

可持续发展金融 概念全景

社会价值投资联盟
2020年

声明

本报告版权仅为社会价值投资联盟所有。未经书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本机构版权。如征得社会价值投资联盟同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“社投盟研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。社投盟保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为社投盟的商标、服务标记及标记。

作者

卢 轲 社投盟特约研究员

张日纳 社投盟研究院研究人员

编辑

房 雅 社投盟研究院研究人员

致谢

李 文 社投盟研究院院长

CONTENTS

P1 | 序言
Introduction

P8 | 社会责任投资
Socially Responsible Investing

P18 | ESG投资
ESG Investing

P32 | 影响力投资
Impact Investing

P43 | 绿色金融
Green Finance

P57 | 可持续发展金融
Sustainable Development Finance

P71 | 附录
Appendix

图 表 目 录

图1 可持续发展金融概念图·····	P2
图2 可持续投资分类图·····	P3
图3 全球可持续投资整体规模(2012-2018)·····	P3
图4 五大市场可持续投资规模与占比(2012-2018)·····	P4
图5 七种可持续投资策略整体规模(2012-2018)·····	P4
图6 中国绿色金融体系概览·····	P5
图7 2019年全球绿债市场前三大发行国·····	P6
图8 中国绿色信贷余额快速上升·····	P6
图9 可持续发展金融相关概念脉络图·····	P7
图10 社会责任投资发展历程·····	P8
图11 社会责任投资的策略组合·····	P9
图12 2018年全球五大发达资本市场社会责任投资及细分策略规模·····	P10
图13 多米尼400社会指数与标普500指数对比(1990.01-2020.01)·····	P12
图14 兴全社会责任四维选股模型·····	P13
图15 ESG投资发展历程·····	P18
图16 全球五大发达资本市场ESG投资规模(2012-2018)·····	P20
图17 ESG投资实践流程简化图·····	P23
图18 MSCI ESG评级流程·····	P24
图19 MSCI ESG指标层级·····	P25
图20 MSCI 泛ESG指数体系一览表·····	P25
图21 MSCI亚洲市场ESG领先者指数优于MSCI亚洲市场指数(2013.09-2018.07)·····	P26
图22 财通ECPI ESG、义利99与沪深300走势对比(2019.04-2020.04)·····	P26
图23 影响力投资核心要素·····	P33
图24 影响力投资光谱·····	P34
图25 影响力投资策略分类·····	P35
图26 全球五大发达市场影响力投资关联资产总规模·····	P36
图27 中国内地影响力投资规模测算·····	P36

图28 Acumen Fund主要投资领域·····	P37
图29 IFFIm资本结构·····	P38
图30 气候金融、绿色金融和可持续金融的联系与区别·····	P44
图31 全球绿色债券发行规模(2012–2019)·····	P45
图32 中国绿色债券发行规模和数量(2016–2019)·····	P45
图33 全球绿色信贷年发行规模(2012–2019)·····	P46
图34 中国21家主要银行绿色信贷余额(2013–2019)·····	P46
图35 2018年中国绿债的募集资金主要投向低碳交通与能源领域·····	P48
图36 绿色保险产品与服务分类一览表·····	P50
图37 碳金融市场概览·····	P51
图38 碳金融现货交易流程示意图·····	P51
图39 全国主要碳排放交易所累计成交量（2013–2019）·····	P52
图40 可持续发展概念解析·····	P57
图41 17项可持续发展目标分类·····	P58
图42 可持续发展金融主题光谱图·····	P60
图43 可持续发展金融的三大方向性意义·····	P61
图44 可持续发展金融不同于传统投资的价值发现功能·····	P62
图45 可持续发展金融分策略市场规模(2012–2018)·····	P63
图46 可持续发展金融包含的投资策略分类·····	P63
图47 可持续发展金融投资规模情景模拟(2018–2030)·····	P65
图48 主要发达市场可持续投资占其总体投资市场规模的比重·····	P67

表1 可持续投资所含策略含义·····	P2
表2 可持续发展金融相关概念含义·····	P7
表3 中国社会责任投资公募基金(部分)·····	P11
表4 贝莱德iShares MSCI KLD 400 Social ETF业绩概览·····	P12
表5 兴全社会责任混合业绩概览·····	P13
表6 建信基金旗下社会责任投资类型公募基金业绩概览·····	P14
表7 国际主要市场社会责任投资相关政策·····	P15
表8 中国内地社会责任投资相关政策·····	P16
表9 ESG重要指标总结·····	P20
表10 全球ESG投资市场规模构成(2012-2018)·····	P21
表11 2019年中国新增ESG主题公募基金产品与沪深300指数基金对比·····	P22
表12 国际主流ESG信息披露标准·····	P23
表13 中国内地企业环境信息披露计划进程·····	P24
表14 高盛国际权益ESG基金业绩表现·····	P27
表15 国际市场ESG投资相关政策(节选)·····	P29
表16 中国内地ESG投资相关政策·····	P30
表17 国际主要市场影响力投资相关政策·····	P40
表18 国内市场影响力投资相关政策·····	P41
表19 2019年中国绿债市场发行品种·····	P47
表20 中国人民银行关于绿色信贷的政策激励与约束·····	P49
表21 国际绿色金融相关政策梳理·····	P54
表22 中国绿色金融相关政策梳理·····	P55
表23 五大传统投资理念概览·····	P61
表24 2018年可持续发展金融分策略投资流量测算·····	P64
表25 2018年可持续发展金融投资增量估算·····	P64
表26 可持续发展金融资金缺口与SDGs影响因子、复合增长率变动分析(2020-2030)···	P66
表27 本世纪以来全球可持续发展及可持续发展金融相关政策·····	P69

序言

Introduction

步入21世纪第三个十年，大自然愈发频繁地向人类发出尖锐的警报。2020年2月12日，持续燃烧了210天的澳洲大火终告熄灭。与全球变暖相关联的极端干燥助长了火势的蔓延，火灾造成了至少33人死亡，约12.5亿野生动物死亡，2500多间房屋和1170万公顷土地被烧毁。据欧洲哥白尼大气监测服务（CAMS）发布的数据，澳大利亚因本次森林大火向大气排放了约4亿吨二氧化碳，超过全球二氧化碳排放量较低的116个国家去年的年排放量之和，进一步加快了全球变暖的趋势。而在东非，巨量的沙漠蝗虫于今年1月中旬开始入侵肯尼亚、埃塞俄比亚、索马里等国。联合国粮农组织报告称，异常的气候变化（极端天气频繁发生）为蝗虫的大量繁殖创造了条件，2月初三国境内沙漠蝗虫数量已突破3600亿只，一平方公里的蝗虫群在一天内的进食量与3.5万人相当。

除了日益严峻的环境危机，人类社会在发展的过程中也面临着巨大挑战。以人类生存和发展必需的水资源为例，世界卫生组织2019年披露的数据显示，全球约有22亿人没有安全的饮用水服务，每年有近30万5岁以下儿童因为饮用受污染的水而染上霍乱、痢疾、甲肝等疾病而去世。一些落后国家在工农业发展初期滥排污染物，是除了自然条件制约外，影响人类饮水安全的另一重大因素。受污染的水不仅削弱了当地劳动人口的健康水平，更限制了工农业的进一步发展。

为人类找到一条与自然和谐共处，并能推动社会可持续发展的道路，已不仅是国际组织和各国政府需要考虑的问题，它牵涉到当下与未来地球上的每一个人。2015年9月25日，全球可持续发展峰会在联合国纽约总部召开，193个成员国正式通过《2015-2030年可持续发展议程》，该议程提出了包括无贫困、零饥饿、良好健康与福祉等17项可持续发展目标（SDGs）和169项子目标，这些目标旨在以综合方式彻底解决经济、社会和环境三个维度的发展问题，使全球转向可持续发展道路。为达成这些目标，全球每年需要5到7万亿美元的资金投入，其中发展中国家每年需要3.9万亿美元，而其财政仅能覆盖1.4万亿美元，尚有2.5万亿美元的年度资金缺口亟待市场投资。¹富有前瞻性的金融机构已开始谋篇布局，高盛首席执行官David Solomon于2019年底宣布，在未来十年，高盛将把7500亿美元的投融资和咨询活动锁定在9个重点关注气候变化和社会包容性增长的领域。²

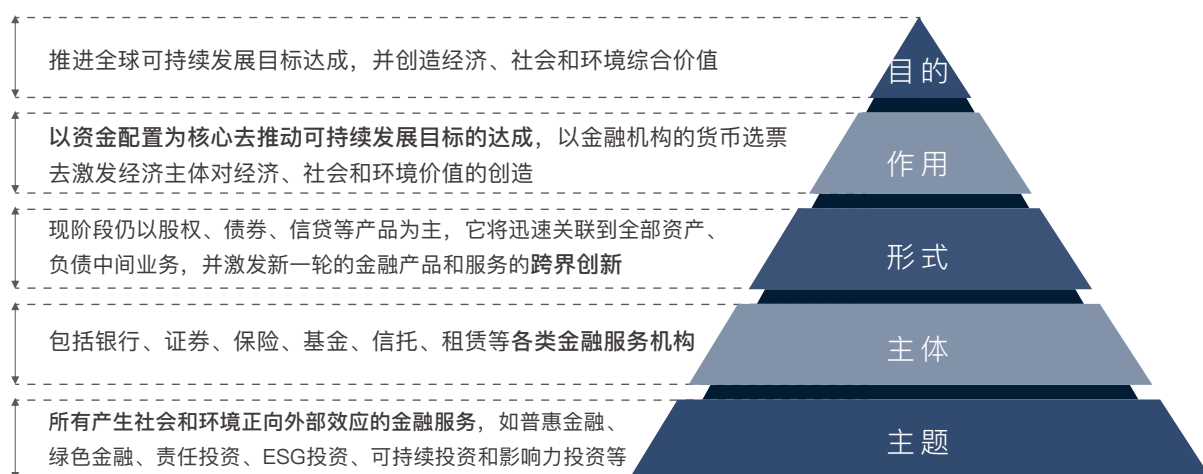
旨在推进全球可持续发展目标达成，并创造经济、社会和环境综合价值的可持续发展金融在未来将会重塑金融市场活动。³然而，由于参与主体和实践方式的多样性，与其相关的概念长期处于模糊状态。例如，社会责任投资在历史意义上是ESG投资和影响力投资的先驱，但在相关资料中，由于口径的不同和实践的发展，社会责任投资的资金规模数据可能包含了后两者。相关概念的混淆影响了不同参与者之间的互相认同与彼此协作，一定程度上阻碍了可持续发展金融的发展。

因此，本报告希望对可持续发展金融相关的几个重要概念进行梳理，呈现给读者易于理解的概念图谱，帮助读者从中发现符合自身价值取向的投资方式。在这篇序言中，参考全球可持续投资联盟（Global Sustainable Investment Alliance，简写作GSIA）对可持续投资的定义，将对社会责任投资、ESG投资、影响力投资这三大理念进行简单介绍。在此基础上，引入了绿色金融的概念，并对这些概念与可持续发展金融的联系进行说明。而在本报告后续五章中，将依次对社会责任投资、ESG投资、影响力投资、绿色金融和可持续发展金融这五大概念进行更深入的介绍。

1. “World Investment Report”, UNCTAD, 2014

2. FT中文网：高盛CEO：从商业领域推动可持续发展 <https://www.ftchinese.com/premium/001085646?archive>

3. “发现中国‘义利99’——A股上市公司可持续发展价值评估报告（2019）”，社会价值投资联盟



资料来源：社会价值投资联盟（CASVI）

图1 可持续发展金融概念图

GSIA认为可持续投资包含了对社会和环境产生正面影响的所有投资行为，因此可以涵盖ESG投资、社会责任投资和影响力投资等。⁴从策略的角度进行区分，可持续投资主要采用七种投资策略：负面筛选、正面筛选、原则筛选、ESG整合、股东主张、可持续性主题投资和社区（影响力）投资。⁵

策略名称	具体含义
负面筛选 (Negative Screening)	基于社会伦理性准则，以“黑名单”的形式避免投资于对社会造成伤害的公司
正面筛选 (Positive Screening)	基于社会伦理性准则，以“白名单”的形式仅投资那些对社会有正面贡献的公司
原则筛选 (Norms-based Screening)	基于国际通行的最低标准企业行为准则来筛选投资标的，剔除严重违反标准的公司
ESG整合 (ESG Integration)	系统化地将环境保护、社会责任和公司治理三个要素融入传统财务和估值分析过程
可持续性主题投资 (Sustainability Themed Investing)	专门投资与可持续性发展主题相关的资产
社区（影响力）投资 (Community/Impact Investing)	为了解决某些环境和社会问题，以私人投资形式有针对性地投资传统金融服务难以覆盖的社区
股东主张 (Corporate Engagement & Shareholder Action)	以投资获取的股东地位与权利，依据社会伦理性准则影响并纠正公司的行为

资料来源：社会价值投资联盟（CASVI）

表1 可持续投资所含策略含义

根据不同策略的具体含义以及历史演变，本文将这七种策略进行分类：三种筛选策略本质上均属于“筛选与排除”的社会责任投资；可持续性主题投资、社区（影响力）投资和股东主张策略对解决环境、社会问题的主动性更强，归为影响力投资；⁶在此定义只有使用ESG整合策略的投资方式属于ESG投资。需

4. “Global Sustainable Investment Review (2016)”, GSIA

5. “Global Sustainable Investment Review (2012)”, GSIA

6. 影响力投资有广义和狭义两种概念范畴，狭义的影响力投资仅指社区（影响力）投资，广义的影响力投资指主动解决社会和环境问题的一系列投资策略，因此可以涵盖社区（影响力）投资、可持续性主题投资以及股东主张策略。本文采纳广义的影响力投资定义，为避免范畴混淆，下文将Community/Impact Investing均称作社区投资。

要指出的是，业界对ESG投资的定义更为宽泛，往往直接用ESG投资来指代可持续投资，⁷但这种定义方式可能忽视了ESG投资在传统投资分析中整合非财务指标的特性，故本文对ESG投资采用了较为严格的定义。

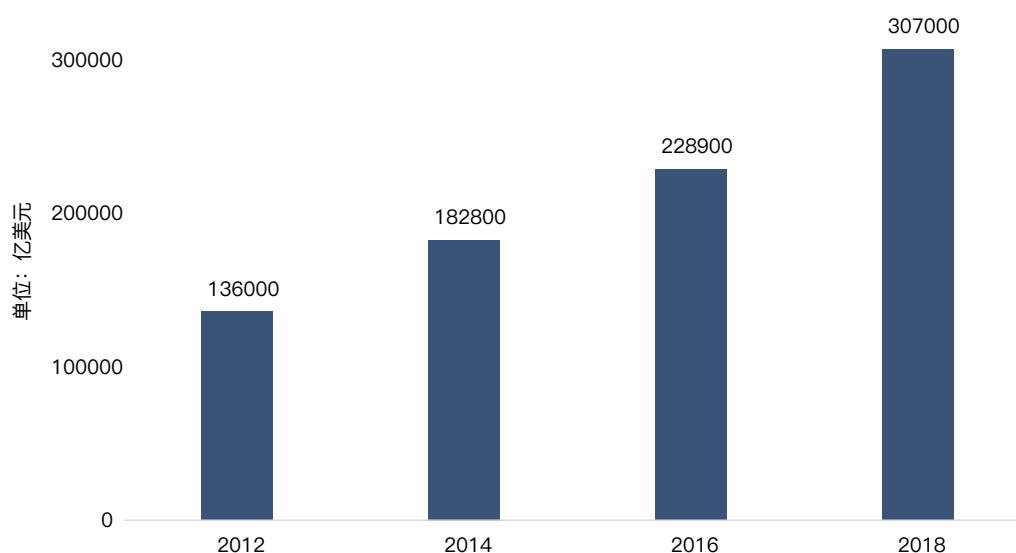
简言之，ESG投资强调整合非财务指标，社会责任投资以“筛选与剔除”原则为指导思想，而影响力投资则更凸显投资行为的特定目的——对解决环境、社会问题的主观意愿。这三类投资方式均可纳入广义层面的可持续投资中。



资料来源：社会价值投资联盟（CASVI）

图2 可持续投资分类图

根据GSIA每两年披露一次的全球可持续投资报告，全球可持续投资的规模由2012年的13.6万亿美元稳步上升至2018年的30.7万亿美元。依据上述数据计算，2012年至2018年，全球可持续投资整体规模的年复合增长率约为12%。



资料来源：全球可持续投资联盟(GSIA)
社会价值投资联盟(CASVI)

图3 全球可持续投资整体规模（2012-2018）

7. "Sustainable investing: How the millennial generation invests its wealth", EY, 2017

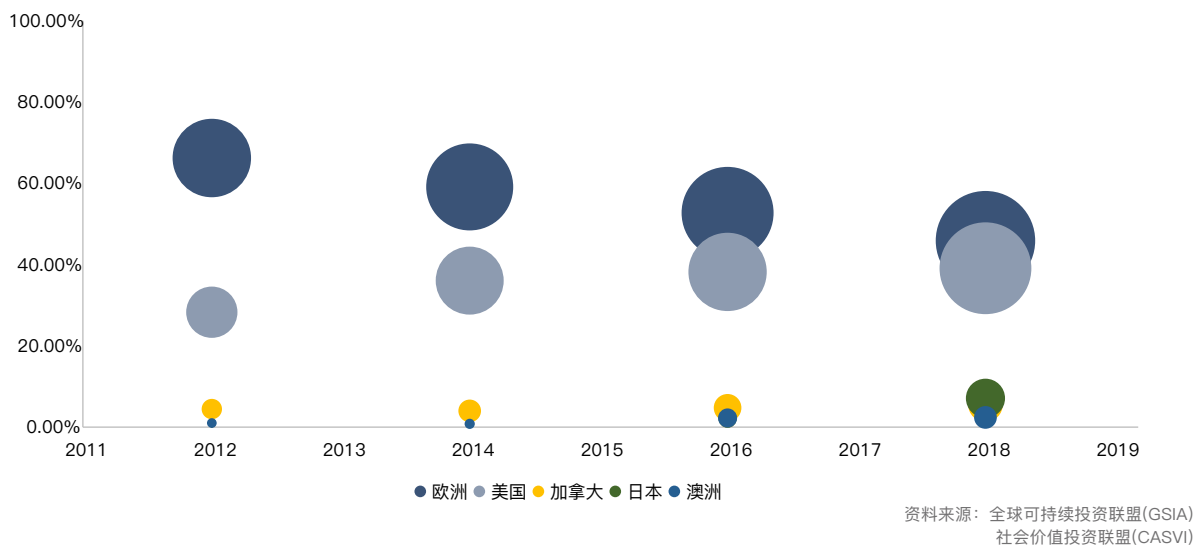


图4 五大市场可持续投资规模与占比(2012-2018)

欧洲在近十年始终保持着全球最大可持续投资市场的地位，其规模从2012年的8.76万亿美元以年均8%的速度增长至2018年的14万亿美元。美国的可持续投资规模在2018年达到了11.6万亿美元，已逐步接近欧洲市场规模，而在2012年美国的可持续投资规模仅为欧洲市场的42.7%。加拿大和澳洲相较前两大市场的可持续投资规模并不大，截至2018年底，加拿大的可持续投资规模为1.7万亿美元，占五大发达市场总额的5.54%；澳大利亚和新西兰总计拥有7340亿美元的可持续投资资产，较2012年已增长6000亿美元。最为迅猛的增长出现在日本，其可持续投资规模在2012年还仅为59亿美元，而到2018年底已上升至2.18万亿美元，并成为全球第三大可持续投资市场，所占比重突破7%。

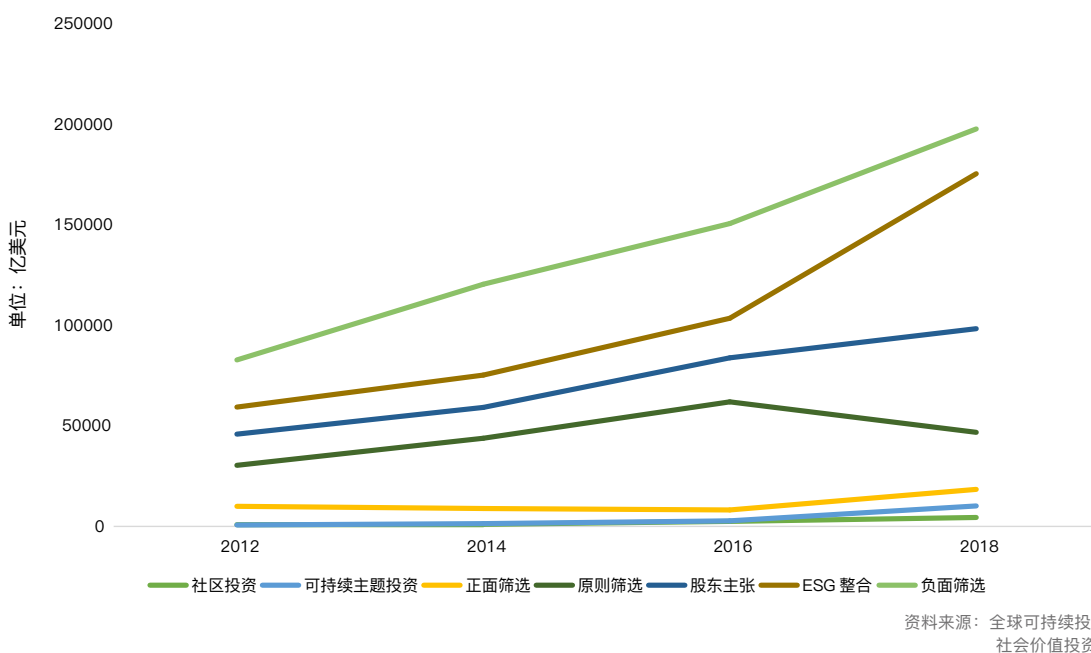


图5 七种可持续投资策略整体规模(2012-2018)

而不同可持续投资策略的发展情况也不尽相同。需要提醒读者的是，由于同一资产可能受多种可持续投资策略的影响，GSIA统计口径中不同策略有重合的部分，故不能简单将这些策略的规模加总以求得市场整体规模。负面筛选策略作为“筛选与剔除”的鼻祖，在2012年至2018年间始终是最为投资者接受的可持续投资策略，截至2018年底，有接近20万亿美元的资产与其有关；ESG整合策略的应用在2016年出现了明显的增长，使其关联资产规模迅速接近负面筛选策略；若两者维持当前的增长势头，在2020年ESG整合可能成为最受欢迎的可持续投资策略，这也从侧面反映了ESG投资正在逐步取代社会责任投资的趋势；股东主张策略作为第三大可持续投资策略，保持着平稳增长，反映出越来越多的投资者开始主动对所投公司的可持续发展提出自己的诉求。

与可持续投资的概念不同，“绿色金融”不仅聚焦于投资，其更注重构建一个为绿色发展服务的金融体系，包含了多种多样的金融服务。

绿色金融发端于上世纪70年代的西欧，⁸在本世纪初随着“可持续发展”成为全球共识，成为投资人日益关注的领域。2016年，G20杭州领导人峰会将“绿色金融”写入了成果文件。然而，究竟什么样的金融活动可被看做“绿色金融”，仍是国际社会争论不休的话题。⁹

根据2016年8月中国人民银行联合七部委印发的《关于构建绿色金融体系的指导意见》，“绿色金融是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对节能环保、清洁能源、绿色基建等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务。”¹⁰由于绿色金融是一个新兴产业，其产品形式层出不穷，包括但不限于：绿色债券、绿色信贷、绿色股指产品、绿色基金、绿色保险和碳金融等。绿色债券、绿色信贷、绿色股指产品和绿色基金都是对传统金融所服务和投资的对象提出了“绿色”的要求。绿色保险为环境污染及工农业生产的相关风险提供了管理方法。而碳金融则通过碳期权、碳债券和碳排放权融资等金融工具助力碳减排。



资料来源：中国人民银行(PBC)、社会价值投资联盟(CASVI)

图6 中国绿色金融体系概览

8. 1974年，联邦德国便以“生态银行”命名成立了第一家政策性环保银行，专门负责为一般银行不愿接受的环境项目提供优惠贷款

9. Bloomberg: Green Finance is Now \$31 Trillion and Growing <https://www.bloomberg.com/graphics/2019-green-finance/>

10. 中国人民银行：中国人民银行、财政部、发展改革委、环境保护部、银监会、证监会、保监会关于构建绿色金融体系的指导意见 <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3133045/index.html/>

2019年全球发行的绿色债券金额为2577亿美元，而符合国际绿债标准定义的中国发行额已突破313亿美元，仅次于美国。¹¹目前我国73%的绿债在银行间债券市场上发行，受央行监管，商业银行是主要参与方；而企业发行的绿债多在沪深两大证交所发行，主要由机构投资者持有。

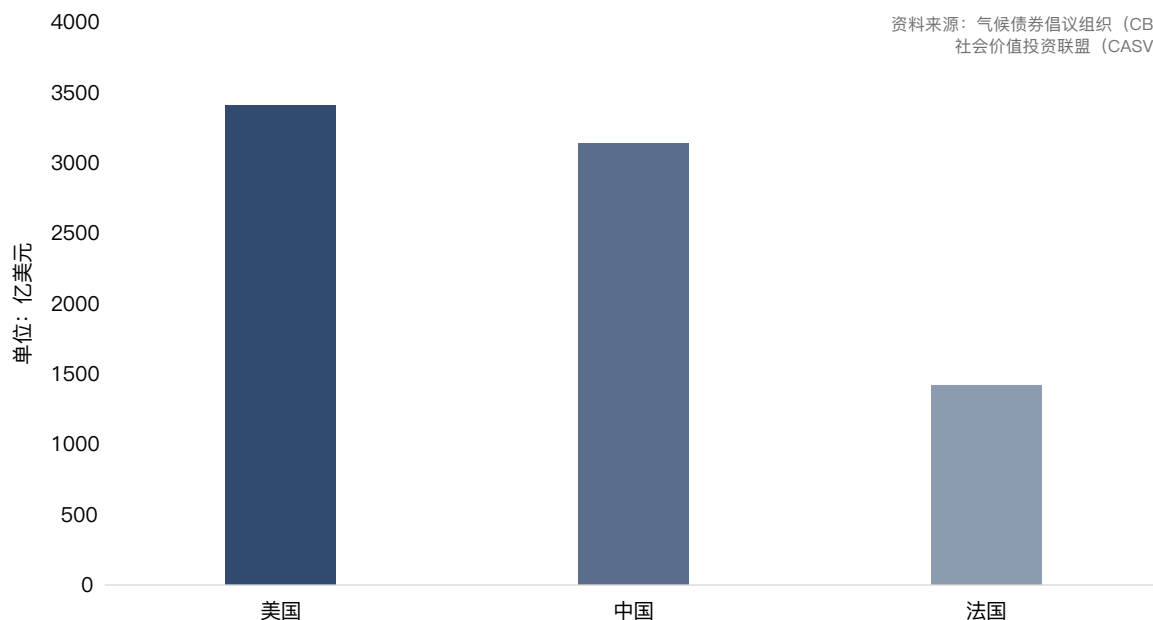


图7 2019年全球绿债市场前三大发行国

绿色信贷领域也有可喜发展，据人民银行统计，截至2019年11月底的最新数据，全国银行业金融机构绿色信贷余额为9.66万亿元,较2013年底增长近85%。

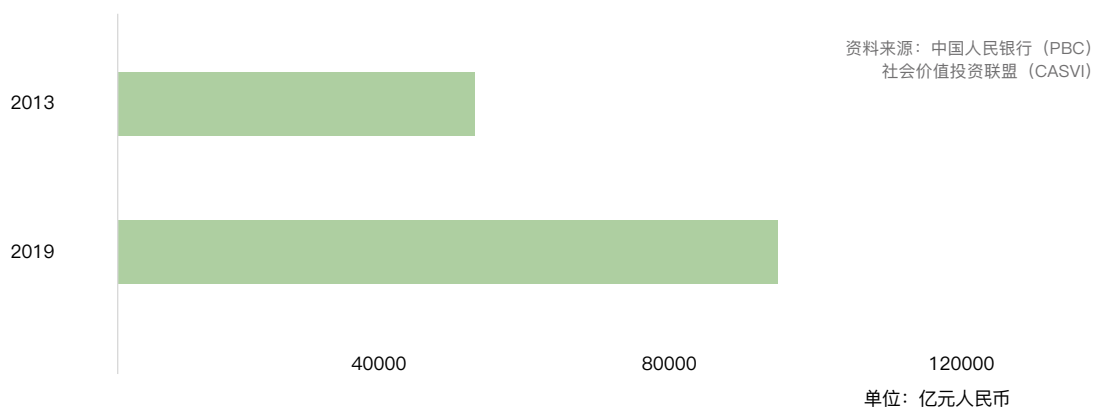


图8 中国绿色信贷余额快速上升

从概念范畴来看，可持续投资在广义层面包含了社会责任投资、ESG投资和影响力投资。而可持续发展金融则涵盖了上述概念，试图从以可持续发展为愿景的角度整合所有相关的金融服务与投资方式。绿色金融属于可持续发展金融的一大分支。

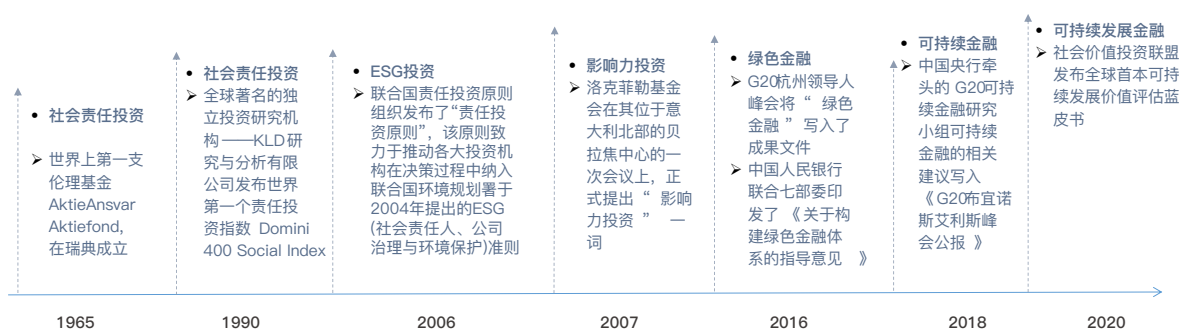
11. “2019 Green Bond Market Summary”, CBI, February 2020

概念	含义速览
社会责任投资	除了考虑传统的财务指标，还以遵守法律、尊重人权、维护消费者权益和关注环境问题等社会伦理性标准为依据，评价并选择企业所进行的投资
ESG投资	其本质是一种整合工具，资产经理和研究人员通过综合考虑环境、社会及治理因素来审视投资标的的风险，结合ESG指标与财务因素全面评估投资标的
影响力投资	旨在产生积极、可衡量的社会与环境影响并带来财务回报的投资
绿色金融	指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对节能环保、清洁能源、绿色基建等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务
可持续投资	包含了对社会和环境产生正面影响的所有投资行为，可以涵盖ESG投资，社会责任投资和影响力投资等
可持续发展金融	旨在推进全球可持续发展目标达成，并创造可计量的经济、社会和环境综合价值的金融服务或投资方式

资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）
社会价值投资联盟（CASVI）

表2 可持续发展金融相关概念含义

从发展历程来看，社会责任投资是现代商业社会最早出现的，在对投资标的进行筛选时考虑社会和环境影响的投资方式。在此基础上，筛选标准的逐步发展使越来越多的投资者将非财务信息整合到投资分析过程之中，从而推动了ESG投资的出现。影响力投资则不满足于被动的筛选和整合，主动用投资创造正面影响。可持续投资随“可持续发展”的兴起而受到关注，从投资的目的性出发包含了前述三种投资方式。绿色金融则试图以系统的金融服务回应日渐突出的环境问题。可持续发展金融，则呼应了人类可持续发展的共识蓝图——2030年可持续发展议程，涵盖了与可持续发展相关的多样化的金融服务与投资方式。



资料来源：社会价值投资联盟（CASVI）

图9 可持续发展金融相关概念脉络图

社会责任投资、ESG投资、影响力投资、绿色金融和可持续发展金融每个概念，都有其发展的历史背景和独特的实践方式，上文仅进行了简要介绍。而在接下来的五章中，我们将对上述概念从发展历程、概念内涵、市场规模、实践形式、重要机构、相关政策六个方面进行系统性梳理。

可持续发展已经成为了人们共识的发展方向，如何调动更多的市场参与者以促进可持续发展目标达成为目的开展金融活动，是人类社会走向可持续发展的决定性因素。通过对市场现有实践的总结，将会帮助潜在投资者找到自己认同的参与方式，从而吸引更多的力量参与到可持续发展金融之中。

An aerial photograph of a city at sunset. The sky is a gradient of orange, yellow, and pink. A thick layer of white clouds or fog covers the lower part of the city. A single, tall, dark building stands out prominently from the cloud layer in the center of the image. The city's buildings and streets are visible below the clouds, appearing in shades of blue and grey.

