T, Eccles R G, Feiner A. ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2016, 28(2): 47-55.
[8] 廉永辉,何晓月,张琳.企业 ESG 表现与债务融资成本[J].财经论丛,2023,(01):
[9] 王琳璘,廉永辉,董捷.ESG 表现对企业价值的影响机制研究[J].证券市场导报,2022,(05):
[10] Schuler D A, Cording M. A corporate social performance–corporate financial performance behavioral model for consumers[J]. Academy of management Review, 2006, 31(3): 540-558.
[11] Gray W B, Shadbegian R J. Plant vintage, technology, and environmental regulation[J]. Journal of Environmental Economics and Management, 2003, 46(3): 384-402.
[12] Aupperle K E, Carroll A B, Hatfield J D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability[J]. Academy of management Journal, 1985, 28(2): 446-463.
[13] Friedman M. The social responsibility of business is to increase its profits[M]//Corporate ethics and corporate governance. Berlin, Heidelberg: springer berlin heidelberg, 2007: 173-178.
[14] Crisóstomo V L, de Souza Freire F, De Vasconcellos F C. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil[J]. Social responsibility journal, 2011, 7(2): 295-309.
[15] Garcia A S, Orsato R J. Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance[J]. Business Strategy and the Environment, 2020, 29(8): 3261-3272.
[16] McWilliams A, Siegel D. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?[J]. Strategic management journal, 2000, 21(5): 603-609.
[17] Aras G, Aybars A, Kutlu O. Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets[J]. International Journal of productivity and Performance management, 2010, 59(3): 229-254.
[18] Humphrey J E, Lee D D, Shen Y. Does it cost to be sustainable?[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(3): 626-639.
[19] Atan R, Alam M M, Said J, et al. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies[J]. Management of Environmental Quality: An International Journal, 2018, 29(2): 182-194.
[20] Chen C J, Guo R S, Hsiao Y C, et al. How business strategy in non-financial firms moderates the curvilinear effects of corporate social responsibility and

irresponsibility on corporate financial performance[J]. Journal of Business Research, 2018, 92: 154-167.

[21] Gollop F M, Roberts M J. Environmental regulations and productivity growth: The case of fossil-fueled electric power generation[J]. Journal of political Economy, 1983, 91(4): 654-674.

[22] Barbera A J, McConnell V D. The impact of environmental regulations on industry productivity: direct and indirect effects[J]. Journal of environmental economics and management, 1990, 18(1): 50-65.

[23] Petroni G, Bigliardi B, Galati F. Rethinking the Porter hypothesis: The underappreciated importance of value appropriation and pollution intensity [J]. Review of policy Research, 2019, 36(1): 121-40.

[24] Brännlund R, Chung Y, Färe R, et al. Emissions trading and profitability: the Swedish pulp and paper industry [J]. Environmental and Resource Economics, 1998, 12: 345-56.

[25] Jaffe A B, Palmer K. Environmental regulation and innovation: a panel data study [J]. Review of economics and statistics, 1997, 79(4): 610-9.

[26] Domazlicky B R, Weber W L. Does environmental protection lead to slower productivity growth in the chemical industry? [J]. Environmental & Resource Economics, 2004, 28(3).

[27] Porter M E, Van der Linde C. Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship[J]. Journal of economic perspectives, 1995, 9(4): 97-118.

[28] Lanjouw J O, Mody A. Innovation and the international diffusion of environmentally responsive technology [J]. Research policy, 1996, 25(4): 549-71.

[29] Hamamoto M. Environmental regulation and the productivity of Japanese manufacturing industries [J]. Resource and energy economics, 2006, 28(4): 299-312.

[30] Jorge M L, Madueño J H, Martínez-Martínez D, et al. Competitiveness and environmental performance in Spanish small and medium enterprises: is there a direct link? [J]. Journal of cleaner production, 2015, 101: 26-37.

