

# 全球ESG 2023年展望



Bloomberg  
Intelligence



## 目录

- 02** ESG ETF的市场情绪
- 05** ESG业绩和ETF增长
- 09** ESG监管
- 15** ESG评分
- 18** 维权活动蓬勃发展
- 22** 气候转折点？
- 24** 碳展望
- 27** 为过渡提供资金
- 30** 中国香港和内地治理
- 33** 劳工
- 36** 绿色贸易

# 2023年展望：全球ESG

政治化时代，ESG将重塑市场，其重要性也将大幅提升。2023年，随着股东的积极维权意识提升，我们预计在资产管理方面的问责压力将会加剧，可信的信息披露将焦点转向业绩表现，欧洲监管审查将催生出更强的产品及更多的资金流入，而美国的处境则更为坎坷。尽管化石燃料难以彻底退出，但能源安全仍推动了绿色转型、气候承诺和碳定价。此外，在辞职大潮后，对员工友好的公司具备了竞争优势。

虚假绿色宣传、能源安全和地缘政治关切引发对ESG有效性的疑问，使得该题材下资金净流入的跌势长达两年之久。尽管仍有诸多不完善之处，但我们认为随着市场接受其蕴含的关键框架，ESG将迎来复苏，用以评估长期风险和不断变化的行业格局。

# ESG ETF 的市场情绪

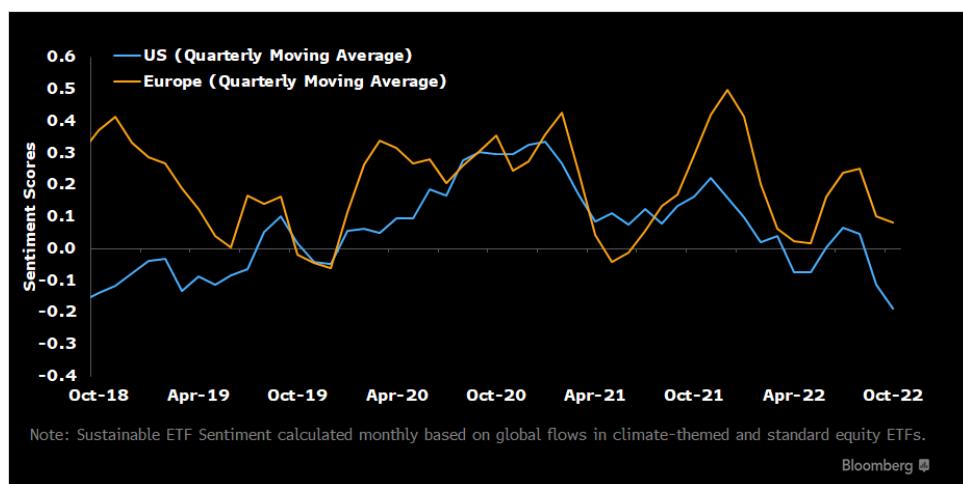
## 全球 ESG ETF 市场情绪疲软的大环境下，欧洲市场依然颇具韧性

尽管过去两年全球 ESG 颓势尽显，但欧洲市场在 2023 年将继续对 ESG ETF 保持积极的市场情绪。我们对于 2023 年全球 ESG ETF 持中性观点，符合 SFDR 第 9 条的基金和 MiFID II 可持续性修正案能够支持欧洲 ESG ETF 持续吸引投资者，而全球需求有望在资金流和动能短期走弱之后开始趋于稳定。

## 欧洲 ESG 市场情绪良好，无惧全球下滑影响

欧洲 ESG ETF 市场情绪维持积极，而美国市场情绪则与全球趋势一样遭遇下行。欧洲 ESG ETF 有望持续迎来资金流入，特别是一些基金想要被贴上符合《欧盟可持续金融信息披露条例》(SFDR) 第 9 条的标签。MiFID II 条例关于披露投资者可持续性偏好的修正案也有望提振 ESG ETF 的需求。

我们的市场情绪评分依据对 ESG 和非 ESG 全球 ETF 资金流的回归分析。该模型控制了基金波动率、回报率和资产净值 等变量，计算了 ESG 或可持续性目标对资金流的影响。



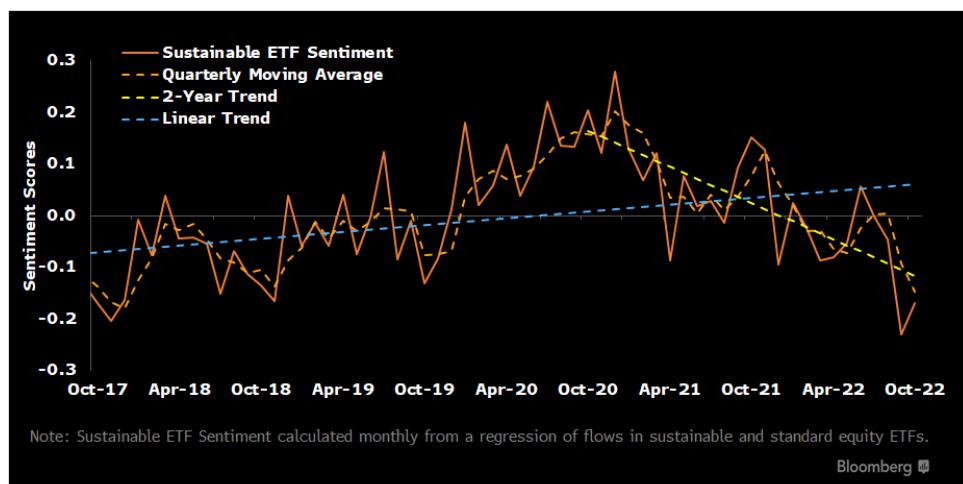
欧洲与美国可持续投资市场情绪对比

Source: BQNT <GO>,  
Bloomberg Intelligence

## 2023年全球ESG ETF市场情绪复苏在望

ESG ETF指的是在投资目标中纳入ESG、可持续性或气候主题的ETF。全球对此类ETF的偏好正处于为期两年的下滑趋势之中，但如果长期增长趋势未被打破，那么2023年的反弹仍有希望。目前市场情绪的低落与长期来看向上的趋势偏离很大。随着全球投资者对ESG类产品继续产生需求，2023年它有望重回增长轨道。

目前ESG ETF市场情绪指标陷入低谷，可能源于能源价格和经济增长风险造成的短期业绩反应。评分于2022年初转负，并且不断下滑，10月份达到负0.17。此前高点出现在2020年12月，评分为0.28。



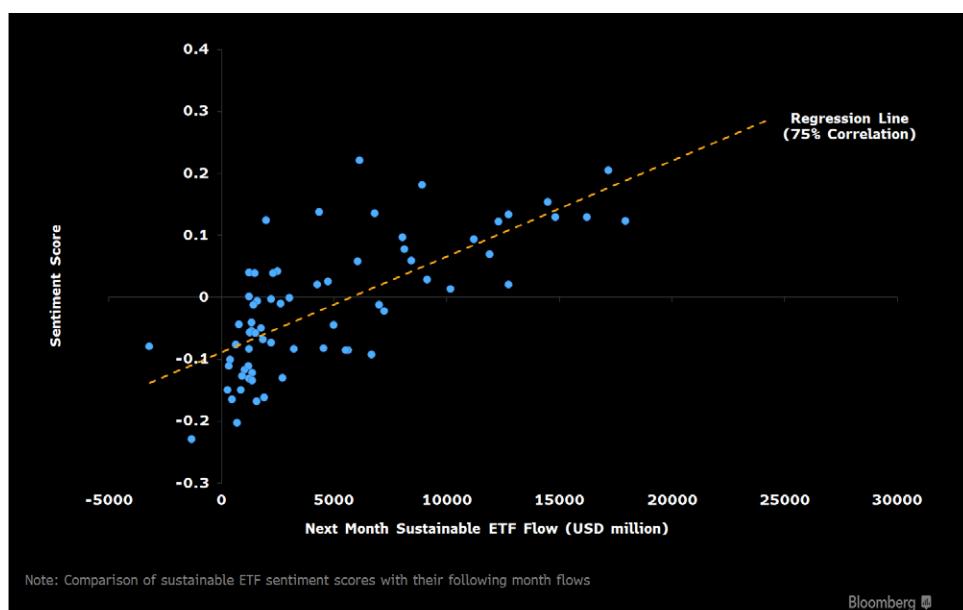
全球可持续ETF市场情绪

Source: BQNT <GO>, Bloomberg Intelligence

## 资金流入将维持低位，直到ESG ETF市场情绪修复

ESG ETF的负面情绪评分表明，从历史标准和同行比较看，其资金流入短期内可能将维持弱势。根据我们的模型，我们预计将先出现市场情绪转正，随后ESG ETF资金流入才会开始修复。

市场情绪与下月的ESG ETF资金流入之间呈现0.75的强相关，显示当前低迷的情绪评分可能影响近期资金流入。情绪评分为负还表示ESG ETF的资金流入可能将弱于非可持续ETF。

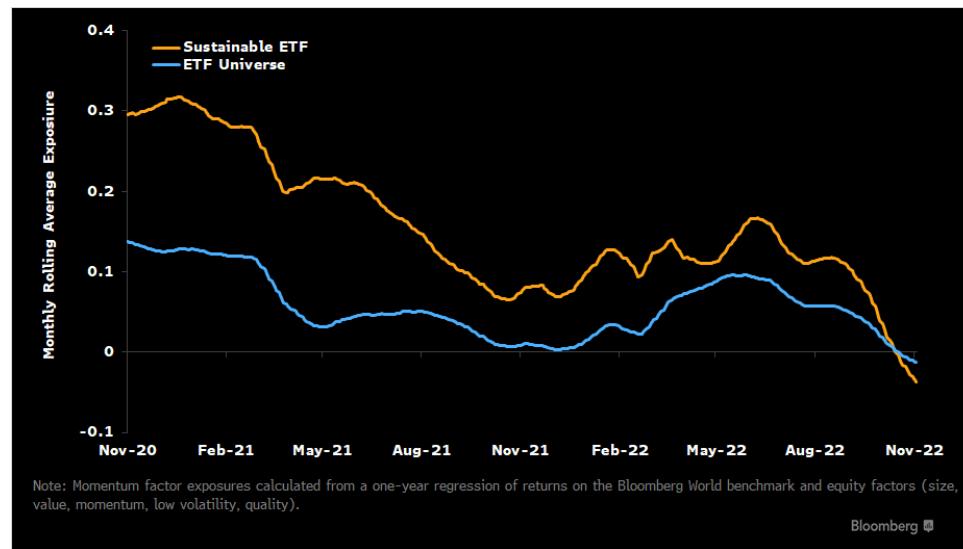


市场情绪与下月的可持续ETF资金流入

Source: BQNT <GO>, Bloomberg Intelligence

## 动量随近期业绩压力减弱

动量消退也可能反映ESG ETF目前持续存在的业绩压力。动量因子反映的是上年表现最强和最弱的股票之间的价差。ESG ETF对动量因子的敞口中位数已从2020年12月的高位0.3，降至9月的零以下。ESG ETF对动量因子的敞口不再高于同行，一反前两年将动量作为重要业绩驱动因子的趋势。



# ESG 业绩和 ETF 增长

## ESG 风险重重，但欧洲 ETF 仍有望强势增长

受政策利好驱动，未来一年欧洲 ESG ETF 投资资产和资金流入有望维持强势，而美国将走弱。随着市场趋于成熟，基金发行节奏可能继续放缓。资金流入可能将由符合第 9 条要求的 ETF 推动。第 9 条是 ESG 类别中在可持续性指标上要求最高的一类。然而，ESG 大类面临掺杂“水分”的风险，越来越多的基金只把自己归为符合第 8 条要求，但不将“ESG”放在其名称中。

ESG 今年回报不佳，主要原因是对取得了超额表现的能源板块的布局不足。在美国，对价值因子的远离或将继续影响 ESG ETF，但如果市场动荡不断加剧，那么较低的波动率敞口将令 ESG ETF 受益。

## ESG 业绩表现：因子敞口喜忧参半

美国 ESG 业绩可能继续承压，原因是这些 ETF 远离价值因子，而高利率推动更多投资者从成长因子向价值因子轮动。根据彭博行业研究策略师的看法，价值股目前的相对估值颇具吸引力，可能为多年牛市奠定基础。如果市场波动加剧，那么基金有望从 ESG 较低的波动率敞口中受益。但如果市场迅速反弹，正此前自疫情低点迅速反弹，那么 ESG 回报可能面临压力。

今年美国和欧洲 ESG 指数均跑输大盘基准，主要原因是对能源的布局略低。尽管 MSCI 新兴市场 ESG 指数长期来看表现更佳，但今年依然跑输其非 ESG 的“兄弟”指数近 400 个基点。只有 20% 的美国 ESG ETF 跑赢基准，而 2020 年为 65%。



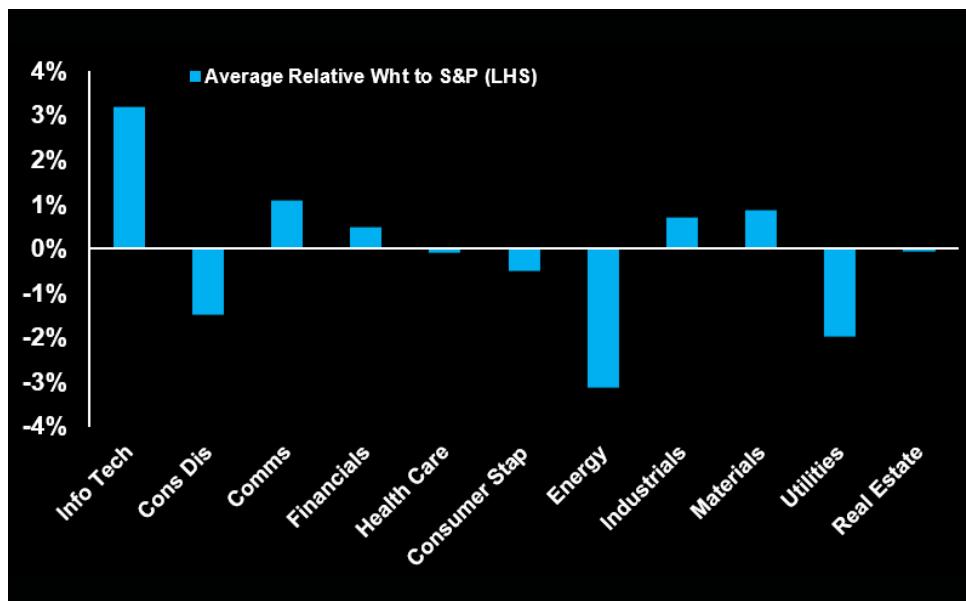
业绩: ESG vs 非 ESG

Source: Bloomberg Intelligence

## 美国 ESG 回报：亟需反思典型的板块配置

美国 ESG 基金往往超配科技板块，低配能源板块。鉴于能源在彭博行业研究策略团队的评分卡上目前排名第一，而科技排名居中，这可能会在短期内继续影响回报。一旦科技板块面临经济放缓的挑战，特别是在利率继续上行的大环境下，ESG 基金将持续承压。科技板块盈利已经出现大幅下挫，可能直到 2024 年才会反弹。低配能源对 ESG 来说可能喜忧参半：经济放缓通常对这一板块并非好事，但能源价格高企却又抵消了一部分冲击。

鉴于这种典型的按板块配置的方式受到诟病，我们认为，围绕 ESG 进行反思，投资决策中更加重视基本面而非所属板块，在未来一年将愈发重要。



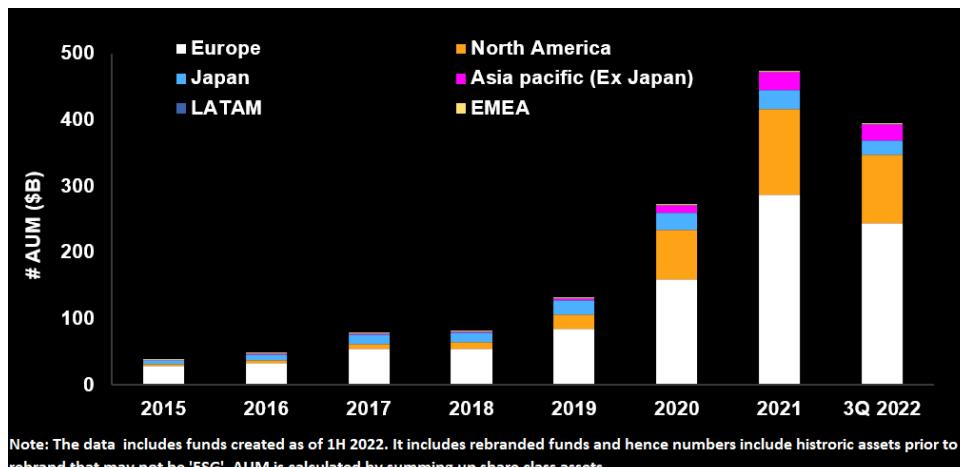
美国 ESG 各板块的相对权重  
(15 只基金的平均值)

