

海外 ESG 资管产品和策略研究

吴艳阳，钱立华，鲁政委

ESG 投资发展至今，欧美地区在资产规模和产品设计上仍处于领先地位，拥有先进的 ESG 投资理念与投资策略。其中权益产品以筛选策略、整合策略以及尽责管理为主，固定收益产品倾向于筛选策略和主题投资策略。

在分析了 58 个欧美主流 ESG 基金的特征与收益情况后，本文发现主流 ESG 基金投资风格偏向稳健收益的大盘股，产品选择仍以权益类资产为主。在 ESG 策略应用上，主动管理权益类偏向综合使用负面筛选、ESG 整合等策略，被动管理 ESG 基金大多跟踪基于宽基指数定制的 ESG 策略指数，固收类产品集中于投资可持续债券如绿色债券。此外，在收益端，与欧洲相比，美国 ESG 基金产品保持长期优势。

在欧美主流 ESG 产品中，本文重点筛选出了 3 个产品案例，分别代表权益类被动管理产品（负面筛选）、权益类主动管理产品（负面筛选、ESG 综合应用）以及固收类产品（主题投资）的优秀 ESG 产品实践案例。我们发现：欧美市场 ESG 权益产品偏向于传统投资策略与 ESG 策略相结合，表现突出的 ESG 投资机构往往有着完善的 ESG 治理体系与投资框架；欧美市场 ESG 固收类产品代表为投资于可持续债券的 ESG 类 ETF，往往挂钩 ESG 债券指数，但在回报端表现不佳，市场竞争力有待观察。

一、全球 ESG 投资现状

根据全球可持续投资联盟（GSIA）¹统计数据，海外 ESG 投资主要集中在北美、欧洲、澳大利亚以及日本，相关海外资管机构在权益产品和固定收益产品上应用的 ESG 投资策略有所不同。其中，1) 权益产品在策略应用上总体分为两大类，第一类是在构建组合是考虑 ESG 因素，主要应用 ESG 整合策略、筛选策略（以负面剔除为主）。第二类是提高投资标的（被投资者）的 ESG 表现，具体指积极所有权/尽责管理/企业参与和股东行动，核心策略是企业参与和代理投票；2) 固定收益产品端 ESG 策略的主流应用场景包括筛选策略以及主题投资策略，总体应用还不成熟，原因在于 ESG 直接纳入信评以及利差分析较为困难，常见场景集中在个债的筛选，以及投资可

¹ “GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020”，GSIA [EB/OL]，2021[2023/07/06]，<https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

持续债券/绿色债券/碳中和债券。我们汇总了 ESG 策略在海外权益端和固收端产品的主要应用情况，总结如下：

图表 1：海外 ESG 权益产品与固定收益产品 ESG 策略主流应用

产品策略	筛选策略		ESG 整合策略		主题投资策略		企业参与/代理投票	
权益	√	个股负面剔除； 个股正面优先	√	纳入估值； 多因子选股	√	新能源个股； 社会责任企业	√	股东大会投票参与 资金方尽责管理
固收	√	个债负面筛选； 个债正面优选			√	可持续债券投 资； 特定地域主体投 资		

资料来源：兴业碳金融研究院整理

从 ESG 投资规模来看，欧美地区由于 ESG 投资起步较早，ESG 资管产品已趋于成熟，并长期引领全球资本市场 ESG 投资趋势。因此，本文将重点分析欧美市场的 ESG 投资状况，并着重挑选有代表性的 ESG 基金产品加以分析，期望为国内 ESG 投资产品发展提供借鉴。

1.1 欧美 ESG 基金产品资金流向和业绩表现

根据晨星发布的《2022 年欧洲可持续投资基金研究》²数据显示，到 2021 年底欧洲持有全球可持续/ESG 基金³净资产的 83%，相较于 2021 年（71%）上升了 12 个百分点，ESG 基金总规模达到近 2 万亿欧元。同时，从 ESG 基金占该地区注册基金总资产的比重来看，欧洲为 16%，而美国仅为 1%——显然，欧洲在全球 ESG 投资版图中保持着绝对的领先地位。

从资金流向来看，2022 年在持续的地缘政治紧张局势、高通胀以及经济衰退的影响下，全球 ESG 基金市场经历了四个季度的收缩——ESG 基金共发生撤资 124 亿美元，同时对可持续投资的政治立场分歧也冲击了美国 ESG 基金的发展。根据晨星《全球可持续资金流动：2023 年第一季度回顾》⁴统计数据，投资者在 2023 年第一季度从美国 ESG 基金市场撤资 52 亿美元，而同期美国开放式基金以及 ETF 基金的资金净流入量为 170 亿美元；不过从 ESG 基金发行数量来看，截止 2022 年底美国市场存

² 资料来源：Investment Funds Study 2022，晨星[EB/OL]，2023/06[2023/07/06]，<https://zeb-consulting.com/en-DE/publications/european-sustainable-investment-funds-study-2022>

³ 因不同市场和机构命名原则差异，本文在介绍和分析产品时，对可持续和 ESG 基金产品的差异不作区分，可持续基金和 ESG 基金在本研究中定义一致，可以互换。下文同此逻辑。

⁴ 资料来源：Global Sustainable Fund Flows: Q1 2023 in Review，晨星[EB/OL]，2023/04/25[2023/07/06]，<https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows>

续的 ESG 开放式基金和 ETF 共计 598 只，较 2021 年增长了 12%。我们还观察到，美国 ESG 基金的资金持续流出趋势在 2023 年第一季度被逆转，资金流向反弹至正值区域，净流入额为 9100 万美元，显示美国市场 ESG 基金表现趋于好转。相比美国市场，欧洲 ESG 基金 2023 年第一季度的净资金流入高达 323 亿美元，其中 ESG 被动策略产品吸引了大部分流入资本（75%）。

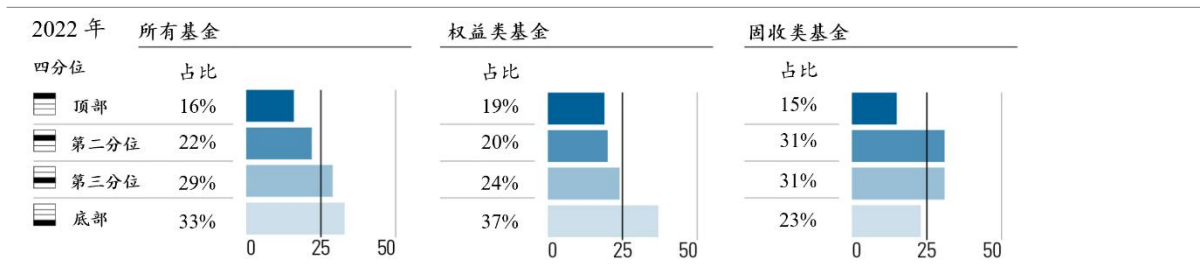
图表 2: 欧美可持续基金资金流向与规模（单位：百万美元）



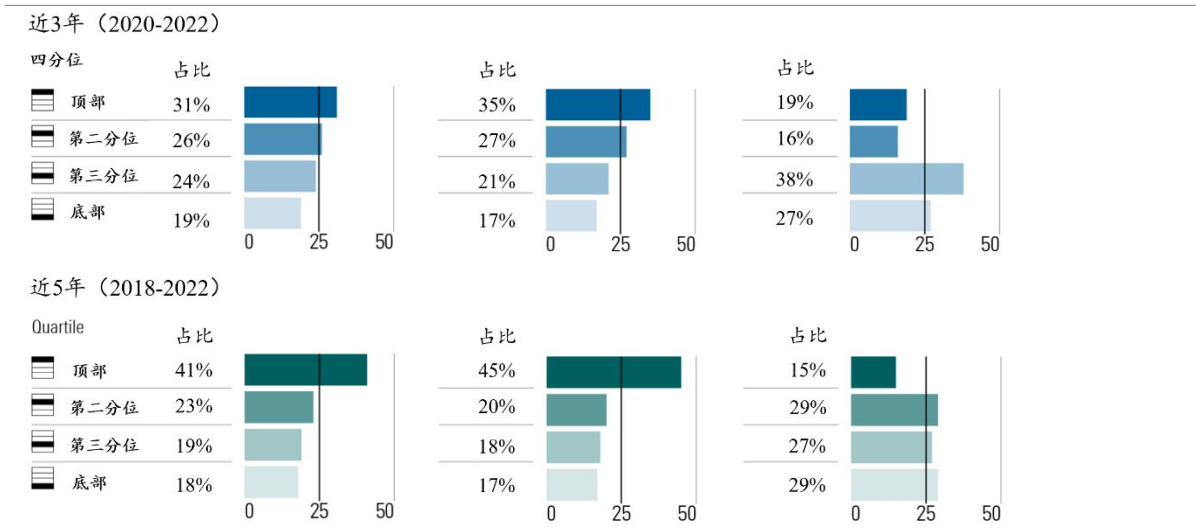
资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理

