



投資洞察藍皮書 | 2022 年 6 月號

債券市場的 ESG 發展料將加速

守護財富 贏得信任

Amundi

ASSET MANAGEMENT
鋒裕匯理 資產管理

執行摘要



Amaury D'ORSAY
固定收益主管

去年度全球永續性債券的發行規模超過了 1.4 兆美元，創下歷史紀錄，也使得永續性債券市場的整體規模擴張至將近 3.4 兆美元。2022 年的第一季，由於市場擔憂能源價格高漲與借貸成本上升，這樣的正面發展趨勢暫時停滯。我們相信挫折只是暫時的，永續性債券市場規模仍有望在 2022 年中旬突破 4 兆美元，同時俄烏戰火亦將強化既有的永續投資趨勢。我們認為，當前區域政治的緊張局勢，將促使政治力量邁向排碳淨零轉型，畢竟基於國安考量與能源獨立需求，調降化石燃料的依賴程度勢必成為許多國家的首要努力方向。

針對 ESG 固定收益投資整體而言，如此演變勢必帶來重大影響。嗅得先機的機構投資人，早在數年前就開始在投資組合當中兼顧 ESG 標準，但直到 2021 年，新冠疫情危機加上歐洲開始實施《永續金融揭露規範》(SFDR)，鼓勵投資人選擇更具 ESG 透明性的投資機會，整體趨勢才開始升溫。今日，固定收益投資組合最常見的 ESG 整合政策，已經從僅採予剔除政策演變成為更加複雜的架構，結合了剔除政策與量化 ESG 評分的形式(ESG 理念正成為新主流)。我們認為，投資人應當超越量化方法，採行重大程度原則，藉此兼顧量化評分與質化信用評估的方法，落實有效且全面的 ESG 充分整合投資組合。如此一來就能辨識短期與長期風險，在追求相對價值的投資機會之際，避免有價證券減損。

這樣的方法還需要搭配發行機構與投資人之間的有效參與及議合政策。只要能持續推行，就能鼓勵企業採行最理想的 ESG 實務，並針對他們可能面臨的 ESG 風險提出質疑。此外，投資人與終端客戶間的 ESG 報告非常重要，亦是我們的職責所在，可藉此展現了投資人的承諾與堅持，並促進與客戶間持續對話的機會。

考量證券化資產的獨特性質，針對此類資產，尤應關注特殊考量。此處的權衡焦點在於，是否應以資產池的 ESG 規範遵循狀況作為判準，或是應該評估創始機構是否遵循 ESG 規範，考量其 ESG 政策以及債券售出之款項用途。專注於擔保資產的 ESG 分析，可能造成風險偵測的漏洞，並且針對持有最差資產的實體，加倍擴大了資產負債層面的相關 ESG 風險。最終甚至可能妨礙了這類良善資產的發展，從而適得其反。有鑑於此，針對創始機構的 ESG 評估，仍須予以搭配運用。

總的來說，我們認為固定收益投資組合充分整合 ESG 的路途遙遠，許多工作尚待完成。在促進固定收益投資流程充分整合 ESG 原則方面，大型機構資產管理人扮演了關鍵角色。後續步驟包括了將 ESG 充分整合拓展至其他固定收益資產與非傳統發行機構、進一步發展 ESG 標章與認證，以及更積極推動排碳淨零的目標。

固定收益市場的 ESG：趨勢與前景

永續性債券市場加速發展

對於固定收益市場的 ESG 投資而言，去年可謂重大里程碑。國際金融協會 (IIF) 統計發現，由於投資人的興趣強勁，全球的永續性債券發行總量在 2021 年間突破了 1.4 兆美元，創下歷史新高，與 2020 年相比速度翻倍。2022 年第 1 季的發行狀況受到衝擊，與 2021 年第 1 季相比下滑了將近 20%，反映市場擔憂能源價格攀升、俄烏戰事影響以及借貸成本提高。綠色債券的發行總額下滑至約 1,100 億美元，呈現自 2020 年第 4 季以來供給最為趨緩的狀態。發行速度趨緩主要來自於政府部門，企業的發行狀況則依然暢旺。同樣值得注意的是，社會債券的發行總規模從 2021 年第 4 季的 230 億美元，提高至 2022 年第 1 季的 330 億美元，永續債券的發行規模年增率亦提高了 25%，主要來自於超國家機構與主權機構。

