

ESG 深度报告

ESG 股票基金的发展历程与绩效表现

核心观点

本报告系统梳理了中国 ESG 股票基金的发展演进过程，并通过因子模型回归分析揭示 ESG 股票投资的收益与风格特征，研究结果发现：

1、ESG 股票基金的数量呈稳步增长态势，份额和净值则集中在相关股票市场大涨的几个时间区间里快速放量。截至 2024 年末，ESG 股票基金的净值高达 6306 亿元。股票基金在 2018 年 2 季度之前几乎占据 ESG 基金产品的整个市场，随后资产净值占比在较短的时间内出现下降，降至 2019 年末的 64%；2020 年 3 季度至 2022 年 2 季度，资产净值占比出现持续上升，至 85%。截至 2024 年末，资产净值占比为 76%。

2、从不同主题 ESG 股票基金的发展历程来看，环境保护基金的数量和净值在前期增长较快，分别自 2014 年和 2015 年超过社会责任基金后持续保持领先，其中净值才被在 2024 年末被 ESG 策略基金超越；而 ESG 策略基金的数量和净值则是在后期增长较快，特别是 2024 年 4 季度中证 A500 指数基金净值大增 2750 亿，净值占比由 37.5% 大增至 65.4%。

3、偏股混合型 ESG 基金数量和净值在该领域长期排名首位，其中数量仅在 2016 年至 2020 年 2 季度被超越灵活配置型基金超越，净值则是在 2015 年 2 季度至 2018 年 2 季度的少数时点上被灵活配置型基金超越；直至 2024 年末，数量和净值才被被动指数型基金超越。

4、整体来看，ESG 股票基金偏好大盘股和高成长股，在投资成长股市则获得了可观的正向溢价，同时还能获得一定程度的超额收益。

5、从不同主题基金来看，ESG 主题基金（纯 ESG、ESG 策略基金）与泛 ESG 基金的收益率差距不大，都偏好大盘股和高成长股；泛 ESG 基金对高成长股的偏好要强于 ESG 主题基金，而且相比于泛 ESG 基金，ESG 主题基金对估值较高股票没有显著偏好。

6、从不同类型基金来看，主动型 ESG 基金和被动型 ESG 基金都偏好大盘股和高成长股，被动型 ESG 基金对大盘股的偏好程度明显强于主动型 ESG 基金，同时相比于主动型 ESG 基金，被动型 ESG 基金则对估值较高股票无显著偏好。另外，主动型 ESG 基金与被动型 ESG 基金在收益率存在一定差距，主要源自于超额收益。

7、从不同类型 ESG 主题基金来看，主动型和指数型 ESG 主题基金的投资风格迥异，被动型 ESG 主题基金偏好的股票则呈现出规模更大而估值和成长性更低的特征，相对于主动型 ESG 主题基金而言，对估值较高股票偏好程度不显著。主动型 ESG 主题基金明显跑赢指数型 ESG 主题基金，主要是在超额收益、成长因子和规模因子收益贡献方面，而在价值因子和市场因子收益贡献则明显跑输指数型 ESG 主题基金。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议；文中涉及的个股、基金产品仅作为梳理列举，不作为任何投资推荐依据。

策略研究 · 策略深度

证券分析师：陈锐

0755-81981573

chenrui1@guosen.com.cn

S0980516110001

证券分析师：王开

021-60933132

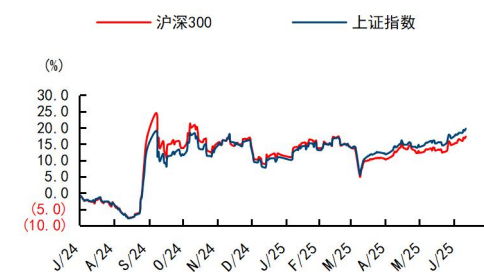
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	6634.33/4.34
创业板/月涨跌幅 (%)	2189.58/7.48
AH 股价差指数	129.61
A 股总/流通市值 (万亿元)	84.41/77.52

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《收益率全口径解析专题-主动股基能否跑赢股票市场？》——2025-06-12
- 《“新质生产力”系列专题（十）-耐心资本赋能新质生产力发展》——2025-05-28
- 《2024 年报&2025 一季报深度解析-磨底向上自此始》——2025-05-03
- 《4 月策略观点-财报寻迹，主题突围》——2025-04-02
- 《收益率全口径解析专题-主动股基赚的是多少钱？》——2025-04-01

内容目录

1 引言	4
2 ESG 股票基金的发展历程	5
3 ESG 股票基金的绩效表现	12
4 ESG 主题基金绩效的进一步分析	18
5 主要结论	21
风险提示	24

图表目录

图 1: 不同基金类型中各主题占比	6
图 2: 不同主题 ESG 基金中各基金类型占比	6
图 3: 不同股票基金类型中各主题占比	7
图 4: 不同主题 ESG 基金中各股票基金类型占比	7
图 5: ESG 基金的数量、份额和净值走势	8
图 6: ESG 股票基金的数量、份额和净值走势	8
图 7: ESG 股票基金的数量、份额和净值占比	8
图 8: ESG 债券基金的数量、份额和净值占比	8
图 9: 不同主题 ESG 股票基金的数量	9
图 10: 不同主题 ESG 股票基金的数量占比	9
图 11: 不同主题 ESG 股票基金的净值	10
图 12: 不同主题 ESG 股票基金的净值占比	10
图 13: 不同类型 ESG 股票基金的数量	11
图 14: 不同类型 ESG 股票基金的数量占比	11
图 15: 不同类型 ESG 股票基金的净值	11
图 16: 不同类型 ESG 股票基金的净值占比	11
图 17: 主动型和指数型 ESG 主题基金的市场因子暴露	21
图 18: 主动型和指数型 ESG 主题基金的规模因子暴露	21
图 19: 主动型和指数型 ESG 主题基金的价值因子暴露	21
图 20: 主动型和指数型 ESG 主题基金的成长因子暴露	21
表 1: 不同主题、基金类型的 ESG 基金数量	6
表 2: 不同主题、基金类型的 ESG 股票基金数量	7
表 3: ESG 股票基金的因子模型分析	14
表 4: ESG 主题股票基金绩效的因子模型分析	15
表 5: 泛 ESG 股票基金绩效的因子模型分析	15
表 6: ESG 主题与泛 ESG 股票基金比较的因子模型分析	16
表 7: 主动型 ESG 股票基金绩效的因子模型分析	16
表 8: 指数型 ESG 基金绩效的因子模型分析	17
表 9: 主动型与指数型 ESG 股票基金绩效比较的因子模型分析	17
表 10: 主动型 ESG 主题股票基金绩效的因子模型分析	18
表 11: 指数型 ESG 主题股票基金绩效的因子模型分析	19
表 12: 主动型与指数型 ESG 主题股票基金绩效比较的因子模型分析	20

1 引言

在全球可持续发展浪潮与我国“碳达峰、碳中和”战略目标的共同推动下，环境（Environmental）、社会（Social）和治理（Governance）因素已从企业社会责任的边缘领域，演进为影响投资决策的核心维度。ESG 投资理念强调非财务信息在企业长期价值评估中的关键作用，通过将可持续发展目标融入金融体系，引导资本投向更具韧性和责任感的实体，已成为全球资管行业转型的重要方向。在我国，随着生态文明建设纳入国家发展总体布局，ESG 从政策倡导迅速落地为市场实践。2022 年 4 月，中国证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，明确提出“引导行业总结 ESG 投资规律，大力发展绿色金融，积极践行责任投资理念，改善投资活动环境绩效，服务绿色经济发展”，为 ESG 基金发展提供了制度基石。

中国 ESG 基金市场呈现爆发式增长。2024 年末，国内 ESG 主题基金数量达 665 只，管理规模近 8331 亿元，占非货币基金总规模的 4.45%，这一比例已超越美国、日本等成熟市场。尤其自 2020 年 9 月“双碳”目标提出后，ESG 基金数量与规模显著攀升，数量和净值由 2020 年 2 季度末的 166 只、2644 亿增至 2024 年末的 665 只、8331 亿，这 4 年半的年化增速高达 36% 和 29%；远高于 2016 年至 2020 年 6 月这 4 年半年化 15% 和 17% 的增速。在结构上，环境保护基金自 2015 年下半年以来长期占据主导地位，净值占比在 40%-60% 之间，反映了政策对绿色产业的倾斜；不过 2024 年，ESG 策略基金增速迅猛，规模反超此前的环境保护基金，表明 ESG 投资已从概念泛化走向策略深化。

然而，ESG 基金在中国的发展仍面临多重挑战：一是 ESG 基金评级标准尚未明晰。目前国内尚未对 ESG 基金做出明确定义，缺乏官方 ESG 基金产品的标准。国内公募市场上的 ESG 基金以广义的 ESG 主题投资为主，真正在其投资策略中明确包含 ESG 评价标准的基金较少，意味着真正运用 ESG 筛选、整合、股东参与等专业策略的基金数量有限，相关的投研评估方法和工具也尚不成熟，不少机构简单地以负面筛选策略进行责任投资。

由于国内统一的 ESG 评估框架和绿色投资评价标准发展仍有完善空间，导致基金选股标准模糊，实践中极个别产品难以规避“漂绿”行为，即通过打上绿色基金的标签吸引相关资金流入，在引导资金绿色流向的预期作用上却受限¹。现阶段 ESG 评级标准不统一，评级质量参差不齐，导致现有 ESG 评级难以作为识别 ESG 投资的有效手段。

