

兴业银行首席经济学家、华福证券首席经济学家鲁政委：

完善机制 提高ESG信息披露有效性

ESG投资渐成全球趋势

中国证券报：ESG投资成为热点话题，在当前资本市场有何现实意义？

鲁政委：可持续发展和应对气候变化推动了ESG投资的主流化发展。随着国际思潮的流变，包含环境（E）、社会（S）和治理（G）的ESG投资理念的内涵和外延，也在发生变化。早期的环境（E），更多关注的是环境污染、生物多样性保护等问题，在京都议定书特别是巴黎协定之后，应对气候变化问题在环境（E）中的重要性迅速上升。相关数据显示，目前全球ESG投资规模约40万亿美元，大概占全球资产管理总量的30%，也出现了多种ESG的投资策略，ESG投资逐渐成为全球趋势。

ESG投资的发展有助于我国“双碳”目标推进，也有助于提升上市公司整体质量。在我国“30·60”目标下，我国的能源、工业、交通和建筑等领域未来都将向低碳转型，资金需求巨大。有机预测，要实现碳中和目标，未来30年至40年里我国需要新增投入数百亿元人民币。在如此巨大的资金需求下，不管是绿色信贷、绿色债券还是ESG投资，都有望迎来快速发展时期。投资者除了关注上市公司业绩外，关注公司非财务的ESG表现，有助于上市公司不断审视和完善自己的环境、社会以及公司治理表现，有助于提升上市公司整体质量。

机构投资者对ESG投资的重视，也有助于我国资本市场绿色债券发展。绿色债券投资是机构投资者践行ESG投资的重要主题投资策略。虽然我国已成为全球第二大绿色债券市场，但在2020年境内发行的信用债中，绿色债券的占比不足1%。随着机构投资者对ESG投资的日益重视，将会加大对绿色债券投资，有助于我国资本市场绿色债券发展。

中国证券报：国内ESG实践处于发展初期，相关理财产品的销量并不佳，目前还存在哪些发展瓶颈？

鲁政委：2021年上半年银行ESG理财增长较快。相关数据显示，银行ESG理财产品规模已超过460亿元，今年前7个月就增长超过100亿元。

客观来说，目前银行ESG理财还处于发展早期，还存在诸多挑战。比如，ESG理财能够配置的基础资产不足、ESG收益率对投资人不够有吸引力、基础资产信息披露不全使ESG评估困难、银行对ESG理财的重视程度不够、对ESG投资的策略和方法研究不够，以及创新产品开发不足等问题。目前加入联合国负责任投资原则（PRI）的中国内地机构不断增长，但主要都是公募基金和私募基金公司，只有1家银行资管机构加入。

ESG理财产品信息披露也不充分，从目前国内已有的ESG评价体系来看，仍更多依赖定性指标，主观性较强，导致在不同的ESG评价体系下，同一主体的ESG评分可能差异较大。目前国内大部分ESG理财的信息披露并不充分，其采用的ESG评价方法或筛选标准不透明，这就导致投资人难以判断ESG相关产品是否是“真”ESG理财产品，也无法判断这些ESG理财产品所采用的ESG评价方法优劣。

建议未来监管部门统一环境信息披露模板，为ESG评估提供更好基础。同时，更多银行理财产品可以考虑加入联合国负责任投资原则组织（UN PRI），不断推出ESG理财产品，重点投资于ESG表现良好企业发行的股权类、债权类资产。在产品创新方面，银行还可以开发ESG指数和可持续发展指数，为关注可持续发展的投资者提供资产配置依据。

有效降低投资组合风险

中国证券报：ESG投资理念既追求财务回报，又兼顾社会与环境效益，是否会降低回报率？

鲁政委：从研究和数据上看，ESG投资理念既追求财务回报，又兼顾社会与环境效益，回报率不一定会降低。特别是很多ESG投资的筛选方法并非正面清单原则，而是负面清单原则，也就是说仅仅剔除违规或存在严重瑕疵的主体。我们其实可以将其看作一种风险控制体系，在剔除存在高风险因素的主体后，投资组合的风险会更低，从而使风险调整后的回报率有所改进。