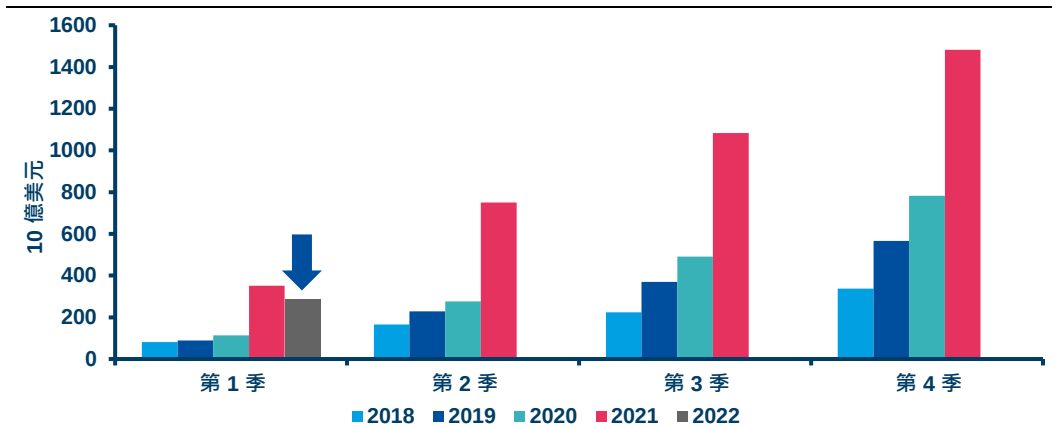


Gilles DAUPHINÉ
固定收益副主管



Alban DE FAY
固定收益主管，責任投資和
信用債投資組合經理人

圖 1：全球永續性債券發行，年初至今的發行總額低於 2021 年的水準



資料來源：鋒裕匯理研究所、IIF。截至 2022 年 4 月 21 日的資料。

縱使債券發行暫時受挫，永續性債券市場的規模仍有望於 2022 年中旬超過 4 兆美元，其中美國、法國、德國與中國佔了整體市場大約 40%。新興市場與已開發市場間的差距也在逐漸縮小當中。新興經濟體的永續性債券市場規模，突破了 5,250 億美元，其中 540 億美元於 2022 年第 1 季發行。發行活動主要集中於中國境內，2022 年前 3 個月的發行規模總計約達 320 億美元，大多數屬於綠色債券。在中國以外，新興市場的發行活動主要來自拉丁美洲以及其他亞洲新興市場，以菲律賓及印度為最多。

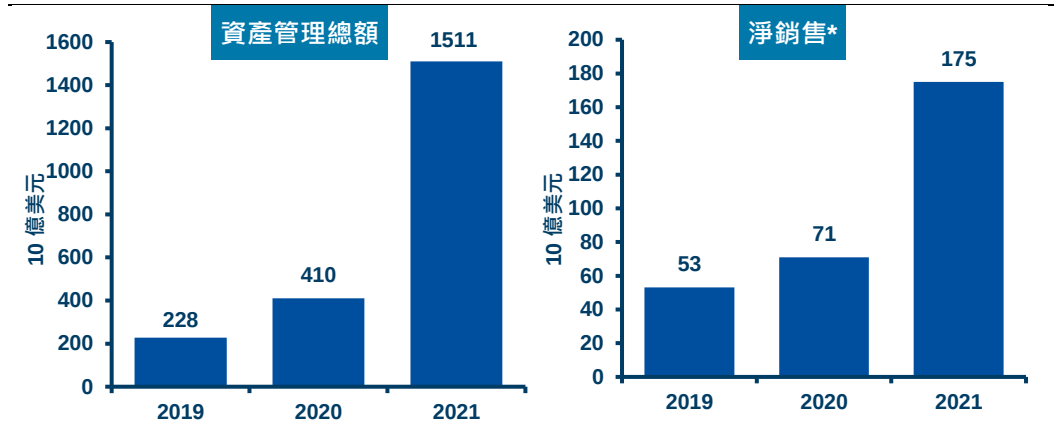
提升投資人對於責任投資產品的興趣

各家發行機構均已更加體認 ESG 標準的重要程度，並且也獲得了投資人的熱烈迴響。ESG 能否充分整合的議題，長久以來固然多半涉及股市，但史上第一檔符合 ESG 規範的固定收益投資組合，仍能一路回溯至 1980 年代末期。當時，這類投資組合具備強烈的倫理特質，通常會強調其社會理念。機構投資人在 1990 年代首先開始傾力投資 ESG 固定收益，並且使用了全新的方法，即透過參與議合活動，以及摒除 ESG 表現不彰的各家發行機構，兼採標準投資政策，據以實現投資理念。全新的 ESG 金融工具，亦從那時起開始陸續誕生，包括了綠色債券、社會債券、永續債券，以及永續連動債券(GSSS)。這樣的工具可供投資組合經理人將投資導向能源轉型，並因應後疫情時代的主要社會課題與

「諸如綠色債券、社會債券、永續性債券以及永續理念連動債券這類的 ESG 工具，可供投資組合經理人藉此將投資導向能源轉型，並且更積極因應、貢獻於後疫情時代的主要社會課題與考驗。」

考驗。投資人與基金經理人仔細考慮並採用的另一路徑則是「ESG 主流化」，亦即：不只透過 GSSS 債券進行影響力投資、主題型投資，更進一步將 ESG 運用在整體投資組合或資產負債表上。此舉導致了資產管理總額 (AuM) 大幅成長，其特色是多方嘗試將 ESG 所有面向納入投資組合管理，並且造就了創新：社會責任投資 (SRI) 產品快速成長，去年的資產管理總額已超過 1.5 兆美元。這樣的投資產品在 2021 年的淨銷售額預估達到 1,750 億美元，比 2020 年翻了一倍。

圖 2：全球盡責投資固定收益產品



資料來源：鋒裕匯理研究所、Broadridge 針對全球基金之數據。截至 2021 年 12 月 31 日資料，引用社會責任投資 (SRI) 固定收益銷售數字。*淨銷售額為鋒裕匯理資產管理所估計數字。

我們所處的世界，正從「以充分整合 ESG 作為下檔風險抑制手段」，轉變成「ESG 原則可積極提升投資價值」的境界。

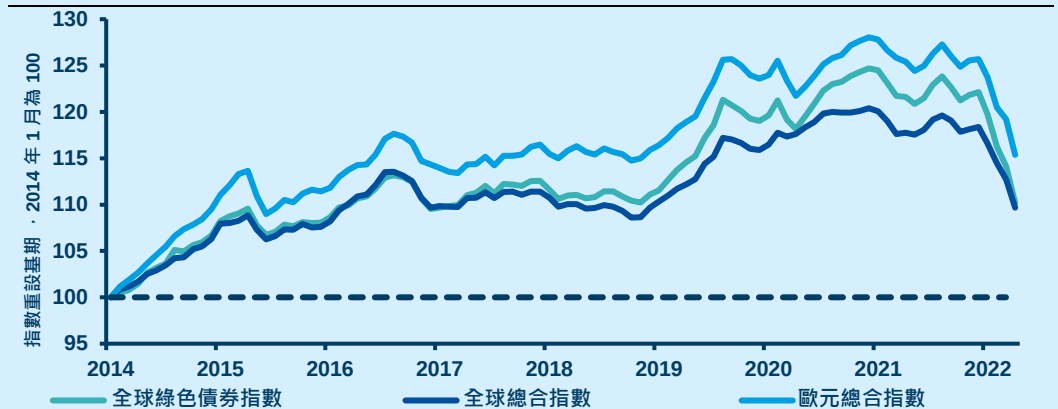
難以避免的是，投資方法的廣度也將因此大幅增加，甚至過於龐雜；此外，某些領域的法規要求缺乏具體定義，也令投資莫衷一是。一開始，這種現象導致了國家級的多種標準開始發展，設法因應法規面問題，但同時亦為了符合投資人與主管機關希望建立的進階報告標準，據以展現當責精神與透明公開原則。為了促使揭露標準趨於一致，歐洲《永續金融揭露規範》(SFDR) 於 2021 年開始實施，徹底重塑了歐洲的 ESG 大環境。SFDR 涵蓋了一系列規範，旨在使基金的永續發展概況更具可比較性，同時降低投資人理解的難度。

同時，多項學術成果評估了將 ESG 規範整合於投資組合內的績效貢獻狀況，促使投資人更有把握參考這套方法能獲得財務利益。本公司內部研究顯示了 2010 年至 2019 年間，在公司債市場進行的 ESG 投資，績效確有改善。這意味著，我們所處的世界正從「以充分整合 ESG 作為下檔風險抑制手段」，轉變成「ESG 原則可積極提升投資價值」的境界。缺乏效率的市場領域，具備了超額報酬的締造的潛力，因為相關領域的市場價格尚未完全反映所有相關資訊的影響，這點在 ESG 的動態狀況裡尤其常見。今日，ESG 充分整合已經行之有年，此刻回顧 Milton Friedman 在 1979 年的聲明，感觸尤其深刻：當時所謂「商業活動的社會責任，莫過於設法提升利潤」的舊觀點，見證了如今金融產業的進步。過去十年間，ESG 整合已從「可有可無」一躍變成「必須具備」的投資方法。這股趨勢在市場中依循著數條不同路徑，反映出其個別特質。此外，投資方法亦從原先的靜態方法，演變成動態、前瞻性的方法，反映了排碳淨零策略的發展，旨在確保企業秉持巴黎氣候協議的目標，作為未來的發展趨勢。最後，各國央行的新政策，更在資產收購方案當中一併納入了綠色債券，有助於綠色轉型融資與補助碳預算，這點勢必使得 ESG 固定收益市場更具成長潛能。

焦點：市場成長期間，綠色債券可以作為歐元基礎投資人的核心配置

對於以歐元為主的投資人，全球綠色債券指數 (歐元避險) 有機會成為傳統核心債券指數 (歐元與全球總合，歐元避險) 之外的另類選擇。事實上，其績效表現自成立以來 (2014 年 1 月) 近似於其他各種基準指標，但比歐元總合指數佈局更加多元分散，與全球總合指數相比則是更聚焦於歐洲。

