

转变观念：

ESG、信用风险与评级

第3部分：

从脱节迈向行动领域

六项原则

六项原则序言

作为机构投资者，我们有责任为受益人争取长期利益最大化。从受托人角度看，我们认为环境、社会和治理（ESG）问题会影响投资组合的绩效，且不同公司、部门、地区、资产类别在不同时间受到的影响各异。我们也认识到，应用负责任投资原则可以促进投资者与更广泛的社会目标保持一致。

因此，在符合受信责任的情况下，我们作出如下承诺：

- 1 将ESG问题纳入投资分析和决策过程。
- 2 成为积极的所有者，将ESG问题纳入所有权政策和实践。
- 3 寻求被投资实体合理披露ESG相关问题。
- 4 推动投资业广泛采纳并贯彻落实负责任投资原则。
- 5 齐心协力提高负责任投资原则的实施效果。
- 6 报告负责任投资原则的实施情况和进展。



PRI的使命

我们认为，兼具经济效率和可持续性的全球金融体系对于长期价值创造不可或缺。只有在这样一种金融体系下，负责的长期投资才能够取得回报，惠及整个环境和社会。

PRI鼓励各方采纳并合作贯彻负责任投资原则，完善公司治理、诚信和问责机制，并通过扫除市场运作、结构和监管方面面临的障碍，建立起可持续的全球金融体系。

PRI免责声明

本报告所含信息仅供参考，不构成投资、法律、税务或其他建议，亦不构成投资决策或其他决策的依据。本报告作者和出版部门不就法律、经济、投资或其他专业问题和服务提供建议。PRI Association不对本报告中可能提及的网站和信息资源的内容负责。PRI Association提供网站访问链接或者信息资源的，不构成对其中信息的认可。本报告是信用评级咨询委员会（ACCR）成员和《信用评级中的ESG》声明部分签署方的合作成果。但除非另有说明，本报告中表达的观点、建议、结果、解释和结论代表PRI Association立场。请勿默认或假定，报告封面所示洛克菲勒基金会、联合国环境署金融倡议、联合国全球契约、附件或案例分析中提及的任何组织或者《投资者信用评级机构联合声明》的其他签署方，认可或同意报告中的结论。本报告引用的公司案例，绝不构成PRI Association或负责任投资原则签署方对此类公司的认可。我们竭力确保本报告所含信息出自最新可靠来源，但统计数据、法律、规则和法规不断变化，可能导致信息延迟、缺漏或不准确。PRI Association不对任何错误或缺漏负责，不对根据本报告所含信息作出的决策及采取的行动负责，亦不对由此等决策或行动引起或造成的任何损失、损害负责。本报告中所有信息均“按原样”提供，PRI不对该等信息的完整性、准确性、及时性或通过该等信息推导所得结果作任何保证，亦不提供任何明示或默示担保。

目录

| | |
|--------------------|----|
| 执行摘要 | 4 |
| 推动投资者与信用评级机构对话 | 7 |
| 从脱节到行动领域 | 12 |
| 透明、系统框架 | 14 |
| 将理论付诸实践 | 19 |
| 下一步：连点成面 | 25 |
| 附件 | 26 |
| 附件 1 PRI论坛的地域色彩 | 26 |
| 附件 2 主权信用风险与企业信用风险 | 27 |
| 附件 3 信用评级机构示例 | 33 |
| 附件 4 投资者案例研究 | 40 |
| 附件 5 论坛主办方和参与方 | 93 |

鸣谢

PRI感谢[信用评级咨询委员会](#)（ACCR）及其主席、BlueBay资产管理公司ESG投资风险主管My-Linh Ngo为《信用评级中的ESG》倡议所投入的时间、给予的指导和付出的努力，感谢签署《信用评级中的ESG》声明并举办论坛的PRI签署方以及提供案例研究的PRI签署方，同时感谢各信用评级机构，通过PRI组织的圆桌会议，与投资者交流探讨如何提升开展信用风险分析的思维能力，为倡议作出积极贡献。最后，PRI感谢洛克菲勒基金会给予本项目财务支持。

执行摘要

信用风险分析不断演变。虽然基本原则仍然是评估发行人能否按时全额偿还债务，但全球固定收益投资界在配置资本和管理风险时，愈发倾向于纳入可持续性因素。而纳入可持续性因素的第一步，需要确保在信用风险分析中正确反映对投资有实质性影响的环境、社会和治理（ESG）因素。

PRI自2016年推出《信用评级中的ESG》倡议¹以来，一直与投资者和信用评级机构合作，促进各方对实践的理解，发现各方在信用风险分析中考虑ESG因素的差距，并寻找消除差距的方法。¹

投资者和信用评级机构通过对话，发现固定收益市场全体参与者仍未一致、系统地处理信用风险分析中的ESG因素。但是，对话也有下列发现：

- 诸多积极发展呈快速上升态势——比如，许多投资者和信用评级机构正在扩充资源、提升透明度，解释ESG因素在信用评级分析中发挥的重要作用；

- ESG因素是信用风险整体评估方法的一部分，这一观点日渐盛行；
- 观念正在转变，认为ESG信号不仅可以用于管理下行风险，也可用于发现投资机遇；
- 固定收益投资与信用评级目标不同：信用评级仅纳入对信用风险具有实质性影响的ESG因素，但对于试图将ESG纳入固定收益投资的投资者，还可以运用单独的ESG评分和评估。

本系列报告共有三部分，本报告是第三部分，重点介绍PRI在全球组织的15场投资者-信用评级机构论坛上讨论的新兴解决方案，专门针对信用从业者，旨在解决投资者与信用评级机构之间四类明显的脱节问题，即投资者和信用评级机构似乎在倡议起始阶段便存在意见分歧的领域（见图1）。本报告在[第一部分](#)和[第二部分](#)基础上编制而成，第一部分介绍信用风险分析考量ESG因素的现状，第二部分重点介绍探究脱节问题的圆桌会议讨论结果。

图1：在《信用评级中的ESG》倡议之初投资者与信用评级机构间存在的脱节问题



一些脱节问题因投资者与信用评级机构之间存在误解而产生，因此需要提升透明度、增进沟通。部分问题是各信用从业者在构建ESG因素的系统考量框架时**共同面临的挑战**。此外，还需要加强下列工作：

- 评估ESG因素的实质性，对于投资者，还需进行绩效归因；
- 监督可能改变信用风险评估并危及业务模式长期可持续性的ESG触发因素；
- 在ESG标准化方面达成最低的标准。

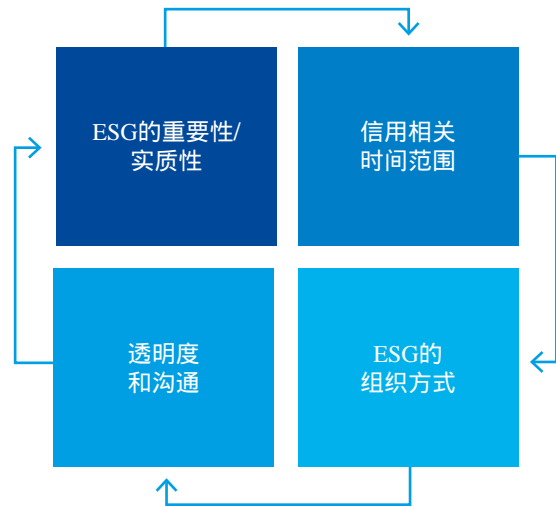
PRI在此背景下编制行动领域清单，旨在改进在信用风险分析中考量ESG因素的流程和成果。某些行动领域同时针对信用评级机构和投资者，另一些则单独针对其中一方。图2列出部分重点行动领域。

¹ 在本报告其余部分，ESG考量是指在信用风险分析中评估ESG因素，包括是否应将其纳入考量范围，以及如果应予考量，则应考量哪些因素以及何时考量。

图2：主要行动领域摘要

| 信用评级机构 | 投资者和信用评级机构 | 投资者 |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 绘制信用相关ESG因素图，并标出可能改变中长期评估的触发因素 ■ 提升ESG因素的指导作用，并在评级说明中明确加以阐述 ■ 推广ESG主题 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 按类型、相关度和紧急度对ESG因素分类 ■ 开展定期回顾分析，并评估ESG因素的进展状况 ■ 确认信用相关时间范围 ■ 为分析师提供持续的培训 ■ 与发行人就ESG主题进行交流 ■ 改进披露、提升透明度 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 建立内部框架，更加系统地考虑ESG因素 ■ 不要混淆信用评级和ESG评估服务的目的 ■ 更为积极主动地与发行人、服务提供商交流和参与到公开意见征询中 |

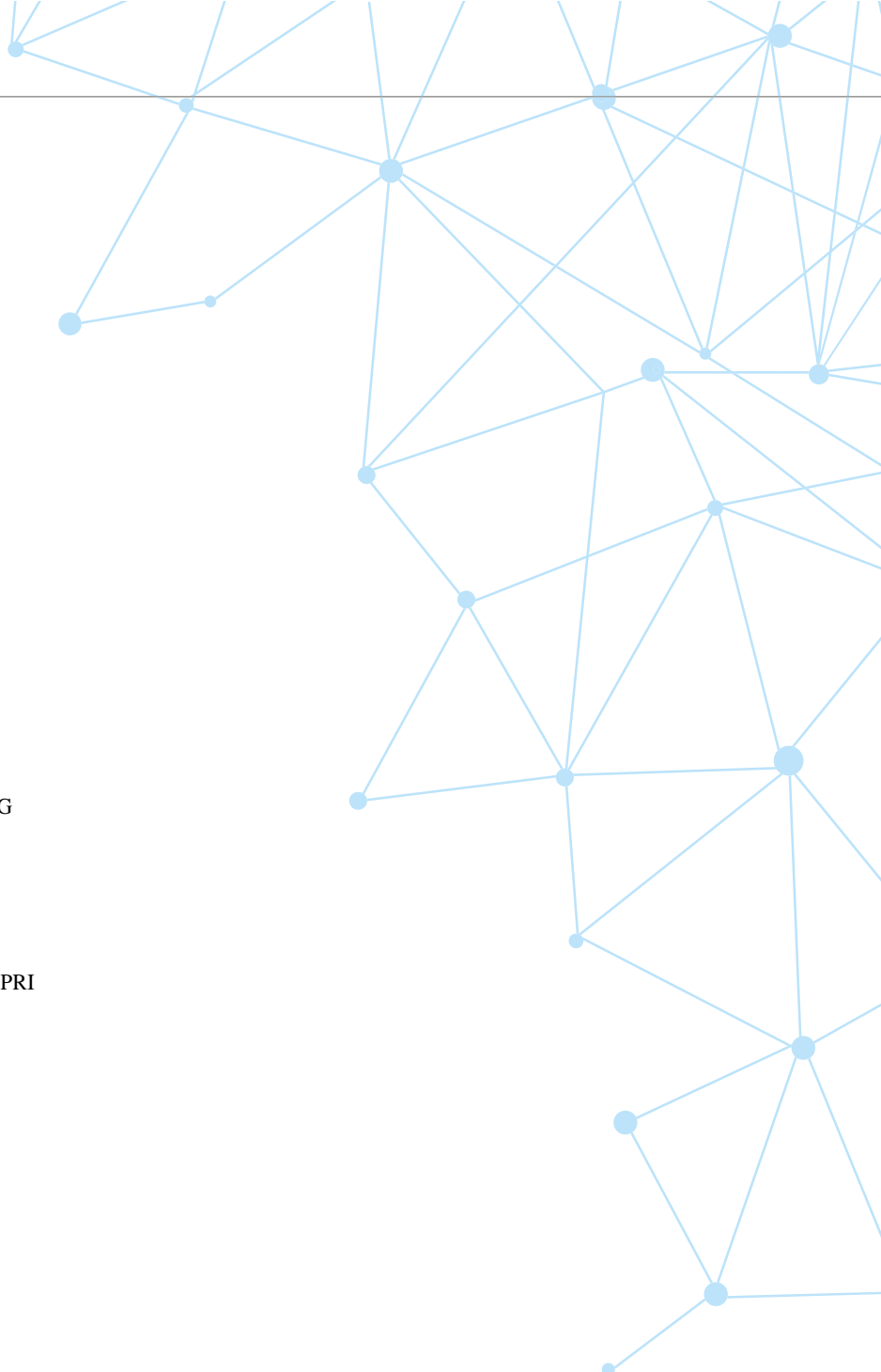
如需查看完整建议，请参见第19页。如需查看各行动领域详细信息，请点击右侧方框。



在信用风险分析中考量ESG因素时，由于ESG因素对发行人资信的当前影响和潜在影响取决于各主体的具体特点，因此清单应作为最佳实践，而非“一刀切”的普适方法。

此外，投资者和信用评级机构虽有共同点，但在分析的目的、责任和法律边界等方面存在差异。例如，根据[《信用评级中的ESG》声明](#)，信用评级仅反映对发行人资信的评估，信用评级机构在决定哪些标准对评级具有实质性影响时，必须能保持完全独立。最后，对于机构投资者，对ESG因素的敏感度会因资产所有者或资产管理人的目标不同而不同。

尽管某些行动与其他行动相比可以更快实施，PRI仍鼓励相关组织按自身起点、规模和资源确定各项行动的先后顺序——不过，重要的是组织不断取得改观。事实上，正如本报告和前两份报告所示，一些市场参与者——特别是大型全球信用评级机构、专业化信用评级机构和头部投资者——已在建议的诸多方面取得显著进步。对于此类市场参与者，清单可以为其继续保持或加强投资实践提供指导。不过，市场参与者不应以起点较高而自满。



另外，在PRI第二部报告公布的示例列表（见附件3）的基础上，本报告收录了ESG与信用评级的新证据，这些新证据表征，明确参考ESG因素后的评级观点导致评级或评级展望发生改变。本报告额外包含15篇案例分析（注：中文报告只包含5篇有代表性案例，如需了解15篇完整案例，请参阅英文报告），重点说明已通过框架（framework）在信用风险分析中系统评估ESG因素的投资者，如何使用该框架解决上述一个或多个行动领域中的问题，进而得出投资结论（见附件4）。有的案例分析涉及主权信用风险，这也是2017年柏林PRI IN PERSON大会小组会议以及伦敦和巴黎圆桌会议探讨的主题（见附件2）。

最后，第二部报告出版后召开的区域圆桌会议发现，不同司法辖区和地区的ESG意识或者对于在信用分析中整合ESG的呼吁各不相同（见附件1）。

接下来，该倡议计划将信用评级机构与固定收益投资者间的对话扩展到债券发行人，促进各方理解ESG因素对信用风险的实质性影响，推动各方参与、统一术语并加强数据披露。PRI计划继续监督倡议进展，提供分享平台。

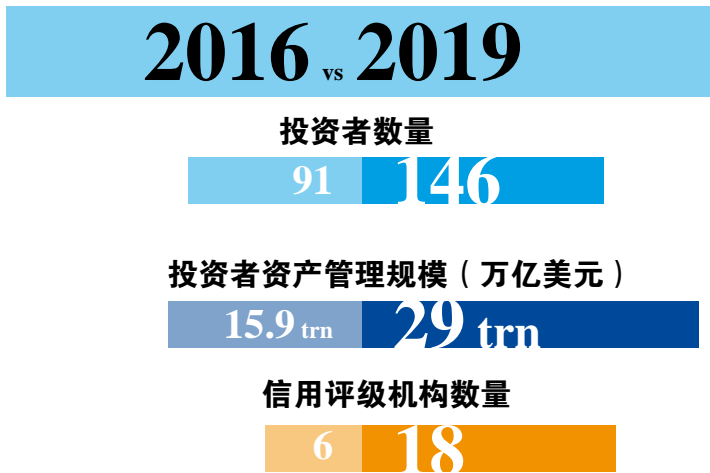
我们鼓励各方通过反馈、分享最佳实践、参与辩论等积极参与未来工作。

推动投资者与信用评级机构对话

PRI《信用评级中的ESG》倡议是由三部分组成的系列报告，第一部分是2016年5月推出的《信用评级中的ESG》声明，本报告是最后一部分。²声明签署方公开表达了对于在信用风险评级中透明、系统地考虑ESG因素的价值认可。

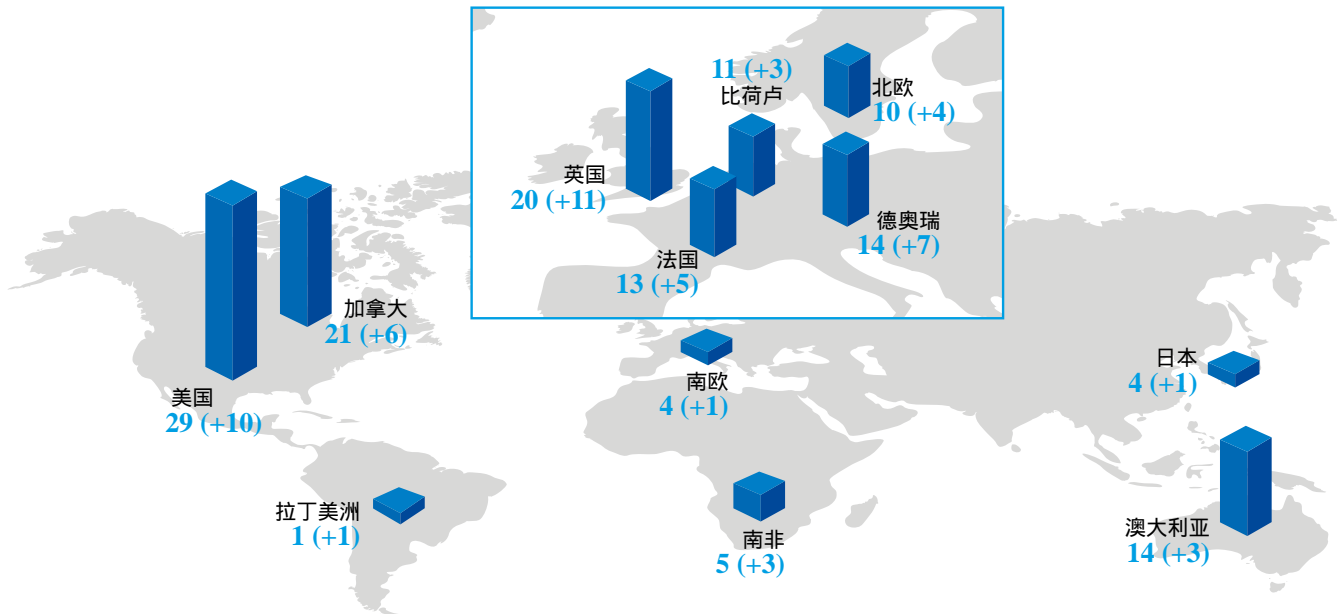
声明签署方数量快速增长，说明该主题日渐盛行。迄今为止，全球已有146家投资者签署声明，他们共管理着29万亿美元资产（见图3和图4）。更为引人注目的是，参与其中的信用评级机构增长了两倍（见图5）。

图3: 《信用评级中的ESG》声明的签署方



注：截止于2019年1月14日的最新数据

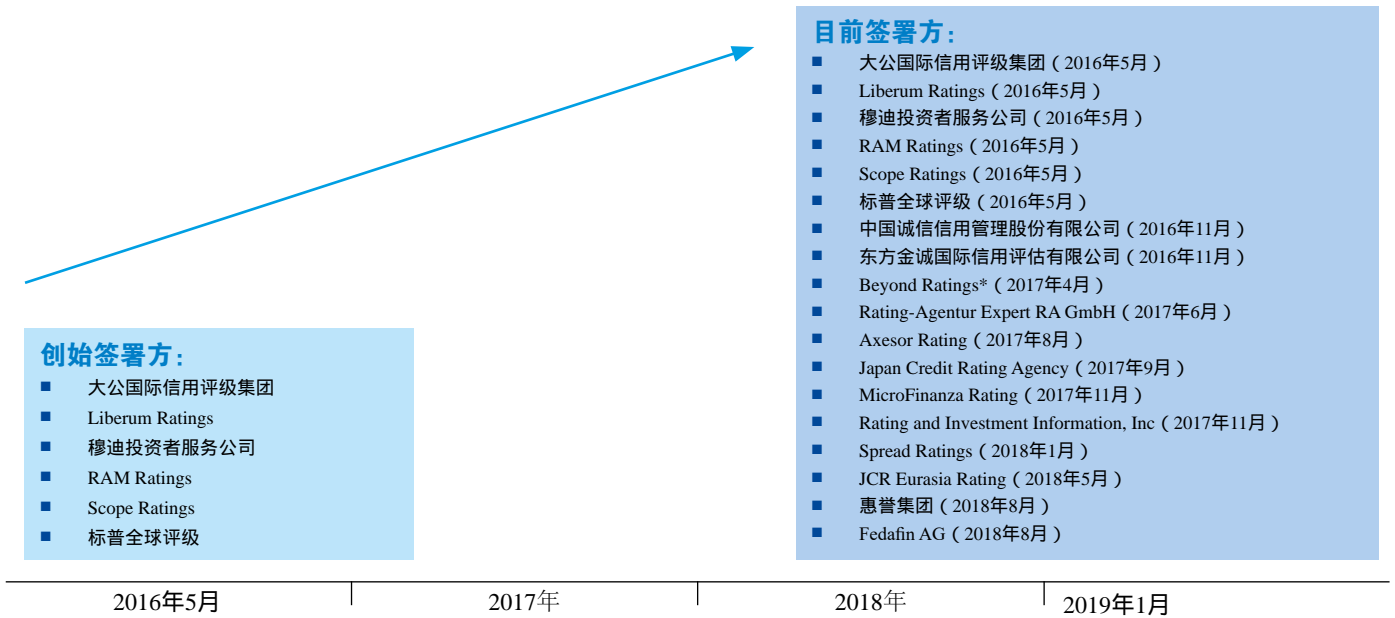
图4: 签署《信用评级中的ESG》倡议的全球投资者数量增长近百分之六十



注：括号内数字表示自2016年5月推出《信用评级中的ESG》倡议以来的变动情况。截止于2019年1月14日的最新数据。

² 如需了解关于《信用评级中的ESG》倡议的更多信息，请参见《转变观念：ESG、信用风险与评级》系列第一和第二部分，2017年7月4日和2018年6月11日，PRI。

图5：支持倡议的信用评级机构数量增长了两倍



注：欧洲监管机构ESMA尚未正式承认Beyond Ratings是信用评级机构。括号内日期表示该信用评级机构签署《信用评级中的ESG》声明的时间。

声明目前仍向新签署方开放，旨在激励信用分析师（来自投资者和信用评级机构）和固定收益投资组合管理人通过PRI主办的论坛以相当的规模和广度开展ESG主题交流。这些论坛促进参与者展开有目的的对话，为参与者提供时间和空间分享其在考量ESG因素过程中取得的进展和面临的挑战。

