

# 中国市场的 ESG与ALPHA

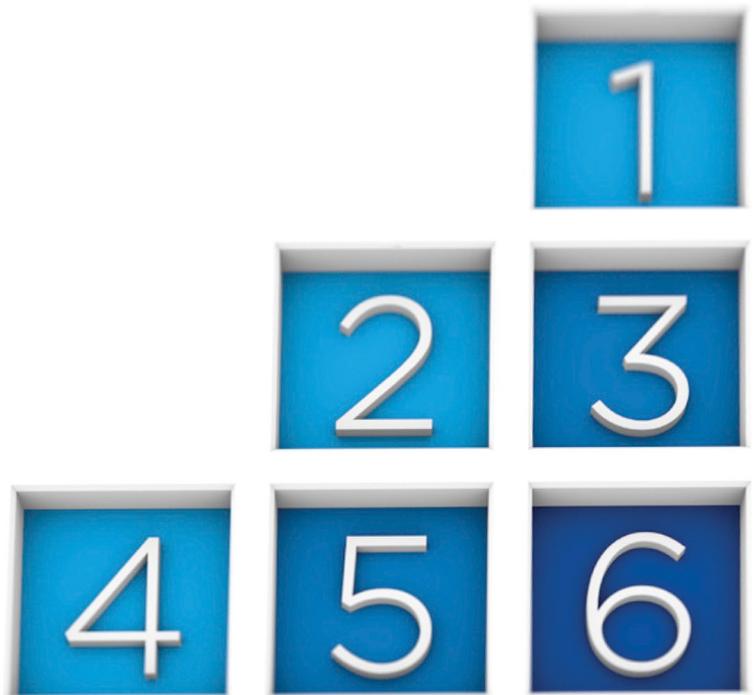
# 六项原则

## 六项原则序言

作为机构投资者，我们有责任为受益人争取长期利益最大化。从受托人角度看，我们认为环境、社会和公司治理（ESG）问题会影响投资组合的绩效，且不同公司、部门、地区、资产类别在不同时间受到的影响各异。我们也认识到，应用负责任投资原则可以促进投资者与更广泛的社会目标保持一致。

因此，在符合受托人责任的情况下，我们作出如下承诺：

- 1 将 ESG 问题纳入投资分析和决策过程。
- 2 成为积极的所有者，将 ESG 问题纳入所有权政策和实践。
- 3 寻求被投资实体对 ESG 相关问题进行合理披露。
- 4 推动投资业广泛采纳并贯彻落实负责任投资原则。
- 5 齐心协力提高负责任投资原则的实施效果。
- 6 报告负责任投资原则的实施情况和进展。



## PRI的使命

我们认为，兼具经济效率和可持续性的全球金融体系对于长期价值创造不可或缺。只有在这样一种金融体系下，负责的长期投资才能够取得回报，惠及整个环境和社会。

PRI鼓励各方采纳并合作贯彻负责任投资原则，完善公司治理、诚信和问责机制，并通过扫除市场运作、结构和监管方面面临的障碍，建立起可持续的全球金融体系。

## PRI 免责声明

本报告所含信息仅供参考，不构成投资、法律、税务或其他建议，亦不构成投资决策或其他决策的依据。本报告作者和出版部门不就法律、经济、投资或其他专业问题和服务提供建议。PRI Association 不对本报告中可能提及的网站和信息资源的内容负责。PRI Association 提供网站访问链接或者信息资源的，不构成对其中信息的认可。除另有明确说明外，本报告给出的观点、建议、结果、解释和结论均来自本报告的撰稿人，不一定代表 PRI Association 或负责任投资原则签署方意见。本报告引用的公司案例，绝不构成 PRI Association 或负责任投资原则签署方对此类公司的认可。我们竭力确保本报告所含信息出自最新可靠来源，但统计数据、法律、规则和法规不断变化，可能导致信息延迟、遗漏或不准确。PRI Association 不对任何错误或遗漏负责，不对根据本报告所含信息作出的决策及采取的行动负责，亦不对由此等决策或行动引起或造成的任何损失、损害负责。本报告中所有信息均“按原样”提供，PRI 不对该等信息的完整性、准确性、及时性或通过该等信息推导所得结果作任何保证，亦不提供任何明示或默示担保。

# 目录

鸣谢	4
执行摘要	5
中国ESG整合的驱动因素	6
政策：监管机构在促进中国负责任投资中的作用	8
全球化：逐渐开放的中国资本市场	9
回报：ESG是ALPHA的来源	11
市场观察：投资者实践的五个实例	15
华夏基金	16
易方达基金管理有限公司	18
嘉实基金管理有限公司	20
华宝基金管理有限公司	22
法国巴黎资产管理有限公司	24
附件	26

# 鸣谢

本报告隶属于英国政府资助的研究项目“中国的ESG数据披露”，也是“中国的投资者责任与ESG整合<sup>1</sup>”和“中国的ESG数据披露：主要ESG指标建议”报告的后续成果。<sup>2</sup>

项目小组感谢UK PACT项目和英国政府对本项研究的支持。

感谢法国巴黎资产管理有限公司、华夏基金管理有限公司、易方达基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司和华宝基金管理有限公司为本报告提供的投资者实践实例。

感谢Daniel Cremin, 韩晓燕, Naoya Nishimura, Panos Seretis, 王晓书, 魏亦希, Gabriel Wilson-Otto, 闫旭, 赵梦然, 和魏震对本报告的贡献。他们的努力促成了2019年12月4日在北京举办的相关咨询活动。

如有任何疑问或意见, 请发送电子邮件至 [policy@unpri.org](mailto:policy@unpri.org).

<sup>1</sup> <https://www.unpri.org/fiduciary-duty/investor-duties-and-esg-integration-in-china/2915.article>

<sup>2</sup> <https://www.unpri.org/fiduciary-duty/esg-data-in-china-recommendations-for-primary-esg-indicators/4345.article>

# 执行摘要

2016年，中国七部委发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，奠定了可持续金融和投资政策框架的基础。该文件宣布了一系列举措，旨在帮助企业提供ESG金融产品和服务，并为投资者提供必要信息，以使其做出知情决策。除此之外，中国证券投资基金业协会也发布了相应指引，旨在帮助资产管理将ESG原则纳入其业务。

过去，对于希望进一步投资中国股市的ESG投资者而言，一直面临着两大问题：数据质量较差；以及A股在主要全球基准中占比较低。但现在，这种情况正在改变：中国资产管理公司的ESG研究能力得到了大幅提升，监管部门也开始鼓励信息披露，越来越多的中国公司被纳入了全球基准。2019年前9个月，全球投资者的A股配置增加了约240亿美元。MSCI已经开始在国际和新兴市场基准中逐步纳入更多的中国A股公司，从而使国际投资者能够通过上交所和深交所这两家中国最大的证券交易所投资A股。

除了政策和全球化之外，在中国进行ESG整合还有第三个论点：即ESG整合是创造投资价值的来源之一。全球实证经验和学术证据表明，ESG分析可帮助投资者识别影响投资价值的因素。虽然没有提供对因果关系的任何解释，但PRI对资产组合的分析结果显示，系统性选择具有优秀ESG特征的股票（同类最佳策略）的投资组合，或将ESG特征纳入股票权重（倾斜策略）的投资组合，在六年的时间内创造了更高的超额收益（Alpha）。

中国的资产管理公司正在不断发展ESG策略。本报告后半部分重点介绍了五家资产管理公司（法国巴黎资产管理有限公司、华夏基金、易方达基金、嘉实基金管理公司和华宝基金管理有限公司）如何构建其ESG理念，并通过实例说明了ESG投资在实现下行风险控制或超额收益方面的作用。目前，数据质量是行业整体面临的挑战。不过，资产管理公司正在寻找解决方法，例如将定性研究和专家分析纳入分析框架。在很多情况下，积极参与（active engagement）发挥着重要作用，可帮助公司了解投资者期望，推广解决方案，帮助中国企业提高对可持续性问题理解。

# 中国ESG整合的驱动因素

自2016年七部委和金融监管机构联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》（以下简称“指导意见”）以来，绿色金融与投资已成为中国经济转型的重要支柱<sup>3</sup>。随着中国人均GDP逐渐接近1万美元<sup>4</sup>，人们越来越注重生活质量的提升，包括如何获得更清洁的空气和更安全的产品。此外，中国监管机构、投资者和公众，针对公司欺诈或不负责商业行为的监管和追责也日趋严格。

支持中国负责任投资和ESG整合的两大动力包括：

1. 政策——政策制定者和监管机构自上而下推动政策框架的制定，通过金融体系支撑绿色增长。
2. 全球化——中国投资市场不断开放，同时国际投资者对影响中国企业业绩的ESG因素以及相关经济风险和结果的关注程度越来越高。

