



ESG 投资发展报告（2019）

ESG 投资发展报告（2019）

摘要

ESG 投资实践主动化，与 Smart Beta 结合成为创新方向。2019 年更多的投资者出于降低风险和提升收益的目标主动进行 ESG 投资，而不是被动履行受托人责任，ESG 因素正逐步作为一种投资策略融入投研过程中。同时近 44% 的机构希望在 Smart Beta 策略中融合 ESG，ESG 投资理念发展不断深化。

美国 ESG ETF 发行连续四年保持增长态势。2019 年美国新发 ESG ETF 产品 13 只，总规模 39.6 亿美元，截至 2019 年底，美国共有 ESG ETF 56 只，总规模 157.9 亿美元，相比去年同期增长了 173%，保持了连续 4 年 ESG ETF 的增长态势。

2019 年 ESG ETF 市场受关注，新老产品同时发力。BlackRock 旗下的 iShares ESG MSCI USA Leaders (SUSL) 与 iShares MSCI KLD 400 Social ETF(DSI) 蝉联规模冠亚军，总规模分别是 19.3 亿与 18.2 亿美元，其中 SUSL 于 5 月发行，打破了新产品规模不大的常规，显示出 ESG 产品的市场热度。

ESG ETF 发展空间大，ESG 整合策略崛起并成为主流。ESG ETF 的发展已经逐步从早期的价值观与主题产品转化到 ESG 整合策略产品，其中 ESG 优选、ESG 基准、ESG 主题逐步占据更大的市场份额。从产品资产类型来看，ESG ETF 依然以股票为绝对主导，2019 年末的数目与规模占比分别是 85% 与 96%。债券型产品在 2017 年首次出现，目前共有 8 只，未来发展潜力巨大。

ESG 投资的国内发展机遇。随着 ESG 评价等相关工具的完善，ESG 的发展将逐步完成从泛化到标准化的过程。在投资者认可度、上市公司披露质量的不断提高过程中，ESG 的投资价值将逐步显现，而 ESG 与 Smart Beta 的融合将成为未来国内 ESG 发展的重要创新方向，为投资领域开辟新的视角。

一、ESG 投资理念演变

ESG 投资是在投资决策过程中，在考虑公司财务因素外，同时融合环境、社会与公司治理因素的投资方式。

Deutsche Bank Climate Change Advisors (DBCCA) 在研究中将可持续投资的发展分为伦理投资、早期社会责任投资、现代社会责任投资和 ESG 投资的 4 个主要阶段。

表 1 可持续投资发展的四个主要阶段

伦理投资（价值观驱动型） 16 世纪以来	最早且最为流行的责任投资的形式是筛选或规避投资与个人、团体价值观不一致的公司或行业，例如 1971 年越南战争期间第一支伦理共同基金，和平女神世界基金 (Pax World Fund) 为反对核武器制造和军队的投资者提供了选择。
早期社会责任投资（价值驱动型） 20 世纪 60 年代至 20 世纪 90 年代中期	早期责任投资在以宗教信仰为基础，价值观驱动投资进行筛查方面，与伦理投资并无差异。20 世纪 60 年代起社会责任投资的雏形以一种新概念和投资策略兴起。在这段时期，社会责任投资指的是首先考虑社会责任、伦理和环境行为的价值观导向型或排他性投资。
现代社会责任投资（价值驱动，风险和收益导向） 20 世纪 90 年代晚期至今	社会责任投资从伦理转向将环境、社会和公司治理因素纳入到投资决策过程并明确追求投资收益。常用方式包括：伦理负向筛查、环境/社会负向筛查、可持续性/气候变化主题和积极股东主义等等。
ESG 投资/ 2003 年至今	在 21 世纪早期，产生了一种在包含财务、社会和环境因素外，将公司治理纳入到企业社会责任投资中的新趋势。

目前，ESG 投资主要以负面剔除、ESG 整合、积极股东策略、标准规则筛选等策略为主。其中，ESG 整合 (ESG Integration) 方式是较为系统而明确地将 ESG 因子纳入投资分析与决策的过程，通常通过以下 4 个途径实现：基本面投资、量化投资、Smart Beta 投资与被动投资。

表 2 ESG 因子整合途径

基本面投资	量化投资、Smart Beta、被动投资
投资者通过公司基本面数据，使用估值模型等判断该公司未来的市场表现时，根据 ESG 因子对模型的参数进行修正：例如预测公司未来收入时，使用 ESG 方面的机会与风险对其收入预测模型进	目前在量化、Smart Beta 与被动投资中较为常用 ESG 因子整合方式主要是根据 ESG 评分对组合中个股权重进行修正，例如降低 ESG 分数低的股票的权重、根据 ESG 因子与其他投资性因子之间的

行修正；在预测经营成本时考虑员工的工伤率、
原材料利用率等 ESG 类指标。 统计关系对投资池中的个股权重进行设置、将 ESG
评分作为选股指标或赋权因子等

二、ESG 投资理念的深化与价值的发现

（一）ESG 投资理念逐渐主动化

RBC (Royal Bank of Canada) 全球财富管理的《2019 Responsible Investing Survey》报告显示，在其调查的加拿大、美国与英国的机构投资者中，有 70% 在投研过程中考虑 ESG 因素，且正将更多的资产像这种投资方式转移。

从 ESG 投资的动力来看，2019 年相比去年有更多的机构投资者将降低风险与提升收益作为动力，而受信托责任的比例由 2018 年的 54% 下降至 50%，这意味着 ESG 投资越来越成为一种主动的选择，更多的机构投资者将其视为一种降低风险并提升收益的策略。

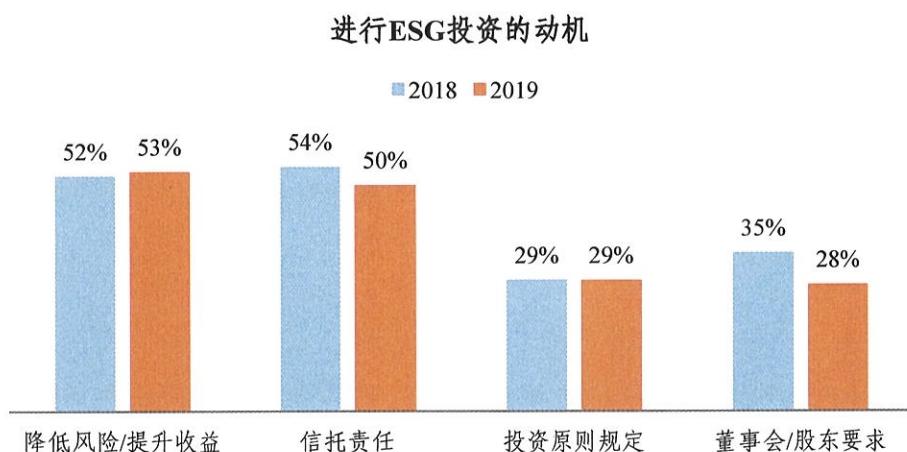


图 1 机构进行 ESG 投资的动机

从 ESG 投资相对非 ESG 投资的优势来看，28.9% 的机构认为 ESG 投资可以比非 ESG 投资获得更好的回报，这一比例在 2017 年仅为 18%。进一步，已经采用 ESG 投资的机构更坚信这种方式在长期有提升收益与降低风险的价值，其中 93% 机构认为整合 ESG 于投资过程可以降低风险，69% 的机构认为可以产生 Alpha，相比去年分别上升 3% 与 4%。

（二）ESG 与 Smart Beta 结合成为积极尝试方向

根据 FTSE (2019) 调研报告¹显示，在全球使用 Smart Beta 的机构中，近 44%的机构希望在 Smart Beta 策略中融合 ESG，包括公司治理、环境和社会因素都普遍使用。这反映了投资者对 ESG 风险管理的认可，同时也体现了全球机构投资者，尤其是广泛运用 Smart Beta 策略的投资人，对 ESG 的潜在需求。

1. 欧洲机构投资者更为积极

目前，欧洲的机构投资者更为积极。2019 年，77%的受访机构投资者希望运用 Smart Beta ESG 的投资方式，这一比例远高于去年的 55%。

而美国市场有所波动，2019 年仅有 17%的机构投资者希望采用 Smart Beta ESG 的方式，略低于去年的 25%。受访者普遍认为，缺乏利益相关者的需求推动是 ESG 应用于 Smart Beta 策略的主要障碍。