另外，声明鼓励投资者和信用评级机构更积极地与发行人、业界代表、监管机构和非政府组织交流，提高对倡议目标的认识，促进倡议发展。

近年来倡议发展呈加速之势：一些成熟信用评级机构遥遥领先，但很多地区机构也取得显著进步。重要的是，许多信用评

级机构在加入声明之后，在很短的时间内作出重大组织改革，包括成立专门的分析师团队、创建网页分享ESG相关文章以及进一步公开其如何将ESG因素整合到评级方法。欧洲证券与市场管理局（ESMA）认为后两项变化是“积极的进步”。³

倡议也注意到有新机构（部分新机构尚未受到监管）开始提供ESG风险评估或资信强化分析，即将可持续性指标明确纳入其评估方法。

图6、图7和图8简要介绍了信用评级机构自倡议启动以来取得显著进展的领域。附件3收录了评级个案。

³ 参见《征询意见书：关于信用评级的披露要求指南》，2018年12月19日，ESMA。

图6：全球信用评级机构行动一览表（基于信用评级机构文档）

| 机构类型 | 分析 | | 组织 | | | 透明度和沟通 | | | |
|-----------|--------------------------|-------------------------|--|------------------|------------------------|------------------------|-----------------------------|------------------------|---------------------|
| | 研究 | 信用评级变化实例 | 组织变化 | 分析师培训 | ESG（非信用评级）产品 | 方法阐述 | 专门网页 | 汇编 | 活动 |
| 全球 | 行业或主题研究——强化对信用相关ESG因素的理解 | ESG因素导致评级意见或评级展望发生变化的例子 | 专门的分析师/工作团队和明确的高级领导层 | 定期ESG教育计划/模块和研讨会 | ESG/可持续性/绿色债券或其他主题债券评估 | ESG指标暗含于评级方法中，但已通过注释说明 | 网页促进传播 | 关于ESG趋势和因素所产生信用影响的研究成果 | 主流活动中专门针对ESG的会议或研讨会 |
| 惠誉评级 | ✓ | ✓ | 由惠誉评级总裁Ian Linnel和全球分析主管Brett Hemsley发起，2018年年中设立由Andrew Steel领导的全球可持续融资集团 | ✓ | ✗ | ✓ | ESG风险——惠誉评级 | ✗ | ✓ |
| 穆迪投资者服务公司 | ✓ | ✓ | 2015年年中设立由全球执行主管Brian Cahill领导的ESG倡议部门，2017年11月扩大规模（ 公告 ） | ✓ | 绿色债券评估 | ✓ | ESG——穆迪 | ESG和可持续融资季度纲要 | ✓ |
| 标普全球评级 | ✓ | ✓ | 2018年4月设立由Michael Wilkins领导的可持续融资团队（ 结构 ） | ✓ | 绿色与ESG评估 | ✓ | ESG——标普全球 | 气候融资与可持续性：2018年重点研究 | ✓ |

表中三家全球大型信用评级机构均已发布评级说明，解释其评级方法如何考量ESG因素。⁴

此外，ESG相关文献迅速增多，载于各信用评级机构的ESG网页，文件超链接见图6。近期发布的几份文件尤其值得关注，包括：

- 加入PRI《信用评级中的ESG》倡议时间相对较晚的惠誉评级于2019年1月推出了一体化评分系统，该系统是其信用评级研究的一部分。

该系统展示了ESG因素如何影响非金融企业信用评级决策，并允许投资者同意或不同意惠誉在主体和行业层面处理ESG因素的方式。⁵

- 穆迪投资者服务公司于2018年9月更新了环境风险热图，标出了信用风险为高、中、低三档的行业，并标出了相关环境风险评分自2015年以来的变化。⁶此外，穆迪就其评估ESG风险的一般原则和拟议的针对公开上市非金融类公司的公司治理评估框架征询了反馈意见。⁷

4. 参见《理解信用评级中的环境、社会和治理风险》，2017年11月7日，惠誉评级；《穆迪在信用分析中评估ESG的方法》，2017年10月25日，穆迪投资者服务公司；《标普全球评级如何将环境、社会和治理风险纳入评级分析》，2017年11月21日，标普全球评级。

5. 参见《引入公司ESG相关度评分——信用风险与ESG风险交叉机制》，2019年1月7日，惠誉评级。

- 标普全球评级完成了三份报告，阐释如何将环境和气候、社会、管理和治理的风险与机遇纳入全球企业评级，并根据对过往评级工作的回顾，包括评级展望的变化，对其开展的主权、保险和金融机构的评级发布了同样的分析⁸。

图7：地方信用评级机构签署《信用评级中的ESG》声明以来的行动概览（基于信用评级机构文档）

| 地方信用评级机构 | | 主要结果 |
|--|--------|--|
| 名称 | 国家/地区 | 签署《信用评级中的ESG》声明以来取得的进展 |
| Axesior Rating | 西班牙/欧洲 | Axesior Rating自2017年8月签署声明以来，在其评级说明中更明确地提到ESG因素。Axesior力图阐明ESG因素如何在其评级方法中发挥重要作用，并从2018年主权评级方法开始阐述，其中一节专门解释ESG因素如何构成其定性和定量评估的组成部分。 |
| Fedafin AG | 瑞士 | Fedafin于2018年8月签署声明，目前仍处于起步阶段，正努力在信用风险分析中更加透明、系统地考量ESG因素方面。 |
| Japan Credit Rating Agency (JCR) | 日本 | JCR于2017年9月签署声明之后，其信用评级与规划部在Kenji Sumitani的领导下发表 评级说明 ，解释在信用风险分析中考虑ESG因素的重要性。自此，JCR设立由Atsuko Kajiwara领导的可持续融资评估部，负责评估绿色债券、社会债券和贷款。2017年和2018年，JCR参加PRI东京论坛，并主办多场有关ESG和绿色债券的内外部研讨会。最近，JCR与信用评级机构协会合作推出亚洲倡议，在东京联合主办亚洲绿色债券研讨会。 |
| JCR Eurasia Rating (JCR-ER) | 土耳其 | JCR-ER支持《信用评级中的ESG》倡议的时间相对较短。自2018年5月签署声明以来，JCR-ER发布的信用评级意见中有关ESG因素的信息有所增加。 |
| Liberum Ratings | 巴西 | 虽然Liberum于2016年声明推出时即表示支持，但迄今取得的进展较为有限，一方面原因是其专注的资产类别（结构化固定收益产品）性质复杂，在纳入ESG因素方面较为滞后。 |
| RAM Rating Services Berhad (RAM Ratings) | 马来西亚 | RAM Ratings于2016年成为声明的创始签署方，成立了由Promod Dass领导的ESG工作组，并创建专门的 可持续性讨论网页 。RAM Ratings目前向分析师提供关于ESG与信用风险之间关系的内部培训，并就其如何在信用评级和评级方法中考虑ESG因素发布了 两份说明 。自2018年7月起，RAM Ratings发布的信用评级观点，均在相关章节着重强调并纳入经评估具有实质性影响的ESG因素。RAM Ratings另单独提供（非信用）可持续性评估。最后，它一直在亚洲地区以及关于ESG问题的国际会议上坚定拥护PRI倡议，积极参加新加坡PRI圆桌会议。 |
| Rating-Agentur Expert GmbH (RAEX) | 德国/欧洲 | 自2017年6月签署声明以来，Raex-Europe开始通过 网站 阐述其在信用评级中考虑ESG的方法。Raex-Europe单独出具不同于信用评级的 ESG评级和绿色债券二次意见 ，并曾参与法兰克福PRI圆桌会议。 |
| Rating and Investment Information, Inc (R&I) | 日本 | R&I于2017年11月签署声明，自此成立由Akira Ishiwata领导的ESG部门，并创建专门的英文和日文 网页 ，用于传播ESG问题相关文章（例如近期发布的关于汽车行业和公司治理的评级说明）。公司评级分析师以填写调查问卷的形式，解释他们如何在信用分析中考虑环境因素。2018年5月，R&I阐述了 ESG因素如何在基本评级方法中发挥重要作用 ，并在2018年12月发布一份报告，说明为何环境因素对于信用评级评估日益重要（英文版 新闻稿 ）。另外，R&I在企业发行人评级流程中引入治理评估表，提供绿色债券评估等非信用类ESG评估。最后，R&I参加了在东京举行的PRI论坛。 |
| Scope Ratings | 德国/欧洲 | 自2016年成为签署声明的首批信用评级机构以来，Scope Ratings阐述了其如何在银行信用评级方法和主权信用评级方法中考虑的ESG因素（《 银行评级方法 》、《 评级方法：公共财政主权评级 》），增加了主权评级方法中ESG因素的比重（ 新闻稿 ），并将可持续性引入新的超国家主体评级方法（ 新闻稿 见附件4）。为促进投资者推广和分享实践经验，Scope还参与了伦敦和法兰克福的PRI圆桌会议。 |

6. 参见《11个行业共2.2万亿美元债务增加环境风险》，2018年9月25日；《行业深度分析——热图显示不同行业间信用影响差异悬殊》，2015年11月30日，穆迪投资者服务公司。

7. 参见《征求意见：评估环境、社会和治理风险的一般原则》，2018年9月19日；《公开交易非金融公司的企业治理评估的拟议框架》，2018年10月8日，穆迪投资者服务公司。

8. 参见《如何将环境和气候的风险机遇因素纳入全球企业评级（更新版）》，2017年11月9日（首次评级说明发布于2015年10月21日）；《如何将社会风险机遇因素纳入全球企业评级》，2018年4月11日；《如何将管理和治理的风险机遇因素纳入全球企业评级》，2018年11月7日；《环境、社会和治理因素如何有助于政府、保险公司和金融机构评级》，2018年10月23日，标普全球评级。

图8：中国信用评级机构和新设信用评级机构概览（基于信用评级机构文档）

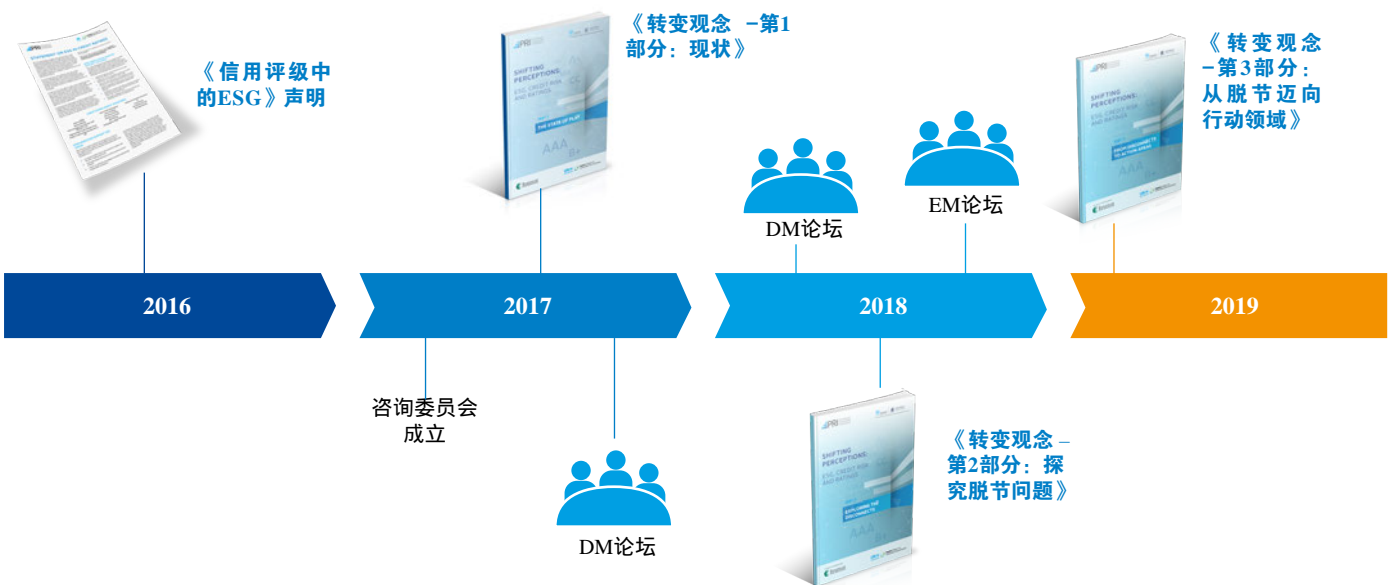
| 中国信用评级机构 | 主要结果 |
|------------------------|--|
| 名称 | 签署《信用评级中的ESG》声明以来取得的进展 |
| 中国诚信信用管理股份有限公司（“中国诚信”） | 中国诚信仍然以绿色债券为重点，设立由沈双波领导的绿色金融部，并创建绿色金融服务网页。公司信用分析师已参加绿色债券分析师开展的五期绿色债券认证培训。最后，中国诚信已开始向农村商业银行提供绿色咨询服务。在加入PRI《信用评级中的ESG》倡议之前，中国诚信已经参与起草2015年《中国绿色债券支持项目目录》，并参与2019年的《目录》更新工作。 |
| 大公国际信用评级集团 | 作为2016年5月首批签署方之一，大公国际信用评级集团在签署《信用评级中的ESG》声明之前，已经将治理因素纳入信用评级方法，目前正努力将环境指标纳入新评级方法，并开始发布相关主题研究。此外，大公也提供绿色债券评估。 |
| 东方金诚国际信用评估有限公司 | 2016年11月签署声明之后，东方金诚设立由常征领导的ESG研究团队和由方怡向领导的业务开发部门，并为信用分析师提供ESG培训。公司虽然仍以绿色债券和社会债券评估为重点，但已着手将ESG因素纳入主流债券的资信评估，并计划于2019年年初推出专门网页。 |
| 新设信用评级机构 | |
| Beyond Ratings* | 新设信用评级机构成立相对较晚，构建的评级方法已经较明确地纳入了ESG因素和可持续性因素。几家机构专注于产品：Beyond Ratings*目前以公共发行人（主权发行人、次主权发行人和政策性金融机构）为重点，但未来评级服务将扩展至企业发行人。Spread Ratings专业评估欧洲公司债券；MicroFinanza Rating则专注于以新兴市场国家为主的金融机构，除信用评级分析外，它也提供可持续性评估和认证。 |
| MicroFinanza Rating | |
| Spread Ratings | |

*注：Beyond Ratings尚未在欧盟监管机构ESMA处登记为信用评级机构。

本报告和倡议第一部分、第二部分，分别介绍了在信用风险分析中考量ESG因素的现状，并探讨投资者与信用评级机构在对

话之初存在意见分歧的领域，标志着倡议取得的阶段性成果（见图9）。

图9：《信用评级中的ESG》倡议阶段性成果



注：DM（发达市场）；EM（新兴市场）

从脱节到行动领域

投资者与信用评级机构通过圆桌会议讨论发现，与会者普遍认为ESG因素对于信用风险分析并非新事物，这三类因素中，对违约风险评估最为重要的是治理因素。

与以往不同的是，如今人们逐渐认识到丰富的分析数据和优良的分析工具已经出现。对治理因素的考查已然发生改变，投资者更加关注公司董事会如何处理长期战略（包括与环境 and 人力资本相关的战略）以及公司商业模式对社会的影响。同时，价值创造这一概念和对声誉风险的敏感度也在发生变化。

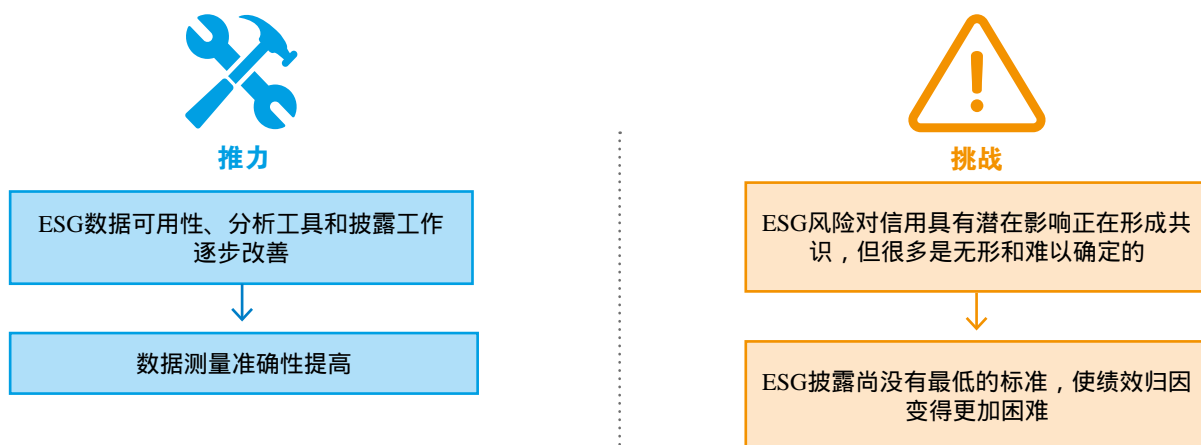
此外，环境和社会因素越来越受关注。一度被认为遥不可及的气候相关风险，随着频次、强度不断上升，和量化难度降低，现已不容忽视。生物多样性和可持续基础设施等问题日益突

出。社会风险——包括可能对企业品牌和声誉等无形资产产生影响的社会风险——日益受到重视。

上述因素已开始被定价，这需要开展新的绩效归因工作，以识别和量化它们在驱动正收益或负收益方面的作用。最后，消费者偏好不断变化等其他风险开始出现，这意味着需要监测其背后的驱动因素。

目前，ESG数据可用性提高，数据披露缓步改善，数据测量准确性提升，公开信息的访问机制逐步改善。同时，随着ESG因素影响的逐步显化，需要做更多的工作来更好地考虑ESG因素对信用风险的影响。然而，这并不简单，因为许多ESG因素是无形和难以确定的（见图10）。

图10：在信用风险分析中评估ESG因素的推力与挑战



此外，ESG对于固定收益类资产的动态作用比股票市场更加复杂。例如，ESG因素的潜在实质性，取决于固定收益类工具发行主体的财务实力、类型（主权发行人或企业）、债券到期日、债券结构等因素，而这些因素又与通胀发展情况、预期央行利率政策变化、流动性状况、外汇走势等有关。

圆桌会议讨论了如何通过ESG考量的框架帮助投资者更准确地进行风险定价，和帮助信用评级机构更准确地进行风险评级，因为ESG信号通常能在传统财务指标体系反映出风险（和机会）之前起到引导指标的作用。即使将相关ESG因素计入现

金流量预测和贴现率，信用风险收益表现可能仍具吸引力。因此，ESG视角可用于增强主流固定收益投资中的信用风险评估，而不一定作为纯粹基于剔除或主题规则（thematic rules）的一种策略。它还可以帮助从业人员尽责、开展尽职调查和履行受信职责。

例如，信用从业者在评估污染企业发行的债券时，可以不仅关注公司的二氧化碳排放量，还要关注二氧化碳排放的实质影响——包括财务、监管和法律因素。根据债券的到期日，如果回报高到足以弥补承担的风险，他们可能会决定对其投资。

同时，投资者可以根据发行公司在提高业务模式可持续性方面制定或实施的措施，与发行公司进行沟通（engage），对发行公司长期业务模式提出质疑，并在发行公司再融资时体现奖罚。这种方法不同于将债券从投资组合中简单剥离，也不同于使用债券收益投资于具有积极环境影响的项目。

尽管缓慢，人们越来越认识到ESG因素可能会改变抵押价值和回收率的估计。同样越来越明显的是，如果气候相关风险、新规、技术发展、社会规范变化、现有立法解释变更等因素导致资产搁浅，则有必要做出不同的损失假设。

在此背景下，通过倡议之初与投资者和信用评级机构分析师的一系列访谈，PRI在第一部分确定了四类明显的脱节问题，即投资者和信用评级机构在如何将ESG因素纳入信用风险分析方面存在意见分歧的领域，或需要进一步澄清和讨论的领域。

然而，双方观点的一些初步差异与对目标的误解有关。例如，信用评级机构评估债券发行人或债券发行发生违约的相对可能性以及相关损失，但对投资者而言，违约风险只是影响债券价格表现的众多风险之一，他们更关注债券的估值，一些投资者还关注债券的影响力。在这种情况下，ESG因素整合对投资和

信用评级带来不同的挑战。比如，ESG因素应该如何与财务因素加权？ESG因素的时间框架如何影响评级或投资决策？投资者该如何对ESG因素定价？又该在哪个时间段内定价？

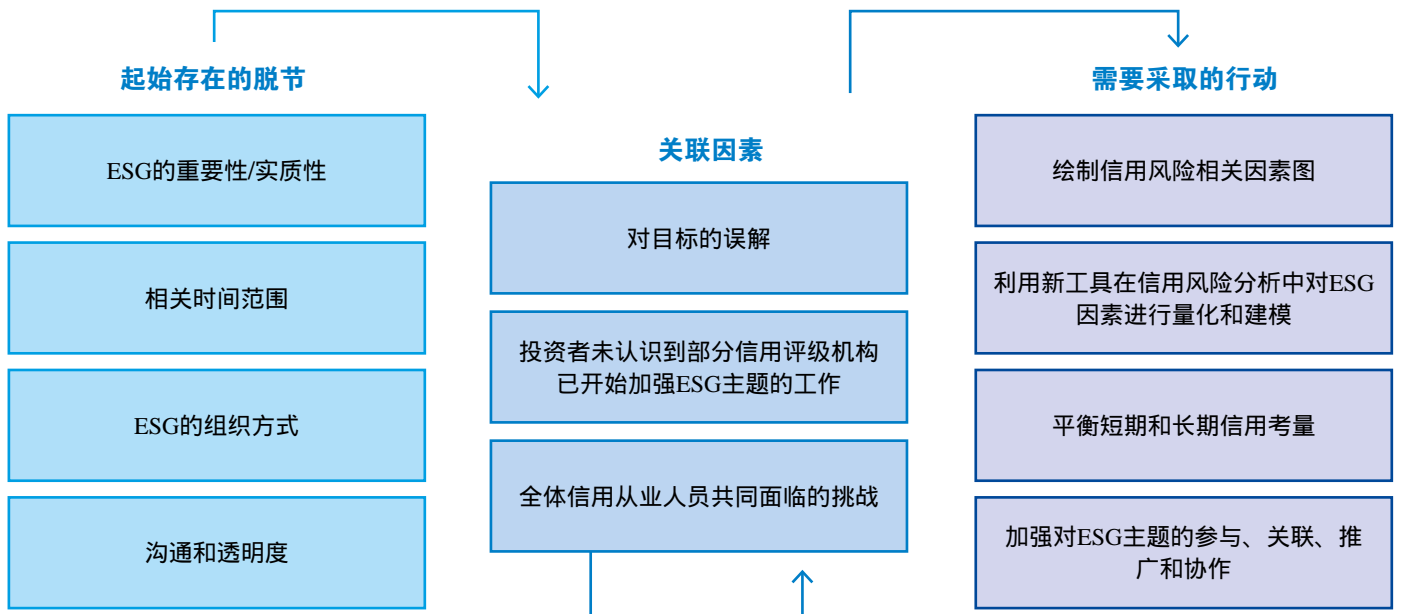
另外，一些信用评级机构一直在努力阐明评级方法、推动ESG主题研究或是澄清术语定义，但由于投资者对此方面的工作了解不足，导致双方脱节。‘ESG’虽已成为简单易记的实用术语，但它包含着一系列不同类别的因素，并且尚没有最低的市场标准。

