

分析师

王涵 S0190512020001

卓泓 S0190519070002

## 可持续投资：历史、现状与展望

——“碳中和”系列报告之二

研究助理 陈嘉媛

2021年4月22日

### 相关报告

20210303

“碳中和”能否驱动新一轮投资率上行？

2020年9月，中国首次承诺努力争取“2030年前碳达峰，2060年前碳中和”，“碳中和、碳达峰”也成为“十四五”规划污染防治攻坚战的重要目标。在此背景下，与生态保护、低碳转型相关的领域将面临巨大的融资需求和投资机会。在本文中，我们梳理了全球可持续发展投资的历史、现状和海外经验，以期对中国可持续投资未来发展提供参考。

- **可持续投资：综合考虑社会、环境、治理。** 广义的可持续投资包含了社会责任投资(Social Responsible Investing, SRI)、ESG投资和影响力投资(Impact Investing)等。90年代，社会责任投资理念在发达资本市场趋于成熟。2000年后，国际组织逐步将ESG和可持续投资的定义标准化。
- **发展现状：2012年以来快速发展，美国和欧洲较为领先。** 2012年以来，全球可持续投资总体规模开始快速增长。资金来源方面，可持续投资仍以机构投资者为主，但个人投资者占比不断上升。在国家分布方面，欧洲可持续投资规模占比最大，美国其次。从投资标的而言，ESG股票基金的规模要显著大于债券基金。就可持续投资债券发行而言，绿色债券占据可持续投资债券的主导。
- **投资策略：海外当前以负面筛选为主，碳中和关注度明显上升。** 可持续投资的策略主要有筛选策略、整合策略和影响策略三种。其中筛选策略可分为负面筛选、正面筛选和规则筛选。目前，负面筛选是可持续投资最主流的策略，即将包含负面行业(如煤炭、烟草、赌博、酒、枪支贩卖等)的企业剔除投资清单。在全球“碳中和”发展大势所趋的背景下，对高碳排放、化石燃料的关注明显上升。
- **投资收益：波动率略有加大，超额收益或来自于行业配置。** 为减少投资组合的碳排放，可持续投资资金在行业配置中倾向于多配置碳排放较低的科技、金融行业，同时低配能源、公用事业等碳排放较高的行业。从波动率来看，美国大盘ESG基金与标普500的90天滚动波动率之差约为1。从投资收益来看，2016-2019年美国大盘ESG基金和标普500并未有明显差异。但2020年全球央行大放水以来，美国大盘混合ESG基金开始有较明显的超额收益，这可能主要得益于该基金对科技板块的增配和能源的低配。

**风险提示：政策环境超预期变化。**

请阅读最后一页信息披露和重要声明

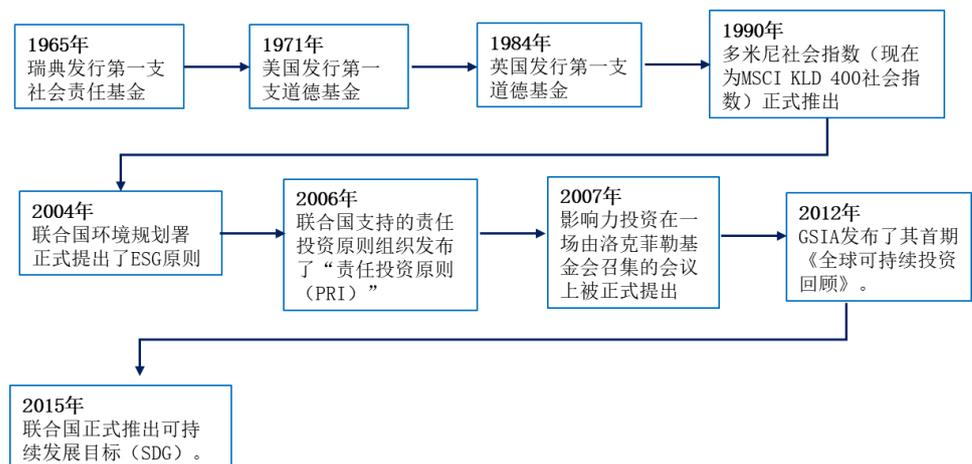
2020年9月22日，在联合国气候大会上，中国首次承诺“中国的二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”。“碳中和、碳达峰”也成为“十四五”规划污染防治攻坚战的重要目标。随着对环境和生态的重视日益提升，与生态保护、低碳转型相关的领域将面临巨大的融资需求和投资机会。在本文中，我们梳理了全球可持续发展投资的历史、现状和海外经验，以期对中国可持续投资未来发展提供参考。

## 可持续投资：社会、环境和治理

- **可持续投资是一种考虑社会、环境和治理（ESG）的投资方法。**全球可持续投资联盟（GSIA）将可持续投资定义为一种在投资组合的选择和管理中考虑环境、社会和治理（ESG）因素的投资方法。广义的可持续投资包含了社会责任投资(Social Responsible Investing, SRI)、ESG投资和影响力投资(Impact Investing)等。
  - **社会责任投资**是指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，投资策略主要包括负面筛选、正面筛选和规则筛选。
  - **ESG投资**是一种整合筛选工具，指的是资产管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风险，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，其投资依据主要是企业的ESG评分。
  - **影响力投资**是指旨在产生积极、可衡量的社会与环境影响，并带来财务回报的投资，主要包括可持续主题投资、社区投资和股东参与投资。
- **可持续投资起源于20世纪60年代。**二战之后，发达国家经历了黄金经济增长，但同时开始出现环境污染、资源短缺等问题。因此，欧美逐渐出现公众环保运动，抗议无节制地使用资源和破坏环境的经营生产行为。这些运动使得可持续发展成为一种价值取向，这种价值取向逐步影响到公众消费选择，消费者开始更偏好环保产品并愿意为此支付溢价。在这一背景下，环境保护从单纯的公众运动转而向消费领域渗透，催生出了环保消费。企业出于自身利益的考虑，开始提供绿色产品，也包括在生产过程中更加注重环保问题，并对此加以宣传。在此背景下，消费偏好就逐渐刺激了生产的进步。此后，随着越来越多的生产企业开始关注可持续发展和环境保护，加之法律法规的完善，投资者也慢慢意识到企业环境绩效可能会影响到企业财务绩效。于是，可持续投资就开始进入投资者的视线范围。
- **可持续投资起初由投资机构提出，而后得到了国际组织的大力推广。**90年代，社会责任投资理念在发达资本市场趋于成熟。2000年后，国际组织逐步将ESG和可持续投资的定义标准化。

- **可持续投资基金的发行：**最早一支可持续基金由瑞典在 1965 年发行。随后，美国于 1971 年发行了第一支社会基金(Ethical Fund)，1984 年英国也推出了第一支社会基金。1990 年，多米尼社会指数（现在为 MSCI KLD 400 社会指数）推出，该指数由符合特定社会和环境标准的 400 家美国上市公司组成，标志着可持续投资从萌芽期进入了发展期。
- **ESG 理念的形成和推广：**2004 年，联合国环境规划署系统整合了市场上常见的对环境议题，社会议题和公司治理的关注，正式提出了 ESG 原则。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 (PRI)”，该原则致力于推动各大投资机构在决策过程中纳入 ESG 原则，帮助 PRI 的签署方提升可持续投资水平。2007 年影响力投资在洛克菲勒基金会召集的会议上正式提出，与会人士正是早期影响力投资者，他们希望通过投资绿色科技、微型金融等项目积极创造投资附加值。2012 年，GSIA 发布了首期《全球可持续投资回顾》，2015 年，联合国正式推出可持续发展目标 (SDG)。