二是上市公司 ESG 报告披露质量有待提高。ESG 信息披露是 ESG 投资的前提条件，对 ESG 投资意义重大。目前我国上市公司 ESG 信息处于以自愿披露为主的阶段，对 ESG 信息的格式规范、指标体系、操作步骤等具体内容作详细、可参考的披露标准说明仍有进步空间，进而造成企业披露形式多样，缺少量化指标、信息结构化难度大，ESG 关键议题的数据可靠性低，整体可比性差仍待完善。在引导型披露逐步进步的过程中，ESG 的数据披露出现“多定性描述，少定量指标，多正面报道，少负面问题”的情况，负面问题往往不会及时在信息披露中出现，相关数据更新频率受限。大部分公司侧重披露 ESG 相关的管理政策，较少披露执行方法和具体举措，反映执行效果的数据更为有限。

三是已有上市公司 ESG 评级在指导投资实践上还有“最后一公里”。上市公司 ESG

¹ 蔡贵龙、张亚楠，2023：《基金 ESG 投资承诺效应——来自公募基金签署 PRI 的准自然实验》，《经济研究》，第 12 期。

相关信息在全生产链条环节尚未充分留痕，跨资产类别的数据不一致，同时部分 ESG 信息呈现高度的动态化、非结构化，相关数据收集与应用存在较大的技术难点，这些因素对国内上市公司 ESG 评级覆盖率和评分一致性构成了挑战。目前国内 ESG 评级机构对同一家上市公司的 ESG 评分相关性有限，难以有效反映企业的真实 ESG 评级表现。这主要是由于不同评分机构的评价标准各异，对环境保护、社会责任、公司治理的定义不同，加权方式不同，导致同一企业在不同标准下的评价结果存在差异。同时国际 ESG 评级体系难以充分反映中国企业特色 ESG 实践，国有企业改革、乡村振兴等本土化重要议题未被有效纳入评估维度。

另外，上市公司 ESG 数据披露范围有限，数据规范程度不足，数据时间长度有限且参差不齐，使得 ESG 投资组合的历史回测变得非常困难，从而难以量化验证 ESG 投资指标对投资组合的影响大小。

虽然当前 ESG 投资面临上述诸多困难，但监管政策蓄势发力，在推动 ESG 投资发展方面仍取得较大进展。当前国内 ESG 投资待完善空间多集中在资金引导和投资者认知角度上推动 ESG 投资的发展：一是 ESG 投资收益问题，目前 ESG 指数尚存在产品跟踪规模较小、风险回报特征较不稳定的特点，同时基于 ESG 评级的选股策略与价值投资理念部分重合，ESG 投资单因素在 A 股市场创造多少独特的超额收益需要精确度量。二是 ESG 评级和投资收益并非简单线性关系，评分不高的公司并非不能给投资者带来超额收益，站在委托人的受托责任角度，ESG 对行业的偏见可能会令投资者错失良机。在此背景下，厘清 ESG 基金的发展脉络与绩效驱动因素，成为理论与实践的双重迫切需求。本文试图系统梳理中国 ESG 股票基金的发展演进过程，通过量化分析揭示 ESG 投资的收益-风险特征，为市场提供客观评估框架，也为加速推动 ESG 投资发展提供实证支持。

2 ESG 股票基金的发展历程

2.1 数据来源与样本选择

本报告选取万得 ESG 公募基金作为样本，时间区间为 2004 年至 2024 年。这里用到的是公募基金每个季度末的单位净值和份额数据，并计算其每个季度末的净值规模，单位净值或份额数据缺失的样本被剔除。

2.2 ESG 基金样本分布

样本区间总共有 665 只 ESG 公募基金，最早的 ESG 基金可追溯至 2004 年 2 季度¹。

按照主题来分，665 只 ESG 公募基金可以分为 246 只环境保护基金、78 只社会责任基金、20 只公司治理基金、54 只纯 ESG 基金和 267 只 ESG 策略基金，**ESG 策略和环境保护基金的数量占比分别为 40%和 37%，远超其他主题。**

按基金类型来分，665 只 ESG 公募基金中，287 只为股票型基金，278 只为混合型基金，53 只为债券型基金，其他基金类型为 47 只。**股票型基金和混合型基金的数量占比分别为 43%和 42%，远超其他基金类型。**

按主题和类型同时对基金划分，**股票型和混合型基金均是以环境保护、ESG 策略基金为主**，环境保护基金占比为 44%和 35%，ESG 策略基金的占比为 41%、36%；

¹ 由于追溯的历史较长，因此早期的数据会出现一定程度的偏差。比如中证 A100 被动指数型基金，为 ESG 策略基金，跟踪的是中证 A100 指数，但中证 A100 指数在 2024 年 10 月之前为中证 100 指数，并没有采用“剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下的上市公司证券”的规则，因此中证 A100 被动指数型基金之前实际上不属于 ESG 股票基金。

债券型基金中环境保护、社会责任和 ESG 策略基金的数量占比较高，分别为 26%、26%、30%；其他类型基金中则是以 ESG 策略基金为主，占比为 68%。

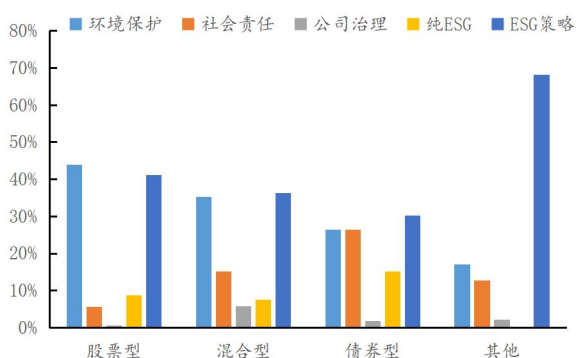
从不同主题基金中各基金类型的占比来看，环境保护、纯 ESG 和 ESG 策略基金均是以股票型和混合型基金为主，股票型基金在各主题中的数量占比分别为 51%、46%、44%，混合型基金数量占比为 40%、39%、38%；社会责任和公司治理基金则是以混合型基金为主，数量占比分别为 54%和 80%。

表1: 不同主题、基金类型的 ESG 基金数量

	环境保护	社会责任	公司治理	纯 ESG	ESG 策略
股票型	126	16	2	25	118
混合型	98	42	16	21	101
债券型	14	14	1	8	16
其他	8	6	1	0	32

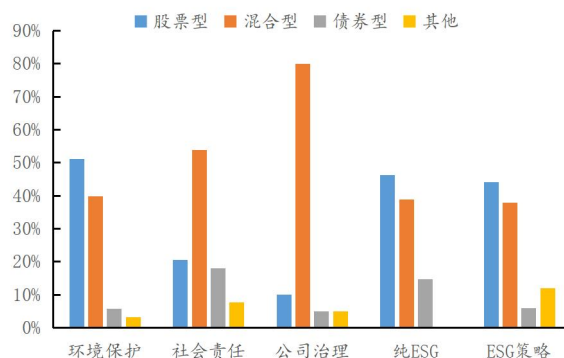
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图1: 不同基金类型中各主题占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2: 不同主题 ESG 基金中各基金类型占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

本文分析的 ESG 股票基金将混合型基金中的偏股混合型（205 只）和灵活配置型（49 只）也纳入，那么 ESG 股票基金的数量为 541 只，占比高达 81%。其中环境保护、社会责任、公司治理、纯 ESG 和 ESG 策略基金的数量分别为 224、18、58、46 和 195，占 ESG 股票基金的比例为 41%、3%、11%、9%、36%，ESG 股票基金也是环境保护和 ESG 策略基金为主。

进一步划分基金的类型，普通股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型、灵活配置型的数量分别为 51、218、18、205、49，占 ESG 股票基金的比例为 9.4%、40.3%、3.3%、37.9%、9.1%，ESG 股票基金以被动指数型和偏股混合型为主。

按主题和细分类型对 ESG 股票基金划分，被动指数型和偏股混合型基金以环境保护和 ESG 策略为主，环境保护的占比为 41%、37%，ESG 策略的占比为 44%、35%；普通股票型基金以环境保护为主，占比为 67%；增强指数型基金以 ESG 策略为主，占比为 78%；灵活配置型基金环境保护和社会责任为主，占比为 45%、37%。

从不同主题基金中各细分类型的占比来看，环境保护、纯 ESG 和 ESG 策略基金均是以被动指数型和偏股混合型基金为主，被动指数型基金在各主题中的数量占比分别为 40%、39%、50%，偏股混合型基金数量占比为 34%、46%、37%；社会责任基金以偏股混合型和灵活配置型为主，数量占比为 41%、31%；公司治理基金以偏股

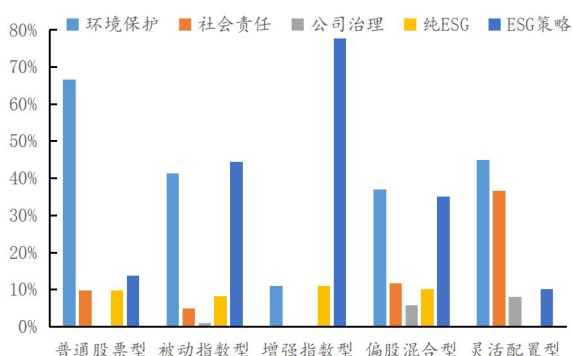
混合型为主，数量占比为 67%。

表2：不同主题、基金类型的 ESG 股票基金数量

类型	环境保护	社会责任	公司治理	纯 ESG	ESG 策略基
普通股票型	34	5	0	5	7
被动指数型	90	11	2	18	97
增强指数型	2	0	0	2	14
偏股混合型	76	24	12	21	72
灵活配置型	22	18	4	0	5

