

融入投资分析和决策深度不足 面临估值泡沫、“漂绿”问题

ESG投资稳定超额收益从哪来

● 本报记者 王鹤静

面对ESG投资的“星辰大海”，国内公募行业在借鉴国际标准和实践的基础上不断探索，根据国内经济社会发展阶段和特点，将ESG理念本土化，践行可持续投资，但相比海外发达市场而言，依然面临诸多问题与挑战。例如，如何将ESG因素更好地融入投资分析和决策中并获得投资收益，如何应对ESG投资在快速发展中出现的估值泡沫、“漂绿”等问题，都需要不断探索，寻找解决方案。此外，公募机构在内部政策制度建设方面主要关注投前管理，投后管理普遍缺失。业内人士认为，投后管理也是约束被投资公司行为，可通过参与公司治理、代理投票等方式，推动被投资公司长期可持续发展。



视觉中国图片

投资面临新挑战

自2020年提出“碳达峰、碳中和”目标以来，我国ESG公募基金规模稳步增长。Wind数据显示，2021年国内ESG公募基金数量迎来爆发式增长。截至2024年4月3日，公募市场上共有884只ESG投资基金（不同份额分别计算，下同），合计规模5080.91亿元。

整体来看，环境保护主题基金为当前公募市场主流ESG投资基金类别，管理规模高达2259.97亿元，约占ESG投资基金总规模的44.48%；ESG策略混合基金、社会责任主题基金、纯ESG主题基金、公司治理主题基金的管理规模分别为1083.84亿元、975.13亿元、531.13亿元、230.85亿元。

按照投资类型划分，主动权益类基金（包括偏股混合型、普通股票型、灵活配置型、平衡混合型等）为国内公募ESG投资的主要载体，合计

规模2951.58亿元，占ESG投资基金总规模近六成；被动指数型（债券）ESG投资基金规模也有1566.29亿元，而固收以及海外等类别的ESG投资基金规模相对较小。

此外，目前ESG投资基金管理人头部规模效应较为突出，汇添富基金以1095.23亿元的绝对规模优势拔得头筹。东方红资产管理、富国基金、华夏基金、广发基金旗下的ESG投资基金规模均在200亿元以上。其中，华夏能源革新、东方新能源汽车主题、农银汇理新能源主题等环境保护主题基金规模相对较大，最新规模都在100亿元以上。

回顾近年来的发展路径可以发现，2019年至2021年，ESG投资基金凭借其创造的显著超额收益，实现了规模的爆发式增长。这三年，ESG投资基金的平均收益率分别达到了

37.99%、57.90%、17.68%，并且2020年、2021年均显著跑赢了偏股混合型基金指数。

然而，这样辉煌的投资业绩并没有得到延续，2022年、2023年ESG投资基金的平均收益率均为负，跌幅分别为19.80%、15.65%，并且2023年显著跑输了偏股混合型基金指数。受业绩下滑影响，ESG投资基金规模从2021年末的6989.44亿元的高位回落至2023年末的4933.68亿元，规模缩水近30%。

通过复盘近年来ESG投资基金的重仓股票及重仓行业，国信证券宏观研究团队发现，ESG投资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。2019年至2021年，部分白马股在经历了一段时间的调整后，其估值水平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，市场风格也逐渐从钟爱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，行业业绩持续改善。在这一背景下，白马股以及新能源个股迎来牛市行情，ESG投资基金凭借对这两大领域的精准布局实现了超额收益。

但在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，面临阶段性产能过剩的困局，行业整体收益率下滑，供需格局对股价形成抑制。与此同时，ESG投资基金重仓行业继续向新能源产业链集中，持仓策略高度集中化的另一面即抗风险能力减弱，ESG投资基金业绩持续下滑。

对于资管机构而言，国信证券宏观研究团队建议，一方面，可聚焦气候转型风险的分析与管理，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；另一方面，随着双碳目标推进，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信息披露，并推进产品层面的碳排放核算与信息披露。

此外，国信证券宏观研究团队发现，国内资管机构在内部政策制度建设方面主要关注投前管理，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。”

资管机构不仅可以通过参与公司治理，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，国信证券宏观研究团队表示，还可以通过代理投票方式，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。