社会责任投资

SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING

一、发展历程

社会责任投资（Socially Responsible Investing，简写作SRI）的前身是道德投资（Ethical Investing），道德投资源起圣经时代，当时犹太人曾设定以道德价值为标准的投资原则。美国贵格会教徒被视为是第一批的道德投资者，在16世纪，乔治·福克斯(George Fox)在美国创建了贵格会教派，该教派教徒信仰人权平等及反对暴力战争，同时也以这些社会标准来规范投资行为。到了1758年，北美贵格会宣布其教徒不得从武器和奴隶贸易中获利。1760年，美国卫理公会创始人约翰·卫斯理(John Wesley)发表著名布道《论金钱的使用》，号召“使用金钱的人不应该参与罪恶的交易”。¹²之后两百年，这些道德投资的原则主要被宗教组织及其教徒所执行，对主流投融资活动并未造成显著影响。现代社会责任投资出现于20世纪60年代的欧美国家，当时开始显现的环境问题，越战、南非种族隔离等社会、政治事件，令这些国家中一部分思想进步的投资者开始通过投资行为来表达自己的政治诉求和价值取向。

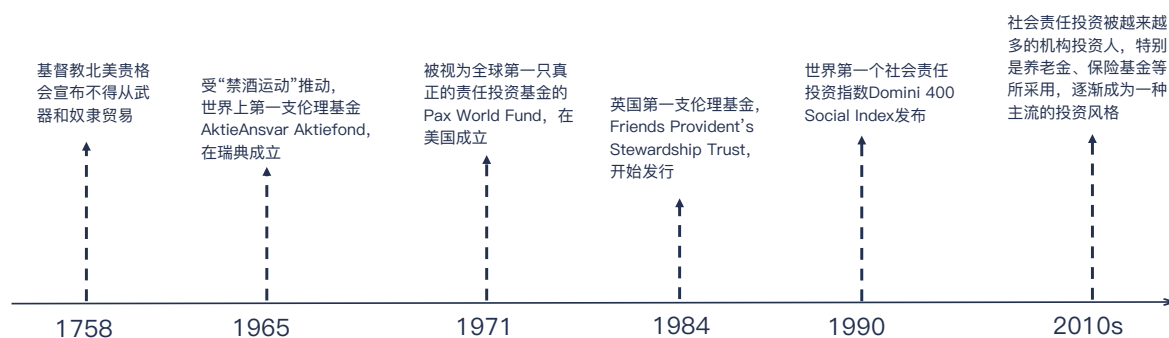
1962年，美国作家蕾切尔·卡逊（Rachel Carson）发表了环保主义著作《寂静的春天》，书中描写因过度使用化学药品和肥料而导致环境污染、生态破坏，最终给人类带来深重的灾难，指出人类应该走“另外的路”。该书引发了公众对环境问题的关注，各类环保组织纷纷成立。1972年6月12日，联合国在斯德哥尔摩召开了“人类环境大会”，并由各国签署了《人类环境宣言》，开启了世界范围的环境保护事业。

1965年，在“禁酒运动（the Temperance Movement）”盛行的瑞典，¹³世界上第一支伦理基金AktieAnsvar Aktiefond成立，该基金的核心策略是将酒精、烟草企业从资产组合中剔除。¹⁴

1971年，美国圣公会以股东身份要求南非最大的黑人雇主——美国通用汽车暂停在南非的一切业务直至南非废除种族隔离制度。同年，帕克斯全球资产管理公司在美国成立了世界上第一支社会责任共同基金——帕克斯世界基金（Pax World Funds）。

1984年，友诚公积金（前身是贵格会英国人寿办事处）在英国推出了具有社会责任投资性质的信托基金——Friends Provident Fund Stewardship Trust，该基金的投资原则主要有三条：规避对社会有负面影响的公司，支持对社会有正面影响的公司，鼓励公司行为更加注重社会责任。

1990年，世界第一个社会责任投资指数——多米尼400社会指数（Domini 400 Social Index）由社会责任投资专业研究机构KLD在美国发布。



资料来源：社会价值投资联盟（CASVI）

图10 社会责任投资发展历程

12. “The Sermons of John Wesley – Sermon 50: The Use of Money”, Wesley Center Online, 1999

13. 禁酒运动是反对消费酒精饮料的社会运动。在第一次世界大战后，禁酒运动在许多英语国家和挪威、瑞典等国变得尤为突出，并在一定程度上催生了美国、加拿大和挪威等国的禁酒令。

14. “Petritus: Fund Prospectus”, AktieAnsvar, 2007

时至今日，社会责任投资在海外已经取得了蓬勃发展，越来越多的机构投资者开始采用社会责任投资的相关策略。根据哈佛大学肯尼迪研究中心的报告，截至2018年底，全球社会责任投资规模达到26万亿美元。¹⁵

进入21世纪，社会责任投资开始在中国逐步发展：中国资本市场最早明确提出社会责任投资的是兴全基金，其于2008年推出了兴全社会责任混合型证券投资基金；2009年7月，上交所发布上证社会责任指数，同年8月，深交所也发布了深证责任指数；2010年，建信基金发布了两款社会责任投资类型的公募基金产品；一年后，汇添富基金也发布了自己的社会责任投资基金。截至2019年底，国内基金市场共有社会责任投资主题相关的基金95只，总规模约74亿美元。

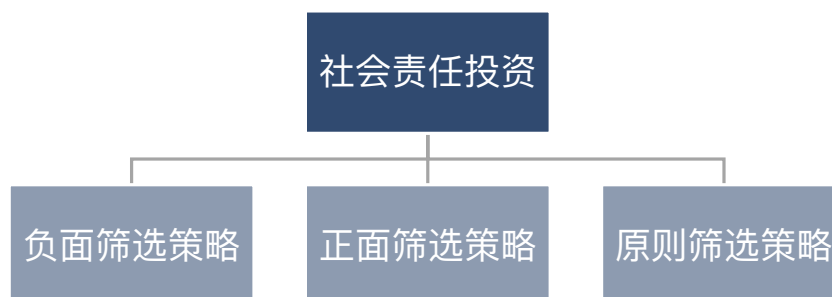
二、概念解读

学界对社会责任投资较有代表性的定义有：Logue(2009)认为社会责任投资是一种鼓励公司进行环境管理、消费者保护、维护人权和性别多样性并避免投资具有负面社会影响企业的投资方式；¹⁶Lemke and Lins(2014)提出社会责任投资是基于一定的社会标准和价值观念来选择和管理投资组合。¹⁷

业界对社会责任投资的定义与学界略有不同，例如：美国责任投资论坛（US SIF）在2005年提出社会责任投资是一种投资过程，其在经济分析的范围内考虑投资对社会和环境产生的积极或消极的后果。¹⁸欧洲较早践行社会责任投资的资管机构Robeco对这一概念的定义更广，认为只要是同时考虑了财务回报和社会效益的投资都可视为社会责任投资。¹⁹

本文结合业界和学界的多种观点，基于现阶段社会责任投资的表现形式，认为社会责任投资是指以遵守法律、雇佣平等、尊重人权、消费者权益保护、社会贡献程度和对环境问题的关注等社会标准为基础，结合传统的财务指标，评价并选择企业来进行的投资。

根据GSIA的定义，社会责任投资主要有三种形式：负面清单筛选，即避免对社会产生不良影响的公司进行投资；²⁰正面清单筛选，即对积极履行企业社会责任的公司加以支持；以及原则筛选，也称为标准筛选，是基于国际通行的企业行为准则（如联合国全球契约），对公司是否符合准则要求进行筛选。



资料来源：社会价值投资联盟（CASVI）

图11 社会责任投资的策略组合

15. "Money, Millennials and Human Rights — Sustaining 'Sustainable Investing'", Working Paper No.69, Corporate Social Responsibility Initiative, Harvard Kennedy School, June 2018

16. "Socially Responsible Investing for Dummies", Ann C. Logue, 2009

17. "Regulation of Investment Advisers", Lemke and Lins, 2014

18. "社会责任投资理论述评", 田祖海, 2007

19. Robeco: What is Socially Responsible Investing?

20. 负面筛选策略是责任投资领域最早出现的投资策略，也是目前全球责任投资最常用的策略

在此提醒读者注意两点：首先，在研究口径上，由于社会责任投资是同领域相关概念中较早出现并形成共识的，某些情况下它的概念范畴和资金规模可能包含了ESG投资或可持续投资。

但本文认为，ESG投资是社会责任投资在技术层面的进步，它由基于ESG标准的ESG整合策略演化而来，而社会责任投资最显著的特点是“筛选与剔除”，筛选过程也不需要同时考虑E/S/G三种要素，单一标准也可作为筛选准则。因此，对这两种投资方式作出概念上的区分是必要的。

三、市场规模

（一）国际市场

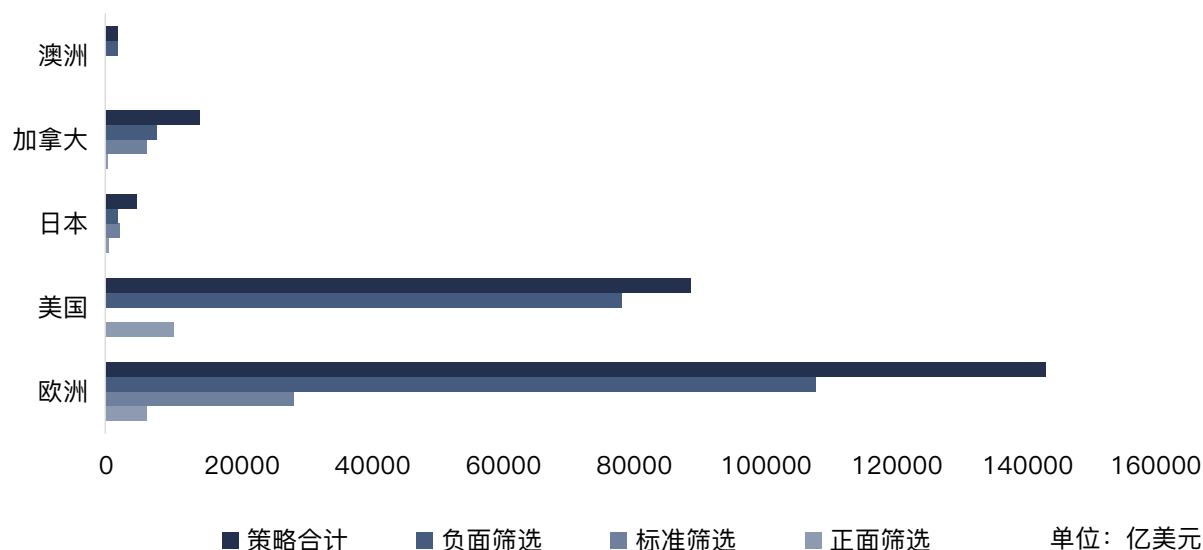
摩根大通（J.P.Morgan）2018年4月曾测算当时全球社会责任投资规模已接近23万亿美元。²¹

哈佛大学肯尼迪研究中心于同年估计全球社会责任投资规模为26万亿美元（这一数字与摩根大通的测算相近），其中美国社会责任投资金额为12万亿美元，约占全美专业资产管理总额的25%。²²

与前两者接近，GSIA披露2018年全球五大发达资本市场的社会责任投资总额突破了25万亿美元。²³

本文重点分析GSIA的市场规模数据：其中，欧洲是社会责任投资规模最大的地区，共有14万亿美元的资产受相关策略管理；北美市场社会责任投资的总规模也突破了10万亿美元。日本和澳洲市场的社会责任投资规模相较于欧美资本市场仍较小。

就具体策略而言，负面筛选仍然是最受投资者青睐的社会责任投资策略，五大市场合计有19.75万亿美元资产与负面筛选策略相关，约占社会责任投资总额的79%。



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟（CASVI）

图12 2018年全球五大发达资本市场社会责任投资及细分策略规模

21. JPMorgan: Sustainable Investing is Moving <https://www.jpmorgan.com/global/research/esg>

22. "Money, Millennials and Human Rights — Sustaining 'Sustainable Investing'", Working Paper No.69, Corporate Social Responsibility Initiative, Harvard Kennedy School, June 2018

23. "Global Sustainable Investment Review (2018)", GSIA

（二）国内市场

从社会责任投资的市场规模来看，中国内地同全球发达资本市场相比仍有较大差距。根据中国责任投资论坛的统计，截至2019年底，国内基金市场共有社会责任投资相关主题的公募基金共95只，总规模约512亿元；²⁴而根据《21世纪经济报告》的推算，截至2019年9月，中国基金市场内社会责任投资基金的规模约500亿元。²⁵

以七只基金名称中明确包含“社会责任”的公募基金为例，其中基金规模最大的为兴全社会责任混合，市场规模为60.96亿元，该基金成立于2008年4月，累计净值增长幅度约为300%。

基金简称	基金主代码	成立时间	基金类型	基金规模（亿元）	累计净值增长幅度
兴全社会责任混合	340007	2008-04-30	混合型基金	60.96	292.88%
建信责任ETF	510090	2010-05-28	股票型基金	1.00	101.89%
建信上证社会责任ETF 联接	530010	2010-05-28	股票型基金	1.04	85.45%
汇添富社会责任混合	470028	2011-03-29	混合型基金	27.00	53.40%
建信社会责任混合	530019	2012-08-14	混合型基金	0.26	95.80%
万家社会责任18个月 定开混合（LOF）A	161912	2019-03-21	混合型基金	6.97	36.04%
万家社会责任18个月 定开混合（LOF）C	161913	2019-03-21	混合型基金	0.20	35.35%

资料来源：公开资料整理

表3 中国社会责任投资公募基金（部分）

四、实践方式

目前，国内外社会责任投资的主要实践方式有二：其一，投资人直接投资社会责任评价良好的公司或避免对社会责任履行状况不佳的公司进行投资（含一级市场和二级市场）；其二，投资人向基金公司（资管机构）购买使用了上述三种投资策略的投资产品。例如：一些环保组织或社会运动团体用筹集的部分资金购买符合其价值观念、社会责任履行状况较好的公司的股票；更多的投资者，如：全球最大的主权财富基金——挪威全球养老基金、芬兰最大的保险公司Ilmarinen等，会将资金投向贝莱德、高盛资管等机构提供的具有社会责任投资性质的基金产品。²⁶

由于个人投资者和非金融类机构投资者很难利用企业履行社会责任情况的信息进行投资，社会责任投资的实践多由基金管理公司或资管机构执行——它们通过不同的筛选机制将投资限定在社会责任状况较优的上市公司，在实现投资收益的同时兼顾社会价值。

24. “中国责任投资年度报告（2019）”，中国责任投资论坛

25. 21世纪经济报告：沪上最先引入社会责任投资，兴全、华宝接力闯关，先行者坦言三方评价短板 <http://www.21jingji.com/2019/9-20/4MMDEzNzhfMTUwODY4Mg.html>

26. 《社会责任投资实践指南》，席琳·卢什（Celine Louche），史蒂夫·莱登伯格（Steve Lydenberg），2014；译者：陆奇斌 张强 张晓思

（一）国际市场实例·被动型基金

以全球最大的资产管理机构贝莱德（Blackrock）旗下的iShares MSCI KLD 400 Social ETF为例，该交易型开放式指数基金于2006年11月成立，追踪指数为MSCI多米尼400社会指数（MSCI KLD 400 Social Index）——由KLD研究与分析有限公司（KLD Research & Analytics, Inc.）于1990年5月创立，是世界上第一个社会责任投资指数。截至2019年底，该ETF资产净值约为18.45亿美元，最近1年资产净值增幅为31.27%。

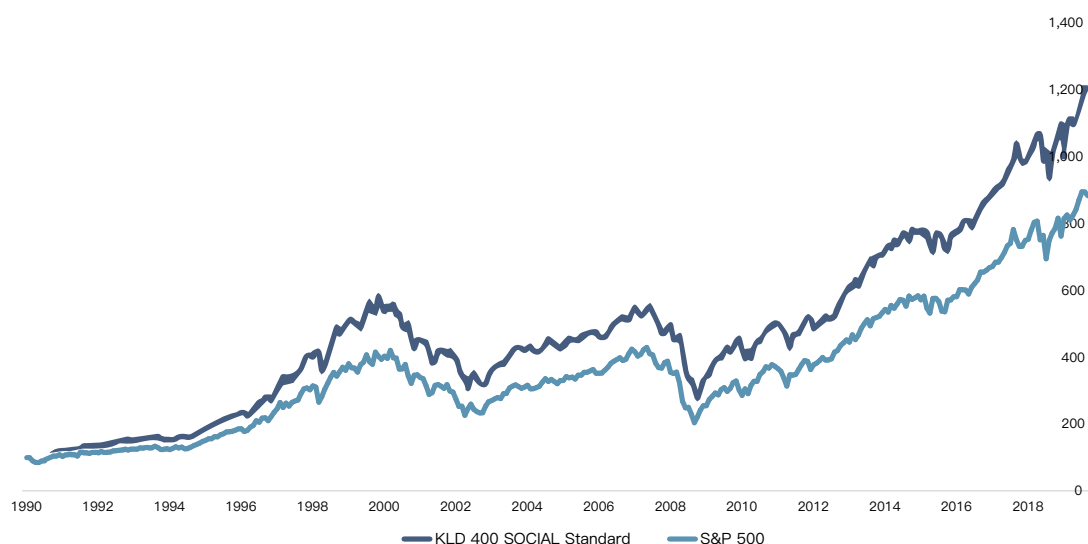
	最近1年	最近3年	最近5年	最近10年	自成立日起
资产净值	31.27%	15.16%	11.11%	12.55%	8.44%
市值	31.13%	15.11%	11.08%	12.56%	8.44%
基准指数	31.63%	15.60%	11.58%	13.08%	8.96%

注：此处基准指数指MSCI KLD 400 Social Index；数据更新至2019年12月31日

资料来源：贝莱德（Blackrock）、社会价值投资联盟（CASVI）

表4 贝莱德iShares MSCI KLD 400 Social ETF业绩概览

多米尼400社会指数以社会性与环境性议题为筛选准则，由标普500成份股中400家社会责任评价良好的公司组成。最初运作的10年间，其平均年化收益率高出同期标普500指数的平均年化收益率2.13个百分点，²⁷而当我们把时间拉长至当下，可明显看到多米尼400社会指数的增长幅度更大。该指数不仅为社会责任型投资者提供了一个比较基准，还有力地证明了社会责任与投资收益两者并不矛盾。



资料来源：明晟MSCI、社会价值投资联盟（CASVI）

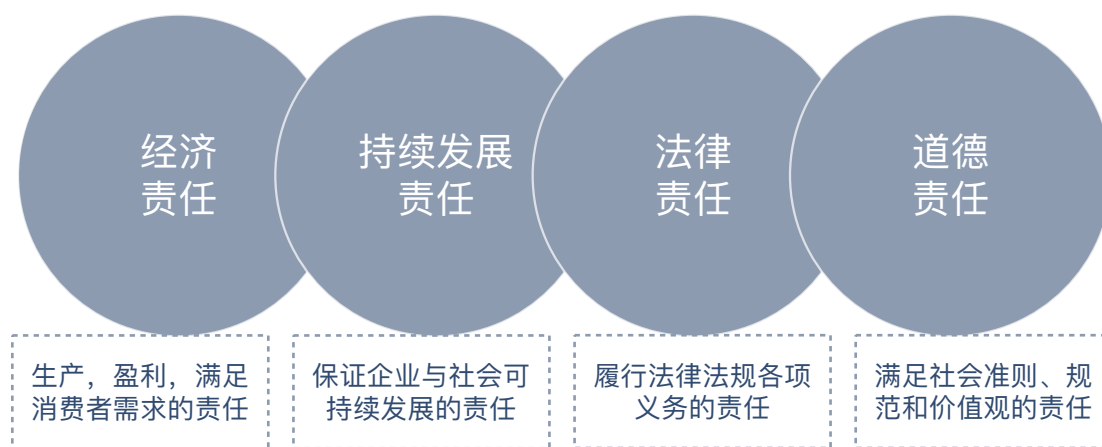
图13 多米尼400社会指数与标普500指数对比（1990年4月至2020年1月）

（二）国内市场实例·主动型基金

以目前国内社会责任投资领域市值规模最大公募基金的兴全社会责任混合为例，该基金采用国际通行的正面筛选和负面筛选相结合的股票投资方式。

在行业配置策略上，采用“兴业双层行业筛选法”进行投资选择，首先运用“负面筛选法”规避在持续发展责任、法律责任、内外部道德责任履行等方面具有较差表现的行业；之后，运用“正面筛选法”寻求在上述方面具有较好表现的行业。

在两次筛选的基础上，结合行业内社会责任的相对表现，从经济责任、持续发展责任、法律责任和道德责任四个责任维度选择具体的公司股票，最终构建实际股票组合。²⁸



资料来源：兴全基金、社会价值投资联盟(CASVI)

图14 兴全社会责任四维选股模型

可以看到，该基金的业绩无论以绝对值衡量或是同基准指数比较均表现优异，且其超额收益随着持有期限的拉长而不断增大。

	最近3个月	最近1年	最近3年	最近5年	自成立日起
资产净值	8.24%	44.33%	37.64%	114.39%	319.22%
基准指数	6.18%	29.44%	22.08%	20.90%	26.92%
超额收益	2.06%	14.89%	15.56%	93.49%	292.30%

注：此处基准指数为80%*沪深300指数+20%*中证国债指数；数据更新至2020年3月27日

资料来源：兴全基金、社会价值投资联盟（CASVI）

表5 兴全社会责任混合业绩概览

28. “中国责任投资十年报告”，中国责任投资论坛，2017

五、重要机构

（一）兴证全球基金管理有限公司

兴证全球基金管理有限公司（AEGON-INDUSTRIAL Fund Management Co., Ltd.）目前是一家中外合资的基金管理公司。2003年9月，由兴业证券股份有限公司成立，当时名为“兴业基金管理有限公司”。2008年1月，中国证监会同意全球人寿保险国际公司（AEGON International N.V.）受让公司股权并成为股东，全球人寿保险国际公司的出资占注册资本的49%。2008年4月30日，兴业基金发布“兴全社会责任混合”，为国内首支以“社会责任”命名的公募基金。2020年3月18日，该公司更名为“兴证全球基金管理有限公司”，同时表示：公司将继续沿用“兴全”作为基金产品名称。

尽管兴证全球基金目前只发行了一只社会责任基金——兴全社会责任混合，截至2019年底，该基金规模60.96亿元，仍是国内规模最大的社会责任投资类型公募基金。前文已对其选股策略和业绩表现进行论述。

值得一提的是，兴证全球基金的外方——AEGON International N.V.（简写作Aegon N.V.）是国际知名的从事可持续投资（社会责任投资、ESG投资）的金融机构，也是全球最大的人寿保险和养老金公司之一。其成立于1983年，总部位于荷兰海牙，截至2018年底总控制的资金规模为8000亿欧元。作为“可持续保险原则”（Principles for Sustainable Insurance, 简写作PSI）的首批签署方之一，²⁹Aegon N.V. 制定了自己的可持续投资原则和社会责任投资领域的负面清单（包括行业和公司）。可以推测，它于2008年入股兴业基金极大地推动了“兴全社会责任混合”的成立与发行。

（二）建信基金管理有限责任公司

建信基金管理有限责任公司由中国建设银行股份有限公司、美国信安金融集团、中国华电集团资本控股有限公司于2005年9月共同发起设立，持股比例分别为65%、25%及10%，是国内首批由商业银行发起设立的基金管理公司。

旗下共有三只社会责任投资类型公募基金，分别是：建信社会责任混合、建信责任ETF和建信上证社会责任ETF联接。三只基金市场规模合计为2.3亿元，与“兴全社会责任混合”相比规模较小。

	最近3个月	最近1年	最近3年	自成立日起
建信社会责任混合	-0.5%	-4.82%	-5.86%	97.6%
建信责任ETF	-10.53%	-1.34%	24.91%	102.72%
建信上证社会责任ETF联接	-9.9%	-1.38%	22.51%	86.18%

注：数据更新至2020年3月27日

资料来源：建信基金、社会价值投资联盟（CASVI）

表6 建信基金旗下社会责任投资类型公募基金业绩概览

与兴证全球基金相似，建信基金的外方——美国信安金融集团是美国最大的养老金管理机构之一，为商业、个人和机构客户提供多元化的金融产品及服务，当中包括退休金及投资服务、人寿及医疗保险，这些产品与服务将可持续因素的考量纳入决策过程。

29. 该原则由联合国环境规划署金融倡议（UNEP FI）发起，致力于将可持续目标融入日常的商业活动。

（三）挪威全球养老基金

挪威全球养老基金(the Government Pension Fund Global, 简写作GPF), 又称挪威石油基金, 是全球最大的主权财富基金, 截至2019年底的总资产规模超过1.1万亿美元。

GPF成立于1990年, 当时挪威议会通过法案设立了政府石油基金 (the Government Petroleum Fund), 希望妥善管理其从北海石油开发中获得的巨额收入。目前该基金由挪威财政部监管, 挪威央行投资管理公司 (Norges Bank Investment Management) 日常运作。GRFG对社会责任投资的实践多以“排除和筛选”为基本原则, 挪威财政部根据联合国全球契约 (UNG) 专门规定在GPF不得投资于违背人类基本原则生产武器的公司, 并在资产组合中剔除违背人权、腐败或造成严重的环境污染的公司。³⁰

（四）KLD研究与分析有限公司

KLD研究与分析有限公司 (KLD Research & Analytics, Inc., 简写作KLD公司) 由Peter Kinder, Steve Lydenberg和Amy Domini于1988年在美国波士顿成立, 是第一批提供社会责任评级的专业咨询机构。

1990年, KLD创立了多米尼400社会指数 (Domini 400 Social Index), 正如前文所述, 该指数是世界上第一个社会责任投资指数, 成立至今, 其表现长期优于基准指数——标普500。

2009年11月, KLD公司被RiskMetrics Group——一家当时全美领先的风险管理和公司治理服务提供商收购。2010年3月, MSCI收购RiskMetrics, KLD公司随之成为MSCI的子公司, 多米尼400指数也改名为MSCI KLD 400 Social Index, 并沿用至今。

六、政策梳理

（一）国际市场

发布时间	国家、地区或国际组织	文件名或简称	核心内容
1934.06	美国	“Securities Exchange Act of 1934”	上市公司要披露重要信息, 包括环境负债、遵循环境和其他法规导致的成本等内容
1985.03	英国	“Companies Act 1985”	规定了企业进行社会责任信息披露的内容, 鼓励有条件的企业自愿披露社会责任信息
1993.06	美国	“Staff Accounting Bulletin No. 92”	对不按照要求披露或披露环境信息严重虚假的公司将处以50万美元以上的罚款并曝光其违法行为
1993.07	香港	Code of Best Practice”	鼓励上市公司自愿披露企业社会责任信息
1998.06	欧盟	“Aarhus Convention”	超过排放量限制标准或行业要求的企业强制披露环境信息, 不论是否上市
2001.05	法国	“Law on New Economic Regulations”	旨在增加金融行为的“道德”因素, 督促企业履行社会责任, 维护消费者权益
2003.06	欧盟	“Directive 2003/51/EC”	申请上市的公司需要披露因环境因素可能导致资产价值变化的信息; 欧盟上市公司需要发布环境报告
2005.08	日本	“Framework of Disclosure of Corporate Governance and Risk Management”	对企业进行CSR相关的内部风险控制提出具体指引
2008.12	丹麦	“Law on the Amendment of the Danish Financial Statement Act”	本国1100家大型企业必须在年报中披露社会责任信息, 未履行的必须作出说明
2009.09	南非	“King III Report on Corporate Governance”	上市公司必须在一份综合报告中全面阐述企业的财务、社会及环境情况
2010.07	法国	“Grenelle II Act”	要求所有500人以上或1亿欧元交易额以上的国有或私有公司在年报中披露其环境及社会业绩方面的信息

资料来源: 公开资料整理

表7 国际主要市场社会责任投资相关政策

30. 信息来源于挪威央行投资管理公司官网, 经作者整合 <https://www.nbim.no/en/>

本文选取全球范围内代表性市场的监管政策，需要说明的是，发达资本市场的监管重心在2010年后已逐步拓展至ESG信息的披露上，在本章不做展开。

美国早在1934年颁布《证券法》时就对上市公司披露社会责任相关信息作出了要求。上世纪后期开始，欧美等国资本市场的监管部门开始完善相关的规则框架，对企业披露社非财务信息的要求与内容进一步细化，例如：欧盟1998年通过的《奥尔胡斯公约》对所有排污超标的企业强制要求环境信息的披露；法国在本世纪初也通过“新经济法案”，督促企业履行社会责任，鼓励投资者增加投资行为的“道德”因素。

香港联交所于1993年开始“鼓励上市公司自愿披露企业社会责任信息”，在亚洲可谓是先行者。日本监管当局对CSR议题的关注亦有升温，但多集中在企业治理与风险控制。

新兴市场中，南非监管当局对上市公司CSR信息披露的要求较高，已陆续颁布四版“公司治理报告准则”，并要求在约翰内斯堡证交所上市的公司都用含有CSR信息的综合报告代替传统年报。