Source: Bloomberg Intelligence

## ESG ETF资产规模仍将由欧洲驱动

ESG 和价值型 ETF 资产规模今年下跌约 16%，到第三季度缩水至 3,950 亿美元，原因是市场收缩和一次性大规模资金流出（这也是上半年的主导因素）。我们认为，造成资金流出的是高集中度风险，而非对 ESG 的怀疑。虽然情况在进入第三季度后有所缓解，但我们认为，资金集中流入流出可能导致资金流动持续大幅波动，一旦大型投资者的配置耗尽，从长远来看，这可能会减缓资产规模增长。虽然美国的资产规模走弱，但欧洲表现相对强势。我们认为，监管侧将持续利好欧洲。

基金成立出现放缓迹象。随着经济下行主导市场恐慌情绪，大多数大型资产管理机构策略部署到位，ESG 市场趋于成熟，基金成立可能将进一步减速。



各区域的 ESG ETF 资产规模

Source: **ETF <GO>**,  
Bloomberg Intelligence

## 气候 ETF 面临供应过剩的风险：ESG ETF 资金流动追踪

我们之前预测的气候 ETF 清盘正在成为现实，有至少 5 只基金关闭。这一趋势可能将持续下去：随着供给过剩考验需求，资金流入放缓，竞争力较弱的策略可能不得不退出。根据我们的追踪数据，2021 年第一季度，清洁能源基金的资金流入大幅增加，但随后逐渐放缓。流入低碳/无化石燃料 ETF 的资金也有所放缓。虽然《降低通胀法案》将在长期内支撑清洁能源资金流入，但我们认为这不足以维持去年的步伐。到第三季度为止，气候 ETF 大约发行了 100 只，不及 2021 年的 180 只，但仍然比其他任何年份都高出一倍。受该法案影响程度较低的低碳/无化石燃料气候主题基金可能面临更高的清盘风险。

我们的追踪数据覆盖了各种不同股票策略的资金流入，能够很好地反映出市场需求。

Strategy	Flows (\$M)							1Q - 3Q 2022	1Q - 3Q 2021
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Exclusionary (Inc Religious)	833	1,139	3,663	5,769	21,336	61,634	89,904	25,948	62,935
ESG	632	852	3,368	5,715	19,315	57,185	81,677	26,823	57,030
Controversies	644	1,258	3,636	5,519	19,298	54,544	78,899	24,049	54,124
Low CO2, Fossil Fuels	198	114	1,258	2,159	3,962	19,262	32,654	18,058	22,675
Clean Energy/Tech	181	38	230	126	877	12,027	16,431	1,517	13,214
Governance	2,663	2,601	2,785	1,531	2,835	1,873	1,581	(184)	1,195
Gender	-	252	53	252	(199)	410	826	797	509
SDG/Impact	-	-	1	111	167	266	568	49	493
Other Environmental	(166)	(44)	(89)	16	166	187	1,733	123	1,330
Diversity & Inclusion	-	-	-	2	3	38	91	74	78
Human Capital	-	896	(148)	(569)	(123)	(63)	(83)	(1)	(72)

Our tracker reflects flows to strategies such as ESG, those that exclude "sin stocks" (like tobacco) and themes like gender. It includes equity ETFs created as of Q4 2020. Funds can have multiple strategies with flows being counted for each. Many combine bans on certain assets with other strategies, boosting the exclusionary category. Other Environmental themes include organic food, sustainable water etc & exclude clean energy, low CO2, fossil free ETFs.

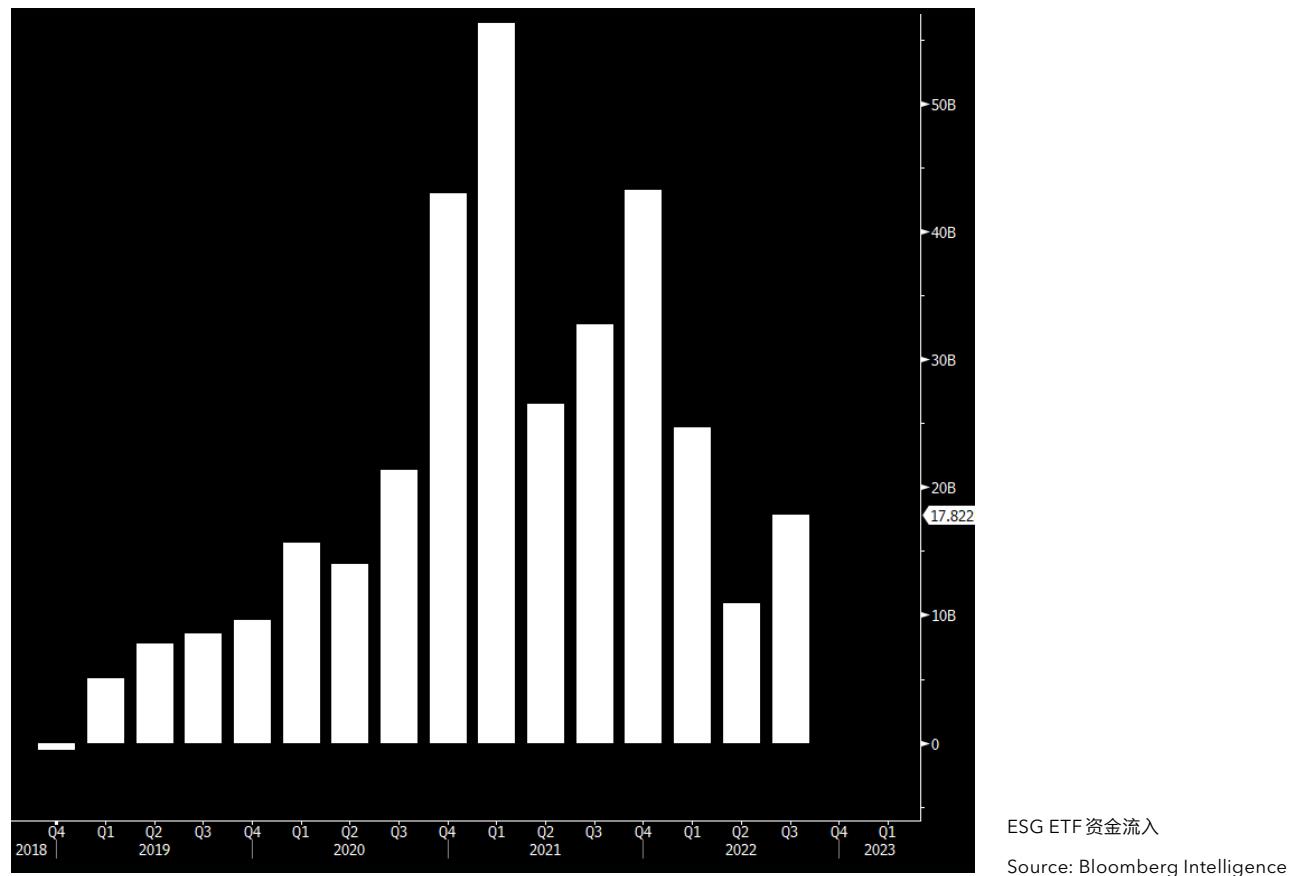
ESG ETF 资金流动追踪

Source: Bloomberg Intelligence

## 投资者追求最高可持续性，符合第9条的ETF有望迎来资金流入

今年前三季度，ESG 和价值型 ETF 的资金流入跑输投资范围更广的基金，且表现比去年同期更差，原因是美国转弱（欧洲则表现出强势）。根据我们的市场情绪模型，资金流入可能进一步放缓。符合第8条、但不将自己标为ESG的基金数量可能会增加，或导致该类别下含有更多“水分”。资金流入约为530亿美元，其中符合第9条的基金占36%，投资者可能将继续青睐可持续性等级最高的基金。然而，一些基金正在降级为第8条基金。随着披露规则要求更高的透明度，明年的监管力度也会加强，基金降级的势头可能加速。

根据欧盟《可持续金融信息披露条例》，资产管理机构必须将基金归为三类中的一类。第8条基金促进环境或社会发展。第9条则针对可持续投资。



# ESG 监管

## 2023年展望：ESG监管

我们认为，在多个利益攸关方推动下，明年全球 ESG 透明度有望上升，但做法不一致可能带来短期混乱。欧盟将制定新规，增强企业对气候和 ESG 的信息披露，而亚洲正在迎头赶上。但随着共和党在国会的势力上升，其带来的政治阻力意味着美国的监管演进之路将更加坎坷。

## 美国气候监管规则在拖延中成型

美国证券交易委员会(下称“证交会”)的气候信息披露规则提案在生效时可能会“缩水”，并且还要经历法庭上的挑战。公众反响强烈、急于制定新规导致机构资源紧张、以及技术故障使得评论期延长，令最终版规定的出台被推迟。我们认为新规将于近期出台，并于 2023 年内生效，但法院裁决可能将减缓其实施步伐。范围三排放不在该新规的要求披露范围内。

该规定将围绕气候相关财务信息披露工作组的框架，将信息披露标准化，并强制披露经审计的范围一和范围二温室气体排放。该规定可能还包括提供合理鉴证的要求。

Registrant Type	Disclosure Compliance Date	
	All proposed disclosures, including GHG emissions metrics: Scope 1, Scope 2, and associated intensity metric, but excluding Scope 3	GHG emissions metrics: Scope 3 and associated intensity metric
<b>Large Accelerated Filer</b>	Fiscal year 2023 (filed in 2024)	Fiscal year 2024 (filed in 2025)
<b>Accelerated Filer and Non-Accelerated Filer</b>	Fiscal year 2024 (filed in 2025)	Fiscal year 2025 (filed in 2026)
<b>SRC</b>	Fiscal year 2025 (filed in 2026)	Exempted

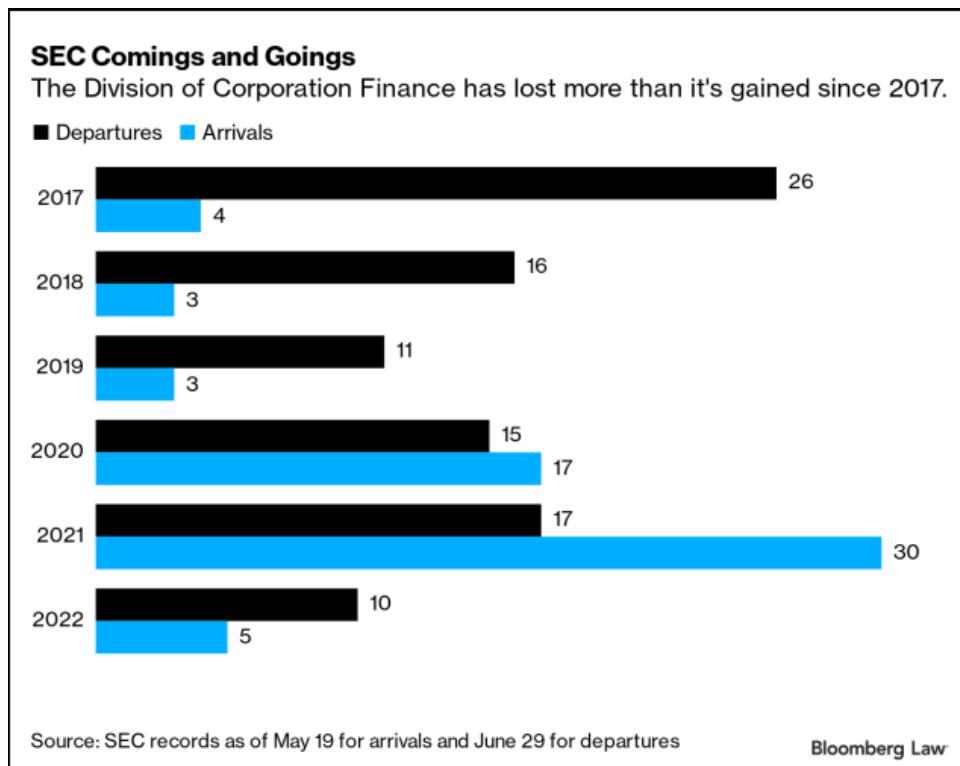
Filer Type	Scopes 1 and 2 GHG Disclosure Compliance Date	Limited Assurance	Reasonable Assurance
Large Accelerated Filer	Fiscal year 2023 (filed in 2024)	Fiscal year 2024 (filed in 2025)	Fiscal year 2026 (filed in 2027)
Accelerated Filer	Fiscal year 2024 (filed in 2025)	Fiscal year 2025 (filed in 2026)	Fiscal year 2027 (filed in 2028)

提案时间线

## 减少对气候警察的拨款？

共和党占据多数的众议院可能使拜登总统的气候议程更难以落实。尽管证交会制定监管规定属于行政分支的职能，但国会可能削减相应资金，让新增或现有披露要求的执行无法获得所需人力，特别是在政府触及债务上限的情况下。证交会的公司财务监管部过去几年一直人手不足，该部门在最近一次的预算中申请资金来聘请7名律师，以支持气候、人力资本和高管薪酬方面的规定。

参议院银行业委员会的共和党议员已经向证交会致函，质疑人员紧缺之下的新规制定速度，并调查多家ESG评级提供商。



证交会公司财务监管部人员更迭

Source: Bloomberg Law,  
U.S. Securities and Exchange  
Commission

## 推进ESG过程中的反垄断风险是可以避免的

有一批共和党参议员警告称，一些企业打着ESG的旗号却行串通之实，可能将就此类指控进行调查，这并非空穴来风。竞争者之间的协同行动，即便目标是值得称赞的，也可能构成反垄断风险。不过，警告针对的是理论上可能发生、但仍可以避免的违反行为。许多（如果不是大部分）竞争者在ESG方面的合作不太可能违反反垄断法，因为反垄断法只禁止限制贸易的协议。竞争对手可以在不会产生这种影响的行动上协同合作，例如讨论行业的最佳做法。

只有当竞争对手通过合作形成价格垄断、操纵投标、划分市场或客户，或集体抵制一家或多家企业时，才会逾越法律界限。共享具有竞争敏感性的信息也可能产生问题。

### 要点

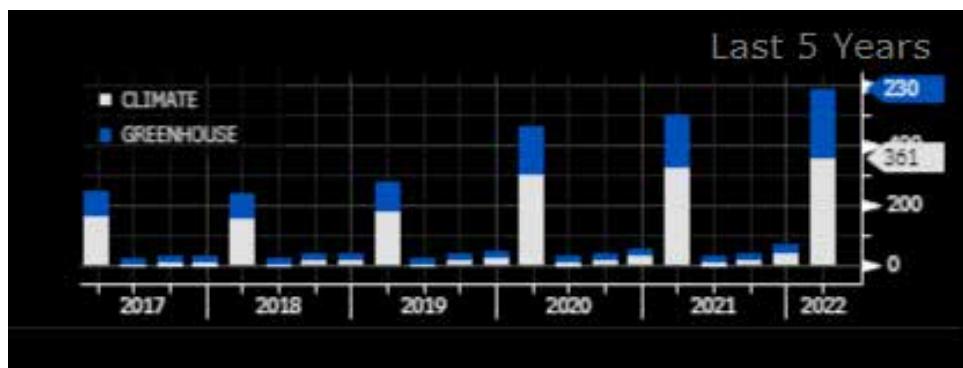
#### 五名共和党参议员致51家律所的信：

- 责所有责任充分告知客户参与气候价格联盟和其他不合理ESG计划所产生的风险。
- 联邦贸易委员会主席强调了反垄断法对ESG没有豁免。
- 需特别关注企业通过串通来限制煤炭、石油和天然气的供应
- 国会将加大力度行使监督权，严加审查以ESG名义实施的制度化违反反垄断法的行为，并将违反行为提请联邦贸易委员会和司法部注意

## 美国证监会论点根基不稳

从美国最高法院近期做出的几项裁决（例如6月30日限制美环保局监管碳排放权力的裁决）来看，美国证监会及其3月公布的气候信息披露规则提案恐怕前途堪忧。在6月30日裁决以及此前扩大美国宪法第二修正案持枪权的裁决中，美国最高法院响应了自由意志主义智库加图研究所提出的论点。我们认为气候信息披露规则的命运将与之相仿。