[31] 李强,聂锐.环境规制与区域技术创新——基于中国省际面板数据的实证分析[J].中南财经政法大学学报,2009,(04):

[32] 白雪洁,宋莹.环境规制、技术创新与中国火电行业的效率提升[J].中国工业经济,2009,(08):

[33] 王国印,王动.波特假说、环境规制与企业技术创新——对中东部地区的比较分析[J].中国软科学,2011,(01):

[34] 蒋为.环境规制是否影响了中国制造业企业研发创新?——基于微观数据的实证研究[J].财经研究,2015,41(02):

[35] 余伟,陈强,陈华.环境规制、技术创新与经营绩效——基于 37 个工业行业的实证分析[J].科研管理,2017,38(02):

[36] 叶琴,曾刚,戴劭勍等.不同环境规制工具对中国节能减排技术创新的影响——基于 285 个地级市面板数据[J].中国人口·资源与环境,2018,28(02):

[37] 白重恩,刘俏,陆洲等.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005,(02):

[38] 刘银国,朱龙.公司治理与企业价值的实证研究[J].管理评论,2011,23(02):

[39] 杨典.公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析[J].中国社会科学,2013,(01):

[40] Carter D A, Simkins B J, Simpson W G. Corporate governance, board diversity, and firm value[J]. Financial review, 2003, 38(1): 33-53.

[41] 王跃堂,赵子夜,魏晓雁.董事会的独立性是否影响公司绩效?[J].经济研究,2006,(05):

[42] 赵昌文,唐英凯,周静等.家族企业独立董事与企业价值——对中国上市公司独立董事制度合理性的检验[J].管理世界,2008,(08):

[43] 夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J].经济研究,2005,(05):

[44] 李维安,李滨.机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于CCGI~(NK)的经验研究[J].南开管理评论,2008,(01):

[45] 邵帅,吕长江.实际控制人直接持股可以提升公司价值吗?——来自中国民营上市公司的证据[J].管理世界,2015,(05):

[46] 曾颖,陆正飞.信息披露质量与股权融资成本[J].经济研究,2006,(02):

[47] 朱红军,汪辉.公平信息披露的经济后果——基于收益波动性、信息泄露及寒风效应的实证研究[J].管理世界,2009,(02):

[48] 李培功,沈艺峰.媒体的公司治理作用:中国的经验证据[J].经济研究,2010,45(04):

[49] 于忠泊,田高良,齐保垒等.媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J].管理世界,2011,(09):

[50] 顾小龙,辛宇,滕飞.违规监管具有治理效应吗——兼论股价同步性指标的两重性[J].南开管理评论,2016,19(05):

[51] Bowen H R. Social responsibilities of the businessman[M]. University of Iowa Press, 2013.

[52] Carroll A B. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders[J]. Business horizons, 1991, 34(4): 39-48.

[53] Elkington J. The triple bottom line[J]. Environmental management: Readings and cases, 1997, 2: 49-66.

[54] Moskowitz H R. Perceptual changes in taste mixtures[J]. Perception & Psychophysics, 1972, 11(4): 257-262.

[55] UN PRI，*Become a signatory*，https://www.unpri.org/signatory-resources/become-a-signatory/5946.article

[56] Thinking Ahead Institute，*The Asset Owner 100 – 2023*，https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/the-asset-owner-100-2023/

[57] UN PRI，*Signatory directory*，https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory

[58] Morningstar，*Morningstar's Survey of 500 Global Asset Owners*，https://newsroom.morningstar.com/newsroom/news-archive/press-release-details/2022/Morningstars-Survey-of-500-global-asset-owners-Only-30-say-ESG-factors-considered-for-more-than-half-of-AUM/default.aspx

[59] FTSE，*2023 Global Survey Findings from Asset Owners*，https://www.lseg.com/en/ftse-russell/sustainable-investing-solutions/global-asset-owner-survey#:~:text=Key%20findings%20for%20asset%20owners%3A&text=Barriers%20to%20increased%20sustainable%20investment,is%20member%20or%20client%20demand

