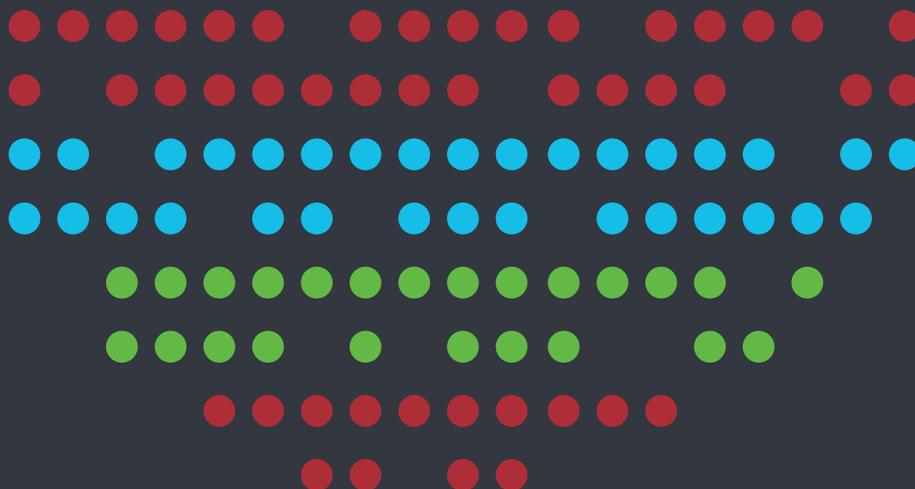


中国的 ESG 整合： 实践指导和案例研究



联合国支持的负责任投资原则（PRI）倡议由全球投资者网络共同致力于实践负责任投资的六大原则。PRI的目标是理解环境、社会与公司治理议题（ESG）对投资者的影响，并支持签署机构在投资决策和所有权实践中纳入 ESG 议题。通过实行这些原则，PRI 签署机构对推动更可持续发展全球金融体系的建设做出了贡献。全球目前有超过 2000 家 PRI 签署机构，共计管理约 80 万亿美元的资产。访问 www.unpri.org。

CFA Institute 于 1947 年正式成立，致力于通过以科学的、可持续的学习和发展模式，打造投资管理行业的全球标准，引领行业健康发展，造福社会，推动世界进步。作为全球规模最大的非营利性投资专业人士组织，CFA Institute 在全球 163 多个国家和地区拥有超过 161,000 名 CFA 持证人。CFA Institute 在全球范围内提供包括 CFA[®] 认证、CIPM[®] 认证、CFA Institute 金融基础证书在内的专业发展服务。CFA[®]、Chartered Financial Analyst[®]、AIMR-PPS[®] 以及 GIPS[®] 均为 CFA Institute 注册商标。完整商标名单与使用指南，请访问官网了解 www.cfainstitute.org。

© 2019 CFA Institute. All rights reserved.

本报告版权归属 CFA Institute。未经版权方事先书面许可，不得以任何形式或方式（包括但不限于电子或机械复印、录制及信息存储与检索系统）翻印或转载。本报告旨在提供与所涵盖主题相关的准确且权威的信息。本报告的传播建立在读者了解出版方不提供法律、会计或其他专业服务的基础上。因此，如需专业咨询或其他专家协助，请寻求相关合格专业人士的服务。

ISBN: 978-1-942713-66-1

目录

第一章	1
简介	1
1 执行摘要	2
2 亚太地区六大市场的主要发现	4
3 关于在投资流程中整合 ESG 因素的思考	7
4 如何使用本报告	9
5 ESG 整合框架	10
第二章	14
ESG 整合概览	14
6 ESG 整合是什么	15
7 ESG 整合不包含什么	15
8 定性分析和定量分析	17
9 股权投资和固定收益投资	18
10 股权投资分析中的 ESG	21
11 固定收益分析中的 ESG	23
第三章	30
中国的 ESG 整合	30
12 ESG 因素对资本市场和投资实践的影响：调研数据	31
13 ESG 整合的推动力和障碍：调研数据和研讨会反馈	34
14 公司 ESG 数据趋势	41
15 对中国 ESG 整合的圆桌访谈	44
16 与一家中国主要市场参与者的访谈：嘉实基金管理有限公司	52
17 与一家中国主要市场参与者的访谈：中国证券投资基金业协会	56
18 与中国央行的访谈：中国人民银行	61

第四章	64
股权和固定收益 ESG 整合案例研究	64
19 易方达基金管理有限公司：环境监管下的估值调整	65
20 华宝基金管理有限公司：中国高质量发展趋势下的新视角： ESG 投资在农用化学品行业的应用	68
21 INSIGHT INVESTMENT：如何负责任地投资公司债	71
22 BRECKINRIDGE CAPITAL ADVISORS：在公司的固定收益投资中 整合 ESG 因素	75
附录	79
方法论	79
研究方法	80

第一章 简介

执行摘要

投资组合经理及分析师正逐渐将环境、社会和治理（Environmental, Social, Governance，以下简称 ESG）因素纳入投资决策过程。然而，ESG 整合仍处在相对初级阶段，投资者和分析师均需要更多指导来帮助他们理解到底应如何“实行 ESG”，以及在投资分析中加入对 ESG 数据的整合。

CFA Institute 和 PRI（负责任投资原则）筹备撰写了一份最佳实践报告《Guidance and Case Studies for ESG Integration: Equities and Fixed Income》以及三份地区性报告（美洲地区、亚太地区 and 欧非中东地区），以期帮助投资者理解应如何更好地在其证券、公司债券和主权债投资组合中整合 ESG 因素。为实现该目标，我们采取了如下行动：

- 对全球范围内超过 1100 名金融专业人士进行调研，其中绝大多数为 CFA 持证人士；
- 在 17 个主要市场共开展 23 场研讨会；
- 对大量投资者和利益相关方进行访谈；
- 发布由证券和固定收益相关从业人员撰写的超过 30 个案例研究；
- 分析彭博的公司 ESG 披露评分；以及
- 对全球最大的投资者 ESG 实践信息数据库、PRI 报告框架中的数据进行评论。

23 场研讨会所在的 17 个市场

全球 ESG 研讨会		
美洲地区	亚太地区	欧非中东地区
巴西	澳大利亚	法国
加拿大	中国内地	德国
美国	中国香港	荷兰
	印度	俄罗斯
	日本	南非
	新加坡	瑞士
		阿联酋
		英国

以上所列最佳实践报告包含股权及固定收益投资中 ESG 整合的相关指导，以及领先投资者进行 ESG 整合的案例研究

本报告着重研究中国内地市场 ESG 整合的现状。我们希望投资者能够从本报告及其他几份报告中获取有用信息，了解如何更好地在其投资分析和投资决策制定中整合 ESG 数据。

亚太地区六大市场的主要发现

我们的主要研究发现有：

1. ESG 整合没有“唯一最佳方式”，也没有任何“特效武器”。
2. 公司治理议题是目前投资者在其分析投资过程中应用最多的 ESG 因素。
3. 环境和社会议题正在被更多人所接受，但接受度仍较低。
4. ESG 整合在股权投资领域比在固定收益领域走得更远。
5. 投资组合经理和分析师更常在其投资过程中融入 ESG 因素，但很少根据 ESG 数据调整其投资模型。
6. ESG 整合的主要驱动力是风险管理和客户要求。
7. ESG 整合的主要障碍是对 ESG 议题的有限理解及 ESG 数据缺乏可对比性。
8. 投资者认识到 ESG 数据已有相当的发展，但在提升质量和可比性上仍有很长的路要走。
9. 发行人和投资者若能就 ESG 披露标准达成统一意见，或对简化数据收集及生成高质量数据有所助益。
10. 许多研讨会参与者担忧，关于 ESG 公募基金和交易所交易基金（ETF）可能是由营销决策驱动，而非真正的 ESG 投资产品。

澳大利亚

1. 澳大利亚从业者通过领先的 ESG 因素定性和定量分析为相关议题的讨论提供了多方面的见解。包括公司、行业、整体市场。不像其他大部分市场，这里根据 ESG 数据调整其证券估值的从业者与把定性 ESG 因素直接叠加在投资组合构建决策中的投资者相比，人数略少。
2. 公司治理是投资者在其投资过程中整合最多的 ESG 因素，而参与调研的受访者希望在不久的将来，环境和社会议题能够被更多的融入投资过程中。
3. 在澳大利亚，风险管理和客户要求是 ESG 整合的主要驱动因素，而信托责任被认为是固定收益投资者中最主要的驱动因素。对 ESG 议题缺乏了解，以及缺少 ESG 整合的公司文化则是 ESG 整合在澳大利亚的主要障碍。

中国内地

1. 在过去几年，中国内地的 ESG 投资有显著增长。与其他新兴市场一样，ESG 整合需求的一个主要驱动力来自于国际投资者。与某些其他市场不同的是，监管也是一个重要的驱动因素。
2. 中国内地投资机构的 ESG 投资通常始于开发 ESG 产品，例如绿色主题公募基金。但这个过程能够很快发展到将 ESG 融入到投资理念中，以及将 ESG 因素纳入到投资研究、过程和决策中。
3. 对 ESG 议题的有限理解、缺乏与 ESG 投资有关的公司文化、缺少可对比的 ESG 历史数据被认为是 ESG 整合的主要障碍。中国 A 股被纳入主流指数提升了数据覆盖率，鼓励了本土公司建立 ESG 信息数据库。

中国香港

1. 亚洲地区对 ESG 的认知度日渐上升，但香港市场的 ESG 整合水平仍相对较低。亚洲市场并没有完全接受 ESG 整合，在其被更广泛的应用之前，该市场仍需见到关于 ESG 整合更强有力的证据和框架。
2. 调研显示，公司治理是 ESG 因素中最有影响力的因素，社会和环境议题则会在接下来的五年中对股价和债券收益产生更大影响。
3. 风险管理和客户要求是 ESG 整合在香港得以实行的主要驱动力。由于机构投资者和一些散户投资者对 ESG 投资的需求，客户要求仍将维持其（推动 ESG 整合的）上行轨迹。亚洲地区人口形势上的变化也将继续推高客户（对 ESG 投资）的需求。

印度

1. 近年来，印度对 ESG 投资的接受进展缓慢。尽管出现了一些先行动起来的人，大多数投资经理并没有看到市场对 ESG 产品的需求，大多数资产所有者也没有针对明确要求将 ESG 实践融入投资经理工作中去的政策提出需求。现有的需求主要来自于跨国机构和欧洲投资者。
2. 约有三分之二的印度金融专业人士感到公司治理议题“经常”影响股价，约三分之一感到环境或社会议题有这类影响。而超过半数的受访者认为，在未来五年，环境议题也会“经常”影响股价和债券收益。

3. 在印度，股权投资和固定收益投资中的 ESG 整合面临的主要障碍是对 ESG 议题的有限理解、缺少 ESG 整合的公司文化以及缺少客户需求。尽管海外投资者的关注在不断增加，本土投资者的关注程度仍未达到相应高度。印度市场的大型机构投资者并未对 ESG 投资加以足够的关注，这与其他市场是不一样的。

日本

1. 研讨会参与者普遍认同，日本的 ESG 整合之路才刚刚开始。股权投资者比固定收益投资者要更常进行 ESG 整合。对两类投资者来说，在投资组合的层面上进行 ESG 整合都还不是一个普遍做法。
2. 公司治理是最多被投资者纳入股价和债券收益的 ESG 因素，前者数量约是后者的两倍。
3. 在股权投资领域，风险管理和信托责任是 ESG 整合的主要推动因素，而在固定收益领域，客户要求则是推动 ESG 整合的主要因素。缺少对 ESG 的理解、有限的数据和回报的担忧是日本市场 ESG 整合的主要障碍。

新加坡

1. 在新加坡，ESG 整合在不断发展，ESG 议题越来越频繁的影响股价。亚洲经济日趋成熟。亚洲地区越来越多的考虑长远收益，而不仅仅是在当下赚钱。亚洲地区的 ESG 之旅还在起步阶段，但学习热情非常高。
2. 受访者感到环境和社会议题很少影响到债券收益，但在未来五年内该影响力可能会大幅上升。
3. 缺少可对比的历史数据是 ESG 整合在新加坡进一步发展的最大障碍。研讨会参与者对数据覆盖范围和质量的提升抱有信心，包括小型公司，但仍有大量数据需要被填补进来。

关于在投资流程中整合 ESG 因素的思考

基于我们对全球金融专业人士的调研和为该报告所组织的研讨会及研究，CFA Institute 和 PRI 提出几点思考，供金融专业人士和投资者在将 ESG 因素整合进投资流程中时参考。

- 目前还没有对于 ESG 或 ESG 整合最佳实践的统一定义。因此，将 ESG 分析整合进投资过程中应以最适合各公司资源及客户情况的方式进行。不过，随着越来越多的专业投资者进行 ESG 整合，已有一批最佳实践涌现出来。
- ESG 整合通过分析对企业或市场有重大影响的环境、社会及治理相关议题，来揭示风险与机遇。这通常比负面因素筛查更复杂，尽管仍有相当部分受访者认为 ESG 投资与负面筛查一样简单。
- 公司开展 ESG 分析的一个主要原因是评估风险。然而，调研显示，极少数投资者把 ESG 分析作为发现投资机会的手段。投资者若能在市场之前发现那些在 ESG 领域有所改善的公司，即可能收到回报。无数学术¹及实践案例证明，在传统财务分析中纳入 ESG 分析是有所受益的。
- 投资者应专注于 ESG 分析，而非 ESG 投资。ESG 投资通常被用作宣传口号，而 ESG 分析才是投资分析的一个基础组成部分，要求以严格、可见的方式被纳入投资过程。长远来看，我们认为随着 ESG 分析作为投资分析的一部分被更广泛的接受，“ESG 投资”这个短语会逐渐消失。
- ESG 整合与投资经理的信托责任相符，要求在投资分析和决策过程中考虑所有相关信息和重大投资风险。若人们认为 ESG 整合只是一种会限制投资范围的负面筛查，则会引起一些疑惑。许多实践者（包括我们在内）认为，ESG 整合是一个包含更全面的传统财务分析过程。
- 买方应小心那些号称是 ESG 投资产品的产品。许多宣称符合 ESG 或可持续发展目标的产品实际上对 ESG 的定义并不相同，进而对选择何种投资或不选择何种投资有不同的假设。投资者在对任何号称“ESG”或“可持续”的标的投资之前都应做好调研，确保他们认可这些称号背后的方法论。具体请见并行报告《Guidance and Case Studies for ESG Integration: Equities and Fixed Income》。

¹ Gunnar Friede, Timo Busch, and Alexander Bassen, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (December 15, 2015): 210–233. DOI:10.1080/20430795.2015.1118917

- 到目前为止，客户要求，主要是机构投资者的要求，是全球范围内 ESG 整合的主要推动因素之一。投资者若希望其资产管理人在投资过程中进行 ESG 整合，就必须明确提出要求，而当他们提出这类要求，资产管理人通常都会积极响应。同样的，希望公司提供更实质的 ESG 数据的投资者也应该明确提出这一要求。
- 资产所有人和资产管理者应就为何以及如何更好地在投资过程中进行 ESG 整合互相敦促。投资者对客户就 ESG 整合进行明确的沟通能够很大程度上减少关于 ESG 整合的误会和误解。
- 投资者理所当然的对分析中所使用的 ESG 数据的质量、准确度和可比性有所担忧。ESG 整合尚在发展早期，关于 ESG 披露和 ESG 数据可用的标准和审核机制还很少。因此，投资者需要理解他们使用的数据可靠性、准确度和可比性如何，从而调整自己的分析。另外，投资者和公司需要就建立重大 ESG 议题披露和 ESG 数据标准共同努力。

如何使用本报告

本报告旨在帮助投资者更好地理解专业投资人士是如何在其分析和投资过程中整合 ESG 因素的。这样的理解能够帮助投资者决定如何在自己的投资过程中整合 ESG 分析，以及如何以对自己有益的方式来进行 ESG 整合。

第一章为全球调研的主要发现和六个亚太地区市场，即澳大利亚、中国内地、中国香港、印度、日本和新加坡的三大最主要发现。此章罗列了在投资过程中进行 ESG 整合的一些思考，并引入了 ESG 整合框架，该框架可供实践者与同行的 ESG 整合方法相比较并发现适合其公司的方法所用。

第二章包含 ESG 整合的指导原则，如 ESG 整合的定义、定性和定量数据分析案例，以及 ESG 整合在股权和固定收益投资中是如何进行的。

第三章为“中国的 ESG 整合”，本章主要研究中国内地市场的 ESG 整个现状，分析了 ESG 因素在资本市场和投资实践中当前及未来的影响、ESG 整合的驱动力和障碍、公司 ESG 数据趋势和当地投资者的投资实践，包括如下小节（见附录 A：方法论）：

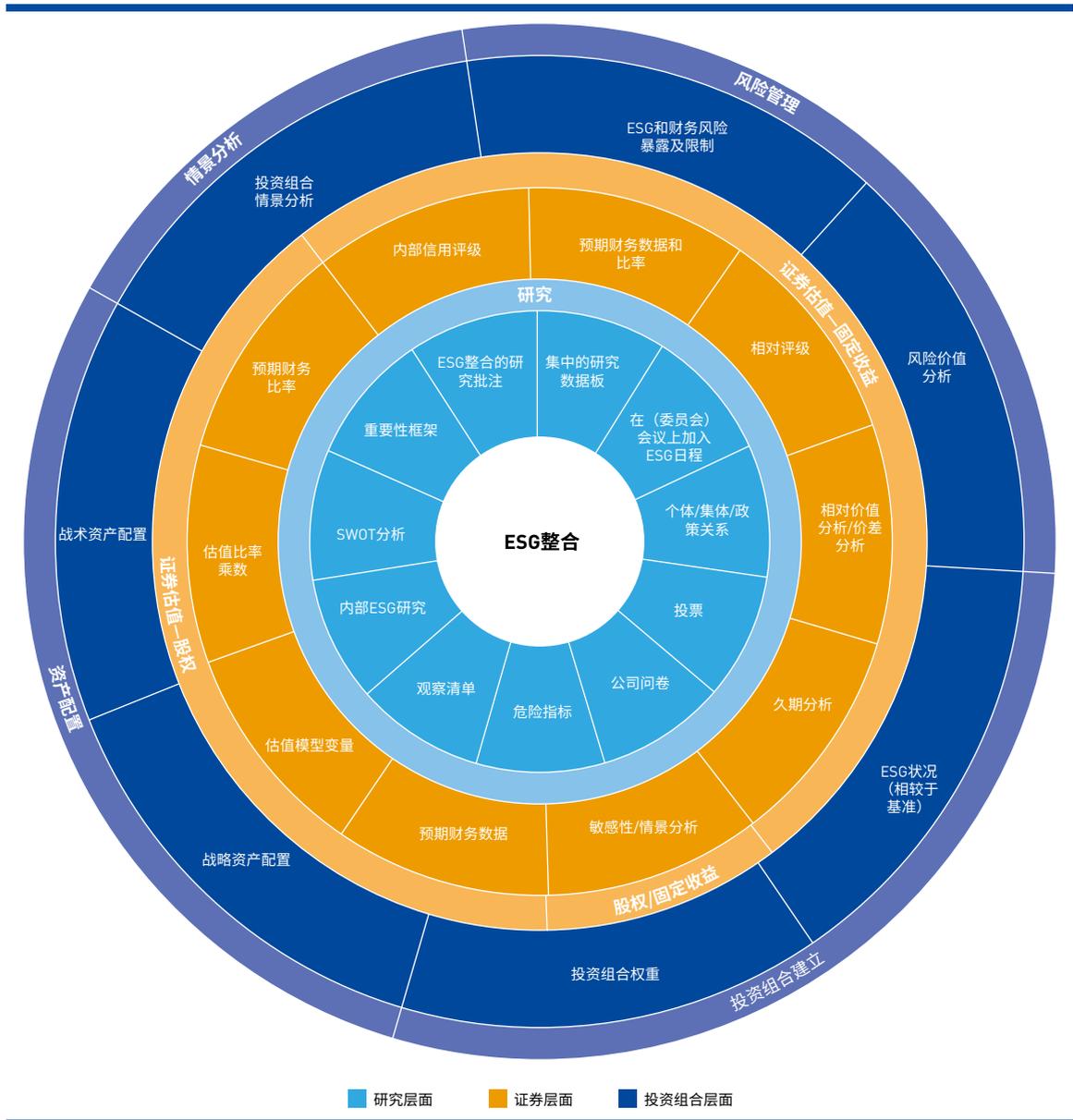
- a. **ESG 因素对资本市场和投资实践的影响：调研数据。**我们对调研中受访者提供的关于 ESG 因素在中国内地市场对股价、公司债券利差和主权债收益的影响的看法做以罗列和讨论，并分析投资者是如何在投资过程中进行或不进行 ESG 整合的。该节为读者提供了 ESG 整合实践现状的概览。
- b. **ESG 整合的驱动力和障碍：调研数据和研讨会反馈。**我们在北京、杭州、上海和深圳分别举办了研讨会，与当地投资者针对 ESG 整合方法和一些具体问题进行了讨论。我们的目的是帮助读者更好地理解在其所在市场内 ESG 整合的独特背景。
- c. **公司 ESG 数据发展趋势：股权和固定收益。**该节侧重于中国内地公司 ESG 信息披露的水平。我们分析了不同领域、不同规模上市公司五年内 ESG 数据水平的变化情况。
- d. **访谈。**我们对四位投资经理、中国证券投资基金业协会（AMAC）以及中国人民银行进行了访谈，以期为读者提供关于公司 ESG 数据的可得性和投资者如何在投资过程中进行 ESG 整合的更详细的信息。

