

# 宏观周报 20220327

## ESG 系列研究：GPFG 剔除李宁——海外养老金频繁撤资的领域有哪三个？

2022年03月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《中美利差：走向倒挂还是拐点将至？》

2022-03-23

《ESG 系列研究 3：海内外评级体系——治理因素及先进案例》

2022-03-20

《中美元首会晤的经济和市场影响》

2022-03-19

■ 2022年3月，挪威主权基金 GPFG 剔除李宁的事件为市场敲响了警钟，引发市场对于未来此类事件发生频率增加的担忧。导火索便是 ESG 投资中被广泛使用的负面筛选策略，在此策略下，投资机构通常会制定排除政策，建立负面清单，而李宁正是被列入了 GPFG 的负面清单。本文从风险管理的角度，对海外养老金及主权基金的负面清单进行了研究。

■ 我们选取了资产管理规模较大、在 ESG 投资方面领先的四大海外养老金/主权基金作为研究对象，对其负面清单上的公司进行了分析（表 1）。这四家机构分别为挪威主权基金 GPFG、荷兰公共部门养老金 ABP、丹麦劳动力市场补充养老金 ATP 以及荷兰卫生保健基金 PFZW。它们的资产管理规模合计超 2 万亿美元，投资范围共计排除了全球近 400 家公司。我们对登上负面清单的公司进行了以下三点概括：

一是领域方面，主要分布在气候和环境、人权、道德三大领域，占比分别为 38%、36%、26%（图 1）。被排除公司的分布集中度较高，在共计 10 个细分领域中，排除公司数量 Top3 的领域就占了 85%，分别为煤炭或煤基能源的生产（占比 31%）、争议性武器（29%）和烟草及烟草制品（25%）。

二是地区方面，仅中美两国的占比便高达 42%（图 2）。当然主要原因也在于中美资本市场规模巨大，其被投资公司的基数也大。被排除公司数量位居前五的国家还包括印度（占比 10%）、韩国（4%）、加拿大（3%）。从细分领域看，对于被排除的中国公司，比较反直觉的发现是，多数公司业务在煤炭或煤基能源的生产领域（占比被排除的中国公司的 58%），而常被西方媒体渲染的人权领域占比不足 6%（图 5）。

三是公司层面，被排除频次最高的多为烟草及烟草制品公司（表 2）。被我们 4 个研究对象中至少 3 个排除的公司共计 17 个，其中 11 个被排除的原因为涉及烟草领域的业务。

■ 那么，海外机构的排除标准（或者说是负面筛选标准）是如何确定的？参考国际公认规范，并且依据机构所在国自身法律的要求。

我们此前的报告《新趋势下的投资避险指南——ESG 系列研究开篇》指出，负面筛选基于传统道德价值观及标准和规范，规避公司或国家。价值观聚焦公司业务，例如上述对烟草领域公司的排除，通常采用限定财务阈值（如负面业务占比总收入）。标准和规范聚焦公司在人权、劳工、环保等领域国际公认规范方面的行为。

如表 3 所示，国际上公认的一般性规范包括 UNGC（联合国全球合约）和 OECD 跨国企业准则；劳工权利（人权细分项）参考的规范包括国际劳工组织的工作中基本原则和权利宣言；争议性武器方面的国际规范包括渥太华条约、集束弹药公约、化学武器公约、生物武器公约、核不扩散条约等，而具体到国家层面，例如荷兰 2013 年修订了其金融监管法的市场滥用法令，纳入了荷兰金融机构在集束弹药方面融资方面的义务（对其融资等方面的限制）。

■ GPFG 的负面筛选标准极具代表性。其参考的国际规范主要包括 UNGC、OECD 跨国企业准则、G20/OECD 公司治理原则、联合国贸易和发展会议的促进负责任主权借贷原则。其排除标准分为两种，分别基于产品和行为（表 4），比较典型的是其对于矿业公司和电力生产商的排除，采用了设立阈值的方式，在动力煤方面对于收入占比、业务领域占比、开采量、发电能力等方面设立了门槛，排除超过门槛限定的标的公司。

■ 基金剔除压力对于标的股价的影响有多大？

2010-2017 年间，欧美的脱碳行为对高碳密度公司的股价形成了压制。德国奥格斯堡大学的研究对欧洲和美国基金在 2010-2017 年间的脱碳行为进行了分析，结果表明在被卖出时点，那些由于基金脱碳行为而面临高卖出压力的高碳密度股票，其股价的跌幅近 3%，并且鉴于脱碳行动的持续性，对于上述类型股票的负面影响持续了两年之久（图 4）。

此外，短期内的影响不容易小觑，当涉及投资规模较大的大型机构时对市场的影响尤其显著。2022 年 3 月 9 日，GPFG 将李宁纳入负面清单，至 3 月 15 日累计跌幅达 25% 后触底反弹，3 月 25 日基本修复至宣布撤资前的水平（图 5）。

