

2025年12月

富达可持续投资

绿色低碳转型中的
ESG投资







概要

在“双碳”目标指引下，我国已构建起“1+N”政策体系，覆盖能源、工业、金融等多领域，推动经济社会全面绿色低碳转型。政策驱动下，ESG 基金市场规模快速扩张，截至 2024 年 12 月，国内 ESG 基金总规模达 7230 亿元，产品数量 479 只，其中权益类基金占比接近八成，成为市场主力。然而，当前环境主题基金与新能源板块高度重合，导致收益受特定板块周期性影响波动较大，且对传统行业转型支持不足。

为充分挖掘我国绿色低碳转型背景下的投资机遇，本文对绿色低碳相关因子，如绿色收入、环境相关争议事件等进行了实证检验。研究表明，聚焦企业绿色收入主题的投资可能存在周期性波动风险，若政府对这些行业的支持政策保持积极趋势，其发展将维系长期发展动能（顺风因素）；环境相关争议事件（即环境处罚）会对公司市值产生长期的负面冲击，且碳密集型企业所受冲击更为显著。我们建议探索综合考虑多元ESG指标和气候相关因素的转型金融投资，通过覆盖更广泛的发行主体，从而增强可持续投资市场的多样性。

作为绿色投资的践行者和探索者，富达积极建立了完善的可持续投资体系。在投资实践中，我们进一步基于富达自有的专业数据库，结合绿色低碳因子的实证研究，在上述指标维度上进行拓展和细化，设计绿色低碳投资策略，并在国内外发行相关主题产品，从而有效挖掘绿色低碳转型浪潮下的投资收益。

目录

绿色低碳转型投资回顾

绿色低碳转型政策梳理	2
ESG基金发展透视	5
ESG基金发展挑战	9

绿色低碳相关指标的投资应用探索

绿色低碳收入对估值的影响分析	12
环境政策、处罚对估值的影响分析	16

绿色低碳转型数据在基金产品端的应用—以富达为例

富达ESG投资研究体系	21
富达绿色低碳主题产品案例	24
富达投后管理案例	26

总结与展望	32
-------------	----



绿色低碳转型投资回顾

绿色低碳转型政策梳理

2020年9月，习近平主席向全世界作出了中国将在2030年前实现碳达峰、2060年前实现碳中和的庄严承诺。碳达峰碳中和目标的实现，离不开政策体系的保驾护航。

目前碳达峰碳中和“1+N”政策体系已经建立¹：其中“1”是指党中央、国务院出台《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（下简称《意见》），在碳达峰碳中和“1+N”政策体系中发挥统领作用；“N”指的是各部门和地方政府根据《意见》的要求制定的具体政策和方案，涵盖了能源、工业、城乡建设、交通运输、农业农村等重点领域和行业，以及科技支撑、财政支持、统计核算、人才培养等支撑保障方面。“N”中的统领文件是国务院在2021年10月26日发布的《2030年前碳达峰行动方案》（以下简称《方案》），方案主要聚焦于2030年前碳达峰的目标，其将碳达峰贯穿于经济社会发展全过程和各方面，重点实施“碳达峰十大行动”。

系统部署经济社会发展绿色转型：2024年，中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》²，这是中央首次对加快经济社会发展全面绿色转型进行系统部署，为我国加快经济社会全面绿色转型、实现高质量发展提供了行之有效的政策“路线图”。

深化绿色金融发展：2024年3月27日，七部委《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》可视为今后十年中国绿色金融工作的纲领。文件提出强化金融对绿色低碳发展的支持，通过发展绿色金融助力实现双碳目标。

我国政府积极推进一系列创新政策与行动计划（其他部分重点政策见下表），这些政策不仅体现了中国对全球气候行动的大国担当，更是推动经济结构转型升级、实现绿色可持续发展的关键举措。

表1、近期ESG及绿色低碳转型重点政策

日期	部门	名称	主要内容
2021/2	国务院	关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见	全方位全过程推行绿色规划、绿色设计、绿色投资绿色建设、绿色生产、绿色流通、绿色生活，使发展建立在高效利用资源、严格保护生态环境、有效控制温室气体排放的基础上。
2022/2	国家发改委、国家能源局	关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见	到2030年，基本建立完整的能源绿色低碳发展基本制度和政策体系，形成非化石能源既基本满足能源需求增量又规模化替代化石能源存量、能源安全保障能力得到全面增强的能源生产消费格局。
2022/6	生态环境部等17部门	国家适应气候变化战略：2035	深入分析气候变化影响风险和适应气候变化机遇挑战，对我国当前至2035年适应气候变化工作做出系统谋划，推动我国适应气候变化工作。

¹人民日报.《碳达峰碳中和“1+N”政策体系已构建“双碳”工作取得良好开局》

²经济日报.《中央首次系统部署！全面绿色转型“路线图”来了》

日期	部门	名称	主要内容
2022/6	银保监会	关于印发银行业保险业绿色金融指引的通知	要求银行保险机构从战略高度推进绿色金融，应将环境、社会、治理要求纳入管理流程和全面风险管理体系，强化信息披露和与利益相关者的交流互动。
2023/8	国家发改委、财政部、国家能源局	关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费的通知	规范绿证核发、明确绿证的适用范围。
2023/10	生态环境部、市场监管总局	温室气体自愿减排交易管理办法(试行)	系统规范了减排交易的总体框架和实施流程，对监管部门职责和交易主体行为形成指引，标志着CCER这一全国统一市场的重新启动。
2024/1	国务院	中共中央、国务院关于全面推进美丽中国建设的意见	到2035年，广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，美丽中国目标基本实现。
2024/1	国务院	碳排放权交易管理暂行条例	条例详细规定了哪些企业和行业将被纳入碳排放权交易体系明确建立配额分配制度。
2024/2	国家发改委	绿色低碳转型产业指导目录(2024年版)	在2019年版的基础上，结合绿色发展新形势、新任务、新要求，培育壮大绿色发展新动能，加快发展方式绿色转型。
2024/4	上交所、深交所、北交所	上市公司自律监管指引-可持续发展报告(试行)	要求报告期内被纳入上证180、科创50、深证100、创业板指数的样本公司，以及境内外同时上市的公司，必须披露ESG报告。
2024/4	中国人民银行等九部门	关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见	明确提出我国绿色金融未来10年的发展目标，鼓励金融机构利用绿色金融或转型金融标准，加大对能源、工业、交通、建筑等领域绿色发展和低碳转型的信贷支持力度。同时，进一步加大资本市场支持绿色低碳发展力度。
2024/5	国务院	2024—2025年节能降碳行动方案的通知	为完成“十四五”节能降碳约束性指标(减少单位产值能耗和二氧化碳排放，提升非化石能源消费占比)，提出十大重点任务。
2024/5	国家金融监管总局	关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见	为深入贯彻落实中央金融工作会议关于做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”的决策部署，在中央金融委的统筹指导下，围绕发展新质生产力，切实把“五篇大文章”落地落细，提高金融服务实体经济的质量和水平。
2024/9	生态环境部	全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案(征求意见稿)	为贯彻落实2024年《政府工作报告》要求，积极稳妥有序将水泥、钢铁、电解铝行业纳入全国碳排放权交易市场覆盖范围，根据《碳排放权交易管理暂行条例》，制定本方案。
2024/11	财政部等九部委	企业可持续披露准则——基本准则(试行)	由基本准则、具体准则和应用指南组成。基本准则主要规范企业可持续信息披露的基本概念、原则、方法、目标和一般共性要求等。具体准则是针对环境、社会和治理方面的可持续议题的信息披露提出具体要求。应用指南包括行业应用指南和准则应用指南两类。
2025/1	上交所、深交所、北交所	上市公司可持续发展报告编制指南	对开展可持续发展报告的编制工作提供细化指导，在“总体要求与披露框架”部分中明确了议题识别和重要性分析的工作步骤，在“应对气候变化”部分中提供了双重重要性评估方法及流程、气候相关情景分析的主要步骤与分析方法、核算温室气体排放量的流程和方法等参考。

日期	部门	名称	主要内容
2025/1	国家金融监督管理总局、中国人民银行	银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案	坚持以绿色金融助力实现双碳目标的指导思想；设立未来5年基本建成制度完善、监管有力、标准领先、组织完备、产品丰富、风控严格的绿色金融体系目标；部署五个方面二十项重点工作任务。
2025/3	国务院	关于做好金融“五篇大文章”的指导意见	明确到2027年金融支持绿色低碳发展和美丽中国建设质效进一步提升；完善绿色金融体系；健全绿色金融标准体系；丰富绿色金融与转型金融产品服务；推动金融机构逐步开展碳核算和可持续信息披露；深化绿色金融国际合作
2025/5	中国证券投资基金业协会	公开募集证券投资基金管理人参与上市公司治理管理规则	《规则》强调，基金管理人应制定参与上市公司治理的总体政策，明确目标与原则，建立参与上市公司治理标准。同时，科学建立参与上市公司治理标准。《规则》要求，基金管理人应依规积极行使表决权，并鼓励提出股东提案、积极推荐或提名独立董事候选人等。《规则》也将进一步推动公募基金在ESG领域的实践举措。
2025/6	上海证券交易所	推动提升沪市上市公司ESG评级专项行动方案	《行动方案》提出，鼓励创新丰富ESG金融服务和投资产品，支持金融机构在股权、信贷、债券等各类融资产品开发中将ESG评级纳入考量，加大各类ESG主题、绿色主题ETF和ESG指数跟踪基金产品开发力度。《行动方案》将通过提供评级指导、加强信息披露等配套措施，构建完整工作体系。
2025/7	中国人民银行、国家金融监管总局、证监会	绿色金融支持项目目录（2025版）	《绿色金融支持项目目录（2025年版）》统一了绿色金融项目认定标准，覆盖节能降碳、环境保护、能源绿色转型等九大领域，并新增绿色消费与绿色贸易，通过消除产品标准差异显著提升资金对接绿色转型产业的效率。
2025/10	中国证券监督管理委员会	上市公司治理准则	为进一步规范上市公司“关键少数”行为，提升治理水平，中国证监会修订《上市公司治理准则》。新规着重健全对董事、高级管理人员的全链条管理制度，进一步规范控股股东、实际控制人行为，强化责任绑定与行为约束，为提升上市公司治理水平夯实制度根基。

资料来源：公开资料整理，截至2025年10月

“双碳”目标愿景下，实体经济的低碳转型刻不容缓，而金融机构在ESG价值链中兼具资金配置者、风险定价者和市场引导者的三重角色，因此证监会、财政部逐渐引导**金融机构从“被动合规”转向“主动赋能”**。在《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》中明确提出，研究加强可持续评级、鉴证体系建设，健全监管机制；主动参与制定国际可持续准则，推动国际可持续准则理事会进一步提升准则包容性和可操作性。政策导向促使金融机构从被动合规转向主动创新，一方面是丰富资本市场绿色金融产品，另一方面在于建设完善的可持续发展评价体系，输出具有市场参考性的“坐标轴”。但是我国针对绿色或可持续相关基金产品的监管标准和规范尚不成熟完整，

资管机构对相关基金的界定理解不一致，搭建的绿色产品框架各异，因此如何有效运用ESG投资工具构建ESG产品是下一个ESG2.0阶段值得探讨的话题。

本课题从创新数据和实践的角度出发，参照国内外标准目录分类法和实践经验，探讨基于量化数据评估公司低碳转型贡献以及风险敞口的应用实践，尝试拓宽投资者对气候转型或绿色投资标的的认知；同时我们进一步探索了支持绿色低碳转型的评估方法及投资逻辑，测试低碳转型对基本面和估值的潜在影响，并从践行积极股东权益出发，整合提供优秀低碳转型投资实践方案，形成对绿色低碳转型投资基金产品发展的建议。



