

ESG 建设提速，机遇与挑战并存

——2025 年度 ESG 展望

研究结论

- 回顾 2024 年，政策密集出台推动上市公司提高 ESG 信息披露的数量与质量，近 3 年来沪深交易所的 ESG 报告披露率持续上升。ESG 公募基金总体规模回升，ESG 策略基金扩容加速；ESG 债券以绿债和社会债券为主，今年总体增速有所放缓；绿色贷款余额持续增长，主要投向碳减排效益项目。国内碳交易制度自上而下明确，全国碳市场有序扩容，全球碳市场 2.0 起步。
- 展望 2025 年，我们认为重点关注以下五个方面：**第一，ESG 信息披露方面，政策监管约束逐步加强，相关指导落地细化。**ESG 信息披露制度体系将不断完善，未来有望形成系统性的可持续发展信息披露制度体系，以上市公司可持续发展报告指引为强制性和底线要求，上市公司可持续发展报告编制指南为参考性规范和典型实践推荐的可持续发展信息披露制度体系。ESG 信息披露是推进可持续发展的基础性环节。上市公司应尽早适应新的披露要求，提前布局做好准备工作。
- 第二，关注 ESG 在市值管理中的作用，ESG 将越来越成为企业市值管理的重要组成部分。**今年以来，在新“国九条”的指引下，证监会、国资委分别出台了相关市值管理工作的政策意见，这反映了 ESG 与市值管理之间存在密切的相互作用关系。良好的 ESG 表现不仅能够提升企业的社会形象，还能通过增强透明度和投资者信任，促进市值的提升。市值管理将逐步和长期投资结合。企业在市值管理中将更加注重与 ESG 相关的长期目标设定和绩效评估，推动企业在经济、社会和环境等方面实现协调发展。企业在制定战略时，应将 ESG 因素纳入市值管理的核心，以吸引长期投资者，实现可持续的价值创造。
- 第三、ESG 投资方面，ESG 产品创新受政策鼓励，投资规模有望扩大。**今年以来，上交所、央行等出台政策引导资金流向可持续发展领域。在宽基编制中引入 ESG 理念，目前已有中证 A500 指数、上证 180 指数纳入 ESG 负面筛选策略，剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下的上市公司证券。我们认为随着 ESG 理念越来越为市场所理解、上市公司 ESG 信息披露覆盖度提高及披露质量提高，在政策监管的关注和引导之下，包括 ESG 宽基指数等在内的 ESG 产品创新有望持续提速，相关投资规模有望进一步扩大。
- 第四，全国碳市场有序扩容，全球碳市场 2.0 起步。**全国碳市场有序扩容，未来整体市场的碳排放权交易量有望显著提升。全球碳市场的启动将对中国双碳目标的达成以及产业绿色转型的进程产生积极影响。中国作为全球最大的碳排放国，国际碳市场机制一旦启动，将加速推动中国碳市场国际化的进程。在《巴黎协定》6.4 条框架下，国内碳信用市场势必将向全球统一标准靠拢，以确保碳信用的质量和竞争力，中国企业可以将国内的碳信用输出至全球市场，并通过交易获取更多的国际资金支持国内绿色项目的发展。
- 第五，AI 与科技伦理方面，持续关注技术革新带来的风险及治理。**AI 在 2024 年成为了一个重要投资主题，并可能在 2025 年继续成为 ESG 投资者的关注话题。日益增长的 AI 使用已经揭示出其中存在 ESG 风险。包括在环境方面，AI 与数据中心对能源、资源（如水）等的需求及消耗大幅增长，如何解决数据中心产生的碳排放将对公司整体的净零承诺产生重要影响。在社会方面，伦理安全风险成为必须面对的现实，包括隐私泄露、偏见与歧视、知识产权侵权、虚假信息和网络诈骗等等。交易所指引中明确提出从事生命科学、人工智能等科技伦理敏感领域的科学研究、技术开发等活动的，应当披露遵守科技伦理的基本情况。我们认为，如何确保技术向善将继续是监管、企业和投资者共同关注的焦点。

风险提示

一、国内外 ESG 等政策落地不及预期；二、数据统计存在误差的风险；三、全球宏观经济超预期下行

报告发布日期

2024 年 12 月 25 日

证券分析师

薛俊	021-63325888*6005 xuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100002
赵越峰	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001 香港证监会牌照：BPU173
段怡芊	duanyiqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524010001 香港证监会牌照：BVI649

相关报告

赋能绿色金融深化发展，基于 ESG 评分等探索创新金融产品：——东方证券 ESG 双周报第六十一期	2024-12-14
COP29 大会闭幕，奠定碳市场国际化进程	2024-11-28
ESG 信披指南及沪市三年行动方案发布，助力上市公司可持续发展	2024-11-28
沪深北交易所就可持续发展报告编制指南征求意见：——东方证券 ESG 双周报第五十九期	2024-11-20
发挥绿色金融作用，服务美丽中国建设：——东方证券 ESG 双周报第五十七期	2024-10-19
全国碳市场将迎首轮扩容：——东方证券 ESG 双周报第五十六期	2024-09-22
2023 年沪深 300ESG 报告信披现状：——东方证券沪深 300ESG 信披系列之三	2024-09-17

目录

ESG 政策回顾：密集出台推动上市公司提高信披质与量	4
交易所：从 CSR 到可持续发展	4
财政部：建立国家统一的可持续披露准则体系	6
区域政策：北、上、苏州 ESG 城市建设	7
上市公司 ESG 信息披露现状	8
ESG 投资现状	9
ESG 公募基金：ESG 策略基金扩容加速，总体规模回升	9
ESG 债券：ESG 债券增速放缓，仍以绿债和社会债券为主	10
绿色贷款：余额持续增长，主要投向碳减排效益项目	11
国内外碳市场回顾	13
《碳排放权交易管理暂行条例》颁布，自上而下明确碳交易制度	13
发电行业全国碳配额分配方案旨在进一步提升市场活跃度	14
全国碳市场有序扩容	14
全球碳市场 2.0 起步	15
全球碳市场 1.0	15
全球碳市场 2.0	16
欧洲 CBAM 过渡期即将进入收官年	17
2025 年中国 ESG 展望	18
ESG 信息披露：政策监管约束加强、指导落地细化	18
市值管理：关注 ESG 在市值管理中的作用	18
ESG 投资：ESG 产品创新受政策鼓励，投资规模有望扩大	19
碳市场：全国碳市场有序扩容，全球碳市场 2.0 起步	19
AI 与科技伦理：持续关注技术革新带来的风险及治理	20
风险提示	20
附录	21
2025 年 ESG 大事前瞻	21

图表目录

图 1：近 3 年沪深市场 ESG 报告披露率.....	9
图 2：沪深市场整体 ESG 评级公司分布数量.....	9
图 3：近 5 年 ESG 基金新发情况.....	9
图 4：近 5 年 ESG 基金存续数量情况.....	10
图 5：近 5 年 ESG 基金存续规模情况.....	10
图 6：近 5 年 ESG 债券新发数量.....	11
图 7：近 5 年 ESG 债券新发规模.....	11
图 8：近 5 年 ESG 债券存续规模及数量.....	11
图 9：2024 年 ESG 债券存量结构.....	11
图 10：历年绿色贷款余额、增速及占比.....	12
图 11：绿色贷款主要投向碳减排效益相关项目.....	12
图 12：从用途看绿色贷款余额构成（2024 年三季度）.....	13
图 13：从行业看绿色贷款余额构成（2024 年三季度）.....	13
图 14：清洁发展机制运行模式.....	16
图 15：2017 年至今欧盟碳排放配额价格.....	16
图 16：ESG 信息披露制度体系将不断完善.....	18
图 17：国内温室气体资源减排项目设计与实施流程.....	20
图 18：全国碳排放权交易市场交易运行情况.....	20
表 1：三大交易所历年 CSR/ESG 相关规则.....	4
表 2：《指引》21 项议题设置.....	5
表 3：《指南》起草总体思路.....	6
表 4：《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》主要内容.....	7
表 5：北、上、苏州 ESG 城市建设相关政策对比.....	8
表 6：今年以来偏股型 ESG 基金年化收益率分布（%）.....	10
表 7：CDM 机制应用领域.....	15
表 8：CBAM 工作安排.....	17
表 9：2025 年 ESG 大事前瞻.....	21

ESG 政策回顾：密集出台推动上市公司提高信披质与量

交易所：从 CSR 到可持续发展

国内在对上市公司环境、社会信息披露方面的披露要求经历了较长时间的演化。深交所 2006 年 9 月发布《上市公司社会责任指引》，鼓励上市公司自愿披露社会责任报告，要求上市公司应当根据其对环境的影响程度制定整体环境保护政策，指派具体人员负责公司环境保护体系的建立、实施、保持和改进，并为环保工作提供必要的人力、物力以及技术和财力支持。上交所 2008 年 5 月发布的《上市公司环境信息披露指引》中就要求上市公司披露与环境保护相关且可能对股价产生重大影响的事件，被列入环境保护部门的污染严重企业名单的上市公司需要及时披露相关信息。此后，深交所发布了《中小板上市公司规范运作指引》，要求当上市公司出现重大环境污染问题时，应当及时披露环境污染产生的原因、对公司业绩的影响、环境污染的影响情况、公司拟采取的整改措施等；之后的《上市公司自律监管指引第 1 号——主板上市公司规范运作（2023 年 12 月修订）》和《上市公司自律监管指引第 2 号——创业板上市公司规范运作（2023 年 12 月修订）》也对主板和创业板上市公司提出了公司社会责任报告的披露要求。

