

msci.com
2020年12月



2021年 ESG趋势展望

Linda-Eling Lee
Meggin Thwing Eastman
Arne Klug



气候。ESG 泡沫。生物多样性。信息披露。社会不平等。系统性探讨 ESG 领域最重要的话题。深入分析 2021 年对企业和投资者而言最关键的五大 ESG 趋势。

1 残酷的气候现实： 当巴黎已成往事

企业行动迟缓，导致投资者难以向 2 度控温目标看齐

五年前在巴黎，各国同意将全球变暖控制在 2 摄氏度以内。投资者纷纷跟进，但容易的部分已经结束。只是排除几个行业，或是调整投资组合的侧重点，效果实为有限。在 2021 年，致力于向《巴黎协定》看齐的投资者会面临更严峻的考验：如果不能说服企业做出根本性改变，符合条件的投资对象将急剧缩水。

2 超越荣衰周期： ESG 投资立足已稳

新的研究结论和研究工具取代“信念”

近年来，ESG 资产配置规模迅速上涨。有人担心资产配置规模增速过快，可能会导致估值泡沫。但目前为止的研究显示，这种担心大多并无必要。在 2021 年，我们认为此前围绕 ESG 的炒作和怀疑将消退，取而代之的是对 ESG 的普遍接受，同时对 ESG 投资何时能带来金钱收益、何时不能以及背后的原理有更细致的理解。

3 保护还是毁灭： 投资者应对生物多样性危机

昆明会议能否成就下一个《巴黎协定》？

在疫情最黑暗的时刻，没有人类干扰的野生动物在街道上随意漫步。新冠病毒提醒我们，在无意间，我们已经失去了大自然。自然环境不仅能修身怡情，对于全球经济的可持续发展也至关重要。在 2021 年，随着生物多样性消逝的警钟敲响，政策制定者和投资者将做出改变，也许可以像衡量和管控气候风险一样来调整生物多样性风险的管控方式。

4 **ESG 数据洪流：
是沉是浮，但看企业和投资者如何应对**

企业强化信息披露能力；投资者能否跟上脚步？

在 ESG 数据和可持续发展战略的报告方面，企业的能力已经有明显改善，正好能及时应付大量新增的信息披露要求。投资者也需要跟上脚步，毕竟未来可能大部分企业都对 ESG 数据报告略知一二。

5 **拨正失衡的天平：
社会不平等考验投资者的创造力**

解决系统性问题也需要容忍一些（声誉）风险

新冠疫情让财富的天平进一步向顶层 1% 的人倾斜，过去几十年来社会平等方面的进步一朝化为乌有。少数几家企业的参与可能不足以带来实质性影响。据我们预计，在 2021 年，投资者将采用更富创造力、更系统性的办法，先锋部队在追寻解决方案的过程中，也愿意承担更多风险。

鸣谢

作者感谢下列人员对本文的贡献：

残酷的气候现实： Laura Nishikawa、Nathan Faigle、Kenji Watanabe、Stuart Doole、Mike Disabato 和 Bentley Kaplan

超越荣衰周期： Guido Giese、Navneet Kumar、Zoltan Nagy、Mike Disabato 和 Bentley Kaplan

保护还是毁灭： Leslie Swynghedauw、Mike Disabato 和 Bentley Kaplan

ESG 数据洪流： Samantha Sue Ping、Olga Emelianova、Frank Li、Gaurav Trivedi、Mike Disabato 和 Bentley Kaplan

拨正失衡的天平： Olga Emelianova、Meghna Mehta、Mike Disabato 和 Bentley Kaplan

残酷的气候现实： 当巴黎已成往事

企业行动迟缓，导致投资者难以向2度控温目标看齐

《巴黎气候协定》自 2015 年签订以来，一直是全球投资者的“北极星”。它指引着逃离气候灾难的路径，提出了防止全球变暖超过 2 摄氏度的行动纲要。五年过去，领先的投资机构均展现出向《巴黎协定》看齐的决心，表示与一切如常(business-as-usual, BAU)的基准情景相比，它们如今的投资组合更有助于地球“降温”。¹然而，在 2021 年，容易的部分已经结束，更严峻的挑战即将开始；根据《巴黎协定》的目标，投资机构必须实现投资组合的去碳化，以满足一系列硬性要求。虽然很多企业的温室气体排放已经减少，但与过去五年相比，未来五年必须发生根本性变化，因为只有加快减排节奏，才有可能实现控温目标。

难点在于，如果政策和技术上没有重大突破，企业也不采取实质性行动，随着实现净零排放所需要的减排幅度越来越大，符合《巴黎协定》要求的投资机会将逐年减少。为此，投资机构可以要求企业从根本上转变商业模式，或发挥创造力，在现有投资范围之外，寻找符合《巴黎协定》要求的投资机会。

通过分析全球可投资的上市公司，可以说明这一困境：MSCI 全球可投资市场指数(MSCI ACWI IMI)共包含 8900 多个成分股。我们采用 MSCI 的 [Warming Potential 指标](#)来代表企业未来的商业活动在多大程度上符合全球控温目标的实现路径。²

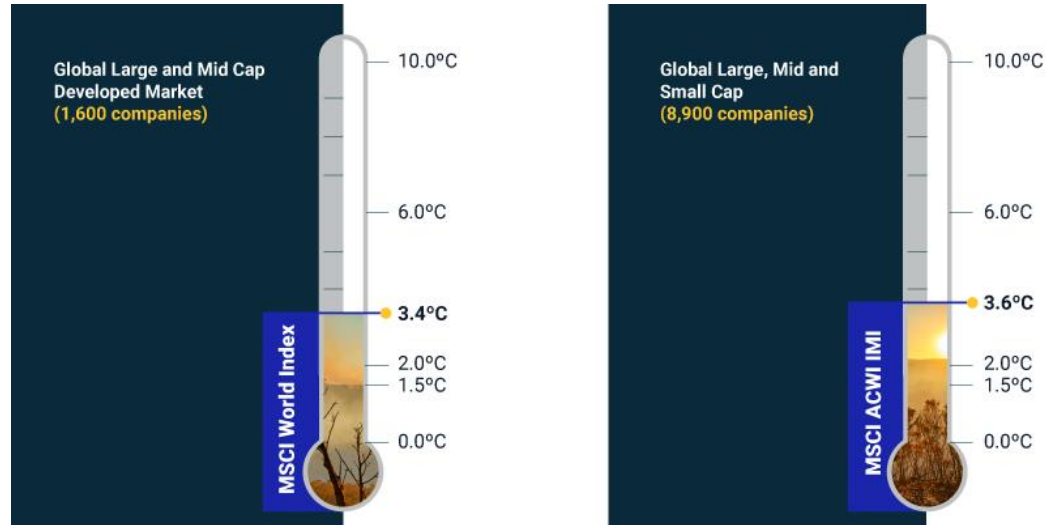
据我们估算，截至 2020 年 11 月 30 日，MSCI 全球可投资市场指数成分股的合计升温潜能约为 3.6 摄氏度，低于全球经济目前预计约 4.0 摄氏度的升温路径。这是因为在一个市值加权的宽基指数中，成分股公司活动的总体碳强度会低于整个全球经济的活动（科技行业在指数中的权重更大）。³

¹例如见：“The Bank of England’s climate-change related financial disclosure 2020.” 英格兰银行，2020 年；“GPIF Publishes the “Analysis of Climate Change-Related Risks and Opportunities in the GPIF Portfolio.” 日本政府养老投资基金，2020 年 10 月 2 日；“Addressing Climate Change Risk, CalPERS’ First Response to Senate Bill 964.” 加利福尼亚公共雇员退休系统，2019 年 12 月。

²MSCI ESG 研究的“升温潜能”方法可计算公司活动对气候变化的贡献。它能提供精确的温度值，代表公司目前活动所对应的升温情景（如“一切如常”的基准情景、3 摄氏度、2 摄氏度、1.5 摄氏度等）。之后，可以通过计算每家公司升温潜能的加权总和，得出“投资组合升温潜能”。升温潜能方法既可用于公司，也可用于房地产。

³需要注意的是，全球上市公司活动所对应的升温路径低于全球经济，本就在意料之中。这是因为碳强度较低的行业在可投资上市公司中的比例高于它们在全球经济产出中的比例。例如，根据美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis)的数据，在 MSCI 美国可投资市场指数(MSCI USA IMI)中，截至 2019 年 10 月 29 日，科技和通信服务行业的市值比例为 38%，而这些行业占 2018 年美国 GDP 的比例为 6.9%。因此，MSCI 全球可投资市场指数的成分股公司对应升温幅度约为 3.6 摄氏度，而根据科学家的预测，按照目前的全球经济走向，2100 年全球将升温 4.1-4.8 摄氏度（在“一切如常”的基准情景下）。

图 1：市值加权指数的合计升温潜能



“投资组合合计升温潜能”指成分股合计升温潜能的加权平均值；“投资组合合计转型风险 Climate VaR”代表在综合评估可计算一般均衡模型(AIM CGE)的 2 摄氏度情景下，成分股“合计转型风险 Climate VaR”的加权平均值。资料来源：MSCI ESG 研究，截至 2020 年 11 月 30 日。

从 2100 年的目标温度出发，向后推算出所需要的减排幅度，可以看出实现《巴黎协定》的目标是一项多么巨大的挑战。

- 为了在本世纪末实现 **2 摄氏度的控温目标**，全球排放量需要每年减少约 **5%**，如果温室气体排放量并未在 2019 年达到峰值，减排幅度还要提高。⁴
- 如果要在本世纪末实现 **1.5 摄氏度的控温目标**，从 2019 年起，全球排放需要每年减少 **9%-15%**⁵，并在 2050 年之前达到净零排放。

据我们估算，截至 2020 年 11 月 30 日，MSCI 全球可投资市场指数 16% 的成分股公司符合 2 摄氏度升温情景的要求；MSCI 全球可投资市场指数只有 5% 的成分股公司符合 1.5 摄氏度升温情景的要求。

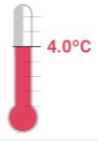
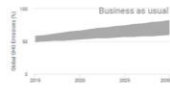

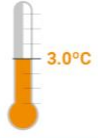
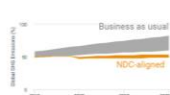

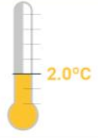


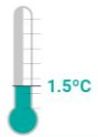
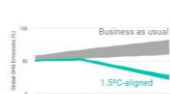

为实现所需要的减排幅度，无论是在整个社会层面，还是在构建投资组合方面，我们都面临巨大挑战，如图 2 所示。

⁴一些研究显示，由于新冠疫情引发的封城措施，2020 年上半年全球温室气体排放量下降了 8.8%。然而，到 2020 年 7 月，随着经济活动的复苏，大部分经济体也恢复了以往的排放水平和增速。Liu, Z., Ciais, P., Deng, Z. 等, 2020 年。“Near-real-time monitoring of global CO2 emissions reveals the effects of the COVID-19 pandemic.”《自然通讯》第 11 卷，文章编号：5172。

⁵根据 Huppmann, D. 等在 2018 年向国际应用系统分析研究所(IIASA)提交的《综合评估模型 1.5 摄氏度情景探索及数据》(“IAM 1.5°C Scenario Explorer and Data”，如果包括净负排放，每年需要减排 9%；根据 Hausfather, Z. 于 2019 年 11 月 26 日在“碳简报”(CarbonBrief)网站上发布的《联合国环境署：1.5 摄氏度目标恐无法实现》(“UNEP: 1.5C climate target ‘slipping out of reach’”)，在不包括净负排放的情况下，每年需要减排 15%。

图 2：气候变化：亲，可投资的股票范围要大幅缩水了哦

不同气候变化情景将如何影响股票投资机会

Alignment Target	Temperature	Societal Action Required	Portfolio Construction Challenge
Business as usual	 4.0°C	 None	 No portfolio rebalancing needed to align to a business-as-usual scenario.
Commitments made by countries already (NDC aligned)	 3.0°C	 Policies currently proposed in Paris Agreement	 Possible to reweight a market portfolio away from heavy emitters using climate-related data, shrinking the investible universe by ~15%.
2°C	 2.0°C	 Net zero before end of the century, much deeper reductions than NDC pledges	 Large proportion of companies would need to be excluded in portfolio construction, shrinking the investible universe by ~60%.
1.5°C	 1.5°C	 Net zero by 2050, -15% CO2 reduction/year	 Limited universe of listed companies leading to a very concentrated portfolio, shrinking the investible universe by ~90%.

图中的计算基于由 MSCI 全球可投资市场指数成分股公司组成的虚拟投资组合，其中包括发达市场和新兴市场 8300 余家有气候变化数据的大、中、小市值公司，数据截至 2020 年 11 月 30 日。关于升温路径的数据来自气候行动追踪组织(Climate Action Tracker)的“全球排放量时间序列”(Global Emissions Time Series)数据集。资料来源：Climate Analytics、NewClimate Institute、MSCI ESG 研究。

也许能让投资者略感安慰的是，各国政府也面临同样的挑战。继巴黎峰会之后，各国均制定了自己的减排目标，称为“国家自主贡献”（如图 2 所示）。如果将各国的国家自主贡献加起来，预计 2100 年将升温 3 摄氏度，依然超过 2 摄氏度或 1.5 摄氏度的目标。MSCI 的互动工具“[气候变化：亲，可投资的股票范围要缩水了哦——不同的气候变化情景将如何影响股票投资机会](#)”(Honey, I Shrunk the Equity Universe - See How Different Climate Scenarios Might Impact Equity Investment Opportunities)显示，根据我们的计算，对于追踪 MSCI 全球可投资市场指数的虚拟投资组合，通过避开约 15% 处于 3 摄氏度以上升温路径的成分股，转而配置剩余的成分股，可以在 2100 年之前将变暖幅度控制在 3 摄氏度以内。到这里，其实还比较容易。

如果要进一步，实现 2100 年只升温 2 摄氏度或 1.5 摄氏度的目标，企业和投资者将面临更大困难。根据 MSCI 的升温潜能估算值，从现在到 2050 年，在 MSCI 全球可投资市场指数中，每家公司的总碳强度（范围 1、2 和 3）每年平均要下降 8%-10%。⁶

投资者的投资组合每年如何实现如此大的降幅？有三条潜在路径：

1. **公司参与：**如果要确保投资组合中的公司每年平均降低碳强度 8%-10%，就必须付出巨大努力，号召公司积极参与。但这项任务十分艰巨，不同行业所承受的负担也不平等。很多公司需要做的远不止是小修小补、提高效率，其中一些要完全转变商业模式，包括退出一部分业务线。

近年来的情况让人难以怀抱信心。过去五年来，在 MSCI 全球可投资市场指数的 8900 余个成分股中，只有 3% 的公司每年平均直接和间接碳排放降幅达到 8% 或以上；⁷我们的分析显示，在承诺实现减排目标的公司中，只有 32% 实现了自己表明自己的目标。⁸根据 MSCI 的升温潜能计算，截至 2020 年 9 月 30 日，MSCI 全球可投资市场指数只有 472 家或 5% 的成分股公司承诺的碳减排目标符合 2 摄氏度的升温路径。⁹

但也还有希望。在上市公司中，一些温室气体排放大户，包括**荷兰皇家壳牌 (Royal Dutch Shell PLC)**、**意大利国家电力(Enel S.p.A.)**和**沃尔沃汽车(Volvo Cars)**，近期均已宣布更雄心勃勃的减排目标。此外，谷歌 (**Alphabet Inc**)、**苹果**、**沃尔玛**、**巴斯夫**和**西班牙国家石油(Repsol S.A)**等一系列公司也承诺实现碳中和、负碳排放或净零排放目标，但我们提醒大家注意，藏在小字说明里的减排目标可能与大标题完全不同。¹⁰

⁶根据欧盟的气候基准法规，指数必须满足年均减排要求。MSCI 巴黎气候协定契合指数(MSCI Climate Paris Aligned Index)内嵌“自动去碳化”元素，形成“棘轮效应”：在指数层面上，总碳强度（范围 1、2 和 3）每年降低 10%，超过欧盟基准的最低要求，同时实现额外的目标，如绿色收入相对于棕色收入的比例高于母基准指数，控制物理风险等。每年 10% 的降幅对于确保指数成分股符合升温潜能分析的结论至关重要。请参阅“[Aligning with the Paris Agreement: An Index Approach](#),” MSCI 博客，2020 年 10 月 22 日。

⁷据我们估算，从绝对水平看，3% 的公司范围 1 和范围 2 排放量下降 8% 或以上；从强度来看（吨二氧化碳当量/美元销售额），4% 的公司范围 1 和范围 2 排放量下降 8% 或以上；从绝对水平或强度来看，7% 的公司范围 1 和范围 2 排放量下降 7% 或以上。请注意，上述分析仅包括公司报告的排放量，不包括范围 3 排放量，因为后者没有可靠的历史数据。

⁸我们查看了 1190 家公司设定的 3500 多项目标，以了解各大企业去碳化承诺的目前状态。在 1190 家目前有碳目标的公司中，32% 实现了之前设定的全部或部分目标；34% 未实现之前设定的目标；其余 34% 之前没有设定目标。请参见“[Breaking Down Corporate Carbon Targets](#),” MSCI ESG 研究，2020 年 5 月。

⁹基于科学碳目标倡议组织(Science-Based Targets)提供的表示将在未来两年内设定目标的公司数量，我们预计这个数字在 2020 年底将上升至 6% 左右。

¹⁰“Sustainability Report 2019.” 壳牌，2020 年 11 月 25 日。

“Commitment to the fight against climate change.” 意大利国家电力(Enel)，2020 年 11 月 25 日。

“Climate Strategy.” 沃尔沃集团，2020 年 11 月 25 日。

“Google aims to run on carbon-free energy by 2030.” CNBC，2020 年 9 月 14 日。

Keilion, L. “Apple’s 2030 carbon-neutral pledge covers itself and suppliers.” BBC News，2020 年 7 月 21 日。

2. **投资组合集中化：**如果公司的去碳化力度不足，投资者能够投资的、满足 2 摄氏度或 1.5 摄氏度目标的公司将越来越少。这会导致投资组合高度集中化，通过量化方法，将配置权重转向少数几家公司，或通过自下而上的选股方法，构建投资组合。

如我们的[互动工具](#)所示，我们首先应用比较乐观的假设，即 MSCI 全球可投资市场指数中的公司将实现已承诺的减排目标。即使是在乐观情况下，我们的模拟显示，在 2020-2030 年期间，符合 2 摄氏度升温路径的公司数量每年平均将减少 5% 左右。到 2030 年，符合条件的公司数量仅为原来的 32% 左右，相当于目前总市值的 40%。

如此大的转变，可能会逼迫一些公司大幅减少碳排放，以求继续获得资本支持。但如果公司做不到，导致只有少部分上市公司符合 2 摄氏度或 1.5 摄氏度升温路径，由于集中度风险，大型投资机构恐怕无法继续将大笔资金配置到越来越少的公司上。此外，将持仓范围限制在少数公司内，不利于解决全社会的系统性挑战。这些公司依然需要在整个社会环境内运行，而气候挑战也依然存在。

3. **转向其他资产：**如果符合《巴黎协定》要求的可投资上市公司数量在未来五年内大幅缩水，可以采取“出售再投资”的方式，将资金从不符合要求的公司中撤离，并转移到减缓或适应气候变化的项目上，资产类别不限，从而直接为实现 2 摄氏度或 1.5 摄氏度的控温目标做贡献。

一些领先的机构投资者已经在这么做了。例如，一些丹麦¹¹和英国¹²的养老基金已经开始配置定向资产，包括绿色基础设施投资，这些项目未来有望推动零碳转型，同时降低整个投资组合带来升温的潜力。更多投资者选择购买绿色债券，导致发行量和发行规模持续走高。例如，德国在 2020 年 9 月首次发行主权绿色债券，募集金额 65 亿欧元，超额认购 5 倍。¹³

愿意将资金转移到零碳或负碳排放投资项目的投资者数量较多，仅联合国发起的“净零碳资产所有者联盟”(Net-Zero Asset Owner Alliance)¹⁴合计资产总额就超过 5 万亿美元。但这些资金应该去往何方？目前，我们缺乏完善的零碳和负碳技术，无法有效转变经济运行方式。随着时间推移，如果有更强有力政策措施的支持，

¹⁰“WalMart sets goal to become a regenerative company.” 沃尔玛，2020 年 9 月 21 日。

¹¹“Our climate protection goal.” 巴斯夫，2020 年 11 月 25 日。

¹²“Repsol will be a net zero emissions company by 2050.” 西班牙国家石油，2020 年 11 月 25 日。

¹³Gambetta, G. “Heavyweight Nordic investment trio makes €4bn green infrastructure pledge.” 负责任投资组织 (Responsible Investor), 2020 年 11 月 10 日。

¹⁴Flood, C. “UK pension scheme pledges £5.5bn for green strategies.” 《金融时报》，2020 年 7 月 20 日

¹⁵Ainger, J., Ward, J. “Germany Seizes on Demand for Green Debt With \$7.7 Billion Debut.” 彭博社，2020 年 9 月 20 日。

¹⁶“Institutional investors transitioning their portfolios to net zero GHG emissions by 2050.” 联合国环境署“金融倡议”组织，2020 年 11 月 19 日

加上碳市场的发展成熟，这类投资机会的供应可能会增加。¹⁵在那之前，投资者可能需要发挥创造力，积极主动地寻找绿色资产，支持有待发明的突破性技术。

2020 年是发人深省的一年，因为我们发现，即使是在疫情引发全球经济封锁的情况下，也未能打断全球升温 4 摄氏度以上的步伐。¹⁶然而，我们也发现，在人类面临生存威胁时，可以汇集全人类的智慧，聚拢海量资金，在最短时间内研制出有效疫苗。随着 2021 年的到来，在关注气候问题的投资者看来，《巴黎协定》将从一盏指引明灯变成一个路标，提醒我们，在这场与气候变化的竞跑中，我们已经渐渐落后。控制气候变化，仅靠改变投资组合侧重点是不够的。新冠疫情和疫苗研发竞赛给投资者上了一课。投资者会发现，在与气候变化的竞跑中，虽然接下来的道路会更加陡峭，但通过倒逼改革、推动创新，可以追赶落后的进度。

¹⁵国际金融协会(Institute of International Finance)已经设立“自愿碳市场工作组”(Taskforce on Voluntary Carbon Markets)，目标是扩大自愿碳市场的规模。

¹⁶Liu, Z.,等，同前文所引。

超越荣衰周期： ESG 投资立足已稳

新的研究结论和研究工具取代“信念”

近年来，ESG 投资规模加速上升。¹⁷但关于 ESG 投资和表现的新闻标题常常让人迟疑不定，甚至措不及防。前一天还是“选股提升 ESG 基金表现”，¹⁸第二天就变成了“ESG 投资不过又是一场股市泡沫”。¹⁹究竟哪种说法才是对的？ESG 投资会继续上涨，还是从此衰落？在 2021 年，我们认为此前的炒作和怀疑将消退，对 ESG 投资何时能带来金钱收益、何时不能以及背后的原理，将会有更细致的理解。

ESG 投资市场正在日趋成熟。相关研究也已取得长足进步，与短短一年前相比，我们现在的所知所解要多很多。从对估值过高的担心，到不同机构的 ESG 评级分歧，现在有许多工具和分析方法，可以帮助成熟投资者看破迷雾，以证据为基础采取行动。

我们首先来看关于股票泡沫的说法。一些分析指出，“ESG 评级更高”的公司（对此定义十分武断）估值更高，²⁰因此，ESG 基金的总体表现是不可持续的自证预言，最终会形成价格泡沫。

但根据我们的研究，从只涉及财务考量的 ESG 投资策略来看，并没有历史证据显示存在价格泡沫。和其他 ESG 话题一样，在讨论之前，必须先澄清定义。虽然可持续投资这个大类包含投资者的各种财务和非财务目标，但 ESG 整合投资策略为了获得更高的回报率，一般会将更多资金投向能够更有效管理 ESG 财务风险的公司，这一点往往会表现为 ESG 评级更高。

我们比较了 MSCI 全球指数成分股中，MSCI ESG 评级（该评级体系具有行业中立性）最高的公司和评级最低的公司，在 2013 年 5 月 31 日至 2020 年 11 月 30 日期间的表现。在此期间，ESG 评级排名前三分之一的公司（每半年重新排名）年均表现比排名后三分之一的公司好 2.56%（前三分之一上涨 1.31%，后三分一下跌 1.25%）。这背后的原因是不是随着 ESG 投资日趋流行，投资者愿意支付更高的溢价？简单来说，并非如此。

¹⁷第二季度，投资者从股票基金中抽离的资金总额为 1370 亿美元。然而，ESG 投资者向股票基金净投入 93 亿美元。”Elliott, A. “As ESG Investing Gives 2020 A Sustainable Spin, 50 Best ESG Companies Revealed.” Investor’s Business Daily, 2020 年 10 月 26 日。

Darbyshire, M. “ESG funds continue to outperform wider market.” 《金融时报》，2020 年 4 月 3 日。

Riding, S. “ESG funds attract record inflows during crisis.” 《金融时报》，2020 年 8 月 10 日。

¹⁸Johnson, S. “Better stock selection boosted ESG funds, research suggests.” 《金融时报》，2020 年 10 月 14 日。

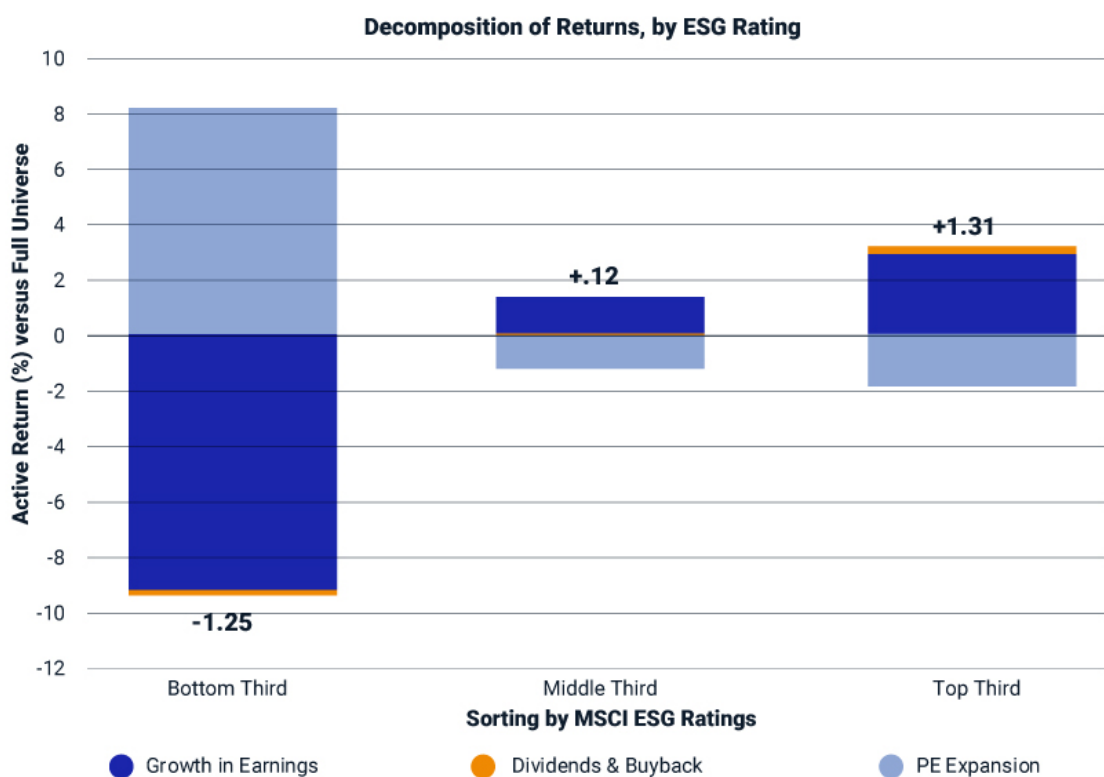
¹⁹Dillian, J. “ESG Investing Looks Like Just Another Stock Bubble”. Bloomberg.com, 2020 年 10 月 5 日。

²⁰同上。

通过分解导致双方表现差异的因素，我们发现，最主要原因在于高级别的公司在此期间盈利增速更快，其次是股息支付和股份回购的再投资回报率更高。

图 3：不同 ESG 评级公司的回报率分解

	Growth in Earnings	Dividends & Buyback	PE Expansion	Active Return
Bottom Third	-9.22	-0.21	8.18	-1.25
Middle Third	1.35	-0.05	-1.18	0.12
Top Third	2.89	0.28	-1.86	1.31



Full universe constructed by equal weighting constituents of MSCI ACWI from 31 May, 2013, to November 30, 2020
 **Terciles constructed by sorting the full universe semi-annually by MSCI ESG Ratings

2013 年 5 月 31 日至 2020 年 11 月 30 日 MSCI 全球指数成分股的数据。

值得注意的是，市盈率扩张的贡献率较小，对于高 ESG 评级的发行人来说，甚至是略为负面的拖累因素。这些结论印证了我们之前的研究结果，即 ESG 财务风险管理能力

优秀，可能说明公司的竞争力强于同类企业，随着时间推移，将逐渐转化成更强的盈利能力和股息支付能力。²¹

这类结论已经能很好地澄清了 ESG 数据和财务表现之间的关系。但还不只如此。ESG 投资策略的表现不能再用过于简单的方式来解释。

例如，2020 年有很多这样的猜测：*ESG 投资能跑赢大市*，纯粹是因为避开了能源行业（在最近一轮周期中，能源行业股价表现较差）。但如今，新的分析工具可以排除行业、国家、货币和其他股权投资风格因子的影响，单独分析某个 ESG 因子对总体表现的贡献。这些工具显示，ESG 因子对一部分 MSCI ESG 指数 2020 年年初迄今表现的贡献大于其他传统财务因子，包括对能源行业的配置比例。²²

现在也不能再因为不同评级机构的 ESG 评级存在分歧，就无视一切 ESG 评级。我们经常听到这种说法：*如果不同机构的 ESG 评级分歧较大，就说明它们只是主观臆测，不能代表相关公司的投资价值*。但我们现在知道，ESG 评级是否有财务参考意义，取决于背后的环境、社会和治理议题如何组合，因此不应该完全摒弃这个概念。

实际上，近期经合组织(OECD)发布的一份报告比较了不同评级机构的 ESG 评级，发现大部分与回报率不存在正相关关系，只有一家评级机构的评级正确预测了跑赢大市的股票。²³此外，MSCI 发现，即使环境、社会和治理议题完全相同，但如果采用的权重不同，总体 ESG 评级正确代表过去 13 年股票市场表现的能力也会出现较大差异（介于 7.4%-11.1% 之间）。²⁴

最后，一厢情愿的猜测也不可靠。在这方面，耳熟能详的说法是“*企业做好事也能赚钱*”。在历史上，这样的例子其实比反对者想象中更多，但也并非总能应验。²⁵从一些投资策略采用的 ESG 标准来看，很明显，它们的主要目标并不是提升财务表现，而是试图完成别的使命。

²¹Giese, G., Lee, L.E., Melas, D. Nagy, Z. and Nishikawa, L. 2019. “Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance.” *Journal of Portfolio Management* 45:69-83.

²²ESG 因子等对 MSCI ESG 指数在 2015 年 3 月 31 日至 2020 年 3 月 31 日期间表现的贡献，请见 Giese, G., Nagy, Z. “MSCI ESG Indexes during the coronavirus crisis.” MSCI 博客，2020 年 4 月 22 日。

²³报告指出：“在我们的假设中，我们希望分析 ESG 得分与市场表现之间的关系，特别是 ESG 得分较高的股票是否能跑赢 ESG 得分较低的股票。在这个过程中，我们采用 Fama & French 五因子模型。我们注意到，每个评级机构都存在类似的规律，只有一个机构除外，后者的评级显示，ESG 得分最高的投资组合阿尔法值为正数。”具体见图 18。Boffo, R., Patalano, R. 2020. “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges.” 经合组织。

²⁴Giese, G., Lee, L., Nagy, Z. 2020. “Combining E, S, and G Scores: An Exploration of Alternative Weighting Schemes.” *The Journal of Impact and ESG Investing*, Fall 2020, 1 (1) 94-103; Giese, G., Lee, L., Nagy, Z. “ESG Ratings: How the Weighting Scheme Affected Performance.” MSCI 博客，2020 年 6 月 29 日。

²⁵例如：Fulton, M.; Kahn, B.; Sharples, C. 2012. “Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance.” 2020 年 6 月 12 日；Hong, H. and Kacperczyk, M., 2009. “The price of sin: The effects of social norms on markets” *Journal of Financial Economics*, 93: 15-36; Lee, L.E., Nagy, Z., Eastman, M.T. 2017. “Do Corporate Controversies Help or Hurt Performance? A Study of Three Portfolio Strategies.” *Journal of Environmental Investing* 8 (1).

我们看到市场参与者开始更明白地区分具体 ESG 策略的目标是什么，不是什么。例如，一个自称“可持续”的投资策略可能致力于投资符合《联合国全球契约》(UN Global Compact)或“无烟融资承诺”(Tobacco-Free Finance Pledge)的项目（一般采用排除的方式）；也可能致力于推动创新，解决气候变化等环境挑战（一般会从少数几个行业中选择公司）。这些投资方法，以及其他一切不以追踪市场为目标的方法，在不同时间段和市场周期内，可能跑输、也可能跑赢大市。特许金融分析师协会(CFA Institute)计划制定 ESG 基金的信息披露标准，类似的举措反映出，市场参与者已经能够更好地区分不同的“ESG 特征”及其试图满足的不同“ESG 需求”。²⁶

这些意味着什么？随着对 ESG 和气候相关投资产品的需求上升，我们认为可持续投资的市场将进一步扩张。但投资者不再需要全凭一腔对 ESG 的“信念”。投资者越来越明白哪些 ESG 投资方法与财务有关，哪些更专注于社会目标，因此能够根据以往表现，更精准地构建自己的投资策略。更有理有据、头脑更冷静的 ESG 投资市场将为 2021 年及之后资金流入量的可持续增长奠定基础。

²⁶ “ESG Disclosure Standards for Investment Products.” 特许金融分析师协会，2020 年。

保护还是毁灭： 投资者应对生物多样性危机

昆明会议能否成就下一个《巴黎协定》？

在疫情最黑暗的时刻，城市上方的天空一片湛蓝，²⁷没有人类干扰的野生动物漫步街头。²⁸新冠病毒提醒我们，在无意间，我们已经失去了大自然。自然环境不仅能修身怡情，对于全球经济的可持续发展也至关重要。在 2021 年，随着生物多样性消逝的警钟敲响，政策制定者和投资者将做出改变，也许可以像衡量和管控气候风险一样来调整生物多样性风险的管控方式。

地球上的生物处于危险之中。²⁹四分之一的现存动植物种濒临灭绝，³⁰还有很多已经消失。³¹如果生物多样性继续消逝，将对人类和经济产生灾难性的影响。³²为此，全球监管者开始制定更严格的生物多样性保护政策来回应。³³2021 年，《生物多样性公约》第十五次缔约方大会将在中国昆明举行，旨在审议通过“2020 年后全球生物多样性框架”，其中包括在全球和国家层面的可衡量目标。虽然几乎没有人会把昆明错当成巴黎，但此次会议有望成为生物多样性议题的重大转折点，其意义不亚于 2015 年《巴黎协定》对气候变化议题的影响。

这些都对投资者有影响。对投资组合的具体影响可能较为复杂，但我们可以先从单个公司入手，从“影响”和“依赖性”两个维度进行分析。一些公司对生物多样性的影响较大（如矿业和能源）；一些公司的生产要素和运营需要依赖生物多样性（如旅游和消费）。还有一些二者兼而有之。

这种双重负担在食品行业最明显。食品生产商高度依赖于健康的土壤、作物多样性、授粉昆虫、淡水和气候稳定性。如果没有这些要素，产量和质量将断崖式下滑，届时

²⁷ Patak, S. "With Coronavirus Lockdown, India's Cities See Clear Blue Skies as Air Pollution Drops." NPR, 2020 年 4 月 10 日。

²⁸ "The urban wild: animals take to the streets amid lockdown - in pictures." 《卫报》，2020 年 4 月 22 日。

²⁹ 《生物多样性公约》，2006 年，联合国。

³⁰ "The Global Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services." 2019 年，生物多样性和生态系统服务政府间科学-政策平台(IPBES)

³¹ Ceballos, G., P. Erlich and P. Raven. 2020 年。"Vertebrates on the brink as indicators of biological annihilation and the sixth mass extinction." 《美国国家科学院院刊》，Vol. 117, No. 24.

³² 据估算，自然资源价值为 44-125 万亿美元："Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy." 2020 年。世界经济论坛和普华永道；Costanza, R. 等 2014 年，"Changes in the global value of ecosystem services." *Global Environmental Change* 26: 152-158.

³³ 欧盟委员会目前正在制定一项更严格的法案，旨在消除供应链中的森林砍伐。

不仅食品企业会受害，我们这些每天需要吃饭的人也要受苦。³⁴同时，农业生产也是全球约 80% 森林砍伐的成因，³⁵其中牛、大豆、棕榈油和木材的影响力最大。这意味着食品生产商一边加剧着会威胁到自身业务的问题，一边还会引来更严格的监管限制和声誉损失。

然而，在一个行业中，并非所有公司都具有同等的影响力，或同样脆弱。以大豆为例。近期，因为导致了巴西亚马逊雨林和塞拉多(Cerrado)地区的森林砍伐及山林野火，大豆倍受关注。巴西的情况十分严重，以致于雀巢在去年已经停止采购嘉吉公司(Cargill)的巴西大豆。³⁶个别大豆生产商和贸易商对森林砍伐的贡献取决于供应链上的农业生产习惯。

我们分析了全球最大的大豆加工商、贸易商和采购商，发现愿望和实际做法之间存在鸿沟。规模最大的大豆加工商和贸易商均已采用零森林砍伐目标，但截至 2020 年 11 月，它们的大部分大豆出口依然未经过第三方可持续性标准认证³⁷。

它们的一些大买家也同样设定了采购“零森林砍伐”大豆的目标。但在食品行业大豆消耗量最大的企业³⁸中，目前为止，只有达能(Danone)和美威(Mowi)采购的大豆较大部分获得了可持续性认证。

³⁴ “防止土壤侵蚀，拯救人类未来”，联合国粮农组织，2019 年 5 月 15 日；Haile, M.等 “Impact of Climate Change, Weather Extremes, and Price Risk on Global Food Supply.” 2017 年。 *Economics of Disasters and Climate Change* 1:1-21.; Reilly, J.R.等 “Crop production in the USA is frequently limited by lack of pollinators.” 《英国皇家学会会刊 B 辑》，2020 年 7 月 29 日。

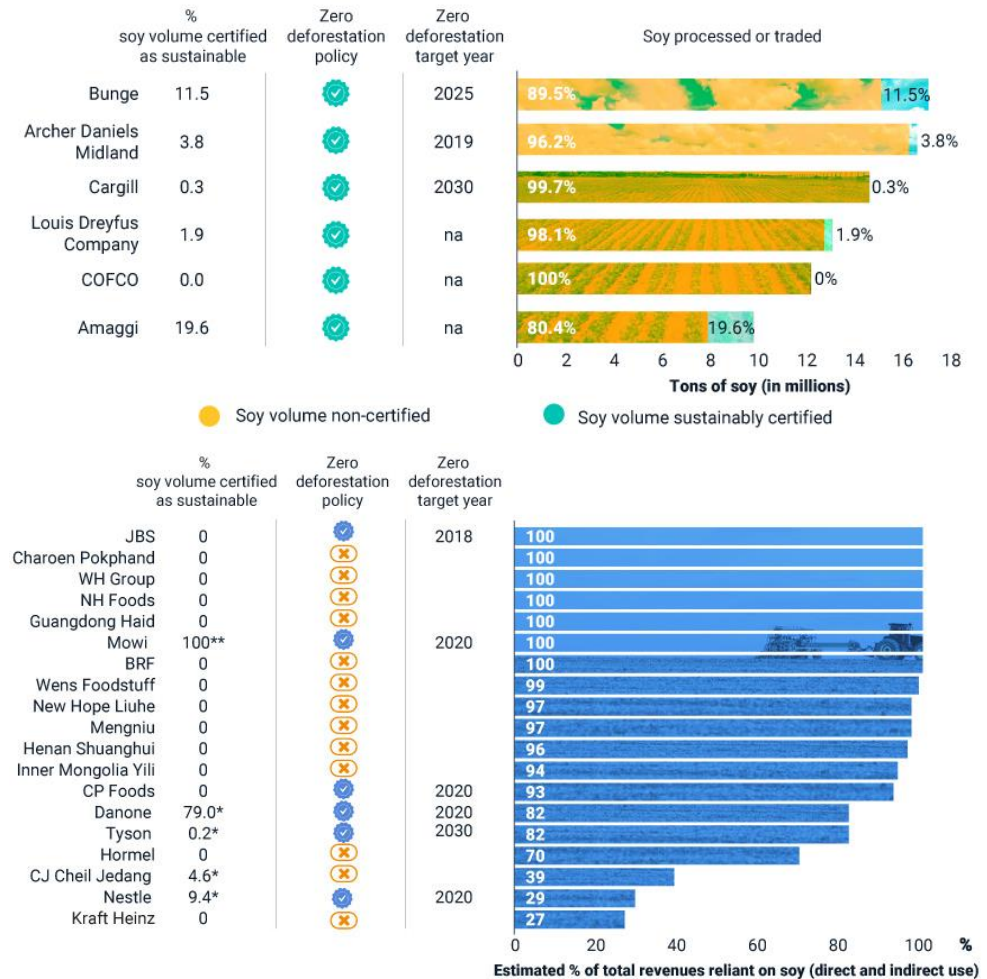
³⁵ “Industrial Agriculture.” 2020 年。Global Forest Atlas.

³⁶ Bunge, J., “Brazil’s Shrinking Rainforest Prompts Nestlé, H&M, Others to Shake Up Supply Chains.” 《华尔街日报》，2019 年 12 月 25 日。

³⁷ 第三方可持续性认证标准包括负责任大豆圆桌协会(RTRS)质量余额体系、国际可持续性和碳认证体系(ISCC)以及 ProTerra 认证体系。

³⁸ 这里既包括大豆的直接消耗（大豆作为产品或食品产品中的成分；如豆奶、酱油），也包括间接消耗（大豆用作饲料养殖动物，并制成动物制品；如奶制品、肉类、蛋类）。全球生产的 70% 以上大豆被用作动物饲料。

图 4：大豆生产和消耗企业：收入依赖性和零森林砍伐实现进度



大豆生产商：范围：按大豆加工及贸易量计算，前六大加工商和贸易商。大豆采购商：范围：按（2019 财年）依赖于大豆消耗的总收入计算，前二十大食品公司。MSCI 全球指数食品成分股，截至 2020 年 11 月 24 日。

*这里既包括大豆的直接消耗（大豆作为产品或食品产品中的成分；如豆奶、酱油），也包括隐含/间接消耗（大豆用作饲料养殖动物，并制成动物制品和成分；如奶制品、肉类、蛋类、养殖鱼类）。食品加工商一般不披露对大豆的依赖程度，尤其是当大豆隐含在供应链中，而非由其直接采购时。我们根据公司公开发布的业务介绍和常见的大豆制品，估算这些企业对大豆的依赖程度。

*仅包括直接消耗（CJ 集团、雀巢、达能和泰森）。CJ 集团的数据仅包括 CJ Selecta 采购的经过负责任大豆圆桌协会认证的大豆

**美威的饲料产量

资料来源：2020 年对 CDP 的回复、负责任大豆圆桌协会报告、公司披露信息、MSCI ESG 研究，2020 年 11 月 24 日。

和气候变化一样，生物多样性的危机已经到来。减缓气候变化风险的经验提供了有用的蓝图。虽然如今很多机构投资者会通过复杂的建模来模拟各种情景，开展压力测试，估算投资组合的气候风险值，但在几年之前，它们都只能简单地计算投资组合的碳足迹。同样地，衡量投资组合的生物多样性足迹也顺理成章地成为保护生物多样性的起点。实际上，投资者和利益相关方已经共同制定出一套框架和指标，帮助投资者衡量和报告投资组合在生物多样性方面的影响和风险。负责这项工作的小组叫什么？它叫“自然相关财务披露工作组”(Task Force on Nature-related Financial Disclosures, TNFD)，它还有一个更知名的兄弟组织，即“气候相关财务披露工作组”(Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD)。

在 2015 年之前，也有机构投资者关心气候变化问题，但《巴黎协定》通过后，才让监管机构真正行动起来，也为所有人设定了具体的目标。如今，其他几项全球危机已经让政策制定者应接不暇。但生物多样性的消逝除了本身带来的威胁，与气候变化和新型疾病的出现也有密不可分的关系。以巴黎为榜样，昆明大放异彩的时刻可能已经到来。

ESG 数据洪流： 是沉是浮，但看企业和投资者如何应对

企业强化信息披露能力；投资者能否跟上脚步？

对 ESG 信息披露的需求正在上升，越来越多成为强制性要求。企业应该怎么做？

尊敬的企业发行人：

2021 年会带来什么？您的公司是否会面临更大的 ESG 信息披露压力——无论是来自投资者、监管机构、员工、活跃的非政府组织，还是可恶的 ESG 数据提供商？如果公司犯错，即使是最微小的错误，是否也会面临媒体的更严厉拷问？员工和客户是否会进一步要求公司在各式各样的问题上“采取立场”？这些问题的答案都是肯定的。那么，您可能会问，这与 2020 年或 2019 年有何不同？我们认为，答案在于您自己。

在你们当中，有少部分人已经是这方面的资深专家；多年来，作为企业发展战略的一部分，你们一直积极主动地与投资者及其他利益相关方开展可持续发展方面的交流。你们已经在定期发布关于员工种族多样性、碳减排目标、分阶段淘汰塑料包装等等一系列问题的报告。但绝大部分公司多年来反复告诉我们，外界索取 ESG 信息的要求让公司应接不暇，不知道如何应对。我们还要宣布一个坏消息：未来，ESG 信息披露要求还会增加。实际上，今天虽然看似汹涌的洪流，但与几年之后相比，可能只是一条小溪而已。这是因为在一些国家，各种新规定正在陆续生效，自愿报告标准也逐渐成为强制性要求，而这些要求正在对你们的投资者造成更大压力。

例如，在 2020 年，向气候相关财务披露工作组(TCFD)提交报告已经成为“联合国负责任投资原则”(UN PRI)签署机构的强制性要求，³⁹未来几年内，将在英国、⁴⁰新西兰⁴¹甚至是美国成为强制性要求。⁴²此外，欧盟的《可持续财务披露条例》(Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR)若以现在的面貌获批，持有贵公司股份的投资机构将需要报告贵公司的业务是否涉及生物多样性价值较高的领域。可能还需要报告贵公司男女员工的工资水平差异。这些数据披露要求最早可能会在 2021 年 3 月生效。⁴³

³⁹“FAQ on mandatory climate reporting for PRI signatories.” 联合国负责任投资原则，2020 年。

⁴⁰Holger, D. and E. Bartha. “U.K. Requires Companies to Report on Climate Change by 2025.”《华尔街日报》，2020 年 11 月 9 日。

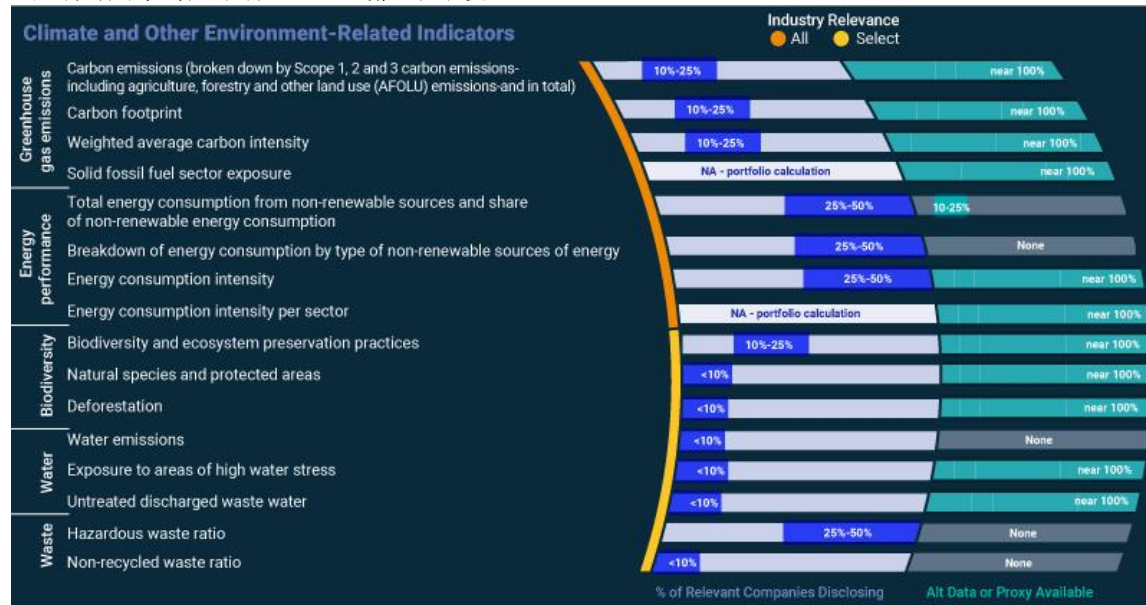
⁴¹“Mandatory climate-related financial disclosures.” 新西兰环境部，2020 年 9 月 21 日。

⁴²Whieldon, E. and D. Harty. “Biden plan to make companies disclose climate risks key to decarbonization.” 标普全球，2020 年 11 月 2 日。

⁴³Humphreys, N. “Demystifying the Sustainable Finance Disclosure Regulation.” Bloomberg Professional Services. 2020 年 8 月 10 日。

根据最新资料，MSCI 全球可投资市场指数只有少数几家成分股公司报告了《可持续性财务披露条例》草案要求的全部32项“实体层面”数据。对于剩下的公司，很快投资者就会要求你们补充缺失的披露信息，如范围3碳排放（大部分公司目前不予披露），以及符合《欧盟分类条例》(EU Taxonomy)要求的绿色活动收入金额。在图5中，可以清楚看到披露缺口有多大。

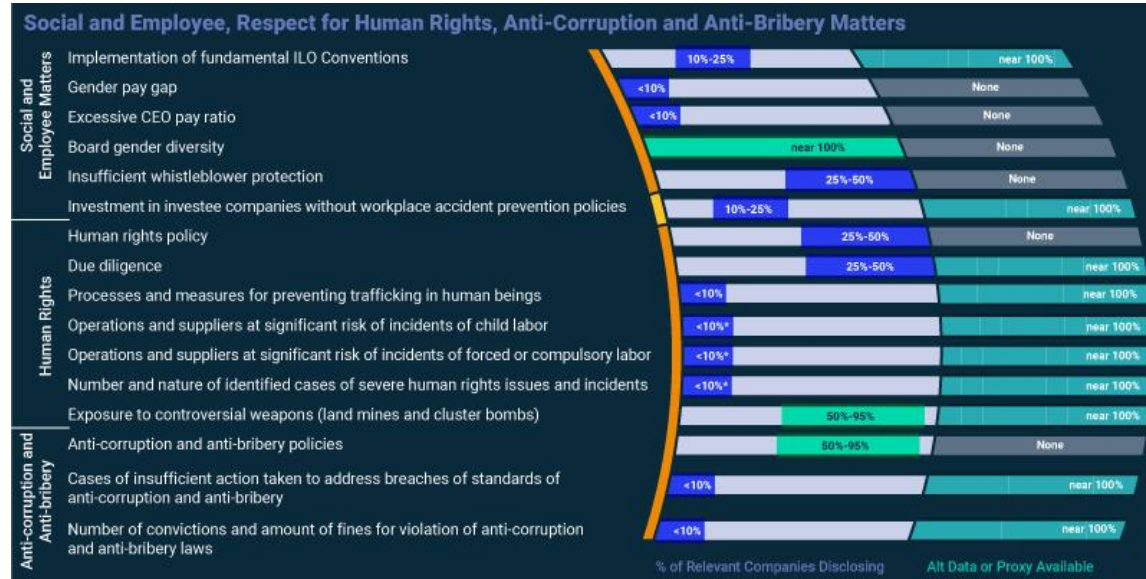
图5——第1部分：《可持续性财务披露条例》草案原则负面影响指标：公司层面数据可用性——气候与环境



*估算值

MSCI 全球可投资市场指数成分股的数据截至 2020 年 11 月 12 日。资料来源：MSCI ESG 研究

图 5——第 2 部分：《可持续性财务披露条例》草案原则负面影响指标：公司层面数据可用性——其他



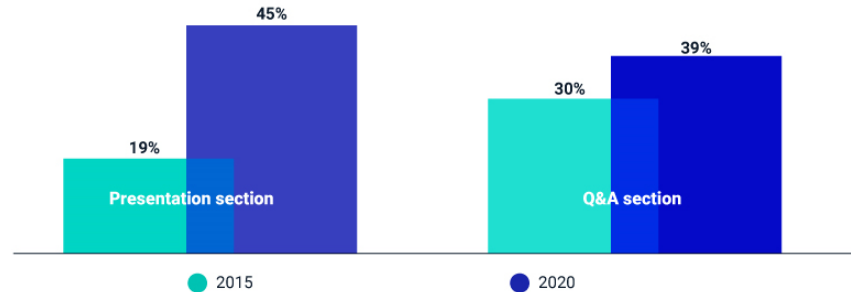
*估算值

MSCI 全球可投资市场指数成分股的数据截至 2020 年 11 月 12 日。资料来源: MSCI ESG 研究

对于你们和投资者来说，未来任重而道远。但我们看到，越来越多公司已经在努力应对挑战，不再被动等待，而是主要与投资者沟通。

我们如何得知？首先，我们比较了 100 家规模最大的公司（按 MSCI 全球指数的市值计算，截至 2020 年 10 月 31 日）在 2020 年和 2015 年的业绩电话会，发现不足 20 家公司在 2015 年的业绩简报中提到了“可持续性”、“环境”或“气候”。然而，在 2020 年，这个数字翻了一倍以上。值得注意的是，在业绩电话会的问答环节中，这些词语被提及的频率也有所增加，但增幅较不明显。这说明，一直在推动相关对话的人并不是投资分析师，而是各大公司的高管，他们在积极主动地与投资者探讨这些话题。

图 6：业绩电话会文字记录中提及可持续性关键词的公司——全球最大的 100 家公司



资料来源：MSCI ESG 研究、标普市场财智(S&P Market Intelligence)

你们也主动与 MSCI 的发行人沟通团队交流，和我们核实 ESG 数据，并询问评级结果。我们感受到了你们的爱意：在五年前，只有约六分之一的公司会联系我们，但今年迄今为止，在 MSCI 全球指数成分股公司中，超过半数已经联系过我们，其中包括发达市场和新兴市场的大、中市值公司（占 MSCI 世界指数的近 70%，该指数与 MSCI 全球指数覆盖范围相同，但不包括新兴市场的公司）。在 2020 年，随着 ESG 数据的持续发布，各公司与我们联系的频率是 2015 年的两倍。

此外，越来越多的公司人员开始成为 ESG 专家。五年前，基本只有企业社会责任或可持续发展部门的人愿意与我们交流公司的 ESG 数据和评级。如今，情况已经发生变化：我们的大部分交流对象是公司财务、投资者关系、法务和治理部门的人员。甚至一些 C 字头的高管也参与进来。同期，高管主动联系我们的次数增加了七倍。

作为投资者和企业发行人之间的桥梁，我们清楚地看到，公司正在努力提高信息披露能力。越来越多的企业顾问、银行家和其他专业人员也在积极帮助你们编制 ESG 报告，制定可持续发展战略（他们也与我们保持联系）。实际上，我们怀疑机构投资者是否已经准备好应付你们连珠炮式的问题和积极主动的交流。和你们一样，他们也感受到了信息披露要求的压力。公司和投资者或许可以相互学习，共同应对利益相关方提出的新一波 ESG 数据披露要求。在这个过程中，我们乐意为你双方提供帮助。请继续关注。

顺祝商祺！

MSCI ESG 研究

拨正失衡的天平： 社会不平等考验投资者的创造力

解决系统性问题也需要容忍一些（声誉）风险

新冠疫情让财富的天平进一步向顶层 1% 的人倾斜，过去几十年来社会平等方面的进步一朝化为乌有。⁴⁴其后果包括生命逝去、经济衰退和社会不稳。然而，投资者使用的各项传统工具不能有效地解决社会不平等问题。⁴⁵在社会问题上，投资者的首选办法历来是号召个别企业改变做法，但在系统性问题面前，这种办法可能还不够。在 2021 年，我们认为投资者将采用新的办法，包括社会债券等新融资工具，以解决超越单个企业界限的挑战。为了找到真正创新性的解决方案，可能需要愿意承担偶尔折戟的风险。

[我们的研究](#)显示，在 ESG（环境、社会和治理）中，社会问题不同于治理和环境问题。公司的治理问题一般会表现为负面事件（如丑闻、辞职、大幅减记），而环境风险管理不善，会导致竞争力和股票价值逐渐下滑。但如果在员工管理等社会问题上做得不好，可能会遭到双重夹击：时不时发生诉讼和罢工等负面事件，同时生产效率逐渐下滑，创新也被遏制。

在更系统性的层面上，社会不平等可能会默默发酵，直到爆发。举个例子：种族主义持续侵蚀个人、企业和整个经济的长期潜力。⁴⁶如果叠加疫情等压力因素，种族主义会演变成和平甚至暴力示威。作为回应，阿迪达斯⁴⁷和百事⁴⁸等公司承诺向具有多元化种族背景的求职者开放更多工作岗位。投资者也拿出屡试不爽的手段，督促公司改进员工信息披露，实现领导层的种族多元化。⁴⁹

但我们必须正视现实。虽然公司的行动很重要，但对于不平等问题的根源，单个公司能做的确实有限。只要根源还在，不平等现象和相关风险就会一直存在。我们看到，投资者已经醒悟到这个现实，并开始改变现状。

⁴⁴“UN report finds COVID-19 is reversing decades of progress on poverty, healthcare and education.” 联合国，2020 年 7 月 7 日。

⁴⁵Giese, G., Nagy, Z., Lee, L. “Which ESG Issues Mattered Most? Defining Event and Erosion Risks.” MSCI 博客，2020 年 6 月 22 日。

⁴⁶Losavio, J. “What Racism Costs Us All.” 国际货币基金组织，2020 年秋季。

⁴⁷Cresswell, J. and K. Draper. “Adidas Pledges to Increase Diversity. Some Employees Want More.” 《纽约时报》，2020 年 6 月 10 日。

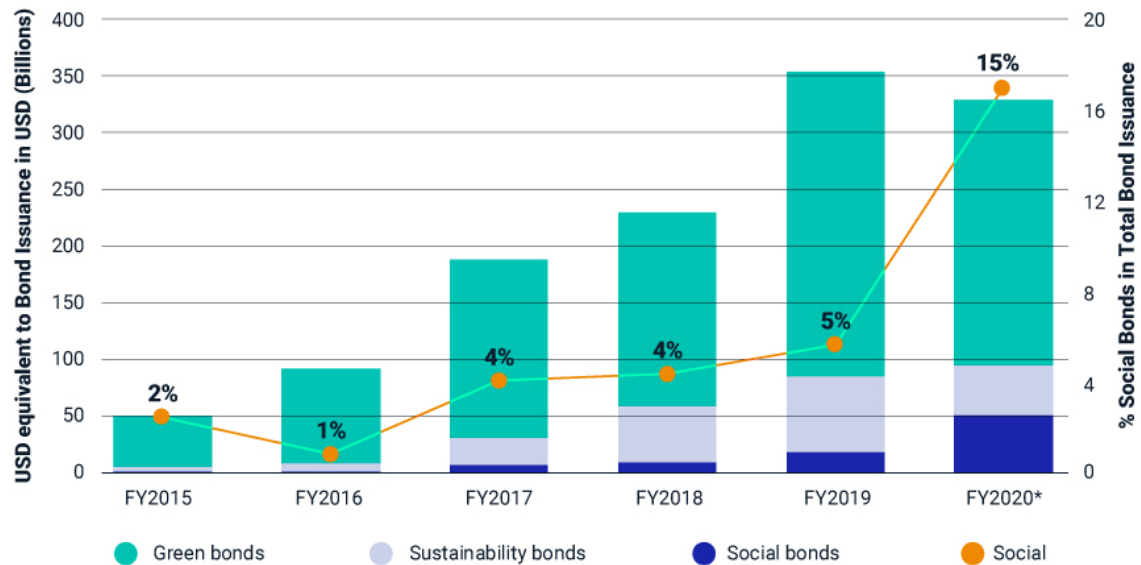
⁴⁸“The next step in our equality journey.” 百事公司新闻稿，2020 年 6 月 18 日。

⁴⁹McGregor, J. “Urged to back up pledges for racial justice, 34 major firms commit to disclose government workforce data.” 《华盛顿邮报》，2020 年 9 月 29 日。

首先，一些投资者以联合国的可持续发展目标为框架，制定解决不平等问题的办法。⁵⁰虽然只有可持续发展目标 10 明确涉及不平等现象，但很多其他目标致力于解决相关问题，如贫困（目标 1）、饥饿（目标 2）、健康（目标 3）、教育（目标 4）、性别平等（目标 5）和体面工作（目标 8）。无论动机是减少风险还是正义感，越来越多投资者正在审视自己的投资组合与各个可持续发展目标的“净契合度”是正或负，以此入手，确定不足之处，寻找影响力最大的行动领域。一部分投资者考虑到私人资本的能力上限，可能决定专注于特定一项可持续发展目标，如体面工作（目标 8），而非试图全盘兼顾。

其次，去年社会债券发行量暴增，其中很多明确专注于减缓疫情的负面影响。有初步迹象显示，投资者对社会债券的需求日益增长。例如，2020 年 10 月，欧盟发行了 170 亿欧元社会债券，是至今为止规模最大的社会债券发行交易，旨在提供疫情救助，与可持续发展目标 3（良好健康与福祉）及目标 8（体面工作和经济增长）明确挂钩。⁵¹此次发行被大幅超额认购，投资者申购总额超过 2330 亿欧元。⁵²这会鼓励其他政府机构效仿吗？

图 7：社会、可持续发展和绿色债券发行量，2015-2020 年（美元）



⁵⁰ “The SDG Investment Case.” 负责任投资原则(PRI)与普华永道，2017 年；“Investing to Achieve the UN Sustainable Development Goals.” 美国可持续负责任投资论坛基金会(US SIF Foundation)，2020 年。

⁵¹ “World’s largest social bonds support EU COVID-19 response.” 法国巴黎银行，2020 年 10 月 20 日。

⁵² Stubbington, T. “EU enjoys ‘outrageous demand’ for first Covid-related bond.” 《金融时报》，2020 年 10 月 20 日。

社会债券旨在为具有社会效益的项目或活动提供资金，就像绿色债券旨在为具有环境效益的项目提供资金一样。可持续发展债券同时包括社会和环境元素。数据截至 2020 年 10 月 15 日。资料来源：气候债券倡议组织(Climate Bonds Initiative)、MSCI ESG 研究


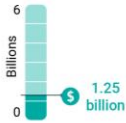

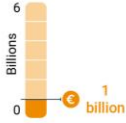

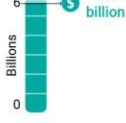

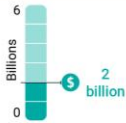
企业发行人也加入了这个市场。今年美银发行了两笔社会债券，充分说明这些债券可以用于各种广泛用途。其中一笔旨在为医疗行业提供融资，另一笔计划通过支持面向弱势群体的借贷计划，减少社会不平等现象（如下图 8 所示）。⁵³辉瑞也发行了用于医疗的社会债券，但其资金用途明确包括中低收入国家的疫苗生产以及解决全球健康紧急状况，并且资助了新冠疫苗的研发。⁵⁴

投资者面临的一项关键挑战是，一方面，希望投资一定能实现预期中的社会效益，另一方面，需要在明确的定义和评估标准出炉之前，尝试新事物。投资者有时并不清楚什么样的债券具有真正的社会效益，什么样的债券只是“社会洗白”。我们看到，机构投资者非常担心他们会在无意中为后者输送资金。但如果因为担心而裹足不前，就不可能大胆探索和尝试规模化解决方案。如图 8 所示，2020 年最引人注目的一些社会债券希望通过募集私人资本，实现雄心勃勃、具有变革意义的社会目标。投资者需要在项目细节和实施情况不明确的情况下，衡量风险与潜在效益，这将考验投资者的（声誉）风险容忍度。

⁵³ "Bank of America Issues \$1 Billion Corporate Social Bond. First Bond Issued by a U.S. Commercial Bank Entirely Focused on COVID-19 Pandemic." 美银，2020 年 5 月 19 日。

⁵⁴ "Pfizer completes \$1.25 billion sustainability bond for social and environmental impact." 辉瑞，2020 年 3 月 27 日。

图 8：2020 年部分企业社会债券发行交易

Issuer	Amount	Stated Social Use of Proceeds (summary)	What We Don't Know
 Pfizer Sustainability bond March 2020	 Billions 0 6 1.25 billion	Provide affordable medicines and vaccines to underserved patients globally, including via "capacity expansion." Reference to funding multi-stakeholder initiatives and health systems. Focus on women, newborns and children, the elderly, and migrants and displaced persons, especially in low- and middle-income countries.	Details on specific capacity expansion planned; which multi stakeholder initiatives will receive funding and what the targeted outcomes are, which health systems would be funded.
 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Social bond June 2020	 Billions 0 6 1 billion	Hospitals, medical equipment and technologies <ul style="list-style-type: none"> Educational institutions at all levels SME financing and microfinancing; access to banking and financial services in underserved populations; financial literacy Access to adequate, safe and affordable housing for excluded and/or marginalized populations and/or communities 	For-profit or non-profit status of financed education or medical entities; lending rates; Definition of affordable housing and how housing units will be categorized for target populations
 Alphabet Sustainability bonds August 2020	 Billions 0 6 5.75 billion	<ul style="list-style-type: none"> Affordable housing Advancing economic opportunities and equity for under-represented communities, including the Black+ community. May include business financing, job training, access to education, amplification of Black voices on YouTube. Support for small businesses and COVID-19 crisis response such as lending and training. 	Definition of affordable housing and how housing units will be categorized for target populations; lending rates and measure to prevent predatory lending or unfavorable terms.
 Bank of America Sustainability bond September 2020	 Billions 0 6 2 billion	Reduce racial inequality by funding business and mortgage financing for Black and Hispanic-Latino borrowers and communities in the U.S. Equity investments in Black and Hispanic-Latino owned or operated businesses and funds that invest in Black and Hispanic-Latino owned businesses.	Lending rates and measures to prevent predatory lending or unfavorable terms.

我们选择了 2020 年关注度较高（按媒体报道衡量）、规模 10 亿美元以上、旨在解决新冠疫情或种族不平等问题企业社会和可持续发展债券发行交易。资料来源：MSCI ESG 研究、发行人申报材料

近年来，富人和穷人之间的差距越来越大，如今已经不容忽视，对社会稳定和繁荣造成了前所未有的威胁。⁵⁵虽然单个公司在自身影响力范围内打击不平等的力度也有待加强，但为了降低大规模社会不稳定的风险，机构投资者不妨尝试其他方法。在 2021 年，社会债券领域增长迅速，但缺乏标准，意味着前面的道路免不了曲折和坎坷。但愿意砥砺前行公司和投资者将积累宝贵的经验教训，为后来者寻找可扩展、可投资的创新性解决方案奠定基础。

⁵⁵ "UN report finds COVID-19 is reversing decades of progress on poverty, healthcare and education." 联合国，2020 年 7 月 7 日。

Contact us

esgclientservice@msci.com

AMERICAS

Americas	1 888 588 4567 *
Atlanta	+ 1 404 551 3212
Boston	+ 1 617 532 0920
Chicago	+ 1 312 675 0545
Monterrey	+ 52 81 1253 4020
New York	+ 1 212 804 3901
San Francisco	+ 1 415 836 8800
São Paulo	+ 55 11 3706 1360
Toronto	+ 1 416 628 1007

EUROPE, MIDDLE EAST & AFRICA

Cape Town	+ 27 21 673 0100
Frankfurt	+ 49 69 133 859 00
Geneva	+ 41 22 817 9777
London	+ 44 20 7618 2222
Milan	+ 39 02 5849 0415
Paris	0800 91 59 17 *

ASIA PACIFIC

China North	10800 852 1032 *
China South	10800 152 1032 *
Hong Kong	+ 852 2844 9333
Mumbai	+ 91 22 6784 9160
Seoul	00798 8521 3392 *
Singapore	800 852 3749 *
Sydney	+ 61 2 9033 9333
Taipei	008 0112 7513 *
Thailand	0018 0015 6207 7181 *
Tokyo	+ 81 3 5290 1555

* = toll free

ABOUT MSCI

MSCI is a leading provider of critical decision support tools and services for the global investment community. With over 45 years of expertise in research, data and technology, we power better investment decisions by enabling clients to understand and analyze key drivers of risk and return and confidently build more effective portfolios. We create industry-leading research-enhanced solutions that clients use to gain insight into and improve transparency across the investment process.

About MSCI ESG Research Products and Services

MSCI ESG Research products and services are provided by MSCI ESG Research LLC, and are designed to provide in-depth research, ratings and analysis of environmental, social and governance-related business practices to companies worldwide. ESG ratings, data and analysis from MSCI ESG Research LLC. are also used in the construction of the MSCI ESG Indexes. MSCI ESG Research LLC is a Registered Investment Adviser under the Investment Advisers Act of 1940 and a subsidiary of MSCI Inc.

To learn more, please visit www.msci.com

Notice and disclaimer

This document and all of the information contained in it, including without limitation all text, data, graphs, charts (collectively, the "Information") is the property of MSCI Inc. or its subsidiaries (collectively, "MSCI"), or MSCI's licensors, direct or indirect suppliers or any third party involved in making or compiling any Information (collectively, with MSCI, the "Information Providers") and is provided for informational purposes only. The Information may not be modified, reverse-engineered, reproduced or disseminated in whole or in part without prior written permission from MSCI. All rights in the Information are reserved by MSCI and/or its Information Providers.

The Information may not be used to create derivative works or to verify or correct other data or information. For example (but without limitation), the Information may not be used to create indexes, databases, risk models, analytics, software, or in connection with the issuing, offering, sponsoring, managing or marketing of any securities, portfolios, financial products or other investment vehicles utilizing or based on, linked to, tracking or otherwise derived from the Information or any other MSCI data, information, products or services.

The user of the Information assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information. NONE OF THE INFORMATION PROVIDERS MAKES ANY EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES OR REPRESENTATIONS WITH RESPECT TO THE INFORMATION (OR THE RESULTS TO BE OBTAINED BY THE USE THEREOF), AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, EACH INFORMATION PROVIDER EXPRESSLY DISCLAIMS ALL IMPLIED WARRANTIES (INCLUDING, WITHOUT LIMITATION, ANY IMPLIED WARRANTIES OF ORIGINALITY, ACCURACY, TIMELINESS, NON-INFRINGEMENT, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY AND FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE) WITH RESPECT TO ANY OF THE INFORMATION.

Without limiting any of the foregoing and to the maximum extent permitted by applicable law, in no event shall any Information Provider have any liability regarding any of the Information for any direct, indirect, special, punitive, consequential (including lost profits) or any other damages even if notified of the possibility of such damages. The foregoing shall not exclude or limit any liability that may not be excluded or limited, including without limitation (as applicable), any liability for death or personal injury to the extent that such injury results from the negligence or willful default of itself, its servants, agents or sub-contractors.

Information containing any historical information, data or analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance, analysis, forecast or prediction. Past performance does not guarantee future results.

The Information should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. All Information is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons.

None of the Information constitutes an offer to sell (or a solicitation of an offer to buy), any security, financial product or other investment vehicle or any trading strategy.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class or trading strategy or other category represented by an index is only available through third party investable instruments (if any) based on that index. MSCI does not issue, sponsor, endorse, market, offer, review or otherwise express any opinion regarding any fund, ETF, derivative or other security, investment, financial product or trading strategy that is based on, linked to or seeks to provide an investment return related to the performance of any MSCI index (collectively, "Index Linked Investments"). MSCI makes no assurance that any Index Linked Investments will accurately track index performance or provide positive investment returns. MSCI Inc. is not an investment adviser or fiduciary and MSCI makes no representation regarding the advisability of investing in any Index Linked Investments.

Index returns do not represent the results of actual trading of investable assets/securities. MSCI maintains and calculates indexes, but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor may pay to purchase the securities underlying the index or Index Linked Investments. The imposition of these fees and charges would cause the performance of an Index Linked Investment to be different than the MSCI index performance.

The Information may contain back tested data. Back-tested performance is not actual performance, but is hypothetical. There are frequently material differences between back tested performance results and actual results subsequently achieved by any investment strategy.

Constituents of MSCI equity indexes are listed companies, which are included in or excluded from the indexes according to the application of the relevant index methodologies. Accordingly, constituents in MSCI equity indexes may include MSCI Inc., clients of MSCI or suppliers to MSCI. Inclusion of a security within an MSCI index is not a recommendation by MSCI to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

Data and information produced by various affiliates of MSCI Inc., including MSCI ESG Research LLC and Barra LLC, may be used in calculating certain MSCI indexes. More information can be found in the relevant index methodologies on www.msci.com.

MSCI receives compensation in connection with licensing its indexes to third parties. MSCI Inc.'s revenue includes fees based on assets in Index Linked Investments. Information can be found in MSCI Inc.'s company filings on the Investor Relations section of www.msci.com.

MSCI ESG Research LLC is a Registered Investment Adviser under the Investment Advisers Act of 1940 and a subsidiary of MSCI Inc. Except with respect to any applicable products or services from MSCI ESG Research, neither MSCI nor any of its products or services recommends, endorses, approves or otherwise expresses any opinion regarding any issuer, securities, financial products or instruments or trading strategies and MSCI's products or services are not intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Issuers mentioned or included in any MSCI ESG Research materials may include MSCI Inc., clients of MSCI or suppliers to MSCI, and may also purchase research or other products or services from MSCI ESG Research. MSCI ESG Research materials, including materials utilized in any MSCI ESG Indexes or other products, have not been submitted to, nor received approval from, the United States Securities and Exchange Commission or any other regulatory body.

Any use of or access to products, services or information of MSCI requires a license from MSCI. MSCI, Barra, RiskMetrics, IPD and other MSCI brands and product names are the trademarks, service marks, or registered trademarks of MSCI or its subsidiaries in the United States and other jurisdictions. The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI and Standard & Poor's. "Global Industry Classification Standard (GICS)" is a service mark of MSCI and Standard & Poor's.

MIFID2/MIFIR notice: MSCI ESG Research LLC does not distribute or act as an intermediary for financial instruments or structured deposits, nor does it deal on its own account, provide execution services for others or manage client accounts. No MSCI ESG Research product or service supports, promotes or is intended to support or promote any such activity. MSCI ESG Research is an independent provider of ESG data, reports and ratings based on published methodologies and available to clients on a subscription basis. We do not provide custom or one-off ratings or recommendations of securities or other financial instruments upon request.

Privacy notice: For information about how MSCI collects and uses personal data, please refer to our Privacy Notice at <https://www.msci.com/privacy-pledge>