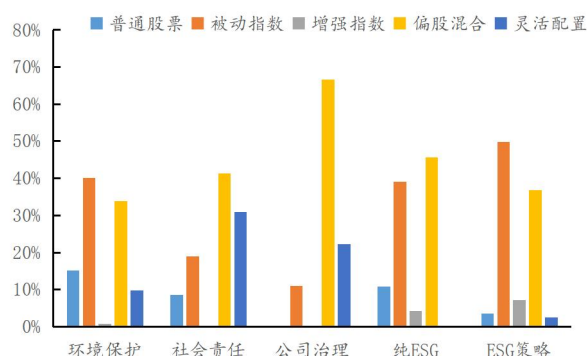
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3：不同股票基金类型中各主题占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：不同主题 ESG 基金中各股票基金类型占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.3 ESG 股票基金的整体发展历程

ESG 基金的数量呈稳步增长态势。前期由于基数较低，增速较快，2010 年至 2024 年，基金数量由 35 只增加至 665 只，平均年化增速为 23.4%。

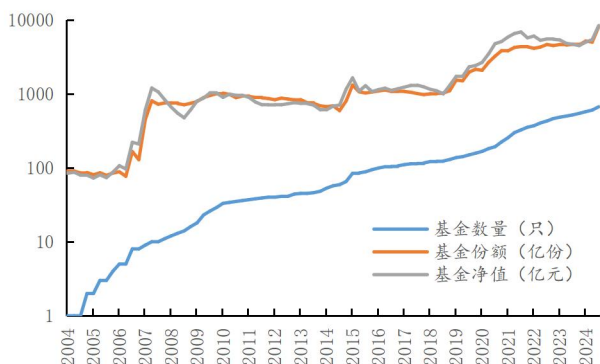
ESG 股票基金的数量呈稳步增长态势，份额和净值则集中在相关股票市场大涨的几个时间区间里快速放量。一是 2006 年 3 季度到 2007 年 3 季度，份额和净值在 1 年里分别增长了 944%和 1141%；二是在 2014 年 4 季度至 2015 年 2 季度，份额和净值在半年里增长了 121%和 133%；三是 2018 年 4 季度到 2021 年 1 季度，份额和净值在 2 年多的时间区间里增长了 273%和 408%。另外，2024 年 4 季度的增速也高达 61%和 55%。

ESG 股票基金的发展趋势与整体 ESG 基金类似。基金数量稳步增长，2010 年至 2024 年的平均年化增速为 21.9%。ESG 股票基金份额在上述 4 个较短的时间区间里分别增长了 944%、123%、189%和 72.6%；ESG 股票基金净值则分别增长了 1141%、135%、331%和 63.2%。

从数量和规模占比来看，**ESG 股票基金在 2018 年 2 季度之前几乎占据 ESG 基金产品的整个市场。**ESG 基金在 2007 年及其之前都是股票基金，2008 年 1 季度出现了 1 只国际（QDII）股票型 ESG 基金，ESG 股票基金占比才出现下降。随后 ESG 股票基金占比呈持续增长态势，直至 2017 年。2017 年 3 季度才出现 1 只 ESG 债券基金，而其他类型基金的数量到 2021 年 1 季度才出现增长。

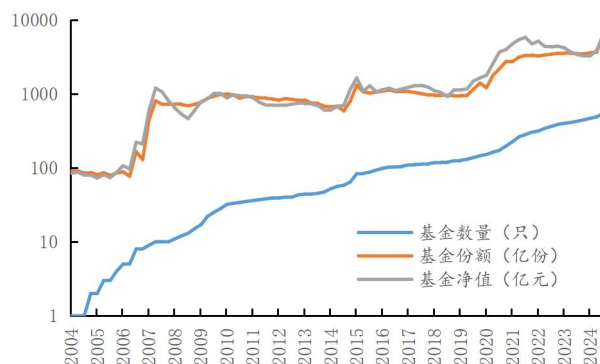
股票基金在 ESG 基金中的占比自 2017 年 3 季度以来开始出现下降。其中数量占比呈缓慢下降态势，截至 2024 年末，数量占比降至 81%；份额和净值占比则是在 2018 年 2 季度及其之后较短的时间内出现大幅下降，2019 年末份额和净值占比降至 59%和 64%。2020 年 3 季度至 2022 年 2 季度，份额和净值占比出现持续上升，至 79%和 85%，随后又出现持续下降，降至 2024 年 2 季度的 70%和 65%，2024 年末则提升至 79%和 76%。

图5: ESG 基金的数量、份额和净值走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6: ESG 股票基金的数量、份额和净值走势

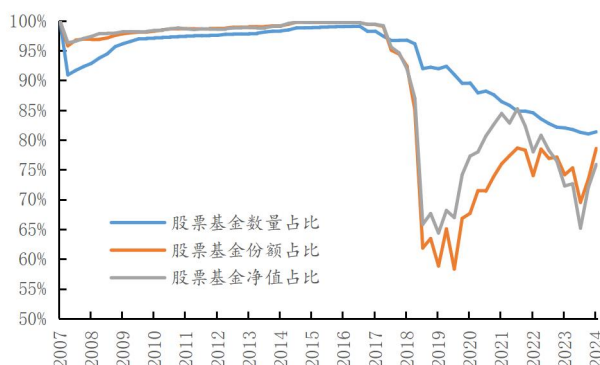


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

ESG 债券基金份额和净值占比的变化与股票基金相反。ESG 债券基金的份额和净值占比自 2018 年 2 季度开始出现大幅提升，2019 年末提升至 41%和 35%；2020 年 3 季度开始，份额和净值占比开始出现持续下降，2022 年 2 季度降至 19%和 13%，随后又出现持续提升，至 2024 年 2 季度的 29%和 31%，2024 年末则下降至 20%。

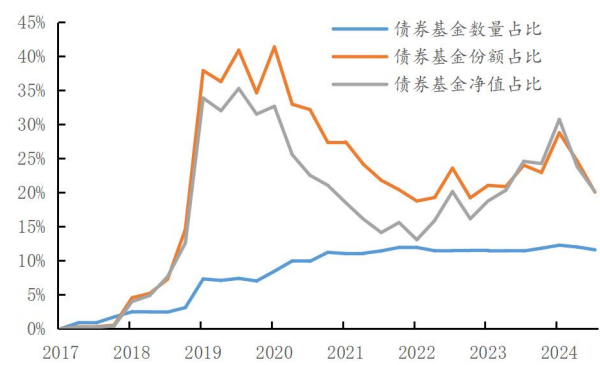
其他类型 ESG 基金的规模则始终维持较低水平。份额和净值占比在 2021 年以前都不足 1%。份额占比 2022 年 2 季度达到历史最高，为 2.63%；净值占比在 2024 年 3 季度达到历史最高，为 4.15%。2024 年末，份额和净值占比为 1.39%和 3.99%。

图7: ESG 股票基金的数量、份额和净值占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

图8: ESG 债券基金的数量、份额和净值占比



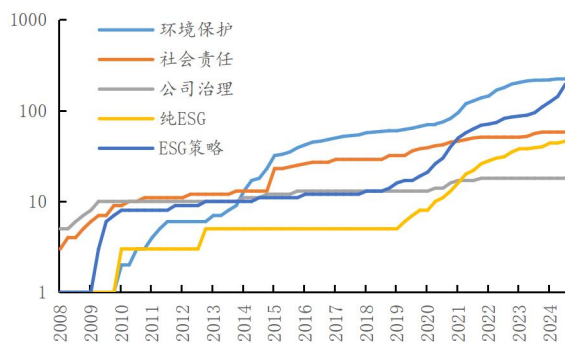
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 债券基金包括债券型、偏债混合型和平衡混合型

2.4 不同主题 ESG 股票基金的发展历程

环境保护基金的数量在前期增长较快，而 ESG 策略基金的数量则是在后期增长较快，这 2 类主题基金的数量在 2024 年末远超其他主题基金。环境保护基金的数量在 2015 年 3 季度及其之前增长较快，2015 年 3 季度数量达到 33 只，而同期数量最多的社会责任基金才 24 只，环境保护基金数量自 2014 年 3 季度超过社会责任基金以来，数量持续保持领先，在 2023 年 3 季度，数量占比达到 51.8% 的历史最高水平，2024 年末，数量为 224 只，占比为 41.4%。ESG 策略基金在 2018 年后增长较快，从 2018 年末的 13 只增长至 2024 年末的 195 只，数量占比为 36%，为历史最高水平。