表 1：三大交易所历年 CSR/ESG 相关规则

发布时间	交易所	规则名称	主要内容
2006.9	深交所	《上市公司社会责任指引》	要求上市公司应当根据其对环境的影响程度制定整体环境保护政策，指派具体人员负责公司环境保护体系的建立、实施、保持和改进，并为环保工作提供必要的人力、物力以及技术和财力支持。
2008.5	上交所	《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》	要求上市公司披露与环境保护相关且可能对股价产生影响的重大事件，被列入环保部门的污染严重企业名单的上市公司需要及时披露相关信息。
2010.7	深交所	《上市公司规范运作指引》	规范主板和中小企业板上市公司的组织和行为，提高上市公司规范运作水平，保护上市公司和投资者的合法权益。将《上市公司社会责任指引》纳入《上市公司规范运作指引》，推动环境等社会责任信息披露常态化、规范化。
2015.2	深交所	《中小板上市公司规范运作指引》	上市公司出现重大环境污染问题时，应当及时披露环境污染产生的原因、对公司业绩的影响、环境污染的影响情况、公司拟采取的整改措施等。
2016.12	上交所	《关于进一步完善上市公司扶贫工作信息披露的通知》	细化上市公司扶贫相关社会责任工作的信息披露要求，强调企业在扶贫相关方面应履行的社会责任。
2020.9	深交所	《上市公司信息披露工作考核办法（2020 年修订）》	要求主动披露社会责任报告，保证报告内容充实、完整；主动披露 ESG 履行情况，保证报告内容充实、完整；主动披露公司积极参与符合国家重大战略方针等事项的信息，如扶贫攻坚、疫情防控等。
2020.9	上交所	《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》	鼓励科创板公司自愿披露 ESG 方面的更多信息。
2021.10	北交所	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 53 号——北京证券交易所上市公司年度报告》	公司应披露承担社会责任的工作情况，包括公司在保护债权人、职工、消费者、供应商、社区等利益相关者合法权益方面所承担的社会责任；鼓励公司积极披露报告期内巩固拓展脱贫攻坚成果、乡村振兴等工作具体情况；属于环境保护部门公布

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

			的重点排污单位的公司或其重要子公司，应当根据法律、法规及部门规章的规定披露主要环境信息。
2022.1	上交所	《关于做好科创板上市公司 2021 年年度报告披露工作的通知》	科创板公司应当在年报中披露 ESG 信息，并视情况单独编制和披露 ESG 报告、社会责任报告、可持续发展报告、环境责任报告等文件。 科创 50 指数成份公司应当在年报披露的同时披露社会责任报告，已披露 ESG 报告的，可免于单独披露社会责任报告。鼓励其他有条件的科创板公司披露 ESG 报告或社会责任报告。
2023.12	深交所	《上市公司自律监管指引第 1 号——主板上市公司规范运作（2023 年 12 月修订）》 《上市公司自律监管指引第 2 号——创业板上市公司规范运作（2023 年 12 月修订）》	上市公司可以根据自身实际情况，在公司年度社会责任报告中披露或者单独披露如下环境信息：公司环境保护方针、年度环境保护目标及成效；公司年度资源消耗总量；公司排放污染物种类、数量、浓度和去向等。

数据来源：上交所、深交所、北交所、中国证券网，东方证券研究所

今年以来，随着上交所、深交所和北交所在中国证监会的部署和指导下正式发布《上市公司可持续发展报告指引》（以下简称“指引”），对上市公司的要求不仅仅是要对环境、社会相关方面进行披露，更是关于可持续发展的综合性新要求，A 股 ESG 信息披露进入规范化、强制化的新阶段。

指引的披露框架要求披露主体围绕“治理——战略——影响、风险和机遇管理——指标与目标”四大核心内容进行分析与披露。指引从环境、社会 and 可持续发展相关治理三个维度设置了应对气候变化、生态系统和生物多样性保护、创新驱动、数据安全与客户隐私保护、反不正当竞争等 21 个议题。指引的发布对我国上市公司 ESG 相关可持续发展信息披露做出了规范，带动了上市公司和其他市场参与者的可持续发展信息披露的规范化发展，并且填补了我国境内资本市场本土化可持续发展报告指引的空白。

表 2：《指引》21 项议题设置

环境	社会	治理
应对气候变化	乡村振兴	尽职调查
污染物排放	社会贡献	利益相关方沟通
废弃物处理	创新驱动	反商业贿赂及反贪污
生态系统和生物多样性保护	科技伦理	反不正当竞争
环境合规管理	供应链安全	
能源利用	平等对待中小企业	
水资源利用	产品和服务安全与质量	
循环经济	数据安全与客户隐私保护	
	员工	

数据来源：《上市公司自律监管指引——可持续发展报告（试行）》，东方证券研究所

同年 11 月 6 日，三大交易所结合市场诉求，针对可持续发展报告编制过程中的重点难点问题起草了《上市公司可持续发展报告编制指南（征求意见稿）》（以下简称“指南”），指南内容先行设置《第一号 总体要求与披露框架》和《第二号 应对气候变化》两个具体指南，后续将在中国证监会统筹下，根据市场需要加快推进其他重要议题具体指南的制定，逐步实现对《指引》重点内

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

容的全覆盖。指南将为指引提供报告编制的更准确理解和实操建议，规范上市公司可持续发展信息的披露，帮助他们更好地落实指引相关要求。与企业社会责任的报告相比，不再仅展示企业的环境社会贡献和成就，更为关注企业在可持续发展方面的风险与机遇，对企业的环境、社会 and 治理做出系统性评估。

表 3：《指南》起草总体思路

四大要点	具体思路
1. 推动实践先行，增强上市公司可持续发展意识	《指南》定位于《指引》的“教科书”和典型实践推荐，内容既包括披露要点提示和示例，也涵盖了重要概念解释、主要实施步骤、相关参考索引等，旨在推动上市公司健全治理、强化管理、提升可持续发展意识，以更好的实践推动更好的披露。
2. 辅助参考为主，不设置额外的强制披露要求	本次起草的《指南》以《指引》为基本框架，在此基础上进一步提示工作流程及报告披露要点，为上市公司编制可持续发展报告提供参考。不在《指引》之外新增额外强制性披露要求，不增加上市公司披露负担。
3. 突出重点难点，为上市公司提供必要指导	《指南》针对完善可持续发展治理架构和工作流程、开展双重重要性评估分析、更好适用四要素披露框架等重点难点内容给予必要的细化指导。相关内容既参考了国内外相关法规、标准和行业规范，也充分考虑了上市公司现阶段实践情况。
4. 坚持系统思维，稳步推进健全制度体系	本次《指南》内容先行设置《第一号 总体要求与披露框架》和《第二号 应对气候变化》两个具体指南，后续将在中国证监会统筹下，根据市场需要加快推进其他重要议题具体指南的制定，逐步实现对《指引》重点内容的全覆盖。未来将形成以《指引》为强制性和底线要求，《指南》为参考性规范和典型实践推荐的可持续发展信息披露制度体系。上交所还将结合上市公司实践情况，持续总结上市公司最佳实践，加强对《指引》和《指南》的政策评估，不断增强制度的适应性、有效性和可操作性。

数据来源：《上市公司自律监管指南——可持续发展报告编制（征求意见稿）》，东方证券研究所

财政部：建立国家统一的可持续披露准则体系

财政部于日前发布了《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》（以下简称“基本准则”），标志着正式开展建设国家统一的可持续披露准则体系。总体目标是，到 2027 年，企业可持续披露基本准则、气候相关披露准则及应用指南相继出台；到 2030 年，国家统一的可持续披露准则体系基本建成。

财政部表示，国家统一的可持续披露准则体系由基本准则、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，统驭具体准则和应用指南的制定。具体准则是针对环境、社会 and 治理方面的可持续议题的信息披露提出具体要求。环境方面的议题包括气候、污染、水与海洋资源、生物多样性与生态系统、资源利用与循环经济等，社会方面的议题包括员工、消费者和终端用户权益保护、社区资源和关系管理、客户关系管理、供应商关系管理、乡村振兴、社会贡献等，治理方面的议题包括商业行为等。应用指南包括行业应用指南和准则应用指南两类。行业应用指南针对特定行业应用基本准则和具体准则提供指引，以指导特定行业企业识别并披露重要的可持续信息。准则应用指南对基本准则和具体准则进行解释、细化和提供示例，以及对重点难点问题进行操作性规定。此外，为解决企业实施可持续披露准则过程中出现的问题，在必要时提供准则实施问答，提高可持续信息的可比性和透明度，推动可持续披露准则的应用。