**图表 1：可持续投资起初由投资机构提出，而后得到了国际组织的大力推广。**



数据来源：Wikipedia，兴业证券经济与金融研究院整理

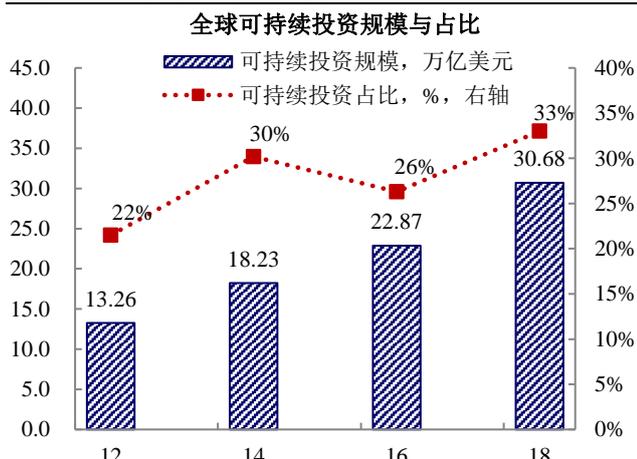
## 发展现状：全球重视，美欧领先

- **整体来看，可持续投资在全球范围内持续得到规范和支持。**如前所述，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 (PRI)”，该原则致力于推动各大投资机构在决策过程中纳入 ESG 原则。截至 2020 年，PRI 签署机构已超过 3000 家。2017 年，法国、中国、荷兰等 8 国的央行和监管机构联合发起成立“央行与监管机构绿色金融合作网络”，截至 2019 年底，已有五大洲 48 个国家和地区的央行和金融监管局加入了该组织。联合国可持续证券交易所倡议发起十年以来，全球已有 103 家证券交易所加入，覆盖约 5 万家公司，总市值达 86 万亿美元，截至 2020 年，已有 55 家证券交易所为上市公司 ESG 信息披露提供了指引。全球主流指数公司所推出的可持续投资指数，包括道琼斯可持续发展指数，富时社会责任指数，MSCI ESG 指数等，所获得的关注也在不断提升。

● 趋势上来看，全球可持续投资总体规模持续增长，运作模式趋于成熟。

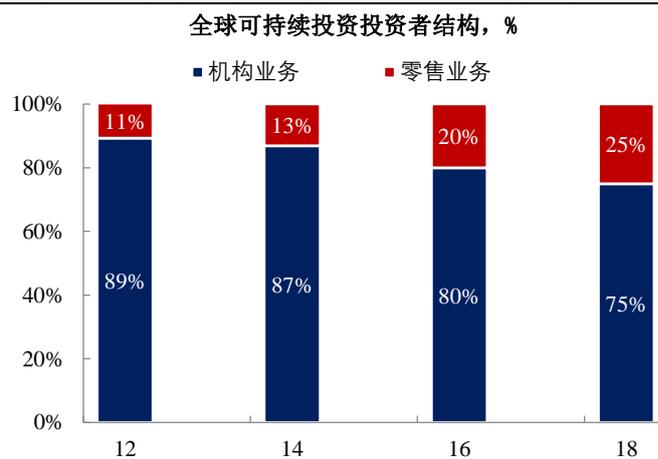
- 在规模方面，2012-2018年，全球主要国家和地区（包括美国、加拿大、欧洲、日本和澳大利亚新西兰）的可持续投资规模不断增长，同时可持续投资资产占专业化管理资产总额的比例也基本呈现上升趋势。2018年初，主要国家和地区的可持续投资规模达30.68万亿美元，较2016年初规模增长了34%，占专业化管理资产总额的33%。
- 在资金来源方面，机构投资者是海外主要国家和地区可持续投资资金的主要来源，但零售投资者所占比重在不断上升。

图表 2：海外可持续投资规模增长



数据来源：GSIA，兴业证券经济与金融研究院整理

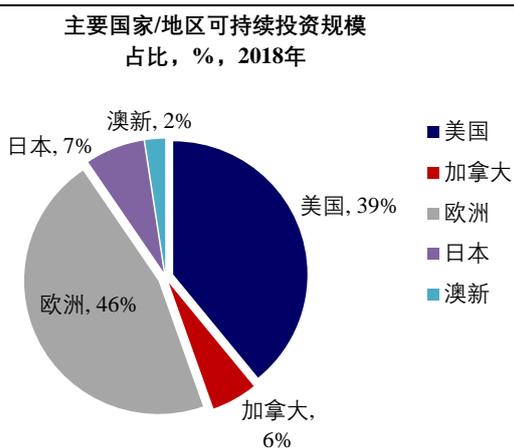
图表 3：海外可持续投资以机构为主要资金来源



数据来源：GSIA，兴业证券经济与金融研究院整理

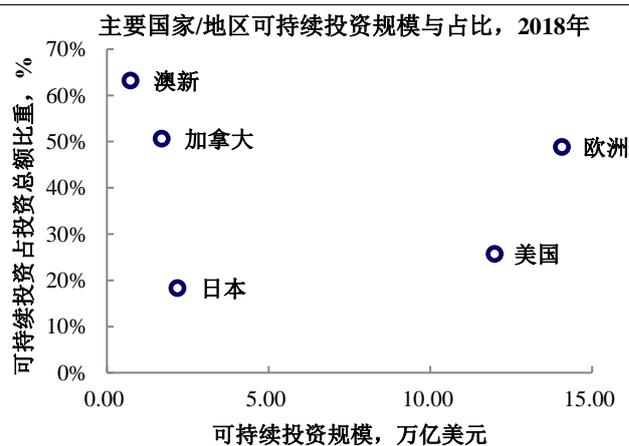
- 在国家分布方面，欧洲可持续投资规模在海外主要国家和地区中占比最大，美国居于其次，澳大利亚新西兰和加拿大的可持续投资规模相比美国和欧洲虽然较小，但在本国专业化资产管理总额中占据较大比重，均超过50%。

图表 4：2018年初欧洲可持续投资规模最大



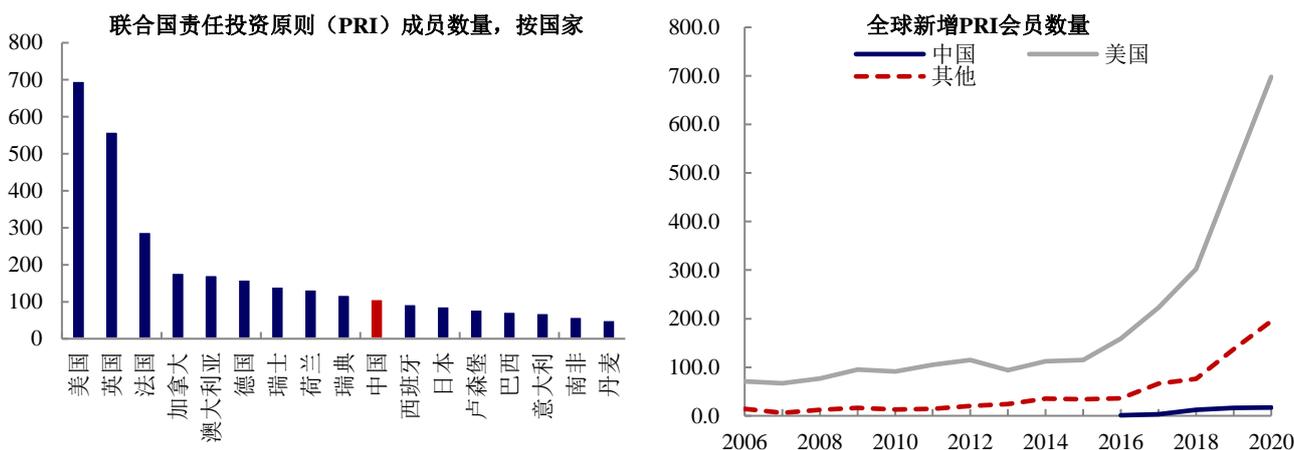
数据来源：GSIA，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5：澳新可持续投资占比超过 50%



