

# 声音

VOICE OF AMAC

(2019 年第 8 期，总第 112 期)

中国证券投资基金业协会

2019 年 4 月 16 日

---

## 2019 ESG 趋势与展望 ——MSCI 2019全球ESG调研报告（节选）

**【译者按】**作为迎接新年的传统，MSCI ESG 研究团队已经连续五年发布了 ESG 趋势与展望报告，与全球投资者分享 MSCI 在 ESG 领域的前沿观点。2019 年，MSCI 在年度调研报告中分享了两个值得关注的 ESG 趋势：ESG 投资规范化和大数据信号革命。在过去，监管者主要针对公司发行人进行审查和制定法规，而现在 ESG 领域的投资者也逐渐面临更多的法规约束。这样的变化帮助投资者更好地厘清传统财务因素和 ESG 因素的差别，并且界定使用范围，当然这些旨在对产品进行分类的监管措施可能一方面促进投资决策，减少“绿色粉饰”，另一方面有可能减少选择的多样性。此外，在这个数据大爆炸的时代，除公司自主披露的数据外，投资者拥有更多的渠道去获得其他替代数据来帮助分析和构建自己的

信号。然而，ESG 的信息池不是一个单一的变量，而是很多的信号集合，而只有拥有自己投资理论的投资者才能更好地选择和识别需要的信号。所以在下一个十年，拥有更多的数据将是最简单的部分。困难的部分，也是最重要的部分，是知道如何识别和应用最相关的信号，并实现更好的差异化投资目标。

## 一、规范 ESG 投资业务

### （一）ESG 市场的变化

澳大利亚在 2018 年 12 月通过了“现代反奴隶制法案”<sup>1</sup>要求公司对运营和供应链中的现代奴隶风险采取行动。在 2016 年，披露工资性别差在英国成为新的监管要求；日本自 2016 年也规定了公司需披露员工的性别构成，流动率和升职情况。甚至马来西亚和泰国政府也在采取行动，均在 2017 年更新了公司治理准则；在马来西亚的新准则中，公司必须“遵守公司治理准则的规定或提供替代方案”，而不是“遵守或解释”。自 1838 年荷兰政府强制公司在年报中披露有关环境和人力资源的风险以来，公司一直都是监管机构在 ESG 领域的主要目标。事实上一直以来，政策制定者提出的以公司或发行人为重点的监管规定的数量超过了以投资者为重点的监管规定的数量的 1 到 2.5 倍。<sup>2</sup>在 2019 年，并不只是上市公司需要履行与 ESG 相关的披露要求。随着监管机构的关注点从发行人审查拓展到 ESG 投资领域，预计投资者（无

---

<sup>1</sup> 该法案在 2015 年英国通过的“现代反奴隶制法案”之后

<sup>2</sup> 详见：PRI's regulation map: <https://www.unpri.org/sustainable-markets/regulation-map>  
Updated and complemented by MSCI ESG Research

论是资产所有者还是资产管理者) 都会看到不断涌现的监管要求集中在 ESG 投资领域。

## **(二) 投资者的态度**

历史上, 投资者普遍欢迎针对发行人的监管和准监管措施, 因为这些监管大多数情况下会改善其投资组合里的公司数据的透明度。事实上, 一些机构投资者也主动地寻求监管机构的支持, 比如 2018 年 10 月由投资者主导, 对美国证券交易委员会编纂 ESG 披露相关规则提出请求<sup>3</sup>。安永会计师事务所对 220 位全球机构投资者进行的一项调查显示, 70% 的受访者希望监管机构能够缩小发行人披露的内容与投资者对 ESG 数据的期望之间的差距<sup>4</sup>。

