



北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2019 年第 33 期 总第 44 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：方垆豪（执行） 曹明明 都闻心 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University, 缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构，以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

资管行业的 ESG 和气候变化投资

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

胡大鹏（美国黑岩集团董事总经理）

最近,ESG 和气候变化在投资管理行业尤其基金管理行业是比较流行的话题，在市场上也是大势所趋。国内很多公司也在招 ESG 投资方面的人才，这是一个大家相对感兴趣的话题。

一、什么是 ESG?

ESG 是环境、社会责任和公司治理三个英文单词的缩写。环境没有明确的概念定义,主要是一些相关行为,比如环境保护、气候变化、环保和新能源等；社会责任就是一些社会问题；公司治理是指公司的高层架构和公司董事会的透明度等。



图 1 ESG 的相关行为分类

图 1 是 ESG 包含的具体项目。E 包括气候变化、能源利用、资源稀缺性、公司的供应链管理、废水和回收，还有对生物多样性的影响等。S 指如何对待员工的健康安全问题，对社区的影响，退伍军人就业，产品安全责任以及公司是否有积极推行多元化等。G 指公司治理方面的董事会结构，董事会是不是多元化，高管薪酬管理以及公司是不是有贿赂行为，还包括公司的前瞻性以及公司丑闻。

ESG 在二十年前就有人提出，比如责任投资。金融危机以后，一些国家出现诸多社会问题，比如说贫富分化愈演愈烈，这些问题让华尔街逐渐意识到要承担社会责任。另外，像欧盟的监管要求公布 ESG 业绩。

最近几年的全球气候变化，许多人认为是气候危机，应得到全社会的重视。所以 ESG 现在不是一个小产品，而更多的应该是主动从

事 ESG，在股东大会上投票，然后发行一些新的产品。

Sustainable Assets Are a Big Deal Share of total managed assets in 2018

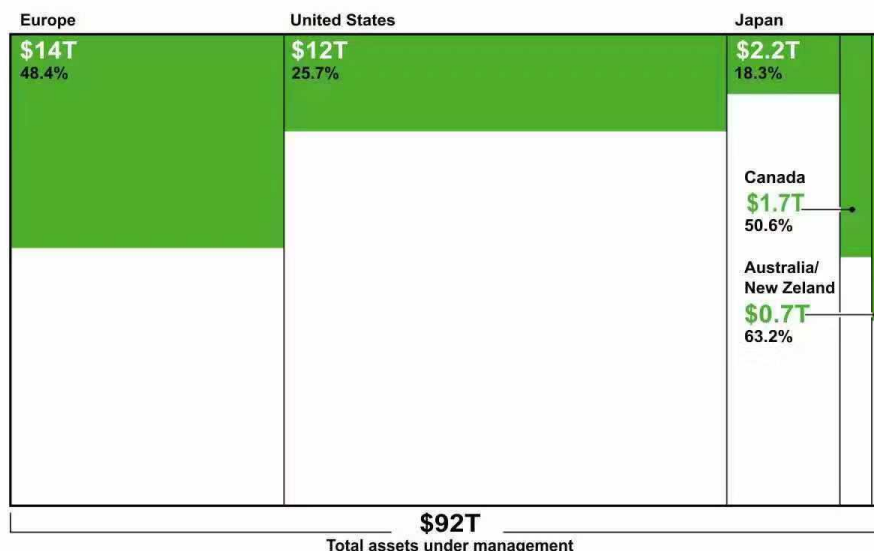


图 2 Total assets under management，来源：Bloomberg

图 2 说明在欧洲、美国、日本和澳大利亚等市场中，可持续投资资产占整个资产规模和所有可投资资产的比例。可持续投资在欧洲发展非常快，占比已经达到 48.4%，美国是 25.7%，日本 18.3%。加拿大和澳大利亚因为气候变化对环境更加重视，分别占比 50.6% 和 63.2%。中国最近几年也做了很大努力，尤其是新能源、太阳能等投资公司投资到可持续发展的资产中。近年来气候的变化影响很大，比如美国总统民主党初选中一个很重要的话题就是气候变化，年轻人对此关注度非常高。最近几年自然灾害较多，比如佛罗里达飓风频率增加，又比如加州山火也因为天气干燥频发。根据气候专家研究，这些都跟气候变化紧密相连。

二、为什么 ESG 投资成为一种趋势？

为什么 ESG 在投资领域变成大趋势呢？除一些市场原因外，我在此跟大家分享一些更深层的原因。

首先是 ESG 的直接利益。比如因为客户需求，所以需要设计这方面的产品。当然也有 ESG 投资方面的风险，管理不好就会出现一些丑闻，如果丑闻演变成负面新闻，就会对股票价格和客户造成影响。比如美国加州的一个发电厂因为加州山火而宣告破产，此前大家对其公司治理和环保程度了解不够，如果你刚好拥有这个公司的债券或者股票的话，就存在很大风险。另外一个例子，中国的新城控股公司董事长涉及到犯罪行为，当时这个公司的股票和债券因为这个消息而狂跌。这也是因为该公司治理中的透明度不够，如果基金管理员对这方面重视比较多，就相对可以避免一些风险。另外，很多年轻人才在应聘高科技公司的时候，除考虑工资之外，还有很强的社会责任信念。

但是资本是逐利的，公司拿很多钱去做 ESG 方面投资的深层次原因何在？因为有责任感的资本家意识到，有社会责任才能长时间地持续下去。哈佛大学的教授 Oliver Hart 和芝加哥大学的教授 Luigi Zingales 在几年前发表了一篇很著名的文章，认为公司的董事会由个人组成，如果能沿用个人的效用最大化理论，那么公司更多的是关注效用最大化，而不仅仅只是挣钱。以前认为，公司挣钱，然后去实现个人效用最大化。现在从最优化的角度来想，大部分董事会成员认为社会责任会帮助实现效用最大化，也就是说不是实现利润最大化，而是直接去福利最大化。文中提到，资产管理行为究竟是应该把收益最

大化，还是帮投资人实现福利最大化？最后文章结论是告诉大家，要帮助投资人实现福利最大化。

除理论外，现实中投资 ESG 存在很多问题。比如，现实中对投资管理存在法律的要求。在美国退休金管理方面，有明文规定投资是否是最佳时机，必须考虑投资的风险回报，而不应该考虑过多其他因素。倘若考虑过多其他因素，在法律上可能遭到问题，因为投资管理人没有很慎重地把钱花掉。

最近几年，在欧洲和英国等都分别出台了一些具体法规，包括退休金的管理除了回报之外，也应该考虑社会责任投资因素。川普政府因为对环境变化重视程度不够，虽然也有一些讨论，但是对退休金的管理没有做出 ESG 方面的明确规定。越来越多的资产管理者除了退休金之外，比如一些保险公司和一些专项基金的慈善组织等，都已经把 ESG 投资算作考虑之列。

三、如何做 ESG 投资？

现在很多资管公司在 ESG 投资上采取了大量行动，包括数据汇编以及汇报等，然后筛选投资证券，怎么去做投资组合，进而研发一些新的产品。越来越多的上市公司在定期公布公司在 ESG 方面的努力，做了哪些事，有些什么影响。但是也存在很多问题，因为这些没有具体客观的评价指标，很多数据容易存在扭曲和误报的情况，对投资而言是个很大的挑战。其他一些市场相关公司会做一些指数，比如 MSCI 的 ESG 评分，包括一些 ETF 等根据 ESG 某方面的评分去增发

相关产品，然后创造一些指数等。比如对石油公司的二氧化碳排放要求做出一些承诺，要在投资标的中对公司治理有一些环境方面的要求。

最后就是关于研究和分析。目前主要是汇集数据，在因子里面去分析这些评分对长期收益的影响、对风险的影响等。不过总体来讲，目前数据视角较短，只是从类似 MSCI 指数等来看，这些年对于 ESG 的投资并没有牺牲很多的收益。

气候变化的影响，从风险角度分析主要是两个方面：一方面由于气温上升，会产生对降雨量影响，极端天气对户外劳动力产生影响，对犯罪率也会产生影响等，进而影响到当地的经济，也会直接影响房子或者商业地产等的价值和市场需求；另一方面，除了政府政策要减少二氧化碳排放指标，比如增加二氧化碳税，这对排放量很大的公司比如石油公司等的影响会非常大。由于政策变化，对这些公司将来的成本和盈利都会有很大影响，称之为变化的影响。这种政策变化对环境污染比较严重的企业和产业影响很大，比如说石油和一些传统的能源企业。总的来说，气候变化中的物理风险，比如气温升高，会导致一系列环境影响，进而影响到经济和社会，然后影响投资。

一些物理影响比如暴雨和干旱、海岸线上升、高温以及多风等极端天气，发生的频率增加，这些气象变化会影响到生产方面的指标，比如运营成本、交通、能源生产和供应链等受到影响。另外对比如房地产等本身资产价值的影响，对地区的 GDP、就业和劳动生产率等都造成间接影响。

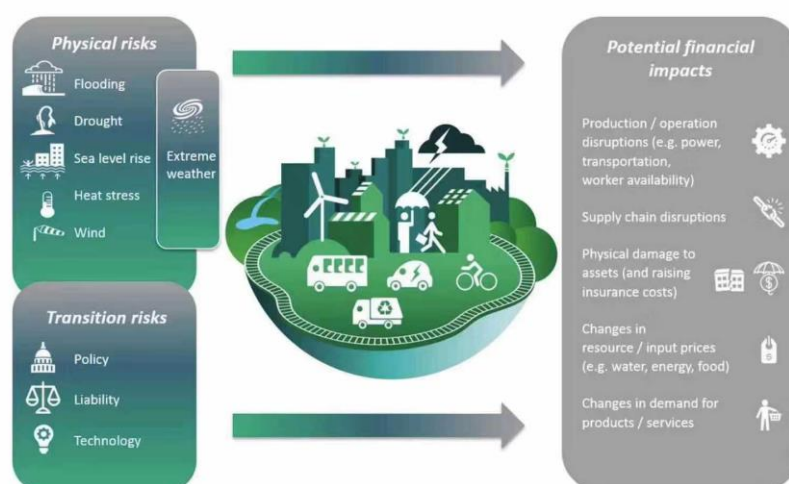


Figure 1: Climate Risk¹ and Potential Financial Impacts

图 3 气候风险和潜在金融影响

下面是我们文章里面的一些研究，主要结论如下：

全球学术机构和国际合作有很多气候模型，比如在不同的二氧化碳排放的产品下，会有什么样的分布，在不同学术机构运用一些数据，然后做一些模拟，根据一些具体的气象指标和社会经济方面的指标做一些回归。比如气温升高，犯罪率会增加多少，对就业和户外的劳动生产率有什么影响；比如飓风，对房地产损坏和保险的增加，这些对房地产的价格造成什么样的影响等。

一旦建立了气候和经济方面的影响，有一些模型可以从经济方面的保险成本、运营成本进一步转化为投资的影响。上面的文章就对几个海边城市，比如佛罗里达气候变化对价格与成本的影响，进而影响到房地产抵押债券，进一步对房地产违约率以及债券价格有什么影响。我们在相关专业杂志上发表的一些文章，也被其他的报纸进行报道，算是对环境和 ESG 投资方面的一个小小的贡献。

四、问答环节

Q1: 关于环境污染造成的极端气候，不知保险公司目前做了哪些反应，有什么投资机会？

A1: 气候变化对保险公司尤其是大的再保险公司影响很大，比如灾害证券是对冲方面的一些产品，保险公司对这方面的研究很多。

Q2: 国内近年来对环保问题也非常重视，也涌现出一些投资机会，对此您有什么看法和建议？

A2: 国内资管行业对相关问题也都很重视，尤其是国有或者合资企业，投资 ESG 不仅仅是经济行为，也有社会责任行为。比如做一些专项的投资组合，有一些主题比如新能源公司、环保公司，这些国内做得相对不错。目前对数据如何评价，如何根据公司调研等开发产品，使得产品能有好的投资回报率同时又能保持对 ESG 方面的专注，是比较难的挑战，目前国内同行也做得比较多。我相信随着人们对环境的要求越来越高，新一代年轻人的环保意识越来越强，只要是相关主题更加适合他的目标，会宁愿在投资回报率上低一点，这样环保方面的产品会越来越受到欢迎。

Q3: 请问 ESG 指数表现平平，主要是什么原因？成份公司估值太贵？还是这些公司增长一般？还是说它们依赖政府补贴太大？

A3: 目前来看，很多 ESG 产品的投资回报确实没有很突出的表现。作为一个投资组合，除非看好了未来成长，否则要跑赢指数和大盘还是很难的。随着人们对环境的要求越来越高，ESG 方面的业绩越

来越强，我想还是有不少机会的。

Q4：我们公司也有一个气候风险管理的团队。你觉得气候风险管理在金融公司会发展到什么规模？

A4：现在很多公司都有风险管理团队。我们这边以前没有要求定量分析和建模，现在最近一两年，随着业务增加，风险和产品的需求，气候风险管理就投入越来越多。尤其是美国，不论是政府还是民间行为对气候变化的重视程度都比较多。大的公司比如摩根士丹利有很多国际业务，比如要在欧洲发行一些产品，需要欧盟出台一个投资指引，那么 ESG 就是必须考虑的一些因素，尤其是欧洲对气候变化要求越来越高，在将来是一个大趋势。ESG 投资也跟其他的投资一样，比如 ESG 的评分只有几家公司，大部分投资都根据 MSCI 的评分来判断，大家的钱都进来的话，无形中会推进 ESG 产品的初期上涨，会存在一些机会。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百零八期（2019年11月27日）内容整理而成，特邀嘉宾为美国黑岩集团董事总经理胡大鹏博士。

胡大鹏博士，美国黑岩集团董事总经理，金融模型部联席负责人及结构性产品研究和建模部负责人。加入黑岩之前，胡博士在美国富国银行、花旗银行以及宾州大学沃顿商学院工作。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和王志峰博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