■ 尽管存在李宁等先例，但总体来看，大型海外机构出于意识形态差异而剔除我国股票的行为尚未形成显著规模。一方面，当前海外机构的排除清单仍聚焦能源、争议性武器和烟草领域；另一方面，对于我国股票的排除大多集中在气候领域，除争议性武器外的人权领域占比低，趋势性的转变尚未发生。因此，我们认为年内由于大型海外机构的排除政策而导致我国市场剧烈波动的风险不大。

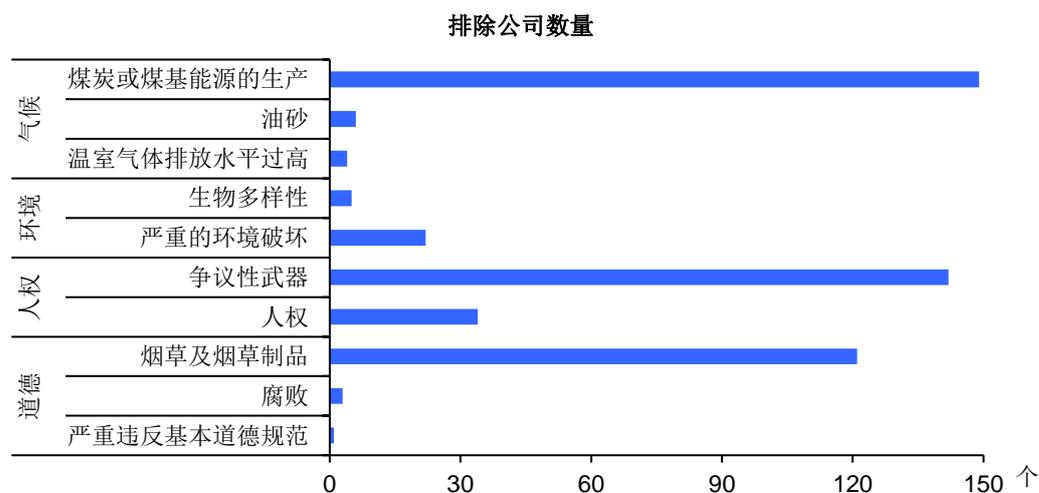
■ 风险提示：地缘冲突加剧导致全球碳中和趋势被逆转；新冠病毒变异导致疫苗失效，造成资产价格崩盘

表 1: 本文选取的四大海外养老金/主权基金简介

主权基金简称	资产管理规模 (亿美元)	简介
GPFG 挪威政府全球养老基金	16,692 (2022.03)	挪威主权财富基金，管理挪威政府全球养老基金GPFG，是全球股市最大的单一所有者，拥有全球上市公司近1.5%的股份
ABP 荷兰国家民事养老基金	5,820 (2021.07)	荷兰最大的养老基金，为荷兰政府和教育雇员的养老基金
ATP 丹麦劳动力市场补充养老金计划	1,398 (2022.03)	丹麦最大的养老金和处理公司，确保丹麦基本的财务安全，处理所有丹麦人一生的养老金和福利
PFZW 荷兰护理和福利养恤基金	3,047 (2021Q4)	荷兰第二大养老基金，为护理和福利部门养老基金，负责超过200万人的养老金政策和养老金资本

