

# ESG 专题研究

## 基金经理/基金产品行为与 ESG 打分实践

### 核心观点

**ESG 基金具备更优的抵抗风险能力，在疫情冲击期间表现占优，顺势吸引增量资金，部分基金产品存在“漂绿”问题。**海外 ESG 基金所持有的股票往往具有强大的竞争优势和稳健的债务水平，加之对能源行业敞口更低，在疫情初期表现跑赢其他传统基金产品，吸引大量投资者新增资金开始。基于管理费的激励，传统共同基金的基金经理开始将自己的产品打上 ESG 的标签，或通过更改产品名称等方式增厚产品 ESG 属性，或更改产品组合与策略来吸引增量资金，部分机构过度强化自身产品 ESG 属性，导致“漂绿”行为发生。

**投资组合集中调仓行为对 ESG 基金影响存在异质性，ESG 基金受投资经理行为扭曲程度更轻。**参考 Aineas Mallios 与 Taylan Mavruk (2023) 的相关研究，美国 ESG 基金年末和季末的日均超额收益高于年内其余时间的基金收益，ESG 基金仍存在基金经理集中调仓行为，且季度末的调仓行为相对年末更为明显，但小于其他基金的收益差异，意味着 ESG 基金管理人总体上风格漂移程度更轻。

**近年来头部主动偏股公募基金与明星基金经理 ESG 投资意识逐步上升。**从产品业绩上看，纯 ESG 产品、环境类、社会责任主题、公司治理主题 ESG 产品 2024 年最佳收益分别为 38.53%、41.73%、34.63%、23.11%，部分环境类 ESG 产品在成长赛道敞口暴露较大，“9.24”以来超额优势明显。通过统计国内 50 亿元以上规模的主动偏股公募基金以及总资产管理规模排名前 30 的明星基金经理的投资组合总体 ESG 评分表现，发现总体上 2022-2023 年头部公募基金与明星基金经理的投资组合 ESG 评分整体上有明显上升，但不同基金与不同经理集中投资主题与行业各不相同，存在因行业选择异质性带来的 ESG 表现差异。

**中国市场环境下高 ESG 表现的公司往往具有更好的投资收益。**参考 Shu Chen 等 (2023) 研究成果，控制了 Fama-French 因子后，高 ESG 评分的股票投资组合相较于低 ESG 评分的股票投资组合拥有更高的月超额收益，且存在时间上的持续性，超额收益来源于投资者对 ESG 信息分析相对迟钝的反应，而不是来自于承担更多风险；中国投资者在 ESG 领域存在信息不对称，但 ESG 分数可以很好地作为投资信号。

**基金经理可以通过优化选股与择时在保持基金收益水平的基础上提高组合的 ESG 表现，大盘价值股兼顾良好的超额收益与优秀的 ESG 评分表现。**依据 Qiong Xia 等 (2023) 研究结果，有三条路径可以有效提高 ESG 基金的绩效水平：（1）在基金规模不断扩大的基础上，保持较低持股集中度，并降低基金仓位调整频率；（2）在扩大基金规模的基础上，分散投资 ESG 分数较高的股票；（3）根据基金规模的增加，长期持有 ESG 分数高的股票。横向对比近年国证大中小盘与成长/价值成分股 ESG 表现，大盘股的 ESG 总体评分（各成分股评分取平均值）明显高于中小盘股，且大盘价值股收益跑赢市场平均水平，具备良好投资价值。

**风险提示：**ESG 评分体系设计的不完备性，历史复盘对未来指引效应有限

### 策略研究 · 策略专题

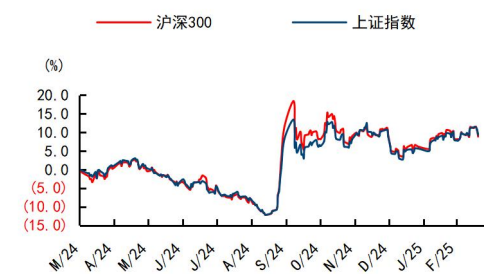
证券分析师：陈凯畅 021-60375429  
chenkaichang@guosen.com.cn  
S0980523090002

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 (%)    | 6638.96/-3.20 |
| 创业板/月涨跌幅 (%)    | 2152.28/-5.66 |
| AH 股价差指数        | 130.55        |
| A 股总/流通市值 (万亿元) | 80.85/74.38   |

#### 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

《AI 赋能资产配置（九）——DeepSeek 打造 ESG 有效前沿》——2025-03-20

《资金跟踪与市场结构周观察（第五十七期）——成交热度小幅回落》——2025-03-18

《AI 赋能资产配置（七）——乘风 DeepSeek 理解货币政策取向》——2025-03-17

《估值周观察（3 月第 3 期）——大消费补涨拔估值》——2025-03-16

《中观高频景气图谱（2025.3）——食品饮料行业景气提振》——2025-03-14

## 内容目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 基金经理偶发行为如何影响 ESG 基金：海外视角下 ESG 基金管理视角 ..... | 4  |
| 部分 ESG 基金背后隐藏漂绿风险 .....                    | 4  |
| 投资组合集中调仓行为对 ESG 基金影响存在异质性 .....            | 7  |
| 如何提升 ESG 基金表现：从国内实践视角出发 .....              | 8  |
| 风险提示 .....                                 | 13 |