最后，还发现部分脱节问题事实上是投资者和信用评级机构共同面临的挑战，需要双方采取行动克服，包括：

- 在分析中列出重要的ESG因素；
- 利用新工具在信用风险分析中对ESG因素进行量化和建模；
- 平衡短期和长期信用考量；
- 加强对ESG主题的参与、关联（signposting）、推广和协作。

图11列出了倡议之初投资者与信用评级机构之间（看似）存在的脱节问题，以及如何通过PRI论坛发现其与其他因素之间的关联，以及需要采取的行动。

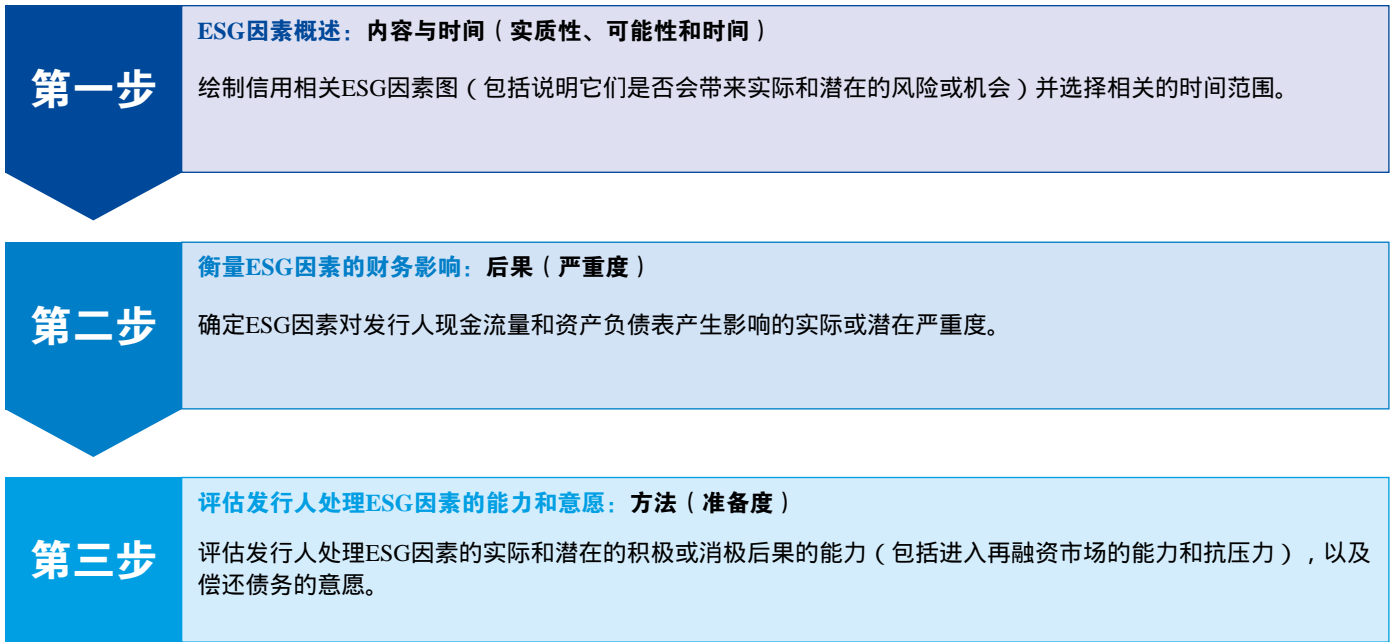
图11：从脱节到确定行动领域（基于圆桌讨论）



透明、系统的框架

圆桌讨论开始商议应该采取哪些步骤，以有助于在信用风险分析中建立更加结构化、系统化的ESG考量框架，目前，已确定了三个可能的重要步骤（见图12）：

图12：建立将ESG纳入信用风险分析的系统性框架的基本步骤（基于圆桌讨论）



注：此图仅供说明；除ESG因素之外，信用风险分析需考量其他许多定量和定性因素。

第一步：ESG因素概述

在风险分析时，信用从业者开始考虑如何加强对不同类型的ESG因素的关注，以确定ESG因素是否与信用相关以及在什么时间范围内相关。图13列出了构建框架的起点。

图13：在信用风险分析中绘制ESG因素图（基于圆桌讨论）

| | | | | |
|---|----|---------|---------------|------------------|
|  | 类型 | 事件驱动 | 趋势驱动 | 政策驱动 |
| | | (水灾) | (气候变化) | (监管变化) |
|  | 层面 | 发行人 | 发行 | 投资组合 |
| | | (管理行为) | (债券期限与定价) | (衡量自上而下的风险/战略配置) |
|  | 广度 | 宏观 | 行业 | 微观 |
| | | (人口特征) | (车辆尾气测试) | (欺诈/诉讼) |
|  | 时间 | 目前 | 新兴 | 潜在 |
| | | (现有碳控制) | (限制塑料包装的监管计划) | (技术和消费者偏好变化) |

注：括号内文字为示例。

在评估信用相关时间范围时，需确定ESG因素的显著度、发生的可能性和频率及其对资信的影响，包括发行人的资产负债表

表现，以及ESG风险是否可能减缓（见图14）。

图14：评估ESG因素和信用相关时间范围（基于圆桌讨论）



信用相关时间范围和假设分析

确定在信用风险分析中评估ESG因素的时间范围没有捷径，需要考虑多个因素，包括分析是在发行人层面还是发行层面进行。对于投资者而言，还需要考虑其投资策略和目标。

倡议第二部分强调，由于ESG因素的多维性质，为非财务因素建模和理解数据的相互依赖性是将ESG因素纳入信用风险分析的最大障碍之一。具体而言，下列因素之间的相互作用被列为主要挑战：1) 决定ESG风险的长期结构趋势；2) ESG相关事件发生的概率和时间；3) ESG相关事件再次发生的风险，4) ESG相关事件对发行人信用基本面的影响，以及对其调整业务模式能力的影响-如通过买卖公司、引入或应对颠覆性技术。

情景分析在论坛期间多次出现，作为提升信用风险分析的前瞻性的可行机制。该机制不作长期预测，而是分析发行主体如何应对一系列假设结果，有助于评估债券发行人的风险意识及其应对风险的准备度。重要的是，它可以找出出现特定结果的原因。目前情景分析工具颇受欢迎，部分原因在于它是气候相关财务披露工作组的推荐工具。此外，在多种情景下评估金融投资组合对气候转型风险敞口的新工具也在陆续出现⁹。

但是，情景分析在确定假设的合理性（因为这取决于基本假设的实际程度）、可比性以及总体需要考虑的情景数量方面仍存在局限性。其他形式的假设分析或有帮助。

例如，**敏感度分析**可用于评估单个ESG变量每次变化（如不同二氧化碳减排量的成本）对发行主体现金流量和资产负债表的影响，也可用于分析ESG因素相关风险的相关度。虽然敏感度评估对于信用风险分析并非新事物，但它通常通过财务变量开展评估，而不是将ESG因素视为自变量。

压力测试目前用于金融领域的宏观审慎监督和确定银行资本要求，可以测试一种或多种极端情况下（各种情况不一定相关）发行人现金流和资产负债表的弹性，从而发现漏洞，有助规划。

上述分析方法涉及的模拟过程通常十分复杂，因此对定量技能要求较高。但随着分析工具改进和模型用户友好度提升，各类分析方法的使用将日趋简便。投资者和信用评级机构可以根据自身能力开展分析，也可以询问发行人是否使用分析工具评估其风险机遇意识及其应对风险、把握机遇的准备度。无论通过哪条途径，分析工具均有助于评估长期风险，纳入不确定因素，专注于可能的解决方案，以理解潜在结果的影响。

第2步：衡量ESG因素的财务影响

确定信用相关ESG因素和时间范围之后，接下来同样重要的一步便是结合ESG因素的预估严重度和发生概率，确定各因素的重要性或紧迫性，并据此排序。

热图可以作为有用的综合指标，确定实质性ESG因素的优先级，并提供其潜在影响的相对评估（以风险或机会的形式）（见图15）。

⁹ 如需示例，请参见[PACTA工具](#)。

图15：示例：如何通过热图评估信用相关ESG因素（基于圆桌讨论）

| | | | | | | |
|-----|-------|-----|----|------|----|----|
| 可能性 | 几乎确定 | 中等 | 严重 | 重大 | 重大 | 重大 |
| | 非常可能 | 中等 | 严重 | 严重 | 重大 | 重大 |
| | 有可能 | 中等 | 中等 | 严重 | 严重 | 重大 |
| | 不太可能 | 轻微 | 中等 | 中等 | 严重 | 重大 |
| | 几乎不可能 | 轻微 | 轻微 | 中等 | 中等 | 严重 |
| | | 极轻微 | 轻微 | 中等 | 严重 | 重大 |
| | | | | 财务影响 | | |

注：仅用于说明。

下例显示某信用评级机构如何在其信用评级意见中启用ESG因素评分和排序（见图16）。

图16：信用评级意见中信用相关ESG因素的评分和推导。资料来源：惠誉评级

ESG评分定义

| 低度相关 | | 中度相关 | 信用与发行人相关 | |
|----------------|----------------|--|----------------------------------|----------------------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 与主体评级无关且与行业无关。 | 与主体评级无关但与行业相关。 | 与评级相关度低，对主体评级影响极小，或者可以通过积极管理使其对主体评级没有影响。 | 与评级相关，不是主要的评级驱动因素，但会与其他因素共同影响评级。 | 与评级高度相关，是主要的评级驱动因素，可单独对评级产生重大影响。 |

信用相关ESG因素评分推导

| | | | | |
|--|---------|---|----|---|
| ABC公司有2个ESG主要评级驱动因素和7个ESG潜在评级驱动因素。 | 主要驱动因素 | 2 | 问题 | 5 |
| <ul style="list-style-type: none"> ➡ ABC公司面临排放监管风险，该风险可单独对评级产生重大影响。 ➡ ABC公司面临董事会独立性风险，该风险可单独对评级产生重大影响。 ➡ ABC公司面临废物和影响管理风险，但该风险对评级的影响非常小。 ➡ ABC公司面临客户责任风险以及产品质量和安全风险，但该风险对评级的影响非常小。 ➡ ABC公司面临劳动关系和劳动行为风险，但该风险对评级的影响非常小。 ➡ ABC公司面临消费者偏好转变风险，但该风险对评级的影响非常小。 | 驱动因素 | 0 | 问题 | 4 |
| | 潜在驱动因素 | 7 | 问题 | 3 |
| | 非评级驱动因素 | 2 | 问题 | 2 |
| | | 3 | 问题 | 1 |

第3步：评估发行人的能力和意愿

最后一步是评估发行主体对可能影响其资信的ESG因素的认识，及其处理问题的能力和意愿（见图17）。评估方式有多种，可以了解管理层过去如何处理ESG因素的信用影响（如飓风灾后恢复或适应监管制度变化），也可以采用情景分析和压力测试。

在考虑ESG风险的时间框架和级别之后，相对于发行主体的基本资信状况，可能出现风险显著但不会对发行人或发行产生直接影响的情况。

图17：评估发行人处理ESG因素信用影响的能力（基于圆桌讨论）



在这一阶段，分析师定性评估的作用上升，侧重评估管理专业知识、企业文化、劳动关系以及声誉和无形资产等因素。同样在该阶段，投资者和信用评级机构（通过参与和推广）与发行人就ESG主题展开讨论。

将理论付诸实践

在此背景下，PRI根据投资者与信用评级机构在圆桌会议上的讨论结果，编制出更为详尽的新兴解决方案清单，旨在更透明、更系统地在信用风险分析中考量ESG因素。某些建议同时针对信用评级机构和投资者，另一些单独针对其中一方，还有一些既可以视为对双方的共同建议，也可以视为对一方的单独建议。相较于其他着眼长期的建议，某些建议可以更快实施。

该清单并非强制规定，并不意味着从信用风险的角度看ESG因素比其他因素更重要。PRI认识到不同组织在考量ESG因素方面处于不同阶段，且其规模和可用资源各不相同，因此不提倡一刀切的普适方法。ESG因素对发行人资信的当前影响或潜在影响取决于各主体的具体特点。在机构投资者中，资产所有者和资产管理人的信用相关时间范围可能不同。此外，正如本报告和前两份报告所示，一些市场参与者——特别是大型全球信用评级机构、专业化信用评级机构和头部投资者——已在建议的诸多方面取得显著进步。对于此类市场参与者，清单可以为继续保持或加强投资实践提供指导——但不容骄傲自满。

同时适用于投资者和信用评级机构的建议

- **ESG因素分类：**信用评级机构和投资者，应按ESG因素的类型（事件驱动型、趋势驱动型、政策驱动型）或按其相关度和紧迫性排列的顺序，说明ESG因素对于信用风险的重要性。使用颜色编码的分析工具（如热图），有助于从信用风险的角度对相关ESG因素排序，反映其发展变化。
- **回顾分析：**随着可用数据增多，应当开展更多高水准的回溯测试，测试ESG因素对信用风险的影响、违约和回收分析以及随时间发生的相关变化。

开展回顾分析所需的历史趋势有时可能无法识别，回溯测试也不能解决需要监督的新问题。不过，虽然历史不一定预示未来趋势，回顾分析仍有助于改进由定量和定性评估组成的前瞻性分析。对于事件驱动型风险而言，亦可开展主体事后韧性评估（即主体如何应对风险、如何投入资源加强风险防范化解），某些信用评级机构已开始采用该评估方法。

- **确认信用相关时间范围：**信用相关时间范围变化不定，具体取决于投资目标、被评级主体类型或工具类型等因素。虽然分析必须基于可预见的未来，但评估ESG因素（通常与长期趋势相关联）的主要问题是，如何处理可能对长期资信产生实质性影响的因素（如物理气候风险）。

为调和上述时间维度，可以通过压力测试、敏感度分析和情景分析开展假设分析，发现长期风险迹象，纳入不确定性，专注潜在结果的驱动因素，并促进了解发行主体的风险意识水平。此时，可以看出ESG因素是否转变为信用风险因素：如果认为某ESG因素与信用无关，则可以说明该因素在哪些情况下可能与信用相关。欧洲法规已要求信用评级机构发出适当的风险预警，包括对相关评级假设展开敏感度分析。¹⁰因此，在业已开展的敏感度分析中增加ESG的权重，也将带来透明度的提高。

- **与发行人和其他关键利益相关方交流：**信用评级机构和投资者应就ESG主题与发行人定期交谈。理论上，两类交谈可以围绕类似问题展开，但需要注意的是信用评级机构和投资者与发行人交流的目的并不相同。投资者可以单独或共同与发行人交流，查明事实（深入了解），从而做出更为明智的投资决策，也可以出于具体目标（如影响力）展开交流，例如通过投资者倡议《气候行动100+》。相比之下，信用评级机构无法影响被评级主体的政策或结构，也无法提供专业意见或法律意见，但仍应酌情参与ESG主题交流，评估被评级主体的管理和治理如何影响主体资信。

无论采用哪种方式，提升对话交谈频率均有助于发行人认识到，忽视实质性ESG风险会对其投资产品和评级产生不利影响，进而影响其资本成本。另外，对于投资者和信用评级机构认为对信用风险具有实质性影响的ESG因素，发行人可以提高透明度，比如完善发行人披露和报告制度，使市场间接受益，同时促进具有可比性、有意义的指标形成市场标准，便于开展相对分析。

除发行人之外，投资者和信用评级机构应当负责任地与其他利益相关方展开建设性交流，比如政策制定者、ESG信息（ESG intelligence）提供者（如国际货币基金组织等国际组织）和监管机构；投资者还应与ESG研究服务商交流。

¹⁰ 参见欧洲议会和欧洲理事会第1060/2009号条例（欧洲共同体），2009年9月16日

随着对ESG考量的监管审查逐步加强，此类交流可在适当情况下支持ESG因素有效整合。与独立的ESG数据提供商合作以产生高质量的客观研究对于推动高质量的ESG整合同样重要。

- **持续培训信用分析师：**信用分析师必须具备开展ESG分析所需的知识和资源。事实上，某些信用评级机构已启动相关培训（见图6-8）。这并不意味着信用分析师要取代ESG分析师，而是要培养信用分析师识别ESG因素与现金流之间的联系，发现可能改变信用风险并威胁业务经营可持续性的信号。

信用评级机构

- **改善ESG因子的关联性（signposting）：**信用评级机构需要继续证明其信用风险分析方法考虑了ESG因素。评级机构需要在其新闻发布和评级说明中清楚地说明，（在相关时）与ESG（包括其重要性、受其影响的可能性和时间性）关联的评级观点和展望的演变如何影响其评级动作。尽管这方面的证据日渐增多（见附件3补充第二部分列出的证据），但在明确性和关联性方面仍有改善空间。例如，信用评级机构可以列出其认为对评级决策有实质性影响的最主要的ESG因素，或者单独用一个段落就此进行讨论。对行业或产业分析也可以这样做。
- **澄清ESG因素的信用相关性：**信用评级机构应当继续发布主题、地区和行业研究，解释ESG因素如何影响信用风险，并以研究成果为背后依据，说明ESG因素是否以及如何影响信用评级意见或相关展望，以及机构何时该与发行人展开交谈。另外，该顶层分析可以提供长期风险指导，并在某些触发因素可能改变信用评级结论或展望结论所依据的基础情景假设时，标出这些触发因素。
- **加强推广：**近年来，信用评级机构在提升能力、加强研究以及发布评级说明澄清ESG因素在其评级方法中发挥的重要作用等方面取得长足进步，尤以业务遍及全球的机构为最。地区机构同样有所进步，新设机构（其中一些尚未受到监管）目前已提供ESG资信强化分析。

但是，许多投资者并不了解这些进步。因此，信用评级机构应加强推广，加大传播力度，以便投资者在评估信用风险分析中的ESG因素时使用CRA以及其他资源。

投资者

- **建立内部框架，系统地评估ESG因素如何影响信用风险分析：**这要求投资者修改传统的信用风险模型，以反映新数据、在传统指标之外引入新指标、重新调整权重和时间范围分析。某些投资者在这方面已经非常先进，但仅为少数。
- **不要混淆信用评级和ESG评估服务的性质和目的：**第二部分（第27-28页）强调，市场参与者，特别是固定收益投资者，严重混淆了在信用评级中考量ESG因素的目的与专业ESG服务商通过ESG/可持续性评分开展评估的目的。¹¹信用分析师应当使用两种工具得出的信息支撑其观点，但要认识到二者的差异，并应思考ESG评分中哪些信息会在哪个时间框架对信用风险产生实质性影响。
- **更积极主动：**投资者应当积极了解、留意信用评级机构发布的ESG相关研究和评级说明，与信用评级机构和ESG服务商加强交流，激励它们强化披露、改善服务。最后，投资者应当参与公开意见征询或合作平台，了解ESG政策倡议的最新进展。目前，ESG政策倡议在多个国家议事日程中的地位日益上升。¹²

下面针对PRI论坛期间确定的四类需要开展进一步工作的行动领域，提出更详细的新兴解决方案（见图18-22），旨在改善在信用风险分析中考虑ESG因素的流程和成果。如前文所指，已经在各行动领域领先的市场参与者不应满足于既有成就，随着ESG和监管环境的发展，需要重新评估信用风险评估和定价。

11 专业ESG服务商提供的产品是可持续性/ESG评级，因此在市场上又被称为可持续性评级机构。

12. 例如，2018年12月7日，欧盟委员会可持续金融技术专家组征询反馈意见，拟提出实质减缓五大经济部门气候变化的首批行动；2018年12月19日，ESMA就信用评级披露要求指引启动上述意见征询。

图18：主要行动领域



注：感谢Schroders协助设计本图

图19：评估ESG因素对信用风险重要性的新兴解决方案



[返回摘要](#)

