

用ESG指导投资 关注企业社会价值观

□博时基金董事总经理兼股票
投资部总经理 李权胜

一般意义上理解,所谓ESG投资就是在投资过程中将环境影响(Environment)、社会责任(Social Responsibility)及公司治理(Corporate Governance)三个因素纳入到投资决策中的一种新兴投资策略;而传统的投资策略对于企业的投资评估一般主要集中在企业的基本面层面,尤其是企业的盈利能力及财务状况等相关指标。笔者的理解是,采用这种投资策略的投资者一方面是期望在长期投资中可以带来更高收益率,另一方面是投资者还希望能通过自己的投资活动,对未来社会更和谐、更持续的发展给予积极的正面影响。所以在实践过程中,全球的机构投资者(尤其是养老金机构等相对更加长期的投资者)对该策略的重视程度更为突出。

成熟市场更加重视ESG投资

我们对ESG投资涉及三个因素做一定初步的理解:从环境(E)因素来看,投资者需要评估被投资公司在企业活动中对气候的影响、对自然资源的保护、能源的利用效率以及对废物的处理方式等相关内容。这个因素及其衍生相关内容是让一般投资者所更容易理解的,因为其核心倡导的“绿色”理念(节能环保及可持续性)已经与大家的生活息息相关。实际上,国内之前进行的供给侧改革,最终目标是去产能,但贯穿其中的核心因素是环保,这体现了我们对更高质量供给的追求;国内近年来新能源产业链的高速发展,其核心逻辑也是我们在减少环境污染及追求可持续发展方面的主动选择。此外,我们也发现北欧国家在机构投资及个人日常生活中对节能环保的重视程度非常突出,他们强调的是可持续(sustainable)发展。

从社会责任(S)因素来看,主



要需要评估企业对于公司在自身员工管理、员工的福利与薪酬,产业链上下游的关系以及公司产品的安全性乃至公司税收贡献等方面对社会造成的各种外部性影响。

从公司治理(G)因素来看,其需要评估的层面主要包括董事会结构、股权结构、管理层薪酬及商业道德等问题。这一因素在A股的实际投资中也有非常现实的意义:具体来说,重视对中小投资者利益的保护既是A股市场的重要目标也是一个现实的严峻问题,要解决这个问题一方面需要市场本身制度层面的进一步优化,另一方面从治理结构角度来强化对上市公司大股东及管理层的约束应是更加高效的举措。

笔者认为,非常有必要专门阐述社会责任(S)因素在A股市场投资上的重要性。该因素可以分解成两个层面:一是狭义上的社会责任,包括企业对员工、对供应商和服务商等相对内部关系的处理等影响;一是广义上的社会责任,包括企业产品的安全性、企业的公益支出乃至企业的盈利模式对客户及社会产生的效应等诸多外部影响。由于社会责任因素所涉及的内

容很难简单用一个客观的数据或者通过技术手段来衡量,所以该因素的复杂性使得其在实际投资中的重要性反而有所被忽视;但该因素在投资中的重要性非常高,尤其是衡量公司产品(或服务)及商业模式隐含的社会价值观对社会的影响层面。作为一个企业,盈利肯定是最主要的考量因素,但是企业的商业(盈利)模式应该是以相对普世的社会价值观为基础的。记得很多一级市场的资深人士都说过类似的话,做PE、VC投资,最核心是去投资一个人(创始人或管理团队),这其实就是对创业个人(团队)的人品和价值观进行投资。如果从二级市场投资来看,长青树类型的企业背后都是企业商业模式

ESG投资在A股的实践

相比欧美等发达经济体,国内无论在经济发展的阶段还是资本市

场的成熟程度方面的确部分影响了ESG在实际投资中的作用,但是我们要看到近几年来这方面在国内的积极进步。从国内投资者对ESG投资的认知来看,一是ESG风险的行业排序,从高到低分别为采掘业、农林牧渔、电力及公用事业等到食品饮料、医药、信息技术等;二是ESG实质影响因素的排序,从高到低分别是产品质量与安全问题、公司治理问题、财务造假等到劳工问题、动物保护等。显然从上面的认知来看,在可持续发展及社会责任层面等的认知还有一定的差距。不过如果能在A股实际投资中去贯彻ESG的相关核心原则,也可以获得相对好的效果,这里面既包括一定超额收益的获得,也包括更有现实意义的对风险的识别及排除。

具体来说,用ESG原则指导的投资,可以从2017年以来持续收获细分行业龙头股的超额收益,同时又在2018年避免投资问题公司所带来的明显损失。2017年以来投资者发现各个细分行业龙头公司的竞争优势(头部特征)愈发突出,这类企业由于龙头的优势,可以在产品质量、与供应商的关系、员工福利、治理结构以及分红派息等层面有条件做更多更大程度的改善,这使得其未来的持续性发展层面具备更好的基础;同时机构投资者因为企业未来的增长更加确定和持续也给公司以更高的估值水平,盈利增加叠加估值提升是这类上市公司2017年以来巨大超额收益的核心来源。而2018年A股很多上市公司的大幅下跌主要因素之一是大股东过高的质押率,很大一部分其实体现了大股东对上市公司主业经营的相对忽视;此外近三年来A股上市公司因为在环保、财务造假、商业模式偏离社会正向价值观等因突发事件或持续趋势所造成股价大幅下跌的例子也是相对不少;如果我们在投资中能把ESG原则的相关因素考虑进去,则可以更早更好地避免相关的投资损失。

理性看待债市 波动中寻找机会



□摩根士丹利华鑫基金助理总经理、
固定收益投资部总监 李轶

今年以来,债券市场相比去年难免显得有些平淡。这是由于去年债券是作为避险的最佳工具,集中体现了价值。实体去杠杆,信用收缩,促进无风险利率大幅下行。而目前债券收益率处于相对平衡的中枢位置,走势相对要平缓得多。

目前资本市场的焦点集中在股市上,年初以来风险偏好大幅回升,权益市场涨势喜人,上证指数一个季度上涨30%以上,对债券市场形成较大的压制,股债“跷跷板”效应显现。可以发现在股市涨幅较大的当日,利率债都会大幅下跌。三四月份债市呈现较大幅度的曲线陡峭化,长期限品种回调幅度较大。在这种股市行情向好背景下,债券市场情绪因素影响较大,体现在短期债券大涨大跌但不具持续性,国债期货日内波动率加大。股市行情向好对债券市场的另一个影响是资金分流,开户量激增,场内货基赎回流入股市,场外配资暗流涌动。

情绪不会长期维持在一个位置,无论股票和债券,最终都会回归到基本面走势上,亢奋的情绪将重归理性。过度反应的市场预期并不是空中楼阁,二三季度将面临验证。

目前确实出现了阶段性的经济企稳,尤其是三月份的社融、信贷、工业增加值表现亮眼。相比去年的信用环境收缩,股权质押风险出现,现在完全是另一番景象:信贷增长很快,银行放款意愿强,债券违约大幅减少。

然而本次企稳有很强的特点,自去年四季度开始,我国不断出台一系列稳定信贷增长的政策,主要针对重建融资体系,鼓励银行信贷投放,将中低等级债纳入MLF抵押品范围,将银行对中小企业放款纳入监管指标,打通民企融资渠道等。信贷增长效果显著,一季度社融规模达到8.2万亿元,同比增长40%。地方债和地方专项债发行1.4万亿元,达到全年计划发行额的近一半。在减税政策影响下,财政支出增速大幅超过财政收入增速。在取得增长回升的同时,伴随着政策推动信贷、财政大发力、地方债抢先发行。

从信贷与增长的关系来看,目前阶段增长的质量可能不高,而且这种信贷增长模式不可持续。目前社会融资的很大一部分要用于借新还旧。控制杠杆率,以时间换空间,找到新的增长模式,才是启动新一轮中期增长的要义。

目前仍是政策扰动很大的阶段,年内的市场走势将更多取决于后续政策的力度。从近年来政策表态来看,控制宏观杠杆率已经是长期目标之一,并逐渐淡化增长的目标。目前融资提速,更多的是体现节奏变化,比如令地方债提前发行,但随着经济企稳政策会择机退出,不能期望过高。

在经济增速放缓的背景下,全市场的投资回报预期需要调整,而对于今年的债券投资而言,基准利率可能在很长时间内找不到趋势性方向,适当降低收益回报预期,把握市场节奏,精选信用债投资,波动中寻找机会仍有可为。

债市阶段调整进入尾声 配置机会逐步显现

□鹏华丰泽债券基金经理 周恩源

春节后至4月份,债市整体呈现调整态势。本轮调整主要与年初以来的稳增长政策加码、市场预期转变有关。今年以来地方政府债较往年提前发行,财政支出增长较快,对民企的扶持政策持续落地,减税降费政策加码。上述组合拳降低了经济失速下行的风险,信用传导有所疏通,同时在叠加一定基数效应的情况下,短期内经济数据也有所回升,工业增加值同比增速由2019年1-2月份的5.3%回升至2019年3月份的8.5%,社融同比增速由2018年12月的9.8%回升至2019年3月份的10.7%。在经济阶段性企稳的情况下,市场对货币政策边际变化产生预期,从而导致债市进一步下跌。

就经济基本面与政策环境而言,春节以来的下跌意味着债市的牛熊转换。财政政策方面,2019年一季度财政支出增速同比增加15%,较2018年全年8.7%的支出增速有明显提升,一季度的经济阶段性企稳与财政加快支出投放速度密不可分。但由于今年全年财政预算支出增速为6.5%,这意味着年内财政支出增速将较一季度呈明显下滑态势,财政支出对经济的支撑作用在未来会有所减



弱。金融方面,融资增速已回升,但增速水平仍然偏低,考虑到债务再融资对于新增社融一定比例的挤占,目前10.7%的社融增速对应7.8%的名义GDP增速尚显不足。考虑部分基数原因,3月份同比8.5%的工业增加值增速甚至可能成为年内的增速高点。

因此,在经济企稳基础尚不牢固的情况下,货币政策近期的预调微调主要体现为将流动性格局回归正常水平。今年一季度DR007均值为

2.52%,其中2月份的均值仅为2.44%,显著低于央行7天逆回购2.55%的政策利率水平。3月中下旬以来,随着央行货币政策的精细化调控,DR007已逐步回升至政策利率水平之上,4月份以来DR007均值已基本处于2.6%左右,资金利率已恢复至正常合理水平。与此同时,在4月份一旦发生资金面的阶段性紧张,如DR007上升至2.8%左右的水平时,均通过公开市场操作进行流动性投

放对冲。未来在已将流动性环境回归正常的情况下,进一步提升资金利率中枢的可能性并不大,资金面有望维持相对稳定的格局。

另一方面,当前政策调控在新旧动能转换、追求高质量发展的背景下,呈现精细化操作的态势。在总量层面上,对低效率旧动能的限制会一定程度上抵消对新动能的鼓励和支持效应。

考虑到经济走势大概率仍有反复,货币政策难以进一步收紧,未来资金利率中枢总体稳定,随着收益率的阶段性上行,债市性价比提升,配置价值开始显现。我们认为,近一个季度的债市下跌并不意味着市场已由牛转熊,债市仍然处于可提供稳健回报的阶段。

节奏上,目前阶段随着利空因素基本释放,调整可能已进入尾声。经济、金融数据的超预期已经体现,短期内进一步超预期的可能性不大,货币政策的边际变化已基本完成,资金利率中枢难以系统性提升。在此情况下,预计市场多空因素可能逐步趋于平衡,并且随着经济基本面在年中开始有所反复,预计二季度中后期至三季度债市可能有所表现,出现一波上涨行情。