

ESG 整合-我们需要学习什么

目录

1.	为什么要整合 ESG	3
1.1	ESG 的投资理念	3
1.2	ESG 整合在海外的驱动因素	4
1.2.1	投资机构自下而上的自发行为	4
1.2.2	社会组织及监管机构的标准化政策指引	5
1.2.3	ESG 投资能产生正的 Alpha	5
1.3	ESG 整合在国内的推动因素	6
1.3.1	监管机构自上而下推动	6
1.3.2	资本市场加快对外开放	7
1.3.3	国内长期资金的入市	7
1.3.4	ESG 在 A 股和港股市场的 Alpha 效应更为显著	8
1.4	国内 ESG 整合面临的主要障碍	9
2	ESG 整合策略分类	9
3	ESG 整合案例	12
3.1	PMICO 的 ESG 整合实践	12
3.1.1	ESG 投资在公司债领域的实践	14
3.1.2	ESG 投资在国债市场的实践	15
3.1.3	ESG 投资在 MBS 市场中的实践	15
3.2	Calvert 的 ESG 整合实践	16
3.3	Man Group 的 ESG 整合实践	18
3.4	案例小结	20
4	ESG 投资的机遇	20

1. 为什么要整合 ESG

1.1 ESG 的投资理念

ESG 投资即环境、社会和公司治理，相比于传统的投资策略，ESG 投资是除了基本面之外，将环境影响，社会责任和公司治理三项非财务类因素纳入考量，以期在长期中带来更高投资回报率的新型投资策略。

在 2000 年以前，ESG 投资还停留道德层面。一般认为，最早的 ESG 投资可追溯到 19 世纪的宗教集团伦理投资，拒绝与教义或者信仰相违背的如烟酒、赌博和军火等方面的投资；现代版的责任投资起源于 20 世纪 60 年代，美国反越战抗议中，学生呼吁高效剔除投资组合中的军火股票；此外，多个责任投资相关论坛也相继成立，如 1989 年成立的环境责任经济联盟（CERES），1991 年成立的美国可持续责任投资论坛（US SIF），全球报告倡议组织（GRI）

2000 年以后，ESG 投资逐渐转移到与资管投研体系融合的投资实用层面。2006 年联合国成立了责任投资原则机构（UNPRI），旨在实现高效可持续的全球金融体系，得益于该组织，ESG 投资在全世界范围内得到进一步的深入和快速发展；2015 年，联合国大会通过了《2030 年可持续发展议程》，该议程提出了包括消灭贫穷，与不平等和不公正展开斗争以及解决环境问题等 17 项可持续发展目标，为 ESG 投资提供了科学指引。

应该说，ESG 投资目前在海外体系发展已经相当成熟，按照 2017 年的统计，全球有超过 50 多个国家超过 1700 多家投资机构签署了 PRI 合作伙伴关系，管理的资产规模接近 70 万亿美元。总体来看，ESG 投资在欧洲贯彻相对比较积极，根据 GRI 2018 年发布的《全球责任投资评论》，欧洲责任投资资产规模占全部管

理资产规模比例为 48.8%；美国比例相对较低，为 25.7%，但是过去几年，该比例经历了快速上升。

ESG 理念对国内投资机构来说是一个舶来品，国内投资者对 ESG 的评级方法和相关投资理念并不熟悉，监管政策方面仍旧处于鼓励企业进行自主披露的阶段，并未有强制性披露要求。目前，除了少数几家头部资管机构加入 UNPRI 等责任投资组织并开始在机构内部整合 ESG 投研资源外，大多数机构对 ESG 投研体系搭建还处于摸索的阶段。

1.2 ESG 整合在海外的驱动因素

1.2.1 投资机构自下而上的自发行为

海外的 ESG 投资最初起源于投资机构自发的行为，并且随着市场环境、体制、文化及经济等多方面的发展，ESG 投资从参与主体到具体实施是高度市场化的投资行为。尤其是 ESG 与投研体系的整合，使得投资机构有内生的动力在践行 ESG 理念和投资收益两方面做到兼顾。

海外 ESG 的核心参与主体包括资金方、投资管理人、上市公司、投顾公司和评级机构。而 ESG 推动的动力主要来自于各类机构资金方，通过行使股东权利，在基金契约者中明确的将责任投资和 ESG 投资理念转化为硬性的约束条件。再由投资管理人履行信托责任进行委托投资，借助于第三方的评级机构对可投标的进行全面打分评级、再由投顾公司推动开发设计相关的 ESG 产品，投资于可持续发展的企业，旨在为投资人提供长期稳定的组合回报。