在中国进行ESG整合还有第三个论点，即ESG整合是创造投资价值的来源之一。全球实证经验和学术证据表明，ESG分析可帮助投资者识别价值创造机会<sup>5</sup>。反之，忽视ESG分析可能会导致风险定价错误和资产配置不当，而这些都是未履行受托人责任的体现<sup>6</sup>。

2018年，PRI在美国市场开展的一项研究表明，ESG确实是Alpha的来源<sup>7</sup>。研究发现，使用ESG因素对发达市场和美国市场的股票或债券进行排名的投资策略事实上可能产生超出基准的超额收益。

虽然中国的ESG数据的深度和时间跨度不如发达市场，但根据MSCI ESG数据进行的初步分析以及中国和国际投资者的实例表明，ESG同样是Alpha的来源。

<sup>3</sup> 中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会、环境保护部、中国银行业监督管理委员会、中国证监会、中国保险监督管理委员会。2018年4月8日，银监会和保监会合并为中国银行业和保险监督管理委员会。2018年4月16日，生态环境部成立，替代原有的环境保护部。

<sup>4</sup> 世界银行数据显示，2018年，中国人均GDP为9,770.8美元。

<sup>5</sup> 请参阅下文“ESG和财务收益”章节。

<sup>6</sup> <https://www.unpri.org/fiduciary-duty-in-the-21st-century-final-report/4998.article>

<sup>7</sup> <https://www.unpri.org/listed-equity/the-pris-esg-and-alpha-study/2740.article>

## 方框1：负责任投资和ESG整合的定义

根据PRI的定义，负责任投资指将环境、社会和治理（ESG）因素纳入投资决策和积极所有权的投资策略和实践<sup>8</sup>。

在股票投资领域，负责任投资是资产管理的一种方式，即投资者将ESG因子纳入其：

- 投资决策；
- 作为公司所有者的角色中。

负责任投资旨在把加强风险管理与提高投资组合收益相结合，并在投资策略中反映投资者和受益人的价值观。负责任投资是对传统财务分析和投资组合构建技术的补充。

ESG因子可通过三种方式纳入股票投资策略：整合、筛选和主题法。投资者可根据其预期的结果，单独或综合运用这些方法，以优化风险—收益状况，避开对特定公司或行业部门的投资，或推动资本实现特定的环境和/或社会目标。

ESG整合指将ESG因子纳入财务分析：在对特定公司或整体投资组合结构做出投资决策时，实质性ESG因子可以连同传统财务因子一并识别和评估，以降低风险和 / 或提高收益。投资者运用一系列技术识别风险和机遇，如果不分析特定ESG数据和ESG大趋势，则可能无法发现这些风险和机遇。

ESG整合通常包含三个步骤：

- 证券研究：识别对股票估值具有实质性影响的 ESG问题（或找出“企业参与”的议题）。
- 证券估值：将实质性ESG问题纳入财务分析和估值，比如通过调整目标收益率、估值倍数、预测收益、现金流和资产负债表强度等方法。
- 投资组合管理：将ESG分析纳入投资组合构建决策，例如通过行业加权方式<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment>

<sup>9</sup> <https://www.unpri.org/investor-tools/guidance-and-case-studies-for-esg-integration-equities-and-fixed-income/3622.article>

## 政策：监管机构在促进中国负责任投资中的作用

与许多发达市场不同，中国监管机构是最初改革和提升可持续投资意识的主要推动力。自2016年《指导意见》发布以来，随着政策改革的推进，ESG整合已在中国研究讨论的领域占有一席之地。

作为中国可持续金融体系的政策基石<sup>10</sup>，《指导意见》针对绿色债券市场、绿色保险、绿色贷款和其他绿色和可持续金融产品和服务的发展均制定了相应规则<sup>11</sup>。后续推出的措施、计划和指引，则进一步推动了可持续投资议程的实施：

- 2017年，中国证监会与环境保护部签署协议，共同制定了适用于上市公司的强制性环境披露框架。
- 2018年10月，中国证监会修订了《上市公司治理准则》，规定上市公司有责任披露ESG信息。新准则将“可持续发展”和“绿色发展”列为上市公司的指导原则。
- 2018年，上交所和深交所发布了ESG信息披露指南，要求上市公司在“披露或解释”的基础上发布ESG相关信息。指南预计在2020年全面生效。
- 2018年11月，中国证券投资基金业协会发布了首份绿色投资指引，同年发布了《中国上市公司ESG评价体系》报告。
- 2020年，中国证监会预计将根据2017年与环境保护部达成的协议，发布上市公司强制性ESG问题披露准则。这将进一步提高中国上市股票ESG数据的质量和数量。

在上述改革的推动下，上市公司开始了解ESG议题，并研究其对业务运营的影响。这一趋势也对公开市场和行业动态产生了影响。2018年，超过60%的上交所上市公司披露了部分ESG信息，较上年增长235%<sup>12</sup>。其中，超过半数的公司属于自愿披露（非环境法要求披露）。ESG问题和风险可能对公司的上市地位产生重大影响，例如，2019年10月，一家制药公司即因疫苗丑闻而从深交所退市<sup>13</sup>。

<sup>10</sup> 在中国，“绿色金融”、“ESG投资”和“可持续投资”等术语经常被互换使用，用以表达类似的概念。社会问题和公司治理往往被纳入“绿色金融”或“绿色投资”这一更广泛的概念。虽然中国热衷于制定ESG问题的本地化版本，但这些术语所涵盖的大多数主题都符合全球规范。详情请参阅中国ESG数据报告：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/esg-data-in-china-recommendations-for-primary-esg-indicators/4345.article>和中国投资者职责与ESG整合报告：<https://www.unpri.org/fiduciary-duty/investor-duties-and-esg-integration-in-china/2915.article>

<sup>11</sup> 2018年，中国成为全球第二大绿色债券市场，市值达428亿美元，而在2015年，这一数字几近为零。资料来源：<https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-bond-market-2018>

<sup>12</sup> <https://www.unpri.org/fiduciary-duty/esg-data-in-china-recommendations-for-primary-esg-indicators/4345.article>

<sup>13</sup> [http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-10/09/c\\_1125080707.htm](http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-10/09/c_1125080707.htm)

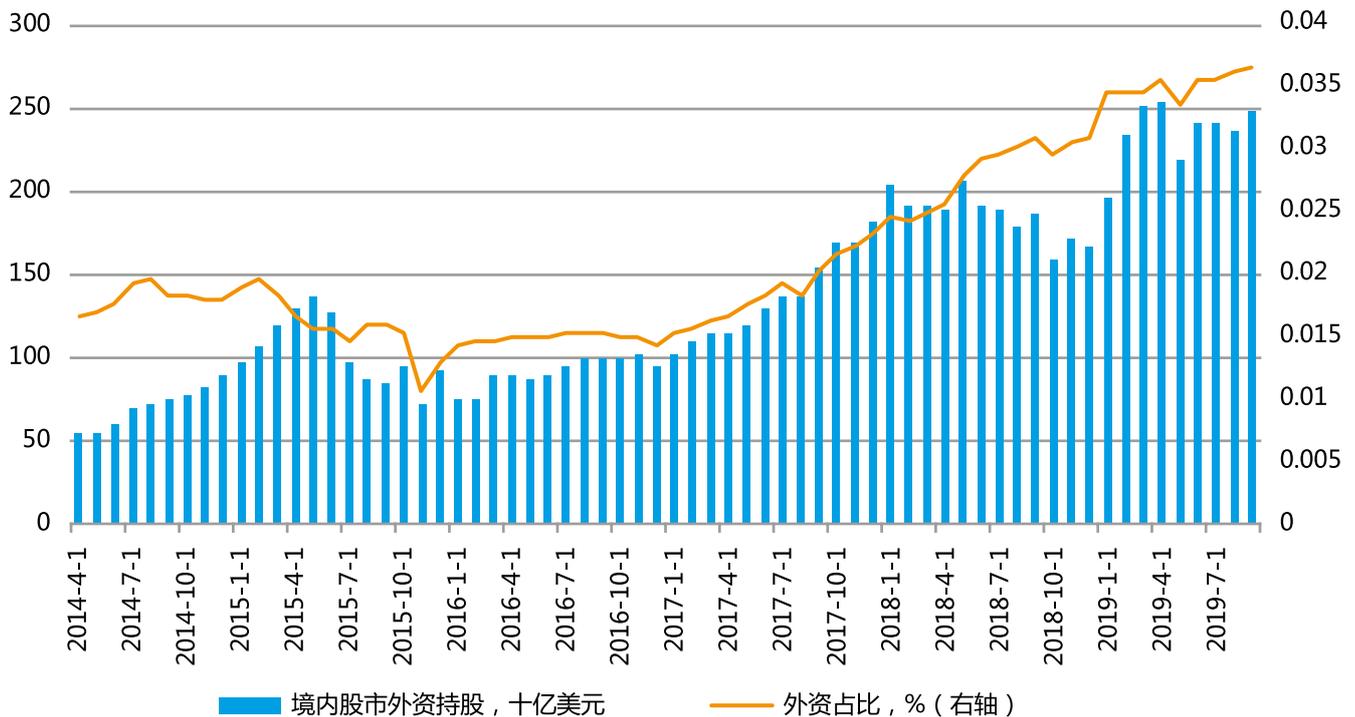
## 全球化：逐渐开放的中国资本市场

随着中国市场对国际投资者的开放<sup>14</sup>，以及中国股票和债券被纳入全球基准，ESG因素或将被进一步纳入投资研究和决策。

过去，对于希望进一步投资中国股市的ESG投资者而言，一直面临着两大问题：数据质量较差；以及A股在全球主要基准中占比比较低。但现在，这种情况正在改变：中国资产管理公司的ESG研究能力得到了重大提升，监管部门也开始鼓励信息披露，越来越多的在岸中国公司被纳入了全球基准。

MSCI将中国境内A股逐步纳入其基准，提高了中国公司的知名度和ESG记录。2019年第三季度，中国境内A股市值中外资占比达3.5%。2019年前9个月，全球投资者通过沪港通向A股市场增投约235.6亿美元。随着资本的流入和资本市场对ESG绩效的日益关注，投资者对ESG如何影响公司业务模式、运营和整体绩效也有了更深的认识。

图表1：境内股市外资占比。来源：彭博



14 中国正在加速金融业开放进程：2019年7月，国务院金融稳定发展委员会推出了11条金融业对外开放措施，旨在降低全球投资者在中国投资以及中国投资者在海外投资的壁垒。

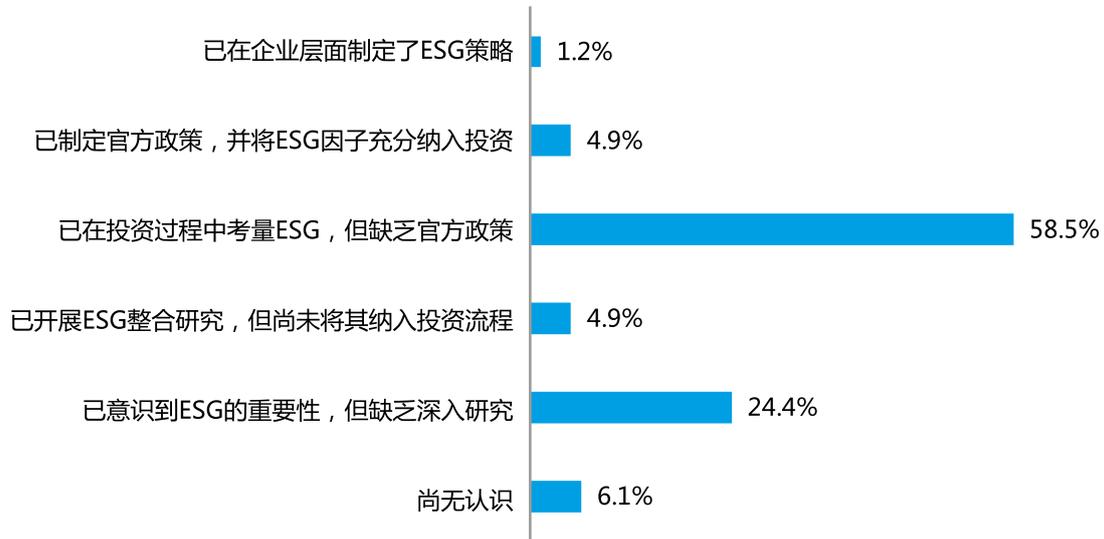
## 方框2：中国证券投资基金业协会2018年ESG调查

中国证券投资基金业协会（中基协）是中国资产管理机构的自律监管组织。2018年，中基协围绕负责任投资和ESG整合开展了调查<sup>15</sup>。调查显示，中国资产管理公司对ESG问题有一定了解，但往往缺乏将ESG问题纳入传统投资分析和决策的系统流程。

在82家受访机构中，超过90%的受访机构认为ESG问题是投资管理的基本组成部分，超过70%的受访机构综合采用正面+负面筛选，超过80%的受访机构将ESG问题纳入了投资管理，约96%的受访机构认为ESG考量对改善公司长期财务绩效具有重要意义，94%的受访机构认为ESG考量对提高投资收益具有重要意义。

对于ESG整合的增值作用，68%的受访机构认为ESG整合产生了超额收益，24%的受访机构认为ESG整合降低减了风险。此外，受访机构还表示，ESG整合面临的主要挑战在于：缺乏可靠的披露、ESG数据质量低下、以及第三方研究不足。

图表2：中国资产管理者的ESG整合状况。来源：中基协



<sup>15</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/aboyL53QyLT\\_8oNmB3V-rw](https://mp.weixin.qq.com/s/aboyL53QyLT_8oNmB3V-rw)

## 回报：ESG是ALPHA的来源

PRI根据MSCI ESG Research对MSCI新兴市场指数和MSCI中国指数成分股的研究数据<sup>16</sup>，以及中国A股市场的境内资产管理公司实例进行了研究，结果表明，将ESG数据纳入投资分析可带来Alpha。

### 概述——ESG和财务回报<sup>17</sup>

自21世纪初以来，关于ESG和回报的学术和行业研究日益增加。德意志资产与财富管理投资有限公司和德国汉堡大学联合开展了一项开创性的元研究（meta-study），该研究回顾了自1970年以来发表的两千多篇相关学术论文。研究表明，绝大多数论文都指出ESG因子与企业财务绩效之间存在正相关关系<sup>18</sup>。

大多数学术和行业研究侧重于确定ESG因子或排名与回报之间的相关性，但很少有研究试图建立或解释优异的ESG绩效与公司财务绩效的改善或投资组合超额收益之间的因果关系。此外，ESG因子与相关评分和评级之间的关系也存在一些混淆。这些评分和评级用于衡量证券发行人相对于同行的表现。这些指标有时是对ESG绩效的综合评估，有时则仅反映某单一方面的绩效。这些评分和评级可帮助投资者做出知情决策，但并不反映ESG因素或趋势对公司或发行人资产负债表、损益表或现金流的影响。

各类研究和评论都确定了ESG排名与财务指标（如质量、市净率、盈利能力、波动性、收益和市值）之间的相关性。这些相关性的强度通常因选择的时间段和地理区域而异。其中，ESG排名和新兴市场股票收益之间存在显著并重复出现的相关性。很多研究按固定收益和股权资产类别将ESG排名分开，仍显示出不同的相关性，大多数（但不是全部）ESG调查发现公司治理是与收益相关性最大、一致性最强的指标。相关性的强度也会随时间而变化。一些研究强调，在市场波动加剧或市场混乱期间，相关性会增加。这个现象在各种资产类别中都能观察到。

一些行业和学术研究关注的另一个方面是ESG评级的正负变化或变化率，这样的指标在资产收益方面提供了“有趣的信号”。

除了地域和时间，企业财务绩效和ESG排名之间的相关性还因行业而异。在受监管影响较大或需要获得“社会”许可的行业，两者相关性更高。例如，对于资源、消费和公用事业等行业，ESG与公司财务业绩之间具有更强的统计关系。

<sup>16</sup> MSCI Inc. 和MSCI ESG Research LLC为本报告提供了数据和评级信息。任何此类数据或信息均不得解释为支持或认可此处表示的观点或结论。MSCI ESG评级由MSCI ESG Research LLC提供。该公司是MSCI Inc.的全资子公司，根据1940年《投资顾问法》在美国证券交易委员会注册为投资顾问。MSCI ESG评级用于MSCI ESG指数的构建和计算。MSCI指数是MSCI Inc.的产品，由MSCI Limited管理。MSCI Limited是英国金融行为管理局（FCA）授权的英国/欧盟基准管理人，也是FCA和欧洲证券及市场管理局（ESMA）的注册基准管理员。

<sup>17</sup> 改编自<https://www.unpri.org/pri-blog/research-highlights-evolving-esg-landscape/5223.article>

<sup>18</sup> [https://institutional.dws.com/content/\\_media/K15090\\_Academic\\_Insights\\_UK\\_EMEA\\_RZ\\_Online\\_151201\\_Final\\_\(2\).pdf](https://institutional.dws.com/content/_media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_(2).pdf)

## MSCI新兴市场指数和MSCI中国指数成分股ESG数据分析

PRI对MSCI ESG研究 (MSCI ESG Research) 数据的分析显示, 系统性选择具有优秀ESG特征股票 (同类最佳策略) 的投资组合, 以及将ESG状况系统性纳入股票权重 (倾斜策略) 的高容量投资组合, 均产生超额收益。该分析基于公开的MSCI新兴市场指数和MSCI中国指数<sup>19</sup>。

本分析以PRI在美国市场的研究为基础, 该项研究显示了ESG策略在发达市场的有效性<sup>20</sup>。在本研究中, PRI分析了MSCI新兴市场指数和MSCI中国指数<sup>21</sup>, 并利用现有数据, 对2013年6月至2019年6月期间ESG投资策略与非ESG基准进行比较。虽然MSCI尚未推出中国A股市场ESG领先指数, 同时在MSCI中国A股ESG通用指数 (MSCI China A ESG Universal Index) 中只存在相对较短的时间序列数据<sup>22</sup>, 但通过这种比较仍有可能得出相关结论, 为进一步分析和研究提供基础。尽管如此, 这项初步研究仍与其他行业和学术研究的发现相吻合, 即各种ESG因素似乎与回报相关。本研究未对其中的因果关系作任何解释。

分析表明, 同类最佳策略 (图表3-8中的ESG领先指数) 和倾斜策略 (图表3-8中的ESG通用指数) 均能产生相对于基准的超额收益和相对较低的最大回撤 (图表3和图表7)。在提高风险调整后收益方面, ESG因子在MSCI中国指数中的有效程度, 比在MSCI新兴市场指数中更为明显 (图表3)。

新兴市场的分析结果均支持ESG在股票投资同类最佳和倾斜策略中的有效性: 在所研究的领域, ESG信息提供了产生Alpha的机会, 且相对传统基准而言, 可能提高风险调整后收益。根据ESG分数对同类最佳和倾斜策略的分析显示, 两种策略都创造了相对于各自基准的超额收益。在各个领域, 与倾斜策略相比, 同类最佳策略产生的风险调整后收益都要更高。PRI发现, 在2013年6月至2019年6月期间, 相较新兴市场股票, ESG因子在中国股票中创造Alpha的效果更为明显。

无论在新兴市场还是在中国, ESG领先指数和ESG通用指数的优异表现大多归因于公司特有因素或指标 (图表5和图表8)。而这些因素与地理位置、货币或行业无关, 由此可能归于公司ESG得分的不同。此外, 新兴市场和中国的ESG指数的每股收益 (EPS) 增长均高于基准。

图表3: 绩效总结: 新兴市场vs.中国。来源: MSCI数据, 2013年6月28日-2018年6月28日

	新兴市场			中国		
	MSCI新兴市场指数	MSCI新兴市场ESG领先指数	MSCI新兴市场ESG通用指数	MSCI中国指数	MSCI China ESG领先指数	MSCI中国ESG通用指数
收益 (%)	4.7	6.9	5.1	8.9	13.6	9.8
风险 (%)	15.2	14.8	15	20.3	21	20.4
夏普比率	0.25	0.41	0.28	0.4	0.61	0.44

注: 所有风险回报数据均按以美元计价的每日指数总回报年化。

19 MSCI中国指数涵盖中国A股、H股、B股、红筹股、P股和外资上市 (如ADR) 的大盘股和中盘股。该指数共有703个成分股, 覆盖了85%左右的中国股票。目前, 该指数涵盖大盘和中盘A股中约20%的自由流通股调整市值。如需了解定义, 请参阅附录中介绍的MSCI指数方法。MSCI ESG领先指数 (同类最佳) 和ESG通用指数 (倾斜) 都被应用于分析。

20 <https://www.unpri.org/listed-equity/the-pris-esg-and-alpha-study/2740.article>

21 分析涉及的MSCI指数包括: MSCI中国ESG领先指数 (MSCI China ESG Leaders Index)、MSCI中国ESG通用指数 (MSCI China ESG Universal Index)、MSCI新兴市场ESG领先指数 (MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index), 以及MSCI新兴市场ESG通用指数 (MSCI Emerging Markets ESG Universal Index)。

22 MSCI中国A股ESG通用指数 (MSCI China A ESG Universal Index) 于2018年8月3日上线: <https://www.msci.com/documents/10199/feeed27d-328c-2491-2196-37c8cd2db34b>

图表4：绩效总结：新兴市场策略。来源：MSCI数据，2013年6月28日-2018年6月28日

	MSCI新兴市场指数	MSCI新兴市场ESG领先指数	MSCI新兴市场ESG通用指数
收益 (%)	4.7	6.9	5.1
风险 (%)	15.2	14.8	15
主动收益 (%)	0	2.2	0.3
跟踪误差 (%)	0	2.6	1.2
夏普比率	0.25	0.41	0.28
Beta	1	0.96	0.98
主动投资比率 (%)	0	50.8	21.7
历史市盈率	13.6	15.4	13.7
远期市盈率	11.3	12.8	11.7
历史每股收益同比增长	0.2	2.5	1.7
最大回撤 (%)	35.2	30.5	33.8

注：所有风险回报数据均按以美元计价的每日指数总回报年化。主动投资比率、市值、估值以及每股收益增长为月度平均值。

图表5：绩效归因：新兴市场策略。来源：MSCI数据，2013年6月28日-2018年6月28日

	MSCI新兴市场ESG领先指数	MSCI新兴市场ESG通用指数
主动收益 (%)	2.18	0.3
国家 (%)	-0.27	-0.2
货币 (%)	0.13	0.07
风险指标 (%)	0.14	-0.02
行业 (%)	0.25	0.22
特有因子 (%)	1.93	0.24

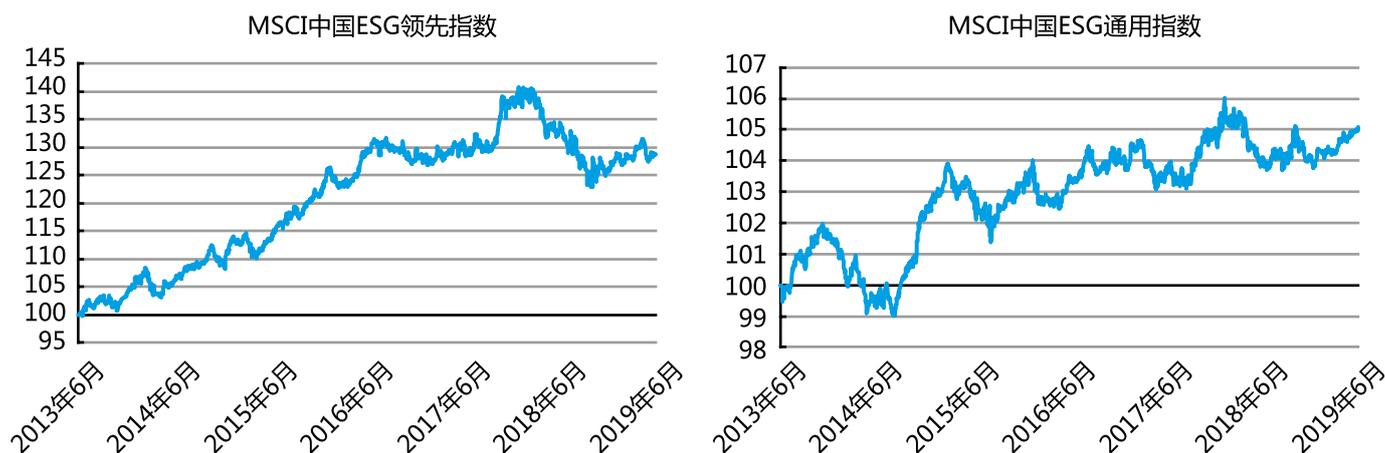
注：回报和贡献数据已年化。该分析基于Barra Emerging Market Model (EMM1)。

在所研究的期间内，MSCI中国ESG领先指数每年跑赢MSCI中国指数4.7个百分点，而MSCI中国ESG通用指数每年跑赢MSCI中国指数0.9个百分点。MSCI中国ESG领先指数在主动风险更高的情况下产生了更高的超额收益，其投资组合夏普比率和每股收益增长明显高于MSCI中国ESG通用指数（图表7）。但是，2018年熊市期间，MSCI中国ESG领先指数的相对收益为负值（图表6）。

总体而言，MSCI中国ESG领先指数比MSCI中国ESG通用指数的超额收益波动更大（图表6和7）。

个股特有因子是超额收益的重要来源。在MSCI新兴市场指数和MSCI中国指数中，ESG领先和倾斜投资组合往往具有较高的市盈率（动态与静态）和每股收益增长率（图表4和7）。这可能表明，采用更高ESG标准的公司具有更好的增长前景。

图表6：相对绩效：中国ESG策略指数vs. MSCI中国指数。来源：MSCI数据，2013年6月28日-2018年6月28日



注：相对绩效为ESG指数与基础指数之比。

图表7：概要统计：中国策略指数。来源：MSCI数据，2013年6月28日-2018年6月28日

	MSCI中国指数	MSCI中国ESG领先指数	MSCI中国ESG通用指数
收益 (%)	8.9	13.6	9.8
风险 (%)	20.3	21	20.4
主动收益 (%)	0	4.7	0.9
跟踪误差 (%)	0	5.6	1.7
夏普比率	0.4	0.61	0.44
Beta	1	0.99	1
主动投资比率 (%)	0	59.8	17.6
历史市盈率	12.4	13.2	11.6
远期市盈率	10.7	11.5	10.1
历史每股收益同比增长	1.8	5	3.3
最大回撤 (%)	42.1	39.3	41.9

注：所有风险回报数据均按以美元计价的每日指数总回报年化。主动投资比率、市值、估值以及每股收益增长为月度平均值。

图表8：主动风险和收益因子归因：中国策略。来源：MSCI数据，2013年6月28日-2018年6月28日

	MSCI中国ESG领先指数	MSCI中国ESG通用指数
主动收益 (%)	4.69	0.91
国家 (%)	-0.06	-0.07
货币 (%)	0.02	0.02
风险指标 (%)	0.72	0.32
行业 (%)	0.52	0.14
特有因子 (%)	3.49	0.50

注：回报和贡献数据已年化。该分析基于Barra Emerging Market Model (EMM1)。

# 市场观察：投资者实践的五个实例

获得可用的高质量ESG数据是本研究面临的关键挑战。尽管如此，我们仍然发现ESG绩效与财务绩效之间存在正相关关系。为支持上述市场分析，本报告列出了五个资产管理公司实例：

- 华夏基金管理有限公司
- 易方达基金管理有限公司
- 嘉实基金管理有限公司
- 华宝基金管理有限公司
- 法国巴黎资产管理有限公司

这些示例可洞悉以下问题：

1. 为什么投资者在中国投资时会考虑ESG问题？
2. 与一般指数相比，ESG绩效是否具有产生Alpha的优势？
3. 如何在投资决策过程中运用ESG数据、因子和信息？
4. 通过ESG导向分析可以得出哪些见解？ESG导向分析对投资回报有何影响？

这些实例旨在提供实证支持，证明ESG研究在中国市场的有效性，同时有助于更深刻认识ESG整合的各个不同方面。

虽然ESG数据的质量问题仍然是一个问题，但投资管理者们正在寻找方法，比如利用ESG见解和信息深入了解相关行业和公司。华夏基金利用ESG因子来验证基本面见解，并将其作为风险管理的潜在警示信号。易方达基金和华宝基金通过对环境风险和公司管理能力的认识，加深对行业竞争动态的了解，进而帮助投资组合经理做出投资选择。嘉实基金则利用自主研发的ESG框架和方法，针对整个A股市场开展了量化ESG分析。法国巴黎资产管理有限公司根据可持续投资实践确定了超额收益的三个来源：避险定价、ESG动量和尽责管理效益，以及通过关键ESG因素识别机会。

## 华夏基金

华夏基金参考PRI提供的指南和全球最佳实践，开发了六步骤ESG整合流程，提供给选定的客户。这六个步骤是：

- 确定可持续投资目标；
- 行业和个股分析；
- 投资组合管理；
- 风险管理；
- 上市公司沟通；
- 监督跟踪和定期报告。

根据相关公司的竞争优势，华夏基金ESG团队利用专门针对A股市场和中国企业制定的内部标准，对ESG问题进行了深入研究。华夏基金认为，关注ESG问题可以促进中国企业可持续成长，并在中国这个半有效市场创造超额收益。

## 利用基本面观点补充因子驱动模型和通用框架

鉴于在ESG研究中开展定量回测可以为行业分析提供有力支持，华夏基金采用了因子驱动模型来确定ESG问题的重要性<sup>23</sup>。此外，华夏基金还利用基本面研究观点来弥补中国资本市场高质量ESG数据缺失带来的不足。华夏基金开发了内部ESG框架，用于分析中国各行业面临的重大ESG问题。通过挑选出最重要的ESG相关绩效驱动因素，华夏基金可帮助投资者更有效地筛选股票。

以房地产为例，由于第三方数据可能无法满足中国行业相关具体问题分析所需，华夏基金开展了本土化分析（如检查表外融资和利润转移），以补充第三方研究。如下图所示，华夏基金经内部调整后的ESG分数反映了多种不同的角度，并暴露了隧道效应风险，可帮助投资组合管理者在选择股票时管理治理风险。

图9：华夏基金房地产公司ESG分析实例。来源：华夏基金

	A公司	B公司	C公司	D公司	E公司
市值（十亿人民币）*	297.92	180.28	154.56	86.27	83.18
华夏基金附加项：					
股权质押	●●●	●●●●	●●	●	●●
财务可持续性	●●	●●●	●●	●●	●
表外融资	●●●	●●●	●●●●	●●	●●●●
会计治理	●●●	●●●●	●●	●●●●	●●●●
潜在利润转移	●●●●	●●●●	●●●	●●●●	●●
调整后总得分	6.73	7.14	6.49	5.87	5.82

\* ●●●●：同行前25%；●：同行后25%。数据截止到2019年9月30日。

<sup>23</sup> ESG关键问题的使用案例和观察可能显示了与全球规范不同的结果，但仍会产生有用的基本见解。某些关键问题可能需要市场的进一步发展，才会成为重大问题。例如，适当的管理层薪酬水平可激励高管提高公司盈利能力，这符合股东的利益，降低了代理成本。然而，研究结果却与我们的直觉相反——因为该因素仅仅通过了针对消费者行业的IC测试，这可能表明，与工业和能源公司相比，生产和销售消费品的公司更依赖管理层的战略。在这种情况下，管理风险应当在该行业的公司治理支柱内赋予更大的权重。

## 将ESG纳入风险管理，防范下行风险

风险管理是投资过程不可分割的一部分。2018年，华夏基金开始在全公司范围内实施风险管理筛选系统，以解决ESG争议问题。基金以关键词筛选对本地监管机构通报和选定媒体报道进行监控，然后将捕获的ESG争议事件映射到股票池中的公司。风险警示被发送给相关基金经理和分析师，随后，投资管理人員就争议向风险管理小组提供反馈，由风险管理小组决定是否暂时将其剔除出待选股票池。

2019年，华夏基金风险小组发现北京市生态环境局的一则公告称，某上市公司涉嫌用劣质替代品更换合格的污染控制设备，可能面临高额罚款。基金的ESG团队和研究分析师立即关注了此事。随后的调查表明，不合格的发动机是由公司的供应商生产的，公司无需承担罚款。但这一事件反映了一个问题，由于缺乏严格的供应链质量管理，公司未来容易遭受类似的声誉风险和法律成本。这样的分析有助于投资研究团队加深对投资对象的了解。

## 通过ESG公司沟通行使积极所有权

作为气候相关财务信息披露工作组（TCFD）和气候行动100+（CA100+）的支持者，华夏基金的ESG整合计划非常重视公司沟通。华夏基金积极与中国上市公司协作，为投资者提供了宝贵的见解。2018年以来，华夏基金陆续与食品饮料、石油天然气、建材、医疗保健、制造业等领域的中国企业进行了对话。对话在投资者和公司高管之间进行，强调加强ESG披露和可持续性实践。此外，公司参与还促成了建设性对话，有利于增进企业领导人对可持续性问题的理解，提高ESG披露质量。

华夏基金近期与CA100+成员展开了接洽，共同推动中国某重要煤炭开采公司的碳排放控制和相关信息披露。通过与该公司高管的沟通，基金对其先进的能源效率和污染减排技术有了深刻的了解，也针对该公司为遵守中国对《巴黎协定》的承诺而制定的计划，提出了宝贵的意见。通过双方的协作参与，该公司已决定于2019年首次向CDP提交报告。

## 易方达基金管理有限公司

为客户追求长期可持续的回报，易方达基金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。

我们认为，良好的公司治理有助于企业增加利润、降低成本、推动创新，并可以降低财务风险和融资成本，从而降低股价的

波动性。秉持着可持续发展原则、采用更高的环境和社会标准的公司，更有可能树立积极正面的品牌形象，提供高质量的产品和服务，进而提高客户的忠诚度和员工的积极性。

### 将ESG纳入投资和研究流程

易方达基金在进行基本面分析的同时融入了ESG的评估（图表10）。ESG评分将纳入估值模型和投资决策考量中。

图表10：易方达综合采用ESG评估和基本面分析。来源：易方达基金



### 将具体的ESG问题纳入投资研究和分析

2017年，中国生态环境部发布了《重点排污单位名录管理规定》。该条例重点关注水、土地、空气和噪音四个主要污染领域，每个领域都涉及多种行业。易方达ESG研究小组认为，政府将实施严格的污染控制，因此决定加强对重点行业（包括采矿、金属冶炼和化学品）的环境风险关注，并采取了以下措施：

- 制定分析框架：**为分析公司的环境绩效，易方达ESG研究小组构建了以环境为核心的四因素分析框架。
- 对环境绩效进行评级和评分：**投资经理和研究员根据分析框架的指引，进行深入研究后对各个因子进行评级，并将环境表现转换为量化得分。

- 基于环境评分的估值调整：**投资经理和研究员根据环境评分进行估值调整。投资经理根据调整后的估值做出投资决策。
- 提升投资决策：**在投研流程中纳入ESG考量后，投资经理可做出更客观全面的决策。ESG分析是基本面分析的重要补充，有助于投资经理从之前被忽视的角度评估公司。

2018年初，易方达基金对中国A股市场两家商业模式和基本面相似的化工企业进行了分析。通过上述环境框架进行实践分析后显示，Y公司的环境风险低于H公司。因此，研究员将H公司的目标市盈率下调至行业平均水平以下，以反映相关风险。进行ESG分析后，H公司的环境风险得到相对全面充分的考量，投资经理和研究员对H公司的估值也相应进行了重新评估，认为H公司定价过高，展望调整为负面，意味着H公司已经失去了投资价值。

图表11: 易方达基金环境风险分析实例

	Y公司	H公司
环境风险敞口	高	高
环境风险管理	高于政府标准的自有污水管理系统	环境风险管理不足
环境相关投资和信息披露	2007年以来年报详尽披露其持续投资 的各类污水处理项目	近年来仅披露累计资本支出，但未披露具体 详情
历史争议事件	过去三年中三次负面新闻公告，较少罚款 记录	过去三年多次因环保违规被罚款，并有多次 负面新闻公告
环境总评分	高 (意味着环境风险相对较低)	低 (意味着环境风险相对较高)

经2018年初初步分析后，我们持续对两家企业的业绩和股价进行了监控：

- 2018年4月，H公司再次被生态环境部罚款，一家子公司被迫关闭。
- 2018年5月，H公司高级管理人员接受调查，业务暂停。
- 2018年6月至9月，H公司恢复部分运营，但多名经理辞职，公司接受中国证监会调查。
- 2018财年，H公司摊销了大量环境保护相关成本，运营大部分暂停。
- Y公司面临着类似的环境压力，但其运营基本正常。此外，由于小规模竞争对手关闭，市场供应下降，Y公司收入出现了增加。

图表12: 评估后的股票业绩 (截至2020年2月的数据记录)。来源: 易方达基金, 万得

业绩 (%)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	总体
Y公司	-3.60	16.76	-17.11	-18.77	46.95	-1.16	-8.96	37.81	38.12
H公司	-19.73	-35.46	-17.95	-14.29	41.67	5.51	2.09	-2.39	-45.73
基准	-3.50	-9.97	-5.54	-16.81	29.81	-10.92	-1.33	8.87	-15.19

鉴于上述案例，易方达基金将环境因素纳入投研考量并做出了更好的投资决策。针对公司的社会和公司治理方面，也采取了类似的投研分析决策流程。ESG分析框架不仅是评估上市公司的

工具，也是降低尾部风险的保障。由此可见，降低下行风险是ESG的主要优势之一，特别是在持有期较长、该等风险可能被进一步放大的时候。

## 嘉实基金管理有限公司

嘉实基金管理公司致力于为投资者创造长期、可持续的收益。2018年以来，嘉实基金不断加强自身的ESG研究能力，现已建成了一支由五名ESG专家组成、由数据专家和量化研究员提供支持的专门团队。该团队专注于ESG研究、整合和策略制定的各个方面，成员位于北京和香港。通过研究和定量分析，嘉实基金在原本市场上ESG数据质量较差的情况下进行了数据挖掘与补充，进而通过ESG整合创造超额收益，减少下行风险。同样，中国投资者也可将ESG问题纳入投资决策，提高投资收益的质量。

### 嘉实基金的ESG整合方法

嘉实基金已推出覆盖整个投资研究平台的ESG整合计划，旨在整合重大ESG议题以及与固定收益和股权投资相关的信息。投资中，缺乏长期考量会导致转型风险，而这种风险如果不能被提前预期，则可能反映在投资组合收益上。虽然目前而言，一些ESG议题在国内，或者与发达市场相比，仍不算有效，但随着法规的完善和执法力度的加大，这些问题的重要性必将逐步凸显，并反映在财务绩效中。随着中国向可持续经济转型，中国将进一步加大力度，推动环保、社会责任和良好的公司治理实践。

嘉实基金ESG团队的任务是通过联合研究、培训和讨论，指导投资团队度过这一转型阶段。团队定期与投资组合管理者会面，确保其完全了解ESG风险。嘉实基金认为，这是履行受托人责任的关键一环。

嘉实基金基于对全球框架和当地专业知识的研究，将当地重大ESG问题与全球最佳实践相结合，开发了自身专有的ESG研究和分析框架。通过整合来自股票分析师、信用分析师和ESG分析师的见解，嘉实的研究方法提供了关于中国市场和全球市场的精细的和具体的分析。此外，嘉实利用人工智能和自然语言学习技术，处理从各类公开来源提取的非结构化数据，提高了ESG数据质量。这些举措正在帮助投资组合管理者系统性地识别和理解ESG问题，而ESG问题对投资成果影响日益增强，在中国迅速向可持续经济转型期间尤其如此。

### ESG因子具有重大影响，并且能够产生超额收益

2019年11月，中国中证指数有限公司发布了嘉实沪深300 ESG领先指数。这是一支由嘉实基金以同类最佳方式构建的定制化ESG指数。该指数的年化超额收益率为5.6%，同时跟踪误差保持在3.0%以下。该指数的诞生经历了将近两年的研究、数据验证和指数构建。嘉实沪深300 ESG领先指数以中国境内股市最普遍使用的市场基准——沪深300指数——为基准，采用嘉实自主研发的ESG方法对该指数的成分股进行评分。该方法仅包含定量ESG问题和指标，且不采用任何传统财务指标。该指数构建方法与国际上同类ESG指数相同，同时不同于A股市场中一些具有行业偏离的ESG或可持续发展指数。

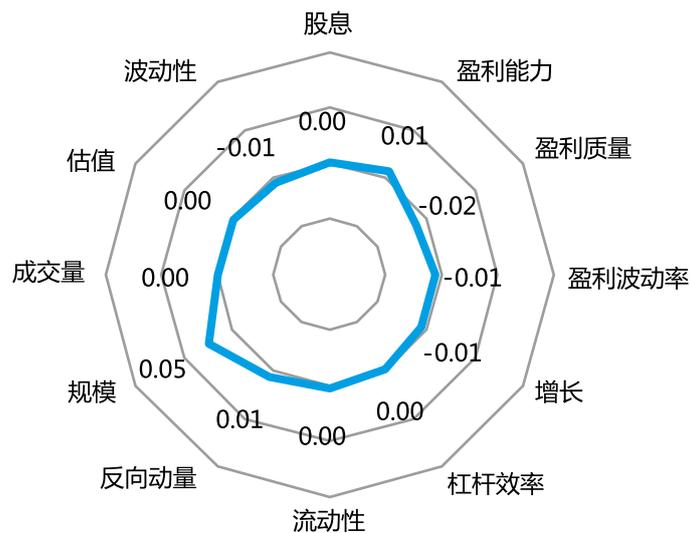
图表13: 嘉实沪深300 ESG领先指数回测绩效。来源: 嘉实基金管理公司模拟绩效, 2015年12月31日至2019年9月30日



嘉实沪深300 ESG领先指数的设计和构建过程中, 保持了行业中立性。嘉实采用ESG评分法, 先根据沪深300指数成分公司在各自行业中的ESG质量对其排名, 然后再根据自由流通市值, 选择前100家公司作为成分股。该指数行业中立性的设计可确保与作为基准的沪深300指数相比, ESG指数的相对绩效能够反映嘉实ESG评分法创造超额收益的能力。

指数设计完成后, 嘉实测试了ESG因子与其他传统量化因子的相对风格相关性。测试显示相关系数小于0.1, 这说明嘉实可能已经找到了一种有效的方法, 在中国A股市场创造额外风险调整后收益, 也证明了ESG因子和议题有能力在中国市场产生超额收益。

图表14: 嘉实沪深300 ESG领先指数平均因子暴露。来源: 嘉实基金管理公司



## 华宝基金管理有限公司

华宝基金认为，ESG因子对降低尾部风险和提高收益具有重要意义，对中国A股市场而言，这种作用可能更加明显。在中国A股市场，ESG问题的边际改善可能有助于揭示投资机会。

### 通过分析印刷电路板（PCB）行业开展ESG研究

印刷电路板（PCB）是电子设备的重要构件，而中国已是全球最大的PCB制造国。尽管如此，由于中国PCB行业高度分散以及产品技术附加值低，中国制造商在技术和规模方面仍然落后于全球同行。与此同时，环境问题也在影响着PCB行业的商业格局。因此，分析环境因素对PCB行业的影响以及研发投入，有助于投资者更好地了解未来的风险和机遇。

PCB行业面临的污染风险来自于PCB生产流程的复杂性。传统上，该行业一直受益于劳动力、土地和相对宽松的环境监管所带来的成本优势。但是，过去两年，由于中国加大了环保力度，导致该行业发生了一系列重大变化。最近出台的环保政策，尤其是2018年1月1日生效的中国《环境保护法》，加大了对PCB制造商的检查频率和处罚力度。由于环保措施不当，许多中小型PCB制造商面临设施大修甚至关停的风险。相反，及早采用有效环保措施的企业，则可能从进一步的行业整合中受益。因此，紧随着环境监管收紧的步伐，中国PCB行业的龙头企业仍然在继续发展壮大。

图表15：中国最近发布的与PCB行业相关的环保政策

时间	相关部门	环保政策
2017/5/25	中华人民共和国工业和信息化部	《工业节能和绿色实践标准化行动计划》（2017-2019年）
2017/6/29	生态环境部	《建设项目环境影响评价分类管理名录》
2017/8/29	生态环境部	《建设项目危险废物环境影响评价指南》
2018/1/1	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国环境保护税法实施条例》
2018/6/7	生态环境部	《2018-2019年蓝天保卫战重点区域强化督查方案》出版

另一方面，虽然PCB国际制造商在中高端领域仍拥有一些技术优势，但其国内需求已经饱和，甚至已经开始下降。相比之下，许多中国PCB制造商正在积极提升生产能力和技术水平，

扩大全球市场份额。随着时间的推移，中国PCB行业极有可能效率上取得提升，同时在环保实践方面向行业领先水平靠近。

### 通过ESG研究和尽职调查确定投资机会

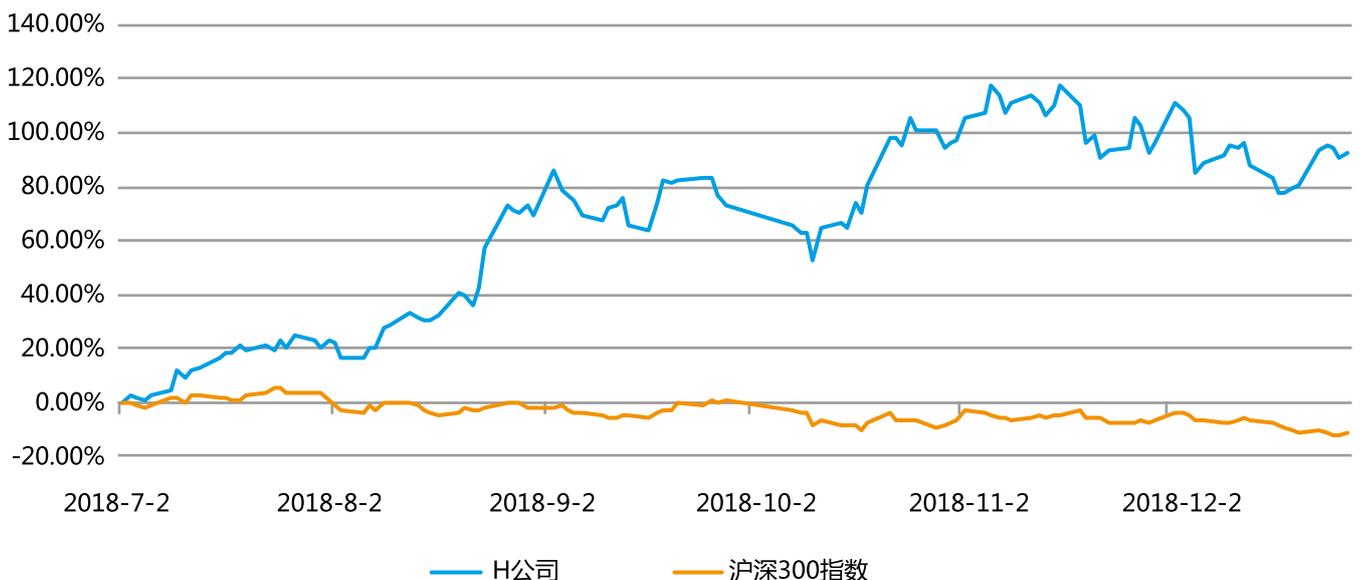
通过分析中国PCB制造商的ESG实践，有助于识别具有中长期可持续竞争优势的公司，主要理由有两个。首先，PCB公司只有注重环保并投资于更环保的项目，才能生存下去。在行业的整合过程中，规模较小的公司可能被迫关闭，从而加速行业集中度的提升。行业龙头企业则可通过额外的环保投资和专业团队，来满足日趋严苛的环境法要求。环保相关投资和支出的上升，可能迫使规模较小的公司关闭，导致行业的进一步整合。其次，PCB公司需要大量的创新，来保持长期竞争力。研发投资会建立市场进入壁垒，因此是在PCB行业实现可持续发展的关键。

例如，行业中的H公司因良好的基本面和强有力的ESG实践，被确定为有吸引力的投资机会。公司致力于成为环保亲和型公司，并采取了一系列相关措施，包括制定长期策略，增加对相关活动的投资，设立专门的环境管理部门实现环保监督，以及专注研发，以便生产更高端的产品。鉴于以上措施，华宝的研究分析师在2018年第三季度推荐了H公司。

图表16: H公司信息。来源: 公司财务报表

	2015	2016	2017	2018
营业收入 (亿元)	33.77	37.90	46.27	54.97
净收入 (亿元)	0.06	1.31	2.04	5.70
净资产收益率 (%)	0.17	3.88	5.83	14.23
环保投入 (亿元)	/	0.36	0.58	0.74
研发投入 (亿元)	1.13	1.48	1.89	2.43
研发投入/营业收入 (%)	3.36	3.91	4.09	4.42
研发人员比率 (%)	8.93	10.88	11.33	12.72

图表17: H公司股价走势



如上所述，将ESG考量纳入投资分析，有助于在中国A股市场创造超额收益。对于某些行业而言，分析ESG问题的边际变化，对了解ESG问题对行业动态的影响至关重要。这样，投资者就

可以基于更有效的长期行业预测，进行投资决策，创造更高的收益。

## 法国巴黎资产管理有限公司

法国巴黎资产管理有限公司专注于为客户实现长期、可持续的投资收益。公司认为，可持续投资实践（包括ESG整合和积极所有权）可借助各种工具、数据集和主题转变，为传统决策提供有益补充，有利于促进信息获取、知情决策、创造风险调整后收益，以及更可持续、更强劲、更具包容性的经济增长。

法国巴黎资产管理承诺按照其2019年3月发布的“全球可持续发展战略”的相关规定，在2020年之前将可持续投资实践整合至公司所有战略之中。

法国巴黎资产管理的可持续投资方法有四大支柱：

- **ESG整合**——通过评估每项投资的ESG相关风险和机会加强投资决策。
- **尽责管理**——对发行人进行有意义的沟通（包括投票），更好地代表客户了解和管理 ESG风险，并在投资组合公司ESG动量增强时收获超额收益。
- **负责任的商业行为**——为避免声誉、监管和资产搁浅风险，法国巴黎资产管理不选择违反“联合国全球契约原则”或行业政策的公司。这相当于排除了大约2%的可投资领域（按市值计算）。一般而言，法国巴黎资产管理更倾向于‘参与’（engage）投资对象，而不是撤资。
- **建设可持续未来（三个E）**——为加强投资决策并指导尽责管理工作，法国巴黎资产管理侧重于三个专题领域，即：a) 能源转型（Energy transition）；b) 环境可持续性（Environmental sustainability）；和c) 平等和包容性增长（Equality and inclusive growth）。公司认为，这“三个E”是繁荣、可持续和包容性经济的必要基础。

法国巴黎资产管理公司从可持续投资实践中识别出超额收益的三个来源。

### 避险定价

研究显示，ESG问题或分数与公司股价波动性之间呈负相关关系<sup>24</sup>。通常而言，ESG得分较高的公司波动性较低，其股价出现大幅下跌的可能性也更低。

这意味着投资者可将ESG分析作为评估风险的重要工具。事实上，将ESG整合进基本面分析的最常见目标之一便是增强风险管理。具体而言，一些公司会因为“尾部风险”事件而导致价值损失，很多投资者会利用ESG整合减少投资这种公司的可能性。这类尾部风险包括由公司治理、环境绩效或供应链布局引发的各种不良事件。

中国对环境问题的关注不断升级是政策风险显现的典型例证。在2018年前11个月，新成立的生态环境部开出了超过16.6万张罚单，累计罚款20亿美元。2019年5月，国家发改委宣布将削减小型煤矿数量，以提高生产安全性，减少污染。2019年6月，山西煤矿安全监察局通报，2019年前5个月，该局共开展2167次安全检查，叫停了82个矿井的生产或施工。

环境或社会（安全）绩效，已成为中国企业和投资者日益突出的风险。这导致了竞争格局的转变——环境和安全绩效不佳的公司，所面临的罚款、补救成本以及极端情况下倒闭的风险越来越高。此外，由于不合规的公司无法再获得“环境套利”，而必须改革经营方式或退出行业，环境绩效良好的公司往往能够占据有利地位，从行业整合中获益或是扩大市场份额。

基于这些转变和风险，法国巴黎资产管理投资公司旨在通过ESG整合、公司参与以及专有ESG评分框架来识别、评估并将这些转变和风险纳入投资决策。

<sup>24</sup> Journal of Portfolio Management, Volume 45, Number 5, July 2019;

ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification, Journal of Applied Corporate Finance, Vol.28, No.2, Spring 2016

ESG Matters, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/14/esg-matters/>

## ESG动量和尽责管理的益处

法国巴黎资产管理公司认为，通过对发行人进行有效参与（engagement），可利用ESG绩效改善（ESG动量）产生的超额收益机会，促进投资，同时对公司和广大利益相关者产生积极影响。

重点在于ESG动量可产生两个（相关）超额收益来源：

### 估值折扣

投资者通常会试图通过明确减少预测现金流或提高未来现金流贴现率，对未来风险进行“定价”，以反映不确定性的增加。这可能导致公司的股票相对于同行公司以估值折价（基于一年期远期收益）进行交易。如果基金与公司合作，改善双方针对感知风险的沟通或管理，就能降低或消除ESG风险的不确定性，进而帮助公司重新评级，同时提升股价。此外，这也可以帮助公司吸引更多具有不同风险偏好或价值观的股东。

### 改善基本面

改善关键ESG问题绩效可能会创造重大财务效益。例如，a) 提高资源效率（水、电、原材料投入）可节省成本；b) 开展员工培训，确保多样性和良好的安全绩效有助于吸引和留住人才、降低招聘成本并提高服务质量；c) 更好地识别和管理主要ESG风险可增强防范能力，并减少不利的政策变化（如碳税或强化环境监管）或消费者偏好变化（如远离塑料、食品安全）的负面影响。

上述ESG绩效都有助于公司增强业务弹性、降低尾部风险、加快收益增长，以及提升营业利润率和资本回报率。

### 识别机会

全球供应链中发生过很多与劳工待遇或环境有关、影响极大的丑闻。这些丑闻可能会对公司（尤其全球性消费公司）的品牌资产和账本底线产生重大影响。

随着服装制造业供应链从中国延伸至孟加拉国、越南和其他市场，与供应链管控相关的风险可能随之加剧。在这种情况下，供应商如果能证明其可靠性、透明度和对高质量实践的承诺，就会在吸引和留住客户方面占据竞争优势。

申洲国际集团控股有限公司是一家在香港上市的服装制造商，在中国和越南设有制造基地。该公司一直是法国巴黎资产管理重要的投资组合成分。过去5年，该公司的表现优于香港本地指数326%，优于MSCI ACWI指数318%（即每年分别增长30%和29%）。然而，该行业的其他参与者的股价表现却参差不齐，7家上市OEM公司在此期间的平均表现低于MSCI ACWI指数43%<sup>25</sup>。

法国巴黎资产管理公司在建立对申洲的投资逻辑时，分析了该公司的关键ESG问题绩效。关键ESG问题是对企业已有竞争优势的有效补充。申洲在关键环境和社会问题上的良好绩效，不但降低了其丑闻风险，也是吸引和留住关键国际品牌的关键，而申洲的成功离不开这些品牌的支持（申洲是优衣库、耐克、阿迪达斯和美洲狮的最大服装供应商）。

申洲采用一体化经营模式，同时注重生产效率和运营规模，这意味着公司完全有能力满足客户在灵活交货期和多元化采购方面的需求。

### 数据的重要性

在上述示例中，公司在重要ESG问题表现的信息可得性是进行分析工作的基石。尽管与公司直接进行接触是获取公司ESG文化和表现的有效途径，但这很难大规模运用在所有公司中。缺乏高质量ESG数据可能会严重限制投资者识别或评估公司风险敞口和参与重大ESG问题的能力。

从2020年起实施强制性ESG报告要求是一个积极的进步。这一举措可以促进投资者进行更深入的股票分析，并成为增加投资者就ESG问题开展公司参与的催化剂。标准化、可比性和对量化数据的强调会使修订后的强制性报告要求影响更为深远。

25 截至2019年9月30日。

# 附件

## MSCI指数构建

MSCI的同类最佳和倾斜指数运用如下方法：

- 成分股选择：MSCI大盘和中盘股标准指数。
- 合格公司：同类最佳指数（例如MSCI ESG Leaders Index）排除MSCI评级为“B”和“CCC”的公司。倾斜指数（例如MSCI ESG Universal Index）适用于所有ESG评级公司。两种指数均排除争议分数较低的公司，同类最佳指数的门槛高于倾斜指数。
- 争议性业务筛选：两种指数都排除争议性武器行业公司，同类最佳指数还排除了酒精、赌博、烟草、核能、常规武器、核武器和民用枪支行业的公司。
- 同类最佳指数的证券选择和权重：将ESG评级公司按ESG评级>ESG趋势>ESG评分>自由浮动市值的顺序排列，然后在全球行业分类标准（GICS）的每个行业内，按累计浮动市值排名前35%的证券>累计浮动市值排名前50%的AAA和AA级证券>剩余合格证券的顺序选择公司，直至每个行业的所选证券达到其自由浮动市值的50%。
- 倾斜指数的证券选择和权重：根据ESG评级分数和ESG趋势分数对证券进行加权（ESG评级分数和ESG趋势分数越高，证券的权重越高），然后根据基础指数（parent index）中的市场价值权重调整得到的权重（每支证券的调整上限为5%）。
- 再平衡流程：每年5月根据截至4月底的数据对同类最佳指数进行重新平衡；每年5月和11月根据4月底和10月底的数据对倾斜指数进行再平衡。如果同类最佳指数的现有成分股符合所有选择标准，则优先选择该等成分股。
- 数据周期：根据MSCI ESG研究数据库的可用数据，ESG动量指数（例如MSCI ESG Universal Index）的数据周期为2013年6月28日至2019年6月30日。
- 基础指数：以MSCI新兴市场指数和MSCI中国指数为基准，衡量区域和单一国家投资组合。

## 编制人员

### 作者

- 李伟博, 独立顾问
- Margarita Pirovska, PRI

### PRI参与

- Toby Belsom
- Mark Kolmar
- 罗楠
- Will Martindale
- 唐棣
- 王博
- 周艾闻

### 编辑

- David Wigan, Perceptive Communications

### 设计

- 北京走遍全球文化传播有限公司

## 负责任投资原则 (PRI)

PRI与全球签署方共同合作，贯彻执行负责任投资六项原则。PRI的宗旨是认识环境、社会和治理 (ESG) 问题对投资的影响，并支持签署方将ESG问题纳入投资和所有权决策。PRI为签署方以及签署方经营所在的金融市场和经济体谋求长远利益，最终惠及整个环境和社会。

负责任投资六项原则立意高远，提出一整套可行方案，将ESG问题纳入投资实践，供投资者自愿遵守。六项原则由投资者制定、为投资者所用。签署方实施六项原则，有助于建立更加可持续的全球金融体系。

如需了解更多信息，请访问：[www.unpri.org](http://www.unpri.org)



PRI 是与**联合国环境署金融倡议**和**联合国全球契约**协作的投资者倡议。

## 联合国环境署金融倡议 (UNEP FI)

UNEP FI 是联合国环境署 (UNEP) 和全球金融部门之间的一项特殊的合作计划。UNEP FI 与 200 多家金融机构密切合作，这些机构都是 UNEP FI 可持续发展声明的签署机构，此外，UNEP FI 还与一系列的伙伴展开合作，致力于发展和促进可持续发展与财务业绩之间的联系。通过对等网络、研究和培训，UNEP FI 在各级金融机构的运营过程中识别、促进和实施最好的环境和可持续发展实践。

如需了解更多信息，请访问：[www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)



## 联合国全球契约

联合国全球契约号召世界各地的企业在运营和战略中履行人权、劳工标准、环境和反腐败领域的十项公认原则，并采取行动支持联合国可持续发展目标的实现和问题的解决。联合国全球契约旨在为负责任的企业实践的开发、实施和披露提供领导力平台。联合国全球契约于2000年启动，是全球最大规模的企业可持续发展倡议。迄今为止，来自160多个国家的8800多家企业和4000家非企业机构已加入该契约，此外还包括80多个全球契约地方网络。

如需了解更多信息，请访问：[www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org)