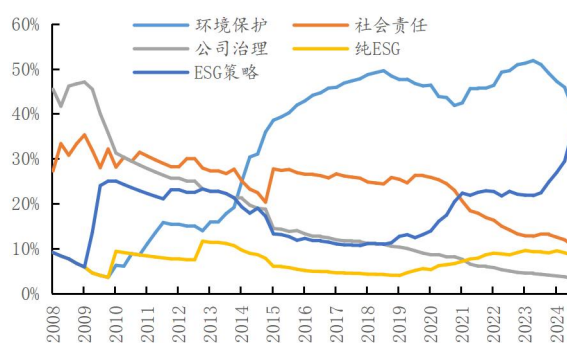
社会责任基金在 2015 年 3 季度由之前的 13 只增长至 23 只，增长较快，但随后增速较为平缓，至 2024 末，数量仅增加至 58 只，占比为 10.7%。公司治理基金的数量则一直维持在较低水平，增长较为缓慢，2024 年末仅为 18 只，占比为 3.33%。纯 ESG 基金数量 2019 年 2 季度之后增长较快，从 2019 年 2 季度的 5 只增长至 2024 年末的 46 只，占比为 8.50%。

图9：不同主题 ESG 股票基金的数量



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

图10：不同主题 ESG 股票基金的数量占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

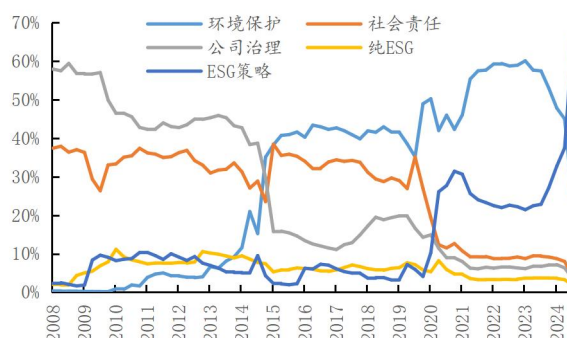
与数量增长类似，ESG 基金中环境保护基金的净值在前期增长较快，而 ESG 策略基金的净值则是在后期增长较快，这 2 类主题基金的净值在 2024 年末也是远超其他主题基金。环境保护基金的净值在 2010 年 1 季度之后快速增长，至 2015 年 2 季度，净值达到 624 亿，占比为 38.3%，略低于社会责任基金 627 亿的净值水平，随后净值超过社会责任基金，持续保持领先，直至 2024 年末被 ESG 策略基金超过，净值达到 1560 亿，占比为 24.7%。

图11: 不同主题 ESG 股票基金的净值



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

图12: 不同主题 ESG 股票基金的净值占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

ESG 策略基金则是在 2019 年 2 季度之后快速增长，第一波净值的快速增长至 2021 年 2 季度，净值达到 1440 亿，占比为 30.6%；第 2 波净值的快速增长发展在 2024 年，由 2023 年末的 766 亿增长至 4124 亿，这主要是由于 2024 年 4 季度中证 A500 指数基金大增 2750 亿所致，占比由前一个季度的 37.5% 大增至 65.4%。

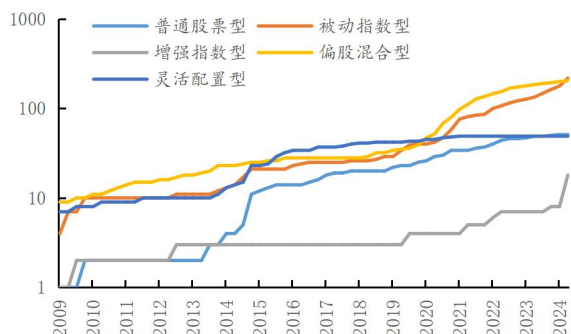
ESG 基金中社会责任基金的净值多年来没有明显增长，2008 年末的净值为 167 亿，而至 2024 年末，净值也仅增长至 274 亿；净值占比自 2019 年之后快速下降，由 2019 年末的 35.1% 降至 2024 年的 4.34%。公司治理基金的净值也是多年来没有明显增长，2008 年末为 273 亿，2024 年末降至 224 亿；净值占比则呈持续下降态势，由 2008 年末的 59.4% 降至 2024 年末的 3.55%。纯 ESG 基金的净值占比则长期处于较低水平，2011 年 2 季度达到其最高水平 11.2%，2024 年末净值占比仅为 1.96%。

2.5 不同类型 ESG 股票基金的发展历程

ESG 基金中偏股混合型 ESG 基金数量长期排名第 1，仅在 2016 年至 2020 年 2 季度被超越偏股混合型基金超越，2024 年末才被被动指数型基金超越。偏股混合型基金数量在 2020 年 2 季度之后增速较快，由 39 只增至 2024 年末的 205 只；其数量占比在 2014 年 6 月达到自 2010 年以来的最高水平，为 44.2%，2022 年和 2023 年的数量占比也接近这一历史最高水平。灵活配置型基金的数量在 2016 年 3 季度增速较低，由 34 只增至 2024 年末的 49 只，占比降至 9.06%；其数量占比在 2018 年 3 季度达到历史最大值 34.7%。被动指数型基金则在 2019 年开始增速相对较高，由 26 只增长至 2024 年末的 218 只，占比为 40.3%，超越偏股混合型基金 37.9% 的占比。

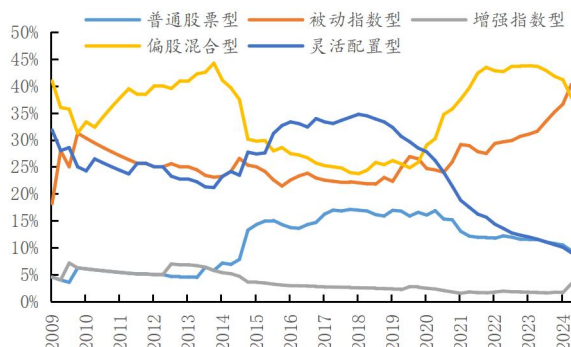
普通股票型基金的数量在 2015 年 2 季度之后缓慢增长，由 11 只增至 2024 年末的 51 只，占比仅为 8.66；其数量占比在 2015 年 2 季度至 2024 年 1 季度相对较高，在 18%-25% 区间波动。指数增强型基金的数量及其占比则长期较低，2024 年 3 季度数量才 8 只，2024 年末为 18 只，占比 3.33%。

图13: 不同类型 ESG 股票基金的数量



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

图14: 不同类型 ESG 股票基金的数量占比

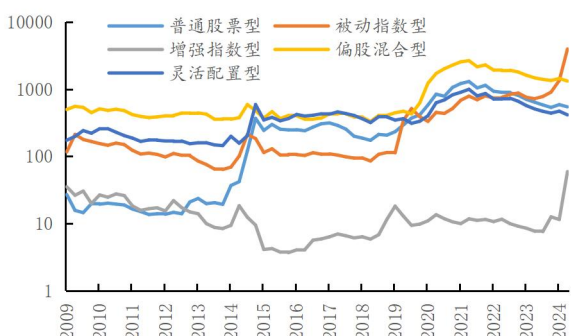


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

与数量占比类似，偏股混合型基金净值长期排名第1，仅在2015年2季度至2018年2季度的少数时点被灵活配置型基金超越，2024年末才被被动指数型基金超越。偏股混合型基金净值在2009年至2021年1季度的变化不大，在357亿至591亿的区间里波动，随后净值在出现快速增长，由429亿增至2022年末的2657亿，占比由26.2%提升至46.1%，随后开始出现下降，2024年末降至1323亿，占比降至21.0%。

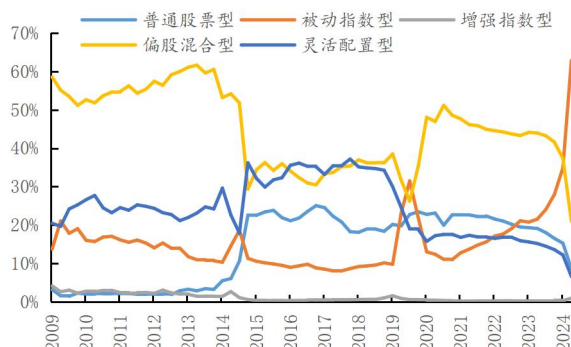
灵活配置型基金在2015年2季度出现快速增长，由204亿增至590亿，首次超越偏股混合型基金净值规模，占比由17.9%提升至36.2%；随后净值走势与偏股混合型基金类似，在311亿至459亿之间上下波动，2020年末至2021年出现一定增长，由402亿增至997亿，随后出现持续下降，降至2024年末的415亿，占比由17.3%降至6.58%。

图15: 不同类型 ESG 股票基金的净值



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

图16: 不同类型 ESG 股票基金的净值占比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：ESG 股票基金包括股票型、偏股混合型和灵活配置型基金

被动指数型 ESG 基金的净值在3个较短的时间内出现快速增长。一个是2014年4季度至2015年1季度，净值由69亿增至212亿，占比有10.3%提升至18.6%；二是2019年4季度至2020年1季度，净值由113亿增至515亿，占比由9.76%提升至31.5%；三是2024年，净值由722亿增至3962亿，占比由21.5%提升至62.8%，

特别是 2024 年 4 季度，净值增长近 2 倍，占比提升 28 个百分点。

普通股票型 ESG 基金在 2014 年 3 季度至 2015 年 2 季度增长较快，净值从 19 亿增至 368 亿，占比从 3.23% 提升至 22.6%；其次是在 2019-2020 年的增速较快，净值从 173 亿增至 844 亿，不过占比仅从 19.0% 提升至 23.1%；普通股票型的净值占比在 2015 年 2 季度之后在 18%-25% 之间波动，占比最高是在 2017 年 2 季度，为 25%；2024 年净值占比明显下降，从 19.1% 降至 8.66%。

