



## 宏观深度报告

# 风口已至：ESG 行业前景与基金评价体系

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号：S0120521080004

邮箱：panjing@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

### 投资要点：

- **ESG 投资**是指将环境（environmental）、社会责任（social）和公司治理（governance）因素纳入投资决策和积极所有权的策略和实践。ESG 投资最早的形式来源于宗教等团体的伦理投资理念。随着世界工业化程度的不断深化，环境问题愈发成为社会的主要矛盾，环保理念逐渐进入投资人的视野。此后伴随着公司治理问题不断暴露在公众的面前，ESG 投资将公司治理能力作为新维度纳入投资体系。
- **ESG 体系的三个层次**：企业 ESG 信息披露体系、ESG 企业评级体系、ESG 企业投资实践。在 ESG 理念的框架下，E、S 和 G 分别使用了多个评价指标，且披露、评价和投资过程相互衔接。从国内外 ESG 体系的内容看，环境领域多涉及企业的资源消费和处理、废物管理及绿色发展等内容；社会领域多涉及企业员工、股东、产品和消费者、企业信用及安全等内容；治理方面多涉及公司治理、风险管理和外部监督等内容。在此基础上，披露、评价和投资过程有机衔接，完整展示了企业在 ESG 各方面的表现，并最终体现在资本市场价格中。
- **ESG 基金水平超出市场平均**：当前，我国泛 ESG 基金达到 170 只，主题投资包括医药生物、扶贫、优质生活、农业、低碳、环保、绿色、责任、可持续等等上市公司。整体而言，泛 ESG 基金的收益率比市场基准偏股基金的收益率较高，而且随着时间推移，泛 ESG 基金产品的收益与市场偏股基金产品的收益差距越大。从时间期限来看，从时间期限来看，绿色基金 1 年的收益率超越市场基金 14.459%，两年期收益率超越市场扩大到了 36.028% 左右，三年期收益率超越市场 33.621% 左右。泛 ESG 基金之所以取得超出市场平均水平的收益，主要是源于其在投资中更注重标的的可持续发展因素，尤其是在国家推进“碳中和”和“碳达峰”的大背景下，绿色、低碳等相关理念的产品更加受到投资者的追捧。除了政策层面的因素，企业自身的治理能力和社会责任承担也会对其长期的盈利能力和经营状况产生影响，最终体现在基金净值的提升。
- **风险提示**：ESG 评价的局限性短期未能解决，“双碳”减排超预期，能耗与扩产的矛盾性

## 内容目录

1. ESG 投资的背景与发展.....	4
1.1. 伦理投资.....	4
1.2. 环境保护.....	5
1.3. 公司治理.....	5
2. ESG 投资体系.....	6
2.1. ESG 信息披露体系.....	6
2.2. ESG 评级体系.....	7
2.3. ESG 投资实践.....	8
3. ESG 基金投资及目前发展状况.....	9
3.1. 全球主要地区 ESG 基金投资规模大部分呈逐渐增加趋势.....	9
3.2. 全球各地区的 ESG 基金策略分布, 其中 ESG 整合、负面筛选的规模运用最广.....	9
3.3. 2019 年以来 ESG EFT 规模呈加速上升趋势, 表现优于市值基准.....	10
4. 中国 ESG 基金的收益率分析.....	12
4.1. ESG 投资的驱动力.....	12
4.2. 国内权益市场 ESG 行业评分体系.....	13
4.2.1. ESG 评级数据库的选取.....	13
4.2.2. 分行业的 ESG 得分测算.....	14
4.3. 国内 ESG 基金收益率分析.....	16
5. 风险提示.....	17

## 图表目录

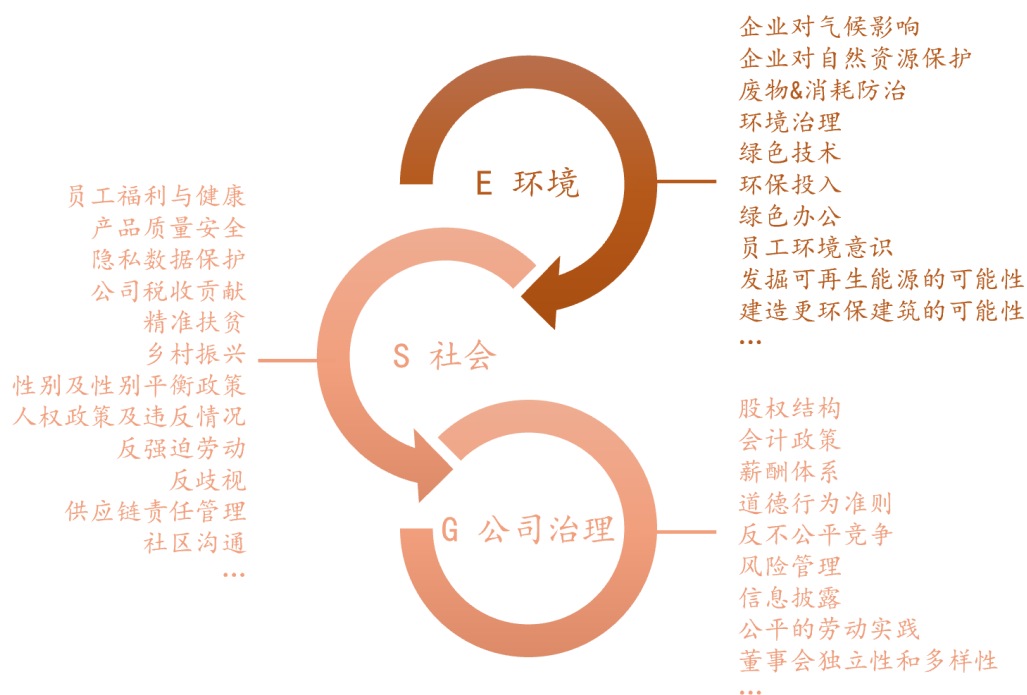
图 1: ESG 投资所包含的内容 .....	4
图 2: 2016-2020 年全球可持续投资按照七大策略分类分布 (单位: 十亿美元) .....	10
图 3: 全球 ESG ETF 规模增速 2015-2020 .....	11
图 4: 全球 ESG ETF 的分布 .....	11
图 5: 全球 ESG ETF 的分布的类型 .....	11
图 6: 全 MSCI ACWI ESG 指数的相对表现 .....	11
图 7: Live Track MSCI ESG 指数的主动业绩归属 .....	12
图 8: Live Track ESG 指数市盈率相对于基准的时间变化 .....	12
图 9: ESG 指数贡献度拆分 .....	13
图 10: 个人投资者采纳责任投资的驱动力 .....	13
图 11: 2021 年绿色基金和非绿色基金收益对比 .....	17
表 1: ESG 信息披露框架 .....	6
表 2: 国内 ESG 相关政策 .....	7
表 3: 2016-2020 年主要经济体可持续投资资产规模 (单位: 十亿美元) .....	9
表 4: 2014-2020 年部分地区可持续资产占资产管理规模的比率 .....	9
表 5: 2016-2020 年全球可持续投资按照七大策略分类分布 (单位: 十亿美元) .....	10
表 6: 不同上市公司 ESG 评级的相关性分析 .....	14
表 7: 不同行业的上市公司 ESG 平均得分 .....	14
表 8: 2021 年泛 ESG 基金和剩余全市场基金收益率对比 (单位: %) .....	16