## **(三) 监管的调整**

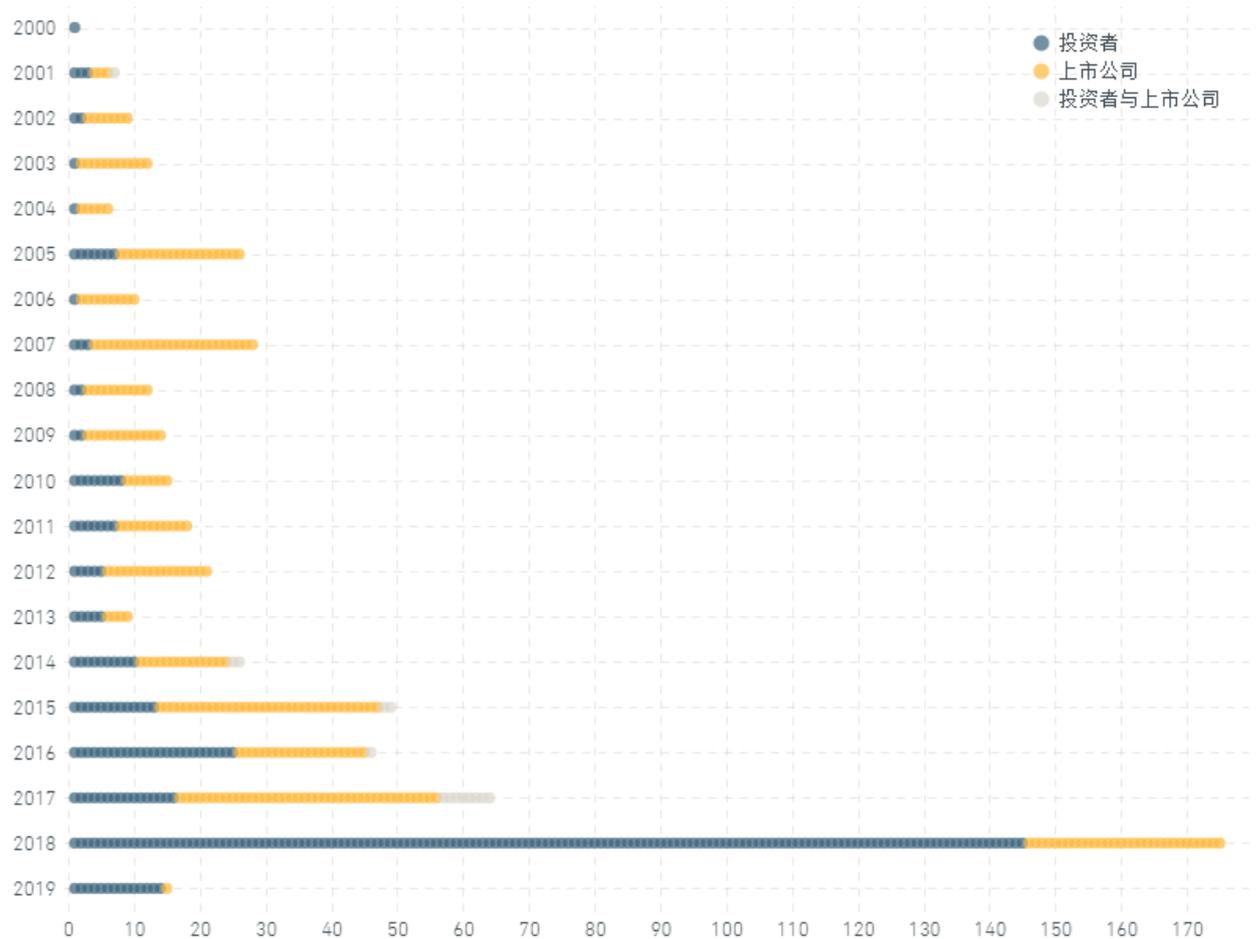
在中国市场, 中国证券监督管理委员会 (CSRC) 和中国生态环境部对所有上市公司和债券发行人的强制性环境信息披露要求获得投资者的认可, 否则他们可能会对这些发行人的治理监督缺乏信心<sup>5</sup>。总体而言, 全球 ESG 相关法规数量呈指数增长 (如图一所示), 仅 2018 年提出的新法规和准法规数量就达到了此前六年的总和。

