

我国践行 ESG 责任投资以应对气候风险的市场背景与发展建议

施懿宸 杨晨辉

贝莱德 (Black Rock) 集团总裁兼董事长 Larry Fink 于 1 月 14 日在年度致辞中表示, 气候危机将从根本上重塑金融市场, 对资本格局的重新洗牌。因而, Black Rock 也将适应市场变化, 将可持续发展理念贯彻在投资组合建设之中, 加强投资管理活动的可持续性以及相关的信息透明度。Fink 同时认为, 随着可持续发展对投资回报的影响不断增加, 可持续投资将成为投资组合策略的基本核心内容。

目前, 全球气候变化所产生的金融风险甚嚣尘上, ESG 责任投资作为行之有效的金融工具正逐步衍生为国际资本市场的焦点。本文将简要分析 ESG 责任投资应对气候变化相关风险的主要机制, 通过阐述 ESG 责任投资的国际市场背景与我国实践的必要性, 综合对各利益相关方提出未来发展建议。

一、ESG 责任投资是应对气候风险的关键性金融工具

(一) 全球范围内的气候风险持续上升

世界经济论坛所发布的《2019 年全球风险报告》显示, 以发生概率与影响力排列的全球经济风险矩阵中, 极端天气事件、气候变化缓和与调整措施失败、自然灾害以及生态系统崩溃为代表的主要环境气候风险事件位列十大风险排名的核心位置。这表明世界经济正逐渐提升有关气候风险防范与应对措施的重点关注度, 并试图瓦解近年来愈演愈烈的气候变化负面影响。究其根本, 极端天气事件频发、生态系统濒临崩溃等现状, 无不迫使利益相关者直面气候风险加剧的趋势。

表 1 全球经济的主要环境与气候风险及内容概述

环境与气候风险

极端天气事件（如水灾、暴风等）	极端天气事件造成重大财产、基础设施和/或环境破坏以及人身伤亡
气候变化缓和与调整措施失败	政府和企业未能执行或颁布有效措施以减缓气候变化、保护人口和帮助受气候变化影响的企业适应环境
严重生物多样性损失和生态系统崩溃（陆地或海洋）	对环境造成不可逆的影响，导致人类和工业资源严重枯竭
重大自然灾害（如地震、海啸、火山爆发、地磁风暴）	地球物理灾害（如地震、火山活动、山体滑坡、海啸或地磁风暴）造成重大财产、基础设施和/或环境破坏以及人身伤亡
人为的环境破坏和损害灾难（如石油泄漏、放射性污染等）	未能防范重大人为损失和灾难，包括环境犯罪在内，对人类生命和健康、基础设施、财产、经济活动和环境造成损害

资料来源：《2019 年全球风险报告》

2019 年 12 月 3 日，世界气象组织（WMO）发布的 2019 年全球气候状况临时声明报告指出，过去五年或十年间的平均温度接近历史最高水平。根据综合分析使用的五大数据集均值，2019 年全球年均气温比工业化前平均值高出 1.1° C。2019 年为有记录以来第二高温的年份，而海洋热含量达到了创纪录水平。

除此之外，UNEP 的最新《排放差距报告 2019》指出，即使《巴黎协定》中所有无条件国家自主贡献（NDCs）承诺都得到充分落实，1.5° C 目标下的全球碳预算仍将提前于 2030 年用尽。根据现有的“国家自主贡献”行动目标推算可知，即便《巴黎协定》得到充分的贯彻实施，全球气温仍将上升约 3°C，造成不可逆转的严重破坏。

（二）气候变化所产生的金融风险

气候变化所产生的金融风险主要分为两个层面：一是物理风险，即极端天气事件与长期气候变化等主要问题所直接带来的财务经济损失；二是转型风险，即政府、社会部门或私人机构等主体为控制气候变化而采取的政策及行动与现行金融体系不适应，继而对金融稳定与经济环境产生冲击的风险。