本报告最后一章包含投资者撰写的四个案例研究，每个案例详细介绍了其在投资分析中进行 ESG 整合的情况。案例包含股权和公司债券领域。

ESG 整合框架

在对全球直接投资者的 ESG 整合方法进行广泛分析后，CFA Institute 和 PRI 整理了投资者所用的多种 ESG 整合技巧，制成了 ESG 整合框架图（见图 1）。

图 1：ESG 整合框架



ESG 整合框架并非意图描述出完美的 ESG 整合投资流程。相反，投资者可使用该框架与同行 ESG 整合方法对比并找出适合自己公司的 ESG 整合方法。我们相信，随着时间推移，这会是建立 ESG 整合投资流程的有用参考。由于每家公司有自己独特的情况，适用于一家公司的 ESG 整合方法并不一定适用于所有公司。

我们建议您在阅读本报告以及其他地区性报告的“当地投资实践”小节时参阅此框架。

研究层面：内部圈层 定性分析

- **公司问卷：**向 ESG 信息公开披露不足的公司发出问卷，收集更多 ESG 数据。这些问卷通常与常规的公司大会并行，投资者和公司会在大会上讨论最重要的 ESG 议题。
- **危险指标：**清单、研究批注、数据板和数据库中有高 ESG 风险的证券。
- **观察清单：**有高 ESG 风险的证券被加入观察清单，以便进行常规监测。
- **内部 ESG 研究：**基于多种数据源，为投资组合或投资体系内的所有股票建立专有的 ESG 研究/观点/评分体系。
- **SWOT 分析：**把 ESG 因素纳入传统的 SWOT（优势、劣势、机会、威胁）分析中。
- **重要性框架：**创建一个重要性/可持续性框架，包含所有领域/国家的 ESG 风险和机遇。该框架在作投资决策时可作参考，并需常规性更新。
- **ESG 整合的研究批注：**由传统财务信息及分析和 ESG 信息及分析共同组成研究批注/信用批注。
- **集中的研究数据板：**将传统财务数据和 ESG 数据集中在一个平台（数据板或数据库）上留存，以便投资者同时分析传统财务因素和 ESG 因素。
- **在（委员会）会议上加入 ESG 日程：**投资团队（以及可能的 ESG 团队/专家）在所有团队会议议程内加入 ESG 相关项目。委员会召开讨论 ESG 策略、ESG 投资组合表现以及有争议的股票的会议。

积极所有权

- **投票**：这个结构化的流程将所有投票权涵盖在内，在投票前将扎实的分析应用于管理和股东决议。除了应用于投票，该流程还可被应用于其他需要股东投票的决议过程中。
- **个体/集体/政策关系**：公司关系包括投资者和已被投或潜在被投资企业间关于 ESG 议题和相关战略的任何互动，用以改善 ESG 实践或找到需要影响 ESG 实践的需求，或改善 ESG 披露。公共政策关系则捕捉投资者和政策制定者、监管者及利益相关方（如行业协会或者标准制定者）关于财务政策、规定、行业准则的互动，以厘清 ESG 相关要求，如 ESG 整合、管理和披露，还收集关于 ESG 特定议题的信息，如政府关于气候变化的行动承诺。公司关系和公共政策关系都包含一个囊括对话和持续监测的结构化流程。这些互动可单独进行，也可与其他投资者共同进行。

证券层面：中间圈层

证券估值——股权

- **预期财务数据**：根据 ESG 因素的可预期影响调整预期财务数据，如收入、运营成本、资产账面价值、资本性支出等。
- **估值模型变量**：根据 ESG 因素的可预期影响调整估值模型变量，如折扣价格、永续增长、最终价值等。
- **估值比率乘数**：根据 ESG 因素的可预期影响调整估值比率乘数，进而计算出 ESG 整合后的估值比率乘数。该比率被应用于计算证券价值。
- **预期财务比率**：根据 ESG 分析调整预期财务数据和未来现金流估算，并评估其对财务比率的影响。
- **敏感性/情景分析**：调整变量（敏感性分析），在估值模型中应用不同的 ESG 情景（情景分析）以比较基础证券估值和 ESG 整合的证券估值。

证券估值——固定收益

- **信用分析**
 - **内部信用评级**：根据 ESG 分析调整证券发行人的内部信用评级。
 - **预期财务数据和比率**：根据 ESG 分析调整预期财务数据和未来现金流评估，并对其对财务比率的影响进行评估。
 - **相对评级**：ESG 分析影响证券发行人相对于同类其他组别的评级。

- **相对价值分析/价差分析**：将发行人的 ESG 债券价差和相对价值与其同领域内其他证券相比，以分析是否所有风险因素都已被考虑在内。
- **久期分析**：分析 ESG 议题对一个发行人所发债券在不同时间长度/发展阶段内的影响。
- **敏感性/情景分析**：调整变量(敏感度分析)，在估值模型中应用不同的 ESG 情景(情景分析) 以比较基础证券估值和 ESG 整合的证券估值。

投资组合层面：外部圈层 风险管理

- **ESG 和财务风险暴露及阈值**：定期审查和监测公司、行业、国家、和货币变化中的 ESG 风险和机遇，以及突破风险阈值的地方。
- **风险价值分析**：在风险价值分析模型中引入 ESG 分析。
- **投资组合情景分析**：通过模拟不同的 ESG 情景来评估 ESG 风险对投资组合风险和回报的影响。

投资组合建立

- **ESG 状况（相较于基准）**：检查投资组合的 ESG 状况，以确定是否有高 ESG 风险的证券，并将其与 ESG 基准侧写比较评估。
- **投资组合权重**：调整投资组合中公司、领域、国家、及货币的权重以减轻 ESG 风险，避免突破 ESG 风险阈值及其他风险阈值。
- **投资组合情景分析**：通过模拟不同的 ESG 情景来评估 ESG 风险对投资组合风险和回报的影响。

资产配置

- **战略资产配置**：战略资产配置（SAA）策略引入 ESG 目标和 ESG 分析以积极减轻 ESG 风险并提升财务表现。
- **战术资产配置**：战术资产配置（TAA）策略引入 ESG 目标和 ESG 分析以减轻短期 ESG 风险。
- **投资组合情景分析**：通过模拟不同的 ESG 情景来评估 ESG 因素对 SAA 策略及 TAA 策略的影响。

第二章

ESG 整合概览

ESG 整合是什么

ESG 投资者在谈论 ESG 整合时使用多种缩写词、术语和实践案例。这为非 ESG 投资者理解自己是否在执行 ESG 整合制造了障碍。诸如*可持续投资*、*ESG 投资*、*社会责任投资 (SRI)*、*绿色投资*、*道德投资*、和*影响力投资*之类的词语经常被混用。

在本报告中，ESG 整合指“明确、系统化的在投资分析和投资决策中纳入 ESG 因素”。这是一种全面的投资分析方法，将重要的因素，包括 ESG 因素和传统财务因素，全部明确和评估，以形成投资决策。

ESG 整合通常由以下三部分组成：

1. 研究：

- **收集信息**：从多重渠道（包括但不限于公司年报和第三方投资研报）收集财务和 ESG 信息。
- **重要性分析**：分析相关的财务和 ESG 信息，找出影响公司、行业、国家的重要财务和 ESG 因子。
- **积极所有权分析**：投资者与公司/发行人讨论重要财务和 ESG 因子并监测互动关系的结果，以及/或投票活动。

2. 证券和投资组合分析

：评估重要财务和 ESG 因子对公司、行业、国家、投资组合的公司表现和投资表现的影响，并据此调整预期财务数据、估值模型变量、估值比率乘数、预期财务比率、内部信用评级、投资组合权重（更多信息见“定性和定量分析”部分）。

3. 投资决策

：上述重要传统财务因子和 ESG 因子影响买入/增加权重、持有/维持权重、卖出/减少权重或不作为/不投资的决策。

ESG 整合不包含什么

ESG 整合不代表：

- 禁止投资某些行业、国家和企业；
- 为了实行 ESG 整合而牺牲投资组合回报；
- 让不重要的 ESG 因素影响投资决策，或忽略传统财务因素；
- 投资决策过程中一定会出现重大变动。

ESG 整合并不禁止对某些企业、行业或国家的投资

一些投资者认为 ESG 整合和排斥性筛查是一回事。事实上，它们之间有两个根本性区别：

- 后者缩小了潜在投资范围，前者则不。
- 前者是一种“价值观”方式，后者则是“价值”方式。

排斥性筛查是一种会缩小投资范围的筛选手段，在公司或基金层面应用，包含：

- 被禁止的行为、产品、服务清单；
- 筛选禁止投资的国家、行业、企业的规则。

通常情况下，排斥性筛查在投资分析开始前进行。这与 ESG 整合正相反。财务信息和 ESG 信息在证券选择和建立投资组合的环节介入，这些证券所属的公司、行业及国家不存在禁止投资的情况。

实行 ESG 整合并不牺牲投资组合回报

ESG 整合的一个关键部分就是降低风险、增加回报。投资者应用 ESG 整合手段来发现若离开 ESG 信息和 ESG 趋势分析就不会被发现的潜在风险。

ESG 投资者也在寻找能够增加回报的投资机会。例如，一些投资者分析汽车企业，会看是否对汽车电动化做出了响应，并将此分析纳入其收入预期。又如，投资者选择对执行强力 ESG 管理的公司投资，因为其更有可能在长期跑赢其竞争对手。

不重要的 ESG 议题并不影响投资决策

ESG 整合的另一个重要特点是重要性。投资者对所有很可能影响公司表现和投资表现的重要因素进行评估，包括传统财务因素和 ESG 因素，来发现投资风险和投资机会：

- 如果传统财务和 ESG 因素经过分析被认为是重要的，那么其影响力评估就会继续进行。
- 如果传统财务和 ESG 因素经过分析被认为是不重要的，那么其影响力评估就不会继续进行。

投资者在评判 ESG 议题是否重要的时候会考虑以下因素：

1. **行业和国家**：某些行业和国家通常会出现重要的 ESG 议题，包括与某行业内企业商业活动相关的，或者在其外包或销售的国家中出现的政策和技术变动。
2. **企业**：行业相关的重要 ESG 议题并不一定对所有该行业内的企业产生影响，因为：
 - 企业业务领域内发生的与行业不相关的重要 ESG 议题可能超过与行业相关的重要 ESG 议题；
 - 受益于 ESG 趋势的企业产品或服务可能会减轻或超过来自其行业内的 ESG 风险；
 - 企业强有力的环境和社会因素管理以及良好的治理会减轻来自其行业内的 ESG 风险。
3. **时间框架**：长期投资者比短期投资者更有可能进行 ESG 整合，因为 ESG 因素通常是低频的但对长期表现有很大影响。

投资过程和实践无须进行重大变动

ESG 整合对于投资者的现有投资流程和实践是一种有用的补充，其对投资者的投资流程最主要的改变就是收集和分析 ESG 信息，这对理解影响公司、行业和国家的重要 ESG 议题是必要的。

一些投资者会为了将 ESG 信息囊括进去而开发新的估值模型。一些则会将 ESG 信息纳入当前的模型中去。

定性分析和定量分析

ESG 整合通常更多使用定性分析方法，而非定量分析方法。不过，投资者越来越多的将 ESG 议题量化，并整合入其公司/发行人估值。

投资者使用 ESG 议题定性分析方法来辅助投资决策的实践有：

- 以对公司或国家投资分析并行的 ESG 分析来得出“买入/卖出/持有/不投资”的决策。例如，若公司或国家的 ESG 表现很差，价值评估也很差，则可能得出“卖出”或“不投资”的结论。如果同样的公司或国家 ESG 表现很差，但是估值很好，那么在做出投资决策之前，可能还需要一轮更深入的分析。

- 对于其他方面均相仿的公司或国家，ESG 分析可能成为决定性因素。如果其他所有因素均相同，投资者会选择 ESG 分析中表现更胜一筹的公司或国家。
- 一些被低估的证券可能因为 ESG 表现的提升而升值，投资者则会选择对其投资，而一些被高估的证券可能因为 ESG 表现下滑而走低，投资者则会选择撤资。
- 若公司的某些 ESG 因子评分/评估很低，但与公司的沟通互动可以提升这些因子，那么则可能得出买入/持有决策。
- ESG 分析会影响投资者所购买的债券到期期限。

投资者使用 ESG 议题定性分析方法来辅助投资决策的实践有：

- 根据对企业和国家的 ESG 分析调整其内部信用评级。
- 根据 ESG 分析/ESG 评分，通过敏感性分析对预期财务数据、估值模型变量、估值比率乘数、预期财务比率、投资组合权重进行临时性的上调或下调。
- 根据 ESG 分析/ESG 评分，对预期财务数据、估值模型变量、估值比率乘数、预期财务比率、投资组合权重进行永久性的上调或下调。
- 通过情景分析调整预期财务数据、估值模型变量、估值比率乘数、预期财务比率、投资组合权重。
- 在影响投资组合建立决策的量化模型/因子投资中考虑 ESG 数据/分析。
- 用统计学方法找出 ESG 因子/ESG 总体评分和未来资产价格走势/公司基本面的关系，得出投资组合权重建议的系统化规则。
- 将 ESG 风险更低/更高的债券贝塔系数下调/上调，使投资者在投资组合中可持有的总量比之前的估算更多/更少。

股权投资和固定收益投资 投资实践

目前，固定收益投资者比股权投资者更少进行 ESG 整合。2017-2018 年度 CFA Institute-PRI 联合调研显示¹，所有受访者均表示在股权分析中更多的应用治理议题、环境议题和社会议题，而在信用分析中应用的较少（见表 1）。

¹ CFA Institute 和 PRI 委托 YouGov 公司进行全球 ESG 整合调研。调研问题旨在测定投资者对 ESG 整合的态度，以及更好的掌握 ESG 整合在实践中的发展情况。

表 1：经常在投资分析中应用 ESG 整合的受访者

	证券分析	信用分析
治理议题	56%	42%
环境议题	37%	27%
社会议题	35%	27%

这个结果也许并不令人意外。负责任投资的第一个实践应用，主要是撤资和投票，就是在基本股权投资策略中。股权投资中 ESG 整合开始被重视起来是在 21 世纪初期，那时固定收益投资中的 ESG 整合尽管发展速度很快，但仍在萌芽阶段。其结果就是，多数资产所有人和投资经理会先在其证券投资组合和基金中整合 ESG 因素，然后才会转向固定收益投资组合和基金。

这种固定收益领域的 ESG 整合现状反映出曾经很流行的一种观点，该观点认为 ESG 整合和固定收益是不相容的，因为：

- 债券市场固有的复杂性——市场规模更大、类别更多、成熟度各异、发行机构不同——使得在信用风险评估中应用 ESG 整合更难，尤其是在评估利率风险和流动性风险的时候。
- 公司债券持有者不能投票，由于对管理的有限接触，有效参与也更难（债券持有者并没有一个正式的沟通机制，如年度大会），而主权债务持有者就更难以有效的与主权债务发行人交流，比如政府。
- ESG 因素对债券价格的影响更低频，因为：
 - 信用市场更低的流动性（尤其是与股权市场相比）使得基于有争议的 ESG 新闻来买入或卖出债券更难；
 - 传统财务因素（利率、通胀率等）对债券价格有压倒性的影响，所以分析 ESG 因素并不必要。

随着越来越多的投资者将 ESG 因素纳入固定收益投资组合和基金中，这些观点正在逐渐发生变化。当然，固定收益投资者仍然不能投票，但是他们确实与发行人交流²。投资组合经理和信用分析师与公司保持定期联络，且与管理层见面，有时还会在路演中与公司的

² PRI (2018). *ESG Engagement for Fixed Income Investors—Managing Risks, Enhancing Returns*. <https://www.unpri.org/fixed-income/esg-engagement-for-fixed-income-investors-managing-risks-enhancing-returns-/2922.article>

股权投资组合经理和股权分析师见面交流。但是，固定收益投资者集体与公司或主权债券发行人交流依然十分罕见。

在固定收益领域，ESG 数据的一个关键应用在于，在分析中引入发行人的信用价值。一些投资者在对同一个发行人发行的不同到期期限的债券利率风险分析中进行 ESG 整合。对于一些发行人来说，重要 ESG 因素对五年期债券的影响和对十年期债券的影响是不一样的。

投资者已在固定收益中开始进行 ESG 整合说明他们相信 ESG 因素是重要的，会影响债券收益。CFA Institute-PRI 调研结果也支持这一论断。表 2 显示了受访者认为 ESG 议题确实在影响股价、公司债券价格和主权债券价格，并且在五年后会有更大的影响力。

表 2：2017 年 ESG 议题对股价、公司债券收益/价差和主权债收益的影响和五年后（2022 年）的预期影响

	2017 年已有影响	2022 年会有影响
ESG 议题对股价的影响		
治理	58%	65%
环境	23%	52%
社会	23%	46%
ESG 议题对公司债券收益/价差的影响		
治理	41%	53%
环境	15%	40%
社会	15%	35%
ESG 议题对主权债收益的影响		
治理	35%	44%
环境	12%	31%
社会	18%	32%

注：表中百分比为回答“经常影响”的受访者比例

ESG 议题

表 2 还显示出，投资者认为公司治理议题、环境议题和社会议题更能影响股票价格，而非债券价格。一些用来支撑这一论断的理由有：

1. 股价对新闻和市场观点的反应更明显。当 ESG 方面的争议为公众所知的影响波及到公司时，该公司的股票价格受到的影响比该公司的债券价格受到的影响大。
2. 相较于信用市场，权益市场流动性更强，不确定性也更强。因此 ESG 因素在股价方面而非债券价格方面更能产生即刻可见的影响。
3. 客户对于权益类产品的 ESG 要求更高。因此，资产流动对股价的推动比对债券价格的推动更强。
4. 债券的上升空间更有限，这对债券价格波动来说是个缓冲。
5. 宏观经济因素，特别是利率，是影响债券价格的主要因素，对 ESG 因素的影响有压倒性优势。
6. 由于固定收益市场规模、类别多样、期限各异、资本结构定位、发行机构等原因，ESG 因素对债券价格的影响随债券特点的不同而大有不同。

把公司债和主权债相对比，结果显示，环境、社会和治理议题对主权债价格的影响频率略低于对公司债价格的影响。

有意思的是，2017 年和 2022 年，社会议题对主权债收益的影响均比环境议题的影响要多。社会和环境议题对股票价格和公司债券价格的影响目前大致相同，但在 2022 年，环境议题的影响会超过社会议题。

股权投资分析中的 ESG

通常，ESG 投资者用量化的 ESG 分析来帮助投资决策。他们使用内部研究和第三方研究来为投资组合内和投资范围内的公司建立专有的环境、社会和公司治理议题评分，并据此来创建整体 ESG 评分。一些 ESG 投资者定期召开 ESG 专题会议，讨论这些专有的评分结果和与之相伴的分析，以评估 ESG 议题对公司和行业表现的潜在影响。

系统性策略——量化策略和聪明贝塔策略

尽管 ESG 整合在历史上仅与基本面策略相关联，现在量化和聪明贝塔策略也已经开始在估值模型和投资决策中整合 ESG 因素。随着 ESG 数据更广泛、更准确、更具有可对比性，越来越多的投资经理运用统计学手段找出 ESG 因子和价格波动之间足以影响阿尔法收益或降低风险的关联。

进行 ESG 整合的量化经理将 ESG 因子和价值、规模、动量、增长和波动性等其他因子整合在一起来建立模型。他们的投资过程中纳入 ESG 数据，并由此可能对证券的权重产生或上或下的影响，甚至是调整为零。

量化和聪明贝塔策略在把 ESG 数据纳入量化模型中时主要采取两种方式，调整以下项目的权重：

- 基于将 ESG 因子与投资风险和/或风险调整回报进行关联的研究，将 ESG 评级低的股票下调至零；
- 基于 ESG 数据和其他因子的统计学关系调整投资范围内的每一只股票。