图20：识别信用相关时间范围的新兴解决方案

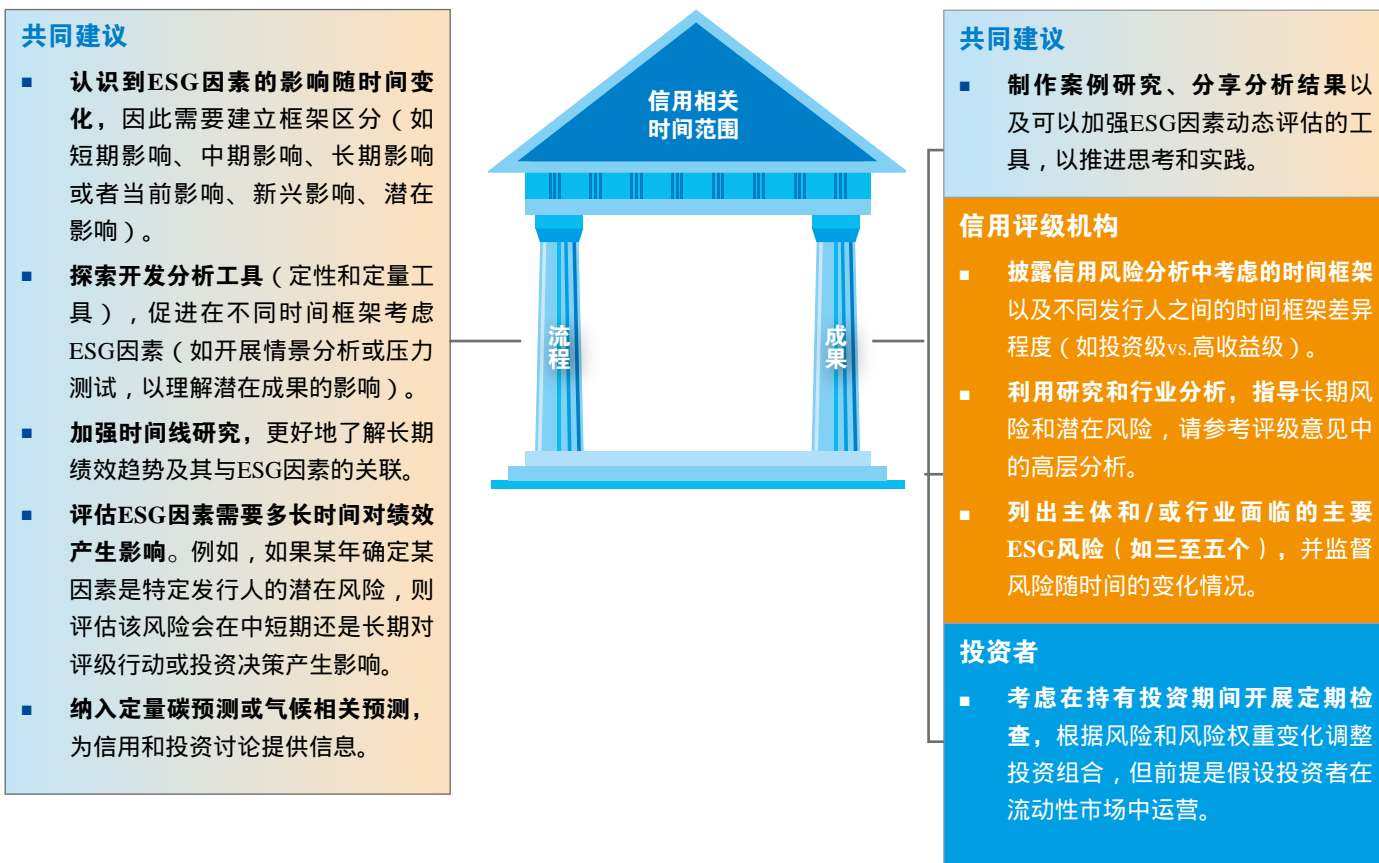


图21：促进在信用风险分析中考虑ESG的组织变革

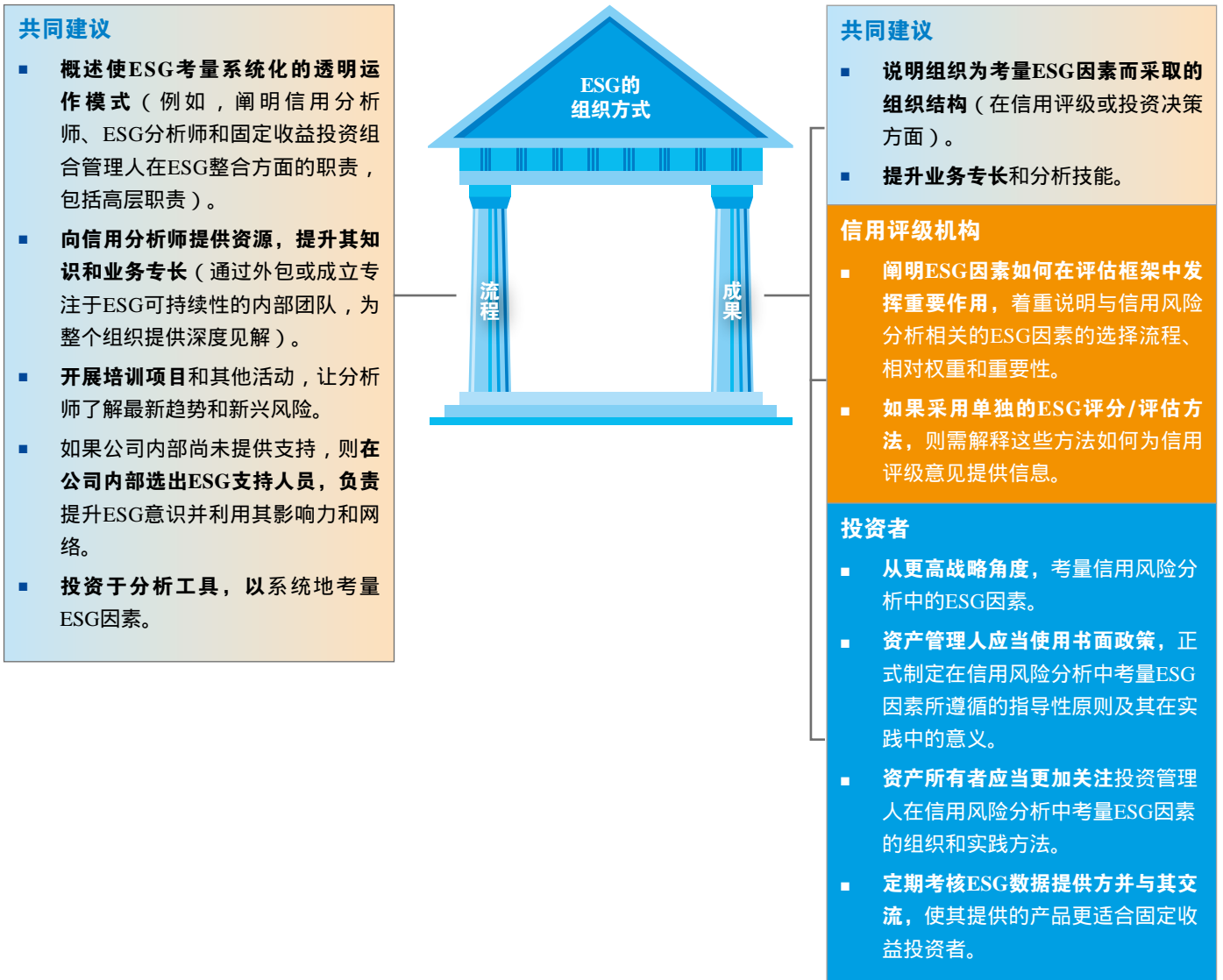
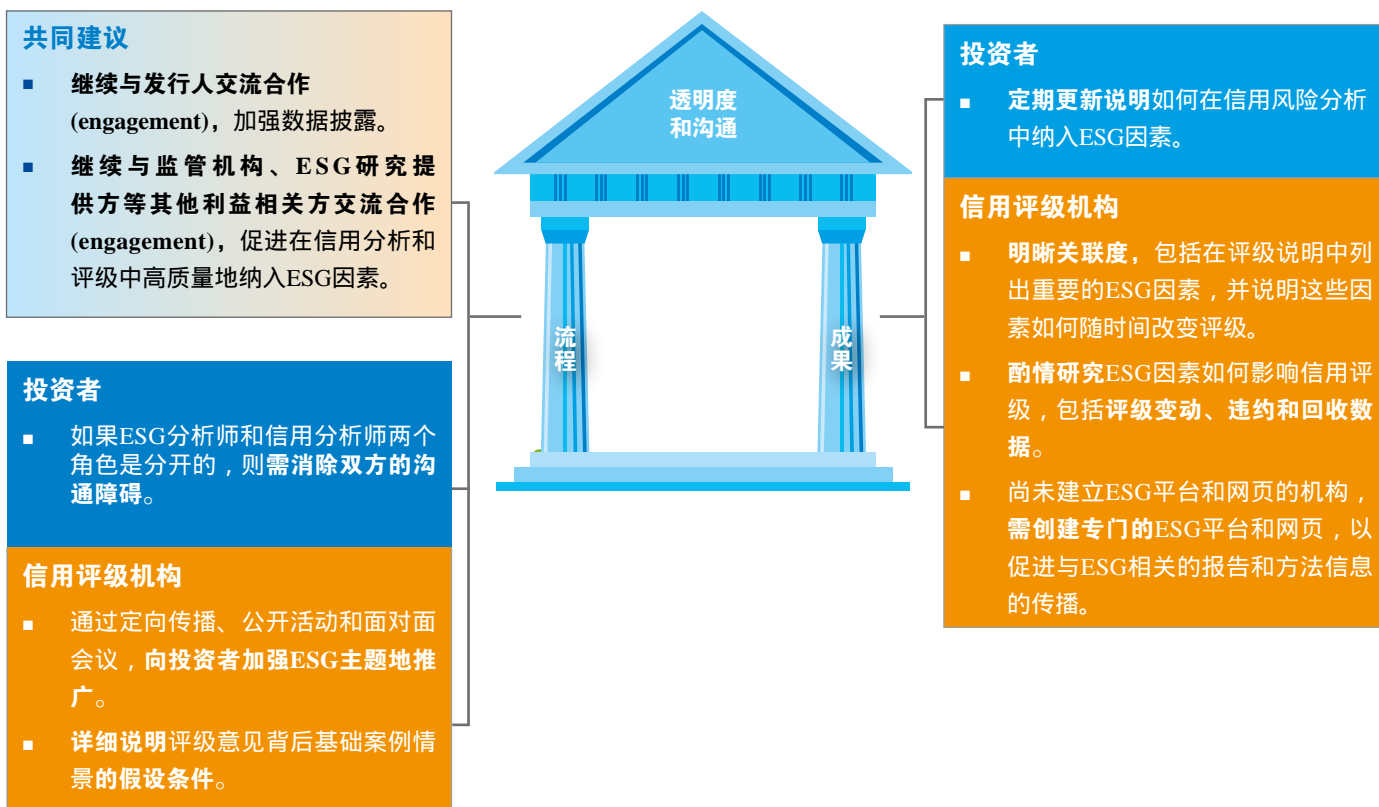


图22：增进沟通和提升透明度的新解决方案



下一步：连点成面

本报告标志着PRI《信用评级中的ESG》倡议第一阶段工作顺利完成，报告作为重要的促进因素，激励投资者和信用评级机构加强关注ESG因素。本报告在短时间内取得显著进展，尤以大型信用评级机构为最。

未来，PRI推动的投资者与信用评级机构对话需要继续开展。为取得新成果，PRI计划开展下列工作：

- 促进新兴解决方案的实施；
- 针对具体的ESG问题，制定标准化的信用相关指标或比率；
- 将对话主体延伸至债券发行人。

实施上述潜在解决方案需要（按行业和/或资产类别）开展额外工作，明确ESG因素对信用风险分析和相关时间范围的实质性影响。

此外，迄今为止开展的工作，证实投资者的偏好和目标各不相同。因此，投资者在建立分析框架时，运用数据和可用工具（包括信用评级工具）的方式需反映这些差异。但是，先前工作也突出数据可比性（财务和非财务方面）对于信用风险分析的重要性，可以降低信息处理成本，并降低主体基础信用风险和强化绩效归因方面的不确定性。行业需要开展工作，就ESG相关问题建立某种形式的信用相关数据基本标准。

最后，让债券发行人加入投资者与信用评级机构之间的讨论，将为买卖双方提供重要的交流渠道，从而增进双方沟通，阐明信用从业者形成更明智的意见需要获得哪些信息，并明确发行人已经提供的数据和仍然缺失的数据。如此一来，发行人便能更好地理解，在投资者对价值创造或增长模式的敏感度不断变化的环境中，融资成本如何随着发行人风险敞口和风险管理方式的变化而（上下）波动。同时，信用从业者的积极性得到调动，有助于他们更好地按行业或资产类别开展分析。

倡议拟通过上述措施，继续促进投资链主要利益相关方协调一致，进一步提升信息透明度，增进对可用资源的了解，推动ESG因素的系统化考量，从而促进对潜在信用风险的合理判断。

附件1

PRI论坛的地域色彩

PRI在全球组织的论坛揭示出三个层面的地区差异（见图23）¹³：

- 对ESG考量的认识和进展程度；
- 各国对ESG因素的相对敏感度；
- 监管环境以及对此的态度。

对ESG考量的认识和进展程度

在这方面最显著的发展是该主题在日本产生的兴趣迅速增加，以及北美考虑ESG的进展速度。日本政府养老基金（GPIF）是世界上规模最大的养老基金，越来越多地致力于ESG投资，这刺激了日本市场参与者（包括机构投资者和当地信用评级机构）的兴趣，并在其他亚洲市场产生了积极影响。

在北美，投资者与信用评级机构展开深入讨论。受客户需求刺激，美国市场面临扩大产品供应的压力。而在加拿大，一些投资管理人和大型资产所有者已经认识到ESG因素的重要性，正积极致力于将ESG因素纳入投资实践，但仍有许多投资人处于摸索阶段，有待加快速度将ESG纳入现有实践。

在欧洲，由于法国、荷兰和瑞典在ESG考量方面起步较早，因此取得的发展自然比其他欧洲国家更高。北欧在采用更加主流的ESG投资之前，一直选择基于规则的方法，另外，参与实践（engagement practices）比其他地方更为普遍。即使在德国这样债券市场规模较大却在ESG方面落后的欧洲国家，对考虑ESG的兴趣也在日益提高¹⁴。

对ESG因素的相对敏感度

ESG敏感度因国家而异。例如，围绕治理的对话在日本相对更为突出，在南非尤其突出。另外，南非市场受资本管制，相比其他国家流动性较低，使得投资决策更加二元化，参与空间有限。香港圆桌会议期间，同样提到涉及国有企业治理的“道德风险”问题，其中融资结构可能被政府担保扭曲。

各国对环境因素的敏感度也存在差异：有的国家比其他国家更易受到物理环境风险的影响——比如新兴市场比成熟市场更易受到影响。但欧洲圆桌会议发现，人们日益认识到成熟市场的物理环境风险变得越来越常见。大多数圆桌会议都会指出物理风险和政策风险（例如向低碳经济转型的相关措施）的区别，部分与会者会要求信用评级机构澄清其基础案例假设以何种情景为基础。

此外，社会因素与资信之间的联系仍然是最难加以全面衡量的。不过，一些国家（特别是南非和新加坡）的部分投资者已经将某些社会因素——如劳动力市场状况、劳资纠纷——列入议程。

最后，鉴于其不同的投资目标和时间范围，对ESG因素的敏感性也取决于机构投资者是资产管理人还是资产所有者。这不可避免地影响ESG因素的权重。例如，悉尼圆桌会议的与会者大多是资产所有者，他们的发言表明，资产所有者在聘请外部固定收益管理人时，既不清楚该如何了解管理人考量ESG的方法，也不清楚如何确保管理人遵守ESG政策。许多资产所有者承认，在信用风险中考虑ESG是一个需要指导的新领域。

13. 虽然此处使用“地区”一词，但并非要穷举各地区情况。PRI迄今只在选定国家举办论坛，2019年PRI计划增加活动数量，覆盖中国大陆和拉美国家。

14. 值得注意的是，德国金融分析与资产管理协会（DVFA）于2018年3月提出投资流程可持续性守则，并于2018年9月发布了一项业务分类提案。

监管环境以及对监管环境的态度

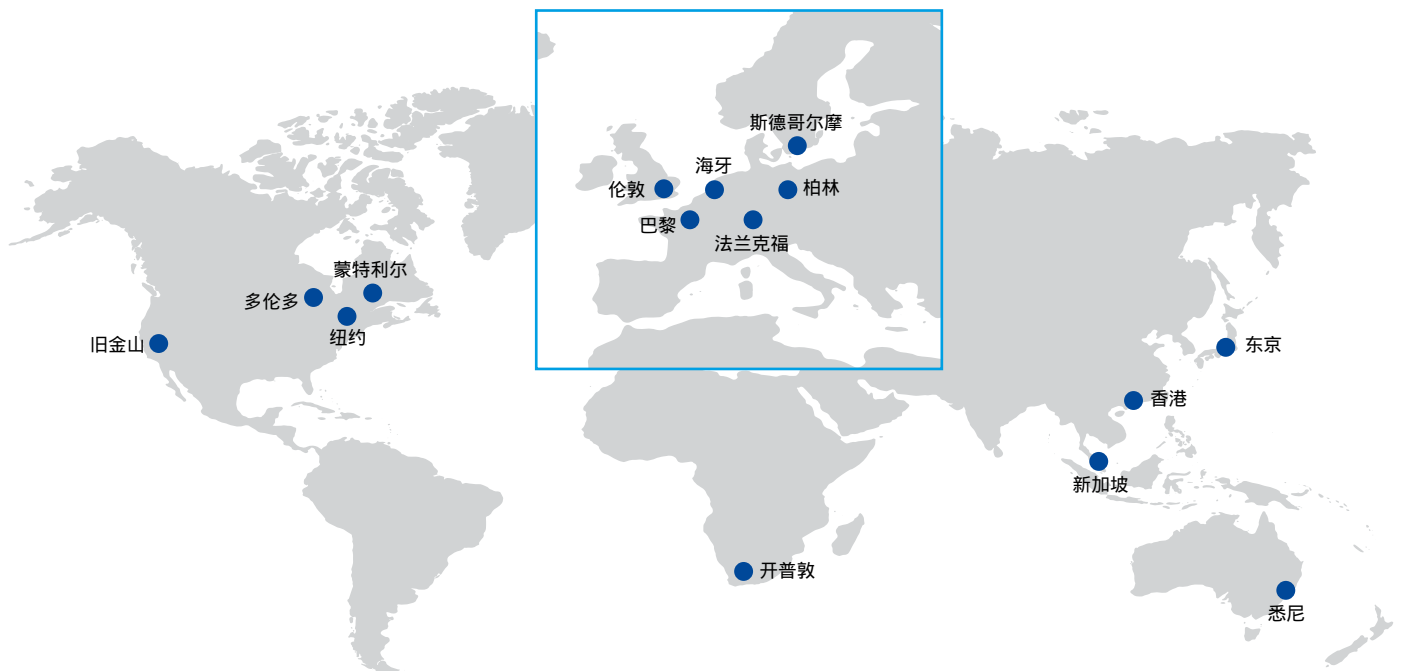
多地的监管压力迅速增加。2015年8月通过的《法国绿色增长能源转型法》是碳报告的一个转折点。近期，欧洲可持续金融高级别专家组的工作以及2018年3月发布的《欧盟委员会行动计划》，均激励信用从业者加强对ESG问题的关注。

另一个例子是加拿大。2016年，安大略省成为第一个要求当地养老基金披露其可持续投资程度的省份，如果开展可持续投资，需披露其如何将ESG因素纳入投资政策。此外，加拿

大证券管理委员会于2017年启动气候变化披露审查项目，部分是为了回应机构投资者完善该领域报告的需求。今年，加拿大环境部和财政部任命了加拿大可持续财务专家小组，与广大利益相关方就此展开磋商。

但是，在某些国家，监管干预更多地被视为一种威胁（可能会在正确的方向上引发先发制人的行动）。而其他国家，尤其是一些亚洲国家，监管受到欢迎，希望监管推动变革。

图23：PRI信用风险与评级中的ESG论坛（2017年9月至2018年9月）



附件2

主权信用风险与企业信用风险

我们在第一部分强调了主权债务中信用评级的重要性，而政府债券市场迄今为止在固定收益工具中规模最大（第20页）。同时，自全球金融危机以来，三大信用评级机构评为AAA级别的政府债券，所占份额一直在萎缩，这表明即便是一度被视为安全港的资产，也无法免受信用风险的影响。

PRI在《信用评级中的ESG》倡议之下，就该资产类别开展了一系列工作，首先是在2017年柏林PRI IN PERSON大会召集小组会议，参会者包括投资者代表、信用评级机构代表以及一名法国主权国代表，接着是伦敦、巴黎的圆桌会议，内容涵盖主权信用风险和企业信用风险。会议期间的讨论，强调需要围绕几个领域分析如何更系统地考虑ESG因素，尤其要围绕以下差异¹⁵：

- 主权信用风险与企业信用风险；
- 主权信用风险与国家风险；
- 各ESG因素的相对权重。

主权信用风险与企业信用风险

论坛参与者指出，主权信用风险分析与企业信用风险的一个主要区别，在于前者可以获得更为规范的ESG相关数据，尤其是国民核算数据。因此，即使该等数据的发布往往明显滞后于其参照期，且可能质量欠佳（部分国家比其他国家更甚），但对于公司债券而言，仍然更容易进行比较。

另一方面，人们认为与主权发行人交流（engagement）更为困难，因为直接交流的渠道较少，或者难以确定负责的官员或部门。另外，也可能跟敏感性有关。但是，正如我们在圆桌讨论中澄清的，在信用风险分析中考虑ESG因素并不一定牵涉剔除

或基于规则的投资策略，同样，主权参与显然也不涉及政治干预，而是可以成为事实发现的必要工作（信用评级机构已经将此纳入监督工作中）。因此，除了会见政府官员外，参与还包括与其他利益相关方和社会成员会面（如反对党、工会、雇主协会、技术专家、新闻界等的代表以及如国际货币基金组织、经合组织等定期开展国家审查的超国家主体的代表）。这有助于对主权形势形成全局观。

各国债务管理办公室组织的绿色债等债券发行的政府路演，也为对话提供了有利环境。诚然，对于新兴市场的投资者而言，主权参与可能更具挑战性，但即便如此，[新兴市场投资者联盟](#)等协作平台也可以提供倡导良好治理的渠道。

最后，如果投资者以标准主权债券指数为基准，便难以根据ESG标准调整资产配置。因为单个国家的权重高于单个企业的权重，由于缺乏足够的替代品、权重过低或过高等原因，可能难以实施剔除。此外，现阶段已有的ESG主权债券基准仍然有限。

国家风险与主权债务风险

尽管许多分析师倾向使用主权信用等级表示国家风险，但两者实为不同类型的风险。主权信用等级衡量主权债务违约的相对可能性，即主权国偿还债务的能力和意愿；国家风险则主要关系到一个国家的投资风险或借贷风险，包括政治风险、汇率风险、经济风险和外币转换风险。的确，信用等级较高的主权国家往往国家风险较低，但这不是必然的。因此，企业主体的信用等级可能高于其经营所在国家的主权等级，不以国内市场为主的企业主体尤其如此¹⁶。

15. 2018年，除信用风险和评级之外，PRI为主权债券启动单独的专门工作流程，涵盖该资产类别ESG考量的若干方面。

16. 参见《跨行业评级方法：主权信用质量如何影响其他评级》，2015年3月16日，穆迪投资者服务公司。

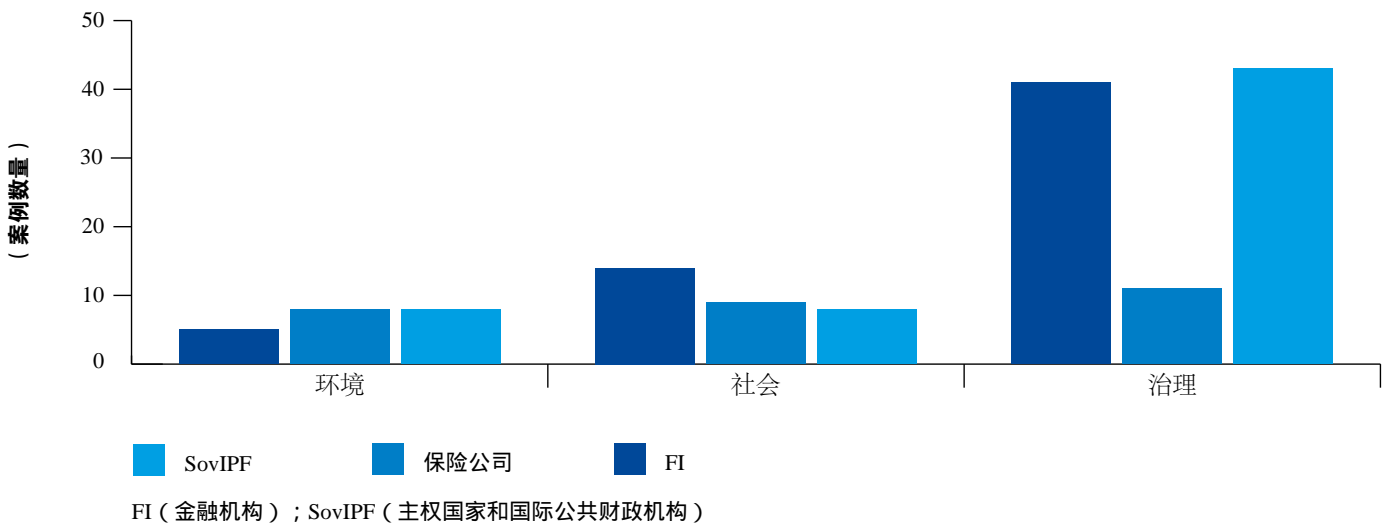
17. 同脚注8。

各ESG因素相对权重

与评估企业信用风险类似，在评估主权风险时，治理因素迄今仍然是三类ESG因素中最重要的一类，因为它与政府创造足够收入偿还其债务的能力和意愿直接挂钩。而政府偿债的能力和意愿，又取决于政府制度、政治地位以及决定其创收能力的经

济结构（增长潜力、多元化和竞争力）。标普全球评级近期一项研究印证了该结论，研究表明，在截至2018年7月的两年间，治理因素对主权国家和国际公共财政机构的信用产生影响的频次，高于社会因素和环境因素（见图24）¹⁷。

图24：ESG因素对评级行动的直接影响。资料来源：标普全球评级



注：上图显示了截至2018年7月31日的两年间，ESG因素直接影响147个主权国家、地方和地区政府、保险公司以及银行评级的案例数量。

然而，部分论坛参与者还注意到，与企业信用不同，在评估主权信用风险时，社会因素的重要性更容易理解和衡量，因为社会因素涉及的人口特征、教育水平、劳动力市场结构、健康状况以及不平等或腐败等指标，属于公开信息且易于评出相对分值。因此，从理论上讲，社会因素更容易纳入系统的信用风险框架。

相比之下，环境因素纳入的最少。论坛参与者指出，自然资本往往被视为外生因素，价格尚未衡量自然资本，更不用说关联其管理或消耗方式。环境政策同样如此。

一些环境要素可以纳入GDP分析和一个国家的国际收支平衡，例如如果一个国家的能源供应严重依赖进口，或因生产出口商品导致二氧化碳排放量增加的国家。但是，这需要更加明确，市场才能为国家的脆弱性或韧性定价（见图25）。此外，如果不采取措施解决产生的原因，气候变化的影响将继续加剧，环境因素影响信用风险的相对权重今后可能会大幅增加。

25: ESG因素如何纳入主权评级方法示例。资料来源: 穆迪投资者服务公司

| 评级因素 | 评级子因素 | 环境 | 社会 | 治理 | 示例 |
|---------|-----------|---|---|---|---|
| 经济实力 | 增长动力 |  |  | | 环境条件和自然资源是经济增长的关键决定因素。人口结构变化引起的劳动力减少, 也会降低经济增速。 |
| | 经济规模 | | | | |
| | 国民收入 | |  | | 人均GDP是衡量社会发展的常用指标, 也是我们用以评估经济实力的指标之一。 |
| 制度实力 | 制度框架和有效性 | |  |  | 治理质量大致等同于国家制度实力, 并在很大程度上决定着政策有效性。 |
| | 政策公信力和有效性 |  | |  | |
| 财政实力 | 债务负担 |  |  | | 环境冲击和社会需求会对财政账户产生压力 |
| | 债务偿付能力 | |  | | |
| 事件风险敏感度 | 政治风险 |  |  |  | 如果管理机构不解决社会需求, 社会需求便会增加政治风险。 |
| | 政府流动性风险 | |  |  | 政府流动性取决于投资者信心, 投资者信心又容易受ESG冲击影响。 |
| | 银行业风险 |  | |  | 制度监督不力增加银行业危机风险。 |
| | 外部脆弱性风险 | | | | 环境冲击增加外部脆弱性, 在小型开放经济体中尤其如此。 |

但是，主权信用风险中ESG因素的相互依赖性非常明显：一个国家是否有足够的预防或缓解程序来抵御物理环境风险，或者是否实施了应对气候相关挑战的政策，归根结底属于治理问题，这与其他政策选择（例如与移民、教育或医疗相关的政策选择）类似。

我们在第一部分（第21页）给出几个信用评级机构的框架示例，强调了哪些ESG因素已经成为评估主权信用风险方法的核

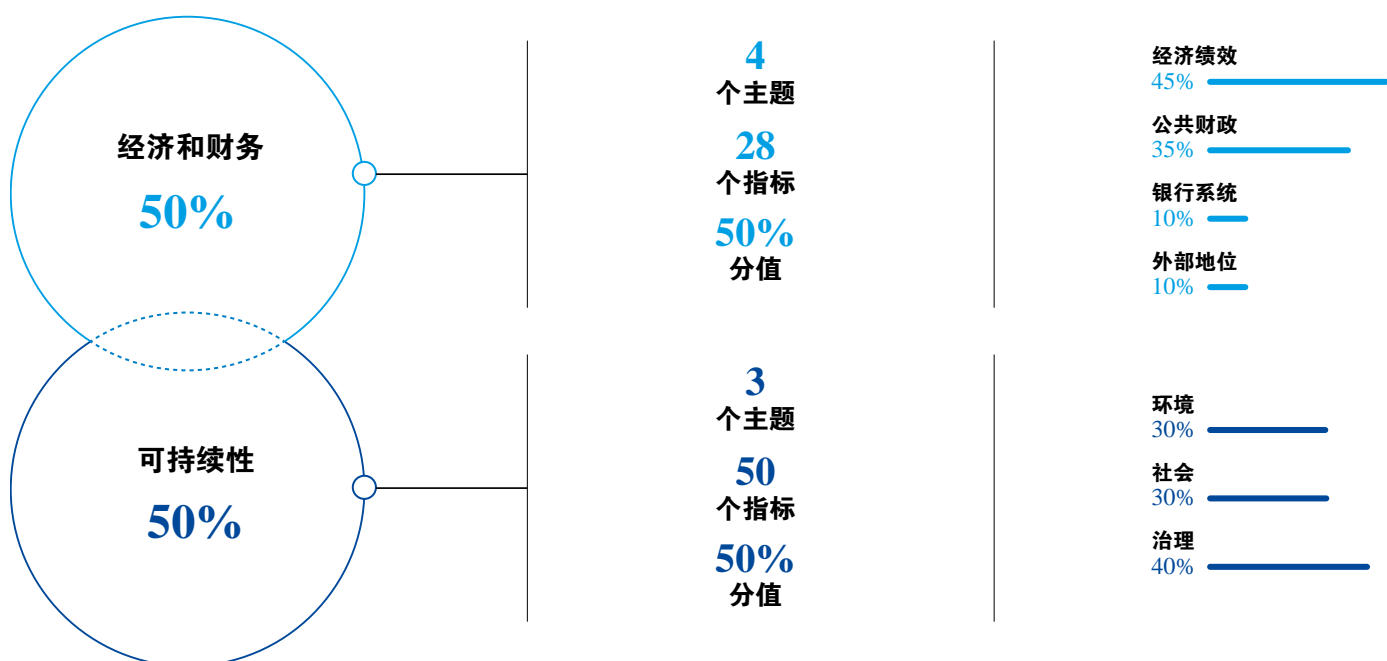
心部分；同时指出研究数量与日俱增，尤其是关于环境问题信用影响的研究。自此，信用评级机构在阐明如何将ESG因素纳入信用评级方法论方面取得了进一步进展。

另外，信用评级机构开始发布专门针对这一主题的专题研究以及对次主权、地区和地方政府的分析。各信用评级机构网站详细列出了相关文件。下面是部分示例。

| 信用评级机构 | 发布文件/澄清 | 日期 |
|---------------|---|-------------|
| 惠誉评级 | 理解信用评级中的ESG风险 | 2017年11月7日 |
| | 老龄化成为美国主要经济和财政问题 | 2018年11月1日 |
| | 委内瑞拉移民加重地区财政和政治压力 | 2018年12月11日 |
| | 法国的骚乱应对措施突显国家财政风险 | 2018年12月12日 |
| 穆迪投资者服务公司 | 跨行业评级方法：主权信用质量如何影响其他评级 | 2015年3月16日 |
| | 主权——全球：环境、社会和治理风险以多种方式影响主权评级 | 2018年6月27日 |
| | 银行——亚太地区：未来十年人口变化将迎来新挑战和新机遇 | 2018年9月18日 |
| | 美国政府：收入不平等加剧或将影响信用状况 | 2018年10月8日 |
| | 日韩政府：人口特征将对长期经济和财政实力造成技术和劳动参与率无法弥补的影响 | 2018年10月30日 |
| | 跨行业：社会问题对政府信用质量的多重影响 | 2018年11月28日 |
| Scope Ratings | 评级方法：公共财政主权评级 | 2018年5月4日 |
| | 在主权评级公告中引入“ESG因素”章节（无超链接） | 2018年8月起 |
| | 全新超国家方法论 | 2018年9月6日 |
| 标普全球评级 | 拉开序幕：气候变化如何影响主权评级 | 2015年11月25日 |
| | 标普全球评级如何将ESG风险纳入评级分析 | 2017年11月21日 |
| | 透过ESG镜头：ESG因素如何被纳入美国公共财政评级 | 2018年10月10日 |
| | ESG因素如何影响政府、保险公司和金融机构评级 | 2018年10月23日 |

在伦敦和巴黎的圆桌会议期间，投资者还了解到一家信用评级领域的新机构：Beyond Ratings（BR），除纳入经济和财务指标外，BR还将ESG因素明确纳入其财务评级（见图26）¹⁸。

图26：主权风险评估方法示例（更明确地提及可持续性指标）。资料来源：Beyond Ratings



18. 欧洲监管机构欧洲证券及市场管理局（ESMA）尚未正式承认Beyond Ratings是信用评级机构。

附件3 信用评级机构示例

下面示例展示了ESG因素在信用评级机构的评级说明中正变得更加明确，是对PRI在第二部分报告中发布的清单的补充。企业信用风险和主权信用风险示例按时间顺序给出，示例说明评级或评级展望的变化受ESG因素的直接影响的可以是正面的也可以是负面的。



环境



社会



治理

企业示例



企业发行人：太阳人寿保险、大同人寿保险、T&D金融人寿保险

国家：日本

行业：保险业

日期：2016年2月12日

ESG因素：治理

行动：保险理赔能力等级从A+上调至AA-；评级展望为稳定（没有超链接）

主要理由：T&D人寿集团全面引入企业风险管理（ERM），并纳入管理层决策流程。同时，管理团队高度关注ERM运营。

数据来源：日本评级与投资信息公司



企业发行人：劳合社

国家：英国

行业：保险业

日期：2017年10月12日

ESG因素：环境

行动：[评级展望从稳定转为负面；发行人财务实力等级和长期交易对手信用等级仍为A+](#)

主要理由：因飓风“哈维”和“伊尔玛”影响公布和估计的损失较现有缓冲资本及与同行相比较较大。

数据来源：标普全球评级



企业发行人：永利度假村

国家：美国

行业：赌场和赌博业

日期：2018年1月30日

ESG因素：社会、治理

行动： [评级展望从稳定转为负面；信用等级保持BB-](#)

主要理由： 公司创始人/首席执行官遭不当性行为指控，对公司造成声誉风险和法律/监管风险。

数据来源：标普全球评级



企业发行人：富国银行

国家：美国

行业：银行业

日期：2018年2月7日

ESG因素：社会、治理

行动： [信用等级从A下调至A-；评级展望稳定](#)

主要理由： 公司治理、合规和风险管理未能达到监管机构要求的标准，导致资产增长受限。本次降级也考虑到公司零售问题的波及面不断扩大。

数据来源：标普全球评级



企业发行人：威廉希尔有限公司

国家：英国

行业：博彩业

日期：2018年5月22日

ESG因素：社会

行动： [评级展望从稳定转为负面；信用等级保持Ba1](#)

主要理由： 根据英国政府2018年5月17日发布的三年期审查公告，政府征询公众和行业意见后，决定将B2类博彩游戏的最高投注金额从100英镑降至2英镑，以平衡行业盈利能力与社会责任。本次评级行动反映了这一变化。

数据来源：穆迪投资者服务公司



企业发行人：JSC Rusnarbank

国家：俄罗斯

行业：银行业

日期：2018年5月25日

ESG因素：治理

行动： [信用等级保持B+；评级展望稳定](#)

主要理由： 考虑到银行业当前的行业经济发展，评级继续受到与执行银行新战略相关的挑战的制约。

数据来源：Rating-Agentur Expert RA GmbH



企业发行人： AMN医疗服务公司

国家： 美国

行业： 医疗服务

日期： 2018年5月28日

ESG因素： 社会

行动： [信用等级从Ba2上调至Ba1；评级展望稳定](#)

主要理由： 穆迪预计，从长远来看，AMN将受益于有利的行业趋势，包括由于人口老龄化和医疗保健专业人员数量减少而对医疗服务需求的不断增长。

数据来源：穆迪投资者服务公司



企业发行人： 碧桂园控股有限公司

国家： 中国（住所位于开曼群岛）

行业： 住房建筑和房地产开发业

日期： 2018年8月2日

ESG因素： 社会

行动： [信用等级不受影响，保持Ba1](#)

主要理由： 过去三个月，碧桂园在中国的三个建设项目发生多起伤亡事件，对公司信用造成了负面影响，但不会立即影响公司的企业家族评级（CFR）（Ba1级）和评级展望（稳定）。

数据来源：穆迪投资者服务公司



企业发行人： 金德摩根（KMI）

国家： 美国

行业： 油气业——中游

日期： 2018年8月17日

ESG因素： 环境、治理

行动： [评级展望从稳定转为正面；信用等级保持Baa3](#)

主要理由： Trans Mountain的出售减少了KMI在油管扩张项目上因环境问题面临的被抵制的风险，这是信用利好。在治理方面，KMI仍面临几个挑战，需要围绕碳排放风险以及气候变化导致的潜在立法或监管风险加强信息披露，近期股东表决结果也印证了这一问题。

数据来源：穆迪投资者服务公司



企业发行人： 东芝

国家： 日本

行业： 电器业

日期： 2018年8月29日

ESG因素： 治理

行动： [信用等级从BB+上调至BBB-；评级展望稳定](#)

主要理由： 东芝出售半导体存储器业务后，财务结构有所改善。此外，R&I确认东芝在优化董事会组成等公司治理方面也有进步。

数据来源：Rating and Investment Information, Inc..



企业发行人：第一电力

国家：美国

行业：公用事业

日期：2018年9月13日

ESG因素：治理

行动：[信用等级从A下调至A-](#)

主要理由：安大略省通过《第一电力问责法》，表明政府决心对公用事业公司的薪酬结构施加影响。我们认为第一电力的管理和治理结构因此出现松动，经重新评估后，决定下调一级。

数据来源：标普全球评级



企业发行人：西格内特珠宝有限公司

国家：美国（住所位于百慕大群岛）

行业：奢侈品业

日期：2018年10月8日

ESG因素：社会

行动：[评级展望转为负面；长期发行人违约等级保持BB](#)

主要理由：公司近期受到掉换钻石、歧视女员工等指控，影响消费者情绪。同时，公司未能适应不断变化的消费者偏好。以上评级驱动因素进而影响到公司营收。

数据来源：惠誉评级



企业发行人：泰禾集团

国家：中国

行业：房地产业

日期：2018年10月10日

ESG因素：治理

行动：[长期外币发行人违约等级从B下调至B-；评级展望负面](#)

主要理由：公司采取激进的财务策略，而销售额缺乏透明度/可见性（实收现金显著低于合同销售额），是导致评级下调的两个主要原因。

数据来源：惠誉评级



企业发行人：肯布尔水务

国家：英国

行业：水和废水处理业

日期：2018年10月31日

ESG因素：环境

行动：[优先担保债务等级从BB下调至BB-；评级展望稳定](#)

主要理由：评级主要受运营公司（泰晤士水务）业绩影响，泰晤士水务因对废水泄漏和客服问题监管不力，蒙受巨额罚款（2.3亿英镑），并需在下一监管期增加支出。

数据来源：惠誉评级



企业发行人： Yes Bank Limited

国家： 印度

行业： 银行业

日期： 2018年11月27日

ESG因素： 治理

行动： [外币发行人等级从Baa2下调至Ba1；评级展望转为负面](#)

主要理由： 2018年9月，印度储备银行（RBI）下达指示，限制银行董事总经理、首席执行官兼创始人Rana Kapoor的任期至2019年1月31日，再考虑到董事会多名成员辞职，引起穆迪对公司治理状况的担忧。

数据来源：穆迪投资者服务公司



企业发行人： 爱迪生国际（EIX）、南加利福尼亚爱迪生公司（SCE）

国家： 美国

行业： 受监管电气公用事业

日期： 2018年12月3日

ESG因素： 环境

行动： [评级展望从稳定转为负面；EIX信用等级保持Baa1，SCE信用等级保持A3](#)

主要理由： 受气候变化影响，公司遭受的野火火情超出我们的最初预判。而公共设施隔离工作需依照新法律法规展开，过程缓慢而漫长，对公司的信用等级产生下调压力。

数据来源：穆迪投资者服务公司

主权示例



主权发行人：俄罗斯

日期：2017年2月17日

行动：[评级展望从稳定转为负面；信用等级保持Ba1](#)

ESG因素：社会

主要理由：俄罗斯未能推出结构性改革，贫困率居高不下，工龄人口不断减少，投资面临重重限制，我们认为俄罗斯潜在增长率将维持在1.5%-2%之间。

数据来源：穆迪投资者服务公司



主权发行人：斐济

日期：2017年9月6日

行动：[信用等级从B1上调至Ba3；评级展望从正面转为稳定](#)

ESG因素：环境

主要理由：尽管斐济政府已经采取措施减轻气候变化的影响，但国家经济和公共财政仍极易受到气候突发事件和长期气候变化趋势的影响，因此限制到国家信用等级。

数据来源：穆迪投资者服务公司



主权发行人：特克斯和凯科斯群岛

日期：2018年6月28日

ESG因素：环境

行动：[信用等级保持BBB+；评级展望转为稳定](#)

主要理由：预计飓风“艾玛”和“玛丽亚”造成的损害、损失和其他支出，将占特克斯和凯科斯群岛GDP的55%左右。

数据来源：标普全球评级



主权发行人：土耳其

日期：2018年7月13日

ESG因素：治理

行动：[信用等级由BB+下调至BB；评级展望负面](#)

主要理由：信用等级下调的主要原因是，国家经济政策公信力下降，国家政策行动又增加了经济不确定性。

数据来源：惠誉评级



主权发行人：美国

日期：2018年9月21日

ESG因素：治理、社会

行动：[信用等级保持AA；评级展望稳定](#)

主要理由：“近期事件和政策决定”、“地缘政治风险”的定性治理相关评估为“弱”。“宏观经济稳定性和可持续性”评估为“中”，在经济高度多元化与不平等加剧之间取得平衡。

数据来源：Scope Ratings GmbH



主权发行人：印度尼西亚

日期：2018年10月23日

ESG因素：社会、治理

行动：[信用等级由BB+上调至BBB-；评级展望稳定](#)

主要理由：政府将重点转向根据实际情况编制预算，改良数据收集方法，并制定相关计划，解决基础设施和基本服务目前存在的不足。

数据来源：标普全球评级



主权发行人：德意志联邦共和国

日期：2018年11月2日

ESG因素：治理、社会

行动：[信用等级保持AAA；评级展望稳定](#)

主要理由：治理相关因素方面，Scope定量模型中德国WGI评分较高。社会相关因素方面，德国人均GDP较高（2017年为44769美元），失业率创下了历史新低，但老年赡养率呈现上升趋势。

数据来源：Scope Ratings GmbH



主权发行人：斯里兰卡

日期：2018年12月3日

ESG因素：治理

行动：[信用等级由B+下调至B；评级展望稳定](#)

主要理由：国家外部再融资风险加剧，政策前景不明朗，财政整顿面临放缓风险。2018年10月26日，总统突然解除总理职务，引发政治危机。种种因素共同导致评级下调。

数据来源：惠誉评级

附件4

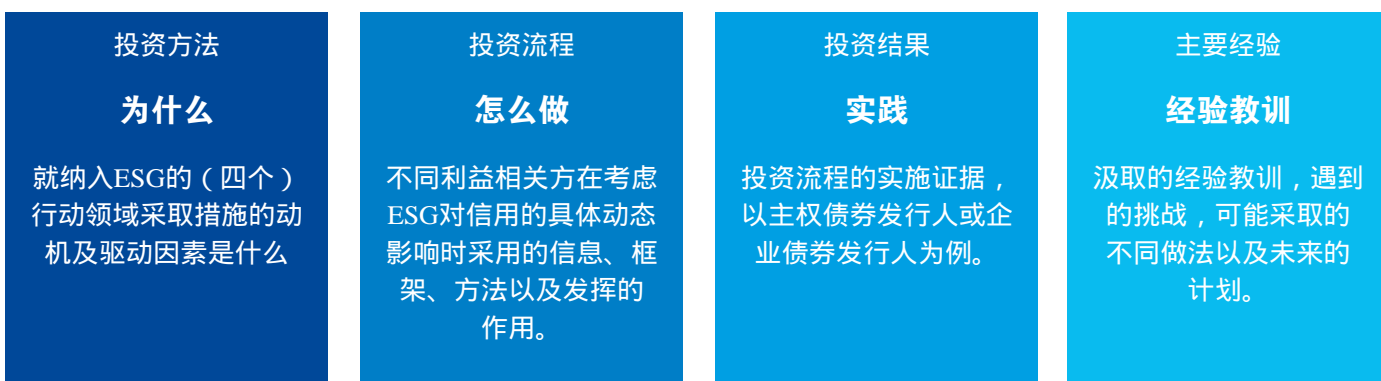
投资者案例研究

本部分包含15个投资者案例研究，由资产所有者和投资管理人贡献。他们均支持《信用评级中的ESG》声明，并通过PRI在该倡议下组织的论坛积极与信用评级机构进行沟通。

PRI请案例提供者介绍其各自组织如何就四个行动领域中的一个或多个领域采取措施。目前为止，PRI的三份报告以及投资者-信用评级机构对话的分析工作一直以四项行动领域为核心。

PRI在本系列报告第二部分，发布了八个发行人案例研究。本报告是第三部分也是最后一部分，收录的案例研究更为关注投资构建，包括如何考虑信用评级机构的评级意见。每个案例研究分为四个部分（见图27）：

图27：投资者案例研究的结构



投资方法和投资流程应该会有助于其他市场参与者构建更系统的ESG考量框架。

案例提供者虽关注的行动领域不同，但共同体现了以下主题：

- 为信用（credit）构建专门ESG框架有助于加强对重要ESG因素的关注，其中明确的财务关联可以改变信用质量评估；
- 尽管存在共同特征，但对ESG的考量因考虑的层面不同而不同，这取决于行业、发行人、投资组合、策略还是单一问题层面；

- 建立框架是长期过程，可能需要多个步骤；
- ESG框架不是静态流程——它需要随分析方法的改善、新数据/风险的出现以及行动的发展而不断调整；
- 设计一个考量ESG因素的系统架构，可以促进团队间内部对话，加强沟通；
- ESG视角有助于识别需要参与（engagement）的领域；
- ESG考量没有“一刀切”的普适方法。