（二）国内市场

国内监管部门对社会责任投资尚无相关政策，主要集中在对企业社会责任的监督上，而监管对象也多为上市公司。

我国企业社会责任报告披露制度规范的发展大致经历了三个历程：第一阶段是鼓励自愿披露阶段，标志性事件是2002年1月证监会第一次在政策层面提出“上市公司应重视社会责任”，2006年9月深交所提及上市公司履行社会责任的信息披露规则并鼓励企业自愿披露；第二阶段是局部强制性要求披露阶段，标志性事件是2008年5月上交所开始强制要求上市公司披露与环保有关的重大事项，同年12月上交所首次明确三大类公司（金融类公司、发行境外上市外资股的公司和“上证公司治理板块”样本公司）应当披露社会责任报告；第三阶段是完善发展阶段，2012年后证监会逐步完善社会责任报告披露的程序与渠道，而到了2018年9月，证监会首次对ESG信息披露作出说明。

尽管中国内地相关部门目前还未明确要求所有上市公司强制发布社会责任报告，但信息披露的整体趋势是在向规范化发展，信息披露的要求也愈发严格，未来的监管范围将从企业社会责任信息的披露逐步延伸到ESG信息的披露。

时间	机构	文件名	核心内容
2002.01	证监会	《上市公司治理准则》	对上市公司治理信息的披露范围作出了明确规定
2006.09	深交所	《上市公司社会责任指引》	鼓励上市公司自愿披露企业社会责任报告
2007.04	国家环保总局	《环境信息公开办法（试行）》	鼓励企业自愿通过媒体、互联网或者企业年度环境报告的方式公开相关环境信息
2007.12	国务院国资委	《关于中央企业履行社会责任的指导意见》	规定“有条件的企业要定期发布社会责任报告或可持续发展报告”，但对“有条件的企业”没有做具体要求
2008.5	上交所	《上市公司环境信息披露指引》	强制要求上市公司披露对其股价有较大影响的环保信息；对环境影响较大行业的上市公司必须披露环境信息
2008.12	上交所	《〈企业履行社会责任的报告〉编制指引》	“上证公司治理板块”样本公司、发行境外上市外资股的公司及金融类公司应当披露社会责任报告
2012.09 2012.12	证监会	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则（第2号）与（第30号）》	鼓励公司主动披露积极履行社会责任的工作情况，社会责任报告应经公司董事会审议通过，并以单独报告的形式在披露年度报告的同时在指定网站披露
2013.04 2017.05	深交所	《上市公司信息披露工作考核办法》	按规定应当披露社会责任报告的，未按规定及时披露的其他信息披露工作考核结果不得评为A
2018.09	证监会	《上市公司治理准则》修订	增加了利益相关者、环境保护与社会责任章节，规定了上市公司应当依照法律法规和有关部门要求披露ESG相关信息

资料来源：公开资料整理

表8 中国内地社会责任投资相关政策

七、未来展望

社会责任投资是可持续发展金融范畴下出现时间较早的投资方式，尽管学界和业界对社会责任投资具体包含的策略还有所争论，例如多米尼（Domini）认为广义的社会责任投资应当包含股东主张和社区投资，³¹但随着ESG投资和影响力投资的发展，越来越多的投资者认识到了这些投资方式在理念和策略上的差异。

基于社会责任投资的本质特征——“筛选与剔除”，本文认为其目前已演化出三种具体的投资策略：负面筛选、正面筛选和原则筛选。负面筛选仍然是使用范围最广的社会责任投资策略，事实上，许多基金公司推出的ESG投资产品很多时候也只是应用了社会责任投资的筛选策略，而未做严格的ESG整合分析，它们通常是从市场细分和基金产品多元化的角度而将社会责任投资归为ESG投资，这也是造成目前资本市场中两者概念混淆的主要原因之一。

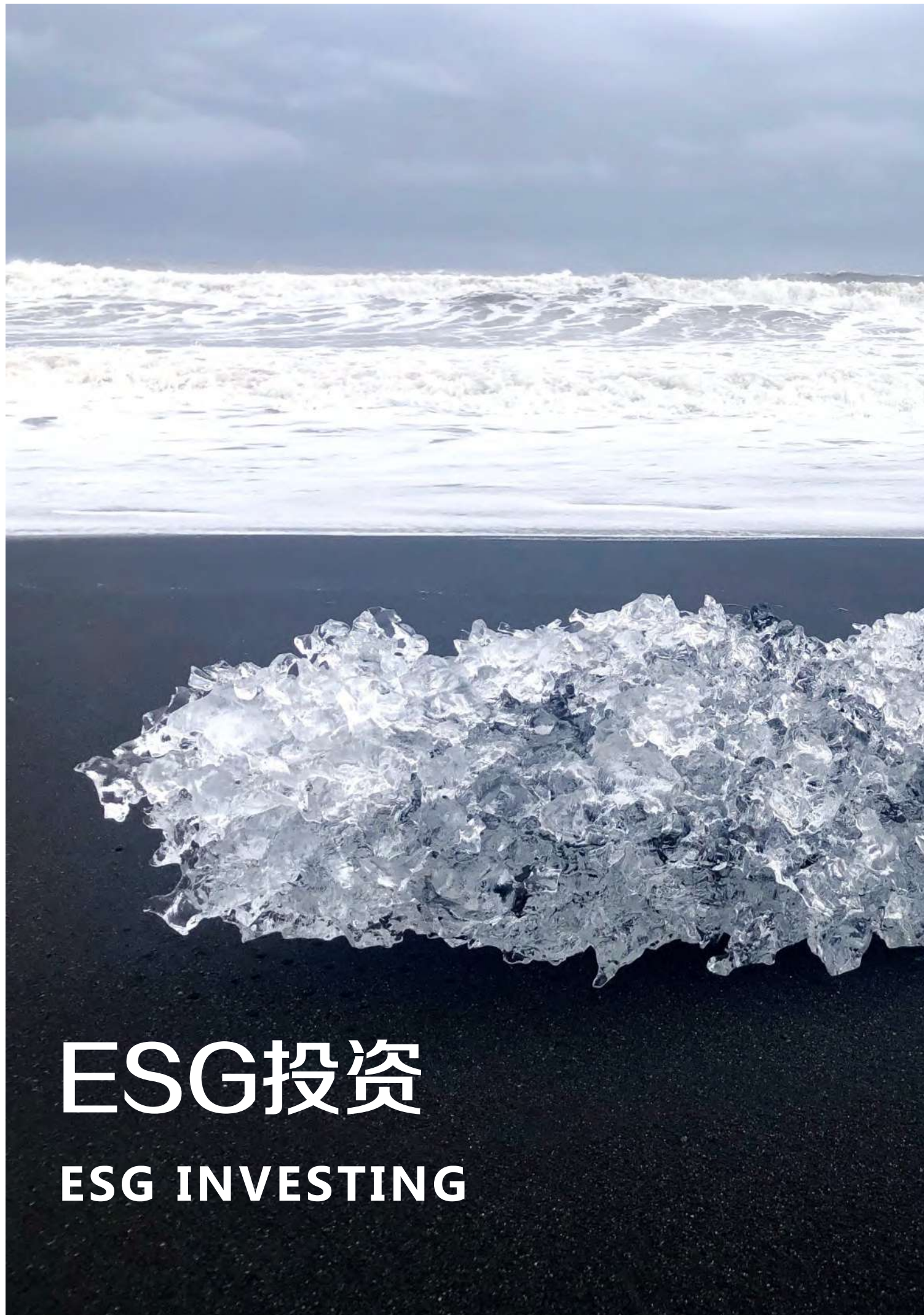
社会责任投资在中国的实践，相较于欧美国家，仍处于初步发展阶段：市场规模较小，投资策略单一且配套的信息披露与监管政策仍不健全。从整体来看，截至2018年底，全球社会责任投资规模约25万亿美元，而中国（公募基金）市场的社会责任投资规模仅为70亿美元；以基金数量为例，2019年中国所有与社会责任投资相关的公募基金共计95只，而美国市场2010年底的社会责任基金数量就已经超过200只。

上世纪90年代以后，社会责任投资的理念在发达资本市场趋于成熟，但单纯使用“负面剔除”等策略难以满足投资者对投资决策过程的严苛要求，责任投资者们开始系统性地归纳对投资回报产生重要影响的非财务指标，ESG投资的理念逐渐形成。

预计在中国未来的资本市场中，随着投资实践的发展，单纯依靠“筛选与剔除”原则的社会责任投资的吸引力会趋弱。但其包含的投资策略将极可能成为ESG投资中的关键步骤，这也体现了可持续发展金融这一领域在不断地演化与进步。

无论是社会责任投资，抑或是ESG投资，相信两者都会随着中国资本市场的日趋成熟，企业信息披露制度的不断完善以及投资者对“义利并举”的持续关注而快速成长。

31. HuffPost: Domini: Want to Make a Difference? Invest Responsibly.
http://www.huffingtonpost.com/amy-domini/want-to-make-a-difference_b_834756.html



ESG投资

ESG INVESTING

一、发展历程

在ESG理念和ESG投资出现之前，同领域更为人熟知的概念是“社会责任投资”。后者产生的背景是，由于经济高速增长所带来的负面影响，全球面临日益严峻的资源、环境和气候挑战，欧美各国在20世纪六七十年代均出现了公众环保运动，抵制和抗议企业因过度追求利润而破坏环境。环保因素逐渐渗透进商业活动中，消费者通过产品或服务选择将环保理念传导给生产企业；投资者逐渐意识到企业环境绩效可能会影响企业财务绩效，进而影响投资收益。在较长一段时间，虽然投资者愈发关注企业在绿色环保、履行社会责任方面的表现，但无明确的ESG理念。

20世纪90年代以后，社会责任投资的理念在发达资本市场趋于成熟，但单纯使用“负面剔除”等策略难以满足投资者对投资决策过程的严苛要求；此外，剔除标准的模糊与主观性使社会责任投资长期受到一些经济学家的质疑。³²

面对争议与质疑，责任投资者们开始系统性地归纳对投资回报产生重要影响的非财务指标，进入21世纪后，ESG投资的理念在各类国际组织、投资机构的推动下逐渐形成。

2004年联合国环境规划署金融行动（UNEP FI）联合其它机构首次明确提出环境（Environmental）、社会（Social）和治理（Governance），即ESG理念，并认为其是影响股东长期利益的重要因素，ESG成为系统化考察投资标的非财务因素的标志。³³

2006年，联合国支持的责任投资原则组织发布了责任投资原则（Principles for Responsible Investing,简称PRI），该原则致力于推动各大投资机构在投资决策中纳入ESG指标，帮助PRI的签署方提升可持续投资的能力并在实践中规避风险，优化投资表现。ESG投资由此开始被广泛研究和运用。

在PRI发布的两年后，高盛（Goldman Sachs）基于ESG研究框架推出了高盛可持续权益资产组合。³⁴之后，瑞银（UBS）、贝莱德（Blackrock）、汇丰（HSBC）和安联（Allianz）

等全球知名金融机构纷纷开展ESG投资的实践。2010年，全球知名指数公司明晟（MSCI）针对全球各大市场开始推出一系列ESG指数，ESG指数的出现极大推动了ESG投资的发展。截至2019年12月，MSCI评估的上市公司已超过6500家，使用其评级的客户超过1200家。



资料来源：社会价值投资联盟（CASVI）

图15 ESG投资发展历程

32. 20世纪70年代，米尔顿·弗里德曼等经济学家认为，在有效市场内，经济收益和社会效益是彼此分离的，企业的唯一目标应当是实现利润的最大化；Friedman, M. (1970) "The social responsibility of business is to increase its profit", The New York Times Magazine

33. "The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing", UNEP Finance Initiative, 2004

34. Goldman Sachs: GS SUSTAIN Targets Sustainable Corporate Performance <https://www.goldmansachs.com/our-firm/history/moments/2007-gs-sustain.html>

2018年6月，MSCI把233支中国A股的成分股纳入其新兴市场指数（MSCI Emerging Markets Index）和全球市场指数（MSCI ACWI Index），带来大批境外资金流入A股。由于MSCI对纳入其指数的上市公司基本都有ESG信息披露的要求，A股上市公司无论是为满足MSCI要求，抑或是为了寻求机构投资者的合作机会，都亟需提升自身ESG信息披露水平。同年9月，中国证监会修订《上市公司治理准则》，规定了上市公司应当依照法律法规和有关部门要求披露ESG信相关信息。截至2019年底，中国内地资本市场新增了四支明确以“ESG投资”为主题的公募基金，新增市场规模约40亿元，总规模已突破170亿元。

截至2020年4月26日，全球范围内签署PRI的机构总数为3034家（资产所有者522家，资产管理者2190家），中国有40家机构签署了PRI。据估算，全球主要资本市场ESG投资规模亦接近20万亿美元；³⁵而中国市场对ESG投资的关注度也在快速上升，随着外资机构进入中国内地资本市场的门槛降低和我国养老金与社保金等长期资本入市，ESG投资在中国可能迎来快速成长期。

二、概念解读

学术界一般认为ESG投资是一种重点关注投资标的非财务指标的投资方式，Durren在2016年的研究中提出影响资产价格的非财务指标可以系统地归为环境（E）、社会（S）和治理（G）三大类。³⁶Friede等人在一篇分析ESG因素与财务绩效之间关系的实证研究中提出“ESG投资是考虑了会对投资绩效产生影响的非财务指标（ESG指标）的投资方式”。³⁷

MSCI认为ESG投资是一种在评估投资标的的过程中，同时考虑财务因素和环境、社会及治理因素的投资方式。³⁸欧洲责任投资论坛在2014年明确提出了“ESG整合（ESG Integration）”的概念：资产管理将ESG相关的机会与风险因素纳入传统财务分析和投资决策流程的投资方式。³⁹

ESG整合的提出，使ESG投资与之前的社会责任投资和道德投资真正区别开来：这一理念与社会责任投资最大的不同在于其投资的底层逻辑从“剔除”走向“整合”，从依靠价值观念支撑的道德选择走向在投资决策中对企业负外部性的理性考量。ESG投资能被主流市场接受，在很大程度上也受益于这一理念。

基于ESG投资的发展历程和具体实践，本文认为：ESG投资其本质是一种整合工具，投资者（以机构投资者为主）和研究人员通过综合考虑环境、社会及治理因素来审视风险与机遇，结合ESG指标与财务因素全面评估投资标的。与社会责任投资相比，ESG投资更强调综合利用E/S/G三个元素相关的指标对企业进行评估，并且将“整合”作为投资的指导思想，故本报告定义只有严格采纳了ESG整合策略的投资属于ESG投资。

本文综合MSCI、UBS、可持续会计准则委员会（SASB）和全球报告倡议（GRI）对ESG指标的分类，总结了出现频率最高的30个关键指标。需要注意的是，ESG指标对不同行业的重要性存在明显差异，例如：环境指标对能源类企业的影响程度远远高于金融机构，而後者的公司治理指标往往是ESG投资者关注的核心因素。

35. “Global Sustainable Investment Review(2018)”, GSIA

36. “ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented”, Duuren, 2016

37. “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, Gunnar Friede, Timo Busch and Alexander Bassen, 2015

38. MSCI: What is ESG? <https://www.msci.com/what-is-esg>

39. “European SRI study”, Eurosif, 2014

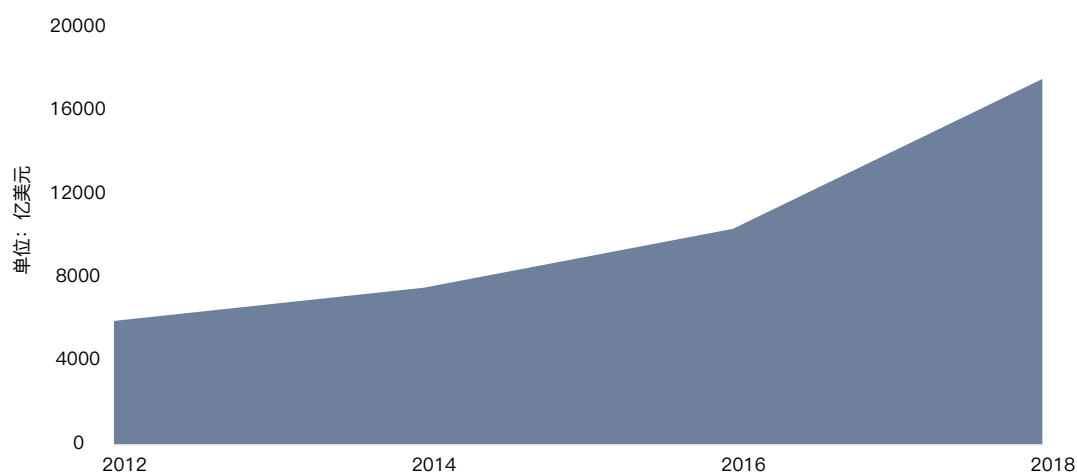
环境	社会	公司治理
生物多样性	产品质量	董事会结构
碳排放	顾客关系	贿赂与腐败
气候变化风险	社区关系	反恶意收购措施
能源使用	员工关系	高管薪酬
土地使用	健康与安全	所有权结构
原材料来源	人力资本管理	股东权利
供应链管理	保护人权	决策透明度
废弃物循环利用	有争议的商业活动	投票流程
水资源管理	负责任的营销与研发	CEO是否由董事长兼任
气候事件	利益相关者反对	内幕交易限制

资料来源：社会价值投资联盟（CASVI）

表9 ESG重要指标总结

三、市场规模

（一）国际市场



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟（CASVI）

图16 全球五大发达资本市场ESG投资规模（2012-2018）

截至2018年底，根据GSIA发布的报告，全球五大发达资本市场以ESG整合策略为主的ESG投资金额突破17万亿美元，相较于2012年底的6万亿美元规模，增长了近200%。⁴⁰

从构成来看，美国逐渐取代欧洲成为ESG投资最大市场：2018年全球超过半数ESG投资相关的资产在美国市场，这一数字在2012年还仅为19.5%；欧洲ESG投资占全球的份额从2012年的近67%滑落至2018年的28%。亚洲市场的份额增长极为明显，已从2012年的0.7%扩张到2018年的7%。加拿大和澳洲市场的ESG投资份额并未有明显变化，分别都维持在9%和3%左右。

尽管所有市场的ESG投资规模都在上升，但可以推算，美国和亚洲市场的增速明显高于其他市场。

	2012	2014	2016	2018
美国	19.5%	36.9%	56.0%	54.0%
欧洲	67.2%	56.0%	27.8%	28.0%
亚洲	0.7%	0.2%	1.4%	7.0%
加拿大	7.5%	5.7%	10.1%	9.0%
澳大利亚和新西兰	2.1%	1.2%	4.6%	3.0%

资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟（CASVI）

表10 全球ESG投资市场规模构成（2012-2018）

（二）国内市场

就中国资本市场而言，虽然ESG投资的市场需求逐渐增加，且呈现持续性增长的趋势，但实践多在公募基金领域，市场规模仍较小。根据中国证券投资基金业协会《ESG与绿色投资调查问卷（2019）》结果显示，47家受访公募基金管理人合计发行泛ESG投资产品17只，总管理资产规模为170.57亿元，其中中华宝MSCI中国A股国际通ESG作为唯一一只被动指数型基金，于2019年8月成立，成立规模为3.17亿元。此外，中国目前ESG投资应用的策略还较为单一，多为权益型投资。⁴¹

据统计，我国同期公募基金规模13.46万亿元，主打ESG概念的基金规模占比仅为0.13%，ESG投资市场规模仍处于相对较低的水平，未来还有较大发展空间。⁴²

下表选取了被动复制沪深300指数的国泰沪深300指数A作为参照基准，不难发现，2019年新发行的四款ESG主题公募基金在2020年初疫情造成资本市场剧烈波动期间的抗跌表现更佳。

40. 市场规模参考GSIA在2018年报告中披露的数据。

41. “践行ESG投资引领资本市场新趋势——基金行业献礼新中国成立70周年”，中国证券基金业协会，2020

42. “中国资本市场ESG发展总结报告（2019）”，中央财经大学绿色金融国际研究院

基金代码	基金名称	类型	成立时间	近三个月收益率	2019年底规模(亿元)	管理人
008264	南方ESG主题A	普通股票型基金	2019-12-19	-2.55%	23.05	南方基金
008265	南方ESG主题C	普通股票型基金	2019-12-27	-2.70%	4.85	南方基金
007548	易方达ESG责任投资	普通股票型基金	2019-09-02	-7.14%	13.16	易方达基金
501086	华宝MSCI中国A股国际通ESG	被动指数型基金	2019-08-21	-5.71%	1.24	华宝基金
020011	国泰沪深300指数A	被动指数型基金	2007-11-11	-9.01%	22.12	国泰基金
注：收益率更新至2020年4月10日						

资料来源：中国证券投资基金业协会、社会价值投资联盟(CASVI)

表11 2019年中国新增ESG主题公募基金产品与沪深300指数基金对比

四、实践方式

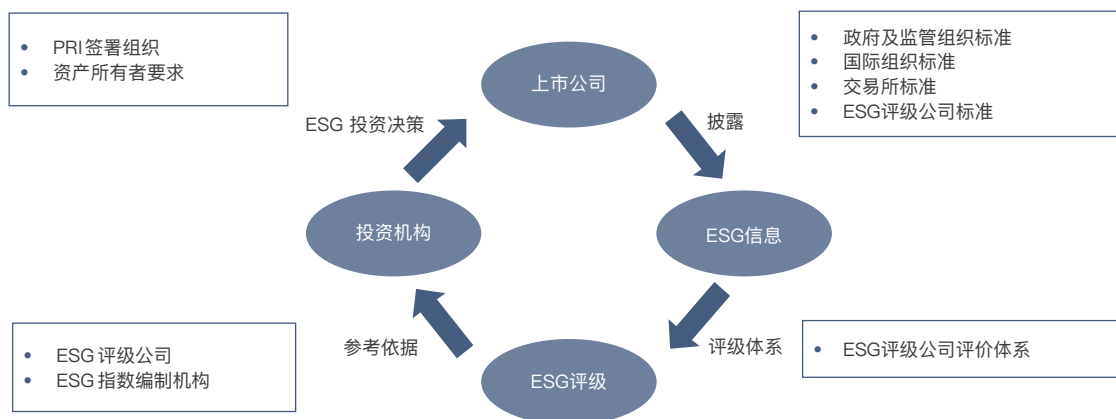
ESG投资的实践主体不仅有投资机构，还包括了上市公司、ESG评级机构及各类监管部门或非政府组织。需要指出的是，ESG投资目前正从二级市场向一级市场延伸，根据中国证券投资基金业协会2020年3月发布的《中国基金业ESG投资专题调查报告（2019）》，149家受访的股权投资机构中，131家机构对ESG/绿色投资有所关注，其中17家机构已开展相关实践。但由于二级市场相较一级市场ESG投资的实践更为成熟，本文主要关注二级市场ESG投资的实践方式与实践主体，并将这些主体之间多方博弈、动态影响的实践活动简化为包含四个步骤的环状流程，以便读者理解：

首先，上市公司按照ESG披露标准发布自身ESG信息，这些标准往往由政府监管部门、国际组织、交易所或评级机构制定；

紧接着，相关ESG评级机构根据企业公开发布的ESG信息依托ESG评价体系对其进行ESG评级；

之后，这些ESG评级结果将会成为指数公司（国际知名的指数公司通常会开发ESG评级体系，故它们既是ESG评级机构也是指数编制公司）编制ESG指数的参考依据；需要指出的是，一部分投资者会直接应用ESG评级结果而不参考ESG指数进行投资实践。

最终，各类投资机构根据ESG评级或指数完成对上市公司的ESG投资决策，而上市公司在获取资本市场对自身ESG实践的评价后将会采取相应措施进行调整。



资料来源：华泰证券、社会价值投资联盟（CASVI）

图17 ESG投资实践流程简化图

可以看出，ESG信息的披露是ESG投资的基础，没有真实、透明且规范的ESG信息，即使机构投资者有实践ESG投资的热情，也只能是“巧妇难为无米之炊”。

（一）信息披露

在信息披露环节，ESG信息的披露标准是关键，目前国际上主流的ESG报告标准可分为四种类型：国际（非政府）组织标准、ESG评级公司标准、证券交易所标准和政府监管部门标准。

国际（非政府）组织标准	全球报告倡议组织（GRI）标准、ISO 260000
ESG评级公司标准	MSCI、道琼斯、富时罗素、汤森路透
证券交易所标准	伦交所ESG报告指南、纳斯达克ESG报告指南、港交所ESG报告指南等
政府监管部门标准	欧盟《公司治理框架绿皮书》、韩国《公司治理最佳实践准则》

资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表12 国际主流ESG信息披露标准

与海外由投资需求推动、跨国非政府组织主导的披露标准不同，中国目前在ESG报告标准方面的探索主要由政府监管部门和交易所主导，自上而下推动ESG相关信息披露。

以环境信息为例，尽管还未出台强制企业遵循的信息披露准则，但根据中国人民银行等七部委于2016年联合印发的《关于构建绿色金融体系的指导意见》，我国要逐步建立和完善上市公司强制性环境信息披露制度。其中，上市公司披露环境信息将分“三步走”，争取实现在2020年，所有上市公司强制披露环境信息。

2017 年	被原环境保护部列入重点排放企业名单的上市公司强制性披露环境信息
2018 年	实行“半强制”环境信息披露，企业不披露相关信息必须解释为何不披露
2020 年	所有上市公司强制披露环境信息

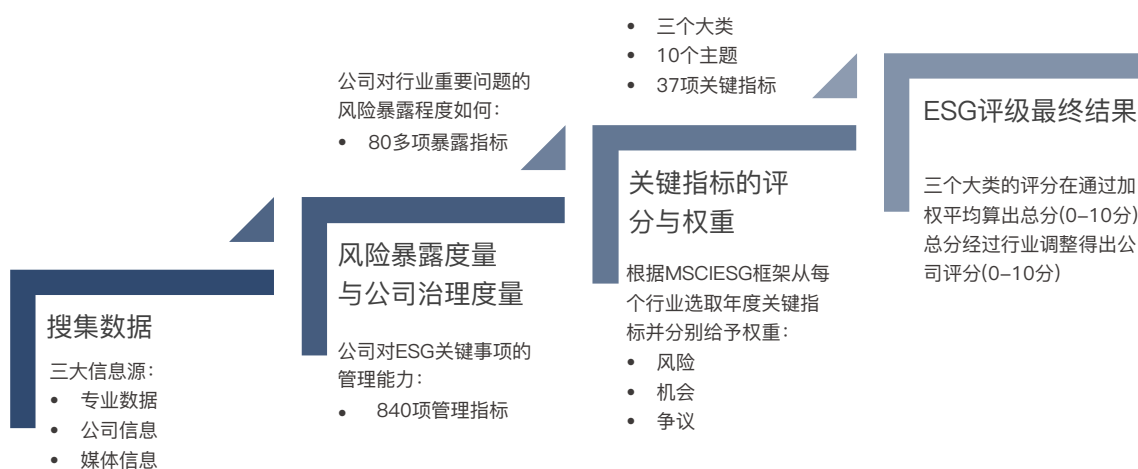
资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表13 中国内地企业环境信息披露计划进程

(二) ESG评级

在ESG评估环节，ESG评级机构发挥着至关重要的作用。下面本文以专业ESG评级机构——MSCI ESG Research为例。

MSCI ESG评级框架包含4个步骤，对37个ESG关键问题进行评估，重点关注企业核心业务与可能为企业带来重大风险和机遇的行业问题之间的交集。根据相对于同行的标准和业绩，MSCI将评估标的从AAA到CCC共分为七级。⁴³

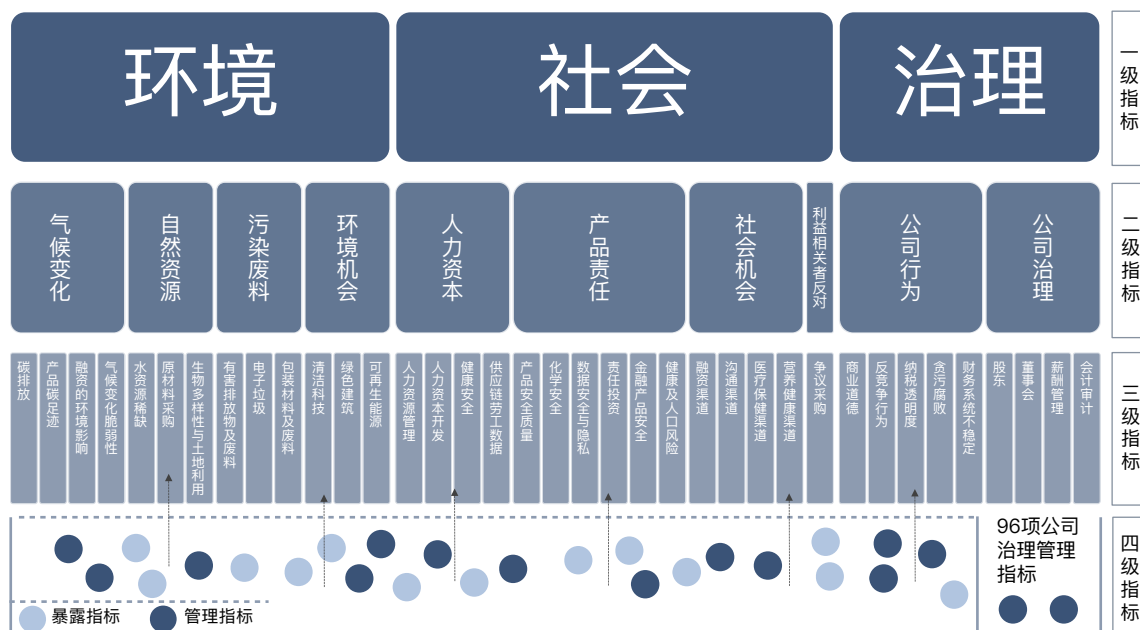


资料来源：MSCI、社会价值投资联盟(CASVI)

图18 MSCI ESG评级流程

MSCI ESG评级指标共分为四级：一级指标3项（3 Pillars），二级指标10项（10 Themes），三级指标37项（37 ESG Key Issues），四级指标（Metrics）共计920余项。四级指标分为两大类：80多项暴露指标（Exposure Metrics）和840项管理指标（Management Metrics）。前者考察公司对行业重要问题的风险暴露程度如何，后者衡量公司对ESG关键事项的管理能力。在对三级指标（即关键事项）进行评分时，会将两类四级指标结合考量。

43. “MSCI ESG RATINGS METHODOLOGY”, MSCI ESG Research, 2019



资料来源：MSCI、社会价值投资联盟(CASVI)

图19 MSCI ESG指标层级

(三) ESG指数制定

在完成对目标公司ESG评估后，ESG评级公司、ESG指数编制机构（国际上知名的指数编制机构通常会构建自己的评级体系，如：MSCI和富时罗素，它们既是ESG评级机构也是ESG指数的编制机构）或投资机构可以根据评级数据制定ESG指数。