在国际上，一些实证研究已显示ESG投资回报率要优于传统基金。根据Weber和Feltmate所著的《可持续银行业》中所提供的信息，韦伯等人分析了140多只责任基金，结果无论是在牛市还是熊市，这些ESG基金等财务收益表现都优于传统基金。还有大量研究显示，长期来看ESG表现与企业财务绩效之间有正相关性，德意志资管公司（DWS）和汉堡大学（UHH）2015年在梳理了2200篇关于ESG的研究报告后形成的全面文献综述中，得出如下结论：无论是从定性角度还是从定量角度，有90%的研究结果显示ESG指标与财务绩效之间呈现非负相关关系，多数研究都显示了ESG指标与财务绩效之间呈正相关关系。

在国内，从绿色债券指数和ESG债券指数收益情况来看，大部分指数已展现出一定优势。以中债绿色债券系列指数和ESG债券指数为例，其年化收益率普遍高于同期中债信用债指数。但同时，绿色



兴业银行首席经济学家、华福证券首席经济学家鲁政委日前接受中国证券报记者采访时表示，绿色信贷、绿色债券以及ESG（环境、社会和公司治理）投资，有望迎来快速发展时期。在收益率方面，ESG投资在剔除高风险因素的主体后，投资组合风险会更低。多数研究表明，ESG指标与财务绩效之间呈正相关关系。

目前我国ESG投资处于以自愿披露为主的阶段，建议监管部门出台相对统一的ESG信息披露指引和模板，提高ESG信息披露的有效性和质量。同时，统一的ESG评价体系可能并不存在，未来预计差异化的ESG评价体系是常态。

● 本报记者 焦源源

角度，我们期待监管部门能出台针对上市公司的相对统一、指标完备的ESG披露指引，从而指导和加强上市公司的ESG信息披露工作。

建议各类企业特别是上市公司主动加强ESG信息披露，提升自身估值。目前全球范围内有越来越多的投资者开始关注ESG，2006年联合国发布的责任投资原则（UN-PRI）鼓励投资者将ESG因素纳入投资决策中，该原则自发布以来，全球签署机构已从最初的100家增加至3000多家。中国证券投资基金业协会也于2018年11月发布了《绿色投资指引（试行）》，鼓励各类专业机构投资者开展绿色投资，鼓励有条件的机构进行ESG投资，同时要求基金管理人每年开展一次绿色投资情况自评。随着投资人对企业ESG的关注度逐步提升，上市公司ESG信息披露将直接影响到公司价值评估。从目前已有的ESG评价体系来看，企业ESG信息披露情况及披露质量是众多投资人在进行企业ESG评估时的重要评价指标，ESG信息披露情况可能会直接影响到投资人对公司的估值。因此建议各类企业特别是上市公司提升ESG信息披露的主动性和披露质量。

差异化评价体系或是常态

中国证券报：当前各种ESG指标和评价体系间存在差异，如何更好构建统一的ESG评价体系？

鲁政委：参与ESG评级的国际与国内机构不断增长，逐步形成了披露、评估和投资的有机衔接过程。各种ESG指标和评价体系间存在一致性，也存在差异。在一致性方面，主要体现在ESG评价的框架和逻辑基本一致、信息来源也比较相似。不管是国际机构还是国内机构，ESG评价的框架和逻辑还是基本一致的，围绕E（环境）、S（社会）、G（公司治理）这三个维度开展并设立每个维度下的具体指标，主要包括环境保护、气候变化、产品责任、员工健康与安全、利益相关方、公司治理等；信息来源比较相似，数据来源主要包括企业定期披露的年报、可持续发展报告、政府部门发布的数据以及新闻媒体的报道等公开信息，包括越来越多的第三方数据机构也成为ESG数据的提供商。