综合考虑我国企业的发展阶段和披露能力，企业可持续披露准则的施行不会采取“一刀切”的强制实施要求，将采取区分重点、试点先行、循序渐进、分步推进的策略，从上市公司向非上市公司扩展，从大型企业向中小企业扩展，从定性要求向定量要求扩展，从自愿披露向强制披露扩展。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 4：《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》主要内容

章节	主要内容
第一章 总则	规定了基本准则的制定目的、准则体系、可持续信息和价值链的概念、报告主体、关联信息、信息系统和内部控制要求等。
第二章 披露目标与原则	1. 定义了可持续信息披露目标和信息使用者。可持续目标是向信息使用者提供重要的可持续风险、机遇和影响的信息，以便信息使用者做出决策。信息使用者包括投资者、债权人、政府及其有关部门和其他利益相关方； 2. 对披露目标所涉及的重要性原则、重要性评估、汇总和分解以及相称性方法等予以明确，规定企业应当确保重要信息不被模糊处理。
第三章 信息质量要求	规定了企业披露的可持续信息的质量要求，应该具有如下特点： 1. 可靠性：披露信息能够如实反映重要的可持续风险、机遇和影响，保证可持续信息完整、中立和准确； 2. 相关性：企业披露的信息应与信息使用者的决策相关，有助于使用者作出评价或者预测； 3. 可比性：可以与企业不同时期提供的信息进行比较，以及与其他企业特别是同一行业企业提供的信息进行比较； 4. 可验证性：能够通过该信息本身或生成该信息的输入值加以证实； 5. 可理解性：披露信息应该清晰明了，以便信息使用者理解和使用； 6. 及时性：能够及时满足信息使用者的信息需求。
第四章 披露要素	明确了企业披露的可持续信息应当包括四个核心要素：治理、战略、风险和机遇管理、指标和目标，并详细说明了每个要素下应该披露的信息。
第五章 其他披露要求	1. 规定了报告期间应当与企业的财务报表报告期间保持一致； 2. 企业应当就报告期间披露的所有数值披露上一报告期间的可比数值； 3. 如果企业遵循报告准则中的所有要求披露的可持续信息，即可发表明确且无保留的合规声明； 4. 企业应当披露编制可持续信息过程中作出的对所披露信息具有重大影响的判断等。
第六章 附则	明确了解释权。

数据来源：《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》，东方证券研究所

区域政策：北、上、苏州 ESG 城市建设

今年，北京、上海和苏州分别推出了有关 ESG 的政策，从不同角度推动了 ESG 理念在区域内的落地和实践。有效的 ESG 政策不仅可以提升城市的影响力和竞争力，还可以保证经济的高质量可持续发展。

上海商务委员会于 3 月 1 日发布了《加快提升本市涉外企业环境、社会和治理（ESG）能力三年行动方案（2024-2026 年）》，注重涉外企业的 ESG 能力和水平，通过政策引导和市场主导，建立具有中国特色的 ESG 标准体系，目标是到 2026 年基本建成政府与专业服务机构协同发展的 ESG 生态体系。苏州于 3 月 27 日推出了《苏州工业园区 ESG 产业发展行动计划》和《苏州工业

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

园区关于推进 ESG 发展的若干措施》，更注重具体产业和项目的推进，通过优化空间布局、培育经营主体、促进创新发展等措施，提出了到 2025 年实现全区 ESG 产业规模超 650 亿元的目标。北京市发展和改革委员会在 6 月 14 日发布了《北京市促进环境社会治理（ESG）体系高质量发展实施方案》，提出了到 2027 年北京 ESG 高质量发展体系逐步完善，生态系统加快形成，在京公司 ESG 信息披露率力争达到 70% 以及到 2035 年北京 ESG 生态系统完备，成为 ESG 发展全国高地和国际代表性城市等目标。虽然三市出台的 ESG 相关政策的侧重点不同，但都强调了 ESG 信息披露的重要性。

表 5：北、上、苏州 ESG 城市建设相关政策对比

城市	政策名称	主要内容	不同点	相同点
北京	《北京市促进环境社会治理（ESG）体系高质量发展实施方案（2024-2027 年）》	1. 强化 ESG 信息披露：建立并完善北京市 ESG 信息披露标准体系，加大重点领域信息披露力度； 2. 加强 ESG 生态体系建设：优化完善人才、信息、资金、中介等 ESG 生态体系要素； 3. 推动建立体现中国特色、北京特点、国际可比的 ESG 评级体系。	侧重于建立能体现中国特色和北京特点的 ESG 相关标准体系。到 2035 年，北京 ESG 体系高质量发展步入法制化轨道，信息披露充分高效，ESG 生态体系完备， 将北京打造成 ESG 发展全国高地和国际代表性城市。	1. 强 调 ESG 信息披露的重要性； 2. 注 重 ESG 专业人才培养，构建 ESG 生态体系； 3. 强 调 ESG 产业化的重要性，推动 ESG 产业化、聚集化、规模化。
上海	《加快提升本市涉外企业环境、社会 and 治理（ESG）能力三年行动方案（2024-2026 年）》	1. 提升企业 ESG 能力：发挥外资企业 ESG 实践协同效应，鼓励在沪外资企业结合中国实际，发布各类 ESG 分报告和实践成果； 2. ESG 市场增效赋能：加强领域内国际交流合作，创新 ESG 金融服务与产品，加大宣传力度； 3. ESG 服务体系优化：出台 ESG 相关政策，大力培养 ESG 专业人才。	重点关注涉外企业 ESG 能力 ，将我国涉外企业国际化发展的生动实践与国际公认的 ESG 原则相结合，逐步构建协同创新的企业 ESG 生态体系。	
苏州	《苏州工业园区 ESG 产业发展行动计划》、《苏州工业园区关于推进 ESG 发展的若干措施》	1. 以点带面优化空间布局：率先启动园区 ESG 产业载体建设，打造 ESG 产业创新中心； 2. 培育 ESG 领域市场主体，促进 ESG 产业创新发展； 3. 深化 ESG 产业融合应用：开展国家碳达峰试点园区建设； 4. 扩大 ESG 领域开放合作：强化国际合作，完善碳普惠体系。	侧重点在于推进具体的产业和项目 ，到 2025 年 ESG 产业发展综合实力实现新突破，全区 ESG 产业规模超过 650 亿元。	

数据来源：北京市发展和改革委员会，上海市商务委员会，苏商通，东方证券研究所

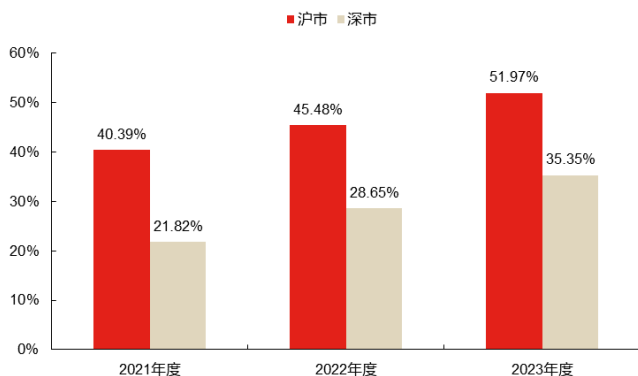
上市公司 ESG 信息披露现状

从近年来的 ESG 报告实际披露情况上来看，近 3 年来，沪深交易所的 ESG 报告披露比例持续上升。其中，沪市上市公司的表现更突出一些，2023 年度 ESG 报告披露比例过半数达 51.97%，深市上市公司披露率达 35.35%。ESG 评级方面，以妙盈科技 ESG 评级为例，沪深两市仍有相当多的公司评级分布集中于 cc 级和 c 级，反映出还有大量公司的 ESG 管理水平和风险控制能力还相

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

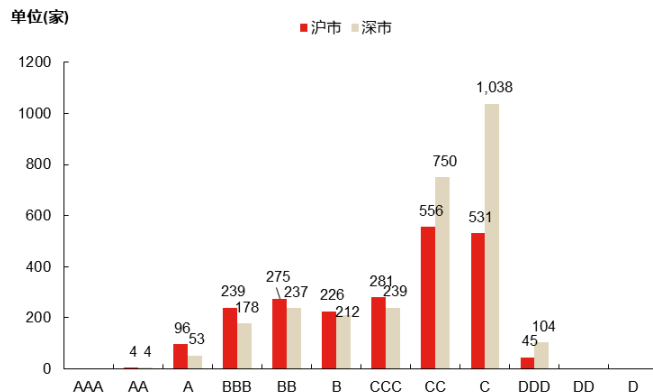
当欠缺，推动这些上市公司提高 ESG 信息披露的广度和深度，增强企业在市场上的透明度，需要非常详细具体的指导。

图 1：近 3 年沪深市场 ESG 报告披露率



数据来源：妙盈科技，东方证券研究所 注：数据截至 2024.11.10

图 2：沪深市场整体 ESG 评级公司分布数量



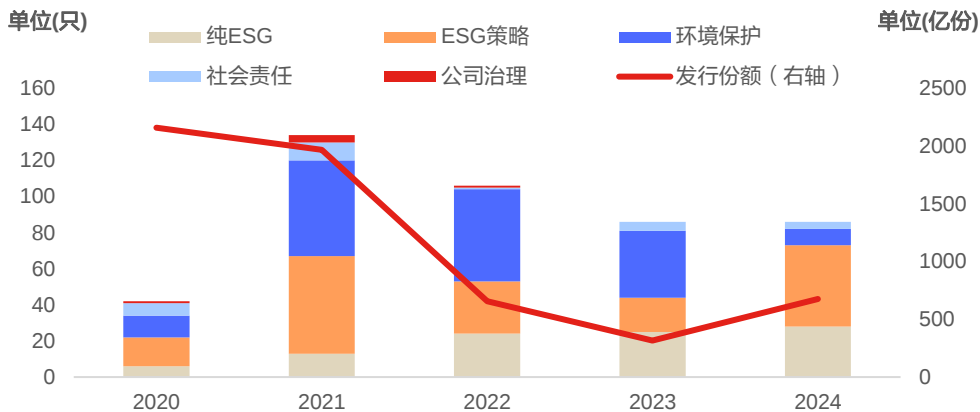
数据来源：妙盈科技，东方证券研究所 注：数据截至 2024.9.30

ESG 投资现状

ESG 公募基金：ESG 策略基金扩容加速，总体规模回升

根据 Wind ESG 投资基金分类，以下统计了截至 2024 年 12 月 12 日的 ESG 国内公募基金的市场情况。2024 年 ESG 基金新发行数量为 86 只（按初始基金计算），与 2023 年新发数量持平。从发行份额上看，2024 年的 ESG 基金发行份额较 2023 年有显著回升，从 315.87 亿份增加至 675 亿份。从分类上来看，2024 年 ESG 策略基金新发数量较 2023 年增加了 26 只，环境保护主题基金的新发数量较 2023 年减少了 28 只。

图 3：近 5 年 ESG 基金新发情况



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：仅计算初始基金数量；2024 年为截止 12 月 12 日数据

2024 年 ESG 公募基金总体规模回升，ESG 策略主题基金存量规模增长领先。2024 年国内 ESG 基金总体规模为 6256.69 亿元，较 2023 年的 5388.43 亿元增加 868.26 亿元，增长 16.11%。近五年来，ESG 基金存续数量持续增长，到 2024 年达到 592 只。从分类上来看，除环境保护主题基金存量规模同比下降 6.52% 至 2171.14 亿元，其余主题下的规模均较 2023 年增长，尤其是 ESG 策略基金增幅较大。其中，纯 ESG 主题基金规模达 461.45 亿元，占比为 7.38%，较 2023 年规

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

模增长 26.22%；ESG 策略基金规模达 2096.86 亿元，占比为 33.51%，较 2023 年规模增长 74.26%；社会责任主题基金规模达 1260.09 亿元，占比为 20.14%，较 2023 年规模增长 0.37%；公司治理主题基金规模达 267.14 亿元，占比为 4.27%，较 2023 年规模增长 10.64%。

图 4：近 5 年 ESG 基金存续数量情况

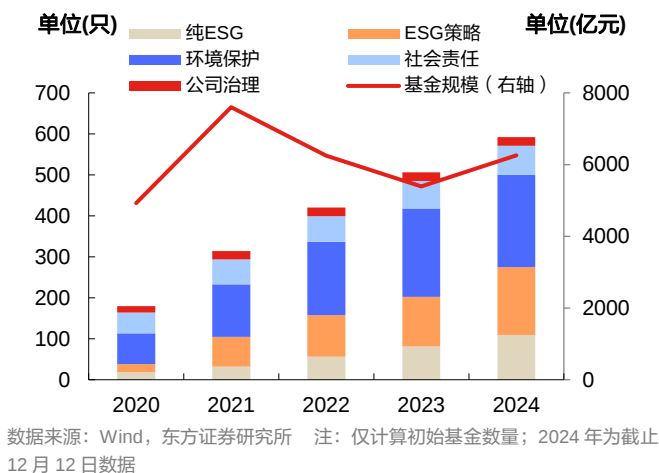
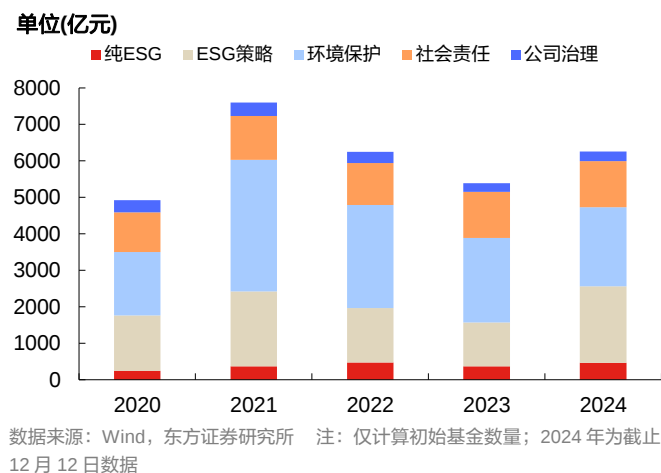


图 5：近 5 年 ESG 基金存续规模情况



今年以来偏股型 ESG 基金整体年化收益率的平均值为 9.73%，中位数为 8.43%，整体都没有跑赢上证 50、沪深 300 等大盘。分主题来看，纯 ESG、公司治理主题基金年化收益率表现优于总体。纯 ESG 主题基金年化收益率居前，年化收益率平均值和中位数分别为 14.45%、15.78%，跑赢中证 500 指数。其次是公司治理主题基金，年化收益率平均值为 10.91%、中位数为 10.47%。ESG 策略基金收益表现略优于偏股型 ESG 基金整体，平均值为 10.79%，中位数基本持平于总体表现。社会责任主题基金年化收益率平均值接近总体表现，为 9.27%，中位数为 6%，说明部分基金收益偏低。环境保护主题基金的年化收益率低于整体水平，平均值为 7.34%、中位数为 7.14%。

表 6：今年以来偏股型 ESG 基金年化收益率分布（%）

	总体	纯 ESG	ESG 策略	环境保护	社会责任	公司治理
平均值	9.73	14.45	10.79	7.34	9.27	10.91
中位数	8.43	15.78	8.40	7.14	6.00	10.47

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：偏股型基金统计范围包括股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金；2024 年为截止 12 月 12 日数据

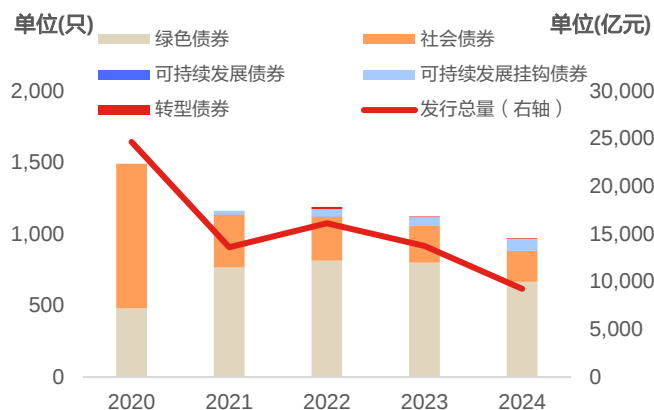
ESG 债券：ESG 债券增速放缓，仍以绿债和社会债券为主

根据 Wind ESG 债券分类，以下统计了截至 2024 年 12 月 12 日的国内 ESG 债券的市场情况。

2024 年 ESG 债券发行继续放缓，发行规模为 9254.64 亿元，较 2023 年下滑 4499.51 亿元，同比减少 32.71%。主要是绿色债券、社会债券和可持续发展债券发行量有所减少。结构上看，2024 年发行规模占比上仍以绿色债券为主，发行规模为 6,821.08 亿元，占比达 73.7%，同比减少 38.91%；其次是社会债券，发行规模为 1,734.30 亿元，占比为 18.74%，同比减少 17.07%；可持续发展债券发行规模为 60 亿元、占比为 0.65%、同比减少 20%；可持续发展挂钩债券和转型债券发行规模分别为 520.26 亿元、119 亿元，占比分别为 5.62%、1.29%，同比增长 30.21%，424.69%。

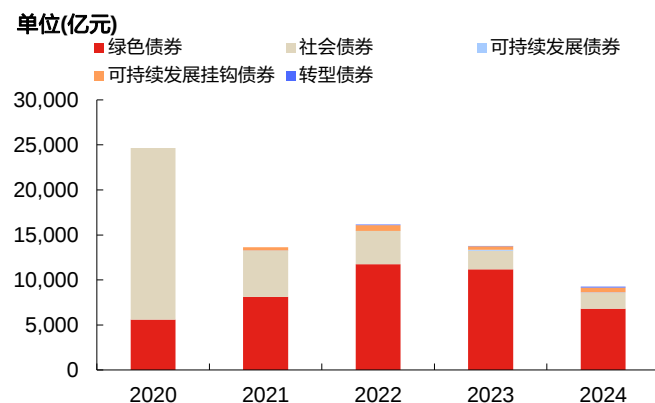
新发数量上，2024 年 ESG 债券的发行总数达 971 只，相比 2023 年减少了 151 只。可持续发展挂钩债券和转型债券发行数量较 2023 年有所增加，分别达 82 只和 5 只；绿色债券、社会债券和可持续发展债券较上一年的发行数量有所减少，分别为 667 只、215 只和 2 只。