下表列出了案例提供者名单、其关注的领域及用于展示其投资流程运用情况而选择的债券类型（见图28）。

图28：案例研究贡献机构

| 贡献机构 | 行动领域 | | | | 投资结果示例 |
|------------------------------------|-----------------|------|------|--------|--------|
| | ESG的重要性/ 实质性 | 时间范围 | 组织方式 | 透明度和沟通 | 债券类型 |
| 安盛 | | ✓ | ✓ | ✓ | 企业 |
| BlueBay AM LLP | ✓ | | | | 企业 |
| Futuregrowth AM | ✓ | | | | 企业 |
| 汇丰环球投资管理 | | | ✓ | ✓ | 企业 |
| Legal and General IM | ✓ | ✓ | ✓ | | 企业 |
| Nikko AM | ✓ | | | | 企业 |
| NN Investment Partners | ✓ | | | | 企业 |
| Nomura AM | ✓ | | | | 企业 |
| Triodos IM | | | ✓ | | 企业 |
| Aegon AM Netherlands | ✓ | | ✓ | | 主权 |
| Caisse des Dépôts et Consignations | ✓ | | | | 主权 |
| Colchester Global Investors | ✓ | | | | 主权 |
| Insight Investment | ✓ | | ✓ | ✓ | 主权 |
| PIMCO | ✓ | ✓ | ✓ | | 主权 |
| Templeton Global Macro | ✓ | | | | 主权 |

注：AM（资产管理）；IM（投资管理）。案例研究按贡献机构首字母顺序排列。

信用风险案例研究：安盛集团

作者 非金融产品信用研究部经理Florence Roche
信用研究部负责人Stéphane Le Priol
企业责任部Amandine Soulier

市场参与者类型 资产所有者

总资产管理规模 5870亿欧元（截止于2018年6月）

固定收益类资产管理规模 4110亿欧元（截止于2018年6月）

运营地区 全球

| | | | | |
|-------------|-------------|--------|--------|----------|
| 行动领域 | ESG的重要性/实质性 | 时间范围 ✓ | 组织方式 ✓ | 透明度和沟通 ✓ |
|-------------|-------------|--------|--------|----------|

投资方法

安盛集团将负责任投资定义为将ESG因素纳入其投资流程。我们认为，ESG整合可以提升对风险驱动因素的认识，从而影响长期投资业绩——这是根据学术研究和市场实证数据得出的结论。同时，ESG整合有助于使投资活动契合更广泛的企业责任承诺。安盛集团信用研究团队负责统一协调ESG整合流程，给出内部信用等级，并管理发行人资格。该团队给出的内部信用等级涵盖了安盛集团信用组合的80%以上（投资金额）。其余部分考虑了外部信用评级机构的评级。

投资流程

信用研究团队在信用审查和评估内部信用等级时，需评价发行人商业和财务状况的若干信用相关因素（见图29），对照同行业/同地区的发行人群体，将公司各项因素评为强、中、弱三级。

图29：信用审查流程。资料来源：安盛集团



相较于我们在出具信用意见和评估内部信用等级时考虑的其他信用因素，ESG和透明度因素并无明显不同，同样可能成为主要评级驱动因素，并在某些情况下成为首要因素。值得注意的是，信用研究团队并不进行全面ESG分析，而是评估ESG因素对发行人资信状况的实质性影响。分析师采用的ESG信息来自公司报告、ESG数据提供商/非政府组织（如油气碳披露项目）以及特定行业渠道（如医药行业评估）。信用分析师试图评估这些信息如何影响发行人的市场地位、营业收入、盈利能力、资本开支和现金流等。每个分析师根据行业评定哪些指标是最有意义、最显著、最重要的。

不过，ESG和透明度因素的时间范围可能有别于其他因素。ESG和透明度因素可能与其他因素一样，在常规评级期（约两年）表现出实质性，影响到内部信用评级。但是，ESG和透明度风险的潜伏期也可能较长。此时，虽然内部信用评级不受影响，但信用研究团队可以采取其他行动，例如提议停止投资或设定投资期限限制。然后由其资产管理人代表安盛集团实施这些决策。

投资结果

上述投资框架于四年前引入，现已完全整合到我们的分析和投资决策流程。框架实施后，我们已停止对多家发行方的投资，同时缩短了其他几家的投资期限。

其中一个例子是独立、单一勘探开采业。随着能源转型（即降低对化石燃料的依赖，转而采用低碳能源）步伐加快，并对企业长期战略产生影响。市场一致预测石油需求量将在未来10至40年达到峰值。我们认为，未来监管很可能影响石油需求和定价，且长期来看，独立勘探开采业面临资产搁浅风险。虽然由于时间尚早，内部信用评级不会受到影响，我们仍决定将勘探开采业的最长投资期限设为10年。

主要经验

安盛集团采用买入资产并长期持有的投资方针，但内部信用评级（类似于外部机构评级）涵盖的期限仅为两至三年。通过将ESG因素引入投资方法，我们得以化解评估期限差异，并对信用定位做出相应调整。

回到上文所举例子，我们通过设定最长投资期限，可以将独立勘探开采公司的信用风险逐步调整到更容易监控的较短时段内。如果尾部风险上升，则可根据行业形势重新审核投资期限限制，主动将资产搁浅风险降至最低。

免责声明

本文以及安盛根据《法国货币和金融法典》第L.451-1-2条以及法国金融市场监管局《总则》第222-1条及后续条文公布的受监管信息，载于安盛集团网站和公司额外信息。

请访问：www.axa.com

信用风险案例研究： BLUEBAY ASSET MANAGEMENT LLP

作者 ESG投资风险部负责人My-Linh Ngo

市场参与者类型 资产管理人

总资产管理规模 596亿美元（截止于2018年6月）

固定收益类资产管理规模 596亿美元（截止于2018年6月）

运营地区： 全球

行动领域

| | | | |
|---------------|------|------|--------|
| ESG的重要性/实质性 ✓ | 时间范围 | 组织方式 | 透明度和沟通 |
|---------------|------|------|--------|

投资方法

BlueBay认为，ESG因素可能对发行人长期财务业绩产生实质性影响。自2013年起，我们对全部管理资产推行ESG投资风险管理框架，涉及识别、评估实质性ESG风险因素，并将其纳入投资组合构建过程。

迄今为止，我们的工作重点一直是与信用分析师合作，持续分享关于ESG风险的见解。2018年，我们进一步实施发行人评估流程，将ESG风险更系统地纳入公债投资团队的基本信用分析。

该流程旨在帮助我们实现以下目标：

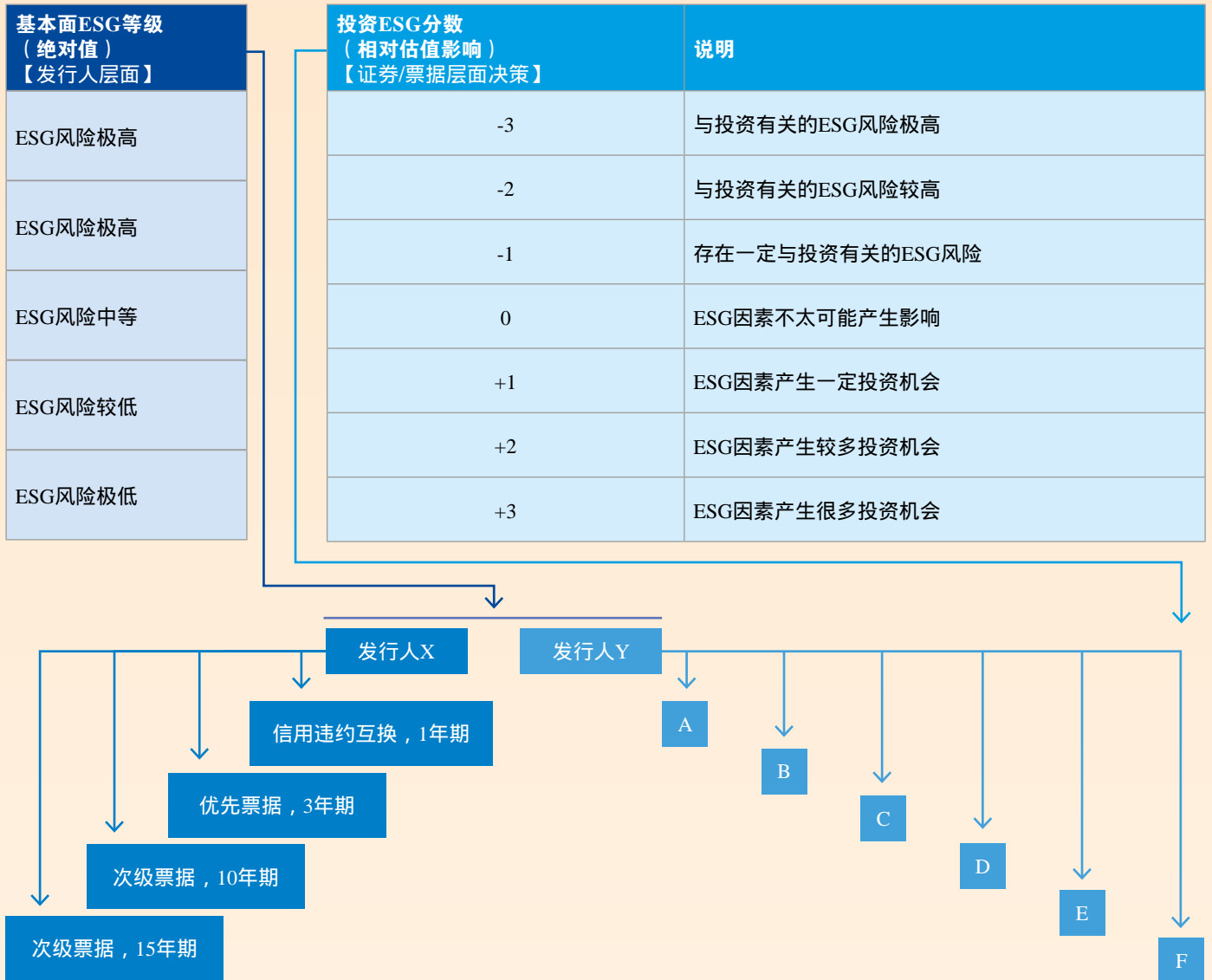
- 开展投资前，系统地提供ESG整合证据并记录在案；
- 仔细考虑并反思ESG动态作用如何影响固定收益类投资（与股权投资相比），以及在不同的债务投资策略之间可能产生怎样的影响；
- 深入理解ESG风险因素可能如何影响公司、主权实体和国有企业等不同类型的发行人；
- 以内部知识和专长补充从第三方处获得的ESG见解；
- 让信用分析师和ESG分析师参与ESG审核流程，推广责任制和问责制；
- 运用所获见解确定ESG参与的优先事项。

投资流程

发行人ESG评估模板针对企业和主权实体设计出两个ESG指标（见图30）：

1. 基本面ESG等级：该指标显示发行人对实质性ESG风险的管理情况。每一发行人（比如证券代码层面）在BlueBay只有一个基本ESG等级。基本ESG等级由信用分析师和ESG团队共同负责。
2. 投资ESG分数：该指标反映了ESG风险因素与估值的相关程度，属于投资观点。投资ESG分数针对的是证券/票据层面（比如国际证券识别号层面）的决策。各投资团队可给出不同的投资ESG分数，这意味着单个发行人可能有多个分数。因此，我们可以考察ESG因素在不同时间框架以及不同风险回报下对投资的重要性。投资ESG分数由信用分析师/投资组合管理人负责。

图30：发行人ESG评估结果概览。资料来源：BlueBay Asset Management LLP



最后，信用分析师和ESG分析师通过发行人ESG评估流程，在投资前出具对发行人的ESG观点，供投资组合管理人在构建投资组合以及做出投资决策时考虑。但是，ESG观点不具有约束性，投资组合管理人如有充分理由，则可采取与ESG信号截然相反的投资立场。

我们将对发行人带来实质性影响的ESG风险的管理与对投资具有实质性影响的ESG风险的管理分离，以便更好地理解ESG风险与投资的相关程度以及在何种情况下相关。

由此实现的透明度对于固定收益环境尤为重要，因为固定收益类资产的运作方式不同于权益类资产，ESG因素的作用方式也不相同。我们可以根据这些信息，更全面地认识、理解ESG对固定收益类投资的动态作用，最终做出更明智的投资决策。

发行人ESG评估流程由某投资部门在2017年试行，经广大分析师群体了解熟悉后做出进一步改进，并于2018年8月正式推出。

下面是发行人ESG评估模板和评估流程的要点：

- 主权实体模板和企业模板的具体内容存在差异，但二者遵循的原则类似，结构大致相似，ESG指标也一致。
- 即使发行人涉及多项投资策略（例如投资级债券、高收益债券或新兴市场债券），ESG评估次数仍为一次。
- 发行人ESG评估流程旨在鼓励信用分析师从不同的角度（ESG）开展信用分析，先由信用分析师牵头进行初步ESG评估，评出基本面ESG等级，再交ESG分析师团队审核。由于基本面ESG等级由信用分析师和ESG分析师共同负责，因此ESG分析师团队须对信用分析师评出的基本面ESG等级给出意见。

- 投资ESG分数与基本面ESG等级相比更易发生变化，更新频率应相应提高。
- 两个ESG指标均纳入内部投资资产和交易监控平台，投资团队可同时查看传统发行人信用指标和ESG指标。

投资结果

此举措通过将ESG纳入基本信用研究和投资决策流程，目前已经开始产生价值，可用于剖析ESG对固定收益类投资的动态作用，并建立主动责任制和问责制。图31举例说明，内部搭建的发行人ESG评估流程可以帮助我们解释与ESG服务商评估不同的观点，并表述ESG对投资的重要性这一特点。

图31：Bausch Health Companies的ESG等级和投资ESG分数。资料来源：BlueBay Asset Management LLP

| 北美高收益企业信用评级：BAUSCH HEALTH COMPANIES——前身为VALEANT PHARMACEUTICALS | | |
|---|---|---|
| 第三方ESG服务商评估 | BlueBay基本面ESG等级 | BlueBay投资ESG分数 (假定长仓情况下的指示性分数) |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ ESG等级总体极低 ■ 治理和社会领域绝对分值较低 ■ ESG争议风险较高 | <p>评级：ESG风险中等</p> <p>理由：</p> <p><i>我们认为，ESG服务商给出的ESG等级和分数滞后于公司实际进展。虽然公司前身明显存在一些ESG问题，但我们坚定认为公司目前状况与2015年截然不同。管理层和董事会几乎全盘更换，业务模式彻底改变，从通过并购和涨价获得增长，转变为专注于现有产品有机增长，同时积极开发有限的产品管线，致力去除资产负债表杠杆。</i></p> <p><i>我们对公司的声誉风险和ESG问题非常敏感，并认为公司只有坚持执行、一以贯之，才能改变公众认知，但目前为止我们看到的是有建设性和积极的改变。我们认为，目前仍有必要保持密切监督并参与管理，继续加强管理层问责。</i></p> | <p>分数：+1【ESG因素产生一定投资机会】</p> <p>理由：</p> <p><i>我们预期，公司将继续专注内部控制，巩固企业基础设施，提升投资者对公司信心的信心。此次转变主要倚赖治理改进和执行，但我们也预期公司在环境和社会风险方面也会力争向行业标准惯例靠拢。</i></p> |

主要经验

此举措让我们得以在基本信用研究层面更系统地进行ESG整合，但由于ESG整合是一个层层递进的过程，发行人ESG评估流程有望随时间推移而发展完善。目前为止，我们主要积累了下列经验：

- **通过量化ESG风险因素，识别重要性：**有分析师评论称，虽然我们可以在信用相关会议上讨论ESG风险，也可以和投资组合管理人讨论ESG风险，但发行人ESG评估流程的正式推出，意味着各方需要以量化方式发表ESG观点，从而更加形象地理解风险。
- **发出明确信号，助力投资决策：**ESG指标可以用作分析师向投资组合管理人传递信息的沟通工具，投资组合管理人在构建投资组合期间，除考虑基本面、技术面、估值等投资因素之外，还需考虑ESG指标。
- **相互学习，促进对话和探讨：**分析师发现，通过直接负责评估ESG风险，他们更能理解如何从ESG角度看待信用，考察信用的方式因此得到拓展。发行人ESG评估流程已经激起辩论和探讨，比如评出的基本面ESG等级和/或投资ESG分数是否有效，以及不同团队需要在多大范围内保持评估一致。
- **推广责任制和问责制：**虽然获取第三方ESG服务商数据有助于形成初步观点，但我们的评估框架鼓励投资团队在此基础上形成自己的ESG风险因素观点，特别是不同于第三方的观点。

免责声明

本文由英国金融行为监管局授权监管公司BlueBay Asset Management LLP（简称BlueBay）在英国发布。BlueBay是美国证券交易委员会注册公司，也是经美国商品期货交易委员会授权的美国期货协会会员。本文另由证券交易委员会注册公司、全国期货协会会员BlueBay Asset Management USA LLC在美国发布，由财务省关东财务局注册公司BlueBay Asset Management International Limited在日本发布。BlueBay按照《另类投资基金管理人指令》（欧盟2011年第61号指令）持分支机构执照在德国经营。由于英国金融行为监管局依照英国法律对BlueBay实施监管，而英国法律有别于澳大利亚法律，因此，BlueBay在澳大利亚提供金融服务不必持有澳大利亚《公司法》规定的金融服务许可证。

据BlueBay所知所信，本文在发布之日真实、准确。BlueBay不就本文所含信息做任何明示、默示保证或声明，并在此明确拒绝对信息准确性、完整性或具体用途适用性做出任何保证。本文仅面向“专业客户”和“合格对手方”（见金融行为监管局的定义），不供任何其他类别的客户采信。香港证券及期货事务监察委员会未授权本基金在香港向公众开展零售，且本文仅面向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章））。本文仅供参考，在任何司法辖区内不构成出售任何证券或投资产品的要约，也不构成购买任何证券或投资产品的要约邀请。本文不在禁止其发行的任何司法辖区发行，也不在该等司法辖区内向禁止其发行的对象发行。除非有明确书面约定，BlueBay不提供投资或其他咨询意见，本文任何内容不构成也不应被解释为任何咨询意见。

过往业绩不预示未来表现。

未经BlueBay事先书面允许，请勿以任何方式复制本文任何部分。证券交易委员会注册投资顾问RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.（简称RBC GAM-US）有权在美国提供本文，香港证券及期货事务监察委员会注册公司RBC Investment Management (Asia) Limited有权在亚洲提供本文。RBC Global Asset Management (RBC GAM) 是加拿大皇家银行（RBC）的资产管理分支机构，RBC旗下公司包括BlueBay、RBC GAM-US、RBC Investment Management (Asia) Limited和RBC Global Asset Management Inc.，各家公司彼此独立但相互关联。BlueBay版权所有2018。BlueBay是RBC的全资子公司，可被视为RBC和RBC其他关联方的关联方和/或相关方。RBC注册商标。RBC GAM是RBC的商标。BlueBay Asset Management LLP注册办事处位于77 Grosvenor Street, London W1K 3JR，英格兰和威尔士合伙企业注册号OC370085。声明保留一切权利。

请访问：BlueBay Asset Management LLP

信用风险案例研究： LEGAL & GENERAL INVESTMENT

作者 可持续性和负责任投资部经理 Catherine Ogden

市场参与者类型 资产管理人

总资产管理规模 9342亿美元²¹（截止于2018年6月）

固定收益类资产管理规模 2270亿美元（主动型）；2612亿美元（被动型）

运营地区： 英国、美国和香港

行动领域

| | | | |
|---------------|--------|--------|--------|
| ESG的重要性/实质性 ✓ | 时间范围 ✓ | 组织方式 ✓ | 透明度和沟通 |
|---------------|--------|--------|--------|

投资方法

Legal and General Investment Management (LGIM) 认为，未经管理的ESG因素会给各类资产带来潜在风险和机遇，从而对投资业绩产生实质性影响。对于固定收益类投资，我们关注可能影响债券信用质量、继而影响债券投资回报的风险，以及在基本信用分析中ESG整合可以如何释放机遇，比如通过识别市场错误定价。

然而，辨别某一ESG因素是否会影响信用质量并非易事。为了审核我们的ESG框架，我们与ESG、信用和股权专业人士公开讨论了实质性问题，并召集工作组探讨行业层面的实质性问题，然后相应升级分析/工具框架。这有助于全面提升知识水平，并使投资团队能够将ESG分析应用到具体的投资证券和战略中。

如此一来，同样的ESG评估会因信用投资组合、信用投资决策和股权投资决策的不同，而得出不同结果。

例如，某些发行人可能存在长期ESG风险，因此不在我们的“买入持有”系列基金考虑范围，但可由其他基金持有。另一些发行人虽然ESG状况不佳，但由于ESG风险经评估不可能成为影响信用质量的财务风险，或者不可能成为违约风险，抑或已经进行风险定价，所以仍可由核心基金持有。不过，我们的“未来世界”系列基金更加看重ESG问题，对于ESG状况不良的公司，只在其有望通过积极参与实现改善的情况下予以考虑。

我们尚未对投资流程做出组织机构方面的调整，但已要求信用团队和信用分析师个人承担更多责任：

- 我们已经对ESG结构、流程和工具开展为期一年的审核，提高评估框架的稳健性，拓宽对各业务领域ESG因素的了解和认识。
- 审核由主动投资团队和ESG专业人士共同开展。为完善ESG工具和流程，帮助信用团队达到要求，信用团队特别参与了审核过程。各团队均有责任持续审核工具效果，因此需加强跨团队讨论和协作。信用分析师则负责评估发行人和发行层面的影响。
- 另外，审核工作利用到公司各团队（从数据、技术团队到销售、营销团队）的专业知识，我们已经向团队提供正式和非正式培训。
- 虽然核心基金的投资流程没有变化，但我们已推出更加系统化、精细化、结构化的框架，用于评估ESG因素实质性和监控变化，同时形成重视、支持ESG的企业文化。
- 随着ESG格局发展，在监管和受托（fiduciary）压力与日俱增，ESG与企业财务业绩之间关系的证据不断增加，以及客户对ESG整合证据的更大需求的推动下，尤其是在ESG数据和分析不断改善的背景下，调整方法和流程非常重要。

21. 数据包括美国证券交易委员会注册投资顾问LGIMA管理的资产。

投资流程

我们认为，通过考察投资回报的两大驱动因素，可以全面评估一家公司的ESG状况。一是业务活动如何影响盈利；例如，采矿企业的污染风险会导致国家资源开采许可证吊销。二是长期趋势如何决定产品和服务的消费需求；例如，全球反塑料污染行动会影响化工企业和石油需求量。

这些问题并非新课题，但我们一直在努力开发并改进工具和流程，以评估企业如何管理ESG因素，以及如何将这些信息纳入主动式基金管理，这包括：

- 首先，评估长期主题。我们的能源、人口、科技、政治等工作组，负责剖析企业如何适应飞速变化的世界。其次，通过借鉴LGId的主动ESG观点（LGIM's Active ESG View）。
- 我们的主动ESG观点力图识别并展现每家公司存在的ESG风险和机遇，是整个主动研究流程的核心组成部分。它根据信息评估得出[LGIM ESG分数](#)，作为ESG质量评估的起点，之后再纳入其他定量和定性信息。
- 参评团队利用行业专长、公司资讯知识和企业访问权限，评出每家公司的状况，从极强到极弱不等。主动ESG观点对选择债券和股权资产的影响程度，则取决于基金设计。
- 对于核心主动型产品，主动ESG观点完全整合到我们对公司展开的基本评估中，并与投资分析的其他要素一同考虑。对于核心产品，投资组合管理人可酌情判断ESG状况不良的公司是否具有与其特定风险水平相应的投资回报水平。
- 但是，“未来世界”系列基金更加看重ESG问题，对于ESG状况不良的公司，只在其有望通过积极参与实现改善的情况下予以考虑。

投资结果

举例而言，我们在信用分析中考虑ESG因素之后，认为发行企业Digital Realty（DLR）适合核心基金和“未来世界”系列基金。DLR是一家投资于数据中心，并提供主机托管和对等互联网服务的不动产投资信托公司（见图35）。

长期主题：我们认为DLR运营的另类物业空间（数据仓库）基本面稳健。DLR不仅能适应飞速变化的世界，其服务需求更受长期技术趋势驱动，这是LGIM对发行人的长期观点的基础。

核心基金的主动ESG观点：DLR公司的治理评估表现良好，但环境和社会表现因缺乏披露有所下滑。不过，经过多次会面和近期实地走访，我们深入了解了DLR的环境和社会实践，欣喜得知DLR的能效提升计划（如采用局部空调和利用河水进行冷却）、可再生能源采购目标以及淘汰柴油发电机转用电池的转型计划。我们认为，专注于能效可以为DLR创造客户价值，增强盈利能力。总体而言，我们将DLR所处行业评为低风险行业。

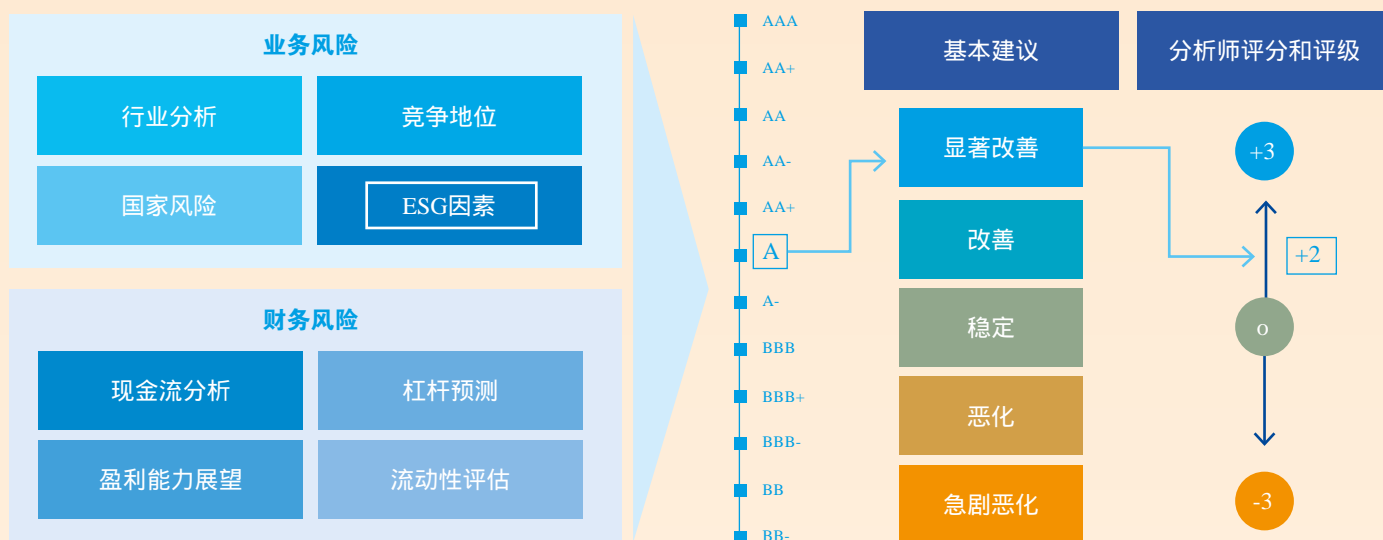
“未来世界信用基金”的主动ESG观点：LGIM认为，DLR能够顺利达到要求的标准。我们认为，未来长期趋势有利于DLR所处行业，而DLR积极担责管理环境影响的举措，消除了我们的投资顾虑。DLR于2015年6月首次发行绿色债券（成为首家发行绿色债券的数据中心房地产投资信托公司），将4.93亿美元净融资资金，用于开发九个全球绿色建筑项目。我们预期，DLR未来会继续发行绿色债券；如果届时价格适当，我们可以考虑将其纳入“未来世界信用基金”。

公司参与（engagement）：虽然我们认为DLR所处行业的ESG风险相对较低，并在走访期间打消了对DLR的环境和社会实践的顾虑，但我们仍要求DLR加强环境和社会信息披露。如此一来，我们可以一以贯之地定期监控和评估公司ESG业绩，广大市场也能利用相关工具实施监控和评估。如果ESG风险状况发生变化，我们便能及时将变化纳入信用评估。

LGIM的信用建议：如上文所述，我们认为，更广泛的技术发展和全球对数据中心的强劲需求，对DLR的全球定位有益。DLR信用基本面稳固，与同行相比价值更具吸引力。我们也认为，DLR对能效和可持续性的专注可为利益相关方带来中长期利益，最终为客户创造价值。

DLR已在有意识地增加燃料中可再生能源的使用量（自2014年以来已经翻倍）。如果继续加强相关工作，则有助于提升未来资产价值并降低运营成本。DLR可能推出新的绿色债券，凸显公司对绿色倡议的承诺。

图35：发行人研究——基本建议和相对价值建议。资料来源：LGIM



主要经验

从迄今开展的整合工作中，我们总结出下列经验：

- ESG整合流程和路径并非坦途；
- 如果刚起步，要做好准备迎接困难；如果已经步入正轨，则要做好准备重新审视整合方法，接纳批评，并听取同事和利益相关方的建议；
- 结构化的ESG分析和应用框架极具价值，但设计宜灵活，便于随数据、信息、ESG认识以及风险和机遇性质的改变而调整；
- 准备好在不同投资组合和投资战略中以不同方式应用ESG成果；
- 打造高效、便捷、直观的工具，供公司各相关团队使用；
- 发挥公司投资团队和其他团队（包括技术团队）的专业知识。

免责声明

本文所载信息仅供参考。该信息为“按原状”提供的“可用”信息，由接收方承担使用风险。在任何情况下均不得将该信息解读为（i）法律或投资咨询建议；（ii）赞同或建议投资某一金融产品或服务；或（iii）任何证券或其他金融票据的出售要约或购买要约邀请。除非另有说明，所有信息均来自Legal & General Investment Management Ltd. LGIM、其关联方、子公司和集团成员（合称Legal & General）未就该信息，尤其是信息完整性、准确性、适当性或可靠性，做出任何明示、默示声明或保证。

请访问：[Legal & General Investment Management](http://www.lgim.com)

主权

信用风险案例分析： AEGON ASSET MANAGEMENT

作者 负责任投资经理Emanuele Fanelli
组合投资经理Jesus Martinez

市场参与者类型 资产管理人

总资产管理规模 3610亿美元（截止于2017年12月）

固定收益类资产管理规模 2760亿美元（截止于2017年12月）

运营地区： 全球

行动领域

ESG的重要
性/实质性



时间范围

组织方式



透明度和沟通

投资方法

Aegon Asset Management Netherlands认为，ESG因素是可靠基础信用分析的重要组成部分，可以提升阿尔法收益，有助于管理下行风险和尾部风险。虽然并不总被冠名为‘ESG’，但几十年来，其核心理念一直是我们制定投资方法的依据，并且至今仍是投资流程的重要组成部分，并在不断发展。近几个月，我们一直在深入分析ESG整合给主权债券市场带来的机遇和挑战。

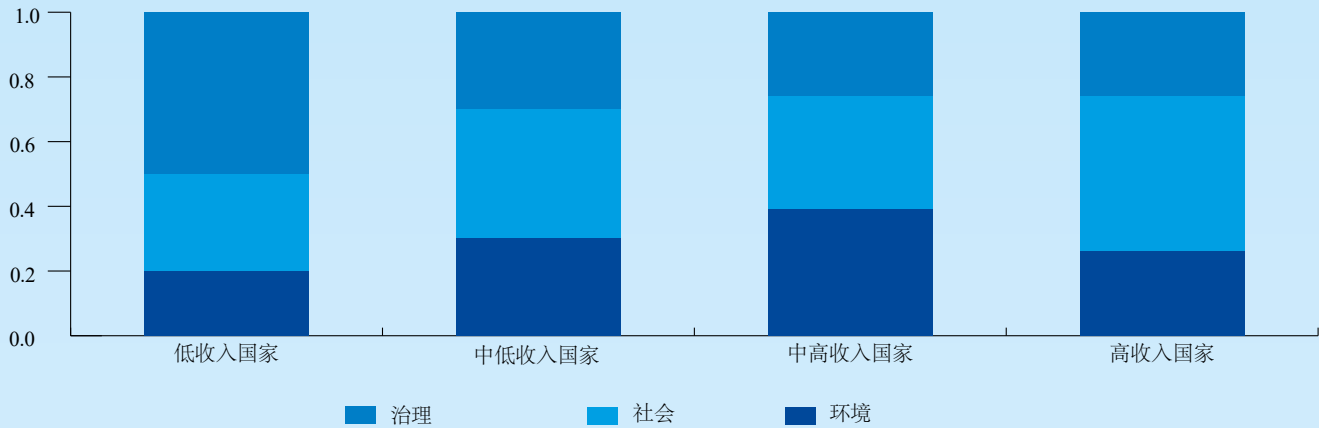
ESG整合本身也存在挑战。定性方面，传统信用评级机构对如何将ESG因素纳入评级方法尚有不明确之处。定量方面，数据的质量、可用性、及时性限制了我们的评估ESG因素的灵活性。此外，第三方评估采用黑盒方法学（black-box methodologies），我们对其评分的信任度也有限。总体说来，对主权发行人而言，ESG因素对财务的实质性影响受制于发展经济学的错综复杂性。目前，关于该问题的学术和实践研究仍处于起步阶段，由于在国家评估中ESG因素的多维性，这使评估变得复杂。

投资流程

为了确定ESG因素对主权国家资信的财务影响，我们制定了专有ESG评分体系。首先制定除外名单，将不符合全球标准和违背制裁规定的国家排除在评级之外，再评出专有ESG量化分数。

我们将公开数据转换为ESG因素（这包含诸如制度强度或气候行动等方面的信息），计算出ESG得分，最后统计确定ESG因素的重要性。由于并非所有因素都以相同的方式影响各国，我们在进行ESG因素重要性分析时将各国按收入分组，在主权风险评估中以更加精确、贴合实际的方式纳入ESG因素。然后，利用分析确定的权重，得出各因素的ESG量化总分和三个单项分数，权重需根据各国发展水平调整，国家发展水平则按人均国民收入和世界银行分类确定（见图47）。

图47：各国ESG因素加权方案。资料来源：Aegon Asset Management

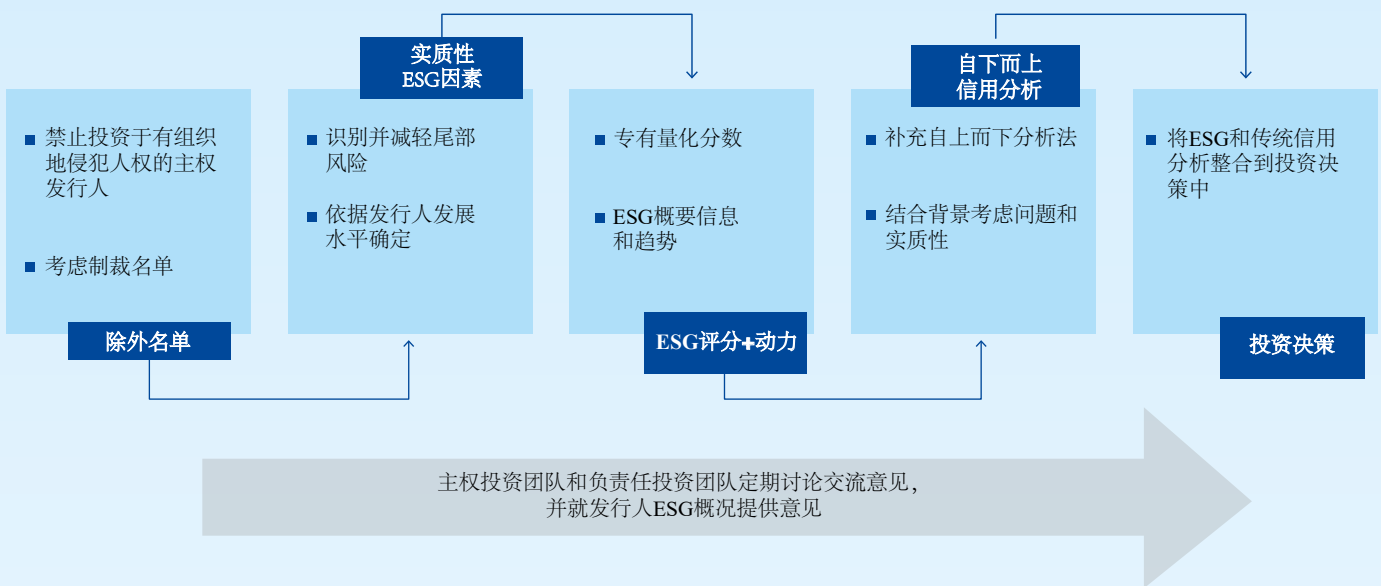


注：为反映发展风险和需求，ESG因素的加权方案因收入组别而异。

因此，我们利用ESG分数衡量各国在其发展水平下面临的ESG风险。此外，我们引入ESG动力指标，衡量国家ESG绩效趋势。通过这些措施，我们可以对主权发行人的ESG优势和劣势形成动态

概观。评分所需基础数据易于获取，总分未体现出的不良绩效则加以标注，供后续作进一步研究。同时，主权信用分析师开展自下而上的研究，补充、澄清定量方法得出的结论（见图48）。

图48：主权投资组合ESG整合流程。资料来源：Aegon Asset Management



结合自下而上方法和自上而下方法，投资团队能够全面了解 ESG 风险及其对主权发行人资信的实质性影响。此外，负责任投资团队在投资流程各阶段为投资团队提供建议，交流意见并剖析已识别的风险，确保投资团队在每次投资周期中积累 ESG 知识，逐步承担投资责任。

投资结果

下面以葡萄牙政府债券为例，介绍我们如何在分析主权债券市场的过程中通过投资流程识别并解决有实质性影响的 ESG 问题。

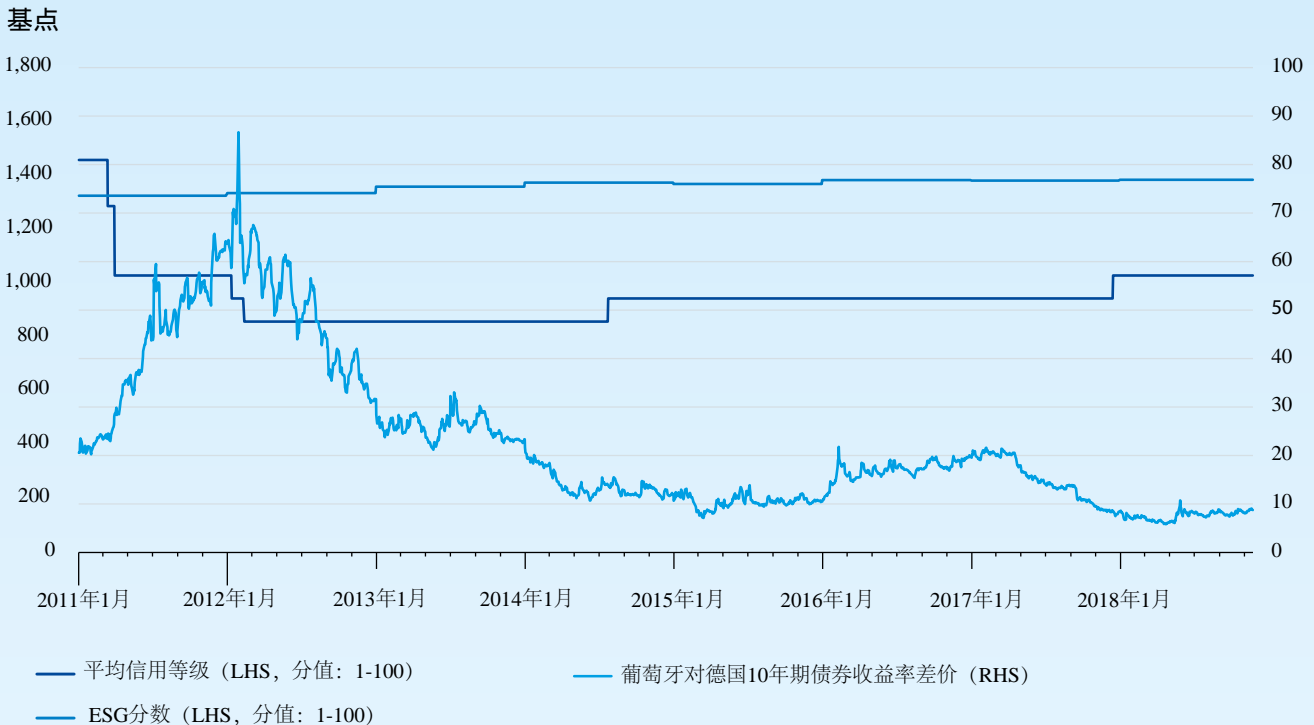
2012年主权危机爆发，导致葡萄牙被三家评级机构下调至投资级别以下。

经过大幅财政调整，葡萄牙终于在五年后恢复危机前等级（2017年由标准普尔全球评级和惠誉评级恢复，2018年由穆迪投资者服务公司恢复）。自2012年以来，经济增长成为葡萄牙建立国家债券市场信心和维护市场稳定的关键。过去五年来，葡萄牙国内生产总值一直处于上升通道，年均增长率由主权金融危机后的-2%，增至2018年的2.8%。此外，债务/GDP比率在2013-2016年趋稳后，最近有所下降。

葡萄牙信用等级的下跌速度，与葡萄牙对德国10年期债券收益率差价的变化速度相似，于2011年下半年达到峰值（见图49）。受相关短期指标（如葡萄牙进入批发市场的能力）影响，投资者对市场持谨慎态度。但是，与同一收入组的其他国家相比，葡萄牙在我们的评分体系中仍获得稳定且相对较高的分数。

图49：葡萄牙平均信用等级、ESG分数和葡萄牙对德国10年期债券收益率差价对比。

资料来源：Bloomberg、Aegon Asset Management

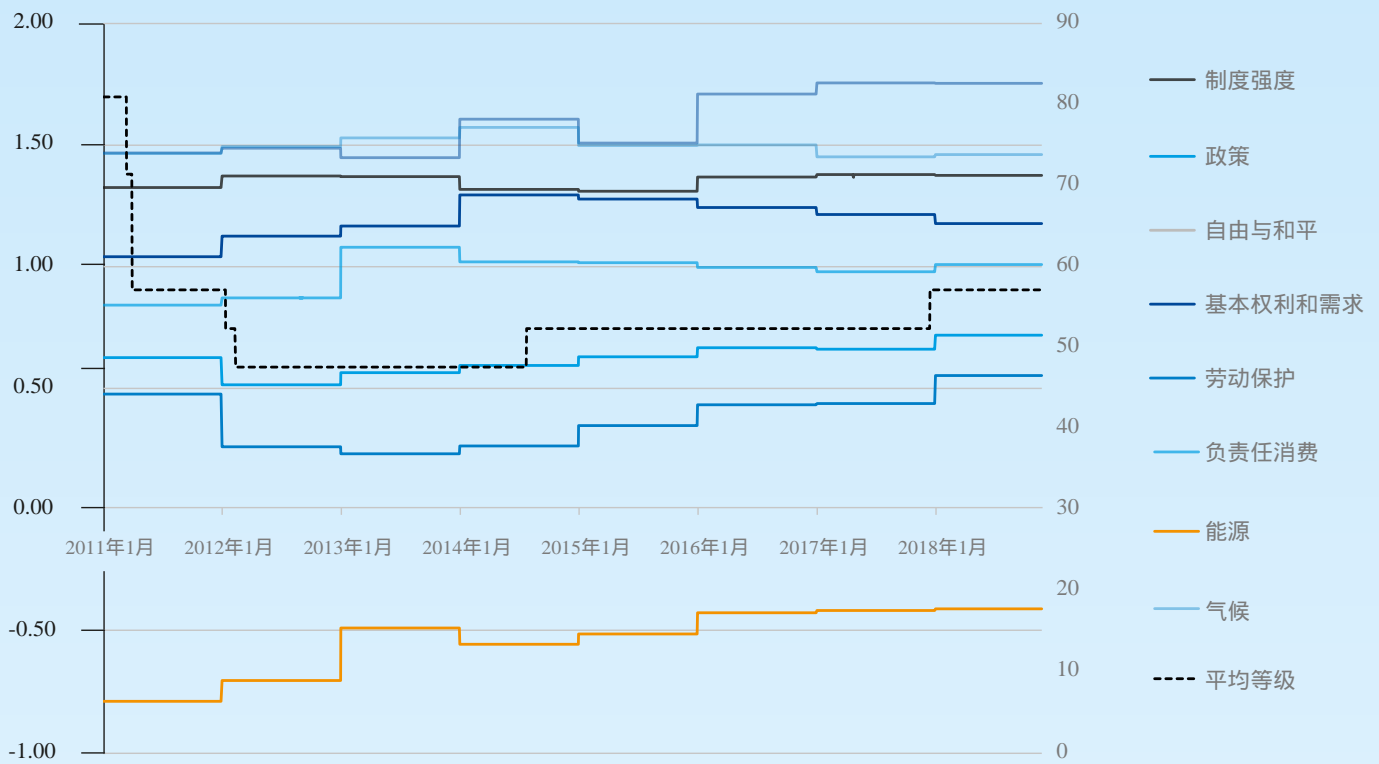


注：平均信用等级（惠誉评级、穆迪投资者服务公司评级和标准普尔全球评级）和我们的内部ESG分数均按线性比例转换为0分至100分，其中0分为最低分（C），100分为最高分（AAA）。

我们对葡萄牙评出的专有ESG分数稳定，并未反映出基本因素在该动荡时期的实际变动，而只得出平稳的结果。这表明单靠分数并不能反映发行人所处的复杂现实，同时也表明基于准确的相关数据进行评估和出具专业判断的必要性。

如图50所示，2012年，葡萄牙的劳动保护和政策状况显著恶化，主要原因是国家为提高经济韧性而实施改革，导致工资贬值。但与此同时，基本权利和需求、制度强度等其他指标普遍呈现积极势头，抵消了负面效应。

图50：葡萄牙ESG指标与平均信用等级变化。资料来源：Aegon Asset Management



注：平均信用等级（惠誉评级、穆迪投资者服务公司评级和标准普尔全球评级）按线性比例转换为0分至100分，其中0分为最低分（C），100分为最高分（AAA）。

2012年以来，改革持续推进，对葡萄牙经济的多个方面产生了影响。例如，减少能源关税赤字和促进可再生能源使用的措施从2013年起初见成效。虽然此类政策行动大多改善了葡萄牙长期可持续发展前景，但债券估值仍然很高，评级保持低位，所以即使在市场指标改善之前，也增加了葡萄牙债券的吸引力。

主要经验

我们主要获得下列经验：

- 制定实施专有评分体系和流程，有助于我们深入了解主权投资组合中ESG因素带来的问题和机会；
- “一刀切”的定量方法不适合主权债券市场实际情况；
- ESG整合流程并非一成不变——每一个分析周期都会加深我们对ESG问题的了解和认识，从而不断完善整合方法；
- 专有分析有助于我们履行客户报告义务。

免责声明

Aegon Asset Management是一家在荷兰金融市场管理局注册的基金管理公司。公司持有基金管理许可证，有权提供个人投资组合管理和咨询服务。本文所含信息仅供参考，不应视为投资证券、基金或其他产品的商业报价、商业计划书或建议。文中所有价格、市场指标或财务数据仅用于说明之目的。文中任何意见、估计或预测均为作者在本文发布时的观点，如有变化，恕不另行通知。本文所含研究内容，可能已被纳入或未被纳入Aegon Asset Management投资策略，可能与Aegon Asset Management投资策略一致或不一致。

请注意，文中绩效数据为模拟数据。未来绩效模拟基于当前和历史认知，因此模拟绩效可能与实际结果存在差异。

虽然我们在撰写本文时持重谨慎，并始终努力确保信息的准确性、完整性和正确性，但仍有可能因人为失误出现纰漏，导致所列数据与计算结果不符。

请访问：[Aegon Asset Management Netherlands](https://www.aegonassetmanagement.nl)

信用风险案例分析： INSIGHT INVESTMENT

| | |
|-------------|-----------------------------------|
| 作者 | 高级ESG分析师Joshua Kendall |
| 市场参与者类型 | 资产管理人 |
| 总资产管理规模 | 7900亿美元（截止于2018年9月） ³⁶ |
| 固定收益类资产管理规模 | 1660亿美元（截止于2018年9月） |
| 运营地区： | 全球 |

行动领域

| | | | |
|---------------|------|--------|----------|
| ESG的重要性/实质性 ✓ | 时间范围 | 组织方式 ✓ | 透明度和沟通 ✓ |
|---------------|------|--------|----------|

投资方法

Insight认为，有效投资于主权债券需要深入分析ESG事务。但ESG分析和研究大多侧重企业层面，而非国家层面。因此，主权债券投资者，特别是新兴市场投资者，缺乏对风险实质性的认知以及帮助其做出明智决策的工具。

鉴于上述情况，我们着手构建评级模型，以补充现有国家估值和风险模型。为了确保评级与固定收益类投资战略的相关性，我们着重考察来源可靠、可能对国家风险评估具有实质性影响的指标。

投资流程

我们构建了专有模型，帮助我们更好地了解投资组合中国家层面的ESG风险。Insight国家可持续发展风险模型可生成两项互补的评估结果，帮助投资组合经理洞察长期趋势：

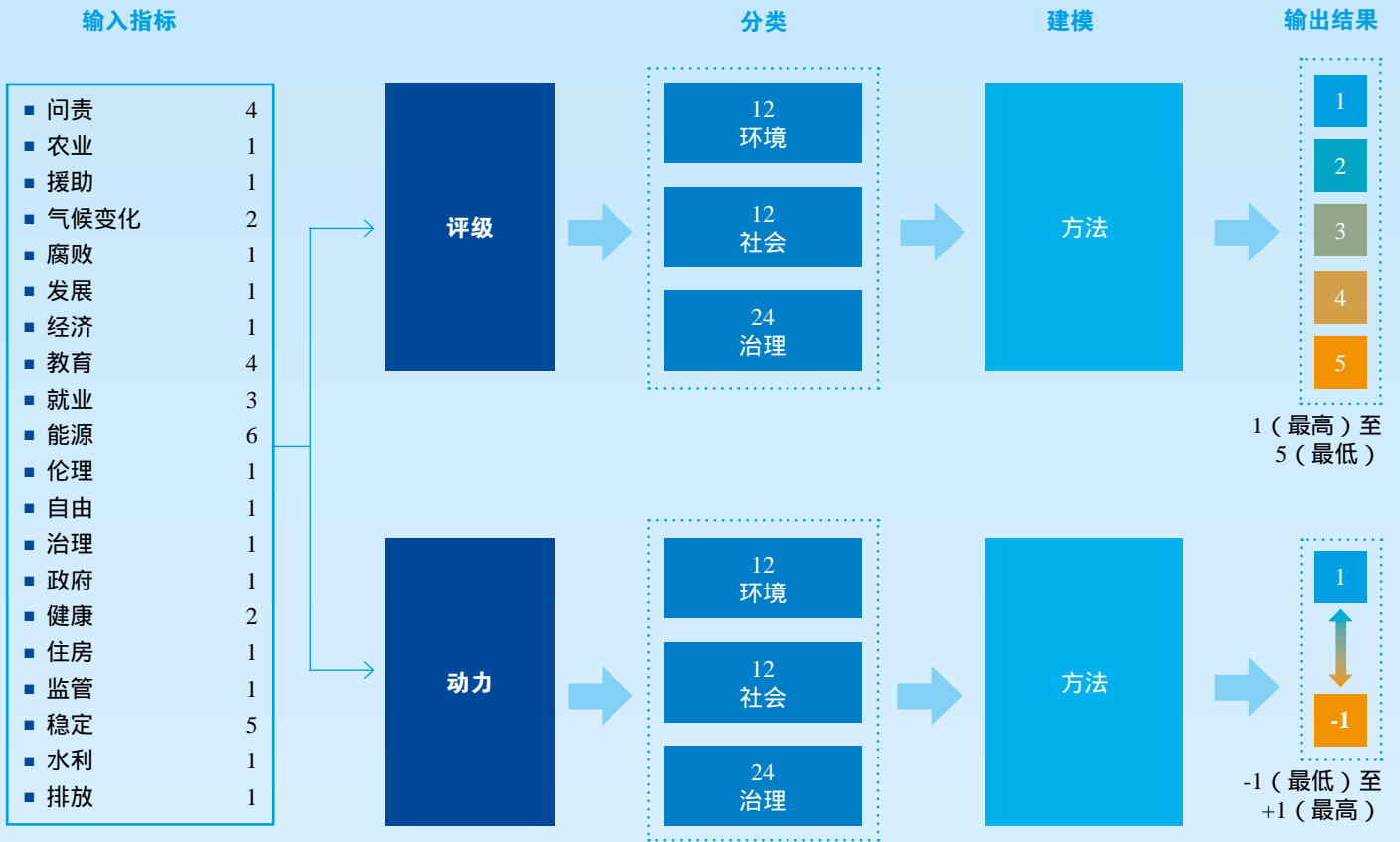
- 模型评出的整体ESG等级基于最新可用数据，大致反映国家ESG因素现状。
- 同时，模型评出的ESG动力分数，则显示国家六年间ESG因素的改善或退化状况，可用于识别可能发展为实质性风险的长期趋势。

并非所有数据集都包含所有国家的指标。模型共对186个国家进行评分，但其中31个国家（发行债券极少）因基础数据集的数据不足，未输出最终结果。

最后，我们根据各项ESG得分得出ESG总分，其中环境和社会得分各占30%，治理得分占40%。这反映了治理问题对国家资信产生的短期影响往往较大，且模型使用的治理指标数量较多（见图55）。

36. Insight资产管理规模指Insight品牌旗下全部资产管理规模，Insight品牌由Insight Investment Management Limited (IIML)运营。Insight旗下公司包括Insight Investment Management (Global) Limited (IIMG)、Insight Investment International Limited (IIL)和Insight North America LLC (INA)，每家公司都提供资产管理服务。Insight资产管理规模列为Insight为客户管理的现金证券和其他经济风险的价值。

图55: Insight国家可持续性风险模型概述。资料来源: Insight Investment



投资结果

模型输出结果是深入分析的基础。初步结论包括：

- 人均GDP较高的国家通常ESG等级较高。这一般受治理和社会因素驱动，而非环境得分。
- ESG状况退化的国家多于ESG状况改善的国家。大部分发达市场的ESG动力得分为负。
- 总体而言，ESG动力与主权信用风险的标准行业指标弱相关，但存在异常值。

以下为分析得出的重点数据（见图56-60）：

图56：整体ESG等级前10名

| 国家 | 等级 |
|------|----|
| 新西兰 | 1 |
| 冰岛 | 1 |
| 瑞典 | 1 |
| 芬兰 | 1 |
| 西班牙 | 1 |
| 丹麦 | 1 |
| 挪威 | 1 |
| 葡萄牙 | 1 |
| 爱尔兰 | 1 |
| 拉脱维亚 | 1 |

图57：整体ESG等级后10名

| 国家 | 等级 |
|-----------|----|
| 阿富汗 | 5 |
| 南苏丹 | 5 |
| 阿拉伯叙利亚共和国 | 5 |
| 也门共和国 | 5 |
| 伊拉克 | 5 |
| 赤道几内亚 | 5 |
| 尼日尔 | 5 |
| 刚果共和国 | 5 |
| 苏丹 | 5 |
| 喀麦隆 | 5 |

图58：ESG动力分数前10名

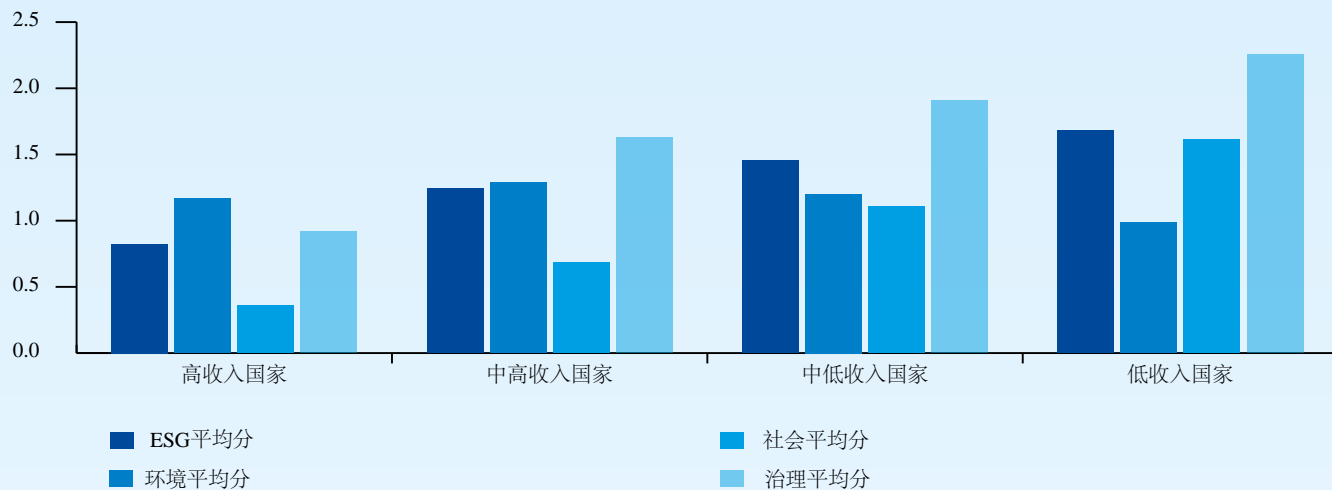
| 国家 | 等级 |
|---------|------|
| 科特迪瓦 | 0.45 |
| 索马里 | 0.43 |
| 巴基斯坦 | 0.40 |
| 拉脱维亚 | 0.34 |
| 文莱达鲁萨兰国 | 0.29 |
| 多哥 | 0.28 |
| 白俄罗斯 | 0.26 |
| 美国 | 0.25 |
| 爱沙尼亚 | 0.25 |
| 尼加拉瓜 | 0.24 |

图59：ESG动力分数后10名

| 国家 | 等级 |
|-----------|-------|
| 厄立特里亚 | -0.52 |
| 利比亚 | -0.52 |
| 密克罗尼西亚联邦 | -0.50 |
| 马尔代夫 | -0.43 |
| 加蓬 | -0.42 |
| 南苏丹 | -0.42 |
| 圣卢西亚 | -0.40 |
| 阿拉伯叙利亚共和国 | -0.37 |
| 巴巴多斯 | -0.37 |
| 格林纳达 | -0.35 |

注：整体ESG等级范围为1（最高）到5（最低）；ESG动力分数范围为-1（退化）到+1（改善）。资料来源：Insight Investment。

图60：国家（按收入和GDP分类）ESG分数。资料来源：Insight Investment、Bloomberg



注：数据截止于2018年9月30日

主要经验

我们将模型分数整合到研究工作中，辅助投资决策流程。我们将其用于：

- **扩大现有风险模型的范围：**在决定投资主权债券以及其他相关债券（如实际受主权国家控制的国有企业发行的债券）之前，识别相关国家的经济状况变化和风险状况非常关键。ESG指标可以提供另一个视角。我们的国家可持续发展风险模型输出两项结果，补充固定收益类模型，为相关投资领域提供更多深度信息。
- **使用ESG指南管理客户特定投资组合：**我们为客户提供的管理策略规定，持有的投资组合的整体ESG等级必须高于相关基准。借助模型，我们可以根据ESG绩效排除或纳入发行人。
- **支持向客户报告ESG特定因素：**模型的评级结果显示，从ESG的角度来看，主权债券投资组合的绝对绩效和相对于基准的绩效。
- **指出需要展开对话的问题：**与主权发行人对话具有挑战性和政治敏感性，但可以寻找机会与相关机构官员展开讨论。使用模型提供的工具，我们可以识别需要与主权发行人共同解决的问题，并判断问题的轻重缓急。这一用途特别适用于新兴市场。

免责声明

除非另有说明，否则本文信息来源、观点和看法均来自Insight Investment。文中观点可能随时间发生改变。

请访问：[Insight Investment](#)

附件5 论坛主办方和参与方

| 日期 | 地点 | 主办方 | 与会人数 | 与会信用评级机构 |
|-------------|-----------|-------------------------------|------|--|
| 2017年9月25日 | 柏林（德国） | PRI IN PERSON大会 | 小组会议 | 穆迪投资者服务公司 |
| 2017年10月27日 | 海牙（荷兰） | Aegon AM | 23 | 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 |
| 2017年11月2日 | 多伦多（加拿大） | University of Toronto AM | 28 | DBRS* 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 |
| 2017年11月3日 | 蒙特利尔（加拿大） | PSP投资集团 | 26 | DBRS* 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 |
| 2017年11月10日 | 纽约（美国） | 纽伯格伯曼 | 28 | 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 |
| 2017年11月22日 | 伦敦（英国） | Insight Investment、 纽约梅隆银行 | 36 | Beyond Ratings** 惠誉评级 穆迪投资者服务公司 Scope Ratings 标普全球评级 |
| 2017年12月5日 | 斯德哥尔摩（瑞典） | Öhman | 18 | 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 |
| 2018年1月25日 | 巴黎（法国） | 安盛集团 | 48 | Beyond Ratings** 穆迪投资者服务公司 Scope Ratings 标普全球评级 |
| 2018年1月26日 | 法兰克福（德国） | 德国证券交易所 | 20 | 大公欧洲资信评估有限公司 穆迪投资者服务公司 Rating Agentur Expert RA Scope Ratings 标普全球评级 |
| 2018年1月29日 | 旧金山（美国） | 富国银行 | 小组会议 | 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 |
| 2018年2月26日 | 悉尼 | 金融服务理事会 | 29 | 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 |
| 2018年7月3日 | 东京（日本） | 日兴资产管理 | 95 | 穆迪投资者服务公司（日本） 标普全球评级 日本信用评级机构有限公司 Rating and Investment Information, Inc. |
| 2018年7月5日 | 新加坡 | 瀚亚投资 | 22 | 穆迪投资者服务公司 RAM Rating Services Berhad 标普全球评级 |
| 2018年7月10日 | 香港 | 香港投资基金公会 （HKIFA） | 21 | 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 大公国际资信评估有限公司（香港） |
| 2018年9月6日 | 开普敦（南非） | 天达 | 27 | 穆迪投资者服务公司 标普全球评级 |
| 2018年9月13日 | 旧金山（美国） | PRI IN PERSON大会 | 小组会议 | 标普全球评级 |

*DBRS不是《信用评级中的ESG》声明签署方，但应PRI邀请参加活动。

**Beyond Ratings尚未注册为信用评级机构，但它是《信用评级中的ESG》声明的签署方。

签署《信用评级中的ESG》声明的机构投资者

资产管理人

- 安本标准投资管理
- ACTIAM
- Addenda Capital Inc.,
- Aegon AM
- Alberta IM Corporation
- 联博
安联投资
- AlphaFixe Capital Inc.,
- 安保资本
- Ardea IM
- 澳大利亚道德投资有限公司
- 英杰华投资
- 安盛投资管理公司
- 嘉盛银行有限公司
- 霸菱集团
- BlueBay AM LLP
- BMO Global AM
- 法国巴黎资产管理
- Brandywine Global IM, LLC
- Breckinridge Capital Advisors
- British Columbia IM Corporation
- Brown Advisory Inc., orporate
- Caja Ingenieros Gestión SGIIC, SA
- Calvert Research and Management
- Candriam Investors Group
- Christian Brothers Investment Services Inc.,
- CIBC AM Inc.,
- Colchester Global Investors Ltd.
- Colonial First State Global AM
- Commonfund
- Connor, Clark & Lunn IM Ltd.,
- DDJ Capital Management, LLC
- Delta Alternative Management
- Domini Impact Investments, LLC
- EGAMO
- Element Investment Managers
- Erste AM GmbH
- ESG Portfolio Management
- Federal Finance
- 富达国际
- Fiera Capital Corporation
- 富兰克林邓普顿投资
- Futuregrowth AM
- Galliard Capital Management Inc.,
- Generation IM LLP
- Global Evolution
- Goldman Sachs AM
- Gramercy Funds Management
- Hermes IM
- 汇丰环球投资管理
- IFM Investors
- Inc,ome Research & Management
- Insight Investment
- 天达资产管理
- IVM Caring Capital
- 骏利亨德森投资
- Jarislowsky, Fraser Ltd.
- Kempen Capital Management N.V.
- La Française Group
- Legal & General IM
- Leith Wheeler Investment Counsel Ltd.
- LocalTapiola
- 瑞士隆奥资产管理
- Longfellow IM Co., LLC
- M&G Investments
- Maple-Brown Abbott Ltd.
- Mariner Investment Group, LLC.
- MFS IM
- Mirova
- MN Investments
- Mondrian Investment Partners Ltd.
- Moneda AM
- Montrusco Bolton Investments Inc.
- Neuberger Berman Group, LLC
- Nikko AM Co., Ltd.
- NN Investment Partners
- Nomura AM Co., Ltd.,
- OFI AM
- Öhman
- OP Wealth Management
- Ostrum AM
- 合众集团
- PGGM Vermogensbeheer B.V.
- PIMCO
- 柏瑞投资有限责任公司
- Principal Global Investors LLC
- Prudential Portfolio Managers Ltd. (South Africa)
- Public Investment Corporation
- QIC Ltd.
- RBC环球资产管理公司
- RobecoSAM AG
- 皇家伦敦资产管理公司
- Sanlam IM
- Sarasin & Partners LLP
- Saturna Capital
- Schroders
- SEB Investment Management AB
- SKY Harbor Capital Management, LLC
- Sparinvest S.A.
- Stone Harbor Investment Partners LP
- Svenska Handelsbanken AB
- T&D AM Co., Ltd.,
- Tareno AG
- T&D AM
- Tokio Marine AM Co., Ltd.
- Triodos IM B.V.
- UBS AM
- Union AM Holding AG
- 瑞士联合私人银行
- Vancity IM
- Wellington Management Company LLP

资产所有者

- 安联集团
- ASR Nederland N.V.
- AustralianSuper
- 安盛集团
- Bâtirente
- 不列颠哥伦比亚养老金计划
- 英国电信养老金计划
- Caisse de dépôt et placement du Québec
- CalPERS
- CCOO, FP
- CDC
- Challenger Ltd.
- 瑞典教会

- ERAFP
- First State
Superannuation
Scheme
- FRR
- Geroa Pentsioak EPSV
- HESTA Super Fund
- KfW Bankengruppe
- KLP
- Länsförsäkringar AB
- 北爱尔兰地方政府退休金计划
- 挪威政府养老基金
- 安大略省教师退休金计划
- Pegaso - Fondo
pensione
complementare
- Pension Protection
Fund
- 公共部门养老金投资委员会
- QBE保险集团
- Régime de Retraite de
l'Université de Montréal
- TPT Retirement
Solutions
- Treehouse Investments,
LLC
- University of Toronto
AM Corporation
- 维多利亚州基金管理公司
- Wespah IM
- 苏黎世保险集团

注：资产管理（AM）；投资管理（IM）

编制人员：

作者：Carmen Nuzzo, PRI

编辑：Eliane Chavagnon, PRI

设计：Ana Plasencia and Alessandro Boaretto, PRI

负责任投资原则 (PRI)

PRI与全球签署方共同合作，贯彻执行负责任投资六项原则。PRI的宗旨是认识环境、社会和治理 (ESG) 问题对投资的影响，并支持签署方将ESG问题纳入投资和所有权决策。PRI为签署方以及签署方经营所在的金融市场和经济体谋求长远利益，最终惠及整个环境和社会。

负责任投资六项原则立意高远，提出一整套可行方案，将ESG问题纳入投资实践，供投资者自愿遵守。六项原则由投资者制定、为投资者所用。签署方实施六项原则，有助于建立更加可持续的全球金融体系。

如需了解更多信息，请访问：www.unpri.org



PRI是与联合国环境署金融倡议和联合国全球契约协作的投资者倡议。

联合国环境署金融倡议 (UNEP FI)

UNEP FI是联合国环境署 (UNEP) 和全球金融部门之间的一项特殊的合作计划。UNEP FI与200多家金融机构密切合作，这些机构都是UNEP FI可持续发展声明的签署机构，此外，UNEP FI还与一系列的伙伴展开合作，致力于发展和促进可持续发展与财务业绩之间的联系。通过对等网络、研究和培训，UNEP FI在各级金融机构的运营过程中识别、促进和实施最好的环境和可持续发展实践。

如需了解更多信息，请访问：www.unepfi.org



联合国全球契约

联合国全球契约号召世界各地的企业在运营和战略中履行人权、劳工标准、环境和反腐败领域的十项公认原则，并采取行动支持联合国可持续发展目标的实现和问题的解决。联合国全球契约旨在为负责任的企业实践的开发、实施和披露提供领导力平台。联合国全球契约于2000年启动，是全球最大规模的企业可持续发展倡议。迄今为止，来自160多个国家的8800多家企业和4000家非企业机构已加入该契约，此外还包括80多个全球契约地方网络。

如需了解更多信息，请访问：www.unglobalcompact.org