中国人民银行副行长陈雨露于“2019 中国金融学会学术年会暨中国金融论

坛年会”上表示，气候变化是导致经济和金融体系结构性变化的重大因素之一，具有“长期性、结构性、全局性”特征。同时表明，气候变化所产生的物理与转型风险将通过资产价值重估、资产负债表、抵押品价值变化、风险头寸暴露、政策不确定性和市场预期波动等渠道，对宏观经济和金融变量产生显著影响，进而冲击金融稳定和宏观经济。

（三）应对气候变化所产生金融风险的方法学概述

世界气象组织和联合国环境规划署所共同建立的联合国政府间气候变化专门委员会于 2013 年发布第五次评估报告，明确指出气候变化是真实存在的，而人类活动所造成的温室气体是导致其发生的主要原因。《京都议定书》规定的六种温室气体：二氧化碳（CO₂）、甲烷（CH₄）、氧化亚氮（N₂O）、氢氟碳化物（HFCs）、全氟化碳（PFCs）和六氟化硫（SF₆），单位按照二氧化碳当量描述，因而简称为碳排放。要应对气候风险，就必须对其进行量化评估和管理。针对资产管理业，碳价风险环境压力测试作为一种以定量分析为主的气候风险分析和管理方法，通过测试结果资管业提供决策依据，从而将气候变化导致的风险敞口尽可能控制在非重大范畴之内。

中央财经大学绿色金融国际研究院的创新型碳价风险环境压力测试采用资产定价模型衡量市场风险，即将风险因素反映在市场价格中，影响资产的非预期收益率。同时采用风险值模型提供定量的环境风险，即风险值货币化。该方法学将敏感性分析与情景分析相结合，敏感度分析是指通过数据找出环境气候风险与收益率之间量化关系的敏感性程度（例如，碳价每上升 1%所相应产生的资产收益率变动值）；情景分析模拟预期各类气候变化发生（如：极端事件）时所造成的损失。在此基础上，通过模拟资产组合中涉及的企业及各利益相关方在遇到假定的小概率事件（与气候变化直接相关，如碳价上升）等情景下可能发生的股票、债券、股权价值变动，测算碳价上升对资产管理公司的资产组合的投资收益率的

影响，并定量分析碳价风险给资产管理行业可能带来的损失。

碳排放是导致气候变化的直接原因，因而在针对性地开展风险预警时，中财绿金院的环境压力测试能够对具体损益进行量化。以沪深 300 指数的碳价风险环境压力测试为例，实证结果显示，碳价增长率变化程度与沪深 300 指数的平均报酬率、沪深 300 指数的市值呈现显著的负相关关系。碳价增长三倍，则对应沪深 300 的平均报酬率减少 2.63%；假设碳价上涨一倍，则在 5% 极端风险产生时，沪深 300 指数的市值因为碳风险产生最高达 2.6 万亿的市值减损。实证结果初步实现了气候变化事件对应金融风险的研判，有利于资产管理业后续采取措施。

（四）ESG 可持续投资能够有效应对气候变化带来的金融风险

随着气候变化作为新兴风险敞口被纳入金融市场框架，有效的资产管理愈发成为防范并控制气候风险中极为重要的环节，而 ESG 理念作为可持续责任投资的核心要义能够最大程度实现这一根本目的。

传统投资策略以财务信息披露为核心，并不涉及搁浅资产的系统分析机制，其趋利性成果既不利于绿色产业的发展，更无法对冲潜在资产减值风险。具体而言，极端天气、自然灾害等气候变化事件作为不定因子会对金融市场的基本情势产生冲击，同时稳定气候变化过程中也必将涉及高能耗、高污染资产（例如石油、天然气和煤炭储备等高碳资产）的价值变动，促使与气候变化直接相关的资产产生减值风险，故而称之为搁浅资产。从资产管理行业的角度，搁浅资产所蕴含的风险将对追求“利益最大化”的根本目标形成掣肘。

相比之下，环境、社会与公司治理（ESG）为核心的投资理念侧重非财务信息，其中就包含了环境领域下属气候风险相关因子以及公司治理下属风险控制系统的评估。气候变化所产生的金融风险不能被直接消除，但是 ESG 投资方法学通过多维度、全方位的指标体系和环境压力测试，以情景分析的方式对气候风险

所产生的影响进行量化价值预判。因此，以 ESG 为核心的投资策略在制定阶段就已涉及气候变化的实时追踪，并能够有效、及时地反映在资产风险收益组合中。

二、国际金融可持续发展趋势显著

（一）签署联合国负责任投资原则（UN PRI）的机构数量持续攀升

2006 年，联合国负责任投资原则（UN PRI）在纽约证券交易所发布，其作为由全球各地资产所有者、资产管理者以及服务提供者组成的国际投资者网络，致力于发展更可持续的全球金融体系。PRI 旨在宣传并推广环境、社会和公司治理（ESG）因素的投资含义，支持国际投资者将 ESG 投资理念纳入投资和策略制定之中，创建可持续发展的市场环境。因而，UN PRI 的签署规模可以用来衡量国际金融市场的责任投资发展进程。

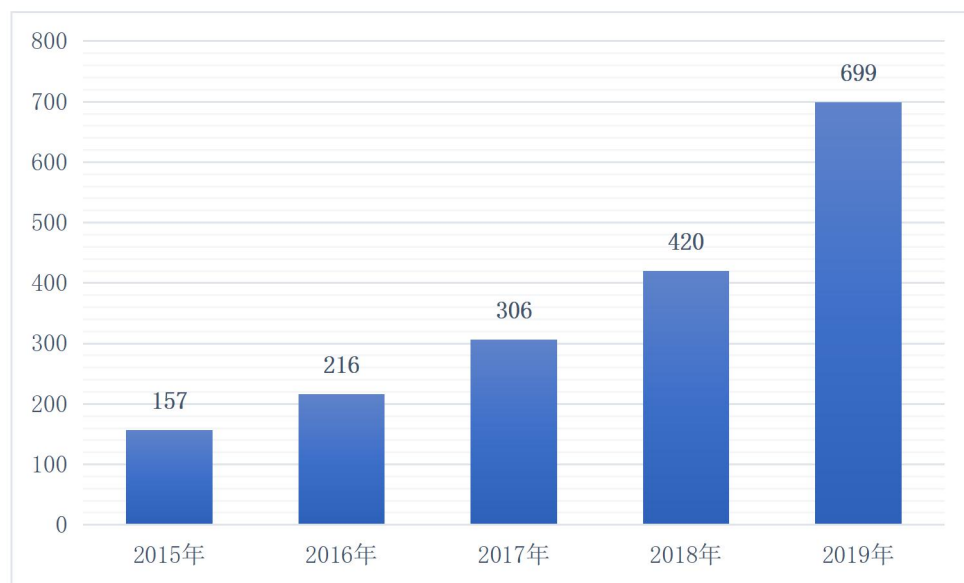


图 1 全球签署 UN PRI 的机构数量趋势图（单位：个）

资料来源：UN PRI 官网

如图 1 可知，2015 年至 2019 年，全球 UN PRI 签署机构的数量呈现倍数增长的趋势，平均增长率为 45.73%，且 2019 年的签署机构同比增长 66.43%。截止 2020 年 1 月 20 日，全球共有 2,861 个机构签署并加入 UN PRI 组织。

（二）全球责任投资崛起，资金快速流入 ESG 投资领域

近年来，ESG 责任投资逐渐成为国际范围内的主流投资方式之一。基金评级机构晨星 (Morning Star) 数据显示，2012 年的 ESG 基金规模为 6,550 亿美元，于 2018 年 10 月到达 10,500 亿美元，共计增长 60%。全球可持续投资联盟 (The Global Sustainable Investment Alliance) 数据显示，截至 2018 年，全球共有 307,000 亿美元资产按照可持续投资策略进行管理，相较于 2016 年增长 34%，约占全球资产管理总量的 33%。根据晨星 ESG 投资研究总监 Jon Hale 最新的测算，截至 9 月底，美国市场今年共有 135 亿美元的资金流向了 ESG 开放式或 ETF 基金，同时单季度流入规模均超过了 40 亿美元。相比之下，2018 年全年资金流入不过 55 亿，单季度从未突破 20 亿美元。

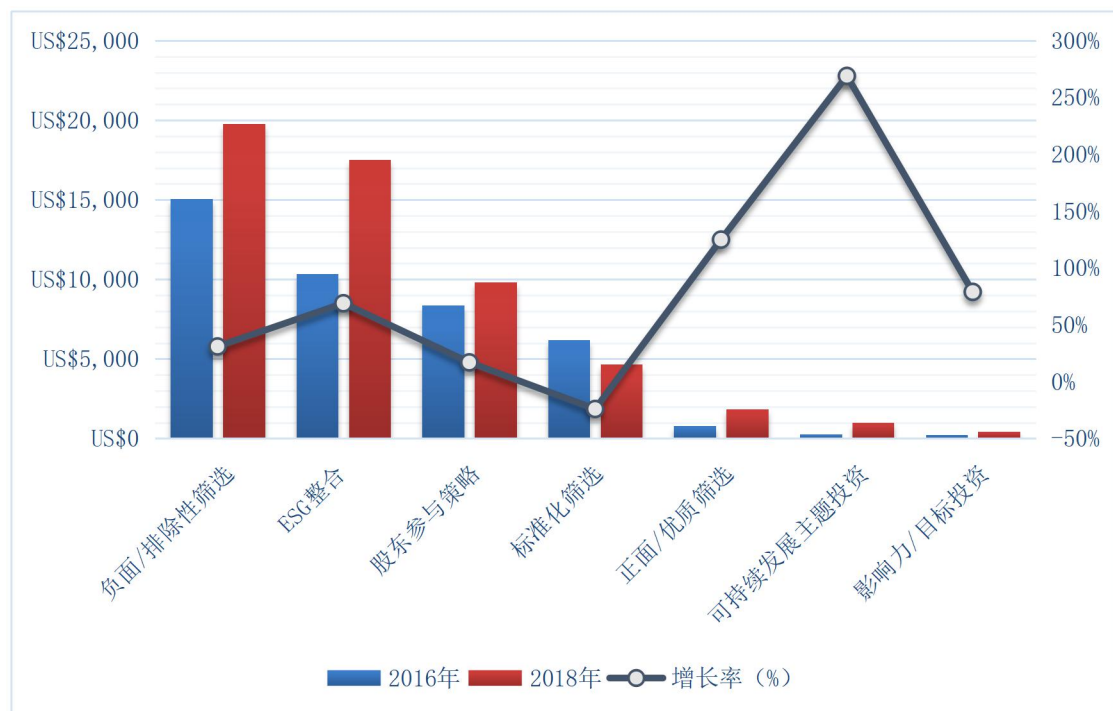


图 2 全球责任投资规模分布对比图

资料来源：The Global Sustainable Investment Alliance

三、中国资产管理行业 ESG 投资发展的必要性

（一）ESG 理念助力国家经济社会高质量发展

一是环境（E）层面，ESG 投资理念符合高质量发展与环境污染治理攻坚战的基本要求，同时可有效追踪气候变化相关风险。首先，党的十九大报告明确提出新时代我国高质量发展的目标要求，其中明确指示需打造环境友好型经济，在经济发展过程中加强生态环境保护，有效利用自然资源，避免过度开发，走绿色发展道路。ESG 投资侧重绿色产业的高效投资，通过将资金引向生态和谐的产业来实现绿色经济的发展路径，进而减轻气候压力、增强气候韧性。同时，通过涵盖应对气候变化等内容的方式，ESG 投资可实现气候风险的追踪与防范。

二是社会（S）层面，ESG 投资理念包含慈善与扶贫，充分贴合我国扶贫攻坚战的主旨内容。2015 年 11 月 29 日发布《中共中央、国务院关于打赢脱贫攻坚战的决定》，确保到 2020 年农村贫困人口实现脱贫。2019 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在《2019 年政府工作报告》中提出，打好精准脱贫攻坚战。消除贫困、改善民生、逐步实现共同富裕是社会主义的本质要求，因而缺乏社会可持续性的资产管理行为则是脱离了中国特色国情，难以为继。

三是公司治理（G）层面，ESG 理念包含金融风险防控机制，即从微观层面贯彻落实破刚兑、除嵌套的基本要求。2019 年，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）逐步落实；2019 年 11 月，证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》。各个政策指导意见的相继出台对企业与金融机构的高质量发展提出更高的要求，也进一步强化了可持续发展的必要性。

（二）ESG 发展是实现资本市场国际化的必由之路

中国资本市场国际化步伐不断加快，在国内资本市场进一步与海外市场互联互通不断加强的背景下，越来越多的国际投资者，尤其是长线投资者可以参与到中国资本市场中来。目前国际市场 ESG 发展趋势明显，我国企业与金融机构唯有进一步加强自身 ESG 理念建设，才能真正巩固资本市场对外开放的基本格局。

资本市场生态正在不断发生变化，国际资本的入驻陆续对中国资本市场提出更高的 ESG 发展要求。Morgan Stanley Capital International (MSCI) 宣布于 2019 年 11 月起，将所有中国 A 股的纳入因子权重总和提升为 20%。全球指数和数据供应商富时罗素 (FTSE Russell) 于 2019 年 12 月 24 日宣布将进一步扩大其在亚太地区的可持续投资能力，其中包括针对中国 A 股 ESG 评级规模的扩大以及数据模型的主要构建。可持续发展水平正逐渐成为衡量企业信用品质的基本准则，ESG 投资理念可以恰如其分得精准满足有关需求。

(三) ESG 投资可带来超额收益

市场实践分析可知，ESG 主题的资产管理金融产品更容易跑赢大盘，进而取得超额收益。中财绿金院数据统计显示，2019 年度新增 10 只 ESG 相关主题公募基金产品，资产总规模达 71.06 亿。综合对比 2019 年新增 ESG 主题基金的市场业绩表现，70% 的新增产品年度回报率高于上证综指。以 2008 年兴全基金率先引入社会责任投资理念并成立的首个社会责任主题基金“兴全社会责任基金”为例，该基金 2019 年的年度收益率为 44.33%，远远超过同期沪深 300 指数的年度收益率 (36.07%)。

理论研究层面而言，中财绿金院根据自主开发的绿色评估体系和 ESG 评估体系进行回归模型分析并发布《中国上市公司 ESG 表现和企业绩效相关性研究》表明，以 ESG 得分前 100 的上市公司主体股票构建投资组合，其投资收益率与 ESG 整体表现以及 E、S、G 三个一级指标分别呈现正相关关系，并且该结论在 1% 水平下较为显著。ESG 表现较好的公司可以通过提升信用品质、增强抗风险能力、降低融资成本等渠道，提升其财务绩效水平。对比中证-中财沪深 100 ESG 领先指数、沪深 300 绿色领先指数以及沪深 300 指数的投资收益回测数据可知，ESG 投资理念具备为企业与金融机构带来超额收益的能力。

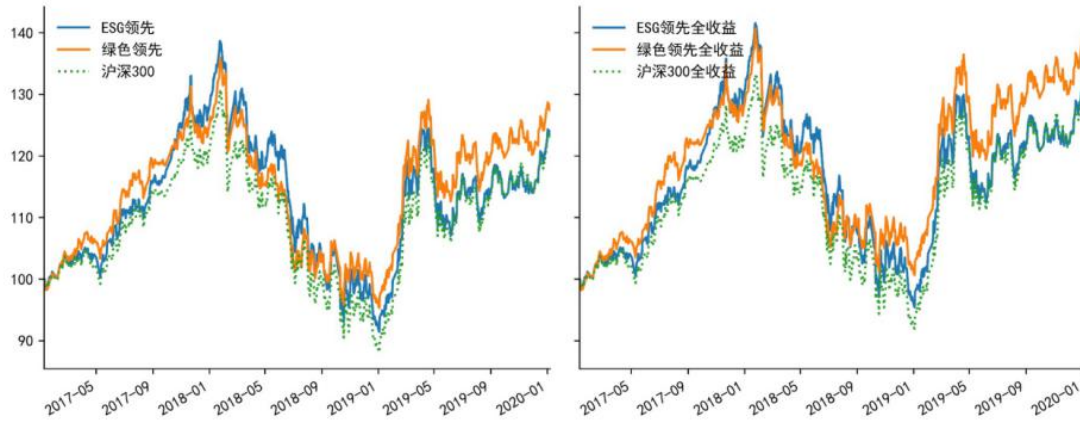


图 3 中证-中财沪深 100 ESG 领先指数、沪深 300 绿色领先股票指数收益对比图

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

四、我国践行 ESG 责任投资的未来发展建议

一是资产管理机构层面，在提升金融机构工作人员 ESG 专业能力的基础上，可通过设立 ESG 主题的创新型管理基金的形式开展 ESG 责任投资。有关人才培养的核心目的是组建 ESG 投资团队，深入挖掘并更为精准地捕捉其潜在收益，从而实现可持续发展与利益最大化的双赢。应对气候变化的连锁风险之际，ESG 责任投资的发展并非一定要对既有投资产品进行大清洗，相反需要灵活地推陈出新。以 Black Stone 的投资策略为例，现阶段其的大部分资金正投资于被动指数基金（如追踪 S&P 500 指数），无法简单出售不符合可持续性条件的上市公司资产。因而，Black Stone 将采取设立新型“主动管理基金”的方式，定向选择具有可持续性的投资标的，同时将在新开设的被动基金中剔除化石燃料公司，以保证责任投资的基本属性，值得资产管理机构加以借鉴。

二是资产管理行业自律组织应当顺应市场生态变化并对 ESG 责任投资市场起到阶段性引导作用和规范性约束作用，充分发挥 ESG 的长期价值，督促资产管理业进行环境压力测试，改善资本运用机制，在宏观上改善实体经济内在缺陷，激发经济增长新动能。以中国证券投资基金业协会为例，协会制定并推动落实针

对绿色投资与 ESG 投资的《绿色投资指引（试行）》，通过组织培训班的方式，鼓励并引导行业开展 ESG 投资并在行业内产生积极影响。建议自律组织制定实践性 ESG 投资规范指引，加强投资者教育，帮助行业理解可持续投资的内涵以及应对风险的重要意义。

三是第三方中介机构应当结合金融科技发展的新兴趋势，丰富压力测试的环境风险种类、完善压力测试的实证模型和方法学，合理运用大数据、云计算等高新技术，更高效、高质量地提升企业主体相关的 ESG 鉴证能力，优化资产投资项目的甄选能力、完善 ESG 评估流程、搭建综合且全面的 ESG 数据库，以便资管机构更有效地完成资产组合筛选与组建的过程。基于 ESG 责任投资相对蓬勃的发展趋势，建议有一定能力的第三方机构搭建 ESG 投资项目管理平台，更好地发挥信息共享与资源赋能的智库作用。中央财经大学绿色金融国际研究院正在进一步完善自身碳价风险环境压力测试模型，旨在与央行绿色金融网络（NGFS）合作并为业界构建标准化方法学体系，逐步推动全球气候风险应对机制，促进资产管理行业的可持续发展。

作者：

施懿宸 中央财经大学绿色金融国际研究院副院长，讲座教授，长三角绿色价值投资研究院院长，绿色金融产品创新实验室负责人。

杨晨辉 长三角绿色价值投资研究院研究员。澳洲国立大学应用金融学硕士，主要研究方向为 ESG 与数据分析。