数据来源：GPFG，ABP，ATP，PFZW，东吴证券研究所

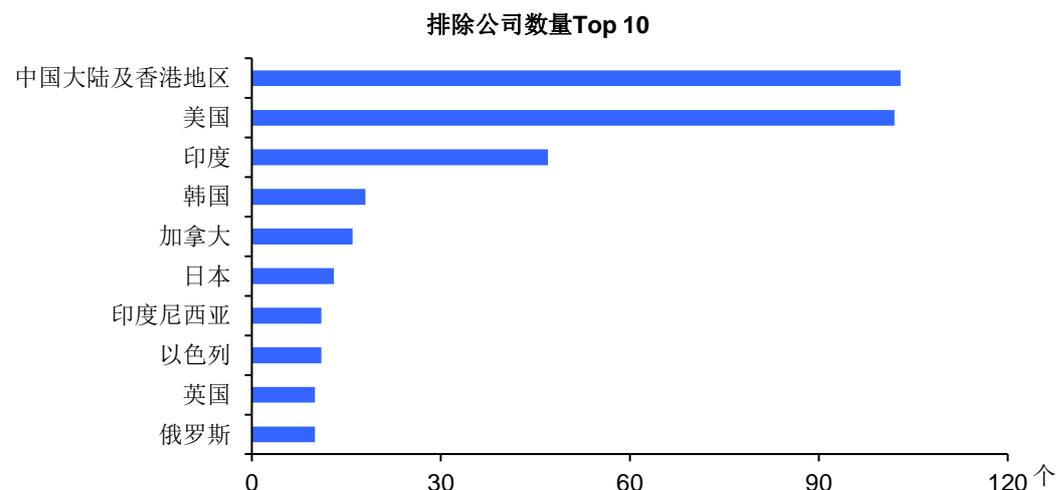
图 1: 研究对象负面清单排除领域



注：争议性武器包括核武器、集束弹药、杀伤人员地雷等

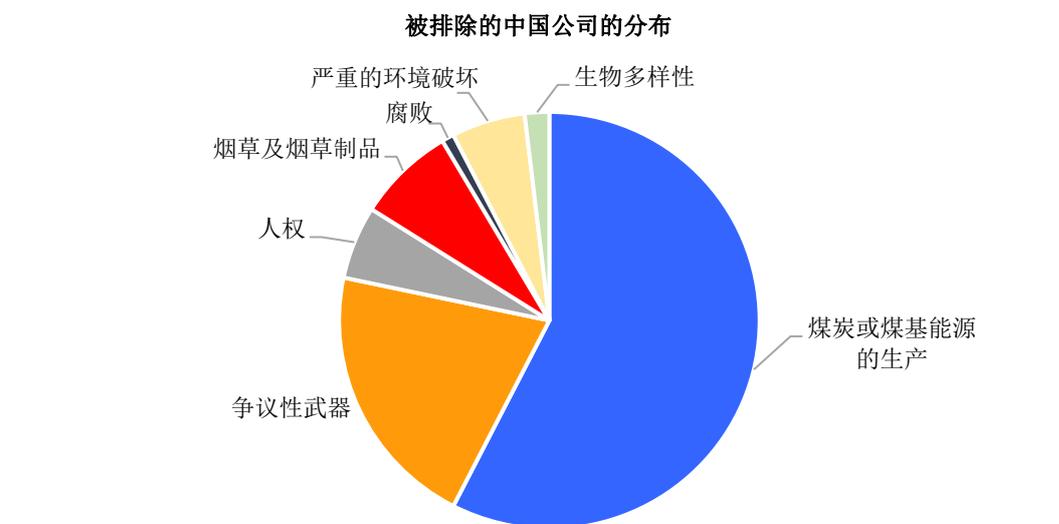
数据来源：GPFG，ABP，ATP，PFZW，东吴证券研究所

图 2: 研究对象负面清单排除区域



数据来源: GPF, ABP, ATP, PFZW, 东吴证券研究所

图 3: 研究对象的负面清单中, 被排除的中国公司的领域分布



数据来源: GPF, ABP, ATP, PFZW, 东吴证券研究所

表2: 研究对象的负面清单中, 被排除频次最高的公司

研究对象中至少有三个排除了下列公司	排除理由	公司所在国家
Vector Group	烟草及烟草制品	美国
Suncor Energy	温室气体排放水平过高	加拿大
Poongsan	争议性武器 (集束弹药生产)	韩国
Altria Group	烟草及烟草制品	美国
Textron	争议性武器 (集束弹药生产)	美国
British American Tobacco	烟草及烟草制品	英国
Philip Morris	烟草及烟草制品	捷克
Gudang Garam	烟草及烟草制品	印度尼西亚
Safran	争议性武器 (核武器)	法国
Imperial Brands	烟草及烟草制品	英国
Swedish Match	烟草及烟草制品	瑞典
ITC	烟草及烟草制品	印度
Universal	烟草及烟草制品	美国
Japan Tobacco	烟草及烟草制品	日本
Walchandnagar Industries	争议性武器 (核武器)	印度
Northrop Grumman	争议性武器 (核武器)	美国
KT&G	烟草及烟草制品	韩国

