

# 宏观

证券研究报告

2024年02月29日

## 面对变局的 ESG 投资新路向

ESG 正处于动荡之中，而同时，市场对 ESG 投资的热情在近两年也有所降低。

现行的 ESG 策略在引导投资方面存在一定的局限性。新事物的诞生往往伴随着持续的更新迭代，从而可以扎根于不同的土壤，ESG 亦如是。

中国经济目前正经历转型阶段，面临着技术、社会和制度方面的变革。整个转型过程充满了未知因素和风险。这些不确定因素和风险会对企业的生产和销售造成影响，从而影响其股票市场的表现。

因此，我们重新从宏观角度界定了 ESG 的概念，聚焦风险管理，基于全球风险议题和风险传导路径，建立风险预警体系，以识别企业经营过程中可能面临的风险。

宏观维度的视角并不是独立于现有 ESG 策略，而是对其的有效提升，可以推动尽责管理。

**风险提示：**美国 2024 年大选结果反转；欧盟保持对气候议程的严格监管；国内 ESG 投资政策出台不及预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-对日本的几点讨论》 2024-02-28
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24 年 2 月第 5 周》 2024-02-27
- 《宏观报告：美联储何时结束缩表-2024 美国货币政策展望》 2024-02-26

## 一、全球兴起“反 ESG”浪潮之辩

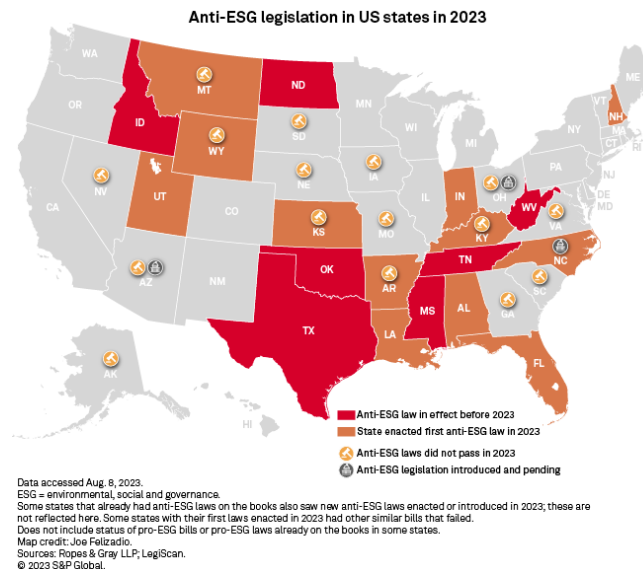
近两年，“反 ESG”浪潮暗流涌动，暗流之下是世界经济正面临着诸多挑战，比如全球经济增速放缓，地缘政治格局加速变化，粮食、能源、气候、公共卫生等传统和非传统的安全风险急剧上升，相互交织加剧。ESG 作为转型中的价值观，也站在十字路口，面临着考验和抉择。

在美国，由共和党人领导的“反 ESG”运动势头膨胀，主张“禁止或限制资产管理公司在投资或投票时考虑 ESG 因素”，“禁止以 ESG 为由抵制化石燃料和枪支的投资或与金融机构签约”，以及“指控降低投资组合碳排放的金融机构联盟可能构成垄断行为”。

在“反 ESG”浪潮中，美国的可持续投资资产占总管理资产的比例在 2022 年出现了断崖式下跌，从 2021 年的 33% 下降到 13%，低于 2014 年 18% 的水平<sup>1</sup>。

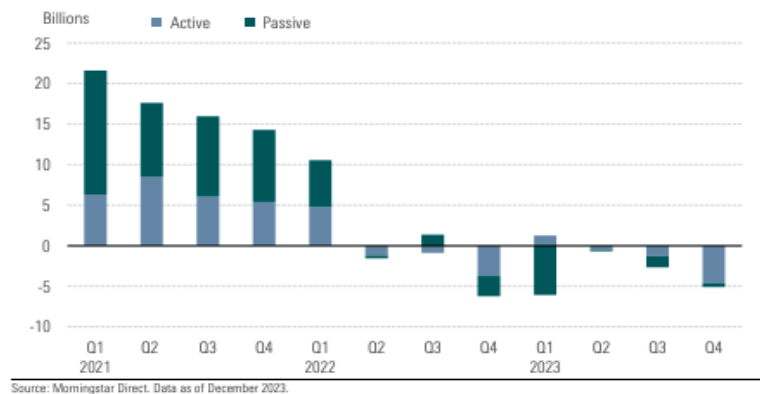
此外，多家资管巨头退出气候行动。其中，贝莱德表示，考虑到气候行动 100+ 第二阶段计划可能与美国法律相抵触，计划将其 CA100+ 成员身份转移到规模较小的国际部门，以缩减参与规模。该法律规定基金经理必须仅以客户的长期经济利益为导向行事<sup>2</sup>。

