

财新智能贝塔：ESG 投资策略在 A 股公募基金市场的发展（一）

前言：

2019 年以来，内地机构投资者对 ESG 策略的重视程度不断提升，多家公司包括华安基金、万家基金、国寿安保基金、浦银安盛基金、华宝基金、易方达基金等陆续新发近十只 ESG 类基金产品，总规模接近 44 亿元，预计未来 ESG 产品将会呈现出数量和规模上的快速增长。

作者：

傅杰 CFA

jiefu@caixin.com

刘雯

wenliu@caixin.com

刘晓芳

xiaofangliu@caixin.com

一、ESG 投资的定义及现状

ESG 是环境(Environment), 社会(Social), 治理(Governance) 的简称, ESG 投资意味着在基础的投资分析和决策制定过程中融入环境、社会、公司治理等因素。简单来说, 传统投资分析主要考察企业营业收入、利润率等财务资本指标, 用财务数据的“标尺”测量企业的好坏; ESG 投资在传统方法基础上进一步度量了企业在环境保护、社会责任、公司治理维度的非财务指标, 一方面呼吁企业在谋求商业利益的同时兼顾责任, 另一方面也使投资者通过多维度、全方位评估企业成为可能。

ESG 的术语于 2005 年首次在联合国研究报告《Who Cares Wins》中被提出, 2006 年联合国责任投资原则 (PRI) 也再次强调了 ESG 在投资评估中的重要地位。全球永续投资联盟 (GSIA) 发布的《全球可持续性投资报告》指出, 截至 2018 年底, 全球五大主要市场¹ ESG 投资基金的资产规模约为 30.7 万亿美元, 较 2016 年增长 34%²。目前 ESG 投资在欧洲、加拿大、美国、日本等为代表的发达市场发展最为成熟, 在以中国为代表的新兴市场也日益获得更多关注。

二、ESG 投资方法的变化

ESG 时代开启以来, 相关的投资方法经历了不断演化: 早期的 ESG 投资注重在投资组合中排除与 ESG 理念不符的企业, 例如碳排放量超标、劳工权益受到忽视、公司运营效率低下的企业会被排除在投资范围之外; 之后逐渐发展为主动选取符合 ESG

¹ 包括: 欧洲、美国、日本、加拿大、澳大利亚及新西兰。

² 全球永续投资联盟 (GSIA) 每两年发布一次《全球可持续性投资报告》, 数据引用自 2018 年最新报告, 具体可参见: <http://www.gsi-alliance.org>。

投资标准的企业，例如在投资组合中积极纳入在环境、社会、公司治理方面表现突出的公司；后来则专门开发出聚焦 ESG 的主题投资，例如成立专门的基金或产品，定向投资对环境、社会具有正向影响的项目。

三、ESG 投资的发展动力

ESG 投资理念提出以来在国内市场获得了一定发展，与以下四个因素高度相关：

1、符合经济高质量发展的需求

ESG 投资传递了追求经济价值与社会价值相统一的发展观，很好地契合了中国经济高质量发展的需求，是在一定的经济水平、社会文化、市场环境因素综合作用下市场自发选择和演进的结果。

2. 受益监管政策出台的推动

ESG 投资理念提出以来，监管部门、各交易所、行业协会等陆续出台政策，在中国 ESG 投资市场机制构建进程中发挥了重要作用。

时间	主体	政策
2006 年	深圳证券交易所	《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》
2008 年	上海证券交易所	《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》
2008 年	上海证券交易所	《〈公司履行社会责任的报告〉编制指引》
2013 年	深圳证券交易所	《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》 《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》 《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》
2016 年	人民银行等七部委	《关于构建绿色金融体系的指导意见》
2018 年	中国证监会	《上市公司治理准则》（证监发〔2018〕29 号） 修订版发布，明确了 ESG 信息披露基本框架
2018 年	中国证券基金业协会	《绿色投资指引（试行）》
2018 年	中国证券基金业协会	《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》
2019 年	上海证券交易所	《上海证券交易所科创板股票上市规则》

数据来源：财新数据

3. 满足全面评估企业的诉求

如前文所述，传统投资注重对例如市盈率、市净率等上市公司财务指标的衡量，反映企业过去绩效表现；ESG 投资结合了例如能源效率、社区关系、公司治理等非财务指标，注重衡量企业当下及未来的发展潜质。通过 ESG 投资方法，投资者可以更全面、准确地了解公司，一定程度上降低了遭遇“黑天鹅”、“暴雷”事件的概率，弥补了传统财务指标衡量方法的局限。