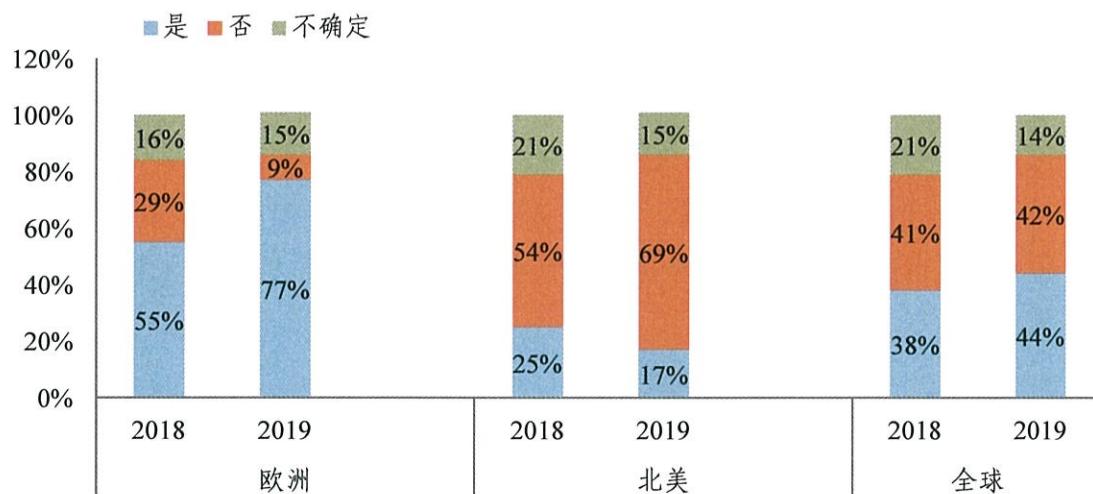


图 2 机构投资者愿意将 ESG 融合到 Smart Beta 策略中的比例

2. 大型机构投资者配置意愿更强

44%的受访机构投资者考虑在未来一到两年提升对 ESG 应用于 Smart Beta 的投资配

¹ Smart Sustainability 2019 Global Survey Findings from Asset Owners.

置。从管理资产规模来看，大型资产管理人意愿更强。规模大于 100 亿美元的管理人中，58%选择提升配置；而低于 100 亿美元的管理人中，这一比例仅为 30%。

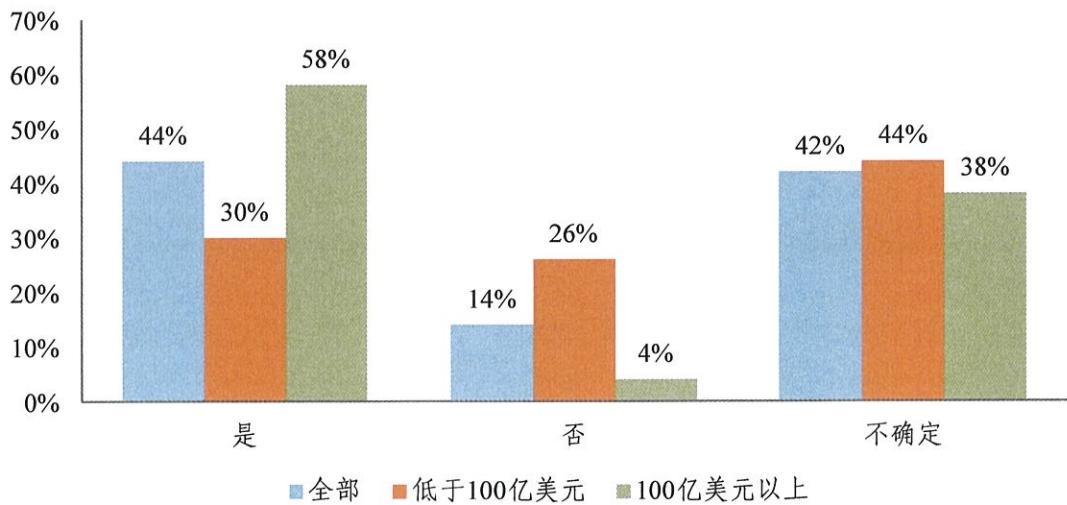


图 3 不同规模机构投资者将 ESG 融合到 Smart Beta 策略中的比例

3. 规避长期风险是主要考量因素

从机构将 ESG 融入 Smart Beta 策略的主要影响因素来看，78 的机构投资者看重 ESG 可以规避长期风险的优势，这一比例比 2018 年提升 24%。此外，具有良好社会影响、收益表现优异也是选择的重点。值得一提的是，26% 的机构投资者是出于满足监管要求的目的，这一比例比 2018 年增加 13%。由此可见，监管部门的推动是 ESG 投资发展的重要因素之一。

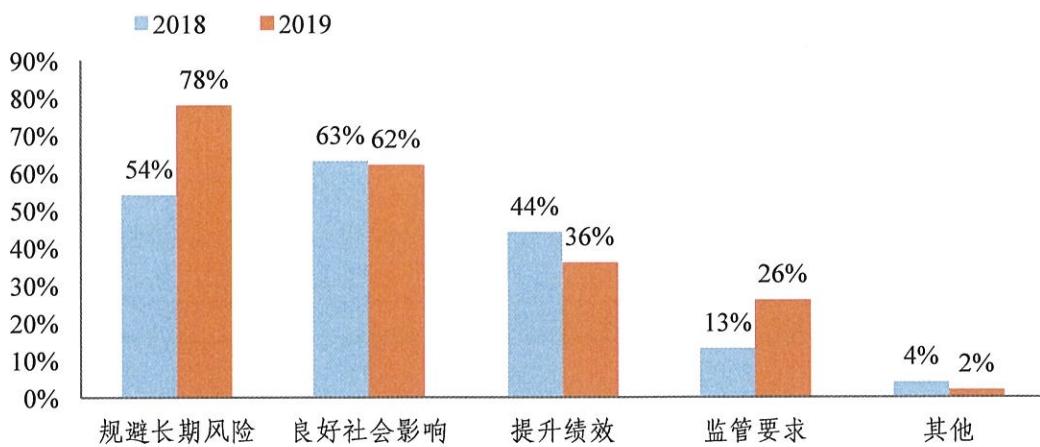


图 4 机构投资者选择 Smart ESG 的主要因素

4. 负面剔除和 ESG 调整加权是最受欢迎的策略

从 ESG 与 Smart Beta 结合的方法来看，负面剔除、ESG 调整加权、正面筛选是关注度最高的策略。对于不同规模的机构投资者，负面剔除是当前选择的主要策略。对规模在 100 亿美元以上和低于 100 亿美元的机构投资者，选择比例分别为 71% 和 65%。

而对于 ESG 调整加权，不同机构选择有所不同。规模在 100 亿美元以上的机构选择比例为 46%，而低于 100 亿美元的机构比例为 26%，相差近 20%。大型机构投资者运用 ESG 时相对更为灵活、积极。