## 图表目录

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 图1：2020Q1 相较其他类别基金 ESG 基金表现明显占优 .....                   | 4  |
| 图2：欧洲投资者相较美国投资者对共同基金 ESG 更名反响更加积极 .....                 | 5  |
| 图3：欧洲共同基金 ESG 更名处理效应相较美国基金更小 .....                      | 6  |
| 图4：ESG 产品月度新发统计 .....                                   | 8  |
| 图5：ESG 产品季度存续情况统计 .....                                 | 8  |
| 图6：ESG 基金 2024 年业绩情况 .....                              | 9  |
| 图7：ESG 基金 2024 年最大回撤情况 .....                            | 9  |
| 图8：2024 年 ESG 绩优产品情况（纯 ESG 基金） .....                    | 9  |
| 图9：2024 年 ESG 绩优产品情况（环境主题基金） .....                      | 9  |
| 图10：基金规模 50 亿元以上产品 ESG 表现（2022Q3-2024Q4） .....          | 10 |
| 图11：基金管理规模排名前 30 基金经理 ESG 投资意识逐步提高（2022Q3-2024Q4） ..... | 11 |
| 图12：大盘股票 ESG 总体评分表现明显优于中小盘 .....                        | 12 |
| 图13：大盘风格可以兼顾超额收益与 ESG 表现 .....                          | 12 |

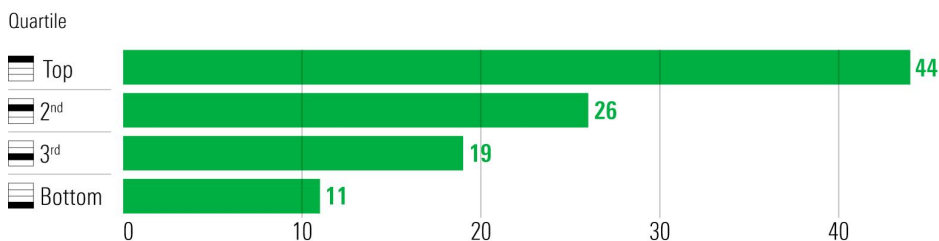
## 基金经理偶发行为如何影响 ESG 基金：海外视角下 ESG 基金管理视角

### 部分 ESG 基金背后隐藏漂绿风险

基金管理人（即基金经理或基金公司）与基金持有人存在利益目标差异。基金持有人和基金管理人各自追求的目标并不一致，基金持有人关注基金投资收益率以追求获得更好的投资收益，而基金管理人则通过收取管理费获得利润，基金管理费则直接与基金管理规模与业绩排名挂钩。持有人依据基金业绩而进行的申购或者赎回行为会影响到基金管理人所管理的资产规模从而影响到基金管理费收入的高低，进而影响基金经理的行为，正则提高投资组合管理效率获取更高收益，反则在组合管理效率不佳的语境下损害投资人利益。

ESG 基金具备更强的抗风险能力，在疫情期间表现更为突出。ESG 基金所持有的股票往往具有强大的竞争优势和稳健的债务水平，加之对能源行业敞口更低，在疫情初期表现跑赢其他传统基金产品，也更吸引投资者的资金。依据 MorningStar 数据，在疫情开始爆发的 2020Q1，70% 的 ESG 基金的回报率位居同类基金的前 50%，44% 的 ESG 基金的回报率位居同类基金的前 25%。跑赢同类传统基金的表现也为 ESG 基金赢得更多资金流，2020Q1 全球 ESG 基金领域吸引了 456 亿美元的资金，其中欧洲吸引了 330 亿美元的资金流入，约占全球资金流入总额的 72%。

