



合作伙伴



北京绿色金融与可持续发展研究院
INSTITUTE OF FINANCE AND SUSTAINABILITY

扩大可持续投资 解决方案

中英绿色金融中心报告

2021年10月



目录

中英绿色金融中心简介	03
前言	04
执行摘要	06
设定目标和结果	18
可持续投资解决方案的格局与创新	26
扩大利益相关者的参与范围	42
气候相关财务信息披露工作组报告的经验教训、情景分析和压力测试	50
中国、监管和伙伴关系	64
附件	72

中英绿色金融中心简介

中英绿色金融中心是伦敦金融城“绿色金融倡议组织”(2016年至2019年)与中国金融学会绿色金融专业委员会(下称“绿金委”)长期合作的成果。

绿色金融倡议组织和绿金委合作的“中英绿色金融工作组”，致力于推动并增强中国对绿色金融在中国发展机遇的意识，并关注主流绿色投资所面临的监管和市场障碍。

伦敦金融城第692任市长罗威议员和中国金融学会绿金委主任马骏博士分别担任“中英绿色金融工作组”联席主席。以2016年成立的中英G20绿色金融研究小组的工作成果为基础，工作组的使命是搭建东西方的合作桥梁，特别是在协助建设绿色资本市场整合等重点领域。工作组为中英两国搭建合作与交流的平台，提供必要的全球领导力，助力绿色动力向行动转变。

在英国政府加速气候转型合作伙伴计划(PACT)的支持下，这一合作伙伴关系现已正式重组为“中英绿色金融中心”(下称“绿金中心”)。

绿金中心的主要使命是加强中英绿色金融合作，加速全球向环境可持续发展的未来转型。罗威议员和马骏博士分别担任绿金中心联席主席。

前言

随着2015年《巴黎协定》的签署，世界各国承诺将全球气温升幅限制在2°C以内，并尽力控制在1.5°C以内。我们意识到，要实现1.5°C目标，就必须在2030年前将全球排放量减少一半。为此，全球金融服务部门将发挥重要作用。

即将在11月召开的《联合国气候变化框架公约》第二十六次缔约方大会的关键目标之一就是撬动私有资本向实现全球气候目标的方向行动。为此，全球私营金融参与方需要互相学习，了解低碳转型的意义并识别现有资产的新机遇。

可持续发展投资是全球绿色复苏的核心，同时也是维持中英和所有新兴市场增长的关键。自2017年成立来，伦敦金融城和中国绿金委联合设立的中英绿色金融工作组推出一系列举措，旨在支持金融服务部门构建相关能力，推动各自运营和投资中的绿色可持续金融实践。其中包括2021年初发起的ESG领袖论坛，其宗旨是为资产管理人和资产所有者搭建一个平台，将ESG整合进一步融入中英投资领域，推动两国市场之间可持续的双边资本流动。

论坛邀请中英两国全球领先的资产管理人和所有者建立对话，共同探索公开市场和私募市场针对投资者的主动参与策略框架和可扩展的解决方案。其目标是巩固资产管理人和所有者关于可持续资产投资分配方面的知识和技能，推动实现各自市场的碳中和目标和净零排放目标。

项目团队与超过29家领先的中、英资产管理人和资产所有者进行了访谈和沟通，旨在探究当前的公开和私募市场中可扩展的解决方案。此外，本报告还研究了投资者如何最有效地设定ESG目标，并通过可持续的投资产品组合为各自市场的碳中和目标和净零排放目标做出贡献。

可持续资产投资的挑战与中英两国的资产所有者和管理人息息相关。新冠疫情导致投资者对可持续投资的需求变得更加迫切。为满足这一需求，投资者需要采取实际行动并制定稳健的可持续发展导向策略。

眼下前所未有的艰难时期为全球投资管理行业提供了推动可持续投资实践的独特机遇。在全球市场制定各自气候目标的背景下，我们应当携手合作，努力实现预期目标。



罗威议员(Alderman William Russell)
中英绿色金融工作组联席主席



马骏博士(Dr MA Jun)
中英绿色金融工作组联席主席

执行摘要

不管是从金融层面还是其他层面来看,成功扩大可持续发展解决方案规模的投资管理人获得了前所未有的竞争优势,也为资产所有者带来了前所未有的利益。在日新月异的金融环境中,投资者需要持续且加速应对可持续发展面临的挑战,本报告旨在说明和解读一些可实现上述目标的方法。

本报告基于2020年度报告《韧性:扩大责任投资规模的经验与总结》编写而成。去年报告中提到的各种主题和建议都取得了长足进步,甚至实现了加速发展,其中包括中英绿色金融中心发起的ESG领袖论坛(ELF)。我们看到,设定净零排放目标已成为主流,欧洲推出一系列与监管发展一致的转型基金,中国的尽责管理规范得到了更多的支持,ESG重大财务考量因素纳入中国领先资产管理人投资组合的做法愈发成熟,经济效益初显,未来前景非常可观。

但近来英国和中国所做出的努力还远未充分挖掘其潜能,挑战犹存。我们需要在某些领域采取更多措施,助力资产所有者实现宏伟目标,例如通过固定收益和私募市场扩大解决方案的规模。漫

漫长路,我们还需要在更多领域广泛采用净零排放目标,统一标准,以结果为导向积极参与,提高数据可得性,进而加速扩大责任投资规模。

因此,本报告旨在以详实新颖的方式解读可持续解决方案市场的现状,同时针对有效扩大规模提供了一些建议。本报告将结合扩大投资的首要原则、通过29次访谈总结出的最佳实践方法和实际措施、以及专业人士经验进行说明。访谈对象为来自不同地区(中国、英国、欧洲、美国)的领先机构,涉及不同类型的投资者(资产所有者——包括保险公司和养老基金——以及资产管理人)且来自不同市场(公开市场和私募市场)。我们通过报告中的生动案例研究着重介绍了我们的主要观点。



这些不同观点将向我们呈现出制定可持续解决方案所带来的不同机遇和最大的阻碍,以及如何扩大规模来应对最大挑战。报告所涉及的访谈和研究基于一个重要框架(见下表)展开,即目标设定、气候相关财务信息披露工作组(TCFD)报告和压力测试、合作和伙伴关系来探讨投资者的投资过程、策略和执行情况。

本报告和访谈的主要发现和建议如下。其中,我们试图回答以下问题:

1. 净零投资和目标设定的最佳实践是什么?有哪些潜在优势?
2. 当前,投资者如何获得可持续的解决方案?哪些领域有望在未来实现创新?

3. 与资产所有者进行合作并融合最终受益人的观点,能为可持续解决方案发展带来什么好处?

4. TCFD报告和压力测试的最佳使用案例是什么?这些案例能否为早期采用者带来实质性的创新竞争优势?

5. 随着中国资本市场不断开放,中国投资者如何接受、创新并发展最佳实践?

	过程	策略	执行
目标 目标结果 (净零排放,可持续发展目标)	目标设定(净零排放、可持续发展目标)如何提高决策?	哪些资产类别、基金、证券要优先考虑?	实施时面临的阻碍是什么?
压力测试 绩效与风险管理	气候相关财务信息披露工作组和情景分析如何为投资过程提供信息?	压力测试属于风险缓解还是能带来卓越回报?	要顺利实行的话,是否需要改变公司结构?
合作伙伴关系 利益相关者参与	利益相关者的合作如何带来卓越成果?	利益相关者较敏感的问题有哪些是未被阐明的?	利益相关者的参与是否存在差距?
COP26 执行	私营部门如何能充分参与?有哪些风险和机会?	COP26可以催生出哪些新的金融产品和服务?	如何利用现有倡议来促进资本变革?

主要发现和建议：

净零排放目标：关注成果和行动

1. 吸引大批投资者以净零排放为目标，是扩大投资规模并拓宽目标市场的关键。

在过去12个月中，净零排放目标成为主要投资者的可持续发展目标，让他们重新审视了自己的投资方法。目前，只有很少的中国投资者迈出了这一步。中国政府所作出的2060年净零排放承诺将为改变这一现状提供了完美契机。

一些投资者兼顾结果和行动，并将两者融入到所采取的净零排放方法中。他们一开始就很清楚最终目标是什么，并为此制定了可实现的目标和详细的实施计划，使他们从同行中脱颖而出。

当包括资产管理人和资产所有者在内的投资者能够清楚真实地表述并承诺实现净零排放目标时，我们会看到一系列潜在的好处。从访谈中可以看出，在未来十年，有明确可持续发展目标的投资者会比没有目标的投资者更有竞争力。明确设定净零排放目标并采取切实可行的行动，可以在策略制定、风险管理、投资组合构建和最终证券选择方面带来竞争优势。

领先的资产所有者已经在利用资本支持那些进行责任投资的资产管理人，并把未设定净零排放目标的资产管理人排除在外。未来几年，越来越多的投资者将采取这种方式。

建议

结果和行动。为了实现净零排放目标，投资者在制定投资方法时需要兼顾结果和行动。

- “结果”型方法：一开始就明确最终目标是什么，并与最终受益人（如养老基金成员及其退休环境）建立明确关联。
- “行动”型方法：设定可实现的小目标，并制定详细的实施计划，以实现最终目标¹。常见步骤包括：

1. 为投资组合或策略设定整体的净零排放目标，如到2050年实现净零排放。
2. 设定2025年和2030年要实现的中期脱碳目标，以及可持续资产配置目标。
3. 充分利用数据，为各资产类别（如上市股票和公司债）制定详细的执行计划。

中国投资者可以设定与五年经济计划和2030年碳达峰目标相一致的中期目标。

强制设定具体的净零排放目标。两个市场的监管者均应设法让金融市场参与者（包括银行和保险公司、资产管理人和资产所有者），根据TCFD路线设定强制性净零排放目标和转型计划，而不仅仅是气候变化目标。（详见下文更多TCFD信息）



中国·上海

实际方法

2. 在制定策略和解决方案时，采取实际方法实现脱碳产生的影响是最大的。尽管这种方法发展势头向好，但执行起来并不容易。

受访者不断强调，在寻求实现净零排放目标时，需要深入剖析实体经济并了解转型情况，而不是依赖于具有倾向性或一成不变的方法。资产所有者希望资产管理人在构建投资组合时能够对实体经济产生影响。

为有效达成这一目标，投资者需要采取一个全面的转型方法，权衡可能相互矛盾的目标，如实现脱碳目标和投资新兴市场或碳密集型行业之间的平衡。如果不把这些纳入投资解决方案中，就不会有气候变化的全球解决方案。投资方案中还需包括对新兴可持续的创新公司的投资，并在必要时利用主动参与为成熟公司过渡到低碳商业模式提供资金。投资者所使用的转型框架既采用多种方式评估投资组合，又强调基于结果的参与。基于此，他们很好地把握了上述几点共同特征。

从访谈看出，中国和英国的投资者都希望政府和监管机构能够明确国家/行业的转型路线，以便他们能更好地权衡并确定行动的优先次序。中国“一带一路”倡议的庞大规模将对现实世界产生重大影响，这使得指引变得更加重要。

建议

始终如一的转型框架和积极参与策略。在制定全面实现低碳转型的方法时，投资者需要将脱碳纳入策略决策和解决方案中。其关键在于：

- 根据对转型的整体市场观察以及相关衡量标准，建立有效框架，以便将碳密集型行业和新市场（处于向发达市场转型的不同阶段）纳入解决方案。这需要用到回测指标（碳强度、绿色敞口、气候变化管理质量）和前瞻性指标（隐含升温、一致性）。
- 深入有效地与公司沟通，关注行动和结果，使最具系统重要性的公司承担责任，并跟踪其向低碳商业模式转型的进展。

路线和分类。中国和英国的监管机构可以通过以下方式帮助投资者：

- 制定明确且始终如一的国家和行业转型路线，使投资者能够将碳密集型行业和新市场纳入解决方案和战略决策中。
- 引入转型分类法，以强化《欧盟可持续金融分类方案（EU Taxonomy）》等绿色分类法。这将有助于确保“一带一路”倡议相关的新基础设施的建设都是绿色的，并且随着时间的推移，现有基础设施能够脱碳。



¹ 机构投资者气候变化小组（IIGCC）发布的净零投资框架展示了资产所有者当前可以在解决方案和资产类别层面采取的实际步骤。

整体投资组合执行方法

3. 要实现净零排放目标，需要采用“整体投资组合”执行方法实现可持续投资，推动创新并为可持续发展型企业和致力于业务模式转型的实体注入资本。随着承诺净零排放机构数量的增加，投资者（尤其是资产所有者）开始采用涵盖所有资产类别的方法来实现这一目标。

这种方法的关键在于识别待开发且潜力最大的资产类别，并在整体投资组合中应用从主要资产类别中汲取的经验教训。通过访谈我们发现，固定收益和私募市场投资均有机会扩大规模，而上一份报告的结论也是如此。

- **固定收益：**固定收益这一资产类别具有庞大的市场规模，可为转型提供资金，因此其扩展规模潜力巨大。资产所有者（如养老基金和保险公司）倾向于对以净零转型为重点或目标的策略、涉及环境或社会主题的债券增加配置。尽管取得了一些进展，但在公司债策略、多资产信用和贷款领域，市场还无法提供目前所需的解决方案。
- **私募市场：**不管是为创新、突破性绿色技术提供资金，还是建设可持续的基础设施，亦或为企业向低碳商业模式转型提供资金，私募市场都可以发挥关键作用。但对许多私募资产管理人来说，深度专业知识、规模化需求以及数据可得性都存在问题。

公开和私募市场之间的动态合作和交叉学习有助于填补上述两项缺口。

建议

将从领先的私募市场策略中获得的经验应用于已从规模化中受益的可持续固定收益产品。在设计和扩大可持续固定收益产品方面，固定收益管理人应该学习领先的可持续私募市场基金所具备的可靠性和影响力框架。而越来越多的绿色、社会甚至是蓝色债券可以更加容易地实现。这将产生非常有吸引力的解决方案，使持仓都与可持续发展有明确关联。在公开市场解决方案中更广泛地使用这些经验，可能会在规模上带来积极成果。

私募市场管理人应将团队的能力和 product 创新集中在把握私募市场的直接净零排放缺口/机遇上。鉴于配置另类资产的情况普遍增多，目前缺乏可选产品且资产所有者需要将净零排放目标纳入其不断增长的私募市场配置中，私募管理人如能够很好地做到这一点，则可以筹集更多资金并扩大规模。我们发现可以执行的措施包括：

- **技能提升：**通过熟练掌握可持续发展和ESG主题来提高交易能力，包括使用第三方网络以及在公开市场开发的工具和技术。资产所有者应为该过程提供支持，分享公开和私募管理人的最佳实践。
- **主题投资：**制定新型解决方案，把握主题性的可持续投资机遇。管理人应将交易发起和投资组合构建的重点放在受益于可持续发展和转型趋势的企业和行业。
- **利用“全生命周期”方法实现可持续发展。**管理人应从价值创造的角度思考可持续发展，贯穿整个交易发起、尽职调查到监控/参与策略的全交易生命周期，而不是将其视为投资者或监管机构施加的要求。

合作共创

4. 为了及时扩大规模，我们急需加快创新周期，而这只能通过动态合作来实现。虽然我们通过访谈发现了一系列供资产所有者使用的公开和私募市场策略，但公开/私募市场仍需通过创新来弥合差距，这一点既具有商业吸引力又非常迫切。

中国/英国/全球的资产管理人面临一个独有的机遇，可以把深入的洞察转化到投资理念上，同时迅速采取行动满足投资者需求——我们没有时间可以浪费。访谈中我们发现了一系列与资产所有者合作时推出的创新解决方案。

此外，领先的资产所有者正在研究最终受益人的看法，以确保双方意见一致，并满足其需求。投资管理人会对激励机制作出响应，且主要是财务性的短期激励机制。资产所有者需要改变这些激励机制，并作为最终受益人和资产管理人之间的桥梁，引导资产管理人将资本配置到可持续发展投资机会上。

中国资本市场向国际投资者不断开放，与此同时，中国投资者在海外的投资能力也在不断增强，这为中国和英国的投资管理人带来了大好机会，双方可以积极深入开展合作来制定可持续解决方案。我们发现，有些管理人通过这种相互合作找到了更有效的可持续解决方案，并更好地满足了投资者的需求。

建议

投资者应采用以下三个原则来打造合适的可持续解决方案：

1. **合作：**抓住机会将深入的洞察转化为投资理念。建议资产所有者和资产管理人共同开发解决方案原型，并在此后不断完善。
2. **融合：**如果资产所有者能够有效理解并使投资组合收益目标与受益人长期目标保持一致，则可以与管理人加强合作。建议通过调研和研讨会的方式学习领先的资产所有者的高效做法。
3. **创新：**学习其他行业、学术界、政府和可持续发展智囊团的创新做法，应用于气候变化和生物多样性的物理风险等新兴主题的金融决策。这样不仅可以增强理解，还可以引导技术解决方案，如我们在访谈中发现的物理风险建模以及更复杂的转型调整方法。

ESG领袖论坛是一个理想的平台，可以让中国、英国和其他国际机构对外展示通过合作/原型设计方法开发的解决方案，并与其他公司建立合作。

促进行动实施的关键框架、工具和倡议

5. TCFD的核心是业绩框架(performance framework)和气候风险管理工具。TCFD有助于投资者形成气候变化披露和风险管理方法,我们应该越来越多地将TCFD报告视为一种鼓励投资者良性竞争的手段,利用TCFD报告的突出优势,强调气候变化在对系统性影响下进行的投资组合配置所取得的进展和绩效。

建议

TCFD业绩评估。监管机构应使用TCFD报告帮助利益相关者了解资产管理人和资产所有者在气候变化方面的表现。在可以展开同业比较的情况下(如对养老金计划、保险公司、资产管理人等),这类工具是最为有效的。鉴于英国地方政府养老金计划条例(Local Government Pension Scheme, LGPS)即将颁布,我们预计会将这种方法与计划层面的年度TCFD报告结合使用。另外一种方式是可能将其纳入负责任投资原则组织PRI的评估。

披露实际数据的要求。监管机构应要求英国和中国的上市公司提供更多的物理位置数据、气候变化影响和适应计划的历史数据,以便投资者能够更好地评估物理气候风险。

6. 将从气候变化情景分析和压力测试中所学到的实际知识应用到战略资产配置决策中,增加在可持续解决方案的资产配置,进一步探索实际风险。在这一点上,英国领先的资产所有者比投资管理人都更进一步。虽然情景分析和压力测试在一定程度上真实有效地可以帮助并改善投资管理人的可持续解决方案,但迄今为止,我们没有看到有多少证据可以证明投资管理人将这些工具持续应用到其投资策略上。特别是中小型私募市场管理人在采用潜在的行业变化情景分析和压力测试技术方面进展缓慢。

