



透過靈活信貸分析增強 ESG 風險評估

Goh Rong Ren, 固定收益投資經理, 瀚亞投資, 新加坡

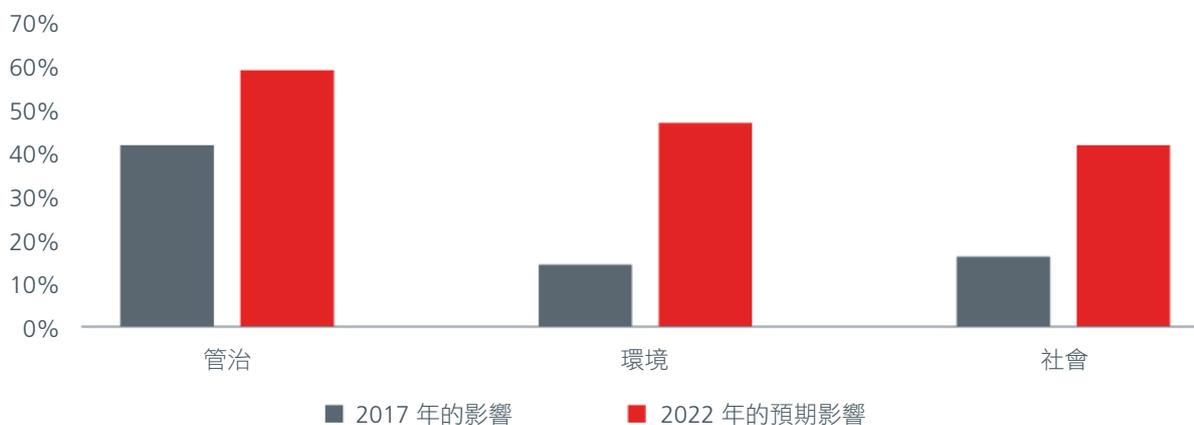
投資者日益意識到環境、社會及管治 (ESG) 風險分析有助保障投資的長期價值。當投資經理評估 ESG 風險時, 經常面對 ESG 披露不足、定義分歧、以及解讀紛紜甚至過於主觀等問題, 反映分析過程並無捷徑。此外, 我們不能單靠外部 ESG 評估; 具有強大信貸研究能力的主動型固定收益經理, 應能更深入地了解發行商的 ESG 風險, 從而為投資者帶來增值。

投資者開始意識到, 聚焦於環境、社會及管治 (ESG) 因素有助降低長期風險。監管法例的變動, 例如收緊排放標準和加重違反環保標準的罰則, 使 ESG 風險對發行商變得日益重要。

根據特許財務分析師協會的調查, 投資者預期日後環境及社會因素將會對信貸息差和政府債券孳息帶來較大影響 (見圖1)。

有研究指出, ESG 評級較高一般會令信貸息差收窄, 而 ESG 往績良好的發行商通常在資金流向優質信貸期間受惠。美銀美林的研究顯示, 在 2009 年 12 月至 2018 年期間被調低評級的亞太區公司¹當中, 有 73% 的 ESG 評分低於中位數。然而, ESG 評分較高一般與評級上調並無關連。這意味著分析 ESG 因素有助降低信貸風險。

圖 1: 當被問及「ESG 因素對企業債券及主權債券孳息有多大影響?」時, 回答「常有影響」或「總有影響」的受訪者百分比



資料來源: 亞太區綜合 ESG; 市場、實務措施及數據, 特許財務分析師協會, 2019 年。

圖 2: 年度化回報及波幅 (自2012年12月以來)

| | 自2012年12月以來 | |
|------------------|-------------|-------|
| | 年度化回報 | 年度化波幅 |
| 摩根大通亞洲信貸指數 | 4.24% | 4.20% |
| 摩根大通亞洲信貸ESG指數 | 4.20% | 4.17% |
| 摩根大通亞洲信貸高收益指數 | 4.64% | 6.71% |
| 摩根大通亞洲信貸ESG高收益指數 | 4.25% | 6.27% |