---

3 <https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-730.pdf>

4 [https://www.ey.com/en\\_gl/news/2018/11/nonfinancial-disclosures-are-essential-to-most-institutional-investors](https://www.ey.com/en_gl/news/2018/11/nonfinancial-disclosures-are-essential-to-most-institutional-investors)

5 <http://www.fundsglobalasia.com/june-2018/esg-china-gets-serious-about-esg>



注：法规收集自 MSCI 和联合国负责任投资原则（UN PRI）的 ESG 法规数据库；这些世界各地的法规包括强制性的，自愿的或解释性的。资料来源：联合国负责任投资原则，MSCI ESG 研究，截至 2019 年 1 月 15 日。

图一：ESG 相关法规数量自 2012 年不断增长

图一中的规定分为针对投资者和针对发行人的规定。显而易见的是，以 ESG 为重点的监管关注方向正越来越多地转向投资产品和投资者的投资过程。在 2018 年提出的 170 多项监管或准监管措施中，80% 的措施针对的是机构投资者，而不是发行人。数据表明，截至 2018 年末，受 ESG 监管法规影响的资产管理规模可能已经高达 32.6 万亿美元。<sup>6</sup>

<sup>6</sup> 来自普华永道，波士顿咨询公司，IFIC，韩国先驱报和野村研究所的国家级 AUM 数据截至 2017 年和 2018 年。我们根据每个待定的法规，增加了对中国，加拿大，南非，日本，欧盟成员国和韩国的资产管理规模的估算，以估计全球 AUM 数量。资料来源：普华永道，波士顿咨询公司，加拿大投资基金研究所，野村研究所，韩国先驱报

#### （四）基金管理人面临的问题

全球投资者是否会像曾经对发行人那样强有力地支持这些措施，可能取决于监管和投资者。

一些旨在澄清投资者（主要是大型资产所有者）和金融机构的角色和职责的措施，可以减少投资过程中对 ESG 处理的二次猜测。这些措施中最具强制性的有英国就业与养老金部（Department for Work and Pensions, DWP）所提出的措施，而就业与养老金部于 2018 年 9 月宣布了更新的法规<sup>7</sup>，以厘清受托人考虑所有重大问题的义务，甄别“这些问题是否属于传统经济问题，比如公司业绩，利息或汇率，或者更广泛来说，由 ESG 因素导致的事件，比如气候变化<sup>8</sup>。”在 2019 年，一系列可持续金融倡议提案中将包含把 ESG 风险作为信托义务一部分的要求，交由欧盟委员会投票<sup>9</sup>。

在加拿大安大略省等司法管辖区，对 ESG 的强制性要求不高，描述性较强。在那里，机构投资者如果考虑 ESG 因素的话，只需披露他们如何解释 ESG 因素<sup>10</sup>。然后是 ESG 考虑因素更加严格的美国，美国劳工部（DOL）发布指导意见<sup>11</sup>，要求那些由 1974 年“雇员退休收入保障法”（ERISA）管理

7 <https://www.pionline.com/article/20180618/ONLINE/180619879/uk-pensions-department-calls-on-retirement-plans-to-regard-esg-risks-as-financially-material>

8 在英国，金融监管机构，包括金融行为监管局（FCA），养老金监管机构（TPR），财务报告委员会（FRC）和审慎监管局（PRA），也宣布他们将开始报告养老金计划和他们职权范围内的其他公司如何应对气候风险的。PRA 就监督声明草案发起了一次磋商，阐述了他们对于企业管理气候变化导致的金融风险的期望。<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/consultation-paper/2018/cp2318.pdf?la=en&hash=8663D2D47A725C395F71FD5688E5667399C48E08>

9 可持续金融倡议的既定目标是：（i）重新调整资本流向，流向可持续投资，以实现可持续和包容性增长；（ii）评估和管理因气候变化，资源枯竭，环境退化和社会问题而产生的相关金融风险（iii）促进金融经济活动的透明度和长期性。这些提案将成为欧盟在 2019 年 ESG 主题的监管和投资者活动的主要焦点。

10 <http://www.ontario.ca/laws/regulation/900909>;

<https://www.fsc.org.au/resources/standards/2017%20FSC%20Std%2023%20Internal%20Governance%20and%20Asset%20Stewardship%20Final%20July.pdf>

11 <https://www.federalregister.gov/articles/2015/10/26/2015-27146/interpretive-bulletin-relating-to-the-fiduciary-standard-under-erisa-in-considering-economically>

下的资金，如企业养老基金，所考虑的 ESG 因素必须要有经济相关性<sup>12</sup>。

在对 ESG 投资兴趣大幅增长的零售业市场，欧盟委员会建议投资顾问直接向客户询问他们的可持续发展偏好，“在评估推荐的金融工具和保险产品的范围时考虑到这些因素。”<sup>13</sup> 鉴于欧洲证券和市场管理局（ESMA）等监管机构的取向<sup>14</sup>，与零售投资的接触会变得非常重要。

### （五）监管变化可能的方向

虽然一些机构投资者看好监管层明晰 ESG 要求的努力，因为在他们考虑不同司法管辖区的 ESG 因素时，这些要求可以帮助他们在可以做什么和应该做些什么上作出更好决策，但是对于资产管理人而言，旨在对 ESG 投资产品进行分类的监管措施可能更有争议性。

如果做得好的话，一些举措也可以支持 ESG 投资市场的发展，比如欧洲委员会提出的建立可持续金融分类标准，或制定与绿色债券相关的“绿色”标准。设定一些最低标准可以让投资产品间比较变得可行，据此提高透明度，并且限制潜在的“绿色粉饰”，从而建立信任。

如果做得不好，那些区分是否可以被认为是 ESG、绿色或者可持续性的强边界线可能扼杀掉现有选择的多样性，以及快速发展以满足投资者目标的创新。明天可能出现的新的商业模式和技术解决方案可能都要好于今天的绿色标准。

<sup>12</sup> <https://www.federalregister.gov/articles/2015/10/26/2015-27146/interpretive-bulletin-relating-to-the-fiduciary-standard-under-erisa-in-considering-economically>. See also <https://www.msci.com/www/research-paper/us-department-of-labor-guidance/0997788017>

<sup>13</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>, page 6

<sup>14</sup> 欧洲证券和市场管理局（ESMA）于 2018 年 12 月 19 日宣布了三次公众咨询，其中两次在征求将 ESG 风险纳入 MiFID II, AIFMD 和 UCITS 指令的意见。  
<https://www.schjodt.no/en/news/newsletters/integrating-sustainability-into-aifmd-and-the-ucits-directive/>

相反地，数字隐私或网络安全是当今许多投资者所考虑的风险，但这项风险在五年或十年前很难作为重要的 ESG 评估标准来解释。此外，一些投资者有意通过控制 ESG 表现较差的公司，并与他们密切合作来提高绩效，从而创造价值。

实践中，在创建防止可持续指标滥化的标准和减少那些寻求各种创新方法以实现更加可持续发展机会的集合之间，很难找到平衡点。根据我们的经验，2018 年我们咨询了超过 20 位客户（他们管理了超过 9.5 万亿美元的资产）问及如何构建更好的对基金有用的 ESG 评级，我们发现最大的担忧之一是如何避免“绿色粉饰”<sup>15</sup>，如何避免让那些没有适当的管理层努力或者明确意图的基金反而在 ESG 风险管理方面看上去表现出色。虽然人们一致认为，提供基金层面的信号有助于资金选择和参与 ESG 投资，但是一些像负面筛选（移除公司，有时是出于道德原因）一样基本的标准是否应该包括在强 ESG 范围内引发了很多争论。由于行业专家仍在开发各种 ESG 方法，所以制定标准时的灵活性也非常重要。

2019 年，我们预计监管发展将围绕 ESG 投资，而不是围绕发行人的 ESG 披露。对于那些从狭隘的主题观点来看待 ESG，采用临时撤资或其他主题式产品的投资机构，2019 年可能是追赶的一年，因为衡量投资者角色和责任的措施将迫使其发展更全面的考虑 ESG 相关风险的投资政策。

## 二、大信号革命

三十年前，彼得·林奇，一位富达基金经理，在他的书《彼得·林奇的成功投资》中有一段知名的话，“知道你拥

---

<sup>15</sup> <https://citywire.co.uk/wealth-manager/news/esg-beyond-greenwashing/a1152166>

有什么……”<sup>16</sup>，可是他说的是下半部分“……以及你拥有它的原因。”却往往被忽视。

“大数据”革命已经帮助投资者回应了林奇声明的上半部分。但是在 2019 年，投资者将他们的注意力从数据的增长转向信号的增长，他们认识到 ESG 数据的价值不仅取决于他们对于拥有什么的了解，而且还基于对为什么拥有某些东西的认知。

从停车场活动的卫星图像到工作发布和土地使用数据<sup>17</sup>，新数据源的可用性在增加，促进了对投资组合及其表现背后的驱动因素的深入理解。另外，IBM 估计今天使用的数据中有 90% 是在过去两年内创建的<sup>18</sup>。

ESG 投资一直是新数据源爆炸式增长的主要受益者。回顾 Innovest 于 2008 年推出其更新的“IVA 评级”模型（MSCI ESG 评级的前身）以来的十年，背景数据和替代数据一直与公司的自愿披露数据一起用于评估公司的 ESG 风险。替代数据的使用是必要的，因为单一的披露是如此稀少，且这样的披露也只能相对较少地展现公司潜在和新出现的 ESG 风险。以公司产品安全表现为例，汽车、制药和食品行业公司中只有不到 1% 的公司披露了产品安全召回的全面信息，其中 17% 至 54% 的公司只针对少数特定事件提供了一些评论。因此，如图二所示，绝大多数产品安全失误都是通过文本挖掘来确定的，来源包括当地监管数据库，非政府组织（NGO），行业

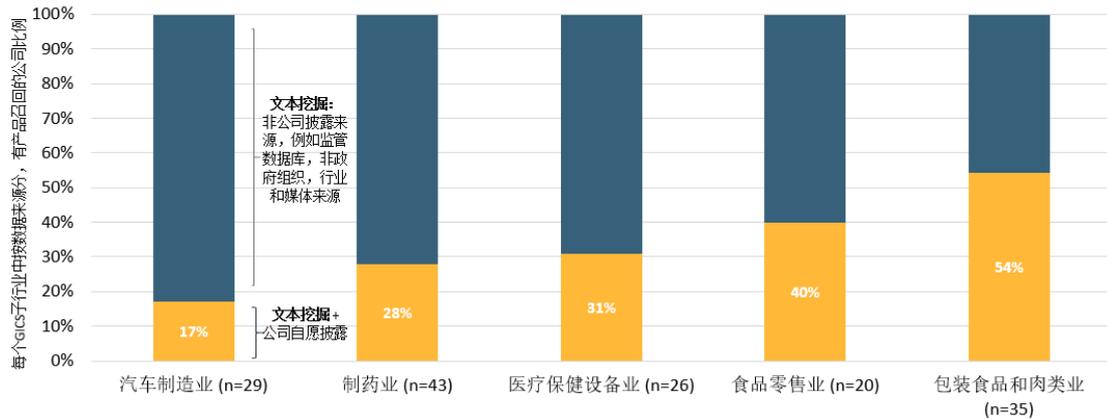
---

<sup>16</sup> Lynch, Peter. *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money on the Market*. 1989.

<sup>17</sup> <https://www.businessinsider.com/hedge-funds-are-analysing-data-to-get-an-edge-2015-8>

<sup>18</sup> 10 Key Marketing Trends for 2017 and Ideas for Exceeding Customer Expectations, IBM Marketing Cloud Report, 2018

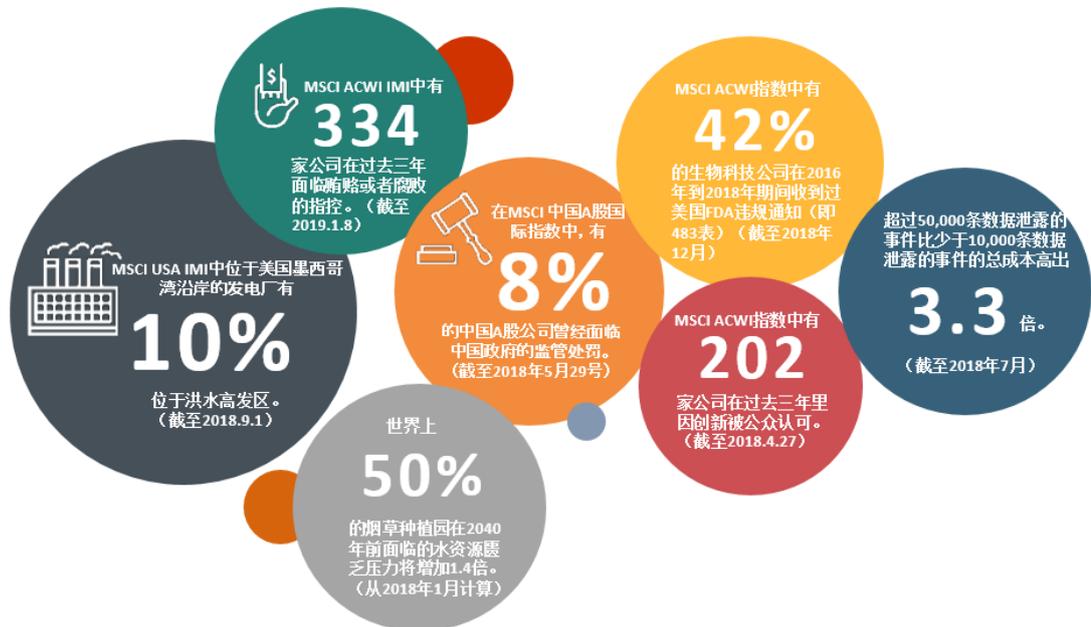
## 信息和媒体<sup>19</sup>。



注：“n”指有产品召回的公司。资料来源：MSCI ESG 研究，MSCI ACWI，截至 2018 年 12 月 20 日

图二：识别有产品召回的公司除了公司披露外需要更多的数据来源

“大数据”革命让投资者对公司的自愿信息披露的依赖程度降低，因为其他来源的 ESG 信息以远远超过公司自愿披露的速度在扩展（见图三）。



来源：MSCI ESG 研究

图三：除自愿性披露以外，投资者可以了解的 ESG 风险与机遇示例

<sup>19</sup> 该医药行业行业召回信息来自于：US: Food and Drug Administration (FDA); Canada: Health Canada; China: China Food and Drug Administration (CFDA); United Kingdom: Medicines and Healthcare Products Regulatory Agency (MHRA); Australia: Therapeutic Goods Administration (TGA); and Japan: Pharmaceuticals and Medical Devices Agency (PMDA)

但是，无论结构化或非结构化数据，替代数据或公司披露的数据，都没有解决林奇先生格言的下半部分：“……知道你为什么拥有它。”“为什么拥有”这个问题可以帮助投资者理解所有这些数据并提取最相关的信号。

2008年，Nate Silver利用他所谓的“投票大汤”（big soup of polling）<sup>20</sup>成就了他对当时选举惊人准确的评级。他的目标是与众不同的：预测高度不可预测的大规模选举结果。然而，即使他在2008年的预测得到了选举结果的证实，怀疑论者也嘲笑Silver的过程“仅仅是把政治专家的见解伪装成复杂的数学思维<sup>21</sup>。”当谈到ESG评级时，我们看到了类似的“告诫者”。怀疑论者淡化新兴研究对于ESG评级的财务相关性的支持<sup>22</sup>，例如高ESG评级公司倾向于表现出更高的盈利能力，更高的股息收益率和更低的特殊尾部风险（从2007年1月到2017年5月）<sup>23</sup>。他们继续要求更大更好的数据，并宣传一种观点，即更好的数据最终将引向一个真正“统一”的ESG信号。但是，无论数据有多大，**单单靠数据无法告诉缺乏投资理论的投资者如何应用它们。**只有当投资者意识到，当他们拥有清晰视野并构建匹配信号的优势后，他们才会成为最成功的投资者。

与Nate Silver和他的选举预测不同，从ESG数据的“大汤”（big soup）中提取的信号并不是一个目标，而是一个数目繁多的集合。对于一些投资者而言，核心目标是识别新

---

<sup>20</sup> <https://www.cnet.com/news/q-a-the-formula-behind-fivethirtyeight/>

<sup>21</sup> [https://www.huffingtonpost.com/entry/nate-silver-election-forecast\\_us\\_581e1c33e4b0d9ce6fbc6f7f](https://www.huffingtonpost.com/entry/nate-silver-election-forecast_us_581e1c33e4b0d9ce6fbc6f7f)

<sup>22</sup> Fried, Gunnar and Busch, Timo and Bassen, Alexander, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies (October 22, 2015). *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Volume 5, Issue 4, p 210-233, 2015. DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917.

<sup>23</sup> <https://www.msci.com/www/blog-posts/has-esg-affected-stock/0794561659>

出现的风险和机遇，并最大化长期投资回报。对于其他人而言，他们的目标是识别积极的社会或环境影响，或将投资与他们的道德价值相匹配。并非所有“ESG 评级”或其他标记为“ESG”的排名都旨在实现相同的目标，也并非同样有效地实现其特定目标。不同的方法论会产生不同的信号。

今天的 ESG 评级可作为越来越多投资者的参考，这是一门用来衡量公司的长期恢复能力和对于新出现的 ESG 风险和机遇的管理能力的通用语言。对于许多投资者而言，它还提供了增值的基础，运用评级信号更好地实现其独特的差异化投资。越来越多的投资者也结合不同的指标，如因子和 ESG<sup>24</sup>来实现竞争差异化和多元化投资。

从这个意义上说，ESG 的崛起恰逢其他新投资指标的兴起。因子和“smart beta”的概念赋予市场特征，即投资者可以挑选并选择宣扬自己的世界观。部署人工智能的技术解决方案促使在大数据中找到更多可以与现有投资信号一起使用的模式变得越来越容易<sup>25</sup>。

ESG 的主流化只是这一更大变化的一个指标，这个变化可以帮助理解如何更好地从数据增长中提取信号，而该信号可以更好地为投资者回答“为什么”这一问题。在 2019 年，当我们关注 ESG 评级的下一个十年时，拥有更多数据将是最简单的部分。困难的部分，也是重要的部分，是知道如何识别和应用最相关的信号，并实现更好的差异化投资目标。

---

<sup>24</sup> <https://www.ft.com/content/3f236546-c9f8-11e7-ab18-7a9fb7d6163e>; <https://www.ipe.com/reports/special-reports/factor-investing/esg-the-sustainability-factor/10023927.article>

<sup>25</sup> <https://www.msci.com/factor-lab>; <https://internationalbanker.com/brokerage/hedge-funds-see-huge-potential-in-alternative-data/>

【本文由 MSCI ESG 研究全球负责人、董事总经理 Linda-Eling Lee，执行董事 Matt Moscardi 撰写，原文为英文，首发于 [www.msci.com](http://www.msci.com)。中文译文由 MSCI ESG 高级研究员胡靖敏编译。中文译文由 MSCI Inc. 授权中国证券投资基金业协会之《声音》电子刊物发表。本中文译文经过中国证券投资基金业协会编辑，并由中国证券投资基金业协会研究及风险监测部温秀核稿。本文所有版权由 MSCI Inc. 所有，MSCI 保留所有权利。未经 MSCI 事先书面同意，不得以任何方式对本文进行复制、转载或再次传播。关于本文的完整声明请参阅：[www.msci.com/terms-of-use](http://www.msci.com/terms-of-use)】