



中国证券投资基金业协会  
Asset Management Association of China

# ESG 研究专栏 (学术版)

【2020】第 3 期 总第 3 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

## ESG 评级会影响基金申购吗？

上海交通大学上海高级金融学院教授 邱慈观  
上海交通大学上海高级金融学院研究员 张旭华

ESG 投资是在投资流程中纳入环境（environmental）、社会（social）及公司治理（governance）因素，譬如实体企业的碳排放量、产品安全及会计透明性等。当然，既然是投资，ESG 投资肯定关注回报与风险，这点与传统投资并无二致，但此外它又加上第三个维度——ESG 特质。

ESG 投资在国内形成热门话题，是最近两、三年的事，但它在欧美已发展了近半个世纪。特别是，ESG 投资于 1970 年代崛起，其后历经几个变革阶段，至今跃为主流投资。依据 2018 年统计，ESG 投资在全球投资人组合中的占比，平均高达 35%。这表示，投资人每投资 3 元，其中 1 元就投资于 ESG 资产。

那么，当投资人想做 ESG 投资时，是否一定要选择 ESG 贴标产品呢？倘使不是，则在多种产品选择里，投资人如何区别其 ESG 特质呢？对于这些问题，我们通过基金类产品来回

答。

以基金和 ETF 类投资看，产品可分两类，一类有 ESG 标签，另一类没有。ESG 贴标基金除了说明书上有“指定 ESG 受托管理”等字眼外，通常会取个顾名思义的名字，如低碳领袖基金、中证 ESG 120 策略指数等。另一类是没贴标的产品，如先锋大型股基金、华夏沪深 300 ETF 等。

从基金管理规模看，ESG 贴标产品只占全部产品的 2%，倘使 ESG 投资人只认 ESG 贴标产品，可选择范围就相当狭窄。那么，对于未贴标的基金产品，投资人怎么判断其中的 ESG 质量？是否有这方面的评级呢？

### 一、针对基金做的 ESG 评级

一般的基金评级已经存在相当一段时间，专业投资人对它并不陌生，特别是其中的晨星（Morningstar）评级和理柏（Lipper）评级，更是广为人知。这类评级是以基金的风险与回报为关注点的传统评级，背后以现代投资组合理论为基础。该理论从上个世纪 1950 年代发展到 1970 年代，而贡献卓越的大师都获得了诺奖，包括资本资产定价模型的奠基者夏普。

不过，传统评级不提供 ESG 信息。当 ESG 投资蔚为风潮，投资人对基金的 ESG 信息需求量增加时，相关的评级系统就出现了。

ESG Fund Rating 是针对基金及 ETF 类产品做的 ESG 评级，评级对象不是个股，而是投资组合。不过，组合由个股形成，故个股的 ESG 评级决定了组合的 ESG 评级。

ESG Fund Rating 在国际上已经展开四年，由晨星领先

启动。晨星是一家金融服务公司，先前就以一般的基金评级而知名，但它针对日渐茁壮的 ESG 投资市场，于 2016 年推出 ESG Fund Rating，范围涉及股权及债权两类资产，覆盖全球两万多只基金及 ETF。

晨星之后，几家知名的金融服务公司都陆续推出 ESG Fund Rating，而目前最完整的有 MSCI、标普、Refinitiv 等。为了替基金做 ESG 评级，伙伴关系都以基金公司，评级机构和 ESG 数据公司合作而形成闭环。

譬如，Sustainalytics 本以 ESG 评级著称，Morningstar 分两次收购了它的股权，因而获得其 ESG 风险评比数据库。Refinitiv 是金融数据公司，拥有知名的 ESG 数据库 Asset4，它和汤森路透旗下的理柏合作而推出“理柏基金 ESG 计分”。标普则从瑞士集团 Robeco 手中买下了旗下的 ESG 评级公司 SAM。SAM 一直替道琼斯可持续指数做 ESG 评估，拥有专业人才和数据库。

唯一的例外是 MSCI，ESG 评级为其三大主营业务之一，本身就拥有完整的 ESG 数据库。MSCI 只是把原先个股的 ESG 评级予以延伸，形成了基金的 ESG 评级。

## **二、晨星可持续性评级**

晨星对基金有两套评级：传统评级和 ESG 评级。但无论哪一套，基金评级都基于其组成的评级而得出。另外，无论技术复杂度，晨星评级结果的呈现都简单明白、易于理解。

### **（一）晨星的传统评级：星评级**

晨星于 1985 年推出的星评级（Star Rating）系统。与其他传统评级一样，星评级系统建立在现代投资组合理论的

基础上，以风险和回报两个维度为主要关注点，而基金的夏普比率是比较基金优劣的一个重要指标。但因基金的申购、营销、管理等各种费用都会影响基金回报，故评级时也将费率纳入考虑。