ESG基金发展透视

近年来，随着“双碳”目标的提出和A500指数的推出，国内ESG基金市场实现了积极的扩张。我们对国内ESG基金发展的规模进行的回顾和分析，由于当前市场缺乏统一的ESG基金认定标准，我们本次分析参考了Wind ESG基金分类及兴业证券等券商信息。Wind ESG投资基金根据基金产品的名称、投资目标、投资策略、投资理念、业绩基准等写入基金合同的产品基本要素区分是否为ESG相关的基金产品，将ESG基金分为以下5大类型：

纯ESG基金:产品名称/投资目标/投资理念/投资策略/业绩基准中含有对可持续等实质性考虑的表述。纯ESG基金将ESG作为主要投资策略ESG；

环境保护(E):产品名称/投资目标/投资理念/投资策略/业绩基准中含有低碳碳中和、绿色、环保等相关表述；

社会责任(S):产品名称/投资目标/投资理念/投资策略/业绩基准中含有对社会责任、道德责任实质性考虑的表述；

公司治理(G):产品名称/投资目标/投资理念/投资策略/业绩基准中含有对公司治理实质性考虑的表述；

ESG策略:将ESG作为次要策略，内容较为宽泛。

为更精准定位将ESG理念作为核心投资策略的基金产品，我们选择了Wind ESG基金分类口径下的纯ESG基金及环境/社会/公司治理主题基金进行统计，上述基金以ESG因素作为主要投资策略。由于ESG策略型将ESG作为次要策略，内容较为宽泛，因此在本次统计中我们不将该类基金纳入ESG基金统计范围。截至2024年12月31日，ESG基金的总存量规模已达到7230亿元人民币，涉及的产品数量达到479只。自2020年9月中国宣布“双碳”目标以来，ESG基金的数量和规模均实现了爆炸性增长。从2020年末至2021年末，ESG基金的数量增加了80只，规模增长了2137亿元，同比增长率分别为50%和63%。进入2024年，随着中证A500指数的推出，该指数将ESG得分作为样本股筛选的关键条件之一，进一步推动了ESG基金市场的增长³。截至2024年12月31日，已有42只与中证A500指数相关的产品成立，这些产品的基金规模合计达到2829亿元，为ESG基金市场注入了新的活力。

³注：中证A500指数的选择方法时包括了剔除中证ESG评价结果在C及以下的上市公司证券。中证ESG评价由高到低分为AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C和D共十档。资料来源：中证指数。

图1: 国内ESG基金市场规模数量概况



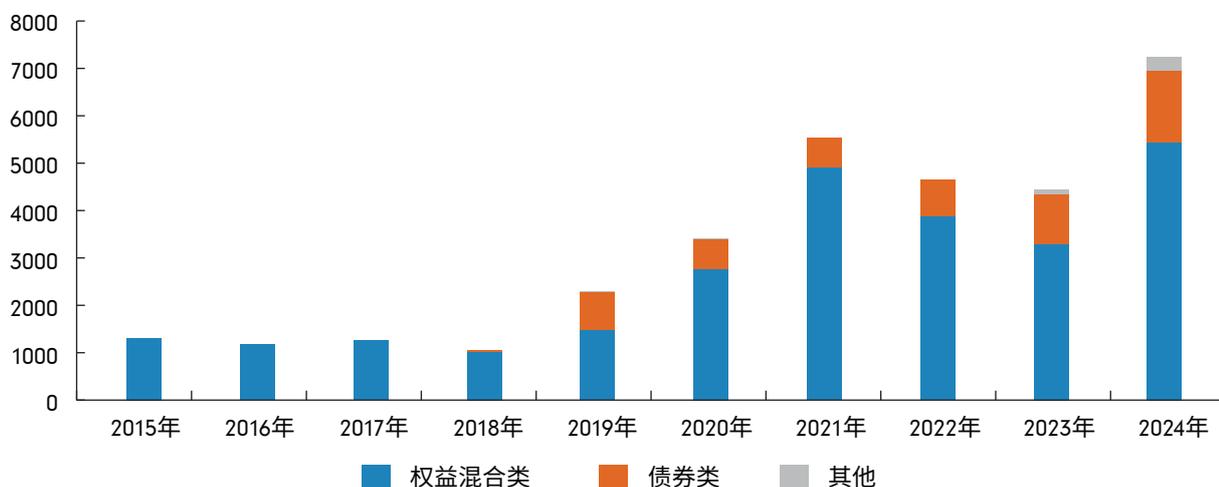
资料来源:Wind;数据日期:截至2024/12/31

从投资类型来看，权益类基金为ESG基金的主要投资类型。权益类ESG基金，包括股票型和混合型，发展起步较早，其中首只混合型ESG基金诞生于2004年。

截至2024年12月31日，根据管理规模计算，股票型和混合型ESG基金在所有ESG基金中的比例合计高达75%，而债券类基金则占21%。尽管债券型ESG基金起步较晚，但其规模增长势头迅猛。2015年12月，中国人民银行和国家发展

和改革委员会分别发布了《绿色债券支持项目目录（2015年版）》和《绿色债券发行指引》，首次明确了绿色债券的定义和分类。2017年，中国证监会进一步规范了绿色债券的信息披露和资金使用，国内首只债券型ESG基金成立。到了2018年，国内债券型ESG基金的总规模为53亿元。截至2024年12月31日，国内ESG债券基金的规模已增长至1497亿元，债券类ESG基金已成为国内ESG基金市场未来发展的关键领域。

图2: 国内ESG基金市场规模分布 (按照投资类型进行统计)

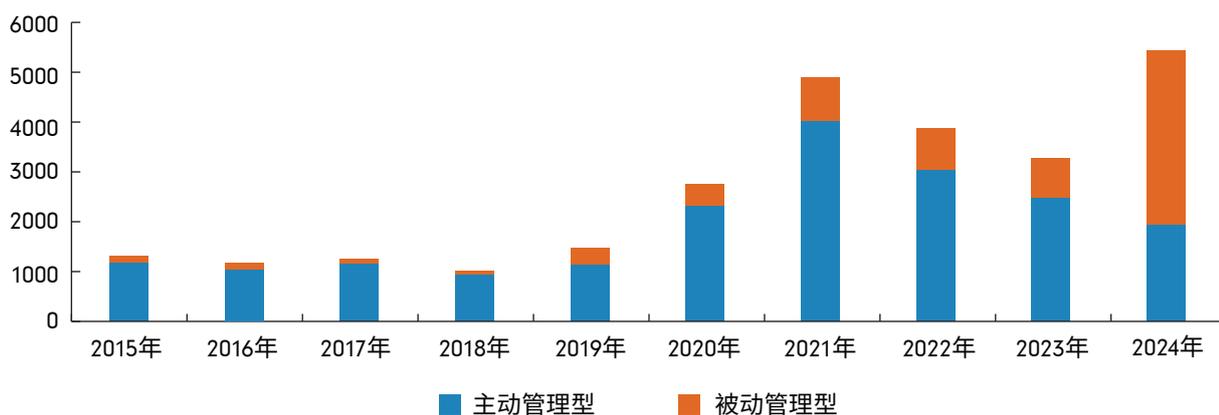


资料来源:Wind;数据日期:截至2024/12/31

按管理方式进行划分,在A500相关产品发行热潮的推动下,目前ESG基金产品中被动权益类基金规模占比更高。截至2024年12月31日,主动权益基金规模为1937亿元,而被动权益基金规模为3497亿元,与2023年相比规模同比增长超过327%。被动权益基金主要跟踪的是那些以

ESG标准为筛选条件的宽基指数,如中证A500、中证A50,以及与新能源相关的指数,包括CS新能源车、新能源车、中证新能等,还有与碳中和相关的指数,例如SEEE碳中和、内地低碳等。这些指数为被动权益基金提供了明确的投资方向,进一步推动了ESG基金市场的扩张。

图3: 国内ESG基金市场规模分布 (按照管理类型进行统计)

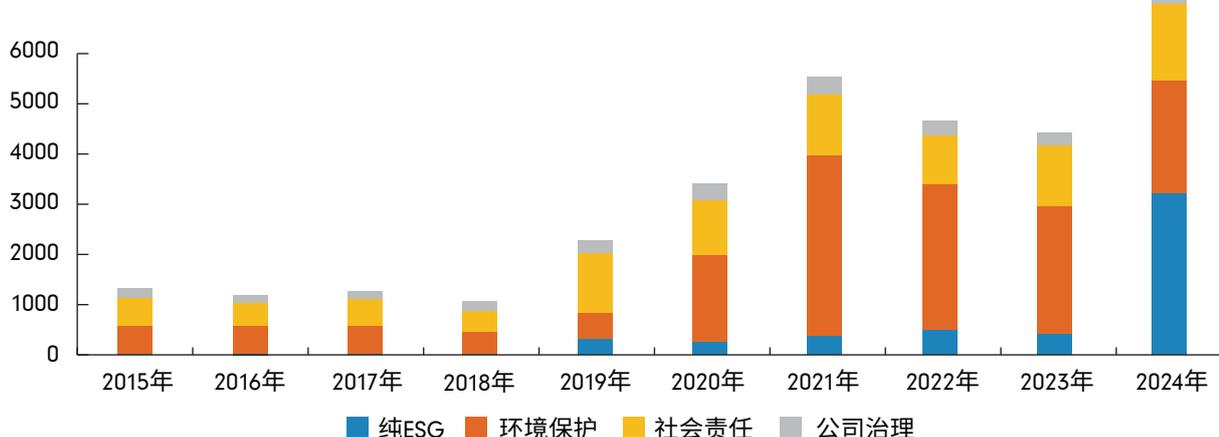


资料来源:Wind;数据日期:截至2024/12/31

按主题划分,ESG基金主要包括策略ESG基金(纯ESG策略)和主题ESG基金(环境保护、社会责任、公司治理)。在2023年及之前,中国的ESG基金市场以环境保护主题基金为主导,这些基金主要关注碳中和、新能源产业、美丽中国等关键议题。然而,随着A500指数的推出,纯ESG基金的发展势头迅猛,已经成为规模最大

的ESG基金投资主题。截至2024年12月31日,纯ESG基金的规模占比达到44%,比2023年增加了35个百分点。纯ESG基金的快速增长不仅反映了我国资产管理机构在ESG投资领域的专业性不断增强,也显示了市场对于ESG投资理念的广泛认可和积极响应。

图4: 国内ESG基金市场规模分布 (按照投资主题进行统计)