在差异性方面，主要体现在三个维度下的具体指标和每个指标的权重设计以及评级方法不同。很多评级机构的具体评级指标往往多达上百个，围绕三个核心（E、S、G）所建立的具体指标和数据收集点存在较大差异，侧重点也不尽相同，因此不同指标赋予的权重也存在较大差异。例如有些机构的ESG评价评级体系会对争议性事件赋予较高权重；在评级计算方法方面，计算方法以加权平均法为主，但也有趋势外推和成本分析等方法。

打好“组合拳” 提升稳消费效能

● 中国人民大学国际货币研究所（IMI）孙超 汪导国

下半年促消费措施可以将稳定短期消费增长和培育中长期消费动能相结合，以农村消费、新型消费等代表性领域为抓手，多措并举发挥“组合拳”效应，进一步提升政策稳消费效能。

受多重因素影响

我国消费恢复当前整体呈弱复苏态势，消费结构分化明显。从总量上看，消费增速低于居民收入增速和名义GDP增速，今年上半年全国居民人均消费支出两年平均增长5.4%，同期居民收入两年平均增速为7.4%，名义GDP两年平均增速为8.6%。从结构上看，限额以上企业的

此外，推动农村消费提质扩容也是增加居民消费倾向的重要发力点。乡镇和村两级消费市场占我国消费市场总体的38%，具有巨大消费潜力。我国脱贫攻坚战取得全面胜利后，全面推进乡村振兴成为三农工作的历史重心。在以“县域商业建设行动”为代表的各项相关政策的促进下，我国农村消费市场有望保持较高增速，从而为整体消费市场的健康发展提供动能。

三是完善防疫策略、推动新型消费，促进消费热情恢复、消费潜力释放。今年夏天疫情发生以来，部分地区快速果断了采取了高度严格的防疫措施，对旅游、酒店、民宿、航空等相关行业的传统线下消费场景产生一定影响。可以预见，未来随着各地防疫措施的进一步完善和精细化，都将有利于消费场景、消费热情的恢复。



新华社图片 数据来源/国家统计局 制图/王春燕

商品零售增速强于整体社会消费品零售总额，前7月限额以上企业社零两年平均增速达6.4%，整体社零两年平均增速为4.3%；服务消费强于商品消费，前7月服务业生产指数月度增速整体维持在6.5%附近，社零消费月度增速则在3%至6%区间；城镇消费增速恢复好于农村消费恢复，农村——城镇社零消费增速差呈收窄态势。

当前国内消费潜力释放受到周期性、临时性等多重因素制约。从周期性因素来看，从金融周期、经济周期等多维度看，当前已处于本轮经济复苏的中后期，经济下行压力有所增加。就业和居民收入仍面临一定不确定性，为消费增长带来周期性影响。从临时性因素看，疫情防控措施制约服务业等消费场景的打开，也对消费潜力释放造成一定影响。

多措并举促消费

下半年促进消费需多措并举，形成“组合拳”效应。政策出发点应坚持稳定短期消费数据和培育中长期消费动能相结合。

一是着力保持宏观经济和价格水平基本稳定，为消费持续复苏创造稳定的宏观环境。当前经济周期面临一定的下行压力，因此需加大财政、货币等逆周期政策等力度，及时实施跨周期调节。财政方面，通过积极筹备基建项目、积极利用年内剩余专项资金额度，促进基建投资稳中有升，并以此带动农民工收入和消费的回升。货币方面，在保持总量流动性合理充裕的情况下，通过疏通货币政策传导，有效降低实体经济融资成本，提升货币政策对总需求的刺激效能。此外，在下游需求较弱的背景下，整体物价的回升也不利于居民消费需求释放，应采取有效措施增加前期价格上涨较大的商品供给，维持价格水平基本稳定。

二是重点保障低收入人群就业和收入，促进农村消费，提升居民消费倾向。疫情后制约国内消费复苏的重要因素之一在于居民边际消费倾向不足，而居民消费倾向下降的背后是居民收入恢复出现分化及预防性储蓄增加。就收入恢复分化而言，应及时有效落实国务院出台的“六稳”“六保”等政策措施，重点保障中低收入群体就业问题，必要时通过财政转移支付形式保障中低收入群体的基本收入。就预防性储蓄而言，应采取稳定宏观经济环境，降低经济及宏观政策的不确定性，稳定消费者的增长预期，降低预防性储蓄需求。

此外，还应加大力度推动新型消费的发展。疫情发生以来，全球消费者的消费习惯都发生了较大变化——在线下消费遭受重创的同时，线上消费的新模式、新业态层出不穷。政策应进一步支持鼓励传统商业企业加快数字化、智能化改造，促进线上线下更广泛、更深度融合，加快推动新型消费潜力释放。

四是继续坚持和完善“房住不炒”政策，防止居民资金过快流入楼市，对消费形成虹吸效应。从某种角度上讲，上半年消费恢复较弱和房地产市场的景气是一个硬币的两面。尽管房地产销售理论上可以带动家具、家电等地产后周期消费的回升，对消费形成提振，但今年以来的数据并未支持上述假设。数据显示，今年前7月建筑及装潢、家具、家电音像三项的两年平均增速分别为8%、5.3%、2.4%，仅持平甚至不及整体限额以上消费增速（6.4%），地产后周期链条消费对整体社零消费的带动并不显著。相反，房地产市场的热度对消费的负面影响则值得关注：一方面商品房销售将占用居民消费资金，对短期消费形成挤压；另一方面，房地产市场繁荣带来的居民部门债务的上升，则可能对中长期消费形成持久性压制。

五是深入推动构建“双循环”新发展格局，增强长期消费增长的内生动力。“双循环”新发展格局内涵丰富、涉及面广，以市场和政府有效结合的方式扩大内需是其重要含义之一。首先，加大财政资源和社会资源对住房、教育、医疗、养老等民生领域的投入，强化民生领域保障，使居民消费无后顾之忧。其次，推进国内商贸流通体系建设，近日商务部发布《商贸物流高质量发展专项行动计划（2021—2025年）》。通过商贸流通体系的优化，提升消费便利，降低消费成本。再次，推动消费行业供给侧改革，通过反垄断、保护消费者权益等措施，优化行业竞争格局，提高消费供给质量。

总体来看，我国消费市场潜力巨大，疫情前我国零售市场规模已接近世界第一大经济体的美国零售市场（2019年）。但疫情暴发以来，受结构性、周期性、临时性等多重因素影响，我国消费复苏相对较弱，且当前面临一定的下行风险。下半年促消费措施可将稳定短期消费增长和培育中长期消费动能结合起来，以农村消费、新型消费等代表性领域为抓手，多措并举发挥“组合拳”效应，进一步提升政策稳消费效能。

债券指数和ESG债券指数年化波动率也普遍高于中债信用债指数。

中国证券报：针对ESG信息披露不充分、数据不全的现状，你有什么建议？

鲁政委：信息披露的确是ESG投资的痛点。ESG相关信息披露机制完善是投资人开展可持续投资的基础，目前我国处于以自愿披露为主的阶段，没有统一的信息披露模板，信息披露不完整，数据真实性及可信度有待提高，也缺乏第三方机构验证，这给国内可持续投资形成了阻碍。

建议监管部门出台相对统一的ESG信息披露指引和模板，提高ESG信息披露的有效性和质量。从全球发展趋势来看，ESG信息披露的要求会不断提高，我国未来也可能实现从自愿性披露逐渐过渡到“不披露就解释”的半强制披露，然后再到强制披露。2019年12月18日，香港联交所公布了新版的《环境、社会及管治报告指引》（简称“新版ESG指引”），新版ESG指引在ESG管治、风险管理、报告边界、环境及社会范畴均新增了多项强制性披露要求，原来的多项“建议披露”指标也升级为“不披露就解释”的半强制披露，并鼓励独立验证。从研究的

视觉中国图片