



Active is: 釋放ESG潛能

2018 責任投資報告

目次

我們的信念

- 3 Active is：釋放ESG潛能
- 4 Active is：透過ESG投資創造價值
- 6 ESG投資邁入更高層次
- 7 ESG研究：了解非財務相關的風險因子
- 8 打造全球合作文化

積極盡責管理

- 10 面對面交流
- 12 代理投票

釋放潛能

- 14 整合性ESG投資
- 16 社會責任投資
- 18 正視碳威脅 – 個案研究

客戶回響

- 20 實際結果：積極落實ESG

洞察實情

- 24 成長空間
- 26 主權債因子
- 28 縮短貧富差距
- 30 綠色力量

安聯聲音

- 32 面對機會與挑戰

Active is: 釋放ESG潛能

「聯合國責任投資原則」¹有將近2,000位簽署人，這個數字的背後，不僅意味著將近90兆美元的資產管理規模，也凸顯了資產管理機構、資產所有者已經集結力量，將環境、社會與管治（以下簡稱ESG）因子納入其投資決策考量。

自安聯投資於2007年簽署加入「聯合國責任投資原則」以來，全球對ESG的關注與日俱增，無論是投資人殷切期待，抑或是產品種類日益增加，其目的都在於滿足客戶需求，因此，我們認為讓您明確了解安聯投資針對ESG議題所提供的「相關服務」和「核心宗旨」至關重要。

身為主動式投資專家，我們創造回報的引擎在於研究實力。細數過去的成績，彰顯出ESG研究能夠為未來績效奠定重要基石；因此，我們針對參與和盡責管理，一一制定了主動式投資方案，且安聯投資體系內的所有投資專家都得以分享我們內部獨創的ESG研究——**最起碼，我們可以高聲說：安聯投資每一筆投資都掌握充分的ESG資訊。**

雖然許多公司高談整合ESG投資，但我們本身在「整合性ESG投資」這件事情上有著非常嚴謹的原則，每一個投資組合團隊都必須對ESG評分較低的潛在投資標的提出質疑，而且必須在內部的投資平台中，對這些公司的ESG風險進行「數位辯論（digital debate）」，並提出看法。這樣的內部集體討論機制，確保了資深的基金經理人與產業分析師都能對ESG風險貢獻個人觀點——因為，這些來自於內部的看法，其價值遠高於一味仰賴外部ESG評比，或是與第三方研究心得隨之起舞。

譬如，萬一A公司存在公認的ESG風險，但某個投資組合團隊依舊認為A公司具備投資吸引力，進而決定投資，就必須把其風險／報酬思維邏輯詳載在我們的平台中；安聯投資的團隊成員熟悉ESG風險，同時也有能力持有負載ESG風險的公司，在參與這些亟欲調整或變革的公司時，我們擁有獨特的優勢，可以搶先一步看到管理風險因變革而降低的投資契機。秉持這樣的理念，無論何種資產類別，我們所有的投資策略都致力於將ESG視為一種有形因子，並且落實在投資流程，**如今，我們已經有1,160億歐元的管理資產採用整合性ESG投資。**

整合性ESG投資的其中一項優勢，是將一個額外因子納入既有的投資流程中，進而強化整體流程，而非改變流程；不過，我們也明白，有些客戶認為ESG充其量只是一種風險本位型的投資因子。

安聯投資豐富的「社會責任投資」經驗，讓我們得以提供各種投資解決方案，滿足客戶非財務相關的ESG需求——透過負面因子或正面因子的篩選機制，打造投資影響力。憑藉著洞察力與創新力為後盾，安聯投資除了管理**220億歐元的社會責任投資策略（SRI strategies）資產**，還有**大約60億歐元的影響力投資（impact investments）資產**。

本報告的目的，在於提供有關以下項目的發展：安聯投資ESG研究重點；我們跟被投資公司之間的交流參與，以及我們如何扛起盡責管理重任；如何將ESG整合進我們所有的投資策略以及如何創新。



無論是希望將ESG整合進投資策略、提供最佳社會責任投資策略，或開發旨在達成某一項明確的非財務目標，以創造影響力的策略，安聯投資已經建立起全球積極交流與合作的投資文化，加上持續專注ESG的發展，我們期盼：進一步釋放ESG的潛能，以因應客戶的多元需求。

衷心期盼您加入這一趟旅程，與安聯投資同行。

文焯彥（Andreas Utermann）

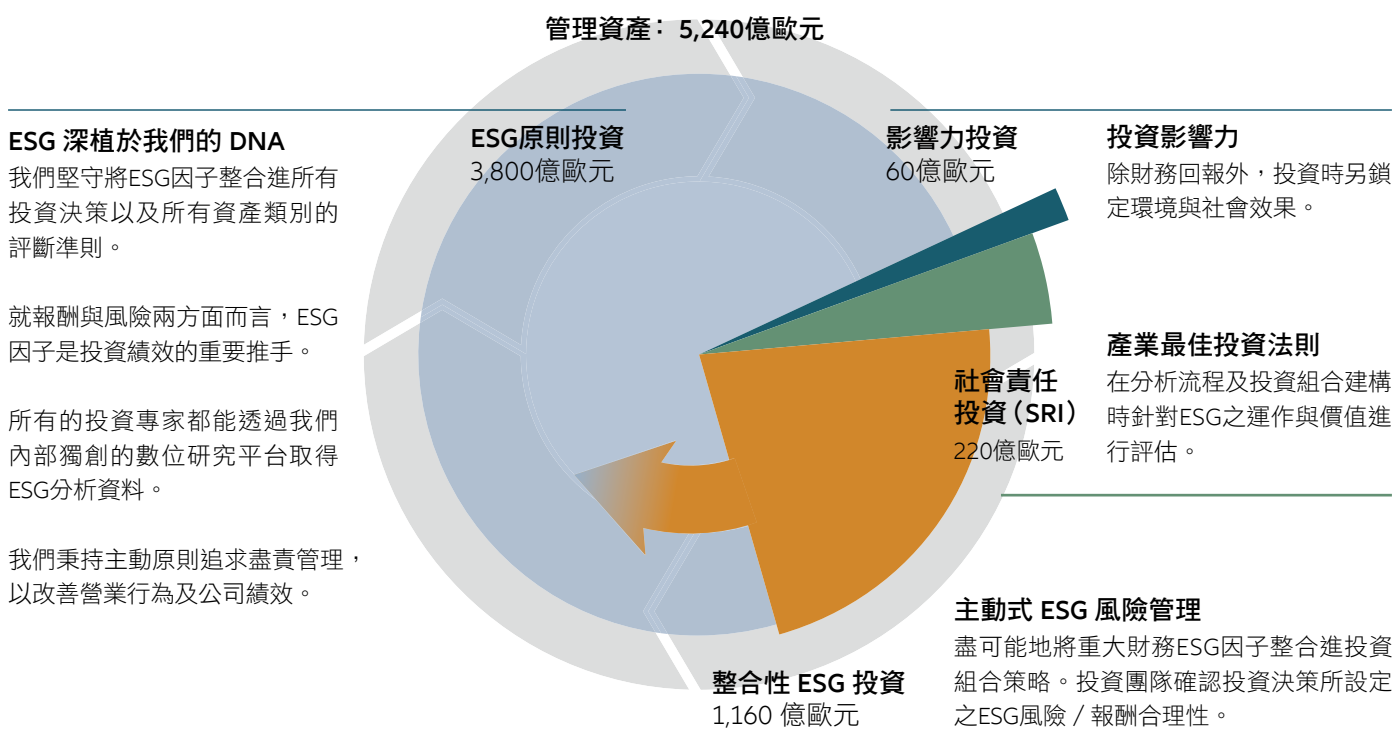
安聯投資行政總裁

¹資料來源：聯合國責任投資原則年報2018年版，責任投資原則簽署數量

Active is: 透過ESG投資創造價值

就報酬與風險兩方面而言，環境、社會與管治（ESG）因子是投資績效的重要推手。

我們的成就



ESG先驅，始自2000年

ESG策略與治理獲得責任投資原則 (PRI) 頂級分A+

內部獨創的全球 ESG研究

安聯集團獲道瓊永續指數 (DJSI) 肯定為最具永續性的產業領導者

資料截至2018年6月30日。資料來源：安聯投資。總數差異源於計算進位。影響力投資包含鎖定氣候變遷、環境議案以及再生能源等不同目標的策略。ESG = 環境、社會、管治；SRI = 社會責任投資；PRI = 責任投資原則；DJSI = 道瓊永續指數。

邁步向前 – 安聯投資是ESG投資先驅



我們的ESG策略獲責任投資原則高度肯定

安聯投資針對ESG策略暨治理的全方位投資法，已連續第二年榮獲A+評分。此項殊榮的評鑑範圍包括安聯投資的ESG政策、目標以及各式相關機構的成員身分，同時也將本公司如何致力於對內與對外推廣ESG的成效考量在內。我們在今年首度提呈報告的基礎建設股票模組類別也獲得了A+評分。

「責任投資原則協會（Principles for Responsible Investment Association）」的年度評估報告，檢視簽署成員將ESG因子納入投資決策的進展，旨在提供簽署成員反饋意見，以支援他們在現有的ESG成果上繼續向前邁進。

這份報告針對安聯投資所提呈的模組報告進行全面審視，並將安聯投資的個別成果與同業進行比較。每一個模組的分數由“A+”（最高分）至“E”（最低分）不等，計算方式是以各特定模組類別集結成的群組指標為基準。2018年的評分對象是2017年1月至12月所提交的報告，而2017年的評分對象則是2016年1月至12月所提交的報告。

責任投資原則（PRI）評估報告係以簽署成員所提交的報告內容為基準。此外，責任投資原則或其他代表責任投資原則行事之第三方並未就各提交報告所載資訊進行稽核。

模組名稱	2018 安聯投資 分數	2018 中位分數
策略暨治理	A+	A
上市股票 – 納入投資決策流程	A	B
上市股票 – 積極所有權	A	B
固定收益 – 跨國機構債、次主權債 與機構債	A	B
固定收益 – 企業債（金融）	A	B
固定收益 – 企業債（非金融）	A	B
固定收益 – 證券化	A	C
基礎建設股票	A+	A



Steffen Hörter
2017年柏林「PRI in Person」座談會
圖檔來源：責任投資原則

ESG投資 邁入更高層次

ESG成為主流關注議題的現象在2018年有加速之勢。除了ESG相關資產出現增長外，在全球各地的客戶交流會或活動中，也都可見到他們對於該主題的興趣與熱情異常高昂。

由於將ESG因子納入投資的重責大任已然從投資利基考量轉變為每個投資長的必備議程，因此投資人也意識到ESG因子與財務表現有所關聯。體會到ESG重要性並從而加以管理的企業，對投資人的吸引力日益提升，至於那些對ESG視而不見的公司則會被視為危險標的。我們對於典範的認知正在改變。

如果想要讓資金得以完善配置、投資人需求得以充分滿足，則投資人教育、明確的標誌以及清晰的投資哲學三者缺一不可。

為達此目的，安聯投資致力於透過定位清楚的產品，在客戶面前呈現透明度與領導力。我們區隔出以下兩種投資選項：投資組合不受限，但ESG風險由

我們投資團隊負責評量、規避與管理；以及投資組合明確禁止持有ESG等級較低的證券，或執行恐將導致社會挑戰的投資。

我們擴及ESG各領域的投資經驗，強化了我們對於這些因子為績效重要推手的信念，尤其是採取主動式方法管理資產時。更重要的，我們從客戶的反應也得知，他們很推崇ESG投資，因為這套專業技術而建立起的透明度，有助於他們達成財務上以及非財務相關的投資目標。

Steffen Hörter
ESG全球總監

ESG研究： 了解非財務相關的風險因子

Eugenia Unanyants-Jackson

ESG研究全球總監



ESG研究團隊的基本任務是提供評斷與考量ESG因子的專業分析，以協助投資團隊辨識出尚未完全反映在市場價格上的風險與機會。

ESG研究團隊憑藉其專業，全力支援安聯投資所有投資組合經理人達成各類型的ESG相關要求。其中包括：

- ESG研究，涵蓋特定議題和主題性項目
- 為專屬策略制定出社會責任投資 / ESG評等模型
- 提供研究以支援代理投票，以及公司政策的參與

ESG研究團隊採取以產業為主的架構。不過，每位分析師同時也得追蹤一些重大的全球性主題，並負有公司治理和代理投票的區域性任務。ESG分析師對於其所負責產業的ESG議題，以及這些議題可能對企業造成何種影響瞭如指掌；所以我們不必過度依賴外部研究，且能領先市場產生出獨立且獨到的ESG洞見。

公司特定議題ESG研究

ESG分析師從事深度研究，以辨識既有與潛在投資標的的極端風險、評估被第三方研究機構點名的ESG風險，並提醒安聯投資旗下的投資專家留心某些議題與趨勢萬一未獲得解決可能衍生的嚴重後果。首先，旗下所有投資專家都能夠透過我們的內部研究資料庫和合作系統取得MSCI研究以及評分資料。而第三方評等及其所屬研究報告的使用，有助於我們擴大涵蓋範圍，同時也能讓我們的投資專家了解現在市場如何看待他們投資組合裡的公司。

我們客戶享有的附加價值來自於我們的內部洞見，此乃由我們對公司運作的深度了解、我們本身的ESG專業，以及環繞著ESG風險與因子的合作與討論集結而成。這項流程的核心是分析師與投資組合經理人，

他們針對第三方研究進行初步審視，並要求ESG研究團隊進一步提出分析與見解。

後者通常是發生在他們不贊同MSCI針對某家投資公司在某項特定ESG風險的評估結果，或者是他們對於MSCI研究報告所點名的議題有所疑慮時，便會期盼能參考其他灼見。

包括產業分析師與投資組合經理人意見在內的所有ESG研究團隊的產出，都能從我們的合作平台取得，投資標的其他所有資訊和研究亦然。一旦完成某家公司的ESG研究，ESG分析師便會把他們的觀點放進平台，對確認過的ESG極端風險或者是重大契機進行註記，並根據該公司的內在ESG評等做投資決策。從2016年9月至2018年6月，歷經內在ESG檢視作業後，有73%獲得升等，18%遭到降級。升等中有逾半數跟社會因子有關，而降評者中，過半數的問題出在公司治理。

有關ESG極端風險與重大契機的資訊，分析師可將其納入他們的模型和預測機制，觀察其對財務決定的影響，而投資組合經理人則可在進行項目篩選或投資組合建構時將其納入考量。我們的目的是在於，讓產業分析師和投資組合經理人擁有完備的ESG知識與洞見，以助其做出更有利的投資決策。更重要的是，若產業分析師和投資組合經理人不贊同ESG分析師針對投資標的所下的結論及/或ESG評等時，他們必須在投資平台上舉證並分享他們的看法。此舉能發揮鼓勵大家進一步討論的效應，協助我們充分善用安聯投資獨特的合作系統與文化，以造就內部集體洞見。

打造全球合作文化

跨國合作是從事ESG研究的重要元素



Steve Berexa
環球股票投資總監

身為主動式投資經理人，面對競爭性挑戰以及干擾時，我們如何善用科技以更妥切地做好應對工作？我們該如何確實地將ESG整合進我們的整體業務？當我們企圖在內部的全球投資平台上擴大ESG合作模式，希望運用平台確實地串連起世界各地的ESG研究洞見時，這是最關鍵的兩個問題。

我們的旅程從2012年展開，起初先整合科技，將電子郵件與電話會議轉化成投資合作的重要輔助工具，也藉此評估我們應用新科技的能力。接下來的5年間，我們快速建置起5萬組海關代碼，成功整合世界各地的投資數據，打造出傲人的全球投資合作平台，透過這個平台以及社群網絡科技，串聯起散落全球十幾個據點的投資專家。

我的家在美國，但我覺得跟位於德國、日本、法國或任何一地的同事都靠得很近；確實是讓人十分欣慰與滿足的成就。

我們怎麼辦到的？

1. 我們很幸運，因為我們原本就擁有一種行之有年的合作文化，使得我們得以迅速融入此科技，且欣然接受。

2. 我們採取標籤辨識法以更有效地管理文字資料。我們將接收到的研究成果都納入貼文資料庫，累積越來越豐富的搜尋資料和觀點，完備了我們的集體智庫。
3. 人人共享其價值：世界各地的分析師藉此交叉驗證他們對於供應鏈和產業的看法。投資組合經理人則在此說明他們的新投資想法和交易；發表的貼文有半數以上都源於經理人的貢獻。
4. 此軟體的快速發展與培訓的過程讓我們獲益良多。再者，我們積極鼓勵大家採用新方法，會問些類似這樣的問題：「這禮拜使用的頻率如何？」、「大家有用上禮拜推出的新功能嗎？」、「不是有誰沒試？為什麼？」。

除了整合資訊與洞見的全球投資合作平台外，我們內部獨創的市場研究技術「草根性研究」也在我們許多鎖定主動式投資和ESG整合的新項目上，有著舉足輕重的地位。

實務上如何運作？

實務上，中國的電子商務公司欲納入社會責任投資的投資組合中，將面臨更高挑戰，因此了解我們如何從整合性ESG的角度來審視這些股票就變得非常重要。

通常，我們首先會檢視外部參考資料，以此案例而言就是MSCI。我們本身的合作系統中有一個數位辯論機制，而最後的結論會交給我們自己的ESG分析師。

整合性ESG案例：中國某電子商務公司



MSCI：
公司治理不佳
(附完整分析報告)

分析師：
「對中國而言，此事事關重大，不可能造假」

投資組合經理人 A：
「在中美緊張關係下，恐將成為地緣政治犧牲品」

投資組合經理人 B：
「他們不至於損及員工的選擇權」

投資組合經理人 C：
「臉書之類的公司也存在弱勢保障不足的問題」

ESG 分析師：
公司治理實際上真的不太好 (附完整分析報告)

分析師：
「我維持保留持股看法，上檔機會 > 50%，主要基於以下理由…」

投資組合經理人 A：
「出清持股 – 轉而買進另一檔標的」

投資組合經理人 B：
「賣掉一半 – 總持股保持在1%以下以降低風險」

投資組合經理人 C：
「保留持股 – 仍然是全球網路領域最好的投資機會 (但帶有風險)」

股價多次上漲後，分析師改變看法

積極與公司交流，促其改善公司治理政策

投資組合經理人可能針對新進資訊重啟討論

投資組合經理人C在每一次的ESG檢視會議中都會遭到要求換股的挑戰

不過每一位投資組合經理人也可以根據他們個別的參考指標、委託操作規範，以及他們對該檔股票的全盤考量，提出他們自己的風險 / 報酬論點。

當然，並不是到此為止。如果我們之中有些人仍握有持股，我們就會針對那項議題持續跟進，積極與該公司交流。任何人都可以重啟討論，選擇持有高風險股票的投資組合經理人會定期受到檢視：我們會詢問他們是否考慮其他投資選項。針對他們所持有的各類

風險性標的，我們同樣也都設有定期檢視機制。最後，每一次的交流活動都會載入投資合作平台的資料庫，以作為報告並供其後使用。

顯而易見的，如果沒有我們的全球合作系統，將很難落實整合性ESG投資。我們所追求的是一種高度透明化的境界。比如，前例所顯示的所有ESG相關活動都必須是值得報告的元素。無論是投資組合經理人和分析師跟公司之間的交流，或者是有關代理投票的討論，都會載入我們的系統。

整合性ESG的驗證工作非常繁重。但我們制定出一個清楚的流程，不僅要讓文件的追蹤更容易，而且一旦某項策略正式立案為整合性ESG投資，也能按季提供客戶投資組合持股的ESG活動報告，包括研究、討論、決策、參與活動等。

此流程把我們所有持續進行的盡責管理規格化，並具有自我強化功能。從內部文化的角度而言，投資組合經理人能從我們的社群合作工具中看到彼此對ESG的相關評論與決策。

「透過全球投資合作平台以及社群網絡科技，我們成功串聯起散落全球十幾個據點的投資專家。」

面對面交流

交流參與活動有助於我們了解
並降低我們持股的實質風險

安聯投資所有的投資專家都致力於跟被投資公司的董事會和管理團隊積極交流，以協助他們改善績效並維繫他們的長期前景。

我們橫跨11個產業、19個市場、共計196次跟執行董事與非執行董事的交流活動，強化我們對公司的了解，有助於我們評估領導階層及其監督作業，並鞏固我們對董事會和管理團隊的信心。

