



中国证券投资基金业协会  
Asset Management Association of China

# ESG 研究专栏

## (市场版)

【2020】第 4 期 总第 4 期

发布日期：2020 年 11 月 6 日

### ESG 投资在中国的有效性

北京商道融绿咨询有限公司 关睿

ESG 是环境、社会和公司治理的简称。与传统投资理念不同，ESG 投资在决策流程中纳入对环境、社会和公司治理因素的考量，以期能更好地促进治理完善、提升社会福祉。但是人们也担心在投资决策中兼顾 ESG 因素是否会影响投资回报？本文对国内外相关研究做了简要梳理，来尝试回答上述疑问。

#### 一、关于 ESG 投资回报的国际例证

汉堡大学 2015 年发布的关于 ESG 与财务绩效（CFP）论文是被广泛引用的佐证之一。该论文基本穷尽了彼时的相关研究，涵盖了从 1970 年以来关于 ESG 与财务绩效（CFP）的 2200 多份研究结果；其中既包括了 E/S/G 表现与企业财务业绩的关系；也包括了 ESG 绩效与投资组合回报的关系；其论证发现，90%的研究表明 ESG 和财务绩效之间的关系是正相关或不相关；负相关的比例仅占 10%。

具体到 ESG 投资策略，考虑到不同地区的统计口径不

尽相同，且实际应用中多有交叉和演化，所以并无统一标准。根据 Amir Amel-Zadeh 和 George Serafeim 在 2017 年针对主流投资机构进行的全球调查发现，对财务回报产生正向影响的前三大 ESG 策略被认为是：完全整合（full integration）、积极所有权（active ownership）和正面筛选（positive screening）；负面筛选（negative screening）策略被认为对于财务回报影响最小。其他排在中间的 ESG 策略包括相对筛选（relative/best-in-class screening）、倾斜策略（portfolio tilt）、主题投资（thematic investment）以及风险因子投资（risk factor/risk premium investing）。

## 二、ESG 在中国有效吗？

与欧美市场相比，ESG 投资在中国起步晚、数据积累时间短，且针对 ESG 投资有效性的研究不多。过去两年内公开发表相关研究的有负责任投资原则（Principles for Responsible Investment, PRI）、香港理工大学（The Hong Kong Polytechnic University, PolyU）及证券投资研究机构。

2020 上半年，PRI 发布了《中国市场的 ESG 和 Alpha》。报告显示：PRI 根据 MSCI 中国指数成分股的数据进行研究，结果表明将 ESG 数据纳入投资分析可带来超额收益，并且在 2013 年 6 月至 2019 年 6 月期间，相较于新兴市场股票，ESG 因子在中国股票中创造 Alpha 的效果更为明显。

表 1 ESG 投资绩效总结 (2013 年 6 月 28 日-2018 年 6 月 28 日) : 新兴市场 vs 中国

	新兴市场			中国		
	MSCI新兴市场指数	MSCI新兴市场 ESG领先指数	MSCI新兴市场 ESG通用指数	MSCI中国指数	MSCI China ESG领先指数	MSCI中国ESG通用指数
收益 (%)	4.7	6.9	5.1	8.9	13.6	9.8
风险 (%)	15.2	14.8	15	20.3	21	20.4
夏普比率	0.25	0.41	0.28	0.4	0.61	0.44

注：所有风险回报数据均按以美元计价的每日指数总回报年化。

来源：《中国市场的 ESG 和 Alpha》，2020

表 2 中国策略的主动风险和收益因子归因 (2013 年 6 月 28 日-2018 年 6 月 28 日)

	MSCI中国ESG领先指数	MSCI中国ESG通用指数
主动收益 (%)	4.69	0.91
国家 (%)	-0.06	-0.07
货币 (%)	0.02	0.02
风险指标 (%)	0.72	0.32
行业 (%)	0.52	0.14
特有因子 (%)	3.49	0.50

注：回报和贡献数据已年化。该分析基于Barra Emerging Market Model (EMM1)。

来源：《中国市场的 ESG 和 Alpha》，2020

在研究覆盖的区间内，MSCI 中国 ESG 领先指数每年跑赢 MSCI 中国指数 4.7 个百分点，MSCI 中国 ESG 通用指数每年跑赢 MSCI 中国指数 0.9 个百分点。归因分析结果显示，个股特有因子是超额收益的重要来源。

除国际专业组织以外，学术机构也在积极开展 ESG 投资相关性的研究。2020 年 7 月，香港理工大学和商道融绿联合出版了一篇题为《ESG 在中国有效吗？》的论文摘要引起广泛关注。这是第一篇由权威学术机构做出的关于 A 股市场 ESG 绩效与股价相关性的较为全面研究，工作论文的全称为《在金融危机时期 ESG 绩效的作用：疫情之下的中国股价分析》。这也是学术机构首次应用中国本土机构的 ESG 数据进行的投资相关性研究。

该论文的研究机构为香港理工大学可持续经济与创业金融中心（The Center for Economic Sustainability and Entrepreneurial Finance, CESEF），是香港首个专注于经济可持续性，尤其是 ESG 和绿色金融领域的研究和教育中心。CESEF 在这篇报告中追踪了 2015-2020 年沪深 300 成分股的 ESG 相关投资组合的表现；通过使用基于行业中位数的 ESG 总得分来划分股票，从而确定每个行业的高 ESG 和低 ESG 子样本；构建高、低 ESG 投资组合，追踪这两个投资组合在未来六个月的收益率，然后重复同样的步骤。结果显示，在 2017 年 7 月至 2019 年 12 月期间，ESG 评分高的组与 ESG 评分低的组的累计收益率差值约为 12.83%。这意味着，即使在正常时期，一个行业中性的 ESG 投资策略能让投资者在中国市场获得高得多的回报。

表 3 行业中性 A 股 ESG 投资策略表现（沪深 300）



来源：《ESG 在中国有效吗？疫情之下的股票价格分析》摘要报告，2020

此外，该报告还研究了新冠疫情对股价表现的影响。虽然研究时间较短，但仍可得出疫情暴发期间，股票回报与 ESG 评级之间存在正相关关系的结论。这意味着，尽管中国

还处于 ESG 投资的早期阶段，而且很多投资者都是“不成熟”的散户投资者，但投资者还是会偏爱 ESG 综合表现好且评级高的公司，尤其是在危机时期。

代表市场参与方的券商对于 ESG 投资亦展现出浓厚兴趣。以海通证券的《ESG 与社会责任投资系列研究 — ESG 评级在因子组合构建中的应用》、国泰君安《ESG 投资：体系建立及策略应用》、光大证券《ESG 投资与 ESG 因子策略》为代表，中信证券、招商证券、开源证券、西部证券、天风证券、交银国际、国盛证券和华泰证券都发布了 ESG 研报。这些券商研报大体包括了 ESG 投资起源、ESG 评级方法的介绍、A 股 ESG 投资策略的构建及回测效果等几方面内容，总体上说，支持超额收益的观点与质疑声并存。

综上，关于 ESG 投资有效性的问题，国际组织、学术机构和市场参与方均已开展研究。总的来说，结论偏向有效；在中国市场亦可得出类似的结论。这一结论着实令人振奋，意味着 ESG 投资可以有效地将创造财务价值和创造社会价值二者协同起来，有利于 ESG 投资行稳致远。

然而，若是刨根问底 ESG 究竟为何有效，就必须研究 ESG 投资的起效机制。虽然我们不知道，环境成本内部化（internalization of environment cost）、获得社会许可（social license）等因素可以帮助企业获取竞争优势，也知道任何财务上的成功都离不开非财务因素的贡献，但是对这些因素在多大程度上、以何种路径影响企业的财务表现和投资组合的财务绩效，还有待进一步分析。近一两年，国内高校对 ESG 投资的研究日渐增多；比如首都经贸大学中国 ESG 研究院日

前刚刚成立，其他高校如上海高级金融学院、南开大学商学院、四川大学经济学院、暨南大学等多所高校业已开展相关课题研究。另外，一些资产管理机构也在加大研发投入，如嘉实基金打造的 ESG 评分体系，中国平安构建的 CN-ESG 智慧评价体系等。我们相信，这些都将加深人们对 ESG 投资作用机理的理解。

**声明：**本文仅代表作者个人观点，中国证券投资基金业协会（AMAC）出于交流目的经作者授权刊发，不意味着 AMAC 支持、认可其全部或部分观点，不代表 AMAC 立场。