增强指数型 ESG 基金的净值及其占比长期处于较低，净值 2010 年至 2024 年的平均净值占比仅 1.08%，2015 年 2 季度及其之后的平均净值占比只有 0.45%；2024 年末，净值仅为 59 亿，但为其历史最高水平。

3 ESG 股票基金的性能表现

这里采用 Liu 等（2019）的因子模型¹对 ESG 股票基金的业绩进行分析。其中市场因子的构建如下：在每月末，我们先剔除上市不足 12 个月的股票；然后剔除最近 12 个月交易天数不足 120 天或者最近 20 个交易日交易天数不足 15 天的股票，这样可以避免因长期停牌导致的股票异常收益率；最后剔除截至月底总市值最小 30% 的股票。余下 70% 股票按照自由流通市值加权的收益率即为市场因子收益率。

规模因子和价值因子的构建如下：将筛选剩下 70% 的股票按照总市值大小分成数量相等的 2 组，分别为小盘股（S）和大盘股（B）；同时又按照盈市比大小分成 3 组，其中盈市比最高的 30% 的股票为低估值股票（V），盈市比居中的 40% 的股票为中估值股票（M），盈市比最低的 30% 的股票为高估值股票（G）。这样就能将这 70% 的股票交叉分组成 6 个组合，分别为小盘低估值组、小盘中估值组、小盘高估值组、大盘低估值组、大盘中估值组、大盘高估值组。这 6 个组合也按照自由流通市值加权计算收益率。那么规模因子收益率为小盘低估值组、小盘中估值组、小盘高估值组这 3 个小盘股组合的平均收益率减去大盘低估值组、大盘中估值组、大盘高估值组这 3 个大盘股组合的平均收益率。价值因子收益率为小盘低估值组和大盘低估值组这 2 个低估值组合的平均收益率减去小盘高估值组和大盘高估值组这 2 个高估值组合的平均收益率。

情绪因子的构建如下：将盈市比指标换成超额换手率指标（最近 1 个月的日均换手率除以最近 12 个月日均换手率），采用上述相同的分组方法构造出 6 个组合，分别为小盘低换手组、小盘中换手组、小盘高换手组、大盘低换手组、大盘中换手组、大盘高换手组。那么情绪因子收益率为小盘低换手组和大盘低换手组这 2 个低换手组合的平均收益率减去小盘高换手组和大盘高换手组这 2 个高换手组合的平均收益率。

另外，本报告采用的成长因子构建如下：将筛选剩下 70% 的股票按照 TTM 扣非净利润的环比指标的大小将余下样本分成 3 组，其中指标最低组和最高组的股票数量各占 30%，指标居中的组合占 40% 的股票数量，计算这 3 个组合自由流通市值加权的收益率。那么，成长因子收益率为做多成长指标值最高组、做空成长指标值最低组的对冲组合的收益率。

本报告采用的回归模型如下：

模型 1（单因子）： $R_t = \alpha + \beta_{MRK} MRK_t + \epsilon_t$

¹ Liu J, Stambaugh R F, Yuan Y. Size and value in China[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 134(1): 48-69.

模型 2（三因子）： $R_t = \alpha + \beta_{MRK}MRK_t + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{VMG}VMG_t + \varepsilon_t$

模型 3（四因子）： $R_t = \alpha + \beta_{MRK}MRK_t + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{VMG}VMG_t + \beta_{PMO}PMO_t + \varepsilon_t$

模型 4（三因子+成长因子）： $R_t = \alpha + \beta_{MRK}MRK_t + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{VMG}VMG_t + \beta_{HML}HML_t + \varepsilon_t$

模型 5（五因子）： $R_t = \alpha + \beta_{MRK}MRK_t + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{VMG}VMG_t + \beta_{PMO}PMO_t + \beta_{HML}HML_t + \varepsilon_t$

其中 R_t 为 ESG 股票基金组合的收益减去无风险收益率， MRK_t 为市场因子收益率减去无风险收益率， SMB_t 为规模因子收益率， VMG_t 为价值因子收益率， PMO_t 为情绪因子收益率， HML_t 为成长因子收益率，无风险利率采用货币基金收益率。

本报告的样本时间为 2009 年至 2024 年。之所以选择 2009 年开始的数据，一是 ESG 股票基金的资产净值在 2007 年及其之前一段时间里经历了一波快速增长，而是避开 2008 年那段暴跌的时间区间。这这段时间区间，市场因子、规模因子、价值因子、情绪因子和成长因子的平均年化月收益率分别为 7.45%、5.83%、7.41%、10.13% 和 9.91%。

3.1 ESG 股票基金的整体绩效表现

ESG 股票基金组合的构建为：在每个季度末，构建权重为基金规模的全部 ESG 股票基金的加权组合，持有 1 个季度。

ESG 股票基金组合的平均年化月收益率为 10.17%，年化无风险利率为 2.82%，原始超额收益为 7.35%。

在单因子模型中，扣除市场收益部分（ $0.868 \times 7.45\% = 6.47\%$ ），其年化超额收益仅为 0.882%，并不显著。

在三因子模型中，市场收益部分为 6.20%，变化不大；进一步扣除规模因子收益贡献（ $-0.252 \times 5.83\% = -1.47\%$ ）和价值因子收益贡献（ $-0.301 \times 7.41\% = -2.23\%$ ），其年化超额收益提升至 4.85%，且统计显著。由此可见，ESG 股票基金组合无法在单因子模型下显著跑赢市场，主要是由于其在规模因子和价值因子上的平均暴露为负且显著，而规模因子和价值因子收益为正，因此 ESG 股票组合投资相对更多大盘股和估值稍高的股票，对其绩效表现产生明显的负面影响，剔除这部分影响后，年化超额收益就变得显著了。也就是说，ESG 股票组合在投资大盘股和高估值股票中具有明显的选股能力。

在四因子模型中，由于 ESG 股票组合在情绪因子上的平均暴露接近于 0，情绪因子收益贡献也接近 0（ $-0.00902 \times 10.13\% = 0.09\%$ ）；同时 ESG 股票组合在市场因子、规模因子和价值因子上的平均暴露与三因子模型变化不大，因此年化超额收益与三因子模型相比，变化不大，为 4.90%。

在三因子+成长因子的模型中，ESG 股票组合市场收益部分为 6.34%，规模因子收益贡献为 -1.06%，价值因子收益贡献为 -2.39%，与三因子模型相比，各部分仅分别相差 +0.14%、+0.41%、-0.15%，幅度不大。但 ESG 股票组合在成长因子上的平均暴露程度较高且显著，其成长因子收益贡献高达 3.20%（ $= 0.323 \times 9.91\%$ ），因此年化超额收益相较于三因子模型，下降至 1.25%，变得不显著。也就是说，ESG 股票组合在投资大盘股和估值较高股票中所表现出来的选股能力，主要是通过选择高成长的股票获取的。

在五因子模型中，各部分收益为 6.41%、-0.98%、-2.87%、0.78%、3.40%，与模型 4 相比，市场因子、规模因子、价值因子和成长因子收益贡献的变动分别为 0.07%、0.08%、-0.48%、0.20%，幅度不大；其情绪因子收益贡献为 0.78%，与模

型 4 相比，超额收益略降 0.64 个百分点至 0.61%。

表3: ESG 股票基金的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	0.882 (0.402)	4.85** (2.11)	4.90** (2.16)	1.25 (0.623)	0.608 (0.318)
市场因子	0.868*** (27.0)	0.832*** (32.3)	0.831*** (30.4)	0.851*** (33.0)	0.86*** (30.5)
规模因子		-0.252*** (-3.50)	-0.253*** (-3.36)	-0.182*** (-2.90)	-0.168*** (-2.62)
价值因子		-0.301*** (-4.12)	-0.294*** (-3.01)	-0.322*** (-5.45)	-0.387*** (-5.09)
情绪因子			-0.00902 (-0.122)		0.0768 (1.31)
成长因子				0.323*** (6.39)	0.344*** (6.78)
调整拟合优度	0.880	0.907	0.907	0.926	0.926

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

以调整拟合优度明显更高的模型 4 或模型 5 来看，ESG 股票基金组合原始超额收益为 7.35%，其中市场因子收益贡献占绝大部分（6.34%或 6.41%），其在成长因子平均正向暴露带来的正向贡献也较大（3.20%或 3.40%），价值因子收益贡献则是负向程度比较大（-2.39%或-2.87%），规模因子收益贡献的负向程度较小（-1.06%或-0.98%），情绪因子收益贡献的正向幅度则更低（0%或 0.78%）。综上所述，ESG 股票基金组合投资相对更多的大盘股和高估值股票时需要承担负向溢价，投资更多成长股则能取得可观的正向溢价，同时也能获得一定程度的超额收益。

3.2 不同主题 ESG 基金的绩效表现

我们将 5 类主题划分为 2 组，一组是纯 ESG 和 ESG 策略基金，归为 ESG 主题基金类，另一组是环境保护、社会责任、公司治理等单一主题，归为泛 ESG 基金类。这里我们将比较分析这 2 类不同主题的基金组合的绩效表现。

