中国的投资者责任与ESG整合

2018年3月

generation foundation

UNEP FINANCE INITIATIVE

PRI Principles for Responsible Investment

中央财经大学绿色金融国际研究院 International Institute of Green Finance, CUFE

关于此项目

2016年1月，责任投资原则（PRI）、联合国环境署可持续金融倡议（UNEP FI）和世代基金会共同发起了一个为期三年的项目——21世纪信托义务，此项目旨在阐明投资者在国家以及国际层面上对环境，社会和公司治理（ESG）的受托责任。

从其建立以来，此项目已经：

- 与400多位政策制定者和投资者接洽来提高投资者对其信托责任中ESG重要性的认识。
- 发布了一份关于投资者义务和责任的全球声明，现已有来自22个国家的123个机构签署这份声明。
- 发布并开始实施关于政策转变的路线图，以此来实现在八个国家（澳大利亚、巴西、加拿大、德国、日本、南非、英国和美国）的投资中关于ESG理念的完全整合。
- 在六大亚洲市场：中国、香港、印度、韩国、马来西亚和新加坡，拓展研究至信托责任或者也称投资责任。
- 主办了超过20场研讨会，吸引了来自14个国家的监管机构和投资者共同讨论投资者在ESG 整合实践中的两个主要话题：监管透明度和投资实操经验。
- 通过与欧盟可持续金融高级专家组（HLEG）来共同制定关于在欧盟内廓清投资者责任的建议。

ESG整合的定义是：系统性、且明确地在整个投资分析过程和投资决策中考虑ESG 因素。

更多信息请查看： www.fiduciaryduty21.org

项目指导委员会

- Peter Knight, 世代投资总裁
- Fiona Reynolds, 联合国责任投资原则总经理
- Nick Robins, 联合国环境署可持续金融体系调研组共同主任
- Eric Usher, 联合国环境规划署金融倡议局长

贡献者

贡献者

这份报告是由联合国责任投资原则，联合国环境规划署可持续金融倡议和中央财经大学绿色金融国际研究院共同撰写。

项目团队要感谢接受采访者、组织者和审稿人为本报告所付出的时间，尤其是：Edward Baker, Robert Barker, 拾贝, 蔡恒培, Sagarika Chatterjee, 陈春艳, Daniel Cremin, 唐棣, Nathan Fabian, Beibei Gu, 郭沛源, Katherine Han, Iain Henderson, 黄超妮, Jianping Gu, 梁军, 于君, 李伟博, 李思明, 刘蔚, 卢曼, 罗楠, Maggie Ma, 马瑞雪, 马险峰, Anthony Miller, Rowan Palmer, 祁岚, 王强, 秦二娃, James Robertson, Jessica Robinson, Lorenzo Saa, Fulai Sheng, 施懿宸, 胡双力, 宋玮, Michelle Sprod, Manke Wang, Stephanie Wang, Wang Xiaoshu, Wei Hua, 武建力, 邬敏雯, Ariel Xu Hui, Kelly Yu, Yuerong Yang, 杨益洋, 殷红, 张琦, 张一清, 张顺荣, 周亚成.

感谢法国巴黎银行（亚洲）对圆桌会议的组织和报告推出的支持，同样感谢 摩根士丹利资本国际公司ESG 研究和商道融绿为本报告提供的数据。

撰稿人

Margarita Pirovska, 责任投资原则以及联合国环境规划署金融倡议高级官员PRI and UNEP FI; 王遥,中央财经大学绿色金融国际研究院院长; 马红星,中央财经大学绿色金融国际研究院研究员兼国际合作处负责人；Miyuki Tsuru,中央财经大学绿色金融国际研究院研究助理； Elodie Feller,联合国环境规划署金融倡议（UNEP FI）投资目总监，可持续证券交易所倡议协调员联合国环境规划署可持续金融倡议; Will Martindale, 责任投资原则政策责人； Rory Sullivan,高级顾问； 感谢中央财经大学绿色金融国际研究院助理研究院刘阳洋和王梦婷完成本报告的翻译工作，以及刘苏阳、罗谭晓思、徐洪峰对本报告进行的校对；感谢陆家嘴金融城绿色金融专委会召集人、中伦律师事务所高级合伙人孔伟对本报告的法律审稿。

编辑： Mark Nicholls.
设计： Alessandro Boaretto.

目录

简介	5
详细的建议	7
中国的长期愿景	9
转变的驱动力：将ESG概念整合在投资者责任中	15
ESG披露逐渐改变的情况	26
受访人和贡献者	28
词汇表	29
关于项目合作伙伴	30
免责声明	31

简介

信托责任，也称为投资者责任，是资金管理者以受益人的利益行事，而不是为资金管理者自己的利益服务。界定投资者责任具有深远意义，因为资金受托人所做出的决定将产生多米诺效应，不但会影响投资决策进程、所有权事宜，还会对公司管理方式产生影响。

2015年，一份关于投资者责任的报告在21世纪信托责任网站发布，这份报告指出：未将包括ESG在内等长期投资价值驱动因素考虑在内的投资决策，都视为受托人没有履行基本投资责任。

信托责任本身在中国法律中并非已经固定成型的概念。因此，许多原则都可作为信托责任的一部分例如，忠诚和谨慎职责要求，细心、有技巧和勤奋做事的能力，以及为客户利益而真诚行事的态度等，这些都是中国投资者所熟悉的。这些职责不是在单一的法律体系中定义的，而是从监管、软法和市场创新的复杂互动中产生的。因此，在法律法规的共同作用下，通过参考其他司法领域的投资者责任和义务，一套新的包含投资者职责和义务[1]的体系被创造出来 。

在中国投资者的职责规定中并没有明确要求投资者着重将ESG因素考虑到其投资决策中，也没有要求投资者考虑中国政府在阐述生态文明战略时[2]所提到的长期可持续性的目标。然而，投资者依然有这样做的理由，因为这种做法是与客户利益息息相关的，是保护受益人利益的重要行为。

这份报告最关键的建议就是资金受托人在履行其对资金受益人的职责中，以及推进中国生态文明发展的过程中，应将ESG议题纳入整个投资决策环节中来。投资者的职责应体现和符合中国政府《关于构建绿色金融体系的指导意见》（指导意见）。

自2016年《指导意见》发布以来，绿色金融事业快速发展，并已成为中国经济转型发展的重要因素，这样的进展在五个绿色金融改革创新试验区的建立，以及诸如“一带一路”倡议下综合大型绿色投资项目的开展上，表现得尤为明显。为了落实指导意见，环保部会同证监会推动上市公司及其子公司在年度报告中披露环境信息，并将在2020年前分三步建立强制性信息披露制度：2017年起，列入环保部重点排放企业名单的上市公司强制性披露环境信息;借鉴香港经验，2018年实行“半强制”环境信息披露，即企业不披露相关信息须解释为何不披露;到2020年，所有上市公司强制披露环境信息。上海和深圳证券交易所已加入联合国可持续证券交易所（SSE）倡议并致力于支持中国高效、透明绿色市场的发展。通过将绿色金融议题引入G20峰会，推动各国政府间关于如何借力私营部门解决气候问题的协商[3]，中国在全球绿色金融发展中的领导力被国际社会日益认可。

与此同时，国内和国际资本市场预期将在中国绿色转型和增长过程中发挥重要的融资作用。为达到“” “十三五”计划目标，中国从2015到2020每年至少需要在绿色项目投资3-4万亿元，其中至少有85%的需求来自私营部门[4]。资产所有者，特

1 请参考： https://www.fiduciaryduty21.org/investor-statement.html
2 中共中央国务院印发《生态文明体制改革总体方案》（2015）
3 在国际组织的绿色经济和绿色金融战略中，绿色定义也可能是包容性的，从社会福利和可持续发展的角度考虑
4 马骏 ：中国绿色金融和G20峰会 （2016）Ma, J. (2016). Green Finance: China and G20.

别是养老基金对这个投资过程至关重要，他们有驱动绿色可持续发展的资本和能力，可以通过其投资实践向更广泛的投资市场发出信号。国家养老基金普遍承担着忠诚、谨慎的职责来支持中国政府寻求更好的社会福利发展目标。

资本市场对中国经济的日益增长做出重要贡献，将投资实践与可持续性目标相结合是建立绿色金融体系的关键。投资者可以通过将ESG因素整合到投资组合中实现这一目标。然而，在中国ESG整合中仍然存在很多障碍，例如：

- 缺乏投资者特别是资产所有者将ESG因素纳入投资过程的正式监管机制，
- 缺乏对投资者如何将ESG因素纳入投资组合中的指导意见
- 因为缺乏可持续的，易于对比的，可信赖的报告，使公司难以参与ESG 信息披露。
- 缺乏使用统一标准的绿色可持续投资产品。
- 缺乏ESG价值创造方面投资案例的教育，例如：在投资研究和决策过程中，ESG因素如何影响公司？不同于传统投资的绿色金融投资，将带来怎样的道德回报？

为了共同构建中国绿色金融体系，使投资者职责与生态文明建设目标保持一致，我们建议：

1. **需发布机构投资者和投资经理应如何实施《指导意见》的绿色可持续投资的专业指导意见，**
2. **推动将ESG问题纳入养老基金监管条例，鼓励高标准的被投资公司披露ESG实践与绩效；**
3. **保证和监控企业强制性环境信息披露框架的有效性，并具有与ESG国际披露标准的可比性；**
4. **因为金融机构对绿色投资的需求越来越大，因此可以进一步丰富绿色可持续投资产品和工具以便满足市场需求。**
5. **提高投资者教育程度，ESG投资研究水平以及可持续投资建设运营能力。**

