



## 中欧的负责任投资之路

March 2021

MARKETING MATERIAL: For Qualified Investors (Art. 10 Para.3 of the Swiss Federal Collective Investment Schemes Act (CISA)) / For Professional Clients (MIFID II Directive 2014/65/EU Annex II) only / For Australia: For wholesale Investors only. For institutional investors only. Further distribution of this material is strictly prohibited. In the U.S. and Canada for Institutional Client and Registered Representative Use Only. Not for public viewing or distribution. Any hypothetical results presented in this report may have inherent limitations. Among them are the sharp differences which may exist between hypothetical and actual results which may be achieved through investment in a particular product or strategy. Hypothetical results are generally prepared with the benefit of hindsight and typically do not account for financial risk and other factors which may adversely affect actual results of a particular product or strategy. Any forward looking statements (forecasts) are based on but not limited to assumptions, estimates, projections, opinions, models and hypothetical performance analysis. All of which are subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation.

2021年3月

责任投资

# 中欧的负责任投资之路

作者：韩晓燕，嘉实基金；刘思思，嘉实国际；Michael Lewis, DWS

## 概述

在此份联合白皮书中，嘉实基金和 DWS 通过对比中国和欧洲负责任投资发展的驱动因素，探讨相关方法的利弊，并提供了推动市场发展的建议。

纵观历史，可将欧洲的负责任投资发展模式称为分散式或自由放任式。这种基于市场的发展方式有许多益处，催生了一个以“环境、社会和公司治理”（ESG）为核心的价值链。然而，这一方法也有不明确之处，削弱了在集中规划情境下可能产生的效果。同时，欧洲资产所有者和资产管理者的义务较中国而言也差异显著。

中国出台的绿色金融相关政策和法规主要针对银行业。这意味着中国资产管理行业在提高负责任投资和尽责管理意识方面的进展相对较为缓慢，只有 16% 的被调查资产管理公司制定了 ESG 投资政策、计划和流程<sup>1</sup>。而在欧洲，分散式方式虽然让资产所有者和管理人承担了更多责任，但行业已经发展较为成熟。

每种方式都有自己的优势。中国的实施速度很快，但并非所有投资者都认同中国的可持续分类体系。例如，中国曾将清洁煤归类为“绿色”项目，这是阻碍全球投资者向其绿色债券投资的主要障碍之一。欧洲的优势是多元化，但其行动缓慢。多元化导致统一标准迟迟未能确立，给消费者、政策制定者、资产所有者和管理者带来了困惑。多元化还意味着高昂的准入成本，这是中小资产所有者和管理者面临的障碍。此外，“绿色”定义模糊也可能导致出现不利于可持续发展的“漂绿”行为。

目前的可持续投资框架给投资者带来了越来越沉重的负担。虽然他们拥有丰富的金融市场专业知识，但对科学和可持续性问题知之甚少。例如，因为还没有推出基于科学的可持续会计准则，投资者被迫依靠不受监管的 ESG 数据集进行决策。虽然这类信息有助于他们了解所面临的风险，但是对于信息提供方如何界定和解释风险却没有统一的标准。在中

国，针对推出上市公司强制性环境信息披露而采取的自上而下的推动工作也面临着很多问题和阻力，而信息披露对寻求数据一致性和可比性的投资者来说至关重要。

我们的分析表明，每种模式都有各自的利弊。虽然找到一种独一无二、尽善尽美的方法并不容易，但比较分析法将有助于了解如何进一步推动可持续发展。中国和欧洲还需要进一步加强披露工作，以涵盖双重实质性概念。为了更好的满足着眼于投资影响力的投资者群体的诉求，还需要优化 ESG 投资产品的有效分类和积极的开展企业沟通和参与。

本白皮书的第一部分探讨了欧盟和中国负责任投资市场的发展模式和利弊；第二部分介绍了消除负责任投资市场发展阻碍因素可采取的措施；第三部分论述了这些新兴框架将如何推动中欧市场负责任投资的发展以及长期净零排放目标的达成。

<sup>1</sup> 中国证券投资基金业协会（2020年3月），《中国基金业 ESG 投资专题调查报告（2019）-证券版》

## 第一部分：欧洲的市场导向机制及缺陷

欧洲是全球负责任投资的前沿阵地。该地区在全球 ESG 资产管理规模中占有最大份额<sup>2</sup>。超过 50% 的“负责任投资原则”（PRI）倡议的签署方<sup>3</sup>以及 40% 的 RE100 倡议签署公司均位于欧洲（其次是美国公司，占签署公司数量近 30%<sup>4</sup>）。此外，欧洲机构投资者在 PRI 2020 年领导者小组<sup>5</sup>以及晨星公司（Morningstar）<sup>6</sup>评出的领先负责任投资者中占多数。

与中国发展绿色金融市场采取的集中方式不同，欧洲的成功是通过市场力量取得的。具体而言，主要由众多的利益相关者和投资者联盟主导向前推动，政府直到最近才逐渐发挥作用。这一做法的好处是，发展过程更为自然，除环境问题外，亦能够纳入有实质性的社会和公司治理方面的见解和因素。这一方式还催生了许多投资者联盟（如净零排放资产所有者联盟），有助于投资者分享关于实现 2050 年碳中和目标的投资组合最佳实践。此外，欧洲还成立了其他投资者联盟（如气候行动 100+），积极推进企业沟通和参与。