[60] UNDESA，World Population Prospects 2022，
https://www.un.org/development/desa/pd/sites/www.un.org.development.desa.pd/files/wpp2022_summary_of_results.pdf

[61] World Bank，*Averting the Old Age Crisis*，
https://documents1.worldbank.org/curated/en/973571468174557899/pdf/multi-page.pdf

[62] OECD，*Pension Markets in Focus 2023*，https://www.oecd-ilibrary.org/sites/28970baf-en/1/4/3/index.html?itemId=/content/publication/28970baf-en&_csp_=a8e8fd9d3ff41d65da43a85db187eeae&itemIGO=oecd&itemContentType=book

[63] OECD，*Pension Markets in Focus 2022*，
https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2022-FINAL.pdf

[64] Thinking Ahead Institute，*Global Pension Assets Study 2023*，
https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/global-pension-assets-study-2023/

[65] Thinking Ahead Institute，*Global Pension Assets Study 2023*，
https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/global-pension-assets-study-2023/

[66] OECD，*Global Pension Statistics*，https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm

[67] GPIF，*Investment results for 1Q of fiscal 2023*，
https://www.gpif.go.jp/en/performance/28637954gpif/2023_1Q_0804_en.pdf

[68] GPIF，*2021 ESG Report*，
https://www.gpif.go.jp/en/investment/GPIF_ESGREPORT_FY2021.pdf

[69] GPIF，*2021 ESG Report*，
https://www.gpif.go.jp/en/investment/GPIF_ESGREPORT_FY2021.pdf

[70] International Working Group of Sovereign Wealth Funds，*Generally Accepted Principles and Practices ：Santiago Principles*，
https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf

[71] Global SWF，https://globalswf.com/

[72] World Bank，Gross domestic product 2022
https://databankfiles.worldbank.org/public/ddpext_download/GDP.pdf

[73] Invesco，*Global Sovereign Asset Management Study 2023*，
https://www.invesco.com/content/dam/invesco/apac/en/pdf/insights/2023/july/igsam-main-study-july-2023.pdf

[74] World Economic Forum，*Global Risks Report 2024*，
https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2024.pdf

[75] https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/governance-framework-for-the-government-/id696848/

[76] NBIM，*GPFG Half-year Report 2023*，
https://www.nbim.no/contentassets/bc954839b88348e7b19e0edbecb3fbd4/gpfg-half-year-report-2023-web.pdf

[77] NBIM，GPFG Annual Report 2022，
https://www.nbim.no/contentassets/99de366397a847db99ab7a156e15aaa0/gpfg_annual-report-2022.pdf

[78] NBIM，Our Voting in Practise，https://www.nbim.no/en/responsible-investment/voting/

[79] NBIM，GPFG Responsible Investment Report 2022，https://www.nbim.no/contentassets/5804b35ea1e24063a79fca44a945e390/gpfg-responsible-investment-2022.pdf

[80] NBIM，GPFG Responsible Investment Report 2022，https://www.nbim.no/contentassets/5804b35ea1e24063a79fca44a945e390/gpfg-responsible-investment-2022.pdf

[81] Allianz，*Global Insurance Report 2023*，https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/economic-research/publications/specials/en/2023/may/2023_05_17_Insurance-Report_AZ.pdf

[82] BlackRock，*2022 Global Insurance Report*，https://www.blackrock.com/institutions/en-zz/literature/annual-report/2022-global-insurance-report.pdf?cid=na:blk:global-insurance-report:hk:fa

[83] Munich RE，*the Natural Disaster Figures for 2022*，https://www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2023/natural-disaster-figures-2022.html

[84] Allianz Group，*Annual Report 2022*，https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/investor-relations/en/results-reports/annual-report/ar-2022/en-Allianz-Group-Annual-Report-2022.pdf