图1：2020Q1 相较其他类别基金 ESG 基金表现明显占优



资料来源：Morningstar Direct，国信证券经济研究所整理

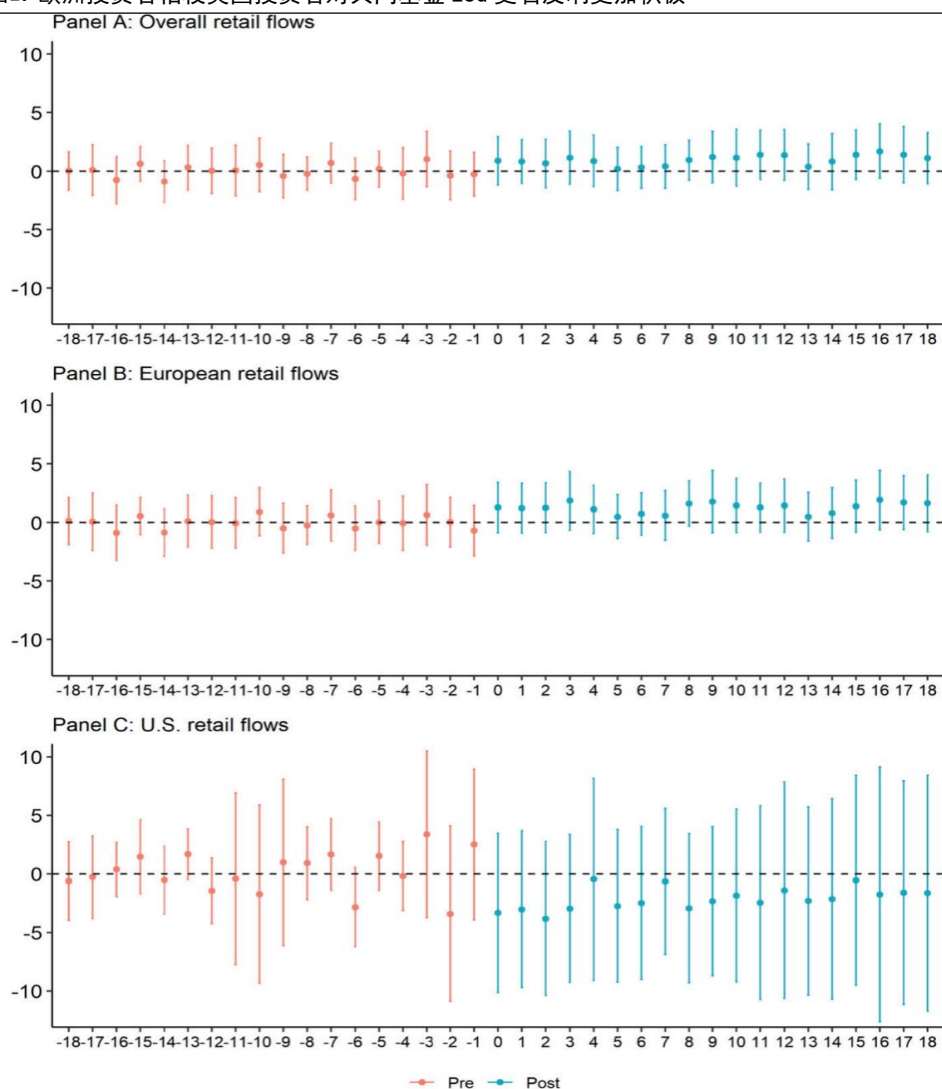
ESG 基金在疫情时期大放异彩，也导致了一定程度的“漂绿”现象。疫情期间 ESG 基金收到关注、大量新增资金开始涌入，基于管理费的激励，传统共同基金的基金经理开始将自己的产品打上 ESG 的标签，或通过更改产品名称等方式让产品在 ESG 分类体系下占优，亦或更改产品组合与策略，企图在新增“绿色投资资金流”中分一杯羹以扩大基金规模。由于 ESG 评级标准并非统一，且存在披露监管机制差异性等问题，部分海外资管机构产品 ESG 评价与实际策略存在偏离，导致“漂绿”行为发生。2022 年 5 月，美国证券交易委员会对纽约梅隆银行投资咨询部门处以 150 万美元的罚款，原因是其在管理旗下共同基金时，在 ESG 的考虑上存在错误陈述和遗漏，部分投资没有经过 ESG 审查，以其中一只基金为例，185 项投资中有高达 67 只证券并没有 ESG 得分，但是其投资策略包括“在研究过程中识别和考虑环境、社会和治理的风险、机会和问题”，投资实践与对外宣称的投资策略完全不符。

设立共同基金时自称具备 ESG 属性具备标签效应。M Kaustia 与 W Yu (2021) 针对美国共同基金漂绿现象进行了全面的研究。针对美国共同基金自我指定为 ESG 基金的标签效应，在 MorningStar 推出 Global 评级标准初期，从经类别调整后的

月资金流入占 AUM 比例看，自我认定为 ESG 基金的产品在总体上较其他产品高出 0.8%，且自我指定为 ESG 基金的产品相较客观通过 Global 标准界定为 ESG 基金的产品高出 1.4%（零售基金）/3.6%（机构基金），即即使在事实上 ESG 程度较低的基金在贴上有关标签后也会获得更好的资金流入。

**针对已成立的公共基金，仍可通过更名强化自身 ESG 标签，进而吸引资金流入。** Kayshani Gibbon 等（2025）依据 MSCI 标准识别来自全球范围、同时包含主动策略与被动策略的 2016 年 7 月至 2022 年 9 月期间因包含 ESG 术语而更改名称的 740 只基金，并通过对投资者资金流动的分析，研究投资者对 ESG 更名的反应程度。在控制了基金规模、过往回报、费用和基金层面的 ESG 得分后，基金重新命名后的月资金净流入相对于未重新命名时期会显著增加，增幅约为一到两个百分点。从国别异质性看，欧洲投资者相较美国投资者做出的反应会更加积极，通过对基金更名前后 18 个月平均处理效应（ATT）的跟踪对比发现，欧洲基金在更名后持续获得正向的资金流入，而美国基金则相反。