图 6：近 5 年 ESG 债券新发数量



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：2024 年为截止 12 月 12 日数据

图 7：近 5 年 ESG 债券新发规模

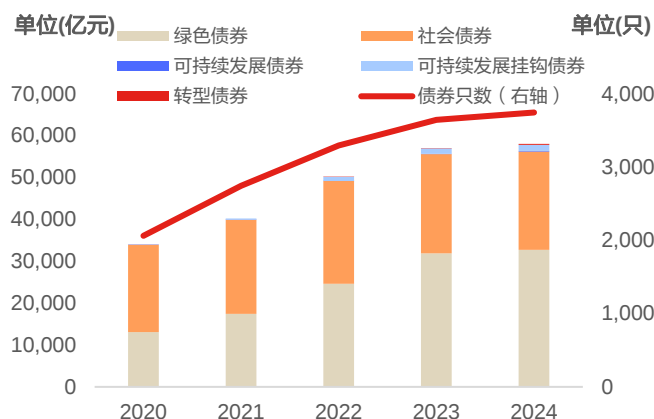


数据来源：Wind，东方证券研究所 注：2024 年为截止 12 月 12 日数据

存量方面，近五年来，ESG 债券余额以及债券只数呈上升趋势，2022 年以来增速逐渐放缓。2024 年 ESG 债券余额约 5.8 亿元，较 2023 年增加 980.75 亿元，同比增长 1.72%。债券数量由 2023 年的 3642 只增加到了 3743 只。

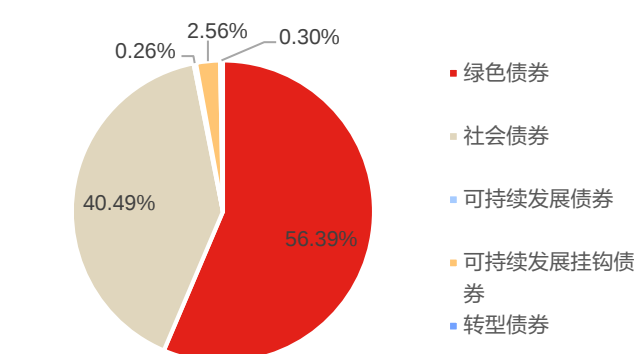
结构上，仍以绿色债券和社会债券为主，2024 年余额占比分别为 56.39%、40.49%。可持续发展债券和转型债券余额同比增速较大，分别为 66.67%、102.32%，规模上仍然小众，分别为 150 亿元、175.98 亿元。绿色债券和社会债券余额基本持平于 2023 年，2024 年余额分别为 3.27 万亿、2.35 亿元。2024 年可持续发展挂钩债券余额为 1483.69 亿元，占比为 2.56%，同比增长 18.34%，数量新增 55 只达到 186 只。

图 8：近 5 年 ESG 债券存续规模及数量



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：2024 年为截止 12 月 12 日数据

图 9：2024 年 ESG 债券存量结构



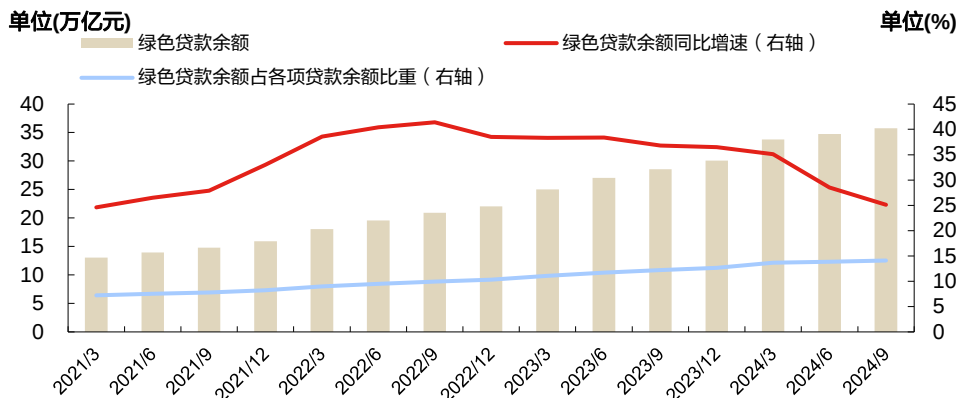
数据来源：Wind，东方证券研究所 注：2024 年为截止 12 月 12 日数据

绿色贷款：余额持续增长，主要投向碳减排效益项目

近年来，我国绿色贷款余额、增速以及占各项贷款余额的比重持续增长。相较 2021 年一季度绿色贷款余额 13.03 万亿元，2024 年三季度绿色贷款余额已攀升至 35.75 万亿元；绿色贷款余额占各

项贷款余额比重从 2021 年一季度的 7.22% 增长至 2024 年三季度的 14.10%。同比增速上，自从 2020 年 9 月 22 日习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上提出的碳达峰、碳中和（“双碳”）目标后，2021 年到 2022 年的绿色贷款余额增速呈持续上升趋势，截至 2022 年第三季度已高达 41.4%。近两年绿色贷款余额同比增速有所放缓，2024 年三季度同比增速降至 25.1%。

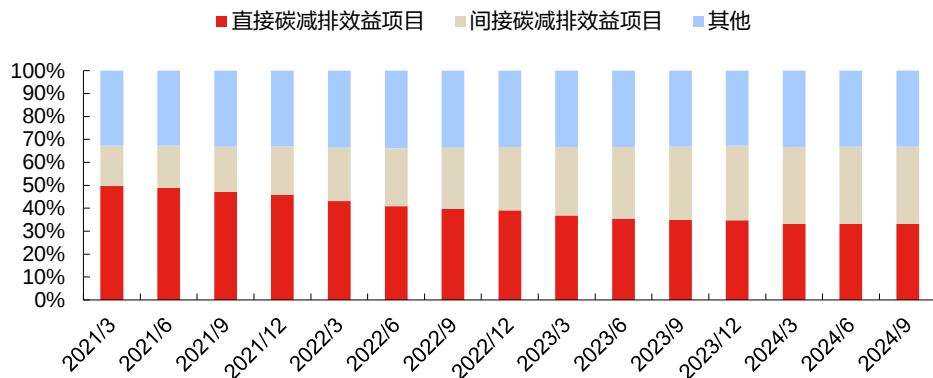
图 10：历年绿色贷款余额、增速及占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

从绿色贷款的投向上来看，绿色贷款主要投向具有碳减排效益的项目，占比约达绿色贷款的三分之二。截至 2024 年三季度，投向具有直接和间接碳减排效益项目的贷款分别为 11.86 万亿元和 12.04 万亿元，合计占绿色贷款的 66.8%。结构上，直接碳减排效益项目占绿色贷款余额的比重呈下降趋势，从 2021 年一季度的 49.65% 降低至 2024 年三季度的 33.17%；而间接碳减排效益项目的比重不断上升，从 2021 年一季度的 17.57% 持续增长至 2024 年三季度的 33.68%。

图 11：绿色贷款主要投向碳减排效益相关项目

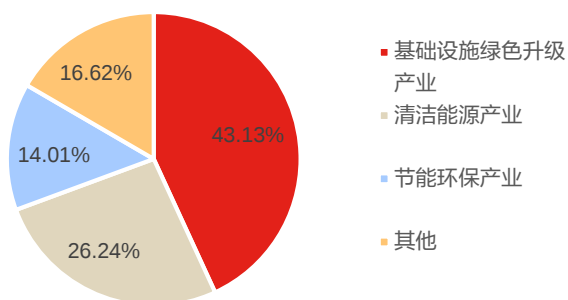


数据来源：Wind，东方证券研究所

分用途看，截至 2024 年三季度，基础设施绿色升级产业、清洁能源产业和节能环保产业的贷款余额分别为 15.42 万亿元、9.38 万亿元和 5.01 万亿元，2024 年前三季度分别增加 2.34 万亿元、1.51 万亿元和 8010 亿元。其中，清洁能源产业的同比增长最高，为 29%，其次基础设施绿色升级产业和节能环保产业分别同比增长 23.9% 和 21.2%。结构上，基础设施绿色升级和清洁能源产业是绿色贷款的主要投向，2024 年三季度，占比分别为 43.13%、26.24%。

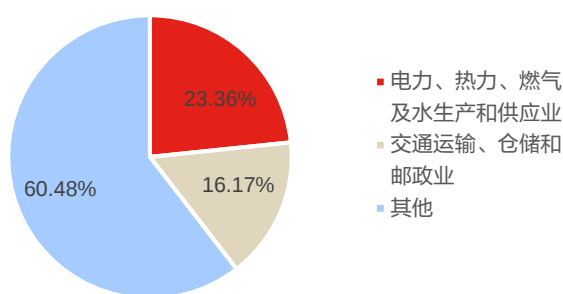
分行业看，截至 2024 年三季度，电力、热力、燃气及水生产和供应业绿色贷款余额为 8.35 万亿元，占比 23.36%，同比增长 22.7%，前三季度增加 1.02 万亿元；交通运输、仓储和邮政业绿色贷款余额为 5.78 万亿元，占比 16.17%，同比增长 13.4%，前三季度增加 4776 亿元。