[85] https://www.allianz.com/en/sustainability/sustainability-at-allianz/our-approach-to-esg/esg-approach.html

[86] https://www.allianz.com/en/sustainability/sustainability-at-allianz/our-approach-to-esg/esg-approach.html

[87] https://www.allianz.com/en/sustainability/climate-change/energy-guidelines.html

[88] PRI，*PRI Signatory Sign-up Guidelines* https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/l/l/f/prisignatorysignupguidelines_517995.pdf

[89] EY，The Asian Family Office：Key to Intergenerational Planning，https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/family-business/ey-the-asian-family-office.pdf

[90] Campden Wealth，*Global family office growth soars, manages $5.9 trillion*，https://www.campdenfb.com/article/global-family-office-growth-soars-manages-59-trillion

[91] SWFI，Top 100 Largest Family Office Rankings by Total Asset，https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/family-office

[92] PwC，*Family Office Deals Study*，https://www.pwc.com/gx/en/services/family-business/family-office/family-office-deals-study.html

[93] https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/family-office

[94] Campden Wealth，The Asia-Pacific Family Office Report 2022，https://www.campdenwealth.com/sites/default/files/GFO_APAC_2022_D.pdf

[95] Ocorian，*ESG is 'part of fiduciary duty' for family offices, says new research*，https://www.ocorian.com/press-release/esg-part-fiduciary-duty-family-offices-says-new-research

[96] GlobalData，Intergenerational Wealth Transfer: Seizing the HNW

Opportunity，https://www.ifcreview.com/articles/2023/february/the-new-generation-of-family-office/

[97] Morgan Stanley，Sustainable Signals：New Data from the individual Investor，https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-signals/pdf/Sustainable_Signals_Whitepaper.pdf

[98] Rockefeller Capital Management，https://www.rockco.com/rockefeller-asset-management/

[99] 2022 NACUBO-TIAA Study of Endowments. https://www.nacubo.org/Press-Releases/2023/Higher-Education-Endowments-See-Declines-in-Returns-and-Values-but-Boost-Overall-Spending

[100] 2022 NACUBO-TIAA Study of Endowments. https://www.nacubo.org/Press-Releases/2023/Higher-Education-Endowments-See-Declines-in-Returns-and-Values-but-Boost-Overall-Spending

[101] Morgan Stanley, Stainable Signals: Opportunities for Asset Managers to Meet Asset Owner Demands. https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/CRC-5066630-GSF_Sustainable_Signals_AM_AO_2022_report_FINAL.pdf

[102] Morgan Stanley，Sustainable Signals：Individual Investors and the COVID-19 Pandemic. https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/2021-Sustainable_Signals_Individual_Investor.pdf

[103] UN PRI，*Signatory Update April to June 2023*，https://www.unpri.org/download?ac=19120

[104] NYU STERN，Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020，https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021.pdf

[105] Baker Tilly, ESG more critical than ever in M&A. https://news.bakertilly.global/advisory/merger-acquisition/esg-more-critical-than-ever-in-ma/

[106] BlackRock. https://www.blackrock.com/cn/qdii/esg-multi-asset-fund#long-term-outstanding-performance-of-the-fund

[107] Blackrock，*2023 Second Quarter Earning Release*，https://s24.q4cdn.com/856567660/files/doc_financials/2023/Q2/BLK-2Q23-Earnings-Release.pdf

[108] Blackrock，*2022 TCFD Report*，https://www.blackrock.com/corporate/literature/continuous-disclosure-and-important-information/tcfd-report-2022-blkinc.pdf

[109] https://www.blackrock.com/ch/individual/en/themes/sustainable-investing/guide-to-sustainable-transition#product-selection

[110] Blackrock's，*2022 Sustainability Disclosure*，https://www.blackrock.com/corporate/literature/continuous-disclosure-and-important-information/blackrock-2022-sasb-disclosure.pdf

[111] BlackRock, BlackRock Investment Stewardship Gloal Principles. https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf

[112] Global Sustainable Investment Alliance, Global Sustainable Investment Review 2022, https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2022/

[113] CFA Institute, Certificate in ESG Investing Curriculum

[114] American Sustainable Business Network, Pax World Mutual Funds, https://www.asbnetwork.org/impact-business-member/pax-world-mutual-funds#:~:text=The%20Pax%20World%20Balanced%20Fund,%2C%20tobacco%2C%20alcohol%20or%20gambling.

