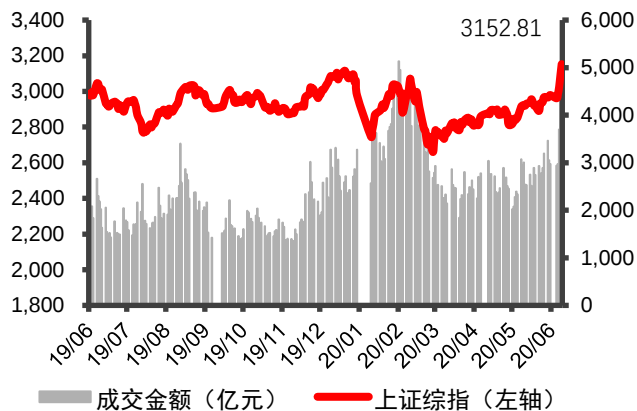


2020年7月6日

2020年第26期（总第802期）

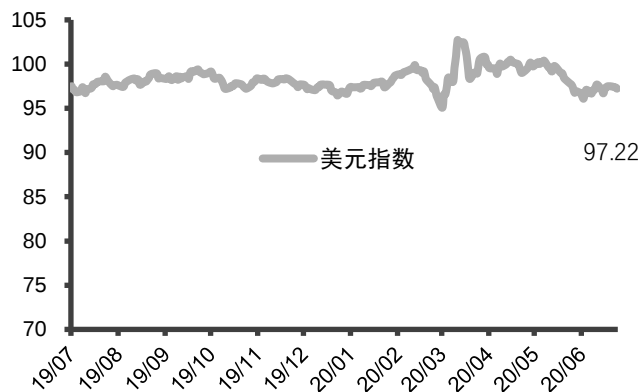
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.7.3

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.7.3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.7.3

基金经理论市： A 股指数表现强势，市场氛围较好

上周，A 股指数强势上涨，上证指数涨 5.81%，创 16 个月最大单周涨幅；深证成指涨 5.25%，创业板指涨 3.36%，均连涨 6 周。行业表现方面，排名前三位的行业分别是休闲服务（27.19%）、非银金融（13.51%）、房地产（9.67%），排名后三位的分别是钢铁（1.51%）、医药生物（2.13%）、纺织服装（2.44%）。风格方面，金融、周期板块表现居前。

海外方面，美国股市上周收盘亦创新高。道琼斯工业股票平均价格指数和标准普尔 500 指数二季度表现分别创下 1987 年和 1998 年以来最佳。以科技股为主的纳斯达克综合指数盘中创下纪录高位，标准普尔 500 指数触及 6 月 10 日以来的最高水平。

从资金情况看，市场情绪较好。根据 Wind 数据，上周北上资金大幅净流入 288.6 亿元，较前一周大增 240.7 亿元，融资余额大幅上涨 394.4 亿元，增量资金推动 A 股当周日均成交额大幅增加至 9024.8 亿元，且在最后两个交易日连续突破万亿元成交额。

宏观方面，中国 6 月制造业 PMI 指数为 50.9%，比上月小幅回升 0.3 个百分点、连续 4 个月保持在扩张区间。美国 6 月非农就业回升 480 万人，显示“解封”后美国经济修复较快、且快于市场预期。总体，我们认为 A 股市场总体趋势仍然向好，有望延续强势。我们将围绕中报窗口期，关注业绩向好或者高景气度的行业，结构方向上关注优质消费、科技龙头，以及地产竣工产业链、可选消费复苏等板块。

专栏：投资界为什么都爱“椰子鸡（ESG）”——浅谈 ESG 投资的本质

ESG 投资是指在投资决策过程中除了考虑财务回报以外，充分投资于环境（Environment）、社会（Society）与治理（Governance）因素的一种投资理念，侧重企业的未来发展潜力，以相对定性的因素把握未来企业前景。由于发音相似，也被戏称为投资界的“椰子鸡”。由于其在降低投资风险和提升长期收益方面的突出效果，ESG 投资目前已成为全球主流的投资策略之一。本文将从企业发展的核心要素出发，浅谈 ESG 投资的本质及优势。

一、企业利润的源动力——人、组织和商业模式

在股票的选择和研究过程中，无论是专业分析师还是个人投资者都会花费很多时间去研究公司的财务报表，习惯使用诸如利润率、销售额、现金流等财务指标来衡量公司的价值。然而，在进行投资决策时，尽管财务指标可以作为必要的量尺，但我们仍需要对其背后的支撑逻辑进行更深入的分析，对未来的确定性和可持续性进行思考。

成功的投资需要完整的体系支撑，多维度的认知可以帮助我们提升胜率。那么什么是驱动企业未来利润的源动力呢？我们认为的是人、组织和商业模式。这三个维度，可以作为我们衡量企业价值的标准。

首先是“人”。毋庸置疑，企业的原点是人，任何公司的成功都是公司的核心人物创造的。具体来讲，企业的创始人、销售团队、研发团队、管理层都与企业的表现息息相关。我们需要衡量一家企业内部的人员是否具有出色的能力，既包括可以量化的能力，比如研发能力、销售能力，又包括同样重要的软实力，诸如领导能力、发现商机的能力、协调能力等等。公司的产品和技术能否在大环境中进化，很大程度上取决于公司的人才质量。

然后是组织。好的组织文化有五大功能：（1）激励功能；（2）凝聚功能；（3）导向功能；（4）规范功能；（5）协调功能。一个企业的组织制度是否合理、是否有好的企业文化直接影响到企业的经营效率、凝聚力，与企业的发展息息相关。

最后是商业模式。商业模式决定了企业的“造血”能力。不同行业的商业模式决定了其赚钱的难易程度，也决定了盈利的可持续性。考虑的因素包括企业定位、目标市场、销售方式、收入模式、竞争格局等。不同行业的特质决定了在长期发展中所暴露的风险敞口，例如高污染行业在环保趋严的大背景下，生产成本正在增加，环保违规吊销执照的风险更大。

因此，财务指标只是企业经营的结果，而其潜在的决定因素众多。在进行投资决策时，还需要考虑人、组织、商业模式这些非财务指标，参透企业发展的根本动力。ESG 投资的本质也是从这些角度出发，选出真正高质量、可持续发展的“百年老店”，而非那些依赖资源消耗的短期参与者。

二、ESG 三方面非财务因素分析

ESG 的环境指标（E）可以大致分为以下几类：正面环境指标——例如企业的环境管理、环境政策获得的第三方认证、绿色技术的专利数量、新能源使用量等；负面环境指标：包括企业的污染物排放量、收到环境处罚的次数等。根据 A 股市场的经验，负面环境指标对个股的影响最大。负面环境事件冲击会直接影响企业在资本市场的形象，而环保监管可能导致的阶段性停产将给企业的产能释放带来较大不确定性。这些都会影响企业的短期的业绩和长期的成长性。

社会责任（S）方面，强调企业与其利益相关方的和谐共生。最直观的是人力资源指标，通过公司的人才管理政策反应公司的工作效率；产品管理与客户责任则是一脉相承，反映公司的“产品力”；社区发展则服务于公司“品牌力”建设，从而长期保持让终端消费者支付溢价的能力。

公司治理（G）方面，我们需要衡量的方面有以下几点：①公司的研发效率：管理层是否有能力协调领导各有所长的研究人员，并激励团队中的每一位专家发挥最大的生产力。②公司的高管关系：高管之间存在矛盾的企业，日常的内耗难免会让业务主线不清晰，发展方向不确定，进而影响企业长期的发展。③管理层对创新的态度：公司在某个阶段面临发展瓶颈时，管理层或相应的员工激励机制是否能够驱动企业不断创新，而不是停滞甚至退步。

三、 利用 ESG 理念进行可持续投资，追求可持续收益

ESG 投资首先做的是负面筛选，从产业政策、负面事件、违法违规、行业性质等方面进行评估。考察企业是否顾及各方利益，包括在环境、员工安全、供应商、客户及股东之间的利益平衡，剔除不符合要求的企业。再从企业的信息披露程度、公司架构、技术创新、社会公信力、公益贡献等方面进行打分，考量企业的发展空间、成长潜力以及管理层的经营能力，通过层层筛选以及跟踪，找到那些可以为投资人获得可持续收益的企业。

审慎选择容易在 ESG 方面出现问题的行业，例如石油、化工行业，因为一旦环境监管造成了停工停产，投资人会蒙受不必要的损失。相对于只专注于财务指标的传统策略，ESG 策略有十分严格的行业筛选标准。具体来讲，ESG 基金通常会规避或减少高污染、高耗能行业的投资。不只是因为这些行业对气候造成的负面影响，还因为这些行业通常会随着经济变化和市场环境而起落。ESG 策略选择的行业抗压能力更强、更不易“爆雷”，相对于周期性行业能够在经济低迷或面对突发事件时表现出较好的韧性。

以已经退市的长生生物为例，如果仅从财务表现看，这是一家“优秀”的公司。在 2018 年 7 月，长春长生“毒疫苗”事件成为当时的头条新闻。截至 7 月 31 日长生生物连续 14 日跌停，并因水污染物超标遭责令整改。2019 年 11 月，长生生物被深交所予以摘牌。从 ESG 的角度衡量长生生物，我们可以发现：①公司销售费用（推广服务费）占比过高。从企业的工商数据可以看到涉及长生生物的法律文书中，“贪污贿赂”类案件最多，为 20 例。长生生物通过行贿地方医院、疾病防疫部门，给予回扣方式推销其产品。②产业链相关环节复杂：产品质量在生产，物流，销售各个环节管理难度高。总结来说 S 和 G 的问题比较突出。而从 E 的角度看，“毒疫苗”事件事发前八年内，八家疫苗类上市公司出现超过 40 起环保违规事件，也反映出疫苗行业的日常生产面临潜在的环保压力，使其在监管方面容易“中招”，那么在挑选行业的时候这一类企业也应该审慎选择。长生生物事件后，证监会退市规则中明确“出现生态安全重大违法的上市公司将强制退市”，市场对上市公司环境类 ESG 风险的重视程度日益增加，投资者也应提升对环保类负面事件的敏感度。

总结而言，ESG 正在成为投资中重要的“排雷”工具，也越来越受到国内外金融机构与企业的追捧。对投资者而言，ESG 投资有助于我们从多角度鉴别好公司，降低投资组合的风险。对企业而言，增强对 ESG 的信息披露，有助于公司自身监督生产经营，关注企业形象、社会责任、员工激励、和环境保护。我们认为在社会意识逐渐进步和监管要求不断提升的当下，只有在追求业绩的同时兼顾 ESG 的三大核心因素，才能实现企业的长期可持续发展，进而创造可持续的投资回报。

（本文首刊于 2020 年 6 月 18 日《金融界》网站。专栏作者：摩根士丹利华鑫基金研究管理部 陈修竹）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 17 楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfnfunds.com.cn