

市场进入熊市时，对ESG投资策略意味着什么？

3月11日，道琼斯工业指数收于23553.22点，单日跌幅5.86%，与2月12日的历史高点相比，跌幅超过了20%。至此，道指确认跌入技术性熊市区域，结束了此前持续11年的牛市行情。

从触及高点到跌入熊市，今年的道指只用了19个交易日，是历史中第二短。此外，历史数据还告诉我们，道指熊市的平均持续时间，是206个交易日。

新冠肺炎疫情的全球影响还在持续发酵，资本市场仍未完全消化其负面影响，甚至避险情绪都没有达到最高峰——疫情等不确定性因素带来的动荡，对市场的伤害可能还要超过悲观的预期。国际资本市场未来相当一段时间的熊市轮廓，在若隐若现中逐渐清晰。

此前，在《油价暴跌 对ESG投资意味着什么？》一文中，我们提出了由于ESG投资策略会避开石油企业，因此市场表现可能在油价下跌中脱颖而出的观点。而本文中，会聚焦另一种有所联系但又完全不同的情景——熊市中ESG投资的市场表现与风险系数。

ESG责任投资 为什么会在牛市中赚钱？

ESG投资，是由环境友好与可持续发展、社会责任表现优质，以及企业治理绩效突出等观念引导下，制定相应策

略完成的投资。因此，

ESG投资蕴含着一个基本的理念特征——投资者愿意为了贯彻其自身理念，为ESG高评价资产支付更高的溢价，并且这种意愿在投资中的优先级，是要高于对预期回报的衡量。

乍一听，这是在说ESG投资更多是在为“情怀”买单，可能会亏本或者至少会少赚。但前一阶段ESG投资规模的扩张与市场表现的提高，却表现出了相反的市场实际。这也是ESG投资值得研究之处：向善向好带来正向循环。尽管这些投资者愿意为ESG评价高的资产放弃潜在回报，

付出更高溢价，

但随着ESG概念在资本市场中的持续走热，越来越多的投资组合中加入了高ESG评分的企业，越来越多的资金流入这些投资。

这样一来，尽管倾向ESG的投资者仍是付出了相对预期回报更高的溢价，从长期投资的角度出发受到了损失，但短期的资本收益却弥补了这些损失，甚至获得了更高的超额收益。

然而，这样的市场投资模型，是完全建立在一个长牛的资成市场之上的。现在，以美股为信号，国际资本市场的熊市如果到来，一切是不是就会不一样了？

ESG投资等于奢侈品？

前文也提到了，ESG投资愿意为“追求更好价值”付出更高的溢价，不谈由市场追捧带来估值走高与短期收益，这本身其实就是一种“奢侈”的行为，很容易让人联想到奢侈品这一在经济周期、金融周期中拥有教科书般表现模式的消费品。而实际上，也确实有人研究过ESG投资与奢侈品消费在不同市场周期中表现模式的联系性

。

杜克大学的Ravi

Bansal等学者，2019年9月发表了一篇名为《ESG投资是一件奢侈品吗？》（“Is Socially Responsible Investing a Luxury Good？”）的研究文章，调查了以企业社会责任评价为基础的投资行为，其超额收益在不同市场时期的变化，以及这种变

化和

奢侈品消

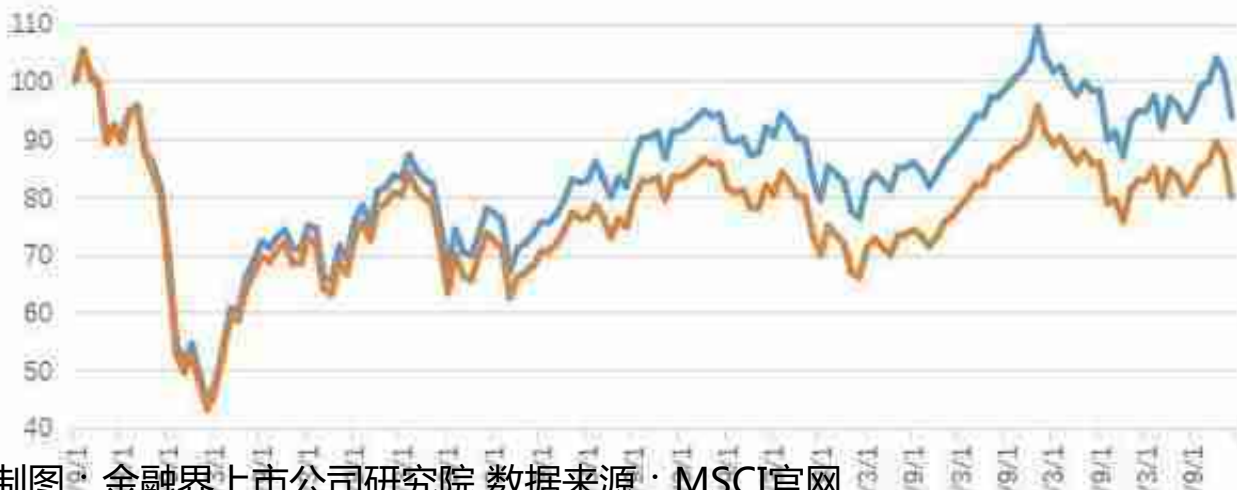
费变化、奢侈品企

业收入变化之间的联系。他们最终得

出结论，

企业社会责任评价对其股票市场表现的影响，在经济繁荣期更加明显。在经济繁荣时期，高社会责任评价企业的股票市场表现明显好于低社会责任评价企业，但经济衰退时期，若没有业绩因素影响，高社会责任评价企业股票的市场表现反而会弱于低社会责任评价企业。

MSCI美国国家指数与美国ESG领导者指数月度收盘数据历史变化对比
(以100为起始基础)



制图：金融界上市公司研究院 数据来源：MSCI官网

其实，使用ESG指数的走势，与大盘的历史走势进行对比，能够更宏观、更清晰的看出其资本市场表现趋势。但就如同ESG概念体系的进步还是比较新的进程，广泛具有公信力的ESG指数也出现的较晚。上图选择了出现较早的MSCI ESG领导者指数，与美国资本市场大盘指数进行对比。纵观2007年开始的金融危机熊市，到2009年开始的11年长牛，期间高评价ESG企业在资本市场的表现，尽管不能确定是否在熊市更差，但至少是与一般企业并无二致。而在11年长牛中，这些企业确实表现出了明显高于大盘的估值增长幅度。

综上所述，事实上本文所介绍并分析的，不同市场周期下ESG投资不同表现等相关观点，与笔者本周另外两篇关于ESG投资的分析文章《“基金界奥斯卡”理柏奖青睐ESG 国内外责任投资差距明显》、《油价暴跌对ESG投资意味着什么？》中，提出的市场出现了理念的重大变革与ESG投资机遇，以及油价低迷之下ESG投资市场表现突出等观点并不矛盾。ESG整体，是一个跨学科、多维度、长周期且动态变化的复杂概念体系，在不同的时间点以不同的层次视角观察必然会有不同的结论，才是符合实际的分析思路。

长期来看，ESG投资，或者说ESG在企业价值增长中的占比必然会持续扩大。但回到本文的分析，在当前熊市来临之时，多关注ESG投资的风险修正，却肯定是一项理智的决定。

本文源自金融界上市公司研究院