[115] Impax Asset Management, History, https://impaxam.com/about-us/history/
[116] Global Sustainable Investment Alliance, GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020, https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf
[117] Capital Group, ESG Global Study 2022, https://www.capitalgroup.com/content/dam/cgc/tenants/eacg/esg/global-study/esg-global-study-2022-full-report(en).pdf
[118] Otoritas Jasa Keuangan, Introduction to Sharia Securities List, https://ojk.go.id/en/kanal/syariah/data-dan-statistik/daftar-efek-syariah/default.aspx
[119] State Street Global Advisors, State Street Global Advisors' Approach to ESG Screening, https://www.ssga.com/library-content/pdfs/insights/esg-screening-piece.pdf
[120] Schroders, Multi-Asset Investments Managing sustainability from a total portfolio perspective, https://mybrand.schroders.com/m/79ac6cd851640b02/original/Managing-sustainability-from-a-total-portfolio-perspective-final.pdf
[121] Alexander Monk, Demystifying negative screens: the full implications of ESG exclusions, https://www.schroders.com/en-gb/uk/institutional/insights/demystifying-negative-screening/
[122] Ick Jin, ESG-Screening and Factor-Risk-Adjusted Performance: The Concentration Level of Screening Does Matter, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3722485
[123] Government.no，Ethical guidelines，https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/responsible-management/ethical-guidelines/id447009/
[124] Government.no, Guidelines for Observation and Exclusion of companies from the Government Pension Fund Global (GPFG), https://www.regjeringen.no/contentassets/9d68c55c272c41e99f0bf45d24397d8c/2022.09.05_gpfg_guidelines_observation_exclusion.pdf
[125] NBIM, Responsible investment GPFG 2022，https://www.nbim.no/contentassets/5804b35ea1e24063a79fca44a945e390/gpfg-responsible-investment-2022.pdf
[126] CFA Institute, Certificate in ESG Investing Curriculum
[127] Global Sustainable Investment Alliance, GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020, https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf
[128] Capital Group, ESG Global Study 2022, https://www.capitalgroup.com/content/dam/cgc/tenants/eacg/esg/global-study/esg-global-study-2022-full-report(en).pdf
[1] Florian Berg，Julian F Kölbel，Roberto Rigobon，Aggregate confusion:The divergence of ESG ratings，https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533
[2] MSCI, MSCI ESG Leaders Indexes Methodology, as of May 2023, https://www.msci.com/index-methodology
[3] BlackRock, FIND iSHARES FUNDS, https://www.ishares.com/us/products/etf-investments#/?productView=etf&fac=43535%7C43580%7C43581%7C43584%7C43585%7C43615&pageNumber=1&sortColumn=totalNetAssets&sortDirection=desc&dataView=esgMetrics&esgsuit=60522%7C4%7C6%7C7%7C8%7C9%7C10%7C11%7C61354
[4] UN PRI, Screening, https://www.unpri.org/download?ac=10608
[133] Eurosif, European SRI Study 2018, https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf
[134] Global Sustainable Investment Alliance, GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020, https://www.gsi-alliance.org/wp-

