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）
实践篇之一

海外固定收益 ESG 投资实践及启示

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。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。

本报告首发于 www.amac.org.cn，对本报告全文或部分内容的任何转载、引用须注明来源于中国证券投资基金业协会（AMAC）。AMAC 不对任何片面、不当引用或延伸性结论负责。

目录

摘要 5

第一章 市场概要：公共部门引导全球固收 ESG 投资 6

策略概况：固收 ESG 是在投资过程中进行 ESG 分析的投资 6

策略回报：ESG 有助于风险控制，但超额回报存争议 8

参与机构：公共部门是 ESG 市场的重要引导者 11

引导特点：公共部门积极引导市场，稳健推进内部实践 14

本章启示：中国公共部门应当积极引导，稳步推进 ESG 实践 20

第二章 投资实践：海外资管公司投资策略、ESG 体系及产品架构 22

市场现状：全球固收 ESG 资管产品持续增长 22

全球市场：年均新发行规模约 800-900 亿美元，ESG 固收投资领先 22

中国（除港澳台地区）：ESG 存续资管产品规模约 160 亿美元，市场基数小增长快 22

主流策略：固收 ESG 以整合法、主题法、筛选法等为主 24

主题法投资：GSS+债券是相对成熟的主题法投资标的 24

实践案例（一）：欧洲综合资管公司 Amundi 27

公司介绍：全球领先的 ESG 综合资产管理公司 27

ESG 体系：建设人、钱、事、权全方位的 ESG 投资体系 28

典型产品：Amundi 旗下最大的主动型固定收益 ESG 基金产品 34

典型产品：Amundi 旗下最大的被动型固定收益 ESG 基金产品 35

案例小结：ESG 体系完善，积极配合监管认证，由浅绿走向深绿.....36

实践案例（二）：欧洲 ESG 垂直资管公司 Candriam.....37

公司介绍：全球头部精品 ESG 资管公司.....37

ESG 体系：重视对客户的 ESG 教育与沟通.....38

典型产品：全球第三大符合 Article 9 的固定收益 ESG 基金.....39

案例小结：深耕 ESG 并推广深绿产品，注重市场教育与客户服务.....40

实践案例（三）：美国领先固定收益资管公司 PIMCO.....41

公司介绍：全球最大的固定收益资管公司.....41

体系建设：注重 ESG 固收投资策略的打磨与思考.....41

典型产品：PIMCO 总回报 ESG 基金.....43

案例小结：全球固收资管专家，以 改良式”产品快速切入 ESG.....46

本章启示：我国资管公司可从体系建设、产品设计推进 ESG 实践.....47

第三章 监管现状：以信息披露作为投资监管主线.....49

欧洲：自上而下构建体系，围绕 信息链”展开监管.....49

美国：监管框架已具雏形，但相关法案尚在拟议阶段.....52

新加坡：监管相对完善，侧重于产品识别及信息披露.....53

中国：信息披露监管初步建立，产品认定待完善.....55

中国香港：亚太地区领先，产品识别及信息披露监管完备.....57

各区域 ESG 投资政策对比.....58

固收 ESG 投资监管政策推动的难点与重点 60

本章启示：增强对资管产品漂绿的监管，推动信息披露 62

第四章 前沿趋势：近年反 ESG 思潮初现，各国出现趋势分化 63

欧洲：ESG 投资依然强劲，基金保持正向资金流入 63

美国：反 ESG 思潮兴起，ESG 基金持续遭受赎回 67

日本：ESG 态度模糊，2022 年以来 ESG 基金连续遭净赎回 72

亚洲（除日本外）：中国、中国香港、中国台湾、韩国与印度 74

本章启示：ESG 在中国的战略落地，应当遵循本国国情及发展需求 76

参考文献 77

摘要

2023 年三季度末，全球 ESG 基金资产管理规模为 2.74 万亿美元。其中开放式固定收益 ESG 基金规模达 5838 亿美元，是权益以外第二大 ESG 基金配置方向。过往研究表明，ESG 策略有助于改善投资组合的风险控制；尽管固定收益 ESG 策略在实现投资组合超额收益方面存在争议，受市场波动、债券类型、久期等因素的影响，但其对社会产生的积极影响不容忽视，因此，这一领域值得深入研究和探讨。

借鉴海外实践经验，我国应当积极推动**公共部门**、**资管公司**、**监管机构**三方开展固定收益 ESG 实践，共同构建“引导-放大-规范”的 ESG 投资良性循环，缩小与发达市场在固收 ESG 实践上的差距，并争取弯道超车机会。分部门来看，

公共部门：积极发挥引导作用，同时稳健推进投资落地。公共部门具有超长期代际投资、注重风险收益平衡、注重公共收益等特点，与 ESG 策略的风险回报特征较为匹配。从日本养老金 GPIF 和韩国养老金 NPF 的案例来看，公共部门 ESG 实践呈现出渐进式配置、本土化落地、注重国家形象的特点。对我国而言，社保等公共部门长期资金可通过委外筛选、强制披露等方式，引导资管机构展开 ESG 投资。在固定收益方向，公共部门可采取多层次试点的策略，“先自营，再委外”、“先本土，再海外”，稳健地引入 ESG。

资管公司：在长期资金的引导下，从 ESG 体系建设、产品设计两个维度推动 ESG 实践。从欧洲资管公司 Amundi、Candriam 和美国资管公司 PIMCO 的案例来看，这些公司注重构建有特色的 ESG 投资体系，结合自身优势打造 ESG 产品。对我国而言，资管公司应加强 ESG 体系建设，设计“人、钱、事、权”全方位的 ESG 架构，探索多样化的投资者教育、搭建内部 ESG 信评体系。同时资管公司最初可引入 10-20%配置比例的“浅绿型”ESG 产品，再逐步引入更多 ESG 策略，并结合机构自有优势，进行差异化的落地。

监管机构：严格审慎的监管是市场长期健康发展的保障。国际 ESG 投资监管趋严，“规范基金分类”、“信息披露”是工作重点。其中欧洲 ESG 监管体系是由欧盟出台核心框架，自上而下构建的。美国 ESG 监管体系则较为零散，由多个部门和各级政府各自制定。新加坡和香港的监管框架发展较快，且侧重于产品识别和信息披露。对我国而言，监管机构宜采取措施加强对资管产品的命名和分类监管，引导资管业从浅绿走向深绿，并为金融机构提供披露模板或指引，推动更详细的信息披露。

最后，作为快速成长的策略，对 ESG 策略不可避免地存在不同的声音。ESG 在中国的战略落地，应当遵循本国国情及发展需求。本文研究发现，除策略有效性外，各国对 ESG 的态度与政治主张、经济能源结构相关。因此我国应冷静看待全球反 ESG 思潮，辩证地将 ESG 与国情相结合，推动有助本国发展的 ESG 投资，采取务实的策略去逐步推进。

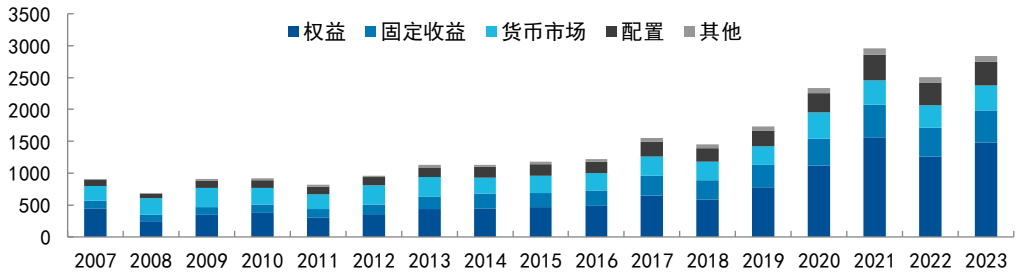
第一章 市场概要：公共部门引导全球固收 ESG 投资

策略概况：固收 ESG 是在投资过程中进行 ESG 分析的投资

固定收益类 ESG 投资是在投资过程中进行 ESG 分析的投资。

截止 2023 年第三季度末，全球 ESG 基金资产管理规模为 2.74 万亿美元[1]。回顾过往，2007 年至今 ESG 基金经历了萌芽培育、快速发展、波动回调的历程。2007-2016 年，ESG 基金处在推广阶段，行业 10 年复合增速 3.46%。2017-2021 年受 EGS 全球热潮影响，ESG 基金的资产管理规模快速扩容，5 年复合增速达 20.57%。2021-2022 年疫情期间，受能源价格上涨等多种因素影响，ESG 基金受赎回潮冲击，资管规模降幅为 13.95%。2023 年后疫情时代，受国际金融市场压力，ESG 基金规模仍在持续放缓，截止 2023 年 9 月 30 日，全球 ESG 基金资管规模继续回落至 2.74 万亿美元。

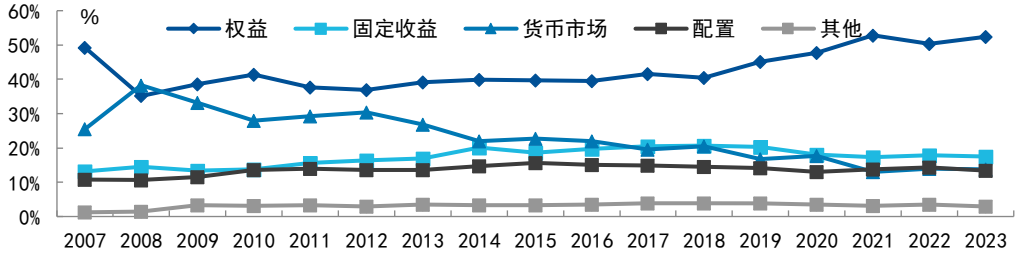
图表 1：全球开放式 ESG 基金分资产类别净资产规模（单位：十亿美元）



资料来源：晨星，注：数据截至 2023/7/31

2023 年全球开放式固定收益 ESG 基金规模达 5838 亿美元，是权益以外第二大 ESG 基金配置方向。截止 2023 年 7 月 31 日，权益、固定收益、货币和多资产配置类 ESG 基金净资产占比约为 56.4%、17.7%、11.8%、11.5%。

图表 2：按资产类别，全球开放式 ESG 基金分资产类别净资产构成（单位：%）



资料来源：晨星，注：数据截至 2023/7/31

ESG 固定收益类资产规模低于权益类资产，主要是因为固收类资产的 ESG 策略执行难度较大。从三个方面来看（1）资产特征：固收类投资主要投向上市/非上市国家，投资主体包括国家、地区和企业等，而权益类主要投向上市公司。固收与权益两种资产的投资标的、定价方式与投资逻辑都有所不同，导致两类资产的价格对企业的 ESG 信息变动的反应程度不同。具体而言，债券价格受 ESG 因素的影响程度更低，且债券市场流动性更差；**（2）信息披露**：债券市场的信息披露要求更低；**（3）权责机制**：因与发行方的权责关系不同，权益投资者和固收投资者的地位不同。权益投资者是公司所有者，对重大事项有投票权。而固收投资者是受信用条款保护的资金借出方，无法直接参与到发行人的管理决策，难以约束发行人。

图表 3：固收 ESG 投资特征[2]

ESG 投资	固收类	权益类
主体	上市/非上市公司，主权国家和地区	上市公司
投资分析	多层次/ Multi-layered （基本面、到期日、收益率、资本结构）	基本面/ Fundamental （价值、价格）
侧重点	减轻下行风险	收益增强/减轻下行风险
投资者地位	有信用条款的贷款人	拥有投票权的所有者

资料来源：Russell

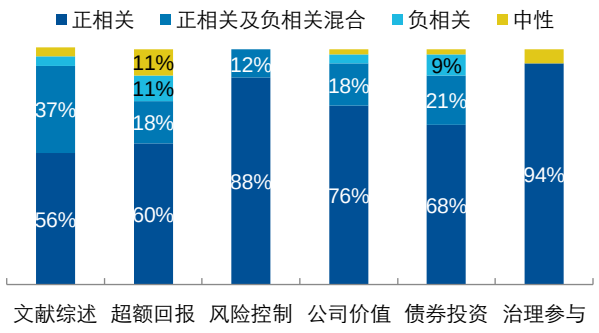
策略回报：ESG 有助于风险控制，但超额回报存争议

整体而言，ESG 策略在企业管理、投资配置中有不同的影响。

对企业而言，德国 DWS 主导研究发现，ESG 不会对公司的财务回报带来负面影响，2015 年德意志资产财富管理投资有限公司（DWS Investments）与汉堡大学合作研究，分析自 1990 年至 2015 年发表的 2200 余份实证学术文章，涵盖了投资组合研究、非投资组合研究、不同区域、不同发展程度国家例如新兴市场、不同金融产品（公司债、绿色基建、公司股权等），覆盖范围广泛。经过分析，该研究发现 90%的研究表明 ESG 评价机制与公司财务回报存在显著的非负相关关系[3]。**对于中国本土，大湾区企业调研发现，绿色计划为公司业务带来正面影响。**2023 年香港贸发局及大华银行联合发表《开拓绿色潜能：发掘大湾区可持续发展机遇》的研究报告显示，65%大湾区企业已开展绿色可持续发展计划；在实践绿色行动的企业当中，98%认为进行绿色计划为公司业务带来正面影响[4]。

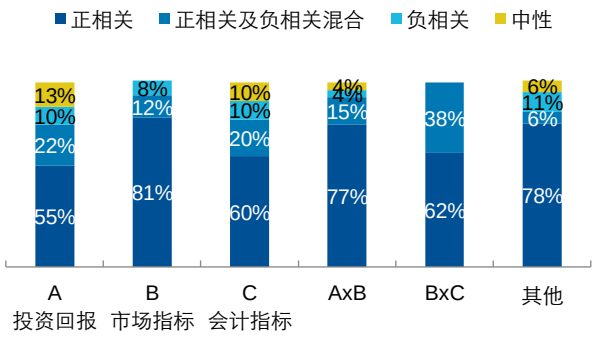
对投资者而言，日本政府养老金指出，88%研究表明 ESG 策略有助于改善投资组合的风险控制，但仅 55%研究表明 ESG 和投资回报存在正向关系。2022 年日本政府养老金投资基金（GPIF）主导了一项关于 ESG 及 SDG（Sustainable Development Goals）因素与业绩绩效相关关系的研究，梳理了 1991-2022 年超过 300 篇的实证研究。首先，GPIF 按主题对研究进行梳理发现，88%的研究表明 ESG 与风险控制存在正相关关系，可见 ESG 确实有助于风险控制。然而当论文主题转移到“超额回报”时，仅 60%的研究表明 ESG 与超额回报存在正相关关系。其次，GPIF 按照各论文对超额回报中的“投资绩效”的不同定义，再次进行分类研究——投资绩效分为三大类：A）投资回报（Return）；B）托宾 Q、资本成本等市场指标；C）企业的会计指标，如 ROE 和 ROA。投资回报是评估投资绩效最常见的指标，在 GPIF 研究发现 55%情况下，ESG 和投资回报呈现正相关关系。而采用托宾 Q 等市场指标时，81%的研究显示，ESG 和投资呈正相关关系[5]。

图表 4：按研究主题看，ESG 对投资绩效的影响



资料来源：日本政府养老金投资基金（GPIF）

图表 5：按绩效类型看，ESG 对投资绩效的影响



资料来源：日本政府养老金投资基金（GPIF）

在固定收益投资市场，ESG 同样存在“有助于风险控制，但能否带来超额收益并不显著明确”的特点。具体而言，固定收益 ESG 能否带来超额收益，可能受市场、债券品种、久期、利差等影响存在争议，不同策略的业绩回报表现分化大。

2020-2021 年 J.P. Morgan 的研究也表明，**主动型固收 ESG 策略确有助于风险控制。**在主动管理的债券投资策略中纳入重要的 ESG 因素可以降低投资组合的波动性，对部分债券品种可以提高组合的风险调整收益。研究还发现，投资于 ESG 表现较好的公司可以控制债券投资者的下行风险敞口。

然而，该研究同时表明主动型固定收益 ESG 策略不一定能够带来超额回报。

图表 6：纳入 ESG 分析的主动投资策略有助于风险控制

ESG 主动管理策略和定制 ESG 基准的对比（剔除交易成本）

	超额回报	波动率	夏普比率	回撤
投资级美元债	不变	改善	不变	改善
投资级欧元债	改善	改善	改善	改善
高收益美元债	降低	改善	不变	改善
高收益欧元债	降低	改善	降低	改善
新兴市场美元债	降低	改善	改善	改善

资料来源：J.P. Morgan、中金、易方达

从时间维度考虑，固定收益 ESG 策略带来的超额收益或在较长的投资期限才开始发挥效力（5 年期及以上），在短期无法跑赢业绩基准。本文对 2014 年 5 月-2023 年 6 月期间的指数展开分析，对比了 1）MSCI 的投资级美元债指数；2）MSCI ESG 旗舰指数中的 Universal 系列指数及 Leaders 系列指数，发现在 1 年期、3 年期中 ESG 指数在总回报层面并未跑赢投资级美元债指数，但 ESG 相关指数在风险调整后总回报以及更长期限的 5 年期回报层面，可以小幅度跑赢投资级美元债指数。

图表 7：固定收益 ESG 指数与业绩基准对比的表现（单位：%）

	USD IG	Universal	Leaders
核心业绩指标			
总回报	2.06	2.05	2.04
总风险	6.13	6.00	5.83
总回报/总风险	0.34	0.34	0.35
Tracking Error	0.0	0.23	0.24
总回报（剔除交易成本）	1.95	1.86	1.81
其他业绩指标			
2023 年年初至今回报	3.03	2.95	2.90
1 年回报	1.39	1.23	1.15
3 年回报	-3.39	-3.42	-3.41
5 年回报	1.92	1.95	1.94

资料来源：MSCI，数据统计区间为 2014 年 5 月 30 日至 2023 年 6 月 30 日，其中各项指标均已年化处理

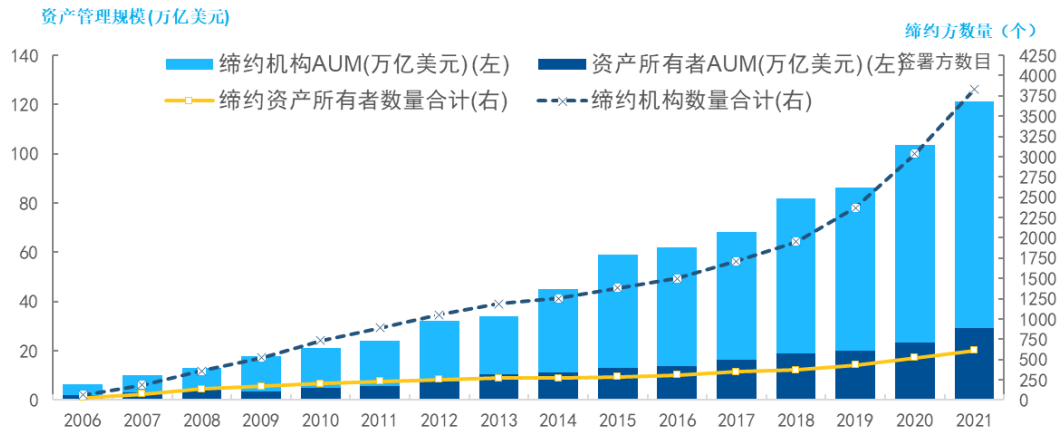
综上，固定收益 ESG 策略能较有效地改善风险，但能否产生超额收益则存在一定争议。而即时存在超额收益也需要在较长的投资期限才开始有所体现。

参与机构：公共部门是 ESG 市场的重要引导者

欧美市场早期社会责任投资主要依靠宗教信仰、社会思潮驱动，有相关历史积淀。国际市场“社会责任投资”历史悠久，滥觞期仰赖于宗教信仰。责任投资发源于圣经，犹太民族拒绝投资有悖社会伦理的行业。20 世纪初期，伦理道德投资开始兴起，第一批的道德投资者为贵格会（Quakers）教派，自欧洲移民至美国后，贵格会厌倦欧洲大陆无休止的战争与巨大的阶级鸿沟，支持人权、自由、平等，反对暴力与战争，并贯彻至投资行为，拒绝投资赌博、军火等领域，可视为社会责任投资的正式发端。现代意义的责任投资则源于特定的“社会思潮”，如二十世纪六七十年代的反战、劳工权益等，社会责任投资正式从宗教问题转向社会问题。

本世纪初，国际组织是 ESG 投资的早期发起方。国际上主流的 ESG 投资组织为数不多，主要包括三大类：非营利性 ESG 组织、ESG 市场主体（交易所、评级机构及大型投资机构）、ESG 监管机构。国际组织是 ESG 投资发展历程中重要的推动者。1989 年，环境责任经济联盟（CERES）在美国成立，该组织将投资者与环保组织结成联盟，倡导环保领域影响力投资。1991 年，“可持续责任投资论坛”（US SIF）的前身“社会投资论坛”（SIF）在美国成立。2006 年，联合国责任投资原则组织（PRI）成立，正式提出 ESG 投资理念，目前 PRI 已发展为全球 ESG 投资的核心国际组织。

图表 8：联合国责任投资原则组织缔约机构



资料来源：PRI， 注：数据截至 2023/8/31

当代社会中，公共部门是 ESG 投资的重要推动者。在 2006 年 4 月，在 PRI 的首批签署方中，60%签署方是来自公共部门（Public Assets），如公共养老金、退休金、企业年金、保险资管、宗教基金、大学基金等。目前国际核心 ESG 投资组织 PRI 也主要由这些资产所有者（Asset Owner）领导。截止 2023 年 6 月 30 日，PRI 拥有接近 6000 家的缔约机构，其中“常务委员会成员”是引领 PRI 工作的重要单位。历年常务委员会均由 7 名资产所有者、2 名资管机构（Investment Manage）、1 名服务机构组成，这 10 家国际领先机构将负责 PRI 的重要决议。2023 年 PRI 最新常务委员会同样以公共部门长期资金牵头，包括美国头部养老金之一加州教师退休基金（CalSTRS）、日本头部养

老金管理公司日本生命保险公司、拉丁美洲头部养老金巴西银行职工养老基金、北欧头部主权基金挪威政府养老金基金、南非头部养老金南非政府雇员养老基金等。

图表 9：2023 年联合国责任投资原则组织委员会成员单位

常务委员会单位	国家	类型	AUM（亿美元）	说明
美国加州教师退休基金 CalSTRS	美国	资产所有者	3,213	加州教师退休基金（CalSTRS）是美国最大的教师退休基金之一，成立于 1913 年，主要为加州公立学校教师提供养老金。截至 2023 年 6 月 30 日，**CalSTRS 全球资产净值 3213 亿美元。**从配置板块看，在全球股票市场（美国及全球）的配置比例为 40.4%，房地产领域配置比例为 16.1%，PE 领域配置 15.5%，**固定收益领域配置 10.1%**，风险缓解策略配置 8.8%，通胀敏感组合配置占比 6.1%，现金与战略叠加策略配置占比 1.6%，创新战略配置占 1.4%。[6]
日本生命保险公司 Nippon Life Insurance Company	日本	资产所有者	577	日本生命保险公司（即日本生命保险相互会社）成立于 1889 年，该公司是日本最大的人寿保险公司，同时也是日本最大的养老金发放管理机关之一。日本生命保险公司自 2017 年加入 PRI 并正式引入 ESG 投资。截止至 2023 年 6 月 30 日，日本生命保险净资产 557 亿美元，其中 2017-2022 年累计 ESG 投资约 1.6 万亿日元（折合 108 亿美元）[7]，ESG 投资占总资管规模比重为 19.38%
巴西银行职工养老基金 PREVI	巴西	资产所有者	642	巴西银行职工养老基金（PREVI）成立于 1904 年，是拉丁美洲最大的养老金之一。截止 2022 年 12 月 31 日，PREVI 所管理的 Plano1、Previ Futuro 和 Previ Familia 等福利计划合计资产管理规模为 642 亿美元，并在 2022 年分别实现了 13.51%、7.41%和 9.21%的正收益。[8]
挪威政府养老金全球基金 NBIM	挪威	资产所有者	14,058	NBIM 是全球最大主权基金之一的挪威政府养老金全球基金（GPFG）的运营机构，截至 2023 年 6 月 30 日，挪威政府养老金全球基金持有市值为 15.299 万亿挪威克朗，**约折合 1.41 万亿美元**。该基金 71.3%投资于股票资产，**26.4%投资于固定收益资产**，2.3%投资于未上市房地产，0.1%投资于未上市可再生能源基础设施。
南非政府雇员养老基金 GEPF	南非	资产所有者	1,178	南方政府雇员养恤基金（GEPF）成立于 1996 年，是南非最大的养老基金，也是非洲和世界上最大的养老基金之一。截至 2023 年 6 月 30 日，GEPF 资产管理规模为 2.3 万亿南非兰特，折合约 1178 亿美元。
法国非正式合同人员退休金库（Ircantec）	法国	资产所有者	1,382	Ircantec 成立于 1971 年，是一家总部设在法国的养老基金，为非长期雇员和政府公务员提供退休福利，是基本社会保障计划的补充。截止 2022 年末，Ircantec 管理规模为 1271 亿欧元，折合约 1,382 亿美元。资产配置方面，权益 41.41%，公司债 21.89%，国债 27.24%，其他 9.46%
威灵顿管理公司 Wellington	美国	资管机构	10,000	威灵顿投资管理公司始建于 1928 年，是全球规模最大的独立投资管理公司之一，截至 2023 年 6 月 30 日，公司资产管理规模逾 1 万亿美元。[9]
LGT	列支敦士登	资管机构	3,414	LGT 集团由列支敦士登王室全资拥有并运营，是欧洲最大的私人银行和资产管理集团，截至 2023 年 6 月 30 日，管理资产总值为 3,058 亿瑞士法郎。
Clarity AI	美国	服务机构	不适用	Clarity AI 总部位于纽约，于 2017 年创立。该初创公司旨在利用大数据和机器学习，为决策者提供可靠，全面的工具，来理解和优化社会和环境影响。

资料来源：各机构官网及年度财务报告，易方达基金整理，注：数据截至 2023/6/30

公共部门具有超长期代际投资、注重风险收益平衡、注重公共收益等特点，这与前文提到的"ESG 在较长持有期"才可能产生超额收益相契合。2020 年 3 月，美国加州教师养老金（CalSTRS）、日本政府养老金投资基金（GPIF）、英国高校退休金（USS）三家大型养老金机构联合发布了《携手共建可持续的资本市场》（Our Partnership for Sustainable Capital Markets）该报告阐述了公共部门从事 ESG 投资的出发点及思考[10]：

1) **典型的代际投资（Generational investment）：**以 10 年、20 年甚至更长的时间去考虑投资收益，作为资产所有者，公共养老金的最终责任是为数百万家庭的几代人提供退休后的经济保障。由于养老金提供金融稳定的承诺持续了几十年，不可能仅仅关注短期投资回报最大化。ESG 投资的特征符合长期属性的要求。ESG 主题关注的重点并非眼下短期的既得利益，而是着重强调对人类长远的责任感和对未来的预判和风控。

2) **避险属性，注重下行风险控制：**尽管部分因素可以获得短期收益，但长期会来带系统性风险。养老金机构资金量巨大，且背负数以百万计的社会家庭的托付，无法承担过高风险。如果养老金仅关注短期回报，将会忽略投资组合中潜在的灾难性系统风险。例如，根据 Moody's Analytics 的一项估计，到 2100 年，仅气候变化一项就有可能推毁 69 万亿美元的全球经济财富[11]。养老金作为长期资产所有者，需要更具包容性、可持续、有活力、强大和值得信赖的经济体，从而履行对多代受益者的责任。

3) **公共属性：**养老金受益人是社会公众，资金带有一定的公共属性，投资行为应符合主流价值取向，避免产生重大的社会、环境负面影响；ESG 本身并非一个排他性的投资理念，而是指导企业长期向好发展，推动商业向善和资本向善的一系列理论和方法论。ESG 理念鼓励企业在追求利润的同时更加全面考虑可能影响到企业未来发展的多重要素。

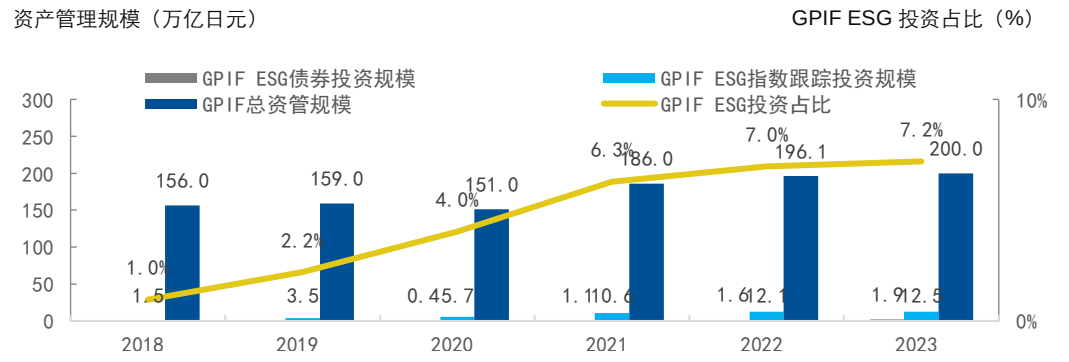
在公共部门等超长期资产所有者的倡导下，资产管理机构积极拥抱 ESG 投资。如上节显示，ESG 策略在短期难以跑赢业绩基准。因此，短期资金对 ESG 积极性不高。而养老金、社保金、保险等大型长期资金所有者，在超长期代际投资、避险、公共等因素驱动下，能够相对清晰地看到 ESG 的价值。基于上述因素，**ESG 投资呈现出"公共部门引导"的特点。**近年来，养老金等公共部门资金都在加大对资产管理公司的 ESG 审核，并提高了 ESG 的披露要求。而资产管理公司出于募资、社会影响力等因素，也开始积极拥抱 ESG 投资。具体来说，公共部门等超长期资产所有者通过委外投资的方式，引导资产管理公司转向 ESG 投资。2020 年 3 月，美国加州教师养老金（CalSTRS）、日本政府养老金（GPIF）、英国高校退休金（USS）公开联合声明，表示 ESG 因素是他们选择资管公司的重要原则，指出"**对我们而言，那些只关注短期、明确的财务指标，而忽视长期可持续发展风险和机遇的资产管理公司，不是有吸引力的合作伙伴，也不是可以托付的资管机构。**"[10]在养老金等资产所有者所要求及倡导下，越来越多的资产管理公司也开始接受 ESG 这一长期投资方法。

