

优化供给、提质增效系列专题（二）

ESG 投资价值何时兑现？

核心观点

ESG 投资业绩和热度近期都受到一定挑战，但前景可期，当前问题需要突围。从历史业绩来看，ESG 投资基金在 2019 年至 2021 年间展现出令人瞩目的业绩表现，凭借对白马股和新能源这两大领域的精准布局，取得了显著的超额收益。然而这种辉煌在近两年未能延续，ESG 投资基金总体表现不佳，负债端也有一定回流压力。根据万得的统计数据，2023 年全年，我国 ESG 基金资金累计净流出 760 亿元，截至 2023 年底，ESG 及相关主题基金的总规模为 5257 亿元，相较于 2021 年底，总规模缩减近三成。ESG 基金高度集中的持仓策略导致抗风险能力大幅下降，受部分产业链供需格局等多重因素的拖累，ESG 基金的业绩持续下滑。

ESG 生态体系的建设仍处在不断完善的过程中，存在着一系列亟待解决的问题。一是兴起于海外的 ESG 理念如果强行在国内套用，难免会“水土不服”。二是 ESG 的信息披露等相关制度体系完善滞后于投资实践，投资者与被投资企业之间存在着严重的信息不对称问题；三是 ESG 评级对所有公司一视同仁，并未考虑到企业所处生命周期和面临的外部环境，这对处于成熟期的大型公司而言是赋能，对处于初创期的小型企业则是短期的负担，基于上述大而化之的 ESG 评级所做出的投资决策，容易错失良好的投资机遇；四是 ESG 理念包罗万象，可以从诸多角度对其内涵进行解读，却难以为 ESG 投资落地形成纲领性的指引。

ESG 投资价值兑现的条件和时点：一是投资者与被投资企业之间不存在严重的信息不对称问题；二是针对企业的外部性予以定价，这意味着对于企业所产生的积极外部效应，如企业在乡村振兴等方面做出的贡献可以给予适当的奖励，而对于其产生的负面外部效应，如污染物排放等则施加相应的制约。**ESG 投资价值兑现的时间点**，就是外部性定价政策落地实施的时刻，对各 ESG 要素价值兑现的先后顺序的排序如下：首先是环境（E），其次是公司治理（G），最后是社会责任（S）。

ESG 投资如何破局？

- 删繁就简——聚焦低碳转型；
- 上市公司——减排增效、加强供应链管理；
- 资管机构——气候风险分析与管理。

风险提示：碳定价政策落地时点和节奏的不确定性；文中所提及的上市公司仅做案例分析，不构成具体的投资建议

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王开 **联系人：李晨光**
 021-60933132 010-88005492
 wangkai8@guosen.com.cn lichenguang@guosen.com.cn
 S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	5532.19/-5.96
创业板/月涨跌幅 (%)	1715.44/-6.14
AH 股价差指数	153.84
A 股总/流通市值 (万亿元)	67.01/60.11

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《年报前瞻（一）-年报预告窗口期的配置思路》——2024-01-21
- 《蓄力向上系列（七）-磨底期方向再校准》——2024-01-15
- 《优化供给、提质增效系列报告（一）-资本周期框架配置行业实践》——2024-01-12
- 《中观高频景气度和基本面混频预测图谱（2024.01）——下游消费行业景气下行，制造业库存上升》——2024-01-10
- 《资金跟踪与市场结构周观察（第十一期）-市场成交热度走弱，北向资金流入布局》——2024-01-10

内容目录

ESG 投资历史业绩回顾	4
ESG 投资价值何时兑现?	7
ESG 投资现存问题剖析	7
ESG 投资价值兑现的条件及时点	9
ESG 投资如何破局?	10
删繁就简——聚焦低碳转型	10
上市公司——减排增效、加强供应链管理	13
资管机构——气候风险分析与管理	15
风险提示	17

图表目录

图 1: ESG 基金各年度业绩表现 (%)	4
图 2: ESG 基金存续数量持续增加	4
图 3: ESG 基金累计规模自 2021 年下半年后持续减少	4
图 4: ESG 基金近 3 个季度资金面临净流出	4
图 5: 历年 ESG 基金重仓股梳理	5
图 6: ESG 基金重仓行业	6
图 7: ESG 投资三大环节及 ESG 生态系统	7
图 8: A 股上市公司 ESG 信息披露情况	8
图 9: 各行业 ESG 信息披露比例 (%)	8
图 10: 上市公司 ESG 得分与上市规模显著正相关(横轴为万得 ESG 评分)	9
图 11: 国内 ESG 体系建设重要事件梳理——低碳转型是当前的主旋律	10
图 12: ESG 信披政策梳理	11
图 13: 碳中和 1+N 政策体系	11
图 14: 对重点碳排放行业执行碳交易、其余行业征收碳税情况下, 各行业成本变动	12
图 15: 调查显示碳减排是 ESG 体系内最受关注的子领域	12
图 16: 国内与欧盟碳交易市场碳价走势	13
图 17: 国内对欧盟出口总额(CBAM 相关产业, 亿美元)	13
图 18: 苹果手机产业链的中资供应商列举(不完全统计)	14
图 19: 特斯拉产业链的中资供应商列举(不完全统计)	15
图 20: 气候情景分析一般性步骤	16

ESG 投资历史业绩回顾

从历史业绩来看，ESG 投资基金在 2019 年至 2021 年间展现出令人瞩目的业绩表现，取得了显著的超额收益。然而这种辉煌在近两年未能延续，未能实现超额收益，在 2023 年大幅跑输大盘，其全年平均收益率为-15.77%，收益中位数为-16.08%。历史最大回撤平均数为 29%，中位数为 31%。

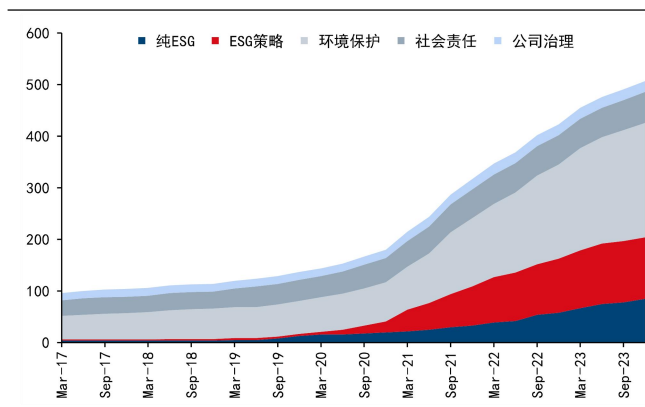
受业绩的影响，ESG 投资热度降温，虽然 ESG 基金存续数量有所增加，但是 ESG 及相关主题基金的总规模持续缩减，近两年资金也呈现出持续净流出的态势。其中，根据万得的统计数据，2023 年全年，我国 ESG 基金资金累计净流出 760 亿元，截至 2023 年年底，ESG 及相关主题基金的总规模为 5257 亿元，相较于 2021 年底，总规模缩减近三成。

