



Amundi 鋒裕匯理

責任投資觀點 2024

守護財富 贏得信任

Amundi
ASSET MANAGEMENT
鋒裕匯理 資產管理

前言

破除雜訊干擾，掌握責任投資的變遷趨勢



Elodie Laugel

責任投資長、Amundi
鋒裕匯理執行委員會
成員

為了在 2050 年實現碳中和目標，世界各國的潔淨能源總支出必須在 2030 年擴增為每年 4.5 兆美元，以實現高於倍增的成長，其中多達 2 兆美元源自於新興市場。落實目標的資金供應，啟動腳步向來較緩，如今終現真正加速跡象。未來十年，美國的降低通膨法案 (IRA) 以及歐盟的綠色新政產業計畫 (REPowerEU) 將分別動用 4,000 億美元的獎勵與稅收抵免，以及 3,000 億歐元的補助款，支援潔淨能源投資，為美歐兩大市場挹注數兆美元相關資本。

了解責任投資的各項需求與今後趨勢，確實艱鉅，尤其是在「生物多樣性」、「公正轉型」、「淨零」等詞彙蔚為風潮之際，亦須研議這些關鍵字該如何落實於相關的責任投資產品。

為因應邁向責任投資過程的種種阻力，我們認為釐清當前責任投資格局、破除當前種種雜訊與誤解，並勾勒未來投資趨勢，將是我們 2024 乃至於接下來的責任投資首要之務。

在本篇第一期的《Amundi 鋒裕匯理責任投資觀點》，我們提出 2024 年責任投資領域值得關注的六大主要趨勢，並推論出各趨勢對投資人的影響：

1. 美國的降低通膨法案 (IRA) 與歐盟的綠色新政產業計畫，加速推動綠色科技競賽。
2. 因應全球盤查 (Global Stocktake, GST) 活動與延遲轉型情境裡持續增加的氣候風險，淨零 (Net Zero) 投資的趨勢與發展。
3. 在混合式融資有待加速、擴大的新總體環境當中，必須動員資本市場，支援新興市場與發展中經濟體 (EMDEs) 的公正轉型。
4. 整合地球限度 (planetary boundaries) 的系統思維，更關注自然環境與地球體系交互作用的宏觀理念。
5. 歐盟永續金融行動計畫對資本市場與資產管理業的長遠影響。
6. 跨越 ESG 侷限，化解對漂綠的抨擊。

責任投資正從原有的利基活動，迅速拓展成標準化、監管規範完整的環境。為因應目前的經濟環境與社會挑戰，同時繼續滿足最高的客戶標準和目標，產業必須提升公開透明程度，並進一步明確闡述永續金融的價值訴求。換句話說，我們需要擴大並加快永續發展領域的努力，確保今後的責任投資有能力充分因應挑戰。

為了實現轉型低碳經濟、兼顧永續包容的重大變革，包括金融產業在內的所有利益相關人士，均需投入刻不容緩、相互協調的對策及行動。如果我們期盼：1) 轉型不致推遲或失敗，免於相關的巨大財務、環境及社會成本；2) 充分把握穩定有序的轉型與其大量財務、環境、社會契機，那麼未來幾年的投入就格外不容輕忽。

投資人理當堅持正確方向。



執行摘要

1. 「綠色大業」利多

從美國降低通膨法案到歐盟綠色新政產業計畫，責任投資人應予關注的大勢..... P.5

- 美國、歐盟、中國的綜合配套政策，將激勵大量投資流向綠色科技創新的孕育與發展，可望對全球科技及其能源需求造就長遠影響。
- 美國降低通膨法案 (IRA) 堪稱綠色科技投資競賽的重大突破，將在未來十年間，向美國製造業者提供大約 4,000 億美元的獎勵與租稅抵免，並將綠色科技競賽推向新的層級。
- 為了回應美國的 IRA 立法，歐盟同時推出綠色新政產業計畫。計畫的基礎涵蓋了綠色經濟方案「Fit for 55」或歐盟可再生能源「REPowerEU」等先前已公告的各種政策配套，旨在於 2030 年前動員近 3,000 億歐元，支援潔淨能源投資。
- 2024 年值得關注的 5 個綠色科技趨勢：鈉離子電池、人工智慧 (AI) 的智能排碳管理、綠色鋼鐵、碳捕集與封存，以及替代性海運燃料。

2. 判讀淨零羅盤，堅定改善氣候航向..... P.10

- 首次全球盤查 (GST) 的結果顯示，目前的全球二氧化碳排放仍然超量，已高於《巴黎協定》2050 年訂定成真必須遵守的臨時上限。為了實現全球淨零目標，全球每年潔淨能源支出必須從 2023 年的 1.8 兆美元增為 2030 年的 4.5 兆美元 (資料來源：國際能源總署)，各國政府尚須頒布、落實更積極的氣候相關政策。
- 氣候策略已成為長期投資人風險管理工具組合的重要環節，責任投資人應優先考量的整合式淨零框架，同時涵蓋配合 (alignment) 與貢獻 (contribution) 面向。
- 投資人不宜低估實體風險以及轉型風險所衍生的各種尾端風險。

3. 新興市場與發展中經濟體的永續資本動員：混合式融資時代即將揭開序幕？..... P.15

- 到了 2030 年，新興市場與發展中經濟體 (EMDEs) 的氣候相關投資，需要維持每年 2 兆美元的增幅 (資料來源：國際能源總署)。隨著能源轉型加速、投資人的需求興起，新興市場與發展中經濟體的綠色、社會責任和永續發展債券 (GSS+) 發行量應會持續成長。
- 綠色、社會責任和永續發展債券 (GSS+) 市場固然具備穩健的動能，但還是只有小部分的氣候融資順利被導向氣候調適用途。擴大氣候調適以及轉型融資，對新興市場經濟體來說尤其重要，畢竟氣候變遷對其影響最為嚴重。全球氣候轉型的成功，取決於新興市場的轉型能否達標。
- 為快速推升新興市場與發展中經濟體的潔淨能源投資，公共資本的角色舉足輕重，但光靠公共資本是不夠的。民間資本的動員與導入不可或缺。混合式融資，似可在借重公共資本降低私募投資風險之際，以及需引導大量私人資金流向之時，作為理想的方案。

- 為解決關鍵議題，在各新興市場與發展中經濟體境內激勵民間氣候投資，針對多邊開發銀行 (MDB) 與開發金融機構 (DFI) 的多項改革，近年來亦出現各種提案。

4. 永續發展與包容精神是否也需一般性均衡理論？P.20

- 「地球限度」的概念，反映了人類經濟得以放心運作、發展的環境安全上限，並且針對地球環境與生態的各種調節機制及複雜面向，提供了可信的框架，藉此分析各種風險的相互連動。
- 藉由雙重重大性的風險評估，評估各發行機構對於地球限度的曝險程度，從而將生物多樣性、氣候考量以及其他的自然面向，整合於總體框架內，綜合評估掌握。
- 對於我們的社會福祉以及經濟體系健全來說，生物多樣性能不能妥善保障，至關重要。據估計，高達 44 兆美元的經濟價值，取決於生物多樣性是否完整留存 (資料來源：世界經濟論壇)。生物多樣性與自然環境，固然日益贏得了更多關注，但由於資料搜集與報表彙編遭遇挑戰，企業與投資人的相關行動迄今仍有限，預期未來動員仍可望再擴大。
- 長遠來看，轉型是否為成功關鍵，取決於能不能贏得社會認可。公正轉型的考量如何整合地球限度的概念，增添了額外的複雜條件，但也使責任投資人有機會洞悉各種關鍵取捨，避免過度簡化的轉型敘述。公正轉型的框架，並非只是流行一時的詞彙，而是永續願景能否在現實世界裡紮根茁壯的關鍵。

5. 歐盟永續金融行動計畫

我們已實現更高度的公開透明：今後能否見證更多資金流繼續支援永續兼容的成長？P.25

- 歐盟永續金融行動計畫 (以下簡稱「行動計畫」) 為歐洲的永續基金格局帶來變革，提高公開透明度，也促成原有標準的升級。
- 這項行動計畫的後續演進，勢必對永續基金產生深遠、持久的影響，形塑出所謂的「永續投資 3.0」。這樣的影響力是全球性的：世界各地的主管機關，將計畫視為本國永續金融立法的參考基準，在歐盟境外的影響同樣不容小覷。
- 同時，為了透過個別抉擇，備妥轉型所需融資，行動計畫應當 1) 明確釐定永續融資產品的範圍，從而確保不同資產管理業者的同類產品具備可比性，同時對於終端投資人也易於理解、2) 根據終端投資人的需求，量身訂製永續金融服務，促成儲蓄資本大規模投入轉型需求，而非僅限於利基產業。

6. 美國與歐洲境內的 ESG 侷限與漂綠抨擊，影響有哪些？P.32

- 相關共識歷經幾年的廣泛擴張，責任投資也在全球的許多地方遭遇反對及批判：對某些地區來說，現行做法過於保守退卻，應跨越財務重大性的考量，更積極考量成效與影響。其他地區的見解則相反，質疑現有的盡責過了頭，反倒悖離了信託義務，本末倒置。
- ESG 遭遇的反對與批判，不妨解讀為這個新興產業正在逐漸成熟化的跡象。如何跟上新興的法律、態度與政治通則，持續評估新近發展的影響力，固然相當重要，然而對產業來說，在產品層面進一步釐清價值訴求，在企業層面提出明確承諾，則是更不容忽視的關鍵。
- 利益與永續孰輕孰重的激辯固然引人矚目，事實則是越來越多投資人 (67%) 開始相信 ESG 因子也同樣至關重大 (資料來源：晨星)。面對即將到來的選舉年，政治爭論及強烈反對勢必還會延續，但不論如何，各種 ESG 因子的重要地位亦將繼續存在，責任投資人與傳統投資人都須繼續擇善固執。

1. 「綠色大業」利多

從美國降低通膨法案到歐盟綠色新政產業計畫，責任投資人應予關注的大勢

過去的 24 個月裡，世界第一與第三大經濟體先後通過了有史以來最具壯志的環境暨氣候配套：美國於 2022 年 8 月簽署的降低通膨法案 (IRA)，以及歐盟的綠色經濟方案「Fit for 55」系列政策，於 2021 年 12 月表決通過批准。此後，「Fit for 55」政策又獲得了歐盟可再生能源「REPowerEU」以及淨零產業法的進一步推動；前者係於俄軍攻入烏克蘭之後的 2022 年 5 月推出，後者則是歐盟呼應美國 IRA 立法的對策。

另方面，全球第二大經濟體的中國，則有「中國製造 2025」政策以及「十四五」規劃的綜合提案 (其中關鍵環節包括「積極應對氣候變遷」的原則)，並將綠色創新列為國家產業政策的核心條目。

這三項配套政策的影響，規模勢必顯著而巨大。

劍橋大學教授 Jorge Viñuales 則在 2022 年的能源危機期間發現了「由氣候變遷所驅動，兩種彼此競爭的社會技術體制之間，持續對峙、相互衝突：一種是以化石燃料技術作為基礎，另一種則立足於低碳新技術之上。」

能源安全、策略產業計畫、氣候目標之間的相互配合，首度催生出責任投資的巨大推動力，這樣的潮流可望長期延續，並在今後努力實現低碳經濟。

“歸功於基礎建設法，我們將在全美各州的公路分別設置 50 萬處由 IBEW 安裝的充電站，各項設備都將在美國境內生產製造，新法律將創造出薪資優渥的工會就業機會，[並且] 強化我國的能源安全。”

拜登針對 H.R. 5376 號《2022 年降低通膨法案》的通過與頒佈，發表總統談話

A. 美國降低通膨法案 (IRA) 以及其對美國永續發展軌跡帶來的影響

2022 年，美國在綠色科技投資的競賽裡，成就重大突破。降低通膨法案旨在加快各項投資挹注於氣候友善的科技與製造活動，推廣潔淨能源，並提高能源效率。這項立法受到普林斯頓淨零實驗室的顯著影響，從而成為美國實現 2030 年減碳 50% 至 52% 遠大目標的基礎。

為了支援這樣的雄心壯志，降低通膨法案會在未來十年期間逐步釋出大約 4,000 億美元的獎勵措施與租稅優惠方案。計畫內容可望強化能源轉型的動力，從而支援：

- 再生能源與電網儲能系統
- 更廣泛採用新技術 (例如電動車輛、氫燃料...等)
- 加強改造升級，提高能源效率
- 新科技與低成本技術的佔比提升

根據白宮估算，在 2022 年 8 月 16 日新法頒佈 1 年之後，降低通膨法案帶來的重大影響將包括：

- 總額 1,100 億美元的潔淨能源製造業投資案陸續宣布；
- 創造 17 萬個潔淨能源相關的就業契機，並在接下來的十年裡額外產生 150 萬個職缺。

此外，受惠於降低通膨法案效應，2022 年至 2030 年間的美國家庭可望省下 270 億至 380 億美元的電費；事實上，美國能源部目前預期，到 2030 年，美國的潔淨發電佔比可望提高至 80%。

這項立法也是美國政府引導境外經濟活動回流美國本土的空前良機。事實上，降低通膨法案所註明的獎勵措施，只會針對美國境內製造，或將美國供應商納入價值鏈的合格產品，提供資金支援。如此一來自然就有許多企業調整原有措施，爭取獎勵資格，全球最大油田服務事業 Schlumberger 即是一例；該集團在傳統能源領域以及能源轉型趨勢上，同時具備技術領先品牌的地位。

實例分析：SCHLUMBERGER 率先落實碳捕集解決方案 (Carbon Capture Solutions)

公司現正投資於新的高成長事業，例如碳捕集及封存 (CCS) 所需的礦層分析、地熱能源、直接鋰礦萃取與氫燃料等。

從技術角度來看，將二氧化碳捕集並封存於地底的概念已經廣為人知，難題在於如何兼顧專案框架以及經濟報酬。在這個方面，政府的激勵措施與監管法規，對於投資的吸引與爭取而言格外重要，而 Schlumberger 則是淨零關鍵路徑所需科技的產業領袖。