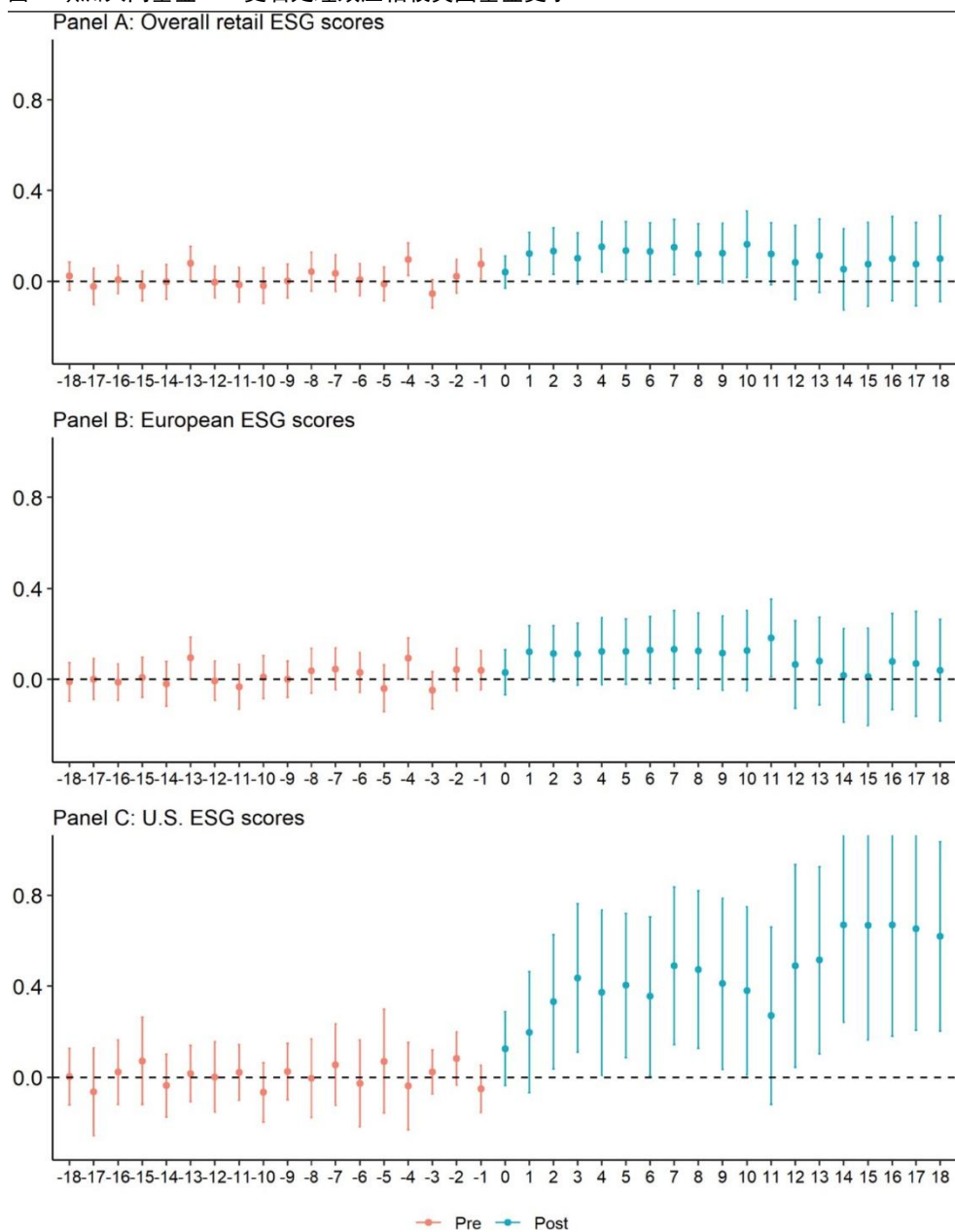
图2：欧洲投资者相较美国投资者对共同基金 ESG 更名反响更加积极



资料来源：Gibbon K, Derwall J, Gerritsen D, et al. 《Renaming with purpose: Investor response and fund manager behaviour after fund ESG renaming[J]. Journal of International Money and Finance, 2025: 103263》，国信证券经济研究所整理

基金经理针对共同基金的 ESG 重命名确实会提升其投资组合的可持续性，做到一定程度的“言行一致”。与控制组相比，注册地在欧洲国家的基金在更名后的 ESG 分数提高幅度相较美国要小得多：总部设在美国的基金在整体 ESG 分数上提高了 0.67 分，而欧洲基金的这一分数约为 0.37。造成这种差异的一个潜在原因是，欧洲基金在更名之前可能已经有了考虑可持续投资的动机或义务，因此在更名后投资策略的实质性变动并不大。通过估算按注册国划分的基金 ESG 平均得分来探讨这一解释发现，欧洲国家基金的平均 ESG 得分（6.4-7.2）高于美国基金的平均 ESG 得分（5.7）。此外，通过对比基金改名前后 18 个月的 ESG 分数变化趋势，欧洲基金的处理效应确实相较美国更小。

图3：欧洲共同基金 ESG 更名处理效应相较美国基金更小



资料来源：Gibbon K, Derwall J, Gerritsen D, et al. 《Renaming with purpose: Investor response and fund manager behaviour after fund ESG renaming[J]. Journal of International Money and Finance, 2025: 103263》，国信证券经济研究所整理

## 投资组合集中调仓行为对 ESG 基金影响存在异质性

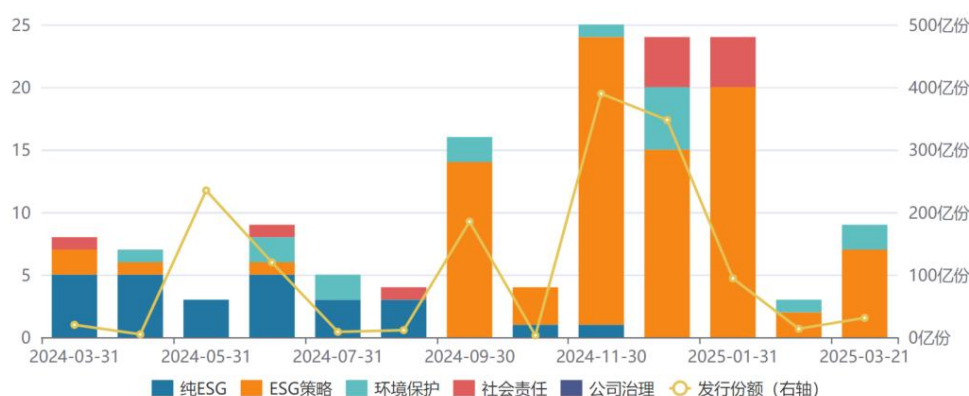
除了 ESG 基金本身评分评级导向下的“漂绿”行为外，海外 ESG 基金管理人风格漂移同样对产品本身有一定影响。基金期末集中调仓行为是较为经典的基金管理中的委托代理问题之一：部分海外基金经理在期末大量买入部分策略容量有限的标的，引领市场共识，从而一定程度上扩大自身产品规模，在管理费的维度上获益，这种行为一定程度上可以通过提高监管力度缓解。

参考 Aineas Mallios 与 Taylan Mavruk (2023) 的相关研究，ESG 基金管理人可被划分为两类，一类为积极推动社会责任投资（SRI）的长期投资者，而另一类人则为利用 ESG 吸引短期资金流入、投资策略底层价值观存在一定漂移的管理人，其中第二类管理人更有更强的动力去进行季末调仓，而真正坚持 ESG 理念的管理人持仓稳定性较高。实证结果显示，代表美国共同基金的样本 ESG 基金年末和季末的日均超额收益与年内其余时间的基金收益相差近 1 个百分点，意味着 ESG 基金管理人仍有季末风格漂移的情况。ESG 基金在季度末的集中调仓行为相对年末更为明显，收益差异为 5.3bps，但小于其他基金 9.3bps 的收益差异，意味着全球 ESG 基金管理人在季末风格漂移上的程度更轻。此外，不同 ESG 评分等级的基金背后的管理人季末风格漂移的程度也有区别。在 Morningstar star rating 评级标准下，虽然从评级 4 星升至 5 星的基金的投资组合季末风格漂移程度较弱，但从 3 星升至 4 星的基金存在较强的风格漂移。

## 如何提升 ESG 基金表现：从国内实践视角出发

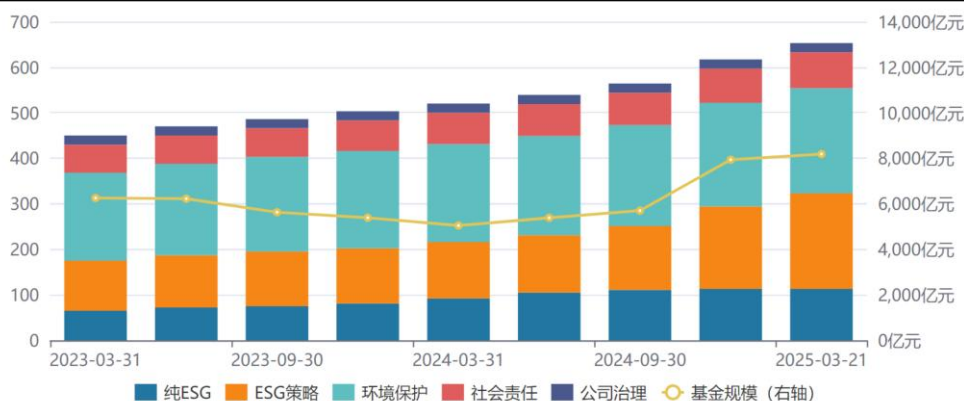
当前我国 ESG 基金投资实践仍处于高速发展期，2024 年发展略微放缓。我国 ESG 基金管理行业在 ESG 投资方面在过去五年经历了首个高速发展阶段。其中，国内 ESG 公募基金 2021 年出现 ESG 主题相关基金新发行大爆发，并在 2022 年与 2023 年延续了较为良好的发行态势。进入 2024 年，ESG 产品的发展出现一定波折但整体仍在向上发展，以月度新发情况看，“9.24”之后 ESG 产品发行明显转暖，其中 ESG 策略产品为主要贡献项。从季度产品存续情况看，纯 ESG 类、环境保护、公司治理类产品数量稳定，ESG 策略为主要贡献项，2024 年四季度 ESG 基金规模增长超过 2000 亿。

图4: ESG 产品月度新发统计



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: ESG 产品季度存续情况统计



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从产品业绩上看，纯 ESG 产品、环境类、社会责任主题、公司治理主题 ESG 产品 2024 年最佳收益分别为 38.53%、41.73%、34.63%、23.11%，部分环境类 ESG 产品在成长赛道敞口暴露较大，“9.24”以来超额优势明显。

图6: ESG 基金 2024 年业绩情况

|          | 2024年业绩情况 |      |       |        |
|----------|-----------|------|-------|--------|
|          | 最高        | 平均   | 中位    | 最低     |
| 纯ESG基金   | 38.53     | 9.81 | 11.36 | -20.08 |
| 环境保护主题基金 | 41.73     | 2.04 | 2.40  | -27.51 |
| 社会责任主题基金 | 34.62     | 4.35 | 4.53  | -22.65 |
| 公司治理主题基金 | 24.11     | 7.53 | 6.67  | -5.14  |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: ESG 基金 2024 年最大回撤情况

|          | 2024年最大回撤情况(%) |        |        |        |
|----------|----------------|--------|--------|--------|
|          | 最优             | 平均     | 中位     | 最劣     |
| 纯ESG基金   | -0.57          | -14.26 | -14.00 | -36.46 |
| 环境保护主题基金 | -0.15          | -19.91 | -19.95 | -40.44 |
| 社会责任主题基金 | -0.13          | -15.10 | -15.80 | -36.81 |
| 公司治理主题基金 | -4.74          | -16.85 | -18.24 | -25.47 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 2024 年 ESG 绩优产品情况 (纯 ESG 基金)

| 排名 | 基金简称          | 类型      | 2024年 年化收益率(%, "-为2024年新产品) | 2024年最大回撤 | 成立日期       | 规模(亿元) |
|----|---------------|---------|-----------------------------|-----------|------------|--------|
| 1  | ESG量化选股       | 偏股混合型基金 | 38.53                       | -13.16    | 2023-03-31 | 0.87   |
| 2  | 低碳生活          | 偏股混合型基金 | 28.61                       | -18.63    | 2019-03-12 | 5.69   |
| 3  | 可持续一年持有       | 偏股混合型基金 | 19.79                       | -11.57    | 2022-07-26 | 1.16   |
| 4  | ESG领先         | 被动指数型基金 | 19.03                       | -11.46    | 2021-11-19 | 0.51   |
| 5  | 中证180ESGETF   | 被动指数型基金 | 18.36                       | -11.07    | 2021-06-18 | 0.55   |
| 6  | 300ESG基准ETF1  | 被动指数型基金 | 18.14                       | -12.40    | 2021-06-24 | 1.7    |
| 7  | 责任投资          | 偏股混合型基金 | 17.89                       | -13.75    | 2020-09-10 | 23.93  |
| 8  | 中证国企一带一路ETF1  | 被动指数型基金 | 17.58                       | -14.95    | 2019-11-06 | 3.04   |
| 9  | 300ESG基准ETF2  | 被动指数型基金 | 17.29                       | -12.52    | 2023-04-13 | 0.46   |
| 10 | 300ESG基准ETF3  | 被动指数型基金 | 17.13                       | -12.55    | 2022-02-24 | 0.35   |
| 11 | 300ESG基准ETF4  | 被动指数型基金 | 17.00                       | -12.40    | 2021-07-06 | 0.57   |
| 12 | ESG可持续成长      | 普通股票型基金 | 16.87                       | -9.18     | 2021-06-10 | 5.82   |
| 13 | ESG可持续投资      | 偏股混合型基金 | 16.81                       | -12.47    | 2022-03-09 | 1.22   |
| 14 | 中证国企一带一路ETF2  | 被动指数型基金 | 16.71                       | -14.07    | 2020-01-21 | 0.43   |
| 15 | MSCI中国A股ESG   | 被动指数型基金 | 16.65                       | -11.79    | 2022-08-30 | 0.32   |
| 16 | 中证国企一带一路ETF3  | 被动指数型基金 | 16.30                       | -15.24    | 2019-11-06 | 7.42   |
| 17 | 中证ESG120策略ETF | 被动指数型基金 | 16.26                       | -11.62    | 2021-07-22 | 0.29   |
| 18 | 可持续发展100ETF   | 被动指数型基金 | 16.15                       | -12.83    | 2020-01-19 | 0.14   |
| 19 | 中证ESG120策略A   | 被动指数型基金 | 16.12                       | -11.52    | 2022-03-15 | 0.47   |
| 20 | 中证ESG100指数增强A | 增强指数型基金 | 15.65                       | -13.01    | 2013-03-22 | 0.68   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 基金产品已进行脱敏

图9: 2024 年 ESG 绩优产品情况 (环境主题基金)

| 排名 | 基金简称       | 类型        | 2024年 年化收益率(%, "-为2024年新产品) | 2024年最大回撤 | 成立日期       | 规模(亿元) |
|----|------------|-----------|-----------------------------|-----------|------------|--------|
| 1  | 新金融地产      | 灵活配置型基金   | 41.73                       | -11.21    | 2018-03-08 | 10.03  |
| 2  | 海外新能源汽车    | QDII股票型基金 | 26.21                       | -18.15    | 2023-05-23 | 0.74   |
| 3  | 低碳环保智选     | 偏股混合型基金   | 24.19                       | -25.85    | 2022-10-17 | 0.82   |
| 4  | 碳中和一年持有    | 偏股混合型基金   | 23.61                       | -20.65    | 2023-03-01 | 2.91   |
| 5  | 全球新能源车量化优选 | QDII股票型基金 | 22.80                       | -13.19    | 2022-04-07 | 0.22   |
| 6  | 碳中和主题      | 偏股混合型基金   | 22.72                       | -15.91    | 2023-03-31 | 0.18   |
| 7  | 新能源精选      | 普通股票型基金   | 20.48                       | -14.86    | 2022-11-29 | 2.8    |
| 8  | 新能源汽车      | 普通股票型基金   | 18.21                       | -21.66    | 2022-01-25 | 0.75   |
| 9  | 紫金碳中和      | 偏股混合型基金   | 17.34                       | -9.20     | 2023-08-09 | 0.19   |
| 10 | 低碳经济       | 偏股混合型基金   | 15.75                       | -15.72    | 2022-03-22 | 0.49   |
| 11 | 上海环交所碳中和联接 | 被动指数型基金   | 15.39                       | -13.23    | 2023-12-29 | 0.12   |
| 12 | 绿色主题       | 普通股票型基金   | 15.35                       | -25.09    | 2023-02-17 | 0.25   |
| 13 | 低碳经济       | 偏股混合型基金   | 15.26                       | -25.68    | 2021-11-03 | 0.09   |
| 14 | 新能源精选      | 偏股混合型基金   | 15.03                       | -29.60    | 2021-05-25 | 35.56  |
| 15 | 生态环境主题     | 灵活配置型基金   | 14.99                       | -19.65    | 2014-09-10 | 1.16   |
| 16 | 全球新能源汽车    | QDII股票型基金 | 14.69                       | -19.54    | 2023-06-06 | 0.04   |
| 17 | 美丽中国       | 灵活配置型基金   | 14.48                       | -2.59     | 2014-11-14 | 0.08   |
| 18 | 低碳经济       | 普通股票型基金   | 14.26                       | -14.67    | 2015-05-12 | 6.96   |
| 19 | 清洁能源龙头     | 偏股混合型基金   | 14.25                       | -17.97    | 2023-08-22 | 0.67   |
| 20 | 新能源产业趋势    | 偏股混合型基金   | 13.70                       | -14.62    | 2021-08-25 | 7.12   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 基金产品已进行脱敏

近年国内头部主动偏股公募基金/明星基金经理对 ESG 投资理念关注度整体逐步提高，不同基金侧重投资行业不同带来 ESG 表现差异。我们统计了国内 50 亿元以上规模的主动偏股公募基金以及总资产管理规模排名前 30 的明星基金经理的投资组合总体 ESG 评分表现，发现总体看 2022-2023 年头部公募基金与明星基金经理的投资组合 ESG 评分整体上有明显上升趋势，2024 年有所回落，但不同基金与不同经理集中投资主题与行业各不相同，存在因行业选择异质性带来的 ESG 表现差异。

图10: 基金规模 50 亿元以上产品 ESG 表现 (2022Q3-2024Q4)

| 基金序号 | 基金类别    | 基金规模 (亿元) | 2022/9/30 | 2022/12/31 | 2023/3/31 | 2023/6/30 | 2023/9/30 | 2023/12/31 | 2024/3/31 | 2024/6/30 | 2024/9/30 | 2024/12/31 | 趋势图                                                                                   |
|------|---------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 1    | 偏股混合型基金 | 374.98    | 7.22      | 7.41       | 7.39      | 7.56      | 7.78      | 7.94       | 7.75      | 7.34      | 7.39      | 7.38       |    |
| 2    | 偏股混合型基金 | 240.13    | 7.37      | 7.23       | 7.17      | 7.17      | 7.13      | 7.35       | 7.18      | 6.89      | 7.04      | 7.12       |                                                                                       |
| 3    | 偏股混合型基金 | 228.70    | 6.83      | 6.86       | 7.02      | 7.17      | 7.17      | 6.99       | 6.90      | 6.51      | 7.00      | 7.10       |                                                                                       |
| 4    | 偏股混合型基金 | 219.05    | 7.32      | 7.32       | 7.42      | 7.62      | 7.76      | 7.92       | 7.51      | 7.01      | 7.08      | 7.16       |    |
| 5    | 普通股票型基金 | 196.83    | 7.23      | 7.27       | 7.15      | 7.57      | 7.70      | 7.92       | 7.61      | 7.26      | 7.40      | 7.40       |                                                                                       |
| 6    | 偏股混合型基金 | 196.08    | 7.15      | 7.22       | 7.32      | 6.78      | 6.80      | 7.00       | 6.81      | 6.69      | 6.83      | 6.75       |                                                                                       |
| 7    | 偏股混合型基金 | 167.85    | 7.17      | 7.29       | 7.40      | 7.38      | 7.56      | 7.57       | 7.61      | 7.02      | 7.25      | 7.28       |    |
| 8    | 偏股混合型基金 | 161.78    | 7.25      | 7.32       | 7.63      | 7.74      | 7.85      | 7.96       | 7.78      | 7.51      | 7.79      | 7.87       |                                                                                       |
| 9    | 偏股混合型基金 | 159.10    | 7.25      | 7.32       | 7.63      | 7.74      | 7.85      | 7.96       | 7.78      | 7.51      | 7.79      | 7.87       |                                                                                       |
| 10   | 偏股混合型基金 | 142.08    | 7.00      | 7.18       | 7.36      | 6.77      | 6.89      | 6.99       | 6.96      | 6.55      | 6.69      | 6.62       |    |
| 11   | 偏股混合型基金 | 127.28    | 6.64      | 6.44       | 6.80      | 6.74      | 6.83      | 7.14       | 7.18      | 7.44      | 7.21      | 6.98       |                                                                                       |
| 12   | 偏股混合型基金 | 115.39    | 7.18      | 7.30       | 7.27      | 7.48      | 7.51      | 7.73       | 7.53      | 7.21      | 7.40      | 7.50       |                                                                                       |
| 13   | 偏股混合型基金 | 115.33    | 6.84      | 6.96       | 7.13      | 7.68      | 7.74      | 8.19       | 7.78      | 7.78      | 7.55      | 7.63       |   |
| 14   | 偏股混合型基金 | 109.41    | #N/A      | 7.09       | 7.12      | 6.96      | 7.17      | 7.23       | 7.09      | 6.77      | 6.98      | 6.66       |                                                                                       |
| 15   | 偏股混合型基金 | 106.57    | 7.40      | 7.56       | 7.52      | 7.55      | 7.50      | 7.58       | 7.39      | 7.22      | 7.54      | 7.47       |                                                                                       |
| 16   | 普通股票型基金 | 102.61    | 7.05      | 7.23       | 7.36      | 7.30      | 7.32      | 7.34       | 7.17      | 6.92      | 6.84      | 6.77       |  |
| 17   | 偏股混合型基金 | 100.14    | 7.27      | 7.29       | 7.38      | 7.57      | 7.71      | 7.87       | 7.56      | 6.92      | 7.02      | 7.10       |                                                                                       |
| 18   | 偏股混合型基金 | 94.45     | 7.20      | 7.21       | 7.10      | 7.07      | 7.16      | 7.49       | 7.34      | 7.22      | 7.29      | 7.36       |                                                                                       |
| 19   | 普通股票型基金 | 93.85     | 7.04      | 6.81       | 7.10      | 7.04      | 6.57      | 7.14       | 6.89      | 6.69      | 6.78      | 6.73       |  |
| 20   | 普通股票型基金 | 92.59     | 7.07      | 7.20       | 7.12      | 7.31      | 7.33      | 7.38       | 6.85      | 7.03      | 7.27      | 7.30       |                                                                                       |
| 21   | 普通股票型基金 | 91.35     | 7.32      | 7.59       | 7.52      | 7.48      | 7.66      | 7.85       | 7.50      | 7.09      | 7.14      | 7.35       |                                                                                       |