本报告所提出的建议是我们在采访了中国关键利益相关方得出的分析结论。中国在过去十年绿色金融领域的发展得到了广泛的认可。因此，我们希望这些建议有助于进一步加快中国资本市场实现绿色金融的可持续目标。

详细建议

通过业内广泛咨询，本报告提出了系列建议，以确保投资者责任的最新诠释得以反映在中国机构投资者的实践中。我们的建议主要包括五个方面：政策框架；ESG整合法规；ESG披露；可持续发展绿色产品；投资者教育。

1. 政策框架和可持续投资指导意见

A.中国证券监督管理委员会和中国证券投资基金业协会可通过发布“可持续投资指导意见”，指导机构投资者和投资管理人如何实施建立绿色金融体系。同时，指导意见中应包括对投资者进行可持续投资以及信息披露整个过程分步骤的详细指导。

B.中国证监会和中国证券投资基金业协会可通过发布“投资者监督责任相应管理代码”[5]来帮助投资者监督查看公司的ESG绩效，从而提高其ESG表现。

C.建议中国证监会、证券交易所、中国证券投资基金业协会通过宣传ESG表现优异的公司，以激励更多企业采用可持续投资指南和管理代码；可持续投资策略和企业政策如何在有效解决长期环境保护、应对气候变化和可持续发展相关问题的同时，也取得令人满意的财务绩效回报，将是决定ESG整合能否得到广泛应用的重点。

2. ESG整合、养老基金以及投资管理公司信息披露方面的监管

A．建议相关部门出台规定要求养老基金和投资经理将ESG因素系统性地纳入到投资决策。这将有助于投资者职责与《指导意见》所定义的更广泛的政策目标相一致。

B. 此外，政府应鼓励养老基金和投资经理报告如何将ESG因素整合到投资实践过程中，以及他们如何与公司和其他利益相关者进行沟通。一些已经得到广泛认可的自愿性的框架，如金融稳定委员会气候变化相关金融信息披露工作组(TCFD)，应进一步被用来鼓励投资者披露其投资组合中的气候与环境相关信息。

C.建议全国社保基金更加积极主动地将ESG因素融入其投资过程和决策中。

3. 关于ESG整合和公司绩效的披露要求

A. 建议政府以及中国证监会继续加强对ESG整合和绩效的披露要求，借鉴国际标准，实施与中国情况相符合的ESG信息披露指引。在此过程中，中国证监会和环境保护部可考虑以下原则：

- ESG信息因素应在年度报告以及其他与公司业务模式和风险因素有联系的传统会计准则

5 管理规范管理投资者和被投资公司之间的相互作用，以创造长期价值提升策略。正式的监管码是一种相对较新的发明，虽然有了这样的代码在亚洲近年来与香港、日本、马来西亚新加坡和韩国显著增长，介绍他们自2014。大多数管理规范是自愿的，尽管有些政府比其他政府更积极地促进遵守。

输出信息中披露；

- ESG信息披露应需要逐渐与财务信息绩效披露具有同等地位，报告建议可分阶段引入这一要求；
- 公司应使用通用绩效指标进行报告从而增强可比性尤其是在同一个行业、组合或时间序列中；

B. 政府和证监会可从强制性环境信息披露开始，逐步扩大披露范畴以涵盖ESG。

C. 建议政府继续推动和提升有利于企业运用的前瞻性的信息披露政策框架，例如，金融稳定委员会气候变化相关金融信息披露工作组提出的相关建议。

D. 证券交易所可要求公司披露所有对财务绩效有重要影响的ESG信息，作为其上市或再融资要求的一部分，以此来支持强制性环境信息披露框架。

4. 可持续绿色金融产品

A. 在中国证券投资基金业协会以及监管机构的支持下，投资经理人可以为机构投资者提供一系列关于实现长期可持续目标的绿色可持续金融产品来支持和发展绿色债券市场。

B. 建议监管部门应该对绿色金融和ESG整合进行规范分类。绿色金融指标和标准发展应该努力与中国金融系统所强调的标准保持一致。其他ESG指标和标准也通过这样的过程进行整合。此方法同样适用于其他绿色投资产品和标签。

C. 建议证券交易所应进一步促进和发展绿色金融，并与可持续证券交易所（SSE）倡议发布的绿色金融行动计划相一致。

D. 非政府组织（NGO）和服务机构可通过提供相关工具，支持投资决策中的ESG整合；这些工具包括，环境情景分析，对公司绩效评估和ESG评级。

5. 投资者教育和ESG投资研究

A. 中国证券投资基金业协会可着重推动ESG领域的投资者教育，及支持其他相关教育发展，包括分析工具和资管行业培训。

B. 建议中国证券投资基金业协会促进ESG整合的研究及投资。鼓励探寻中国特色ESG因素和投资绩效之间关系的学术研究，并努力解决研究中所可能面临的障碍（如公司披露中的弱点，缺乏ESG披露信息）。

C. 投资经理应为其投资团队和运营团队提供ESG领域分析工具，给予专业培训。

D. 本报告中，责任投资原则、联合国环境署可持续金融倡议和世代投资可为中国受托人和养老基金理事会成员提供获准进入责任投资学院，进行受托人模块教育的条件。通过这样的实践教育，将有助于提高相关人员能力，开展培训，解决报告中提到的意识挑战问题，对于报告中提到的相关建议起到直接支持作用。

中国的长期愿景

中国的可持续发展

中国是世界第二大经济体，最大外汇储备持有者，和第二大外商直接投资目的地。从1980年至今，中国的人均GDP已经从200美元增长到8000美元以上。然而，这样的快速发展带来了沉重的环境代价。目前，中国是世界上最大的二氧化碳排放国，并受到空气、水和土壤的污染，以及水资源短缺等问题的困扰[6]。一直以来，经济增长和环境可持续性成反比关系。但现在这一规律正发生改变。通过从根本上转变发展模式，中国旨在实现经济发展与环境保护间的协调统一。

国家可持续发展战略

2012年，在中国共产党第十八次全国代表大会上，生态文明建设上升为国家战略，同年写入中国宪法。在中国共产党第十九次全国代表大会的开幕式上，习近平主席再次用“绿水青山，就是金山银山”的表述，展现了中华文明的重要组成部分——人与自然和谐的思想。为了在金融市场上实现这样的发展理念，中国人民银行等七部委于2016年联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，为落实生态文明建设的整体战略奠定了重要基础[7]。

对于现在的中国，可持续发展的指导原则是在国内和国际上同时追求经济增长、社会发展和环境保护。这一原则反映在几个高级别政策框架、方案和指导方针中。

此外，“十三五”规划着重就实现社会公平，推动经济转型升级以实现包容性的稳定增长、推动

表1：《关于构建绿色金融体系的指导意见》

由中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会、环境保护部、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、中国银行业监督管理委员会发布	
1. 发展绿色信贷	建立政策框架，支持金融机构建立信用管理体系等。
2. 推动证券市场撬动绿色投资	完善政府与社会资本合作相关规章制度。
3. 发展绿色保险	在环境风险较高领域建立强制性环境污染保险体系。
4. 发展绿色保险	在环境风险较高领域建立强制性环境污染保险体系。
5. 发展环境权益交易市场	发展多种碳金融产品，促进建立排放权、能源使用权市场等。
6. 支持地方政府发展绿色金融	探索支持措施，如银行再贷款、宏观审慎框架和资本市场工具等。
7. 促进国际合作	通过”一带一路”，南南关系和亚洲基础设施投资银行促进合作。
8. 防范金融风险	完善监督机制、规章制度和标准。

6 人均排放量仍低于世界其他主要碳排放国的排放量。

7 中国人民银行等（2016年）。建立绿色金融体系指南。 http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3133045/index.html

城市化进程等进行了全面部署，并提出在2020年之前消除贫困，全面进入小康社会的具体目标[8]。同时，这一国家战略也旨在推动建设资源节约型和环境友好型社会。中国的供给侧结构性改革有望降低如水泥、煤炭、建筑，钢铁等行业的产能过剩问题。通过重工业转型，不仅将抑制污染行业投资，而且也将引导资金更多流向低碳行业。

防控风险是资本市场发展的首要议题。中国证券监督管理委员会（证监会），在监督和管理风险上发挥着重大作用，积极引导市场参与者加强环保意识，严格执行环保法律法规。2016年7月，中国证监会发布通知，禁止以往三年间发生环境违法行为的企业发行股票，这些企业也将面对严格的贷款限制面临严格的信贷 。[9]

国际和区域战略

国际方面，2016年，在中国作为G20轮值主席国期间，绿色金融被首次纳入G20议题，并成立了G20绿色金融研究小组，以探索如何提升金融体系撬动私人资本投向绿色领域的能力。G20绿色金融研究小组由中英两国担任主席，联合国环境规划署承担秘书处职责[10]。研究小组收集了G20成员国、主要国际机构、观察员国家、私营部门和一系列知识伙伴的绿色金融发展经验。

中国于2013年提出了“一带一路”倡议，其目标是通过中国、亚洲和非洲大型基础设施项目投融资，促进区域间平衡、包容、可持续发展。这不仅符合习近平总书记建设开放型经济的发展战略，而且同其协调国内外需求以促进经济增长，以及吸引国外投资、技术和人才的举措相一致。为确保“一带一路”倡议在环境领域的可持续性，中国环境保护部、外交部、国家发展和改革委员会和商务部于2017年联合发布了《关于推进绿色“一带一路”建设的指导意见》。

与此同时，中国金融学会绿色金融专业委员会（成员单位资产占中国金融资产的70%），也于在2017年发布了《中国对外投资环境风险管理倡议》，供参与对外投资的中国金融机构和企业自愿采纳。这份文件旨在推动将环境风险分析、ESG因素、《巴黎气候协定》和联合国可持续发展目标在内的长期目标等纳入对外投资的决策过程中，并在信息披露上参照全球报告倡议组织（GRI）的标准 。[11]

