

宏观深度报告 20220429

ESG 投资体系构建指南:

从 EPS 到 ESG, 海外养老金投资策略有何变化?

2022 年 04 月 29 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《“稳”与“防”的动态平衡》

2022-04-29

《亚洲货币战下人民币汇率破 6.6 》

2022-04-28

《亚洲“货币战”？》

2022-04-27

■ 2017 年以来, 投资者对于环境、社会风险的关注升温, 全球资产配置正经历着向可持续或 ESG 方向的结构性的转变。投资从对 EPS 的单方面追逐转向 EPS-ESG 双向的考量, 对于业绩的考核也加入了“ESG 绩效”。2022 年开年以来, 欧美多国对于俄罗斯的制裁、GPF 因为新疆棉剔除李宁等事件对资本市场造成了冲击, ESG 对于投资下行风险的启示愈发受到关注。

■ 本文从投资风险等多个维度, 探索了 ESG 潮流背后的逻辑与驱动力。我们对海外机构的 ESG 纳入框架进行了研究, 探讨了机构层面 ESG 政策的制定及投资流程中的 ESG 纳入, 分成三点来概括:

■ 一是纳入 ESG 符合养老金和资管机构的长期目标, 因而受到二者共同的推动。从投资价值链传导来看, 对 ESG 的考量源自以海外公共养老金为代表的资产所有者, 后续传导至资管机构, 再传导至被投资的标的公司。

从养老金的角度, ESG 与其投资理念高度契合。一方面, ESG 的可持续发展理念与养老金的长期投资理念不谋而合, 另一方面, 养老金的社会责任属性也驱动其与 ESG 相融合。ESG 的纳入有助于改善养老金的收益-收益状况, 助力其实现长期投资目标, 履行受托责任。

从资管机构的角度, 一方面为了应对养老金等资金方的考核, 另一方面出于自身投资风险管理的目的, ESG 有助于机构对下行风险形成更全面的认识, 帮助其有效地管理监管风险, 推动资管机构在公司政策层面纳入 ESG 因素。

■ 二是治理因素为最受关注的 ESG 因素。对于上市公司来说, 公司治理涉及的领域, 除了公司组织架构(董事会、高管薪酬、股东权利、信披等), 还包括公司的商业战略以及其实施方式对环境和社会等因素的影响。

公司治理的目的是使得利益相关者实现利益最大化。从价值创造来看, 强大的治理框架可以维护少数股东权益, 从而对公司估值产生重要影响。世界银行指出, 对 27 个经济体的 539 家大型企业的研究表明, 投资者保护良好的经济体的企业估值普遍更高; 此外, 企业的风险承受力和增长率与投资者保护体系的质量呈正相关关系, 更好的治理体系使得公司可以进行风险更高、更具价值的投资。

■ 三是 ESG 框架体系包括公司层面的政策和投研流程的纳入。

公司层面 ESG 的“基础设施建设”, 遵循总部所在地的法律法规及监管指引, 并参考国际规范和指引, 其中联合国可持续发展目标和巴黎协定是多数机构 ESG 政策的指导方针。国际规范和指引提供了 ESG 整合的框架、标准和原则, 在为市场带来一致性和清晰性方面发挥着重要作用。

ESG 因素作为传统基本面分析的补充, 可以贯穿投研流程, 并被纳入投资组合层面的风险管理, 后续通过尽职管理持续提高标的的 ESG 绩效。越来越多的投资者将声誉风险评估、监管发展、人口老龄化等大趋势纳入基本的投资分析中。此外, ESG 分析也被纳入波特五要素等传统分析框架, 从而对财务指标预测、建模假设、估值倍数和财务比率预测等方面构成临时或永久性调整。

■ 最常用的 ESG 纳入策略包括负面筛选和 ESG 评级:

负面筛选基于传统道德价值观及标准和规范, 规避公司或国家, 可以帮助规避监管、事故等对于公司业绩的负面影响。海外机构的排除政策有一定的政治倾向性, 尽管参考的规范和指引多为自愿性的, 但部分养老金排除政策的制定受到政府的指引。

ESG 评级包括三个层级的指标来对公司的 ESG 表现评分。评分低反映了 ESG 风险敞口较大，在制定投资决策的过程中，当其他条件类似时，通常优先考虑 ESG 评分高的标的。不过由于数据可得性及评分计算方法的不同，ESG 评级缺乏统一标准。

- 总结来看，ESG 的纳入与养老金和资管机构的长期目标一致。将 ESG 绩效纳入考评，可以对下行风险形成更全面的认识。2022 年在地缘政治风险升温、制裁大棒的挥舞下，ESG 策略的韧性愈发受到关注，未来或将吸引跟多的机构加入 ESG 体系建设的风潮。
- 风险提示：地缘冲突剧烈导致全球碳中和趋势被逆转；新冠病毒变异导致疫苗失效，造成资产价格崩盘

内容目录

1. 海外投资机构为什么引入 ESG?	6
1.1. ESG 在投资价值链上的传导	6
1.2. 哪些 ESG 相关领域最受海外投资者关注?	8
2. 如何在机构层面纳入对 ESG 因素的考量?	8
2.1. 哪些国际规范和指引可供参考?	9
2.2. 如何将 ESG 因素纳入投研流程?	10
3. 如何制定负面筛选策略?	11
3.1. 海外机构的排除标准是如何确定的?	13
3.2. 案例: 挪威主权财富基金 GPFG	14
4. 如何构建 ESG 评级体系?	15
4.1. 海内外 ESG 数据提供商镜鉴	16
4.2. 案例: 治理因素的海内外评级对比	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 全球投资风险格局不断演变, 2017 年以来, 环境和社会风险愈发受到关注.....	5
图 2: 标普 ESG 系列指数相对于基准指数存在超额收益.....	5
图 3: 2021 年调查数据显示养老金为 ESG 纳入的主体.....	6
图 4: 日本政府养老投资基金 GPIF 将 ESG 因素纳入了对外部资产管理人的考核中.....	7
图 5: CFA 协会机构投资者调查显示, 资管机构将 ESG 纳入投资流程的两个首要原因为投资风险管理和客户需求.....	7
图 6: CFA 协会调查显示, 董事会责任为投资者最关注的 ESG 问题.....	8
图 7: 海外养老金制定 ESG 政策主要参考的国际规范和指引.....	9
图 8: ESG 因素可以贯穿投研流程, 并被纳入投资组合层面的风险管理.....	11
图 9: 负面筛选对下行风险有警示作用, 在短期内或能获得超额收益, 但对长期超额收益的贡献不大.....	12
图 10: 从参考的国际规范可以看出, 北欧养老金对气候风险的重视程度很高.....	14
图 11: 我们选取的四大海外养老金/主权基金简介.....	14
图 12: 研究对象负面清单排除领域.....	14
图 13: MSCI ESG 评级体系.....	16
表 1: ICGN 全球公司治理原则包含了十项准则.....	10
表 2: 股票领域的 ESG 框架.....	10
表 3: 股票领域, ESG 纳入投资组合构建的三种方法对比.....	11
表 4: PRI 对于筛选法的指引.....	12
表 5: 负面筛选参考的国际公认规范.....	13
表 6: GPF 负面筛选标准.....	15
表 7: 海内外领先的 ESG 评级数据提供商一览.....	17
表 8: 万得和 MSCI ESG 评级体系——治理因素下部分三级指标对比.....	18

2017 年以来，投资者对于环境、社会风险的关注升温，全球资产配置正经历着向可持续或 ESG 方向的结构转变（图 1）。投资从对 EPS 的单方面追逐转向 EPS-ESG 双向的考量，对于业绩的考核也加入了“ESG 绩效”。

图1：全球投资风险格局不断演变，2017 年以来，环境和社会风险愈发受到关注

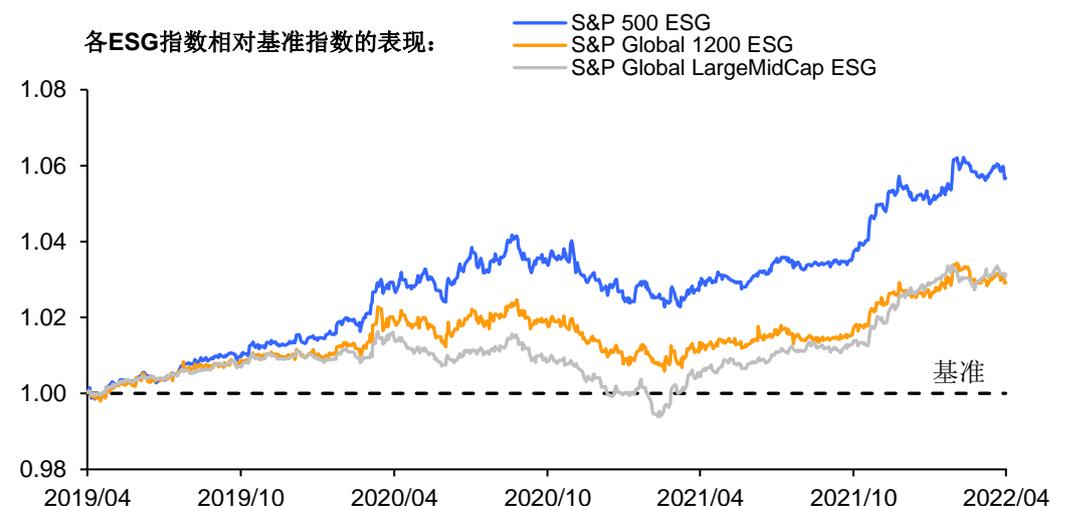


注：历年重要性前五的风险分类

数据来源：CFA Institute，2021 年世界经济论坛全球风险报告，东吴证券研究所

在疫情的“压力测试”下，ESG 策略被证明在市场存在下行风险时具备韧性。在新冠疫情爆发、金融市场承压下，标普系列 ESG 指数依旧跑赢基准指数（图 2）。地缘政治风险升温、制裁大棒挥舞的 2022 年，ESG 策略有望持续收获超额收益。本文对海外机构的 ESG 纳入框架进行了研究，探讨了机构层面的 ESG 政策及投资流程中对 ESG 因素的纳入，从投资风险管理等多个维度，探索了 ESG 潮流背后的逻辑与驱动力。

图2：标普 ESG 系列指数相对于基准指数存在超额收益



注：基准指数分别为 S&P500、S&P Global 1200、S&P Global LargeMidCap

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

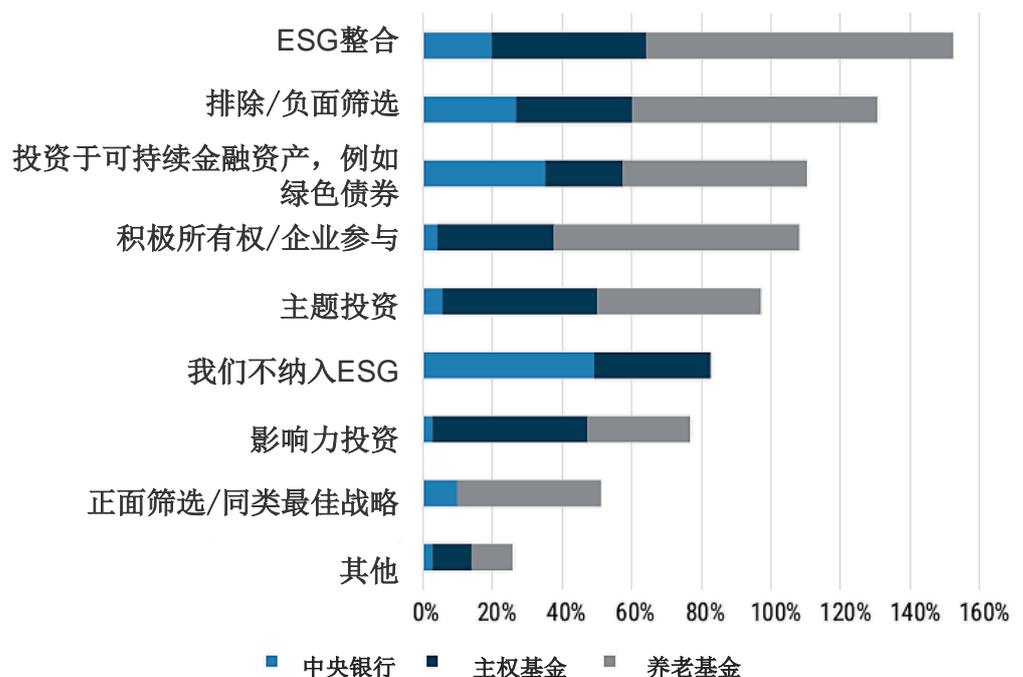
1. 海外投资机构为什么引入 ESG?

ESG 潮流受到资产所有者和资管机构共同的推动。前者的初始动机为政府的法律法规和指引,后者一方面为了回应前者的需求,另一方面出于自身投资风险管理的目的,在公司政策层面纳入 ESG 因素。

1.1. ESG 在投资价值链上的传导

从源头上看,ESG 的核心推动者是以海外公共养老金为代表的资产所有者,后续通过投资价值链传导至资管机构。ESG 与养老金的投资理念高度契合,一方面,ESG 的可持续理念与养老金的长期投资理念不谋而合,另一方面,养老金的社会责任属性也驱动其与 ESG 相融合。

图3: 2021 年调查数据显示养老金为 ESG 纳入的主体



注: 三种机构占比的加总

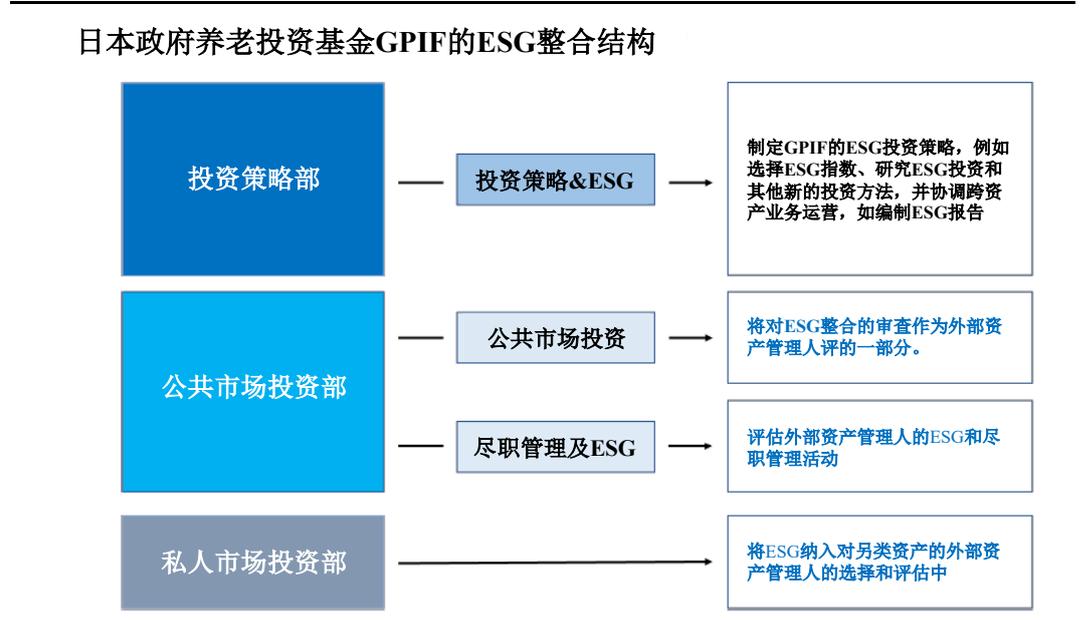
数据来源: 路透, OMFIF (2021/07), 东吴证券研究所

纳入 ESG 有助于养老金履行受托责任。养老金本质上是受托机构,肩负受托责任 (Fiduciary Duty), 其 ESG 纳入的方向旨在改善风险-收益状况 (Risk-Return Profile), 实现长期投资目标。对 ESG 因素的评估有助于养老金与其投资标的公司就长期价值创造的驱动因素进行更高质量的对话,积极寻找 ESG 为投资创造的机遇,并使得资本被分配给治理更优的公司,更好地为实现绿色和可持续发展的社会目标做出贡献。

部分养老金对外部资产管理人的考核包括 ESG 对投资财务绩效的影响,迫使资管

机构将 ESG 纳入投资流程。例如日本政府养老投资基金（GPIF）采取监控和评估资产管理人 ESG 策略的形式，通过评估与其预期的一致性来选择合适的外部管理人(图 4)。

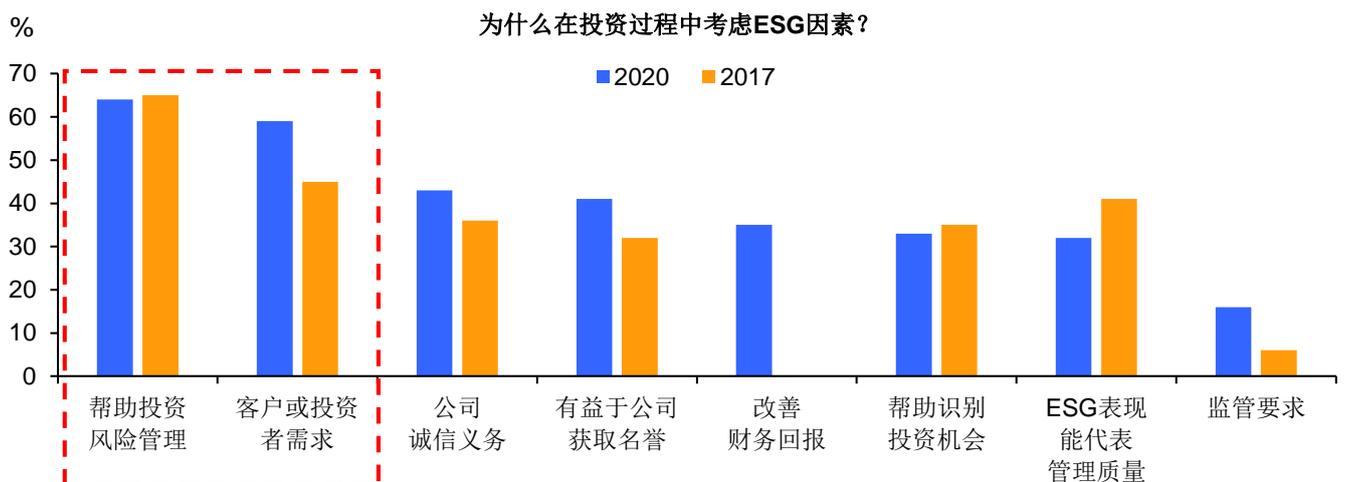
图4：日本政府养老投资基金 GPIF 将 ESG 因素纳入了对外部资产管理人的考核中



数据来源：GPIF，东吴证券研究所

除了客户考核要求外，投资风险管理也是海外资管机构将 ESG 因素纳入投资组合管理的重要原因（图 5）。将 ESG 纳入投资决策及风险管理流程有助于规避政策风险，尤其是对于政策敏感型行业，将标的公司的 ESG 绩效纳入考评，可以帮助海外资管机构对于下行风险形成更全面的认识。

图5：CFA 协会机构投资者调查显示，资管机构将 ESG 纳入投资流程的两个首要原因为投资风险管理和客户需求

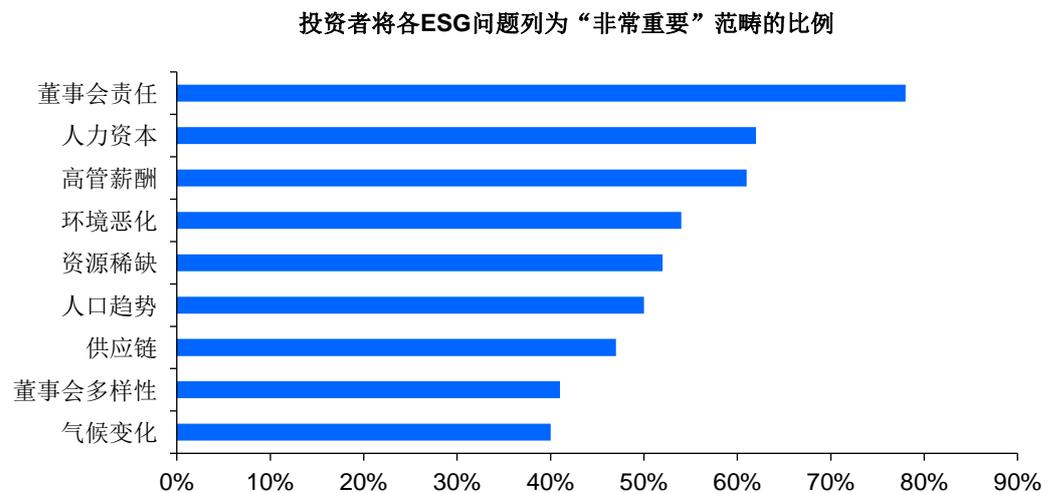


数据来源：CFA 协会，东吴证券研究所

1.2. 哪些 ESG 相关领域最受海外投资者关注？

治理因素为投资研究和分析中涉及最多的 ESG 因素。根据 CFA 协会调查，ESG 中各欧洲机构最为看重治理因素对投资的影响，从具体问题来看，投资者最关注的 ESG 问题是董事会责任（图 6）。对于治理因素的关注，部分原因在于近年来公司治理实践丑闻频发，例如大众汽车的排放测试丑闻已经迫使其支付了近 300 亿欧元的罚款和赔偿，Facebook 对数据的滥用导致其市值一度蒸发超过 10%，在公司遭受大额财务损失的同时，投资者的利益受到严重侵害。

图6：CFA 协会调查显示，董事会责任为投资者最关注的 ESG 问题



数据来源：CFA 协会，东吴证券研究所

公司治理涉及的领域：对于上市公司来说，一方面包括公司组织架构，涵盖了董事会（结构、规模、多样性、技能和独立性）、高管薪酬、股东权利、利益相关者互动、信息披露、商业道德、贿赂和腐败、内控和风险管理等多个领域。另一方面也包括公司的商业战略以及其实施方式对环境和社会等因素的影响，而在全球碳中和等趋势下，对环境和社会因素的关注在进一步升温。

公司治理的目的是使得利益相关者实现利益最大化。从价值创造来看，强大的治理框架可以维护少数股东权益，从而对公司估值产生重要影响，因而受到投资者关注。世界银行指出，对 27 个经济体的 539 家大型企业的研究表明，投资者保护良好的经济体的企业估值普遍更高；此外，企业的风险承受力和增长率与投资者保护体系的质量呈正相关关系，更好的治理体系使得公司可以进行风险更高、更具价值的投资。

2. 如何在机构层面纳入对 ESG 因素的考量？

对于 ESG 因素的考量可以从两个维度来看：一是 ESG “基础设施建设”，即制定公司层面的 ESG 政策，遵循总部所在地的法律法规及监管指引，并参考国际规范和指引。

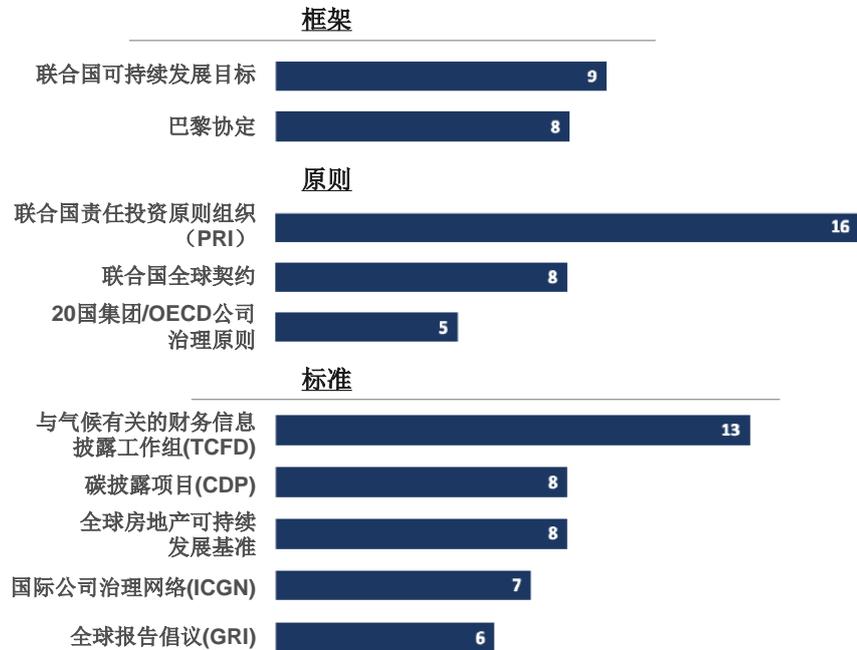
二是将 ESG 因素纳入投资的全部流程，并通过后续的尽职管理持续提高标的的 ESG 绩效。

2.1. 哪些国际规范和指引可供参考？

联合国可持续发展目标和巴黎协定是多数机构 ESG 政策的指导方针（图 7）。国际规范和指引提供了 ESG 整合的框架、标准和原则，在为市场带来一致性和清晰性方面发挥着重要作用。尽管多数规范及指引为自愿性的，但在社会责任属性的驱动下，海外养老金在 ESG 整合中对其进行了参考，将其作为政策制定的基准，为内部和外部资产管理人提供有关可持续性问题指引，帮助其制定更加完善的投资政策和流程，从而降低监管风险。

图7：海外养老金制定 ESG 政策主要参考的国际规范和指引

20只在ESG方面领跑的海外养老金所参考的国际ESG相关规范和指引
(报告参考各国际基准的基金数量)



数据来源：UNCTAD（联合国贸易和发展会议），东吴证券研究所

备受关注的治理因素方面，主要参考的规范或指引有哪些？首先是 ICGN 全球公司治理原则，成立于 1995 年的 ICGN（国际公司治理网络）是全球公司治理和尽职管理标准制定的领导者。ICGN 旨在改善公司治理、风险管理、薪酬政策、股东权利和透明度。其成员多为投资机构，资产管理规模共计超过 59 万亿美元，ICGN 全球公司治理原则（GGP）包含了十项准则，通过成员协商共同制定，成为了许多投资机构制定投票政策和公司参与政策的标准（表 1）。此外还有《OECD 公司治理原则》，而我国公司治理方面的指引主要为证监会发布的《上市公司治理准则》。

表1: ICGN 全球公司治理原则包含了十项准则

原则	概述
原则1 董事会角色与责任	董事会应以诚信、谨慎和忠诚为基础，在知情的情况下采取行动来促进公司的长期利益， 维护股东的利益，同时兼顾利益相关者。
原则2 领导层与独立性	董事会领导层需要明确和平衡董事会和高管角色 ，并在促进公司向长期成功迈进的过程中，通过 完整的独立流程 维护股东和利益相关者的利益。
原则3 组成及任命	董事构成应足够混合 ，董事会应由具有相关知识、独立的、有能力的、具备行业经验和多元化视角的董事组成，围绕公司宗旨、长期战略和利益相关者进行有效的挑战、讨论和客观决策。
原则4 公司文化	董事会应在董事会层面和全体员工层面灌输和展示与公司宗旨及价值观一致、高标准的商业道德和诚信文化。
原则5 薪酬体系	薪酬体系的设计应公平有效地使CEO、高管和员工的利益与公司的战略和目标相一致 ，以帮助确保长期可持续的价值维系和创造。总薪酬应与支付给股东的股息和为未来投资保留的资本保持适当的平衡，并且在与不平等相关的社会方面因素考虑下，金额水平应具备足够的说服力。
原则6 风险监督	董事会应积极监督公司主要风险的评估和披露 ，并定期或在任何重大业务变化时批准风险管理和内部控制方法，并确保该方法有效运行。
原则7 公司报告	董事会应监督对于股东和利益相关者的及时、可靠的披露 ，包括公司财务状况、可持续性方法、绩效、商业模式、战略和长期愿景。
原则8 内部和外部审计	董事会应建立严格、独立和有效的内部和外部审计程序，以确保公司报告的质量和完整性。
原则9 股东权益	所有股东的权利应该平等并且必须受到保护。其基础是 确保股东的投票权与其持股份额直接相关，并确保少数股东对影响其在公司利益的关键决策或交易拥有投票权。
原则10 股东大会	董事会应确保以高效、民主和安全的方式促进与股东的会议， 对可能影响投票决定的公司的长期战略、绩效和可持续价值创造提供建设性的互动和问责。

数据来源: ICGN, 东吴证券研究所

2.2. 如何将 ESG 因素纳入投研流程?

PRI 在股票领域的 ESG 框架主要由 ESG 纳入和积极所有权两部分组成(表 2)。前者聚焦将 ESG 因素纳入投资组合构建,后者旨在持续提高投资标的的 ESG 绩效。ESG 纳入投资组合的主流方法有三种(表 3): 一是整合法, 通常通过引入 ESG 评级体系, 系统地将 ESG 因素纳入投资分析和决策中。二是筛选法, 根据投资者的偏好、价值观或道德准则, 筛选或剔除候选标的。三是主题法: 选择具备有吸引力的风险-收益特征的标的, 识别并配置与环境或社会效益相关的主题(如清洁能源、能源效率等)。

表2: 股票领域的 ESG 框架

构建投资组合时考虑 ESG 问题 (即: ESG 纳入)			提高投资对象的 ESG 绩效 (即: 积极所有权或尽责管理)	
将 ESG 问题纳入现有投资组合构建实践, 可结合三种方法: 整合法、筛选法和主题法。			投资者可以鼓励被投资公司改善 ESG 风险管理, 或发展更具可持续性的商业实践。	
整合法	筛选法	主题法	参与	代理投票
明确、系统地将 ESG 问题纳入投资分析和决策, 从而加强管理风险、提高收益。	根据投资者的偏好、价值观或道德准则, 运用筛选标准选择或剔除候选投资清单上的公司。	寻求将有吸引力的风险-收益特征与促进实现特定环境或社会效益的意图相结合。主题投资包含影响力投资。	与公司讨论 ESG 问题, 以改进 ESG 问题的处理方式, 包括披露。可以单独完成, 也可以与其他投资者合作。	对决议进行投票, 正式表示赞同或反对, 并就具体 ESG 问题提出股东决议。

数据来源: PRI, 东吴证券研究所

表3: 股票领域, ESG 纳入投资组合构建的三种方法对比

对比股票领域ESG 纳入方法的主要特点

	整合法	筛选法	主题法
较全面地展现公司面临的风险和机遇	●		
适用仅对风险 - 收益状况的考量感兴趣的投资者	●		
可适应现有投资流程	●	●	●
通常出于道德原因, 限制对某些工业、地理区域或公司的投资		●	●
将不具有财务重要性的 ESG 因子或道德考量纳入投资决策		●	●
引导资本流向促进环境、社会效益的投资			●

上表概括了几种ESG主要纳入方法的一些差异, 并非具体、详尽分类。

数据来源: PRI, 东吴证券研究所

ESG 因素作为传统基本面分析的补充, 可以贯穿投研流程, 并被纳入投资组合层面的风险管理(图 8)。越来越多的投资者将声誉风险评估、监管发展、人口老龄化等大趋势纳入基本的投资分析中。此外, ESG 分析也被纳入波特五要素等传统分析框架, 而对财务指标预测、建模假设、估值倍数和财务比率预测等方面构成临时或永久性调整。

图8: ESG 因素可以贯穿投研流程, 并被纳入投资组合层面的风险管理



数据来源: PRI, 东吴证券研究所

3. 如何制定负面筛选策略?

负面筛选基于传统道德价值观及标准和规范, 规避公司或国家。价值观聚焦公司业

务（负面业务包括酒精、烟草或赌博等），通过限定财务阈值（例如负面业务占比总收入）等方式进行排除。标准和规范聚焦公司在人权、劳工、环保等领域国际公认规范方面的行为。

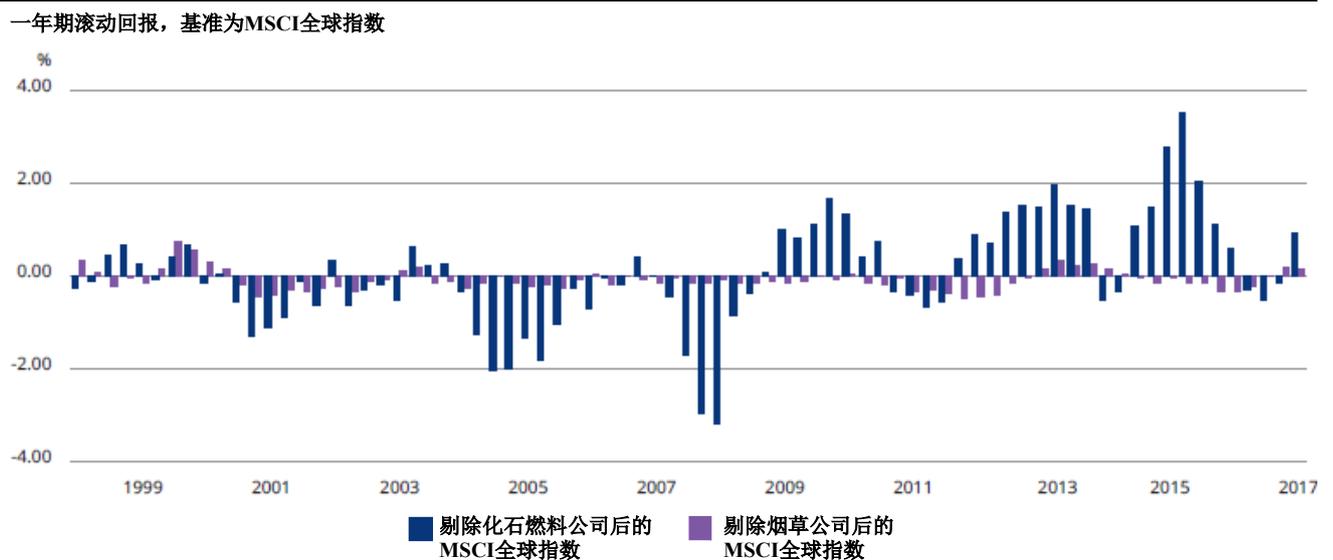
表4: PRI 对于筛选法的指引

负面筛选 避开绩效最差的公司	基于规范的筛选 采用现有框架
<ul style="list-style-type: none"> ■ 排除ESG绩效相对于业内同行较差的某些经济部门、发行人或证券,或者根据特定ESG标准进行排除,比如避开特定产品、服务、地区或商业实践。 ■ 坚决避开酒精、烟草、赌博、成人娱乐、军事武器、化石燃料、核能等活动。 ■ 根据收入敞口或者业务活动、运营设置财务重要性阈值(例如10%)。 ■ 使用定量ESG指标避开同类最差投资。 ■ 以伊斯兰教原则为指导的伊斯兰教法筛选是负面筛选的一个子类。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 按照基于国际规范的商业实践最低标准筛选发行人。实用框架包括联合国条约、安理会制裁条例、联合国全球契约、世界人权宣言、经合组织指引等。 ■ 属于负面筛选的一个子类,由于发行人未能遵守国际公认“规范”,比如联合国全球契约、京都议定书、联合国人权宣言、国际劳工组织标准、联合国反腐败公约、经合组织跨国企业准则等,而将相关公司或政府债券排除在外。 ■ 公司发生不道德行为时,基于规范的筛选亦可称为“争议筛选”或负面筛选。

数据来源: PRI, 东吴证券研究所

负面筛选可以帮助规避监管、事故等对于公司业绩的负面影响。例如监管敏感领域的行业,治理因素有重要作用,未能遵守监管要求可能会导致罚款,严重违反监管规定可能会对公司的竞争地位产生重大影响,从而影响公司业绩。施罗德的研究显示,负面筛选对下行风险有警示作用,在短期内或能获得超额收益(图9)。

图9: 负面筛选对下行风险有警示作用,在短期内或能获得超额收益,但对长期超额收益的贡献不大



数据来源: 施罗德, 东吴证券研究所

3.1. 海外机构的排除标准是如何确定的？

排除政策的制定通常参考国际公认规范，并且依据机构所在国自身法律的要求。如表 5 所示，国际上公认的一般性规范包括 UNGC（联合国全球合约）和 OECD 跨国企业准则；劳工权利（人权细分项）参考的规范包括国际劳工组织的工作中基本原则和权利宣言；争议性武器方面的国际规范包括渥太华条约、集束弹药公约、化学武器公约、生物武器公约、核不扩散条约等。具体到国家层面，例如荷兰 2013 年修订了其金融监管法的市场滥用法令，纳入了荷兰金融机构在集束弹药方面融资方面的义务（对其融资等方面的限制）。

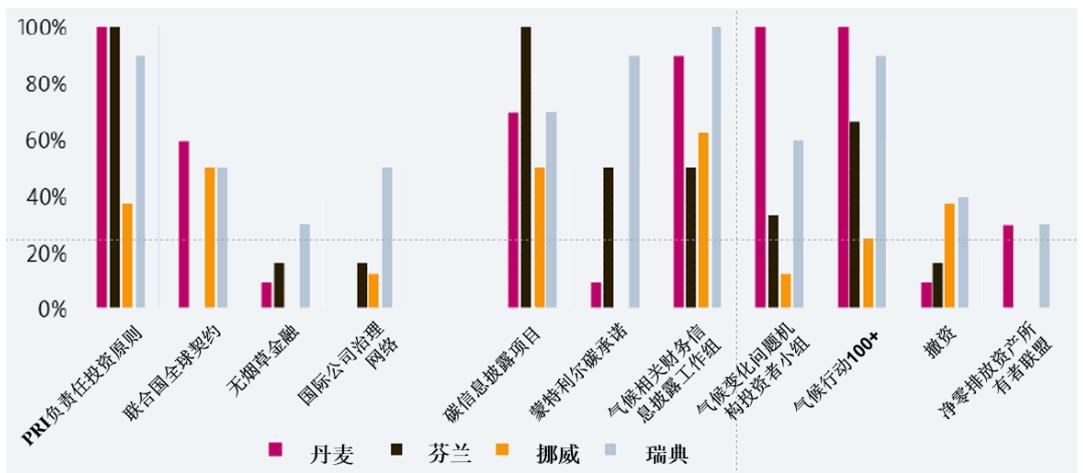
表5: 负面筛选参考的国际公认规范

国际公认规范	UN Global Compact (联合国全球合约, 简称UNGC, 2000)	The OECD Guidelines for Multinational Enterprises (OECD跨国企业准则, 1976)	ILO's Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work (1998) (国际劳工组织的工作中基本原则和权利宣言)	
背景及简介	一般性规范, 不具约束力, 为基于人权、劳工、环境和反腐败等领域十项原则的企业框架, 旨在鼓励世界各地的企业和公司采取可持续的、对社会负责的政策	一般性规范, 最全面的负责任商业行为的国际标准, 包括一般性政策, 披露, 人权, 就业和劳资关系, 环境, 打击贿赂、索贿和敲诈等10个章节	国际劳工组织创立时, 所基于的普遍价值的具体体现和保证。目的在于激励人们作出努力, 确保社会进步与经济和发展密切相关	
部分指引	<p>关于人权 (原则1-2)</p> <p>原则1: 企业应该尊重和维持国际公认的各项人权。这一项原则规定了联合国全球契约组织对人权事务的首要期望, 即尊重和维持人权。除了尊重人权, 还鼓励企业采取行动维护人权</p> <p>原则2: 企业决不参与(同谋)任何漠视与践踏人权的行。企业被牵涉到另一家公司、政府、个人或其他团体所造成的人权滥用行为之中, 被视为企业的同谋行为(Complicity)</p>	<p>关于劳工标准 (原则3-6)</p> <p>原则3: 企业应该维护结社自由, 承认劳资集体谈判的权利</p> <p>原则4: 企业应该消除各种形式的强迫性劳动</p> <p>原则5: 企业应该消灭童工制</p> <p>原则6: 企业应该杜绝任何在用工与职业方面的歧视行为</p>	<p>在国际公认的人权、经营所在国的国际人权义务和有关国内法律法规的框架内, 企业应:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 尊重人权, 这意味着企业应避免侵犯他人的人权, 并应解决其所涉的对人权的不良影响 2. 在企业自身活动范围内, 避免导致或促成对人权的不良影响, 并在出现这些影响时予以解决 3. 设法防止或减轻通过商业关系与其业务、产品或服务直接相关的对人权的不良影响, 即使其没有促成这种影响 4. 制定尊重人权的政策承诺 5. 开展适合其规模、业务性质、背景、以及对人权不良影响风险严重程度的人权尽职调查 6. 一旦发现造成或促成对人权的不良影响, 在纠正过程中, 提供或通过合法程序予以合作 	<p>第七条: 本公约缔约国承认人人有权享受公正和有利的的工作条件, 特别是确保:</p> <ol style="list-style-type: none"> (a) 至少为所有工人提供的报酬: (i) 公平的工资和同工同酬, 特别是保证妇女的工作条件不低于男子享有的工作条件; (ii) 按照本公约的规定, 他们自己及家人过上体面的生活 (b) 安全和健康的工作条件 (c) 每个人都有平等的机会在其工作中被提升到适当的更高级别, 但不考虑资历和能力以外的其他考虑 (d) 休息、闲暇和合理限制工作时间和定期带薪假期, 以及公共假期的报酬

数据来源: 联合国, OECD, 国际劳工组织, 东吴证券研究所

监管及竞争压力下, 北欧机构对气候风险的重视程度很高。多数机构制定了投资组合实现碳中和的目标, 加入的气候相关领域的倡议也较为丰富: 碳披露项目、蒙特利尔碳承诺、气候相关财务披露工作组 TCFD、气候变化机构投资者小组、气候行动 100+、净零排放资产所有者联盟等 (图 10)。

图10: 从参考的国际规范可以看出, 北欧养老金对气候风险的重视程度很高



数据来源: Robeco, 东吴证券研究所

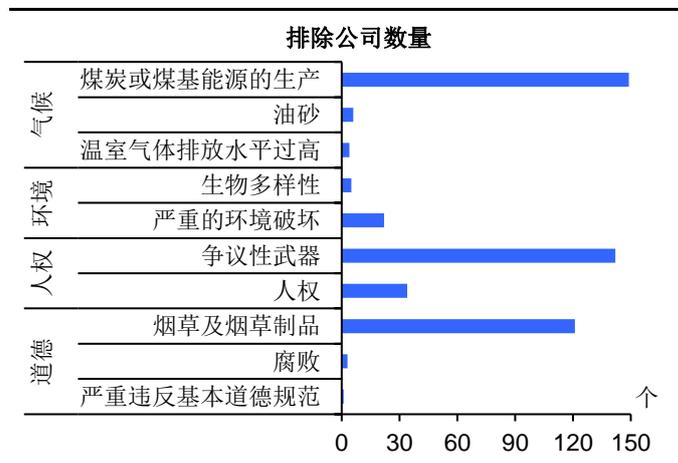
海外机构的负面清单主要排除了哪些领域? 我们选择了在 ESG 投资方面领先的四大海外养老金/主权基金(资产管理规模合计超 2 万亿美元), 对其负面清单进行了研究, (图 11)。它们共计排除了全球近 400 家公司, 主要分布在气候和环境、人权(包含争议性武器)、道德三大领域(图 12)。被排除公司的分布集中度较高, 在共计 10 个细分领域中, 排除公司数量 Top3 的领域就占了 85%, 分别为煤炭或煤基能源的生产、争议性武器和烟草及烟草制品。

图11: 我们选取的四大海外养老金/主权基金简介

主权基金简称	资产管理规模 (亿美元)	简介
GPFG 挪威政府全球养老基金	16,692 (2022.03)	挪威主权财富基金, 管理挪威政府全球养老基金 GPFG, 是全球股市最大的单一所有者, 拥有全球上市公司近 1.5% 的股份
ABP 荷兰国家民事养老基金	5,820 (2021.07)	荷兰最大的养老基金, 为荷兰政府和教育雇员的养老基金
ATP 丹麦劳动力市场补充养老基金计划	1,398 (2022.03)	丹麦最大的养老金和处理公司, 确保丹麦基本的财务安全, 处理所有丹麦人一生的养老金和福利
PFZW 荷兰护理和福利养恤基金	3,047 (2021Q4)	荷兰第二大养老基金, 为护理和福利部门养老基金, 负责超过 200 万人的养老金政策和养老金资本

数据来源: GPFG, ABP, ATP, PFZW, 东吴证券研究所

图12: 研究对象负面清单排除领域



数据来源: GPFG, ABP, ATP, PFZW, 东吴证券研究所

3.2. 案例: 挪威主权财富基金 GPFG

挪威政府层面的指引主导了 GPFG 严格的排除政策。挪威财政部发布出于道德动机的指导方针, 用于观察和排除 GPFG 的标的公司。挪威财政部成立了独立的道德委员会, 对公司进行道德评估, 挪威银行 (GPFG 的管理机构) 的执行董事根据道德委员会

的建议对排除、观察或主动所有权做出最终决定。

GPIG 的排除政策基于产品和行为两部分(表 6)。参考的国际规范主要包括 UNGC、OECD 跨国企业准则、G20/OECD 公司治理原则、联合国贸易和发展会议的促进负责任主权借贷原则。比较典型的是其对于矿业公司和电力生产商的排除，采用了设立阈值的方式，在动力煤方面对于收入占比、业务领域占比、开采量、发电能力等方面设立了门槛，排除超过门槛限定的标的公司。

表6: GPIG 负面筛选标准

基于产品的观察和排除标准	
GPIG 不得投资于自身或通过其控制的实体公司	开发或生产在正常使用过程中违反基本人道主义原则的武器或武器关键部件。此类武器包括生物武器、化学武器、核武器、不可探测的碎片、燃烧武器、致盲激光武器、杀伤人员地雷和集束弹药
	生产烟草或烟草制品
	生产用于娱乐用途的大麻
矿业公司和电力生产商（基于其自身或合并其控制的实体后）	30%及以上的收入来自动力煤
	30%及以上的业务以动力煤为基础
	每年开采超过 2000 万吨动力煤
	有用动力煤发电超过 10,000 兆瓦的能力
基于行为的观察和排除标准	
公司导致右侧所示的不可接受的风险，或对其负有责任	严重或系统性的侵犯人权行为
	在战争或冲突局势中严重侵犯个人权利
	向参与武装冲突的国家出售武器，这些国家使用武器的方式严重和系统地违反了关于敌对行为的国际规则
	向受政府债券投资限制的国家出售武器或军用物资
	严重的环境破坏
	由于整个公司层面上的行为或不作为，导致温室气体排放水平不可接受
	严重腐败或其他严重的金融犯罪
其他严重违反基本道德规范的行为	

数据来源：GPIG，东吴证券研究所

4. 如何构建 ESG 评级体系？

ESG 评级体系通常包括三个层级的指标，对公司的 ESG 表现做出评分。第一个层级为环境、社会、治理三大领域，第二个层级将各领域细分成几个重要的主题，例如环境领域的气候变化、污染物等，第三个层级再将各主题细分成指标，例如气候变化可以包括碳排放、产品碳足迹等多个指标。通常对各细分指标进行打分，并逐级汇总成总分。ESG 评分低反映了公司 ESG 风险敞口较大，在制定投资决策的过程中，当其他条件类似时，ESG 评分高的标的通常被优先考虑。

图13: MSCI ESG 评级体系

MSCI ESG Score									
Environment Pillar				Social Pillar				Governance Pillar	
Climate Change	Natural Capital	Pollution & Waste	Env. Opportunities	Human Capital	Product Liability	Stakeholder Opposition	Social Opportunities	Corporate Governance	Corporate Behavior
Carbon Emissions	Water Stress	Toxic Emissions & Waste	Clean Tech	Labor Management	Product Safety & Quality	Controversial Sourcing	Access to Communication	Board	Business Ethics
Product Carbon Footprint	Biodiversity & Land Use	Packaging Material & Waste	Green Building	Health & Safety	Chemical Safety	Community Relations	Access to Finance	Pay	Tax Transparency
Financing Environmental Impact	Raw Material Sourcing	Electronic Waste	Renewable Energy	Human Capital Development	Consumer Financial Protection		Access to Health Care	Ownership	
Climate Change Vulnerability				Supply Chain Labor Standards	Privacy & Data Security		Opportunities in Nutrition & Health	Accounting	
					Responsible Investment				
					Insuring Health & Demographic Risk				

● Key Issues selected for the Soft Drinks Sub Industry (e.g. Coca Cola)
 ● Universal Key Issues applicable to all industries

数据来源: MSCI, 东吴证券研究所

4.1. 海内外 ESG 数据提供商镜鉴

受认可的第三方 ESG 数据提供商方面,海外包括 MSCI、晨星旗下的 Sustainalytics、标普道琼斯等;国内包括商道融绿、华证、万得等。数据来源方面,除了公司财报和可持续报告等公开资料、各大数据库及媒体报道等,以标普道琼斯为代表的机构还通过调查问卷直接从标的公司收集数据。ESG 评分体系方面,基本框架相近,但具体指标和判断方法不同,指标定义和权重的主观性较大。评分方法方面,差异较大,但计算的底层逻辑有类似之处:从不同维度进行评分并对各指标进行加权平均,最后获得总分。此外,不少数据提供商动态监控负面舆情/争议或风险事件,并相应调整评级结果。

表7: 海内外领先的 ESG 评级数据提供商一览

	简介	覆盖范围	数据来源	评级体系	评分方法	
海外	MSCI	2010年5月, 摩根士丹利资本通过收购Risk Metrics, 成立MSCI ESG评级	所有被纳入MSCI指数的上市公司、全球约8.5k+企业、68w+股票和固定收益证券	学术界、政府和非政府组织数据库、公司披露信息、1.6k+媒体及利益相关方资源	指标: 10项主题, 37项关键评价指标 档位: 七档 (CCC到AAA)	四步走的评估流程: 收集数据、风险暴露度量与公司治理度量、关键指标评分与权重、ESG评价最终结果 分数计算: 评级结果与所处行业有关, 通过加权平均法计算, 公司的分数为相对于同行业表现的相对成绩 评级结果会因公司信息披露更新、风险事件等因素随时调整
	Sustainalytics (晨星控股)	晨星与Sustainalytics的合作于2016年起, 前者于2020年收购后者合作伙伴涉及数百家世界领先的资管公司和养老金	全球4w+公司的数据, 及针对2w+公司和172个国家级地区的评级	公司披露的公开信息	指标: 21个问题、70个指标 档位: 以5个档位的风险评级取代全面性的ESG评级	提供单个公司的ESG评价, ESG评分没有统一的框架 实时识别和监控标的所涉及的与ESG相关的问题及事件 分数计算: 三个计分模块(企业管理、实质性ESG议题、企业独特议题), 根据各指标的权重计算ESG总分和维度得分
	标普道琼斯	1999年推出道琼斯可持续发展指数, 拥有超150个重要ESG基准	4.7k+上市公司等	调查问卷: 合作伙伴RobecoSAM的企业可持续发展评估(积累20多年可持续投资的ESG数据集)	指标: 16-27项评分标准, 80-120个问题, 600-1000个数据点	ESG评分是标准化指标的加权总和, 每家公司在其行业分配的每个标准都将获得一个评分, 并获得E、S、G三个维度的评分和一个总分
国内	商道融绿	我国本土最早从事ESG研究的机构, 拥有十年以上经验	沪深300和中证500成分股	企业自主披露的ESG信息 融绿 ESG 负面信息监控系统搜集的上市公司ESG负面信息	指标: 13个二级指标、200+个三级指标 档位: 十档 (A+到D)	评估方法: 企业自主披露的信息对照国内法规、标准及最优实践进行评估, 负面事件根据严重程度及影响等进行评估, 并将评估结果进行交叉审核 分数计算: 根据各行业ESG实质性因子进行加权, 得出各上市公司的ESG综合得分, 满分100
	华证	2020年4月由华证指数推出, 华证指数公司成立于2017年9月, 专业从事指数与指数化投资综合服务	全部A股上市公司2000+债券主体	上市公司公开披露数据、社会责任及可持续发展报告、国家监管部门公告、新闻媒体数据等	指标: 14个二级指标、26个三级指标、130+个底层数据指标 档位: 九档 (由AAA到C)	按季度定期评价与动态跟踪相结合, 系统测算2009年以来全部A股上市公司的ESG得分水平, 满分100
	万得	2021年6月, 拥有20年数据处理分析经验的万得推出自有品牌ESG评级	全部A股上市公司	全网追踪各级政府、监管机构、新闻媒体、行业协会、NGO等	指标: 27个议题、300+个指标 档位: 七档 (由AAA到CCC)	ESG评分由管理实践得分(总分7分)和争议事件得分(总分3分)组成, 综合反映企业的ESG管理实践水平以及重大突发风险 对于62个细分行业的ESG议题设置不同权重

数据来源: MSCI, Sustainalytics, 标普道琼斯, 商道融绿, 华证, Wind, 东吴证券研究所

海内外对比来看, 我国量化 ESG 指标不及海外丰富并且偏定性。海外机构普遍采用定性和定量相结合的方式, 例如 MSCI 的三级细分指标都有定量评价、并对评级结果进行定性的权重调整。而在数据可得性的限制下, 我国很多 ESG 指标偏定性。

可依据投资策略以及数据供应商的覆盖范围来进行选择。例如对于自下而上投资的策略, 侧重于单个公司评价的 Sustainalytics 是个不错的选择, 该数据供应商对每个标的生成对应的 ESG 评级报告, 针对性强, 并且提供标的相对于全球同行业同类公司的 ESG 排名。此外, 部分 ESG 评级由 MSCI 等指数公司提供, 如果对于 ESG 指数存在偏好, 或是采用了该公司的指数作为基准, 出于数据的一致性和相关性, 可以对应选择该数据提供商。

4.2. 案例: 治理因素的海内外评级对比

治理指标方面, 海内外 ESG 指标评分的差异主要在哪里? 我国治理因素占整体 ESG 评级比重更大, 且侧重股东及公司利益。海外考核维度更为多元, 侧重公司行为相对于其治理原则或战略的一致性, 而国内侧重会计或审计。如表 8 所示, 从指标数量上看, MSCI 要比万得少的多, 并且前者更偏方向性指引, 而万得则将每部分拆分成具体的指标。

表8: 万得和 MSCI ESG 评级体系——治理因素下部分三级指标对比

		万得			MSCI
股权结构及 股东	向关联方销售产品金额	每百万元营收向关联方销售产品规模	向关联方采购产品金额	向关联方采购产品金额	股权结构: 评估公司的股权结构及其对股东权益和其他投资者利益的潜在影响。这是治理主题中的一个关键问题, 与所有公司都相关
	每百万元营收向关联方采购产品规模	向关联方提供资金发生额	每百万元向关联方提供资金发生额	每百万元向关联方提供资金发生额	
关联方向上市公司提供资金规模	每百万元关联方向上市公司提供资金规模	前十大股东持股比例合计			
高管持股比例	股票质押比例				
董监高/治理 结构	董事会成员平均任期	董监高离职率	公司CEO是否担任董事长		董事会结构: 评估公司董事会在监督管理和公司战略、保护投资者价值和代表股东利益方面的有效性, 这是治理主题中的一个关键问题, 与所有公司都相关
	独立董事比例	董监高年龄标准差	女性董事占比		
	女性高管占比	董事会召开次数	董事会成员出席率		薪酬体系: 评估公司薪酬与其他激励措施与公司战略的一致性, 这是治理主题中的一个关键问题, 与所有公司都相关
	参加少于75%会议的董事人数	审计委员会会议次数	审计委员会会议出勤率		
审计	薪酬委员会会议次数	提名委员会会议次数	风险管理委员会		审计: 评估公司审计和财务报告的透明度、独立性和有效性, 这是治理主题中的一个关键问题, 与所有公司都相关
	标准无保留意见	会计师事务所变更	内审标准无保留意见		
商业道德/贪污腐败/反垄断与公平竞争	贪污腐败管理体系与制度	检举者保护机制	贪污贿赂政策等培训		商业道德: 评估公司对商业道德问题的监督和管理, 例如欺诈、高管不当行为、腐败行为、洗钱或违反反垄断法, 这是治理主题中的一个关键问题, 与所有公司都相关
	对商业伙伴反贪污、贿赂的监督				
业务连续性 管理	核心供应链管理	重大事件应对			税务透明度: 公司根据其估算的公司税差距(即估计的有效税率和估计的公司所得税率之间的差距)、收入报告透明度以及其参与税务争议的程度进行评估。这是治理支柱中的一个关键问题, 与所有公司都相关
ESG治理/制度体系	ESG风险管理	ESG委员会			

数据来源: MSCI, Wind, 东吴证券研究所

总体来看, 我们对于 ESG 的研究得到五个结论:

一是纳入 ESG 因素符合养老金和资管机构的长期目标。 ESG 有助于机构对下行风险形成更全面的认识, 帮助其有效地管理监管风险。ESG 的纳入还有助于改善养老金的风险-收益状况, 助力其实现长期投资目标, 履行受托责任。

二是追求利益相关者实现利益最大化下, 治理因素为最受关注的 ESG 因素。 从价值创造来看, 强大的治理框架可以维护少数股东权益, 从而对公司估值产生重要影响。企业的风险承受力和增长率与投资者保护体系的质量呈正相关关系, 更好的治理体系使得公司可以进行风险更高、更具价值的投资。

三是 ESG 框架体系包括公司层面的政策和投研流程的纳入。 公司 ESG 政策通常遵循总部所在地的法律法规及监管指引, 并参考国际规范和指引。ESG 因素可以贯穿投研流程, 成为传统基本面分析的补充, 并被纳入投资组合层面的风险管理, 后续通过尽取管理持续提高标的的 ESG 绩效。

四是海外机构的排除政策有一定的政治倾向性。 尽管负面筛选参考的国际规范和指引多为自愿性的, 但部分国家养老金排除政策的制定接受其政府的指引。不过, 大型海外机构出于意识形态差异而剔除我国股票的行为尚未形成显著规模。

五是 ESG 评级方面缺乏统一标准。 一方面受到数据可得性、可比性和质量的限制, 部分未披露的数据可能要估算。另一方面, 各供应商 ESG 评分的计算方法不同, 导致同

一公司在不同数据供应商处获得的 ESG 评分差异可能较大。

5. 风险提示

地缘冲突剧烈导致全球碳中和趋势被逆转。2021 年，全球合作迈向“碳中和”的进程向好，但 2022 年，在俄乌冲突下，此进程有受地缘政治波及而失去共识基础的风险。

新冠病毒变异导致疫苗失效，造成资产价格崩盘。尽管属于尾部风险，但鉴于应对新冠的特效药仍未研发成功，疫情对于全球经济复苏和资本市场影响的不确定性尚存。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>