

ESG趋势与分析

中国及全球市场研报

第5期 2020年01月10日

解读港交所新版《ESG报告指引》

2019年12月18日，香港交易及结算所有限公司（港交所）全资附属公司香港联合交易所有限公司官网发布公告，披露《ESG报告指引》（以下简称《指引》）咨询总结，陈述了市场各方对今年5月17日《指引》修订建议的反馈意见，决定在对修订建议略作调整后推行，并计划于2020年7月1日或之后开始财政年度实施。这将成为港交所自2012年以来的第三版《指引》。

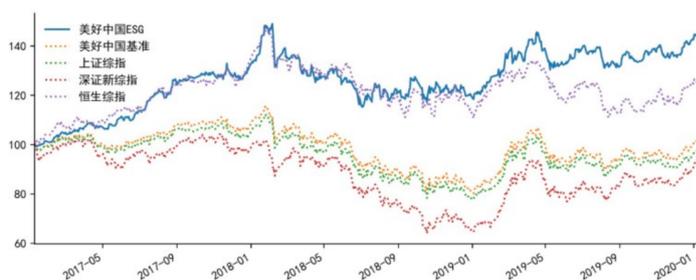
详见第19页

欧洲银监局发布《可持续金融行动计划》

2019年12月6日，欧洲银行管理局（EBA）发布《可持续金融行动计划》，概述了EBA将针对环境、社会和公司治理（ESG）因素以及与之相关风险所展开的任务内容与具体时间表并重点介绍了有关可持续金融的关键政策信息。本文旨在详细分析《可持续金融行动计划》的基本内容及政策信息，通过解读EBA的相关行动规划与执行策略，为中国的可持续金融发展提供实践性借鉴意义。

详见第25页

美好中国ESG100指数与基准历史净值



起止时间：2017.01-2020.01 资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

中财大绿金院ESG数据库

中央财经大学绿色金融国际研究院拥有全球领先的中国上市公司ESG数据和目前唯一的中国债券发行主体ESG数据，覆盖范围超过4000家中国公司，包括上市公司和非上市发债主体。当前 ESG数据库主要涵盖ESG数据、ESG评级、ESG评级报告、ESG指数和ESG研报五大功能。



总编辑：王遥 责任编辑：施懿宸

编辑：包婕、杨晨辉、李雪雯、牟毅、吴祯姝、任玉洁、梁楠楠、罗文尧、万秋旭

ESG政策发展

《中华人民共和国证券法》修订通过，将于2020年3月1日起施行。

香港联合交易所披露《ESG报告指引》咨询总结，持续提升在港上市公司的ESG信息披露要求。

ESG市场动态

深交所举办第二届MSCIA股上市公司ESG培训，推动提高上市公司质量。

2019中国节能协会年会成功举办，积极促进各行业绿色可持续发展。

“倡导责任投资，促进双向开放”，第七届中国责任投资论坛年会主论坛成功举行。

使用ESG策略构建绿债组合 绩效展示

本节就使用ESG分数构建的绿色债券组合绩效与基准绩效的对比问题展开探究，对于二级市场债券交易的不同风险偏好的投资者来说，使用ESG分数来构建组合或将成为其追求目标收益率的方法。

详情见第12页

中央财经大学绿色金融国际研究院

北京市海淀区学院南路62号

TEL: +86-62288768

E-mail: IIGF@rccef.com.cn

一、ESG相关政策发展

1. 《中华人民共和国证券法》修订通过，将于2020年3月1日起施行

事件：12月28日，第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》（以下简称新证券法），并将于2020年3月1日起施行。本次证券法修订，按照顶层制度设计要求，在全面推行证券发行注册制度、显著提高证券违法违规成本、完善投资者保护制度、进一步强化信息披露要求、完善证券交易制度、落实“放管服”要求取消相关行政许可、压实中介机构市场“看门人”法律职责、建立健全多层次资本市场体系、强化监管执法和风险防控和扩大证券法的适用范围等十个方面进行了新的规定。此外，此次证券法修订还对上市公司收购制度、证券公司业务管理制度、证券登记结算制度、跨境监管协作制度等作了完善。

点评：本次《证券法》的修订进一步完善了证券市场基础制度，体现了市场化、法治化、国际化方向，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障，具有非常重要而深远的意义。

2. 香港联合交易所披露《ESG报告指引》咨询总结，持续提升在港上市公司的ESG信息披露要求

事件：12月18日，香港交易所披露《环境、社会及管治（ESG）报告指引咨询总结》，提出上市公司需要遵循ESG指引的强制披露要求，包括载有董事会对ESG事宜考量的董事会声明、规定披露已经及可能会对发行人产生影响的重大气候相关事宜。从港交所披露的市场各方对今年5月17日《指引》修订建议的反馈意见来看，各项修订建议都获得83%或以上的支持，显示市场对ESG报告的修订有较高支持度，计划于2020年7月1日或之后开始财政年度实施。香港交易所于2019年5月发布了《指引》修订建议的咨询文件，并于12月确定新版《指引》内容，进一步扩大强制披露的范围，将披露建议全面调整为“不披露就解释”，持续提升对在港上市公司的ESG信息披露要求。

点评：新版《指引》首次将“强制披露”要求纳入港股ESG信息披露要求中，标志着港交所正逐步从“不披露就解释”阶段迈向“强制披露”阶段。从监管层面来看，“强制披露”要求港股上市公司进一步加强在环境、社会和治理方面的规范性，对企业自上而下的提高ESG意识、加强ESG的管理、落实ESG信息披露等方面都提出更高的要求。同时，新版《指引》新纳入气候变化指标，进一步与国际ESG披露建议接轨。



3. 成都建筑节能管理新规通过审议，建筑节能相关产品将实行标识管理

事件：2019年12月31日，第71次市政府常务会审议了《成都市建筑节能管理规定（修订草案）（送审稿）》，规定明确，建筑节能工程所使用的建筑材料、产品、设备和技术应当符合国家建筑节能标准及相关建筑节能规范的要求。禁止使用国家明令淘汰的建筑材料、产品、设备和技术，建筑节能材料、产品、设备应当实行标识管理，建筑物照明工程应当合理选择照明标准、照明方式、控制方式并充分利用自然光，选用节能型产品，降低照明电耗，提高照明质量。

点评：本次成都推出建筑节能新规不仅有助于促进建筑节能与能源使用效率提升，还将有利于鼓励节能领域技术研发以及能耗监测设备等附加产品市场拓展。我国作为一个能耗大国，其中40%以上的能耗都来源于建筑领域，而国内既有建筑节能改造与新建绿色建筑推行速度一直十分缓慢。因此本次推行建筑节能改造顺应了国家能源政策发展方向，有助于我国建筑节能方向发展提速。

4. 《进一步加强和规范能源监管工作的意见》发布，国家能源局2020年工作将强化能源监管

事件：2020年1月3日，国家能源局发布《进一步加强和规范能源监管工作的意见》，指出要着力改变“重审批轻监管”“重政策制定轻贯彻落实”的传统模式，把更多行政资源从事前审批转到加强事中事后

监管上来，不断推动能源监管工作系统化、规范化，为下一阶段能源监管工作明确思路与方向。

点评：本次《意见》顺应了此前2019年末全国能源工作会议上2020年能源发展方向主基调，将能源监管放到更加突出的位置，并强化了能源市场运行秩序和自然垄断环节的监管力度，对电力调度、市场交易、价格成本、供电服务等方面加强监督检查。此举有利于打击垄断等影响市场正常运营的不良现象，维护能源市场价格机制、交易流程公正运行，保障市场主体和人民群众合法权益。

5. 雄安新区出台交通工作指导意见，未来绿色交通出行比例将达90%

事件：2019年12月13日，雄安新区管理委员会印发《关于推进交通工作的指导意见》，明确提出要打造绿色智慧交通先行示范区，未来5年，新区将加快落实大兴国际机场城际智能公交服务，率先在市民服务中心打造智能车辆网联系统，鼓励使用绿色交通方式出行。意见重点规划了未来5年新区的交通工作，完善了交通政策顶层设计，为高标准、高质量打造新区绿色交通体系提供遵循。同时，意见还明确“90/80”目标（绿色交通出行比例达到90%，公共交通占机动化出行比例达到80%），构建便捷、安全、绿色、智能为导向，公交、非机动车和步行为主体的交通新模式，助力新区打造交通强国建设先行区。

点评：绿色交通作为一种高效能、低排

放的生产方式和生活方式，有助于优化交通运输的能源效率，改善交通运输的能源结构，从而实现交通行业的可持续发展，同时绿色交通也是智慧城市发展的必然要求。雄安新区本身位于京津冀腹地，处于多个城市通勤区内，交通便捷。以雄安新区作为绿色智慧交通建设区，不仅有利于进一步发挥其城际之间交通枢纽中心的作用，提升交通运输效率，保障各地区交通的协调发展，缓解各地区之间的交通压力，同时有助于发挥其集散效应，将绿色交通的成功经验传导辐射向周边大城市。

6. 欧洲银行管理局发布《可持续金融行动计划》，将ESG风险因素正式纳入金融可持续性评估体系

事件：12月6日，欧洲银行管理局（EBA）发布《可持续金融行动计划》（以下简称“《行动计划》”），概述了EBA将针对环境、社会和公司治理（ESG）因素以及与之相关风险所展开的任务内容与具体时间表，并重点介绍了有关可持续金融的关键政策信息。《行动计划》贯彻落实EBA促进金融体系稳定性和有效性的基本原则，其主要目标包括两部分内容。一是改善当前金融机构监管框架，将可持续性因素纳入机构的战略和风险管理中；二是为监管部门提供可靠的实践工具，帮助其理解、监测和评估ESG风险，旨在传达EBA政策方向，为金融机构的未来实践与经济行为提供指引。

点评：《行动计划》有助于推动全球应对气候变化问题的进程，将大力推动欧洲可

持续金融发展，通过建立标准化制度、提高金融机构风险辨识能力等途径逐步引导社会资本流向可持续投资。此外也进一步引导了金融机构在战略和风险管理、信息披露、情景分析和压力测试三个维度开展具体的行动，进而逐步完善ESG标准。

二、ESG市场动态

（一）时事热点

1. 深交所举办第二届MSCIA股上市公司ESG培训，推动提高上市公司质量

事件：12月5日，第二届MSCIA股上市公司ESG培训在深交所成功举办，MSCI、负责任投资原则组织等相关领域专家围绕全球ESG投资趋势、ESG数据披露、气候变化法规和披露趋势、中国可持续发展等议题进行讲解、研讨，来自270家上市公司的330余名代表参加培训。深交所将按照中国证监会的部署要求，着力构建以信息披露为核心的制度规则体系，发挥市场、技术、服务和区位等方面优势，推动上市公司高质量发展，强化上市公司绿色责任，引导社会资本积极支持绿色经济，促进我国经济可持续发展，并不断提升基础设施、跨境服务等方面的国际化水平，为全球投资者参与中国市场提供环境基础。

点评：深交所作为国内两大交易所之

一，一直积极倡导社会责任与可持续发展，在国内较早关注公司治理并设立研究中心，推动上市公司践行ESG标准，注重为绿色产业提供畅通的融资渠道，加强绿色金融跨境合作，助力全球绿色金融发展，成为推动绿色产业发展的重要平台。

2. 2019中国节能协会年会成功举办，积极促进各行业绿色可持续发展

事件：12月2日至3日，2019中国节能与低碳发展论坛暨2019中国节能协会年会成功召开。论坛以“节能低碳 提质增效”为主题，深入学习贯彻党的十九大报告精神，落实“十三五”规划《纲要》要求，牢固树立社会主义生态文明观和绿色发展新理念，推动工业、交通运输和建筑等领域绿色、循环、节能、低碳和谐与可持续发展。论坛围绕生态文明建设、绿色制造、应对气候变化、大气污染治理、节能环保产业发展等热点内容进行了深入研讨，解读了绿色发展政策，分析了当前节能减排、应对气候变化新形势，提出了节能降碳新思路，为企业、政府搭建了交流平台，发挥了桥梁纽带作用。

点评：新中国成立70年来，我国能源科技创新能力不断提升，能效水平得到显著提升，“十一五”以来，我国的节能减排工作取得了巨大的成绩。当前，生态文明建设、绿色高质量发展是新的发展理念，是创新的第一动力，各行业协会需要积极发挥机构带头作用配合国家生态文明战略的实施。

3. “倡导责任投资，促进双向开

放”，第七届中国责任投资论坛年会主论坛成功举办

事件：12月2日至6日，中国责任投资周暨第七届中国责任投资论坛（China SIF）年会于北京东方君悦酒店隆重举行。本次活动由商道融绿（SynTao Green Finance）和新浪财经（Sina Finance）联合联合国负责任投资原则组织（UN PRI）、联合国环境署金融倡议组织（UNEP FI）、可持续证券交易所倡议组织（UN SSEi）、中新经纬研究院共同举办。论坛以“倡导责任投资，促进双向开放”为主题，聚焦ESG（环境、社会和公司治理）责任投资在中国的发展现状，探索可持续金融的落地方案，并汇聚国内外ESG领域专家学者分享全球可持续金融的前沿信息、发展趋势和最佳案例，聚焦中国金融开放背景下，基金、保险、银行、上市公司、交易所、家族财富、资产管理等行业践行ESG责任投资面临的机遇和挑战。