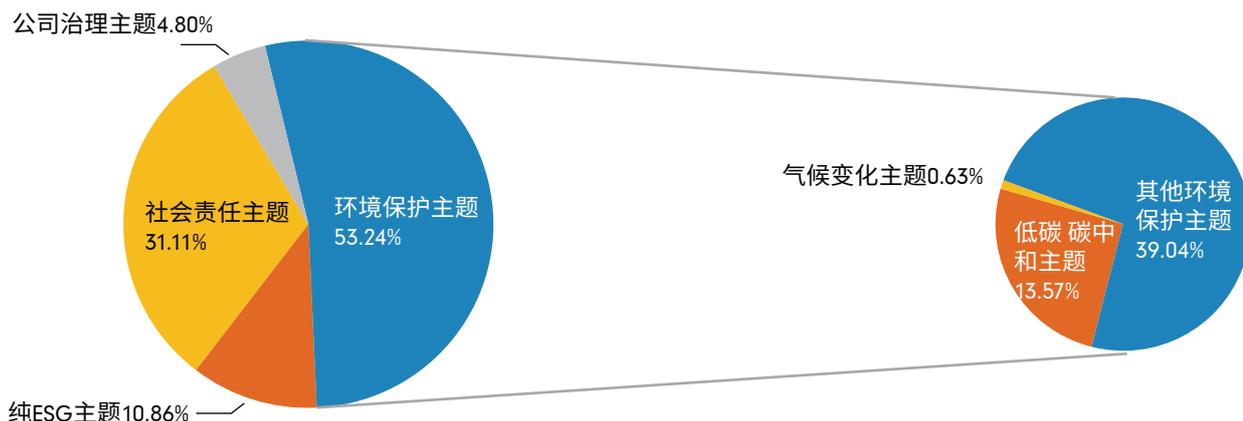


资料来源:Wind;数据日期:截至2024/12/31

为更精准分析环境主题基金中以低碳或气候变化为主题产品的发展趋势，我们参考了鼎力可持续ESG基金数据库，对低碳、碳中和、气候变化主题基金进行统计。统计显示，截至2024年12月31日，环境保护主题中以低碳或气候变化为主题的

基金（产品名称中明确带有低碳、碳中和、气候变化相关表述）占ESG基金数量的比例为14.2%。考虑“双碳”目标实现的紧迫性与重要性，市场值得进一步对低碳相关主题基金予以关注。

图5: 国内ESG基金累计发行数量统计

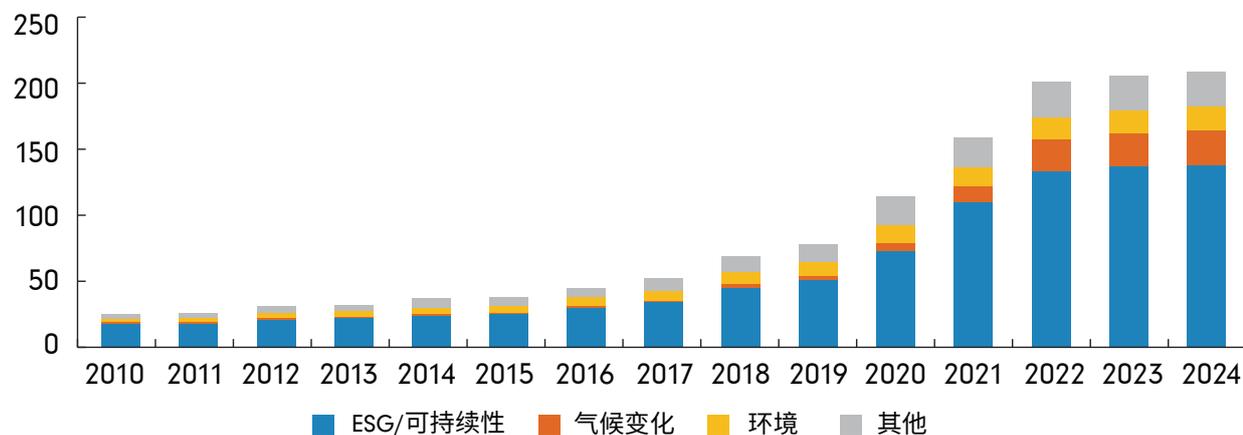


资料来源：鼎力可持续，Wind；数据日期：截至2024/12/31。注：其他环境保护主题基金主要为新能源主题基金。

相比之下，中国香港市场气候变化类型基金发展相对更快。由于香港证监会早在2021年6月就发布了《致证监会认可单位信托及互惠基金的管理公司的通函·ESG基金》，中国香港ESG基金的披露较为规范，策略也更为多元。同样根据基金名称划分主题的方法，截至2024年12月，中国香

港以低碳、碳中和或气候变化为主题的基金共有77只，约占所有中国香港ESG基金的36.8%，高于相同统计方法下国内相似类型基金数量占比。而按照香港证监会对ESG基金细化主题的分类，2024年气候变化主题基金占ESG基金数量比例为12.4%。

图6: 中国香港ESG基金累计发行数量统计（按香港证监会细化主题分类）



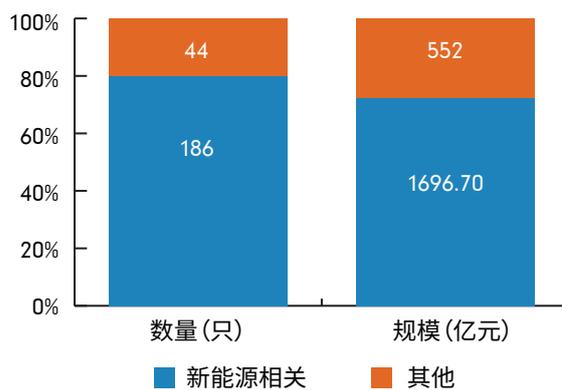
资料来源：鼎力可持续，HK SFC；数据日期：截至2024/12/31



ESG基金发展挑战

虽然环境主题基金在ESG基金中占比较高，但其投资标的与新能源板块高度重合，导致基金的收益与新能源板块的表现紧密相连，从而受到行业周期性波动的影响。目前环境主题基金在全部ESG基金中规模和数量占比分别为34%、48%，在所有的ESG基金中规模排名第二⁴、数量排名第一，是我国ESG基金中的主要投资主题。而目前环境主题基金投资标的与新能源板块高度重合，数据显示，截至2024年12月31日，环境保护主题基金中，基金名称、基金Wind概念中包含新能源、锂电池、光伏等新能源板块相关关键词的基金数量和规模分别为186只、1697亿元，占环境保护主题基金数量和规模比分别为81%、75%。

图7: 国内环境保护主题基金中新能源相关基金数量规模占比



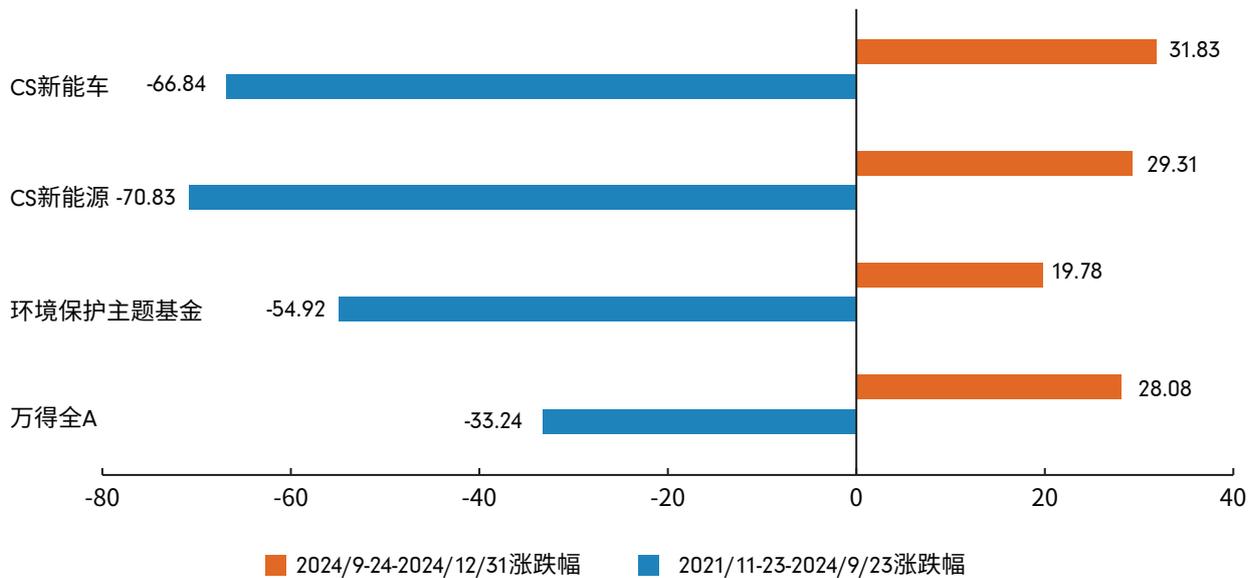
资料来源:Wind;数据日期:截至2024/12/31

⁴注: 介于A500的推动, 规模排名第一为“纯ESG基金”。

根据Wind数据的统计,从2021年11月23日至2024年9月23日,两大新能源板块指数——CS新能车和CS新能源分别大幅下跌了66.84%和70.83%;与此同时,环境保护主题基金受到重仓的新能源板块标的拖累,在相同时间区间也下跌

了54.92%,远高于万得全A的跌幅。新能源板块的显著收益波动性在一定程度上削弱了ESG投资所倡导的长期稳健投资理念,凸显了环境主题基金在市场动荡中所遭遇的挑战。

图8: 新能源板块收益波动较大 (单位: %)



资料来源:Wind;数据日期:截至2024/12/31

同时,目前我国传统行业转型所需要资金缺口较大,环境保护主题基金对该领域覆盖较少,支撑略显不足。环境保护主题基金目前集中投资于清洁能源、绿色交通、节能减排等纯绿或接近纯绿的产业,而较少涉及浅绿和棕色产业。高碳企业转型需要大量资金支持。据中国金融学会绿金委测算⁵,在“双碳”目标背景下,中国未来30年绿色低碳投资累计需求将达487万亿元,其中

60%与低碳转型相关,规模近300万亿元。在目前的绿色金融框架下,高碳企业的经济活动通常不符合“绿色”的定义,其低碳转型的融资难度较大。传统高碳行业占GDP比重大于纯绿行业⁶,低碳转型升级的资金需求迫切、资金缺口巨大,而目前环保主题基金对该领域的支持力度略显不足。

⁵殷红、何敏,《转型金融为经济绿色转型发展注入新动力》

⁶根据国家统计局及其他公开信息、媒体报道整理。传统高碳行业传统行业主要包括第二产业中的工业(如制造业、采矿业)和建筑业,减排需求迫切;绿色行业涵盖新能源、新能源汽车、环保服务等低碳领域。其余为第三产业为主,包括信息传输、软件、金融、教育等服务业,碳强度相对低的中性行业。

An aerial photograph of a large-scale construction site, likely a dam or a major infrastructure project. The image shows extensive terraced earthworks, with multiple levels of concrete and soil structures. A winding road or path cuts through the site, and a small yellow vehicle is visible on it. The terrain is rugged and shows signs of heavy excavation and construction activity. The overall scene is one of large-scale engineering and earthmoving.

绿色低碳相关指标的 投资应用探索

综合上述分析，我们认为当前环境主题基金与新能源行业主题基金高度重合，过高的行业集中度不仅导致收益周期性波动较大，也忽视了传统行业转型发展的资金需求。因此为充分挖掘我国绿色低碳转型背景下的投资机遇，探索如何将绿色理念与投资策略相结合，实现投资收益与社会效益的和谐统一，我们在报告中针对企业

绿色低碳收入和环境处罚事件的投资应用指标进行了回测，通过指标与公司估值、市场回报的关联性分析，验证绿色低碳相关指标的投资有效性，并进一步对其在投资策略中的实际应用方案提出了建议，可有效助力环境、低碳主题投资的落地应用。

绿色低碳收入对估值的影响分析

本研究以2023年12月31日为时间节点，选取宽基指数即沪深300和中证800的成分股的上市公司作为研究样本，以过去五年的股票及财务表现指标衡量企业市场表现。

本研究的核心解释变量绿色收入来自鼎力可持续数字科技（深圳）有限公司（下称鼎力可持续）的绿色收入数据集。鼎力绿色收入数据集以《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》（后文简称《指导目录》）为核心，同时参考《绿色债券支持项目目录（2021年版）》及《欧盟分类法》等国内

外主流绿色分类标准，搭建绿色活动判断逻辑，以此确定企业在绿色产业中的参与程度和影响力。鼎力绿色收入数据集提供不同绿色主题细分及整体绿色收入情况。该数据集基于公司公开披露的财务数据颗粒度判断获取最保守的绿色收入占比值；同时也结合一系列非财务信息判断公司商业活动中的绿色属性，从而获取合理的最大估计值。其他公司财务及市场表现数据主要来自Wind数据库并进行计算整理。

图 9: 鼎力绿色收入数据集核心指标

鼎力绿色收入数据集 — 核心指标	
绿色收入总计	<ul style="list-style-type: none"> 《绿色低碳转型产业指导目录(2024年版)》口径 《绿色债券支持项目目录(2021年版)》口径 《欧盟分类法》口径
绿色收入细项	<ul style="list-style-type: none"> 节能降碳 环境保护 资源循环利用 绿色能源低碳转型 生态保护修复和利用 基础设施绿色升级 绿色服务

资料来源:鼎力可持续

市场回报: 上市公司的市场回报是指投资者通过持有公司股票在一定时间内获得的收益率, 通常以公司股价的涨跌幅来衡量。考虑到绿色收入对上市公司影响可能存在滞后性, 本研究使用2020年至2024年的年涨跌幅作为上市公司市场回报的取值。

绿色收入: 本研究中使用的绿色收入指标数据占比来自鼎力可持续, 该指标主要参照《指导目录》, 识别出公司业务收入符合《指导目录》的部分, 定义为“绿色收入”。绿色收入占比即为绿色收入占营业收入的比例。本研究使用衍生自2019年至2023年年报披露数据的企业绿色收入占比作为“绿色收入”(Green Income) 取值。

本研究首先将样本公司分为“有绿色收入”和“无绿色收入”两大组, 并进一步按行业绿色收入水平从高到低分为5组, 通过分组分析不同绿色收入水平对公司市场回报的影响。

总体来看, 绿色收入占比较高的企业集中于新能源、环保、节能技术等行业, 而这些行业的市场表现往往受到政策支持和技术突破的推动。因此, 这些企业在市场向好时期往往具有更高的增长潜力。以光伏行业为例, 该领域的绿色收入占比在2024年达到了77%。受益于行业技术进步和政策支持, 光伏企业在2020年至2021年间显现出强劲的市场回报。

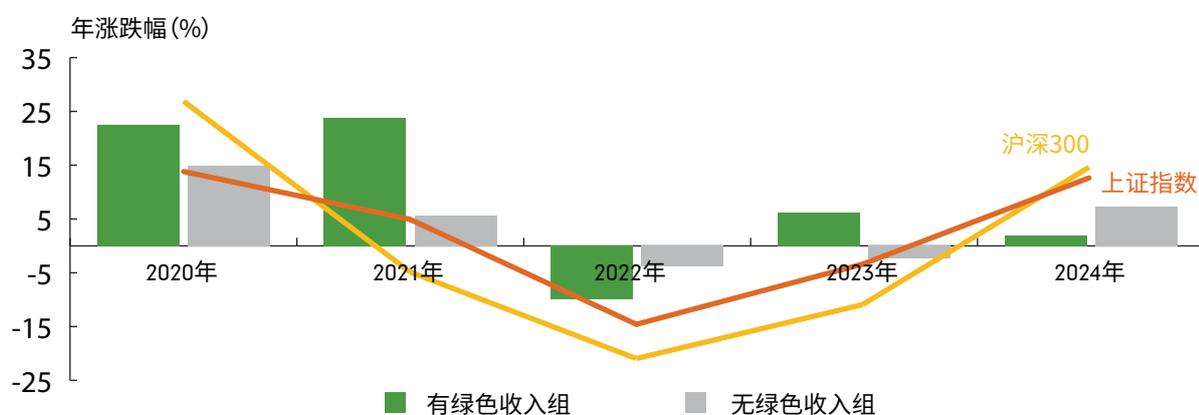
从样本公司2020年到2024年的市场表现来看, 绿色收入与市场回报存在一定关系, 但这种关联性会随市场环境和政策导向的变化而呈现不同特征。2020年至2021年, 绿色收入占比较高的上市公司展现出明显的市场回报优势, 其表现普遍优于绿色收入占比较低的企业, 这种优势在不同程度的绿色收入分组中均有所体现。这一现象反映了在特定时期内, 市场对绿色低碳业务的积极认可。

2022年, 市场整体表现不佳, 绿色收入占比较高的公司在市场波动期间表现出较大的敏感性。这可能由于绿色收入高的公司集中于新能源、环保等领域, 这类公司的市场回报出现显著下滑, 且降幅往往超过绿色收入占比较低的企业, 甚至低于主要市场指数。例如, 2022年由于整体市场表现不佳, 光伏行业的回报大幅下滑。这种波动性或揭示绿色收入的“双刃剑”效应——由于行业集中度较高, 在相关行业市场繁荣时具有更强的上升动能, 但在调整期可能承受更大的压力。

在2023年至2024年间, 随着市场环境的逐步改善, 绿色收入占比较高的上市公司较2022年回报有所增长。这一趋势与沪深300和上证指数的整体走势基本同步, 表明绿色低碳业务在经历市场调整后仍具有持续发展的潜力。

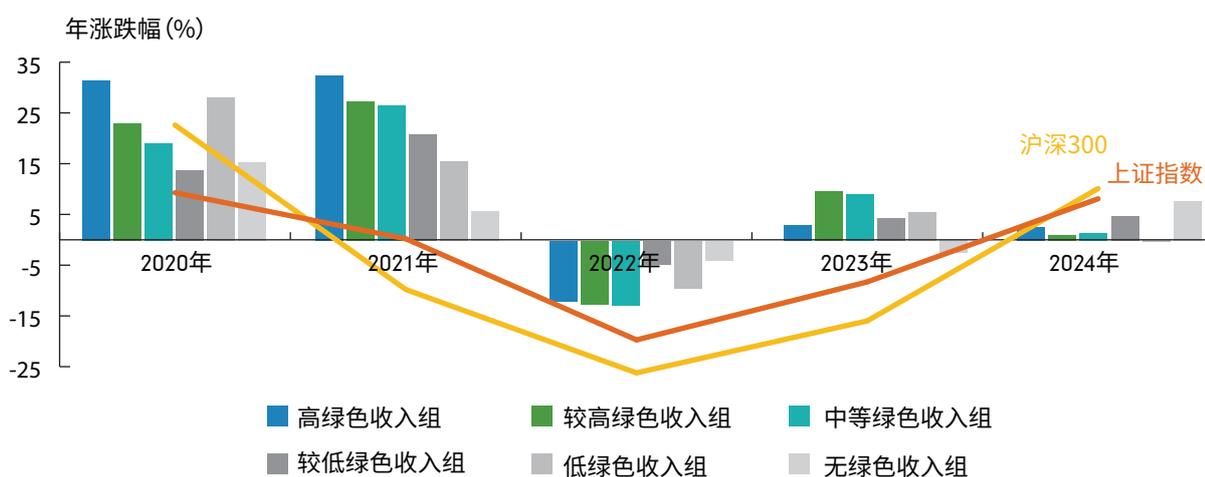


图 10：行业有无绿色收入⁷与年度涨跌幅（使用行业历史成分股数据）



数据来源：鼎力可持续, Wind; 数据日期: 截至2024/12/31

图 11 行业绿色收入水平与涨跌幅（使用行业历史成分股数据）



数据来源：鼎力可持续, Wind; 数据日期: 截至2024/12/31

⁷注：行业绿色收入水平以前一年行业内企业平均绿色收入占比 (%) 衡量

在国际市场中，绿色收入策略的“双刃剑”效应也有较多体现。在过去3年，绿色收入视角有助于捕捉在全球可持续发展和能源转型大背景下具有高增长空间的标的。从个体企业层面来看，绿色收入对市场表现可能带来积极影响。以Canadian Solar (纳斯达克代码: CSIQ) 为例，作为全球光伏组件“五巨头”之一，在2024年新增了美国本土光伏产能同时实现了储能市场的快速扩张，加州电网等项目不仅增强了公司未来盈利能力⁸，也巩固了其在绿色能源领域的市场地位。凭借稳健的财务表现和持续扩张的可再生能源业务，Canadian Solar在2024年间实现显著高于大盘的市场回报，成为全球高绿色收入企业的典型代表⁹。同样在亚太地区，专注于锂离子电池材料生产的韩国企业Ecopro BM在2023年取得了超过200%的显著涨幅¹⁰。

然而，由于绿色收入高度集中于特定行业，相关指数可能较宽基指数表现出更大波动性。例如，富时罗素基于罗素1000指数，选取绿色收



入 (Green Revenue) 占比最高的50家公司组成罗素1000绿色收入50指数 (Russell 1000 Green Revenues 50 Index)。尽管该指数长期走势与罗素1000指数大致同步，但历史收益表现未持续优于基准，且在1年、3年及5年期间均呈现更高波动率¹¹。类似地，富时罗素环境机遇可再生和替代能源指数 (FTSE EO Renewable and Alternative Energy Index) 的各期波动率也显著高于富时罗素全球权益指数 (FTSE Global Equity Index)¹²。

这些数据表明，在政策支持背景下，绿色主题行业虽然可能持续带来投资机会，但高度集中于绿色主题的行业也面临较大波动风险。这种波动既源于基本面因素，也受到行业发展趋势的影响。需要强调的是，行业调整并不必然意味着基本面恶化，更多反映了行业发展的周期性特征。若政府对这些行业的长期支持态度保持积极，相关行业仍有望维持良好发展势头。

随着全球绿色低碳转型深化，高绿色收入企业在长期发展中仍具备显著增长潜力，有望持续为投资者创造价值。因此，探索内涵更丰富的绿色低碳投资是很有必要的，需要应用多元丰富的可持续和转型相关指标构建投资策略，而非仅依赖绿色收入单一指标。目前，市场中已有投资机构和可持续数据供应商开始探索和应用更丰富的数据指标，例如联合国可持续发展目标契合度评价、行业转型水平评价、气候风险评价、碳排放测算模型等多元数据产品，可支持机构投资者全面评估企业绿色低碳发展水平，优化投资策略构建。”

⁸List Solar. Canadian Solar Secures 1.8 GWh BESS Deal in US

⁹Canadian Solar. Canadian Solar Reports Fourth Quarter and Full Year 2024 Results

¹⁰CompaniesMarketCap. Stock price history for Ecopro BM

¹¹FTSE Russell. Russel 1000 Green Revenues 50 Index

¹²FTSE Russell. FTSE Environmental Opportunities Index Series



环境政策、处罚对估值的影响分析

近年来，随着可持续发展理念和绿色发展理念的广泛传播，我国在环境保护方面的政策力度逐渐加大，一方面通过法律法规约束企业履行环境责任，另一方面通过市场机制引导资本流向更环保的方向。因此，企业的环境违规行为不仅会引发行政和经济处罚，还会对其声誉、股东权益及长期发展产生深远影响，例如通过市场信号传导机制，直接影响企业的市场估值。因此，在“双碳”战略和ESG监管体系日益完善的背景下，政策对企业市场表现的影响也正变得愈发显著。实证研究表明，这种政策影响呈现出双向性。

一方面，环保政策也具有显著的引导性效应，能够为积极采取低碳策略的企业带来市场溢价，主要通过以下途径传导：

1.提升品牌形象与竞争力: 积极应对环保挑战并采取领先策略的企业往往能够获得市场的正面反馈。这类企业在公众眼中被视为具有社会责任感的品牌，有助于增强消费者忠诚度和品牌价值。此外，技术创新带来的效率提升也可能转化为竞争优势，从而推高股价¹³。

2.政策支持与补贴: 政府为了鼓励企业进行环保改造和技术革新，可能会提供财政补贴或其他形式的支持措施。对于那些能够有效利用这些资源实现转型升级的企业来说，这不仅有助于缓解短期的资金压力，还可能为其长远发展奠定基础，从而对股价形成支撑作用¹⁴。在我国也如此。近年来，我国陆续出台相关环保方面政策，对2014-2017年的10个环境相关政策的研究发现，在短期内，宣布新的环境政策会损害严重污染企业的股票回报¹⁵。

¹³Porter, M. E., van der Linde, C. (1995). Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 97-118.