## 1. ESG 投资的背景与发展

ESG 是环境 (Environmental)、社会 (Social) 和公司治理 (Governance) 的缩写, 也被称为可持续的社会责任投资 (SRI)。ESG 投资是一种除关注常规财务指标外, 更侧重于关注企业经营对环境的影响、社会责任的承担以及公司治理能力等非财务指标的投资理念。目前虽然国际上尚未形成 ESG 的统一定义。综合对比来看, 各机构和组织对 ESG 界定的共同点均是基于企业在为股东负责和关注财务表现之上, 必须对环境保护、社会责任、公司治理承担责任, 差异在于各领域的细项和指标有所不同。随着世界经济的日益复杂化发展, 传统的财务指标逐渐不能够完全反应企业的投资价值, 越来越多的投资者更加关注企业的非财务指标对于企业价值的影响。因此, ESG 应运而生, 在该框架下, 投资者关注的包括战略规划、品牌声誉、企业文化、员工权益、产品安全性、社会责任和可持续发展等非财务能力。

ESG 投资最早的形式来源于宗教等团体的伦理投资理念。随着世界工业化程度的不断深化, 环境问题愈发成为社会的主要矛盾, 环保理念逐渐进入投资人的视野。此后伴随着公司治理问题不断暴露在公众的面前, ESG 投资将公司治理能力作为新维度纳入投资体系。

图 1: ESG 投资所包含的内容



资料来源: 公开资料, 德邦研究所

### 1.1. 伦理投资

ESG 投资的雏形可以在 19 世纪一些宗教、社会团体的投资理念中找到影子, 这些团体因为教规等自律规则, 在投资中主动将一些反伦理反道德的行业排除在资产组合之外。例如, 上世纪中叶, 美国反越战社会运动中, 支持反战的投资者们纷纷抛售军火商的股票以表明立场。类似的, 20 世纪 80 年代, 国际社会抵制南非种族隔离政权兴起, 大量的南非公司股票也被国际投资者拒绝投资。

## 1.2. 环境保护

20 世纪 90 年代初以来, 工业规模迅速发展不断恶化环境情况, 环境问题逐渐成为了制约经济发展的重要因素, 社会各界纷纷开始关注环境保护问题。1989 年, 环境责任经济联盟 (CERES) 在美国成立, 该组织将投资者与环保组织结成联盟, 倡导环保领域影响力投资, 现已涵盖 60 多个来自美国和欧洲的机构投资者, 管理超过 4 万亿美元的资产。1991 年, “可持续责任投资论坛” (US SIF) 的前身 “社会投资论坛” (SIF) 在美国成立。

## 1.3. 公司治理

“公司治理”在 1998 年亚洲东南亚金融危机和 21 世纪初发达国家财务造假丑闻频发的背景下, 成为投资决策的一个新维度。在联合国环境规划署金融倡议 (UNEP FI) 和联合国全球契约 (UNGC) 的联合推动下, 责任投资原则组织 (PRI) 于 2006 年成立, 将公司治理与环境和社会责任合并, 标志着 ESG 投资三大概念的正式提出, 为责任投资注入了当代元素。PRI 的成立为 ESG 概念树立了标杆, 明确提出环境、社会和治理问题对于投资组合收益的影响, 并正式建议投资者将这些因素纳入决策过程。

## 2. ESG 投资体系

ESG 体系可分为三个层次：企业 ESG 信息披露体系、ESG 企业评级体系、ESG 企业投资实践。在 ESG 理念的框架下，E、S 和 G 分别使用了多个评价指标，且披露、评价和投资过程相互衔接。从国内外 ESG 体系的内容看，环境领域多涉及企业的资源消费和处理、废物管理及绿色发展等内容；社会领域多涉及企业员工、股东、产品和消费者、企业信用及安全等内容；治理方面多涉及公司治理、风险管理和外部监督等内容。在此基础上，披露、评价和投资过程有机衔接，完整展示了企业在 ESG 各方面的表现，并最终体现在资本市场价格中。国内外 ESG 评价指标体系也存在一定差异。一方面，国内外对 E、S 和 G 三方面指标的设定方面有所差别。例如，在社会责任方面，“人权”和“社区影响”等指标在国外被普遍使用，国内则较少涉及，而是增加了“扶贫”等特色化指标。另一方面，由于国情不同，对于某一相同指标，我国评级机构使用的指标权重与国外也不完全相同。国际上越来越多的投资机构采取 ESG 理念作为投资指导。