content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf
[135] S&P, S&P Sustainability Screened, https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/esg/core-esg/sp-sustainability-screened/#index-linked-products
[136] S&P, Frequently Asked Questions S&P Sustainability Screened Indices, https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/education/faq-sp-sustainability-screened-indices.pdf
[137] S&P, S&P Sustainability Screened Indices Methodology, https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-sp-sustainability-screened-indices.pdf
[138] S&P, S&P 500, https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/#overview
[139] S&P, S&P 500 Sustainability Screened Index, https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/sp-500-sustainability-screened-index/#overview
[140] BlackRock, iShares ESG Screened S&P 500 ETF, https://www.ishares.com/us/products/315917/ishares-esg-screened-s-p-500-etf
[141] CFA Institute, UN PRI, GUIDANCE AND CASE STUDIES FOR ESG INTEGRATION: EQUITIES AND FIXED INCOME, https://www.unpri.org/download?ac=5962
[142] Global Sustainable Investment Alliance, GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020, https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf
[143] Eurosif, EUROPEAN SRI STUDY 2018, https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf
[144] Capital Group, ESG Global Study 2022, https://www.capitalgroup.com/content/dam/cgc/tenants/eacg/esg/global-study/esg-global-study-2022-full-report(en).pdf
[145] UN PRI, ESG integration in listed equity: A technical guide, https://www.unpri.org/listed-equity/esg-integration-in-listed-equity-a-technical-guide/11273.article
[146] Jennifer Sireklove, Will Horner, Responsible Investing: What’s the Difference Between Screens and Integration? https://www.parametricportfolio.com/insights-and-research/what-is-the-difference-between-screens-and-integration
[147] Amir Amel-Zadeh, George Serafeim, Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30838135/17-079.pdf?sequence=1&isAllowed=y
[148] Emiel van Duuren, Auke Plantinga, Bert Scholtens, ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented, https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2610-8
[149] Robert Eccles, Mirtha Kastrapeli, The Investing Enlightenment How Principle and Pragmatism Can Create Sustainable Value through ESG, https://arabesque.com/research/Final_The_Investing_Enlightenment.pdf
[150] Emiel van Duuren, Auke Plantinga, Bert Scholtens, ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented, https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2610-8
[151] CFA Institute, Certificate in ESG Investing Curriculum
[152] WisdomTree, THEMATIC UNIVERSE How to harness the power of megatrends in your portfolio, https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/other-documents/research/market-insights/wisdomtree_thematic-universe_april2021.pdf
[153] Morningstar, Morningstar Global Thematic Funds Landscape 2022, https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/bltb31c0f3c84fd1847/6242019378aaca403c23bca8/2022_Global_Thematic_Funds_Landscape.pdf
[154] Coalition Greenwich, Targeting Impact: Integrated ESG and the Role of Thematic Strategies in Asset-Owner Portfolios, https://www.greenwich.com/asset-management/targeting-impact-integrated-esg-