如下图所示，截至2020年2月底，MSCI共发布了27套基于ESG评级标准的指数，其中20套权益指数组合，剩余七套为固收指数组合。这些指数按照整合、价值和影响分为三类，同时按照选股方式可划分为主题与广义两大类型。需要注意的是，其中部分指数并不是严格意义上的ESG指数，这是因为MSCI对ESG投资的定义更为宽泛，包含了社会责任投资和影响力投资的相关策略，例如：“不含烟草指数”、“不含争议武器指数”等主题指数实质上采用了社会责任投资的筛选策略。

	整合	价值	影响
权益指数	广义ESG ESG领导者指数 ESG普遍性指数 ESG专注指数 ESG选择指数 主题 治理质量指数 低碳目标指数 气候变化指数 低碳指数	广义ESG SRI指数 KLD400社会指数 ESG筛选指数 主题 不含烟草指数 不含化石燃料指数 不含争议武器指数 天主教价值观指数 不含煤炭指数 穆斯林指数	全球环境指数 可持续影响指数 女性领导力指数
固定收益指数	广义ESG ESG权重指数 社会责任指数 可持续性指数	SRI指数 不含争议武器指数 天主教价值观指数	绿色债券

资料来源：MSCI、社会价值投资联盟(CASVI)

图20 MSCI 泛ESG指数体系一览表

以MSCI亚洲市场ESG领先者指数为例，在有效观测时间段内，其长期跑赢同选股范围的MSCI亚洲市场指数。

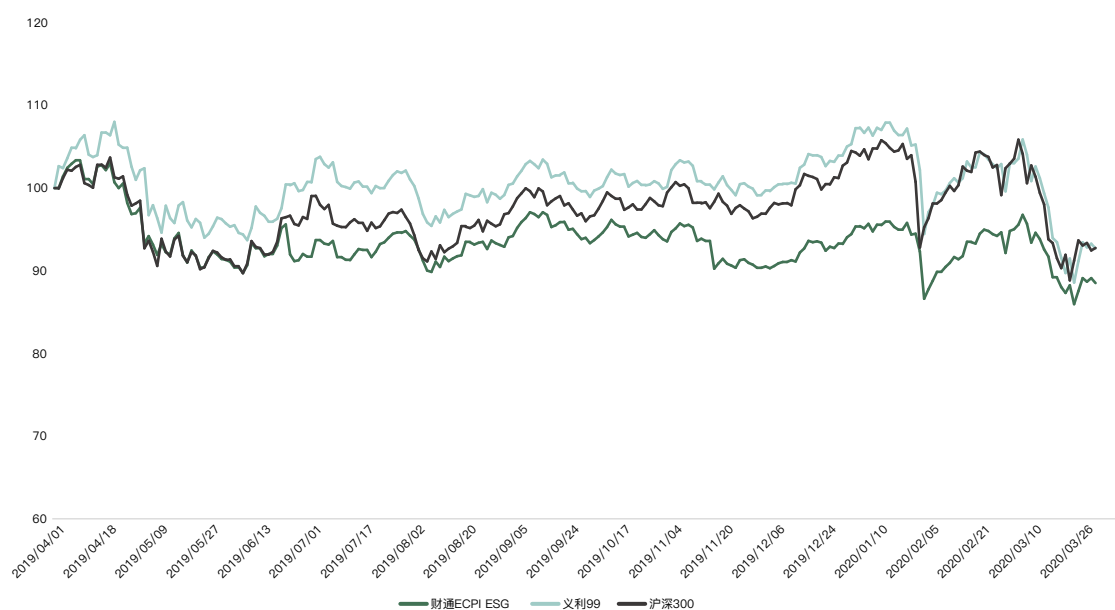


资料来源：MSCI、社会价值投资联盟(CASVI)

图21 MSCI亚洲市场ESG领先者指数优于MSCI亚洲市场指数（2013.09–2018.07）

我国具有代表性的本土ESG概念指数是：中证财通中国可持续发展100ESG(ECPI ESG)指数和社投盟义利99指数。⁴⁴由于后者的定义不同于一般ESG指数，作者将在之后“可持续发展金融”章节中对其进行阐述。

以中证财通中国可持续发展100ESG指数为例：该指数根据ECPI（意大利专业ESG指数公司）ESG评级方法，从沪深300指数样本股中挑选ESG评级较高的100只股票作为样本股，以反映沪深300指数中ECPI ESG评级较高公司股票的走势。该指数以2011年6月30日为基日，1000点位基点。⁴⁵



资料来源：Wind、社会价值投资联盟(CASVI)

图22 财通ECPI ESG、义利99与沪深300走势对比（2019.04–2020.04）

44. “义利99”的基金产品是博时可持续发展100ETF（基金代码：515090）

45. “中证财通中国可持续发展100（ECPI ESG）指数编制方案，中证指数有限公司

(四) ESG评级应用

对于ESG评级及指数的应用，我们认为主要有两种类型：基金经理在ESG指数的基础上直接复制指数或增加一定程度的主动管理进而构建基金；投资机构以ESG评级数据为参照，通过筛选或整合ESG因素构建资产组合或执行投资活动。

在此我们以高盛国际权益ESG基金（Goldman Sachs International Equity ESG Fund）为例，该基金是高盛资管旗下管理规模最大的一只ESG策略共同基金，属于主动管理型的投资方式。截至2020年3月底，该基金管理规模为1.98亿美元，持多头股票41支，空头股票1支，标的国别分布主要位于欧洲和日本。⁴⁶

	最近1年	最近3年	最近5年	最近10年
基金回报	7.97%	6.73%	3.13%	5.11%
同类排名	7	35	65	103

注：“同类排名”指美国资管机构设立的全球配置基金类别中的排名

资料来源：GSAM、社会价值投资联盟(CASVI)

表14 高盛国际权益ESG基金业绩表现

五、重要机构

(一) 负责任投资原则组织

负责任投资原则（Principles for Responsible Investment，简称PRI）是一项全球性的投资者倡议，受到联合国支持，但独立于联合国。

2005年，时任联合国秘书长安南联合一批具有影响力的机构投资者共同起草了负责任投资原则，于2006年在纽交所正式发布。2008–2009年金融危机期间，PRI的签署方数量迎来较大增长。2013年，PRI发布新版“全球签署方报告框架”，要求签署方每年报告负责任投资的进展。

6 项原则：

- 1.将 ESG 问题纳入投资分析和决策过程。
- 2.成为积极的所有者，将 ESG 问题纳入所有权政策和实践。
- 3.寻求被投资实体合理披露 ESG 相关问题。
- 4.推动投资业广泛采纳并贯彻落实负责任投资原则。
- 5.齐心协力提高负责任投资原则的实施效果。
- 6.报告负责任投资原则的实施情况和进展。

(二) MSCI ESG研究公司

MSCI成立于1969年，是一家面向投资者的分析工具提供商，旗下产品涵盖指数、分析模型、数据服务等。MSCI ESG评级与指数由旗下MSCI ESG研究公司（MSCI ESG Research）发布。2010年，MSCI收购了风险咨询服务商Innovest和KLD公司，成立了MSCI ESG研究公司，并于同年推出一系列MSCI ESG指数。2014年，MSCI ESG研究公司收购了GMI评级公司（GMI Ratings），该公司是对影响上市公司的ESG和会计风险进行研究和评级的提供商。

截至2019年底，MSCI ESG研究公司服务全球1200余家客户，包括46家全球规模前50的资产管理。其客户包括Manulife Asset Management, Merrill Lynch, Morgan Stanley等。此外，道富环球顾问公司和贝莱德先后建立了基于MSCI ESG评级的ETF。全球共计有900余支权益类和固定收益类指数使用了ESG评级数据，包括按地区分类、主题指数（如低碳领导者）和排除特定行业的指数等。

（三）Refinitiv

前身是汤森路透金融和风险业务部门的Refinitiv公司是欧盟委员会可持续金融技术专家组的成员。作为主要的数据提供商之一，为190多个国家的40,000多家机构提供服务。该公司称其能提供最广范围的（7,000多家全球公司的ESG数据和分数，涵盖了全球市值的70%）和能追溯最长时间的（自2002财年）ESG数据。

2009年，汤森路透通过并购Asset 4公司开始提供ESG数据。Asset 4成立于2004年，是美国市场上第一家提供原始ESG数据给投资者的公司，主要客户为养老基金。

2013年，汤森路透与总部位于纽约的指数设计公司S-Network Global Indexes共同开发了新的ESG指数系列，该系列覆盖美国和美国以外的发达市场。

2018年，汤森路透将其金融与风险业务部门55%的多数股权出售给私募股权公司黑石集团（Blackstone Group LP），重组后形成了Refinitiv公司。

（四）南方基金管理股份有限公司

南方基金成立于1998年3月，是国内首批获中国证监会批准的基金管理公司之一，注册资本1.5亿元人民币。南方基金业务覆盖全国社保基金、企业年金基金、公募基金、一对一理财和一对多专户理财等。

作为首批获得全国社保基金投资管理人、企业年金基金投资管理资格的基金管理公司，南方基金坚持探索能为长期投资者（资本）带来持久稳定收益的投资方式。

2019年，南方基金发布两款ESG投资公募基金——南方ESG主题A和南方ESG投资主题C，截至2019年12月31日，两款基金总规模为27.9亿元。

2019年11月28日，南方基金加入由新浪财经牵头发起，联合中国ESG领域表现卓越的企业共同组建的中国ESG领导者组织。

2020年1月4日，南方财经获得2020《财经》长青奖“可持续发展效益奖”。

六、政策梳理

（一）国际主要市场

就ESG投资政策而言，国际主流资本市场监管部门的关注重点已从上市公司转向投资机构。欧美市场ESG投资的相关政策已不局限于ESG信息的披露，更注重引导或要求投资机构实践ESG投资，例如：法国和英国都对资产管理人在投资决策过程中考虑ESG因素提出了要求。日本、中国香港和澳大利亚对开始强制要求上市公司披露ESG信息。美国资本市场监管当局对ESG投资的态度较为模糊，目前只有加州对其退休基金作出了明确的ESG相关的投资要求。需要指出的是，国际主要资本市场监管部门对上述ESG信息披露的具体内容基本参照了GRI、ISO2600等机构的规范指引。

发布时间	国家、地区或国际组织	文件名或简称	核心内容
2007.07	欧盟	“Shareholder Rights Directive 2017/828/EU”	机构投资者和资产管理公司应制定并公开披露审计业务政策，描述其如何将股东参与纳入其投资战略
2014.10	欧盟	“Non-financial Reporting Directive 2014/95/EU”	某些大型企业应编制一份非财务报表，其中至少应包含与环境事务、社会事务、尊重人权、反腐败有关的信息
2014.12	欧盟	“Statutory Audity Directive”	要求员工人数多于500人的公众企业在审计报告中披露具有“影响显著性”的ESG信息
2015.07	法国	“Energy Transition Law”	机构投资者必须在其年度报告中披露ESG因素与其投资决策的整合程度
2015.12	香港	“Environmental, Social and Governance Reporting Guide” (修订1)	要求所有香港上市公司自2016年起发布 ESG报告，部分指标的遵循要求提升至“不遵守就解释”
2016.08	英国	“Corporate Governance for Main Market and Aim Companies”	除须披露环境事宜、雇员以及社会与社区事宜信息的规定外，伦敦交易所指定的上市公司于2013年10月1日起，亦须披露有关温室气体排放、人权多元化的信息
2018.05	英国	“The Occupational Pension Schemes Regulations 2018”	受托人需说明其投资过程如何考虑ESG因素，特别是气候变化这一议题
2018.06	日本	“Japan’s Corporate Governance Code”	上市公司必须披露有用及具价值的非财务信息，包括ESG相关事宜和业务策略，从而确保公司治理的有效性
2018.09	美国加州	“Senate Bill No.964”	加州退休基金在2020年1月1日之前，公开报告其投资组合中关于气候相关的金融风险分析，包括分析的方法和结果，之后再每三年报告一次
2019.02	澳大利亚	“Corporate Governance Principles and Recommendation”	强制上市公司披露ESG信息，重点关注环境风险
2019.12	香港	“Environmental, Social and Governance Reporting Guide” (修订3)	缩短ESG报告披露时限，不迟于该财政年度结束后的5个月；新增有关气候变化的层面及修订环境关键绩效指标

资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表15 国际市场ESG投资相关政策（节选）

（二）国内市场

相较国际发达市场，国内关于ESG投资的配套政策尚显不足，且多集中在ESG信息披露层面，对投资者践行ESG投资的要求几乎没有——中基协在2018年11月发布的《绿色投资指引》明确鼓励基金管理公司进行ESG投资，但不具有强制性。

就ESG信息披露而言，我国现有的披露政策主要体现在社会责任报告上且强制程度不高，但相信随着中国资本市场逐步接轨国际，完善的ESG信息披露规定必将出现。

对于具体的信息披露标准，政府监管体系（国家质检总局和国家标准委）、交易所体系（证监会和两大证券交易所）以及科研机构（社科院）都发布了相关指引对企业ESG信息披露加以指导。

46. “Investing: Goldman Sachs International Equity ESG Fund Institutional Class”
<http://cn.investing.com/funds/goldman-sachs-focused-intl-equity-i>

发布时间	机构	文件名或简称	核心内容
2002.01	证监会	《上市公司治理准则》	对上市公司治理信息的披露范围作出了明确规定
2006.09	深交所	《上市公司社会责任指引》	鼓励上市公司建立社会责任制度
2007.04	国家环保总局	《环境信息公开办法（试行）》	鼓励企业自愿通过媒体、互联网或者企业年度环境报告的方式公开相关环境信息
2008.12	上交所	《〈企业履行社会责任的报告〉编制指引》	明确上市公司应披露的在促进环境及生态可持续发展方面的工作
2009.12	社科院	《中国企业社会责任报告编写指南》	总结了优秀企业社会责任报告的编制经验，提出了我国企业社会责任报告的编制原则、逻辑架构和内容体系
2014.04	全国人大	《环境保护法》	规定公司披露污染数据以提高透明度，要求政府机关负责公开发布资料
2015.02	深交所	《上市公司规范运作指引》	上市公司应当积极履行社会责任，定期评估公司社会责任的履行情况，自愿披露公司社会责任报告
2015.06	国家质检总局 国家标准委	《社会责任指南》《社会责任报告编写指南》 《社会责任绩效分类指引》	主要对什么是社会责任、包含哪些内容、如何履行给出指导。其内容基本沿袭了ISO26000的理念，但也根据我国的实际情况进行了调整
2018.09	证监会	《上市公司治理准则》修订	增加了利益相关者、环境保护与社会责任章节，规定了上市公司应当依照法律法规和有关部门要求披露ESG相关信息
2018.11	中基协	《绿色投资指引（试行）》	有条件的基金管理人可以采用系统的 ESG 投资方法，综合环境、社会、公司治理因素落实绿色投资
2019.03	上交所	《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	要求上市公司应当在年度报告中披露履行社会责任的情况，并视情况编制和披露社会责任报告、可持续发展报告、环境责任报告等文件。出现违背社会责任重大事项时应当充分评估潜在影响并及时披露，说明原因和解决方案

资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表16 中国内地ESG投资相关政策

七、未来展望

实证研究和历史数据已经表明，投资者不需要在投资收益和ESG表现之间做出取舍：ESG因素几乎不会对投资收益产生负面影响，反而能带来超额收益，这种超额收益在新兴市场尤为明显，例如：MSCI新兴市场ESG领导者指数自2009年以来的表现长期优于其基准指数（MSCI新兴市场指数）。学界对此也已有了解释，一些学者认为ESG因素对投资收益的影响来自于三大方面：同行中的竞争优势、更强的盈利能力和更高的股息。⁴⁷这一理念其实暗含了可持续发展价值（“ESG+E”）的思想，即更好的ESG表现转化为企业的核心竞争力进而带来了更高的经济价值，形成“义利转化”的正向循环。

或许是由于ESG因素的价值发现与转化作用被越来越多的投资者认识到，其主流化的趋势正不断提速。从全球范围来看，签署PRI的资产管理机构数量快速增长，ESG投资主流化的趋势加速，ESG投资市场规模迅速扩张。根据加拿大皇家银行（Royal Bank of Canada，简写作RBC）2019年发布的责任投资调研报告，北美、欧洲和日本等发达市场的投资者对ESG投资的主动追求程度越来越高，降低风险和追求超额收益已超越受托责任，成为投资机构进行ESG投资的首要原因。⁴⁸

对中国内地市场而言，ESG投资正进入初步成长期，完整的生态体系尚未构建，进一步发展的关键在于ESG信息披露制度的完善。

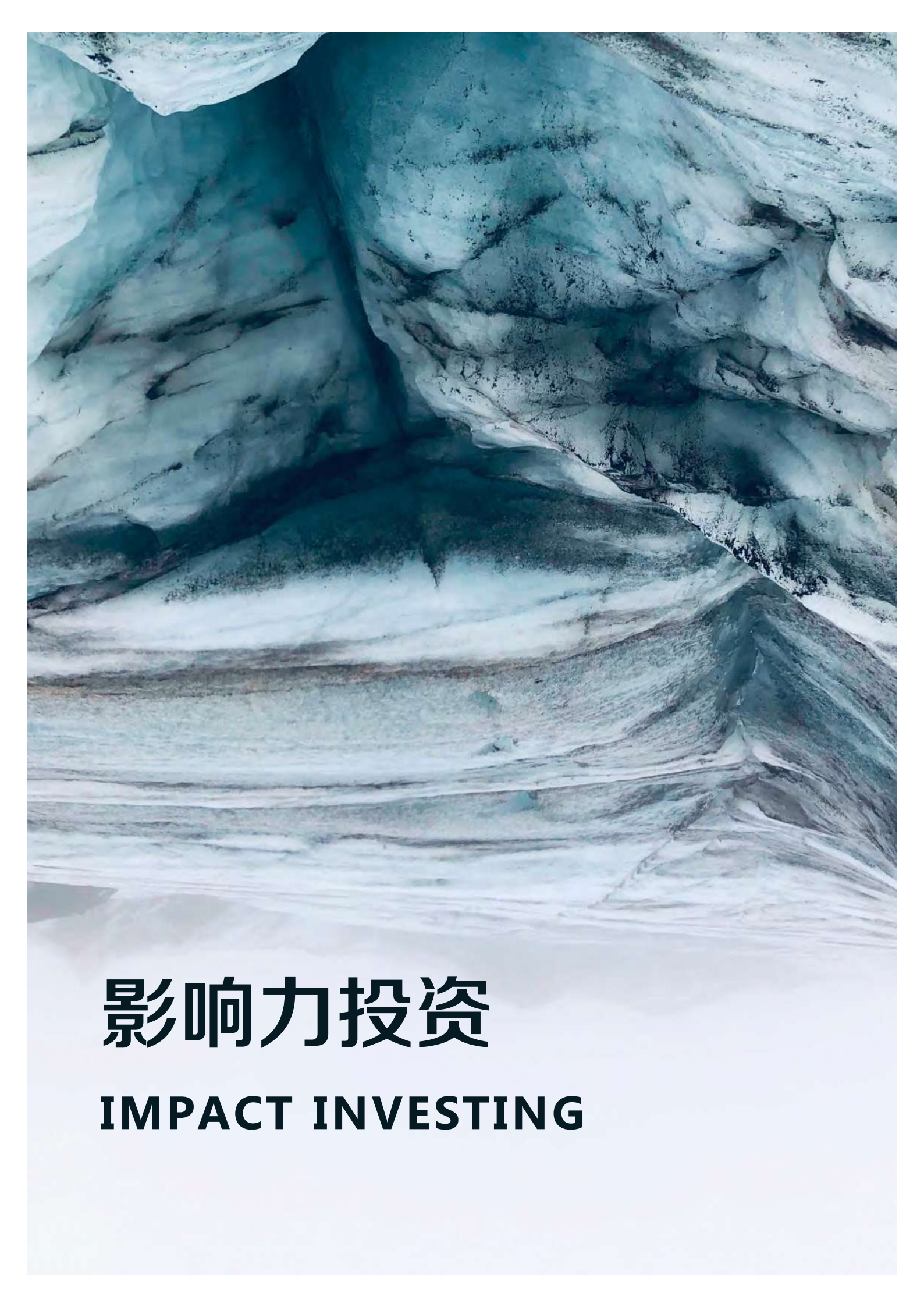
47. “Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth”, Gregory, Tharyan and Whittaker, 2014

48. “2019 Responsible Investing Survey Key Findings”, RBC Global Asset Management, 2019

首先，中国目前还缺少具有强制性的上市公司ESG信息披露规则。根据《中国经营报》2019年6月8日消息，上交所的《ESG指引》或将于2020年出台，这将从信息源头处大力推动ESG投资在中国的开展。同时，越来越多的企业开始适应ESG投资的趋势，ESG信息的发布与应用将会更加普遍。

其次，由于信息披露的不足，基金管理公司难以对非财务指标进行系统整合，目前中国资本市场的ESG主题投资产品多使用筛选策略，采用严格意义上ESG整合策略的不多，未来可能会出现策略更为多元的ESG投资产品。

最后，本文想要指出的是，随着中国A股被纳入MSCI和富时罗素等国际重要指数，我国养老金、保险资金等追求长期稳健现金流的机构投资者进入资本市场的步伐提速，ESG投资即将迎来风口，2020年后会有更多的金融机构开展ESG投资，相信届时ESG投资市场规模与产品数量均会有大幅提升。



影响力投资

IMPACT INVESTING

一、发展历程

20世纪末，出现了一批和以往传统社会企业不同、主要以商业模式去解决公共领域具体挑战的新型企业以及支持这些企业的、带有“社会环境改善目的性”的新型资本。1983年，穆罕默德·尤努斯（Muhammad Yunus）在孟加拉创立小额贷款银行——格莱珉银行（Grameen Bank）。格莱珉银行模式是一种利用社会压力和信用体系而建立起来的普惠金融模式，在国际上被大多数发展中国家模仿或借鉴。1999年，威廉·富特（William Foote）创立Root Capital，这是一家农业贷款机构，通过投资成长型农业企业，推动拉美等新兴市场发展。

2007年，在意大利北部贝拉焦中心（Bellagio Center）的一次会议上，洛克菲勒基金会正式提出了“影响力投资（Impact Investing）”的概念。与会人士多成为了早期的影响力投资者，他们不满足于通过社会责任投资或ESG投资等投资方式来排除有不良外部性的企业，而是希望对主动解决环境、社会问题的企业（多为社会企业）加以资金支持，以最大程度地发挥资本向善的作用。⁴⁹

巧合的是，就在当年，美国房地产泡沫开始破裂并触发了次贷危机，进而在2008年导致席卷全球的金融危机。美国第四大投资银行雷曼兄弟倒闭了，成为美国历史上规模最大的破产案；到2008年底，即使在实施了一系列救市政策后，美国每个月仍有75万个工作岗位流失；不单是美国，世界经济整体增速也在2009年回落到0.8%，远低于前5年平均增速；全球贸易也在金融危机爆发一年后出现了25年来的首次下降。2008年的金融危机印证了金融体系在人类社会中的重要地位，这也使危机之后的人们开始思考，是否可以换个角度，主动引导资本市场的巨大力量来实现积极的社会效益。

除了2008年全球金融危机使金融系统内部开始反思如何更好地发挥资本的作用，日益严峻的环境与社会问题：普遍存在的平等、愈发严峻的气候危机、个别国家和地区发展停滞带来的局部长期动荡等，确乎急切地需要更多资本（尤其是私人资本）的介入。越来越多的投资者开始考虑利用投资对环境和社会产生积极的影响，以资本向善的力量来面对人类社会共同的挑战。

2010年，一份由摩根大通和洛克菲勒基金会出版的报告，明确将影响力投资定义为一个新兴的资产类别，并预测到2020年时全球影响力投资规模将突破4000亿美元。⁵⁰同年，在英国诞生了全球第一只社会影响力债券（Social Impact Bond，简写作SIB），该债券打通了政府、私人领域和社会公益组织三大部门的边界，为解决监狱累犯问题提出了全新思路。

2013年9月，八国集团（G8）在英国担任轮值主席期间由时任英国首相戴维·卡梅伦（David Cameron）牵头成立了社会投资工作组（Social Impact Investment Taskforce），由欧洲风投之父罗纳德·科恩爵士（Sir Ronald Cohen）担任主席。⁵¹该工作组于2014年发布研究报告，呼吁政府与金融部门释放来自慈善捐助、养老基金和私人财富的数十亿资金，来推动影响力投资的成长。

在这样的背景下，影响力投资在这十余年间取得了快速的成长。全球影响力投资网络（Global Impact Investing Network，简写作GIIN）2019年最新一期报告显示，截至2019年初，全球有超过1340家机构从事影响力投资，它们管理着超过5020亿美元的资产，超过了摩根大通之前的预测。⁵²但必须承认的是，影响力投资的规模仍较小，无法解决巨大的社会和环境挑战实践机构也多位于北美和西欧（占全球影响力投资总规模的79%），许多新兴市场投资者对这一投资方式还较为陌生。

就中国市场而言，影响力投资方兴未艾。2012年6月，基于新经济中国（New Ventures China）平台建立起来的国内首家针对环保型中小企业提供投资的影响力基金——中国影响力基金（China Impact Fund）宣布成立，该基金已选投了四家解决环境与社会问题的初创企业。2014年南都公益基

49. 社会企业一般指，解决社会问题、增进公共福利的企业。

50. 洛克菲勒基金会对影响力投资的定义和解读随着影响力投资的实践发展发生了变化，下文将对影响力投资的概念进行阐述

51. 科恩爵士是Big Society Capital（BSC）和The Portland Trust的联合创始人，目前担任全球影响力投资指导小组（Global Steering Group for Impact Investment，简写作GSG）的主席。

52. 这些数据仅指参与了GIIN调研的机构，实际数量可能更多。

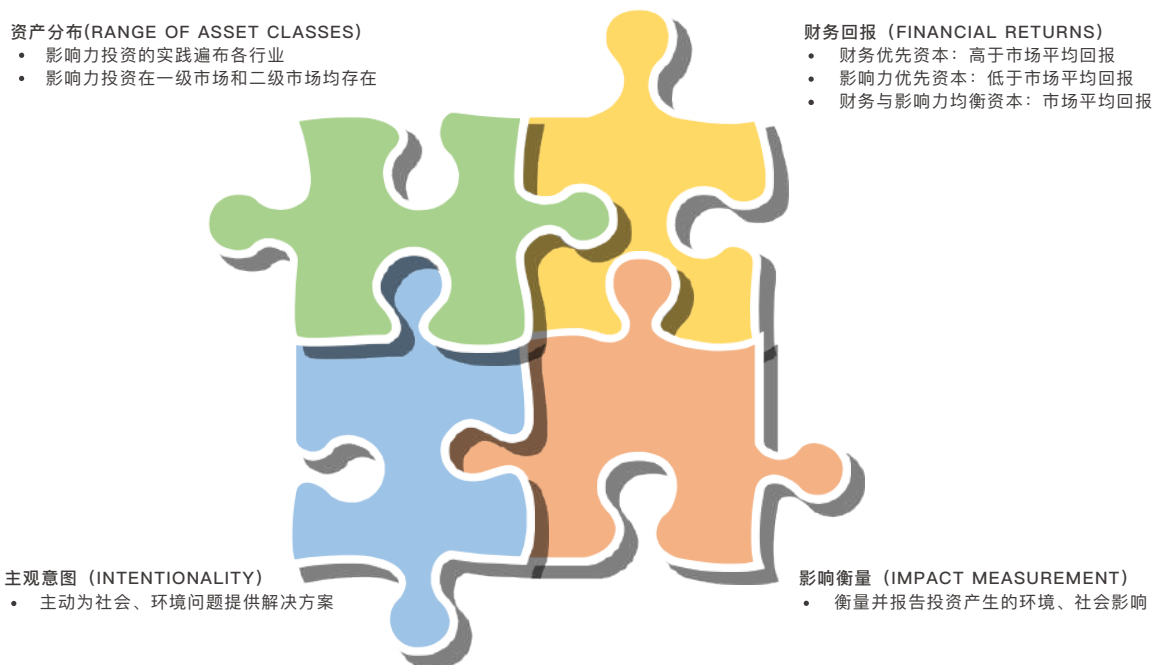
金会联合16家公益基金会共同发起成立了中国社会企业和社会投资联盟，成为国内影响力投资最大的推动力量之一。2015年，中国首家国际公益学院——深圳国际公益学院在比尔·盖茨（Bill Gates）、瑞·达里欧（Ray Dalio）、牛根生、何巧女和叶庆均等五位中美慈善家联合倡议下成立，致力于中国慈善和影响力投资人才的培养。2016年9月，中国首家社会联盟类公益机构——社会价值投资联盟在深圳成立，该联盟是支持“义利并举”社会创新创业项目的影响力投资促进平台。

可以预见，随着联合国2030可持续发展目标（SDGs）的提出，强调经济收益和社会及环境效益一体性的影响力投资将成为富有责任感的投资者们日益关注的投资方式。

二、概念解读

牛津大学斯克尔中心（Skoll Center for Social Entrepreneurship, Oxford University）认为，影响力投资是介乎于慈善捐赠和单纯追求财务回报的投资之间、兼顾社会影响力和财务回报的投资方式。⁵³美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research, 简写作NBER）2019年12月发表的关于影响力投资的工作论文中则直接采用了GIIN对影响力投资的定义。⁵⁴

GIIN作为这一领域的先行者，其对影响力投资给出的定义是“旨在产生积极且可度量的社会与环境影响，并同时带来财务回报的投资”。GIIN认为影响力投资的四大核心要素是：主观意图（Intentionality）、财务回报（Financial Returns）、影响衡量（Impact Measurement）和资产类别（Range of Asset Classes）。



资料来源：全球影响力投资网络(GIIN)、社会价值投资联盟(CASVI)

图23 影响力投资核心要素

53. “影响力投资趋势与挑战”，深圳国际公益学院，2017

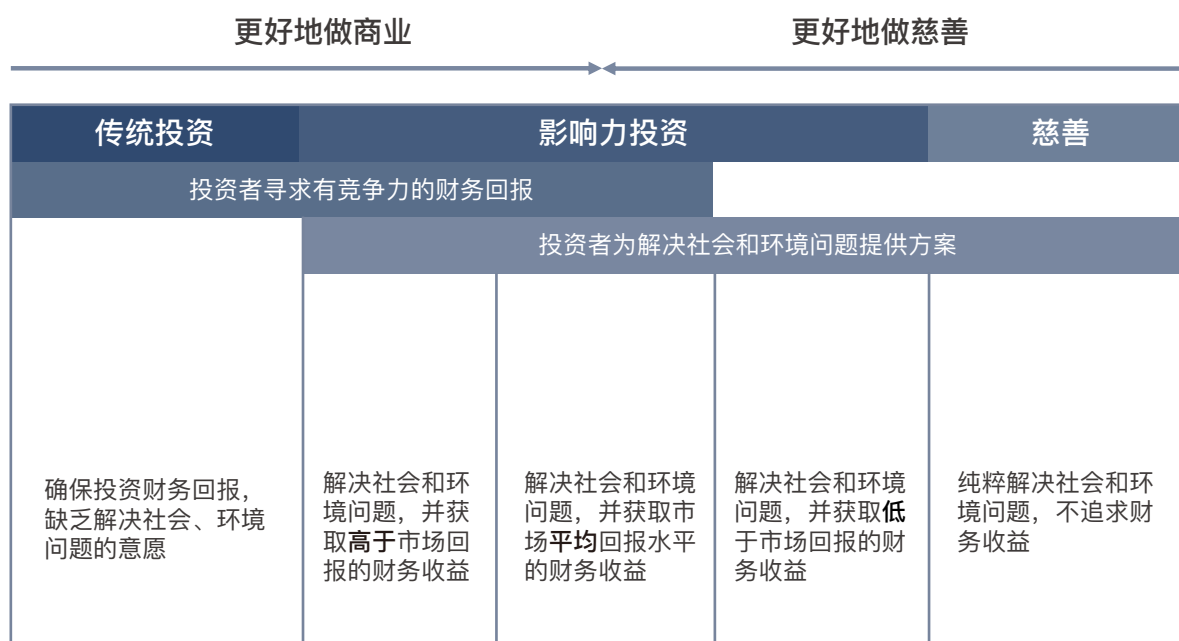
54. “Impact Investing”, Barber, Morse and Yasuda, NBER Working Paper 26582, December, 2019

影响力投资区别于可持续发展金融范畴下其它投资方式的核心在于其出发点——主动解决各类型的环境和社会问题，这种“问题意识”使影响力投资对财务回报的要求可能低于市场平均水平，当然，影响力投资也有可能取得等于或高于市场平均水平的财务回报。就影响力衡量手段而言，不同的投资者可能根据具体项目采纳不同的评价体系，现阶段受行业较为认可的是GIIN发布的IRIS+（Impact Reporting and Impact Standards+）指标库。

此外，影响力投资的资产分布广泛，对能源、医疗、生活用水、基础设施和金融服务等行业均有涉及，投资方式也涵盖了债券、贷款和股权投资等。这一点与GIIN在2010年关于影响力投资的定义有所不同，随着实践的发展，影响力投资涉及的资产类别在不断增多。

但需要说明的是，不同性质的主体对影响力投资的认知存在差异：例如，传统基金公司追求财务回报优先，可能将影响力投资视为一种在原有投资管理基础上主动引入更高视角（对人类社会及环境的影响）或考虑更多风险变量的投资方式；有公益慈善背景的基金会追求影响力优先，认为影响力投资要主动解决社会痛点，投资带来的财务回报是使影响力可持续的支撑工具。

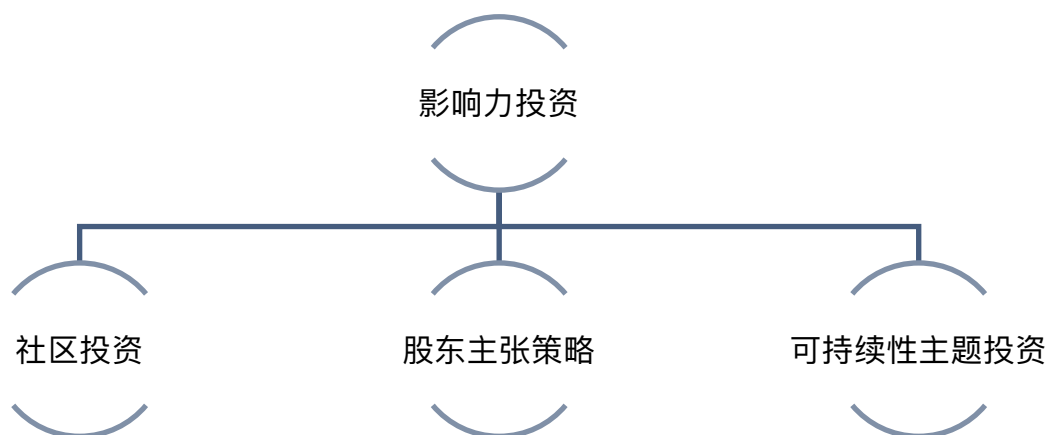
这两类机构的出发点可能存在差异，但共同促成了影响力投资这一主动解决社会、环境问题的投资方式的产生。



资料来源：社会价值投资联盟(CASVI)

图24 影响力投资光谱

结合GSIA关于可持续投资的策略分类和定义，作者认为影响力投资包含如下三种策略：社区投资（Community/Impact Investing）、可持续性主题投资（Sustainability Themed Investing）和股东主张（Corporate Engagement & Shareholder Action）。



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟(CASVI)

图25 影响力投资策略分类

社区投资指为了解决某些环境和社会问题，以私人投资形式有针对性地投资传统金融服务难以覆盖的社区或特定地区；可持续性主题投资指专门投资与可持续发展主题相关的资产；股东主张策略在操作方式上与前述两种有一定区别，其以投资获取的股东地位与权利，依据特点价值观或行为准则对公司（多为上市公司）的行为施加影响。

结合光谱图，本文需要指出的是，不同影响力投资策略对解决社会和环境问题解决的贡献程度存在差异，这也导致了这些策略对可持续发展目标（SDGs）的影响程度不同。⁵⁵具体而言，股东主张策略对社会和环境问题的主动贡献程度低于社区投资和可持续性主题投资。

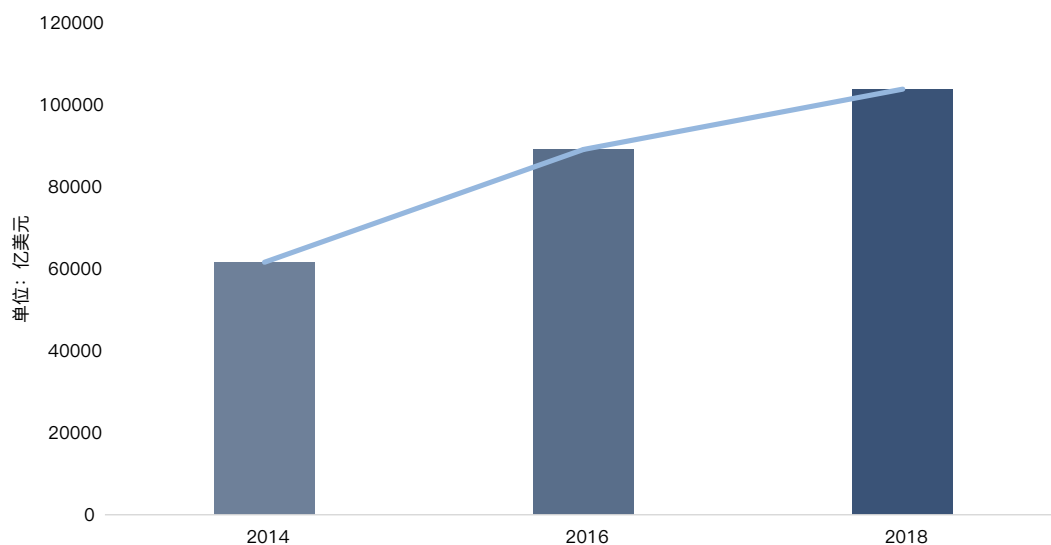
三、市场规模

根据GSIA的报告，自2010年后影响力投资的市场规模在不断上升。截至2018年底，全球五大发达资本市场总计有10.4万亿美元的资产与三种影响力投资策略相关，这一数字在2014年仅为6.1万亿美元，增长近70%。而根据GIIN在2019年初对全球1340多家影响力投资机构的深度调研，全球影响力投资的实际管理规模约为5020亿美元。在此需要指出的是，GSIA的统计方法中有策略重叠的部分，并且GIIN所调研的影响力投资与GSIA分类方法中的社区投资和可持续主题投资更为接近。

此外，参考GIIN2014年至2018年对80家较早开展影响力投资的机构的持续调研结果，其合计管理资产规模的复合年增长率为16%，从2014年的75亿美元增长到2018年的136亿美元；该机构的影响力投资者调研还显示，平均每位影响力投资者的年交易笔数已由2016年的41笔，增加至2019年的59笔。⁵⁶

55. 关于影响力投资的三种策略及其它可持续投资策略对SDGs的影响程度差异，将在本报告最后一章中进一步论述，在此不做详细说明。

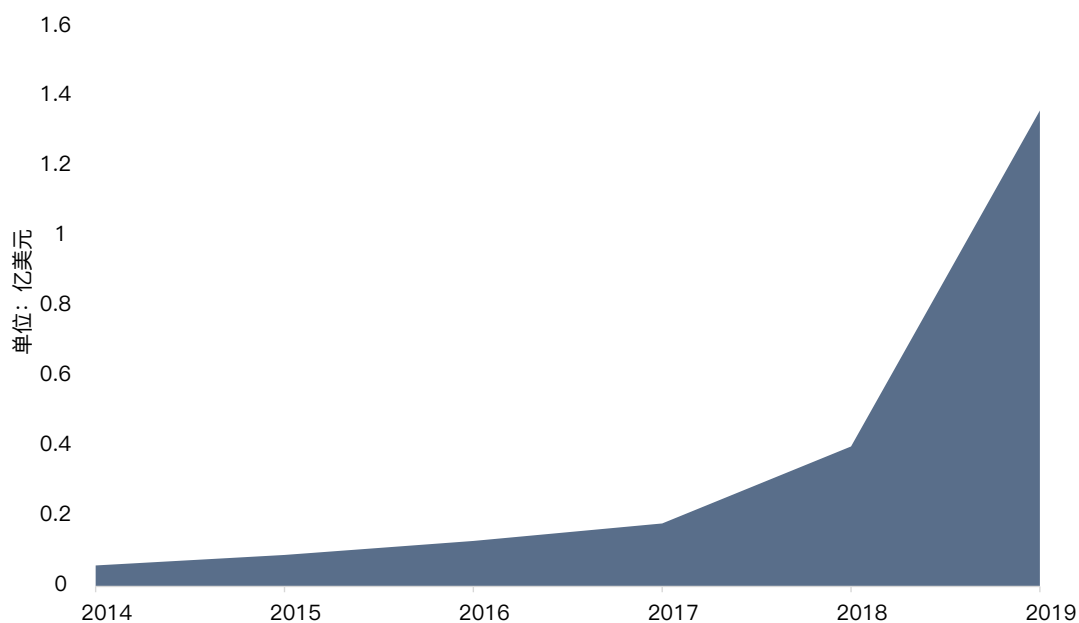
56. “2019 Annual Impact Investor Survey”, GIIN, 2019



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟(CASVI)

图26 全球五大发达市场影响力投资关联资产总规模

中国市场暂无影响力投资的具体规模，本文结合GIIN于2017年、2019年发布的“影响力投资者调研（Annual Impact Investor Survey）”和奥纬咨询联合GIIN于2019年发布的“亚洲影响力投资”相关数据推算,截至2019年底，中国影响力投资规模约为1.36亿美元。⁵⁷



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟(CASVI)

图27 中国内地影响力投资规模测算

57. 具体推算过程详见报告附录1

四、实践方式

影响力投资的实践方式包括但不限于：股权投资、债券、贷款和房地产投资等。其中影响力股权投资、影响力债券和影响力贷款占影响力投资总体市场规模的近80%。

需要说明的是，影响力股权投资在一级市场和二级市场的实践形式有所不同：二级市场的影响力投资者一般采用股东主张策略，例如日本的非政府环保组织Kiko Network通过股权投资成为日本第二大金融机构瑞穗金融集团（Mizuho Financial Group）的股东，它于2020年4月联合持有瑞穗近2000亿美元市值股票的国际投资者发起股东动议来敦促瑞穗削减对涉碳企业和业务的贷款并将更多资源分配到绿色信贷、绿色债券等领域；而一级市场的影响力投资注重对主动解决环境、社会问题的创新型企业直接加以资金支持，一般由风险投资机构和私募股权投资机构执行，更贴近影响力投资的本质。

本文将通过以下两个案例对影响力投资（一级市场）、影响力债券和影响力贷款的实践进行介绍。

（一）影响力投资与贷款

以聪明人基金（Acumen Fund）为例，其总部设在美国纽约，是一家于2001年注册成立的，由传统投资和慈善捐款共同组成的混合基金会，开展影响力直接投资和贷款活动。它接受社会捐款和商业资本。但不同于传统慈善组织将资金直接捐出，聪明人基金透过股权投资或借款，支持致力于解决贫穷问题的发展中国家初创企业，并借此获得一定财务回报。



资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

图28 Acumen Fund主要投资领域

目前聪明人基金投资的主要行业为农业、能源、教育和健康管理，地理区域主要集中在南亚、拉丁美洲和东非等发展中国家。⁵⁸聪明人基金对单一投资案的注资金额在30万到250万美元之间，阶段以种子轮到A轮为主，期望在七到十年后可以收回借款或是将股权转让手。

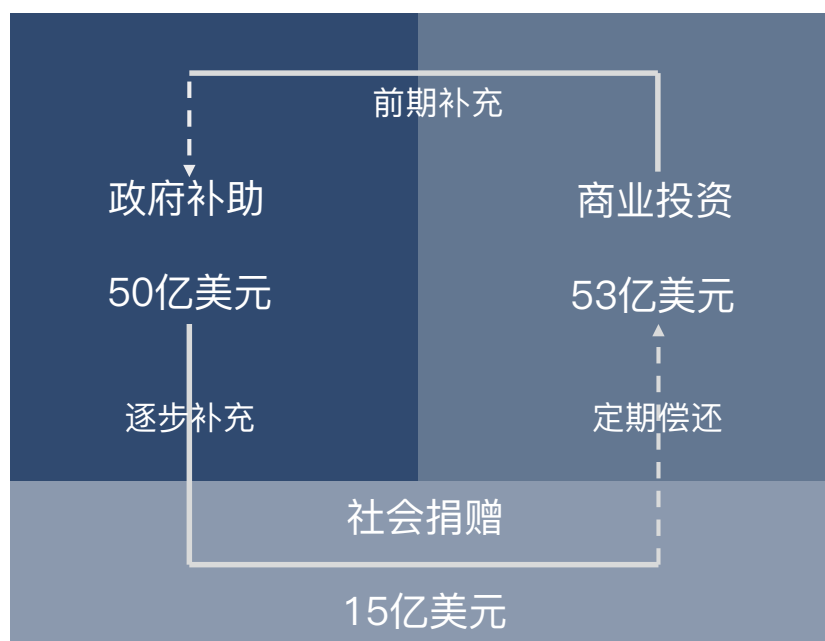
其基金投资主管Alberto Gomez-Obregon指出，由于其投资标的在早期难以建立盈利性的商业模式，聪明人基金为此准备了一套帮助初创企业建立良好商业模型的理论。聪明人基金在加入商业模式处于启蒙阶段和验证阶段的公司后，会派出专业人士帮助这些公司优化、规范原有的商业模式并实现可持续性盈利。

其投资对象包括：坦桑尼亚知名的防疟疾蚊帐生产商A to Z，在印度农村拥有1500多个配送网点的物流服务商RISHTEE等。以前者为例，该公司目前雇佣员工超过7000人，每年可生产3000万个持久性杀虫蚊帐，有效地遏制了疟疾在非洲大陆的传播，并多次获得非洲当地的产品创新奖项。截至2019年10月底，聪明人基金以1.2亿美元影响了2.6亿人口，平均1美元影响2个人。⁵⁹

（二）影响力债券

疫苗债券是具有重要意义的影响力债券，该债券的出现与全球疫苗免疫联盟（Global Alliance for Vaccines and Immunization，简写作GAVI）密切相关，GAVI是一个公私合作的全球卫生合作组织，工作宗旨是与政府和非政府组织合作促进全球健康和免疫事业的发展；工作职责是提供技术和财政支持；推广的疫苗主要有天花、乙肝、流感、痢疾和黄热病等。

该联盟的资本结构由社会捐赠、政府补助和商业投资组成，初始资本源于盖茨基金会的15亿美元捐赠，补助款来自英、法、荷等九国政府，商业投资则透过发行疫苗债券的方式来获取。疫苗债券由国际免疫金融机构（IFFIm）发行，该机构由GAVI推动成立，成立伊始从各国政府处募集约50亿美元计划补助款，但受各国政府年度预算限制，其补助款只能分20年给付，但贫困国儿童的疫苗需求刻不容缓，故IFFIm以这些政府许诺的补助款做质押金发行了顶级或3A级债券，通过这些疫苗债券来获取商业投资。



资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

图29 IFFIm资本结构

58. Acumen: About us <https://acumen.org/about-us/>

59. 上海交通大学研究生院：追求财务与社会效益的双重回报 <http://mba.saif.sjtu.edu.cn/posts/868>

从2006年至2015年，IFFIm以六种币别发行了31期免疫债券，从法人及个人投资者处募得53亿美元。这些债券在证券交易所挂牌买卖，流通性佳，颇受青睐。就投资回报而言，各债券的利率不一，通常是三月期Libor加码，视信评而定，能给予商业投资者市场平均水平的回报。在影响力方面，IFFIm迄今已对全球71国提供25亿美元的疫苗资金，成功地预防了400万件不必要的死亡案。⁶⁰

五、重要机构

（一）全球影响力投资网络

2008年，洛克菲勒基金会、Acumen Fund和B Lab联合日立、德勤、普华永道等技术支持方创建了汇报影响力资本绩效的通用标准——IRIS指标目录。

2009年9月，美国前总统比尔·克林顿在纽约宣布成立“全球影响力投资网络(GIIN)”，该非盈利组织致力于在全球范围内促进更有效影响力投资。此后GIIN成为IRIS指标目录研究中心。成立伊始，GIIN便得到了洛克菲勒基金会250万美元的支持、摩根大通75万美元的支持以及美国国际开发署对IRIS计划100万美元的支持。

2019年，GIIN推出了由数百家影响力投资机构、800位利益相关方共同参与的升级版IRIS+体系。目前，IRIS+体系有600余项评估指标，并提供这些影响力投资指标与联合国可持续发展目标、50种其他标准和平台的对标工具，便于和投资者现有的传统财务分析工具结合。截至2019年12月，据GIIN披露的数据，注册使用IRIS+体系的用户超过15000名。

（二）国际金融公司

国际金融公司（International Finance Corporation，简写作IFC）成立于1956年，是一家提供投资、咨询和资产管理服务的国际金融机构。作为世界银行集团的私营部门，通过投资营利性的商业减贫项目来促进经济发展，目前有184个成员国政府作为公司股东。

2019年4月，IFC提交的影响力管理操作原则在国际货币基金组织春季会议上定稿并正式启动。影响力管理操作原则的发起机构包括16家政府和非政府金融机构，如欧洲复兴开发银行；现有58家具有影响力的机构投资者为该原则的签署方。

该影响力管理操作原则分为5个阶段，9项原则：

- 战略目标：**
 - 1.定义与投资策略相一致的战略影响目标；
 - 2.在投资组合的层面上管理战略影响和财务回报。
- 起源与结构：**
 - 3.建立管理人对实现影响力的贡献；
 - 4.基于系统性的方法评估每项投资的预期影响；
 - 5.评估、处理、监控和管理每项投资的潜在负面影响。
- 投资组合管理：** 6.监督每一项投资在达成影响力预期方面的进展，并作出适当的反应。
- 退出的影响：**
 - 7.考虑到对持续影响的影响，执行退出；
 - 8.根据取得的影响和吸取的教训，审查、记录和改进决策和过程。
- 独立的验证：** 9.公开披露与原则的一致性，并定期对一致性进行独立验证。

（三）B Lab

B Lab成立于2006年，是一家位于美国的从事企业影响力认证的非营利性组织，致力于让使命驱动型公司更容易地保护和改善它们的积极影响。其研发了B Impact Assessment标准，该标准致力于为企业测量和管理影响力赋能，它的主要用户是规模在50人以下的中小企业。该标准的指标分为五个主题，分别是治理、员工、社区、环境和顾客，在五个主题下通过二级指标包括超过1000个细节问题。截至2019年6月，在64个国家的150个行业中，共有超过50000家企业使用B Impact Assessment进行企业管理。

2020年1月29日，B Lab和联合国全球契约（UNGC）发布了帮助全球商业组织进行影响力管理的在线工具——SDG行动管理工具，该工具结合了B Impact Assessment标准、UNGC十项原则和可持续发展目标，以帮助全球各地不同规模的公司改进其可持续发展的进展情况。

（四）瑞银集团

瑞银集团（UBS）于1998年由瑞士联合银行及瑞士银行集团合并而成，瑞银是世界最大的私人财富资产管理之一，其在影响力投资（可持续性主题投资）领域的实践较早，产品较为丰富。

在2018年，其推出的全部由可持续资产构成的投资组合目前的投资额已突破100亿美元大关。2020年2月，瑞银开始为其私人客户发起了一项新的长期投资计划——The New Future，希望为客户提供包含可持续资产的投资组合来满足客户对可持续性因素考量的强烈要求。该系列的第一个产品——Future of Waste关注于废弃物品的科学处理和循环利用，已经于2020年2月24日推出。

（五）青云创投

青云创投成立于2000年，是中国绿色产业股权投资领域的开创者，也是全球较早专注于该领域的股权投资机构之一。青云创投秉承“利成于益”的投资理念和财务、环境、社会“三重底线”的投资实践，是国内影响力投资（Impact Investing）的领导者，体现了极强的社会效益和环境效益，成为首家获得“中国最佳企业公民成长大奖”的风险投资机构。

青云创投目前有两只在管基金：中国环境基金和智能技术创新基金。前者于2002年由青云创投发起成立，是国内第一支致力于推动绿色发展的美元股权投资基金系列，关注领域为能源与资源、生态环保和新材料。基金投资人包括国际著名开发银行、家族办公室、世界500强跨国公司和主要金融机构投资人等。该基金已成功投资并退出了多个项目，为投资人带来丰厚的回报。2011年，青云创投作为唯一被提名的中国私募股权机构，赢得了PE Asia——亚洲权威私募股权杂志颁发的年度“亚洲最佳社会责任投资机构”奖项。

六、政策梳理

不同于ESG投资的相关政策更关注于投资机构，影响力投资的相关政策更偏向对影响力投资标的，即社会（创新型）企业的支持

（一）国际市场。

时间	国家或国际组织	文件名	核心内容
2007.07	美国	Community Reinvestment Act	为银行等信贷机构设定了统一的社区再投资评估标准
2012.03	英国	Public Services(Social Value) Act	政府部门在采购活动前要考虑如何优化可能会产生的社会影响
2013.02	欧盟	Social Investment Package	支持创新型企业家并鼓励投资者和公共组织跨部门合作
2013.09	印度	The Companies Act	规定超过一定利润门槛的公司将净利润的2%用于社会责任相关的活动
2014.02	欧盟	Directive 2014/24/EU	某些雇员中超过30%为弱势群体的企业可优先获得公共采购机会
2014.03	英国	The Finance Act 2014	减免社会投资税以增加对解决社会、环境问题企业的投资
2014.07	法国	The Law on the Social and Solidarity Economy	资助民间社会组织、公共投资银行(国有银行)和地方政府部门建立社会创新投资基金
2018.10	日本	Act on Authorization of Public Interest Incorporated Associations	政府支持创业型社会企业，提供种子基金

资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表17 国际主要市场影响力投资相关政策

必须承认，国际市场对影响力投资的政策支持主要集中在发达资本市场。新兴市场尚无明确支持影响力投资和社会企业发展的指导意见。

发达资本市场的监管当局对影响力投资的政策支持主要体现在三个方面：政府采购、税收优惠和资金扶持。

法国、英国以及欧盟都在政府采购层面支持社会企业的发展，优先考虑向这些主动解决社会、环境问题的企业购买服务。欧盟和英国在2014年都通过了相关法案来减免社会投资税额，美国则对信贷机构是否支持小额金融等社区投资进行统一评估。日本和法国都在国家层面设立了种子基金支持初创社会企业的发展。例如，日本政府提出的一系列“新公共性”政策中承诺将出资2.1亿美元支持社会创新，其中8600万美元用于支持800家创业型社会企业。

（二）国内市场

时间	机构	文件名	核心内容
2011.12	北京市政府	《北京市社会建设“十二五”规划》	积极扶持社会企业发展
2013.09	国务院	《关于加快发展养老服务业的若干意见》	逐步使社会力量成为发展养老服务业的主体
2014.09	佛山市顺德区政府	《顺德社会企业培育孵化支援计划》	明确在企业中开展社会企业认定工作的标准和程序
2015.02	民政部等十部委	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	对于举办者没有捐赠而以租赁形式给予组织使用的固定资产、以及以借款方式投入组织运营的流动资金，允许其收取不高于市场公允水平的租金和利息
2015.02	国务院	《关于加快推进残疾人小康进程的意见》	倡导社会力量兴办公益性医疗、康复、特殊教育、托养照料、社会工作服务等机构和设施，加大政府采购社会服务的力度
2015.12	国务院	《关于打赢脱贫攻坚战的决定》	鼓励支持民营企业、社会组织、个人参与扶贫开发，进一步引导社会扶贫重心下移
2016.12	国务院	《“十三五”生态环境保护规划》	探索环境治理项目与经营开发项目组合开发模式，健全社会资本投资环境治理回报机制
2017.05	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	进一步落实和完善对社会办非营利性医疗机构企业所得税支持政策
2017.09	成都市政府	《关于深入推进城乡社区发展治理建设高品质和谐宜居生活社区的意见》	鼓励社区探索创办服务居民的社会企业
2018.02	国务院	《关于实施乡村振兴战略的意见》	鼓励社会力量参与乡村振兴
2018.03	深圳市福田区政府	《关于打造社会影响力投资高地的意见》	支持发行社会影响力债券，设立社会影响力投资引导子基金；对通过认证的社会企业给予一次性3万元支持
2018.06	成都市政府	《关于发挥工商行政管理职能培育社会企业发展的实施意见》	首创经认定的社会企业可以在企业名称中使用“社会企业”字样

资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表18 国内市场影响力投资相关政策

自2010年后，我国在养老、医疗、环保、助残和扶贫等领域都推出了关于社会企业和影响力投资的相关政策，总体而言，我国社会企业与影响力投资宏观政策环境向好，但国家尚未出台“社会企业”专项法规政策条件。

行业政策对广义社会企业类创新实践有不同程度的支持，但政策普遍落实尚需时日。地方政府创制社会企业政策的较为积极、创新和直接，并顺应地区发展战略。北京、深圳、成都和佛山对社会企业和影响力投资发展的支持态度和行动已经有了突破性进展，具有较强的示范效应，地方政府支持社会企业和影响力投资发展的势头有望进一步扩大。

七、未来展望

必须承认的是，尽管影响力投资在过去十年里经历了快速的发展，但其仍不是国际主流。笔者认为至少有如下两个方面的举措可以推动其发展：构建可应用于实践的影响力衡量模型，以及改变投资者对影响力投资收益水平的怀疑态度。

正如GIIN于2020年1月发布的《影响测量和管理实践现状（第二版）》报告所述，其调研的278位影响力投资者全部认可对影响力的测量是实践影响力目标的关键步骤。⁶¹若行业内能形成几类在投资活动中可发挥实践作用的评估模型，将极有助于影响力投资的进步。

此外，广大投资者可能对影响力投资抱有投资收益低的印象，不可否认，大部分影响力投资在短期内确实难以提供超过市场平均水平的财务回报，但从10年以上的投资周期来看，一部分影响力投资可以取得市场平均水平甚至高于该水平的回报。值得关注的是，一些国际知名私募股权公司开始启动影响力投资的实践，这可能在一定程度上打消投资者对影响力投资回报水平的忧虑。如美国专门从事中间市场并购的德太集团（Texas Pacific Group, TPG）在2017年募资了20亿美元，成立了TPG-Rise Fund影响力投资基金，专注于投资健康管理、老年人疾病治疗等领域的企业，这些被投公司的研究成果有助于解决白内障、老花眼等疾病。在老龄化社会，老年人的视力改善有很大的社会需求，这类影响力投资可能会在未来提升老年人的社会福祉并取得极大的财务回报。此外，知名的私募股权公司KRR在2020年2月12日已完成13亿美金规模的全球影响力投资基金并在2019年组建中国团队，而黑石集团（Blackstone）也逐渐形成自己的影响力团队。⁶²

随着越来越多的大型金融机构开始进入影响力投资领域，该行业的发展可能会愈发成熟，这些机构配套的投后管理业务也会帮助初创企业在解决环境、社会痛点的同时找到自己可持续的商业模式，真正实现影响力的广泛、持久且有效的传播，同时帮助投资者取得稳健的财务回报。最后，就中国市场而言，影响力投资仍属于新生事物，还未出现成熟的生态链条，观念培育、建立平台和政策引导都十分迫切。但我国社会发展中面临的诸多痛点，如养老等问题，存在导入民间资金来提出解决方案的必要性。

随着我国进入社会主义新时代，经济发展的基本特征是由高速增长转向高质量增长，社会企业与影响力投资和经济大趋势高度吻合，应该成为我国经济发展新动能的重要力量。

61. "Impact Investors Growing Increasingly Sophisticated at Impact Measurement and Management (IMM), even Amid Challenges", GIIN, 2020

62. "可持续发展金融前沿月报·第二期", 社会价值投资联盟, 2020



绿色金融

GREEN FINANCE

一、发展历程

绿色金融是可持续发展金融的重要分支，其不单指绿色的投资实践，更注重构建一个为绿色发展服务的金融体系，包含了多种多样的金融手段。为应对日益严峻的气候和环境风险，越来越多的经济主体推动绿色金融市场建设，构建绿色金融发展体系，为绿色企业及项目拓宽融资渠道。

绿色金融发端于上世纪70年代。1972年，联合国在瑞典斯德哥尔摩召开了“人类环境大会”，是世界各国政府共同讨论环境问题的开端。1974年，联邦德国以“生态银行”命名成立了第一家政策性环保银行，专门负责为一般银行不愿接受的环境项目提供优惠贷款。⁶³1992年，联合国环境规划署（UNEP）在里约地球峰会上宣布成立“金融倡议”（UNEP FI），并发布《银行界关于环境可持续发展的声明》。⁶⁴2003年6月，花旗集团、巴克莱银行和荷兰银行等全球主要金融机构参照世界银行下属国际金融公司（International Finance Corporation，简写作IFC）的可持续发展政策与指南建立了一套自愿性金融行业基准——赤道原则（Equator Principles，简写作EPs），推进了绿色信贷的国际化。⁶⁵

2007年，欧洲投资银行（European Investment Bank，简写作EIB）发行了世界上第一只气候意识债券（Climate Awareness Bonds，简写作CAB），该债券被公认为全球首只绿色债券。随着国际上对绿色债券的定义达成共识以及气候债券组织（Climate Bonds Initiative，简写作CBI）的积极推动，国际绿色债券市场规模迅速扩大。⁶⁶

2016年，G20峰会在东道主中国的倡议下首次将“绿色金融”写入了成果文件。此后，中国作为绿色金融的先行者，一直致力于构建符合自身发展特点并与国际主流标准接轨的绿色金融体系。我国的绿色金融体系已取得令人瞩目的发展：绿色信贷体量位居全球第一，绿色债券规模仅次于美国；未来，中国的资本市场将会出现与个人投资者联系更为紧密的绿色金融产品与服务，如绿色股指产品等。

