ESG专题研究：从产品到股票到长期资金

发展研究 · 专题研究

证券分析师：陈锐
0755-81981573
chenrui1@guosen.com.cn
S0980516110001

三个问题贯穿五章：收益从哪来、能否稳股价、海外经验如何落地

国信证券 GUOSEN SECURITIES

产品端
基金与指数

股票端
收益溢价与稳定性

长期资金端
海外养老金与国内落地

问题①
收益从哪里来

第一章 · 国内产品扩容与绩效
2024年末：ESG主题基金665只 · 近8331亿元
占非货币基金4.45%，指数工具加速布局

第二章 · 股票收益溢价
五分位加权对冲H-L全样本月均0.35%（t=2.86）
大盘0.62%（t=2.75）最强 · 微盘0.15%不显著

问题②
能否稳股价

第三章 · 股价稳定性
ESG综合得分对特质波动率回归系数全部显著负向
466970个月度观测 · 稳定效应G分项最强

问题③
海外经验
如何落地

第四章 · 海外制度与规模
截至2025年3月，PRI签署机构5261家，AUM 139.6万亿美元
从规模扩张转向质量与可信度

第五章 · 养老金实践
全球R&SI基金资产16.7万亿美元（2024年末）
GSIR 2024口径 · 两年+49%
委外考核与本土化是执行主线

核心判断：ESG非无条件Alpha，收益与稳定各有条件，应用需匹配

国信证券 GUOSEN SECURITIES

推断层 · 核心判断

事实层 · 证据锚点

判断① ESG非无条件Alpha

产品标签≠独立Alpha，
收益大部分可由风格暴露解释

ESG股票基金2009-2024年的年化月均收益**10.17%**；三因子调整后超额**4.85%**显著（t=2.11），
加入成长因子后降至**1.25%**不显著——超额主要是成长风格暴露

口径：2009-2024月度回归（基金全景研究）

判断② 收益与稳定需条件限定

先定目标（因变量），
再选维度与市值域；
两端证据不可互替

收益端（次月超额收益）

大盘H-L **0.62%**（t=2.75）显著；
小盘0.20%（t=1.13）、微盘0.15%（t=0.69）

溢价偏大中盘，S分项最显著

稳定端（当月特质波动率）

E/S/G联合回归中G系数**-0.0321**
（t≈-9.27）显著，E/S不显著

稳定效应G分项最强

判断③ 应用需匹配目标与维度

资金属性与制度条件决定应用深度

全球R&SI基金**16.7万亿美元**高度集中于制度先行地区（欧洲占**86%**）；
口径由“机构自我宣称”收紧为“基于法律文件的正式披露”

口径：16.7万亿美元为GSIR 2024口径（2024年末）

ESG主题研究沿“产品—股票—长期资金”逻辑

	产品端	股票端	长期资金端
基金全景与结构拐点	665只 · 近8331亿元（2024年末）		
指数编制与行业配置	416只 · 5526亿元（2023年4月底） 11只指数编制方法 · 91只基金明细		
股票收益溢价		对冲组合全样本0.35%（t=2.86）	
股价稳定性		ESG综合得分系数显著负向	
海外制度与规模口径			PRI 5261家 · 139.6万亿美元
养老金实践与中国路径			R&SI 16.7万亿美元（2024年末）
委外考核			海外实践 · 国内约七成委外

资料来源：万得、UN PRI、GSIR，国信证券经济研究所整理

第一章问题与结论：国内ESG基金扩容，指数工具加速布局，但ESG标签不等于Alpha

国信证券 GUOSEN SECURITIES

① 总量扩容 → ② 结构跃迁 → ③ 指数侧检验 → ④ 基金侧归因

二十年四轮放量

2024年末665只、净值8310.6445亿元（图表5口径）

ESG股票基金541只、数量占比81.35%

2024年双登顶

被动指数型净值占比62.8%登顶第一大类型

中证A500推动ESG策略主题净值占比升至65.4%

指数侧：标签≠Alpha

11只代表性指数中仅SEEE碳中和超额显著

对冲年化9.89%（t=2.12）

三因子调整后9.23%（t=2.27）

基金侧：超额是风格

三因子超额4.85%显著（t=2.11）

→加成长因子后1.25%不显著

主动vs指数差3.09个百分点

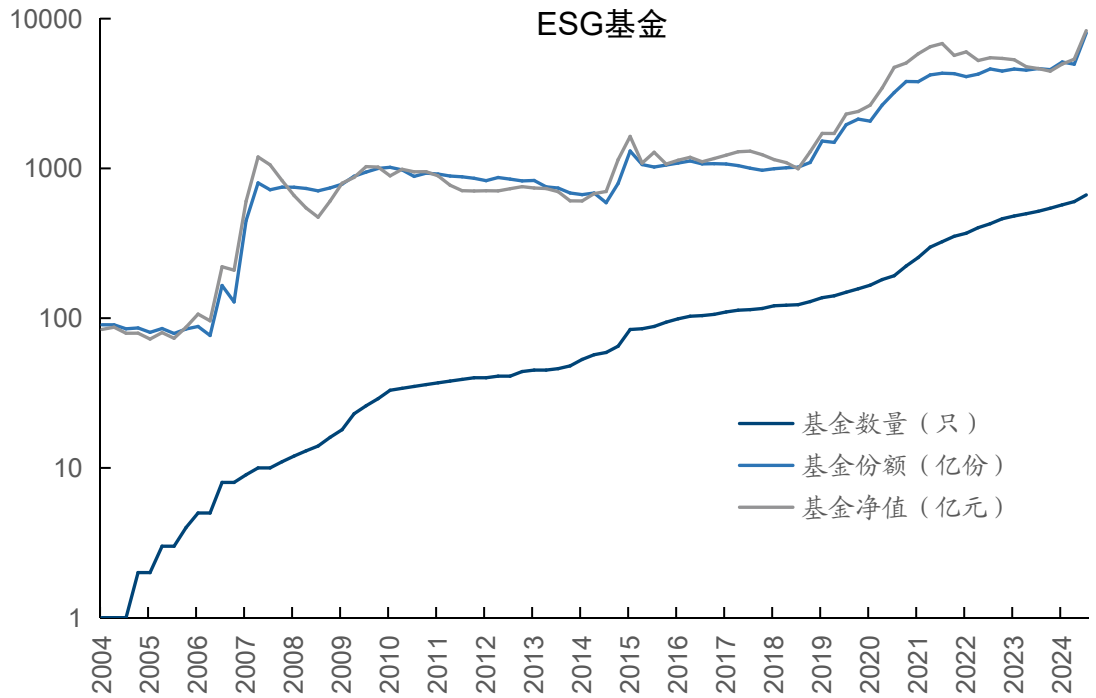
未达统计显著、差异在风格

核心锚点	665只	8311亿元	3.09个百分点

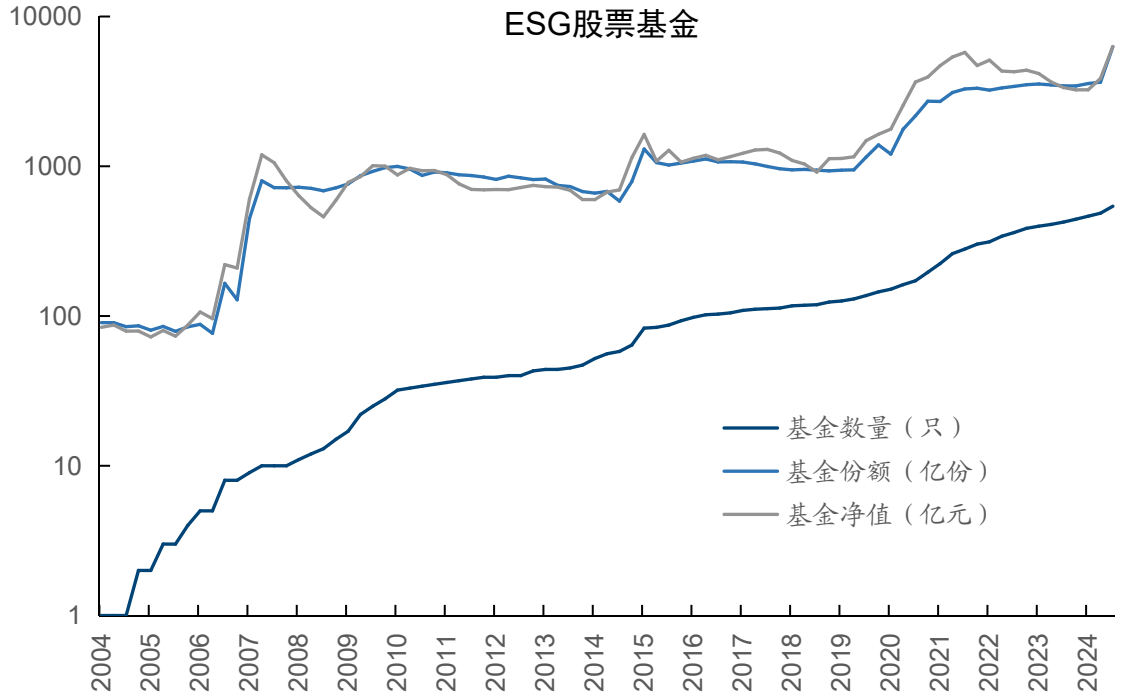
本章回答两个问题

1. 国内ESG基金与指数扩容到了什么程度？规模、结构、指数布局三条线看清“产品端”全景；
2. “ESG标签”本身能否带来超额收益？先验指数（③），再验基金（④），对冲基准与因子调整后，独立超额基本消失。

发展历程（上）：二十年四轮放量，ESG基金从2004年首只到665只，2020年后进入年化36%（数量）/29%（净值）加速扩容期



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

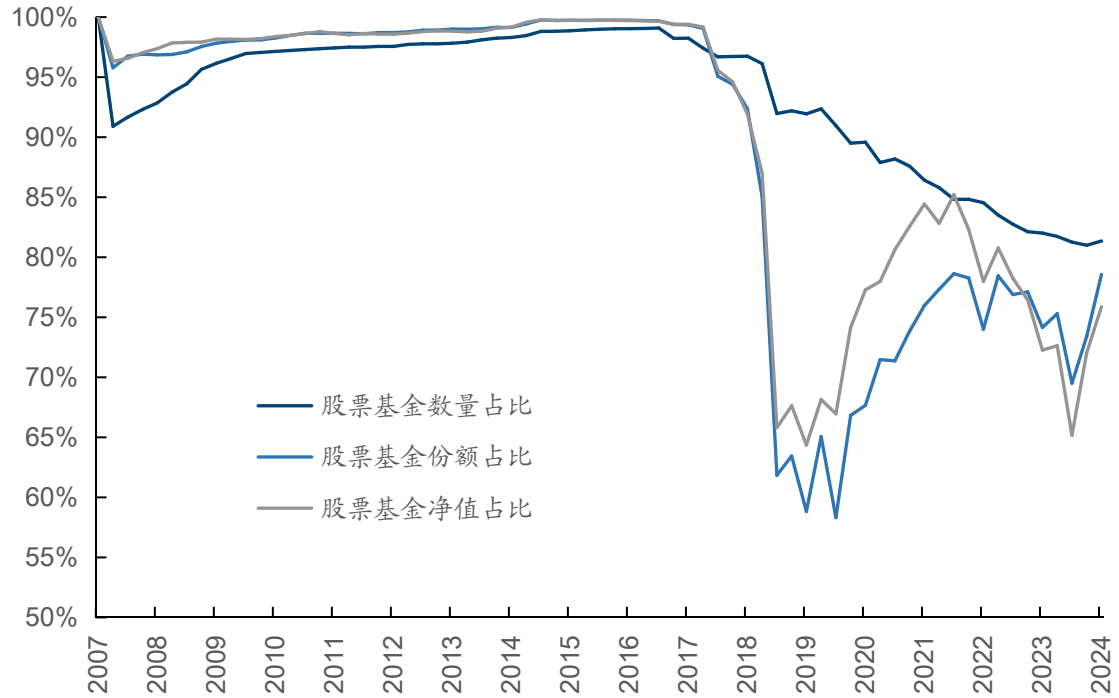
2020Q2末166只 / 2644亿 → 2024年末665只 / 8310.64亿：年化数量36% / 净值29%（2016–2020H1仅15% / 17%）

四段放量：① 2006Q3–2007Q3 份额+944% / 净值+1141%；② 2014Q4–2015Q2 半年+121% / +133%；

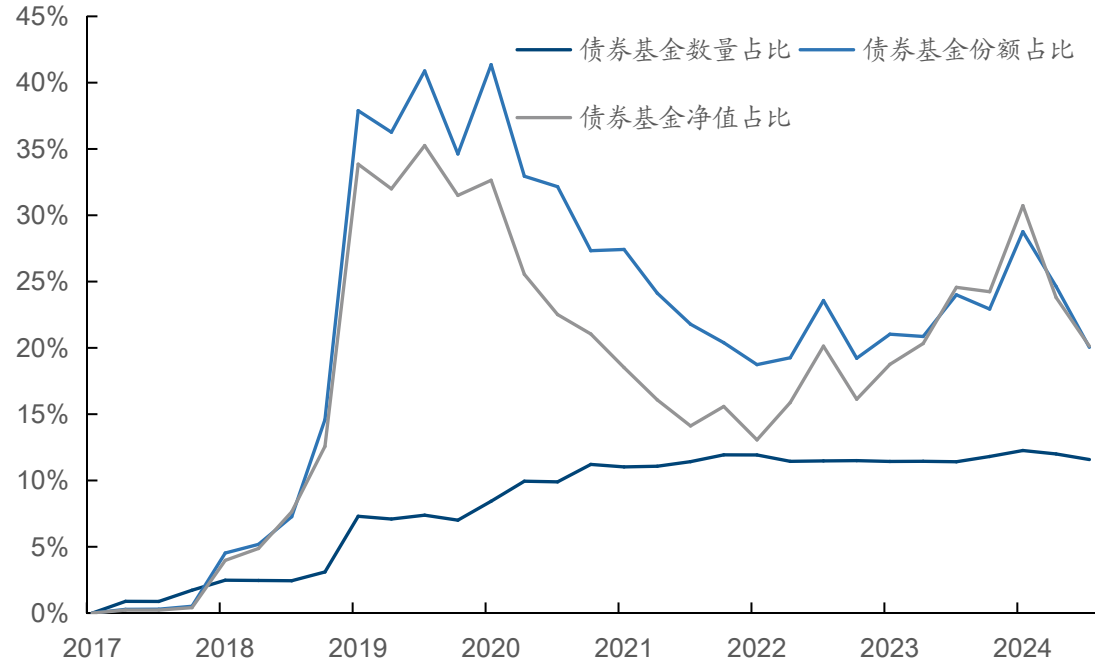
③ 2018Q4–2021Q1 两年多+273% / +408%；④ 2024Q4 单季+61% / +55%

2010–2024年：35只 → 665只，平均年化23.4%（ESG股票基金21.9%）

发展历程（下）：ESG股票基金始终是主体，净值占比64%→85%→65%→76%，2024年末回升至76%



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

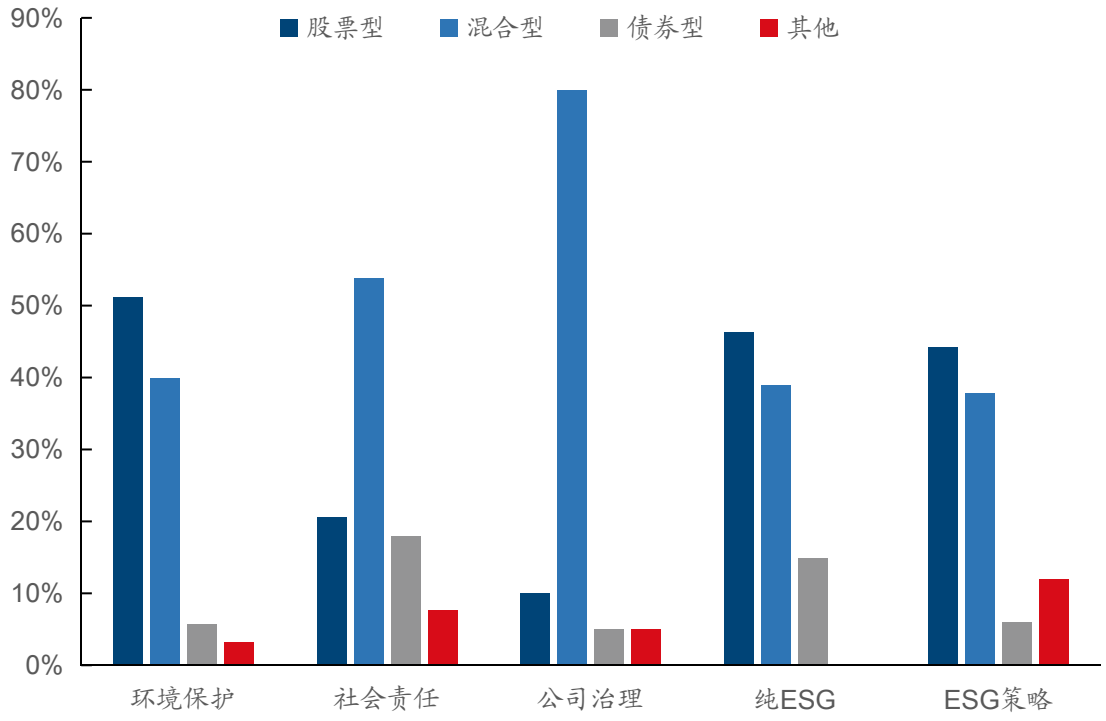
占比轨迹：2019年末份额 / 净值59% / 64% → 2020Q3–2022Q2升至79% / 85% → 2024Q2回落70% / 65% → 2024年末79% / 76%

数量占比：2024年末81.35%（541只）——股票基金始终是ESG基金主体

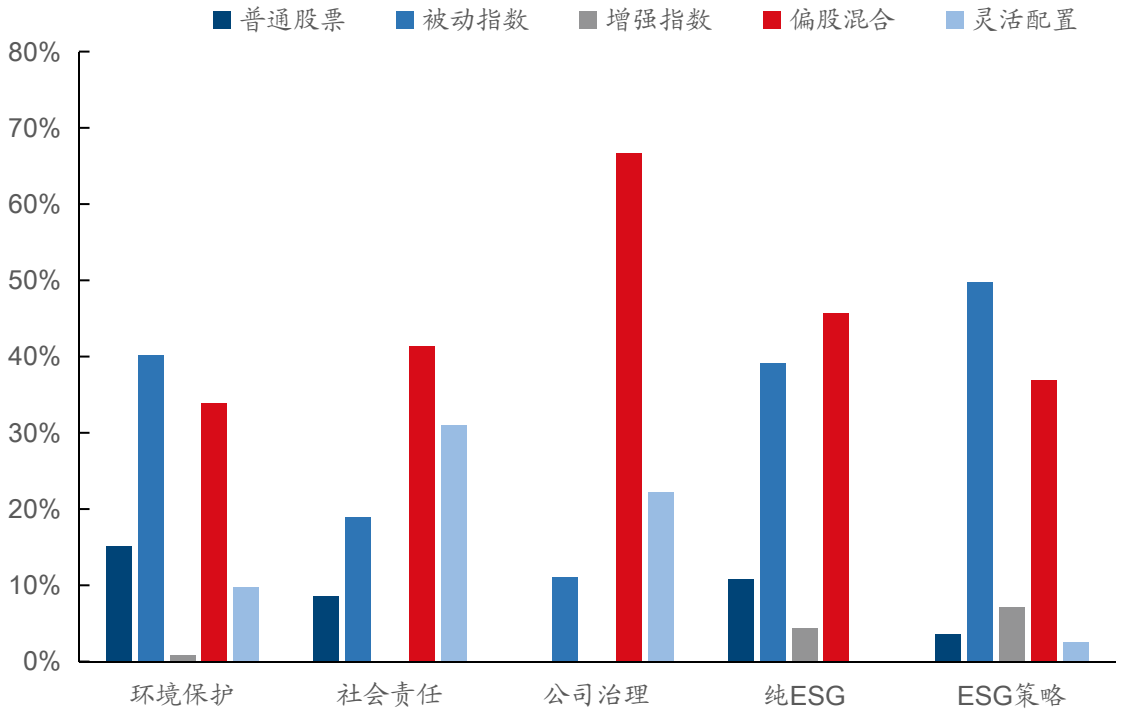
债券基金为互补视角：股债行情切换驱动占比宽幅波动

ESG股票基金含股票型、偏股混合型和灵活配置型。

主题结构：环境保护与ESG策略双主导，两者在ESG股票基金中合计占77%



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

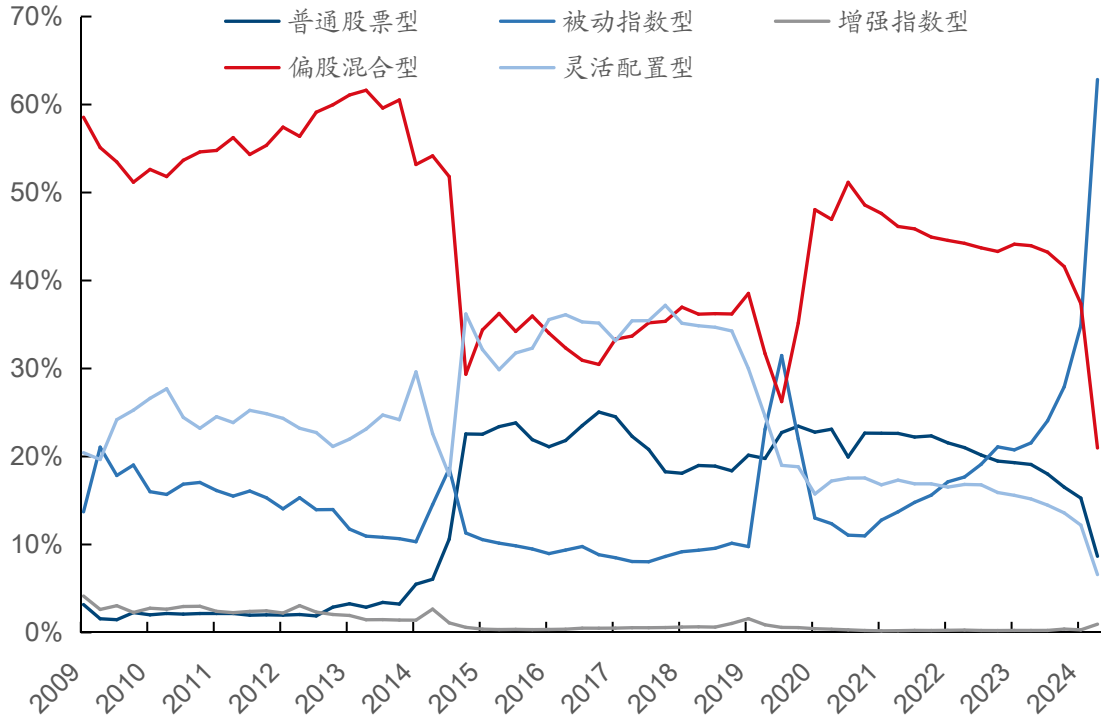
关键数据

665只＝环境保护246＋ESG策略267＋社会责任78＋公司治理20＋纯ESG54（ESG策略40%／环保37%双主导）

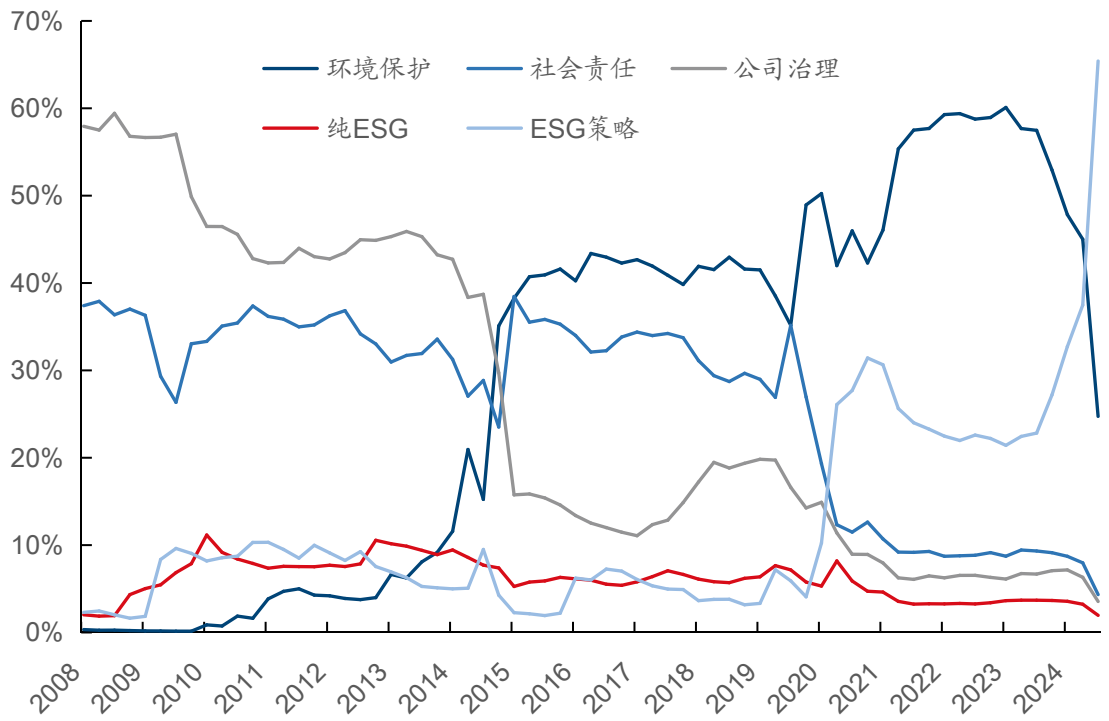
ESG股票基金541只：环保224只／41%、ESG策略195只／36%、社责58只／11%、纯ESG46只／9%、治理18只／3%

2023年4月底对照：环保185只／2967亿、ESG策略111只／1442亿、纯ESG57只／395亿（环保+ESG策略数量占71%）

2024年结构性跃迁：被动指数型以62.8%净值占比登顶第一大类型，中证A500推动ESG策略主题净值占比升至65.4%



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

被动指数型净值2024年由722亿→3962亿、占比21.5%→62.8%（2024Q4单季增长近2倍、+28个百分点）

偏股混合型：2022年末2657亿 / 46.1% → 2024年末1323亿 / 21.0%

ESG策略主题净值766亿→4124亿（中证A500指数基金贡献+2750亿）、占比65.4%首超环保1560亿 / 24.7%

指数侧图谱：11只代表性ESG指数中9只为2018年及以后发布，挂钩基金体量尚小且高度集中于SEEE碳中和

国信证券 GUOSEN SECURITIES

指数代码	指数简称	发布日期	基期	成分个数	挂钩基金平均规模	挂钩基金数量	挂钩基金总规模（亿）
931755.CSI	SEEE碳中和	2021-10-21	2017-06-30	100	8.74	7	61.2
931554.CSI	长江保护	2020-08-19	2014-06-30	100	16.81	1.0	16.8
000859.CSI	国企“一带一路”	2019-05-16	2013-12-31	100	3.01	5.0	15.0
931463.CSI	300 ESG	2020-04-30	2017-06-30	233	2.25	4.0	8.99
399378.SZ	ESG 300	2010-09-20	2010-06-30	300	1.47	2.0	2.94
931476.CSI	ESG 120策略	2020-04-30	2017-06-30	120	0.495	2.0	0.99
000846.CSI	中证ESG 100	2012-10-16	2011-06-30	100	0.72	1.0	0.72
999102.SSI	华证ESG领先	2020-06-09	2010-12-31	300	0.68	1.0	0.68
931088.CSI	180 ESG	2018-12-10	2015-12-31	142	0.62	1.0	0.62
931268.CSI	持续发展	2019-11-15	2014-06-30	100	0.61	1.0	0.61
931648.CSI	500 ESG	2021-04-12	2017-06-30	396	0.33	1.0	0.33

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

挂钩规模分布（截至2023年5月）

SEEE碳中和：61.2亿 / 7只（双第一）

- 长江保护16.8亿（1只）；国企“一带一路”15.0亿（5只）
- 300 ESG 8.99亿（4只）；ESG 300 2.94亿（2只）
- 其余6只均不足1亿——体量小且高度集中

发布时点：ESG 300（2010年）与中证ESG 100（2012年）为仅有的2018年前发布指数

时点对照：2024年末被动指数型218只 / 3962亿（基金全景研究口径）——指数化扩容延续

指数编制方法：负向剔除为主流（6/11），样本空间从全市场到沪深300决定行业偏离自由度，调仓以半年度为主（10/11）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

指数简称	初始样本空间	样本空间初筛		ESG方法	调仓频率
SEEE碳中和	中证全指	筛选过去一年日均成交金额排名位于样本空间前90%		负向剔除：在各中证一级行业内剔除中证ESG得分位于后10%的证券	每半年
长江保护	中证全指 中证港股通综指	筛选过去一年日均成交金额位于样本空间内沪深市场证券的前80%的样本；筛选中国香港市场中过去一年日均成交金额不低于3000万港元的证券		负向剔除：符合产业结构调整方向的长江流域的上市公司，剔除排污不达标或基于中证ESG评价体系中E项（环境）得分后20%的上市公司	每半年
国企“一带一路”	中证全指	剔除样本空间内过去一年日均成交金额排名在后20%的样本；筛选全部国有企业上市公司，并剔除金融地产行业股票		因子整合：对待选样本的市值规模、“一带一路”业务参与程度、盈利质量及股东回报、社会责任情况进行评估打分	每半年
300 ESG	沪深300	——		负向剔除：剔除中证一级行业内ESG分数最低的20%证券，另外采用经ESG倾斜因子调整后的自由流通市值加权	每半年
ESG 300	国证1000	——		负向剔除+正向筛选，剔除样本空间内ESG风险评估在前10%的证券，在国证二级行业内，选取ESG评分在行业排名前50%的证券；按照ESG评分由高到低排序筛选	每半年
ESG 120策略	沪深300	——		负向剔除：剔除样本空间中ESG分数最低的20%的证券	每半年
中证ESG 100	沪深300	——		正向筛选：运用ESG方法从环境、社会和治理三方面进行评级，依据评级结果选取评级靠前的证券	每半年
华证ESG领先	A股上市公司	剔除（1）上市不满一年的股票，（2）ST、*ST股票，（3）暂停上市及长期停牌的股票。		负向剔除+因子整合：剔除ESG综合评级在BB级以下，且E、S、G任一指标存在明显尾部风险的股票；按照ESG、质量因子、低波动因子的综合得分排序筛选	每季度
180 ESG	上证180	——		负向剔除：剔除ESG综合评级得分排名后20%的证券	每半年
持续发展	沪深300	从产业政策、特殊行业、财务问题、负面事件、违法违规以及特殊处理等六个方面剔除不符合资质的证券		因子整合：对样本空间内剩余证券从企业目标（包括价值驱动、战略驱动、业务驱动）、企业创新（包括技术创新、模式创新、管理创新）和企业效益（包括经济贡献、社会贡献、环境贡献）三个维度进行可持续发展评估，并选取评分靠前的证券	每半年
500 ESG	中证500	——		负向剔除：同300 ESG	每半年

编制方法三维度

- 筛选方式：仅负向剔除6只（主流）
- 中证ESG 100仅正向筛选；国企“一带一路”、持续发展
- 仅因子整合；ESG 300＝负向剔除＋正向筛选；

华证ESG领先＝负向剔除＋因子整合

样本空间：全市场4只、大盘股5只、

大中盘1只（ESG 300）、中盘1只（500 ESG）

调仓频率：每半年10只；华证ESG领先每季度

（每年3/6/9/12月第六个交易日实施）

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

行业配置：泛环境指数大幅偏离基准，SEEE碳中和超配电力设备28.9个百分点、长江保护超配环保26.8个百分点

国信证券 GUOSEN SECURITIES

申万行业	SEEE 碳中和	权重比较	长江保护	权重比较	一带一路	权重比较	华证 ESG 领先	权重比较	中证全指
医药生物		-8.921	11.249	2.328	6	-2.921	7.789	-1.132	8.921
电力设备	37.747	28.873	12.712	3.838	5.405	-3.469	7.626	-1.248	8.874
电子	0.822	-7.071	9.303	1.41	8.229	0.336	4.654	-3.239	7.893
食品饮料		-7.385	3.069	-4.316	5.756	-1.629	20.806	13.421	7.385
非银金融		-6.256		-6.256		-6.256	13.222	6.966	6.256
银行		-6.104		-6.104	1.008	-5.096	16.692	10.588	6.104
计算机		-6.095	3.054	-3.041	8.025	1.93	3.609	-2.486	6.095
机械设备	2.584	-2.033		-4.617	1.435	-3.182	1.541	-3.076	4.617
基础化工	3.763	-0.792	2.698	-1.857	5.414	0.859	0.347	-4.208	4.555
有色金属	18.195	14.187	1.623	-2.385	6.996	2.988	2.728	-1.28	4.008
汽车	4.746	1.229	3.276	-0.241	0.087	-3.43	0.651	-2.866	3.517
交通运输	0.139	-2.83	0.321	-2.648	9.803	6.834	1.27	-1.699	2.969
国防军工		-2.773	0.858	-1.915	4.723	1.95	1.232	-1.541	2.773
公用事业	12.575	9.823	6.626	3.874	2.509	-0.243	3.461	0.709	2.752
传媒		-2.686		-2.686		-2.686	0.538	-2.148	2.686
建筑装饰	2.358	-0.102	9.254	6.794	13.945	11.485	0.654	-1.806	2.46
通信		-2.344		-2.344	8.707	6.363	0.819	-1.525	2.344
家用电器	1.467	-0.802		-2.269	2.787	0.518	3.563	1.294	2.269
房地产		-1.808		-1.808	0.922	-0.886	0.219	-1.589	1.808
农林牧渔		-1.787	0.506	-1.281		-1.787	0.535	-1.252	1.787
石油石化	2.825	1.484	1.12	-0.221	2.29	0.949	1.901	0.56	1.341
商贸零售		-1.326		-1.326		-1.326	1.504	0.178	1.326
煤炭		-1.239		-1.239	2.017	0.778	1.542	0.303	1.239
建筑材料	6.654	5.47	0.99	-0.194	2.049	0.865	0.706	-0.478	1.184
轻工制造	0.11	-0.915		-1.025		-1.025	0.15	-0.875	1.025
钢铁	4.475	3.493	1.264	0.282	1.581	0.599	0.766	-0.216	0.982
环保	1.542	0.721	27.654	26.833	0.314	-0.507	0.206	-0.615	0.821
纺织服饰		-0.71		-0.71		-0.71	0.232	-0.478	0.71
社会服务		-0.707	4.424	3.717		-0.707	0.31	-0.397	0.707
美容护理		-0.458		-0.458		-0.458	0.726	0.268	0.458
综合		-0.143		-0.143		-0.143		-0.143	0.143

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

申万行业	300 ESG	权重比较	ESG 120 策略	权重比较	中证 ESG 100	权重比较	持续发展	权重比较	沪深 300
医药生物	6.659	-0.281	6.415	-0.525	6.644	-0.296	7.205	0.265	6.94
电力设备	10.786	0.13	11.477	0.821	9.533	-1.123	16.452	5.796	10.656
电子	7.921	0.5	7.961	0.54	6.879	-0.542	3.308	-4.113	7.421
食品饮料	13.864	2.128	11.622	-0.114	5.408	-6.328	19.125	7.389	11.736
非银金融	5.679	-4.1	9.618	-0.161	8.083	-1.696	9.794	0.015	9.779
银行	11.861	0.774	10.944	-0.143	12.02	0.933	12.931	1.844	11.087
计算机	6.23	1.058	4.829	-0.343	6.362	1.19	4.89	-0.282	5.172
机械设备	1.86	-0.387	1.615	-0.632	4.26	2.013	0.936	-1.311	2.247
基础化工	1.246	-1.222	2.342	-0.126	0.942	-1.526	0.237	-2.231	2.468
有色金属	3.238	-0.129	4.345	0.978	2.926	-0.441	1.766	-1.601	3.367
汽车	3.963	0.8	3.983	0.82	4.624	1.461	3.87	0.707	3.163
交通运输	3.554	0.28	3.036	-0.238	6.052	2.778	2.161	-1.113	3.274
国防军工	0.616	-1.115	1.187	-0.544	2.226	0.495	0.417	-1.314	1.731
公用事业	3.395	0.532	2.814	-0.049	3.317	0.454	3.409	0.546	2.863
传媒	0.445	-0.422	1.097	0.23	1.437	0.57		-0.867	0.867
建筑装饰	3.187	0.51	3.373	0.696	7.849	5.172	3.39	0.713	2.677
通信	2.351	0.296	2.043	-0.012	1.039	-1.016	3.589	1.534	2.055
家用电器	3.91	0.511	3.616	0.217	2.978	-0.421	3.51	0.111	3.399
房地产	1.932	0.301	1.497	-0.134	0.836	-0.795		-1.631	1.631
农林牧渔	1.308	-0.4	1.457	-0.251	1.774	0.066		-1.708	1.708
石油石化	1.433	0.02	1.946	0.533	1.018	-0.395	0.857	-0.556	1.413
商贸零售	1.18	0.372	0.795	-0.013		-0.808		-0.808	0.808
煤炭	0.917	-0.319	1.084	-0.152	0.989	-0.247	0.916	-0.32	1.236
建筑材料	0.997	-0.001	0.531	-0.467	1.762	0.764	0.873	-0.125	0.998
轻工制造	0.346	0.09		-0.256		-0.256	0.275	0.019	0.256
钢铁	0.55	-0.042		-0.592	1.04	0.448		-0.592	0.592
纺织服饰	0.048	0.014		-0.034		-0.034		-0.034	0.034
美容护理	0.523	0.096	0.375	-0.052		-0.427	0.091	-0.336	0.427

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

SEEE碳中和：第一权重电力设备37.7%（较中证全指+28.9pct）、有色18.2%、公用事业12.6%

长江保护：环保27.7%（+26.8pct）；国企“一带一路”：建筑装饰13.9%（+11.5pct）

对照：300 ESG高配食品饮料仅+2.1pct；ESG 120策略与沪深300各行业权重差最高不到1pct

结论：因子整合方法倾向于某些特定行业，编制方法决定偏离

指数绝对表现大分化：SEEE碳中和累计85.00%居首、长江保护-4.90%垫底，而同期市场 / 规模 / 价值因子收益均不显著

国信证券 GUOSEN SECURITIES

指数名称	历史累计收益率	年化日均收益率	年化日均波动率	Sharpe比例	最大回撤
SEEE碳中和	85.00%	13.09%	23.09%	0.567	32.65%
180 ESG	28.44%	5.96%	18.53%	0.321	31.11%
ESG 120策略	26.27%	5.78%	19.13%	0.302	38.20%
中证ESG 100	23.74%	5.32%	18.46%	0.288	29.65%
华证ESG领先	23.13%	5.35%	19.11%	0.280	37.77%
ESG 300	22.53%	5.38%	19.66%	0.274	36.32%
300 ESG	21.54%	5.21%	19.50%	0.267	38.73%
上证180	19.68%	4.74%	18.39%	0.257	33.65%
沪深300	18.32%	4.71%	19.28%	0.244	37.21%
500 ESG	17.80%	4.94%	20.77%	0.238	37.18%
国证1000	16.36%	4.42%	19.24%	0.230	32.27%
持续发展	15.98%	4.36%	19.23%	0.227	38.00%
国企“一带一路”	15.06%	4.19%	19.03%	0.220	27.37%
中证全指	10.94%	3.64%	19.38%	0.188	33.73%
中证500	5.94%	3.19%	20.97%	0.152	39.41%
长江保护	-4.90%	0.91%	18.74%	0.049	34.24%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

因子	累计收益率	年化日均收益率	年化日均波动率	Sharpe比例	最大回撤	t统计量
市场因子	10.94%	3.64%	19.38%	0.19	33.73%	0.46
规模因子	-11.14%	-1.15%	13.07%	-0.09	48.50%	-0.20
价值因子	-12.41%	-1.00%	15.81%	-0.06	51.91%	-0.15

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

SEEE碳中和：累计85.00%居首（年化日均13.09%、Sharpe 0.567、最大回撤32.65%）

长江保护累计-4.90%垫底（年化日均为正0.91%）；沪深300同期累计18.32%（参照线）

三因子累计：市场+10.94%（t=0.46）、规模-11.14%（t=-0.20）、价值-12.41%（t=-0.15）

规模、价值因子波动达市场的67% / 82%

对冲基准后仅SEEE碳中和保有显著超额
对冲年化9.89%（t=2.12）、三因子调整后9.23%（t=2.27）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

指数	对冲指数	累计收益率	年化日均收益率	年化日均波动率	Sharpe比例	最大回撤	t统计量
SEEE碳中和	中证全指	72.16%	9.89%	11.76%	0.84	17.56%	2.12
500 ESG	中证500	9.92%	1.63%	2.17%	0.75	6.45%	1.66
华证ESG领先	中证全指	9.41%	1.76%	6.93%	0.25	21.95%	0.59
180 ESG	上证180	7.73%	1.27%	1.47%	0.86	2.30%	1.92
ESG 120策略	沪深300	5.76%	1.00%	3.36%	0.30	12.47%	0.71
ESG 300	国证1000	4.96%	0.93%	4.78%	0.20	12.49%	0.44
300 ESG	沪深300	2.96%	0.52%	2.04%	0.25	4.70%	0.63
中证ESG 100	沪深300	2.71%	0.60%	5.38%	0.11	18.48%	0.25
国企“一带一路”	中证全指	-0.95%	0.25%	9.13%	0.03	33.60%	0.06
持续发展	沪深300	-2.64%	-0.37%	4.02%	-0.09	16.45%	-0.22
长江保护	中证全指	-14.25%	-2.35%	7.17%	-0.33	22.14%	-0.77

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

	超额收益		市场因子暴露		规模因子暴露		价值因子暴露		调整的R^2
	估计值	t统计量	估计值	t统计量	估计值	t统计量	估计值	t统计量	
SEEE碳中和	9.23%	2.27	0.96	-2.02	-0.09	-3.15	-0.25	-10.00	78.84%
持续发展	2.05%	1.57	0.97	-3.30	-0.50	-46.70	0.21	24.08	96.59%
300 ESG	1.75%	1.06	0.98	-2.04	-0.50	-29.39	0.12	10.65	96.02%
ESG 120策略	1.61%	1.04	1.00	0.01	-0.26	-20.00	0.24	22.08	95.92%
500 ESG	1.50%	0.82	1.03	3.04	0.23	17.04	0.04	2.72	95.16%
中证ESG 100	1.40%	0.85	0.97	-3.98	-0.40	-29.53	0.05	4.73	95.48%
ESG 300	1.35%	0.71	1.00	-0.21	-0.37	-22.64	0.03	3.96	95.26%
华证ESG领先	1.06%	0.83	1.00	-0.07	-0.53	-39.31	0.10	10.20	97.70%
国企“一带一路”	0.80%	0.28	1.00	0.23	-0.06	-3.03	0.34	17.49	87.64%
180 ESG	0.32%	0.18	0.99	-1.07	-0.54	-32.57	0.18	13.14	95.36%
长江保护	-2.40%	-0.85	0.91	-7.17	-0.01	-0.54	0.00	0.03	87.59%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

仅SEEE碳中和达5%显著：对冲年化9.89%（t=2.12）、三因子调整后9.23%（t=2.27）

180 ESG（t=1.92）、500 ESG（t=1.66）接近但未达5%显著；其余8只均不显著

基金侧印证：指数型ESG基金各模型超额均不显著，指数与指数基金双重支持“标签≠Alpha”

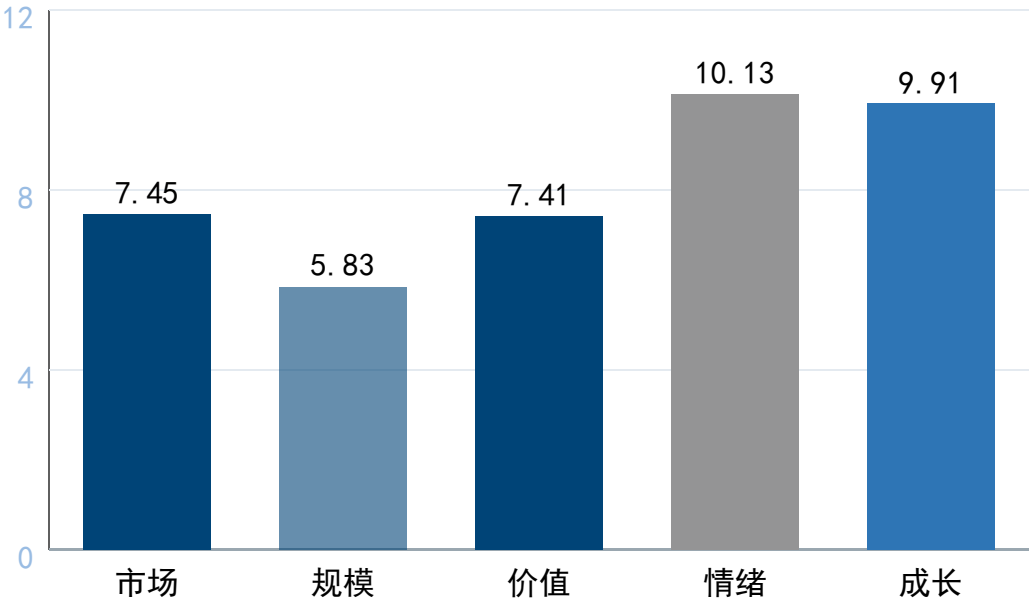
基金整体归因：ESG股票基金三因子下年超额4.85%（显著），加入成长因子后超额1.25%（不显著），超额主要是成长风格暴露

国信证券 GUOSEN SECURITIES

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
超额收益	0.882	4.85**	4.90**	1.25	0.608
	(0.402)	(2.11)	(2.16)	(0.623)	(0.318)
市场因子	0.868***	0.832***	0.831***	0.851***	0.86***
	(27.0)	(32.3)	(30.4)	(33.0)	(30.5)
规模因子		-0.252***	-0.253***	-0.182***	-0.168***
		(-3.50)	(-3.36)	(-2.90)	(-2.62)
价值因子		-0.301***	-0.294***	-0.322***	-0.387***
		(-4.12)	(-3.01)	(-5.45)	(-5.09)
情绪因子			-0.00902		0.0768
			(-0.122)		(1.31)
成长因子				0.323***	0.344***
				(6.39)	(6.78)
调整拟合优度	0.880	0.907	0.907	0.926	0.926

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

五因子收益率（2009－2024，%年化）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

模型1-5超额：0.882（t=0.40）→ 4.85（t=2.11）→ 4.90（t=2.16）→ 1.25（t=0.62）→ 0.608（t=0.32），“三因子显著→五因子消失”

模型4收益贡献分解：市场6.34% ＋ 成长3.20% － 价值2.39% － 规模1.06%（调整R^2 0.880－0.926）

组合构建：季度末按规模加权的全部ESG股票基金组合；月均收益10.17%、原始超额7.35%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

主题拆分：纯ESG/ESG策略与泛环境主题的超额同样“因子敏感”3.63%/5.70%显著，加成长后1.73%/1.33%均不显著

国信证券 GUOSEN SECURITIES

ESG主题股票基金

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
超额收益	1.68	3.63*	3.17*	1.73	0.597
	(0.849)	(1.84)	(1.67)	(1.00)	(0.345)
市场因子	0.804***	0.804***	0.813***	0.814***	0.831***
	(34.3)	(29.5)	(27.5)	(33.2)	(29.9)
规模因子		-0.233***	-0.223***	-0.196**	-0.172**
		(-2.77)	(-2.73)	(-2.49)	(-2.42)
价值因子		-0.0791	-0.149	-0.0899	-0.205**
		(-1.10)	(-1.50)	(-1.34)	(-2.11)
情绪因子			0.0840		0.135**
			(1.46)		(1.97)
成长因子				0.170*	0.206**
				(1.85)	(2.49)
调整拟合优度	0.876	0.892	0.893	0.897	0.901

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

ESG主题与泛ESG股票基金比较

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
超额收益	0.414	-2.07	-2.88	0.405	-0.427
	(0.179)	(-1.01)	(-1.19)	(0.265)	(-0.242)
市场因子	-0.078**	-0.0322	-0.0162	-0.0451	-0.0328
	(-2.40)	(-0.969)	(-0.429)	(-1.34)	(-0.986)
规模因子		0.0141	0.0313	-0.0342	-0.0170
		(0.245)	(0.530)	(-0.408)	(-0.218)
价值因子		0.279***	0.155	0.293***	0.209**
		(5.87)	(1.47)	(6.63)	(2.38)
情绪因子			0.148		0.0993
			(1.26)		(1.16)
成长因子				-0.223*	-0.196*
				(-1.86)	(-1.94)
调整拟合优度	0.0478	0.22	0.247	0.283	0.292

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

ESG主题：模型2超额3.63（t=1.84，10%水平显著）→模型4超额降至1.73（t=1.00，不显著）

泛ESG：模型2超额5.70（t=2.15）显著→模型4降至1.33不显著（较三因子降4.37pct）

对冲收益率差距仅-0.17%，对冲超额各模型均不显著，主题标签本身不带来超额

对冲组合暴露：市场-0.078（t=-2.40）、价值0.279（t=5.87）、成长-0.223（t=-1.86）均显著

全部ESG基金口径：主动型三因子超额5.60%显著（t=2.32）、指数型五个模型均不显著，但1.49个百分点差距对冲后仍不显著

国信证券 GUOSEN SECURITIES

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
超额收益	1.48	5.60**	5.63**	2.12	1.46
	(0.646)	(2.32)	(2.40)	(0.945)	(0.673)
市场因子	0.848***	0.803***	0.802***	0.821***	0.830***
	(23.3)	(27.9)	(26.2)	(26.5)	(24.1)
规模因子		-0.213***	-0.214***	-0.145**	-0.132*
		(-2.74)	(-2.62)	(-2.00)	(-1.75)
价值因子		-0.344***	-0.339***	-0.364***	-0.430***
		(-4.42)	(-3.19)	(-5.32)	(-4.97)
情绪因子			-0.00545		0.0779
			(-0.073)		(1.16)
成长因子				0.313***	0.334***
				(4.88)	(5.13)
调整拟合优度	0.856	0.888	0.887	0.905	0.906

主动型ESG股票基金

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
超额收益	2.58	3.40	2.93	4.31	3.73
	(0.830)	(0.934)	(0.740)	(1.42)	(1.11)
市场因子	-0.147***	-0.207***	-0.198***	-0.211***	-0.203***
	(-2.84)	(-4.34)	(-3.61)	(-4.40)	(-3.58)
规模因子		0.274**	0.284**	0.257**	0.269***
		(2.50)	(2.52)	(2.57)	(2.68)
价值因子		-0.266**	-0.336***	-0.260**	-0.319**
		(-2.20)	(-2.68)	(-2.19)	(-2.57)
情绪因子			0.0849		0.0690
			(0.647)		(0.563)
成长因子				-0.0819	-0.0636
				(-0.476)	(-0.379)
调整拟合优度	0.0703	0.270	0.271	0.270	0.269

主动型与指数型ESG股票基金比较

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

主动型（普通股票+偏股混合+灵活配置）：三因子超额5.60%（t=2.32）显著→加成长2.12%（t=0.95）不显著

指数型（被动+增强）：五个模型超额均不显著；仅规模暴露-0.487（t=-5.20）显著为负

收益差距1.49个百分点：对冲后各模型均不显著（模型4最高4.31，t=1.42）——差距主要源自超额收益差距与规模因子贡献

对冲组合暴露：市场-0.147（t=-2.84）显著为负、规模0.274（t=2.50）、价值-0.266（t=-2.20）

主动型ESG主题基金平均收益高出指数型3.09个百分点，但未达统计显著，更明确的差异体现在规模、价值、成长等投资风格

国信证券 GUOSEN SECURITIES

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
超额收益	3.64	7.63*	8.20**	3.85	4.03
	(0.999)	(1.90)	(2.02)	(0.988)	(0.945)
市场因子	-0.0736	-0.218***	-0.230***	-0.199***	-0.202***
	(-0.811)	(-3.66)	(-3.68)	(-3.12)	(-2.86)
规模因子		0.419**	0.407**	0.493***	0.489***
		(2.52)	(2.46)	(3.25)	(3.37)
价值因子		-0.723***	-0.635***	-0.744***	-0.726***
		(-4.60)	(-3.26)	(-4.77)	(-3.82)
情绪因子			-0.105		-0.0215
			(-0.896)		(-0.149)
成长因子				0.339*	0.333*
				(1.94)	(1.80)
调整拟合优度	0.00437	0.480	0.480	0.509	0.506

主动型与指数型ESG主题股票比较

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
超额收益	4.35	7.29**	6.89**	4.92	3.78
	(1.58)	(2.23)	(2.10)	(1.55)	(1.12)
市场因子	0.766***	0.713***	0.721***	0.726***	0.743***
	(15.9)	(15.8)	(14.6)	(15.3)	(13.5)
规模因子		-0.0268	-0.0181	0.0193	0.0431
		(-0.197)	(-0.135)	(0.152)	(0.361)
价值因子		-0.323***	-0.386**	-0.337***	-0.453***
		(-2.66)	(-2.42)	(-2.80)	(-2.94)
情绪因子			0.0747		0.137
			(0.726)		(1.14)
成长因子				0.213	0.249
				(1.35)	(1.62)
调整拟合优度	0.715	0.745	0.745	0.753	0.755

主动型ESG主题股票

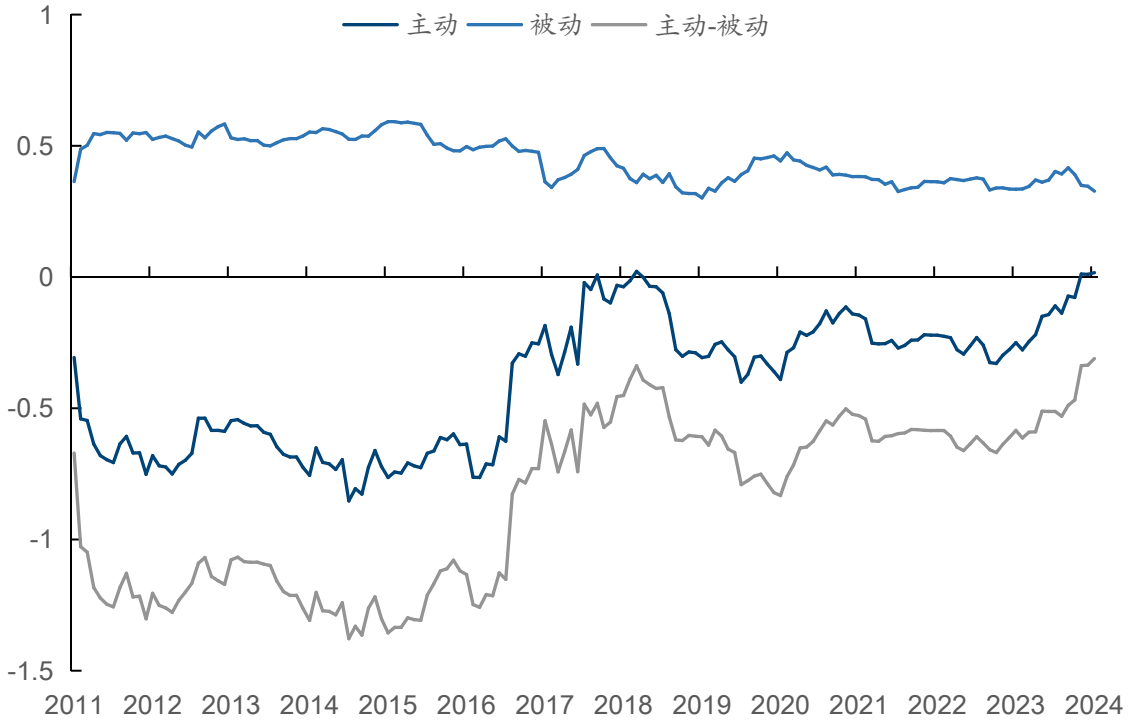
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

“样本内主动型ESG主题基金平均收益高于指数型3.09个百分点，但该差异未达到统计显著；两类产品更明确的差异体现在规模、价值、成长等投资风格。”

分项贡献：主动型在超额收益 / 成长 / 规模跑赢3.85 / 3.36 / 2.88pct，在价值 / 市场跑输5.51 / 1.48pct；指数型偏好大盘、低估值、低换手、低成长

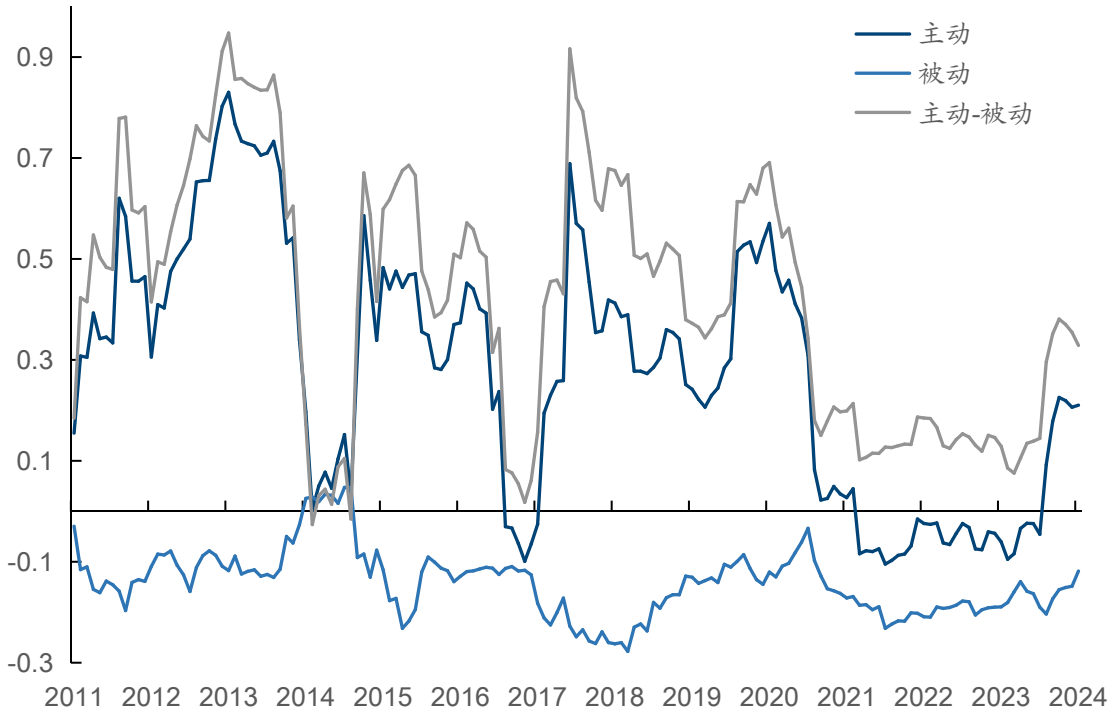
主动型ESG主题：月均12.87%、模型2超额7.29%（t=2.23）显著；指数型ESG主题：各模型超额均不显著

滚动暴露印证主动与指数之差是风格而非Alpha，五因子调整后的Alpha为 3.78%，但不显著



主动型和指数型ESG主题基金的价值因子暴露

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



主动型和指数型ESG主题基金的成长因子暴露

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

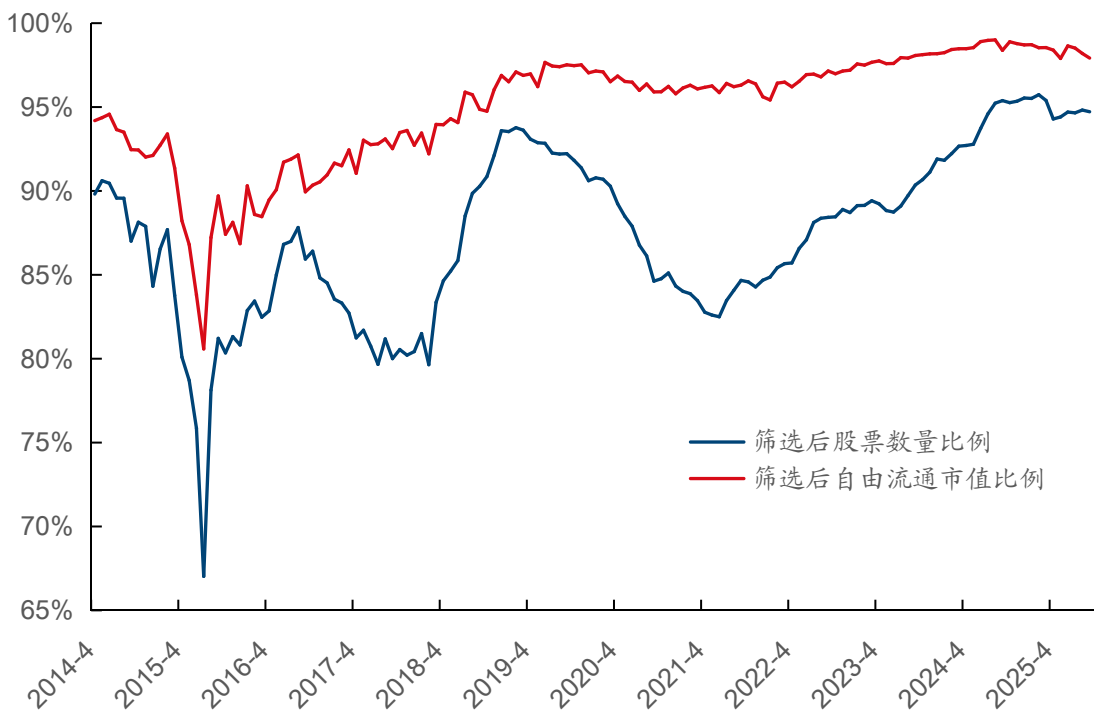
关键数据

市场暴露差距收敛：2012–2016均值0.29 → 2022–2024均值0.04；价值暴露差-1.20 → -0.59（风格分化是主轴）

全样本：主动型市场暴露显著低于被动型、规模暴露显著高于被动型

口径辨析三要点见下方警示条——独立Alpha口径下“标签不带超额”

第二章股权溢价研究样本：138个月，期末5149只A股，平均仅剔除13%股票与5%市值



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
样本数量	3459	744	763	988	964
市值占比	100%	69.98%	15.01%	10.00%	5.01%
加权组合月均收益率	0.96%	0.89%	0.82%	1.08%	2.08%
加权组合月收益率标准差	6.58%	6.34%	8.12%	8.56%	9.04%
等权组合月均收益率	1.32%	0.80%	0.89%	1.16%	2.30%
等权组合月收益率标准差	7.88%	6.76%	8.05%	8.55%	9.18%
收益率截面标准差均值	11.40%	10.31%	11.13%	11.25%	11.58%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

筛选温和：平均仅剔除13%股票、5%自由流通市值；期末留存94.72%股票、97.92%市值

极端月2015年7月：剔除33%股票、19%市值；筛选仅涉及长期停牌剔除

时序平均样本3459只：大盘744 / 中盘763 / 小盘988 / 微盘964（市值占比69.98%/15.01%/10.00%/5.01%）

背景：加权月均收益全样本0.96%（微盘2.08%）；等权微盘2.30%且波动最大（月标准差9.18%）

五分位对冲与FM回归：G评分均值0.712系统性高于E/S，不过分项水平不可直接比较

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
对数总市值	4.32	5.88	4.59	3.92	3.27
盈利<0	0.154	0.061	0.108	0.174	0.246
(盈利>0)*盈市比	0.030	0.046	0.034	0.026	0.018
对数超额换手率	-0.138	-0.103	-0.112	-0.138	-0.182
ESG评分	0.553	0.610	0.560	0.538	0.519
E评分	0.456	0.528	0.467	0.439	0.414
S评分	0.478	0.523	0.481	0.465	0.452
G评分	0.712	0.760	0.720	0.699	0.682

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

方法路线

方法一：五分位排序分组
- 五分位H-L对冲；加权/等权双口径
- 超额＝组合收益－同规模价值25分组组合加权收益（分位点除微盘外统一）

方法二：FM月度横截面回归
- 控制变量：对数总市值、盈利<0虚拟、(盈利>0)×盈市比、对数超额换手率
- 收益率为百分比数值（口径⑤）

稳健性两翼

四因子调整
Liu等（2019）中国四因子

GICS行业中性化
行业内全部分位点

评分来源：规模越小评分越低（ESG大盘0.610→微盘0.519）

时序平均：ESG 0.553 / E 0.456 / S 0.478 / G 0.712，G系统性偏高

ESG高分组次月跑赢低分组0.35%，大盘达0.62%（t=2.86/2.75）

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			平均值		
Low	-0.28%	-0.55%	-0.29%	-0.19%	0.05%
2	-0.12%	-0.24%	-0.12%	-0.08%	0.26%
3	0.05%	0.09%	-0.05%	0.06%	0.19%
4	0.05%	0.05%	0.06%	0.06%	0.05%
High	0.07%	0.07%	0.12%	0.01%	0.21%
H-L	0.35%	0.62%	0.41%	0.20%	0.15%
			t统计量		
Low	-3.18	-2.79	-2.56	-2.15	0.72
2	-1.58	-1.50	-1.39	-1.19	3.54
3	0.76	0.73	-0.74	0.84	2.13
4	0.67	0.56	0.73	0.72	0.39
High	1.39	1.35	1.05	0.07	1.09
H-L	2.86	2.75	2.22	1.13	0.69

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

加权H-L（月均%，t值）

- 全样本 0.35%（t=2.86，1%显著）
- 大盘 0.62%（t=2.75，1%显著）
- 中盘 0.41%（t=2.22，5%显著）
- 小盘 0.20%（t=1.13）不显著
- 微盘 0.15%（t=0.69）不显著

收益来源分解

- Low组：全样本-0.28%（t=-3.18）、大盘-0.55%（t=-2.79）显著为负
- High组：全样本0.07%（t=1.39）不显著

显著正收益主要来源于低ESG做空组合

等权口径：大盘H-L升至0.66%（t=3.36）
大盘正收益来自做多做空双端

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			平均值		
Low	-0.12%	-0.46%	-0.30%	-0.18%	0.09%
2	-0.03%	-0.09%	-0.13%	-0.10%	0.17%
3	0.02%	-0.01%	-0.04%	0.02%	0.11%
4	0.04%	-0.03%	0.12%	0.03%	0.00%
High	0.16%	0.20%	0.16%	-0.02%	0.18%
H-L	0.28%	0.66%	0.46%	0.16%	0.09%
			t统计量		
Low	-1.73	-3.03	-2.67	-2.11	1.14
2	-0.77	-0.76	-1.62	-1.61	2.41
3	0.59	-0.16	-0.56	0.22	1.27
4	0.77	-0.53	1.54	0.30	-0.02
High	2.28	2.92	1.44	-0.12	0.72
H-L	2.26	3.36	2.48	0.92	0.32

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

等权H-L（月均%，t值）

- 全样本 0.28%（t=2.26）显著
- 大盘 0.66%（t=3.36）显著
- 中盘 0.46%（t=2.48）显著
- 小盘 0.16%（t=0.92）/ 微盘 0.09%（t=0.32）均不显著

大盘双端分解

- Low -0.46%（t=-3.03）显著为负
- High 0.20%（t=2.92）显著为正

等权下大盘做多组转显著，与加权口径“做空组主导”互补——大盘是唯一双端成立、双口径最强的规模组

控制规模与情绪后FM回归的ESG斜率2.79仍显著（t=3.65）五种样本设定全部为正

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			估计值		
常数项	2.38	0.00	1.30	5.14	9.30
对数总市值	-0.62	-0.15	-0.43	-1.24	-2.54
盈利<0	-0.14	0.09	-0.76	-0.27	0.03
(盈利>0)*盈市比	8.06	4.45	5.23	10.45	13.99
对数超额换手率	-0.92	-0.61	-0.82	-1.24	-0.90
ESG评分	2.79	2.84	3.13	1.58	2.38
调整拟合优度（%）	5.88	6.94	4.27	3.55	3.55
			t统计量		
常数项	1.70	0.00	0.76	2.93	4.03
对数总市值	-3.86	-1.15	-1.71	-3.97	-5.00
盈利<0	-0.61	0.26	-2.51	-1.11	0.16
(盈利>0)*盈市比	1.85	1.05	0.91	1.82	2.75
对数超额换手率	-4.08	-2.07	-3.20	-5.22	-4.30
ESG评分	3.65	3.08	3.37	1.68	2.34

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

ESG斜率

- 全样本 2.79（t=3.65）
- 大盘 2.84（t=3.08） / 中盘 3.13（t=3.37）
- 小盘 1.58（t=1.68） / 微盘 2.38（t=2.34）
- 五种样本设定全部显著为正

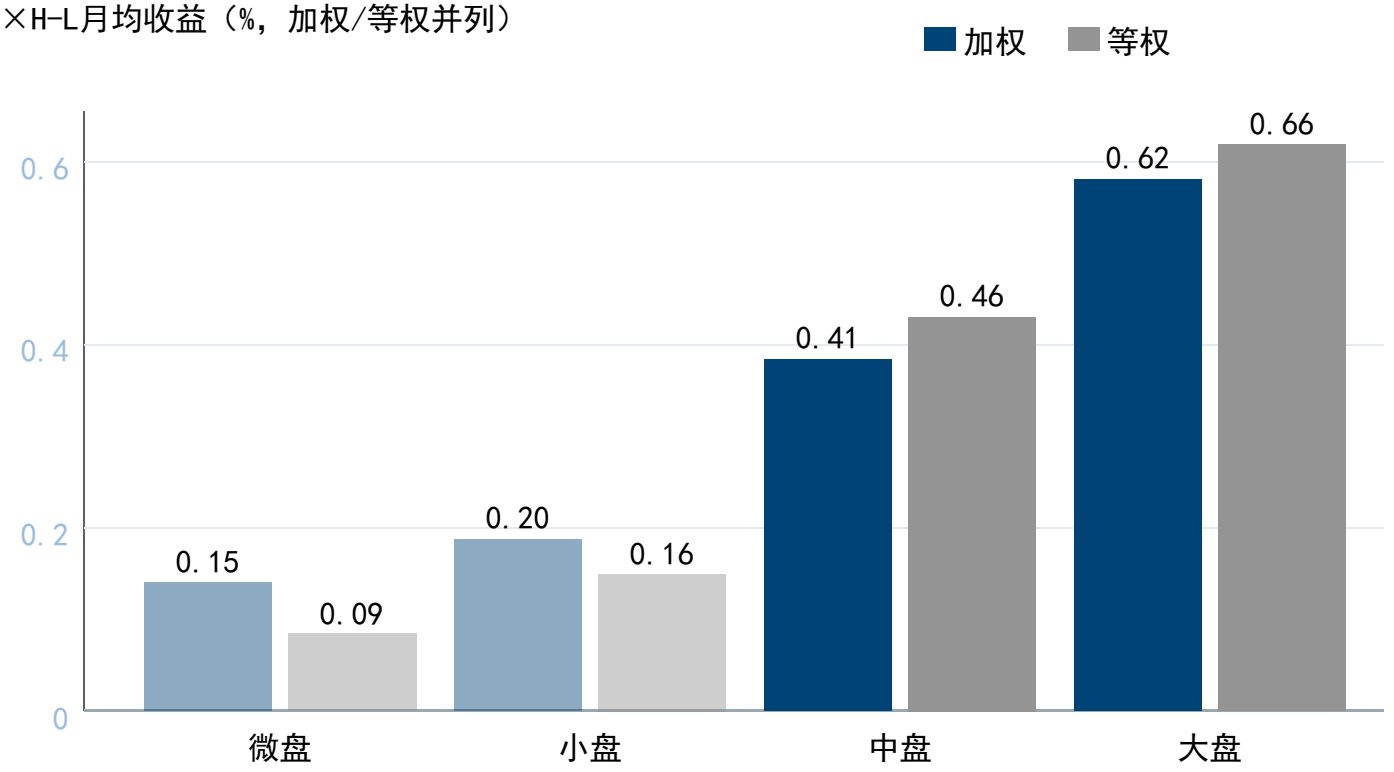
控制变量（全样本）

- 对数总市值 -0.62（t=-3.86）显著
- 对数超额换手率 -0.92（t=-4.08）显著
- 盈利变量不稳健（t=-0.61/1.85）

FM回归与排序分组结论一致；
调整拟合优度5.88%-6.94%；
ESG大中盘显著程度更高

ESG对冲收益随规模递增：加权H-L从微盘0.15%升至大盘0.62%

规模×H-L月均收益（%，加权/等权并列）



显著性：加权大盘/中盘、等权大盘/中盘/全样本显著；小微盘双口径均不显著；淡色柱＝该口径下不显著

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

要点：

- 加权：微盘0.15%（t=0.69）→小盘0.20%（t=1.13）→中盘0.41%（t=2.22）→大盘0.62%
- 等权同梯度：0.09%→0.16%→0.46%→0.66%
- FM斜率：中盘最高3.13、小盘最弱1.58
- 做空组显著性随规模递增（Low组全样本t=-3.18→微盘不显著）

“大中盘更明显”为描述性格局

跨规模组间斜率差在所有情形下均不显著（t=-1.73至0.83）

	微盘-小盘	微盘-中盘	微盘-大盘	小盘-中盘	小盘-大盘	中盘-大盘
			估计值			
常数项	4.16	8.00	9.30	3.84	5.15	1.31
对数总市值	-1.30	-2.11	-2.39	-0.81	-1.09	-0.28
盈利<0	0.30	0.79	-0.06	0.49	-0.36	-0.86
(盈利>0)*盈市比	3.54	8.76	9.54	5.22	6.00	0.78
对数超额换手率	0.34	-0.08	-0.29	-0.42	-0.63	-0.21
ESG评分	0.80	-0.75	-0.46	-1.55	-1.26	0.29
			t统计量			
常数项	2.48	4.12	4.80	2.55	3.48	1.17
对数总市值	-2.78	-4.30	-4.87	-2.54	-3.63	-1.27
盈利<0	1.50	3.12	-0.19	2.26	-1.26	-3.15
(盈利>0)*盈市比	0.78	2.02	2.21	1.93	1.56	0.24
对数超额换手率	2.08	-0.35	-1.14	-2.81	-3.22	-1.20
ESG评分	0.83	-0.70	-0.44	-1.73	-1.20	0.40

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

- ESG及E/S/G分项的规模组间斜率差在所有情形下均不显著（t=-1.73至0.83）
- 0.62% vs 0.15%的点估计差异无法在统计上区分
- “规模递增”是样本内描述性格局，非已证明的规模规律

“大中盘组内显著、组间差异不显著”

E分项“绿色溢价”仅在大盘显现
等权H-L 0.47%（t=2.49），兼具正向筛选能力

国信证券 GUOSEN SECURITIES

全样本及不同规模股票的E指标分组的加权超额收益率统计					
	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			平均值		
Low	-0.15%	-0.31%	-0.09%	-0.02%	0.11%
2	-0.08%	-0.05%	-0.17%	-0.16%	0.14%
3	-0.06%	-0.03%	-0.20%	-0.14%	0.15%
4	0.02%	0.00%	0.08%	0.09%	0.11%
High	0.12%	0.12%	0.13%	0.09%	0.34%
H-L	0.27%	0.43%	0.23%	0.11%	0.23%
			t统计量		
Low	-1.36	-1.69	-0.75	-0.20	1.42
2	-1.01	-0.33	-1.76	-2.05	2.10
3	-0.79	-0.25	-2.22	-1.59	1.86
4	0.20	-0.04	0.78	0.99	1.07
High	1.87	1.75	1.20	0.84	2.31
H-L	1.84	1.97	1.19	0.63	1.23

全样本及不同规模股票的E指标分组的等权超额收益率统计					
	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			平均值		
Low	-0.03%	-0.26%	-0.10%	-0.04%	0.11%
2	-0.09%	-0.09%	-0.19%	-0.19%	0.12%
3	-0.07%	-0.01%	-0.19%	-0.14%	0.08%
4	0.06%	-0.02%	0.13%	0.05%	0.06%
High	0.20%	0.21%	0.19%	0.10%	0.36%
H-L	0.22%	0.47%	0.28%	0.14%	0.25%
			t统计量		
Low	-0.39	-1.69	-0.82	-0.48	1.54
2	-1.86	-0.83	-2.08	-2.49	1.96
3	-1.40	-0.11	-2.22	-1.81	1.07
4	0.89	-0.23	1.26	0.59	0.62
High	2.90	2.77	1.88	0.88	2.04
H-L	1.87	2.49	1.58	0.81	1.18

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

E分项（加权）

- 全样本 0.27%（t=1.84）接近
- 大盘 0.43%（t=1.97）接近
- 中盘及以下均不显著

E分项（等权）

- 大盘 H-L 0.47%（t=2.49）显著，各组最高
- 大盘High组 0.21%（t=2.77）显著为正

E在大盘股兼具负向筛除与正向筛选能力

S分项是唯一全规模组显著的对冲收益来源（加权口径）
H-L 0.34%-0.51%（t=2.05-3.11）

加权超额收益率	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			平均值		
Low	-0.29%	-0.37%	-0.30%	-0.31%	-0.10%
2	-0.06%	-0.11%	-0.14%	-0.04%	0.23%
3	-0.10%	-0.15%	-0.12%	0.00%	0.27%
4	0.03%	-0.03%	0.22%	0.21%	0.25%
High	0.13%	0.15%	0.04%	0.04%	0.25%
H-L	0.43%	0.51%	0.34%	0.35%	0.35%
			t统计量		
Low	-2.82	-1.95	-2.81	-3.18	-1.00
2	-0.52	-0.59	-1.63	-0.58	2.63
3	-1.33	-1.37	-1.50	-0.04	2.65
4	0.41	-0.35	2.51	2.33	2.32
High	2.03	1.98	0.53	0.37	2.19
H-L	3.11	2.37	2.39	2.05	2.15

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

等权超额收益率	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			平均值		
Low	-0.24%	-0.35%	-0.32%	-0.27%	-0.12%
2	0.02%	-0.02%	-0.11%	-0.06%	0.21%
3	0.01%	-0.13%	-0.09%	-0.05%	0.25%
4	0.14%	-0.03%	0.26%	0.16%	0.20%
High	0.14%	0.28%	0.04%	0.00%	0.16%
H-L	0.38%	0.63%	0.36%	0.27%	0.28%
			t统计量		
Low	-3.26	-2.30	-3.19	-2.98	-1.28
2	0.47	-0.24	-1.37	-0.89	2.67
3	0.18	-1.50	-1.26	-0.69	2.53
4	2.82	-0.48	3.16	1.98	2.04
High	2.79	4.14	0.52	-0.04	1.49
H-L	3.55	3.32	2.58	1.65	1.80

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

S加权：全样本0.43%（t=3.11）、大盘0.51%（t=2.37）、中盘0.34%（t=2.39）、小盘0.35%（t=2.05）、微盘0.35%（t=2.15），唯一全规模组显著

S等权：全样本0.38%（t=3.55）、大盘0.63%（t=3.32）、中盘0.36%（t=2.58）显著；小盘微盘不显著（t=1.65/1.80）

大盘High组 t=4.14为全表最高；S为最强“阿尔法”来源

S中盘/小盘对冲收益主要来自做空组合、微盘主要来自做多组合

E/S/G同入回归：S斜率为1.30-1.79均显著，G全部不显著

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			估计值		
常数项	2.24	0.41	0.76	4.34	9.04
对数总市值	-0.61	-0.15	-0.42	-1.20	-2.50
盈利<0	-0.13	0.13	-0.74	-0.23	0.05
(盈利>0)*盈市比	8.10	4.75	5.39	10.30	13.66
对数超额换手率	-0.92	-0.62	-0.82	-1.25	-0.90
E评分	0.90	0.86	1.08	0.23	0.71
S评分	1.63	1.79	1.55	1.30	1.59
G评分	0.68	-0.07	1.37	1.10	0.55
调整拟合优度（%）	6.58	7.89	4.96	4.27	4.25
			t统计量		
常数项	1.25	0.22	0.37	2.13	3.38
对数总市值	-3.94	-1.16	-1.71	-3.85	-5.28
盈利<0	-0.56	0.36	-2.45	-0.97	0.25
(盈利>0)*盈市比	1.99	1.19	1.02	1.94	2.75
对数超额换手率	-4.29	-2.18	-3.29	-5.42	-4.52
E评分	2.36	1.94	1.78	0.40	1.31
S评分	2.98	2.62	2.50	1.93	2.49
G评分	0.44	-0.04	0.87	0.73	0.32

同入回归斜率（百分点/评分单位）

- S：全样本1.63（t=2.98）、大盘1.79（t=2.62）、中盘1.55（t=2.50）、小盘1.30（t=1.93，10%边际）、微盘1.59（t=2.49），全规模显著
- E：仅全样本0.90（t=2.36）显著、大盘0.86（t=1.94）接近
- G：全样本0.68（t=0.44）等全部不显著

结论：S和E都具有独特预测效果，
共同形成ESG整体指标的预测能力

调整拟合优度6.58%＞单指标回归5.88%

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

G分项在收益端无预测能力：双口径全组不显著（加权t≤0.82、等权t≤0.98），微盘为负

加权超额收益率	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			平均值		
Low	-0.13%	-0.09%	-0.21%	-0.14%	0.13%
2	0.05%	0.07%	-0.02%	0.04%	0.25%
3	-0.02%	0.01%	-0.07%	-0.04%	0.04%
4	0.07%	0.09%	0.06%	-0.06%	0.11%
High	0.01%	0.00%	0.02%	0.06%	-0.06%
H-L	0.14%	0.09%	0.22%	0.21%	-0.18%
			t统计量		
Low	-0.96	-0.34	-1.37	-1.26	1.19
2	0.47	0.30	-0.23	0.46	2.84
3	-0.24	0.10	-0.80	-0.50	0.40
4	0.87	0.91	0.57	-0.51	0.86
High	0.10	0.08	0.11	0.37	-0.26
H-L	0.73	0.30	0.82	0.79	-0.62

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

等权超额收益率	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			平均值		
Low	-0.04%	-0.04%	-0.21%	-0.11%	0.15%
2	0.02%	0.12%	-0.01%	-0.03%	0.15%
3	-0.05%	-0.03%	-0.06%	-0.07%	-0.01%
4	0.02%	0.04%	0.06%	-0.10%	0.02%
High	0.04%	0.06%	0.04%	-0.01%	-0.18%
H-L	0.08%	0.10%	0.25%	0.10%	-0.33%
			t统计量		
Low	-0.31	-0.21	-1.47	-0.97	1.22
2	0.27	0.69	-0.05	-0.44	1.34
3	-0.91	-0.30	-0.71	-0.75	-0.11
4	0.22	0.53	0.65	-0.87	0.16
High	0.42	0.63	0.30	-0.08	-0.79
H-L	0.38	0.36	0.98	0.37	-1.01

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

G加权：全样本0.14%（t=0.73）、大盘0.09%（t=0.30）、中盘0.22%（t=0.82）、小盘0.21%（t=0.79）、微盘-0.18%（t=-0.62）

G等权：全样本0.08%（t=0.38）、中盘0.25%（t=0.98）、微盘-0.33%（t=-1.01），双口径全组不显著、微盘为负

分项格局：S（全规模显著）＞E（仅大盘）＞G（收益端无）；G在收益端几乎无预测能力

行业中性后G在中盘转显著

行业中性后ESG溢价不降反升
全样本加权0.51%（t=5.10），E/G预测范围扩展

国信证券 GUOSEN SECURITIES

全样本及不同规模股票的对冲组合的超额收益（加权）

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			估计值		
ESG评分	0.51%	0.91%	0.57%	0.39%	0.17%
E评分	0.31%	0.49%	0.24%	0.25%	0.27%
S评分	0.36%	0.42%	0.32%	0.19%	0.44%
G评分	0.30%	0.22%	0.47%	0.36%	-0.08%
			t统计量		
ESG评分	5.10	4.14	3.68	2.70	0.87
E评分	2.75	2.52	1.54	1.75	1.79
S评分	3.20	2.16	2.27	1.29	2.85
G评分	1.99	0.82	2.34	1.89	-0.32

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

中性前vs 中性后

- ESG加权H-L：全样本0.35%→0.51%（t=5.10）大盘0.62%→0.91%（t=4.14）；中盘0.41%→0.57%（t=3.68）；小盘0.20%→0.39%（t=2.70）转显著
- 等权全样本0.35%（t=3.66）、大盘0.77%（t=4.14）

分项变化（如实呈现）

- E扩展至中盘小盘（等权t≥2.00）
- G中盘转显著（加权0.47%、t=2.34）
- S小盘不再显著（加权t=1.29 / 等权0.98）

行业中性使ESG/E/G预测能力提升、S略降

四因子调整后，加权对冲组合在大盘股的ESG溢价以及在各规模组的S溢价显著；等权对冲组合的ESG溢价在全样本下转负

国信证券 GUOSEN SECURITIES

全样本及不同规模股票的对冲组合的四因子模型调整收益（加权）

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			估计值		
ESG评分	0.02%	0.52%	0.19%	0.14%	0.07%
E评分	0.00%	0.28%	0.02%	0.13%	0.14%
S评分	0.38%	0.64%	0.36%	0.45%	0.36%
G评分	-0.20%	-0.14%	0.04%	0.21%	-0.38%
			t统计量		
ESG评分	0.12	1.85	1.07	0.76	0.30
E评分	0.02	0.97	0.09	0.61	0.65
S评分	2.10	2.32	2.10	2.50	2.10
G评分	-1.09	-0.40	0.16	0.94	-1.26

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

全样本及不同规模股票的对冲组合的四因子模型调整收益（等权）

	全样本	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
			估计值		
ESG评分	-0.33%	0.54%	0.24%	0.09%	-0.06%
E评分	-0.24%	0.31%	0.10%	0.12%	0.17%
S评分	0.14%	0.75%	0.37%	0.36%	0.31%
G评分	-0.48%	-0.13%	0.13%	0.11%	-0.58%
			t统计量		
ESG评分	-2.01	2.27	1.39	0.49	-0.20
E评分	-1.55	1.34	0.55	0.58	0.73
S评分	0.95	2.94	2.19	2.10	2.01
G评分	-2.52	-0.45	0.58	0.46	-1.63

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

加权：ESG α：全样本0.02%（t=0.12）；大盘0.52%（t=1.85）接近；中盘0.19%（t=1.07）；S：0.36%-0.64%（t=2.10-2.50）；E大盘由0.43%降至0.28%（t=0.97）不再显著

等权：ESG全样本-0.33%（t=-2.01）显著为负；大盘0.54%（t=2.27）；S四规模组显著（t=2.01-2.94）但全样本0.14%不显著；G等权全样本-0.48%（t=-2.52）显著为负

结论：A股ESG收益溢价真实存在，集中于大中盘；S分项最强、G收益端无效

国信证券 GUOSEN SECURITIES

汇总表

规模组	排序分组H-L（加权，月均%）	FM斜率（百分点/评分）	行业中性后H-L（加权，%）	四因子调整后α（%）
全样本	0.35%（t=2.86）	2.79（t=3.65）	0.51%（t=5.10）	0.02%（t=0.12）
大盘	0.62%（t=2.75）	2.84（t=3.08）	0.91%（t=4.14）	0.52%（t=1.85）
中盘	0.41%（t=2.22）	3.13（t=3.37）	0.57%（t=3.68）	0.19%（t=1.07）
小盘	0.20%（t=1.13）	1.58（t=1.68）	0.39%（t=2.70）	—
微盘	0.15%（t=0.69）	2.38（t=2.34）	—	—

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

① 存在性（三法互证）：排序分组H-L 0.35%（t=2.86）、FM斜率2.79（t=3.65）、行业中性后0.51%（t=5.10）——三法均显著为正

② 规模格局：大盘0.62%/中盘0.41%显著、小微盘不显著；但跨规模组间斜率差均不显著（t=-1.73至0.83）——描述性格局

③ 分项格局：S唯一全规模显著（0.34%-0.51%）且四因子调整后唯一全规模存留（0.36%-0.64%）；E仅大盘；G收益端无效（中性后中盘转显著）

等权全样本调整后-0.33%（t=-2.01）转负；中盘调整后0.19%不再显著；显著收益主要来自低ESG做空组；E调整后不再显著；跨规模组间差不显著。

第三章：特质波动率度量股价稳定性，ESG评分滞后一期、46.7万个月度观测样本的双向固定效应设计

国信证券 GUOSEN SECURITIES

	主要变量名称	变量定义
被解释变量	特质波动率	根据中国三因子模型或者四因子模型计算的股票每月的特质波动率（%）
解释变量	ESG综合评价得分	根据环境、社会责任、治理3个一级维度综合计算得出
	环境评价得分	根据环境治理、节能政策、环境排放、气候变化共4个二级维度评价得分综合计算得出
	社会责任评价得分	根据人力资本、健康与安全、产品责任、业务创新、社会资本共5个二级维度评价得分综合计算得出
	治理评价得分	根据治理结构、股东、合规、审计、信息披露共5个二级维度评价得分综合计算得出
中介变量	短期换手率	每月日均换手率，日换手率=成交量/自由流通股本
控制变量	规模变量	上月末的总市值取对数
	价值变量	上月末的盈市比
	长期涨跌幅	截至上月的最近12个月的对数涨跌幅
	长期换手率	截至上月的最近12个月的日均换手率

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

研究设计图

因变量：特质波动率（%）

回归中被解释变量为 $\ln(1+\sigma^2)$ 变换

特质波动率（无量纲）

核心解释变量

ESG综合及E/S/G分项得分

滞后一期（t期评分→t+1期稳定性）

控制变量

滞后特质波动率、规模、价值、

长期涨跌幅、长期换手率

模型

双向固定效应面板回归、

个体聚类标准误

样本：2014年4月-2025年9月

数据画像：特质波动率右偏显著、G得分最高且最集中，单变量相关中G负相关最强

国信证券 GUOSEN SECURITIES

样本描述性统计	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
特质波动率	0.0452	0.0788	0.0000	0.0209	3.9631
ESG综合评价得分	0.5707	0.0966	0.2537	0.5564	0.9164
环境评价得分	0.4846	0.1696	0.1147	0.4217	0.9992
社会责任评价得分	0.4924	0.1126	0.1076	0.4912	0.8384
治理评价得分	0.7212	0.0777	0.3444	0.7222	0.9752
短期换手率	0.0396	0.0381	0.0005	0.0272	0.9101
规模变量	4.2923	1.0877	0.9626	4.0874	10.2350
价值变量	0.0112	0.0854	-9.9139	0.0171	0.7979
长期涨跌幅	0.0174	0.3942	-2.0767	-0.0065	3.1015
长期换手率	0.0396	0.0275	0.0011	0.0321	0.5387

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

相关性检验	特质波动率	ESG综合评价得分	环境评价得分	社会责任评价得分	治理评价得分
ESG综合评价得分	-0.0557				
环境评价得分	-0.0336	0.8885			
社会责任评价得分	-0.0187	0.7231	0.4779		
治理评价得分	-0.0983	0.7074	0.4486	0.3974	
特质波动率滞后项	0.6239	-0.0896	-0.0799	-0.0281	-0.1042
短期换手率	0.2747	-0.0562	-0.0344	-0.0188	-0.0986
规模变量	-0.0872	0.3711	0.272	0.2392	0.3903
价值变量	-0.0914	0.1203	0.0621	0.0719	0.1955
长期涨跌幅	0.1653	-0.0032	-0.0203	0.0189	0.0161
长期换手率	0.1585	-0.1703	-0.1429	-0.0741	-0.1939

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

关键数据

右偏显著：特质波动率均值0.0452 vs 中位数0.0209、最大3.9631，可见ln(1+σ²)变换的必要性

G得分最高且最集中：G 0.7212（标准差0.0777）vs E 0.4846 / S 0.4924

单变量相关：G -0.0983（绝对值最大）＞ESG -0.0557＞E -0.0336＞S -0.0187；换手率0.2747正相关

ESG综合与分项相关0.71-0.89——综合与分项不同入同一回归，分项联合纳入不存在多重共线

ESG显著降低特质波动率：四种模型设定下系数全部显著

	（1）	（2）	（3）	（4）
ESG综合评价得分	-0.0456***	-0.0353***	-0.0333***	-0.0207***
	(0.0035)	(0.0028)	(0.0027)	(0.0027)
特质波动率滞后项		0.2511***	0.2430***	0.2205***
		(0.0037)	(0.0038)	(0.0038)
规模变量			0.0041***	-0.0027***
			(0.0004)	(0.0004)
价值变量			-0.0850***	-0.0821***
			(0.0035)	(0.0034)
长期涨跌幅				0.0223***
				(0.0005)
长期换手率				-0.0507***
				(0.0081)
常数项	0.0712***	0.0544***	0.0371***	0.0615***
	(0.0020)	(0.0016)	(0.0022)	(0.0022)
调整拟合优度	0.1059	0.1431	0.1453	0.1508

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

四设定ESG系数（列1→列4）

- -0.0456（0.0035）*
- -0.0353（0.0028）*
- -0.0333（0.0027）*
- -0.0207（0.0027）*

其他要素

- 调整拟合优度0.1059→0.1508
- 滞后特质波动率0.2205（0.0038）*——波动高度持续

ESG显著降低特质波动率

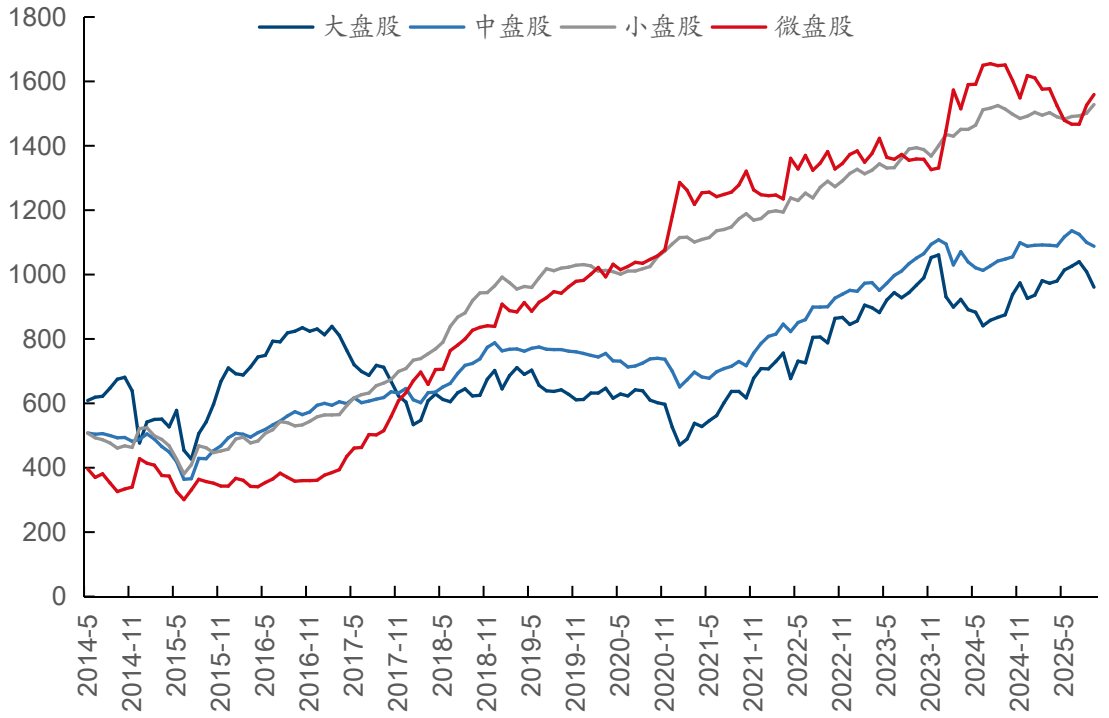
系数从-0.0456衰减至-0.0207，但t≈-7.7仍显著，控制变量吸收过半关联但不改变结论。

ESG增稳效应随规模递增：小微盘更突出

不同规模上市公司ESG表现对股价稳定性的影响分析				
	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
ESG综合评价得分	-0.0069*	-0.0097*	-0.0227***	-0.0258***
	(0.0040)	(0.0050)	(0.0057)	(0.0074)
特质波动率滞后项	0.2125***	0.2200***	0.2147***	0.1850***
	(0.0072)	(0.0067)	(0.0062)	(0.0075)
规模变量	-0.0015**	-0.0025**	-0.0058***	-0.0154***
	(0.0006)	(0.0012)	(0.0015)	(0.0027)
价值变量	-0.0534***	-0.0554***	-0.0767***	-0.0900***
	(0.0053)	(0.0061)	(0.0068)	(0.0076)
长期涨跌幅	0.0172***	0.0226***	0.0287***	0.0303***
	(0.0007)	(0.0009)	(0.0010)	(0.0018)
长期换手率	-0.0034	-0.0943***	-0.1535***	-0.1248***
	(0.0170)	(0.0168)	(0.0147)	(0.0175)
常数项	0.0400***	0.0535***	0.0795***	0.1157***
	(0.0043)	(0.0061)	(0.0066)	(0.0095)
调整拟合优度	-0.0069*	-0.0097*	-0.0227***	-0.0258***

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

不同规模股票样本数量



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

四组均显著为负、绝对值随规模递增：大盘-0.0069（0.0040）*→中盘-0.0097（0.0050）*→小盘-0.0227（0.0057）*→微盘-0.0258（0.0074）*

微盘/大盘≈3.7倍（换算）——增稳效应小微盘更突出

样本：期初609/508/507/396只（合计2020）→期末961/1088/1528/1559只（合计5136）；微盘数量增长294%最快

分组边界均值155亿/72亿/38亿元（累计自由流通市值占比70%/85%/95%，行294）

治理（G）是增稳效应的主导分项：联合回归仅G显著，标准差调整后仍远强于E/S

上市公司ESG表现通过增强利益相关者信心影响股价稳定性的分析				
	（1）	（2）	（3）	（4）
环境评价得分	-0.0055***			-0.0033**
	(0.0013)			(0.0013)
社会责任评价得分		-0.0066***		-0.0022
		(0.0021)		(0.0022)
治理评价得分			-0.0337***	-0.0321***
			(0.0034)	(0.0035)
特质波动率滞后项	0.2207***	0.2208***	0.2203***	0.2202***
	(0.0038)	(0.0038)	(0.0038)	(0.0038)
规模变量	-0.0030***	-0.0031***	-0.0027***	-0.0025***
	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)
价值变量	-0.0827***	-0.0828***	-0.0799***	-0.0800***
	(0.0034)	(0.0034)	(0.0034)	(0.0034)
长期涨跌幅	0.0225***	0.0226***	0.0224***	0.0223***
	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)
长期换手率	-0.0479***	-0.0471***	-0.0543***	-0.0550***
	(0.0081)	(0.0081)	(0.0082)	(0.0082)
常数项	0.0535***	0.0548***	0.0744***	0.0752***
	(0.0018)	(0.0020)	(0.0031)	(0.0031)
调整拟合优度	0.1507	0.1506	0.1509	0.1509

单独纳入（均显著）

- E -0.0055（0.0013）* / S -0.0066（0.0021）*
- G -0.0337（0.0034）*——量级最大

联合纳入（仅G显著）

- G -0.0321（0.0035）*（t≈-9.27）
- E -0.0033（t=-2.45） / S -0.0022（t=-1.01）

t值：单独G 9.99 vs E 4.27 vs S 3.12

调整拟合优度0.1509与综合设定几乎一致（信息量集中于G）

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

G的增稳效应同样集中于中小微盘，大盘G不显著而S显著

不同规模上市公司中ESG表现通过增强利益相关者信心影响股价稳定性的分析				
	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
环境评价得分	-0.0005	0.0014	-0.0012	-0.0038
	(0.0019)	(0.0024)	(0.0027)	(0.0037)
社会责任评价得分	-0.0065**	-0.0041	-0.0091**	0.0049
	(0.0029)	(0.0038)	(0.0045)	(0.0056)
治理评价得分	-0.0039	-0.0202***	-0.0349***	-0.0532***
	(0.0047)	(0.0063)	(0.0065)	(0.0086)
特质波动率滞后项	0.2125***	0.2198***	0.2145***	0.1841***
	(0.0072)	(0.0067)	(0.0062)	(0.0075)
规模变量	-0.0016***	-0.0025**	-0.0057***	-0.0150***
	(0.0006)	(0.0012)	(0.0015)	(0.0027)
价值变量	-0.0536***	-0.0541***	-0.0755***	-0.0866***
	(0.0052)	(0.0062)	(0.0068)	(0.0077)
长期涨跌幅	0.0172***	0.0227***	0.0288***	0.0306***
	(0.0007)	(0.0009)	(0.0010)	(0.0018)
长期换手率	-0.0041	-0.0972***	-0.1581***	-0.1319***
	(0.0170)	(0.0169)	(0.0148)	(0.0177)
常数项	0.0428***	0.0642***	0.0965***	0.1372***
	(0.0054)	(0.0072)	(0.0076)	(0.0112)
调整拟合优度	0.2916	0.2199	0.1574	0.1198

G：除大盘外均显著、递减

- 大盘 -0.0039（0.0047）不显著
- 中盘 -0.0202（0.0063）* / 小盘 -0.0349（0.0065）*
- 微盘 -0.0532（0.0086）*

E / S（星号不齐如实标注）

- E四组全部不显著
- S四组：大盘/小盘显著

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

机制假说：G最强与“利益相关者信心-换手率-波动率”链条一致

相关性检验

	特质波动率	ESG综合评价得分	环境评价得分	社会责任评价得分	治理评价得分	特质波动率滞后项
ESG综合评价得分	-0.0557					
环境评价得分	-0.0336	0.8885				
社会责任评价得分	-0.0187	0.7231	0.4779			
治理评价得分	-0.0983	0.7074	0.4486	0.3974		
特质波动率滞后项	0.6239	-0.0896	-0.0799	-0.0281	-0.1042	
短期换手率	0.2747	-0.0562	-0.0344	-0.0188	-0.0986	0.4437

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

机制链条示意图



关键数据

相关系数：换手率 vs G -0.0986（最强）、E -0.0344、S -0.0188；换手率与特质波动率0.2747，与滞后项0.4437

G得分水平高且集中：均值0.7212、标准差0.0777（vs E 0.4846 / S 0.4924）；分项间相关E-G 0.4486、S-G 0.3974有限

假设：G与利益相关者信心最相关，与“G增稳最强”链条一致

渠道第一环：ESG四设定下均显著降低当月换手率，信心代理指标下行

上市公司ESG表现影响股价稳定性的机制分析（中介变量方法）				
	（1）	（2）	（3）	（4）
ESG综合评价得分	-0.0324***	-0.0115***	-0.0098***	-0.0056***
	(0.0026)	(0.0011)	(0.0011)	(0.0011)
上月日均换手率		0.6425***	0.6420***	0.6206***
		(0.0030)	(0.0030)	(0.0031)
规模变量			-0.0003**	-0.0025***
			(0.0001)	(0.0002)
价值变量			-0.0149***	-0.0137***
			(0.0010)	(0.0011)
长期涨跌幅				0.0072***
				(0.0002)
常数项	0.0580***	0.0210***	0.0215***	0.0295***
	(0.0015)	(0.0006)	(0.0008)	(0.0008)
调整拟合优度	0.3195	0.5577	0.5580	0.5605

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

四设定ESG系数（均带*）

- -0.0324（0.0026）*
- -0.0115（0.0011）* / -0.0098（0.0011）*
- -0.0056（0.0011）*

换手率高度持续

- 上月换手率自回归0.6206（0.0031）*
  （列2-3为0.6425/0.6420）
- 调整拟合优度0.5605

链条另一端

- 换手率与特质波动率0.2747正相关
- 与特质波动率滞后项0.4437

渠道结构：E与G显著降低换手率、S缺位：ESG通过E和G（而非S）影响换手率

国信证券 GUOSEN SECURITIES

上市公司ESG各分项表现影响股价稳定性的机制分析（中介变量方法）				
	（1）	（2）	（3）	（4）
环境评价得分	-0.0028***			-0.0028***
	(0.0005)			(0.0005)
社会责任评价得分		0.0001		0.0014
		(0.0008)		(0.0009)
治理评价得分			-0.0046***	-0.0039***
			(0.0012)	(0.0012)
控制变量	是	是	是	是

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

不同规模上市公司中ESG表现影响股价稳定性的机制分析（中介变量方法）				
	大盘股	中盘股	小盘股	微盘股
ESG综合评价得分	-0.0025*	-0.0010	-0.0047**	-0.0065**
	(0.0014)	(0.0019)	(0.0023)	(0.0027)
上月日均换手率	0.6681***	0.6349***	0.5855***	0.5394***
	(0.0110)	(0.0058)	(0.0051)	(0.0061)
规模变量	-0.0020***	-0.0036***	-0.0032***	-0.0003
	(0.0002)	(0.0004)	(0.0006)	(0.0007)
价值变量	-0.0057***	-0.0035*	-0.0159***	-0.0210***
	(0.0018)	(0.0020)	(0.0022)	(0.0022)
长期涨跌幅	0.0034***	0.0064***	0.0102***	0.0109***
	(0.0003)	(0.0003)	(0.0004)	(0.0006)
常数项	0.0216***	0.0304***	0.0334***	0.0276***
	(0.0014)	(0.0022)	(0.0025)	(0.0025)

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

关键数据

单独纳入：E -0.0028（0.0005）*、G -0.0046（0.0012）*、S 0.0001（0.0008）不显著

联合纳入：E -0.0028*、G -0.0039*、S 0.0014不显著——“ESG通过E和G（而非S）影响换手率”

分规模：大盘-0.0025（0.0014）；中盘-0.0010不显著；小盘-0.0047 / 微盘-0.0065

稳健性通过：换时间区间、换四因子波动率口径后ESG与G结论不变；大盘股分项机制不稳健

不同时间区间上市公司ESG表现影响股价稳定性的分析（2016Q1后子样本）

	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）
ESG综合评价得分	-0.0220***				
	(0.0029)				
环境评价得分		-0.0061***			-0.0038***
		(0.0013)			(0.0014)
社会责任评价得分			-0.0049**		0.0003
			(0.0023)		(0.0024)
治理评价得分				-0.0378***	-0.0365***
				(0.0036)	(0.0037)
控制变量	是	是	是	是	是

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

上市公司ESG表现影响股价稳定性的机制分析（四因子口径）

	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）
ESG综合评价得分	-0.0187***				
	(0.0025)				
环境评价得分		-0.0049***			-0.0029**
		(0.0012)			(0.0012)
社会责任评价得分			-0.0058***		-0.0018
			(0.0019)		(0.0020)
治理评价得分				-0.0312***	-0.0298***
				(0.0031)	(0.0032)
控制变量	是	是	是	是	是

资料来源：万得、秩鼎，国信证券经济研究所整理

关键数据

2016Q1后子样本：ESG -0.0220（0.0029）*、E -0.0061*、S -0.0049、G -0.0378*；联合纳入仅G -0.0365*

四因子口径：ESG -0.0187*、G -0.0312*；联合仅G -0.0298*，特质波动率与三因子口径的相关系数高达0.98，剔除情绪效应后结论不变

2016Q1后×分规模：G除大盘外均显著（中盘-0.0253*→微盘-0.0562*）；大盘股E/S/G全部不显著，大盘S结论不再成立

收益端与稳定端互补不互替：因变量不同，S/G分项结构互为镜像

国信证券 GUOSEN SECURITIES

收益端（R08）	稳定端（R09）
因变量 次月超额收益（%）	因变量 特质波动率（回归用ln(1+σ²)，无量纲）
核心结论 收益溢价真实存在、集中于大中盘	核心结论 ESG显著降低特质波动率
分项结构 S分项最强	分项结构 联合回归仅G显著；S不显著且不影响换手率
规模结构 大中盘显著、小微盘不显著	规模结构 微盘-0.0258*≈大盘-0.0069*的3.7倍，小微盘更突出
样本口径 评分138个月＋收益期2014年5月-2025年10月	样本口径 评分138个月（滞后一期）＋稳定性同期

第四章：海外ESG已从规模扩张转向质量与可信度

国信证券 GUOSEN SECURITIES

扩张：PRI签署方持续扩容

截至2025年3月：签署机构5261家 · AUM 139.6万亿美元

2021年3826家/略超121万亿 → 2022年4902家/121.3万亿 → 2024年5345家/128.4万亿

2025年构成：投资经理4018＋资产所有者748＋服务商495

收紧：GSIA统计口径回落（非市场退出）

2024年末：16.8万亿美元

调整原因：统计由“机构自我宣称”改为“基于法律文件的正式披露”

历史对照：35.3万亿（2020年初）→ 30.3万亿（2022）仅列示、不连线

问题—结论—落点导览表

问题	核心结论
总判断	从规模扩张转向质量与可信度
理念演进	伦理投资→双重重要性→“系统层面投资”（2025）
监管变化	“回摆与再平衡”，披露聚焦财务重要性与可信度
规模与口径	35.3→30.3→16.7万亿美元，口径收紧而非市场退出
地区分布	欧洲46%＋美国28%合计约74%，日本+59.21%领跑
策略结构	负面剔除→ESG整合→企业参与：“筛掉”→“管好”
投资者结构	机构约75%主导，资产所有者行动力全面领先
国内承接	三点承接＋三重限制，不可直接移植

资料来源：万得、UN PRI、GSIR，国信证券经济研究所整理

ESG理念百年演进：从伦理投资（1920s）到双重重要性、再到“系统层面投资”（2025），理论重心已转向可持续成果

阶段	时间	标志性事件
伦理投资	20世纪20-60年代	宗教团体基于信仰规避烟草、博彩、军火等“罪恶股票”，开创价值观导向投资
社会责任投资	20世纪60-80年代	民权、反战与环保运动推动SRI兴起；1971年首只社会责任基金Pax World Fund成立；1980年代反南非种族隔离撤资运动
现代ESG投资确立	20世纪90年代至2015年	1990年Domini 400指数发布；2004年《Who Cares Wins》提出ESG术语；2006年UN PRI发布；2015年SDGs与《巴黎协定》
监管体系深化	2015年至今	2018年欧盟可持续金融行动计划；2020年EU Taxonomy；2021年SFDR；2023年ISSB IFRS S1/S2；2025-2026年Omnibus简化与SEC撤销提议

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

比较维度	传统投资	ESG投资
信息维度	以财务信息为核心	在财务信息基础上纳入E/S/G非财务信息
决策框架	财务估值与相对收益	财务分析与ESG整合并行
时间跨度	偏重短期业绩	更关注长期可持续价值
风险认知	聚焦市场、信用等传统风险	额外纳入气候、社会、治理等非传统风险
目标函数	最大化风险调整后收益	追求财务回报与可持续成果的双重目标
衡量标准	财务指标	财务指标与ESG评级/可持续指标

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

百年主线：1920s伦理投资→1960–80年代SRI→2004《Who Cares Wins》提出ESG→2006 UN PRI发布

里程碑：1971 Pax World Fund、1990 Domini 400、1997 GRI、2015 SDGs/《巴黎协定》、2018欧盟行动计划、2023 ISSB准则

术语统一：2023年CFA/GSIA/PRI《负责任投资方法定义》——可持续投资＝追求财务回报＋积极可持续成果

重心迁移：PRI 2023咨询63%支持“风险管理＋可持续成果”双管齐下（当前仅41%涵盖、资产所有者72%前瞻）；2025年提出“系统层面投资”

海外披露监管从扩张转向“回摆与再平衡”：聚焦财务重要性与可信度

海外披露监管矩阵

市场	核心法规与生效时点	当前状态
欧盟	SFDR 2021年3月适用；EU Taxonomy 2020年发布/2022年适用； CSRD 2022年发布/2024年首批适用 Omnibus（“一揽子简化”）2025年推出、2026年初通过立法	已适用/已适用/已首批适用 Omnibus 2026年初通过立法：延后CSRD、收缩披露范围、聚焦财务重要性
国际ISSB	IFRS S1/S2 2023年6月发布	已发布
美国	SEC气候披露规则 2024年出台	2026年5月提议撤销（提议状态、尚未生效）
英国	FCA SDR及四类标签 2023年12月引入、2024年7月起可申请	已生效
新西兰	强制气候披露框架 2021年10月生效	已生效（全球首个）
澳大利亚	与ISSB对齐准则 2024年9月发布、2025年1月生效	已生效
加拿大	CSA投资基金ESG披露指引 2022年1月、2024年初更新	指引有效
日本	FSA修订指引 2023年3月	已修订（应对“漂绿”）

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

全球ESG统计规模35.3→30.3→16.7万亿美元台阶式回落，主因两轮口径收紧而非市场退出

国信证券 GUOSEN SECURITIES

项目	2016	2018	2020	2022（含美）	2022（不含美）
基金资产总额	81.948	91.828	98.416	124.487	57.887
ESG投资规模占比	27.90%	33.40%	35.90%	24.40%	37.90%
ESG投资规模占比增长		5.50%	2.50%		2.00%

资料来源：万得、GSIR，国信证券经济研究所整理

年份	签署方总数（构成）	资产所有者数目	资产管理规模（万亿美元）
2021	3,826（3,404投资者+422服务商）	609	略超121
2022	4,902（4,395投资者+507服务商）	681	121.3
2023	5,391（4,841投资者+550服务商）	730	未披露
2024	5,345（4,827投资者+518服务商）	736	128.4
2025	5,261（4,018投资经理+748资产所有者+495服务商）	748	139.6

资料来源：万得、UN PRI，国信证券经济研究所整理

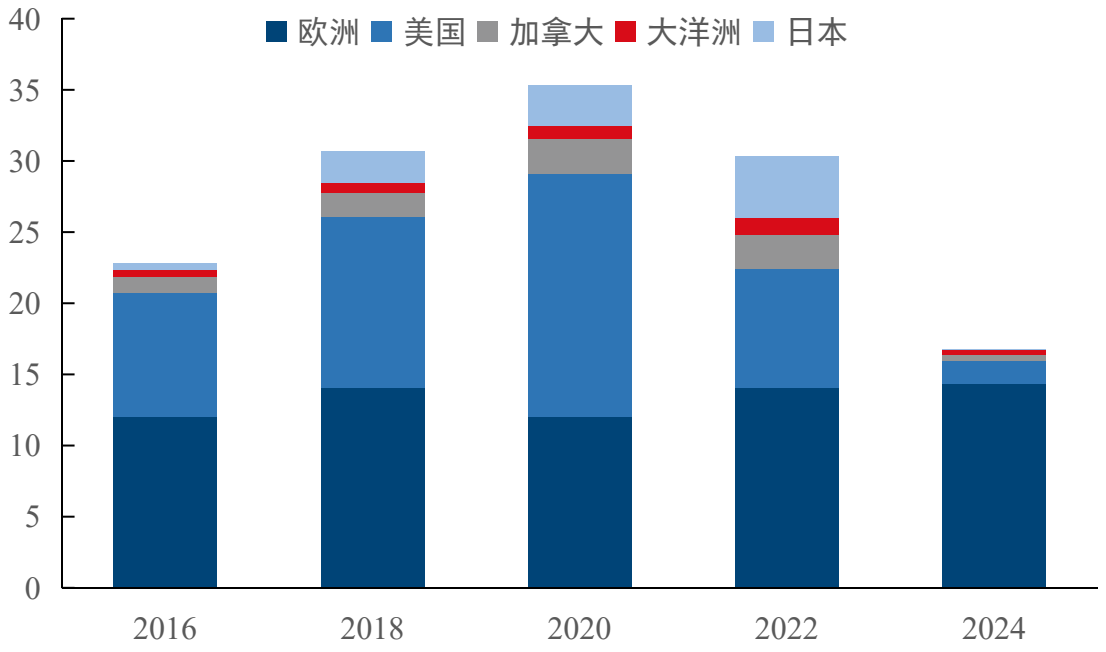
关键数据

台阶：35.3万亿（2020年初，历史最高）→ 30.3万亿（2022，较2020年-14%，US SIF修订）→ 16.7万亿美元（2024年末，R11行103–105）

占比：2016年27.90%→2018年33.40%→2020年35.90%→2022年含美24.40%/不含美37.90%→2024年27%；长时序：2012年约13.6万亿→2014年约21.4万亿

并行叙事：PRI签署方AUM 139.6万亿美元持续扩张与GSIA统计口径收紧并行

地区分布高度集中且动态分化：欧洲46%+美国28%合计约74%，日本以+59.21%增速领跑，美国骤降主因口径修订



资料来源：万得、GSIR，国信证券经济研究所整理

地区	欧洲（欧元）	美国（美元）	加拿大（加元）	大洋洲（澳元）	日本（日元）
2016	11.045	8.723	1.505	0.707	57.056
2018	12.306	11.995	2.132	1.033	231.952
2020	10.73	17.081	3.166	1.295	310.039
2022	12.401	8.4	3.014	1.68	493.598
增长率					
2016-2018	11.42%	37.51%	41.66%	46.11%	306.53%
2018-2020	-12.81%	42.40%	48.50%	25.36%	33.67%
2020-2022	15.57%	-50.82%	-4.80%	29.73%	59.21%
复合年增长率					
2016-2022	1.95%	-0.63%	12.27%	15.52%	43.28%
2018-2022	0.19%	-8.52%	9.04%	12.93%	20.78%

资料来源：万得、GSIR，国信证券经济研究所整理

关键数据

2022年口径分布：欧洲46%＋美国28%（合计约74%）、日本14%、加拿大8%、大洋洲4%

2020–2022增速：日本+59.21%、大洋洲+29.73%、欧洲+15.57%、美国-50.82%、加拿大-4.80%

2016–2022复合：日本43.28%、大洋洲15.52%、加拿大12.27%、欧洲1.95%、美国-0.63%；日本ESG占总管理资产比例24%→34%

2024年新口径分地区：欧洲14.345、美国1.602、加拿大0.42、大洋洲0.366、日本0.022万亿美元

主导策略三度更迭：负面剔除→ESG整合→企业参与和股东行为，投资方式从“筛掉资产”转向“管好资产”，策略时序止于2022年

国信证券 GUOSEN SECURITIES

策略	2016	2018	2020	2022
负面剔除	15.064	19.771	15.03	3.84
正面筛选	0.818	1.842	1.384	0.574
基于标准的筛选	6.195	4.679	4.14	1.807
ESG整合	10.353	17.544	25.195	5.588
可持续发展主题投资	0.276	1.018	1.948	0.598
影响力/社区投资	0.248	0.444	0.352	0.055
企业参与和股东行为	8.385	9.835	10.504	8.053

资料来源：万得、GSIR，国信证券经济研究所整理

投资策略	策略简介
负面剔除	根据特定的ESG标准，将基金或投资组合中的某些行业、公司或行为剔除。
正面筛选	投资于ESG表现优于同行的公司或项目，且达到高于设定门槛的评级。
基于标准的筛选	基于国际规范（如联合国、国际劳工组织、经合组织等发布的标准）对投资进行筛选，剔除不符合最低商业或发行人行为标准的投资。
ESG整合	投资管理人将环境、社会和治理因素纳入财务分析。
可持续发展主题投资	对与可持续性相关的主题或资产进行投资（例如清洁能源、绿色技术或可持续农业）。
影响力/社区投资	旨在解决社会或环境问题的定向投资，包括社区投资，其资金专门用于传统服务不足的个人或社区，包括向具有明确社会或环境用途的企业提供资金。
企业参与和股东行为	利用股东权力影响企业行为，例如，与高级管理层或公司董事会沟通，提交或共同提交股东提案，以及在全面的ESG指南指导下进行代理投票。

资料来源：万得、GSIR，国信证券经济研究所整理

关键数据

居首更迭：2016/2018负面剔除居首（15.064/19.771万亿）→ 2020 ESG整合跃居第一（25.2万亿）→ 2022企业参与和股东行为最大（8.053万亿，口径调整所致）

2012年序：负面剔除约8.3＞ESG整合约6.2＞企业参与约4.7万亿美元

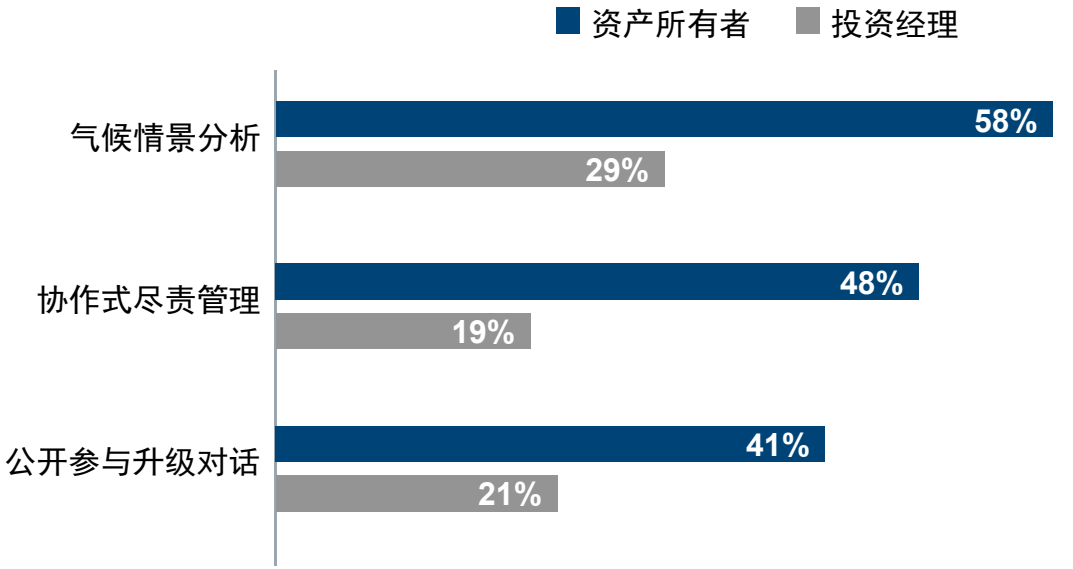
地区分化：欧洲负面剔除绝对主导（2020年8.25万亿欧元）；美国2022企业参与主导；日本企业参与33%＋ESG整合31%；加拿大ESG整合约34%；大洋洲企业参与略超居首

机构约75%主导、资产所有者引领：行动力全面高于投资经理（气候情景分析58%对29%），采用率回落与前瞻回升并存

投资者类型	资金属性与期限	典型ESG实践特征	代表性制度/案例
公共养老金	长期、规模大、公共受托	指数化ESG跟踪、委外ESG考核、气候情景分析	日本GPIF；美国加州公务员养老金（较早签署UN PRI的公共养老金）
企业/职业养老金	长期	将ESG纳入治理与风险管理并披露	欧盟修订《职业退休服务机构的活动及监管》（2016）；加拿大安大略省《养老金福利法案》（2016）；韩国《国民年金公团法》修正（2015）
保险公司	长期、负债匹配	ESG整合入固定收益与另类投资、气候风险识别	欧洲、日本等保险机构
主权财富基金	超长期、主权属性	尽责管理、气候与自然议题参与	挪威NBIM（2025年回报15.1%；自2012年575次撤资决策）
大学捐赠基金/基金会	永续、目标多元	化石燃料撤资、影响力/社区投资	美国高校捐赠基金
银行与资产管理机构	中介、代客理财	ESG产品创设、代理投票与参与、合规披露	全球主要资产管理机构
个人（零售）投资者	分散、期限偏好较短	通过ESG基金/ETF间接参与	欧洲SFDR第8/9条基金

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资产所有者 vs 投资经理行动力对比（PRI 2025，%）



三组对比：58%对29%、48%对19%、41%对21%——行动力全面领先

资料来源：UN PRI，国信证券经济研究所整理　样本：PRI签署方、非全市场

机构主导：2012年机构89%/个人11%→2018年以来约75%/25%——“机构主导、养老金引领、零售稳步增长”

采用率与前瞻：FTSE全球350家资产所有者采用比例2022年88%→2023年80%；Franklin Templeton：86%预计未来两年增加可持续策略配置

养老金引领：2021年保险类机构占资产所有者AUM约60%；2022/2023年保险公司数量首超公共养老金——“数量被超越不等于引领地位易主”

委外传导：GRIT 2025受访400家资产所有者91%至少部分委外；评估管理人代理投票方法比例2023年74%→2024年81%

第五章：养老金三重属性使其成为ESG资金流的天然稳定器

养老金三重属性（R11-E01；只列属性、不写因果）

长期属性

负债久期以数十年计，ESG风险显现以十年为尺度

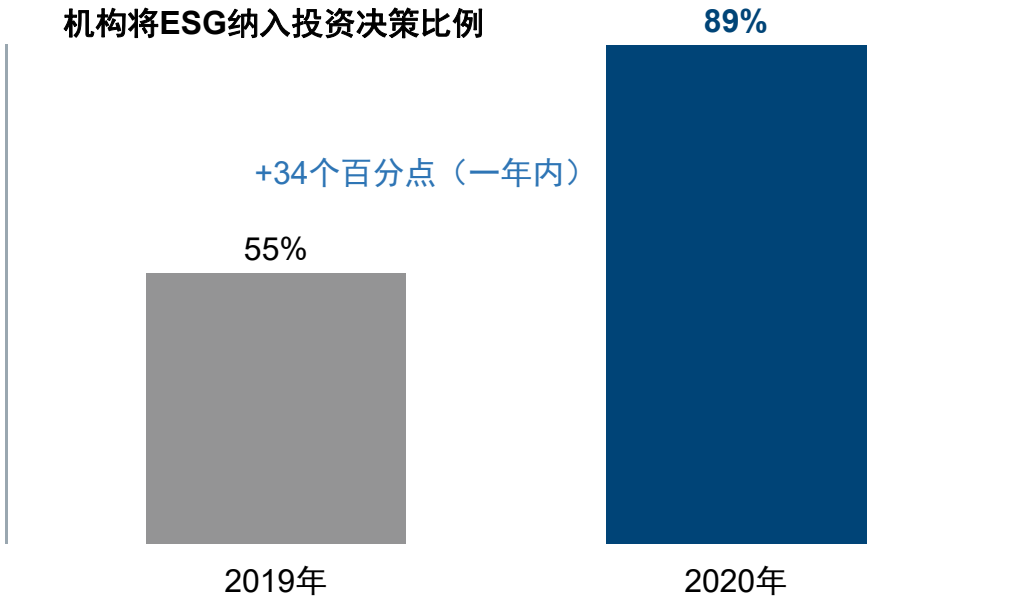
避险属性

关注尾部风险

公共属性

代际公平内嵌

判断：“养老金构成ESG资金流的稳定器”



美世客户样本：12国927家机构、约1.1万亿欧元（2020年8月发布）

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关键数据

生态注记：全球R&SI基金资产16.7万亿美元（截至2024年末，两年+5.5万亿/+49%，占全球基金市场由2018年约3%升至27%）

NZAOA：2019年9月发起、约89家成员、9.5万亿美元，年降6%绝对融资排放目标；PRI 2025：58%资产所有者运用气候情景分析 vs 29%

推断：负债久期与ESG风险显现周期同为十年尺度，养老金（而非短线资金）是ESG的天然长期载体

从软倡导到硬法底座：受托责任划定ESG执行空间，且在回摆中演进

国信证券 GUOSEN SECURITIES

时间	国家	事件
2013	南非	颁布《退休金法》，要求基金考虑与长期成功相关的因素（包括ESG因素），将ESG因素分析纳入投资机构的受托责任中
2013	澳大利亚	发布退休金审慎实践指南（SPG 530），要求可注册退休金实体持牌人（RSE）制定以ESG为重点的投资策略
2015	美国	美国劳工部取消了抑制养老金ESG投资的条款
2015	日本	日本政府养老投资基金GPIF签署UN PRI，要求其所有外部资产管理者在投资决策中整合ESG因素；2017年将ESG纳入三大重要投资战略
2015	韩国	通过《国民年金公团法》修正案，要求国民年金公团考虑ESG问题并公布ESG考量的纳入程度
2016	美国	加州公务员养老金签署UN PRI，为较早签署机构之一
2016	欧盟	欧盟委员会修订IORP II，要求养老金计划将ESG因素纳入治理和风险管理决策并进行披露
2016	加拿大	安大略省颁布《养老金福利法案》，要求养老金的投资政策程序申明中必须说明相关的环境、社会及治理因素
2018	美国	员工福利保障局出台实操辅助公告，要求对另类投资进行估值时考虑ESG因素的风险收益情况
2018	巴西	巴西养老金监管机构要求将ESG要素纳入常规风险评价过程
2018	墨西哥	墨西哥养老金监管部门鼓励在退休计划决策中考虑ESG议题
2019	欧盟	IORP II国内法转化期限届满（1月13日），ESG正式嵌入审慎人原则、治理结构、风险管理与自有风险评估（ORA）
2019	欧盟	《可持续金融披露条例》（SFDR，条例(EU) 2019/2088）11月27日通过，自2021年3月10日起适用，确立可持续性风险整合与不利可持续影响（PAI）的强制披露义务
2020	美国	劳工部《投资选择中的财务因素》最终规则（11月13日，85 FR 72846），要求受托人仅以“金钱因素”为投资依据，实质收紧ESG的合规空间
2021	英国	《职业养老金计划（气候变化治理与报告）条例》（SI 2021/839）10月1日生效，资产≥50亿英镑的职业养老金须按TCFD框架治理与披露，2022年10月1日起扩至≥10亿英镑，并须报告组合对齐指标
2022	美国	劳工部《投资选择与股东权利行使中的审慎与忠诚》最终规则（11月），重新允许受托人在风险收益同等条件下将ESG因素作为比较因素
2023	美国	3月20日总统首次行使否决权，否决国会推翻2022年规则的决议；9月联邦地区法院在Utah v. Walsh案中维持该规则
2023	全球	国际可持续准则理事会（ISSB）6月发布IFRS S1/S2，适用于2024年1月1日及以后开始的报告期，成为各国可持续披露准则的基线
2024	加拿大	加拿大可持续准则理事会（CSSB）12月18日发布CSDS 1/CSDS 2（基于ISSB准则），自2025年1月1日起适用；加最大10家养老金与资管机构（合计逾2.25万亿加元）联署支持
2025	欧盟	委员会2月26日发布“综合简化方案”（Omnibus I），修订CSRD、CSDDD、分类法等，政策取向由“加码披露”转为“减负简化”
2025	日本	GPIF 3月31日制定《可持续投资方针》，将ESG与影响力投资统一纳入“可持续投资”框架；ESG指数投资纳入再平衡并实施“最适化”重构
2025	美国	劳工部5月28日停止为2022年ESG规则辩护并宣布重新立法；12月11日行政令（EO 14366）进一步收紧对代理顾问的监管
2025	欧盟	委员会11月发布IORP II修订提案，拟将部分条文中的ESG因素替换为SFDR定义的“可持续性因素”，统一两套立法口径
2025	欧盟	委员会11月提出SFDR修订方案（业界称“SFDR 2.0”），重构第8、9条标签体系，转向以产品特征为依据的分类
2026	韩国	国会8月20日通过《国民年金法》修正案，将负责任投资原则适用范围扩至替代投资（私募、房地产、基础设施），并要求基金运用指针明示E/S/G各项考量标准与方法

硬法底座（R11-E03/E06）

- IORP II（2016）：风险管理中考虑ESG，覆盖约12.5万家职业退休服务机构
- SFDR 2021年3月10日适用；SRD II延伸至代理投票欧洲占全球R&SI基金资产86%

美国规则四次反复

2020“金钱因素”→2022重新允许→2023否决与诉讼维持→2025停止辩护与行政令

状态

- 25项事件状态混合：已生效/提案/试点
- “SFDR 2.0”2025年11月提出、仍在立法程序
- IORP II修订为提案状态

GPIF机构侧历程；韩国修正案

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

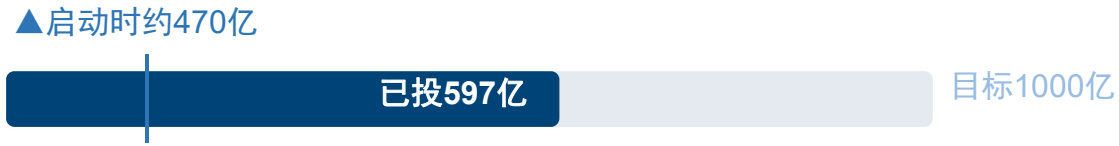
先行者逻辑：联邦规则反复下，加州双基金以州法与受托责任持续执行ESG

机构	国别	规模及数据时点	核心策略
CalPERS	美国	PERF约5630亿美元（2024-25财年）	气候解决方案投资为核心，辅以负面筛选、正面筛选、ESG整合、企业参与
CalSTRS	美国	净头寸约3121亿美元（2020-21财年）	净零“承诺-计划-实施-公布”四步骤；低碳指数内部管理＋私募低碳平台（SISS）
CPPIB	加拿大	CPP基金6323亿加元（2024财年）	绿色债券＋可再生能源与绿色转型资产直投（内部管理为主）
OTPP	加拿大	超2690亿加元（2026-02-19）	气候转型对齐（CTA）框架：气候解决方案＋转型规划双支柱
La Caisse	加拿大	超4960亿加元（2025年末）	气候行动投资＋动力煤开采与石油生产排除（2023年末完成）

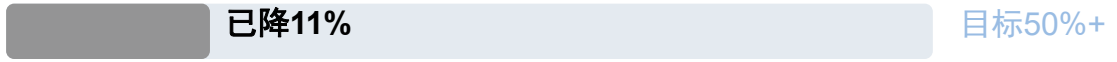
资料来源：CalPERS、CalSTRS、CPPIB、OTPP、La Caisse，国信证券经济研究所整理

CalPERS五项目标—最新进展对照

气候解决方案投资（亿美元，2030年前目标）



组合排放强度较基准降幅（目标50%以上）



强度：42.6吨CO2e/百万美元（2025-06-30）vs 47.9吨（2024年）

CalPERS：市值约5630亿美元（2024-25财年）；贴现率2021年7月7%→6.8%；SAA股票37%/债券28%/私募股权17%/实物资产15%/私募债权8%/战略杠杆-5%

CalSTRS：2050年或更早净零（2021年9月）；公开股权约328亿美元按LCTI内部管理、估计组合减排约20%；净头寸约3121亿美元（2020-21财年）；SISS部署超55亿美元

推断：联邦ESG规则缺位且反复下，双基金以州法（2015年加州SB 185）与受托责任为执行依据持续执行ESG

进退三分：越接近可核查出资事实的承诺，越具存续能力

机构	气候目标	最新进展
CalPERS	2030年前投资超1000亿美元气候解决方案；组合排放强度较基准降50%；2050年组合净零（NZAOA创始成员）	气候解决方案投资597亿美元（2025年6月30日）；2024-25回报财年11.6%
CalSTRS	2050年（或更早）组合净零	公开股权约328亿美元按低碳指数内部管理；SISS部署超55亿美元（均截至2025-12-31）
CPPIB	2022年2月承诺2050年全口径净零→2025年5月放弃；2030年前绿色与转型资产增至至少1300亿加元（2022年设定）	绿色债券八期、总额超75亿美元（截至2024年3月底）；2025年10月面临成员诉讼（Hirji et al. v. CPPIB）
OTPP	2021年1月承诺2050年组合净零→2026年2月撤回，改为“积极支持全球2050年净零目标”；2030年前CTA私募资产700亿加元	2025年组合排放强度较2019年降约50%（提前完成-45%目标）；CTA基线约350亿加元（2025-06-30）
La Caisse	维持2050年碳中和；2030年前4000亿加元气候行动投资；组合碳强度较2017年降60%（2030年目标，已超额完成）	气候行动投资2260亿加元、低碳资产650亿加元（2025-12-31）；碳强度较2017年降69%（2024年末）

放弃：CPPIB（总评D）

2050净零＋1300亿加元（2022年2月）→2025年5月年报放弃；2025年10月四名成员起诉；6323亿加元

重构：OTPP（领先组）

2026年2月19日CTA框架：撤回2050组合净零、废弃降67%目标、新设CTA 700亿加元（基线翻倍）

坚持：La Caisse（总评A-）

2025年6月加码：4000亿加元气候行动（2030年前）；低碳资产650亿加元；管理资产超4960亿加元

资料来源：CalPERS、CalSTRS、CPPIB、OTPP、La Caisse，国信证券经济研究所整理

三分归纳：“北美机构并未退出气候投资，退出的是高风险的远期结果承诺”
“越接近可核查出资事实的承诺，相对更具存续能力”

同一硬法底座、四条执行路径：欧洲养老金按负债结构选择ESG工具

机构	规模及数据时点	核心策略
NBIM	21.27万亿挪威克朗（2025年末）	观察-排除-撤资机制＋气候对话/期望分数/投票
ABP	5330亿欧元（2025年末）	化石燃料排除＋气候转型投资
ATP	约9280亿丹麦克朗（2021年）	绿色投资＋股东参与（不撤资路线）
FRR	207亿欧元（2025年末）	委外为主＋碳足迹管理（100%委托合同附脱碳目标）

机构	气候目标	最新进展
NBIM	无组合净零承诺	《2025气候行动计划》收官（科学净零目标公司覆盖融资排放76%、设定净零目标公司占比34%）；2025年剔除10家、观察3家；伦理框架审查节点（2026-10委员会报告建议削弱伦理委员会独立性）
ABP	2030年绝对GHG较2019年降50%	300亿欧元气候转型投资＋100亿欧元自然与生物多样性投资（2030年前）；2025年回报-1.6%
ATP	2050年碳中和、2030年减排70%	绿投目标2025年前1000亿克朗、2030年前2000亿克朗
FRR	2019-2025年碳足迹降40%、2029年末较2019年降60%	股票/债券组合碳足迹分别-50%/-26%；2025年回报+9.1%

资料来源：NBIM、ABP、ATP、FRR，国信证券经济研究所整理

四条执行路径（按负债结构选择工具）

荷兰ABP：撤资＋转型投资

2023年前剥离150亿欧元化石燃料；2030绝对排放较2019降50%、300亿欧元转型（含100亿impact）；5330亿欧元

挪威GPFG：治理＋排除清单

四级治理＋双清单；2012年以来575项撤资决定、名单约200家；市值21.27万亿挪威克朗（2025年末）

丹麦ATP：风险均衡不撤资

约80%固收对冲＋20%储备；2050碳中和、2030降70%；绿色投资1000亿→2000亿丹麦克朗（2025/2030年前）

法国FRR：委外合同传导

100%委托合同附脱碳目标；2019基线碳足迹降40%；2.25亿欧元脱碳策略录得24.9%超额收益（2025年末）

渐进路径内含纠错机制：GPIF十年三阶段与“最适化”重构

国信证券 GUOSEN SECURITIES

日期	事件	主要内容
2015	公布投资原则	对投资的资产类别、地区、时间范围采取分散化、多样化策略，以更稳定有效的方式获取投资回报
2015年9月	签署负责任投资原则（PRI）	每年向UN PRI报告ESG投资活动开展情况
2016	设立全球资产所有者论坛	为全球资产所有者相互交换意见和观点提供平台
2016	加入英国30% Club及美国Thirty Percent Coalition	要求被投上市公司董事会女性比例达到30%，以此实现多样性目标
2017年6月	制定《尽责管理原则》《代理投票原则》，部分修订投资原则	将尽责管理要求导入委外链条（以股票投资为起点）
2017年7月	首次选定3只ESG指数并跟踪投资	初始投资约1万亿日元，约占日本股票投资组合的3%
2017	联合世界银行集团发表固定收益领域ESG整合研究	促进固收投资纳入ESG因素，为外部资管提供投资绿色、社会和可持续发展债券的机会
2018	委托Nissay资产管理研究ESG信息披露	研究可持续投资和高效的ESG信息披露方法
2018	根据UN PRI框架和外部顾问意见修订另类资管评估标准	选择外部资管时审查其ESG计划，并于委外后进行监督
2018年9月	新选定2只全球环境股票指数	以这些指数为基准投资约1.2万亿日元国内外资产
2018	签署TCFD	要求企业披露气候相关信息
2019	成立SDG促进小组和多样性与包容性促进小组	尊重每个人的个性、才能、能力、观点、福祉与隐私
2019	引入Index Posting System	可随时获取各指数公司的指数，提高信息搜集与投资效率
2019	制定ESG因素评估标准并开始全面评估	评估存量外部资管，并用于新外部资管的遴选
2019	与10家多边开发银行和3家政府金融机构结成合作伙伴关系	构建固收ESG投资合作平台
2020年2月	修订《尽责管理原则》；发布《ESG指数筛选指南》	原则覆盖所有资产类别；ESG指数遴选标准化
2020	新增MSCI ACWI ESG Universal等指数	ESG指数池扩容（12月新增投资MSCI ACWI ESG Universal、Morningstar性别多样性指数）
2021-2023	新ESG指数陆续入选	FTSE Blossom Japan Sector Relative、MSCI Nihonkabu ESG Select Leaders等，扩容至9只（截至2025年3月末）
2024	接受Asset Owner Principles	为2025年制定《可持续投资方针》奠定原则基础
2025年3月	发布史上首份《可持续投资方针》	提出ESG整合、对话·投票权行使、ESG指数·ESG基金投资、impact考虑投资、可持续性风险分析、协作六项举措
2025年7月	同步启动新ESG指数与ESG基金募集	原则上要求设定ESG要素KPI；指数走index posting、基金走manager entry通道
2025年12月	《尽责管理原则》随日本版尽责管理准则（Stewardship Code）第三次修订同步修订	强化受益所有权透明度与协同对话
2025财年末	ESG指数运用资产约12.4万亿日元（占股票8.5%）	“最适化”重构阶段收官，较2024财年末18.2万亿日元峰值显著缩减

资料来源：GPIF官网，国信证券经济研究所整理

关键数据

三阶段：起步期2015-2017（签PRI→委外链条→3只指数约1万亿日元）；扩容期2018-2024（指数扩至9只、2024接受Asset Owner Principles）“最适化”2025-2026（2025-03-31首份《可持续投资方针》、新指数募集设ESG KPI、2025-12修订原则）

数据：ESG指数运用资产2024财年末18.2万亿日元峰值→2025财年末约12.4万亿日元（占股票8.5%），缩减约三成

指数化整合：把ESG写进基准——GPIF以指数遴选与委外合同传导要求

国信证券 GUOSEN SECURITIES

结构前提→传导双渠道（框架示意）

结构前提

超九成资产委外、被动投资占比超八成；

ESG职责分置三部门

渠道一：指数遴选

六因素：市场表现、编制方法、

ESG评价体系、指数公司组织、授权费用、多样性

渠道二：委外合同

门槛：总AUM≥1000亿日元、

产品AUM≥300亿日元、

管理年限≥5年

GPIF的ESG要求经“指数遴选＋委外合同”

2025年国内股票委外管理人对1039家

被投公司实施对话（占组合公司数58%、组合市值97%）

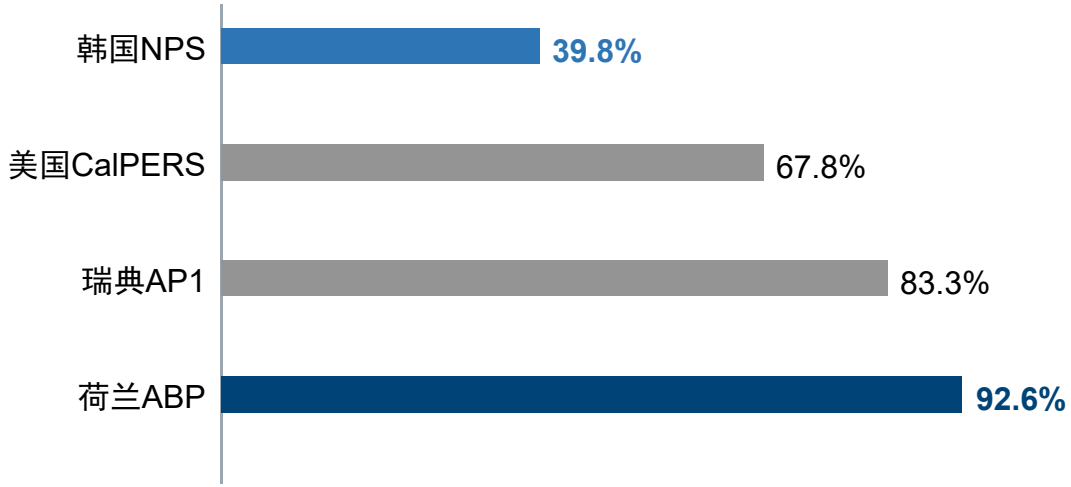
指数名称	类型	市场	初始投资时点	初始投资额
FTSE Blossom Japan Index	综合	国内	2017年7月	约1万亿日元（3只合计）
MSCI Japan ESG Select Leaders Index	综合	国内	2017年7月	
MSCI Japan Empowering Women Index（WIN）	主题（性别）	国内	2017年7月	
S&P/JPX Carbon Efficient Index	主题（碳效率）	国内	2018年9月	约1.2万亿日元（2只合计）
S&P Global Ex-Japan LargeMidCap Carbon Efficient Index	主题（碳效率）	外国	2018年9月	
MSCI ACWI ESG Universal Index	综合	外国	2020年12月	1万亿日元
Morningstar Developed Markets ex-Japan Gender Diversity Index	主题（性别）	外国	2020年12月	3000亿日元
FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	综合	国内	2022年3月	7600亿日元
MSCI Nihonkabu ESG Select Leaders Index	综合	国内	2023年	—

资料来源：GPIF官网，国信证券经济研究所整理

条文先行、工具后补：NPS以选择性条款渐进扩围，投票积极度成为短板

国信证券 GUOSEN SECURITIES

气候类股东提案支持率对比

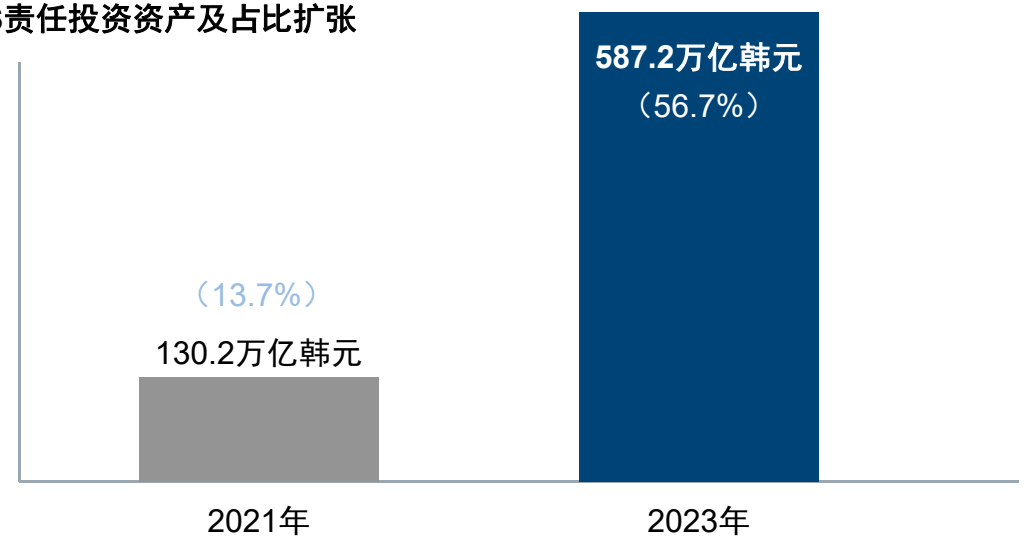


NPS低值高亮；ESG总体支持率49.8%、7家中列第6

ERRI（韩国经济改革研究所）2025年9月投票权行使分析

资料来源：NPS，国信证券经济研究所整理

NPS责任投资资产及占比扩张



扩围背景：2026年8月20日国会通过修正案（扩至替代投资）

资料来源：NPS，国信证券经济研究所整理

三阶段：准备期2009-2016（2009签PRI、2016年第102条选择性条款）；实践期（责任投资四类、2022扩展至委外与海外债券）

新阶段：2026年2-3月起投票权外包试点；2026年8月20日修正案扩至替代投资

投票权外包试点：最多约130万亿韩元国内股票投票权拟委托外部管理人；试点对象27家委外机构中8家为ESG责任投资委托；拟将积极度纳入遴选

硬法底座、机构承诺、指数整合：三条执行路径的传导与纠错机制比较

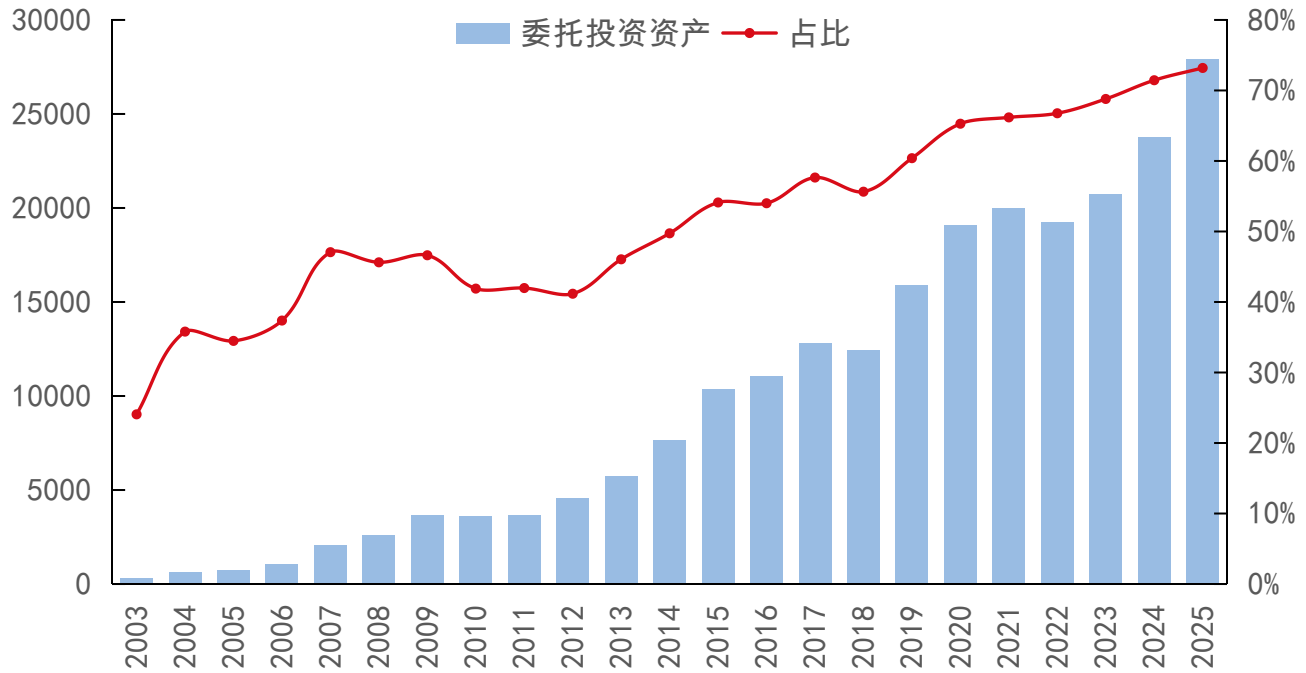
国信证券 GUOSEN SECURITIES

区域执行机制比较矩阵

机构	法规底座	承诺类型（远期结果 vs 可核查出资）	传导渠道	纠错机制
CalPERS	州法SB 185＋受托责任	可核查出资承诺（2030年前1000亿美元等五项目标）	转型投资＋撤资	五项目标按年披露进展
CPPIB	联邦受托责任	远期结果承诺（2050净零）2025年5月放弃＋涉诉	转型投资（目标放弃）	第三方评级Shift Action D
OTPP	联邦受托责任	撤回2050净零→CTA框架（2026年2月19日）	转型投资（CTA 700亿加元）	Shift Action第4期领先组
La Caisse	联邦受托责任	坚持2050碳中和＋出资型目标（4000亿加元）	转型投资＋排除政策延续	Shift Action总评A-
ABP	IORP II/SFDR	2030绝对排放较2019降50%＋300亿欧元转型投资	撤资＋转型投资	Wtp过渡期切换（2027）
NBIM	挪威伦理框架（非欧盟）	无组合净零承诺排除＋观察双清单	排除（575项决定）	伦理框架审查“再校准”
ATP	IORP II/SFDR	2050碳中和/2030降70%风险均衡不撤资	绿色投资1000亿→2000亿克朗	目标分阶段滚动
FRR	IORP II/SFDR	2019基线碳足迹降40%委外合同传导	100%合同附脱碳目标	超额收益跟踪（24.9%）
GPIF	《可持续投资方针》＋PRI	方法承诺（最适化重构）指数整合＋委外合同	九只ESG指数＋超九成委外	“最适化”收缩规模方法延续
NPS	《国民年金法》第102条	条文先行（扩围中）委外＋负面筛选	责任投资资产56.7%（2023）	投票权外包改革试点

资料来源：CalPERS、CPPIB、OTPP、La Caisse、ABP、NBIM、ATP、FRR、GPIF、NPS，国信证券经济研究所整理

中国路径：以选择性条款起步、以委外合同为传导主线——社保基金73%委外的制度接口已就位



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

制度接口已就位：委外为主的传导结构（73.19%，2025年）已具备GPIF式“委外＋指数”传导条件

现状：社保基金条例与办法均未写ESG条款；2025年度报告提出加强可持续投资研究

关键数据

承诺设计与三步走：从可核查出资事实起步；短期选择性条款→中期委外合同标准化→远期参照IORP II

负面筛选成本：NBIM口径下产品类剔除累计拖累约3.51个百分点、行为类贡献约1.10个百分点

GPFG口径——2006-2020年负面筛选年化约-0.01%、行业类-0.03%、行为类+0.02%

长期资金的ESG要求主要经委外链条传导：GPIF以“入口-过程-激励-演进”四层制度嵌入选聘与长周期考核

国信证券 GUOSEN SECURITIES

GPIF委外ESG考核四层制度

入口层

三轮程序、九大维度（含ESG整合/组织人力/治理活动等）；PRI签署嵌入委外合同（《尽责管理原则》第4项）

过程层

2019年起ESG整合纳入股债综合运用评估；被动投资评分中策略/流程/组织人力占70%、管理活动占30%

激励层

2018年4月起绩效费当年45%、55%递延至下一年；2021–2023财年平均投资费率约0.02%（上限0.04%）；委外合作一般超5年

演进层

2026财年起引入基于“期待”（expectations）的委外评估——重心由“是否整合ESG”转向“整合得多好”

日本GPIF的ESG投资管理结构

部门	主要职责	具体事务
投资策略部	制定投资策略，包括再平衡策略和投资方法等	制定ESG投资策略，如选择ESG指数，研究ESG投资和其他新的投资方法，协调跨资产的业务运营，准备ESG报告
公开市场投资部	选择和评估股权、固定收益等外部资产管理公司	公开市场投资：检查ESG整合情况作为外部资管评估过程的一部分；管理与ESG：评估外部资管的ESG和其他管理活动
私募市场投资部	选择和评估另类资产等的外部资产管理者	将ESG因素纳入到对另类资产外部资管的选择和评估中

资料来源：GPIF官网，国信证券经济研究所整理

关键数据

数据：FRR 100%委托合同附脱碳目标，2.25亿欧元策略录得24.9%超额收益，是“脱碳不损收益”的个案

GPIF委外管理人2025年对1039家被投公司对话（占组合公司数58%、市值97%）

“不选股、选管理人与指数”：超九成委外＋被动超八成（门槛：总AUM≥1000亿日元/产品≥300亿/年限≥5年）

ESG指标须本土化改造：NPS重写61项指标、NBIM以气候期望分数对话，中国适配清单在E/S/G三域增补本土议题

国信证券 GUOSEN SECURITIES

海外三类本土化技术

① NPS附加评级（韩国）

E/S/G三支柱14主题、61项指标；覆盖KOSPI与KOSDAQ150全部上市公司、持股>5%的KOSDAQ公司、国内公司债发行人；主题高度本土（信息保护、生产安全、公平贸易、人力资源管理按本国监管与市场议题重写）

② NBIM气候期望分数（挪威）

作为对话对象、撤资候选遴选与对话成效评估标尺

③ ATP 0–9分披露率模型（丹麦）

为组合内公司与管理人ESG信息披露率评分；暴露短板：传统股债组合中30%的公司未披露碳排放数据、97%的管理人未披露

碳核算方法论：归因碳排放＝归因因子×企业与资产碳排放

本土化必要性：国内外评级机构对同一上市公司评分低相关

建议

中国适配清单

E维度：加能耗与污染物排放

S维度：加扶贫、灾害救助、普惠金融

G维度：加中小股东保护、信息披露、

维度	核心建议	分阶段行动
策略	以ESG整合为主，发展股东参与，审慎负面筛选	扩大ESG指数化配置、以指数编制标准推动披露改善并定期再验证；将股东沟通与投票指引写入委外合同；负面清单限于国际共识类目并作成本评估
委外	ESG打分选聘与长期考核挂钩	委外遴选加入ESG整合评估维度；试点绩效费递延与ESG管理服务费；将投票权行使积极度纳入管理人评估，投票权外包先试点后推广
指标	E/S/G三维本土化适配	E维度加能耗、污染物排放；S维度加扶贫、灾害救助、普惠金融；G维度加中小股东保护、信息披露、国资保值增值；指标与披露制度同步迭代
制度	在养老金投资政策中渐进嵌入ESG原则	短期写入“可考虑”式选择性条款并修订操作规范；中期委外合同与考核标准化、试点先行（辅以“中期目标-机构方针”行政通道）；远期审慎人原则式嵌入并设长过渡期

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险提示

本报告为历史分析报告，相关指数和基金仅作为列举和复盘，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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