4. 顺应金融对外开放的趋势

随着资本市场对外开放逐步深入，外资持续流入 A 股，也对上市公司在 ESG 上的表现提出了要求。2018 年 6 月 A 股被正式纳入 MSCI 新兴市场指数，MSCI 宣布会对纳入的企业进行 ESG 研究和评级。2019 年 1 月贝莱德发布《中国上市公司公司治理及股东大会投票指引》，指出会与被投公司的董事会和管理层进行沟通，讨论公司治理及“有可能为公司增加不必要风险的任何环境及社会议题”。

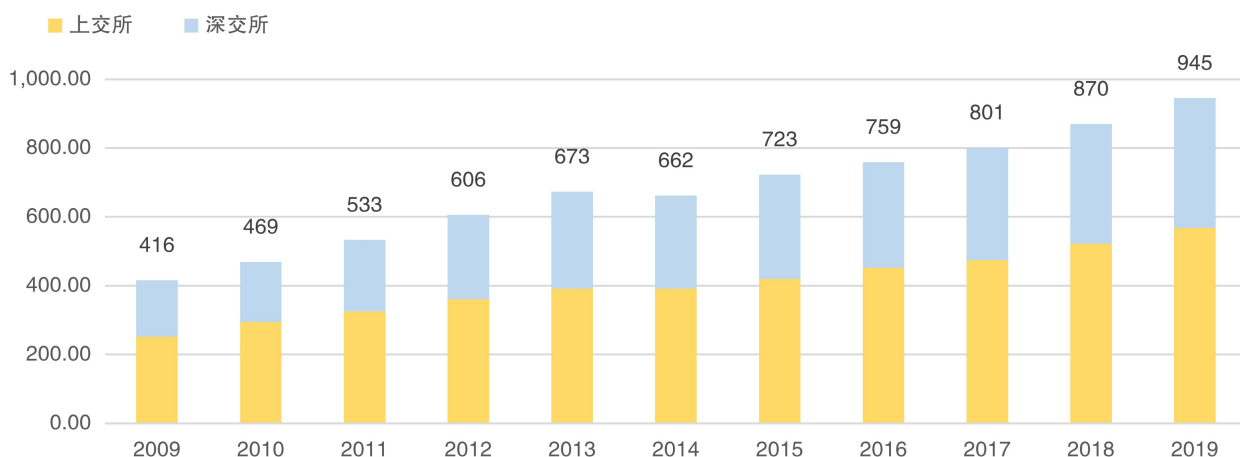
四、ESG 投资在国内的发展

1、披露 CSR\ESG 信息的上市公司逐年增多

ESG 投资的最终标的是符合 ESG 投资理念的企业。在 A 股，CSR 报告起步较早，已发展十余年，对多数企业而言 CSR 报告披露尚未成为强制要求（仅对部分上市公司强制）。统计数据显示，2009 年至 2019 年期间，披露 CSR 报告的 A 股上市公司逐年增多，报告披露数量连续多年增长。ESG 报告目前还没有明确要求，数量较少。截至 2019 年 6 月末，约四分之一 A 股上市公司发布 CSR/ESG 报告³。

³ 数据来源：财新数据，商道纵横。

CSR/ESG 报告披露情况统计（2009 年-2019 年）



数据来源：财新数据，商道纵横

2. 参与 ESG 投资的公募基金日益增长

ESG 投资主要涵盖权益类、固定收益类资产，本文主要关注权益类 ESG 公募基金在国内市场的发展情况。

截至 2019 年三季度，国内有近三分之一的公募基金管理人关注并参与 ESG 投资，相关产品资产管理规模超过 640 亿元。其中，ESG 投资排名前十的公募基金管理人贡献了 70% 以上的管理规模，市场份额高度集中。已发行的近百只 ESG 类基金产品中，接近半数的产品由不足四分之一的参与 ESG 投资的公募基金管理人发行，发行主体较为聚集。同时，80% 左右的产品存续时间在三年及以上，产品持续性相对较高。（具体参见附录）