图 1：2023 年，至少有 25 项“反 ESG”法案在共和党控制的州获得通过



资料来源：S&P Global Market Intelligence，天风证券研究所

图 2：2022 年 Q2 起，美国可持续基金资金出现流出（单位：十亿美元）



<sup>1</sup> <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>

<sup>2</sup> <https://www.caixin.com/2024-02-20/102167024.html>

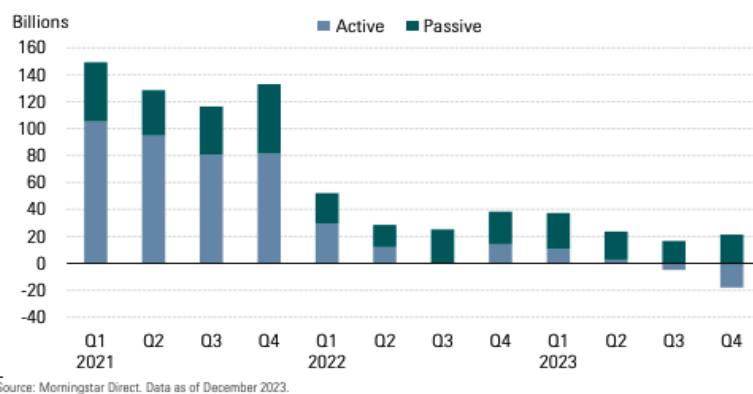
资料来源：Global Sustainable Fund Flows: Q4 2023 in Review, 天风证券研究所

与美国的情形不同，欧洲作为迄今为止最发达和多样化的 ESG 市场，为了遏制“洗绿”，制定了严格的 ESG 监管法规。不过，与积极出台 ESG 监管政策相对应的是，欧洲对 ESG 的热情有所下降。

具体而言，2014 年至 2022 年间欧洲可持续投资资产占总管理资产的比例从 59% 下降到 38%<sup>3</sup>，2022 年可持续基金的资金流入明显减少，2023 年则出现了资金外流的情况。

另外值得注意的是，冯德莱恩在 2024 年 2 月 19 日提出了寻求连任欧委会主席的计划。尽管她在首个任期中持续强调欧洲绿色转型，但是在欧洲民众批评环境法规不断增加和抱怨与绿色议程相关公共禁令的背景下，冯德莱恩也提出“新时期可能放宽对气候议程的监管，并更多地询问企业‘需要什么’，从而在实现绿色目标和保持欧洲企业竞争力之间的达到平衡”<sup>4</sup>。

图 3：2023 年欧洲可持续基金首次流出（单位：十亿美元）



资料来源：Global Sustainable Fund Flows: Q4 2023 in Review, 天风证券研究所

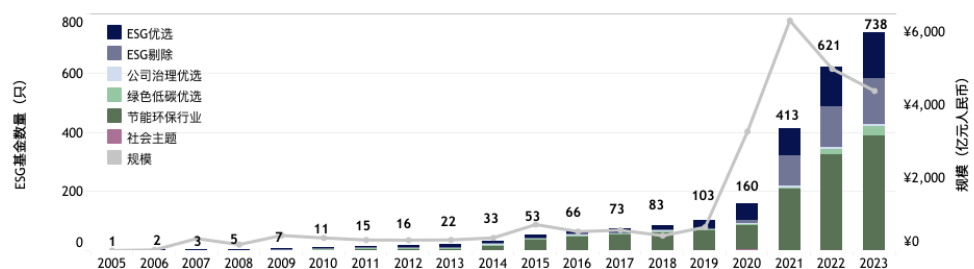
与欧美相比，中国的 ESG 投资起步较晚，但是近几年已经初步形成了 ESG 投资的生态体系。

2024 年春节假期前，三大证券交易所发布《可持续发展信披指引》并向社会公开征求意见，拟明确强制披露和自愿披露要求<sup>5</sup>。

随着信披指引的实施，未来中国 ESG 投资市场将有多元丰富的上市公司 ESG 底层数据，可以为投资决策提供更扎实的信息支持。

而与欧美情况类似的是，中国的 ESG 基金规模也有所下降。根据 2022 年和 2023 年《中国责任投资年度报告》，中国 ESG 基金规模则从 2022 年的 4984 亿人民币下降到 2023 年的 4383 亿人民币，整体下降 12%。

图 4：2022 和 2023 年中国 ESG 基金规模下降（单位：亿元人民币）



资料来源：《中国责任投资年度报告 2023》，天风证券研究所

<sup>3</sup> <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>

<sup>4</sup> <https://international.caixin.com/2024-02-21/102167041.html>

<sup>5</sup> <https://www.stcn.com/article/detail/1121826.html>

可以看到的是，市场对 ESG 投资的热情在近两年有所降低，一个重要的原因是 2022 年和 2023 年全球 ESG 基金大都表现欠佳，投资回报率并没有跑赢大盘，有的甚至为负。

但是，仅凭短期投资回报表现就否定 ESG 的价值和有效性值得商榷，因为 ESG 植根于长期主义理念，重视转型中的价值观变化，是长期收益的驱动因素。

ESG 事件具有低概率、高影响、难以预测的特点。随着投资者持有资产的时间增长，ESG 事件发生的概率也在成倍增加。持有时间越长，ESG 因素对市场价格和创造额外价值的影响越大，因此随着机构投资者持有被投公司的时间延长，ESG 因素在定价中的作用将更加显著。

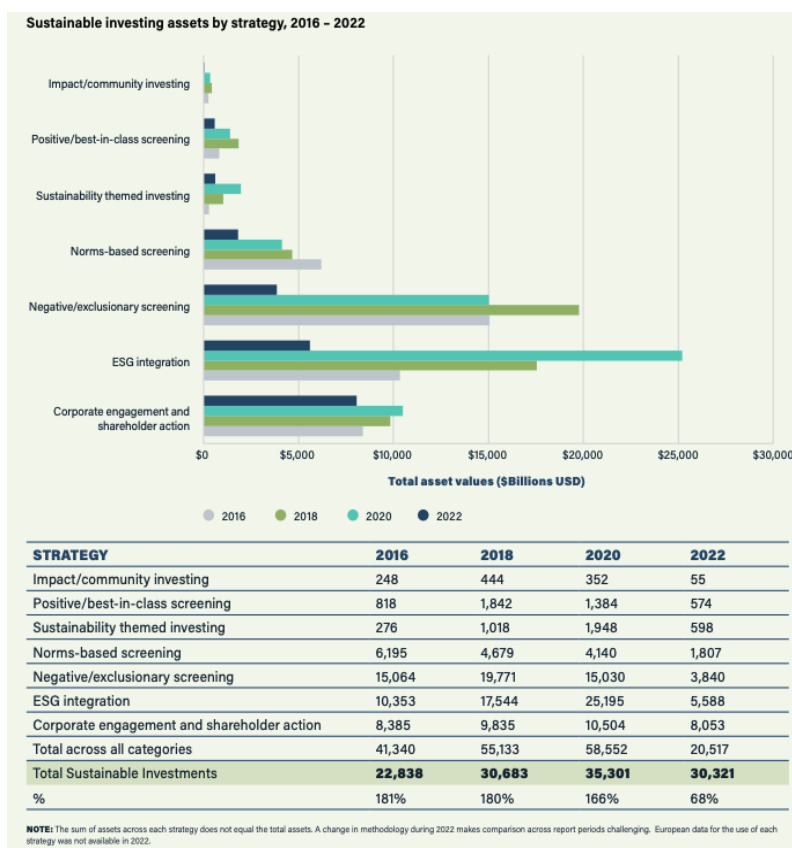
## 二、中国本土 ESG 投资的发展现状

目前，机构投资者采用的 ESG 策略，主要由 PRI 与 CFA 协会和全球可持续投资联盟合作提出并定义，包括筛选、ESG 整合、主题投资、尽责管理（积极所有权）和影响力投资<sup>6</sup>。

尽责管理是全球机构重点关注和主推的 ESG 策略，中国也在积极构建尽责管理平台。

2023 年 7 月，中国气候联合参与平台（CCEI）正式启动，旨在促进中国机构投资者发挥参与及尽责管理影响力，更为高效地提升中国企业绿色低碳高质量转型的意愿、能力和效果。CCEI 平台由 24 家大型机构投资者发起，资产管理规模超过四十万亿元人民币<sup>7</sup>。

图 5：2022 年可持续投资资产 ESG 策略以尽责管理为主（单位：十亿美元）



资料来源：GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2022，天风证券研究所

尽管中国投资机构积极实践 ESG，并已开始考虑本土文化、社会和政治环境的差异，但由于 ESG 理念最初源自西方国家，属于舶来的价值观，因此在实践中仍然面临一些水土不服的挑战。

最初，国内积极搭建 ESG 投资体系的机构大多为 PRI 签署方，包括险资、公募基金和私募

<sup>6</sup> <https://www.unpri.org/investment-tools/definitions-for-responsible-investment-approaches/11874.article>

<sup>7</sup> <https://www.cdmfund.org/33366.html>

机构等。作为签署方，他们需要在豁免期后每年向 PRI 披露其管理资产的 ESG 信息。

(1) 平安、太保等险资正在从负债端到资产端全方位地参与可持续发展的金融体系建设。

针对资产端，险资大多通过旗下投资平台投资全流程融入 ESG 因素，例如搭建 ESG 评级体系并参考评级结果进行投资决策，以及基于 ESG 因素筛选第三方投资平台的方式，实践负责任投资。

险资在 ESG 实践上更关注风险管控，更多参考国家出台的针对险资的相关 ESG 监管政策，例如《银行业保险业绿色金融指引》，同时也强调了对未来实施细则的高度关注。

此外，由于险资可投股权的比例存在限制，因此在推动上市公司可持续转型中的话语权有限。虽然业界提出可以通过联合其他投资机构一起进行投后管理，但是具体效果还有待观察。

(2) 公募基金进行 ESG 投资的目的，除了满足 PRI 年度报告的需求之外，更多的是响应国家对 ESG 投资的重视。2022 年，全国社保基金 ESG 投资组合正在面向国内公募基金公司招标，涉及可持续投资产品和战略新兴产品，其中可持续投资产品主要投向 ESG 领域<sup>8</sup>。

公募基金通常采用外部评级机构数据或者参考外部评级机构，结合 ESG 尽职调查、国际标准等量身定制 ESG 评级体系，并基于评级结果构建股票池子，供基金经理参考，或者开发指数产品。

然而，由于 ESG 评级和投资回报之间的关系仍存在不确定性和争议，因此无法确定基金经理在选择投资标的时对 ESG 评级结果的参考程度。

此外，公募基金一般通过投票进行尽责管理，但是关于投票促进被投公司绿色转型的披露较为有限。

(3) 和险资和公募基金不同的是，私募机构大多是出于满足美元和欧元 LP 的要求签约 PRI 和搭建负责任投资体系。

参考 PRI 报告要求，私募机构制定了 ESG 投资工具，涵盖投前、投中和投后。

在进行投前尽职调查时，投资经理需要根据公开信息和潜在投资标的提供的资料完善 ESG 尽职调查问卷，并将识别出的 ESG 风险议题和相关指标纳入投资协议中，然后在投后进行监督和管理。

此外，为了满足投资经理简化流程，减少交易成本的诉求，部分头部私募搭建了 ESG 数字化平台。

外资私募积极开展投后管理，促进被投公司提升 ESG 表现，并进行了详尽的披露，而国内私募相关披露较少。

私募机构仍将财务指标作为核心投资考量，而随着欧美 LP 的退出，我们认为他们在 ESG 投资实践上的积极性将减弱。

然而，随着三大交易所可持续发展信息披露指南的实施，如果未来私募机构倾向于通过首次公开发行的方式退出，他们对 ESG 投资的热情可能会重新被点燃。

### 三、全球变局和本土化之下的 ESG 投资新路向

ESG 仍然是一个新事物，但 ESG 所代表的“转型中的价值观”对中国而言并不陌生。

中国目前正经历转型阶段，面临着技术、社会和制度方面的变革。整个转型过程充满了未知因素和风险。这些不确定因素和风险会对企业的生产和销售造成影响，从而影响其股票市场的表现。

因此，我们重新从宏观角度界定了 ESG 的概念，聚焦风险管理，基于全球风险议题和风险

<sup>8</sup> <https://www.stcn.com/article/detail/737698.html>



传导路径，建立风险预警体系，以识别企业经营过程中可能面临的风险。

**值得注意的是，宏观维度的视角并不独立于现有 ESG 策略，而是对其的有效提升，可以推动尽责管理。**

ESG 中的 E 不仅是环境问题，而应该包含对一切资源利用效率的考量，绿色转型和气候变化只是其中的一个特例，更广泛的效率提升应该是技术变革，以及应对转型过程中的风险。

例如近几年极端天气事件频发，加剧了水资源短缺的现象，在新旧能源转型的背景下，能源供需的脆弱平衡关系随时有可能被极端气候事件打破，从而对生产造成影响。在气候风险因子上暴露较高的企业，需要建立重大气候风险应急措施，避免在能源转型和气候变化中出现重大损失。

ESG 中的 S 体现了企业对于社会的外部性影响，特别是在贫富差距加大、内部分配矛盾突出的转型时期，社会价值观对于企业外部性的影响会更加突出。

最近几年出台的一些行业监管政策，主要落在了存在经济负外部性的行业，例如减轻义务教育阶段校外培训的指导意见<sup>9</sup>。对于可能具有经济负外部性的行业，投资者应该做好监管政策变动风险管控。

ESG 中的 G，不仅是企业的内部治理，而应该涵盖企业在复杂开放环境下的全部治理问题，比如如何对冲国际政治、地缘政治和供应链安全的风险敞口。

以巴以冲突为例，苏伊士运河航道承载着全球 20% 的海运汽车贸易，巴以冲突引发的红海危机影响了欧洲汽车的供应链稳定，特斯拉柏林工厂由于缺乏所需零部件，从 1 月 29 日到 2 月 12 日几乎完全停产。

在 SASB 中，供应链管理不是汽车行业的重要性议题<sup>10</sup>，但是从产业角度来说，供应链的稳定对汽车企业来说至关重要。

所以汽车企业的可持续信息披露报告需要披露供应链相关内容，关注地缘政治对供应链安全的潜在影响，以及制定相应的风险管理举措。

**对于转型中的投资而言，韧性的价值至关重要。**

表 1：宏观维度 ESG 概念与相关议题

维度	概念	重点议题
E	技术变革：面对环境问题与效率问题，核心价值观是绿色和高效，解决方法是技术变革，包含能源技术变革，转型过程中涉及能源安全和技术安全问题。	能源、AI、气候变化、温室气体排放、生物多样性等
S	社会变革：对内部分配问题，核心价值观是公平，解决方法是财政货币 MMT、加税反垄断、负外部性等。	经济负外部性、公正转型/有序转型等
G	制度变革：聚焦国内关系和国际关系。	地缘政治、供应链安全、政企关系、政府可持续还债能力、国际监管政策等

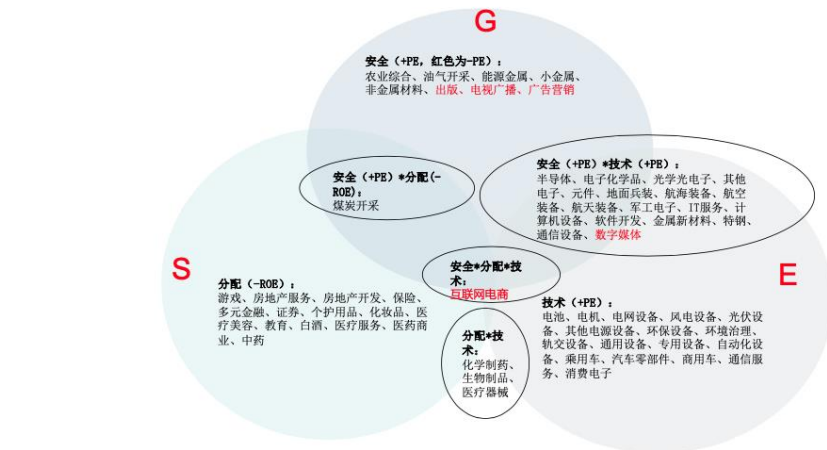
注：议题之间会有联系，并不是相互独立

资料来源：天风证券研究所

**图 6：ESG 是转型中的投资价值——分配，科技，安全**

<sup>9</sup> [http://www.moe.gov.cn/jyb\\_xxgk/moe\\_1777/moe\\_1778/202107/t20210724\\_546576.html](http://www.moe.gov.cn/jyb_xxgk/moe_1777/moe_1778/202107/t20210724_546576.html)

<sup>10</sup> <https://sasb.org/standards/materiality-finder/find/?industry%5B0%5D=TR-AU>



资料来源：天风证券研究所

图 7： ESG 研究框架



资料来源：联合国经济和社会事务部，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com