点评：2019年，中国市场ESG投资理念的发展方兴未艾，越来越多的企业、金融机构、资产管理人开始利用ESG可持续发展的方式来进行投资管理。无论是当前全球可持续发展遇到的挑战，还是年轻一代的投资者，都在迫切寻求对环境、社会更加有益的投资方式。

4. 《中国城市可持续发展绿皮书》发布，我国大中城市正进入生态文明建设新时期

事件：同济大学可持续发展与新型城镇化智库29日发布的《中国城市可持续发展绿

皮书》显示，2012年以来，我国35个大中城市可持续发展轨迹虽出现波折，但呈现出竞跑式发展特征，我国大中城市正进入生态文明建设新时期。据悉，该研究团队选用资源消耗、污染排放等方面指标构建生态投入指数，选用经济、社会、生态等方面指标构建生态文明发展指数，构建二轴-四区分析框架与CSBD理论，对中国35个大中城市展开实证研究，数据来源于《中国城市统计年鉴》。书中提出中国地域广阔，城市发展在区域间存在不平衡现状，东部发达地区部分城市已经达到中等发达国家水平，而广大的中西部城市仍处于工业化、现代化的初级阶段。

点评：“基于循环策略，应用低碳技术，发展绿色经济，追求生态文明”是中国特色可持续发展的可行模式。“城市生态文明建设水平是国家治理体系和治理能力现代化的重要体现。通过改革和创新，加快构建生态文明体系，全面推动绿色发展，是实现经济高质量发展的题中应有之义，这也考验着城市管理者的理念智慧和执政能力。

5. 国家绿色发展基金明年正式运行，生态环保列入重点发展领域

事件：2019年12月26日，生态环境部召开月度例行新闻发布会。生态环境部综合司司长徐必九宣布国家绿色发展基金将于2020年正式启动运营。徐必九司长表示，环境经济政策是激发企业治污的内生动力，是解决环境问题的有效途径。生态环境部将环境经济政策作为一项重要的工作，采取经济手段、市场手段，推进产业结构、能源结构、

运输结构、用地结构的调整优化。下一步，将探索排污权、生态补偿等方面更为完善的政策，形成一套组合拳，为打好污染防治攻坚战提供保障和支撑。

点评：绿色发展基金等绿色金融产品将金融工具与绿色发展进行有机结合，从而发挥出资金的最大效益来支撑环境经济政策。通过出台环境经济政策鼓励绿色信贷、绿色金融以及地方政府债券将生态环保列入重点领域，可有助于将资金引导流向生态环保行业，从而进一步缓解该行业长期以来一直存在的融资难、融资少的压力，为企业绿色发展、绿色转型提供支持，实现其可持续、高质量发展。

6. 江西人保发布创新产品，助力绿色保险发展

事件：2019年12月02日，江西人保财险赣江新区绿色保险产品中心发布“保险+科技+服务”电梯安全综合保险和家庭装修有害气体治理保险两个新险种。据了解，此次发布的两款保险新产品，一是电梯安全综合保险，通过“保险+科技+服务”模式，基于“PICC电梯卫士”维保过程质量监督系统，利用信息技术手段充分发挥保险风险管理功能，实现安全风险减量管理。二是家庭装修有害气体治理保险，结合家庭装修的实际，由装修公司为业主投保，通过费率杠杆提高装修公司用材质量，从而保障业主房屋符合入住空气质量标准。

点评：绿色保险作为绿色金融产品的重要组成部分，能够有效满足绿色产业在发展过程中对于风险管理的需求，有利于促进绿色产业深入发展，助推经济可持续。创新性绿色保险不仅可以有针对性地结合绿色产业在生产和运

营过程中出现的问题，帮助产业规避或转移部分产业风险，从而消除企业顾虑，保障其产业活动有效、可持续发展，同时也丰富和完善了绿色保险品种和体系，为绿色保险发展积攒经验、开拓思路。

7. 四川绿色金融超市上线，多家银企签署融资协议

事件：2019年12月25日，四川省绿色产业和绿色金融融资对接会在成都举行。此次活动以“绿色金融助力企业高质量发展”为主题，四川省发展改革委、经济和信息化厅、地方金融监管局、人行成都分行共同发出《关于开展绿色企业和绿色项目库建设的通知》。会上还举行了“绿蓉融”绿色金融超市上线仪式，多家金融机构与企业现场签署融资协议与碳中和合作备忘录，通过在四川环交所购买并注销CCER的方式进行碳中和，努力实现净零碳排放，履行社会责任、强化低碳意识。

点评：自2016年12月四川省碳交易市场开市以来，四川省一直致力于开发碳交易市场潜力，激发市场主体活力，通过健全完善碳市场建设帮助企业节能减排。本次通知的出台以及绿色金融超市的上线不仅有利于增强金融服务实体的经济功能，为绿色产业提供更加丰富多样的金融工具与金融服务，还将有助于四川省进一步落实履行生态文明建设的社会责任与使命，助力绿色产业与经济高质量发展。

8. 首笔绿色气候基金花落山东，助推气候资金流向低碳项目

事件：2019年12月11日，绿色气候基金

(GCF) 批准出资1亿美元支持亚洲开发银行在山东的项目，该项目将帮助设立山东省绿色发展基金，以减缓和适应气候变化并尝试吸引私营部门、机构和商业融资。该资金为中国获得的首笔GCF基金。据了解，GCF是一个旨在支持发展中国家应对气候变化挑战而设立的全球性基金，该基金由194个国际政府于2010年建立，以限制或减少发展中国家的温室气体排放量，促进气候资金流向低碳和气候适应性发展项目投资。

点评：当前，我国绿色发展由于起步晚、技术尚不成熟而受到投资回报影响，流入相关领域的资金有限进一步限制技术发展的速度与空间。基金的设立不仅可以帮助绿色技术领域获得充足的资金加快发展，同时还可以促进金融工具与绿色发展有机结合，将资金投向节能减排、环境保护与治理、清洁能源等领域从而最大限度支持气候政策目标的实现。

9. 中国能源领域联合发布倡议书，共同应对气候变化行动

事件：2019年12月12日，包括中国国家电网湖州供电公司在内的中国能源企业及机构在第二十五届联合国气候变化大会上联合发出应对气候变化行动倡议，呼吁世界各国政府、非政府机构、企业、民众主动发挥各自影响力和号召力，共做能源领域的践行者、推动者、传播者，为推动全球生态环保、低碳发展做出更大贡献。倡议书指出，为进一步落实《巴黎协定》框架下我国承诺的国家自主贡献目标，中国能源领域主动承

担作用，顺应人类命运共同体建设与全球可持续发展的要求，积极推进“生态+电力”示范城市建设，以碳排放、可再生能源、能源综合利用、绿色制造、绿色供应链、绿色交通、绿色消费、绿色金融等8条行动策略，倡议能源领域更多企业和机构参与、行动起来，践行应对气候变化行动，群策群力共同参与气候治理，共筑绿色生态和美好未来。

点评：中国能源企业在联合国气候大会上联合发布气候变化行动倡议，展现了他们对于社会和国际的责任与担当，树立了良好的公司、社会乃至国家形象，值得他人学习。同时，国家电网等企业在碳减排、能源消费革命方面的探索以及“生态+电力”示范城市的建设都为应对全球气候变化提供了可复制、可推广的宝贵经验，提供了有价值的治理样本，值得其他领域和其他国家学习。

10. 博时基金发布中证可持续发展100ETF，做贴近国情的创新型ESG投资

事件：博时基金与中证指数公司共同研发的国内创新可持续发展主题投资ETF——博时中证可持续发展100ETF(基金代码：515090，认购代码：515093)于12月16日起正式发行，其追踪的中证可持续发展100指数在传统在ESG(环境、社会、治理)的基础上，加入投资过程中更关注的经济效益(E)的评估维度，并将ESG指标结合中国企业和市场情况进行了专业化设计，评选出其中的100只在经济、社会、环境、治理方面综合价值高的上市公司，旨在为投资者找到长期可持续的

优质投资标的。

点评：随着ESG投资理念的逐步推广，国内外各大资产管理机构积极抢占ESG投资风口，开发多元化的相关主题产品供投资者选择。未来资产管理机构可进一步丰富创新ESG投资产品，在投前调查、投资策略和投后管理中全方位积极落实ESG理念。

11. 富时罗素ESG评级增加对中国A股的覆盖范围，中国上市公司将面临新挑战

事件：12月24日，全球指数和数据提供商FTSE Russell(富时罗素)宣布，已将约800只A股纳入富时罗素的ESG评级和数据模型覆盖范围。目前富时罗素ESG评级已经覆盖1800家中国公司股票(包括在内地、香港以及欧洲、美国等市场上市公司)。作为2018年富时股票国家分类审核结果的一部分，中国A股作为次级新兴市场从2019年6月开始逐步被纳入富时全球股票指数系列(FTSE GEIS)，纳入第一阶段预计于2020年3月完成。富时罗素涵盖气候、筛选和ESG评级在内的详细的可持续发展投资分析已覆盖整个亚太地区超过4300多只股票，目前对全球股票的总覆盖量达到7200只，以支持投资人履行尽责管理责任及在全球范围内将ESG融合进其主动和指数化投资策略。

点评：海外投资者在A股投资时格外关注ESG因素，一是因为ESG是国际投资者“避雷”的工具。二是有一些国际投资者加入了一些国际组织，这些组织要求他们投资时需将ESG因素纳入考量。三是一些资管机构内部有

责任投资的准则，这也要求他们必须遵循ESG相关要求。

12. 标普收购RobecoSAM的ESG评级部门，国际评级机构逐步进入ESG评级市场

事件：英国金融时报报道，标普全球(S&P Global)已经收购了瑞士资产管理公司RobecoSAM的ESG评级部门，此举加剧了标普与信用评级机构穆迪(Moody's)之间的“军备竞赛”。目前，这两家公司正试图进一步满足投资者不断增长的ESG可持续投资需求。该交易意味着标普将接手本由RobecoSAM主导的企业可持续发展实践年度调查，业界普遍认为，该调查是企业可持续发展数据的主要来源之一，其提供的数据涵盖了近5000家公司。RobecoSAM将继续收集数据并用于投资产品。传统来看，ESG评级行业一直由MSCI等指数提供商主导，但Moody's和标普今年年初开始大举进入相关市场，他们不仅向公司提供传统的信用评估服务，还开始提供ESG打分服务。

点评：近年来，越来越多的国际大型评级机构进入ESG相关市场，利用自身数据优势与市场专业机构进行合作，为上市公司提供ESG打分服务进而提供评估意见，ESG投资理念在国际市场上受到的重视度日益提升，未来发展潜力巨大。

13. 德国宣布绿色债券首次发行计划，支持气候行动削减碳排放

事件：2019年12月19日，继法国、波兰等欧洲国家之后，德国联邦债务管理局表示，作为2020年整体发行计划的一部分，欧洲基准发行人德国将从2020年中旬开始发行未透露金额的绿色债券，并将绿色债券与同期限和票息的常规债券联系在一起，在到期前，绿色债券与姐妹债券完全可兑换。

点评：近些年，随着绿色债券需求的增长以及其有利的发行成本，越来越多的国家开始计划通过投资来削减碳污染。目前国际所发行的“绿色债券”主要由开发性金融机构统一发行，专门用于支持低碳项目或方案，通过专项贷款的形式其分散到各支持项目中使用。其具有资金用途明确、信用评级较高、本金收益有保障以及投资主体广泛等特点，因此受到市场的广泛追捧。

14. 新加坡金管局计划开启绿色转型道路，实施20亿美元绿色投资计划

事件：2019年11月，新加坡金融管理局(MAS)宣布将实施一项新的20亿美元绿色投资计划(GIP)以推动新加坡绿色金融生态系统以及可持续增长。据了解，这是新加坡首次开启绿色投资计划，其将为新加坡新兴的绿色投资市场提供支持。金管局将把这笔资金提供给致力于促进新加坡绿色金融活动的资产管理公司，促使这些公司投资那些重点关注绿色的公开市场公司。同时，金管局预计将于2020年第一季度发表意见征询书，针对银行、保险和资产管理领域在环境

风险管理方面提出指导原则。

点评：由于气候变化导致的全球政策和经济形势转变，不仅为金融机构带来挑战，同时也带来商机。目前全球资本愈发关注气候变化与可持续发展，越来越多的国家也逐渐开始重视起这一领域并筹划推行绿色转型。新加坡在绿色金融领域依旧处于早期阶段，市场尚未成熟，缺乏标准化和透明化的数据支撑，因此建设工作依旧任重而道远。而新加坡此前因为一直积极推广创新与科技，在这方面存在一定优势，如何利用这个优势使其发挥作用运用于绿色金融以及应对气候变化都亟需思索。