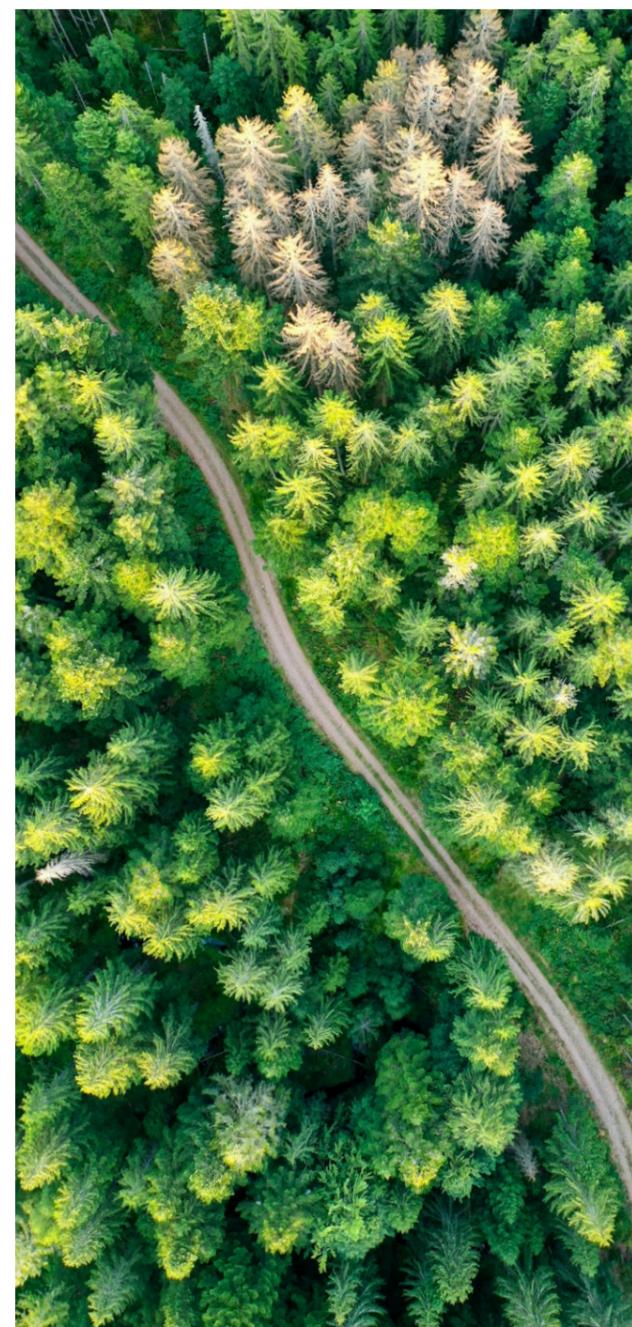
2008年金融危机爆发后,银行业引入压力测试。现在,资产管理行业需要类似的驱动因素,只不过这次是为了触发气候变化压力测试和情景分析。

建议

压力测试可以帮助资产管理人设计新的解决方案,助力资产所有者探索新的资产类别。投资管理人和资产所有者应研究使用情景分析和压力测试,了解净零排放目标和高碳转型的潜在问题和机会,将洞察的信息纳入到解决方案的设计和投资流程中去,并探索新的策略和资产类别。

私募市场和压力测试。私募市场管理人应致力于扩展成熟的情景分析工具,以明确地将气候相关风险和敞口纳入其投资前阶段的决策制定中。我们认可资产所有者提出的对管理人进行监督的要求是有好处的,而中小型资产管理人需要支持和帮助来提高这方面的技能。

对资产管理行业进行压力测试。建议监管机构开展联合监管,对英国大型资产管理人面临的转型和物理风险进行压力测试。这样做可以为行业带来警醒,并确保压力测试成为行业风险监督的必须部分。联合监管还可以减少研发成本,让所有机构都能赶上进度,从而对管理人普及最佳理念和实践。



7. 净零排放倡议可以凝聚同行,增强大型资产管理人和资产所有者作出第一份净零排放承诺的信心。净零排放倡议促进了最佳实践的标准化和发展,让我们可以利用专业技术以及有效的行动和方法,如国际气候变化委员会的净零投资框架。

建议

为投资者引入符合中国的净零排放的技术指引。监管机构应该为投资者引入符合中国的净零排放的技术指引,让投资者更愿意支持实现2060年净零排放目标。这样可以为希望与其他志同道合的投资者一同参与净零排放事业的机构减少障碍,并向国际投资者发出信号,让他们看到中国市场存在的机遇。

充分利用净零排放联盟带来的最佳见解。在相关净零排放行业联盟内积极作为,分享知识。政策制定者应设法协调各联盟,以便发现并采用格拉斯哥净零金融联盟(Glasgow Financial Alliance for Net Zero, GFANZ)成员间的最佳理念。各个联盟的最佳理念应该为有效政策的制定提供丰富资源,并帮助金融价值链各环节的投资者交流想法。



推动政策趋同, 创造共同语言

8. 随着中国资本市场的开放, 加之双向资本流动增长, 为可持续解决方案创造了更大的需求。然而, 在中国和国际投资者之间建立共通的政策基础, 可以让人们看到投资者在为共同目标而努力, 因此推动更多的跨境投资。

英国即将把TCFD报告模式引入到整个金融价值链中, 涵盖银行、保险公司、资产管理人和资产所有者。这一做法具有前瞻性, 中国和世界其他国家也都可以借鉴并尝试。结合实际情况考量, 我们鼓励企业进一步强化上述做法以帮助实现净零排放目标, 并增加可投资的空间。

建议

推动政策趋同并应用于整个金融生态系统。政策制定者应力求协调市场内和市场间的法规, 促进资本双向流动, 充分利用净零排放倡议的强劲势头和资本承诺, 从TCFD最佳实践中了解到的市场参与者的所需所想。在中国打造具有统一TCFD法规的生态系统将有利于减少障碍, 增进沟通并实现双赢。这将有助于使资本流向中国和世界其他地方的可持续解决方案中。

制定中国尽责管理指引/守则, 明确关联到行业转型图。与我们上一份报告的发现一致, 出台类似的守则能有助于中国投资者围绕活动和结果的高标准来进行开展工作, 并提高整个行业的尽责管理标准。将指引/守则与行业转型路线图联系起来, 使国内和国际投资者能够要求具有战略意义的公司承担职责, 加速转型。在A股和H股两地上市的公司也应纳入指引的试点和测试中。

通过切实行动传达政策信号。政府和政策制定者应以身作则, 推动全球资本流向可持续解决方案。实际上, 日本已经指明未来发展方向, 成为首个用外汇储备投资ESG债券的G7国家, 以期通过可持续的方式对外汇储备进行管理。通过用外汇储备投资国内绿色债券, 中国将向国内和国际投资者传达关于本土市场深度和信誉的强劲信号。

《联合国气候变化框架公约》第二十六次缔约方大会 (COP26) 背景下的报告发现

每召开一次缔约方会议, 人们都会越来越清楚地认识到——投资者及其资本配置决策对制定并实现缔约方会议议程是非常关键的。因此, 本报告项目组在访谈和撰写报告的过程中充分考虑到了《联合国气候变化框架公约》第二十六次缔约方大会 (COP26) 的因素。每位受访者都被问到: “希望COP26带来什么成果?” 他们的回答总结如下。这些都将是加速扩大和加速可持续解决方案的规模。

1) 通过发展混合融资解决方案, 促进公开/私募市场融资合作伙伴关系。

政府应通过合理部署符合净零排放目标的公共资金来支持加速实现净零排放, 并与私营部门开展合作创造可持续解决方案。我们认为公共部门干预可以在三个领域发挥作用, 包括:

- 降低新兴技术、基础设施或某些特定司法管辖区内的风险, 让私营部门可以进行投资
- 投资于关注创新、可持续发展但却难以扩大规模的资产管理人
- 支持在各领域中处于发展早期阶段且符合净零排放目标的公司, 为私募投资者提供成熟的投资渠道

2) 通过PRI等行业渠道加速提升强制性TCFD报告质量

PRI应将TCFD报告作为评估标准和签署机构评级的强制性项目。这将加速采用TCFD披露, 在英国政府2025年计划时间表前实现强制执行TCFD报告。在2020年10月发布的TCFD 2017-2020年状况报告中, 未包含对资产管理人和资产所有者的审查, 理由是其未提供所需报告。该建议可以帮助市场参与者直接获取资产管理人和资产所有者在TCFD报告中所披露的信息。

3) 格拉斯哥净零金融联盟工作组, 将提供关于范围三 (Scope 3) 排放的技术指导。

以净零资产所有者联盟 (NZAOA)、净零保险联盟、净零资产管理人倡议 (NZAMI)、净零银行联盟和净零投资顾问倡议 (NZICI) 的强劲发展势头和承诺为基础, 格拉斯哥净零金融联盟专门成立相应工作组, 制定并提供有关范围三的排放技术指导。现在的问题不仅在于披露范围三排放的公司数量太少, 而且在已经披露的公司中, 披露的质量参差不齐, 部分原因是由于缺乏统一的技术指导所造成的。格拉斯哥净零金融联盟小组可以帮助那些在排放范围责任最大、负责最少的公司解决所面临的迫切问题, 使投资者在做出投资决策时能够将范围三排放纳入考量, 不必担心所使用的数据质量不高。

定义

净零排放:净零碳排放目标或指标, 指在国家、企业和投资组合层面, 通过平衡碳排放与脱碳 (包括通过碳抵消) 或完全消除碳排放来实现温室气体净零排放。

ESG整合:将ESG风险和机会系统性地纳入传统投资分析、投资组合构建和风险管理中。本报告认为, 与同时考虑风险、机会和结果的方法相比, 单一的ESG整合无法让资本流入可持续解决方案。

尽责管理:通过投票、与被投资公司和政策制定者进行参与来行使积极所有权, 从而改善金融体系。

可持续 (主题) 投资:投资与可持续发展相关的主题和资产 (如绿色能源、绿色基础设施、清洁技术、能源效率、可持续农业、交通、教育、健康和发等)。

影响力投资:旨在产生可衡量的财务回报和环境、社会效益的投资策略。

扩大可持续解决方案规模的投资者最佳实践

主题	投资者最佳实践
 <p>净零目标设定</p>	<p>真实目标: 领先投资者应以实现净零排放目标为方向, 设定可以在一段时间内追踪的清楚、真实而且有针对性的成果。</p> <p>关注成果: 设定结果时要考虑最终受益人, 以及未来对投资组合和世界的影响。</p> <p>利用倡议和框架: 投资者应加入提供合作支持并制定最佳实践方法的净零排放倡议 (如格拉斯哥净零金融联盟)。气候变化机构投资者小组的净零投资框架等也是有效的工具和方法, 能够帮助确定资产类别的优先顺序并制定实施计划。</p> <p>变革驱动的尽责管理: 应利用公司参与策略来鼓励落后的企业转型为以净零排放为目标, 并推动更好的数据披露。转型路径倡议 (Transition Pathway Initiative) 是此方法的关键工具。</p> <p>灵活使用公司参与策略和撤资考量 (若适用): 如果碳密集型企业对公司参与举措没有作出回应, 则应考虑撤资。如果企业不愿意改变现有做法, 则有必要在通过公司参与有效减少排放可能性与企业造成的金融气候变化风险之间取得平衡。</p> <p>气候变化对标基准: 领先的净零投资者应考虑将对标基准变为低碳/巴黎协定合规版本, 以便更加准确地监控投资组合的金融和碳表现。</p> <p>平衡碳减排和碳抵销的优先任务。 大多数净零排放目标的领先执行机构都把碳减排放在碳抵消之前。碳抵消是制定全球碳交易价格的关键工具, 但许多机构仍希望优先考虑脱碳措施。</p>
 <p>整体投资组合方法</p>	<p>纳入所有资产类别。 领先的资产所有者和资产管理人应在不同资产类别中展开投资, 以大规模制定可持续解决方案, 从而最终实现净零排放。</p> <p>将上市市场规模与私募市场影响力框架相结合。 投资于已经从可持续交通和规模化中受益的上市市场的策略必须从领先的私募市场影响框架中吸取经验教训。</p> <p>利用投资实现现有企业转型并为新型可持续解决方案提供资金。 公开市场允许成熟的行业通过各参与渠道向净零排放转型, 而私募市场可为创新的可持续技术提供资金, 从而创造解决方案。</p> <p>关注固定收益。 在匹配负债端时, 养老基金和保险公司应关注固定收益, 从资产类别的可扩展性中受益, 并通过绿色、社会和蓝色债券与可持续发展成果明确挂钩。</p>

 <p>TCFD、情景分析和压力测试</p>	<p>通过TCFD跟踪气候变化表现。 投资者可以利用TCFD披露获取投资表现信息。这有助于制定气候变化风险管理方法, 引入衡量标准, 并为策略计划提供依据。</p> <p>通过TCFD提高透明度。 领先投资者正在利用TCFD报告作为提高透明度的手段, 并评估他们作为资产管理人或资产所有者处理关键气候风险的表现。</p> <p>通过情景分析识别风险和机遇。 采用最佳实践的资产所有者正在使用情景分析, 从而更好地了解低碳转型溢价和各种情景下的实际不利因素。</p> <p>通过压力测试优化解决方案设计。 投资者应利用压力测试来优化关于企业价值、可持续发展定位和物理风险的评估, 它可以提高可持续解决方案的真实性、稳健性和规模。</p> <p>通过压力测试确保与净零排放目标相一致。 投资者应利用压力测试更好地理解是否始终处于实现净零目标的正确路径, 并强化可能妨碍投资者实现目标的问题 (如气候变化引起的黑天鹅事件)。</p> <p>通过物理风险映射深入理解现实影响。 领先的资产所有者通过独立专家理解实物资产和整体投资组合中的实物风险。</p>
 <p>合作伙伴共同协作</p>	<p>原型法 (Prototype approach)。 资产所有者和资产管理人应考虑采用原型法共同开发解决方案。开展这类合作意味着资产管理人可以将自己的深刻洞见转化为可扩展、可投资的想法。</p> <p>与受益人目标达成统一。 如果领先的资产所有者能够有效地理解受益人的长期目标, 并使投资组合收益目标与其长期目标达成统一, 就能够与资产管理人加强合作。</p> <p>征求非金融业的意见。 资产所有者和资产管理人应关注其他行业、学术界和可持续发展智库, 获取创新观点以用于金融决策。</p>

设定目标和预期结果

目标设定情况

在过去的12个月中发生的、并在采访中凸显的主要进展就是，包括资产所有者和资产管理人在内，越来越多的投资者已经设定了净零排放目标。这些承诺将对解决方案开发和资产配置决策产生深远影响。然而，理解设定理想目标和设定可靠、相关、有可论证结果的目标之间的区别至关重要。投资者清楚自己的目标，知道如何切实达成这些目标，这可能有助于他们的策略设定、风险管理、投资组合构建以及最终的证券选择。

设定目标的重要性

设定目标是投资者采取的最重要的步骤之一，但也是常被忽略的一个。我们采访的行业领先机构普遍认为花时间制定一套稳健、一致且可实施的目标非常重要，在确定实现目标的最佳途径之前，要清楚地阐述所期望的结果。

整合本土市场观点的价值

在访谈中，最让人印象深刻的一点是资产所有者十分笃定和明确他们希望为受益人实现怎样的退休生活和收益。同时，他们也相信以减轻气候变化相关风险的方式进行投资符合他们的受托责

任。他们将这两点相结合，重新配置并优化他们的投资组合以实现目标。

在试图应对并阻止关乎存亡的气候变化时，资产所有者实现这一共同目标的动机是由不同价值观驱动的，每个组织都有自己的出发点。除了为受益人打造一个更好的世界，英国教会养老金委员(CEPB)会有保护世界和公民的宗教动机，而英国环境局养老保险基金(EAPF)的资助方——环境署的任务则是保护环境。

从保险的角度来看，英杰华称气温上升4°C的世界是不可承保的，他们所承保的许多企业也无法在这样的世界中生存。这样的解释突出说明了问题。正是这种洞见让人们认识到以减轻气候变化影响的方式进行资本投资有多么重要，这样也让英杰华和其他保险公司无法忽视这一要求。

“作为长期投资者，保障成员的未来是我们的受托责任。我们认为，对所有主要资产类别而言，气候变化对财务都有重大意义。在我们履责时，气候变化带来的风险和机会可以得到缓解，并通过资产配置、投资决策和目标明确的尽责管理实现。这样做，我们可以确保成员的长期回报，并为他们创造一个更好的退休生活。”

- Richard Williams, Railpen公司首席投资官

“气候变化对储户和他们的投资都带来了严重的风险。它有可能造成灾难性的破坏，完全扰乱我们的生活方式。没有人想在储蓄一辈子后发现自己的退休生活被气候变化破坏。”

- Mark Fawcett,英国国家职业储蓄信托养老金(NEST)首席投资官





受益人和公众对结果越来越重视

随着行业适应不断提高的披露预期和监管要求，养老金计划受益人等利益相关者越发认识到他们的钱能为自己和他人实现什么，为此，他们也在加强探索资本配置的创新方式。了解金融的全部价值，理解风险的来源、收益和投资影响，让人们更愿意去寻求针对性的资本配置方法，并设定更明确的目标和预期结果。

目标设定方面的挑战

机构投资者的主观信念与实际策略和解决方案的执行之间的联系往往很脆弱，因为执行取决于投资者无法控制的几个变量，包括：1) 投资顾问理解和实施客户独特而复杂的愿景的能力，2) 获得相关金融解决方案的次优机会，3) 潜在的执行惩罚的成本，4) 缺乏稳健透明的因素来证明是否完全达到客户预期。最后一点

会造成信任缺失，主要是由于复杂性造成的。详见下文。

在设定净零排放目标时，投资者必须考虑可实现的转型路径。只设定30年后实现的目标而不考虑更短的中期目标并没有帮助的，也会被指责为漂绿。同样，不把监管目标或政策驱动目标放在首位，只顾设定雄心勃勃的目标但没有明确路径，也会让人们质疑净零排放目标能否在实践中得到实现。通过定期衡量并披露短期目标的进展情况，可以保证当下制定目标的人会被追责。

净零排放目标势头正旺

向净零排放转型正迅速成为投资行业优先考虑的商业元素，这是因为气候变化不分国界，对全球经济构成的威胁迫在眉睫。

与气候变化有关的金融风险不仅真实存在，而且也开始对上市公

司和私募市场的现有资本结构成挑战。所有公司和行业都会遭受影响。处于不同创新阶段的行业风险与机遇并存。众多领域的融资复杂性不尽相同，也存在各种机会，这些领域包括能源转型（替代能源、存储解决方案等）、交通和未来循环经济中快速兴起的部分。

在这种情况下，对于投资者，包括资产管理人和资产所有者来说，设定目标不仅有帮助，而且很关键，它可以消除一些治理结构、投资过程和解决方案的内源性问题，以更积极、更有目的性、更慎重的方法取而代之。

我们的访谈和更广泛的统计数据证实，走上转型之路的英国和欧洲投资者仍然是先驱者，但不再是独行侠。访谈发现，中国资产所有者已经准备好响应中国政府2060年的净零排放目标，而且部分投资者已经做出了净零排放承诺。

净零资产所有者联盟(NZAOI)、净零保险联盟、净零资产管理人倡议(NZAMI)、净零投资顾问倡议(NZICI)以及净零银行业联盟等新兴联盟把投资组合的投资方向和执行错误正常化，大大降低

了个人执行风险。

气候变化机构投资者小组(IIGCC)及其净零投资框架等倡议正在帮助投资者采用实际方法使投资组合符合低碳未来的目标。

设定净零排放目标对实现可持续发展至关重要

- 过去12个月中，包括资产管理人和资产所有者在内的越来越多的投资者都在设定净零排放目标，并努力了解其现实意义。总体来看，已有128家资产管理公司签署净零资产管理人倡议，管理资产规模达43万亿美元。净零资产所有者联盟已拥有56家投资机构，管理资产规模达²9.3万亿美元。这些联盟以及净零框架意味着我们首次拥有了设定可实现目标的工具和方法。
- 净零排放目标通常设定在2050年完成，主要由气候变化机构投资者小组和国家层面设定的目标为指导。然而，也有一些投资者设定早于2050年实现净零排放目标。这样做的动机往往因投资者的类型和情况而异，但大体上可以分为四类：1) 内部和发起人的雄心，2) 与同行“平均水平”的比较和竞争，3) 减轻风险，4) 价值观驱动，有减缓全球变暖的愿望。无论是2050年实现净零排放目标还是提早实现，我们通常应该设定中期脱碳目标来支撑，这一点非常重要，因为中期脱碳目标可以对尽

责管理或资本配置的负责人进行问责，避免一切照旧的做法，否则全面脱碳恐怕为时已晚。

- 领先的资产所有者，如保险公司（安联和英杰华）和养老基金（英国环境局养老保险基金(EAPF)、Railpen和英国国家职业储蓄信托养老金）都设定了2040至2050年的净零排放目标。同时他们也都制定了中期目标，其中最普遍的是在2025年前减少25-30%，2030年前减少50%。这些组织在各自的行业中率先设定了目标，在未来几年内，他们各自的市场大多也都会跟随他们的步伐。