整个投资链条与传统的投资流程有高度契合的方面，整个过程的参与主体都具有内生的经济动力去实施 ESG 投资的各个流程，当然这其中会有一些官方

的组织或者机构对上市公司的 ESG 披露给予相关规定和指引，但总的来说，海外的 ESG 投资是一个自下而上，由机构投资者股东主义推动的理念，并且具备科学的环境社会价值和投资风险管理的理论基础。

1.2.2 社会组织及监管机构的标准化政策指引

除了参与主体的推动，社会组织及监管机构的政策指引也是 ESG 投资中非常重要的一环。首先 UNPRI、GRI、OECD 这样的全球性组织会对 ESG 投资方面给出框架性指引，如 OECD 发布的《公司治理准则》是 ESG 投资三大支柱中的 G 的主要参考文件，该准则为监管者、上市公司及机构投资者等市场参与者提供了治理方面的实践指导；加入 UNPRI 的机构投资者每年都要发布自身的 ESG 投资实践报告，并且 UNPRI 每年会对会员机构的 ESG 投资实践进行评估打分，敦促会员机构在 ESG 投资体系建设方面积极进步。

除了框架指引，各国监管机构也制定了一些强制性措施。比如香港联交所 2012 年就出台了《环境、社会及管治报告指引》，并于 2015 年将披露准则从自愿遵守提升到“不遵守就解释”；澳大利亚证券交易所对上市公司的公司治理原则和建议是否考虑了可持续性因素，也采取了“不遵守就解释”原则；伦敦证券交易所要求上市公司进行 ESG 信息披露时，不仅要披露定性环境治理要求，还要披露定量碳排放指标。全球有 1/3 以上的交易所对上市公司的 ESG 信息披露有强制性要求。

1.2.3 ESG 投资能产生正的 Alpha

当前的 ESG 投资并非仅仅停留在道德层面，而是有着现实的风险收益考量。自 20 世纪 70 年代以来，大量的学术研究在验证 ESG 绩效与公司财务绩效是否存在自相关。Friede, Bushch & Bassen (2015) 统计了 1970 年-2014 年间 2000 篇 ESG 相关研究，结果显示：a) 52.2% 的权益类资产研究表明 ESG 绩效与公司的财务

绩效存在正相关；b) 相比发达国家，ESG 因子在新兴市场更为有效，这与新兴市场公司治理水平还有待完善有关。Lines, Servas & Tamaya (2017) 显示，在 2008 年金融危机时刻，ESG 绩效好的企业比绩效差的企业股票收益率平均高出 4%-7%。原因是 ESG 绩效高的企业能为投资者及利益相关方创立更高的信仰，在市场面临负面冲击时具有更强的抗风险能力。

1.3 ESG 整合在国内的推动因素

1.3.1 监管机构自上而下推动

与海外 ESG 投资源于投资机构自发推动不同，国内的主要推动力来自于监管机构改革和提升可持续投资意识的努力。2016 年，七部委联合金融监管机构发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，为国内的责任投资提供了框架性指引。自《指导意见》发布以来，随着相关改革措施的推进，绿色金融与投资已成为中国经济转型的重要支柱，而关于 ESG 整合的研究讨论也越来越多。

《指导意见》从债券、保险及贷款市场和可持续金融产品等方面对可持续金融体系发展制定了全方位的规则指引。后续推出的相关措施，则进一步推动了可持续投资议程的实施：a) 2017 年证监会与环境保护部共同签署制定了上市公司强制性环境披露框架；b) 2018 年 10 月，证监会修订了《上市公司治理准则》，将“可持续发展”和“绿色发展”列为上市公司指导准则，并且规定上市公司有 ESG 信息披露责任；c) 2018 年，两大交易所发布 ESG 信息披露指南，要求上市公司在“披露或解释”的基础上发布 ESG 信息；d) 2018 年 11 月，基金业协会发布了首份绿色投资指引，同时发布《中国上市公司 ESG 评价体系》报告。