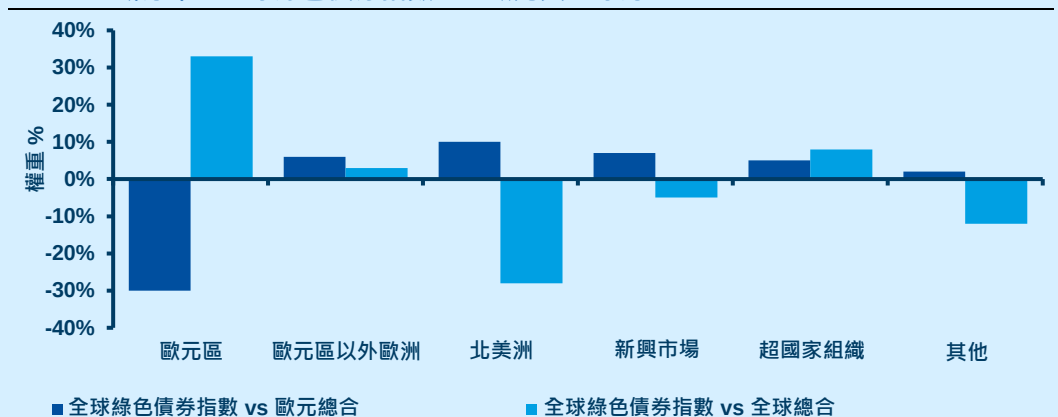
圖 3：綠色債券不致犧牲投資績效



資料來源：鋒裕匯理研究所、彭博。截至 2022 年 4 月 30 日的資料。全球指數為歐元避險。指數僅供說明，投資人可能無法直接投資指數。過往績效並不保證未來報酬。

至於多元佈局，綠色債券市場的分散多元程度高，對於歐元投資人而言頗具吸引力。相較於其他兩種基準指標，綠色債券指數的主權曝險較低，在政府機構、超國家組織與企業的資產配置較高。在企業方面的加碼，主要針對了能源轉型裡扮演重要角色的各產業 (例如：公用事業、銀行與不動產)。就地理區位與匯率來看，全球綠色債券指數由於佈局全球，所以比歐洲的基準指標更多元；與全球基本指標相比，又沒有那麼以美元為中心，而是更為偏向歐元。綠色債券市場中的歐元發行機構之所以具備優勢地位，主要在於歐盟的法規具有高度透明性，綠色架構亦稱完善。

圖 4：區域分布：全球綠色債券指數 vs. 歐元與全球總合



資料來源：鋒裕匯理研究所，截至 2022 年 5 月 6 日。僅供說明。

最後，我們比較這三個指數還會發現：全球綠色債券指數的平均存續期比其他兩個指數更長 (7.7，全球總合指數為 7.2，歐元總合指數為 7.0)，且殖利率較高 (1.79%，歐元總合指數為 1.54%，全球總合指數為 1.25%)。

信用市場 ESG 投資的關鍵特色

固定收益市場的 ESG 投資方法隨時間演進。一開始，投資人乃是運用排除政策，將不遵守 ESG 政策、國際公約、國際認可的架構與國內法規的企業，直接摒除在外。接著，設法強化了 ESG 的充分整合程度，並且根據不同的固定收益市場做相關調整。下列分析係以適用於信用市場的 ESG 方法為主。

表 1：不同層級的 ESG 充分整合選項

	規範
剔除	從投資組合內剔除： - 涉及製造、銷售、儲存或提供反步兵地雷與集束炸彈的企業； - 涉及製造、銷售或儲存生化武器及衰變鈾武器的企業； - 重複且嚴重違反聯合國全球盟約的十大原則之一項或多項的企業。 同時也剔除了涉及爭議的特定產業 (例如：煤炭與菸草)。
ESG 主流化	投資組合的平均 ESG 評等需高於基準指標、參考指數或整體投資環境。
ESG 投資	投資策略包括一種或多種方法： 「同類頂尖」或「投資領域內頂尖」的投資方法； - SRI 準則；或 - 客製化的 ESG 投資政策。
永續發展主題	本策略除了符合財務目標，亦試圖在資產遴選的過程裡呼應當前盛行的環境、社會與經濟主題，例如：氣候變遷、生物多樣性、人口老化、教育平權等議題。
影響力導向	策略目標在於達成其財務風險報酬目標，並產生出可評量的社會或環境影響力。

資料來源：鋒裕匯理研究所，截至 2022 年 6 月 1 日。

「今日，債券市場最先進的投資人所採用的 ESG 方法，同時兼具剔除政策以及某種形式的 ESG 評分制度。」

今日，債券市場最先進的投資人所採用的 ESG 方法，同時兼具剔除政策以及某種形式的 ESG 評分制度。我們的 ESG 充分整合流程，係以下列 3 種方法為中心：

- **剔除**：根據我們的剔除政策，摒除評等為 G 的發行機構。G 是最低得分。
- **量化方法**：採用評分 (ESG 主流化)，以及「超越指標」的方法，確保 ESG 投資組合的平均得分高過於基準指標。
- **質化方法**：運用重大程度原則。

針對個別產業，界定一系列相關標準，並且透過專業判斷深入研究該項標準，以建立 ESG 評分流程。投資人應當超越量化方法，採用重大程度方法，藉此兼顧量化評分與質化信用評估觀點。

ESG 評等分析由本公司內部 ESG 研究團隊提供

我們的 ESG 評等分析奠基於「同類頂尖」的方法。這種方法係根據該企業所處的特定產業，評估其 ESG 實踐並給予分數。分數從 A 到 G，A 為最高分，指的是採行了最佳實務；G 為最低分，反映出實務措施最欠理想。我們的 ESG 評等方法，首先分析了多家的金融數據供應商。為了進一步提升效率，ESG 分析應根據業務內容，聚焦在主要標準上。針對每項標準所賦予的權重，是分析的關鍵所在。企業在任何一項標準上所面臨的風險越高，ESG 分析師應該越嚴格審視其具體實踐的品質。最終的 ESG 評等係 ESG 三大支柱（環境、社會、公司治理）個別得分的加權平均分數。每個領域的評等，則為該部分中每項標準所得分數之加權平均結果。最後企業將會獲得整體的評分結果，範圍從 A 到 G。評等採產業中立原則，意味著對於所有產業一視同仁。我們每月更新專屬的 ESG 評等。本公司亦將緊盯公司相關新聞，並分析任何爭議事件或警示消息，確保分析師能以掌握最新訊息。根據環境變化與可取得之資訊流，激動調整分析方法。目前，我們的分析業已涵蓋大約 99% 的歐元信用市場，以及 97% 的全球信用市場。以深度透明表現評量整體 ESG 足跡，乃是投資組合的建構關鍵。

表 2：投資組合建構，ESG 足跡管理範例

ESG 評等均值		
	投資組合	基準指標
ESG 評等	C	C
E 評等	C+	C
S 評等	C	C
G 評等	C-	C-

資料來源：鋒裕匯理研究所，截至 2022 年 4 月 7 日。評等結果僅供說明之用。ESG 的評等量表由 A 到 G 各字母所組成（A 為最佳，G 為最差）。此外，評等結果亦可用分數形式表示。

「轉而採行全面的方法，意味著將 ESG 辨識因子納入健全的信用研究架構，進一步確認短期與長期風險，在追求相對價值的投資機會之際，避免有價證券發生任何減損。」

對於信用研究團隊而言：重大程度為關鍵，ESG 的風險面向

為了有效且全面充分整合 ESG 投資組合，投資人需要在基本面的信用分析裡結合上述的 ESG 評分方法。轉而採行全面的方法，意味著將 ESG 辨識因子納入健全的信用研究架構，進一步確認短期與長期風險，在追求相對價值的投資機會之際，避免有價證券發生任何減損。基本原則在於瞭解 ESG 因子如何影響某個發行機構的債權價值。因此，投資人應聚焦在各種重大程度的相關議題，例如：信用指標與信用價值將因此蒙受哪些影響或後果？固定收益投資人不同於股票投資人，前者面臨的諸多挑戰可能加劇 ESG 風險所造成影響，因此相關任務更為艱鉅。詳情：

- **債券天期：**與 ESG 相關的信用風險和實際影響，可能需要一段時間才會浮上檯面。因此對於短天期有價證券來說不見得那麼重要，有別於同一個發行機構的其他長年期有價證券。
- **信用品質：**較高的信用品質通常可以隔絕不同來源的經營風險，而 ESG 相關的議題通常是風險來源之一。

我們的「重大程度方法」包括了四個步驟：

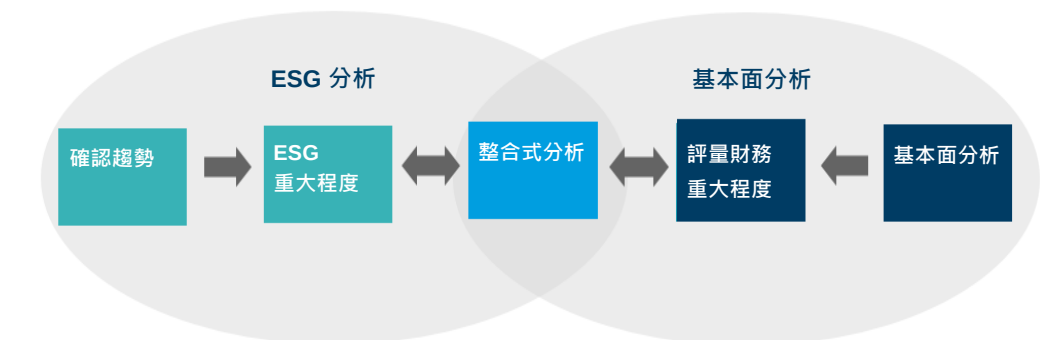
1. 根據 ESG 產業分析研究，由本公司指出每個產業中最具影響力的主題，並且釐清影響信用指標的最決定性 ESG 議題。
2. 不論 ESG 議題為何，我們都將分析發行機構的業務活動或財務指標概況；
3. 根據各個產業最具影響力的 ESG 因子（如步驟 1 所述），針對其重大程度予以評估，從而分析發行機構的 ESG 概況；