二、概念解读

对如何定义“绿色”和“绿色金融”，学界、企业、国际组织等都有不同的看法。经合组织曾在2012年指出，当机构投资者在调研中被问及绿色金融发展的主要障碍时，“缺乏关于绿色金融的统一定义”往往是这些投资者实践绿色金融的首要障碍。⁶⁷

G20绿色金融研究小组在2016年将绿色金融定义为“能产生环境效益以支持可持续发展的投融资活动”，G20小组还认为，“除了对绿色项目的筹资，绿色金融还涉及调整风险认识的努力，以促进对环境友好的投资并减少对环境有害的投资”。⁶⁸但这一定义并未对绿色项目作出明确定义，难以在实践层面提供过多指导。

Lindenberg结合了前人学术研究的成果，提出绿色金融包含了三大方面：对绿色项目投资的融资活动、对公共绿色政策的资金支持和绿色金融体系的建设。⁶⁹

欧盟委员会2017年发表的一份关于绿色金融的研究中指出，绿色金融是一个覆盖范围介于气候金融和可持续金融的概念，但清晰区别绿色金融与后两者的界限是极为困难的。

63. “我国同主要发达国家商业银行绿色信贷比较研究”，龙淑娟，2015

64. 该声明目前名称为“UNEP Statement of Commitment by Financial Institutions on Sustainable Development”。

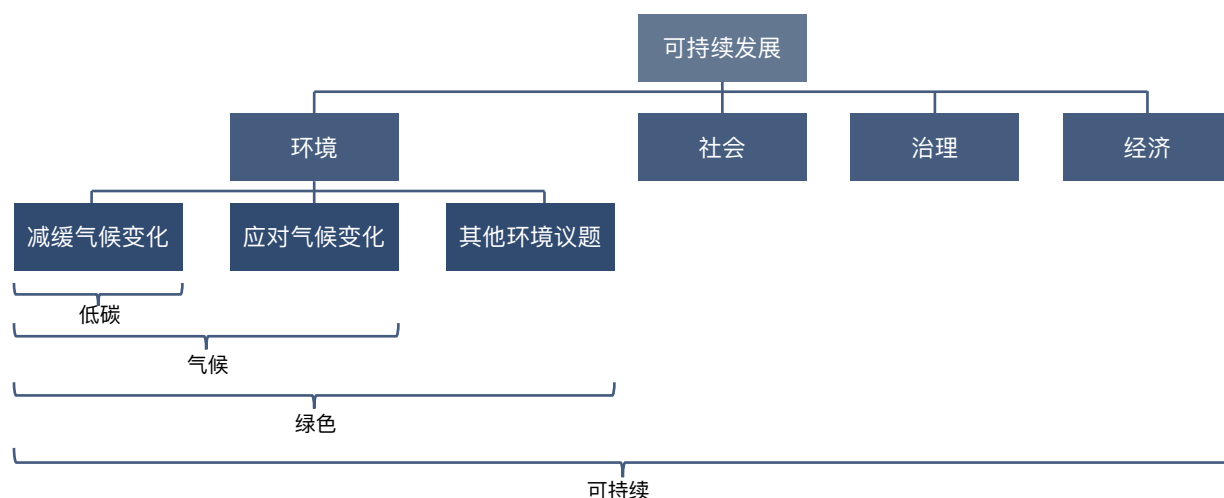
65. 采用赤道原则的金融机构应承担的责任有：在全球范围所有超过1000万美元项目融资都必须符合赤道原则的各项要求；在授信风险管理体系中增加环境风险评估体系；须适当地向公众披露实施“赤道原则”的过程和经验。

66. 2015年3月，国际资本市场协会（International Capital Market Association，简写作ICMA）联合130多家金融机构共同出台绿色债券原则。

67. “Defining and Measuring Green Investments: Implications for Institutional Investors; Asset Allocations”，OECD，2012

68. “G20 Green Finance Synthesis Report”，G20 Green Finance Study Group，2016

69. “Definition of Green Finance”，Nannette Lindenberg，2014



资料来源：欧盟委员会（EC）、社会价值投资联盟（CASVI）

图30 气候金融、绿色金融和可持续金融的联系与区别

2016年8月中国人民银行联合七部委印发的《关于构建绿色金融体系的指导意见》（下文简称“《意见》”）中对绿色金融做出了定义，“绿色金融是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对节能环保、清洁能源、绿色基建等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务。”⁷⁰

笔者认为该《意见》提出的定义至少有如下三层含义：首先，绿色金融的目的是支持对环境有益的项目，包括支持改善环境，应对气候变化和有效利用资源；其次，通过举例说明了绿色金融项目的典型领域包括能源和基建等，而更多的领域在《意见》后文中进行了阐述，包括：生产污染防治和适应气候变化等。最后，《意见》指出绿色金融包括支持绿色项目的投融资、项目运营和风险管理等活动的金融服务，这表明绿色金融需要对绿色项目提供全流程多方位的支撑。

该意见是中国政府发展绿色金融的指导性文件，它明确定义绿色金融并在此基础上识别绿色金融产品，将有助于绿色企业和绿色投资者赢得良好声誉和市场关注，并鼓励更多的绿色投资。

三、市场规模

结合中国人民银行发布的《意见》和国际上对绿色金融的定义，绿色金融的实践形式包括但不限于：绿色债券、绿色信贷、绿色基金、绿色股指产品、绿色保险和碳金融等。由于绿色金融体系内成规模的金融工具主要为绿色债券与绿色信贷，本节将重点介绍这两类工具在全球和我国的市场规模。

（一）绿色债券

从全球范围来看，绿色债券的市场规模在2012年至2019年的年复合增长率为75%，已从50亿美元上升至2577亿美元，2019年全球有496家机构共发行1788只绿色债券，美国市场共发行513亿美元规模的绿色债券，继续维持全球最大绿债发行市场的地位，中国和法国分别以313亿美元和301亿美元的市场规模位居第二和第三位。⁷¹

70. 《关于构建绿色金融体系的指导意见》，中国人民银行等，2016年8月

71. “2019 Green Bond Market Summary”, CBI, February 2020；此处中国市场规模是指符合国际通行标准的绿债规模，与下文统计的国内绿债规模的口径有所差异。

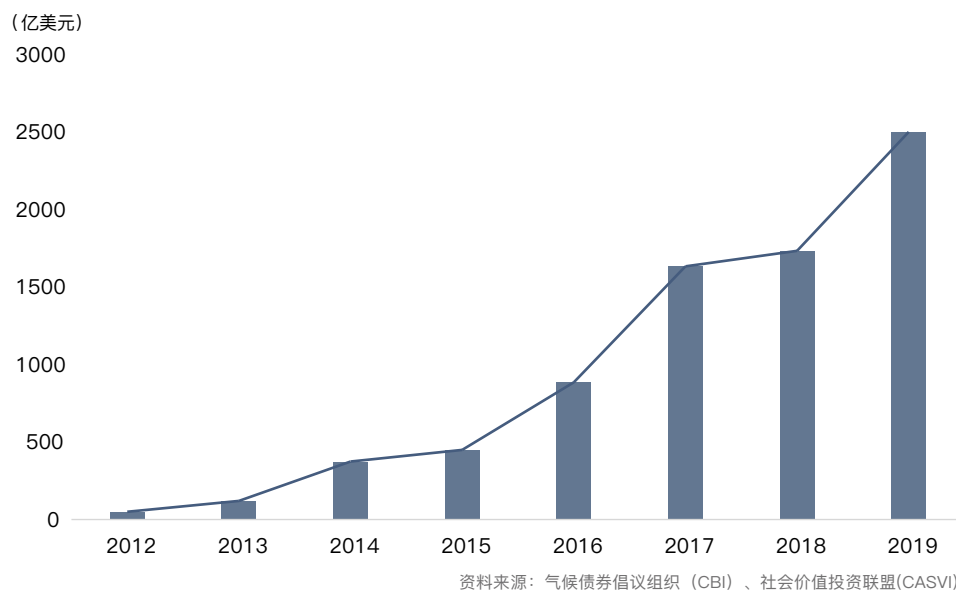
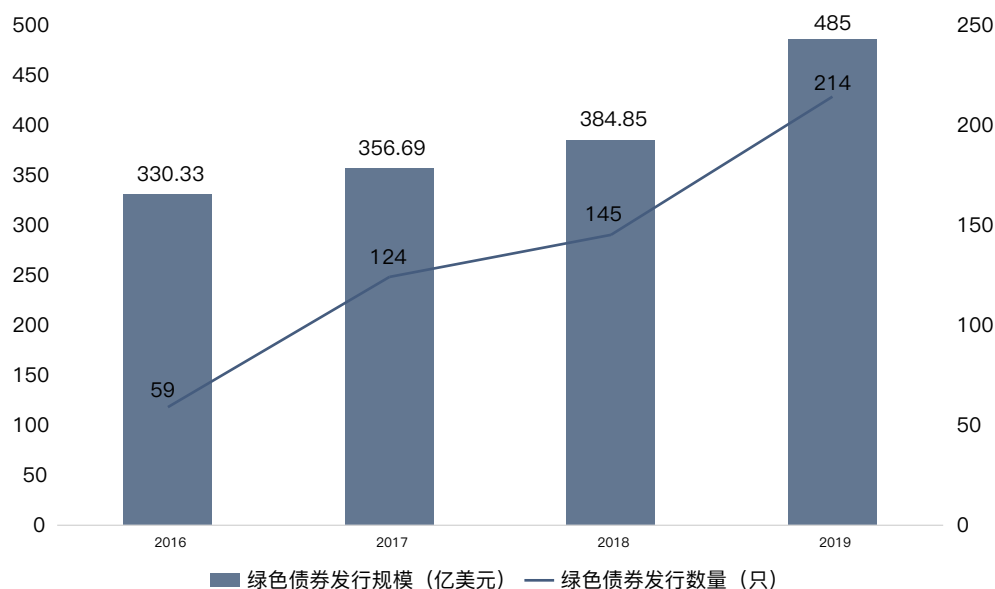


图31 全球绿色债券发行规模（2012-2019）

2019年中国境内共有146个主体累计发行绿色债券197只，发行规模总计约为403亿美元，同比增长26%，预计仍将维持世界第二大绿债市场地位。若包含境外发行人在中国境内发行的绿债，我国绿债发行总规模在2019年已突破450亿美元。



资料来源：新华财经中国金融信息网绿色债券数据库、社会价值投资联盟(CASVI)

图32 中国绿色债券发行规模和数量（2016-2019）

（二）绿色信贷

从全球范围来看，尽管自2013年后全球（除中国）绿贷年发行规模从110亿美元上升至2019年的约800亿美元，绿色信贷仍属于利基市场。⁷²

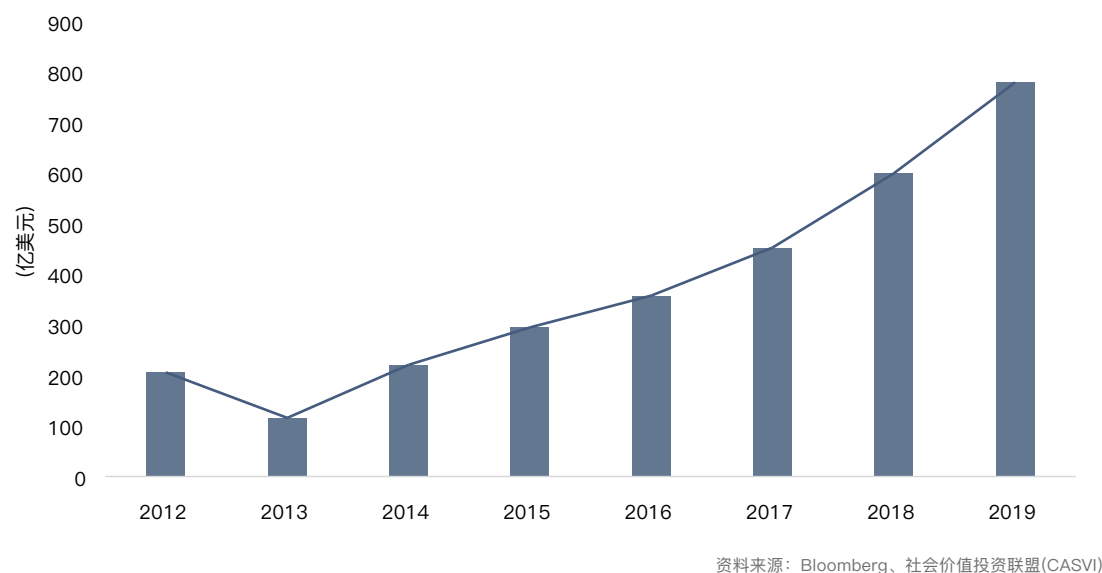


图33 全球绿色信贷年发行规模（2012-2019）

中国的绿色金融与整体金融体系类似，以间接融资为主，银行信贷在社会融资体系中的占比较高，因此绿色信贷是最重要的绿色金融政策之一。中国的绿色信贷体量位居全球第一，截至2019年6月末，根据中国银保监会的数据，21家主要银行绿色信贷余额约15000亿美元，占21家主要银行各项贷款比重的9.6%。

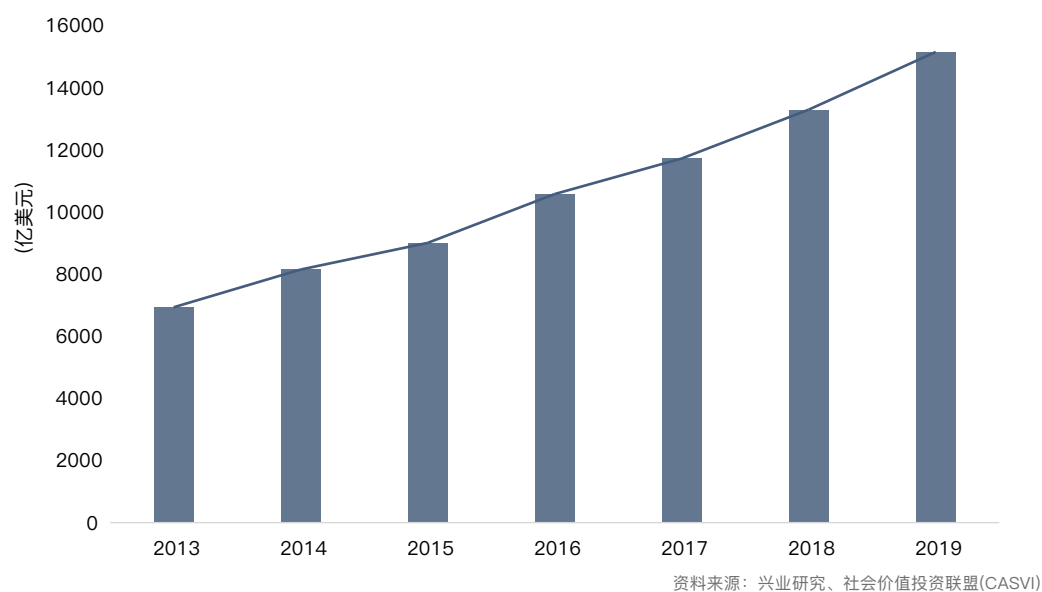


图34 中国21家主要银行绿色信贷余额（2013-2019）

72. 利基市场（Niche Market），指在较大的细分市场中具有相似兴趣或需求的一小群顾客所占有的市场空间。

可以看到，我国的绿色信贷市场体量较大，发展势头较好。这背后的推动因素主要是各级政府和监管部门的政策引导以及商业银行对绿色信贷业务的重视。当然，我国对绿色信贷的标准定义与国际市场有所区别，且国内各银行可以参照中国人民银行发布的《绿色信贷指引》自主确立行内绿色信贷标准，会在一定程度上导致了我国绿色信贷标准的宽松。

四、实践方式

正如在之前的概念介绍中提到的，由于绿色金融是金融体系关于绿色发展的一项全新实践，其产品与服务形式随着观念的进步会有持续性的创新，并在不同国家和地区也会有差异。

立足中国实践，绿色金融主要表现形式有：绿色债券、绿色信贷、绿色股指产品、绿色基金、绿色保险和碳金融等。这些金融工具同相关政策与制度安排一起，构成了中国的绿色金融体系。

（一）绿色债券

绿色债券，是指在传统债券的基础上，在资金使用、项目选择、跟踪管理和信息披露等四大方面叠加“绿色”约束的债券。其发行主体可以是政府（含市政机构）、银行或企业，面向的投资者也无明确的范围限制，关键在于募集资金必须投向“绿色”项目。绿色债券主要分为两类：一类是普通绿色债券，即发行人以开展绿色项目为由募集资金，多为银行、公司（企业）绿债或政府绿债；另一类是绿色资产支持证券，一般见于商业银行或政策性开发银行以绿色信贷产生的资产为抵押物发行债券。

在国际层面，欧洲投资银行（EIB）是全球最早开展绿色债券业务的金融机构，也是发行绿色债券规模最大的多边开发银行，已累计向162个国家的12284个各类项目加以援助和支持，投资总额达11820亿欧元。

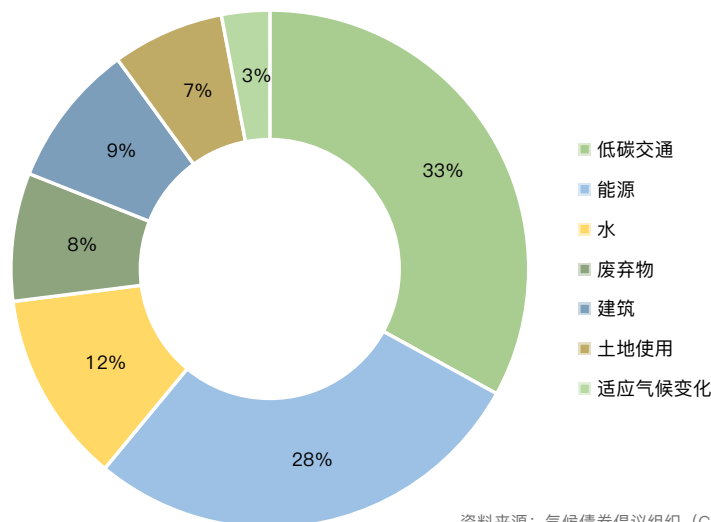
从我国绿债发行主体来看，可大致分为由商业银行或政策性开发银行发行的绿色金融债，主要由非金融企业发行的绿色公司债、绿色国有（控股或独资）企业债、绿色债务融资工具（中期票据、短期融资券和定向工具），由地方政府发行的绿色市政（地方政府）债券这三大类。其中，金融机构仍然是中国绿债市场的主导力量，公司绿债和国企绿债规模和占比的上升是中国绿债市场出现的可喜变化，这表明实体经济的结构化升级获得了更多的资金支持。

债券类别	发行数量（只）	发行规模（亿元）	规模占比
金融债	31	833.5	33.90%
公司债	65	794.53	32.32%
企业债	39	479.6	19.51%
中期票据	23	306.2	12.45%
地方政府债	3	23	0.94%
定向工具	3	16.8	0.68%
短期融资券	1	5	0.20%

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院、社会价值投资联盟(CASVI)

表19 2019年中国绿债市场发行品种

从资金用途来看，中国绿色债券所筹集的资金主要投向能源、低碳交通及水资源保障等领域。越来越多来自地方的交通运输企业发行绿色债券，比如，武汉地铁和南京地铁都发行了绿色债券用于当地地铁线路建设。具体以武汉地铁2018年4月发行的由海通证券和国泰君安证券联合承销的20亿元绿色债券为例，该债券筹集资金的50%将投向武汉地铁二期工程，由于轨道交通对大气污染物减排有明显效果属于低碳交通范畴，且该债券募集资金投向低碳交通的比例符合规定，故适用于我国《绿色债券指引》关于发展低碳交通的规定，被认定为绿色债券。⁷³



资料来源：气候债券倡议组织（CBI）、社会价值投资联盟（CASVI）

图35 2018年中国绿债的募集资金主要投向低碳交通与能源领域

此外，随着中国国债和政策性银行债券2019年4月起分阶段被纳入市值超过50万亿美元的彭博巴克莱全球综合指数，预计境外投资者在中国银行间市场的持债规模会有所提升，这将间接推动中国绿债市场的国际化。

（二）绿色信贷

绿色信贷也是一种对传统金融服务中的借贷活动提出“绿色”要求的新工具，具体指引导贷款资源向绿色环保项目倾斜，并向绿色产业提供适当利率优惠。

在国际层面，越来越多的金融机构开始开展绿色信贷业务。例如，渣打银行于2020年2月承诺，到2024年底，为促进可持续发展的基础设施提供400亿美元的项目融资服务（包括绿色债券和绿色信贷等工具）。

在中国，我国政府正着力从政策入手，激发商业银行等金融中介机构发展绿色信贷的内生动力。未来中国的绿色信贷市场将继续向规模化和多元化发展。一方面，通过出台政策如《绿色信贷指引》、《绿色信贷统计制度》和《绿色信贷实施情况关键评价指标》，鼓励金融机构发展绿色信贷业务；另一方面，将符合条件的绿色贷款纳入再贷款合格抵押品范围，便于金融机构盘活绿色信贷资产，从而打通绿色债券和绿色信贷两大市场。

自兴业银行于2016年首次推出绿色ABS产品以来，市场上出现了越来越多的绿色资产证券化产品。中国证监会先后于2016年5月⁷³和2018年12月⁷⁴发布资产证券化监管问答，明确鼓励绿色环保产业相关项目通过资产证券化方式融资发展。这将激励商业银行依托绿色信贷产生的基础资产进行金融创新，也有利于绿色证券化市场的进一步拓展。

73. 《2018年第一期武汉地铁集团有限公司绿色债券募集说明书（摘要）》，武汉地铁、海通证券、国泰君安证券，2018年4月

74. “资产证券化监管问答（一）”，中国证券监督管理委员会，2016年5月

75. “资产证券化监管问答（二）”，中国证券监督管理委员会，2018年12月

此外，随着中国国债和政策性银行债券2019年4月起分阶段被纳入市值超过50万亿美元的彭博巴克莱全球综合指数，预计境外投资者在中国银行间市场的持债规模会有所提升，这将间接推动中国绿债市场的国际化。

（二）绿色信贷

绿色信贷也是一种对传统金融服务中的借贷活动提出“绿色”要求的新工具，具体指引导贷款资源向绿色环保项目倾斜，并向绿色产业提供适当利率优惠。

在国际层面，越来越多的金融机构开始开展绿色信贷业务。例如，渣打银行于2020年2月承诺，到2024年底，为促进可持续发展的基础设施提供400亿美元的项目融资服务（包括绿色债券和绿色信贷等工具）。

在中国，我国政府正着力从政策入手，激发商业银行等金融中介机构发展绿色信贷的内生动力。未来中国的绿色信贷市场将继续向规模化和多元化发展。一方面，通过出台政策如《绿色信贷指引》、《绿色信贷统计制度》和《绿色信贷实施情况关键评价指标》，鼓励金融机构发展绿色信贷业务；另一方面，将符合条件的绿色贷款纳入再贷款合格抵押品范围，便于金融机构盘活绿色信贷资产，从而打通绿色债券和绿色信贷两大市场。

自兴业银行于2016年首次推出绿色ABS产品以来，市场上出现了越来越多的绿色资产证券化产品。中国证监会先后于2016年5月⁷⁴和2018年12月⁷⁵发布资产证券化监管问答，明确鼓励绿色环保产业相关项目通过资产证券化方式融资发展。这将激励商业银行依托绿色信贷产生的基础资产进行金融创新，也有利于绿色证券化市场的进一步拓展。

政策激励	政策约束
探索通过再贷款和建立专业化担保机制等措施支持绿色信贷发展	探索将绿色信贷纳入宏观审慎评估框架，并将绿色信贷实施情况关键指标评价结果、银行绿色评价结果作为重要参考，纳入相关指标体系
对于绿色信贷支持的项目，可按规定申请财政贴息支持	推动银行业自律组织逐步建立银行绿色评价机制。明确评价指标设计、评价工作的组织流程及评价结果的合理运用
将绿色信贷纳入了MP信贷政策执行情况，从定性和定量两个维度进行考察，对金融机构形成了相对较强的激励和约束机制	

资料来源：社会价值投资联盟(CASVI)

表20 中国人民银行关于绿色信贷的政策激励与约束

（三）绿色保险

绿色保险指与环境风险管理有关的各种保险制度安排，包括保险风险管理服务及保险资金支持，以应对与环境有关的问题，从而实现可持续发展。⁷⁶

73. 《2018年第一期武汉地铁集团有限公司绿色债券募集说明书（摘要）》，武汉地铁、海通证券、国泰君安证券，2018年4月

74. “资产证券化监管问答（一）”，中国证券监督管理委员会，2016年5月

75. “资产证券化监管问答（二）”，中国证券监督管理委员会，2018年12月

76. 尽管有一部分人认为绿色保险在广义层面还包括保险资金的绿色使用，但考虑到我们会对可持续投资、社会责任投资等概念进行介绍，在此我们专注于绿色保险的保险功能。

下图参照中国人民财产保险公司有关绿色保险的分类标准，将绿色保险分为六种产品和两种服务。

绿色保险分类							
绿色保险产品						绿色保险服务	
环境污 染风险 保障类	绿色资 源风险 保障类	绿色产 业风险 保障类	绿色金融 信用风险 保障类	巨灾 / 天 气风险 保障类	鼓励实施 环境友好 行为类	企业环境 污染风险 管理服务	病死牲畜 无害化处 理联动

资料来源：中国人民财产保险公司、社会价值投资联盟(CASVI)

图36 绿色保险产品与服务分类一览表

现阶段，我国对绿色保险的具体实践主要关注于环境污染责任险，其指的是对污染事故造成的第三者损害承担赔偿责任的保险业务。但保险公司在推出此险种时，通常会提供相应的第三方服务，如：中国人保在无锡推行环境污染责任险时推出“保险+服务”模式，为承保企业提供事前风险评估，事中排查环境污染安全隐患，并针对企业经营提出环境安全相关建议，为企业人员提供风险防范知识培训。该模式既使保险公司的理赔风险降低，也减少了受保企业的生产风险，更有利于社会的可持续发展，实现了多方共赢。

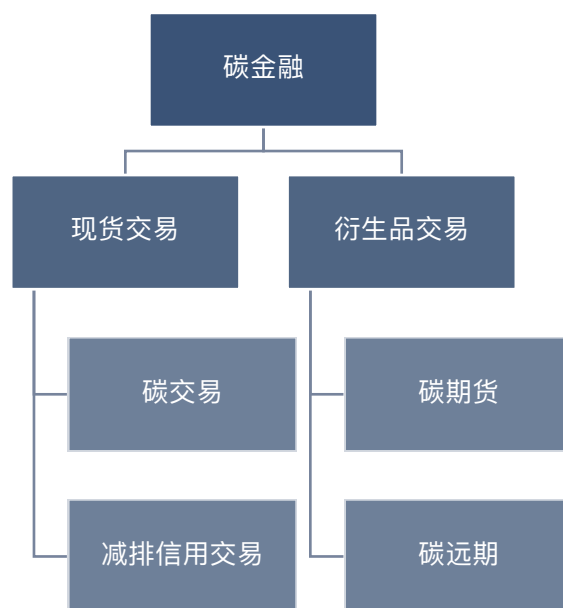
2015年9月，中共中央、国务院印发《生态文明综合改革方案》，提出建立环境风险高地区环境污染强制责任保险制度。《环境污染强制责任保险管理办法（草案）》于2018年5月由生态环境部审定发布。在实际操作过程中，该办法通过“评估定价”环境风险，强制性征收环境污染责任保险的做法，提高了环境风险监管、损害赔偿等工作的成效，降低了企业生产经营活动对环境、社会造成负面影响概率。

国际上，随着全球气候变化加剧，某些地区出现极端天气的概率陡增，巨灾对企业 and 居民造成重大损失的风险上升，保险公司作为抵御风险的重要金融中介，在管理气候变化风险领域的作用凸显：许多巨灾保险产品为直接应对气候变化所导致的自然风险提供了工具。可以预见，无论是企业还是居民，对绿色保险的需求都会上升，这对保险机构既是机遇，也是挑战。

（四）碳金融

尽管没有对碳金融的统一定义，我们可将它理解为利用金融手段在市场化平台上以碳排放权为标的物进行的交易或流通，最终实现低碳、绿色发展的目的。⁷⁷通俗意义上的碳排放权交易可以理解为：当前减排困难的企业向减排容易的企业购买碳排放权，后者相当于替前者完成减排任务并获得收益，前者则能获得减排的缓冲期而不至于停工。此外，若企业对自身减排能力有长足信心则可提前出售未来的碳排放权以补充当前的运营资金，这不失为一种新的融资工具。

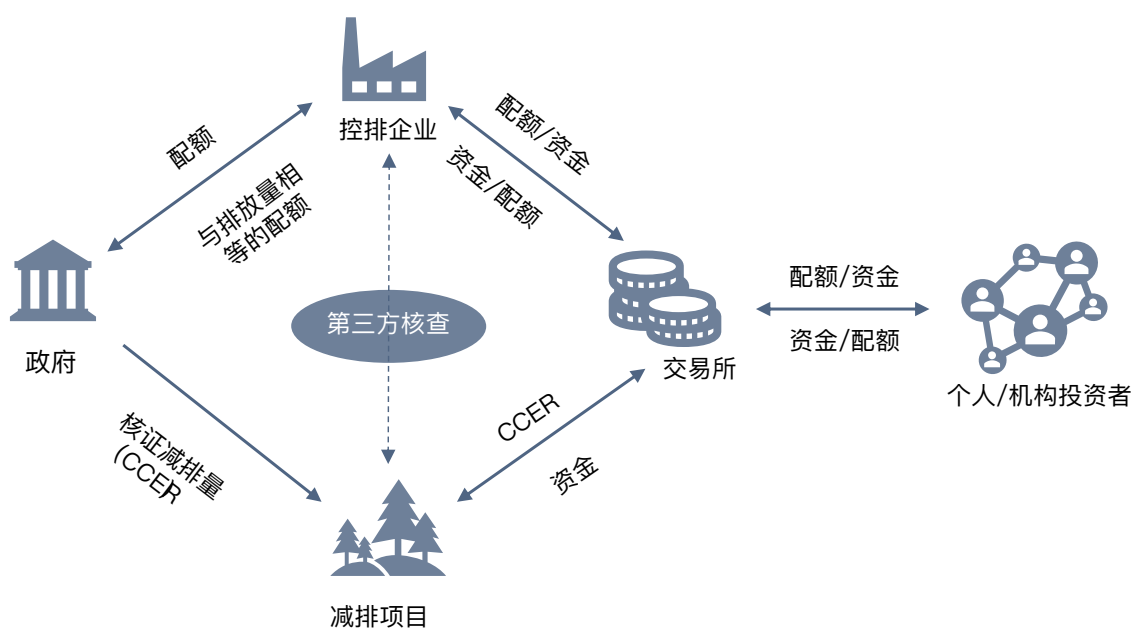
77. 中创碳投：以碳金融促进绿色建筑发展（上） http://www.tanpaifang.com/tanjinrong/2019/0404/63459_2.html



资料来源：社会价值投资联盟(CASVI)