由于国内的 ESG 投资生态尚未形成，自发的 ESG 整合是一个非常缓慢的过

程。因此监管层的推动成为国内 ESG 投资理念发展的核心动力。经过数年的改革和教育，上市公司开始逐步了解 ESG 议题，并研究其对业务运营的影响。2018 年，超过 60% 的上交所上市公司披露了部分 ESG 信息，其中超过半数的公司属于自愿披露。与此同时，越来越多的案例表明，ESG 问题将会对上市公司地位产生重大影响，比如长生生物因疫苗丑闻事件从深交所退市。

1.3.2 资本市场加快对外开放

随着中国市场逐步对海外投资者开放，中国的股票和债券市场逐步被纳入全球基准，ESG 因素也逐步被纳入投资决策的考量。截至到 2020 年 3 月，MSCI、富时罗素和标普道琼斯三家主流指数公司对 A 股的纳入因子已经分别提升到 20%/15%/25%，并且相关的纳入操作都应经实施完成。截至 2019 年三季度，中国境内 A 股市值中外资占比达到 3.5%；2019 年全年，外资通过陆股通机制净流入 A 股的资金规模达 3500 亿。随着外资的加速流入和资本市场对 ESG 绩效的日益关注，投资者对于 ESG 如何影响公司业务、运营和整体绩效也有了更深刻的认识。

MSCI 在将 A 股纳入基准指数的同时，也会对成分股进行 ESG 评级，为国际投资者提供参考。总的来说，外资的加速流入会强化 ESG 投资倾向，ESG 原则在海外投资者中应用成熟，投资占比高，外资加速流入将极大改变 A 股短视化，高波动的现状；同时也将倒逼政策推进 ESG 信息披露，A 股大部分公司由于 ESG 信息披露不够，无法进行量化打分，导致其 ESG 评级普遍较低，随着外资占比的提高，增加 ESG 信息披露，改善 ESG 评级将是 A 股上市公司的迫切需求。

1.3.3 国内长期资金的入市

除了外资加速流入，国内如保险、社保等长线资金也在稳步推进 A 股市场

投资。ESG 投资和养老金投资目标拟合度较高，正逐步在全球推广，以欧洲为例，IORP 指令要求私人养老计划投资决策纳入 ESG 考量因素，19 年 1 月生效。18 年以来，我国养老金入市进程不断加快，根据新华社，截至 2018 年 Q3 公募基金受托管理的养老金总规模达 1.66 万亿元，其中企业年金受托管理规模已达 9330 亿，实现了 17.6% 的同比增长。未来每年千亿级别养老金大规模入市，全球养老金投资纳入 ESG 背景下，ESG 投资与 A 股融合加速。

1.3.4 ESG 在 A 股和港股市场的 Alpha 效应更为显著

不论是哪个市场，ESG 投资的发展都需要兼顾组合收益，对于 A 股或者港股也是如此。2010 年以来，新兴市场 ESG 指数连续 8 年跑赢基准；而在 2016 年以前，A 股的 ESG 指数与上证综指走势较为一致，近两年开始分化，ESG 指数明显跑赢。这与 A 股投资者更加关注非财务因素（如股权质押问题），投资理念更重视公司治理有关。

ESG 投资在防范非财务风险导致的“黑天鹅”事件方面具有重要价值，通过对 2010 年以来，港股市值大于 500 亿港元的权重股单日跌幅在 10% 以上的“黑天鹅”事件进行统计分析，在全部 79 次因公司内部原因导致的大跌中，非财务因素占比超过一半，且因非财务因素导致大跌后，公司短期内很难跑赢大盘。通过使用 ESG 投资策略，可以提前规避公司非财务因素可能带来的风险。

PRI 通过对 MSCI 新兴市场指数和 MSCI 中国指数进行分析，利用 2013 年 6 月至 2019 年 6 月期间 ESG 投资策略与非 ESG 基准进行比较，结果显示 ESG 信息提供了产生 Alpha 的机会，相对于传统基准而言，提高了风险调整后收益。并且在这段时间内，相比于新兴市场指数，ESG 因子在 A 股市场中创造的 Alpha 效果更为明显。

1.4 国内 ESG 整合面临的主要障碍

首先是信息披露问题。ESG 投资在国内仍属于发展初期，随着环境问题的日益严重，相关的政策文件逐步强化约束。虽然上市公司对于社会责任报告及相关的 ESG 信息的自主披露积极性在逐步上升，但是国内仍旧缺乏完善的 ESG 信息披露机制，导致 ESG 信息披露质量和信息完善度较低。披露程度低导致难以统计，指标的量化性较差，多数披露信息为定性描述或含糊其辞，缺乏一套标准化的官方指引。