and-role-thematic-strategies-asset-owner-portfolios
[155] McKinsey & Company, From indexes to insights: The rise of thematic investing, https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/from-indexes-to-insights-the-rise-of-thematic-investing#/
[156] My-Linh Ngo, How thematic investing can help clients invest sustainably, https://www.rbcbluebay.com/globalassets/documents/thematic-esg-august-2021-us.pdf
[157] Fidelity, Fidelity® Women's Leadership Fund, https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/summary/31641Q664
[158] Global Impact Investing Network, ABOUT IMPACT INVESTING, https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/?gad=1&gclid=Cj0KCQjwpompBhDZARIsAFD_Fp-_isIE7T40VZ5ebmcRDDDXGWzLDdRc9vLSpLHg79Rz65mnE7DU_GwaAvPaEALw_wcB#what-is-impact-investing
[159] Global Sustainable Investment Alliance, GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020, https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf
[160] Brian Trelstad, Impact Investing: A Brief History, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2886088
[161] Rockefeller Foundation, Bringing Scale to the Impact Investing Industry, https://www.rockefellerfoundation.org/blog/bringing-scale-impact-investing-industry/
[162] Global Impact Investing Network, 2022 SIZING THE IMPACT INVESTMENT MARKET, https://thegiin.org/assets/2022-Market%20Sizing%20Report-Final.pdf
[163] Global Impact Investing Network, 2023 IMPACT INVESTING ALLOCATIONS, ACTIVITY & PERFORMANCE, https://thegiin.org/assets/documents/pub/2023-GIINsight/2023%20GIINsight%20%E2%80%93%20Impact%20Investing%20Allocations,%20Activity%20&%20Performance.pdf
[164] Global Impact Investing Network, A GUIDE FOR IMPACT INVESTMENT FUND MANAGERS A STEP-BY-STEP RESOURCE TO CREATING AND MANAGING A PRIVATE EQUITY IMPACT FUND, https://thegiin.org/giin-financial-management-resources/
[165] Rockefeller Philanthropy Advisors, Impact Investing: Strategy and Action, https://www.rockpa.org/guide/impact-investing-strategy-action/
[166] Global Impact Investing Network, THE STATE OF IMPACT MEASUREMENT AND MANAGEMENT PRACTICE SECOND EDITION, https://thegiin.org/assets/GIIN_State%20of%20Impact%20Measurement%20and%20Management%20Practice_Second%20Edition.pdf
[167] Societe Generale, Impact Investing or Thematic Investing: what's the difference? https://www.privatebanking.societegenerale.com/en/insights/impact-investment-thematic-investment/
[168] The Wharton Social Impact Initiative of the University of Pennsylvania, Mission Preservation and Financial Performance in Impact Investing, https://socialimpact.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2016/09/Great-Expectations-Mission-Preservation-and-Financial-Performance-in-Impact-Investing.pdf
[169] Societe Generale, Impact Investing or Thematic Investing: what's the difference? https://www.privatebanking.societegenerale.com/en/insights/impact-investment-thematic-investment/
[170] The Rise Fund, TPG Rise’s 2022 Impact Report, https://therisefund.com/impact-report-highlights
[171] Harvard Business Review, Calculating the Value of Impact Investing, https://hbr.org/2019/01/calculating-the-value-of-impact-investing
[172] UN PRI, Stewardship, https://www.unpri.org/download?ac=12686
[173] ECGI, Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-based

Shareholder Influence, https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/bravjianglifinal_0.pdf

[174] RBC Capital Markets, ESG and Shareholder Activism, https://www.rbccm.com/en/insights/story.page?dcr=templatedata/article/insights/data/2022/04/esg_and_shareholder_activism

[175] Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Shareholder Proposal Developments During the 2023 Proxy Season, https://corpgov.law.harvard.edu/2023/08/03/shareholder-proposal-developments-during-the-2023-proxy-season/#5

[176] BlackRock, Ceres, 21st Century Engagement Investor Strategies for Incorporating ESG Considerations into Corporate Interactions, https://www.ceres.org/sites/default/files/reports/2017-03/21st%20Century%20Engagement%20-%20Investor%20Strategies.pdf

[177] UN PRI, HOW ESG ENGAGEMENT CREATES VALUE FOR INVESTORS AND COMPANIES, https://www.unpri.org/download?ac=4637

[178] ShareAction, Voting Matters 2022, https://shareaction.org/reports/voting-matters-2022/general-findings

[179] Ivan Diaz□Rainey, Paul A. Griffin, David H. Lont, Antonio J. Mateo-Márquez, Constancio Zamora-Ramírez, Shareholder Activism on Climate Change: Evolution, Determinants, and Consequences, https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-023-05486-x

[180] Gaia Balp, Giovanni Strampelli, Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4353703

[181] Lucian A. Bebchuk, Scott Hirst, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282794

[182] Fidelity International, Our engagement, https://www.fidelity.lu/sustainable-investing/our-engagement#tab-326-0

[183] http://theory.people.com.cn/n1/2023/0802/c40531-40048632.html

[184] http://www.qstheory.cn/qshyjx/2021-11/16/c_1128068667.htm