

宏观深度报告 20220429

ESG 投资体系构建指南:

从 EPS 到 ESG, 海外养老金投资策略有何变化?

2022 年 04 月 29 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《“稳”与“防”的动态平衡》

2022-04-29

《亚洲货币战下人民币汇率破 6.6 》

2022-04-28

《亚洲“货币战”？》

2022-04-27

■ 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 方向的结构性的转变。投资从对 EPS 的单方面追逐转向 EPS-ESG 双向的考量, 对于业绩的考核也加入了“ESG 绩效”。2022 年开年以来, 欧美多国对于俄罗斯的制裁、GPF 因为新疆棉剔除李宁等事件对资本市场造成了冲击, ESG 对于投资下行风险的启示愈发受到关注。

■ 本文从投资风险等多个维度, 探索了 ESG 潮流背后的逻辑与驱动力。我们对海外机构的 ESG 纳入框架进行了研究, 探讨了机构层面 ESG 政策的制定及投资流程中的 ESG 纳入, 分成三点来概括:

■ 一是纳入 ESG 符合养老金和资管机构的长期目标, 因而受到二者共同的推动。从投资价值链传导来看, 对 ESG 的考量源自以海外公共养老金为代表的资产所有者, 后续传导至资管机构, 再传导至被投资的标的公司。

从养老金的角度, ESG 与其投资理念高度契合。一方面, ESG 的可持续发展理念与养老金的长期投资理念不谋而合, 另一方面, 养老金的社会责任属性也驱动其与 ESG 相融合。ESG 的纳入有助于改善养老金的风险-收益状况, 助力其实现长期投资目标, 履行受托责任。

从资管机构的角度, 一方面为了应对养老金等资金方的考核, 另一方面出于自身投资风险管理的目的, ESG 有助于机构对下行风险形成更全面的认识, 帮助其有效地管理监管风险, 推动资管机构在公司政策层面纳入 ESG 因素。

■ 二是治理因素为最受关注的 ESG 因素。对于上市公司来说, 公司治理涉及的领域, 除了公司组织架构(董事会、高管薪酬、股东权利、信披等), 还包括公司的商业战略以及其实施方式对环境和社会等因素的影响。

公司治理的目的是使得利益相关者实现利益最大化。从价值创造来看, 强大的治理框架可以维护少数股东权益, 从而对公司估值产生重要影响。世界银行指出, 对 27 个经济体的 539 家大型企业的研究表明, 投资者保护良好的经济体的企业估值普遍更高; 此外, 企业的风险承受力和增长率与投资者保护体系的质量呈正相关关系, 更好的治理体系使得公司可以进行风险更高、更具价值的投资。

■ 三是 ESG 框架体系包括公司层面的政策和投研流程的纳入。

公司层面 ESG 的“基础设施建设”, 遵循总部所在地的法律法规及监管指引, 并参考国际规范和指引, 其中联合国可持续发展目标和巴黎协定是多数机构 ESG 政策的指导方针。国际规范和指引提供了 ESG 整合的框架、标准和原则, 在为市场带来一致性和清晰性方面发挥着重要作用。

ESG 因素作为传统基本面分析的补充, 可以贯穿投研流程, 并被纳入投资组合层面的风险管理, 后续通过尽职管理持续提高标的的 ESG 绩效。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。

■ 最常用的 ESG 纳入策略包括负面筛选和 ESG 评级:

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, 可以帮助规避监管、事故等对于公司业绩的负面影响。海外机构的排除政策有一定的政治倾向性, 尽管参考的规范和指引多为自愿性的, 但部分养老金排除政策的制定受到政府的指引。

ESG 评级包括三个层级的指标来对公司的 ESG 表现评分。评分低反映了 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，通常优先考虑 ESG 评分高的标的。不过由于数据可得性及评分计算方法的不同，ESG 评级缺乏统一标准。

- 总结来看，ESG 的纳入与养老金和资管机构的长期目标一致。将 ESG 绩效纳入考评，可以对下行风险形成更全面的认识。2022 年在地缘政治风险升温、制裁大棒的挥舞下，ESG 策略的韧性愈发受到关注，未来或将吸引跟多的机构加入 ESG 体系建设的风潮。
- 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