Schlumberger 的碳捕集及封存事業現正利用政府額度，即降低通膨法案抵減優惠的一部分，捕集並封存的每噸二氧化碳額度以 85 美元計。

此外，針對鋰礦供應鏈，該公司亦具備一定事業地位，享有降低通膨法案針對美國國產電池提供之每千瓦時 35 美元額度。為了符合相關資格，電池當中使用的鋰原料必須開採自國內的礦區，這正是 Schlumberger 目前在內華達州開展鋰礦直接萃取專案的主因。

降低通膨法案的頒布實施固然贏得歐盟肯定，認為美國終於在氣候變遷對策方面邁出正確一步，但同時也引起擔憂，畢竟法規內容優先嘉惠美國製造業者，歐洲企業恐將落入相對不利處境。對於過往曾在歐洲投資的企業來說，此舉也引發了未來是否撤離歐洲的隱憂。有鑑於此，歐洲各國領袖透過自己的「綠色新政產業計畫」，呼應美國降低通膨法案的立法。

“時至今日，脫碳已
是策略面首要之務。”

歐盟外交與安全政策資深代表
Josep Borell，
以及歐洲投資銀行總裁 Werner
Hoyer

B. 歐盟綠色新政產業計畫與其支援氣候中和轉型的宏圖

綠色新政產業計畫係於 2023 年 2 月 1 日提出，旨在針對降低通膨法案實施過後，歐洲境內的潔淨能源活動可能遷往美國的可能性，設法因應。有別於美國的降低通膨法案，這項計畫建立在長年耕耘的堅實基礎之上。相關基礎彙整於歐盟的綠色經濟方案「Fit for 55」綜合政策當中，橫跨了能源、建物、交通、土地利用、農林漁牧的各種框架與目標，並且明訂了所有歐盟成員國的國家自訂預期貢獻 (Nationally Determined Contributions)。

這項新的計畫透過下列方式，進一步促成綠色科技與產品開發所需的有利環境，從而推動歐洲儘速邁向氣候中和轉型：

- 簡化原有監管環境
- 提高金融近用性
- 強化相關技能組合
- 維持貿易開放。

為了抵消美方降低通膨法案對於歐洲工業的任何潛在影響，歐盟另行考量俄烏戰爭局勢，增列了國家援助規則，從而將臨時危機框架升級成新版的臨時危機與轉型框架 (TCTF)。

歐盟還透過 2022 年 5 月啟動的歐盟可再生能源 REPowerEU 計畫，在歐洲境內推動永續能源轉型，計畫旨在節約能源、生產潔淨能源，達成歐盟能源供應的多樣化，降低原先依賴俄羅斯進口物資的程度。計畫將於 2030 年之前動員近 3,000 億歐元，並在一年時間裡設法達成：

- 風力與太陽能發電量超越天然氣發電量
- 新增太陽能發電設施的總容量達到 41 GW 的歷史新高

- 風電裝置容量提升 16 GW
- 確保目前電力的再生能源佔比提高為 39%。

本項法律與其他法規，現正透過獎勵辦法與投資活動，推動產業繼續向前發展，這將對於各項技術的誕生與規模擴大，產生更深遠的影響。接下來，我們將仔細探索新政策之下可望受惠的五種綠色科技公司。

C. 2024 年值得關注的五種綠色科技以及資金流向

■ 鈉離子電池

在方興未艾的電力需求及再生能源發電投資推動之下，電池儲能系統市場規模料將從 2022 年的 108.8 億美元，擴增成 2029 年的 312 億，複合年成長率為 16.3%。如此一來，現行電池系統所需的資源（尤其是鋰）能否充裕供應，就成為大家關注的焦點。事實上，鈉是地球上蘊藏量第六豐富的元素，性質也與鋰頗為近似。鈉離子電池更安全、更永續、也更便宜（鈉離子電池為 40-80 美元/kWh，鋰電池為 120 美元/kWh）。鈉離子電池的能量密度固然較低（160-200 Wh/kg，相較於鋰電池的 250 Wh/kg），但仍是電池儲能系統相關用途的強勁競爭者，針對空間與重量比較沒有顧慮的非電動車輛用途，具備可觀潛力。

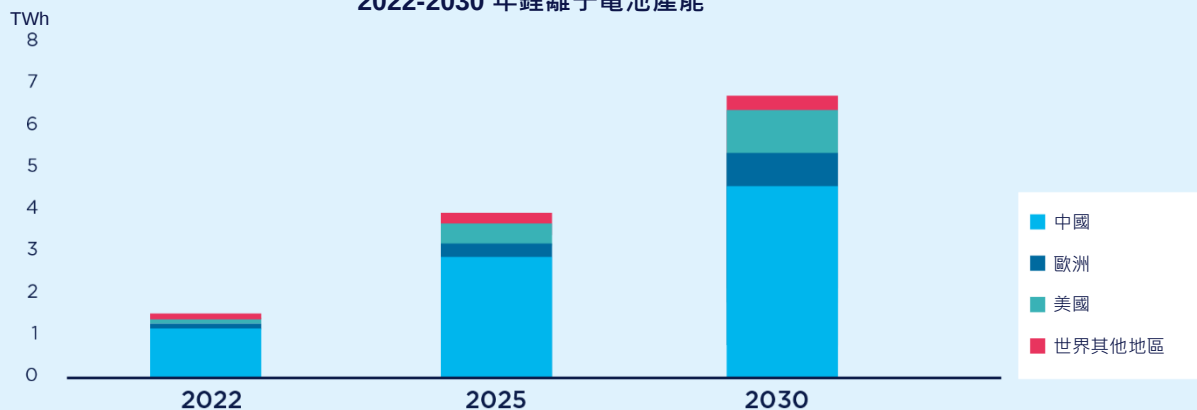
我們預估全球都將採用，其中製造業領域的最大投資規模理當來自中國，不過美國境內也將呈現大幅成長。國際能源總署透露，全球鋰礦供不應求的隱憂，已經引發各界關注。一輛電動車需要 8 公斤左右的鋰，然而全球鋰礦藏量大約只有 2,200 萬噸，其中還有不少鋰礦必須供應予電動車電池以外的其他需求。

實例分析：MAERSK 採用生物燃料與綠氨，加速轉型進度

航運業排放的溫室氣體，佔全球溫室氣體排放總量的 3%。為了推動航運業的脫碳，最具前景的轉機在於改用替代性低碳/零碳燃料，然而現狀卻是航運公司所承擔的碳成本依舊比綠色燃料更便宜。

有別於其他許多海運同業，Maersk 宣布未來的貨輪不會採用液化天然氣等減碳轉型燃料，而是直接改用淨零燃料，包括生物燃料與綠氨等，這正是國際能源總署與淨零情境提案所倡導的最佳方案。如此一來，Maersk 的脫碳化策略遂成為海運業者中最具雄心的積極策劃，期能在 2040 年為集團實現碳中和。

2022-2030 年鋰離子電池產能



資料來源：國際能源總署

■ 人工智慧 (AI) 的智能排碳管理

在主管機關與投資人要求企業揭露排碳的施壓推動下，排碳會計軟體的商機，預期將從 2023 年的 153.1 億美元增為 2030 年的 643.9 億美元，複合年成長率 22.8%。中國的百度集團聲稱，中國的 2060 年排碳減量目標，將由人工智慧貢獻 70% 之多。然而，量子糾纏人工智慧在排碳會計與優化方面的可觀潛力如欲釋放，首先得充分瞭解人工智慧運作的歷程。Baringa 的排碳專家 Hugh Greene 透露：「目前列為追蹤項目的排碳數據當中，可供實現有效脫碳化的優質資料簡直屈指可數 - 欠缺充分的可靠資料，形同陸上行舟。」

市場的成長動力源自於財報法規與投資人的揭露呼籲，因此我們預期，最大的市場將是歐洲，此外也有中國科技公司正在開發解決方案。

■ 綠色鋼鐵

2022 年，全球鋼鐵市場總值達到 1.67624 兆美元，至於 2023 年至 2030 年間的複合年成長率，預估落在 3.8% 左右。如今，大多數的鋼鐵生產依賴大量的煤炭，煉鋼的排放量約佔全球二氧化碳總量的 8%，是所有重工業部門裡最大的碳足跡來源。「綠色鋼鐵」泛指不仰賴任何化石燃料的鋼鐵冶煉活動。2022 年，這項新興技術的市值為 1.827 億美元，預估到 2030 年將達 1,200.048 億美元，複合年成長率 125.1%。相關活動的動力，源自於歐洲各國努力脫碳的趨勢，其次是新式煉鋼技術料將在亞洲普及的展望。

最初的預期以歐洲境內為主，不過亞洲各國的潛力龐大，世界上絕大多數的現有鋼鐵都產自亞洲 (中國)。美國的鋼鐵市場也浮現了巨大的契機，因為降低通膨法案為綠氫生產提供了充足的資金。

■ 碳捕集及封存

為了實現國際能源總署目標，碳捕集與封存的規模必須從 2022 年的每年 45.9 MtCO₂，再增長為 2030 年的每年 320.9 MtCO₂。然而，成功之路絕非一帆風順。推展過程當中的障礙，包括了極高的成本以及啟人疑竇的實際效益。當今大多數的碳捕集設施，仍需耗用大量能源，並且仰賴著複雜的基礎建設予以支援。到了 2035 年，所需的投資規模，預料將達每年 1,200 至 1,500 億美元。不過，新開發的固態電解質反應器技術，有機會帶來助力。這種設備基本上僅仰賴水資源以及點亮 50 瓦燈泡所需的電力，能以極低的成本每小時捕獲 10-25 公升的高純度二氧化碳。

此外，受惠於降低通膨法案提供的津貼，美國存在巨大的潛力，不過我們也發現，迄今的進度仍然受阻，而且在不確定變數的影響下，國際能源總署最新的 1.5°C 實現路徑並沒有那麼仰賴這種新技術。

■ 替代性海運燃料

海上運輸的排放量，佔全球排放總量的 3%。替代性海運燃料 (「替代燃料」，即非化石燃料) 料將從 2021 年的 38 億美元規模增為 2031 年的 2,181 億美元，複合年成長率 50.2%，主要集中在亞太地區。由於減碳法規以及排碳訂價的持續推動，國際海事組織目標在 2030 年實現至少 5%-10% 的零排放燃料佔比，這樣的需求持續攀升。目前，全球共只有 3 個港口供應這樣的船舶燃料 - 並以甲醇為主；這種化學物質僅需針對輪船與港口設施進行最小程度的改造即可，並且能以多種不同的再生原料予以合成，還能滿足持續擴大實施的超低空污新法規。

我們預期，基礎設施投資的最大市場將是亞洲 (全球海運燃油熱點)，但由於海運被納入歐盟排放交易體系，預料歐洲各國也將有高需求。



降低通膨法案以及歐盟綠色新政產業計畫，正進一步加速永續科技的發展，同時支援國家自訂預期貢獻目標達成的各項課題。然而，類似的綠色科技固然有所發展，但仍無法確知類似科技對減碳軌跡會產生什麼樣的實際影響。這點帶來投資的不確定變數，使廣為人知、獲採用的主流科技（例如再生能源、建物改造、電動車輛）以及脫碳效益尚未明確釐清的開發中新興科技（例如碳捕集、氫燃料）之間，相互競爭甚或彼此排擠。

2. 判讀淨零羅盤，堅定改善氣候航向

由於地球上的歷來夏季最高溫幾乎年年都改寫，極端事件的發生空前加快、頻繁化，各界對於今後文明走向的認知，比起以往任何時候都更具共識。淨零排放並非奢望，而是絕對必須達成的志業。

投資人對於這樣的現實多少存有擔憂。氣候變遷的實質影響，與其所涉及的各種對策（不同國家與各企業的脫碳化計畫）不僅顯著影響投資組合，今後也將延續這種巨大影響力。

面對這樣的大環境，我們的信念十分明確：風險以及機會，都已升高到不容忽視的程度。界定氣候變遷策略，對於長期投資人來說，都是必須的任務。

憑藉明確的配合目標與貢獻目標（定義見下文），領先整體趨勢的淨零投資人，目前正為更穩健的投資組合韌性及未來的投資組合成長，預先奠定基礎。

在堅持到底、貫徹轉型計畫的同時，睿智的投資人理當心存警惕：轉型勢必少不了動盪與波濤，經濟面的影響也有可能參差不齊，政治對峙與社會緊張還有可能加劇。置身這樣的環境當中，必須備妥長遠的心態，以及健全的風險管理，不可輕易動搖。

A. 我們對於全球盤查的看法

報告書撰寫之際，阿拉伯聯合大公國即將主辦迄今為止最重要的一場減碳締約方會議（COP）。有多重要？在 COP28 峰會的現場，第一次全球盤查（GST）的結果將會正式公佈，這是全球首度針對 2015 年巴黎協定目標的既有進度，展開詳盡的檢視與公告。

“全球沸騰的時代
已經到來。”

聯合國秘書長古特雷斯
(António Guterres)

根據預期，全球盤查將顯示全球二氧化碳排放量仍然高於臨時目標，並持續偏離 2030 年的近期目標；這點對於巴黎協定所標榜的，升溫不可超過 1.5°C 的目標能否務實達成，具備深刻的影響。各方必須針對 2035 年的期限，研擬更新版本的國家自訂預期貢獻，我們總結了期限之前及時導正全球二氧化碳排放進程所需的技術、財務、政治行動，以及迄今為止各項最重要的成就。

國際能源總署於 2023 年 10 月發佈淨零路徑圖的修訂版本。為實現 1.5°C 目標，快速推動經濟活動的大規模脫碳化，已經刻不容緩。就實務面來說，這點意味著我們必須在 2030 年結束之前看到：

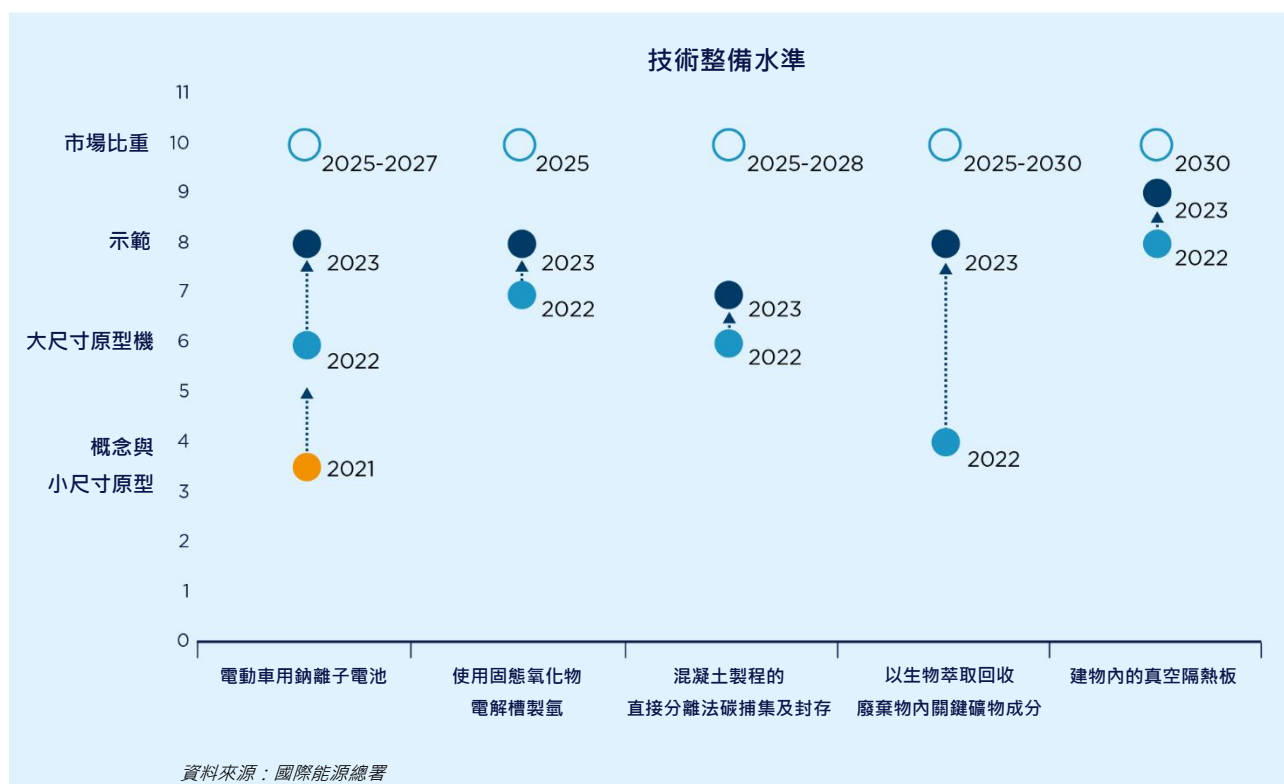
- 再生能源裝置容量成長 3 倍
- 能源強度提高 2 倍
- 化石燃料作業產生的甲烷排放減量 75%。

為了實現上述脫碳目標，投資必須從化石燃料活動轉向潔淨能源投資。國際能源總署的數據反映，全球潔淨能源的支出，必須從 2023 年的每年 1.8 兆美元，增為 2030 年的 4.5 兆美元。能源轉型委員會估計「從現在到 2050 年，平均每年需要大約 3.5 兆美元的資本投資，才有充分財力建立淨零全球經濟，這遠高於目前的每年 1 兆美元挹注。其中，70% 的投資用於低碳發電、輸電、配電，幾乎支撐起所有經濟部門的脫碳化活動。」

國際能源總署指出，單就轉型的應有規模而言，目前的潔淨電氣化改革依舊處於早期階段，但根據事後的評估，在 2022 年與 2023 年很可能出現了轉折：

- 2022 年電動車輛銷量成長 55%，達到 1,000 萬輛，2023 年可望再創歷史新高，預估銷量為 1,400 萬輛。有史以來第一次，業界統計的電動車電池產能，已有能力滿足 2050 年淨零排放情境中的 2030 年度預估需求水準。充電設施的供應增加（過去兩年的容量倍增）以及美國 (NACS) 和歐盟 (CCS2) 電動車充電標準的出現，勢必加速電動車的進一步普及。
- 2022 年，熱泵設備的銷量再創歷史新高，成長 11% 之多，這也已很接近完全達成淨零排放情境所需的 15% 平均複合年增率。
- 在綠色氫燃料方面，2022 年全球電解槽裝置容量成長超過 20%，到 2023 年底，歐洲電解槽裝置容量可能達到將近 3 GW，總容量比 2022 年增加 4 倍以上。根據 S&P Global Platts Analytics 的數據，光是歐洲電解槽計畫提案的規模，就很接近歐盟在 2024 年結束前實現 6 GW 產能的遠大目標了。
- 核能發電新增機組的容量成長 40%，產能新增 8 GW。誠然，真正的淨零排放情境還需要更進一步擴大部署，但在 2019 年至 2021 年間的容量增長持平過後，2022 年的成長仍明顯進步。
- 太陽能光電已成為率先實現 2050 年淨零排放情境的再生能源科技。

我們也預期，隨著許多淨零排放科技的技術整備水準的發展，私募資本的供應狀況與債務融資能力將顯著增長：



類似的脫碳化目標，有賴各國政府大力參與。為了加速實現 2030 年目標，各國必須：

- 透過融資，支援新科技與尚未獲利科技
- 推進大型基礎建設的開發（例如再生能源專案的核准）
- 採取足以顯著影響民眾習慣的氣候政策

貨品暨及服務稅的結果，可能會導致各個簽署國之間的分歧或爭議，各方政府對於國家自訂預期貢獻的重申、轉型活動所需的融資，以及全球貿易帳的均衡，各執己見或莫衷一是。未來挑戰的艱鉅程度，不容低估、不可輕忽，政府為了克服各項挑戰必須達成的高難度決策，亦應慎重處理。

為了確保升溫不突破 1.5°C 的美好未來，較高收入國家尤其必須跨越黨派界限和意識形態共同努力，採取必要措施，創造更為兼容並蓄的情境，以利其他中低收入國家量力而為、逐漸參與並跟上。值得一提的是，根據配合目標，已開發經濟體以及開發中經濟體的二氧化碳排放量必須在 2035 年之前，分別減少 80% 以及 60%。

為了降低金融機構以及民間企業所面臨的不確定變數，政府的氣候相關政策必須儘速發布、長期延續。政治層面的變數，已經導致了全球金融淨零聯盟與各種提案流於零碎化、片段化。由於許多國家的關鍵選戰訂於 2024 年間舉行，因此確保升溫不超過 1.5°C 的希望，取決於勝選的各國決策者是否將減碳列為優先落實政見，第一步就是 COP28。

“這並不是『會不會』的問題，而只是『遲早必須面對』的問題 - 對我們所有人來說，越快達標越好。”

國際能源總署執行董事
Fatih Birol

B. 配合 vs. 貢獻：兩者相輔相成？

如欲成功實現脫碳的新經濟，我們的生產體系及消費模式須大幅變革；只有政府、企業與更廣泛的金融體系相互配合協調，才能實現這樣的目標。因此，資產管理公司在支援經濟轉向低碳之際，同時發揮關鍵作用，並應充分利用手中的兩大關鍵利器：資本配置、參與議合。淨零投資人應逐步將資本分配予氣候目標積極而恢弘的減碳途徑相關資產，同時秉持合乎目標的審慎方式，與各方利益關係人士交流議合。

如此一來，投資人也有幾項挑戰必須克服，除了評估氣候相關風險，還需要根據合理的變動理論，研擬淨零投資的框架，從而確保機構的既有職責與信念明確落實。理想情況下，相關努力的成果亦將支援漸進、具體的資本重新分配，並充分利用盡職治理活動，從而達成最理想的問責目標與透明公開標準。

典型的淨零框架，必須在策略與指標當中納入下列項目：

- **配合面向：**目標在於辨識出哪些企業真正努力調整原有商業模式，設法逐步配合淨零的發展軌跡。
- **貢獻面向：**計畫旨在嘉惠相關投資，加速解決方案的部署，從而直接促成全球經濟在 2050 年之前實現淨零排放。

這兩個面向，可以針對發行機構的轉型概況，提供珍貴的洞察，無論是透過配合指標反映氣候志業的貫徹程度，還是透過貢獻指標反映氣候行動的成果（實際狀況查核）。後者使用永續分類法、綠色債券之類的資產層級方法，辨識出目前有哪些發行機構正在提供或開發各種產品與服務，支援淨零志業。配合指標是確保各項行動整齊一致的必要支援，超越了活動篩選、資產評選的範圍，同時進一步整合投資對象轉型計畫的前瞻評估。在評估配合面向與貢獻面向之際，整合方法是必備的基礎，因為這兩樣標準不能拆分開來單獨考量。這種方法確保全面、周延、前後一致的策略，最大限度發揮具體影響現實世界的積極潛力。

投資洞察：淨零投資與 60-40 配置的相關展望

在《淨零投資與 60-40 配置的相關展望》的專文裡，Amundi 鋒裕匯理的專家指出，採用淨零路徑，將會從兩個方面影響投資人的原有資產配置：

- 策略資產配置決策，需考慮轉型對各種經濟、金融變數造成哪些影響，乃至於投資人對於不同資產類別往後的報酬預期需要怎麼調整。
- 換句話說，投資人將需重新評估傳統的資產配置方法，設法反映氣候變遷所引起的世界經濟根本性變動。

幾個關鍵的研究結果揭示，將淨零考量納入投資人資產配置，短期財務成本其實也不高；而從長遠來看，隨著企業逐漸向低碳模式轉型，這筆成本最終將抵消。同時，研究結果還指出，從長遠來看，積極落實氣候考量之後，投資人本身享有的效應也是正向的。

2024 應是這樣的新年度：

- 加倍關注、充分重視範疇 3 資料的品質與會計規則，以及投資組合的脫碳化過程將會受到哪些影響。決策者、主管機關及標準研擬當局也即將針對揭露規範，逐步推動範疇 3（以重大性評估程度為準）揭露。範疇 3 相關的各項資料與數據，目前仍然有欠準確、難以比較，然而新訂的報告規範，應協助投資人把範疇 3 逐步納入轉型相關風險的評估當中，同時也在淨零目標的研擬與監控期間，予以參考應用。
- 市場越來越關注，投資組合脫碳目標與實際實體經濟路徑之間的長期脫鉤，對於投資組合集中度以及產業及風險因子的配置，將帶來什麼影響。
- 將淨零投資框架擴展到更廣泛的發行機構，如主權國家與非上市公司。由於傳統上透明程度較低的幾種資產類別，採用的方法、揭露措施、參考資料等，也逐漸提升了公信力，今後投資人將更有能力擴大投資組合參考淨零目標的範圍與比重。

C. 我們如何看待尾端風險的評估與管理

氣候相關風險分為兩類：轉型風險以及實體風險。實體風險是由洪水、地震、火災等惡劣天候所造成的，而轉型風險的成因則是各種促使經濟轉型為低碳模式的人為政策。針對投資組合涉及的氣候相關風險，妥善評估、適切管理，近幾年來始終是 Amundi 鋒裕匯理的首要任務。關於氣候變遷的尾端風險分析（或最壞情況），研究表明，實體風險的嚴重程度遠高於轉型風險。

由於氣候政策乃是轉型風險的主要驅動力，因此這樣的風險在一定程度上受限，畢竟多數人都認定政府不太可能實施任何妨礙經濟的法規。因此，在標準模型裡，轉型導致意外、引發極端金融衝擊的機率，相對來說仍然較低，但在延遲情境當中，這種機率就顯著得多：轉型的野心越大、實現越慢，金融市場的風險就越高。

為了估計投資組合層面的轉型風險，鋒裕匯理開發了內部隨機方法，藉此計算各種可能佈局的氣候風險價值。這種新的風險價值衡量標準，特別適合在前瞻性環境當中，落實投資組合的極端風險管理。

論文草稿：從氣候壓力測試到氣候風險價值：隨機式方法

論文「從氣候壓力測試到氣候風險價值：隨機式方法」當中，提出了新的氣候壓力測試方法，一併考慮了碳訂價的不確定變數與連鎖效應，同時體認了所有的部門都會透過供應鏈，轉嫁某部分的揚升成本，也就是所謂的傳導效應。文中建議，採用顯著、外生的統一碳稅，而不是影子碳價制度；後者乃是綠色金融系統網絡 (NGFS) 壓力測試場景所採用的體制，處於隱性、內生制度。

研究分析了增值固定碳稅的經濟影響，並透過兩大關鍵要素，探討了碳稅的影響：前面提及的傳導參數，以及協調程度（僅會改變地方租稅）。此外，論文還探討了兩種情境：全球稅制，以及歐盟、美國或中國適用的地方稅。

- 以全球稅的情境進行評估，我們發現，每 100 美元/tCO₂e 的增值稅，會導致 GDP 的總成本提高 5%、CPI 物價增幅提高 3.5%。
- 就地方稅而言，我們發現當地的通膨上升、成本顯著化，但在區域以外的通膨則屬溫和，成本亦較低。平均而言，總成本的 90%由實施稅收的國家承擔，對於世界其他地區的影響僅為 10% (例如，對於歐盟來說，500 美元/ tCO₂e 稅收導致的成本，約為歐盟國家 GDP 規模的 15%，但對非歐盟國家則低於 0.5%)。

各國之間的租稅若是彼此不協調，這些數字明細的失衡，可能會引發競爭力扭曲的困擾。具體而言，排碳較低的部門或實體可能會承受更大的負擔，因為它們面臨成本增加，但沒有能力向外轉嫁絕大部分碳價格。此外，碳稅的累退性質，有可能會加劇所得不平等，對於不同財力的家庭產生不平等的影響。如此一來，決策者在規劃氣候政策之際，能否考量到這樣的潛在連鎖效應以及跨部門差異影響，至關重要。全面瞭解各種不同的動態，對於永續低碳未來的轉型歷程能否兼顧具體成效以及平權原則，至關重要。

在實體風險方面，財務損失的增加，已成為顯而易見、難以否認的事實。這是由洪災、乾旱、暴風雨等急性極端天氣事件，以及慢性熱浪等極端氣候條件的長期變化，共同造成的結果。在 2050 年結束之前，我們如果沒有降低經濟活動的強度，急性以及慢性的實體風險頻率與強度均將增溫，此後的嚴重程度亦呈指數級增長。為了因應、抵減這種日益膨脹的風險，減少溫室氣體排放，擴大氣候變遷調適的相關投資，已經不容拖延。

至於轉型風險，採用隨機式方法，針對地球暖化每提高一度所引發的潛在實體損失建立起模型，就能協助我們估算出投資組合層面的實體尾端風險。



投資人絕不能輕易低估尾端風險。隨著各種極端事件越來越頻繁發生，嚴厲、影響力強大的氣候政策，就更有可能強制實施。替代性淨零科技的出現，有機會加速這個過程，這樣的科技更加成熟且成本日益降低，從而降低特定氣候政策的政治成本。永續進度落後、目前適用延遲答覆的公司，很可能正是受此影響最顯著的公司。

3. 永續發展與包容精神是否也需要一般性 均衡理論？

氣候變遷等環境因素，對於財務評估的重要地位，日益受到認可。然而，隨著氣候影響評估的持續推進，針對其他更廣泛環境考量的擴大整合，以及地球體系的動態理解，也變得更加關鍵。「地球限度」這樣的概念，描繪出人類經濟可以安心運作的環境保障上限，同時也提供了可信的框架，藉此整合地球體系多種過程彼此調節的動態回饋循環。

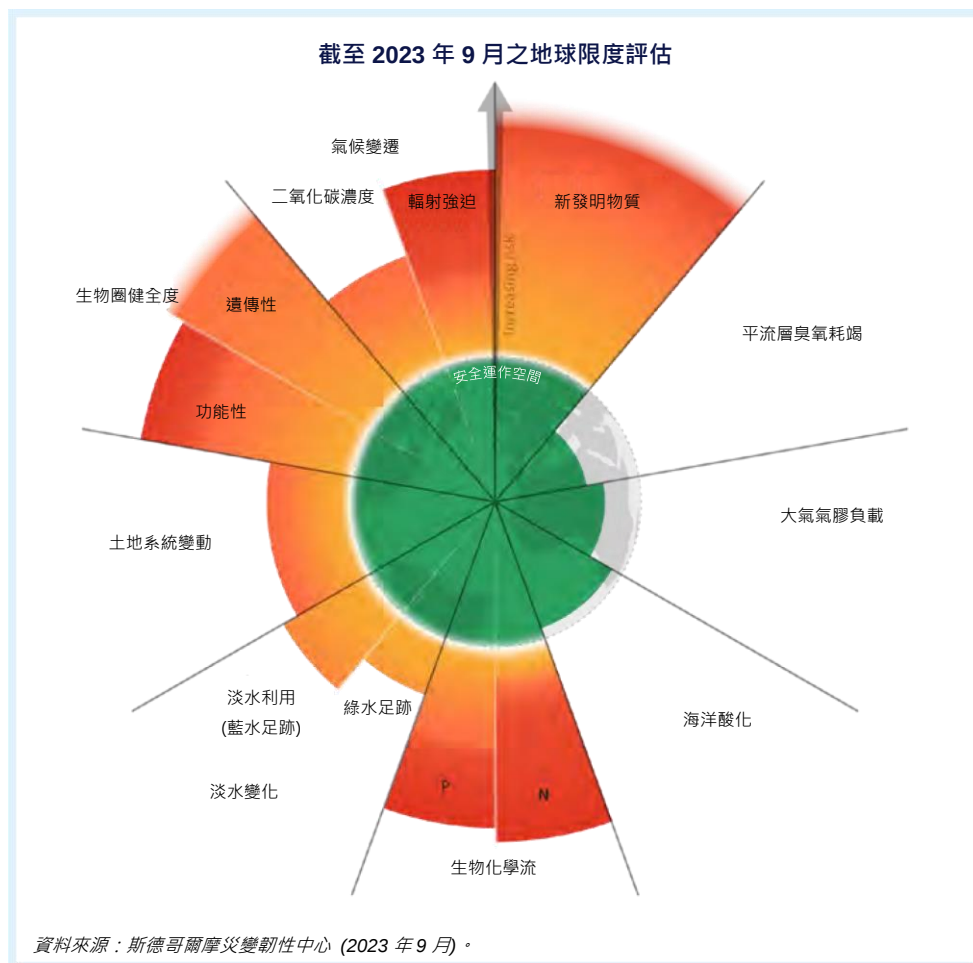
同時，在自然生態系統以外，我們還須謹記，人類本身也是低碳經濟轉型旅程的主要影響對象。在不同的地理區，可供適應、抵減氣候變遷的既有資源多寡各不相同，彼此間的經濟落差也相當可觀，特定地區所受影響更加嚴重的狀況時有所聞。為了確保轉型志業在全球各地一致達標，我們必須確保轉型的公正合理，並且確保所有的國家在總體與個體層面都能善盡自己的一份心力。

A. 地球限度應列為盡責投資人的主要總體框架

2023 年 9 月，我們首次針對 9 種不同的地球限度實施評估，發現其中 6 項限度已超標。

“地球體系的穩定性與復原力，與人類福祉密不可分，但大家對於它們的相互依存狀態仍未普遍、充分認識，也因此經常予以獨立看待。”

Rockström, J.、Gupta, J.、Qin, D. 等人；安全且公正的地球體系限度。自然期刊第 619 號 (2023)



「臨界點」¹的陳述，可更妥善說明是什麼樣的非線性風險，影響著各種氣候因素。溫度升高以及二氧化碳排放量擴增，將引發負向的回饋循環，進一步加深氣候劇變，尤其是削弱了天然碳匯幫忙地球大氣層清除人類排碳的自癒力。接下來提供幾個簡單的說明：

- 氣溫更高的環境裡，全球海洋所能溶解的二氧化碳就會顯著減少
- 乾旱以及熱帶的過高氣溫，抑制了植物的額外生長。

地球限度有助於分析不同面向之間，相互關聯的各式風險，包括各種負向、正向的回饋循環，以及各式生態臨界點的存在。

ESG 分析，已經在標準分析當中，一併考量了幾項重大地球限度。實例包括土地系統變動（森林砍伐）、淡水資源變動（水足跡）、新發明物質（塑膠污染、全氟/多氟烷基化合物等）以及生物圈健全度（生物多樣性足跡）。根據雙重重大性風險評估，評量各家發行機構的地球限度曝險有多顯著，就能夠把生物多樣性、氣候，乃至於其他自然面向，綜合整併在單一的總體框架裡。

B. 更妥善評估投資組合的生物多樣性影響力

生物多樣性的定義為「所有來源的生物體之間的變異性與多重樣貌，其中包括陸地、海洋與其他水生生態系統暨其所屬之生態複合體」（*生物多樣性公約*）。對於人類社會的福祉，乃至於經濟體系的健全，生物多樣性都很重要：據估計，**44 兆美元**的經濟價值（佔世界 GDP 的一半以上）是依存在正常的生物多樣性之上。世界銀行的數據則反映，由於長年來的生物多樣性持續喪失，**全球 GDP 每年恐將下降 2.3%**，低收入國家的實際 GDP 每年損失更是高達 10%至 20%。

人類社會高度仰賴生物多樣性的程度，日益獲得承認，促成各種止損跟減災的集體行動，自然資本保護也從原本的企業社會責任課題之一，變為關鍵的實質、財務風險來源。我們最近的觀察發現，全球各國的政策投入程度持續提升，例如已有近 200 個政府承諾，將在昆明 - 蒙特利全球生物多樣性框架（GBF）下，律定生物多樣性保護目標與指標，同時頒佈國家法規，藉此推動公私部門投資，鎖定技術創新、綠色轉型計畫、生物多樣性策略等。

縱使生物多樣性獲得了更高度的重視，但由於資料搜集困難、報表彙編窒礙，企業界與投資人在這方面的具體行動，迄今仍然有限。OECD 報告書指出，**用以氣候變遷減災的資金，佔環境保護措施資金總額的 90%，相形之下生物多樣性資金的佔比僅達 7%**。然而，這種情況今後可望改變。

■ 報告作業

我們預期，未來幾年裡，生物多樣性相關的報告活動將會增多。GBF 的目標 15 呼籲各家企業與投資人盡量監控、評估並坦然揭露自身對於生物多樣性的風險、依賴狀況及影響。許多公司與投資人均表示，自身有意採納自然相關財務資訊揭露工作小組（TNFD）的相關建議，建議事項於 2023 年 9 月公告確定版本。自然相關財務資訊揭露工作小組旨在相容於現有的報告框架，秉持科學基礎方法，確保市場可用性，並且明確反映氣候與自然之間固有的相互關聯狀況。

自然相關財務資訊揭露工作小組更攜手科學基礎減碳目標網路（SBTN），於最近共同開發了 LEAP² 方法，立足於現有評估框架之上，連結備受肯定的各式科學資料集合與評估工具，同時進一步發布企業目標設定的聯合指南，提供土地運用目標與淡水資源目標的相關建議予業界參考。

1 臨界點的定義：在氣候科學裡，這指的是臨界閾值，一旦超過了閾值，就會在氣候系統當中造成巨大、不可逆轉的嚴峻變化。

2 定位、估算、評量與準備。

■ 資料

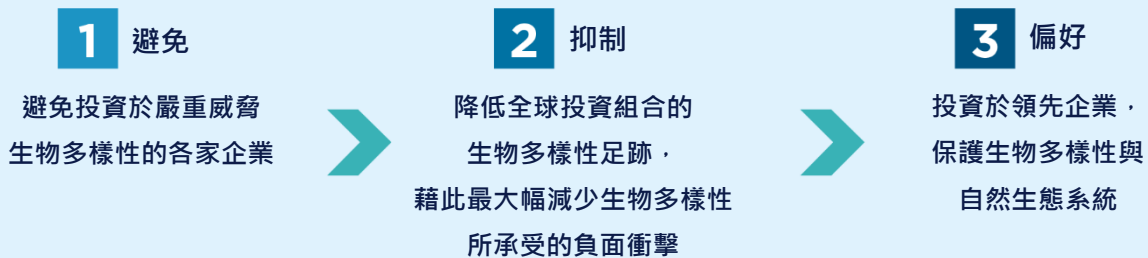
我們預期，隨著研究的進展、法規的實施，以及各家公司開始發表生物多樣性報告書，資料將隨著時間流逝而更趨完整、精確符實。生物多樣性是複雜的問題，涵蓋多個不同層面，目前正由 IPBES³ 與斯德哥爾摩災變韌性中心攜手解析。為了全面評估特定公司對於生物多樣性造成哪些影響，各個面向的數據跟資料都有必要搜集，因此任務的挑戰性相當高。

為了進一步克服自然相關的各種風險，為自然資本解決方案備妥必要融資，投資人必須有機會取得更妥善的企業資料與報表。自然相關財務資訊揭露工作小組旨在支援企業與投資人，憑藉原有的報表基礎，持續發展擴充，同時逐漸增列各種適用的自然相關揭露項目。2023 年締造的進展相當可觀，為 2024 年以及往後奠定了良好基礎，確保投資人得以據此搜集更多資料，更妥善評估各種自然相關風險。

Amundi 鋒裕匯理的生物多樣性框架

為了克服生物多樣性資料不足、報表匱乏的現階段難題，Amundi 鋒裕匯理開發出專有的投資框架，評量並監測投資組合對於生物多樣性造成哪些影響。我們研擬框架的目標，在於開發出高度關注生物多樣性的全新主題投資策略。

框架仰賴三大支柱



C. 光憑「公正」轉型為什麼仍嫌不足：引領社會大眾欣然接受低碳經濟轉型

國際勞工組織將公正轉型定義為「實現綠色經濟的同時，盡可能確保所有人的公平權益與包容待遇，兼顧健全就業與消弭落差。」公正合理的轉型，既能確保社會面轉型、政治面轉型的妥善管理，也能保障經濟與社會免於轉型的干擾與副作用。舉例來說，轉型活動料將催生出 **2,400 萬個新增的淨就業機會**，但這其實是 1.03 億個全新職缺遭到了技能需求異動期間 7,800 萬原有工作機會裁撤予以抵銷的結果。

此外，轉型對於高收入族群以及低收入人口，勢必產生不一樣的影響。同時，世上仍有多達 **7.73 億人口** 迄今仍然無法享受電力的便利，因此需要針對離網再生能源，繼續投資 **23 億美元**，確保能源進一步普及、價格亦需低廉（2021 年的投資數字為 5 億美元）。另一個例子，則是電動車領域的投資：歐洲、中國、美國在電動車銷售數字當中的所佔比例最大，其他地區相對落後。縱使是在已開發經濟體，電動車輛的平價程度不夠徹底，仍然妨礙了推廣與普及。

3 生物多樣性與生態系服務之跨政府科學政策平台。

受到轉型影響的利益關係人士包括了：

- 勞工 (就業面臨風險，或市場對於特定技能的需求較大)。
- 供應商 (由於領先的企業客戶積極追求脫碳，自身業務與員工可能受到連帶波及)。
- 社區 (隨著轉型重塑產業地理，特定社區可能失去收入來源，或發現原有生活方式遭破壞)，與
- 消費民眾 (產品與服務的平價程度與近用狀況，將是他們關注的關鍵)。

不同產業、不同地點的特定利益關係人士，所重視的考量各會有不同，但無論如何，公司都必須辨識並設法滿足弱勢群體的需求，例如特定婦女、身心障礙同胞、原住民或低收入民眾等。

公正轉型當中的利益關係人士

影響力	失業、技能短缺、侵害勞工權利、弱勢勞工遭歧視	收入損失、技能/資源/技術短缺、供應鏈裡的社會風險	社區收入損失、轉嫁予社區的額外成本、侵犯社區權利	針對技術變遷、價格變動、近用管道、平價程度障礙等，缺乏因應能力
利益關係人士	 勞工	 供應商	 社區	 消費民眾
抵減	藉由預測就業變遷、尊重職場權利、確保雙向對話、發展必備技能、保障健康與安全，以及確立社會保護 (包括退休金與社會福利) 等，積極參與貢獻	藉由強化當地供應鏈、確保整體供應鏈全面貫徹勞動、人權、環保盡職調查等，協助供應商共同參與	瞭解溢出社區所受影響、尊重影響力與參與的相關權利、聚焦重視弱勢環節、積極推動創新	優先考量特定消費族群無法享有充分獲得永續產品/服務的影響、消除各種轉型障礙 (包括財務運用管道等)

弱勢環節 (例如移民移工、非典型就業人口、原住民與部落居民、婦女、兒童與青少年、社會保護與福利匱乏國內社區、弱勢消費民眾)

資料來源：Amundi 鋒裕匯理資產管理。

建立公正轉型所需框架

公正轉型策略的目標與內容，會根據企業究竟處於開始轉型（試圖擺脫高碳排模式）、持續轉型中（提供「綠色」產品和/或服務）或是實現適應（適用於大多數產業）階段，而有所不同。然而，對於所有人來說，流程的第一步首先需要瞭解公司的氣候策略，以及策略所涉及的社會假設。例如，它所依賴的技術，會不會導致現行的勞動力技能因此過時、遭到淘汰？更潔淨的綠色產品會不會孤立那些無法再使用它們的消費民眾？公司還需要確保自身具備識別、評估社會因素的充分基礎，例如尊重人權（包括勞工權利）、社會對話、合理職場條件以及體現社會責任的商業道德。

接下來，一旦確立起自己的氣候目標與利益關係人士優先使命，公司就能繼續釐清自身面臨的社會轉型機會及風險，研擬較為具體的公正轉型策略，呼應事業面臨的風險和機會。根據 **Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment** 的說法，公正的轉型策略當涵蓋：

- 公正轉型的妥善治理與董事會監督，
- 風險（以及機會）評估與財務規劃，
- 四大主要利益關係人士群體的適用行動計畫，以及
- 促進公正轉型的政策與夥伴關係，包括公共倡導方案。

行動計畫需要考量各地有別的具體現實，並且納入定期的利益關係人士對話、交流、回饋等。

最後，公司還需要設定時限明確、具體詳盡的公正轉型目標，並且承諾定期回報相關進度。

對於公司與投資人的主要意義：正式期望、供應鏈、公平正義的防災韌性，成為各方聚焦的重點。

在政策變數、機會持續湧現、平權飽受挑戰的大環境當中，社會對於綠色轉型的期望日益殷切，期盼轉型順利落實合理勞權、永續就業的承諾。我們預期，民間部門將面臨投資人與其他利益關係人士日益高昂的呼籲，具體、進一步提出實際證據，佐證自身業已積極投入兼容並蓄的轉型志業。迄今為止，投資人與各家公司的議合溝通，往往側重在個別專案或工程的層級，提升認知及/或降低風險。但是，根據**影響力投資研究所以及轉型計畫工作小組** 2023 年發布的指導內容，如今具備相當充裕的空間，可供正式擬定需求需求，並將各項轉型目標妥予量化。我們也期望，公司支援自身供應鏈的轉型承諾，能夠接受更進一步的檢視與審查。根據**聯合國全球盟約**的近期簡報，公司必須更加關注供應鏈當中的社會破壞、氣候變遷風險以及供應鏈透明度，並透過公正轉型原則，整合供應鏈風險管理，從公部門創造市場需求，並為各家中小企業支援產能建構與融資變通管道。最後，由於全球氣候衝擊的分佈日益不均，極端事件更加頻繁，防災韌性與適應能力方面，都需要予以擴大投資，從而強化社會的存續、適應、轉型能力，充分預測並因應各種破壞與危機。投資人可以使用不同的方式，將各種公正轉型考量整合於投資組合當中。根據**影響力投資研究所**的說法，金融市場人士應當設法推動氣候行動、環境行動，同時兼顧兩大條件：i) 投資不可深化或加劇弱勢或邊緣化族群的原有負擔，當設法改善社會經濟資源分配，以及 ii) 金融人士應確保利益關係人士的訴求獲得傾聽，考慮他們的觀點和需求，努力推進社區的心聲。

為了滿足這樣的需求，Amundi 鋒裕匯理根據通用條件及特定產業標準，針對參與轉型的四大利益相關人士（當地社區、客戶、勞工、社會整體），制定了專門的「公正轉型評分」。這套分數旨在評估公司確保轉型活動兼顧兼容並蓄原則的相關努力與貢獻。

隨著資料與方法的逐漸成形，以及主管法規對於公開透明的要求提升，氣候以外的社會、環境主題，勢必對於公司的策略與估值產生更強大影響。投資人當期待並促成更多企業進一步提供更多資料及相關目標，涵蓋的主題數量亦將在未來幾年內增加。大自然與公正轉型的考量，乃是盡責投資框架的關鍵視野，充分彌補了淨零轉型的不足之處。特定永續目標的順利實現與否，實則取決於其他永續目標能否達成；縱使如此，三大面向當中，都存在著投資人應當體認的總體及個體層面重大風險。

4. 新興市場與發展中經濟體的永續資本動員：混合式融資時代即將揭開序幕？

國際能源總署估計，在 2050 年將全球溫室氣體排放量降至淨零，必須實現的新興市場與發展中經濟體投資（在各種永續發展融資需求當中居於首位）金額，到 2030 年底將增為每年 2 兆美元。此外我們預期，適應需求（本質上較不合乎「可融資」條件）在未來的幾年裡料將大幅成長，畢竟新興市場以及發展中經濟體格外容易受到氣候變遷所波及。

在新興市場負債緊縮之際，這些需求與當前資金之間的投資落差已經擴大。適逢烏克蘭戰爭、全球能源危機、已開發經濟體政策利率上升的背景下，超過四分之一的新興經濟體實際上被排除在國際資本市場以外，所有機構無不遭逢融資條件緊縮的困境。

由於大多數新興市場與開發中經濟體的財政餘裕有限，國際貨幣基金估計，今後需要由民間部門承擔絕大多數的前述投資需求 - 比重高達 80% 至 90% 之間。適逢如此背景，透過公私部門之間的更妥善合作，如何運用可擴充的混合式融資機制充分填補永續融資的缺額，已比過往任何時候都更重要。

新興市場與發展中經濟體的議題，攸關全球

國際能源總署的數據顯示，2022 年間，中國以外亞洲新興市場及發展中經濟體的排碳增加幅度，超過全球的其他任一地區（其中半數為燃煤發電所致）。這也合乎我們在過去十年裡的觀察發現，其中新興市場經濟體佔溫室氣體排放增量 95% 以上。

然而，在各國排碳的計算與歸因作業期間，標準的碳會計方法 - 所謂的國家盤查清冊⁴ - 僅能呈現整體全貌的其中一個面向。

在已開發經濟體的工業逐漸脫碳化之際，我們預期，在所有支援脫碳化落實的政策配套支持下，各國排碳盤查結果將會持續降低。然而，歐盟碳足跡總額約有 1/3 來自進口⁵。世界各國政府必須採取所謂的價值鏈方法，確保碳密集型製造業不會趁隙移往政策較寬鬆的發展中國家境內重操舊業。相關努力的實例之一，是歐盟的碳邊境調整機制，這套體制針對各種輸入歐盟商品，設定了生產過程的排碳訂價，從而抑制排碳衝擊，並鼓勵歐洲乃至於國外的產業積極脫碳。

A. 新興市場與發展中經濟體資本市場的永續發展

綠色、社會、永續發展 (GSS+) 債券是由政府、跨國公司、企業或地方政府發行的債權工具，收益用途以合乎條件的綠色建設與公益專案為主，提供融資或再融資。這個資產類別，乃是引導民間投資共同因應氣候轉型、促進社會發展的關鍵功臣。新興市場與開發中經濟體，對於此類資金的需求尤其迫切，畢竟這樣的國家在財政資源方面確實比已開發經濟體更稀缺。綠色、社會、永續發展債券的發行量，理當持續成長。展望未來，我們預期能源轉型的加速、新興經濟體相對於已開發經濟體的更大規模綠色債券溢價 (greenium)，以及總體的經濟動態（經濟成長疲軟背景下的高名目利率），將綜合推動這股態勢，支撐發展中經濟體的固定收益資產類別。

4 計算當地的實質排碳。

5 法國國家統計和經濟案例研究所報告 - Insee Analyses 第 74 期，2022 年 7 月。

國際金融公司與 Amundi 鋒裕匯理聯合發布的新興市場綠色債券報告闡述了核心情境，並且預測在 2023 年 - 2024 年間，中國以外新興市場與發展中經濟體的綠色債券發行規模累計成長 27% 之多。尤有甚者，我們認為綠色債券發行將在 2023 年反彈至 14% 左右的增幅，並在 2024 年放緩至大約 11% 的更加常態化增幅。

從中期來看，我們預期綠色債券的發行將成為能源轉型加速的主要受惠資產，轉型加速步伐則由因應氣候變遷的急迫心態所推動，其中又有三個潛力可期的區域在 2024 年格外值得追蹤：

■ 中國：

中國綠色債券市場蓬勃發展的先決條件，在於政府採取了多項新提案，旨在拓展投資人基礎、鼓勵銀行積極貸放予各種能源轉型工程及專案。2022 年 7 月公告的中國綠色債券原則，如今要求所有透過綠色債券籌集的資金 100% 全額投入綠色專案，嚴格程度高於先前準則所訂的 50% 至 70%。一旦獲得廣泛採用，新版原則理當緩解投資人對於「漂綠」等批評的主要顧慮。

■ 印尼：

2022 年，印尼的綠色債券發行規模增加了 2.4 倍，總計 26 億美元，這主要是透過該國政府於 2022 年 1 月發布綠色分類標準後，前後兩波的主權債券發行（價值 19 億美元）活動。這是因為印尼有能力推動氣候預算標籤機制，有效追蹤並評估氣候減災與適應的各項公共支出，如此制度有效預防了各種漂綠伎倆，從而提升印尼的綠色、社會、永續發展債券資產在跨國基金經理人眼中的吸引力。

■ 印度：

2022 年的綠色債券發行固然靜淡寂寥，印度政府的決策當局仍堅持在 2022 年 11 月公告印度的主權綠色債券框架，激勵綠色債券市場進一步發展。隨後，印度於 2023 年初發行兩筆具里程碑意義的主權綠色債券，籌集了 1,600 億印度盧比（近 20 億美元），可望提振印度國內更廣泛債券市場的發展動能。

綠色、社會、永續發展債券市場的動能固然紮實，但在氣候資金籌募總額當中，只有一小部分導向氣候適應用途，是以氣候適應工程在各地區與產業發展頗為懸殊。此外，考量全球的總體經濟大環境，公共資金已轉趨稀缺、緊縮，為實現永續目標，其他的資本來源勢必獲得重用，這自然包括民間部門的資本。

B. 新興市場與發展中經濟體導入民間投資人的挑戰，與開發融資的焦點趨勢

政府間氣候變化專門委員會的資料顯示，民間部門的融資始終都受限，特別是在發展中國家，但同時民間部門對於氣候相關風險的體認也越來越清晰。適應力與防災韌性融資的相關創新，例如根據預測/預期的新融資系統以及區域風險保險池，已展開初步測試，規模正在擴大。縱使如此，爭取民間投資人的資金，仍需先行克服各式挑戰，例如：

- 氣候相關風險及投資機會的評估欠充足
- 可用資本與投資需求之間的地區性撮合障礙
- 風險報酬概況欠缺吸引力，尤其是監管環境的缺失或薄弱，無法呼應永續宏圖。

擴大氣候調適、推廣轉型融資，對於新興市場與發展中經濟體尤其重要，畢竟它們才是苦於氣候變遷的受衝擊最鉅國家。全球轉型的成功，取決於新興市場的轉型能否順遂達標。如欲快速推升新興市場的潔淨能源投資，公共資本自然發揮重要作用，但僅靠公共資本還不夠。民間資本的動員以及

接連發生的危機，創傷效應日益明顯，同時尚有許多國家努力克服高通膨、高債務、重大融資缺額，設法維持基本服務、撐起基礎設施及氣候行動，並解決日益嚴重的貧困、不平等、脆弱問題。

世界銀行總裁 Ajay Banga、國際貨幣基金執行董事 Kristalina Georgieva、摩洛哥經濟暨財政部長 Nadia Fettah、馬格里布銀行總裁 Abdellatif Jouahri 共同聲明。2023 年 10 月。

導入，仍舊不可或缺。

然而，對於民間投資人來說，鎖定新近開發的方案，或持續擴大規模的方案，既複雜又困難，因為他們難以針對相關風險精確分析，經常高估風險或錯失良機。混合式融資，能在借重公眾資本降低私募投資風險之際，以及引導大量私人資金流向之時，化為理想的方案。

截至目前，制式措施是由已開發國家提供公共融資，跨境支援各個新興市場與發展中經濟體轉型邁向低碳經濟的所需投資。投資人可以針對邊境市場的各國能源系統發展，提供各種相關支援，藉此促進該國經濟發展、激勵當地能源轉型。

在這方面，以融資馳援基礎設施工程的各式提案，尤其廣受歡迎。繼中國提出「一帶一路」倡議後，美國以及歐盟最近也推出類似提案：

- 中國國家主席習近平於 2013 年發起的「一帶一路」倡議，是有史以來最具抱負的基礎建設綜合專案之一，旨在滿足發展中國家需求，同時帶動經濟成長。最初構想是透過陸路與海上基礎建設的開發，一舉將東亞與歐洲各國相互串連。此後，「一帶一路」倡議持續擴展，一併納入了非洲、大洋洲、拉丁美洲的陸運及海運聯繫。截至 2023 年 8 月，「一帶一路」倡議共計涵蓋了將近 150 個國家，創建迄今已投資 9,620 億美元。
- 美國對此亦有跟進，在 2019 年創建國際開發金融公司 (DFC)。國際開發金融公司是美國政府機構，主要與民間部門合作，投資新興市場能源、醫療保健、基礎設施以及科技相關的開發專案。截至 2023 年 4 月，國際開發金融公司在非洲、拉丁美洲、印太地區、中東、東歐、歐亞大陸的 100 多個中低收入國家境內推動各式專案。截至 2022 年底，國際開發金融公司的預估投資組合總額為 357 億美元。
- 歐盟全球門戶 (EU Global Gateway) 策略則是在 2021 年啟動，旨在投資新興市場與開發中經濟體的基礎建設；類似於美國的國際開發金融公司，全球門戶同樣號召民間部門資金共襄盛舉。截至 2023 年，已有 90 個專案盛大展開，歐盟執委會的目標是到 2027 年籌集高達 3,000 億歐元的投資。