ESG 主题基金的平均年化月收益率为 10.49%，原始超额收益为 7.68%，在单因子模型中，市场因子收益贡献为 5.99%，年化超额收益为 1.68%。

三因子模型中，ESG 主题基金在规模因子上的平均暴露显著为负，规模因子收益贡献为-1.36%，幅度远高于价值因子收益贡献的-0.59%，年化超额收益为 3.63%，达到统计显著性水平。四因子模型的结果与三因子模型相似。

模型 4 中，ESG 主题基金在成长因子上的平均暴露显著为正，成长因子收益贡献为 1.69%，幅度高于规模和价值因子收益贡献的-1.14%、-0.67%，年化超额收益相较三因子模型下降 1.89 个百分点，与成长因子收益贡献相当。

五因子模型中，ESG 主题基金在所有因子上的平均暴露水平都显著。各因子收益贡献分别为 6.19%、-1.00%、-1.52%、1.37%、2.04%，年化超额收益为 0.60%。

表4: ESG 主题股票基金绩效的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	1.68 (0.849)	3.63 [*] (1.84)	3.17 [*] (1.67)	1.73 (1.00)	0.597 (0.345)
市场因子	0.804 ^{***} (34.3)	0.804 ^{***} (29.5)	0.813 ^{***} (27.5)	0.814 ^{***} (33.2)	0.831 ^{***} (29.9)
规模因子		-0.233 ^{***} (-2.77)	-0.223 ^{***} (-2.73)	-0.196 ^{**} (-2.49)	-0.172 ^{**} (-2.42)
价值因子		-0.0791 (-1.10)	-0.149 (-1.50)	-0.0899 (-1.34)	-0.205 ^{**} (-2.11)
情绪因子			0.0840 (1.46)		0.135 ^{**} (1.97)
成长因子				0.170 [*] (1.85)	0.206 ^{**} (2.49)
调整拟合优度	0.876	0.892	0.893	0.897	0.901

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

泛 ESG 基金的平均年化月收益率为 10.66%，原始超额收益为 7.84%，在单因子模型中，市场因子收益贡献为 6.57%，年化超额收益为 1.27%。三因子模型中，泛 ESG 基金在规模和价值因子上的平均暴露都显著为负，因子收益贡献分别为 -1.44%、-2.65%，幅度不低，因此年化超额收益高达 5.70%。四因子模型的结果与三因子模型相似，年化超额收益进一步提高至 6.05%。模型 4 中，泛 ESG 基金在成长因子上的平均暴露显著为正，成长因子收益贡献高达 3.89%，幅度高于规模和价值因子收益贡献的 -0.94%、-2.84%，由于成长因子能较好地解释超额收益，因此年化超额收益相较三因子模型下降高达 4.37 个百分点，至 1.33%，且变得不显著。五因子模型的结果与模型 4 相似。

ESG 主题基金与泛 ESG 基金的收益率差距仅为 -0.17%，相差不大。在单因子模型中，他们的对冲组合的市场因子暴露显著为负，表明 ESG 主题基金的市场风险要显著小于泛 ESG 基金。从三因子模型来看，对冲组合仅价值因子显著为负，表明两者市场风险的显著差异主要来自于泛 ESG 基金投资更多的估值偏高股票所致。从模型 4 和模型 5 来看，上述结论不变；另外，对冲组合在成长因子上的平均暴露显著为负，表明泛 ESG 基金相对于 ESG 主题基金要投资更多高成长股。

表5: 泛 ESG 股票基金绩效的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	1.27 (0.500)	5.70 ^{**} (2.15)	6.05 ^{**} (2.22)	1.33 (0.614)	1.02 (0.493)
市场因子	0.882 ^{***} (24.6)	0.837 ^{***} (28.9)	0.830 ^{***} (26.0)	0.859 ^{***} (29.1)	0.864 ^{***} (27.4)
规模因子		-0.247 ^{***} (-3.41)	-0.254 ^{***} (-3.25)	-0.162 ^{**} (-2.46)	-0.155 ^{**} (-2.26)
价值因子		-0.358 ^{***} (-4.68)	-0.304 ^{***} (-2.85)	-0.383 ^{***} (-6.72)	-0.414 ^{***} (-5.27)
情绪因子			-0.0644 (-0.647)		0.0362 (0.532)
成长因子				0.393 ^{***} (6.27)	0.403 ^{***} (6.79)
调整拟合优度	0.856	0.889	0.889	0.914	0.914

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表6: ESG 主题与泛 ESG 股票基金比较的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	0.414 (0.179)	-2.07 (-1.01)	-2.88 (-1.19)	0.405 (0.265)	-0.427 (-0.242)
市场因子	-0.078** (-2.40)	-0.0322 (-0.969)	-0.0162 (-0.429)	-0.0451 (-1.34)	-0.0328 (-0.986)
规模因子		0.0141 (0.245)	0.0313 (0.530)	-0.0342 (-0.408)	-0.0170 (-0.218)
价值因子		0.279*** (5.87)	0.155 (1.47)	0.293*** (6.63)	0.209** (2.38)
情绪因子			0.148 (1.26)		0.0993 (1.16)
成长因子				-0.223* (-1.86)	-0.196* (-1.94)
调整拟合优度	0.0478	0.22	0.247	0.283	0.292

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

综上，ESG 主题基金与泛 ESG 基金的相同之处在于：一是收益率差距不大，二是都偏好大盘高成长；不同之处在于泛 ESG 基金对高成长股的偏好强于 ESG 主题基金，同时 ESG 主题基金相对于泛 ESG 基金而言没有这种明显偏好估值偏高品种。

3.3 不同类型 ESG 基金的绩效表现

本文将 5 种类型也划分为 2 组，一组是普通股票型基金、偏股混合型基金和灵活配置型基金，归为主动型 ESG 基金，另一组是被动指数型基金和增强指数型基金，归为指数型 ESG 基金。主动型 ESG 股票基金的平均年化月收益率为 10.61%，原始超额收益为 7.79%，在单因子模型中，市场因子收益贡献为 6.31%，年化超额收益为 1.48%。三因子模型中，主动型 ESG 基金在规模因子和价值因子上的平均暴露显著为负，规模和价值因子收益贡献为 -1.24%、-2.55%，年化超额收益高达 5.60%，达到统计显著性水平。四因子模型的结果与三因子模型相似。模型 4 中，主动型 ESG 基金在成长因子上的平均暴露显著为正，成长因子收益贡献为 3.10%，幅度高于规模和价值因子收益贡献的 -0.85%、-2.69%，年化超额收益相较三因子模型下降 3.48 个百分点，与成长因子收益贡献相当。五因子模型的结果与模型 4 相似。

表7: 主动型 ESG 股票基金绩效的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	1.48 (0.646)	5.60** (2.32)	5.63** (2.40)	2.12 (0.945)	1.46 (0.673)
市场因子	0.848*** (23.3)	0.803*** (27.9)	0.802*** (26.2)	0.821*** (26.5)	0.830*** (24.1)
规模因子		-0.213*** (-2.74)	-0.214*** (-2.62)	-0.145** (-2.00)	-0.132* (-1.75)
价值因子		-0.344*** (-4.42)	-0.339*** (-3.19)	-0.364*** (-5.32)	-0.430*** (-4.97)
情绪因子			-0.00545 (-0.073)		0.0779 (1.16)
成长因子				0.313*** (4.88)	0.334*** (5.13)
调整拟合优度	0.856	0.888	0.887	0.905	0.906

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

指数型 ESG 股票基金的平均年化月收益率为 9.12%，原始超额收益为 6.30%，在单

因子模型中，市场因子收益贡献为 7.41%，年化超额收益为-1.10%。三因子模型中，指数型 ESG 基金仅在规模因子上的平均暴露显著为负，规模因子收益贡献为-2.84%，幅度远高于价值因子收益贡献的-0.58%，年化超额收益为 2.21%，不显著。四因子模型的结果与三因子模型相似。

表8: 指数型 ESG 基金绩效的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	-1.1 (-0.336)	2.21 (0.587)	2.70 (0.647)	-2.19 (-0.821)	-2.26 (-0.795)
市场因子	0.994*** (24.8)	1.01*** (26.3)	1.00*** (22.2)	1.03*** (31.7)	1.03*** (28.2)
规模因子		-0.487*** (-5.20)	-0.498*** (-5.16)	-0.402*** (-5.58)	-0.400*** (-5.92)
价值因子		-0.0781 (-0.671)	-0.00277 (-0.0259)	-0.103 (-1.14)	-0.111 (-1.20)
情绪因子			-0.0904 (-0.661)		0.00888 (0.0939)
成长因子				0.395*** (2.84)	0.397*** (3.00)
调整拟合优度	0.814	0.861	0.862	0.880	0.880

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

模型 4 中，指数型 ESG 基金在成长因子上的平均暴露显著为正，成长因子收益贡献为 3.91%，幅度高于规模和价值因子收益贡献的-2.34%、-0.76%，年化超额收益相较三因子模型下降 4.41 个百分点。五因子模型的结果也与模型 4 相似。主动型 ESG 基金与指数型 ESG 基金与收益率差距为 1.49%。在单因子模型中，他们的对冲组合的市场因子暴露显著为负，表明主动型 ESG 基金的市场风险要显著小于指数型 ESG 基金。