图37 碳金融市场概览

结合上图可知，碳金融包括现货交易和衍生品交易。目前我国的碳金融主要为现货交易，其中又可分为两类，基于“总量——配额”原理、面向企业的碳交易，和基于“基准线——项目”原理、面向减排项目的核证减排量交易。在碳现货交易的基础上，可以进行相关的衍生品交易。⁷⁸



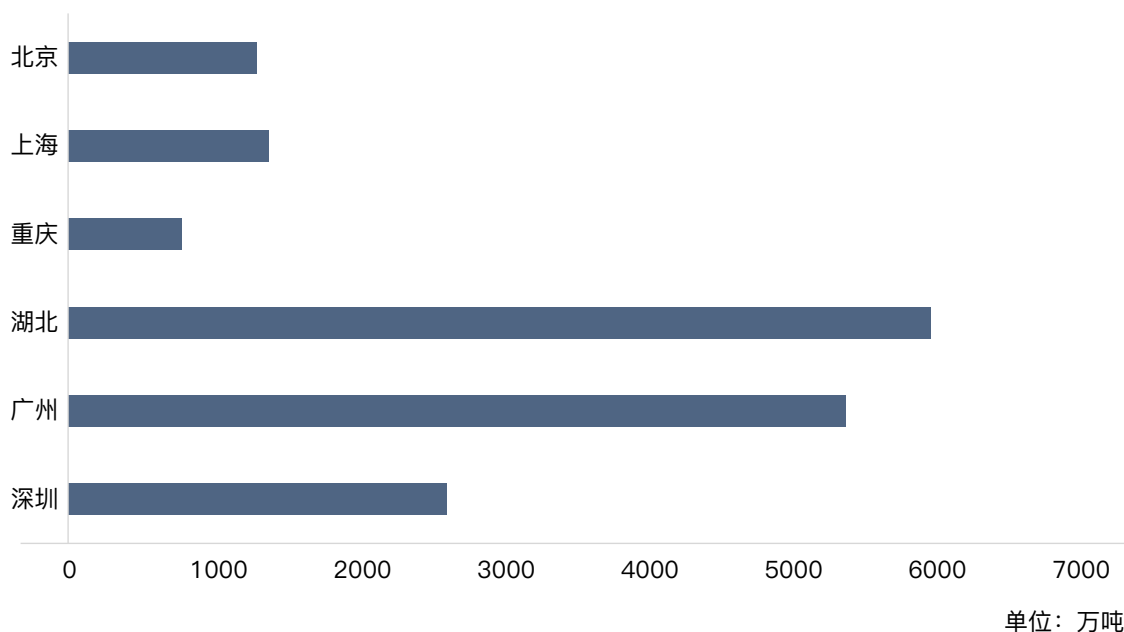
资料来源：社会价值投资联盟(CASVI)

图38 碳金融现货交易流程示意图

78. “总量——配额”原理，针对企业，一般指基于企业历史排放水平，结合先期减排贡献确定其碳排放配额；“基准线——项目”，针对项目，一般指基于其排放效率和实际业务量确定特点项目的年度碳排放配额。

我国目前有北京、天津、上海、重庆、湖北、广州及深圳七个碳排放权交易所，成交量均未突破6000万吨，且基本以现货交易为主。

由于碳排放权直接关系生产活动，故其本质上是发展的权利，而碳金融实质上是基于当前和未来发展权的交易。这也是发达经济体和先进金融机构纷纷开展碳金融活动的动力所在。成熟资本市场已经对碳期货等衍生工具开展了广泛的实践，碳期货是全球碳期货市场发展最为成熟、成交最为活跃的碳金融衍生品。以全球领先的欧盟排放交易体系（EU-ETS）为例，2012年期货交易总量是当年欧盟碳排放的2.15倍。2015年，该体系的碳期货成交量是现货的30多倍。而我国还未形成全国统一的碳排放权交易所，且以碳现货交易为主。中国已经成为全球温室气体排放量最大的国家，在转变经济发展模式的过程中，必然会涌现出大量基于碳排放权的交易活动，这将给中国的金融产业带来广阔的发展空间。⁷⁹



资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

图39 全国主要碳排放交易所累计成交量（2013–2019）

五、重要机构

（一）气候债券倡议组织

气候债券倡议组织（Climate Bonds Initiative，简写作CBI）成立于2009年，是一个致力于调动债券市场以应对气候变化的、关注投资者的国际非营利机构。CBI努力推动在低碳和气候适应型经济快速转型的过程中所需要的项目和资产的投资，其战略是开发一个规模大、流动性强的绿色和气候相关债券市场，降低在发达国家和新兴市场的气候项目融资成本。CBI已成为一个全球性的权威机构：为银行、项目开发机构和政府提供获得债券市场资本的支持政策和机制；为投资者提供理解气候变化投资机遇的工具，促进气候变化投资决策；推动气候变化相关投资的资金成本的降低。

79. “2019年排放差距报告（执行摘要）”，联合国环境规划署，2019

（二）国际资本市场协会

国际资本市场协会（International Capital Market Association，简写作ICMA），是一家1968年成立的非营利性会员协会，总部位于瑞士，致力于满足其在全球资本市场上众多会员公司的需求。截至2019年10月，它在62个国家和地区拥有580多个成员。

2018年6月，ICMA发布“绿色债券原则（Green Bond Principles）”、“社会债券原则（Social Bond Principles）”和“可持续发展债券指引（Sustainability Bond Guidelines）”。这三大原则都从募集资金用途、项目评估流程、募集资金管理和年度信息披露报告等四个方面为发行人提供了指引，为可持续发展债券的审批、注册、第三方认证、可持续发展债券评级和资本市场的研究提供了基础。

（三）欧洲投资银行

欧洲投资银行（European Investment Bank，简写作EIB）是欧洲经济共同体成员国根据《建立欧洲经济共同体条约》建立的合资经营的金融机构，总部设在卢森堡。欧洲投资银行股东包括欧盟28个国家，不以营利为目的，其业务重点包括在欧共体内落后地区项目兴建、工业结构改革以及长期贷款，也包括共同体以外的地区输出资本、投建项目。

欧投行的发展战略主要包括四项议题，分别是气候和环境、创新和技能、中小企业和基础设施建设。欧洲投资银行注重全人类可持续发展，致力于成为全球气候变化行动项目最大的融资机构，欧投行对“气候”投资做了明确的界定，具体包括“减缓气候变化”和“适应气候变化”两类，目前，欧投行累计已为130多个发达国家和发展中国家的可持续发展项目进行了融资，2018年其气候相关投资总额达57亿美元，位列多边开发银行之首。欧投行目前有25%的资金用于支持气候相关的项目，并承诺于2020年将这一比例提升至35%。

（四）兴业银行

兴业银行的愿景之一是成为中国可持续发展领域最专业的综合金融服务商，并助力中国绿色金融的发展。

2008年，兴业银行成为中国第一家赤道银行。2009年1月，兴业银行成立了国内首家可持续金融业务经营管理专门机构——可持续金融部；2012年，升格可持续金融部为总行一级部门，成立可持续金融部，全方位统筹发展绿色金融业务。可持续金融部专注于可持续金融服务的营销统筹、市场研究、产品开发、市场拓展。通过对产品与服务的不断扩大和改进，致力于打造技术支持、产品创设、资产管理、业务合作、交易服务、营销组织六大平台。

自2016年以来，兴业银行始终是中国境内最大的绿色债券发行商，2018年发行金额为665亿元。兴业银行在2018年度也是全球第二大绿色债券发行商，仅次于房利美。

六、政策梳理

（一）国际市场

时间	国家/地区/ 国际组织/	项目/会议/文件名	核心内容
2001.11	美国	“ Property Assessed Clean Energy Programs”	能源税和可再生能源项目的贷款通过固定期限内财产税法案所附的环境评估条款优惠偿还
2003.02	英国	“ Our energy future – creating a low carbon economy”	提出到2050年实现低碳经济的目标，降低60%的二氧化碳排放量
2008.08	韩国	“ The National Strategy for Green Growth”	能源转型，减少石油石油；产业结构升级，培育绿色产业；发展绿色土地和绿色交通
2015.06	加拿大	“ Form 51-102F1 — Management’s Discussion & Analysis”	对上市公司提出了特定的环境信息披露指引，如：运营中的环境问题，环保要求对财务和经营的影响，与经营相关的社会和环境政策、环境风险等
2017.07	法国	“ Article 173 of the French Energy Transition for Green Growth Act”	机构投资者应在其年度报告中披露：其政策如何与国家能源和生态转型战略相一致的信息
2018.09	香港	“Strategic Framework for Green Finance”	确立加强上市公司的环境报告为首要工作，目标是依照TCFD建议改善气候相关的咨询披露
2020.02	欧盟	“ Strategy on Sustainable Finance ”	详细阐明了欧洲证券和市场监管当局计划如何将ESG因素嵌入其工作中，并促使可持续金融理念成为市场发展的核心

资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表21 国际绿色金融相关政策梳理

金融体系的绿色化已成为全球趋势，各国依靠政策工具不断完善绿色金融体系。这种政策工具的主要作用有三：一是设定行动目标，如各国的绿色金融发展战略都会提出具体的减排目标，如英国在2003年就已提出到2050年减少60%的二氧化碳排放量；二是提出要求，如中国香港、加拿大和法国对企业、投资者等市场参与主体提出关于绿色金融的信息披露、具体实践层面的要求；三是方向引导，如韩国、欧盟的绿色发展战略就对企业进行生产绿色化升级、开展绿色经济活动产生了指引作用。

（二）国内市场

2005年，中国国务院发布了《关于落实科学发展观加强环境保护的决定》，规定各级银行不得向环保未达标企业贷款，这是我国首个绿色信贷政策，标志着我国绿色金融的开始。

2012年，中国银监会制定了《绿色信贷指引》，从组织管理、政策制度及能力建设、流程管理等方面对银行业金融机构的绿色信贷做出更加明确的引导；同年，银监会制定了绿色信贷统计制度。

2015年，国家发改委、银保监会和人民银行还分别或者联合发布了《绿色债券发行指引》、《能效信贷指引》以及《绿色债券支持项目目录》。

2016年，中央七部委联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，使绿色金融体系的构建有了完善的顶层设计。

通过梳理“科学发展观”提出以来关于绿色金融的政策文件，不难发现：在2015年以前绿色金融在中国的发展主要依赖国务院的顶层指导，辅之以银监会的政策指引；而在2016年中央七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》后，从中央到地方，从金融产业到实体经济，各项配套政策密集落地，中国的绿色金融体系开始蓬勃发展。

时间	机构	会议/文件名	核心内容
2005.12	国务院	《关于落实科学发展观加强环境保护的决定》	大力发展循环经济，在消费环节，实行环境标识、环境认证和政府绿色采购制度
2012.01	银监会	《绿色信贷指引》	从组织管理、政策制度及能力建设、流程管理等方面对银行业金融机构的绿色信贷做出更加明确的引导
2015.12	发改委	《绿色债券发行指引》	明确绿色债券重点支持的12类项目，鼓励上市公司及其子公司发行绿色债券，在相关手续齐备、偿债保障措施完善的基础上，提高绿债审核效率
2016.03	上交所	《关于开展绿色公司债券试点的通知》	设立绿色公司债券申报受理及审核绿色通道，提高绿色公司债券上市预审核或挂牌条件确认工作效率
2016.08	人民银行等七部委	《关于构建绿色金融体系的指导意见》	指明了绿色金融、绿色金融体系的顶层设计和主要发展方向
2017.01	国务院	国务院常务会议	在浙江、江西、广东、贵州、新疆5省（区）选择部分地区，建设绿色金融改革创新试验区，推动经济绿色转型升级
2018.11	人民银行	《中国金融稳定报告（2018）》	将绿色金融纳入“信贷政策执行情况”进行评估
2018.11	证监会	《绿色投资指引》	基金管理人可根据自身条件，建立适合自己的绿色投资管理规范，在保持投资组合稳定回报的同时，增强在环境或可持续方向上的投资能力
2019.05	发改委等七部委	《绿色产业指导目录（2019年版）》	进一步厘清产业边界，将有限的政策和资金引导到对推动绿色发展最重要、最关键、最紧迫的产业上

资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表22 中国绿色金融相关政策梳理

七、未来展望

结合国际实践，本文在此提出中国绿色金融未来的四大提升方向。

其一，加快制定与国际接轨、适应国情的统一标准。中国目前在绿色金融领域使用的某些标准和国际主流机构采纳的规则还存在一定区别，以绿色债券和绿色信贷市场为例，由于我国所处的经济发展阶段及绿色产业发展现状与发达国家存在差距，我们对绿色项目的定义包含了某些不符合国际标准的项目，如：已有化石燃料发电站的改造、煤炭清洁利用、规模大于50兆瓦的大型水电。但这种差异正在逐渐缩小：中国发行的绿色债券中，不符合国际绿色债券定义的债券占比逐渐提升。2017年，中国发行绿债的38%不符合国际定义。在2018年，这一比例降至26%。在境内市场，中国绿色债券的透明度也有显著提高。

其二，拓宽绿色金融市场广度。以绿债市场为例：2005年以来，挪威、瑞典、英国、墨西哥、卢森堡、意大利等六国的证券交易所先后开设了独立的绿色债券市场板块，截至2017年底，全球72%的绿债在证券交易所上市，而我国交易所市场的绿债规模发行量仅占10%。这主要是由于我国绿债主要由商业银行发行，而这些绿债只能在银行间市场发行并流通，使整体绿债市场广度受限。未来我国需要打通证券交易所和银行间市场两大绿债流通市场。

其三，深入实践，创新绿色金融工具。中外金融机构在参与绿色金融的深度方面也有较大差异。以碳金融为例，国际先进商业银行已认识到碳排放配额的金融工具属性，相对全面深入地参与碳金融市场：如：如美国银行围绕碳信用开发了登记、托管、结算和清算业务；荷兰银行等一些金融机构从事碳交易中介业务，提供融资担保、购碳代理、碳交易咨询；巴克莱资本于2006年10月率先推出了标准化的场外交易核证减排期货合同（SCERFA）；汇丰银行、瑞士信托银行和法国兴业银行共同出资1.35亿英镑建立了碳排放交易基金等。而国内商业银行在这方面还处于探索阶段，未来需要不断深化实践，充分运用多种金融工具助力中国绿色金融战略的实施。

其四，加快设立国家级政府绿色基金。当前，中国的绿色金融主要限于绿色债券和绿色信贷。但是，很多新的绿色项目，首先需要股权融资。目前中国与发达经济体在绿色金融领域的主要差距也正是在绿色产业的初始投资方面，政府应鼓励建立一些绿色股权基金，以促进绿色项目的股权融资。可喜的是，2016年中央七部委联合发布的《意见》中明确提出要通过建立国家级的绿色投资基金，这不仅能促进绿色产业发展，而且能鼓励私人投资进入这一领域，进而盘活其他绿色金融细分市场（如碳金融、绿色股指产品等），这也与欧美国家大力发展绿色基金市场的经验有相似之处。

A vertical photograph of a white wind turbine with three blades, each with a red tip. The turbine stands on a green hill. In the foreground, there is a blurred green bush. The sky is bright blue with scattered white clouds. The text '可持续发展金融' is overlaid in white on the upper left portion of the image.

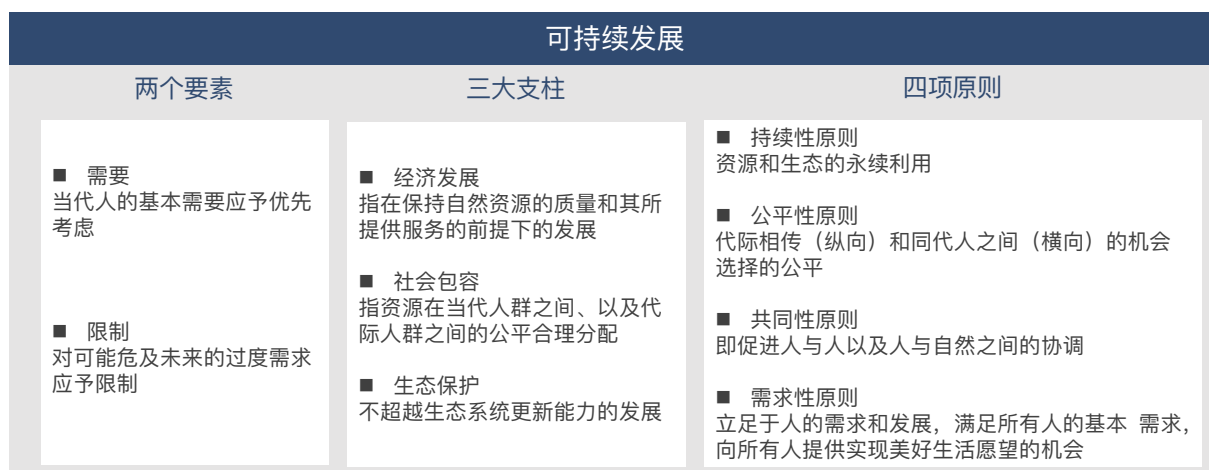
可持续发展金融

**SUSTAINABLE
DEVELOPMENT FINANCE**

导言：作为报告的最后一章，本章将对可持续发展金融的发展历程、概念内涵、市场规模、重要机构、相关政策进行系统性梳理。由于其实践形式已在之前的章节中具体阐述，在此不再赘述，但需要注意的是，可持续发展金融包含但不限于前文各类投资方式或金融服务中提到的所有实践形式。

一、发展历程

可持续发展金融的发展历程与可持续发展这一理念密不可分。1972年6月，联合国人类环境会议在瑞典斯德哥尔摩召开，大会通过了《人类环境行动计划》并成立了联合国环境规划署（UNEP）。1980年3月，由联合国环境规划署（UNEP）、世界自然保护联盟（IUCN）和世界自然基金会（WWF）共同发起，多国政府官员和科学家参与制定的《世界自然保护大纲》初步提出可持续发展的思想。1987年，联合国在《我们共同的未来》报告中正式定义了可持续发展概念，即“能满足当代人的需要，又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展”。



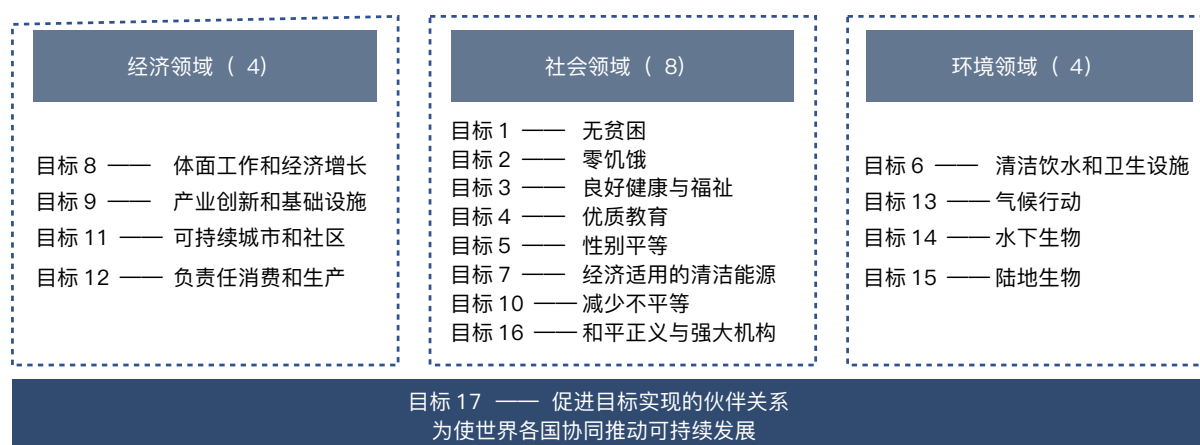
资料来源：联合国（UN）、社会价值投资联盟(CASVI)

图40 可持续发展概念解析

可持续发展包含两个要素：“需要”和“限制”，通过经济发展、社会包容和生态保护三大支柱来维系两个要素间的平衡，而为了推动经济、社会和生态环境三维发展，可持续发展必须遵循四项原则，即持续性原则、公平性原则、共同性原则和需求性原则。

自上世纪90年代始，可持续发展逐渐成为全球共识。1992年6月，178个国家代表(含103名元首)赴巴西里约热内卢，参加了联合国环境与发展会议，通过了《里约热内卢宣言》、《21世纪议程》等多项文件。1997年12月，《联合国气候变化框架公约的京都议定书》条约在日本京都通过，《京都议定书》于2005年2月16日开始强制生效。到2009年2月，共有183个国家和地区通过了该条约。随着全球化进程的深化，人们逐渐意识到南北差距的扩大以及制约欠发达国家和地区经济发展和环境保护的深层次社会问题。

2000年9月，191个国家代表参加了联合国千年首脑会议，通过了《2000-2015联合国千年发展目标》（MDGs），包括消灭极端贫穷和饥饿、普及基础教育、促进男女平等、保环境的可持续能力等目标。2015年9月25日，全球可持续发展峰会在联合国纽约总部召开，193个成员国正式通过《2015-2030年可持续发展议程》，该议程提出了包括无贫困、零饥饿、良好健康与福祉等17项可持续发展目标（SDGs）和169项子目标，这些目标旨在以综合方式彻底解决经济、社会和环境三个维度的发展问题，使全球转向可持续发展道路。2016年9月，中国制定发布了《中国落实2030年可持续发展议程国别方案》，详细阐述了中国未来一段时间落实17项可持续发展目标和169个子目标的具体方案。



资料来源：联合国（UN）、社会价值投资联盟（CASVI）

图41 17项可持续发展目标分类

在《2015-2030年可持续发展目标》实施四年后，联合国意识到推动可持续发展的关键在于改变资本流向。2019年9月第74届联合国大会期间，秘书长安东尼奥·古特雷斯发布了《达成可持续发展目标的融资路线图》，提出了1大目标、3项计划、6大领域和15项倡议，成为以可持续发展金融推动可持续发展的全球行动指南。2019年10月，联合国宣布组建全球可持续发展投资者联盟（由30位来自各国资产管理、投资基金、商业银行、保险、工商企业的负责人组成，包括中国工商银行、德国安联保险集团、瑞银集团、花旗集团、美国银行和渣打银行等），拟采取多项措施提升可持续发展投融资规模。

2019年11月，社会价值投资联盟在《A股上市公司可持续发展价值评估报告（2019）》中首次对可持续发展金融作出明确定义，即推进全球可持续发展且创造出可计量的经济、社会和环境综合价值的金融服务。

二、概念解读

下文将从目的、作用、形式、主体和主题五个方面阐述可持续发展金融的内涵，以期构建一个可感的概念形象。

可持续发展金融的目的明确，即推进全球可持续发展目标达成，并创造可计量的经济、社会和环境综合价值。可持续发展金融是工具，可持续发展目标是目的，在两者建立联系的过程中，经济、社会和环境综合价值被创造出来；换言之，一项金融活动若无法评估其对可持续发展目标的贡献度，那便难以认定其属于可持续发展金融的范畴。但需说明的是，“可计量”并不意味着已然充分评估某一金融服务对可持续发展目标的影响，只是代表该金融服务的一种属性，能否真正实现对两者关系的充分计量还受到评估方法与工具等因素的约束。

可持续发展金融发挥的作用是，以资金配置为核心去推动可持续发展目标的达成，以金融机构的货币选票去激发经济主体对经济、社会和环境价值的创造。这种作用具体有两方面：其一，金融机构在分配资源的过程中将资金优先配置到更能推动可持续发展目标达成的经济活动中；其二，各类经济主体在接受到金融机构配置资源的信号后，主动关注自身经济活动对可持续发展目标的贡献程度，积极创造经济、社会和环境综合价值。

可持续发展金融发挥作用所依赖的实践形式在现阶段仍以股权、债券、信贷等产品为主，例如：ESG主题基金通常采用股权投资方式支持ESG表现优异的上市公司；社会影响力债券依靠政府背书，将私人资本引入公益领域去解决环境和社会问题；绿色信贷则是商业银行对可能造成严重环境污染的项目不提供信贷支持，并引导贷款资源向绿色环保项目倾斜，并向绿色产业提供适当利率优惠的一种金融服务形式。但可持续发展金融的实践形式正在愈发多样，在未来它将关联到全部资产、负债、中间业务，并激发新一轮的金融产品和服务的跨界创新：在美国，专门从事中间市场并购的德太集团（Texas Pacific Group, TPG）已经在2017年募资了20亿美元，成立了TPG-Rise Fund影响力投资基金；2016年，绿色资产证券化产品由兴业银行首次在中国推出，并于同年得到证监会两次发文肯定。

可持续发展金融的实践主体，广泛包括银行、证券、保险、基金、信托、租赁等各类金融机构以及研究、咨询、审计等第三方机构，此外监管部门对金融机构践行可持续发展金融具有重要的指引作用。就主题而言，由于可持续发展金融以推进可持续发展目标实现为目的，而可持续发展目标旨在以综合方式彻底解决经济、社会和环境三个维度的发展问题，故其涵盖了所有产生社会和环境正向外部效应的金融服务，如绿色金融以及社会责任投资、ESG投资、影响力投资和可持续投资等投资方式。

需要强调的是，可持续发展金融是一个包容性、方向性概念。包容性是指，由于可持续发展金融没有统一界定甚至缺乏权威部门的诠释，目前对它的定义建立在同领域众多相关概念的基础上；方向性是指，可持续发展金融虽然涵盖了社会责任投资、ESG投资、影响力投资、绿色金融等概念，但这些分支概念与可持续发展目标的结合程度存在差异且总体水平不高，未来需要朝着可持续发展金融指引的方向继续推进。

从包容性来看，可持续发展金融所涵盖的各种金融服务、投资方式对商业回报和社会环境诉求各不相同，下面以“光谱图”的形式展示它们的差异定位。



资料来源：社会价值投资联盟(CASVI)

图42 可持续发展金融主题光谱图

从方向性来看，尽管可持续发展金融包括了上述诸种细分主题，但它所具有的方向指引功能是社会责任投资、ESG投资、影响力投资等不能比拟的，这主要体现在：可持续发展金融建立了金融活动与可持续发展之间关系的通用语言。

在地球承载能力逼近极限、社会动荡跨境裂变的今天，人类文明的大方向日益清晰：均衡地促进经济发展、社会包容和生态保护，使人类作为命运共同体能够可持续发展下去。但当政府和社会关心全球变暖、贫富差距时，企业或投资机构往往仍关心市值变化、投资回报，这种状况使得可持续发展难以融入日常的商业（金融）活动。此外，社会责任投资强调“资本不作恶”，ESG投资关注降低投资风险、提升投资收益，影响力投资希望实现的外部效益目标多种多样——即使是这些追求“资本向善”的投资方式，它们也未同可持续发展建立起清晰的关系。而可持续发展金融成功构建了以经济-社会-环境“综合价值”为核心、以价值的创造-传递-变现为逻辑、以义利并举-转化-双升为导向的认知体系，为所有可能产生正向外部效应的金融活动衡量自身外部性对人类可持续发展的贡献，搭建了一个在全球范围内适用的通用语言。

同时，可持续发展金融进一步重塑了商业逻辑并推动金融市场变革。可持续发展相关的基础建设等产业周期长、回报低，企业和投资机构望而却步；医疗教育等产业虽利润丰厚、但属公共服务，市场力量须义利兼顾；而诸如保护水下和陆地生物等项目，目前尚且无法实现产业化运作。此外，经济越欠发达、资金需求越迫切。资金供给越短缺、营商环境越差。如果仅以财务回报（尤其是短期收益）为衡量标准，市场力量趋利避害，不会将主要资源配置在可持续发展领域。主动解决社会和环境问题的影响力投资，已经不同于以追求利益为出发点的传统商业逻辑，可持续发展金融在这一基础上进一

步提出：商业活动对社会和环境带来的外部正效益将转化为经济效益，金融市场的价值应从“经济单维”向“经济-社会-环境三维”转变，从底层逻辑上拓宽金融市场价值取向，推动市场力量参与实现可持续发展目标。

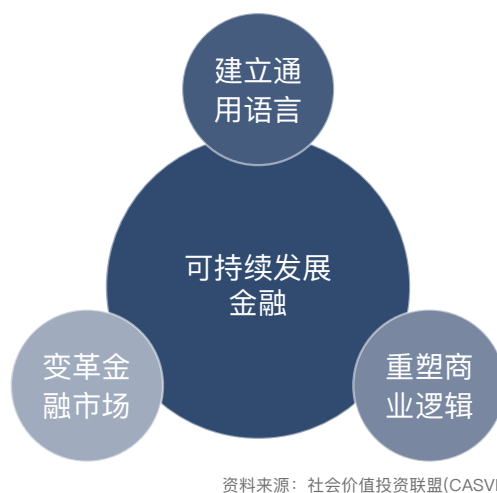


图43 可持续发展金融的三大方向性意义

由此可见，可持续发展金融在构建通用语言、重塑商业逻辑和变革金融市场这三大方面都有着其他类似概念所无法拥有的方向性意义。

在对可持续发展金融的方向性特征进行阐述后，下文将概述可持续发展金融与一些传统投资理念的联系与区别。资本市场中常见的投资理念有五种：价值型投资、成长型投资、指数型投资、技术型投资和组合型投资。⁸⁰

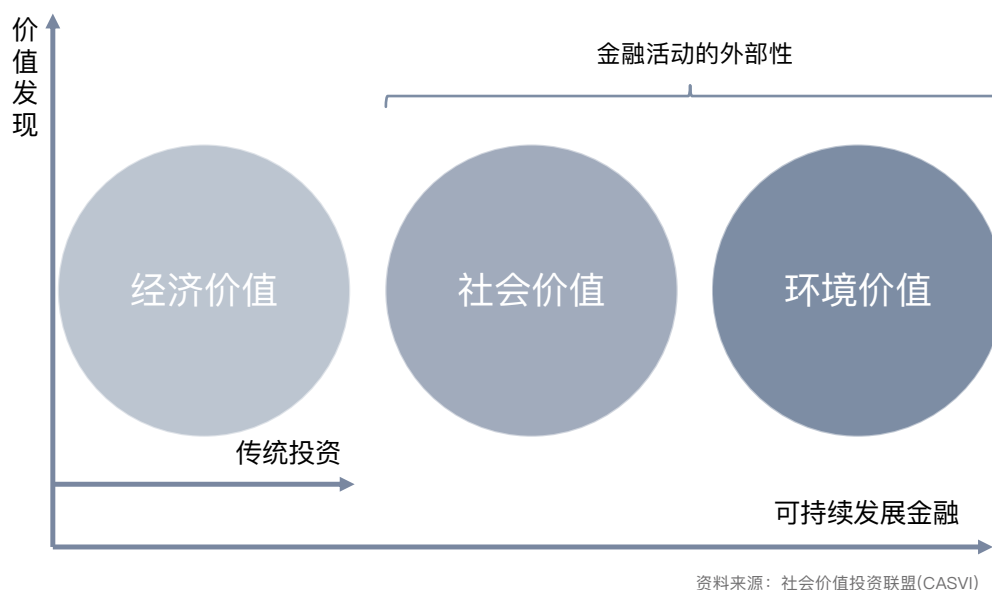
风格	代表人物	价格—价值关系	要点
价值型投资	格雷厄姆/巴菲特	变化但可知	强调已知价值，并将其与当前价格作比较
成长型投资	费雪/林奇	变化但可知	强调未来价值，并将其与当前价格作比较
指数型投资	博格	不确定且不可知	忽略价值和价格关系，依赖市场
技术型投资	奥尼尔	可能存在一定关系但不重要	专注于分析价格走势
组合型投资	马尔基尔	基于有效市场假说，两者永远相等	以价格—价值为风险尺度，确定相应的风险偏好