挖掘阿尔法属性

虽然近年来我国ESG投资持续稳定发展，但相比海外发达市场而言，我国ESG投资仍处于初期阶段，面临诸多问题与挑战。

天相投顾基金评价中心总结了以下几点：第一，虽然现阶段部分企业会定期披露ESG报告，但披露形式及内容的随意性比较强，行业需要统一ESG信息披露规则，加快制定ESG信息披露标准，进一步提高企业ESG报告的专业性、规范性、可比性；

第二，我国ESG评价体系发展起步较晚，目前处于探索阶段，虽然国内已有几个体系相对完备的ESG评价体系，例如国证ESG评价方法、商道融绿ESG评级体系、润灵环责任ESG评级体系等，但不同体系之间存在差异，指标考核有不同侧重，因此ESG评价结果难以达成较高的一致性；

第三，ESG底层信息及相关数据的及时、准确披露是ESG投资较为重要的前提，但由于缺少强制的信息披露要求及规范化披露制度，上市公司及发债主体所披露ESG报告形式多样，内容不够全面，数据的准确性有待考究，部分企业披露ESG相关信息积极性不足，难以准确评价企业真实的ESG综合绩效表现，从而难以有效指导投资实践。

而对于投资端特别是公募机构而言，晨星中国基金研究中心高级分析师代景霞认为，如何将ESG因素更好地融入投资分析和决策并兼顾投资收益，以及如何应对ESG投资在快速发展中出现的泡沫、“漂绿”等问题，都需要不断探索、寻找解决方案。

“如果不能解决ESG投资带来稳定超额回报的问题，可持续投资的概念和理念将很难长期持续推进下去。”多年参与下来，嘉实基金ESG投研负责人韩晓燕认为，A股市场的ESG投资目前仍处于较好的窗口期，ESG作为非财务信息的来源，可以提供一些增量和前瞻信息，在非有效市场上还带有一定的阿尔法属性，因此资管机构有必要做好ESG因子的挖掘工作。

摩根资产管理中国ESG业务总监张大川表示，随着可持续投资方法的范围不断扩大，纳入不同的投资目标，从纯粹寻求财务回报最大化，到平衡财务回报目标与更好的环境或社会成果，再到积极优先考虑可持续成果，ESG投资需求变得更加重要。“可持续投资现在可以更加精妙和具有前瞻性，即使是优先考虑可持续目标的投资者，也可能选择继续投资于高排放公

司，并积极参与与其转型相关的机会，而不是简单采用剔除法则。”张大川举例道。

因此在这一窗口期内，韩晓燕希望能够带动越来越多同业给以前未被关注的ESG信息和因子进行定价，给ESG更优秀或者有显著ESG提升的上市公司以溢价，而减少对ESG落后或有重大瑕疵公司的投入，从而形成有效的ESG定价机制，逐步建立起正向循环。

中金公司研究部认为，有效的ESG整合可以为基金收益带来积极影响，同时避免出现较高的尾部风险。然而，这需要资产管理人认真考虑ESG数据质量、投资策略调整，以及保持产品与可持续性目标的一致性。同时，由于短期与长期业绩之间可能存在冲突，资产管理人在做好权衡的同时，应做好投资者教育工作。

“行业需要通过更多的投资者教育来提升个人投资者认知，帮助他们理解什么是ESG投资，以及为何要进行ESG投资，从而推动ESG投资的发展。”代景霞说，当前开展ESG投资面临的核心挑战是缺乏相应的信息渠道，市场亟需制定统一的ESG投资基金信息披露标准，以提高公募基金ESG指标的透明度。



ESG理念热潮涌动 绿色报告如何生出“金疙瘩”

● 本报记者 胡雨 赵中昊

“绿水青山就是金山银山”，这句话在A股市场逐渐成为现实：从交易所推出的ESG投资指数日渐丰富，到一系列引导、规范政策不断出炉，市场各方围绕ESG投资布局动作频频。伴随着国内ESG强制信披进入倒计时，国内ESG投资生态逐渐完善，并吸引越来越多上市公司和投资者加大对ESG理念的关注。

多位受访人士表示，ESG投资高度契合我国高质量发展与经济转型升级要求，有广阔的发展空间和基础，上市公司开展相关信息披露，不仅对促进经济高质量发展、资本市场健康发展发挥至关重要的作用，也有利于提高企业自身长期竞争力。随着自上而下政策不断加码，预计今后ESG投资有效性将进一步提升。与此同时，应抑制企业“漂绿”行为，通过积极引导多方机构发挥合力，进一步促进上市公司完善ESG信息披露、提升自身投资价值。