通过顶层设计、部署专项工作，和出台指导方针，中国旨在实现国内外的绿色可持续增长。在中国人民银行、证监会和其他部委的绿色发展目标下，投资者将需要实现财务绩效与可持续发展的双重目标，并在投资决策时考虑ESG因素。国家明确的政策信号，将使不考虑ESG风险的投资者承受更大风险。

8 还有另一个战略的政策文件表明了中国经济的方向，在2015年，中国共产党在党的第五届三中全会，第十八次全国人民代表大会发布了五个新的发展原则，即创新、协调、绿色、开放和共享。

9 中国证券监督管理委员会（2016，7月1日），践行绿色发展理念，明确监管要求 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201607/t20160701_300109.html

10 G20（2016）。公报——G20财政部长和央行行长会议

11 绿色金融委员会（2017），中国海外投资的环境风险管理的主动性

资本市场的国家层面投资目标和前景

据估计，中国至少每年需要投资4600亿美元用以改善环境，这个数字已经达到中国GDP的4%[12]，其中政府投资预计只占15%，其余需来自私营部门，包括机构投资者[13]。

中国资本市场的转型

为了完成“十三五”规划目标，中国需要国内和国际资本市场的大量资金投入。考虑到中国的金融体系主要以银行为主，这将意味着投融资结构需要发生重大转变。目前中国的社会融资规模存量，也就是实体经济从金融体系中获得的总资金，达到了17367亿人民币（2750亿美元）。其中，人民币贷款占86.2%，外币贷款占1.5%，委托贷款占8.1%，信托贷款占4.6%，未贴现银行承兑汇票占2.5%、以及10.6%的债券和3.8%的股票发行 。[14]

根据中国政府发展蓝图，公共和私人机构投资者对固定资产的投资仍将是经济增长的关键支柱[15]。其中包括对清洁能源、交通运输、通讯、石油和天然气、环境保护、新兴工业和制造业升级等方面的投资[16]。2016年公共部门投资增长了18.7%，但私营部门投资仅增长了3.2%，这促使政府进一步改善私人投资环境，包括通过资本市场。

构建成熟多元的金融体系，促进其纵深发展是中国政府的当务之急。这包括鼓励银行开展对私业务，推进股票、债券市场的改革和法治化建设，建立清晰健全的规章制度和适度的金融监管体制，以及提高直接融资的比例。同时，中国还希望将战略产业中的106个国有企业合并成40个世界级企业集团，并在2020年前实现人民币的完全自由兑换。

中国快速增长的资产管理业

中国的资产管理业发展迅速，2012至2015年间增长了51%。预计到2020年，中国的资管行业每年将以13%的速度增长[17]。根据中国证券投资基金业协会2015年的数据，中国资管行业的规模达到79.1万亿人民币（12.5万亿美元）。[18]

其中，机构投资的规模只占资产管理总额的40%，而全球平均值为61%。在机构投资中，保险公司和企业投资者（包括非盈利性机构、金融公司和投资公司）各占约17%，养老基金占5%[19]。除了共同基金、商业银行和保险公司外，资产管理行业还包括信托公司、证券公司和基金附属公司，这些机构通常充当金融机构和最终客户之间的中间人角色。

与其他以专业资产管理公司为投资主体的主要股票

12 国际可持续发展研究所（2015），绿化中国的金融体系

13 Ma, J. and Zadek, S. (2016). “G20绿色金融 “。Project Syndicate 。https://www.project-syndicate.org/commentary/g20-embraces-green-finance-by-ma-jun-and-simon-zadek-2016-09

14 中国人民银行（2017）。社会融资规模存量统计数据报告

15 见国务院总理李克强2017年3月提出的中国政府工作报告。http://english.gov.cn/premier/news/2017/03/16/content_281475597911192.htm

16 国务院（2017）。关于政府工作的报告

17 波士顿咨询（2016）。Qin Xu。 “前400：在中国不断变化的时代” 。https://www.ipe.com/reports/special-reports/top-400-asset-managers/top-400-changing-times-in-china/10013548.article

18 中国证券投资基金业协会（2017）。2015中国证券投资基金的经济情况书。

19 同上

市场不同，中国的散户投资者占交易量的85%[20]。此外，61%的中国投资者每月至少交易一次，而全球投资者每月交易的比例为37%。由于进行短期投机性投资的散户数量巨大，这一定程度上解释了类似于2015年夏天所发生的中国金融市场波动。

中国的资产管理业正从储蓄转向投资。虽然目前中国的资产管理行业主要集中在银行存款和内部投资组合，但是预计管理资产和政府性基金（如社保基金、中国国家投资公司、国家外汇管理局）的比例将在未来几年增长。预计至2020年，约60%的资产管理规模增量来自个人投资者，40%则来自机构投资者。这一趋势的背后主要由几方面推动—机构投资者的进一步增长，个人投资战略的转变（由储蓄转向投资）意愿，以及人民币的国际化[21]。

对于环境友好和可持续资产的投资需要，为这一不断增长的资产管理行业创造了独特机会。通过将ESG因素融入投资决策过程，投资经理将得以有效把握这一机会。

养老基金的机遇、挑战与雄心

随着人口老龄化加剧，长期稳定的现金流对于确保中国养老保险基金的未来偿付能力至关重要，这对当前的养老保险基金带来了巨大挑战。中国的养老保险基金曾一度由政府财政全额支出，随后个人与单位也参与共同缴费，并允许进行债务和股本投资以实现增值。同时，养老保险基金也正努力将投资转向环境保护和可持续发展领域，以适应经济政策重心的转变。

养老基金投资重点的转变

国家养老保险基金的大部分资金都来自于政府，但目前来自于企业和雇员的资金比例正逐渐上升[22]。2000年全国社会保障基金（NSSF）作为“最后的资助手段”应运而生，它的职能包括资助地方养老保险基金，以及满足医疗保障等其他社会需求。由于全国社会保障基金的资金大多来源于中

20 路透社（2015）中国的股票市场冻结的步伐加快。“ http://www.reuters.com/article/us-china-stocks/china-stock-market-freezing-up-as-sell-off-gathers-pace-idUSKCN0PI04Q20150708

21 Oliver Wyman（2014）中国的资产管理：龙的觉醒？http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/insights/financial-services/2014/WebsiteUpdates/Asset_Management_In_China_English_916.pdf

22 例如，辽宁、吉林、黑龙江等国有企业集中度不高的省份，主要依靠中央政府的预算。

图2：中国养老金制度组织[23]

	支柱		中文术语	资金状况	贡献	资产配置	资产管理
城市养老基金（五大支柱）	国家	0	Zero:低保	来源于政府	n/a	n/a	n/a
		I	Ia: 强制性社会养老保险	现收现付制	雇主：工资的20%	100%在政府债券/存款中	100 % 国内
		II	Ib: 强制性个人账户养老金	应被资助	雇员：工资的8%	<100%在政府债券/存款中 <30% 在权益中(从2016年开始)	
	私人的	III	II: 自愿性企业年金（由合格雇主设立）	基金积累制	雇员和雇主	<30% 在权益中, <50% 在金融债券中 >20%在政府债券/存款中	
			III: 其他自愿养老金，例如团体养老保险计划	基金积累制	雇员和雇主	<25% 在权益中， <20% 在金融债券中 <100% 在政府债券中	
	私人&国家	IV	IV: 家庭支持；医疗和住房补贴	来自政府或家庭	n/a	n/a	n/a
国家储备基金	国家	n/a	国家社会保障基金	中央政府的财政预算，国有企业IPO出售获得的资本和权益资产，投资收益等等		**国内的：** >= 50% 政府债券/存款 =< 40% 权益资本 =< 10% 固定收益 =< 10% 私募股权基金 **国际的 ：** =< 20% 权益和固定收益	国内和国际的比例取决于在岸和离岸投资

来源：北美精算师协会，英镑金融研究，社保基金 http://www.cncaprc.gov.cn/contents/16/10608.html

23 第一支柱是国家养老金制度；第二支柱是企业年金制度（包括企业年金制度）和企业年金制度；第三支柱包括个人养老金计划。企业年金制度建立于2004年，是企业和职工自愿建立的企业年金制度，是对基本养老保险的补充。共同基金的增长也非常迅速，给小投资者带来了投资股票、债券和证券的机会。

央政府，因而对国家财政造成了一定额外压力。中国养老基金面临的根本问题是人口老龄化，因此养老金领取者比例越来大大。中国人口迅速老龄化，由于医疗水平的提高和1979年到2015年之间的计划生育政策。在2015年，全球老年人口抚养比在12%-13%。在中国，到2040年，这一比例预计将上升至33%，世界平均水平将上升至19%[24]。这对养老保险制度和养老基金的财务可持续性构成了重大挑战。

中国养老保险基金面临的根本问题是人口老龄化以及随之带来的退休职工比例逐渐攀升。中国人口的迅速老龄化主要由于医疗水平的提高以及1979年到2015年之间的计划生育政策。2015

均水平将上升至19%[24]。这对养老保险制度和养老基金的财务可持续性构成了重大挑战。

以往，国家养老保险基金仅允许投资于安全性高、低收益的资产类别，如政府债券和银行存款。2015年，国务院通过发布相关指导意见，放宽了养老保险基金的投资范围，允许最高30%的资产净值可投资于境内上市股票[25]。这项措施有望通过增加机构投资者的数量来推动资本市场总体上升，并通过增加收益和促进投资多样化而使养老基金受益。