星评级系统基于这三个因素而形成，受评基金可以获得一颗星到五颗星的评级，星数愈多评级愈高。基金评级是相对结果，而非绝对结果，受评基金的评级呈正态分布。



图 1：晨星针对基金的 Star Rating 系统

星评级系统里没有 ESG 信息，当这类信息需求出现时，晨星推出了可持续评级系统。这里很自然的一个问题是，晨星何以不把 ESG 信息并入原有的星评级系统，而须单独推出另一个评级系统呢？这个问题很重要，却没有满意的答案。特别是，迄今学者仍在摸索，尝试找出一个更全面、更圆融的理论，把 ESG 维度和传统金融学里的风险及回报两个维度进行整合。因此，目前晨星的 ESG 评级也独立于星评级系统之外，留下进一步整合的空间。

## （二）晨星的 ESG 评级：球评级

晨星于 2016 年 3 月以“可持续评级”（Sustainability Rating）为名，推出其 ESG 评级系统，以帮助投资人在投资流程中纳入第三个维度的考虑。2019 年晨星更强化了原先的评级内容，不再泛论 ESG，而纳入了“实质性 ESG 风险”的

概念。更具体地，一家企业的实质性 ESG 风险会影响其财务底线，而企业对实质性 ESG 风险的暴露及管理情况更反映出其 ESG 质量。基金的 ESG 评级是组合中个股之 ESG 评级的加权平均数，而当一只基金中 2/3 的个股都有 ESG 评级时，晨星就会对它做 ESG 评级。

为了和星评级系统对比，晨星设计了一个球评级（Globe Rating）系统，球数从一颗到五颗，其多寡则反映受评基金的 ESG 质量。一只基金的评级是与一群性质类似基金相比而得出，而评级呈正态分布，其中最好的 10%得五球，其次的 22.5%得四球，再次一等的 35%得三球，更差的 22.5%得二球，最差的 10%得一球。

由上可知，ESG Fund Rating 的评级对象是全部的基金样本，而不仅限于原先贴标的 ESG 基金。这无疑扩大了 ESG 投资的潜在客户基础：藉由球评级所传递的 ESG 质量信息，可持续投资的宽广市场是一般民众都能触及的。换言之，任何人都可让其组合更具可持续性，譬如对 1 球基金做赎回，再把资金用来申购 5 球基金。

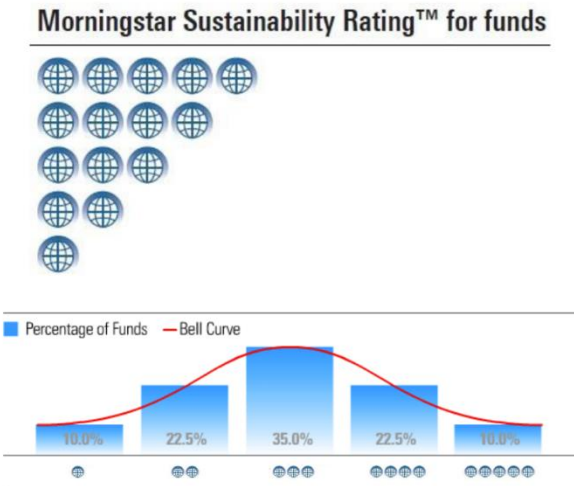


图 2：晨星针对基金的 Globe Rating 系统—可持续性评级

不过，球评级也增加了投资决定的难度。基金现在有两个评级，一个是基于风险和回报的 Star Rating，另一个是基于 ESG 特质的 Globe Rating。当两个系统对一只基金的评价相同时，投资人容易做选择，但当评级分歧时，投资人必须考虑可持续性的价值，而后做选择。譬如，当两只同为 5 星的基金，但其中一只 5 球，另一只 3 球，则投资人如何选择？

真实世界里，的确出现了这种情况。以先锋大型股基金（Vanguard PRIMECAP）和富达成长基金（Fidelity Growth Company）来看，两只都是 5 星级，表示它们在收益、风险及费率等维度的整体表现相当。但在球系统下，先锋是 5 球，富达是 3 球，故前者的 ESG 质量应该优于后者。基于球评级对两只基金的优劣看法，肯定 ESG 价值的投资人此时可能会做出回应，譬如考虑申购 ESG 评级较佳的先锋大型股基金，而放弃富达成长基金。

| 基金                      | 代码    | 晨星 星评级<br>Star Rating | 10 年收益 | 晨星 ESG 评分 | 晨星 球评级<br>Globe Rating |
|-------------------------|-------|-----------------------|--------|-----------|------------------------|
| Vanguard PRIMECAP       | VPMAX | ★★★★★                 | 9.76%  | 54        | ★★★★★                  |
| Fidelity Growth Company | FDGRX | ★★★★★                 | 10.61% | 47        | ★★★                    |

图 3：先锋与富达的这两只基金都是大型成长股，其星评级相同但球评级不同

### 三、ESG 评级对基金申购的影响

ESG 评级对投资人资产配置的影响，迄今欠缺全面性研究，但个别研究已经出现。譬如，过去基金没有 ESG 评级，但当晨星公布球评级结果时，评级差异会促使投资人做出回应吗？

特别是，晨星首度公布其 ESG 评级，为研究者提供了一

个天然的实验场所，观察评级对基金流向的影响，并推断投资人对 ESG 价值的认同。另外，当这种外来冲击发生时，基金基本面并未改变，此时申赎金额的改变纯粹是对 ESG 评级本身的回应。

针对基金 ESG 评级和其申赎金额之间的因果关系，芝加哥大学的哈兹玛教授及苏士曼教授以晨星球评级作为实验情境，研究了投资人对基金之 ESG 质量的反应。

研究结果指出，晨星公布基金的 ESG 评级会引发投资人回应，1 球基金明显有资金净流出，而 5 球基金明显有资金净流入。具体言之，被冠以“低 ESG 评级”的基金，受到投资人摒弃，造成了 120 亿美元的资金净流出。反之，被冠以“高 ESG 评级”的基金，受到投资人青睐，造成了 240 亿美元的资金净流入。

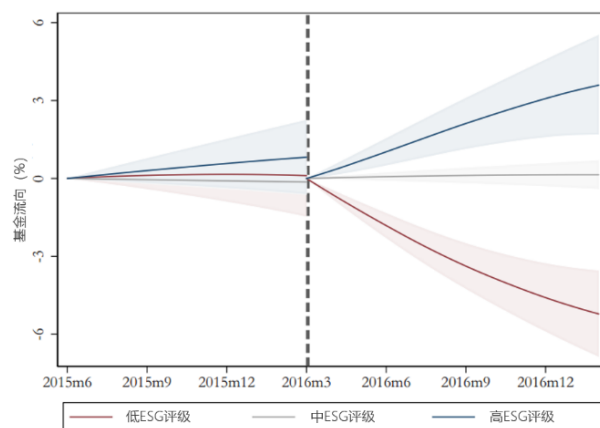


图 4：低 ESG 评级的基金（红色）有资金流出，  
高 ESG 评级的基金（蓝色）有资金流入

#### 四、投资人为何对 ESG 评级做出回应？

哈兹玛等两位教授的研究指出，基金的 ESG 质量差异会驱动投资人重新配置资产，但背后的理由为何呢？有鉴于此，哈兹玛等教授提出机构压力因素、信号因素与社会导向因素等三个可能理由，并分别以数据或实验进行检测。

机构压力因素与大学校务基金、慈善基金会等使命导向型投资有关，它们因组织性质使然，面临必须做 ESG 投资的压力。信号因素与投资人对 ESG 投资的预期回报有关，当投资人在高 ESG 质量基金与高回报之间划上等号时，则他们是以投资 ESG 评级高的基金来期待高回报。社会导向因素是一种非金钱性动机，与投资人的偏好有关，表示投资决定不只受到财务因素的影响，还受到非财务因素的影响，其中包括利他主义、散播温暖、社会常轨等价值观理由。

针对这三个因素，两位教授检测后，得出以下结果。首先，第一个因素未获支持，因为晨星 ESG 评级所引发的基金申赎金额过于庞大，在程度上远远超乎机构压力因素所能解释。其次，第二个因素也未能充分获得数据的支持，因为基金的历史数据并未显示 ESG 评级与回报率之间有明确的正向关系。第三，当对于投资人进行能反映其偏好的实验时，结果凸显了非金钱性动机的存在，而这种动机驱使投资人对基金的非财务性特质赋予价值。

这个结论符合先前一些学者的研究，特别是关于罪恶股投资收益的研究。西方社会所认定的罪恶股，其预期收益会比较高，背后原因涉及投资人的价值观：当这些股票有违社会常轨时，它们须以高回报来形成弥补，才能驱动投资人持有不符合其偏好的股票。

在很长一段时间里，传统金融学总是假设投资人追求盈利最大化，而忽视其他投资动机的存在。但 ESG 投资的主流化促使学者深入思考投资人偏好，产生了很多相关研究，更肯定了非金钱性动机驱策投资的力量。特别是，正如 ESG 评

级的研究结果所示，世界上绝对不止一种投资人，倘使盈利最大化型是一种，则社会意识型绝对是另一种。

事实上，ESG 评级会影响资产配置的现象，一些实践者也观察到了。但因专业导向不同，他们往往止于对现象的描述，而未能进行超越现象的实验与思考，进而拨云见日，洞悉背后的真正原因。决定投资人资产配置的终极理由，应与个人偏好有关，其中除了利己导向的金钱性动机以外，还有利他导向的非金钱性动机。因此，学者研究的结果不只印证了亚当·斯密《道德情操论》中对人性的看法，更辉映了诺奖得主法马教授之所言：投资人有品味之别，而品味最终决定资产价格。

**声明：**本文仅代表作者个人观点，中国证券投资基金业协会（AMAC）出于交流目的经作者授权刊发，不意味着 AMAC 支持、认可其全部或部分观点，不代表 AMAC 立场。