### 2.1. ESG 信息披露体系

目前，国际上 ESG 信息披露体系主要由国际组合和政府机构牵头，目前影响最为广泛的 ESG 框架是联合国责任投资原则（PRI）和全球报告倡议组织的可持续发展报告。

表 1：ESG 信息披露框架

准则	相关机构
联合国责任投资原则(PRI)	联合国责任投资原则机构 (UNPRI) 联合国环境规划署金融行动机构 (UNEPFI) 联合国全球合约机构(UNGC)
可持续发展报告指引	全球报告倡议组织(GRI)
IOS26000 社会责任指引	国际标准化组织(ISO)
公司治理指引	经济合作与发展组织(OECD)
相关会计准则	可持续发展会计准则委员会(SASB)

资料来源：公开资料，德邦研究所

各机构、组织和交易所的披露原则和指导随着时间逐步完善。一方面，国内外 ESG 体系对信息披露的要求不断调整。例如，GRI 的《可持续发展报告指南》已修订五次，我国 2018 年修订了《上市公司治理准则》；另一方面，全球主要交易所不断推进上市公司 ESG 披露程度，逐步从自愿披露向半强制过渡，披露内容也逐渐多元化，推动了当地上市公司信息披露的质量和水平。

国外 ESG 体系的形成以自发运动为主，我国则以政府引导为主。国际上 ESG 体系最初源自公众的自发运动和非营利组织的推广，随后联合国等国际影响较大的组织开始构建 ESG 相关原则和框架，并推动各国交易所采用 ESG 披露标准。

与许多发达市场不同，中国监管机构是最初改革和提升可持续投资意识的主要推动力。作为中国可持续金融体系的政策基石，《指导意见》针对绿色债券市场、

绿色保险、绿色贷款和其他绿色和可持续金融产品和服务的发展均制定了相应规则。后续推出的措施、计划和指引，则进一步推动了可持续投资议程的实施。

表 2：国内 ESG 相关政策

时间	政策及内容
2017 年	中国证监会与环境保护部签署协议，共同制定了适用于上市公司的强制性环境披露框架。
2018 年 10 月	中国证监会修订了《上市公司治理准则》，规定上市公司有责任披露 ESG 信息。新准则将“可持续发展”和“绿色发展”列为上市公司的指导原则。
2018 年	上交所和深交所发布了 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 相关信息。
2018 年 11 月	中国证券投资基金业协会发布了首份绿色投资指引，同年发布了《中国上市公司 ESG 评价体系》报告。
2020 年	中国证监会预计将根据 2017 年与环境保护部达成的协议，发布上市公司强制性 ESG 问题披露准则。这将进一步提高中国上市股票 ESG 数据的质量和数量。

资料来源：公开资料，德邦研究所

在上述改革的推动下，上市公司开始了解 ESG 议题，并研究其对业务运营的影响。这一趋势也对公开市场和行业动态产生了影响。2018 年，超过 60% 的上交所上市公司披露了部分 ESG 信息，较上年增长 235%。其中，超过半数的公司属于自愿披露。

在我国，政府颁布的相关文件构成了早期 ESG 体系，自上而下的逐步促进了企业和公众对 ESG 的理解，目前我国的 ESG 信息披露体系也存在一些问题。近年来，我国监管部门、企业和公众对 ESG 理念的重视程度有所增加，然而，我国 ESG 体系的完整性与国外仍有较大差距，对企业在履行社会责任或绿色发展方面单独的研究也存在局限：一是 ESG 相关信息的披露制度仍不明确，企业信息披露的程度和质量有所欠缺；二是我国数据积累的基础与国外比较差；三是我国社会责任报告等披露的信息多以宣传业绩为主，很少涉及负面信息。

## 2.2. ESG 评级体系

国际上发布 ESG 评级的机构包括国际评级公司和环保组织等非盈利团体。这些评级机构主要应用了 MSCI、道琼斯和 FTSE 等具有国际影响力的股指作为参考标准，并在评级过程中进行了行业分类。当前全球 ESG 评级机构超过 600 家，包括评级公司和非盈利团体，其中 MSCI、彭博、汤森路透、富时罗素、道琼斯、恒生等最具影响力。评级机构的评级指标往往多达上百个，数据来源丰富，包括企业定期发布的年报和社会责任报告、政府部门发布的数据和报章杂志等公开信息。计算方法以加权平均法为主，但也有趋势外推和成本分析等方法，部分评级还涉及了负向指标。由于 A 股已有 234 家上市公司被纳入 MSCI，这些公司均将接受 MSCI 的 ESG 评级，MSCI 将据此编制 ESG 指数供投资者参考。今年 6 月 28 日，万得正式推出自有品牌 ESG 评级（Wind ESG Rating），覆盖中证 800 成分股。

国内外对企业 ESG 的评级过程均不够透明，缺乏独立性，导致结果存在偏差。绝大多数评级机构将评级方法的细节作为商业机密，仅公布有限信息。因此，投资者和其他使用者难以准确评价评级结果。同时，ESG 体系评级过程中主观因素影响较大，被评级公司的披露意愿也能够影响评级结果。此外，许多评级机构开

展 ESG 评级的目的之一是拓展业务，也会为被评级公司提供财务分析和风险管理等咨询服务，因此导致评级结果出现偏差。

### 2.3. ESG 投资实践

国际上越来越多的投资机构采取 ESG 理念作为投资指导。以 2006 年发布的联合国责任投资原则 (PRI) 为例，截至 2017 年 4 月，已有全球 50 多个国家约 1714 家投资机构作为合作伙伴参与该协议。这些机构管理的资产总规模接近 70 万亿美元，包括多家国际知名投资机构和养老金。

ESG 体系对投资有一定引导效果。国内外许多投资机构开始将 ESG 体系作为决定投资策略的重要参考依据。国际上，2017 年全球 ESG 资产管理规模接近 29 万亿美元，增长迅速；在我国，与 ESG 相关的投资资产总规模也不断扩大。摩根斯坦利曾发布报告表示，近年来 MSCI 新兴市场 ESG 指数的超额收益主要来自 ESG 理念的应用。总的来说，ESG 体系在引导投资方面发挥了愈加显著的作用，投资机构通过贯彻 ESG 理念，能获得较好的社会效益和经济效益。

虽然我国 ESG 理念发展仍处于初期阶段，但企业披露相关信息的意愿增加，为投资者提供了良好依据。据统计，2017 年 A 股上市公司披露社会责任报告的数量占比约为 24%。其中，三分之一的上市公司是自愿披露，主要为金融机构和市值超过 100 亿元的大中型企业。此外，根据中证财通中国可持续发展 100 (ECPI ESG) 指数，2016 年至 2018 年 5 月底，其累计超额收益达 20.08%。可见，随着对 ESG 认识的深入，我国 ESG 引导投资的效果也逐步显现。



### 3. ESG 基金投资及目前发展状况

#### 3.1. 全球主要地区 ESG 基金投资规模大部分呈逐渐增加趋势

近几年，全球 ESG 投资基金数量和规模在逐年增加，截止 2020 年全球 ESG 投资基金的规模已经突破了 40 万亿美元。其中美国是全球可持续投资资产规模最大的国家，目前管理超过全球 40% 的可持续投资资产。

表 3：2016-2020 年主要经济体可持续投资资产规模（单位：十亿美元）

地区	2016	2018	2020
欧洲	12,040	14,075	12,017
美国	8,723	11,995	17,081
加拿大	1086	1,699	2,423
澳大利亚	516	734	906
日本	474	2,180	2,874
汇总（十亿美元）	22,839	30,683	35,301

资料来源：RBC Global Asset Management，德邦研究所

从各地区可持续投资规模占总资产管理规模比例来看，除了欧洲呈现小幅下降外，2020 年澳大利亚的出现了较大幅度的下滑，其他地区占比均上升。目前，加拿大的可持续投资规模占总资产比率超过 50%。欧洲近年来实施了更为严格的可持续投资认定标准，可能是导致欧洲地区可持续投资占比下降的重要原因。

表 4：2014-2020 年部分地区可持续资产占资产管理规模的比率

地区	2014	2016	2018	2020
欧洲	58.80%	52.60%	48.80%	41.60%
美国	17.90%	21.60%	25.70%	33.20%
加拿大	31.30%	37.80%	50.60%	61.80%
澳大利亚	16.60%	50.60%	63.20%	37.90%
日本		3.40%	18.30%	24.30%

资料来源：RBC Global Asset Management，德邦研究所

#### 3.2. 全球各地区的 ESG 基金策略分布，其中 ESG 整合、负面筛选的规模运用最广

ESG 基金进行投资时，会采取一定的策略来选择投资标的，通常的策略包含七大种：

(1) 负面筛选：剔除 ESG 指标中评价负面的公司，如出现争议性、有违社会公德甚至违反法规等行为的公司。

(2) 正面筛选：选择投资某一行业或领域中 ESG 表现较好的公司或项目，投资者将按照一定的评分标准，选择满足 ESG 和财务评估的公司。

(3) ESG 整合：将 ESG 风险和机会纳入传统财务分析和投资决策。这种类型包括在主流投资分析中考虑财务因素的同时考虑 ESG 因素。

(4) 可持续主题投资：遵循同类最佳法或正面筛选法，即投资组合经理投资可持续性评级和状况最好的发行人。

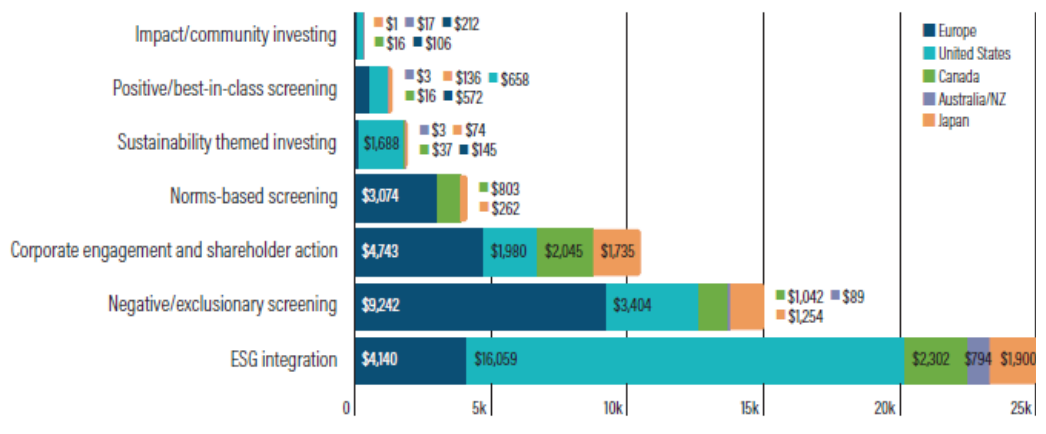
(5) 影响力投资：对公司、组织和基金的投资，且该投资以获得财务回报的同时产生社会与环境影响为目的。

(6) 股东参与策略：在 ESG 指导准则下行使股东权力参与企业治理、决策以及行为。

(7) 规范筛选：根据国际规范(OECD 或联合国等发布的规范)筛选符合最低商业标准的公司。

2016 年至 2020 年，以可持续发展为主题的投资、ESG 整合和股东参股策略都在持续增长。然而，自 2016 年以来，基于规范筛选、积极筛选以及负面筛选的轨迹变化波动较大。不同国家对于可持续投资策略的选择各有侧重。目前，全球运用最广泛的 ESG 策略是 ESG 整合，其次是负面筛选策略，与 ESG 整合策略相关的资产规模已经达到 25.20 万亿美元，美国是采取 ESG 整合策略的主要地区；负面筛选策略规模位居其次，达到了 15.03 万亿美元，较 2018 年的规模有所下降，该策略主要在欧洲、美国和加拿大广泛采用；另外，欧洲也是行使股东参与策略最多的地区。