三因子模型中，对冲组合在各因子上的平均暴露都显著，除了在市场因子上的平均暴露显著为负外，对冲组合在规模因子上的平均暴露显著为正，表明指数型 ESG 基金相对主动型 ESG 基金要持有更多的大盘股。对冲组合在价值因子上的平均暴露为负，这主要是主动型 ESG 基金本身偏好投资估值较高股票所致，因为指数型 ESG 基金对高估值股票并无显著偏好。从模型 4、5 来看，上述结论依然成立。

表9: 主动型与指数型 ESG 股票基金绩效比较的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	2.58 (0.830)	3.40 (0.934)	2.93 (0.740)	4.31 (1.42)	3.73 (1.11)
市场因子	-0.147*** (-2.84)	-0.207*** (-4.34)	-0.198*** (-3.61)	-0.211*** (-4.40)	-0.203*** (-3.58)
规模因子		0.274** (2.50)	0.284** (2.52)	0.257** (2.57)	0.269*** (2.68)
价值因子		-0.266** (-2.20)	-0.336*** (-2.68)	-0.260** (-2.19)	-0.319** (-2.57)
情绪因子			0.0849 (0.647)		0.0690 (0.563)
成长因子				-0.0819 (-0.476)	-0.0636 (-0.379)
调整拟合优度	0.0703	0.270	0.271	0.270	0.269

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

综上，主动型 ESG 基金偏好大盘股和高成长股，而被动型 ESG 基金偏好大盘股和高成长股，但对高估值股票并无显著偏好，同时被动型 ESG 基金对大盘股的偏好程度明显强于主动型 ESG 基金。主动型 ESG 基金与被动型 ESG 基金在收益率存在一定差距（1.49%），这一差距主要源自于超额收益的差距，其次是规模因子的贡献部分，被动型 ESG 基金因更加偏好大盘股而承受更多的负向溢价。不过被动型 ESG 基金因市场风险偏好更高，也取得了更多的正向溢价。同时主动型 ESG 基金明显偏好估值较高的股票，因此也需要承担其在价值因子方面的负向贡献。

4 ESG 主题基金绩效的进一步分析

ESG 主题基金作为真正意义上的 ESG 投资，这里将进一步分析不同类型 ESG 主题基金的绩效表现。与前述分类一致，本文将 ESG 主题基金分成主动型 ESG 主题基金和指数型 ESG 主题基金。

主动型 ESG 主题基金的平均年化月收益率为 12.87%，原始超额收益为 10.05%，在单因子模型中，市场因子收益贡献为 5.70%，年化超额收益为 4.35%。

三因子模型中，主动型 ESG 主题基金在价值因子上的平均暴露显著为负，价值因子收益贡献为-2.39%，幅度远高于规模因子收益贡献的-0.16%，年化超额收益高达 7.29%，达到统计显著性水平。四因子模型、模型 4 与五因子模型的结果与三因子模型相似，主动型 ESG 主题基金在规模因子、情绪因子和成长因子上并没有显著的平均暴露。从五因子模型来看，超额收益及各因子收益贡献的幅度排序依次是市场因子、超额收益、价值因子、成长因子、情绪因子和规模因子，分别为 5.53%、3.78%、-3.36%、2.47%、1.39%、0.25%。

表10: 主动型 ESG 主题股票基金绩效的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	4.35 (1.58)	7.29** (2.23)	6.89** (2.10)	4.92 (1.55)	3.78 (1.12)
市场因子	0.766*** (15.9)	0.713*** (15.8)	0.721*** (14.6)	0.726*** (15.3)	0.743*** (13.5)
规模因子		-0.0268 (-0.197)	-0.0181 (-0.135)	0.0193 (0.152)	0.0431 (0.361)
价值因子		-0.323*** (-2.66)	-0.386** (-2.42)	-0.337*** (-2.80)	-0.453*** (-2.94)
情绪因子			0.0747 (0.726)		0.137 (1.14)
成长因子				0.213 (1.35)	0.249 (1.62)
调整拟合优度	0.715	0.745	0.745	0.753	0.755

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、*分别代表在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著。

指数型 ESG 主题基金的平均年化月收益率为 9.78%，原始超额收益为 6.96%，在单因子模型中，市场因子收益贡献为 6.25%，年化超额收益为 0.71%。

三因子模型中，指数型 ESG 主题基金在规模因子上的平均暴露显著为负，在价值因子上的平均暴露显著为正，表明指数型 ESG 主题基金偏好大盘股和低估价值股票，其规模因子和价值因子收益贡献分别为-2.60%和 2.96%。

四因子模型中，指数型 ESG 主题基金在情绪因子上的平均暴露显著为负，表明其偏好低换手率股票，情绪因子收益贡献为 1.82%。不过在四因子模型中，其价值因子收益贡献下降幅度不小，有 1.11 个百分点。

表11: 指数型 ESG 主题股票基金绩效的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	0.709 (0.310)	-0.334 (-0.272)	-1.31 (-1.16)	1.07 (0.823)	-0.257 (-0.201)
市场因子	0.839*** (16.7)	0.932*** (41.8)	0.951*** (43.5)	0.925*** (39.6)	0.944*** (40.3)
规模因子		-0.446*** (-11.4)	-0.425*** (-11.8)	-0.474*** (-12.3)	-0.446*** (-13.0)
价值因子		0.399*** (9.46)	0.250*** (5.28)	0.408*** (9.42)	0.273*** (5.91)
情绪因子			0.179*** (6.40)		0.158*** (4.79)
成长因子				-0.126*** (-3.10)	-0.0843** (-2.02)
调整拟合优度	0.800	0.966	0.971	0.968	0.972

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

模型 4 中，指数型 ESG 主题基金在成长因子上的平均暴露显著为负，表明其投资的股票的成长性相对较低，成长因子收益贡献为-1.25%。

五因子模型中，指数型 ESG 主题基金在所有因子上的平均暴露都显著，暴露方向与其他模型一致，各因子收益贡献分别为 7.03%、-2.60%、2.02%、1.60%、-0.84%，除市场因子外，规模因子收益贡献幅度最大，其次是价值因子和情绪因子。

主动型 ESG 主题基金与指数型 ESG 主题基金与收益率差距为 3.09%。在单因子模型中，他们的对冲组合的年化超额收益提升至 3.64%。

三因子模型中，对冲组合在各因子上的平均暴露都显著。对冲组合在市场因子上的平均暴露显著为负，表明主动型 ESG 主题基金的市场风险低于指数型 ESG 主题基金。对冲组合高估值在规模因子上的平均暴露显著为正，在价值因子上的平均暴露显著为负，则主要是这 2 类 ESG 主题基金本身投资风格明显不同所致，主动型 ESG 主题基金偏好股票，而被动型 ESG 主题基金则偏好大盘股和低估值股票。

四因子模型的结果与三因子模型类似。虽然指数型 ESG 主题基金在情绪因子上有显著的平均暴露，而主动型 ESG 主题基金在情绪因子的平均暴露并不显著，但两者的偏好程度无显著差异。从收益贡献来看，对冲组合在情绪因子上的收益贡献为-1.06%，幅度远低于在规模和价值因子上 2.38% 和 -4.71% 的收益贡献。

模型 4 中，对冲组合在成长因子上的平均暴露显著为正，在成长因子的收益贡献高达 3.36%。这也是两者在成长因子上的投资风格不同所致，主动型 ESG 主题基金偏好高成长股，而被动型 ESG 主题基金偏好的股票的成长性显著更低。五因子模型的结果与模型 4 类似。

表12: 主动型与指数型 ESG 主题股票基金绩效比较的因子模型分析

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
超额收益	3.64 (0.999)	7.63 [*] (1.90)	8.20 ^{**} (2.02)	3.85 (0.988)	4.03 (0.945)
市场因子	-0.0736 (-0.811)	-0.218 ^{***} (-3.66)	-0.230 ^{***} (-3.68)	-0.199 ^{***} (-3.12)	-0.202 ^{***} (-2.86)
规模因子		0.419 ^{**} (2.52)	0.407 ^{**} (2.46)	0.493 ^{***} (3.25)	0.489 ^{***} (3.37)
价值因子		-0.723 ^{***} (-4.60)	-0.635 ^{***} (-3.26)	-0.744 ^{***} (-4.77)	-0.726 ^{***} (-3.82)
情绪因子			-0.105 (-0.896)		-0.0215 (-0.149)
成长因子				0.339 [*] (1.94)	0.333 [*] (1.80)
调整拟合优度	0.00437	0.480	0.480	0.509	0.506

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；括号内为 t 统计量的检验值，***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

综上，主动型和指数型 ESG 主题基金的投资风格迥异，主动型 ESG 主题基金显著偏好高成长股，但不构成显著；而被动型 ESG 主题基金偏好股票的特征则是规模较大而估值、换手率、成长性较低。同时主动型和指数型 ESG 主题基金的收益差距虽然没达到统计显著性，但幅度也高达 3.09%，其中在超额收益、成长因子收益贡献和规模因子收益贡献方面，主动型 ESG 主题基金分别跑赢指数型 ESG 主题基金 3.85、3.36 和 2.88 个百分点，而在价值因子收益贡献、市场因子收益贡献则是主动型 ESG 主题基金跑输 5.51 和 1.48 个百分点。

为了进一步分析主动型和指数型 ESG 主题基金的投资风格的时变特征，这里采用滚动窗口的方法来获取主动型和指数型 ESG 主题基金的因子暴露，窗口长度设为 3 年（36 个月），回归模型采用模型 4。