已開發經濟體支援印尼境內的能源轉型

印尼公正能源轉型夥伴關係 (JET-P) 於 2022 年 11 月在 G20 高峰會上揭開序幕，旨在支援印尼的燃煤型經濟正式邁向脫碳化。這是繼 2021 年啟動南非協議之後，第二項同性質的夥伴關係。

合作的目標是在三到五年內，透過公共與私募融資，籌集 200 億美元的初始資金。它率先確立了印尼的新氣候目標與公正能源轉型宏圖，其中包括在 2030 年之後逐步降低發電產業排碳、漸進淘汰燃煤，以及在 2050 年結束前實現發電產業的淨零。更詳盡的投資路徑圖，要等到今年稍晚才會公告，不過印尼公正能源轉型夥伴關係確實是公認的關鍵地區轉型加速良機，可供同時動員民間投資人乃至於公共資金。

C. 多邊開發銀行與開發金融機構改革：決定性的一年？

G20、跨國開發社群，以及各種民間組織多次呼籲，多邊開發銀行以及開發金融機構理當展開深入改革，始能因應全球面臨的巨大融資挑戰。事實上，自 2008 年 G20 華盛頓峰會以來，多邊開發銀行改革始終都列為 G20 的主要目標，期能藉此提升多邊開發銀行的正當性、公信力與運作成果。在 2010 年多倫多高峰會期間，G20 的各國領袖也樂見主要多邊開發銀行將資本擴增與機構改革相互連結、積極推進。

世界銀行總裁 Ajay Banga、國際貨幣基金執董 Kristalina Georgieva、摩洛哥經濟暨財政部長 Nadia Fettah、馬格里布銀行總裁 Abdellatif Jouahri 共同聲明。2023 年 10 月。

12 年後，G20 召集的專家小組發布了關鍵報告書，指出多邊開發銀行的資本適足性框架仍待改革，始能最大限度發揮多邊開發銀行貸款的影響力，同時長期保有穩健的信用評等。此舉最終導致印度擔任 G20 輪值主席國期間，集團根據多邊開發銀行改革方案的三重主張，提出了宏大的建議書：

- 履行三重使命，積極消除極端貧窮、促進共享繁榮、貢獻於全球公眾利益
- 到 2030 年將永續貸款水準提高兩倍
- 創建新的融資機制，容許更靈活、更創新的安排，並在具體目標引導下，與願意支援多邊開發銀行理念的各方投資人議合。

多邊開發銀行以及開發金融機構的改革，有機會對於新興市場與發展中經濟體的氣候減災、氣候適應措施，產生巨大影響力：

- 一方面，它可以透過一系列具備環境公信力的未來可融資專案、工程、資產等，激勵民間投資人投入新興經濟體的氣候災變韌性。最終，這樣的誘因必須是將風險從私營部門轉往公共部門的結果。因此，擴大多邊開發銀行和開發金融機構的放款方案，設法以滿足新興市場及發展中經濟體與日俱增的發展及氣候需求，有可能導致此類機構的信用評等遭下調。
- 另一方面，須確保風險從私營部門轉移之後，不致對於特定國家及其公民造成負面影響。在規劃國際金融體系的合理改革之際，需要一併考量哪些潛在風險可能威脅到社會平權以及公共體系防災韌性。這方面，多邊開發銀行以及開發金融機構將扮演關鍵角色，充分支援新設的損失與危害基金，該基金的氣候融資理念是以氣候正義、防災平權作為核心。

由巴貝多總理 Mia Mottley 主導的另一項改革，呼聲同樣日益高漲。「布里奇頓倡議」(Bridgetown Initiative) 呼籲徹底改革全球金融體系，針對發展中經濟體的民間氣候投資瓶頸等關鍵問題，設法正視並克服。倡議內容提出了重組過後的三大焦點支柱：

- 提供緊急流動性、暢通現有資本來源。相關提案的核心，是透過氣候減災信託基金，重新引導私部門儲蓄的流向與用途，克服原先無解的氣候融資僵局。
- 拓展多邊開發銀行的放款實務，特別是在多邊開發銀行的貸放定義、流程與治理作業裡，落實 G20 的資本適足性框架審查建議。
- 一旦針對所有債權工具，悉數納入「自然災害與流行病條款」，在災難爆發的兩年期限內容許償債暫停，同時納入「損失與損害」補助條款，支援各個氣候脆弱國家，就能提升國際金融體系的衝擊吸納能力。

國際貨幣基金於 2022 年底宣布啟動復原力與永續理念信託基金 (RST)，這是朝著正確方向邁出的一步，彰顯了國際金融體系的改革決心。復原力與永續理念信託基金關注的是氣候變遷等重大總體經濟風險的結構性挑戰，藉此補足並擴充國際貨幣基金現有的貸款工具陣容。所謂的特別提款權 (SDR；由社經地位較為強大的國家所提供) 將可藉此導向融資需求最高的其他國家，提供政策支援與平價、合理的長期融資，強化受惠各國的防災韌性與永續體質。雖然在概念上令人鼓舞，但光靠基金的運作本身仍嫌不足。復原力與永續理念信託基金必須發揮真正的催化、助攻效能，向民間部門發送更積極信號，表明國際貨幣基金確實致力於更健全的經濟政策，從而創造有利的投資環境。

多邊開發銀行與開發金融機構的改革欠缺之處

Amundi 鋒裕匯理認為，針對多邊開發銀行以及開發金融機構的整體性改革議程，應當升級下列要素，特別是涉及混合式融資如何部署的措施，從而進一步動員資本，有效促進新興市場及發展中經濟體的永續發展：

- 針對多邊開發銀行以及開發金融機構所發布的數據資料與資訊揭露實務，提升公開透明程度與統整一致程度，藉此支援大規模混合式融資的私募資本動員。
- 開發性金融機構提供的全部及部分擔保，應予拓展並標準化，從而涵蓋更廣泛的金融工具（例如銀團貸款或綠色、社會、永續發展債券），藉此提升跨國金融機構及開發性金融機構之間的一致程度。
- 透過資本市場動員，解決永續融資落差，仰賴的是：
 - 從現有資金池到專案開發落實的有效中介機構串連。地方開發金融機構具備充裕潛力，能以更廣泛的金融參與，扮演開發融資規模擴大的關鍵推手。為有效達成這個目標，必須設法解決治理問題，並且加速實力建構的步伐。
 - 憑藉超越資金的思維，邁向各種金融工具的標準化。如欲及時實現規模化，就需要充分善用現有的資本池。



為快速推升新興市場與發展中經濟體所需的潔淨能源投資，公共資本可以發揮重要作用，但僅靠公共資本並不足夠：還需要運用、引導私人資本爭相投入。混合式融資，似乎可以在借重公眾資本降低私募投資風險之際，以及需要引導大量私人資金流向之時，作為理想的方案。

為了解決關鍵問題，在各個新興市場以及發展中經濟體境內激勵民間氣候投資，針對多邊開發銀行 (MDB) 與開發金融機構 (DFI) 的多項改革，近年來亦有各種提案誕生。

5. 歐盟永續金融行動計畫

我們已實現更高度的公開透明：今後能否見證更多資本流繼續支援永續兼容的成長？

歐盟長期重視金融的功能，尤其是引導經濟提升永續表現、強化復原韌性的關鍵作用。更具體言之，歐洲綠色新政、聯合國永續發展目標以及 2015 年巴黎協定等跨國政策能否真正落實，永續金融的樞紐地位不言可喻。2018 年的歐盟永續金融行動計畫 (SFAP)，旨在進一步提高透明公開程度與升級標準。

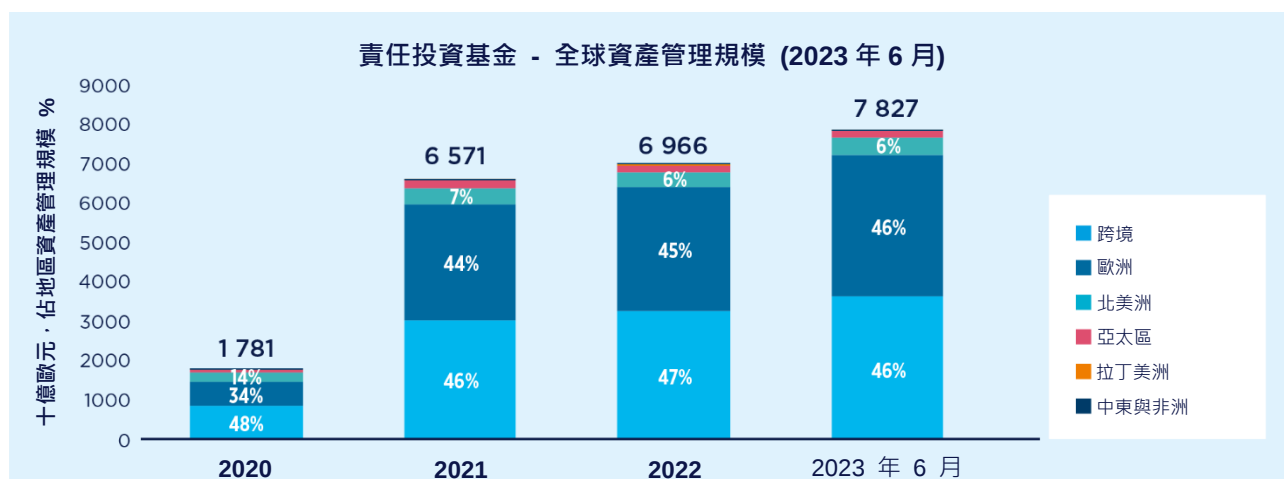
Amundi 鋒裕匯理也抱持同樣信念，認為金融事業處於獨特的地位，足以扮演永續轉型融資落差的改善關鍵，事實也證明歐盟法規乃是加速永續金融動員的有力工具。永續金融行動計畫，推動了歐盟監管框架的發展，同時強化歐盟在相關領域的領導地位。

然而，某些問題限制了框架有效影響資產管理公司（標準的一致性、報告負荷、資料取得）以及投資人（複雜程度、產品名稱、相關意義）的實際程度。為了爭取機構與散戶投資人的支持，從而加速推動盡責投資活動，永續金融行動計畫必須正面因應這些課題。

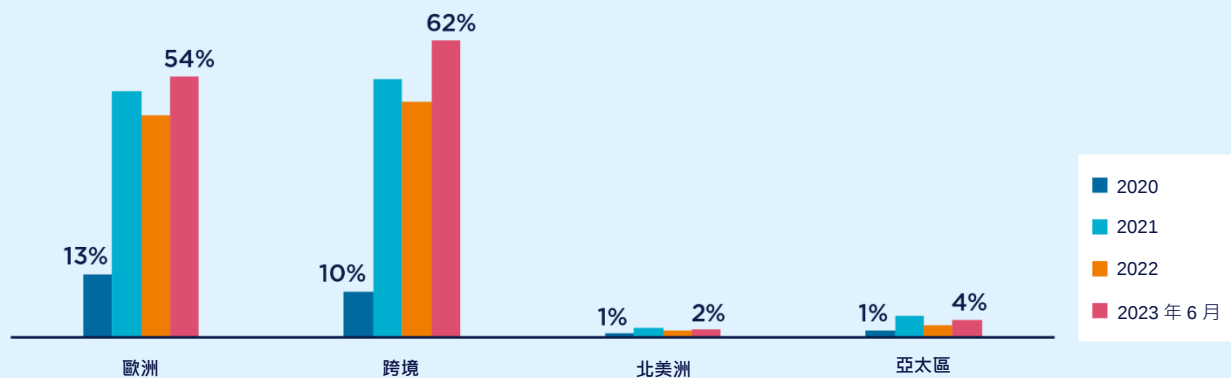
縱使面臨挑戰，相關法規仍將加速永續金融的動員成果，並且強化歐盟在相關領域的領頭羊地位；世界各國的主管機關，無不把歐盟永續金融行動計畫視為當地永續金融立法的參考基準。永續金融正在迅速發展，我們絕不能忽視最終目標：實現更綠色、更永續的未來，從而促成實體經濟當中的具體變革。

A. 法規如何重塑歐盟永續基金環境？

歐盟永續金融行動計畫，為歐洲永續基金的大環境，引進了宛如革命的鮮明變化。其中一項顯而易見的成果，莫過於歐洲境內的責任投資資產大幅增加，增長趨勢由多種因素共同促成，包括 ESG 整合、透明度、歐盟永續金融揭露規範 (SFDR) 分類系統獲得各界的進一步體認及理解。



2020 年以來所有地區資產管理規模佔責任投資資產之百分比



資料來源：鋒裕商業情報係以 Broadridge 資料為準。

“現有的規則與金融工具，
必須合理一致、方便使用者，
並且能在實務環境裡有效運作，
這點至關重要。”

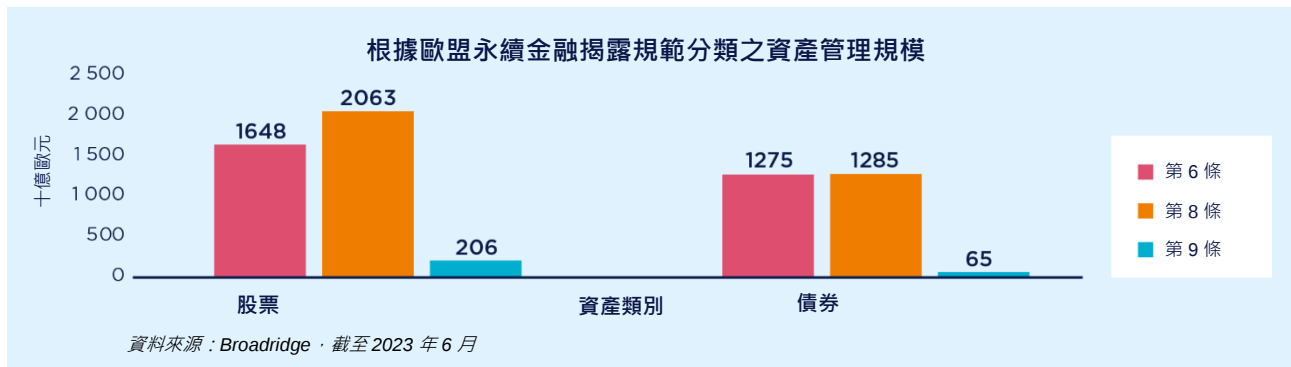
公益式經濟組織執行副總裁 Valdis
Dombrovskis — 2023 年 6 月

縱使歐盟永續金融揭露規範有機會提高透明程度，遏阻漂綠行徑，責任投資範圍內的模糊地帶，未必就能更趨清晰，畢竟第 8 條基金同時涵蓋了多種不同的 ESG 整合辦法，投資策略當中的 ESG 融合程度亦是高低有別。這造成各檔責任投資基金間的落差與不一致，並因為第 9 條基金必須適用的重大限制而更強化。市場上的第 9 條基金，目前具備利基地位，憑藉明確、穩健的永續目標，為投資人提供了更多安心保障。因此，鑑於相關產品的更嚴苛標準以及明確的永續發展目標，第 9 條基金更有機會享有溢價。

法規的演進，對於永續基金將會帶來深遠影響，塑造出我們所謂的永續投資 2.0 或 3.0。面對漂綠相關風險，主管機關與標籤制度的態度也更趨嚴格。這樣的做法還有另一個次要效益，即投資產品如果佈局於「永續發展先驅」(正面推動永續發展的公司、專案或工程，相關活動高度契合歐盟永續分類標準，並且合乎歐盟永續金融揭露規範的永續投資定義)，那麼，相較於單純納入「永續發展助力」(目前尚未達到永續理想，但有志逐漸改善永續績效者)的投資組合，會更容易遵守、滿足各種新訂規則。這樣的趨勢，也合乎市場的需求與呼籲，即永續理念實踐理當提升健全程度、提高可驗證程度。然而，僅是將資本導向「已達良性標準」的公司，仍有可能削弱責任投資基金在為整個經濟轉型融資當中充分發揮作用的能力。為了克服這個問題，產業必須搜集資料、開發新方法，更徹底掌握轉型中的經營模式，例如資本支出分析、淨零軌跡等等。

對於零售行銷需求而言，主題式與影響力投資提供更直接的價值訴求。比起複雜的 ESG 評分方法，針對公司層面的影響力分析與收益分析更能引起投資顧問及終端客戶的共鳴。這種自然的相容性質，使得永續分類法分析、永續投資措施更容易攜手並行，形成了前述趨勢的另一股動力。

2024 年乃至於往後，哪種「類型」的基金將會主導責任投資市場，引發熱切的關注與辯論。題材說服力充分的影響力投資以及永續理念投資，若能兼顧行銷優勢、公司政策、投資組合管理、報告實務的妥善貫徹，勢必成為致勝的主流。氣候問題固然仍將延續焦點地位，但我們預期，其他環境因素的重要程度也會增加，特別是在生物多樣性課題於過去幾個月裡逐漸成為主流話題的情況下。終端客戶還對於「社會 (S)」支柱相關的選項，同時展現濃厚的興趣，尤其是醫療保健，然而相關暫時尚未提供充裕的產品陣容。



英國、美國、歐盟的基金命名措施，也將顯著影響投資人的認知。由於相關法規仍然持續劍指漂綠行徑，基金命名規範所提供的機會，可供確認產品名稱、投資流程、標的資產性質等，保持了某種程度的相互配合，遏阻各種誤導股東或沽名釣譽的「ESG 相關產品」。如今，相關規則與門檻的界定，亦屬躬逢其盛，畢竟基金名稱當中的 ESG 相關術語盛行程度，已經在過去十年當中從 **3%擴大為 14%**。

置身於如此快速發展的環境，有件事情相當清楚：所謂責任投資，不僅是一種趨勢，而是我們投資思維方式的根本轉變。投資人如果能適應這樣的新現實，除了確保投資組合順應趨勢，整體價值訴求也同樣配合永續偏好，就更有機會在持續變動的市場裡蓬勃發展。

B. 責任投資的資金流持續匯聚能量

過去幾年，責任投資的表現，展現顯著的抗跌韌性。回首 2022 年，共同基金（不包括貨幣市場）固然面臨挑戰，歐洲的責任投資仍扮演相對抗跌的中流砥柱：責任投資的規模減損僅有 250 億歐元，遠低於非責任投資的 2,180 億歐元。2023 年，責任投資的資金挹注更超越大盤：上半年責任投資的流入達 240 億歐元，遠勝非責任投資的 70 億歐元（資料來源：Amundi 鋒裕匯理商業情報，參考 Broadridge 資料）。

我們觀察到市場的兩項關鍵趨勢：

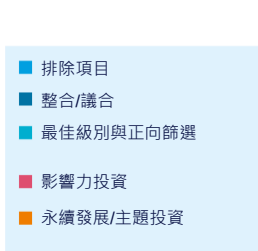
- 主動式管理基金的資金流量則減少 420 億歐元
- 在主題投資當中，氣候以及能源的相關基金，已成為最受歡迎的選項。

展望未來，我們預期，從最基本的 ESG 整合，轉向更深刻 ESG 訴求的趨勢，將會持續發展並深化。這樣的變遷是由投資人集體推動的結果，他們不僅優先考慮財務報酬，同時也努力兼顧可衡量的環境影響與社會成效。

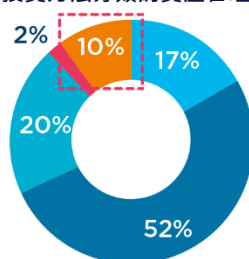
ESG 整合：最常用的責任投資方法，但仍遭逢資金流出

被動式基金憑藉排除原則、永續發展題材以及最佳級別基金，在第二季裡吸引資金流入

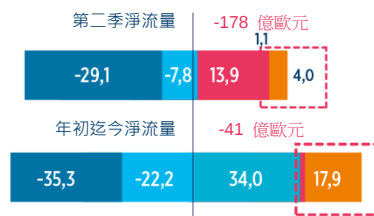
最佳級別資產與永續發展主題持續以溢價成交。「更輕便」的整合方式面臨大規模贖回



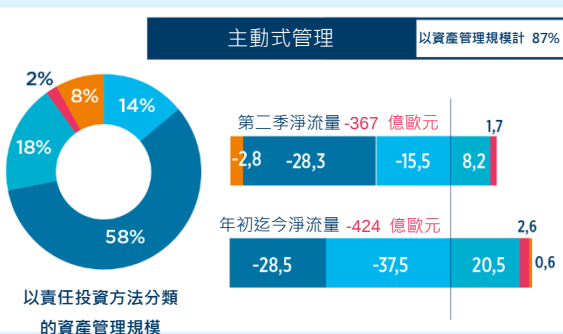
以責任投資方法分類的資產管理規模



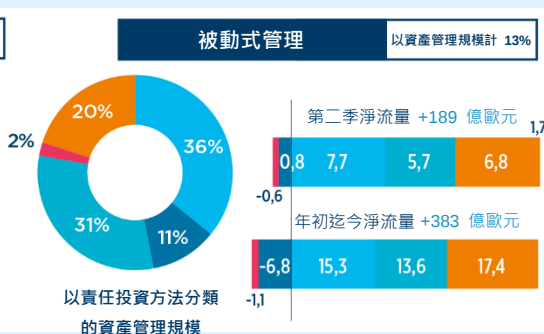
以責任投資方法劃分的淨流量 (10 億歐元)



第二季的主動式基金流出加速，主題式基金目前處於淨流出區域。反觀被動式基金則續獲流入



主動式管理 以資產管理規模計 87%



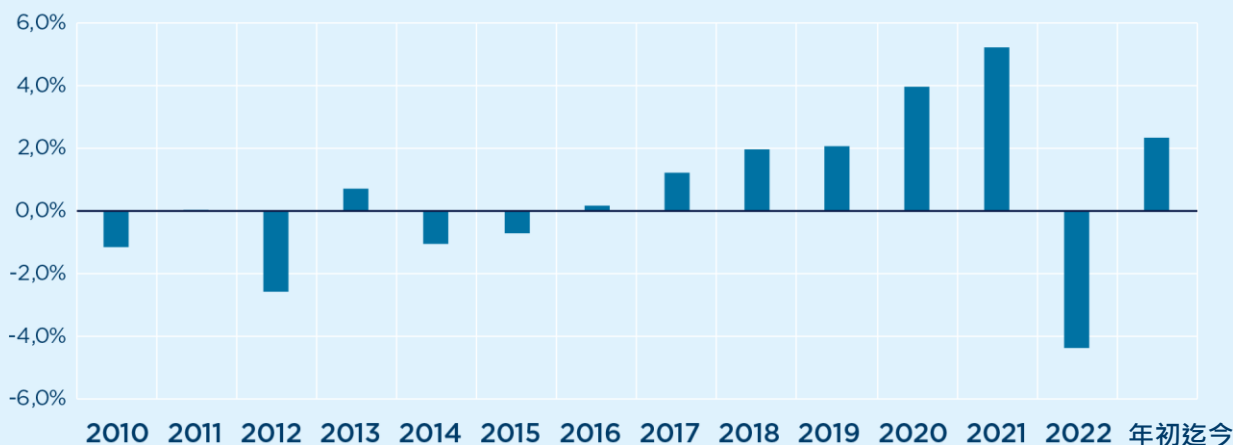
被動式管理 以資產管理規模計 13%

資料來源：Amundi 鋒裕匯理商業情報，參考 Broadridge 資料

關鍵的問題，仍然首推 ESG 對於績效有何影響。2022 年，在複雜而不確定的地緣政治大環境裡，各種初級能源（煤炭、石油、天然氣）以及軍火工業的表現相對強勁，側向衝擊了責任投資的績效。績效較差的新科技，在責任投資當中的權重高於平均水準，導致投資表現額外承壓。

然而，單就下圖呈現的資訊而言，或許也可以說，2022 年的發展相較於 2021 年的超前軌跡，幾乎呈現對稱關係；以過去十年來說，MSCI World 指數的永續與責任投資（SRI）版仍然在績效上超前標準指數（2013 年至 2022 年期間，前者的年率+9.5% 高於後者+8.9%）。

MSCI World 指數 - 年度超前表現永續與責任投資相對於標準指數



Amundi 鋒裕匯理認為，首要之務是確保投資人明確掌握實際情況。大多數的責任投資基金，涉及眾所周知的結構多元化或風格偏向，例如「較低度佈局於化石燃料產業」、「高度加碼成長型公司」等。

特定投資若是具備穩健的責任投資框架，並且合乎投資人的永續信念，縱使績效稍欠亮眼，固然也能贏得青睞；同時，2022 年的經驗告訴我們，憑藉較佳 ESG 風控，造就中立或微幅正向績效的簡單 ESG 整合投資，已屬舊有做法，並且遭遇了挑戰。面對這樣的背景脈絡，明確釐清績效權衡（包括風險如何取舍），是投資人能否做出明智抉擇的首要保障。

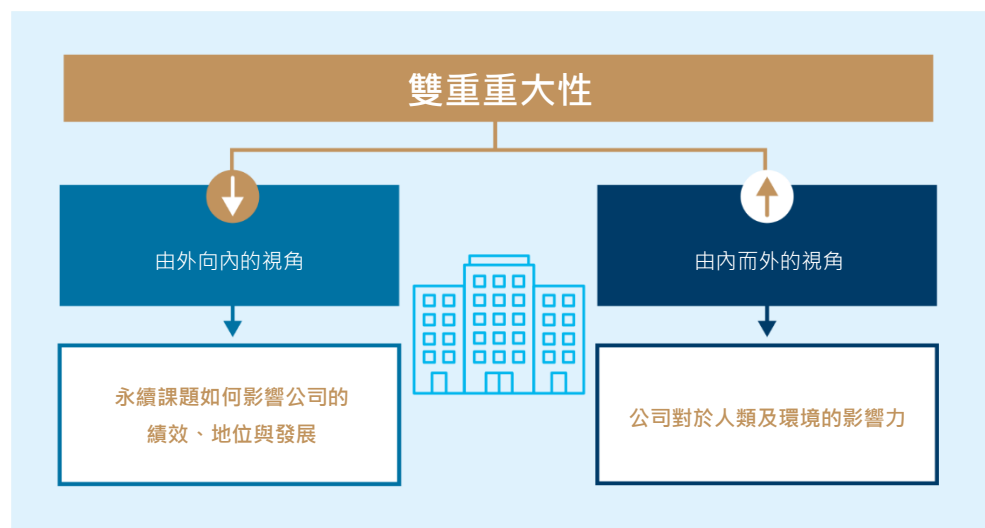
此外，Amundi 鋒裕匯理深信，資產管理公司必須以身作則，透過自身的盡責投資政策、營運、提案，樹立可靠的公信力；相關政策、營運及提案必須合乎自身對於投資對象的期許，同時確保投資客戶一併理解、認可這種善盡職責的投資宏圖。

C. 歐洲基金業以外的廣義長期影響

歐盟永續金融行動計畫的影響，超出了基金產業的範圍，引發了激烈的爭論，還可能對於整個永續金融業帶來長遠的影響。

■ 雙重重大性

首先，針對永續投資實質的重大性問題，業界的爭論日益白熱化。其中一陣營主張，應當採用歐洲永續發展報告標準 (ESRS) 支援的雙重重大性方法，不僅考量 ESG 風險與契機的財務影響，還考慮企業活動如何廣泛影響環境以及社會。另一陣營則更著重於單一的重要性，主要倡導國際財務報告準則 (IFRS) 的既有規範。這種單一重要性，也就是所謂的財務重要性，專注於考量永續因素如何影響公司的財務價值。