最常見的交流活動大多有關於被投資公司的策略、作業或財務表現、資本管理、公司治理和代理投票等議題，以及他們對環境和社會所造成的影響。我們的

投資想法也會參考這些交流活動的結果，並連結到代理投票流程中，由此形成我們對於一家公司的常態性盡責管理方式。

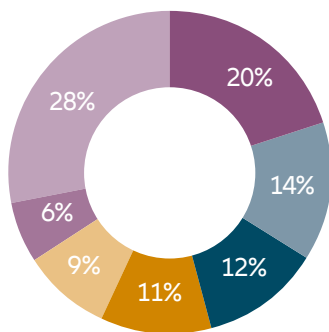
盡責管理活動

除了致力於跟大量持有標的的董事會和管理團隊直接交流外，我們也會從事一系列不同形式的針對性、主題性的交流計畫。我們也會參與一些由產業或市場所發起、旨在改善營業行為與資訊揭露的合作交流方案。

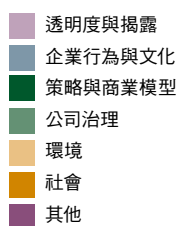
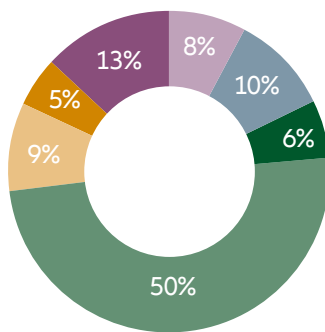
交流參與活動

我們秉持投資哲學與信念，定期跟被投資公司對話，並主動尋求表達我們觀點的機會，找出有必要改變之處：

參與比重（產業別）



參與比重（主題別）



+84%



2017年交流參與活動
較前一年增加的幅度

交流參與具體行動

礦業與環境議題

我們實際參與某家採礦公司，針對其環境變遷相關風險管理進行交流。對於該公司致力於強化減碳作業，並提升能源效益和投資新科技，我們感到欣慰。一旦這些規劃全部落實，可望有效降低日益嚴苛的減碳法規對該公司財務面所造成的衝擊。

我們鼓勵該公司持續將減碳納入其策略規劃，同時我們也會追蹤其進展。

降低孟加拉成衣業 供應鏈風險

2013年時，安聯投資簽署了第一份有關勞工安全的投資人宣言，該宣言呼籲零售業者共同落實「國際勞工組織 (International Labour Organization)」的核心勞動基準，並加入「防火與建物安全協議 (Accord on Fire and Building Safety)」或「孟加拉勞工安全聯盟 (Alliance for Bangladesh Worker Safety)」。

供應鏈透明度越來越高，加上供應商稽核通則出爐，彼此互通調查結果，因而促動了正向改變。我們認為孟加拉行動將成為業界合作的範例，尤其可喜的是，打擊現代奴工的法規也因此更為完善。

參與公共政策

德國公司治理準則 (German Code of Corporate Governance) 進行年度改版時舉辦了公眾諮詢，安聯投資也對此貢獻了心力。

我們對於改善該準則的看法和建議，主要如下：保護少數股東權益；理監事會的組成、角色和監督；公司法律遵循管理；以及董事會薪酬管理。

協作倡議活動成果

從2015年10月起，安聯投資便是「永續證交所倡議組織 (Sustainable Stock Exchanges Initiative)」的領導者，該倡議要求證券交易所為上市公司製作志願性行動指導原則以供其呈報ESG資訊。

我們共同簽署了一封致70間交易所的信，鼓勵他們打造一個更透明、更具效率的資本市場。同一時間，永續證交所倡議組織也推出了ESG資訊報告指導原則模型 (Model Guidance on Reporting ESG Information)，證交所得以透過此志願性工具引導企業進行呈報。

此項推廣活動結束時，我們成功地促成30間交易所承諾製作ESG指導原則。截至2017年12月，共有18間交易所的指導原則已問世，另外12間也允諾未來會發行。

資訊科技產業與社會議題

我們跟某家公司的董事們針對人力資本相關風險進行交流。最初的會議確認了該公司把智慧資本管理 (ICM) 當作首務。但由於該公司的人員流動率很低，人力資本管理便成了該公司的一項重大營運風險。

其後，該公司成功地從金字塔的組織架構轉化為敏捷式的營運模式，並且被評選為最佳雇主。銷售獎勵辦法如今與整體營運目標相符。我們認為於他們在人才庫以及員工留任和發展上管理得當。此外，我們也鼓勵該公司擴大揭露範圍，讓股東得以探查他們在人才招募、留任與激勵員工方面的能力。

工業與公司治理議題

我們投票否決了某家被投資公司所提出的稽核委員會組成名單以及特定董事會成員報酬方案後，跟該公司的某位非執行董事進行交流。

這次的討論極具建設性，達成董事會應該採取哪些具體步驟以改善該公司治理標準，以及該公司在哪些特定情況下得背離傳統運作模式的共識。

代理投票

善用股東會投票權

是安聯投資善盡盡責管理的重要環節

2017年，安聯投資參與了7,961場股東會，針對管理團隊與股東所提出的83,488項議案執行投票權。而2016年時的投票會議僅5,794場，共計61,618項提案。

安聯投資2018年針對公司和管理團隊提出的許多議案都投下反對票，其中包括重選董事、執行高層薪酬以及股本運用授權等。總計，在2017年召開的股東會中，其中有68%的場次安聯投資針對管理團隊的提案至少投下了一張反對票，或可說是24%的個別提案，因為我們必須堅守原則，否決被投資公司提出，但與我們預期不符的提案。2017年，安聯投資投下的反對票占所有提案的12%，或可說每兩場股東會就有一項提案遭我們否決。就2017年的股東會而

言，最常見的提案就是有關於董事會與董事的改選，大約占了安聯投資執行投票權中的53%。其次依序為常態性或業務相關事務（23%）、執行高層薪酬與其他薪資議題（11%），以及股本變動（9%）。

除了這些主題外，我們也持續深化交流，跟世界各地的公司討論他們的策略、公司治理、風險控管、環境、社會以及其他對我們進行投資至關重要的議題。

安聯投資ESG研究全球總監Eugenia Unanyants-Jackson指出：「執行這些投票權時，各地區都援用同一套標準，對包括美國和法國在內那些進度落後的市場而言，更高標準的異議無疑對其公司具有警鐘作用，提醒他們該開始採行全球正廣泛使用的基準。」

「秉持我們的投資哲學與信念，我們會定期跟被投資公司進行對話，積極尋求表達我們觀點的機會，引導他們進行必要的改變，並對我們的交流結果展開監督。」

「我們不認為最嚴峻的情況得以一夕之間改變，不過針對我們分析師和投資組合經理人認為其策略目標、商業價值推動力以及營業行為之間接軌度較差的公司，我們會再次跟那些企業積極交流。」

「對那些進度落後的市場而言，更高標準的異議無疑對其公司具有警鐘作用。」

地域差異

安聯投資的投票模式凸顯出全球的公司治理標準存在明顯的地域差異。以日本而言，安聯投資對45%的提案投下反對票，相較之下，美國為35%、法國33%、香港28%、德國13%，至於英國則僅6%。這些數字反映出美國和日本的公司治理發展階段不同於歐洲市場。

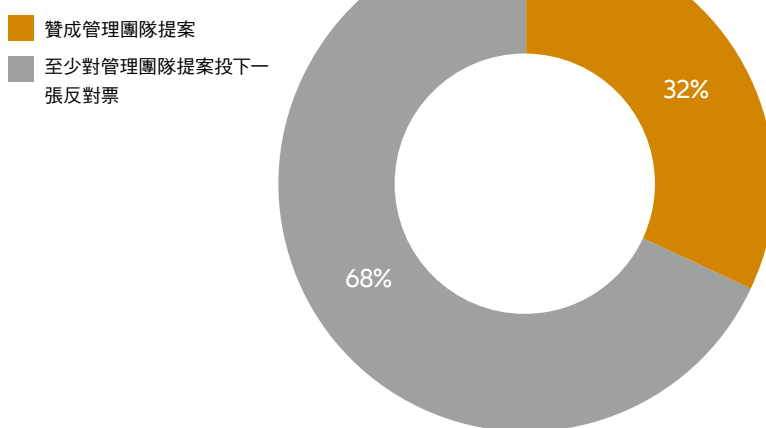
Eugenia Unanyants-Jackson說明：「我們秉持嚴謹標準針對美國薪酬提案投下反對票的其中一個主要原因是，他們的薪給與績效明顯不符，美國公司持續存在長期主要績效指標跟執行高層薪酬方案之間關連度很低的現象。」

跟董事相關的提案則是另一個我們發現存在顯著地域鴻溝的領域。在美國和法國，我們針對董事相關提案投下反對票的比例超過30%，而英國則僅7%。

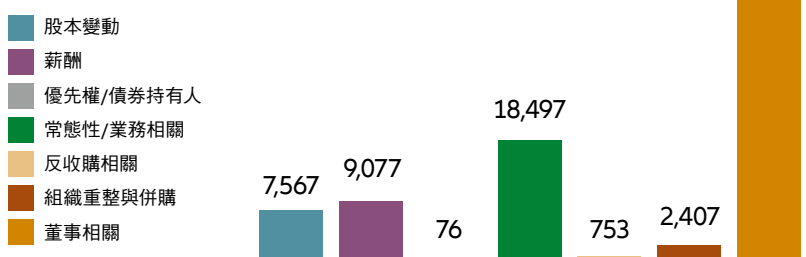
代理投票活動

安聯投資嚴正看待我們身為主動式投資專家的受託義務。因此，我們認真執行我們的股東投票權：

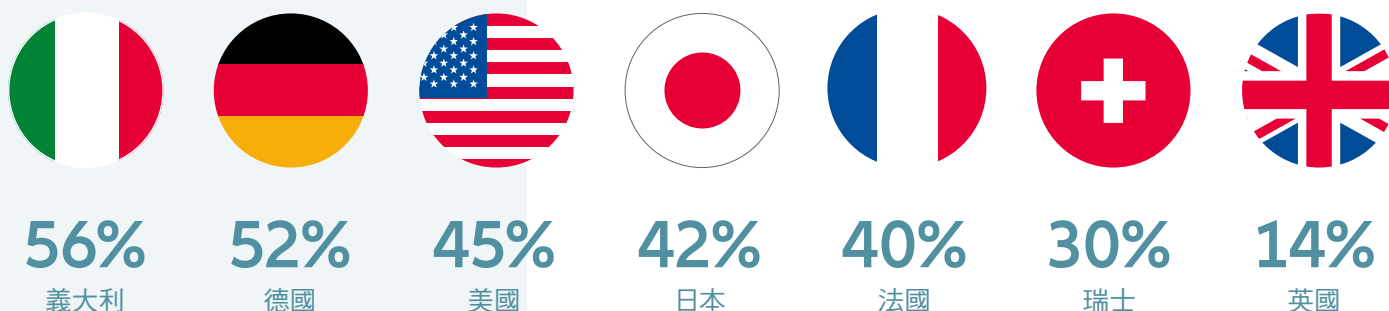
參與7,961場股東會進行投票



投票提案類別



安聯投資投票反對薪酬相關提案之總比例（國家別）



整合性ESG投資

面對風險 – 另一個更好的理解途徑

安聯投資正在把ESG整合進所有的投資組合。截至目前，其中的1,160億歐元資產已經大功告成。我們ESG整合流程的主要目的，在於分析我們所有投資的財務實質ESG因子，並建構一個前瞻性ESG風險與機會評估機制，以輔助我們去判斷更多的投資標的。我們的關注焦點在於ESG因子可能如何影響產業以及特定公司未來的表現。檢視的範圍包括：他們的公司治理方法是否會促發這些因子以及他們對於這些因子的管理方式；企業活動外部影響；消費者需求與社會趨勢的轉變；或者是更廣泛的市場發展，包括市場法規的變動。