数据来源：GSIA，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 联合国责任投资原则 (PRI) 成员中, 近 1/3 来自美国和英国



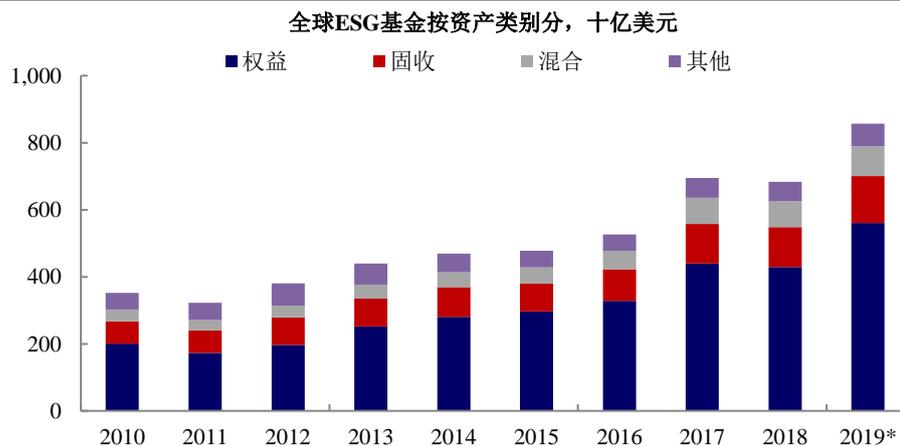
注: 本图仅统计会员数量超过 50 个的国家。

数据来源: PRI, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: PRI, 兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 从投资标的看, 整体而言, ESG 股票基金的规模要显著大于债券基金。而就可持续投资债券发行而言, 绿色债券占据可持续投资债券的主导, 而从区域来看, 欧洲绿色债券发行规模为全球之首。

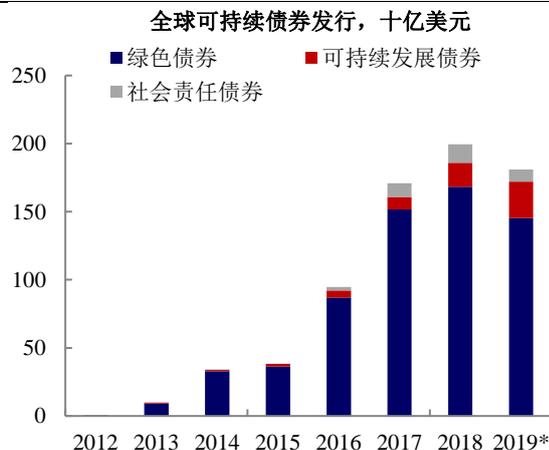
图表 7: ESG 基金中, 股票基金规模显著高于固定收益基金



注: 2019 年数据统计截至 2019 年 4 月。

数据来源: IMF, 兴业证券经济与金融研究院整理

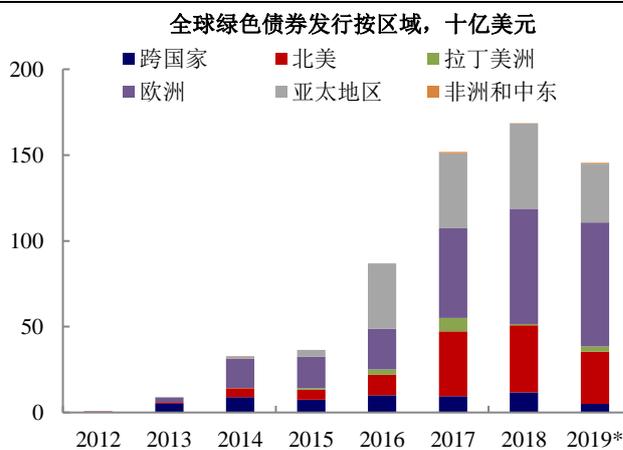
图表 8: 绿色债券是可持续投资债券的主要类型



注: 2019 年数据统计截至 2019 年 4 月。

数据来源: IMF, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9: 其中欧洲发行的绿色债券规模最大



注: 2019 年数据统计截至 2019 年 4 月。

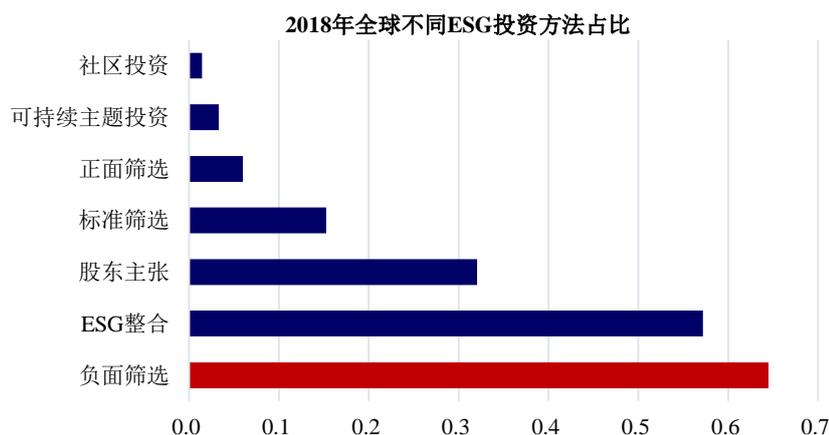
数据来源: IMF, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资策略：负面清单为主，碳中和关注度明显上升

- 按投资策略分，主要包含筛选策略、整合策略和影响策略三种。
  - **筛选策略：负面筛选，正面筛选和规则筛选。**负面筛选是指基于价值、道德或某些原则从投资组合中故意剔除某一行业、某种业务活动或某一产品。目前最常用的负面筛选方法是根据全球的 ESG 标准进行筛选，主要的参考包括联合国全球契约和国际劳工组织惯例。

