

ESG深度报告 国信ESG投研体系2025

策略研究 · 策略深度

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

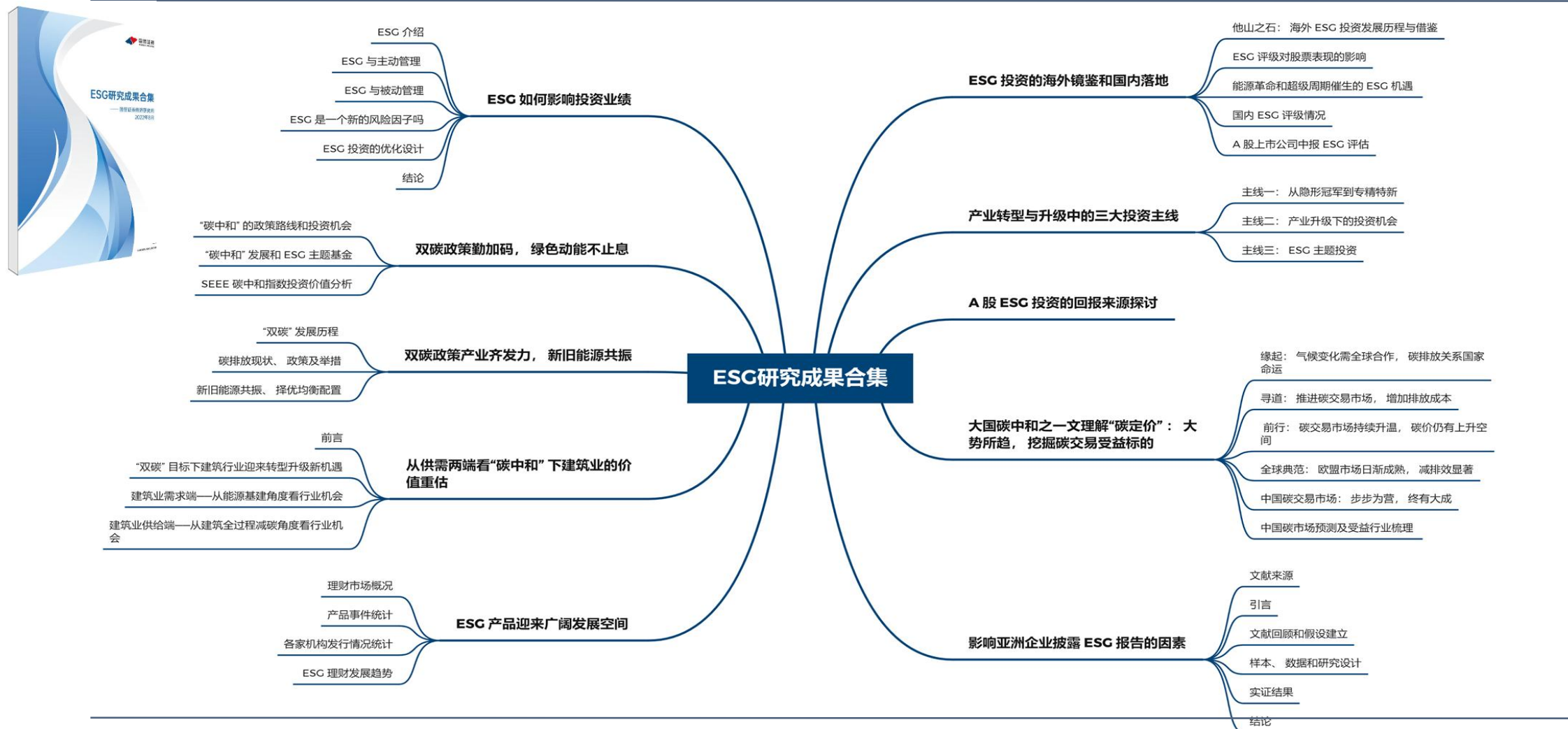
S0980523090002

- **评级与信披：ESG评级体系逐步完善，信披制度持续规范化。**研究体系中涉及易董、有机数、万得、华证、商道融绿、润灵环球等多个ESG评级体系/数据体系的拆解分析，各类评级体系进化的共性特征在涵盖数据点数量、上市企业市值覆盖度日益提升，部分评级机构采用NLP、集成学习等算法构建ESG数据平台，进一步为精确定量化微观企业评级添砖加瓦。2024年12月，财政部发布关于印发《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》的通知，《基本准则》主要坚持“积极借鉴、以我为主、兼收并蓄、彰显特色”的思路，在主体框架和一般性要求与国际准则高度衔接。我们认为，ESG信披标准或逐步走向统一，企业可持续信息的披露质量将随制度供给持续提升，更高的数据质量进一步反哺评级体系完善化。
- **ESG生态圈：尽责管理制度建设促进生态圈各组成部分协力合作与一体性提升。**ESG投资生态圈由监管机构、企业、评级机构、投资机构共同组成，信息披露作为生态圈体系的基础环节，需要政府机构的强制力保障。伴随机构成熟度提升、公司治理结构复杂化、监管机构角色强化，尽责管理逐渐成熟。过去10年发达资本市场持续修订尽责管理相关守则，与信披制度螺旋向上共同发展，伴随新“国九条”为尽责管理提供政策推力，险资机构细化尽责管理内涵及开展路径，ESG生态圈内一体性有望进一步提升。
- **ESG实战应用：关注长期正确的“ESG+”超额收益获取路径。**1) 聚焦低碳转型、气候风险管理是ESG投资的长期破局之道，实践中高耗能产业产出走高过程中股价逆势走弱，排污环比因子与投资收益呈“U”型关系，关注排污控制适中、转型在途的相关企业；2) 考虑到企业的规模与估值特征，可使用公司治理指标进行正面筛选和负面筛选；3) ESG因子适合嵌入到其他截面选股策略中形成“ESG+”策略，能够相对有效地获取超额收益，并有助于减少投资收益的大幅波动；4) 日历效应视角下，2024年市场承压或偏震荡的区间内ESG策略优势凸显。
- **ESG与资产配置：从权益到多资产、从战术到战略，ESG与高股息、绿色平价、ESG曲面多维度实践，海内外ESG主题产品多样性有望提升。**1) 权益策略上，高股息与ESG的公司治理维度理念高度契合，ESG评级更高的公司大多治理体系更完善，处于产业成熟期，分红能力与分红稳定性提升。海外成熟投资市“追成长”到“寻龙头”的过程中，投资策略对盈利与分红稳定性、现金流质量权重日渐提升，ESG嵌入高股息策略是底仓配置的抓手。2) 战术资产配置层面，ESG评分的上调或下调可以系统地衡量各资产面临的中短期 ESG 风险或机遇，关注定量视角下的风险识别。3) 战略资产配置方面，寻找组合的ESG有效曲面，在固定ESG目标的二维平面上找到最佳收益风险回报组合。
- **ESG展望：从海外贸易情景和国内市值管理两大维度出发。**海外贸易视角下，在ESG的三个维度，特朗普有不同的政治举措，对ESG议题的反对主要集中在环境层面。共和党方面整体对ESG态度中性偏负，反对过度监管，认为这将限制自由市场和企业发展。复杂的ESG监管要求和严格的国际规范是企业“走出去”过程中不可避免的，能否适应并满足海外国家的ESG监管要求，已经成为中资企业在海外市场取得成功的关键因素。国内市值管理视角下，良好公司治理是企业可持续发展必要条件，新《国九条》后锚定市值管理核心工具箱，从分红、回购、并购重组出发。分红方面，分红稳定性与ROE稳定性整体呈正相关，动态股息率与ESG治理端因子共同结合构建底仓策略；回购方面，股权激励将公司管理者和股权的利益捆绑，关注股权激励为目的的大额回购；并购重组方面，关注公司经营目标多次重申和具备产业逻辑相关企业。
- **风险提示：**ESG 评级结果的不一致性；企业地方特色与实际情况的差异性；文中所列指数、基金和个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据。

- [01] 国信ESG研究体系概览
- [02] ESG开篇：评级和信披
- [03] ESG生态圈：国外背景和本土实践
- [04] ESG实战应用：投资落地
- [05] ESG与资产配置
- [06] ESG展望：海外贸易情景和国内市值管理

《国信策略ESG研究成果合集（2022）》思维导图

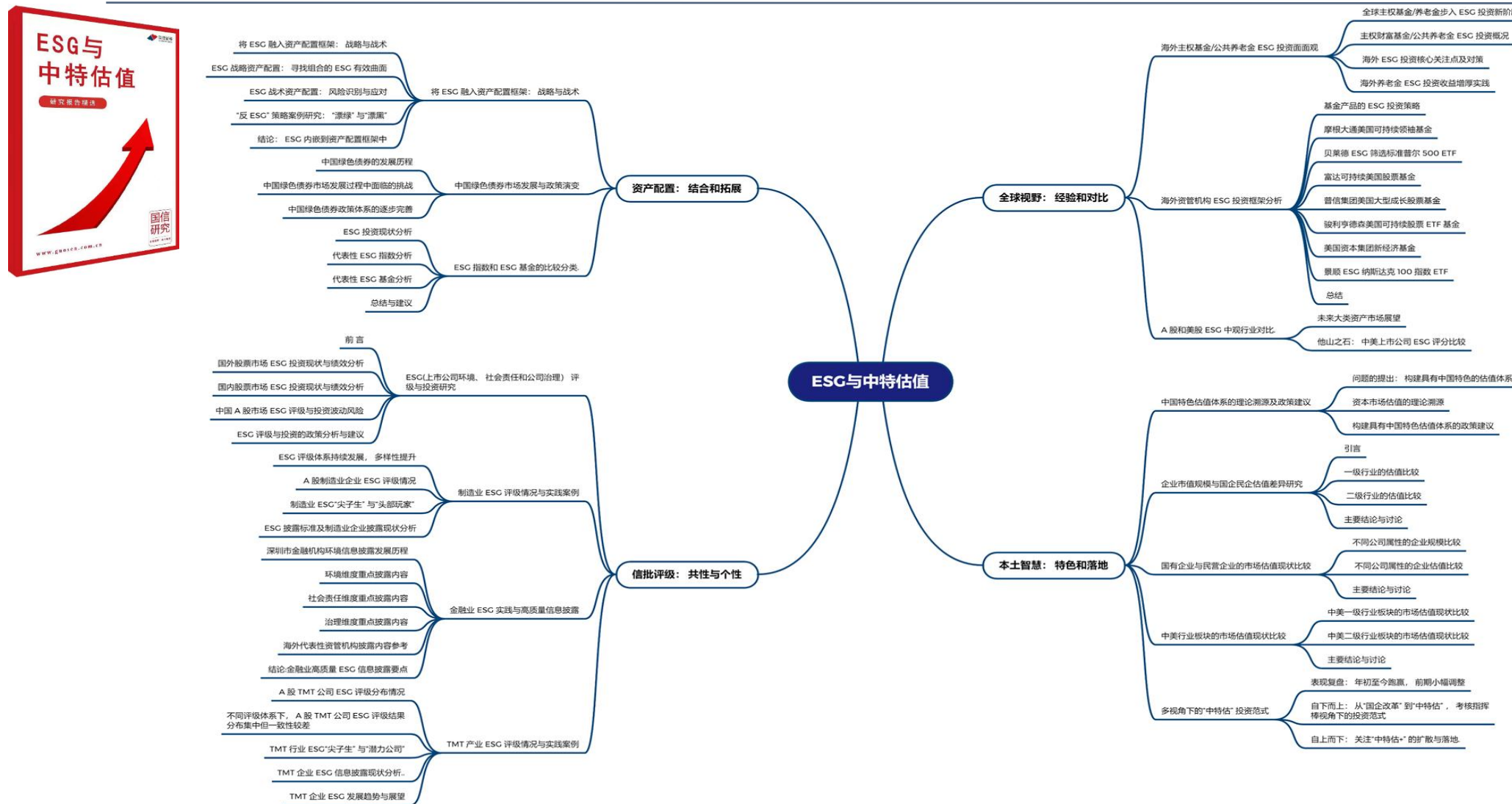
图1：《国信策略ESG研究成果合集（2022）》思维导图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

《国信策略ESG与中特估值（2023）》思维导图

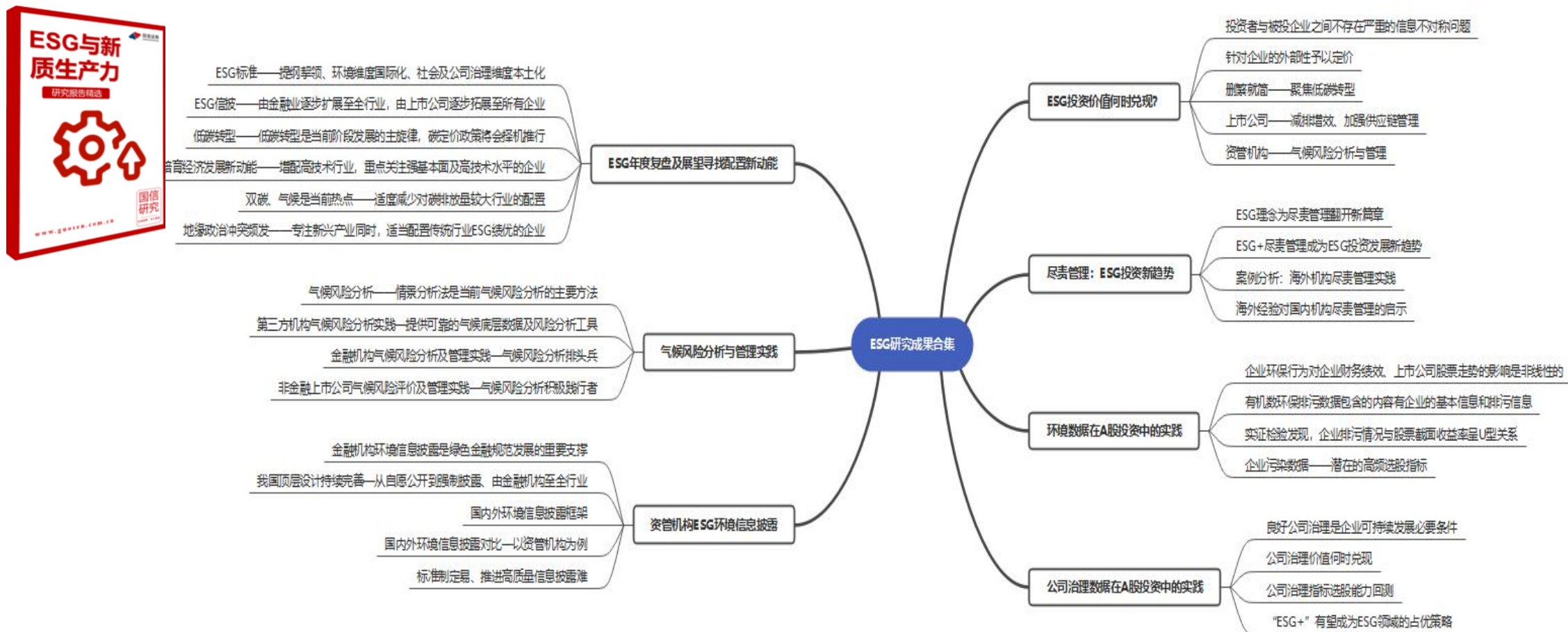
图2：《国信策略ESG与中特估值（2023）》思维导图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

《国信策略ESG与新质生产力（2024）》思维导图

图3：《国信策略ESG与新质生产力（2024）》思维导图

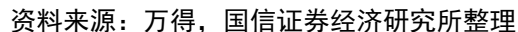


资料来源：国信证券经济研究所绘制

- [01] 国信ESG研究体系概览
- [02] ESG开篇：评级和信披
- [03] ESG生态圈：国外背景和本土实践
- [04] ESG实战应用：投资落地
- [05] ESG与资产配置
- [06] ESG展望：海外贸易情景和国内市值管理

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 图4：万得 ESG评价体系**



资料来源：华证官网，国信证券经济研究所整理

制造业：A股企业ESG评级情况，及ESG“尖子生”、“头部玩家”

图6：A股制造业企业 ESG 评级情况，及、制造业ESG“尖子生”、“头部玩家”

制造业

不同评级体系下，A股票制造业公司 ESG 评级结果相关性较强

我们分别统计了万得、华证、商道融绿、润灵环球2022年度A股制造业ESG评级数据。结果显示，万得对A股制造业公司的ESG评级等级略高于华证和商道融绿，且制造业整体评级多为B类。

标的覆盖较广的评级体系之间，评级结果具备较强正相关性。我们考察华证、万得和商道融绿三种评级体系两两之间的联合分布，从结果上看，三类评级体系具备一定程度的正相关性，其中正相关最为明显的是华证与商道融绿的评级结果，这也与“万得评级结果略高于华证/商道融绿”这一结论相吻合。

A股制造业重点企业 ESG 综合得分高于制造业整体水平

制造业2022年ESG评级环境维度评分分布呈右偏，社会维度评分分布呈对称，治理维度评分分布呈左偏，综合得分分布较为集中。制造业整体在环境维度表现较差，在万得评级下，低于2分的公司占比为60.9%；在华证评级下，低于65分的公司占比达到了76%。多数制造业上市公司环境管理绩效水平较差，从而拉低了制造业整体环境维度的得分水平。而对于社会维度和公司治理维度，制造业上市公司的表现相对较好，对综合得分的贡献程度较高。

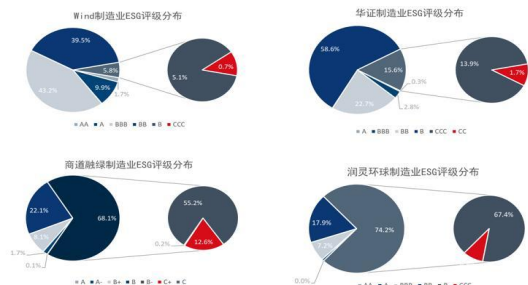
制造业 ESG“尖子生”与“头部玩家”

A股制造业ESG尖子生集中在电力设备行业，同时包含汽车、家电龙头，且存在较多共性特征。
环境管理方面，减碳是当下的主旋律。各个公司主要根据自身公司的实际生产情况，通过技术升级减少碳排放、对废弃排放物进行处理；通过绿色运营或者技术升级减少能耗。**社会责任**方面，制造业ESG“尖子生”主要从供应链、产品责任、投资者权益、员工权益、社会响应五个方面塑造自身品牌形象。**公司治理**上，大部分公司的治理架构与公司管理架构一一对应，但部分公司则另有设立新的管理机构。此外，开展社会责任议题、注重商业道德、合规管理和反腐倡廉也是公司治理的重要手段。

“高活性、优管理、勇担当”或将助力制造业企业成为ESG“优等生/头部玩家”

做“高活性”企业，增大科技在ESG中的应用：低碳转型迫在眉睫，研发投入和资本支出在前期尤为重要，企业可以结合自身实际将“技术”和“场景”相结合。
做“优管理”企业，建立碳效率管理抓手：企业离不开管理，目前晶科能源、大全能源、比亚迪、天齐锂业等公司都从顶层架构入手建立了具体且有特色的治理架构。
做“勇担当”企业，提升全价值链碳效率：对于制造业而言，供应链的质量与产品有千丝万缕的联系。因此企业可以从价值链供应链的角度去实现企业的绿色转型。不同类型的企业，应该结合自身业务，因地制宜的打造自己的产业体系。部分企业作为行业的领头羊，可以致力于行业标准的建立，为其他企业提供参考。

不同评级体系下，ESG 评级结果分布



2022 年度制造业重点企业与全部 A 股 ESG 评分对比

	Wind		华证	
	制造业重点企业	A 股	制造业重点企业	A 股
评级中位数	BBB	BB	B	B
评级众数	BBB	BB	B	B
平均分	6.61	6.07	74.93	73.38
E 维度平均分	3.27	1.96	64.98	62.59
S 维度平均分	5.14	3.90	79.46	76.78
G 维度平均分	6.83	6.72	79.39	78.20

制造业ESG头部玩家

‘头部玩家’	1 比亚迪
	2 美的集团
	3 汇川技术
	4 亿纬锂能

未来制造业企业 ESG 的总体发展趋势

企业全覆盖

数据透明化

口径统一化

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

TMT：A股企业ESG评级情况，及ESG“尖子生”、“潜力公司”



图7：A 股TMT公司ESG评级情况及、制造业ESG“尖子生”、“头部玩家”

TMT

A 股 TMT 公司 ESG 评级分布情况

在不同的 ESG 评级体系下，A股TMT公司评级呈现正态分布特征，评级结果较为集中，分布多在B类。在类似正态分布的曲线结构下，万得评级结果相对于华证、商道融绿及润灵全球的分布形态接近左偏。

评级结果分布集中但一致性较差

在不同评级体系下，具有较高 ESG 评级及具有较低 ESG 评级的企业数量较少，大部分企业 ESG 评级为“B”类。

标的覆盖较广的评级体系之间，评级结果具有正相关性，但是评级结果分化显著。

A股TMT公司ESG分项得分特征

整体来看，TMT行业ESG评级略高于A股平均水平，环境、社会 and 治理维度的评分与A股平均水平相当，且A股TMT重点企业的ESG综合得分及分项得分表现良好，显著优于A股平均水平。

从 ESG 评分的分布情况来看，TMT重点企业ESG总分及各维度得分的分布与TMT全部企业得分分布相似，但是分布相对更为集中。

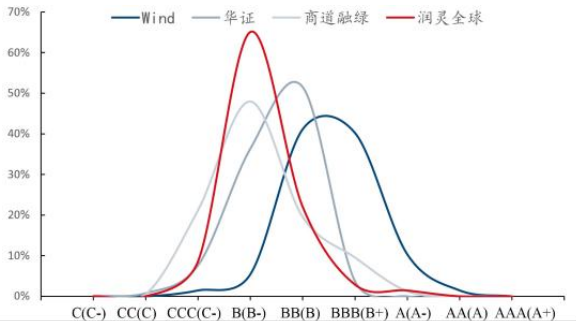
在未来TMT行业ESG绩效提升主要有两方面的重要抓手：一是推动行业集中度提升，促进行业内资源向行业内龙头企业配置；二是强化环境治理，贯彻落实节能减排，降低生产过程中对环境的负外部性。

TMT行业ESG“尖子生”与“潜力公司”

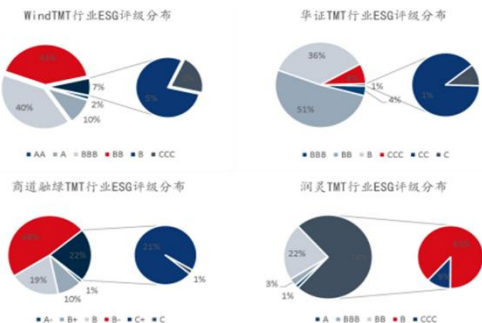
A 股 TMT 行业 ESG“尖子生”主要为通信和电子行业的龙头企业。

在环境方面，所有企业均积极贯彻落实绿色发展理念，减少资源消耗，控制排放；在社会治理方面，完善供应链管理、提高产品质量、保护投资者及员工权益、回馈社会、信息及隐私保护，是大部分企业践行 ESG 理念的共识；在公司治理方面，所有公司均建立了完善的现代企业制度，公司治理结构完善。

A 股 TMT 行业 ESG 评级的密度分布



A股TMT行业ESG评级分布（分不同评级口径）



2022年TMT行业与全部A股ESG得分

	万得		华证	
	TMT 行业	A 股	TMT 行业	A 股
评级中位数	BB	BB	BB	B
评级众数	BB	BB	BB	B
平均分	6.14	6.07	75.01	73.38
E 维度平均分	1.89	1.96	62.89	62.59
S 维度平均分	3.78	3.90	76.63	76.78
G 维度平均分	6.61	6.72	78.75	78.20

A 股 TMT 行业 ESG 尖子生ESG实践总结

		E		S		G	
		减少资源消耗，控制污染排放，降低碳排放	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护
共同点	各个企业	减少资源消耗，控制污染排放，降低碳排放	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护	供应链：对供应商进行考核评估；产品：质量管理，投资者及员工权益保护；社会响应：乡村振兴，脱贫攻坚，慈善、公益服务、信息安全及隐私保护
尖子生	中国移动	打造绿色供应链，利用信息化赋能社会减碳	客户、创新构建“连接+算力+能力”的新信息服务体系；助力各行业数字化转型；社会响应：服务区域协调发展	客户、创新构建“连接+算力+能力”的新信息服务体系；助力各行业数字化转型；社会响应：服务区域协调发展	客户、创新构建“连接+算力+能力”的新信息服务体系；助力各行业数字化转型；社会响应：服务区域协调发展	客户、创新构建“连接+算力+能力”的新信息服务体系；助力各行业数字化转型；社会响应：服务区域协调发展	客户、创新构建“连接+算力+能力”的新信息服务体系；助力各行业数字化转型；社会响应：服务区域协调发展
	中兴通讯	支持绿色产业发展	员工：建立 E-learning 在线学习平台	员工：建立 E-learning 在线学习平台	员工：建立 E-learning 在线学习平台	员工：建立 E-learning 在线学习平台	员工：建立 E-learning 在线学习平台
	浪潮信息	使用绿色电力，余热回收，设备节能改造	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系
	环旭电子	建立绿色数据中心，绿色包装设计，绿色制造	产品：贯彻落实“浪潮信息质量发展战略”；社会响应：推进行业标准化	产品：贯彻落实“浪潮信息质量发展战略”；社会响应：推进行业标准化	产品：贯彻落实“浪潮信息质量发展战略”；社会响应：推进行业标准化	产品：贯彻落实“浪潮信息质量发展战略”；社会响应：推进行业标准化	产品：贯彻落实“浪潮信息质量发展战略”；社会响应：推进行业标准化
	长飞光纤	建立绿色发展管理体系，废水回收利用，绿色管理智能化	产品：质量管理，树立质量文化	产品：质量管理，树立质量文化	产品：质量管理，树立质量文化	产品：质量管理，树立质量文化	产品：质量管理，树立质量文化
	润泰科技	使用绿色电力，余热回收，设备节能改造	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系	供应链：打造可持续供应链；客户：持续推进及完善生态圈客户服务体系

资料来源：万得，润灵环球公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

金融业：深圳市金融披露要求与各金融机构ESG报告重点披露内容



2022年9月颁布的《深圳市金融机构环境信息披露指引》已规定2022年环境信息披露主体范围，详细规定了各金融机构应当披露以及鼓励披露的信息内容，并针对不同类型的金融机构，制定特别规定。为便利各金融机构及时、合规披露环境信息，与该指引同步发布《深圳市金融机构环境信息披露模板及指标说明》。

图8：各金融机构2022年ESG报告环境、社会、治理维度重点披露内容，及《深圳市金融机构环境信息披露模板及指标说明》投融资活动的环境影响披露要求

机构名称	战略规划与目标	治理结构	政策制度体系	环境风险管理	绿色金融产品	相关研究与活动	绿色运营规范
工商银行	设立绿色发展目标并提出具体举措，围绕优化绿色金融架构、贯彻落实“碳达峰、碳中和”战略目标、发布“工商银行绿色银行+”品牌三方面展开	-	从完善绿色金融基础管理、健全绿色金融政策制度体系两方面，列举相关公司政策	重点关注气候风险管理，内容包括将气候风险纳入全面风险管理，强化气候风险的识别和管理，持续完善气候风险数据库，以及开展气候风险压力测试，此外以案例形式分析境内外环境与社会风险管理	提出加强投融资绿色分类管理，其涉及绿色金融产品包括绿色信贷、绿色债券、绿色基金、绿色租赁、绿色投资、绿色保险，通过规模数据及案例加以分析	列举其参与的前瞻研究以及交流合作	排放数据，相关案例与公司低碳管理工作相结合，聚焦开展碳足迹管理、探索开展绿色低碳供应链、供应链碳管理（责任采购）
中国银行	-	以图片说明绿色金融领域组织管理架构	针对不同行业列举其制定的绿色相关行业授信政策	围绕风险管理流程、生物多样性风险管理重点，其中风险管理流程为重点，内容各包括风险识别、风险评估、风险评价、风险监控和报告、风险控制和缓释	一是从绿色信贷实现快速发展，绿色债券保持市场领先，绿色个人业务持续增长三方面分析其境内商业银行绿色产品与服务；二是通过列举境外绿色服务，展现其全球化；三是全面分析其在股、债、投、基金、资管等多种金融工具上提供的绿色服务，展现其综合化	以相关案例分析其在共筑碳中和生态中做出贡献，内容包括合作案例、能力建设、理念传播	针对绿色办公、绿色采购、绿色数据中心、绿色供应链、绿色网点、绿色委贷等方面披露公司相关政策
交通银行	-	介绍绿色金融发展委员会组成人员及内部架构	从绿色金融相关政策制度角度展现其加强绿色金融制度建设	对气候和环境风险的应对主要从工作措施、气候变化风险因素、气候变化机遇三方面进行披露	绿色金融产品介绍包括绿色信贷、绿色债券、绿色租赁、绿色基金、绿色信托、绿色理财、绿色租赁、绿色投资、绿色消费，重点以案例介绍其绿色信贷及绿色债券产品	简要介绍其与政府开展战略合作以及推动前沿课题研究等举措	介绍其在污染防治、节能减排、水资源管理、废弃物管理方面的具体措施，并披露相关排放数据
招商银行	从绿色金融业务、绿色风险管理、绿色银行三个方面提出战略发展思路	从决策层、管理层、执行层三层展示绿色金融业务治理结构	聚焦严控“两高”相关行业信贷投放，并分行业列举具体信贷政策标准	从识别和管理两个角度介绍其应对气候风险与机遇的措施	以案例为主，介绍其绿色信贷、绿色债券、绿色基金、绿色信托、绿色租赁、绿色投资、绿色消费，重点以案例介绍其绿色信贷及绿色债券产品	简要介绍其相关研究、培训以及绿色宣传活动	从能源管理、水资源管理、纸张管理、废弃物管理等方面详细介绍公司低碳运营措施与要求
平安银行	提出其绿色理念并提及已制定的相关规划和目标	指出以董事会战略决策、高管层统筹管理、专业部门牵头执行、全行联动落地推进为结构的绿色金融管理架构和工作格局	列举其为绿色金融管理制定的相关制度	从气候风险评价、环境与气候风险管理两方面展示其环境风险管理体系	以案例为主，介绍其绿色信贷、绿色债券、绿色基金、绿色信托、绿色租赁、绿色投资、绿色消费，重点以案例介绍其绿色信贷及绿色债券产品	以案例形式分析绿色金融、绿色产业、绿色信托、绿色基金、绿色租赁、绿色投资、绿色消费，重点以案例介绍其绿色信贷及绿色债券产品	从绿色运营、绿色办公、绿色数据中心、绿色供应链、绿色委贷等方面披露公司相关低碳政策
北京银行	提出绿色金融战略，全力打造生态银行	-	-	-	结合规模数据和相关案例介绍其绿色信贷、绿色债券、绿色基金、绿色信托、绿色租赁、绿色投资、绿色消费，重点以案例介绍其绿色信贷及绿色债券产品	介绍其国内外各创新合作以及相关研讨论	从加强制度建设、绿色供应链、绿色责任采购、加强施工现场管理、搭建智能化办公平台、电子废弃物统一回收、节能减排、厉行节约办公、落实垃圾分类回收等方面论述其低碳建设
江苏银行	提出绿色金融战略管理，明确“十四五”期间目标以及政策指引	以高管、董事会、经营等层面构建绿色金融管理体系，推进绿色金融高质量发展	从内部治理、信贷政策、财务资源配置、能力建设等方面提出绿色金融政策制度	从加强体制机制建设、加强社环风险管控管理、强化环境信息敏感与压力测试等层面披露其气候风险管理体系	结合案例，从公司业务板块、零售业务板块、子公司规模三方面介绍其创新绿色金融产品与服务	重点强调绿色金融研究以及构建绿色金融生态圈等活动	推进绿色支行网点建设，提升设备设施支增效果成果，保障办公环境安全，推动办公无纸化线上化，践行绿色采购等方面介绍其绿色运营措施
第一创业	-	资产管理部建立“投资管理委员会-投资部-研究部”的ESG投资管理架构	-	从气候变化风险管理环节及举措、物理风险和转型风险管理、气候变化风险应对精准等角度披露其气候风险管理精准	以第一创业、一创投行、创金合信、一创投资等集团子公司为例，列举相关绿色金融投资以及相关绿色金融业务，并以案例加以辅助说明	从推进节能减排、开展水资源管理、落实废弃物管理等方面披露其低碳政策及排放数据	-

机构名称	支持实体经济	助力高水平对外开放	践行普惠金融	服务民生	优化客户服务	保障员工福利	社会奉献
工商银行	总结其在现代产业体系建设和先进制造业、数字经济、科创企业、民营企业四方面提供的金融服务	数据展现其国际化经营布局；“一带一路”项目、人民币国际化业务、跨境撮合活动推动服务对外开放；举例说明其在境外对东盟经济社会发展的推动作用；案例形式说明其国家化战略合作	普惠金融方面分为增量扩面提质降本、支持中小微企业发展，深化数字普惠服务、提升融资可得性两个层面；乡村振兴方面，强调其加大涉农信贷供给，在完善产品和服务体系方面列举助农活动以及村镇银行服务实例	包括减贫金融服务、医疗卫生金融服务、教育金融服务、促进就业金融服务、粮食供给及“三农”金融服务、能源金融服务、司法金融服务、生物多样性金融服务、公益金融服务、保障和改善民生服务（其中包括保障个人社保、支持个人助学贷款、住房金融服务、养老金融服务）等方面	一是将科技融入银行服务，加速推进手机银行、渠道智慧转型、创新服务渠道和模式；二是针对境内外分支机构设置要求，以保障客户信息安全；三是通过消费者权益教育、员工培训、加强投诉治理道等方式保护消费者权益	-	从公益惠民服务、定点帮扶、公益品牌建设、全球公益活动、最美工行评选等角度展现其社会参与与社会奉献
中国银行	一是重点围绕其对高水平科技、战略性新兴产业、“专精特新”三个领域提供的金融支持与保障措施；二是针对重点区域发展提出相关发展战略	通过数据及实例展示其从优化全球布局、发展跨境金融、共建“一带一路”、促进人民币国际化、打造自贸开放高地、服务重要展会六个维度支持高水平对外开放	普惠金融方面，制度、科技、新产品依旧就业惠民等方面分析其在普惠金融领域取得的成果；乡村振兴方面，主要通过数据体现其具为乡村振兴提供的金融服务以及业务布局	列举在老有所养、住有所居、学有所教、医保便民、健康卫生、乐享青春方面的金融服务与活动	一是改善客户体验，为客户提供贴心、专业、智慧的服务；二是通过完善工作机制，守护客户资金安全、加强客户投诉与满意度管理保障客户权益；三是从线上线下渠道，向不同人群普及金融知识	通过公司政策与具体活动留存，围绕人才的吸引与留存、培养与发展、人才关怀三方面，展现其以人为本的发展道路	通过案例形式，分别从打造专业公益品牌、社会公益帮扶与活动方面展示其专业化公益发展道路
招商银行	通过案例分析，聚焦于其服务粤港澳大湾区等重要区域协调发展、助力科技强国建设	详解跨境金融综合服务体系，“一带一路”信贷投资相关数据、人民币国际化支持措施、自贸区建设助推举措	普惠金融方面，包括优化资源配置、打造“链上金融”、拓展服务边界、助力企业纾困；以服务形式展示其乡村振兴项目	数据与案例相结合，重点关注教育、住房、养老、医疗、低碳出行、缴费服务、消费及农民工工资保障	从打造极致服务体验、保护消费者权益、确保网络安全与隐私安全、强化合规销售、守护资金安全、普及金融知识方面全面展现其在客户服务方面的成就，重点披露相关公司政策及措施	从吸引优秀人才、关注员工成长、增进员工福祉三方面出发，分别分析其多元化招聘及薪酬激励体系、晋升渠道及全面培训、职业健康安全与沟通等	数据与案例为主阐述其在坚持做好定点帮扶（包括教育帮扶、医疗帮扶、产业帮扶、人才帮扶、乡村建设）、打造专业公益平台、强化志愿服务管理、开展公益慈善活动方面的社会贡献

机构名称	党的建设	治理体系	风险治理	信息披露及投资者沟通	合规经营
工商银行	简要介绍党建与公司治理有机融合的方式及报告期内成果	在公司治理架构图基础上，介绍《公司章程》、股东大会、董事会、监事会在报告期内的工作内容	从公司相关制度介绍风险管理体系、内控体系、廉洁风险防控	强调其信息披露成果与荣誉	-
中国银行	强调党建工作中加强组织领导，丰富学习形式、广泛组织宣讲、开展集中培训、开展融合宣传等内容	以公司政策为主，强调ESG履责与监督	从全面风险管理体系建设、有效防范化解金融风险、巩固稳健审慎风险文化等方面介绍公司相关风险管理措施	从提升沟通质效、优化信息披露两方面提出公司相关政策和优化措施	围绕完善内控体系、深化反洗钱管理、构筑合规文化三方面展开
交通银行	聚焦学习贯彻党的二十大精神、高质量高标准推进党的建设，指出相关学习活动以及关键绩效数据	重点介绍治理架构以及董事会、监事会的职责、工作，以及关键绩效指标	内容包括风险管理架构、风险管理培训、重点披露金融风险防范措施	-	结合相关绩效数据介绍其反腐败、反洗钱、反欺诈、知识产权保护、商业道德与举报人保护制度
招商银行	-	从完善治理结构、合理选聘董事、增强履职质效、保障股东权益等方面详细披露其治理体系及相关规章制度	从健全风险管理架构、夯实风险管理体系两方面披露其制度及风险防范措施，其中强调风险管理体系中强化数字风控能力、搭建立体培训机制	提及公司信息信息披露管理制度	围绕员工行为管理、反腐败、反洗钱、纳税、知识产权保护等方面介绍其相关制度与要求
平安银行	简要介绍政策指引	从治理结构、履职情况、董事会多元化董事会和监事会培训、董监高薪酬管理等方面详细介绍公司治理体系	包括风险治理架构、风险管理机制、风控能力建设	-	披露员工行为管理、反腐败、反洗钱等方面的公司政策制度
北京银行	-	以公司治理架构为基础，介绍“三会一层”运作及报告期内工作内容	通过相关公司制度，披露加强全面风险管控、推进内控合规建设、强化声誉风险管理，重点介绍风险管控体系	-	-
江苏银行	重点围绕学习宣传贯彻党的二十大精神、江苏银行发布“苏银理财建”品牌、强化党风廉政建设 and 反腐败斗争	介绍报告期内股东大会、董事会、监事会工作内容和优化方向	除金融风险外重视安全管理，指出其在加强反洗钱风险管理、加强对机构和重点领域审计监督方面做出的努力	通过相关绩效数据，展示打造特色化信息披露体系，加强投资者沟通交流两方面成果	-
第一创业	重点展示报告期党建重点工作内容	聚焦董监高及高管多元化、董事会独立性、关联交易管理三方面	-	围绕提升信息披露、加强投资者沟通、加强投资者保护，列举相关实例以及成果	-

一级	二级指标	三级指标	指标类型
投融资活动的环境影响	整体投融资情况	投融资概况及较上一报告期的变动情况	强制
		根据投融资情况识别的主要环境影响	鼓励
	绿色投融资活动情况	绿色信贷	强制
		绿色债券	强制/鼓励
		其他绿色投融资产品及服务	鼓励
		重要客户环保合规情况	鼓励
		代客户管理的绿色投资资产	强制
	绿色投融资活动环境效益	开展绿色信托等业务所运用的绿色金融工具的投融资情况	强制
		开展融资租赁业务所运用的绿色金融工具投融资情况	强制
		绿色保险产品与服务	强制
		保险资金投资于绿色金融工具及绿色企业（项目）情况	强制
		绿色资产管理产品	强制
投融资活动的环境影响	绿色投融资活动环境效益	自有及管理资产投资于绿色金融工具及绿色企业（项目）情况	强制
		其他绿色投融资服务	鼓励
	棕色资产投资情况	其他绿色投融资活动	鼓励
		/	鼓励
	绿色投融资活动环境效益	绿色项目贷款的环境效益	强制
		绿色债券投资的环境效益	强制
		其他绿色金融产品及服务的环境效益	鼓励
		绿色信托贷款（项目）、绿色债券投资的环境效益	鼓励
		绿色股权投资、绿色资产证券化、绿色产业基金、绿色公益（慈善）信托的环境效益	鼓励
		绿色债券投资的环境效益	强制
		绿色租赁、绿色资产证券化	鼓励
		绿色保险产品、保险资金的绿色投资的环境效益	鼓励
整体投融资活动碳排放	绿色投融资活动碳排放	绿色资产管理产品的环境效益	鼓励
		投资对象环境信息披露情况	强制
	整体投融资活动碳排放	投融资活动碳排放量	强制
		投融资活动碳排放核算计划	强制

资料来源：万得，各金融机构披露2022年ESG报告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

金融业：国内环境信息披露标准与海外披露标准无实质性差异



- 各个环境信息披露标准的议题和指标主要涵盖三个方面。一是环境相关政策制度及治理架构；二是自身经营活动和投融资活动对环境的影响；三是金融机构所面临的气候和环境风险。
- 央行及深圳市针对金融机构所出台的标准是我国针对金融机构环境信息披露标准设置的有益探索，横向对比来看，央行及深圳市所出台的披露标准充分借鉴了国际通用的标准，在主要的环境议题和指标设置上与国外标准没有实质性差异，标志着我国已初步形成了一套与国际接轨的较为成熟的披露标准体系，未来监管部门的重点应该是推进金融机构进行高质量的环境信息披露，引导社会资本和相关资源向低碳和环境友好领域配置，从而实现经济的低碳转型发展。

图9：海外代表性投资机构的ESG投资体系

ESG投资机会	ESG投资目标	ESG投资方法	ESG流程	ESG投研工具	ESG评分方法	领导/监督团队
先锋领航集团 环境：作为自然环境的管理者，一家公司或者一个行业的表现如何。社会：公司如何管理其社会关系。公司治理：通过考虑公司的运营方式来支持良好的商业实践。	17个可持续发展目标。	排他性投资，包容性投资，影响投资，公司治理，ESG因素整合。	1) 选择增长性良好且外部效应为正的公司，2) 筛选符合ESG理念的投资机会，3) 基于八大问题框架进行公司研究，4) 三 VCM模型因素模型分析，5) 构建投资组合，6) 监控投资组合及参与公司治理。	1) 是否符合GRI SA和DDI要求；2) 将环境、社会及管治投资作为补充；3) 考虑某一目标日期，投资标的的社会、环境和管治的综合情况。	全球投资委员会（尽职调查）	
骏利亨德森集团 环境：包括但不限于可持续资源配置、能源依赖，用水和废物管理等问题。社会：对不同的因素进行审查，包括劳动实践，多样性，人权和数据隐私。公司治理：可以包括但不限于会计准则，股东权利，董事会组成，高管薪酬和腐败等项目。	1) 积极参与环境、社会及管治投资，做负责任的投资机构。2) 建立ESG投资组合以最大限度地提高长期风险调整后的回报。	自上而下的主题投资组合框架，自下而上的风险评估体系。	1) 自上而下确定投资主体，2) 自下而上进行公司和行业基本面研究，3) ESG投资组合优化，4) 减少投资组合风险。	内部研究平台+外部ESG研究工具	根据是否有重大风险、经营状况是否衰退/改善构建四象限风险评级体系。	ESG指导委员会（监督，确保框架有效）
景顺集团 环境：有关有毒排放、循环商业模式、能源管理、水资源管理、低碳转型。社会：有关供应链管理、雇员和管理层关系、居民健康与安全、数据隐私安全。公司治理：有关审计和股东权利、董事会组成、商业道德、资本配置。	1) 实现碳减排、绿色建筑、水效率、循环经济。2) 实现当地社区的社会价值及居民的健康与福祉。3) 对公司进行战略管理和监督，完善公司内部和外部披露制度。4) 过渡自然气候风险。5) 实现长期资产配置目标。	ESG集成、排他性投资、负责任投资、可持续投资、影响投资。	1) 捕获投资机会。对公司的ESG分数和趋势进行审查，建立初始ESG投资报告。2) 分析。对于ESG得分较低的公司，分析其弱点的驱动因素。3) 参与、参与投资的公司治理。4) 监控。监控投资组合内公司的ESG评分情况。	ESGintel, ESGcentral, Vision, FocusIntel, PROXYintel	在整体，主题，价值链方面提供1-5分。计算绝对、部门/子部门相对或区域相对绩效。这些评级每月更新一次。除评级外，ESGintel平台具有内置的分析功能，可以在公司和用户选择的同行之间进行时间点和历史比较。	全球投资理事会（监督、支持和研究）
资本集团 资本集团开发了 30+ 个特定行业的投资框架，提炼了公司对重大 ESG 问题的思考，并通过 50+ 数据来源实现了ESG投资机会筛选。	1) 17个可持续发展目标。2) 有效管理风险。3) 为客户实现卓越的长期业绩。	ESG集成，自下而上的研究分析框架	1) 制定投资框架（按行业给出公司对环境、社会和公司治理的意见），2) 监控流程（根据可获得的第三方数据，进行更高层次的研究），3) 公司参与和代理投票（就重要的ESG问题与发行人进行对话）。	MSCI和Sustainalytics评分系统等	MSCI ESG绝对得分、MSCI ESG绝对得分、MSCI ESG调整后相对得分、可持续发展环境、社会及管治评分、MSCI和Sustainalytics协议得分。	ESG监督委员会（监督）
普信集团 环境：减少温室气体、促进健康的生态系统构建、培育循环经济。社会：促进社会公平、改善居民健康、提升生活质量。可持续创新和生产力：可持续的技术、可持续工业基础设施。	17个可持续发展目标。	集成（将ESG纳入投资流程），协作（投资团队中的ESG投资专家与分析师合作深入研究ESG问题），重要性（专注于可能对客户投资组合表现产生重大影响的ESG因素）	1) 收集数据（以计算预期投资投资组合的结果，并形成对其资产类别的ESG特征的看法），2) 调整效用（基于投资者偏好），3) 优化配置（确定每个投资者的ESG偏好参数，使投资组合效用最大化），4) 评估投资组合。	RIIM模型	基于RIIM模型进行评分。模型系统地筛选负责任投资（RI）概况，标记任何升高的RI风险并识别具有积极RI特征的投资。ESG评分越高表示ESG评级越负面，而ESG评分越低则表示ESG评级越正面。RIIM为ESG的三个支柱中的每一个产生分数。	ESG 董事会和管理委员会（监督）ESG委员 会（指导）
贝莱德集团 环境：气候风险、天然资源稀缺、污染和废弃物。社会：劳动力问题、产品责任、数据安全。公司治理：董事会决策质量和成效。	17个可持续发展目标。	1) 主动投资：投资流程、透明度、实质性见解。2) 被动投资：与指数提供商接触、披露和报告、投资管理。	1) 选择ESG情景，评估前瞻性假设下的预期风险。2) 评估部门与经济的影响。将预测转化为对行业和经济影响的预测。3) 将行业影响映射到单个公司和资产。4) 在投资组合层面转化财务指标。	阿拉丁	给予公司1-5分评分，将公司分为领导者（能有效管理环境、社会及公司治理因素的同类型最佳公司）、改进者（在环境、社会、公司治理方面取得明显进展的公司）、推动者和不可投资者。	可持续投资团队（监督）
富达集团 环境：有关自然资源、气候变化、水污染的机会。社会：有关人力资本、产品信息、数据隐私的机会。公司治理：有关商业道德、反竞争实践等。	1) 创造长期股东价值。2) 实现净零过渡和其他可持续发展目标。	1) 排他性投资2) ESG集成3) 主题投资	1) 根据ESG评级选择“优先”或“符合”评级的ESG产品。2) 与基准指标进行比较分析。3) 构建ETF、指数、主动、混合ESG投资组合。	富达ESG Pro模型	ESG评级是ESG分析师和股票及固定收益分析师共同完成的。评级标准包括风险/回报表现、人员和流程一致性、基准和类别一致性、成本。根据四大评级支柱和ESG投资模型建立四象限ESG评级体系。	可持续投资委员会（制定政策和目标，监督实施）
摩根大通集团 环境：有关空气污染、废水管理、生物多样性。社会：产品安全性、多样性和包容性、当地社区影响。公司治理：高管薪酬、资本配置等。	1) 实现可持续投资和负责任投资，取得长期回报。2) 化解可持续发展相关风险。4) 影响投资	1) 排他性投资2) 主动投资3) 主体投资	1) 投资团队向ESG数据和研究工作组介绍其ESG整合方法。2) 工作组根据10个度量框架评估整合方案，并对投资组合进行评分。3) SIOC批准或拒绝ESG整合方案。4) 投资团队按批准的方案实施ESG整合。5) 投资总监或同等职位的团队进行定期监督。	Spectrum通用技术平台	ESG数据研究工作组与可持续投资团队一起开发了ESG整合度量框架，以评估投资过程中每个关键步骤的ESG集成进度。投资组合必须在总共50分中至少获得30分，并且对于每个指标，至少在1到5分的范围内获得2分	可持续投资监督委员会（监督、建议和支持，制定政策、审查）

资料来源：彭博，各公司官网，国信证券经济研究所整理

图10：各环境信息披露标准的议题和指标涵盖方面

	披露议题	GRI	CDP	TCFD	ISSB	PRI	深圳	央行
治理结构与制度	治理结构							
	政策制度							
	环境战略							
经营活动环境影响	减排承诺及绩效							
	能源消耗							
	水资源消耗							
	物料消耗							
	温室气体排放							
	废弃物排放							
	大气污染物排放							
	水污染物排放							
投资活动环境影响	生物多样性							
	环保措施及环境效益							
	总体投资情况							
	绿色投资情况							
	投资策略							
环境风险与机遇	投资活动环境影响							
	投资活动环境效益							
	投资对象管理							
	识别、评估及管理流程							
其他	环境风险识别							
	环境风险量化							
	环境机遇识别							
	管理措施及效果							
	绿色金融创新							
	绿色金融研究							
	数据校验及保护							
	第三方验证							
	能力建设							
	价值链参与							
	利益相关方沟通							
	公共政策合作							
	碳定价							
	判断、不确定性和差错							

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

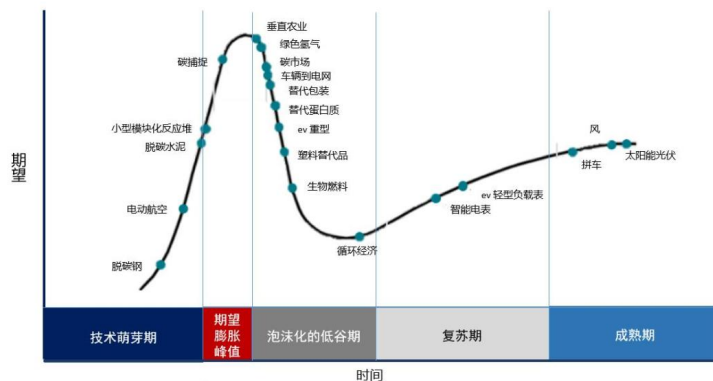
- [01] 国信ESG研究体系概览
- [02] ESG开篇：评级和信披
- [03] ESG生态圈：国外背景和本土实践
- [04] ESG实战应用：投资落地
- [05] ESG与资产配置
- [06] ESG展望：海外贸易情景和国内市值管理

ESG投资价值何时兑现？

ESG投资现存问题

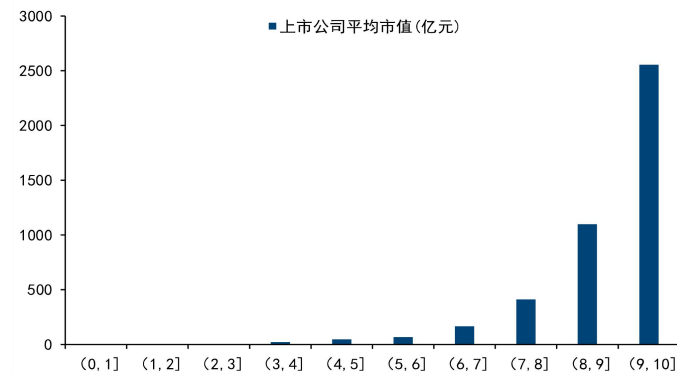
- ESG评级对所有公司一视同仁，却没有考虑到上市公司所处生命周期阶段。这对处于成熟期的大型公司而言是赋能，对处于初创期的小型企业则是沉重的负担，基于这样的ESG评级所做出的投资决策，不但会错失很多良好的投资机遇。
- ESG理念包罗万象，可以从诸多角度对其内涵进行解读，在ESG投资落地上还需要明确落脚点。增加了ESG信披标准制定、评级体系构建的实操难度，并难以形成对ESG投资落地的纲领性指引。

图11：ESG相关行业的技术成熟度曲线



资料来源：《ESG Outlook; Advancing Climate Innovation》，Stella Y. Xu (2022)，国信证券经济研究所整理

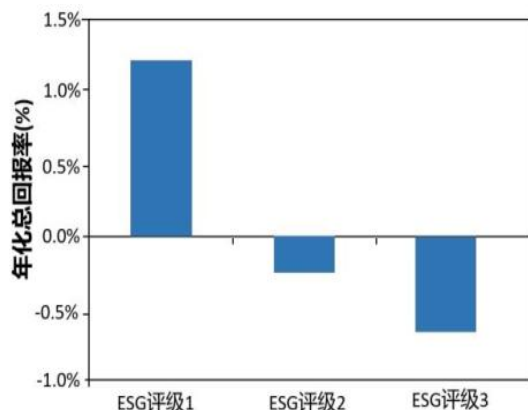
图12：上市公司ESG得分与上市规模显著正相关(横轴为万得ESG评分)



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

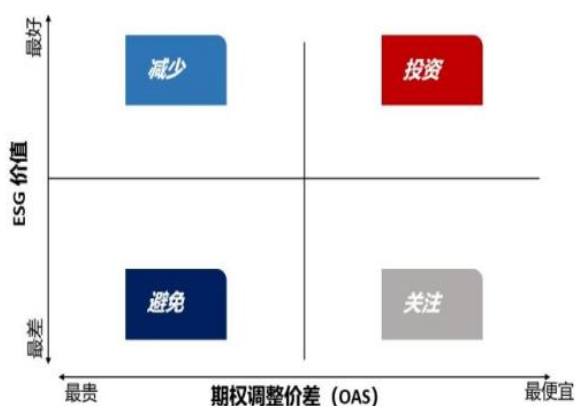
ESG评级对投资的影响

图13：ESG评级和平均年化收益率



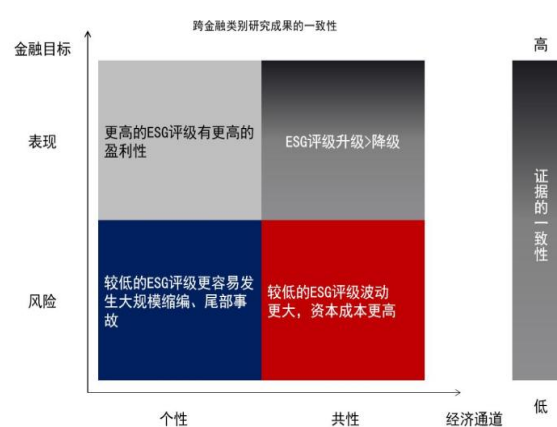
资料来源：PRI，国信证券经济研究所整理

图14：ESG四象限下的债券投资决策



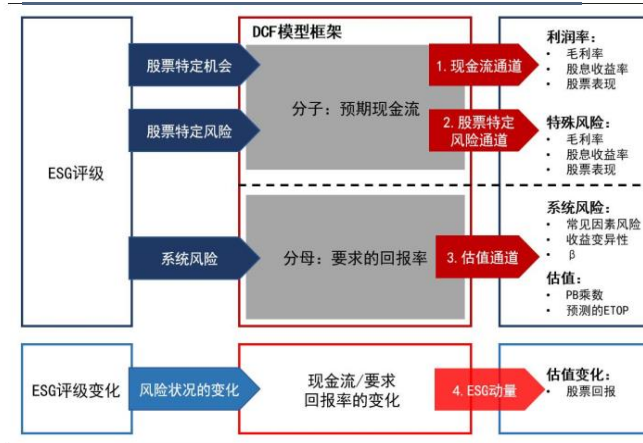
资料来源：PIMCO，国信证券经济研究所整理

图15：从经济和金融角度出发，ESG评级的重要性四宫格



资料来源：明晟官网，国信证券经济研究所整理

图16：ESG评级对股票表现的影响

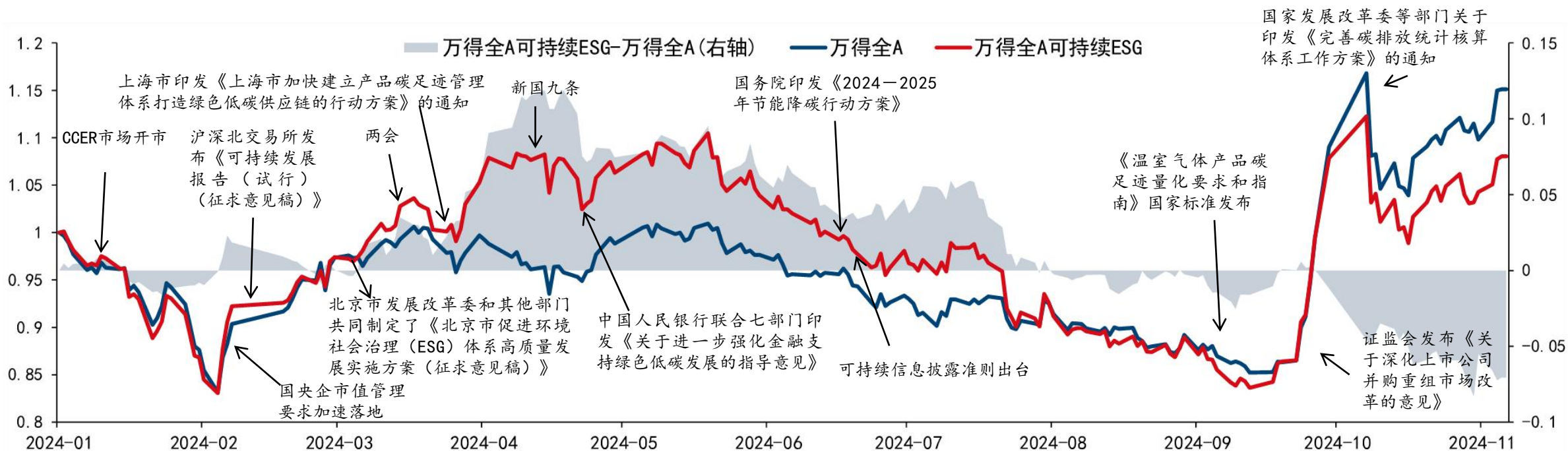


资料来源：Giese et al (2019a)，国信证券经济研究所整理

ESG指数表现复盘——大盘震荡区间，ESG策略优势凸显

- **2024年一季度，市场BETA承压，ESG策略与大盘走势趋同。**2024年一季度，我国实体部门需求偏弱，一方面，居民部门购房及消费需求不足，地产销售及M1同比持续下行；另一方面，企业部门的需求也同样低迷，企业对未来预期仍持谨慎态度，资本开支意愿不强，对风险情绪的上修形成牵制，大盘走势呈现“V”型，ESG策略走势也与大盘趋同。
- **2024年二季度，大盘保持震荡行情，ESG策略优势凸显。**2024年二季度，全A成交额有所下降，大盘整体表现为存量资金博弈下主线频繁切换，大盘保持震荡行情，在此期间ESG策略持续跑赢大盘。
- **2024年三季度，大盘表现为存量资金博弈下主线频繁切换，市场缩量下行。**季度末的临近，一系列利好政策密集发布，市场情绪得到显著提振，大盘指数迅速反弹。

图17：年初至今万得全A指数及万得全A可持续ESG指数走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

宏观背景：契合国家战略、助力实现双碳目标

ESG投资理念高度契合国家发展战略，这意味着相关政策将放大ESG理念对企业发展的实质性影响，具有较高ESG评分的企业将比同类企业更具竞争力，也更易获得资本青睐。

图18：践行ESG理念是我国当前转型发展的必然要求



环境

- 我国生态环境形式严峻，资源总量大，人均占有量小，资源不合理利用问题突出
- 十九大报告中指出，坚持人与自然和谐共生。必须**树立和践行绿水青山就是金山银山的理念**，坚持节约资源和保护环境的基本国策



社会

- 我国主要矛盾发生根本性转变，转变为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。**人们对各类社会问题的容忍度不断降低**
- 企业在创造社会价值的同时承担社会责任成为共识



治理

- 对于企业主体而言，公司治理是最根本最重要的因素，目标在于实现股东利益最大化
 - 公司治理的好坏，事关公司决策的科学性，并在很大程度上决定着公司的发展是否可持续**
- ✓ 育绿水青山 创和谐社会 铸百年老店

图19：践行ESG理念助力实现双碳目标



政府

颁布阶段性政策，自上而下循序渐进推动双碳目标达成

行政命令政策：去产能政策、能耗双控，强制企业减碳

经济激励型政策：2021年启动全国碳排放权交易市场，目前仅有火电纳入**未来会纳入高碳行业**；**推行绿色金融**，对低碳转型项目提供优惠的政策支持



企业

企业将面临着**愈发严格的行政监管**；碳交易市场的建设完善及未来碳税等财税政策的施行，使得**企业碳排放成本增加，加重企业成本负担**

高碳排放企业：经营成本增加、ESG绩效有降低风险，融资成本上升

低碳排放企业：可能获得更多的优惠政策、ESG绩效相对较高



投资者

投资策略发生转变：制定投资策略时将重点考察企业碳绩效，进而降低投资风险，获取长期收益

大量的投资机遇：为实现双碳目标，年均投资规模约为3.5万亿元

激励企业改进工艺或转型发展

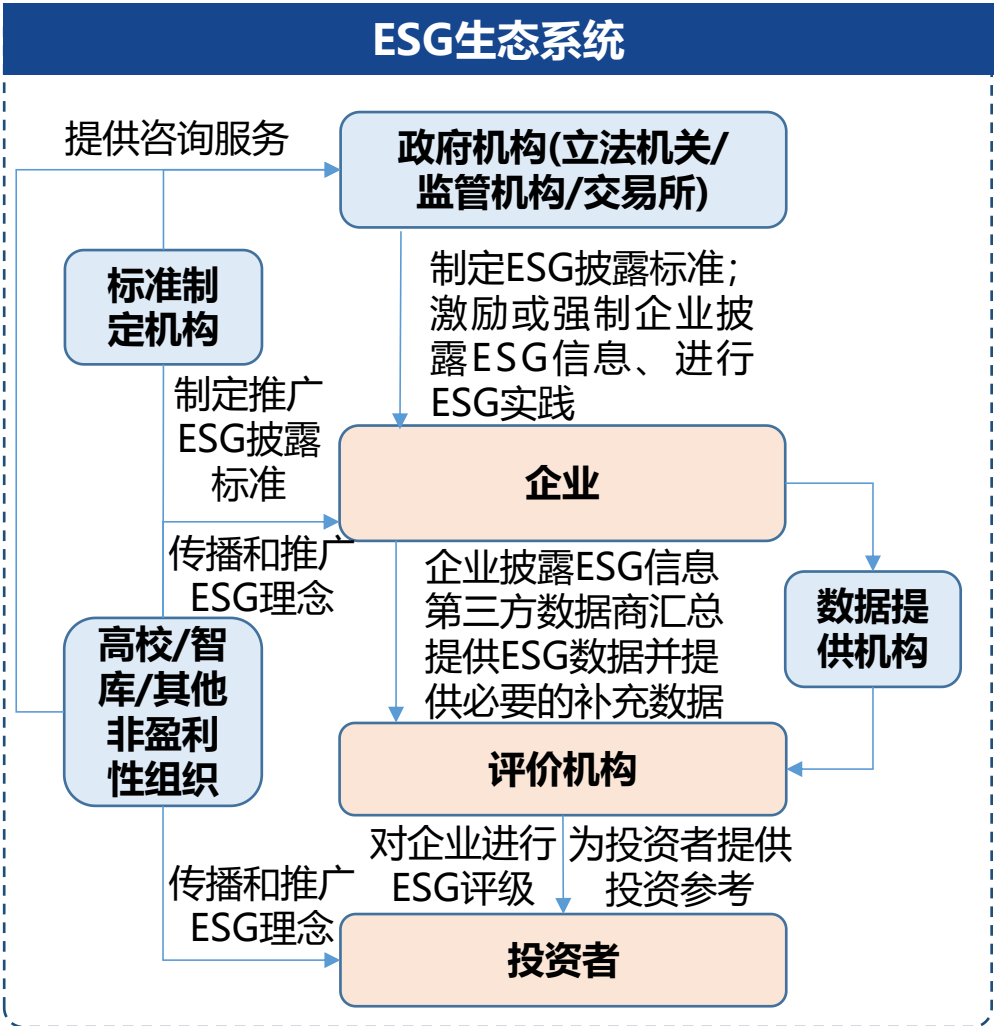
持续减碳

ESG投资生态圈：ESG投资落地需要生态系统内各组成部分协力合作

图20：ESG体系三大环节



图21：ESG投资生态圈



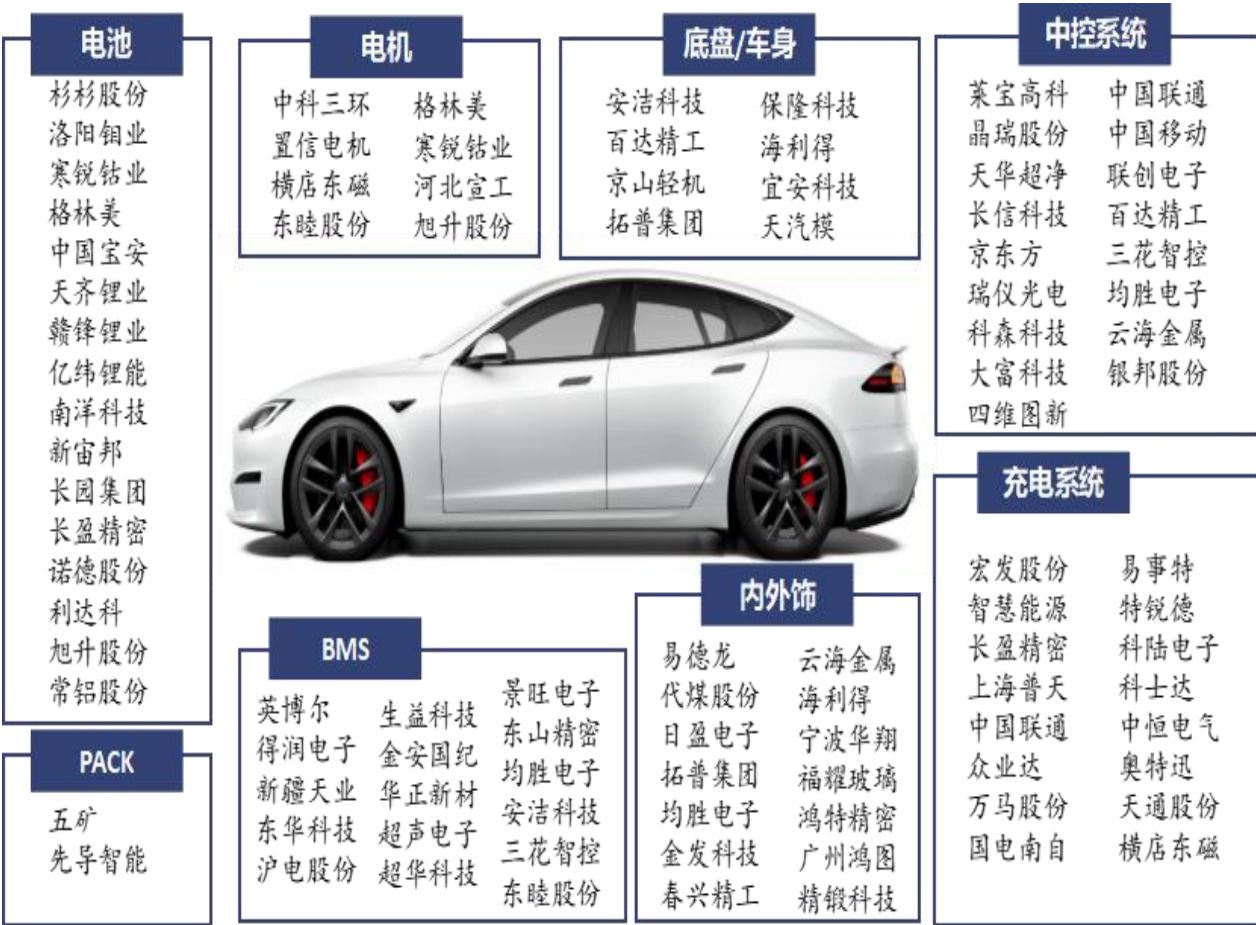
- **政府机构**：制定法规政策、监督法规政策实施、决定ESG的发展方向。
- **标准制定机构**：制定ESG披露标准，引导企业规范化、系统化披露ESG信息。
- **企业**：践行ESG的主体、披露ESG信息。
- **数据提供机构**：汇总ESG数据，并通过技术手段补充评价所需的ESG数据。
- **ESG评价机构**：基于企业披露的ESG信息对企业ESG绩效评级，并为投资者提供投资建议。
- **投资者**：践行ESG理念、制定投资策略时纳入ESG因素。
- **高校\智库**：ESG的传播和推广、ESG课程教育、ESG政策咨询。

图22：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。

图23：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，不构成任何投资推荐依据。

图24：海内外尽责管理制度建设

中国“尽责管理”制度建设



欧洲“尽责管理”制度建设

时间	法律法规/政策文件	具体内容
2009	《关于“私募股权、对冲基金和主权基金对欧洲工业变革的影响”的意见》	呼吁各类基金在所有交易中应用责任投资原则(PRI)，投资者积极履行对被投公司的ESG治理进行管理的责任。
2013	《资本要求指令（CRD ）》	引入有关薪酬政策和风险管理的规定，规定高管和董事薪酬政策必须透明，鼓励机构投资者参与与被投资公司的管理层的对话，并通过投票、对话等方式参与监督和长期治理。
2014	《非财务信息披露指令》	鼓励投资者获取非财务信息，以衡量、监督和管理企业的绩效及其对社会的影响。
2017	《关于鼓励股东长期参与的指令（修订版）》	对2007年的《股东权利指令》进行修订，加强机构投资者和资产管理者的尽责管理义务，要求机构投资者披露其参与公司治理的政策和实践。
2018	《可持续金融行动计划》	明确了机构投资者和资产管理人在可持续性考虑方面职责，通过制定长期策略、参与董事会、投票权行使等方式积极参与公司治理。
2020	《关于建立促进可持续投资的框架以及修订法规》	为金融市场参与者提供统一的可持续活动分类体系分类标准，机构投资者在尽责管理中识别可持续性投资，使被投公司的商业模式更具环境可持续性。
2022	《关于企业可持续发展尽职调查和修订指令》	投资者应与被投资公司管理层保持沟通，推动其遵守尽责管理原则，监督企业开展尽职调查，并提供技术和资源支持。
2024	《企业可持续发展尽责管理指令》	要求对自身业务、子公司及直接和间接业务伙伴建立和实施尽职调查措施，将可持续发展应进一步纳入公司治理框架。

日本“尽责管理”制度建设

版本	具体内容	较上一版的更新
2014年版	集中于投资者的责任和义务，强调透明度和披露的重要性，主张纳入ESG要素的影响；但没有明确指出尽责管理的实施方式和标准。	/
2017年版	强调了投资者可以运用投资决策和股东投票等工具，积极地考虑ESG因素，提高投资者开展尽责管理的实践水平。	提出了更具体的尽责管理实施指南
2020年版	强调了投资者与利益相关方合作的重要性，注重气候变化风险和机遇的重要性，加强了对投资者的报告和披露要求。同时提供了更加具体的指导和工具，以帮助投资者更有效地实施尽责管理，深入参与企业的长效ESG治理。	提高了报告和披露要求；提供了更加具体的指导和工具



美国“尽责管理”制度建设

时间	发布机构	法律法规/政策文件	具体内容
2020	U.S. Department of Labor (美国劳工部)	《选择计划投资中的财务因素》	鼓励受托人积极行使投票权，并根据其计划文件或投资政策声明，评估投资经理在公司治理方面的表现。
	U.S. Department of Labor (美国劳工部)	《有关代理投票和股东权利的信托义务》	鼓励受托人积极参与公司治理，并确保受托人行使代理投票权符合受益人的最大利益。
2022	U.S. Department of Labor (美国劳工部)	《选择计划投资和行使股东权利的谨慎和忠诚拟议规则》	鼓励受托人行使投票权，综合考虑ESG因素并积极参与治理。
	Securities and Exchange Commission (美国证券交易委员会)	《股东提案规则修订》	降低股东提交提案的门槛，使更多股东有权利提交提案。鼓励股东更加深入的参与，包括公司战略、管理实践、气候风险等。
2023	Securities and Exchange Commission (美国证券交易委员会)	《证券交易法（实益所有权规则）修订》	要求实益持有人及时披露持股信息，确保投资者根据最新披露积极行使代理投票权，推动公司采取符合长期利益的治理策略。
2024	Securities and Exchange Commission (美国证券交易委员会)	《增强和标准化投资者气候相关信息披露》	向投资者披露对重要的信息，鼓励投资者积极参与公司长效治理以及ESG治理，维护公平、有序和高效的市场。

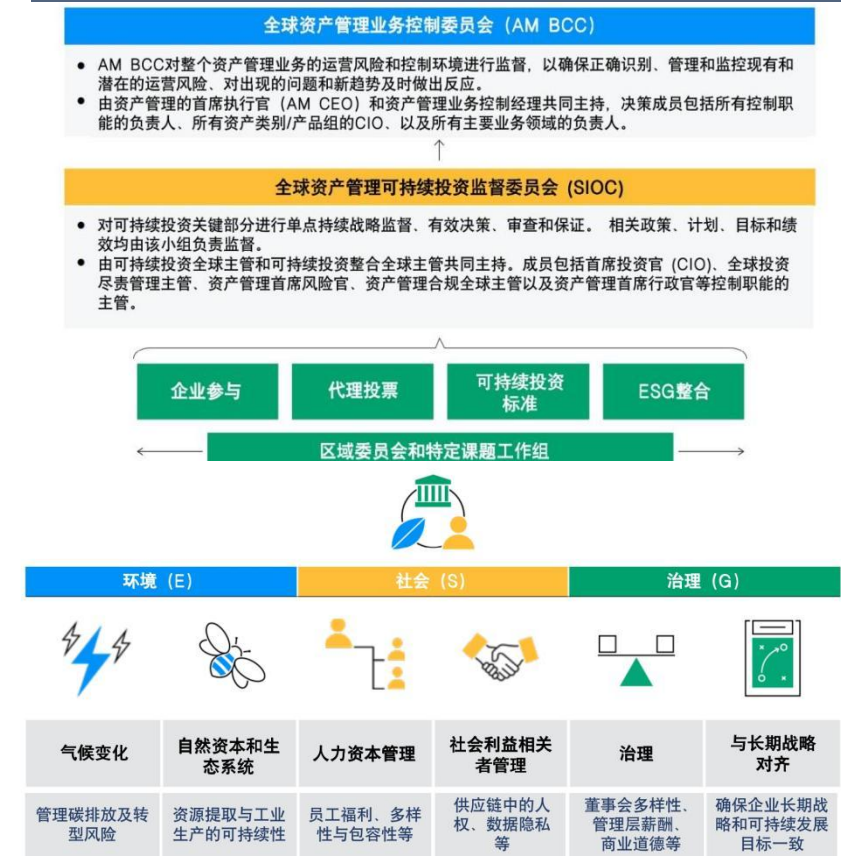
资料来源:国务院，中国人民银行，EUR-Lex，U. S. Department of Labor，日本政府金融厅等，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

尽责管理：海外机构尽责管理实践

■ 摩根大通的尽责管理框架是在高级管理层的监督下设计的，由资产管理首席执行官 (CEO) 和其他高级管理人员领导。此外，设立可持续投资监督委员会(SIOC)作为ESG相关事务中央小组，直接监督管理和可持续投资活动，由可持续投资全球主管和可持续投资整合全球主管共同担任主席。

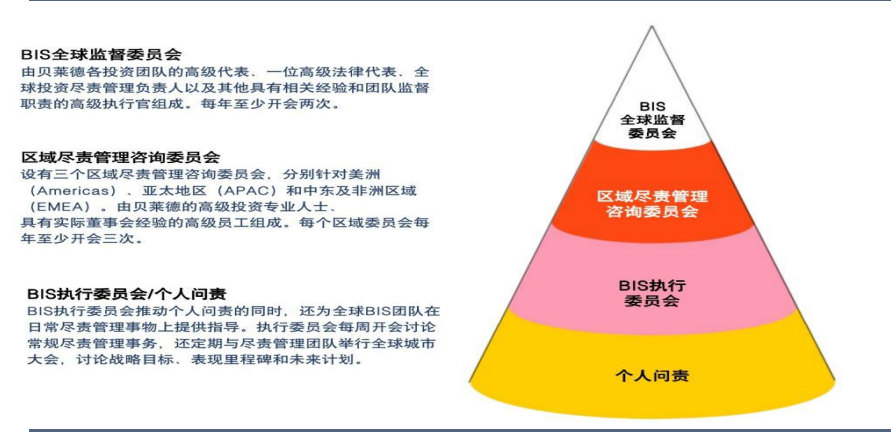
图25：摩根大通的尽责管理框架及尽责管理优先事项



资料来源:摩根大通，国信证券经济研究所整理

■ 贝莱德下设的贝莱德投资尽责管理团队 (BIS) 致力于在代表客户的利益上，推动健全的公司治理和财务稳健性。其设立了专门的风险监督和问责制度框架，以确保尽责管理活动符合每个市场的规则，并汇集全球最佳实践。

图26：贝莱德投资尽责管理团队 (BIS) 的风险管理和问责制框架



资料来源:贝莱德，国信证券经济研究所整理

■ 高盛资产管理建立了自己的全球尽责管理团队，得到高盛的广泛支持，包括法律、合规和运营之间的协调。团队由凯瑟琳·温纳领导，目前共10名团队成员，分别位于纽约、东京和伦敦团队成员具有多样化的专业背景，掌握ESG报告等领域的专业知识。

图27：高盛的尽责管理框架

	参与主题	参与目标	如何通过投票推动目标实现	其他参与领域
气候转型	温室气体排放数据 实质性温室气体减排目标 气候转型战略 生物多样性与自然	鼓励披露温室气体排放量 讨论公司减少温室气体排放的目标 与高影响力行业的企业合作，实施有力且可量化的气候转型战略 识别并解决供应链中的森林砍伐和塑料对生物多样性和自然造成的不利影响	对所有与环境相关的管理层和股东提案进行逐案投票 可能会投票反对未能披露重大气候相关信息的董事会成员	鼓励使用 ISSB、SASB标准，以及TCFD框架 鼓励评估与生物多样性有关的供应链风险和目标设定
包容性增长	董事会多元 日本劳动力多元化	全球公司董事会关注性别和种族多样性 促进劳动力多元化和包容性的最佳实践和信息披露	如果董事会不符合当地上市规则、公司治理准则、国家目标的董事会多元化要求，或者相对于所在市场公司的董事会组成不具有代表性，高盛可能会投票反对提名委员会成员 S&P 500和FTSE 100公司的董事会成员中，至少要有一位是来自少数族裔、能满足多元化的董事，并且需要满足性别多样性的要求，否则高盛可能会投票反对对其提名委员会的成员	鼓励使用 EEO-1表格或类似表格发布劳动力多样性数据 鼓励采用多元化和包容性举措的最佳实践
公司治理	违反全球规范 有争议的事件 区域治理最佳实践	识别并解决有争议的商业行为和违反全球规范的影响 加强股东权利和对最佳治理实践的承诺	高盛可能会投票反对公司的某些董事会成员，如果这些成员违反了全球规范 高盛可能会投票反对公司的某些董事会成员，如果这些成员不符合代理投票政策中所述的治理期望	鼓励高管薪酬与股东利益保持一致 收集信息以做出明智的代理投票决定

资料来源:高盛，国信证券经济研究所整理

- [01] 国信ESG研究体系概览
- [02] ESG开篇：评级和信披
- [03] ESG生态圈：国外背景和本土实践
- [04] ESG实战应用：投资落地
- [05] ESG与资产配置
- [06] ESG展望：海外贸易情景和国内市值管理

- 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。
- 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)。

图28：国内与欧盟碳交易市场碳价走势

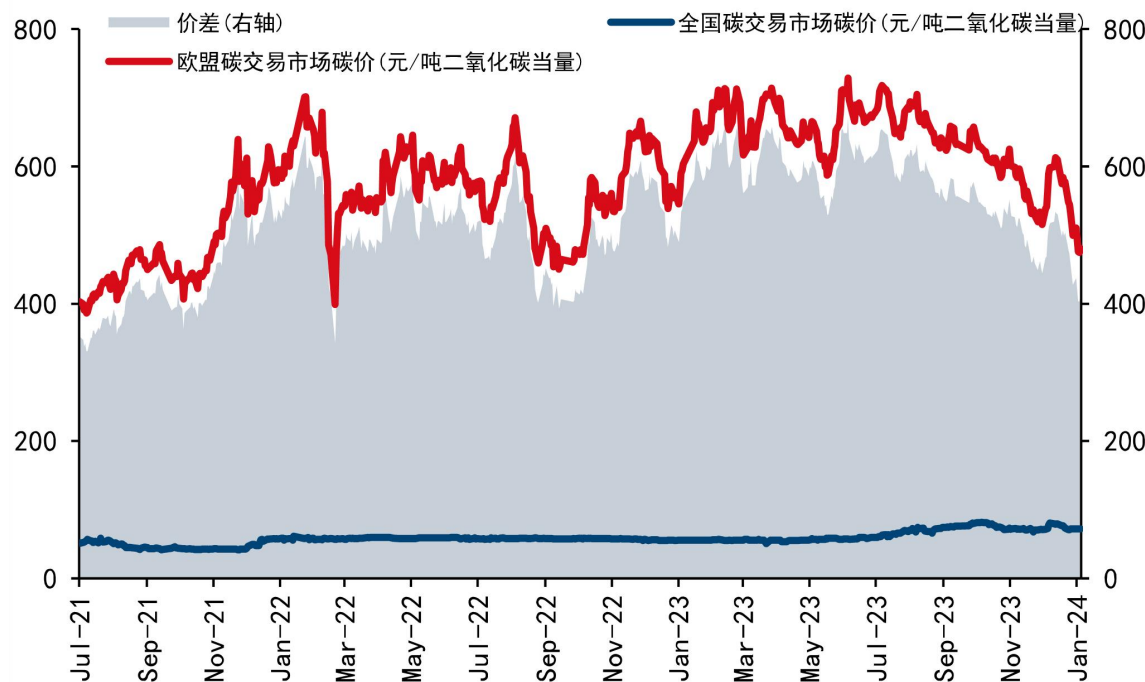
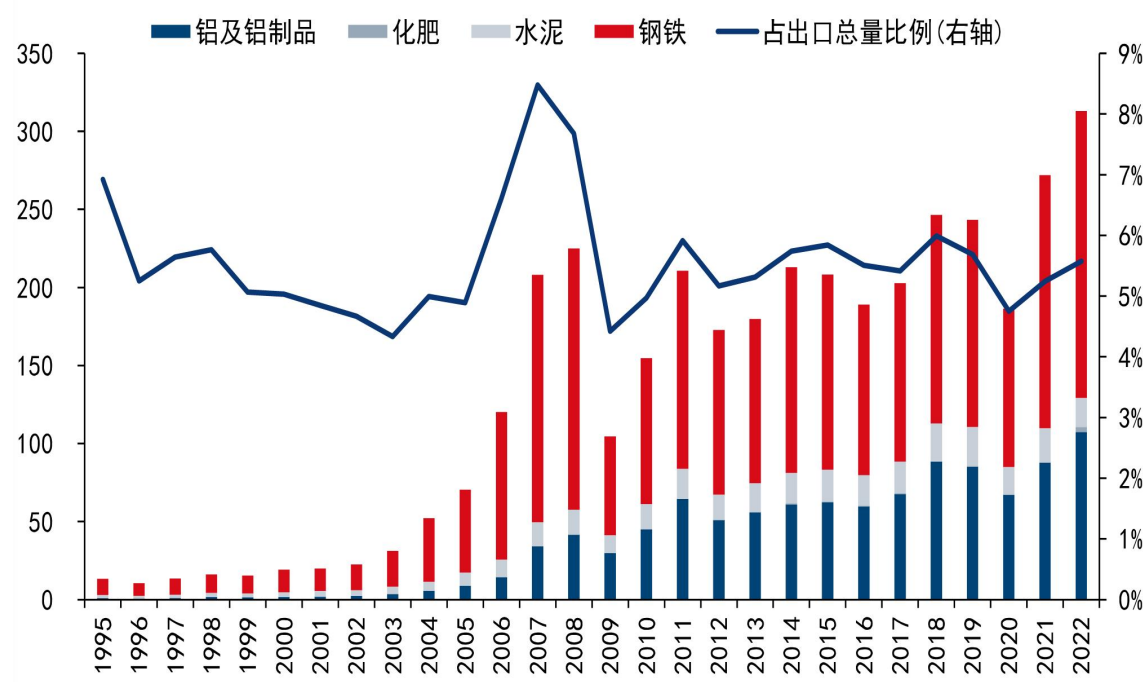


图29：国内对欧盟出口总额(CBAM相关产业，亿美元)



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

聚焦碳排放：完善投后管理制度，落实产品层面的环境信息披露

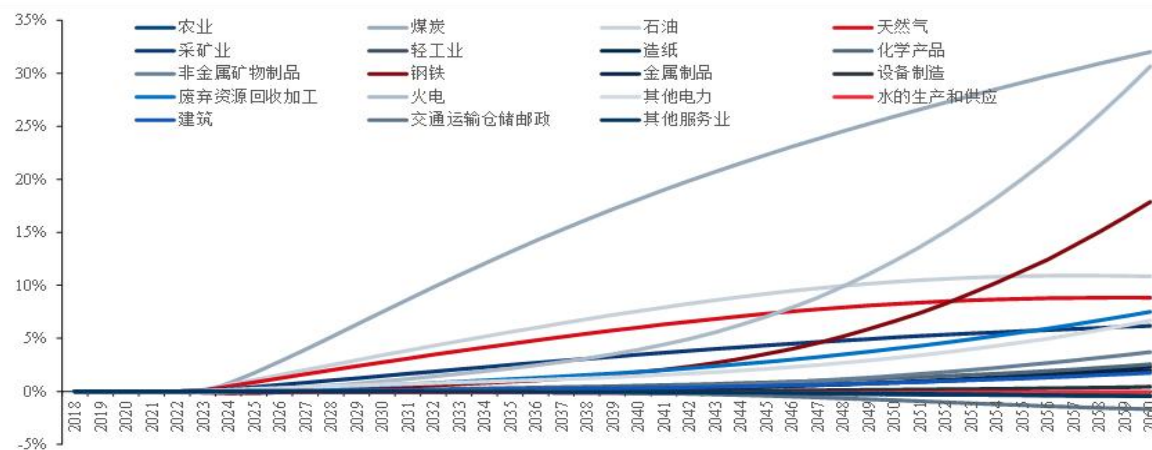
■ 完善投后管理制度、明确短中长期减排目标

- 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公司行为，推动其长期可持续发展的必要举措。

■ 落实产品层面的环境信息披露

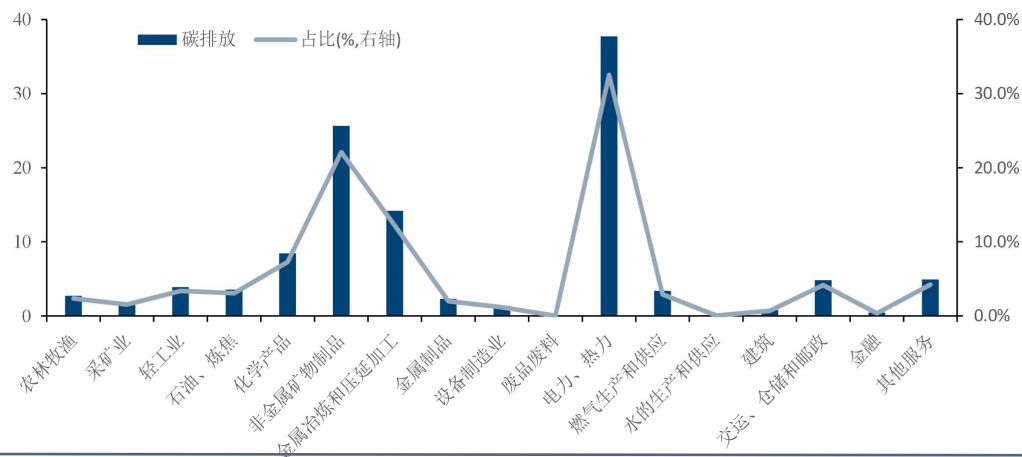
- 聚焦于碳排放，推动资管机构对在管资产进行碳排放和碳足迹的定量核算与公开披露。
- 推进产品层面的环境信息披露，特别是与碳排放相关的信息披露。

图30：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



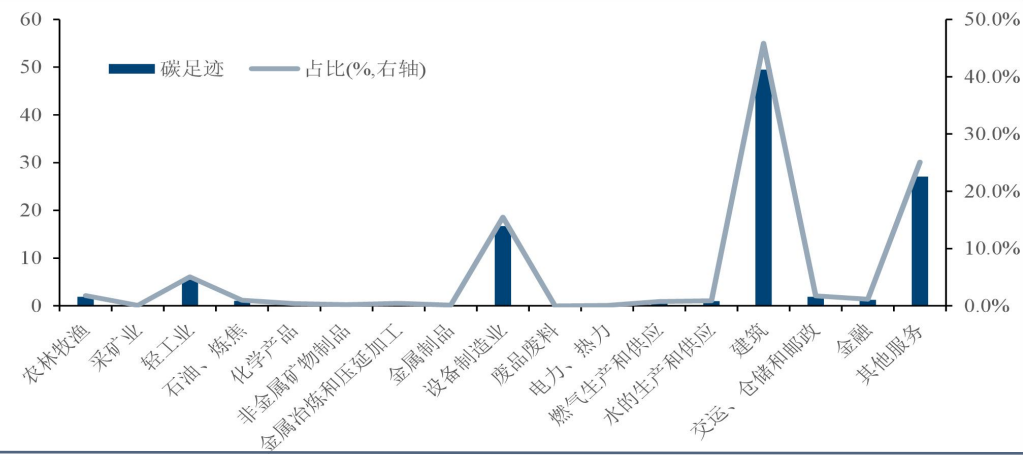
资料来源：万得，国信证券经济研究所测算

图31：2022年国内各行业碳排放



资料来源：EXIOWBASE，国信证券经济研究所整理

图32：2022年国内各行业碳足迹

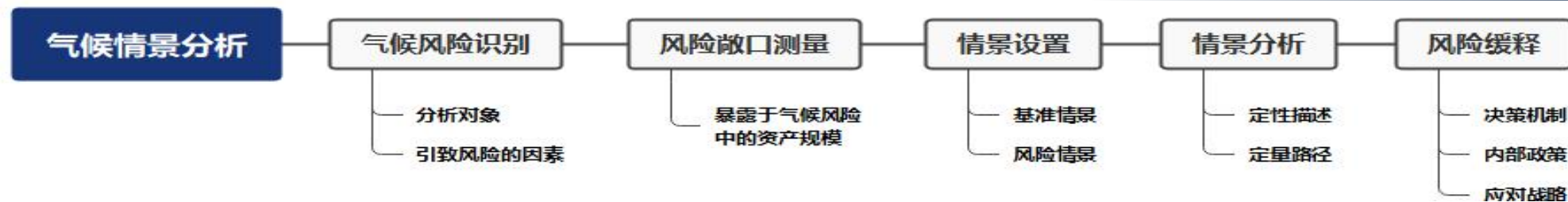


资料来源：EXIOWBASE，基于MRIO模型核算，国信证券经济研究所整理

气候风险：逐步开展气候情景分析、量化评估气候相关风险

- 气候风险概率低、损失大，易诱发金融风险，严重时威胁到金融稳定及宏观经济增长。积极应对气候变化，防范气候风险，是我国实现“双碳”目标的必要保证，更是我国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。

图33：气候情景分析一般性步骤



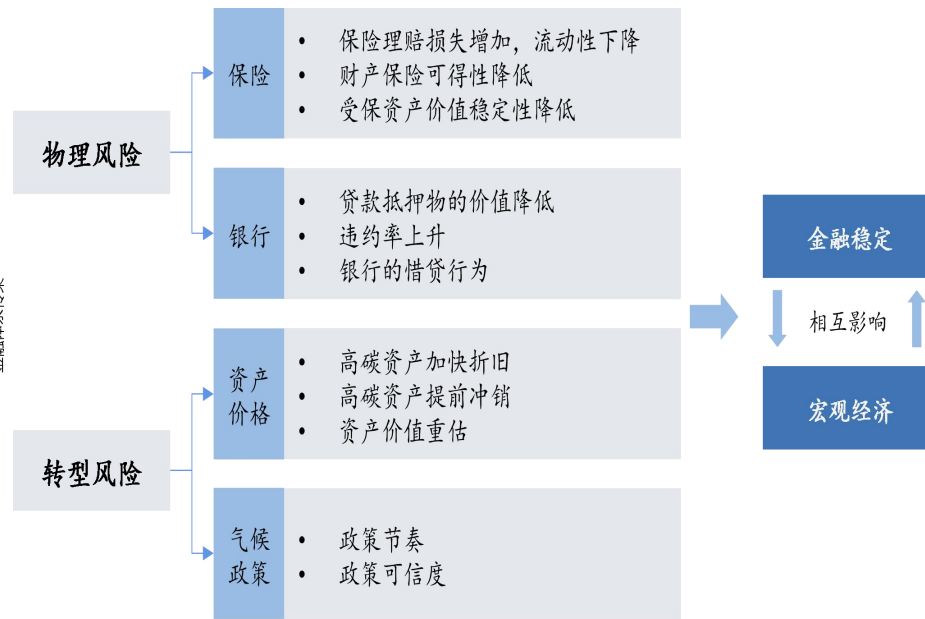
资料来源：刘敏, 彭斯雅, 张江柳. 金融机构气候环境风险管理文献综述[J]. 河北金融, 2022 (07) :57-62, 中国工商银行, 国信证券经济研究所绘制

图34：气候风险可诱发金融风险



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

图35：严重时威胁到金融稳定及宏观经济增长



资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

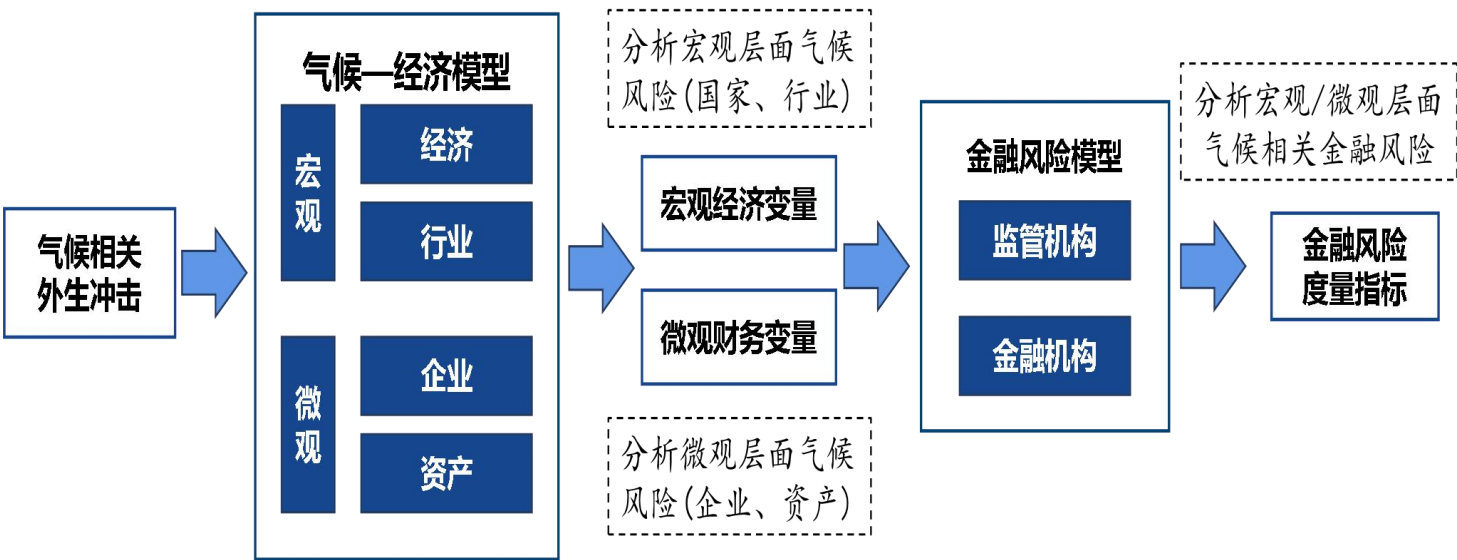
气候风险的影响自下而上逐级传递

- 企业层面：**物理风险和转型风险会对现有的行业格局及商业模式产生冲击，对企业的收入、支出、资产负债、资本与融资等财务业绩与财务状况产生实质性影响。
- 金融机构层面：**气候风险会通过微观主体行为及宏观经济两条渠道传导至金融市场，最终诱发金融风险。
- 宏观金融层面：**气候风险可通过不同的渠道传导，最终对金融系统稳定性产生影响，其中，物理风险可通过金融机构资产负债表、银行信贷供求和市场流动性等渠道影响金融稳定；转型风险可通过资产价格、政策节奏和可信度等渠道影响金融稳定。

气候风险分析的一般流程

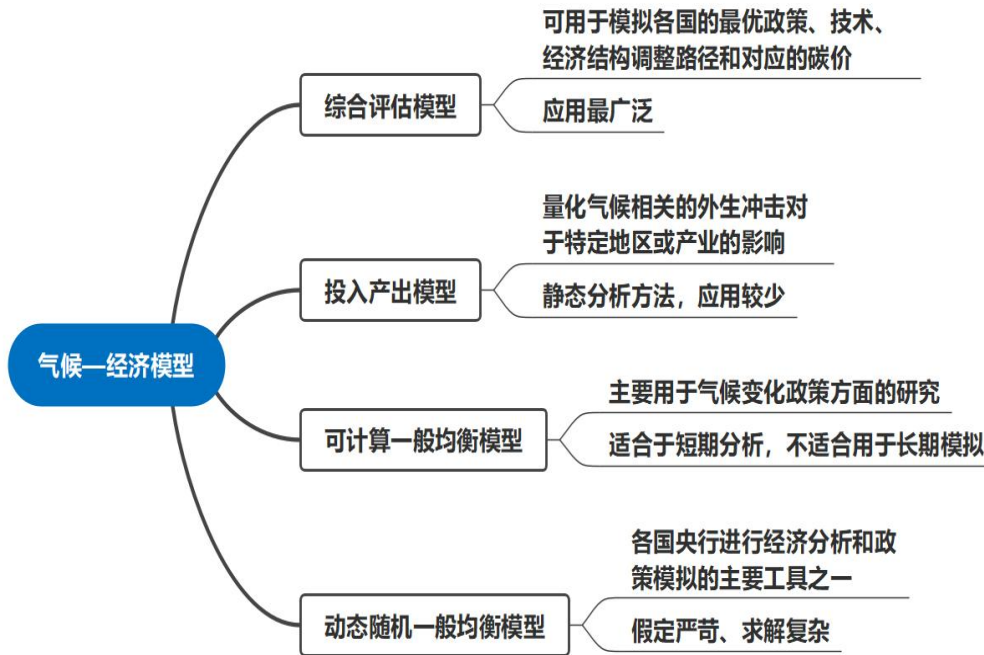
- 为了量化评估气候风险，必须要**明确气候变量与经济、财务变量之间的数量关系**，量化气候变量的变动对宏观经济变量或是微观企业财务变量的影响，这也是气候风险分析的重点和难点。
- 若要进一步评估气候相关金融风险，则可将**气候经济模型输出的相关的经济、财务变量导入传统的金融风险模型中进行分析**。
- 业界和学界主要采用**构建气候-经济模型的方法**，来**量化气候变量和经济、财务变量之间的数量关系**。气候-经济模型的输出一般为宏观经济变量或是企业财务变量，主要用于评估气候风险对宏观经济和微观企业财务的影响。

图36：气候风险分析的一般流程——相对于传统风险分析多了气候—经济建模



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图37：主要气候经济模型

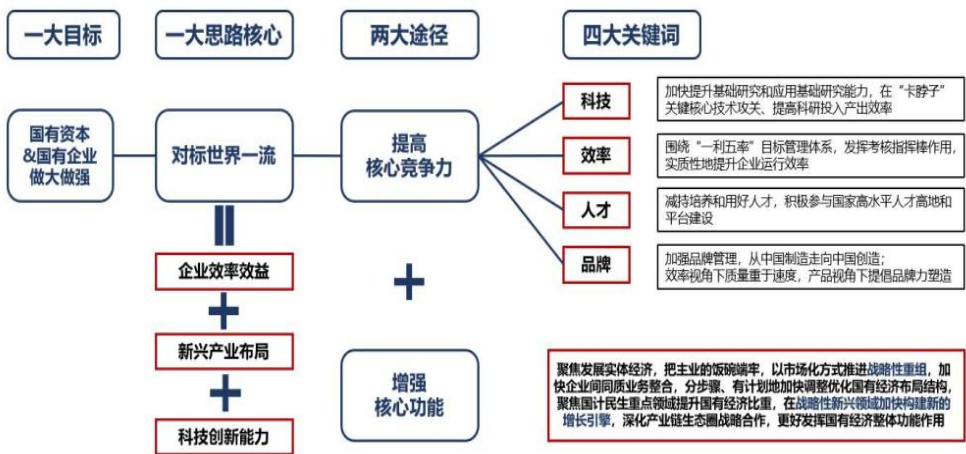


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从“国企改革”到“中特估”，考核指挥棒视角下的投资范式

■ **国企改革新阶段。**党的二十大报告对国央企相关表述中的核心要点在于深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，从而推动国有资本和国有企业做强做优做大。国央企考核指挥棒精细化，对企业经营考核与时俱进提出新要求。

图38：新一轮国企改革内涵及央企考核“指挥棒”变迁历程



资料来源：国资委官网，新华社官网，民政部官网，国信证券经济研究所整理

■ 关注“中特估+”的扩散与落地

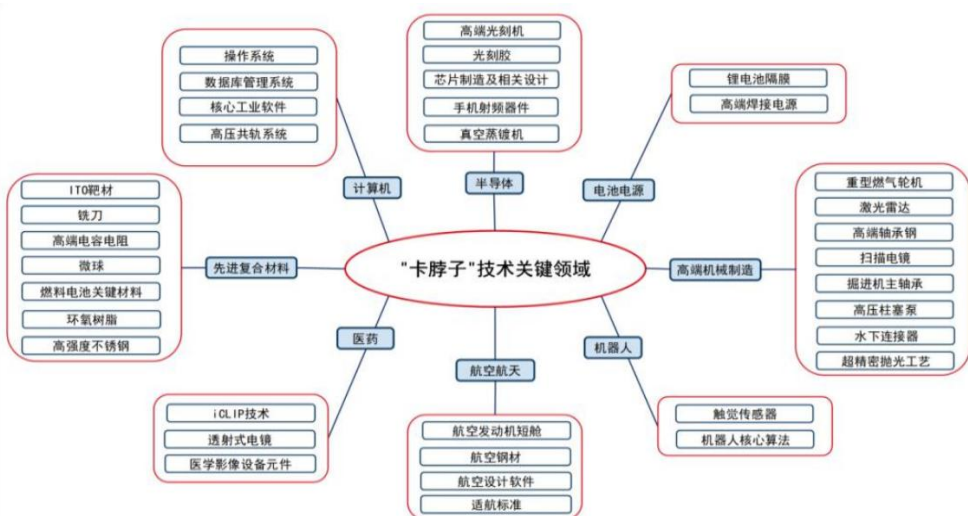
- **前期优势赛道：运营商在“数字经济+中特估”加持下受益。**数字经济实现高质量发展是GDP重要发展驱动因素，作为数字经济龙头，亦是信息技术底座，业务规模大，稳定性强。
- **建设现代化产业体系指引下，新型工业化、制造强国、智能化发展等概念存在长期关注价值。**现代化产业体系现设的着力点整体上与八大新兴产业“卡脖子”领域重合度高，国产化率提升视角下上述领域存在一定关注价值。

图39：数字经济生产框架



资料来源：万得，中国通信院，国信证券经济研究所整理

图40：“卡脖子”技术领域产业链安全建设优先度持续提升



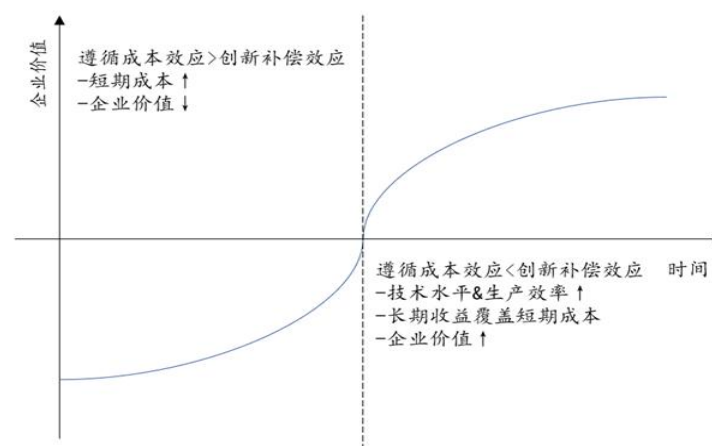
资料来源：科技日报，国信证券经济研究所绘制

企业污染排放及其经济效应——短期此消彼长、长期互促双赢

企业污染排放及其经济效应

- 从短期来看，企业减排的支出会增加其成本负担，企业的减排与企业的财务绩效就会呈现此消彼长的关系。
- 从中长期来看，企业减排与财务绩效的增长并非绝对对立，企业技术水平的提升及效率改进所带来的长期收益可以覆盖掉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。
- 实践中看，高耗能行业产出走高，但相应板块股价反而呈现逆向走弱的趋势。

图41：理论依据：环境规制对企业价值的影响



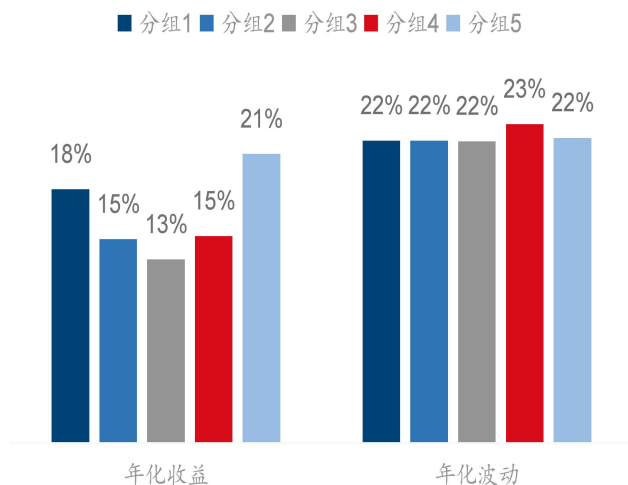
资料来源：有机数，万得，国信证券经济研究所整理

图42：高耗能行业产出走高时，相应板块股价呈现逆向走势



资料来源：有机数，万得，国信证券经济研究所整理

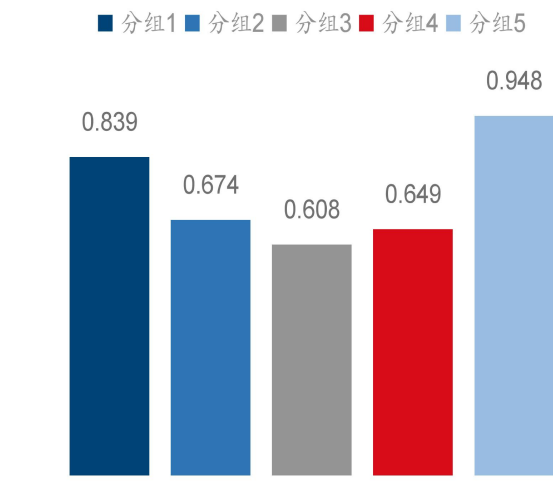
图43：各投资组合的年化收益与波动



资料来源：有机数，万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图44：各投资组合的夏普比率



资料来源：有机数，万得，国信证券经济研究所整理

企业排污与股票截面收益率呈U型关系

- 从各投资组合的年化收益和波动来看，排污环比增长最高的分组5的年化收益最高为21%，排污环比增长居中的分组3的年化收益最低，为13%。
- 虽然各投资组合的年化收益率存在明显差距，但年化波动却几乎没有区别，排污环比增长次高的分组4的年化波动最高，为23%，比其他组合高1%。因此各投资组合的夏普比例与年化收益相似，与排污环比增长成U型分布。

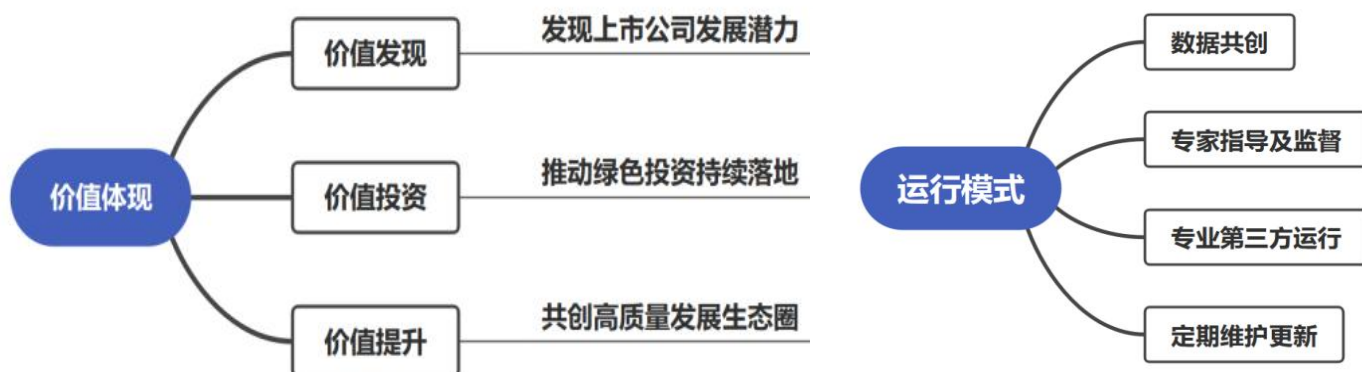
■ 公司治理层面投资价值兑现条件已经初步具备

- **信息不对称问题得到缓解。** ESG信息披露制度有序推进，强制性信息披露政策正由国央企及金融机构向全行业拓展，地方性ESG生态体系建设也正在加速推进。
- **资本市场建设的政策基调发生转变，开始由增量拓展转为优化存量。** 在监管政策持续趋严的背景下，前期基本面良好，公司治理表现优异的上市公司更容易获得投资者的青睐。

■ 回测易董ESG+8价值评级体系中和G相关的公司治理、战略规划、资本运作、投资者关系和负面风险等5个指标的选股能力

- **根据回测结果，在样本期间内，风险因素指标具有与预期相符的正面筛选和负面筛选的选股效果，可以作为负向剔除的因子来增厚收益。**
- **考虑到企业的规模与估值特征，可使用公司治理指标进行正面筛选+负面筛选。** 公司治理指标既可以用来正面筛选，又可以用来负面筛选；战略规划和投资者关系指标则可以用来负面筛选；而资本运作指标则可以作为反向指标。
- **“ESG+”有望成为ESG领域的占优策略。** 将ESG数据与其他选股策略相结合，能够相对有效地获取超额收益，并有助于减少投资收益的大幅波动。
- **ESG评级结果可以根据上市公司所处的生命周期阶段进行差异化调整，从而避免错失良好的投资机遇。**

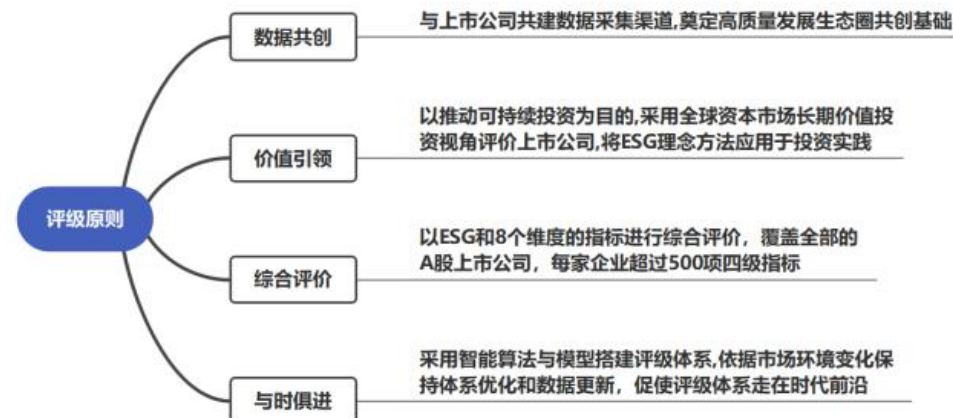
图45：易董 ESG+8 价值评级体系价值体现及运行模式



资料来源：易董，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图46：基于投资者关系等指标的分组组合的平均估值水平

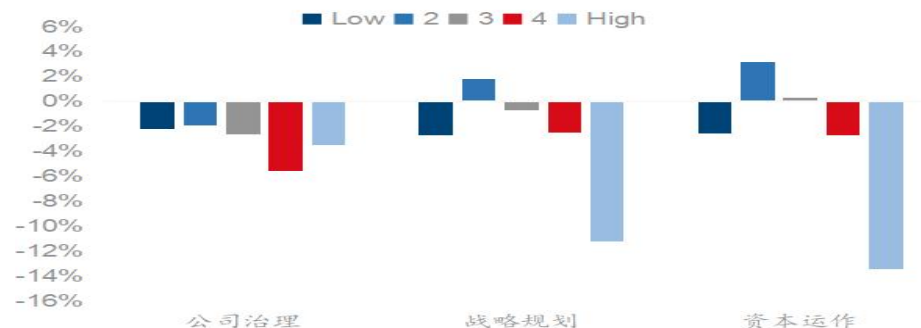


资料来源：易董，国信证券经济研究所整理

实证结果—剔除规模价值效应后，公司治理因子选股能力

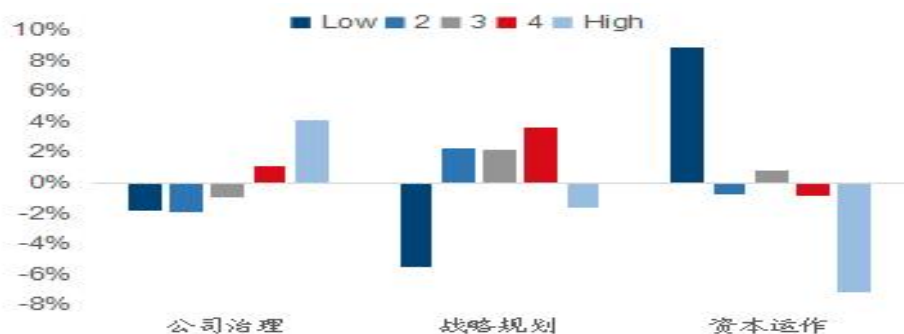
- 考虑到样本区间内存在明显的规模效应及一定程度的价值效应，同时公司治理等指标的各分组平均规模和平均估值水平存在明显的差异，因此我们**剔除规模效应和价值效应**对各分组的影响。
- **实证结果：**仅有风险因素指标有与预期相符的正面筛选和负面筛选的选股效果，**公司治理、公司战略规划、投资者关系三个因子选股失效**的主要原因在于公司治理三个指标的最终评级结果与上市公司的规模呈现显著的正相关关系，而在样本区间内，A股呈现出明显的规模效应，大盘股的收益表现明显劣于其他股票，因此正面筛选这些指标值较高的股票，在样本区间内的收益率明显较低。此外，**资本运作因子选股同样面临失效问题**，原因在于增发股份的上市流通将造成原有股东流通权价值的转移和损失，导致负价格效应，而且上市公司往往倾向于在股价被高估时通过股份增发融资。

图47：基于公司治理等指标的分组投资组合的累计收益



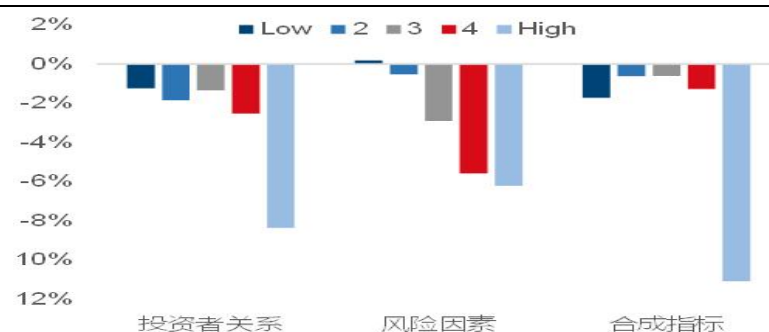
资料来源：易董，万得，国信证券经济研究所整理

图49：基于公司治理等指标的分组组合的累计超额收益



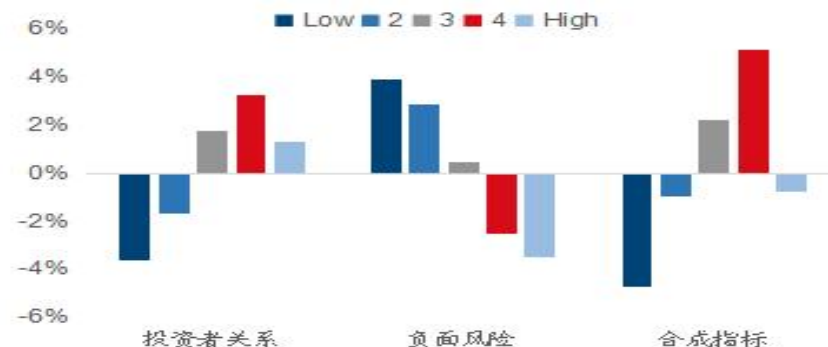
资料来源：易董，万得，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图48：基于投资者关系等指标的分组投资组合的累计收益



资料来源：易董，万得，国信证券经济研究所整理

图50：基于投资者关系等指标的分组组合的累计超额收益



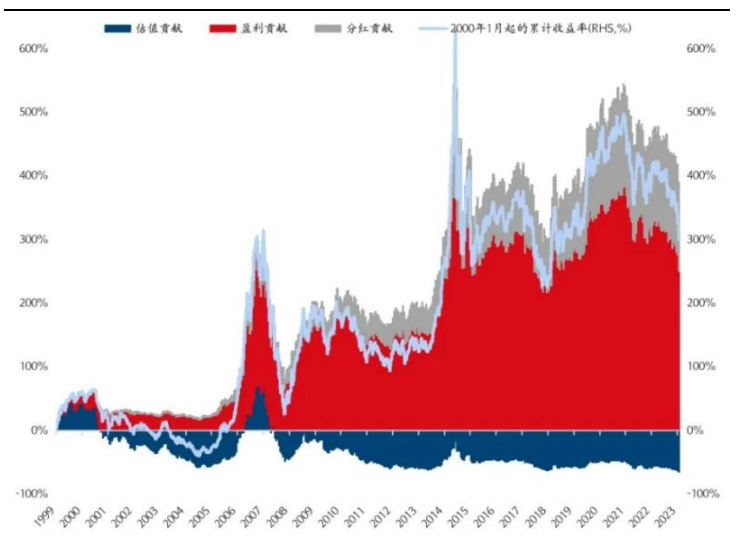
资料来源：易董，万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 国信ESG研究体系概览
- [02] ESG开篇：评级和信披
- [03] ESG生态圈：国外背景和本土实践
- [04] ESG实战应用：投资落地
- [05] ESG与资产配置
- [06] ESG展望：海外贸易情景和国内市值管理

ESG+高股息投资策略

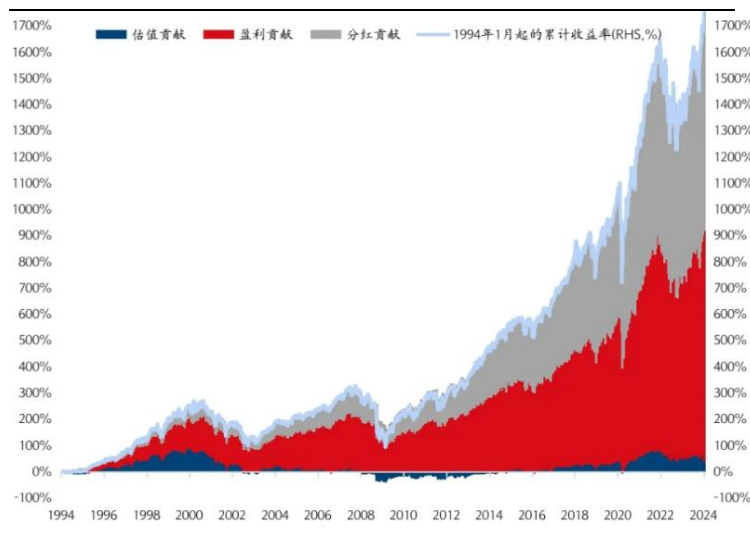
- **高股息与ESG的公司治理维度理念高度契合。**一方面，ESG语境中的公司治理维度，要求上市公司在追求经济效益的同时兼顾利益相关者权益，在不影响公司运营的前提下，提高分红比例，是让利益相关者共享上市公司发展成果的必要举措。另一方面，ESG评级较高的上市公司，多为公司治理体系完善，处于成熟期的公司，这些企业盈利和现金流稳定，高度契合高股息特征。
- **分红和回购制度是推动资本市场转型的重要抓手。**在海外成熟资本市场中，分红回购也是股票资产的主要收益来源之一，为股市的稳定增长提供了坚实的支撑。资本市场在相关监管政策的引导下从“融资市”向“投资市”转变过程中，分红和回购制度的完善和实施，是构建以投资者为本资本市场的重要一环。

图51：A股长期驱动力拆解



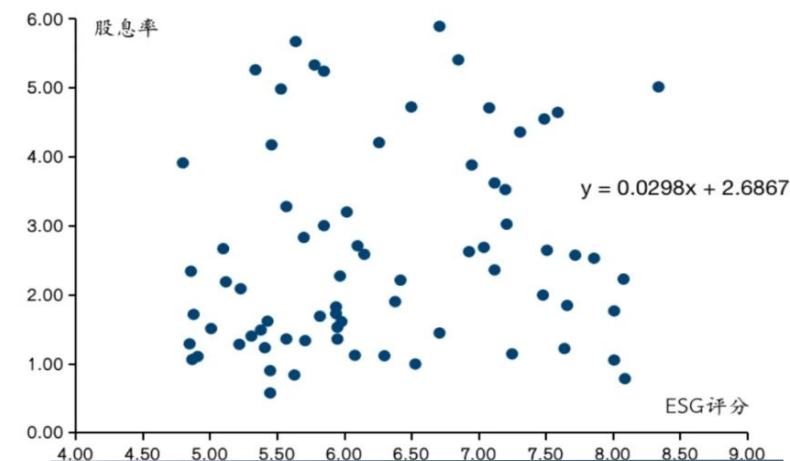
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图52：SPX长期驱动力拆解



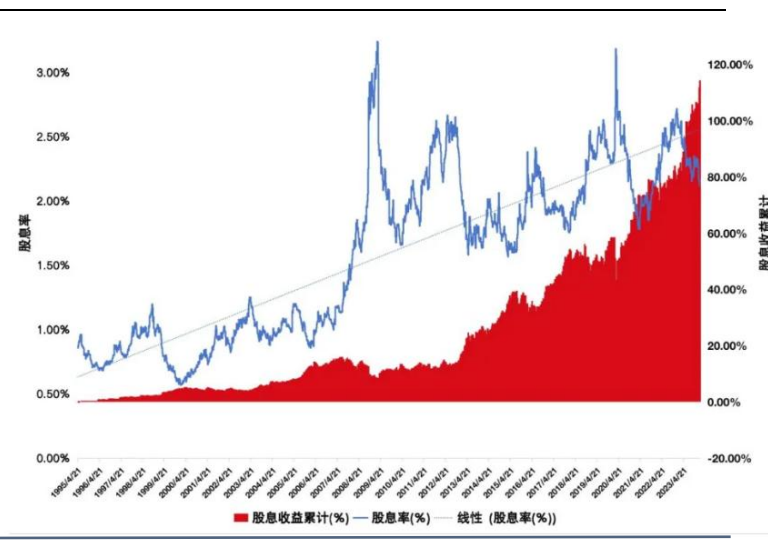
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图53：上市公司股息率和ESG评级的散点



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图54：日本股息率和股息收益累积的变化

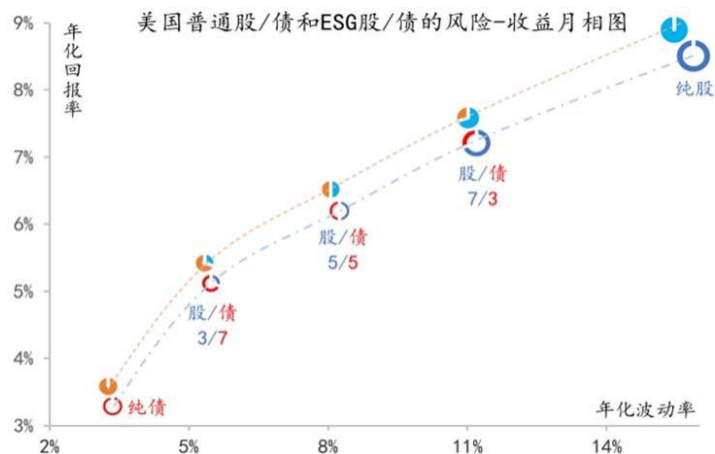


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

ESG发展与ESG主题基金

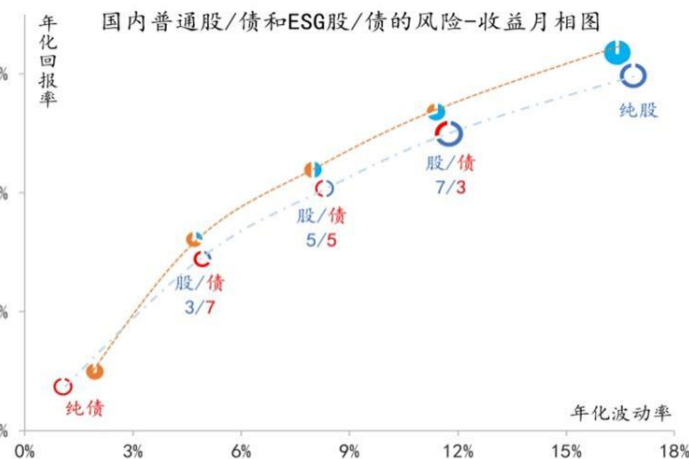
- 海外 ESG 主题发展时间较长，我们以美国的标普 ESG主题指数作为研究标的，可以发现新冠疫情以来，全球化掀起了新一轮的绿色化浪潮，ESG 指数的搜索热度、标普 ESG 指数相对于标普 500 指数的超额收益双双走高，走出结构性行情。
- 从大类资产配置的角度来看，传统的股债组合替换为 ESG 属性股债组合可优化风险调整后回报。责任投资可以提升组合的风险-收益权衡，如果将国内、美国的广义股-债配比替换为 ESG 股票指数和 ESG 债券指数，则在不同的配置比例下都可以用更低的波动率换取更高的回报率，上移传统组合的资本市场线位置。在 ESG 类债券指数的筛选中，国内可以选取发展历史相对较长，受益于双碳目标的绿色债券指数，作为投资组合中传统债券指数的替代品。

图56：美国ESG投资可以获得更好的风险调整后回报



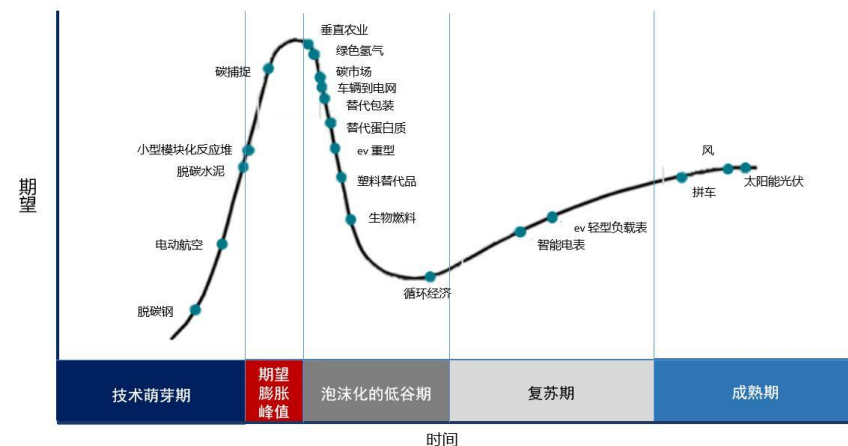
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图57：海外ESG配置中的良好经验在国内同样适用



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图55：ESG 相关行业的技术成熟度曲线



资料来源：《ESG Outlook: Advancing Climate Innovation》,Stella Y.Xu (2022),国信证券经济研究所整理

图58：新冠疫情后，ESG 的关注度、ESG 属性股票的超额收益双双抬升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从风险平价走向绿色平价

在理论模型层面，环境因子对资产定价的影响通常通过风险溢价和折现率的调整来体现。环境风险被纳入资本资产定价模型或股利贴现模型中，作为额外的系统性风险因素。企业的环境绩效和可持续发展策略可能影响其预期现金流，从而改变投资者对其未来收益的预期。随着监管的不断完善和全球ESG共识提升，预计“环境+资产配置”策略将在未来发挥更大的使用空间。

绿色投资组合更抗风险

Avramov et al(2024)基于ESG评分和环境评分的回归结果显示，面对长期风险冲击，注重环保的绿色投资组合比非环保投资组合受到的负面影响更小。绿色投资组合显示出正向的ESG需求风险溢价，抵消了收益率风险溢价。同时由ESG需求冲击引起的正且显著的平均额外回报抵消了负向的预期回报。

图59：市盈率（不包括科技股）的时间序列

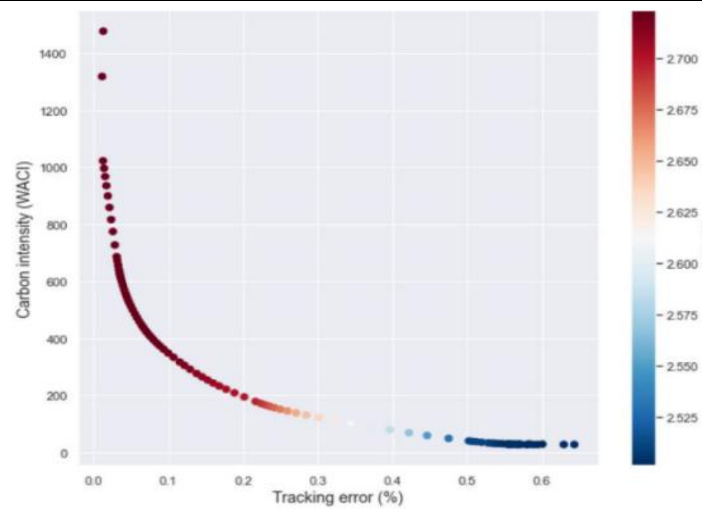


资料来源：Avramov D, Lioui A, Liu Y, et al. Dynamic ESG equilibrium[J]. Management Science 2024, 国信证券经济研究所整理

环境有效前沿

环境有效前沿是一种投资组合优化方法，它结合了ESG因素，旨在通过考虑投资的碳足迹和气候风险，来优化投资组合的环境效益和财务回报，同时推动可持续发展目标。这种方法论通常应用于固定收益投资，尤其是公司债券投资组合。该方法论的核心在于最小化投资组合相对于基准组合的跟踪误差，同时减少投资组合的加权平均碳强度。

图60：环境有效前沿：加权平均碳强度 vs 跟踪误差

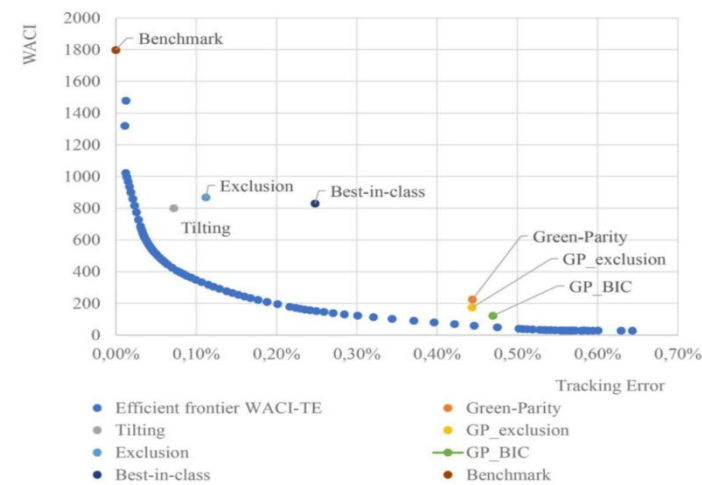


资料来源：Bajo M, Rodríguez E. Green Parity and the Decarbonization of Corporate Bond Portfolios[J]. Financial Analysts Journal, 2023, 国信证券经济研究所整理

从风险平价走向绿色平价

绿色平价策略（Green Parity, GP）是一种新兴的可持续投资策略，它将风险平价策略中的概念应用于考虑气候风险的投资组合构建中。Bajo 和 Rodríguez（2023）通过实证分析发现，与其他传统可持续投资策略相比，GP策略在实现相对绿色绩效比率方面最为有效，能够在实现显著的碳足迹减少的同时，保持较低的跟踪误差和较好的资产及行业分散度。

图61：GP 策略在实现相对绿色绩效比率方面最为有效



资料来源：Bajo M, Rodríguez E. Green Parity and the Decarbonization of Corporate Bond Portfolios[J]. Financial Analysts Journal, 2023, 国信证券经济研究所整理

ESG战略资产配置：寻找组合的ESG有效曲面

我们选取均值方差模型作为ESG战略资产配置流程的切入点，主要涉及三个步骤：确定投资标的、预测投资标的的回报和风险、基于预期回报和风险绘制有效前沿，并使用两种方法确定投资者的效用函数。

图62：在战略资产配置的三步骤中分别融入ESG的效果/影响

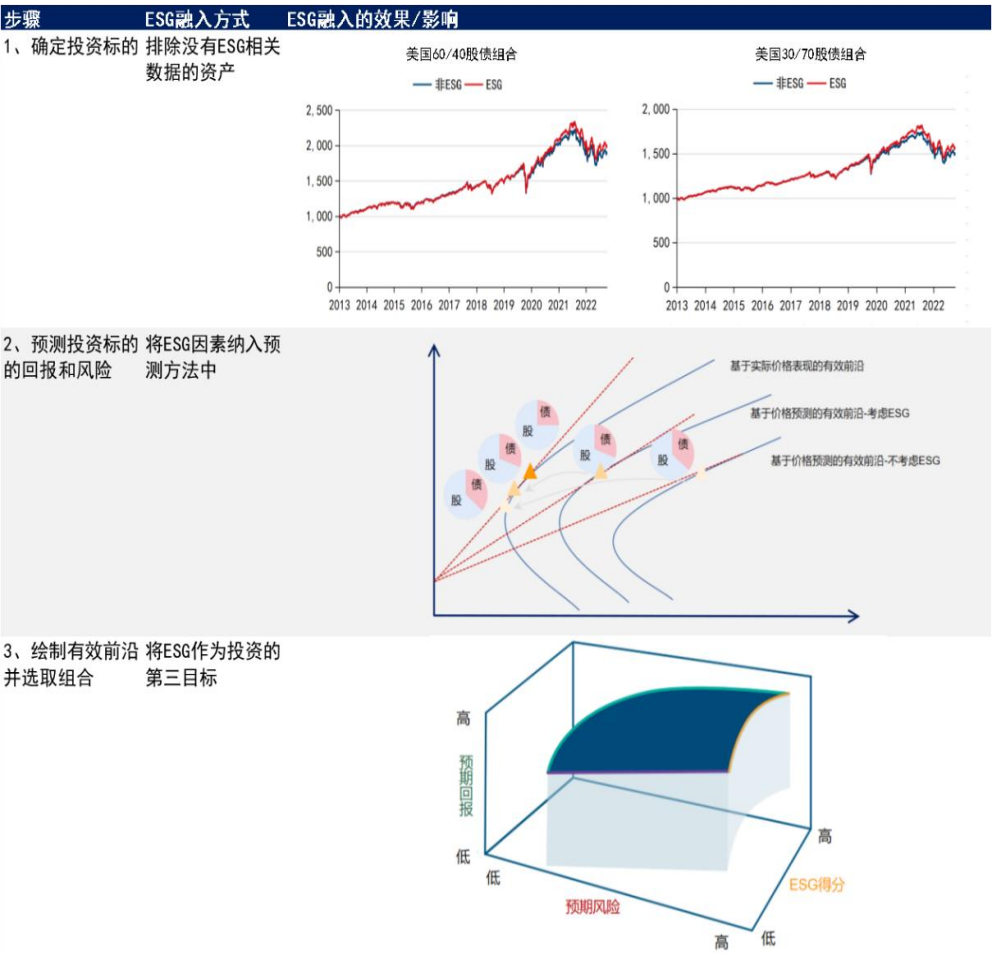
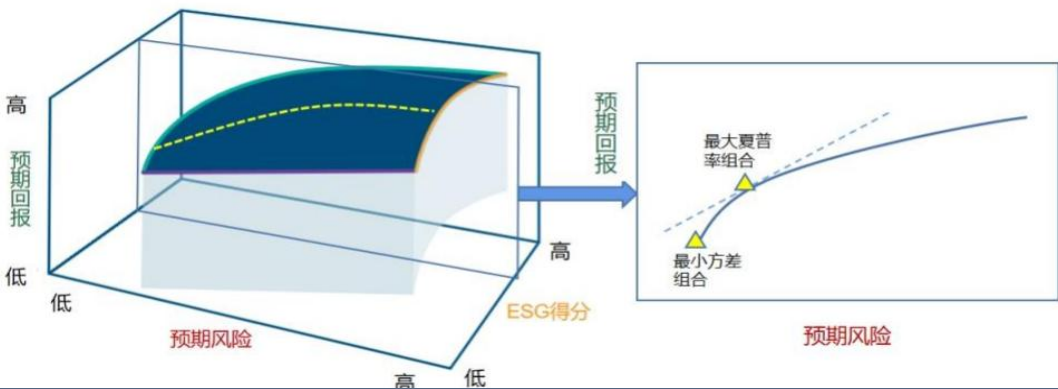
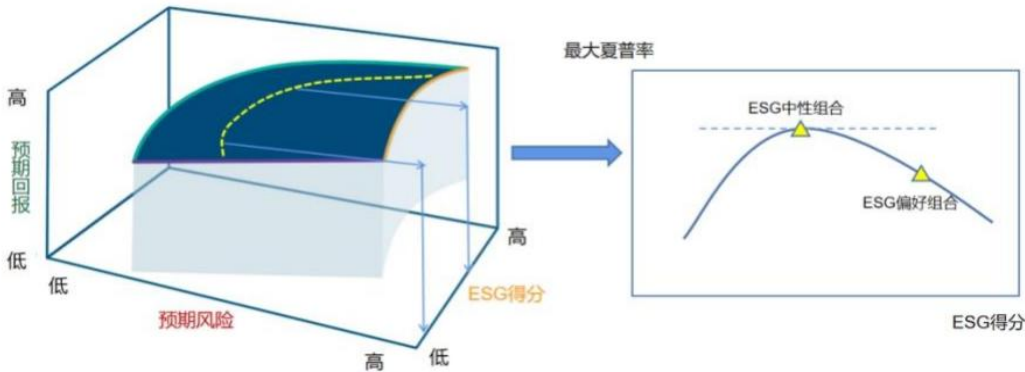


图63：方法一——在固定 ESG 目标的平面上找到有效前沿



资料来源：T. Rowe Price (2022) 《Adjusting Asset Allocation for ESG Preferences》，《The Complex Science of Integrating Impact Into Portfolio Design》，国信证券经济研究所整理

图64：方法二——在有效曲面上找到各 ESG 目标下的最大夏普率组合



资料来源：T. Rowe Price (2022) 《Adjusting Asset Allocation for ESG Preferences》，《The Complex Science of Integrating Impact Into Portfolio Design》，国信证券经济研究所整理

资料来源：彭博、T. Rowe Price (2022) 《Adjusting Asset Allocation for ESG Preferences》，国信证券经济研究所整理

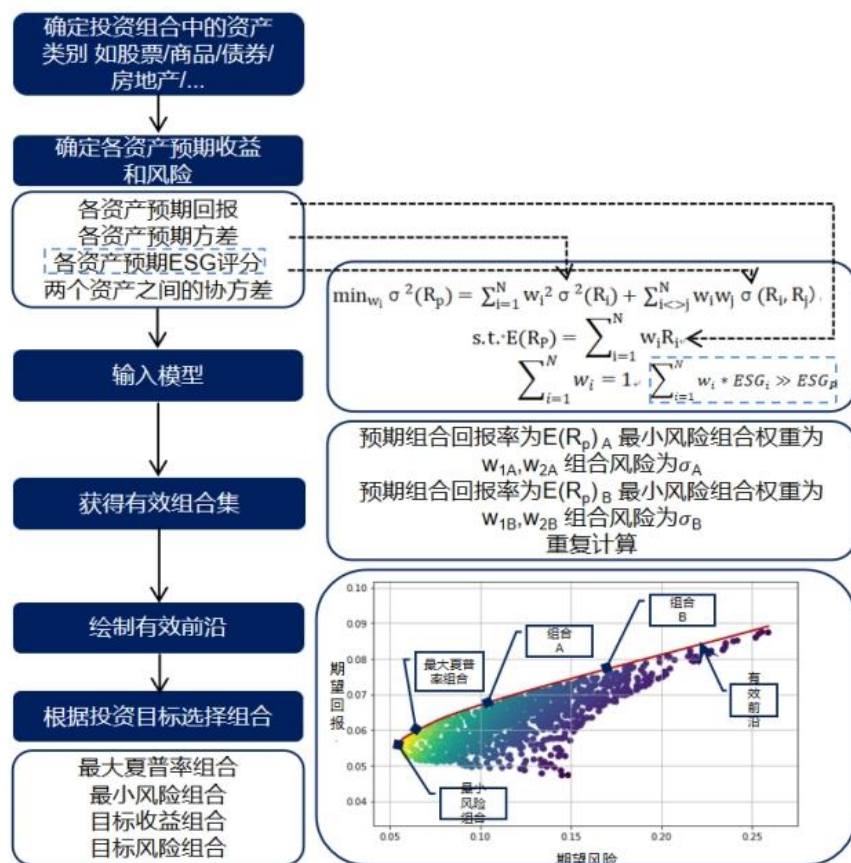
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

ESG战略资产配置：寻找组合的ESG有效曲面

方法一：在固定ESG目标的平面上找到有效前沿

我们在经典均值方差模型中引入了ESG约束，随着对ESG的约束越强（投资者希望实现的ESG水平越高），有效前沿将会越向右移动，即实现同等回报的组合需要面临更大的风险（或是在同等风险水平下组合的回报率更低）。

图65：均值-方差（ESG 约束）模型使用流程

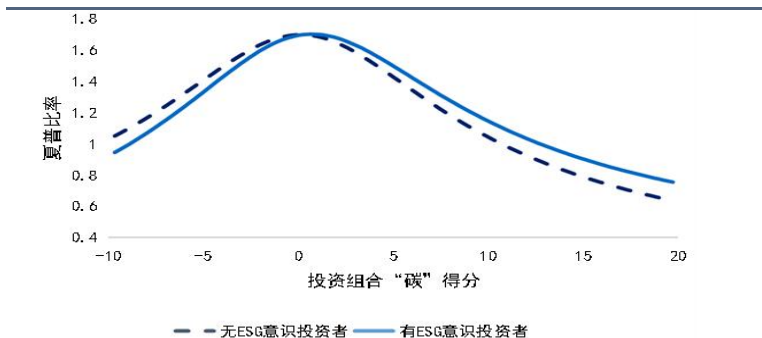


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

方法二：在有效曲面上找到各 ESG 目标下的最大夏普率组合

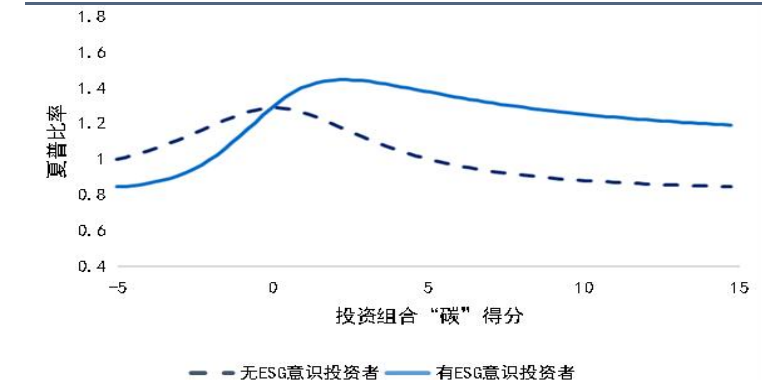
对于每一个 ESG 水平找到最高夏普率组合，将所有 ESG 水平上的最大夏普率连接起来绘制成 ESG-夏普率边界。以碳排放作为环境的代理变量来看，使用碳排放这一环境代理在解释平均回报方面的帮助甚微。以明晟 ESG得分作为 ESG 的代理变量来看，使用或不适用经 ESG 调整后的预期绘制的 ESG-SR 事前前沿差距较大。

图66：考虑投资组合“碳”得分的事前ESG-夏普率前沿



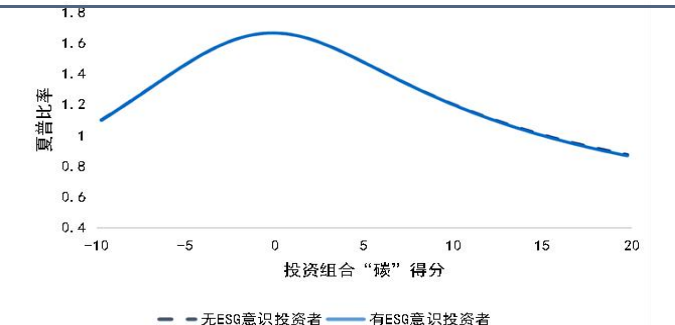
资料来源：Pedersen LH, Fitzgibbons S 等（2021）
《Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier》，
国信证券经济研究所整理

图67：考虑投资组合ESG得分的事前ESG-夏普率前沿



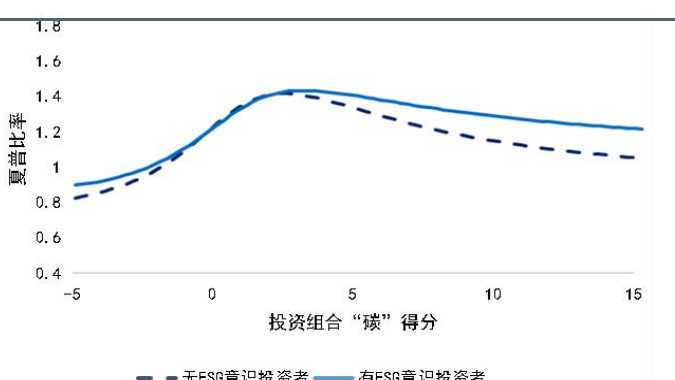
资料来源：Pedersen LH, Fitzgibbons S 等（2021）
《Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier》，
国信证券经济研究所整理

图68：考虑投资组合“碳”得分的事后ESG-夏普率前沿



资料来源：Pedersen LH, Fitzgibbons S 等（2021）
《Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier》，
国信证券经济研究所整理

图69：考虑投资组合ESG得分的事后ESG-夏普率前沿



资料来源：Pedersen LH, Fitzgibbons S 等（2021）
《Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier》，
国信证券经济研究所整理

ESG战术资产配置：代表性ESG的表现和因子回归

图70：代表性ESG指数相对表现和因子回归结果

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

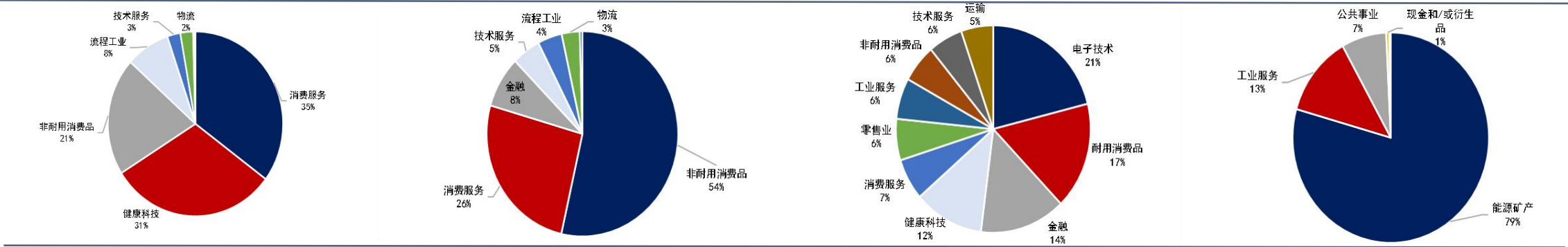
指数	超额收益		市场因子暴露		规模因子暴露		价值因子暴露		调整的R ²
	估计值	t统计量	估计值	t统计量	估计值	t统计量	估计值	t统计量	
SEEE碳中和	9.23%	2.27	0.96	-2.02	-0.09	-3.15	-0.25	-10.00	78.84%
持续发展	2.05%	1.57	0.97	-3.30	-0.50	-46.70	0.21	24.08	96.59%
300 ESG	1.75%	1.06	0.98	-2.04	-0.50	-29.39	0.12	10.65	96.02%
ESG 120策略	1.61%	1.04	1.00	0.01	-0.26	-20.00	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

“反 ESG” 策略案例研究：“漂绿” 的对立面是 “漂黑”

- 为了回答 “反 ESG” 基金究竟是为了博人眼球还是却有其底层逻辑，我们选取了 BAD、VICE、YALL 和 DRLL 等四只 “反 ESG” 基金，分析其资产组合结构。
- “反 ESG” 基金投资的行业集中度较高，并且倾向投资于行业内 ESG 绩效水平较高的公司。由此可见，“反 ESG” 基金并不反对 ESG 的投资价值。
- 需要注意的是，“反 ESG” 基金多投资于具有负面社会影响的行业，如博彩等，其投资风潮可能会引发一系列危害环境、影响伦理道德的问题。

图71：BAD、VICE、YALL、DRLL基金投资组合分行业结构



资料来源：www.etf.com，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2023年一季度。

图72：四种 “反 ESG” 基金对比

简称	全称	成立时间	管理人	费率	管理策略	资产管理规模	投资组合市盈率	投资组合市净率	指数跟踪	1M		波动率	3M		最大回撤 持续时间	1Y		最大回撤 持续时间
										收益率	收益率		最大回撤	最大回撤		收益率	波动率	
BAD	BAD ETF	2021/12/22	Toroso Asset Management	0.75%	被动	903万美元	64.43	2.72	EQM BAD Index	-2.26%	-4.25	17.27%	-9.87%	23d	-4.27%	26.02%	-24.47%	181d
VICE	AdvisorShares Vice ETF	2017/12/12	AdvisorShares	0.99%	主动	899万美元	17.42	2.98	-	-0.09%	1.17%	14.57%	-7.41%	26d	-4.71%	23.65%	-23.67%	209d
YALL	God Bless America ETF	2022/20/20	Curran Financial Partners	0.65%	主动	3135万美元	27.39	6.45	-	-1.15%	3.71%	19.12%	-7.11%	15d	-	-	-	-
DRLL	Strive U.S. Energy ETF	2022/8/9	Strive Asset Management	0.41%	被动	3.5668亿美元	8.36	2.49	Selective United States Energy Regulated Capped Index	1.12%	-3.30%	25.74%	-9.74%	27d	-	-	-	-

资料来源：www.etf.com，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外一级市场ESG实践

- **负责任投资原则（UNPRI）框架。**“负责任投资原则”鼓励投资者在做出投资决策时采纳六项“负责任投资原则”，同时，PRI的签署方需要每年按要求填报PRI年度报告。
- **KKR**致力于推进在一级市场的可持续投资，形成了各个团队共同合作、覆盖投资全过程的可持续投资策略框架。
- **Brookfield**专注于保持强大的公司治理、致力于可持续发展投资，已经建立了将可持续性的监督融入Brookfield日常投资工作的整体治理框架，凭借其丰富的行业经验和稳健的投资策略，持续为投资者创造长期价值。

图73：UN PRI 报告框架



资料来源：UN PRI，国信证券经济研究所整理

图74：KKR可持续投资策略框架



资料来源：KKR，国信证券经济研究所整理

图75：Brookfield可持续投资框架



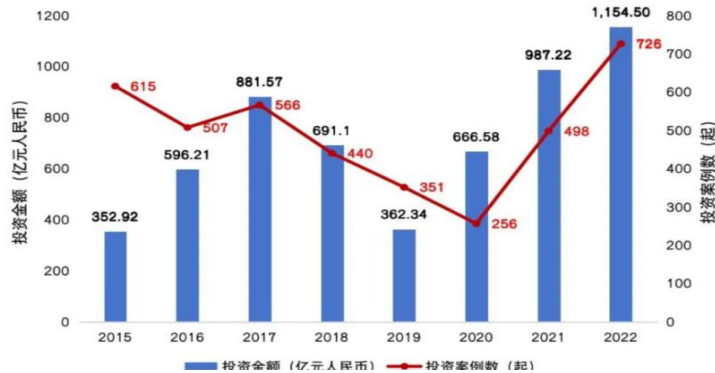
资料来源：Brookfield，国信证券经济研究所整理

图76：中国一级投资机构的绿色投资制度建设情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，国信证券经济研究所整理

图77：中国股权投资市场绿色产业投资情况



资料来源：清科研究中心，国信证券经济研究所整理

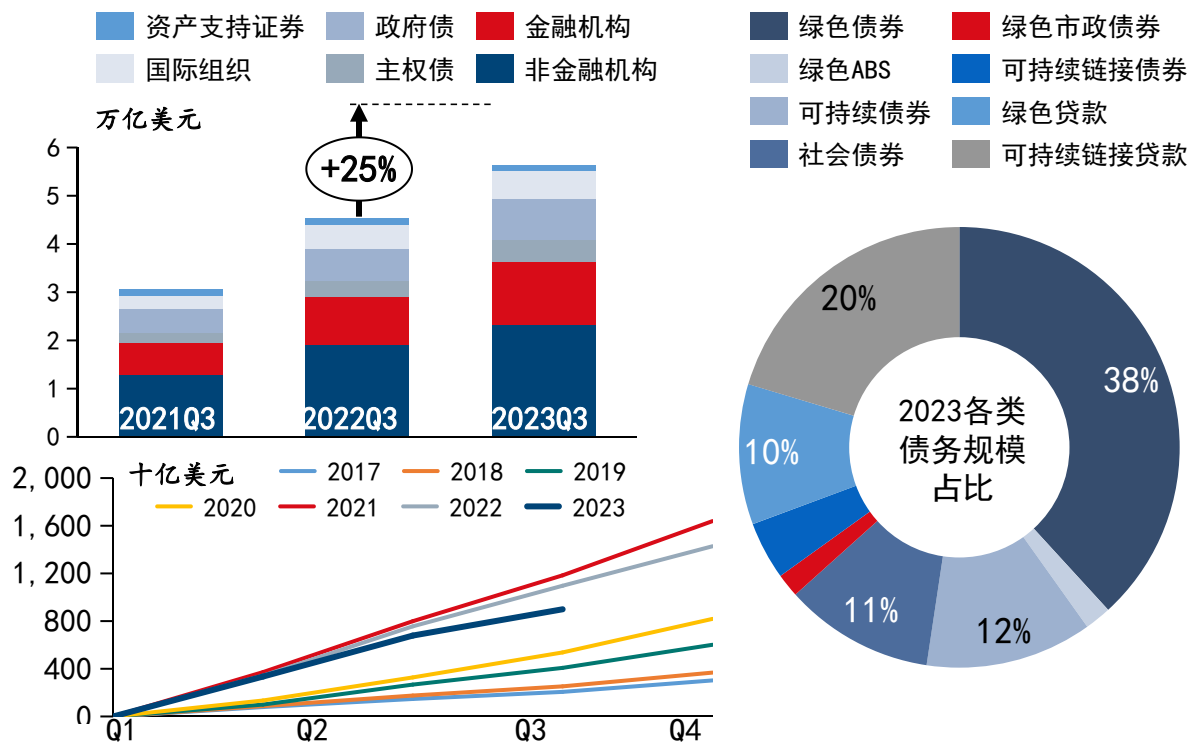
国内一级市场ESG实践

- 中国ESG政策体系框架的建设过程呈现出以下几个主要特征：政策体系逐步完善、信息披露要求逐步升级、本土化特征明显、多部门协同推进。
- 当前ESG投资理念我国一级市场不断升温，截止2024年8月11日，中国大陆共有42家一级投资机构签署加入了联合国负责任投资原则组织（UN PRI）。可以看出，2022年是签约机构数量增加速度最快的一年，达到20家。这表明接受ESG理念的投资机构群体正不断扩大。

全球可持续债权型资产工具的发展情况

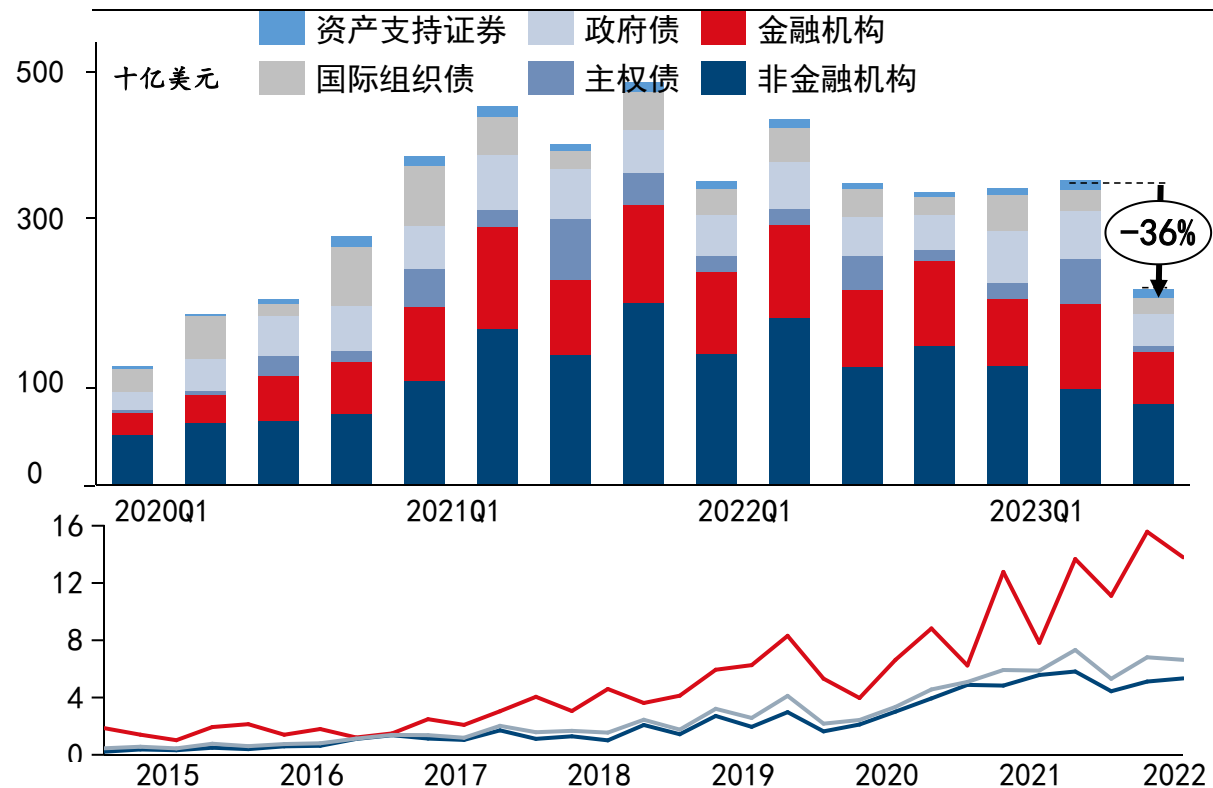
- ESG债务规模稳步扩张：全球ESG债务规模在2023年超过了5.6万亿美元，相对于一年前的4.5万亿美元，规模扩张25%，其中发债主题主要是金融机构及非金融机构，占比最高的是绿色债券和可持续链接贷款，分别占ESG债务总规模的38%和20%。
- 从构成角度来看，近两年全球ESG债务发行规模的放缓主要归因于企业发行的疲软。这与借贷成本上升所引发的企业整体借贷大幅缩减的趋势相吻合。当前，欧元区正处于经济衰退之中，多国对经济增长放缓的预期导致了企业在借贷方面的疲软表现。相对而言，主权债和政府债的发行量呈现出略有增加的态势。

图78：可持续债务规模变动及构成



资料来源：IIF，国信证券经济研究所整理

图79：不同年度可持续债务累计发行量

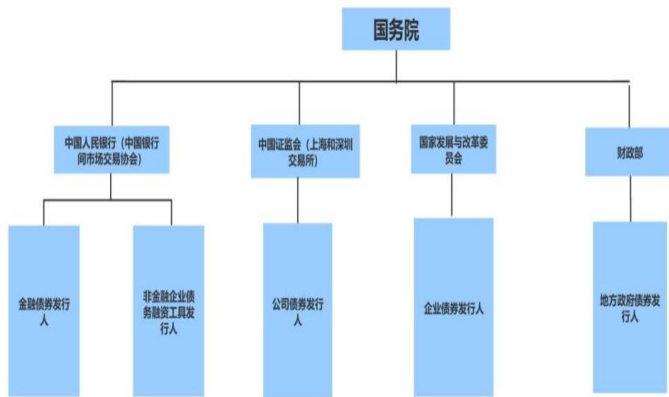


资料来源：IIF，国信证券经济研究所整理

中国绿色债券的发展历程

- 作为绿色金融的衍生品，中国的绿色债券市场起步较晚但发展迅速。有别于传统融资工具，绿色债券的创新性、灵活性、广泛性的特点不仅为金融机构和企业提供了较低成本的融资渠道，还满足了投资者多样化的投资需求。
- 目前，中央层面的中国人民银行、国家发改委、证监会和财政部是中国绿色债券市场的主要监管机构；同时，中国银行间市场交易商协会、上海证券交易所以及深圳证券交易所也会对绿色债券市场进行辅助性的指引。

图80：中国绿色债券的监管架构

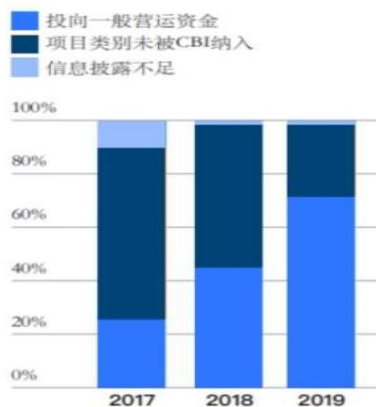


资料来源：气候政策倡议组织，国信证券经济研究所整理

中国绿色债券市场发展过程中面临的挑战

- 发行人和投资者较为单一。**在发行初期，中国绿色债券市场的发行主体比较单一，大多数是信用评级较高的大型企业，其中多为国有背景的投资者。同时，考虑到对绿色债券募集资金用途的分类标准存在差异以及中国对资本流向的限制，国际投资者未能有效参与中国绿色债券市场。
- 与国际标准衔接不一致。**国内外绿色债券标准在倡导绿色可持续发展方面的理念是相同的，但由于国内外在国情发展阶段以及环境保护方面的优先事项有所差别，不同时期政策引导绿色投融资活动的目标侧重有所不同，导致绿色投资项目界定层面存在部分差异。

图81：2017-2019年与气候债券倡议组织定义存在差异的中国绿色债券类别

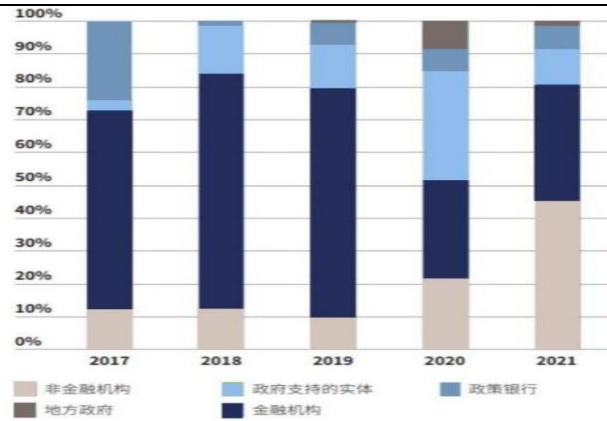


资料来源：气候债券倡议组织，国信证券经济研究所整理

中国绿色债券政策体系的逐步完善

- 完善绿色债券市场体系。**针对绿色债券发行主体和投资者较为单一的问题，中国政府陆续出台政策扩充绿色债券相关主体的投融资渠道，并逐步放开市场准入，以更便利的通道和更优质的产品赋能绿色债券市场。
- 建立绿色债券统一的标准体系。**加强政策协调，推动建立绿色债券的统一界定标准，有助于简化发行过程，鼓励绿色债券的发行。
- 规范信息披露制度建立第三方评估体系。**除明确标准外，绿色债券的健康发展，也离不开全面、准确、及时的环境信息披露。

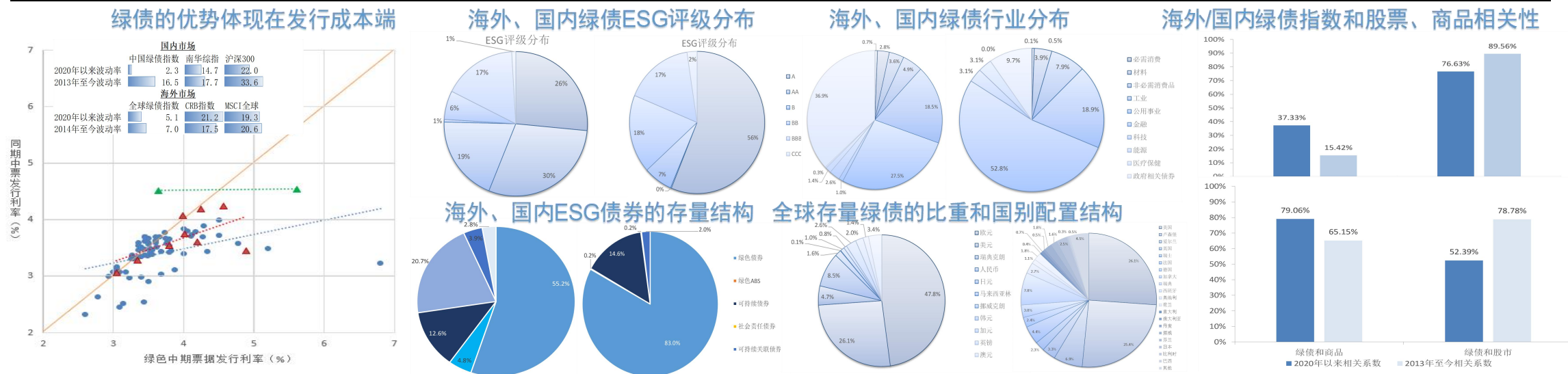
图82：2016-2021年中国绿色债券发行人类型



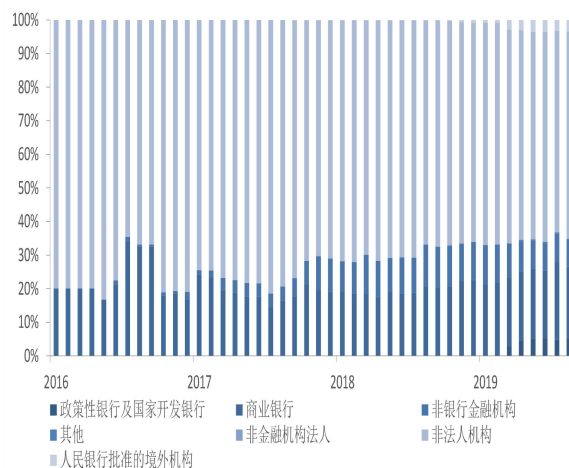
资料来源：气候债券倡议组织，国信证券经济研究所整理

全球绿债、可持续债、ESG债券市场的层级和概况

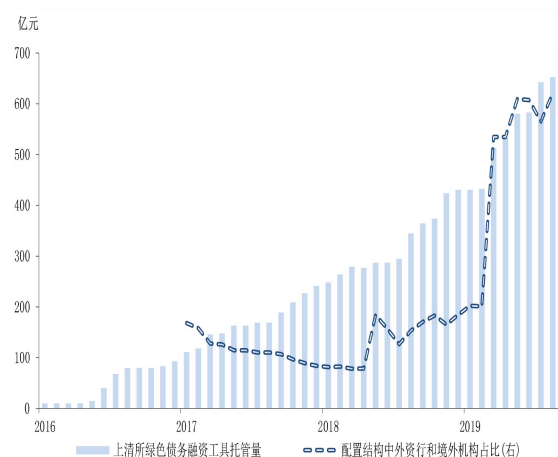
图83：全球ESG相关债券市场一图纵览



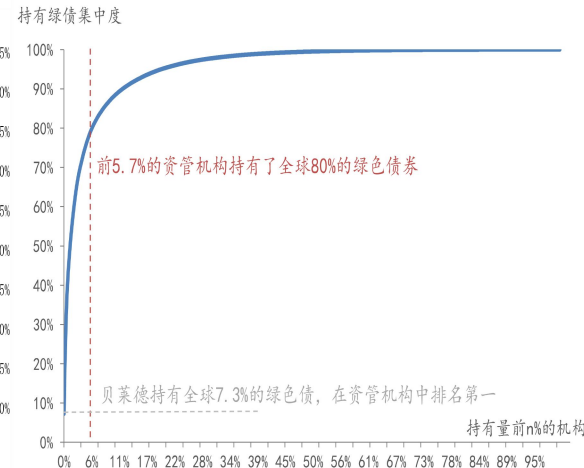
国内绿色债务融资工具持有人结构



外资参与国内绿色债市场的比重提升



全球绿债主要持有者集中度



绿债指数对投资人的吸引力对比

对于投资者	
优点	缺点
常规内容	1、新兴市场（流动性可能较小），债券规模小。
	2、如果对债券的绿色完整性提出质疑，则缺乏统一的指标可能会引起混乱和声誉风险。
	3、绿色诚信的法律执行范围有限。缺乏标准化可能会导致研究工作复杂化，并且可能无法始终满足额外的尽职调查要求。
	4、可能使用游戏，项目和ABS积极对冲包括排放密集型资产的投资组合中的气候政策风险。
	5、被《联合国气候变化框架公约》认可为非国家行为者“气候行动”。
特别内容	
1、与发行人就与绿色债券发行有关的ESG主题进行互动和私下对话，可通过更全面的借款人信用状况来增强可信度分析的信息（BlackRock, 2015年）	
2、收益使用和报告要求的透明度增加了信息优势，而信息优势则无法获得（在支出效率，项目细节和更新，影响绩效方面），这给绿色债券投资者带来了显著的信息优势（Nikko, 2014）	
3、追踪收益使用和报告可改善内部治理结构并建立积极的反馈环，从而改善发行人的整体信用质量（Nikko, 2014年）	

资料来源：气候政策倡议组织，IIF，彭博，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外资管机构ESG框架

- 从海外资管机构发行公募基金或 ETF 基金的实践来看，美国 ESG 产品类别是广泛市场的排除筛选类、正面筛选类和更有针对性的主题投资和影响力投资。
- 我们选取了八家资管机构的代表性ESG产品，研究得出以下结论：各类基金业绩分化显著，投资面广泛且具备正面筛选机制的 ESG 基金产品更能抵御低迷的市场环境；正面筛选机制在市场下行期间提供更有效防护，影响力投资在市场上行期间提供更高回报；从绝对收益角度来看，目标指数大幅超配科技公司的指数追踪产品绝对收益表现不佳；从相对收益角度来看，对信息技术行业及大型科技公司股票的减配提升 ESG 基金产品相对收益。

图84：机构代表性ESG产品分类，绝对收益、相对收益及投资方法比较

广泛市场		有针对性	
排除筛选	正面筛选	主题投资	影响力投资
贝莱德 ESG 筛选标准普尔 500 ETF 基金	摩根大通美国可持续领袖基金	资本集团新经济基金	骏利亨德森集团美国可持续 ETF 基金
景顺 ESG 纳斯达克 100 指数 ETF 基金	富达可持续美国股票基金		
T. Rowe Price 美国大型成长股票基金	先锋富时社会指数基金		

绝对收益、相对收益及投资方法比较								
代码	SSPX	TRIGX	XVV	FSST	JLISX	QOMG	VFTAX	ANEFX
管理方式	主动管理	主动管理	被动管理	主动管理	主动管理	被动管理	被动管理	主动管理
投资风格	大盘成长	大盘成长	大盘成长	大盘成长	大盘成长	大盘成长	大盘成长	大盘混合
ESG方法	影响力投资	排除筛选	排除筛选	正面筛选	正面筛选	排除筛选	正面筛选	主题投资
基准指数	罗素1000增长基准指数	罗素1000增长基准指数	标普500指数	罗素1000指数	罗素1000指数	纳斯达克100指数	富时4美国良好基准指数	MSCI全球标准指数
跟踪指数	—	—	标普500指数	—	—	纳斯达克100指数	富时4美国良好基准指数	—
基金产品2022年总回报	-26.74%	-34.60%	-21.46%	-18.25%	-21.20%	-31.79%	-24.23%	-29.67%
基金产品总回报-基准指数总回报(2022年)	3.58%	-4.28%	-1.56%	2.48%	-0.47%	1.92%	-3.34%	-9.65%

资料来源：万得，明晟，彭博，国信证券经济研究所整理

图85：八个基金产品基本资料

基金简称	Janus Henderson US Sustainable	T. Rowe Price Responsible US L	iShares ESG Screened S&P 500 E	Fidelity Sustainable U.S. Equi	JPMorgan US Sustainable Leader	Vanguard ESG US Stock ETF	Vanguard FTSE Social Index Fun	美国基金-新经济基金
基金代码	SSPX US	SETULIU LX	XVV US	FSST US	JLISX US	ESGV US	VFTAX US	ANEFX US
概览								
净值	19.69	10.57	29.11	18.63	51.47	67.40	35.53	44.73
最新价格	19.68	10.57	29.10	18.63	51.47	67.39	35.53	44.73
规模（百万）	21.17	244.56	127.12	7.45	171.20	5,796.40	12,774.17	25,013.69
成立日期	2021/9/9	2020/2/4	2020/9/24	2021/6/17	2003/2/28	2018/9/20	2019/2/7	1983/12/1
目标/基准								
目标	广泛市场	美国	大市值	广泛市场	大市值价值股	广泛市场	大市场成长股	美国
基准	标普500总回报指数	—	S&P 500 Sustainability Screene	罗素3000指数	标准普尔500 FTSE USA All Cap Choice Select Total	FTSE 4Good US Total	FTSE4Good US Retu	标准普尔500指数
复制方法								
投资衍生品	无	未知	否	否	未知	否	未知	未知
投资掉期	否	未知	否	是	未知	否	未知	未知
投资实物商品	否	未知	否	否	未知	否	未知	未知
指数复制方法	主动管理	未知	完全复制	主动管理	非指数型	完全复制	未知	非指数型
持有资产数量	48	—	456	0	—	1492	—	—
基准持有资产数量	503	—	452	2958	503	1493	483	503
前十大持有规模资产占比	38.93	56.30	26.26	28.89	35.19	25.84	28.92	34.47
主动管理	是	是	否	是	是	否	否	是
指数赋权方法	不适用	未知	市值	专有	不适用	市值	未知	不适用
再平衡频率	未知	未知	季度	未知	不适用	季度	未知	不适用
费用								
费用比率	.55	.68	.08	.59	.39	.09	.14	.74
收入								
分红率（最近12m）	.28	—	1.44	.97	1.18	1.38	1.31	10.34
分红频率	季度	—	季度	季度	年度	季度	季度	年度

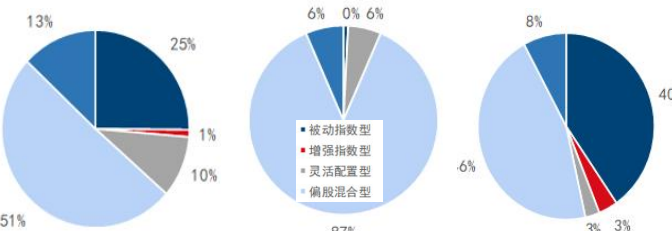
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

ESG全球图谱：从投研投资策略到产品前沿

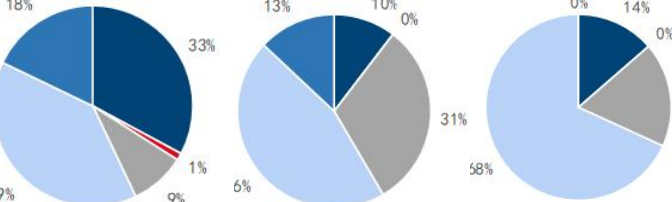
图86：全球ESG标签基金的类型分类和代表资管机构的ESG投研体系

ESG投资机会		ESG投资目标		ESG投资方法		ESG流程		投研工具		ESG评分方法		领导/监督团队	
先锋领航集团	环境：作为自然环境的管理者，一家公司或者一个行业的表现如何。社会：公司如何管理其社会关系。公司治理：通过考虑公司的运营方式来支持良好的商业实践。	17个可持续发展目标。		排他性投资，包容性投资，影响投资，公司治理，ESG因素整合。		1) 选择增长性良好且外部效应为正的公 司，2) 筛选符合ESG理念的投资机 会，3) 基于八大问题框架进行公司研 究，4) 三因素模型分析，5) 构建投 资组合，6) 监控投资组合及参与公司 治理。		VCMM模型		1) 是否符合ERISA和DOL要求； 2) 将环境、社会及管治投资作为补充； 3) 考虑某一目标日期，投资标的的社 会和管治的综合情况。		全球投资委员会 （尽职调查）	
骏利亨德森集团	环境：包括但不限于可持续资源配置、能源 依赖，用水和废物管理等问题。社会：对不 同的因素进行审查，包括劳动实践，多样 性，人权和数据隐私。公司治理：可以包 括但不限于会计准则，股东权利，董事 会组成，高管薪酬和腐败等项目。	1) 积极参与环境、社会及 管治投资，做负责任的投资 机构。 2) 建立ESG投资组合以最大 限度地提高长期风险调 整后的回报。		自上而下的主题投资 框架，自下而上的风 险评估体系。		1) 自上而下确定投资主体，2) 自下 而上进行公司和行业基本面研究，3) ESG投资组合优化，4) 减少投资组合 风险。		内部研究平 台+外部 ESG研究工 具		根据是否有重大风险、经营状况是否衰退/ 改善构建四象限风险评级体系。		ESG指导委员会 （监督、确保框 架有效）	
景顺集团	环境：有关有毒排放、循环商业模式、能源 管理、水资源管理、低碳转型。社会：有 关供应链管理、雇员和管理层关系、居民 健康与安全、数据隐私安全。公司治理：有 关审计和股东权利、董事会组成、商业道 德、资本配置。	1) 实现碳减排、绿色建筑、 水效率、循环经济。 2) 实现当地社区的社会价 值及居民的健康与福祉。 3) 对公司进行战略管理和 监督，完善公司内部和外 部披露制度。 4) 过渡自然气候风险。 5) 实现长期资产配置目标。		ESG集成、排他性投 资、负责任投资、可 持续投资、影响投资。		1) 捕获投资机会。对公司的ESG分数 和趋势进行审查，建立初始ESG投资 报告。2) 分析。对于ESG得分较低的 公司，分析其弱点的驱动因素。3) 参 与。参与投资的公司治理。4) 监控。 监控投资组合内公司的ESG评分情况。		ESGintel、 ESGCentral、 Vision、 FocusIntel、 PROXYIntel		在整体、主题，价值链方面提供1-5分。计 算绝对、部门/子部门相对或区域相对绩效。 这些评级每月更新一次。除评级外， ESGintel平台具有内置的分析功能，可 以在公司和用户选择的同行之间进行时间 点和历史比较。		全球投资理事 会 （监督、支持和 研究）	
资本集团	资本集团开发了 30+ 个特定行业的投资框 架，提炼了公司对重大 ESG 问题的思考， 并通过 50+ 数据源实现了ESG投资机会筛 选。	1) 17个可持续发展目标。 2) 有效管理风险。 3) 为客户实现卓越的长期 业绩。		ESG集成，自下而上 的研究分析框架		1) 制定投资框架（按行业给出公司对 环境、社会和公司治理的意见），2) 监控流程（根据可获得的第三方数据， 进行更高层次的研究），3) 公司参与 和代理投票（就重要的ESG问题与发 行人进行对话）。		MSCI和 Sustainalyt ics评分系 统等		MSCI全球契约得分、MSCI ESG绝对得分、 MSCI ESG调整后相对得分、可持续发展 环境、社会及管治得分、MSCI和 Sustainalytics协议得分。		ESG监督委员会 （监督）	
普信集团	环境：减少温室气体、促进健康的生态系 统构建、培育循环经济。社会：促进社会公 平、改善居民健康、提升生活质量。可持续 创新和生产力：可持续的技术、可持续工业 基础设施。	17个可持续发展目标。		整合（将ESG纳入投 资流程）， 协作（ESG投资专 家与分析师合作深入 研究ESG问题）		1) 收集数据（以计算预期投资 投资组合的结果，并形成对其资产类 别的ESG特征的看法），2) 调整 效用（基于投资者偏好），3) 优化配 置（确定每个投资者的ESG偏好参数， 使投资组合效用最大化），4) 评估投 资组合。		RIIM模型		基于RIIM模型进行评分。模型系统地筛 选负责任投资 (RI) 概况，标记任何升高的RI 风险并识别具有积极RI特征的投资。ESG 评分越高表示ESG评级越负面，而ESG评 分越低则表示ESG评级越正面。RIIM为 ESG的三个支柱中的每一个产生分数。		董事会和管理委 员会（监督） ESG委员会（指 导）	
贝莱德集团	环境：气候风险、天然资源稀缺、污染和废 弃物。社会：劳动力问题、产品责任、数据 安全。公司治理：董事会决策质量和成效。	17个可持续发展目标。		1) 主动投资：投资 流程、透明度、实 质性见解。 2) 被动投资：与指 数提供商接触、披 露和报告、投资管 理。		1) 选择ESG情景。评估前瞻性假设下 的预期风险。2) 评估部门与经济的影响。 将预测转化为对行业和经济影响 的预测。3) 将行业影响映射到单个公 司和资产。4) 在投资组合层面转化称 财务指标。		阿拉丁		给予公司1-5分评分，将公司分为领导者 （能有效管理环境、社会及公司治理因素 的同类最佳公司）、改进者（在环境、社 会、公司治理方面取得明显进展的公司）、 推动者和不可投资者。		可持续投资团队 （监督）	
富达集团	环境：有关自然资源、气候变化、水污染的 机会。社会：有关人力资本、产品信息、数 据隐私的机会。公司治理：有关商业道德、 反竞争实践等。	1) 创造长期股东价值。 2) 实现净零过渡和其他可 持续发展目标。		1) 排他性投资 2) ESG集成 3) 主题投资		1) 根据ESG评级选择“优先”或“符 合”评级的ESG产品。 2) 与基准指标进行比较分析。 3) 构建ETF、指数、主动、混合ESG 投资组合。		富达ESG Pro模型		ESG评级是ESG分析师和股票及固定收益 分析师共同完成的，评级标准包括风险/ 回报表现、人员和流程一致性、基准和类 别一致性、成本。根据四大评级支柱和ESG 投资模型建立四象限ESG评级体系。		可持续投资委员 会（制定政策和 目标，监督实施）	
摩根大通集团	环境：有关空气污染、废水管理、生物多样 性。社会：产品安全性、多样性和包容性、 当地社区影响。公司治理：高管薪酬、资本 配置等。	1) 实现可持续投资和负责 任投资，取得长期回报。 2) 化解可持续发展相关风 险。		1) 排他性投资 2) 主动投资 3) 主体投资 4) 影响投资		1) 投资团队向ESG数据和研究工作 组介绍其ESG整合方法。2) 工作组根据 10个度量框架评估整合方案，并对投 资团队进行评分。3) SIQC批准或拒 绝ESG整合方案。4) 投资团队按批准 的方案实施ESG整合。5) 投资总监或 同等职位的团队进行定期监督。		Spectrum通 用技术平台		ESG数据研究工作组与可持续投资团队一 起开发了ESG整合度量框架，以评估投资 过程中每个关键步骤的ESG集成进度。投 资组必须在总共50分中至少获得30分，并 且对于每个指标，至少在1到5分的范围 内获得2分。		可持续投资监督 委员会（监督、 建议和支持，制 定政策，审查）	

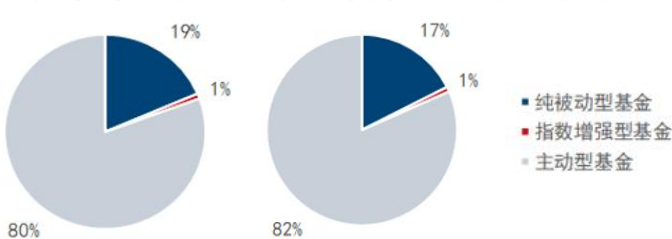
国内全口径、ESG策略，纯ESG基金口径的全球基金标签分布情况



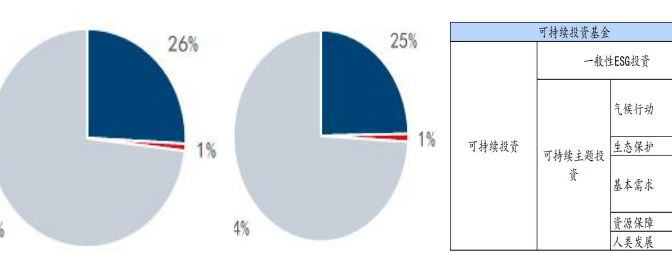
国内环境保护、社会责任、公司治理主题的全球基金数量分布



海外筛选策略&可持续投资策略、筛选策略口径下全球基金数量分布



可持续投资、一般性ESG投资数量分布

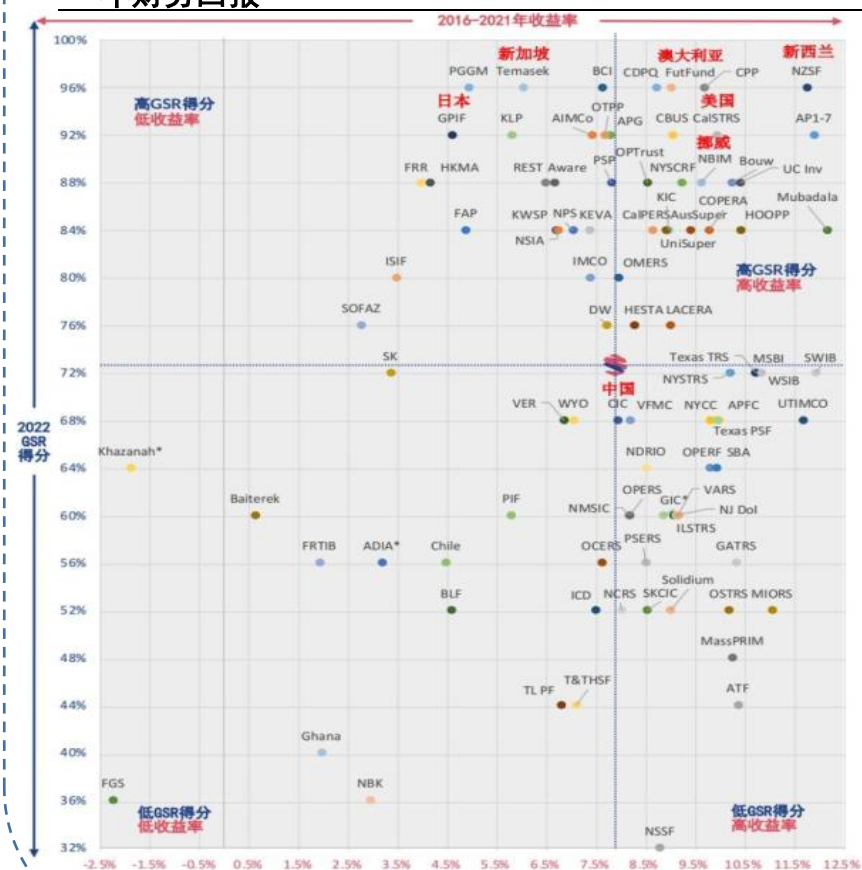


可持续投资基金	
可持续投资	一般性ESG投资
	气候行动
	生态保护
	基本需求
	资源保障
	人类发展

海外公共养老金的ESG实践

- 长期视角下，GSR“高分尖子生”财务回报更优。GSR评分与主权基金长期财务回报存在一定正相关性。五年滚动相关系数测算下，GSR中的S和G两项元素与财务回报的相关性强于R，ESG投资长期视角下对主权基金&养老金的财务回报存在助推。

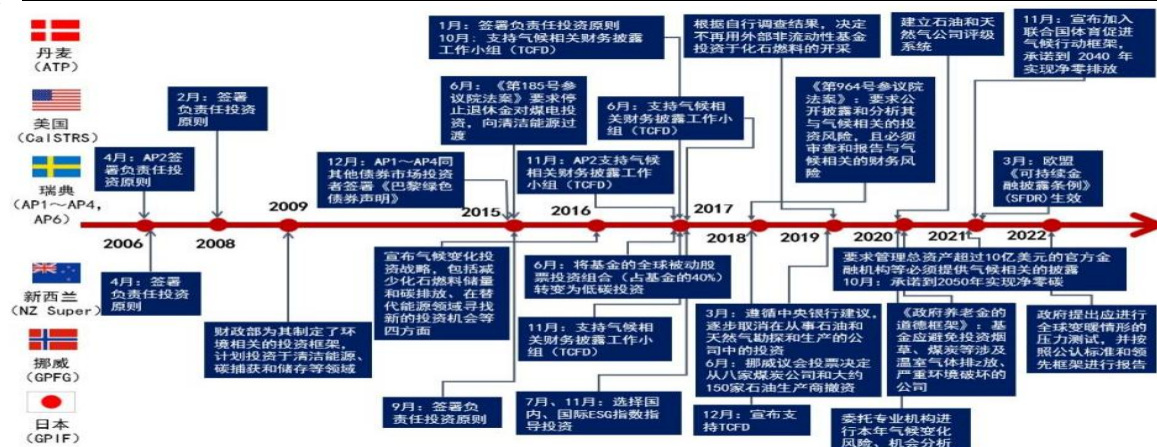
图87：全球主要国家主权基金2022年GSR评分与近五年财务回报



资料来源：Global SWF官网，国信证券经济研究所整理

- 主权财富基金/公共养老金ESG投资概况

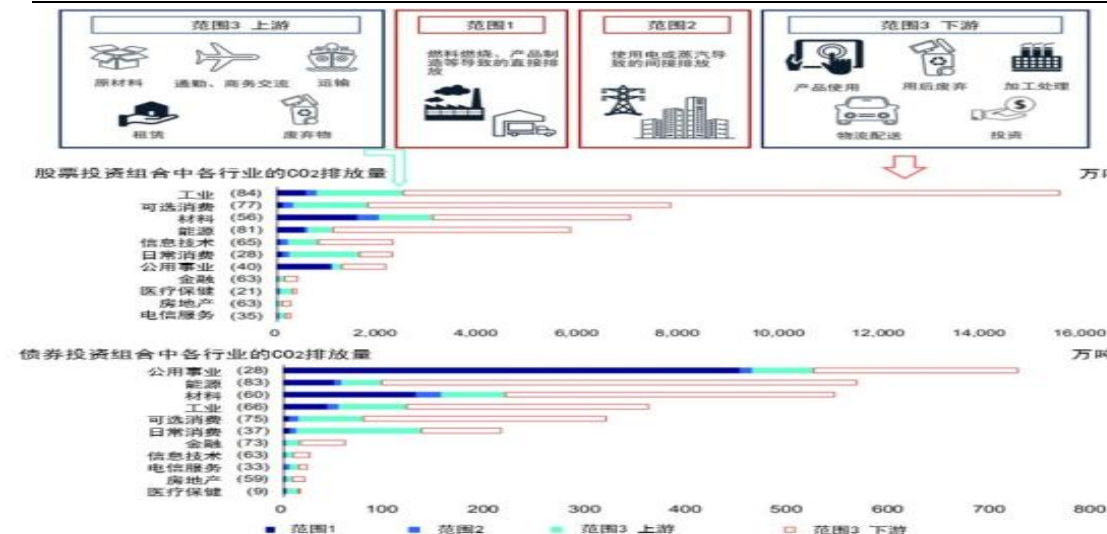
图88：全球主权财富基金/养老金ESG投资进程



资料来源：ATP官网，CalSTRS官网，NZ Super Fund官网，CPFG官网，GPIF官网，瑞典国家养老基金官网，国信证券经济研究所整理

- 气候变化定量分析关键指标——碳足迹。碳足迹分析从生命周期的角度去衡量某种产品或某类活动全过程中直接或间接相关的碳排放量，将公司、具体资产、投资组合的温室气体排放量化、可视化。

图89：GPIF股票和债券组合中各行业在价值链各环节上的二氧化碳排放量



资料来源：GPIF，国信证券经济研究所整理

海外ESG产品和ESG指数

美国基金市场前20大ESG产品

- 截至2023年2月7日，美国基金市场规模前20大产品中，9个近一年内回报跑赢标普500，12个近三年内回报跑赢标普500。
- 所属基金公司主要包括专注于可持续、责任投资的Parnassus、Calvert，也包括海外资管巨头BlackRock、Vanguard、Amundi等。

图90：美国基金市场前20大ESG产品

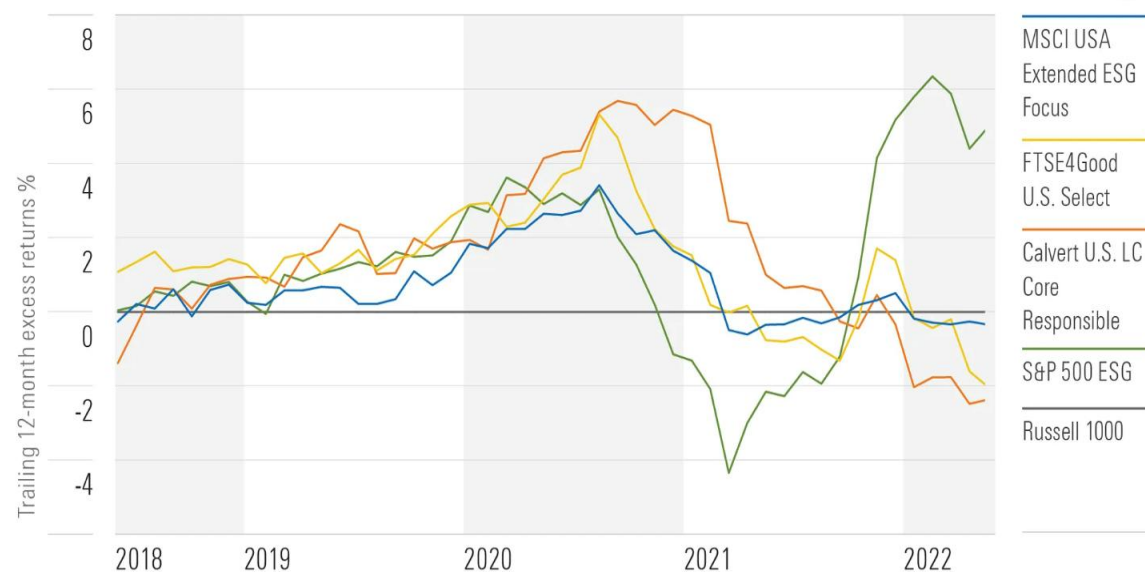
序号	名称	所属公司	1年总回报	3年总回报 (年化)	总资产 (百万美元)	基金目标
1	Parnassus Core Equity Fund	Parnassus	-8.84	8.94	25143.22	混合型大盘
2	iShares ESG Aware MSCI USA ETF	Blackrock	-8.45	8.42	20238.17	整体市场
3	Vanguard FTSE Social Index Fun	Vanguard	-10.59	7.46	12774.17	增长型大盘
4	iShares Trust iShares ESG Awar	Blackrock	-5.08	3.28	7175.32	国际
5	Pioneer Fund	Amundi	-9.89	10.11	7019.49	价值型总体市场
6	Calvert Equity Fund	Calvert	-5.10	9.67	6492.52	增长型大盘
7	Parnassus Mid Cap Fund	Parnassus	-6.22	3.14	6463.20	价值型中盘
8	Brown Advisory Sustainable Gro	Brown Advisory	-11.24	9.42	6350.47	增长型总体市场
9	TIAA-CREF Social Choice Equity	Nuveen	-5.05	8.74	6193.48	主题分类
10	Vanguard ESG US Stock ETF	Vanguard	-9.87	8.20	6178.20	整体市场
11	TIAA-CREF Core Impact Bond Fun	Nuveen	-8.79	-2.51	6077.41	新兴市场债券
12	Hartford Schroders Emerging Ma	Schroder	-17.19	-1.01	5458.80	新兴市场股票
13	Putnam Sustainable Leaders Fun	Putnam	-10.28	7.47	5144.69	增长型总体市场
14	Parnassus Value Equity Fund	Parnassus	-3.93	14.47	4949.65	主题分类
15	iShares Inc iShares ESG Aware	Blackrock	-16.83	-0.97	4370.23	新兴市场
16	Hartford Schroders Internation	Schroder	-8.19	6.78	4297.54	主题分类
17	American Century Sustainable E	American Century	-8.60	7.78	4271.10	混合型大盘
18	Calvert US Large Cap Core Resp	Calvert	-8.59	8.94	4130.41	增长型大盘
19	T Rowe Price Emerging Markets	T. Rowe Price	-10.87	-4.96	4104.47	新兴市场债券
20	Eventide Gilead Fund	Eventide	-12.74	6.30	3660.04	增长型总体市场

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

ETF型产品主要基于4种热门ESG指数

- 1) MSCI USA Extended ESG FOCUS; 2) FTSE4Good U.S.Select; 3) S&P 500 ESG; 4) Calvert U.S. Large Cap Core Responsible
- 四个指数都是对美国大盘股指数进行排除筛选，由于Calvert美国大型核心责任指数的起始范围最大，因此其阵容最广泛，超过700个持股，而其余三个为300-400个。这些基准之间的头寸水平差异通常存在于其较小的持股中，因为它们的大多数持仓较多的股票在很大程度上重叠。差异主要源于各自的ESG排除标准和评分方法，虽然它们都采用排除标准，但排除的股票并不完全相同。例如，明晟和标普的ESG指数对酒精或赌博股票没有限制。由于更积极的ESG筛选方法，标普500ESG指数对特斯拉的排除导致了2020至2021的较差表现，但对PayPal排除、苹果和微软的增持导致其在2021年底表现出色。

图91：4种热门ESG指数超额收益率



Source: Morningstar Direct. Data as of May 31, 2022.

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

国内ESG指数和ESG基金的比较分类

ESG基金

ESG投资现状分析

从广义ESG投资的现状来看，ESG公募基金中，主要以混合型基金和股票型基金为主。前者数量和规模占比为 56%，后者为 36%。按类型来分，ESG公募基金以环境保护基金和ESG策略基金为主。纯ESG基金主要以被动指数型、偏股混合型为主，ESG策略基金主要以偏股混合型为主。

代表性ESG基金分析

大部分普通股票型 ESG 基金难以控制其相对风险，少数偏股混合型基金具有较强的风险控制能力，灵活配置型基金的风险控制能力更强。大部分偏股混合型基金难以获取超越比较基准的收益，而大部分灵活配置型基金可以。

增强指数型ESG基金在有效跟踪目标指数的前提下，能实现收益增强和风险控制。

被动指数型ESG基金都紧密跟踪基准指数，因此大部分基金都没有明显的超额收益。

普通股票型基金、偏股混合型基金和灵活配置型基金在规模、价值因子的超配程度非常明显，且大都倾向于高配成长股，灵活配置型基金还倾向于高配大盘股。

ESG指数

我们筛选出 11 只代表性 ESG 指数，其中SEEE碳中和指数的挂钩基金产品总规模最大（61.2 亿），产品数量也最多（7 只）。ESG指数大都以沪深300指数或中证全指（全市场）作为初始样本空间，其中负向剔除方法占主流，调仓频率以每半年为主。

代表性ESG指数分析

在2017年7月-2023年5月的样本时间区间内，SEEE碳中和指数有显著的超额收益而其他指数的超额收益都较低甚至为负，但都不显著。另外，指数在投资风格上大都倾向于大盘股和价值股。

图94：代表性ESG指数基本资料

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

图92：ESG公募基金不同类型的数量规模分布

基金类型	平均规模	数量	数量占比	总规模（亿）	规模占比
股票型	13.3	148	35.6%	1970	35.7%
混合型	13.3	233	56.0%	3106	56.2%
债券型	18.1	15	3.61%	272	4.92%
另类投资	78.4	1	0.240%	78.4	1.42%
QDII	2.59	4	0.962%	10.4	0.187%
FOF	5.94	15	3.61%	89.1	1.61%
合计	13.28	416	100%	5526	100%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图93：ESG公募基金不同主题的数量规模分布

基金类型	平均规模	数量	数量占比	总规模（亿）	规模占比
环境保护	16.0	185	44.5%	2967	53.7%
社会责任	10.2	43	10.3%	438	7.92%
公司治理	14.2	20	4.81%	284	5.14%
纯 ESG	6.93	57	13.7%	395	7.15%
ESG 策略基金	13.0	111	26.7%	1442	26.1%
合计	13.3	416	100%	5526	100%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图95：代表性ESG指数相对表现

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

- 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。
- 按照EPFR统计数据，行业配置方面，国内股票型ESG基金配置比例前三的行业分别为周期消费、金融和信息
技术，配置比例分别为27.93%、21.75%、17.41%，

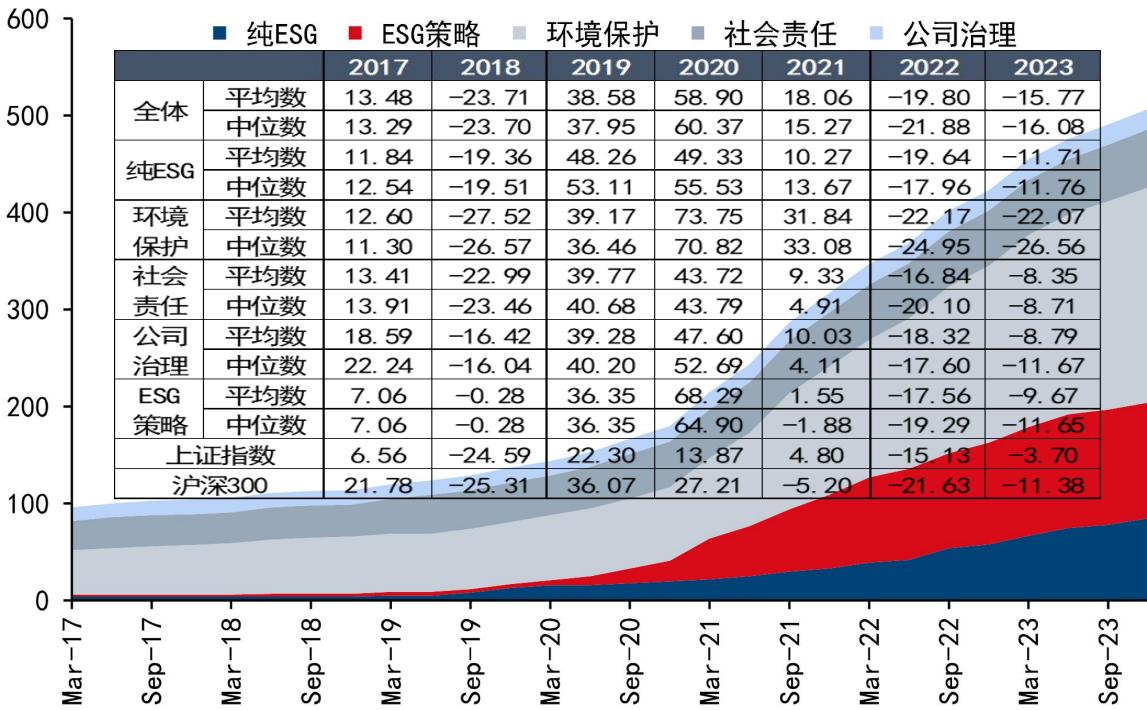
图96：股票型ESG基金行业配置（上图为中国，下图为美国）

行业	2024年9月		2024年8月		2024年7月		2024年6月		2024年5月		2024年4月	
	仓位	变动	仓位	变动	仓位	变动	仓位	变动	仓位	变动	仓位	变动
能源	0.64%	-0.23%	0.87%	-0.09%	0.96%	-0.31%	1.26%	0.06%	1.20%	-0.04%	1.25%	-0.15%
材料	2.79%	0.04%	2.75%	-0.21%	2.96%	-0.85%	3.81%	-0.64%	4.45%	-0.28%	4.74%	0.26%
工业	12.57%	0.57%	12.00%	0.43%	11.57%	-2.33%	13.90%	-0.94%	14.85%	-0.49%	15.33%	0.31%
周期消费	27.93%	2.63%	25.30%	0.51%	24.78%	-1.20%	25.98%	0.38%	25.61%	0.33%	25.27%	1.18%
必选消费	4.81%	0.50%	4.32%	-0.10%	4.41%	-0.79%	5.20%	-0.83%	6.03%	-0.28%	6.30%	-0.21%
医药	5.57%	0.05%	5.51%	-0.42%	5.94%	-0.55%	6.49%	-0.39%	6.87%	-0.34%	7.22%	-0.23%
金融	21.75%	-0.18%	21.93%	0.41%	21.52%	-7.56%	13.97%	1.43%	12.53%	0.70%	11.83%	-0.54%
信息技术	17.41%	-0.96%	18.36%	-0.15%	18.52%	-0.16%	18.67%	1.49%	17.18%	0.33%	16.86%	-0.15%
通信服务	3.28%	-0.36%	3.64%	-0.33%	3.97%	-0.89%	4.85%	-0.53%	5.38%	0.04%	5.34%	0.49%
公用事业	3.28%	-0.52%	3.80%	0.02%	3.78%	-0.41%	4.19%	0.04%	4.15%	0.17%	3.98%	0.08%
其他	0.02%	-0.11%	0.13%	0.01%	0.12%	-0.06%	0.18%	0.04%	0.14%	-0.09%	0.23%	-0.23%
现金	-0.06%	-0.46%	1.40%	-0.08%	1.48%	-0.02%	1.49%	-0.11%	1.60%	-0.04%	1.65%	-0.80%

行业	2024年9月		2024年8月		2024年7月		2024年6月		2024年5月		2024年4月	
	仓位	变动	仓位	变动	仓位	变动	仓位	变动	仓位	变动	仓位	变动
能源	1.83%	-0.02%	1.84%	-0.08%	1.92%	-0.06%	1.98%	0.11%	1.87%	-0.50%	2.36%	0.13%
材料	3.34%	0.04%	3.30%	-0.01%	3.31%	0.11%	3.20%	0.37%	2.83%	-0.13%	2.97%	0.01%
工业	9.95%	0.26%	9.70%	0.07%	9.62%	0.09%	9.54%	0.22%	9.31%	-0.61%	9.92%	0.28%
周期消费	11.10%	0.06%	11.04%	-0.30%	11.35%	0.31%	11.03%	-0.29%	11.32%	-0.19%	11.51%	-0.20%
必选消费	5.44%	0.42%	5.03%	0.02%	5.00%	-0.09%	5.09%	-0.43%	5.52%	-0.27%	5.79%	0.20%
医药	12.99%	-0.40%	13.39%	0.17%	13.22%	0.13%	13.08%	-0.23%	13.31%	-0.06%	13.38%	-0.18%
金融	13.59%	-0.22%	13.81%	0.39%	13.42%	0.30%	13.12%	0.42%	12.70%	0.00%	12.70%	-0.14%
信息技术	37.00%	-0.25%	37.25%	-0.28%	37.53%	-0.97%	38.50%	0.02%	38.48%	1.57%	36.91%	-0.37%
通信服务	2.23%	0.02%	2.22%	0.03%	2.19%	-0.10%	2.29%	-0.12%	2.41%	0.35%	2.06%	-0.30%
公用事业	1.85%	0.12%	1.73%	0.01%	1.71%	0.08%	1.64%	0.07%	1.57%	-0.13%	1.70%	0.20%
其他	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
现金	0.66%	-0.03%	0.69%	-0.04%	0.73%	0.21%	0.52%	-0.15%	0.67%	-0.03%	0.69%	0.30%

资料来源：万得，EPFR，国信证券经济研究所整理

图97：国内ESG基金存续数量与各年度业绩表现(%)

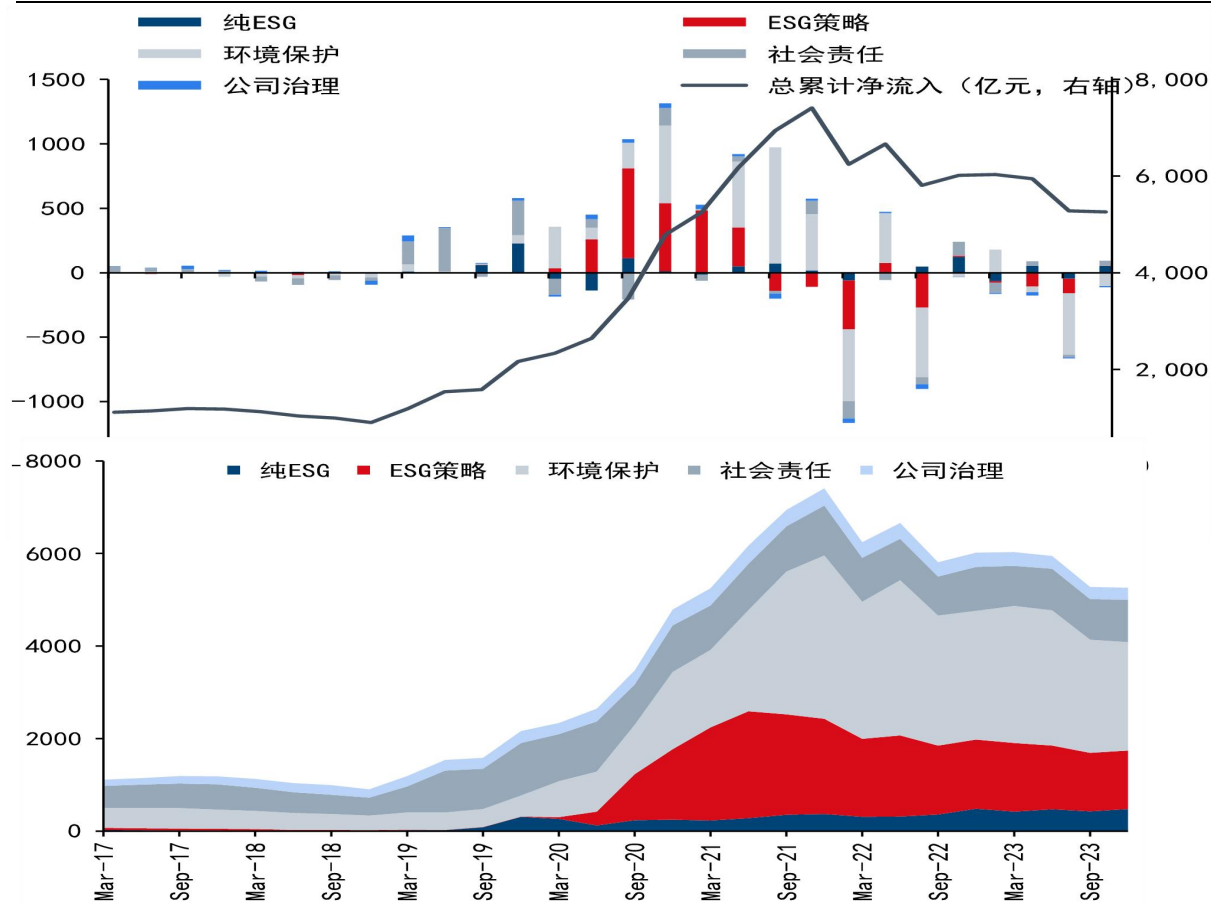


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

ESG投资历史业绩回顾

- 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。
- 根据万得ESG基金统计口径截至2024年9月末，国内现存566支ESG基金，最新可得规模为5568亿元，总体规模相较于2024年6月末增加503亿元。按投资主题分，纯ESG基金规模为452亿元，占比为8.12%；ESG策略基金规模为1427亿元，占比为25.63%；环境保护主题基金规模为2170亿元，占比为38.97%；社会责任主题基金规模为1252亿元，占比为22.48%；公司治理主题基金规模为267亿元，占比为4.80%。

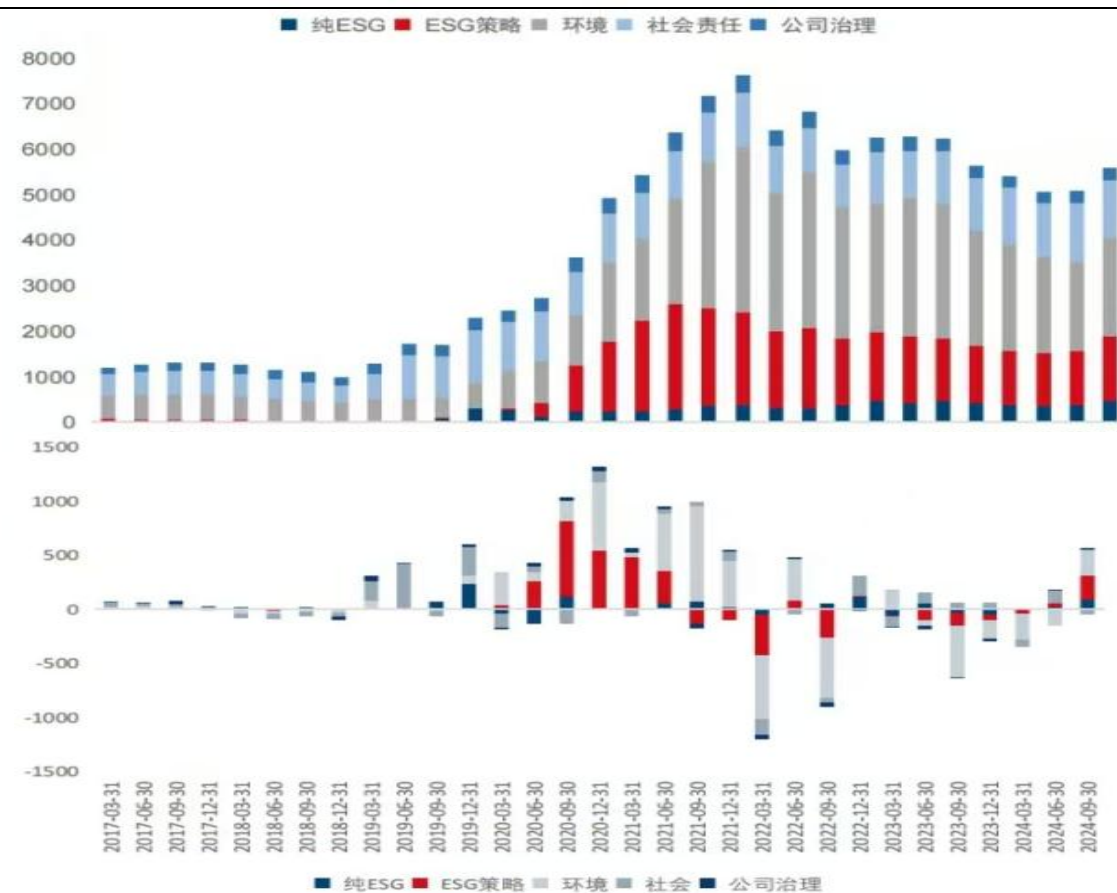
图98：国内ESG基金累计规模自2021年下半年后持续减少，近3季度资金面临净流出



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图99：国内ESG基金总规模变动和ESG基金资金流动情况（亿元）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

全球ESG基金规模及资金流动情况

■ 2024年3季度，国内ESG基金单季度资金净流入为503.1亿元。其中，纯ESG基金，ESG策略基金，环境保护主题基金、社会责任主题基金分别净流入80.54亿元、229.87亿元、233.08亿元、-54.12亿元。EPFR数据库覆盖口径下的全球股票型ESG基金总规模为20161亿美元，债券型ESG基金总规模为7170亿美元。

图100：全球ESG基金资金净流动和债券ESG基金按类型投资分配（亿美元）

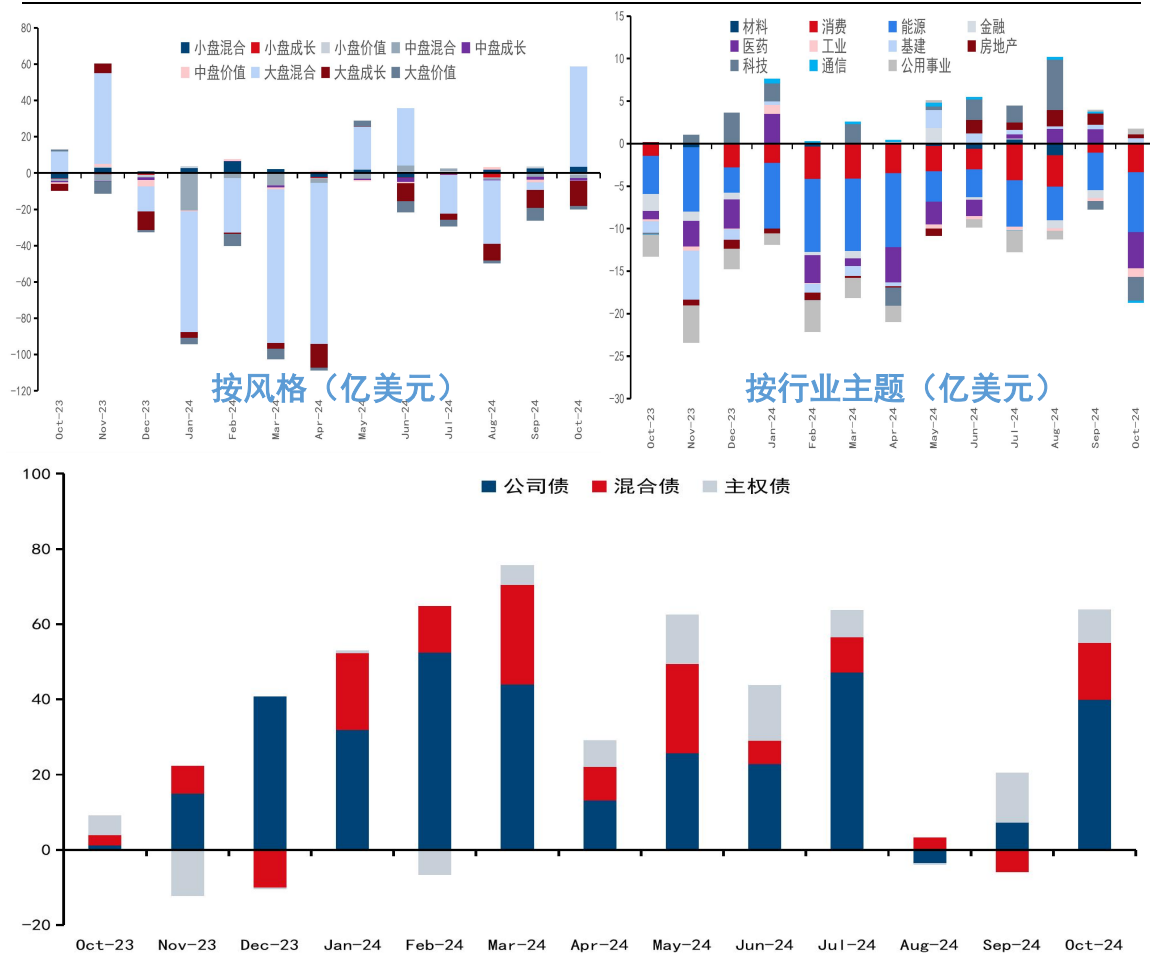
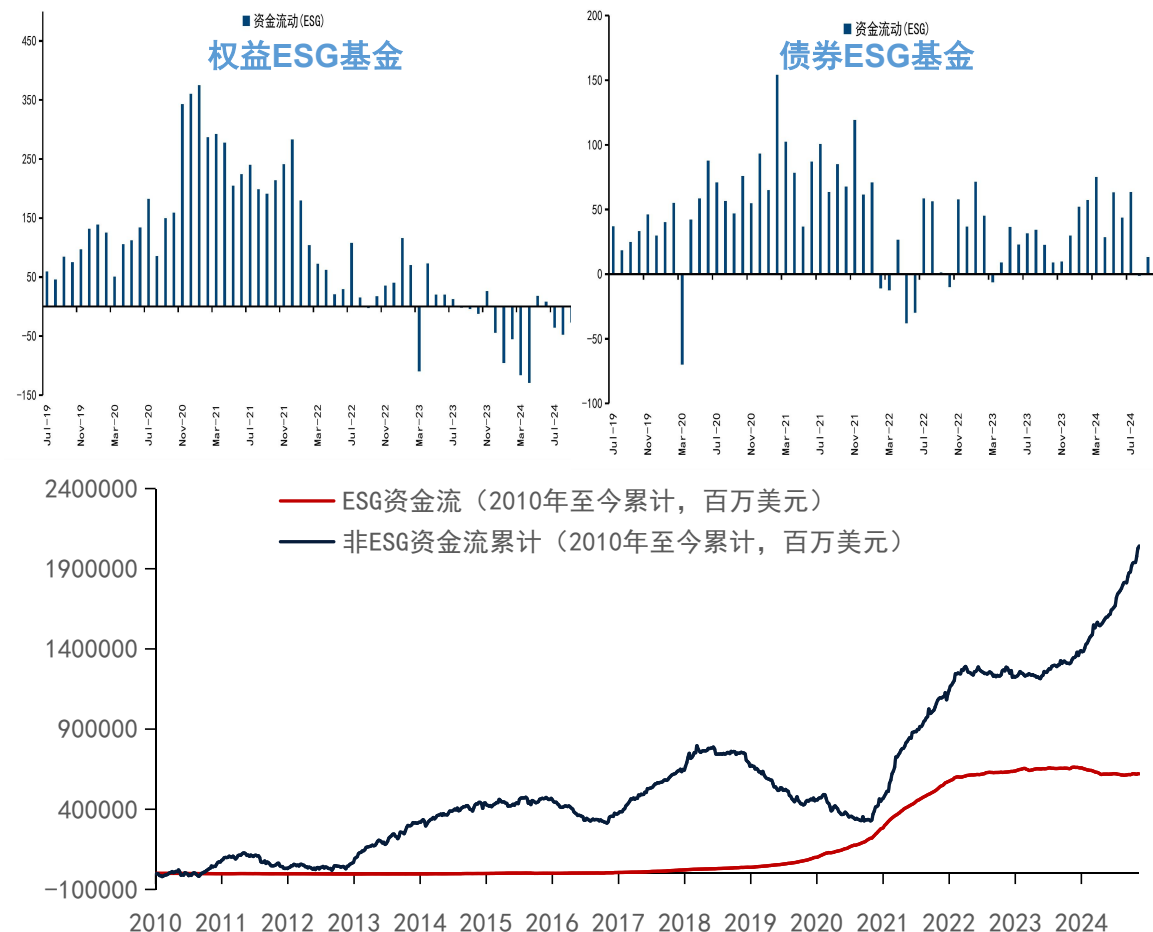


图101：全球权益类ESG基金总规模变动情况



资料来源：EPFR, 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

- [01] 国信ESG研究体系概览
- [02] ESG开篇：评级和信披
- [03] ESG生态圈：国外背景和本土实践
- [04] ESG实战应用：投资落地
- [05] ESG与资产配置
- [06] ESG展望：海外贸易情景和国内市值管理

特朗普的ESG立场

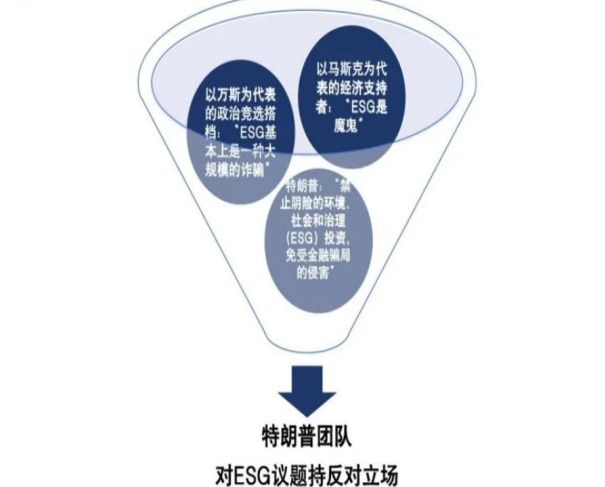
- **在ESG三个维度，特朗普持有不同的政治举措。**特朗普对ESG议题的反对主要集中在环境（E）层面，尤其是能源和气候问题上，特朗普反对以保护气候为理由，限制石油、煤炭、天然气等传统高碳行业的发展。但在社会（S）维度，其愿景与ESG理念基本保持一致。而在治理（G）维度，在诸如腐败等问题上立场一致，但核心区别在于特朗普反对加大政府监管的力度，认为这将阻碍自由市场的发展。
- **特朗普的竞选团队及支持者的态度也值得参考**
 - 特朗普的竞选搭档**詹姆斯·戴维·万斯**（James David Vance），作为《乡下人的悲歌》的作者，认为“ESG基本上是一种大规模的诈骗，目的是让华尔街和国家金融部门致富，而牺牲的却是那些实际上为俄亥俄州的中产阶级工人提供大量就业机会的行业”。
 - 以**马斯克**为代表的商界ESG反对者的不满主要体现在两个方面，其一是对ESG评分的透明性和客观性存在质疑，其二是认为ESG评分是舍本逐末，使企业偏离股东利益和企业效益的核心目标，而过度追求社会和环境绩效。

图102：特朗普三次竞选中对ESG问题的立场



资料来源：TRUMP竞选官网，国信证券经济研究所整理

图104：特朗普团队对ESG议题持反对立场



资料来源：TRUMP竞选官网，国信证券经济研究所整理

美国两党对ESG议题的态度

- 美国民主党和共和党对ESG议题的态度呈现出明显的分歧。从统计各州颁布的积极ESG政策或反ESG法案的地图能看出，蓝州（民主党的“票仓”）对ESG的态度较为积极，采取了一些推动ESG发展的举措，甚至立法支持；而红州（共和党的“票仓”）则对ESG态度更为消极，采取一些反ESG措施，并颁布州层面的反ESG法案。

图103：美国各州ESG问题的相关措施情况



资料来源：Rane (2024), “The Impact of the U.S. Presidential Election on Corporate ESG Programs”，国信证券经济研究所整理

图104：民主党和共和党的ESG政策比较

	民主党	共和党
环境（E）维度	积极应对气候变化，发展清洁能源，实现绿色转型。	不能以气候变化为由阻止经济发展，主张支持传统能源行业的发展。
治理（G）维度	采取主动措施监管企业的ESG活动，包括环境信息披露和ESG投资等。	反对过度的政府监管，反对ESG标准，认为这将限制自由市场和企业的发展。
社会（S）维度	两党都关注促进就业和经济增长，但在实现路径上有所不同。	

资料来源：The White House，国信证券经济研究所整理

海内外ESG评级体系指标变迁对比

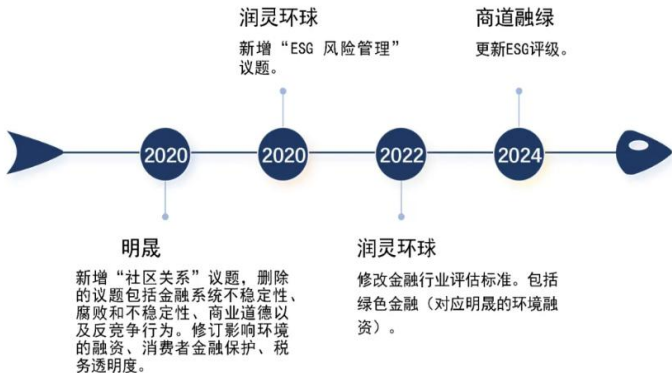
- 总体而言，明晟的指标体系相对稳定，更注重全球统一标准，而万得和商道融绿的指标体系更加动态，更注重本地化和行业差异化。

图105：ESG指标体系变迁情况:明晟 vs 万得 vs 商道融绿 vs 润灵环球

	指标体系结构	指标更新	行业差异化	更新机制	本地化程度
明晟	采用3大范畴（Pillars）、10项主题（Themes）、35个ESG关键议题（ESG Key Issues）和上百项指标的结构。	保持了相对稳定的指标体系，但会定期进行小幅调整。	采用全球行业分类标准（GICS），包括158个行业。为每个子行业的ESG关键议题设置5-30%的权重范围。	采用年度评估和实时更新相结合的机制。在遇到突发事件时可能会实时更新评级结果。	采用全球统一的评级标准。
万得	针对48个不同行业分别设置了实质性议题库及对应权重。	于2022年7月启动对评级方法学的回顾调整，并于2022年9月完成了评级方法学的迭代升级。	针对48个不同行业分别设置实质性议题库和权重。更注重中国市场的行业特性。	采用更动态的更新机制，包括多个触发条件：当公司披露新ESG报告或ESG综合得分变化超过1.5分时会自动更新评级。	更注重适应中国ESG投资发展的最新情况。考虑国内最新ESG监管政策和一线金融机构的ESG投资实践反馈。
商道融绿	包括14个核心议题、200个ESG指标，设立了51个行业模型。	2024年第1季度对上市公司的ESG评级进行了更新。	针对51个不同行业分别设置实质性议题库和权重。评估指标分为两类，分别为通用指标和行业指标。	设有动态调整机制。当发生重大ESG争议性事件时，对相关企业的ESG评级进行临时调整。	更加贴合中国市场实际，针对中国企业的特点和监管环境进行了本土化设计。特别重视负面事件的评价，在每个一级指标下的二级指标中都包含了负面事件指标。
润灵环球	从E、S、G三个维度进行评估，共识别出26个关键议题，涉及指标100+。	2020年新增ESG风险管理议题，2022年修改金融相关议题。	针对GICS 48个行业分类中的56个行业识别议题并评估。	设有动态调整机制。评级方法每年评审、更新，保持其先进性。	更加贴合中国市场实际，评估标准中的指标来源于证监会的公司治理指引、上交所、深交所、联交所关于信息披露的要求等。

资料来源：商道融绿，润灵环球，国信证券经济研究所整理

图106：海内外ESG评级组分领域关注指标的动态发展路线



资料来源：明晟，万得，商道融绿，润灵环球，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

ESG细分指标动态演进超额因子挖掘

- ESG因素及ESG得分可以整合进投资组合构建中承担部分权重，以获得超额的风险调整后收益，同时降低下行风险。同时，ESG因子挖掘也面临的挑战：ESG评价结果难以达成较高的一致性；中国市场在ESG数据可得性和基础条件上与国际市场存在差异；关于ESG因子如何影响投资收益和风险的研究成果有待完善。

图107：ESG指标超额因子挖掘的学术研究动态演绎

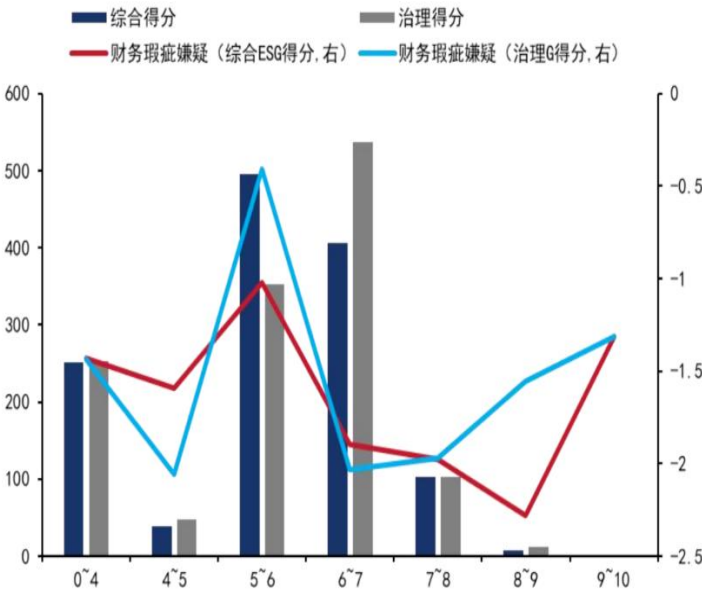
文献名称	研究作者与研究时间	研究方法	简介
《上市公司ESG表现对企业价值的影响》	宋雨轩、尤雯（2024）	双向固定效应模型，中国A股上市公司2010~2021年数据	使用华证ESG评级数据，发现良好的ESG表现能够提高上市公司的企业价值（托宾Q）。
《企业ESG信息披露的资本市场反应研究》	邓贵佳（2024）	OLS回归，中国A股上市公司2012~2021年数据	使用华证ESG评级数据，ESG信息披露水平对股价波动（一年中5月至次年4月各月度股票回报方差的平均值（乘以100））具有显著负向作用。
《ESG信息披露数量降低了公司债务融资成本吗？》	刘柏、卢家锐（2024）	OLS回归，2010—2019年沪深A股上市公司数据	使用彭博ESG信息披露评分，结果为企业ESG信息披露数量越多，债务融资成本（公司财务费用与期末总负债的比值）越高。
《ESG信息披露提升了企业投资效率吗？——非财务信息披露的财务作用》	李泽浩、杨振、陈传龙（2024）	多期双重差分模型，2010—2022年沪深A股上市公司	ESG信息披露（商道融绿是否发布企业评级数据）能够有效提升企业投资效率（企业投资对成长机会的回归模型的残值）。
《企业ESG表现对其债券信用利差的影响及其机制》	李淑锦、周远航（2024）	OLS回归，2018—2021年我国发债的上市企业数据	良好的ESG表现（华证ESG评级）能显著减小上市公司企业债券的信用利差（企业债券的到期收益率与相同剩余期限国债到期收益率之差）。
《ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies》	Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015)	文献综述	大约 90% 的研究发现 ESG-CFP 之间存在非负相关关系。
《Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance》	Giese G, Lee L E, Melas D 等 (2019)	Barra Long-Term Global Equity Model (GEMLT)	使用明晟ESG评级数据和财务变量，研究结果表明，公司的ESG信息通过它们的系统性风险配置文件（较低的资本成本和更高的估值）和特质风险配置文件（更高的盈利能力和更低的尾部风险敞口）传递到它们的价值和绩效中。
《ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification》	Tim Verheyden, Robert G. Eccles, Andreas Feiner (2016)	Carhart (1997) 的异方差性和自相关问题一致的估计方法来获取Beta和Alpha的估计值。	纳入ESG信息(Sustainalytics提供的数据来计算公司的最佳ESG得分)有助于在每种投资方法中做出更好的决策，最佳配置取决于基金经理的偏好和偏离未经筛选的基准的意愿。
《ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors》	Chen, Z & Xie, G. (2022)	双向固定效应 (TWFE) 交错DID模型，2000—2020年中国上市公司数据	ESG信息披露（是否披露ESG信息）对企业财务绩效（托宾Q）有正向影响
《Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany》	Patrick Velte (2017)	2010-2014 财年在德国主要标准（DAX30、TecDAX、MDAX）上市的公司样本	ESGP对ROA有正向影响，但对托宾Q没有影响。此外，通过分析ESGP的三个不同组成部分，与环境和社会绩效相比，治理绩效对FINP的影响最大。
《Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance》	Guangyou Zhou, Lian Liu, Sumei Luo (2022)	OLS回归和中介效应模型，2014—2019年中国上市公司数据	选取商道融绿新开发的2014—2019年中国上市公司ESG评级数据进行实证检验。结果表明：上市公司ESG绩效的提升可以提高公司的市场价值，且公司的财务表现呈现明显的中介效应。

资料来源：中国知网，谷歌学术，国信证券经济研究所整理

ESG评级与财务瑕疵嫌疑识别

- 财务有瑕疵嫌疑的企业ESG得分偏低，治理得分偏低且更明显。我们使用营业收入指数、折旧率指数等指标对的财务瑕疵指标度量。注册制个股企业分别按照ESG综合得分和治理得分分为7个区间，其中得分为5-7的企业数量最多，得分0-4分，7-8分的企业数量次之。大于8分的企业数量较少，缺乏统计意义。当企业ESG的得分较低时，财务瑕疵得分较高，5-8分区间内，财务瑕疵嫌疑的潜在得分随ESG得分的提高而降低。

图108：ESG得分较高的企业区间中财务瑕疵嫌疑较低



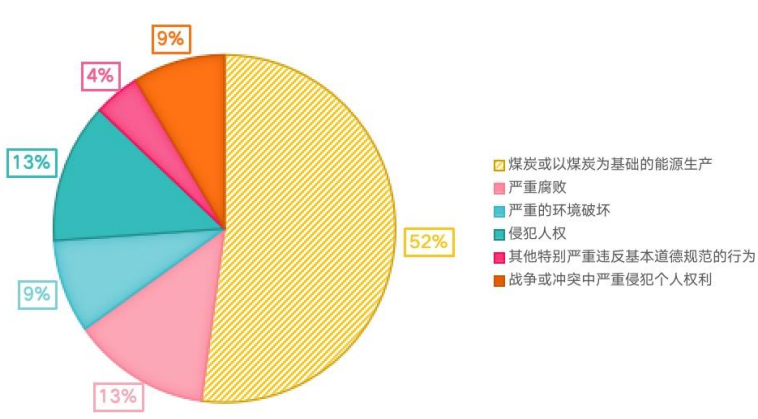
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

企业出海——海外ESG监管既是风险也是机遇

修炼ESG内功已成必修课

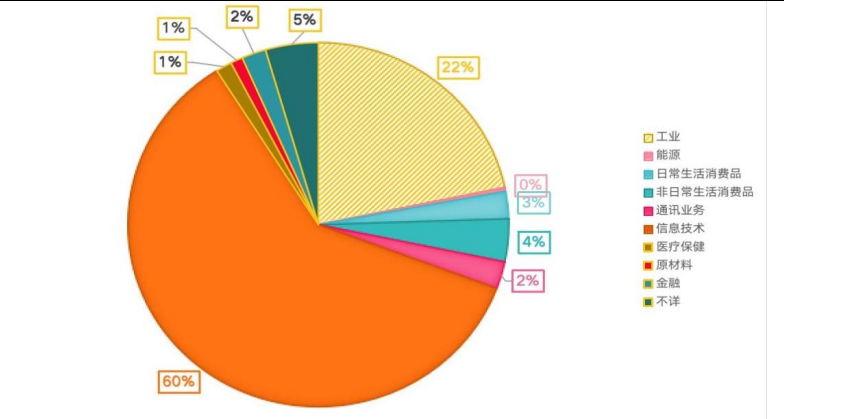
- 自2021年来，GPFPG将10家公司列入被观察名单，并将37家公司排除在投资范围以外。其中，“煤炭或以煤炭为基础的能源生产”是企业被列入排除名单和观察名单的主要原因，分别约占42%和52%。
- 2022-2024年6月10日，美国商务部工业和安全局共计将290家企业添加进了“实体清单”。大部分的企业属于信息技术行业（60%）和工业（22%），其中，工业行业中大多为航空航天与国防相关的企业。

图109：被列入GPFG观察名单的原因（2016-2024）



资料来源：GPFG,国信证券经济研究所整理

图112：2022-2024年被列入美国“实体清单”的行业占比



资料来源：The Code of Federal Regulations,国信证券经济研究所整理

海外ESG监管既是风险也是机遇

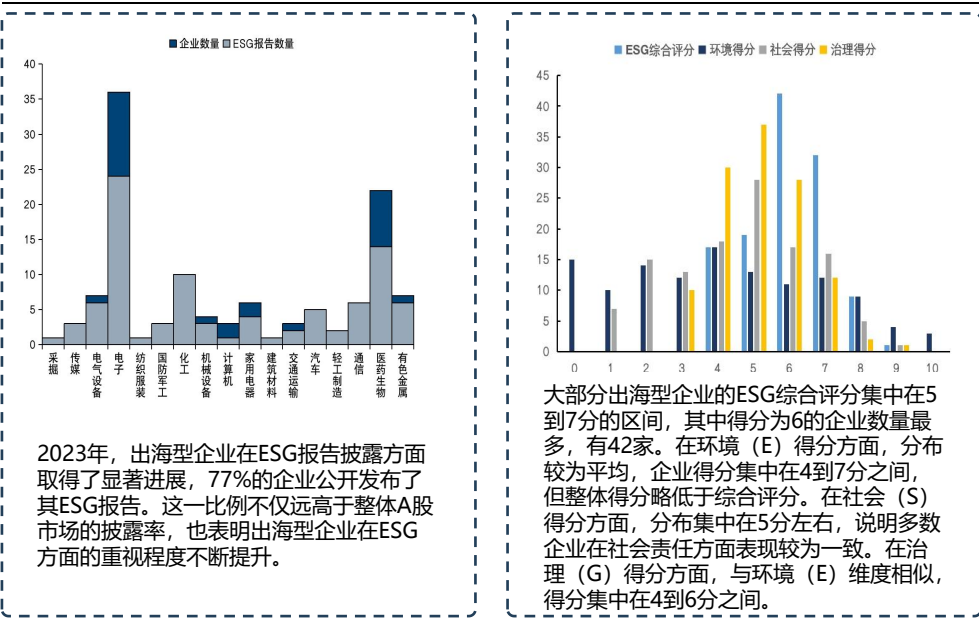
- ESG在美国政治中的地位和发展历程是政治、经济、社会三者合力的结果，其中政治因素是关键支柱，美国ESG的发展离不开系列法律法规的支持。2010年美国证监会（SEC）发布《关于气候变化相关问题的披露指导意见》正式揭开了美国形成ESG政策法规体系的序幕。近十年来，历经三代政府的发展ESG政策脉络逐渐清晰化。
- 在企业在“走出去”的过程中，不可避免地会面临一系列复杂的ESG标准和更为严格的国际规范。对于企业而言，这既是挑战也是机遇，企业需要重新审视自身的运营模式，将ESG理念融入到战略规划、日常管理和企业文化中，这不仅有助于提升企业的社会责任形象，更能增强其在资本市场的吸引力，适应当地的ESG监管要求，已成为出海型企业融入全球价值链的必要举措。

图110：美国ESG政策发展

政府	时间	政策/法律	主要内容
奥巴马政府	2010	《关于气候变化相关问题的披露指导意见》	首次涉及公司ESG治理理念，要求上市公司从财务角度对相关环境信息开展量化披露。
	2011	《ESG信息披露简化法案》	要求所有上市公司定期公开其环境、社会和公司治理的绩效和具体表现。
	2015	《解释公告182015-01》	响应联合国17项可持续发展目标（SDGs），是首次基于完整ESG考量的文件，鼓励在投资决策中整合ESG因素。
	2016	《解释公告182016-01》	将ESG要素纳入受托者责任的考量中，并要求在投资决策中对ESG信息开展披露。
特朗普政府	2018	《实操辅助公告No.2018-01》	要求基金在进行自我评估时纳入ESG要素作为考量，并在投资决策中披露相关信息。
	2019	《ESG报告指南2.0》	为上市公司提供体系化、系统化、标准化的ESG数据披露标准。
	2020	《ESG信息披露简化法案》	要求美国证监会制定更加详细的ESG规则，并规定上市公司在年度报告中向美国证监会披露ESG相关信息。
	2021	《关于气候相关的金融风险的行政令》	由财政部长负责评估与气候相关金融风险并向总统报告；要求保护美国国家储蓄和养老金不受与气候相关金融风险的威胁。
拜登政府	2022	《加强和规范服务投资者的气候相关披露》	要求所有在美上市公司披露对其业务、运营结果、财务状况以及绩效的所有可能风险。
	2023	《投资企业法》	要求所有在名称中包含ESG或可持续性相关因素的基金必须至少80%资金投资于符合名称的相关领域，并每季度开展披露，披露内容包括：基金名称定义、投资标的选择等。
	2024	《削减通货膨胀法案》	大量条款与应对能源转型和气候变化风险等ESG相关议题有关，为清洁能源市场提供了3690亿美元的补贴。
	2024	《2024-2027年气候适应计划》	将气候适应性整合进国家规划和政策制定中。

资料来源：EPA，SEC等，国信证券经济研究所整理

图111：出海型企业ESG报告披露情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

企业出海——美国ESG法案追踪

环境 (E) 维度

- 美国在环境 (E) 维度上积极推动一系列法案，以应对气候变化、提升可再生能源使用比例、减少碳排放，并推动可持续发展，旨在通过立法和政策支持来实现国家环境目标。这些法案涵盖多个领域，主要涉及能源政策、环境保护和可持续发展等。
- 一般而言，美国立法流程较长，周期在一年至一年半左右，因此，当前法案最终是否能成为法律，在很大程度上受到美国目前大选的影响。

社会 (S) 维度

- 在社会 (S) 维度，美国推动的法案涵盖劳动权益、人权和多样性、社区影响以及消费者保护等方面。具体而言，在劳动权益方面，包括最低工资、工作环境、员工福利等；在人权和多样性方面，可能涉及性别平等、种族多样性、残障人士权益等；在社区影响方面，可能涉及社区投资、教育和医疗支持等；而在想飞着保护方面，包括产品安全、隐私保护、透明度等。
- 当前，系列法案大多停留在“提出 (Introduced)”阶段，可能影响的行业中公共部门占比较大。然而，最终法案能否通过两院审查，并获得总统签署成为法律，在很大程度上还取决于在本次大选中，是哪位候选人获选，最终民主党和共和党二者谁能成为执政党。

治理 (G) 维度

- 在治理 (G) 维度，关注度持续提升，法案主要涉及对企业的管理，包括结构和信息的透明度、问责制度和公正性，确保公平竞争和信息披露；包括小企业合同透明度法案、信息质量保证法案、机构问责法案等。这些立法活动对不同的行业和企业都有着深远的影响。
- 如果是共和党候选人特朗普当选，相关法案可能会被重新修改，以减少对企业的监管负担。对于一些涉及信息透明度和问责机制的法案，共和党政府可能会支持，但在执行上可能会更注重减少企业负担和监管细节；而支持小企业发展的相关政策也可能继续得到推进，但方式可能更灵活，强调市场自我调节的作用。

图112：美国ESG法案追踪 (E维度)

法案名称 (英文)	法案名称 (中文)	提出时间	当前状态	可能影响的行业	影响方向	政策简述
Denouncing the harmful, anti-American energy policies of the Biden administration, and for other purposes.	谴责拜登政府有害的反美能源政策及其他目的的决议	2024/1/31	众议院已通过	石油和天然气行业	负面	该法案谴责拜登政府的能源和联邦土地政策，并鼓励国内生产可替代化石燃料的能源。
Creating Permitting in Clean Water Remediation Act	建立对清洁水许可中心的法案	2024/1/17	众议院已通过	制造业、工业部门、农业和畜牧业等	负面	该法案修改了《清洁水法案》的规定，包括有关水污染、国家污染排放消除系统 (NPDES) 计划、向美国水域排放或造成污染材料的许可计划以及美国水域的定义。
Abandoned Well Remediation Research and Development Act	废弃油井修复研究与开发法案	2023/7/25	众议院已通过	石油和天然气行业等	负面	该法案要求能源部 (DOE) 建立有关废弃油井的研究、开发和示范计划。
Carbon Sequestration Collaboration Act	碳封存合作法案	2023/7/24	众议院已通过	农业、林业、能源行业、制造业、科技与技术开发行业等	正面	该法案修改了2005年《能源政策法》，以修订和扩大能源部的研究、开发、示范和商业化碳封存计划。
Diesel Emissions Reduction Act of 2023	2023年柴油减排法案	2023/6/22	参议院已通过	运输和物流行业、重型机械和设备制造业等	正面	该法案重新授权至2028年实施一项燃油减排计划，根据该计划，环境保护署将更换柴油发动机或为发动机加装污染控制技术提供补助、资助或贷款。
Energy Emergency Leadership Act	能源紧急领导法案	2023/5/11	众议院已通过	能源行业	负面	该法案扩大了能源部根据该法规定的能源部长必须分配给助理部长的职能清单，包括能源供应和能源安全职能，例如与基础设施和网络安全相关的职能。
Lower Energy Costs Act	降低能源成本法案	2023/3/14	众议院已通过	能源行业	负面	该法案旨在增加美国能源生产，出口、基础设施和关键矿物加工，从而降低能源成本，增强国家能源安全。
Protecting American Energy Production Act	保护美国能源生产法案	2023/2/21	众议院已通过	石油和天然气行业等	负面	该法案禁止总统宣布暂停使用水力压裂法，除非国会批准。该法案还表达了国会的观点，即各州应保持对州内和州外土地上进行石油和天然气生产的水力压裂法的监管主权。
Clean Energy Demonstration Transparency Act of 2023	2023年清洁能源示范项目透明度法案	2023/2/17	众议院已通过	清洁能源行业	正面	该法案指示能源部提交并在其网站发布某些清洁能源示范项目状态的半年报告。
Cutting Green Corruption and Taxes Act	削减绿色腐败和税收法案	2023/2/14	众议院已通过	可再生能源行业等	负面	该法案废除了旨在减少温室气体排放的计划，包括废除了温室气体减排基金等。
Save Our Seas 2.0 Amendments Act	拯救海洋修正案2.0	2023/2/9	参议院已通过	海洋清理和环境保护行业、渔业和水产养殖业等	负面	该法案修订了管理海洋垃圾基金会和海洋垃圾计划的规定。

备注：色块表示更有可能支持该项法案通过的党派，红色代表共和党，蓝色代表民主党，红蓝相间代表两党都有可能支持该项法案通过。

图113：美国ESG法案追踪 (S维度)

法案名称 (英文)	法案名称 (中文)	提出时间	当前状态	可能影响的行业	影响方向	政策简述
End Polluter Welfare Act of 2024	终止污染者福利法案 (2024年)	2024/5/23	提出	石油和天然气行业等	负面	该法案主要包含取消化石燃料补贴，修正1986年国内税收法典相关内容，废除最近关于化石燃料补贴的立法，以及其他补贴。
Affordable and Secure Food Act of 2024	可负担且安全的食品法案 (2024年)	2024/3/22	提出	农业	正面	该法案旨在保障国内农业劳动力并完善农场工人住房的保护和建设等。
Tax Relief for American Families and Workers Act of 2024	美国家庭和工人减税法案 (2024年)	2024/1/17	众议院已通过	科技与创新行业、低收入住房等	负面	该法案主要包含提高家庭税收优惠，延长科研费用和扣除，减轻受灾社区税负，增加低收入住房税收抵免等。
College Cost Reduction Act	大学费用减少法案	2024/1/11	提出	高校	正面	该法案旨在增强大学费用的可及性和可负担性。
State-Based Universal Health Care Act of 2023	各州全民医保法案 (2023年)	2023/1/17	提出	医院、医疗保险行业等	正面	该法案规定各州或各州集团可以申请选择放弃其医保对居民保险要求，并经过州政府管理的计划为居民提供医疗保险福利计划。
Secure the Border Act of 2023	保卫边境法案 (2023年)	2023/9/14	提出	/	/	该法案要求国土安全部 (DHS) 恢复行在美国和墨西哥边境修建边境墙，旨在解决移民和边境安全问题，包括对庇护所实施限制。
Social Security 2100 Act	社会保障2100法案	2023/7/12	提出	公共部门	正面	该法案修改了社会保障制度，特别是福利计算、基金管理和受益人资源方面。
Medicare for All Act	全民医保法案	2023/5/17	提出	公共卫生系统、医疗保险行业、药品制造业等	正面	该法案旨在建立由卫生与公众服务部 (HHS) 管理的国家健康保险计划。
Health Care Fairness for All Act	人人享有医疗公平法案	2023/5/9	提出	公共卫生系统、医疗保险行业等	正面	该法案旨在取消对个人和雇主健康保险的强制规定以及其他税收要求，并向各州提供替代性、可负担的保险选项。
Inflation Reduction Act of 2023	通货膨胀削减法案 (2023年)	2023/2/2	提出	清洁能源行业等	负面	该法案旨在废除2022年通货膨胀削减法案，并撤销其他相关法案。

备注：色块表示更有可能支持该项法案通过的党派，红色代表共和党，蓝色代表民主党，红蓝相间代表两党都有可能支持该项法案通过。

图114：美国ESG法案追踪 (G维度)

法案名称 (英文)	法案名称 (中文)	提出时间	当前状态	可能影响的行业	影响方向	政策简述
Transparency and Predictability in Small Business Opportunities Act	小型企业机会透明度和可预测性法案	2024/4/16	众议院已通过	多行业	正面	该法案要求小企业管理局 (SBA) 颁布规则，披露小企业有资格参加的、已发布和取消的联邦合同招标的信息。
Comment Integrity and Management Act of 2024	2024年评论诚信与管理法案	2024/3/5	众议院已通过	政府机构、公共部门	负面	该法案规定了在联邦规则制定过程中提交公众评论和计算权重评论的要求。
Information Quality Assurance Act	信息质量保证法案	2024/2/5	众议院已通过	政府机构、公共部门	负面	该法案要求管理和预算办公室修改联邦机构关于传播或引用有影响力的信息或数据的程序，这些程序或信息或数据包括科学、技术、人口、经济、金融和统计信息或数据。
The WOSB Integrity Act of 2024	2024年WOSB诚信法案	2024/1/30	众议院已通过	多行业	正面	该法案修改了联邦机构在某些情况下将某些政府合同的竞争限制在女性所有的小型企业的权力。
Agency Accountability Act of 2024	2024年机构问责法案	2024/1/29	众议院已通过	多行业	正面	该法案要求每个未达到与小企业签订的特定标准的机构的小型企业和弱势企业利益主任在参议院小企业委员会和众议院小企业委员会面前作证。
Protect Small Business and Prevent Elicit Financial Activity Act	保护小企业和防止非法金融活动法案	2023/8/1	众议院已通过	多行业	正面	该法案修改了美国小公司报告某些受益所有权的义务。
Small Business Contracting Transparency Act of 2023	2023年小企业合同透明度法案	2023/7/17	众议院已通过	多行业	正面	该法案要求小企业管理报告与以下方面相关的更多信息：(1) 由女性拥有和控制的小企业，(2) 由有色人种 (HBCU) 小企业，以及 (3) 由美国退伍军人拥有和控制的小企业。
Enhancing Multi-Class Share Disclosures Act	加强多类别股票披露法案	2023/4/24	众议院已通过	金融行业	正面	该法案要求发行多类别股票结构的证券的人士在任何代理权征集或征集材料中披露某些信息。
Encouraging Public Offerings Act of 2023	2023年鼓励公开发行法案	2023/4/20	众议院已通过	证券行业	正面	该法案赋予所有证券发行人法定权力，使用适用于新兴成长型公司的某些发行程序。
Small Entity Update Act	小型实体更新法案	2023/4/20	众议院已通过	多行业	正面	该法案要求美国证券交易委员会 (SEC) 报告并修改小实体的定义。
National Senior Investor Initiative Act of 2023	2023年国家高级投资者倡议法案	2023/4/13	众议院已通过	金融行业	正面	该法案设立了美国证券交易委员会的高级投资者工作组，该工作组必须与65岁以上投资者相关的主题进行报告，包括行业趋势和由此类投资者的严重问题，并就此类趋势和行动提出建议，以解决高级投资者遇到的问题。
Small Business Advocacy Improvements Act of 2023	2023年小企业倡导改进法案	2023/1/20	众议院已通过	多行业	正面	该法案扩大了小企业管理局宣传办公室的主要职能和额外职能，包括：(1) 审查小企业在国际经济中的作用；(2) 在外国政府和国际投资者代表与小企业的观点和利益，为可能影响小企业的监管和贸易举措提供资源。

备注：色块表示更有可能支持该项法案通过的党派，红色代表共和党，蓝色代表民主党，红蓝相间代表两党都有可能支持该项法案通过。

企业出海——出海型企业实质性ESG议题分布



环境（E）维度

- 在环境维度上，ESG议题广泛涵盖了环境管理、物料使用、能源消耗、水资源与污水处理、生物多样性保护、污染与碳排放、废弃物处理，以及供应商环境评估等多个方面。出海型企业在全球不同国家和地区开展业务时，不可避免地要面对多样化的环境法规和要求。

社会（S）维度

- 社会维度的ESG议题涉及技术创新与知识产权保护、雇佣、劳资关系、职业健康与安全、产品安全与质量保证、供应链社会责任管理、培训与教育、多元化与平等机会、反歧视、结社自由与集体谈判、童工、强迫或强制劳动、安保实践、原住民权利、当地社区、公共政策、客户健康与安全、营销与标识以及客户隐私等议题。海型企业通常面临跨文化管理与合规挑战，特别是在劳资关系、职业健康与安全、产品安全与质量保证，以及供应链社会责任管理方面。

治理（G）维度

- 公司治理维度的ESG议题涵盖公司治理、风险管理、经济绩效、市场表现、间接经济影响、采购实践、反腐败、反竞争、税务等方面。对于出海型企业而言，健全的公司治理机制不仅是合规的要求，也是提升企业竞争力与可持续发展的重要保障。

图115：ESG实质性议题分布

环境议题									社会议题																	治理议题													
	环境管理	物料	能源	水资源与污水	生物多样性	污染&碳排放	废弃物	供应商环境评估		技术创新与知识产权保护	雇佣	劳资关系	职业健康与安全	产品安全与质量保证	供应链社会责任管理	培训与教育	多元化与平等机会	反歧视	结社自由与集体谈判	童工	强迫或强制劳动	安保实践	原住民权利	当地社区	公共政策	客户健康与安全	营销与标识	客户隐私		公司治理	风险管理	经济绩效	市场表现	间接经济影响	采购实践	反腐败	反竞争	税务	
采掘	0	0	1	1	1	1	1	0	采掘	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	采掘	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
传媒	0	0	0	0	0	0	0	0	传媒	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	传媒	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0
电气设备	3	0	2	1	0	3	3	0	电气设备	3	0	1	3	3	4	2	0	0	1	0	0	0	0	0	0	3	0	1	电气设备	3	3	2	0	0	1	4	1	0	0
电子	4	2	6	5	0	13	6	0	电子	13	2	6	11	14	9	12	3	0	6	0	0	0	0	1	0	9	0	8	电子	9	8	2	1	1	0	9	1	1	1
纺织服装	1	0	0	0	0	1	1	0	纺织服装	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	纺织服装	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
国防军工	0	0	0	0	0	1	0	0	国防军工	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	国防军工	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
化工	2	1	4	2	1	5	4	0	化工	7	1	1	5	6	4	4	1	0	0	0	0	0	0	5	1	2	1	0	化工	5	2	1	0	0	0	4	1	1	1
机械设备	0	0	0	0	0	0	0	0	机械设备	2	0	2	0	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	机械设备	2	1	0	0	0	0	1	0	0	0
计算机	0	0	0	0	0	0	0	0	计算机	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	计算机	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
家用电器	2	0	2	1	0	3	2	0	家用电器	2	0	1	4	3	2	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	3	家用电器	2	2	0	0	0	1	3	1	0	0
建筑材料	0	0	0	0	0	1	1	0	建筑材料	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	建筑材料	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
交通运输	0	0	0	0	0	1	0	0	交通运输	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	交通运输	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
汽车	0	0	1	0	0	1	0	0	汽车	3	0	1	3	3	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	汽车	3	1	1	0	0	0	1	0	0	0
轻工制造	0	0	1	0	0	2	1	1	轻工制造	2	0	1	2	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	1	轻工制造	1	1	0	0	0	0	1	0	0	0
通信	0	0	1	0	0	3	1	0	通信	4	0	2	4	5	3	3	0	0	0	0	0	0	0	1	1	5	0	4	通信	0	2	0	0	0	0	1	0	1	1
医药生物	3	0	1	1	0	9	2	0	医药生物	9	1	2	7	12	0	6	1	0	1	0	0	0	0	0	1	6	1	7	医药生物	5	7	1	1	0	0	7	0	0	0
有色金属	1	0	1	1	0	3	1	0	有色金属	1	0	2	4	2	3	0	1	0	2	0	0	0	0	2	0	1	0	0	有色金属	2	2	0	0	0	0	2	0	1	1
总计	16	3	20	12	2	47	23	1	总计	47	4	20	44	55	28	30	8	0	11	0	0	0	0	10	4	34	3	29	总计	33	30	7	2	2	2	34	4	4	4

资料来源：万得，纽约时报，国信证券经济研究所整理

良好公司治理是企业可持续发展必要条件

- 公司治理是现代企业制度的核心组成部分。它不仅扮演着保障企业做出科学决策与确保稳定运营的关键角色，还是连接外部市场、缓解信息不对称问题的重要桥梁。其不仅是企业可持续发展的坚实基础，更是构建以投资者为本的资本市场的必要举措。近年来，我国上市公司数量及市值大规模增长的同时，质的提升却相对迟缓，上市公司经营和治理不规范、发展质量不高问题仍较突出，与建设现代化经济体系、推动经济高质量发展的要求还存在差距。

图116：上市公司治理现存问题列举

现存问题	详述
党的领导核心地位需要进一步强化	部分公司没有重视党建披露情况
控股股东行权方式需要进一步规范	诊断发现部分公司控股股东（实控人）虽不担任董监二会的高职务，但直接指挥企业的生产经营，有的替代董事会直接做出经营决策，甚至直接任命经营层；少数公司存在较大数额的应收账款；少部分公司存在高比例质押现象。
董事会履职效能有待进一步提高	部分上市公司董事会构成不合理，缺少财务、法律、客户、员工某一维度的代表，部分知识结构趋同；最突出的是执行董事比例过大，导致董事会缺少独立性；专业委员会设置和作用不到位，按照国内外相关规定；董事会与管理层责任边界不清；独立董事价值、责任和履职能力需要明确和提升
职业经理人队伍明显不足	不少公司管理层队伍有裙带关系现象，也有年龄老化、创新意识不足现象；少部分公司缺少激励机制
监事会监督效能亟需改进	大部分上市公司缺少外部监事，披露监事会工作报告的上市公司比例较低
信息披露的内容和质量需要改进	信息披露的报送制度尚不健全；部分上市公司信息披露质量较低，2020年有441家上市公司存在财务重述，让投资者失去信任；另外在定期报告、专项报告披露后，缺少充分解释说明，有的报告逻辑不够严谨，内容冗长，前后矛盾，文字错误较多。

资料来源：程凤朝.我国上市公司治理现状与对策研究[J].清华管理评论，2022，(05)：30-36.，国信证券经济研究所整理

图117：中国公司治理政策演进

时间	时期	核心变革
1978-20世纪80年代末	萌芽期	扩大企业自主权，推行利改税与经营承包责任制
1990-20世纪90年代中后期	试水期	国企股份制改革和《公司法》的实施
20世纪90年代中后期-2004	跟近期	建立独立董事制度和外派监事会
2004至今	改进期	全面导入公司治理理念，由股东单边治理向利益相关者共同治理转变

资料来源：柴美群著.公司治理研究 长效监督和信息公开[M]，2017.04.，国信证券经济研究所整理

全样本下的相关性分析

- 从未来一期收益率与对数市值、盈利市值比、公司战略等指标的相关性来看：未来一期收益率与对数市值正相关、与盈利市值比负相关，即存在规模效应和价值效应。未来一期收益率与公司治理指标正相关，利用公司治理指标进行正面选股或者负面排雷可能并没有什么明显的效果。未来一期收益率与负面风险指标负相关，说明筛选负面风险小的股票，可能会获得明显的超额收益。未来一期收益率与其他指标负相关，表明可以利用公司战略等指标进行选股或排雷。

图118：全样本下的相关性分析

	收益率	对数市值	盈利市值比	公司治理	公司战略	资本运作	投资者关系	风险因素	合成指标
收益率		-10.71	5.27	0.57	-4.63	-8.91	-3.5	-3.12	-4.56
对数市值	-6.68		32.48	43.54	49.14	4.43	49.13	-3.62	57.01
盈利市值比	3.66	22.51		24.6	28.74	5.78	23.42	-9.42	35.63
公司治理	-0.36	48.16	15.04		21.04	-1.94	25.15	-7.57	54.66
公司战略	-2.81	47.44	21.13	22.16		7.01	42.33	2.48	61.55
资本运作	-6.65	7.35	7.2	0.81	9.79		8.46	-10.65	42.31
投资者关系	-2.43	48.92	14.6	26.8	42.94	9.63		-6.09	66.9
风险因素	-2.47	-4.15	-13.56	-6.79	0.02	-12.05	-6.75		-40.15
合成指标	-3.67	56.06	25.07	56.24	62.38	47.47	66.87	-44.79	

资料来源：资料来源：易董，万得，国信证券经济研究所整理

- 2005年上市公司股权分置改革时期，市值管理里的概念首次提及；2014年新国九条首次将市值管理写入资本市场顶层文件，后续十年间市值管理的要求不断充实完善并聚焦于央企；今年以来，市值管理政策不断加码，并于2024/9/24发布《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》对上市公司市值管理进行全面规范。

图119：上市公司监管指引第10号——市值管理《征求意见稿》脉络梳理

《指引》明确了市值管理的定义、目标、方式和监管红线，指出四类市值管理相关主体的责任与义务，规范两类公司的特殊要求：（1）市值管理方式包括**并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等**。（2）两类强要求的公司包括**沪深300、科创50、科创100、创业板、北证50的成份股公司及连续12个月破净的公司**。

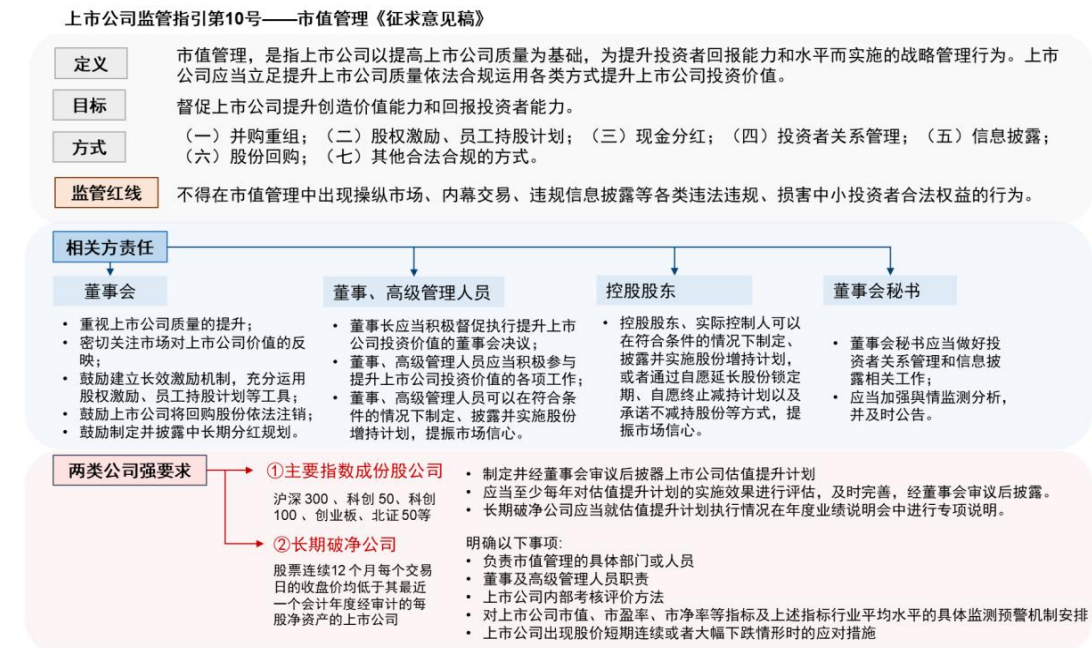


图120：《指引》与央企一利五率评价改革及新“国九条”的对比

《指引》进一步强调股东回报，是“一利五率”的延申：与2023年1月国资委提出“一利五率”经营指标和“一增一稳四提升”总体目标相比，《指引》规范对象扩大至全体上市公司，央企评价改革注重经营效率和盈利能力，《指引》在提升上市公司质量的基础上，强化投资价值与投资者回报。

《指引》全面规范市值管理要求，是新“国九条”的补充和完善：与新“国九条”相比，《指引》对市值管理的具体操作方法、主体责任、监管红线进行了更具体和全面的规范，并提出两类特殊公司的强监管。

	央企“一利五率”评价改革	新“国九条”	《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》
提升上市公司质量方面	利润总额增速高于 GDP 增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。	严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度。	董事会根据当前业绩和未来战略规划就上市公司投资价值制定长期目标，在公司治理、日常经营、并购重组及融资等重大事项决策中充分考虑投资者利益和回报，坚持稳健经营，避免盲目扩张，不断提升上市公司投资价值。
相关主体责任方面	-	切实发挥独立董事监督作用，强化履职保障约束。	明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任。
市值管理方法方面	注重业绩考核以提升经营效率和盈利质量	引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。	列举完善提升上市公司投资价值方法：（一）并购重组；（二）股权激励、员工持股计划；（三）现金分红；（四）投资者关系管理；（五）信息披露；（六）股份回购；（七）其他合法合规的方式。
监管红线	-	（1）依法从严厉打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。（2）严格规范大股东尤其是控股股东、实际控制人减持，按照实质重于形式的原则坚决防范各类绕道减持。责令违规主体购回违规减持股份并上繳价差。严厉打击各类违规减持。	明确六点不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信人减持，按照实质重于形式的原则坚决防范各类绕道减持。责令违规主体购回违规减持股份并上繳价差。严厉打击各类违规减持。
特殊情形	-	-	对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国政府网，证监会，国资委，国信证券经济研究所整理

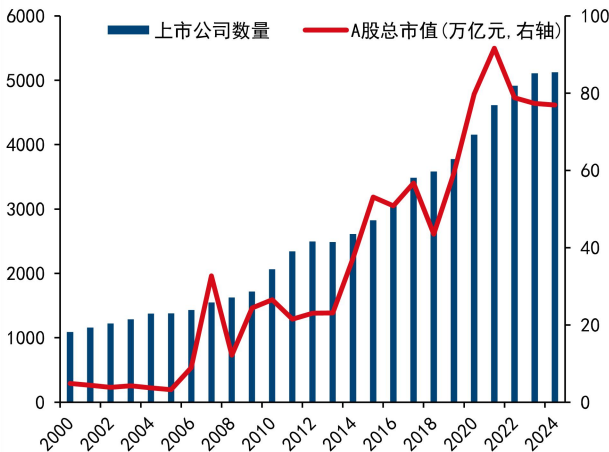
市值管理——关注“红利+”板块

■ 4月12日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》）。此次颁布的《意见》共9个部分，是继2004年、2014年两个“国九条”之后，又时隔10年国务院再次出台资本市场指导性文件。

图121：《意见》主要内容梳理

政策基调：融资市向投资市转变

- 过去十年中上市公司数量和总市值都大幅增长，质量却鲜有提升。部分原因因为重心在于资本市场建设重心在于融资端，资本市场的融资功能被不断强化，对投资端则较为忽视。
- 投资者的利益得不到保证，妨碍了金融市场更全面功能的发挥和长期发展。
- 未来资本市场的发展将不再仅局限于规模扩张，将聚焦于质的改进，进而建设以投资者为本的资本市场。



主要内容

充分体现目标导向、问题导向。注重保护投资者，特别是中小投资者合法权益。充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线。

新“国九条”主要内容

- 严把发行上市准入关
- 严格上市公司持续监管
- 加大退市监管力度
- 加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强
- 加强交易监管，增强资本市场内在稳定性
- 大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量
- 进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展
- 推动形成促进资本市场高质量发展的合力

图122：《意见》对“红利股”的积极影响

三次“国九条”的对比

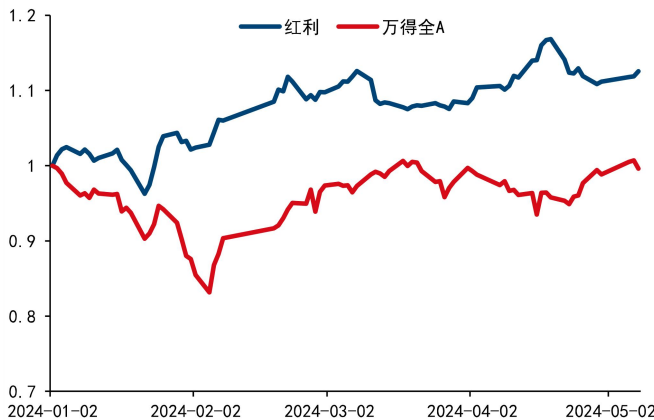
时间	核心内容	落脚点
第一次 2004年	扩大直接融资、积极稳妥解决股权分置	融资端
第二次 2014年	扩大市场双向开放、鼓励并购重组、混合所有制、放松私募发行审批	融资端
第三次 2024年	强监管、防风险、促高质量发展	投资端

总的来看，前两次“国九条”围绕资本市场建设展开，聚焦于资本市场融资端的建设，而此次“国九条”更注重制度的完善，聚焦于解决资本市场投资端的主要问题。

红利股的春天

- ✓ 回馈型市场的高股息策略的长期收益来源于盈利和分红，在没有强增速诉求下的稳定分红提升了这类资产的长期回报预期。
- ✓ 美股、日股都经历过从融资型市场到回馈型市场的过渡，伴随新“国九条”对上市企业分红的约束，未来A股有望进一步增加回购与分红。
- ✓ 在经济景气稀缺，找到有高增速从而能拔高估值的赛道难度增加的情况下，稳定的EPS和ROE，持续提高的分红比例让高股息资产长期回报预期和底仓配置价值进一步提升。

年初至今，红利股持续占优

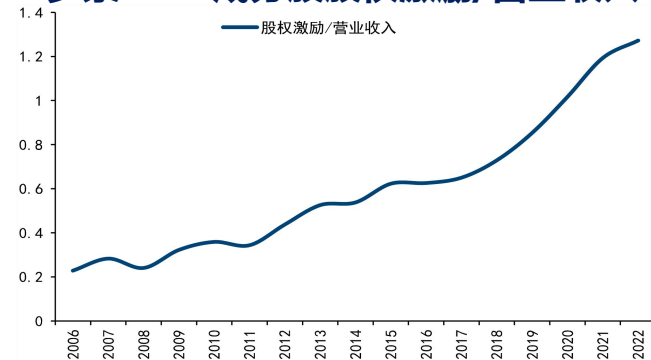


股权激励——长期投资新指南

- 股权激励是有效的公司治理手段，指上市公司以本公司股票为标的，对其董事、高级管理人员及其他员工进行的长期性激励。从股权激励的实施效果看，美国的实践表明，80年代兴起的股权激励制度对于促进公司价值增长和推动经济进步具有显著的正面影响，股权激励将公司管理者和股权的利益捆绑在一起，可有效减少管理者的短视行为，促使管理者执行有利于公司长期发展的战略。

图123：中美股权激励发展演进

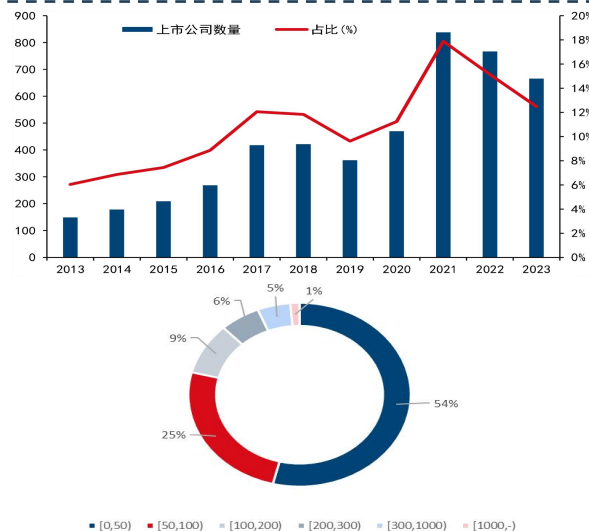
罗素3000成分股股权激励/营业收入



近年来，美国上市公司的股权激励强度呈现出增长的趋势。以罗素3000指数成分股为例，股权激励强度从2006年的0.2%增长至2022年的1.3%左右，2022年，罗素3000成分股股权激励金额为2700亿美元，约占上市公司薪酬总额的6%-8%。同时，规模较小的公司往往采取更强的股权激励措施。市值规模较小的公司相对于大公司市场地位和薪酬支付能力可能较弱，面临较强的流动性约束，因此需要通过股权激励来弥补这些不足。

提出股权激励上市公司数量及占比

我国上市公司实施股权激励的数量呈现先上升后下降的趋势。从上市公司股权激励的发展趋势来看，根据万得的统计数据显示，自2013年以来每年提出股权激励预案的上市公司数量先增长后减少。在2021年，这一数字达到了顶峰，有838家公司提出了股权激励计划，占当时全A股上市公司总数的18%。然而，此后每年提出预案的公司数量开始呈现下降趋势。从上市公司的特征分布来看，执行股权激励的上市公司多为市值规模在100亿元以下的上市公司以及民营企业，即那些市值较小的上市公司和大多数民营上市公司，往往面临较大的现金流压力。



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图124：上市公司股权激励对股价的影响

股权激励计划的推出不仅在短期内提升了上市公司的业绩，而且在长期内也持续显现其积极影响。股权激励计划的公布在短期内向市场传递了正面信号，对上市公司股价产生显著的积极影响，在股权激励计划公布首日，上市公司股价平均上涨1.52%。进一步观察长期趋势，上市公司在公布股权激励计划后的第一年和第二年，股价分别实现了12.73%和21.19%的增长。从行业视角来看，股权激励作为一种有效的公司治理机制，对不同行业上市公司股价的影响表现出一定的异质性。

大类风格	申万行业	趋势	+1D	+5D	+1M	+3M	+6M	+1Y	+2Y
上游资源	石油石化		2.12%	1.01%	-2.37%	-0.56%	6.71%	22.50%	14.02%
	煤炭		-0.90%	-1.06%	-0.43%	-1.55%	-0.16%	32.27%	22.16%
	有色金属		1.82%	2.30%	3.52%	4.37%	18.43%	22.92%	29.73%
	钢铁		-0.86%	0.99%	1.13%	0.58%	5.85%	8.22%	4.40%
中游制造	基础化工		1.29%	1.31%	2.39%	3.83%	5.76%	8.47%	12.81%
	建筑材料		1.33%	2.63%	6.19%	7.95%	1.25%	11.34%	30.10%
	机械设备		1.51%	1.75%	4.03%	4.83%	9.99%	17.00%	19.69%
	建筑装饰		1.23%	1.77%	1.48%	1.91%	3.45%	3.42%	5.78%
	电力设备		1.46%	1.78%	2.88%	4.63%	13.90%	25.21%	38.69%
	国防军工		1.79%	1.95%	2.27%	4.26%	8.10%	7.89%	17.16%
下游可选消费	汽车		1.89%	2.93%	4.81%	3.94%	7.24%	15.14%	29.83%
	家用电器		1.47%	1.59%	1.19%	2.60%	4.83%	11.69%	73.28%
	轻工制造		2.47%	2.12%	2.81%	2.89%	5.52%	6.56%	14.95%
	商贸零售		0.58%	1.16%	1.72%	2.27%	6.81%	5.47%	5.22%
	社会服务		1.04%	2.94%	2.11%	1.81%	20.58%	34.23%	50.02%
下游必选消费	美容护理		4.65%	4.92%	6.70%	5.46%	1.59%	-2.08%	10.33%
	食品饮料		3.78%	4.15%	3.89%	7.29%	6.26%	7.38%	18.22%
	纺织服装		1.10%	1.43%	0.83%	2.13%	2.96%	0.27%	10.23%
	医药生物		1.92%	2.27%	3.28%	4.40%	10.87%	14.63%	27.35%
	农林牧渔		1.18%	2.11%	1.85%	3.16%	11.03%	7.31%	20.36%
TMT	电子		1.23%	2.07%	5.32%	7.02%	9.78%	12.26%	17.25%
	计算机		1.31%	1.61%	4.81%	4.62%	7.87%	9.22%	11.16%
	通信		1.30%	2.91%	4.40%	5.89%	13.84%	21.36%	42.09%
	传媒		1.23%	1.59%	1.53%	1.51%	3.41%	3.93%	2.12%
大金融	银行		/	/	/	/	/	/	/
	非银金融		2.56%	3.91%	5.67%	5.47%	10.74%	31.86%	22.06%
环保公用	房地产		0.57%	0.15%	-1.74%	-0.48%	-5.30%	-8.39%	-7.73%
	公用事业		2.61%	2.87%	3.87%	2.80%	10.04%	15.97%	11.10%
	交通运输		0.55%	1.48%	0.87%	2.04%	5.04%	7.65%	17.99%
	环保		0.86%	0.61%	1.43%	-0.67%	-0.49%	1.28%	4.19%
综合	综合		4.72%	4.59%	-1.14%	1.68%	28.65%	55.51%	39.84%
总平均			1.52%	1.98%	3.44%	4.30%	8.64%	12.73%	21.19%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

并购重组——提质增效下的供给端投资机遇

■ 并购重组是企业应对技术变革和商业模式变化的高效反应，也是助推企业快速成长的有效战略。通过复盘并购重组的发展历程，并购重组政策基调经历了宽松到收紧，再到结构性放松的过程。支持传统行业并购，促进传统行业内部资源整合和转型发展，以及支持科技型企业并购重组进而培育新质生产力，将是未来并购重组政策的主基调。

图125：并购重组规模发展

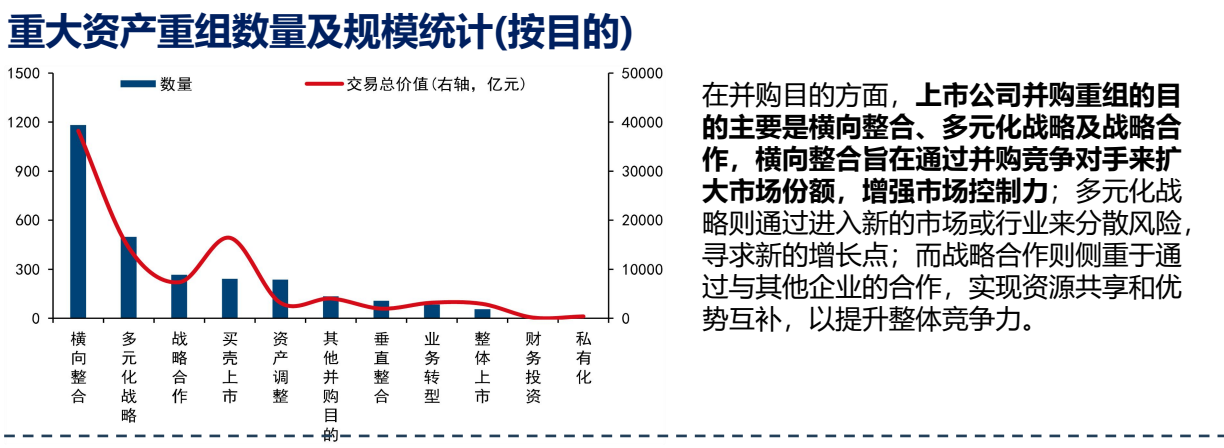
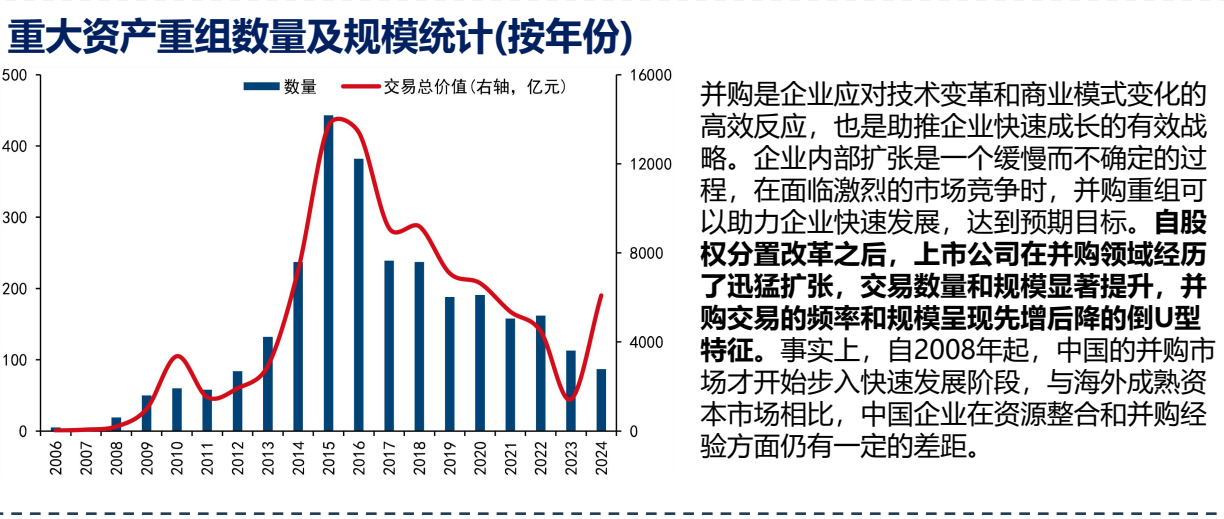
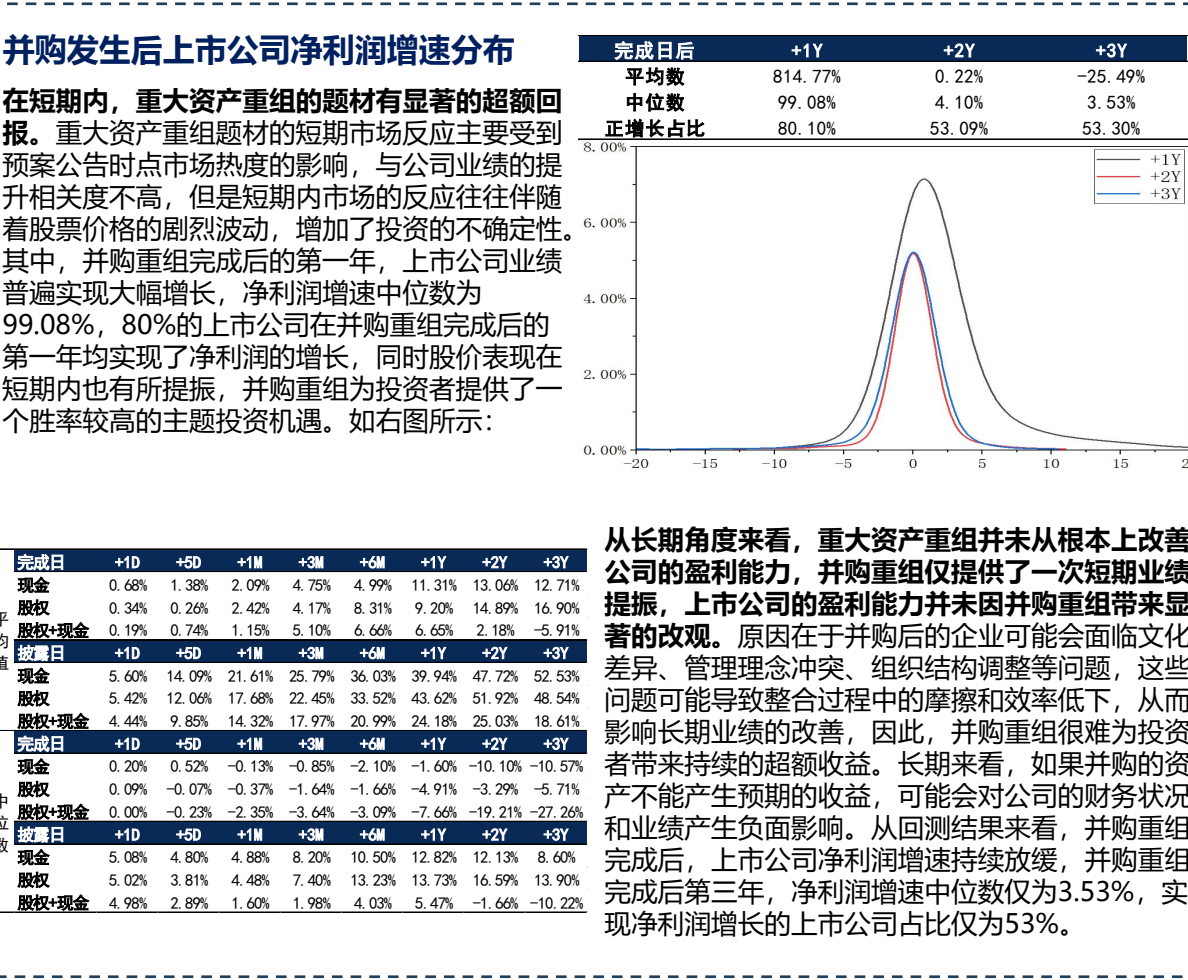


图126：上市公司并购重组对投资的指引



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

- 一、ESG 评级结果的不一致性；
- 二、企业地方特色与实际情况的差异性；
- 三、文中所列指数、基金和个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据。

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	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

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
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