

声音

VOICE OF AMAC

(2017 年第 6 期，总第 70 期)

中国证券投资基金业协会

2017 年 6 月 1 日

从可持续发展到可持续投资

【译者按】为推进我国资产管理行业践行负责任的投资，推动行业可持续发展，中国证券投资基金业协会国际业务专业委员会（以下简称 IBC）近期开展了 ESG（环境、社会、治理）投资的专项研究，由 IBC 主席、摩根士丹利华鑫基金管理有限公司董事长于华领导，由摩根士丹利华鑫基金公司的研究小组完成。

研究成果显示，ESG（环境、社会、治理）在投资实践中具有重要意义，不仅能够让资管机构发挥买方优势和引导作用，促使投资标的提升本身的质量，也能对投资决策流程产生重要影响，有助于实现较好的长期可持续投资业绩。主要要点如下：

一、ESG 在投资决策流程中的运用

目前，将 ESG 要素融入投资决策流程的方法主要包括“黑

名单机制”、“白名单机制”、“同类最佳筛选法”、“可持续性主题投资”和“影响力/社区投资”。ESG 投资的另一个方法是通过介入目标企业的管理履行管理人职责。

二、ESG 投资为资产管理行业创造新机遇

摩根士丹利资本国际公司 (MSCI)、《可持续金融与投资杂志》、剑桥协会等相关研究表明 ESG 投资能够带来长期、稳定的投资回报，尤其是新兴市场，ESG 投资带来了比发达市场更为明显的超额回报。

三、ESG 原则在中国投资的研究

研究小组设计了相关的回溯实验，测量 ESG 组合策略投资于 A 股和国内债券的模拟结果，无论是单测量其中一个要素，还是将 ESG 的三要素整体纳入投资决策过程，投资组合均能带来超额收益。

环境要素的投资贡献：以 21 只环保概念指数的成份股为基础，构建等权的概念投资组合。模拟结果表明即使采用最简单的投资策略，投资组合也能获得较高的、可持续的超额收益。

社会要素的投资贡献：研究小组构建了优化社会责任型投资组合，该组合的年化收益率、夏普比率均高于上证综指基准。

公司治理要素的投资贡献：研究小组构建了优化公司治理投资组合，该组合的年化收益率、夏普比率同样均高于上证综指基准。

ESG 三要素的综合绩效：研究小组构建了高、低 ESG 评级的投资组合，结果表明两种组合均对资产管理者的投资业

绩有正向作用，评级越高的组合具有更高的超额收益率。

固定收益投资与 ESG 要素的相关性研究：数据显示，ESG 组合年化收益率高于未包括 ESG 要素（简称“非 ESG”）的投资组合，累计收益率高于行业基准中债信用债总财富指数，ESG 组合与非 ESG 组合的夏普比率较为接近。

四、对中国资产管理行业的启示

研究小组使用中国市场的的数据进行了有关 ESG 投资的实证研究，结果表明应用 ESG 投资不会对投资业绩带来负面影响，在优化的投资决策流程中还会产生超额收益。

ESG 投资在获得超额回报的同时推动社会进步，实现财务收益和社会贡献的双重目标，有利于资管行业的长期发展。中国资产管理行业应尽早确立 ESG 标准，并建立与之相配套的标准认证、维护和监督系统。这些战略性的举措将提升行业的社会形象，增强投资人的认同感，有力促进行业发展。

【正文】

金融行业具有引导和配置社会资本流动的重要职能，在经济的长期稳定发展中扮演着重要的角色。按传统的投资研究方法，资产管理人需根据财务指标分析结果作出投资决策。环境、社会、治理（“ESG”）等因素的影响通常被认为是非财务的外部效应，不会影响投资决策。随着社会的进步，非财务指标所反映的社会意义以及对社会发展的贡献越来越重大。资产管理人也逐步开始意识到这些非财务指标对投资决策、进而对社会发展的重要性。

毋庸置疑，ESG 要素纳入投资决策过程将产生正向的外部效

应，营造更健康的环境和更有生机的社会，可以为未来人类发展带来裨益。在这一指导原则之下，投资管理人须考虑上市公司对于自然环境、社会和谐、公司治理的影响和贡献，资本也因此会倾向于流向运营稳定、有长期增长潜力、对社会进步有积极影响的公司。社会将更能以长期、可持续、稳定增长的方式发展。

资产管理人在道义上担负着促进社会进步的使命，同时更担负着为投资人获取财务回报的责任。非财务 ESG 指标是否与投资回报的责任相矛盾，社会发展使命与对投资人的委托尽责的要求是相辅相成还是相互制约，是本次研究的出发点。

一、ESG 在投资决策流程中的运用

目前，在世界范围内，将 ESG 要素融入投资决策流程的基本原则已经获得广泛认同，在操作实践上也出现了多种不同的方法加以实现。

在这方面，最简单的方法是黑名单机制（或“剔除法”），即根据既定的 ESG 标准对投资标的的范围予以限制，将某些行业、公司从投资组合中剔除。投资经理可根据客户特定的关注点来确定排除标准，最常见的是对“罪恶产业”（如烟草、酒精、博彩等行业）的排斥。

其次，发展较为成熟的方法分别是“白名单机制”和“同类最佳筛选法”。前者是指基于 ESG 准则确定行业内可投资标的的最低标准，而后者则是与同类进行比较，选出 ESG 绩效最优的行业、公司或项目。研究结果表明，当投资经理的投资决策方法从简单的黑名单晋升为白名单时，投资可取得稳定的小幅超额收益。ESG 投资方法也包括有特定投资标的的组合，例如“可持续性主题投资”和“影响力/社区投资”。可持续性主题的组合主要投

资于可持续发展的公司或资产，例如发展再生能源或发行绿色债券。“影响力/社区投资”侧重于解决具体的社会或环境问题，包括将资金引导流向弱势群体或社区，以及投资于具有明确社会或环境目的的企业。

ESG 投资的另一个方法是通过介入目标企业的管理履行管理人职责。投资经理通过在企业董事会的影响建立实施 ESG 标准的指导方针，在提高标的公司的 ESG 意识和水平的同时，也提升了其社会责任意识、可持续性发展能力并使标的公司的业绩稳步增长，最终还能为投资管理人带来更高的投资回报。

二、ESG 投资为资产管理行业创造新机遇

ESG 要素对投资回报带来的正向影响为资产管理人改善投资决策流程指出了一个全新的方向，资产管理人可以通过对 ESG 要素的研究分析探索新的投资策略。摩根士丹利资本国际公司（MSCI）制定了相关的投资策略，如 ESG 倾斜度（即对 ESG 评级较高的股票赋予较大权重），ESG 动态分析（即对近期改善 ESG 评级的股票加大权重），这两种策略的回测业绩均能稳定跑赢相关比较基准。

2015 年，《可持续金融与投资杂志（Journal of Sustainable Finance & Investment）》的一篇研究论文证明 ESG 在诸多市场尤其是新兴市场存在可获得超额回报的投资机会。2016 年，剑桥协会（Cambridge Associates）亦有研究报告发现在新兴市场上 ESG 投资能够带来长期、稳定且出色的投资回报。这些研究结果都昭示着中国资产管理行业在 ESG 投资方面可能存在可预期的发展潜力。

三、ESG 原则在中国投资的研究

研究小组设计了相关的回溯实验，测试使用 ESG 整合策略投资于 A 股和国内债券的模拟结果，结果显示 ESG 投资能够带来超额收益。

首先，研究小组针对 ESG 的三个要素分别进行分析，即单独考虑环境、社会、治理对投资回报的影响。分析结果表明即使仅考虑环境、社会或治理中的任何单一要素，仍可获得超基准业绩表现。研究小组将 ESG 三要素作为整体纳入到投资决策过程中，全面分析了 ESG 要素对投资收益率的影响，结果表明 ESG 要素确实可以带来稳健的超额收益。

环境要素的投资贡献

为了进一步检验 ESG 投资是否能够增强投资收益率，研究小组汇总了市场上现有的 21 只环保概念相关的指数。其中 20 只跑赢沪深 300 指数，自成立日起的平均年化超额收益率大于 17%，业绩表现前三名为绿色照明、CDM 项目和低碳经济。研究小组进而以所有 21 只环保概念相关指数的成份股为基础，采用等权重策略，构建 ESG 概念投资组合，并以中证 500 指数为基准。模拟结果显示投资组合七年期年化收益率为 **11.33%**，同期中证 500 指数年化收益率为 **5.07%**，ESG 等权组合超额收益率达到 **6.26%**（见表 1）。这表明即使采用最简单的投资策略，投资组合也能获得较为明显的超额收益。

表 1：ESG 等权指数和中证 500 指数收益表现比较

指数名称	成分股数	累计收 益率[%]	年化平均 收益率 [%]	市盈率	净资产 收益率 [%]	股息率 [%]	最大回 撤	夏普比 率
ESG 等权	100	102.02	11.33	30.73	8.92	0.17	-50.49	0.29
中证 500	500	33.54	5.07	43.74	6.35	0.16	-54.35	0.08

数据来源：摩根士丹利华鑫基金，Wind

样本时间：2010-2016

注：市盈率、净资产收益率、股息率均为 TTM 数据，截至日为 2016.12.31

社会要素的投资贡献

为了研究社会因素的影响，研究小组首先参考了上证社会责任指数的业绩表现，并将其与上证综指进行比较。该指数自 2009 年成立到 2016 年末累积收益率为 18%，而上证综指同期仅上涨 3%。上证社会责任指数和大盘相比获得了 15% 的超额收益率。社会责任指数年化收益率 2.32%，高于上证综指基准的 0.65%；风险调整收益率（夏普比率）1.59，高于基准的 1.38（见表 2）。该结果清楚表明在投资决策过程中加入对公司社会责任等级的考量可以显著提升投资绩效。

表 2：社会责任指数和上证综指收益表现比较

指数名称	成分股数	累计收 益率[%]	年化平均 收益率 [%]	市盈率	净资产 收益率 [%]	股息率 [%]	最大回 撤	夏普比 率
责任指数	99	18.22	2.32	11.85	12.10	2.44	-43.55	1.59
上证综指	1308	3.17	0.65	15.75	10.48	1.79	-48.60	1.38

数据来源：摩根士丹利华鑫基金，Wind

样本时间：2009-2016

注：市盈率、净资产收益率、股息率均为 TTM 数据，截至日为 2016.12.31

公司治理要素的投资贡献

研究小组通过分析上市公司的数据，以及上交所公司治理委

员会的评估结果，考察了公司治理因素对投资收益的影响。上证公司治理指数自 2007 年成立到 2016 年末累积收益率为-4%，上证综指同期收益率为-19%。上证公司治理指数和大盘相比获得了 15%的超额收益率。治理指数年化收益率-0.40%，高于上证综指基准的-2.22%；风险调整收益率（夏普比率）0.65，高于基准的-0.19（见表 3）。结果证明在投资中纳入公司治理要素可以显著提升投资绩效。

表 3：治理指数和上证综指收益表现比较

指数名称	成分股数	累计收益率 [%]	年化平均收益率 [%]	市盈率	净资产收益率 [%]	股息率 [%]	最大回撤	夏普比率
治理指数	311	-3.60	-0.40	11.35	11.72	2.51	-71.59	0.65
上证综指	1308	-19.10	-2.22	15.75	10.48	1.79	-71.98	-0.19

数据来源：摩根士丹利华鑫基金，Wind

样本时间：2007-2016

注：市盈率、净资产收益率、股息率均为 TTM 数据，截至日为 2016.12.31

ESG 三要素的综合绩效

为了测试 ESG 三大要素作为整体对投资收益的影响，研究小组分别在中国上市公司环境责任信息披露评级报告、上交所社会责任指数和上交所公司治理委员会评估结果中设立了 E、S、G 各自的股票池，并汇集三个股票池作为 ESG 公司的可投资范围。其次，按照标的公司出现在股票池中的次数进行评级，在三个池中均出现的公司被评为三级，只出现在一个池中的公司为一级。我们用前 20 名公司构建了高 ESG 评级的投资组合，用后 20 名公司构建了低 ESG 评级的投资组合，前者代表着高度履行 ESG 原则的公司，后者代表 ESG 原则履行程度低的公司。与 ESG 股票池范围之外的公司相比，这两个投资组合都有更高的 ESG 评级。研究小

组测试了这些投资组合 2010-2016 年的业绩表现。短期来看，两个投资组合的收益率接近。但是，当测试期超过 2 年后，高 ESG 评级组合开始优于低 ESG 评级组合。高 ESG 组合的年化收益率为 9.1%，高于低 ESG 组合的 7.3%；夏普比率为 0.24，高于低 ESG 组合的 0.18。值得注意的是，两个投资组合的业绩表现均优于同期的沪深 300 指数（收益率为-1.71%）。由此可见，只要将 ESG 要素纳入投资决策，无论 ESG 评分的高低，都对资产管理者的投资业绩有正向作用。

表 4：高 ESG 组合与低 ESG 组合收益比较-权益投资组合

组别	收益率							PE	ROE	股息率	波动率	最大回撤	夏普比率
	1个月	3个月	6个月	1年	3年	7年	年化						
高 ESG	-6.9	2.6	-21.8	2.3	-20.6	32.9	9.1	45.4	10.8	2.2	40.7	-42.7	0.24
低 ESG	-6.1	0.4	-24.0	8.6	-27.2	24.0	7.3	69.8	10.0	1.8	40.3	-45.7	0.18

数据来源：摩根士丹利华鑫基金，Wind
 样本时间：2010-2016

固定收益投资与 ESG 要素的相关性研究

在固定收益实证研究方面，研究小组构建了 ESG 组和非 ESG 组两个投资组合，二者的初始久期、债券级别分布较为接近。E、S、G 的要素值分别根据发债人所处行业、募集资金用途、公司是否入选上证公司治理指数等相关信息来确定。模拟组合的测试结果显示，2014 年 1 月-2017 年 5 月，ESG 组合年化收益率比非 ESG 组合高 0.30%，累计收益率比行业基准中债信用债总财富指数高 0.86%。ESG 组合与非 ESG 组合的夏普比率较为接近，但最大回撤大于非 ESG 组合（见表 5）。

表 5: ESG 组合与非 ESG 组合收益比较-债券投资组合

	样本数	累计收益率[%]	相对基准超额收益率 [%]	年化平均收益率[%]	最大回撤 [%]	夏普比率
ESG 组合	162	23.33	0.86	6.35	-0.46	6.03
非 ESG 组合	188	21.98	-0.49	6.05	-0.28	5.96

数据来源：摩根士丹利华鑫基金，Wind

样本时间：2014.1-2017.5

四、对中国资产管理行业的启示

国际上已有多项研究证明了 ESG 要素对投资回报的积极影响，摩根士丹利华鑫基金使用中国市场的的数据进行了有关 ESG 投资的实证研究，表明应用 ESG 投资不会对投资业绩带来负面影响，在优化的投资决策流程中还会产生超额收益。因此，在投资中运用 ESG 要素能促进资管行业健康发展，全面实现其有效配置社会资源、促进社会稳定发展的功能。

ESG 投资能够获得超额回报，实现财务收益和社会贡献的双重目标，从而增加个人投资者和机构投资者的认同度，增强投资者对基金管理人的信心，鼓励更多资产投入到基金管理公司，形成良性循环，有利于资管行业的长期发展。由此，中国资产管理行业应尽早确立 ESG 标准，积极推进其在行业内实施，与之相配套的还应有标准的认证、维护和监督系统。这些举措将提升行业的社会形象，获得投资人的信任和认同，有力促进行业发展。