引导特点：公共部门积极引导市场，稳健推进内部实践

接下来，我们以日本养老金 GPIF 和韩国养老金 NPF 为例，具体论述公共部门是如何引导本土 ESG 实践的。首先，从日本养老金 GPIF 的举措与战略来看，**其 ESG 实践呈现出渐进式配置、本土化落地、注重国家形象的特点。**

日本政府养老金投资基金（Government Pension Investment Fund，GPIF）成立于 2006 年。作为独立投资机构，GPIF 是日本政府年金的主要管理者之一。截止 2023 年 4 月 1 日，GPIF 总资产管理规模为 200.0 万亿日元（折合约 1.3 万亿美元）[4]。GPIF 资产配置有以下特点：**一是均衡配置（Diversification）。**截止 2023 年 4 月 1 日，GPIF 资产配置包括 26.79%国内债券、24.49%国内股票、24.39%海外债券、24.32%海外股票。**二是偏好稳健的被动型投资（Passive Investment）。**从投资组合的风格看，被动型投资占 GPIF 管理资产的比重约为 82.82%。**三是基金寻求外部投资管理（Outsource）：**GPIF 将主要资金的委托给外部资产管理机构进行专业化操作。**日本将 ESG 纳入其三大重要投资战略，逐步构建完善其 ESG 相关配置。**

图表 10：日本政府养老金投资基金总资产管理规模及其 ESG 投资规模（单位：万亿日元，%）



资料来源：GPIF

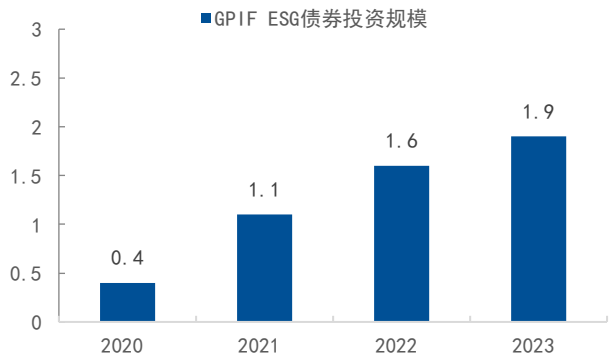
GPIF 的 ESG 投资有以下几个特征：

第一，日本政府养老金将 ESG 纳入到现有“分散投资+被动投资+委外管理”投资策略中。GPIF 一大特点是多资产配置，在 ESG 投资上也保持相同的策略，包括 ESG 权益、ESG 固收等多种资产。如前文所言，GPIF 偏好被动投资，因此在 ESG 配置中也以被动投资为主，截止 2023 年 3 月 31 日日本 ESG 被动投资规模为 12.5 万亿日元，折合约 940.8 亿美元。同时，GPIF 亦延续了“委外管理”的策略——在展开权益投资时，GPIF 主要使用 ESG 整合策略，重点考察委外的权益基金管理人对 ESG 的理解；而在进行债券投资时，侧重于主动型债券投资——GPIF 从 2019 年开始重点投向

GSS+债券，具体 ESG 固定收益配置操作由委外机构完成。

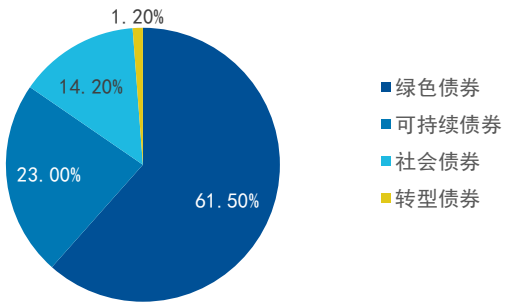
第二，资产配置实践呈现“循序渐进、逐步引入”的特征。GPIF 虽然高度认可 ESG 理念，但其 ESG 资产配置采取循序渐进的方式，通过尝试及实践后，不断提升 ESG 投资规模——自 2017 年以来，GPIF 加入 PRI 后，将其所有在管资产均归为 ESG 整合投资（ESG integration investment）范畴，偏“浅绿”策略。反映 GPIF ESG“深绿”投资实践的包括两类投资：1）被动投资：ESG 指数投资；2）主动投资：GSS+债券投资规模。截止 2023 年 3 月，上述两项配置总规模约为 14.4 万亿日元。回顾 2017 年以来发展，两项配置均呈现出“逐步引入”的特征。本研究重点关注“固定收益类 ESG 投资实践”，发现 GPIF 的大规模 GSS+债券投资实践是晚于指数配置——2019 年，GPIF 和世界银行展开 GSS+合作，此后才开始大规模配置。**2020 年 3 月至 2023 年 3 月，GPIF GSS+债券投资规模从 2019 年的 4000 亿日元，提升至 1.9 万亿日元（折合约 128 亿美元）。对比 GPIF2023 年约 97.42 万亿日元的债券配置规模（折合约 6544 亿美元），ESG 债券投资占比约 1.95%。**在品种构成上，GPIF 也以全球较成熟的绿色债券为主，具体而言 61.5%为绿债、23.0%为可持续债券、14.2%为社会责任债券。

图表 11：ESG 各类资管产品规模（单位：万亿日元）



资料来源：GPIF，截止 2023 年 3 月 31 日

图表 12： ESG 各类资管产品规模占比（单位：%）



资料来源：GPIF，截止 2023 年 3 月 31 日

第三，在进行 ESG 投资时，日本政府养老金侧重于“性别平等”，并针对这一本国较为看重的议题，进行了本土化“改造”。日本引进 ESG 之初，为了鼓励将当地特有的 ESG 热点开发为 ESG 投资产品，政府举办了一系列公开论坛，最后决定以“性别平等”为题，设计能推动日本女性社会地位的 ESG 基金。“性别平等”对于日本社会有着较为重要的意义，日本早在 1994 年劳动人口达峰，2006 年总人口达峰，后续数十年“女性劳动参与率提升”逐步成为缓解劳动人口萎缩的一大要素。为此，在多家养老金机构及资管公司倡导下，明晟指数公司将正面优选法应用于日本社会的“性别平等”议题，从由 500 家日本大企业形成的指数中，基于其女性赋能政策制订、女性赋能行动规划、女性男性工资落差、女性员工比、女性董事比等五个 KPI，选

出 215 家“绩优生”，形成“日本女性赋能指数”。除指数跟踪外，GPIF 每年也会在其年度报告中，专门开辟关于“性别平等”的相关专栏进行披露，披露 GPIF 机构内部的性别平等情况和 GPIF 投资组合的表现。这一 ESG 策略的实践无疑提升了日本女性职场地位的社会价值和认知。

第四，重视 ESG 相关的信息披露，以此向国际资本市场树立良好形象，同时也推动本土资管机构实践。GPIF 作为日本政府年金的主要管理者，虽然只需要对本国养老金受益人负责，但也非常注重积极展开国际市场沟通。具体而言，GPIF 自 2017 年以来发布 ESG 年度报告（ESG Annual Report），并发布日语、英语两种版本的报告。年报内容相识，一方面通过对底层资产 ESG 表现的简要介绍，引导境内资管机构发展。另一方面，GPIF 通过定性、定量的详细的品牌宣传，树立良好的国际形象。

另一个案例，是韩国养老金 NPF。从其举措与战略角度，ESG 实践同样也呈现出渐进式配置、本土化落地、注重国家形象的特点。

韩国国民年金基金（NPF）成立于 1988 年，其使命是为实施韩国国民养老计划（National Pension Scheme）和支付养老金而储备足够资金。为加强基金的长期财务稳健性，这些储备金目前按照基金管理委员会批准的投资政策和计划进行管理。国民年金服务投资管理公司（NPSIM）是国民年金基金的专业管理人，发起于 1999 年，现已成长为一家全球性机构投资人。2023 年 9 月 4 日，NPSIM 公布了其 2022 年年度报告。截止 2022 年 12 月 31 日，NPSIM 资产管理规模达到 890 万亿韩元（折合约 6595 亿美元）。在资产配置上，NPSIM 的投资组合包括 34.9%的国内债券、14.1%的海外债券、27.1%的全球股票、14.1%的国内股票、16.4%另类资产[12]。

NPS 的 ESG 投资实践也以权益类资产为主，其固定收益类实践近两年才开始起步。截止 2022 年 12 月 31 日，NPS 权益类 ESG 投资共 268 万亿韩元（折合约 1980 亿美元），占总权益类资产的 73.2%。NPS 主要采取“投票”的方式干预底层公司践行 ESG 实践，2022 年 NPS 共就 3,499 项议题行使投票权。而 NPS 固定收益类 ESG 投资起步于 2021 年，最新规模共 116 万亿韩元（折合约 857 亿美元），占其固定收益类资产总规模的 30.9%[11]。

图表 13：韩国国民年金基金（NPF）ESG 投资规模（单位：万亿韩元）[13]

资产类别	区域	管理方式	2020	2021	2022
权益	国内	自主管理	93.4	84.3	62
		委外管理	8.0	7.7	63.4
	海外	自主管理	-	-	-
		委外管理	-	-	142.6
固定收益	国内	自主管理	-	38.2	37.7
		委外管理	-	-	45.6
	海外	自主管理	-	-	-
		委外管理	-	-	32.8
NPS ESG 投资规模总计			101.4	130.2	384.1
NPS ESG 投资占总资产规模的比重			12.20%	13.70%	43.20%

资料来源：韩国国民年金服务投资管理公司（NPS）2022 年年度报告

韩国养老金 ESG 实践有以下几个特点：

第一， **准备充分：前期在立法、投资框架、信息搜集等方面准备充分。**尽管 NPS 早于 2009 年加入 PRI，但在 2017 年才开始真正展开大规模投资实践。2009-2017 年期间，NPS 进行了大量的基础设施建设筹备工作，在立法、投资框架、信息搜集等方面准备充分。在相关立法上，韩国在 2015 年修订的《国家养老金法》第一百零二条、2019 年修订的《国家养老金管理指南》第四条及第 17-2 条、《管理活动指南》第三条等，均将 ESG 作为重要的投资原则。由于 ESG 信息分散且缺乏权威来源，NPS 在机构内部，也先后搭建了评估体系、信息共享平台等基础设施，为后续展开 ESG 实践打下了丰富的数据基础。

图表 14：韩国国民年金基金（NPF）ESG 投资发展历程[14]

	时间	方向	里程碑
前期筹备	2009	国际合作	加入联合国责任投资原则组织 PRI
	2015	基础设施建设	NPS 搭建 ESG 评估体系，主要应用于国内股票投资
		法律支持	修订《国家养老金法》，将 ESG 纳入养老金的投资框架
	2016	基础设施建设	NPS 基于 ESG 评估体系，搭建 ESG 信息共享平台
投资尝试	2017	初步试点	NPS 正式将 ESG 整合策略，应用于国内股票投资
	2018-2020	框架/原则搭建	NPS 颁布了一系列的投资计划、投资指南，用于指导实践 2018：《关于公司治理活动在国内权益市场投资的指南》 2019：《推动责任投资与责任原则的计划》 2020：《关于 ESG 整合法在国内权益市场投资的指南》
投资实践	2021	实践加速	2021：开始采用“负面筛选法” **2021：《关于 ESG 整合法在国内债券市场投资的指南》**

资料来源：韩国国民年金服务投资管理公司 2022 年年度报告（NPS）

第二， **循序渐进：“先权益，后固收”、“先本土，后海外”、“先自营，再委外”。**由于社保基金肩负本国国民养老的重大责任，对资产稳健增长提出了较高要求。韩国 NPS 在引入 ESG 时，也充分考虑到这点。参照图表 13，韩国 NPS 的 ESG 实践循序渐进，大致呈现出“先权益，后固收”、“先本土，后海外”、“先自营，再委外”的策略特点，最大程度地降低新策略引入的风险。

第三， **多层次试点：NPS 固定收益 ESG 投资实践审慎，先从可控性较强的本土标的、自营资金开始，2022 年才开始委外投资及配置海外债券。**NPS 的固定收益类 ESG 投资历史并不长，具体实践始于 2021 年，且仅限于特定的债券品种（公司债）——2021 年 6 月 NPS 修订了《ESG 整合指南》，自营投资的本国固定收益债券（公司债）正式纳入 ESG 投资中，并于后续逐步拓展至海外固收投资。截止至 2022 年 12 月 31 日，NPS 主要将 **ESG 整合策略**应用于自营投资的国内权益和自营投资的境内固定收益资产（公司债），并在同年开始进行委外及海外债券配置。在利率债方面，NPS 还在积极探索中。未来，NPS 将持续加大 ESG 整合在海外债券的配置上。整体而言，目前 NPS 在 ESG 固定收益投资策略上，ESG 整合策略较为成熟，筛选法仍在推进中，较为激进的主题法尚未采用。

第四， **坚持本土特色的 K-ESG。**与中国相同，韩国在“煤炭”等相关议题上，也充分考虑了本国的国情，并未参照海外标准一刀切。对该议题，NPS 采取了渐进式策略，2021 年开始逐步才将煤炭纳入负面清单。在新冠肺炎、全球更严格的碳排放法规（包括碳边境税）、气候变化日益严重的背景下，2021 年 5 月国家养老基金管理委员会（FMC）意识到 ESG 投资原则及风险管理的必要性，为此韩国国家养老基金管理委员会（FMC）宣布将逐步淘汰煤炭，以减少碳排放。后续，FMC 进一步宣布将停止在国内外投资新建燃煤发电厂，并且将在项目投资中考虑“碳排放”因素，渐进式地结合本国国情执行“ESG 负面筛选”投资策略。

图表 15：韩国国民年金基金（NPF）ESG 投资策略

	定义	采用状态	说明
ESG 整合	在决策过程中考虑财务因素和非财务因素（含 ESG）	执行中	主要应用于自营的股票投资、固定收益（公司债）
筛选法	基于 ESG 要素，进行正面/负面筛选	待通过	一项关于煤炭负面排除的行动计划在推进中，并保持与 FCM 同频
主题法	兼顾风险调整后的回报和 ESG 结果	尚未采用	尚未采用

资料来源：韩国国民年金服务投资管理公司 2022 年年度报告（NPS）

第五， **强制委外机构披露 ESG：将 ESG 作为委外投资的评估要素，强制要求接受委托管理的资管机构定期提交专户的 ESG 报告，激励资管机构参与 ESG 投资。**在选择资管公司进行委托管理时，NPS 的考核方式更为多元，除了常规投资策略、投资流程等专业能力外，也关注其投资范围、ESG 相关流程及策略等。一旦选定后，外部基金经理需要执行相关的 ESG 投资，并且定期向 NPS 提交 ESG 报告。在 2021 年 12 月，NPS 设计了一整套如何筛选考核、监测管理委外基金公司的方法。NPS 制定的定期披露 ESG 报告的要求，也从狭义的 ESG 基金，拓展至**所有外部管理人**，即接受 NPS 资产管理委托的所有资管公司，均需要定期向 NPS 提交 ESG 报告。通过上述方式，NPS 鼓励资管公司积极拥抱 ESG 投资。

第六， **品宣先行，树立良好的机构形象及国家形象。**韩国在国际市场中，ESG 相关的活动及交流明显领先于日本及中国，注重国家形象及机构形象的树立。国民年金服务投资管理公司（NPSIM）的 ESG 理念萌芽在亚太领先，早在 2009 年开始加入 PRI，比日本 GPIF 早六年。然而韩国 NPSIM 的实践并未大幅领先，虽然加入 PRI 时间较早，但 NPSIM 参与度相对较低，在 7 年后即 2016 年才开始递交首份 PRI ESG 报告，与日本进程大致相当。

第七， 通过积极参加国际组织，设置驻外人员加强国际交流。NPS 在 ESG 信息披露上较为审慎，NPS 并未像 GPIF 一样专门发布相关的 ESG 年度报

告，而是在其英文版年度报告中用约 50 页的篇幅进行阐述，且纲领性的原则、法规陈列较多，具体的 ESG 投资实践披露较少。然而，NPS 国际声量并不弱，NPS 通过加入一系列国际组织，进一步扩大国家与机构的国际影响力，2019-2022 年期间 NPF 先后加入 the International Corporate Governance Network （ICGN）、Asian Corporate Governance Association （ACGA）、the Asia Investor Group on Climate Change （AIGCC）、the IFRS Sustainability Alliance 等组织。在国际交流方面，NPS 在伦敦还专门设立了 ESG 专员，用于加强与全球养老金交流与社交网络构建。

综上，日韩海外养老金积极倡导 ESG，但从其投资实践可以看出审慎稳健的特征。一方面，日韩高度重视 ESG 相关的国际宣传，提升国家形象，并通过委外管理的方式引导国内投资机构拥抱 ESG。而另一方面，日韩 ESG 实践呈现出渐进式配置、本土化落地的特点。针对固定收益而言，韩国养老金采取了“先权益，后固收”、“先本土，后海外”、“先自营，再委外”的策略，减少策略引入对组合收益的冲击。

本章启示：中国公共部门应当积极引导，稳步推进 ESG 实践

参照国际经验，中国 ESG 投资实践亦离不开公共部门长期资金的推动。我国社保基金已开始着手配置 ESG 投资组合，积极引导我国资管机构拥抱 ESG 投资。全国社会保障基金是我国的超长期资金，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂，其重要性不言自明。2022 年末，社保基金资产总额 2.88 万亿元人民币，净资产总额为 2.6 万亿元人民币[15]。作为全国社会保障基金的管理运营者，全国社会保障基金理事会不仅履行着确保基金安全和增至保值的主体责任，还不断丰富发展“长期投资、价值投资、责任投资”的投资理念。截止 2021 年年末，社保基金委托投资额为 2.00 万亿元人民币，占社保基金资产总额的 66.18%。近年来，社保基金将 ESG 纳入委外投资考核体系中，将有效带动资本市场 ESG 发展。2020 年 8 月，全国社保基金会发布了《全国社会保障基金理事会关于选聘境外投资管理人的公告》，提到设立全球责任投资股票积极型产品，委托境外投资管理人开展 ESG 投资试点。同时还成立了 ESG 投资专项课题组，研究完善顶层设计，未来也将逐步要求国内的社保基金投资管理人积极应用 ESG 投资理念。2022 年 9 月，全国社保基金会又发布了《全国社会保障基金理事会实业投资指引》，其中提出探索开展可持续投资实践，加大对 ESG 主题基金和项目投资，将环境、社会、治理等因素纳入实业投资尽职调查及评估体系。2022 年 11 月 20 日，全国社保基金 ESG 投资组合面向全国公募基金公司招标，进一步推动了国内 ESG 投资发展。

我国养老金应当如何进一步推进 ESG 投资实践，特别是在固定收益领域的 ESG 实践。结合 ESG 策略业绩回报、日韩养老金 ESG 实践，本文针对我国养老金等公共部门资金 ESG 投资，得到以下三条建议：

第一，在策略总基调上，我国养老金等公共部门资金可稳健地推进 ESG 实践。正如前文所言，短期看 ESG 策略能否带来超额收益尚未达成国际共识；长期看虽然各国各机构均认可 ESG 在超长代际投资中的重要性，但具体的落地策略、配置债券品种表现分化大。而社保基金肩负本国国民养老的重大责任，注重资产管理的稳健发展、保值增值。因此，渐进式地引入 ESG 或许是个好的解决办法。对我国借鉴意义较大的日本、韩国等亚太养老金管理机构均采取了渐进式配置策略——GPIF 与 NPS 均是从 2016-2017 年后才开始相关具体投资指引制定、实际的资产配置，且固收 ESG 实践在 2020-2022 年前后才大规模落地，与我国节奏相似。我国养老金管理部门在展开后续的 ESG 投资实践时，应继续坚持本国的步调与节奏，渐进、稳健地展开相关 ESG 实践。

第二，当涉及到“固定收益 ESG 投资”这一具体的资产类别上，我国养老金等公共部门可以采用以下方法展开具体实践。

1） **多层次试点：“先自营，再委外”、“先本土，再海外”。**如果对比日本、韩国的 ESG 固定收益实践进程，我国 ESG 投资进度并不滞后。参照 2019 年以来韩国养老金 ESG 投资经验，我国养老金 ESG 固定收益投资或也可以采用“先内部，再委外”、“先本土，再海外”的方式，从而降低新策略引入过程中的波动和风险。

2） **本土化落地：结合本国国情展开实践。**在进行 ESG 投资时，日本政府养老金侧重于“性别平等”等对本国更为重要的议题，进行了本土化落地。而韩国国家养老金管理机构国民年金服务社（NPS）也进行了本土化改良，煤炭等石化能源在 2021 年年中才开始纳入 ESG 负面筛选清单。回到中国视角，我国以养老金为首的公共部门应坚持 ESG 本土化落地，可以关注“普惠性”、“老龄化”、“少子化”、“区域协调”、“新型城镇化”等议题。

第三，中国养老金的固收 ESG 实践也应重视品宣，通过“品宣先行”的方式，增强本土资本市场的 ESG 引导，同时提高海外市场影响力。

1） **对内趋势引领：通过委外筛选、强制信息披露等方式，推动资管机构展开 ESG 投资。**养老金等公共部门资金是各类资管公司努力争取的募资对象，具有资金规模庞大、期限较长、资金稳定、影响力广泛等特点。养老金等公共部门可以通过四个方式推动资管机构展开 ESG 实践：1）设置 ESG 投资专户，以 ESG 作为主要策略，并招募相关管理机构；2）不设置 ESG 专户，但在常规专户的资管机构招标筛选过程中，明确将 ESG 设置为补充考核要素之一。3）针对 ESG 投资专户的管理机构，要求其定期报送 ESG 报告，汇报 ESG 体制机制建设情况，并对底层资产进行 ESG 评估；4）要求专户管理机构，定期报送 ESG 报告，增加信息披露及资管公司对 ESG 的重视程度。

2） **对外国际交流：注重品牌宣传，树立良好的国家及机构形象。**参照日韩经验，我国相关公共部门的长期资金管理机构可积极参与国际组织交流，并适当增加 ESG 信息披露。在信息披露安全上，韩国 NPS 的实践可作为我国养老金实践参考：加入大量国际组织，但自主把握披露的时间节奏及披露内容。日本 GPIF 的举措实操性也较强——ESG 年度报告内容丰富，且发布双语版报告。在信息安全层面，GPIF 以公开信息陈述较多，投资数据则以总量指标为主。上述日本、韩国养老金相关实践，既保障了本国养老金的信息安全，又树立了国家重视 ESG 的良好形象，在国际市场上获得更高的认可，对我国有重要的参考价值。

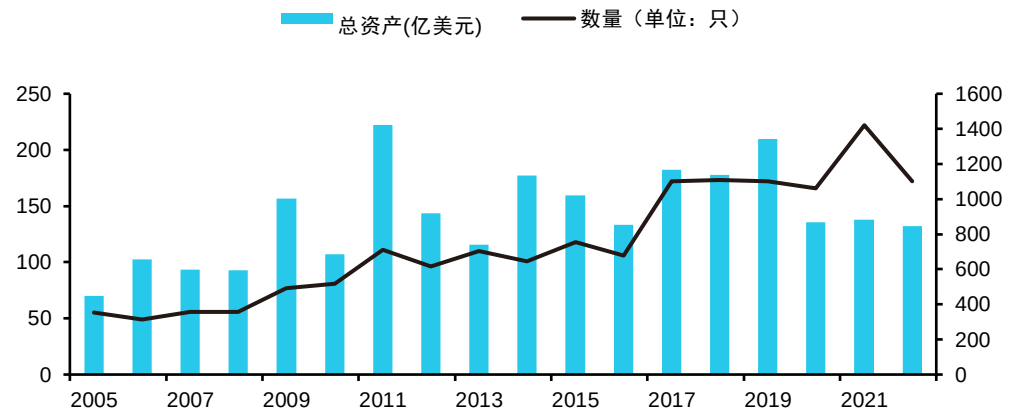
第二章 投资实践：海外资管公司投资策略、ESG 体系及产品架构

市场现状：全球固收 ESG 资管产品持续增长

全球市场：年均新发行规模约 800-900 亿美元，ESG 固收投资领先

全球 ESG 固收资管产品持续增长，近三年年均新发行规模稳定在 800-900 亿美元之间。我们在 Bloomberg 基金数据库中筛选出产品类型为固定收益类和混合类，且其中债券持仓占比在 80%以上的产品。此外，负责任投资的概念在 2006 年联合国正式提出，因此我们选择从其提出前一年开始统计 ESG 资管产品的发行趋势。从数量上来看，全球 ESG 固收资管产品新发行数量总体呈上升趋势，到 2021 年至顶峰发行 222 只，但 2022 年有所回落。从规模上来看，2005 年以来每年新发行 ESG 固收资管产品规模波动中略有上升，从 2020 至 2022 的近三年，新增资管产品发行规模稳定在 800 至 900 亿美元间。

图表 16：全球 ESG 固收资管产品发规模（单位：亿美元）



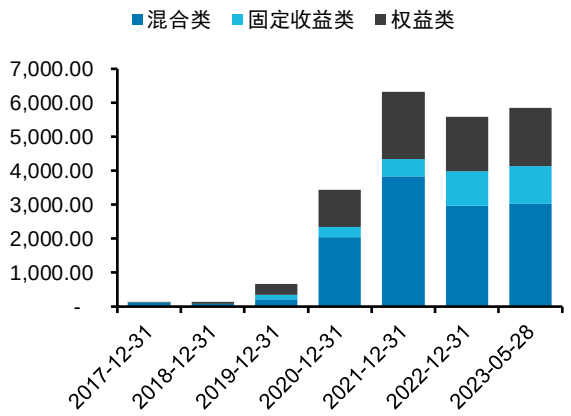
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

中国（除港澳台地区）：ESG 存续资管产品规模约 160 亿美元，市场基数小增长快

中国存续 ESG 固收资管产品总规模约为 160 亿美元，仍在持续增长中。我国绿色债券市场于 2015 年正式兴起，对应地，我国首支 ESG 债券基金是 2018 年发行的富国绿色纯债基金。近年来，ESG 固收资管产品数量和规模持续增长。根据首家挂牌上海数据交易所的 ESG 数据商秩鼎技术统计，截至 2023 年 5 月 28 日，

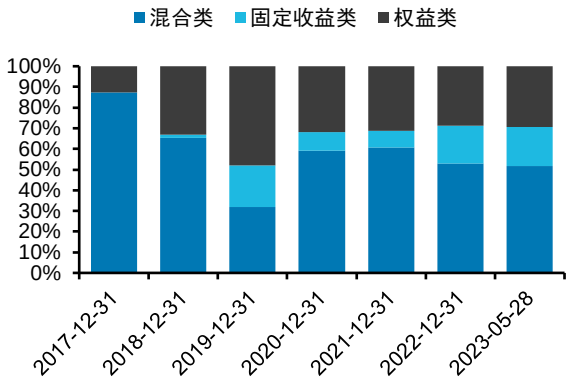
除未披露规模产品之外，中国 ESG 固收资管产品净值总规模达到人民币 1121 亿元（折合约 160 亿美元），占所有 ESG 资管产品规模比重约 19%，与国际比例接近。

图表 17：ESG 各类资管产品规模（单位：亿人民币）



资料来源：秩鼎技术

图表 18：ESG 各类资管产品规模占比（单位：%）

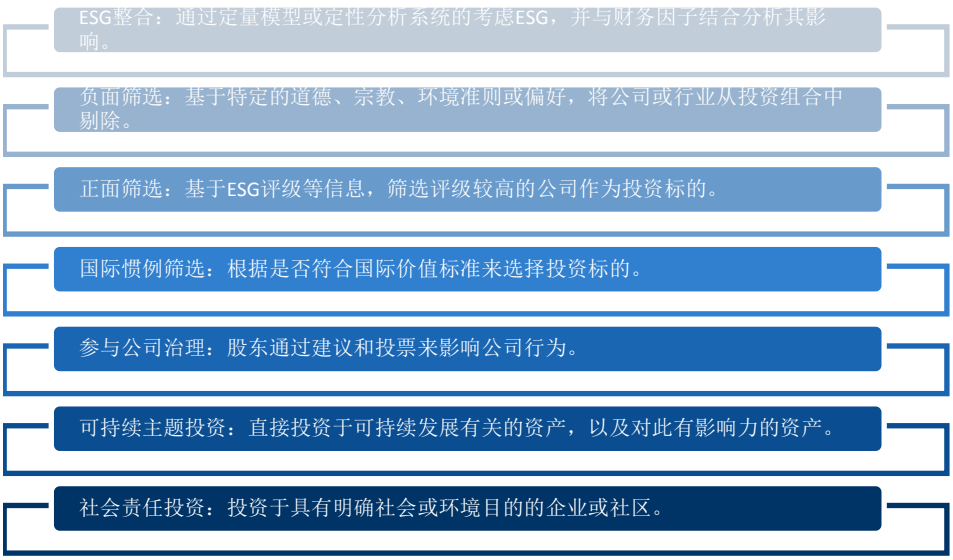


资料来源：秩鼎技术

主流策略：固收 ESG 以整合法、主题法、筛选法等为主

根据信息整合方式看，“主题法、整合法、筛选法”是固定收益 ESG 投资主要策略。此外，在私募债领域，“参与公司治理”也成为一大策略。根据全球可持续投资联盟（GSIA）对 ESG 投资策略的定义，ESG 投资策略主要可分为以下七种：负面筛选、正面筛选、ESG 整合、参与公司治理、国际惯例筛选、可持续主题投资和社会责任投资。基于可行性、相关性等考虑，ESG 投资策略在债券方面的应用以 ESG 整合法、可持续主题投资法、筛选法等三种为主，其他策略则仍在摸索中。不同的方法有不同的应用场景，适用的发行人也不尽相同。以私募债为例，固收投资人可以参与到公司的治理过程中。

图表 19：国际通用 ESG 投资策略定义



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）

主题法投资：GSS+债券是相对成熟的主题法投资标的

GSS+债券是固定收益 ESG“主题法投资策略”的有效工具。**国际气候债券倡议组织（CBI）将 ESG 债券定义为 GSS+债券。**GSS+是一种贴标债券，指发行阶段债券通过监管部门或行业自律组织认证的债券，非贴标债券指未经专门贴标但实际募集资金投向 ESG 相关领域的债券。“非贴标债券”存在监管困难、标准不一、投资者判定难度高等特点，规模逐步在减少。相反，贴标债券由于分类清晰而逐步成为主流——贴标后，ESG 投资者可以直接配置 GSS+债券，而不用额外辨别该债券是否符合 ESG 理念。

根据国际资本市场协会，GSS+债券大致分为“绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券、可持续发展挂钩债券”四类（Green Bonds、Social Bonds、Sustainability bonds、Sustainability-linked bonds）。

1） **绿色债券：**侧重于“环境因素”，特指募集资金用于新增/接续现有合格绿色项目的各类融资工具，合格绿色项目包括可再生能源、能效提升、污染防治、生物资源和土地资源可持续管理、气候变化、清洁交通、循环经济、可持续水资源与废水管理等；

2） **社会责任债券：**聚焦于“社会因素”，按照卢森堡交易所与国际资本市场协会统计，从 2022 年发行债券数量看，社会责任债券侧重于劳工权益及经济发展、消除不平等、教育改善等话题；

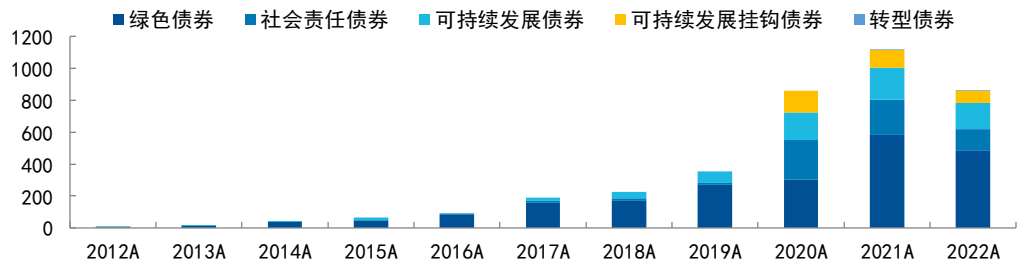
3） **可持续发展债券：**考虑到部分项目不仅仅有益于环境保护，也有助于推动社会发展，这些项目无法被归结到绿色债券或者社会责任债券上，因此，可持续发展债券应运而生。可持续发展债券是指募集资金将专门用于为“绿色”或“社会”项目组合融资或再融资的债券。按照卢森堡交易所与国际资本市场协会统计，从 2022 年发行债券数量看，可持续发展债券集中在清洁能源、产业创新升级、公共事业、循环经济、气候行动、水资源等议题；

4） **可持续发展挂钩债券：**可持续发展挂钩债券是指债券条款与发行人可持续发展目标相挂钩的债务融资工具。由发行人自主设置可持续发展目标，而票息等条款会根据目标的达成情况进行调整。根据卢森堡交易所与国际资本市场协会统计，从 2022 年发行债券数量看，气候行动、可持续清洁能源是主要发行方向。

截至 2022 年末，全球 GSS+债券累计发行规模突破 3.7 万亿美元。在单年发行规模上，2023 年全球 GSS+债券发行规模有所回落。2019 和 2020 年，受企业和政府日益增长的融资需求拉动，全球绿色、社会和可持续发展（GSS+）债券发行量飙升。但到了 2022 年，在全球利率大涨、全球经济放缓的背景下，各国央行启动货币紧缩周期，融资状况恶化，对包括 GSS+债券市场在内的债券市场带来不利影响。根据 CBI 数据显示，GSS+债券发行量从 2021 年创纪录的 11,188 亿美元跌至 2022 年的 8,635 亿美元，GSS+债券在全球债券发行量中的比重也从 3.95%降至 3.56%，但整体依然高于 2020 年 2.7%的占比。

在各类 GSS+债券中，绿色债券发行量最大，是国际主流的 GSS+债券。2022 年全球绿色债券的销售额为 4437.2 亿美元，占 GSS+债券总发行规模 56.41%。

图表 20：全球 GSS+债券年度发行规模（单位：十亿美元）

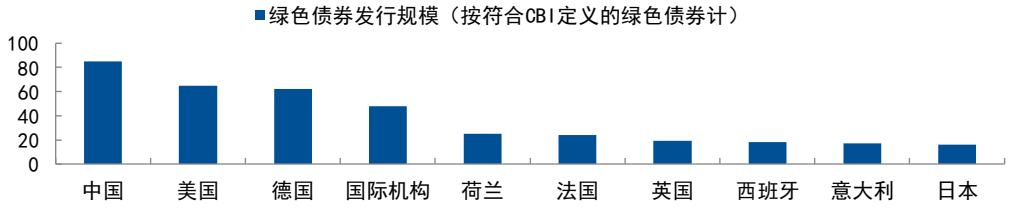


资料来源：CBI （注：截止 2023 年 7 月末）

与全球 GSS+债券组成相似，绿色债券是我国最大的 GSS+债券。根据 2023 年 6 月 CBI 发行的《2022 年中国可持续债券市场报告》，截止 2022 年末中国贴标的绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券、转型债券的**累计发行规模**为 4,890 亿美元、3,217 亿美元、160 亿美元、10 亿美元。在境内外发行规模上，上述债券 2022 年单年发行规模（含人民币）分布为 854 亿美元、186 亿美元（社会责任债券及可持续发展债券合计）、102 亿美元、10 亿美元。离岸市场发行上，上述债券 2022 年单年境外发行规模分别为 138 亿美元、38 亿美元（社会责任债券及可持续发展债券合计）、20 亿美元、不足 3 亿美元。

中国于 2022 年成为全球最大绿色债券发行市场（按符合 CBI 定义的绿色债券计）。截止 2022 年 12 月 31 日，中国发行人境内外贴标绿色债券累计发行规模共 4,890 亿美元（折合人民币约 3.3 万亿元），剔除到期的贴标绿债外，中国贴标绿色债券总存量约为 3,182 亿美元（人民币 2.1 万亿元）。2022 年单年看，中国境内外贴标绿债发行规模为 1,550 亿美元（折合人民币约 1.1 万亿元），同比增长超 35%。进一步细分，2022 年单年获得 CBI 认证的中国绿色债券发行量合计为 854 亿美元（人民币 5,752 亿元）。按符合 CBI 定义的绿色债券计，中国于 2022 年超越美国成为世界上最大的绿色债券发行市场。在该年度最大绿色债券发行市场排行榜上，紧随中国的是美国（644 亿美元）和德国（612 亿美元）。

图表 21：中国于 2022 年成为全球最大绿色债券发行市场（单位：十亿美元）



资料来源：CBI，截止至 2022 年 12 月 31 日

香港市场方面，近年来绿色债券发行快速增长。在按照发行人看，香港政府是香港地区绿色债券的主要发行方。截至 2023 年 6 月 10 日，香港存续的政府绿色债券包括美元债券、欧元债券和人民币债券三种，余额分别为 102.5 亿美元、40 亿欧元和 300 亿人民币。香港政府绿债最早追溯至 2017 年——香港特别行政区行政长官在其 2017 年施政报告宣布：为彰显香港政府对可持续发展的支持、应对气候变化的决心，以及推动绿色金融在香港的发展，政府将带头发行绿色债券。其后，香港财政司司长在其《2018-19 年度财政预算案》公布推出政府绿色债券计划。2018 年 11 月 15 日，香港立法会根据《借款条例》（《香港法例》第 61 章）第 3 条通过决议案（即第 61F 章），授权政府根据政府绿色债券计划借入任何时候最高未偿还本金总额不超过 1,000 亿港元或等值款项。财政司司长随后于《2021-22 年度财政预算案》公布计划将政府绿色债券计划的借款上限提升一倍至 2,000 亿港元，让政府有更大的空间尝试扩大绿色债券的币种、项目的种类、发行的渠道，进一步丰富香港绿色和可持续金融的生态。

实践案例（一）：欧洲综合资管公司 Amundi

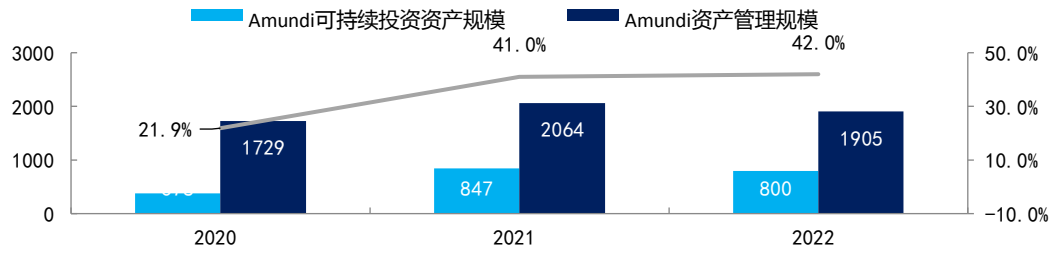
公司介绍：全球领先的 ESG 综合资产管理公司

Amundi 是全球最大的 ESG 资产管理公司之一，其 ESG 固收实践在欧洲领先。

Amundi 总部位于法国，是欧洲最大的资产管理机构之一。自 1989 年推出第一只道德主题基金以来，Amundi 始终注重 ESG 责任投资，并实施了多个公司层面的 ESG 规划。负责任投资是 Amundi 的四大支柱之一，Amundi 认为资管机构和金融机构对社会负有重大责任，将 ESG 纳入投资决策是企业长期业绩的驱动力。

Amundi 高度重视 ESG 基金，积极配合监管完成基金申报。2018 年 Amundi 就 ESG 议题，提出了三年发展战略目标，将 ESG 纳入主动管理的开放式基金中。经过 3 年的整合，2021 年 3 月 SFDR 正式实施时，Amundi 旗下管理的 656 个资管产品（含公募基金、专项基金、第三方委托专户）通过 SFDR Article 9 或者 Article 8 申报，占总管理规模的 60%[16]。**截止 2022 年 12 月 31 日，Amundi 总资产管理规模为 1.9 万亿欧元，其中 ESG 相关的资管规模为 8,000 亿欧元，占 2022 年总资管规模的 42.10%。**

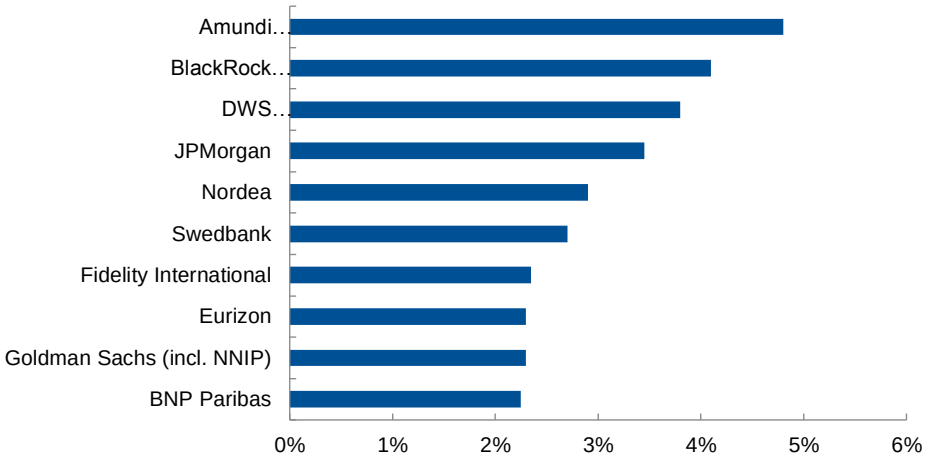
图表 22：Amundi ESG 产品规模（单位：十亿欧元，%）



资料来源：Amundi

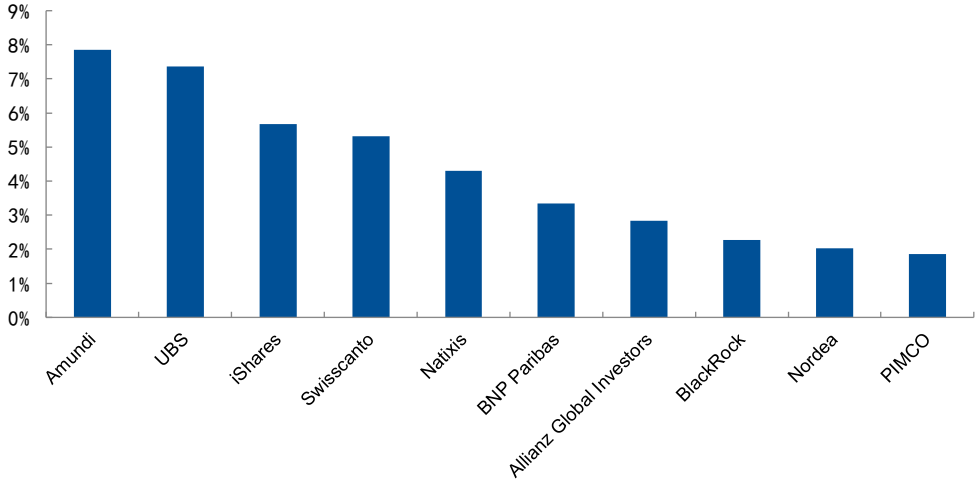
Amundi 的 ESG 固收产品规模在全球市场，甚至 ESG 实践较为成熟的欧洲地区均名列前茅。以 Amundi 作为研究案例，代表性较强。按照欧洲 SFDR 分类，在符合第八条规定的 ESG 基金中，Amundi 发行的产品总规模最大，涵盖权益、固收等多种资产。若将视角收敛至固定收益 ESG 资管产品中，Amundi 的代表性也较强，截止至 2023 年 7 月 31 日，**Amundi 是全球发行固定收益 ESG 基金规模最大的资管公司，市占率达 7.84%。**

图表 23：符合欧洲 SFDR 第八条的基金资管产品规模市占率按照品牌分布（单位：%）



资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

图表 24：：2023 年全球 ESG 债基规模市占率按照品牌分布（单位：%）



资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

ESG 体系[17]：建设人、钱、事、权全方位的 ESG 投资体系

Amundi 构建从人、钱、事、权全方位的 ESG 投资体系。

（一）人事架构：搭建自上而下的 ESG 架构与团队，为具体实践提供制度保障

Amundi 的 ESG 投资战略制定与实施采用自上而下的方法。由公司董事会负责 ESG 战略的规划，并设有专门的 ESG 与气候策略委员会与综合管理委员会等部门协同负责 ESG 战略的实施。**公司 ESG 治理架构可按功能自上而下主要分为 4 个层面：战略层、执行层、监管层以及风险层；并设有专门负责任投资小组负责分析与日常工作。**

图表 25：Amundi ESG 治理架构

资料来源：2022 年气候及可持续性发展报告

公司战略层主要由公司董事会与战略及企业社会责任委员会主导负责任投资战略的制定，薪酬委员会和任命委员会协同并出具专业意见。（1）公司董事会（Board of Directors）：主要负责 Amundi 投资业务的战略方向，确保管理层的执行力部署，并考虑潜在的环境与社会风险及挑战对战略的影响。董事会的具体工作内容包括任命公司高管、关闭账目、召开年度股东大会、派发股息、撰写 CSR 报告（通用注册文件第三章）、保障公司正常运行和健康发展并确保 Amundi 施行它作为金融机构的社会职责。Amundi 董事会总共包括 6 人并由下设 5 个专家委员会提供深度研究支持。**（2）战略及企业社会责任委员会（Strategic and CSR Committee）**：主要负责制定 Amundi 的 ESG 投资战略的规划（最终由董事会负责制定），并回答董事会有关负责任投资的问题。委员会包含 3 名成员，其使命在于加强 Amundi 集团在欧洲乃至全世界的战略思维，具体工作主要包括每年对公司在负责任投资方面的行动进行检查并向董事会汇报。日常工作方面，委员会将与负责任投资小组的领导进行例会，以提出建议以及改进措施。**（3）风险管理委员会：**负责审查风险相关的战略，覆盖财务、非财务（ESG）、运营和合规风险。该委员会主要职责在于确保由董事会通过的风险战略的条件得到满足，并对企业在环境与社会领域作为一个负责任金融机构做出的承诺进行监管。2021 年，由该委员会提出的跟踪环境、社会、公司治理的承诺的提案被董事会通过并纳入集团风险策略（Risk Strategy）中的一部分。**（4）薪酬委员会（Compensation Committee）：**负责向董事会提交薪酬政策并核实其执行情况。该委员会的主要职责在于分析环境以及社会问题与薪酬政策之间的关系，并在制定集团薪酬政策的过程中考虑到可能的意义与影响。**（5）任命委员会（Appointments Committee）：**主要负责集团董事以及高管的任命。其主要职责在于通过环境和社会两个维度（a）评估董事会知识、技能和经验的多样性以及平衡性；（b）评估董事会结构、规模和人员组成的有效性。该委员会还负责设置董事及高管人员性别平等的目标，并建立制度以达成既定目标。**（6）审计委员会（Audit Committee）：**主要负责集团财务报表的准确性与正确性，设定集团内控制度。

公司执行层主要由 CEO 与 CRIO 负责。执行层根据 ESG 战略制定具体的投资政

策，其中综合管理委员会与执行委员会分布负责具体的投资目标制定与执行细则。（7）首席执行官（CEO）：主要负责制定集团具体气候和负责任投资策略与实施细则。CEO 与机构客户与 ESG 主任（9）协同，根据母公司法国农业信贷银行集团的气候目标，定期为整个 Amundi 集团更新具体气候战略。此外，集团 CEO 还兼任 ESG 与气候策略委员会（12）会长，并且是法国农业信贷银行集团气候委员会成员。她在根据集团负责任投资战略将具体事务进行优先级排序与投票政策的制定中也发挥着核心作用。**（8）综合管理委员会（General Management Committee）：**主要负责对公司负责任投资活动进行全面监督。该委员会参与集团所有业务、架构和人力资源方面的治理决策，并根据负责任投资战略制定战略重点。其主要牵头人包括机构客户与 ESG 主任。**（9）机构客户与 ESG 主任（Head of Institutional & Corporate Clients and ESG）：**主要负责 ESG 业务线的监管。**（10）执行委员会（Executive Committee）：**主要讨论气候及负责任投资战略相关的问题，确保集团在全球各个地区的战略部署的一致性以及有效性。该委员会主要成员包括机构客户与 ESG 主任（9）、CRIO（11）以及主要国家负责任等，工作职责在于监督集团在各个地区的负责任投资业务活动的进展。**（11）首席负责任投资官（CRIO，Chief Responsible Investment Officer）：**领导负责任投资团队并且负责集团责任投资政策的实施。

公司监管层由 ESG 与气候策略委员会、投票委员会、ESG 评估委员会以及 ESG 管理委员会四个职能部门组成，以保障具体工作落实。（12）ESG 与气候策略委员会（ESG and Climate Strategy Committee）：该委员会由 CEO 担任主席，并且每月举行例行会议，以确定和批准投资相关的气候及 ESG 政策。其主要职责有三，确认负责任投资政策战略方向（包括行业政策、排除政策、投票政策、参与政策等）、指导集团具体负责任投资政策、监控关键战略项目。**（13）投票委员会（Voting Committee）：**该委员会按需召开会议，并且每月至少一次。其主要职责在于确定相关实体企业中的集中投票政策、决定在特殊情况下如何进行投票、每年审查投票纪录等。**（14）ESG 评估委员会（ESG Rating Committee）：**该委员会每月召开一次会议，主要负责定义和批准 Amundi 标准 ESG 评估方法论、审查行业及排除政策并验证有效性、审查并决定特殊情况的 ESG 评估问题。**（15）ESG 管理委员会（ESG Management Committee）：**工作主要围绕负责任投资战略展开，包括设定负责任投资小组的目标和优先事项、构建集团 ESG 相关能力及资源概览、对内推广负责任投资战略并对外回应相关客户需求。

公司风险层由风险委员会以及投资委员会两部分组成。（16）风险委员会（Risk Committee）：由 Amundi 的财务、战略和公共事务主任（Head of Finance，Strategy，and Public Affairs）担任主席，每月举行一次会议，以批准适用于监管和跟踪 ESG 融合相关投资活动的所有标准、指标和方法论。**（17）投资委员会（Investment Committee）：**由 Amundi 的 CEO 担任主席，每月召开一次会议，负责制定投资战略并整合负责任投资政策。风险管理主任（Head of Risk Management）是委员会的常任成员，可以在该委员会的框架内提出风险问题（例如，对违反集团负责任投资政策的行为发出警告）。

最后，集团设立专门 ESG 投资小组推动研究分析与相关日常工作的执行。ESG 小组具体负责以下工作：（1）ESG 研究、参与及投票（ESG Research，Engagement

and Voting）：该小组在巴黎、都柏林、伦敦、东京和新加坡都有成员。组内的分析师负责与标的公司进行会面和对话，以改进其 ESG 治理措施并提高 ESG 绩效；负责公司评级并起草排除规则；并且拥有负责实施投票和参与政策的专家。**（2）ESG 方法及解决方案（ESG Method and Solutions）：**该小组包含量化分析师以及金融工程师。主要负责四项工作（a）负责集团 ESG 评估体系与 ESG 数据管理系统的建立以及运维（包括筛选外部数据商以获取 ESG 评级）；（b）帮助分析师和基金组合管理人将 ESG 融合进投资决策中；（c）协同商业发展组开发具有创新性的 ESG 金融产品（包括 ESG 策略、气候策略与影响力基金等）；（d）对 ESG 工具的开发和融合进行监管，并根据客户需求开发出专有的排除政策。**（3）ESG 发展与倡导（ESG Development and Advocacy）：**主要负责针对 ESG 解决方案的开发以及营销以满足客户与投资者的需求及挑战。该小组还通过参与可持续性金融提案来与内外部利益相关者就负责任投资相关问题与公司愿景进行沟通，例如，开发针对客户的 ESG 培训课程等。**（4）首席运营官办公室（COO Office）：**搭建负责任投资小组与集团其它支持部门之间的沟通桥梁，将负责任投资活动成果可视化（做成仪表盘 Dashboard 的形式）并监管跨部门项目。

截止 2022 年，Amundi 负责任投资小组共有 40 人；集团高管中参与 ESG 相关工作的共有 26 人，其中 19 人是 ESG 评估委员会成员，7 人是投票委员会成员，这些高管覆盖固收、权益、多元资产等多条业务线；集团下属机构中参与 ESG 相关工作的管理人员更是高达 729 人。

（二）激励机制：将 ESG 纳入员工绩效考核，推动 ESG 落地

Amundi 将 ESG 相关问题融入其团队薪酬政策中，以激励其遵守集团 ESG 战略规划并提高集团资产 ESG 绩效。ESG 相关的员工绩效（KPI）主要适用于 CEO、高级管理人员、基金经理及销售、以及负责任投资小组。**（1）CEO：**2022 年的薪酬有 10%与集团在年底对《2025 年 ESG 战略规划》中的十项承诺的实施进展有关，还有 10%与集团对法国农业信贷银行的客户、人类和社会项目的实施情况有关（该项目旨在帮助法国实现碳中和、能源转型以及可持续金融等目标）。**（2）高级管理人员：**Amundi 集团 2022 年通过绩效员工股份计划。该计划旨在 2025 年授予完成绩效指标的高级管理人员集团股份，其中相关绩效指标主要包括《2025 年 ESG 战略规划》中的十项目标（占 20%）以及财务指标（占 80%）。《2025 年 ESG 战略规划》中的十项目标中每条占比 2%。**（3）基金经理及销售**：基金经理的薪酬主要与其将 ESG 标准融合进投资决策的程度有关。集团每年设立的 ESG 融合目标将影响其年终评估与奖金数量。自 2021 年起，负责任投资政策被加入投资产品风险的定性评估标准，基金经理人是否能保持组合 ESG 评分高于基准产品是决定其可变薪酬（奖金）的重要标准。**（4）负责任投资小组：**可变薪酬主要由个人绩效以及集团整体业绩两方面决定。个人绩效将与同行进行对比，包括定性和定量两方面标准。其中**定性标准**包括：（a）ESG 分析的质量、（b）对公司及行业的了解、（c）ESG 分析的实施情况、（d）针对提高 ESG 分析能力做出的努力、（e）与标的公司对话是否积极与（f）积极参与专题研究。**定量标准**主要包括：（a）进行公司分析与会面的数量、（b）行业分析的数量与（c）跨行业主题分析的数量。

（三）战略执行：面向 2025 制定可量化的 ESG 目标

公司于 2022 年 6 月 22 日发布《2025 年 ESG 战略规划》（Amundi ESG Plan

2025）列出 10 条目标。主要分为三个方面：加强布局 ESG 相关储蓄类产品、深化对被投资公司的治理参与程度、以及在管理公司内部设置与 2025 年符合的业绩目标。

一、加强布局 ESG 产品，以服务于社会的可持续发展。其中主要包括 5 个具体目标：（1）对 100%主动管理的开放式基金进行转型评估。Amundi 所有主动管理的开放式基金都将根据被投公司的脱碳努力与可持续性发展的情况进行评估，并在投资决策过程中整合其评估结果；（2）在所有资产类别的主动管理基金中都加入“净零排放”的产品选项；（3）将不少于 200 亿欧元投资于支持对环境和社会凝聚力有积极贡献的资产；（4）40% 的 ETF 产品将整合 ESG，以帮助投资人更容易地参与负责任投资；（5）推出“ALTO Sustainability”技术，为投资者在环境和社会问题上的决策提供技术支持。

二、深化对被投公司的参与。其中主要包括 2 个具体目标：（6）将公司气候意见倡议（Say on Climate）的部署扩展到超过 1,000 家公司，使这些公司在减少温室气体排放方面制定更加可靠的战略；（7）2024 年以前从非常规碳氢化合物（unconventional hydrocarbons）撤资，包括那些非常规碳氢化合物占其营业收入的 30% 以上的企业。

三、根据公司 2025 年 ESG 战略在公司内部设置目标。其中主要包括 3 个具体目标：（8）将 ESG 标准广泛纳入薪酬政策（包括薪酬平等、性别平等等方面）；（9）Amundi 每名员工的日常工作排放量减少约 30%；（10）加强参与被投公司能源转型投票，推广气候意见倡议并提供相关咨询服务。

（四）国际地位：参与并引领 ESG 标准制定，提高市场地位与话语权

Amundi 集团通过签署国际倡议并加入 ESG 组织，引领 ESG 标准的制定，并在国际 ESG 领域获得市场地位。一方面，集团自 2006 年起成为 PRI 的签署人，并持续通过此类公开承诺将 ESG 与其战略方向及品牌定位进行深度融合；另一方面，通过加入金融、政策及学术组织，Amundi 在 ESG 领域获得领先的市场地位，并能够通过意见、讨论及研究成果引领未来 ESG 标准的制定。

图表 26：Amundi 参与 ESG 相关组织情况汇总

组织类型	机构名称	Amundi 参与职位
金融组织	国际资本市场协会（ICMA）	绿色债券（Green Bond）和社会债券（Social Bond）的工作小组成员
	欧洲基金与资产管理协会（EFAMA）	治理、市场诚信和 ESG 投资委员会（Stewardship，Market Integrity & ESG Investment Committee）的联合主席
	法国财务管理协会（AFG）	责任投资委员会成员
	明日金融（Finance for Tomorrow）	机构和企业客户部活跃成员
	责任资本主义研究所（The Institute for Responsible Capitalism）	董事会成员
	责任投资论坛（The Responsible Investment Forum）	对话和参与委员会主席
	社会影响力金融（FAIR）	董事会成员
政策组织	金融市场管理局（AMF）	气候和可持续金融委员会以及管理和机构投资者委员会成员
	审慎控制和决议局（ACPR）	科学委员会成员
	法国生态转型部（The French	金融实验室成员

	Ministry of Ecological Transition）	
	Paris-Europlace	机构的副主席并参与分类学、欧洲绿色协议和公正转型工作组
	欧洲财务报告咨询小组（EFRAG）	欧洲实验室项目非金融风险和机遇报告工作组（PTF-RNFRO）的成员
	OECD	商业信心论坛的成员
学术研究组织	IFC	合作推出了一个 20 亿美元的新兴市场绿色债券基金
	欧洲投资银行（EIB）	合作创建了一个基金来资助能源转型项目
	亚洲基建投资银行（AIIB）	共同开发 AIIB-Amundi 气候变化投资框架（一种基于《巴黎协定》构建能够规避气候风险投资组合的方法）
	美第奇委员会（Comité Médicis）	创始人

资料来源：Amundi

图表 27：Amundi 参与的国际倡议汇总

RESPONSIBLE INVESTMENT	
2003	UN Global Compact
2006	PRI - *Principles for Responsible Investment*
2017	Institute for Sustainable Finance *(formerly Finance for tomorrow)*
2017	IFC Operating Principles for Impact Management
2021	WBA - *World Benchmarking Alliance*
2022	GISD - *Global Investors for Sustainable Development Alliance*
2022	European Commission High-Level Expert Group on Scaling up Sustainable Finance in Low and Middle-income countries
ENVIRONMENT	
2003	IIGCC - *Institutional Investors Group on Climate Change*
2004	CDP - *Disclosure Insight Action*
2010	Water Disclosure Project
2016	CBI - *Climate Bonds Initiative*
2017	Climate Action 100+
2017	ICMA - *Green Bonds Principles*
2017	TCFD - *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*
2017	CDP - *Non Disclosure Campaign*
2019	Initiative Climat International (iCi) - Private Equity Action on Climate Change
2019	One Planet Sovereign Wealth Fund Asset Manager Initiative
2019	The Japan TCFD Consortium
2020	CDP Science-Based Targets (SBTs) Campaign
2020	AIGCC - *Asia Investor Group on Climate Change*
2020	PPCA - *Powering Past Coal Alliance*
2020	FAIRR - *Farm Animal Investment Risk & Return*
2021	Finance for Biodiversity Pledge
2021	NZAM - *Net Zero Asset Managers*
SOCIAL	
2010	Access to Medecine Index
2010	FAIR - *Financer Accompagner Impacter Rassembler*
2013	Access to Nutrition Index
2015	PRI Human Rights Engagement
2017	ICMA - *Social Bond Principles*
2017	WDI - *Workforce Disclosure Initiative*
2018	PLWF - *Platform for Living Wage Financials*
2020	Investor Action on AMR initiative (lead by both FAIRR Initiative and Access to Medecine Foundation)
2020	The 30% Club France Investor Group
2020	Tobacco-Free Finance Pledge
2021	Coalition Finance for Tomorrow's "Investors for a Just Transition"
GOVERNANCE	
2013	ICGN - *International Corporate Governance Network*
2022	CII - *Council of Institutional Investors*

资料来源：2021 年气候及可持续性发展报告

典型产品：Amundi 旗下最大的主动型固定收益 ESG 基金产品

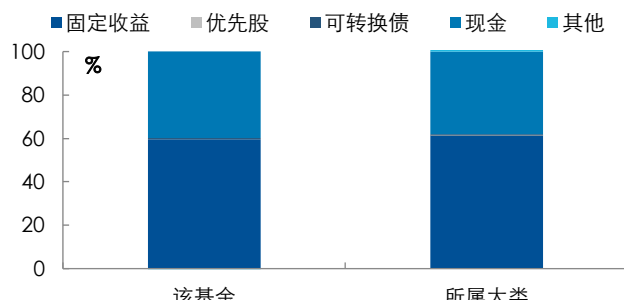
Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C 是 Amundi 公司旗下一支主动型 Article 8 固收基金，发行于 2011 年 10 月 3 日。截至 2023 年 9 月 25 日，该基金净资产规模为 54.1 亿美元，是 Amundi 体系内规模较大的固定收益 ESG 基金。尽管该基金并未将环境或社会作为其可持续投资的目标，但**其承诺会至少投资 20%的资产于可促进环境/社会（E/S）特征的可持续投资**，符合欧盟 SDFR 第八条规定，但是相关的 ESG 项目并不符合欧盟分类目录（EU Taxonomy），属“浅绿”型基金。

首先，Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C 成立之初并不是一支 ESG 基金，但在监管引导下逐步提高 ESG 配置比例，查阅其 2015 年等早期募集说明书及年报，发现 Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C 最初是一只常规的固收资管产品[18]，其募集说明说明书并未提及 ESG 要素。2019 年欧洲正式推出 SDFR 前后，该产品开始在募集说明书中提及 ESG，并进行相关的可持续披露模板填报，2022-2023 年填报的 ESG 比例也从“不少于 10%”逐渐增至“不少于 20%”[19]。

Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C 所采用的 ESG 规则包括：**（1）“同类最佳”方法：**将可投资范围内的主体依据环境、社会、治理三个方面共 38 项标准确定从 A（投资范围内最高分）至 G（投资范围内最低分）的 ESG 评分；**（2）采用 Amundi 排除原则**，排除法律上有争议的武器、屡次严重违反《全球契约》十项原则中的一项或多项而未改正的公司、煤炭和烟草的公司**（3）在购买时排除了 F 和 G 评级的发行人**；如果发行人等级下调至 F，则该证券会被出售；但如果该证券无法在良好的状态下被出售，出于持有人利益考量，可以允许持有该证券到期；**（4）“评级升级”方法**：剔除最差的 20%发行人后，投资组合的加权平均 ESG 评级必须高于基金投资范围的加权平均 ESG 评级；（5）投资组合中至少 90%的证券获得了 ESG 评级。

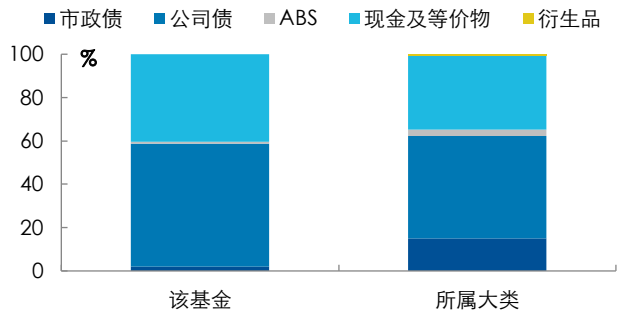
从资产配置来看，该基金主要持有固定收益类资产，固收净资产占比达 59.46%，其次为现金（39.82%）。从持仓的多头配置领域来看，主要配置于公司债（56.85%），其次配置于现金及等价物（40.46%）；

图表 28：Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C 的大类资产配置



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

图表 29：Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C 的多头持仓配置

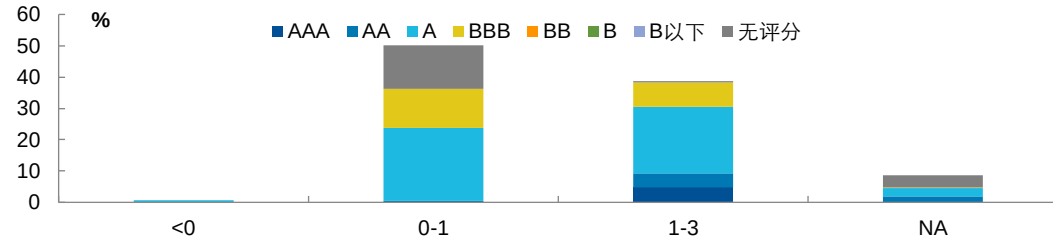


资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

该基金配置了更多的公司债，可能因为 ESG 在信用债分析中更易于实施有关。与所属大类相比，该基金配置市政债较少（1.88%<15.03%），配置信用债（56.85%>47.16%）与现金及等价物（40.46%>34.06%）较多。按评级来看，主要投资于 A 级债券（48.09%），其次为 BBB 级债券（20.27%）。从有效久期来看，0-1 年与 1-3 年为投资的主要期限，分别占比 50.18%与 38.73%。

从历史表现来看，若以 2013 年初为 10000 的初始净值计算，该基金表现好于其基准指数，与所属大类接近，2022 年中后表现好于其所属大类。截至 2023 年 9 月 25 日，该基金净值为 10207，而所属大类 EUR Ultra Short-Term Bond 的净值为 10138，基准指数 Morningstar EUR 1M Cash GR EUR 的净值为 9919。今年以来该基金回报为 2.47%，近 1 年回报为 3.01%，今年以来夏普比率为 0.05，近一年该基金夏普比率为 1.29，近两年该基金夏普比率为-0.87。

图表 30：Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C 的评级分布



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

典型产品：Amundi 旗下最大的被动型固定收益 ESG 基金产品

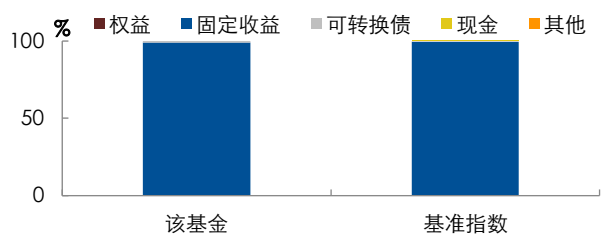
AMUNDI INDEX EURO CORPORATE SRI UCITS ETF DR（C）发行于 2016 年 11 月 11 日，截至 2023 年 9 月 25 日净资产规模为 27 亿美元，是 Amundi 被动型 ESG 固收基金中目前净资产规模最大的一支，该基金目标是追踪 Bloomberg MSCI Euro Corporate ESG Sustainability SRI 指数，属于 Article 8 基金。

Amundi Euro Corporate SRI - DR（C）尽管并**不将环境或社会作为可持续投资的目标**，但承诺**至少投资 25%**的资产于可促进环境/社会（E/S）特征的可持续投资。该基金通过复制 ESG 相关指数等方式，以提升环境/社会特征。Bloomberg MSCI Euro Corporate ESG Sustainability SRI 则采用了“同类最佳”的方法，选择 ESG 评分排名最高的公司来构建指数。具体而言，Bloomberg MSCI Euro Corporate ESG Sustainability SRI 指数构建时：1）证券必须具有 BBB 或更高的 MSCI ESG 评级；2）剔除涉及酒精、烟草、赌博、成人娱乐、转基因生物、核能、有争议的武器、民用枪支、动力煤或化石燃料业务的主体；3）剔除 MSCI ESG 影响监测得分为“红色”的公司；4）如果剔除的发行人少于 20%，则根据 MSCI ESG Rating 与 MSCI ESG Controversies 得分排名后剔除排名靠后的发行人，直至剔除的发行人数量高于符合条件的全球发行人总数的 20%。为满足指数构建方法的约束要素，至少 90%的证券及工具需要符合提倡的环境或社会

特征。

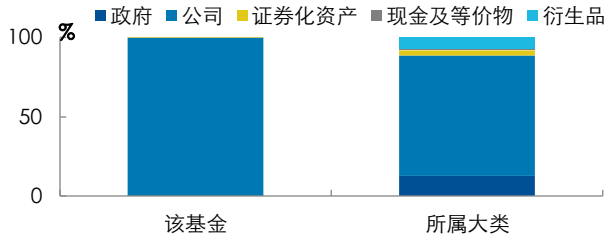
从资产配置来看，该基金的净资产中有 99.09%为固定收益，其余为现金（0.91%）。从持仓的多头配置领域来看，几乎全部配置于公司债领域（99.89%），另有 0.1%配置于 ABS、0.01%配置于市政债领域，其公司领域配置。按评级来看，主要投资于 A 级债券（45.8%），其次为 BBB 级债券（44.28%）。

图表 31：Amundi Euro Corporate SRI 的大类资产配置



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

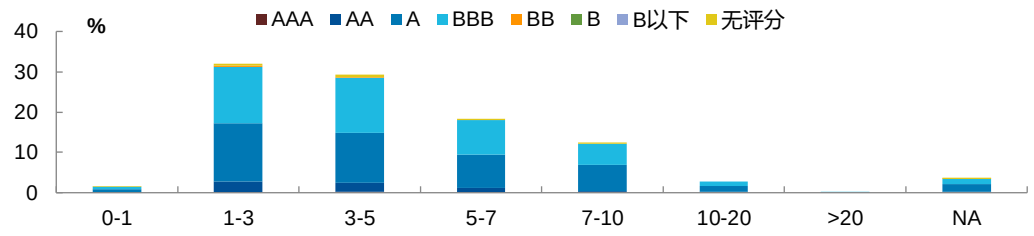
图表 32：Amundi Euro Corporate SRI 的多头持仓配置



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

从有效久期来看，1-3 年与 3-5 年为投资的主要期限，分别占比 32.03%与 29.3%，此外 5-7 年与 7-10 年同样存有一定规模，分别为 18.28%与 12.43%。

图表 33：Amundi Euro Corporate SRI 的有效久期及评级分布



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

由于该基金为被动型基金，自 2016 年 11 月发行以来其历史走势与所属大类和基准指数相似。今年以来该基金回报为 2.31%，夏普比率为 0.22，近一年该基金夏普比率为 1.09，近两年该基金夏普比率为-1.53。

案例小结：ESG 体系完善，积极配合监管认证，由浅绿走向深绿

如前文所示，Amundi ESG 固收实践领先性，主要体现在体系建设、监管认证、产品发行三个维度。在 ESG 体系建设上，覆盖了人、钱、事、权全方位设计。作为大型综合资管机构，Amundi 积极配合欧洲基金认定等监管要求，多款产品符合 Article 9、Article 8 要求。回到具体的产品上，Amundi 的两大核心 ESG 固收产品并不激进，ESG 配置比例在 20-25%之间，且 ESG 资产尚未严格匹配欧盟分类目录要求。

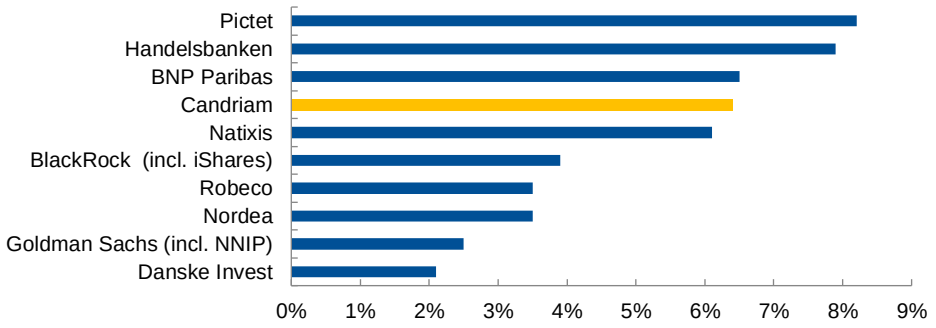
实践案例（二）：欧洲 ESG 垂直资管公司 Candriam

公司介绍：全球头部精品 ESG 资管公司

Candriam 是一家全球性的专业资产管理公司，也是公认的可持续投资先驱。Candriam 成立于 1998 年，其创立之初便以责任投资作为核心理念，公司名由“**C**onviction **AND R**esponsibility In **A**sset **M**anagement”组成。在超过 25 年的时间里，Candriam 为许多资产类别提供创新和多元化的投资解决方案，包括固定收益、股票、绝对回报、资产配置和非流动资产。根据 Crunchbase 数据显示，2014 年 3 月纽约人寿保险以 3.8 亿美金全资收购了 Candriam，目前 Candriam 隶属于纽约人寿保险资产管理业务。截止至 2023 年 6 月 30 日，Candriam 的总资产管理规模达 1440 亿欧元，其中 74%的在管规模符合 Candriam 内部设置的 ESG 筛选策略[20]。

该公司的代表性较强——Candriam 是全球最大的纯 ESG“精品”资管机构（若按发行**符合欧洲 SFDR 第九条的产品规模排序）。**如下图所示，在对各资管公司进行符合欧洲 SFDR 第九条的基金资管产品规模市场占有率排序时，前 10 大公司中瑞士百达银行（Pictet）、瑞典商业银行（Handelsbanken）、法国巴黎银行（BNP Paribas）均为大型银行相关的综合性资管机构，而 Candriam 是纯 ESG 的精品资管机构。Candriam 的 ESG 实践在全球领先，早在上世纪 90 年代推出相关的 ESG 产品。Candriam 也是 2006 年 PRI 的发起单位之一。

图表 34：符合欧洲 SFDR 第九条的基金资管产品规模市占率按照品牌分布（单位：%）



资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

Candriam 重视 ESG 在固定收益领域的实践。在固定收益方面，截止 2022 年 12 月 31 日 Candriam 固定收益专家团队超 40 余人，管理超 400 亿欧元的固定收益资产，投向全球债券、货币市场、投资级债券、高收益债券、新兴市场债券和可转换债券。在团队架构上，Candriam 多任高管由固收条线高管担任。Candriam 新任 CEO Vincent Hamelink 曾是固定收益部门主管，新任 CIO Nicolas Forest 也曾担任固定收益部门主管超 10 年。

ESG 体系：重视对客户的 ESG 教育与沟通

Candriam 在团队架构、国际影响力、客户教育方面搭建了完善的框架。

首先，与 Amundi 相似，Candriam 构建了自上而下的 ESG 组织架构。在管理层，Candriam 设置了 ESG 事务的专职委员会——可持续发展风险委员会（SRC），该委员会监督和指导 Candriam 投资活动中的非财务因素风险（ESG、CSR 社会道德等）。SRC 负责批准相关战略、资金和任务框架，评估和监控相关风险，如气候变化、人权等议题，并设置 Candriam 的投资排除清单。SRC 还负责监督合规和违规行为的监测。在执行层，截止至 2022 年 12 月 31 日，Candriam ESG 相关团队超过 50 人，他们积极参与可持续发展事务的治理，并通过管理 Candriam 的 ESG 投资实践和企业可持续发展的多个委员会确保方法的一致性。**在国际影响力方面，Candriam 积极参与国际组织，是 PRI、净零资产管理倡议（NZAMI）等多个重磅国际组织的发起或成员单位。**

其次，除了内部构建外，Candriam 高度重视对客户的沟通与教育。与 Amundi、PIMCO 等综合资管机构不同，Candriam 是一家以可持续投资/责任投资为特色的精品资管机构，与客户充分、高效且强劲的 ESG 沟通是其发展的根本。ESG 是 Candriam 与客户沟通方式包括电话会议、网络研讨会和路演等定期审查会议以及结构化的深度报告。此外，Candriam 按年制作了 ESG 年度报告，并公布到官网上。以 2022 年为例，Candriam 通过其渠道沟通，加强对 ESG 理念的教育和推广。2022 年，Candriam ESG 专家撰写了多篇 ESG 文章，提供给现有及潜在客户，具体包括：1）为投资者提供了 14 份白皮书和意见书，内容涉及种族多样性、农药的影响和私人债务的影响力投资等问题。2）5 篇关于 Candriam 与公司就人脸识别等主题开展的参与行动或协作行动的论文；3）7 份关于 SFDR 和欧洲分类法等主题的教育文件；4）举办了两次 Candriam Academy ESG 讲座。**除了单向的输出外，Candriam 也注重定期搜集客户反馈。**客户服务是 Candriam 的核心价值观之一。Candriam 在投资委员会上会定期汇报客户满意度数据，并调查不同客户群来监测客户满意度。

第一， **机构客户：**根据 Candriam 最近的调查（2020 年），Candriam 与机构客户的平均合作期限超过 7 年，整体客户满意率超过 90%。

第二， **渠道客户：**对于金融中介，Candriam 致力于提供一整套的产品和解决方案，包括投资流程、财务表现、风险指标、保险公司报告模板、财务和 ESG 报告等。Candriam 也非常重视对渠道型/中介型客户团队的培训——Candriam 投入大量精力准备 ESG 相关的内容，供渠道/中介向他们自己的客户和受益人解释为什么 ESG 是个好的投资机会。Candriam 还在不同地区组织专门的活动和研讨会，以培训这些中介机构的客户经理和财务顾问，让他们更好地了解 Candriam 的产品和服务。

第三， **服务商：**Candriam 还与多个行业提供商合作，以获取对 Candriam 的价值主张、投资解决方案的优势、报告质量的反馈。具体包括 ESG 指数编制机构、ESG 评级机构、ESG 第三方认证机构等。

典型产品：全球第三大符合 Article 9 的固定收益 ESG 基金

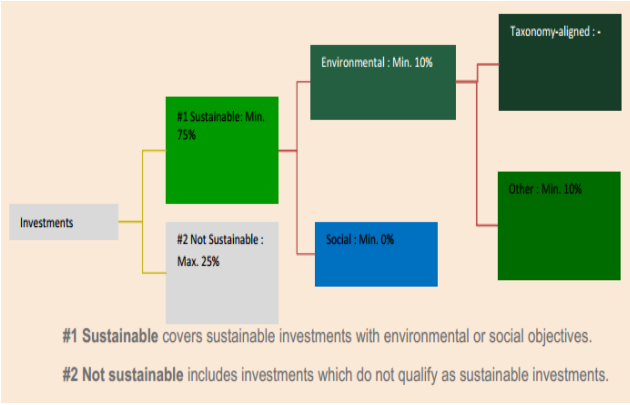
Candriam Sustainable Bond Euro Corporate Z （ISIN：LU1313771005）是 Candriam 公司管理的 Article 9 开放式债基，发行于 2016 年 9 月 2 日。截至 2023 年 10 月 30 日净资产规模为 17.4 亿英镑，为目前存续 Article 9 固收债基中净资产规模第三大的基金，主要投资标的为以欧元计价的公司债。该基金旨在根据《巴黎协定》的目标减少温室气体排放

就投资预设目标而言，该基金**承诺至少配置 75%的 ESG 资产**，其中本基金以**环境**为目标的可持续投资，其承诺至**少有 10%的资产投资于以环境为目标的绿色债券**[21]**，并在 2025 年底前将绿色债券的比例提高至 20%**。具体而言，该基金专注于 Candriam ESG 定义的可持续投资，旨在为 Article 9 的一个或多个环境目标做出长期贡献，包括缓解气候变化、适应气候变化、水和海洋资源的可持续利用和保护、向循环经济过渡、预防和控制污染五个目标。**值得注意的是，如下图所示，Candriam 与 Amundi 相同，该产品所投资的 ESG 资产也并未严格符合欧盟分类目录（EU Taxonomy）认定。**

图表 35：所投环境项目不符合欧洲分类目录认定

资料来源：Candriam

图表 36：ESG 配置比例不低于 75%，以环境为目标资产不低于 10%



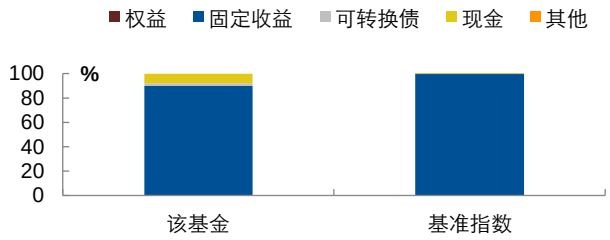
资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

该基金基于证券的特点、企业增长前景和 ESG 分析进行投资决策判断。通过 Candriam ESG 标准，从发行人的业务活动和利益相关方进行 ESG 评级与评分，并对发行人进行**负面筛选**，包括对争议的规范性评估、通过“Candriam 3 级 SRI 排除原则”剔除参与争议活动的发行人，从而得到基金的可投资范围。“Candriam 3 级 SRI 排除原则”涵盖了从经济、环境和社会的角度具有重大负面影响的活动，可能会从财务和可持续性角度带来严重风险；并包括对人类、社会和动物福利的潜在影响行为，例如成人内容、武器、酒精、赌博、转基因生物、核能等。

从资产配置来看，该基金的净资产中持有 89.75%的固定收益，占绝对多数，另有 7.55%的现金、2.46%的可转换债与 0.24%的优先股。从持仓的多头配置领域来看，**该基金主要配置于公司领域（88.04%）**，其次配置于政府领域（7.23%）。按评级来看，主要投资于 A 级债券（33.43%），其次为 AAA 级债券（27.67%），A 级及以上占比达 71%，

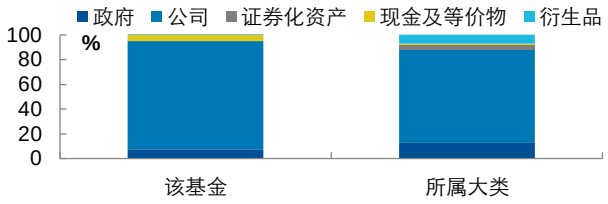
占绝大多数。**从有效久期来看，1-3 年与 3-5 年为投资的主要期限，分别占比 29.08%与 29.61%。相比于前文 Amundi 的两款产品，Candriam 底层资产的久期更长。**

图表 37：Candriam Sst Bd Euro Corp Z 的大类资产配置



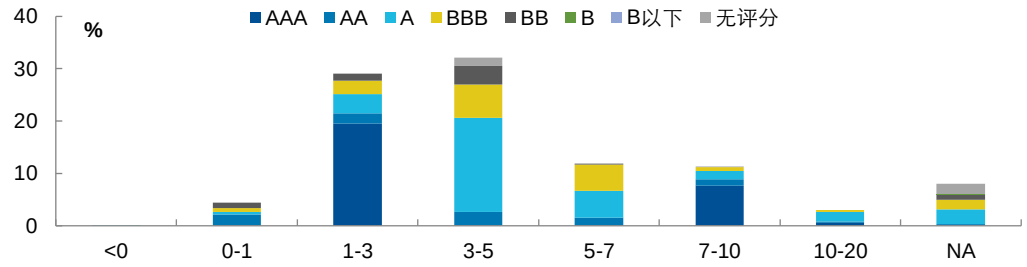
资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

图表 38：Candriam Sst Bd Euro Corp Z 的多头持仓配置



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

图表 39：Candriam Sst Bd Euro Corp Z 的有效久期分布



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

从历史表现来看，该基金自 2016 年发行以来，其表现好于其所属大类与基准指数，以 10000 为初始净值计算，截至 2023 年 9 月 25 日，该基金净值为 9758，而所属大类 EUR Corporate Bond 的净值为 9396，基准指数 Morningstar EZN Corp Bd GR EUR 的净值为 9328。该基金今年以来与近 1 年回报分别为 3.42%与 3.32%，今年以来夏普比率为 0.42，近一年为 1.26，近两年夏普比率为-1.47。

案例小结：深耕 ESG 并推广深绿产品，注重市场教育与客户服务

与 Amundi 等大型综合资管机构不同，Candriam 是一家 ESG 精品资管机构，可持续理念是其在资管行业中得以差异化的核心策略。因此，Candriam 旗下产品比普通资管公司更加“ESG”，其最大的固收 ESG 基金 ESG 配置甚至高于 75%，是深绿型的产品。然而正如第一章所言，ESG 仍然是个高速成长的策略，对普通的零售客户、企业客户甚至部分机构客户而言都是需要进一步了解的。因此，Candriam 高度注重市场教育，沿着“第三方服务商-渠道伙伴-客户”全链条进行深度的、全面的沟通交流。此外，值得注意的是，Candriam 与 Amundi 相同，也是渐进式的配置，且典型产品 GSS+债券的投资比例设置为 10%以上，目标至 2025 年逐步提升至 20%以上。

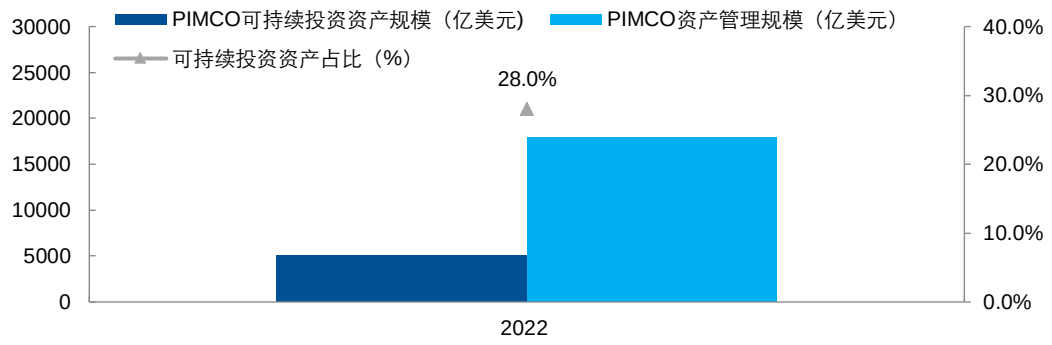
实践案例（三）：美国领先固定收益资管公司 PIMCO

公司介绍：全球最大的固定收益资管公司

太平洋投资管理有限公司（PIMCO）是全球最大的固定收益投资管理公司之一，1971 年于美国加州成立，截止至 2023 年 6 月 30 日，PIMCO 总管理规模为 1.79 万亿美元。PIMCO 是全球首屈一指的固定收益投资管理公司——PIMCO 自 1971 年成立起率先采用债券投资总回报法、在 20 世纪先行投资开创性的债券工具例如 70 年代的抵押贷款、80 年代的金融期货、80 年代末的国际债券。PIMCO 也是首批将定量技术应用于固定收益投资以产生“结构性超额收益”或“另类风险溢价”的投资管理人之一。**本文分析 PIMCO 的投资实践，有助于更好地理解全球 ESG 固定收益投资的进展及趋势，相较于 Amundi、Candriam 等欧美资管机构，也能在地域上进行差异化补充，了解美国头部固定收益资管机构对 ESG 的态度及策略。**

PIMCO 在 ESG 投资上有着较长的历史，目前可持续发展战略的资管规模约 5,020 亿美元。1991 年 PIMCO 在美国发行业内首批社会责任债券基金。进入 21 世纪，PIMCO 将 ESG（环境、社会与治理）纳入投资流程，发展出以可持续发展为主题的固定收益投资策略方案。截止至 2022 年 12 月 31 日，PIMCO 在可持续发展战略中的资产规模约 5020 亿美元，占其总管理规模的 28%[22]。自 2021 年开始，PIMCO 开始发布 ESG 报告，阐述相关的投资理念。在 2022 年 ESG 年度报告中，PIMCO 开始披露可持续发展战略的资管规模。

图表 40：PIMCO ESG 产品规模



资料来源：太平洋投资管理有限公司（Pimco）年度 ESG 投资报告

体系建设：注重 ESG 固收投资策略的打磨与思考

与 Amundi 类似，为达到预设的 ESG 投资目标，PIMCO 从人事、战略、标的评级、国际影响力方面搭建了投资框架。在机制方面，PIMCO 成立了 50 人的 ESG 专项

小组，主要由原投资团队兼任，负责将相关数据和研究整合入投资决策的全过程，对传统的信用评级方式进行有效补充，截止至 2022 年 12 月 31 日，PIMCO 对超过 3800 个债券发行方进行了 ESG 评级。在战略方面，PIMCO 通过战略评估方案和制定长期发展目标，达到整合 ESG 因素，增强 ESG 能力，支持 ESG 产品开发的目标；在标准方面，PIMCO 积极地参与 ESG 协会和相关标准的设立，包括与责任投资原则组织（PRI）、气候相关财务披露组织（TCFD）和可持续性会计准则委员会（SASB）等。

与 Amundi 及 Candriam 不同，PIMCO 最大特点是专注于固定收益投资。作为固定收益资管市场的领军者，PIMCO 在 ESG 固收投资策略方面进行了较多打磨与思考。

首先在产品设计上，PIMCO 的 ESG 投资大致分为两类：考虑了 ESG 因素的产品、ESG 产品。第一，在公司的投资决策的各个流程中广泛整合 ESG 分析，PIMCO 认为此举与其积极的投资策略是相适应的，但不单独发起设立 ESG 产品；第二，对于在 ESG 投资方面有特殊偏好或者要求的投资者，PIMCO 建立了一个以 ESG 为中心的解决方案平台，使得在保证投资收益的情况下，尽可能产生积极的环境和社会影响。

其次在投资实践中，PIMCO 认为 ESG 应该像信用、久期及其它风险因子一样，成为固定收益投资分析方法的一个重要组成部分。PIMCO 的 ESG 投资组合与其普通的组合一样，需要通过公司内部严格的投研流程、充分利用全球资源并将久期、收益率曲线及信用等宏观风险因子纳入考量，以期能跑赢对应的基准指数（比如彭博巴克莱美国综合指数）。PIMCO 使用自上而下的方法梳理主要的宏观影响因素，再用自下而上的方法进行定制化的信用分析和资本配置。**在信用债层面，PIMCO 采用排除法及同类最优的投资策略**；首先，在 ESG 平台中，PIMCO 会直接将不符合可持续发展原则的标的排除。主要的剔除项包括烟草制造、争议性武器、色情及煤炭开采等行业的相关标的，此外还有那些商业模式明显不符合可持续发展原则、无法证明在可持续发展方面有改善的意愿，或者是对 PIMCO 的积极参与做出的努力采取不负责任态度的发行人。除了排除 ESG 表现为最差等级的发行人，PIMCO 的组合也注重 ESG 表现为最优等级的发行人。PIMCO 信用研究团队分别从环境、社会和治理三个因素分析投资组合，开发评级系统，通过内部研究和外部调查将公司分为 5 等（其中 5 为最高评级）。通过公司自有的 ESG 评分系统，判断发行人当前在行业中所处的地位，以及其对 ESG 的关注热情。那些已经有比较完备的 ESG 实践的公司，更有可能成为 ESG 组合的待选标的。**PIMCO 在国债市场的 ESG 投资实践，也充分考虑了主权国家的 ESG 要素。**对于国债市场的投资，PIMCO 采用自下而上的主权分析方法，分别从财务、宏观以及 ESG 要素进行深入分析。除了基于传统的财务方法分析主权风险，PIMCO 对主权的每个 ESG 指标要素进行评估。PIMCO 为了增强其主权国家的 ESG 评分框架，增加了对环境因素的分析和汇报。这包括：气候转型风险衡量指标，包括化石燃料份额，可再生能源份额和二氧化碳排放量。如果与气候有关的立法阻碍了特定部门和税收资源的增长，那么对化石燃料有很大依赖的许多国家可能会遇到预算压力；气候物理风险衡量指标，则基于 Notre Dame Global Adaptation Initiative Country Index，评估弱势国家政府对融资成本变化的敏感度；环境和健康指标，包括空气污染（例如颗粒物浓度）的测量，因为暴露于空气污染是对健康的主要环境威胁之一；自然资源评估指标，考虑了长期的环境风险，包括森林面积的年度变化，海洋健康指数和水管理及潜在的水资源可用性。以土耳其国债为例，

虽然土耳其在“宏观和信用”因素方面，信贷状况恶化、财政赤字升高、资本管制和政治风险上升，但是在“社会”因素方面，土耳其拥有较低的贫困率、较好的人口结构和抚养率。PIMCO 在与土耳其政府的直接接触中，正确评估了土耳其的主权信用级别，最终完成了投资。

除了在信评过程中纳入 ESG 因子外，PIMCO 在投资过程中加强与公司的沟通与互动。PIMCO 通过优化内部估值并加强与外部发行人的合作，发挥实际影响、增加回报和降低风险。分析师和投资组合经理秉持“像财务一样思考、像合伙人一样参与、像贷款人一样管理账户”的原则，关注企业的财务和战略问题，从而长期影响企业的 ESG 行为。在投资太平洋天然气和电力公司（PACIFIC GAS AND ELECTRIC COMPANY，PG&E）时，由于 2018 年以来多个破坏性野火季节后，PG&E 遭受了重大的财务损失、声誉损害，这导致 PG&E 债券的利差显著扩大。此外，由于未能通过联合国全球协定（The UN Global Compact），PG&E 被 MSCI 除名，被排除到大部分可持续投资之外。对此，PIMCO 与 PG&E 可持续发展和气候适应性团队一起，合作制定了气候适应目标，展开实践并持续向市场披露最新进展。经过努力，PG&E 实现了其气候适应性目标，并承诺实现未来的多年目标，MSCI 为此在 2022 年取消了其的“失败”状态，重新获得资本市场认可。

典型产品：PIMCO 总回报 ESG 基金

太平洋投资管理公司在 ESG 固定收益资管产品上，也做了相应的尝试。截止至 2023 年 8 月，太平洋投资管理公司共发行 5 只公募固定收益 ESG 基金，合计约 27.3 亿美元。该规模相较于 PIMCO 在年度报告中披露的 502 亿美元的可持续发展战略资管规模有较大差距，差额可能来自于私募基金、专户基金等。

图表 41：PIMCO ESG 基金

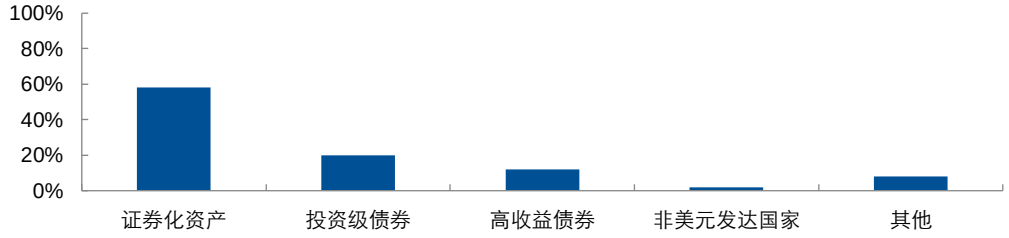
PIMCO ESG 产品	产品类型	净资产规模（亿美元）	资产类别	发行日期	策略
Climate Bond Fund	共同基金	0.15	固定收益	2019/12/10	重点投资气候债券，PIMCO 将考核发行人的低碳解决方案，并且评估发行人与其承诺的一致性（如 2016 年的《巴黎协定》），对长期气候风险和机遇给予特殊投资考虑，同时寻求最佳的风险调整后回报
ESG Income Fund	共同基金	2.31	固定收益	2020/9/30	主要投向高收益债券，并在投资过程中考虑 ESG 策略，并积极与发行人合作以实现与 ESG 相关的目标。
Total Return ESG Fund	共同基金	19.63	固定收益	1991/5/1	在著名的 Total return fund 的基础上考虑 ESG 因素，参考联合国标准及内部的 ESG 评估标准，从而筛选标的
Enhanced Short Maturity Active ESG ETF	ETF	1.6	固定收益	2019/12/10	跟踪 FTSE 3-Month Treasury Bill Index，主要投向符合 ESG 理念的公司债（48%）、ABS（17%）、短期工具（17%）等
Low Duration ESG	共同基金	3.58	固定收益	1996/12/31	专注于中短期债券（1-3 年），在总回报的理念基础上，考虑 ESG 因素。
RAFI ESG ETF	ETF	0.33	权益	2019/12/18	跟踪 The RAFI ESG US Index 指数，但 PIMCO 会综合选择 ESG 表现良好的标的，通过逆向投资和严格的再平衡，最终实现指数增强。

资料来源：PIMCO，截止至 2023 年 9 月 15 日

太平洋资产总回报 ESG 基金（Total Return ESG Fund，CUSIP：72202G182）是 PIMCO 发行规模最大的公募固定收益基金。截至 2023 年 8 月 31 日，该产品规模为 19.63 亿美元。

在底层资产选择上，与 Amundi 和 Candiriam 不同，PIMCO 的 Total Return ESG Fund 配置了更多的证券化资产（MBS&ABS）、投资级债券，占比分别为 58.23%、19.76%，超过一半的资产配置在了 MBS 为主的证券化资产中。

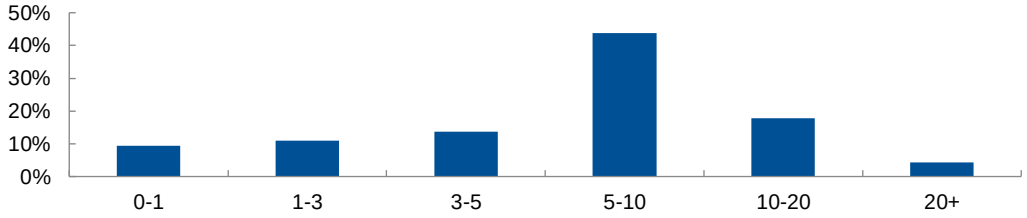
图表 42：PIMCO Total Return ESG Fund 的资产配置分类



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

在久期上，Total Return ESG Fund 配置的债券，40%的有效久期长达 5-10 年。

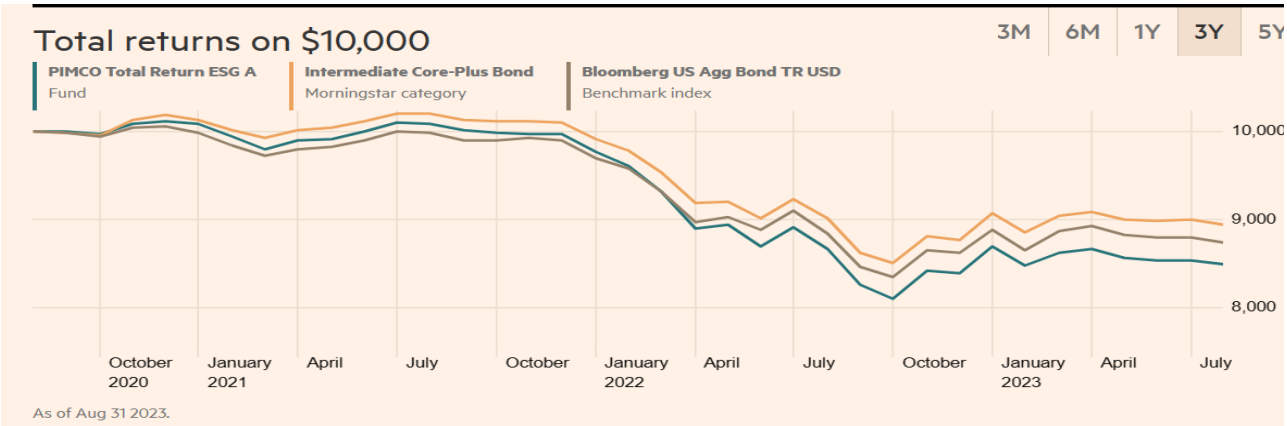
图表 43：PIMCO Total Return ESG Fund 的有效久期分布



资料来源：晨星，数据截止 2023 年 8 月 31 日

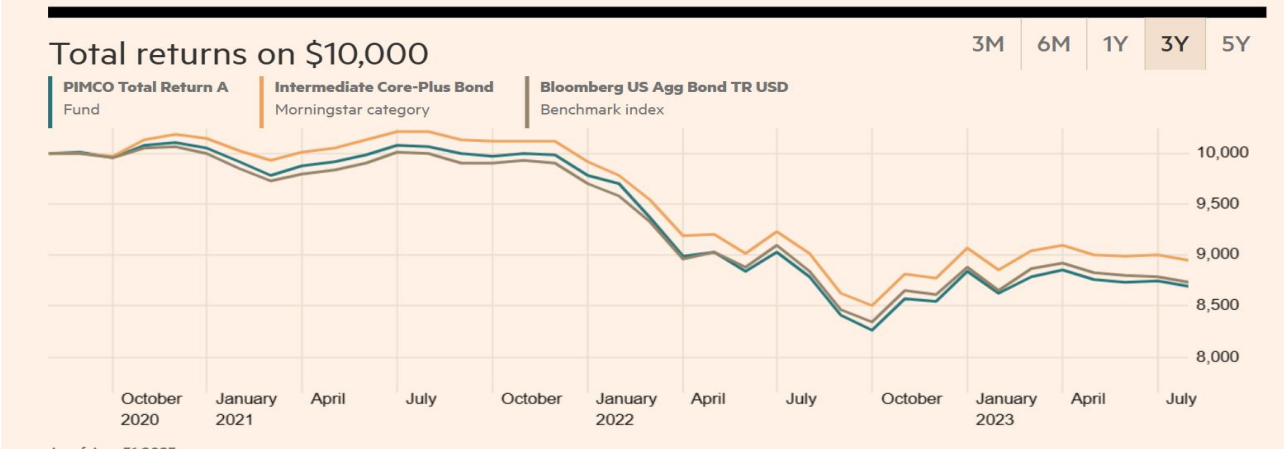
在投资策略上，PIMCO“总回报 ESG 基金”可视为著名的“总回报基金”的 ESG 增强产品。总回报 ESG 基金（**PIMCO Total Return ESG Fund**）是一支主动管理型基金，其投资策略是在著名的总回报基金（PIMCO Total Return Fund）的基础上，使用环境、社会和治理相关（ESG）标准选择投资标的。该基金使用太平洋投资管理公司内部的 ESG 专有分析，也可能参考联合国制定的标准。除投资外，该基金管理人还寻求积极与发行人接触，以改善其 ESG 相关的商业实践。**如果对比 PIMCO Total Return ESG Fund 与 PIMCO Total Return Fund，发现 ESG 策略迄今为止可能未带来超额收益。**

图表 44：PIMCO ESG Total Return Fund 2020-2023 年业绩表现



资料来源：Pimco，截止至 2023 年 8 月 31 日

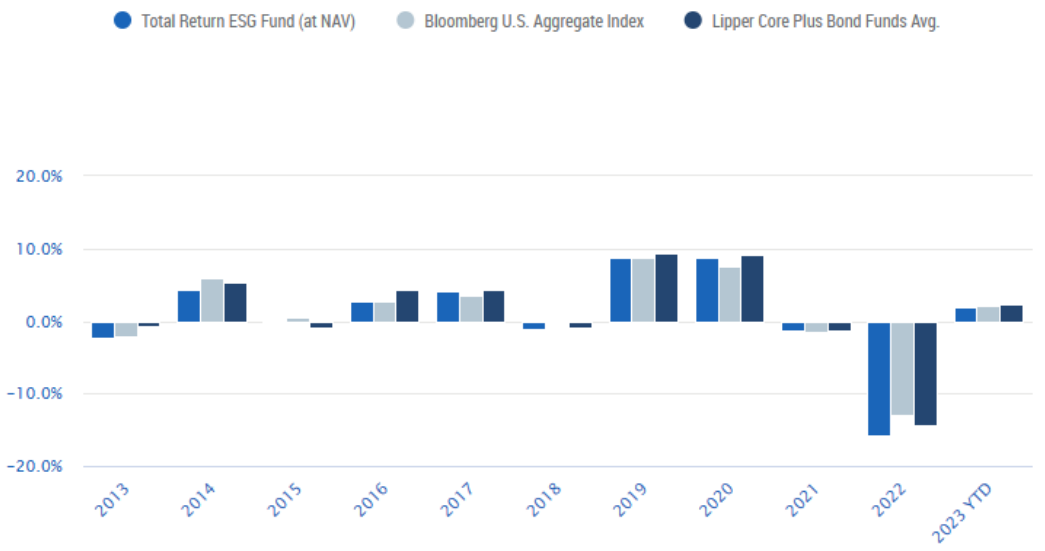
图表 45：PIMCO Total Return Fund 2020-2023 年业绩表现



资料来源：Pimco，截止至 2023 年 8 月 31 日

PIMCO Total Return ESG Fund 业绩表现与其基准 Bloomberg U.S. Aggregate Index 较为接近，但在 2016-2017、2020-2021 年表现优于基准。

图表 46：**PIMCO ESG Total Return Fund 业绩表现**



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 YTD
Total Return ESG Fund (at NAV)	-2.31	4.27	0.14	2.70	4.20	-1.03	8.67	8.70	-1.35	-15.79	1.90
Bloomberg U.S. Aggregate Index	-2.02	5.97	0.55	2.65	3.54	0.01	8.72	7.51	-1.54	-13.01	2.02

资料来源：PIMCO，截止至 2023 年 9 月 1 日

案例小结：全球固收资管专家，以“改良式”产品快速切入 ESG

PIMCO 在全球固定收益市场较为领先，是全球固收资管专家。因此，在进行 ESG 实践时，PIMCO 将自身优势与 ESG 策略充分结合，对更加细分的债券品种制定了详尽的 ESG 落地策略。就其产品而言，PIMCO 通过“改良式”产品快速切入 ESG。通过在其原有明星产品“总回报基金”的基础上，增加 ESG 筛选的策略，快速打造“总回报 ESG 基金”。“改良式”产品可以让资管公司快速切入 ESG 市场，最大化程度降低新产品设计成本，同时也能够基于原有明星产品的市场基础，快速获得投资者的认可。

本章启示：我国资管公司可从体系建设、产品设计推进 ESG 实践

参照海外典型公司实践，我国资管公司可从“资管机构体系建设”、“产品设计”两个维度，推动 ESG 实践。

在资管机构层面，我国资管公司应加强体制机制的建设，通过高层牵头，建立全流程的 ESG 架构。海外 ESG 投资发展较好的机构都有一套完整的 ESG 治理体系，本节通过 Amundi、Candriam 等资管机构得到借鉴性启示：

第一， **建设体系：通过“人、钱、事、权”全方位的架构设计，构建完善的 ESG 体系。Amundi 可作为我国本土资管公司的实践参照。**首先，Amundi 构建了相对完善的 ESG 团队及组织框架，覆盖从公司董事、CEO、CRIO、专业 ESG 团队小组、分析师的完善架构，确保 ESG 战略能够自上而下传达。Amundi 的 ESG 组织架构还包括战略、执行、监管、风控等维度，较为全面地落地 ESG 投资。其次，Amundi 将 ESG 纳入员工的薪酬绩效考核中，确保 ESG 组织架构能够高效运转起来。第三，Amundi 制定了面向 2025 制定可量化的 ESG 目标，使得团队能够清晰地了解到在不同阶段要落地的目标。最后，Amund 通过积极参加国际相关组织甚至发起相关 ESG 组织，并在国际组织中担任要职，从而获得较强的国际话语权与影响力。通过人、钱、事、权的框架搭建，Amundi 为构建了全面的 ESG 投资体系。

第二， **投资者教育：除了内部的体系建设外，外部的投资者教育也是 ESG 体系不可或缺的要素，Candriam 的实践可供参考。**Candriam 积极展开投资者教育与沟通，沟通方式多样，包括电话会议、网络研讨会和路演等定期审查会议以及结构化的深度报告等。此外，Candriam 还针对不同的客户类型进行 ESG 推广，如机构客户、渠道客户、行业 ESG 服务商。值得一提的是渠道客户，Candriam 制定了丰富的 ESG 资管产品资料，便于渠道客户向他们自己的客户和受益人解释为什么 ESG 是个好的投资机会。Candriam 还积极培训渠道客户的客户经理和财务顾问，让他们更好地了解 Candriam 的产品和服务。

第三， **内部 ESG 评级体系：参照 PIMCO 投资实践，机构内部的 ESG 评级体系将有效助力投资实践的展开。**PIMCO 成立了 50 人的 ESG 专项小组，负责将相关数据和研究整合入投资决策的全过程，对传统的信用评级方式进行有效补充。相较于外部第三方的 ESG 评级体系，机构内部的 ESG 评级体系更加个性化，能够有效嵌入到机构原有投资策略中。以 PIMCO 为例，内部的 ESG 评级体系更加侧重于固收领域，且能够按照主权债、公司债进行差异化地评级，有效地支持内部投资决策。

在资管公司 ESG 固收产品开发层面，本节通过 Amundi、Candriam、PIMCO 等资管机构得到借鉴性启示：

第一，　资管公司可在产品中引入“浅绿型”ESG 产品，渐进式地引入 ESG 理念。以全球 ESG 资管规模排名前列的资产管理公司 Amundi 为样本，本文发现国际市场实践主要集中在“浅绿型”ESG 基金（即 SFDR Article 8）展开实践，通过配置一定比例的 ESG 资产，引入 ESG 理念。具体而言，Amund 旗下最大的主动 ESG 固收基金，最初投资策略并未纳入 ESG 因素，而是在欧洲分类法前后几年将 ESG 配置提升至 20%以上。而精品资管机构 Candriam 旗下产品，虽然符合 Article 9 的要求，但也不是 100%的“纯 ESG”基金，其配置比例为 75%以上，且 ESG 项目认定尚未达到欧盟分类目录（EU Taxonomy）的要求。我国资管公司可以借鉴国际实践，渐进式设计 ESG 产品，从而达到投资回报、投资者接受度与策略稳健性三者的平衡。产品设立初期可以使用如 5%、10%等最低配置比例，并设置 3-5 年后的长期 ESG 配置目标，以显示对 ESG 的重视。

第二，　“改良式”的 ESG 产品设计，或许可以作为稳健推动 ESG 产品的策略。如前文 PIMCO 最大的公募固定收益 ESG 基金——总回报 ESG 基金（Total Return ESG Fund），其投资策略是在著名的总回报基金（PIMCO Total Return Fund）的基础上，使用环境、社会和治理相关（ESG）标准选择投资标的。在设立新 ESG 基金时，资管公司通过对原有旗舰产品或明星产品进行“ESG 增强”的策略，既能在 ESG 产品募集上提供助力，增强对投资的吸引力，又能稳健地推动 ESG 产品的推广。

第三，　加强对于“ESG 产品名称”的预警与自查，并提前做好信息披露准备。欧洲地区已经开始对 ESG 产品进行严格分类，对相关的“基金产品名称”、“信息披露”均提出了要求。展望未来，全球的 ESG 基金命名监管都将趋严，资管公司应尽早对现有 ESG 产品做好内部的自查。此外，监管也在推动资管机构进行更加详细的 ESG 信息披露，涉及资管公司层面、产品层面、基金经理层面等等。对大型资管公司而言，应当有计划地搜集相关 ESG 数据，做好相关的准备工作。

最后，我国资管机构要结合机构自有优势，进行差异化的落地。一方面，海外案例表明，对于所有的资管机构而言，“组织建设、产品设计”都是通用的经验。而另一方面，资管公司要结合自身特色，差异化地展开落地实践。

第三章 监管现状：以信息披露作为投资监管主线

欧洲：自上而下构建体系，围绕“信息链”展开监管

欧洲 ESG 监管体系建设趋于成熟，是目前国际上最严格的地区之一。

欧盟的政策制定者采取自上而下的方式，构建 ESG 监管制度。欧盟 ESG 最核心的框架性文件是《欧洲绿色协定》。作为纲领性文件，《欧洲绿色协定》提出欧盟地区在 2030 年前温室气体排放量与 1990 年相比减少 55%或以上，并且在 2050 年之前成为全球第一个实现“碳中和”地区的目标。针对可持续金融而言，《可持续发展融资行动计划》是指导性文件，该《计划》设定了三大目标，分别为 1）将资本引向更具可持续性的经济活动；2）将可持续性纳入风险管理的主流；3）促进金融和经济活动的透明度和长期主义。

欧盟 ESG 监管实践的主要特征是构建了 ESG 价值链的“信息流”。通过制定三个 ESG 信息披露的法律支柱——《企业可持续发展报告指令》（CSRD）、《可持续金融披露规定》（SFDR）和《欧盟分类目录（EU Taxonomy）》，分别对符合条件的企业和金融机构提出强制性披露要求，使得社会公众能够通过公开渠道获取相应企业、金融机构就 ESG 客观信息和 ESG 治理水平，具体包括：

第一， 针对项目认定，参照《欧盟分类目录》（EU Taxonomy Regulation）

第二， 针对企业披露，参照《企业可持续发展报告指令》（CSRD）

第三， 针对资管公司，参照《金融服务部门可持续性相关披露条例》（SFDR）

本小节重点关注“ESG 投资”的监管，因此重点关注《金融服务部门可持续性相关披露条例》（SFDR）。可持续金融披露条例是欧盟在 2021 年实施的一项法规，要求资产管理公司和投资顾问提供与 ESG 相关的信息，并公开披露其投资产品的可持续性特征。

图表 47：《金融服务部门可持续性相关披露条例》内容

文件名称	《金融服务部门可持续性相关披露条例》 （Regulation on sustainability-related disclosures in the financial services sector，“SFDR”）
发布日期	2019 年 11 月 27 日
实施日期	2021 年 3 月 10 日
适用范围	面向金融市场参与者和财务顾问，在欧盟设有子公司和/或在欧盟提供相关服务的非欧盟实体也受该条例约束。
ESG 监管政策	**1. 可持续投资风险相关披露** 应该在网站上披露在投资决策中 / 给予投资或保险建议中考虑可持续风险的政策。 **2. 不利可持续影响的披露（实体层面）** 应该在网站上披露投资决策中 / 给予投资或保险建议中对于可持续因素产生的“主要不利影响”。如没有考虑不利影响，则需说明原因，并说明未来是否或何时会考虑。 **3. 与纳入可持续风险相关的薪酬政策的披露** 应该在薪酬政策中加入薪酬政策是否与可持续风险管理一致的信息，并就此在网站上进行披露。 **4. 纳入可持续性风险的披露（产品层面）** 1）金融市场参与者应在合同签订前的披露中说明将可持续性风险纳入其投资决策的方式；以及评估可持续性风

险对其提供的金融产品的收益可能产生的影响的结果。如果金融市场参与者认为可持续性风险不相关，则应描述原因并进行简要的解释。

2）财务顾问应当在合同签订前的披露中说明将可持续性风险纳入其投资或保险建议的方式；以及评估可持续性风险对其提供咨询的金融产品的收益可能产生的影响的结果。如果财务顾问认为可持续性风险不相关，则应描述原因并进行简要的解释。

5. 金融产品层面的不利可持续性影响的披露（产品层面）

披露金融产品是否及如何考虑可持续因素的主要不利影响；关于就金融产品对可持续因素的主要不利影响予以信息披露的声明。若金融产品不考虑不利影响，需说明理由。

6. 促进环境或社会特征的产品披露（产品层面）

在合同签订前的披露中，披露如何满足环境或社会特征；若某一指数被指定为业绩基准，则说明该基准是否及如何与上述特征一致。

7. 具有可持续目标的产品披露（产品层面）

在合同签订前的披露中，披露业绩基准如何与目标一致；业绩基准与大盘指数的区别；若没有业绩基准，则说明如何实现可持续目标；以减少碳排放为目标的金融产品，应披露为达成《巴黎协议》的长远目标而低碳排放投资风险暴露。

在官方网站上，披露关于环境或社会特征、可持续投资目标，用于评估、衡量和监测金融产品符合环境或社会特征、可持续影响的方法，包括其数据来源、相关资产的筛选标准。

在定期报告中，披露可持续指标衡量的可持续整体影响，在指定指数作为参考基准的情况下，披露可持续性指标衡量的金融产品、指定指数和宽基市场指数的可持续影响对比。

资料来源：欧盟官网

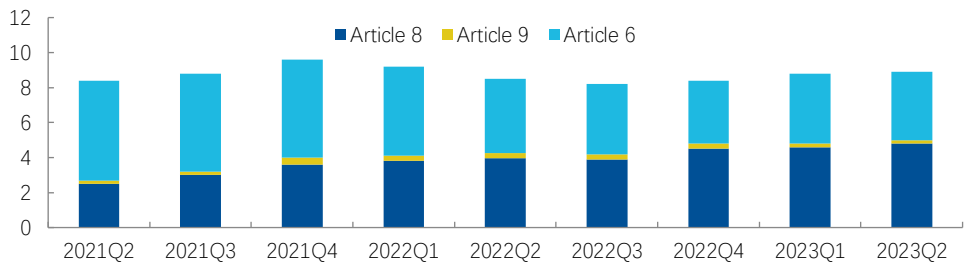
《可持续金融披露条例》（Sustainable Finance Disclosure Regulation，SFDR，以下简称“条例”）将基金分为三类。该分类主要用于帮助投资者推断其基金投资能产生多大的 ESG 效应，暂不涉及财政补贴或税收优惠。截止至 2023 年 6 月 30 日，符合第 8 条和第 9 条的公募及 ETF 基金资产管理规模首次突破了 5 万亿欧元的里程碑，覆盖了权益、固定收益等多种资产。

第一， **符合条例第九条（Article 9）规定**的基金是那些以 ESG 为核心“目标”的基金，等级最高。实操中，那意味着基金以持有可持续投资为主，留有一定的余量，但主要用于对冲流动性之需，是“深绿色基金”。

第二， **符合第八条（Article 8）基金**按照要求是那些可以“促进”ESG 发展的基金，这一界定相比之下要空泛模糊得多，是“浅绿色基金”。

第三， **符合第六条（Article 6）基金**则是指所有其他基金。

图表 48：**符合 SFDR Article 9、Article 8、Article6 基金资产规模（单位：万亿欧元）**

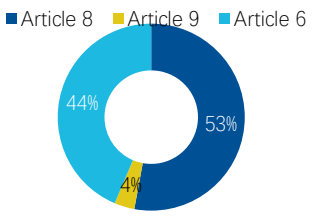


资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

按基金管理规模占比看，大部分基金都是符合第 8 条的“浅绿色”基金，但符合第 9

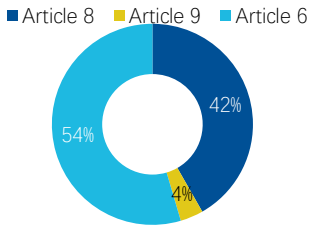
条的“深绿色”基金份额有所回升[23]。在过往几个季度，由于欧洲对加大对“漂绿基金”的监管，大量产品遭受了“重新分类”的挑战，符合第 9 条的 ESG 产品份额连续四个季度在持续收缩。截止至 2023 年第二季度，52%的基金符合 Article 8，43%的基金符合 Article 6，仅 3.5%的基金符合 Article 9，Article 8 和 Article 9 合并占比为 56.4%。受赎回潮影响，符合第 8 条的 ESG 基金的市场份额从上季度的 53.8%小幅下降至 6 月底的 52.9%。然而，符合第 9 条的 ESG 产品份额小幅上升至 3.5%，其资产管理规模在过去三个月扩大了 7.8%。

图表 49：**从基金规模看，Article 9、Article 8、Article6 占比（%）**



资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

图表 50：**从基金数量看，Article 9、Article 8、Article6 占比（%）**

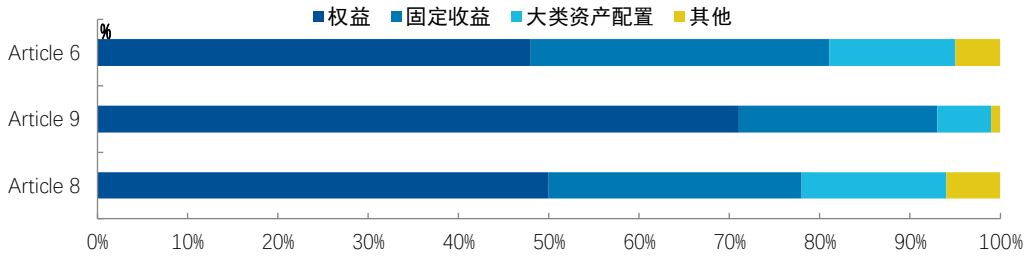


资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

欧洲资管业在监管的引导下，由浅绿走向深绿，大量符合第六条的基金在投资中引入更多的 ESG 因素，成功升级为符合第八条的基金。根据晨星估算，在 2022 年末，合计有规模约 1750 亿欧元（1900 亿美元）的基金丧失了第九条基金的地位。2023 年第二季度，符合第九条的深绿色基金规模开始恢复增长。2023 年第三季度，全球近 280 只开放式基金的 SFDR 分类发生了变化，其中约 250 至完成了向上升级，“浅绿”走向“深绿”的步伐加速。其中，绝大多数基金从第 6 条升级到第 8 条。

分资产类别看，固定收益类基金在各类基金中占比较为均衡，均为 30%左右。

图表 51：**Article 9、Article 8、Article6 基金内部分资产类别构成（单位：%）**



资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

综上，欧洲通过更加严格的 ESG 资管产品分类监管，打击了“漂绿”行为，并通过分类，引导资管机构逐步加大 ESG 配置比例，由浅绿走向深绿。

美国：监管框架已具雏形，但相关法案尚在拟议阶段

与欧洲不同，美国的 ESG 政策构建是“自下而上”的，相对零散的。

首先，环境保护（E）方面。早在 1934 年，美国的《证券法》（Securities Exchange Act of 1934）中明文规定，除了需要披露必要的财务信息以外，如果上市公司的运营会对环境造成影响，那么上市公司的定期报告中必须讨论国家的环境政策对公司财务绩效会有什么样的影响。2010 年，美国 SEC 在联合国气候变化大会后发布了《SEC 关于气候变化信息披露指南》，对上市公司气候披露提出了更清晰的指引，帮助上市公司更好地识别气候、环境以及相关法律对公司业务的影响程度，并且推动量化的环境、气候信息强制披露规则的修订。

其次，社会责任（S）：2010 年，美国加利福尼亚州首次发布了《供应链透明度法案》，该法案要求在加利福尼亚州经营的供应商和经销商应当公开披露产品生产过程中是否存在使用奴隶或者人口贩卖的情况。2019 年，华盛顿州也发布了《供应链透明度法案》的相关倡议。

第三，内部治理（G）：2002 年，美国国会针对安然公司财务造假事件，颁布了《萨班-奥西利法案》（Sarbanes-Oxley Act，SOX）。法案要求上市公司必须对其内部控制进行审计，并且对内部控制是否充分对外披露管理层评价报告。可以说，《萨班-奥西利法案》开创了公司内部治理（G）信息披露立法的先河。

在固定收益方面，美国主要参照 CBI 国际标准对绿色债券、ESG 债券进行监管。早在上世纪 80 年代，美国就发布了《全面环境反应，赔偿和责任法案》，自此，美国类似于现代意义上的绿色债券开始出现。该法案对绿色债券基金的来源、绿色债券基金的用途、募集资金投向的领域进行了规定。2003 年美国开始运用赤道原则，从而正式开始了绿色金融实践的探索，并接连出台了《美国清洁能源与安全法》、《加利福尼亚建筑标准》等一系列的法案和规定。对于绿色债券的第三方评估认证，美国的评估认证机构采取 CBI 的《气候债券标准》的规定，采取由第三方评估认证机构确认之后再由气候债券委员会进行认证的双重监管模式，进一步加强绿色债券监管的要求。

在本土化落地上，美国在联邦层面尚未制定本土化的绿色债券标准，但在州一级制定了面向发行人自愿采纳的标准。加州在 2018 年与自然资源保护协会（NRDC）、气候组织等联合制定的《绿色债券承诺》，《承诺》内容包括所有基础设施和项目都是气候适应型、支持减少温室气体排放；能够帮助实现基础设施融资；支持绿债市场增长并适时发行基础设施债券作为绿色债券；建立绿色债券战略等。市政发行人是美国的绿债发行的重要主体，根据美国 EPA 对于**市政绿色债券**的描述，指出绿色债券通常具有以下主要特征：1）融资将支持环境或清洁能源项目；**2）通常免除收入中的联邦所得税**；3）**符合 ICMA 绿色债券原则的规定，并可能符合 CBI 制定的更严格的标准，这些标准需要第三方认证。** 但同样，EPA 也未制定对于市政绿色债券的本土化标准。

本小节重点分析，在“ESG 投资”方面的监管——美国的 ESG 投资监管对资管产品

分类和信息披露已经初具雏形，但法案尚在拟议阶段。针对投资者 ESG 信息披露的法案还未落地，2022 年 5 月 25 日发布的《增强对于特定投顾和投资企业对 ESG 投资实践的披露》处于拟议阶段。劳工部 2022 年 11 月通过退休金计划 ESG 相关法案，允许退休金投资中考虑 ESG 信息。

图表 52：SEC 发布《增强对于特定投顾和投资企业对 ESG 投资实践的披露》拟议规则

文件名称	《增强对于特定投顾和投资企业对 ESG 投资实践的披露》（Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About Environmental，Social，and Governance Investment Practices）
发布日期	2022 年 5 月 25 日
实施日期	无
适用范围	投顾和投资企业
ESG 监管政策	**（1）不同类型 ESG 基金的披露要求：** a. ESG 整合基金：ESG 整合策略在投资决策中，同时考虑 ESG 因素以及其它因素，但 ESG 因素通常与其他因素相比，在选择或排除特定投资时并不具决定性。这类基金需要描述如何将 ESG 因素纳入其投资流程。 b. ESG 重点基金：这些基金将 ESG 因素作为重要或主要考虑因素进行投资决策。它们需要提供详细的披露，包括标准化的 ESG 策略概述表格。 c. ESG 影响基金：属于 ESG 重点基金，旨在实现特定的 ESG 影响。它们需要披露如何衡量其目标的进展情况。 **（2）投资顾问披露要求**： 考虑 ESG 因素的顾问需要在宣传册中进行类似的披露。他们应描述其重要投资策略或分析方法中考虑的 ESG 因素，并在年度报告中报告某些 ESG 信息。 **（3）关于影响和代理投票/接触的额外披露：** a. ESG 重点基金：某些 ESG 重点基金需要提供关于它们寻求实现的影响以及用于评估进展的关键指标的更多信息。 b. 代理投票/接触：将代理投票或与发行人进行接触作为实施 ESG 策略的重要手段的基金需要提供有关其代理投票或 ESG 接触的额外信息。 **（4）温室气体（GHG）排放披露：** a. ESG 重点基金：考虑环境因素的基金需要披露与其投资相关的温室气体（GHG）排放的更多信息。这包括披露投资组合的碳足迹和加权平均碳强度。 b. 整合型基金：考虑温室气体排放的整合型基金需要披露有关基金如何考虑温室气体排放的更多信息，包括所使用的方法和数据来源。 该提案旨在满足投资者对基金的温室气体排放和 ESG 策略一致和可比信息的需求，使投资者能够根据其自身的 ESG 目标和期望做出投资决策。不考虑温室气体排放作为其 ESG 策略的基金将不需要报告这些信息。

资料来源：美国 SEC 官网

图表 53：美国劳工部对退休金计划投资解除 ESG 限制

文件名称	《消除在计划投资中考虑环境、社会和治理因素的限制》规则
发布日期	2022 年 11 月 22 日
实施日期	2023 年 1 月 1 日
适用范围	退休金投资利益相关者
ESG 监管政策	允许计划受托人在选择退休金投资和行使股东权利（如代理投票）时考虑气候变化和其他环境、社会和治理因素。

资料来源：美国劳工部官网

新加坡：监管相对完善，侧重于产品识别及信息披露

新加坡在 ESG 投资方面，已有相关 ESG 基金识别、信息披露指引的监管要求。由亚洲尽职治理中心领导的新加坡尽职治理原则工作组在 2016 年面向国内投资者发布了《新加坡责任投资者尽职治理原则》（Singapore Stewardship Principles For Responsible Investors）。2022 年 7 月 28 日，新加坡金融管理局（MAS）发布《零售

ESG 基金披露及报告指引》，对 ESG 基金提出界定标准以及信披要求。

图表 54：《新加坡责任投资者尽职治理原则》内容

文件名称	《新加坡责任投资者尽职治理原则》
发布日期	2016 年 7 月 22 日
实施日期	2016 年 7 月 22 日
适用范围	新加坡机构投资者
ESG 监管政策	**审慎投资：**机构投资者应当以审慎的态度进行投资，充分考虑风险和回报，并根据其长期投资目标制定合理的投资策略。 **治理责任：**机构投资者应积极履行公司治理责任，包括有效监督公司管理层的决策和行为，并参与关键事务的决策。 **投票权行使：**机构投资者应行使其持有公司股份的投票权，以表达对公司治理和关键决策的意见。投票决策应基于对公司长期利益的考虑，并且应透明、公正、一致和有意义。 **对话和合作：**机构投资者应与公司管理层进行积极对话和合作，以了解其战略、风险管理和治理实践，并提供建设性的意见和建议。 **信息披露：**机构投资者应要求公司提供准确、全面和及时的信息披露，以便有效评估公司的经营状况和风险。 **持续改进：**机构投资者应不断提高其投资和治理能力，并参与行业和国家层面的倡议，推动负责任投资和治理的发展。

资料来源：亚洲尽责治理研究院官网

图表 55：《零售 ESG 基金披露及报告指引》主要内容

文件名称	《零售 ESG 基金披露及报告指引》
发布日期	2022 年 7 月 28 日
实施日期	2023 年 1 月 1 日
适用范围	所有在基金管理方面持有资本市场服务牌照且获得《证券与期货法》第 289 条批准的受托人。
ESG 监管政策	**ESG 基金识别：** **1. 适用基金类型** （1）将环境、社会和治理因素作为其主要的投资重点和策略。这意味着 ESG 因素在方案选择投资资产方面具有重要影响力； （2）自己定位为以 ESG 为重点的方案。 **2. 基金类型补充解释及评估要求** （1）ESG 基金可以通过多种方式融入可持续投资策略。常见的策略包括影响投资和 ESG 包容性投资（包括广义 1 或主题性 2 策略）。根据第 4 条（a）的规定，仅采用负面筛选 3 的方案，或仅将 ESG 考虑因素纳入投资过程以追求财务回报 4 的方案，将不被视为具有 ESG 投资重点。 （2）根据《集体投资计划准则》（CIS Code）第 4.1 章，方案的名称应当合适，不能是不受欢迎或具有误导性的。 （3）若一个方案的名称包含或使用 ESG 相关或类似的术语（例如“可持续”，“绿色”），该方案应在其投资组合和/或策略中充分反映出这种 ESG 投资重点，并遵守本函中的指南。相反，如果一个方案的名称使用 MAS 认为与 ESG 相关的术语，但不符合本函指南的要求，该名称将被视为不合适。 （4）在评估一个方案的投资组合和/或策略是否充分专注于 ESG 方面时，MAS 将考虑一些因素，包括该方案的净资产值是否主要按照其投资策略进行投资。作为指南，如果至少有方案净资产值的三分之二（5）是按照方案的投资策略进行投资（6），通常会被视为“主要投资”。 （5）MAS 还指出，有些情况下，对于基金经理来说，可能无法在个别资产水平上确定方案净资产值按照 ESG 投资方法投资的比例，例如，方案采用的投资组合方法旨在对那些在特定时期内改善其 ESG 评级的公司进行超配，而对低 ESG 评级公司的投资没有特定的限制。在这种情况下，MAS 期望基金经理在招股文件中解释该方案如何**在实质上专注于 ESG。** **ESG 基金信息披露：** **1. 招募说明书应披露以下内容：** （1）投资重点 i. 方案的 ESG 重点（例如气候变化、低碳足迹、可持续性、减少温室气体排放）； ii. 用于衡量方案 ESG 重点达成的相关 ESG 标准、方法或度量标准（例如第三方或专有评级、标签、认证）； （2）投资策略 i. 方案用于实现其 ESG 重点的可持续投资策略的描述，以及该策略在投资过程中的约束要素，以及如何在连续基础上实施该策略； ii. 投资选择过程中考虑的任何相关 ESG 标准、度量标准或原则（例如以气候为重点的基金可能使用与气候相关

文件名称	《零售 ESG 基金披露及报告指引》
	的指标，如碳足迹、加权平均碳强度、温室气体排放和暴露于碳相关资产）； iii. 用于达成方案 ESG 重点的资产的最低配置比例； （3）参考基准 i. 如果方案使用基准指数来衡量其 ESG 重点的达成，应解释该基准指数如何与其投资重点保持一致或相关； ii. 如果方案仅将基准指数用于金融业绩衡量，应说明该事实； （4）风险 i. 与方案的 ESG 重点和投资策略相关的风险（例如集中在特定 ESG 重点的投资、方法论和数据的局限性、缺乏普遍 ESG 标准或分类法，或对第三方信息来源的依赖）。 **2. 在招募说明书中使用的任何 ESG 相关术语应明确定义。** （a）方案在财务期间内如何以及在多大程度上实现了其 ESG 重点，包括与上一个期间（如有）的比较； （b）符合方案 ESG 重点的投资实际比例（如果适用）； （c）方案为实现其 ESG 重点所采取的行动（例如利益相关者参与活动）。 **3. 额外信息** 如适用，应向投资者或潜在投资者披露有关 ESG 基金、其管理人或指数提供者以下方面的额外信息，可以通过管理人的网站或其他适当方式进行披露： （a）如何衡量和监控 ESG 重点，以及为持续监控方案 ESG 重点合规性而建立的相关内部或外部控制机制（包括用于衡量方案 ESG 重点达成的方法，如果有的话）； （b）ESG 数据的来源和使用，以及在缺乏数据时所做的任何假设； （c）对方案投资中与 ESG 相关特征的尽职调查； （d）任何有助于塑造方案投资公司的企业行为并实现方案 ESG 重点的利益相关者参与政策（包括委托投票）。

资料来源：新加坡金融管理局官网

中国：信息披露监管初步建立，产品认定待完善

与欧洲相似，我国 ESG 监管采取了“自上而下”的监管框架，且重视信息披露。

首先，我国制定了长期的 ESG 发展战略及规划。中国政府在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出推动经济和社会发展全面绿色转型的计划，并力争在 2030 年前碳排放达峰，以及在 2060 年前实现碳中和。为此，绿色金融、绿色债券是其中碳中和的实现手段之一。

针对 ESG 投资，我国推出了相关的“指引”，但未对“产品名称”或“ESG 基金认定”提出强制性监管要求。中国在 2018 年提出《绿色投资指引（试行）》，对于金融机构 ESG 投资提出了系统性的指引和要求，之后发布《金融机构环境信息披露指南》，进一步加强了对于环境影响方面 ESG 投资的披露要求。部分地区较为领先，深圳市发布《深圳市金融机构环境信息披露指引》，对于 ESG 投融资的若干量化指标提出了强制披露要求。

图表 56：《金融机构环境信息披露指南》ESG 资管产品相关披露要求

文件名称	《金融机构环境信息披露指南》
发布日期	2021 年 7 月 22 日
实施日期	2021 年 7 月 22 日
适用范围	本文件适用于在中华人民共和国境内依法设立的银行、资产管理、保险、信托、期货、证券等金融机构。
ESG 监管政策	**披露金融机构开展的环境相关产品与服务创新，包括但不限于：** 1）金融机构开发的绿色金融创新产品与服务的情况；以信贷类产品为例，披露内容可包括但不限于产品名称、投放范围、创新点（还款来源、发放对象、利率、期限、用途等）、运作模式、运行情况等。 2）金融机构绿色产品创新的环境效益和社会效益。 **披露资产管理机构投资所产生的环境影响：** 1）概述整体投资情况，基于资产管理产品直接投资项目企业的环境信息披露情况和绿色投资规模占资产管理产

文件名称	《金融机构环境信息披露指南》
	品投资总规模的比例，报告资产管理机构投资的环境影响。 2）行业投资结构较之前年度的变动情况及其对环境的影响。 3）绿色主题资产管理产品发行或运作情况。 4）绿色投资策略执行效果。 5）督促被投资企业改善环境绩效及提高环境信息披露水平情况 资产管理机构投资环境影响量化测算。 资产管理机构采用的对拟投资标的进行环境影响评估的方法和体系，内容可包含该方法或体系的来源（自行构建或第三方提供）、核心维度等信息。

资料来源：中国人民银行官网

图表 57：《绿色投资指引（试行）》内容

文件名称	《绿色投资指引（试行）》
发布日期	2018 年 11 月 10 日
实施日期	2018 年 11 月 10 日
适用范围	适用于公开和非公开募集证券投资基金或资产管理计划的管理人及其产品。私募股权投资基金管理人可参考本指引确定绿色投资范围，并根据自身情况对绿色投资的适用方法做出相应调整。各类专业机构投资者可参考本指引开展绿色投资。
ESG 监管政策	**基本方法：** 1.开展绿色投资的基金管理人应当配置研究人员或研究团队，深入分析绿色投资标的中与环境相关的业务、服务或投入要素，逐步构建和完善绿色投资相关数据库、方法论和投资策略 2.开展绿色投资的基金管理人可自行或通过第三方构建标的资产环境评价体系和环境评价数据库。标的资产环境评价指标应包括以下几个维度： （一）环境风险暴露，包括行业环境风险暴露、企业或项目环境风险暴露情况； （二）负面环境影响，包括单位能耗、污染物排放水平、碳排放强度、环境风险事件以及受环境监管部门处罚情况； （三）正面绿色绩效，包括公司业务或项目募集资金投向是否产生环境效益、绿色投入与绿色业务发展情况、绿色转型和产业升级情况； （四）环境信息披露水平，包括是否披露与主营业务相关的环境信息、是否披露关键定量指标以及环境目标完成情况。 3.基金管理人可以进行多元化的绿色投资产品开发。发行、运作主动管理的绿色投资产品时，应披露绿色基准、绿色投资策略以及绿色成分变化等信息 4. 主动管理的绿色投资产品，应当将绿色因素纳入基本面分析维度，可以将绿色因子作为风险回报调整项目，帮助投资决策。 5. 主动管理的绿色投资产品，应当将不符合绿色投资理念和投资策略的投资标的纳入负面清单。在组合管理过程中，应当定期跟踪投资标的环境绩效，更新环境信息评价结果，对资产组合进行仓位调整，对最低评级标的仓位加以限制。 6. 主动管理的绿色投资产品，应当将不符合绿色投资理念和投资策略的投资标的纳入负面清单。在组合管理过程中，应当定期跟踪投资标的环境绩效，更新环境信息评价结果，对资产组合进行仓位调整，对最低评级标的仓位加以限制。 7. 开展绿色投资的基金管理人应当有高级管理人员确立绿色投资理念和投资目标，并对绿色投资体系建设和运行进行监督管理。 **监督管理：** 1.基金管理人应每年开展一次绿色投资情况自评估，报告内容包括但不限于公司绿色投资理念、绿色投资体系建设、绿色投资目标达成等。 2. 基金管理人应于每年 3 月底前将上一年度自评估报告连同《基金管理人绿色投资自评表》（参见附件一）以书面形式报送中国证券投资基金业协会。 3. 中国证券投资基金业协会不定期对基金管理人绿色投资的开展情况进行抽查，基金管理人应对发现的问题提供解释说明并及时整改。

资料来源：中国证券投资基金业协会官网

图表 58：《深圳市金融机构环境信息披露指引》中 ESG 资管产品披露相关内容

文件名称	《深圳市金融机构环境信息披露指引》
发布日期	2022 年 9 月 26 日
实施日期	2022 年 11 月 10 日
适用范围	本指引适用于本市从事金融业务的企业，包括银行业金融机构、保险业金融机构、证券业金融机构和其他从事金

文件名称	《深圳市金融机构环境信息披露指引》
	融服务的机构
ESG 监管要求	（1）金融机构应当披露报告期内与环境、绿色金融相关的目标愿景、公开承诺及其完成情况，与环境相关的中长期发展战略和行动计划。 （2）金融机构应当披露报告期末整体的投融资情况、行业投融资结构及较之前报告期的变动情况，并量化测算、披露其绿色投融资活动所产生的环境效益 （3）金融机构应当制定测算、披露其投融资业务碳排放量计划，逐年增加投融资业务碳排量核算、披露范围。

资料来源：深圳市地方金融监督管理局官网

中国香港：亚太地区领先，产品识别及信息披露监管完备

中国香港地区跟随中国内地框架设计，搭建了“自上而下”的监管框架。跟随中国“十四五”规划的“碳中和目标”，香港特区行政长官在 2020 年《施政报告》宣布，香港将力争在 2050 年前达至碳中和。为实现这一目标，2021 年《施政报告》公布净零发电、节能绿建、绿色运输和全民减废四大减碳策略，及订下在 2035 年前把香港的碳排放总量从 2005 年的水平减少 50%的中期目标。环境局在 2021 年 10 月 8 日公布了《香港气候行动蓝图 2050》，详述以上减缓策略及目标。

中国香港的 ESG 投资及基金产品监管较为领先，较早对“ESG 基金”认定以及相关基金经理信息披露提出了要求。中国香港地区对于 ESG 资管产品信息披露的强制要求主要来自两份文件，一份是面向 ESG 是核心投资重点的基金类型，对于基金的策略类型、资产配置情况，参考基准，风险和其它内容等进行披露；**香港证券及期货事务监察委员会（香港证监会）官网会实时更新获认定的 ESG 基金[24]。**另一份是面向在香港的基金经理，对于在基金中识别和应对气候风险的情况进行披露。

图表 59：《致证监会认可单位信託及互惠基金的管理公司的通函——绿色基金或环境、社会及管治基金》内容

文件名称	《致证监会认可单位信託及互惠基金的管理公司的通函——绿色基金或环境、社会及管治基金》（Circular to management companies of SFC-authorized unit trusts and mutual funds-Green or ESG funds）
发布日期	2021 年 6 月 29 日
实施日期	2022 年 1 月 1 日
适用范围	ESG 基金界定为 ESG 是核心投资重点，并在投资目标和投资策略中体现的基金
ESG 监管政策	**1.ESG 基金应在其发行文件中披露以下内容：** **1）解释 ESG 是核心投资重点** 描述 ESG 基金的主要投资重点（如气候变化、绿色、低碳足迹和可持续性等）；用于实现 ESG 是核心投资重点的 ESG 标准（如过滤标准、指标、评级、第三方证书或标签等）。 **2）ESG 基金所采取的投资策略** 说明 ESG 基金采用的投资策略、该战略在投资过程中的约束性要素和重要性，以及该战略在投资过程中如何持续实施；描述如何考虑 ESG 标准的，如衡量 ESG 标准的方法、这些标准与投资战略的排序、所考虑的最重要 ESG 标准的例子（如果有的话）；说明是否采用排除策略以及排除类型。 **3）资产配置** 与基金的 ESG 重点相一致的证券或其他投资的最低比例（例如 ESG 基金的净资产价值）。 **4）参考基准** 如果基金跟踪 ESG 基准（如指数基金）时，则需披露跟踪基准的详细信息，包括基准的特点和总体构成： 如果基金试图根据指定的参考基准衡量其 ESG 重点，则需解释指定参考基准为何与基金相关。 **5）其他信息** ESG 基金应在发行文件中酌情向投资者披露 ESG 基金、基金经理或指数提供商（ESG 基金跟踪 ESG 基准的）的以下补充信息： a）说明在基金整个周期内如何通过内部或外部机制衡量和监测基金关注 ESG： b）关于衡量 ESG 是核心投资重点、基金关注 ESG 理念的方法； c）关于基金底层资产 ESG 属性的尽职调查的描述：

文件名称	《致证监会认可单位信託及互惠基金的管理公司的通函——绿色基金或环境、社会及管治基金》（Circular to management companies of SFC-authorized unit trusts and mutual funds-Green or ESG funds）
	d）参与（包括代理投票）政策的描述（如果有的话）； e） ESG 数据的来源和处理方法，或在无法获得相关数据的情况下做出的任何假设的描述。 附加信息可在基金经理的网站上或通过其他方式披露。附加信息应不时审查和更新，以确保准确性。 **6）风险** 描述与基金的 ESG 重点和相关投资策略相关的风险或限制（例如方法和数据的限制、缺乏标准化分类法、对投资选择的主观判断、对第三方来源的依赖、对特定 ESG 重点的投资的集中等）。 **2. 定期评估和报告** ESG 基金应至少每年进行定期评估，以评估该基金如何达到其 ESG 重点。 基金应以适当方式（如年报）向投资者披露其定期评估的以下信息： **1）说明基金在评估期间如何实现以 ESG 为核心：**与基金 ESG 理念相一致的实际比例：因基金 ESG 理念经过筛选而未被选择的投资领域的实际比例；将基金 ESG 因素的业绩与指定参考基准进行比较（如果有的话）；为实现基金的 ESG 理念而采取的行动（例如股东参与活动、ESG 基金对其被投资公司的代理投票记录等）；基金经理认为其他有必要的信息。 **2）对上述评估依据的描述，包括任何估计和限制；** **3）基金以前提供定期评估的情况，至少包含当前和上一个评估期之间的比较。** **3. 关于气候基金** 气候基金与气候相关重点的例子包括：主要投资于从事有助于减缓或采用气候变化的经济活动的公司，寻求与参考基准相比的低碳足迹，促进减少温室气体排放，对减缓或适应气候变化产生积极影响，促进向低碳经济过渡等。 对于气候基金可考虑的与气候有关的指标（" 气候指标 "），包括：碳足迹、加权平均碳强度、温室气体排放、收入或利润、资本或运营支出承诺，被认为对减缓或适应气候变化有有利贡献的活动等等。 如果气候基金有指定的气候基准，披露应包括：解释参考基准如何持续与基金的气候相关重点保持一致；解释指定指数与大盘指数有何不同。 应明确披露衡量气候指标的方法（包括所使用的标准、计算依据或公式、相关数据来源、作出的任何假设或估计、局限性等）。 气候基金可以通过将基金的气候指标与上一评估期、参考基准、普遍投资情形等进行比较，证明其对于气候相关的关注。

资料来源：香港证监会官网

图表 60：《基金经理对气候相关风险的管理及披露》内容

文件名称	《有关基金经理管理及披露气候相关风险的谘询总结》（包括《基金经理操守准则》）
发布日期	2021 年 8 月 20 日
实施日期	2022 年 8 月 20 日
适用范围	适用于所有在香港由基金经理管理的基金，无论这些基金是否已获证监会认可在香港分销。这意味著在开曼群岛或其他离岸司法管辖区注册成立的基金的经理，也属于修订后的范围内。
ESG 监管政策	**投资管理披露：** 1）为基金经理所管理的每项投资策略及每只基金识别有关联及重大的气候相关实体及转型风险 2） 将重大的气候相关风险加入投资管理流程内 3） 采取合理步骤，以评估有关风险对基金的相关投资的表现所造成的影响 **风险管理披露：** 1）在风险管理程序中考虑气候相关风险，并确保已采取适当步骤，以就基金经理所管理的每项投资策略及每只基金识别、评估、管理和监察有关联及重大的气候相关风险 2）采用适当的工具及指标，以评估及量化气候相关风险 **进阶标准：** 1）在评核投资策略于不同路径下对气候相关风险的抵御力时，评估情境分析的关联性及实用性 2）采取合理步骤，以识别基金的相关投资所涉及的范围 1 及范围 2 温室气体排放量的投资组合碳足迹 3）于机构层面，描述参与政策，并举例说明实际上如何管理属重大的气候相关风险 4）于基金层面，提供基金的相关投资所涉及的范围 1 及范围 2 温室气体排放量的投资组合碳足迹

资料来源：香港证监会官网

各区域 ESG 投资政策对比

从各国家和地区目前对金融机构 ESG 监管的主要政策来看，在政策发布和执行的

时间上，欧盟时间均最早，其它国家或地区在 2021 至 2022 年密集发布并实行相应政策；**在政策的适用范围上**，欧盟实行长臂管辖，对于在欧盟地区开展业务的部分实体同样受到相应政策约束；**在推进和执行力度上**，除美国相应政策除以拟议阶段且受执政党倾向影响外，其它国家/地区的 ESG 监管政策推动和执行较为确定。

图表 61：ESG 投资各国家/地区的主要监管政策对比

国家/地区	欧盟	美国	中国内地	中国香港	新加坡
政策名称	《金融服务部门可持续性相关披露条例》	《增强对于特定投顾和投资企业对 ESG 投资实践的披露》（拟议）	《金融机构环境信息披露指南》	《致证监会认可单位信託及互惠基金的管理公司的通函——绿色基金或环境、社会及管治基金》	《零售 ESG 基金披露及报告指引》
监管机构	欧洲监管机构（ESA）	美国证监会	中国人民银行	香港证监会	新加坡金融监管局
发布时间	2019 年 11 月 27 日	2022 年	2021 年 7 月 22 日	2021 年 6 月 29 日	2022 年 7 月 28 日
实施时间	2021 年 3 月 10 日	/	2021 年 7 月 22 日	2022 年 1 月 1 日	2023 年 1 月 1 日
适用范围	面向金融市场参与者和财务顾问，在欧盟设有子公司和 / 或在欧盟提供相关服务的非欧盟实体也受该条例约束。	投顾和投资企业	适用于在中华人民共和国境内依法设立的银行、资产管理、保险、信托、期货、证券等金融机构。	ESG 基金界定为 ESG 是核心投资重点，并在投资目标和投资策略中体现的基金	将 ESG 因素作为主要的投资重点和策略。这意味着 ESG 因素在选择投资资产方面具有重要影响力；定位为以 ESG 为重点。

资料来源：中国人民银行官网，香港证监会官网，欧盟官网，美国 SEC 官网

除了以上几个维度，**我们继续从 ESG 投资监管政策，监管内容的全面性以及 ESG 产品标准体系**几个评价维度，对比各个国家/地区的 ESG 固定收益类投资监管状况。**对 ESG 投资监管政策**，我们根据该国家/地区是否有针对 ESG 投资监管相关的政策文件进行判断，美国的相关监管政策还处于拟议阶段，并未落地。**在监管内容的全面性方面**，中国内地目前监管聚焦于环境议题，较少提及 ESG 整体概念。**对于 ESG 产品标准体系**，我们根据该国家/地区是否有一套标准来识别和判断什么是 ESG 基金确定，目前欧洲的欧盟分类法（EU Taxonomy）、美国的《增强对于特定投顾和投资企业对 ESG 投资实践的披露》（拟议阶段）、中国香港地区的《致证监会认可单位信託及互惠基金的管理公司的通函——绿色基金或环境、社会及管治基金》都对于 ESG 基金进行了分类和描述，其中受机构认可度最高的目前还是欧盟分类法对 ESG 基金的分类。

图表 62：ESG 固定收益类投资各国家/地区监管

国家/地区	欧盟	美国	中国内地	中国香港	新加坡
ESG 投资监管政策	✓		✓	✓	✓
监管内容的全面性	✓	✓		✓	✓
ESG 产品标准体系	✓	✓		✓	✓
推进和执行力度	✓		✓	✓	✓

资料来源：中国人民银行官网，香港证监会官网，欧盟官网，美国 SEC 官网

各国家/地区 ESG 固定收益类投资的监管政策的在细节上的异同如下。

相同：在面向 ESG 固收资管产品的监管上，各国家和地区暂未对权益类和固收类产品进行差异化的监管，已有的监管内容围绕 ESG，气候风险，环境信息等主题对 ESG 资管产品的信息披露展开要求。

差异：（1）美国对于 ESG 投资的监管政策态度受政治影响，存在短期发展不明朗的情况。目前对于 ESG 投资并未形成最终法案类型的监管文件，还停留在拟议阶段；（2）欧洲形成了较成熟的监管体系，SFDR 作为监管法案，欧盟分类法作为支持文件。从发布时间上来看，监管法案在各国家地区中提出较早，市场发展时间相对长；（3）中国香港地区在各国家和地区中，监管披露要求较为严格，对气候风险披露的强制性要求上相对领先，对于 ESG 资管产品的披露要求主要针对以 ESG 为核心投资重点的基金类型；（4）新加坡的 ESG 监管执行和推动力度较足，信息披露监管政策相对详细，可执行性较高（5）中国内地 ESG 固收投资相关监管聚焦于环境维度，对于资管产品的环境影响披露要求较为严格，部分地区如深圳，对 ESG 投融资多方面的量化披露提出了强制要求。

固收 ESG 投资监管政策推动的难点与重点

欧盟地区 ESG 监管政策推动的难点：

一方面，俄乌战争导致能源及行业的价格上升，给 ESG 产品和理念带来压力，监管政策面临 ESG 标准制定与更新的压力。从 2022 年 3 月开始，随着能源和武器行业的股价上升，ESG 投资产品可能在短期内表现相对较弱。这可能会引发投资者的关注和压力，投资者可能会质疑负面筛选策略的有效性，甚至可能会重新考虑他们的投资选择此外，防务行业的股价上升可能会引发更深入的讨论，关于在满足国家安全需求与符合 ESG 原则之间需要找到何种平衡。

当前欧盟 ESG 监管政策实行长臂管辖，法案适用的企业和机构范围广，落实难度较高。以面向企业的 ESG 信息披露政策 CSRD 为例，非欧盟企业但是在欧盟内拥有 1.5 亿欧元以上净营业额的企业、在欧盟境内拥有分支机构且后者净营业额达 4000 万欧元、欧盟境内的大型子公司和上市子公司也将被纳入该方案的披露范围。尽管法案在时间上给出了一些缓冲方案，但是根据征求意见稿反馈等市场评价，许多中小机构对如何满足 CSRD 具体的披露要求，仍需要指引和帮助。

欧盟地区监管政策推动的重点：

设置科学、客观和可执行的披露政策，为发展较晚地区的企业和规模较小的机构提供更多支持文件。欧盟 ESG 理念、政策制度和市场投资实践的发展在各国家和地区中较为领先，已经步入了 ESG 发展的深水区。在面向小企业进行切实的披露监管时，还需提供更多的标准，案例和支持文件等帮助监管的执行落地。

美国监管政策推动的难点：

美国两党对 ESG 态度不一致带来政策发展的不确定性。以美国劳工部的相关法案发展为例，两党对退休金管理中是否考虑 ESG 因素意见相左。在民主党执政，奥巴马任期内，美国劳工部 2015 年发布的解释性公告，退休金账户的管理者可以考虑 ESG 因素，并不会违反他们对投资者的义务。在共和党执政，特朗普任期内， 2018 年发布的领导方针推翻之前 2015 年的公告，明确表明退休账户管理者应以获取最大经济利益为

主要考虑因素。在 2020 年，特朗普政府进一步规定，退休账户管理者不能在影响投资回报或增加风险的情况下，采取 ESG 投资策略。到民主党执政，拜登任期内，美国劳工部对退休金计划投资又解除了 ESG 限制。

美国监管政策推动的重点：

提升对 ESG 理念和标准的一致性认识。增加 ESG 信披的一致性和透明度，帮助投资者更好地理解和评估公司的 ESG 风险和表现，认识到 ESG 投资的有效性。此外，帮助公众更好地理解公司的 ESG 表现，推动公众对公司在 ESG 方面的表现问责和治理的能力，助力 ESG 理念的推动。

中国内地监管政策推动的难点：

企业信息披露上，大量中小企业 ESG 披露成本较高，且 ESG 教育未完全普及，披露动力不足。ESG 信息披露是 ESG 投资的基础设施，企业端 ESG 信息缺失是 ESG 固收投资开展的重要阻碍。而大量的中小企业 ESG 披露成本较高，且披露内容的准确性和可比性都相对大企业较低，政策上目前比较难对中小企业的 ESG 披露进行监管覆盖。

ESG 投资推动上，散户投资人比例相对欧美较高，公募基金考核期限较短。中国内地散户投资者持有证券的比例相对欧美地区较高，而可持续投资实践目前主要依靠机构投资者。在可持续投资上，散户投资者面临诸多挑战，包括需要较长期投资的承诺，高门槛的资金要求，复杂的 ESG 理念难以掌握等。这些因素使得散户投资者难以以较高比例参与 ESG 投资。另一方面，公募基金的考核期限较短，与 ESG 的长期投资观念相悖。

本章启示：增强对资管产品漂绿的监管，推动信息披露

如本章论述，以“信息披露”为主线，国际 ESG 投资监管趋严。2023 年，ESG 监管趋严，不论是强制的财务披露工作小组（TCFD），还是国际可持续发展标准委员会（ISSB），新推出的欧盟指令、或企业可持续发展报告指令，全部都将增加可供 ESG 投资者使用的信息。**除了信息披露外，海外市场针对 ESG 资管产品的名称和标签的规定也将更加严格。**全球范围内对于规范 ESG 基金分类和披露义务的监管程度正在增加，过去 ESG 基金仅在有限监管下运作的情况正在改变。更加严格的监管意味着对“漂绿”行为的关注更加明显。

参考国际最新监管体系，中国内地监管政策推动或许可以从以下两点出发：

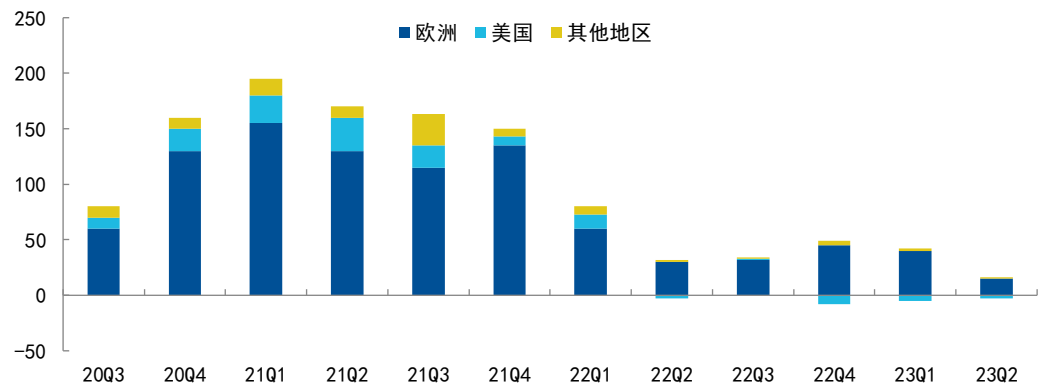
第一，资管产品“漂绿”监管，推动 ESG 基金认定、产品分类的监管。当前中国防止漂绿的监管主要集中在债券发行端，未来可编制和更新 ESG 产品标准文件及监管要求等支持文件，帮助有效识别 ESG 产品，减少“漂绿”行为。目前，欧盟为 ESG 产品提供了标准分类文件，中国香港、新加坡在信披政策中也对 ESG 基金有相对明确的界定。中国内地目前仍缺少对 ESG 产品命名标准参考文件，又因为不同的投资者对 ESG 理解不同，关注不同的 ESG 因素，赋予不同的重要性，ESG 产品的差异大，命名不规范，容易助长“漂绿“行为。中国监管或应尽快出台，规范相关资产产品的命名。

第二，加强金融机构信息披露。在缺乏具体的披露制度指导时，ESG 投资者不能保证披露方式和内容的准确性。未来我国可加强金融机构 ESG 信息披露，分阶段对各类型机构提出量化的披露要求，为机构提供模板或者披露指引等工具。

第四章 前沿趋势：近年反 ESG 思潮初现，各国出现趋势分化

2022 年以来，各地区对 ESG 固定收益投资的态度有所分化，其中国际反 ESG 潮流兴起。虽然 ESG 的热潮近年来席卷全球，但其在概念体系、理念体系等方面仍有不成熟之处，在各个国家与市场发展程度不一，因此逐渐出现了质疑和反对的声音。对应地，如下图所示，各地区的 ESG 资管产品申购赎回情况也受影响。

图表 63：全球各地区 ESG 资管产品资金流入流出情况（单位：十亿美元）



资料来源：晨星，数据截止至 2023 年 6 月 30 日

反 ESG 的声音从 2021 年底逐渐萌发，2022 年迅速发展，目前在全球范围内正趋向形成 ESG 与反 ESG 对立的局面。反 ESG 声音主要集中于以下三个方面：

1）评级标准难以统一且缺乏透明度：各个评级机构没有也几乎不可能有统一的评价标准体系，且每一评价标准透明度较低，其内部评级方法、细节仅被评级机构选择性公开，甚至以商业机密为由不予公开，公正性饱受质疑。

2）对企业、资管机构本质职责的理解存在偏差：认为 ESG 可能偏离了企业的主要职责。企业的主要职责是利润当先，为股东带来尽可能多的回报。而过分强调 ESG 或社会责任，会让企业变成“对谁都负责，从而导致对谁都不负责”。而对资管机构来说，为客户持续创造超额收益，使资产增值保值并最大化投资回报是第一要义。如果无法确保 ESG 投资能带来超额收益，则资管机构难以评估 ESG 在投资中的角色和地位。

3）短期回报和长期发展的悖论：ESG 的本质是可持续发展，但 ESG 无法在短期确保企业的利润，甚至有时可持续发展会与企业盈利发生冲突与矛盾。

欧洲：ESG 投资依然强劲，基金保持正向资金流入

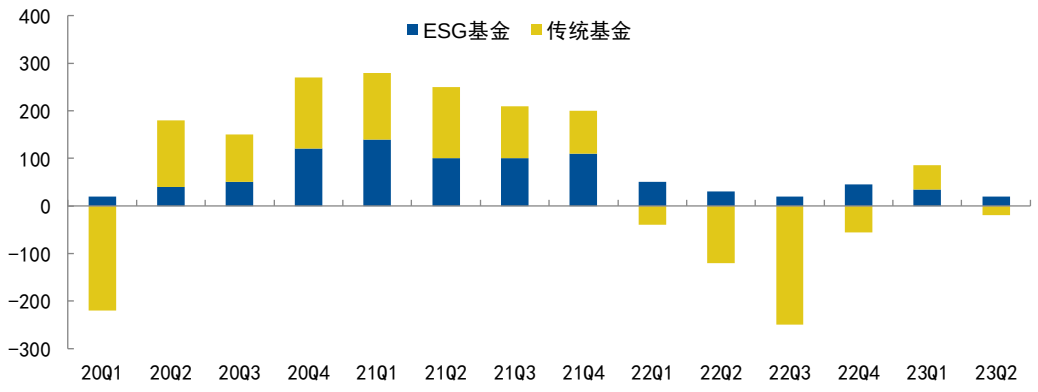
欧洲地区的 ESG 投资依然强劲，基金净申购高，ESG 策略市场地位稳固。

欧洲是全球第一大 ESG 投资市场。根据晨星数据显示，截止 2023 年 6 月 30 日，

欧洲可持续投资基金规模为 2.37 万亿美元，对应约 5490 支基金。疫情后时代，欧洲地区在净流入、规模扩张上表现相对强劲，继续保存最发达、最多样化的 ESG 市场的地位。受疫情等多因素影响，全球 ESG 基金自 22Q1 开始持续收缩，比如美国持续出现大额净赎回，但欧洲市场依然保持大幅净申购买入，依然是全球的 ESG 产品申购主力。2023 年二季度，对比加拿大净申购流入 2.07 亿美元、亚洲地区（不含日本）净申购流入 1.72 亿美元、美国净赎回 6.35 亿美元，欧洲 ESG 基金依然获得 200 亿美元的净申购流入资金，市场地位稳固[1]。

尽管欧洲 ESG 基金申购流入放缓（23Q2 净申购 200 亿美元），但整体仍明显优于基金整体行业（23Q2 净赎回 190 亿美元）。在欧洲基金行业中，ESG 基金仍然是最受青睐的基金。2023 年第二季度，欧洲 ESG 基金申购流入为 200 亿美元，但整个欧洲基金市场受宏观经济前景不确定、通胀高企和利率上调的影响，整体净赎回了 190 亿美元。按期初净流量占总资产的百分比计算，2023 年第二季度，欧洲 ESG 基金小幅扩容 0.9%，虽然较 23Q1 的 1.6%出现环比下滑 7bps，但依然保持正向扩容。相比之下，同期欧洲基金市场整体下滑 0.01%，对比 23Q1 的 0.74%出现环比下滑 7bps[1]。**回顾 2020Q1 以来的十四个季度，ESG 基金在欧洲呈现出持续扩张的状态，申购现金净流入均保持正向的持续增长。**

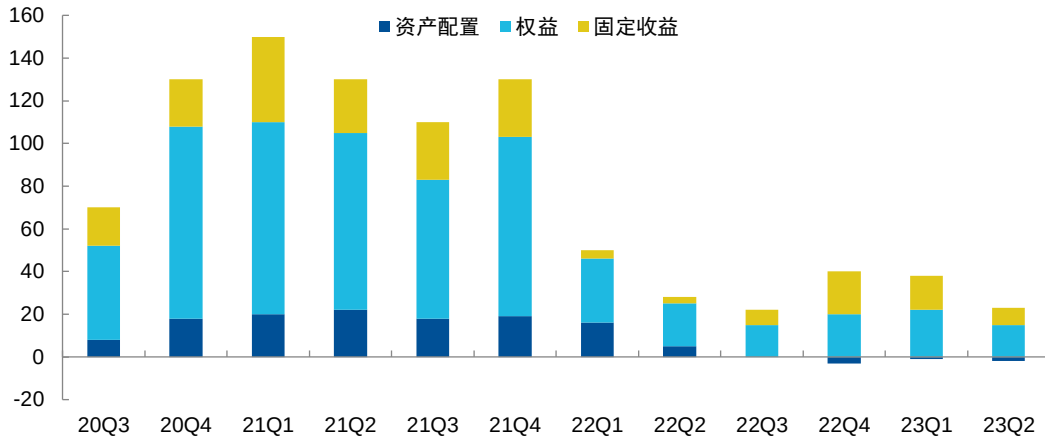
图表 64 欧洲地区 ESG 资管产品资金流入流出情况：对比传统基金水平（单位：十亿美元）



资料来源：晨星，数据截止至 2023 年 6 月 30 日

分产品看，欧洲固收 ESG 基金依然在成长中，在整个固收 ESG 基金市场中占比持续提升。根据晨星统计的数据，欧洲固收基金净申购现金流入从 2023Q1 的 484 亿美元降至近 320 亿美元，原因是尽管各国央行仍处于紧缩模式，但投资者已经在押注利率会达到峰值。同期 2023 年二季度欧洲 ESG 固收基金净申购现金流入 88 亿美元，尽管环比较今年 Q1 的 130 亿美元减少了近三分之一，但 ESG 固收基金在欧洲整体的固收基金中占比从 26.87%提升至 27.50%[1]。

图表 65：欧洲 ESG 基金净申购金额：按资产类别分类（单位：十亿美元）



资料来源：晨星，数据截止至 2023 年 6 月 30 日

基于欧洲最新趋势，值得探讨展开探讨——为什么欧洲在 ESG 收益率下行的背景下，依然对 ESG 产品有着较高的认可度?

从文化的角度看，欧洲投资者偏好 ESG 投资，可能与“国家经验”、“环保主义”、“宗教信仰”等文化相关。首先，欧洲地区与正在高速发展的中国不同，大多数欧洲国家都曾经因“非 ESG”而饱受折磨，并搭建了相对全面的法律框架。以“环境因素”为例，欧洲国家大多走的是先污染后治理的环境保护之路。在上世纪 30 年代到 60 年代，经济快速发展，但相应的环境保护并没有跟上，导致出现了很多震惊世界的环境污染事件。这些事件造成了大量的人员伤亡，仅英国的伦敦烟雾事件就造成了多达 12000 人丧生。面对日益恶化的环境，许多国家发现，有效保护环境、坚持可持续发展离不开法律制度的保障。自上世纪五六十年代起，各国开始开展大规模的环境立法工作，出台了相应的部门环境法，为环境保护管理提供了强有力的保障。**其次，欧洲地区除了监管方外，公众也培养了较强的长期意识。**以环境为例，欧洲地区“环保主义”盛行。在瑞典《义务教育学校大纲》的 16 门课程中，有 9 门涉及对环境与可持续发展教育求;此外，欧洲国家多方参与环保，尤其是非政府性组织。非政府组织运用自身的优势，向社会公众提供最新的环境信息、传播环境保护的先进理念，并通过各项社会活动与社会公众互动，提高公众的环境意识。**第三，欧洲地区也是宗教投资的传统发源地，与 ESG 有一定关联。**欧洲是 ESG 基金的主要发源地，历史悠久。1965 年，在瑞典禁酒运动的背景下，全球第一只基于社会责任投资理念的基金 Akite Ansvar Aktiefond 在欧洲宣告成立，该基金的核心策略明确将酒精和烟草类企业从投资组合里剔除。

从经济的角度看，欧洲投资者偏好 ESG 投资，可能还与能源结构相关——欧洲是典型的“因能源缺乏而率先推动产业转型的地区”。

欧洲的能源产业一度走在世界前列，但化石能源时代受限于当地有限的资源禀赋，大量依赖进口。欧洲是第一、二次工业革命的发源地，从牛马驴骡等牲畜劳力到蒸汽机动力，再到内燃机动力，每一次动力的革新带来的不仅是生产力以几何倍数提升，还有

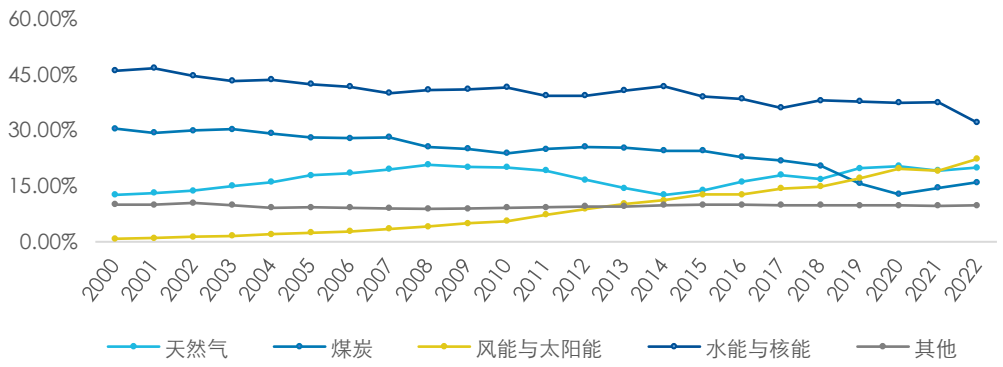
能源产业的转型切换。欧洲自第二次工业革命后便进入了化石能源时代，但受制于区域资源禀赋，欧洲的化石能源产销长期处于失衡状态。自 20 世纪 80 年代以来，欧洲地区石油和天然气资源探明储量占全球比重持续下降，2020 年最新占比分别为 0.8%和 2.4%。欧盟原油消费量和产量缺口不断扩大[25]。

煤炭、石油、天然气等石化能源，依然是欧盟主要能源来源。2015～2022 年，欧盟能源消费总量一直在 20 亿吨标准煤上下波动。其中，2022 年消费总量为 20.10 亿吨标准煤，比 2021 年降低 0.4 亿吨。从能源消费结构看，煤炭从 2015 年的 16.3%降至 2020 年的 10.5%，2022 年上涨至 11.9%。石油从 2015 年的 36.6%降至 2020 年的 35.5%，2022 年上涨至 37.7%。天然气从 2015 年的 20.4%增至 2020 年的 24.0%，2022 年降至 21.1%。非水可再生能源从 2015 年的 8.7%持续增至 2022 年的 14.7%。核能从 2015 年的 12.0%降至 2022 年的 9.3%[26]。

欧盟能源高度依赖进口。2015～2022 年，欧盟能源对外依存度居高不下。欧盟石油对外依存度在 95%以上，2022 年，达到了 96.7%。欧盟天然气对外依存度持续走高，从 75.7%增至 88.0%。煤炭对外依存度一直维持在 40%左右，2022 年为 41.7%[23]。

有限的化石资源逼迫欧洲各国不得不另谋出路，而自 20 世纪 70 年代以来各国对环境问题和气候变化的关注更是催化了这个过程。70 年代以来，欧洲各国对能源的管理措施和法令日益系统化。其在可再生能源方面的技术发展迅猛，各国政府重视对传统能源工业的升级换代，采取“开发与节能并重”政策，着力实现能源消费的多元化。自 20 世纪 80 年代以来，欧盟的替代能源和核能占能源使用总量的比例便位居世界之最，并与其他地区差距不断拉大，直至 2015 年达到 20%。2022 年，风电和光伏在欧洲电力能源结构中的占比首次超过天然气，比重分别为 22.28%和 19.91%，但煤炭依然是欧洲发电主力。

图表 66：欧洲电力能源结构（单位：%）

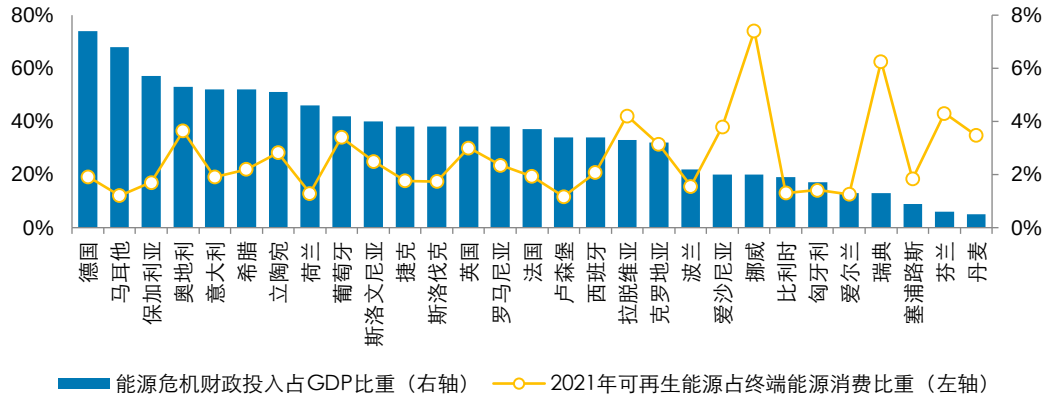


资料来源：Ember，数据截止至 2022 年 12 月 31 日

2021 年的极端情况下，进一步证明了能源转型较为成功的欧洲国际抗风险能力更强。以 2021 年欧洲能源危机为例，欧洲国家为应对能源价格危机，采用多种财政手段对能源价格进行调节，包括削减能源税、征收暴利税、面向脆弱群体的转移支付等。其

中，德国、马耳他、保加利亚、意大利等能源结构相对传统的国家受能源危机冲击较大，付出较高的财政成本；而挪威、瑞典、芬兰、丹麦等可再生能源部署较多的国家，应对能源危机的财政投入占 GDP 的比重则相对较低。

图表 67：欧洲能源危机与财政投入占比



资料来源：Bruegel，Eurostat，数据截止至 2021 年 12 月 31 日

欧盟内部不同国家的 ESG 投资实践进度，进一步证明了国家能源结构是影响 ESG 态度的重要因素。石化能源排除是 ESG 投资的重要内容，在欧洲各国内部对这一实践存在分化。为了落实《巴黎协定》中的温室气体减排目标，欧洲各国政府陆续公布了淘汰煤炭的时间表。第一个结束燃煤使用历史的欧洲国家为比利时，于 2016 年停止使用煤炭——该国发电主要依靠核电（2022 年发电量占比达 47.3%），煤炭占比较小。2020 年，瑞典关停国内最后一座燃煤电厂，正式结束燃煤发电历史，截止 2022 年瑞典的电力构成中，水电占 41%、核电占 29%、风电占 19%、热电占 9%以及太阳能发电占 1%。在各国中，德国的“退煤”进程最慢，德国是欧洲最大的经济体、最大的煤炭消费国，德国煤电发电量大约占全国发电量的 40%，煤电碳排放量占电力部门的 80%。2019 年 1 月，德国煤炭委员会正式宣布，已就淘汰燃煤电厂的时间表达成协议，确定德国最晚将在 2038 年年底结束煤电[27]。**欧盟各国对待“去石化”、“退煤”等 ESG 举措，反映了 ESG 应当结合本国的能源结构进行个性化的实践。**

美国：反 ESG 思潮兴起，ESG 基金持续遭受赎回

美国反 ESG 思潮兴起，但固收 ESG 资管产品相对坚挺。

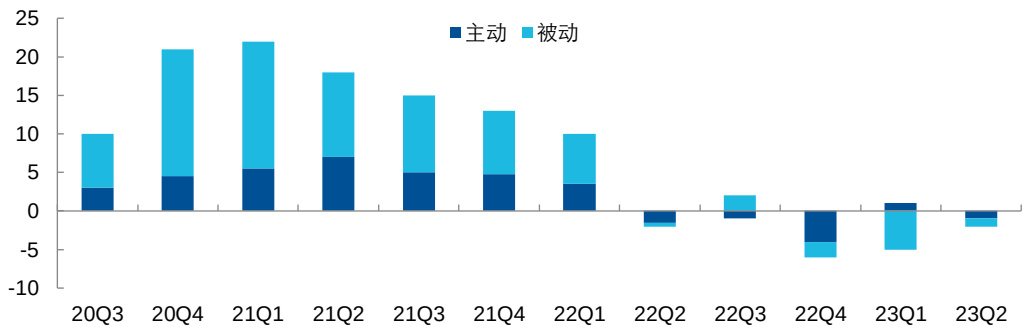
美国是全球第二大 ESG 投资市场。根据晨星数据显示，截止 2023 年 6 月 30 日，美国可持续投资基金规模为 3130 亿美元，在全球占比达 11%。美国 ESG 投资晚于欧洲，但也是世界上较早展开 ESG 实践的国家。最早美国的 ESG 投资可以追溯至 20 世纪 60 年代。1962 年美国生物科普作家蕾切尔·卡逊发表了环保主义著作《寂静的春天》，所描写的环境污染灾难发人深省。1971 年，美国诞生了首只责任投资基金——“和平女神世界基金”（Pax World Funds），拒绝投资利用越南战争获利的公司，该基金截止 2023

年中仍在正常运营中。1990 年 5 月，KLD 研究与分析有限公司成立了美国首个 ESG 股票指数 Domini 400，该指数也是全球首只以企业的社会责任表现作为主要评估与筛选依据的基准指数。

美国 ESG 投资呈现出波浪式变化，自 2021 年开始出现反 ESG 风潮。2021 年 12 月，Bad 投资公司（The Bad Investment Company）在纽交所推出全球首支“反 ESG”基金 B.A.D. ETF（BAD），主要投资美国市场的三大争议性行业：博彩、药物和酒精。截止 2023 年 11 月 13 日，该基金总规模约为 932 万美元。

受多种因素影响，2022 年反 ESG 风潮逐渐蔓延，并切实地影响 ESG 资管规模。2022-2023 年 ESG 基金持续遭受赎回。2023 年第二季度，美国可持续基金的需求疲软，但美国开放式基金和交易所交易基金的总体情况良好。在 2023 年第二季度，美国开放式和交易所交易资金申购赎回净流入 200 亿美元，尽管低于往年的 1000 多亿美元季度收入水平，但至少资金流向仍为正。而同期的 ESG 基金持续遭受净赎回，资金流向为净流出。这一趋势不仅在今年，过去五年美国 ESG 基金的增长率都低于美国整个基金的增长率。按期初净流量占总资产的百分比计算，2023 年第二季度，可持续基金小幅收缩 0.21%，而美国基金整体增长 0.08%[1]。

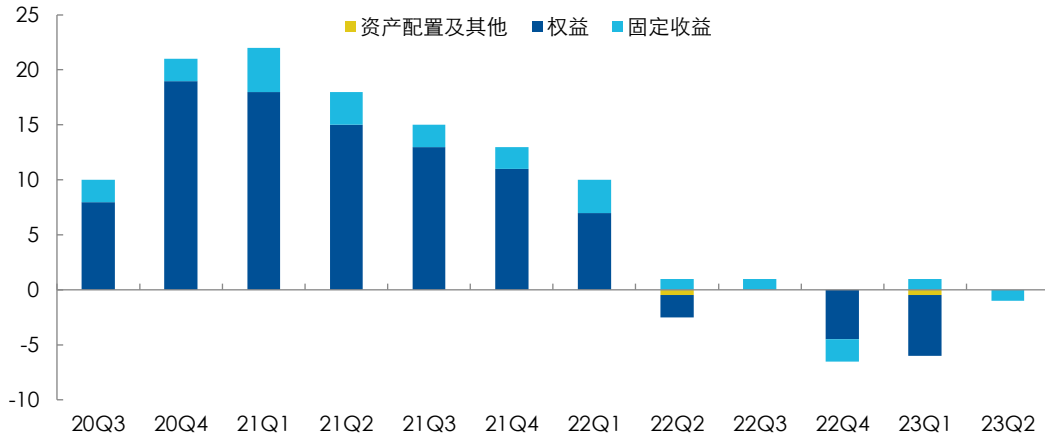
图表 68：2020-2023 年各季度美国 ESG 基金资金流入流出情况 （单位：十亿美元）



资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

分资产类别看，固收 ESG 基金相对坚挺，依然有正向的申购资金流入，而股票 ESG 基金则存在持续赎回收缩现象。2023 年第二季度，固收 ESG 基金筹集了 2.88 亿美元，这是其连续第二个季度的资金申购流入。具体到产品上，除了 iShares ESG 美国综合债券 ETF 之外，其他申购扩容的债券基金来自 ESG 专家 Calvert。Calvert Core Bond CLDAX、Calvert 超短期限收益 CULAX 和 Calvert Bond CSIBX 等基金产品，在 2023 年二季度的净申购流入资金超过 7500 万美元，其中 Calvert Core Bond 的净申购流入资金为 1.865 亿美元。与此同时，ESG 权益类基金受冲击严重。在本季度 ESG 权益类基金净赎回 8.38 亿美元，是连续第三个季度出现净赎回 [1]。

图表 69：2020-2023 年各季度按资产类别看，美国 ESG 基金资金流入流出情况 （单位：十亿美元）



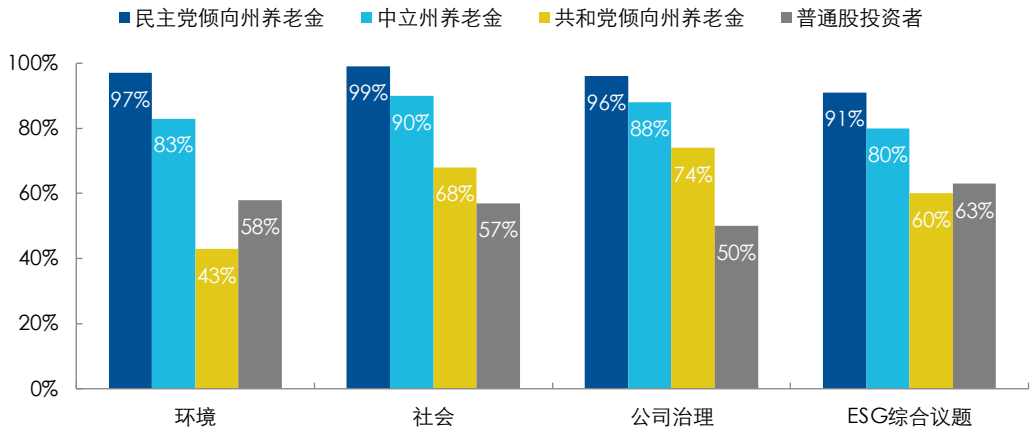
资料来源：晨星，截止至 2023 年 6 月 30 日

同样作为饱受“非 ESG 因素”（环境污染、人权、劳工罢工）等问题的发达国家，美国和欧洲地区一样，曾为相关问题花费高额的赔偿。同时，美国的宗教投资、责任投资与居民环保意识也较强，为什么在美国地区与欧洲呈现出完全不同的趋势？美国甚至呈现出“**ESG 转型不迫切，更加看重实际的经济效果及投资回报**”的区域特点。

美国反 ESG 思潮的直接原因，主要包括两点：第一，政治斗争，第二，经济回报。

第一，政党之争是反 ESG 思潮的直接原因。2023 年 3 月，美国参议院推翻了美国劳工部于 2022 年 11 月出台的关于允许养老金在投资决策中考虑 ESG 因素的规定，理由是认为考虑 ESG 因素会损害养老金回报。美国总统拜登于 2023 年 3 月 20 日发布担任总统以来的第一张否决令，否决上述方案，继续推进美国劳工部的规定，即允许养老金在投资决策中考虑 ESG 因素。尽管上述美国劳工部的 ESG 相关规定目前涉险过关，但业内普遍认为美国两党关于 ESG 的斗争可能才刚刚开始，并在美国各州持续发酵。2023 年 4-6 月期间，晨星在 2022 年年报季中，统计了各州养老金对所持股上市公司 ESG 关键决议事项的投票数据——晨星以 FiveThirtyEight 2022 党派支持率数据将各州分为民主党倾向州、共和党倾向州、中立州三类，并找出关键 ESG 决议事项（定义为独立股东支持率在 40%以上的 ESG 决议，以排除内部股东投票等噪音的影响）。晨星的统计数据发现：1）位于民主党倾向州的公共养老金依然认可 ESG，各项 ESG 投票事项均予以赞成票，通过率水平高于其他州。2）位于共和党倾向州的公共养老金对 ESG 事项的认可度较低，通过率较低，特别是涉及到“**环境**”事项的投票甚至低于普通股投资者水平。上述研究进一步反映了政党政治对养老金的影响[28]。

图表 70：按政治倾向划分，2022 年美国各州养老金对关键 ESG 决议的平均支持率



资料来源：晨星，其中各州政治倾向按照 FiveThirtyEight 2022 进行分类

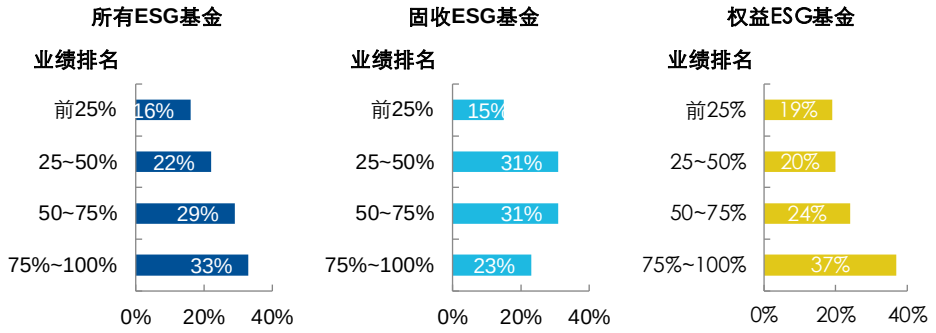
政党之争，本质上反映了 ESG 对不同能源结构/经济结构的区域影响不同。美国以保守派为主的州政府立法机构，已经开始着手引入反 ESG 的法例。在各州之中，美国德克萨斯州反对 ESG 的政策声浪最强。首先，德州限制当地养老金配置 ESG。2022 年 8 月美国得克萨斯州和佛罗里达州先后宣布禁止该州的养老金投资经理在资产配置时纳入 ESG 因素。其次，德州加大对于 ESG 资管机构的打击，德州将奉行 ESG 投资理念的贝莱德、瑞银等机构列入“抵制能源公司的金融机构名单”，禁止上述机构与州政府及地方企业签订合同，除非这些机构明确声明不再限制或禁止在石油、天然气等传统能源领域的投资。从德克萨斯州为案例，可以看到反对 ESG 思潮主要受以下因素影响：

a) **区域经济：石油天然气、军工产业是德州当地重要产业，ESG 阻碍其地区经济发展。**德克萨斯州位于美国墨西哥湾沿岸，是全美 GDP 排名第二的大州，2022 年 GDP 达 2.3 万美元。德州的经济发展离不开能源行业，其是美国最大的石油和天然气生产州，石油和天然气资源丰富。根据美国能源信息署（EIA）的数据，德克萨斯州在 2021 年生产了美国原油总产量的 43%和 25%的天然气。德克萨斯州还有 31 家石油炼油厂，占美国总产量的 32%。德州的能源化工产量世界闻名，大量石油公司（Conoco-Phillips、Exxon-Mobil、Halliburton 等）的总部都设在德州。此外，石油是德克萨斯产业的基础，哺育了开采、冶炼、化工、钢铁、水泥等重工业，以及汽车制造等高端制造业发展。**军工业也在其中得到发展，洛克希德·马丁公司全美最大的军火工厂也位于德州。**石油公司、军工企业由于投资规模庞大，难以在短时间内实现成功转型。而基金和银行碍于 ESG 标准限制，无法展开投资与借贷业务，不利于当地产业扩产或转型。对德州而言，通过投资能源和天然资源行业来促进经济增长是至关重要的，过分强调环境和社会责任反而会导致当地企业的收入利润减少。

b) **德州反 ESG 思潮也与两党政治主张有关——资本主义自由市场精神。**德州是美国共和党的大本营，作为一个保守州，德州对 ESG 的政治态度明确。美国以保守派为主其他 30 个州政府也强力反对 ESG，已经开始着手引入州内反 ESG 的法例，立法惩罚 ESG 友善企业。**共和党认为，金融机构用 ESG 滤镜来检视企业贷款，违反了美国企业股东权益。**限制贷款给特定产业更是一种歧视，且有害传统产业发展，违背资本主义自由市场精神。

第二，从经济性角度（投资回报）看，美国 2022 年 ESG 退潮，与 ESG 基金业绩表现不佳有一定相关性。为了评估 ESG 基金的投资表现，晨星将 ESG 基金业绩回报率与相应的晨星类别同行进行比较。总体而言，2022 年 ESG 基金表现落后于传统基金，61%的 ESG 基金业绩位于各自晨星分类后 50%。从资产类别看，股票型 ESG 基金表现最差，37%的股票型 ESG 基金业绩排名位于各自分类的倒数 25%。固收业绩平稳，但是难称亮眼，仅 15%的固收型 ESG 基金业绩排名位于同类基金的前 25%，超过 50%的则位于同类基金的 50%[29]。2022 年 ESG 基金表现较差，可能是因为 2022 年传统能源业绩好，但是许多 ESG 基金无法投资。而 ESG 基金重仓的信息技术板块业绩不佳，拖累 ESG 基金的整体表现。

图表 71：2022 年美国 ESG 基金业绩表现



资料来源：晨星，其中晨星按照业绩表现（收益率）把基金划前 25%、前 25%-50%、50%-75%、75-100%。

美国反 ESG 思潮的根本原因——美国是全球石化能源结构的受益者。

美国是石化能源出口国，是全球能源结构的受益者。美国自 1973 年提出“能源独立”战略以来，通过页岩油气革命和大力发展可再生能源技术，能源产量大幅增加，其能源政策重心也从过去以追求能源独立为主，转变为协同推进国内能源独立和谋求主导全球能源市场的阶段[30]。如前文所述，将“石化能源”排除在外的 ESG 策略，在一定程度上会影响美国区域经济的发展。

美国目前是全球石油、天然气生产消费大国，资源丰富，能源自给，对 ESG 的需求并不迫切。2021 年，美国原油产量、炼油加工量、炼油能力、石油消费量和天然气产量、天然气消费量分别为 6.7 亿吨、7.4 亿吨、8.4 亿吨、8.9 亿吨、8318 亿立方米和 8171 亿立方米，占全球比例分别为 16.2%、20.4%、18.8%、20.5%、21.5%和 21.2%，多项指标居全球第一位。在全球油气市场低迷的情况下，俄罗斯等非欧佩克国家联合沙

特阿拉伯、伊朗等欧佩克国家共同减产的时期，美国石油和天然气产量却大幅增加，分别在 2017 年和 2012 年超过俄罗斯、沙特阿拉伯成为全球第一大原油生产国和第一大天然气生产国。2021 年，全球石油产量较 2020 年增长了 9446 万吨，几乎所有的增长都来自美国，委内瑞拉、伊朗、墨西哥、安哥拉、中国等国家石油产量却大幅下滑；全球天然气较 2020 年增长 1901 亿ｍ３，近一半的增幅来自美国[31]。

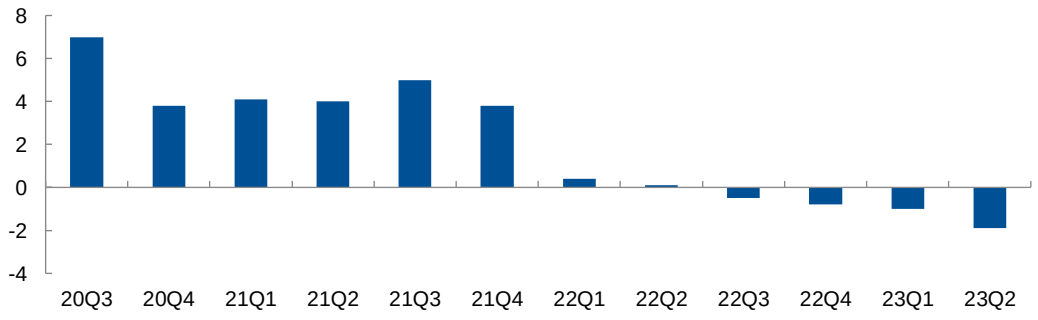
未来美国将有可能实现能源自给，甚至成为天然气、煤炭的净出口国。过去 10 年，在需求减缓和供应大幅增长的双重作用下，美国石油和天然气对外依存度持续下降，石油对外依存度最高从 2008 年的 65.6%降至 2021 年的 25%，天然气对外依存度最高为 2008 年的 13.2%，2020 年已成为天然气净出口国，2021 年天然气出口量为 166 亿ｍ３。而煤炭常年保持大量出口，2021 年美国煤炭净出口量为 1.2 亿吨[32]。目前，石油是制约美国能源独立的重要因素。从能源供需情况来看，美国天然气产量持续攀升，出口量将持续增加，据 EIA 预测，到 2035 年天然气净出口量将超过 1500 亿ｍ３。随着未来非常规石油产量的快速增长，美国有望实现石油净出口，2025 年和 2035 年石油量净出口量将分别达 0.7 亿吨和 1.2 亿吨。另外，未来 20 年美国煤炭净出口将长期保持在 1 亿吨以上。因此，美国能源届时不仅能满足自身需求，每年还将保持较大规模的出口。**换而言之，当前美国对 ESG 的需求并不迫切，未来在 ESG 降低全球石化燃料使用的大背景下，美国甚至会排斥 ESG。**

综上，美国整体而言，将“ESG”视为一项投资主题，更关注其对经济发展带来的实际效果，以及对资管产品能否带来超额回报。出于能源结构特点，美国部分地区也产生了“反 ESG”思潮。

日本：ESG 态度模糊，2022 年以来 ESG 基金连续遭净赎回

自从 2022 年以来，日本 ESG 资管规模与美国相同，连续多个季度持续赎回流出。

图表 72：日本地区 ESG 资管产品资金流入流出情况（单位：十亿美元）



资料来源：晨星，数据截止至 2023 年 6 月 30 日

根据晨星数据显示，截止 2023 年 6 月 30 日，日本可持续投资基金规模为 250 亿美元，在全球占比达 1%。日本 ESG 基金持续收缩，较上个季度下滑 3%。2023 年第二季度，投资者从日本 ESG 基金中净赎回了 19 亿美元，赎回额进一步创新高，2023Q2

也是ESG基金连续第四个季度净流出。主动管理基金占2023年二季度资金流出的90%以上。值得注意的是，30%的资金外流可归因于两只基金——AMOne Global ESG 高质量增长股票基金 Unfried 和 SMDS 创新脱碳战略基金——分别净赎回 4.08 亿美元和 1.53 亿美元[1]。

日本 ESG 资管规模收缩，主要由权益类产品赎回导致，固收资金流入流出持平。在受撤资影响最严重的 20 只日本基金中，有 19 只是股票基金。这与日本股市的表现形成了鲜明对比，日本股市在 2023 年经历了大幅上涨。今年上半年，以基准货币计算，日经 225 指数和东证 1000 指数等主要市场指数分别上涨了 28%和 23%，目前处于多年高点[1]。

整体而言，日本呈现出"回避环境相关议题，ESG 整体偏向于公司治理等定性议题"的特点，ESG 态度模糊。

在能源结构上，日本相比于欧洲更加捉襟见肘，严重依赖外部进口。自上世纪 70 年代石油危机以来，日本各产业界特别是在制造业广泛推广节能。自 2000 年代中期原油价格再次上涨等因素的影响，日本能源消耗总量在 2005 年达到峰值后一直呈下降趋势。日本的能源利用效率及能源节约在世界范围内名列前茅。观察世界主要国家的"生产单位 GDP 所需消耗能源"的变化趋势可看出：2020 年日本的单位 GDP 消耗能源低于世界平均水平，且是印度的四分之一，中国的三分之一，但与英、德还存在差距。尽管已经尽力提高能源使用效率，根据日本经济产业省《2023 年日本能源白皮书》，2021 年日本化石能源供能占比依然高达 88.9%，且石油对进口的依赖程度大，其中对中东的依赖程度高达 92.5%，日本石油能源自给率仅为 13.3%[33]。

对比能源自给率在 35%-75%的欧盟国家，自给率仅 11%的日本难以激进地推进"非石化能源"，甚至会因为经济发展需要而增加石化能源使用、增加有害废水投放。根据日本经济产业省数据统计，英国、法国、德国 2020 年能源自给率为 76%、55%、35%，而日本自给率仅为 11%[29]。在全球以石化能源为主的大背景下，日本难以提出激进的 ESG 策略。2021-2022 年，受世界局势影响，日本面临着自石油危机以来最严重的能源危机。日本天然气进口价格与 2020 年 1 月相比上涨了约 2 倍，电价也在短期内快速飙升。这对日本的产业生产，居民生活带来了巨大压力。面对能源问题带来的民生压力，日本政府在放缓燃油价格上涨、放缓电力、天然气价格上涨，以及应对能源涨价的民生补贴方面推出政策。此外，**近年来日本政府还采取了火力发电站增产**，私营发电站发电增加、加速重启检修中的发电站、地区灵活供电、宣传生产及生活中节电等措施。此外，针对福岛核泄漏事件，日本持续推进核电站内的核废料处理，预计需要到 2031 年全面完成。2023 年 1 月，根据相关部长等会议，**日本政府决定将核废水（ALPS 处理水）入海**，更引起进一步的国际谴责。此外，日本自然灾害频繁，在涉及到环境保护与减少有害排放时的管理难度也更大，污染情况变得更加复杂。

在 ESG 各要素中，"环境"要素是最为成熟且易于量化的。但由于前文所述，日本无法在"环境"要素上予以坚定的承诺，也无法严格地付诸实践。因此，ESG 投资在日本主要外化为"公司治理"。日本首部 ESG 相关的政策法规是由日本金融厅 2014 年发

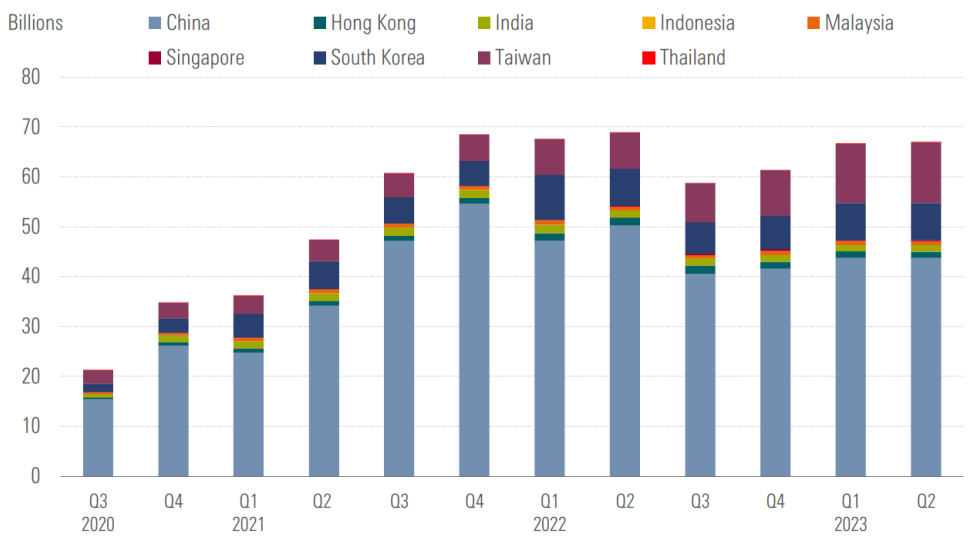
布《日本尽职管理守则（Japan Stewardship Code）》，主要针对投资于日本上市公司股票的机构投资者和机构投资者委托的代理顾问提出七大原则，要求其积极行使股东权利，与被投资公司开展对话。另一重要政策文件是日本金融厅联合东京证券交易所在 2015 年颁布的《日本公司治理守则》。该守则面向上市公司，从公司治理角度规定公司应遵循 ESG 原则，要求公司更加关注利益相关者，要就 ESG 问题与相关方进行合作，并采取适当措施。

上述多方面的原因使得日本对 ESG 的态度较为模糊，叠加上日本股市回暖，可能是近期日本 ESG 资管产品持续净流出的主要原因。

亚洲（除日本外）：中国内地除港澳台地区、中国香港、中国台湾、韩国与印度

在 ESG 存量资管产品中，中国内地、韩国、中国台湾 ESG 投资规模在亚太地区领先。中国 ESG 基金市场规模排名第三，总规模约 480 亿美元。固定收益 ESG 资管产品在亚太地区仍处于早期阶段。截至 2023 年 6 月底，股票占亚洲（日本除外）ESG 基金资产的 71.1%，而大类资产配置和固定收益基金分别占 23.0%和 5.7%。被动基金仍然是投资者的热门选择，本季度申购流入 25 亿美元，而主动基金赎回净流出 5.68 亿美元[1]。

图表 73：亚太地区 ESG 资管产品资金流入流出情况（单位：十亿美元）



资料来源：晨星，数据截止至 2023 年 6 月 30 日

不同地区的存量 ESG 资管产品趋势不同，在中国台湾、韩国、新加坡、中国香港、印度、日本等地区出现差异化的分化。

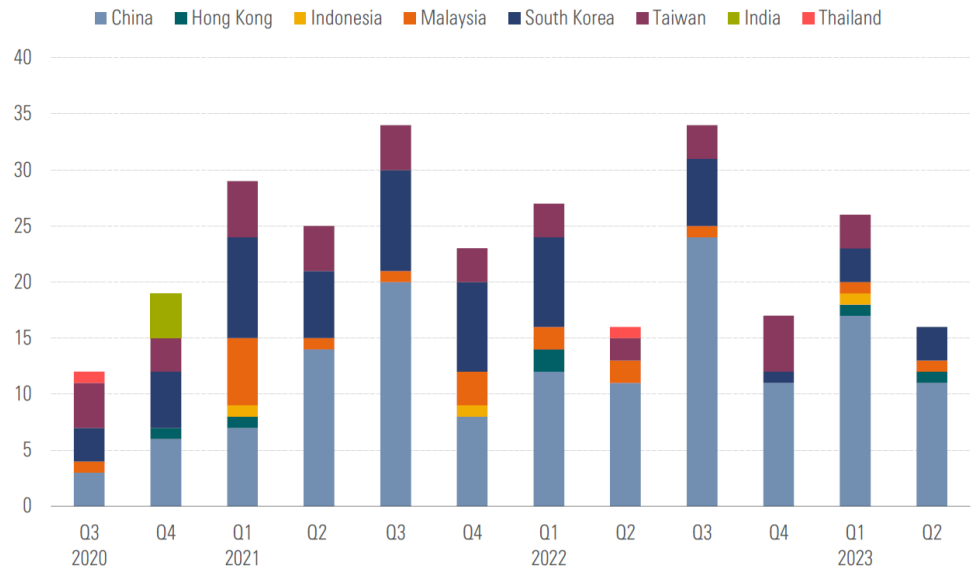
中国台湾/韩国 ESG 资管产品呈现正向的资金流入，而新加坡/中国香港呈现出净

赎回的趋势。除中国、日本外，亚洲地区 2023 年 Q2 的 ESG 资管产品净流入约 1.72 亿美元。该地区的资金流入是由中国台湾推动的，台湾地区 23Q2ESG 资管产品申购流入 3.07 亿美元。而韩国 23Q2 ESG 资管产品申购流入 2000 万美元，与前连续四个季度流出的趋势相反。与此同时，新加坡和中国香港在 2023 年第二季度分别净赎回 4500 万美元和 2200 万美元 [1]。

印度与日本趋势相同，受股价大盘反弹影响，投资者持续从 ESG 基金中赎回。印度 ESG 基金以股票基金为主，本季度出现 6600 万美元的资金赎回外流，印度市场过去一年一直出现资金外流。原因可能是由于印度 ESG 资产收益率弱于大盘——MSCI India ESG Leaders 指数在上个季度上涨 7.9%，落后于 MSCI 印度指数 12.2%的回报率。更进一步地，以 2023 年 6 月为截止日，往前回溯一年的业绩表现，前者落后后者 7.5 个百分点 [1]。

而针对增量的新发行 ESG 基金，亚太区固收 ESG 基金也处在早期阶段。2023 年 4 月至 6 月，亚太发行了 16 个新的 ESG 基金：11 个在中国内地，3 个在韩国，中国香港和马来西亚各一个。在资产类别上，亚太地区的 ESG 资管产品以股票基金为主 [1]。

图表 74：2023 年第二季度亚太地区 ESG 基金募集情况（单位：十亿美元）



资料来源：晨星，数据截止至 2023 年 6 月 30 日

本章启示：ESG 在中国的战略落地，应当遵循本国国情及发展需求

近年来，国际反 ESG 潮流兴起。虽然 ESG 的热潮近年来席卷全球，但其在概念体系、理念体系等方面仍有不成熟之处，在各个国家与市场发展程度不一，因此逐渐出现了质疑和反对的声音。**从社会舆论、ESG 资管产品申购及赎回情况看，各地区的 ESG 趋势大不相同。**欧洲 ESG 热潮依然在，2023 Q2 欧洲 ESG 基金依然获得 200 亿美元的净申购流入资金。美国反 ESG 思潮来势汹汹，投资者在 2023 年上半年从美国 ESG 基金市场赎回 58.35 亿美元，已经连续 4 个季度持续赎回。日本同样存在着净赎回的情况。而中国内地、中国香港保持着净申购买入 [1]。

针对上述背景，本文得到如下建议；

首先，我国应冷静客观看待全球反 ESG 思潮，辩证地将 ESG 与本国国情相结合。剥离“思想观念”等文化因素，各地区的 ESG 偏好与其经济结构及能源结构相关。欧洲地区能源对外依存度高，对 ESG 重视程度高。而美国能源自给率高，因此美国对 ESG 的需求存在争议。更进一步而言，石油/天然气/煤炭/军火等反 ESG 领域甚至给美国创造了大量的收入，严苛的 ESG 会减少美国的收益，因此美国率先出现了反 ESG 思潮。而日本则对外依存度极高，短期无法快速过渡到非石化能源，国民也更关注当下的经济发展，因此日本整体对 ESG 的态度较为模糊。

其次，针对 ESG 中的“环境”要素，我国对 ESG 的推进程度，应当与我国能源结构相契合。我国是世界上第一大能源生产国和消费国，初步核算，2022 年我国能源消费总量达 54.1 亿吨标准煤，同比增长 3.2%。在结构上，煤炭 56.2%、石油 17.9%、天然气 8.5%、非化石能源 17.4%。可以看出，煤炭和石油仍是我国主要的能源来源，与此同时，非化石能源的占比在逐渐增加。近年来，我国能源的自给率不断上升，从 2016 年的 70%上升至 2022 年的 86%，其中煤炭自给率常年超过 90%，但是石油对外依存度突破 70%，天然气对外依存度突破 40%[34]。整体而言，我国能源安全形势总体可控，但油气安全面临挑战。结合我国能源结构，得到如下的 ESG 投资实践启示：

1） **在自给率较高的“煤炭”能源中，我国可以借鉴美国经验，在 ESG 投资实践中执行相对“中性”的投资策略，或根据区域需要调整策略。**我国在现有能源结构和转型阶段过程中，在局部地区可以予以煤炭企业一定的优待，现阶段不建议一刀切地拒绝投资煤炭。以山西等煤炭大省为例，如果一个项目能够帮助当地企业完成更加高效节能的煤炭生产甚至转型，助力经济发展，那么该项目也具备一定投资价值。

2） **在我国自给率较低的“石油”、“天然气”领域，我国可借鉴欧洲经验，大力支持相关可再生额能源的 ESG 投资，降低对石油、天然气等化石能源的依赖。**回顾本章关于欧洲地区的讨论，俄乌冲突对欧盟能源供应造成极大影响。同样地，我国石油、天然气等能源在进口来源国家、运输通道、能源价格等方面面临一定风险。为确保能源安全稳定供应，ESG 投资可将石油/天然气能源清洁化发展作为投资方向，以此夯实保障能源安全的基石。

参考文献

[1] Morningstar（2023），Global Sustainable Fund Flows: Q2 2023 in Review

2 Russell Investments（2020），Yoshie Phillips ESG considerations in fixed income

3 Gunnar Friede，Timo Busch & Alexander Bassen（2015）ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies，Journal of Sustainable Finance & Investment

4 香港贸发局&大华银行联合（2023），开拓绿色潜能：发掘大湾区可持续发展机遇

5 GPIF（2022），Report on the High-Level Study on the Integration of ESG and SDGs in Investment

6 California State Teachers' Retirement System（2022），Annual Comprehensive Financial Report

7 Japan Government Pension Investment Fund（2023），the 2022 ESG Report，September 25，2023

8 Previ（2023），2022 Annual Report

9 Wellington Introduction，https://www.wellington.com/en/about-us/facts-and-figures

10 CalSTRS，GPIF，USS（2020），Our Partnership for Sustainable Capital Markets

11 Moody's Analvtics（2019），The Economic implications of Climate Change.

12 NPSIM（2023），2022 NATIONAL PENSION FUND Annual Report

13 Russell Investments，Yoshie Phillips ESG considerations in fixed income，April 14，2020

14 Russell Investments，Yoshie Phillips ESG considerations in fixed income，April 14，2020

15 全国社会保障基金理事会社保基金（2023），2022 年度报告

16 Amundi（2021），Amundi is 'SFDR Ready'!，https://www.amundi.com/globaldistributor/Common-Content/Distributor/News/Amundi-is-SFDR-Ready

17 Amundi（2023），2022 Climate Sustainability Report

18 Amundi（2023），2015 Prospectus，Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C https://www.amundi.com/globaldistributor/product/view/FR0011088657

19 Amundi（2023），2023 SFDR Pre-contractual Annex，Amundi Ultra Short Term Bond SRI I C https://www.amundi.com/globaldistributor/product/view/FR0011088657

20 Candriam（2023），2022 Corporate Social Responsibility Report

21 Candriam（2023），Candriam Sustainable Bond Euro Corporate，https://www.candriam.com/en-lu/professional/funds-lister/fund-detail/LU1313770452#ESG-Documents

22 PIMCO（2023），Sustainable Investing Report 2022 ABV

23 Morningstar（2023），SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2023 in Review

24 香港证券及期货事务监察委员会，ESG 基金清单，https://www.sfc.hk/en/Regulatory-functions/Products/List-of-ESG-funds

25 国泰君安策略研究（2021），长坡厚雪，云开月明——能源产业升级海外经验之欧洲篇

26 华能集团能源研究院（2023），化石能源消费回升，欧盟能源转型何去何从，中国电力企业管理

27 中国能源情报研究中心杨永明（2020），欧洲能源转型：2050 年碳中和路径探析，能源情报研究

28 Morningstar（2023），U.S. Public Pension Plans Sustain Support for ESG Resolutions

29 Morningstar（2023），U.S. Sustainable Funds Face Growing Pains in 2022

30 汪制邦，刘满平（2023），国家发展改革委价格监测中心，美国能源政策转变对全球能源市场影响及我国对策[J].价格理论与实践，2023（07）:24-29.DOI:10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2023.07.167.

31 中国自然资源部中国地质调查局国际矿业研究中心，全球矿业发展报告 2019-2021

32 矿业天地（2021），世界能源的新的格局

33 日本经济产业省（2023），2023 年日本能源白皮书

34 中国工程院院士、中国石油集团国家高端智库专家孙龙德（2023），中国石油天然气发展的主要维度