²截止2021年10月

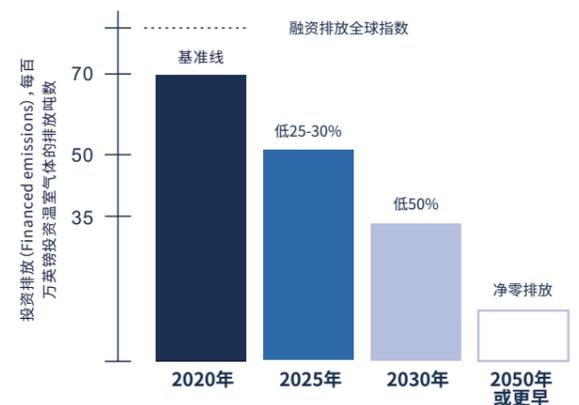
细化碳排放目标和可持续发展目标

除了净零排放目标,投资者也正在设定其他绿色发展和可持续发展的宏伟目标。这些目标仍然面临挑战,主要体现在定义和衡量方法上。以下是资产所有者设定的目标示例;

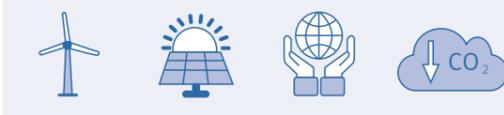
- 英国环境局养老保险基金 (EAPF) 的目标是将至少 33% 的资金投资于可持续资产。目前,正在按照富时环境市场分类法对可持续资产进行分类,未来计划报告所有资产符合英国和/或欧盟可持续金融分类法。
- 英国环境局养老保险基金 (EAPF) 还计划在 2025 年前将 17% 的投资用于减排或增强气候韧性,以此来应对气候变化。
- 英杰华计划在 2030 年前投资 1 亿英镑,用于自然去碳。
- 作为一个长期投资者,英杰华希望将 20% 的养老金计划资产用于可持续发展基金。



Railpen已经承诺,到2040年,材料领域的资产实现/争取实现100%净零排放。有关其承诺的更多信息,请见下文。



专注于实际脱碳



协作和持续改进



目标契合

2040: “重要”行业中所有的资产管理规模已实现净零排放目标或已向或正在向净零排放目标看齐。

参与目标

当前: 70% 的资产管理已向净零排放目标看齐或正在参与。
2030年 90% 的资产管理已向净零排放目标看齐或正在参与。

气候解决方案

增加气候解决方案投资,以便在 2050 年或更早实现净零排放目标。

*以“投资排放”来衡量 (见术语表)

<https://www.rpimirailpen.co.uk/wp-content/uploads/2018/05/Railpen-Net-zero-Plan.pdf>

目标设定: 私募市场

私募市场的特点是注重获得非流动性溢价,以对冲执行成本偏高和流动性缺乏的问题。

私募市场的资本部署和参与能力水平更有针对性,这意味着,正如本报告所强调的,私募市场的投资者通常能更好地推动成果,并在他们的目标设定中反映出来。

在过去 24 个月里,私募市场新推出的投资策略中,具有明确影响力、气候和其他可持续发展目标策略的数量在明显增多。然而,这似乎主要取决于资产所有者的需求信号和/或对主题性超额收益的寻求,而管理人则希望抓住“可持续发展革命”的机会,而不是明确的净零排放目标策略或目标本身。

到目前为止,我们看到大多数私募资产管理人对净零排放目标态度谨慎,鲜少有公司明确做出承诺。这主要由两个因素造

成。首先,许多管理人对这种承诺在其投资策略中的反响(以及对发起和执行的执行)缺乏基本了解,担心可能限制交易流程。其次,资产所有者对他们在这一领域对私募管理人的要求持务实的观点(还不是特别苛刻)。这在一定程度上反映了资产所有者认为其接触的许多资产管理人缺乏准备,特别是资产管理规模小于 20-30 亿美元的小型资产管理人,认为他们目前在这一领域的资源和能力有限。

可持续发展目标

如果净零排放是最终目标,那么联合国可持续发展目标 (SDGs) 则是离我们最近的策略,它向我们展示了如何以公正和包容的方式实现目标。在还未公布可持续发展目标时,有 800 多万人在三年时间里参与调查,为目标设立做出了贡献,也使其在组织和市场构建中尤其相关和适用。

人们一直在不断争论环境和社会因素对金融领域的影响和重要性,而可持续发展目标有助于平息这场争论。

可持续发展目标是在 2015 年制定的,当时并没有考虑投资界,这意味着使用该框架的金融技术仍然很少,并且在各个资产类别中都没有得到充分利用。然而,可持续发展目标确实提供了一个框架,让全球投资者得以阐述自身的可持续投资方法。这种语言的共通性意味着可持续的解决方案可以在不同地区推广。

通过这次访谈,我们发现投资者通常会在投资后回顾可持续发展目标框架,以此来报告他们的资本投资如何与一个或多个可持续发展目标保持一致。然而,我们应该区分与可持续发展目标相契合和对可持续发展目标作出贡献这两回事,这一点很关键。虽然

通过回顾来检测是否与可持续发展目标契合有助于塑造积极的投资形象,但这样进行分析很难描述投资对实现可持续发展目标的实际影响或贡献。

相反,最佳实践是将联合国可持续发展目标框架作为投资前的构思工具,帮助引导资本关注市场中缺乏关注的部分或环境和社会需求的机会。这样就可以使用可持续发展目标框架来增加有效的可持续投资解决方案。

可持续发展目标--作为框架使用



许多资产所有者和资产管理人,包括此次接受访谈的公司,均使用了可持续发展目标作为框架对全球可持续发展挑战进行分类,将投资组合与主题、目的和(或)目标进行对标,并向受

益者传达影响。在访谈中,英国、欧洲、美国和中国的投资者对可持续发展目标的采用方式不一。

案例1:整合可持续发展目标——中国平安,资产所有者(保险)

通过平安的五大生态圈来响应联合国可持续发展目标,打造商业价值与社会价值的共同发展,并在可持续发展策略中应用ESG标准。在SDGs框架下,平安的业务、产品、服务能够给

社会带来的积极影响力。

平安在“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈内,拥有庞大客户基础和合作伙伴资源。平安希望能够通过践行SDGs目标,给社会、环境等多个方面带去积极的改变,以实现平安生态圈内的共同可持续发展。

类别	相应的(可持续发展目标)
保险	3,10,11,12,13,17
技术	1,5,8,10,12,13,16
金融服务	2,3,6,7,9,11,17
智慧城市	3,4,9,11,12,13,16,17
医疗保健	3,9,11,17
平安农村社区支持	1,2,3,4,7,8,9,10,17
平安基金	4,7,11,13,15

获取更多信息,详见《平安集团社区影响力指引》。

在目标设定方法中需要考虑的可持续投资解决方案特征

下表列出了投资者为达到其目标,在公开和私募市场对可持续投资解决方案配置资本时,需要考虑的问题。

需要考虑的问题	需要采取的行动
透明真实的目标	<ol style="list-style-type: none"> 1. 资产管理人不仅要实现卓越的风险调整后收益,还必须设定可靠的、可识别的可持续结果目标。资产所有者必须利用其特有的消费者力量,让资产管理人对目标负责,对未能完成目标的资产管理人进行问责,或终止合作。 2. 资产所有者应当连接受益人和资产管理人,以便资产管理人能够将受益人的意见和洞见融入其设定的目标中。 3. 资产管理人必须能够透明地展示如何使用投资收益实现既定的可持续成果。公开市场比私募市场的实现难度更大,原因有二:上市公司的解决方案或服务与购买公司的股票间接相关,而私募投资的融资条款往往可以与结果挂钩。 4. 投资管理人通过汇集资产带了更大的影响力和规模,资产所有者在实现预期可持续发展结果上也可能会失去一定的控制权,因此资产所有者必须在两者间取得平衡。反之,投资管理人必须证明他们有能力有效地配置资本,以实现这些可持续发展结果。
新老企业投资	<ol style="list-style-type: none"> 1. 资产所有者和资产管理人必须将资本配置到新兴的可持续投资解决方案“流量”,并利用资本就可持续发展较差的老旧传统行业“存量”进行转型,以使用最有效的方式扩大可持续投资解决方案的规模。 2. 为了实现雄心勃勃的净零排放目标或可持续发展目标,投资者往往会把资金配置给“流量”,但为了使实际影响最大化,特别是在新兴市场和环境表现滞后的行业,投资者一定不能忽视“存量”。
“附加价值”	<ol style="list-style-type: none"> 1. 资产所有者和资产管理人必须考虑他们的投资是否带来了其他方式无法实现的额外影响力。“附加价值”这个概念至关重要,它有助于投资瞄准市场中服务不足的领域以及环境和社会需求。在释放公开资本支持,特别是扩大混合资本解决方案的规模时,附加价值也是一个重要考量。 2. 资产所有者必须认识到,在公开市场上证明附加价值与设定目标一样复杂。然而,他们也必须认识到,他们的资本配置可以支持那些拥有可持续投资解决方案,但不太受到认可的市场和公司的资本结构。
共同基金与专户	<ol style="list-style-type: none"> 1. 资产所有者和资产管理人必须利用专户的特定性和集中性优势,瞄准创新型可持续投资解决方案。这些解决方案可能是混合型、多资产所有者和共同基金无法获得的,因为这些情况下必须平衡各个客户对可持续发展不同的敏感度和洞见。这样做也增加了使用原型法的灵活性和影响范围,加快创新,并扩大可行解决方案的规模。 2. 然而,资产管理人也必须尝试将专户的优势与共同基金的可规模化优势相结合。从而吸引尽可能多(最好是来自不同地区)的客户,这对可持续投资解决方案的规模化至关重要。

可持续投资解决方案的格局与创新

本报告提出的一个见解是，投资者需知晓他们所预期的可持续发展成果，并利用每一种资产类别优势来帮助实现最终目标，而不是短暂临时地采用这些优势。为此，投资者应考虑以下几点：

- ① 可供使用的可持续投资解决方案的类型
- ② 新兴主题和创新领域，以满足需求并产生可观结果
- ③ 解决方案提供有效、真实和可规模化成果的能力

1) 当下的可持续投资解决方案

在从传统投资转到可持续发展投资的背景下，考虑可持续投资解决方案的发展和可得性非常有用。



资料来源：桥基金管理公司、影响力管理项目和美世咨询公司

传统的投资方案以多种不同的方式将重要的ESG问题作为信息集进行整合，主要用于帮助识别风险，其次是识别机会。下表就此原因，说明了每个资产类别的ESG整合程度。随着时间的推移，我们可以预期在 market 需求的推动下，每个资产类别都会有持续的进展。已经有越来越多的研究证明，将ESG问题纳入投资分析并与公司绩效挂钩大有裨益。

然而，仅仅为了信息分析而整合ESG问题的解决方案，对资金流向那些在环境和社会成果上有影响力的解决方案来说作用不大。我们的访谈发现，投资行业需要进一步区分给表现出强大企业行

为的公司投资、以及给能提供可持续投资解决方案或服务公司的投资。因此，目前按资产类别考虑以影响力和可持续发展为主题的解决方案是否可用也很重要，这些解决方案在资本图谱中也有了进一步发展。

	资产管理人在ESG整合上取得的进展*	以影响力和可持续发展为主题的策略可得性**
上市股票	中/高	低/中
固定收益	中	低
房地产	中/高	低
私募债	低/中	低
私募股权	中/高	低/中
基础设施	高	中
自然资源	高	中/高
对冲基金	低/中	低

资料来源：美世全球投资管理数据库。注：低 <5%；低/中：5-10%；中：11-20%；中/高：21-40%；高：>40%（截至2020年7月）。*

*指ESG1和ESG2（高评级）策略在所有主动管理的A-C评级策略中的占比（如有）。

**指主动管理的以影响力和可持续发展为主题的策略在各资产类别中与主流策略的占比比较。

注：股票是一个大范围，所以相对数量低并不代表绝对数量低。同样，私募市场和基础设施中可用的策略数量看似减少，这是由于主流领域的策略数量在增加。



上表说明,相对于其他解决方案,以可持续发展或影响力为导向的解决方案在大多数资产类别中仍属新兴解决方案。基础设施和自然资源除外,这两个是传统意义上突出的可持续资产类别。然而在私募股权领域,在设立具有影响力和主题类的可持续发展基金方面,风险投资似乎比该资产类别的其他领域更活跃。缺乏这种解决方案明确指出了投资行业的发展空间:对能够提供风险、收益和可持续成果的解决方案不断上升的需求急需得到满足。

然而,如果要选出最有效并最合适的解决方法来实现某个特定成果,则需要进一步区分以可持续发展为主题的解决方案和不断增多的影响方案,这一点很重要。

以可持续发展为主题的解决方案

以可持续发展为主题的策略让环境和社会相关的机会得到关注,如清洁水、可持续交通、能源转型等。然而,对这些主题进行投资往往是因为人们相信市场低估了这些主题长期增长的机会,而不是因为投资者有明确意图并希望看到积极结果,因此会错误定价。从宏观的投资方法角度来看,这些类型的解决方案可能类似于任何主题策略(如机器人、技术),仅能在有限的可投资范围内进行操作。因此,除了财务回报以外,他们对可衡量的结果关注有限。然而,我们越来越多地看到这些策略在努力发现并报告其影响,即使这种影响没有得到明确认可。

影响力解决方案

另一方面,影响力投资方案的目标是投资收益和积极的环境/社会影响力,因此其定位又向前走了一步。在公开市场中,解决方案通常以市场竞争性收益为目标;而在私募市场中,一些解决方案

要么以竞争性收益为目标,要么采取影响力优先的方法,即愿意为特定类型的影响力牺牲部分收益。在公开和私募市场中,针对公司产品或服务对环境或社会需求的影响力,其附加价值和可衡量性从一开始就应被纳入投资过程、监控和报告。

了解潜在机会

下表概述了目前公开和私募市场上涉及影响力、气候转型、可持续发展主题和新型创新、可持续技术等领域解决方案的可得性。在固定收益等资产类别中,解决方案有明显的发展空间,但值得注意的是,该表表明,需要采取全面的投资组合方法,最大限度涵盖最广泛的资产类别,以形成广泛的可持续投资解决方案。私募市场可能更适合为新的可持续技术(“流量”)提供资金,而公开市场的资产类别可以帮助更成熟的行业(“存量”)向可持续发展转型。然而,我们不应低估公开和私募市场管理人参与和影响的能力,特别是在“存量”的股票方面。

	公开		私募		
	股票	固定收益	股权	债务	基础设施
影响力	与可持续发展目标相匹配的重要产品/服务,可带来额外影响力且可衡量。	与可持续发展目标相匹配的重要产品/服务,可带来额外影响力且可衡量。 绿色、社会和蓝色影响力债券。	使用私募股权(PE)和风险投资(VC)直接投资有影响力的主题,如社会住房和医疗保健。	与可识别的可持续成果相联系的融资结构和条款。 影响力私募基金的出现(低基准)。	由于其明显的社会效益(如清洁水公用设施)以及环境潜力(可再生能源等),基础设施可以成为获取影响力的有效途径,尤其是在新兴市场。
气候转型	在发达国家和新兴市场中,主动管理的脱碳主题投资。如:可再生能源、能效、电气化等。	越来越多的企业债(如买入并持有策略)具有气候意识,可以作为净零排放解决方案。	私募股权基金为转型提供解决方案和技术途径。 风险投资的清洁技术领域正在飞速成长,新型围绕气候的风险投资和成长型股权基金不断出现。 还出现了能源转型基金和物理风险韧性基金。	私募债权基金为转型提供解决方案和技术途径。 设立能源转型基金。	基础设施可以提供新的资产,或改造旧的资产,以帮助或受益于气候转型,并适应物理风险。
	被动解决方案,参考气候转型对标基准(CTB)和巴黎气候协定对标基准(PAB)。	被动解决方案数量较少;部分符合气候转型对标基准和巴黎气候协定对标基准的指数,规模较小且发展缓慢。			
其他可持续发展主题	主动管理的环境/社会解决方案,如清洁水和清洁技术;用于生物多样性/自然主题投资的基金,规模不大但数量在增加。 出现以可持续发展为主题的特殊目的收购公司(SPAC)和“可持续”的首次公开募股。	与上市股票相比,这些主题的投资机会较少,但在不断增加。 与可持续发展相关的债券。	私募股权和风险投资基金可投资于各类主题,如:循环经济、可持续农业、可持续交通、自然资本等。	目前主题私募债基金的投资范围有限。解决可持续发展问题的头寸都需逐项进行交易。	基础设施倾向于瞄准能效、土地使用和水循环。
新型可持续技术/创新	首次公开募股为公开市场投资新技术提供了一些机会,否则更难有投资机会。更多技术主题均可通过上述方式进行投资 ³ 。	公开市场固定收益的解决方案获得创新的机会较少。	风险投资为投资于新兴可持续技术和创新解决方案提供了绝佳途径。	私募债(包括风险投资)债权通常是新公司、创新方式或技术的第一种债务融资形式。	与私募股权或私募债权相比,基础设施资金较难投资于技术和创新,但可以获得气候变化的物理和转型效应所带来的机会。 基础设施基金为存储等“新兴”基础设施资产融资的新趋势。

³但也有例外。投资者可以支持聚焦研发的成熟上市企业,进而获得创新。有少数上市集团也专门从事早期的知识产权,如知识产权集团

深入研究气候变化

投资者通常关注由气候变化带来的两类风险和机会：转型风险和机会，以及物理风险和机会。前者的解决方案寻求了解各行业和公司如何定位，以转型至低碳经济。后者的解决方案将试图了解各行业和公司如何减缓或适应气候变化的物理风险。下表列出了不同资产类别的物理、转型和尽责管理能力的定性评价。

私募股权中的风险投资和基础设施尤其提供了应对气候变化的新技术和创新机会。此外，私募市场的投资管理人有相对更好的机会接触公司管理层，从而有效地参与到公司的气

候变化问题解决方案中。

一个关键的能力缺口是上市股票和固定收益市场如何纳入气候变化的物理风险和机会。相对于私募市场，公开市场的机会较少，但物理风险对公开市场投资影响的建模工作正在持续改进。这将在下文新兴主题和创新章节中进一步予以探讨。

应对气候变化能力的可得性

	转型风险和机会	物理风险和机会	尽责管理
上市股票 (主动)	高	高	高
被动管理股票	中	中	中
被动固定收益	中	中	中
投资级信用	中	中	中
主权债	中	中	低
高收益债	中	中	中
私募债	低	中	中
房地产	中	中	中
私募股权	中	中	中
基础设施	中	中	中
动机	“我们希望有机会接触：将转型风险纳入投资策略考量，向低碳经济转型，或开发技术以支持低碳转型的公司。”	“我们希望接触到那些致力于减缓气候变化物理风险，并将其纳入投资策略考量的公司。”	“作为资产所有者，我们希望用自己的呼吁来影响企业和监管层面的气候变化议程。”



第三代被动气候变化转型解决方案

被动管理股票次子资产类别方面，创建了聚焦气候转型、符合欧盟巴黎气候协定对标准或气候转型对标准的指数，因而这方面取得了重大进展。下表显示了子资产类别的演

变，目前为资产所有者提供了脱碳解决方案投资的低成本选择，并提高了透明度和可比性。重要的是，绿色解决方案的敞口虽然小，但在不断增长。

关键变量	第一代	第二代	第三代		
	管理气候风险	管理气候风险并瞄准机会	抓住气候转型	欧盟气候转型基准	欧盟巴黎协议基准
排除化石燃料	有可能	有可能	有可能	否	是
碳减排	是	是	是	是	是
资本配置到绿色收入	否	是	是	是	是
气候转型战略	否	否	是	是	是
每年脱碳7%的行进路径	否	否	有可能	是	是
符合1.5°C控温经济(到2050年)	否	否	有可能	是	是

资料来源：美世(基于指数评估)，欧盟可持续金融技术专家组关于气候对标准及其ESG披露的最终报告，2019年9月。

案例2:可持续发展的三大核心——晋达资产管理, 资产管理人

晋达资产管理的全球多元资产可持续成长策略使用了评估框架, 针对单一策略所带来的一系列可持续发展问题和结果进行分析。本案例策略融合了上述多种元素——影响力、符合净零排放以及ESG整合。

除了目标实际收益外, 可持续发展目标还有三个方面:

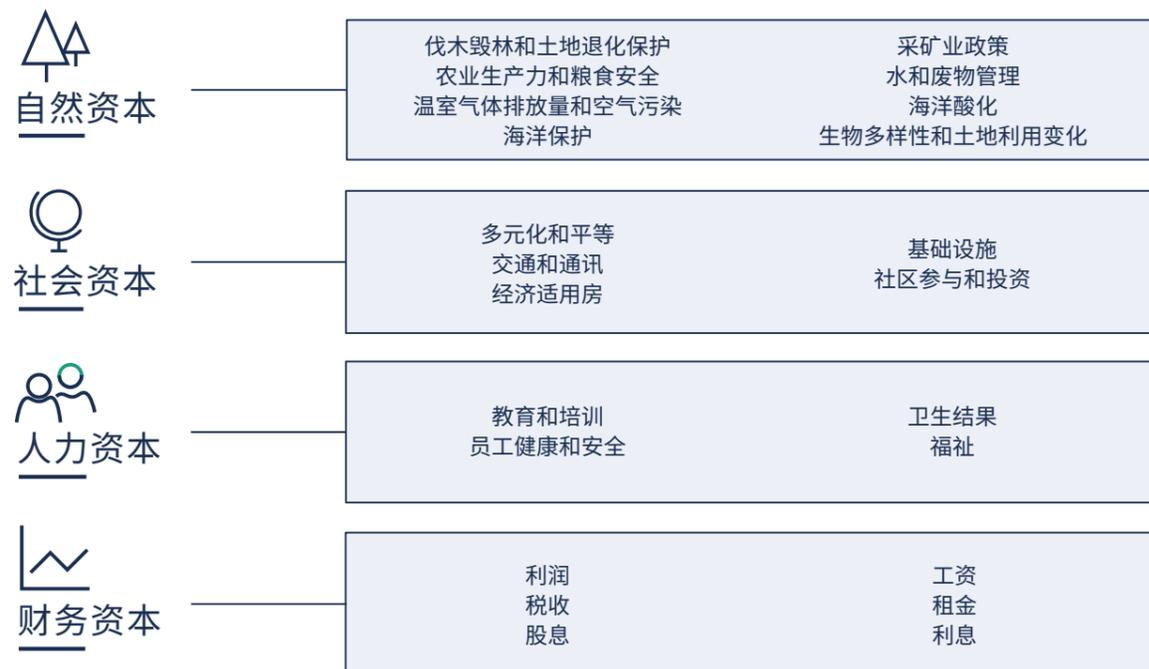
- 影响力——固定收益和股票带来的环境和社会影响力。其结果应是“可预期的”和“可衡量的”。例如, 通过股票投资, 该策略针对为脱碳做出贡献的公司进行投资, 贡献结果可以通过碳减排量来衡量。而对固定收益而言, 该策略选择性投资于绿色债券、社会债券和可持续发展相关债券。

- 内部可持续发展——受结构性成长驱动力影响, 并通过政策、商业模式和实践来管控其对世界的影响力的公司和国家。

- 符合净零排放——承诺减少实体经济中的气候风险, 而不仅仅是追求投资组合表现结果。该策略的目标是致力于以包容的方式努力应对气候风险的公司和国家, 无论是通过转型计划或提供解决方案。

这一框架也适用于其他可持续基金产品, 包括上市股票全球环境策略 (Listing Equity Global Environment Strategy), 该策略寻求在发达和新兴市场进行投资, 并通过气候解决方案公司积极抓住上行机会。

确定可持续投资的关键举措之一是下面概述的“资本”框架, 旨在评估每项资本的相关外部性。这可以应用于整个资产领域, 通用相同的理念, 即外部性将越来越多地被市场纳入估值。自然资本、社会资本和人力资本与财务资本一同进行分析:



聚焦中国投资者投资组合中的绿色债券

与英国投资者相比, 中国投资者明显更多地提及绿色债券。这一点并不奇怪, 因为中国现在是全球第二大绿色债券的发行国。

一些投资者因拥有保险业务, 倾向于大量配置固定收益, 他们提及明确配置了绿色债券。例如, 中国再保险集团和中国人寿都讨论了对一系列绿色债券的可观投资。过去几年里,

中国推出了新型可持续发展债券, 包括与可持续发展挂钩债券 (SLB)、蓝色债券和碳中和债。

中国承诺将绿色债券标准与国际标准接轨, 从而确保国际投资者能够从中获益。

中国投资者的可持续发展主题

中国投资者重点关注绿色发展和可持续发展及其社会包容性的平衡增长, 这与中国国策相契合。具体而言, 中国投资者一直在寻找与中国“十四五”规划和其2060年实现净零碳排放目标相一致的可持续发展主题。相应的, 受访者反复提及清洁能源技术和可再生能源电力, 这些是他们关注的关键领域。

除了与环境因素相关的主题, 受访者还提供了一系列更加多样化的社会主题, 包括扶贫、农村重建、新冠疫情下的复苏和医疗保健等。

2) 新兴主题和创新领域

生物多样性方面的进展

联合国环境规划署预估，如果我们要在2050年之前解决生物多样性、气候变化和土地退化的危机，还有4.1万亿美元的资金缺口需要填补。这些全球性问题相互关联，不可孤立对待^{4,5}。

在以下三方面的推动下，以生物多样性为主题或将其纳入风险和影响力分析的有效投资解决方案的数量将会增加；

1. 不断增加的投资者需求。我们采访的一些投资者主动提及他们对生物多样性的兴趣。越来越多的人认识到，未来生物多样性的风险和机会不容小觑，这将是这十年的一个关键主题。
2. 数据可得性和质量的提高。
3. 影响力和报告框架的改进使解决方案的生物多样性足迹都显而易见，无论足迹是积极的还是消极的。

自然相关财务信息披露工作组 (TNFD) 于2021年成立，目的是在一定程度上解决这些问题。其目标是，“是为各种组织提供一个框架用于报告不断发展的自然相关风险并采取行动，从而支持全球资金流从对自然不利的结果转向对自然有利的结果”⁶。自然相关财务信息披露工作组希望以气候相关财务信息披露工作组 (TCFD) 为基础，共同致力于全面覆盖自然和气候相关的风险⁷。

固定收益方面的进展

前面几节和项目访谈的主要收获之一是，固定收益在促进扩大可持续投资解决方案方面的潜力尚未得到完全释放。如之前所述，公开市场固定收益产品有可能大规模地清晰阐明收益的使用情况。此外，尽责管理和参与仅限于投票表决的行业思维正在迅速改变。固定收益投资者作为公司财务利益相关者，可以在票券发行前后和重新发行阶段对公司管理层产生重大影响。例如，买入并持有公司债策略的“持有”方面，与大多数其他方法相比，固定收益的持有期往往更长，因此ESG风险出现的可能性更大，这解

释了为什么投资者有动力通过参与来管理和影响长期可持续发展风险。

对固定收益解决方案的需求正在增长，特别是保险公司和养老金计划在寻求与其负债端匹配的解决方案。需求不断增长，再加上固定收益资产类别可以扩大可持续投资解决方案的规模，因此解决方案当前出现的不足，需要我们扩大有效解决方案的规模作为补充。

案例3: 固定收益和物理风险——威灵顿管理公司，资产管理人

通过与威灵顿投资管理的访谈，我们找到了了解物理气候变化风险如何影响公开市场固定收益投资的一种方法。威灵顿投资管理与伍德韦尔气候研究中心合作开发出了气候敞口风险应用程序 (Climate Exposure Risk Application, CERA)。威灵顿投资管理使用CERA将物理气候变化风险 (高温、干旱、水资源问题、洪水、飓风、野火、海平面上升和空气质量等) 映射到全球位置。发行人在各地都被分配了各风险发生的概率，对于固定收益债券，这些数据可以被输入到气候调整后的到期收益率计算中。除了其他假设和输入之外，该模型还使用证券操作位置来输出调整后的收益率和信用降级事件概率。

此外，符合欧盟巴黎气候协定对标基准或气候转型对标基准的被动固定收益转型解决方案的数量正在增加。虽然不及股票成熟，但领先和小规模的指数供应商都在取得进展，使被动固定收益投资者能够妥善处置转型风险和机会。

私募市场方面的进展

正如本报告前文所述，在私募市场上，对标净零排放和可持续主题的解决方案仍然相对较少。我们采访的一些资产所有者谈到，他们希望增加在私募市场的资本配置，但却很难找到真正以可持续发展为导向且不止于ESG整合的解决方案，私募债权策略尤其如此。

然而，在过去的24个月里，我们看到在几个领域的活跃度有所提高，解决方案正在加速开发，并且我们预计这种情况将会继续保持。这些领域包括：

1. 可持续基础设施，涵盖可再生能源资产和新兴基础设施，如电池储能和氢能等。
2. 能源转型基金。
3. 标记收购阶段和发展阶段的基金影响力。
4. 围绕气候变化和抗物理风险韧性、环境和技术创新的风险投资主题基金，以应对可持续发展的挑战。

尤其令人鼓舞的是，风投基金管理人的活跃程度相当高，目前已经有大量基金管理人在募集侧重影响力和可持续发展的基金。除了气候变化和能源转型之外，可持续粮食和农业、自然资本、循环经济、可持续交通、水资源和医疗保健等主题也是市场活动的重要领域。此外，还出现了“气候优先”工具，在解决方案中包含了明确的碳减排影响指标和目标。

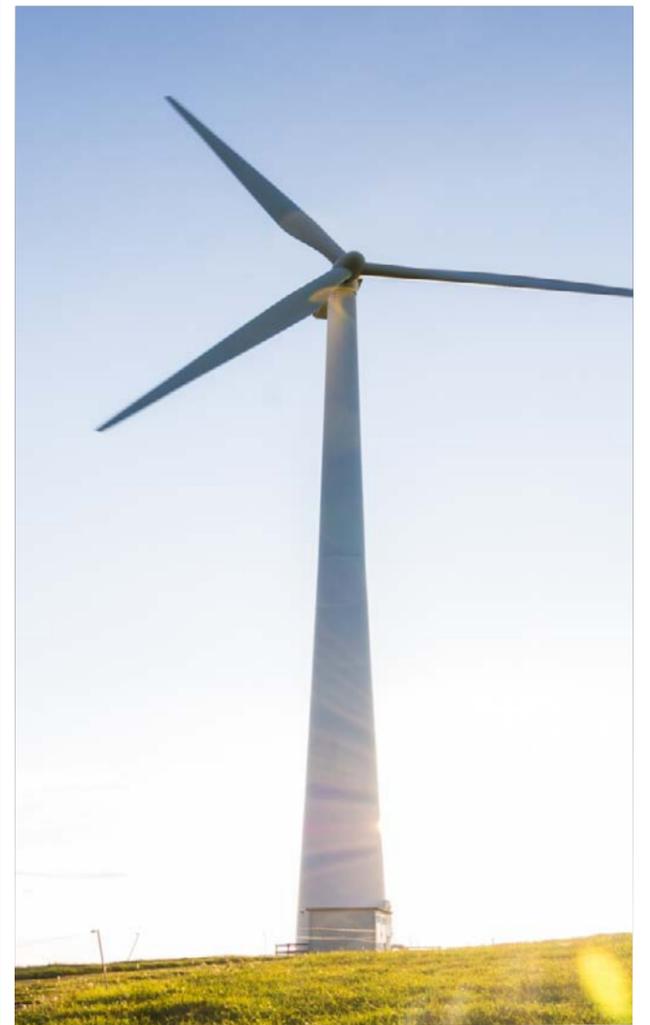
与私募股权基金相比，私募债起步相对较慢，在许多情况下由主流债务基金发起，采用与可持续发展成果相关的定价机制，我们预计影响力和ESG驱动的私募债基金将会激增。资产所有者将继续推动管理人加强创新，以填补信用领域的解决方案空白，同时认识到债务融资可以在帮助企业形成可持续发展成果方面发挥重要作用。

在私募市场的主题投资方面，投资者的信号仍然有些混杂，我们预计定制的解决方案会增加，特别是在有大型资产所有者能够坚定地、以影响条款进行配置情况下。更概括地说，资产所有者正越来越多地推动解决方案的创新并提高行业标准。

“付诸行动”的资产所有者支持联合开发了独立资产管理账户 (SMA)，将通过提供“概念验证”、加强跟踪记录、降低风险和为创建投资团队及相关费用提供“融资”，在推动创新和扩大可持续投资解决方案方面发挥重要作用。英国国家职业储蓄信托养老金和英国环境局养老保险基金都描述了围绕可持续发展标准和成果

建立私募市场独立资产管理账户的好处

无论是借助联合开发的独立资产管理账户、种子基金，还是成为首期基金的初始投资者，富有信心的创新型资产所有者在支持解决方案的创新方面发挥着关键作用。许多新的资产管理人在新兴的可持续发展投资主题上筹集资金时会面临缺乏可信跟踪记录的问题，或在筹集“首个3000-5000万英镑”的过程中遇到困难，上述的支持就可以帮到这些资产管理人。一些领先的英国资产所有者通过这些方法，同时扩大对相关管理人的曝光度，发现了关键的主题和超额收益来源。



⁴ <https://www.unep.org/news-and-stories/press-release/world-needs-usd-81-trillion-investment-nature-2050-tackle-triple>

⁵ https://www.foodandlandusecoalition.org/wp-content/uploads/2020/12/FOLU_Nature-for-Net-Zero_Report_Final.pdf 据粮食和土地利用联盟 (FOLU) 估计，为了在2050年实现净零排放，森林和土地利用可以提供所需的约30%的减排量。森林对实现碳中和解决方案有非常重要的意义，每年可吸收15Gt二氧化碳当量。为直观说明这一数值，2018年全球排放量约为50Gt二氧化碳当量。

⁶ <https://tnfd.info/about/>

⁷ <https://tnfd.info/about/>

案例4: 解决方案创新 – 世代投资管理公司 (GIM), 资产管理人

主题	如何同时在公开和私募市场扩大一家专营可持续投资公司的规模。GIM的例子说明, 有了清晰的目标和强烈的合作心态, 管理人可为不同成熟度的公司提供创新并扩大可持续投资解决方案, 无论是公开还是私募市场。
目标	与志同道合的资产所有者客户群密切合作, 促进可持续投资。 通过可持续投资, 推动实现净零排放、繁荣、公平、健康和安​​全社会所需的转型变化。 实现卓越的风险调整后投资收益。
行动	<p>GIM依靠本报告中强调的几个首要原则来实现其策略, 包括目标设定、能力建设以及合作推动解决方案创新。</p> <p>从成立之初, GIM就创建了内部研究能力, 将可持续发展主题研究和ESG因素的使用纳入其中, 以揭示相关的和差异化的投资见解。</p> <p>投资方法基于与利益相关方的广泛合作, 通过开发相关工具扩大可持续资本的规模并优化投资流程。示例包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 碳数据和信息披露: 促进工具的开发, 以支持投资者, 如Climate TRACE⁸。 • 隐含升温指标: 与Vivid Economics公司和摩根士丹利资本国际公司在隐含升温指标方法上开展合作。 • 知识共享: 出版可持续发展趋势报告和系列洞见。 • 净零资产管理人倡议 (NZAMI) 的推动者和创始签署者。 • 格拉斯哥净零金融联盟 (GFANZ) —— 在COP26私募融资中心和投资组合调整工作组中发挥关键作用。 • 与利益相关者合作, 包括负责任投资原则投资者可持续商品工作小组。 <p>有透明的目标设定 (例如, 到2040年实现净零排放承诺), 为客户提供指导, 指引如何根据其目标判断该组织未来五年的情况。</p>
成果	<p>过去10年多以来, 整个平台的资产管理规模大幅增长, 截至2021年6月, 超过360亿美元。</p> <p>将可持续的投资解决方案从上市股票扩展到可扩展的私募市场解决方案, 包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2019年, GIM的第三只成长型股票基金——可持续解决方案基金以10亿美元结束募集, 成为首批达到这一里程碑规模的私募市场中专注于可持续发展的基金之一。 • 2018年, GIM与魁北克储蓄投资集团 (CDPQ) 建立了长期战略伙伴关系, 以进行大规模长期可持续投资。 <p>通过协作和利益相关方参与, 目前正在开发解决方案:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2021年, GIM发起创立新公司Just Climate, 进行独立管理的、以气候优先的投资业务, 其使命是找到和投资有助于实现净零排放和1.5°C升温的解决方案, 到2030年每年避免或消除十亿吨温室气体排放。



公共资本和特许资本的作用

公共资本和特许资本都可“跻身进入”私募资本领域, 并借此在能力建设、推动创新和扩大规模方面发挥重要作用。

混合资本解决方案可以通过以下方式支持扩大可持续投资解决方案的规模:

- 开放一系列私募项目和/或将可投资资产类别的范围扩大到新兴技术领域 (例如, 英国的绿色投资银行 (Green Investment Bank) 和海上风能发电)
- 支持创新型首次募集管理人。通过英国商业银行 (British Business Bank) 和欧洲投资基金 (European Investment Fund) 等机构提供的公共资本支持, 在引导资本流向欧洲中小企业方面发挥了重要作用, 同时帮助了首次募集基金达到起步规模, 在发展另类融资市场方面也发挥了重要作用。通过类似的策略支持拥有可持续投资解决方案的管理人, 可能有助于在市场上兴起下一波创新
- 具有战略意义的行业创新 (如英国氢能战略、海上风能发电、推出充电网络等), 以释放必要的研发潜力并推动商业化
- 在市场错配的情况下改变/改善融资环境 (例如, 英国在大金融危机后为直接贷款市场的建立提供了种子资金, 为受

到约束的银行提供替代方案, 最终促进了中小企业/公司的融资渠道)。这本身就可以释放和推动市场的发展。例如, 在英国财政部支持计划的支持下, 直接贷款市场的出现为欧洲直接贷款市场提供了种子资本, 并促成该市场的永久建立, 现已成为欧洲一个大型且仍不断增长的资产类别

企业资产负债表也可以发挥重要作用。我们还看到了一些模式已经发展起来, 如: 由大型科技 (和其他) 公司和/或他们的创始人资助的特许资本模式, 用以解决宏观可持续发展的挑战。对于减碳困难户而言, 下一波零碳技术资金的重要来源包括公共资本和混合资本, 同时企业通过特许资本模式参与其中也是来源之一。

3) 可持续投资解决方案的可行能力和考虑因素

可持续投资解决方案要能够带来真实清晰的结果, 这与方案的可得性同等重要。不管哪种资产类别, 每个解决方案都有一些通用特点使方案具备有效性, 并可以将其规模化。资产管理人和资产所有者在设计解决方案和配置资本时应考虑这些因素。

⁸ <https://www.climate TRACE.org/>

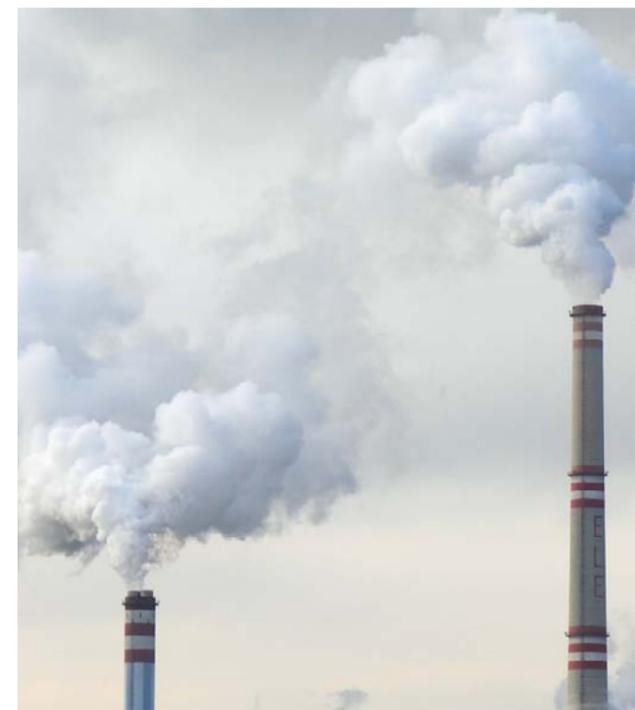
可持续投资解决方案的特点	考虑因素的原因
<p>ESG整合和结果</p>	<p>一个可持续的解决方案应该区分并实践以下两点：</p> <ul style="list-style-type: none"> -整合ESG问题，并利用这些信息更好地了解财务风险和机会；以及 -了解一项投资对环境和社会的影响。这种理解有助于实现具有整体性、整体积极且可持续发展的结果。 <p>通过结合以上两点，这样的解决方案才更有可能实现卓越的风险调整后收益，以及具有影响力的可持续发展结果。</p>
<p>参与</p>	<p>可持续的解决方案应该具备有效的参与方法，有两层原因：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 对投资分析作补充，利用市场对风险、收益和结果的价格错配来协助投资。 2) 助推企业通过披露和管理在ESG问题和可持续发展结果上实现更好的绩效。反之，由于市场可能对可持续发展发生价格错配，创造投资机会，从而形成一个正反反馈循环。 <p>有效参与以实现上述两点中任何一点的能力因资产类别而异。下图所示为各资产类别的参与能力，其中能力最强的在中心，能力最弱的在外环。</p> <div data-bbox="549 1113 1142 1711" style="text-align: center;"> <p>© 2021 GOALSFIRST LTD.</p> </div>

<p>排除法</p>	<p>排除法策略不再仅仅反映道德或价值观。相反，排除清单可以帮助可持续投资解决方案构建投资组合，并从可持续发展角度避免风险最高的股票（即搁浅资产）。</p> <p>除非有足够多的投资者合作排除同一股票，否则靠单一机构排除某一股票影响有限。如果不大规模地实施排除，可能不会影响公司的融资成本或进入股市的机会，因为市场的广泛需求可能会持续存在。</p> <p>投资者可以在投资前确保其计划投资的公司与可持续发展的结果（例如，如全球升温控制在1.5摄氏度以内）保持一致且十分可靠。在私募市场，可以在交易前进行评估，然后在投资文件中以更多条件进行补充。</p>
<p>透明度</p>	<p>稳健的可持续投资解决方案有一个基本特征，就是要形成报告。</p> <p>报告是为了确保以下几个方面的信息透明度：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 风险、收益和影响的来源。 2) 与投资组合目标相比的结果。 3) 尽责管理在实现上述两点方面发挥的作用。 <p>通过报告，管理人可以向资产所有者提供增值内容和领先思想，从而提高真实性并在此过程中建立更牢固的合作伙伴关系。衡量之后才能进行更好的管理，所以报告能为后续改进解决方案增加动力，带来长远的好处。</p>

污染最严重的化石燃料、应对气候变化的落后者和被剔除者

访谈发现，中英投资者都引入了排除法，剔除的往往是与污染最严重的化石燃料（如煤炭）相关的公司。此外，英国和欧洲投资者在对待应对气候变化落后者时，态度明显变得强硬起来。越来越多的投资者（如英国法通法通投资管理公司）正在制定相关程序，以剔除那些他们认为不愿意积极参与并改变商业模式的公司，即在应对气候变化上落后的关键公司。

中国投资者也越来越愿意按照国家政策方向，排除高污染企业和行业。



案例5:连续七年发布影响力报告——WHEB资产管理公司, 资产管理人

基于“重建更美好家园”2020年度影响力报告

WHEB资产管理公司于2020年发布了第七份影响力报告。公司的投资策略最初于2005年制定, 围绕九个投资主题——五个环境主题和四个社会主题。每个主题都涵盖了一系列为社会或环境带来正面影响力的商业活动。除了与策略相关的影响力外, 公司还量化了投资于该策略的100万英镑所产生的影响, 并在公司网站设置了互动版影响力计算器。

WHEB资产管理公司投资策略的ESG概况:



资产类别的可行能力

下面的图表展示了个各资产类别在“收益使用的明确性”和“扩大规模能力”下, 它们的投资本使用透明度方面的相对排名。

在制定可持续投资解决方案来为净零排放转型提供资金时, 资产管理人必须根据资产类别特征权衡与投资组合目标相关的自下而上的风险、收益和影响力因素。

图A展示了私募贷款和证券化债务中投资款项使用的典型透明度。鉴于政府支出不透明性, 主权债在款项使用方面最不透明。

证券化债务和私募贷款的投资款项用途较为明确, 但难以扩大规模; 而主权债则相反, 如图B所示。一般来说, 虽然私募的一次性交易 (即项目融资) 可以成为将资本部署到可持续投资解决方案的有效途径, 但由于资本在大多数工具中被锁定的时间较长, 并且按照项目投资的性质需要更长的时间来扩大规模。

但是, 随着主权国家在内的一系列发行人开始发行绿色债券和社

会债券, 这种情况正在发生改变, 因为这些债券的投资款项会被用于特定项目。影响力债券正在开辟一条道路, 将投资资本显而易见的透明度与公开市场的可规模化联系起来。

私募股权能够投资于风险更高的新项目, 而固定收益则不行。因此, 尽管这些资产可能比公开市场解决方案更难迅速扩大规模 (与一些非常针对性的债务投资相比, 投资款项使用的透明度更低), 但却是整体投资组合方法中创建可持续投资解决方案的一个重要工具。此外, 从中长期来看, 可利用私募股权开发的可持续技术解决方案本身具有通过各种形式融资扩大其规模的潜力。

图A: 投资款项使用透明度由强 (靠近中心位置) 到弱



© 2021 GOALSFIRST LTD.

图B: 投资影响力扩大规模的能力由强 (靠近中心位置) 到弱



© 2021 GOALSFIRST LTD.

扩大利益相关者的参与范围

公司通过业务和经济活动对人和环境产生了显著影响。有些影响受到了监管,如烟草公司这样会产生最严重或最有害影响的公司往往会被征收重税。

然而,并不是所有与最终受益人相关的影响都会受到充分的监管。

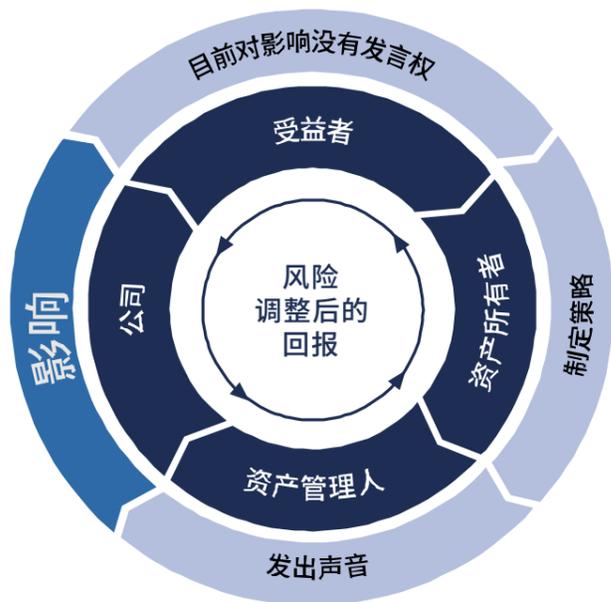
监管往往有国界(或像欧盟这种区域性边界),因此在处理无边界的共担风险(如:气候变化或自然资源耗竭)时,监管比较缓慢或不够灵活。此时,参与变得至关重要。

公司管理层往往因为定期报告要求而视野狭隘,投资者可以帮助

管理层应对这个问题,摆脱低效,负起责任,在长期内取得卓越成果。

在开发新的定制型解决方案时,投资者和公司的参与并不是唯一的方法。利益相关方更广泛的参与和协作也至关重要。

从图1可得出结论,即只有有效地纳入所有利益相关方的见解,才能实现更高的风险调整后的财务回报。



© 2021 GOALSFIRST LTD.



金融解决方案或策略的受益人(退休金计划成员和储蓄者)往往受益于资产所有者和资产管理人各自卓越的配置策略和投资分析能力,以及对资本市场的了解。然而,他们通常都触及不到自己投资所面临的风险和机会,甚至不知道有过这些风险和机会。这就是为什么在向散户等不成熟的投资者提供解决方案时,金融监管最为严格的主要原因。

合作最重要的支柱——受益人的意见

为了成功扩大可持续投资解决方案的规模,我们可以利用合作这一最重要的支柱。迄今为止,征求受益人的反馈意见,让他们就投资组合的影响优先事项提出意见,是最具潜力的方法。

各行业(尤其是金融业)的技术进步让公众对投资趋势、潜在风险和潜在影响越来越了解且敏锐。这就是为什么分布式账本技术(distributed ledger technology)和机器人顾问会变得如此热门,而且,还有越来越多的散户参与到复杂的金融交易中。基本而言,这就是金融的商品化。

然而,几乎没有任何解决方案能反映受益人的观点,投资管理人也几乎没有采取任何有意义的行动,来建立与最终受益人沟通的渠道。

让受益人获得并参与影响力成果的形成,是资产管理人、资产所有者和技术部门需要利用的最大商业机会之一,有可能重新定义并推动未来30至50年的资产配置。

案例6: 受益人参与 —— 英国国家职业储蓄信托养老金 (NEST) 的职业养老金计划, 资产所有者 (养老金) ⁹	
主题	NEST试图了解养老金计划成员的观点和偏好, 因为他们既是最终受益人, 也是财务利益相关者。
目标	了解计划成员的价值观和要求, 有助于使投资符合他们的期望。
行动	NEST定期向成员发起调查, 以了解他们对投资和ESG问题的感受。此外, 由不同的专业人士组成的成员小组为成员和决策者搭建了沟通渠道, 确保董事会将谈及成员的关切问题。 NEST还会通过电子邮件和其他内容向成员传达近期决策和研究。此外, 还会参考线上成员社区, 使传达内容简单易懂, 便于获取。
成果	ShareAction在年度报告中把NEST评为唯一一个在ESG整合方法和成员互动方面“领先”的养老金计划。

案例7: 受益人参与 – 英国环境署养老基金 (EAPF), 资产所有者 (养老金) ¹⁰	
主题	每一个净零排放承诺背后都有具体的驱动力和动机。EAPF要实现2045年的承诺, 其中一个关键因素是其成员的观点。
目标	为了解行动, 成员希望他们各自的养老金计划参与解决气候变化问题。
行动	2020年2月, EAPF向成员询问了有关责任投资的看法。88%的受访成员认为投资于可持续发展和低碳资产很重要。 2020年7月, EAPF举办了为期两周的责任投资论坛, 包括民意调查、焦点小组讨论、一对一会议和在线讨论, 以进一步了解成员的观点。其中一个关键的成果是, 论坛上92%的成员希望设立一个宏伟的净零排放目标。
成果	基于其对气候变化的财务重要性看法, 加上成员观点, EAPF设定了2045年净零排放目标和到2030年排放量减半的中期目标。

资产管理人的信托责任和参与

资产管理行业正慢慢意识到, 他们对终端客户的受托责任涵盖了投资管理的三大属性——收益、透明度和参与度。要实现这三大

目标, 最主要的挑战在于如何调整现有金融结构, 在不牺牲投资收益的情况下纳入所有要素, 甚至更进一步提高收益。

案例8: 将透明度与参与度挂钩^{11 12 13} — 励正投资管理 (LGIM), 资产管理人

LGIM根据数家数据供应商提供的定量和定性指标对被投资公司进行评估, 并以此创建了两个公开评级: 气候影响承诺评分和ESG评分。

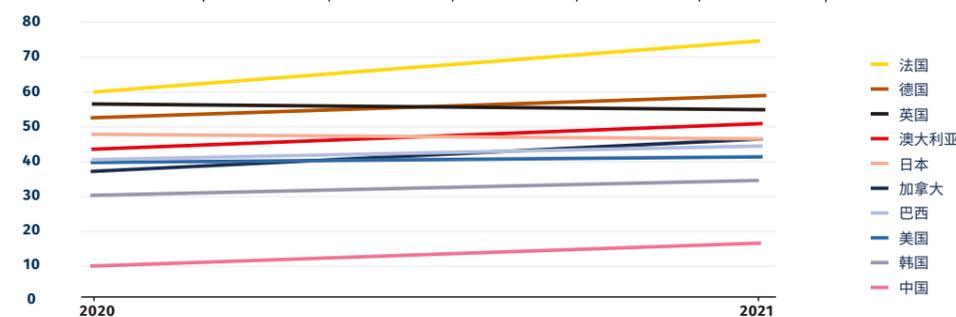
气候影响承诺评分

气候影响承诺其中的一部分内容为, LGIM评估了“对气候起关键作用的行业”的约1000家公司, 评估内容包括治理、情景分析方法、指标和目标、风险和机遇以及战略, 这些都是与气候变化有关的因素。每个行业的公司均按红黄绿进行评级, 然后再公布结果, 让被投资公司、利益相关者和市场能够透明地验证其进展。这样也增加了公司改进的压力, 同时促进改善表现。评级决定了LGIM的参与方式, 如果不成功, 管理层就会遭到反对投票, 甚至被撤资。

基于2021年最新结果得出的气候影响承诺评分

主要地区和部分国家的平均评级 (满分100分)

	欧洲 (英国除外)	英国和爱尔兰	北美	新兴市场	日本	亚太地区 (日本除外)
2021年4月评级 (平均)	61	61	43	27	46	44
自2020年以来的变化 (%)	15%	5%	8%	21%	-3%	11%



数据来源: LGIM, 截止2021年4月

ESG评分

LGIM的ESG评分是基于全球最低标准对被投资公司的28个ESG指标进行的专有评估。这28个指标是基于可得性、可量化和可靠性选出的。这些分数同样会公开, 以提高市场标准, 激励改进, 并帮助找到新的解决方案。ESG数据包括对ESG报告标准框架的披露和验证的评估。

⁹ 《为2020-2021年更美好的未来进行投资》,《技术报告——责任投资作为养老金参与的动力》, Nest。

¹⁰ <https://www.eapf.org.uk/news/2020/12/responsible-investment>

¹¹ <https://climatepledge.lgim.com/uk/en/>

¹² <https://esgcores-lgim.huguenots.co.uk/uk/en/>

¹³ https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/_document-library/responsible-investing/climate-impact-pledge-brochure-uk-eu-2021.pdf

资产所有者和资产管理人协作

资产管理人在履行受托责任时发现,与资产所有者客户开展密切合作会带来两个关键好处。

1. 获得持续的信任,确保对未来合作关系的更大把握,可以让管理人对自已的思路有更高的信心,长期实现出色的风险调整后的绩效。
2. 开发新的解决方案,例如由英国教会养老金委员会 (CEPB) 和富时罗素 (FTSE Russell) 开发的解决方案 (如下所示)、NEST 及其私募市场可再生能源投资组合以及世代投资管理公司 (GIM) 与 CDPQ 合作开发的长期可持续股票产品。资产所有者和资产管理人之间的合作解决方案开发是创新的重要来源,可以使更广泛的市场受益。这个过程利用了资产所有者的洞察力,解决方案可以满足资产所有者的预期结果——这种结果往往由广大市场共享。



案例9: 资产管理人/指数公司和资产所有者协作开发解决方案 – 英国教会养老金委员会 (CEPB), 资产所有者 (养老金)¹⁴

主题	要推出有效的可持续投资解决方案,资产所有者需要与同行和资产管理人/指数公司合作找到方案原型,这一点不容小觑。本案例介绍了,CEPB与富时罗素 (FTSE Russell) 的合作。
目标	利用转型路径倡议 (Transition Pathway Initiative, TPI) 创建一个可投资的可持续投资解决方案,而在本案例中,它被用来创建了一个指数。
行动	CEPB与EAPF合作,创立并发展了转型路径倡议 (TPI)。协助投资者评估管理层应对气候变化风险的方式、公司的碳减排绩效以及公司选择的控温路径。 随后,CEPB与富时罗素一起推出了富时-转型路径倡议气候转型指数 (FTSE-TPI CTI)。该指数使用转型路径倡议的方法,对符合《巴黎协定》目标的公司进行超配。
成果	CEPB为气候转型指数提供了6亿英镑的种子资金。 现在,转型路径倡议为投资研究提供信息,推动参与,助力业内的脱碳行动。此外,投资者越来越多地将气候转型指数视为实现符合净零排放对标投资组合的重要工具。 截至2021年8月,转型路径倡议代表的资产规模总计有29万亿美元。

¹⁴ 《韧性: 扩大责任投资规模的经验与总结》, 美世、伦敦金融城

转型路径倡议等转型工具和举措以及转型分类标准的创建,对于中国和其他经济仍依赖于高碳产业的新兴市场而言非常重要。分类法可以帮助资产管理人和资产所有者了解被投公司在转型道路上与同行的差距,由此明确今后提高转型能力的关注重点。

资产管理人与可持续发展智库或学术界的合作

我们的访谈还发现了一个新趋势,即投资管理人与专业智囊团、慈善机构和大学合作,以释放专业技能。请参见下方文本框中的示例。

其中一些合作促成了新的解决方案,还有一些合作正专注于改善风险管理。不管是招聘专家,还是搭建合作关系,亦或与第三方技术咨询公司合作,技术专家的看法对形成投资洞见、增强投资者的信心和执行能力都变得愈发重要。各种倡议 (如各类净零行业联盟) 也为投资者提供了合作、分享洞见和相互学习的重要渠道。

原型设计作为扩大可持续投资解决方案的途径

可持续投资解决方案的开发历来依赖于资产所有者、资产管理人和其他市场利益相关方之间的密切合作。通过管理客户和密切的合作伙伴关系是制定解决方案原型的一种途径,有信心的资产所有者和管理人应继续探索,将其作为开发试验产品、创建跟踪记录和促进未来扩展的途径。

我们的访谈中出现了许多“原型设计”和管理客户合作的示例,包括:

威灵顿管理公司与Woodwell气候研究中心合作,绘制全球各地的物理气候风险图,为一系列资产类别的投资提供信息。

汇丰资产管理公司与Pollination将生物多样性和自然资本视为资产类别。

高盛资产管理公司 (GSAM) 与保护国际基金会

(Conservation International) 和苹果公司联合推出了“恢复基金”,投资于林业项目,以消除大气中的二氧化碳。

世代投资管理公司 (GIM) 与New Forests、保护国际基金会、世界资源研究所 (WRI)、森林趋势组织、自然保护协会、SYSTEMIQ和Ceres就扩大自然和气候解决方案规模进行了讨论,以期使机构投资者就如何过渡到可持续利用土地达成一致。

Lombard Odier与牛津大学合作,致力于将研究和教育转化为面向气候变化、自然和循环经济的可持续金融和投资。

晋达资产管理与世界自然基金会 (WWF) 合作开发“气候与自然主权指数 (CNSI)”,该指数使用实时地理空间数据和前瞻性预测来评估发达和新兴市场的长期气候与自然风险和机遇¹⁵。

不同市场参与者之间的接触

访谈还发现了资产管理人和其它公司之间传统的参与方式。但是上市股票无法采用这些方式,部分原因是《英国尽责管理守则》提出了更严格的要求。

¹⁵ <https://ninetyone.com/en/newsroom/ninety-one-in-collaboration-with-wwf-launches-climate-and-nature-sovereign-index>

案例10:可持续发展目标 (SDGs) 和债券持有人参与 - Federated Hermes, 资产管理人

基于Federated Hermes可持续发展目标参与高收益信用 2020年年度报告

Federated Hermes可持续发展目标参与高收益信用基金 (SDGHY) 是一个固定收益产品,旨在提供比基准收益更高的风险调整后收益,并利用基金在被投公司的财务股权创造积极的社会效益。

公司参与是SDGs分析的六个方面之一,包括:1.商业目的和战略; 2.与SDGs相关的产品和服务的好处; 3.与SDGs相关的运营影响; 4.与SDGs相关的资本配置; 5.SDGs成果依据和披露; 6.公司参与洞见。

2020年公司参与的四大关键总结:

1. 每家公司都有一个独特的影响案例
2. SDGs机会在各个行业中区别很大
3. 通过行业比较分析,可以得出更有力的影响力假设
4. 高收益公司寻求与投资者和外部利益相关者进行建设性对话并代表他们产生影响,通过和这些公司参与产生共鸣

公司参与主题:2021-2023



数据来源: Federated Hermes, 截至2021年1月

私募市场的公司参与

许多私募市场的策略都有很强的控制力,因此在公司参与方面与公开市场截然不同。私募市场管理人可以通过积极的(如董事会、行使所有权)或消极的(如贷款文件或股东协议限制)控制,有效地影响投资对象的业务。此外,私募市场的许多公司参与都发生在投资前,即在尽职调查和文件编制过程中。这在信用市场中更为重要。

因此,私募市场的公司参与力量可以成为一个重要的工具,既可

以鼓励正确的企业行为,又可以为资产所有者提供高透明度和可
视度,让他们了解自己的资本如何配置。

展望未来,私募市场管理人或将提高他们在可持续发展和ESG问题上与投资组合公司的参与水平和一致性。资产所有者对ESG投资组合指标的可见性要求越来越高,我们预计这也将推动公司参与活动。

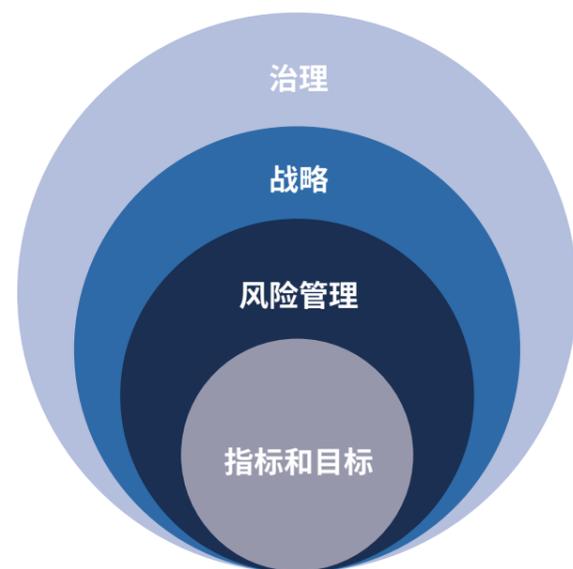


气候相关财务信息披露工作组 (TCFD) 报告、情景分析和压力测试经验

气候相关财务信息披露工作组 (TCFD)

气候相关财务信息披露工作组 (TCFD) 是一个行业制定的框架，用于披露公司、资产管理人和资产所有者如何衡量、监测和管理与气候相关的风险和机会。其成功的关键点在于其使用者正是制定者，包括资产所有者和资产管理人。如下图所示，它为有关环境和气候相关的财务风险管理提供了高层级框架，同时也为不同的金融市场参与者提供适应于其实际数据使用方式的详细指导。该框架详细介绍了不同参与者的推荐指标，并定期审查这些指标，以确保这些建议与时俱进。

气候相关财务信息披露工作组 (TCFD) 四大核心



从最根本的层面来说，该框架旨在避免系统性市场失灵。气候风险的错误评估会导致整个行业、公司或资产陷入困境，其影响会连带到经济的其他领域（如2008年金融危机期间的银行业）。为降低此类风险，该框架旨在通过以下方式帮助市场参与者为气候变化风险定价：

- 提升投资者对气候变化的关注
- 提高气候相关数据的质量
- 帮助决策者做出更明智的决定
- 提供一致的对比框架

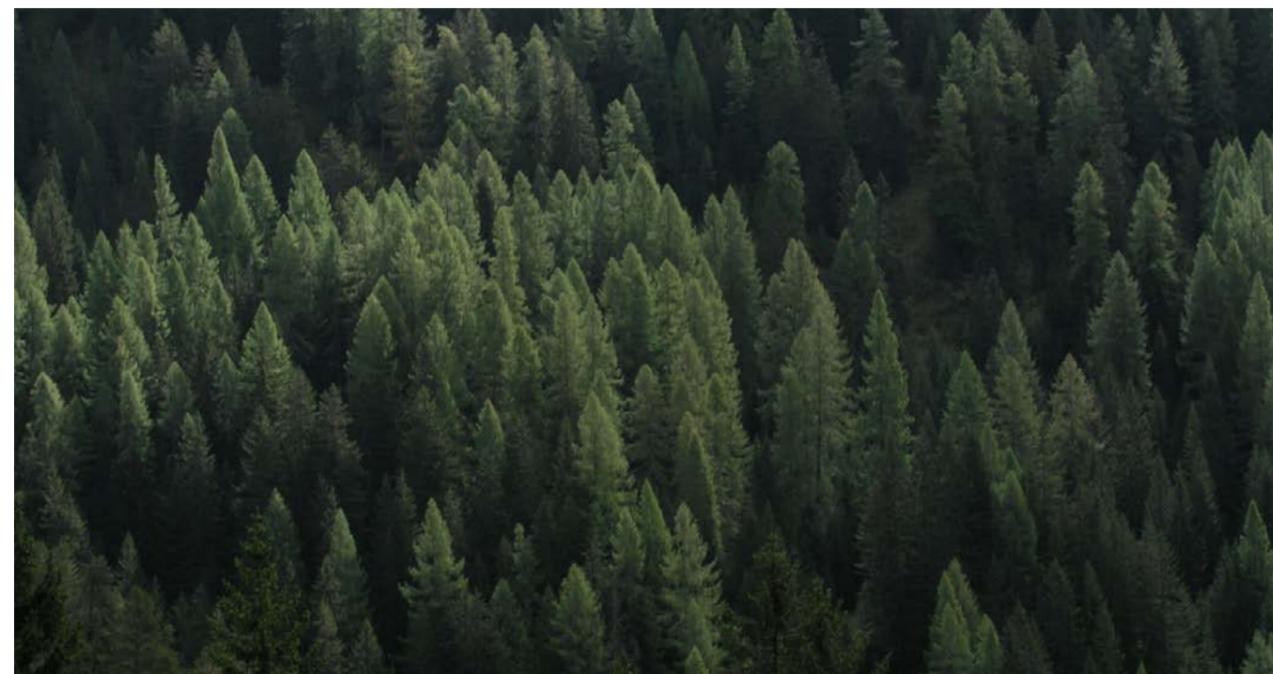
英国的法规和气候相关财务信息披露工作组 (TCFD) —— 生态系统方式

英国的监管政策清晰，形势紧迫。大型养老金计划从2021年10月起必须根据“监管路线图”，按照TCFD的要求进行报告。紧随其后的是路线图中的资产管理人、保险公司、银行和公司等其他主要市场参与者。这将推动形成某种金融生态系统或方法，要求整个财务价值链上的投资者都必须进行报告。

早期行动者的优势

通过访谈我们明确了一点：尽早采用这种报告方式对资产管理人和所有者大有裨益。对于资产管理人和保险公司而言，积极寻求与这一框架保持一致且走在监管前面的机构拥有竞争优势。作为最佳实践框架，TCFD的报告方式有助于提振信心，形成更稳健的解决方案和投资组合，并满足客户对指标日益增长的需求，确保气候变化得到认真对待，作为投资过程的一部分，在整个公司范围内得到重视。

TCFD可以多种方式实质性地改善投资者识别和管理关键气候变



化风险的能力。许多公司的第一份报告规范地记录他们的气候变化风险管理方法（后瞻性），明确主要差距并指明重点关注领域（前瞻性）。将TCFD纳入其投资过程，为了解风险、设定相关目标和制定有效的行动计划提供了宝贵而全面的指引。以下是访谈中TCFD报告“最佳案例”。

TCFD报告最佳案例 - 资产所有者角度

- **有益于决策**
从内部规划的角度来看，TCFD报告有助于决策，因为它为气候变化风险管理提供了结构化的方法，引入了衡量标准并为策略计划的制定提供参考信息。
- **目标设定**
这是一个整体框架，可以包括净零和其他气候相关指标和目标。对于许多投资者来说，首次报告提供了引入气候变化目标的动力。
- **绩效跟踪**
框架报告会详述已开展的工作和当前进展，有助于衡量气候变化绩效。如下图所示，英杰华集团 (Aviva) 引入对TCFD报告的股东投票，以此提高透明度，并在应对关键气候风险方面加强对公司的审查。

案例11: TCFD用于绩效评价——英杰华 (Aviva), 资产所有者 (保险公司) ¹⁶	
主题	除了作为披露框架, TCFD报告如今更加广泛地用于了解气候变化绩效。在2021年年度股东大会上, 英杰华就“在2020年年度报告和账目中披露了简短的TCFD报告”进行了股东投票。
目标	通过公司治理、战略、风险管理和指标, 提高公司应对关键气候风险的透明度并加强审查。
行动	2021年5月6日, 英杰华成为第一家将气候相关财务报告用于股东投票表决的保险公司。投票时, 股东关注英杰华的披露与TCFD框架是否一致。 英杰华已经制定了一系列雄心目标, 包含到2040年实现净零排放。这些目标正在接受科学碳目标倡议 (SBTi) 的审查验证。将TCFD报告纳入年度报告和报表将有效确保管理层在整个目标期限内承担责任。
成果	已发行股本中有62.18%参与投票。在所投票数中, 99.95%赞成披露, 0.05%反对。

通过TCFD 报告促进良性竞争

尽管这一业绩要素对个人投资者很有用, 但要发掘框架的更大潜力, 还可以将投资者的TCFD绩效与同类公司进行比较。即将颁布的英国地方政府养老金计划Local Government Pension Scheme, LGPS) TCFD法规将推出相关措施, 要求提交年度全

划报告。我们希望这能提高LGPS基金之间的可比性, 并推动地位提升的良性竞争。监管机构应考虑是否有可行的方法将这种做法推广到投资者群体和金融行业。另一个途径是将TCFD绩效纳入负责任投资原则 (PRI) 的评估。

中国的TCFD 报告

从访谈中可以明显看出, 对于中国的资产管理人和资产所有者而言, 尽管TCFD 报告已经萌芽, 但仍处于早期。年初, 中国人民银行 (PBoC) 行长易纲承诺将基于TCFD 和国际合作提出新的气候披露要求, 以进一步推动中国银行业“绿色转型”。

尽管仅有一位中国受访机构发布了 TCFD 报告, 但还有一些受访机构提及该框架, 并承诺在几年内发布 TCFD 报告。少数受访机构提到了内部正在讨论如何将TCFD 报告融入更广泛的ESG整合和风控机制。

其中一位投资者已开展了这项工作, 他认为, 还需要进一步的

研究, 来了解如何将气候变化压力测试结果转化为易于理解和可执行的指标, 便于向客户报告, 并将气候变化压力测试结果纳入投资指引。

在受访者中, 很少有机构开始跟踪碳排放, 或是知道其他同行在这么做。这凸显了中国国内志同道合的投资者旨在结成伙伴关系或联盟的好处, 可以共同解决碳排放数据披露等挑战。

¹⁶ <https://www.environmental-finance.com/content/awards/sustainable-investment-awards-2021/winners/re/insurer-of-the-year;-tcf-report-of-the-year-aviva.html>

案例12: 将现有方法与TCFD框架结合——Janus Henderson, 资产管理人

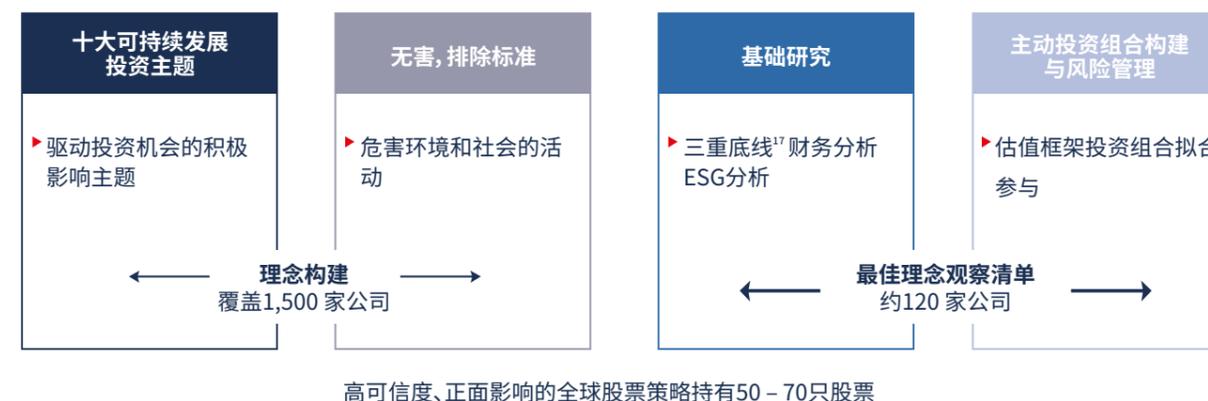
基于《2020年度可持续发展报告-全球可持续股票策略》。

与和积极的投资组合管理对于确保正面影响和财务收益至关重要。

可持续投资的一个核心原则是意向性。Janus Henderson全球可持续股票策略通过使用正面和负面 (避免) 投资标准, 并考虑产品和业务运营, 寻求正面影响并避免造成危害。公司参

该工作组框架以可持续发展为核心的四大投资策略组成。

四大核心:



类型	气候相关风险	缓解方法
转型风险	政策和法律	政策和法律方面的变化通过持续改进过程纳入策略。团队在ESG分析中纳入监管发展对被投公司的影响。如果有可以降低风险的方法, 则作为参与主题包括在内。该策略使用压力测试监控缓解措施的有效性。
	技术	该策略避免所有与开采和提炼化石燃料相关的技术, 同时避免高碳排放行业和技术。为了证明这一点, 将公开碳排放与对标基准相比的情况。ESG分析包括考虑被投资公司使用技术来降低气候相关风险, 并就此主题对被投资公司进行参与。
	市场	市场已经发生了变化, 不考虑气候相关风险的公司将受到负面影响。投资框架旨在投资对环境和社会有积极影响的公司, 在混乱中保持正确的立场。
	声誉	公布碳排放与对标基准的对比结果, 并就投资及其绩效发布季度和年度报告。此外, 使用争议筛选分析被投资公司是否存在与气候相关的争议, 并就此议题对被投资公司进行参与。
物理风险	急性风险	将被投资公司所处位置、及其在供应链中所处位置纳入ESG分析。在此过程中, 使用风险图来分析与被投资公司相关的急性和慢性风险, 并就此主题对被投资公司进行参与。
	慢性风险	

资料来源: 2020年全球可持续股票策略

¹⁷ <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/Global+Sustainable+Equity+Annual+Sustainability+Report+2020.pdf>



TCFD 检查清单概览

以下为TCFD清单概览, 资产所有者 (和资产管理人) 可以使用该清单进行TCFD报告入门。

核心要素	TCFD建议
治理	谁负责监督气候变化相关风险和披露 (董事会/管理层)?
	是否有记录?
战略	是否考虑过投资策略中与气候变化相关的风险和机会?
	不同的气候变化情景?
风险管理	是否建立了风险评估和减少风险的程序, 包括与管理人的积极参与和低碳配置?
指标和目标	是否评估了投资组合的碳排放 (如碳足迹) 并考虑改善目标?

资料来源: 气候相关财务信息披露工作组2017

聚焦英国保险监管: 英国审慎监管局 (PRA) + 新的偿付资本监管体系 (Solvency II) ^{18 19}

英国审慎监管局监督声明3/19: 英国审慎监管局向所有英国保险和再保险企业发布了一份监督声明, 涵盖了对企业应对气候变化带来的长期财务风险的期望。包括:

- 1) 将气候变化的财务风险考虑纳入其治理计划。
- 2) 将气候变化的财务风险纳入现有的财务风险管理实践。
- 3) 使用 (长期) 情景分析为策略制定以及风险评估和识别提供信息参考。
- 4) 制定披露气候变化财务风险的办法。

声明中, PRA鼓励保险公司从更远的角度看待气候变化风险, 而不是以一年时间来校准Solvency II的资本要求。该声明描述了物理和转型风险因素产生的财务和负债风险, 也强调了情景分析和压力测试有助于了解气候变化带来的财务风险, 要求所涉及的领域与TCFD的要求有明显重合。上述期望预计于2021年底变为强制性要求, 但PRA没有过多规定保险公司应如何管理气候相关的财务风险。

Solvency II: 资本要求持有低风险资产可能会限制Solvency II保险公司进行更高风险的投资, 也不能找寻更具创新性但存在风险的可持续发展解决方案。从这个意义上讲, 固定收益投资往往比股票更受青睐, 这也将限制Solvency II保险公司为气候变解决方案做出贡献的能力。

Solvency II报告中的谨慎人原则 (Prudent Person

Principle, PPP) 要求投资于风险可识别、可测量、可监测、可管理、可控制并可报告的资产中。保险公司必须分散投资, 以避免气候变化风险的过度积聚。

欧洲保险和职业养老金管理局 (EIOPA) 发表了一份关于将可持续发展纳入Solvency II框架的咨询文件, 建议通过公司治理、风险管理结构及其自我风险和偿付能力评估 (Own Risk and Solvency Assessment, ORSA), 考虑在1年时间内未发现的影响Solvency II的气候风险 (其中大多数目前尚未发现)。

咨询文件指出, 应使用情景分析为规划和业务战略提供参考。保险公司至少应该设想两种长期情景:

- 全球气温上升保持在2°C以内, 甚至不超过1.5°C, 以符合欧盟的承诺。
- 全球温度上升超过2度。

此外, 要求保险公司根据气候情景对业务的影响进行分析。随后应至少每三年对设想情景进行一次评估或更新。

调整TCFD 目的, 实现生物多样性

TCFD的灵活结构促使投资者成立了自然相关财务披露工作组 (Taskforce on Nature-related Financial Disclosures, TNFD), 旨在为组织提供一个风险管理和披露框架, 以报告与自然相关的风险并采取行动。如“可持续投资解决方案格局

与创新”一章所详述, 我们预计未来几年与生物多样性相关的投资将快速增长。本报告的受访者之一, 英国环境局养老保险基金 (EAPF) 于2021年10月成为TNFD的签署成员。

¹⁸ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/supervisory-statement/2019/ss319>
¹⁹ “关于在监督自我风险与偿付能力评估 (ORSA) 内气候变化风险情景的使用”, 欧洲保险和职业养老金管理局, 2021年4月。

TCFD策略核心包含情景分析和压力测试。下一节将探讨投资者如何使用这两种分析工具来扩大可持续投资解决方案。

气候变化情景分析

对于关注气候变化的短期、中期和长期影响的投资者来说，情景分析可以测试其在承诺采取一种行动方式之前，相对于一系列“假设”碳减排途径，可以实现预期结果的可能性。情景分析有许多组成部分，但主要有四个方面：

A. 时间跨度：投资者在分析中应用的不同的时间跨度。快速的市场重新定价可能导致短期风险，通常通过压力测试可以发现（更多信息，请参见下文）。中期来看（3-5+年），许多投资者关注的是低碳经济转型伴随的风险，而低碳经济在未来可能成为主导。从长期来看（10年以上），物理风险将日益突出。

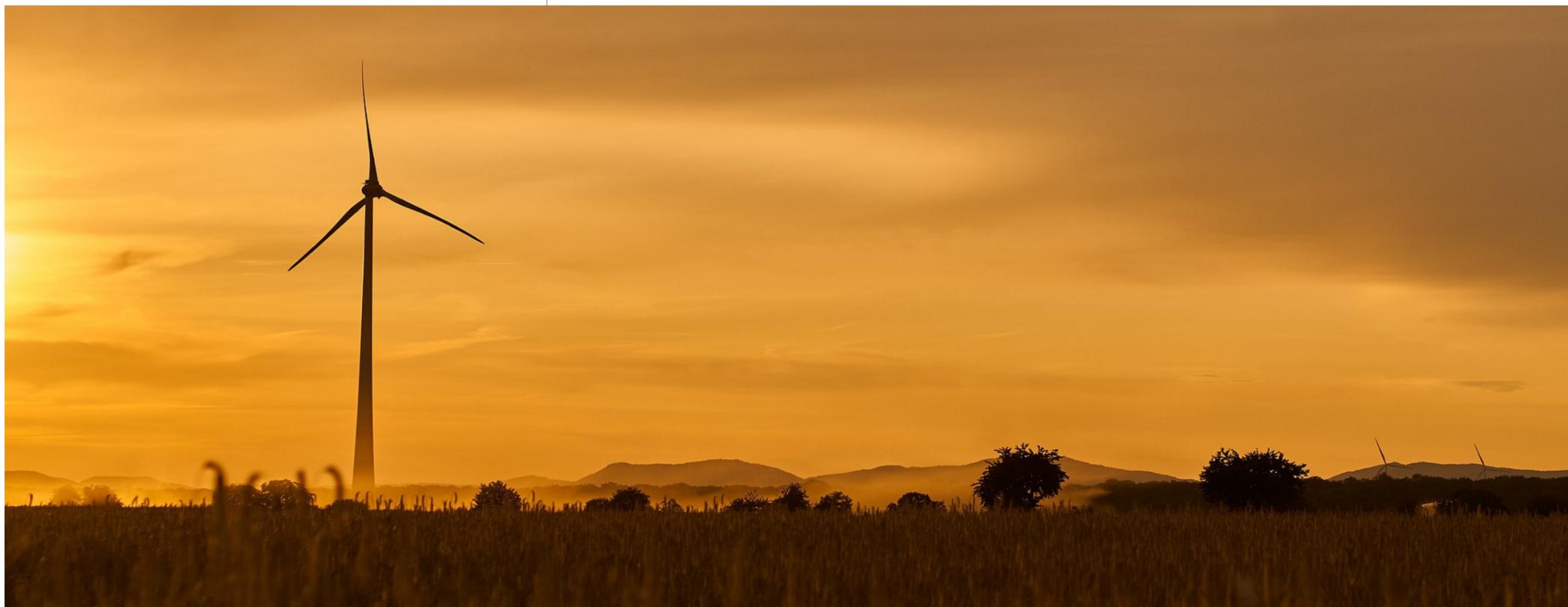
B. 情景：近年来，我们看到越来越多的投资者采用“央行与监管机构绿色金融网络（Network for Greening the Financial System, NGFS）”的情景²⁰。通常集中在三种类型的情景上：

a. 有序情景假设气候政策较早出台，且要求逐步严格。物理风险和转型风险相对较低。

b. 无序情景探讨了由于各国和各行业的政策被推迟或走向不同而导致的较高转型风险。

c. 温室世界情景假设气候政策在部分地区实施，但全球努力不足以阻止显著的全球变暖。超过临界温度阈值会导致严重的物理风险和海平面上升等不可逆转的影响。

C. 转型风险：转型风险通常分为政策风险和技术风险。其中包括开发绿色和可再生技术以及低碳解决方案。政策、立法和法规也可能在国际、国家和地方层面发挥关键作用。技术和政策变化可能会在行业之间和行业内部产生赢家 and 输家，并导致资产搁浅风险。



D. 物理风险：从长期来看，预期将出现显著的物理风险，包括自然灾害影响以及通过极端天气事件而导致物理损害。如果天气模式的变化（如升温或降水）影响到了获取水等自然资源，预计资源的可得性将变得更加重要。

我们的访谈发现了资产所有者利用情景分析（和压力测试）在其投资组合中扩大可持续投资的一系列方式。

情景分析（和压力测试）最佳用案例——资产所有者角度

• 为策略资产配置提供参考

英国环境局养老保险基金（EAPF）是一个很好的例子，投资人利用情景分析从气候变化角度更好地理解实物资产投资。2013年，情景分析首次为实物资产提供信息。

• 现有配置绿色化

资产所有者使用情景分析来更好地理解各种情景的低碳转型溢价和负面有形影响。这使得人们更加确信，从传统选择股票、基础设施和其他资产类别进行配置的做法转变为选择可持续配置，可以带来积极影响。

• 了解物理风险

通过拉长时间跨度和评估资源可得性（水资源等）和自然灾害（野火、飓风、洪水）的潜在影响，投资者能够更好地了解在各种情景下，哪些资产类别和行业构成的物理风险最大。我们采访的一位投资者正在委托对其实物资产组合进行独立的物理风险评估，以此补充其投资管理人提供的信息。

• 评估资金水平影响和契约强度

有了监管方面的支持，英国养老金计划正在将情景分析扩展到资产之外，并考虑气候变化对预测资金层面的影响和发起人的契约强度。

²⁰ <https://www.ngfs.net/ngfs-scenarios-portal/>

初次进行情景分析的初始步骤

下面，我们列出了投资者在第一次进行气候变化情景分析时可以优先考虑的步骤，这些步骤摘自《投资人团体气候变化 (IIGCC) 指南》²¹：

1 确立目标

投资者应制定明确的气候目标，反映其价值、投资目标和气候保护愿景，目标也需考虑监管要求。随后，投资者可以确定与其期望的气候结果一致的情景分析方法。

2 选择气候情景

投资者应熟悉能够实现其目标的不同气候“参考情景”。近年来，越来越多的投资者采用“央行与监管机构绿色金融网络” (NGFS) 情景。情景基于一系列假设和参数，包括时间跨度、温度预测和减排路径。没有“对”或“错”的场景，因为每个情景都代表了对未来的展望，是不可知的。然而，投资者的环境和目标不同，则会有不同的适用场景。

3 投资组合结果模型

使用情景分析来产生与投资相关的数据点，用于对各气候情景下投资组合所面临的风险和机会进行建模。投资者应了解，有一系列不同的方法可以将气候情景映射到投资组合上，可以概括为自上而下将气候情景映射到战略资产配置，以及自下而上将气候情景映射到个券或投资基金层面。不同的方法各有利弊，选择哪一种取决于投资者的偏好。



4 检查结果并策划行动

气候情景分析结果属于气候风险管理总体结构的一个部分，而非独立存在。因此，其价值在于检查建模结果并分析所需采取的行动。以下是检查结果时的普遍关注点：影响程度、时间跨度、对不同资产类别的影响、对估值的影响以及物理和转型气候风险的驱动因素。投资者根据情景分析结果可采取的行动取决于这项工作的初步目标，包括减少投资组合中的气候风险、抓住新的气候机会、将结果纳入现有的风险报告系统以及向内部和外部利益相关方以及监管机构披露情景分析。此外，情景分析结果的披露，还可能吸引更有影响力的公司参与，从而为产生实际影响创造更有效的渠道。

5 改进和扩展方法

进行场景分析对于投资者而言是一个学习的过程，能够了解更多知识，并为未来的迭代选择更好的方法。气候数据正迅速得到改善，参考情景会定期更新，因此一些投资者会采取务实的方法，将情景分析应用于相对容易建模的资产类别（如股票投资组合），并将随着数据的改善将该方法扩展到其他资产类别、基金或行业。投资者必须实时了解最新情况，以确保在气候情景分析中使用最新的方法²²。

²¹ <https://www.iigcc.org/download/navigating-climate-scenario-analysis-a-guide-for-institutional-investors/?wpdmdl=1837&masterkey=5c87bb3193cc6>

²² <https://www.iigcc.org/download/navigating-climate-scenario-analysis-a-guide-for-institutional-investors/?wpdmdl=1837&masterkey=5c87bb3193cc6>

案例13:净零排放情景分析——Railpen, 资产所有者(养老金)²³

<p>主题</p>	<p>随着资产所有者开始做出对投资组合具有显著影响的净零排放承诺,气候情景分析对于理解修订后的投资策略在特定气候条件下的表现将变得更加关键。</p>
<p>目标</p>	<p>Railpen与Ortec金融公司合作,了解他们的净零排放承诺在三种情况下对其65%的投资组合会有什么影响:有序按照《巴黎协定》转型、无序的转型和转型失败。</p>
<p>行动</p>	<p>情景分析结合了全球金融危机类情景和不成功的公司参与,再加上高排放行业的脱碳速度低于预期以及2024-2029年为实现净零排放目标而被迫撤资。</p> <p>此外,还分析了:</p> <ul style="list-style-type: none"> 绿色资产估值中任何潜在劣势对投资组合的影响 排除焦油砂和煤炭投资对组合的影响
<p>成果</p>	<p>分析结果总结如下:</p> <ul style="list-style-type: none"> 对于大多数情景,撤资和转而采用具有代表性低碳基准的预期影响最小 从《巴黎协定》无序情景中可见,如从2025年开始转型,避免高排放资产损失、提升收益的效果都非常有限 投资组合绩效对绿色资产的定义很敏感,在这方面需要进一步的工作 <p>投资组合减持高碳排放行业,对所有情景的风险因素都具有积极影响,因为多元化减少(特别是在《巴黎气候协定》无序转型情景中),投资组合波动性略有增加但通过减持转型期相关股票的相抵消。</p>

压力测试

投资者不太可能看到一个可预测的、有序的低碳经济转型过程——即使看到了,市场仍然会经历气候变化引起的波动和重新定价的时期。因此,气候变化压力测试是投资者洞察快速重新定价的关键工具,投资者可以借此深入了解随着时间的推移,在预期内纳入转型或物理风险。这可能会发生,因为随着绿色技术继续以指数级的速度增长,颠覆现有格局,或物理风险加速加剧,政策制定者或被迫推进激进政策。

压力测试模拟投资组合、被投公司或某类资产受到气候冲击,以此了解其潜在的正面和负面财务影响。许多投资者使用场景分析中的假设情景来评估投资组合如何反应。

气候变化压力测试有助于了解若极端(不利)情况出现,投资主张的总体有效性是否会保持不变。

我们采访的英国资产所有者普遍进行了压力测试,并结合情景分析进行了测试。与情景分析一样,许多英国/欧洲/美国资产经理已经开始进行压力测试,或者正在设计测试方法。但大多数情况下,投资者并不清楚公司的压力测试方法对于解决方案设计或监测有何意义。在这方面显然还有更多的工作要做。

压力测试与上市股票、固定收益和私募市场均有关联。在固定收益投资中,压力测试可以提供一些洞见,以保护资产免受气候变化影响的负面效应。股票分析师通过预先检验法进行压力测试也有诸多优点。预先检验法是一种让主要利益相关方设想极端气候变化后果的方法,以更好地理解可能导致公司或项目失败的关键原因。下文将详细讨论私募市场的压力测试。

资产经理的压力测试——分水岭时刻亟待来临

2008年金融危机后,银行业引入了压力测试,后来也证实了其重要性。同样,气候变化压力测试需要有自己的实施契机。

评估资产管理行业在面对气候变化时的经营状况,需要成为强制采取的方法。2021年,法兰西银行进行了第一次压力测试,重点关注气候变化对金融体系的影响。英格兰银行也将公布第一份关于气候变化的压力测试。

和银行系统一样,如果我们想让人们意识到气候变化对现实世界的影响,并就此采取行动,那么投资行业的压力测试就需要成为

一种常态。更具体地说,需要投资管理人广泛采用这种方法,并需要监管机构对整个行业的风险和机遇进行评估,以此作为补充。

在固定收益投资中,压力测试经常会造成投资者和公司管理层之间的紧张关系,因为投资者防止下行风险(这里是指气候变化影响造成的下行风险)的本能需求可能会和公司管理层的成长需求产生冲突。因此,对任何主题进行压力测试都很关键,以便提供分析基础,并指导投资者和投资对象之间的参与主题。



²³ <https://www.rpmirailpen.co.uk/wp-content/uploads/2018/05/Railpen-Net-zero-Plan.pdf>

压力测试最佳案例——资产所有者和资产管理人

- **卓越的风险管理和解决方案设计能让管理人脱颖而出**
压力测试可以改善投资者对公司价值、可持续发展定位和物理风险的评估,从而提高可持续发展解决方案的可靠性、稳健性和规模。关注能源转型和物理风险影响,将此与证券选择和卓越的风险管理联系起来,可以优化可持续解决方案设计。这种让资产管理人从同行中脱颖而出方法未得到充分重视。
- **提供指引**
压力测试有助于投资者了解自己是否能如期实现净零

排放目标,还能凸显可能妨碍其实现目标的问题。通过洞察具有高发生概率和/或影响程度大的风险来实现这一点。

- **未来全行业适用**
广泛采用和监管监督将有助于保护整个行业免受气候变化所引发“黑天鹅”事件的影响。

私募市场的压力测试

情景分析和压力测试是私募市场中广泛应用的标准工具,对于推动投资决策至关重要。在私募市场中,资产管理人通常会将一系列情景或敏感性情况(包括下跌、盈亏平衡、上涨)作为其投资分析和审批流程的标准组成部分进行报告。这一点在信用领域尤其重要,因为一旦上升空间有限或消失,就会造成收益不对称,因此,对下行空间进行情景分析至关重要。

尽管在私募市场进行压力测试和情景分析十分重要,但我们发现气候风险评估的成熟度存在着巨大差距,私募市场在这方面落后于公开市场。虽然一些较大的资产管理人确实有内部举措,比如通过成立知识中心来评估和衡量投资组合中的气候风险,但这种做法并不普遍,原因是实际挑战以及(迄今为止)来自该领域主流资产所有者的压力有限。

在进行气候风险评估时,私人资产管理人常受到若干因素的牵制,其中一些因素是其投资对象性质(即ESG数据有限、第三方审查有限的小型公司)、市场结构(资源和预算更有限的小型资产管理人)和缺乏能力(缺乏可持续发展和气候相关内部专门知识和专长)所固有的。

然而,市场正朝着正确的方向快速发展。我们正在见证ESG成为明确的交易前尽职调查工作流程(与更传统的工作流结合)。这得

益于众多第三方提供商的支持,包括提供生命周期评估、碳排放监测和广泛的ESG投资咨询服务。我们还看到,私募管理人在进行内部评估和基准测试以及撤资准备时,越来越多地向ESG评级机构获取评级。

我们还看到了围绕私募市场制定的工具和标准,以支持影响分析、环境披露和最佳实践分享。例如:碳信息披露项目私募市场试点项目、私募股权SBTi咨询、负责任投资原则的案例研究以及影响力管理项目。标准化工具的开发对于推动其在私募市场的应用至关重要,尤其是对于缺乏内部开发知识和资源的小型资产管理人而言。资产所有者应在适当的时候通过知识共享来提供支持。

案例 14:关于气候披露的可行建议——威灵顿管理公司,资产管理人

基于威灵顿管理公司对美国证券交易委员会关于气候变化信息披露意见征询的回应文件。

旨在更好地了解公司的价值链和社会化重要信息,以提高基础分析质量的全面技术响应示例。

位置数据

关于位置风险,美国上市公司在其年度报告中“第2项 财产”一节里披露其主要财产。该节要求“注册人只需提供其管理层认为对理解注册人及其子公司经营业务而言必要的注册人及其子公司的重要财产的简要描述。”因此,美国上市公司通常对其直接经营设施的位置有一定程度的披露。然而,该披露通常不足以评估位置风险。在标普500指数公司中,我们抽样调查了年度报告表里包含位置披露的100家来自各行业的公司。根据调查结果,我们得出的结论是,超过90%的发行人披露的位置数据不足,不足以让我们全面评估气候风险。

转型风险数据

我们还需要更多信息来评估发行人因气候变化而面临的转型风险。具体而言,我们认为披露框架应要求至少具备以下要素:

- 温室气体排放量(范围一、二和三排放量数据,如温温室气体核算体系(GHG Protocol)所述)
- 减排目标
- 运营能耗/用水量

除上述内容外,我们还认为对发行人面临的物理气候变化风险进行定性披露将使投资者收益,具体包括:

- 气候事件的历史影响,如有
- 气候变化影响带来的任何收入变化;以及
- 对发行人气候风险管理和适应计划的解读

中国、监管和伙伴关系

中国的可持续发展势头

中国是目前世界上最大的温室气体排放国，同时拥有世界第二大资产管理产业规模。因此，中国政府、监管机构和资产管理人/资产所有者采取的行动将对全球可持续发展工作产生深远影响。

令人鼓舞的是，中国正在采取行动。2020年，中国宣布了一个突破性目标：到2060年实现碳中和。这预计将加速新的可持续投资基金规模和数量的增长，也会促进主流投资者对ESG问题和可持续投资的广泛整合。伴随着该目标的宣布，有一个更广泛的趋势正在形成，即在过去的5年里，中国的ESG投资迅速增长，可持续发展趋势也更为广泛。我们发现了以下关键点：

- 2015年以来，ESG公募基金见证了ESG解决方案的显著增长。2020年共发行ESG共同基金20余只，是2019年的两倍，也是有史以来增长最快的一年。截至2020年10月，49家基金管理公司共推出了127只泛ESG²⁴公募基金。预计未来五年ESG公募基金市场规模将以每年20%以上的速度增长²⁵。
- 中国是全球第二大绿色债券市场，绿色债券发行量超过1.2万亿元人民币，截至2020年底，余额为8,132亿元人民币²⁶。
- 截至2020年12月，《负责任投资原则》签约方达52个，高于2019年的35个²⁷。
- 中国国家碳排放权交易体系(ETS)于2021年7月首次亮相，是全球碳交易量最大的市场。

这一进展在很大程度上是由国家政策支撑的，更具体地说，这得益于从“国内生产总值优先”向通过平衡和包容性增长实现绿色和可持续发展的转型。“十四五”规划没有设定具体的GDP目标，而是强调环境和国民福祉，这对中国投资者配置可持续发展资本和投资组合产生了初步但深远的影响。

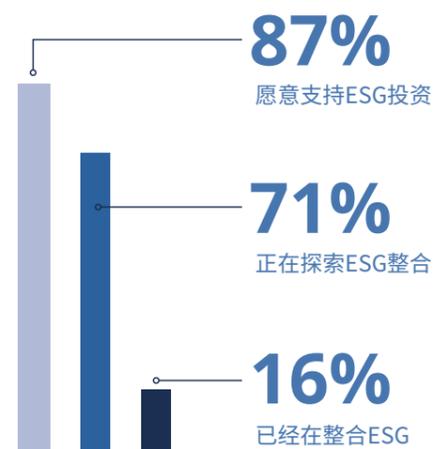
推动变革的法规

金融市场导向性的可持续投资和ESG法规也发挥了关键作用(当前和未来法规发展的概要见下文)。目前，中国在环境信息披露方面的要求主要针对在中国的上市公司，而这一进展的关键在于强制性信息披露。这是一个备受关注的重点领域，因为我们在访谈中发现，ESG数据披露的水平和质量仍然是阻碍可持续投资发展的一个持久而紧迫的障碍。

更重要的是，对待ESG的态度和蓝图正在迅速改变。中国机构投资者中²⁸：

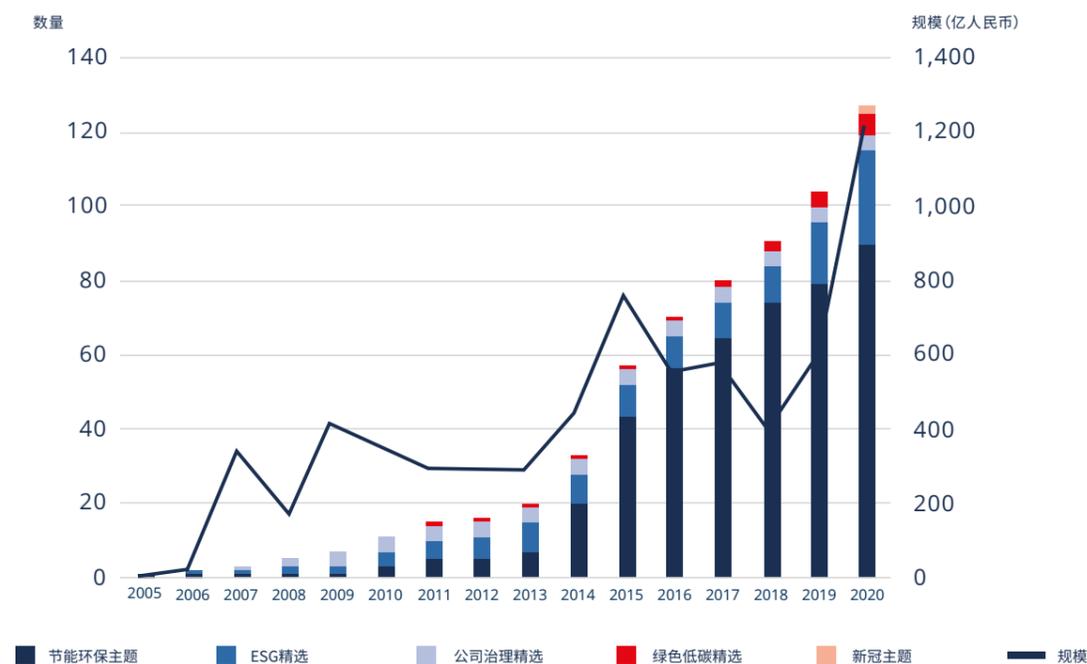
- 87% 愿意支持ESG投资
- 71% 正在探索ESG整合
- 16% 已经在整合ESG