4. 我們將發行機構經營概況當中的 ESG 影響力，明確予以分層排列，一旦認定特定 ESG 議題在信用脈絡裡具備重要性、相關性，將盡可能評估其財務指標的影響力，據此評量其重大程度。

其目標在於充分利用從評分流程所掌握的 ESG 資訊。僅聚焦在評分上，只會看到單一面向，因為最後分數係 E、S、G 三大支柱的平均表現；然而，信用分析的過程裡，投資人或許也需要關注個別標準的尾端風險。信用研究報告裡，每項成因都會對於信用指標發揮個別影響，而在單一領域的表現不佳也有機會威脅到整體信用品質。萬一情況嚴重，狀況不佳的 ESG 實踐恐將危害信用品質，或導致發行機構只能獲得不如實際狀況的內部評等。因此，我們將會在經營概況評等當中考慮 ESG 評等。經營概況裡的 ESG 權重，取決於個別分析師的評估，且依據產業與重大程度的不同，各有差異。必須採用實際上足以改變信用指標與發行方債權價值的方式，確實評估 ESG，這點自不待言。倘若預期特定 ESG 議題不會對於財務指標或經營概況造成足以改變內部評等的影響，則視為重大程度較低。重大程度乃是運用基本面、獨立性的內部評等，審視 ESG 在經營概況當中的關鍵性，作為衡量的標準。對於信用指標與價值具備哪些影響，乃是重大程度的具體測試標準。ESG 帶來的威脅與效益，影響著下列的財務指標：營收、獲利能力、現金流、負債與財務槓桿。影響程度可劃分為：輕微（少於 5%）、中等（5-10%）、嚴重（超過 10%）。就算缺乏明確的財務影響預估，我們仍可在 ESG 分析當中考量影響程度。某些輕微影響，尚不至於左右經營概況評等，但中等程度的影響將會對於評等結果造成各種不良效應。嚴重程度的影響，則足以促使經營概況評等結果調降或調升至少一級。同時結合 ESG 與基本信用分析，有助於評估任何一家公司業務發展的永續潛力與獲利能力。

「萬一情況嚴重，狀況不佳的 ESG 實踐恐將危害信用品質，或導致發行機構只能獲得遜於實際狀況的內部評等。」

圖 5：整合 ESG 與基本面信用分析



資料來源：鋒裕匯理研究所，截至 2022 年 6 月 1 日。僅供說明。

參與議合流程

參與議合政策在所扮演的關鍵角色，足以促進債券持有人與發行公司之間的有效對話交流。一旦持續推行，可望鼓勵企業採用最佳的 ESG 實踐，並針對他們可能面臨的 ESG 風險，提出質疑或諍言。與公司針對特定主題積極對話、提出建議、評量其進展程度之外，亦可透過影響力，達到參與議合的效果。這些對於固定收益市場尤為重要，因為債券持有人不像股東，並未享有具體的表決權。對於固定收益投資人而言，能夠與公司資深管理階層以持續對話的形式處理議題，實屬關鍵。參與議合流程的專屬報告亦是關鍵工具，允許投資人藉此展現自身承諾，並針對相關主題，與客戶持續定期溝通。

報告

提供 ESG 報告是我們的職責所在，且能藉此將 ESG 列為投資決策的中心考量。藉由 ESG 報告的提供，本公司亦能展現自身對於關鍵績效指標 (KPIs) 的明確承諾。選擇可評量的各項 KPI，並且採用數位化解決方案以緩解資料數量的挑戰，才能超越最低限度的報告需求，向投資人展現價值與信念。客戶減持或停止投資 GSS 債券的常見理由，也包括了債券發行後的各種報表品質堪慮與缺乏透明度，這點佐證了 ESG 報告的舉足輕重程度。

圖 6：客製化氣候報告的範例

根據客戶的 ESG 目標量身訂做報告形式

向主管機關與受益人報告 ESG、碳排放與氣候變遷相關議題

「對於固定收益投資人而言，能夠與公司資深管理階層以持續對話的形式處理議題，實屬關鍵。」



範例：客製化氣候報告

資料來源：鋒裕匯理資產管理，截至 2022 年 5 月 4 日。僅供說明。

案例分析：大型日本發行機構

某日本發行機構有意投資 ESG 主題，但一開始無法決定要選擇哪種投資方式：ESG 主流化，或是主題型/影響力投資。在考量市場規模、並且與該公司 ESG 團隊密集討論與培訓之後，該公司決定採取**主題型/影響力的投資方式**，理由是該公司有部分經理人所管理的資產屬於委託，因此不屬於完全相容的合規架構；此外該公司亦尚未準備好投入 ESG 投資主流化。於是，我們建立了橫跨全球信用領域的投資組合，以綠色債券、社會與永續債券 (GSS) 為目標，同時運用我們的信評與 ESG 研究成果，以確保嚴謹的遴選流程。由於市場深度所致，此投資組合大量傾向綠色債券，並且在過程中伺機增加社會債券與永續債券的投資部位。最後一步是根據客戶需求，設計並提供合適的報告體例。

案例分析：大型英國信託機構

某家全球首屈一指的投資顧問信託團隊，打算徹底改造其資產管理機構的遴選與陣容，委派集中式管理機構憑藉專業知識管理整個信用投資領域，同時納入 ESG 充分整合。由於本公司過往在每個信用資產子類別，都能持續達成優異的經風險調整後報酬，因此獲選為這家公司量身訂做解決方案，針對專案，我們完全整合了為該公司客製化的 ESG 架構與個別的資料要求，同時在必要時亦使用我們本身的資料來源予以補充。關鍵在於本公司在報告作業方面具備的專業知識，以及同時在信用資產子類別與全球基金的層次監控各項 KPI 的完備能力。依據該公司要求，增加其他資產類別 (例如：新興市場當地貨幣債券、證券化債券等) 的靈活彈性，藉此因應其持續轉型的資產配置，亦是重點所在。

針對證券化資產定義 ESG 方法



Hubert VANNIER
證券化資產主管

在證券化資產中，創始機構（通常為銀行或專業貸款銀行）將資產（通常是一籃子貸款）售予特殊目的公司（SPV）。這些貸款通常是房屋貸款或中小企業貸款，以抵押利益（例如：不動產、車輛）作為擔保。SPV 發行票據，出售予最終投資人，提供了買進這些貸款債權的資金。為了達到投資人的風險-報酬目標，同時優化融資成本，SPV 發行了不同類別（稱之為「分層」）的票據。再把從這些資產取得的現金流，配置到票據的不同類別中，據以對應不同優先順序的分配原則。

圖 7 住宅抵押貸款證券 (RMBS) 之簡化架構圖



資料來源：鋒裕匯理研究所，截至 2022 年 4 月 20 日。僅供說明。

關於證券化資產的 ESG 分析，辯論焦點在於是否評估資產池之規範遵循狀況（例如貸款是否為「綠色」或「棕色」），或是否評估賣方是否符合 ESG、考量其 ESG 政策以及是否良善運用貸款售出所得收益。第一個選項從 ESG 角度評估擔保項目，看似相對直接；受惠於作為擔保的資產池透明程度較高，採用這種方法的證券化產品具有最理想特性。舉例來說，若是資產池中的貸款大多數獲得最佳「建築能源效率證書」(EPC) 認證，考慮起來似乎更簡單且切合需求，畢竟相較於 EPC 較差的貸款池成分，前者更能落實環保理念。然而這樣的方法涉及了下列四點限制：

- 專注於擔保品評估，只考慮了交易中的部分特性，忽略了在貨品生產、創始流程或貸款服務的過程裡，各種涉及 ESG 實踐的其他潛在議題。
- 分析所需的必要資訊，未必均能取得，且賣方有可能無法在較高 ESG 品質水準以上，順利辨識並監測特定資產。
- 賣方未必願意出售 ESG 層面的最佳資產、將最差的資產留在資產負債表上，或將劣等資產集中於未來的非良善資產證券化。假使所有的「綠色」資產都被匯集至專屬交易中，剩餘的純「棕色」證券化產品，恐將難以順利引發投資人興趣。
- 最後，只選擇良善資產，難免抑制了合格資產池的規模，甚至可能無法達到足以保證交易經濟價值的下限。舉例來說，充電式電動車在 2021 年的市佔率大增，但仍只佔了整體汽車市場的 19%，其中的純電動車輛更只佔了其中的 10%。既然數量不足，那麼，只允許良善資產納入證券化的資產池內，反而可能限制了未來的發展。

簡而言之，專注於擔保資產的 ESG 分析，可能導致風險偵測上的漏洞，實際執行上困難超乎預期，更會針對持有最差資產的商業實體，倍增其資產負債層面的 ESG 風險。最終甚至可能妨礙了這類良善資產的發展，從而適得其反。

同理，把 ESG 評估限縮在賣方及其實務層面，同樣有所不足，畢竟每一組資產池都是獨特的，況且也有必要盡量避免最差資產過度集中。由於永續轉型的目標在於發展良善資產，最終企圖則在於建立純粹由良善資產構成的資產池，因此資產的 ESG 品質實則不容

「專注於擔保資產的 ESG 分析，可能導致風險偵測上的漏洞，實際執行難度超乎預期，更會針對持有最差資產的商業實體，加倍擴大其資產負債層面的 ESG 風險。」最終甚至可能妨礙了這類良善資產的發展，從而適得其反。

忽視。全面性的方法必須克服種種的限制，納入創始機構與實務操作的分析，同時針對作為擔保的資產池妥慎評估。

創始機構的 ESG 評估

創始機構的 ESG 分析，與使用於其他債券發行機構的方法均相同，使用鋒裕匯理方法所決定的評等結果。特定情況下，未必均能順利取得這類創始機構的 ESG 評等，例如：小型的擔保貸款憑證 (CLO) 資產管理機構。萬一有這種情況，我們會使用特殊問卷，評估該公司的 ESG 政策；該問卷的第一部分聚焦在創始機構本身。問卷目前包含了 58 個主要問題，涉及 9 大主題：剔除政策、永續發展策略與優先事項、降低碳足跡、員工管理、薪酬政策與性別平等、董事會制度、商業倫理、稽核與風險、資訊安全政策與資料保護。針對每項問題，考慮各種 E、S、G 因子。範例：

- **E**：二氧化碳排放、能源消耗、廢棄物、環境污染等。
- **S**：勞動條件、反歧視、健康公衛與職場安全政策等。
- **G**：董事會獨立性、道德守則、薪酬紅利、股東權利等。

同樣地，我們透過該問卷的第二部分，評估貸款實務（在 CLO 當中則為投資實務）。問卷內容包括了 25 個問題，涵蓋 7 大主題：關於個別客戶的創始實務、中小企業 / 公司 / 自僱者 (若適用)、貸款服務、逾期債款 / 債務人管理、申訴處置、ESG 資料與報告、ESG 充分整合議題。我們透過問卷的兩大部分，評量創始機構的 ESG 評估結果。

擔保項目的 ESG 評估

根據擔保項目的特性進行評估。**針對不動產擔保的證券化資產** (例如：住宅房貸擔保債券與商業不動產擔保債券)，**ESG 評估則將比較建築物的能源效率，並以 ESG 當中的環境支柱作為判準，比較標準包括：住宅 EPC、建築研究發展環境評估工具 (BREEAM)、商用不動產之能源與環境先導設計 (LEED)。**至於 ESG 中的社會面向，則會檢視適用於資產池的特定創始條件，藉此予以評估。我們積極評估社會貸款，同時排除了次級貸款以及不符標準的各式資產。**由汽車貸款與租賃收入所擔保的證券化產品，環境理念的支柱亦扮演了重要角色。**藉由比較混合電動車在證券化資產池與在歐洲市場分別所佔比例，予以妥慎評估。為了反映電動車的發展與在歐洲市場逐年增加的市佔率，我們根據製造年份，予以明確區分。**由於消費者貸款與信用卡資產池的應用與範圍均屬廣泛，且包括了低收入戶在內，因此社會面向應予正視。**藉由比較資產池內借款人的收入結構與全國整體的收入結構，從而界定資產池品質。低收入借款人在資產池內所佔的比例若是高於其全國性佔比，則理當提供了更多的財務支援協助此類家庭，最後使得該資產池獲得較理想的社會評分。然而，這項立意良好的評估，先決條件在於必須摒除掠奪性貸款。透過貸款實務問卷，並且確認支付於貸款的最高利息並無超額，偵知實務措施的實際狀況。同時結合創始機構與擔保項目的分析結果，以獲得整體的 ESG 評等。比照其他信用債券，我們使用劃分為 7 個等級的量表來總結該證券的 ESG 品質。投資組合整體的平均分數，係計算上述這些綜合評分的加權平均數。這樣的方法亦適用於基準指標，可供比較之用，據以執行與監控「超越基準指標」的 ESG 流程。

「針對不動產擔保的證券化資產，ESG 評估亦將比較建築物的能源效率，並以 ESG 當中的環境支柱作為判準。」

結論

「ESG 充分整合的正面關鍵影響，是企業更願意提供更廣泛的 ESG 揭露資訊，並且樂意採用特定的固定收益金融工具來評估其永續性策略。」

本公司投資政策係以責任投資作為出發點，伴隨著資產管理業的演進，從單純考慮風險開始發展，逐漸形成資產管理信託義務的一部分。如上所述，固定收益投資組合如何充分整合 ESG，乃是一條漫漫長路，尚待各界努力耕耘；對於整體資產管理產業而言，這項志業仍處於初始階段。

ESG 充分整合的正面關鍵影響，是企業願意 (或必須) 提供更廣泛的 ESG 揭露資訊，並且樂意 (或必須) 採用特定的固定收益金融工具來評估其永續性策略。為了根據 ESG 標準區分不同的企業、針對特定主題 (像是氣候變遷或社會不平等) 建立專屬的固定收益策略，這類資訊相當重要。我們認為今後仍有 3 個必須完成的關鍵步驟：

- 將這套方法延伸到其他固定收益資產與非傳統型發行機構 (諸如中小企業或新興市場債券)，提供所需資金支援能源轉型，推動金融市場工具創新與新方法的發展 (像是「[ESG 改善因子](#)」)，並且促進小型公司進入市場。
- 進一步發展「ESG 標章」。
- 積極面對排碳淨零的目標，制定且形塑相關指標，更明確評量投資對於氣候變遷有何影響。

撰執筆團隊



Laura FIOROT

投資洞見部副主管
鋒裕匯理研究所



Francesca PANELLI

投資洞見部研究專員
鋒裕匯理研究所

主編

Pascal BLANQUÉ

主席, 鋒裕匯理研究所

Vincent MORTIER

集團投資長

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路 5 段 7 號台北 101 大樓 32 樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】