我们预计两个论点将获得保守派法官的共鸣。第一，美国证监会的做法超出了它的权限范围，因为气候相关信息的披露与实际财务影响之间的联系可谓相当微弱。此外，美国国会已在1974年《清洁空气法案》中将气候信息披露监管权限（包括温室气体排放）授予美国环保局（EPA），这说明美国证监会并不具备同样的权限。第二，代价高于收获。



标普500 10-K文件中的“温室气体”或“气候”相关数据

Source: Bloomberg Intelligence

## 欧洲新规力度取决于标准的严格程度

欧盟关于非财务信息披露新规的效果将在很大程度上取决于欧洲财务报告咨询小组(EFRAG)正在制定的标准的严格程度,以及该指令转化为国内法的情况。不过,连同欧盟分类标准带来的更加复杂的分类体系,更新后的企业信息披露框架应当提高投资者可获得的信息数量和质量,扩大企业的覆盖范围,并要求对所报告的信息进行审计。

据我们计算,超过6,000家非欧盟公司可能符合标准,属于该指令的扩大范围,其中最多的是总部设在美国并在工业和金融领域运营的公司。

	<b>Non-Financial Disclosure Directive (current rules)</b>	<b>Corporate Sustainability Reporting Directive (proposed rules)</b>
<b>Scope</b>	<b>Large firms with &gt; 500 employees</b>	<b>All large and all listed firms (ex. micros, incl. non-EU)</b>
<b>Double materiality</b>	<b>Some ambiguity</b>	<b>Enhanced clarity</b>
<b>Topics</b>	<b>Environmental, social and employee affairs, human rights, corruption and bribery</b>	<b>NFRD plus governance</b>
<b>Reporting areas</b>	<b>Restricted list</b>	<b>More detailed and extensive list</b>
<b>Standards</b>	<b>Only disclosed if companies use any</b>	<b>Mandatory EU ones for large companies, simpler standards for SMEs</b>
<b>Supervision &amp; penalties</b>	<b>No specific sanctions for non-listed companies, unclear supervisions for the others</b>	<b>Clearer supervision and ESMA guidelines for listed companies, minimum sanctions for non-listed ones</b>

Bloomberg

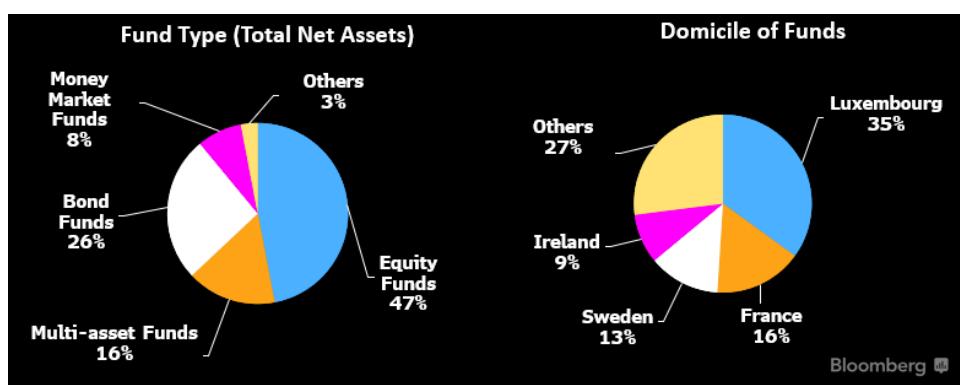
NFRD与CSRD的主要差异

Source: Bloomberg Law,  
U.S. Securities and Exchange  
Commission

## SFDR标准提高了产品的ESG可比性

欧盟《可持续金融信息披露条例》(SFDR)技术标准将于2023年1月1日付诸实施,旨在提高在欧盟地区发行的金融产品的透明度和可比性,从而帮助投资者识别完全符合第9条要求的基金。新的监管标准包括针对金融运营机构的强制内容披露和展示义务,这可能暂时性增加从第8条降级为第8条的基金数量,但最终将帮助到希望辨别“漂绿”产品的投资者。

欧洲基金和资产管理协会估计,2021年第一季度末,属于SFDR第8条的欧洲基金价值达到3.7万亿欧元。其中,卢森堡排名第一(截至2021年第一季度末,份额为35%,规模达13.01亿欧元)。



SFDR第8条基金的市场细分  
(2021年第一季度末)

Source: European Fund and Asset Management Association

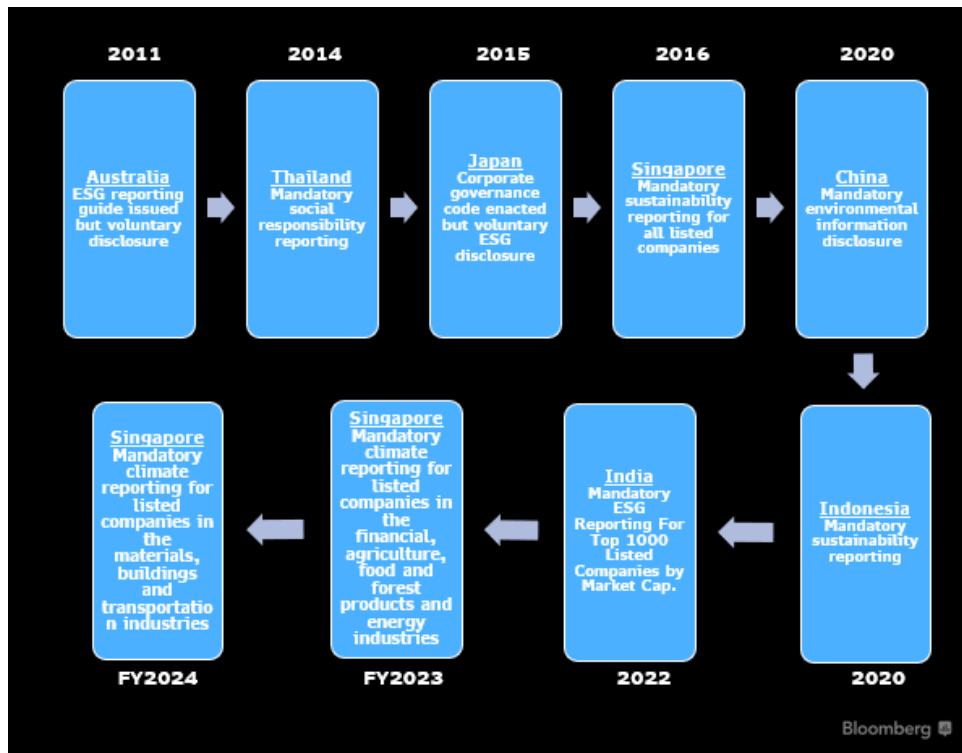
## 中国下一步或与ISSB准则接轨

采用国际 ESG 信息披露标准应是中国的长期目标，这可能有利于该国实现 ESG 信息的强制披露。不过有几个问题应该首先得到解决，如缺乏成熟的高质量 ESG 数据收集流程，以及第三方评级机构对 ESG 覆盖不够。虽然中国证监会目前要求 A 股上市公司根据各类披露要求自愿披露 ESG 信息，但中国的下一步可能是与国际可持续发展准则理事会(ISSB) 等全球 ESG 标准接轨。中国企业已根据其本土需求，在 6 月 15 日之前提供了关于 ISSB 建议的反馈并已将其提交至 ISSB。

Primary Indicator	Secondary Indicator	Tertiary Indicator	# of Metrics
Environmental (43)	Resource Consumption (14)	Water Resources	5
		Materials	4
		Energy	4
		Other Natural Resources	1
		Wastewater	7
	Pollution Prevention (20)	Waste Gas	5
		Solid Waste	7
		Other Pollutants	1
		Greenhouse Gas Emission	5
		Emission Reduction Management	4
Social (32)	Labour Rights (15)	Recruitment and Employment	3
		Employee Protection	5
		Employee Health and Safety	4
		Employee Development	3
		Production Regulation	2
	Product Liability (7)	Product Safety and Quality	2
		Customer Service and Welfare	3
		Supplier Selection	3
		Supply Chain Management System	2
		Community Relations Management	2
Governance (43)	Social Responsiveness (5)	Civil Duty	3
		Shareholders	2
		Board of Directors	3
		Supervisory Board	2
		Senior Management	2
	Governance Structure (10)	Other Top Governance Body	1
		Compliance Obligations	7
		Risk Management	6
		Oversight	3
		Information Disclosure	2
Governance (43)	Governance Mechanism (24)	Senior Management Engagement	3
		Business Ethics	3
		Strategy and Culture	2
		Innovation	4
		Sustainable Development	3
	Governance Effectiveness (9)	Bloomberg	▪
		《企业 ESG 披露指南》 中的 ESG 指标	
		Source: Bloomberg Intelligence	
		Source: Guidance for "Enterprise ESG Disclosure", Bloomberg Intelligence	

## 加大 ESG 披露力度在亚洲是大势所趋

由中国企业改革与发展研究会发布的中国首部《企业 ESG 披露指南》已自 6 月 1 日起实施。鉴于中国 ESG 产品的快速发展，该指南对于提高中国企业的 ESG 披露标准而言实有必要。该指南根据中国的法律法规编制，符合中国的实际情况。欧洲公司治理研究所的一项研究显示，至少有 25 个司法辖区已强制要求企业披露 ESG 信息。在亚洲国家中，泰国、中国、新加坡、印尼和印度都已强制要求企业披露可持续发展和环境报告，但 ESG 报告基本上仍基于自愿原则。



亚洲 ESG 披露/报告时间表

Source: Bloomberg Intelligence

# ESG 评分

## ESG 评分或反映表现优秀者回报更高、增长更强

ESG 评分高，或表明企业积极应对风险、强化战略地位，从而有利于回报和利润增长。与亚太相比，美国和欧洲、中东及非洲股票在环境和社会方面得分高于同行的比例更高，而亚太需要提高披露和治理指标。我们预计，随着框架标准化、焦点向 ESG 业绩转移，全球 ESG 披露将有所改善。

## ESG 评分高或预示更优回报

ESG 评分高或表明管理有效，能产生比指数更高的回报和利润。在我们 1,000 家企业的样本中，29 只股票在环境、社会和治理评分方面排名前 10%。我们的分析显示，相较于 MSCI 全球指数，这些股票拥有更高的平均总回报、风险调整回报（即夏普比率更高）和净利润增长。虽然我们的研究并未证明存在直接的因果关系，但切实表明了坚实的 ESG 管理与提升回报和利润存在相关性。在动荡的 2022 年，虽然这些顶级企业大多经历了股价下跌，但跌幅低于指数。油气巨头斯伦贝谢的增长最高，达 77%。

这一精英集团并不包含任何亚太股票。我们认为，需要通过加强披露和业绩管理来培养更多亚太 ESG 领袖。

Name	Country	Sector	E Pillar Perce ntile 2021	S Pillar Perce ntile 2021	G Pillar Perce ntile 2021	3 Year Annualized Total Return - Last Close 2021	Sharpe Ratio 3 Years	3 Year Net Income CAGR	Price Change Year To Date Percent
			Pillar Perce ntile 2021	Pillar Perce ntile 2021	Pillar Perce ntile 2021	Total Return - Last Close 2021	Sharpe Ratio 3 Years	3 Year Net Income CAGR	Price Change Year To Date Percent
VERIZON	US	Communications	94.5	95.3	98.9	-11%	-0.56	12%	+28%
MONDELEZ INTERNATIONAL	US	Consumer Staples	98.2	99.1	93.7	9%	0.35	9%	-5%
BROWN-FORMAN -B	US	Consumer Staples	95.3	93.0	90.7	2%	0.07	8%	-8%
HERSHEY CO/THE	US	Consumer Staples	98.6	98.6	93.8	20%	0.74	8%	18%
DIAGEO PLC	UK	Consumer Staples	100	100	94.9	8%	0.29	-4%	-9%
GENERAL MOTORS C	US	Consumer Discretionary	97.9	100	100	1%	0.01	8%	-33%
YUM! BRANDS INC	US	Consumer Discretionary	93.1	100	93.3	9%	0.27	1%	-12%
EBAY INC	US	Consumer Discretionary	100	96.3	96.3	6%	0.16	75%	-40%
SCHLUMBERGER LTD	US	Energy	100	92.0	94.0	17%	0.28	-4%	77%
MORGAN STANLEY	US	Financials	97.3	97.3	97.2	24%	0.57	20%	-14%
GOLDMAN SACHS GP	US	Financials	100	90.9	100	20%	0.51	27%	-6%
JOHNSON&JOHNSON	US	Health Care	97.8	96.7	94.2	12%	0.53	11%	0%
BRISTOL-MYER SQB	US	Health Care	99.6	98.9	96.7	15%	0.60	12%	26%
GSK PLC	UK	Health Care	92.1	98.4	93.3	-2%	-0.08	8%	-11%
CORTEVA INC	US	Materials	100	100	92.6	38%	0.99	NA	38%
FREEPOR-T-MCMORAN	US	Materials	92.5	100	93.3	50%	0.79	18%	-16%
NEWMONT CORP	US	Materials	93.9	93.9	100	5%	0.16	51%	-34%
LINDE PLC	UK	Materials	98.9	98.9	92.2	17%	0.27	30%	-11%
CRH PLC	IRELAND	Materials	92.6	92.6	100	7%	0.19	-5%	-21%
APPLE INC	US	Technology	93.9	95.7	92.0	30%	0.80	17%	-22%
CISCO SYSTEMS	US	Technology	97.4	92.3	98.4	1%	-0.01	358%	-30%
ADOBE INC	US	Technology	96.2	94.5	96.2	1%	-0.03	23%	-50%
HEWLETT PACKARD	US	Technology	91.0	99.1	96.0	-2%	-0.08	22%	-10%
ASML HOLDING NV	NETHERLANDS	Technology	98.9	91.1	95.8	25%	0.65	31%	-34%
PG&E CORP	US	Utilities	96.9	91.2	96.2	28%	0.65	NA	26%
EVERSOURCE ENERGY	US	Utilities	92.9	100	95.2	1%	0.04	6%	-15%
ENEL SPA	ITALY	Utilities	98.9	93.6	95.2	-8%	-0.22	-13%	-34%
E.ON SE	GERMANY	Utilities	100	95.0	95.5	4%	0.16	13%	-29%
SSE PLC	UK	Utilities	95.7	92.6	92.3	13%	0.42	40%	-4%
Average (Top 29 ESG performers)						13%	0.32	30%	-9%
MSCI WORLD INDEX						6%	0.23	12%	-22%

Note: Data as of 4 November 2022. Analysis is based on 2021 scores if available, 2020 if not.

