

2023年04月17日

# ESG 全球市场回望与前瞻

## 专题报告

### 投资要点

- ◆ 环境、社会以及公司治理（ESG）是近年来金融市场新兴的投资理念和企业重要的行动指南。它从可持续发展的角度支持资本市场利益相关方能够更好地将环境、社会和治理(ESG)因素纳入资本配置和投资组合管理过程。ESG 理念经历了“伦理投资”（18 世纪）-社会责任投资（1980s）-全球可持续立法（1990s）-联合国全球立法（2000s）-ESG 进入主流金融实践（2010s）的发展历程。
- ◆ ESG 投资总体方面，全球参与度持续上升，全球资产管理规模在全球范围内攀升。截至 2023 年 3 月 31 日，UNPRI 签署者达到 5380 家，自 2006 年呈现逐步上升趋势，签署人数的上升也表明投资者更加关注 ESG 因素。根据 GSIA 最新披露的数据，全球可持续资产管理总规模在 2020 年达到 35.3 万亿美元，在过去的两年里增长 15%（2018-2020），过去四年增长 55%（2016-2020）。其中欧美的资产占 85%，美国在 2020 年的资产管理总规模（17 万亿美元）首次超过欧洲（11 万亿美元），这主要是因为欧洲在对可持续资产管理的监管更加严格，对相关条目进行了调整。
- ◆ ESG 可持续基金方面，2022 年可持续基金规模同比下降 21%，回报率自 2008 年以来首次低于传统基金，但资金仍保持净流入和占总资产管理规模比保持上升表明投资者对可持续基金市场仍保持热情，2023 年有望回升。（1）可持续基金规模方面，可持续基金 2022 年的资产管理规模为 2.8 万亿美元，与 2021 年相比下跌 21%，但占整体资产管理规模的比重为 7%，同比上升 1%。欧洲在可持续资产规模和数量方面明显领先，在规模方面，89%的可持续基金规模位于欧洲。北美紧随其后，约占 10%，所有其他地区占总量的不到 2%；基金数量方面，欧洲拥有全球三分之二以上的可持续发展基金，其次是北美（11%）和亚洲（7%）。（2）可持续基金回报率方面，可持续发展基金持仓标的以成长型为主，关注长期机会，基金构成偏离价值，而 2022 年的市场偏好价值股和短期收益，因此在 2008 年以来回报率首次低于传统基金。2022 年，由于全球整体市场利率和通胀上升，价值基金在市场上表现出色，一定程度上扭转了自 2008 年金融危机以来成长股跑赢大盘的趋势，价值基金平均下跌约 11%，远远领先成长型和混合基金。（3）在资金流量方面，可持续发展基金在 2022 年仍然保持着资金净流入，全年累计流入 1150 亿美元，约占 2021 年年底总资产管理规模的 3%，而同期的传统基金资金持续净流出，表明投资者对可持续投资仍保持热情。
- ◆ ESG 指数投资方面，从标普 500ESG 指数和 ESG ETF 两个投资分析如下：（1）自 2018 年二季度以来，标普 500ESG 连续四年跑赢标普 500 指数平均 5 个点。标普 500ESG 指数与标普 500 指数选取权重相似，旨在衡量符合可持续发展标准的证券的表现，在选取方面偏重科技股，信息技术行业占比达 35%，而科技股在疫情期间表现较好，因此在表现上略赢标普 500。（2）全球 ESG ETF 投资情绪低迷，欧洲仍保持强劲，该情绪有望在 2023 得到回升。全球对 ESG ETF 的兴趣处于连续两年的下降之中，从 2020 年的峰值 0.28 跌至 2022 年 10 月的 0.17，这主要是由于市场对于能源价格和经济发展的消极不良预期带来的。但根据彭博预计，如果长期增长趋势保持不变，2023 年反弹仍有可能。
- ◆ 全球 ESG 债券的销售量和发行量方面，2022 年同比下降明显，该趋势在 2023 年

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001  
luoyunfeng@huajinsec.com

### 相关报告

地方债发行计划半月报-2023 年二季度地方债发行计划已披露 13422 亿元 2023.4.15

3 月进出口数据点评 2023.4.13

3 月金融数据综述-实体部门负债增速稳中略升 2023.4.12

绿电转债梳理（二）——风电 2023.4.9

2 月全社会债务数据综述-政策前置接近尾声 2023.4.9



一季度得到明显反弹。2022年，全球新发行的绿色、社会、可持续发展和可持续发展相关债券的销售额约为6350亿美元，迎来首次下跌，同比下降30%，其中占比最大的绿色债券下降23%。2022年第四季度绿色债券发行量为836.4亿美元，环比下降15.9%，为2020年第二季度以来的最低水平。但在世界经济好于预期、绿色经济扶持力度加强，利率更加确定和去年推迟发行等因素的影响下。2022年的ESG债券市场有望反弹，预计比去年回升30%。这种反弹迹象在2023年一季度表现明显，绿色债券发行量创历史新高，同比增长了32%。

- ◆ **2023年，全球监管将逐渐趋严，针对ESG基金名称和标签的规定将更加严格。**目前，对于ESG的标准呈现出整体趋同，部分细节内容有所分化的趋势。预计全球范围内对于ESG基金名称和标签的规定在2023年会更加严格，更加规范的基金规定将利好投资者的投资决策，而对于跨地区投资者，这也可能导致因为不同地区互不相关的ESG投资指标而对其投资决策产生挑战。
- ◆ **风险提示：**全球ESG相关政策推进不及预期，历史业绩不代表未来。

## 内容目录

<b>一、ESG 概述</b> .....	<b>5</b>
(一) ESG 的概念与分类 .....	5
(二) ESG 的发展历程 .....	6
1、1700s: “伦理投资” .....	6
2、1980s: 社会责任投资的崛起 .....	6
3、1990s: 全球标志性的可持续发展立法 .....	6
4、2000s: 联合国全球契约的启动 .....	7
5、2010s: ESG 进入主流金融实践 .....	7
<b>二、ESG 全球投资现状</b> .....	<b>8</b>
(一) ESG 全球投资参与 .....	8
(二) 全球可持续投资 .....	9
(三) 可持续发展基金 .....	10
1、可持续发展基金回报率 2022 年自 2018 年来首次略低于传统基金 .....	11
2、可持续发展基金资产管理规模 .....	12
3、2022 年可持续发展基金保持资金净流入，传统基金资金净流出 .....	13
(四) ESG 指数投资 .....	13
1、标普 500ESG 指数表现较好 .....	14
2、全球 ESG ETF 投资情绪低迷，欧洲仍保持强劲势头 .....	15
<b>三、ESG 债券</b> .....	<b>16</b>
(一) 2022 年全球 ESG 债券销售量和发行量首次下降 .....	17
(二) 2023 年 ESG 债券有望反弹，一季度发行量回升明显 .....	18
<b>四、2023 全球 ESG 监管趋严</b> .....	<b>18</b>
(一) 全球 ESG 报告趋势：总体趋同，细节分化 .....	19
(二) 2023 针对 ESG 基金名称和标签的规定将更加严格 .....	23

## 图表目录

图 1: UNPRI 签约情况 .....	8
图 2: 2022 年 UNPRI 全球签约情况 .....	9
图 3: 2016-2018-2020 年全球主要国家可持续资产管理规模和总资产管理规模总额（十亿美元） .....	10
图 4: 2016-2018-2020 年全球主要国家可持续投资分地区资产概况（十亿美元） .....	10
图 5: 2022 年可持续基金与传统基金的回报率对比 .....	11
图 6: 可持续基金与传统基金构成内容 .....	12
图 7: 可持续基金的资产管理规模 .....	12
图 8: 可持续基金管理规模各地区占比 2020-2022 .....	13
图 9: 全球可持续基金数量各地区占比 .....	13
图 10: 2022 年可持续基金和传统基金资金每月累计净流量（十亿美元） .....	13
图 11: 2018-2023 年标普 500 ESG 指数和标普 500 指数的表现差异 .....	14
图 12: 标普 500 ESG 指数行业构成 .....	15
图 13: 2006-2022 年 2 月全球 ESG ETF 资产规模（十亿美元） .....	16
图 14: 2021 年底全球 ESG ETF 资产分地区占比 .....	16
图 15: 2022 年全球可持续 ETF 基金市场投资情绪 .....	16
图 16: 2022 年欧洲与美国可持续 ETF 基金市场投资情绪 .....	16

图 17: 2012-2022 全球 ESG 债券销售量 (十亿美元) .....	18
图 18: 2014-2022 全球 ESG 债券发行量 (十亿美元) .....	18
图 19: 2016Q1-2023Q1 全球绿色债券销售量 .....	18
图 20: 针对 ESG 基金出台专门法规的地区 .....	23
表 1: ESG 三大维度十大主题 .....	5
表 2: ESG 债券分类 .....	16
表 3: 预计到 2025 年的全球监管举措 (部分) .....	19

## 一、ESG 概述

### （一）ESG 的概念与分类

环境、社会以及公司治理（ESG）是近年来金融市场新兴的投资理念和企业重要的行动指南。E 指的是 Environmental，环境，包括环境表现，气候变化；S 指的是 Social，社会，包括劳工标准，产品的安全和健康效益，没有腐败，工作标准和人权；G 指的是 Governance，管理，包括披露程度，董事之间的独立性和小股东权利等。如表 1，在 MSCI ESG 评级方法中将 ESG 分为了十个主题：气候变化、自然资本、污染与浪费、环境机会、人力资本、产品质量、利益争议、社交机会、公司监管和公司行为。在十大主题下又分为 37 个与 ESG 有关联的小部分，包括碳排放、碳足迹、融资环境影响气候、气候变化脆弱性；水资源压力、原材料来源、生物多样性及土地利用；有毒物质排放及污染、电力污染、包装材料及污染；清洁技术的机会、可再生能源的机会、绿色建筑的机会；人力管理、人力资本发展、健康与安全、供应链劳工标准；产品安全与质量、隐私与数据安全、化工安全性、可持续投资、金融产品安全性、健康与人口风险；争议采购；沟通机会、保健机会、金融机会、营养与健康机遇；董事会、所有权、工资、审计；商业道德、反竞争行为、税收透明度、腐败和不稳定、金融体系不稳定。

表 1：ESG 三大维度十大主题

三个维度	十个主题	37 个 ESG 关键问题
环境（E）	气候变化	碳排放、碳足迹、融资环境影响气候、气候变化脆弱性
	自然资本	水资源压力、原材料来源、生物多样性及土地利用
	污染与浪费	有毒物质排放及污染、电力污染、包装材料及污染
	环境机会	清洁技术的机会、可再生能源的机会、绿色建筑的机会
	人力资本	人力管理、人力资本发展、健康与安全、供应链劳工标准
社会（S）	产品质量	产品安全与质量、隐私与数据安全、化工安全性、可持续投资、金融产品安全性、健康与人口风险
	利益争议	争议采购
	社交机会	沟通机会、保健机会、金融机会、营养与健康机遇
治理（G）	公司监管	董事会、所有权、工资、审计
	公司行为	商业道德、反竞争行为、税收透明度、腐败和不稳定、金融体系不稳定

资料来源：MSCI，华金证券研究所

ESG 投资是一种快速发展的投资领域，因为越来越多的投资者认识到公司的环境、社会和治理问题对投资组合的影响。在环境方面，公司的环保政策和实践可以影响其长期的经营表现和社会声誉。在社会方面，公司的社会责任行动和员工福利政策可以影响其品牌声誉和员工士气。在治理方面，公司的治理结构和透明度可以影响公司的经营表现和股东价值。ESG 投资的目的是通过投资那些表现良好的公司，来鼓励公司改善其环境、社会和治理表现。这种投资方式与传统的金融分析方法不同，传统的金融分析方法主要关注公司的财务表现，而 ESG 投资则是综合考虑公司的社会责任和可持续性表现。

ESG 投资是从可持续发展的角度支持资本市场利益相关方将环境、社会和治理（ESG）因素纳入资本配置和投资组合管理过程。在 ESG 标准的约束下，投资者在选择投资标的时，综合考虑公司在环境、社会和治理方面的表现，从而使投资组合更加符合可持续性和社会责任的原则。

ESG 投资是一个非常广泛的领域，不同的投资方法是来满足不同的投资目标的。根据 MSCI 的报告，在 ESG 投资的顶层设计中，可以将 ESG 投资分为三个主要领域，每个领域都有自己的特定投资目标：首先，ESG 整合的主要目标是提高投资组合的风险收益特征；其次，基于价值的投资是投资者为了使他们的投资组合与他们的规范和信念保持一致而进行的；第三，影响力投资，投资者希望利用他们的资本为社会或环境目的引发变革。

## （二）ESG 的发展历程

### 1、1700s: “伦理投资”

在正式提出 ESG 之前，美国就已经存在着相关的理念，那时候被称为“伦理投资”。这种投资理念主要表现为当时的宗教团体通过传播教义的方式影响资本市场，他们拒绝向违背教义的行业投资，比如压榨劳动力，烟草贸易，武器生产以及走私等。在这种宗教、道德规范和文化价值观的驱动下，古代西方形成“排除名单”或“行为准则”的原型，也催生了社会责任投资（Socially Responsible Investing，简称 SRI）的萌芽。

### 2、1980s: 社会责任投资的崛起

20 世纪 60 年代，随着越南战争、南非种族隔离制度、环境污染等事件的发生，反战主义、人权运动、环保运动和反种族隔离运动不断兴起，部分投资人通过改变投资行为来表达其所认可的社会价值取向。南非的种族隔离（Apartheid）是社会责任投资理念真正诞生和发展的重要推动力。1948 年至 1991 年间，该制度对人种进行分隔（主要分成白人、黑人、印度人和其它有色人种）。然后依照法律上的分类，各族群在地理上强制的被分离，特别是占多数的黑人，依法成为某些“家园”的公民。这些家园在名义上是自主国家，但运作比较类似美国印地安保留区和加拿大原住民保留区。因此，大部分投资者选择从南非种族隔离制度中撤资，该运动在 60 年代就不断发展，直到 80 年代中期才得到显著结果，该撤资行为导致种族隔离制度结束也被看作是全社会负责任投资的初步胜利。

### 3、1990s: 全球标志性的可持续发展立法

1992年,《联合国气候变化框架公约》(UNFCCC)成立,由154个国家在里约热内卢签署,于1994年3月生效。《联合国气候变化框架公约》的总体目标是“将大气中的温室气体浓度稳定在一个防止人类活动对气候系统造成危险干扰的水平”。

1994年,约翰·艾金顿 John Elkington 引入了三重底线 (TBL, The Triple Bottom Line) 的概念。三重底线,即人 (people)、地球 (planet) 和利润 (profit) 的 (PPP) 的概念,这使企业不得不关注除了企业外,另外两个 P 的概念,这个概念也是后来 ESG 或 SRI 的起源。

#### 4、2000s: 联合国全球契约的启动

2000年7月,联合国全球契约 (UNGC) 启动,它既是一个基于原则的政策平台,也是一个致力于可持续发展和负责任商业行为的公司的实用框架。它有十项原则,原则内容涵盖了人权、劳工、环境和反腐败。

2004年,ESG 一词是在一份名为《Who Cares Wins——Connecting Financial Markets to a Changing World》的里程碑报告中被提出的。该报告首次明确了 ESG 投资的概念,建议分析师在他们的研究中酌情更好地纳入环境、社会和治理 (ESG) 因素,并以创造性的方式进一步开发必要的投资知识、模型和工具。

2006年,联合国负责任投资原则 (UNPRI) 报告框架正式启动。此前,联合国第七任秘书长科菲·安南 (Kofi Annan) 邀请了一批世界领先金融机构的投资者共同制定责任投资原则 (Principles for Responsible Investment, PRI), 成立了联合国责任投资原则组织 (UNPRI)。自实施以来,签署者的数量已经增长了约 50 倍,从 100 个到超过 5000 个。每个签署方都必须遵守《负责任投资六项原则》。例如,“将 ESG 问题纳入投资分析和决策过程”(原则 1),成为“积极的所有者并将 ESG 问题纳入所有权政策和实践”(原则 2),以及建立“签署者投资的实体对 ESG 问题的适当披露”(原则 3)。

2008年,在全球金融危机之后,寻求收益的投资者对自然资源的兴趣明显增长,而自然资源最初只是被视为私募股权和基础设施资产类别的一个分支。

#### 5、2010s: ESG 进入主流金融实践

自 2006 年推出 PRI 以来,相关 ESG 法律和标准的数量不断增加,将 ESG 推到了金融服务行业议程的首位。

2015年,联合国大会确立了可持续发展目标 (SDGs)。其目的是在 2030 年之前实现所有这些目标。SDGs 共有 5 大支柱,17 个目标,并以整体的方式来解决这五个支柱:基本需求(营养、经济适用房);赋权(体面工作、教育);气候变化(替代能源、绿色建筑);自然资本(可持续水、可持续农业);治理(贿赂与道德、治理结构)。气候相关金融信息披露工作组 (TCFD) 于同年 12 月启动,由金融稳定委员会 (FSB) 组建,旨在制定一套可供公司采用的自愿性气候相关金融风险信息披露。

2018年,政府间气候变化专门委员会 (IPCC) 发布了关于全球变暖的特别报告,报告中表明现在的温度比工业化前水平高出 1.5°C。

2021年，欧盟于3月推出了《可持续金融披露条例》(SFDR)，明确规范了可持续基金的定义与范围，该法规旨在促进ESG披露，并鼓励基金经理积极披露他们的基金是否属于第6条(非ESG)、第8条(ESG整合基金)或第9条(影响力基金)。

## 二、ESG全球投资现状

### (一) ESG全球投资参与

近年来，全球市场对于ESG投资的关注与日俱增，越来越多的机构参与ESG投资管理。联合国责任投资原则组织(UNPRI)是一个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，旨在帮助投资者理解环境、社会和公司治理等要素对投资价值的影响，并支持各签署机构将这些要素融入投资战略、决策及积极所有权中。根据UNPRI的数据整理，自2006年原则提出以来，资产管理、签署人总数和资产所有者签署人数量都增加迅速。截至2023年3月31日，UNPRI签署者达到5380家，增速较2022年有所放缓，但从长期来看仍是增长趋势。签约机构其中，投资管理公司新签机构数占比最大，其次是资产所有者，最后是服务商。与UNPRI签约规模的扩大，遵守该议题的相关规则，体现了投资者越来越重视ESG。参与机构将签署UNPRI的以下六项原则：

原则一：将ESG议题纳入投资分析和决策过程。

原则二：我们将成为积极的所有者，并将ESG问题纳入我们的所有权政策和实践。

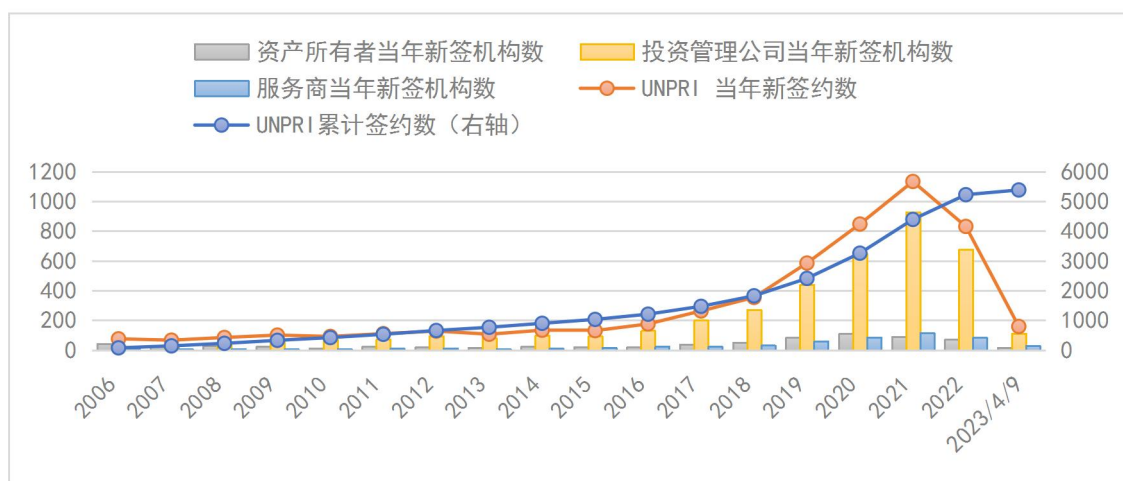
原则三：我们将寻求我们投资的实体适当披露ESG问题。

原则四：我们将促进投资行业对原则的接受和实施。

原则五：我们将共同努力，提高我们实施这些原则的有效性。

原则六：我们将各自报告我们在实施这些原则方面的活动和进展。

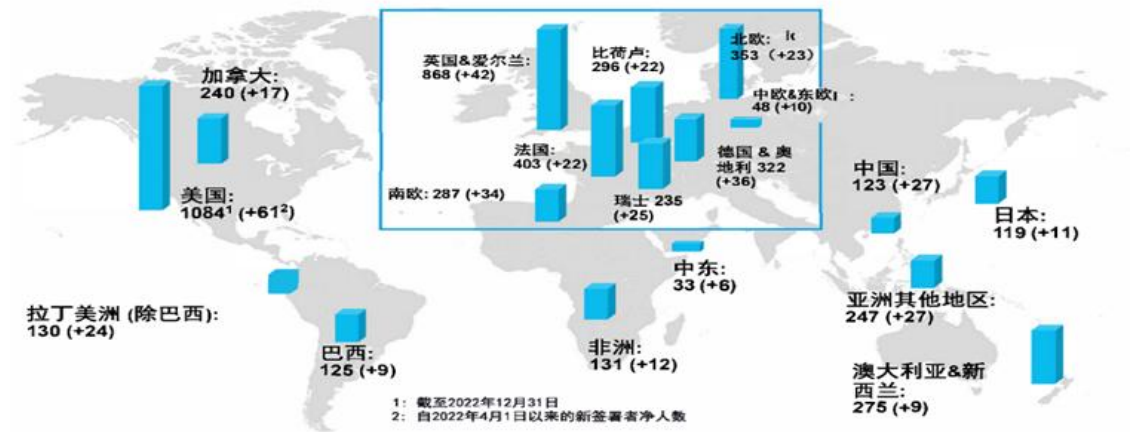
图 1: UNPRI 签约情况



资料来源: PRI, 华金证券研究所



图 2: 2022 年 UNPRI 全球签约情况



资料来源: PRI, 华金证券研究所

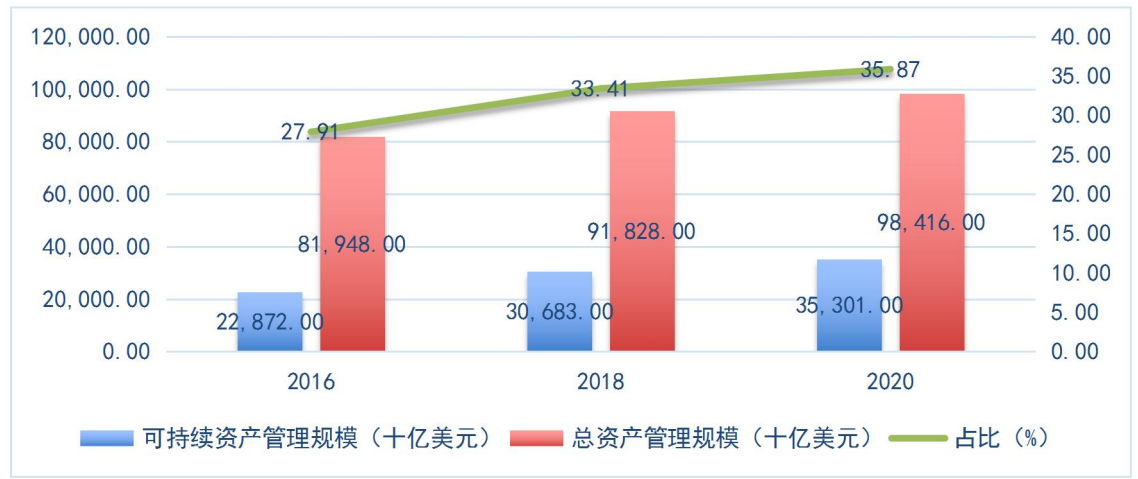
## (二) 全球可持续投资

目前的可持续投资规模方面, 根据 GSIA<sup>1</sup>最新披露的《2020 年全球可持续投资回顾报告》显示, 可持续投资在全球投资行业范围内盛行, 全球五大主要市场 (美国、加拿大、日本、大洋洲、欧洲) 在 2020 年的可持续投资规模约 35.3 万亿美元。根据 GSIA 在 2016 年, 2018 年和 2020 年的报告披露, 全球可持续投资的规模在过去的两年里增长 15% (2018-2020), 在过去四年增长 55% (2016-2020)。

全球可持续投资资产持续增长, 但在欧洲地区呈现下降趋势。2018 年至 2020 年, 欧洲的可持续投资资产增长率下降了 13%, 这是因为欧洲近年来采用了不同的衡量方法。加拿大在过去两年的可持续管理资产增长最为显著, 增长率超过 48%; 其次是美国, 增长率为 42%, 日本位列第三, 增长率为 34%。虽然大洋洲的可持续资产仍在增长, 但增速却低于 2016 年至 2018 年的 46%, 2018 年至 2020 年仅增长了 25%。据彭博调查, 预计全球 ESG 投资规模将于 2025 年达到 50 万亿美元。根据各地区投资规模来看, 截至 2020 年末, 美国的 ESG 投资规模已达 17 万亿美元, 首次超过欧洲, 成为全球 ESG 投资规模最大的地区。

<sup>1</sup> 全球可持续投资联盟 (Global Sustainable Investment Alliance, GSIA) 是一个通过一系列区域分支机构促进可持续投资的组织。GSIA 成员包括美国可持续和负责任投资论坛-SIF, 欧洲可持续投资论坛-EuroSIF, 澳大利亚负责任投资协会-RIAA, 英国可持续投资和金融协会-UKSIF, 加拿大负责任投资协会-RIA 和荷兰可持续发展投资者协会-VBDO

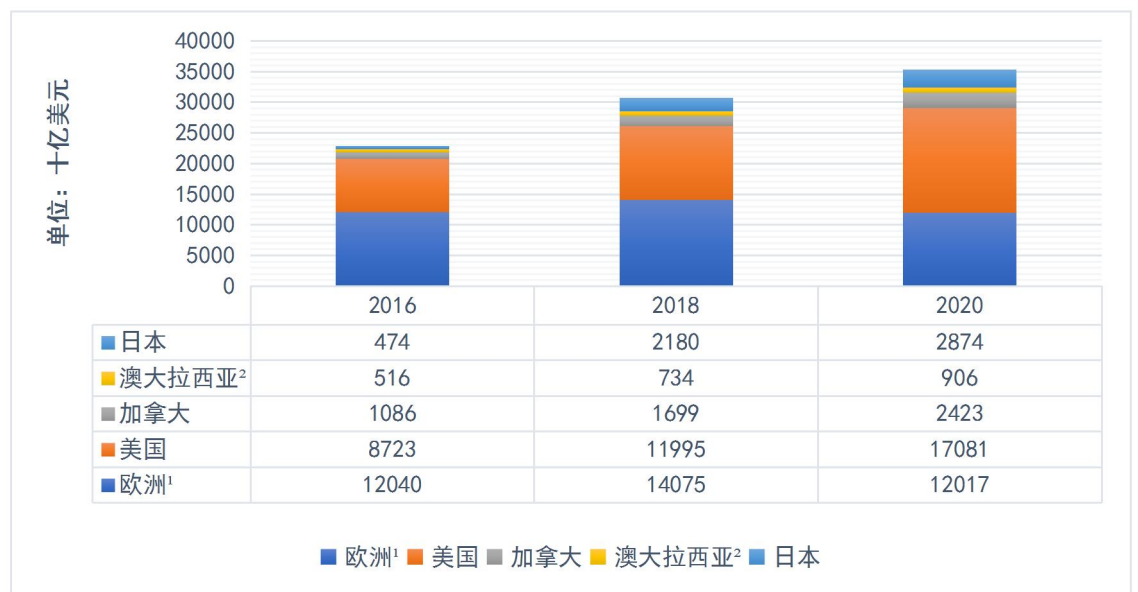
图 3：2016-2018-2020 年全球主要国家可持续资产管理规模和总资产管理规模总额（十亿美元）



资料来源：Stastia, GSIA, 华金证券研究所

据 GSIA 数据显示，全球主要市场中超过 85% 的环境、社会和治理（ESG）资产管理来自欧美地区，尤其是美国的发展速度显著。根据 2020 年数据，美国的 ESG 资产占据了全球 ESG 资产管理规模近一半的份额。

图 4：2016-2018-2020 年全球主要国家可持续投资分地区资产概况（十亿美元）



资料来源：Stastia, GSIA, 华金证券研究所

注：<sup>1</sup>2020 年，欧洲包括奥地利、比利时、保加利亚、丹麦、法国、德国、希腊、意大利、西班牙、荷兰、波兰、葡萄牙、斯洛文尼亚、瑞典、英国、挪威、瑞士、列支敦士登。

<sup>2</sup>澳大拉西亚（英文：Australasia）一般指大洋洲的一个地区，澳大利亚、新西兰和邻近的太平洋岛屿。

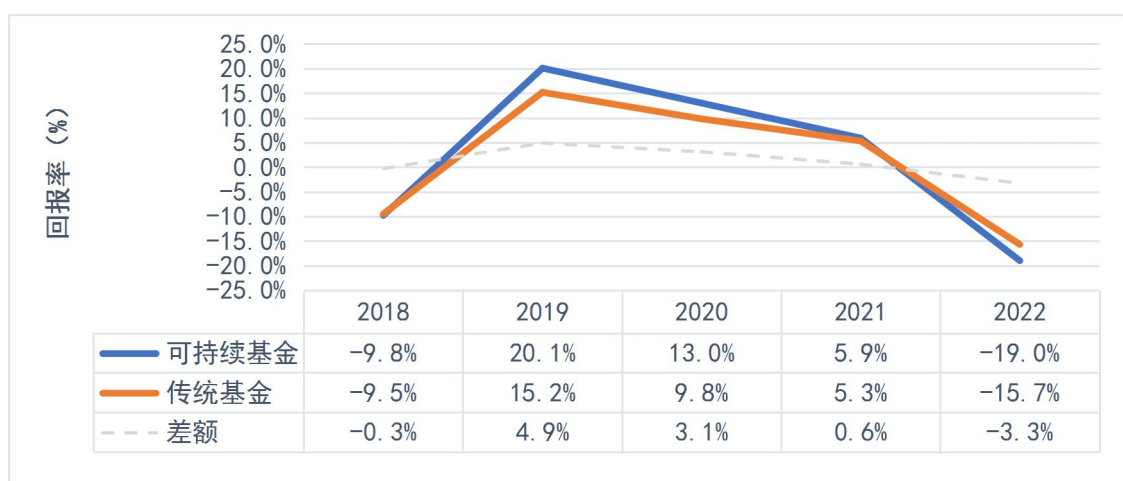
### （三）可持续发展基金

根据 Morgan Stanley 最新发布的 2023 年报告，可持续发展基金在 2022 年相较于传统基金表现出回报率和规模方面的相对不佳的状况。然而，可持续基金的资产管理规模在总规模中所占比例不断上升且持续吸纳资金的净流入，这表明市场对可持续发展基金的需求仍然强劲。

## 1、可持续发展基金回报率 2022 年自 2018 年来首次略低于传统基金

2022 年可持续发展基金的回报率（-19%）自 2018 年来首次略低于传统基金（-16%），这两个主要原因：首先是股票市场转向价值而非成长，其次是短期债券在固定收益方面表现出色。2022 年，各类成长型基金均跑输大市，跌幅在 25% 至 30% 之间，而可持续基金偏好于成长型基金，占比达到 38%。根据 Morgan Stanley 对 Morningstar 的数据分析，在过去的一年里，固定收益基金中表现最好的属于较短期限的利率敏感型，这一点反映也了市场对 2022 年加息的反应，而可持续基金偏好长期产品。

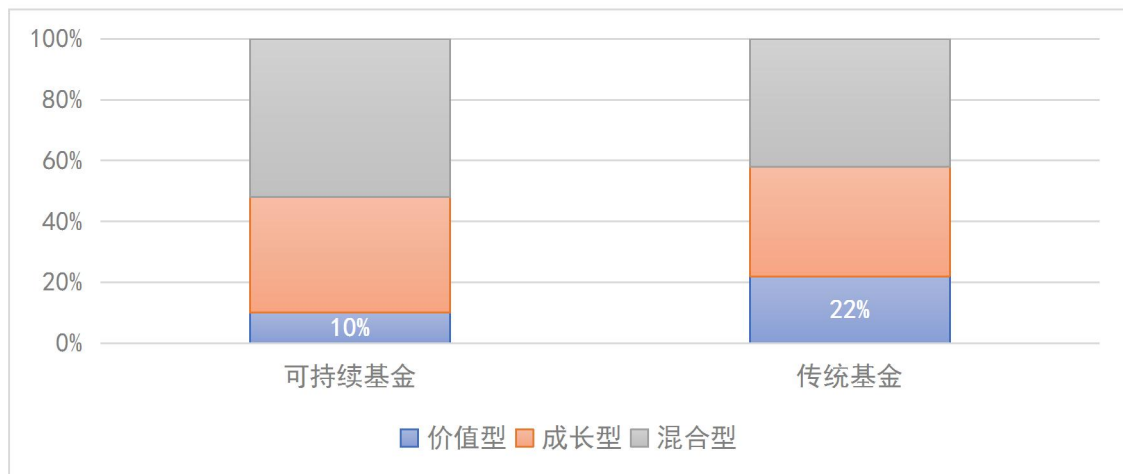
图 5：2022 年可持续基金与传统基金的回报率对比



资料来源：Morgan Stanley, Morningstar, 华金证券研究所

可持续发展基金持仓标的以成长型为主。可持续基金在构成内容方面，与传统基金相比，可持续发展基金持仓标的以成长型为主，体现出偏离价值的特征。Morgan Stanley 估计，在对不同风格的风险敞口进行加权时，与传统股票基金相比，可持续发展基金中约 150 个基点中有多达 110 个基点对价值型持股的敞口相对较低，这也是导致其表现不佳的原因。

图 6：可持续基金与传统基金构成内容

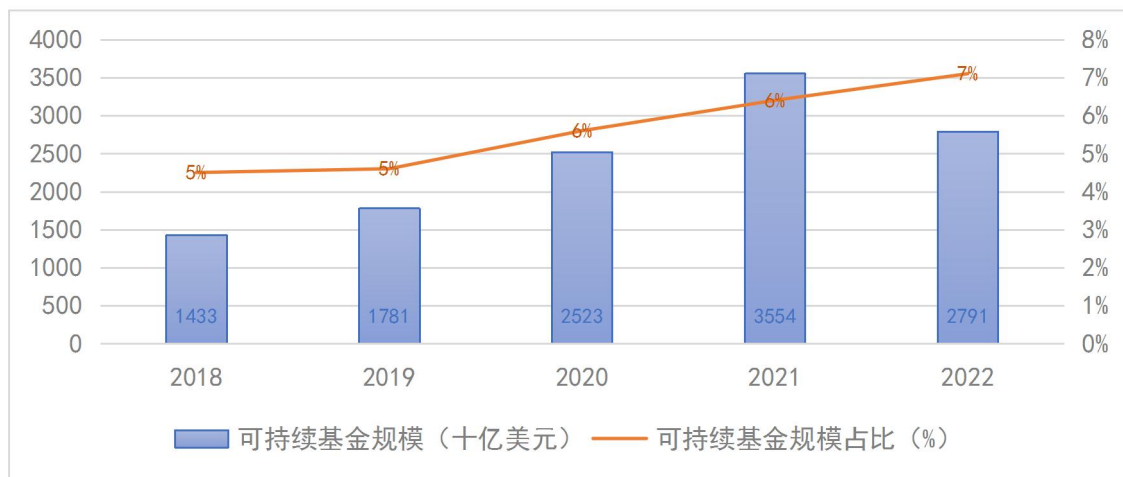


资料来源：Morgan Stanley, Morningstar, 华金证券研究所

## 2、可持续发展基金资产管理规模

到 2022 年底，可持续基金的资产管理规模为 2.8 万亿美元左右，远低于 2021 年的峰值，但仍高于 2020 年约 2.5 万亿美元的水平。虽然可持续基金规模在 2022 年有所下降，但可持续基金占整体资产管理规模的比例却是略有增加，截至 2022 年底约占总资产管理规模的 7%（图 7），同时，该比例是连续 5 年逐年上升的，这表明市场对可持续基金的需求仍然强劲。

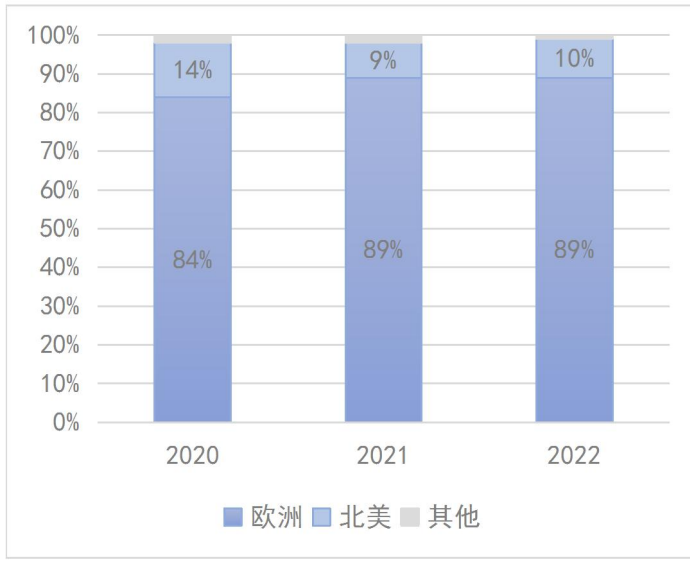
图 7：可持续基金的资产管理规模



资料来源：Morgan Stanley, Morningstar, 华金证券研究所

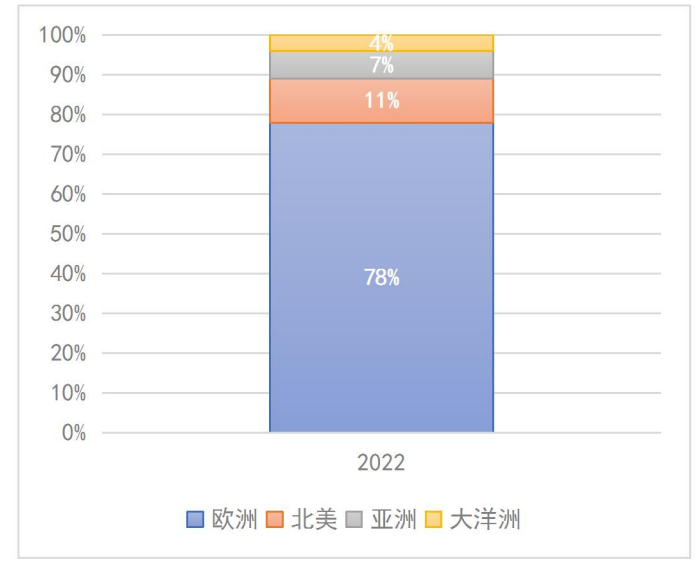
就可持续基金的管理规模和数量而言，欧洲地区在这两方面表现出明显的领先优势。分地区来看，欧洲在可持续基金管理规模和基金数量方面继续领先于其他地区。在可持续发展基金规模方面，欧洲地区管理的可持续基金规模占全球可持续基金规模的 89%。其次是北美地区，约占 10%。而所有其他地区的可持续基金规模则占总量的不到 2%。按基金数量计算，欧洲地区拥有全球三分之二以上的可持续发展基金，其次是北美地区（11%）和亚洲地区（7%）。

图 8：可持续基金管理规模各地区占比 2020-2022



资料来源: Morgan Stanley, Morningstar, 华金证券研究所

图 9：全球可持续基金数量各地区占比

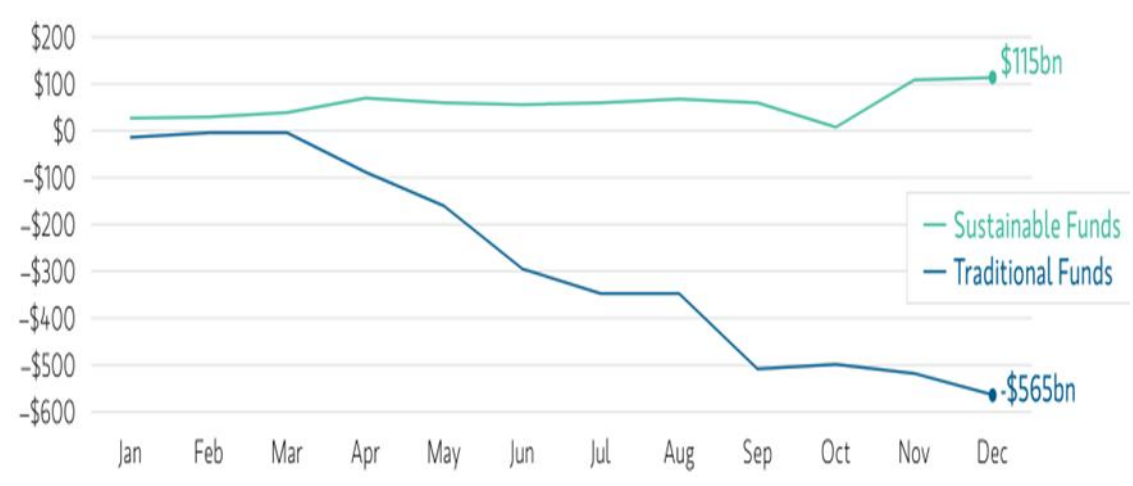


资料来源: Morgan Stanley, Morningstar, 华金证券研究所

### 3、2022 年可持续发展基金保持资金净流入，传统基金资金净流出

可持续发展基金在 2022 年仍然保持着资金净流入，全年累计流入 1150 亿美元，约占 2021 年年底总资产管理规模的 3%。在全球加息、俄乌冲突、高通胀、高利率和经济衰退的因子影响下，可持续发展基金的资金持续净流入状况显示出投资者对可持续发展基金仍保持着强劲的需求。而传统基金的资金在整个 2022 年都显示出流出状态，总额为-5650 亿美元，约占 2021 年年底资产管理规模的-2%。

图 10：2022 年可持续基金和传统基金资金每月累计净流量（十亿美元）



资料来源: Morgan Stanley, Morningstar, 华金证券研究所

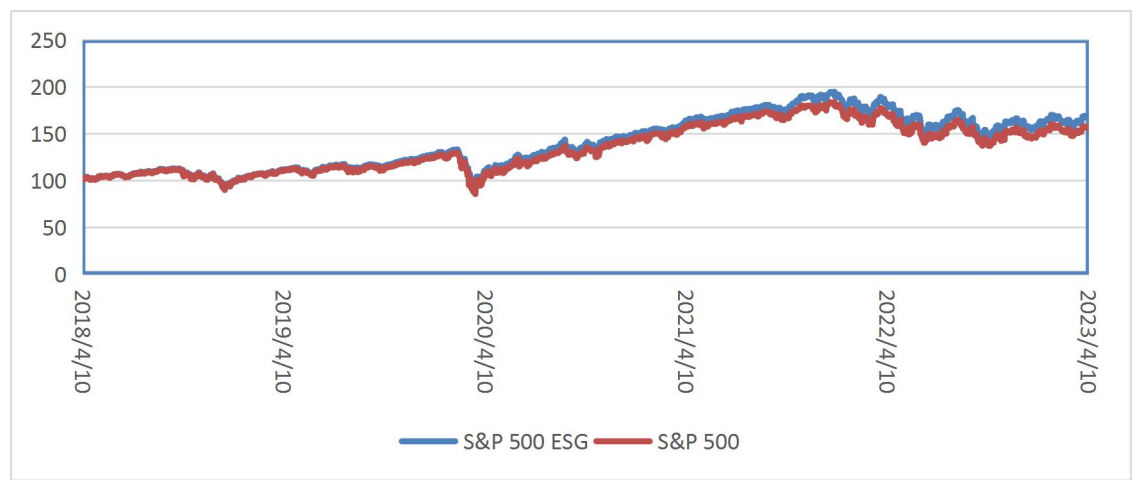
#### （四）ESG 指数投资

ESG 指数是伴随着 ESG 投资的兴起而发展的。1990 年，首条 ESG 指数 Domini Social 400 Index 推出，旨在帮助投资者充分考虑社会责任因素。2023 年 4 月 5 日 DWS 的 Xtrackers 推出新的 Xtrackers MSCI USA Climate Action Equity ETF（纽约证券交易所代码：USCA），供投资者接触引领低碳经济转型的公司，交易首日的投资额约为 20 亿美元，使其成为美国有史以来规模最大的 ETF 发行，同时也是规模最大的单一气候投资 ETF 发行，凸显了投资者对可持续投资解决方案的持续需求。

## 1、标普 500ESG 指数表现较好

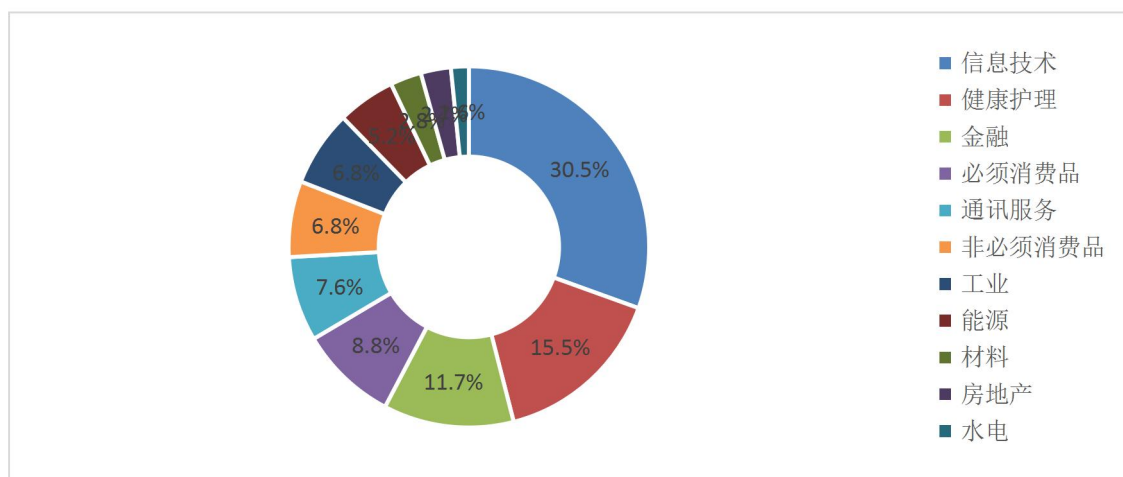
在整个计算年度，标准普尔 500 指数和标准普尔 500 ESG 指数的表现相似，这是因为两个指数的权重相似，标普 500 ESG 指数是基于广泛的市值加权指数，旨在衡量符合可持续发展标准的证券的表现，同时保持与标普 500 指数类似的整体行业组的权重。自 2018 年二季度以来，标准普尔 500 ESG 指数开始稳步跑赢标准普尔 500 指数平均 5 个点。与标准普尔 500 股票市场指数相比，标普 500 ESG 行业构成中信息技术占比最大（30.5%），展现出它对苹果、微软、亚马逊和谷歌等科技股的偏好，并排除了许多能源公司。碰巧的是，科技股在疫情期间表现最好，而能源行业由于封锁导致燃料需求暴跌，其中一些行业损失巨大。因此，标普 500 指数 ESG 比标普 500 指数表现较好。

图 11：2018-2023 年标普 500 ESG 指数和标普 500 指数的表现差异



资料来源：S&P，华金证券研究所

图 12: 标普 500 ESG 指数行业构成



资料来源: S&P, 华金证券研究所

## 2、全球 ESG ETF 投资情绪低迷，欧洲仍保持强劲势头

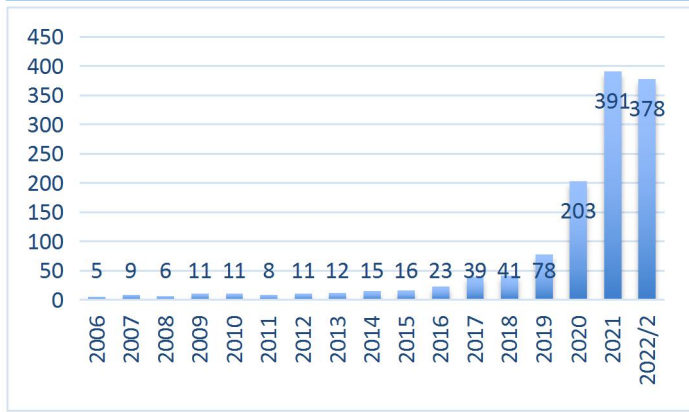
从投资端来看，全球 ESG ETF（将 ESG、可持续发展或气候主题纳入其目标的 ETF）在 2022 年的投资热度有所下降，欧洲仍保持强劲势头，但这种情绪有望在 2023 年得到回升。从 2022 年市场表现来看，全球 ESG 指数整体下跌，影响 ESG 主题投资表现。如图 13 所示，ESG ETF 的资产规模自 2006 年概念被正式提出以来得到了快速发展，整体规模呈现出快速上涨的趋势，从 2006 年的 50 亿美元明显增加到 2021 年的 3910 亿美元。而到了 2022，由于整体市场的不平稳，资产规模为 3780 亿美元，较 2021 年下降 3%。

欧洲的 ESG ETF 情绪依然乐观，而美国的情绪下降则反映了全球趋势。如图 15 和图 16 所示，2022 年全球可持续 ETF 呈现出负面情绪，目前的 ESG ETF 市场的下行情绪主要是由于对能源价格和经济增长的短期绩效表现不佳的反映。该消极情绪从 2022 年初开始，在同年 10 月跌至最低 0.17，与 2020 年的峰值 0.28 相比下降明显。ESG ETF 的负面情绪评分表明，无论是按照历史标准还是与同行相比，它们的流量在短期内可能仍然低迷状态。但根据彭博预测，全球对 ESG ETF 的兴趣处于连续两年的下降之中，但如果长期增长趋势保持不变，在 2023 年仍有反弹的可能。

分地区来看，欧洲和美国在全球 ESG ETF 资产中占据主导地位，而亚洲则紧随其后。2021 年欧洲市场的资产管理规模达到 2630 亿美元，美国市场以 1520 亿美元落后，而亚太地区 (APAC) 的风险敞口只有区区 120 亿美元。同时，欧洲所有净流入资金的 55% 进入了 ESG ETF，而亚太地区只有 11%，美洲地区有 6%。

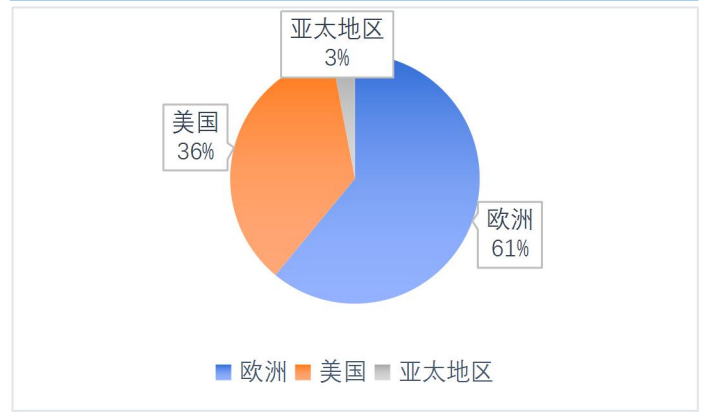
ESG 指数化投资市场规模方面，近年来中国境外 ESG ETF 产品规模增长迅速，资金呈持续净流入态势。即使在 2022 年全球金融市场资金流出的环境下，ESG 相关的资金依然是流入的，只是流入的速度相比较过去有所放缓。根据彭博数据，2022 年境外 ESG ETF 资金净流入较去年有所放缓，净流入额为 460.31 亿美元，同比下降 65.34%，但拉长长时间来看，2019 年以来，相关产品累计资金净流入约 2887.33 亿美元。而全球范围内 ESG ETF 市场稳步发展也进一步说明 ESG 指数化投资的潜力。

图 13: 2006-2022 年 2 月全球 ESG ETF 资产规模 (十亿美元)



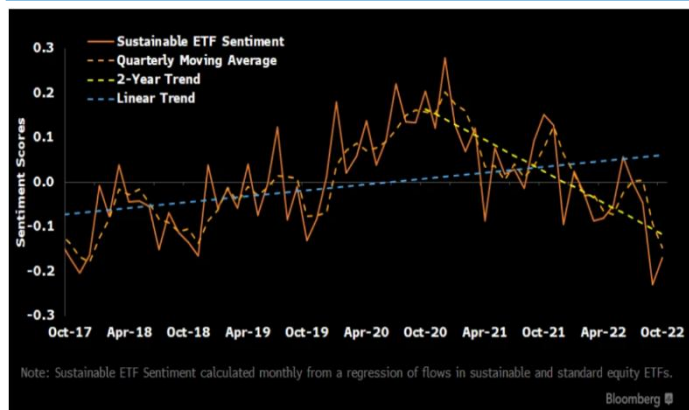
资料来源: Statista, 华金证券研究所

图 14: 2021 年底全球 ESG ETF 资产分地区占比



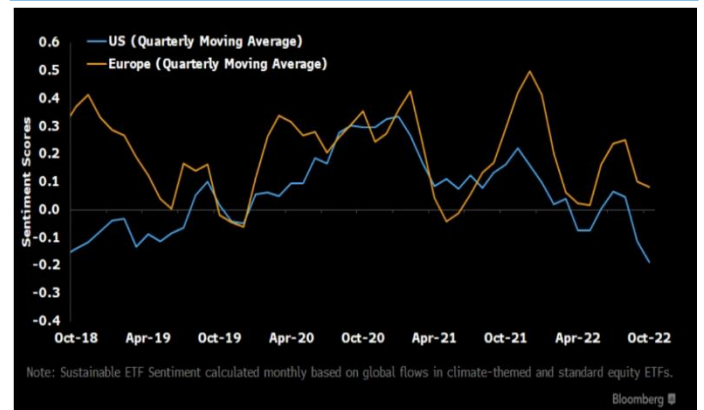
资料来源: Statista, 华金证券研究所

图 15: 2022 年全球可持续 ETF 基金市场投资情绪



资料来源: BQNT, Bloomberg, 华金证券研究所

图 16: 2022 年欧洲与美国可持续 ETF 基金市场投资情绪



资料来源: BQNT, Bloomberg, 华金证券研究所

### 三、ESG 债券

自 2014 年以来, 带有 ESG 标签的债券变得越来越复杂, 因为它们的目标不仅仅局限于环境目标, 还面向与一些可持续和社会方面的问题。为了向这个更复杂的 ESG 债券市场引入标准和透明度, ICMA 2017 年发布了社会债券原则和可持续发展债券指南, 并于 2020 年发布了可持续发展相关债券原则。这些原则和指南已成为发行人用于自我管理的市场标准。目前的 ESG 债券有着绿色债券 (Green Bond), 社会债券 (Social Bond) 和, 持续发展债券 (Sustainable Bond) 和可持续发展挂钩债券 (Sustainability-linked bonds) 四个大框架的分类, 在这个分类之下又有着更多狭义的细分。

表 2: ESG 债券分类

绿色债券	综合环保债券	绿色债券筹集的资金用于促进广泛环境目标的项目和活动。
	水环保债券	
	碳中和债券	
	蓝色债券	



	转型债券	
	其他绿色债券	
社会债券	区域发展债	收益用于资助解决或缓解特定社会问题的项目或活动，以实现积极的社会影响。
	一带一路债	
	社会事业债	
	纾困专项债	
	疫情防控债	
可持续发展债券		绿色和社会目标通常结合在可持续发展债券中，收益将用于具有积极环境或社会影响或两者兼而有之的项目或活动。
可持续发展挂钩债券	可持续挂钩债券	与绿色、社会 and 可持续发展债券的募集资金用途不同，可持续发展相关债券筹集的资金用于一般用途。可持续发展相关债券的息票与可持续发展目标的实现挂钩，未能实现这些目标意味着发行人有责任向投资者支付额外的、预先披露的利率。越来越多的发行人希望发行与可持续发展相关的债券，因为他们的收益与特定项目无关。这使得传统上具有高环境影响的公司能够发行带有 ESG 标签的债务，作为改善其运营的 ESG 特征的激励。
	低碳转型挂钩债券	

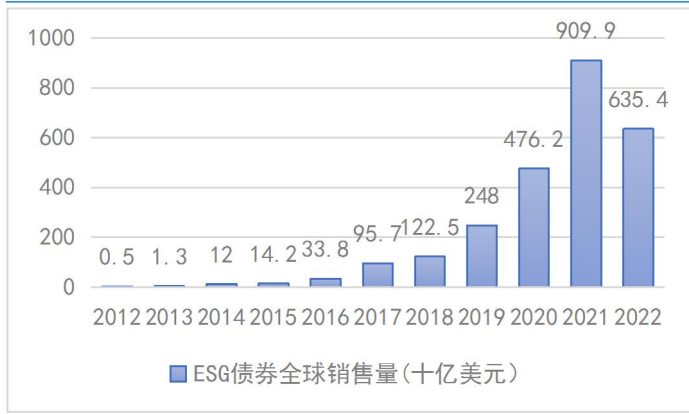
资料来源：Wind，华金证券研究所

## （一）2022 年全球 ESG 债券销售量和发行量首次下降

根据彭博数据，截至 2022 年 12 月 5 日，全球新发行的绿色、社会、可持续发展和可持续发展挂钩债券的销售额约为 6350 亿美元，远低于 2021 年全年发行的约 9100 亿美元，下降约 30%，这也是 ESG 相关债券的销售量自 2012 年以来的首次暴跌。

其中，绿色债券作为发行量最大的可持续类别，在 2022 年下跌 23%，也是有史以来的首次下跌。根据总部位于英国的气候债券倡议(CBI)的数据，2022 年全球绿色债券的销售额为 4437.2 亿美元，远低于 2021 年的 5966.3 亿美元。市场动荡、通胀、利率上升和地缘政治不确定性降低了绿色债券发行量。2022 年第四季度绿色债券发行量为 836.4 亿美元，环比下降 15.9%，为 2020 年第二季度以来的最低水平。分地区来看，在欧洲，2022 年绿色债券供应量下降 32.5% 至 2190.3 亿美元，而北美的发行量下降 43.2% 至 602.2 亿美元。亚太地区发行量略为稳定，2022 年仅下降 2.5%，绿色债券的发行总量为 1208.3 亿美元。

图 17：2012-2022 全球 ESG 债券销售量（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，华金证券研究所

注：2012-2021 年为全年。2022 年截至 12 月 5 日。包括企业和政府发行的绿色、社会、可持续性和可持续性相关债券的全球销售量。

图 18：2014-2022 全球 ESG 债券发行量（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，华金证券研究所

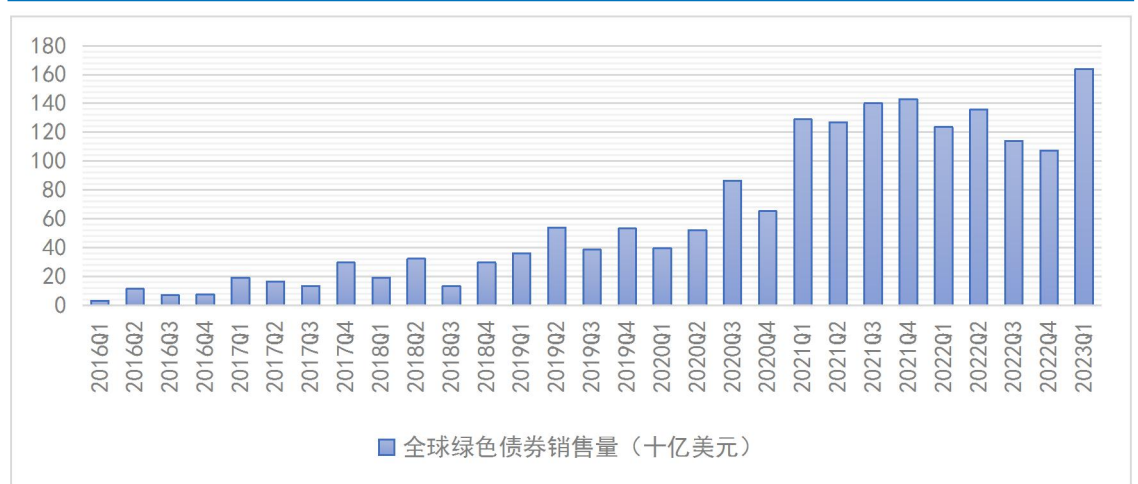
注：2022 年的数据截至 11 月 15 日的累计发行量

## （二）2023 年 ESG 债券有望反弹，一季度发行量回升明显

全球绿色债券发行量预计在 2023 年得到反弹。虽然 2022 年 ESG 债券表现不佳，但在世界经济好于预期、绿色经济扶持力度加强，利率更加确定和去年推迟发行等因素的影响下，2023 年的 ESG 债券市场有望反弹。根据法国农业信贷银行 ESG 固定收益研究，2023 年全球可持续债券发行量可能达到 960 亿美元，比 2022 年增长 30%，达到与 2021 年类似的水平。

2023 年第一季度，全球发行的绿色债券达到 1639 亿美元，超过 2021 年最后三个月创下的 1431 亿美元的纪录。与去年同期相比，同比增长了 32%。在 3 月的银行业动荡的之前，更加确定的利率环境和先前的推迟发行使得 1 月和 2 月的债券市场销售量为 2023 年第一季度创下新高。

图 19：2016Q1-2023Q1 全球绿色债券销售量



资料来源：Bloomberg，华金证券研究所

## 四、2023 全球 ESG 监管趋严

## （一）全球 ESG 报告趋势：总体趋同，细节分化

2023 年，ESG 监管整体形势方面是逐渐趋严的，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 投资者使用的资讯。

MSCI 报告中显示，在过去的一年，全球的可持续投资的标准在核心领域趋同，在不同地区的优先事项推动下出现部分分化。全球范围内关于 ESG 的监管措施制定的依据各不相同。在 2021 年，就有 12 个市场的至少 34 个监管机构和标准制定者就 ESG 问题进行正式磋商。不同司法管辖区的特定机构在制定 ESG 监管规则和措施时主要关注五个方面：报告的主体、目标、报告的重要研究的性质、严格性和一致性。在选取的全球监管措施制定过程中，各个地区在实现报告目标的透明度目标方面都达成了一致，大多数报告的制定都将“实现非财务信息披露”作为制定标准。目标中的标签是指制定规则过程中是否存在有意防止“漂绿”或者潜在“销售不善”的问题，显然只有少数机构在制定规则时关注到这一点。在目标的资本配置方面，也只有少数机构在制定规则时有意将资本直接导向可持续发展。

在 ESG 报告的编制要求方面，EMEA 和香港不仅关注公司发展不仅在乎公司财务对环境的影响，也在乎环境变迁对财务的影响，具有双重性。而美洲（除美国 FIO 的相关法案）、APAC（除香港）则主要只关注了公司财务对环境的影响。拟案的严格性方面各不相同，但似乎美国和加拿大在这方面的要求是最低的。对于报告的统一性，欧盟倾向于数据模板，而其他地区则显示出采用多种方法的特征。几乎所有地区都有针对发行人和金融实体的拟议规则，但值得注意的是美国并没有针对金融产品的提案。

表 3：预计到 2025 年的全球监管举措（部分）

全球可持续发展监管举措（英）		全球可持续发展监管举措（中）	报告主体				目标			重要性研究	报告一致性
			发行人	产品	财务主体	透明度	标签	资本配置			
欧洲、中东、非洲（EMEA）	欧洲	EC: Sustainable Financial Disclosure Regulation (SFDR)	欧盟委员会：可持续财务披露条例		√	√	√	√	√	双重	3
		EC: EU Taxonomy Article 8 Disclosures Delegated Act	欧盟委员会：欧盟分类法第 8 条披露授权法案	√		√	√	√	√	双重	3
		EC: Corporate	欧盟委	√			√		√	双重	3

		Sustainability Reporting Directive (CSRD)*	委员会： 企业可持续发展报告指令*									
	英国	FCA: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) & Investment Labels*	英国金融行为管理局：可持续发展披露要求 (SDR) 和投资标签*		√	√	√	√	√		双重	2
		FCA: Diversity & Inclusion on Company Boards & Executive Committees*	英国金融行为管理局：公司董事会和执行委员会中的多样性和包容性*	√	√		√				双重	2
		FCA: Climate-related Disclosure Requirements*	英国金融行为管理局：气候相关的披露要求*	√	√	√	√				单方面	2
		SEC: Climate Disclosure for Public Companies**	美国证券交易委员会：上市公司的气候披露**	√			√				单方面	0
	美国	FIO: Climate-Related Financial Risks & Insurers**	美国联邦保险办公室：与气候有关的金融风			√	√		√		双重	0

美洲			险和保 险公司 **									
	加拿大	CSA:ESG-related investment Disclosure for Funds**	加拿大 证券管 理局:与 ESG相 关的基 金投资 信息披 露**		√		√	√			单方面	2
		CSA: Climate-related Disclosure for Listed Issuers*	加拿大 证券管 理局:上 市公司 与气候 相关的 信息披 露*	√		√	√				单方面	2
	智利	CMF:Sustainability and Corporate Governance Requirements in Annual Reports	智利金 融市场 委员会: 年度报 告中的 可持续 性和公 司治理 要求	√		√	√				单方面	2
	巴西	BCB: Management and Disclosure of Social, Environmental and Climate risks	巴西中 央银行: 社会、环 境和气候 风险的管 理和披露			√	√				单方面	2
亚太地区	澳大利 亚	APRA: Prudential Practice Guidance on Climate Change Financial Risks	澳大利 亚审慎 监管局: 关于气候 变化金融 风险的审 慎做法 指南			√	√				单方面	2
	中国	CSRC: ESG-related Amendments to the	中国证 监会:上	√			√				单方面	2

		Disclosure Rules Applicable to Listed Companies	上市公司信息披露规则中与ESG相关的修正案								
	日本	FSA: Revisions of Corporate Governance Code	日本金融厅:企业管治守则的修订案	√			√			单方面	3
	香港	SFC/HKMA: Green & Sustainable Finance Strategy (Climate-related Disclosures)	证券及期货事务监察委员会/香港金融管理局:绿色和可持续金融战略(与气候有关的披露)	√	√	√	√	√	√	双重	2
	新西兰	XRB: Mandatory TCFD Reporting*	新西兰外部报告委员会:强制性TCFD报告*	√		√	√			单方面	2
	新加坡	MAS: Environmental Risk Management for Asset Managers, Banks, Insurers	新加坡金融管理局:资产管理、银行和保险公司的环境风险管理		√	√	√		√	单方面	2
	南韩	FSC: Mandatory ESG Report Disclosure*	韩国金融服务委员会:强制性ESG报告披露*	√			√			单方面	2

资料来源：MSCI，华金证券研究所

注：(1) \*代表拟议的或正在协商的；高度规定性的模板；\*\*代表已计划的；1 代表仅定性的；2 代表包括定性的；3 代表高度规定性的模板

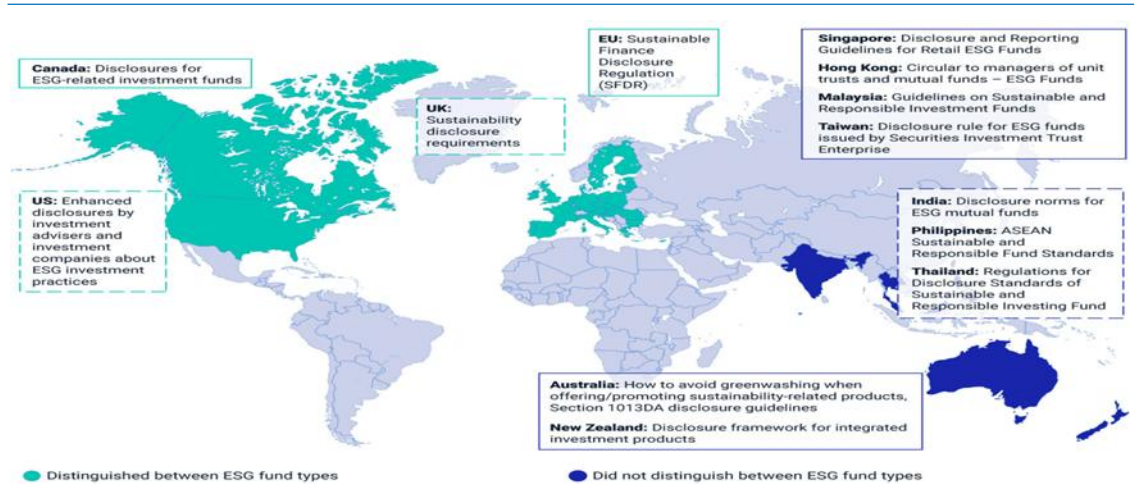
(2) 对于报告的严格性：1 代表报告按照大致纲要；2 代表报告符合或者有解释；3 代表完全按照标准

(3) 对于报告的一致性：1 代表仅定性的；2 代表包括定性的；3 代表按照高度规定性的模板

## (二) 2023 针对 ESG 基金名称和标签的规定将更加严格

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。欧盟的可持续金融披露条例（SFDR）是该领域的先导，该条例 ESG 基金的透明度提出更高的要求，并在文件中明确了基金分类。其中，Article6 指的是没有可持续性范围的基金，Article8 指的是促进环境或社会特征的基金，Article9 指的是以可持续投资为主要目标的基金。在 SFDR 的影响下，其他地区的市场监管机构也纷纷效仿，对相关监管措施进行试探性效仿。新加坡、澳大利亚和香港对基金提供框架指导，以规范在投资组合中整合 ESG 的披露内容。欧盟和加拿大的监管机构则通过细化 ESG 基金的分类来规范进行 ESG 整合的披露内容。美国也采取相关的措施，但并未像欧盟那样规范且明确。当这些法规集体生效，预计全球基金总资产的 8% 将会处于监管之下。这对投资者来说，更严格的基金规范意味着更明智的投资决策。但对于为跨地区的投资者而言，这也可能导致因为不同地区互不相关的 ESG 投资指标而对投资决策产生挑战。

图 20：针对 ESG 基金出台专门法规的地区



资料来源：MSCI，华金证券研究所

注：实心文本框代表生效的法规，而虚线框代表提议或计划中的法规。

已针对 ESG 基金出台法规或指南的地区：美国（拟议）、加拿大、欧盟和英国。

计划针对 ESG 基金出台法规或指南的地区：新加坡、印度（拟议）、香港、澳大利亚（包括第 1013DA 节）、马来西亚、新西兰、菲律宾（拟议）、泰国（拟议）和台湾。数据截至 2022 年 10 月 12 日。

## 分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)