資料來源：瀚亞投資，截至2020年5月底。

從圖2可見，著重ESG的投資策略能降低長期風險。摩根大通亞洲信貸ESG指數（尤其是摩根大通亞洲信貸ESG高收益指數）的波幅低於範圍較廣的債券指數，但回報相若。MSCI亦發現，ESG評級高或獲上調的公司普遍波幅較低²。

ESG 風險評估 — 殊不簡單的程序

ESG風險可能並不明顯，而且能醞釀一段長時間。MSCI的研究顯示，由於管治因素與短期事件及事件風險最直接相關，因此在短期內（一年）對盈利能力、特殊風險及系統性風險的影響較大。另一方面，環境及社會因素在長期較為重要。ESG因素不但受到年期長短所影響，行業的差別亦需予以考慮。舉例說，管治因素可能對金融業較為重要，而環境因素則對物料及能源業較為關鍵³。

因此，我們需要審慎地分析，發掘正經歷結構性轉變的公司，並評估其是否有能力和作好準備以適應有關轉變。對我們這些主動型經理而言，透過了解發行商的業務模式長遠是否可行，或有助迴避下行風險，長遠保障投資組合持倉的價值。

ESG風險評估不但涉及分析一系列數據，通常更需要評估大量「軟性」甚至主觀因素。ESG因素廣泛而多元化，幾乎不可能透過單一數據或評級反映其優劣。舉例說，一座核電廠或水力發電壩對環境的影響

應如何評估？這些灰色地帶促使我們研發創新程序，以評估相關風險，並貫徹地應用於投資框架。

即使是ESG評級供應商，亦對同一家公司給予不同的ESG評級，反映評估ESG風險殊不容易。從圖3可見，雖然ESG表現出色或差劣的公司顯而易見，但介乎兩者之間的公司的評級通常較為主觀。

並無捷徑

如前文所述，我們認為ESG評估並無捷徑。亞洲的情況尤甚，區內的ESG標準不一，而且ESG披露不足（見圖4）。事實上，中國於最近才把潔淨煤項目從綠色債券的融資對象清單中剔除，以使部份ESG指標符合全球標準。不同司法管轄區的披露制度並不一致，亦使跨國之間的比較變得困難。雖然多個地區的政府和機構致力推動企業增加ESG相關披露，但根據彭博通訊社的ESG披露評分指數（就企業披露資訊的實用性進行評級），17個國家或地區⁴的公司中位數評分低於50%。

我們深信，主動型固定收益經理透過對企業進行深入研究，了解各項ESG問題，可為投資帶來顯著增值。

瀚亞投資並不單靠外部評級和評估，更會善用旗下龐大信貸研究團隊的實力。團隊成員經驗豐富，對

資料來源：²BMSCI. "Foundations of ESG Investing. How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance." Guido Giese、Linda-Eling Lee、Dimitris Melas、Zoltán Nagy 及 Laura Nishikawa, 2019年7月。³MSCI. "Deconstructing ESG Ratings Performance. Risk and Return for E, S and G by Time Horizon, Sector and Weighting." Guido Giese、Zoltan Nagy 及 Linda-Eling Lee. 2020年6月。⁴彭博通訊社。IIF。涵蓋於印尼、泰國、土耳其、韓國、巴西、美國、加拿大、南非、歐洲、香港、墨西哥、新加坡、印度、馬來西亞、澳洲、中國和日本主要股票交易所上市的公司。

發行商有深入了解，能為決策提供更多支持理據。雖然償債能力是一項關鍵的先決條件，但我們對所有證券和發行商制定一系列額外的ESG風險評估標準。長久以來，企業管治一直是評估發行商風險的重要因素，我們已正式把這因素納入專有的ESG評估框架。

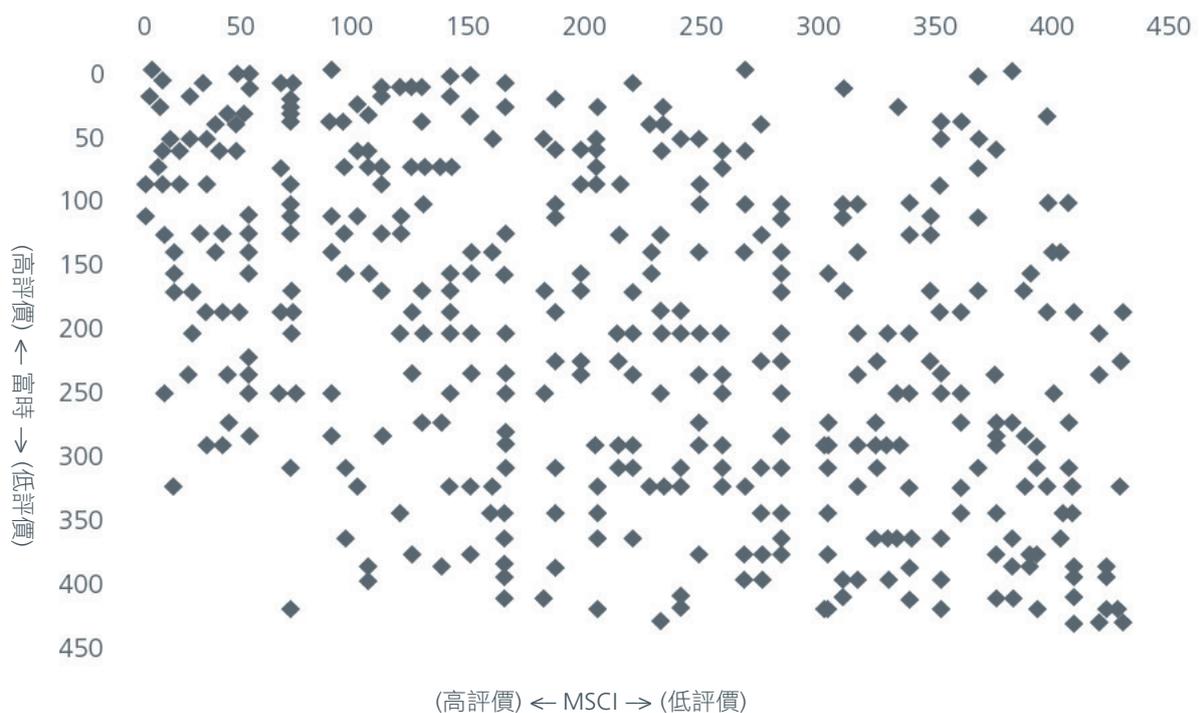
我們亦不會自動剔除具爭議性行業的發行商。事實上，我們多會評估這些公司所採取的措施是否相關，以及過程中會否會為該行業帶來正面效益。舉例說，個別煤電營運商正逐步轉用可再生能源。我們注意到這些正面舉措，因此投資組合可能繼續持有這些發行商。瀚亞投資深信，與所投資之公司積極互動協作，能大大提升ESG實務措施及管理。

不斷蛻變

在ESG披露的質素提高及業界就ESG的定義達成更大共識 (亦即共同的分類方式) 之前，要實現全面的ESG風險評估仍然困難。在眾多國際、地區和國家措施的推動下，企業已經在上述層面有所提升，而具有強大信貸研究能力的主動型固定收益經理能更深入地了解ESG風險，從而為投資者帶來增值。

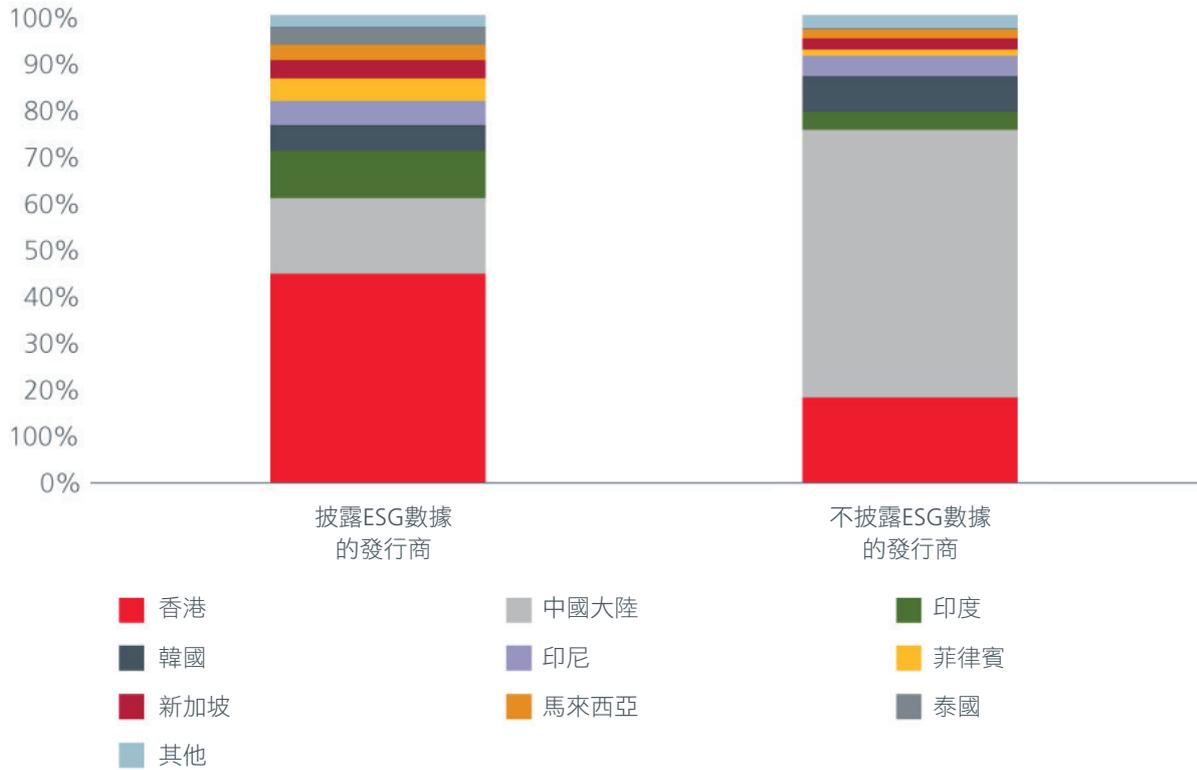
隨著市場演變，瀚亞投資持續運用嶄新知識優化ESG框架，並致力把ESG框架融入旗下所有固定收益投資策略，為投資者締造可持續的長期表現。

圖3：兩家評級供應商的ESG評分比較



資料來源：亞洲投資銀行、中信里昂證券及亞洲公司治理協會。

圖4：ESG披露分佈 (按交易所劃分)



資料來源：彭博通訊社、公司數據、滙豐，2019年11月；*彭博通訊社並無提供ESG數據；**非上市公司的市場來源地

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文件由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞投資香港」)編制，僅供數據參考。未經事先書面同意，不得翻印、刊發、傳閱、复制或分派本文件全部或部份予其它任何人士。本文件並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。投資者未獨立核實本文件內容前，不應採取行動。本文件所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文件所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文件資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表任何瀚亞投資香港或瀚亞投資基金將來或有可能達致的表現。投資的價值及其收益，可跌亦可升。投資涉及風險，投資者或無法取回最初投資之金額。瀚亞投資香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞投資香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 沒有任何關係。本文件由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



英國保誠集團成員 