雖然我們使用的是精挑細選後的第三方ESG研究單位所提供的公司ESG評等，但我們不會完全仰賴他們，因為他們往往都只是大量參考公司出的報告。我們認為ESG議題需要一種自由心證式的專業眼光，必須仔細鑽研。通常，ESG所衍生的議題，差別都很細微，並不是單純的非黑即白。往往都是由此激發的內部討論幫我們發現到更強烈、更顯著的ESG風險和機會訊



號，充分善用了我們投資專家對於公司和產業的智識。這種內部檢視流程是由我們內部獨創的ESG研究團隊發展出來的，同時把產業類別和特定公司的專家觀點帶進研究對話中。

透過這種觀點互通和全球群眾智慧的匯集流程，我們也能將我們和公司之間的訪談和交流洞見輸入其中。簡言之，我們意在確認一家公司是否清楚哪些ESG因子與其相關，且他們是否、以及如何積極管理這些因子並對其進行投資。反過來說，要是我們發現他們管錯了ESG因子，忽略了那些真正跟他們相關者，且改善計畫又付之闕如的話，我們就會認定這些公司不值得投資。我們透過公司交流參與活動，引導企業邁入一種更成功的前瞻性ESG管理模式，並藉以打造出永續經營績效、建立卓越地位。

所有關於上市公司及投資策略的ESG研究看法與結論，都紀錄於我們的數位平台中，憑此向客戶詳述我們的ESG觀點。

我們對於一家公司營運、風險與價值驅動力的洞見，我們本身的ESG專業，再加上投資組合經理人之間持續針對有形ESG風險與因子的分析合作，進一步提升了我們為客戶創造的價值。我們旨在透過我們的ESG整合流程，為客戶創造出更有利的風險調整後報酬。

就我們管理的資產而言，我們的ESG整合行動是我們投資DNA中的一環。對那些鎖定某種特定永續足跡或影響力等特定永續目標的客戶而言，我們也有為其量身製作、符合其投資偏好的ESG解決方案。

「我們對於一家公司營運、風險與價值驅動力的洞見，進一步提升了我們為客戶創造的價值。」

投資的下一個步驟

執行案例：

整合性ESG運用—股票絕對報酬投資組合



Christian Schneider
環球股票資深投資組合經理

運用ESG標準來分析公司績效不是什麼新鮮事。社會責任投資策略早就在投資流程中使用ESG數據以排除不要的股票，涵蓋的篩選項目從溫室氣體排放到董事會成員多元化都有。

安聯投資向來不認同簡單排除主義。我們的專屬ESG研究團隊於2000年成立，積極進行公司訪查與交流。過去幾年來，開創出豐碩的成果，從董事會成員更趨多元，到參與永續證交所倡議組織。尤其甚者，我們跟被動式經理人不同，萬一某家公司拒絕改善的話，我們可以賣出他們的股票。

盤根錯節的ESG標準跟財務表現之間有所關連，已經越來越明顯。一家企業的社會影響力目前已成為其消費者、員工以及主管機關形塑該公司的關鍵，結果到頭來自然也就決定了這家公司的獲利能力。就算ESG表現並未反映在它今天的股價上，卻仍可由此看出較長期的極端風險與投資機會。

簡單來說，整合性ESG機制意味著直接把ESG標準的分析結果與投資流程串聯在一起。我們完成前述使命的方法，則是給予分析師與投資組合經理人必要工具以利其判斷ESG成效。

就個股層面而言，此舉不僅結合了MSCI的公司報告與我們自己的看法，也進一步強化了對於個別公司在E、S、G各領域所應有的實質評等。不過這些整合

性ESG機制評等並不具有強制性，投資組合經理人不至於因為某檔股票掉到某個門檻以下就被迫賣出。反之，投資組合經理人在面對這些較長期極端風險時，只要他們能夠明確闡述自己的風險／報酬思維邏輯，便依然得以自由投資。

身為全球股票絕對報酬策略的經理人，我根據公司基本面建立投資組合，無須顧及任何參考指標的類股或市值成分。因此，我最關心的其中一項元素，就是整合性ESG機制會對我們團隊的投資哲學帶來什麼影響。不過，檢視長期社會因子對一家企業的影響，如今已經成為探究其真實內涵的一門顯學。

因此，就投資層面而言，整合性ESG形塑了我們捕捉品質的方式，而這本來就是我們搜尋高成長且股價合理的公司時的一項工作。再者，除了我們跟管理團隊交流以及投資個案的完整歷程外，如今也能夠把我們認為任何一檔股票所面對的特定ESG疑慮記錄下來。對我們這樣的組織而言，此舉具有顯而易見的效益，長期來看這套流程也能持續幫助我們盡責管理旗下所有持股。

整合性ESG機制代表了我們服務進化的下一步。它讓我們的投資分析，擁有精雕細琢其中長存元素的機會，促成更有效的溝通，且長期而言，勢必也能助我們強化核心理念，為我們客戶創造出更高的價值。

社會責任投資



掌控ESG分析的獨門絕學

Isabel Reuss
社會責任投資研究全球總監

安聯投資管理220億歐元遵循社會責任投資原則的資產。安聯投資的社會責任投資策略採用非常嚴謹的投資流程，同時把財務與ESG分析考量在內，以打造一個穩健的永續投資組合。我們使用產業最佳投資法則，也就是我們精選投資的公司，是在該產業中與同業相較之下擁有正向ESG表現。

我們投資法則的核心是一種內部獨創的社會責任投資分析與評等方法，這套方法最早於2002年開發完成，其後則持續演變精進。我們藉此分析辨識最佳與最差運作，再把這些考量因素融合進我們內部ESG分析師的質化評估結果。我們採取全視角方式進行ESG分析，評估時考量的元素包括公司治理、環境、社會發展、企業

行為和人權。我們跟安聯投資所有的策略一樣，都採取主動式盡責管理與代理投票，透過交流對話機制以促進企業的改變，並從而處理其所面對的永續性機會與風險。

我們內部獨創的這套方法並非一成不變，其中所含的彈性讓我們得以在過去16年的時間中，隨著分析ESG風險方式的演變而改變相對應的數據提供者、指標、法則。此舉使我們能辨識並因應新興的長期趨勢。這套方法十分獨特，它將多方數據來源連結在一起，融合各資產類別和產業領域的投資方式，且掌控數據的原則始終如一；其後則憑藉我們本身ESG分析師的智慧予以強化。

我們的模型如何運作

如何取得我們內部獨創的社會責任投資評等呢？第一個步驟是量化ESG分析。我們的社會責任投資評等機制涵蓋全球包括股票、公司債、主權債、機構債以及跨國際債在內的大約5,500家發行機構。我們的模型能夠確認並賦予ESG指標權重，且理解某項ESG議題可能因產業不同而有所差異。我們的模型針對以下四個面向賦予每家企業一個評等：公司治理、環境、社會發展與企業行為。這四個面向的權重視產業類別或有不同，之後再結合四者產生出我們的社會責任投資評等。

最重要的是，我們把人權當作第五個特別面向來分析，將其視為投資前的過濾

分析範圍



公司治理

此範圍是針對公司的治理架構、組成、品質以及董事會和管理團隊的效率，是否與投資人利益、股東權益保障、薪酬制度透明度與適宜性、稽核獨立性與品質等項目相符。



環境

我們評估企業對環境所造成的直接和間接影響，以及隨之而生的風險。我們對此領域的評估方法融合了「聯合國全球盟約十大原則 (Ten Principles of the UN Global Compact)」的環境議題相關部分。我們還會檢視企業在產業環境所面對的挑戰。最後，針對該企業處理氣候變遷問題的方式做一整合。



社會發展

此範圍考量的是企業的直接社會責任，包括勞資談判、職場健康與安全以及生涯管理等。一般社會政策的考量是針對政府進行評估，其中特別側重的主題包括健保系統、教育、女性在公民社會的角色，以及滿足民眾基本需求的基礎設施完備度。



企業行為

此處我們考量的是企業與客戶、供應商、地方政府等他方之間的關係，並針對其產品或服務對社會所產生的影響進行評估，比如產品安全性以及市場法規遵守情況等。我們就此面向的分析主要是根據「聯合國反貪腐公約 (UN Convention

Against Corruption)」處理有關「聯合國全球盟約原則」中的貪腐議題。



人權

在安聯投資的社會責任投資策略中，這一項屬於排除性過濾元素。我們針對此範圍的分析著眼於企業對人權的尊重程度，檢視的企業行為包括「世界人權宣言 (Universal Declaration of Human Rights)」原則的落實情況、對「國際勞工組織 (International Labour Organization)」重要大會的重視程度，以及是否簽署加入「聯合國全球盟約」。

元素。社會責任投資評等與人權過濾元素綜合決定了我們是否投資該企業。這個篩選流程透過「最差運作」排除原則以進一步提高執行能力；此原則的目的，在於確保一家企業四個面向加總後的加權平均社會責任投資評等符合投資的最低門檻，但當中若有任何一個面向的評等低於最低標準，依然會被剔除。

跟這個量化評等機制同等重要的是，我們本身的ESG分析師扮演著內部質化分析的角色，針對社會責任投資相關議題檢視我們投資組合的持有部位。此質化分析可能導致社會責任投資評等獲得調升或調降，而這完全取決於ESG分析師的結論。

「我們嚴謹的投資流程同時考量財務與ESG分析，以打造一個穩健的永續投資組合。」

打造出絕佳的投資組合

我們完備的投資管理流程把財務和ESG分析都納入我們的評價流程。我們衡量ESG分析和評價所使用的方法，其學理跟傳統財務分析相同，目標在於建構一個擁有最佳ESG與財務品質成分的投資組合。能夠被納入投資組合的企業，一定是它的ESG素質與財務評量都呈正向表現。

我們內部獨創的模型，讓我們得以適當應對產業類別的擴展與變動。它讓我們能夠把像是氣候變遷等長期趨勢等因子納入我們的流程中。再者，在此領域的市場與法規要求日益嚴格的情況下，它也使我們不僅能符合、甚至還能超越改變之所需，讓我們在融合新式前瞻性分析的同時，也創造出良好績效。

釋放潛能

正視碳威脅

個案研究



安聯投資管理的資產中，大約有60億歐元鎖定可創造環境影響力，同時有機會創造良好回報的標的。自從我們於2013年推出旗下第一檔再生能源基金後，我們的基礎建設股票團隊便始終遵循著一個核心目標：支持全球的綠色基礎建設資產，無論是跟風力電場、太陽能電場或水力發電項目有關的資產。本團隊持續針對所有可投資市場進行過濾，迄今已執行了歐洲、亞洲、南亞和非洲等多個投資項目。

「我們的首要重點是，在思考某個能產生出具吸引力、穩定且無相關性報酬的另類資產時，永遠謹記它還得同時擁有創造非財務回報的潛力。」基礎建設股票團隊投資長Armin Sandhovel指出。「我們投資再生能源基礎設施，且我們所支持的項目必須確保所在國的能源組合中，相比傳統化石燃料能維持較低的碳排放量。」

光是2017年，所投資的項目避免了39萬4,282噸的二氧化碳排放量，並製造出1,221,445百萬瓦時（MWh）的再生電力—可供相當於34萬8,984戶的家庭所需。

基礎建設股票團隊也會採取措施以保證投資符合其本身的ESG要求。為達此目標，我們在制定基金基本檔案階段時便將ESG主題納入。此舉有助於確保我們的執行符合高標準。

基礎建設股票團隊投資策略總監Martin Ewald表示：「從社會角度出發，我們小心翼翼，時刻心繫勞工、健康和安全的標準。我們跟孜孜不倦的服務供應商攜手合作，保證這些守則被確實執行、追蹤並成為必須奉行的圭臬。」

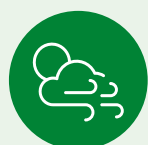
「我們支持的項目必須確保所在國的能源組合相比傳統化石燃料能維持較低的碳排放量。」

本團隊長期以來也跟安聯氣候變遷解決方案小組（Allianz Climate Solutions）互動密切；該小組為安聯內部所設立的一個專責中心，負責氣候領域的所有主題。它轄下的專家與技術人員人脈，為我們在擔保、找尋和維持乾淨能源的發展上提供建言。

維持良好的公司治理運作需要我們投資者的配合，他們必須回應最終受益人的相關條款。基礎建設股票團隊與聯合國「責任投資原則（Principles for Responsible Investment）」有許多共同的倡議項目，包括加強投資人教育以及標準的制定。

由於投資人的ESG意識提升，對於相關資產的需求也增加，經理人便有責任達成這項要求，並確保他們的產品能締造出永續、長期的成果。

安聯投資為7個歐洲國家的第三方客戶管理460百萬瓦（MW）的陸上風場以及370百萬瓦的太陽能模板項目。光是2017年，這些再生能源投資便創造出：



394,282 噸
二氧化碳排放減少量



1,221,445 百萬瓦時
再生電力



348,984 戶
家庭供電

實際結果： 積極落實ESG



Gert van de Paal
Rabobank責任投資策略師

「我們整體的產品線越來越具永續價值。」

Rabobank在談到責任投資時，會想確保每個人心中的必要條件都有被充分詮釋到位。唯有如此，才能確保我們能滿足顧客的各種期待。

我們認為，把責任投資列為我們所有產品與客戶的先決條件，才能讓我們在資本市場上發揮最大影響力。我們一秉初衷堅守責任投資政策，不斷提高我們所有投資產品與投資組合的標準，包括為我們投資平台上的資產管理機構訂定符合責任投資的最低門檻。相關機構必須簽署加入「責任投資原則」，並援用「聯合國全球盟約原則」作為其投資流程的參考架構。此外，我們也著手跟那些仍未達標的機構積極溝通。兩年後，我們平台上所有的主動式資產管理機構都已符合這些要求。也因此，我們整體的產品線穩步進展，越來越具永續價值。其中一個例子就是把那些在ESG領域積極整合管理的優質資產管理機構放進我們的投資平台，並引進責任指數基金。最近，我們開始關注影響力投資相關的產品，因為這些產品能締造出更紮實的社會回報，達成像聯合國的「永續發展目標 (Sustainable Development Goals)」所載明的貢獻。這趟邁向永續的旅程仍在進行，而我們參與其中，絕不退縮。



Soňa Stadtmeyer-Petrů
安聯投資管理
全球投資組合ESG責任投資專家

「如果我們想要保有
永續的未來，現在
就得行動！」

安聯的總投資金額超過6,900億歐元，主要來自於我們保險業務的保費。我們將ESG考量元素系統化地整合進我們所有的投資組合，且不斷強化和深化我們的投資方法。

在安聯，我們採取一種ESG評分流程，針對主權債、公司債和公募股權在內所有表列資產的實質ESG風險，進行系統性評估和管理。我們也會評估個別企業的ESG表現。事實上，這個評分流程是跟安聯投資同事密切合作開發出來的。我們會呈報某個低於ESG表現門檻的企業，並註明「遵循 - 或 - 說明」。因此，在與安聯投資的ESG會議中，我們會完整地討論和評估這些部位背後的論證。



Jörg Ladwein
德語系國家安聯保險投資組合
暨安聯企業及專業保險投資長

「社會大眾...期盼金融
服務業者應落實
負責任行為的聲浪
日益升高。」

我們所有資產類別與次投資組合都充分採用整合性ESG投資法則。多年來ESG早已成為許多法人壽險與退休金客戶納入考量的因子。市場管理研究也證實了許多投資人開始考慮永續性的問題，而他們也很有興趣進一步了解如何將ESG融入其退休金儲蓄計畫。

安聯投資管理我們的全權委託案，都必須充分符合整合性ESG架構，採用以MSCI數據為基礎的ESG評估法。安聯投資也透過其專屬領域研究團隊，為ESG相關的公司主題貢獻出更多洞見。

責任投資正從一種利基式概念演變成主流意見，成為一種整合流程的方式。當然，越來越多的法規要求也是重要的推力。此外，社會大眾日益期盼金融服務業者落實責任行為，這股呼聲不只是針對業者的日常營運，也希望能落實在業者為客戶進行的投資決策中。

實際結果： 積極落實ESG



「現行體系不具永續性，要是我們固守既有的營運模式，40年內，可見的災難將迎面而來。」

Philippe Desfossés
法國ERAFP執行長

我們的策略取決於我們退休基金的固有特性。就架構層面而言，我們是著眼於非常長期的投資者，而我們的退休基金成立時間很短。處在這樣一個轉型到永續性更高、碳密度更低，或甚至是一種無碳經濟的過程中，我們必須考量到其間可能出現的風險還有機會。現行體系不具永續性，要是我們固守既有的營運模式，40年內，可見的災難將迎面而來。因此，即使是現在20歲的投資人，不會對我們所做的投資和我們所用的準則漠不關心。

我深知，一旦我們制定出投資策略後，萬一我們董事們的直覺反應是應該要讓短期獲利極大化、而非側重永續性長期獲利的話，勢必會背離客戶的長期利益。那該如何落實呢？顯然得務實地思考，畢竟我們所談論的是轉型，而非極端的切割或改變。無論我們有多期待看到終結使用化石燃料的那一天，它都不可能一覺醒來就會實現。因此，這個轉型過程必然得妥善掌控，好讓經濟中斷的可能性降到最低。我們必須竭盡所能地讓這項策略迅速落實，並確實將這些非永續性的因子從經濟體中移除。

我們堅信，對大型機構投資者有效的社會責任投資策略，需要透過一種全球性的高階投資方法才得以達成。無論如何，我們避免對某些特定產業存有產業偏見而心存零持股傾向。但這並不會妨礙我們採用嚴格的篩選標準。

我也認為此舉符合我們的利益，因為我們絕對不想看到明天我們的資產價值陷入增長停滯。反之，我們在轉型至側重資源使用效率、服務重要性高於所有權的經濟型態的過程中，會極力掌握住投資機會。

安聯投資的團隊明確表述了堅守此信念的意願。對我們來說，擁有堅定信念並能兌現承諾非常重要，而非只是流於一種行銷手段。衡量目前全權委託的成效，不能僅限於純粹的財務回報，還得涵蓋ESG部分。舉例而言，我們很留心資產管理機構在年度股東大會上行使投票權的政策。我們認為安聯投資向來盡力顧全我們的考量，這一點十分重要，其作為顯然已超越了單純的財務議題，還顧及了ESG信念。

若無法為長期的投資人思及永續問題，簡直不可思議。這種心態只適合那種投資時程設定為兩個月的操盤手，卻完全不適用於投資規劃非常長期的經理人。



「我們有三分之二的新客戶都已經選擇了永續型投資組合。」

Guy Janssens

比利時BNP Paribas Fortis Private Banking
永續暨責任投資總監

我們管理團隊兩年前基於多種考量，決定首先推出社會責任投資解決方案提供給我們的客戶：將ESG整合到我們的投資產品，可強化較長期的風險／報酬表現。接著，我們決定投資未來具有潛力的永續主題（氣候變遷、多元化、資源回收、健康生活、水資源等）。我們也發現客戶對社會責任投資意識越來越高，他們希望能同時兼顧財務回報以及對社會和環境的正向影響。

我們的作業環境屬於一種開放式架構，所以能夠為客戶從中挑選最佳投資概念。對我們而言，安聯投資是一家了解我們需求的資產管理機構，是舉足輕重的合作夥伴。我們攜手在比利時和歐洲共同推廣永續投資。

身為一個大型國際集團，我們更樂意跟安聯投資這樣強健的夥伴共事，他們在不同的資產類別都擁有專門且專業的永續解決方案，舉凡從綠色債券、歐洲股票、歐洲公司債到全球股票領域。

至今，我們有三分之二的新客戶都已經選擇了永續型投資組合；占比利時BNP Fortis Private Banking資產負債表外產品的28%。我們的目標是達到100%的永續型解決方案。

不僅我們的業務變得更聚焦於社會責任投資，且我們公司在增強本身的ESG元素上也付出了更多心力，制定出對環境、社會與公司治理的目標。我們全球30萬員工都是其中的一份子。



「改善投資組合碳足跡，並創造出真正的全球影響力。」

Matthias Seewald

安聯法國董事會成員
投資長

ESG在安聯法國的地位越來越重要：我們把集團的ESG整合架構套用在含有法國特色的日常投資活動中，範圍從清楚定義排除政策、資產經理人選擇和監督，到檢視、呈報、投票和交流參與活動都有。我們透過多元的研究項目深化對ESG的了解，研究主題從迴避碳排放以及危機四伏的氣候價值，到實體風險評估。客戶對於ESG相關產品的詢問度也越來越高。

我們的投資團隊跟安聯投資定期合作，橫跨不同資產類別，並共同度過投資的生命週期。我們非常重視從安聯投資所獲得的永續相關洞見。比如，在評價我們既有的綠色債券投資組合時，跟安聯投資綠色債券專家之間的交流，舉凡市場定義、標準、風險回報和ESG評估，都讓我們獲益良多。

另一個例子是，除了氣候議題外，安聯投資還協助我們了解更廣泛的自然資本投資，為我們畫出一份符合「永續發展目標 (Sustainable Development Goals)」的清晰投資地圖，而不至於侷限於碳足跡領域。

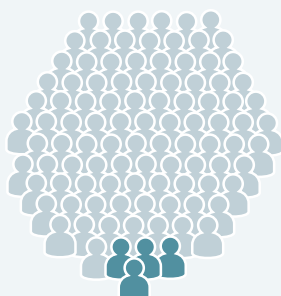
我們在與安聯投資一年兩次的ESG會議中，針對低於安聯評分機制門檻的企業進行討論時，總是思及安聯投資的承諾：在符合我們本身ESG策略的前提下改善投資組合碳足跡，並創造出真正的全球影響力，透過投資與參與，主動管理投資組合，並引領出正面的效應。

成長 空間



一項由安聯投資委任、針對美國一般投資人進行的調查報告「揭開ESG面紗」顯示，ESG投資策略受到不同類型投資人的廣泛青睞，特別是65歲以上的族群對此更感興趣。

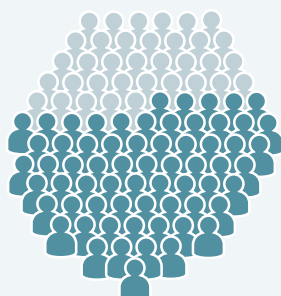
缺乏認知



4%

能說清楚ESG
代表哪幾個字

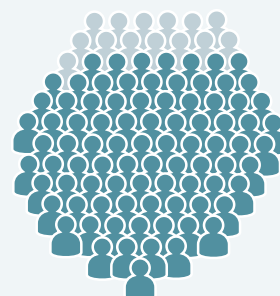
值得討論



65%

跟投資顧問討論ESG後
想要投資

投資機會



86%

財務顧問
從未提過ESG策略
這種投資選項

資料來源：2017年「揭開ESG面紗調查 (ESG Clarity Survey)」，對象為美國可投資資產超過10萬美元的投資人。

ESG難解的習題

資金持續流入ESG策略。根據「永續暨責任投資論壇 (The Forum for Sustainable and Responsible Investment)」的數據顯示，2016年底，光是美國的投資金額就接近90億美元。雖然數字不斷擴大，但跟「投資公司協會 (Investment Company Institute)」報告中所載投資在美國共同基金、指數股票型基金 (ETF) 和機構法人基金的21.1兆美元相較之下，仍然是個小數目。

即使大多數投資人都未聽過「ESG」這個字眼，但90%參與調查的人都表示他們至少會關心其中一項議題：環境保護、社會責任，以及公平且透明的公司治理。雖然有80%的人會在實際生活中落實ESG理念，但絕大多數投資人並未採行此原則，僅有20%的受訪者會將ESG因子納入他們的投資組合中。

投資人關心且堅信的理念顯然跟他們的投資標的之間出現了斷層，而這主要是因為缺乏認知。三分之二參與調查的投資人並不清楚ESG這項投資策略。

許多參與調查的投資人（42%）都對於ESG投資抱持著存疑態度，認為如此一來恐將損及報酬率。90%的受訪者認為社會普遍表現出對ESG的關心，但報酬依舊會是投資人最在意的元素。這種誤解以及ESG教育的不足，或將導致ESG投資人裹足不前。即便許多選擇ESG產品的投資人覺得自己的資金正在發揮社會正面影響力，卻只有極少數人知道ESG能降低風險且不至於對財務回報造成負面影響。

該行動了

財務顧問往往錯失為他們客戶掌握ESG的投資機會。只有14%的投資人說他們的財務顧問曾經跟他們討論過ESG這項投資策略，而在這14%有過此類對話的族群中，幾

乎有三分之二 (61%) 是由客戶主動提起。

所幸有74%的受訪者希望能有更多ESG投資的資訊，而跟自己財務顧問討論過ESG的受訪者中，有65%會繼續投資責任型產品。調查顯示就算普遍缺乏認知，但只要投資人認識ESG，就會產生投資興趣。無獨有偶「義大利永續金融論壇 (Italian Forum for Sustainable Finance)」的一項調查也得出類似結果：即便超過五分之四的受訪者覺得ESG準則很重要，但只有7%的人曾獲得責任型或永續型產品的投資建議。我們由此歸結出不曾或不願意投資ESG的原因，主要還是在於缺乏討論和了解的機會。

安聯投資與市場研究機構GfK於2017年6月，針對美國1,061名可投資資產超過10萬美元的25歲以上投資人所做的網路調查結果。

主權債因子

主權債從未被人以ESG角度放大檢視 – 直到現在

ESG不只是股票的一個主題。主流投資者也開始把ESG風險因子套用在公司債的信用分析上。不過，據估計高達50兆美元、占據全球金融資產極高比重的主權債，卻被忽略了。

已開發國家主權債一般都被視為安全性資產、無信用風險，在極端市場情況下具保本價值。反之，新興市場主權債則往往著眼於賺取可觀的報酬，但稍具信用風險和波動度。

把ESG因子整合進主權債投資組合，投資人可藉此追求：

- 增強對主權債發行人的信用風險分析
- 優化風險預算與國家配置
- 在資訊充足的情況下做投資決策

我們近期針對新興國家對於ESG因子在財務應用上的重視程度做了研究，有三點重要發現：

國家信用評等似乎並未完全反映主權發行人的ESG風險因子

信用評等是市場評鑑信用情況的一項主要憑據，也是進行配置和風險預算時的重要參考。我們發現，國家的ESG風險分數跟所獲得的信用評等之間並非無縫銜接，且信用評等較低的新興和邊境市場的離散程度更大。

有趣的是，會有極少數的「ESG明星」表現勝出、或「ESG輸家」表現落後其同業。輸家落後或許是因為信用評等遭降，而明星則受惠於升等。投資者不妨善用這些投資訊號，透過對這些離群值重新適當評價的動能策略，據以投資。

市場價格已將ESG風險反映在主權信用風險上 – ESG評分較高者的主權信用違約交換利差較小

我們的研究顯示，ESG風險因子對主權債利差的影響越來越明顯，尤其是在2007年金融危機爆發後。我們觀察到國家ESG風險分數以及他們的信用違約交換或債券利差之間，存在一種逆向、非線性關係，市場似乎對得分最低的那些國家毫不留情。

進一步的分析顯示，ESG得分較低的國家，信用違約交換利差的中位數和離散程度也會升高，而ESG分數較佳的已開發和新興國家發行人則享有較低的借款成本。這意味著資本市場已將ESG風險某種程度反映在主權債的價格上。

因而無論是新興或已開發國家，ESG表現都舉足輕重，且或許會被納入信用風險定價模型中。如此一來，投資者便能夠根據可取得的重大ESG風險資訊來調整他們的信用評等。



主權治理不良是一大警訊 – ESG風險屬長期性

數據顯示，主權債ESG因子的財務重要性或有變動，個別因子的重要程度則有不同。一般而言，國家治理風險因子看來應是最重要的，其次為社會風險因子。

我們的研究也發現，ESG風險因子的重要性與時俱增，且屬於長期的因子。在主權債投資組合實務上意味著，這些因子在突然被觸發前可能早就存在了一段時間，只是一直未被察覺，進而造成某主權債發行人的信用變動風險發生根本的改變。因此，應該在評估早期警訊時就盡可能把ESG極端風險納入考量。舉一個具體例子，在我們2017年中發行的研究白皮書（詳情請見下方QR碼）中，我們就已經對土耳其標註了一個特別的觀察訊號。當時，仔細觀察信用違約交換利差和土耳其的信用評等後，我們提出警告，市場對其國家治理和社會風險似有過度看好的疑慮。進入2018年，風險果然發展成形。

結論

我們的研究充分證明了ESG風險因子並未完全反映在主權信用評等上。就信用評等位於相同區間而言，ESG風險分數的差異性可能很大。由於投資組合往往

仰賴信用評等以定義其可投資範圍與國家配置，因此我們認為這項發現事關重大。不過投資者或許已經慮及此項元素，因為由信用違約交換利差可見，把ESG風險分數納入主權債發行人信用風險評估，似有日益增加的趨勢，尤其是國家治理與社會因子。因此，ESG風險分數有可能在主權債信用風險預算和國家配置上發揮更大作用。把ESG風險分數整合進主權債發行人信用分析，或許也能夠降低極端風險。

此舉或可讓主權債投資者更容易達成自己的投資目標。就已開發市場而言，大多是在市場下挫時藉其保護資本，至於新興市場，則是透過風險管理後的信用溢價達成。

縮短貧富差距

現行的經濟體系已經瀕臨失控 –
所以我們必須修整經濟不平等現象



Neil Dwane
環球投資策略師

今天全球所面對的其中一項最嚴重的社會與經濟挑戰議題就是經濟不平等：它對人類生活造成負面影響，拖累經濟成長，引發社會動盪。

諸多因素造成了這個趨勢。全球化挖空了已開發國家的製造業，而機器人、自動化和人工智慧的興起，則危及未來工作機會。工作機會減少，意味著收入和財富不均的情況會進一步惡化。

金融市場解除管制看來反倒讓有錢人更有錢；此現象從1980年代開始尤其明顯。反之，為數眾多無力投資風險性資產的人們，則遠遠地被拋在腦後。

在已開發市場中，日漸減少的富有人士承擔著更高比例的稅負，而另一方面社會服務的壓力也日益升

高，因為有辦法負擔醫療保健、退休儲蓄，甚至基本生活開銷的人越來越少。新興市場的情況則更為嚴峻，極少人擁有自己的房屋或足夠的存款。

不平等也引發不信任。在今天這個透明度相對較高的世界中，更容易察覺出財務差異。此情勢導致民粹政治廣為流行，民眾壓力變大、財富變少，且更容易做出冒險性財務決定。

雖然沒有一蹴可幾之法，但決策制定者、企業和投資者得以透過下列方式協助縮短貧富差距：

- 推廣個人儲蓄與投資
- 提供接觸財務服務的機會並降低收費
- 把法規和稅負改革得更公平、更少政治色彩



- 增進社會安全的使用和效率
- 翻修教育制度以提升勞工技能
- 採取合作方式推廣訓練、投資和支援計畫
- 敦促企業專注於ESG因子

安聯投資不斷致力於把主動管理的力量貢獻到真實世界的議題上。我們志在增加超越經濟獲利的價值，堅守讓我們、我們客戶和社區的利益站在同一陣線的宗旨，把資金導向能讓未來成長更永續、更公平的境界。

「雖然沒有一蹴可幾之法，但決策制定者、企業和投資者得以協助縮短貧富差距。」

「綠色」力量

綠色債券依舊爭論不休 – 但如今投資機會可望促使投資者展現前所未有的積極度



Julien Bras
社會責任投資固定收益投資組合經理

雖然綠色債券市場已經存在超過10年了，卻依舊爭議不斷。某些問題已獲得辯證釐清，而其他現在看來似乎也有了答案。

最明顯的例子就是有關綠色債券的定義，以及更廣義地來說，憑藉什麼來定義一個項目或一家企業綠色與否。我們預期法規定義將非常貼近現行實務，即符合綠色債券的原則，將會取決於共識原則，跟現行的做法很像。

新的法規定義能回答不少問題，而且最重要的是，勢必能為市場打開全新的發展機會。

首先，對投資者而言，他們有機會擴展投資配置藍圖，納入綠色標的。因此，他們也能夠更積極主動地參與，把自己厚重的碳足跡投資重新配置成符合低碳經濟的組合。

其次，政府當局能夠擁有一種定義清楚、隨時可用的金融工具，並連結起為了激勵企業而設計的機制。無論採取何種激勵形式，這項工具都能夠發揮槓桿作用以開發出更多的綠色債券，也就意味著會有更多的綠色融資項目問世。

最後，也是最重要的，它能让企業更容易辨識該項目能否取得綠色融資資格。此舉有助於企業以及原本

在此領域相對較不積極的特定工業族群開始行動。他們將更容易試探市場水溫，而不用擔心選擇了沒共識的項目而招致負面反應。有鑒於工業對於環境的衝擊普遍都很大，這關鍵性的一步能夠讓他們邁向符合巴黎協議氣候變遷控制2度升幅以內的規範。

但這點也會引發出一些問題：哪些企業能獲准運用綠色債券市場確保其融資無虞？特定產業或類別會自動遭到剔除嗎？是否只有那些目前記錄顯示環境影響表現最佳的公司能夠發行綠色債券？

如果目標在於獎賞模範生，那麼是的，毫無疑問就會是這樣。不過，如果目標在於推廣轉型至低碳模型的話，那麼市場就應該對大家開放，讓越多企業運用越好。雖然，投入綠色債券市場絕對不能毫無代價或毫無條件，但如果某家環境足跡沉重的公司奮力朝一種可信且雄心萬丈的轉型策略邁進，以期降低對於環境的影響，則應予以鼓勵和支持。

對這樣一家有著壯志雄心的公司抱有信心，無疑等於接受了管理團隊有關獲利成長展望、槓桿或毛利改善目標的說詞。但追蹤觀察一段時間後，便得以分辨出這家公司究竟可信或不可信。





「如果一家環境足跡沉重的公司…致力於落實某項策略，降低其對環境的影響，我們應給予鼓勵和支持。」

根據某些產業現階段所造成的負面影響而自動將其剔除，否定他們大幅減少其環境足跡的潛能，無異於完全排除了他們轉型至低碳經濟型態的可能性。

測量環境影響力則是另一個幾乎得從頭來過的重要領域。

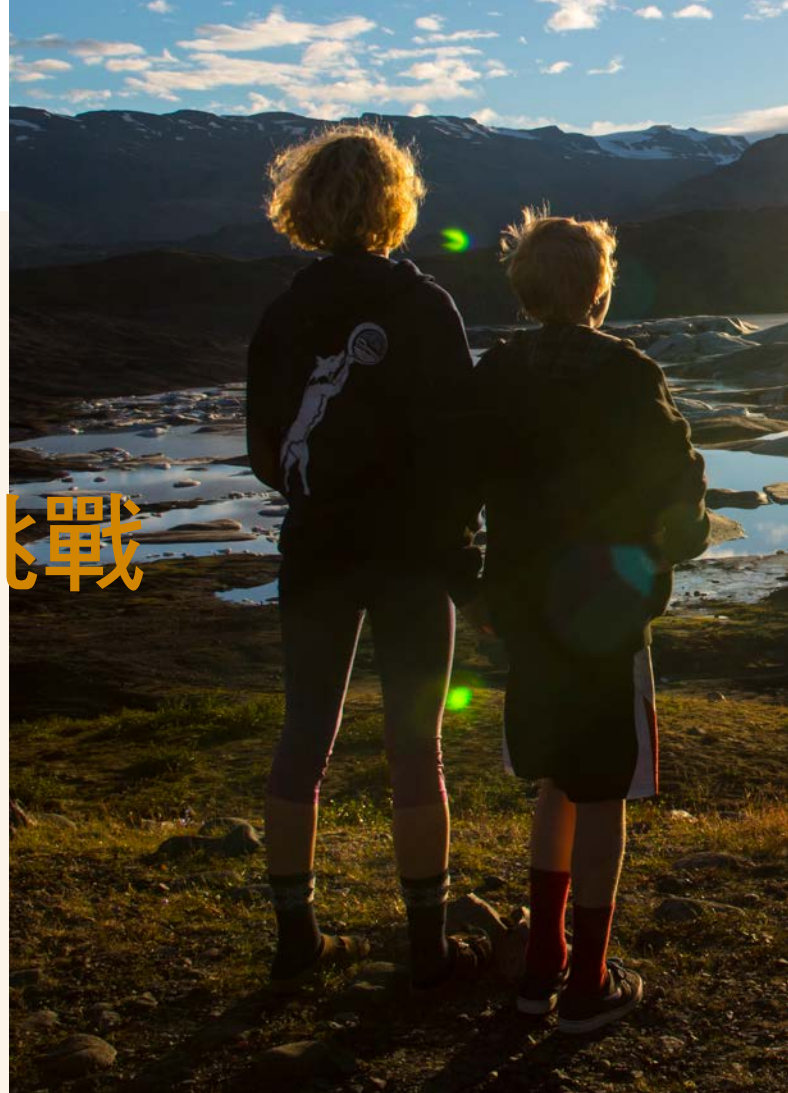
光是宣稱某項投資得以對能源和氣候變遷產生正面影響是不夠的。影響力必須有辦法展現出來，如果能量化的話就更理想。雖然我們對於相關度最高的指標有共識，其中眾所周知的就是避免二氧化碳的排放，但看來並沒有單一指標可以適用於所有類型的項目和所有環境。

我們需要一種多元因子的影響力評估法則，這應該算不上一個複雜議題。詳細的指標固然有其必要性，對數據的關注卻不應蓋過投資初衷，亦即參與轉型至減碳模型的融資項目。因此，在某些情況下，對於投資的質化評估說不定比拼命定義出一種標準化指標更具意義。一項旨在保存及恢復海洋生態的投資，或者是在某個遭到濫墾的地區進行人工造林，這些項目的碳匯（carbon sinks）價值，與環境保護的相關性是不容否認的。減少了幾噸的二氧化碳排放量—這種單一指標的計算方式，真的能反應現況嗎？

不是所有案例都可以被簡單測量，儘管我們很容易檢測某些產業的影響力，但對於那些有必要卻難以量化其影響力的投資選項，勢必需要引用另一種思維邏輯。在可持續發展解決方案上的投資是相當好的例子，尤其是在工業項目方面。某些項目，不見得非要產生出直接正面的影響，甚至若有負面影響，卻能轉型提升為低碳模型的話，我們自然也不該輕忽。

讓我們永遠別忘了自己的投資初心：為我們的經濟創造可持續未來。

面對機會與挑戰



安聯投資不僅在投資決策流程中納入 ESG，我們也主動推動 ESG 落實在廣泛的資產類別，或是在我們各地服務的市場當中。在這一章節中，我們將透過許多積極參與重要 ESG 倡議行動的專家，來了解當前 ESG 在產業中的重要發展趨勢。

除了前面短文提到的協會和倡議組織外，安聯投資也是以下國內或國際組織與倡議的成員、附屬單位或官方支持者：亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association 簡稱 ACGA）、碳揭露計畫（Carbon Disclosure Project 簡稱 CDP）、氣候債券倡議組織（Climate Bonds Initiative 簡稱 CBI）、金融永續暨責任投資研究講座（Chaire Finance Durable et Investissement Responsable 簡稱 FDIR）、西班牙責任投資論壇（Foro de Inversión Sostenible de España 簡稱 Spainsif）、法國責任投資論壇（Forum pour l'Investissement Responsable 簡稱 FIR）、德奧瑞責任投資論壇（Forum Nachhaltige, Geldanlagen 簡稱 FNG）、綠色債券原則（green bond Principles 簡稱 GBP）、國際整合性報導委員會（International Integrated Reporting Council 簡稱 IIRC）、荷蘭可持續發展投資協會（Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling 簡稱 VBDO）。



Marie-Sybille Connan
資深 ESG 研究分析師



「投資人也需要從頭開始為氣候變遷而奮戰。我們積極參與「氣候行動100+ (Climate Action 100+)」，這是一項為期5年的倡議活動，發起人包括亞洲投資人團體氣候變化委員會 (Asia Investor Group on Climate Change)、環境責任經濟聯盟 (Ceres)、氣候變遷機構投資者集團 (Institutional Investor Group on Climate Change) 及責任投資原則。該倡議由投資人領導，監督全球溫室氣體排放量最大的企業，敦促其提升有關氣候變遷、抑制排放方面的治理，並強化氣候相關財務資訊的揭露。」

Marie-Sybille 支援「氣候行動100+」倡議，共同參與監督全球100家溫室氣體排放量最大的企業，並加強氣候相關資訊的揭露。她同時也致力於法國交易團體法國資產管理協會 (Association Francaise de la Gestion Financiere) 公司治理委員會的改善工作。



Martin Ewald
基礎建設股票投資策略總監



「影響力投資是歐洲成長最快速的一種投資策略。然而，市場對於影響力投資卻依舊缺乏清楚定義，而且也無共識可言。此外，有關永續發展目標的報告也還處於發展初期階段。」

Martin是聯合國責任投資原則基礎建設顧問委員會的共同主席，該委員會協助已開發與新興市場建立基礎建設永續解決方案的作業架構。他也代表本公司參與全球影響力投資網絡（Global Impact Investing Network），致力於擴大全球影響力投資的規模與效益。



Irshaad Ahmad
歐洲法人業務主管



「機構投資者渴望了解如何將ESG策略運用在固定收益和另類投資上。他們落實這項主題的程度，將在未來幾年決勝負，舉例來說，他們是否將投資與特定的聯合國永續發展目標連結在一起，或針對他們的投資組合定義一個永續發展目標分數。」

Irshaad是世界企業永續發展協會（World Business Council for Sustainable Development）「校準退休資產（Aligning Retirement Assets）」倡議的指導委員會成員，該倡議意在敦促公司將ESG考量納入涵蓋確定給付制和確定提撥制的退休資產，以期更符合他們的整體永續目標。Irshaad同時也是英國業界團體投資協會（Investment Association）的董事會成員。



Isabel Reuss
社會責任投資研究全球總監



「氣候變遷目前屬於投資者ESG議程中的優先議題，未來很可能依然如此。客戶對於氣候變遷領域解決方案的要求，已經超越了現階段業界側重的碳足跡以及化石燃料排除原則/低碳產品。資產管理業需要有更創新的產品，以敦促轉型至低碳經濟的落實，並鼓勵企業加速執行轉型計畫。」

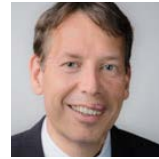
Isabel是義大利永續金融論壇（Italian Forum per la Finanza Sostenibile）成員，在推廣義大利市場邁向永續金融上扮演要角。她對於安聯投資內部獨創的社會責任投資評等系統貢獻良多，並積極推進將社會責任投資過濾法則運用到所有資產類別上。她也是德國投資專家協會DVFA公司治理委員會的成員。



Nina Hodzic
ESG整合經理

「投資人(包括投資組合經理人和資產所有者)越來越關心企業在多元化方面的表現。舉例來說,他們期待沒有或僅有最低限額女性成員的董事會正視多元化議題。大型資產所有者對投資組合經理人的提問越來越多,不僅是他們如何將多元化因子納入投資分析流程和盡責管理實務,還關心他們公司本身是否落實多元化政策,以及相對應的人數和目標為何。越來越多證據顯示多元化成果以及法規發展,比如配額或揭露要求正在發揮正面效益,我們預期這個趨勢會延續下去。」

Nina是世界企業永續發展協會「校準退休資產」倡議的指導委員會成員。她也是氣候變遷機構投資者集團情境作業小組成員,該小組旨在開發符合氣候變遷財務揭露工作小組(TCFD)建議的氣候相關情境分析指南,以為投資人指引方向。該指南意在協助投資人了解各種可用的情境分析工具與方法,在資訊充足情況下做出選擇。Nina是LeaderXXchange諮詢委員會成員,該機構為一改變導向組織,為公司治理、領導與投資提供有關多元化與永續性諮詢與推廣。她也積極參與安聯投資內部的多元化規劃。



Steffen Hörter
ESG全球總監

「我們尤其認為歐盟的永續金融行動方案得以加速市場採用永續金融與ESG投資,以及由氣候變遷財務揭露工作小組與氣候行動100+聯合推動的大規模公司參與活動。你會發現,認為碳部位是投資組合中一項須加以管理的風險的共識越來越高。原先壁上觀的資產所有者,如今對於ESG的警覺性越來越高。我從我們的國際客戶會議中,看到了美國和亞洲的ESG動能也有加速現象,尤其是日本。除了像是退休基金之類的法人客戶外,家族辦公室以及私人財富管理機構也都對我們的ESG投資解決方案抱持著高度興趣。而一般投資人,特別是千禧族群和女性客戶,不僅會問及投資績效,也越來越關心錢用來投資什麼、對於社會可產生出什麼價值,以及如何維護下一代的利益。投資人的教育和引導至為關鍵,而基金的ESG透明度便是其中一環。」

Steffen是歐盟委員會金融永續技術專家小組(Technical Expert Group on Sustainable Finance)成員,該小組為歐盟委員會針對下列事宜提供建言:永續經濟活動統一分類系統開發、歐盟綠色債券標準、低碳與ESG指數規範要求以及企業氣候相關事項揭露標準等。他是2017年「PRI in Person」座談會主講人,談論有關將ESG整合進各資產類別的議題。Steffen也是氣候變遷機構投資者集團成員以及德國資產管理協會BVI責任投資工作小組成員。

「你會發現,認為碳部位是投資組合中一項須加以管理的風險共識越來越高。」



**Eugenia
Unanyants-Jackson**
ESG研究全球總監

「秉持我們的投資哲學與信念，我們定期跟企業對話，積極尋求表達我們觀點的機會、追求必要之改變，並對我們的交流結果展開監督。去年的股東會旺季，對許多公司而言猶如一記警鐘，敦促他們正視投資人的顧慮，其中尤以ESG議題為最，我預期將會有多家公司開始採用全球日益普及的標準。就2018年而言，我們不認為在某些情況最嚴峻的領域得以一夕之間改變，不過針對我們分析師和投資組合經理人認為其策略目標、商業價值驅動力以及營業行為之間接軌度較差的公司，我們會再次跟那些企業積極交流。」

Eugenia代表安聯投資參與多個投資者團體和交易協會，包括國際公司治理網絡（International Corporate Governance Network）和美國機構投資者協會（Council of Institutional Investors），兩者分別側重提升全球和美國的公司治理標準，而在英國方面則包括投資人協會、英國投資人論壇（UK Investor Forum）以及歐洲基金與資產管理協會（European Fund and Asset Management Association）。



Paul Schofield
資深社會責任投資投資組合經理

「過去二十年來，我們看到客戶對於永續投資的需求日益高漲。儘管市場擁抱此趨勢的步伐或快或慢，但投資方法都有越來越貼近的傾向。近來，這項重任已經轉到了經理人身上，敦促他們端出值得信賴且得以創造重大改變的解決方案。」

Paul是英國投資人協會永續暨責任投資委員會成員。他也是安聯投資旗艦型全球永續策略的首席投資組合經理人，自該基金於2001年成立以來即參與其中。



編輯

Steffen Hörter
ESG全球總監，法蘭克福

專案團隊

Stéphane Choukroun
行銷經理，巴黎

Marc Savani
策略內容主管，法蘭克福

Pictures and illustrations
supplied by Getty Images



安聯投資放眼全球，致力於釋放ESG潛能。衷心期盼您加入我們這趟旅程。
您的旅程起於何處？今天就聯絡安聯投資吧！

主動了解 就在此

<https://www.allianzgi.com/en/our-firm/esg/our-approach>



投資涉及風險。投資價值及投資收益可升可跌，投資者可能無法取回全部投資本金。過往表現並非未來表現的指引。本文件乃提供市場訊息之用，僅供參考。本文並非就任何證券提供投資意見或建議或邀請或招攬買賣該等證券。

本文件所載的觀點及意見，屬發行人及／或其聯營公司在刊發之時的觀點及意見，可予以更改而毋須另行通知。所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源，但並不保證對其準確性或完整性對其使用所產生的任何直接或間接損失，本公司不會承擔任何責任。本文件的內容不可以任何方式影印、複製或再發佈。

本文件並未經任何監管當局審閱。如於中國大陸使用，旨在為境內商業銀行根據適用合格境內機構投資者制度的法規規則而發行的代客境外理財產品，提供輔助信息。

本文件乃透過以下安聯投資旗下公司分發：Allianz Global Investors U.S. LLC (在美國證券交易委員會註冊的一家投資顧問公司)；Allianz Global Investors Distributors LLC (在美國FINRA註冊的一家分銷商，為Allianz Global Investors U.S. LLC的聯營公司)；Allianz Global Investors GmbH (受德國Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 監管的一家德國金融服務 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特許提供商以及在美国證券及交易委員會註冊的一家投資顧問公司)；Allianz Global Investors (Schweiz) AG (在FINMA (www.finma.ch) 註冊作分銷及在瑞士OAKBV (Oberaufsichtskommission berufliche Vorsorge) 註冊作有關職業退休金相關的資產管理)；安聯環球投資亞太有限公司 (獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌)；Allianz Global Investors Singapore Ltd. (受新加坡金融管理局監管[公司註冊編號：199907169Z])；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd. (日本註冊為金融工具交易商，[公司註冊編號：The Director of Kanto Local Finance Bureau (日本註冊為金融工具交易商)，No. 424, Member of Japan Investment Advisers Association and Investment Trust Association, Japan])；以及安聯證券投資信託股份有限公司 (獲金融監督委員會(台灣)發牌)。