

行业 ESG 评价关注什么指标？

证券研究报告

2023 年 2 月 13 日

作者

国内 ESG 发展起步较晚，框架尚不成熟，也还没有充分展示出业绩优势。我们认为，要推动 ESG 理念更加深入人心，吸引更多投资者，实现正向循环，除了顶层设计和政策推动之外，还应更多聚焦于 ESG 的“财务实质性”，即通过 ESG 评价合理评估宏观环境变化对于企业未来财务绩效的影响，放大产品收益、规避宏观风险。此后随着资金方可持续的偏好逐渐成熟，再逐渐纳入 ESG 的“影响力实质性”，逐步实现通过 ESG 投资给社会带来正面价值的长期目标。

“财务实质性”议题的恰当选取是推动 ESG 市场发展完善的关键。对于不同行业而言，财务实质性议题具有明显的行业差异化特征。因此，有必要探讨不同行业需要关注的 ESG 议题，以更好发挥 ESG 对投资的指导作用。

风险提示：国际关系变化超预期；疫情形势发展超预期；ESG 理念发展不及预期

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师

联系人

相关报告

ESG 能否带来超额收益？

回答这个问题，我们要先从 ESG 的本质说起。

新冠疫情以前，全球基础技术和商业模式创新已经出现了显著减速，过去十年来的移动互联网、5G、云计算仍是上世纪信息科技革命的延伸，互联网人口红利也在逐渐消失；我国经济增速也步入了下行区间，2010 年至 2019 年国内 GDP 增速从 10.6% 回落至 6%。新冠疫情进一步降低了全球化生产效率，放大了贫富差距和结构分化的矛盾，强化了各国政府内部矛盾外部化的压力。假设未来一段时间内没有出现重大技术进步、大幅提高全要素生产率，各国经济潜在增速或仍将继续逐渐下移，我们将面临更加复杂、严峻、不确定的经济发展环境。

在这样的环境下，ESG 作为深入挖掘企业经营与社会发展的协调性、公司内部结构的稳定性、公司发展战略的稳健性等长期驱动性因素的价值理念，有助于构建具有高度前瞻性的信息维度，为评估企业发展的可持续性提供崭新的视角。

但必须承认的是，要想通过 ESG 理念挖掘超额收益，需要满足一些特定条件，其中最重要的条件之一就是在 ESG 评价中为“财务实质性”议题赋予较高权重。

所谓“财务实质性”议题，指的是宏观环境变化对企业未来现金流产生切实影响的特定 ESG 议题。

2019 年欧盟在《气候相关信息披露补充》文件中提出了双重实质性概念，其中“财务实质性”强调的是 ESG 议题对企业财务绩效的影响，另一个“影响力实质性”则强调的是企业活动对宏观环境的影响。

国内 ESG 发展起步较晚，框架尚不成熟，也还没有充分展示出业绩优势。我们认为，要推动 ESG 理念更加深入人心，吸引更多投资者，实现正向循环，除了顶层设计和政策推动之外，还应更多聚焦于 ESG 的“财务实质性”，即通过 ESG 评价合理评估宏观环境变化对于企业未来财务绩效的影响，放大产品收益、规避宏观风险。此后随着资金方可持续的偏好逐渐成熟，再逐渐纳入 ESG 的“影响力实质性”，逐步实现通过 ESG 投资给社会带来正面价值的长期目标。

图 1：欧盟在 2019 年的《气候相关信息披露补充》中提出的双重实质性概念



* Financial materiality is used here in the broad sense of affecting the value of the company, not just in the sense of affecting financial measures recognised in the financial statements.

资料来源：《气候相关信息披露补充》，天风证券研究所

“财务实质性”议题的恰当选取是推动 ESG 市场发展完善的关键。对于不同行业而言，财务实质性议题具有明显的行业差异化特征。因此，有必要探讨不同行业需要关注的 ESG 议题，以更好发挥 ESG 对投资的指导作用。

以 MSCI 的 ESG 评价体系为例，能源和材料行业更加关注“碳排放量”这一议题，这与国际国内日益严格的绿色标准息息相关。2022 年 12 月欧盟正式批准全球首个碳边境税机制（CBAM），对特定进口产品征收碳税，旨在避免欧洲企业将生产外包给排放目标较低的国家而造成“碳泄漏”。我们认为，CBAM 的开征或将对我国钢铁、铝、水泥、化工等行业的产品出口形成显著冲击，增加企业的经营成本，削弱企业的国际竞争力，对企业的未来现金流具有显著影响。

工业和可选消费行业更加关注“劳动力管理”这一议题，主要原因是行业的劳动密集型属性叠加国际所谓“强迫劳动”预防或禁止法案的相继出台。2022 年 6 月美国《维吾尔强迫劳动预防法案》正式实施，法案规定禁止新疆产品进口，除非企业能够提供“明确且令人信服的证据”证明产品不涉嫌强迫劳动；9 月欧委会也发布《欧盟市场禁止强迫劳动产品条例》草案，提议禁止在欧盟市场上投放或提供强迫劳动产品。光伏设备、纺织等企业或不得不投入成本，做好劳工管理的合规运行和证据留存工作。

金融和信息科技较为重视“人力资本开发”议题，表明行业对高技术人才较为依赖；必选消费和医疗保健较为重视“产业安全质量”议题，背后的原因是质量问题会引发严重后果；通信服务和地产则分别对“隐私数据安全”议题和“绿色建筑发展机会”议题赋予了最高权重。

表 1：MSCI ESG 评价体系的行业权重（%）

一级	二级	三级	金融	工业	能源	材料	可选消费	必需消费	通信服务	信息科技	医疗保健	公用事业	地产
环境	气候变化	碳排放量	1.2	4.7	18.2	12.2	1.9	0.8	4.7	2.5	2.3	12.1	0.1
		产品碳足迹					4.9	7.1					
		绿色金融	7.4										
		气候变化带来的脆弱性	2.0										
	自然资源	水资源压力			1.0	11.2	1.5	8.8		1.6	0.1	9.1	
		生物多样性与土地利用		1.2	12.1	3.6		0.9				4.5	
		原料采购		0.4		0.8	3.1	6.1	0.3				
	污染和废弃物	有毒的排放物和废弃物		5.9	10.1	12.7	0.4	0.1		0.2	5.2	9.3	
		包装材料和废弃物				0.8	1.1	7.0					
		电子废弃物					0.6	0.1		0.5			
	与环境相关的发展机会	清洁技术发展机会		10.5	1.6	4.2	3.4		0.1	11.4			
		绿色建筑发展机会		0.2			1.5						29.4
		可再生能源发展机会										10.9	
社会	人力资本	劳动力管理		14.9	1.0	6.8	15.5	3.3	12.6	4.6	2.3	0.1	
		健康安全		9.4	13.0	6.3	1.1	2.3				3.6	5.6
		人力资本开发	18.5	1.5	0.3		0.7	0.1	11.9	19.6	18.7	11.7	18.1
		供应链劳动力标准					3.4	2.3	0.1	1.4			
	产品责任	产品安全质量		1.8		0.1	9.2	12.2	0.1	0.2	21.3	1.5	4.4

	化学品安全	0.3		5.4		3.7	2.4		2.5				
	消费者金融 保护	9.2	0.1				0.1						
	隐私和数据 安全	10.1	2.4	0.1		8.1		3.1	24.1	10.1	3.5	0.2	0.6
	责任投资	5.8	0.1										
	健康和人口 风险投保	1.1									0.2		
	利益方冲突	争议采购					0.8		5.0				
	社区关系	0.9		8.4	2.8		0.9		0.8				
与社会相关的 发展机会	通讯服务								1.8				
	金融服务	7.5							0.5				
	医疗保健									7.4			
	营养健康						1.2	8.9					
治理		37.0	45.7	34.2	33.1	37.8	33.7	44.3	39.8	38.8	36.4	41.8	

资料来源：MSCI，天风证券研究所

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_52258