内容目录

1. 海外投资机构为什么引入 ESG?	6
1.1. ESG 在投资价值链上的传导	6
1.2. 哪些 ESG 相关领域最受海外投资者关注?	8
2. 如何在机构层面纳入对 ESG 因素的考量?	8
2.1. 哪些国际规范和指引可供参考?	9
2.2. 如何将 ESG 因素纳入投研流程?	10
3. 如何制定负面筛选策略?	11
3.1. 海外机构的排除标准是如何确定的?	13
3.2. 案例: 挪威主权财富基金 GPF 基金	14
4. 如何构建 ESG 评级体系?	15
4.1. 海内外 ESG 数据提供商镜鉴	16
4.2. 案例: 治理因素的海内外评级对比	17
5. 风险提示	19

图表目录

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.....	5
图 2: 标普 ESG 系列指数相对于基准指数存在超额收益.....	5
图 3: 2021 年调查数据显示养老金为 ESG 纳入的主体.....	6
图 4: 日本政府养老投资基金 GPIF 将 ESG 因素纳入了对外部资产管理人的考核中.....	7
图 5: CFA 协会机构投资者调查显示, 资管机构将 ESG 纳入投资流程的两个首要原因为投资风险管理和客户需求.....	7
图 6: CFA 协会调查显示, 董事会责任为投资者最关注的 ESG 问题.....	8
图 7: 海外养老金制定 ESG 政策主要参考的国际规范和指引.....	9
图 8: 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.....	11
图 9: 负面筛选对下行风险有警示作用, 在短期内或能获得超额收益, 但对长期超额收益的贡献不大.....	12
图 10: 从参考的国际规范可以看出, 北欧养老金对气候风险的重视程度很高.....	14
图 11: 我们选取的四大海外养老金/主权基金简介.....	14
图 12: 研究对象负面清单排除领域.....	14
图 13: MSCI ESG 评级体系.....	16
表 1: ICGN 全球公司治理原则包含了十项准则.....	10
表 2: 股票领域的 ESG 框架.....	10
表 3: 股票领域, ESG 纳入投资组合构建的三种方法对比.....	11
表 4: PRI 对于筛选法的指引.....	12
表 5: 负面筛选参考的国际公认规范.....	13
表 6: GPF 负面筛选标准.....	15
表 7: 海内外领先的 ESG 评级数据提供商一览.....	17
表 8: 万得和 MSCI ESG 评级体系——治理因素下部分三级指标对比.....	18

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（图 1）。投资从对 EPS 的单方面追逐转向 EPS-ESG 双向的考量，对于业绩的考核也加入了“ESG 绩效”。

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

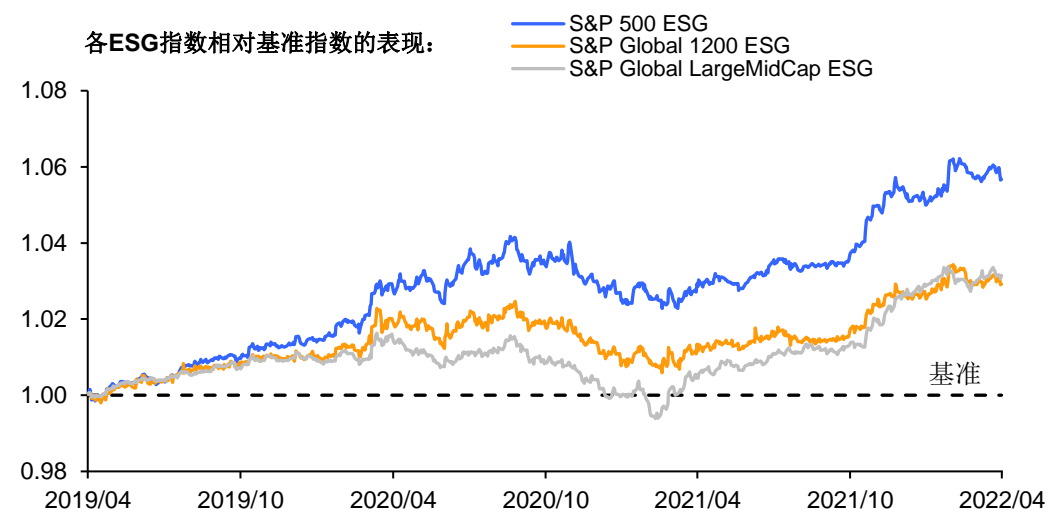


注：历年重要性前五的风险分类

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

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。在新冠疫情爆发、金融市场承压下，标普系列 ESG 指数依旧跑赢基准指数（图 2）。地缘政治风险升温、制裁大棒挥舞的 2022 年，ESG 策略有望持续收获超额收益。本文对海外机构的 ESG 纳入框架进行了研究，探讨了机构层面的 ESG 政策及投资流程中对 ESG 因素的纳入，从投资风险管理等多个维度，探索了 ESG 潮流背后的逻辑与驱动力。

图2：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

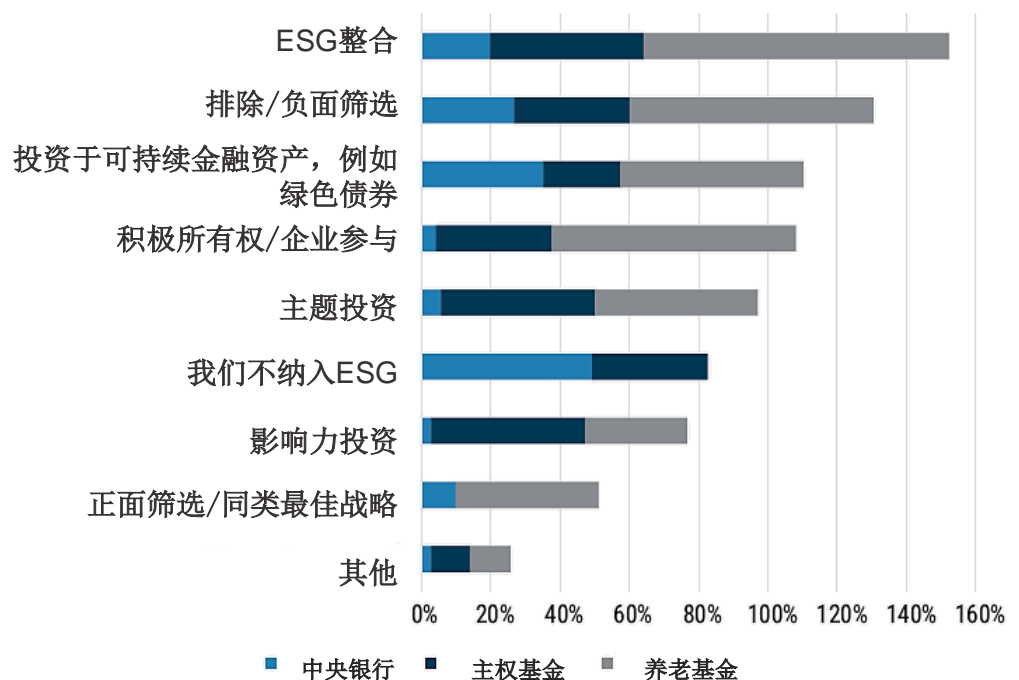
1. 海外投资机构为什么引入 ESG?

ESG 潮流受到资产所有者和资管机构共同的推动。前者的初始动机为政府的法律法规和指引, 后者一方面为了回应前者的需求, 另一方面出于自身投资风险管理的目的, 在公司政策层面纳入 ESG 因素。

1.1. ESG 在投资价值链上的传导

从源头上看, ESG 的核心推动者是以海外公共养老金为代表的资产所有者, 后续通过投资价值链传导至资管机构。ESG 与养老金的投资理念高度契合, 一方面, ESG 的可持续理念与养老金的长期投资理念不谋而合, 另一方面, 养老金的社会责任属性也驱动其与 ESG 相融合。

图3: 2021 年调查数据显示养老金为 ESG 纳入的主体



注: 三种机构占比的加总

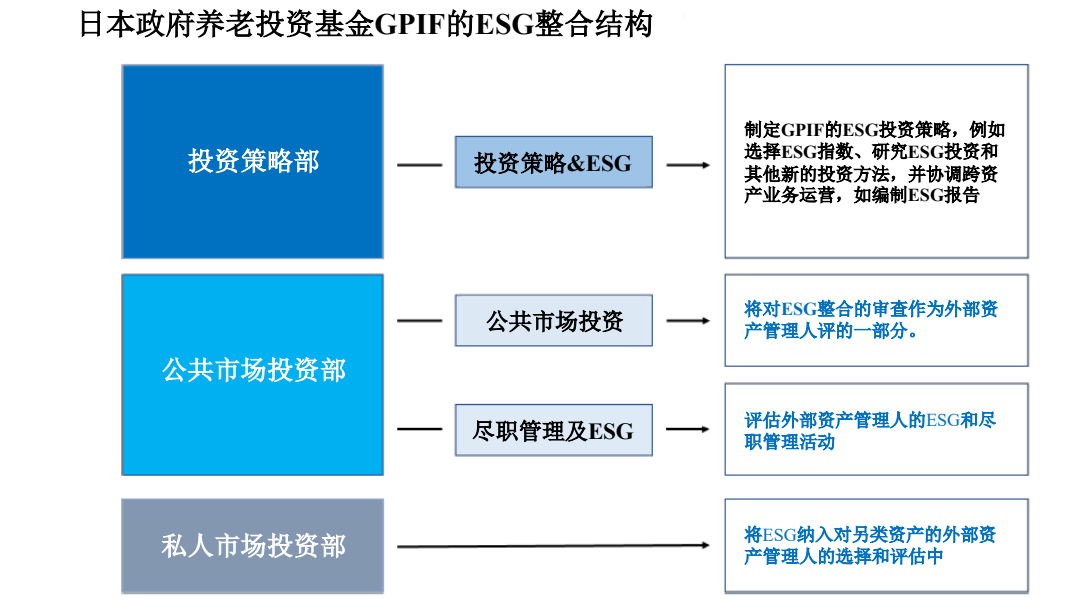
数据来源: 路透, OMFIF (2021/07), 东吴证券研究所

纳入 ESG 有助于养老金履行受托责任。养老金本质上是受托机构, 肩负受托责任 (Fiduciary Duty), 其 ESG 纳入的方向旨在改善风险-收益状况 (Risk-Return Profile), 实现长期投资目标。对 ESG 因素的评估有助于养老金与其投资标的公司就长期价值创造的驱动因素进行更高质量的对话, 积极寻找 ESG 为投资创造的机遇, 并使得资本被分配给治理更优的公司, 更好地为实现绿色和可持续发展的社会目标做出贡献。

部分养老金对外部资产管理人的考核包括 ESG 对投资财务绩效的影响, 迫使资管

机构将 ESG 纳入投资流程。例如日本政府养老投资基金（GPIF）采取监控和评估资产管理人 ESG 策略的形式，通过评估与其预期的一致性来选择合适的外部管理人(图 4)。

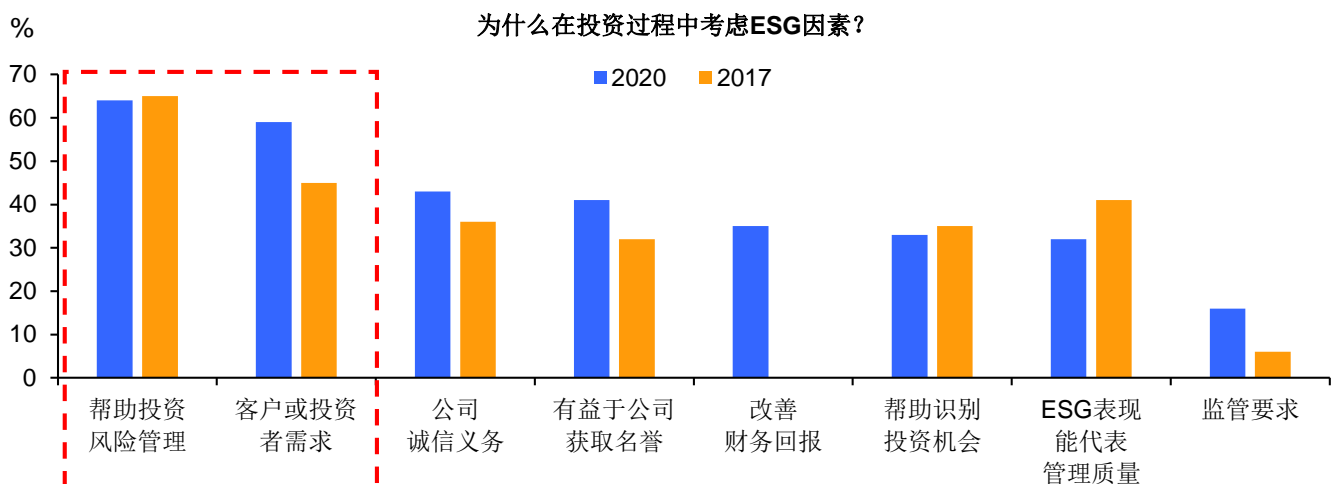
图4：日本政府养老投资基金 GPIF 将 ESG 因素纳入了对外部资产管理人的考核中



数据来源：GPIF，东吴证券研究所

除了客户考核要求外，投资风险管理也是海外资管机构将 ESG 因素纳入投资组合管理的重要原因（图 5）。将 ESG 纳入投资决策及风险管理流程有助于规避政策风险，尤其是对于政策敏感型行业，将标的公司的 ESG 绩效纳入考评，可以帮助海外资管机构对于下行风险形成更全面的认识。

图5：CFA 协会机构投资者调查显示，资管机构将 ESG 纳入投资流程的两个首要原因为投资风险管理和客户需求

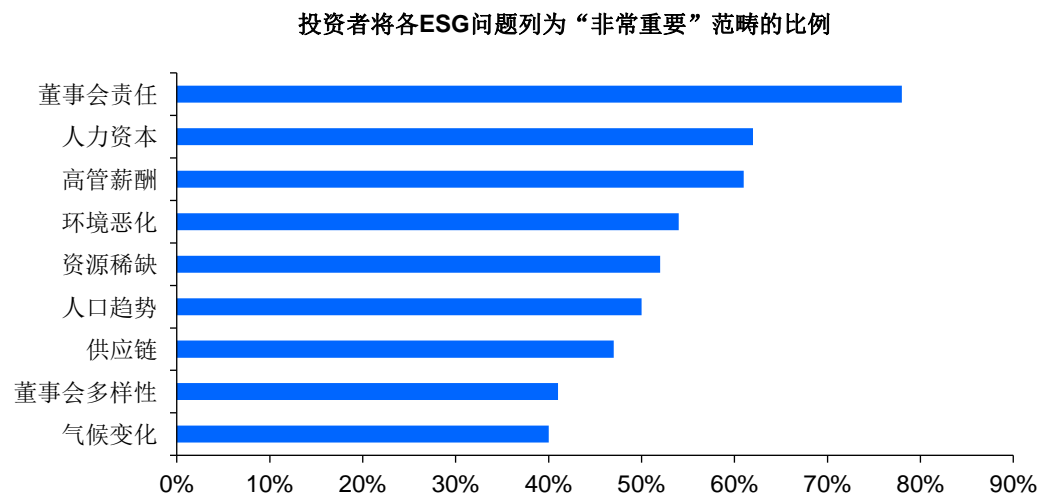


数据来源：CFA 协会，东吴证券研究所

1.2. 哪些 ESG 相关领域最受海外投资者关注？

治理因素为投资研究和分析中涉及最多的 ESG 因素。根据 CFA 协会调查，ESG 中各欧洲机构最为看重治理因素对投资的影响，从具体问题来看，投资者最关注的 ESG 问题是董事会责任（图 6）。对于治理因素的关注，部分原因在于近年来公司治理实践丑闻频发，例如大众汽车的排放测试丑闻已经迫使其支付了近 300 亿欧元的罚款和赔偿，Facebook 对数据的滥用导致其市值一度蒸发超过 10%，在公司遭受大额财务损失的同时，投资者的利益受到严重侵害。

图6: CFA 协会调查显示，董事会责任为投资者最关注的 ESG 问题



数据来源：CFA 协会，东吴证券研究所

公司治理涉及的领域：对于上市公司来说，一方面包括公司组织架构，涵盖了董事会（结构、规模、多样性、技能和独立性）、高管薪酬、股东权利、利益相关者互动、信息披露、商业道德、贿赂和腐败、内控和风险管理等多个领域。另一方面也包括公司的商业战略以及其实施方式对环境和社会等因素的影响，而在全球碳中和等趋势下，对环境和社会因素的关注在进一步升温。

公司治理的目的是使得利益相关者实现利益最大化。从价值创造来看，强大的治理

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_41071