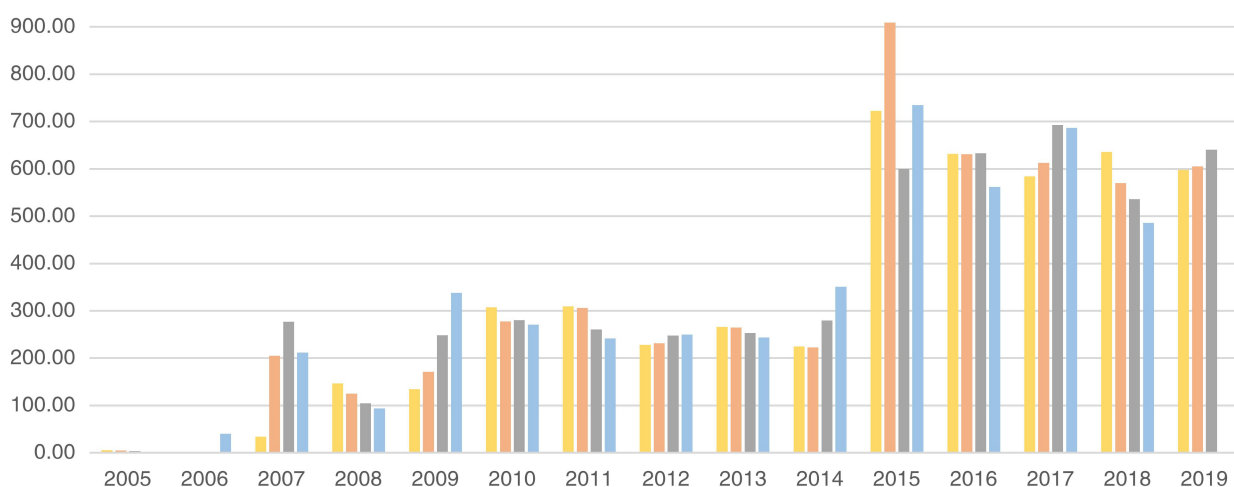
具体而言，2005 年天治基金管理有限公司发行了第一只名为“天治低碳经济”的 ESG 类公募基金产品，此后陆续有相关产品发行。2005 年至 2013 年的十几年间 ESG 类基金发展较为缓慢，每年新发产品数量在 1 至 4 只不等，季度存量基金管理规模逐渐增长至 240 亿元左右。2014 年至 2016 年为 ESG 类基金产品集中爆发期，三年新增产品共计 46 只，季度存量基金管理规模跃升至 560 亿元左右。特别是 2015 年第一季度，虽然新发产品较少，但受到市场上行带动，ESG 类基金管理规模大幅上涨近

400 亿元；第二季度新发产品较一季度倍增，叠加市场上行因素，ESG 类基金管理规模一度接近千亿。2017 年至 2019 年，虽然产品新发节奏有所放缓，但季度存量基金管理规模基本稳定在 500 亿元至 700 亿元左右。

公募 ESG 类基金规模及数量					
年份	Q1	Q2	Q3	Q4	数量
2005	5.68	5.04	3.93	2.39	1
2006	1.06	0.72	0.59	40.42	1
2007	34.29	204.72	276.88	211.56	1
2008	147.01	124.91	104.99	93.94	2
2009	134.50	171.28	248.17	338.15	2
2010	307.29	277.34	280.37	270.55	4
2011	309.77	305.80	260.58	241.65	4
2012	228.03	231.74	247.88	249.95	2
2013	266.31	264.95	253.15	243.91	4
2014	224.91	223.00	279.78	350.88	10
2015	722.80	909.03	599.68	734.67	26
2016	631.34	630.65	633.26	561.99	10
2017	584.18	612.74	692.90	686.89	6
2018	635.62	570.06	536.22	486.03	9
2019	597.72	605.51	640.63	-	7

单位：规模（亿元），数量（只） 数据来源：财新数据

ESG 类公募基金规模变化（2005 年-2019 年）



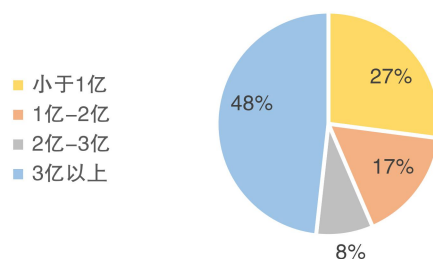
单位：规模（亿元） 数据来源：财新数据

从单只 ESG 类公募基金产品规模看，兴全社会责任、富国低碳环保等基金规模突破 40 亿元，另有 17 只产品规模在 10 亿元以上。总的来说，ESG 类基金产品以 3 亿元为分野，规模在 3 亿元以上及以下的 ESG 类基金数量各占一半，体量较大的产品尚属少数。