数据来源: GPGF, ABP, ATP, PFZW, 东吴证券研究所

表3: 负面筛选参考的国际公认规范

国际公认规范	UN Global Compact (联合国全球契约, 简称UNGC, 2000)	The OECD Guidelines for Multinational Enterprises (OECD跨国企业准则, 1976)	ILO's Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work (1998) (国际劳工组织的工作中基本原则和权利宣言)
背景及简介	一般性规范, 不具约束力, 为基于人权、劳工、环境和反腐败等领域十项原则的企业框架, 旨在鼓励世界各地的企业和公司采取可持续的、对社会负责的政策	一般性规范, 最全面的负责任商业行为的国际标准, 包括一般性政策, 披露, 人权, 就业和劳资关系, 环境, 打击贿赂、索贿和敲诈等10个章节	国际劳工组织创立时, 所基于的普遍价值的具体体现和保证。目的在于激励人们作出努力, 确保社会进步与发展密切相关
部分指引	<p><b>关于人权 (原则1-2)</b></p> <p><b>原则1:</b> 企业应该尊重和维持国际公认的各项人权。这一项原则规定了联合国全球契约组织对人权事务的首要期望, 即尊重和维持人权。除了尊重人权, 还鼓励企业采取行动维护人权</p> <p><b>原则2:</b> 企业决不参与 (同谋) 任何漠视与践踏人权的行。企业被牵涉到另一家公司、政府、个人或其他团体所造成的人权滥用行为之中, 被视为企业的同谋行为 (Complicity)</p>	<p><b>关于劳工标准 (原则3-6)</b></p> <p><b>原则3:</b> 企业应该维护结社自由, 承认劳资集体谈判的权利</p> <p><b>原则4:</b> 企业应该消除各种形式的强迫性劳动</p> <p><b>原则5:</b> 企业应该消灭童工制</p> <p><b>原则6:</b> 企业应该杜绝任何在用工与职业方面的歧视行为</p>	<p><b>第七条:</b> 本公约缔约国承认人人有权享受公正和有利的<b>工作条件</b>, 特别是确保:</p> <p>(a) <b>至少为所有工人提供的报酬:</b> (i) 公平的工资和同工同酬, 特别是保证妇女的工作条件不低于男子享有的工作条件; (ii) 按照本公约的规定, 他们自己及家人过上体面的生活</p> <p>(b) <b>安全和健康的工作条件</b></p> <p>(c) 每个人都有平等的机会在其工作中被提升到适当的更高级别, 但不考虑资历和能力以外的其他考虑</p> <p>(d) <b>休息、闲暇和合理限制工作时间和定期带薪假期, 以及公共假期的报酬</b></p>

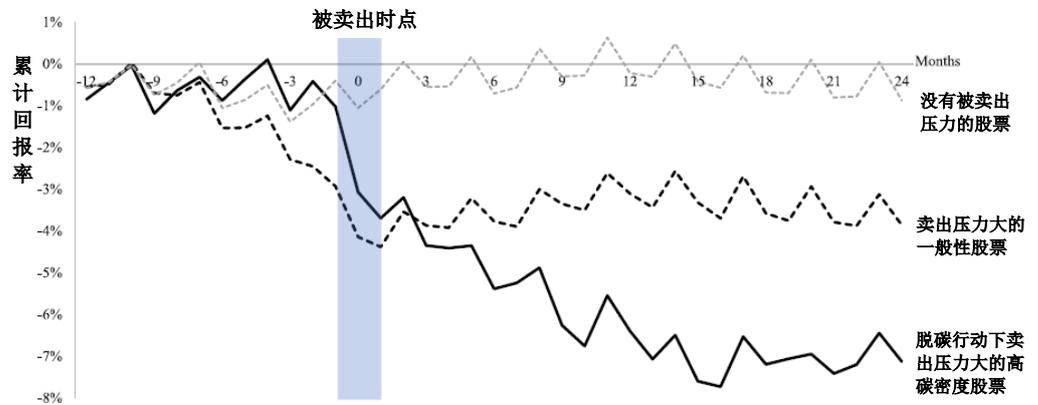
数据来源: 联合国, OECD, 国际劳工组织, 东吴证券研究所

表 4: GPF 负面筛选标准

基于产品的观察和排除标准	
GPF 不得投资于自身或通过其控制的实体公司	开发或生产在正常使用过程中违反基本人道主义原则的武器或武器关键部件。此类武器包括生物武器、化学武器、核武器、不可探测的碎片、燃烧武器、致盲激光武器、杀伤人员地雷和集束弹药
	生产烟草或烟草制品
	生产用于娱乐用途的大麻
矿业公司和电力生产商（基于其自身或合并其控制的实体后）	30%及以上的收入来自动力煤
	30%及以上的业务以动力煤为基础
	每年开采超过 2000 万吨动力煤
	有用动力煤发电超过 10,000 兆瓦的能力
基于行为的观察和排除标准	
公司导致右侧所示的不可接受的风险，或对其负有责任	严重或系统性的侵犯人权行为
	在战争或冲突局势中严重侵犯个人权利
	向参与武装冲突的国家出售武器，这些国家使用武器的方式严重和系统地违反了关于敌对行为的国际规则
	向受政府债券投资限制的国家出售武器或军用物资
	严重的环境破坏
	由于整个公司层面上的行为或不作为，导致温室气体排放水平不可接受
	严重腐败或其他严重的金融犯罪
	其他严重违反基本道德规范的行为

数据来源：GPF，东吴证券研究所

图 4: 欧美的脱碳行为对高碳密度公司的股价形成了压制



数据来源：基金脱碳对股价和碳排放的影响，东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_39777](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39777)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn