

新趋势下的投资避险指南——ESG 系列研究开篇

2022 年 02 月 22 日

- ESG 或成为 2022 年全年的关注点。自 2020 年 3 月疫情爆发以来，ESG 策略指数成功跑赢对应基础指数，2022 年在地缘政治风险升温、制裁大棒的挥舞下，ESG 策略的超额收益有望持续。在此背景下，我们准备了 ESG 系列报告，本文作为开篇，从风险管理的角度探索了将 ESG 因素纳入投资流程对于投资下行风险的启示。
- 2017 年以来，投资者对于环境、社会风险的关注升温，全球资产配置正经历着向可持续或 ESG 方向的结构转变。微观层面的现象相呼应，CFA 协会的机构投资者调查显示，投资风险为资管机构将 ESG 因素纳入投资组合管理的首要原因。
- 在疫情的“压力测试”下，ESG 策略被证明在市场存在下行风险时具备韧性。如图 3-图 4 所示，在新冠疫情爆发、金融市场承压下，MSCI 全球 ESG 系列指数相对于 MSCI 全球指数仍实现超额收益，标普系列 ESG 指数也跑赢了基准指数。贝莱德广泛分析了全球具有代表性的 ESG 指数，发现 2020 第一季度，88% 的表现优于其基准，体现出 ESG 策略的韧性。
- 欧洲机构投资者对于 ESG 的观点具有指引意义。欧洲是践行 ESG 的先驱，晨星网 2021 年一季度末数据显示，全球可持续管理的资产中，超过 80% 为欧洲资管机构所管理。交易所层面数据侧面反映了欧洲投资者对 ESG 的关注，在 ESG 披露比例排名方面前十中有八个是欧洲的交易所（图 5）。
- 那么欧洲机构投资者在 ESG 方面最关注什么？治理因素首当其冲。根据 CFA 协会和 PRI（联合国责任投资原则组织）的联合调查，2017 年各欧洲机构更加看重“治理”（Governance）因素对于投资的影响，不过近年来，在全球碳中和等趋势下，对环境（Environmental）和社会（Social）因素的关注也在上升。
- ESG 因素是传统基本面分析的补充。越来越多的投资者将声誉风险评估、监管发展、人口老龄化等大趋势纳入基本的投资分析中。此外，ESG 分析也被纳入波特五要素等传统分析框架，从而对财务指标预测、建模假设、估值倍数和财务比率预测等方面构成临时或永久性调整。
- 如图 6 所示，ESG 可以贯穿投研流程，并被纳入投资组合层面的风险管理。以股票为例，PRI 对于 ESG 纳入投资组合构建提供了三种方法（表 1）：一是整合法，通常通过引入 ESG 评级体系，系统地将 ESG 因素纳入投资分析和决策中。二是筛选法，根据投资者的偏好、价值观或道德准则，筛选或剔除候选标的。三是主题法：选择具备有吸引力的风险-收益特征的标的，识别并配置与环境或社会效益相关的主题（如清洁能源、能源效率等）。
- 接下来我们将聚焦负面筛选以及 ESG 评级对于投资下行风险的启示：

负面筛选基于传统道德价值观及标准和规范，规避公司或国家。价值观聚焦公司业务（负面业务包括酒精、烟草或赌博等），通过限定财务阈值等方式进行排除。标准和规范聚焦公司在人权、劳工、环保等领域国际公认规范方面的行为。

负面筛选可以帮助规避监管、事故等对于公司业绩的负面影响。例如监管敏感领域的行业，治理因素有重要作用，未能遵守监管要求可能会导致罚款，严重违反监管规定可能会对公司的竞争地位产生重大影响，从而影响公司业绩。施罗德的研究显示，负面筛选可以在短期内规避下行风险，获得超额收益（图 7）。