目前中国不同层次的养老保险体系大多已允许进入股票市场提升收益。作为长期投资者，养老保险基金也被希冀在投资决策中考虑政府生态文明

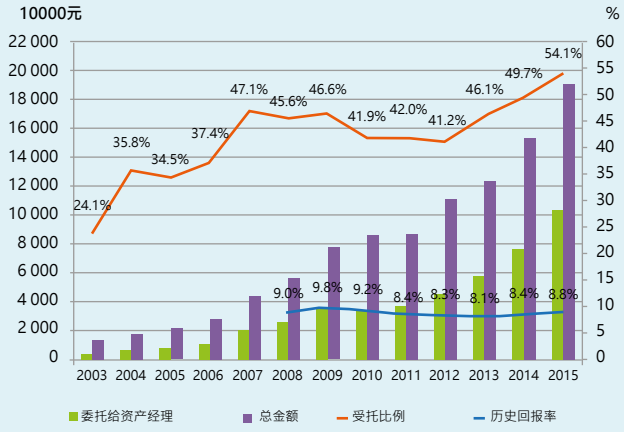
财务目标与生态文明发展目标将日益重要。

第1栏：国家社会保障基金

全国社会保障基金（NSSF）是中国最大的养老基金，其总资产在2015年已达到1.914万亿元人民币。在2000年，中国政府建立了社保基金，其目的是为了缓解中国人口老龄化的同时为退休人员提供财政保护。根据国务院、财政部、人力资源和社会保障部颁布的相关条例，全国社保基金由全国社保基金理事会统一管理。全国社会保障基金所监管的养老金分成两部分——地方养老保险基金和中央补助的的社会保障基金。截至2017年11月初，社保基金会已与九个省级政府签订了总价值4300亿元（650亿美元）的投资合同，目前已完成1800亿元的投资。

在资产配置上，全国社保基金较于中国其他的养老保险基金更具有灵活性。自2012年以来，通过采取一系列措施，全国社保基金极大改善了其受托管理的地方个人账户资金收益情况，而这些资产以往或是存入银行，亦或用于购买政府债券。通过长期投资，全国社保基金不仅有潜力帮助稳定中国动荡的投资市场，还可以鼓励其他资产所有者将ESG因素融入到投资中。“长期投资”和“责任投资”均被列为全国社保基金投资决策的核心理念。

第1栏：国家社会保障基金。来源：全国社保基金理事会。



24 来源：data.un.org。老年抚养比是人口年龄在65岁或以上的人比上年龄在15-64岁的人口。表示为每100个人里面有多少工作年龄（15-64岁）的人。

25 财政部（2016年9月8号）企业年金基金管理办法（中文）http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201610/t20161013_2434596.htm 国务院（2015）中国的养老基金正寻求在股票市场投资 http://english.gov.cn/news/top_news/2015/06/29/content_281475137042132.htm 此外，在2017年，人力资源和社会保障部表示，正在研究将城乡居民社会养老保险基金投资于高收益金融产品的可能性（见新华（2017年7月28日））更多的养老基金被委托投资：官方。http://news.xinhuanet.com/english/2017-07/28/c_136481046.htm)

变化的驱动因素：将ESG因素整合到投资者的职责中

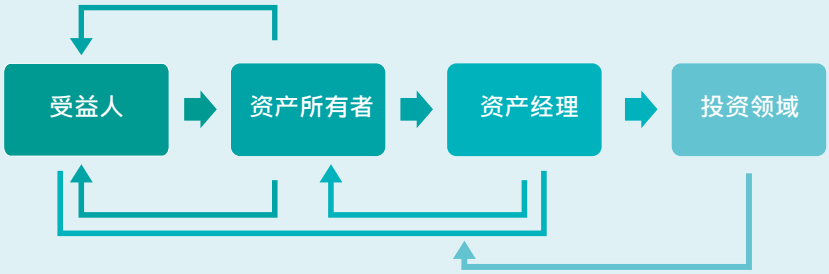
在中国投资者的责任、义务和责任

投资者对于国家长期可持续发展具有重要的资金支持作用。随着人口老龄化日益加剧，市场在为养老保险基金提供融资和保证可持续收入方面也至关重要。虽然中国目前已出台了相关法律法规、管理条例和规章制度以引导投资决策，但只是在顶层设计层面将投资者与国家的长期目标联系起来，并没有具象要求投资者将重要的ESG因素和国家可持续发展的长期目标融入到投资实践和过程中，也没有阐明投资者在促进生态文明建设中的责任。

第2栏：受托责任的现代解释

信托责任是一个普通法的概念，阐明了受托人代表受益人做出投资决策时所应履行的责任和义务。信托责任的原始定义在中国无法应用，因此在这篇报告中，我们主要采用更为广义的投资者责任与义务的概念。

普通法关于受托责任的定义：资产所有者对其受益人的义务



更广泛的理解：投资者管理他们所托付的资金的责任是谨慎、忠诚和谨慎

明确投资者职责是为了确保资金管理方以受益人的利益为宗旨行事。其中最重要的投资者职责是：

- 忠诚：从受益人的利益出发，诚信管理
- 谨慎：在管理过程中保证应有的谨慎、技能和勤奋，即作为“普通谨慎的人”进行投资时下对于谨慎的解读是，决策者需要考虑所有财务因素，包括ESG因素，从而更好地管理风险，创造可持续回报。如果缺乏对长期投资的价值驱动因素的考虑，包括ESG因素，则将视为缺乏诚信责任的投资实践。

法律、监管监督和框架

中国的投资价值链具有多部门监管的特点（见图3）。长期以来，由中国人民银行和中国证券监督管理委员会、中国银行业监督管理委员会，和中国保险监督管理委员会等三家金融监管机构分管资本市场的不同部分，因而不同的监管部门下，投资者也面临不同的监管要求。

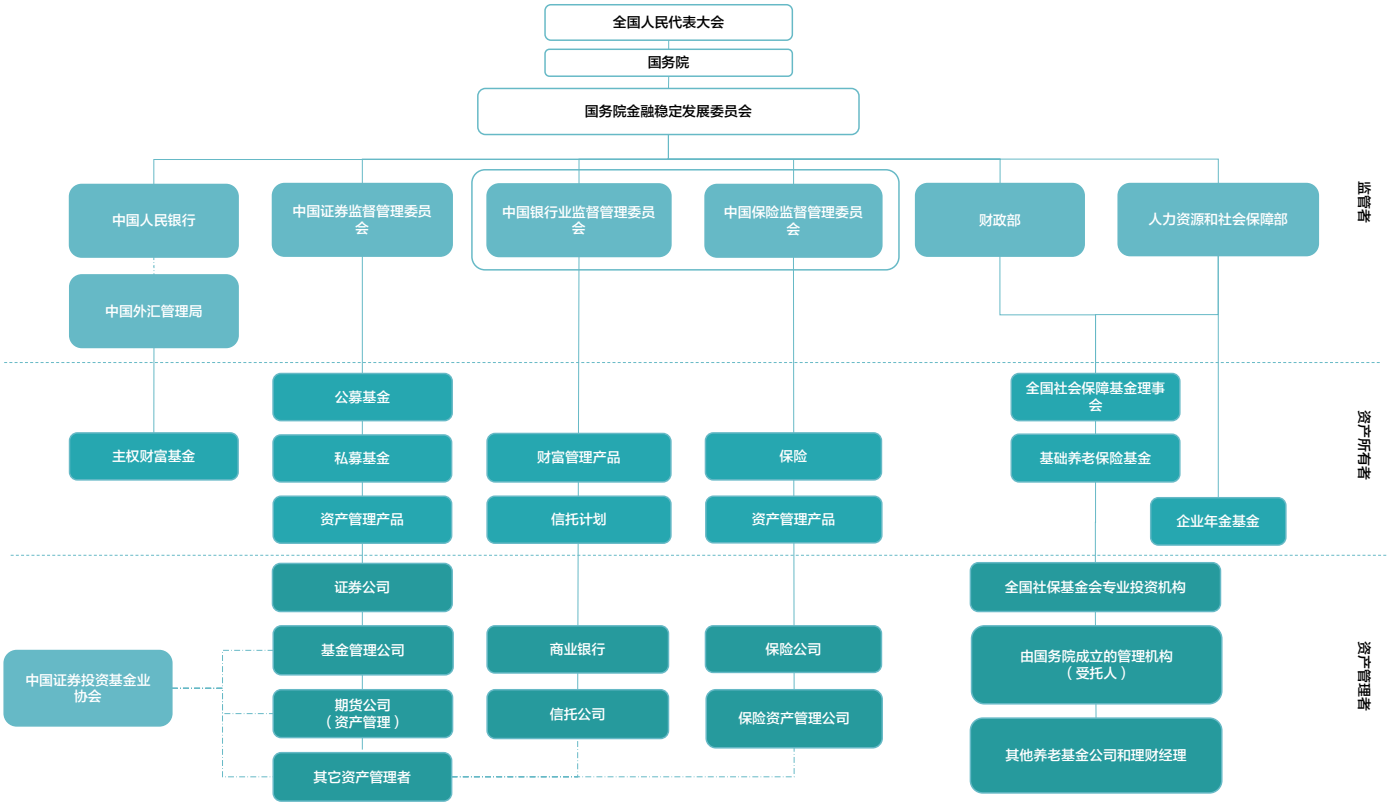
在这一监管机制下，独立资产管理机构由中国证监会监管，银监会监管银行资产管理部门，保监会监督保险公司资产管理部门，即便随着国家机构改革，银监会和保监会合并成为银保监会，资产管理机构依旧处在多头监管状态。此外，养老保险基金和全国社保基金由人力资源和社会保障部以及财政部的共同监管，保监会监管保险公司的资产，国务院和中国人民银行监管主权财富基金。一些行业协会，如中国证券投资基金业协会，通过专注于特定行业（资产管理、保险、银行）进而协助监管部门的工作。

投资者职责的法律框架由一套复杂的法律法规所构建。这些法律包括一些基本原则，例如忠诚，谨慎和诚信，维护受益者的合法权益，提供充分的风险披露去保护广大客户的合法权益，以及不损害国家利益和社会公共利益等（参见图4）。然而，这一框架并没有明确地将投资者责任与长期的政府政策目标（如生态文明）联系起来。目前仍缺乏相应的法律法规明确界定投资者对于落实《关于构建绿色金融体系的指导意见》的责任或义务。

投资者在法律层面是否符合金融机构的资质也会影响其所受的监管程度（例如，一些资产管理公司不具备金融机构的资质，因此其所受监管力度相对较小）。同样，资产管理者和投资者之间的关系也可能受到不同法律的约束。在某些情况下，二者间是一种财务关系，投资者会委托经理做出决定；在其他情况下，则是一种信托关系。此外，投资经理的职责也受到合同法规定下相关要求的约束。

目前的法律框架也没有明确地将投资行业议程与长期问题联系起来。其中一项具体问题是投资者投资的时间跨度往往比“一带一路”绿色项目或正在进行的基础设施项目周期要短得多。

图3：对于投资价值链的监管.



来源:中伦律师事务所研究, UNEP FI, PRI

图4：在中国对于投资者的法律框架.

主要投资者	主要法律法规	投资者职责的主要方面
基本养老保险基金	《基本养老保险基金投资管理办法》	养老基金投资应当坚持市场化、多元化、专业化的原则，确保资产安全，实现保值增值。老基金资产独立于委托人、受托机构、托管机构、投资管理机构的固有财产及其管理的其他财产。委托人、受托机构、托管机构、投资管理机构不得将养老基金资产归入其固有财产[26]。国家对养老基金投资实行严格监管。养老基金投资应当严格遵守相关法律法规，严禁从事内幕交易、利用未公开信息交易、操纵市场等违法行为，严禁通过关联交易等损害养老基金及他人利益、获取不正当利益。任何组织和个人不得贪污、侵占、挪用投资运营的养老基金。投资管理机构从当期收取的管理费中，提取20%作为风险准备金，专项用于弥补委托投资资产出现的投资损失。 托管机构提取的托管费年费率不高于托管养老基金资产净值的0.05%。
全国社保基金	《全国社会保障基金条例》	托管人不得将全国社会保障基金财产混同于其他财产投资、保管。不得因职务便利获取的全国社会保障基金未公开的信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关交易活动；不得做出法律、行政法规和国务院有关部门规章禁止的其他行为。由全国社保基金做的投资或代表全国社保基金的投资应当符合下列条件：（1）至少有50%的资产应投资于银行存款或国家债务工具，投资银行存款不得超过10%；（2）至少有10%的资产应投资于企业债券和金融债券；（3）投资证券投资基金和股票投资的资产不得超过40%。全国社保基金投资管理人员应当定期或临时进行法律要求的信息披露，全国社保基金每年至少要被审计一次。 为了避免利益冲突，投资经理必须证明他自己是否有投资到由他管理的社会保障基金资产中 。[27]
企业年金基金（第二支柱和第三支柱	《企业年金试行办法》(劳动和社会保障部令第20号)、《企业年金基金管理办法》(人力资源和社会保障部令第11号)	受托人可以委托具有资格的企业年金帐户管理机构作为帐户管理人，负责管理企业年金帐户；可以委托具有资格的投资运营机构作为投资管理人，负责企业年金基金的投资运营。 企业年金基金必须与受托人、帐户管理人、投资管理人和托管人的自有资产或其他资产分开管理，不得挪作其他用途[28]。信托法（在普通法管辖区也有类似信托法的信托义务）也适用；也就是说，受托人受到最佳利益、尽职调查和诚实的要求保障。

来源:中伦律师事务所研究, UNEP FI, PRI

26` 在基本养老保险基金方面，省政府是委托人，管理机构的养老基金由国家设立，由国务院代替受托人。

27 《国家社会保障基金投资管理暂行办法》第29条规定，投资管理人在社保基金投资于其他基金时，需要批准。（因为投资经理是专业的资产管理机构，他们同时管理多个基金，包括社会保障基金）。

28 基本养老保险基金、全国社保基金和企业年金基金有类似的监管结构例如注意义务，或受托人/投资管理人的义务。

主要投资者	主要法律法规	投资者职责的主要方面
公开以及非公开募集基金	《中华人民共和国证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》	从事私募基金业务，应当遵循自愿、公平、诚实信用原则，维护投资者合法权益，不得损害国家利益和社会公共利益。 同一私募基金管理人管理不同类别私募基金的，应当坚持专业化管理原则；管理可能导致利益输送或者利益冲突的不同私募基金的，应当建立防范利益输送和利益冲突的机制。 不得利用基金财产或者职务之便，为本人或者投资者以外的人牟取利益，进行利益输送。不得侵占、挪用基金财产；不得泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动。
信托计划	《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》	信托公司管理信托财产应恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。信托公司懂事与高级管理人员不得存在其他所任职务与其在该信托公司拟任、现任职务有明显利益冲突，或明显分散其在该信托公司履职时间和精力的情形。 与基金管理人一样，信托公司不得利用基金财产或者职务之便，为本人或者投资者以外的人牟取利益，进行利益输送。不得侵占、挪用基金财产；不得泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动
财富管理产品和计划	《商业银行个人理财业务管理暂行办法》	商业银行应按照符合客户利益和风险承受能力的原则，审慎尽责地开展个人理财业务。 商业银行利用理财顾问服务向客户推介投资产品时，应了解客户的风险偏好、风险认知能力和承受能力，评估客户的财务状况，提供合适的投资产品由客户自主选择，并应向客户解释相关投资工具的运作市场及方式，揭示相关风险。 商业银行应妥善保存有关客户评估和顾问服务的记录，并妥善保存客户资料和其他文件资料。
资产管理产品和计划	《期货公司资产管理业务试点办法》;《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》	从事客户资产管理业务，应当遵守法律、行政法规和中国证监会的规定，遵循公平、公正的原则，维护客户的合法权益，诚实守信，勤勉尽责，避免利益冲突。 从事客户资产管理业务，应当充分了解客户，对客户进行分类，遵循风险匹配原则，向客户推荐适当的产品或服务，禁止误导客户购买与其风险承受能力不相符合的产品或服务。 从事客户资产管理业务，应当建立健全风险控制制度和合规管理制度，采取有效措施，将客户资产管理业务与公司的其他业务分开管理，控制敏感信息的不当流动和使用，防范内幕交易和利益冲突。
保险资产	《保险资产管理公司管理暂行规定》	保险资金的管理运用限于银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式。 保险公司委托保险资产管理公司管理保险资金，应当遵守《保险法》和中国保监会的有关规定，遵循自愿、公平和诚实信用原则，不得损害国家利益和社会公共利益。

规范框架和非法律预期的作用

一个由社会规范和预期，以及软法共同组成的规范性框架，可以对投资实践和现有法规的执行程度产生重大影响。这些监管规则和政策在多方因素的作用下共同形成，包括监管者遵循的价值观，政府与监管者对于特定市场进展的反应、以及政府所关心的目标和问题，并通过官方声明、高级监管官员讲话以及监管行为等方式传达。这些与政府目标一致的社会规范和政策可以从诸多信号中得以证明，例如：绿色债券的快速审批，政府对投资者在高污染行业投资的警告。

对机构投资者来讲，社会规范和监管制度之间的关系可以被解读成投资者责任中的道德和法律[29]。金融的主要作用是保护资产所有人利益，支持实体经济发展，同时不对社会产生危害。因此，除了明确的法律责任外，投资者还应主动对其受益人承担一定责任。虽然这一责任在现行法律中没有明确规定，但它却存在于不成文的社会规范框架内。但是，即便有这些规范指导，仍然有许多投资者只专注于短期收益和短期财务表现。[30]

监管机构和市场之间的交互

中国投资者之间存在的法律框架是在“自上而下”的政策、社会规范和市场创新的复杂交互中建立起来的。当监管机构发布了对市场或其结构的基本要求后，市场迅速作出反应来寻找新的利益空间。由于这些新的市场战略并不一定与政府长期目标相符，因而会导致下一阶段的监管（软政策以及指导）和法律框架的调整，从而适应当下的市场环境并重新平衡市场。

过去十年中，投资行业显著发展。在第一阶段政策试验之后，研究表明我们可能正在见证市场“自上而下”重新设计的过程。金融稳定委员会内部的监管者也在结合现有的政策框架，解决重叠和过度监管等问题[31]。《生态文明体制改革总体方案》与《关于构建绿色金融体系的指导意见》有助于重新规划现有的法律框架，并有希望将社会规范和期望转换成法律 。[31]

绿色和可持续投资的兴起

在《生态文明体制改革总体方案》和《关于构建绿色金融体系的指导意见》共同发挥作用的情况下，中国绿色经济的转型的步伐将进一步加快，并将成功吸引投资者的目光。 然而，中国在绿色和可持续投资方面的进展却出现了迟滞，其原因如下：

- 缺乏专门针对投资者的规章和指导；
- 对可持续投资风险以及不佳的财务表现存在误解
- 高层次政策转化为业务战略和产品方面存在种种困难困难等
- ESG绩效数据不足。

29 这是指中国人对个人义务的传统解释，它是以人民的道德本性为基础的。 参考：“The Chinese legal tradition” in Foreign Investment in China. F.Li, 1999, p.156-157

30 http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/whats-behind-chinas-stock-market-gamble/

31 中国人民银行、银监会、中国证监会、中国保监会、国家外汇管理局于2017年11月发布了金融机构开展资产管理业务的指导意见。虽然这只是一个征求公众意见的草案（没有法律强制执行），但它已经表明，监管机构计划根据资产管理产品的种类而不是金融机构的类型进行监督，并对同一类产品实行同样的监管标准。这一指导意见的目的是减少监管真空和监管套利。

构建绿色金融体系对投资者的影响

《关于构建绿色金融体系的指导意见》（以下简称为《指导意见》）已经帮助中国成为世界上最大的绿色债券市场[32]，中国10%的信贷已经绿色化，地方绿色基金的数量已经超过50只，然而，与银行不同，投资者未被直接要求与《指导意见》保持一致。《指导意见》“鼓励”但不要求投资者完全采用其意见。中国证监会近年来的工作重点是上市公司，对投资者的关注较少。由于中国机构投资者参与资本市场的规模一直远低于散户市场，且中国资本市场仍处于发展初期，因此可持续投资的集纳资金始终较为有限[33]。

虽然《指导意见》不需投资者强制遵守但提供了促进绿色和可持续投资发展的政策信号[34]。指导意见旨在推动制度变革：绿色经济意味着所有部门都需要考虑到他们本身对生态文明的贡献。然而，绿色投资、绿色信贷、绿色债券仍然是基于项目的金融活动，在中国整体金融活动中只占很小的份额[35]。由于政策框架仍在形成之中，制定解决方案、创造系统性行为变化至关重要，特别是在金融部门的新兴领域（例如私人养老金或保险）。在《指导意见》中提供投资者指引将有助于实现投资实践与生态文明发展的协调统一。

关于可持续投资的误解

尽管国际上投资实践中ESG整合持续增长，中国在这方面的发展仍然受限。对可持续投资的一些普遍误解是造成这种情况的部分原因。在表格5中，我们列出了在中国市场研究中发现的最突出问题，并且对其做出了解释。

3：可持续投资实例

责任投资或可持续投资是一种投资方法，旨在将ESG因素纳入投资决策，并更好地管理风险，实现可持续、长期的回报。全球可持续投资增长由以下因素决定：

- 金融界认为ESG因素对于风险和收益具有决定性作用，如气候变化、工作条件、腐败和逃税行为可以影响企业和投资绩效；
- 理解和考核ESG因素是投资者对其客户和受益者责任的一部分；
- 关注公司业绩的短期影响，投资回报和市场行为；
- 众多司法管辖区的法律要求投资者保护受益人的长期利益，并努力确保整个金融体系稳定；
- 由于竞争对手将提供责任投资服务作为竞争优势所产生的市场压力；
- 受益人对他们的资金投向以及投资方式的关注，愈发积极和苛刻。

32 绿色金融研究院 和联合国环境署 (2017). 建立中国的绿色金融体系：进度报告20177

33 截至2018年2月，1900中只有7个中国机构签署PRI

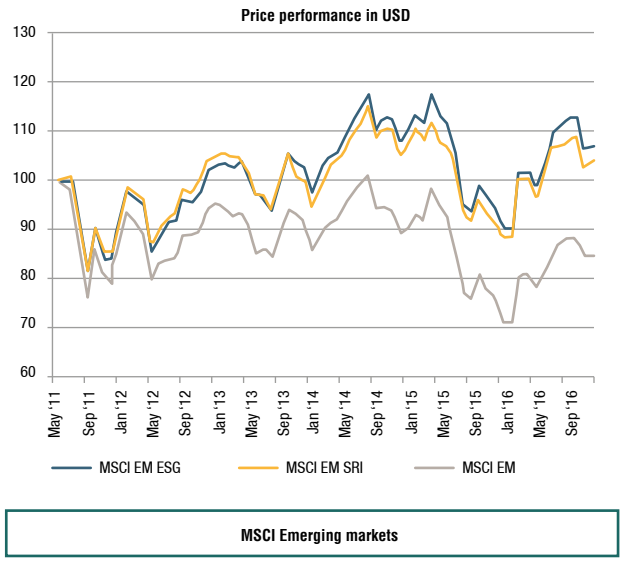
34 除了对《指导意见》，其他政府政策也试图解决可持续发展问题的，例如社会福利，当地的发展和就业是国有企业的重要目标。

35 绿色债券取得了巨大的成功（在中国是最大的发行人），他们仍然是债券市场总量的一小部分，在中国占2%，在全球甚至是更小。

表格5：关于可持续投资的误解

普遍认知	事实
可持续投资是慈善事业或道德偏好，与基本财务分析不同。此外，可持续投资危及投资回报。	**市场数据表明重要的ESG数据在投资研究和决策过程可以提高财务绩效。**图6提供了MSCI新兴市场指数和ESG指数予以佐证。此外，工商银行对于上海证券交易所上市的180家公司的相关研究得出了类似的结论[36]。中央财经大学绿色金融国际研究院对于沪深300公司的相关研究也证明公司ESG绩效与财务绩效正相关。
可持续性问题可能会长期影响财务业绩，但不会影响短期业绩。	**ESG管理不当可能影响短期业绩。**目前有许多关于可持续发展问题是如何影响公司业绩的案例。例如，高污染公司的股票正受到负面影响，而电动汽车公司的股票价格则比以往上涨更快。
绿色投资风险太大，因为它侧重于具有高度不确定性的创新工业和项目。	**考虑重要的ESG因素相当于考虑更多可能会影响绩效的风险。**可持续投资可以使投资风险管理的更好。绿色和可持续投资不代表只专注于新兴技术，同时代表了对ESG风险和机遇的系统整合。
有法律规定中国投资者必须考虑ESG和可持续问题	监管架构的变化：证监会和中国证券投资基金业协会正在进一步推进《指导意见》的落实，计划于2018年出台强制性环境信息披露规范，并自2020年起涵盖所有上市公司。

图6：案例研究： ESG整合在新兴市场中的表现 。 *来源：摩根士丹利资本国际[37]



MSCI ACWI ESG领导者指数是市值加权指数，披露ESG绩效的公司相对于其同业公司有更高的效绩表现。

该指数由来自23个发达国家和新兴市场的大中型公司组成。它是专为投资者寻求一个广泛的，多样化的可持续性基准，跟踪误差相对较低的基础股票市场。该指数是MSCI ESG领先指数系列之一。成分的选择是基于从MSCI ESG研究数据。

摩根士丹利资本国际还提供了指数的SRI版本，它排除了某些行业部门的道德背景。

如图所示，在2011年5月到2016年10月之间。无论是新兴市场ESG领导指数还是新兴市场SRI指数都比MSCI新兴市场指数表现要好。

36 http://cufs.org.cn/upload/1/57310e26-2790-4f40-a7e5-0dfa13e8c704.pdf
37 更多数据可见: https://www.msci.com/documents/10199/c341baf6-e515-4015-af5e-c1d864cae53e

ESG整合对绿色金融的贡献

如何来定义社会责任投资、可持续投资以及绿色投资，一直是市场参与者争论的热点。举例来讲，在欧洲和北美市场，从业者仍然在争论如何定义和区分影响力投资、社会责任投资和可持续投资。在我们与受访者的交流中，许多人在“绿色”、“负责任”和“可持续”这些词语间转换表述。一些受访者指出，他们更习惯于使用绿色金融的表达方式；另一些受访者认为所有这些概念都是可互换的。

- **中国政府对于绿色金融和绿色产业的关注，反映出降低过去工业与能源结构所带来的环境负面影响迫在眉睫。**协调环境和经济效益是政府的优先事项。虽然语言上着重于强调“绿色”，但不意味着范围仅限于环境技术。在联合国环境署，责任投资原则和经合组织的术语中，“绿色”一词是有很强包容性的，绿色也始终被作为是可持续发展的重要一环[38]。**在中国，绿色是发展生态文明的关键，它同样不仅仅是指环境，也代表社会福利。**
- **关于资产所有者如何看待ESG问题，需要一个与其产业关注重点相关的意见指南**[39]。例如，石油公司主要关注重点（如健康和安全保障，和碳排放）并不是旅游业的主要关注重点（在能源管理和客户的福利等对旅游业更为重要）[40]。

许多受访者表示，将高层次的政府政策转化为投资实践可能颇具挑战性。**ESG整合有助于解决这一挑战，因为它将帮助投资者实现利益与政策目标的协调一致**。除了评估投资方式和决策对于国家政策目标的支持程度，投资者有充分的理由明确评估ESG问题的财务重要性。

- ESG整合使投资者得以找出这些投资过程中可能存在的下行风险或上行机会从而进行投资，并能够采取实际行动（如到其他地方投资，或与公司管理层进行投资决策）来管理这些风险和机遇。
- ESG整合将加强投资者在绿色金融领域的兴趣，并有可能引导他们更多地投资于这些由政府政策支持等领域。

如果投资者系统且持续地将ESG因素纳入所有资产和行业投资过程中，那么绿色和可持续的发展将进一步得到增强。同样，这将有助于培养中国投资者作为全球公民，寻求创造长期价值来支持本地和全球可持续发展项目的国际视野。

ESG整合可以说对于大型资产所有者尤为重要，如养老基金，因为他们的投资项目范围包括整个经济领域，因而其投资组合的可持续风险也最大。这样的投资者应该寻求直接在投资决策过程中纳入政府绿色金融目标以及所有重要的ESG因素。这种做法还将帮助它们实现长期价值投资者的总体愿景，作为全球公民支持地方和全球可持续发展。

38 请查看 http://www.oecd.org/greengrowth/ and https://www.unenvironment.org/explore-topics/green-economy

39 投资者的重点取决于投资者的风险状况、价值和资产类别。重要的是，所有投资决策都需要有系统和一致的过程。

40 关键的环境问题，如危险废物，或取水，可能不是对每一个上市公司来说都是关注重点。看到参考例如专为美国资本市场设计的可持续性会计准则委员会实质性地图。

ESG披露逐渐改变的情况

2016年, 沪深股市中共有763家A股上市公司发布可持续发展信息[41]。相较10年前很少有中国企业知道ESG信息的含义，目前的情况实为一大进步。无论是深圳证券交易所修订上市公司的社会责任指引，还是上海证券交易所修订环境信息披露指南，均推动了这一趋势。此外，2016年，逾800家中国企业在香港证券交易所的ESG披露要求下，采用全球报告倡议组织的标准进行了披露。

由深圳证券交易所和上海证券交易所推出的ESG指数（双方都在2017年积极加入SSE[42]），以及中国证券指数公司（CSI）的相关指数，同样激励了一些企业更好地管理和报告ESG绩效。上海证券交易所推出的贴标绿色债券市场，有助于规范要求发行人进行ESG报告。在海外同步行情的中国绿色金融指数也越来越多，例如，由中央财经大学绿色金融国际研究院和卢森堡证券交易所合作推出的沪深300股票绿色领先股票指数和“中财-国证绿色债券指数系列”。

通过自愿性和市场化的倡议，ESG信息的数量与质量均得到了提高。然而，ESG信息的披露通常存在自行报告，标准不一，不易于比较等问题当前仍缺乏一个统一整合的方法将E、S和G因素纳入公司业绩考核和风险管理中。

企业对于ESG数据的参与度正不断改善。例如，MSCI报告指出，在制作ESG评级报告时，回测的公司比例逐渐升高。随着市场变得更加开放，国际投资者越来越容易利用这些报告来吸引公司参与。

类似的市场主导为披露ESG信息构建了重要框架，并将对未来可持续发展和绿色金融政策的市场执行度产生关键影响。然而，**仅依靠自愿性信息披露框架，和未涉及经营绩效的企业社会责任（CSR）信息，并不能保证在投资过程中进行有效的ESG整合。局部性覆盖、缺少第三方保证和不同标准等因素都使得投资者难以在相同行业、组合和时间序列中比较ESG绩效。**

4：目前在中国市场对E，S和G的认知

中国政府对于信息披露工作的大力推进，尤其是对于环境数据的重视，反映了其对环境的关注程度。污染和气候变化被认定为主要风险，但同时也提供了重要的投资机会。

虽然投资者最关注环境问题，但治理问题事实上更早受到了关注，并已体现在上市公司年报信息披露中。参与研究的受访者认为这些“容易理解”，“与股东价值一致”，对提高财务回报有潜在的重要性。这些受访者还指出，即使没有正式的治理指标，他们仍然非常重视公司治理问题。

被采访者表示社会问题是最难衡量的，有时涉及主观判断，而且不容易与业绩挂钩。有趣的是，尽管受访者认为这些问题受到投资者的关注较少，但他们指出，许多中国公司已经在诸如劳工问题、扶贫和社区参与等议题上采取了积极主动的方案。

41 这些大多采取CSR报告的形式。这些公司中，超过一半（54%）是非中央企业，34%是私营企业，8%是中央国有企业控制，4%是合资企业。考虑到目前在中国A股上市企业数量超过3300，企业发布社会责任报告的数量仍然是少数。来源：商道纵横/中国责任投资论坛。

42 http://www.sseinitiative.org/greenfinance/

中国当局正在对信息披露采取行动，由中国证监会和环保部共同推进强制性环境信息披露制度。该政策要求从2018年开始实行“半强制”环境信息披露，即企业不披露相关信息须解释为何不披露，预计届时披露率将达到90%;到2020年，所有上市公司将被强制披露环境信息。

另一个正在进行的项目由伦敦金融城绿色金融倡议组织、中国金融学会绿色金融专业委员会和责任投资原则共同推动，旨在推广全球有关气候变化披露的最佳实践。一个由英国和中国金融机构共同组成的工作组将从2018起根据金融稳定委员会气候相关金融工作组（TCFD）的建议进行试点报告[43] 。

通过提高同行业、投资组合或时间序列内部的企业绩效信息可比性，将增强投资者管理风险和实施可持续投资战略的能力。

5：投资者教育的重要性

对大多数投资者来说，在中国，ESG整合是一个新概念。一些投资者已经开始建立自己内部ESG风险管理流程。然而，对于大多数人来说，教育、培训和最佳实践案例是增强意识和能力的必要条件。投资者教育应侧重于，但不限于以下主题：

- ESG整合如何为长期风险管理做出贡献；
- 优秀的ESG管理如何带动良好的公司管理；
- 绿色金融和ESG整合如何转化为产品；
- ESG的整合方法实例，包括系统性的ESG尽职调查过程等；
- ESG整合对财务收益的贡献。

宣传最佳实例和树立可持续投资的标杆也将有助于那些散户投资者加入绿色金融主流中。虽然散户投资者不是本报告重点，但散户投资者积极购买绿色金融产品仍将对中国市场ESG整合产生重要影响。

虽然许多决策者或可持续领域的政府官员了解中国和国际上可持续金融的发展与绿色金融政策，但是实操人员普遍缺乏相关信息或不具备相应的执行能力。

目前尚且缺乏ESG整合方面的投资研究，有关ESG因素如何影响财务绩效的信息将是影响投资决策的关键所在。投资分析师在其评级中考虑ESG表现也将为可持续投资提供重要推动力。

通过发展地方绿色金融网络，如上海陆家嘴金融城理事会绿色金融专业委员会等，有助于提高投资者意识，增进市场从业人员对于顶层政策的理解，并鼓励投资者采取最佳做法。这些网络也将推动市场响应监管改革，例如帮助企业和投资者遵守并利用中国证监会即将出台的强制性披露框架。

将ESG纳入投资者义务的立法和指导实例

为了增进投资者和政策制定者对于ESG国际趋势的了解，我们选取了一些在法规和政策指引下将ESG因素纳入投资决策的例子。更多的信息可以在责任投资原则全球指南[44]数据库中找到。它列举了大约300种政策工具以帮助投资者考虑长期的价值驱动因素（例如ESG）。其中一半以上的政策工具都是自2013年以来推出的，由此可以表明对责任投资的监管已提上全球决策者、投资者和民间团体的议程。

养老保险基金的监管：安大略养老福利法案

2014年，加拿大安大略省政府更新了养老金法案，要求所有在安大略省注册的养老基金均需通过其投资政策和实践声明，披露其"是否将环境、社会和公司治理因素纳入养老金计划的投资政策和程序，以及这些因素是如何被纳入其中的[45]"的相关信息。

虽然是相对微小的变化，但也有重要的影响：

- 无论是安大略省还是加拿大其他省份的养老基金管理者都开始公开探讨ESG事项，并向他们的公司顾问或法律顾问咨询关于受托责任的最新诠释；
- 此法案给其他州政府和联邦政府施加了压力，要求其采取类似措施[46]；
- 安大略省金融服务委员会进一步出版了相应的指南（投资指南：IGN-004：环境、社会和治理因素[47]）来帮助养老金管理者适应新的要求。

机构投资者法：法国能源与环境转型法第173条[48]

《法国绿色增长法》（也称《法国能源转型法》）于2015年8月通过，其不仅为缓解气候变化、推动国家能源结构多元化制定了路线图[49]，而且针对温室气体减排和整体能耗降低、减少化石燃料和核能比例以支持可再生能源发展、以及提高碳价等方面提出了宏伟目标。

《法国能源转型法》第173条于2016年1月1日生效，该条例要求机构投资者应在其年度报告中披露：1. ESG标准影响其投资决策的方式；2.其政策如何与国家能源和生态转型战略保持一致。

第173条明确提到责任投资、金融、气候和能源政策，其中责任投资被视为重要的气候政策组成部分。此外，监督和审查环节也是这一立法的亮点之一。法国政府已承诺在2018年12月底前对法令的执行情况进行审查。通过这一方式，既能推动开创性立法，也能随后利用实施阶段来了解其全

44 请参考 https://www.unpri.org/page/responsible-investment-regulation

45 请参考 https://www.fiduciaryduty21.org/canada.html

46 UNEP Finance Initiative, Principles for Responsible Investment, SHARE and The Generation Foundation (2017), Canadian Pension Regulation Analysis: Alberta. https://www.unpri.org/download_report/41204

47 请参考 https://www.fsco.gov.on.ca/en/pensions/fsco_consultations/Documents/IGN004.pdf

48 请参考责任投资原则, Mirova, 联合国环境署金融倡议Investor Group on Climate Change (IGCC) and Institutional Investors Group on Climate Change (2016), French Energy Transition Law: Global Investor Briefing. https://www.unpri.org/download_report/14573

49 请参考 https://www.legifrance.gouv.fr/eli/loi/2015/8/17/DEVX1413992L/jo#JORFARTI000031045547

部含义和影响，同时根据经验适时调整立法。

自法律推出以来，已经出现了许多协作性和辅助性的倡议组织。其中既包括由法国财政部和生态部发起，联合了投资者、发行人、非政府组织和服务提供商以指导最佳实践的工作组，也包括由行业协会建立的、旨在开发方法学与细化框架以推进落实法律的类似组织（例如机构投资者和资产管理者协会）。

区域性政策框架：欧盟资本市场联盟方案

近年来，欧盟执行委员会采取了前所未有的措施以将可持续发展纳入欧洲资本市场的核心。在资本市场联盟（CMU）这一旗舰项目的中期汇报中，委员会承诺将“深入改革金融系统”以促进经济、社会和环境的可持续发展。CMU旨在推动欧洲资本市场纵深协调发展，并以此引导资金流向企业与基础设施项目。

2017年12月，在由法国总统马克龙主持的“一个地球气候峰会”上，欧盟委员会承诺将展开全面行动以刺激可持续金融产品市场。其规定包括：

- 将可持续性的考虑纳入资产管理者和机构投资者的管理职责，明确要求考虑ESG因素的相关风险；
- 探索在审慎监管体系中加入“绿色因素”（green supporting factor）的形式，以促进环境友好投资。例如降低相应的监管资本要求，从而吸引投资者开展低碳领域的投资或贷款；
- 将ESG因素纳入监管当局的授权明例中，使当局能够监控金融机构如何识别、报告和管理ESG风险。

可持续金融的高级专家组（HLEG）由来自金融行业、社会各界和学术界的20位专家组成，旨在为欧盟执行委员会提供战略指导以推动欧洲金融监管体系纳入可持续性目标。欧盟可持续金融高级专家组（HLEG）于2018年1月发布了这一主题的总结报告，针对欧盟可持续金融发展提供了详尽的政策建议，其中主要包括：

1. 建立统一的欧盟可持续分类标准，；
2. 明确投资者开展长期投资并增强可持续偏好的责任；
3. 从气候变化入手，加强信息披露，从而使可持续风险透明化；
4. 通过提供投资建议、生态标签和明确最低标准等方式，推进个人投资者的可持续金融战略；
5. 从绿色债券入手，制定并推行欧州官方的可持续标准与标签；
6. 建立“欧洲可持续基础设施”以引导资金流向可持续项目；
7. 加强治理和领导能力；
8. 在金融治理和金融监管体系中固化可持续属性。

受采访人员

项目组要感谢所有参与采访的者对本报告的时间和贡献。

本报告所表达的意见并不一定反映捐助者及其机构的意见

姓名	单位
陈春艳	中国证券投资基金业协会
马瑞雪	
蔡恒培	
李伟博	华夏基金
拾贝	
唐棣	
Ariel Xu Hui	中国责任投资论坛
张一清	平安资产管理有限公司
杨益洋	中国投资有限责任公司
卢曼	
秦二娃	中国证券监督管理委员会
李思明	
张琦	
Stephanie Wang	

姓名	单位
祁岚	德国国际合作机构（GIZ）
殷红	中国工商银行
宋玮	
王晓书	摩根士丹利资本国际公司ESG 研究
Daniel Cremin	
Katherine Han	
黄超妮	法国外贸银行
刘蔚	上海证券交易所
胡双力	
郭沛源	商道融绿
吴艳静	
孔伟	中伦律师事务所
周亚成	

参会人员：

课题组在2017年10月11日和13日分别在北京，上海举行关于中国投资者职责的圆桌会议。参会人员包括：

马险峰,中国证监会中证金融研究院副院长；陈春艳,中国证券基金业协会副秘书长;张一清,中投公司前股权策略投资部部长（现任平安资产管理公司首席投资总监）; 魏华,银华基金管理有限公司副总经理; 周亚成,中伦律师事务所合伙人;王晓书,MSCI高级ESG分析师; 郭沛源,商道纵横共同创办人兼总经理; 王遥,中央财经大学绿色金融国际研究院院长; 施懿宸,中央财经大学绿色金融国际研究院助理院长、绿色金融产品创新实验室负责人; 于君, 中银国际证券总经理; 梁军, 柏林水务（中国）总经理; 刘蔚, 上海证券交易所债券市场副主任; Jianping Gu,上海铁塔建设工程有限公司董事会成员兼总经理；Yuerong Yang, 上海浦东发展银行副总经理; 王强, 合规总监,中融国际信托有限公司；孔伟, 陆家嘴金融城绿色金融专委会召集人、中伦律所合伙人

词汇表

AMAC	中国证券投资基金业协会
CBRC	中国银行业监督管理委员会
CIRC	中国保险监督管理委员会
CSRC	中国证券监督管理委员会
GEGFS	关于构建绿色金融体系的指导意见
HLEG	可持续金融问题高级专家组
IIGF	中央财经大学绿色金融国际研究院
MEP	环境保护部
MOF	财政部
NDRC	国家发展和改革委员会
NCSSF	全国社会保障基金理事会
NSSF	国家社会保障基金
PBOC	中国人民银行
PRI	联合国责任投资原则
SAFE	国家外汇管理局
SSE	可持续证券交易所倡议
TCFD	气候相关财务信息披露工作组
UNEP FI	联合国环境署金融倡议

项目合作伙伴

联合国责任投资原则

该委员会与其签署国的国际网络合作，将负责任投资的六项原则付诸实践。其目标是了解环境、社会和治理问题的投资影响，并支持签署者将这些问题纳入投资和所有权决定。这六项原则是由投资者制定的，得到联合国的支持。他们有来自50个国家70trn美元资产超过1900个的代表。他们是自愿的将ESG问题为投资实践提供行动。在执行这些原则时，签署方有助于建立一个更可持续的全球金融体系。有关更多信息，请参见：www.unpri.org

世代基金

世代基金会是一个成立于2004的精品投资经理的代投资管理倡导倡议。为了加强可持续资本主义的情况，该基金会与一代人一起成立。在追求这一愿景战略中调动资产所有者、资产管理者、公司和金融市场可持续资本主义商业案例的支持其他的关键参与者，并说服他们相应地分配资本。

我们努力推动资本主义向更可持续方向转变。我们主要运用伙伴关系模式，与各部门和地区的个人、组织和机构合作，并在适当时提供推动资本。此外，基金会还出版内部研究报告，提供与可持续资本主义领域有关的资助，与当地社区合作，并支持一代人雇员的赠予配套方案。世代基金会是非营利性实体，其所有活动由一代人按年度进行分配。
有关更多信息，请参见 www.genfound.org

联合国环境署金融倡议

联合国环境署金融倡议是联合国环境与全球金融部门在1992成立的独特全球伙伴关系。环境规划署与已签署环境署融资倡议声明的200多家金融机构以及一系列伙伴组织密切合作，以发展和促进可持续性与财务业绩之间的联系。通过对等网络、研究和培训，环境规划署执行其使命，确定、促进和实现在各级金融机构业务中采用最佳的环境和可持续性做法。有关更多信息，请参见: www.unepfi.org

中央财经大学绿色金融国际研究院

中央财经大学绿色金融国际研究院（International Institute of Green Finance, IIGF，以下简称“绿金院”）是一家以推动绿色金融为己任、独立且非盈利性的中国智库，2016年9月由天风证券公司捐赠设立。绿金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。绿金院的主要研究方向包括绿色金融、气候金融与能源金融，研究范围涉及地方、国家乃至国际层面的信贷、债券、保险、碳交易、环境信息披露以及风险评估。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之一，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专业化金融智库。
更多绿金院信息详见: www.iigf.cufe.edu.cn

免责声明

联合国责任投资原则

本报告中仅用于信息提供，并非旨在为投资，法律，税务或其他建议，也不依赖于投资或其他决策。作者和出版商不提供有关本报告的法律，经济，投资或其他专业问题和服务的建议。联合国责任投资原则对报告中可能引用的网站和信息资源的内容不负责。报告中提供的网站或提供此类信息资源的访问不代表联合国责任投资原则对其中所含信息的认可。除非另有明确规定，否则本报告中所阐述的意见，建议，结论，解释和结论均属于报告的各种贡献者，并不一定代表联合国责任投资原则或其签署方的观点。列入的公司示例，并不表示联合国责任投资原则或其签署方的认可。尽管我们努力确保本报告信息来源的可靠和最新，但统计数据，法律，规则和条例的变化可能会导致报告中信息的延误，遗漏或不准确之处。联合国责任投资原则不对任何错误或遗漏，或本报告中所包含的信息作出的任何决定或行动，或由此类决定或行为引起或造成的任何损失或损害负责。本报告中的所有信息均“原样”提供，不保证信息的完整性、准确性、及时性以及结果的准确性，也不提供任何明示或暗示的担保。

联合国环境规划署可持续金融倡议

本报告中所采用名称和所做陈述，不代表联合国环境规划署可持续金融倡议对任何国家、领土、城市或地区或其当局、或边界限定相关的观点。本报告中中所表达观点，不代表联合国环境规划署可持续金融倡议的决定或规定政策；所引用的商号名称或商业程序亦不代表中央财经大学绿色金融国际研究院对其予以支持。

世代基金

本报告仅供参考，且仅供预定接受者使用，也只是作为讨论的一部分。在任何情况下，本报告都不得被视为金融推广。本报告中所提及的任何投资并非出售或招揽购买的约定，亦不是提供任何形式的投资服务。本报告不是作为一般投资指南，也不作为任何具体投资建议的来源。尽管本报告所载资料来源可靠，但并不代表该资料的准确与完整，不应作为依据。除非归咎于他人，否则任何意见仅为世代基金当前的意见。 其中某些介绍信息由第三方提供，世代基金会认为此类第三方信息具有可靠性，但不保证其准确性、及时性与完整性; 如有更改，恕不另行通知。

中央财经大学绿色金融国际研究院

本报告中所采用名称和所做陈述，不代表中央财经大学绿色金融国际研究院对任何国家、领土、城市或地区或其当局、或边界限定相关的观点。本报告中中所表达观点，不代表中央财经大学绿色金融国际研究院的决定或规定政策；所引用的商号名称或商业程序亦不代表中央财经大学绿色金融国际研究院对其予以支持。