尽管势头强劲，但可持续投资公募基金规模在2020年仅为189亿美元，占中国资产管理规模的2.2%²⁹，凸显出规模投资的必要性和巨大潜力。



中国·上海

中国可持续投资年度报告(截至2020年12月)



资料来源：2020年中国可持续投资年度报告(商道纵横)。数据截至2020年10月31日。

²⁴ 包括考虑环境、社会或公司治理三个问题中一个或多个泛ESG基金

²⁵ 中国责任投资论坛

²⁶ 2020年全球可持续投资资产概览(GSIA)

²⁷ 联合国环境规划署金融倡议网站，由中国责任投资论坛收集。

²⁸ 2020年中国可持续投资资产概览(商道纵横)。

²⁹ 2020年中国可持续投资资产概览(商道纵横)。

2015

- 中国**金融学会绿色金融专业委员会**在北京成立,深入开展绿色金融研究,努力推动绿色投融资产品与服务创新,积极推广绿色金融理念。

2016

- 《“**十三五**”规划纲要》明确提出要建立**绿色金融体系**,发展绿色信贷、绿色债券,设立绿色发展基金。构建绿色金融体系已上升为中国的**国家策略**。

2017

- 上海证券交易所和深圳证券交易所加入了**可持续证券交易所倡议**,并就**ESG披露**向上市公司提供指导。
- 中国生态环境部和中国证券监督管理委员会(CSRC)共同推动建立和完善上市公司和债券发行公司**强制性环境信息披露制度**。

2018

- 中国证券投资基金业协会发布《**绿色投资指引(试行)**》。
- 中国证券监督管理委员会修订了《**中国上市公司治理准则**》,建立了环境、社会责任和公司治理(ESG)信息披露的基本框架。

2019

- 上海证券交易所科创板(“科创板”)上市前,已发布包括《上海证券交易所科创板股票上市规则》在内的10项支持性规则和指引,要求**强制性披露ESG相关信息**。
- 国家发展和改革委员会发布了《**绿色产业指导目录(2019年版)**》。

2020

- 上海证券交易所发布了《上海证券交易所科创板上市公司自律监管规则适用指引第2号——**自愿信息披露**》,其中包括ESG信息披露。
- 深圳证券交易所修订《上市公司信息披露管理办法》,以期进一步提高公司质量。根据新措施,首次将**ESG绩效披露纳入公司评估**。
- 中国人民银行同国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会起草了《关于印发**〈绿色债券支持项目目录(2020年版)〉**的通知(征求意见稿)》,将“清洁煤”从目录中剔除。
- 《**关于促进应对气候变化投融资的指导意见**》,以2025年为时间节点,强调监管机构需要支持金融市场发展绿色解决方案。

2021

2021年和未来发展

- 中国证券监督管理委员会发布了一套最终的**风险披露规则**,要求披露**防止空气、水和土壤污染**的程序,以及管理废物和报告环境事件的方法。
- 《绿色债券支持项目目录》于2021年4月更新,以**协调绿色债券的国内外标准和规范**。
- 中国人民银行行长承诺,为推动中国银行业“绿色转型”,将在**TCFD和国际合作的基础上,提出新的气候披露要求**。
- 中国银行业监督管理委员会宣布,计划加快发布**保险基金ESG投资指引**。计划在基金设计、投资流程、风险管理、ESG披露等方面制定相关原则,细化相关要求。

下一阶段扩大可持续投资的关键是针对投资者的法规、指引和守则，而不仅仅是公司披露。然而，仅仅依靠行业层面改进的法规无法形成完整的解决方案。

伙伴关系也是关键。

伙伴关系的重要性

我们的访谈反复强调了伙伴关系的重要性。合作伙伴关系能够促进增长、学习以及思想(和资本)的双向流动。伙伴关系帮助投资者走得更快、更远，而且可以在多个层面产生成效：国家之间、国内和国际资产所有者和管理人之间、资产管理人和所有者之间，以及各净零联盟内部。

ESG领袖论坛(ELF)的创立及其迄今取得的成功也证明了伙伴关系的重要性，该论坛在中英绿色金融中心的旗帜下促进了中国和英国投资者之间的对话。

支持2060碳中和目标

中国希望在2030年前达到碳排放峰值，并在2060年前实现碳中和，这一宏伟目标需要中国投资者从现在开始将投资组合转至低碳途径上。就ESG问题提交高质量的报告，包括实现排放数据的可视化和可比性，将是帮助投资者作出明智投资决定、将资本引向可持续机会并使散户投资者能够获得更广泛机会一个关键因素³⁰。

我们的访谈得出了最一致的结论，即中国投资者已经准备好支持2060年目标，并发挥自己的作用。他们与国家政策和宏观规划有很强的一致性。然而，除了少数情况外，投资者尚未对此作出明确的净零排放承诺。尽管如此，我们看到越来越多的中国资产管理人在政府2060年承诺的支持下开始探索净零策略。

不过，投资者在探索道路的障碍依然存在。我们列举以下四点：

1. 虽然中国投资者看到了将2030碳达峰以及2060碳中和目

标纳入投资决策过程的好处，但从投资风险和机会的角度来看，其意义以及如何将其应用于多个资产类别，这方面仍有大量的工作需要做。西方投资者正在研究许多同样关键的问题，把这些研究作为“净零”计划的一部分，让这个领域成为中英学习和合作富有成效的领域。

2. 在访谈中，我们发现了一个尚未解决的关键问题，那就是中国的管理人(和被投资公司)如何才能让国际投资者对净零排放的预期和目标与中国2030年碳达峰和2060年碳中和目标相协调？这可能和西方投资者设定的2050年(或更早)净零排放目标，以及如今希望实现资产组合脱碳的想法相悖。这对于新兴市场投资者而言，是更为广泛的问题，也是一些西方资产管理人不愿加入净零联盟的关键原因。在净零联盟中，新兴市场所占的投资份额很高。

3. 许多中国投资者将他们的方法描述为：随着时间的推移优化资产配置，将投资从棕色(高碳密集型、转型能力底)逐渐转向绿色。然而，这种分类忽略了那些“介于中间”的，或转型中的公司，既不属于绿色也不属于棕色，目前代表着混合的碳密集情况，但在向低碳经济的转型中发挥着关键作用。进一步的讨论强调了除绿色分类标准之外，引入转型分类标准或图像热图对于促进转型的好处。转型分类标准与可靠的转型“路线图”相结合，将使投资者能够在最相关的行业中驾驭复杂的低碳转型，并推动实体经济的积极变化。成功的分类标准可以将2060年净零排放目标和经济计划转化为行业路线图³¹。

4. 碳排放分析是管理碳风险、设定目标的重要工具，得到了英国资产管理人和所有者广泛使用，但由于缺乏披露，很少被借鉴。碳排放是TCFD报告中“指标和目标”下的一个关键部分，反映了公司强制而非自愿披露的一个领域。

通过案例研究如何应用推广经验教训、投资流程和创新，以及压力测试/气候相关知识等最佳实践分享，这些领域代表了伙伴关系展开合作的巨大潜力。

最重要的是，针对中国的“净零”指引将通过规范的行动方向，显著降低个人执行风险，并有助于工具和方法的传播和开发。平安认为，投资管理人和客户都需要时间来消化2030年碳达峰、2060年碳中和所带来的影响，从而理解其对投资组合的意义。投资者愿意采取行动，但他们不能简单地采纳英国投资者的框架方法，因为中国经济的结构和所处的发展阶段截然不同。对于投资者来说，积极参与气候变化问题仍然很难，但同时也可以从气候变化举措中受益。

合格境内机构投资者(QDII)和外国投资者对ESG的期望

资本市场的开放正在中国与英国、欧洲和美国的资产所有者之间产生互利的伙伴关系——促进知识和资本的流动。有两个推动资本流动的趋势越来越显著，分别是合格境内机构投资者(QDII)制度和拥有ESG预期的国际投资者。

合格境内机构投资者(QDII)制度允许国内机构和基金管理人在一定限额内进行境外投资，该计划正在产生积极影响，我们预计这种影响将会扩大。目前引入的许多境外基金都着眼于ESG或环境因素，允许中国投资者通过这些策略实现新的全球超额收益。虽然讨论围绕上市股票展开，但应更多地考虑通过这一计划为固定收益投资带来的一系列更广泛的全球可持续投资机会，以及如何将其扩展到私募市场策略³²。

同时，国际资本也在流入中国的ESG基金和A股公司。就投资者需求而言，投资中国资产的外国投资者在投资中国时引入了其ESG标准，推动了中国企业和资产管理人报告的改善。在我们的访谈中，中国的资产管理人讨论了在ESG方面拥有成熟方法的国际投资者如何助推他们改进投资流程，并保持领先于同行。

访谈中，我们探讨了国内基金管理人如何与国际基金管理人合作提供ESG基金。这些伙伴关系帮助国内投资者了解国际管理人的ESG以及可持续投资过程和专门知识。与此同时，跨国管理人也从这种关系中受益，由此他们能够更好地评估中国公司，把握文化上的细微差别，并了解与中国公司参与建设性沟通的最佳方式。

一些访谈指出，资本市场的开放推动公司提高了ESG绩效。有受访机构表示，ESG方面表现最差的公司将被淘汰出市场，而国际投资者的参与则会加速这一趋势。国内外投资者就不同的主题与中国A股/H股公司进行参与，这让他们不得不对来自各方的不同需求。

通过在ESG领袖论坛框架下开展案例研究和举办研讨会，凸显合作伙伴关系的优势，中国和英国投资者可以从中受益匪浅，其他市场参与者也可以借此学习并考虑与谁合作。

领先资产管理人和所有者的先动优势——早期优势

我们的访谈中最引人注目的一点是，自2020年6月提交第一份报告以来，资产管理人和资产所有者取得了大量的进展。访谈中发现中国投资者在上市股票、固定收益和私募市场上取得了巨大增长和创新。这些受访者都是先行者，他们见证了可持续投资市场中领导者地位的竞争优势。

许多基金管理人认为，ESG股票基金产生的超额收益是可持续投资力量的早期体现——尽管他们承认自己的基金生命周期仍然很短。不过，这也凸显出中国投资者需要超越ESG整合，在公开和私募市场上探索更全面的可持续投资机会。

³⁰ <https://www.weforum.org/agenda/2021/03/chinese-business-leapfrog-moment-esg-reporting/>
³¹ 中国和新兴市场实现净零排放的成败将决定世界实现净零的能力。

³² 机会集和将在解决方案制定和执行以及投资环境章节中进一步探讨。

案例15: 专注ESG整合创新与人工智能运用——中国平安, 资产所有者(保险)

为落实负责任的投资政策, 平安建立了 CN ESG企业评价画像体系、债券主体ESG评估等一系列工具, 覆盖环境披露、产品责任、公司治理、人力资本等ESG议题, 融合中国特色指标, 基于机器学习等 AI算法进行智能打分, 打造具有中国特色的 ESG 精准智能评级系统。随着被投公司的信息披露情况不断完善, 这些工具也将不断改进和优化。

(摘自《平安集团责任投资政策》)

平安尤其强调ESG势不可挡。因此, 虽然障碍仍然存在, 但从投资的角度来看, 重要的是与可持续发展的趋势同向而行, 而不是与之对抗。国家政策方向是明确的, 公司也需要做出改变。

一些中国资产管理人和资产所有者已经发现内化整合ESG的好处, 他们正越来越多地关注将这些方法系统化, 嵌入各个资产类别, 纳入更为正式的结构中, 比如ESG委员会和工作组, 同时向高级管理层报告。我们看到一个明显的转变, 从仅上市股票管理人关注ESG整合, 到越来越多的固定收益管理人在信评过程中采取系统的ESG整合方法, 这与本报告关键发现相一致, 即固定收益对扩大可持续投资至关重要, 且客户对其兴趣与日俱增。

一些受访者指出, 管理养老金计划和保险资产需要类似于支持ESG整合策略的心态: 两者都关注长期风险。

采访中发现了大量新的创新型ESG基金:

- 长江养老发行首只ESG保险资管产品“金色增盈6号”, 引导投资者主动履行社会责任, 共享可持续发展成果。该产品为固定收益型组合类保险资管产品, 重点关注环境、社会责任、公司治理等方面的内容, 优先选择在ESG方面表现优异

的债券主体进行投资。

- 平安仍将继续运用AI技术深化针对中国A股的CN-ESG数据评价体系。此外, 平安还将积极推进一系列ESG产品, 以发挥投资经理的风格优势并满足市场细分需求, 落实客户的具体投资要求。
- 绿动资本正在设立可持续的私募基金, 向创新的可持续商业模式和技术进行投资。

在中国的采访发现, 投资者强烈希望将ESG问题纳入其投资理念和流程的核心。要成功实现这一点, 他们认识到与国际同行合作的重要性以及《负责任投资原则》等倡议的作用。对一些投资者来说, 系统地整合ESG就是以一种更先进的国际ESG“语言”来贯穿整个投资管理行业。

这种进步在一定程度上得益于ESG领袖论坛等倡议的推动, 也凸显了其未来的持续价值。

以地方指导助推转型

尽管中国政府提出了2060年实现净零排放的雄心目标, 投资者也在过去几年里取得了巨大进展, 但从我们的采访中仍然可以明显看出两者之间存在差距: 中国投资者正在寻找“本土化”的指引、举措和法规, 以契合中国市场。迄今为止, 大多数ESG法规都侧重于公司信息披露, 而不是直接帮助投资者采取更可持续的投资方式。但另一方面, 中国也认识到不能全盘照搬国际上的做法, 需要对其调整以适应独特的中国市场。

围绕气候变化并针对机构投资者的一套最佳实践法规, 将有助于中国投资者在ESG整合上更进一步。此类法规将有助于形成更成熟的方法, 进行可持续投资配置和有效的尽责管理。此外, 还将引导被抑制的可持续投资需求, 促使投资者理解各种法规和举措的意义, 最终在政府2060年承诺与投资者需要发挥的作用之间架起桥梁。

地方指导和法规有望加速对可持续投资的配置, 并协调各市场的法规, 为实现可持续投资制定共同的可持续目标和流程。这种指导应从上市股票扩展到其他资产类别(如固定收益和私募市场)。虽然我们看到私募股权等领域在可持续投资方面的创新和卓越表现, 但它们似乎没有很好地与更广泛的可持续金融生态系统结合起来, 这一点, 地方指引和监管可以有所帮助。

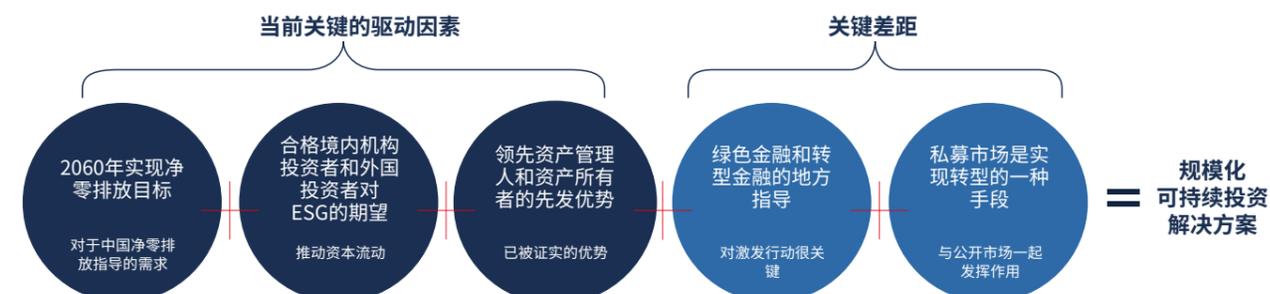
在中国背景下, “一带一路”倡议的巨大规模意味着对全球产生的重大影响, 这使得对投资决策的有效指引变得更加关键。

以下方面尤其需要进一步的举措、指导和监管:

- **基于气候相关财务信息披露工作组的气候变化风险披露法规**虽然这将成为银行业的强制性规定, 但投资者将从这一框架中受益匪浅。这被认为是帮助投资者以更全面的方式管理气候变化风险的重要一步, 并鼓励更多的投资者开始追踪碳排放, 并进行气候变化情景分析。中国人民银行行长宣布计划在TCFD的基础上, 针对银行推出新的气候披露要求, 这让许多中国的资产所有者受到鼓舞。
- **转型分类标准**如上文所说, 成功的分类标准可以将2060年净零排放目标和经济计划转化为行业路线图。这反过来可能有助于推动建立转型基金, 类似于我们在英国和欧洲看到的情况。
- **净零排放技术指导**适应中国国情的行业指导将有助于投资者利用方法和工具

共同制定宏伟目标和可靠的计划。

- **在中国扩大可持续投资解决方案仍依赖于优质、全面且广泛的公司披露**尽管有国家的净零排放承诺和碳中和目标为保障, 公司信息披露等法规并未明确提及, 碳排放(和生物多样性)报告也并非强制性要求。在现有法规的基础上强制执行这一规定, 将大大有助于投资者进行可持续配置。
- **中国版《英国尽责管理守则》**与我们上一份报告的发现一致, 出台类似的守则使中国投资者能够切实围绕宏伟的标准开展工作, 这些标准需注重活动和成果, 并提高整个行业的尽责管理标准。将该守则与转型分类法挂钩, 使国内和国际投资者有能力对具有策略意义的公司进行问责, 并加速转型。



附件

致谢

感谢以下机构参与本次报告的访谈：

安联	汇丰环球资产管理
锐盛投资	励正投资管理
绿动资本	隆奥资产管理
英杰华集团	英仕曼集团
CDP全球环境信息研究中心	英国国家职业储蓄信托养老金
盛世投资	晋达资产管理
长江养老保险股份有限公司	全国社会保障基金
中国人寿	中国平安
中国再保险集团	Railpen
南方基金	Regenerate Asset Management
英国教会养老金委员会	淡水泉投资
易方达基金	威灵顿管理公司
英国环境局养老保险基金	WHEB资产管理公司
世代投资管理公司	
高盛资产管理	
嘉实基金	

感谢以下机构和人士对本次报告的付出和贡献：

伦敦金融城政府：James Boyle、Shevon Campbell-Roberts、郝鸣春、黄笑晨、柳青、Carla Sateriale、Winnie Sow、Katherine Zhang

晋达资产管理：霍蓉蓉

GoalsFirst: Alex Struc

Three Hills Capital Partners, Syer Advisers: Esteban Abad

Mercer: Helga Birgden、Kate Brett、Hill Gaston、彭越、温易明、房向、陈顾一、Charlie Willans

此报告向葛若杰爵士 (Sir Roger Gifford) 致敬，他曾担任中英绿色金融工作组联席主席 (2017-2021 年)。我们缅怀并感谢葛若杰爵士多年来对中英绿色金融所做出的杰出贡献，以及他对 ESG 领袖论坛的慷慨指导与支持。

报告设计：Landelion 言灵

本报告仅供用作讨论依据。虽然我们尽力确保本报告所载资料的准确性和完整性，但伦敦金融城不就此提供任何保证，亦不对使用或依赖本报告或本报告所载信息造成的损失或损害承担任何责任。

© 伦敦金融城版权所有，PO Box, Guildhall London, EX2P 2EJ.

关于伦敦金融城政府：

伦敦金融城政府是“一平方英里 (Square Mile)”的管理机构。伦敦金融城政府致力于建设一个充满活力、欣欣向荣的金融城，支持多元化和可持续发展的伦敦，助力伦敦获得全球成功。

我们的目标是：

- 为社会的繁荣做出贡献
- 为经济的繁荣提供支持
- 为卓越的环境贡献力量

通过增强金融城的互通、实力和特点，让伦敦和英国为在这里生活、工作和旅游的人们创造福祉。

www.cityoflondon.gov.uk



本报告与以下机构合作完成