其次是 ESG 评价体系的本地化适用性。海外权威性的 ESG 评级公司对发达市场和发展中的市场在 ESG 评估模型设计上采用的是一套标准，这可能导致一些在发达市场普遍适用的原则在发展中市场显得有些水土不服。比如，发达市场的上市公司股权高度分散化，其公司治理问题的核心是内部管理人与股东之间的委托代理问题；而在 A 股市场，股权高度集中，公司治理的问题主要体现在大股东对小股东利益侵害问题。如果按照诸如 MSCI 之类的海外机构对 A 股上市公司的 ESG 评级，得出来的结论可能会与我们的常识相去较远。

此外，ESG 的投研体系搭建是高成本，回报不确定性较高的高风险投资。目前国内市场还没有形成机构投资者具有内生动力积极推动的正向反馈机制。并且相关的人才缺乏，体系搭建涉及到投资机构投研体系改造及诸多数据的集成工作，对于当下公募基金为代表的投资机构来说，成本收益性价比对机构积极拥抱 ESG 投资是存在不利影响的。

2 ESG 整合策略分类

根据 GSIA 的统计，全球 ESG 投资策略大致可以分为 7 大类。分别是：1) 规范筛选，根据国际规范（OECD 或者联合国等国际组织发布的规范）筛选符合

最低商业标准的资产；2) 优质筛选，投资某一行业或领域中 ESG 表现较好的公司或者项目；3) 负面排除，根据特定的 ESG 标准将某些行业、公司从组合中排除；4) ESG 整合，将 ESG 风险与潜在机会整合到投资决策中，包括传统的财务因子或因子投资；5) 可持续主题投资，投资于有可持续发展主题的资产；6) 影响力投资，旨在解决社会或环境问题的有针对性投资，为有明确社会、环境目标的企业提供融资；7) 股东参与策略，在 ESG 指导准则下行使股东权利参与企业治理、决策及行为。

2016-2018 年，影响力投资、可持续主题投资、优质筛选以及 ESG 整合策略发展迅速，其中 ESG 整合策略已经接近负面排除策略的规模，达到 17.54 万亿美元。

表 1 主流 ESG 策略规模（万亿）

ESG 策略	2012	2014	2016	2018	16-18 增长率
规范筛选	3.04	4.39	6.2	4.68	-24%
优质筛选	1.01	0.89	0.82	1.84	125%
负面排除	8.27	12.05	15.06	19.77	31%
ESG 整合	6.18	7.53	10.35	17.54	69%
可持续主题投资	0.09	0.14	0.28	1.02	269%
影响力投资	0.08	0.1	0.25	0.44	79%
股东参与	4.69	5.92	8.39	9.83	17%

整体来看，负面排除依旧是全球规模最大的 ESG 投资策略，而行使负面投资策略最多的地区则是欧洲。负面排除的内容主要有争议性武器、赌博、色情、核能和酒类等。2018 年主题投资策略增长迅速，在水资源管理、可再生能源及能源效率方面有着相应的投资。

分地区来看，欧洲在规范筛选、股东参与及负面排除策略上参与度较高；美国在影响力投资，可持续主题投资、优质筛选以及 ESG 整合方面参与度较高；而日本则在股东参与策略上参与度较高。

在上述 7 种策略中，规范筛选、优质筛选、负面排除及可持续主题投资相对来说是比较单一和直接的 ESG 策略，直接剔除 ESG 得分最低的标的，或者筛选出同类中 ESG 得分最高的标的，这类策略都是单一维度下在投研体系中对 ESG 投资理念的简单实践；而近年来在美国发展迅速的 ESG 整合策略则属于针对 ESG 投资的全面投研框架整合，此种方法与量化手段结合更为紧密，在具体实施中也是最具备科学化体系的策略。