从业绩角度来看，ESG 基金在 2022 年面临着近五年最大的挑战：欧洲 ESG 基金 2022 年回报中位为 -18.9%，低于传统基金 (-16.6%)⁵。而在美国市场，除大盘成长股票基金外，大多数 ESG 基金几乎所有指标的表现都不够理想。据晨星统计，2022 年多数美国 ESG 基金的业绩表现位于晨星类别的下半部分，落后于晨星类别基准（图表 3）。

图表 3: 美国 ESG 基金业绩表现



⁵ 资料来源：Sustainable Reality, Despite Challenging Market Conditions in 2022, Investor Demand for Sustainable Funds Remains Strong, Morgan Stanley[EB/OL], 2023/02/21[2023/07/06], https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Sustainable-Reality_2022_Final_CRC-5440003.pdf



资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理制图

注：晨星按照收益率把基金划分成顶部基金（收益率处于前 25%）、第二分位基金（收益率处于前 25%—50%）、第三分位基金（收益率处于 50%—后 25%）以及底部基金（收益率处于最后 25%）。近三年区间为 2020 年至 2022 年，近五年区间为 2018 年至 2022 年。

从上图统计可以看出，持有期延长到 3-5 年后，美国 ESG 基金整体表现优异，特别是权益类 ESG 基金表现非常优秀；但同样也是权益类 ESG 产品在 2022 年遭遇业绩下滑，拖累了美国市场 ESG 基金的整体表现。相较之下，美国市场固收类 ESG 基金表现一直较为稳定，但表现难称亮眼。总之，美国 ESG 基金在 2022 年业绩不佳，我们认为主要原因可能是 2022 年传统能源板块表现最好，但是许多 ESG 基金对于传统能源行业结构性减持，同时 ESG 基金持有比例较高的信息技术板块表现不佳，拖累了 ESG 基金整体表现。

1.2 欧美主流 ESG 基金特征分析

基于基金规模、收益表现、发行机构 ESG 投研能力、市场影响力等因素，我们挑选出 38 只在美国发行的 ESG 基金以及 20 只在欧洲发布的 ESG 基金，汇总如下表所示。

图表 4: 欧美市场有代表性的 ESG 基金产品汇总

欧资机构	ESG 基金名称	美资机构	ESG 基金名称
东方汇理	东方汇理 MSCI EMU 气候净零雄心 PAB UCITS ETF	Parnassus	Parnassus 核心股票基金
	东方汇理 MSCI 欧洲气候转型 CTB 基金		Parnassus 核心股票机构基金
	东方汇理 MSCI 世界气候转型 CTB 基金		Parnassus 增长股票机构基金
	东方汇理 MSCI 世界气候巴黎联盟 PAB 基金		Parnassus 增长股票基金
	东方汇理指数 MSCI 新兴市场亚洲 SRI 基金		Parnassus 中盘机构基金
	东方汇理 MSCI 新兴 ESG 领袖基金		Parnassus 中盘基金
			Parnassus 中盘成长股票
	Parnassus 固定收益机构基金		
	Parnassus 固定收益基金		

	东方汇理全球生态 ESG 基金		
L&G	L&G 清洁能源 UCITS ETF L&G 清洁水 UCITS ETF L&G 医疗保健突破 UCITS ETF L&G 氢经济 UCITS ETF L&G 新兴市场股票期货核心基金	先锋领航	先锋 ESG 国际股票 ETF 先锋全球 ESG 精选股票基金 先锋 ESG 美国企业债券 ETF 先锋 Baillie Gifford 全球积极影响股票基 先锋富时社会指数机构基金 先锋富时社会指数基金 先锋全球环境机会股票基金 先锋 ESG 美国股票 ETF
法国巴黎银行	法国巴黎银行资助可持续欧洲多因素股票基金 法国巴黎银行全球环境基金	贝莱德	iShares MSCI 全球可持续发展目标 ETF iShares ESG Aware MSCI 美国 ETF iShares ESG Aware MSCI EAFE ETF iShares ESG 精选标普 500 ETF iShares MSCI KLD 400 社会 ETF iShares 美元绿色债券 ETF
安盛	安盛 Rosenberg 美国增强指数股票 Alpha 基金 安盛世界基金 - 法林顿可持续欧元区	Calvert	Calvert A 类股票基金 Calvert 全球能源解决方案一期基金 Calvert 美国中盘核心责任指数基金 Calvert 绿色债券 I
NN Investment Partners*	NN (L) 新兴市场增强指数可持续股票基金 NN (L) 全球可持续股票基金	富达	富达可持续美国股票 ETF 富达美国可持续发展指数基金
百达	Pictet 全球大趋势精选基金 Pictet 全球环境机遇基金	其他	T. Rowe Price LC 成长基金 普特南可持续领袖基金 摩根大通美国可持续领袖基金 Janus Henderson 美国可持续股票 ETF 景顺 ESG 纳斯达克 100 ETF 太平洋资管增强型短期主动 ESG ETF TIAA-CREF 社会选择均衡零售类基金 TIAA-CREF 核心影响力债券零售类基金 TIAA-CREF 绿色债券机构基金

资料来源：Wind，各机构官网，兴业碳金融研究院整理制图

*2022年4月1日，高盛完成对 NN Investment Partners (NN) 的收购，但在本统计依然把 NN 划入欧资范畴。

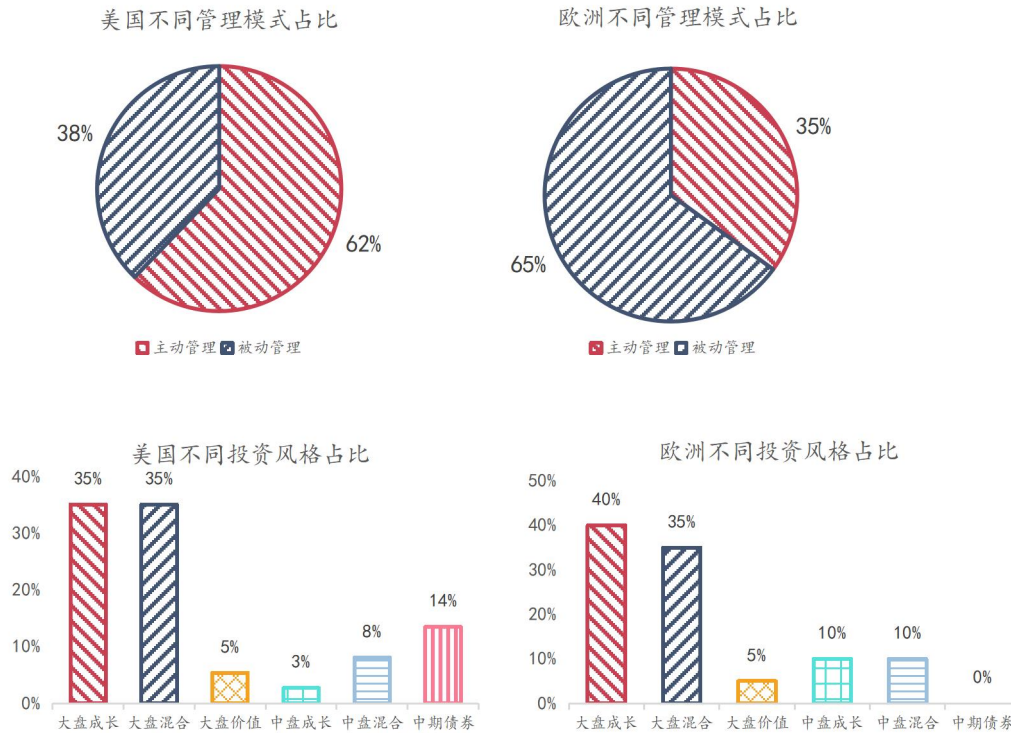
在筛选出的 ESG 基金中，有 32 只主动管理基金和 26 只被动管理基金。研究发现，70%左右的欧美 ESG 基金都倾向于投资大盘股，投资风格集中在大盘成长与大盘混合，整体偏向稳健。

在 ESG 策略应用上，欧美主动管理基金与被动管理基金存在显著差异。对于主动管理基金，欧美头部资管机构倾向于在全流程使用 ESG 投资策略，通常会采用 ESG 负面剔除、ESG 正向筛选以及 ESG 整合等策略，以充分体现机构的 ESG 投研能力。而对于被动管理基金而言，ESG 策略的应用主要取决于跟踪的指数，当前多数 ESG 指数应用负面剔除与正面筛选策略，同时也有一些指数聚焦于某些泛 ESG 主题，如碳中和、联合国 SDGs，在策略应用的深度上明显落后于主动管理基金。综合来看，将 ESG 整合策略与负面剔除策略相结合是当前欧美资管机构最为主流的 ESG 投资策略。

我们又对欧美 ESG 被动基金跟踪指数开展了研究，在统计的 26 只被动管理基金

中，跟踪指数分为两类：一类是基于宽基指数定制的 ESG 策略指数，另一类是聚焦于某个主题的特色指数。两类 ESG 指数中，又以前者，即基于宽基指数定制的 ESG 策略指数应用更为广泛。在宽基指数的选择上，欧洲 ESG 基金集中于 MSCI、标普，而美国 ESG 基金倾向于选择富时罗素、MSCI、标普以及纳斯达克。

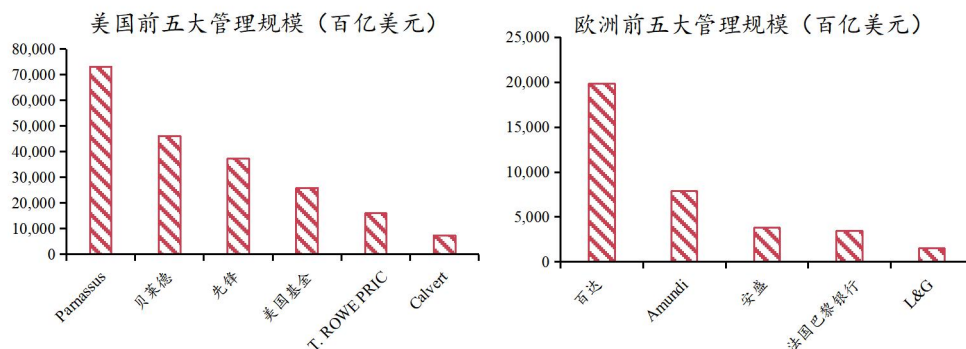
图表 5: 欧美 ESG 基金管理与投资风格对比

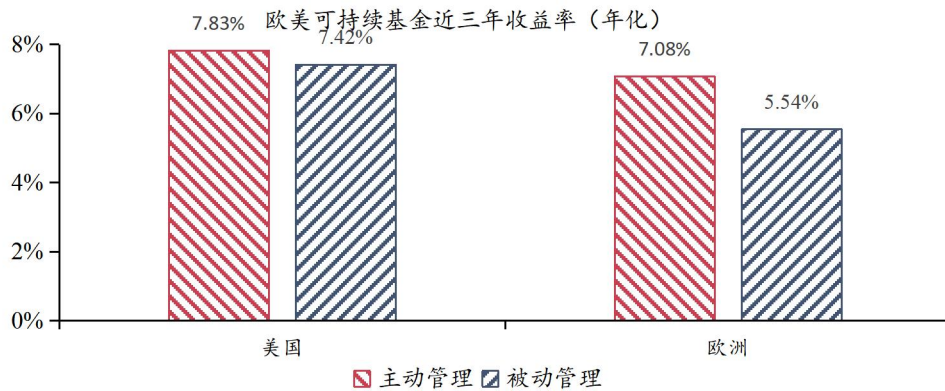


资料来源：晨星；兴业碳金融研究院整理制图

从规模来看，美国最大的 ESG 基金管理人为 Parnassus，欧洲最大的 ESG 基金管理人为瑞士百达（Pictet）。从收益率来看，美国 ESG 产品近一年主动管理型 ESG 基金收益率为 10.62%，近三年为 7.83%（年化）；而欧洲近一年为 7.63%，近三年为 7.08%（年化），均落后于美国同类产品。样本中美国近一年被动管理 ESG 基金收益率为 9.72%，近三年为 7.42%（年化），而欧洲近一年为 7.11%，近三年为 5.54%（年化），表现依然不如美国 ESG 基金。

图表 6: 欧美头部 ESG 基金管理规模与收益表现





通过前述 ESG 基金特征、规模以及收益率的分析，我们认为：表现优异的欧美 ESG 基金产品投资风格为大盘成长或大盘混合，投资策略普遍为具有深度的 ESG 整合策略。从产品收益表现来看，美国 ESG 基金整体优于欧洲 ESG 基金，推测可能是由于美国 ESG 基金相对欧洲产品投资限制较少，但也存在更严重的 ESG 产品“漂绿”嫌疑。

二、ESG 基金产品案例分析

为了更好地理解 ESG 资管产品的全流程开发和策略应用，我们基于上文策略端和收益端的分析，并兼顾了产品规模和市场口碑，最终筛选出了欧美市场综合表现最好、最具代表性的 3 家资管机构 Parnassus、贝莱德以及先锋领航的 3 只 ESG 基金开展进一步的深度分析。

先锋富时社会指数基金（FTSE Social Index Fund）是先锋领航旗下规模最大的可持续基金，该基金以被动管理、完全复制跟踪指数的模式运营，在被动管理基金中具有一定代表性。同时，先锋领航以指数型基金管理模式闻名，因此我们选取该基金作为被动管理类的可持续基金代表进行深度分析。

Parnassus 核心股票基金（Parnassus Core Equity Fund）是全美目前管理规模最大的 ESG 基金，成立时间早、穿越多轮周期仍能保持较好收益率。另外基金管理人 Parnassus 也是全美最大的 ESG 主动管理基金公司，有着十分成熟的 ESG 投资方法论。因此，我们选择该基金作为主动管理类的 ESG 基金代表进行案例研究。

贝莱德 iShares 美元绿色债券 ETF（iShares USD Green Bond ETF）是贝莱德旗下唯一的绿色债券主题 ETF 产品。该产品通过跟踪目标指数（彭博 MSCI 美元绿色债券精选指数）运营，目前在美国所有绿色债券主题基金产品中规模第二，是美国规模最

大的以 ETF 模式发行的绿色债券基金，因此我们选取该基金作为固定收益类的 ESG 基金进一步研究。

2.1 先锋富时社会指数基金（FTSE Social Index Fund）

2.1.1 先锋领航公司 ESG 投资理念与策略

美国先锋领航（Vanguard Group）成立于 1975 年，是全球第二大资产管理公司⁶，以指数化投资闻名。在 ESG 治理结构上，先锋领航的投资管理基于四项公司治理原则：

- 1) 董事会构成与有效性：一个有效的董事会应该是独立的，并反映技能、经验、个人特质的多样性；
- 2) 监督战略和风险：致力于评估董事会对公司战略的理解程度以及在识别和管理重大风险方面的有效性；
- 3) 高管薪酬：与绩效挂钩的薪酬政策和实践对可持续的长期价值至关重要；
- 4) 股东权利：股东权利赋予了股东积极参与和投票权，保障公司董事会的问责制。

在 ESG 理念上，先锋领航认为：他们的使命是为投资者提供投资成功的最佳机会，该使命的核心是为基金投资者实现长期投资回报的最大化。重大的 ESG 风险会影响基金所投资公司的长期价值创造，放任 ESG 风险将损害所投资公司未来的长期利益，而那些在应对重大风险方面表现良好的公司将长期跑赢那些与之相反的公司。

截至 2023 年 5 月 31 日，先锋领航旗下共有 7 只 ESG 基金，包括 4 只被动管理和 3 只主动管理基金，ESG 基金总规模约 259 亿美元（其中被动型产品占比超过 95%），约占公司全部管理规模的 3.4%。事实上，先锋领航深耕 ESG 投资已超过 20 年，旗下最早的 ESG 基金——先锋富时社会指数基金（FTSE Social Index Fund）成立于 2000 年，目前已成长为先锋领航旗下规模最大的可持续产品。

图表 7：先锋领航 ESG 基金产品

管理模式	基金名称	ESG 策略
被动管理	先锋 ESG 美国股票 ETF	负面筛选
	ESG 美国公司债券 ETF	负面筛选
	ESG 国际股票 ETF	负面筛选

⁶ 资料来源：结论源自 SWFI，<https://www.swfinstitute.org/fund-manager-rankings>

	先锋富时社会指数基金	负面筛选
主动管理	Baillie Gifford 全球积极影响力股票基金	影响力投资
	全球 ESG 精选股票基金	正面筛选
	全球环境机会股票基金	正面筛选

资料来源：先锋领航官网，兴业碳金融研究院整理制图

2.1.2 先锋富时社会指数基金投资策略

先锋富时社会指数基金的管理规模截至 2023 年 5 月 31 日约为 147 亿美元，投资风格为大盘成长，采用指数投资方法，通过完全复制的模式跟踪富时 4Good 美国精选指数的表现，因此该基金的 ESG 策略为跟踪指数所应用的负面剔除策略。

富时 4Good 美国精选指数是在富时罗素美国指数（FTSE USA）的基础上基于以下三个方面进行负面筛选：

(1) 剔除富时罗素美国指数成分中确定从事成人娱乐、酒精饮料、烟草、大麻、赌博、生化武器、军火、核能以及煤炭、石油或天然气等业务活动的公司的股票，或从上述业务活动中获得超过门槛金额收入的公司的股票；

(2) 剔除富时罗素美国指数中不符合《联合国全球契约原则》规定的某些劳工、人权、环境和反腐败标准的公司的股票；

(3) 剔除不满足下述三项多样性标准中至少两项的公司的股票：①董事会中至少有一名女性；②多样性政策到位；③多样性管理系统到位。

从最新数据来看，富时 4Good 美国精选指数的成分股为 472 家，相较于富时罗素美国指数减少了 121 家公司。从平均市值来看，筛选之后的指数成分股平均市值有所上升。

2.1.3 先锋富时社会指数基金行业配置

先锋富时社会指数基金采用完全复制法，配置策略与目标指数相同（图表 7）。按 GICS 行业分类，截至 2023 年 6 月 30 日，先锋富时社会指数基金持有的信息技术、可选消费以及医疗保健行业股票占基金总资产的比重分别为 37.3%、16.3%、14.2%，合计占比 67.8%；同时，该基金剔除了全部传统能源行业。

图表 8：先锋富时社会指数基金行业配置情况

部门	先锋富时社会指数基金 (%)	富时4Good美国精选指数 (%)
信息技术	37.30	37.30
可选消费	16.30	16.30
医疗保健	14.20	14.20
原材料	9.60	9.60
金融服务	9.30	9.30
必须消费	5.50	5.50
房地产	2.80	2.80
通信服务	2.70	2.70
基础材料	1.60	1.60
其他	0.50	0.50
能源	0.20	0.20

资料来源：Vanguard，兴业碳金融研究院整理

注：数据截止 2023 年 6 月 30 日

先锋富时社会指数基金在持股集中度方面相对分散，前十大重仓股占比为 34.61%。截止到今年 6 月底，前十大重仓股分布于信息技术、通信服务、可选消费、医疗保健和金融服务五大行业（图表 9）。

图表 9：先锋富时社会指数基金行业配置情况

公司名称	权重	所属行业
苹果公司	8.97%	信息技术
微软公司	7.85%	信息技术
亚马逊公司	3.64%	可选消费
英伟达公司	3.11%	信息技术
特斯拉公司	2.24%	可选消费
Alphabet 公司 Class A	2.20%	通信服务
Meta 公司 Class A	1.97%	通信服务
Alphabet 公司 Class C	1.93%	通信服务
联合健康集团	1.38%	医疗保健
摩根大通集团	1.32%	金融服务

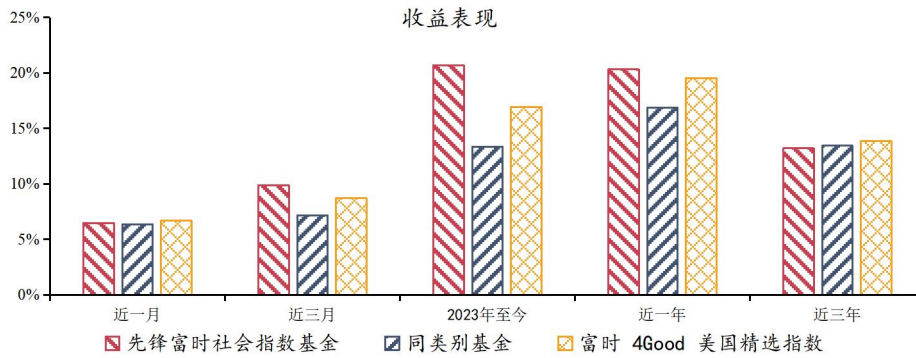
资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理

注：数据截止 2023 年 6 月 30 日

2.1.4 产品业绩表现

作为一只大盘混合基金，先锋富时社会指数基金的历史业绩较好，今年以及近一年的收益都在晨星同类排名中处于前四分之一。但是本基金在风险端的表现较为一般，Beta 值较高，最大回撤为 -27.94%，夏普比率低于跟踪指数，整体稳定性不如同类基金（大盘混合基金）。

图表 10：先锋富时社会指数基金收益与风险表现



	Beta 值	夏普比率	标准差	最大回撤
本基金	1.05	0.66	19.18%	-27.94%
同类别基金	0.96	0.7	18.01%	-23.30%
跟踪指数	1.01	0.71	18.47%	

资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理制图

注：同类别基金是指晨星分类中的大盘混合基金

2.1.5 先锋领航 ESG 基金产品分析总结

总体来看，先锋领航公司以被动管理的指数型基金而闻名全球，公司对 ESG 基金的探索也主要集中于指数型基金。以先锋富时社会指数基金为例，在行业配置方面完全复制了跟踪指数，彻底排除了传统能源行业，具有鲜明的特征。ESG 策略的应用主要体现在跟踪的可持续指数上，策略应用的深度不如主动管理产品。先锋富时社会指数基金产品在兼顾欧美可持续理念（完全排除传统能源）的同时，也能保持不错的收益表现。总之，先锋富时社会指数基金产品的开发设计与投资策略兼顾了欧美价值观之下的可持续理念与投资回报，是一款在欧美市场非常标准且有代表性的 ESG 指数型基金产品。

2.2 Parnassus 核心股票基金（Parnassus Core Equity Fund）

2.2.1 公司 ESG 投资理念与方法

Parnassus 投资公司 1984 年创立于美国旧金山，拥有超过 37 年的历史，为美国最大的纯 ESG 共同基金，管理资产达 500 亿美元。Parnassus 从 1984 年成立之初便将 ESG 研究纳入旗下所有基金的投资流程中，并将优质公司定义为在可持续竞争中保持优势、拥有优秀管理团队和积极的 ESG 治理的公司，并鼓励公司将 ESG 理念纳入业务流程当中，以便更好地管理和减轻 ESG 风险带来的影响。

Parnassus 要求旗下所有基金纳入 ESG 因素，并设置了具体人员与团队负责 ESG 相关工作。其中首席投资官负责 ESG 投资决策的最终审批，ESG 投资总监负责管理投资流程中的 ESG 整合工作，ESG 尽责管理团队负责企业参与工作，通过多部门协同保障 ESG 全流程嵌入。

具体到 ESG 投资方法，Parnassus 将整个 ESG 投资分析流程划分为三个阶段，充分融入 ESG 筛选、ESG 整合以及股东参与等策略：

（1）投前：ESG 限制清单

Parnassus 通过 ESG 限制清单设定投资准入，保障投资行为与其价值观保持一致，并避开存在重大声誉风险的公司。限制清单主要是排除不符合 ESG 理念或存在较大争议公司。

（2）投中：ESG 整合

Parnassus 将 ESG 分析完全融入投资决策中。在 ESG 研究总监的支持下，分析师对其投资组合中考虑的公司进行了详细分析，并建立部门和行业框架分析 ESG 指标，形成 ESG 风险报告。

（3）投后：尽责管理

通过持续的尽责管理确保被投资公司满足 ESG 标准，主要内容包括持续更新 ESG 风险报告、关注 ESG 新闻、通过季度 ESG 绩效报告衡量持有基金的重大 ESG 风险。此外基金管理人主动行使所有权、参与公司投票也是 Parnassus ESG 基金的一大特征。

图表 11: Parnassus ESG 投资整合流程



资料来源：Parnassus，兴业碳金融研究院整理制图

Parnassus 旗下有 6 只主动管理基金，包括 5 只股票基金和 1 只债券基金，都采用相同的 ESG 投资策略。截至 2023 年 6 月 31 日，基金规模已经超过 380 亿美元。在整合 ESG 投资流程之外，Parnassus 还基于不同的市场风格对 5 只股票基金进行划分，提供了多样化的投资选择。其中，Parnassus 核心股票基金（Parnassus Core Equity Fund）这只产品的管理规模截止 2023 年中约为 270 亿美元，是美国管理规模最大的

ESG 基金，在全球可持续投资市场享有盛誉。

图表 12: Parnassus 旗下 ESG 基金

基金名称	成立时间	投资风格	总资产 (亿美元)
Parnassus 核心股票基金	1992/8/31	美国大盘核心	270.06
Parnassus 增长股票基金	2022/12/28	美国大盘成长	0.20
Parnassus 价值股票基金	2005/4/29	美国大盘价值	46.93
Parnassus 中盘基金	2005/4/29	美国中盘核心	58.26
Parnassus 中型成长基金	1984/12/31	美国中型成长	7.41
Parnassus 固定收益基金	1992/8/31	投资级	2.70

资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理制图

注：总资产规模统计时间截止到 2023 年 7 月 12 日

2.2.2 Parnassus 核心股票基金投资策略

Parnassus 核心股票基金（Parnassus Core Equity Fund）的规模截至 2023 年 7 月 12 日已达到 270.06 亿美元，基金年度管理费率为 0.85%，投资风格为大盘成长，投资策略为传统投资策略与 ESG 策略整合。

图表 13: Parnassus 核心股票基金策略应用情况

一般投资策略	ESG 投资策略
<ul style="list-style-type: none"> ● 一半以上净资产投资于大型、成熟的公司 ● 采用价值导向投资流程 	<ul style="list-style-type: none"> ● 负面剔除策略 ● ESG 整合策略 ● 尽责管理

资料来源：Parnassus，兴业碳金融研究院整理制图

在一般投资策略应用上，

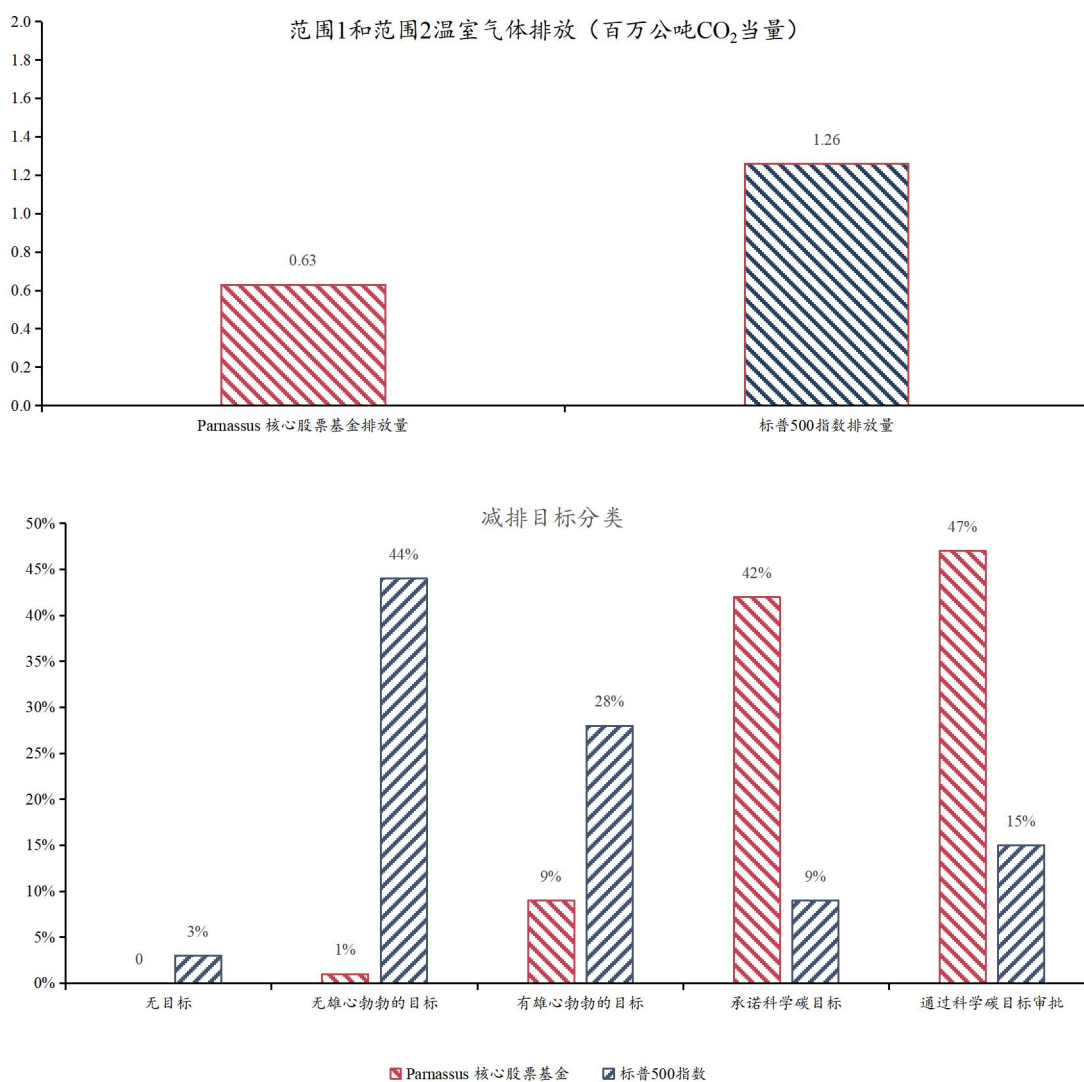
主要包含以下要点：

- (1) 基金将至少 80%的净资产（加上投资用途的借款）投资于股票；
- (2) 基金将至少 65%的总资产投资于支付利息或股息的股本证券，其余 35%投资于不支付股息的股票、短期工具和货币市场工具（即现金或现金等价物）；
- (3) 通常将一半以上的净资产投资于大型、成熟的公司（该基金约定的“大型公司”指买入市值大于罗素 1000 指数市值中位数的标的）；
- (4) 采用以价值为导向的投资流程，寻求投资于支付股息、具有资本增值潜力的股本证券。

在 ESG 策略应用上，Parnassus 基金在应用负面清单的基础上，进一步采用 ESG 整合策略筛选出在 ESG 方面表现良好的企业：

在环境领域，Parnassus 认为，减少温室气体排放对于管理与气候变化相关的物理风险和转型风险至关重要。具体选择的指标包括：公司温室气体排放（范围 1、范围 2）以及公司设置的减排目标。可以看出该基金持仓的公司组合在两项指标的表现明显优于标普 500 指数⁷。

图表 14: Parnassus 核心股票基金环境相关指标表现



资料来源：Parnassus，兴业碳金融研究院整理制图

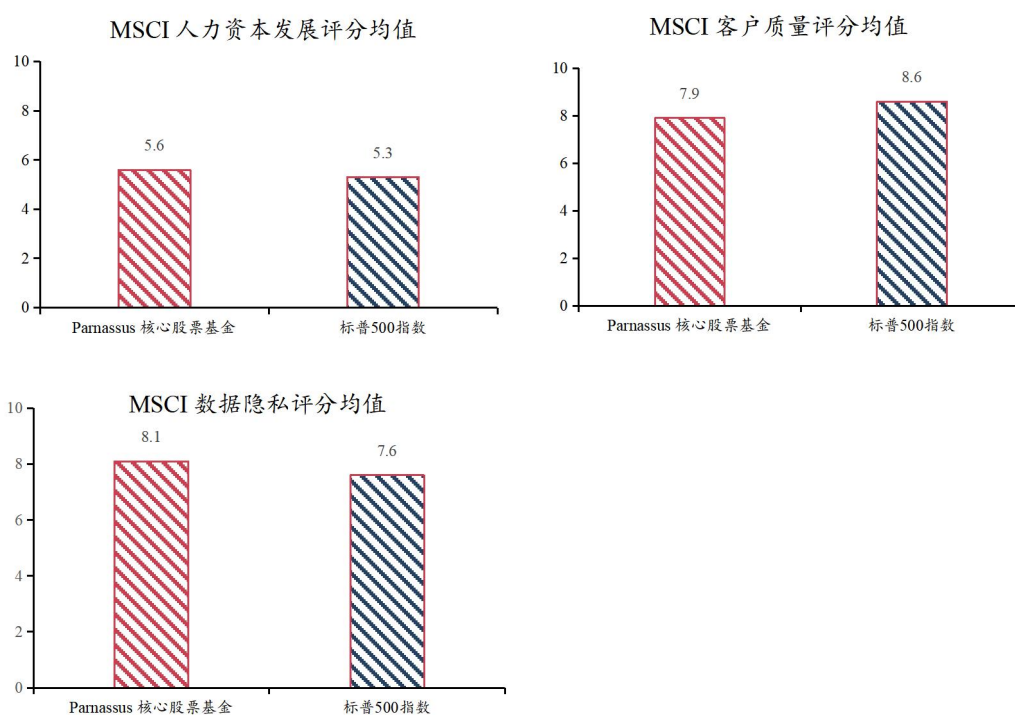
注：减排目标分类由机构股东服务公司（ISS）提供，其中“无目标”表明公司没有制定减少温室气体排放的具体计划；“无雄心勃勃的目标”表明公司减少温室气体排放的计划薄弱；“有雄心勃勃的目标”表明公司有强有力的减排计划，但缺乏科学依据。“承诺科学碳目标”表明公司有减少温室气体排放的计划，并且该计划已提交给科学碳目标倡议（SBTi）进行审查。“通过科学碳目标审批”表明公

⁷ 指数的温室气体排放量是根据指数权重计算指数持有量的，排放数据每年更新一次，滞后一年，因此 2021 年 12 月 31 日是最新的可用数据。

司有减少温室气体排放的计划，并且该计划得到了第三方 SBTi 的批准，分类依据截止 2023 年 3 月 31 日。

在社会领域，Parnassus 寻求投资那些与员工和客户保持积极关系的公司。具体选择的指标包括：MSCI 人力资本发展评分（衡量企业吸引、发展和留住员工的能力）、MSCI 客户质量评分（衡量与公司产品和服务相关争议的严重程度）以及 MSCI 数据隐私评分（衡量因数据安全漏洞或有争议的个人数据使用而对公司声誉或业务造成损害的可能性）。三者的分数范围为 0-10，数字越高表示公司社会表现越好。Parnassus 核心股票基金的持仓企业均值在人力资本发展评分、数据隐私评分上表现优于标普 500 指数，而在客户质量评分上表现不如标普 500 指数。

图表 15: Parnassus 核心股票基金社会相关指标表现

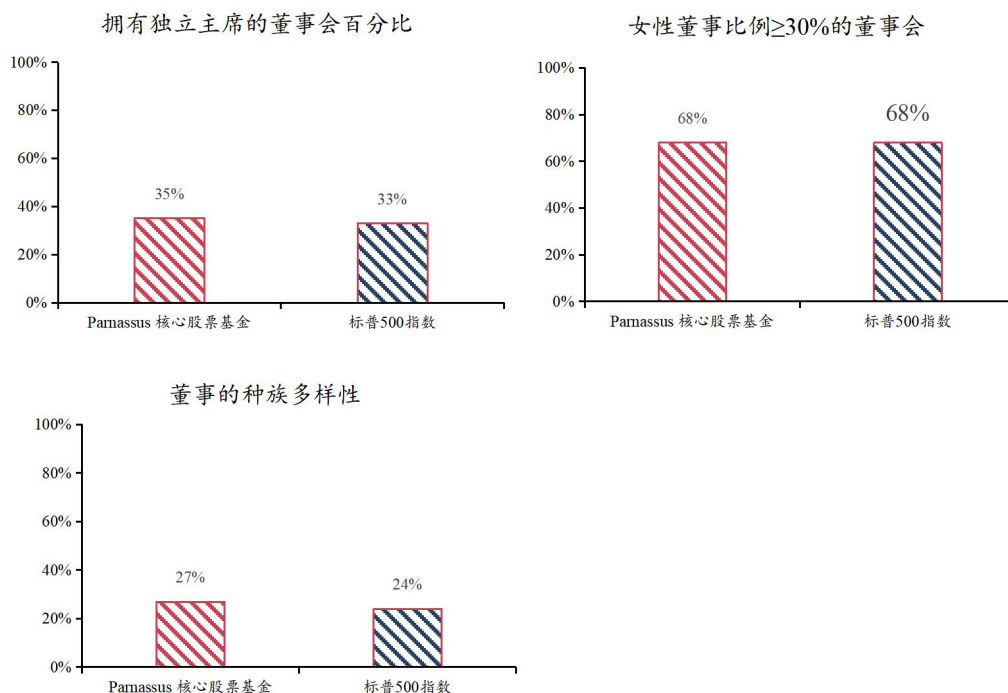


资料来源：Parnassus，兴业碳金融研究院整理制图

注：数据截止 2023 年 3 月 31 日

在治理领域，Parnassus 认为，如果公司董事会拥有独立的主席并考虑不同的观点，他们可能会做出更好的决策。具体指标包括：董事会是否有独立主席、女性董事比例是否大于 30% 以及董事的种族多样性。Parnassus 核心股票基金在女性董事比例 $\geq 30\%$ 的董事会占比指标表现上与标普 500 指数持平，其他两项指标都要优于标普 500 指数。

图表 16: Parnassus 核心股票基金治理相关指标表现



资料来源：Parnassus，兴业碳金融研究院整理制图

注：种族多样性比例越大，多样性越好，数据截止到2023年3月31日

通过 ESG 整合策略筛选出 ESG 表现良好的企业之后，Parnassus 基金管理人将持续监督持仓企业的 ESG 表现情况，通过代理投票等尽责管理方式促进持仓企业提升自身的 ESG 表现，形成投前筛查、投中整合 ESG 因素、投后持续监督的完整流程。

2.2.3 Parnassus 核心股票基金行业配置情况

Parnassus 核心股票基金配置的前三大行业为科技、金融以及医疗健康，三者之和约占整体的 60%。相对于标普 500 指数的行业配置，Parnassus 核心股票基金在信息技术、金融服务、必须消费和基础材料行业超配，而在可选消费、能源和通信服务板块低配（图表 17）。

图表 17: Parnassus 核心股票基金行业配置情况

部门	Parnassus 核心股票基金 (%)	标普500指数 (%)	相对超/低配比例
信息技术	33.88	29.18	4.7
金融服务	16.87	12.01	4.86
医疗保健	11.41	13.31	-1.9
必须消费	10.33	6.34	3.99
原材料	9.53	8.6	0.93
基础材料	6.64	2.33	4.31
可选消费	5.19	10.89	-5.7
通信服务	4.89	8.13	-3.24
房地产	1.26	2.68	-1.42
能源	0	4.04	-4.04
其他	0	2.49	-2.49

资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理

注：数据截止 2023 年 6 月 30 日

Parnassus 核心股票基金持股集中度方面相对适中，前十大重仓股占比为 40.29%，没有表现出偏向某些“绿色公司”的特征，而是更重视基于不同行业配置选择 ESG 表现较好的企业（图表 18）。

图表 18: Parnassus 核心股票基金前十大重仓公司

公司名称	权重	所属行业
微软公司	6.66%	信息技术
苹果公司	4.89%	信息技术
Alphabet 公司 Class A	4.80%	通信服务
甲骨文公司	4.07%	信息技术
赛富时公司	3.84%	信息技术
迪尔公司	3.56%	原材料
万事达卡	3.31%	金融服务
林德集团	3.29%	基础材料
芝商所集团	2.96%	金融服务
美国银行	2.91%	金融服务

资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理制图

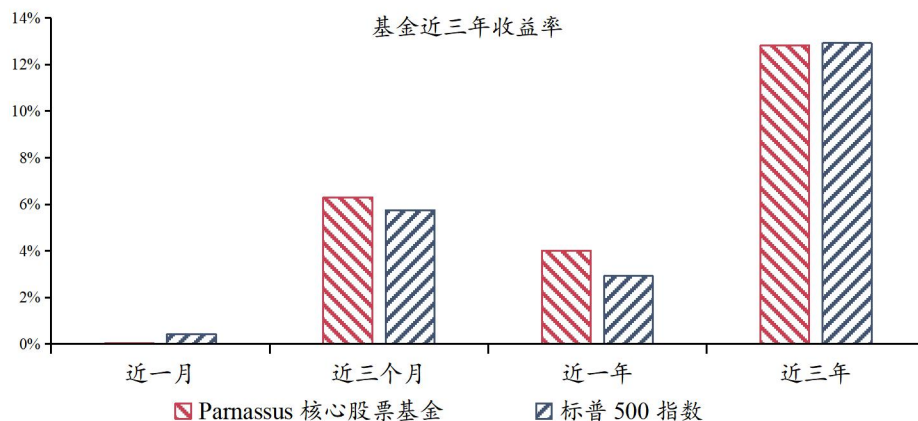
注：数据截止 2023 年 6 月 30 日

2.2.4 产品业绩表现

Parnassus 核心股票基金的收益情况与其基准较为接近，在近三个月与近一年的表现中，基金相较于基准呈现一定领先，但 2022 年受到宏观环境的影响，净值增长出现较大程度下降。长期来看，基金的近三年收益率稍低于基准，近五年收益率保持一定领先，体现了该基金穿越周期的稳健性。同时，基金 Alpha 值为 0.1，领先于晨星同类投资风格基金，体现出该基金在主动管理方面的优势；近三年最大回撤为 -25.73%，表现略低于基准；夏普比率为 0.74，比基准高 3 个百分点（图表 19）。

图表 19: Parnassus 核心股票基金收益与风险表现





	Alpha 值	夏普比率	标准差	最大回撤
基金	0.01	0.74	17.72%	-25.73%
同类别基金	-0.52	0.70	18.01%	-23.30%
跟踪指数	-0.82	0.71	18.47%	-24.91%

资料来源：Parnassus，晨星，兴业碳金融研究院整理制图

2.2.5 Parnassus 核心股票基金产品分析总结

从上述分析可以看出，Parnassus 公司层面专注于 ESG 主动管理，拥有十分完善的 ESG 投资方法论，公司旗下所有产品都充分融入了负面筛选、ESG 整合以及代理投票等 ESG 方法，处于全球领先水平。

就 Parnassus 核心股票基金这只明星产品来看，该基金产品通过 ESG 整合策略筛选出在 ESG 方面表现优异的企业，其行业配置和多数可持续基金产品相似，表现出对科技、金融行业的偏好以及对传统能源企业的减持。产品收益表现在近年宏观环境的影响下仍体现出较好的韧性，近一年、三个月收益仍跑赢标普 500 指数；而如果将持有期限拉长至 5 年，也表现出较好的跨周期稳定性，在全球可持续基金产品中表现十分亮眼。总体来看，Parnassus 这只明星产品的 ESG 投资方法和背后 Parnassus 公司的 ESG 投资理念，都非常值得国内 ESG 资管机构对标借鉴。

2.3 贝莱德 iShares 美元绿色债券 ETF (iShares USD Green Bond ETF)

2.3.1 贝莱德 ESG 投资理念与方法

贝莱德公司是总部位于美国的跨国投资公司，成立于 1988 年，是全球最大的资产管理公司，截至 2022 年 12 月 31 日管理资产达 8.59 万亿美元。而 iShares 是贝莱德 (BlackRock) 旗下专注于管理交易所交易基金 (ETF)、指数基金的子公司，是全球领先的 ETF 管理机构。截至 2022 年 12 月 30 日，iShares 已提供超过 2500 个产品，包括 1300 多个 ETF 产品以及 1200 多个指数基金产品⁸。

⁸ 资料来源：2023 年 iShare 投资进度报告，iShare [EB/OL]，2023 [2023/07/20]，

在可持续投资方面，贝莱德建立了 ESG 投资平台，为客户提供多样化的 ESG 目标选择，具体包括了筛选、增强、主题投资以及影响力投资四种投资策略。

图表 20: 贝莱德 ESG 投资平台

贝莱德 ESG 投资平台				
	筛选	增强	主题投资	影响力投资
投资方法	通过环境、社会或治理特征限制某些投资	在规定的范围或基准的基础上，加强改善环境、社会或治理特征的投资	对发行人的有针对性的投资，促进该商业模式，同时推动长期可持续发展成果	致力于产生积极的、可衡量的以及额外的可持续发展成果
具体细节	包括筛选的使用，并可以通过与特定发行人的积极参与加强表现	通过环境、社会或治理数据推动投资组合构建，并利用一些策略来实现特定目标	通过重点关注特定的环境或社会主题来确定战略的构建	投资过程必须在影响力管理运营原则中展示“额外性”和“目的性”

资料来源：贝莱德，兴业碳金融研究院整理制图

截止 2023 年 7 月 24 日，贝莱德发行的公募基金共有 1098 只，其中有 136 只 ESG 基金，包括 3 只 ESG 筛选基金、111 只 ESG 增强基金、9 只 ESG 主题基金以及 13 只影响力投资基金。在资产规模上，ESG 基金规模占有所有基金规模的比例约为 2.1%，其中固定收益类的 ESG 基金产品规模占 ESG 基金规模约为 10.3%。

2.3.2 iShares 美元绿色债券 ETF 投资策略

iShares 美元绿色债券 ETF 成立于 2018 年 11 月 13 日，在纳斯达克证券交易所进行交易。截至 2023 年 7 月 18 日，该 ETF 净资产规模已达到 3.2 亿美元。iShares 美元绿色债券 ETF 的交易费率只有 0.2%，明显低于其他两个规模较大的绿色债券基金，即 Calvert 绿色债券基金 I（0.48）和 TIAA-CREF 绿色债券机构基金（0.64），体现出较大的成本优势⁹。iShares 美元绿色债券 ETF 旨在追踪由美国和非美国发行人发行的以美元计价的投资级绿色债券组成的指数的投资结果，为环保项目提供资金。

在具体策略应用上，该基金追踪彭博 MSCI 美元绿色债券精选指数（后称“基准指数”）的投资结果，该指数衡量以美元计价的投资级债券的表现，为美国和非美国发行的绿色债券发行人具有直接环境效益的项目提供资金。基准指数由以下 25 个国家或地区的实体发行的约 295 种证券以及超国家实体发行或担保的证券组成，截至 2022 年 10 月 31 日，基准指数很大一部分由金融股、公用事业股和非美国机构债务证券组成。

<https://www.ishares.com/us/literature/whitepaper/ishares-2023-investor-progress-report-stamped.pdf>

⁹ 数据来源：绿色债券基金进度报告-2023 年 4 月，SustainableInvesting[EB/OL]，2023/04[2023/07/20]，<https://sustainableinvest.com/green-bond-funds-update-april-2023/>

对于基准指数的纳入标准，MSCI ESG 研究部门（MSCI ESG Research）在国际资本市场协会发布的《绿色债券原则》的基础上进行独立评估，提出纳入基础指数四个标准¹⁰：

标准一：募集资金的用途是否至少属于 MSCI ESG 研究定义的六个合格环境类别中的至少一个：替代能源、能源效率、污染防治、可持续水、绿色建筑和气候适应。

11

标准二：满足绿色项目评估和选择流程。

标准三：披露资金管理流程。

标准四：持续报告资金使用对环境影响的承诺。

值得注意的是，iShares 美元绿色债券 ETF 的资产管理人使用代表性抽样指数策略¹²，流动性指标与其基准指数类似。该策略并不完全持有跟踪指数的所有债券和其他组成部分，因此预计其跟踪误差会比使用复制指数策略时更大。基于以上原则，该基金的资产配置要求主要是：

(1) 至少 80% 的资产投资于基准指数的成分证券。

(2) 至少 90% 的资产投资于基准指数成分证券的类别，以更好的跟踪基准指数。

(3) 将不超过 10% 的资产投资于期货、期权和掉期合约以及基准指数中包含的类型以外的固定收益证券，帮助基金追踪基准指数。

2.3.3 iShares 美元绿色债券 ETF 产品资产配置情况

iShares 美元绿色债券 ETF 在债券配置上偏向于投资公司债券，投资比例高达 67%。投资比例位于第二的是政府和开发机构债券（30.63%），两者占据该基金投资总数量的 97.63%。同时根据晨星统计的基金平均信用等级可知，该基金的平均信用等级为 A，低于同类别基金（全球债券-美元对冲基金），可以看出该基金在资产配置

¹⁰ 在 2014 年 1 月《绿色债券原则》发布后发行的债券必须满足所有四个标准。2014 年之前发行的自我贴标绿色债券只要符合募集资金用途标准，仍可能符合标的指数的资格。

¹¹ 根据 MSCI ESG 研究的评估，不属于这些类别的其他环境活动（例如可持续林业）也可能成为纳入的候选者。

¹² “代表性抽样”是一种指数策略，涉及投资于包含适用基准指数的证券或其他工具的代表性样本。所选证券总体上预计具有投资特征（基于市场价值和行业权重等因素）、基本特征（例如回报波动性）、久期、期限或信用评级和收益率。

上可能存在承担一定风险提高投资回报的倾向。

图表 21: iShares 美元绿色债券 ETF 债券配置情况

债券类别	iShares 美元绿色债券 ETF (%)	同类基金 (%)
公司债券	67.00	12.54
政府和开发机构债券	30.63	50.69
现金及现金等价物	1.63	22.52
市政债券	0.37	0.08
证券化资产	0.36	6.24
衍生品	0.00	7.93

资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理制图

注：iShares 美元绿色债券 ETF 数据截止至 2023 年 7 月 17 日，同类基金为全球债券-美元对冲基金，数据截止至 2023 年 6 月 30 日

在 iShares 美元绿色债券 ETF 前十大持仓债券中，有 8 家政府和开发机构债券，2 家公司债券。一个很有意思的现象是，从晨星对该基金 2023 募集说明书的分析可知，该 ETF 对化石燃料的投资比例高达 20.17%，远高于同类基金 9.32% 的平均水平，这在一定程度上造成该基金在晨星的 ESG 评级中得分较低。

图表 22: iShares 美元绿色债券 ETF 前十大持仓债券

前十大持仓	权重 (%)	债券市值 (美元)	到期日	债券利率 (%)	债券种类
欧洲投资银行 3.75%	2.06	6,590,906	2033 年 2 月 14 日	3.750	政府和开发机构债券
重建信贷机构 0.75%	1.37	4,371,004	2030 年 9 月 30 日	0.750	政府和开发机构债券
欧洲投资银行 2.125%	1.2	3,830,120	2026 年 4 月 13 日	2.125	政府和开发机构债券
欧洲投资银行 1.625%	1.06	3,394,396	2031 年 5 月 13 日	1.625	政府和开发机构债券
美国银行公司 2.456%	1.01	3,216,950	2025 年 10 月 22 日	2.456	公司债券
以色列 (国) 4.5%	0.97	3,087,630	2033 年 1 月 17 日	4.500	政府和开发机构债券
GACI 第一投资公司 4.875%	0.92	2,937,836	2035 年 2 月 14 日	4.875	公司债券
重建信贷机构 1%	0.9	2,889,134	2026 年 10 月 1 日	1.000	政府和开发机构债券
国际金融公司 2.125%	0.9	2,880,913	2026 年 4 月 7 日	2.125	政府和开发机构债券
智利 (共和国) 3.5%	0.89	2,839,927	2050 年 1 月 25 日	3.500	政府和开发机构债券

资料来源：晨星，兴业碳金融研究院整理制图

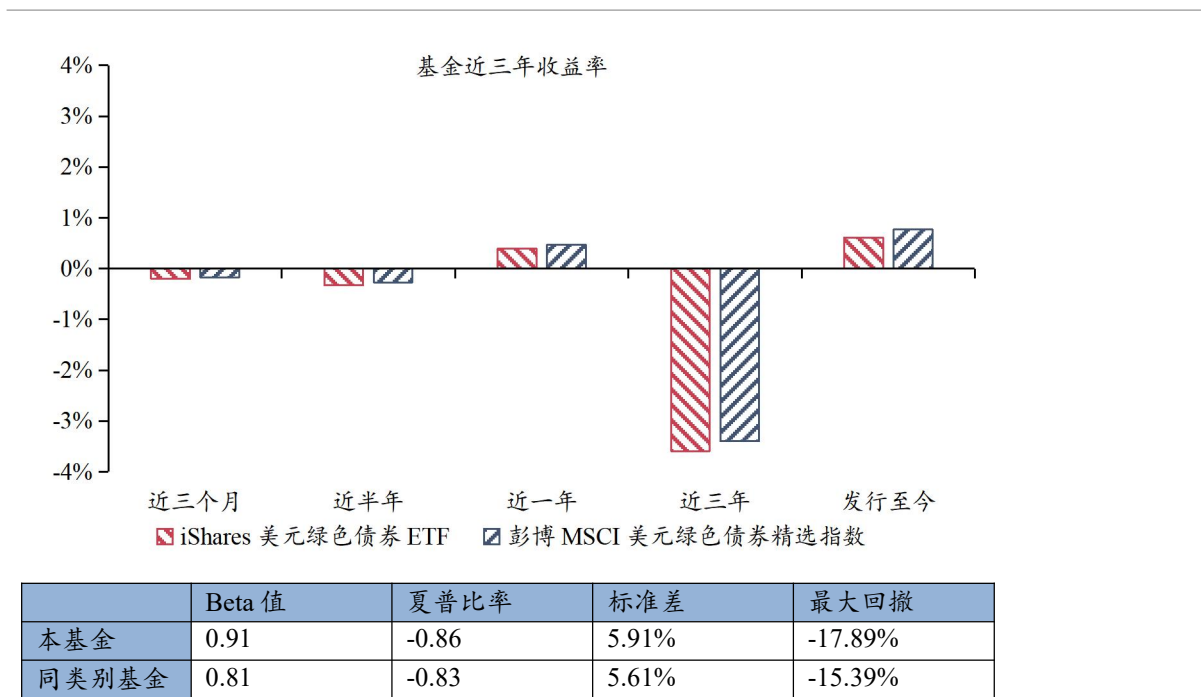
注：数据截止至 2023 年 7 月 17 日

2.3.4 产品业绩表现

iShares 美元绿色债券 ETF 的收益情况并不理想，近年来收益率始终不如基准指数（彭博 MSCI 美元绿色债券精选指数），同时晨星将该基金收益率与其同类基金

（全球美元债对冲基金）的收益率进行对比，发现该基金低于平均水平，这也进一步说明了该产品投资于绿色债券并没有提高收益端的表现。从该基金投资的前十大持仓债券来看，主要是政府债券和国际开发性金融机构绿色债券，债券利率较低。而在最大回撤、标准差等反映投资风险的指标上，该基金的表现也不如同类基金。

图表 23: iShares 美元绿色债券 ETF 收益与风险表现



	Beta 值	夏普比率	标准差	最大回撤
本基金	0.91	-0.86	5.91%	-17.89%
同类别基金	0.81	-0.83	5.61%	-15.39%

资料来源：贝莱德，晨星，兴业碳金融研究院整理制图

注：数据截止至 2023 年 6 月 30 日

2.3.5 iShares 美元绿色债券 ETF 分析总结

iShares 美元绿色债券 ETF 在产品设计上有两个特点。首先是低发行成本绿色债券产品与 ETF 模式相结合，能够在一定程度上克服绿债产品收益率较低的问题。其次，在跟踪指数的形式上采用代表性抽样指数策略，在资产配置上具有一定灵活性，有助于发挥基金管理者的管理能力。

从 iShares 美元绿色债券 ETF 的实际表现来看，该产品近年来收益情况始终不够理想，投资绿色债券并没有带来投资端的额外回报。同时在资产配置上，该产品偏向于配置公司债，信用等级有所下沉，一定程度上提升了投资风险。从收益和风险两个维度来看，对追求投资回报的投资者来说吸引力和市场竞争力有待观察。

三、讨论与总结

从全球 ESG 投资市场来看，ESG 投资的产品与规模快速上升，ESG 策略应用从

最初以负面剔除为主发展为广泛应用 ESG 整合、影响力投资等策略，但投资策略在权益端与固收端出现分化，权益端 ESG 策略的应用更具深度，ESG 整合策略和主动参与成为头部资管机构的主流策略；而固收端策略的主流应用还停留在主题策略。虽然近年来地缘政治冲突、经济衰退等问题对可持续投资发展带来了较大冲击，但从欧美两国 ESG 基金近期的发展来看，进入 2023 年欧美 ESG 资管产品又重新转为资金净流入的状态。

在对欧美主流 ESG 基金的特征与收益情况进行分析之后，我们发现：

(1) 欧美 ESG 基金倾向于投资大盘股，追求较为稳健的投资收益，其中美国的 ESG 主被动产品历史收益情况长期优于欧洲；

(2) 在 ESG 策略应用上，欧美大型资管机构倾向在主动管理权益类产品中综合应用负面剔除、ESG 整合等策略，而被动管理权益类基金以负面剔除为主；固收类产品多用主题投资和负面筛选策略；

(3) 欧美被动管理的 ESG 基金倾向于跟踪基于宽基指数定制的 ESG 指数，少数指数基金会聚焦于个别主题的特色指数。

以欧美市场最具代表性的 Parnassus 核心股票基金（Parnassus Core Equity Fund）、先锋富时社会指数基金（Vanguard FTSE Social Index Fund）以及 iShares 美元绿色债券 ETF 为例，研究发现在资管机构层面，ESG 投资发展较好的机构都有一套完整的 ESG 治理体系，以保障 ESG 相关措施的有效实施。同时也在机构投资决策的全流程中引入 ESG 投资理念与方法，保障在投前、投中、投后全流程考虑 ESG 因素。另一方面，在产品开发层面，对比欧美有代表性的 ESG 产品，我们认为国内的 ESG 权益类产品设计应当在初期的“ESG 投资就是投绿色、ESG 就是绿色”的单一观念基础上，对标借鉴欧美市场规模大、收益高的 ESG 权益类基金产品 ESG 投资方法论与传统投资模式的整合策略，寻找不同行业中 ESG 表现良好的企业进行均衡配置，从而获得了优秀的产品收益表现。固收类产品投资于可持续债券从欧美市场来看似乎没有投资回报优势，对于追求投资回报的投资者来说吸引力不足。根据 MSCI 的研究，目前市场对可持续债券/绿色债券的主要担忧在收益率偏低，相比传统债券平均要低 8 个基点¹³。总体来看，二级成交方面可持续债券/绿色债券交易量明显低于全市场平均水平，折射出大量绿色债券投资机构达成绿色债券投资目标的主要途径是通过一级投标而不

¹³ 资料来源：绿色债券的蜜月期结束了吗？MSCI[EB/OL]，2023/06[2023/07/24]，<https://mp.weixin.qq.com/s/Hb9PNQM1Vih0LuJYvT9r0w3/>

是二级买入，在一二级差价较大的情况下，绿色债券投资人二级卖出动力不强。所以，未来如何平衡环境社会责任与产品财务回报，也将是可持续债券主题的 ESG 固收投资需要优先考虑的问题。