15. 《欧洲绿色协议》存在严重分歧，气候目标暂遭挫折

事件：2019年12月11日，欧盟委员会公布应对气候变化的新政《欧洲绿色协议》，提出到2050年欧洲在全球范围内率先实现“碳中和”，即二氧化碳净排放量降为零。“欧洲绿色协议”提出行动路线图，通过转向清洁能源、循环经济以及组织气候变化、恢复生物多样性、减少污染等措施提高资源利用效率。措施几乎涉及所有经济领域，尤其是交通、能源、农业、建筑业等领域以及钢铁、水泥、信息技术、纺织化工等行业。然而，以波兰为首的严重依赖化石燃料的东欧国家发起了强烈抵制，并提出将核能纳为气候解决方案一部分。最终，欧盟达成“暂时”共识，波兰成为唯一拒绝签署净零排放目标承诺书的欧洲国家。

点评：气候变化和环境退化带来的挑战需要全球积极参与、共同面对。“欧洲绿色协议”出台本是旨在通过强制推动能源转型，将

气候和环境挑战转化为政策领域的机遇以实现欧盟经济可持续发展。然而对于部分严重依赖化石燃料国家而言，能源转型成本巨大，仓促进行能源转型还将威胁其能源安全与能源机构，创新技术的欠缺也进一步桎梏了其转型速度。因此，欧盟国家在推行协议过程中也必须考虑不同成员国之间的具体情况，采取一些更加具体的援助方案，解决分歧共同推动目标的实现。

16. 英格兰银行计划展开风险压力测试，督促金融企业重视气候风险

事件：2019年12月18日，英格兰银行表示将在未来两年针对气候变化带来的金融风险展开压力测试，借此了解银行、保险公司和金融系统当前商业模式对气候风险的适应能力。据了解，银行已制定计划，采取几种不同的气候情境对金融机构进行测试：例如决策者采取迅速及时的行动来应对全球变暖或决策者延迟并完全不采取行动从而导致“更加严重的自然风险”。测试范围将涵盖从向化石燃料生产商提供的贷款到洪水多发地区的房地产抵押。

点评：环境气候风险不仅可能影响投资企业发行债券，同时也可能影响金融系统内机构管理的资产价值。对金融系统开展气候风险相关压力测试有利于督促银行、保险公司、投资机构明确借款人面临的气候相关风险，从而推动借款企业相关信息披露质量与数量，完善气候风险报告和管理。

(二) ESG投资产品发行动态

1. 境内产品发行

2019年度，中国资本市场共发布11只ESG相关主题基金，总规模达72.34亿元。

基金代码	基金名称	收益率	规模	管理人
008265.	南方ESG主题	--	4.85	南方基金
008264.	南方ESG主题	--	23.05	南方基金
007590.	华宝绿色领先	2.23	15.19	华宝基金
007548. OF	易方达ESG责任投资	0.08	14.81	易方达基金
501086. OF	华宝MSCI中国A股国际通	1.31	3.18	华宝基金
007163. OF	浦银安盛环保新能源A	1.99	1.48	浦银安盛基金
007164. OF	浦银安盛环保新能源C	1.98	0.01	浦银安盛基金
161912.	万家社会责任	3.37	5.78	万家基金
161913.	万家社会责任	3.36	0.17	万家基金
006122.	华安低碳生活	2.57	2.54	华安基金
006613. OF	富荣富金专项金融债纯债	0.06	1.28	富荣基金

数据来源: Wind

2. 境外产品发行

(1) MSCI发布气候指数系列: 11月7日, MSCI发布气候指数系列, 名称分别为MSCI Provisional Climate Change EU Climate

Transition indexes和 MSCI Provisional Climate Change EU Paris-Aligned indexes。前者遵守“欧洲气候变化标准”(EU Climate Transition benchmark, CTB), 后者遵守“欧洲巴黎协定标准”(EU Paris-aligned benchmark,PAB)。指数系列首先以各个国家和地区的宽基指数为样本空间, 剔除业务涉及武器、烟草的股票, 并将每年减少不少于7%的碳排放作为入选为指数成份股的硬性要求。

(2) ESG债券ETF: Nuveen 发行 1 只 ESG 固定收益 ETF, 名称为 Nuveen ESG High Yield Corporate Bond ETF (NUHY), 费率为 0.35%, 在纽交所上市。该 ETF 以 Bloomberg Barclays US High Yield Very Liquid Index 成份券中以美元计价的高收益债券为样本空间, 剔除发行人从事酒精、烟草、赌博、武器等业务的债券。将成份券所属行业按照市值、信用质量和 ESG得分进行综合评价并赋予不同权重, 在行业内部按照市值加权。

(3) 碳价格ETN: Barclays发行1只碳价格ETN, 名称为iPath Series B Carbon ETN (GRN), 费率为0.75%, 在纽交所上市, 该ETN 追踪基于欧盟排放交易计划和京都议定书清洁发展机制的碳排放信用期货合约的收益率反映的碳价格。

(三) 使用ESG策略构建绿债组合绩效展示

1. 背景介绍

在国家积极推动绿色债券发展的大背景下，本节就使用ESG分数构建的绿色债券组合绩效与基准绩效的对比问题展开探究，从中央财经大学ESG数据库中，选取了253家绿色债券发债主体的ESG分数以及从Wind数据找出对应所发行共计4200只债券，基于债券二级市场的流动性不高，数据难以获得的特点，我们选取了在2018年12月26日在二级交易市场上有交易数据的债券，并通过久期与主体评级进行筛选，最终获得了符合要求的145只债券，随后与中债综合财富指数进行对比。

2. 组合主体统计

由下方图一可以看出，该绿色债券组合中共有71家主体，涵盖证监会所划分10各行业，其中在建筑业的发债主体占总数的32%，其次为金融行业。

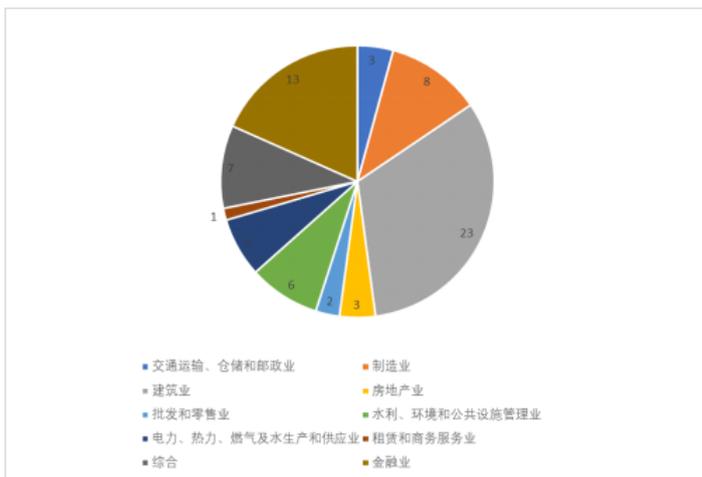


图1 绿色债券组合主体行业分布统计

资料来源: Wind

3. 组合ESG水平

由图2可以看到，组合中大部分债券均处于

ESG分数的后24%，表示该组合的ESG分数并没有特别高，组合的平均ESG分数为30.47，相比于中证800平均ESG分数40.54较低，同样也低于沪深300的平均ESG分数(37.42)。

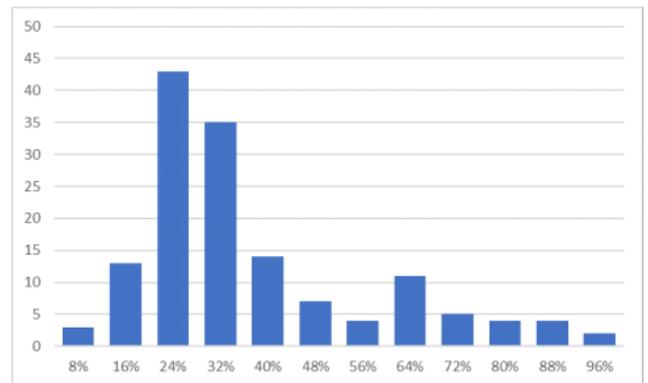


图2 绿色债券组合分数位统计

资料来源: 中央财经大学绿色金融国际研究院

4. 组合权重分类

根据每只债券对应主体的ESG分数，我们将权重分为三档如下表示：

表1 ESG权重表

档位	权重
第一档	50%
第二档	30%
第三档	20%

5. 组合收益率与基准对比

由图三的收益率曲线图中我们可以看出，该组合在2019年年初到2020年年出总体呈现上升趋势，在2019年4月中旬，收益率出现了明显波动，经过检查，我们发现，该组合中部分债券的收益率出现较大幅度增长导致组合整体收益率在该时间段总体上行，同样在2019年的9月中旬，组合收益率

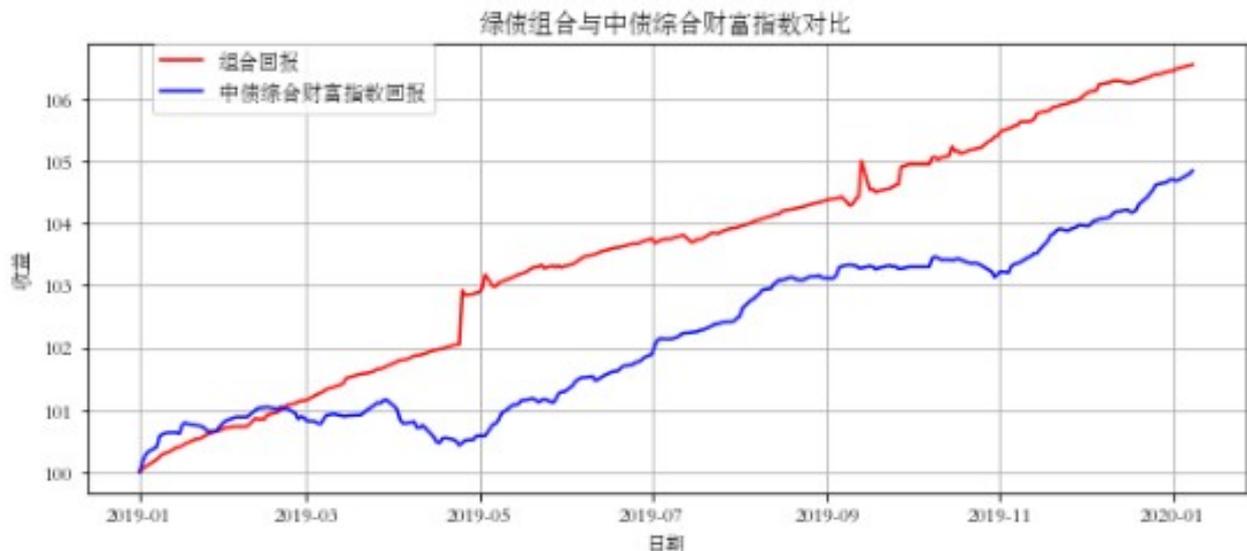


图3 绿债组合与中债综合财富指数对比

资料来源: Wind

也发生了较大的波动,属于同样原因,在宏观背景下,2019年4月,二级市场出现了拐点,十年期国债走出了上半年最大的熊市,从3.1%的平台一路上行到3.4%左右。从走势来看,基准指数在4月中旬发生了下降,同样在11月份也有所降低,但组合收益在该时间段依然保持增长。

6. 组合与基准关键绩效展示

表2 绿债组合与基准绩效

指数	α	β	年化标准	年化收益
	(%)		差 (%)	率 (%)
	1年	1年	1年	1年
绿债组合	0.024	-0.04	1.22	6.00
中债综合 财富指数	0	1	0.75	4.47

数据来源: 中央财经大学绿色金融国际研究院

从表2的绩效表现可以看出,绿债组合的年化收益率为6%,比中债综合财富指数高出

1.53个百分点,同样组合的年化标准差也高出基准0.47个百分点,因此该组合适合于风险偏好较高的投资者投资。

7. 总结分析

本节通过对绿债主体所发债券的整理,使用ESG构建绿债投资组合并于基准进行对比,我们可以看出,使用ESG分数构建的绿债组合在收益率上要高出中债综合财富指数,但相对应的风险也会高于中债综合财富指数,在置信度为95%的情况下,该组合的VaR为0.58%,表示有95%的把握能判断该组合在一年内的交易损失为总资产的0.58%,综上,对于二级市场债券交易的不同风险偏好的投资者来说,使用ESG分数来构建组合或将成为其追求目标收益的方法。



(三) 国内ESG相关指数

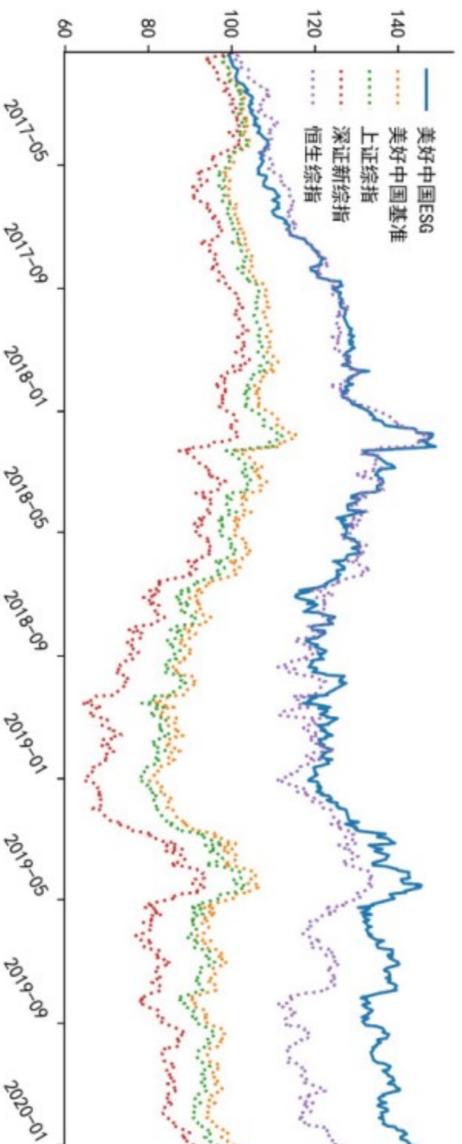
表1 ESG相关指数列表（国内部分）

指数名称	指数简称	指数英文名称	指数英文简称
美好中国ESG100指数	美好中国ESG	Beautiful China ESG 100 Index	Beautiful China ESG
中证中财沪深100ESG领先指数	ESG领先	CSI CUFE SH-SZ 100 ESG Leading Index	ESG Leading
中证中财沪深100ESG领先全收益指数	ESG领先全收益	CSI CUFE SH-SZ 100 ESG Leading TRI Index	ESG Leading TRI
沪深300绿色领先股票指数	绿色领先	CSI 300 Green Leading Stock Index	Green Leading
沪深300绿色领先股票全收益指数	绿色领先全收益	CSI 300 Green Leading Stock TRI Index	Green Leading TRI
中财-国证深港通绿色优选指数	深港通绿色优选	CUFE-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index	CUFE-CNI SZHKC Green
中财-国证深港通绿色优选收益指数	深港通绿色优选R	CUFE-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index R	CUFE-CNI SZHKC Green R
中财-国证深港通绿色优选指数（港币）	深港通绿色优选（港币）	CUFE-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index (HKD)	CUFE-CNI SZHKC Green (HKD)
中财-国证深港通绿色优选收益指数（港币）	深港通绿色优选R（港币）	CUFE-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index R (HKD)	CUFE-CNI SZHKC Green R (HKD)

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院整理

1.美好中国ESG100指数

图1 美好中国ESG100指数与基准的历史净值 (2017/01/09 - 2020/01/07)



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

表2 美好中国ESG100指数与基准的指数绩效 (%) (2020/01/07)

指数	阶段收益				年化收益
	1个月	3个月	1年	年初至	
美好中国ESG	5.98	7.36	20.48	22.01	13.08
美好中国基准*	7.25	8.01	23.61	27.16	0.73
上证综指	6.62	6.15	22.86	25.94	(0.70)
深证新综指	9.63	11.94	40.40	44.80	(1.97)
恒生综指	7.05	11.20	8.43	13.05	7.98

表3 美好中国ESG100指数与基准的风险收益特征 (2017/01/09 - 2020/01/07)

指数	α	β	跟踪误差 (%)	年化标准差 (%)		夏普比率		信息比率		最大回撤		
	(%)			1年	3年	1年	3年	1年	3年	幅度 (%)	开始日期	结束日期
美好中国ESG	11.62	0.78	8.32	14.59	14.56	1.18	0.77	0.29	1.54	22.62	2018/2/5	2018/7/4
美好中国基准	0.00	1.00	0.00	17.43	15.97	1.16	(0.03)	0.00	0.00	30.50	2018/1/24	2019/1/3

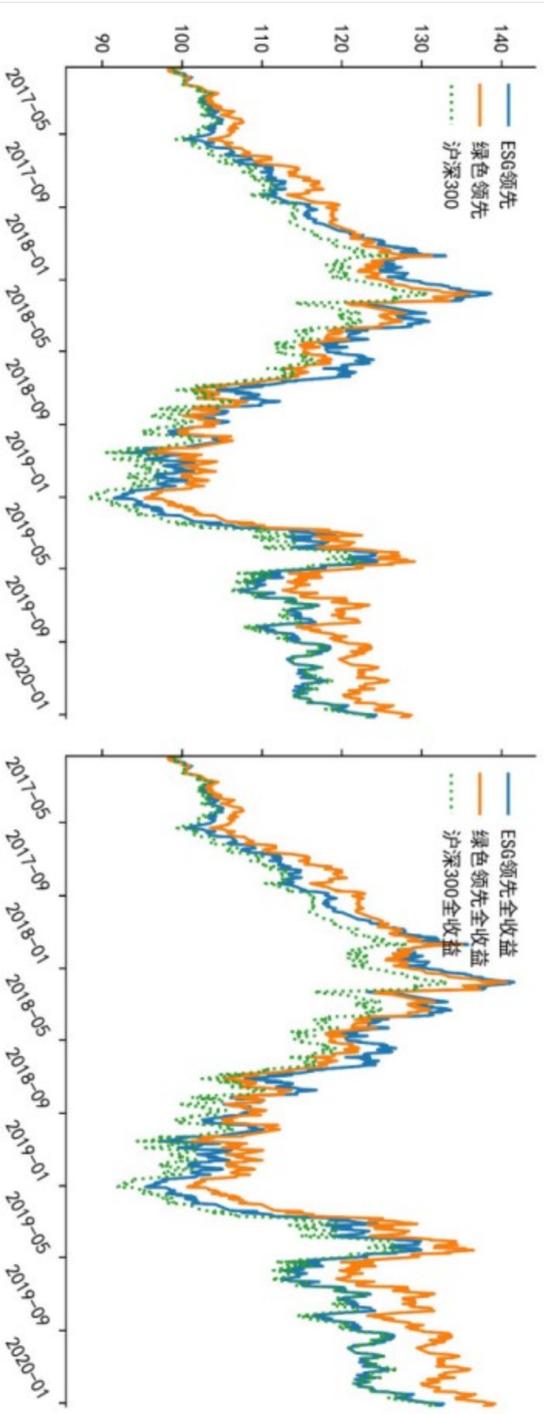
资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

* 美好中国基准指数由上证综指、深证新综指及恒生综指以流通市值加权而成 (三个权重分别为美好中国三个交易所成分股流通市值占总流通市值的比重)

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

2.中证-中财沪深100ESG领先指数、 沪深300绿色领先股票指数

图2 中证中财沪深100ESG领先指数、 沪深300绿色领先股票指数与基准的历史净值 (2017/01/09 -2020/01/07)



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

表4 中证中财沪深100ESG领先指数、 沪深300绿色领先股票指数与基准的指数绩效 (%) (2020/01/07)

指数	阶段收益				年化收益
	1个月	3个月	1年	年初至今	
ESG领先	6.97	8.34	32.03	35.43	7.44
绿色领先	4.93	5.94	31.77	34.47	8.68
沪深300	6.61	8.25	36.93	40.10	7.34
ESG领先全收益	6.99	8.38	35.10	38.58	9.82
绿色领先全收益	4.93	5.95	34.94	37.72	11.55
沪深300全收益	6.62	8.28	40.07	43.31	9.69

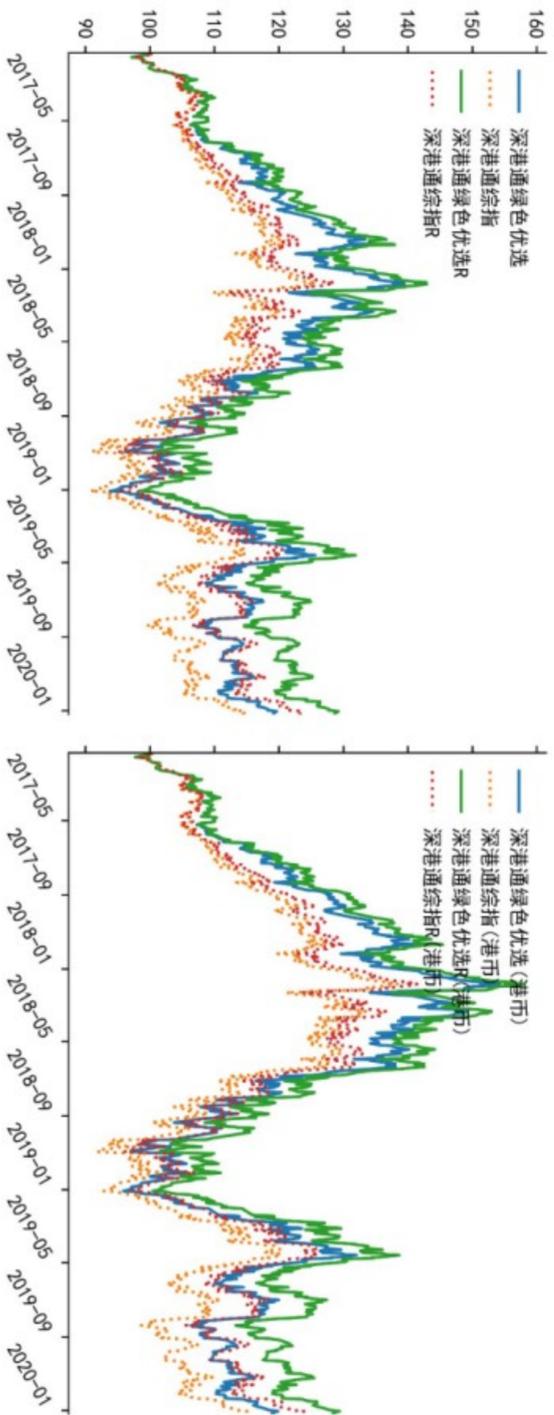
表5 中证中财沪深100ESG领先指数、 沪深300绿色领先股票指数与基准的风险收益特征 (2017/01/09 -2020/01/07)

指数	α (%)		β		跟踪误差 (%)		年化标准差 (%)		夏普比率		信息比率		最大回撤		
	3年	3年	3年	3年	3年	1年	3年	1年	3年	1年	3年	1年	3年	幅度 (%)	开始日期
ESG领先	0.08	1.01	1.01	2.75	19.62	18.35	1.39	0.36	(1.24)	0.03	0.03	34.05	2018/1/24	2019/1/3	
绿色领先	1.64	0.92	4.35	18.69	16.94	1.43	0.44	(0.78)	0.40	0.40	29.87	2018/1/24	2019/1/3		
沪深300	0.00	1.00	0.00	19.63	17.91	1.57	0.36	0.00	0.00	0.00	32.46	2018/1/24	2019/1/3		
ESG领先全收益	0.08	1.01	2.73	19.62	18.35	1.50	0.48	(1.23)	0.03	0.03	32.58	2018/1/24	2019/1/3		
绿色领先全收益	2.27	0.92	4.31	18.74	16.98	1.56	0.60	(0.70)	0.56	0.56	28.46	2018/1/24	2019/1/3		
沪深300全收益	0.00	1.00	0.00	19.65	17.92	1.68	0.48	0.00	0.00	0.00	30.95	2018/1/24	2019/1/3		

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

3.中财-国证深港通绿色优选指数

图3 中财-国证深港通绿色优选指数与基准的历史净值 (2017/01/09 - 2020/01/07)



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

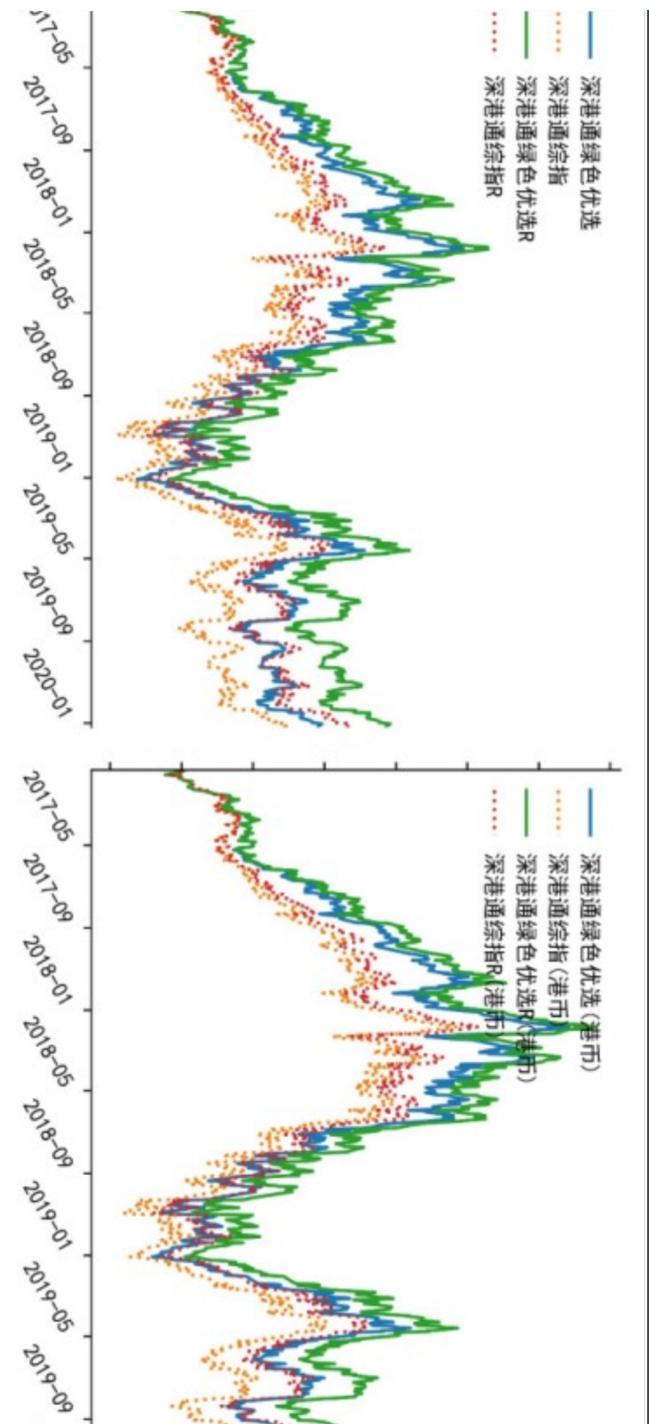
表6 中财-国证深港通绿色优选指数与基准的指数绩效 (%) (2020/01/07)

指数	阶段收益				年化收益
	1个月	3个月	1年	年初至今	
深港通绿色优选	6.31	7.40	22.48	26.08	6.00
深港通综指	7.16	10.61	21.98	25.30	4.61
深港通绿色优选R	6.33	7.79	26.24	29.96	8.75
深港通综指R	7.18	10.80	25.44	28.86	7.22
深港通绿色优选 (港币)	6.57	8.82	20.55	23.27	5.94
深港通综指 (港币)	7.42	12.07	20.06	22.50	4.56
深港通绿色优选R (港币)	6.59	9.21	24.23	27.03	8.68
深港通综指R (港币)	7.44	12.26	23.44	25.95	7.16

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

3.中财-国证深港通绿色优选指数

图3 中财-国证深港通绿色优选指数与基准的历史净值 (2017/01/09 -2020/01/07)



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，Wind

表7 中财-国证深港通绿色优选指数与基准的风险收益特征 (2017/01/09 -2020/01/07)

指数	α (%)		β		跟踪误差 (%)	年化标准差 (%)		夏普比率		信息比率		幅度 (%)	最大回撤	
	3年	3年	3年	3年		1年	3年	1年	3年	1年	3年		开始日期	结束日期
深港通绿色优选	1.69	1.03	1.03	5.47	17.29	17.45	1.14	0.29	0.09	0.31	32.75	2018/1/26	2019/1/3	
深港通综指	0.00	1.00	0.00	0.00	16.09	16.13	1.17	0.21	0.00	0.00	27.90	2018/1/24	2019/1/3	
深港通绿色优选R	1.71	1.03	5.46	17.29	17.45	1.32	0.45	0.11	0.32	31.26	2018/1/26	2019/1/3		
深港通综指R	0.00	1.00	0.00	16.08	16.12	1.35	0.37	0.00	0.00	26.11	2018/1/24	2019/1/3		
深港通绿色优选 (港币)	1.70	1.04	5.46	17.30	17.68	1.04	0.27	0.08	0.31	37.85	2018/1/26	2019/1/3		
深港通综指 (港币)	0.00	1.00	0.00	16.03	16.18	1.07	0.18	0.00	0.00	33.64	2018/1/26	2018/10/30		
深港通绿色优选R (港币)	1.69	1.04	5.45	17.31	17.69	1.22	0.42	0.11	0.31	36.47	2018/1/26	2019/1/3		
深港通综指R (港币)	0.00	1.00	0.00	16.04	16.18	1.24	0.34	0.00	0.00	32.04	2018/1/26	2018/10/30		

解读港交所新版《ESG报告指引》

2019年12月18日，香港交易及结算所有限公司（港交所）全资附属公司香港联合交易所有限公司官网发布公告，披露《ESG报告指引》（以下简称《指引》）咨询总结，陈述了市场各方对今年5月17日《指引》修订建议的反馈意见，决定在对修订建议略作调整后推行，并计划于2020年7月1日或之后开始财政年度实施。这将成为港交所自2012年以来的第三版《指引》。

一、《ESG报告指引》修订背景

全球应对气候变化是世界发展的共识，然而在全球经济疲软的大环境下，气候问题和经济发展的矛盾逐渐凸显，一些国家开始在应对气候问题上体现出消极态度。在刚刚结束的气候大会上，经过参会各方的艰苦谈判，仍然没有达成令人惊喜的结果，有关《巴黎协定》第六条涉及的碳市场机制和合作内容未达成共识，相关问题将于明年在英国格拉斯哥举办的COP26上再次磋商。尽管如此，这一年来在金融市场上，我们还是看到了各方在推动可持续投资方面的努力，也有越来越多的监管者和投资者认识到可持续投资的必要性并认可其带来的经济效益。

ESG投资作为可持续投资中重要的投资理念正在逐步主流化，国际组织及各国都在ESG发面有了新的进展。政策层面，联合国责任投资原则组织（UNPRI）发现在全球最大的50个经济体中，有48个经济体制定了某种形式的政策，旨在帮助投资者考虑可持续性风险、机会或效益；同时在这些经济体中，有大约500个政策工具支持、鼓励或要求投资者考虑包括ESG因素在内的长期价值驱动因素。市场层面，全球永续投资联盟（GSIA）的数据显示当前全球ESG投资基金的资产规模已超过30万亿美元。

香港交易所（以下简称“港交所”）2012年发布了《ESG报

告指引》作为上市公司自愿性披露建议，至2016年1月1日将部分建议上升至半强制披露层面，实施“不披露就解释”规则。2019年5月又发布了《指引》修订建议的咨询文件，并于2019年12月确定新版《指引》内容，进一步扩大强制披露的范围，将披露建议全面调整为“不披露就解释”，持续提升对在港上市公司的ESG信息披露要求。

二、新版《指引》的变化

从港交所披露的市场各方对今年5月17日《指引》修订建议的反馈意见来看，各项修订建议都获得83%或以上的支持，显示市场对ESG报告的修订有较高支持度。基于修订建议，新版《指引》主要对披露要求、披露层面以及披露指标进行调整，整体上提高了对上市公司ESG信息披露的要求。下文对《指引》的变化内容进行具体整理和分析。

（一）强制董事会层面的信息披露

新版《指引》新增了强制披露规定，对管制架构、汇报原则和汇报范围这三方面提出强制披露要求。这是港交所从“不披露就解释”迈向“强制披露”的一大重要举措，为未来落实强制全部ESG信息披露奠定基础。强制披露要求中管制架构重点强调了董事会在ESG方面的职责确保董事会具备完善的组织结构和流程，以在长期可持续发展战略下对公司ESG表现进行监督。汇报原则和汇报范围则对ESG信息披露的原则和范围做出更明确要求，以应对企业在披露过程中存在的定义不明、边界模糊等问题。

原指引要求	新修订要求
-	管制架构 a) 强制披露董事会对ESG的监管； b) 董事会的ESG管理方针及策略，包括评估、优次排列及管理重要的ESG事宜的过程； c) 董事会如何对ESG相关目标进行检讨。
在ESG报告中有关汇报原则的应用，包括重要性原则、量化原则、一致性原则和平衡原则。	强制描述或解释在编制ESG报告时如何应用汇报原则，包括重要性原则、量化原则和一致性原则。
-	强制披露ESG报告的汇报范围

(二) 提前ESG报告发布日期

新版《指引》对ESG报告的刊发日期进行调整，更加强调ESG信息披露的及时性和时效性。从现行的“不迟于刊发年报后的三个月内”调整至“发行人应尽可能在接近财政年度结束的时间，而不迟于该财政年度结束后五个月，刊发ESG报告”。这意味着在港上市公司需要更早发布每年度的《ESG指引》，以为投资者提供更加及时的ESG信息。

原指引要求	新修订要求
刊发ESG报告不迟于年报刊发后三个月内。	发行人应尽可能在接近财政年度结束的时间，而不迟于该财政年度结束后五个月，刊发ESG报告（同时适用于主板发行人和GEM发行人）。

(三) 新增气候变化层面的信息披露

新版《指引》采纳了咨询建议中提出的新的披露要求，在环境方面新增了一个披露层面A4：气候变化层面。这也与TCFD建议报告接轨，要求企业对气候变化风险进行管理和披露。TCFD把气候风险大致分为实体风险和过渡风险两类，实体风险指气候变化对企业的实体影响，如自然灾害；过渡风险则包括应对气候变化的政策、法规及市场行为的变动等。由于气候风险对大多发行人而言还是个较难理解和衡量的议题，因而本次修订内容从企业识别和披露可能会对自身产生影响的气候风险和机遇入手，循序渐进的引导企业将气候风险纳入企业战略和风险管理中。

原指引要求	新修订要求
-	层面A4：气候变化 识别及应对已经及可能会对发行人产生影响的重大气候相关事宜的相关减缓措施的政策。

(四) 所有“建议披露”指标调整为“不披露就解释”

新版《指引》将所有披露层面和关键指标调整为“不披露就解释”，在排放物、雇佣、健康与安全、供应量管理和反贪污层面对几项关键指标进行调整，这一举措是港交所完成“强制披露”目标的重要过渡过程，对上市公司未来披露ESG信息提出更高要求。在环境方面，更强调环境指标的量化目标，并加强了对具体措施的披露要求；在社会方面，从员工、生产安全、供应链以及反贪污角度对关键指标进行调整，做出更严格的披露要求。

原指引要求	新修订要求
层面A1：节能减排的措施及成果；处理有害及无害废物的方法	所设立的排放量目标及为达到目标所采取的步骤；描述所订立的减废目标及为达到这些目标所采取的步骤。
层面A2：能源适用效益计划及所的成果；水效益计划及所得成果	描述所订立的能源效益目标及为达到这些目标所采取的步骤；所订立的用水效益目标及达到目标所采取的步骤。
层面B1：（建议披露）按性别、雇佣类型、年龄组别及地区划分的雇员总和雇员流失比率	（不披露就解释）按性别、雇佣类型（即全职或兼职）、年龄组别及地区划分的雇员总数和雇员流失比率。
层面B2：因工作关系而死亡的人数及比率	过去三年（包括汇报年度）每年因工亡故的人数及比率
-	层面B5：描述有关识别供应链每个环节的环境及社会风险的惯例，以及相关执行及监察方法；描述在拣选供货商时促使多用环保产品及服务的惯例，以及相关执行及监察方法。
-	层面B7：描述向董事及员工提供的反贪污培训

（五）鼓励进行第三方鉴证

新版《指引》提出鼓励发行人对ESG报告进行第三方鉴证以增加报告的可信度。先前的上市规则文件未将该条文列入，很多企业也缺乏对ESG报告进行鉴证意识。ESG报告缺乏第三方鉴证无法保证披露的相关信息尤其是量化数据的准确性，企业可能存在修饰ESG报告数据的动机，不利于投资者和利益相关方对企业ESG表现做出公正公平的判断。因而本次咨询文件将鼓励ESG报告进

行独立鉴证的内容纳入修订建议。

三、新版《指引》的意义

新版《指引》首次将“强制披露”要求纳入港股ESG信息披露要求中，标志着港交所正逐步从“不披露就解释”阶段迈向“强制披露”阶段。从监管层面来看，“强制披露”要求港股上市公司进一步加强在环境、社会和治理方面的规范性，对企业自上而下的提高ESG意识、加强ESG的管理、落实ESG信息披露等方面都提出更高的要求。同时，新版《指引》新纳入气候变化指标，与国际ESG披露建议更加接轨。从市场层面来看，ESG在全球市场逐步主流化，境内也有越来越多机构也将ESG纳入投资考量，全球尤其是亚洲市场的ESG投资体量有大幅增长的趋势，因此强制ESG信息披露也是满足市场需求的体现。从公司内部治理层面，强制董事会层面对ESG事宜作出承诺有助于公司内部的ESG整合，进而完善ESG风险的管理，有利于公司的长期可持续发展。

四、对内地ESG信息披露发展的借鉴

港交所的这一举措对内地ESG信息披露发展也有重要借鉴意义。尽管当前A股市场对上市公司没有ESG信息披露的要求，但监管层面也在有序推进相关政策的制定和出台。2016年，原七部委发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，由中国证监会牵头负责上市公司强制环境信息披露制度的推进，提出要在2020年实现全部上市公司进行强制环境信息披露。2018年，中国证监会修订《上市公司治理准则》，明确了ESG信息披露的主要框架，鼓励所有上市公司披露社会责任方面的信息。随着强制环境信息披露的时限越来越近，市场也密切关注内地市场何时出台针对A股上市公司ESG指引。而本次港交所对《指引》的修订，也给内地ESG信息披露相关政策的发展带来一些启示。

（一）突出董事会作用，将ESG纳入公司治理

在从“半强制披露”到“全部强制披露”过渡阶段，港交所首先对上市公司的董事会层面的ESG管理进行强制要求，突出了董事会在公司整体ESG信息披露方面的重要性。董事会在公司治理过程中具有领导作用和监督作用，从董事会层面来推动ESG

信息披露能更顺利的在公司内部开展相关活动。因而在对内地A股上市公司进行ESG宣传时，也要更多从董事会人员层面进行普及，如定期开展针对上市公司董监高的ESG培训，逐步解决当前A股上市公司对ESG信息披露的了解度和重视程度不足的问题。此外，在未来出台ESG相关政策时，也要强调董事会的责任，引导上市公司形成完善的董事会ESG管治架构。