基本面策略

买方的基本面分析投资者和卖方经纪人在自己的绝对和相对估值模型中将 ESG 因子与其他所有重要因子整合在一起。他们在 ESG 因子和传统财务因子对公司估值的共同影响下做出调整未来营收增长率、运营成本、资本性支出、折扣率、最终估值和其他变量的判断。

收入

基本上，投资者通过判断行业增长速度以及企业市场占有率上升还是下降来预计收入。他们在这个预测过程中进行 ESG 整合，以能够反映出投资机遇或风险程度的高低来上调或下调营收增长率。

运营成本、营业利润率和息税前利润率

投资者对 ESG 因素对未来运营成本的影响做出预估，然后或直接调整运营成本，或调整营业利润率或息税前利润率。他们有时或许能够直接预估运营成本，但是根据不同公司的披露程度不同，他们有时需要调整营业利润率。比如，如果公司采取了一系列能够降低能耗和对化石能源依赖度的措施，投资者则可能降低其运营成本。

账面价值和减值支出

ESG 因子会影响资产的预期现金流，比如强制长期或永久停业会改变资产的净现值。这样的影响通常表现为减少，降低公司账面价值会产生减值支出，因此，不仅仅是资产价值会减少，公司的年收入也会因为非现金性的一次性减值支出体现在报表中而减少。

资本性支出

投资者或认为 ESG 因子会使公司降低或者增加未来的资本性支出。

最终价值

ESG 因子可能导致投资者认为公司或其某业务线会不复存在。在这些情况下，投资者会降低最终价值，甚至至零。

贝塔收益和折扣率调整

一些投资者通过调整公司估值模型中的贝塔收益或折现率来反应 ESG 因子。这种方法在公司面临明显的 ESG 风险的时候非常理想，但在公司估值中为此作价仍然很难。有一种方式是给行业内的其他同类公司做 ESG 评级并进行对比分析。投资者可据此上调/下调高/低ESG 风险公司的贝塔收益或折现率，从而降低/增加其公允价值。

固定收益分析中的 ESG

最开始，公司债券投资者采用公司内股权投资者使用的重要性/可持续性框架和 ESG 方法。这种情况在今天仍然可见，并且还是有效的。

最近，固定收益投资者使用的 ESG 整合方法更复杂一些。一些投资者在其投资全过程和分析中进行 ESG 整合。

相较于股权投资，固定收益投资中的 ESG 风险和机遇分析需要考虑更多方面。债券的形式和规模各有异同，发行人的类型、信用质量、久期、支付安排、嵌入式期权、清偿优先性、货币、质押情况也非常不同。债券价格受基本面、宏观经济、利率、流动性影响很大，所以要求对信用风险、利率风险、收益率曲线风险和流动性风险进行复合分析。

所有这些变量都要求对 ESG 因素对债券的影响有扎实的理解。比如，考虑到 ESG 风险的长期性特点，如果投资者认为 ESG 风险在五年内不重要，企业发行的短期债券则可投资，同时，长期债券就可能不具有可投资价值。

企业信用分析

ESG 因素对公司债券价格和股票价格的影响频率顺序相差无几并不令人意外。无论投资者是债券持有者还是股票持有者，重要 ESG 议题对企业的影响是一样的。例如，健康和​​安全始终是矿业企业及其股东和债权人最重要的 ESG 议题（股权和企业债券投资者对 ESG 议题的分析见图 1）。

这一点在一些投资者的方法中有所体现。重要性/可持续性框架，即一个按行业/国家列出的会被定期审查的 ESG 议题清单，为固定收益投资者和股权投资​​者共享，以识别重要的 ESG 议题。在资产所有者和投资经理部署专门的 ESG 团队的情况下，固定收益和股权投资​​者会共享资源，使用相同的 ESG 研究方法。其他投资者则会对​​股权团队使用的重要性/可持续性框架进行调整，因为对于企业债券发行人来说重要议题可能会有所不同（如创新性管理可能会更相关或更不相关），尤其是考虑到债券久期的情况下。

投资者在企业信用风险分析中使用重要性/可持续性框架和 ESG 研究。极少投资者去看 ESG 议题对利率风险、收益率曲线风险和流动性风险的影响。

投资者评估 ESG 议题对企业偿还债务能力的影响。主要方式是在做出投资决策的时候同时参考第三方 ESG 评分或自有 ESG 评分和传统信用分析。一些投资者在内部信用评估中直接嵌入 ESG 研究和评分。这时，ESG 议题就会影响信用评估和投资决策。

图 1：股权投资​​者和公司债券投资者分析的 ESG 议题示例

治理议题	社会议题	环境议题
商业信誉	人权	气候变化
股东权利	雇员关系	生物多样性
高管薪酬	有经验的劳动力	能源管理
审计实践	健康和​​安全	生物包容性和生态系统质量
董事会独立性和专业性	多元化	空气污染
信托责任	客户关系	自然资源
透明度 / 可信度	产品责任	水资源和污染
相关方交易		
双重股权结构		

在更小范围内，投资者在建立投资组合的过程中和基本的信用分析中评估 ESG 议题的影响。投资组合建立工具会检查 ESG 议题如何影响宏观经济和市场因素。对投资组合的影响是通过行业和企业权重来实现的。

通过基本的信用分析，关键信用比率随着 ESG 议题而做出调整。投资者评估这些比率来理解企业的信用价值是在恶化还是在提升，最终发现其对信用评级和信贷息差的潜在影响。

主权信用分析

相较于在公司债券中的应用，ESG 整合在主权债领域要更罕见一些。

目前的主权债投资者很少进行 ESG 整合的一部分原因是缺乏对如何在主权债中整合 ESG 议题的理解。不像公司债投资者，主权债投资者无法直接从股权投资者那里简单借用 ESG 整合方法和重要性 / 可持续性框架，因此无法加速整合进程。很有可能需要在现有的框架基础上拓展，或额外建立一套国家专用的议题框架。

获取国家的 ESG 数据，尤其是环境数据，比获取企业 ESG 难度要大，这可能使现状更不乐观（主权债投资者 ESG 数据来源参见图 2）。这令投资者更难评估国家的绝对和相对 ESG 表现，从而将 ESG 数据 / 分析转化为有意义的指标来支撑 ESG 整合。

图 2：主权信用分析的 ESG 数据来源示例

世界银行——营商便利指数
 经济合作与发展组织——Better Life Index
 国际劳工组织——劳动力、健康和统计信息
 国际货币基金组织——国别报告
 欧盟——国别报告
 ESG 研究机构
 信用评级机构
 ……

图 3：主权债务投资分析的 ESG 议题示例

治理议题	社会议题	环境议题
腐败 法治 安全 法规有效性和质量 审计标准	教育和人力资本 健康水平 就业率水平 预期寿命 贫困 / 收入差距 犯罪和安全 食品安全	气候变化影响 水资源和污染 生物多样性 能源管理 生物包容性和生态系统质量 空气污染 自然灾害 自然资源

主权信用分析对 ESG 整合应用较少的另一个原因在 CFA Institute-PRI 调研结果中有所体现，即 ESG 议题对于主权债来说重要性没有对于股票或公司债券那么高（见表 2）。投资者也许认为 ESG 议题对主权债价格并没有影响，因此 ESG 整合并不适用。但是，CFA Institute-PRI 调研却发现治理、社会和环境议题确实会对价格产生影响（主权债投资者分析的 ESG 议题示例见图 3）。

如前述强调的一样，受访者认为社会议题比环境议题更易影响主权债价格（见表 2）。投资者更有可能分析社会信息对一个国家的影响，而更少分析环境信息，尤其是因为社会议题的时间周期通常与主权债务投资更相符。社会信息更加完备也是投资者更倾向于在主权债务信用分析中整合社会议题的原因之一。

尽管面临诸多困难，投资者还是逐渐在主权债务信用分析中进行 ESG 整合。大部分人使用第三方调研或内部研究来做 ESG 议题的定性评估，并在此基础上为投资决策提供参考。主权债务信用分析中的定量 ESG 分析并没有得到广泛应用，与企业信用分析相比实行的更少一些，常见于将 ESG 研究或评分用于发行人的信用分析，并据此调整信用评级或内部信用评估结果。

在主权债务信用分析中考虑 ESG 议题的另一个常见做法是通过投资组合建立工具。ESG 议题影响地区和国家配比的上调、适中或下调信号。

在分析 ESG 议题对国家偿还债务能力的影响的同时，投资者还用 ESG 信息评估国家偿还债务的意愿。例如，如果投资经理认为国家腐败程度和偿还意愿相关，而国家的信用评级和预期与其腐败程度不符，则可能据此进行调整。

地方政府债券信用分析

ESG 整合实践

地方政府债券市场由所有国家或中央政府以下层级的政府债券构成，包括相关的地区机构、省级政府、州政府及市政府发行的债券。美国的地方政府债券市场主要由市政债券组成，规模约有 3.85 万亿美元，是全球市政债券的主要组成部分。³

长久以来，ESG 因素被应用于决定市政债券的信用质量和发现市政运营或某一市级项目的财务风险。对于任何一个市政债券的发行人来说，发行人的治理和管理实践通常在信用分析中是统一的。投资者考察整体的透明程度和报告水平、腐败程度、预算实践的可靠度和对债务的负责任使用（例如，对长期养老金债务和本金到期日、负担得起的资本计划的实施、强力财政控制权的密切监控）。他们或许会认为一个提供详细披露的管理团队要比其他同行要更可靠一些。

诚实可信的治理也会在对发行人的评估中有所应用。发行人若能不仅仅考虑眼前的资金需求，而是本着推动经济增长和社会包容性的目的来投资，对展现出较强的信用价值和投资人来说较低的投资风险有所帮助。因此，能提供社会福利的市政借款可能抵消临时性财政虚弱所带来的负面影响。

对于一般责任债券和收益债券来说，长期的社会、环境问题会影响发行人从税收或其他类型的收入中获取收益的能力。例如，高中毕业率低、暴力犯罪率高、可负担的房屋存量低以及失业率高可能导致长期信用压力。如地区空气质量和与之相关的健康风险等环境因素，如废水处理厂等公共基础设施，以及气候变化带来的长期影响都可能对宏观因素产生潜在威胁，从而影响发行人偿还债务的能力。整体而言，一些投资者发现，市政府或市政项目的目的越是与该地区人民的环境和社会需求相符，则该政府或项目就更有可能偿还债务。

对于一般责任债券来说，投资者可能还会根据收益的潜在用途整合更多的 ESG 因素（例如增加电力、水利设施之类环境因素的权重，增加教育类社会因素的权重，以及增加健康类债务发行人的权重）。

由于第三方研究机构对该类资产的覆盖有限，投资者通常很谨慎地决定 ESG 因素的重要性，并通过基本的研究来进行 ESG 整合。在市政债券市场投资的投资人可能会更依赖信用评级机构的研究，并通过将反映当地和地区性资源挑战的环境指标纳入意见的方式进行 ESG 整合。

³ SIFMA US Quarterly Highlights 1Q '18, April 2018. <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/04/US-Quarterly-Highlights-2018Q1-2018-04-06-SIFMA.pdf>

结构性信用分析

ESG 整合实践

除了政府和企业发行的债券之外，固定收益市场还包括由抵押债或担保债形成的金融资产池，比如按揭贷款、应收账款、车贷等。投资者目前才刚刚开始考虑如何在结构性信用分析中进行 ESG 整合，大部分原因在于一些交易方的 ESG 数据并不完善，包括发行的特殊目的产品和分析潜在资金池的内在复杂性（可能非常大量）。

整合过程通常会重点寻找以下几个层面的风险：在交易层面，与证券发起人/服务商/发行人相关的风险；在底层资产的“担保”或“保障”池方面的风险；以及有时对整体交易结构形成意见。一些投资者给发起人更高的权重，另一些给底层资产池的信用质量赋予更高权重。根据发行是否有政府背书，以及债券组合的整体构成/资产比例水平不同，不同类型的证券化资产所用的方法不同。

在交易层面，ESG 分析通过对证券化资产交易各相关方的公司治理策略的理解，在决定其真实的根据风险调整的信用描述时发挥重要的作用。例如，投资者可以审查证券化产品发起机构的贷出状况，把那些明确列出担保责任及有良好贷款服务记录的机构列为优先考虑，避开掠夺性贷款、风险管理及监管合规记录差的机构，还有其他可能导致法律风险或对贷款产生负面影响的行为。

强有力的治理包括管理透明度（比如公开上市的企业须披露经审计的、详细的财报，其管理团队定期与投资者沟通）、高管薪资和董事会独立性（比如有适当控制的多元化董事会）。投资者还应评估相关方是否试图以证券化的方式躲避或者转移风险，还是用作继续运营的资金来源。

在资金池或担保层面，投资者会考虑 ESG 因素如何对资金池的财务可持续性产生影响，比如车贷和按揭贷款⁴。尽管针对不同资金池的分析有所不同，目标都是一致的，即明确是否存在任何可能阻碍资金池达到预期表现的 ESG 风险，并准确的计算该风险。

由于担保本身的性质，ESG 分析可能更被重视。

参见以下示例：

- 在分析以电力资产或电力合同作抵押的债券时，投资者可能会关注标的资产的环境风险（如电力来源）。
- 在分析以商业或可居住房产为抵押的债券时，由于某些市场监管对房产持有者越来越高的环境要求，投资者可能会关注具体房产或公司本身的环境因素，例如，投资者可根据英国能源表现认证（Energy Performance Certificate）或美国 LEED（Leadership in Energy & Environmental Design）等标准对房产组合的能源利用效率进行分析。

⁴ PRI 2014, Fixed Income Investor Guide. <https://www.unpri.org/fixed-income/fixed-income-investor-guide/30.article>

- 在分析以车辆贷款为抵押的债券时，类似 2015 年汽车板块排放检测作假丑闻的环境和治理方面的失败就会被作为重大风险，影响车贷证券化下的车辆估值。
- 在分析以大众消费品 / 信用卡贷款为抵押的债券时，投资者倾向于将社会性风险作为重大风险因素，比如歧视性的或掠夺性的贷款，以及带有攻击性或欺骗性的市场实践。

在结构性信用分析中量化 ESG 因素仅限于帮助投资者找出那些在提前还款假设中定价错误的、相较于内在价值以折扣价交易的债券。例如，专门挑选那些寻求再融资的借款人的服务商，或缩减再融资流程的服务商就可能会被避开，或者调低以溢价交易的债券的估值。定性分析则重点关注对交易相关方的尽职调查以确保没有与交易相关的预警事件出现，并在投资者持有债券期间监测标的资产以辅助了解交易表现。

第三章

中国的 ESG 整合

ESG 因素对资本市场和投资实践的影响： 调研数据

对价格和收益的影响

在我们的全球 ESG 整合调研中，我们想要了解 2017 年中国内地投资者考虑环境、社会、治理因素对中国资本市场中股价和债券收益影响的频度，以及他们认为五年后（2022 年）这些因素的影响会如何。企业治理是目前 ESG 因素中对股价和债券收益影响最大的一个，但据调研对象的反馈，这一现象正在发生变化。据中国金融专业人士的反馈，2022 年，环境因素对股价和债券收益的影响可能会上升至与治理因素持平（见表 3）。

表 3：2017 年 ESG 议题对股价、公司债券收益/价差和主权债收益的影响和五年后（2022 年）的预期影响

	2017 年已有影响	2022 年会有影响
ESG 因素对股价的影响		
治理	34%	61%
环境	16%	53%
社会	18%	47%
ESG 因素对公司债券收益 / 价差的影响		
治理	26%	57%
环境	13%	48%
社会	17%	43%
ESG 因素对主权债务收益的影响		
治理	39%	48%
环境	26%	35%
社会	22%	43%

注：表中百分数为回答“经常影响”的受访者比例。

ESG 风险和机遇

中国内地受访者被问到过 ESG 风险和机遇在中国资本市场多常影响股价和债券收益（见表 4）。与其他市场一致，ESG 风险被认为比 ESG 机遇更能产生影响。公司治理风险是影响股票和债券的主要风险，社会风险和机遇则比环境风险和机遇要更被重视一些。

表 4：ESG 风险和机遇对股价、公司债券收益/价差和主权债收益的影响

	“经常”或“总是”
ESG 风险和机遇多常影响股价？	
环境风险	29%
环境机遇	11%
社会风险	34%
社会机遇	24%
治理风险	53%
治理机遇	34%
ESG 风险和机遇多常影响公司债券收益/价差？	
环境风险	17%
环境机遇	13%
社会风险	30%
社会机遇	26%
治理风险	30%
治理机遇	26%
ESG 风险和机遇多常影响主权债收益？	
环境风险	17%
环境机遇	17%
社会风险	30%
社会机遇	26%
治理风险	26%
治理机遇	30%

投资组合经理和金融分析师对 ESG 的应用

为了理解中国内地投资者的投资实践，调研向中国内地的投资组合经理和金融分析师询问，他们多常将重要的 ESG 议题纳入股权和信用分析中。极少数的受访者回答“经常”或“总是”在分析中涵盖 ESG 议题（图 4）。经常在调整估值模型时应用 ESG 信息的投资组合经理和分析师也在少数，多数受访者选择了“有时应用”或“很少应用”（图 5）。

图 4：ESG 分析对投资分析的影响

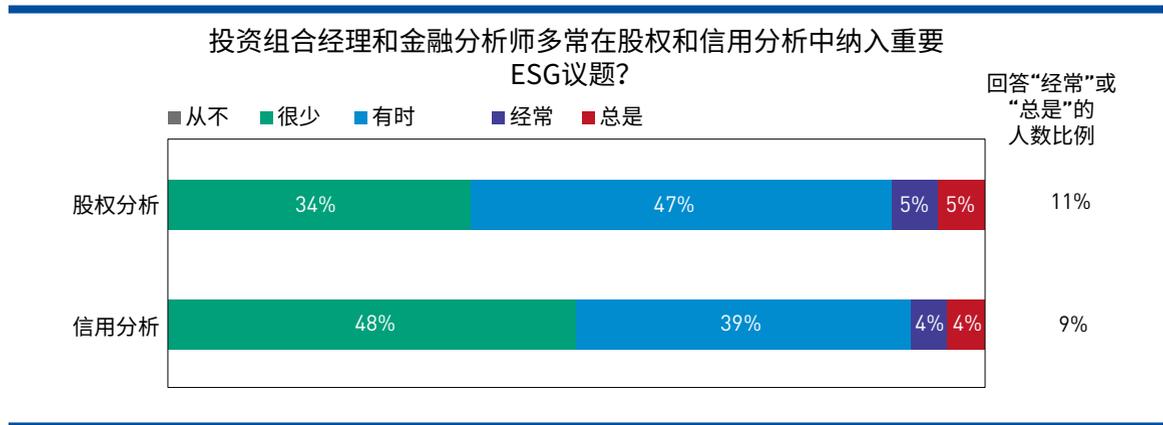
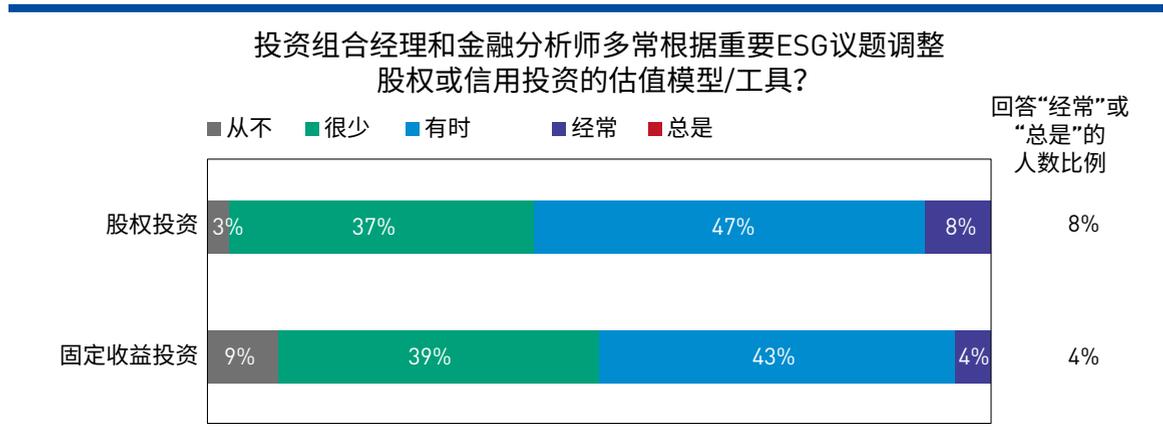


图 5：ESG 分析对估值模型 / 工具的影响



ESG 整合的推动力和障碍：调研数据和研讨会反馈

CFA Institute 和 PRI 感谢中国证券投资基金业协会为在中国内地举行的 ESG 整合研讨会提供支持。在其协助下，我们得以与投资者和分析师共同工作，更好地理解 ESG 整合现状。



中国证券投资基金业协会
Asset Management Association of China

中国内地 ESG 整合现状

ESG 投资近几年在中国内地市场中呈现出了明显的增长。与其他新兴市场一样，一个主要的推动因素是国际投资者的要求。与其他市场不同的是，监管也是主要推动因素之一。由于海外需求和国内政策的共同推动，ESG 投资目前发展势头良好，所有主要市场参与方都积极参与标准制定/提供培训，包括政府、监管方、行业协会、证券交易所和投资者。

但是，ESG 投资水平依旧较低。尽管领先的中国内地投资者所使用的工具和方法已经能与其他发达市场及新兴市场领先投资者相提并论，中国市场上的 ESG 投资渗透率还未达到发达市场的水平。大部分中国内地投资者还处在理解 ESG 投资的阶段，而非实施这一投资手段。这不仅是当地投资经理的现状，也是如养老金和保险公司等当地资产所有者的现状。

公司对 ESG 投资的理解也依旧较浅。但是，这个状况正在得到极快的改善。中国 A 股市场被主要新兴市场 and 全球指标纳入，为传统上由国内资产所有者和散户投资者主导的市场带来了新的国际投资者。这些新进入的国际投资者遵守 ESG 政策和实践，并应用于自己的投资组合以及对中国内地公司的分析中。他们向公司询问 ESG 表现，并常常对公司进行 ESG 投资方面的教育。

另一个 ESG 投资关注度日渐增长的原因是在公司披露，特别是环境议题披露方面的新规出台。这迫使投资者在自己的投资分析和估值中分析环境议题，尤其是来自上游公司的污染。治理因素仍是对投资者来说最重要的 ESG 议题，同时，环境因素变得越来越重要。

另一个 ESG 投资关注度日渐增长的原因是在公司披露，特别是环境议题披露方面的新规出台。

风险管理是主要手段

中国内地投资者正在其投资理念、实践、产品和/或风险管理流程中纳入 ESG 投资，并为了满足客户的偏好，通常与排斥性筛查结合起来。研讨会参与者认为 ESG 议题正变得越来越重要，会影响投资组合的风险和长期回报。

中国内地投资公司的 ESG 投资通常以开发 ESG 产品为开端，例如绿色主题共同基金。但是，这个进程很快能够发展到将 ESG 术语纳入到投资理念中，以及将 ESG 因素纳入到投资研究、过程和决策中。

通常，ESG 研究框架/评分卡会被开发出来，并保持定期更新以规避数据有效性和数据质量问题。该框架/评分卡为 ESG 整合实践创造了一个确保投资组合经理、投资分析师和 ESG 分析师将包括财务因素和 ESG 因素在内的所有行业相关因素纳入其股票基本面分析的框架。该框架/评分卡被当做预警指标使用，标示出高风险股票，同时也被当做计算单独 ESG 评分的基础。一些投资者在投资组合层面上设置 ESG 风险监控和回报机制，将其用于每周或季度投资会议上关于 ESG 议题/主题的讨论基础。

当领先的中国内地投资者开始在公司内推行 ESG 投资时，他们从股票入手。一些已经在将从中得到的经验和知识用于其他资产类别。ESG 投资在股权和固定收益投资中的主要应用是作为风险管理工具。固定收益投资者主要将其用于规避下行风险，而股权投资者还会将其用于寻找阿尔法收益。一些投资者使用 ESG 整合手段来找出表现优异的公司，以获取更多回报。

但是，多数投资者仍处在学习关于 ESG 和如何实践的过程中。研讨会参与者认为在领先的中国内地投资者证明 ESG 整合可以带来高投资回报后，大多数投资者会应用 ESG 整合。目前，对于 ESG 产品并没有跟踪记录，而大多数中国内地投资者更关心收益最大化，而非可持续性。

重要 ESG 议题

多数投资者对公司的治理有所评估。一些关于 ESG 投资的误解使投资者并未将其治理分析与 ESG 分析关联起来。在许多案例中，社会因素也有类似情况发生。健康和员工培训、客户安全关系是许多投资者已在关注的社会因素，但他们并没有把这些归类为社会因素。无论如何，领先的中国内地投资者会采取系统化的 ESG 投资方法，而另一些则会在某些特别情况下对 ESG 议题进行分析。

股权投资者和固定收益投资者都认为治理风险比环境和社会风险更重要。治理风险对于所有公司来说都很关键，而环境和社会风险不是对所有公司都适用，且取决于行业，可能带来阿尔法收益机会。一名研讨会参与者表示他们对于治理议题的估值方法集中在价值

创造上。环境和社会风险还被认为对股票价格的影响大于对债券价格的影响，债券价格则主要受治理风险的制约，可能带来下行风险。

受访者认为尽管环境和社会因素对市场价格的影响更低，但是其重要性在逐渐增加。有若干事实正在

佐证这一观点，例如政府出台的强制企业采用更具有可持续性的方法管理其环境影响的政策。监管者、证券交易所和行业协会也在出台关于披露和产品标签规范化的规则。这些自上而下的要求正逐渐将曾经被视为外源性的成本转化为企业的环境风险管理支出。突出的一点是，监管者正加强对企业，尤其是材料、制造等上游企业的污染和废弃物处置的管理。

在这些自上而下的监管要求影响下，更多投资者开始分析企业的 ESG 表现。由于中国 A 股市场进入主流指标而带来的海外客户需求也对中国企业施加了来自国际上的压力，尤其是来自投资者关于 ESG 政策和实践方面的压力。股东和债券持有人也在更多的问到企业关于其 ESG 风险的问题。

受访者认为尽管环境和社会因素对市场价格的影响更低，但是其重要性在逐渐增加。

ESG 数据质量低下

尽管 ESG 数据的可得性和质量有显著的提高，数据缺失仍是大多数企业很难评估最相关的 ESG 因素的原因之一。缺少充足历史数据和可供对比的数据导致很难评估 ESG 因素在一段时间内的表现或与同行进行比较，进而影响了 ESG 因素的重要性。一些公司有一到两年的数据，并不足以形成足够显示出其 ESG 风险管理状况的意见。

受访者认为缺乏历史数据阻碍了针对 ESG 因素的建模以及回测。建立一个足以让投资者分析出 ESG 和投资表现之间的关系的 ESG 数据库，或是能够构建出足以影响投资决策的数据库需要数年时间。中国证监会（CSRC）计划于 2020 年出台强制性的 ESG 信息披露框架，这将会促使一系列详实数据产生，假以时日，足以与在这方面做得最好的国家媲美。这已经在上游企业的报告和管理中起到重要作用。随着监管要求不断增加，越来越多的投资者开始评估企业的 ESG 表现，企业也会与同行业其他公司展开竞争。

与其他国家或市场情况一样，不同规模的公司 ESG 数据水平上有所差异。大盘股公司的 ESG 披露要好于小盘股公司，因此对其 ESG 表现的分析相对简单。这与大体量公司在收集和披露 ESG 议题方面的人力和系统投入较大有关。同时也与知名度更高的国际化大公司具备的更严格的审查和更高的企业名誉风险有关。

尽管 ESG 数据的可得性和质量有显著的提高，数据缺失仍是大多数企业很难评估最相关的 ESG 因素的原因之一。

中国 A 股市场进入主要指数对数据覆盖的改善有所助益,也鼓励了本土企业建立 ESG 信息数据库。一些投资者会使用这两方面的数据来源。数据有缺失的时候,投资者就会进行自己的 ESG 分析。通过建立专有的 ESG 研究框架/评分卡和分析,他们可以在自己的基本面分析中导入第三方研究和评分,并应用自己的判断。受访者认为尽职调查和判断是必要的,过度依赖理解有限的第三方研究和评分会带来风险。

企业关注度提高

另一个收集重要 ESG 信息的工具是企业的参与。领先投资者向公司询问环境、社会、治理议题相关的问题。如前所述,中国企业被纳入主要国际指标使得企业对 ESG 投资的关注度更高,不过大多数公司将之称为企业社会责任(CSR)。

在投资者中,对 ESG 议题的理解程度还很低。一些中国企业在积极的试图找到对他们来说重要的 ESG 议题,以及如何管理这些 ESG 议题。另一些将 ESG 投资作为可选项,或干脆不感兴趣。他们还在尝试理解对他们的股东和债券持有人来说,什么议题是重要议题,这一点很复杂,因为关于什么 ESG 因素对自己的投资组合来说是重要的这个问题,大部分投资者的理解也十分有限。

一些投资者会帮助公司更好地理解 ESG 投资,并找到什么 ESG 议题是对他们最重要的。投资者的这项工作通常进行得很慢,并且以最不容易产生分歧的 ESG 投资问题作为切入点。企业理解良好治理的重要性,投资者就会帮助他们明白董事会独立的好处。一位受访者称,他们不会选择以要求更多的 ESG 披露为切入点。他们的办法是提出建议,这种方式也被证明能够得到企业的积极响应。

CSR 报告的另一个推动力是监管要求。企业在积极进行 CSR 披露。一位受访者称,三分之一的企业发布过 CSR 报告,另一位则认为大约 700 到 800 间公司披露了 CSR 报告。但是,也有批评说这些报告里有大量的不重要信息。受访者认为这仍与缺乏对什么议题对于投资者来说是重要议题的认知有关。

教育的必要性

尽管已有领先的中国内地投资者完全开展了 ESG 整合、在研究中使用 ESG 工具，并与企业沟通，市场整体（在这一方面）还不是那么先进。大多数投资者认为 ESG 投资是为了做好事，向那些对社会有好处投资公司。一些认为如果进行 ESG 整合，投资组合回报会下降。一位受访者称卖方分析师并不知道什么是 ESG。

一些受访者表达了量化 ESG 因素的难处。这在发达市场也不罕见。不仅仅是 ESG 数据覆盖范围给投资风险和机遇评估带来障碍，对 ESG 整合有限的理解也限制了投资者将 ESG 信息应用于估值模型。虽然大多数投资者会根据 ESG 因素调整既有的评估和模型，就像他们根据传统财务因子做出调整一样，他们也会创建 ESG 研究框架/分数板和专有的 ESG 评分，一些受访者仍呼吁量化 ESG 数据的行业标准方法论的出现。

对于相关教育的需求在投资链的上上下下都存在，从资产所有者到投资经理到企业。特别是当围绕重要 ESG 议题产生疑惑的时候。例如，投资者可能会认为气候变化对于钢铁企业是一个重大风险，但企业则更关注于有关空气污染的监管风险。让问题更复杂的是，另一个投资者可能会关注健康和安全问题。这类观点上的差异会阻碍投资者和公司管理其 ESG 风险。受访者认为一个行业范围内的通行框架能够帮助解决这种问题，提高 ESG 议题的重要性。

对于相关教育的需求在投资链的上上下下都存在，从资产所有者到投资经理到企业。特别是当围绕重要 ESG 议题产生疑惑的时候。

市场参与各方都在尝试提升 ESG 投资相关的透明度。证券交易所和行业协会召开论坛、研讨会来探讨 ESG 投资。在与公司讨论财务和 ESG 事务的同时，投资者还提供相关培训。这些投资者也在教育其他投资者。但是，ESG 专业人士在中国内地仍是稀缺状态，对于 ESG 投资的推行是个限制。一位受访者建议大学开设相关课程。

ESG 整合的驱动力和障碍

目前，对股票和债券来说，风险仍然是 ESG 整合的主要驱动力，客户需求和监管也同样重要。调研发现的 ESG 整合的前五大驱动力和障碍列在表 5 和 6 中。

表 5：中国内地资本市场 ESG 整合的驱动力

股权投资		固定收益投资	
风险管理	74%	风险管理	65%
监管	37%	客户要求	43%
客户要求	26%	监管	43%
产生阿尔法收益	26%	信托责任	17%
信托责任	13%	产生阿尔法收益	13%

注：表中百分数表示认为该项是主要驱动因素的受访者比例。可多选。

表 6：中国内地资本市场 ESG 整合的障碍

股权投资		固定收益投资	
缺少可对比的历史数据	55%	缺少可对比的历史数据	65%
缺少公司文化	47%	对 ESG 理解有限	48%
对 ESG 理解有限	42%	缺少公司文化	43%
客户要求低	26%	ESG 研究有限	35%
没有证据证明可以带来投资收益	21%	没有证据证明可以带来投资收益	26%

注：表中百分数表示认为该项是主要障碍的受访者比例。可多选。

文化和短期主义

会议、培训及其他形式的教育对于解决对 ESG 事务和 ESG 整合理解有限的问题很有必要。文化也被认为是障碍之一，这不并仅限于中国。投资组合经理通常被短期回报驱动。可持续发展要么是次要考虑，要么根本不会被考虑。

受访者理解这样的投资回报心态，他们认为满足委托人的任何要求，包括风险、回报和 ESG，都是信托责任的一部分。资产所有者根据回报和季度表现来评价其对外投资经理。他们相信一旦投资者得知 ESG 投资可以减少风险和产生阿尔法收益，大多数会去实践。一位投资者称，投资者更关注短期表现，而 ESG 更应该带来长期可持续、更好的回报。但是，他们需要中国金融市场上（ESG 整合带来）投资收益的更多证据。

客户要求和监管要求

ESG 投资在中国是一个积极的投资趋势，这一点毋庸置疑。国际投资者推动 ESG 投资兴趣并将其与 ESG 要求和实践一起带入中国。他们有很强的 ESG 规范，并着重于在其研究和投资过程中整合 ESG 因素来管理投资组合风险。自中国 A 股被纳入主要国际指数以来，国际投资者在中国内地市场上出现的越来越多，因此他们对中国内地市场的了解也需要加强。由此产生的连锁反应是公司被国际和本土投资者问到 ESG 表现相关的问题，从而推高了公司对 ESG 投资的关注度。

自上而下的压力也是主要推动力之一，并将持续如此。中国的政策和监管已经定调，市场参与者照做。

中国政府已出台《关于构建绿色金融体系的指导意见》，并据此强制上市公司在 2020 年前披露环境信息。证监会也宣布，2020 年前，上市公司在年报或半年报中须披露关键环境信息。中国证券投资基金业协会在 2018 年 11 月前召开了一系列关于这些监管动态的研讨会。上海证券交易所和深圳证券交易所均加入了联合国可持续证券交易所倡议(Sustainable Stock Exchanges initiative)，并召开了 ESG 论坛和研讨会。

国际客户要求和监管的共同作用的影响在投资链条上扩散开来。本土资产所有者在研究 ESG 投资的好处，以及新政策和新规是如何影响他们投资表现的。本土投资经理在回应国际投资者的 ESG 要求，研究如何在公司持股和投资组合中应用 ESG 整合。本土企业在研究如何管理和披露他们的环境行为，尝试理解如何将自己与其他同行区别开来。

对于本土投资者来说，ESG 投资仍处在研究阶段。保险公司和本土养老基金表现出了一定兴趣，但是本土投资经理尚未发现这类需求。受访者认为一旦更严格的监管规定到位，本土资产所有者理解 ESG 投资的实操性并看到投资回报之后，市场上会产生对 ESG 产品以及在其投资理念和投资研究中应用 ESG 整合的投资经理的巨大需求。

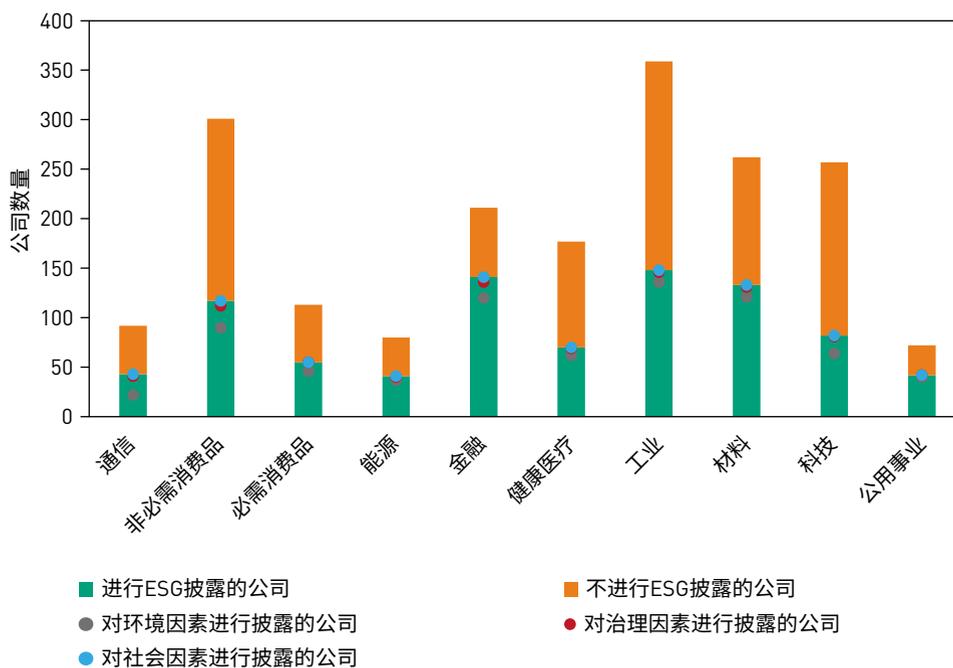
ESG 投资在中国是一个积极的投资趋势，这一点毋庸置疑。国际投资者推动 ESG 投资兴趣并将其与 ESG 要求和实践一起带入中国。

公司 ESG 数据趋势

我们与彭博合作，分析了多个市场中市值超过 10 亿美元的上市公司的 ESG 披露透明度。本部分图表中的信息均来自于基于公开数据得出的彭博 ESG 披露评分，该评分基于公司 ESG 报告，而不一定是实际表现。评分根据公司在不同环境、社会、治理问题上的披露分数得出。每种类型的披露分数范围为 0-100，累加得到环境、社会、治理分项总分，再整合得出最终 ESG 评分。我们只挑选有超过七家上市公司的行业。（更多信息请见“附录：方法论”。）PRI、UNEP FI 和商道融绿近期发布过一份补充报告，名为《中国的 ESG 数据披露：关键 ESG 指标建议》，为中国的企业 ESG 披露提供了更详细的分析。

图 6 显示了中国内地上市公司进行 ESG 披露的行业分布情况。在 1924 个主要上市公司中，872 个（即 45.32%）在 2016 年就 ESG 因素进行了公开披露。细分至行业板块，其规模和进行 ESG 报告的公司数量似乎呈反向相关。例如，三个 ESG 披露率最低的板块，非必需品消费（38.9%）、工业（41.2%）和科技（31.9%），均在规模排名中位列前四（前

图 6：进行 ESG 披露和不进行 ESG 披露的中国内地上市公司

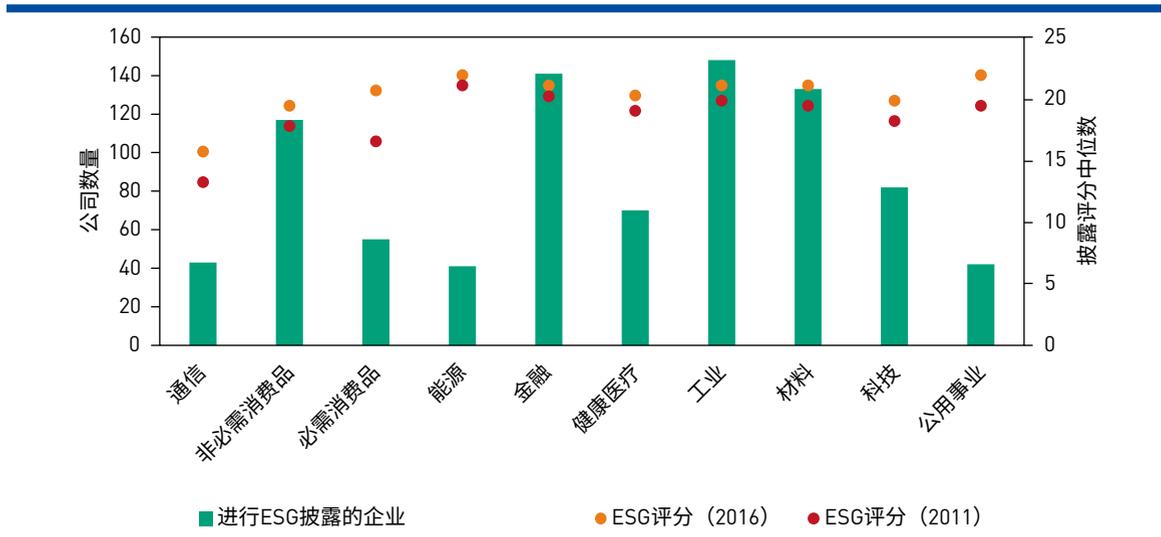


四大板块为非必需品消费，301 家企业；工业，359 家企业；材料，262 家企业；科技，259 家企业)。另一方面，两个规模最小的板块，能源（80 家企业）和公用事业（72 家企业）则在 ESG 披露率前三，分别为 51.3% 和 58.3%。能源和公用事业板块披露率居高这一现象与日本市场相似。令人意外的是，金融板块的 ESG 披露率位居第一，为 66.82%，即 211 家企业中有 141 进行了 ESG 信息披露。

对治理因素进行报告的披露率与整体 ESG 披露率相同。社会因素的披露率也几乎相同。在必需消费品和公用事业板块，所有进行 ESG 披露的企业都做了社会因素的披露，分别占比 48.7% 和 58.3%。在能源、健康和科技板块，只有一家 ESG 披露企业未进行社会因素的报告，披露率分别为 50.0%，39.0% 和 31.5%。在通信、工业和材料板块，43、148、133 家进行 ESG 披露的企业中各有两家未进行社会因素的披露。这些数据与 2016 年环境报告的数据十分不同。非必需品消费板块只有 29.9% 的企业进行了环境报告，而 38.9% 进行了治理报告。这样的差异在通信（环境 23.9%，治理 46.7%）、金融（环境 56.9%，治理 66.8%）、和科技（环境 24.9%，治理 31.9%）板块也很明显。公用事业（环境 55.6%，治理 58.3%）和能源（环境 46.3%，治理 51.3%）板块是相较于治理因素，对环境因素进行披露的企业最多的两个板块。

图 7 显示了 2011 年到 2016 年 ESG 披露评分中值的变化。2016 年 ESG 披露评分中值在不同板块类似，除了通信板块，其评分为 15.70。其余板块的分数范围为最低 19.42（非必需品消费），最高 21.90（公用事业和能源）。2011 年，能源板块独自处在评分中值的最高水平，21.07 分。所有板块 ESG 披露的中值评分在五年内都有所上升。最显著的上升出

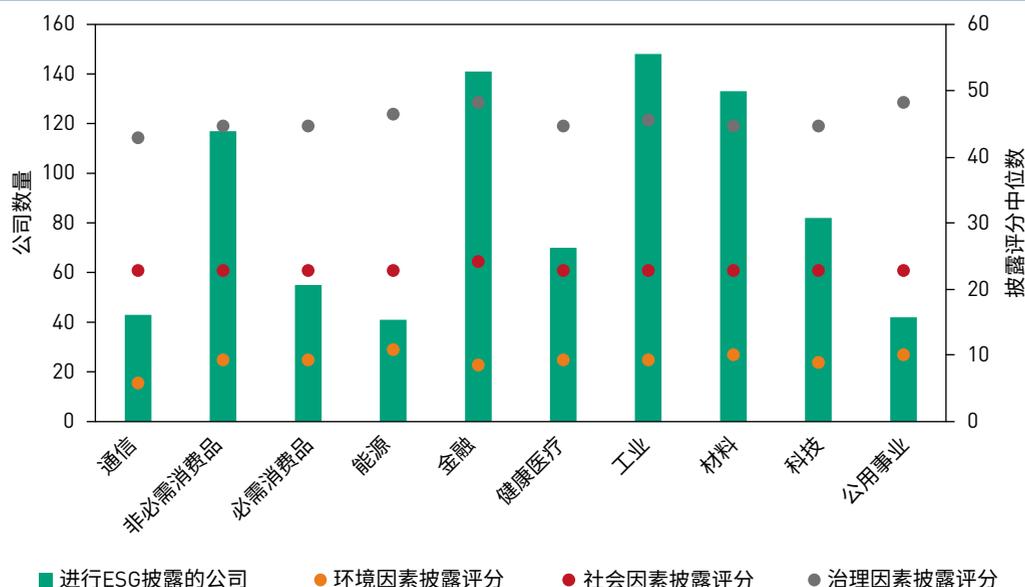
图 7：2011 年和 2016 年中国内地上市公司 ESG 披露评分中位数



现在必需消费品板块，五年内其 ESG 披露评分中值从 16.53 分上升至 20.66。通信板块也有所有上升（13.22 到 15.70），尽管到目前为止其仍处于最低水平。2016 年，非必需品消费和科技板块分别位居倒数第二和倒数第三，它们在 2011 年分别以 17.77 和 18.18 居倒数第三和倒数第四。金融、健康医疗、工业、材料和公用事业板块在 2011 年的中值分都在 19.01 到 20.18 之间。总体来说，各板块 ESG 披露评分中值十分相近。

图 8 显示了 2016 年各板块环境、社会 and 治理披露评分中值。纵观全图，三个因素显然表现出一定的标准化趋势。在所有板块，治理披露评分中值最高，社会披露评分居中，环境披露评分最低。对于治理披露来说，评分中位数从通信领域的 42.86 到金融和公用事业领域的 48.21，非必需品消费、必需品消费、健康医疗、材料和科技板块评分中值则为 44.64。在社会披露方面，除金融外所有板块评分中值为 22.81，金融板块略高，为 24.17。在最下方，环境披露评分中值相对集中，通信板块最低，为 5.81。其余板块分数从金融的 8.53 到能源的 10.85。非必需品消费、必需品消费、健康医疗和工业四个板块分数为 9.30。

图 8：2016 年中国内地主要上市企业 ESG 披露评分中位数



总体来说，进行 ESG 披露的中国内地上市公司比例不足一半。但是，进行 ESG 披露的公司大多数在社会和治理方面进行报告，进行环境披露的公司也有不少。ESG 披露评分中位数的跨板块差异并不大，环境、社会、治理披露评分中位数也是如此。这意味着披露的某种标准化趋势。社会披露评分在各板块的中值尤其相近。

对中国 ESG 整合的圆桌访谈

ESG 投资在中国有多流行？

魏亦希，易方达基金管理有限公司

把 ESG 纳入投资正在中国成为一种趋势。发达市场的投资者在 ESG 投资实践上比较成熟，中国投资者相对还处在早期阶段。

目前，大多数中国投资者还处于了解 ESG 投资的阶段，没有真正开始实践。大约 80% 到 90% 的中国投资者还未建立 ESG 投资体系，仅有少数资产管理公司在应用 ESG 投资。

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

ESG 投资正在逐渐成为中国投资理念的一个主流。越来越多的投资经理意识到这一趋势及其重要性，我们认为他们最终都会采纳这一理念。一些先行者已经开始实践了一段时间的 ESG 研究。到目前为止，我们公司已从上往下的在我们的投资理念中融入了 ESG 整合方法，我们的第一个 ESG 产品也已于 2018 年推出。但是目前的 ESG 投资水平相比于欧洲、美国和其他如日本在内的亚洲国家还是较低。大多数机构投资者还在尝试理解 ESG 的含义，还没有进入在投资中实践 ESG 的阶段。然而，随着中国市场的发展，采纳 ESG 投资理念的投资者比例会在不远的未来迅速增加。

Richard Pan, Head of QFII Investment and International Business, 华夏基金管理有限公司

根据 ESG 投资的定义和资产类别的不同，中国投资者在投资过程中采取不同程度的 ESG 投资。总体来说，中国投资者遵从各自监管者的制裁名单。大多数还没有进行全球范围内的、复合标准的投资。另一方面，大多数投资组合经理和分析师认为公司治理是其研究中非金融分析里的重要组成部分。非常规交易、主要股东的股票质押和会计丑闻是他们重点关注的领域。

对于中国投资者来说主要的 ESG 议题有哪些？

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

中国投资者对环境和治理因素的关注度正在提高。

在环境方面，2017年中国共产党第十九次全国代表大会之后，中国采取了自上而下的手段来治理环境问题，包括将防治环境污染作为全国三大攻坚战之一，对环境表现建立长期监督机制等等。从这些举动来看，我们可以说环境保护已经成为中国经济增长面临的“新常态”，并且这一趋势会长期保持下去。因此，公司的环境表现将会在其业务运营中起到重要作用。

另一方面，公司治理是企业未来表现的决定性因素之一。一个好的公司治理结构不仅能够保证企业增长，还能确保机构以适应所有人最佳利益的方式运行。其结果是，良好的公司治理会推动股价有更好的表现。

Richard Pan, Head of QFII Investment and International Business, 华夏基金管理有限公司

ESG因素中最重要的是公司治理，因为本质上来说治理实践和管理质量会对企业运营状况和是否长期保持目标集中产生重要影响。在过去两年中，对环境和社会因素的关注也在日渐上升。新推出的、更严格的监管标准及其在财务表现上的影响都在推动进步。我们认为这与发达市场的进程大体一致，即环境标准和社会影响正成为公司活动的主要组成部分。

魏亦希，易方达基金管理有限公司

取决于投资者关注的是哪些板块，采取何种策略，以及市场上可获取的数据。如果没有数据，那么评估衡量 ESG 因素的影响、并将其应用于市场定价是非常困难的。

目前，在投资决策中，公司治理因素相对显得更重要且更有价值，监管机构越来越重视环境因素，对这两套因素的估值方法论是不同的。我司更多的是从价值创造的角度看待公司治理因素，而从风险控制的角度看待环境因素。

就环境因素而言，在中国，污染排放数据就比碳排放数据更重要。尽管对于欧洲投资者来说，碳排放数据十分有效，但在中国 A 股市场还不是这样。中国监管机构对企业排污的监管十分严格，特别是针对上游企业，任何实质的排污相关问题都可能成为投资风险。因此，我们就更为关注排污数据和相关的监管要求。

企业对 ESG 投资是否有更多关注？他们会回应你们关于 ESG 议题的询问吗？

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

随着更多机构投资者中 ESG 投资成为流行趋势，更多的企业也开始关注 ESG。但是，跟一些上市企业沟通之后，我们发现还是有较多公司并不了解 ESG 投资。看起来，一些公司事实上在管理其 ESG 表现，但并没有意识到他们正在进行部分 ESG 实践。例如，公司并不会将某些他们必须遵守的环境监管规定和将非可再生资产转换为可再生资产的举动认为是 ESG 投资。

另外，在 ESG 沟通方面，因为大多数公司还在理解 ESG 的初期阶段，我们决定从他们能够回答的 ESG 问题入手，比如他们为管理环境污染的投入有多少。当我们与公司的关系慢慢建立起来，国内的 ESG 投资环境更成熟，我们会提出更深入的 ESG 问题。

Richard Pan, Head of QFII Investment and International Business, 华夏基金管理有限公司

我们与五家企业就可持续发展问题有沟通，包括环境、社会和治理。从我们的经验来看，中国公司对企业社会责任有一定了解，但是不一定听说过 ESG 投资。他们的首要动机是监管要求。考虑到目前的监管努力和尚未推出的披露要求，许多企业已经开始了解相关的概念和实践。

魏亦希，易方达基金管理有限公司

许多公司还是知道 ESG 投资的，主要原因是 MSCI 将中国 A 股纳入到了其新兴市场 and 全球指数，并且还发布了指数中 A 股上市公司的 ESG 评级。

尽管中国企业开始关注 ESG，但是认识度还是相对较低的。例如，我们联系一家企业要求其披露碳排放目标的时候，还是需要花时间解释为什么需要披露的背后原因。我们正在尝试引导更多的企业关注 ESG，得到的反馈还是积极的，企业也同意他们应该管理其环境影响，并尝试在下一年的财报中采纳我们提出的披露建议。

ESG 数据披露面临哪些挑战？

魏亦希，易方达基金管理有限公司

总体来说，中国市场缺乏系统化的高质量 ESG 数据披露。目前，有 700 到 800 家上市公司已经公布了企业社会责任报告，但是投资者发现其中很多信息和 ESG 投资并不相关。上市公司尚未认识到哪些因素对投资者来说是重要的，以及需要披露哪些信息可以更好地展现其在 ESG 方面的表现。高市值公司的数据质量通常要优于市值较小的公司，因为高市值的公司能够花费更多资源在收集、监测以及披露 ESG 的数据上，从而更容易被评估。

我坚信上市公司会披露越来越多的 ESG 相关数据。首先，监管机构正在强制要求上市公司进行 ESG 信息的披露。根据证监会在 2017 年 12 月公布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》，上市公司，特别是重点排污单位应当按照规定要求强制披露相关环境信息。第二，越来越多的投资机构开始关注上市公司的 ESG 表现。投资机构认为，ESG 的投资能力也可以体现公司的投资实力。投资机构需要携手努力共同促进更多有效的 ESG 信息的披露。

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

ESG 数据披露的关键挑战在于数据的可得性和质量。与其他国家相比，ESG 数据的可得性在中国开始发展得较晚。只有三分之一的公司在发布企业社会责任报告。此外，一些特定的数据，如环境数据，只对部分行业与公司是强制披露的，并非针对全部。因此，我们的 ESG 公司数据是不完整的数据集。

另一方面，我们使用的大多数 ESG 数据是从国际公司购买的，但他们只提供富时和 MSCI 指数涵盖的公司数据。这与整个市场情况相比，覆盖范围相对较小。即使有一些本地的指数公司开始建立他们的 ESG 数据库，问题是不知道他们的 ESG 评级背后是怎样的方法论，也没有第三方公司确保数据的质量。因此，数据质量是我们面临的另一个挑战。

Richard Pan, Head of QFII Investment and International Business, 华夏基金管理有限公司

我们认为关键挑战在于缺乏可对比的历史数据来进行扩展分析。可比性、透明度、长期的业绩记录都缺乏。我们相信，在 2020 年实施强制披露要求后，会在几年内得到可支持进一步分析的充足数据，在此之后，ESG 投资将建立在坚实的基础上，投资者的采用也应该有所提升。

中国投资者是将 ESG 投资视作排斥性筛查还是从风险回报角度来看待？

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

我认为两者都有。中国的投资者将 ESG 投资作为排斥性筛查的组合，利用 ESG 分析来找出表现优越的公司，并控制风险。

从我们的经验看，我们已经在我们的证券部门进行了 ESG 因素整合，利用 ESG 投资来实现风险规避。此外，我们还在探索利用 ESG 实践找到阿尔法收益，找到绩效突出的行业和公司。

魏亦希，易方达基金管理有限公司

中国投资机构既会运用 ESG 负面筛查、也会运用 ESG 整合纳入的方法。例如我司在主动权益投资中，会考虑将 ESG 因素融入风控过程以创造超额收益。这会帮助我们提升投资质量。从我们的回测结果来看，会发现 ESG 投资可以带来一定超额收益。但是，大部分中国投资者仍简单认为 ESG 是在做好事，投资于那些对社会好的公司。

公司文化是 ESG 投资的一个阻碍吗？

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

我认为在 ESG 方面，公司文化是存在问题的。大多数资产管理公司优先考虑的仍然只有超额收益，例如，大多数投资组合经理的绩效奖金是单纯与投资回报挂钩的。造成的结果就是投资经理只追求更好的绩效数字，而不是考虑对社会负责的需要。这种文化的形成不是只受到资产管理公司的影响，资产所有者也有份，他们对投资经理的评价是建立在后者的产品能否产生强劲收益而不是对社会有益的基础上。因此，这方面的教育是必需的，要解释 ESG 是什么，以及其如何通过长期投资回报让资产管理公司和资产所有者收益，这也是我们一直努力在做的。总而言之，在整个投资链条上，公司文化是一个障碍。

哪些机构客户在要求提供 ESG 投资？中国的散户投资者有这个需求吗？

Richard Pan, Head of QFII Investment and International Business, 华夏基金管理有限公司

对 ESG 产品现有的客户需求主要来自机构投资者。我们正在开展针对境内投资者的投资者教育，以期提升市场认知度。抛开数据缺乏不谈，ESG 投资直观来说就是有意义的，但在国内市场，仍然需要拓展研究和教育来展示有效性。在境内投资者的投资范围，对机构投资者和为退休储蓄的个人投资者来说，ESG 将在提供长期可持续收益的能力方面，发挥更大的作用。

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

来自欧洲和美国的国际投资者将 ESG 投资引入了市场。在 MSCI 指数纳入中国 A 股后，国际投资者在增加对中国经济增长的投资方面越来越感兴趣。其中有一些投资机构具备 ESG 政策和策略，要求当地的投资经理遵守。

另一方面，本地的养老基金和保险公司都支持进行 ESG 投资，所以他们在推动投资经理构建更多的 ESG 产品。ESG 产品具有较高收益和较低波动性的特征，与他们的投资理念相符。

魏亦希，易方达基金管理有限公司

目前的需求主要来自机构投资者，特别是欧洲和美国的机构客户。在中国市场，保险公司和养老基金依然需要一些时间，他们更倾向于先观测 ESG 产品的投资表现、评估其优势和劣势，然后再作出决定。

机构投资者比散户投资者对 ESG 投资更感兴趣，但同时，随着市场和社会关注度的提升，我们认为未来散户投资者也有更多的需求。

监管驱动 ESG 投资在中国有怎样的发展？

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

目前还没有任何正式的监管强制要求所有的资产管理者整合 ESG 理念。然而，我们相信，为实现 ESG 投资的主流化，监管机构和行业协会将需要向投资者施加更大的压力，推动他们采用 ESG 实践，也需要迫使公司管理他们的 ESG 风险敞口。监管规定将会在某种程度上推进 ESG 投资在中国的发展。以环境监管为例，我们可以看到，这方面的监管不仅促使投资经理将环境表现作为一个标准，还促使上市公司在经营业务的同时思考他们对环境的影响，以及披露环境数据。

Richard Pan, Head of QFII Investment and International Business, 华夏基金管理有限公司

中国市场上影响 ESG 认知和整合的驱动因素不同于大多数发达市场上的资产所有者是主要驱动力。以自上而下的方式来推动 ESG 投资在中国的发展，带来了更快速的采纳以及加速了公司对 ESG 相关的分析数据点的披露流程。利用这样的信息，资产管理者能够增进投资者对 ESG 投资益处的了解，还能逐渐在市场中带来积极的改变。

还有其他主要的市场参与者在推动 ESG 投资吗？

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

为了提供 ESG 投资方面的教育，证券交易所已经组织了一些会议和讨论，针对如何在投资中整合 ESG 因素。证券投资基金业协会也在举办研讨会。由于 ESG 投资对投资者来说仍然比较陌生，这些会议和研讨会发挥着重要作用，能够帮助不了解 ESG 投资但希望在他们的投资流程和产品中引入 ESG 的机构投资者提供重要的指引。

会议与研讨会有助于建立认知和理解，监管规则和标准则会加速 ESG 投资和数据披露的发展。市场认为，如果证交所能够针对 ESG 表现起草更严格的规则与标准，将会提升公司披露 ESG 信息的质量和数量。这将带来 ESG 数据的更好的实践。此外，如果行业协会也能进行干预，制定强制性标准和规范，这将鼓励所有投资者在他们的投资理念和过程中采用 ESG 投资。

推动 ESG 投资在中国继续发展的必要因素是什么？

魏亦希，易方达基金管理有限公司

国际投资者将 ESG 投资的概念引入中国，是市场上 ESG 投资的早期驱动力。接下来，国内监管部门和机构投资者会成为 ESG 投资的主要驱动引擎。现在，越来越多的客户会针对 ESG 投资发问，监管机构也在努力推动市场向这个方向转变。这些对 ESG 投资在中国市场的未来发展都是积极的信号。

闫旭，首席投资官，华宝基金管理有限公司

第一个驱动因素会是市场推广和教育。现在还有很大一批投资者不熟悉 ESG 投资。有些投资者认为，在投资组合中纳入 ESG 因素会给投资绩效带来负面影响。因此，投资者应该对 ESG 整合的优势有更好的了解。

第二个驱动因素是来自政府和行业协会的支持。我们认为，如果能够实施自上而下的方法，ESG 理念将会获得更快的传播以及更多投资者的接受。当有更多的投资者在投资过程中整合 ESG 因素时，上市公司会在 ESG 方面追求实现更好的绩效，这也将造福整个社会。

Richard Pan, Head of QFII Investment and International Business, 华夏基金管理有限公司

要加速 ESG 整合在中国的发展，需要就绩效提升做出一个明确的展示，还有其他能够增加价值的公司。监管（不仅仅是证券监管）、市场行为和投资实践需要协调和体现 ESG 因素不会损害投资回报。富时罗素和 MSCI 指数纳入 A 股带来的资金流入，以及国际投资者对 ESG 投资的较高认知水平，也将推动 ESG 整合在中国的发展。

与一家中国主要市场参与者的访谈： 嘉实基金管理有限公司

嘉实国际首席投资官关子宏就中国的 ESG 整合接受采访

您是如何理解 ESG 整合的？

投资中 ESG 整合的核心就是在投资决策制定和所有权实践中纳入对环境、社会及公司治理的考量。面对诸多日趋严峻的全球环境和社会挑战，如气候变化、环境污染以及人口老龄化，我们相信，作为资产管理人，我们承担着为能够解决这些问题的公司和技术提供资金支持的责任，也就是用资本的力量来支持我们的经济和社会的可持续发展。这是嘉实基金做 ESG 整合的内在驱动力。与此同时，这与我们的投资理念相一致，即 ESG 因素在本质上是有经济效益的，能够提供更具体性和前瞻性的角度来了解公司的长期前景和可持续发展。因此，通过整合对投资收益和风险有实质性影响的 ESG 因素，投资经理可以更好更全面的管理 ESG 风险和机会，长期来看，获得更好的风险调整收益。

我们认为，成功的 ESG 整合的基础是对投资中的 ESG 因素以及它们在不同时间范围内的影响性有深入的识别和解读。这要求我们对产业竞争力、公司战略、公司治理以及对长期 ESG 风险和机会的管理能力建立认知和理解。因此，我们强调将 ESG 深度融入个股基本面和行业研究，为了更好地指导和构建 ESG 研究框架，我们在投研体系中组建了专门的 ESG 研究部，由多位经验丰富的 ESG 研究和投资专家构成，开发内部 ESG 评估模型和数据库，撰写行业、个股和专题研究报告，与投资分析师和投资组合经理密切合作，识别和纳入对公司基本面和财务有重要影响的 ESG 风险和机会因子，并基于这些因子和分析进行投资决策。

实际上，在投资中纳入对环境、社会和公司治理的考量对中国的资产管理行业来说并不陌生，尽管 ESG 整合这个概念是比较新的。我们见到过大型的机构投资者在某种程度和特定情况下，确实会在投资中考虑一些 ESG 因素。然而，投资流程中系统化和整体性的 ESG 整合在中国来说仍属罕见。我们认为，中国的机构投资者需要做的是在整个投资流程中系统化的整合 ESG 因素，加入当地市场条件和政策特殊性的考量，建立一体化的 ESG 研究框架，以便更好地把握风险和机遇。

贵司如何在自己的投资流程中整合 ESG 数据？是跨资产类别（如证券、固定收益、私募股权、基建等）进行的吗？

我们自主研发的内部 ESG 研究和评估框架，对公司治理水平和表现有深入的评估，并基于行业和公司业务特征对其有实质性影响的环境与社会方面的机遇和风险进行考量。通过利用外部和内部的 ESG 数据，我们对投资组合中涉及 ESG 风险暴露和管理水平进行分析和行业对标，我们的投资分析师和投资经理会基于这些分析和数据判断这些因素如何在不同投资期限内对公司基本面和行业产生影响。

风险监控是我们的 ESG 投研整合流程中的另一个重要环节。除了投资组合的 ESG 分析报告，投资组合经理还会及时收到与 ESG 有关争议事件的及时提示，以管理事件和声誉风险。我们也在与我们的博士后科研工作站合作将人工智能技术，更具体地说，是文本挖掘技术应用到 ESG 领域，该项目的目标是可以用人工智能来实现 ESG 议题和新闻舆情的主动和及时监控。我们希望这个项目的结果也能最终整合到我们的投资流程中。

在嘉实基金，我们在主要资产类别中推进 ESG 整合。目前主要是在股权和固定收益领域，但对股权和固定收益的整合方法有所不同。例如，由于信用分析更关注违约和下行风险，公司治理是 ESG 中关乎信用质量的主要因素，有时在评估债券的可投资性时甚至是决定性因素。而在股权投资领域，环境、社会、公司治理议题的相对重要性因行业不同。因此，针对特定行业或公司，证券分析师或投资组合经理可能会相对调低公司治理因素的权重（当然是在符合我们要求的范围内）。股权与信用投资领域不同的投资期限也可能导致 ESG 重要性的不同。

尽管对债券和股票发行人的 ESG 评估体系很相似，特别是对上市公司来说，但针对债券发行人的 ESG 评估还是需要做一些调整的。例如，针对信用评估，公司治理的评估更强调了所有权、透明度及管理质量。对小型债券发行人的 ESG 分析更具挑战性，因为缺乏相关信息披露，但我们的调研和定性分析就能够应对这些挑战。

请分享一个 ESG 因素影响投资决策的例子。

一个直接的例子是我们对被投公司的治理水平有最低限度的要求。例如，在我们某些策略中，股票质押比例超过一定水平和治理评分低于一个水平的公司会被系统性地剔除。

主动型的投资组合经理可能会对 ESG 风险和机会如何影响投资收益和风险有不同的理解，并基于自身的投资风格，做出不同的投资决策。我们的 ESG 团队都会与主动型的投资组合经理就重要的 ESG 议题展开日常的沟通和讨论，将这些议题会产生实质影响的可能时间范围也纳入考虑。我们会确保 ESG 方面的重要风险和重要信息都得到投资组合经理的充分了解和探讨。为此，我们开发了一套自动监测上市公司所有环境违规行为的数据系统和提示机制，重大的环境违规事件会被实时推送和提示给投资组合经理和分析师，以帮其监控和规避风险。

我们还会定期和不定期与相关分析师讨论行业和公司层面的 ESG 议题，提示 ESG 相关的投资风险和机会。例如，我们向投研团队强调了互联网软件和服务行业面临的越来越高的数据安全风险，以及由于数据安全问题可能导致的日益增加的合规成本和声誉风险。我们也提示了在这个方面面临特别高风险的公司，经过讨论，分析师在他们的内部投资建议加入了这些建议，并在模型组合中进行了权重调整。

贵司采用了哪些方法和工具来推行 ESG 整合？

我们的高层管理团队支持在各投资部门中进行全面 ESG 整合。我们的 ESG 团队首先构建了一个内部的 ESG 研究框架，来应对公司 ESG 披露信息不足的问题和适应中国市场的发展阶段及 ESG 监管的发展趋势。

我们认为，深入的 ESG 研究和整合要求行业研究员和投资组合经理的深度参与。在公司层面，ESG 团队与投资分析师紧密合作，将 ESG 观点和评估结果纳入基本面分析和估值中。在专题研究方面，ESG 团队会更多的独立工作，但也参考投资团队的观点和反馈，尤其是关于投资范围和重要性的见解。在投资组合方面，我们更多关注的是风险监测和预警，并定期与投资组合经理探讨改善的机会。

公司参与是另一个工具，让我们既能够与被投资公司沟通我们的 ESG 需求和可持续发展标准，又能够调动投资组合经理参与 ESG 相关的讨论。我们会联合行业研究员和投资经理与被投公司在 ESG 议题上进行交流互动，这样做能够让我们的投资团队更清楚和直观地了解到公司长期的价值创造愿景和战略规划能力。

在我们的投研数据平台中整合 ESG 数据也是我们集团层面进行金融科技创新与数字化战略的一部分。这个平台正在纳入我们的 ESG 知识框架、数据以及内外部研究观点和成果，可以作为研究工具和风险管理工具，获取投资可用的 ESG 数据和建议。

塑造一个 ESG 和责任投资的文化是一个持续的过程。我们会定期举办提升认知度的活动，包括与内部投资团队进行的年度 ESG 调研，在季度策略会和投资委员会中定期汇报 ESG 研究成果和观点，针对研究团队的月度 ESG 方法论培训，每周推送的分享 ESG 趋势和研究的 ESG 简讯，等等。

您如何看待中国的 ESG 整合在未来五年的发展？

未来 ESG 整合将是过程到影响的过程，反之亦然，中国的资产管理公司会为 A 股投资者更加积极的制定 ESG 投资策略和主题基金，为投资者提供更多的渠道将资本投向支持可持续发展的领域。

像保险、主权财富基金和养老基金这样的资产所有者在政策和同行压力的影响下，有希望发挥更积极的作用。然而，对于考虑广泛采用 ESG 投资的本土资产所有者来说，ESG 投资策略是否能带来理想的业绩仍然是一大疑虑和问题。

本土有更多的大型资产管理公司会在客户需求、政策推动以及同业竞争压力的推动下，开始更正式的在投资流程中整合 ESG 因素。

ESG 整合在中国似乎有很好的发展态势，您认为加速 ESG 整合在中国的发展有哪些必需因素？

国内大型资产所有者的管理层正在推动责任投资的发展。这些大公司在业内有着重要的影响力，在责任投资方面应该发挥带头作用，并将 ESG 的要求传达给资产管理经理去执行。

监管机构应发布更清晰和可执行的指导意见。指导意见需要集中于如何在投资流程中整合 ESG 因素。

建设数据基础设施。监管机构可以着力提升上市公司的 ESG 报告水平，市场期待发布强制披露框架和明确的指引规定。

ESG 人力资本发展。ESG 人才供应的短缺正成为中国资产管理行业推行 ESG 投资的瓶颈。政府部门和大学应当培养更多的 ESG 领域的学生，投资机构也应该提供更好的职业发展机会和激励，来吸引和留住 ESG 专业人士。

与一家中国主要市场参与者的访谈： 中国证券投资基金业协会

于华，中国证券投资基金业协会理事、摩根士丹利华鑫基金管理有限公司董事长接受采访

您如何定义 ESG 整合？

ESG 整合是指在公司的决策制定过程中系统性的纳入 ESG 因素。ESG 整合的具体程度可能有所不同，但任何形式的 ESG 整合都要求制定清晰的 ESG 目标和一个评价体系。ESG 目标不仅包括公司在做决策时考虑的 ESG 因素，还包括对这些因素是如何进行考虑的。比如说，最基础的 ESG 整合包括在进行负面筛选的 ESG 因素基础上建立一个非 ESG 股票名单。比较复杂的则可能包括在证券研究中建立 ESG 评级体系，以更深入地在基本面分析中整合 ESG 因素。公司甚至可以更进一步地建立一套管理协议。

目标一旦设立好，就需要一个评价体系来提供反映结果和透明度。这通过公司年报或季报外单独发布的，或者作为其中一部分的定期 ESG 报告最容易实现。对公募基金来说，在产品定期报告中增加一份 ESG 报告或回顾可能也是一种谨慎的做法。这种报告应该清楚地列出公司在 ESG 整合方面做出的表现，包括对投资组合产生任何数量或质量上的影响的行为，还有出现的任何障碍或困难。公司在 ESG 整合上发生的任何改变都应当与解释理由和预计结果一起进行披露。例如，公司披露的此类行为可能包括在 ESG 评级体系中增加对 ESG 动量的考虑，深化选择标准，并可能同时扩大投资范围。

中国企业是如何在投资流程中做 ESG 整合的？

中国的资产管理公司正在积极将 ESG 因素整合进他们的投资决策制定流程中。在公募基金领域，各机构在股权和固定收益投资的基本面分析框架中纳入了 ESG 因素。一些私募股权机构不仅在积极建立专有框架，在投资流程中系统化的整合 ESG 因素，还在管理方面进行探索。

在实践方面，ESG 整合可以拆分在初步筛选、尽职调查、投资决策制定以及投后管理中。在初步筛选阶段，公司必须对 ESG 问题进行分类，明确 ESG 风险和机会。这一步完成后，公司必须进行尽职调查，并进一步评估 ESG 风险和机会，确保投资决策对此

有充分了解。在这个阶段，咨询外部 ESG 专家可能也是必要的。在完整的考量后，公司可以做出一份 ESG 行动计划。进入投资决策环节，这份行动计划得到执行，ESG 因素在流程中得以整合。签署了管理协议的公司应当主动与投资组合中的公司就 ESG 预期进行沟通，为实现 ESG 目标设立预期和计划。最终，在投后管理中，对 ESG 行动计划的实施进行评估和记录，并在之后以 ESG 报告的形式向投资者进行披露。

举例来说，中信产业基金针对不同行业设立了不同的 ESG 重点，对其投资的公司再进一步设置 ESG 方面的要求，然后执行计划来实现 ESG 目标，发布年度 ESG 报告，甚至会采取措施确保其建立的 ESG 管理体系能够长久运作下去。

您认为 ESG 整合的主要驱动因素有哪些？

伴随政府和监管机构对 ESG 整合的大力支持，中国在 ESG 整合方面做出的努力主要是自上而下的。

中央政府多次强调了生态和环境保护及可持续发展。在去年（2018 年）7 月举行的生态文明贵阳国际论坛上，国家主席发来的贺信明确提出，秉持“绿水青山就是金山银山”的理念。到 2018 年 12 月，中国金融学会绿色金融专业委员会和伦敦金融城绿色金融倡议联合发布了《“一带一路”绿色投资原则》，旨在将低碳和可持续发展纳入“一带一路”倡议。这一构建绿色金融体系的目标得到政府的大力支持，对 ESG 整合来说是非常强大的驱动力。

在资产管理行业，中国证券投资基金业协会一直在积极推动 ESG 投资，开展行业研究，举办论坛，提供培训。协会在 2018 年 11 月发布的《绿色投资指引（试行）》，对 ESG 投资的发展来说也是一个重要驱动力，督促和推进资产管理机构进行 ESG 整合。

您认为 ESG 整合面临的主要障碍是什么？

目前，信息不足和缺乏经验丰富的人才给 ESG 整合的发展带来了阻力。有效的 ESG 整合要求具备超出公司层面的信息基础建设，包括监管报告披露规则、数据完整性标准、透明度标准，这些是监管机构和市场参与者都在做的事。对 ESG 整合的推动进行的时间也比较短，因此在这方面有丰富经验的人才很少。不过，中国的机构正在主动采取措施，借鉴国际经验来弥补这些不足。他们依靠国际机构和专家的专业能力和咨询服务，研发 ESG 相关的产品，管理相关流程。目前，中国有 18 家机构签署了联合国负责任投资原则，其中有 11 家是在 2018 年签署的；仅基金管理行业就有很多家机构正在落实签署事宜。

ESG 议题对股权分析/信用分析有怎样的影响？

政府对 ESG 整合的系统化推进增加了证券分析可用的信息量。在政府坚定推行 ESG 尤其是环境保护的背景下，针对公司的 ESG 信息披露要求增加了透明度，并有利于对风险和机会进行更好的分析。中国证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》要求披露环境信息，上交所与深交所也加入了可持续证券交易所倡议，发布了上市公司披露 ESG 相关信息的指引。在这种情况下，证券分析师能够收集更多的信息，进行更高质量的分析，包括政策风险或对公司的潜在监管行动；例如，有严重污染违规行为的上市公司会受到证交所、证监会和环保部的调查，最终部分停产，并逮捕相关管理人员。

然而，包括尚不完善的信息基础设施与缺乏统一标准在内的诸多问题仍然存在。尽管目前有发布的披露要求，但没有披露标准，而且因为大多数信息是以描述形式出现，缺乏量化指标，同类公司间的披露内容也不太具备可比性。正因如此，ESG 议题对证券分析的影响力要随着信息机构的不断完善，才能更加明显。中国上市公司协会正在带头推动 ESG 评级标准的建立。

在信用方面，ESG 议题一直以来都是风险的一个来源。任何违规，包括对环境议题的，都会让发行人面临诉讼和 / 或处罚，因而可能影响债券价格，甚至造成违约风险。类似地，公司治理议题，包括缺乏会计透明度或者管理水平差，都是信用分析中考虑的因素。尤其是现在政府重点关注 ESG，公司出现环境违规或者公司治理差劲的问题，将面临越来越严重的处罚。结合过去两年打破“刚兑”的监管重点，信用分析师需要增加对 ESG 议题以及它们对不同地区、行业和公司的影响的认识和了解。

近年来，绿色债券市场在中国蓬勃发展，您能分享一下对中国绿色债券的现状的看法吗？

自中国绿色金融专业委员会于 2015 年成立以来，中国的绿色债券市场发展迅速。气候债券倡议的数据显示，在符合国际标准的绿色债券发行方面，中国的绿债发行额在 2015 年的全球排名为第八（不到 10 亿美元），2016 年为全球第一（230 亿美元），2017 年为全球第二（225 亿美元），以及 2018 年保持全球第二（309 亿美元）；其中计入了由国内与国际标准对“绿色债券”的不同要求造成的差异。从大幅缩小的差异可以看出，我们的国内标准正在加速向国际标准靠拢。

这种快速发展和提升来自国家层面在提升环保意识上做出的努力，这也贯穿在政府的战略决策和监管政策中。从 2015 年中共中央和国务院印发《生态文明体制改革总体方案》可以看出，这是一种自上而下的推动。政府和监管机构已经迅速制定了一套监管框架，指导绿色债券市场和整个绿色金融体系的发展，包括但不限于：2016 年，国家发展改革委办公厅印发《绿色债券发行指引》，七部委（包括央行）发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，以及上交所关于开展绿色公司债券试点的通知；2017 年，证监会公布《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》，还有建设绿色金融改革创新试验区。

目前，国内绿色债券市场的发展呈现出规模和深度不断扩大的特点。根据绿色金融专业委员会的数据，绿色公司债券与绿色债务融资工具的发行额稳步增长，表现出公司在发行绿色债券方面更加积极主动。另一方面，绿色资产支持证券（ABS）和资产支持票据（ABN）的总发行额在 2016 至 2017 年间翻了一倍，增长速度到 2018 年有所放缓。

发行主体的数量和多样性都在稳步增加，2016 年、2017 年、2018 年分别有 31、76、99 家不同的绿色债券发行主体；2018 年，评级 A+ 的发行人首次成功发行了绿色债券。从已发行绿色债券的价值来看，银行在 2016 年占到总发行额的 78%，之后在 2017 年和 2018 年有所减少，保持在 60% 左右的水平。总的来说，银行占国内绿色债券累计发行额的三分之二。

值得一提的是，兴业银行是最活跃的发行人，自 2016 年来发行了 1126 亿人民币的绿色债券。中国交通银行、上海浦东发展银行与北京银行，也各自发行了 500 亿人民币的绿色债券。

投资者目前没有对绿色债券表现出像发行人那样的热情。中国的监管机构开放了专门的渠道和建立了加快的审核程序，让绿色债券发行更容易操作，票面利率也因此更低。从一些海外市场上的实践来看，比如对投资绿色债券提供利率补贴或者免税额度，中国还没有相关的政策来激励投资者。因此，绿色债券对投资者来说相对缺乏吸引力，并且有些绿色债券发行人也发行过票面利率较高的非绿色债券。由于任何会影响到发行人的 ESG 议题也同样会影响到其发行的绿色和非绿色债券，投资者也没有什么动力去优先选择绿色债券。这种对绿色债券投资热情的系统性缺乏也能从每年相对平稳的债券发行额上体现出来。这样看来，投资者知道绿色债券和绿色金融体系是政府关注的一个重点，并且在谨慎关注这方面的发展；预计政府很快将推出针对投资者的激励措施，来加强绿色债券市场的发展。

ESG 整合在中国的下一步会是什么？您如何看待 ESG 整合在未来五年的发展？

随着为未来腾飞做的准备工作不断完善，我们预计 ESG 整合将在中国取得相对较快的发展。对 ESG 整合的自上而下的驱动方式不会改变，并且在其他市场中经历很长时间实施的措施预计在中国可以更快速的完成。在政府建立绿色金融体系的努力下，中国的监管环境将有助于 ESG 整合在资产管理行业扎根发展。

监管机构会继续借鉴国际经验，制定相关政策，建立起 ESG 整合蓬勃发展可依靠的扎实框架基础。与此同时，金融行业的信息基础设施也会不断积累，并通过中国市场向 MSCI 和富时罗素等指数的开放加速发展。随着行业的信息基础设施更加稳健，信息变得更加可靠和透明，公司将能够真正建立起进行 ESG 整合的系统化方法。

ESG 整合方面做出的初步努力主要集中在上市公司方面，并且扩展到了资产管理者层面。我们看到监管机构和行业协会在积极推进信息基础建设的完善，比如上市公司和资产管理公司的信息披露指导规则。然而，不同于其他市场中资产所有者率先做出了很多 ESG 整合方面的努力，中国的资产所有者对此的参与相对较慢。从资产所有者到资产管理者，再到上市公司，当 ESG 整合成为所有层级的一个核心考虑，它会成功变成中国社会一个默认的规则，也正是到那个时候，ESG 整合会对国家和世界都带来非常主要的影响。

与中国央行的访谈：中国人民银行

雷曜，中国人民银行金融研究所副所长接受采访

为什么 ESG 投资对中国来说很重要？

宣传推广绿色发展、绿色金融和责任投资理念，鼓励市场主体在投资过程中考虑和贯彻 ESG 原则，是近年来中国高度重视并积极推进的一项重点工作。

从国际看，推动 ESG 投资是中国作为负责任大国应当承担的国际责任。中国作为世界上最大的发展中国家，近年来在全球投资和国际金融市场中的参与度不断提高、影响力逐步提升，有责任以积极姿态推动 ESG 投资，为应对和减缓气候变化、促进人类社会可持续发展贡献力量。2015 年 11 月，习近平总书记在气候变化巴黎大会承诺中国将于 2030 年实现二氧化碳排放达峰并争取尽早实现。为实现《巴黎协议》承诺，中国在“一带一路”等对外投资过程中应更加积极践行责任投资，将 ESG 理念与具体投资相结合，增强国际社会对中国对外投资活动的理解和认可，着力推动相关区域绿色发展。

从国内看，推动 ESG 投资是中国经济转型升级的内在需求。一方面，绿色发展已经成为中国重要的国家战略，推动专注环境、社会和治理因素的责任投资，是践行“绿水青山就是金山银山”新发展理念、建设“美丽中国”的重要举措。另一方面，ESG 投资可以为投资者提供新的投资策略和盈利空间，有效规避日益高企的环境和社会风险，符合微观市场主体的内在需求。

因此，从长期看，随着国际社会及国内各界对绿色、可持续发展关注度的不断提高，ESG 投资在中国的重要性将日益提升，成为更加主流的投资理念。

近年来，在 ESG 投资方面有哪些值得注意的变化？

中国 ESG 投资理念伴随着绿色金融概念的普及从无到有逐渐发展起来。2016 年人民银行等部门联合出台的《关于构建绿色金融体系的指导意见》强调，“鼓励养老基金、保险资金等长期资金开展绿色投资，鼓励投资人发布绿色投资责任报告”。此后，绿色投资、责任投资等概念逐步兴起，并日益深入人心。近年来的主要进展有二：

一是鼓励和支持措施不断出台，为 ESG 投资创造了良好的政策环境。2018 年 9 月，证监会修订《上市公司治理准则》，确立了上市公司环境、社会和公司治理信息披露框架；10 月，上海证券交易所作为世界交易所联合会（WFE）主席单位牵头制定并发布了《可

持续交易所原则》，建议各交易所发布 ESG 信息披露指南；11 月，中国证券投资基金业协会正式发布《绿色投资指引（试行）》，对证券投资基金绿色投资行为进行引导和规范，强调“ESG 责任投资是资管行业新兴的投资策略，也是基金行业落实绿色发展理念、构建绿色金融体系的重要抓手”。

二是市场主体践行 ESG 投资理念的主动性和积极性不断提升。越来越多的基金管理人在投资过程中更加注重 ESG 因素，截至 2018 年底，中国内地已有 20 家机构成为责任投资倡议（PRI）签约成员，签约机构数量同比增长 185%；工商银行还参与了联合国环境署金融倡议（UNEP FI）《负责任银行原则》的发起和起草。国内责任投资资金规模不断增长，以公募基金为例，截至 2018 年底，国内可统计的“社会责任”投资基金 4 只，合计资产规模 75.15 亿元；低碳、环保、绿色、新能源、美丽中国、可持续等投资方向的基金共 58 只，合计资产规模 316.98 亿元。此外，相关指数产品不断涌现，为市场提供了丰富的投资选择。例如，中证指数公司陆续推出 39 只绿色环保、ESG 相关指数，涵盖股票和债券两类基础资产。

央行如何促进 ESG 投资，激励从业者在投资组合中考虑 ESG 相关因素？

从国际发展经验来看，政府部门在推动机构投资者开展 ESG 投资方面一直发挥着重要的作用，中国亦然。人民银行作为绿色金融和责任投资理念的倡导者和推动者，在促进 ESG 投资过程中也发挥着积极作用。

一是构建标准体系，推动 ESG 投资规范发展。2018 年人民银行牵头成立了绿色金融标准工作组，研究构建国内统一、国际接轨、清晰可执行的绿色金融标准体系，ESG 评级标准、相关环境信息披露标准等均是标准体系建设的重点工作。通过监管部门和市场机构合作研究，制定科学、公正、可操作的环境、社会责任和治理层面的投资标准，可为后续奖惩措施的出台奠定基础，有利于责任投资市场规范、持久发展。

二是完善激励约束机制，鼓励金融机构关注 ESG 因素。2017 年起，人民银行将存款类金融机构绿色信贷业绩评价结果纳入宏观审慎评估（MPA），激励金融机构积极拓展绿色信贷业务、加大对环境友好型项目的金融支持。绿色信贷业绩评价的一个重要考核维度即金融机构的环境、社会责任和公司治理情况。

三是在地方绿色金融改革创新试验区建设中强调 ESG 理念。2018 年，人民银行推动绿色金融改革创新试验区辖内金融机构开展了环境信息强制披露试点，利用绿色金融行业自律机制研究确定信息披露的内容、格式等，通过金融机构披露环境、社会责任、公司治理等方面的信息倒逼企业的信息公开和责任投资。

四是积极利用 G20、央行和监管机构绿色金融网络 (NGFS)、中英经济财金对话等多边和双边框架宣传推广绿色金融理念、政策及最佳实践。例如，推动中央银行在自身投资过程中践行 ESG 理念即是今年 NGFS 的一项重点工作。

下一步，人民银行将一如既往继续大力支持 ESG 投资，不仅在国内普及和推动 ESG 投资理念，还要配合“一带一路”倡议等重点战略，在国际投资过程中积极开展责任投资，提升相关区域的可持续发展水平。一方面，在央行投资组合和决策中更多考虑 ESG 因素，在国际投资过程中更好贯彻责任投资原则。另一方面，联合监管部门持续完善政策框架，积极培育责任投资群体，鼓励市场主体开发和投资 ESG 产品工具，壮大 ESG 投资的市场力量。

您认为未来几年 ESG 投资在中国将如何发展？

展望未来，ESG 投资在中国大有可为。一方面，ESG 投资拥有巨大的蓝海市场。随着绿色发展被提升为重要的国家战略、打赢污染防治攻坚战被列入新时期全面决胜小康社会建设的三大重点任务，高污染、高消耗的传统投资和经济增长方式不可持续，注重环境和社会效益的责任投资越发符合经济结构转型调整的方向，ESG 投资需求将不断增长。根据生态环境部、中国环境与发展国际合作委员会等机构的研究，“十三五”期间中国绿色投资需求将达到每年 3—4 万亿元的规模。另一方面，ESG 投资更加符合对地方和社会主体的生态环境保护要求。2016 年，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《生态文明建设目标评价考核办法》，中央政府对地方政府的评价考核从重点关注经济指标转向包含生态文明建设等多重目标。2018 年，中国开始试行生态环境损害赔偿制度。2019 年 1 月，最高人民检察院等十部门印发《关于在检察公益诉讼中加强协作配合依法打好污染防治攻坚战的意见》，各类机构面临的环境风险也将明显上升。可以预见，开展 ESG 投资将成为越来越多地方政府和市场主体，尤其是社保基金、保险资金等长期资金的自发选择。此外，中国正在积极推进“一带一路”倡议，以保护沿线国家生态环境、共建人类命运共同体的高度责任感，着力建设绿色、和谐、共赢的“一带一路”。“一带一路”建设应当秉持可持续原则，在投资过程中高度重视 ESG 因素，兼顾经济增长与环境保护等多重目标。因此，随着“一带一路”等国际投资的进一步增加，中国政府将更加鼓励境内主体开展 ESG 投资，进一步推动 ESG 投资的主流化进程。

在各方的大力推动和积极支持下，ESG 投资在中国将成为日益主流的投资理念，支持政策将不断健全、相关标准将逐步规范、产品工具将日益丰富、投资群体将逐渐扩大，成为推动中国及全球经济可持续发展的重要助力。

第四章

股权和固定收益 ESG 整合 案例研究

易方达基金管理有限公司

环境监管下的估值调整

为客户追求长期可持续的回报，我们公司在投研框架中纳入了环境、社会与公司治理 (ESG) 的因素。我们认为，在 ESG 方面表现出色的公司会有长期竞争优势、较低的下行风险、以及更好的声誉。

对环境、社会与公司治理因素的理解

我们认为，良好的公司治理会有助于企业增加利润、减少开支以及鼓励创新。股价的波动性也会随着财务风险的减少和财务成本的降低而下降。秉持可持续发展原则和拥有较高环境与社会标准的公司更有可能通过提供高质量的产品和服务建立积极的品牌形象，同时也会提升客户忠诚度和员工积极性。

在研究与投资流程中纳入 ESG 因素

我们的 ESG 评估是与基本面分析同步进行的（见图 1）。当投资经理制定投资决策时，ESG 评分也会被纳入估值调整的考量。因此，上市公司的 ESG 表现在我们的投资决策流程中会得到充分的考量。

我们如何分析具体的 ESG 议题

2017 年 11 月 11 日，中国环境保护部办公厅印发《重点排污单位名录管理规定》，包括四类重点排污单位——水环境、土壤环境、大气环境、声环境，每类涵盖多个行业领域。

我们的 ESG 研究团队认为，政府将实施严格的排污控制，因此决定，在诸如采矿、金属冶炼、化工等行业，增加对部分上游企业环境风险的关注。以下是将 ESG 整合纳入的流程：

图 1：ESG 评估与基本面分析结合



- 1. 建立分析框架：**为了对上市公司的环境表现进行分析，我们的 ESG 研究团队建立了一个“环境四因素”框架，尤其关注其环保方面的表现：
 - 行业相关的环境风险及其对公司的影响
 - 公司在应对环境风险方面的策略以及公司资源管理的质量
 - 对环保设备的资本性支出以及资源使用的有效性
 - 与环境议题有关的公司历史，包括负面新闻和来自地方监管部门的违规记录
- 2. 对环境表现进行评级评分：**投资经理和研究员会使用上述框架作为评估上市公司的依据。在进行深入研究后，投研会给每个因素评分，将环境表现转化为量化的评分，高分值意味着环境风险较低、竞争优势较大。
- 3. 在环境评分基础上进行估值调整：**投研以环境评分作为估值调整的参考依据，投资经理进而做出相应投资决策判断。以下是几类调整估值的方式：
 - 调整目标市盈率，以反映采取不同环境标准的同业公司之间的竞争力对比
 - 调整成本假设，以反映公司未来在环境保护方面的资本性支出
 - 调整要求回报率或贴现率，以反映环境风险溢价的影响
- 4. 提升投资决策：**在将 ESG 整合纳入投资流程后，投资经理可以做出更客观全面的决策。在投研流程中，ESG 分析对基本面分析发挥着重要的补充作用。我们认为，将 ESG 纳入投研流程可以提供一个经常被大多数投资经理忽视的角度去评估一家公司。

案例分享

今年年初，我们对中国 A 股的两家业务模式与基本面情况相近的上市公司（化工行业的 Y 公司和 H 公司）进行了分析。

根据环境四因素框架，分析员提供了以下观点：

- 两家公司都面临较高的环境风险，因此环境风险评分都较低。
- 根据实地探访，Y 公司的环境管理水平稍好于 H 公司。Y 公司有自己的污水处理系统，且高于政府要求的标准，因此 Y 公司的风险响应评分要高于 H 公司。
- Y 公司自 2007 年起，已经持续投资于多种污水处理项目，并在年报中披露了大量相关投资。H 公司虽然披露了近年来的累计资本性支出，但没有提供具体信息。因此，Y 公司的资本性支出评分高于 H 公司。
- Y 公司在过去三年有三条负面新闻公告；H 公司在过去三年因环境违规行为受到地方政府四次罚款处罚，并有两条负面新闻公告。Y 公司的历史记录评分高于 H 公司。

最终，Y 公司的总分为 9，H 公司的总分为 5，Y 公司的整体环境风险要低于 H 公司。

由于没有可靠的对环保成本进行预测的方法，投资经理决定用调整目标市盈率的方法来体现我们对 H 公司调低的回报预期。与化工行业 23.7 倍的 12 个月平均静态市盈率相比，H 公司的目标市盈率折价为 20 倍，对其他基本面估值维持不变。所以，我们的估值模型预计 H 公司的投资回报为负，不值得投资。我们认为，因为对环境风险考虑不充分，H 公司的股价是被高估的。

华宝基金管理有限公司

中国高质量发展趋势下的新视角： ESG 投资在农用化学品行业的应用

华宝基金员工

环境、社会与公司治理（ESG）投资标准在中国仍处于初期发展阶段，华宝基金管理有限公司致力于成为这个领域的先行者。由央行前首席经济学家马骏领导的中国金融学会绿色金融专业委员会，是中国首家旨在推广绿色金融发展研究、产品创新、政府政策及产业合作的专业组织。华宝基金于 2017 年正式成为绿色金融专业委员会的机构会员，目前正在推进投资和研究体系对 ESG 因素的整合，覆盖主动与被动投资。下文阐述了 ESG 投资在中国的各种发展。

背景

建立更严格的环境监测机制的原因与可持续性

在 2017 年中国共产党第十九次全国代表大会召开后，中国采取了自上而下的方式进行环境治理；这种方式可以分为三个层级：

1. 将污染防治作为国家三大攻坚战之一，确保到 2020 年，将污染水平控制在一定范围内。
2. 建立长效监管机制。从国务院到地方政府，中国计划自上而下建立环境检测机构，进行定期检查与监督，确保政府政策的目标得以实现。
3. 建立评价和排名机制，谋求“绿色”GDP 增长。中国政府将在省、市、自治区编制量化的污染排名，并对排名落后的地区进行行政处罚。

从这些行动计划可以总结出，环境保护已经成为中国经济增长“新常态”的一个方面，这种趋势还将在未来较长时间内持续。

新监管规定下，中国化工行业竞争格局的变化

自 2016 年起，中国环境保护部已经实施了多轮环境督查。在化工行业，主要的督查目标包括重污染企业和化学工业园区。为实现污染治理目标，环保部对未能达到排放要求或缺乏环保设备的企业实施了多种制裁，包括罚款、关停工厂、公司整改等。

农用化学品行业是受中国愈加严格的环境监管影响的代表之一。例如，江苏省生态环境厅在 2018 年 3 月关闭了省内化学工业园区进行检查，涉及 70 家农用化学品公司（在当地化工行业占比约 13%），远远超出 1.3% 的国家平均水平。

短期来看，农药产品的价格会在政府关停化工园后上涨；长期来看，遵守环保标准的领先农用化学品公司会在这样的供给侧改革后，扩大市场份额，增强议价能力和盈利能力。

案例分享：在股权估值中纳入 ESG 因素与中国的监管变化

从股权估值分析的角度来说，我们将以一家 A 股上市的农用化学品公司为例，来阐述如何对中国环境监管机制的变化进行整合，以及对行业的竞争格局有何影响。

B 公司的主营业务是生产和销售农用化学品，包括杀虫剂、除草剂与其他产品。其主要客户为集中做出口贸易的下游配货商。因为有先进的产品技术、高效的生产线及高环保标准（高于行业平均水平），B 公司一直是中国农用化学品行业的“龙头”企业。该公司的 A 产品（杀虫剂）销量在中国排名第一，全球排名第二。其 B 产品（除草剂）的销量则在不断增加，在高效低毒的基础上已经成为更受欢迎的产品。表 1 显示了该公司的主要产品结构。

表 1：B 公司的主要产品结构

产品	收入占比 (%)	毛利率 (%)	市场份额
A 产品（杀虫剂）	43.0	45.6	将在实现新产量目标后，达到全球最大规模的生产量。 市场份额：50% 以上。
B 产品（除草剂）	44.7	50.3	全球最大产量。 市场份额：50% 以上
其他	12.3	4.2	...

来源：年报；A 产品与 B 产品均有准入限制，并符合最新的环保要求。

在中国新环境保护法的影响下，B公司的盈利能力将以两种方式发生改变。一，该公司的短期盈利能力将提升——农用化学品的价格将在不合格的同类公司关停后随即上涨。二，在A产品达到目标产量后，该公司的收入和股本回报率（ROE）将随着时间的推移而增加。随着不符合新环境保护法的同类公司关停，产量减少，整个行业的集中度会提升。因此，B公司可以稳固其在行业中的领先地位，并扩大市场份额。

在新环境保护法的背景下把握相关投资机会

之前，大多数ESG研究都是为了规避风险而进行，尤其是在固定收益市场中。然而，通过在投资决策过程中纳入ESG因素来获取超额收益，对股权投资组合经理来说也很重要。我们有机会去探索更广阔的投资机会，因为中国在逐步提升环保标准。从上述股权估值分析的案例可以看出，如果我们用相关产量、产品细分类别及市场份额等因素来对中国的上市公司（尤其是传统行业中存在产量过剩、集中度低、高污染、高耗能、高排放问题的）进行分类，我们可以在中国环保监管发展进程的基础上，调整对短期产品价格走势和行业长期竞争格局的预测。接下来，我们就可以修正针对公司的估值模型，来发现潜在的投资机会。

如何负责任地投资公司债

Joshua Kendall

有些投资者会交替使用“责任投资”和“ESG”（指环境、社会与公司治理因素）。在 Insight Investment，我们认为责任投资指的是覆盖更广泛的一种方式，不是只关注 ESG 议题，尽管后者发挥着关键作用。

在我们看来，以负责任的方式投资公司债取决于对由风险和机遇的有效管理，体现机遇的长期价值驱动因素中就包括 ESG 议题。在下文中，我们概述了这种策略在实践中是如何操作的。我们认为，在投资分析中全面整合 ESG 风险因素并主动纳入重要议题是这个策略中发挥关键影响的方面。

在投资分析中纳入 ESG 因素

建立责任投资方式的第一步就是确保投资流程中纳入了对所有重大风险的考量，其中包括 ESG 因素。在 Insight Investment，违约风险是能让我们的公司债券分析师考虑到每一个议题的“棱镜”，ESG 风险评分则是发布信用评级（提示违约损失的相关风险）必需的一个元素。我们的信用分析团队承担着决定风险检查清单上各议题重要性的职责（详见图 1）。

通过在我们延伸的信用风险评估流程中结合 ESG 风险审查和财务分析，我们同时对财务风险与公司的业绩表现进行评估，使用主流投资流程中包含的一套界定清晰的关键业务风险指标。

这种做法非常重要。2017 年，我们有一位分析师确认一家全球零售企业存在重大风险，并给出了不建议买入的观点。在之后几个月内，这家公司被曝出存在重大会计违规行为，公司评级下调，投资很快缩水近一半价值。

识别 ESG 风险

我们将第三方的 ESG 评分转换为 5 分制的风险评估量表，以此来评估非财务风险因素的重要性。我们的 ESG 评估重点关注每个行业或公司的重要风险。例如，我们会将矿业公司的碳排放和健康、安全作为重要风险进行评估，这两个因素在金融服务公司中的重要性就普遍比较低。公司治理因素是个例外，这个是我们对每个类型的发行人和信用质量进行评估时都会重点考虑的风险。图 2 展示的是 ESG 风险议题的范畴以及我们使用的评分。

图 1：INSIGHT INVESTMENT 公司的风险检查清单



来源：Insight Investment。仅做示例说明使用。

缩小差距

第三方机构提供的数据很重要，但不够充分。很多规模较小的发行人，尤其是新兴市场和高收益领域的，对其非财务数据的获取通常会滞后于规模较大的发行人。

因此，对于那些无法从市场上的数据供应商获取独立 ESG 分析的公司，我们会采用一个流程来给出 ESG 评分。

1. 我们的信用分析师先找出那些没有 ESG 评分的公司，同时是正在或可能发行适合我们公司信用投资组合的债券。
2. 信用分析师与 ESG 分析师共同研发一个定制的 ESG 自测工具，可以反映出与发行人相关的行业方面的风险问题。
3. 联系公司管理层来完成自测。
4. 在自测反馈的基础上，我们会提供一份 ESG 评分卡。
5. 我们的信用分析师对确认到的风险问题进行跟进。

图 2：INSIGHT INVESTMENT 公司的 ESG 评分框架

ESG总分 规范化的行业调整分数1-5								风险检查 清单中使 用的评分
环境方面 绝对评分1-5			社会方面 绝对评分1-5			公司治理方面 绝对评分1-5		
碳	自然资本	污染	人	产品	位置	公司治理	行为	ESG议题
碳排放	用水压力	有毒排放	劳动力管理	产品安全和 质量	有争议的采购	董事会	商业道德	
碳脆弱性	生物多样性与土 地使用	废弃物	健康和 安全	化学安全		薪酬	反竞争行为	
产品足迹	原材料采购		人力资本 拓展	金融产 品安全	所有权	腐败及不 稳定性		
融资			供应链	隐私与 数据安全	会计	金融系统 不稳定性		
			健康及人 口风险	责任投 资		纳税透 明度		
对所有议题的评价类别								

来源：Insight Investment、MSCI Inc。仅做示例说明使用。以 MSCI ESG 评级框架为基础。

举例：受 ESG 因素影响的分析师建议

我们的分析师对 ESG 因素的观点直接影响了他们的投资建议，以下是两个最近发生的例子。请注意低的 ESG 评分不会自动导致排除或卖出的决策。

看涨

欧洲地产公司：

- 治理前景改善
- 在 ESG 议题方面有良好沟通

分析师建议：在主动型组合中加仓。

看跌

美国科技公司：

- ESG 评分低，尤其公司治理方面
- 面对行业阻力
- 对新兴趋势响应慢

分析师建议：通过信用违约掉期卖出；不适合持有至到期。

公司沟通：负责任信用投资的一个关键元素

在 ESG、战略与财务风险都明确后，我们的分析师将会与公司管理层进行沟通。重要的治理议题是定期讨论的，重要的环境与社会议题在有需要的情况下也会涉及，因为我们在评估公司的财务实力、战略方向、整体管理质量以及股票的市值时，会将 ESG 风险与其他因素一起纳入考量。我们也会每季度监测关键风险评分的变化，尤其是降级的情况。

我们的信用分析师会在投资公司任何已发行或将发行的债券或贷款之前，与所有公司会面。这些会面由我们内部的分析师参与进行，因为我们认为这种沟通会产生重要的财务影响，而且我们认为，这些影响要在更全面的投资流程的背景下，得到最好的解读。

我们会酌情“升级”这种沟通活动。从风险角度看，如果我们对一家公司的风险（包括 ESG 相关的风险）管理不满意，我们会准备进行卖出或减仓。在有强制性限制的投资组合中，这种操作是无法进行的。这种情况下，我们会与客户讨论投资操作（包括不采取措施、卖出或继续监测）。

公司沟通可以对一项投资产生明确的影响。我们在 2017 年里对一家大型上市公司提供了大范围的咨询，以提升其账目的披露情况。这家公司同意并表示在接下来的时间里会致力于改善信息披露，我们因此选择了投资其债券发行。

结论

我们认为，以负责任的方式投资公司债就是要在投资分析中纳入 ESG 风险因素，确保对所有重要风险因素进行了考量。为了高效实行这种投资，需要进行专项研究，尤其是在第三方数据供应商不提供数据信息的市场方面。

整合 ESG 风险因素能做的不仅仅是买入或卖出的投资决策，还能够就投资组合中的风险提供更多信息，推动有效沟通来帮助管理这些风险，甚至是优化潜在投资的绩效前景。

最重要的是，我们相信，采取这种方式会有利于长期投资回报增长，并能让公司利益与客户利益、更广泛的社会利益协调统一。

BRECKINRIDGE CAPITAL ADVISORS

在公司的固定收益投资中整合 ESG 因素

Robert Fernandez, CFA

Breckinridge Capital Advisors 是总部位于波士顿的一家独立的投资级固定收益管理公司，管理资产超过 360 亿美元¹。我们向机构客户和个人客户提供有节税的美元为主的债券策略。我们对客户的主要目标是：(1) 在建立可靠收入来源的同时维持资本；(2) 把握好提升总体回报的机会。

我们公司致力在不断变化的投资行业中保持灵活应对。随着我们努力针对发行人进行严密的基本面研究，我们的关注重点延伸到了信用风险方面。对投资级公司来说，环境、社会与公司治理（ESG）风险可能是具备低盈利性但高影响力的因素，这从金融危机期间的治理失败案例以及报道公司的环境或社会争议问题的新闻中都可以看出。

因此，我们坚定的认为，重要的 ESG 议题如果得不到妥善的管理，就会以信用风险的形式显现出来。基于此，我们从 2011 年开始，在针对公司和美国市政公债的基本面信用研究流程中，纳入了 ESG 分析。

我们的 ESG 整合流程

在对要投资的公司债券进行分析时，我们的分析师首先会评估发行人的业务概况、市场地位、竞争力及基本面信用指标（如利润率、杠杆、现金流）。接下来会分析管理层和行业具体的重要 ESG 指标，比如碳排放、工伤率、董事会构成等。与发行人电话沟通得出的重要总结也会纳入分析流程。最终研究结果会通过一份整体的信用评价建议体现，建议会包括内部评级、可持续性评级、以及分析师对债券估值的观点。评价建议会发送给公司的投资团队，帮助他们进行产品选择（图 1）。

图 1：ESG 如何在 BRECKINRIDGE 公司的信用分析流程中进行整合

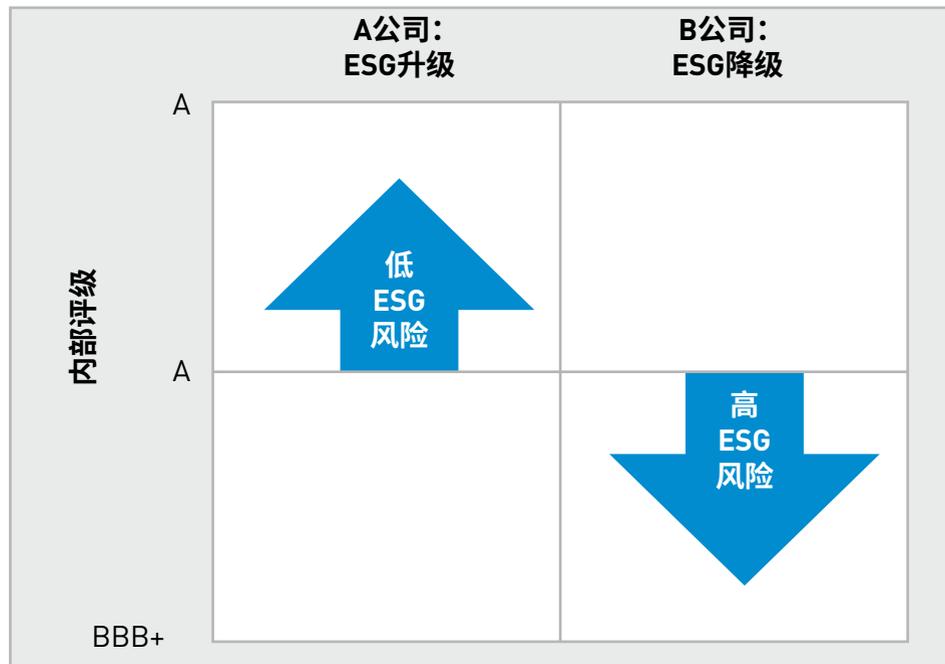


¹ 截至 2018 年 6 月 30 日。

我们的 ESG 分析包括量化的评分和以定性为基础的研究。量化评分是从一个整合了来自 ESG 研究供应商和其他第三方来源提供的指标的专有框架中得出的。我们的公司分析师也会通过审阅公司的 ESG 政策和目标（可能会在可持续发展报告或网站上披露）和考量沟通电话中得到的信息，来开展定性评估。在对一家公司给出可持续性评价时，分析师会综合评估打出的分数和定性研究。对发行人 ESG 风险状况的衡量可能会影响到分析师给出的整体内部评级。具体来说，分析师可能会调高内部评级来反映发行人的低 ESG 风险水平，或者在认为 ESG 风险较高或管理不善的情况下降低评级（图 2）。最终的内部评级会指导我们进行估值和交易决策。

值得一提的是，我们的 ESG 分析会突出对每个行业和公司财务表现来说很重要的标准。有数据显示，最有效的 ESG 评估是以能够对某个公司或行业的核心业务驱动力产生重要影响的重大 ESG 议题为核心来进行的。根据一项在 2015 年发布的学术研究，在重要 ESG 议题上表现出色的公司容易跑赢同行。² 分析师会采用可持续会计准则委员会（Sustainability Accounting Standards Board，一家独立的私营行业标准制定机构）制定的标准来确定重要性。

图 2：ESG 风险的信用升级/降级

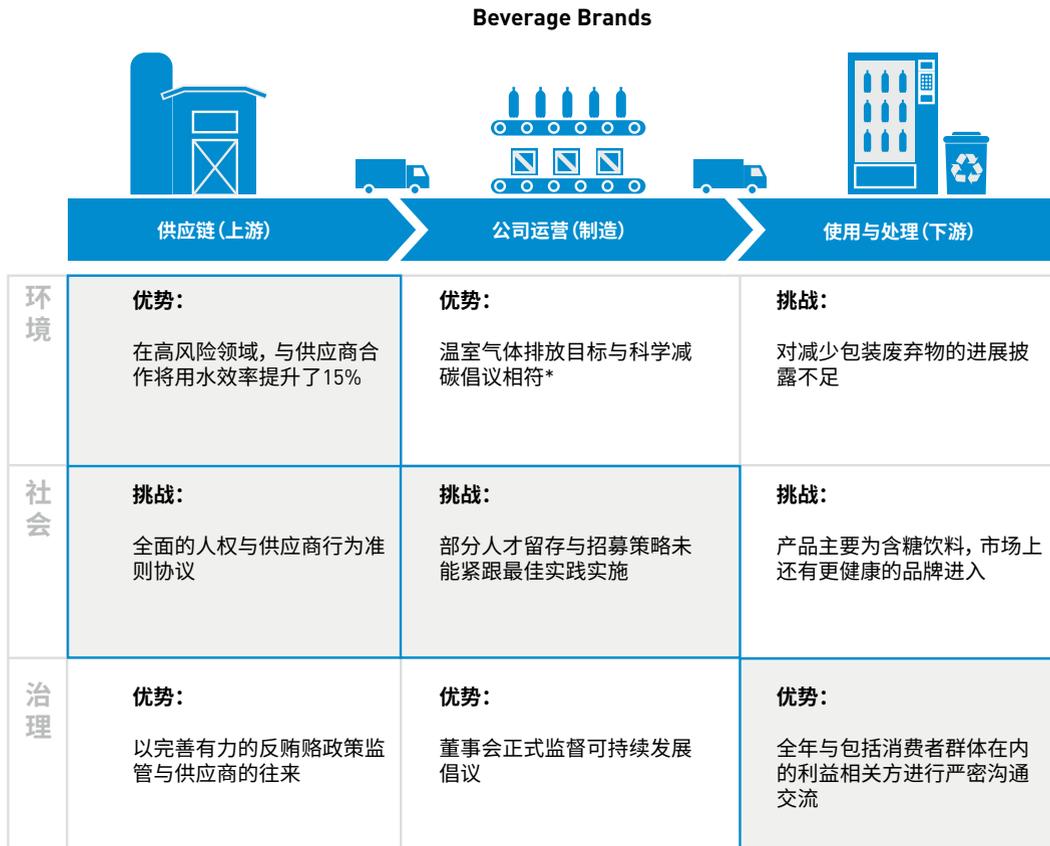


² 详见哈佛商学院研究院 Mozaffar Khan、George Serafeim 与 Aaron Yoon 于 2015 年发表的《Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality》。

对一家软饮公司的分析

我们选择通过分享公司分析师如何对包装软饮制造公司 Beverage Brands 进行评估³，来展示我们的 ESG 分析流程。图 3 总结了分析师对该公司整个价值链条上 ESG 表现的研究，涵盖该公司与供应商的合作到其自己的运营和产品质量及使用。

图 3：通过 ESG 研究发现的 BEVERAGE BRANDS 公司优势与挑战



注：灰色表格显示的是重要行业议题。

* 科学减碳倡议（Science Based Targets Initiative）是由碳信息披露项目（CDP）、世界资源研究所（WRI）、世界自然基金会（WWF）以及联合国全球契约联合推出。迄今为止，有 417 家公司致力达成科学减碳目标。该目标与《巴黎协定》将全球气温上升幅度控制在 2 摄氏度内所需减少的碳排放量相符。

³ Beverage Brands为虚构名，案例为真实案例。

ESG 研究明确了多个优势与挑战，其中有一些具备财务角度的重要性。例如，因为水是饮料产品生产中的关键原料，为确保水资源稳定供应做出的努力被认为既是 ESG 优势，也是信用优势。另外，水资源管理也是这个行业的重要议题，因为缺水会影响农作物产量和价格，进而会增加销售产品的成本。

分析师对优势和挑战进行了衡量，并对该公司与同行的表现进行了对比。图 3 中的信息方块代表我们认为公司 ESG 状况良好的部分，体现出公司管理层采取了多种措施来应对 ESG 议题，包括那些被认为对公司和行业来说有重要影响的议题。根据 Beverage Brands 公司出色的 ESG 表现，分析师给出了可持续性评级，并整合在了内部评级中。

在适当的情况下，我们的分析师可能会为了 ESG 方面的评估调整他们的财务模型。从 Beverage Brands 公司的情况看，分析师做出的预测反映了该公司在响应消费者的需求发展，积极推进更健康的非碳酸饮料的生产。

结论

作为一家投资级固定收益管理公司，我们的 ESG 分析整合是我们信用分析流程的自然演进。我们将 ESG 作为信用分析“工具箱”中新增的一种工具，使用其对公司债券发行人进行更好地了解。最后，我们认为 ESG 整合可以提供更广泛的风险评估，而且是进行审慎投资的一种方法。

附录

方法论

研究方法

在准备报告的过程中，我们从多个渠道来源收集了数据，包括：

- 对 1100 名金融专业人士进行的 ESG 整合调研，其中绝大多数为 CFA 持证人。调研时间为 2017 年 9 月到 2018 年 7 月；
- 由 CFA Institute、PRI 及 23 个 CFA 持证人地方协会自 2017 年 10 月到 2018 年 4 月举行的研讨会；
- 彭博提供了其公司 ESG 信息披露评分在 17 个市场的两套数据集，分别涵盖股权和固定收益；以及
- PRI 的 2017 年披露框架，整理了全球从业者进行的 ESG 实践。

ESG 整合调研

为了更好地了解 ESG 因素如何对资本市场（股价、公司债券利差、主权债收益）产生影响，以及投资者在其投资分析和投资流程中进行与不进行 ESG 数据整合的频率，YouGov 公司接受委托开展了一项关于 ESG 整合的全球调研。¹ 调研问题旨在测定投资者对 ESG 整合的态度，以及更好地掌握 ESG 整合在实践中的发展情况。

此调研面向 17 个不同市场的利益相关方进行。亚太地区共有 339 位受访者完成了调研，为本次报告提供了研究基础：

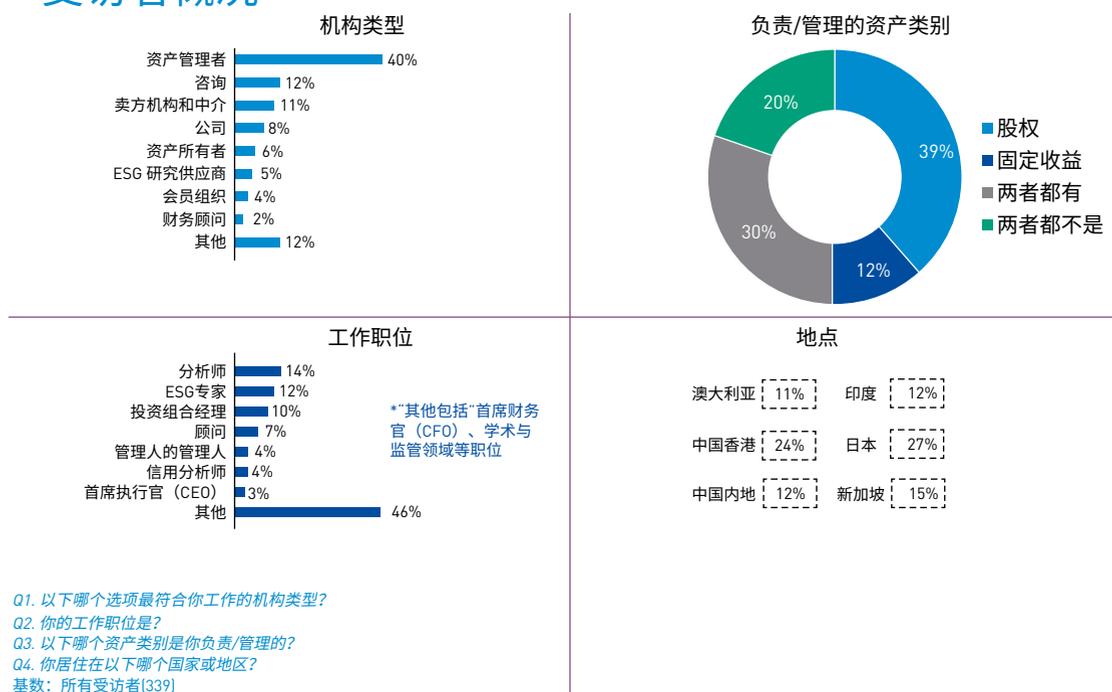
- 澳大利亚 (样本数 =36)；
- 中国内地 (样本数 =40)；
- 中国香港 (样本数 =80)；
- 印度 (样本数 =42)；
- 日本 (样本数 =91)；
- 新加坡 (样本数 =50)。

图 A.1 显示了参加本次调研的亚太地区受访者基本情况。

¹ PRI 委托 YouGov 通过后的定制化安全调研平台，设计和组织了在线调研。调研支持以多种语言参与。PRI 与 CFA Institute 在对此报告中提及的研讨会进行邀请时，对此调研进行了推广。

图 A.1：亚太地区受访者统计情况

受访者概况



研讨会

我们在调研期间举办了 23 场研讨会。其中 10 场是在亚太地区进行，涉及澳大利亚、中国内地、中国香港、印度、日本和新加坡（图 A.2）。

这些研讨会旨在进一步丰富调研结果。每场的参加者分为 6—8 组，针对调研的初步结果展开讨论和发表看法。我们从研讨会中收集到了各地从业者的见解，其中绝大多数人都不是主要从事 ESG 投资的业内人士。

表 A.2 ESG 研讨会举办地点

全球 ESG 研讨会		
美洲地区	亚太地区	欧非中东地区
波士顿	北京	阿姆斯特丹
纽约	杭州	开普敦
多伦多	香港	迪拜
圣保罗	墨尔本	法兰克福
	孟买	约翰内斯堡
	上海	伦敦
	深圳	莫斯科
	新加坡	巴黎
	悉尼	苏黎世
	东京	

彭博的 ESG 披露评分

CFA Institute 与 PRI 向彭博询问了其是否愿意提供一套 ESG 披露评分的数据集来参与此次 ESG 整合研究项目。我们认为，第三章“公司 ESG 数据趋势”小节中提到的公司 ESG 数据的分析，能够进一步帮助投资者在投资分析与投资流程中整合 ESG 数据。

彭博提供的数据集涵盖了 2019 年 1 月 21 日提取的 2016 财年市值超过 10 亿美元的公司。分为小型（市值 10—20 亿美元）、中型（市值 20—100 亿美元）及大型（市值超过 100 亿美元）三类。

这套数据集针对彭博行业分类下的 10 行业综合了 2011 年与 2016 年的 ESG 披露评分。这 10 个行业为：通信、非必需消费品、必需消费品、能源、金融、健康医疗、工业、材料、科技和公用事业。数据集也包括每个行业在 2016 年的环境、社会与公司治理评分。

彭博的 ESG 披露评分建立在可公开查询数据的基础上，是关于公司披露的 ESG 信息，并不一定是实际表现。评分涵盖公司对超过 100 个环境、社会与公司治理方面的披露点。每种披露类型从 0—100 打分，然后整合成一个综合的 ESG 披露评分。有些因素根据重要性会获得较高的权重，评分也会根据具体行业进行调整对应。彭博对行业具体披露情况的评分，是通过将建立在适用于行业类型的一组选定方面的最终评分标准化来实现。例如，“能量总产值”仅在对公用事业评分时选用。

地区性报告中显示的 ESG 披露评分为中位数，以避免有极值的数据偏离。由于都是中位数，这些评分无法进行跨行业累计。数据的代表性也随市场不同而变化，因为有些市场中的上市公司相对更多。

PRI 报告框架

在编写“当地投资实践”小节时，我们在调研与研讨会反馈之外还分析了来自 PRI 报告框架的数据。PRI 签署机构按年提交的报告会包含他们的 ESG 方法/承诺及 ESG 实践。本报告采用的分析以 PRI 签署机构在 2017 年提交的 ESG 实践报告为基础。

作者

Matt Orsagh, CFA, Director of Capital Markets Policy, CFA Institute

James Allen, CFA, Head of Americas Capital Markets Policy, CFA Institute

Luo Nan, Head of China, PRI (罗楠, PRI 中国区负责人)

Justin Sloggett, CFA, Head of Public Markets, PRI

Anna Georgieva, Manager, Public Markets, PRI

Sofia Bartholdy, Analyst, Investment Practices, PRI

THE AMERICAS

(800) 247 8132 PHONE (USA and Canada)

+1 (434) 951 5499 PHONE

+1 (434) 951 5262 FAX

915 East High Street
Charlottesville, VA 22902-4868, USA

292 Madison Avenue
2nd Floor
New York, NY 10017-6323, USA

ASIA PACIFIC

+852 2868 2700 PHONE

+852 2868 9912 FAX

23/F, Man Yee Building
68 Des Voeux Road
Central, Hong Kong SAR, China

Si Wei (Beijing) Enterprise Management Consulting Co. Ltd.
Unit 5501, 55/F China World Tower B
No. 1 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing, 100004, China

CFA Institute India Private Limited
Naman Centre, Unit No. 103
1st Floor, Bandra-Kurla Complex, G Block, Bandra (East)
Mumbai 400 051, India

EUROPE, MIDDLE EAST, AND AFRICA

+44 (0) 20 7330 9500 PHONE

+44 (0) 20 7330 9501 FAX

67 Lombard Street
7th Floor
London EC3V 9LJ
United Kingdom

Rue du Champ de Mars, 23
1050 Brussels, Belgium

Al Maqam Tower, 7th Floor
ADGM Square, Al Maryah Island
Abu Dhabi, United Arab Emirates

ISBN 978-1-942713-69-2