图1: ESG 基金各年度业绩表现 (%)

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全体	平均数	13.48	-23.71	38.58	58.90	18.06	-19.80	-15.77
	中位数	13.29	-23.70	37.95	60.37	15.27	-21.88	-16.08
纯ESG	平均数	11.84	-19.36	48.26	49.33	10.27	-19.64	-11.71
	中位数	12.54	-19.51	53.11	55.53	13.67	-17.96	-11.76
环境保护	平均数	12.60	-27.52	39.17	73.75	31.84	-22.17	-22.07
	中位数	11.30	-26.57	36.46	70.82	33.08	-24.95	-26.56
社会责任	平均数	13.41	-22.99	39.77	43.72	9.33	-16.84	-8.35
	中位数	13.91	-23.46	40.68	43.79	4.91	-20.10	-8.71
公司治理	平均数	18.59	-16.42	39.28	47.60	10.03	-18.32	-8.79
	中位数	22.24	-16.04	40.20	52.69	4.11	-17.60	-11.67
ESG策略	平均数	7.06	-0.28	36.35	68.29	1.55	-17.56	-9.67
	中位数	7.06	-0.28	36.35	64.90	-1.88	-19.29	-11.65
上证指数		6.56	-24.59	22.30	13.87	4.80	-15.13	-3.70
沪深300		21.78	-25.31	36.07	27.21	-5.20	-21.63	-11.38

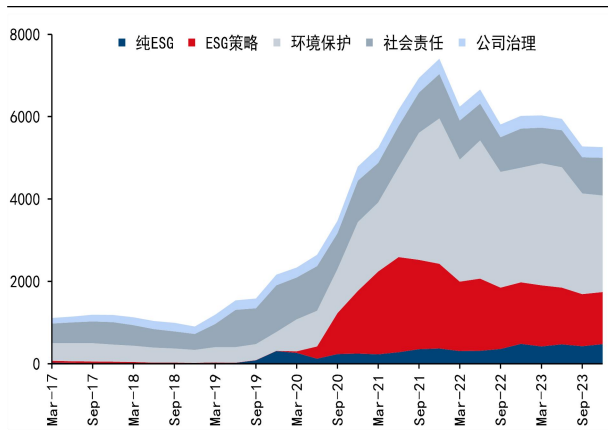
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2: ESG 基金存续数量持续增加



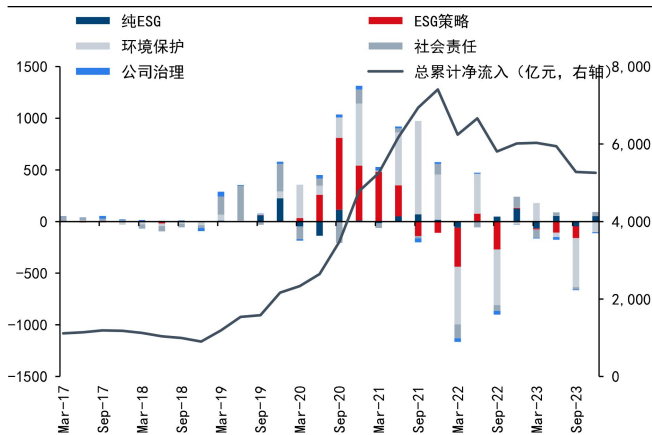
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3: ESG 基金累计规模自 2021 年下半年后持续减少



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4: ESG 基金近 3 个季度资金面临净流出



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

通过复盘 ESG 基金的历史业绩，我们发现 ESG 投资业绩在近两年有所回落，并没有获得超额收益。这与理论上的认知似乎有些不符，因为 ESG 绩效较好的公司，往往能够实现公司价值和社会价值的统一，相对于其他公司而言，通常会被赋予更高的估值溢价，并最终体现在股价上面，但是近两年事实反映出并非如此。

为了探究这一现象背后的原因，我们复盘了近年来公募基金重仓股票及重仓行业，可以发现其中一些端倪。复盘结果表明，ESG 公募基金持股存在明显的偏好，普遍重仓白马股及新能源产业链个股。在 2019 年至 2021 年期间，ESG 投资基金的业绩达到了相对高峰。这期间，部分白马股在经历了一段时间的调整后，其估值水平已经回到了较为合理的区间，同时在全球经济环境面临诸多不确定性的背景下，投资者更倾向于投资业绩稳定、风险较低的白马股以规避风险，市场风格也逐渐从炒作题材股转向关注业绩稳定的白马股。此外，国内新能源行业技术日益成熟，产能扩张带来的规模收益推动单位生产成本持续下降，行业绩效持续改善。在这一背景下，白马股以及新能源个股迎来了牛市行情，ESG 投资基金也凭借对这两大领域的精准布局实现了超额收益。但是 2022 年后，白马股热度减退，新能源行业也在经历持续的产能扩张后，面临着阶段性能过剩的拖累，行业整体收益下滑，供需格局对股价形成抑制，而与此同时，ESG 投资基金重仓行业继续向新能源产业链集中，持仓策略的高度集中化的另一面即抗风险能力的减弱，ESG 基金的业绩也持续下滑。

图5: 历年 ESG 基金重仓股梳理

序号	2019			2020			2021			2022			2023H1		
	重仓股	持仓占比	业绩贡献	重仓股	持仓占比	业绩贡献	重仓股	持仓占比	业绩贡献	重仓股	持仓占比	业绩贡献	重仓股	持仓占比	业绩贡献
1	贵州茅台	2.82%	2.92%	贵州茅台	3.47%	2.46%	宁德时代	5.13%	3.47%	宁德时代	5.44%	-1.79%	宁德时代	5.74%	-1.42%
2	招商银行	2.09%	1.11%	宁德时代	3.26%	7.52%	比亚迪	2.06%	0.78%	比亚迪	2.78%	-0.11%	比亚迪	2.86%	-0.65%
3	美的集团	2.02%	1.26%	五粮液	2.03%	2.49%	恩捷股份	1.99%	1.53%	亿纬锂能	2.47%	-0.63%	亿纬锂能	1.69%	-0.88%
4	中国平安	2.01%	1.12%	赣锋锂业	1.66%	3.19%	天齐锂业	1.84%	3.17%	华友钴业	1.58%	-0.54%	天赐材料	1.65%	-0.69%
5	立讯精密	1.89%	4.51%	中国平安	1.64%	0.08%	赣锋锂业	1.77%	0.73%	天齐锂业	1.57%	-0.41%	璞泰来	1.63%	-0.67%
6	上海机场	1.67%	0.94%	亿纬锂能	1.63%	3.42%	华友钴业	1.73%	0.68%	贵州茅台	1.54%	-0.21%	华友钴业	1.45%	-0.59%
7	五粮液	1.60%	2.65%	隆基绿能	1.52%	4.19%	亿纬锂能	1.65%	0.74%	汇川技术	1.49%	0.03%	贵州茅台	1.41%	0.04%
8	格力电器	1.53%	1.41%	中国中免	1.52%	3.32%	贵州茅台	1.59%	0.06%	恩捷股份	1.48%	-0.70%	汇川技术	1.40%	-0.12%
9	宁德时代	1.49%	0.66%	药明康德	1.42%	1.50%	隆基绿能	1.55%	0.48%	天赐材料	1.32%	-0.30%	阳光电源	1.36%	-0.29%
10	兴业银行	1.46%	0.55%	腾讯控股	1.40%	0.71%	璞泰来	1.45%	1.46%	璞泰来	1.25%	-0.44%	天齐锂业	1.35%	-0.35%
11	万科A	1.36%	0.55%	美的集团	1.40%	1.03%	天赐材料	1.27%	1.12%	赣锋锂业	1.25%	-0.40%	恩捷股份	1.25%	-0.71%
12	保利发展	1.18%	0.51%	天赐材料	1.35%	5.41%	立讯精密	1.14%	-0.14%	阳光电源	1.13%	-0.26%	赣锋锂业	1.16%	-0.43%
13	泸州老窖	1.15%	1.35%	泸州老窖	1.31%	2.15%	当升科技	1.13%	0.39%	隆基绿能	0.97%	-0.30%	三花智控	1.13%	0.45%
14	海康威视	1.11%	0.34%	山西汾酒	1.25%	4.02%	东方财富	1.07%	0.47%	当升科技	0.77%	-0.27%	腾讯控股	1.06%	-0.07%
15	三一重工	1.09%	1.18%	立讯精密	1.25%	1.25%	海康威视	1.05%	0.10%	腾讯控股	0.73%	-0.18%	新宙邦	1.02%	0.10%
16	爱尔眼科	1.04%	1.01%	汇川技术	1.25%	2.56%	阳光电源	0.99%	1.01%	华鲁恒升	0.69%	0.06%	科达利	0.95%	-0.27%
17	万华化学	0.97%	1.08%	新宙邦	1.17%	2.12%	五粮液	0.92%	-0.21%	泸州老窖	0.67%	-0.07%	泸州老窖	0.73%	-0.14%
18	隆基绿能	0.96%	0.74%	招商银行	1.15%	0.24%	新宙邦	0.92%	0.11%	德方纳米	0.65%	-0.10%	中矿资源	0.70%	-0.14%
19	苏泊尔	0.93%	0.45%	伊利股份	1.12%	0.53%	顺丰控股	0.88%	-0.19%	新宙邦	0.64%	-0.19%	长江电力	0.69%	0.11%
20	乐普医疗	0.92%	0.55%	爱尔眼科	1.07%	1.57%	招商银行	0.88%	0.12%	山西汾酒	0.63%	-0.06%	当升科技	0.68%	-0.21%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：上述列举个股仅作为标的梳理，不构成任何投资建议。

图6: ESG 基金重仓行业

大类风格	申万行业	2019	2020	2021	2022	2023H1
上游资源	石油石化	0.55%	0.40%	0.40%	0.72%	0.92%
	煤炭	0.18%	0.07%	0.09%	0.33%	0.18%
	有色金属	2.24%	4.99%	10.07%	9.23%	7.75%
	钢铁	0.35%	0.27%	0.56%	0.35%	0.22%
	基础化工	2.96%	2.19%	3.26%	3.65%	2.88%
中游制造	建筑材料	1.88%	1.69%	0.76%	0.65%	0.32%
	机械设备	2.85%	3.70%	2.78%	4.96%	5.24%
	建筑装饰	0.90%	0.36%	0.48%	0.66%	0.75%
	电力设备	12.02%	21.77%	31.53%	32.67%	31.48%
	国防军工	0.88%	3.12%	2.65%	2.70%	1.84%
	汽车	3.25%	4.60%	5.91%	7.34%	8.49%
下游 可选消费	家用电器	6.65%	4.06%	1.41%	1.37%	2.28%
	轻工制造	0.73%	0.95%	0.55%	0.51%	0.58%
	商贸零售	1.67%	1.86%	0.68%	0.61%	0.19%
	社会服务	1.06%	1.97%	0.81%	1.37%	1.20%
	美容护理	0.20%	0.29%	0.12%	0.54%	0.33%
下游 必选消费	食品饮料	10.31%	13.36%	7.06%	6.71%	5.57%
	纺织服饰	0.38%	0.77%	0.70%	1.05%	0.80%
	医药生物	10.72%	10.00%	5.01%	4.60%	4.37%
	农林牧渔	0.70%	0.58%	0.66%	0.52%	0.44%
TMT	电子	9.03%	6.57%	10.69%	5.79%	6.74%
	计算机	5.64%	4.23%	3.73%	4.24%	5.98%
	通信	1.47%	0.27%	0.74%	1.11%	2.22%
	传媒	2.81%	2.78%	1.06%	1.25%	2.36%
大金融	银行	6.08%	2.52%	1.42%	1.09%	0.93%
	非银金融	4.44%	2.76%	1.85%	0.70%	0.64%
	房地产	3.97%	0.93%	1.04%	1.20%	0.91%
环保公用	公用事业	1.38%	0.69%	1.69%	1.63%	2.53%
	交通运输	2.88%	1.70%	1.58%	1.43%	0.95%
	环保	0.89%	0.23%	0.49%	0.71%	0.66%
综合	综合	0.11%	0.00%	0.08%	0.11%	0.07%

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

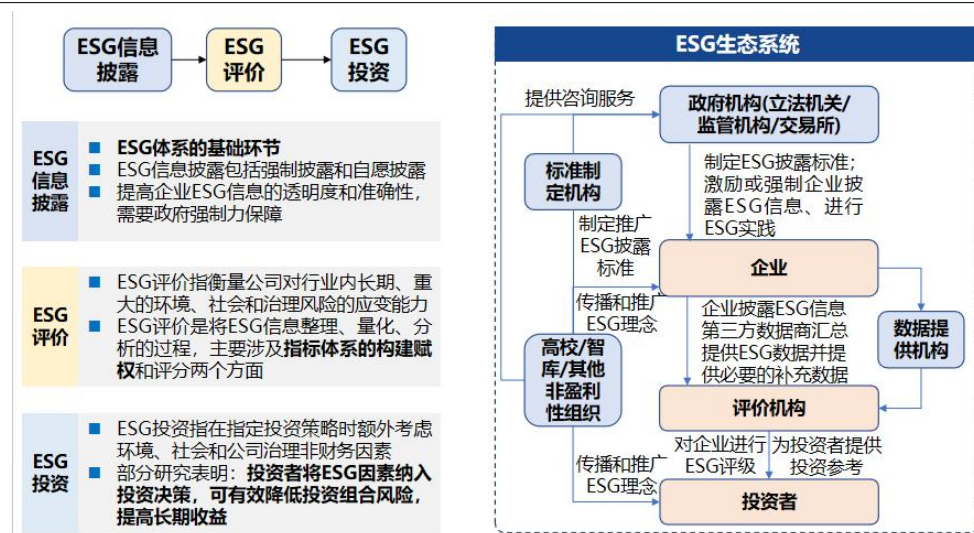
ESG 投资价值何时兑现？

ESG 投资现存问题剖析

ESG 投资的落地需要 ESG 生态系统内部各组成部分协力合作。然而，目前 ESG 生态体系的建设仍处在不断完善的过程中，存在着一系列亟待解决的问题。这些问题直接影响了 ESG 投资实践的效果，使其未能达到预期的理想状态。

一是源自海外的 ESG 理念在国内需要本土化改造。海外评价体系如果生搬硬套、难免在国内“水土不服”。国内外 ESG 理念的提出背景有所不同，通过回顾欧美 ESG 理念及投资的起源，欧美 ESG 理念的起源和发展是以问题为导向，随着经济发展，环境问题，社会矛盾及公司内部贪腐等问题不断涌现，并成为制约公司发展的绊脚石，在这样的背景下 ESG 理念应运而生，ESG 理念专注于解决环境问题，缓解社会矛盾和优化公司治理，且 ESG 理念最终的落脚点还是为公司长期发展服务。但是在国内，ESG 则是作为舶来品被引入，国内人群结构、经济结构与欧美国家大相径庭，所面临的社会问题也大不相同，ESG 理念的引入如果缺乏本土化的改造，生搬硬套则难免会有水土不服的问题。比如，对于酒类的态度，国内外就截然不同，在海外酒类往往与酗酒、暴力等负面词汇联系在一起，会被 ESG 投资排除在外，而在国内，酒类往往与酒文化等方面联系紧密，因此在 ESG 体系中单独排除酒类行业的方法在国外被广泛接受，国内则适合按照跨行业间的通盘比较筛掉排名靠后的酒类公司；再如，在海外公司治理层面，独立董事制度的施行有效地约束了董事会的行为，对公司的发展起到了积极的作用，而在国内独立董事的发展阶段处在发展前期，实际权利和海外公司也具备不对等性，对董事会的实际监督作用和海外有所不同，相关政策也在着力改善独立董事既“独立”又要“懂业务”的问题。

图7: ESG 投资三大环节及 ESG 生态系统

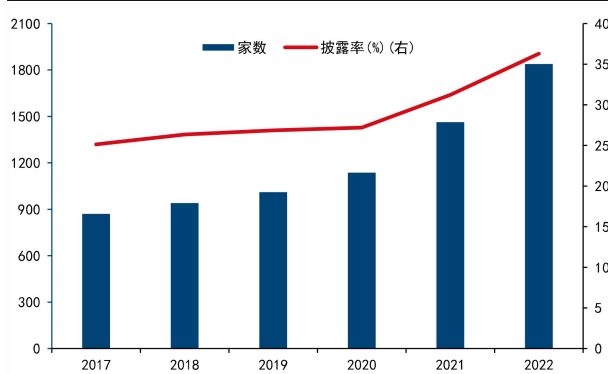


资料来源：王大地等, ESG 理论与实践[M]北京, 经济管理出版社, 国信证券经济研究所整理

二是 ESG 信息披露等制度建设滞后于投资实践，投资者与被投资企业之间存在着严重的信息鸿沟。目前，国内 ESG 信息披露以自愿披露为主，总体披露率较低，仅为三成左右，并且信息披露质量较差，难以为 ESG 投资后续缓解提供有效的数据

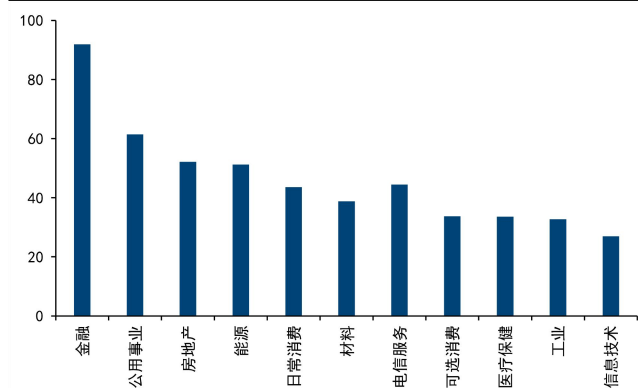
支撑。一方面，国内目前缺乏统一的 ESG 披露标准，导致国内公司在披露 ESG 报告时大多参照国际标准，比如 GRI 等等。这些国际标准往往追求普适性，缺乏针对性，同时监管的缺失导致披露的信息质量不高；另一方面，ESG 信息披露名义上是披露企业的非财务因素，实质上是向公众披露企业运营过程中的非财务因素所引致的风险，因此国内大部分企业主动披露 ESG 信息的意愿不强。当前监管重心在于企业的环境表现，而银行业及其他金融服务业，在实际运营过程中几乎不产生污染排放，这些公司主动、自觉、积极披露 ESG 信息，有助于缓解企业与公众的信息不对称问题，有利于企业声誉的提高，进而增强企业自身吸引存款或投资的能力。但是对于规模较小的上市公司而言，这些公司更倾向于将有限的资源用于研发投入或是规模扩张，所受融资约束较大，抵御风险能力较弱，相较而言披露 ESG 信息的意愿较低。

图8: A 股上市公司 ESG 信息披露情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9: 各行业 ESG 信息披露比例 (%)

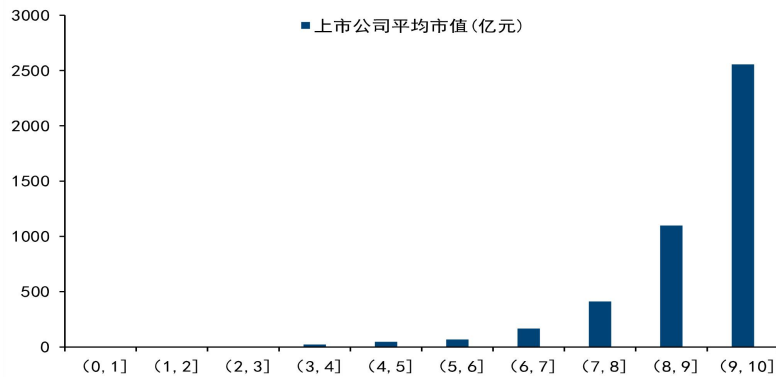


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

三是 ESG 评级对所有公司一视同仁，却没有考虑到上市公司所处生命周期阶段。这对处于成熟期的大型公司而言是赋能，对处于初创期的小型企业则是沉重的负担，基于这样的 ESG 评级所做出的投资决策，不但会错失很多良好的投资机遇，也不利于经济发展新动能的培育。从具体的评级结果来看，ESG 评级与公司的规模显著正相关。处于成熟期的大型公司对于经济发展而言更多的是起到维持存量的作用，而中小微企业则是未来经济增长的潜在新动能，这些公司往往处于初创期，没有多余的资源去提高企业的 ESG 绩效，而几乎所有的 ESG 评级仅是考虑了公司之间的行业差异，并没有针对企业所处的发展阶段对最终的评级进行修正。中小微企业的当务之急是“独善其身”，即在满足法律法规要求前提下，将主要资源和精力集中于技术研发和产品落地，而非“兼济天下”，去追求 ESG 绩效的提高，从某种程度来讲 ESG 的披露和践行也是大企业先发挥表率作用。

同时，目前 ESG 评级在指标的具体设定方面，在丰富多样的前提下还应注重突出主题、彰显特色。全面但是没有针对性的评分体系虽然有助于受众从多个方位、各个层次去了解企业的 ESG 绩效，但也同时带来两个问题：一方面，大部分指标对公司的可持续性并不会产生实质性的影响，这些指标的引入会稀释掉主要指标的权重，而且大部分指标缺乏披露数据支撑，只能通过其他技术手段予以补充，数据真实性难以验证，这样的做法在一定程度上会导致评级结果失效；另一方面，对上市公司而言，成百上千个冗杂的评级指标，难以对上市公司 ESG 绩效改善提供有效的指引，上市公司如果针对每一个指标都付诸行动加以改进，这无疑是非常沉重的负担。因此，除了考虑国际接轨外，具有本土化、针对性标签的指标体系才能在投资中发挥更加显著的作用。

图10: 上市公司 ESG 得分与上市规模显著正相关(横轴为万得 ESG 评分)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

四是 ESG 理念包罗万象, 可以从诸多角度对其内涵进行解读, 在 ESG 投资落地上还需要明确落脚点。在国内 ESG 理念的发展和演变通常以可持续发展及国家发展战略等为依托推进, ESG 理念从被引入之时便被赋予了推动社会可持续发展的责任。在这样的语境之下, ESG 理念包罗万象, 和很多的战略和方针均可以形成共鸣, 这一方面促成了 ESG 理念的深入人心与快速发展; 另一方面, 也增加了 ESG 信披标准制定、评级体系构建的实操难度, 并难以形成对 ESG 投资落地的纲领性指引。

ESG 投资价值兑现的条件及时点

基于上述分析, 我们 ESG 投资价值实现的前提条件主要包括两个方面。

一是投资者与被投资企业之间不存在严重的信息不对称问题。现阶段, 投资者主要通过企业所披露的 ESG 报告获取被投资企业的 ESG 信息, 但是通过前述分析可知, 一方面, ESG 报告的披露率仍有提升空间; 另一方面, 在 ESG 信息披露制度尚处在发展前期且“半自愿”语境下, 部分企业在编制 ESG 报告时往往存在“报喜不报忧”的倾向, 倾向于展示自身在 ESG 方面的优势和成就, 而对于存在的问题和挑战则避而不谈。例如, 公司治理结构复杂、大股东掏空公司等敏感问题在信息披露报告中往往难觅踪影。这种情况导致了投资者与被投资企业之间存在着严重的信息不对称问题。投资者无法全面、准确地了解被投资企业在 ESG 方面的真实表现和风险状况, 从而容易对其 ESG 绩效形成误判。这不仅影响了投资者的决策质量, 也制约了 ESG 投资理念的推广和实践。

二是针对企业的外部性予以定价, 这意味着对于企业所产生的积极外部效应给予适当的奖励(如: 企业在乡村振兴等方面做出的贡献), 而对于其产生的负面外部效应则应施加相应的制约(如: 企业的污染物排放)。现阶段不少 ESG 投资理念往往着重强调 ESG 绩效对企业财务绩效的间接、长期影响, 鼓励长期价值投资。但是, 企业 ESG 绩效的改善需要资源的付出, 这些投入在短期内往往难以产生显著的财务回报, 甚至过多的资源倾斜会拖累企业当期的业绩。因此, 对于一些企业和投资者来说, ESG 绩效的改善所带来的收益在短期内像是一张“空头支票”。从具体实践来看, ESG 因素对企业股价等方面的影响, 远远小于行业轮动以及主题投资的影响。这一现象的根本原因在于, ESG 投资实践超前于制度体系搭建, 外部性的定价手段缺位, 导致 ESG 的价值在短期内无法兑现, 如果对企业所产生的积极外部效应给予适当的奖励, 对于其产生的负面外部效应施加相应的制约, 这将对企业的生产成本产生直接的影响, 在这样的情景下, 具有良好 ESG 绩效的

企业生产成本相对较低，从而有望带来业绩的实质性提升。

那么 ESG 投资价值在多久之后能够兑现呢？大多数研究并未直接阐述这一问题，仅是说明 ESG 投资有助于获取长期的超额回报，其背后的含义即延迟满足，推迟兑现期。通过前述复盘可以预见的是，近两年 ESG 基金业绩欠佳影响了投资者的耐心，大家都缺乏耐心去等待长期的价值兑现，ESG 基金规模以及资金流入持续缩减加剧了现存产品进一步投资的难度。应该意识到市场大的 β 承压期间，大多数投资策略都受到了经验背离和挑战，不仅仅是 ESG 策略的问题。通过前述的分析我们知道，企业外部性被定价是 ESG 投资价值兑现的前提条件，基于这一思路，ESG 投资价值兑现的时间点，就是外部性定价措施具体落地的时刻，如果对各 ESG 要素价值兑现的先后顺序进行排序：首先应是环境（E），其次是公司治理（G），最后是社会责任（S）。

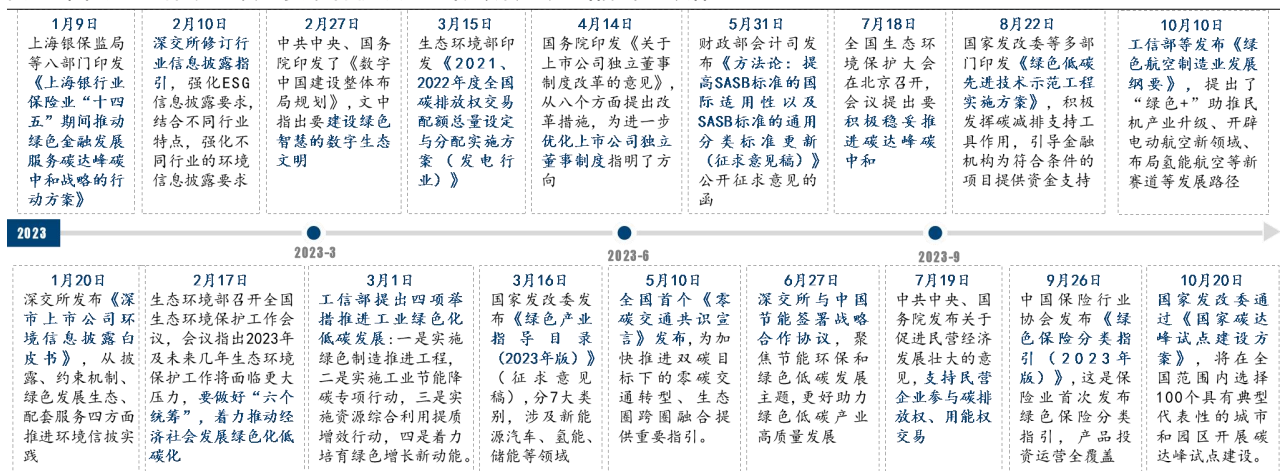
ESG 投资如何破局？

删繁就简——聚焦低碳转型

相比面面俱到，聚焦低碳转型视角更适合当前国内 ESG 体系发展。当前，ESG 投资价值兑现期限难以预期，连续两年的不景气业绩已经消磨了投资者的耐心，ESG 投资面临着热度减退的窘境。更为严峻的是，从 ESG 投资的三个关键环节来看，每个环节都或多或少存在一些问题，这些问题严重制约了 ESG 投资的实际落地与实践。但这也并不意味着当前的 ESG 投资没有出路可言，结合上述分析，我们认为聚焦于低碳转型，不失为一个破局的方向。

一是在信息披露方面，近一年以来气候信息披露标准与政策持续完善。目前，ESG 生态体系建设已成为推动国内低碳转型发展的重要政策工具，推动构建与“双碳”目标相契合的 ESG 政策和标准体系是当前 ESG 生态体系建设的主要方向。现阶段，ESG 生态体系建设聚焦能源转型与环境治理，旨在推动企业通过采用清洁能源、提高能源利用效率、降低碳排放等措施，改善环境绩效，同时提升可持续发展能力和竞争力。

图11: 国内 ESG 体系建设重要事件梳理——低碳转型是当前的主旋律

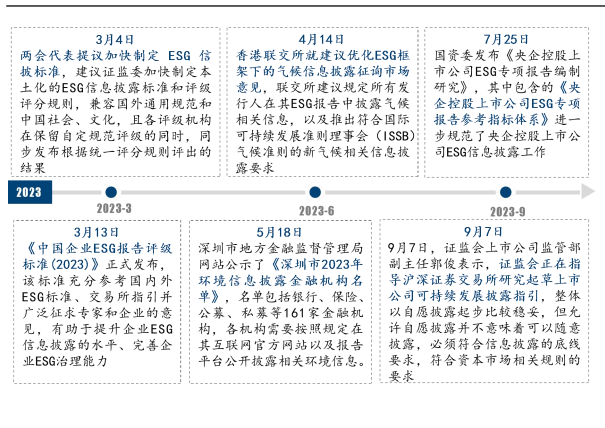


资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

国内 ESG 信息披露标准体系建设聚焦于气候信息披露，呈现由金融行业向全行业拓展、由大型企业向全部企业延伸的趋势。2023 年发布的《央企控股上市公司 ESG 专项报告参考指标体系》是国内 ESG 体系建设的一项重要里程碑，具体指标设计充分借鉴国际通用标准，对气候变化方面的信息披露做出了明确的规定。同时，金融机构环境信息披露标准已在深圳等地开始实施，有助于提高金融机构环境风险管控水平，优化资源配置。

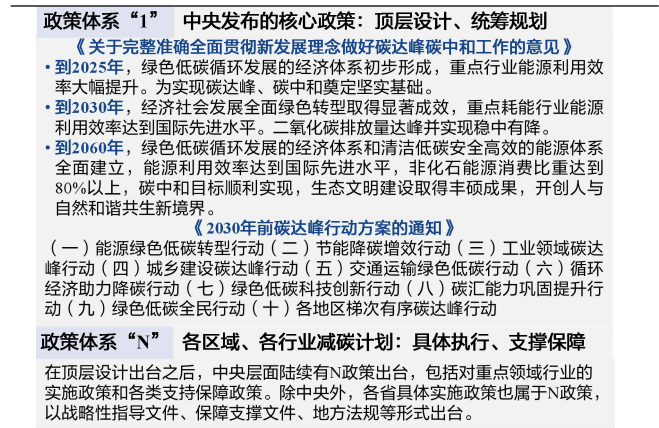
此外，国内目前已经形成相对完善的碳中和 1+N 政策体系，双碳目标有序推进。2021 年 7 月 16 日，全国碳市场开市，首批纳入了 2162 家发电企业，年覆盖碳排放量 45 亿吨。按照生态环境部的规划，在“十四五”期间，钢铁、有色金属、石化、化工、建材、造纸、电力、航空等八大高排放行业将分批次、分阶段纳入全国碳市场。全国碳市场的建设也为 ESG 在低碳转型方面的价值兑现创造了前提条件。

图12: ESG 信披政策梳理



资料来源：万得，中国政府网，国信证券经济研究所整理

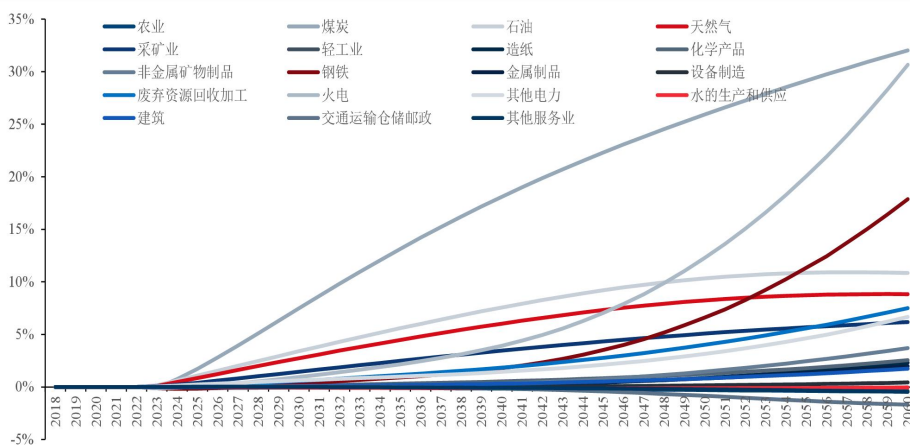
图13: 碳中和 1+N 政策体系



资料来源：万得，中国政府网，国信证券经济研究所整理

二是在 ESG 评价方面，低碳转型相关指标易于量化，具有更强的可比性。在低碳转型方面，仅需关注企业的范围 1、范围 2、范围 3 碳排放总量以及碳排放强度，使用碳价乘以对应的碳排放量即可简便地计算出企业的碳排放成本。随着双碳目标的持续推进，碳定价政策将会择机推行，这将对企业生产成本产生直接影响；碳定价政策实施后，各行业的生产成本均会有不同程度增加，可适度减少对碳排放量较大行业的配置。

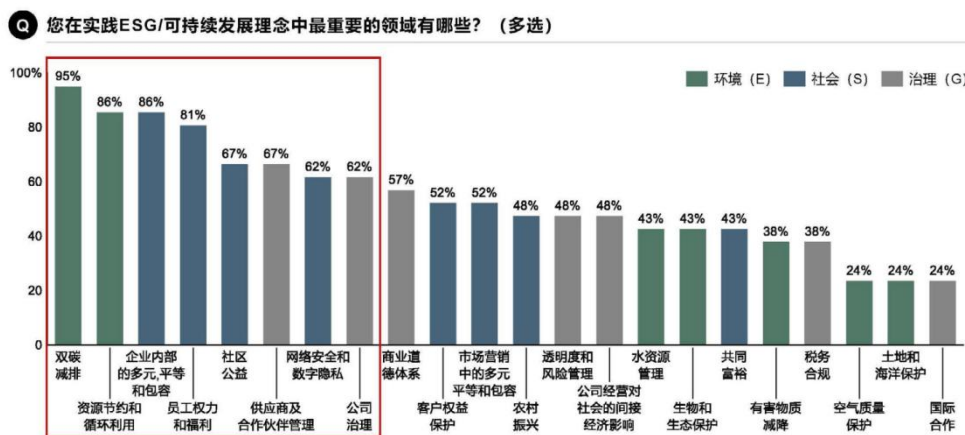
图14: 对重点碳排放行业执行碳交易、其余行业征收碳税情况下, 各行业成本变动



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所测算

三是在 ESG 投资实践方面, 投资者及上市公司对碳减排具有更强的共识。随着气候变化问题愈演愈烈以及双碳目标的持续推进, 碳减排成为受关注度最高的议题。投资者和企业对于碳减排的认知也逐渐加深, 关注重点从自身直接排放和能源相关的间接排放拓展到减少整个供应链的碳排放。根据贝恩公司在《中国企业 ESG 战略与实践白皮书: 放眼长远, 激发价值》报告中公布的调查结果, 在被调查的企业中, 碳减排是最受关注的 ESG 领域。

图15: 调查显示碳减排是 ESG 体系内最受关注的子领域

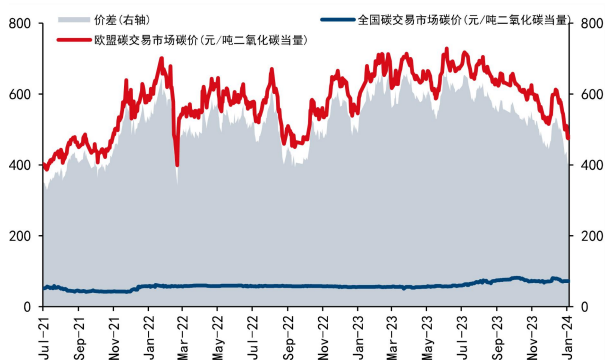


资料来源: 贝恩, 《中国企业 ESG 战略与实践白皮书: 放眼长远, 激发价值》, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 在政策端气候信息披露标准及制度的完善有助于缓解信息不对称问题, 同时在双碳目标持续推进的背景下, 碳定价政策预计将会择机推行, 二者为 ESG 投资的价值兑现创造了前提条件。而且碳定价政策, 按照目前的推进节奏, 在十四五时期将会覆盖全部碳排放重点行业, 投资价值的兑现期限相对明确。

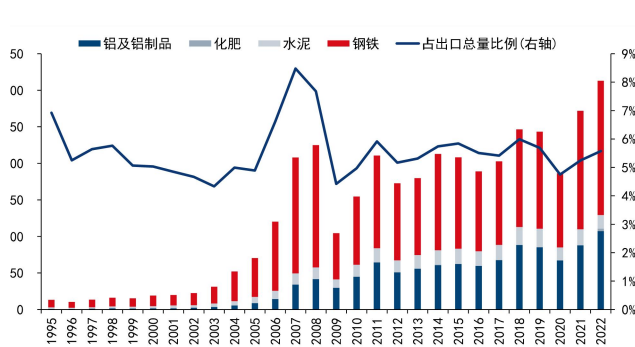
此外，外部因素制约下，国内企业主动降低碳排放的意愿也会受到驱动。欧盟碳边境调节机制(CBAM)在2023年10月1日正式进入试运行阶段，过渡期到2025年底，2026年至2034年逐步全面实施，2035年后则完全取消欧盟碳排放交易体系和CBAM所覆盖高碳产品的免费碳配额。欧盟将对从境外进口的特定产品额外征收碳边境调节费用(碳关税)，产品覆盖范围包括“电力、钢铁、铝业、水泥、化工、氢”六大行业。现阶段，国内碳交易市场的碳价与欧盟碳交易市场的碳价存在较大的价差，欧盟碳价相对国内高400-600元/吨。可以预见，一旦欧盟全面推行碳关税，国内外贸型企业的出口压力必将增大，进而削弱这些企业在国际市场上的竞争力。因此，欧盟碳关税落地在即，也将在一定程度上促使国内加快完善自身的碳定价政策。

图16: 国内与欧盟碳交易市场碳价走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图17: 国内对欧盟出口总额(CBAM 相关产业, 亿美元)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

上市公司——减排增效、加强供应链管理

伴随着相关政策的陆续出台，企业的碳排放成本将持续增加。在日益加重的成本压力下，企业逐步缩减产能虽然可以在短期内规避碳减排政策的负面影响，但也同时会降低企业利润，不利于企业的长期发展，对于企业而言，面对日益收紧的减排政策，从长期来看，最优的决策是提前采取技术创新、提高生产效率等积极措施降低自身碳排放，提前布局低碳转型。

为应对碳关税及国家地区层面碳减排政策所带来的不利影响，企业同样需要提前布局供应链治理等措施，降低自身产品的碳足迹。国内在全球垂直一体化分工体系中，主要承担低附加值的加工组装环节，这个环节替代性较强，面临激烈的国际竞争，向下游转移成本的能力较弱，在此背景下，如果不进行低碳转型，国内企业的产能将会受到愈发严重的限制。

海外的一些大型跨国公司供应链碳排放控制策略为我们提供了有益的参考。

苹果公司在2020年宣布了一项计划，目标是在2030年之前实现其整个业务、制造供应链和产品生命周期的碳中和。为实现碳中和目标，苹果公司从多个环节入手，包括生产、包装、拆解等。其中，具有代表性的是苹果公司针对供应商推广的“清洁能源计划”，该计划的目的是与供应商合作推进清洁能源的使用，目前已经有超过300家苹果公司的供应商承诺在2030年之前使用绿色能源来生产苹果的产品。如图18所示，以苹果手机的供应链为例，除了芯片以外，其余元器件大多由国内企业提供。苹果公司的碳中和计划将有效带动其供应链中的国内企业减少碳排放。这些国内企业也将受益于清洁能源计划的推广和实施，从而提高自身

的可持续性和竞争力。

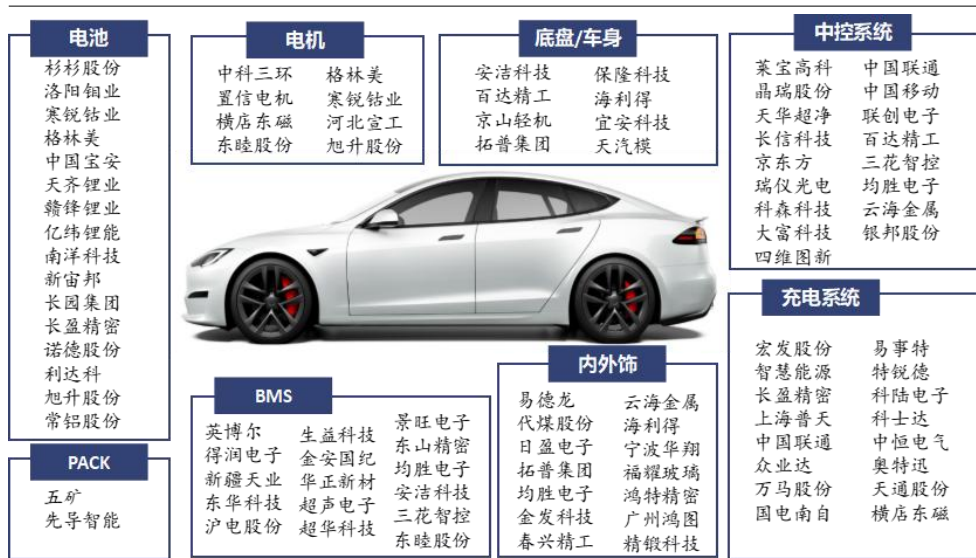
图18: 苹果手机产业链的中资供应商列举(不完全统计)



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：上述列举个股仅作为标的梳理，不构成任何投资推荐依据。

除苹果公司之外，特斯拉也是绿色低碳理念的践行者，致力于在产品全生命周期内减少碳排放。在生产端，特斯拉通过提高生产端能效，降低单车制造过程中的温室气体排放，以上海超级工厂为例，特斯拉采用精细化管理和技术驱动工艺创新，使得生产过程中产生的废物有90%被回收利用，单车制造过程中的温室气体排放减少了30%；在供应端，特斯拉建立了动力电池碳足迹优化策略，专注于优化电池供应链，以降低电池的碳足迹。此外，特斯拉还建立了成熟的内部生态系统，成功实现了锂电池的100%回收利用。

图19: 特斯拉产业链的中资供应商列举(不完全统计)



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 上述列举个股仅作为标的梳理, 不构成任何投资建议依据。

资管机构——气候风险分析与管理

对于资管机构而言, 一是可聚焦于气候转型风险分析与管理。积极应对气候变化, 防范气候风险, 是国内实现“双碳”目标的必要保证, 更是国内实现高质量发展的内在要求。国内资管机构主要采用定性的方法对气候风险进行识别与分析, 但是结果模棱两可, 难以对具体的投资实践或是风险管理提供有效的指导, 因此有必要开展气候情景分析, 量化评估气候相关风险。

气候风险情景分析主要包含如下五个步骤, 即气候风险识别、风险敞口测量、气候情景设置、情景分析及风险缓释。

一是气候风险识别, 通过该步骤确定气候风险分析的对象以及可能引致风险的气候因素。例如, 极端气候事件会导致供应链或者生产中断, 碳税、碳交易等转型政策会导致生产成本上升, 最终导致资产减值、违约率上升等。

二是风险敞口测量。计算暴露于气候风险中的资产规模等。

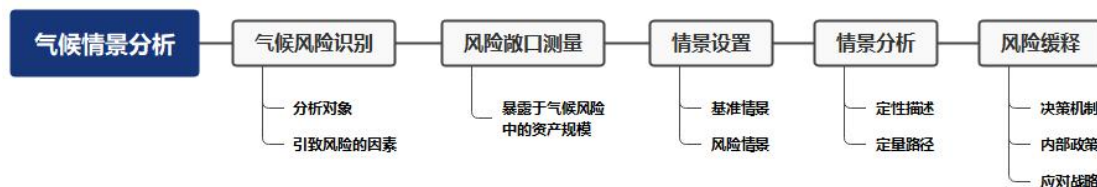
三是气候情景设置。基于气候风险识别的结果和气候风险敞口, 设置气候情景。一般而言, 会设置一个基准情景和多个气候风险情景, 其中基准情景是指延续目前的状态及发展趋势, 在不施加外力情况下产生的情景, 一般用作对照分析, 气候风险情景则是反映在不同气候冲击下的实验情景。

四是情景分析。收集相应的数据, 构建气候风险传导模型, 采用定性或者定量的方法, 定性描述或者核算气候风险分析对象在不同的气候情景下的变化路径, 最后输出情景分析的结果。情景分析法也是当前气候风险分析的主要方法。

五是风险缓释。基于气候情景分析的结果, 建立起低气候风险导向的决策机制和内部政策, 制定相应的应对战略, 以缩小资产和业务对气候风险的敞口, 将气候

风险融入到风险管理的流程当中。

图20: 气候情景分析一般性步骤



资料来源：中国工商银行官网，国信证券经济研究所整理

二是聚焦碳排放、落实产品层面的环境信息披露。一方面，可以聚焦于碳排放，资管机构应对在管资产进行碳排放和碳足迹的定量核算与公开披露，随着双碳目标的推进，企业的碳排放成本将持续增加，这会直接影响企业的生产成本，最终会对资管机构所持有的资产构成影响。另一方面，还需要推进产品层面的碳排放核算与信息披露。国外部分机构已经开始公开单只基金产品的碳足迹和加权平均碳排放强度等信息。对于资管机构而言，这可以激励他们调整投资策略或加强投后管理，以降低在管资产的碳排放。对于投资者而言，这为他们提供了了解产品环境风险信息的渠道。

三是完善投后管理制度，推动被投资公司低碳转型发展。国内资管机构在内部政策制度建设方面，主要关注于投前管理，而在投后管理方面的制度普遍缺失。虽然通过完善的投前管理制度可以引导资源向低碳产业流动，但是引导传统高碳产业进行低碳转型同样重要。同时，投后管理也是约束被投资公司行为，推动其长期可持续发展的必要举措。具体而言，投后管理主要包含两个方面，一是参与公司治理，明确被投资公司环境绩效以及相关风险和机遇，并提供必要的咨询服务；二是通过代理投票方式，参与公司重大事项决策，降低被投资公司环境足迹，推动被投资公司低碳转型发展。

风险提示

碳定价政策落地时点和节奏的不确定性；文中所提及的上市公司仅做案例分析，不构成具体的投资建议

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032