发展空间广阔

A股ESG投资指数近日再添“新兵”：日前上证科创板ESG指数正式发布，通过选取中证ESG评价最高的50只上市公司证券作为指数样本，来反映科创板市场ESG表现较好的上市公司整体情况。伴随着ESG理念在国内各行各业持续获得认可，资本市场对ESG投资理念的关注度日趋升温，ESG“含金量”越来越成为投资机构关注和衡量企业投资价值的重要标准之一。

“ESG已成为一种全新的投资方式。全球有5300家机构加入联合国责任投资原则组织

从2022年开始，ESG评分高的公司股价下跌风险更低，高ESG评分的公司越来越受到机构资金青睐。此外，ESG评级的提升对于流动性和估值增强的作用也开始逐步显现。

(UN PRI)，并按其六项原则开展ESG投资，成员机构管理规模超121万亿美元。国内ESG主题基金也在加速扩容。”国海证券相关负责人告诉中国证券报记者。

根据国证证券环保公用团队统计，截至3月30日，国内全市场存续公募ESG基金共有521只，合计规模5200.2亿元，国内存续银行ESG理财产品462只；债券市场方面，全市场存续ESG债券共有3912只，合计规模6万亿元。增量方面，仅在3月便有多只公募ESG基金及债券完成发行，合计发行规模在1000亿元以上。

市场机构也在一级市场持续耕耘：日前北交所首只ESG主题基金“金贵ESG基金”设立，其主要对标北交所IPO公司、北交所IPO战略配售项目进行投资。作为基金的联合创始人之一，北京金川资本管理有限公司创始人、董事长兼总裁刘平安告诉中国证券报记者：“ESG投资不仅适用于成熟企业和上市公司，早期初创企业越早意识到ESG的重要性，对其长期发展越有利。”

需要注意的是，近日沪深北交易所分别就《可持续发展报告指引》公开征求意见，首次提

出双重重要性原则，中国ESG披露将进入刚性规范新纪元。在兴业证券绿色金融部相关负责人看来，前述指引的制定既借鉴了国际经验，也结合了中国国情，兼具中国特色与可行性，是信息披露的重要里程碑。上市公司这一重要群体开展可持续发展信息披露，对促进经济高质量发展、资本市场健康发展将发挥至关重要的作用。

理念广受认可

在业内人士看来，相比于单纯根据财务指标对投资价值进行评判，ESG投资理念将环境、社会责任与公司治理三大因素纳入投资机构的决策范围，既是对原有投资策略的有益补充，也是契合了“双碳”战略和绿色发展的时代背景，进一步丰富了企业投资价值的衡量标准，为投资者梳理出具备长期可持续发展能力的优质标的。

“ESG投资是一种整合性的投资方式，包括任何对投资业绩可能具有重要影响的财务和非财务因素。相较于更加注重道德或伦理回报相互结合的影响力投资，ESG投资强调既要追求财务回报，也要考虑环境、社会和公司治理等影响公司可持续发展的非财务回报因素。”刘平安说。

国信证券策略首席分析师王开认为，短期来看，企业减排支出会增加成本负担，压缩利润空间；中长期来看，适度的环境规制可以激励企业技术创新，优化自身资源配置，进而提高企业长期竞争力。当补偿效应越过成本效应门檻时，企业技术水平及工作效率的提升所带来的长期收益可以覆盖环境规制所带来的短期成本上升，从而实现污染减排和财务绩效增长的双赢。

广发证券策略资深分析师倪唐告诉记者，ESG因素通过影响企业未来预期的现金流折现来反映企业价值，纳入ESG估值因子是对DCF估值模型的优化，是企业增强自身投资吸引力、提升估值的重要依据，良好的ESG表现可降低企业运营风险、改变资本结构从而影响折现率。

中信证券ESG研究首席分析师张若海告诉记者，从2022年开始，ESG评分高的公司股价下跌风险更低，高ESG评分的公司越来越受到机构资金青睐。此外，ESG评级的提升对于流动性和估值增强的作用也开始逐步显现。随着政策不断加码，特别是2024年以来在政策端、企业端和投资端共同发力，ESG投资迎来新“奇点”，预计今后ESG投资有效性将进一步提升。

对于希望“走出去”的企业而言，ESG将更有利于其与国际接轨，开展国际业务。国金证券政策与ESG首席分析师杨佳妮表示，随着全球气候变化日益加剧，绿色减碳与可持续发展已成为国际共识，国内上市公司通过披露自身ESG绩效表现，在战略高度重视绿色低碳、应对气候变化等ESG关键议题，可以有效降低开展国际贸易、境外投资、海外上市等方面的门槛，减少“走出去”的合规风险。

共建良好生态

ESG投资未来发展将会怎样？接受记者采访的业内人士就推动资本市场ESG投资氛围建设，进一步促进上市公司完善ESG信息披露、提升自身投资价值，给出了意见和建议。

在前述国海证券相关负责人看来，当务之急是进一步加强ESG监管和基础设施建设，优

纳入投资全流程

面对ESG投资的“星辰大海”，国内多家公募机构在借鉴国际标准和实践的基础上不断探索，根据国内经济社会发展阶段和特点，将ESG理念本土化，切实践行可持续投资。

例如，嘉实ESG评分是国内首家由资产管理机构打造并公开亮相的ESG评分体系，该评价体系建立在丰富的本土数据库和深度结构化基础之上，借助人工智能和自然语言处理技术收集和补充另类数据来源，并依托丰富的ESG投研知识进行ESG数据清洗、结构化及分析工作。目前，ESG因素已全面系统性纳入到投资流程的各个环节之中。

富国基金的ESG业务开展贯穿各业务条线，各投资条线（主动权益、量化、固收）、战略与产品部、合规、市场等部门均有专门负责ESG研究的人员，以不同视角跟踪和关注ESG领域的市场变化并开展相应研究。

此外，富国基金将传统ESG评价体系（体现社会价值）与公司自下而上个股研究体系（体现商业价值）相结合，通过可量化指标剔除那些为了最大化的创造社会价值而过度牺牲商业价值的企业，以及过于追求商业价值而肆意践踏社会价值的企业，寻找能够在社会价值和商业价值的创造上获得“最大公约数”的企业。

摩根资产管理则在投研环节纳入了ESG问卷和警示指标；可持续投资可以影响组合构建，包括ESG整合、负面剔除、向ESG表现更好的公司进行权重“倾斜”等，还可以专门构建主题投资、影响力投资、类别最佳等专题策略。并且，可持续投资还包含尽责管理和主动与公司沟通，增强回报潜力并鼓励最佳实践，同时可能会影响风险管理。

对于资管机构而言，国信证券宏观研究团队建议，一方面，可聚焦气候转型风险的分析与管理，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；另一方面，随着双碳目标推进，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信息披露，并推进产品层面的碳排放核算与信息披露。

此外，国信证券宏观研究团队发现，国内资管机构在内部政策制度建设方面主要关注投前管理，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。”

资管机构不仅可以通过参与公司治理，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，国信证券宏观研究团队表示，还可以通过代理投票方式，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。

化ESG生态体系，包括建立健全ESG信息披露监管规定和披露框架指引，实现“国际接轨、国内统一、清晰可执行”，加强ESG评级服务机构监管，推动构建中国特色ESG评级体系，培育本土评级机构，提升评级有效性、透明性，为ESG投资提供有效依据。

对于上市公司完善ESG信息披露，广发证券相关负责人表示，一是坚持实事求是，充分考虑公司自身发展阶段及披露能力，实现成本与效益相匹配；二是坚持系统思维，构建完善的ESG治理机制，以更好的公司治理、具体行动带动高质量ESG信息披露；三是借鉴优秀实践，体现中国特色并立足公司所处行业特征和资本市场实际情况，设置乡村振兴、创新驱动等具体议题，突出功能性，充分体现ESG领域所具备的特色和优势。

杨佳妮告诉记者，近年来ESG理念逐渐火热，容易导致一些企业为了迎合市场口味和短期利益夸大自身在ESG关键议题的绩效表现，进而对投资者造成误导。“企业ESG信息披露离不开监管和法律规范，另外还可通过引入第三方独立鉴证机制，抑制企业‘漂绿’行为，帮助投资者鉴别企业ESG信息真实性，减少ESG投资风险。”

对于市场机构，前述兴业证券绿色金融部相关负责人告诉记者，ESG产品需做精，避免概念化、标签化，确保实际投资行为与策略相符，避免夸大环境效益和抗风险能力；ESG评级需做专，加强评级机构权威性和行业优势，发挥投资端引导融资端的良性生态作用；着力打造中国自己的ESG评价体系，同时推动中国ESG评价标准国际化。