图 2：2016-2020 年全球可持续投资按照七大策略分类分布（单位：十亿美元）



资料来源：RBC Global Asset Management，德邦研究所

表 5：2016-2020 年全球可持续投资按照七大策略分类分布（单位：十亿美元）

地区	2020	2018	2016	2016-2020 年增长率	年复合增长率
影响力投资	\$352	\$444	\$248	42%	9%
正面筛选投资	\$1,384	\$1,842	\$818	69%	14%
可持续主题投资	\$1,948	\$1,018	\$276	605%	63%
规范筛选	\$4,140	\$4,679	\$6,195	-33%	10%
股东参股策略	\$10,504	\$9,835	\$8,385	25%	6%
负面筛选策略	\$15,030	\$19,771	\$15,064	0%	0%
ESG 整合	\$25,195	\$17,544	\$10,353	143%	25%

资料来源：RBC Global Asset Management，德邦研究所

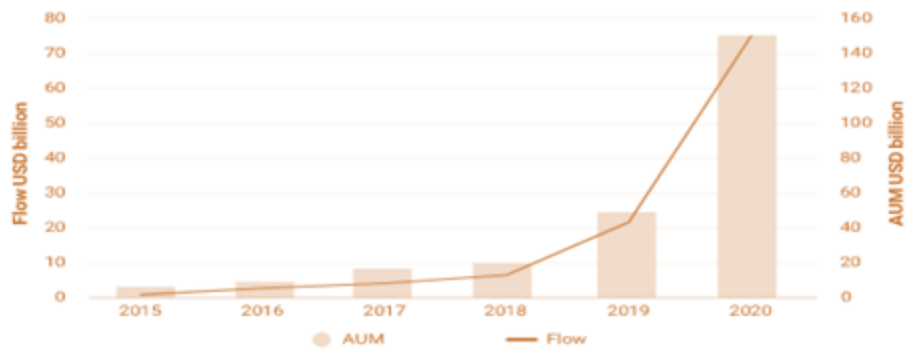
### 3.3. 2019 年以来 ESG EFT 规模呈加速上升趋势，表现优于市值基准

MSCI 关于 ESG ETF 的研究报告《Fund ESG Transparency - Quarterly Report 2021》展示了北美、欧洲、亚洲、澳洲和其他地区的 ESG ETF 数量对比。欧洲国家基金数量较多，其次是北美，亚洲和澳洲各国相比而言较少一些。2019 年至 2020 年，全球的 ESG ETF 在加速上升。此外，由于受到 COVID-19 的影响，2020 年上半年开始，ESG ETF 的增长也在加速。从 MSCI ACWI<sup>1</sup> ESG 指

<sup>1</sup> MSCI ACWI 指数涵盖了 23 个发达国家和 27 个新兴市场的 3000 多只大中型股票。

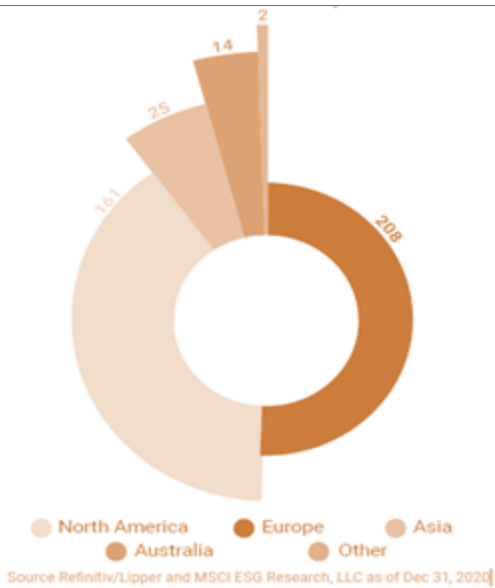
数的相对表现可以看出，整体而言，所有标准的 MSCIACWI ESG 股票指数的表现都优于其市值基准 (MSCIACWI Index)。同时我们也可以看出，自 2019 年以来 ESG 已经步入了发展的快车道。

图 3：全球 ESG ETF 规模增速 2015-2020



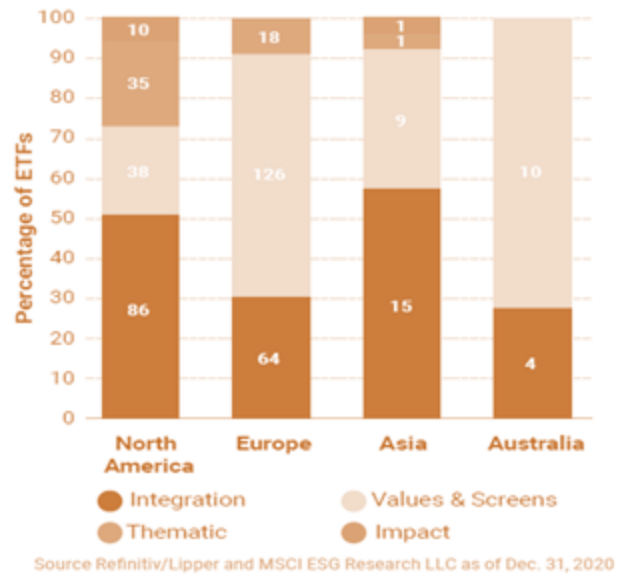
资料来源：MSCI，德邦研究所

图 4：全球 ESG ETF 的分布



资料来源：MSCI，德邦研究所

图 5：全球 ESG ETF 的分布的类型



资料来源：MSCI，德邦研究所

图 6：全 MSCIACWI ESG 指数的相对表现



资料来源：MSCI，德邦研究所

## 4. 中国 ESG 基金的收益率分析

### 4.1. ESG 投资的驱动力

根据 MSCI 发布的报告《The Drivers of ESG Returns》，所有的标准的 MSCI ESG 指数在各自的实盘跟踪期间都有出色表现。基于对业绩效应的拆分，从市盈率扩张、收益增长和再投资回报三个角度来看，ESG 指数的估值在一段时间内高于 MSCI ACWI 指数，但后期 ESG 指数的估值差异有所下降，ESG 的表现不能单纯用相对于基准的估值水平变化来解释。结合其他标准的 MSCI 因素（价值、动量、质量和股息指数）做因子拆解后，我们发现，MSCI ESG 指数的超额表现主要来自更高的盈利增长。从不同指数的角度来看，MSCI ACWI 动量指数主动回报的主要来源是盈利增长，而 MSCI ACWI 价值加权指数和 MSCI ACWI 质量指数的主动回报的主要来源是市盈率扩张，并且，MSCI ESG 指数在其实盘跟踪期间的优异表现来自于 ESG 和其他风格因素。此外，中国责任投资年度报告(2020)中的调查显示，降低投资风险既是个人投资者也是机构投资者采纳 ESG 投资的首要驱动力。60.0%投资者希望通过责任投资鼓励企业可持续发展，为社会创造价值。

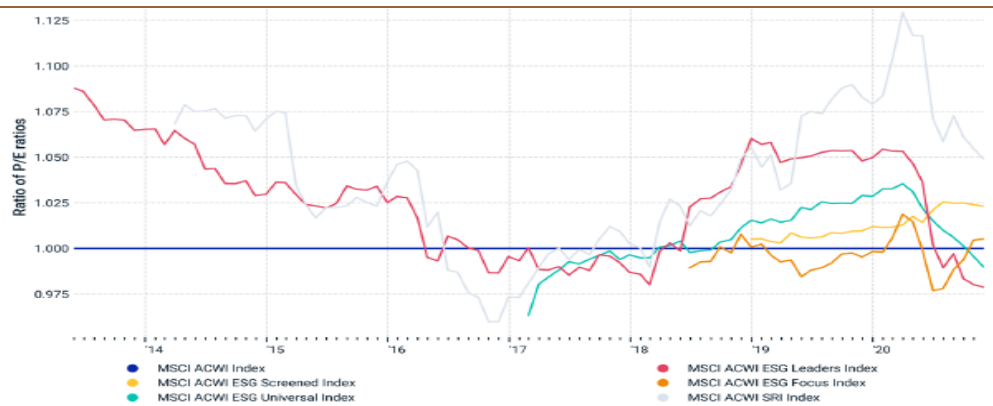
图 7：Live Track MSCI ESG 指数的主动业绩归属

Active return contribution	ESG Screened	ESG Universal	ESG Focus	ESG Leaders	SRI
<b>Total Active</b>	<b>0.99%</b>	<b>0.90%</b>	<b>1.47%</b>	<b>0.24%</b>	<b>1.40%</b>
- Specific	0.24%	0.04%	0.34%	-0.58%	0.02%
- Industries	0.45%	0.38%	0.12%	0.31%	0.30%
- Countries	0.06%	-0.08%	-0.05%	0.06%	-0.09%
- Currencies	0.01%	0.02%	0.01%	-0.04%	-0.12%
- Styles	0.23%	0.53%	1.05%	0.49%	1.29%
→ of which ESG	<b>0.03%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.93%</b>	<b>0.24%</b>	<b>0.52%</b>
→ other Styles	0.20%	0.28%	0.12%	0.25%	0.77%
Start date	Dec. 31, 2018	Feb. 28, 2017	Jun. 30, 2018	Jun. 30, 2013	Mar. 31, 2014
End date	Nov. 30, 2020	Nov. 30, 2021	Nov. 30, 2022	Nov. 30, 2023	Nov. 30, 2024

Source: MSCI. All performance figures are annualized.

资料来源：MSCI，德邦研究所

图 8：Live Track ESG 指数市盈率相对于基准的时间变化



Data from May 31, 2013, to Nov. 30, 2020. Each index is shown with its live track history.

资料来源：MSCI，德邦研究所

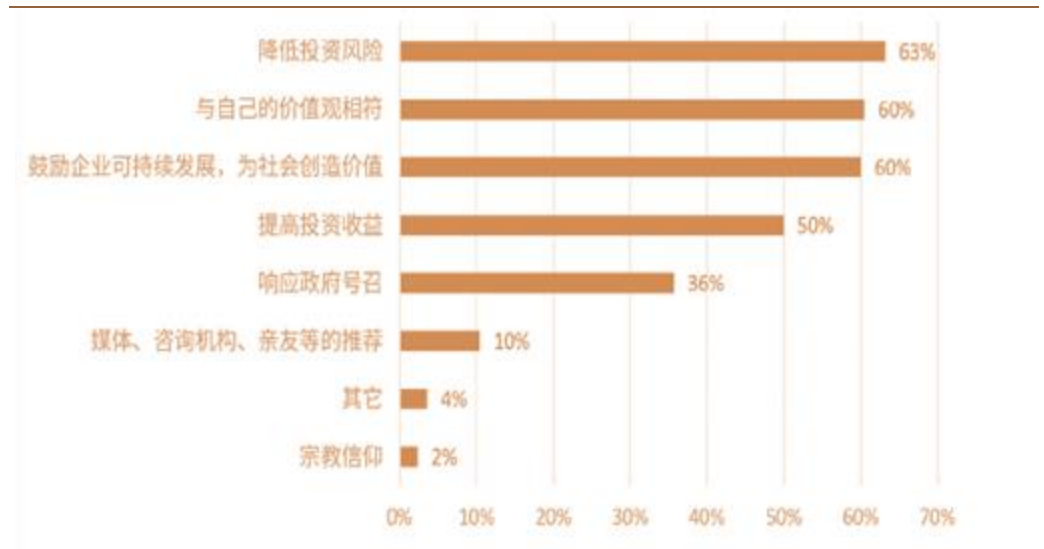
图 9：ESG 指数贡献度拆分

	Growth in Earnings	P/E Expansion	Reinvestment Return	Active Return
MSCI ACWI VALUE WEIGHTED INDEX	-10.14	6.85	0.48	-2.81
MSCI ACWI HIGH DIVIDEND YIELD INDEX	-7.73	3.16	1.59	-2.98
MSCI ACWI QUALITY INDEX	0.65	3.45	-0.35	3.74
MSCI ACWI MOMENTUM INDEX	9.07	-3.98	-0.73	4.36
MSCI ACWI SRI INDEX	2.09	-0.96	0.02	1.16
MSCI ACWI ESG LEADERS INDEX	1.79	-1.61	0.02	0.21
MSCI ACWI ESG UNIVERSAL INDEX	1.18	-0.78	0.03	0.43

Data from May 31, 2013, to Nov. 30, 2020

资料来源：MSCI，德邦研究所

图 10：个人投资者采纳责任投资的驱动力



资料来源：中国责任投资年度报告（2020），德邦研究所

## 4.2. 国内权益市场 ESG 行业评分体系

### 4.2.1. ESG 评级数据库的选取

目前市场上上市公司 ESG 评级较多，标准并不统一。我们就国内目前较为主流的几种上市公司 ESG 评级（商道融绿、WIND ESG 评级、华证、富时罗素以及润灵环球，2020）结果进行相关性分析。总体来看，这 5 种不同的评级机构的相关性在 0.5 左右，主要的原因是因为 ESG 评级设计的细分指标较多，目前国内政策监管部门对上市公司的 ESG 信息披露还没有统一要求，深交所和上交所先后出指导意见鼓励上市公司发布 CSR 报告，但并非强制披露信息。由于目前 Wind ESG 评级已覆盖中证 800 成分股，并计划在本年度内覆盖全部 A 股上市公司，还将逐步扩展到港股、中概股等，对于具体股票的覆盖面更全面，我们选取更贴近 A 股市场的 Wind ESG 评级指标体系。

**表 6：不同上市公司 ESG 评级的相关性分析**

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) Wind_score	1.000				
(2) Huazheng_score	0.380	1.000			
(3) FS_score	0.466	0.202	1.000		
(4) SD_score	0.474	0.226	0.597	1.000	
(5) RunL_score	0.535	0.331	0.664	0.549	1.000

资料来源：Wind，德邦研究所

#### 4.2.2. 分行业的 ESG 得分测算

WIND 对中证 800 进行了评级包括：AAA、AA、A、BBB、BB 和 B，从目前的评级结果来看，AAA 级的上市公司仅有中国联通一家，而 AA 级的公司有 44 家，A 级公司有 194 家，A 级以上公司占比仅为三成左右。我们参考 Gibson et al. (2019)，将所有评级数据对应为 1-6 分（其中 AAA 为最高评级 6 分，B 为最低评级 1 分）。我们按指数成分对应的分数的均值进行行业得分测算，按照申万一级行业分类，我们算出来 28 个行业的上市公司的平均得分，建筑装饰、非银金融和交通运输等行业的 ESG 平均得分较高，得分最低的三个行业分别是休闲服务、农林牧渔和纺织服装。按照 WIND 的二级行业分类结果来看，排在前三的行业分别是：电信服务、保险、商业和专业服务，排在最后的三个行业分别是：软件与服务、汽车与汽车零部件行业、以及食品、饮料与烟草行业。

**表 7：不同行业的上市公司 ESG 平均得分**

所属申万行业名称 行业级别二级行业	行业 ESG 均值	所属申万行业名称 行业级别一级行业	行业 ESG 均值	所属 WIND 行业名称 行业级别二级行业	行业 ESG 均值
金属制品 II	6.000	建筑装饰	3.444	电信服务 II	4
通信运营 II	5.000	非银金融	3.39	保险 II	3.571
石油开采 II	5.000	交通运输	3.389	商业和专业服务	3.556
高速公路 II	4.000	钢铁	3.381	能源 II	3.421
燃气 II	4.000	综合	3.333	运输	3.375
医疗服务 II	4.000	电气设备	3.286	多元金融	3.34
航空运输 II	3.800	采掘	3.278	医疗保健设备与服务	3.3
专业工程	3.800	公用事业	3.121	资本货物	3.15
专业零售	3.667	轻工制造	3.077	公用事业 II	3.111
航运 II	3.600	有色金属	3.063	银行	3.057
保险 II	3.571	银行	3.057	食品与主要用品零售 II	3
采掘服务	3.500	医药生物	3.025	家庭与个人用品	3
运输设备 II	3.500	通信	3	媒体 II	3
证券 II	3.500	建筑材料	3	制药、生物科技与生命科学	2.902
电机 II	3.500	机械设备	2.963	技术硬件与设备	2.886
电子制造	3.500	国防军工	2.92	材料 II	2.883
玻璃制造 II	3.500	房地产	2.846	耐用消费品与服装	2.875
物流 II	3.500	家用电器	2.846	零售业	2.8
房屋建设 II	3.500	电子	2.828	半导体与半导体生产 设备	2.739
基础建设	3.444	商业贸易	2.824	房地产 II	2.722
港口 II	3.429	汽车	2.821	消费者服务 II	2.714
黄金 II	3.400	传媒	2.788	软件与服务	2.707
钢铁 II	3.381	计算机	2.75	汽车与汽车零部件	2.68
电源设备	3.357	化工	2.593	食品、饮料与烟草	2.467
船舶制造 II	3.333	食品饮料	2.516		

综合 II	3.333	纺织服装	2.5
石油化工	3.333	休闲服务	2.5
电气自动化设备	3.333	农林牧渔	2.438
造纸 II	3.250		
商业物业经营	3.250		
汽车整车	3.182		
环保工程及服务 II	3.167		
工业金属	3.167		
家用轻工	3.167		
地面兵装 II	3.167		
医药商业 II	3.125		
高低压设备	3.111		
煤炭开采 II	3.091		
中药 II	3.067		
银行 II	3.057		
酒店 II	3.000		
贸易 II	3.000		
营销传播	3.000		
稀有金属	3.000		
电力	3.000		
水泥制造 II	3.000		
橡胶	3.000		
动物保健 II	3.000		
其他采掘 II	3.000		
医疗器械 II	2.933		
白色家电	2.900		
通信设备	2.882		
互联网传媒	2.882		
房地产开发 II	2.879		
生物制品 II	2.867		
化学制药	2.864		
计算机设备 II	2.833		
专用设备	2.824		
多元金融 II	2.800		
其他建材 II	2.800		
光学光电子	2.786		
航空装备 II	2.750		
航天装备 II	2.750		
畜禽养殖 II	2.750		
计算机应用	2.733		
食品加工	2.714		
化学制品	2.677		
铁路运输 II	2.667		
视听器材	2.667		
水务 II	2.667		
园区开发 II	2.667		
包装印刷 II	2.667		
元件 II	2.667		
金属非金属新材料	2.600		
汽车零部件 II	2.600		
半导体	2.588		
文化传媒	2.583		
装修装饰 II	2.500		
汽车服务 II	2.500		
服装家纺	2.500		
化学纤维	2.500		

饲料 II	2.400
通用机械	2.400
饮料制造	2.353
机场 II	2.333
化学原料	2.333
一般零售	2.250
种植业	2.000
景点	2.000
旅游综合 II	2.000
农产品加工	2.000
其他电子 II	2.000
塑料	1.500

资料来源：Wind，德邦研究所

### 4.3. 国内 ESG 基金收益率分析

当前，各国官方大多没有对 ESG 基金进行明确定义。国外的一些投资机构和评级机构根据投资标的来对 ESG 基金进行定义，本质上差别不大。截止 2021 年 9 月，根据 WIND 显示，我国泛 ESG 基金达到 170 只，主题投资包括医药生物、扶贫、优质生活、农业、低碳、环保、绿色、责任、可持续等等上市公司。本报告根据基金代码将 WIND 泛 ESG 基金的整体平均收益率与全市场的偏股基金收益率进行匹配，根据最近三个月、最近六个月、最近一年、最近两年、最近三年以及成立以来的收益率进行分析。

整体而言，泛 ESG 基金的收益率比市场基准偏股基金的收益率较高，而且随着时间推移，泛 ESG 基金产品的收益与市场偏股基金产品的收益差距越大。具体而言，从时间期限来看，绿色基金 1 年的收益率超越市场基金 14.459%，两年期收益率超越市场扩大到了 36.028% 左右，三年期收益率超越市场 33.621% 左右。

表 8：2021 年泛 ESG 基金和剩余全市场基金收益率对比（单位：%）

	泛 ESG 基金	剩余全市场基金
3 个月	15.493	9.728
6 个月	10.947	8.073
12 个月	47.641	33.182
两年	118.703	82.675
三年	127.028	93.407
成立以来	229.731	155.986

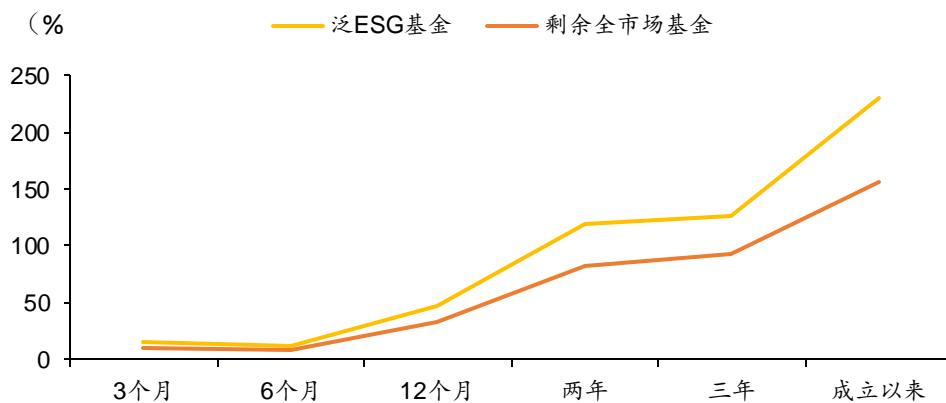
资料来源：Wind，德邦研究所

泛 ESG 基金之所以取得超出市场平均水平的收益，主要是源于其在投资中更注重标的的可持续发展因素，尤其是在国家推进“碳中和”和“碳达峰”的大背景下，绿色、低碳等相关理念的产品更加受到投资者的追捧。除了政策层面的因素，企业自身的治理能力和社会责任承担也会对其长期的盈利能力和经营状况产生影响，最终体现在基金净值的提升。



而随着越来越多的上市公司披露 ESG 相关信息，符合 ESG 投资标准的标的也将不断增加，同时一些虚有其表的 ESG 基金也将逐渐被市场驱逐淘汰，ESG 基金的收益率有望在未来继续上行。

图 11：2021 年绿色基金和非绿色基金收益对比



资料来源：Wind，德邦研究所

## 5. 风险提示

ESG 评价的局限性短期未能解决，“双碳”减排超预期，能耗与扩产的矛盾性。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券研究所首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

潘京，德邦证券宏观分析师。武汉大学金融学，诺欧商学院投资专业硕士，4 年宏观策略研究经验。2021 年加入德邦证券研究所。擅长从宏观视角出发研究产业（5G、半导体、新基建、新零售等）代际变迁，探讨宏观议题对市场影响的传导机制进行大势研判和资产配置，结合行业景气度和盈利估值等中微观数据预判行业轮动和市场风格。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。