Bloomberg

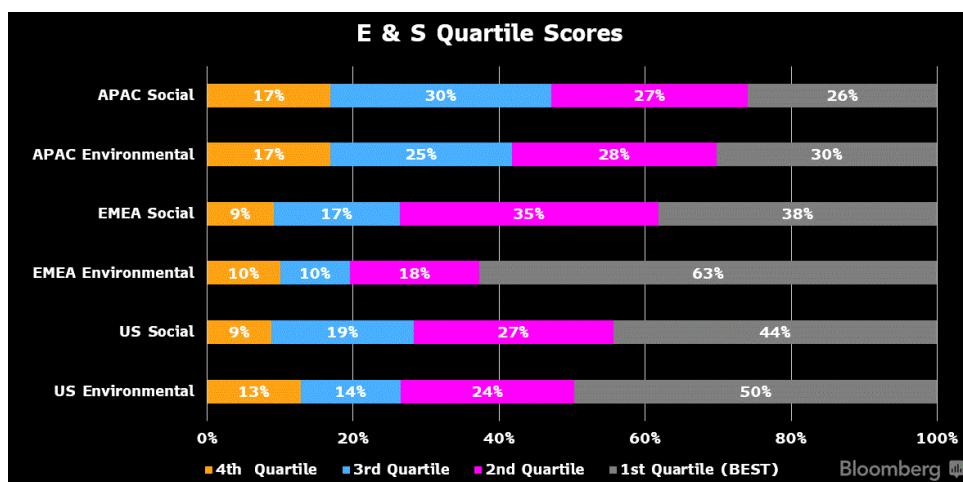
ESG 评分在前 10% 的公司

Source: Bloomberg Intelligence

## 从四分位指标看，欧洲、中东及非洲环境评分领先；美国社会评分领先

受监管和投资者压力驱使，欧洲、中东及非洲在各行业的环境评分中表现出众，美国则在社会评分表现方面居首。我们对评分范围中1,000只市值最高股票的分析显示，63%的欧洲、中东及非洲企业在环境评分方面位列前25%，而亚太只有30%。欧盟可持续活动分类标准和欧洲可持续金融信息披露条例改善了信息披露，有利于提升该区域评分。

美国在社会表现评分上领先，44%的公司处于前25%。亚太环境和社会评分均排名最后25%的企业占比最高，为17%。彭博的四分位指标将公司的加总表现与全球同行相比较，评分从0至100（最佳）。



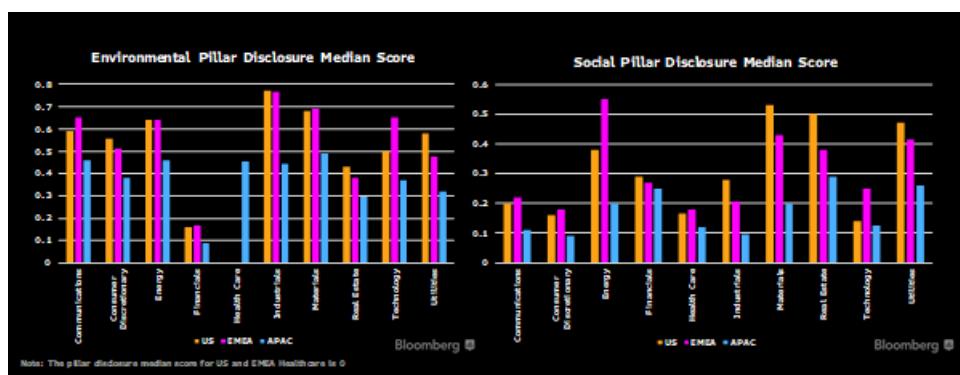
全球排名中的区域相对表现

Source: Bloomberg Intelligence

## 工业板块引领环境与社会信息披露

工业、材料和能源的环境披露评分中位数最高，可能是因为拥有较大环境足迹的板块受到更严格的ESG监管。由于欧盟分类标准等政策规定各行业的披露义务，这一差距终将消失，即使是目前落后的金融业也不例外。工业、材料和能源在社会披露方面也取得较高评分，房地产和公用事业也是如此。

欧洲、中东及非洲企业披露的重大环境信息更多，美国企业披露的社会信息更多，亚太相对落后。我们预计全球披露水平将有所改善。更多亚太国家有望采用国际可持续发展准则理事会的ESG报告框架，而美国证交会近期拟议修正ESG披露监管法规。

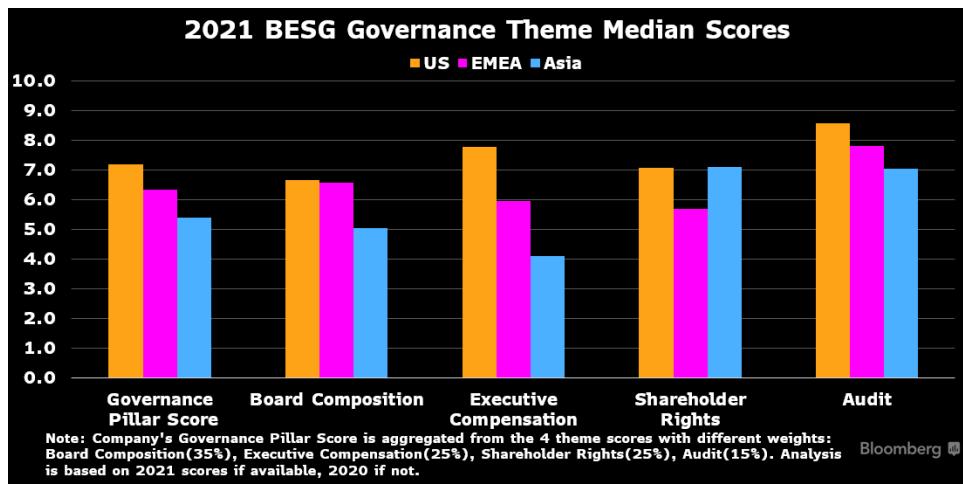


环境和社会披露

Source: Bloomberg Intelligence

## 亚太需要提高董事会的女性参与度

2021年，亚太董事会构成的评分中位数低于美国和欧洲、中东及非洲，主要原因是多元化和独立性偏弱。美国董事会的女性比例中位数是29%，欧洲、中东及非洲为36%，亚太则为13%。我们的分析显示，过去五年亚太企业董事会引入了更多独立董事，但中位数为43%，仍远远落后于美国和欧洲、中东及非洲。亚太在高管薪酬方面也处于落后地位，主因是激励结构不佳，290家样本企业中，只有28家制定了与ESG相关的奖金。欧洲、中东及非洲企业可通过推进同股同权来提高股东权利评分。三大区域在审计项目均取得高评分，但我们预计，鉴于股东对审计师满意度可能表明审计质量更高，审计员认可和支持方面将进一步改善。

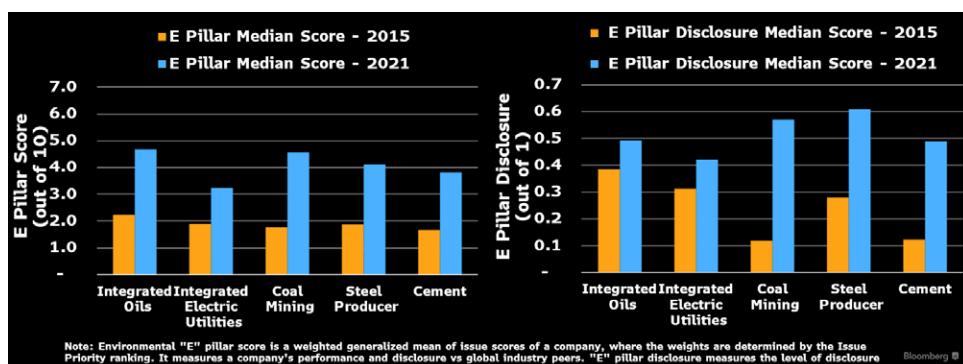


彭博ESG治理评分中位数 (按区域)

Source: Bloomberg Intelligence

## 能源转型部门环境评分改善程度各异

鉴于全球致力于抑制气候变暖，我们认为综合石油、综合电力、煤炭、钢铁和水泥是减碳压力加剧的关键行业。我们认为，这些行业的企业2021年环境评分较低，因此亟需改善环境表现和披露。2015至2021年，煤炭和水泥行业环境披露评分中位数增幅最高，表明其总体环境评分的改善可能主要来自披露加强，而非业绩进步。其他行业中，综合石油行业可能在较早阶段参与缓解气候风险，因此其2015年环境评分中位数较高，而披露评分上升则较为缓慢。



环境支柱与披露评分中位数

Source: Bloomberg Intelligence

# 维权活动蓬勃发展

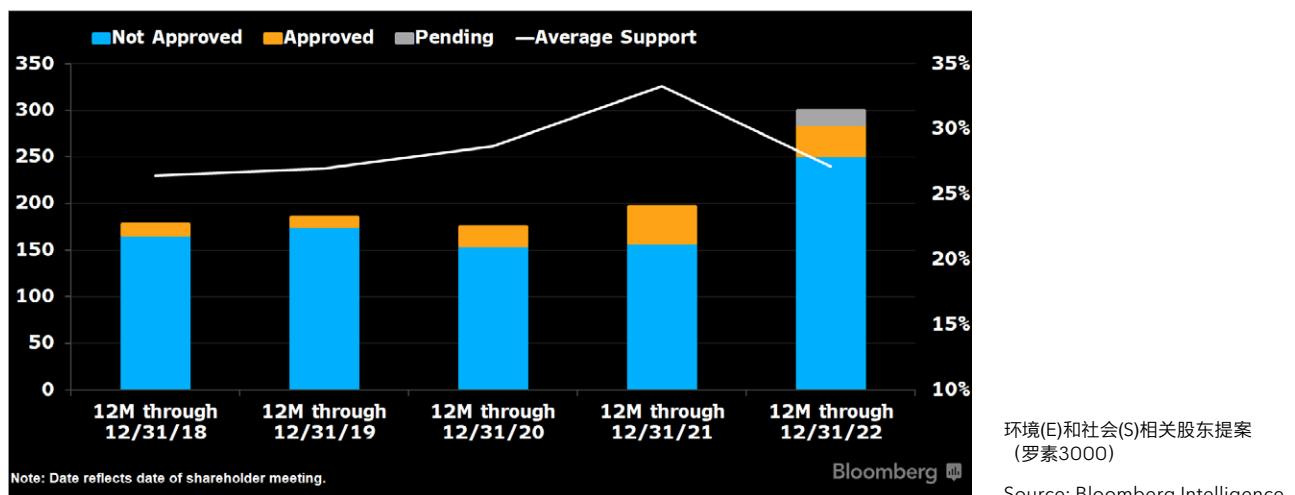
## 随着维权人士加大力度，资管公司寻求庇护：2023年代理季

环境保护和社会责任的倡导者以及反 ESG 的活动人士都将在 2023 年提出更多股东决议，以推进各自的议程。大型资管公司由于持有资产规模庞大，往往成为上述争议的仲裁者，并日益受到人们的关注。而此类公司则在想方设法转移此类注意力。

## 行业可能会迎来又一波股东决议浪潮

我们认为，鉴于监管门槛有所降低，而 ESG 的支持者和批评者对企业行为施加的压力都日益加大，2023 年，美国股东提案数量或再创新高。美国证监会于 2021 年末打开闸门，使得将某些具有“广泛社会影响”的项目排除在代理投票之外变得更加困难，受此影响，环境和社会决议的数量大增 52%，其中包括环境和社会活动人士提出的高度规范性的提案，也包括“反觉醒”提案。正如今年对两者的平均支持率从前一年的 33% 降至 27% 所示，这两类提案均未受到主流投资者的欢迎。

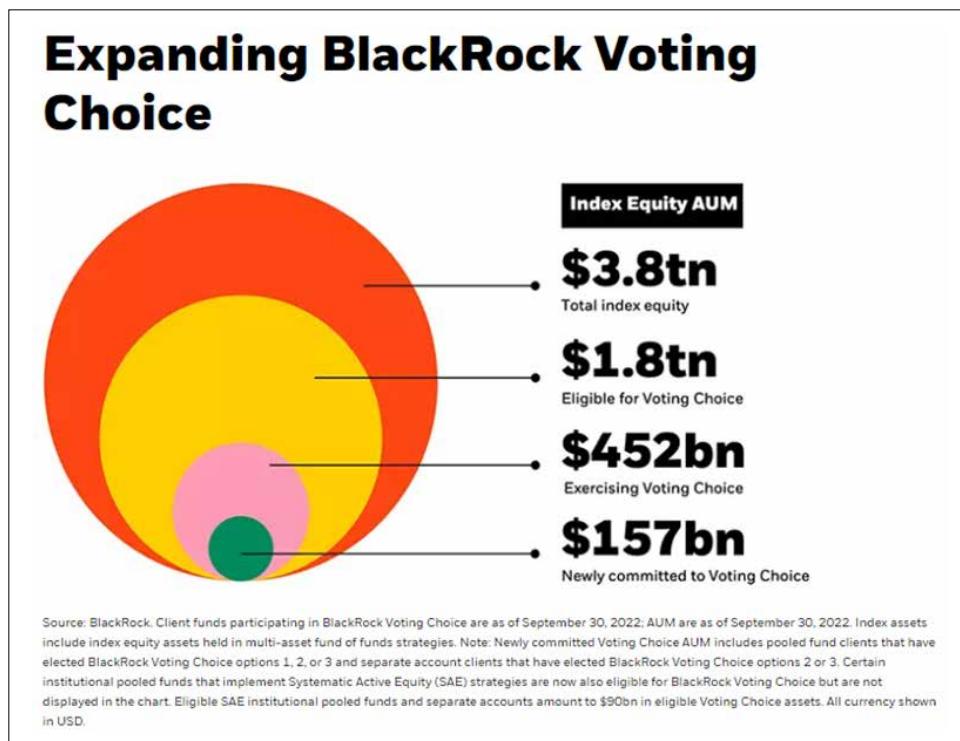
鉴于左翼对气候变化和种族争议的呼声日盛，同时，右翼的反 ESG 声浪也日益高涨，我们预计明年此类决议仍会大量涌现。



## 尊重民意，还是推卸责任？

先锋领航和贝莱德最近拟引入或扩大允许基金持有人直接参与代理投票的计划。此类举措代表了股东民主的新元素。无独有偶，在这些政策推出之前，美国证监会刚刚敲定了“提高基金和机构投资管理公司代理投票透明度”的规定。通过将投票权移交给基金持有人，资管公司可巧妙地避开正反两方对公司ESG参与政策的夹击。一些州政府官员指责资管公司在环境和社会风险管理方面做得过分，而另一些人则批评它们做得还远远不够。

还有人指摘掌握在少数公司手中的投票权过大。而上述举措则有助于缓和此类批评。但我们认为，要扭转ESG投资的政治化，这些转变的力度恐怕太小，也已为时过晚。



## ESG派和反ESG派的目标

环境活动人士和煤矿工人都表达了对先锋领航和贝莱德的不满。他们通过一系列抗议活动及文章指责这两家公司作为化石燃料的最大所有者，在ESG问题上行动过慢或过快。虽然先锋领航和贝莱德是埃克森美孚石油和雪佛龙的主要股东，但它们也束手无策。只要这类股票仍是基准指数的成份股，指数基金就不能将其出售。通过推进投票的民主化，先锋领航如今可以说投票是顺应民意。

对活动人士来说，锁定主动型基金管理公司可能是更有效的方法。这样做或有望压低能源类股的价格，拉低它们的市值，进而使其被逐出指数。

### 网站

"Environmental activists have a big passive problem. Despite chalking up a string of victories, campaigners trying to save the planet by convincing investors to ditch fossil fuel stocks are at risk of seeing their efforts crushed by the relentless growth of index funds. No matter how poorly they perform, they can count on investor money filling their coffers as long as they maintain their spot in the right indices."

Billy Nauman - Columnist, Financial Times  
Feb. 7, 2020

## 美国证监会：投资者追求气候目标而非干预

美国证监会鼓励股东通过提案要求企业设定碳目标或报告ESG数据，但近期的代理季投票显示，投资者推进此类目标的意愿有限。证监会的员工法律公报表示，此前用于排除此类决议的对“微观管理”的定义过于严格。证监会还表示，援用气候相关财务信息披露工作组(TCFD)等现有框架，可以缓解投资者对难以评估的相关主题的担忧。

2019年，美国证监会允许戴文能源排除一项根据《巴黎协定》寻求温室气体减排目标的提案，声称该提案将通过制定复杂政策的具体方法对该公司实施微观管理。但上述公报则明确表示美国证监会将做出不同于以往的裁决。

### 政府备案

"While the analysis in this bulletin may apply to any subject matter, many of the proposals addressed in the rescinded SLBs requested companies adopt timeframes or targets to address climate change that the staff concurred were excludable on micromanagement grounds. Going forward we would not concur in the exclusion of similar proposals that suggest targets or timelines so long as the proposals afford discretion to management as to how to achieve such goals."

Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14L (CF), Division of Corporation Finance, Securities and Exchange Commission  
Nov. 3, 2021

## “反觉醒”决议倾向于减少此类提案的数量

今年出现了一些所谓的“反觉醒”提案。虽然数据提供商为它们贴上了“环境”或“社会”的标签，但这些提案往往与ESG投资者和公司董事会的政策背道而驰，得到的支持率也较低。政治上右倾的国家公共政策研究中心（National Center for Public Policy Research）向Meta、沃尔玛和美国银行等机构提交了11份民权审计决议。这些提案批评了许多公司采取的反种族主义及多元和包容政策，平均仅获得2%的股东投票支持，相比之下，所有其他与种族相关的提案的支持率为39%。

这些反觉醒提案可能只是为了阻止措辞相似、但更有利于ESG的决议再次出现。美国证监会最近关于澄清重复和重新提交的拟议规则将可防止此类情况的发生。

### 公司申报文件

"Businesses should not be distracted and hijacked by social and political activists seeking to change perceived shortcomings of society, which are issues better and more appropriately addressed by governments and charities. Nuisance shareholders and their proposals distract management and coerce it into taking harmful actions based on junk science, political correctness and other non-business agendas rather than rational business practice. This can only reduce profits and, thereby, prevent ExxonMobil from achieving its actual social responsibility."