¹⁴Sun, G., Wang, J., & Ai, Y. (2024). The impact of government green subsidies on stock price crash risk. *Energy Economics*, 134, 107573.

¹⁵Guo, M., Kuai, Y., Liu, X., (2019). Stock market response to environmental policies: Evidence from heavily polluting firms in China

我们实证研究发现，环保相关政策对高碳企业及低碳转型企业可能存在实质性影响。2021年9月11日，国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，能耗限制主要集中在螺纹钢、黄磷、电解铝、工业硅、建材、煤电等高耗能行业，相关股票标的面临股价大幅下挫风险，例如某钢铁、某铝业等高耗能行业公司在政策出台两个月内平均股价下跌超30%。而能耗双控企业股价提振效应明显，某磷矿企业、某锂电池龙头、某新能源电池供应商等低碳转型代表企业的股价则显著上涨，涨幅平均超过20%，其中某新能源电池供应商更是上涨逾35%¹⁶。除此之外，环保相关政策也可能与企业环保投入息息相关。例如一项研究基于长江三角洲重污染企业的数据，分析2014年国内推出的一种与河流治理相关的创新环保法规“河长制”对企业环保投资的影响，发现“河长制”的实施对长江流域高污染企业的环保投资产生显著积极影响，这种影响经历了先上升后下降的趋势，虽然在实施上仍需改进，但“河长制”在促进弱经济竞争地区企业增加环保设施或项目投资方面具有潜力¹⁷。

另一方面，依据有效市场假说，新信息会迅速反映在股票价格上¹⁸。例如王依和龚新宇¹⁹采用手工搜集的2007-2017年49家“两高”上市公司的67个环保处罚样本，涉及化工、钢铁、煤炭开采等六个行业，对环保处罚发布前后股票市场的反应进行了实证研究，发现了在环保处罚公示当日，股价大幅下跌，带来显著为负的异常收益率，最多的下跌了7.72%，并且这种影响可以持续到次日。这类信息主要通过两个核心机制进行传导：

1. 严格的环保法规要求企业投入更多资源用于污染治理、技术升级及绿色产品开发等，这将直接增加其运营成本²⁰。如果这些额外成本无法有效转嫁或通过创新带来的收益补偿，就会挤压企业利润，进而对股价产生下行压力²¹。其次，当环境规制加强时，曾经发生过负面环保事件（如罚款或违规信息披露）或正在发生负面环保事件的公司股价通常会受到更大的影响，因为投资者预期此类事件将增加公司的运营成本或损害其声誉、进而影响未来的盈利潜力²²。

¹⁶Wind, 统计区间2021.9.10-2021.10.29。

¹⁷Zhang, J., Chen, S., Gao, C. (2024), Does environmental regulation promote enterprise environmental protection investments? A quasi-natural experiment from river chief system in the Yangtze river delta of China

¹⁸温梦瑶. (2022). 基于市场反应和企业行为视角下的环境规制效果研究(博士学位论文, 上海财经大学). 博士

¹⁹王依, 龚新宇. (2018). 环保处罚事件对“两高”上市公司股价的影响分析

²⁰Lanoie P., Laplante, B., Roy, M. (1998) Can capital markets create incentives for pollution control?

²¹Guo, M., Kuai, Y., & Liu, X. (2020). Environmental regulation and stock market performance: Evidence from China. *Economic Modelling*, 86, 306–316.

²²Hamilton, J. T. (1995). Pollution as news: Media and stock market reactions to the toxics release inventory data. *Journal of Environmental Economics and Management*, 28(1), 98-113.

2.市场预期调整。投资者对受罚企业未来盈利能力的预期会相应下调，他们担忧更高的合规成本会削弱企业的长期竞争力和财务健康状况。因此，即使短期内公司的实际业绩尚未受到直接影响，环保处罚消息的公布也可能因市场情绪和预期的变化而引发股价波动²³。

为了探究环保处罚影响的大小和持续时间，以及此类影响是否因企业的行业属性或碳排放特征不同而存在差异，我们选择了中证800指数成分股公司作为研究样本，采用事件研究法，分析环保处罚公开对公司估值的影响。本研究的目标是揭示环保处罚对资本市场的作用机制，并为企业制定绿色转型战略提供数据支持。

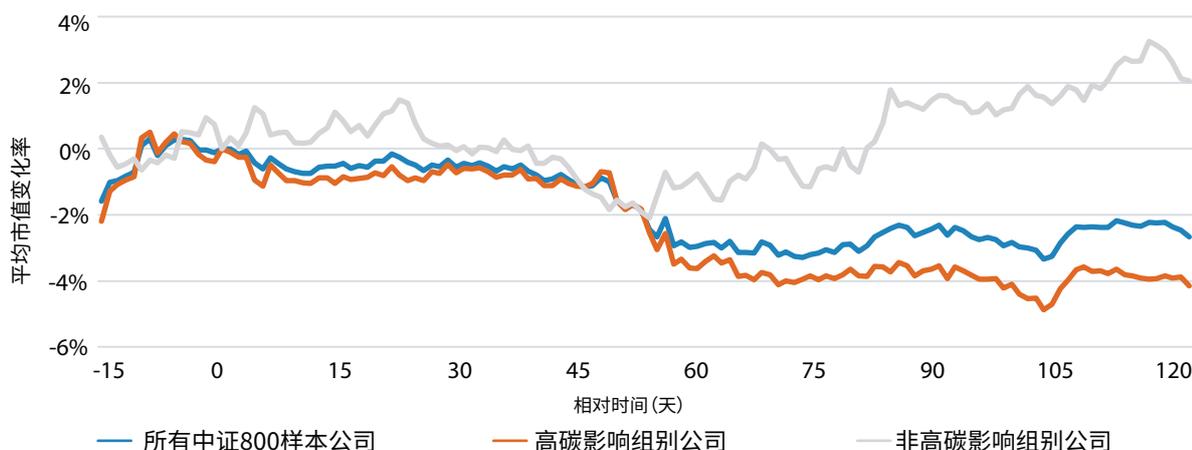
本研究环保处罚数据来自鼎力可持续。鼎力可持续的环保处罚数据时间覆盖2003年至2024年，处罚种类多样，包括但不限于危险废物违规处理、水污染物排放超标、大气污染物排放超标、环保设施未通过验收以及其他违反环境保护法规的行为。经统计，涉及中证800指数成分股公司的处罚信息共有 290 条。进一步分析显示，受处罚较多的行业（按申万一级行业分类）包括钢铁、石油石化、食品饮料、电子、基础化工等。这些行业的特

点是生产环节对环境资源的依赖度较高，排放的污染物种类复杂且总量较大，因此更容易受到监管和处罚。

本研究采用事件研究法，检验上市公司在环保处罚事件中的市场反应。根据有效市场假说，资本市场会迅速对新的负面信息（如环保处罚事件）作出反应，这种反应会直接体现在股价的波动上。**我们将处罚事件的公开日期定义为事件发生日（即 $t=0$ ），并设置不对称的估计窗口（-15 天至 +120 天）。**这一估计窗口的设计旨在捕捉处罚信息披露前后的市场动态，尤其是对长期市值变化的影响。为避免不同时期内其他因素对市值的干扰，我们汇总2003-2024年间中证800成分股的所有处罚事件，计算事件发生前后市值相较于事件发生当日的变化率。若市值变化率大于0，则说明该日市值高于事件发生日市值；**若市值变化率小于0，则说明该日市值低于事件发生日市值。**

为了进一步分析环保处罚对不同类型企业影响的差异，我们利用富达中国高碳行业分类，按碳排放量和产业链环境影响将样本公司分为高碳影响和非高碳影响两个组别。

图 12: 环保处罚公示前后公司市值变化



资料来源：鼎力可持续，Wind。处罚数据库时间覆盖2003-2024，中证800样本时间为2013-2024。

²³Capelle-Blancard, G., Laguna, E. (2010). How does the stock market respond to chemical disasters? Journal of Environmental Economics and Management, 60(2), 105-121.

如图12所示，环境处罚对公司市值的影响整体上是负面的。在事件发生日 ($t=0$) 之后，所有中证800样本公司的平均市值下降，并在事件发生后的30天内持续走低。这表明环境处罚的公开对公司市值产生了显著的负面冲击，且市场反应较为迅速。

在事件发生后的长期窗口 (+120天)，样本公司市值的平均跌幅约为-2%。这一结果表明，环境处罚不仅对短期股价产生负面影响，还可能通过声誉损害等途径对公司市值产生持续性负面影响。

我们进一步将样本公司分为高碳影响组和非高碳影响组，分析这两类公司在环境处罚事件中的市值变化差异。高碳影响组的公司的事件发生日后市值下跌幅度较大，并呈现出持续下跌的趋势。在事件窗口的后期 (+120天)，高碳影响组的公司市值平均跌幅约为-4%，显著高于样本公司整体的跌幅水平。

另一方面，非高碳影响组的公司处罚发生后的反应较为迟缓，在事件发生30日后才出现下跌趋势，但跌幅较小。在事件窗口的后期 (+80天)，非高碳影响组的公司市值基本回升至事件发生前的水平。这表明非高碳影响组的公司处罚后的市值恢复能力较强。

从市值变化率的时间趋势来看，高碳影响组的公司处罚发生后面临更大的估值压力，市值恢复速度较慢，甚至在本研究所统计的事件窗口后期仍未恢复到事件发生前的水平。而非高碳影响组的公司则展现出更强的恢复能力，其市值在处罚后约50天开始出现回升，并最终基本恢复甚至超越处罚前的水平。这一现象可能是因为高碳影响组的公司往往在环境治理方面存在短板，其生产模式或业务结构高度依赖高排放行业，处罚事件可能强化市场对此类公司的负面预期。

研究结果表明，环境处罚事件不仅直接影响企业的短期股价，还可能通过声誉损害等途径对公司市值产生持续影响。对于高碳排放行业的企业而言，这种影响尤为严重。对于高碳影响组的公司而言，环境处罚事件的负面影响不仅体现在短期股价波动上，还可能通过强化市场负面预期对公司市值造成长期拖累。这表明非高碳影响组的公司并不会实质性面临环境问题，且风险复现概率较低。绿色低碳发展策略不仅有助于降低企业的环保风险，还可能通过提高市场认可度为企业带来绿色溢价。

借鉴到低碳转型领域，尽管在环保领域已经观察到这样的信号，中国尚未在许多行业中建立碳强度的定价信号。但正如以上展示的，过去由于环保相关法规变更或环保处罚导致显著影响的实例说明政策干预可能成为一个区别性因素，说明政策干预可能成为一个区别性因素。尽管目前没有碳强度的定价信号，但近年来我国陆续出台的相关政策文件聚焦产业绿色转型，通过政策引导企业着眼长远与可持续发展的布局。例如在2023年7月中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》，意味着随着我们接近2030年中国碳达峰目标年，碳减排将变成企业具有竞争力的因素。因此，鉴于在这方面缺乏压力，评估过去的趋势可能不是最有效的方法。

基于上述研究，我们认为采取多元化策略来平衡过度集中的绿色投资的周期性特征至关重要。通过节能减排相关因子、低碳转型实践等扩大绿色相关投资范围，并将争议作为可能的负面筛选因素，从而大幅扩充可投范围，减少因聚焦某些行业产生的波动，推动高碳及棕色行业公司转型，同时降低尾部风险拖累。



绿色低碳转型数据在基金产品 端的应用-以富达为例

在政策支持和“双碳”战略的引领下，可持续投资已成为未来资本配置的重要方向，有助于实现风险收益平衡和长期稳健增长。不过绿色主题行业投资应当结合多元化投资策略，将高碳行业的转型企业纳入投资视野，从而减弱单一行业波动对整体业绩的影响，并且识别环保违规，进一步规避尾部风险。这些策略为可持续投资提供了更多保障，推动绿色资产定义向多元化

和国际标准靠拢，促进绿色金融产品和创新型金融工具的发展。

在此背景下，富达将全球可持续投资经验与中国实践深度耦合，深化绿色产品研发，既是履行“双碳”目标下的可持续投资责任的必然要求，更是顺应资本趋势的战略选择 – 通过平衡环境承诺与商业价值，为社会效益与企业竞争力的协同提升注入动能。

富达ESG投资研究体系

富达国际总部位于伦敦，是全球资产管理先锋、也是可持续投资理念的积极倡导者，践行可持续投资20多年。从 2003年我们正式开启了可持续投资的探索历程起，我们先后签署了联合国负责任投资原则 (PRI)，推出并不断提升富达自有的 ESG评级体系及一系列富达专有的可持续投资评估工具，积累了丰富的可持续投资经验。

除传统的财务分析和评级之外，富达将ESG研究也深度整合进投资流程，这类研究主要包括内部的ESG评级、气候评级和可持续发展目标

(SDG) 工具，通过以上工具来全面分析一家公司的负面和正面影响。传统的财务分析和评级，以及富达专有的ESG评级由基本面研究团队牵头开展，由可持续投资团队提供支持；SDG工具和气候评级则是由可持续投资团队牵头开展，由研究团队反馈意见。富达将这一系列可持续研究和评价体系与他们的基本面研究深度结合，让可持续投资完全融入分析师、基金经理的日常工作，融入投资的各个环节中，真正成为投资行为的一部分，支撑投资决策，使得可持续研究工具服务于基金产品的各个流程。

图13: 富达可持续投资研究体系



资料来源：富达国际，2025

富达ESG评级

我们的ESG评级旨在就发行人的可持续特征提供前瞻性评估，重点关注其运营方式及相关负面影响和风险²⁴。

富达的ESG评级以四大关键原则为基础：

1. 同时考虑**非财务和财务影响**（“双重重要性”）。聚焦绝对影响，有助于比较不同行业和地区的表现。

2. 提供与财务预测相辅相成的**前瞻性观点**，了解发行人的长期前景。

3. 考虑100多个子行业的**重大影响**，以制定更有针对性和更相关的指标。

4. **针对不同案例的灵活评价结果**。综合各个E、S和G评分，提供发行人层面的整体ESG评分和走势评级。

富达SDG工具

可持续发展目标（SDG）是由联合国制定，受到国际认可的发展目标，旨在消除贫困、保护地球，并确保所有人可在2030年前都能享有和平与繁荣。这些可持续发展目标随后被采用为可操作的具体目标与指标。更多详细信息，请参阅联合国网站。

我们的SDG工具让我们深入了解发行人对环境和社会成果的积极贡献。我们关注于产品和服务（公司的实际业务），而非运营一致性（公司的运营方式）。

SDG工具与我们评估因ESG议题所产生的负面影响的ESG评级互为补充。

我们SDG工具有三个主要使用场景：

发行人及企业层面评估 — 分析收入对每项可持续发展目标的贡献百分比，可用作协助界定主题投资范围的输入数据。

当地法规如欧盟可持续金融披露条例（SFDR） — SFDR要求识别可为环境或社会成果带来积极贡献，并符合“可持续投资”资格的发行人。

报告 — 让我们能够以一致且可扩展的方式，向客户报告各基金的投资对SDG的贡献。

²⁴注：若无富达ESG评级，则可能采用第三方ESG评级。第三方ESG评级与富达ESG评级之间的优先次序可能因产品而异，详情请参阅基金合同。

富达气候评级

我们的气候评级对发行人的运营是否符合《巴黎协定》²⁵ 的目标进行评估，从而全面了解气候相关风险和机遇。我们关注三大关键领域：

碳排放披露：披露范围一、范围二的排放及范围三内的重要排放。

减排目标：关注于目前排放、温室气体净零排放规划目标和减碳目标。

气候治理：分析与气候目标挂钩的高管薪酬计划，以及治理权责和监督架构。

富达可持续投资产品布局

随着各国家和地区的监管机构不断强化对可持续产品信息披露和分类的监管，例如欧盟出台的可持续金融信息披露条例 (SFDR)，英国金融监管局发布的投资产品可持续披露要求 (SDR)，分别对产品分类、命名和投资比例等方面做出更明确的规定，富达构建了自身的可持续投资产品框架。今年我们更新和丰富了投资框架，使其符合各个市场要求，同时满足了SFDR、SDR等监管要求：

富达的可持续投资框架下三个产品类别：

1. 不受ESG限制类产品期望追求财务回报，同时有可能将ESG风险和机遇纳入投资流程。

2. ESG倾斜类产品期望追求财务回报，同时推动

环境和社会特征。此类产品偏向投资相比产品有关基准或投资范围中ESG表现较优秀的发行人。

3. ESG目标类产品期望追求财务回报，同时以ESG或可持续发展作为主要投资重点或目标。

富达之所以有目前成熟的可持续投资产品体系，离不开这些产品监管的驱动。截至2024年12月底，富达国际运用不同可持续投资分析工具，发布了70支ESG目标基金产品，募集了共计230亿美元，主要包括可持续的聚焦以及一系列的ESG主题类的基金，包括这些年被动投资兴起，我们以ETF为主标的一些绿色低碳、转型的一类基金等等。对ESG进行倾斜的产品截至2024年12月底，规模大概为1340亿美元。

²⁵《巴黎协定》是一项于2016年11月生效的国际条约。该协定旨在将本世纪全球气温升幅控制在较工业化前水平的2°C以下，并尽量进一步将气温升幅控制在1.5°C以下。其定义和详细内容包含在我们的气候报告中。



富达绿色低碳主题产品案例

作为绿色投资的践行者和探索者，富达积极开展可持续投资的研究，例如本报告对绿色低碳相关指标（如绿色收入、减碳指标、争议事件等）的测试与量化分析已经充分证实了该类指标的投资有效性。而在投资实践中，我们进一步基于

富达自有的以及富达审核的专业数据库，对上述指标进行拓展和细化，设计可持续、低碳投资策略，并在国内外发行相关主题产品，从而有效挖掘绿色低碳转型浪潮下的投资收益。

富达国际产品实践

(1) 富达亚洲股票ESG基金

从集团看，我们发布了多支可持续产品，其中富达亚洲股票ESG基金是富达国际旗舰的可持续投资产品之一，同时也是富达国际可持续产品框架下ESG目标类产品，并以宽基类指数作为其比较基准。

对于ESG目标类中的ESG领先者产品，富达主要用到的可持续投资工具为ESG评级、剔除框架以及作为富达可持续实践核心的互动沟通，通过投

资高质量的可持续发展公司来实现长线资本增长的目标。亚洲股票ESG基金需要对至少90%的资产的ESG特性进行评估，并排除ESG评级最低的20%证券，旨在使其投资组合的ESG得分高于其投资范围。基金的投资策略包括至少80%的资产投资于ESG评级高的发行人，以确保投资组合在环境、社会与公司治理方面表现更优。ESG评级在环境特征方面主要考虑碳强度、碳排放、能源效率、水资源管理等指标，在社会特征方面关注产品安全、供应链管理、健康与安全等议题。

积极与企业沟通是该基金环境或社会投资策略的重要组成部分。富达通过与被投资企业开展长期的对话，了解他们的可持续和低碳转型实践，以及ESG问题对经营可能产生的影响，从而真正识别出那些积极践行可持续发展理念的公司以及推动公司可持续变革。此外，作为组合风险管理的一部分，基金采用富达公司层面的剔除清单、以原则为基础的剔除政策以及与巴黎协定一致的基准剔除清单，以降低由转型风险等因素导致的潜在下行风险。

资料来源：富达国际，2025

(2) 全球高收益公司债研究增强巴黎协定一致基准ETF

除主流ESG产品布局之外，富达国际也发布了多支与气候变化相关的创新产品，例如全球高收益公司债巴黎协定一致基准ETF。该基金的可持续投资目标是通过限制其投资组合的碳排放风险，与《巴黎协定》长期全球变暖目标保持一致，并实现收入和资本增长。基金的碳减排目标将与Solactive巴黎全球公司债高收益美元指数（“基准”）保持一致，直接从投资组合角度践行低碳转型。该基准跟踪全球公开发行的高收益、投资级公司债的表现，同时旨在与《巴黎协定》的温室气体减排气候目标（“EU PAB 减排要求”）保持一致。EU PAB 减排要求基准在发布时的排放强度水平比同等（未与《巴黎协定》保持一致的）全球市场范围的排放强度低 50%，随后目标是同比进一步提高脱碳目标，目前平均每年下降 7%。由于符合欧盟 PAB 减排要求以及欧盟巴黎协调基准的最低技术要求，该基准将被标记为欧盟巴黎协定一致基准。

投资策略上，基金经理致力于确保基金的投资组合符合基准的碳排放表现，进而符合欧盟 PAB 的减排要求。因此，基金投资于有助于实现环境目标（即减少碳排放）的经济活动。这意味着，投资组合中的标的公司也需要设定富有雄心的低碳减排战略，并积极投入以保证目标的实施，才能保证在组合层面有较低的碳排放。这与我们在上文中检验的“公司是否有阶段性减碳战略”“公司动力煤相关在建工程支出”及“公司可再生能源在建工程支出”具备一致性。

与基准相比，基金经理寻求通过增加对 ESG 评级较高的证券的投资（根据预期风险调整后收益进行加权）来改善投资组合的整体 ESG 状况。也从综合的可持续发展表现上对表现较好的公司进行了加权。此外，基金经理还会考虑债券规模和发行人权重，以及基准的行业、国家、久期、发行人规模和权重，以实现优于基准的表现并与基准的碳排放表现保持一致。

基金至少 90% 的资产将为具有环境目标的可持续投资，并且此类投资不会严重损害任何其他环境和社会目标，并且被投资公司遵循良好的治理实践。对于直接投资，基金需遵守全公司排除清单以及基于原则的筛选政策。

如果基金投资于不构成基准一部分的证券，则此类发行人会接受争议筛查，包括税务、贿赂和腐败筛查，以帮助满足被投资公司的良好治理要求。除了这些筛选之外，还使用基本面研究来评估发行人的治理实践，包括富达 ESG 评级、有关争议和联合国全球契约违规行为的数据。分析的要点包括资本配置记录、财务透明度、关联方交易、董事会独立性和规模、高管薪酬、审计师和内部监督、少数股东权利等指标。

资料来源：富达国际，2025

富达中国产品实践

过去近两年的时间里，我们把富达国际可持续及绿色低碳的投资实践不断落地到中国。我们近期发布了投资中国市场的低碳成长基金，该基金借鉴富达国际的全球经验与成熟框架，既符合中国特色，也对齐国际投资人对绿色低碳的主流理解，由我们中国团队获批后与兴业银行合作，于2024年12月日宣布成立。

本基金通过定性分析与定量分析相结合的分析方法选择估值合理、具有持续竞争优势和较大成长空间的个股进行投资。富达通过对于各类ESG工具的深入理解和灵活应用，尽可能地在保证产品能创造一个可观的财务收益的同时兼顾可持续主题目标和低碳转型目标。

1) 定性分析。本基金定性分析主要基于基金管理人的投研团队采用案头研究和实地调研相结合的方法对拟投资公司的、核心竞争力、主营业务成长性、公司治理结构、经营管理能力、商业模式等进行定性分析，把握公司盈利能力的成长性与可持续性，并对其估值水平进行综合研判，深度挖掘优质的个股投资机会。

在上市公司的美好成长性上，本基金将深入分析上市公司获得业绩增长的内在驱动因素，以及业绩增长和驱动因素的可持续性。

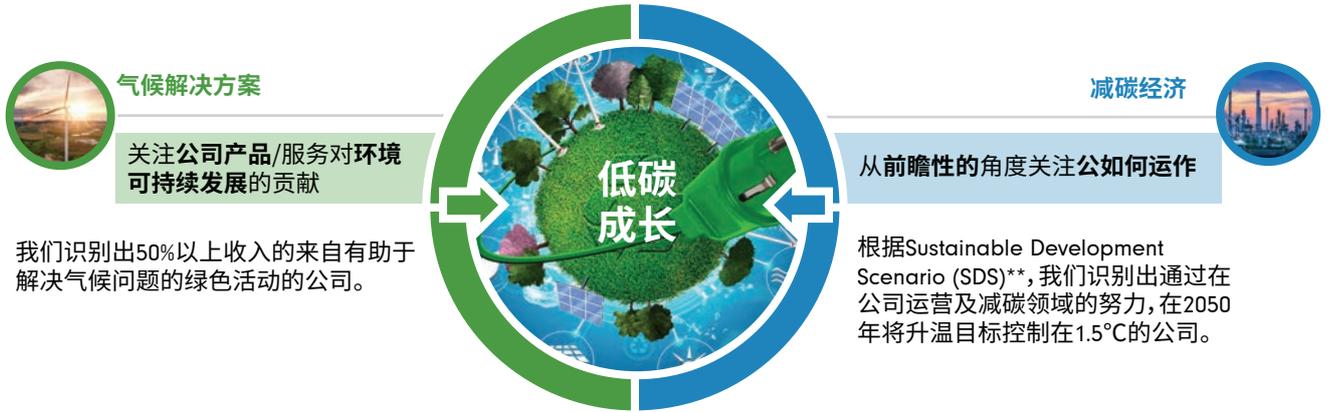
2) 定量分析。本基金定量分析，从全市场选股，筛选出符合本基金界定的低碳主题的上市公司。在上市公司的低碳属性上，本基金将重点关注绿色收入因子，还有低碳转型因子，包含上市公司是否具有自身节能减碳表现突出、对全球升温控制的贡献度高等特征。通过定量的因子选取

了绿色低碳收入高、具备减碳战略、在减碳中持续投入的公司。此外，定量分析还包括主要基于对上市公司相关财务指标与估值指标的分析。选择价值被低估或者估值水平相对合理、与成长性相匹配的上市公司股票进行投资。

在定量气候分析上，这一支产品体现了富达在中国的推行低碳发展的承诺和雄心，主要聚焦在“气候解决方案”和“减碳经济”两大板块(图14)。我们会对底层公司的数据，主要是公司关于产品和服务的绿色收入方面进行分析同时，也会把自身的减碳表现突出的公司纳入组合中。具体来说，在绿色收入方面，我们通过量化指标，方便基金经理找到有助于实现与一个或多个可持续发展目标一致的绿色环境目标，或者通过技术和解决方案实现全球脱碳的公司，包括参与设计、制造/销售技术或解决方案产品或服务的企业，以及对绿色转型、下游企业绿色赋能有贡献的企业。当前，随着发改委《绿色低碳转型产业指导目录》等文件的提出，绿色收入核算的范围也逐步标准化和统一化，因子的有效性有望进一步提升。同时，我们通过外部供应商对温室气体排放、减排目标等的测算量化分析企业减碳表现，全行业筛选减碳表现优异的企业。最后得到的“减碳表现”结果也与我们上述分别进行的因子测算具备强相关，具备投资有效性。

此外，我们以沪深300的碳中和指数作为基准，行业方面也尽量均衡，使得我们能够在全市场范围选股(图15)，既能够帮助我们挑选出能够有良好的绿色成长性的企业，也能够让我们关注到那些绿碳转型突出的企业。

图14:富达低碳成长投资策略

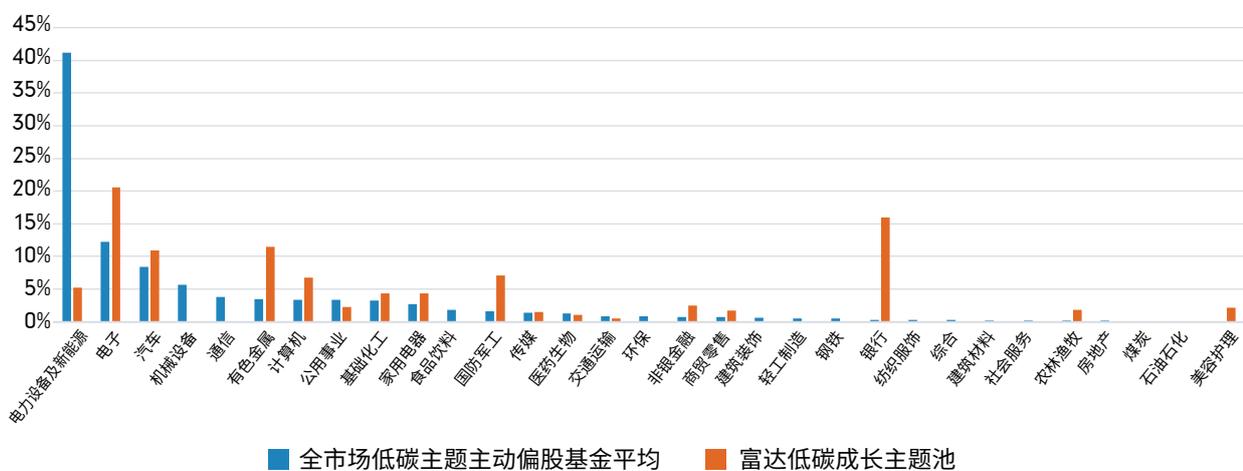


资料来源:富达中国, 2025





图15: 富达低碳成长主题池分行业表现



资料来源:富达中国, Wind, 组合数据截至2025年度半年报。全市场低碳主题基金指市场上的低碳主题基金为成立满一年的主动型低碳、碳中和、气候变化主题基金, 数据截至2024年底。

结合第二部分绿色低碳相关指标的应用探索研究, 我们得出结论, 即通过节能减排相关因子、绿色低碳转型实践等扩大绿色相关投资范围, 并将争议事件作为可能的负面筛选因素, 从而大幅扩充可投范围, 减少因聚焦某些行业产生的波动, 推动高碳及棕色行业公司转型, 同时降低尾部风险拖累。因此, 富达低碳成长基金在构建时将此纳入考量, 本基金与主要关注可再生能源领域的传统绿色基金不同, 富达中国低碳成长基金以300碳中和指数作为业绩比较基准, 探索了多种策略, 例如减碳战略、绿色转型收入、绿色赋能收入, 而非仅仅专注于纯绿的绿色收入。这种方法使我们的基金经理能够接触到多元化的发行

人, 既能够帮助我们挑选出能够有良好的绿色成长性的企业, 也能够让基金关注到那些绿碳转型突出的企业, 使基金在管理行业波动性方面比专注于绿色收入主题的基金更具优势。通过识别传统绿色行业之外的优质投资机会, 该基金还提升了其成长潜力和韧性, 为客户提供兼顾可持续性和投资回报的差异化投资组合。富达的基金经理采用主动管理策略, 可适时进行策略调整, 而非如ETF被动跟踪。因此基金能够最大化敞口, 来实现这些领域的多元化投资, 从而使基金能够从更广泛的政策变化和其他新兴趋势中获益。此外, 随着国家目标的演变, 行业分布更分散的主题池使得基金能够有效应对监管环境的变化。



富达投后管理案例

可持续投资不仅止于投资本身。积极所有权，也就是我们常说的尽责管理、主动参与，也是富达可持续投资战略的重要组成部分。在尽责管理层面，富达勤勉尽责地履行基金管理人对被投资企业环境保护与社会责任实施情况的监督义务，以维护基金份额持有人权益、提升上市公司质量为目标，贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念。当被投企业的可持续实践被认为有提升空间，或投资者有机会促进和影响企业的ESG发展时，我们会积极与相关的管理层接洽并展开对话，行使股东表决权、建议权、质询权，鼓励并要求被投资企业积极承担社会责任。如今富达已经积累了丰富的投后管理经验，助力公司推动绿色转型和高质量发展。

(1) 助力某银行绿色金融服务能力提升²⁶

当企业主动找到富达来获得ESG洞见时，我们通常认为这是我们的投后管理工作初见成效的重要信号-例如去年6月找到我们主动沟通的一间中国最大的银行之一，令我们感到尤为鼓舞。

在与该银行开展了两次成功的ESG沟通后，该行相关团队找到富达，希望可以进一步提升自身绿色金融实力。该行高度重视ESG和绿色金融，稳步开展各项工作，持续提升实践与披露水平。在过去几年中，持续深化董事会层面的监督机制，各委员会各司其职，承担相应的ESG职责，并在管理层设立了绿色金融委员会，定期审议绿色金融及客户ESG风险管理等议题。同时，也逐步建立健全绿色金融考核机制，在高管考核中设置可持续发展相关指标，考核结果与薪酬分配挂钩。

其对绿色产业的资金支持，也从2021年，我们首次接触时承诺的“十四五”期间对绿色产业新增信贷支持目标，由“不少于1万亿元人民币”，在去年提升到了“不少于3万亿元人民币”。以成为“绿色金融服务首选银行”为目标，该银行非常重视与投资者的不断交流和学习，因此希望同富达深入研究探讨业内最佳实践，以及如何进一步提高其ESG披露水平——这些都将最终影响到这间拥有数亿客户银行的未来绿色金融和环境管理实践。

²⁶富达国际2024中国公司投后管理报告

在最近一次深度沟通后，该行加强了对其投资组合碳排放的核算，重点关注火电和水泥等高碳行业。同时，在其首份独立的绿色金融TCFD报告发布之际，再次收集包括富达在内的投资者反馈，期望以优质、及时、全面的环境相关信息披露，为投资者带来更多有价值的决策信息。在持续的交流中，富达也分享了我们是如何系统地评估一家银行的整体ESG实践，及其对投融资业务带来的环境相关影响的管理方式，从而帮助该行了解海内外同业的最佳实践和发展趋势，丰富完善体系和管理工具。

正如该行所说：“绿色是高质量发展的底色。”我们相信，随着企业在发展核心业务和战略决策时，进一步融入对ESG因素的考量，可以持续改善企业的可持续发展水平。最重要的是，通过富达与该银行的推动金融服务逐“绿”而行的持续互动沟通，充分体现了投资者和企业开展高质量尽责管理的关键要素——以开放的心态和信任为基础，“双向奔赴，化金为绿”。

