

2023年12月20日

债券市场 ESG 投资生态现状及优化——ESG 与信用评级系列研究（三）

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

高慧珂
gaohk@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



主要内容:

国外 ESG 投资在固定收益市场的应用正在攀升，根据 IIA（Index Industry Association）对全球主要资管机构的调查显示，固定收益是目前投资需求增长最快的 ESG 资产类别，2021 年-2023 年，在固定收益投资中考量 ESG 因素的资管机构占比从 42% 上升到了 78%。同时，鉴于债券市场的 ESG 投资生态环境会影响市场将 ESG 因素纳入信用评级考量的积极性，因此，本篇我们将分析国内债券市场的 ESG 投资生态优化问题。

ESG 投资理念引入债券市场的必要性在于：ESG 投资理念符合我国经济高质量发展的内在要求；对外开放背景下，外资流入强化国内债券市场 ESG 投资需求；对长期投资而言，ESG 在帮助债券投资者规避风险方面能发挥更正面的贡献。

市场的 ESG 投资生态主要包含三个维度：ESG 信息披露、ESG 评级、投资实践。总体来看，国内债券市场的 ESG 投资生态弱于权益市场。债券市场未有相关政策要求以社会责任报告或 ESG 报告或可持续发展报告形式全面披露 ESG 信息。ESG 评级方面，债券市场相关产品供给相对较少，公开披露的债券发行人 ESG 评级结果也很少。投资实践方面，国内债券市场未对 ESG 债券产品进行界定，可持续类债券产品是当前国内债券市场 ESG 投资的重要组成部分，主要是绿色债券，市场规模有限，债券市场 ESG 投资的驱动力来自于政策端，绿色债券的投资者主要是银行，与国外相比，国内债券市场 ESG 指数产品发展缓慢。

独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

优化国内债券市场 ESG 投资生态的相关建议：明确 ESG 债券的具体范畴，并持续扩大国内 ESG 债券市场规模；加大对 ESG 债券的投资支持力度；引导债券市场发行人重视 ESG 信息披露；鼓励债券市场发展 ESG 评级；发展国内债券市场 ESG 指数产品。

新发展阶段下，随着可持续发展理念的推进，ESG（环境、社会责任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance 的缩写）理念逐步深入资本市场，信用评级机构也越来越关注 ESG 领域。本系列研究报告聚焦 ESG 与信用评级，本篇为系列第三篇。

与国外相比，国内 ESG 投资策略的应用仍有限，市场对 ESG 风险和 ESG 价值的认可度仍有待提高。对债券市场而言，因为债券投资的回报是固定的，债券投资者无法像股权投资者那样分享 ESG 价值带来的额外收益，因此，债券市场 ESG 投资理念的应用更少。但是，需要注意的是，国外 ESG 投资在固定收益市场的应用正在攀升，根据 IIA（Index Industry Association）对全球主要资管机构的调查显示，固定收益是目前投资需求增长最快的 ESG 资产类别，2021 年-2023 年，在固定收益投资中考量 ESG 因素的资管机构占比从 42%上升到了 78%。同时，鉴于债券市场的 ESG 投资生态环境会影响市场将 ESG 因素纳入信用评级考量的积极性，因此，本篇我们将分析国内债券市场的 ESG 投资生态优化问题。随着债券市场 ESG 投资生态不断优化，将有助于 ESG 风险和价值的进一步体现，从而促进 ESG 在信用评级中的进一步应用。

一、ESG 投资理念引入债券市场的必要性

首先，ESG 投资理念符合我国经济高质量发展的内在要求。当前我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，须完整、准确、全面贯彻以创新、协调、绿色、开放、共享为核心内涵的新发展理念。2020 年 9 月，我国宣布 2030 年碳达峰、2060 年碳中和目标。二十大报告在绿色领域也着墨颇多，提到“推动绿色发展，促进人与自然和谐共生”。2023 年 10 月份召开的中央金融工作会议提到要“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”。近三年的中央经济工作会议均提到，要引导金融机构加大对绿色发展领域支持力度，2023 年中央经济工作会议还明确指要“深入推进生态文明建设和绿色低碳发展”。进入“新发展阶段、树立新发展理念，构建新发展格局”的要求和实现碳达峰碳中和目标任务都将推动国内金融市场 ESG 投资的发展，债券市场作为国内金融市场的重要组成部分，也无例外，需在践行 ESG 投资理念方面发挥自身的作用。

其次，对外开放背景下，外资流入强化国内债券市场 ESG 投资需求。近年来我国金融市场对外开放深度和广度不断增加，中国债券正式被纳入彭博巴克莱、摩根大通、富时罗素三大国际债券指数，引导国际债券配置资金进一步进入中国债券市场，为我国债券市场带来持续可观的资金流入。外资的持续流入在推动国内债券市场 ESG 投资方面发挥着关键作用。首先，国外践行 ESG 投资的资金量大，进入国内债券市场将会增加国内 ESG 配置需求。其次，践行 ESG 投资的外资的流入将会倒逼国内企业更加重视 ESG 信息披露和 ESG 评级，推进国内 ESG 投资生态的完善。最后，境外投资者进入国内市场还能在一定程度上对国内投资者绿色投资理念产生潜移默化的影响，促进我国债券市场 ESG 投资的发展。

最后，对长期投资而言，ESG 在帮助债券投资者规避风险方面能发挥更正面的贡献。对债券市场而言，虽然债券投资者无法像股权投资者那样分享 ESG 价值带来的额外收益，但是，不少研究表明，ESG 在帮助债券投资者规避风险方面有一定的正面贡献，尤其是对长期投资者而言。未来，随着国内债券市场 ESG 投资规模不断扩容、ESG 投资生态不断完善，ESG 在规避风险方面的作用会越来越重要。

二、国内债券市场 ESG 投资生态现状

市场的 ESG 投资生态主要包含三个维度：ESG 信息披露、ESG 评级、投资实践。总体来看，国内债券市场的 ESG 投资生态弱于权益市场。

1. 债券市场 ESG 信息披露

债券市场 ESG 信息披露要求可以总结为：社会信息鼓励披露，治理信息强制披露，重点企业、绿色债券发行人环境信息强制披露，没有相关政策要求以社会责任报告或 ESG 报告或可持续发展报告形式全面披露 ESG 信息。具体来看环境信息方面，根据《企业环境信息依法披露管理办法》，以下发债企业需要按规定披露环境信息：重点排污单位、实施强制性清洁生产审核的企业、上一年度有以下括号内情形之一的发债企业（因生态环境违法行为被追究刑事责任的、因生态环境违法行为被依法处以十万元以上罚款的、因生态环境违法行为被依法实施按日连续处罚的、因生态环境违法行为被依法实施限制生产、停产整治的、因生态环境违法行为被依法吊销生态环境相关许可证件的、因生态环境违法行为，其法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员或者其他直接责任人员被依法处以行政拘留的）。此外，对于绿色债券发行人，根据 2023 年 11 月 28 日绿色债券标准委员会发布的《绿色债券存续期信息披露指南》，需要披露绿色项目进展及环境效益情况，还需披露绿色项目及运营主体是否发生重大污染责任事故、因环境问题受到行政处罚的情况和其他环境违法事件等信息。

作为对比，上市公司方面，除了以上与债券市场要求一致的监管要求外，根据相关规定，A+H 股上市公司、科创板公司、深证 100 指数成分股、央企控股上市公司按照要求需要披露社会责任报告或 ESG 报告。总体来看，上市公司 ESG 信息披露要求要严于发债企业。实践中，根据《中国 ESG 实践白皮书-基于发债企业和上市公司的观察》，2018 年-2021 年，公募债券发行人 ESG 相关报告的披露比例在 15%~16.5% 之间。上市公司的披露比例高于发债企业，且呈逐年上升趋势，根据 Wind 相关数据，上市公司 ESG 相关报告披露比例从 2018 年的 26.1% 增长到了 2021 年的 31.23%，2022 年的披露比例升至 36.18%。

表 1 债券市场绿色信息披露政策要求

绿色信息披露主体	具体披露内容
重点排污单位	（一）企业基本信息，包括企业生产和生态环境保护等方面的基础信息；（二）企业环境管

	理信息，包括生态环境行政许可、环境保护税、环境污染责任保险、环保信用评价等方面的信息；（三）污染物产生、治理与排放信息，包括污染防治设施，污染物排放，有毒有害物质排放，工业固体废物和危险废物产生、贮存、流向、利用、处置，自行监测等方面的信息；（四）碳排放信息，包括排放量、排放设施等方面的信息；（五）生态环境应急信息，包括突发环境事件应急预案、重污染天气应急响应等方面的信息；（六）生态环境违法信息；（七）本年度临时环境信息依法披露情况；（八）法律法规规定的其他环境信息。
实施强制性清洁生产审核的企业	（一）实施强制性清洁生产审核的原因；（二）强制性清洁生产审核的实施情况、评估与验收结果。
上市公司和发债企业	（一）上市公司通过发行股票、债券、存托凭证、中期票据、短期融资券、超短期融资券、资产证券化、银行贷款等形式进行融资的，应当披露年度融资形式、金额、投向等信息，以及融资所投项目的应对气候变化、生态环境保护等相关信息；（二）发债企业通过发行股票、债券、存托凭证、可交换债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、资产证券化、银行贷款等形式融资的，应当披露年度融资形式、金额、投向等信息，以及融资所投项目的应对气候变化、生态环境保护等相关信息。
绿色债券发行人	（一）绿色债券基本情况、募集资金整体使用情况、绿色募投项目进展与环境效益情况、募集资金管理情况；（二）报告期内绿色债券对应绿色项目及运营主体是否发生重大污染责任事故、因环境问题受到行政处罚的情况和其他环境违法事件等信息，及是否会对偿债产生重大影响；（三）鼓励披露报告期内评估认证报告及绿色发展与转型升级相关的公司治理信息。

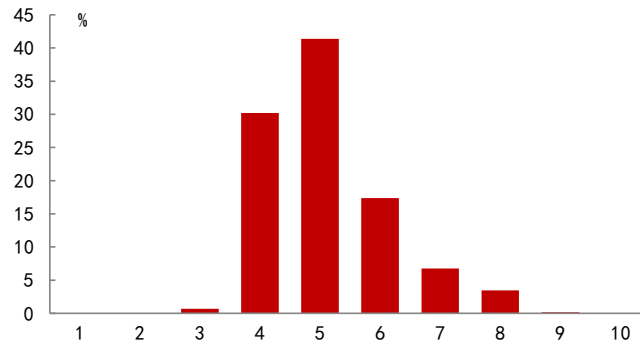
资料来源：《企业环境信息依法披露管理办法》、《绿色债券存续期信息披露指南》，中证鹏元整理

2. 债券市场 ESG 评级

根据本系列首篇报告《ESG 评级与信用评级的区别和联系》，多数 ESG 评级机构的评级对象以上市公司为主，国内主要 ESG 评级机构均对上市公司进行 ESG 评级，并进行持续跟踪，ESG 评级结果也均公开可获得。

债券市场 ESG 评级方面，中债、中金等金融机构的 ESG 评价体系对债券发行人覆盖度相对较高，但相关信息未公开披露。以中债 ESG 评价体系为例，覆盖了 9000 余家境内发债主体，根据《中债 ESG 月报》，截至 2023 年 10 月末，发债主体 ESG 得分接近正态分布，平均分为 5.1 分（上市公司平均分 6.24 分，上市公司平均表现略胜于发债主体）；分项得分上，发债主体 E、S、G 三项平均分分别为 4.89、3.33、6.27（上市公司三项平均分分别为 5.12、4.48、7.71）；从行业角度，发债主体 ESG 平均得分前三名行业分别是电力、热力、燃气及水生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，制造业。

图 1 发债主体中债 ESG 得分分布（截至 2023 年 10 月末）



注：每分代表一档，数值越大，表示发行人相应表现越好；资料来源：《中债 ESG 月报》

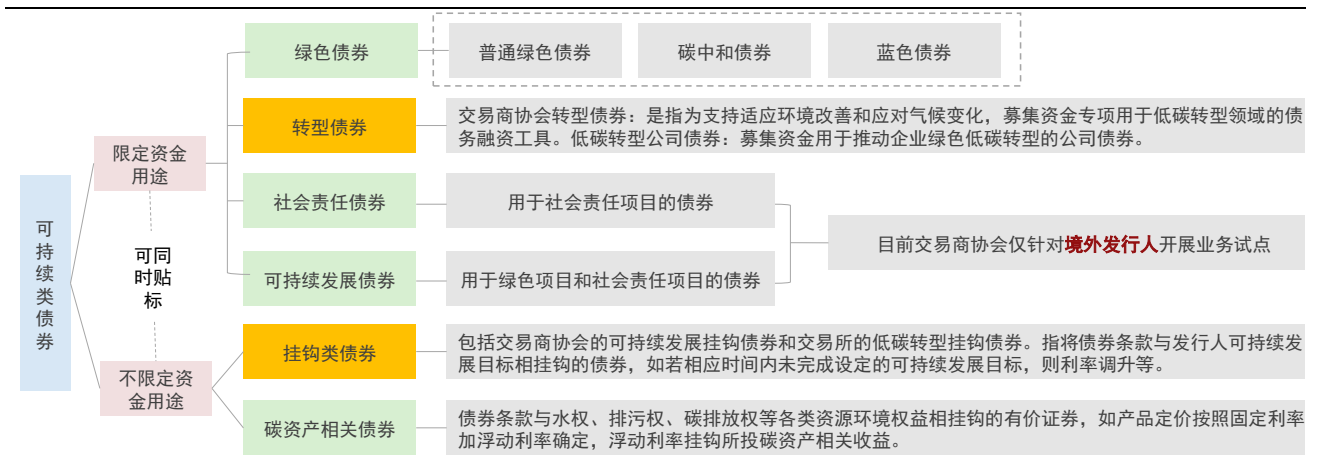
可以看出，在 ESG 评级方面，债券市场相关产品供给相对较少，公开披露的债券发行人 ESG 评级结果也很少，债券市场 ESG 评级仍处于缓慢起步阶段。原因主要在于，ESG 评级机构的信息来源主要是公开信息（如年度报告、社会责任报告、监管部门的监管信息、媒体报道等），发债企业公开披露的信息相对少，尤其是私募债发行人公开信息极少。此外，债券市场发债主体整体 ESG 评价得分也弱于上市公司。

3. 债券市场 ESG 投资实践

(1) 产品供给端

国内债券市场尚无 ESG 债券产品的界定，广义来看，债券市场 ESG 投资产品不局限于可持续类债券，乡村振兴债券、疫情防控债券、纾困债券等也属于 ESG 范畴，但是可持续类债券产品是当前国内债券市场 ESG 投资的重要部分，国内可持续类债券产品体系如图 1 所示，主要是绿色债券。截至 2023 年 11 月末，国内绿色债券存量余额 2.03 万亿元（不包括未明确贴标的绿色地方政府债），是全球第二大绿色债券市场，绿色信用债发行主体囊括了银行、非银金融机构、企业等等。转型产品（包含转型债券和挂钩类债券）存量规模为 1,287.06 亿元。

图 2 国内可持续类债券图谱



资料来源：中证鹏元整理

（2）政策端

债券市场 ESG 投资的驱动力来自于政策端，多项政策鼓励绿色债券投资。2018 年 6 月，中央人民银行将绿色债券和绿色信贷纳入到中期借贷便利（MLF）担保品范围。2018 年 11 月，中国基金业协会发布《绿色投资指引（试行）》，要求基金管理人应每年开展一次绿色投资情况自评估并上报评估结果。2021 年 6 月，人民银行发布《银行业金融机构绿色金融评价方案》正式将绿色债券纳入银行业金融机构绿色金融评价体系，结果纳入央行金融机构评级等中国人民银行政策和审慎管理工具，激励银行业金融机构进一步增加对绿色债券投资。

（3）债券市场 ESG 投资实践

目前绿色债券的投资者主要是银行，尤其是绿色金融改革创新试验区内的银行，因为政策要求，所以绿色投资积极性较高。

表 2 主要银行业金融机构绿色债券投资情况

银行	绿色债券投资情况
工商银行	2022 年新增投资人民币绿色债券 1263 亿元，新增投资外币绿色债券 4.16 亿美元。
农业银行	截至 2022 年末，自营绿色债券投资余额 1216.4 亿元，较上年末增长 37.8%。
中国银行	位列中国银行间市场交易商协会 2022 年度绿色债务融资工具投资人第一。
邮储银行	截至 2022 年末，绿色债券投资余额 299.50 亿元，较上年末增长 29.58%。
中信银行	截至 2022 年末，投资绿色债券合计 106.76 亿元。
平安银行	截至 2022 年末，持有的绿色债券期末余额 155.04 亿元，较上年增加 102.79 亿元。
广发银行	截至 2022 年末，自营直投各类绿色债券投资余额 66.94 亿元，较 2021 年末增长 33.59%。
招商银行	截至 2022 年末，资金营运中心投资绿色债券期末余额 104.15 亿元，同比增长 60.14%。
兴业银行	截至 2022 年末，非金融企业绿色债券投资余额 331.56 亿元。
民生银行	截至 2022 年末，投资绿色债券余额 422.26 亿元，较上一年度增长 120.88 亿元。
浙商银行	截至 2022 年末，理财持有绿色债券 18 只，金额共计 11.49 亿元，其中非金融企业绿色债券余额 8.86 亿元。
北京银行	截至 2022 年末，资金运营中心持有绿色债券合计 34 只，余额 67.68 亿元。
上海银行	截至 2022 年末，我行绿色债券投资余额 136.93 亿元，较上年末增长 46.46%。

资料来源：各行 2022 年社会责任报告、可持续发展报告、ESG 报告，中证鹏元整理

保险公司也是绿色债券市场的重要投资者，根据保险行业协会发布的《2022 中国保险业社会责任报告》，2022 年，保险业全面支持低碳转型与绿色发展，越来越多的机构将绿色金融上升到战略高度，为应对气候变化、环境改善和资源集约利用提供保险保障和资金支持，助力实现“双碳”目标，保险业绿色债券规模超过 5000 亿，69 家机构建立了绿色金融管理机制及工作小组。根据中国人寿披露的相关的数据，截至 2023

年一季度末，中国人寿资产公司投资绿色债券超 2400 亿元。

机构投资者债券市场 ESG 投资方面，首先，银行理财市场，根据《中国银行业理财市场年度报告（2022 年）》，2022 年累计发行 ESG 主题银行理财产品 110 只，合计募集资金超 700 亿元（2021 年发行只数和募集资金规模分别为 49 只和 600 亿元），截至 2022 年底，银行理财资金投向绿色债券规模超 2700 亿元，投向疫情防控、乡村振兴、扶贫等专项债券规模超 1200 亿元。其次，基金市场，根据 Wind 相关数据，截至 2023 年 12 月 6 日，存续 ESG 公募基金产品共 497 只，产品净值总规模达 5,287.67 亿元。但是，目前 ESG 公募基金主要是股票型基金，债券型基金很少，仅 728.74 亿元，占有 ESG 公募基金的 14%。说明，尽管公募基金是 ESG 投资的重要参与力量之一，但是，其在债券市场的参与度不高。

（4）ESG 相关债券指数

随着 ESG 投资的扩容发展，权益市场和债券市场 ESG 指数产品供应和指数化投资也在增加。在国外，根据 IAA 报告，截至 2022 年末，全球 ESG 指数目前已超 5 万条，同比增长 55%。2022 年，固定收益 ESG 指数增长了 95.8%，是 ESG 指数增长的重要推动力，ESG 固定收益指数数量首次超过了 ESG 股票指数的数量。ESG ETF 产品规模从 2018 年底的不足 900 亿美元增长至 2022 年底的 4500 亿美元左右，年化增速为 50.21%。

国内方面，根据中证研报，截至 2022 年底，市场共发布 376 条 ESG 指数，同比增长 39.78%，境内 ESG 指数型基金数量共 93 只，同比增长 38.81%，规模合计约 1106.84 亿元。由于 ESG 信息披露、ESG 数据可得性、ESG 评级等是决定 ESG 指数发展的重要因素，相比之下，债券市场 ESG 指数的发展要明显慢于权益市场 ESG 指数。截至 2022 年底，国内权益类 ESG 指数数量占比约 77.93%，显著高于固定收益类的 21.01%。国内债券市场 ESG 指数供应商主要是中债、中证等机构，以中债为例，截至 2023 年 12 月 15 日，中债 ESG 系列债券指数有 11 只，包括中债自研以及与银行、券商、理财及保险等各类型金融机构合作开发编制，根据相关信息披露，截至 2023 年 8 月，挂钩中债 ESG 指数的基金规模约 28 亿元。

（5）小节

国内债券市场未对 ESG 债券产品进行界定，可持续类债券产品是当前国内债券市场 ESG 投资的重要部分，主要是绿色债券，市场规模有限。债券市场 ESG 投资的驱动力来自于政策端，多项政策鼓励绿色债券投资，目前绿色债券的投资者主要是银行。与国外相比，国内债券市场 ESG 指数产品发展缓慢。

三、优化国内债券市场 ESG 投资生态的相关建议

1.明确 ESG 债券的具体范畴，并持续扩大国内 ESG 债券市场规模。

目前国内对 ESG 债券没有清晰的界定，建议对 ESG 债券的具体范畴进行明确。可以从产品和发行人两

个层面来界定 ESG 债券，如产品层面，ESG 债券包括可持续类债券、乡村振兴债券等；发行人层面，ESG 债券可以是 ESG 综合表现较好的发行人发行的债券。在对 ESG 债券进行界定的基础上，持续扩大国内 ESG 债券市场规模，提升市场的广度和深度，提高市场流动性，有利于增加对债券发行人和投资者的吸引力。

2.加大对 ESG 债券的投资支持力度。

我国 ESG 投资尚处于起步发展阶段，市场化发展动力仍需时间培养，在这一阶段，监管政策是 ESG 投资得以发展的最重要推动力。具体到债券市场，首先，对于绿色债券，当前已经出台了绿色债券投资鼓励政策，未来可以继续加大鼓励力度，例如降低保险资本占用、给予投资者税费优惠等等。其次，对于其他 ESG 债券，尚无鼓励投资的政策出台，随着市场规模扩容，可以将这些债券纳入鼓励投资相关政策内。最后，鉴于 ESG 理念在帮助长期投资者规避风险方面能发挥更正面的贡献，应重点培养养老金、保险资金等长期资本成为债券市场 ESG 投资主力。

3.引导债券市场发行人重视 ESG 信息披露。

固定收益市场 ESG 投资在境外的发展势头强劲，国内市场具有很大发展空间。ESG 信息披露是 ESG 投资生态建立的基础，未来 ESG 信息披露的逐步强化也是必然的趋势，债券市场发行人可以做好披露 ESG 信息的相关准备，可以从发行 ESG 债券的央企、国企和上市公司母公司着手，鼓励其全面披露 ESG 报告。债券市场监管机构还可以发布 ESG 信息披露指引，一方面便于债券发行人披露 ESG 信息，另一方面也便于投资者及其他第三方机构等使用 ESG 信息。

4.鼓励债券市场发展 ESG 评级。

ESG 评级是 ESG 投资生态中的一环，且根据前文建议，可以从发行人层面界定 ESG 综合表现较好的发行人发行的债券为 ESG 债券，因此发展债券市场 ESG 评级是有必要的。这其中，除了现有的债券市场 ESG 评级提供商之外，信用评级机构也可以发挥很大作用，因为债券市场发行人公开披露的 ESG 信息较少，评级机构可以利用自身对评级对象切身触达的优势，在尽职调查、访谈过程中，获取评级对象额外的 ESG 信息，注重数据信息的积累，构建评级机构自身的 ESG 信息数据库和 ESG 评级体系。

5.发展国内债券市场 ESG 指数产品。

根据前文所述，与国外相比，国内债券市场 ESG 指数产品发展缓慢。近两年，国内债券指数基金增长快速，随着 ESG 投资理念逐步成熟，会推升债券市场 ESG 指数产品需求。发展国内债券市场 ESG 指数产品，也能为 ESG 投资者提供更多的投资品选择。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世贸 大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140