Steven Milloy - Shareholder Proposals, Item 5  
ExxonMobil Notice of 2022 Annual Meeting, April 7, 2022

# 气候转折点？

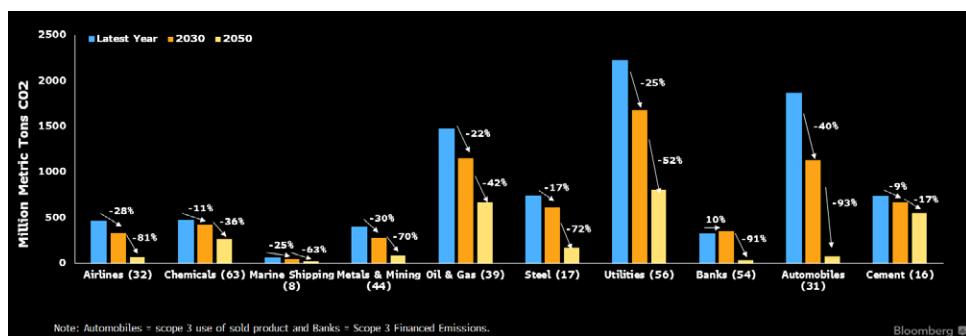
## CO2减排目标推迟：气候期望推移至2023年

随着对CO2减排目标的分析逐渐成熟，大多数碳密集型企业可能将会在2023年加大承诺。对银行来说，关于融资排放量的新兴报告和相关的目标设定应该让位于改良提高。投资者和企业都将继续等待碳补偿方面提升透明度和结构化。

## 超越披露范畴，关注CO2目标

虽然在某些论坛上仍然存在关于CO2排放披露的争论，但大多数碳密集型企业基本上已经将注意力从该议题转向减少排放。在彭博行业研究碳排放同业组的350多家公司中，有约95%报告了CO2排放数据，且有近80%的公司设定了减排目标。该同业组的范围1和范围2累计排放量接近64亿公吨，占全球排放总量的17%。然而，这其中只有92家公司制定了与2030年气温控制目标对应减排基准所相符的目标，表明提高目标将是未来一年的重点。

根据我们的分析，提供排放数据的360家同业组公司的运营排放量预计在最近一年到2030年之间减少近20%，并在2050年前减少约50%。



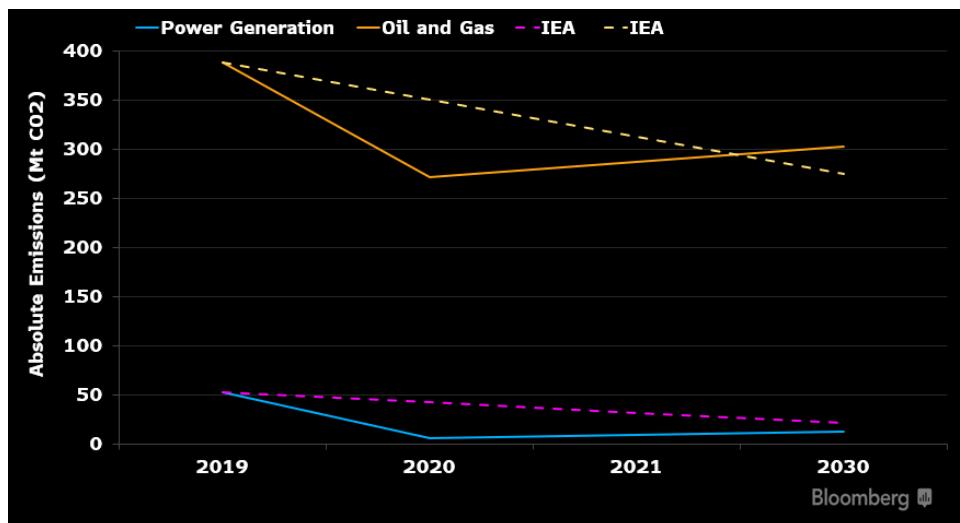
彭博行业研究碳排放: CO2减排预测

Source: Bloomberg Intelligence

## 银行需要改善披露并设立更高目标

作为净零银行业联盟(Net-Zero Banking Alliance)的一部分, 大多数全球顶级银行承诺在2050年之前将其贷款组合与净零排放保持一致, 但在2023年我们可能会看到融资排放量披露方面的改善, 以及更为雄心勃勃的中期目标。在我们同业组中的54家银行里, 60%没有报告融资排放量数据, 因此难以分析当前表现和未来目标。此外, 通过使用彭博排行数据来计算历史融资排放量, 以及根据公开发布的目标, 我们发现, 只有14家机构设定的2030年中期发电和石油天然气项目贷款目标与国际能源署的2050年净零排放路径相一致, 这表明相关战略近期有待加强。

那些继续积累气候风险的机构可能将面临巨大的信贷和市场损失。



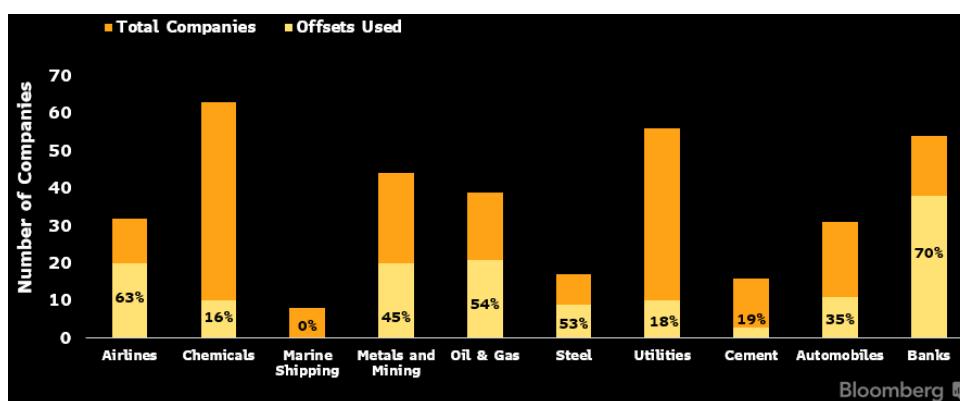
电力、石油与天然气融资排放量 vs  
国际能源署净零排放

Source: Bloomberg Intelligence

## 碳补偿是人们避而不谈的气候难题

尽管企业严重依赖碳补偿, 这个市场在2023年仍将面临审查和混乱。COP27的代表们未能就国际碳市场的规则达成一致, 并将进一步的讨论推迟到了明年。此外, 谈判没有明确区分碳减排/清除和避免补偿, 也没有明确市场参与者资质。因此, 企业将继续参与自愿碳市场, 该市场对投资者而言仍缺乏透明度。彭博行业研究碳排放同业组中约三分之一的公司表示, 他们依赖碳补偿来实现至少一部分的CO<sub>2</sub>排放目标。

彭博新能源财经预计, 对碳补偿的需求将推动碳信用额度的价格从当前的每吨2至6美元在2023年前增长到40至50美元, 并在2050年前升到每吨50至100美元。



彭博行业研究碳排放: 各行业对碳补偿的依赖

Source: Bloomberg Intelligence

# 碳展望

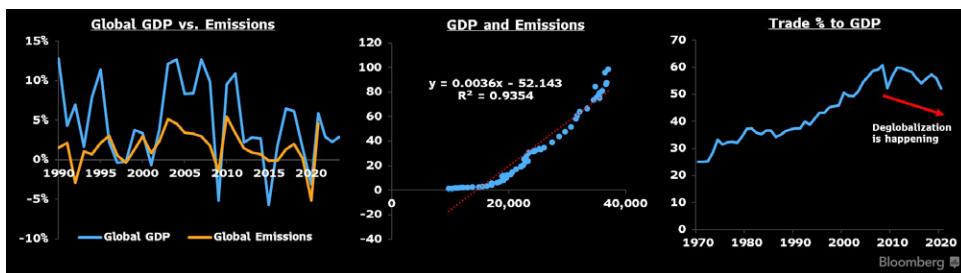
## 碳排放增长可能于2023年因贸易和GDP放缓而减慢

随着后新冠疫情环境下GDP增长的放缓，以及俄罗斯和乌克兰间战事的持续，2023年全球碳排放增长可能会减速。在能源价格上涨和通货膨胀的刺激下，碳价格可能创下新高。如果各国不进行合作，粮食供应和欧盟的碳边界调整机制可能会受到损害。

## 贸易减少可能会减缓2023年排放量

如果贸易继续下滑，全球碳排放量增长可能会因经济和运输活动放缓而在2023年迎来减速。2020年，全球贸易占GDP的比例为52%，为2003年以来的最低水平，原因是新冠疫情导致国际货运陷入了停滞。俄罗斯于2022年2月对乌克兰的入侵可能加剧了这种局面。从1962-2022年的数据中我们可以看到，全球GDP和排放量之间存在着正相关关系，相关系数为0.94。因此，市场普遍预期2023年全球GDP增长率将为2.3%，而2022年增速为2.9%，因此全球碳排放增长也可能随之减速。

2019年，电力、交通、航空和航运、制造业和建筑业的排放量占全球总排放量的62%。



全球排放量 vs GDP; 贸易与GDP之比

Source: WGDPWRD Index, World Bank

## 煤炭增长可能不会刺激排放量

彭博行业研究预测，2023年，中国的热煤产量将增长4%，达到创纪录的38亿吨。然而，政府疫情清零措施背景下的经济活动放缓，以及房地产行业的危机，可能将大大抵消煤炭排放量的增加。在前9个月土地销售额同比下降53%之后，房地产建设可能依然低迷，而且我们还没有看到任何迹象表明中国的新冠疫情措施将有所放松。尽管煤炭产量增长了14%，火力发电量增长了10%，中国的CO<sub>2</sub>排放量在第2季度仍然比去年同期下降了8%。

中国最大的煤炭生产商神华能源和中煤能源在今年前9个月里的产量分别比去年同期增长了5%和10.2%。(英文报告原文发表于11月14日)

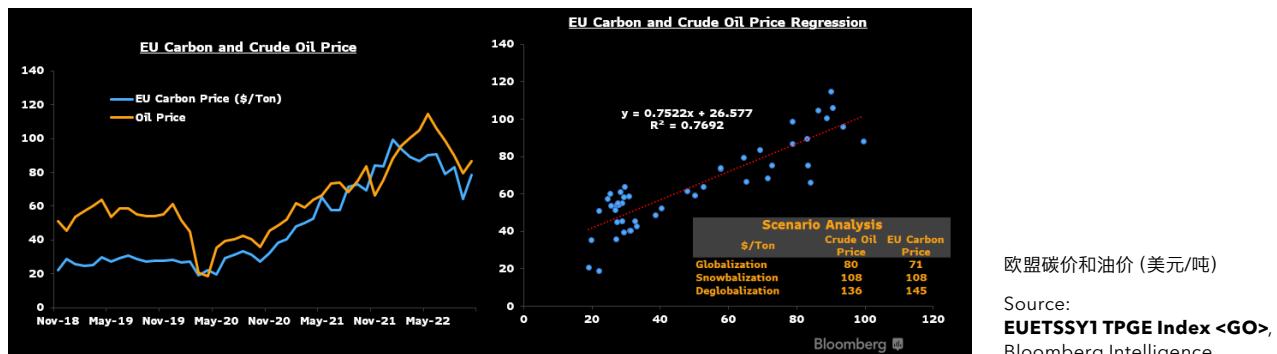


中国煤炭需求与供给；土地收购同比增长

Source: Bloomberg Intelligence

## 去全球化背景下碳价格可能翻番

在去全球化的情景下，欧盟碳价可能将达每吨 145 美元，比 11 月 18 日的收盘价高出 96%。回归分析认为，根据过去 4 年的数据，碳与石油价格之间的决定系数 (R2) 高达 0.77。更高的碳定价可能会有效地促进减排，加速家庭和企业向绿色能源转型，而税收收入可能会重新投入到削减排放预算中。然而，碳排放价格上涨也可能提高企业的运营成本，这可能给计划推出碳交易或碳税的政府带来一些压力。日本放弃了在 2023 财年纳入碳税改革的计划，以避免给企业和消费者带来成本负担。



欧盟碳价和油价 (美元/吨)

Source:  
**EUETSSY1 TPGE Index <GO>**,  
Bloomberg Intelligence

## 欧盟碳排放税可能影响美中出口

欧盟的碳边界调整机制将使美国、中国和其他许多非欧盟国家的钢铁、铝、化肥、电力和水泥这五个行业的产品销售在欧洲更加昂贵。在立法过程末尾，另外四个行业—化工、聚合物、氢、氨可能也将被纳入其中。在美欧和中欧贸易中，目前受影响最大的是销售钢铁和铝的公司。彼得森国际经济研究所估计，规模可能高达 14 亿美元。一些用于制造钢铁和加工铝材的原材料也可能因为这项税收而变得更加昂贵。

2021 年，美国铝业 34% 的收入来自欧洲，美国钢铁公司的这一比例为 21%。不过，全球最大的钢出口国和铝出口国都是中国。

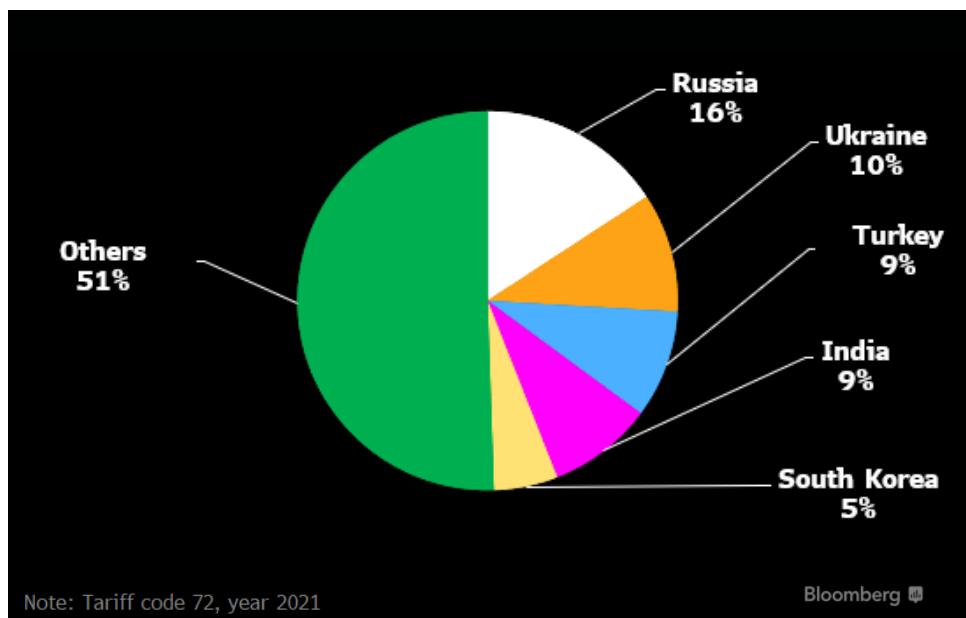


欧盟的 CBAM 目前仅覆盖了一小部分进口产品

## 俄罗斯受欧盟碳边境价格影响最大

如果实施跨境碳排放税，宝钢股份和俄新钢等中国和俄罗斯钢铁生产商在欧盟市场的竞争力可能会下降。这些企业的碳强度高于欧盟生产商的平均水平，而且在本土不受碳定价系统的约束。中国是全球最大的钢铁产品供应国，占欧盟进口量的十分之一。

中国向欧盟出口的钢铁占其出口总量的 12%，而俄罗斯对欧盟的依赖程度则更高。在今年 2 月乌克兰冲突之前，欧盟购买了俄罗斯 29% 的钢铁出口产品。



# 为过渡提供资金

## ESG 债券发行难免受到宏观经济放缓的影响

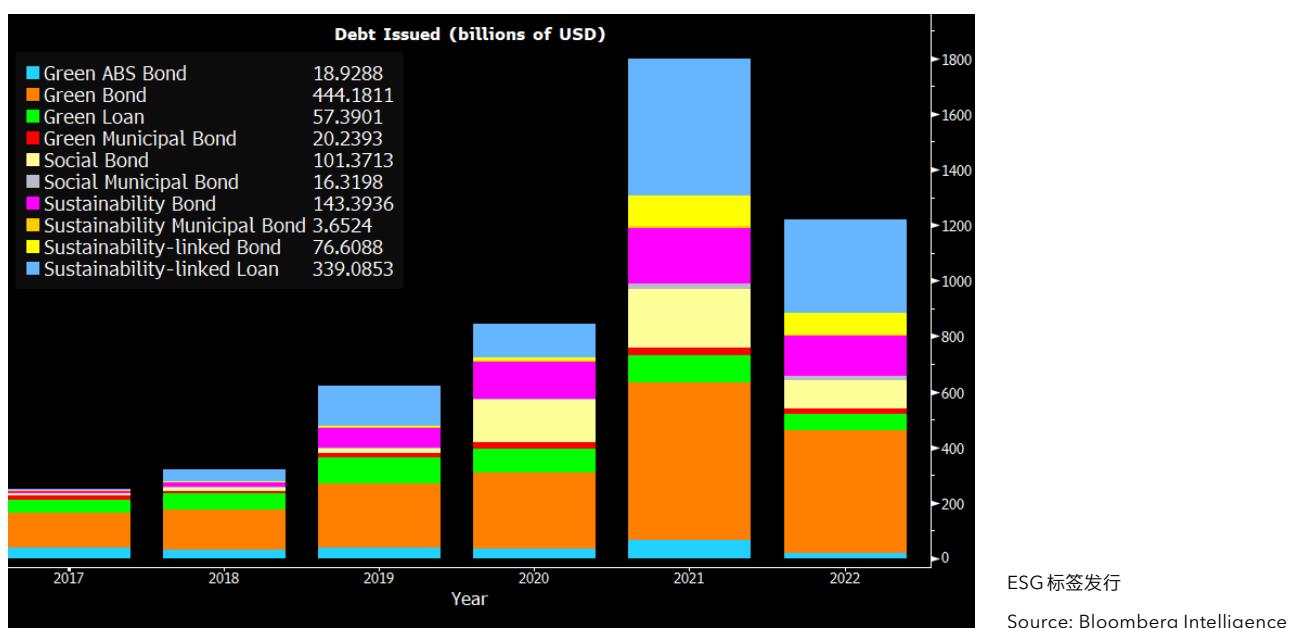
由于宏观经济低迷，2023年全球ESG债券供应可能保持疲软，在利率上升、增长停滞和大规模提前再融资的情况下，债券供应不太可能达到2021年创纪录的1.8万亿美元。SSA债券（主权债、超国家组织债和机构债）的大规模上市或回归可能是一个刺激因素。我们先前的分析表明，与传统债券相比，绿色债券潜在的成本节省对发行人来说仍具吸引力，但绿色溢价并非比比皆是。

能源成本上升意味着国家安全和金融流动性可能优先于ESG资质。欧盟天然气价格上限等监管计划可能会推迟一些项目的转型。不过积极的方面是，美国的《降低通胀法案》等立法、中美可能重启气候谈判以及《联合国气候变化框架公约》缔约方会议第二十七届会议(COP27)的新承诺可能会持久地推动转型投资。

## 尽管发行量下滑，绿色债券仍将保持吸引力

可持续发展债券中最大的证券类型仍然是绿色债券，2022年迄今为止，绿色债券的发行量累计已超过4,400亿美元。政府（包括超国家组织）是年初至今最大的发债部门，占发行量的36%，欧盟、欧洲投资银行和法国在过去两年以每年超过100亿美元的发债规模领先。

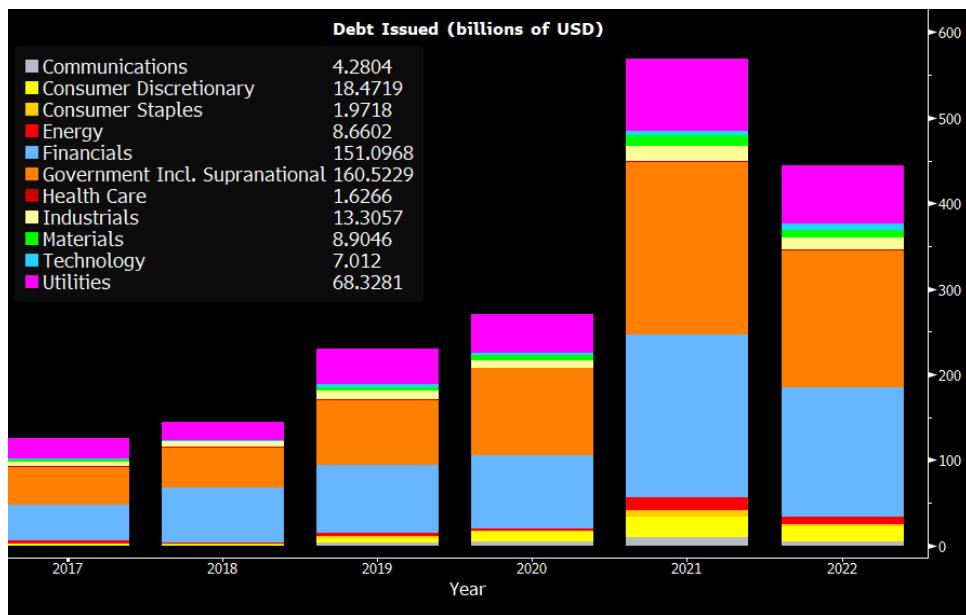
我们认为，即使在经济形势疲软的情况下，绿色债券仍将是主要的ESG证券类型，因为政府和企业有大量的能效和脱碳项目需要融资。这些项目可能包括绿色建筑、电动车和可再生能源等不断增长的领域，但也包括以前被认为不太适合该工具的工业部门，如化肥和聚合物。



## 尽管发行量下滑，绿色债券仍将保持吸引力

可持续发展债券中最大的证券类型仍然是绿色债券，2022年迄今为止，绿色债券的发行量累计已超过4,400亿美元。政府（包括超国家组织）是年初至今最大的发债部门，占发行量的36%，欧盟、欧洲投资银行和法国在过去两年以每年超过100亿美元的发债规模领先。

我们认为，即使在经济形势疲软的情况下，绿色债券仍将是主要的ESG证券类型，因为政府和企业有大量的能效和脱碳项目需要融资。这些项目可能包括绿色建筑、电动车和可再生能源等不断增长的领域，但也包括以前被认为不太适合该工具的工业部门，如化肥和聚合物。

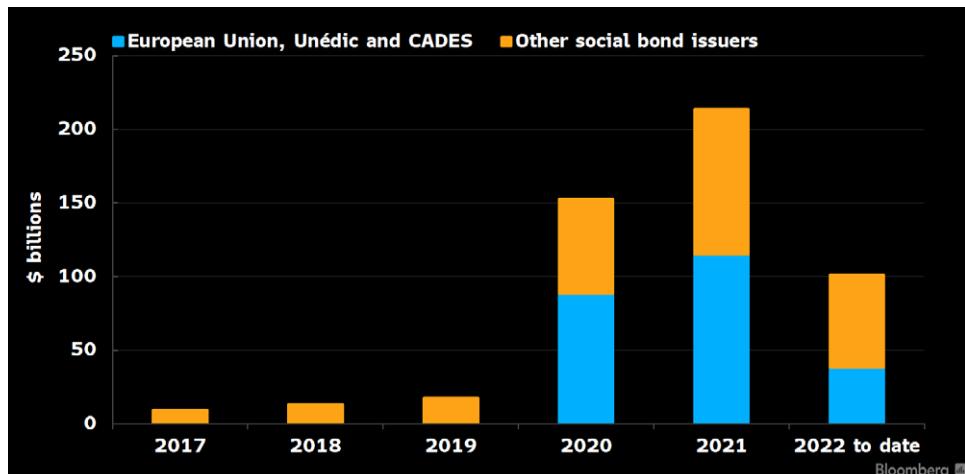


按行业划分的绿色债券

Source: Bloomberg Intelligence

## 可持续发展挂钩债券比大受疫情冲击的社会责任债券更能适应新的形势

疲软的经济也会抑制私营部门对其他 ESG 债券类型的兴趣。社会责任债券（2022 年迄今已发行 1,010 亿美元）—主要由 SSA 发行，其发行行为很容易影响总发行量—在为应对疫情而大规模发行后，正出现回落。随着疫情的消退，包括地方政府债券在内的社会责任和可持续发展债券看起来很适合为兼顾环境与当地社区利益的“公正转型”计划提供资金，或许可以与企业发行人合作。年初至今，可持续发展挂钩债券降至 4,160 亿美元，但由于其灵活性，仍受多个行业青睐。更多已使用 ESG 挂钩银行贷款（通常是循环贷款）的公司可能会逐步转向透明度更高的可持续发展挂钩债券。

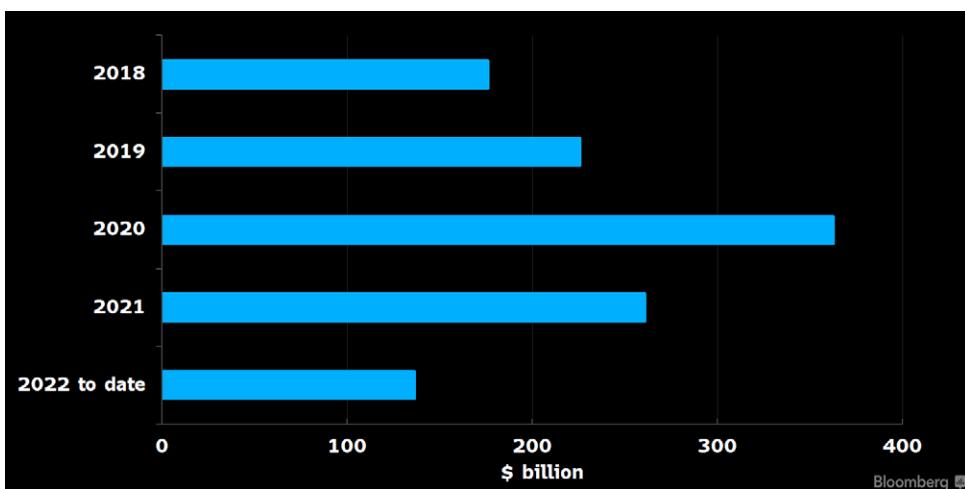


社会责任债券的发行依赖少数超大型发行人

Source: Bloomberg Intelligence

## 高碳企业纷纷推出转型项目

能源和采矿业正面临越发严格的二氧化碳排放审查，但得益于大宗商品价格高企，它们的内生现金流也非常可观。随着经济复苏以及许多银行致力减少向二氧化碳排放活动提供资金，就此类活动发行债券的成本可能会变得更高。同时，我们预计市场对转型相关投资会更感兴趣，比如石油巨头向风能、太阳能、沼气和氢气领域的扩张（BP 收购 Archaea Energy）；矿商进军电池金属领域（必和必拓收购 OZ Minerals）；或者集装箱承运人订购甲醇动力船舶。发达经济体尝试通过碳边界调整机制和提高碳排放价格等手段来支撑国家预算，这些举措也可能预先避免征收更多“暴利税”。



油气行业健康状况不佳，债券发行量下降

Source: SRCH OILBONDS <GO>, Bloomberg Intelligence

# 中国香港和内地治理

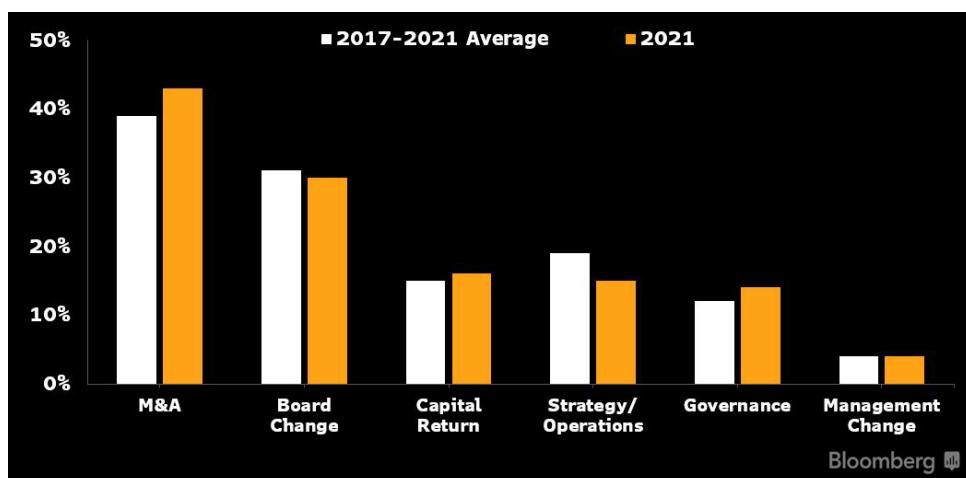
## 尽管稀释性并购和审计方面存在忧虑，管理支持可能会上升

在当前中美审计风波的背景下，反对稀释性融资活动、高管薪酬以及非增值性并购/私有化提议，是明年值得关注的香港和内地治理话题。尽管大股东们抛售了股票，但我们预计，对管理和代理投票参与的支持率将上升。

## 可能出现更多并购及私有化提案

据拉扎德表示，随着环境、社会及治理(ESG)问题在股东会议上受到关注，并购仍是最常见的股东维权行动目标。少数股东已经有过成功否决过低出价的案例，比如2015年李嘉诚旗下电能实业与长江基建的合并计划。支持该交易的赞成票仅有50.8%，未达到75%的门槛。在少数股东中间，26%的人投了反对票，但要求是反对提案的人数不得超过10%。

2013年，由于64%的少数股东投了反对票，华润集团取消了华润燃气与华润电力的合并计划。2008年，中国东航拒绝了中国国航母公司的股份收购要约。2009年，香港法院阻止了李泽楷收购电讯盈科的提议。



全球维权投资者行动目标

Source: Lazard

## 暴跌之际融资或引发股东愤懣情绪

鉴于大部分香港董事会会在股价下跌之际发行股票，股东对资本结构提案的支持趋于下降。此举不仅会降低公司估值，还会稀释现有股东持有的股权。在股价处于高位时发行股票，可将股权稀释的影响降至最低，对于利益相关者更为有利。然而，仅有少数公司（例如百富环球、中海油服、深圳国际、佐丹奴国际、万洲国际和国药集团）在今年股价上升之际提议发行股票。

今年有过股票发行提议的香港上市公司股价已平均下跌 14%。投票通过率较低（50–80%）的资本结构代理提案从 2021 年的 84 宗和 2020 年的 81 宗增至了 2022 年的 122 宗。

Company	Market Cap (\$ Million)	Sector	Proxy Date	Share Price Change
PAX Global	857	Information Technology	April 1	25%
China Oilfield Services	8,746	Energy	May 10	15%
Shenzhen International	1,688	Industrials	May 13	13%
Giordano	268	Consumer Discretionary	May 20	11%
WH Group	6,963	Consumer Staples	April 20	11%
Sinopharm Group	6,202	Health Care	June 2	9%
Jiumaojiu International	2,449	Consumer Discretionary	April 25	4%
Bank of East Asia	2,707	Financials	May 6	3%
HKT Ltd	8,739	Communication Services	March 31	3%
SITC International	4,723	Industrials	March 18	2%
Guangdong Investment	5,264	Utilities	April 29	2%
China National Building Material	5,609	Materials	May 30	2%
Anhui Conch Cement	18,479	Materials	April 21	1%

Note: Change in share price is from the beginning of this year till the proxy date

Bloomberg

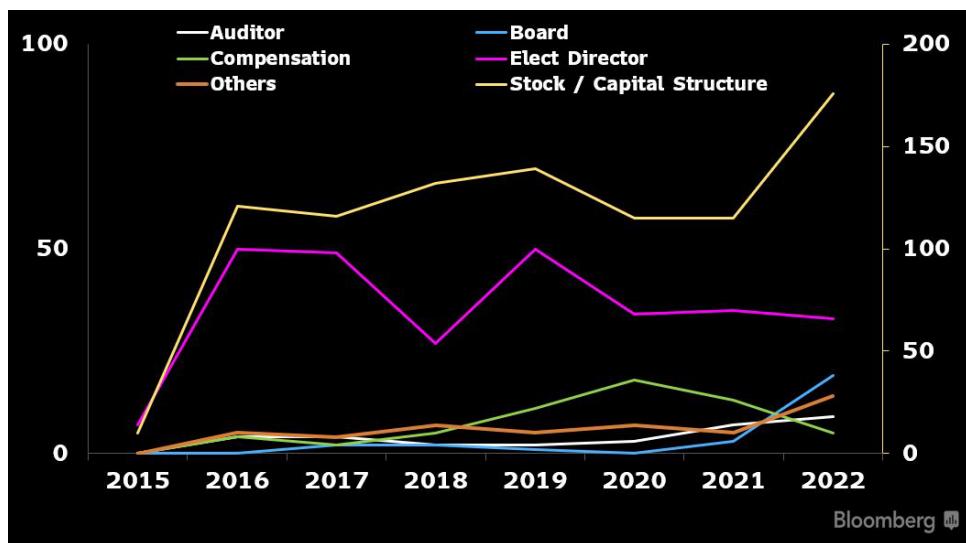
香港企业：建议以较高价格发行股票

Source: Bloomberg Intelligence

## 可能对与绩效挂钩的薪酬进行更多审查

在过去三年内，香港上市公司股东对董事薪酬的支持率日益提高；而高管薪酬与股东的相对回报能否保持一致，这对于确保高支持率至关重要。鉴于当下的通胀环境以及缺乏提振经济的支持政策，对于与公司业绩相比不合理的大额高管薪酬，投资者或更倾向于投反对票。支持率较低（50–80%）的董事薪酬代理提案数量，从 2021 年的 13 宗及 2020 年的 18 宗下降至今年的 5 宗。