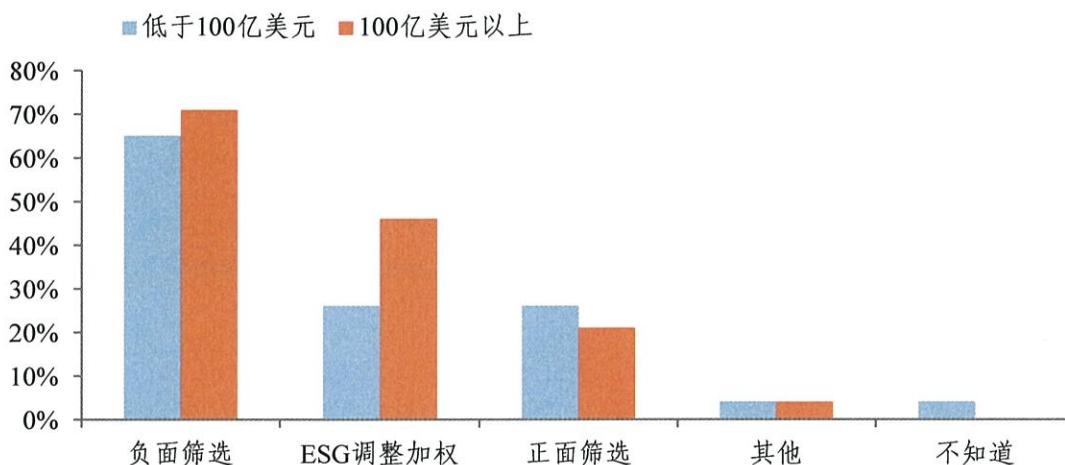


图 5 机构投资者在 Smart Beta 中融合 ESG 的主要策略

（三）ESG 投资价值的学术发现

1. ESG 相关信息披露对公司股权融资的影响

Patricia Crifo, Vanina D. Forget, Sabrina Teyssier (2015)² 对公司在环境、社会和公司治理 (ESG) 方面的实践披露对股权融资的影响进行了研究。研究中通过现场试验 (field experiment) 方法，量化公司 ESG 实践披露对非上市公司价值的影响，结论发现：

- a) ESG 实践披露对公司价值的影响：无论是否考虑 ESG (E/S/G)、ESG 的方向（负面/正面）或质量如何，ESG 实践披露都会影响公司价值。其中，差的环境、社

² 《The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors》

会和公司治理实践披露分别显著降低公司价值的 11.57%、10.47% 和 15.26%；而好的环境、社会和公司治理实践披露仅分别提升公司价值的 4.95%、5.49% 和 2.03%。

- b) ESG 实践披露对投资决定的影响：当披露差的环境、社会和公司治理相关政策时，分别会降低 -29.17%、-50% 和 -30.77% 的投资可能性。并且除公司治理以外，其大多数影响源于核心策略的负面 ESG 表现；而当好的 ESG 相关政策被披露时，投资者仅对环境正面政策披露作出反应，可以提升 11.54% 的投资可能性。

2. ESG 对投资业绩与风险的积极影响

牛津大学通过对 200 篇较高质量的文献进行研究³，发现 ESG 表现优异的公司长期稳定呈现更好的运营绩效，而且对投资业绩也具有积极正向影响：(1) 90% 的研究表明，ESG 优异的公司降低了企业资本成本；(2) 88% 的研究表明，ESG 优异的公司能够提高企业经营绩效，最终转化为稳定的现金流；(3) 80% 的研究表明，ESG 优异的公司对股价具有积极影响。

摩根斯坦利（2019）研究显示，虽然 ESG 并没有显著提升基金绩效，但可持续基金组合下行方差中位值显著低于传统基金中位值，整体降低 20%。而且从观测的 2004-2018 年间，每年都保持了同样的降低幅度。在极端波动年份，如 2008、2015、2018 年，可持续基金组合下行方差更是显著低于传统基金，展现了较为优异的风险防御能力。

³Clark, Gordon, Andreas Feiner, and Michael Viehs, "How Sustainability Can Drive Financial Outperformance." 2015.

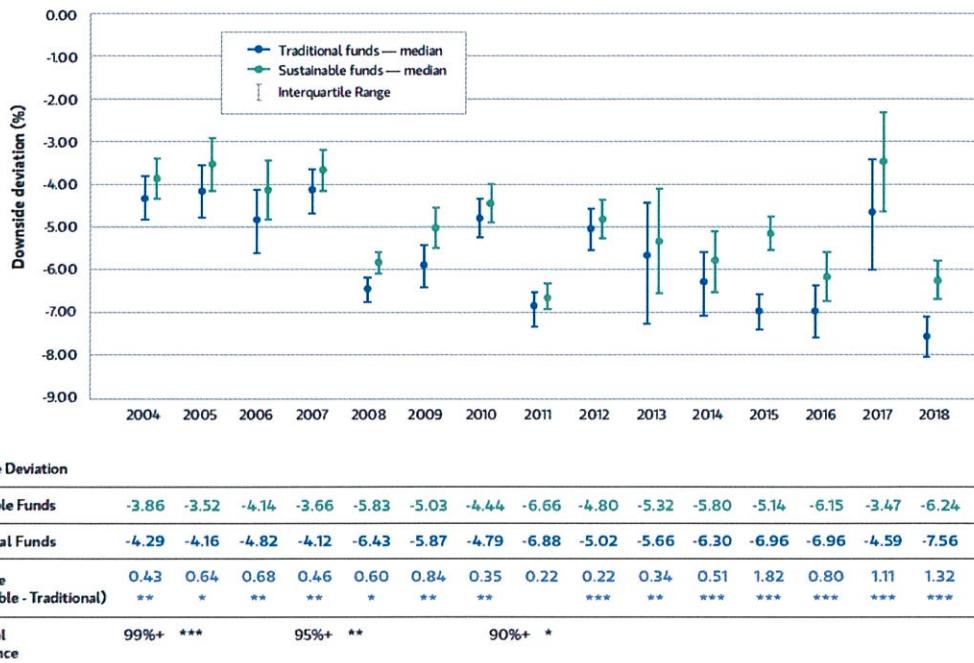


图 6 持续基金与传统基金波动率中位值

三、ESG 投资发展

（一）全球 ESG 投资发展概况

1. ESG 投资规模增长迅速

在联合国责任投资原则组织（UNPRI）的推动下，ESG 在全球得到快速发展。截至 2019 年 3 月已经有超过 2250 家机构签署了 UNPRI，承诺在投资实践中考虑 ESG 因素，涉及资产规模超过 80 万亿美元。



图 7 UNPRI 签署机构与管理资金规模 (数据来源: UNPRI)

从 2019 年的签署机构增长来看，中国成为增速最快的地区，截至 2019 年 4 月已经有 22 家签署机构，美国、英国等发达市场保持了 20%以上的稳定增速。

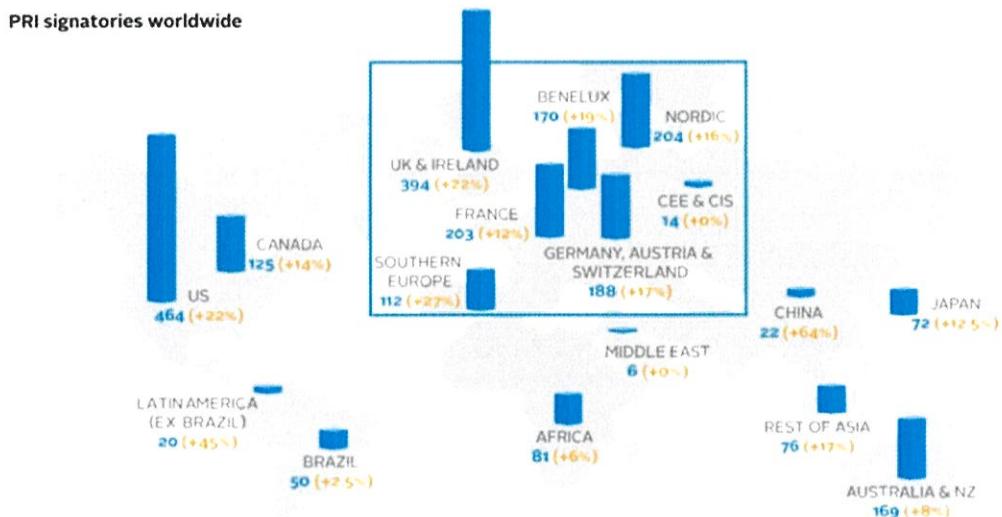


图 8 UNPRI 签署机构数目在 2019 年的增长 (数据来源: UNPRI)

根据 US SIF 最新报告披露，截至 2018 年底，美国责任投资规模接近 11.6 万亿美元，相比 2016 年和 2014 年分别增长 33% 和 76%，发展非常迅速。从资产类别来看，责任投资偏好固定收益和权益资产，二者合计占比约为 97%。其余资产类别，如房地产、PE/VC 等资产规模占比仍非常小。