如最近海外较为流行的 ESG+Smart Beta 策略则发展比较迅速，结合 ESG 的 Smart Beta 策略能够在增厚收益的情况下，降低风格极端风险带来的波动和回撤。结合的思路也是多方面的，比如 ESG 评分与 Smart Beta 标准化得分进行直接相加，最终筛选出排名靠前的标的；或者先筛选出 ESG 评分靠前的标的，再筛选出风格暴露排名靠前的标的；或者以最大化目标风格暴露为目标，增大 ESG 相对基准的暴露，同时其余风格保持中性，以此来进行组合权重的优化。总的来说，此种 ESG 策略比较契合海外成熟量化投资环境，ESG 被当成一个特殊模块嵌入到量化模型中。

3 ESG 整合案例

通过对海外知名的投资机构的 ESG 整合进行分析，可以发现其中的一些共通之处。首先在 ESG 投研框架设计方面，采用的是全球最高标准，如联合国的 SDGs，并且积极加入有全球公信力的 ESG 投资组织，如 PRI 和 GRI 等；高度关注客户需求，设计出能在社会责任和投资回报中找到平衡的产品；积极践行股东积极主义理念，深度参与到投资主体的 ESG 实践，并提供可持续的解决方案。

下面本文以 PMICO（太平洋资产管理公司）、Man Group（英仕曼）和 Calvert 基金三家海外资管机构作为案例，分析其在 ESG 整合方面所做的努力和亮点，为国内相关机构提供更多的 ESG 整合思路。

3.1 PMICO 的 ESG 整合实践

PMICO 是一家总部位于美国加州的全球知名投资管理公司，专注于固定收益投资。PMICO 能提供包括固定收益、股票、商品、大类资产配置、ETFs、对冲基金及私募基金在内的全方位资产类别的投资策略方案。PMICO 是全球最大的投资管理公司之一，管理规模超过 1.91 万亿美元。

全球的债券市场规模超过 100 万亿，是可持续发展的重要的一环。作为行业的领导指导者，PIMCO 认为基于 ESG 的投资分析方法应该像信用、久期及其它风险因子一样，成为固定收益投资分析方法的一个重要组成部分。其 ESG 投资依赖于两大支柱，第一，在公司的投资决策的各个流程中广泛整合 ESG 分析，PMICO 认为此举与其积极的投资策略是相适应的；第二，对于在 ESG 投资方面有特殊偏好或者要求的投资者，PMICO 建立了一个以 ESG 为中心的解决方案平台，使得在保证投资收益的情况下，尽可能产生积极的环境和社会影响。

PMICO 的 ESG 策略是如何运作的？

PIMCO 的 ESG 投资组合与其普通的组合一样，需要通过公司内部严格的投研流程、充分利用全球资源并将久期、收益率曲线及信用等宏观风险因子纳入考量，以期能跑赢对应的基准指数（比如彭博巴克莱美国综合指数）。总的来说，其 ESG 组合策略基于以下三大支柱：负面排除、评估筛选和股东参与

负面排除：PMICO 的 ESG 组合会直接将不符合可持续发展原则的标的排除。主要的剔除项包括烟草制造、争议性武器、色情及煤炭开采等行业的相关标的，此外还有那些商业模式明显不符合可持续发展原则、无法证明在可持续发展方面有持续改善的意愿，或者是对 PMICO 的积极参与做出的努力采取不负责任态度的发行人。

评估筛选：除了排除 ESG 表现为最差等级的发行人，PMICO 的组合也注重 ESG 表现为最优等级的发行人。通过公司自有的 ESG 评分系统，判断发行人当前在行业中所处的地位，以及其对 ESG 的关注热情。那些已经有比较完备的 ESG 实践的公司，更有可能成为 ESG 组合的待选标的。

股东参与：最后一个支柱是以建设性和合作性的姿态参与到发行人的 ESG 实践中。PMICO 相信将资金配置到愿意为可持续发展商业模式付出努力的发行人比直接采用排除和评估两个支柱能产生更大的影响。因此，PMICO 对那些愿意为 ESG 实践付出更多努力的发行人在组合配置上给予更高的权重，而此举是与联合国的 SDGs 原则相适应的。

总体来看，PMICO 认为基于 ESG 的分析应当与普通的信用、久期和其他风险因子分析一样，是固定收益投研流程中非常自然的一环。从自上而下的角度来说，PMICO 认为 ESG 流程与其每年举办的 Secular Forum 流程是相吻合的；从自