虽然长和在 2021 股价下跌了 7%，但其联席董事总经理霍建宁的薪酬仍上涨了 15.5%，至 1.92 亿港元。腾讯去年股价大跌 19%，其总裁刘炽平的薪酬下降 24.5%，至 3.23 亿元人民币。



## 自下而上：一线投资者减少；趋势正在放缓

自2019年以来，恒生指数成份股最大的15家股东所持已发行股份的权益一直在下降，但在2022年底之前，这一趋势似乎正在放缓。减持股份的主要是最大的五家股东，反映出贝莱德和淡马锡等一线资产管理公司可能正在减少对香港上市公司的敞口。腾讯还将所持京东股份作为股息分配给股东，而其最大股东Naspers虽然此前承诺不会减持，依然进一步出售了腾讯股票。

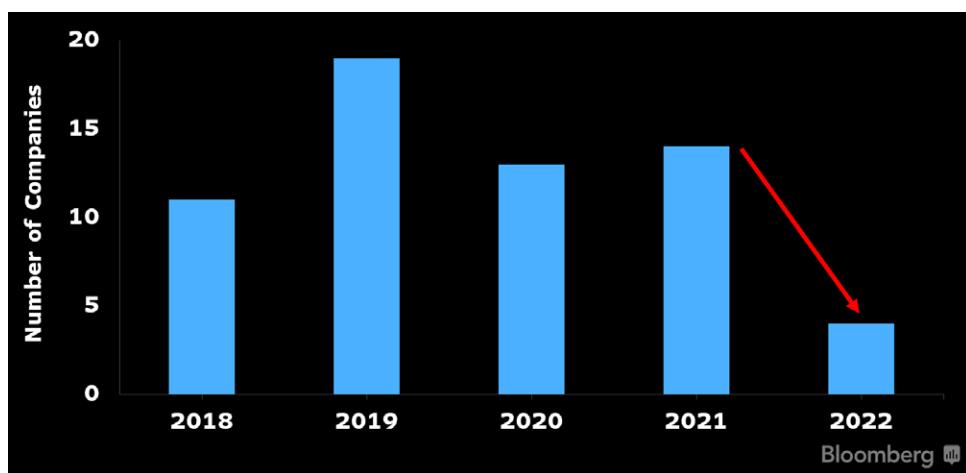


最大的5个股东 vs 最大的15个股东  
Source: Bloomberg Intelligence

## 股权高度集中的公司数量下降；遏制操纵行为

由于股权高度集中的香港上市公司数量骤减，对股东多元化和增加股东数量的关注可能正在上升。即使一些公司的股票实际上由少量股东持有，似乎也可以保持最低的公众持股量要求。当公司的股权高度集中，超过90%的股份由10至20名股东持有时，港交所和香港证监会都会向市场发出警告。今年只有4家这样的公司收到了警告，而2021年和2020年分别为14家和13家。

港交所要求上市公司保持至少25%的公众持股量，以确保市场的公开和公平。



股权高度集中的警告数量  
Source: Hong Kong Exchange,  
Securities and Futures  
Commission

# 劳工

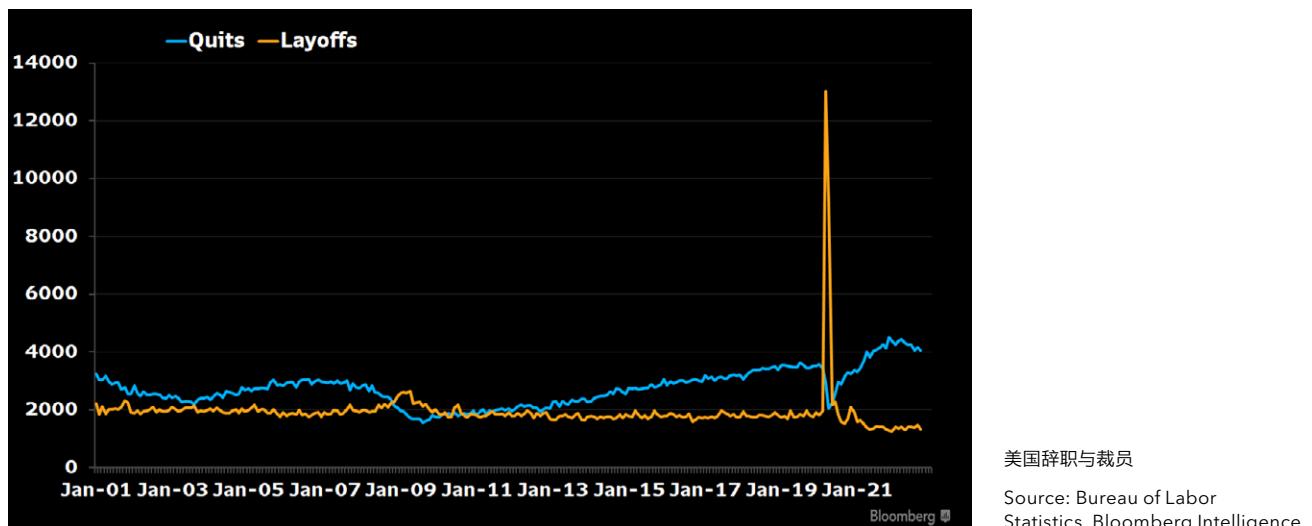
## 2022年的劳动力逆风会在2023年转为顺风吗？

今年，由于人员短缺、罢工威胁以及工资上涨，劳动力市场出现了严重混乱。高水平的人员流动对生产力构成了压力。到2023年，随着最近招聘人数的增加，拥有强大人才保留力的公司可能将开始获益。在经济衰退的情况下，尽量减少裁员的公司可能会有更高的生产力和更低的招聘与培训成本。

### 市场意识到人力资本的价值

今年是劳动力市场混乱的一年。2021年末，美国的离职率创下了10年来的新高，而裁员人数则创下了10多年来的新低。辞职人数比平均水平高出约50%，而裁员水平则比平均水平低近30%，这表明劳动力市场历史性地有利于劳动者一方。劳动力供应紧张造成了严峻的挑战，包括业务减少、高工资通胀以及众多行业面临的罢工威胁。苹果、星巴克和亚马逊等公司内都重新燃起了组建工会的兴趣。虽然工资上涨了，但在许多行业，劳资纠纷主要集中在如日程安排等生活质量问题上。

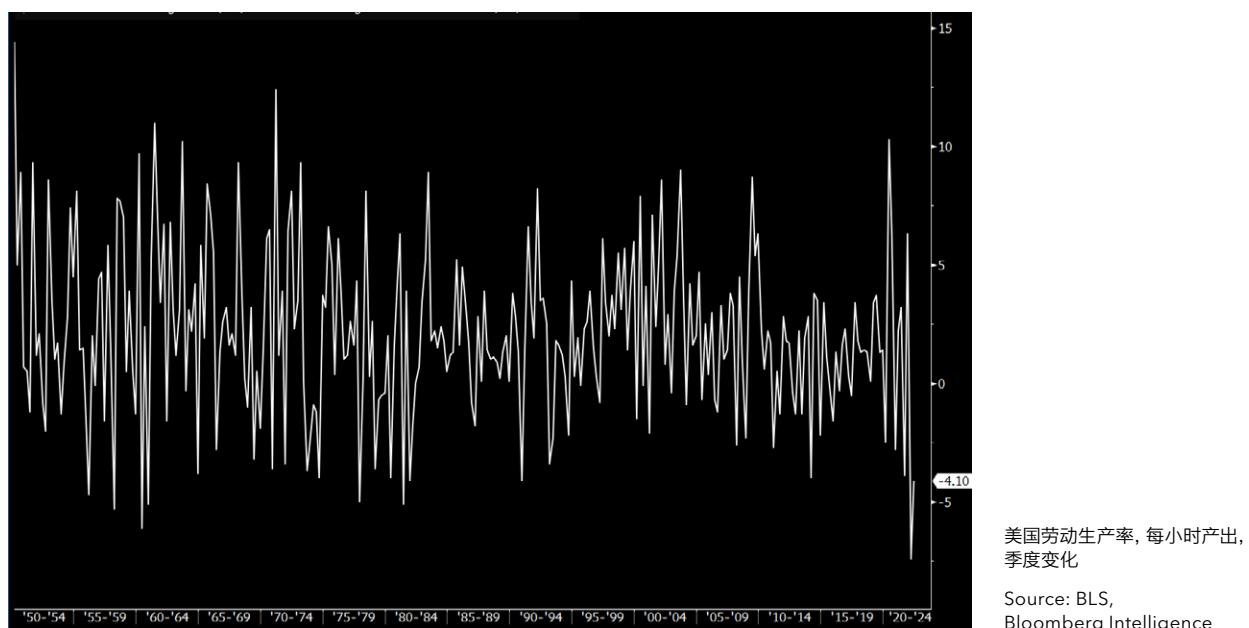
由于企业需要吸引、培训和留住人才，高流动性可能会带来巨大的成本。新员工需要时间适应。最近的一份报告显示，亚马逊的高人员流动性使该公司损失了80亿美元。



## 准备好在2023年提高生产力了吗？

由于在2022年招聘和培训了新员工，许多公司的劳动生产率大幅下降，迫使其缩减业务和限制服务。2022年初，美国劳动生产率趋势跌至了数十年来的最低点。这表现为航班取消、发货延迟、酒店客房服务有限以及客户服务缓慢等现象。这些不利因素可能在2023年开始逆转。对于那些有能力留住新员工的公司来说，随着这些新员工不断学习进步，运营效率可能会开始提高。

达美航空公司首席执行官表示，该公司正在克服培训瓶颈，他指出，要替换2,000名资深飞行员，就几乎必须要培训1.2万人。该公司目前的运营能力约为疫情前的85%。



## 吸取了劳动力市场的教训吗？

尽管各项指标显示经济可能走软，劳动力市场依然供应紧张。美国失业率徘徊在50年来的最低点附近。如果全球经济陷入衰退，那些在新冠疫情后复苏时期努力吸引和培训员工的公司，可能会比平时更不愿在经济低迷时期裁员。为了减轻劳动力负担，企业增加了在技术和自动化方面的投资。机器人正在Chipotle制造玉米片，在酒店清理地板，以及在沃博联开处方。在一些城市，无人驾驶出租车已经上路。

虽然通过部署技术可能可以降低成本，并改善其余工作人员的生活质量，但这需要谨慎的管理。自动化是西海岸一个港口劳资纠纷的主要症结所在。

### 要点

#### 美联储副主席莱尔·布雷纳德：降低通货膨胀：

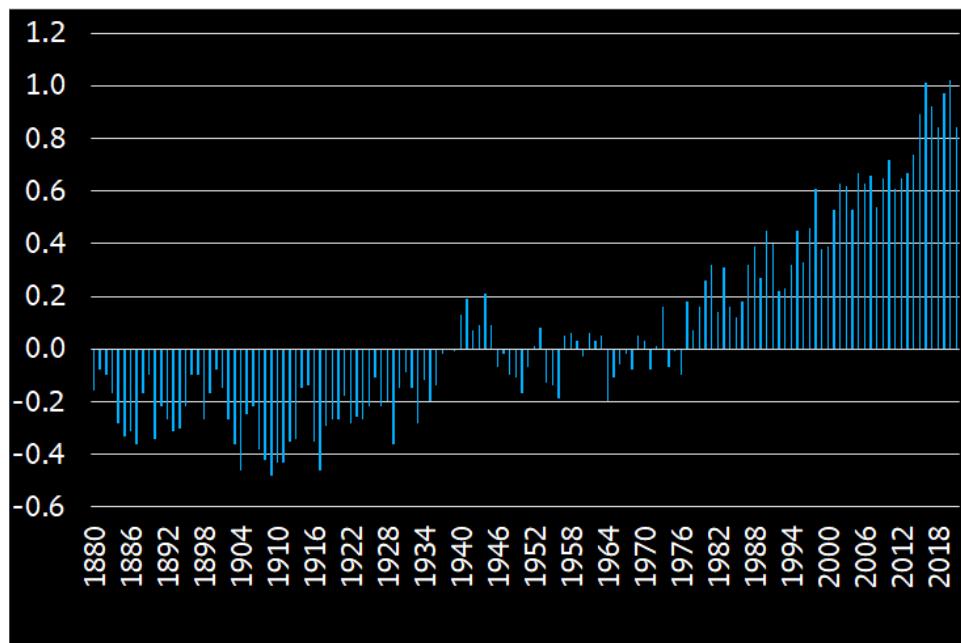
经历了前所未有的挑战的企业正在恢复或扩大他们的劳动力规模……他们可能……相比过去面对经济放缓时更努力地挽留他们的员工。

#### 洛杉矶港务局局长表示，劳工协议仍有可能达成，但需要数月时间：

Seroka说，我们将继续加快技术发展——但我们不能丢下工人们不管。如果我们能把这些假设贯通在一起，我们就能顺利度过难关。

## 气候变化给劳动力带来新的风险

在一段很火的视频中，一名 UPS 员工因酷热而倒在了门廊上。几周后，在一场热浪中，纽约一家没有空调的工厂中员工开始抗议工作条件。美国政府对亚马逊进行了调查，此前一场风暴损坏了一家工厂，导致其 6 名工人死亡。不断变化的环境正在给工人们带来新的风险，这可能会影响到许多公司和地区的运营。联合国的一份报告引用了政府间气候变化专门委员会(IPCC)的分析并得出结论，到 2030 年，与极端高温有关的生产力损失可能将超过 2 万亿美元。为了解决这个问题，企业可能将不得不改变和缩短营业时间，投资于空调和其他形式的缓解措施，并遵守日益严格的监管要求。



## 实现技术潜力的劳动障碍

随着传统产业拥抱科技解决方案，企业越来越需要通过竞争来吸引和留住具备必要技能的工人。科技可以帮助采矿业改善其 ESG 足迹（降低运营排放，提高安全性）。但矿商必须与薪酬丰厚的科技公司和电动汽车等行业竞争吸引科技人才。即使在聘用之后，如何留住那些拥有急需技能的员工可能也是一个挑战。根据一些估算，埃克森美孚最近的人员流失几乎是同行的两倍，至少部分原因是该公司的文化疏远了年轻、多样化和有技能的人才，这些人被微软、亚马逊和像贝恩这样的领先咨询公司吸引走了。聚焦于对现有人才的再培训也是一种解决方案。泰克资源公司定下了花费 2 亿美元用于培训和技能开发的目标。

### 要点

#### 埃克森美孚的有毒文化迫使员工放弃曾经梦寐以求的职业 - 《彭博商业周刊》：

如果埃克森美孚想要在下个世纪主导高波动性的能源转型，那就要吸引并留住下一代的科学家、工程师和技术人员。

#### 毕马威全球矿业展望 2022：

另一个引人注目的新话题是人才危机。吸引和留住合适的人才正成为该行业一个日益现实的问题。

# 绿色贸易

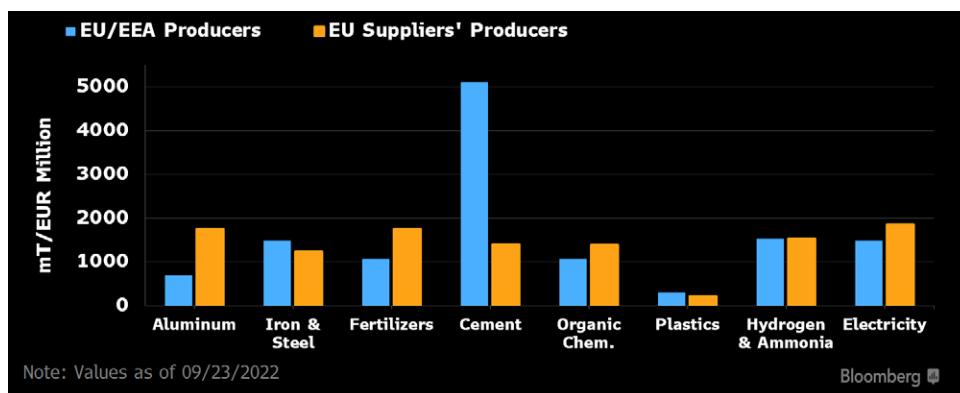
## 绿色保护主义引领贸易，2023年供应链重塑

我们认为，加强供应链弹性和加速减少化石燃料使用的努力正在加剧紧张局势，这将越来越多地影响到2023年美国和欧盟的贸易决策。中美之间的技术竞争可能会继续抑制中国在芯片行业的抱负，而同时美国则在讨论外国供应商应该扮演什么样的角色，以追求将太阳能在能源结构中的比例从3%提高到2030年的30%。欧盟有史以来首次出台的碳边境税将对进口产品中的碳排放进行定价。该税种可能将被推出，并重新设计远超欧洲范围的工业竞争力格局。

## 碳边境税可加速化石燃料转型

欧盟计划对进口产品中的碳排放征税，这将具体加速一些工业部门的脱碳进程。这将特别解决能源、建筑和农业食品公司的碳足迹，这些公司是欧盟碳边境调整机制所针对的材料的主要使用者。根据我们的计算，欧盟的碳税最初将覆盖不超过欧盟总进口量的5%，但在我们核心的每吨75欧元的欧盟碳价设想下，每年仍将将达到近250亿欧元。

美国计划针对欧盟跨境调整机制(CBAM)采取类似的征税措施，这一计划可能会因为美国的《降低通货膨胀法案》而减弱，且需要两党妥协才能通过，但其他欧盟伙伴可能也会采取类似的计划，以应对出口竞争力方面的影响。



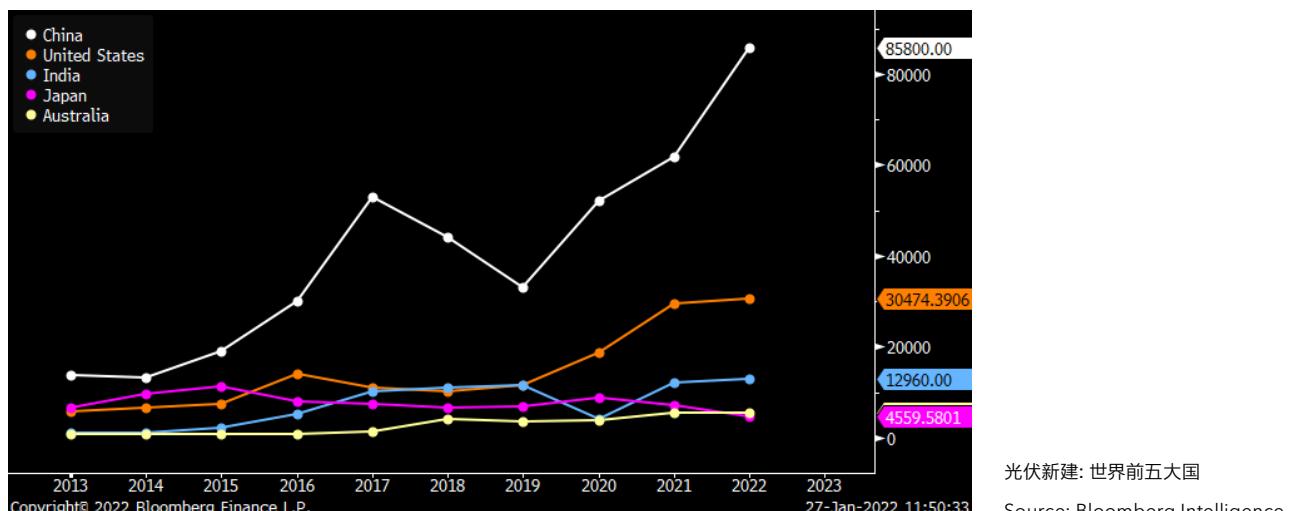
平均碳强度: 欧洲 vs 贸易伙伴

Source: Bloomberg Intelligence

## 美国太阳能产业努力平衡产业和绿色目标

通过太阳能实现美国清洁能源目标的努力可以获益于促进国内生产的“美国制造”监管举措，以及对太阳能产品采取较温和的关税行动。然而，随着2022年接近尾声，亚洲太阳能设备供应和价格的前景仍不明朗，美国商务部的一项调查结果可能导致从2024年开始对占进口总额80%的美国东南亚主要供应商征收关税。

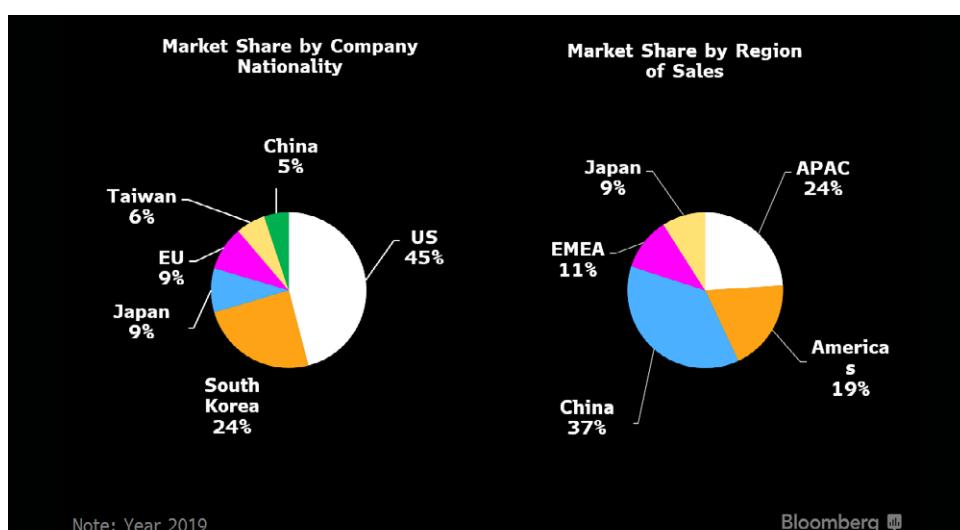
拜登政府设定的年度太阳能发电目标是在2025年前达到30吉瓦，并在2030年前达到60吉瓦。如果没有海外供应商的投入，这一目标可能难以实现。这个目标对于美国在2035年前实现太阳能发电比例达到40%的能源结构目标至关重要，也有助于实现到2050年实现净零排放的总体目标。



## 2023年美国监管举措对中国芯片产业的消极影响

关税和监管壁垒可能将中国锁定在目前较低的全球芯片销售份额（5%），其中非关税措施目前最为重要。美国的出口限制、许可证要求、受限实体名单、日益严格的外国投资审查，以及限制美籍员工就业的行动，都会影响美国对华销售，并可能阻碍北京攀登全球半导体产业增值阶梯的愿望，虽然“中国制造2025”计划投入大量资源以缩小与美国的技术差距。

中国公司仍然专注于产业链全球供应链中的组装和测试环节，错过了占整个价值链90%的设计和制造环节，而这些环节是由美国主导的。



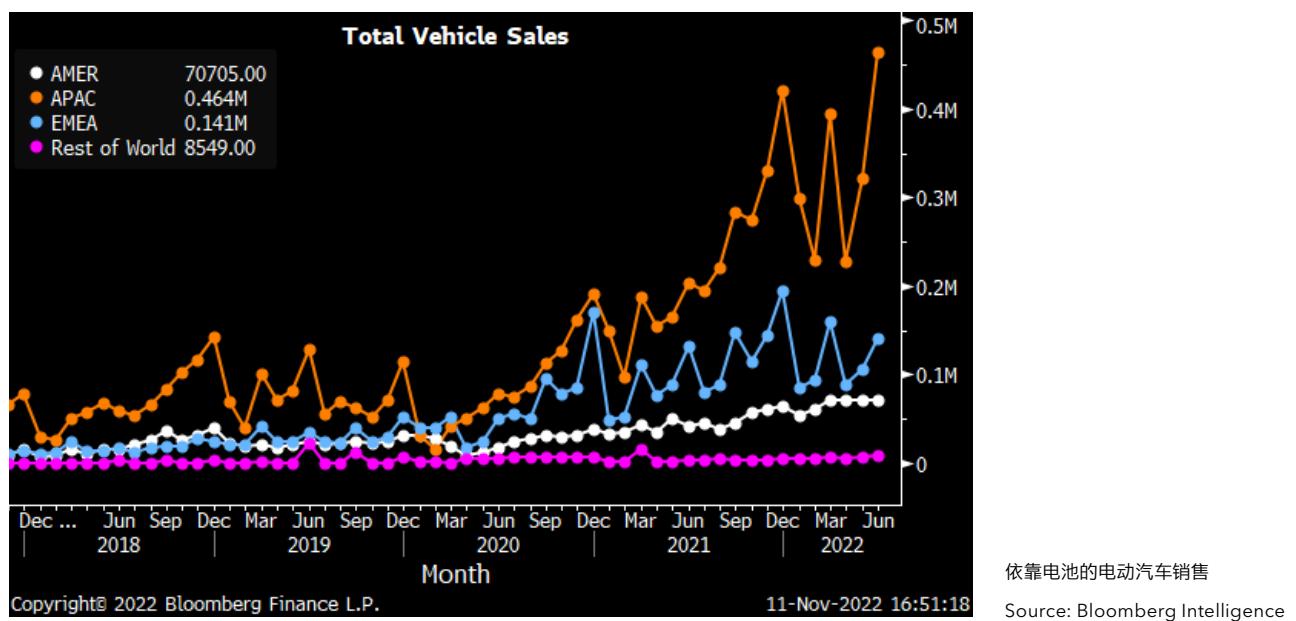
全球芯片销售的市场份额

Source: Bloomberg Intelligence,  
Hinrich Foundation

## 电动汽车补贴是抗击气候变化的双刃剑

美国《降低通货膨胀法案》中电动汽车税收激励措施附加的新条件可能会促进国内清洁能源领域的销售，但却会减缓那些依赖全球供应链的企业的发展。由于2021年美国进口的80亿美元电池中有半以上来自中国，《降低通货膨胀方案》的规定可能会削弱非美国电动车和电动车电池制造商的盈利能力，并影响其在美国的折扣前价格。

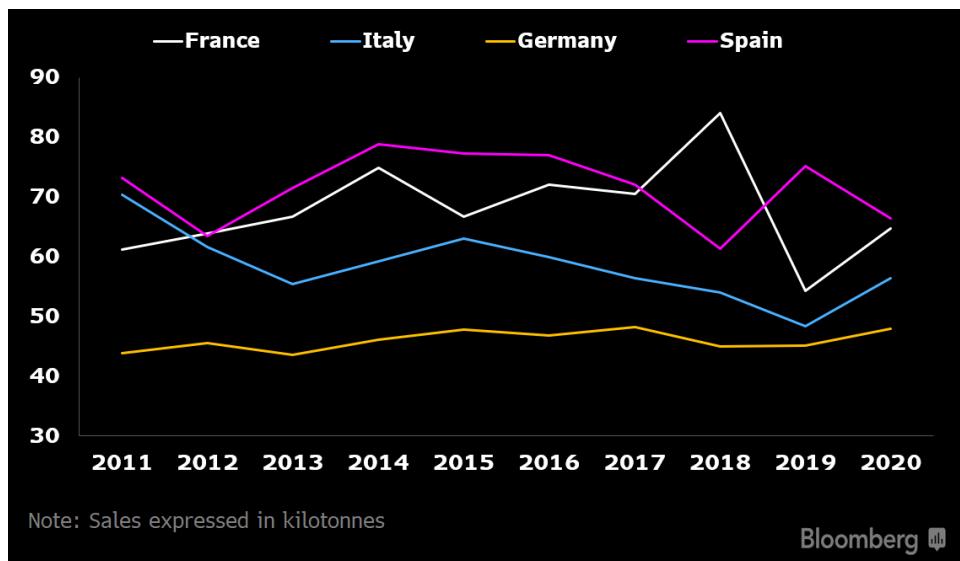
根据SNE Research的数据，截至2022年上半年，全球电动汽车电池制造商中排名前三位的都是亚洲公司，分别是：宁德时代（占全球销售额的34%）、LG新能源和比亚迪。由于新规定带来的竞争优势，这些公司在美国可能将迎来营收下降。



## 乌克兰战争供应中断阻碍欧盟推进绿色农业

欧盟在农业方面的可持续性努力可能在 2023 年将继续面临阻力：随着乌克兰战争对全球农业造成压力，战争引发的粮食供应、价格以及负担能力问题可能会影响绿色农业目标。俄罗斯向欧盟出口的化肥总量达 24 亿美元，而俄罗斯和乌克兰历史上占全球小麦出口 30%，且该份额仍然岌岌可危，欧盟提出的到 2030 年限制杀虫剂（50%）和化肥（20%）的建议现在看来不太可能在 2024 年欧盟当前任期结束前取得突破。

今年 6 月，欧盟成员国将 2022 年版《绿色新政》法律草案发回草案委员会重新进行更全面的影响和相关成本评估，此前该草案要求欧盟在 2030 年之前将农药使用量减半。



欧盟主要化肥生产商 CO2 排放目标

Source: Eurostat,  
Bloomberg Intelligence

## 供应链，战略引导和美国关税改变的不仅是价格

2023 年美国针对中国绿色产品出口的关税决定可能会支持旨在提振国内生产、减少北美供应链对华敞口的产业战略。由于通货膨胀压力可能已经过了顶峰，至少在一定程度上消除了潜在的价格担忧，一些关税可能将继续存在，以便通过国内激励措施的帮助从而保护国内产业的增长，而另一些关税则可以通过豁免来减少，以满足具体的内部需求。

自 2018 年 7 月开始实施的美国 301 条款关税，仍然影响着美国从中国进口的价值近 3,500 亿美元的商品，对其附加 15% 至 25% 的附加税。在没有明确证据表明关税和价格水平之间存在联系的情况下，可能会在 2023 年初作出延长其中某些关税的决定。



美国 CPI、美元兑人民币汇率、  
关税日期

Source: Bloomberg Intelligence

# 关于彭博 行业研究

彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence, BI) 以独立的视角提供全球 2000 多家公司、135 个行业和市场的交互式数据和投资研究。我们的团队拥有 350 多名研究专家，帮助客户在快速变化的投资环境中自信地做出决策。BI 分析拥有来自彭博的实时透明数据和 500 家第三方数据的支持，客户可以借助我们的这些数据来完善及支持他们的构想。彭博行业研究仅可通过彭博终端或彭博专业服务应用获取。如需了解更多信息，请联系彭博客户代表或申请产品介绍及演示。



unctions Menu ▾

ngs

earches Coronavirus, Oil, China

rch

ivate Equity Dry Powder Deployment

um Covid-19 Outlook

es May Worsen as Rating Boost Moderates

w: Balance Sheet Outra

Message



Bloomberg Intelligence

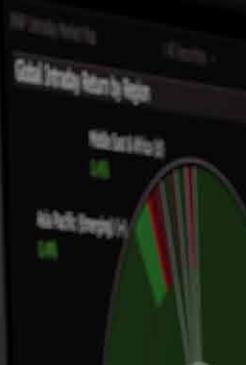
Spotlight | More »  
GE Default Probabilities

40.0%

35.0%

30.0%

25.0%



## 了解更多

如需了解更多信息，请在彭博终端<sup>®</sup>  
上按<HELP>键两次。

北京 +86 10 6649 7500	香港 +852 2977 6000	纽约 +1 212 318 2000	新加坡 +65 6212 1000
上海 +86 21 6104 3000	伦敦 +44 20 7330 7500	旧金山 +1 415 912 2960	悉尼 +61 2 9777 8600
法兰克福 +49 69 9204 1210	孟买 +91 22 6120 3600	圣保罗 +55 11 2395 9000	东京 +81 3 4565 8900

[bloomberg.com/intelligence](http://bloomberg.com/intelligence)

The data included in these materials are for illustrative purposes only. The BLOOMBERG TERMINAL service and Bloomberg data products (the "Services") are owned and distributed by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") except (i) in Argentina, Australia and certain jurisdictions in the Pacific Islands, Bermuda, China, India, Japan, Korea and New Zealand, where Bloomberg L.P. and its subsidiaries ("BLP") distribute these products, and (ii) in Singapore and the jurisdictions serviced by Bloomberg's Singapore office, where a subsidiary of BFLP distributes these products. BLP provides BFLP and its subsidiaries with global marketing and operational support and service. Certain features, functions, products and services are available only to sophisticated investors and only where permitted. BFLP, BLP and their affiliates do not guarantee the accuracy of prices or other information in the Services. Nothing in the Services shall constitute or be construed as an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates, or as investment advice or recommendations by BFLP, BLP or their affiliates of an investment strategy or whether or not to "buy", "sell" or "hold" an investment. Information available via the Services should not be considered as information sufficient upon which to base an investment decision. The following are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries: BLOOMBERG, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG MARKETS, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG TERMINAL and BLOOMBERG.COM. Absence of any trademark or service mark from this list does not waive Bloomberg's intellectual property rights in that name, mark or logo. 本材料中所包含数据仅供说明之用。©2023 彭博 2188085 0123