图 12：从用途看绿色贷款余额构成（2024 年三季度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：从行业看绿色贷款余额构成（2024 年三季度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

国内外碳市场回顾

《碳排放权交易管理暂行条例》颁布，自上而下明确碳交易制度

2024 年 1 月国务院第 23 次常务会议通过了《碳排放权交易管理暂行条例》，首次以行政法规的形式明确了全国碳排放权市场交易制度，是指导我国碳市场运行管理的法律依据，在碳市场发展方面具有里程碑意义。此次条例的重点主要包括：

（1）数据质量控制：重点排放单位应按照国家有关规定和技术规范，制定并严格执行温室气体排放数据质量控制方案，使用依法经计量检定合格或者校准的计量器具开展温室气体排放相关检验检测，如实准确统计核算本单位温室气体排放量，并向社会公开年度排放报告中的排放量、排放设施、统计核算方法等信息。

（2）配额分配：碳排放配额实行免费分配，并根据国家有关要求逐步推行免费和有偿相结合的分配方式，提高分配效率。

（3）温室气体减排量抵销：重点排放单位可以按照国家有关规定，购买经核证的温室气体减排量用于清缴其碳排放配额。

（4）监管机制：明确管理部门、重点排放单位、技术服务机构等各市场主体责任，对具体违规和违法行为明确处罚方式。

（5）非化石能源电力消费：重点排放单位消费非化石能源电力的，按照国家有关规定对其碳排放配额和温室气体排放量予以相应调整。

（6）民航等行业管理：国务院生态环境主管部门会同国务院民用航空等主管部门可以依照本条例规定的原则，根据实际需要，结合民用航空等行业温室气体排放控制的特点，对民用航空等行业的重点排放单位名录制定、碳排放配额发放与清缴、温室气体排放数据统计核算和年度排放报告报送与核查等制定具体管理办法。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

发电行业全国碳配额分配方案旨在进一步提升市场活跃度

2024 年 10 月，生态环境部发布《2023、2024 年度全国碳排放权交易发电行业配额总量和分配方案》，对发电行业 2023 年、2024 年度配额预分配、调整、核定、清缴等工作进行了安排部署。《配额方案》总体延续了前两个履约周期的总体框架，增强市场预期，其中制度的延续性和稳定性体现在四个方面：

- （1）继续采取以强度控制为思路的基准线法免费分配配额，企业配额量与产量挂钩，未设配额上限约束。
- （2）纳管机组范围与机组分类方式不变，根据燃料类型和装机容量将机组分为四类，差异化确定各类机组基准值。
- （3）鼓励大规模、高能效、低排放机组的导向不变，支持机组掺烧生物质与机组供热。
- （4）履约优惠政策不变，继续实行燃气机组配额缺口豁免政策，以及企业 20% 缺口率上限，在推动企业减排的同时降低履约负担。

与此同时，在充分总结前两个履约周期配额分配经验的基础上，结合强制碳市场发展运行情况，《配额方案》主要在以下 3 个方面进行了调整：

- （1）**履约周期由两年履约一次改为每年履约。**重点排放单位应于 2024 年 12 月 31 日前完成 2023 年度履约工作，于 2025 年 12 月 31 日前完成 2024 年度履约工作。由于前两个履约周期均是每两个履约年度在同一时间履约，市场存在日常交易不活跃但履约截止日前交易扎堆的问题，不利于市场平稳健康发展，此次《配额方案》实现一年一履约，可有效促进企业交易，提升市场活跃度。
- （2）**引入配额结转政策。**为解决企业惜售配额、市场交易不活跃、配额缺口企业履约压力较大等问题，《配额方案》引入了配额结转政策，规定了有配额盈余企业 2019—2024 年度配额结转为 2025 年度配额的具体要求。每家配额盈余企业的配额最大可结转量由两部分组成，一部分是基础结转量，所有企业均拥有 1 万吨的额度，满足了企业灵活作出交易计划、部分缺口企业完成履约后适当留存配额的需求；另一部分是交易结转量，该结转量为企业 2024 年—2025 年间净卖出量的 1.5 倍，净卖出量越多、可结转配额量越大，在该机制下，不考虑基础结转量的影响，如配额盈余企业卖出 40% 的盈余配额后，剩余的 60% 盈余配额可结转为 2025 年度配额。其中，净卖出量的统计截止时间定为 2025 年 12 月 31 日，给企业留有充足时间制定交易计划。
- （3）**碳排放配额分配加严。**前两个履约周期配额分配基准值均按照年均下降 0.5% 设定，由于技术进步以及企业主动采取减排措施等因素，发电行业实际实现碳排放强度每年下降 0.5% 左右，使得行业每年度配额盈缺基本平衡。综合考虑“十四五”全国碳排放强度目标完成进度和第一个履约周期配额发放实际情况，2023 年在此前年度基准值每年下降 0.5% 的基础上，增加 0.5% 的基准值下降率，同等口径下基准值下降 1% 左右。该方式既能保持一定减排压力，又发挥市场的激励作用，保障市场平稳运行。

全国碳市场有序扩容

国内强制碳市场于 2021 年 7 月启动，截止 2023 年底共纳入 2,257 家发电企业，目前已完成两个履约周期的配额交易与清缴工作。通过配额管理，激励约束机制初步形成，实现了对发电行业碳排放的有效控制，推动减排成本的降低，发电行业碳排放强度下降，据统计，2023 年全国火电碳排放强度（单位火力发电量的二氧化碳排放量）相比 2018 年下降 2.38%，电力碳排放强度（单位发电量的二氧化碳排放量）相比 2018 年下降 8.78%，发电行业供热碳排放强度年均下降 2.5%，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

累计削减二氧化碳排放量 2.5 亿吨，通过配额交易，前两个履约周期推动电力行业总体减排成本降低了约 350 亿元。强制碳市场自运行以来，碳价稳中有升，2024 年 4 月 24 日首次突破每吨百元，这一市场化形成的碳价为气候投融资、碳资产管理等活动锚定了基准价格。

2024 年 9 月，为加快推进扩大全国碳排放权交易市场覆盖范围工作，生态环境部参照发电行业成熟的建设管理经验，在扩围专项研究成果的基础上，编制形成了《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）》，计划将水泥、钢铁、电解铝行业企业纳入全国碳市场。9 月《企业温室气体排放核算与报告指南 水泥行业》、《企业温室气体排放核算与报告指南 铝冶炼行业》相继发布，12 月生态环境部发布《企业温室气体排放核算与报告指南 钢铁行业》征求意见通知，标志着全国碳市场扩容的明确信号。

全球碳市场 2.0 起步

2024 年 11 月 23 日，《联合国气候变化框架公约》第二十九次缔约方大会（COP29）在阿塞拜疆巴库闭幕。大会经过两周谈判后，就落实《联合国气候变化框架公约》、《京都议定书》、《巴黎协定》等通过 20 余项决定，达成了“巴库气候团结契约”的一揽子平衡成果，特别是达成了 2025 年后气候资金目标及相关安排，设立了到 2035 年发达国家每年至少 3,000 亿美元的资金目标以及每年至少 1.3 万亿美元的气候融资目标，用于支持发展中国家气候行动。同时大会通过了最受关注的《巴黎协定》中第 6.4 条，为下一步全球碳交易提供了统一的质量框架，也有望为全球温室气体减排提供更多资金来源。

全球碳市场 1.0

全球碳市场始于《京都议定书》下的清洁发展机制（Clean Development Mechanism，简称 CDM）。CDM 是首次把减排项目当做自由交易的资产，在全球进行交易，其核心是由发达国家通过提供资金和技术，在发展中国家实施具有温室气体减排效果的项目，由此获得的经核证的减排量（Certified Emission Reduction，简称 CER）可以用于履行发达国家在《京都议定书》下的减排承诺，以避免不达标面临的高额罚款。从应用层面来看，CDM 涵盖了众多领域和项目类型，在能源领域包括可再生能源项目，如太阳能、风电、水电等的开发利用；在工业领域，通过提高能源效率、改进生产工艺等方式减少温室气体排放的项目；在废弃物处理领域，如垃圾填埋气回收利用、生物质能源转化等项目。

表 7：CDM 机制应用领域

应用领域	
能源	太阳能发电、风电、水电、生物质能发电等
工业	能源效率提升、工业废气处理、生产工艺改进等
废弃物处理	垃圾填埋气回收、生物质能源转化、废水处理等
碳汇	造林和再造林

数据来源：和讯网、碳汇林，东方证券研究所

作为一项具有互惠性质的创新合作机制，CDM 的推出对促进可持续发展起到了多方面的积极意义。首先，由发达国家为发展中国家带来了资金和先进的技术，有助于推动发展中国家的能源结构优化和产业升级，通过引入清洁能源和高效技术，减少对高污染、高能耗传统能源和生产方式的依赖，实现经济发展与环境保护的协同共进。其次，发达国家在帮助发展中国家实现温室气体减排的同时，也为自身完成减排目标提供了途径，形成了全球共同应对气候变化的合力，促进了全球

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

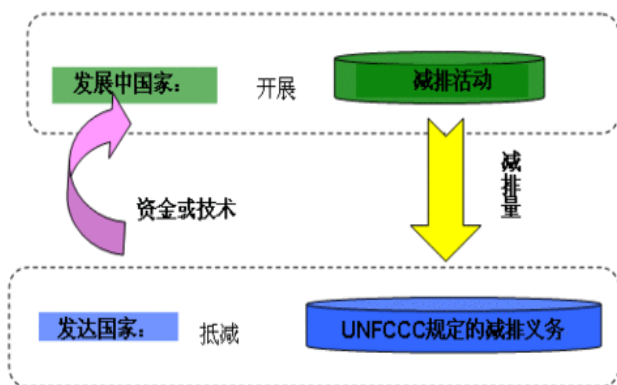
范围内的温室气体减排，降低了全球温室气体减排的总成本。此外，CDM 加强了国际间的清洁能源、减排技术等交流与合作，鼓励不同国家在项目实施过程中的经验和技​​术分享，推动了全球环保技术的进步和创新，也为项目实施地创造了就业机会。

在实际运行过程中，CDM 也存在一定的缺陷：

（1）由于 CDM 主要为发达国家履约服务，话语权从一开始就被发达国家所掌握，这种不均衡的起点使得 CDM 更多体现发达国家利益，而发展中国家则处于被动角色，产品与项目的标准和评估由发达国家制定，大量项目集中在少数买家手中，发展中国家在碳交易中没有定价权，面临潜在的不公平交易风险。

（2）CDM 在转让减排指标时存在不确定性，由于国际碳市场的价格波动和政策变化等因素，减排指标的价格可能发生大幅波动，这给 CDM 项目的投资回报率和业绩带来了较大的不确定性。

图 14：清洁发展机制运行模式



数据来源：智研瞻，东方证券研究所

图 15：2017 年至今欧盟碳排放配额价格



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

随着《京都议定书》第一承诺期于 2012 年结束，继续运作的欧盟碳市场（EU-ETS）仅接受来自于最不发达国家的 CDM 项目所产生的减排量，不再接受来自包括中国、印度等国家的项目，2013 年后 CDM 新增注册项目数量大幅下降，基本退出历史舞台。

全球碳市场 2.0

2015 年全球 178 个缔约方共同签署《巴黎协定》，根据《巴黎协定》规定，各缔约国都必须设定减排目标（即国家自主贡献，简称 NDC），每五年更新一次，不达标都要通过开发减排项目或购买碳信用进行履约。

为了完善各国间的减排交易机制，实现气候行动计划中设定的减少温室气体排放目标，《巴黎协定》第六条提供了两种可用于各国减排目标（NDC）的交易机制，其中：（1）第六条第二款提出，减排量超过国家自主贡献目标的国家可以通过合作方法，将额外的减排量出售给未能实现国家自主贡献目标的国家，形成全球碳市场，在该市场机制下产生的碳减排量被统称为“国际减排成果转让”（Internationally Transferred Mitigation Outcomes，简称 ITMO），可通过基于双边协议的碳市场实现两国碳配额的跨国流通，包括瑞士、秘鲁、加纳、日本、印度、泰国、印度尼西亚等多国已经建立了这种双边合作关系，根据联合国统计，截至今年 10 月已有 56 个国家达成 91 项协议，但总体双边碳交易规模仍然较小。（2）第六条第四款提出，建立一个由联合国专门机构监管的国际碳信用市场，允许国家之间交易碳信用，简称可持续发展机制（Sustainable

Development Mechanism, SDM)，可持续发展机制下产生的碳信用总体上沿用了全球碳市场 1.0 中清洁发展机制（CDM）下核证减排量（CER）的方法学。

总体来看，《巴黎协定》第六条被视为向发展中国家提供气候资金的重要机制，通过全球碳市场交易，排放量较高的经济体将能够实现《巴黎协定》规定的减排目标，也能够使资金流向有潜力开发碳项目或保护现有碳汇的发展中国家。根据 COP29 主席穆赫塔尔·巴巴耶夫表示，“通过有效匹配买家和卖家，6.4 条国际碳市场每年可以减少 2,500 亿美元的实施国家自主贡献的成本”。下一步缔约方大会将进一步明确诸如国际间核证自愿减排量认证、范围、认证机构、资金使用监管以及如何避免重复计算等执行层面的主要细节问题。

欧洲 CBAM 过渡期即将进入收官年

CBAM 是指欧盟碳边境调节机制（Carbon Border Adjustment Mechanism，简称 CBAM），也被称为碳边境税或碳关税，是指在实施国内严格气候政策的基础上，要求进口或出口的高碳产品缴纳或退还相应的税费或碳配额，鼓励非欧盟国家减少排放，并降低“碳泄露”的风险，落实欧盟和全球气候目标。2023 年 10 月，欧盟 CBAM 正式生效，新机制首先在易产生碳泄露的商品上执行，包括水泥、电力、化肥、铝、钢铁、氢气。2023 年 10 月至 2025 年 12 月末作为过渡期，进口商进口适用于 CBAM 的商品仅需要履行报告义务，报告内容包括每种商品的总数量、原产国、实际隐含碳排放量和是否在原产国支付碳成本等，而不用实际购买 CBAM 证书，暂时免去了购买证书的成本；自 2025 年起，欧盟将只接受根据欧盟方法进行报告，在过渡期结束前，欧盟委员会将再次评估 CBAM 的范围是否扩大到其他有碳泄漏风险的商品，包括有机化学品和聚合物，最终目标是覆盖所有欧盟 ETS 涉及的行业，同时，欧盟将评估间接排放的计算方法和纳入更多下游产品的可能性；2026 年起，欧盟将要求进口方按照欧盟碳市场碳价购买 CBAM 证书。

表 8：CBAM 工作安排

对应时间	工作安排
2023 年 10 月 1 日—2025 年 12 月 31 日	过渡期，从欧盟外部进口 CBAM 覆盖领域的高碳产品的进口商，具有申报义务，需申报进口产品的数量以及相应的总排放量，无需缴纳任何费用
2026 年前	评估研判是否进一步扩大 CBAM 纳入产品范围
2026 年起	开始征收 CBAM
2026~2034 年	削减欧盟免费配额，至 2034 年，完全取消 CBAM 所覆盖高碳产品的免费配额

数据来源：CBAM，东方证券研究所

2024 年 10 月，英国宣布将于 2027 年 1 月 1 日引入 CBAM，将对从铝、水泥、化肥、氢能和钢铁行业进口到英国的一些排放密集的工业产品进行碳定价，这一机制的主要思路与欧盟 CBAM 相似，旨在解决碳泄漏问题，由进口商根据进口货物的排放量承担相应责任。

2024 年，欧盟碳市场扩展至海运业，涵盖了欧洲经济区港口间内部航行与港口内所有排放，以及往返非欧盟国家/地区航行 50% 的排放量，对应公司的碳排放认证额度将从 2024 年的 40% 提高至 2025 年的 70% 以及 2026 年的 100%。此外，2024 年分配给航空领域的免费配额也减少了 25%，2026 年实现碳配额的 100% 拍卖发放。针对建筑、道路运输和小型工业的减排，根据之前的规划，2027 年欧盟将新建单独的碳市场（ETS II）进行管控。

2025 年中国 ESG 展望

ESG 信息披露：政策监管约束加强、指导落地细化

ESG 信息披露制度体系将不断完善，未来有望形成系统性的可持续发展信息披露制度体系，以上市公司可持续发展报告指引为强制性和底线要求，上市公司可持续发展报告编制指南为参考性规范和典型实践推荐的可持续发展信息披露制度体系。根据交易所的相关说明，后续还将在中国证监会统筹下，根据市场需要加快推进其他重要议题具体指南的制定，持续总结上市公司最佳实践，逐步实现对《指引》重点内容的全覆盖，不断增强制度的适应性、有效性和可操作性。ESG 信息披露是推进可持续发展的基础性环节。上市公司应尽早适应新的披露要求，提前布局做好准备工作。

图 16：ESG 信息披露制度体系将不断完善



数据来源：《上市公司自律监管指南——可持续发展报告编制（征求意见稿）》，东方证券研究所

市值管理：关注 ESG 在市值管理中的作用

ESG 将越来越成为企业市值管理的重要组成部分。今年以来，在新“国九条”的指引下，证监会出台了《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，明确了市值管理上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为。要求上市公司应当聚焦主业，提升经营效率和盈利能力，同时还可以通过并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购以及其他合法合规的方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。其中，与 ESG 的公司治理密切相关是对董事会的要求及与投资者的沟通。

国资委出台的《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，也强调了 ESG 的重要性，主要包括：全面提高信息披露质量；中央企业要督促控股上市公司进一步健全以投资者需求为导向的信息披露制度，增加必要的主动自愿披露，提升上市公司透明度，积极回应市场关切，持续优化披露内容，确保信息披露真实、准确、完整、及时、公平。完善环境、社会责任和公司治理（ESG）管理体系，高水平编制并披露 ESG 相关报告，在资本市场中发挥示范作用。

以上政策反映了 ESG 与市值管理之间存在密切的相互作用关系。良好的 ESG 表现不仅能够提升企业的社会形象，还能通过增强透明度和投资者信任，促进市值的提升。

政策驱动与市场需求双重推动。国内监管机构对企业 ESG 表现的重视程度持续上升，政策法规将不断完善，推动企业在市值管理中更加重视 ESG 因素。同时，随着政策的推动，投资者也越来越倾向于将 ESG 表现作为投资决策的重要依据。这种市场需求将促使企业主动提升其 ESG 表现，以吸引更多的投资。

市值管理将逐步和长期投资结合。投资者或将更加关注企业的长期可持续发展，而非短期财务表现。企业在市值管理中将更加注重与 ESG 相关的长期目标设定和绩效评估，推动企业在经济、社会和环境等方面实现协调发展。ESG、市值管理和长期投资之间形成了一个良性循环。良好的 ESG 表现促进了市值的提升，而有效的市值管理又为企业的长期投资创造了条件。企业在制定战略时，应将 ESG 因素纳入市值管理的核心，以吸引长期投资者，实现可持续的价值创造。通过这种方式，企业不仅能够在市场中保持竞争力，还能为社会的可持续发展做出积极贡献。

ESG 投资：ESG 产品创新受政策鼓励，投资规模有望扩大

政策引导资金流向可持续发展领域。上交所制定《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）》中提出推动更多 ESG 表现良好的上市公司纳入各类重要指数，丰富 ESG 产品供给，引导更多资金流向可持续发展领域。指数编制优化，引入 ESG 理念。中证 A500 指数、上证 180 指数已经引入 ESG 负面筛选策略，剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下的上市公司证券，更加利于境内外资金的投资配置。其次，《行动方案》还明确提出为 ESG 评级高的上市公司提供融资优惠和便利、支持绿色融资和并购重组，ESG 评价更高的公司有望获得更多资金的认可。

中国人民银行、国家发展改革委、工业和信息化部、金融监管总局、中国证监会、国家数据局、国家外汇局等七部门联合印发《推动数字金融高质量发展行动方案》。其中提出，赋能绿色金融深化发展。推动金融机构基于企业碳账户、碳排放数据以及环境、社会和公司治理（ESG）评分等，探索创新金融产品和服务模式。

我们认为随着 ESG 理念越来越为市场所理解、上市公司 ESG 信息披露覆盖度提高及披露质量提高，在政策监管的关注和引导之下，包括 ESG 宽基指数等在内的 ESG 产品创新有望持续提速，相关投资规模有望进一步扩大。

碳市场：全国碳市场有序扩容，全球碳市场 2.0 起步

全国碳市场有序扩容，未来整体市场的碳排放权交易量有望显著提升。中国碳排放主要集中在发电、钢铁、建材、有色、石化、化工、造纸、航空等重点行业，八大行业占我国二氧化碳排放份额 75%左右，将这些高排放行业逐步纳入强制碳市场，就抓住了我国碳排放的主要矛盾。作为国内第二大碳排放行业的钢铁行业，纳入全国碳市场后将使强制碳市场覆盖范围扩大，预计新增约 1,500 家重点排放单位，覆盖排放量将增加约 30 亿吨。政策方面，在《碳排放权交易管理暂行条例》明确了全国碳排放权市场的基本框架、覆盖碳排放权交易各主要环节之后，下一步国家有望出台操作性更强的配套规章、标准等规定，保障全国碳市场的规范健康运行。

全球碳市场的启动将对中国双碳目标的达成以及产业绿色转型的进程产生积极影响。中国作为全球最大的碳排放国，国际碳市场机制一旦启动，将加速推动中国碳市场国际化的进程。今年 1 月国家核证自愿减排量（CCER）交易在北京绿交所重启，全国碳市场也在有序扩容，逐步纳入电力以外的其他高排放行业。在《巴黎协定》6.4 条框架下，国内碳信用市场势必向全球统一标准

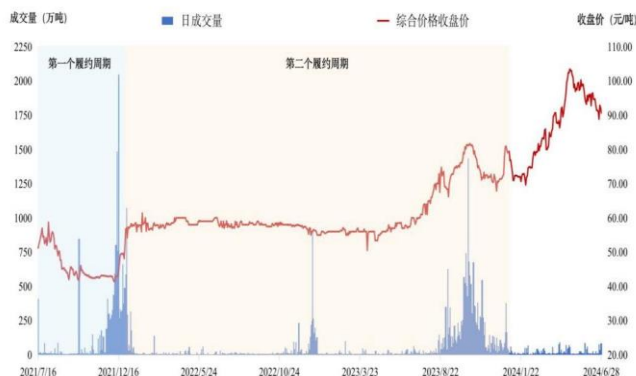
靠拢，以确保碳信用的质量和竞争力，中国企业可以将国内的碳信用输出至全球市场，并通过交易获取更多的国际资金支持国内绿色项目的发展。

图 17：国内温室气体资源减排项目设计与实施流程



数据来源：《全国碳市场发展报告（2024）》，东方证券研究所

图 18：全国碳排放权交易市场交易运行情况



数据来源：《全国碳市场发展报告（2024）》，东方证券研究所

另一方面，中国作为碳减排技术的重要供应国，在光伏、风电、锂电池等产业已经具备了较大的竞争优势，有机会通过技术、产品的输出和国际投融资合作进一步提升在全球碳市场中的地位，增强中国企业在绿色技术出口和能源转型项目上的竞争力。

欧洲 CBAM 即将进入最后一年过渡期，作为全球货物贸易第一大国，主动对接欧盟碳交易市场体系有利于中国加速企业的绿色转型，特别是促使钢铁、铝、水泥等高排放行业对低碳技术的研发和投入，以及加快碳排放第三方核查机构出海的节奏。另一方面，考虑到欧盟 CBAM 机制是以欧盟碳市场的价格水平为依据，当本国碳价与欧盟价格存在差距时，仍需购买 CBAM 证书以弥补与欧盟碳价之间的差额，中国碳市场的行业扩容，未来有偿碳排放配额比例的增加，有利于后续缩小中国碳价格与欧盟碳价格的差距，将碳关税留在国内。

AI 与科技伦理：持续关注技术革新带来的风险及治理

AI 在 2024 年成为了一个重要投资主题，并可能在 2025 年继续成为 ESG 投资者的关注话题。交易所指引中明确提出从事生命科学、人工智能等科技伦理敏感领域的科学研究、技术开发等活动的，应当披露遵守科技伦理的基本情况。指引还从四方面列举了披露的信息，包括所在领域规范、公司内部管理制度和机构设置、具体行为追究、培训宣传。

日益增长的 AI 使用已经揭示出其中存在 ESG 风险。包括在环境方面，AI 与数据中心对能源、资源（如水）等的需求及消耗大幅增长，如何解决数据中心产生的碳排放将对公司整体的净零承诺产生重要影响。在社会方面，伦理安全风险成为必须面对的现实，包括隐私泄露、偏见与歧视、知识产权侵权、虚假信息和网络诈骗等等。我们认为，如何确保技术向善将继续是监管、企业和投资者共同关注的焦点。

风险提示

一、国内外 ESG 等政策落地不及预期

ESG 等政策发展存在较大的不确定性，存在落地不及预期的可能性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

二、数据统计存在误差的风险

受限于数据获取渠道的局限，统计存在误差的风险。

三、全球宏观经济超预期下行导致温室气体减排投入不及预期

附录

2025 年 ESG 大事前瞻

表 9：2025 年 ESG 大事前瞻

日期	政策/会议/事件	国家/地区
2025.1	香港经修订的《上市规则》将于 2025 年 1 月 1 日生效，其附录 C2 的《ESG 守则》中增加 D 部分，专门用于披露气候信息	中国香港
	已经受《非财务报告指令》（NFRD）约束的公司应按照企业可持续发展报告指令（CSRD）披露信息	欧洲
	世界经济论坛 2025 年年会	瑞士达沃斯
2025.2	联合国政府间气候变化专门委员会第 62 届会议（IPCC-62）	中国杭州
	COP16 R2 生物多样性公约缔约方大会第十六届会议第二次续会	意大利罗马
2025.3	世界可持续发展峰会（WSDS）	印度新德里
2025.5	第 58 届亚洲开发银行（ADB）年会	意大利米兰
	欧洲证券和市场管理局（ESMA）ESG 基金命名指南生效前已存在的基金，应在 2025 年 5 月 21 日前完成调整并适用该指南。	欧洲
2025.6	全球环境基金（GEF）理事会第 69 次会议	美国华盛顿特区
	海平面上升与海岸韧性联盟峰会	法国尼斯
	第三届联合国海洋大会	法国尼斯
	《联合国气候变化框架公约》附属机构第 62 届会议（SB62）	德国波恩
	第十届亚洲基础设施投资银行（AIIB）年会	中国北京
2025.9	第 80 届联合国大会（UNGA-80）	美国纽约
	第 13 届可持续发展国际会议	意大利罗马
2025.11	《联合国气候变化框架公约》第 30 届缔约方大会（COP30）	巴西贝伦
2025.12	联合国环境大会第七届会议（UNEA-7）	肯尼亚内罗毕
2025	英国计划立法监管 ESG 评级机构	英国

数据来源：新浪财经、TodayESG 等新闻媒体、绿研、各国际组织官网，东方证券研究所整理

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。