资料来源：坎宁安（Cunningham）、社会价值投资联盟(CASVI)

表23 五大传统投资理念概览

可以看到，尽管不同的投资理念都基于价格—价值关系确立了自己的方法论，但它们对两者关系的讨论均局限于经济层面，它们实现的价值均停留在经济价值这一单一维度。

80. “What is Value Investing?”, Lawrence A. Cunningham, 2004



资料来源：社会价值投资联盟(CASVI)

图44 可持续发展金融不同于传统投资的价值发现功能

而可持续发展金融的深层逻辑在于一项金融服务或投资活动可以创造出经济-社会-环境“综合价值”，拓宽了传统投资理念发现价值的维度；更重要的是，三种维度的价值最终可以实现传递和转换，即可以实现义利并举-转化-双升，这就使得发现“综合价值”亦能发现经济价值，实现“综合价值”亦能实现经济价值。

三、市场规模

在对可持续发展金融的市场规模进行讨论前，本文必须指出目前尚无权威机构对此进行过测算，由于可持续发展金融包含的金融工具多种多样，难以系统性测算总体市场规模，本文将基于联合国贸发会议（UNCTAD）《2020可持续发展融资报告》、全球可持续投资联盟（GSIA）《2018全球可持续投资回顾》和全球影响力投资网络（GIIN）2019年对全球影响力投资者进行的调研等资料，推算可持续发展金融投资领域的规模。⁸¹但可持续发展金融还包括了信贷、保险等其他金融服务形式，本文将不作估计。

在此提醒读者注意，本文估计可持续发展金融相关投资规模的主要目的在于揭示可持续发展目标的资金缺口状况以及可持续发展金融未来转型的方向。根据国际科学理事会40位科学家的研究结果，SDGs的169项子目标中仅有29%得到明确界定，其余71%缺少具体描述，尚难准确衡量，⁸²因此精确地得到支持SDGs实现的金融服务或投资方式的规模是极为困难的。下文采用定性和定量相结合的方式，通过定性分配系数，定量拆解原始数据，尽最大可能使测算误差不影响主旨阐述。

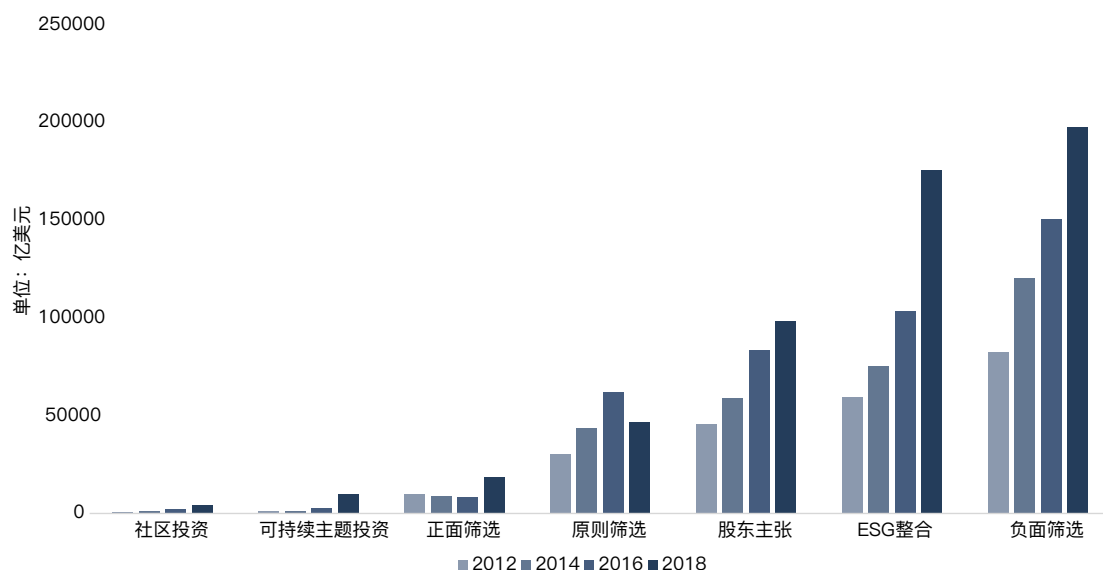
前文已提及，GSIA对可持续投资策略分为七类：负面筛选、原则筛选、正面筛选、ESG整合、股东主张、社区投资和可持续性主题投资。本报告已将这七类策略归为三种投资方式：社会责任投资（负面筛选、原则筛选、正面筛选），ESG投资（ESG整合）和影响力投资（股东主张、社区投资、可持续主题投资）。

GSIA的统计数据显示：截至2018年底，七种投资策略规模合计约为55.13万亿美元。由于一项投资活动可能涉及多种投资策略，经过GSIA重新测算，2018年全球与可持续发展金融相关的投资总规模超过30.7万亿美元。由此，本文便可得到单一策略相对整体规模的年度调整系数为0.56。

81. 联合国《2020可持续发展融资报告》中对可持续投资规模的测算采用了GSIA在2019年发布的《2018全球可持续投资回顾》中的数据。

82. International Science Council: Review of Targets for the Sustainable Development Goals: The Science Perspective (2015)

<https://council.science/publications/review-of-targets-for-the-sustainable-development-goals-the-science-perspective-2015/>



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟(CASVI)

图45 可持续发展金融分策略市场规模（2012-2018）

结合全球影响力管理项目（International Management Project，简写作IMP）对可持续发展金融所包含投资策略的分类：资本不作恶（A类）、资本惠及相关方式（B类）和资本提供解决方案（C类）。根据不同投资策略的特征，本文将负面筛选与原则筛选定义为A类，正面筛选和ESG整合定义为B类，影响力投资的三个具体策略归为C类。



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟(CASVI)

图46 可持续发展金融包含的投资策略分类

根据GIIN于2019年4月3日发表的报告《影响力投资核心特征》，影响力投资是“旨在产生积极且可度量的社会与环境影响力，并同时带来财务回报的投资”。根据GIIN在2019年初对全球1340多家影响力投资机构的深度调研，全球影响力投资的实际管理规模约为5020亿美元；而GSIA披露的数据显示：截至2018年底，采用可持续性主题投资策略和社区投资策略的资产规模约为1.5万亿美元，使用了股东主张策略的资产规模为9.8万亿美元，即使在经过年度系数调整后，这三种策略的资产规模总和仍超过6万亿美元。可以看出，GIIN和GSIA采用了不同视角去衡量影响力投资的规模。

而联合国发展任务协调处（UNDOCO）在一份关于可持续发展金融实践案例的报告中认为影响力投资是“加速可持续发展目标实现的新融资方式”，故本文假定GIIN统计口径下的影响力投资对SDGs的贡献较大，可认为其资产规模的80%都能直接促进SDGs的达成，⁸³则根据GIIN对影响力投资市场规模的统计和GSIA对可持续投资分策略规模统计，C类投资中的可持续性主题投资和社区投资对SDGs的促进程度约为30%。⁸⁴

结合前文“光谱图”的定性分析，A类投资并不主动优化投资的外部效益，B类投资尽管提升了投资的外部效益但并不主动解决社会和环境问题，故认为它们对SDGs的影响程度均低于主动解决社会和环境问题的C类投资方式。因此，本文假定A类投资策略对SDGs影响程度为10%，B类投资策略对SDGs影响程度为20%。此外，由于股东主张策略往往与其他可持续投资策略重复使用，尽管其属于C类投资，但本文为减少重复计算的影响，保守估计其对SDGs的影响程度调整为15%。

	社区投资	可持续主题投资	正面筛选	原则筛选	股东主张	ESG整合	负面筛选
2018	4440	10180	18420	46790	98350	175440	197710
2016	2480	2760	8180	61950	83850	103530	150640
增长	79%	269%	125%	-24%	17%	69%	31%
年化增长	33.7%	92.0%	50.1%	-13.1%	8.3%	30.2%	14.6%
2018年增量 (均值)	980	3710	5120	-7580	7250	35930	23540

注：投资额绝对值单位均为：亿美元

资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟(CASVI)

表24 2018年可持续发展金融分策略投资流量测算

根据前述假设，本文对七种策略分别进行年度和SDGs影响因子两次调整，加总得到可持续发展金融投资在2018年的新增规模约6566亿美元。而假设可持续投资市场继续按2012-2018年12%的复合增长率增长，2020年可持续发展金融中投资相关的新增规模约为8000亿美元，累计规模为5.9万亿美元。

	A 类投资		B 类投资		C 类投资		
单位：亿美元	SDGs 影响因子:10%		SDGs 影响因子:20%		SDGs 影响因子:30%	SDGs 影响因子:15%	
项目	负面筛选	原则筛选	正面筛选	ESG 整合	社区投资	可持续主题投资	股东主张
2018 年 年度调整 系数: 0.56	23540	-7580	5120	35930	980	3710	7250
整体调整系数	0.056		0.112		0.169		0.084
调整后规模	1311	-422	285	4004	164	619	605
2018年新增规模	6566						

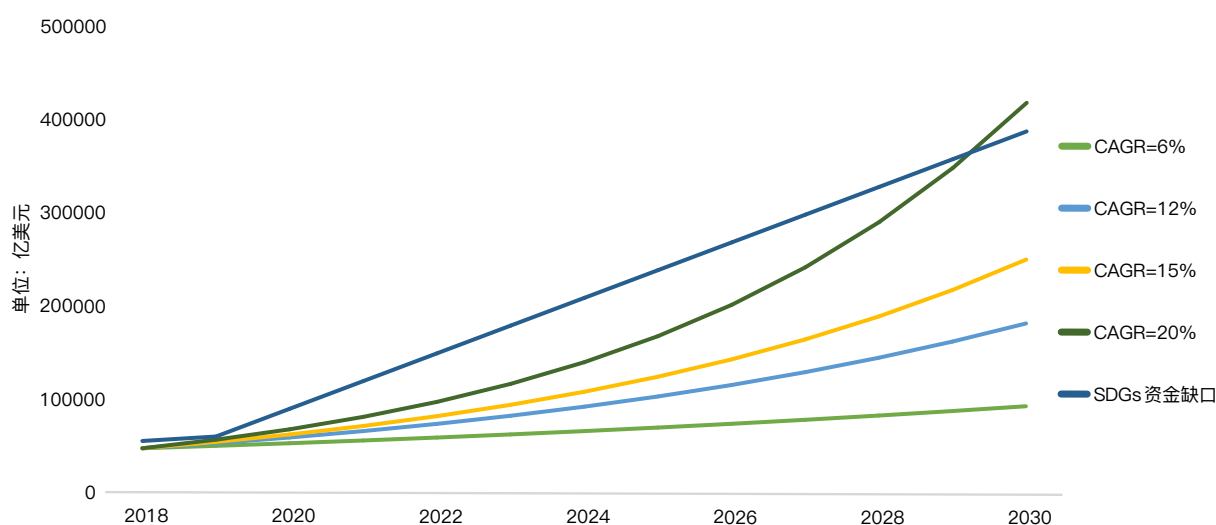
资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟(CASVI)

表25 2018年可持续发展金融投资增量估算

83. “Unlocking SDG Financing: Good Practices from Early Adopters”, United Nations Development Operations Coordination Office, 2018

84. 该比例由GIIN测算的影响力投资规模与GSIA测算的可持续性主题投资和社区投资的比值向下修正得到。

根据联合国的预测，要实现2030年可持续发展目标（SDGs），全球每年需要5–7万亿美元资金，其中发展中国家需要每年3.3–4.5万亿美元，而其公共财政仅能覆盖约1.4万亿美元，尚有2.5万亿美元资金缺口；发达国家需要每年0.5–3.7万亿美元，根据全球各国可持续发展目标指数估计，⁸⁵发达国家的年度资金缺口约为0.5万亿美元，全球可持续发展年度资金缺口为3万亿美元，则到2020年到2030年全球可持续发展金融的资金总缺口约为39万亿美元。现有的投资规模对可持续发展目标的贡献相比可持续发展金融的资金缺口仍有不小的差距。若全球市场希望在2030年前回补SDGs的融资缺口，在可持续发展金融相关投资对SDGs贡献率不变的情形下，2020年开始可持续发展金融相关投资需要保持20%以上的年复合增长率。



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟(CASVI)

图47 可持续发展金融投资规模情景模拟（2018–2030）

而2020年爆发的新冠疫情已经给全球经济带来了巨大冲击，此外，本就放缓的经济增长、逐渐上升的金融风险、日益严峻的贸易限制、频繁发生的环境冲击，使得全球投资活动不太可能在未来十年内继续保持高速增长。由此看来，若现有投资方式对SDGs的贡献程度不变，仅仅依靠投资规模的高速增长来填补可持续发展的资金缺口可行性不高。

因此，目前看来行之有效的办法应当是提升每项投资活动或金融服务对SDGs的贡献程度，即提高SDGs影响因子。

基于前文数据，若可持续投资市场继续按2012–2018年12%的复合增长率增长，要使可持续发展目标的累计资金缺口在2030年前补充完毕，则三类投资方式对SDGs的平均贡献程度在2020年后至少要达到38%——随着影响力投资管理与评估指标的完善和ESG整合策略的主流化，这一要求并非不能实现。

若三类投资方式对SDGs的平均贡献程度在2020年后能提升至60%，即使在整体投资增速放缓的情况下，以复合增长率6%为例，累计资金缺口也会在2027年完成补充。这还是在不考虑传统投资可能会提升对SDGs贡献程度的情况下。

85. 具体估计过程详见附录2。

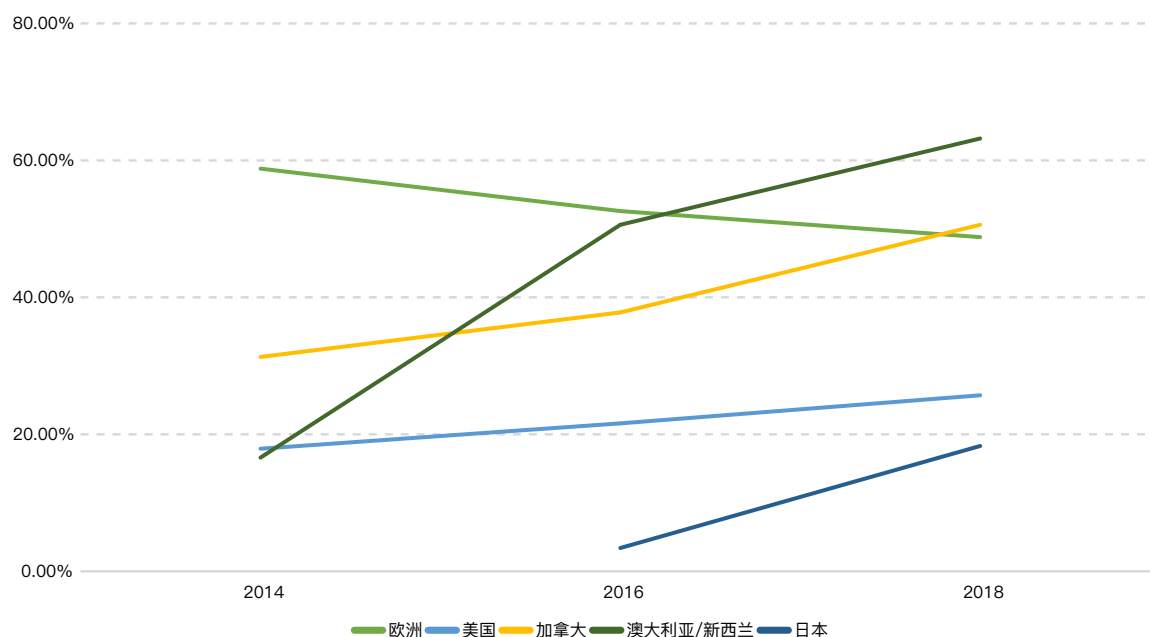
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
SDGs影响因子： 38%	46449	63826	82245	101770	122466	144404	167658	192308	218436	246132	275490	CAGR=6%
	49232	69730	92688	118401	147199	179453	215577	256036	301350	352102	408945	CAGR=12%
	52121	76093	104380	137758	177145	223621	278463	343176	419538	509644	615970	CAGR=18%
SDGs影响因子： 50%	61125	83993	108232	133926	161162	190031	220633	253071	287456	323903	362537	CAGR=6%
	64788	91763	121975	155812	193709	236154	283693	336936	396568	463356	538159	CAGR=12%
	68590	100136	137361	181286	233117	294278	366448	451609	552099	670677	810598	CAGR=18%
SDGs影响因子： 60%	73350	100791	129879	160711	193394	228038	264760	303686	344947	388683	435044	CAGR=6%
	77746	110116	146370	186974	232451	283385	340431	404323	475882	556027	645791	CAGR=12%
	82308	120164	164833	217543	279741	353134	439738	541931	662519	804812	972718	CAGR=18%
累计资金需求	90000	120000	150000	180000	210000	240000	270000	300000	330000	360000	390000	每年需求不变

注：单位均为亿美元；灰色表示满足资金需求

资料来源：社会价值投资联盟(CASVI)

表26 可持续发展金融资金缺口与SDGs影响因子、复合增长率变动分析（2020-2030）

如何提升各类投资方式对SDGs的贡献程度是未来10年亟待探究的问题，本文给出的建议是：C类投资在主动解决社会和环境问题的基础上，预先设定其期望达成的投资外部性与SDGs之间的转换关系并开发相应投后评估工具，这就需要影响力投资机构在现有影响力投资评估体系中将SDGs与影响力投资管理指标进行匹配；B类投资提升SDGs影响因子的关键在于投资者应更加积极主动地运用股东权利，对被投资企业某些和SDGs密切相关的经营活动起到监督或倡导作用，将投资理念从“支持ESG表现优异的企业”向“提升被投企业的ESG表现”转变，通过提升企业对SDGs的贡献程度来提高投资行为对SDGs的影响因子；A类投资的未来方向在于改变投资理念和策略，即从单纯的“剔除”向B类投资方式中使用的“整合”策略转变。不容忽视的是，2018年末全球投资规模约为268.8万亿美元，其中可持续投资规模约为30.7万亿美元（11.4%），若未来十年内更多的传统投资向可持续发展提供资金，则可持续发展的融资目标将更可能实现，而要实现这一点，可能需要政府依托开发性或政策性金融机构更好地撬动市场杠杆，将商业资本引入可持续发展领域。



资料来源：全球可持续投资联盟（GSIA）、社会价值投资联盟（CASVI）

图48 主要发达市场可持续投资占其总体投资市场规模的比重

四、重要机构

（一）联合国开发计划署

联合国开发计划署（United Nations Development Programme，简写作UNDP）是联合国的一个下属机构，也是世界上最大的负责进行技术援助的多边机构，总部位于纽约。其主要工作是为发展中国家提供技术上的建议、培训人才并提供设备，特别是对最不发达国家进行帮助。致力于推动人类的可持续发展，帮助人们创造更美好的生活。

目前UNDP的工作重心是帮助各个国家满足三个发展维度的多样化需求：消除贫困、结构转型和增强适应性。为此UNDP在“消除贫穷、社会治理、灾害适应、以环境为中心、清洁能源、性别平等”这六个方面提出了特色解决方案，每个解决方案都包含政策建议、技术援助、资金支持和项目开展，都有潜力为可持续发展铺平道路。

（二）联合国贸易和发展会议

联合国贸易和发展会议（United Nations Conference on Trade and Development，简写作UNCTAD）是联合国大会常设机构之一，是审议有关国家贸易与经济发展问题的国际经济组织，是联合国系统内唯一综合处理发展和贸易、资金、技术、投资和可持续发展领域相关问题的政府间机构，总部设在瑞士日内瓦。

UNCTAD为实现可持续发展目标作出贡献的主要方式是通过技术合作项目对落后国家或地区进行帮助。在2018年，UNCTAD共开展了249项技术合作项目，金额共计4370万美元，其中50%的金额与“产业、创新和基础设施（SDG-9）”有关，20%的金额与“促进目标实现的伙伴关系（SDG-17）”有关，12%的金额与“负责任消费和生产（SDG-12）”有关。

（三）标普道琼斯指数公司

标普道琼斯指数公司是全球最大的金融市场指数提供商，创建了金融市场标志性的标普500指数和道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average，简写作DJIA）。

1999年9月，道琼斯指数与RobecoSAM合作，推出道琼斯可持续发展指数（Dow Jones Sustainability Indices，简写作DJSI）。从经济、社会和环境三方面对道琼斯全球全股票指数中最大的2500家上市公司的可持续发展能力进行评价，并选择每个行业可持续评分排名前10%的公司组成指数。1999年首发的DJSI，是运营时间最长的全球可持续发展指数，目前有超过百亿美元的资产配置以道琼斯可持续发展指数为基础。

2012年，标普指数公司和道琼斯指数公司合并成立标普道琼斯指数公司，DJSI归属标普道琼斯指数。DJSI综合评估公司的经济、社会和环境表现，包括公司治理、人权、气候变化应对策略等，只有每个行业中排名靠前的公司才被选入DJSI系列，其中：全球指数，前10%；区域指数，前20%；国家指数，前30%。

（四）社会价值投资联盟

社会价值投资联盟（简称“社投盟”）是中国首家专注于促进可持续发展金融的国际化新公益平台，以标准研发、平台建设、理念倡导为使命。社投盟提供了从沪深300中经过筛选的公司选取社会价值分数较高的99家公司构建的指数，可供基金产品追踪和整合。

2017年12月，首次发布“发现中国义利99——A股上市公司社会价值评估报告（2017）”。

2018年9月，在Wind金融终端发布了A股上市公司社会价值评级。

2019年6月，成为在国内第一家加入PRI的专注促进可持续发展金融的国际化新公益组织。

2019年12月，社投盟与博时基金联合研发的博时中证可持续发展100ETF正式发布。

社会价值投资联盟目前的工作重点之一是“可持续发展金融创新实验项目”，该项目由北京大学国家发展研究院联合社会价值投资联盟、博时基金管理有限公司作为种子发起单位共同发起。以推动可持续发展为使命，以共建金融行业生态为目标，结合理论研讨、实践探索、迭代提升等多元手段进行可持续发展金融实验研究。

此外，社投盟还在帮助初创社企对接影响力资本并帮助这些企业完善和优化商业模式，具体开展的项目有：可持续发展共闯加速营（SUA）、可持续发展投资实践室（SDIL）。

五、政策梳理

本文梳理了2000年以来，世界主要国家和地区的可持续及可持续发展金融政策，主要可划分为两大阶段：

第一阶段，2000–2015年，以千年发展目标（SDGs）为指引，各国主要对可持续发展的目标作出承诺或发展规划；2014年，欧盟委员会和欧洲投资银行宣布开发“自然资本融资工具”，试图以政府背书形式吸引私人资本进入可持续发展相关领域——这可视为可持续发展金融的一个重要节点；

第二阶段，2015年至今，随着联合国可持续发展目标（SDGs）的提出以及联合国《达成可持续发展目标的融资路线图》的发布，主要经济体开始将自身发展战略与SDGs相融合，例如：中国的“十三五”规划和欧盟的“可持续金融战略”均将如何利用金融系统更好地支撑可持续发展纳入总体发展战略考量。

时间	国家/地区/ 国际组织	项目 / 会议 / 文件名	核心内容
2000.09	联合国	“ United Nations Millennium Summit”	通过了联合国千年发展目标（MDGs）
2002.08	联合国	“ World Summit on Sustainable Development”	主要国家领导人对可持续发展相关议题作出承诺
2003.02	英国	“ Our energy future – creating a low carbon economy”	提出到2050年实现低碳经济的目标，降低60%的二氧化碳排放量
2008.08	韩国	“ The National Strategy for Green Growth”	能源转型；培育绿色产业；发展绿色土地和绿色交通
2009.06	美国	“ Interagency Partnership for Sustainable Communities”	在联邦层面，协调住房、交通和其他基础设施投资，以保护环境，促进公平发展并帮助应对气候变化
2009.10	阿盟	“ The Arab Regional Strategy for SCP”	提倡使用环保产品和服务；保护水、能源和其他自然资源，并为消除贫困和实现可持续生活方式积极贡献
2010.06	欧盟	“ The Europe 2020 Strategy”	强调“明智、可持续性和包容性增长”
2012.04	中美洲环境与发展委员会	“ The Regional Policy on Public Procurement ”	探索材料、资源与能源有效利用、保障人民健康，并培育发展一个同时涵盖可持续和创新型商品和服务的区域市场
2014.07	欧盟	“ List of EU actions supporting SMEs in a green economy”	欧洲投资银行将通过金融中介机构提供资金，以改善与生态系统服务和气候变化适应相关的资源效率
2015.09	联合国	“ the 2030 Agenda for Sustainable Development”	提出了包括无贫困、零饥饿、良好健康与福祉等17项可持续发展目标（SDGs）和169项目标
2016.03	中国	“ the 13 th Five-Year Plan for Economic and Social Development of the PRC”	将全球发展目标和“十三五”规划结合起来，强调制定一个以人为本的发展议程，将重点放在稳定的经济增长，包括环境问题、人民生活水平的保障和减贫工作等领域
2019.09	联合国	“ Roadmap for Financing the 2030 Agenda for Sustainable Development 2019–2021”	提出了1大目标、3项计划、6大领域和15项倡议，成为以可持续发展金融推动可持续发展的全球行动指南
2020.02	欧盟	“ Strategy on Sustainable Finance ”	详细阐明了欧洲证券和市场监管当局计划如何将ESG因素嵌入其工作中，并促使可持续金融理念成为市场发展的核心

资料来源：公开资料整理、社会价值投资联盟(CASVI)

表27 本世纪以来全球可持续发展及可持续发展金融相关政策

六、未来展望

粮食安全、资源短缺、气候变化、网络攻击、人口爆炸、环境污染、疾病流行、跨国犯罪等全球非传统安全问题层出不穷，对国际秩序和人类生存都构成了严峻挑战。为应对乌卡时代的全球性挑战，制定可持续发展目标并将其系统性地推进下去是极为必要的。⁸⁶

推进可持续发展目标，既为市场带来了机遇，也提出了挑战。联合国贸易和发展会议公布的《2014年全球投资报告：投资可持续发展目标的行动计划》显示，在绿色农业、健康养老、公平教育、清洁能源等方面，SDGs关乎3.8亿个新就业岗位和价值12万亿美元的市场机遇；另一方面，为达成SDGs全球每年需要5–7万亿美元的资金投入，其中发展中国家每年需要3.9万亿美元，主要用于基础设施、粮食安全、应对气候变化、健康和教育领域。从资金来源看，发展中国家的公共财政仅能覆盖1.4万亿美元，尚有2.5万亿美元的年度资金缺口亟待市场投资。此外，这些缺口资金需要和可持续发展目标高度结合，但传统意义上的投融资活动或当下的ESG投资甚至影响力投资尚未具备完全实现SDGs的资金动员能力，金融市场在未来还需更大转型，如果构建金融服务、投资活动与SDGs之间更加紧密直接的关系，是当下亟待解决的问题。

现代管理学之父彼得·德鲁克（Peter Drucker）曾说过，所有的社会和环境难题，只有把它们变成有利可图的商业机遇，才能得以彻底解决。在市场价值重塑的时间窗口，面对全球资源配置的刚性需求，可持续发展金融正是推动全球可持续发展目标实现的重要工具。富有前瞻性的金融机构已开始谋篇布局。渣打银行于今年2月承诺：到2024年底，为促进可持续发展的基础设施提供400亿美元的项目融资服务，为可再生能源和清洁技术项目提供350亿美元的项目融资服务；到2030年底，渣打银行将不会再为从动力煤中

86. 乌卡（VUCA）时代，即呈现出“不稳定（Volatile）、不确定（Uncertain）、复杂（Complex）和模糊（Ambiguous）”四大特征的时代。

获得10%以上收入的企业提供支持。全球最大的资管机构贝莱德也在今年新设主要投向中国企业的新兴市场ESG领导者ETF；博时基金联合社投盟发布的中国首支可持续发展主题基金产品——博时可持续发展100ETF于2020年2月在上交所上市交易。

2020年的一系列生态灾难已经使人类意识到，只有均衡地促进经济发展、社会包容和生态保护，人类才能够可持续发展下去。相信在不远的未来，越来越多的金融机构将会“投向美好未来”，践行可持续发展金融的理念，推动全球可持续发展目标的最终实现。

附录

(一) 中国影响力投资规模市场估算

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
年份	全球规模 (亿美元)	全球主体数 (家)	全球单位主 体投资均值 (亿美元)	东亚主体数 全球占比	东亚规模 (亿美元)	东亚主体数 (家)	东亚单位主 体投资均值 (亿美元)	中国主体数 (家)	中国单位主 体投资均值 (亿美元)	中国规模 (亿美元)
2014	660	120	5.5	2%	3.44	6	0.57	1.20	0.17	0.06
2015	792	144	5.5	2%	4.95	7	0.69	1.44	0.21	0.09
2016	950	173	5.5	3%	7.13	9	0.82	1.73	0.25	0.13
2017	1140	208	5.5	3%	10.26	11	0.99	2.08	0.30	0.18
2018	2110	491	4.3	4%	22.16	25	0.90	4.91	0.27	0.40
2019	5020	1340	3.8	5%	75.30	67	1.12	13.40	0.34	1.36
注：考虑到某些机构除影响力投资外还有其他业务，故主体数不取整			历史数据	推算数据	=A*D*30%	=B*D	=E/F	=F/5	=G*30%	=H*G*30%

资料来源：全球影响力投资网络（GIIN）、奥维咨询（OLIVER WYMAN）

(二) 发达国家可持续发展目标年度资金缺口估算

	有效样本数量	可持续发展指数 Max	可持续发展指数 Min	可持续发展指数 Average	可持续发展指数 Median	可持续发展目标 资金需求	可持续发展目标 资金覆盖	可持续发展目标 资金缺口
发达国家	37	85.2	69.6	75.3	74.9	0.5-3.7万亿美元	1.6万亿美元	0.5万亿美元
发展中国家	141	77.8	39.1	63.9	66.2	3.3-4.5万亿美元	1.4万亿美元	2.5万亿美元
注：另有15个发展中国家无可持续发展指数及SDGs细分指标数据；蓝色代表估计值，通过发达国家与发展中国家两大群体间可持续发展指数均值与中位数比例换算得到								

资料来源：Bertelsmann Stiftung、可持续发展方案网络（SDSE）



社会价值投资联盟（深圳）

深圳 · 上海 · 北京

☎ 0755-8653 8253

🌐 www.casvi.org

✉ info@casvi.org

广东省深圳市南山区南海大道1079花园城数码大厦A座201A室

201A, Tower A, Shenzhen Digital Building, No.1079 Nanhai Blvd., Nanshan District, Shenzhen City