對於資產管理業者來說，深入理解這場論戰，乃是不可或缺的常識。重要性方法，對於風險評估、投資策略、利益關係人士的議合，均有重大影響。Amundi 鋒裕匯理的理念主張，雙重重大性方法具備內在的相對優勢，因為它更明確洞悉了更廣泛的風險及機會，並且兼顧長期的社會狀況與環境趨勢。話雖如此，我們的雙重重大性矩陣，顯然更專注於我們所判定的各種重大因子。

此外，各家銀行針對客戶所進行的永續性評估，也會要求歐洲的法人以及零售客戶回答自身的 ESG 偏好與原則，包括他們在投資之際能否接受永續性因素主要不利衝擊 (PAI) 的觀點，據此選擇投資。因此，縱使是跨國經營的資產管理公司，也必須針對自身在歐洲境內經銷的產品，認真看待主要不利衝擊。因此，雙重重大性的理念，也納入公開透明的規範當中，並且延伸規範了歐盟地區資產管理公司以外的其他企業。若是歐盟的投資實體，則同樣有義務依法發布年度主要不利衝擊聲明；因此，外國的資產管理公司，亦必須配合自身的歐洲子公司，考量並正視所謂的雙重重大性。

縱使相關爭議尚未消弭，國際標準確保了全球的廣泛互通與相容。歐盟所提倡的雙重重大性，實則與財務重大性沒有衝突，而且適用範圍甚至更為廣泛，因為它同時體現了永續發展對於公司的外部和內部影響。目前的重點應當鎖定標準採用的有效實施上，同時確保重大性的會計作業足夠嚴格，無論是純財務核算還是雙重查核。

■ 報告作業

歐洲永續金融行動計畫在基金產業以外的另一項長期影響，是企業永續發展報告指令 (CSRD) 相關的各項作業。我們預料，由於企業永續發展報告指令具備跨國範疇，企業永續發展報告指令在歐洲產生的動能將持續擴張，因為它不僅涵蓋了歐盟集團的分支事業，還包括了歐洲境內分公司營收突破 1.5 億美元的歐洲以外其他國家企業。從 2024 年起算，企業永續發展報告指令的正式生效，將一舉影響多達 4 萬家的歐盟公司以及歐盟境外的 1 萬家企業。

從 2028 年起，總部位於歐洲以外的整併後公司，也將納入適用的範圍，只是方法比較從簡。這將或促使全球報告實務更加標準化，敦促企業更密切關注自身價值鏈，如實遵守指令規範，尤其是營業遍及全球的企業更須謹慎。

我們認為，企業永續發展報告指令將開創全球先例，並成為其他國家評估永續發展報告規定的參考典範。世界各國也都在研擬各種效仿企業永續發展報告指令的措施，其在亞非美洲各國境內能否同樣落實，足以決定了指令未來是否成功。市場對於企業永續發展報告指令的反應，足以決定這套模型今後能否大規模採用。

■ 歐盟永續金融行動計畫總體檢：深具發展潛力，但仍欠穩固

歐盟永續金融行動計畫的本質固然適用於歐洲境內，但其影響則屬全球性：世界各國的主管機關，都將其視為本國永續金融立法的參照基準。因此，世界各地的投資人日益動員，群起研擬屬於自己的永續金融框架。隨著 ESG 以及永續金融實踐受到更嚴格的檢視，歐盟永續金融行動計畫料將扮演永續金融加速動員的領銜先鋒，進一步提高透明程度、升級既有標準。

責任投資監管與法規已經列為歐洲綠色新政的支柱之一，從而研擬出複雜的整套標準，旨在引導歐洲儲蓄資本逐步、積極實現轉型。個人投資選擇，堪稱是歐洲現有體系的基石。根據這樣的思維，歐洲各國的存款民眾，理當有機會表達自己對於永續活動進行投資的偏好；如此一來，儲蓄將自然流向轉型活動，這是現代監管制度之的涓滴理論。

然而，為了確保個人選擇所誘發的轉型融資目標順利達成，歐盟永續金融行動計畫必須滿足兩大要求：

- 永續金融產品領域的清晰、明確呈現，從而橫跨各家資產管理業者，呈現具體的可比性，以利終端投資人理解、挑選
- 順應終端投資人需求，量身訂製的一系列永續金融產品組合，從而確保轉型活動所需資金可以大規模動員民間儲蓄協助挹注，而非僅限於小眾利基市場。

在歐盟執委會持續審查永續金融法規與各項指令之際，Amundi 鋒裕匯理的團隊提出了三大堅定信念。首先，必須簡化永續金融政策，確保終端投資人受惠。目前的情況相當複雜，致使存款人往往選擇不表達自己內心的永續投資偏好。其次，主管機關必須制定明確的規則，杜絕「永續投資」現行定義的巨大解釋分歧，確保各家資產管理業者之間得以公平競爭。而第三個，也是最終的信念，在於轉型這個難以理解的概念必須成為金融機構的理念核心；並從定義當中具體說明哪些活動不宜繼續獲得資助。



隨著歐盟在永續金融監管層面的大力推進，投資人越來越領悟，永續金融將不再只是小眾產業，而是今後的常態。這點也在近年來撐起了責任投資資金流動的成長，我們研判，這樣的趨勢將對於金融界以外的其他範疇產生重大影響。隨著企業撰寫永續發展報告書的適用規範更趨嚴格，監管法規料將影響全球各地的諸多企業。

6. 美國以及歐洲境內的 ESG 侷限與漂綠 抨擊，帶來了哪些影響？

最近這幾年，尤其是 2015 年巴黎協定簽署以來，責任投資的吸引力持續提升，成為頗具公信力的新模式，其發展助力來自：1) 有待嚴格監管、渴求鉅額額外融資的重大環境及氣候相關課題、2) 聚焦於永續金融產業的針對性法規、3) 強大的社會層面支援，以及民間部門與日俱增的責任承諾。

然而弔詭的是，歷經幾年廣泛的共識增長，責任投資竟在世界許多地區遭遇了強烈的批判，各種批判論點均不相同，甚或彼此矛盾、激辯：對於其中某些人來說，現行的責任方法太過溫和緩不濟急，而「ESG 投資」(Amundi 鋒裕匯理團隊更偏好責任投資一詞，理由詳見下文) 理當超越財務重大程度的考量，同時兼顧成果與影響力，但同時也有其他認為這種責任已經矯枉過正，反而損及信託義務。

這種所謂的「ESG 反對聲浪」，理當視為相關產業逐漸走向成熟的印記。首先，這個現象表明了，在宣言之外，真正的變革確實發揮了作用。其次，它反映了各界認為今後的價值訴求必須更加明確具體。投資人在這兩方面的期望，必須予以滿足。

A. 美國與歐洲相關論戰日益政治化的現狀

過去幾年裡，美國境內各種參考 ESG 標準的責任投資活動，被人貼上政治標籤的情況越來越嚴重，甚至在很大程度上打破了政黨界線，成為同黨鬭牆的新爭點。這也導致了美國各地營運的公司與投資人遭遇極巨大的複雜狀況，整齊統一的全國性（遑論全球性）策略也隨之難產。

反對 ESG 的陣營經常列舉的兩大論點如下：

- 「反競爭/ 反壟斷」的論點，抨擊了金融機構針對特定企業、產業或污染類別的偏見以及「歧視」，並且禁止國家（包括國營的公共退休基金計畫）與此類機構往來及/ 或選用此類機構投資公共資產。美國的反抵制法，正是這種現象的明證，法條內容禁止或懲罰了投資領域對於某些產業的抵制措施。
- 「信託責任」的投資觀點，禁止將國家資金運用於 ESG 相關宗旨，藉此避免 ESG 策略、議合、承諾等與經濟利益發生抵觸或矛盾。因此，國家僅能基於投資報酬最大化的動機，投資於一併考量 ESG 因子的策略，其他動機則具體予以禁止。

另一方面，非政府組織持續向大型銀行及資產管理業者施壓，要求採取更有力的氣候行動，呼籲全面貫徹「更健全的議合及排除政策」，倡導明確、廣泛的排除政策，同時更將企業對於股東提倡的氣候決議有無系統性支援，視為「氣候意識」是否達標的判準。

“抵制 ESG 的反撲，造就出意想不到的好處，提醒投資人進一步釐清永續理念落實應當如何兼顧信託責任。”

日本生命保險總裁清水博接受
《責任投資人》訪問

■ 破除雜訊干擾，貫徹基本原則：客戶偏好、透明程度、重要性與績效

歐洲主管機關對於雙重重大性的立場，至此已充分解釋，但就如同前一節所指出的，歐洲的法規側重於兩大主題：客戶偏好的整合，以及升級的公開透明程度。

最終，由外而內（外部 ESG 因子對於實體的影響）以及由內而外（實體對於環境和/或社會的負面衝擊）的各個因素，可能都具備經濟重大性。尤有甚者，投資組合經理人還會預測哪些因素可能在未來變得更加重要，特別是尚未反映在市場當中的新興因素，藉此掌握先機，據此創造績效。就這個角度來看，雙重重大性評估的潛力值得期待，除了展現充分動態性、反映顧客偏好，也能一併順應績效導向的理念。

事實上，越來越多的投資人開始接納各種 ESG 因子的重要性。其中晨星集團的調查就顯示，「超過三分之二的資產所有權人（67%）認為，縱使在實施的過程裡持續遭遇各種挑戰，但在過去 5 年裡，ESG 在投資政策當中的地位確實更趨重要」。

新的一年適逢美國大選，政治的論戰以及強烈的批判預料都將持續下去，不過 ESG 因子的重要性也會一併延續，責任投資人與傳統投資人都有必要堅持既有方向。

B. 對於資產管理產業來說，這有什麼意義？呼籲提高價值訴求的明確程度

美國境內責任投資課題的泛政治化，以及對於 ESG 與永續承諾的兩極化態度，導致投資人與終端存款民眾因而陷入格外複雜紛亂的環境。追上新訂法律、態度與政治，持續評估新近發展的影響，固然也是關鍵使命，但對於產業而言，針對產品層面的價值訴求，以及企業層面的永續承諾，更加明確表態、清晰陳述，已成為重中之重。

責任投資同時涵蓋廣泛的宗旨、多種多樣的落實方法、不同程度的強度與徹底程度，同時更奠基於廣泛、各形各色的投資信念。ESG 與氣候金融辯論的泛政治化標籤與指控，試圖在現有主張的多樣狀態當中，強行灌輸一套僵化的認知；有鑑於此，投資人理當憑藉有效治理，確立本身立場與目標，並提供充裕的公開透明，支援終端存款人的賦權與自主。

優先考量客戶利益的先決條件，在於針對投資產品的目標、永續理念如何納入投資過程（包括重要性觀點）、強度高低，以及投資人的企業議合與股東表決遵循哪些政策，保持透明公開、一目瞭然的態度，確保終端客戶得以根據自己的喜好，獲悉詳情並做出抉擇。

迎向 2024 年，我們預期資產管理業者將持續在產品層面提升透明程度，並進一步具體說明資產管理事業層級的永續承諾將如何與產品層級的責任投資目標相互配合、彼此連動。此外，只要主管機關提高透明公開的程度，備妥共通的適用框架，當可有效防止相關論戰流於兩極化的意氣之爭。



在此之前，兩種迥異的政治立場，正在針鋒相對。一方面有一陣營拒絕正視金融活動對於 ESG 因子的重要影響與貢獻，同時也有另一陣營試圖透過論述，淡化或規避信託義務。「ESG 反對聲浪」負面衝擊了責任投資領域，但也顯示相關議題已發展到足以引發整體市場高度重視的程度。如今的資產管理業者，有責任定義永續發展的落實如何兼顧信託責任，並在關鍵辯論當中確立自己的明確定位與立場：雙重重大性、妥善整合 ESG、盡職管理原則。

召集與協調：

Elodie Laugel

責任投資長

Timothée Jaulin

ESG 發展暨倡議主管

Alice de Bazin

機構事業發展支援全球主管

Julien Collin

ESG 投資專家

Viola de Vecchi

ESG 倡議分析師

特此銘謝下列單位惠予支援：

Jean-Jacques Barbéris

機構與企業客戶部門暨 ESG 主管

Vincent Mortier

集團投資長

Monica Defend

Amundi 鋒裕匯理研究院主管

編輯團隊：

Isabelle Erimo

ESG 主題策略資深行銷經理

Mariola Papa

機構行銷分析師

共同執筆團隊：

Isabelle Charles

公共事務

Sylvia Chen

ESG 南亞區主管

Carine Chouchana

商業情報與市場研究資深分析師

Jordi Debrulle

公司治理分析師

Florent Deixonne

ESG 監管策略主管

Edouard Dubois

代理表決事務主管

Joan Elbaz

機構事業解決方案與創新分析師

Julien Foll

資深 ESG 分析師

Grace Guan

ESG 中國小組主管

Patrick Haustant

資深 ESG 分析師

Yasunori Iwanaga

Amundi 鋒裕匯理日本責任投資長

Mathieu Jouanneau

環境資料解決方案主管

Tegwen Le Berthe

ESG 方法與解決方案主管

Theo Le Guenedal

Amundi 鋒裕匯理科技創新實驗室前瞻與氣候研究召集人

Caroline Le Meaux

ESG 研究、議合暨投票全球主管

Sara Lovisolo

Amundi 義大利 ESG 發展主管

Aaron Mcdougall

跨產業 ESG 分析師、氣候主管

Molly Minton

資深 ESG 分析師

Yannic Raulin

全球產品主管

Angge Roncal Bazan

ESG 投資專家

Thierry Roncalli

Amundi 鋒裕匯理投資研究院計量投資組合策略主管

Sofia Santarsiero

機構解決方案與創新主管

Alexis Sciau

ESG 資料工程師

Takaya Sekine

Amundi 鋒裕匯理投資研究院計量投資組合策略副主管

Andreas Steinert

Amundi 德國 ESG 事業主管

Craig Sterling

Amundi 鋒裕匯理美國董事總經理、核心股票董事暨股票研究主管

Luda Svystunova

資深 ESG 分析師

Theophile Tixier

ESG 投資專家

Kristy Wong

投資專家



鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路 5 段 7 號台北 101 大樓 32 樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】