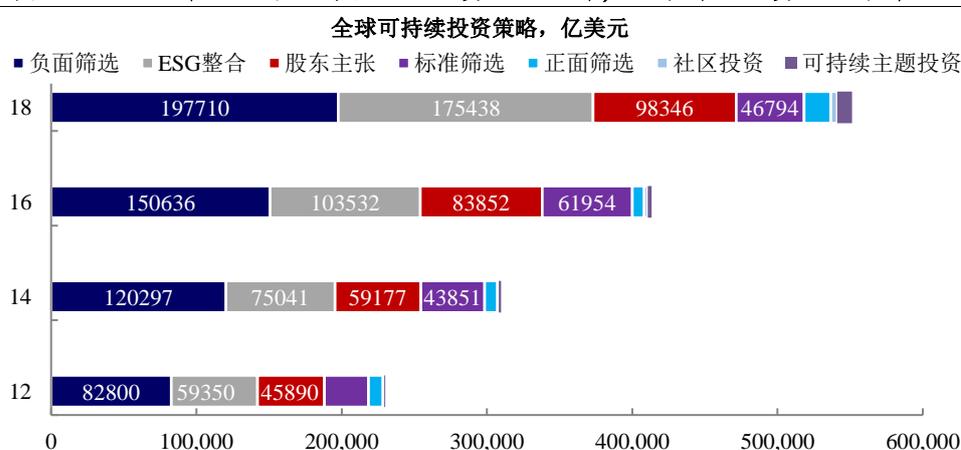
正面筛选和规则筛选通常一起使用，需要投资者从宏观和微观的角度对公司进行深入的分析。正面筛选要求投资者首先确定哪些公司是正在应对可持续发展的各种挑战，包括气候变化，自然资源的过度开发，人口变化，健康和幸福等等。然后运用各类 ESG 指标进行规则筛选，通过对公司进行微观研究，衡量在公司的发展过程中，是否符合各类利益相关者的共同利益。**与负面筛选相比，正面筛选通常更耗费精力。**
  - **整合策略：定性整合和定量整合。**定性整合是指分析师在对公司的优势和劣势进行深入研究时，加入 ESG 评价指标，并将其作为参考。更常用的是定量整合，这是指分析师将 ESG 指标直接加入金融模型中，将其作为无形资产以得到企业根据可持续指标调整后新的公允价值。
  - **影响策略：投资者通过行使投票权，积极参与公司治理。**影响策略包括股东参与投资、主题投资和社区投资，大多以控股为主要参与形式。作为合法的利益相关者，股东有权保护自己的利益。参与公司治理可以影响公司的商业行为，让公司更多地考虑环境和社会方面地影响，提供更透明地信息，从而改善公司的长期业绩表现，并增加自己的长期投资收益。
- **具体来看，负面筛选是全球当前最为流行的策略。**可持续投资的负面清单指的是投资者或企业在进行实际投资决策前，考虑到企业的道德标准和企业长期经营的战略目标，将包含一些负面的行业或从事负面经济活动的企业列出的清单。这些行业主要包含烟草、赌博、酒、色情、工业、煤炭、枪支的贩卖等。截至 2018 年初，基于负面筛选策略的可持续投资规模所占比重最大，达 19.77 万亿美元，可持续主题投资策略所占比重虽然较小，但相较 2016 年，实现了 268.5% 的快速增长，而基于标准筛选策略的可持续投资规模则有所下降。

图表 10: 负面清单投资在全球 ESG 不同投资方法中最为流行



注: 数据来源: GSIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

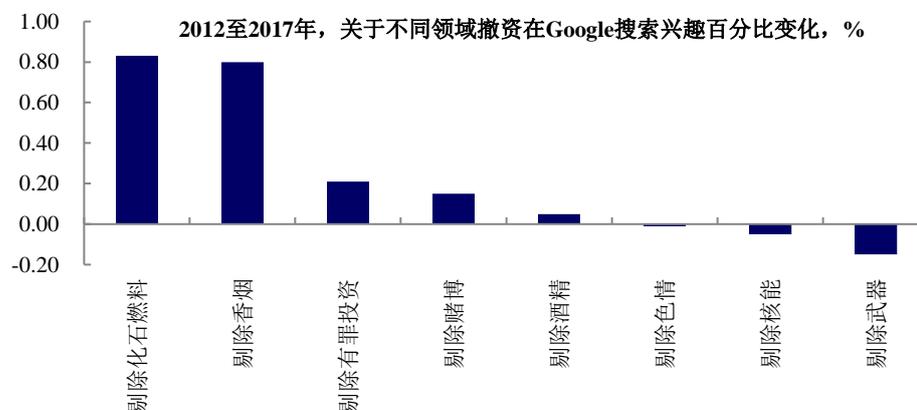
图表 11: 2018 年初全球可持续主题投资规模上升, 标准筛选投资规模下降



数据来源: GSIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 进一步看, 在“碳中和”发展大势所趋, 对化石燃料的关注明显上升。随着“Go Fossil Free”活动的进行, 全球对气候变暖的关注进一步上升, “碳中和”投资成为大势所趋。根据截至 2020 年 1 季度, 因为支持碳减排撤资的机构达到 1318 家, 总额达到 14.56 万亿美元。撤资机构除了地方政府, 还包括了主要的金融机构, 比如挪威养老金等。

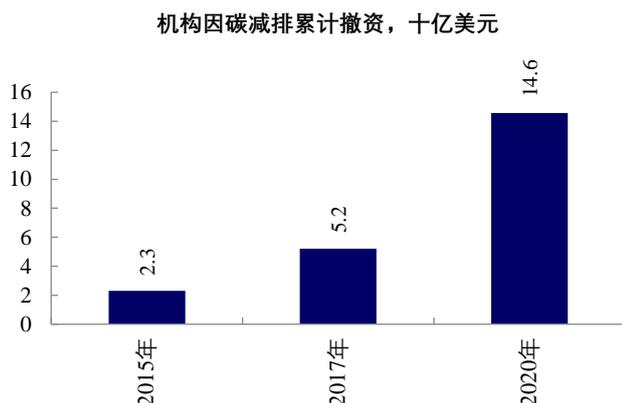
图表 12: 2012 至 2017 年, 化石燃料和烟草是海外投资者撤资的主要关注点



注: 谷歌搜索兴趣代表某一话题在特定区域和时间内与最高点相比的年度均值。

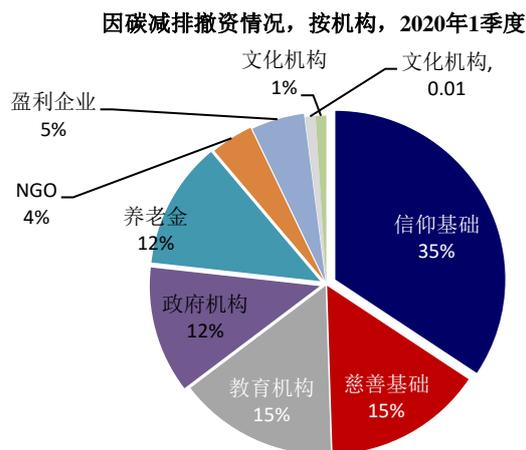
数据来源: Google Search 2017, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13: 为了碳减排的撤资的规模快速增长



数据来源: Gofossilfree, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14: 宗教、慈善机构是碳减排撤资主要机构



数据来源: Fossil Fuel Divestment, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资收益: 超额收益或来源于行业配置

- 从 ESG 指数基金的资金配置来看, 其倾向于配置科技及金融板块。具体到行业投资时, 部分 ESG 投资机构会制定明确的碳排放目标, 然后计算公司或行业的碳排放集中度, 即该公司/行业每产生一单位的收益将会排放多少二氧化碳, 来决定行业配置。2017 年 S&P Global 根据 GICS 行业分类, 计算出碳排放集中度最高的三个行业分别为公用事业 (3715 CO<sub>2</sub>e/USD 1 million)、原材料 (916 CO<sub>2</sub>e/USD 1 million)、能源 (639 CO<sub>2</sub>e/USD 1 million), 碳排放集中度最低的行业为金融 (44 CO<sub>2</sub>e/USD 1 million), 科技、医疗相关行业的碳排放集中度也较低。为了尽可能减少投资组合的碳排放, 同时保证较好的收益率, ESG 指数基金配置最多的行业为科技 (19.51%) 和金融 (15.84%), 同时低配高碳排放的公用事业等板块。

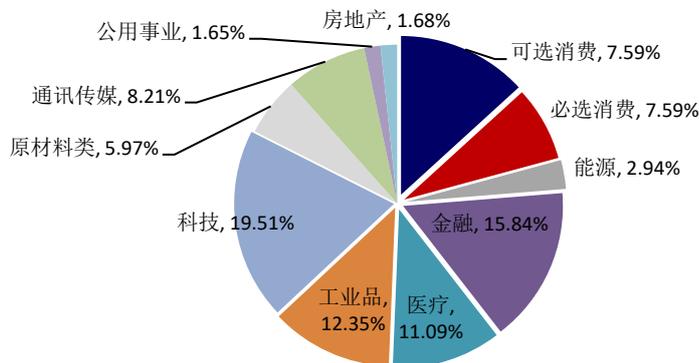
图表 15: 公用事业、原材料行业碳排放集中度较低较高

S&P Global 行业碳排放集中度测算	
GICS 行业分类	碳排放集中度(CO <sub>2</sub> e/百万美元)
公用事业	3715
原材料	916
能源	639
必选消费	274
工业	248
可选消费	93
房地产	92
信息技术	63
医疗	59
通讯服务	55
金融	44

数据来源: S&amp;P Global, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16: ESG 基金通常配置较多的科技和金融

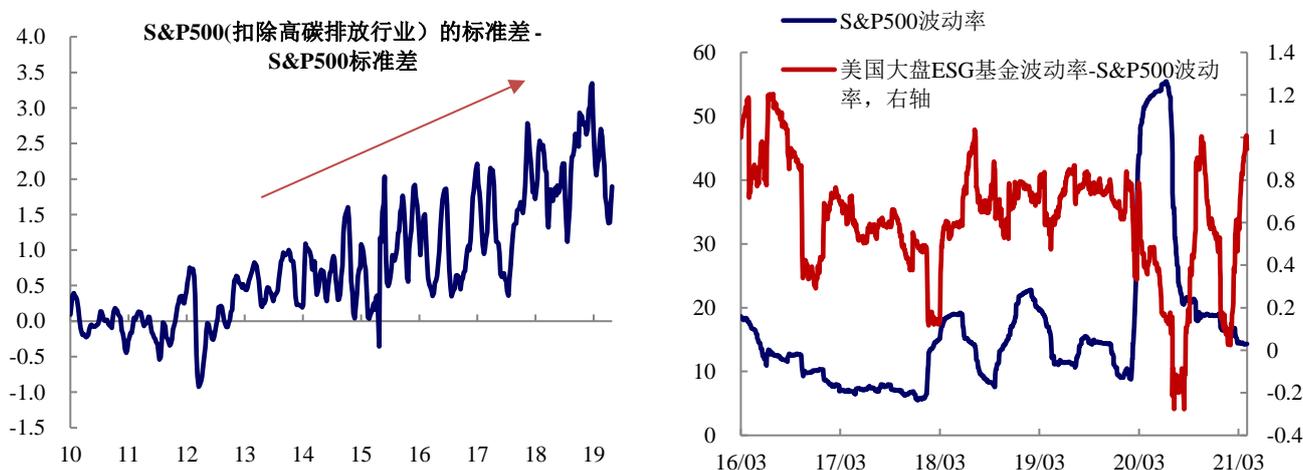
权益类ESG基金行业配置，GICS行业分类



注：根据彭博全球 ESG 主题的权益基金的行业配置权重取中位数得出。  
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

- 投资表现：ESG 基金整体波动率或略高于基准。**如前所述，ESG 基金为了减少投资组合的碳排放集中度，会倾向于低配碳排放较高的公用事业、能源等板块。但由于以公用事业为代表的高耗能产业往往稳定性较高，因此如果减少这类行业的配置可能导致投资组合的波动率上升。美国大盘 ESG 基金和 S&P500 的 90 天滚动波动率之差稳定在 1 左右。但是当股市遇到剧烈冲击（比如 2020 年 3 月疫情冲击时），二者波动率之差会缩小。

图表 17: ESG 基金投资组合的波动率或略高于 S&P500



注：此处高碳排放行业指能源、原材料、公用事业行业。  
数据来源：IMF，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此处美国大盘 ESG 指数基金波动率为 iShares MSCI USA ESG Select ETF、Calvert US Large Cap Core Rspnb Idx、iShares MSCI KLD 400 Social ETF、iShares ESG Aware MSCI USA ETF、Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares 的加权平均 90 天滚动波动率。  
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

- 投资表现：ESG 基金整体并未有显著的超额收益。**我们选取了 5 只成立时间较长的美国大盘 ESG 基金，对其收益率根据基金规模进行加权平均，并将其与 S&P500 的走势进行对比。我们发现，在 2020 年 4 月以前，美国大盘 ESG 基金并无明显超额收益。但是，在全球为对冲疫情进行大放水之后，美国大

盘 ESG 基金相对于 S&P500 开始有较明显的超额收益。从板块配置来看，超额收益可能来源于 ESG 基金高配的科技行业和低配的能源行业。

图表 19: 疫情后, 美国 ESG 基金走势相较 S&P500 有较明显的超额收益



注: 此处美国大盘 ESG 指数基金为 iShares MSCI USA ESG Select ETF、Calvert US Large Cap Core Rspnb ldx、iShares MSCI KLD 400 Social ETF、iShares ESG Aware MSCI USA ETF、Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares 的加权平均收益率。

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20: ESG 基金和 S&P500 的分化可能在于高配科技板块、低配能源板块。

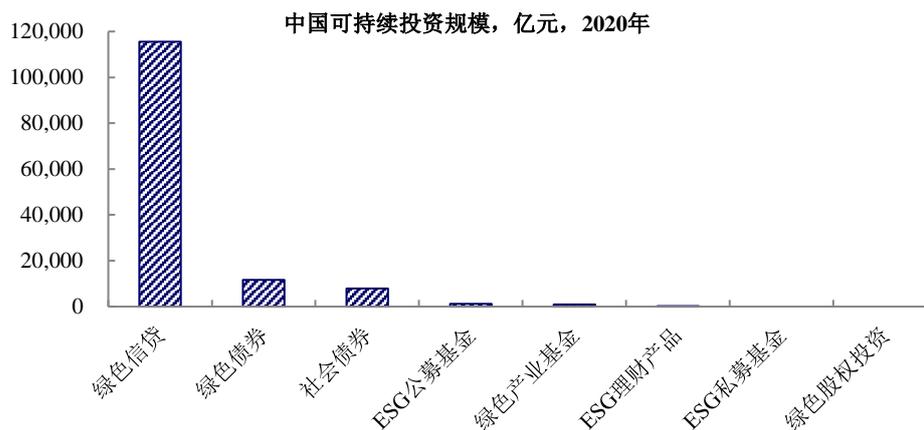
基金名称	ESG 总体得分	二氧化碳 排放风险	化石燃料 参与率	收益率(1年)	板块配置, %										
					原材料	可选消费	金融	房地产	通信传媒	能源	工业	科技	必选消费	医疗	公用事业
iShares MSCI USA ESG Select ETF	19.68	5.51	4.66	57.87	2.48	9.02	13.27	3.31	9.95	2.28	9.84	27.44	7.26	12.24	2.91
Calvert US Large Cap Core Rspnb ldx	20.86	5.15	2.48	58.06	2.02	12.85	13.78	0.37	9.94	0.11	9.32	27.54	6.59	15.18	2.29
iShares MSCI KLD 400 Social ETF	19.63	5.28	3.62	55.09	2.75	11.57	13.88	3.03	10.62	2.00	9.56	27.18	7.70	10.06	1.67
iShares ESG MSCI USA Leaders ETF	19.87	5.26	4.68	51.97	2.70	13.29	14.81	2.75	11.99	1.24	9.10	23.89	6.63	12.52	1.08
Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares	20.80	4.30	0.85	51.19	2.26	13.18	14.28	2.91	13.15	0.00	5.56	27.97	5.83	14.13	0.74
美国大盘混合ESG基金	20.41	4.83	2.42	53.66	2.37	12.45	14.10	2.55	11.79	0.70	7.63	27.19	6.46	13.36	1.40
iShares Core S&P 500 ETF	22.08	6.26	7.18	47.36	2.35	12.20	14.20	2.46	10.93	2.80	9.21	23.48	6.58	13.12	2.67

注: 此处美国大盘 ESG 基金的指标由 iShares MSCI USA ESG Select ETF、Calvert US Large Cap Core Rspnb ldx、iShares MSCI KLD 400 Social ETF、iShares ESG Aware MSCI USA ETF、Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares 相关指标的加权平均计算得出。

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 他山之石: 美欧日的可持续投资经验

整体来看, 中国可持续投资市场规模增长显著, 但发展仍然整体滞后于发达经济体。根据中国责任投资论坛, 截至 2020 年 10 月, 中国 ESG 市场规模非严格口径加总共计约 13.71 万亿人民币, 比去年统计增长约 22.9%, 其中绿色贷款规模占比超过 80%。截至 2020 年 12 月 31 日, 中国签署全球负责任投资原则 (PRI) 的企业已达 52 家 (详参附录)。在下文中, 我们梳理了美国、欧洲、日本可持续投资的发展概况, 以期对中国可持续投资未来发展提供参考。

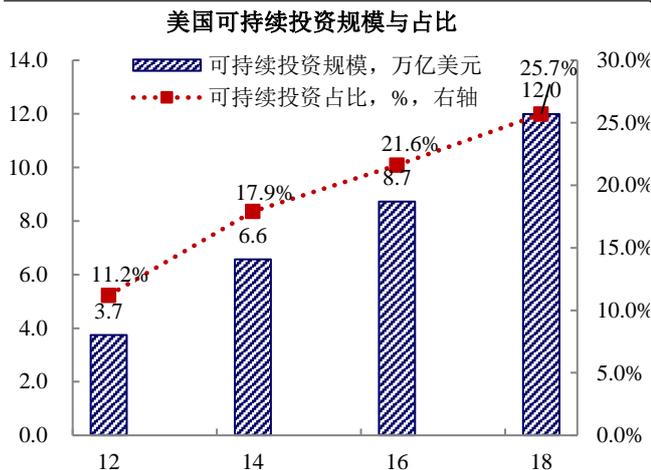
**图表 21：目前，中国可持续投资仍以绿色信贷为主**


数据来源：中国责任投资论坛，兴业证券经济与金融研究院整理

- **美国：可持续投资规模增长稳定，资产管理机构相关意识提升。**

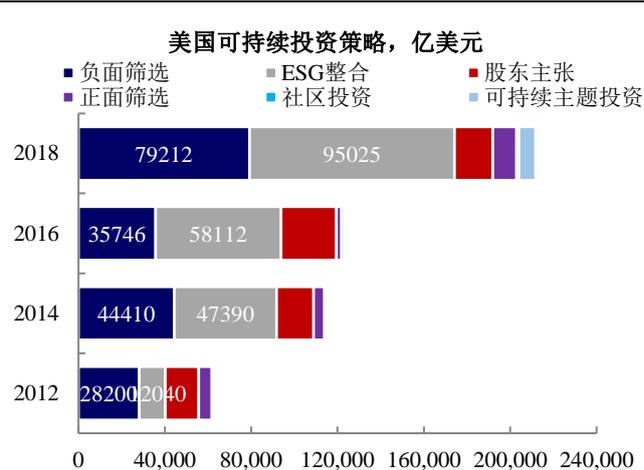
- **规模方面**，2012-2018年，美国可持续投资规模与其在专业化资产管理总额中的占比稳定增长。相比2016年初，美国可持续投资规模增长了38%，于2018年初达到12万亿美元，在其专业化资产管理总额中占比为25.7%。截至2018年初，美国共有365家资产管理公司和1145家社区投资机构在投资中使用了ESG标准，覆盖了美国资产管理公司和社区投资机构所持有的11.6万亿美元，其中，机构投资者管理8.6万亿美元，个人投资者管理3.0万亿美元。
- **投资策略方面**，美国主要采用的是负面筛选和ESG整合，其规模在2018年初均有明显提升。
- **相关意识方面**，2018年初，总计拥有4.2万亿美元ESG资产的141家资产管理公司回答了关于可持续投资动机的问题。其中多数资产管理者首要动机是满足客户需求，但超过一半的资产管理者也提到了履行社会责任、降低风险、提升回报等原因，并且在实际操作中，相当一部分资产管理者与所投资的公司进行了ESG方面的谈话。同时，据美国资产管理公司报告，他们对2.9万亿美元的资产实施了烟草限制，对1.9万亿美元的资产实施了武器限制（较2016年增加近5倍），对超过2万亿美元的资产考虑了人权和腐败等问题。

图表 22: 美国可持续投资规模与占比稳步增长



数据来源: GSIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

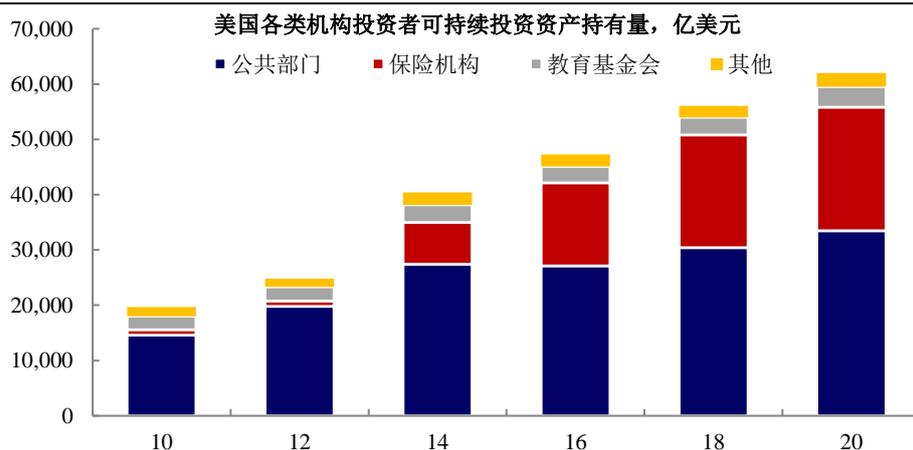
图表 23: 美国以负面筛选和 ESG 整合策略为主



数据来源: GSIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

➢ **资金来源方面**, 长期资金, 特别是公共部门背景的养老金和主权财富基金是可持续投资最重要的资金来源。2012 年后, 商业保险机构也开始大量参与可持续投资。

图表 24: 美国机构资金主要来自公共部门和保险公司

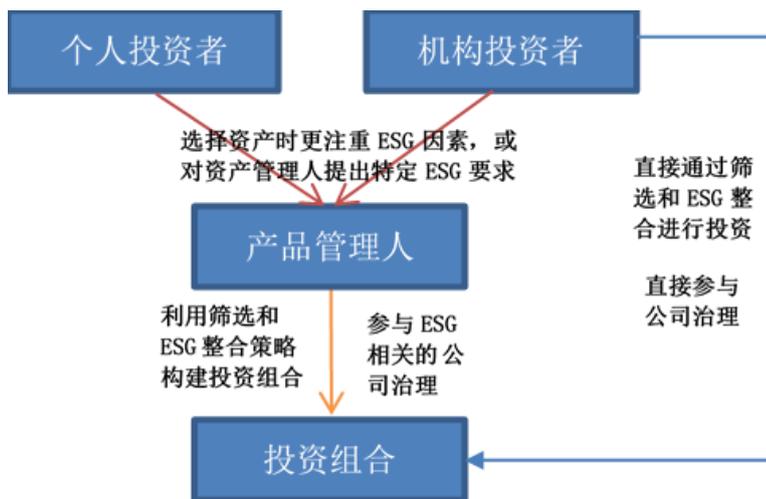


数据来源: US SIF, 兴业证券经济与金融研究院整理

➢ **产品管理方面**, 2020 年全美 60% 以上的可持续投资资产属于机构投资者委托产品管理者进行投资是可持续投资最主要的形式。该类资产 90% 以上为共同基金, 也包括少量的封闭式基金、可变年金和 ETF。截至 2020 年初, 商业保险机构直接持有或由他人代管的可持续投资资产已达公共部门的 2/3 以上。

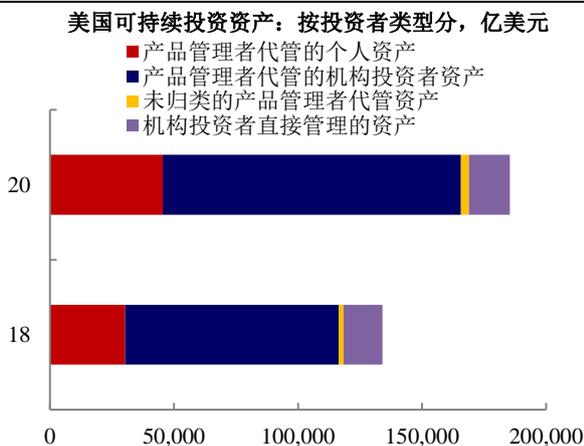
具体到基金产品, 采用被动策略的可持续指数基金和 ETF 流入速度加快。该类基金既包括聚焦新能源等主题的行业指数基金, 也包括在 S&P 500 等传统指数基础上, 考虑 ESG 因素, 进行行业内筛选和个股权重调整得到的 ESG 指数基金。

图表 25: 美国各主体参与可持续投资的方式



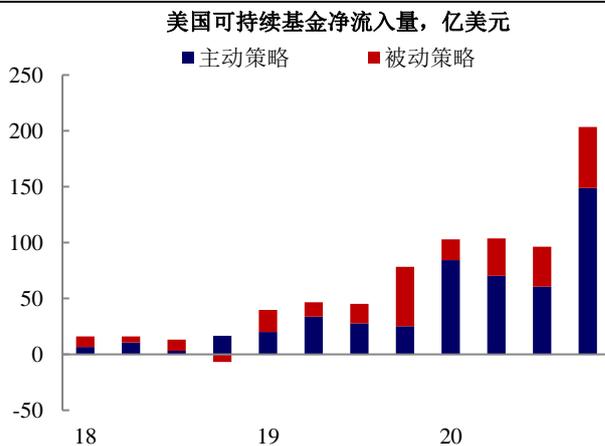
数据来源: Wikipedia, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 美国主要由机构委托产品管理投资



数据来源: Morningstar, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 可持续基金主要是被动的策略



数据来源: Morningstar, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 欧洲: 可持续投资规模仍居首位, 低速增长延续。

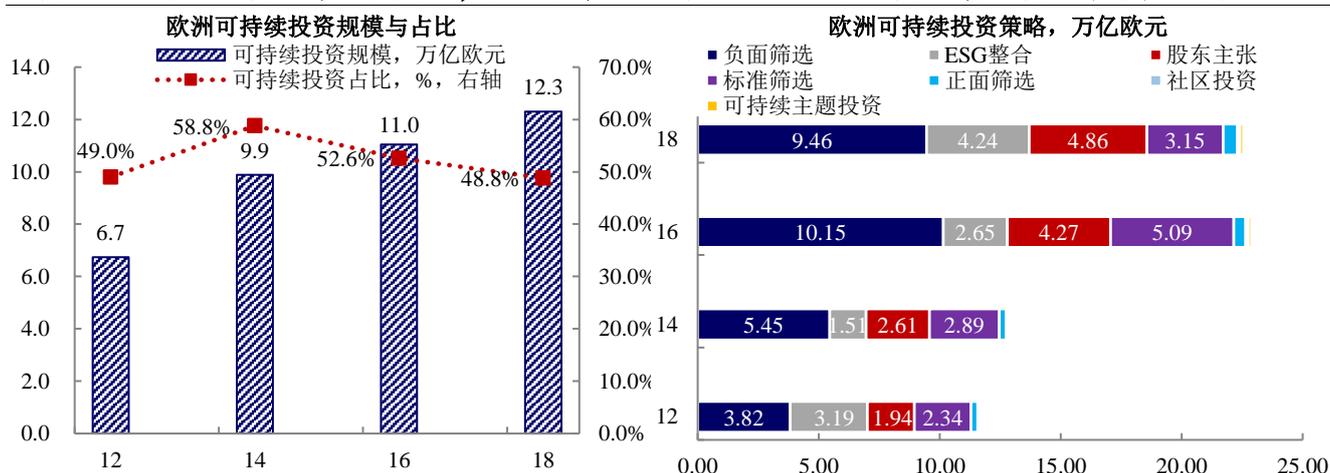
- **规模方面**, 2012-2018 年, 欧洲可持续投资规模始终居于全球首位, 基本维持逐年增长态势, 但 2014 年以来, 增长率逐渐下降, 且可持续投资规模在专业化资产管理总额中的占比不断下降。2018 年初, 欧洲可持续投资规模达 1408 万亿欧元, 较 2016 年初增长了 11%, 占专业化资产管理总额的 48.8%, 低于 2016 年初的 52.6%。这种情况的出现, 一方面是因为欧洲可持续投资起步较早, 已被较为广泛地实践和接受, 当可持续投资市场趋于成熟, 增长率会有所放缓, 另一方面则是因为近年来欧洲各国对可持续投资定义的修改与讨论, 更为严格地划定了可持续投资与其他投资之间的界限。
- **具体措施方面**, 欧洲政府及相关机构始终致力于支持和规范可持续投资的发展。2014 年起, 欧盟开始要求规模超过 500 人的公司定期披露有关环境与社会议题的信息, 包括银行和资产管理公司等投资机构。2019 年 3 月, 欧洲议会通过《可持续金融行动计划》, 要求资产管理公司在披露其对环境、社会和治理因素的考虑时使用相同的报告

标准，以防止这些公司夸大在可持续投资方面的贡献。2019年6月，欧盟发布《欧盟可持续金融分类方案》，进一步规范了可持续投资中的相关概念。

- **投资策略方面**，2018年初，基于ESG整合、股东主张和正面筛选策略的可持续投资规模有所增加，负面筛选策略和标准筛选策略皆有所下降，可持续主题投资则基本保持稳定。

图表 26: 欧洲可持续投资低速增长，占比下降

图表 27: 欧洲可持续投资以负面筛选策略为主



数据来源: GSIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

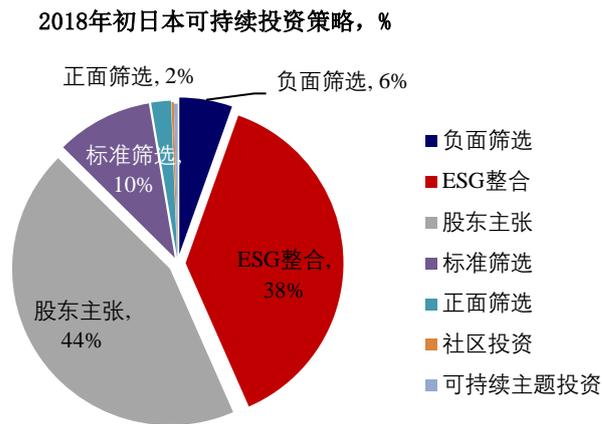
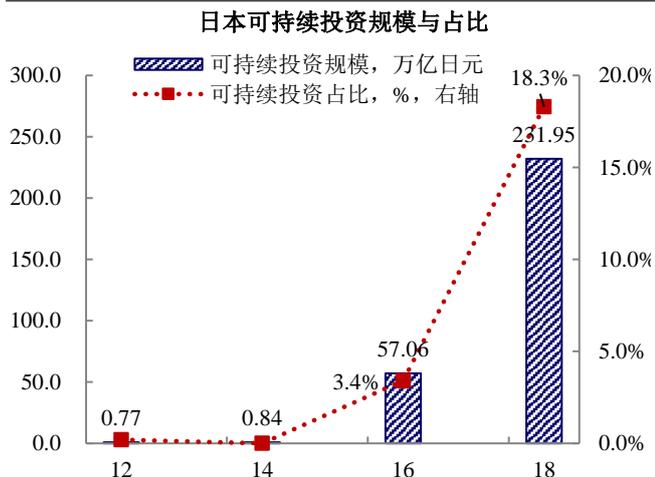
数据来源: GSIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **日本: 可持续投资发展迅速，专业化可持续投资资管总额已位居世界第三。**

- **规模方面**，2012年，日本可持续投资的资产管理规模仅为7700亿日元，2014年也仅为8400亿日元，2016年则跃升至57.06万亿日元，2018年延续了2016年高速增长的态势，可持续投资规模达231.95亿日元，在专业化资产管理总额中的占比也从2016年的3.4%跃升到了2018年的18.3%，成为了仅次于欧洲和美国的第三大可持续投资中心。2014年以来日本可持续投资的高速发展与日本政府及相关机构的一系列措施联系密切。
- **具体措施方面**，日本政府出台政策以促进可持续投资的规范与发展，如2014年日本颁布《尽责管理守则》，鼓励投资者参与所投资企业的治理；2017年日本环保部出台《绿色债券准则》；日本证券交易商协会致力于联合国可持续发展目标，日本交易所集团加入了联合国可持续证券交易倡议；日本政府养老投资基金和养老基金协会两大资产管理机构分别在2015年和2016年签署了《负责任投资原则》(PRI)，并在支持可持续投资方面做出了一系列努力。这些发展使得日本的资产管理结构更致力于企业社会责任管理和投资活动。
- **投资策略方面**，日本主要采用股东主张策略，基于该策略的可持续投资规模为140.8万亿日元，占比为44%，其次是ESG整合策略，基于该策略的可持续投资规模为121.5万亿日元，占比为38%。

图表 28: 日本可持续投资增长强劲

图表 29: 日本可持续投资以股东主张策略为主



数据来源: GSIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: GSIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 附录：中国当前已加入 UNPRI 的机构

中国（内地）签署联合国全球负责任投资原则（PRI）的企业名单		
签署时间	公司中文名	公司英文名
2012/5/3	云月投资管理	Lunar Capital Management
2012/12/20	九鼎投资	JD Capital
2014/7/21	绿地金控	Greenland Financial Holdings Group
2016/7/19	商道融绿	SynTao Green Finance
2017/3/1	华夏基金	China Asset Management Co., Ltd.
2017/4/1	易方达基金	E Fund Management Co., Ltd.
2017/10/11	璞玉投资	Jade Invest
2018/3/23	嘉实基金	Harvest Fund Management Co., Ltd
2018/5/11	北京秩鼎	QuantData Information Technology
2018/5/11	紫顶	ZD Proxy
2018/5/24	四川联合环境交易所	Sichuan United Environment Exchange
2018/5/29	华控基金	Tsinghua Holdings Capital
2018/6/5	鹏华基金	Penghua Fund Management Co., Ltd.
2018/6/6	华宝基金	Hwabao WP Fund Management Co., Ltd
2018/6/7	南方基金	China Southern Asset Management
2018/11/1	博时基金	BOSERA FUNDS
2018/11/22	国寿资产	China Life Asset Management Company Limited
2018/12/12	星界资本	Starquest Capital
2018/12/14	分享投资	Share Capital
2019/1/22	杭州市江干区绿色价值投资研究中心	YRD Institute of Green Investment
2019/3/19	华夏财富创新	Huaxia Wealth Management Co., Ltd.
2019/4/12	摩根华鑫	Morgan Stanley Huaxin Fund Management Company Limited
2019/4/23	社会价值投资联盟	China Alliance of Social Value Investment
2019/5/7	盛世投资	CGP Investment
2019/5/13	远毅资本	Marathon Venture Partners
2019/5/29	东方资管	Orient Securities Asset Management Co., Ltd.
2019/5/29	晨星资讯（深圳）有限公司	Morningstar Communication
2019/7/10	母基金周刊	FOF Weekly
2019/8/23	中国平安	Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd.
2019/9/18	彬元资本	Bin Yuan Capital Limited
2019/9/20	Oner Capital	Oner Capital
2019/11/11	上和资本	Shanghe Capital
2019/11/11	君联资本	Legend Capital
2019/12/6	大成基金	Da Cheng Fund Management Co., Ltd
2019/12/19	招商基金	China Merchants Fund Management Co., Ltd.
2020/1/3	高成资本	Gaocheng Capital Management Limited
2020/2/21	兴全基金	AEGON-INDUSTRIAL Fund Management Co.,Ltd
2020/3/2	双湖资本	Wu Capital
2020/3/31	麦星投资	Maison Capital
2020/4/3	绿动资本	Asia Green Fund
2020/4/28	汇添富基金	China Universal Asset Management Company Limited
2020/4/28	诺亚财富	Noah Holdings Limited (NYSE: NOAH)
2020/4/28	歌斐资产	Gopher Asset Management
2020/5/21	银华基金	Yinhua Fund Management Co., Ltd.
2020/5/26	领飒资本	Lingfeng Capital
2020/6/12	中证指数有限公司	China Securities Index Co., Ltd.
2020/6/30	清新资本	Fresh Capital
2020/7/13	挚信资本	Trustbridge Partners
2020/7/20	第一创业证券	First Capital Securities Co., Ltd.
2020/9/22	正心谷创新资本	Loyal Valley Capital
2020/11/11	喜岳投资	XY Investments LLC
2020/12/16	上海格林曼环境技术有限公司	Shanghai Greenment Environmental Technology Co., Ltd

数据来源：UNPRI，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：政策环境超预期变化。**

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn