

# 为什么需要 ESG

## ——理念、实践与趋势

### 报告要点:

- **ESG 是环境 (Environment)、社会 (Social)、治理 (Governance) 三大维度的缩写。** ESG 是一种关注企业非财务绩效的投资理念，旨在通过评估企业在可持续发展、社会责任和治理结构上的表现，识别长期价值与风险。
- **证监会 2025 年底发布的《上市公司监督管理条例（公开征求意见稿）》，作为我国首部专门的上市公司监管行政法规，标志着公司治理进入法治化、系统化监管新阶段。**《条例》与证监会“十五五”提升上市公司质量的核心任务深度契合，内容主要有：明确上市公司监管总体要求、完善公司治理要求、强化信息披露监管、规范并购重组行为、加强投资者保护和规定监督管理和法律责任。
- **ESG 政策有效推动 ESG 发展。** 当环境治理和社会责任履行对短期财务表现的影响不确定甚至可能为负时，企业家在落实 ESG 指引下的业务转型与信息披露工作时，往往表现出积极性不足的特征。应对此现象就需要 ESG 政策的出台，在中国主要包括证券监管支持绿色标准建立、信息披露体系的形成、央企带头落实 ESG 政策以及其他有关部门相互配合形成政策合力。
- **企业存在优化 ESG 表现的内在动力。** 从利益相关者视角，良好 ESG 表现能塑造企业声誉、吸引注资与机构投资者，还能借利益相关者监督优化资源配置；从信息不对称视角，ESG 披露可弥补信息差、降低融资约束、丰富股价信息，进而降低股价同步性、增强投资动机、减少融资成本，助力提升投资效率。市场数据分析亦表明 ESG 评级与投资效率之间存在正向关联特征。

### 建议关注:

- **投资者可将 ESG 纳入投资决策。** 从数据特征来看，ESG 评级相对更高的公司，其股票年化波动率可能更低，提示投资收益或许更稳健、风险可能更小。同时，ESG 理财产品还具有更普惠的政策红利、更长远的价值推动等特征。
- **中国 ESG 市场发展展现出以下三个趋势：ESG 披露率逐年提高，沪深 300 公司发挥引领作用、上市公司整体 ESG 评级呈上升态势、ESG 投资规模不断扩大。** 反映了中国市场对 ESG 投资关注度的持续提高。
- **在公司治理层面，监管层通过《上市公司监督管理条例（公开征求意见稿）》系统化、规范化提升上市公司治理质量。** 未来规范治理有望成为国内市场“慢牛”发展的重要支持，相关企业也将成为市场上行的关键支撑力量。建议投资方向持续关注上市公司治理提升带来的长期红利。

### 风险提示

本文基于政策环境客观回顾，本文数据仅供参考，不构成投资建议。ESG 政策出台不及预期；市场对 ESG 理念接受程度不及预期；投资机构实践 ESG 理念不及预期等。

### 相关研究报告

《国元证券专题研究——中美欧 ESG 政策探究》

### 报告作者

分析师 刘乐  
执业证书编号 S0020524070001  
电话 021-51097188  
邮箱 liule@gyzq.com.cn

分析师 杨磊  
执业证书编号 S0020525080003  
电话 021-51097188  
邮箱 yanglei@gyzq.com.cn

## 内容目录

1. ESG：看待投资的新视角 .....	4
1.1 ESG 的核心内涵 .....	4
1.2 从 ESG 到 ESG 投资 .....	4
2. 落实全面深化改革：市场为什么需要 ESG？ .....	5
2.1 全球 ESG 市场面临阻碍，PRI 签约数增速放缓 .....	5
2.2 中国 ESG 发展呈现本土特色 .....	6
2.3 中国 ESG 政策体系建设日趋成熟 .....	6
3. 寻求更高的投资效率：企业为什么需要 ESG？ .....	11
3.1 企业存在优化 ESG 表现的内在动力 .....	11
3.1.1 利益相关者视角 .....	11
3.1.2 信息不对称视角 .....	11
3.2 市场观察：ESG 表现与企业投资效率的关联 .....	11
3.2.1 ROIC：衡量企业投资效率的核心指标 .....	11
3.2.2 不同 ESG 评级体系下与 ROIC 的关联特征 .....	12
4. 关注长期价值：投资者为什么需要 ESG？ .....	14
4.1 更稳健的抗风险能力 .....	14
4.2 更普惠的政策红利 .....	14
4.3 更长远的价值推动 .....	15
5. 中国 ESG 发展趋势 .....	15
5.1 ESG 披露率逐年提高，沪深 300 公司发挥引领作用 .....	15
5.2 上市公司整体 ESG 评级呈上升态势 .....	17
5.3 ESG 投资规模不断扩大 .....	18
6. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：历年 PRI 全球签约机构累计数量与增长率（%） .....	5
图 2：商道融绿 ESG 评级体系下企业平均 ROIC（%） .....	12
图 3：华证 ESG 评级体系下企业平均 ROIC（%） .....	13
图 4：组合分析企业平均 ROIC（%） .....	13
图 5：平均年化波动率（60 个月）（%） .....	14
图 6：平均年化波动率（24 个月）（%） .....	14
图 7：2014-2024 年披露 ESG 报告的上市公司数量以及年增长率（%） .....	16
图 8：2024 年 A 股中披露 ESG 报告的上市公司数量和比例（%） .....	17
图 9：2024 年沪深 300 中披露 ESG 报告的上市公司数量和比例（%） .....	17
图 10：2022-2024 年 A 股上市公司商道融绿 ESG 评级分布（%） .....	17
图 11：2022 年 A 股上市公司 ESG 评级饼状分布图（%） .....	18
图 12：2024 年 A 股上市公司 ESG 评级饼状分布图（%） .....	18
图 13：ESG 基金数量和市场比重（只，%） .....	19

图 14: 2020-2024 年中国责任投资市场规模过去五年变化 (亿元) ..... 19

表 1: 证监会 ESG 相关政策梳理 ..... 7

表 2: 交易所 ESG 相关政策梳理 ..... 8

表 3: 国务院国资委 ESG 相关政策梳理..... 9

表 4: 其他有关部门 ESG 相关政策梳理..... 10

## 1.ESG：看待投资的新视角

### 1.1 ESG 的核心内涵

ESG 是环境 (Environment)、社会 (Social)、治理 (Governance) 三大维度的缩写，是一种关注企业非财务绩效的投资理念，旨在通过评估企业在可持续发展、社会责任和治理结构上的表现，识别长期价值与风险。环境维度 (Environment) 指关注企业对自然生态的影响，涵盖碳排放管理、资源利用效率、污染防治及气候变化应对等核心议题。例如，在能源行业，炼油企业的碳足迹测算、钢铁公司的超低排放改造投入、煤炭企业的矿区生态修复等均被纳入环境绩效评估范畴。社会维度 (Social) 指聚焦企业与利益相关方的互动，包括员工权益保护、产品质量安全、社区责任、数据隐私及供应链伦理等。如消费品公司的劳工标准、医药企业的药品安全管理、科技企业的用户数据合规性均属于社会维度的评估内容。治理维度 (Governance) 指考察企业内部治理结构与外部合规性，包括董事会独立性、股权结构合理性、反腐败机制、透明度及股东权利保护等。典型指标如董事会中独立董事占比、高管薪酬与公司绩效的关联性、财务造假等负面事件的应对措施。

ESG 理念的核心在于将环境外部性、社会影响及治理风险纳入投资决策，通过识别企业可持续发展能力，实现长期风险与回报的平衡。

### 1.2 从 ESG 到 ESG 投资

在 ESG 作为一个整体被提出前，ESG 代表的环境、社会和治理就已经获得了广泛的认知。1987 年联合国发布的《Our Common Future》中提出了可持续发展的概念，可持续发展既能够满足当代需要，也不会损害后代的利益。环境因素、社会因素和经济因素已经成为构成可持续发展的核心。在治理层面，市场也已经认识到良好的治理对企业财务绩效的重要性，治理与公司财务表现和股价表现之间的相关性也通常强于环境和社会因素。

ESG 最早于 2004 年由联合国全球契约组织 (UNGC) 和联合国环境规划署金融倡议 (UNEPFI) 在共同发布的报告《Who Cares Wins》中作为一个整体概念被提出。报告倡议将环境因素、社会因素和治理因素纳入投融资决策中。在此基础上，ESG 投资逐步被定义为将环境 (Environmental)、社会 (Social) 和公司治理 (Governance) 问题纳入投资分析和投资决策过程。高盛在 2006 年发布研究报告，将环境、社会和公司治理等因素整合在一起，提出在投资银行的投资实践中开展 ESG 投资，正式明确了 ESG 投资理念。同年，联合国支持的负责任投资原则组织 (UN PRI) 诞生，联合国负责任投资原则的目标是理解环境 (E)、社会责任 (S) 与公司治理 (G) 对投资者的影响，并支持签署机构在投资决策和所有权实践中纳入 ESG 议题。

## 2. 落实全面深化改革：市场为什么需要 ESG？

### 2.1 全球 ESG 市场面临阻碍，PRI 签约数增速放缓

联合国责任投资原则组织（UN PRI）通过标准制定、政策倡导、能力建设和全球协作，已成为推动可持续金融领域发展的核心力量。其近十年签约机构的数量变化规律可反映全球 ESG 市场的热点状况。截至 2024 年 12 月底，全球已有 5404 家机构加入 PRI，签约机构数量较 2023 年底新增 343 家。值得关注的是，虽然签约机构累计数量是逐年增加的，但是每年新增签约数自 2021 年开始，呈现下降趋势。其原因是多样的，一方面，PRI 经过 20 年发展，全球主要资产管理机构已基本完成首轮覆盖，市场和机构覆盖天花板或已显现。另一方面，全球经济波动、地缘政治紧张或金融危机可能导致投资者更关注短期收益，减少对 ESG 的长期承诺。

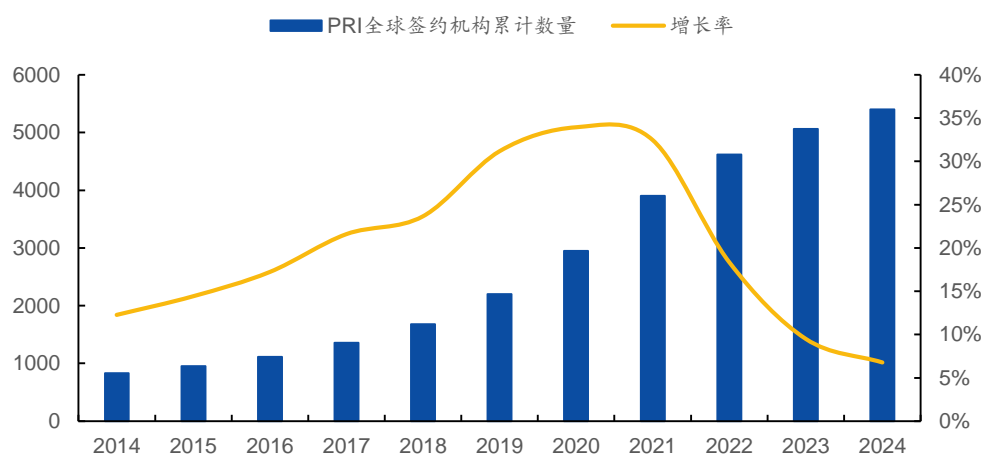
2020 年后全球 ESG 市场发展面临着更多的阻碍，PRI 机构签约增速显著放缓（见图 1）。签署机构数量的年增长率在 2020 年达到最高点 33.94%，随后便逐年降低至 2024 年的 6.78%，反映当前全球 ESG 市场的发展相较以往有更多问题亟需解决：

**(1) 标准混乱：全球存在数百种 ESG 评级体系。**同一企业不同评级体系下的表现可能存在显著的差异，而这会让投资决策成本上升，阻碍 ESG 市场的进一步发展。

**(2) 漂绿频发：市场存在着表面合规的现象。**即部分企业通过虚报相关数据，夸大其对于社会责任的履行程度，诸如此类的欺骗投资者的行为显然会损害行业公信力。

**(3) 认知差异：市场对于 ESG 投资理念的认知尚且存在误区。**部分投资者认为 ESG 投资会牺牲短期投资收益，而忽略了 ESG 投资所带来的长期价值回报和风险规避能力。

图 1：历年 PRI 全球签约机构累计数量与增长率（%）



资料来源：联合国责任投资原则组织，国元证券研究所

## 2.2 中国 ESG 发展呈现本土特色

(1) 中国的 ESG 实践呈现出鲜明的本土特色。与西方以股东利益为核心的经济体形成对比，中国构建了以多元利益相关者为导向的治理框架，在这一体系下，政府治理效能、民众根本利益与社会稳定和谐等多维价值被纳入综合考量。这种特色实践深度融入国家发展全局——五年规划始终立足长远发展视野。ESG 理念与中国可持续发展战略中的发展理念高度契合：譬如 E 中的双碳战略，S 中的共同富裕，G 中的资本市场透明度。

(2) 明确社会责任、强化公司治理是深化改革的必由之路，而这不仅需要顶层设计，也要求“自上而下”的制度完善。当前的宏观背景是我国经济增速换挡、经济结构升级、新质生产力发展迅速，高质量发展要求上市公司将可持续发展机会作为公司经营的战略考量，而 ESG 为这类需求提供了量化考核标准。它不仅适用于投资领域，企业自身也需借助其研判业务的可持续价值，以减少风险、提升企业价值。尽管在世界范围内 ESG 发展存在着增速放缓的现象，但国内推动 ESG 的趋势并未改变，政府通过出台一系列政策推广 ESG 理念。

## 2.3 中国 ESG 政策体系建设日趋成熟

企业在 ESG 实践中面临的核心痛点之一，在于环境治理与社会责任履行对短期财务表现的影响存在不确定性，甚至可能产生负面冲击，这直接导致部分企业家的落实积极性不足。

面对这种情况，就需要外生力量予以推动，而政策的出台便是直接有效的推动力。在进一步推动深化改革、推进中国式现代化的大进程中，提高上市公司质量不仅仅是构建高水平社会主义市场经济体制、充分发挥市场的资源配置作用的必然要求，也是从理论到实践的重要举措之一。中国 ESG 政策的加速落地有效推动了 ESG 的发展，我们按部门职责将 ESG 相关的重要政策进行了分类：

### 2.3.1 证券监管支持公司治理标准体系建立

公司治理是 ESG 体系的“压舱石”，直接影响企业决策科学性、风险防控能力与资本信任度。健全的治理结构能有效防范内部人控制、财务舞弊等致命风险，同时优化资本配置效率，成为吸引长期“耐心资本”的关键。

证监会从完善公司治理标准体系方面发力，推动资本市场成为绿色低碳发展的有力支撑。

2025 年 7 月生效的修订后的《上市公司信息披露管理办法》首次将 ESG 披露要求从交易所自律规则提升至证监会部门规章层面，赋予其行政强制力。标志着 ESG 信息披露从“自愿披露”转变为“法定强制”，从社会责任范畴正式进入证券监管领域。

2025 年 12 月证监会发布的《上市公司监督管理条例（公开征求意见稿）》，为公司治理提供了系统性的法规支撑。《条例》的主要内容有：明确上市公司监管总体要求、完善公司治理要求、强化信息披露监管、规范并购重组行为、加强投资者保护和规定监督管理和法律责任。其核心革新体现在四大维度：

**夯实治理架构基础：**强制要求董事会设置审计委员会，过半数成员为独立董事且召集人需为会计专业人士，全面承接监事会财务监督职权，形成治理“第一道防线”。

**约束“关键少数”权力：**明确禁止控股股东、实际控制人违规占用资金、操纵公司等行为，细化董事、高管的忠实与勤勉义务，将权力关进制度笼子。

**强化财务造假防控：**构建防控、监测、追责全链条机制，要求财报需经审计委员会过半数通过方可披露，设立造假收益回溯制度。

**完善投资者保护：**主动退市需提供现金选择权，董事会审议重大事项需充分考虑投资者回报，推动企业从“融资导向”向“价值回报”转变。

**表 1：证监会 ESG 相关政策梳理**

时间	发文单位	文件	ESG 因素	主要内容
2012 年		《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 30 号》	ESG	要求社会责任报告应经董事会审议，并以单独报告发布
2017 年		《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2、3 号》	ESG	鼓励公司结合行业特点主动披露履行社会责任的情况；属于环境保护部门公布的重点排污单位，应当根据法律法规披露主要环境信息
2018 年		修订《上市公司治理准则》	ESG	要求上市公司按照法律法规和相关要求披露环境信息和社会责任信息
2021 年	证监会	修订后上市公司年度报告和半年度报告格式准则	ESG	将与环境保护、社会责任有关内容统一整合至第五节环境和社会责任；鼓励披露碳减排的措施与成效
2022 年		《上市公司投资者关系管理工作指引》	ESG	增加了公司的环境、社会和治理信息投资者沟通内容
2023 年		《上市公司独立董事管理办法》	G	规范独立董事行为，促进上市公司质量，保护中小股东合法权益
2025 年		《上市公司信息披露管理办法》	ESG	在证监会部门规章层面明确要求上市公司按交易所规定发布可持续发展报告
2025 年		《上市公司监督管理条例（公开征求意见稿）》	G	明确上市公司监管总体要求、完善公司治理要求、强化信息披露监管、规范并购重组行为、加强投资者保护和规定监督管理和法律责任。

资料来源：证监会，国元证券研究所

### 2.3.2 信息披露体系的初步形成

**“刚性约束+弹性指导”的互补体系，推动中国 ESG 信息披露从零散化向系统化转变，**

**加速中国 ESG 建设从形式合规迈向实质管理。**2024 年 4 月，沪深北三大交易所发布《上市公司可持续发展报告指引》，明确规定上证 180 指数、科创 50 指数、深证 100 指数、创业板指数样本公司以及境内外同时上市的公司，须在 2026 年开始披露 2025 年度的 ESG 报告，并划定了核心企业强制披露范围。2025 年 1 月，沪深北三大交易所印发《上市公司可持续发展报告编制指南》，着眼于帮助上市公司建立健全可持续发展治理架构和管理流程，并为编制高质量的 ESG 报告提供工具箱和百宝书，标志着细化指导的 ESG 信息披露制度体系初步形成。

**表 2：交易所 ESG 相关政策梳理**

时间	发文单位	文件	ESG 因素	主要内容
2006 年	深圳证券交易所	《上市公司社会责任指引》	S	要求上市公司积极履行社会责任，自愿披露企业社会责任报告
2008 年	上海证券交易所	《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》	ES	要求上市公司加强社会责任承担工作，及时披露公司在员工安全、产品责任、环境保护等方面的做法和成绩，并对上市公司环境信息披露提出了具体要求
2010 年	深圳证券交易所	《关于做好上市公司 2010 年年度报告披露工作的通知》	ES	要求纳入深圳 100 指数的上市公司披露社会责任报告
2013 年	深圳证券交易所	《上市公司信息披露工作考核办法》	ESG	信批质量分为四个等级，其中未按规定披露社会责任报告的上市公司信批考核结果不能为 A
2015 年	深圳证券交易所	《中小板上市公司规范运作指引》	E	规定上市公司出现重大环境污染问题时，应当及时披露环境污染产生的原因、对公司业绩的影响、环境污染的影响情况、公司拟采取的整改措施等。
2019 年	上海证券交易所	《上海证券交易所科创板股票上市规则》等 10 份配套规则与指引	ESG	对 ESG 相关信息做出强制披露要求，要求科创板上市公司披露保护环境、保障产品安全、维护员工与其他利益相关者合法权益等履行社会责任的情况
2020 年	深圳证券交易所	修订《上市公司信息披露工作考核办法》	ESG	纳入 ESG 报告加分项
2020 年	上海证券交易所	《上海证券交易所科创板上市公司自律监管规则适用指引第 2 号——自愿信息披露》	ESG	纳入 ESG 信披内容
2022 年	上海证券交易所	《关于做好科创板上市公司 2021 年年度报告披露工作的通知》	ESG	要求科创板公司应当披露 ESG 信息科创 50 指数成份公司应当在年报披露的同时披露社会责任报告或 ESG 报告
2024 年	沪、深、北交易所	《上市公司可持续发展报告指引》	ESG	要求报告期内持续被纳入上证 180、科创 50、深证 100、创业板指数样本公司，以及境内外同时上市的公司应当最晚在 2026 年首次披露 2025 年度《可持续发展报告》
2025 年	沪、深、北交易所	《可持续发展报告编制指南》	ESG	助力上市公司披露高质量的可持续发展 (ESG) 报告

资料来源：沪深北交易所、国元证券研究所

### 2.3.3 央企带头落实 ESG 政策

国务院国资委出台 ESG 政策有利于国央企充分发挥引领示范作用。央企在经济领域具有重要地位和影响力，出台 ESG 政策能推动央企带头披露 ESG 信息，树立企业社会责任标杆，为民企提供实践参考，带动民企 ESG 信息披露规范化，促进整个社会企业履行社会责任，推动构建良好的市场环境和社会氛围。例如 2024 年颁布的《关于新时代中央企业高标准履行社会责任的指导意见》明确将 ESG 工作纳入新时代中央企业社会责任工作统筹管理，推动中央企业高标准落实环境管理要求、积极履行社会责任、健全完善公司治理。

表 3：国务院国资委 ESG 相关政策梳理

时间	发文单位	文件	ESG 因素	主要内容
2008 年	国务院国资委	《关于中央企业履行社会责任的指导意见》	ESG	提出了央企建立社会责任报告制度,要求具备条件的企业定期发布社会责任报告或可持续发展报告
2016 年	国务院国资委	《关于国有企业更好履行社会责任的指导意见》	ESG	提出将社会责任融入企业运营,建立社会责任指标体系的目标,国有企业建立健全社会责任报告发布制度,定期发布报告
2022 年	国务院国资委	成立科技创新局及社会责任局	ESG	指导推动企业积极践行 ESG 理念,主动适应、引领国际规则标准制定,更好推动可持续发展
2022 年	国务院国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	ESG	鼓励更多央企控股上市公司披露 ESG 专项报告,并力争在 2023 年实现央企 ESG 专项报告的全覆盖,并且要推动央企建立 ESG 的评级体系
2023 年	国务院国资委	《关于转发〈央企控股上市公司 ESG 专项报告编制研究〉的通知》	ESG	为央企控股上市公司编制 ESG 报告提供了建议与参考,进一步规范央企控股上市公司 ESG 信息披露工作
2024 年	国务院国资委	《关于新时代中央企业高标准履行社会责任的指导意见》	SG	对企业履行社会责任,在运营全过程对利益相关方、社会和环境负责,促进可持续发展提出指导意见

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会，国元证券研究所

### 2.3.4 多部门相互配合形成政策合力

近年来，财政部、中国人民银行等部门 ESG 相关政策的出台频率显著提高，多部门共同推动 ESG 从理念转化为实践趋势明显。相关部门的政策出台既助力企业可持续发展，又有利于防范系统性风险，同时通过对接国际规则提升我国经济的全球竞争力，为“双碳”目标、共同富裕等国家战略提供制度保障。

表 4：其他有关部门 ESG 相关政策梳理

时间	发文单位	文件	ESG 因素	主要内容
2003 年	原国家环保总局	《关于企业环境信息公开的公告》	E	要求污染超标企业披露相关环境信息
2008 年	原国家环保总局	《关于加强上市公司环境保护监督管理工作的指导意见》	E	环保总局与证监会建立和完善上市公司环境监管与信息通报机制，促进上市公司真实、准确、完整、及时地披露相关环境信息
2010 年	原环境保护部	《上市公司环境信息披露指南（征求意见稿）》	E	规范了上市公司披露年度环境报告以及临时环境报告信息披露的时间与范围
2021 年	生态环境部	《企业环境信息依法披露管理办法》	E	要求重点排污单位、实施强制性清洁生产审核的企业、符合规定情形的上市公司、发债企业等主体依法披露环境信息
2022 年	生态环境部	《企业环境信息依法披露格式准则》	E	规范企业年度环境信息依法披露报告和临时环境信息依法披露报告的编制
2022 年	生态环境部等十七部门	《国家适应气候变化战略 2035》	E	深入分析气候变化影响风险和适应气候变化机遇挑战，对我国当前至 2035 年适应气候变化工作作出系统谋划，推动我国适应气候变化工作
2024 年	中国人民银行等七部门	《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》	ESG	要求金融机构开展碳核算、环境信息披露，制定统一的绿色金融标准体系，引导金融机构加大对绿色低碳发展的支持力度
2024 年	财政部等九部委	《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》	ESG	对可持续信息披露做出了原则性规定，为企业可持续信息披露提供了统一的标准和规范

资料来源：生态环境部、财政部、工业和信息化部、中国人民银行、国家发展改革委等，国元证券研究所

## 3. 寻求更高的投资效率：企业为什么需要 ESG？

### 3.1 企业存在优化 ESG 表现的内在动力

#### 3.1.1 利益相关者视角

企业管理者开展经营活动不仅聚焦于自身财务绩效以维护股东利益，也高度重视利益相关者的各类利益诉求。具体而言，良好的 ESG 表现将塑造企业声誉，进而吸引利益相关者注资，这将增加企业留存于内部的资本储备，帮助企业获取有利的投资契机，最终提高投资效率。

同时，良好的 ESG 表现标志着企业具备绿色创新能力，这一特质能够吸引具有相关偏好的机构投资者，为企业的高效投资项目拓展充足的资金空间。此外，利益相关者的利益驱动将促使其更加关注对企业所获资金的使用去向和产出效果，以监督者的身份为企业优化资源配置施加压力，有助于提高企业投资效率。

#### 3.1.2 信息不对称视角

基于“价值投资”“长线投资”理念来看，投资者在积累长期价值的过程中，更为关注企业的可持续发展潜力。ESG 表现通过信息披露等手段向社会公开企业的投资潜力，这一过程能有效弥补资本市场存在的信息不对称缺陷，完善资金供给渠道。其能提高资金支持的质量和数量，从而引导优质长期资金流向绿色发展企业，为企业项目落地提供支撑，进而提高企业投资效率。

ESG 表现综合反映企业的非财务绩效，成为补充信息不对称问题的重要解决方案。信息质量的提升在一定程度上可降低企业融资约束，对提高投资效率起到积极作用。同时，ESG 表现的披露使企业置于市场的外部监督之下。ESG 表现良好的企业对外披露意愿更强，这会使股价所包含的信息更为丰富，进一步缓解信息不对称问题。

因此，企业提高自身 ESG 表现，不仅可降低股价同步性，更能增强投资者的投资动机，降低企业融资成本，强化资金支持力度，最终促使企业投资效率提升。

### 3.2 市场观察：ESG 表现与企业投资效率的关联

#### 3.2.1 ROIC：衡量企业投资效率的核心指标

资本回报率（ROIC，Return on Invested Capital）作为衡量企业投资效率的核心指标之一，其对投资效率的反映主要体现在对“资本投入”与“价值创造”之间匹配关系的量化评估上。具体而言，ROIC 通过以下逻辑反映企业投资效率：

$$ROIC = \text{税后经营利润 (NOPAT)} / \text{投入资本 (IC)}$$

其中，税后经营利润（NOPAT）反映企业核心业务创造的净收益（剔除非经常性损益和财务费用影响），投入资本（IC）代表企业为维持经营所投入的全部资本（通常包括股东权益、有息负债，扣除现金及等价物，即“实际用于生产经营的资本”）。这一公式直接体现了“每单位资本投入能产生多少税后利润”，数值越高，表明企业将资