规模	数量	数量百分比
小于 1 亿	23	27%
1 亿-2 亿	14	16%
2 亿-3 亿	7	8%
3 亿元以上	41	48%
合计	85	100%

单位：数量（只） 数据来源：财新数据

ESG 公募基金规模分布



数据来源：财新数据

从单只 ESG 类公募基金产品类型⁴看，已发的产品以股票型、混合型基金居多，两者数量占比合计约 72%，规模占比合计约 83%。相比而言，指数型基金数量及规模占比较低。产品类型分布较为符合公募基金主动管理的发展定位。

分类	数量	数量百分比	规模	规模百分比
股票型	17	20%	186.68	29%
混合型	44	52%	344.75	54%
指数型	24	28%	109.20	17%
合计	85	100%	640.63	100%

单位：规模（亿元），数量（只） 数据来源：财新数据

五、ESG 产品近期发行状况

2019 年以来，内地机构投资者对 ESG 策略的重视程度不断提升，多家公司包括华安基金、万家基金、国寿安保基金、浦银安盛基金、华宝基金、易方达基金等陆续新发近十只 ESG 类

⁴ 定义层面：基金持仓中股票市值占基金资产净值比例在 90% 以上的为股票型基金；不符合股票型基金分类，基金持仓中股票市值占基金资产净值比例在 60% 以上的为混合型基金；追踪 ESG 相关指数的基金为指数型基金。

基金产品，总规模接近 44 亿元⁵，预计未来 ESG 产品将会呈现出数量和规模上的快速增长。

成立日期	证券代码	证券简称	基金管理人	基金规模
2019-03-12	006122.OF	华安低碳生活	华安基金管理有限公司	2.54
2019-03-21	161912.OF	万家社会责任定开 A	万家基金管理有限公司	5.95
2019-04-01	168001.OF	国寿安保养老指数增强	国寿安保基金管理有限公司	0.58
2019-07-09	007163.OF	浦银安盛环保新能源 A	浦银安盛基金管理有限公司	1.49
2019-08-21	501086.OF	华宝 MSCI 中国 A 股国际通 ESG	华宝基金管理有限公司	3.18
2019-09-02	007548.OF	易方达 ESG 责任投资	易方达基金管理有限公司	14.81
2019-09-18	007590.OF	华宝绿色领先	华宝基金管理有限公司	15.19

单位：规模（亿元） 数据来源：财新数据

新发产品中，以环境类产品为主，ESG 类、社会责任类产品次之，暂无公司治理类产品发行。作为公司发展的根基，A 股上市公司治理在监管的推动下受到空前重视。证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》，从信息披露有效性、公司治理规范化、优化发展生态等方面为上市公司提出 46 项具体任务。相信监管助力加持下，公司治理类基金产品前景尚有可期。

类型	E	S	G	ESG
数目占比	43%	29%	0%	29%
规模占比	44%	15%	0%	41%

六、ESG 投资面临的问题与挑战

1、信息披露范围有限，数据规范程度不足

由于监管并未强制企业进行 ESG 信息披露，自愿披露 ESG 信息的公司尚属少数；同时，由于缺乏统一标准，企业对 ESG 信息披露的侧重点不一而足。

⁵ 数据截至 2019 年第三季度。

2、数据时间长度有限，量化回测面临困难

已经披露的 ESG 数据时间跨度有限，数据长度参差不齐，使得 ESG 投资组合的历史回测变得非常困难，从而难以量化验证 ESG 投资指标对投资组合的影响大小。

3、评分机构不同，评价标准各异，评价结果差异悬殊

世界范围内主流 ESG 评分机构有五六家，国内有两三家。不同机构对环境、社会、公司治理的定义不同，加权方式不同，使同一企业在不同标准下的评价结果差异较大。

4、业绩优势尚需时间检验

目前尚未有显著的实证检验表明 ESG 投资组合业绩可以大幅领先传统投资组合。无论是环境治理、社会责任，还是公司治理都是慢变量，在投资上的效果需要一定时间才能显现，对投资者的耐心和洞见提出了更高要求。