ESG 评级体系通常包括三个层级的指标，对公司的 ESG 表现做出评分。国际上受认可的 ESG 数据提供方包括 MSCI、标普全球、Sustainalytics 等，对于环境、社会、治理部分进行打分。ESG 评分高低反映了公司 ESG 风险敞口较大，在制定投资决策的过程中，当其他条件类似时，ESG 评分高的标的通常被优先考虑。
- 2021 年下半年以来，我国监管风险不断升级，A 股部分行业在政策收紧下屡屡受挫。展望未来，政策的不确定性犹存，将 ESG 纳入投资决策及风险管理流程有助于规避政策风险，尤其是政策敏感型行业，将标的公司的 ESG 绩效纳入考评，可以帮助投资者对于下行风险形成更全面的认识。
- 风险提示：地缘冲突剧烈导致全球碳中和趋势被逆转；新冠病毒变异导致疫苗失效，造成资产价格崩盘

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

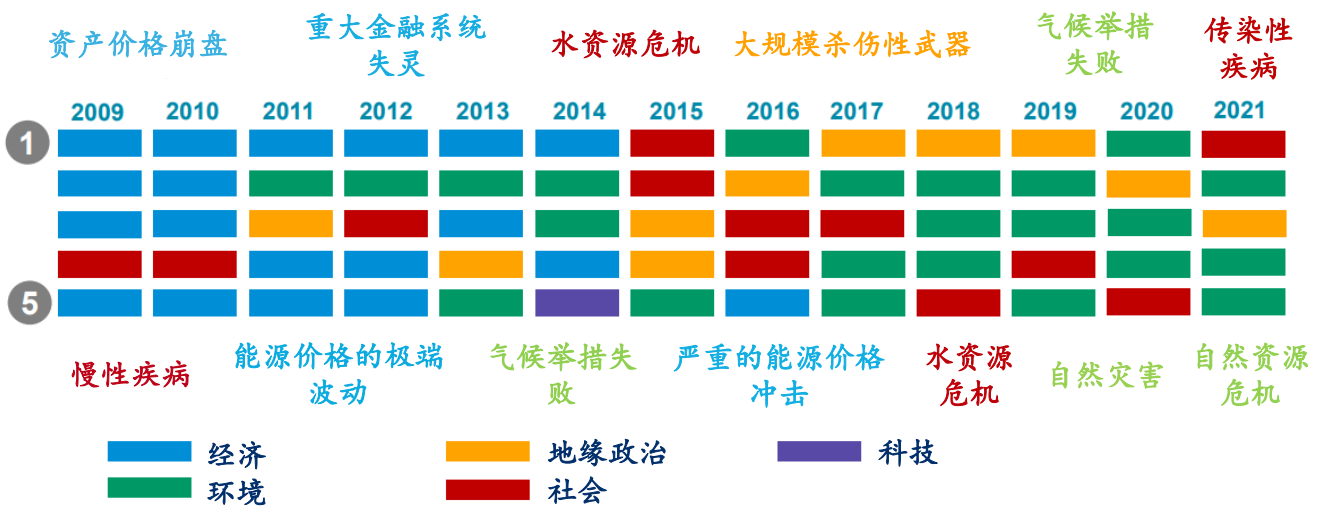
taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dzwzq.com.cn

- 1、《宏观周报 20220220：黄金突破 1900 美元/盎司后还有多少上升空间？》2022-02-20
- 2、《宏观周报 20220218：防疫“躺平”国家的股市为何抗跌？》2022-02-18
- 3、《宏观月报 20220216：PPI “死灰复燃”的三大风险点》2022-02-16
- 4、《宏观周报 20220215：俄对外战争与油价见顶：历史的巧合还是必然？》2022-02-15
- 5、《宏观月报 20220215：MLF 点评：宽松窗口渐紧，3 月降息可期》2022-02-15

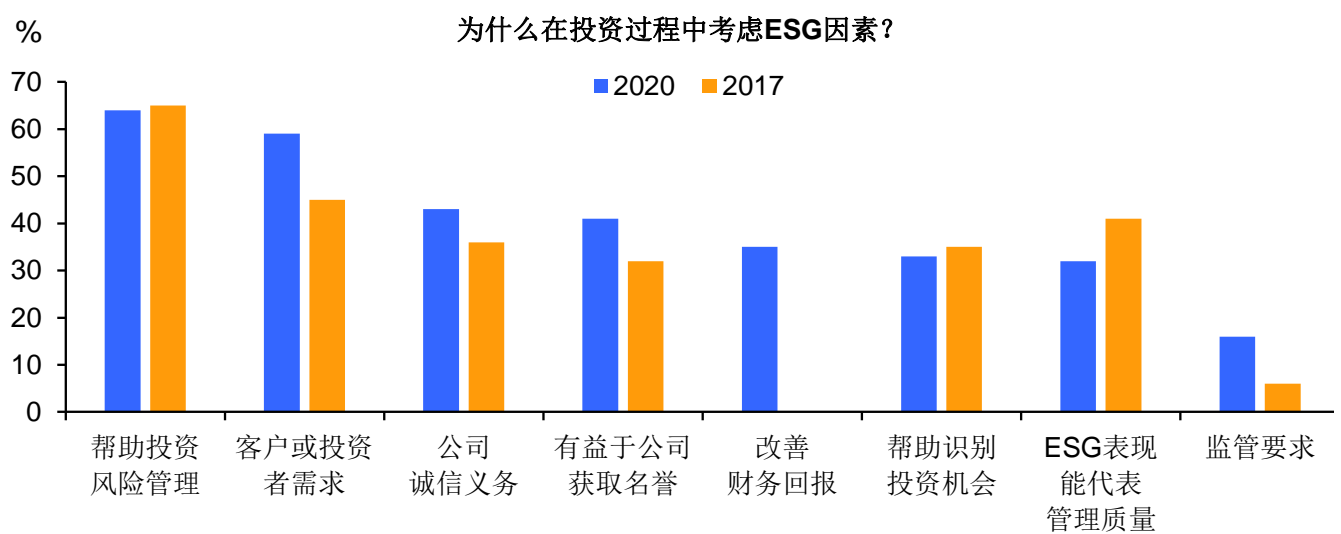
图 1: 全球投资风险格局不断演变, 2017 年以来, 环境和社会风险愈发受到关注



注: 历年重要性前五的风险分类

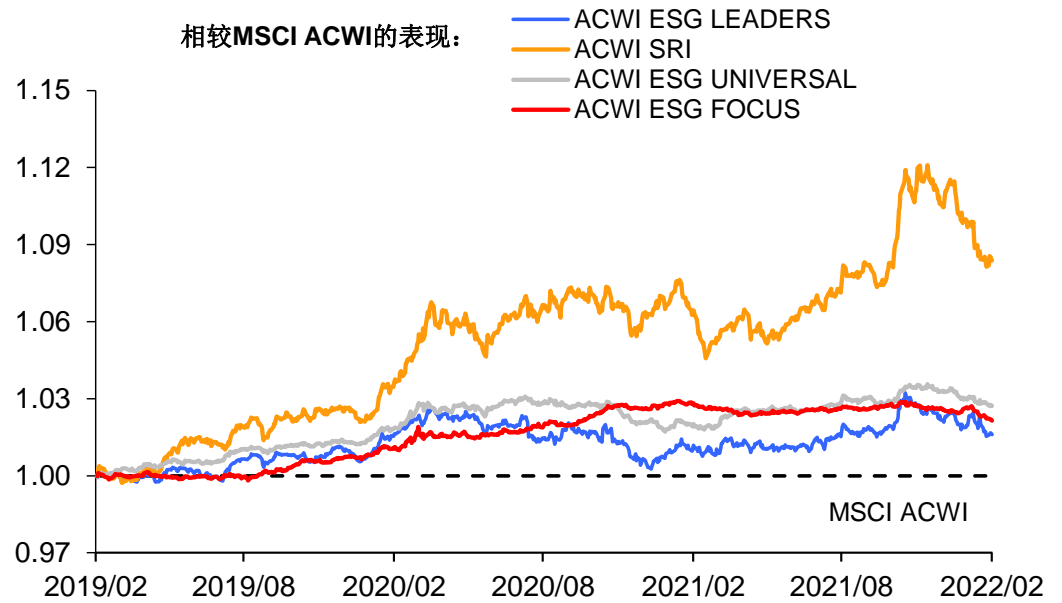
数据来源: CFA Institute, 2021 年世界经济论坛全球风险报告, 东吴证券研究所

图 2: 投资风险管理以及客户需求为资管机构将 ESG 因素纳入投资组合管理的两个首要的原因



数据来源: CFA 协会机构投资者调查, 东吴证券研究所

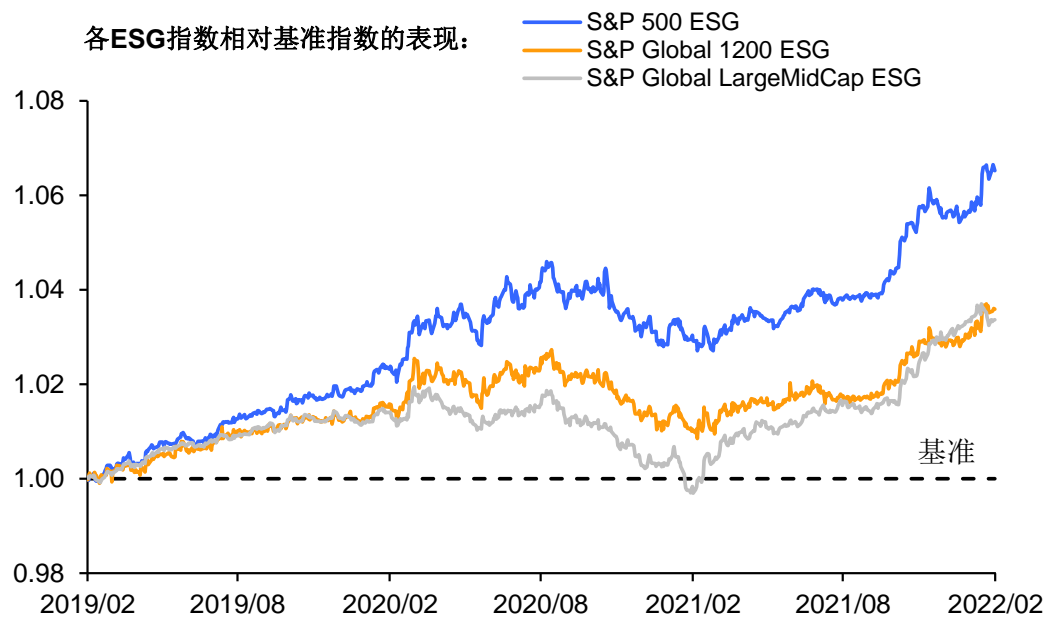
图 3: MSCI 全球 ESG 系列指数相对于 MSCI 全球指数存在超额收益



注: 以 MSCI 全球指数为基准 (即 MSCI ACWI=1)

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

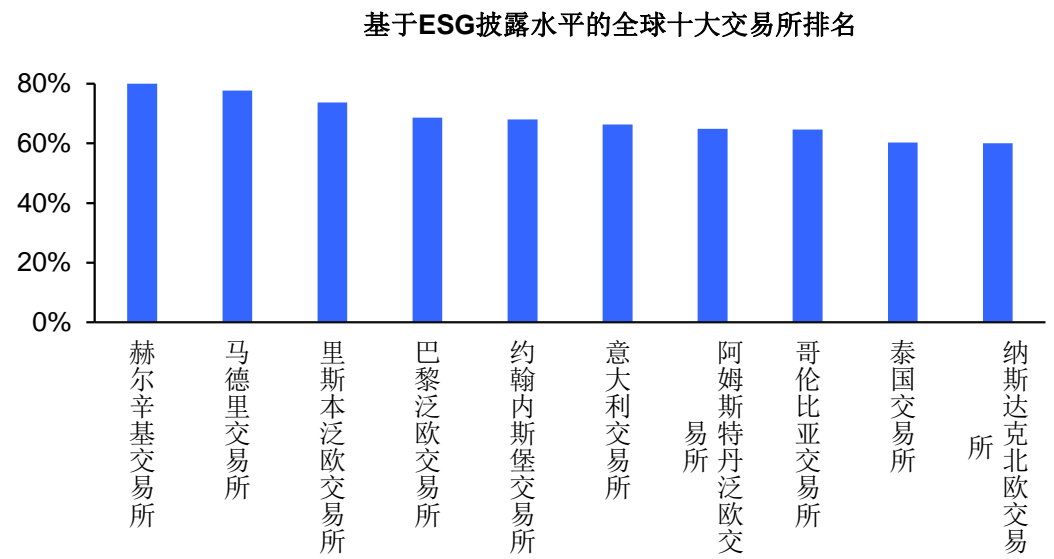
图 4: 标普 ESG 系列指数相对于基准指数存在超额收益



注: 基准指数分别为 S&P500、S&P Global 1200、S&P Global LargeMidCap

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: ESG 披露比例排名方面, 欧洲交易所占据了前十中的八个



注: 披露 ESG 报告的公司占比总上市公司的比例
 数据来源: Corporate Knight (2019), 东吴证券研究所

图 6: ESG 因素可以贯穿投研流程, 并被纳入投资组合层面的风险管理



数据来源: PRI, 东吴证券研究所

表 1: 股票方面, ESG 纳入投资组合构建的三种方法对比

对比股票领域ESG 纳入方法的主要特点

	整合法	筛选法	主题法
较全面地展现公司面临的风险和机遇	●		
适用仅对风险 - 收益状况的考量感兴趣的投资者	●		
可适应现有投资流程	●	●	●
通常出于道德原因, 限制对某些工业、地理区域或公司的投资		●	●
将不具有财务重要性的 ESG 因子或道德考量纳入投资决策		●	●
引导资本流向促进环境、社会效益的投资			●

上表概括了几种ESG主要纳入方法的一些差异, 并非具体、详尽分类。

数据来源: PRI, 东吴证券研究所

表 2: PRI 对于筛选法的指引

负面筛选 避开绩效最差的公司	基于规范的筛选 采用现有框架
<ul style="list-style-type: none"> 排除ESG绩效相对于业内同行较差的某些经济部门、发行人或证券, 或者根据特定ESG标准进行排除, 比如避开特定产品、服务、地区或商业实践。 坚决避开酒精、烟草、赌博、成人娱乐、军事武器、化石燃料、核能等活动。 根据收入敞口或者业务活动、运营设置财务重要性阈值(例如10%)。 使用定量ESG指标避开同类最差投资。 以伊斯兰教原则为指导的伊斯兰教法筛选是负面筛选的一个子类。 	<ul style="list-style-type: none"> 按照基于国际规范的商业实践最低标准筛选发行人。实用框架包括联合国条约、安理会制裁条例、联合国全球契约、世界人权宣言、经合组织指引等。 属于负面筛选的一个子类, 由于发行人未能遵守国际公认“规范”, 比如联合国全球契约、京都议定书、联合国人权宣言、国际劳工组织标准、联合国反腐败公约、经合组织跨国企业准则等, 而将相关公司或政府债券排除在外。 公司发生不道德行为时, 基于规范的筛选亦可称为“争议筛选”或负面筛选。

数据来源: PRI, 东吴证券研究所

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37850