下而上的角度来说，通过对发行人进行打分，ESG 被整合成为信用分析的一个重要部分。

在 UN PRI 2018 年的年度评估报告中，PMICO 得到了 A+ 的评分，此前 2017 年的得分是 A。在每一个单项评估指标中，PMICO 的得分都是 A+，这表明了公司在责任投资方面的显著提高。

3.1.1 ESG 投资在公司债领域的实践

在公司债领域，越来越多的发债主体开始积极拥抱 ESG 投资，并发布了一系列旨在推动可持续发展的绿色固收产品。对于发债主体，PMICO 认为无论是政府部门还是公司，均可通过将债券发行与支持可持续发展目标紧密结合，从而发挥自己在可持续投资中的作用；而对于债券投资机构，PMICO 认为以 SDGs 原则的固收类产品将是未来几年债券市场非核心产品线，并积极呼吁发行人和投资机构尽快把握行业机会。

PMICO 将 SDGs 作为公司债投资的基本框架，专注于绿色及可持续债券的投资。基于自有的评估体系，PMICO 会对主体发行前和发行后的表现进行持续跟踪，评估方法包含战略契合度、影响力评估和红色预警。

表 2 PMICO 绿色债券评估体系

	PMICO 的研究	正面例子	负面例子
战略契合度	评估发行人在气候/环境/社会责任等方面的战略方向与债券发行的目的及收益的使用上是否保持一致	一只用于支持可再生能源的债券	发债主体在温室气体排放、碳排放的披露上均非常有限，并且对于绿色发展没有明确目标
影响力评估	与同业相比，发行人	一支为具有绿色建	缺乏清晰的目标，且

	具有显著正面影响力	筑认证的地产商提供的绿色债券	因为较差的公司治理,有可能在未来产生更高的运营费用
红色预警	筛选潜在“红色预警”以及存在争议的主体(例如,与绿色债券原则等市场标准不一致)	首次发行可持续发展债券,释放出积极信号,彰显将可持续发展目标作为框架的决心	专注于机场基础设施的绿色债券,但由于其间接排放大量温室气体,导致其存在一定争议

3.1.2 ESG 投资在国债市场的实践

对于国债市场的投资,PMICO 采用自下而上的主权分析方法,分别从财务、宏观以及 ESG 要素进行深入分析。除了基于传统的财务方法分析主权风险,PMICO 对主权的每个 ESG 指标要素进行评估。

PMICO 为了增强其 ESG 评分框架,增加了对环境因素的分析 and 报道。这包括:气候转型风险衡量指标,包括化石燃料份额,可再生能源份额和二氧化碳排放量。如果与气候有关的立法阻碍了特定部门和税收资源的增长,那么对化石燃料有很大依赖的许多国家可能会遇到预算压力;气候物理风险衡量指标,基于 Notre Dame Global Adaptation Initiative Country Index,评估弱势国家政府对融资成本变化的敏感度;环境和健康指标,包括空气污染(例如颗粒物浓度)的测量,因为暴露于空气污染是对健康的主要环境威胁之一;自然资源评估指标,考虑了长期的环境风险,包括森林面积的年度变化,海洋健康指数和水管理及潜在的水资源可用性。

3.1.3 ESG 投资在 MBS 市场中的实践

抵押贷款市场有两个不同质的子市场:有代理抵押贷款市场和非机构住房抵押贷款市场。PMICO 为两个子市场分别建立了 ESG 分析框架。对于机构抵押贷款支持证券,PMICO 的 ESG 研究模型基于池级(Pool-Level)特征和其在数十年

研究抵押贷款中收集的数据；而对于非政府担保的抵押贷款支持证券，PMICO 的定量分析是基于单笔贷款级别的，同时也借鉴了 PIMCO 抵押贷款团队自 2008 年金融危机前收集的海量数据。

3.2 Calvert 的 ESG 整合实践

Calvert 基金成立于 1976 年，是美国最早、也是目前规模最大的社会责任投资基金之一。1982 年，Calvert 发布首只将 ESG 因子与财务分析相结合的社会责任基金 CSIF，开创责任投资先河。2006 年，Calvert 签署 UN PRI，成为其创始理事成员之一。截止 2019 年 6 月底，Calvert 旗下拥有 27 只基金，其中 13 只股票基金、10 只固收基金以及 4 只配置型基金，总管理规模达 178 亿美元。

Calvert 的投资理念是坚信好的公司都拥有高瞻远瞩的管理团队，只有那些尊重雇员、善待社区、保护环境的公司才能够获得长期成功。在投资筛选上，Calvert 率先引入“Double Diligence”制度，即被投资公司必须符合财务及社会责任双重指标。

Calvert 在内部建立了 ESG 投资的原则框架，是基于实质性研究和股东参与的方法论。Calvert 配备了专业的 ESG 团队研究分析每一个细分子行业的实质性问题，从而更全面理解影响公司财务绩效的 ESG 核心变量。同时，Calvert 保持与投资企业的深度沟通，积极践行股东参与策略，帮助管理团队更好地理解负责任行为的潜在财务价值，从而实现更具意义的改变。

ESG 的三支柱中，在环境方面，Calvert 强调可持续发展和能源有效性；在社会方面，强调平等、尊重和 인권；在公司治理方面，强调透明和担当。Calvert 所有的 ESG 研究都是建立在挖掘实质性因素的基础上。在这方面，Calvert 一致

致力于挖掘每一个细分行业的实质性因素，即对公司能够产生实质性财务影响的 ESG 因子，从而更加清晰地构建公司核心运营指标。深刻地理解运营指标对财务指标的影响变动关系，才能最终更好地服务于投资决策流程。

由于不同的 ESG 因子对各行业产生的影响不同，直接打分的结果并不具备可比性。对分析结果如需要进行比较，则需要进行权重的调整。Calvert 首先基于共同的 ESG 风险因子，将行业进行重新分类，将具备可比性的公司归为一类，从而为投资者提供可比性结论。

Calvert 在具体实施实质性评估的时候，是基于以下五步法原则：1) 定义同类组，即将具有共同的、实质性 ESG 风险因子的投资标的归为一类；2) 建立投资主题，基于现阶段及未来潜在的 ESG 风险和投资机会，建立不同尺度的主题投资机会；3) 建立结构化的模型，基于 ESG 实质性问题，评估投资企业的关键指标业务绩效；4) 打分排名，基于公司层面、行业层面以及执行层面的 ESG 评估，形成最终的打分排名；5) 对评估结果验证，核对校准对投资标的的评估结果，并督促投资人积极参与企业的沟通。

Calvert 对 ESG 实质性问题的行业差异进行了严格划分。例如在消费和金融方面，信息及数据安全、产品质量及安全、公司治理综合得分、人力资源发展和董事会构成及多元化等因素被放在优先考虑的位置；在工业制造方面，能源管理、产品质量及安全、工作场所安全性、公司治理综合得分和产品生命周期等因素被优先考虑；而在软件应用方面，人力资源发展、信息及数据安全和公司治理综合得分等因素被优先考虑。

3.3 Man Group 的 ESG 整合实践

Man Group 是一家总部为伦敦的全球性资产管理公司，管理规模约为 1300 亿美元，是 UN PRI 的签署成员。Man Group 的客户以机构客户为主，包括主权基金、捐赠基金和养老金等，其投资的首要目标是为客户创造长期持续稳定的收益。公司将最新的技术与投研有机结合，赋能各种类型的产品线，共有五大主要的业务：Man AHL、Man Numeric、Man GLG、Man FRM 和 Man GPM。前面四项业务都具有 20 年以上的投资经验，而 Man GPM 是 2017 年刚刚组建完毕的。

在 ESG 投资方面，Man Group 有以下几点承诺：1) 维持透明可信的责任投资委员会 (RIC)，监管 ESG 相关的战略、规则、研究和教育；2) 服务于 PRI 的顾问团队，提供不同资产类别、战略和 ESG 相关事件咨询建议；3) 牵头组织各类会议和各种公开教育活动。同时，从公司层面和基金层面在 3 个维度贯彻执行 ESG 责任投资，公司层面更多采用的是投票表决形式，而基金和具体组合层面，Man Group 相信一种策略无法满足所有需求，因此投资经理可以采用更多主动管理的权利。

从公司层面来说，贯彻 ESG 投资理念可分为 2 个维度，首先是公司整体系统方面，有几大基本的实施原则，如将 ESG 相关的表决权代理偏好应用到所有投资中；积极利用 Man Group 的“高价值”表决框架；对关键的投资，要进行额外层面的分析；行使股东参与策略的领域包括董事性别多样性、董事任期与换届、高管薪酬及公司并购等；要把 ESG 筛选作为股东参与策略的驱动力等。其次，从协作参与方面，公司积极与全球性组织合作并签署相关的倡议。相关的签署文件包括《全球投资者关于气候变化对政府声明书》《Ella MacArthur 新塑料全球投资者承诺书》等，此外还有诸如向指数提供商要求排除争议性武器的信函，

向国际证监会组织要求一致性、可比性的 ESG 信息的信函等协作参与行动。

从基金层面来说，需要与公司的管理层保持沟通与互动；对于没有表决权的策略，要了解该策略背后的原因；投资团队经过 Man Group 集团的授权需要对所有权进行覆盖和汇总等。

Man Group 对于不同的业务线有不同的 ESG 投资策略框架。Man AHL 是提供绝对收益的量化型基金，管理的规模有 280 亿美元，成立于 1987 年，对于该业务线的 ESG 分析采用的是系统性的基于标准化筛选过程的方法，同时会采用机器学习、神经网络的技术手段来驱动分析实践，而在负面排除策略方面，定制负面清单，对于有争议的武器和弹药，所有权门槛严格设为 0；Man Numeric 专注于创造 Alpha 提供全球型主动股票及固收产品，管理规模约 348 亿美元，成立于 1989 年，对于该业务线的 ESG 整合，要求把 ESG 因素应用于公司治理，ESG 委员会担负起沟通、投票任务，此外还会构建专用于风险溢价和 ARP 战略的 ESG 因子；Man GLG 提供绝对收益类产品，强调选股能力，目前的管理规模 337 亿美元，成立于 1995 年，对于该业务线的 ESG 整合，需要结合各投资经理自行决定的非财务因素，应用 ESG 投资组合和个股分析工具，把 ESG 因子整合到现有因子研究中，并且应用到看多/看空策略；Man FRM 是专注于另类投资的大型专户管理平台，管理规模 142 亿美元，在 ESG 整合方面，公司会为独立账户定制 ESG 整合，同时为外部管理者增强 ESG 及管理分析；Man GPM 专注于非公开市场，包括地产及企业相关资产和负债投资以分散公开市场投资风险，管理规模约 24 亿美元，ESG 整合方面，通过环球房地产可持续标准数据进行针对住宅资产的环境导向的影响力分析，此外会通过股东参与促进对家用、商用能源使用效率及健康与安全相关的实践的改进。

3.4 案例小结

前述的七种 ESG 投资策略，在三个案例中均多有体现。具体来看，负面排除和 ESG 整合策略在三个案例中均有体现，这也是目前海外主流机构使用最多的两个 ESG 策略。从整个 ESG 体系构建难度来说，负面排除策略构建难度较小，易于那些有志于在 ESG 投资方面做出长久努力的资管机构快速上手，而 ESG 整合是科学化程度最高的 ESG 实施框架，在投研体系改造方面需要付出更多的努力。当然还有其他难度相对更高的策略，比如股东参与策略，对于投资机构代理行使股东权利是巨大的考验，这方面需要全社会 ESG 投资理念形成正向循环机制，不然实施起来难度是最高的。

4 ESG 投资的机遇

当前，国内的 ESG 投资是一片广阔的蓝海，只有少数几家大型资管机构在开展有实质性进展的布局工作。从监管层面来说，标准化可量化的 ESG 披露指引将会逐步细化，敦促上市公司在 ESG 信息披露方面重视并积极改善起来；而对于投资机构，随着 A 股市场的机构化加速推进及外资的逐步流入，未来在 ESG 产品的诉求方面将会是非常巨大的，这对于资管行业的发展趋势来说是一个不可多得的机会；而从社会价值来看，ESG 投资将会监督上市公司在环境保护、社会责任担当和公司治理方面做出积极的努力，在践行股东积极主义的基础上，采取用脚投票的方式，为社会关注的重点问题做出正面的贡献，这也是投资者包括投资机构体现自身价值的方式。如果形成正向循环的激励机制，对于资本市场的健康发展及自然与社会的人文关怀将会有着极为重要的推动作用。

参考文献：

1. <https://finance.sina.com.cn/esg/pa/2019-12-05/doc-iihnzahi5442720.shtml>
2. <http://finance.sina.com.cn/money/fund/fundzmt/2020-01-21/doc-iihnzhha3857675.shtml>
3. GSIR_Review2018F
4. ESG and Alpha in China CN