**Sustainable and Responsible Investing in the United States
1995–2018**

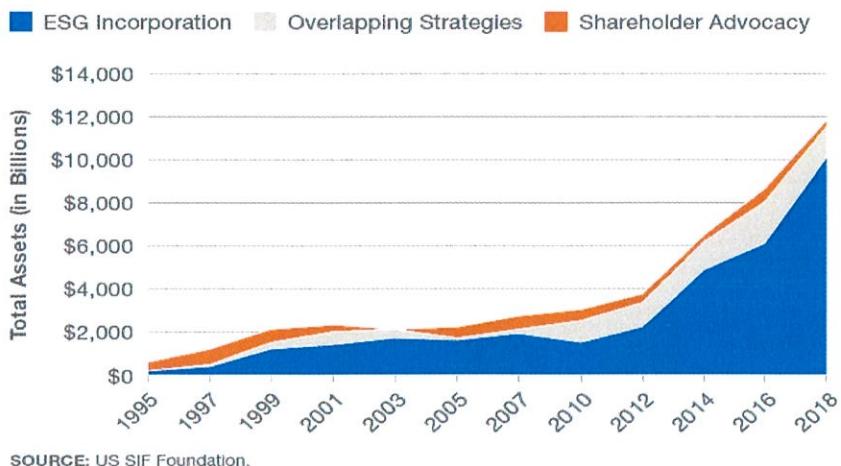


图 9 美国历年责任投资规模 (数据来源: US SIF, 2018)

2. ESG 整合获得快速发展, ESG 策略使用存在区域差异

根据 GSIA (2018) 统计, 可持续投资策略⁴主要集中在负面剔除、ESG 整合、积极股东策略、标准规则筛选等策略为主。

负面剔除通过剔除高风险公司, 降低组合整体风险, 这代表了投资者对 ESG 投资的主流看法。2018 年, 负面剔除策略规模约为 19.7 万亿美元, 比 2016 年增长 32%, 是当前使用最广泛的策略。

ESG 整合策略目前仅次于负面剔除策略, 近年来增速显著超过负面剔除策略, 从 2012 年的 6.17 万亿美元, 增至 2018 年的 17.5 万亿, 累计增长率高达 184%, 超过负面剔除策略 138%。相对 2016 年, ESG 整合策略规模增加 7.17 万亿美元, 增速为 69%, 而负面剔除策略规模增加 4.7 万亿美元, 增速为 32%。ESG 整合策略增速势头强劲。

从区域来看, 美国和欧洲共占据 ESG 策略 82% 的份额, 而美国多年来一直保持在 55%

⁴ GSIA 将可持续投资定义为如下形式: (1) 负面/排除性筛选: 基于 ESG 标准, 从投资组合中剔除特定行业、公司; (2) 正面/优质筛选: 在对行业、公司或项目投资时, 选取行业内 ESG 绩效较高的公司; (3) 标准化筛选: 根据国际标准对投资进行最低标准的审查; (4) ESG 整合: 投资经理将环境、社会和治理因素系统地纳入金融分析; (5) 可持续发展主题投资: 对与可持续发展相关的主题或资产的投资(如清洁能源、绿色技术或可持续农业); (6) 影响力/目标投资: 以私人市场为主, 旨在解决传统资本市场关注不足的个人、社区以及有明确社会、环境目标的公司; (7) 股东参与策略: 基于 ESG 指导准则, 行使股东权利参与公司治理、决策以及行为 (Global Sustainable Investment Review 2012)。

的份额，处于绝对领先地位。因此，如果延续目前发展态势，可以预见 ESG 整合策略在未来将会超越负面剔除策略，成为规模最大的 ESG 投资策略。

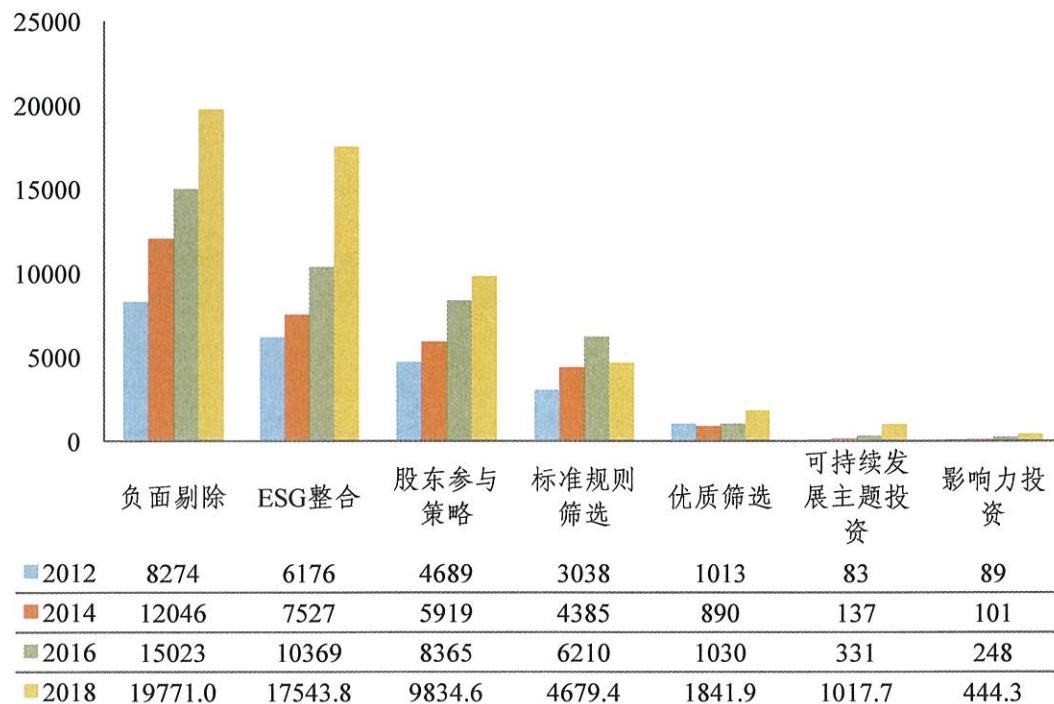


图 10 ESG 投资策略规模

各种策略的使用存在区域间差异，例如可持续发展主题、影响力/社区投资、优质筛选、ESG 整合策略相关策略集中在美国市场，而标准规则筛选、公司参与和股东行动策略、负面剔除策略主要集中在欧洲市场。对于日本、加拿大、澳大利亚及新西兰未来 ESG 投资发展空间巨大，潜在市场有待开拓。

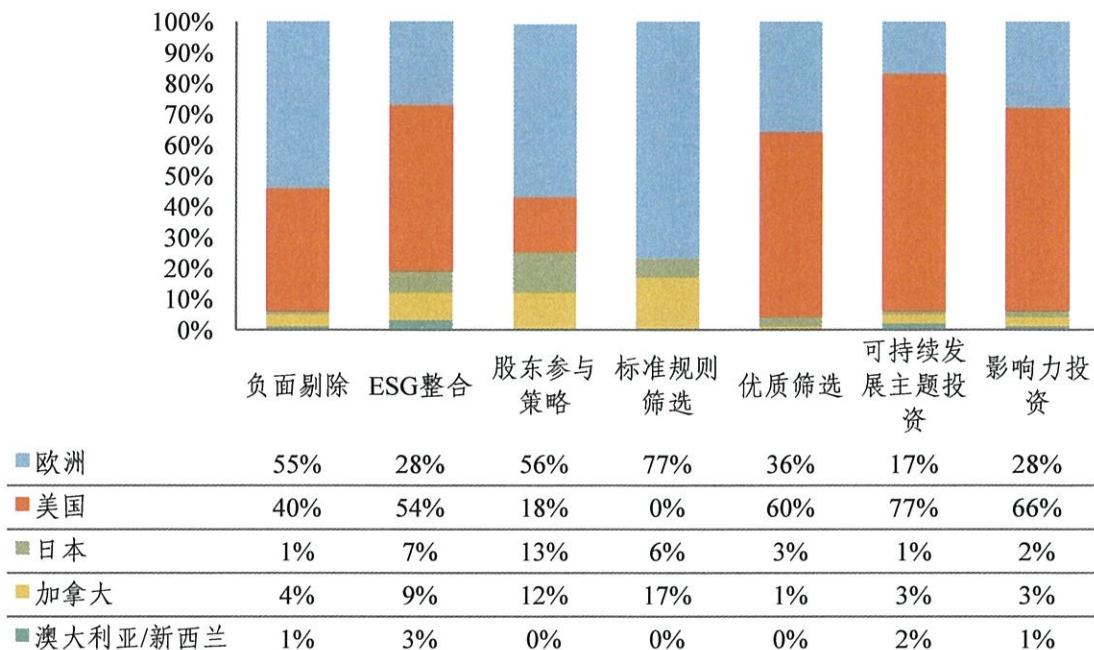


图 11 ESG 投资策略的区域资产规模分布（数据来源：GSIA）

（二）美国 ESG 投资指数组型产品发展

1. ESG ETF 新发势头强劲，规模连续四年持续增长

截至 2019 年底，美国共有 ESG ETF 56 只，总规模 157.9 亿美元，相比去年同期增长 173%。其中，2019 年新发 ESG ETF 产品 13 只⁵，规模为 39.6 亿美元。继 2016 年以来，ESG ETF 连续 4 年处于发行增长趋势，2016 以来新增产品数量与规模分别占全部 ESG ETF 的 76.8% 与 65.0%，发展势头强劲。

⁵图 12 中产品数目为当年产品数目，由于 2019 年之前部分产品清盘，因此 2019 年新发数目多于图中 2019 年减 2018 年产品数目

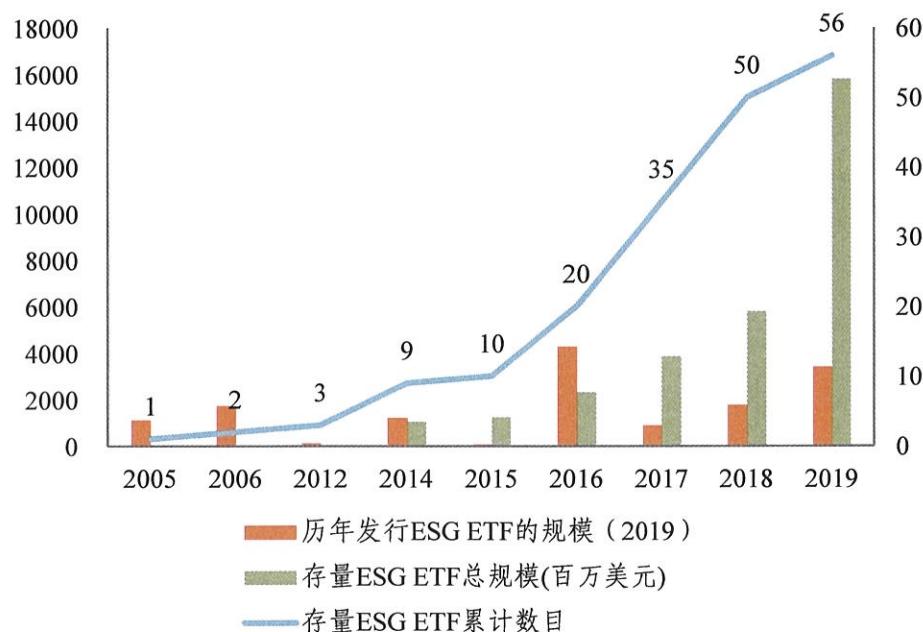


图 12 美国 ESG ETF 历年产品数目与规模（百万美元）

截至 2019 年末，BlackRock 旗下的 iShares ESG MSCI USA Leaders(SUSL)与 iShares MSCI KLD 400 Social ETF(DSI)蝉联规模冠亚军，总规模分别是 19.2 亿与 18.2 亿美元，其中 SUSL 是 2019 年 5 月的新发产品，打破了以往新发产品规模不大的常规。

表 3 2019 年末规模最大的 top 5 (规模: 百万美元)

产品	名称	发行人	Launch Date	2019 年规模
SUSL	iShares ESG MSCI USA Leaders ETF	Blackrock	2019/5/9	1920
DSI	iShares MSCI KLD 400 Social ETF	Blackrock	2006/11/14	1820
USSG	Xtrackers MSCI U.S.A. ESG Leaders Equity ETF	Deutsche Bank	2019/3/7	1790
ESGU	iShares ESG MSCI U.S.A. ETF	Blackrock	2016/12/1	1440
ESGD	iShares ESG MSCI EAFFE ETF	Blackrock	2016/6/28	1430

整体来看，2019 年规模增长主要来自近三年发行的产品。ESG ETF 板块内仍具有较大的成长空间。但 ESG ETF 市场的产品集中度依然较高，规模前 10 只产品覆盖了 80% 的总规模，规模前 20 只产品覆盖了 92% 的总规模。

■历年发行ESG ETF的规模（2018） ■历年发行ESG ETF的规模（2019）

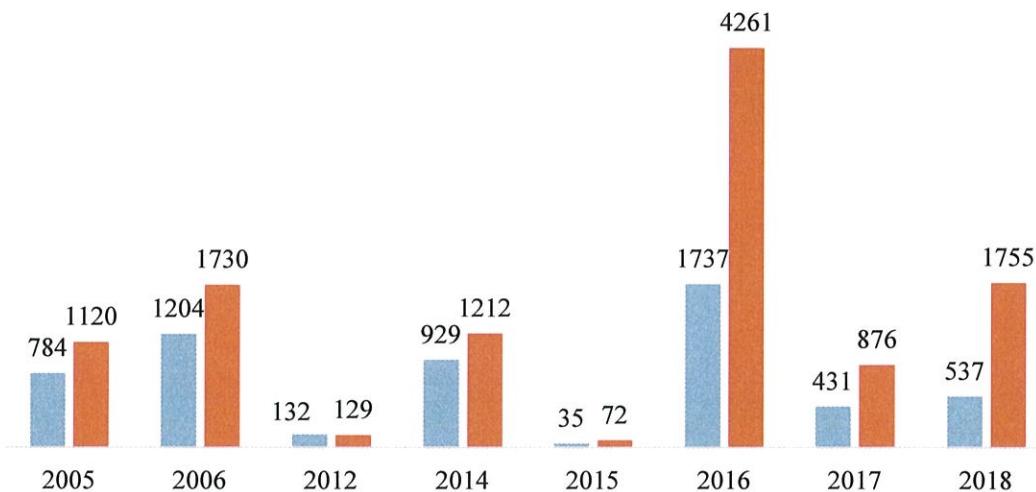


图 13 美国历年产品在 2019 年的规模变化 (百万, 美元)

表 4 2019 年规模增长 top 5 (除 2019 年新发) (规模: 百万, 美元)

规模增加绝对值 TOP5	发行人	发行年份	2018 规模	2019 资产规模	2019 规模增加	2019 规模增加%
iShares ESG MSCI U.S.A. ETF	Blackrock	2016	131.5	1440.0	1308.5	995.3%
iShares ESG MSCI EAFE ETF	Blackrock	2016	480.4	1430.0	949.6	197.7%
Vanguard ESG U.S. Stock ETF	Vanguard	2018	104.3	848.4	744.1	713.8%
iShares MSCI KLD 400 Social ETF	Blackrock	2006	1204.1	1820.0	615.9	51.2%
Vanguard ESG International Stock ETF	Vanguard	2018	62.2	607.6	545.4	876.4%
规模增加百分比 TOP5	发行人	发行年份	2018 规模	2019 资产规模	2019 规模增加	2019 规模增加%
iShares ESG MSCI U.S.A. ETF	Blackrock	2016	131.5	1440.0	1308.5	995.3%
Vanguard ESG International Stock ETF	Vanguard	2018	62.2	607.6	545.4	876.4%
Vanguard ESG U.S. Stock ETF	Vanguard	2018	104.3	848.4	744.1	713.8%
iShares ESG MSCI U.S.A. Small-Cap ETF	Blackrock	2018	13.6	105.9	92.3	677.1%
iShares ESG USD Corporate Bond ETF	Blackrock	2017	19.0	81.7	62.7	329.4%

2. ESG ETF 中股票资产占主导, ESG 整合策略逐步成为主流

从资产类别来看, ESG ETF 依然以股票为绝对主导, 2019 年末的数目与规模占比分别是 85% 与 96%。而债券型产品在 2017 年首次出现, 目前共有 8 只。从针对市场来看, 依然以全球与美国市场为主, 但在 2019 年, 新兴市场与发达市场 (除美国) 的产品规模都得到了较大的提升。