七、财新智库的 ESG 基金评价体系

定性、定量相结合的 ESG 基金评价体系

1、基金的 ESG 属性：将符合 ESG 主题的基金纳入评价范围⁶

(1) 基金产品名称中包含 ESG 字样或包含环境、社会、公司治理相关主题；

(2) 基金产品投资目标与 ESG 责任投资理念相契合；

(3) 基金产品投资组合持仓中，ESG 类上市公司占比不低于 50%。

⁶ 基金产品投资主题及投资标的至少满足以下任意两项要求。

2、基金的 ESG 评分：将正向、负向指标相结合，依据权重加权平均

(1) 年度评估的正向指标：对基金持仓企业的 ESG 评分进行市值加权；

(2) 实时监控的负向指标：对基金持仓企业的 ESG 负面舆情进行程度评估，计算调减分值；

(3) 同类基金总分排名：依据股票市值占比划分基金类型，对参评数量不少于 20 只的基金类别进行排名。

3、基金的业绩评价：结合基金风险收益特征计算最终排名

在同类基金 ESG 总分排名基础上，结合基金业绩表现，计算加权平均分数，形成最终排名。

附录：

基金管理人	ESG 管理规模	ESG 规模占比	ESG 基金数量				
			总数	大于 5 年	3 年-5 年	1 年-3 年	小于 1 年
工银瑞信基金管理有限公司	78.75	5.37%	8	1	5	0	2
富国基金管理有限公司	75.65	3.82%	3	1	2	0	0
兴全基金管理有限公司	64.34	5.02%	2	2	0	0	0
汇添富基金管理股份有限公司	47.06	1.99%	4	2	1	1	0
广发基金管理有限公司	45.00	2.07%	3	0	3	0	0
嘉实基金管理有限公司	35.44	1.47%	2	0	2	0	0
上投摩根基金管理有限公司	34.91	8.39%	1	1	0	0	0
中信保诚基金管理有限公司	26.90	5.91%	1	1	0	0	0
华宝基金管理有限公司	26.37	4.98%	4	1	0	1	2
前海开源基金管理有限公司	22.68	4.65%	2	0	2	0	0
建信基金管理有限责任公司	22.10	1.78%	4	3	1	0	0
鹏华基金管理有限公司	21.06	1.34%	6	2	4	0	0
信达澳银基金管理有限公司	20.12	24.06%	1	0	1	0	0
易方达基金管理有限公司	17.20	0.47%	2	0	1	0	1
景顺长城基金管理有限公司	12.00	1.20%	3	1	2	0	0
财通基金管理有限公司	11.80	8.58%	2	2	0	0	0
交银施罗德基金管理有限公司	11.00	1.21%	4	2	2	0	0
融通基金管理有限公司	9.70	1.93%	2	0	1	1	0
诺安基金管理有限公司	7.17	2.22%	1	0	1	0	0
华安基金管理有限公司	6.85	0.48%	2	1	0	0	1
申万菱信基金管理有限公司	6.03	3.03%	2	1	1	0	0
万家基金管理有限公司	5.95	1.19%	1	0	0	0	1
中欧基金管理有限公司	4.15	0.39%	1	0	1	0	0
长城基金管理有限公司	4.09	1.44%	1	0	1	0	0
国泰基金管理有限公司	3.72	0.35%	1	0	1	0	0
民生加银基金管理有限公司	2.57	0.27%	3	0	1	1	1
长盛基金管理有限公司	2.47	1.21%	2	1	1	0	0
汇丰晋信基金管理有限公司	2.26	1.74%	1	1	0	0	0
华夏基金管理有限公司	1.96	0.07%	1	0	1	0	0
长信基金管理有限责任公司	1.61	0.45%	1	0	0	1	0
浦银安盛基金管理有限公司	1.49	0.22%	1	0	0	0	1
中银基金管理有限公司	1.47	0.06%	1	1	0	0	0
中邮创业基金管理股份有限公司	1.28	0.41%	1	0	1	0	0
天治基金管理有限公司	1.19	5.74%	1	1	0	0	0
农银汇理基金管理有限公司	0.63	0.05%	1	0	1	0	0
新华基金管理股份有限公司	0.61	0.38%	1	1	0	0	0
国寿安保基金管理有限公司	0.58	0.07%	1	0	0	0	1
中海基金管理有限公司	0.58	0.58%	1	1	0	0	0
银华基金管理股份有限公司	0.43	0.04%	1	0	1	0	0
东海基金管理有限责任公司	0.42	6.01%	1	0	1	0	0
中银国际证券股份有限公司	0.38	0.04%	1	0	0	1	0
东方基金管理有限责任公司	0.29	0.22%	1	1	0	0	0
海富通基金管理有限公司	0.19	0.06%	1	1	0	0	0
创金合信基金管理有限公司	0.17	0.12%	1	0	0	1	0
合计	640.63		85	29	39	7	10