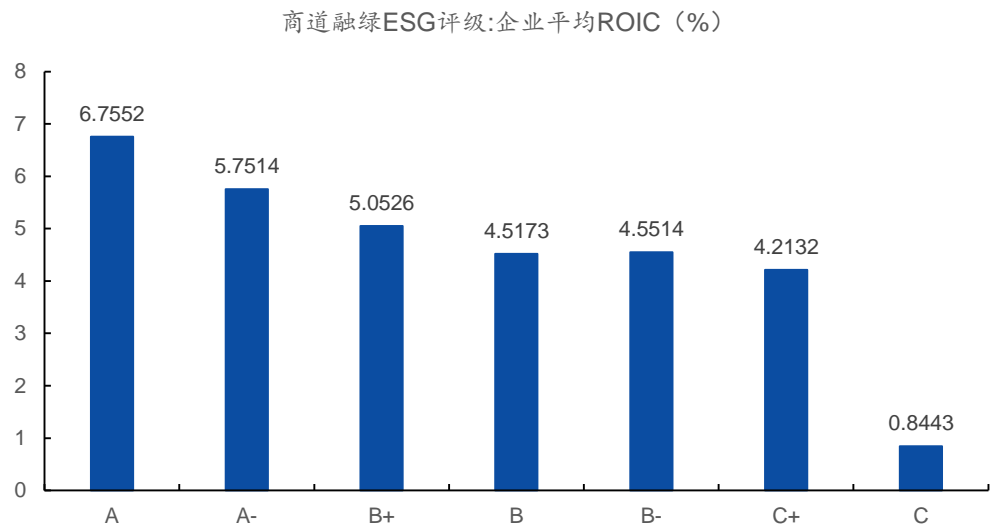
本转化为利润的能力越强，投资效率越高。

### 3.2.2 不同 ESG 评级体系下与 ROIC 的关联特征

#### 3.2.2.1 商道融绿 ESG 评级

从数据统计来看，ESG 评级更优的公司，其 ROIC 往往相对更高，提示两者可能存在正向关联。我们统计了 5353 家具备商道融绿 ESG 评级的 A 股上市公司 2024 年度报告，获取其年度 ROIC 数据，并按评级划分为 A、A-、B+、B、B-、C+、C 七个等级，计算各等级企业 ROIC 平均值（见图 2）。

图 2：商道融绿 ESG 评级体系下企业平均 ROIC (%)



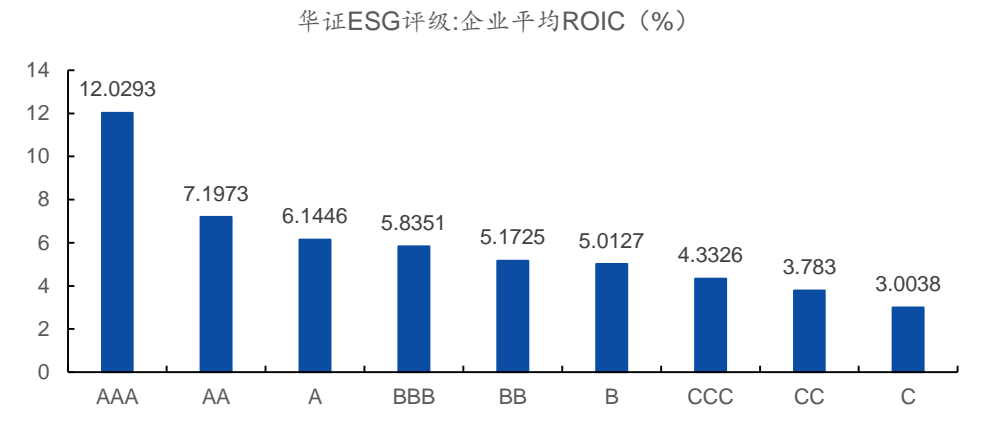
资料来源：iFinD，国元证券研究所

从图中可以观察到，2024 年 A 评级公司的平均 ROIC 相对最高，为 6.7552%；其次是 A-、B+ 评级公司，分别为 5.7514% 和 5.0526%；后续数据也大致呈现随评级下降而降低的趋势。这一现象表明 ESG 评级与投资效率之间存在正向关联。

#### 3.2.2.2 华证 ESG 评级

采用不同 ESG 评级体系进行分析，也能观察到类似的关联特征。我们将 5340 家 A 股上市公司按华证 ESG 评级划分为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 九个等级，同样计算各等级企业平均 ROIC（见图 3）。

图 3：华证 ESG 评级体系下企业平均 ROIC (%)



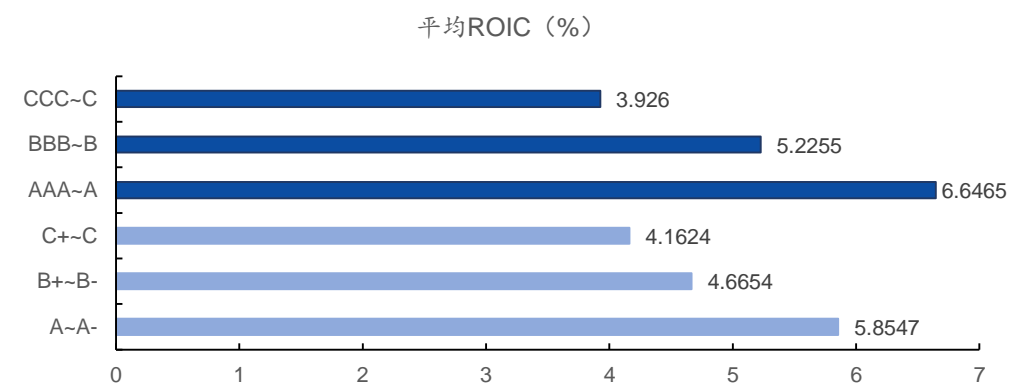
资料来源：iFinD，国元证券研究所

从图中可见，AAA 评级公司的平均 ROIC 相对最高，达到 12.0293%；其次是 AA 评级公司，为 7.1973%；C 评级公司的平均 ROIC 相对最低，仅 3.0038%。这一结果同样提示，ESG 评级较低的公司，其 ROIC 可能相对较低，两者呈现同向变化特征。

### 3.2.2.3 组合分析

为减少部分样本量过小可能带来的偶然性，进一步验证上述关联特征，我们对数据进行重新整理：将商道融绿 ESG 评级合并为“A~A-”“B+~B-”“C+~C”三组，将华证 ESG 评级合并为“AAA~A”“BBB~B”“CCC~C”三组，再计算各组企业平均 ROIC (见图 4)。

图 4：组合分析企业平均 ROIC (%)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

从分析结果来看，无论是基于商道融绿还是华证 ESG 评级体系，均能观察到 ESG 评级更高的组别，其平均 ROIC 相对更高——进一步支撑了 ESG 表现与投资效率存

在正向关联的判断。

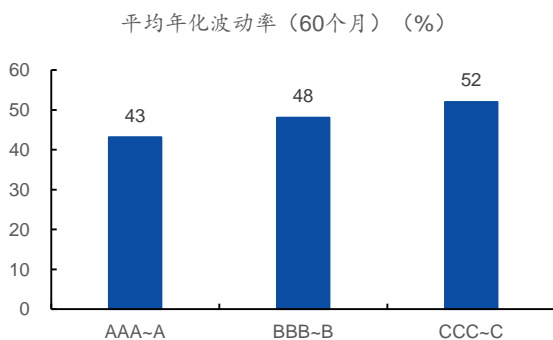
## 4.关注长期价值：投资者为什么需要 ESG？

### 4.1 更稳健的抗风险能力

从市场特征来看，理财产品将 ESG 纳入筛选要素可能会降低其风险水平。ESG 表现可视为对企业非财务维度的综合评价，投资者关注这一要素或许有助于避开存在环保违规、社会责任履行不足或治理机制不完善等问题的企业——这类企业可能因政策调整、公众事件等突发因素出现股价大幅波动。因此，投资者选择将 ESG 纳入考量的理财产品，或许有助于降低此类风险，使长期收益更趋稳定。

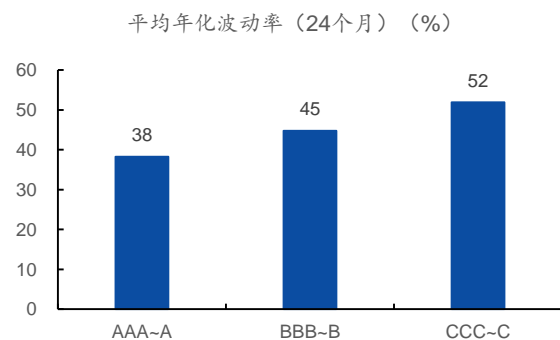
从数据特征来看，ESG 评级与公司股票年化波动率呈现负向关联特征。年化波动率是衡量资产价格波动程度的常用指标，通过将收益率的标准差按年化计算得出，多用于评估投资风险：较高的年化波动率可能意味着资产价格波动更剧烈、风险相对较大；而较低的年化波动率则可能表明资产价格更趋稳定、风险相对较小。

图 5：平均年化波动率（60 个月）（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 6：平均年化波动率（24 个月）（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

从上述图表可见，基于华证 ESG 评级体系，我们将 5400 家 A 股上市公司（已剔除数据缺失样本）划分为“AAA~A”“BBB~B”“CCC~C”三个组别，样本量分别为 853、2585、1962 家，计算各组的平均年化波动率（60 个月、24 个月）。从数据中可以观察到，无论是 60 个月还是 24 个月的统计周期，随着 ESG 评级的降低，股票的平均年化波动率大致呈现升高的趋势，其中“CCC~C”组别的平均年化波动率约为 52%。这一现象在一定程度上为 ESG 投资的合理性提供了参考：企业的 ESG 表现与其抗风险能力存在关联。

### 4.2 更普惠的政策红利

近年来，部分国家和利益集团以“短期经济利益优先”为由，对 ESG（环境、社会、治理）理念发起系统性挑战，形成“反 ESG 浪潮”。其核心表现为：通过政策干预削弱环境监管、扶持高碳产业、限制 ESG 投资规则，试图将经济发展与可持续目标

割裂。例如特朗普上任伊始便退出《巴黎协定》，7月签署《大而美法案》，系统性废除拜登时期《通胀削减法案》的清洁能源激励措施。

**与反 ESG 浪潮形成鲜明对比，中国通过财政贴息、政策性担保、再贷款工具等组合拳，系统性降低绿色项目融资成本：**

**(1) 财政贴息：**《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》提出了要加大对能源、工业、交通、建筑等领域绿色发展和低碳转型的信贷支持力度；支持符合条件的企业在境内外上市融资或再融资，募集资金用于绿色低碳项目建设运营；鼓励具备条件的金融机构、社会资本成立碳达峰碳中和转型基金等指导意见。

**(2) 担保机制：**《政府性融资担保、再担保机构绩效评价指引》从政策效益、经营能力、风险控制、体系建设 4 个维度构建了政府性融资担保、再担保机构绩效评价体系。提出要引导政府性融资担保、再担保机构聚焦支小支农、降低费率水平；鼓励政府性融资担保、再担保机构主动作为、扩大业务规模；发挥政府性融资担保逆周期调节作用。

**(3) 再贷款工具：**人民银行通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款。以期引导金融机构和企业更充分地认识绿色转型的重要意义，鼓励社会资金更多投向绿色低碳领域，向企业和公众倡导绿色生产生活方式、循环经济等理念，助力实现碳达峰、碳中和目标。

### 4.3 更长远的价值推动

**选择 ESG 理财产品，其核心逻辑在于引导资金更多地流向 ESG 表现突出的企业。这一过程也会自然推动更多企业关注环境责任、社会责任与治理优化，进而逐步形成正向循环。不仅让投资者获得收益，更让社会从可持续发展中受益，实现经济价值与社会价值的统一。**

以某钢铁企业为例，其 ESG 表现长期处于行业领先地位。2024 年，其发行全国首单“科技创新低碳转型‘一带一路’公司债券”，规模 100 亿元，利率 2.45%，吸引了银行、基金、保险等 45 家机构参与认购，认购倍数达 3.4 倍。同时该企业利用绿色债券资金加速技术迭代，而这些举措将进一步提升其 ESG 评级，使其更易获得后续绿色融资，形成“融资-减排-再融资”的良性循环。反观 ESG 表现落后的钢铁企业在发债时则面临更高利率，成本差将促使更多企业改进自身 ESG 表现以获取融资优势。

## 5. 中国 ESG 发展趋势

### 5.1 ESG 披露率逐年提高，沪深 300 公司发挥引领作用

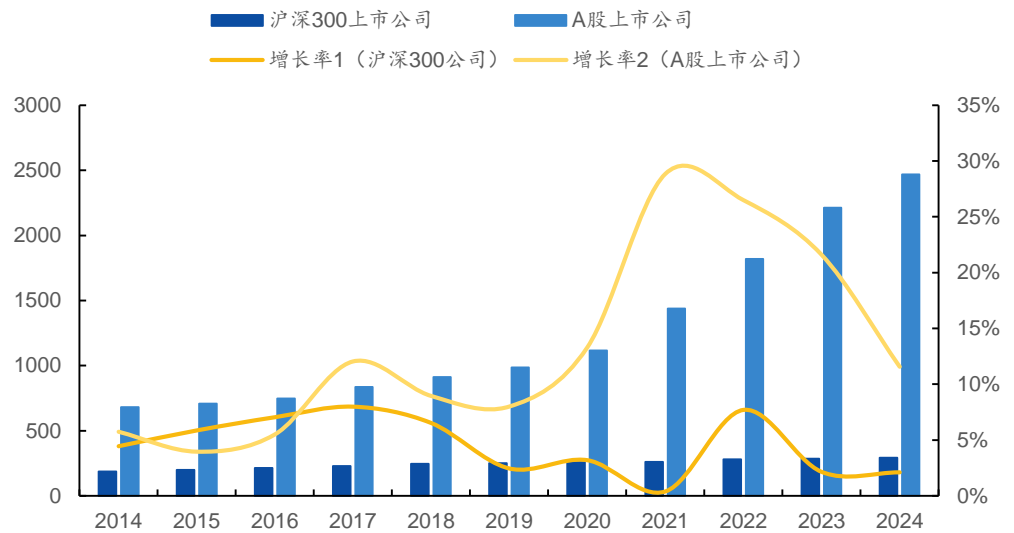
在政策推动下，中国企业的 ESG 本土实践日益兴起。披露 ESG 报告的上市公司数量呈上升趋势，2022-2024 年，发布 ESG 相关报告的 A 股上市公司数量分别为 1819 家、2212 家和 2468 家，占当年 A 股上市公司总数的 38.89%、41.38%和 45.77%，披露率逐年上升。通过考察增长率指标，可知披露 ESG 报告的 A 股上市公司数的增长率于 2021 年达到最高点 28.85%，2022-2024 年则逐年下降，分别为 26.50%、

21.61%和 11.57%，这可能与部分行业披露率趋于饱和、行业相关政策变更等多重因素的影响有关。

在中国的 ESG 信息披露体系中，沪深 300 公司较好地发挥了 ESG 实践的引领作用。在 2014 年，其披露率就已达到 62.67%，即 300 家公司中有 188 家公司披露了 ESG 报告，远高于全体 A 股披露率。因此，近十年其增长率相较于全体 A 股公司较低，但也保持着相对稳定的增速，近十年平均增长率为 4.5%。2024 年，沪深 300 中有 292 家公司披露了 ESG 报告，相较 2023 年新增了 6 家公司，披露率达到 97.33%。

观察整体趋势，数量持续增长体现中国 ESG 生态逐步完善，企业对可持续发展重视程度提升。ESG 信息披露从自愿走向规范，反映出中国经济向绿色、可持续方向转型的趋势，以及资本市场对企业非财务信息披露要求的不断提高。

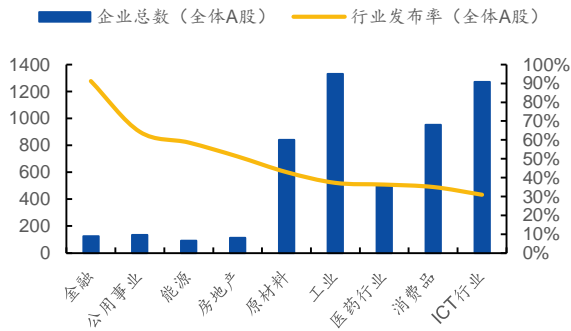
图 7：2014-2024 年披露 ESG 报告的上市公司数量以及年增长率 (%)



资料来源：iFinD，商道纵横，国元证券研究所

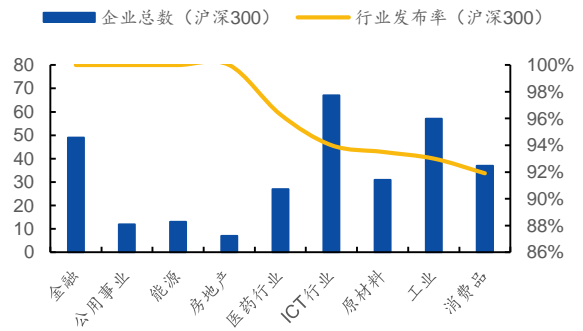
沪深 300 公司在 ESG 信息披露方面做得更好，而 A 股整体表现仍有提高空间。根据 GICS 行业分类，考察全体 A 股上市公司，可知 ICT 和消费品行业 2024 年其行业发布率分别为 31%和 35.1%，不及平均水平。而金融业则因其独特的行业属性展现出较高的披露意愿，以 91.3%的行业发布率位于所有行业之首。将视角聚焦至沪深 300 公司，可发现各行业的发布率均达到 90%以上，其中 ICT 和消费品行业 2024 年的行业发布率分别为 94%和 91.90%。而金融、公共事业、能源、房地产这四个行业，其发布率均为 100%。

图 8：2024 年 A 股中披露 ESG 报告的上市公司数量和比例 (%)



资料来源：商道纵横，国元证券研究所

图 9：2024 年沪深 300 中披露 ESG 报告的上市公司数量和比例 (%)



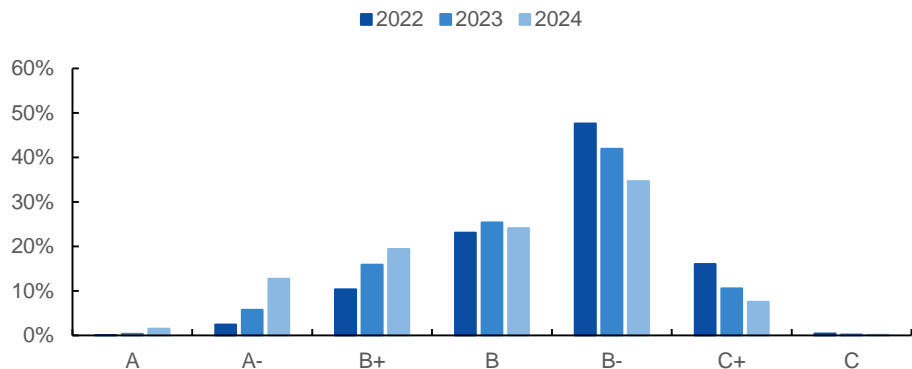
资料来源：商道纵横，国元证券研究所

## 5.2 上市公司整体 ESG 评级呈上升态势

ESG 评级是对企业在可持续发展维度的表现进行量化评估的重要工具，近些年中国市场 ESG 实践的兴起，也体现在上市公司整体 ESG 评级提升上。A 股上市公司近几年的 ESG 评级分布表明：中国上市公司在 ESG 维度的综合表现呈现显著的进阶态势。

以商道融绿 ESG 评级为例，对比 2022-2024 这三年的评级分布，可发现趋势变化以 B 评级为分水岭，其下（即评级为 B-、C+、C）的公司比重呈现逐年下降趋势：“B-公司”比重由 2022 年的 47.65% 下降至 2024 年的 34.68%，“C+公司”比重则由 16.02% 下降至 7.52%；其上（即评级为 B+、A-、A）的公司比重则呈现上升态势：“B+公司”比重由 2022 年的 10.38% 上升至 2024 年的 19.42%，“A-公司”比重则由 2.45% 上升至 12.71%。而 B 评级公司所占比重本身则相对稳定，在 23%-26% 之间波动。

图 10：2022-2024 年 A 股上市公司商道融绿 ESG 评级分布 (%)

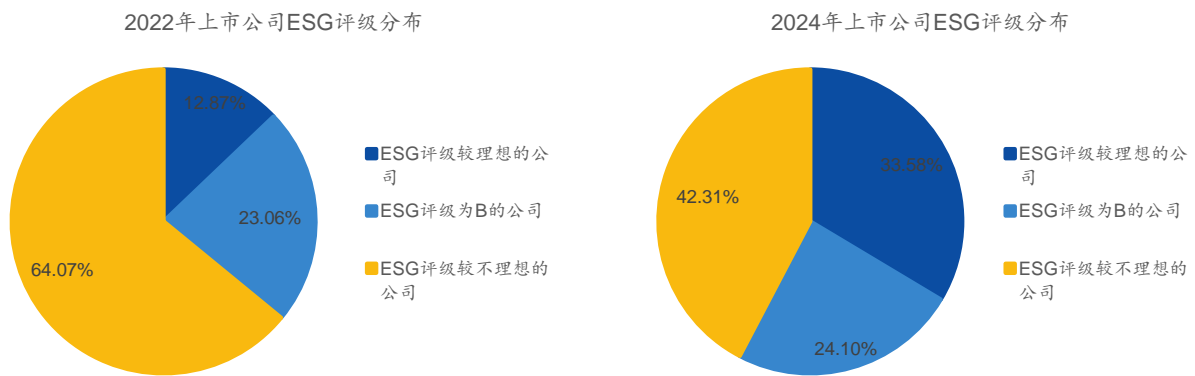


资料来源：iFinD，商道融绿，国元证券研究所

中国上市公司整体的 ESG 表现不断提高。上市公司以 B 评级为区分线，在评级在 B 以上的公司称为“ESG 评级较理想的公司”，而评级在 B 以下的公司则划分为“ESG 评级较不理想的公司”，评级为 B 的公司因其波动幅度较小则不做特殊归纳。通过对 2022 年和 2024 年的数据进行整体统计处理，可发现“ESG 评级较理想的公司”比重由 12.87% 上升至 33.58%，而“ESG 评级较不理想的公司”比重则由 64.07% 下降至 42.31%。

图 11：2022 年 A 股上市公司 ESG 评级饼状分布图 (%)

图 12：2024 年 A 股上市公司 ESG 评级饼状分布图 (%)



资料来源：iFinD，商道融绿，国元证券研究所

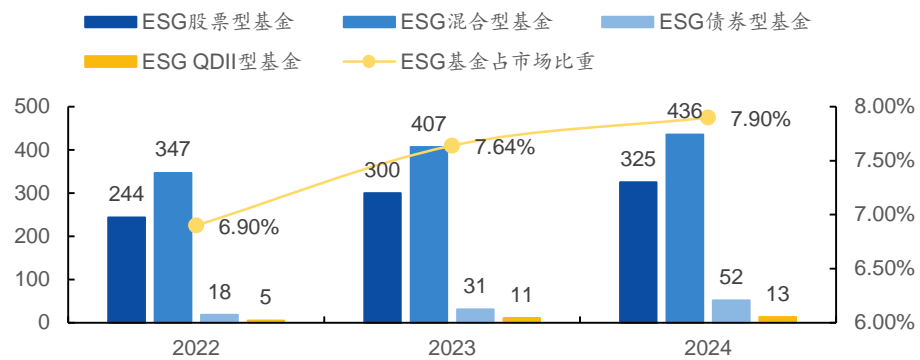
资料来源：iFinD，商道融绿，国元证券研究所

### 5.3 ESG 投资规模不断扩大

随着 ESG 相关政策的不断出台，市场体系逐渐完善，话题受关注度显著提高，市场上也涌现出越来越多的 ESG 投资产品，各类金融机构不断加大 ESG 投资力度。例如，ESG 公募基金规模逐步扩大，绿色信贷、可持续债券等产品也不断丰富，推动了资金向符合 ESG 标准的企业和项目流动。

2022-2024 年，ESG 投资力度不断加大，这体现在 ESG 基金数量与市场比重逐年上升。从数量角度看，ESG 股票型基金数量由 2022 年的 244 只增长到 2024 年的 325 只，ESG 混合型基金则由 347 只增长至 436 只，其余类型基金数量如 ESG 债券型基金、ESGQDII 型基金均有不同幅度的增长。ESG 基金规模占市场比重由 2022 年的 6.90% 上升至 2024 年的 7.90%。

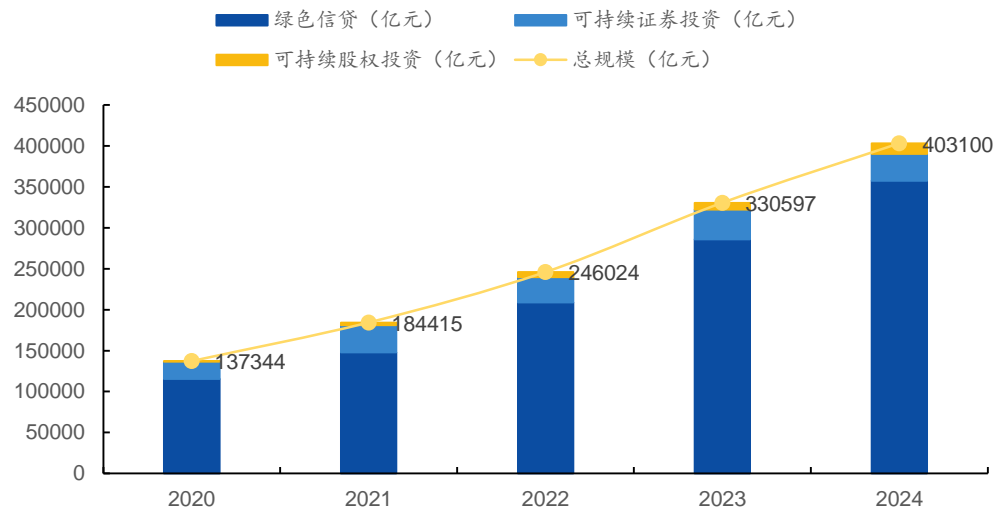
图 13: ESG 基金数量和市场比重 (只, %)



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 中国责任投资论坛, 国元证券研究所

近年来, 中国责任投资市场规模快速扩大反映了市场对 ESG 投资关注度的提高。2020 年, 中国责任投资市场规模为 13.73 万亿元, 2024 年这一数值则达到 40.31 万亿元。其中绿色信贷占比最大, 且增长最快, 由 11.55 万亿元增长至 35.75 万亿元。同时, 可持续证券投资和可持续股权投资的规模相比五年前均有一定幅度的增长。

图 14: 2020-2024 年中国责任投资市场规模过去五年变化 (亿元)



资料来源: 商道融绿, 中国责任投资论坛, 国元证券研究所

## 6. 风险提示

本文基于政策环境客观回顾，本文数据仅供参考，不构成投资建议。

ESG 政策出台不及预期；市场对 ESG 理念接受程度不及预期；投资机构实践 ESG 理念不及预期等。

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于 -5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于 -10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029