图 14 ESG ETF 产品市场格局 (规模: 百万, 美元)

在发行人方面, 2019 年新发的 13 只产品中, 新增四家首次发行 ESG ETF 的发行人, 分别是 Alpha Architect、Beyond Investing LLC、New York Life 和 Sage Advisory Services。不管从规模还是 ETF 发行数量上来看, Blackrock 都稳居行业第一。在前三甲排名中, Vanguard 仅以两只 ETF 数量达到了规模第三, 分别是规模 8.5 亿美元的 Vanguard ESG U.S. Stock ETF 与规模 6.1 亿美元的 Vanguard ESG International Stock ETF, 可见即使在新的领域, 老牌发行人的优势依然存在。

表 5 ESG ETF 发行人

发行商	2019 年规模 (百万美元)	数量 (只)
Blackrock	9677.5	12
Deutsche Bank	1922.4	5
Vanguard	1456.0	2
WisdomTree	834.1	3
Northern Lights	512.8	5
Mirae Asset Global Investments	390.9	3
State Street Global Advisors	243.3	2
Northern Trust	157.0	2
Goldman Sachs	155.1	1
Nuveen	141.4	3
ETF Managers Group	74.5	1
Exponential ETFs	60.8	1
VanEck	26.5	1

New York Life	20.1	2
Sage Advisory Services	17.7	1
Point Bridge Capital	16.7	1
Montage Managers	15.5	1
Alpha Architect	15.1	1
Allianz	13.0	1
Change Finance	12.7	1
Impact Shares	11.9	3
Beyond Investing LLC	11.5	1
Pacer Financial	3.2	1
KraneShares	1.9	1
UBS	0.6	1

根据 ESG 产品跟踪指数方法，可以将产品分为价值观、债券、E 主题、S 主题、G 主题、ESG 主题、ESG 基准、ESG 优选、ESG 策略产品。从规模来看，ESG 基准类 ETF 以将近 51 亿美元的规模位列第一，这与美国市场有效性较高有关；从数量来看，早期发行的 S 主题类 ETF 占据主流，以 9 只产品的数量居首位。

表 6 ESG ETF 类型分布（2019）

	价值观	债券	E 主题	S 主题	G 主题	ESG 主题
跟踪指 数方法 介绍	根据天主教等价 值观构建指数	资产类型为 债券	环境主题指 数	社会主题指数	公司治理主 题指数	ESG 主题指 数
数目	5	8	7	9	5	5
规模(百 万美元)	671.1	707.2	685.7	2081.6	838.7	1681.3
	ESG 基准		ESG 优选		ESG 策略	
跟踪指 数方法 介绍	在母指数基础上构建，一般保持 与母指数较小的跟踪误差与类 似的风险收益特征		选择 ESG 分数高的股票作 为样本股		目前包括重新构建 ESG 分 数， ESG 与基本面因子的 结合	
数目	6		8		3	
规模(百 万美元)	5094.7		3911.0		120.9	

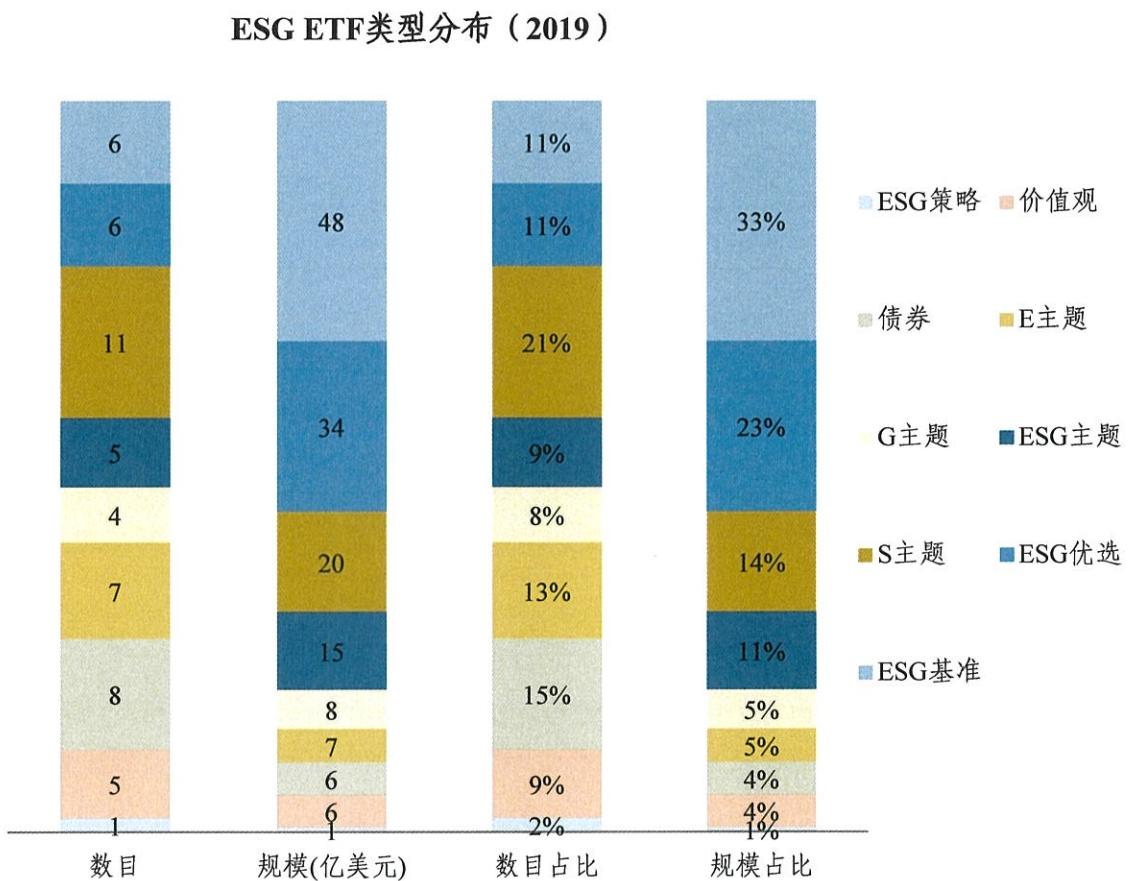


图 15 ESG ETF 类型分布（2019）

从 ESG ETF 发展历程来看，ESG 优先、ESG 基准、ESG 主题 ESG 优先、ESG 基准、ESG 主题等 ESG 整合策略，较为系统而明确地将 ESG 因子纳入投资分析与决策过程，相比其他分类在规模上逐渐占有最大份额，是 2016 年开始的 ESG ETF 快速发展进程中最重要的策略类型。究其原因，与美国市场 Smart Beta 策略较为发达有较直接的关系，将 ESG 作为一种投资策略的理念接受度更高。

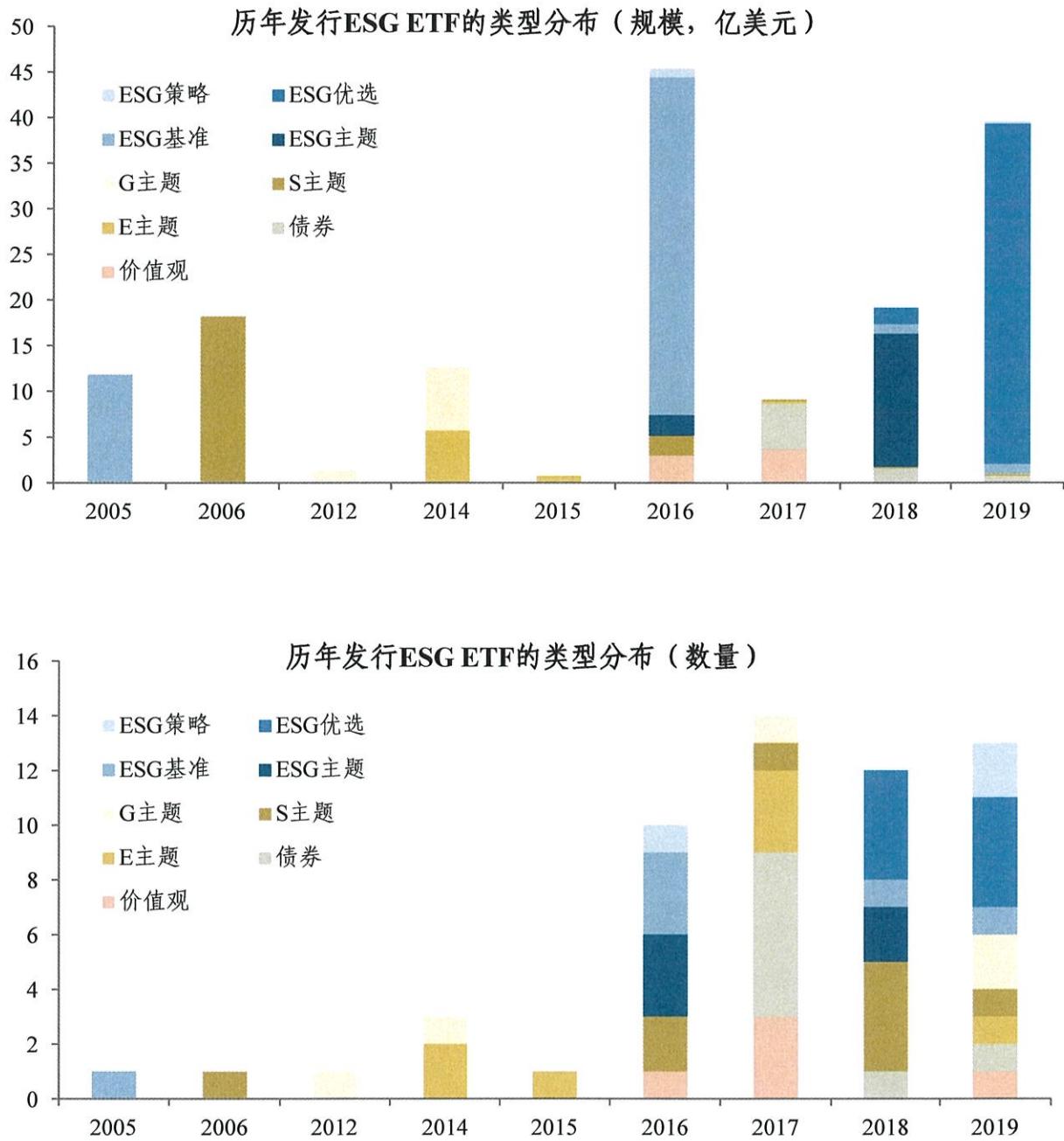


图 16 ESG ETF 各类型历史发展

（三）养老金市场对 ESG 理念认可度高

ESG 长期投资、降低风险的理念与养老金投资目标拟合度较高，全球养老金市场对 ESG 理念表现出了较高的认可程度。

1. 欧洲市场走在世界前列

欧洲养老金市场 ESG 投资走在全球前列，这主要体现在监管对 ESG 投资的推动上。早在 2016 年 12 月，欧洲保险和职业养老金管理局（EIOPA）就通过了 IORP II 指令，从三个方面对 ESG 理念在养老金投资中的应用作出具体要求：（1）要求欧盟成员国允许企业私人养老计划将 ESG 因子纳入投资决策；（2）私人养老计划需要将 ESG 因子纳入治理和风险管理决策；（3）私人养老计划需披露如何将 ESG 因子纳入投资策略。该指令已于 2019 年 1 月正式生效。此外，英国养老金管理会在 2016 年、2017 年分别发布针对 DC、DB 计划的投资指引，规定受托人在投资决策中需纳入 ESG 因素。这一规定已得到英国广大养老金机构投资者的积极践行。以汇丰银行为例，其 DC 计划在 2016 年开始采用基于 ESG 的多因子策略，降低对化石能源的暴露，同时提高低碳、绿色上市公司的权重。

2. 北美地区从监管层积极推动 ESG 发展

在北美地区，2015 年 10 月美国劳工部取消了抑制养老金 ESG 投资的条款，将 ESG 因素纳入受托人进行投资决策的合理考察因素。加州政府则要求公共部门养老计划 CalPERS 和 CalSTRS 不能投资于超过一半收入来自动力煤行业的企业。目前已经许多养老金计划开始将 ESG 因素纳入投资决策，还有部分甚至直接进行 ESG 投资。例如 Natixis Global Asset Management 直接向 ESC 登记了第一个 ESG 的目标日期基金，可以预见未来退休金计划中以 ESG 为代表的负责任投资基金产品将不断涌现。

此外，加拿大金融服务监管局（SFS）发布的《养老金福利法案》已于 2016 年 1 月生效，规定在安大略省注册的养老金基金需践行 ESG 理念，并披露其 ESG 投资计划及决策。加拿大政府养老金计划（CPP）专门设立委员会（CPPIB），专注于养老金的 ESG 应用及可持续投资的研究。

3. GPIF 为亚洲养老金市场形成良好示范

尽管 ESG 理念在亚洲养老金市场还未形成主流，日本养老金走在前列。日本金融服务局（FSA）2014 年发布的《机构投资者责任投资原则》规定，机构投资者需将 ESG 纳入投资决策。2017 年，全球最大的养老基金——日本政府养老投资基金（GPIF）将 ESG 纳入三大重要投资战略，并以 MSCI ESG 领先、女权及富时的 Blossom 日本三条 ESG 指数为标的，被动投资规模约 89 亿美元，2018 年又以 S&P 日本碳效、全球碳效指数为标的的投资 100 亿美元。近年来 GPIF 不断提升 ESG 投资规模，2019 年报披露已达 290 亿美

元，在 GPIF 资产占比 10%。

GPIF 认为践行 ESG 投资的同时有助于提升上市公司质量，进一步吸引外资投资日本市场，从而提振日本股市。

四、ESG 投资发展机遇

（一）ESG 评价工具逐渐完善，投资从泛化逐步走向标准化

目前国内对 ESG 投资的疑虑与投资理念宽泛、缺乏统一标准有直接关系。从国际经验来看，ESG 投资的发展经历了价值观、主题逐步转向 ESG 整合这一从泛化到标准化的过程。这一过程中离不开 ESG 信息提供商的大量涌现，根据 GISR 统计，全球 ESG 研究提供商已经超过 150 多家。这些机构中不仅包括 ESG 数据提供商、特定数据提供商，还包括全球数据商（彭博、路透）、指数供应商（MSCI、FTSE Russell）等。

值得关注的是，目前全球主流指数供应商都构建了自身的 ESG 体系框架。指数供应商的参与不仅可以从客观中立的视角为市场提供 ESG 参照基准，推动 ESG 理念在投资领域应用，而且还为市场提供了 ESG 投资标的，引导市场资金参与 ESG 投资，推动 ESG 指数产品的发展。指数供应商的积极参与构建了从 ESG 价值理念到实际投资产品的桥梁，是 ESG 发展的重要推动力量之一。

（二）A 股市场中 ESG 投资价值显现

以往对 ESG 投资价值的研究往往集中在与收益的相关性，但该结果受到使用数据差异的影响，且并不能解释 ESG 与收益之间的逻辑关系。

中证指数公司在 2019 年构建了符合国际标准同时适应于中国市场的 ESG 评价体系，并基于此对沪深 300 空间中 ESG 表现与收益风险的传导机制进行研究，希望从逻辑上理清 ESG 与收益风险之间的关系。研究发现 ESG 表现优异的公司在 ROE、分红更具优势、同时未来系统性风险与过去滚动尾部风险更低。而最终在收益上，ESG 评分最好的组表现明显高于最差的组，收益风险传导机制顺畅，ESG 投资价值显现。

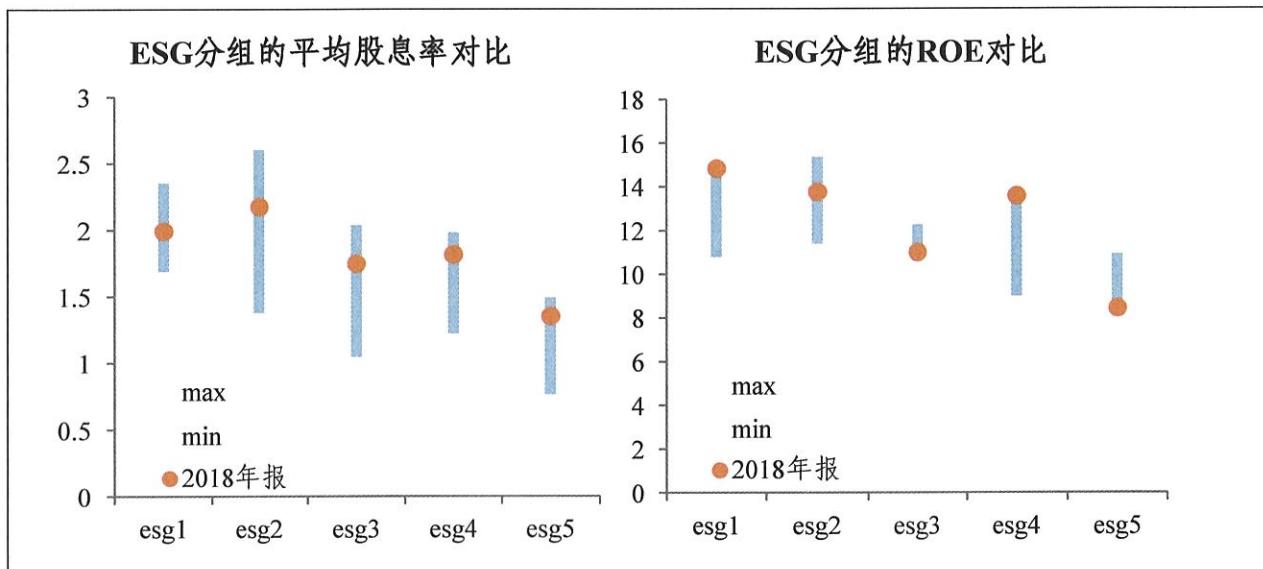


图 17 ESG 收益传导机制

注：esg1 为 ESG 表现最好的组，esg2 为 ESG 表现最差的组，图中柱形为历史三年对应值所属区间，圆点为最近的 2018 年报数据

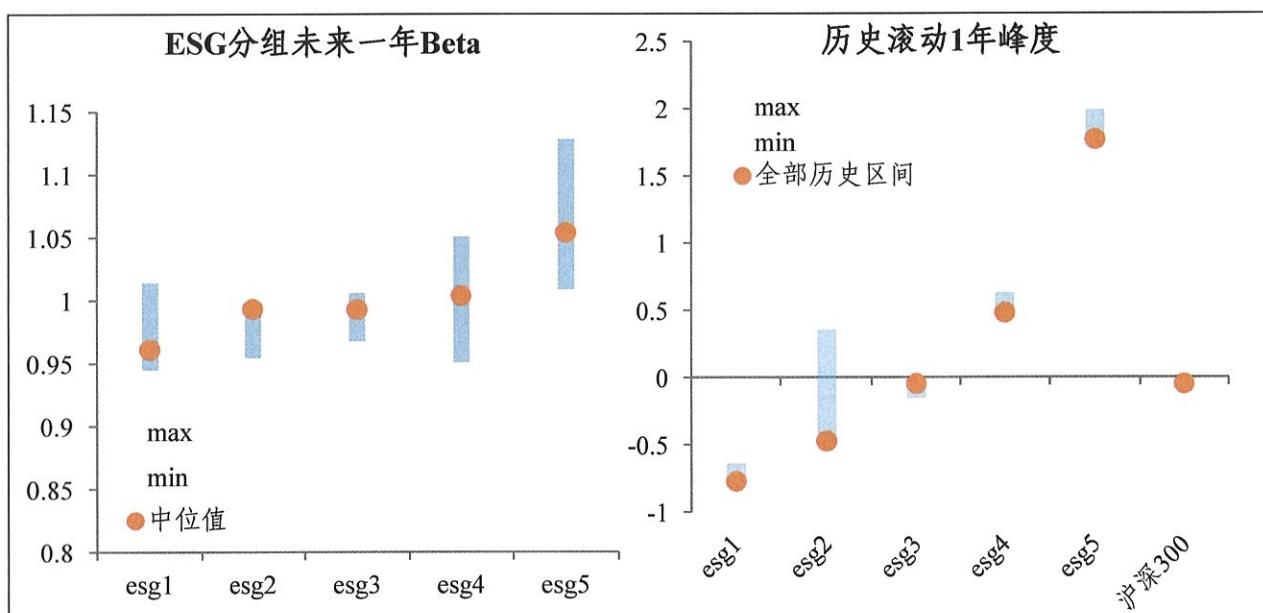


图 18 ESG 风险传导机制

注：esg1 为 ESG 表现最好的组，esg2 为 ESG 表现最差的组，左图中柱形为历史三年对应值所属区间，圆点为历史中位值；右图中柱形为历史 3 年中每个时点的滚动峰度区间，圆点为历史 3 年全部数据的峰度。

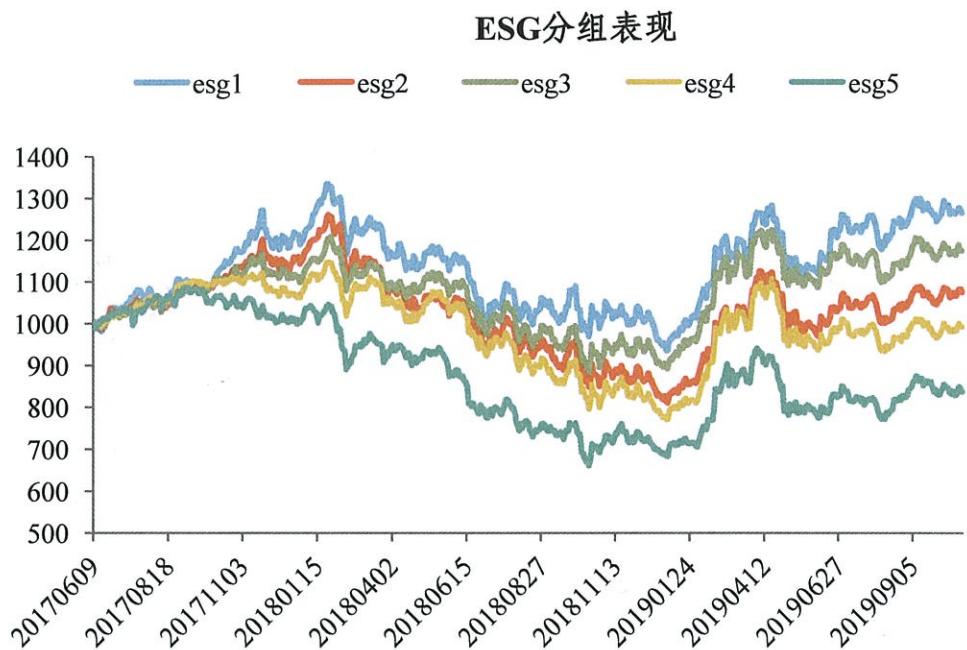


图 19 ESG 分组表现差异（2017.6-2019.10）

（三）ESG 与 Smart Beta 结合是 ESG 整合策略的创新方向

ESG 与 Smart Beta 结合就是将 ESG 与 Smart Beta 风险溢价结合，通过因子暴露，来满足投资需求的策略方案。Smart ESG 的出现不仅反映了 ESG 整合策略的内在创新需求，也反映了市场日益增长的将因子投资和 ESG 投资结合的外部需要。

从美国 ETF 市场来看，目前已有一只由 PIMCO 于 12 月发行的 ESG 与 Smart Beta 结合产品，即 PIMCO RAFI ESG U.S. ETF (RAFE)。该产品以 RAFI ESG US Index 为标的指数，将基本面指数与 ESG 的独特方法结合在一起，ESG 分数考察环境、社会、治理、财务纪律和多样性五个方面，帮助投资者从更广泛的市场和 ESG 投资中获得更高回报，资产规模约 1000 万美元。

尽管这种 ESG 与 Smart Beta 的结合还处于初始阶段，但随着投资者对这类产品特征的认识加深，并且能够获取 Smart ESG 产品的风险收益，Smart Beta ESG 将会为资产管理领域开辟新的发展空间。

（完）