市场因子方面，被动型 ESG 主题基金的暴露一直维持在较高水平，在 0.8-1 之间；而主动型基金的暴露波动较大，在 0.55-0.95 之间，且存在一定的随时间递增的趋势，在样本早期的 2012-2016 年，其平均市场因子暴露为 0.66，而在样本后期的 2022-2024 年，平均市场因子暴露高达 0.90。因此两者之间的差距在样本前期比较大，2012-2016 年的平均差距为 0.29；而在样本后期的 2022-2024 年，平均差距缩至 0.04，这与全样本下主动型基金的市场暴露显著低于被动型基金的结论相符。

规模因子暴露方面，被动型 ESG 主题基金的暴露波动较小，在 -0.58 至 -0.26 之间波动；而主动型基金的暴露波动较大，在 -0.66 至 0.48 之间，在样本前期的某些时间段，主动型基金偏好小盘股，而在样本后期则偏好大盘股，其偏好程度甚至超过被动型基金，因此整个样本区间来看，主动型基金没有显著的规模因子暴露。从两者的差距来看，两者的平均差距在 2016-2017 年高达 0.94，而在样本后期的 2021-2023 年，平均差距低至 -0.12；不过由于被动型基金的规模因子暴露长期小于主动型基金，且差距不小，因此在整个样本期间，主动型基金的规模因子暴露要显著高于被动型基金。

图17: 主动型和指数型 ESG 主题基金的市场因子暴露



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

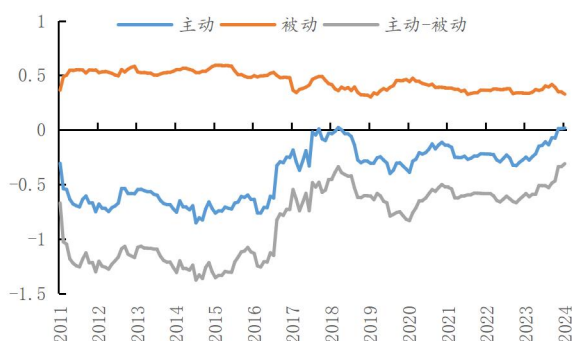
图18: 主动型和指数型 ESG 主题基金的规模因子暴露



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

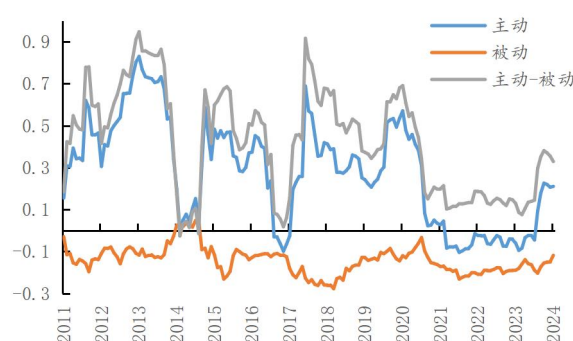
价值因子暴露方面, 被动型 ESG 主题基金的暴露波动较小, 在 0.3 至 0.59 之间; 而主动型基金的暴露波动较大, 在-0.85 至 0.02 之间, 在样本前期的暴露更低, 2012-2016 年的平均暴露为-0.67, 而样本后期的暴露有所下降, 2018-2024 年的平均暴露为-0.20。因此两者价值因子暴露的差距在前期更大, 2012-2016 年的平均差距高达-1.20, 而 2018-2024 年的平均差距降至-0.59。

图19: 主动型和指数型 ESG 主题基金的价值因子暴露



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图20: 主动型和指数型 ESG 主题基金的成长因子暴露



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

成长因子暴露方面, 被动型 ESG 主题基金的暴露长期为负, 波动较小, 在-0.27 至 0.05 之间; 而主动型基金的暴露则长期为正, 不过波动较大, 在-0.10 至 0.83 之间, 且短期波动明显高于其他因子暴露, 其主要原因在于成长因子本身的时序相关性不强, 即当期指标值与下一期指标值的平均相关性不高, 这与情绪因子类似, 而规模、价值因子的时序相关性则较强。从两者的差距看, 主动型基金的暴露几乎一直高过被动型基金, 其中样本前期的差距相对较大, 2012-2020 年的平均差距为 0.52, 而在 2020 年之后的平均差距只有 0.21。

5 主要结论

本报告系统梳理了中国 ESG 股票基金的发展演进过程, 并通过因子模型回归分析揭示 ESG 股票投资的收益与风格特征, 研究结果发现:

- 1、从 ESG 股票基金的整体发展来看，ESG 股票基金的数量呈稳步增长态势，份额和净值则集中在相关股票市场大涨的几个时间区间里快速放量，分别是 2006 年 3 季度到 2007 年 3 季度、2014 年 4 季度至 2015 年 2 季度、2018 年 4 季度到 2021 年 1 季度和 2024 年 4 季度；在这 4 个时间区间里，ESG 股票基金资产净值的增速分别高达 1141%、135%、331%和 63.2%。截至 2024 年末，ESG 股票基金的净值高达 6306 亿元。
- 2、从 ESG 股票基金占全部 ESG 公募基金的比重来看，股票基金在 2018 年 2 季度之前几乎占据 ESG 基金产品的整个市场，2018 年 2 季度及其之后较短的时间内，其资产净值占比出现大幅下降，降至 2019 年末的 64%；随后资产净值占比在 2020 年 3 季度至 2022 年 2 季度出现持续上升，至 85%。截至 2024 年末，资产净值占比为 76%。
- 3、从不同主题 ESG 股票基金的发展历程来看，环境保护基金的数量和净值在前期增长较快，而 ESG 策略基金的数量和净值则是在后期增长较快。截至 2024 年末，环境保护基金数量为 224 只，数量占比为 41%，净值为 1560 亿，净值占比为 25%；ESG 策略基金数量为 195 只，数量占比为 36%，净值为 4124 亿，净值占比为 65.4%；这 2 类主题基金的数量和净值均远超其他主题基金。
- 4、环境保护基金的数量自 2014 年 3 季度超过社会责任基金以来，数量持续保持领先，数量占比在 2023 年 3 季度达到 51.8%的历史最高水平；环境保护基金的净值自 2015 年 3 季度超过社会责任基金后也是持续保持领先，不过在 2024 年末被 ESG 策略基金超越。
- 5、ESG 策略基金的数量在 2018 年之后增长较快，从 2018 年末的 13 只增长至 2024 年末的 195 只；ESG 策略基金的净值在 2019 年 2 季度之后快速增长，第一波快速增长持续至 2021 年 2 季度，净值达到 1440 亿，占比为 30.6%；第 2 波快速增长为 2024 年，由 2023 年末的 766 亿增长至 4124 亿，特别是 2024 年 4 季度中证 A500 指数基金大增 2750 亿，资产净值占比由前一个季度的 37.5%大增至 65.4%。
- 6、偏股混合型 ESG 基金数量和净值在该领域长期排名第 1，其中数量仅在 2016 年至 2020 年 2 季度被超越灵活配置型基金超越，净值则是在 2015 年 2 季度至 2018 年 2 季度的少数时点上被灵活配置型基金超越；直至 2024 年末，数量和净值才被被动指数型基金超越。2024 年末，被动指数型 ESG 基金的数量为 218，数量占比为 40%，净值为 3962 亿，净值占比为 63%；偏股混合型基金的数量为 205 只，数量占比为 38%，净值为 1323 亿，净值占比为 21%。
- 7、整体来看，ESG 股票基金偏好大盘股和高成长股，在投资大盘股、高估值股票时承担了负向溢价，而在投资成长股市则获得了可观的正向溢价，同时还能获得一定程度的超额收益。具体从模型 4 来看，ESG 股票基金的超额收益为 1.25%，并不显著；其原始超额收益为 7.35%，市场因子收益贡献为 6.34%，占绝大部分；其次是成长因子收益贡献，为 3.20%；规模和价值因子收益贡献为-1.06%和-2.39%，是负向的。
- 8、从不同主题基金来看，ESG 主题基金（纯 ESG、ESG 策略基金）与泛 ESG 基金的收益率差距不大，都偏好大盘股和高成长股；泛 ESG 基金对高成长股的偏好要强于 ESG 主题基金，而且相比于泛 ESG 基金，ESG 主题基金对估值较高股票没有显著偏好。
- 9、从不同类型基金来看，主动型 ESG 基金和被动型 ESG 基金都偏好大盘股和高成长股，但被动型 ESG 基金对大盘股的偏好程度明显强于主动型 ESG 基金，同时相比于主动型 ESG 基金，被动型 ESG 基金则对估值较高股票无显著偏好。另外，主

动型 ESG 基金与被动型 ESG 基金在收益率存在一定差距，主要源自于超额收益。

10、从不同类型 ESG 主题基金来看，主动型和指数型 ESG 主题基金的投资风格迥异，被动型 ESG 主题基金偏好的股票则呈现出规模更大而估值和成长性更低的特征，相对于主动型 ESG 主题基金而言对估值较高股票偏好程度不显著。主动型 ESG 主题基金明显跑赢指数型 ESG 主题基金，主要是在超额收益、成长因子和规模因子收益贡献方面，而在价值因子和市场因子收益贡献则明显跑输指数型 ESG 主题基金。

风险提示

本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议；文中涉及的个股、基金产品仅作为梳理列举，不作为任何投资推荐依据。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032