然而，民主的方法亦不无缺点，这从信托责任的定义可以窥见一二，富而德律师事务所（Freshfields Bruckhaus Deringer）从信托责任的角度对 ESG 进行了界定，这是较早期和权威的界定之一。2005 年，由联合国环境署金融倡议（UNEP FI）委托编写的报告<sup>7</sup>指出，“显然，将 ESG 考量纳入投资分析是可行的，甚至可以说是必要的”。然而，虽然已做出了如上说明，但 UNEP FI、联合国全球契约组织和 PRI 倡议在十余年后发布的一份最新报告中指出<sup>8</sup>，“尽管（ESG 理念）取得了重大进展，仍有很多投资者在投资研究和决策中未考虑 ESG 问题。即使投资者认同应在投资过程中考虑 ESG，在投资和执行层面的力度参差不齐”。

由于 ESG 投资的核心和本质在于识别相关风险、提升回报和信托责任，因此，践行负责任投资策略，就需要对 ESG 因素如何影响财务业绩进行大量深入的研究。中国及许多其他新兴市场采纳 ESG 投资的驱动力和目标（至少在最初）一直是提升经济增长的质量，特别是在环境保护方面。

在欧洲乃至全球推行负责任投资的一个挑战是投资者面临着沉重负担，因为他们需要：

- (i) 成为了解各种 ESG 风险的专家；
- (ii) 在不确定底层数据质量情况下衡量不同资产类别中的 ESG 风险；

- (iii) 搜索并验证第三方数据提供商的数据，这些数据提供商对数据质量风险并不负责，而是将所有数据使用风险转嫁给投资者；
- (iv) 在 ESG “风险”概念与传统公认的“风险”（例如因子风险）概念不一致的情况下创建投资组合；
- (v) 需要应对监管机构和基金管理委员会的要求，即确保这种新的风险概念不会损害投资产品最终消费者通常享有的风险回报框架；
- (vi) 与正在投资的公司的管理层沟通和交流，在组合投资经理对公司基本面（如政策、商业模式、估值等）深度了解的基础上推动积极的变化；
- (vii) 向机构、零售客户、监管机构、自己的股东以及各类自愿性倡议组织报告和说明投资组合及整个机构的 ESG 投资方式。

显然，这些负担将给资产所有人和管理人带来巨大的成本，阻碍 ESG 投资进一步主流化。若这一问题不加以解决，可能会使负责任投资成为一项只有少数精英群体和财力雄厚的大型机构投资者才能参与的活动。例如，荷兰的机构投资者被广泛认为是最前沿的负责任投资者。然而，荷兰可持续发展投资者协会（VBDO）最近的一项调查<sup>9</sup>表明，当地养老基金投资机构中各自的践行程度也参差不齐。

荷兰前 50 家养老基金的规模占全国养老基金市场的 92%，其中只有两家基金在 VBDO 的调查中得分超过四分（满分为五分），七家得分超过三分，这有可能是由于 VBDO 的评定方法过于严格所致。然而，更具启发性的是比较考虑了不同资产管理规模后的得分。我们看到中小型养老金中所获得的最高得分（低于三分）仍低于大型的养老基金中的最高得分（高于四分）。

我们虽然很难识别出所有表现差异的原因，但可以看到，为投资者减轻识别、评估和衡量 ESG 风险的负担大有裨益。比如这有利于创造一个更加公平的竞争环境，明晰价值链中的角色和责任。

欧洲的分散式方式催生了多样化的定义和标准，这在一定程度上造成了各方的认识混乱，也导致“漂绿”行为的出现。项目是否为“绿色的”或可持续往往由不相关机构来归类，关于德国核电项目的争论已经揭示了这一点。德国的核设施正在被拆除，而法国的核电却占该国发电量的 71%<sup>10</sup>。事实证明，对核能的态度和应用存在的分歧已经对欧盟可持续金融

<sup>2</sup> GSIA 全球可持续投资报告（2018），2020 年报告预计将于 2021 年初发布

<sup>3</sup> PRI 资产所有者和资产管理签署方数据库（2021 年 2 月）

<sup>4</sup> RE100 成员列表（2021 年 2 月），欧洲被界定为欧盟，EFTA 加英国

<sup>5</sup> 2020 PRI 领导者小组（2020 年 10 月）

<https://www.unpri.org/showcasing-leadership/leaders-group-2020/6524.article>

<sup>6</sup> Morningstar（2020 年 11 月），The Morningstar ESG commitment level

[https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/ESG\\_Commitment\\_Level\\_White\\_Paper\\_2020.pdf](https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/ESG_Commitment_Level_White_Paper_2020.pdf)

<sup>7</sup> UNEP FI（2005 年 10 月），《机构投资中纳入 ESG 因素的一个法律框架》

<sup>8</sup> UNEP FI（2015 年 9 月），《21 世纪受托人责任》

<sup>9</sup> VBDO（2020 年 10 月），《2020 年荷兰养老基金责任投资对标报告》

<sup>10</sup> 世界核协会（2021 年 1 月），《法国核能》

分类中环境可持续活动的界定造成了障碍，目前核能还无法被有效归类<sup>11</sup>。

除了核电项目的争论之外，漂绿存在于多种形式和行为中，包括：(i) 企业宣传，(ii) 企业游说，(iii) 代理投票与参与，(iv) 基金是在管理风险还是在创造外部性影响的，以及(v) 基金的不当销售。关于(绿色的)定义、基金分类和衡量影响方面迟迟未出现一致性框架或方式。

因此，企业的公开报告框架和标准亟需更新。通行的公司报告框架侧重于利润最大化，忽视了公司活动造成的直接或间接环境影响和侵犯人权的行为。主流的框架很大程度上是基于米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)的名言构建的，即“企业的社会责任是增加利润”<sup>12</sup>。然而，投资者正逐步要求加大对其资本的使用方式的披露，以及其资本对世界的影响力。用专业术语来描述的话，重点已从“单方面实质性”转向“双重实质性”(double materiality)。

虽然有许多工作尚未完成，在我们期待等待全球ESG会计准则出台的同时，投资者已在第三方数据提供商的支持下承担了这一重任。历史上会计师作为一个独立和勤勉尽责的职业能够将资本使用者和提供者链接起来，现在可持续相关的数据提供商逐渐兴起和发展起来，他们承担了类似的角色和责任在资本市场上发挥着越来越重要的作用。

然而，在可持续发展事业的兴起过程中，对企业报告的审计职责实际上有部分落在数据供应商身上。但挑战在于，这些成立不久的供应商(i) 不受监管，且出错的责任由用户承担，(ii) 存在利益冲突(因他们定义、衡量和销售风险并从中牟利)，(iii) 对“风险”有不同的解释，这是由欧洲监管机构—欧洲证券与市场监管局(ESMA)<sup>13</sup>提出的，ESMA强调需要对可持续性和风险进行更为严谨的定义。

最终结果是，资产管理者、所有者和消费者的发现成本会更高，投资链条上也存在认知混乱和利益冲突。最近，国际财务报告准则(IFRS)基金会<sup>14</sup>就以下问题进行了意见征询：

(i) 是否有必要成立可持续性标准委员会；(ii) 如出台新标准，应聚焦哪些重点；(iii) 聚焦点应是单方面实质性还是双重实质性。然而，探讨的范围仍然十分有限，因为辩论重点是气候变化和单一实质性的问题，且需要一定时间才能生效。此外，一系列报告框架也增加了复杂性，包括可持续发展会计准则委员会(SASB)、国际整合报告委员会(IIRC)、全球报告倡议组织(GRI)、环境信息披露项目(CDP)和气候变化信息披露标准委员会(CDSB)等。

## 中国：集中式的绿色金融体系构建，但金融市场各方参与不均衡

11 2020年6月，欧盟委员会授权其联合研究中心起草了一份关于核能是否符合“不造成重大损害”原则的技术报告

12 纽约时报(1970年9月)，《弗里德曼主义》

13 欧洲证券和市场监管局ESMA(2019年6月)，《ESMA对欧盟委员会提交的关于在MiFID II中整合可持续相关风险和因素的技术建议》

中国采取了更加集中的方式建立自上而下的绿色金融政策和体系。在2016年开启全面构建绿色金融体系之前，绿色金融已通过银行业的绿色信贷政策在中国践行多年。

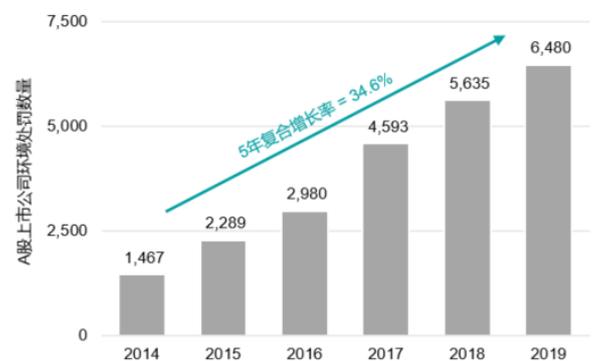
中国人民银行等七部委于2016年发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，这标志着构建“绿色”金融体系已经成为一项国家战略。其目标不仅仅是抑制高污染行业 and 企业的融资，还包括鼓励绿色投融资，特别是非银行金融机构的绿色投资。

过去几年，中国污染控制措施和绿色金融政策的快速升级，对各行业和企业已产生了深远的影响，有些行业因此受益，有些发展受阻；也因此显著改变了中国过去数年的投资格局。

## 中国监管对污染防治保持强硬立场

生态环境退化是中国社会经济多年来面临的关键问题，已促使中国政府采取有力措施将经济从“高速增长”向“高质量发展”转型。2015年对《环境保护法》的修订，标志着政府开始坚决打击环境违法行为并开展整顿工作，这从中央和地方开展的多轮全国范围的生态环保督查和处罚中可见一斑。

图表 1. 环境处罚数量逐年上升



资料来源：中华人民共和国生态环境部数据(2014-2019)，嘉实基金整理

违规者面临的处罚升级，严重时可能被监管机构下令停产、甚至关停其关键生产设施，从而导致运营中断等重大风险，中长期也导致一些商业模式不再具备可持续性。我们的数据显示，2017-2019年见<sup>15</sup>，因生产许可证或经营许可证问题受到环境处罚的案件增加了73%(复合年均增长率)，钢铁和水泥等高污染行业在冬季定期减产。同时，一些产能过剩行业的产量也被削减。

14 国际财务报告准则基金会 IFRS Foundation(2020年9月)，《关于可持续发展报告的咨询文件》

15 数据来源各级环保监管机构，嘉实基金统计整理

随着环境执法从针对整个行业的方式转变为针对行业内环境绩效的个体化和差异化监管方式，各行业和公司必须适应新常态，改进运营方法和设施以提升环境绩效。

在集中实施环境政策的过程中，公司和政府机构不断增加环境信息的披露（包括污染违规数据、高频污染物排放数据和污染许可证），这些另类数据能够有效帮助投资者衡量公司的 ESG 风险敞口和绩效。这也催生了金融科技和另类 ESG 数据市场，对此另类数据的使用量日益增多，投资者可以利用这些数据及时、全面地评估企业的 ESG 实践和绩效。

然而，就可用性和质量而言，公司对环境问题的披露并没有达到投资者的预期。我们可能逐步面临欧洲出现的类似问题，即发生利益冲突和缺乏统一标准。上市公司强制性环境信息披露制度原定于 2020 年底生效，但现已被推迟。目前，对上市公司的唯一要求是披露所涉及的“重大环境违法行为”，但“重大环境违法行为”由公司自己定义。如果没有额外的尽职调查，承担信托责任的投资机构将难以做出判断。这种披露上的欠缺可能会有损公司和投资界对环境问题重要性的认识。

## 绿色金融体系

除了坚持通过实施行业和地区环保政策和措施打造绿色实体经济之外，中国政府还设定了金融体系目标，即：通过其世界领先的绿色金融框架和政策，采取集中方式，促使金融和资本从高污染行业转向更环保的行业。

由于信贷融资占实体经济社会融资总额的绝大部分，中国银行业一直走在发展绿色金融体系的前列。绿色信贷政策早在 2012 年就已启动，助力中国成为世界最大的绿色信贷市场；截至 2020 年底，未偿还的绿色贷款总额已近 12 万亿元（约 1.86 万亿美元）<sup>16</sup>。

自《关于构建绿色金融体系的指导意见》发布后，其他绿色金融和投资工具的发展也开始提速。如今，中国是全球最大的绿色债券发行国之一，2019 年发行额达 300 亿美元，仅次于美国。尽管中国在 2020 年的发行量因新冠疫情有所放缓（180 亿美元，排名第四），但在 2021 年实现了强劲反弹，仅在第一个月就发行了 35 亿美元<sup>17</sup>。

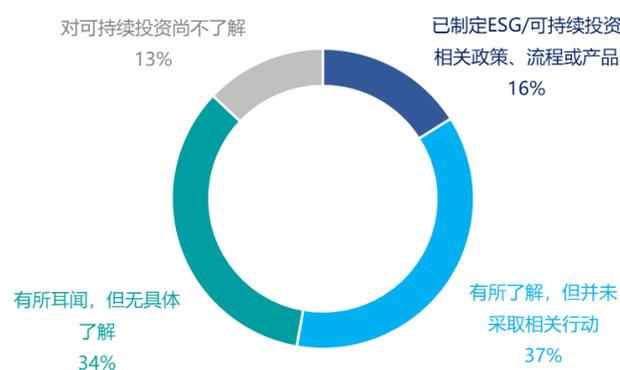
绿色债券发行量的快速增长主要得益于自上而下的政策激励。中国绿色债券市场的发展有赖于严格的审核机制，特别是关于“绿色”定义的审查。中国初始的绿色债券认定标准与全球标准不同，特别是将“清洁煤”归类为绿色债券支持项目，这一直是全球投资者投资中国绿色债券的主要障碍。2020 年 5 月，中国人民银行（PBoC）、国家发展和改革委员会（NDRC）及中国证券监督管理委员会（CSRC）联合发布了《绿色债券支持项目目录（2020 年版）征求意见稿》，首

次将“清洁煤”从绿色项目中删除，这是中国与国际标准接轨进程的重大突破。

迄今为止，中国出台和实施的绿色金融政策主要针对银行业，而对其他资本市场参与者，如国内资产所有者和管理者的绿色投资监管较为宽松，对于参与绿色项目的激励措施也较少。然而，本土资产管理机构正在逐步增加 ESG 的考量，同时制定负责任投资框架，这主要来源于以下需求：

- (i) 由于 ESG 问题的财务实质性不断增加，投资者需要降低 ESG 相关的投资风险并提高风险调整后的回报。
- (ii) 以公司治理和环境问题为重点，响应、配合政府的政策优先事项。
- (iii) 满足机构客户对 ESG 和绿色投资日益增长的需求。客户需求最初来自海外投资者，但本地投资者的比重在逐步增加。

图表 2. 中国资产管理机构的可持续投资实践（2019 年调查结果）



资料来源：中国证券投资基金业协会（2020），嘉实基金整理

与银行业相反，中国资产管理行业正在采取更加自下而上、以市场为导向的方式。然而，尽管本地资产管理者的 ESG 的认知因相关投资者联盟组织和协会多年的能力建设而有所提高，但对 ESG 以及负责任投资相关投资政策和流程的采纳率仍然很低。据中国证券投资基金业协会（AMAC）2019 年对 324 名中国资产管理机构的调查<sup>18</sup>可知，只有 16% 的公司制定了 ESG 投资方针、流程或计划。因此，尽管 2020 年推出了许多与 ESG/可持续性相关的主题基金<sup>19</sup>，但在市场上的占比和份额仍然不大。

不同金融细分市场和参与者对中国绿色金融体系的参与度一直参差不齐。股票和债券投资者能够极大地促进资本向更为环保和可持续的领域流动，但其作用仍十分有限。我们在负责任投资价值链中遗漏了一个关键环节：即应将政府、债权

<sup>16</sup> 国务院新闻办公室（2021 年 2 月）

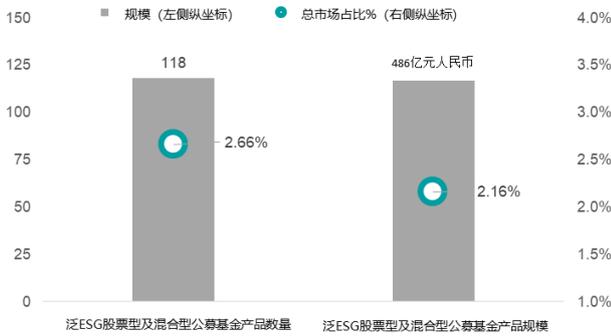
<sup>17</sup> 数据来自彭博新能源财经，截至 2021 年 2 月 5 日；嘉实基金统计整理

<sup>18</sup> 中国证券投资基金业协会（2020 年 3 月），《中国基金业 ESG 投资专题调查报告（2019）-证券版》

<sup>19</sup> 中国责任投资论坛（2020 年 12 月），《中国责任投资年度报告 2020》

人、投资者及公众利益和目标协调一致，以促进企业持续的践行。

**图表 3. 中国公募基金市场 ESG 主题基金产品数量及占比**



资料来源：中国证券投资基金业协会（2020），数据截至2020年9月，嘉实基金整理

目前，对本土资本市场影响巨大的资产所有者正在面对日益响亮的呼声，呼吁其发挥推动负责任投资的领导作用。许多市场参与者预计，一个政府主导的、完整的 ESG 框架将把中国的负责任投资提升到新的水平。长期以来，上至中央、下至行业，ESG 框架内的“E（环境）”和“G（治理）”一直是政策、规定和指导意见的焦点。直到最近，政府指导意见才将 ESG 视作一个整体；不过从另一个角度来看，因为政策制定者一直在促进实现社会的共同利益并不断推动社会进步，所以也可以说“S（社会）”也始终是政府的焦点。

## 第二部分：采取行动

对绿色的定义缺乏共识、信息披露不充分以及漂绿风险，促使欧洲出台了更为有力的监管政策。在 2014 年成立的绿色金融工作小组及其一年后提交的报告和建议后，中国政府制定了第十三个五年计划（2016-2020）。此外，196 个国家在巴黎召开的联合国气候变化大会（COP21）上签署了《巴黎协定》。欧盟受到上述二者的启发而采取了相应行动。2016 年 12 月，欧盟委员会成立了可持续金融高级别专家小组（HLEG）。

2018 年，欧盟委员会设立了可持续金融技术专家小组，以协助制定：

- 可持续经济活动的统一分类系统，
- 欧盟绿色债券标准，以及
- 低碳指数和气候相关披露指标的方法论

上述构成了欧盟“可持续金融行动计划（SFAP）”的基础。该计划的目标是，支持欧盟履行其在巴黎气候协议下的气候和能源承诺（包括到 2050 年实现净零排放）。

显然，制定相关法规以明确投资者的信托责任是有必要的。2019 年 3 月，关于实施欧盟 SFAP 的新条例规定，金融市场参与者和财务顾问必须将 ESG 纳入流程，将其作为代表客户

最大利益行动的职责之一。2020 年 5 月，欧盟委员会关于新的可持续金融战略的意见征询中揭示了信托责任发展的下一步方向。其中提到，在信托责任的规则中直接要求投资者考虑和纳入其投资对可持续性可能造成的负面影响，该方式值得考虑。详见图表 4。

**图表 4. 欧洲信托责任的变革**

2005 ESG整合被允许	“显然，将ESG考量纳入投资分析是可行的，甚至可以说是必要的” <i>Freshfields Bruckhaus Deringer</i> 律师事务所，受联合国环境规划署委托
2016 ESG整合的执行层次不齐	“尽管（ESG理念）取得重大进展，仍有很多投资者在投资研究和决策中未考虑ESG问题。” 即使投资者认同应在投资过程中考虑ESG，实施力度仍各有不同。” <i>联合国环境规划署，负责任投资原则组织，联合国全球契约组织，《21世纪受托责任》</i>
2019 ESG整合成为要求	“金融市场参与者和财务顾问必须将ESG纳入流程，将其作为代表客户最佳利益行动的职责之一。金融市场参与者应告知投资者他们纳入ESG风险机遇的合规水平，并应披露自身投资对ESG方面的不利影响，如污染水资源或破坏生物多样性的资产投资。” <i>欧盟可持续金融行动方案涉及的法律执行</i>
2020 ESG影响力/结果被纳入考量	“您是否认为有必要修改受托责任规则、投资者最佳利益/审慎人规则、风险管理和行业规则中涉及内部架构以及流程的部分，以直接要求他们考虑和整合投资决策中对可持续性的不利影响？” <i>欧盟委员会对于更新版可持续金融战略的意见征询</i>

资料来源：联合国环境规划署，欧盟委员会（2015,2019,2020）

另一个需要解决的问题是关于 ESG 的不同定义。因此，必须制定欧盟分类法以提供一个一致性框架，其重要程度不亚于两个世纪前公制系统在整个欧洲大陆实现统一测量标准。

分类法应有助于减少漂绿问题。欧盟监管指导意见指出，“根据《不公平商业行为指令》一般条款……交易者必须以明确、具体、准确和清晰的方式提出绿色主张，确保消费者不被误导”。“交易者必须有证据支持其主张，并能够在主张受到质疑时以易于理解的方式向主管执法部门提供证据”。

考虑到这一点，于 2021 年 3 月生效的《可持续金融披露条例》（SFDR）意味着必须将金融产品分为三类：

- 具有环境或社会特征的金融产品（第 8 条—浅绿）
- 预期具有可持续性影响力的可持续金融产品（第 9 条—深绿）
- 未归类为浅绿或深绿的其他产品

## 中国方式与经验教训

虽然人们可能会认为，关于 ESG 问题，仅仅存在会计方法上的挑战，但我们必须清楚，对 ESG 实质性的看法——即哪些是重要问题，需要采取哪些行动等——也是由各个国家/地区的特点所决定的。

- 中国投资者倾向于从成本效益角度来看待 ESG，因此，ESG 的财务实质性或相关性将是纳入 ESG 标准的关键考量因素。这也往往会形成信托责任的基线，即仅纳入实质性的 ESG 因素，并在此基础上提高投资者的风险调整后回报。
- 当涉及到 ESG 的财务实质性或相关性问题时，由于政策重点、社会需求和客户偏好等方面存在差异，关于具体的 ESG 因素有何影响，中国与发达市场的观点不尽相同。例如，在中国，公司治理主要关注点为财务报告质量与可信度、领导与管理能力以及控股方因支配性控股地位而侵占中小股东利益等。而在欧盟和美国，投资者更关心董事会独立性、董事会性别多样化及高管薪酬等问题。关于“社会”方面，发达市场最近的社会争端和动荡导致人权、社会不平等和员工多样性问题成为投资者“社会”考量的核心；而在中国，“社会”考量的焦点主要集中在产品质量与安全、减贫以及当地社区发展方面。
- 在中国，对于各个因子的权重配置，公司治理通常被认为是最重要的因素，其次是环境因素，这已对一些行业部门产生了重大影响。相比之下，公司治理因素在欧洲和美国市场已被有效定价，而环境因素和最近兴起的社会因素则变得更具主导地位，这受到了迅速升级的全球气候和生物多样性危机以及新冠疫情的催化。

为了促使本地投资者更广泛地采用 ESG 标准，资产管理者必须将投资者的回报需求与其对可持续性的追求关联起来，并聚焦于提供 ESG 超额收益（ESG alpha）和实现积极的环境和社会影响方面。阐明 ESG 是否对企业和投资者有商业意义，对于确保 ESG 和负责任投资本身的可持续性至关重要。由于全球 ESG 评级框架往往缺乏区域和特定市场的考量，ESG 评级框架的本地化需求非常强烈。

从本地资产管理人的角度看，若要提高 ESG 因素对中国市场投资的相关性，必须将本地基本面投资的见解与 ESG 理念相结合。不过，越来越多的实证和学术研究表明，ESG 因素与财务回报之间存在很强的相关性。与发达市场相比，ESG 因素在中国市场具有更大的超额收益潜力<sup>20</sup>。这为赢得更多本地投资者提供了良好契机。

尽管中国希望为 ESG 以及负责任投资制定本地化的方法和框架，但其也在积极向全球框架靠拢，以解决具有重要意义的全球优先事项，如气候变化和生物多样性丧失问题。例如，除修订中国绿色债券标准以排除洁净煤作为绿色项目，从而解决投资者疑虑之外，中国在“公司治理”的国际标准对接方面也做出了不懈努力。CSRC 制定治理准则时参照了中经合组织（OECD）2015 年发布的《公司治理原则》和《公司治理准则》2018 年修订版，修订后的准则包括了 ESG 披露和尽责管理，鼓励各类投资者参与公司治理，强调必须保护非控股股东权利等新章节。

20 DWS Research Institute (2015 年 12 月)，《ESG 与公司财务报表》

### 第三部分：前进之路

欧洲和中国投资界的负责任投资的主要聚焦点是金融风险管理，希望了解 ESG 因素将如何影响公司，即所谓的“由外向内”影响。顾名思义，“由外向内”是指试图了解外部因素是如何影响现有投资的风险调整后回报的。然而，这种方法并不能确保可持续的资本配置，即资本将如何对外部世界产生影响（如污染程度或不平等问题），这也称为“由内向外”的影响。

因此，负责任投资的下一阶段将聚焦于注重结果或影响力的投资。这为投资界提供了一个能够直接解决生物多样性丧失或气候变化等重大社会问题的机会，从而避免这些问题影响增长和投资回报。

例如，政府承诺在未来数十年实现温室气体净零排放。“净零俱乐部”最早可追溯到 2017 年 6 月，瑞典是当时第一个承诺到 2045 年实现碳中和的国家。两年后，作为 G7 成员国，法国和英国作为世界碳排放最高的国家之一加入了该联盟。

此后，不断有新的国家加入“净零俱乐部”，提升了净零排放承诺对全球生产总值的覆盖度。自新冠疫情爆发以来，这一趋势明显加快，见图 5。尽管中国的净零排放目标设定至 2060 年，但随着上海、江苏、广东、四川等多个省市制定了在 2030 年前碳达峰计划和路线图，这一目标有望提前实现。例如，上海市长在今年上海市两会上宣布了上海将在 2025 年前实现碳达峰，比全国目标提前五年。中国在清洁能源投资领域继续位居全球榜首，因此成为了影响力投资富有吸引力的主要目标市场。事实上，一些全球公司正在考虑并实施关于其中国供应链的绿色举措<sup>21</sup>。

图表 5. 有政府净零承诺覆盖的全球 GDP 占比



资料来源：德意志投资（英国）测算（2021 年 1 月），国际货币基金组织世界经济展望数据库（2020 年 10 月）

与此同时，越来越多的机构投资者正采取行动并承诺将以更可持续的方式配置资本。机构投资者对创造积极影响力和结果的需求不断增长，2019 年 9 月成立的“净零资产所有者联

21 Apple (2019 年 9 月)，Apple 在中国推出清洁能源基金，投资于三座风电场

盟（Net Zero Asset Owner Alliance）”<sup>22</sup>就是一个例证。该组织的签署机构承诺，到2050年实现投资组合碳中和。同样，去年年底，气候变化机构投资者组织（IIGCC）启动了“净零资产管理倡议（Net Zero Asset Managers Initiative）”，该倡议要求包括DWS在内的签署机构作出投资承诺，在2050年或之前实现净零排放<sup>23</sup>。在上述倡议中，也会重点聚焦在积极实施针对气候变化议题的企业参与和沟通。

若要成功实现企业参与，就必须克服一项重大挑战：盎格鲁-撒克逊国家和欧洲国家采用了不同经济模式和资本融资途径。在欧洲大陆，银行的主要作用是满足公司的资本要求，而不是开发资本市场。尤其是在德国和意大利，这表现在非上市的私营公司占据着实体经济的主导地位。这些实体在很大程度上不受投资者日益增长的可持续性需求的影响。要推动这一重要经济领域的变革，不仅需要加强银行业监管，其市场的上市公司还应在推动整个供应链的可持续发展和转型方面发挥作用。

因此，我们应当抛弃单纯追求利润最大化的放任方法，让监管发挥重要作用，同时，对可持续投资者以及从自然环境与资本中寻求公平回报的投资者提供支持。由此，投资者对影响力的期望日渐提高的同时，关于报告和合规监管方面的倡议举措也应逐步强化。目前PRI的签署机构已超过3600个，资产管理总额已逾90万亿美元，PRI正在牵头发起一系列有影响力的倡议，包括PRI的“积极所有权2.0”计划、2021-2025年战略计划等。此外，PRI还在签署机构的年度评估中增加“结果”评分项。英国在2020年颁布的《尽责管理守则》也比之前更为注重投资对现实世界的影响和后果，其有望成为世界各地其他尽责管理守则的模板。

欧盟去年启动的关于更新版可持续金融政策的意见征询考虑了调整相关规则<sup>24</sup>，以将信托责任从“由外向内”的概念扩充到包括“由内向外”。这一双重实质性概念清楚地表明，投资者必须考虑其投资行为对可持续性的不利影响，即所谓的负外部性。这将有助于我们更好的了解公司如何使用资本，以及公司在人权、性别平等、气候变化和生物多样性等方面是否有不良记录。

## 中国: 以提高公司质量和治理为重点的尽责管理雏形

在中国，投资尽责管理是一个新生概念。一直以来，高度集中的股权结构、个人投资者主导的市场以及对股东权利监管指引的不足都是阻碍中小股东表达意见和主张的主要原因，由此还催生了市场参与者“用脚投票”的文化。但在过去五年里，随着中国资本市场对外开放水平的逐步提高，中国投融资环境和市场更加规范化和制度化，上述情况也开始逐渐发生变化。

2020年，“积极所有权”和“公司参与”行动在中国市场受到关注和重视。AMAC在2019年进行的ESG投资调查表明<sup>25</sup>，在42个（60%）制定了ESG或绿色投资政策/策略的本土资产管理机构中，有25个声称已与其被投标的公司进行ESG沟通，以便提高公司的ESG认知和意识，促使公司更好地披露ESG事项。近年来，由于监管机构推动公司提高管理质量，且资产所有者提出了相关要求，投资者的思维模式正在发生改变，也促进了中国的尽责管理事业的发展。

为了增强投资者信心，中国的决策者和证券监管机构正在努力加快提升公司治理标准。2018年，CSRC修订了《上市公司治理准则》，开启了提升中国上市公司治理和管理水平的系统性工作。在2020年10月，《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》也进一步提出的提升上市公司治理的指导意见。虽然中国还未出台明确的尽责管理准则，但这些高层次政策和意见能够极大鼓励投资者参与公司的治理工作，促使公司和投资者之间的相关沟通更加顺畅。

全球日益增多的尽责管理政策，以及由在华外国投资者牵头开展的尽责管理活动，也有助于增强市场相关意识，促进本土资产所有者对这一问题的关注。ESG理念也在中国资产所有者当中受到越来越多的认同，一些主要参与者已经开始开展ESG投资相关研究和尽责管理活动。鉴于资产所有者对这一领域的兴趣与日俱增，且最近中国监管机构的重点是改善上市公司的治理，尽责管理活动势必将在投资者对企业ESG参与和投票中发挥更为积极的作用。

中国领先的资产管理已经制定了投票政策、指导方针、制度和流程，以参与重大的公司治理。然而，目前的做法仍不具备普遍性，在很大程度上依赖于投资团队的主观酌情判断。近年来，本土代理投票咨询行业的兴起和发展将有助于缩小本土与国际代理投票相关标准和实践之间的差距。

在公司参与和沟通方面，由于其财务相关性，许多中国资产管理机构已经开始定期参与上市公司的重大治理问题。下一步，参与活动需要持续扩大，并以更为系统的方式纳入关键的环境和社会议题。本土投资者可以利用自身的本土投资经验，以及对ESG的了解来提高公司对ESG问题的认知，指导其实现可持续发展目标，进而提升企业的长期价值。

尤其在气候变化议题的企业沟通和参与方面，中国投资者可以发挥更为积极的作用。自中国做出2060年实现碳中和承诺以来，我们看到许多中国公司正在围绕碳中和工作展开了积极行动。中国的主要能源和电力集团行动迅速，发布和启动了碳中和计划和战略，同时也在寻求投资者等利益相关者的指导和建议。我们也看到在“气候行动100+倡议”的推动下，中国几家重点排放单位也取得了重大进展，这离不开中国资产管理者的大力推动。中国资产管理将逐步成为推动全球和地区联合参与事业的重要力量。

22 UNEP FI (2019年9月)，净零资产所有者联盟在纽约举行的联合国气候行动峰会上正式成立

23 IIGCC (December 2020)，在全球性的联合行动中领先的资产管理者承诺实现净零排放目标

24 欧盟委员会 (2020年4月)，关于更新版可持续金融战略的意见征询

25 中国证券投资基金业协会 (2020年3月)，《中国基金业ESG投资专题调查报告(2019)-证券版》

## 作者



**韩晓燕**  
ESG研究总监



**刘思思**  
ESG专员



**Michael Lewis**  
ESG主题研究负责人

### 嘉实基金管理有限公司

嘉实基金管理有限公司是中国最大的资产管理公司之一，资产管理规模超过1万亿元人民币，拥有公募基金、机构投资、养老基金、海外投资和财富管理在内的“全牌照”业务。员工总数超过1300人，其中在全球拥有包括300多名投资人员的投研团队，客户人数已逾8000万。自2018年3月加入PRI以来，嘉实始终致力于系统性的践行可持续投资政策以及投研ESG整合。

### DWS集团

作为欧洲零售和机构市场最大的资产管理公司之一，DWS管理的资产总额达7,590亿欧元，涵盖各个主要资产类别，全球拥有员工总数约3333人，业务横跨欧洲、美洲和亚洲，是名副其实的全球资产管理公司。作为客户的忠实信托伙伴，DWS致力于可持续未来做出相应贡献，并在最近成为“净零资产管理者倡议”创始成员。

## 重要资讯

DWS 是 DWS 集团 GmbH & Co. KGaA 的品牌名称。DWS 品牌下各法律实体的发售产品或服务在各自的合约、销售材料及其它产品信息文件中予以载明。DWS 集团 GmbH & Co. KGaA、其附属公司及其高管及员工（统称为“DWS 集团”）以诚信及以下为基础发布该文档。

本档编写时未考虑任何投资者的投资需求、目标或财务状况。在做出投资决定前，不管是否有投资顾问的帮助，投资者需要考虑 DWS 集团描述或提供的投资及策略就其特定投资需求、目标及财务状况而言是否合适。此外，本档仅供信息/讨论目的，不构成完成交易的要约、推荐或兜售，不应视为投资建议。

DWS 集团不提供税务或法务建议。投资者在考虑 DWS 集团建议的投资及策略时，应向自己的税务专家及律师寻求建议。除非特别指明，DWS 集团不就投资提供保证。

投资面临各种风险，包括市场波动、监管更改、可能的偿还延迟及收入与本金的损失。投资的价值有升有降，投资者可能无法收回任何时候的初始投资金额。此外，即便短期内投资价值也可能有大幅波动。投资条款完全由发售章程中具体的条款规定，包括风险考量。投资收益也可能因为汇率波动而增加或减少。进行投资决策时，您应依赖有关交易的最终文件而非本档中的概要。过往表现并不保证目前或未来表现。本档包含的内容不构成未来表现的陈述或保证。

尽管本档包含的信息是从可信赖的渠道获得，但 DWS 集团不保证其准确性、完整性或公平性。DWS 集团不对任何错误或失误负有责任。观点及估计不经通知即可更改，涉及的大量假设可能无法被证明有效。本档所采用的所有第三方数据（如 MSCI、标准普尔、道琼斯、FTSE、美国美林银行、Factset 及彭博）均受版权保护，并由相关供应商专有。DWS 集团或与其相关的人士有权 (i) 保持本档提及证券的多仓或短仓，或有关期货或期权，及 (ii) 购买或出售任何此类证券、就任何证券做市或签署任何其它交易，并获取经纪费或其它佣金。

本档未经 DWS 集团内部任何研究部门制作、复核或编辑，并非投资研究。因此，不适用于相关投资研究的法律法规。本档表达的观点可能与其它 DWS 集团部门包括研究部门的观点不同。本档可能包含前瞻性陈述。前瞻性陈述包括但不限于假设、估计、预计、观点、模型及假设表现分析。本档表达的前瞻性陈述构成截止至材料日期的作者判断。前瞻性陈述涉及大量的主观判断、分析与变更，及/或不同或额外因素的考量，可能对示意的结果有实质性影响。因此，实际结果可能与本档包含的结果不同，并可能大相径庭。DWS 集团不就该前瞻性陈述或本档包含的任何其它财务信息的合理性或完整性做出陈述或保证。

未经 DWS 集团的书面授权，本档不得复制或分发。本档的传播及分发方式可能受包括美国在内的国家法律法规的限制。

本档不指定或旨在向包括美国在内的地方、州、国家或其它辖区的公民或居民的人或实体分发或被其使用，在该类辖区的分发、发布、可获取或使用将违背法律或法规或 DWS 集团目前在该种司法辖区不符合要求，将受到限制或需要获得许可。本档的获取者需要清楚并遵守这类限制。

除非另有指明，投资工具未经联邦存款保险公司或任何其它政府机构进行保险，也未经 DWS 集团担保，并非 DWS 集团的责任。

这中文版本是英文原文的翻译，仅供参考。如有差异，以英文原件为准。

## 免责声明

本文档的知识产权和版权为嘉实基金管理有限公司（以下简称“HFM”）及其关联公司所有。本文档仅供特定人士使用，且仅供参考。未经 HFM 或关联公司书面同意，任何人（包括特定人员）不得对文件中的任何信息进行修改、逆向工程、复制、分发或向任何第三方公开披露。侵权必究。

本文档不得被视为向任何要约或邀请未被许可的或要约或邀请构成非法的司法管辖区内的任何主体所发出的要约或邀请。本文档所含信息均不构成出售（或要约购买）任何证券、金融产品或其他投资工具或任何交易策略的要约，也不构成任何证券或金融工具的交易合约，或与 HFM 或关联公司进行任何类型的签约或者交易的基础。

本文档中包含的信息不得用于衍生计算或构建产品，或验证或更正其他数据或信息。例如（但不限于），文档中所含信息不得被用于构建指数、数据库、风险模型、分析、软件，或协助任何证券、投资组合、金融产品或其他投资工具的发行、提供、赞助、管理或营销。

尽管本文档中使用的第三方提供的信息来源被认为可靠，但 HFM 及关联公司及其任何管理人员和员工对其中可能的任何错误或遗漏及其所造成的损失不承担任何责任。本文档所载资料及意见仅供一般参考，如有更改，恕不另行通知，亦不能被用作投资决策依据。

本文档中任何历史信息、数据或分析不应被视为未来业绩、分析或预测的指征和保证。过去的业绩不能保证将来的结果。

本文档中文版本是英文原文的翻译，仅供参考。如有差异，以英文原件为准。

版权所有©2021 嘉实基金管理有限公司。