2) 中国乳业品牌开启“绿”动新篇章²⁷

随着中国居民生活水平和健康意识的提升，国民饮食结构也在变化，特别是中产阶级家庭对高蛋白食品的需求，提高了乳制品的消费量。这种需求的增加，如果没有伴随着可持续农业和畜牧业实践的同步发展，可能会加速森林砍伐和生物多样性的丧失。为了应对和管理此类风险，富达发起了一项企业专题沟通计划，重点关注那些其运营或供应链可能有较大相关风险敞口的企业，其中就包括两家领先的中国乳业公司。

2023年6月，富达实地拜访了其中一家企业，介绍了富达针对森林砍伐这一系统性风险的应对之策，以及对被投企业的实践要求。虽然当时该企业已经采取了一些行动，但还缺乏对其整体供应链毁林风险管理的策略。在随后的几个月中，该乳业龙头主动与富达加强对话，深入了解投资人的具体期望。考虑到企业当前的准备情况，以及业内和其他地区的最佳实践，我们建议公司制定一个自上而下的反毁林政策，并分享了相关的资源与材料。

半年后，我们欣喜地看到，该乳业品牌发布了森林保护承诺，力争到2030年实现无森林砍伐的棕榈油、纸张和纸浆、大豆和豆粕供应。针对这些具有毁林风险的大宗商品进行专项管控，深化供应链的溯源工作，提高对可持续原材料的采购比例。

富达也同时与另一头部乳业品牌开展了相关对话，在2023年深赴内蒙古，探访沙漠有机奶源。在这十年间，该品牌的主要供应商将200平方公里的荒漠变成了饲料作物的绿色牧场，“点沙成绿”。同时，该品牌也避免从存在潜在高毁林风险的国家进口大豆，而是全面采购国内生产的有机大豆以确保质量。今年早些时候，公司发布了行业内首份参考自然相关财务信息披露工作组（TNFD）披露建议所编制的报告，成为中国首批参考该框架进行披露的公司之一。

²⁷富达国际2024中国公司投后管理报告

(3) 沟通促进气候进展及可持续发展

企业可持续投资的发展离不开监管、资产所有者、实体企业的通力合作。监管的相关激励政策和资产所有者、资金端的绿色投资理念引导资管机构的投资行为和资金流向,推动绿色和可持续投资规模与业务发展。传导到实体企业,富达致力于与同业共同践行积极股东主义,主动影响实体企业绿色转型、可持续发展。在国内,富达也加入了中国气候联合参与平台(CCEI),牵头组建了联合参与化工企业的工作,携手其他投资者与中国上市公司展开应对气候与可持续相关的对话与交流。

富达与一家中国基础化工行业的领军企业在2024年首次接触,为吸引更多长期资金以及海内外下游客户,公司表达了其迫切希望提升其可持续发展的需求。在2025年2月,在富达牵头下,依托CCEI平台与招商基金、鹏华基金、易方达等五家机构代表与中国石油和化学工业联合会专家共同赴企业总部开展实地调研,并与公司副总裁、董事会秘书及ESG团队就低碳转型战略展开专题研讨。投资者针对ESG信息披露提出多项关于碳减排、披露等具体建议。



在沟通过程中,该公司展现出显著的ESG管理成熟度:管理层绩效与ESG指标挂钩的激励机制,连续两年发布ESG报告的实践,逐步获得投资者认可。其2050全价值链碳中和目标已细化至量化中期目标,结合企业主业,通过科研创新和技术攻关,开发了更为清洁的原料及技术路线,并更多使用清洁能源,从而从碳减排、碳捕捉、碳回收、碳替代四个方面,提升可持续的化工生产能力,验证“科技驱动绿色生产”路径的可行性。

针对国际碳足迹核算互认、化工降碳技术产业化等议题,特邀专家从行业高度提出该公司新材料产品对下游减排的赋能价值,并期待其成为可持续化工技术标杆。投资者则通过自身视角帮助公司识别海内外ESG关注重点、提出披露等优化方向。双方将建立后续ESG专项沟通机制,共同推动基础化工行业构建涵盖环境合规、气候韧性、社会共生的高质量发展范式,这为行业探索“双碳”目标下ESG价值转化提供了参与式治理样本的借鉴。

公司在最新ESG报告中展现出高效执行力:一一采纳并落实富达及其他参会机构的建议;针对双重重要性议题设定了挑战性目标并进行妥善披露;应对部分实施难度较高的目标,已启动分阶段推进计划。在富达与公司的共同努力下,今年年中,公司的MSCI ESG评级从B级连升两档至BBB级,万得ESG评级从A连升两档至AAA。企业ESG治理水平的提升、ESG披露报告的完善以及ESG评级的改善充分证明了富达在助力企业可持续发展中所做出的重要贡献。

总结与展望



综合以上内容，我们可以看到，近年低碳转型政策密集出台。宏观方面有国务院《中共中央 国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》作为纲领；产业方面，相关产业政策积极推进多行业绿色低碳转型；《绿色金融支持项目目录（2025年版）》完善绿色金融标准体系和基础制度；《企业可持续披露准则》的陆续出台标志着国内可持续信息披露体系正日趋完善。此外，随着ESG相关的监管制度的建立，国内上市公司ESG信息披露质量将得到大幅改善，ESG数据底层覆盖率、真实性、可比性与财务重要性均将显著提升，可有效改善市场对企业ESG表现判断的准确性，将提升ESG信息对资管机构投资决策的增量价值，降低ESG理念与投资策略结合的投研成本，提升ESG投资有效性。

因此，绿色低碳转型投资的政策要素正逐步齐备，而经过我们的实证检验，绿色收入、环保处罚等工具因子具备投资的有效性，但需要结合多元化投资策略，同时将高碳行业企业的减碳战略及相关环保违规纳入考量，以分散风险。富达的绿色低碳转型投资产品也充分响应了全球气候变化的大背景，使用ESG评级、气候数据、绿色收入数据等创新性因子，在支持低碳绿色企业发展的同时，将资本引入传统高碳行业中正在转型的优秀企业，成为投资者应对气候变化趋势的投资工具。未来，富达将进一步和企业紧密沟通，促进全球低碳转型的进一步发展。

结合当前发展现状，我们认为面向未来绿色转型投资的落地，提出以下三点趋势展望：

1、企业ESG披露加速完善，数据驱动投资覆盖范围扩展。

要有效引导资本投向绿色金融，丰富的绿色投资策略不可或缺，构建有效绿色投资策略离不开高质量的绿色主题数据，而高质量的数据需要企业有效的ESG信息披露。随着新“国九条”强调要健全上市公司可持续信息披露制度，三大交易所正式发布《上市公司可持续发展报告指引》，并在此基础上进一步起草并发布了《可持续发展报告编制指南》²⁸。

《编制指南》结合了国际可持续准则理事会（ISSB）的标准，特别是《第二号 应对气候变化议题》的报告编制指南，标志着我国对于气候变化相关信息披露的重视程度，有望提升当前ESG数据特别是碳排放、气候转型等数据的可得性、一致性、可靠性。此外，《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》、《绿色金融支持项目目录（2025年版）》等文件的发布，更加明确了市场对绿色资产的界定与标准，中国人民银行也设置了转型金融专题，并在试点地区推出了四大领域的转型金融标准²⁹。我们认为ESG政策将继续聚焦于企业端的ESG披露与治理，逐渐推动企业提升自身发展的可持续性与发展质量，并提高企业对于特别议题更深入的理解与披露，从而引导企业进行高质量和规范化的信息披露，提升数据的真实性、有效性与覆盖率。综合不断完善的绿色及转型标准，这将有利于投资机构开展ESG、绿色、转型等多元化相关数据库及投资评价工具等基础设施建设，扩大可投范围，为可持续投资夯实基础，通过投资激励传统行业的公司绿色转型而非只投资于纯绿企业。

²⁸《可持续发展报告编制指南》指，《上海证券交易所上市公司自律监管指南第4号——可持续发展报告编制》、《深圳证券交易所上市公司自律监管指南第3号——可持续发展报告编制》、《深圳证券交易所创业板上市公司自律监管指南第3号——可持续发展报告编制》、《北京证券交易所上市公司可持续发展报告编制指南》

²⁹专家解读 | 《绿色金融支持项目目录（2025年版）》发布——中国环境网

2、ESG评级与宽基指数相结合，引导资金流向，绿色金融资金规模加速扩张，有望形成一定的流动性溢价。

上交所2024年11月6日发布的《推动提高沪市上市公司ESG信息披露质量三年行动方案（2024—2026年）》中明确指出，支持指数公司推出气候转型指数产品，鼓励基金公司发行各类ESG主题、绿色主题ETF基金产品和ESG指数跟踪基金，强调支持上市公司通过股权融资、发行ESG主题债券、绿色债券、低碳转型债券等实现绿色低碳转型，并鼓励金融机构为ESG评级高的上市公司提供融资优惠和便利。区别于此前各指数公司基于宽基指标编制的ESG基准等指数产品，ESG评级以负面剔除策略融入现有高影响力宽基指数的模式不断推广，继上证180、中证A500指数后，深交所宣布2025年6月创业板指数剔除国证ESG评级B级以下公司，ESG评级对资金流动的影响规模将显著加大。

随着绿色金融的稳步发力，ESG宽基指数产品与绿色金融工具创新有望持续提速，仅目前宣布纳入ESG理念的中证A500、上证180和创业板指跟踪产品规模便达近4000亿元，因此与ESG理念挂钩资金规模有望达到万亿体量。一方面对企业来说，ESG实践的财务ROI或者增量估值正反馈有望更加明确，另一方面对资管机构来说，ESG投资的流动性溢价将显著增强，将进一步提升ESG投资收益的有效性。

3、ESG策略走向多元化，尽责管理地位提升。

《公开募集证券投资基金管理人参与上市公司治理管理规则》的发布规范了基金管理人参与上市公司治理的参与机制，同时配合证监会《上市公司治理准则》对提升上市公司治理水平的要求，增强了对参与公司治理的积极性和必要性。未来ESG投资将以维护基金份额持有人权益、提升上市公司质量为目标，贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，从被动筛选向积极所有权转变，形成更加良性的市场互动机制。伴随着ESG投资应用范围的扩张和投资应用深度的升级，资产管理机构的ESG投资研究也将进一步深化。我们认为未来ESG投研体系发展将呈现三个核心方向，其一是资产管理机构需系统性地建立ESG投资架构及评价体系，考虑多元ESG投资因素，实现在投资全流程中的ESG整合；其二是围绕上市公司的ESG研究将进一步优化升级，结合积极所有权，资管主动参与企业公司治理，推动更全面、完善的企业端披露以及实体经济绿色低碳转型；其三是面向债券、基金、指数编制等不同资产类型、投资策略和相关ESG产品体系逐步建立，引导资本投资可持续的公司。以此，良性的市场互动机制将全面联动生态圈有效提升实体经济可持续发展。



致谢

本报告的编制及可持续投资成果的取得得益于多方专家的专业支持与宝贵建议。谨向富达国际可持续投资策略主管Gabriel Wilson-Otto先生对富达中国低碳成长混合型证券投资基金的设计、以及富达国际亚太区投后管理主管王芳女士对于投后管理的战略指导，致以衷心感谢，为行业提供了兼具本土适配性与全球可比性的实践范本；同时诚挚感谢兴业银行作为可持续金融的先行者支持低碳成长基金的发行，以及兴业银行总行绿色金融部副总经理陈亚芹女士及总行研究院吴艳阳先生在绿色金融领域的鼎力支持，为创新型产品提供了坚实保障。

富达基金管理（中国）有限公司可持续投资团队
鼎力可持续数字科技（深圳）有限公司



可 持 续 投 资 专 家



欢迎关注官微
「富达在中国」

公司地址:上海浦东新区世纪大道8号国金中心二期7层
客服邮箱:services@fidelity.com.cn