(二) 纳入气候变化风险，向更专业化管理发展

港交所新版《指引》首次对气候变化风险提出要求，要求上市公司首先从过渡风险层面进行信息披露。气候变化风险是绿色金融和可持续研究中重要的议题，然而当前对气候风险进行评估的更多以金融机构为主，其他行业的上市公司往往缺乏气候风险衡量的方法。无论是港股上市公司还是A股上市公司，都要加强对气候风险的认知，并将气候风险纳入风险管理流程中。事实上，TCFD已经在2017年6月发表《气候相关财务信息披露工作组建议报告》及相关资料最终版，为企业披露气候相关风险和机遇对其管治、战略规划、风险管理及财务状况影响提供框架，有助于企业进行气候风险的管理。

(三) 提高量化披露要求，强调信息披露有效性

新版《指引》对环境和社会方面的量化信息披露要求都有了很大提高，这表明未来港交所的ESG信息披露更强调可比性和有效性，这对A股上市公司的ESG信息披露也有参考意义。由于ESG信息的特定，较难像财务信息一样通过统一的财务指标来进行披露，同时，一些文字叙述性质的披露容易造成披露范围不明确、信息无效等问题，给投资者在搜集ESG信息、比较ESG信息时带来一定困难。提高对量化信息的披露要求有助于引导企业ESG信息披露规范化，降低ESG信息的不对称性，为投资者提供更有效的信息，也有助于通过量化数据帮助企业完善ESG管理。此外，从监管角度，量化的ESG信息披露要求还能够提高监管效率，通过ESG数据整合可以形成监管工具进而对企业进行管理。

欧洲银监局发布《可持续金融行动计划》

2019年12月6日，欧洲银行管理局（EBA）发布《可持续金融行动计划》（以下简称“《行动计划》”），概述了EBA将针对环境、社会和公司治理（ESG）因素以及与之相关风险所展开的任务内容与具体时间表，并重点介绍了有关可持续金融的关键政策信息。《行动计划》旨在传达EBA政策方向，为金融机构的未来实践与经济行为提供指引，以期支持欧盟的可持续金融发展稳步推进。本文旨在详细分析《可持续金融行动计划》的基本内容及政策信息，通过解读EBA的相关行动规划与执行策略，为中国的可持续金融发展提供实践性借鉴意义。

一、《行动计划》背景

2015年，全球多国政府通过了《巴黎气候变化协定》和《联合国2030年可持续发展议程》，旨在探索世界经济可持续发展道路。2018年3月，欧盟委员会发布了《为可持续增长融资的行动计划》，制定了欧盟可持续金融战略以及未来整个金融体系工作的路线图，EBA按照该计划要求初步展开将ESG纳入欧盟信贷机构监管框架的思路规划。2018年6月，欧盟委员会成立了可持续金融技术专家组（TEG），用以协助开发欧盟分类系统（可确定经济活动在环境方面可持续性）、欧盟绿色债券标准、欧盟气候基准及信息披露规范、企业气候相关信息披露指南等内容，EBA为该组织成员。2018年12月，EBA加入了由中央银行和监管机构组成的绿色金融系统网络（NGFS），主要通过增强金融服务机构绿色发展效能的作用，加快实现《巴黎协定》的全球性环保目标。2019年12月6日，EBA发布《可持续金融行动计划》，将ESG风险因素正式纳入金融可持续性评估体系，成为欧洲进一步开展可

持续发展的重要指导文件。

根据《行动计划》文件可知，EBA在ESG因素和风险方面的职权范围与要求主要来自于下列立法法案的基本规定：修订版《EBA法规》、修订版《资本要求监管条例（CRR-II）》和《资本要求指令（CRD-VI）》、新版《投资公司法规（IFR）》和《投资公司指令（IFD）》、欧盟委员会《为可持续增长融资的行动计划》以及相关的立法计划。

其中，《资本要求监管条例（CRR-II）》和《资本要求指令（CRD-VI）》由欧洲经济与金融事务委员会（ECOFIN Council）于2018年12月修订完成，该委员会是欧盟内部经济与金融政策的主要决策机构。修订版规范文件明确要求EBA在两年之内向欧盟委员会、欧盟议会及欧洲经济与金融事务委员会提交ESG风险因素对金融稳定所造成的短期、中期和长期影响的评估报告（包括与之相关的压力测试、情景分析和敏感性分析），并将此内容纳入对欧盟银行业“降风险措施”系列建议中。

二、EBA关于可持续金融任务的概述

广义的可持续金融要求相关金融机构在满足直接或间接支持可持续发展目标框架的同时，能够实现稳健、可持续、平衡的经济增长。可持续金融同时要求金融机构投资决策中，适当考虑环境和社会因素对长期可持续投资活动所产生的影响。“环境因素”是指气候变化风险，以及更广泛的环境和相关风险（例如自然灾害）；“社会因素”则涉及员工平等、包容性、劳资关系、人力资本与社区投资等问题。基于此，ESG因素与金融市场的联系逐渐紧密，金融机构必须能够衡量并监控ESG风险，从而实现及时应对物理风险与转型风险的根本目的。

可持续金融任务主要指将环境，社会和治理（ESG）标准整合到金融服务中，有效支持可持续经济的增长。同时，其任务旨在提升金融机构有关治理ESG风险的必要性认知水平，强调应重点关注ESG风险的长期性以及其估值和定价的不确定性。

EBA的《可持续金融行动计划》是为了将金融与欧洲的特定需求相联系，同时更为广泛地为全球经济可持续发展做出贡献，其中主要任务为如下三点：一是将有关潜在的ESG风险评估环节纳

入金融监管部门进行的监督检查过程中；二是公开发行的股票的大型金融机构需披露符合《资本要求指令（CRD-VI）》第98条定义的ESG风险、物理风险和过渡风险信息；三是要求EBA合理评估针对环境、社会实质的资产风险敞口所进行的专项审慎处理行为。

表1 EBA可持续金融任务

法规文件	EBA可持续金融任务
EBA法规	监测系统以评估重大ESG风险
	在EBA工作中考虑ESG因素
欧盟委员会行动计划	可持续金融技术专家组（TEG）工作内容
	-欧盟分类系统
	-绿色债券标准
	-欧盟气候基准及信息披露规范
	-企业气候相关信息披露指南
	促进可持续性公司治理并削减资本市场中的短期投机主义
	构建可持续金融平台
可持续发展披露的相关规定	欧洲监管机构的可持续性监管技术标准规定以下内容：
	(i) 签署合同前应披露的信息；
	(ii) 网站披露内容；
	(iii) 定期报告；
《资本要求指令》和《投资公司指令》	(iv) 介绍可持续金融信息
	ESG风险可能包含在风险管理和监督评审过程中
	-定义
	-压力测试过程
	-ESG风险评估
《资本要求监管条例》和《投资公司法规》	-ESG风险对贷款的影响
	披露与ESG有关的风险、物理风险和过渡风险
	评估与环境和/或社会目标相关的审慎性披露原则

资料来源：EBA《可持续金融行动计划》

三、《行动计划》的主要计划安排

《行动计划》贯彻落实EBA促进金融体系稳定性和有效性的基

本原则，其主要目标包括两部分内容。一是改善当前金融机构监管框架，将可持续性因素纳入机构的战略和风险管理中，帮助管理ESG风险并最终实现可持续发展目标。二是为监管部门提供可靠的实践工具，帮助其理解、监测和评估ESG风险。

《行动计划》的顺序遵循法律法规文件的基本要求。

(一) EBA将重点关注战略和风险管理的内容。 具体而言，金融机构将必须在其风险管理政策（包括信贷风险政策和程序）中纳入ESG因素，提供绿色贷款的机构应制定具体的绿色贷款政策和程序，并对此类信贷额度进行监督管理。与此同时，EBA将统一ESG风险的定义与基本策略，为向金融机构和监管者提供行动指南。其次，EBA将规范关键指标与信息披露体系，定性与定量的披露性指标确立是EBA可持续金融工作的关键组成部分。其中与ESG相关的披露将以现有工作为基础，例如《非财务报告指南：关于气候相关信息的补充文件》。

(二) EBA将开展专项环境风险压力测试与情景分析。 EBA旨在开发专项气候变化压力测试模型，其主要目标是衡量银行等金融机构的资本收益情况受气候相关环境风险的影响程度，并量化其与自然风险和过渡风险等因素的相关性。敏感性分析将有助于更好地了解银行的气候风险脆弱性，并初步估算银行持有的棕色资产和绿色资产的风险水平。

表 2 EBA可持续金融监管要求进程时间表

主要监管与指导文件	时间	进程事项
EBA关于短期商业行为的建议	2019年第四季度	EBA回应有关短期商业行为的建议
EBA明确将ESG纳入风险管理和监督的报告文件	2020年	讨论文件
	2021年	最终报告（6月28日）
	2022年至2024年	有关EBA准则或新准则的更新
更新与信息披露相关的实施技术标准-ESG披露	2020年	咨询文件
	2021年	信息技术服务（ITS）最终草案
从可持续性角度对资产进行分类和审慎处理的EBA报告	2022年至2024年	讨论文件
	2025年	最终报告（6月28日）
关于消费者和投资者披露的EBA监管技术标准	2020年	咨询文件
	2021年	监管技术标准（RTS）最终草案

资料来源：EBA《可持续金融行动计划》

(三) EBA将调查并审慎处理环境和社会相关的资本风险敞口。其范围相对全面，包含大量数据收集与定量分析汇总，并将最终的结果总结成报告形式。《行动计划》的具体时间安排计划表如表2所示。

四、EBA关于可持续金融的主要政策信息和期望

ESG因素会影响机构的业务模式，并成为挑战和机遇来源。一方面，气候变化的潜在后果以及相关的自然风险和过渡风险给风险管理和监管过程带来了新的挑战。另一方面，《巴黎协定》和联合国《2030年可持续发展议程》的实施将导致政策方向发生改变，使资本流动转向可持续投资并影响过渡风险的轨迹。对此，EBA在《行动计划》中指出，尽管对于过渡风险和自然风险的准确表现仍然存在不确定性，但金融机构需要适当的度量标准、战略和风险管理来应对这些变化。机构应在EBA完成所有行动计划前尽早采取行动，尤其在战略和风险管理、关键指标的信息披露以及情况分析方面。对于机构在三个领域的行动EBA也提出了具体的期望：

(一) 在战略和风险管理方面，EBA鼓励机构积极将ESG因素纳入其业务策略和风险管理，以建立长期可持续的商业模式，同时在业务计划、风险管理、内部控制框架和决策过程中考虑ESG风险。

(二) 在信息披露方面，机构的ESG信息披露是促进市场自律的重要工具，有助于提高市场参与者的风险意识。因而EBA鼓励各机构继续开展有关《非财务报告指引（NFRD）》的信息披露工作，并参与其他相关行动。作为这项工作的一部分，EBA鼓励各机构优先确定一些简单的指标，以披露气候变化相关风险(包括过渡风险)如何嵌入其业务目标、战略、决策过程和风险管理方面的信息。

(三) 在情景分析和压力测试方面，EBA鼓励机构采用与气候变化相关的情景，并将情景分析作为一种探索性工具，以了解相关风险暴露以及自然风险和过渡风险的潜在风险大小。情景分析

的结果可以增强机构对ESG风险的理解，也有助于风险策略和业务模型的制定。因此EBA鼓励机构积极参与气候风险的自愿性敏感性分析，作为2020年欧洲银行定期风险评估的一部分。

五、《行动计划》的意义

（一）推动全球应对气候变化进程

《行动计划》有助于推动全球应对气候变化问题的进程。今年11月，欧盟宣告欧盟进入“气候紧急状态”，体现出欧盟对气候变化问题的高度重视。EBA在这之后推出《行动计划》也具有特别意义，更加明确了欧盟应对气候问题的积极态度。应对气候变化问题离不开金融作为必要的手段和工具来支持。在应对气候变化的减缓行动和适应行动中，投融资需求巨大。《行动计划》将大力推动欧洲可持续金融发展，通过建立标准化制度、提高金融机构风险辨识能力等途径逐步引导社会资本流向可持续投资，进而影响资源配置情况，以帮助经济社会实现可持续发展。

（二）为欧洲可持续金融发展提供明确方向

EBA《行动计划》为欧洲未来5年内的可持续金融发展提供了明确的政策方向和行动指引，引导金融机构在战略和风险管理、信息披露、情景分析和压力测试三个维度开展具体的行动，进而逐步完善欧洲ESG标准。通过设置具体的时间进度安排，有助于可持续金融的任务更有序推动。而通过遵循相关法规文件要求展开，有助于可持续金融发展更加标准化，从而形成可复制的金融业务模式和管理模式。此外，《行动计划》中提出的主要目标对于其他绿色金融实践地区来说也是急需解决的问题，欧盟相关制度的建立及研究成果将为其他地区的可持续金融实践提供有价值的借鉴。

（三）给中国可持续金融发展提供借鉴

《行动计划》对中国可持续金融发展也具有借鉴意义。就当前中国可持续金融发展的情况来看，据人民银行发布的《中国绿色金融发展报告（2018）》，截至2018年末，中国绿色债券存量规模接近6000亿元，位居全球前列；全国银行业金融机构绿色信贷余额为8.23万亿元，同比增长16%；绿色基金、绿色保险、绿色信托、绿色PPP、绿色租赁等绿色金融产品不断丰富，有效拓宽了绿色项目的融资渠道。在国际合作上，2018年，人民银行牵头的

G20可持续金融研究小组将发展以绿色金融为核心内容的可持续金融的相关建议写入《G20 布宜诺斯艾利斯峰会公报》，继续在全球范围内推广绿色金融共识。由中国等8个国家共同发起成立的央行与监管机构绿色金融网络（NGFS）成员进一步增加，截至2019年4月，NGFS的成员数量已发展到36个国家。尽管中国“自上而下”的发展路径大力推动了本土绿色金融的大力发展，但可持续投资规模占全球比例仍然较小，国内机构在可持续投资策略和风险管理、ESG信息披露、环境压力测试等方面较国际仍有很大差距。因而本次EBA发布的《行动计划》也给中国金融机构在可持续金融发面的发展带来一些参考价值，为中国未来可持续金融政策的发展提供借鉴。

认知误区对气候变化应对行动的影响分析

在马德里举行的联合国气候变化框架公约COP25于12月15日结束，会议形成《智利与马德里时期的行动》（Chile Madrid Time for Action）。尽管会议延期两天，是史上最长气候变化大会，但各方就核心问题未达成共识，备受期待的《巴黎协议》第六条款国际碳市场机制建设没有取得实质性进展。

为什么各方都愿意展开谈判，却又存在着如此巨大的争议，面对气候变化，人们都在思考什么？本文将从心理行为的角度分析为什么气候变化谈判困难重重，同时提出了对于应对气候变化潜在心理的相关建议。

一、对气候变化缺少感同身受

一般情况下，人的大脑可分为两部分：理性脑（The rational brain）和感性脑（The emotional brain）。理性脑关注已掌握的信息（数字、逻辑）和科学的方法，对应理性思维。而感性脑关注生活经验、价值观以及直觉等，对应感性思维。气候变化只因为客观数据和现象被理性思维所接受，但人们并没有从主观感情上，即通过感性思维接纳它，所以面对气候变化，人们难以有动力采取行动去应对（Shackley, 2016）。

1、框定偏差（Framing Bias）影响判断

通常，我们把工作、家庭、休闲娱乐等划分为不同的区域，也会以不同的思维和行动方式在各个区域内进行活动。所以，所处环境的不同决定了看待问题的角度，这种现象被解释为框定偏差（Kuhberger, 1995）。人们会以自己善良的初衷，为不好的行

为正名。本次气候大会国际碳市场机制（可持续发展机制，SDM）迟迟没有形成，主要是因为双重计算问题（Double counting），巴西等国希望把《京都议定书》（Kyoto Protocol）累积的减排量纳入新机制中，而发达国家部分谈判代表认为这样会导致重复计算。“没有规则，比有坏规则要好”（Satyajit Bose, 2019）。

2、启发式偏差导致动机性思考

可另一方面，呈现的图片、文字资料里，冰川冻土在融化，海平面在上升、极端气候灾害频发，生物生存环境受到严重破坏。但是这些气候灾难离大部分人太过遥远，以致于让人难以感同身受。人的思维系统可以一分为二，快速思考和慢速思考。快速思考多基于个人过往的经验和感情基础而快速得出的结论。慢速思考则偏理性，会对各类信息进行权衡，考虑不确定性，深思熟虑后才得出结果（Kahneman, 1982）。快速思考结果往往容易形成启发式偏差（Heuristics Bias）。

人们因为启发式偏差，更认可具象、即时、公认的现象；更看重当下得失，大幅折现未来将产生的损失。而气候变化过于抽象、遥远、尚存争议，且气候变化产生的损失具有不确定性。气候变化中，接受短期损失可以减少未来长期可能发生的损失（Stern, 2007）。而气候变化的这些特质和观点与启发式偏差大相径庭，因而难以让人们接受。所以在气候变化这件事情上，人们会有先入为主的观点，这样的动机性思考在人们心中起着过滤作用，引导人们只选择相信那些支持自己观点的证据，而对另一方证据视而不见。

3、面对恐惧的恐惧

气候变化“完美地”走向人们面对痛苦的反面。人们通常对关系密切的、突如其来的、不道德的和当下的痛苦反映剧烈，而很少能够去感知到未来发生的痛苦（Gilbert, 2015）。一份调查显示，在2012年新泽西飓风“桑迪”过后，这场灾难受害者们依然不愿提谈论气候变化。他们不相信自己会因为气候变化而第二次经历这样的灾难，这不符合他们心中的正义世界理论，他们把希望寄托于灾难是非常偶然的事件（Marshall, 2014）。在集体中

人们都希望寻找共同且积极向上的目标，而气候变化因为不确定性容易让集体产生分歧，这不符合人们的价值观和相处之道。

二、信任危机影响气候变化合作

如果气候变化拥趸者试图打破人们习惯的日常，则将受到强烈的反对和抵制，这是因为源于内心的不信任。人们通常相信生产的汽车飞机是安全的，相信刷卡和网购时资金是安全的。这不是因为人们信任产品性能，而是信任提供产品和服务的组织 (Roderick, 2009)。但是对于气候变化，信任危机表现得相当明显。

1、对信息传递主体的不信任，质疑宣扬气候变化的科学家、环保人士或政治家。美国坚决退出《巴黎协议》，体现了政治对科学的干预。尽管在欧洲，气候变化已经基本达成共识深入人心，而美国退出很大程度上也让欧洲产生了动摇。

2、对信息传递过程的不信任，质疑发布信息的动机。碳排放权几乎等同于发展的权利，发展中国家需要拥有发展的权利，强调共同但有区别的责任。2009年哥本哈根气候变化大会 (COP15) 上，发达国家集体承诺，将为发展中国家在2020年前每年动员1000亿美元气候资金支持，然而承诺至今并未兑现。

3、对信息本身的不信任，质疑气候变化是人类活动的结果及其严重性。IPCC 报告中对气候变化损失不确定性的描述被视为无法自圆其说。部分机构和组织甚至怀疑实验数据造假。(Leiserowitz et, al, 2012)

4、对应对气候变化行动的不信任，质疑其中的程序正义。欧盟部分人士认为之前大多数清洁发展机制下对发展中国家的碳资助项目没有带来额外的碳减排量，新的国际碳市场机制下一些发展中国家累积的碳减排量存在双重计算问题。

民众不满政府没有采取足够的行动，不满企业的敷衍和拖延。企业则认为需要社会付费意愿才能启动低碳发展。政府则解释需要平衡其它社会民生领域。然后陷入互相谴责的恶性循环。

三、应对思路

很明显，使用冲突和威胁的方式宣传气候变化令人难以感同身受，并产生抵触心理。本文就达成气候变化共识和展开应对行动提供建议。

1、建立可普遍感知的共情联系

如果对冰川融化、海平面上升难以感同身受，那么可以考虑从人类健康，社会福利，商业机会等能够围绕人们可感知的效益与风险去间接地向大众传输应对气候变化的理念。

以中国应对气候变化的系列行动为例，《中国应对气候变化的政策与行动2019年度报告》新增了气候变化对人体健康的影响章节，提出要不断加强与气候变化密切相关的疾病防控、疫情动态变化检测和影响因素的研究，建立高温热浪与健康风险的早期预警系统等。同时，中国不断完善应对气候变化体制机制，强化应对气候变化与生态环境保护工作的统筹协调。当前气候变化对中国的直接影响尚不显著，但是健康、生态环境与人民群众的美好生活需求紧密相连，而这更加坚定了中国应对气候变化的立场。

随着气候变化影响的提升，社会越来越强调企业的社会责任以及应对气候变化的行动，使得越来越多的投资者关注公司的环境、社会及公司治理（ESG）表现。已有研究显示，企业的ESG表现与公司财务绩效、违约风险有显著联系（施懿宸等，2018），这为投资人与被投资人创造了许多商业机会。

2、避免陷入对立

抛开分歧，寻求各方共同认可的价值。巴黎气候大会前，146个缔约国提交了119份国家自主贡献减排方案（UNFCCC，2015）。这种“自下而上”的自主减排路径受到了各方欢迎。行动不一定需要开始于全部人达成共识后，对于那些在当下存在争议的问题，例如国际碳市场机制，可先在少数国家间进行试点，以实践和时间展开可行性检验和最优化探索。

3、先迈出成功的一小步

气候变化的相关信息的时空衡量常为数十年的时间区间，万吨级的计重，个人在这样的时空尺度下太过渺小，削弱了对个人努

力的肯定，弱化个人行动动机。而通过强调每个个体和共同努力的价值，专注于有可见成果的行动，并给予积极的反馈，则有助于人们接受气候变化并展开应对行动。

参考文献

1. Gilbert, Lyngdoh. *Stumbling on Happiness. Journal of Organizational Change Management*, 2015, 14(4):596-599.
2. Lewandowsky, Ecker et, al. *Misinformation and Its Correction: Continued Influence and Successful Debiasing. Psychological Science in the Public Interest*, 2012, 13(3):106-131.
3. Marshall. *Don't Even Think About It: Why our Brains are Wired to Ignore Climate Change. New York: Bloomsbury*, 2014.
4. Kuhberger. *The Framing of Decisions: A New Look at Old Problems. Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1995, 62(2): 230-240
5. Shackley, *Climate Change: Why Don't We Respond More? 2016*
6. Tversky, Kahneman. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science*, 1978, 185(4157):17-34.
7. Stern et, al. *Stern Review: The Economics of Climate Change. Nature*, 2007.
8. Roderick. *Rethinking trust. Harvard business review*, 2009, 87(6):68-77.
9. 生态环境部. *中国应对气候变化的政策与行动—2019年度报告*.2019.
10. 施懿宸. *ESG信用模型与债券违约率之研究*, 2018.
11. 施懿宸, 吴祯姝. *ESG与公司价值*, 2019.
12. UNFCCC. *SYNTHESIS REPORT ON THE AGGREGATE EFFECT OF INTENDED NATIONALLY DETERMINED CONTRIBUTIONS (INDCS)*, 2016
13. 来自各国的代表将在联合国气候变化大会上敲定“碳市场”战略的细节, 2019.12, <https://tech.sina.com.cn/roll/2019-12-07/doc-ihnzahi5878953.shtml>.

基于气候风险的资管业环境压力 测试设计与实证分析

2019年12月2日至13日，在西班牙马德里举行的气候变化大会——《联合国气候变化框架公约》第25次缔约方会议（COP25）再一次将全世界目光聚焦于应对气候变化。来自全球196个国家和地区的近3万名代表参加了本次气候大会。长久以来，气候变化的影响在全球各国、各领域均得以显现，对经济发展和居民生活产生了非常现实的影响。因此，降低温室气体排放、阻止气候恶化、发展低碳经济是当下亟待关注的重要命题，是创建更加清洁、更具抗灾能力经济环境的必要条件，更是实现全球经济可持续发展的前提保障。不仅如此，气候变化的风险还是系统性的：即，经由气候变化所引起的直接风险所触发，生态、经济、社会等多领域继而会受到影响，产生“气候蝴蝶效应”。同样，资产管理业在内的金融业也面临着气候风险所带来的挑战和机会，考虑到气候风险的增加，资产管理业应具备评估及管理新出现与不可预见的气候风险的意识，并为其脆弱性做好准备。以碳风险为例，若碳标准变严、碳价上升，那么企业购买碳排放权的成本便会上升，造成企业获利减少，这意味着碳风险的上升。本文将通过测算资产管理业投资沪深300股票的气候风险，设计并探讨基于碳价风险的环境压力测试，定量分析碳价上升对资产组合投资收益率的影响以及气候风险给资产管理行业可能带来的损失，并针对研究结果提出政策建议。

一、碳价风险环境压力测试方法概述

面对气候风险，如何对其进行评估和管理，是本研究要探究的内容之一。针对资产管理业，碳价风险环境压力测试是一种以定量分析为主的气候风险分析和管理方法。它通过模拟资产管理

公司的资产组合中涉及的企业及其重要关联方在遇到假定的小概率碳价上升事件等环境压力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。

(一) 敏感度分析与情景分析

首先，在过去以情景分析为主的实证分析方法基础之上，创新综合运用情景分析(scenario analysis)和敏感度分析(sensitivity analysis)进行碳价风险环境压力测试。

1. 敏感度分析

敏感度分析是指通过数据找出环境风险与收益率之间的关系，亦即环境风险增加一单位对于收益率的影响幅度。例如，碳价上升1%影响资产收益率下跌的百分比，就是碳风险系数值。

针对股票，通过一系列模型找出其相应的风险系数值，可以衡量出其流动性风险和市场风险，衡量流动性风险的就是其流动性指标，衡量其市场风险的则是其投资收益。针对债券，其分析思路基本相同，唯一不同的是，通过模型计算出来的风险系数值衡量的是债券的利率风险和信用风险，这两种风险指标与股票的市场风险指标共同构成了资管公司投资收益风险。

2. 情景分析

情境分析指模拟未来可能的不同情境(极端情境)下所造成的损失。例如，将碳价设定为高、中、低三种情景，计算所导致的投资损失，得出投资收益的最大风险值，继而衡量碳价风险对公司投资组合的影响。

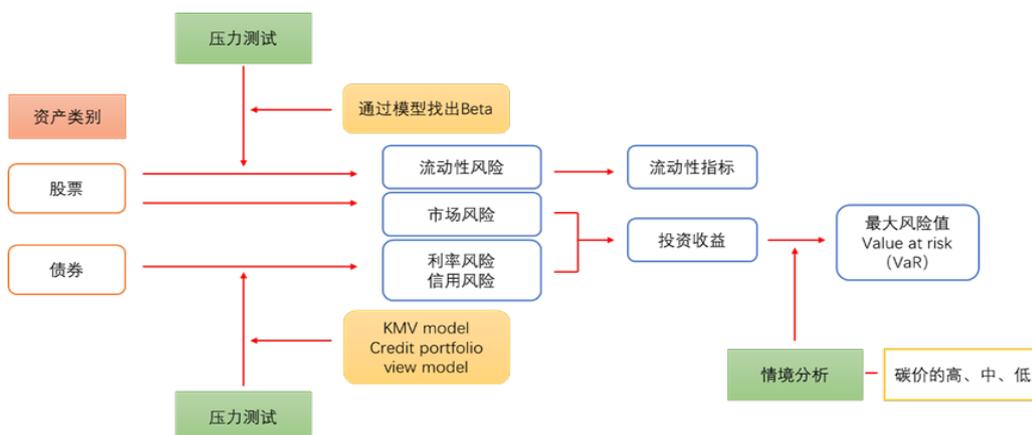


图1 资产管理业环境压力测试分析方法

(二) 资本资产定价模型和风险值模型

本研究方法学的另一创新在于：过去的压力测试研究普遍采用现金流量法，即探讨风险因素如何影响企业的非预期营业利润。而本研究针对资产管理业的特点，采用资产定价模型衡量市场风险，即风险因素反映在市场价格中，影响资产的非预期收益率；并同时采用风险值模型提供定量的气候风险，即风险值货币化。从而为资管业提供决策依据，并为政府提供制定环境信息披露与环境压力测试的量化参考。

1. 增加环境风险系数的资本资产定价模型

本研究采用资本资产定价模型来衡量个股的期望报酬率，并创新地加入气候风险因子。通过资本资产定价模型找出资产管理公司的资产组合受到碳价风险的影响，进而模拟未来可能发生的碳价上升等环境压力情景下可能发生的资产组合中股票、债券以及股权价值的变动，定量测算碳价风险对资产管理公司资产组合投资收益率的影响。

2. 风险值 (Value at Risk)模型

本研究将风险值(VaR)方法从原本的衡量财务风险，拓展到衡量气候风险。具体来说，计算出其投资组合的预期回报率和标准偏差后，运用风险值模型计算其风险值 (Value at Risk)，探讨在10%、5%和1%机率发生极端情形时，投资组合持仓最大的损失值。

(三) 碳价风险分析流程

以碳价风险来举例，如果碳标准变严，碳价上升，那么企业购买碳排放权的成本会上升，造成企业获利减少，这意味着碳风险的上升。碳风险系数越大、碳价越高的话，碳排放权要求的风险溢价就会越高，从而股价下跌，实际回报率下跌。本研究将通过计算各股票的收益率和碳风险系数，再根据其在投资组合中的市值权重，得出投资组合的平均收益率、标准差和碳风险系数，以及碳价风险带来的投资组合市值损失。



图2 碳价风险作用机理

二、沪深300碳价风险环境压力测试实证结果

本研究以沪深300为投资样本，设计并探讨了碳价风险的环境压力测试。其中，上市公司范围限定为沪深300样本股，使用的月收益率数据来自Wind数据库，碳价数据来自全国七个碳交易所的交易价格。

(一) 碳价格上升对沪深300指数的影响

表1 碳价格上升对沪深300指数的影响

沪深300指数平均收益率变化			碳价增1倍,	碳价增2倍,	碳价增3倍,
碳价增1倍平均收益率的变化	碳价增2倍平均收益率的变化	碳价增3倍平均收益率的变化	5%风险值, 沪深300指数市值下跌数(亿元)及占总市值百分比	5%风险值, 沪深300指数市值下跌数(亿元)及占总市值百分比	5%风险值, 沪深300指数市值下跌数(亿元)及占总市值百分比
-0.88%	-1.76%	-2.53%	26381 (10.8%)	28540 (16.0%)	30700 (24.8%)

实证结果显示（见表1），碳价风险的上升会降低沪深300指数的收益率。若碳价上涨1倍、2倍或3倍，收益率将分别下跌

0.9%、1.8%和2.5%。此外，如果碳价上涨1倍，在出现5%的极端风险情景下，沪深300指数的市值将可能下跌2.6万亿元人民币，约占其当前总市值25万亿元人民币的10.8%；如果碳价格上涨2倍和3倍，在出现5%的极端风险情景下，沪深300指数的市值将分别下跌约2.9万亿和3.1万亿，市值下跌率约为16%和24.8%。

(二) 碳价格上升10倍对沪深300指数的影响

根据世界银行预计，2030年碳价格需达到每吨80-120美元才能达成《巴黎协议》的减排目标。因此，以上碳价上涨幅度（1-3倍）可能不足以实现《巴黎协议》20C的减排目标。根据该预测，我们假设中国的碳价格上涨10倍，即从20元上升至200元（约30美元），虽然这仍是一个非常保守的数字，但只是用它来显示一个趋势。实证结果如表2所示，在碳价上涨10倍的情景下，沪深300指数的市值有40%机率会下跌8.4%，30%机率会下跌约10.4%，20%机率会下跌约12.7%。

表2 碳价格上升10倍对沪深300指数的影响

碳价增10倍, 20%风险值, 沪深300指数市值下跌数(亿元)	碳价增10倍, 30%风险值, 沪深300指数市值下跌数(亿元)	碳价增10倍, 40%风险值, 沪深300指数市值下跌数(亿元)	碳价增10倍, 20%风险值, 沪深300指数市值下跌百分比(亿元)	碳价增10倍, 30%风险值, 沪深300指数市值下跌百分比(亿元)	碳价增10倍, 40%风险值, 沪深300指数市值下跌百分比(亿元)
31228	25467	20544	12.70%	10.35%	8.35%

三、政策建议

环境风险压力测试结果表明，在碳价风险方面存在很大的风险敞口，即碳价上涨会导致股票收益率下降。但是由于上市公司碳排放信息披露不够充分，导致研究受到一定局限，因此建议如下：

1. 推动上市公司进行碳排放信息披露

碳排放信息披露是指企业对生产经营活动中产生的以二氧化碳

为代表的温室气体排放量或减排量的信息披露，其作为一种非财务数据，更多地揭示的是企业能源使用效率和低碳管理能力的高低。目前，已在电力、钢铁、水泥等重点行业企业内强制要求进行温室气体排放信息披露，但并未覆盖所有上市公司。因此，建议完善上市公司碳排放信息披露的法规依据。除对上市公司披露碳排放信息的内容范围等作出规定外，还应对其事务管理、监督管理、法律责任、奖励与惩罚等方面予以规定，推动上市公司碳排放信息披露向更透明、更公开、更健康的方向发展。

2. 健全环保与证券部门共建合作机制

上市公司的碳排放信息披露监管具有跨部门性，无论是相关法律法规的制定，还是监管工作的具体执行都需要环保与证券等相关部门的相互合作。尽管我国已有上市公司信息披露的监管工作主要由证监会负责，但碳排放等环境信息不同于一般的信息，具有较强的专业性，环保部门作为企业环境管理的政府监管部门，在上市公司环境信息披露的监管工作中扮演着重要的角色。因此，为保证上市公司碳排放信息披露工作的效率和效果，环保部门与证券监督部门应加强合作，联合组建工作小组，负责上市公司碳排放信息披露的监督管理工作，协调部门间的相关信息通报，协同进行核查，协同作出决策，并执行相应的奖励与惩罚措施。

3. 督促资产管理业进行环境压力测试

对于资产管理业来说，环境气候风险会影响其投资企业所发行的证券，进而影响其管理的资产价值，这既带来了挑战，也带来了机会。随着环境气候风险严重程度的不断增加，保险业和资产管理应具备评估及管理新出现的与不可预见的环境气候风险方面的意识，并通过环境压力测试的结果调整投资组合。下一步，中央财经大学绿色金融国际研究院将进一步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，并争取与更多保险业和资产管理业公司进行合作。最终可以基于环境压力测试方法

的公共产品特征，为业界构建一套公用的环境压力测试模型，并通过央行绿色金融网络(NGFS)逐步推动全球环境压力测试方法的标准化，促使更多的金融机构认识到环境压力测试对自身风险管理的积极意义，让环境风险测试成为资产管理行业趋势。

四、中财大绿金院ESG数据库

中央财经大学绿色金融国际研究院拥有全球领先的中国上市公司ESG数据和目前唯一的中国债券发行主体ESG数据，覆盖范围超过4000家中国公司，包括上市公司和非上市发债主体。当前ESG数据库主要涵盖ESG数据、ESG评级、ESG评级报告、ESG指数和ESG研报五大功能。



当前数据库涵盖1554家上市公司、1500多家非上市债券发行主体，共计4000多家公司的ESG数据，其中包括了沪深300近七年半的环境数据、中证800近四年半的ESG数据、沪深港通部分样本公司以及科创板142家申报公司的ESG数据。同时，数据库还包括2279家债券发行主体的ESG评级，包括737家上市主体（其中包括283家AAA主体以及226家AA+主体）和1542家非上市主体（其中包括646家AAA主体以及896家AA+主体）。

通过访问中财绿金院ESG数据库，可以实现随时随地、定制化连接到中国企业全面的ESG信息，轻松获取ESG评级结果、行业表现、具体指标得分、量化数据以及独家ESG分析报告。

中央财经大学绿色金融国际研究院
INTERNATIONAL INSTITUTE OF GREEN FINANCE, CUFE

- ESG数据库 >
- ESG评级 >
- ESG评级报告 >
- ESG指数 >
- ESG研报 >

公司列表

成分股范围 年度 公司名称

检索

	年度	股票代码	公司名称	查看
1	2018	688001	华兴源创	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
2	2018	688002	睿创微纳	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
3	2018	688003	天准科技	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
4	2018	688006	杭可科技	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
5	2018	688008	澜起科技	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
6	2018	A15284	道通科技	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
7	2018	A16088	宝兰德	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
8	2018	A16232	凌志软件	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
9	2018	A17083	金山办公	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现
10	2018	A17123	南微医学	ESG定性得分 ESG定量得分 舆情统计 行业表现

中央财经大学绿色金融国际研究院
INTERNATIONAL INSTITUTE OF GREEN FINANCE, CUFE

- ESG数据库 >
- ESG评级 >
- ESG评级报告 >
- ESG指数 >
- ESG研报 >

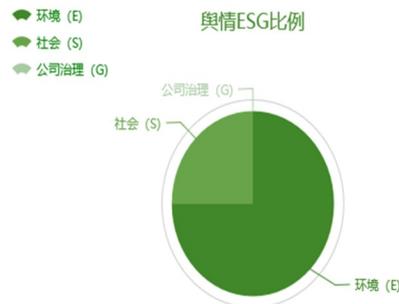
舆情统计

返回

年度数据变化 ● 环境 (E) ■ 社会 (S) ▲ 公司治理 (G)



舆情ESG比例



每一报告年度，中央财经大学绿色金融国际研究院都会根据数据库内公司的ESG表现分别出具ESG评级报告，从环境、社会、治理三个维度对公司ESG表现进行全方位的评估与分析。评估内容包括公司整体ESG得分情况、在行业内ESG表现、与同行竞争者的对比情况、具体二级指标得分情况、当年度ESG亮点及风险点等。



中央财经大学绿色金融国际研究院

上汽集团 ESG 评级报告

评级员：

复查员：

项目负责人：

日期：2018年7月2日



关于我们

中央财经大学绿色金融国际研究院（简称“绿金院”）是国内首家以推动绿色金融发展为目的的开放型、国际化的研究院，2016年9月由天风证券公司捐赠设立。研究院前身为中央财经大学气候与能源金融研究中心，成立于2011年9月，研究方向包括绿色金融、气候金融和能源金融。绿金院是中国金融学会绿色金融专业委员会的常务理事单位，并与财政部建立了部委共建学术伙伴关系。绿金院以营造富有绿色金融精神的经济环境和社会氛围为己任，致力于打造国内一流、世界领先的具有中国特色的金融智库。

绿金院依循“绿色共赢、协同创新、服务社会”的宗旨，秉承“高质量成果、独立性研究、广泛影响力和公益性教育”的信念，通过管理机制创新，交叉创新方向培育，绿色金融学科建设，富有责任感的绿色金融人才培养，以及国内外战略机构合作，建成具有鲜明创新学科特色的专业智库。致力于在更高层次上实现创新，从而更好地服务于中国未来金融体系与社会发展的道路探索、理论研究与制度建设。

版权声明

本报告版权仅为中央财经大学绿色金融国际研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本院同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中央财经大学绿色金融国际研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

中央财经大学绿色金融国际研究院

中国北京市海淀区学院南路62号

电话：+86-10-62288768

E-mail: IIGF@rccef.com.cn