| 22   | 普通股票型基金 | 91.15     | 7.01      | 6.85       | 6.72      | 6.73      | 6.80      | 6.81       | 6.66      | 7.02      | 7.43      | 7.28       |  |
| 23   | 偏股混合型基金 | 90.18     | 6.24      | 6.31       | 6.51      | 6.50      | 6.47      | 6.60       | 6.57      | 6.63      | 6.68      | 6.86       |                                                                                       |
| 24   | 偏股混合型基金 | 89.70     | 7.09      | 7.05       | 7.08      | 7.26      | 7.05      | 7.32       | 7.38      | 6.75      | 7.35      | 7.36       |                                                                                       |
| 25   | 偏股混合型基金 | 87.36     | 7.01      | 7.13       | 7.00      | 7.08      | 7.09      | 7.10       | 6.82      | 6.88      | 7.13      | 7.05       |  |
| 26   | 偏股混合型基金 | 78.45     | 6.79      | 6.85       | 6.88      | 6.78      | 7.29      | 7.58       | 7.23      | 7.47      | 7.51      | 7.65       |                                                                                       |
| 27   | 偏股混合型基金 | 75.86     | 6.91      | 7.29       | 7.01      | 6.92      | 7.08      | 7.39       | 7.30      | 6.79      | 7.40      | 7.41       |                                                                                       |
| 28   | 普通股票型基金 | 73.38     | 6.53      | 6.57       | 6.26      | 6.54      | 6.48      | 6.53       | 6.56      | 6.25      | 6.05      | 6.45       |  |
| 29   | 偏股混合型基金 | 71.48     | 5.97      | 6.08       | 6.21      | 6.59      | 6.47      | 6.73       | 6.47      | 5.65      | 5.85      | 5.89       |                                                                                       |
| 30   | 偏股混合型基金 | 70.17     | 7.21      | 7.17       | 7.09      | 7.06      | 6.84      | 6.96       | 6.94      | 6.51      | 6.67      | 7.34       |                                                                                       |
| 31   | 偏股混合型基金 | 69.82     | 7.45      | 7.55       | 7.57      | 7.30      | 7.47      | 7.23       | 7.21      | 6.82      | 6.91      | 6.85       |  |
| 32   | 偏股混合型基金 | 68.28     | 7.07      | 7.09       | 6.96      | 6.97      | 6.92      | 7.02       | 7.10      | 7.24      | 7.57      | 7.62       |                                                                                       |
| 33   | 偏股混合型基金 | 66.39     | 7.05      | 7.21       | 7.24      | 7.45      | 7.51      | 7.75       | 7.60      | 7.01      | 7.26      | 6.99       |                                                                                       |
| 34   | 偏股混合型基金 | 64.89     | 7.22      | 7.50       | 7.58      | 7.80      | 7.92      | 8.13       | 7.59      | 7.38      | 7.17      | 7.19       |  |
| 35   | 偏股混合型基金 | 64.25     | 6.83      | 6.97       | 7.25      | 6.41      | 6.67      | 6.94       | 7.50      | 7.06      | 7.57      | 7.11       |                                                                                       |
| 36   | 偏股混合型基金 | 64.05     | 6.79      | 6.91       | 6.89      | 7.10      | 7.38      | 7.54       | 7.66      | 7.15      | 7.26      | 7.31       |                                                                                       |
| 37   | 偏股混合型基金 | 62.94     | 6.41      | 6.86       | 6.98      | 7.28      | 7.69      | 7.44       | 7.34      | 7.34      | 7.44      | 7.46       |  |
| 38   | 偏股混合型基金 | 61.81     | 7.03      | 7.11       | 7.11      | 7.08      | 7.11      | 7.39       | 7.33      | 7.14      | 7.29      | 7.44       |                                                                                       |
| 39   | 普通股票型基金 | 61.43     | 7.25      | 6.90       | 6.93      | 6.87      | 6.95      | 7.10       | 6.85      | 6.85      | 6.65      | 6.75       |                                                                                       |
| 40   | 偏股混合型基金 | 59.07     | 6.95      | 6.97       | 6.88      | 7.71      | 7.74      | 7.82       | 7.87      | 7.04      | 7.17      | 6.93       |  |
| 41   | 普通股票型基金 | 57.42     | 7.30      | 7.45       | 7.33      | 7.22      | 7.13      | 7.20       | 7.23      | 7.00      | 7.50      | 7.19       |                                                                                       |
| 42   | 偏股混合型基金 | 56.22     | 6.97      | 6.94       | 6.84      | 6.82      | 6.99      | 7.14       | 6.91      | 6.67      | 6.64      | 6.80       |                                                                                       |
| 43   | 普通股票型基金 | 54.44     | 7.18      | 7.36       | 7.57      | 7.54      | 7.53      | 7.50       | 7.21      | 6.83      | 7.17      | 7.33       |  |
| 44   | 偏股混合型基金 | 54.24     | 7.19      | 7.30       | 7.17      | 7.09      | 7.24      | 7.37       | 7.27      | 7.23      | 7.29      | 7.36       |                                                                                       |
| 45   | 偏股混合型基金 | 53.78     | 7.38      | 7.16       | 7.04      | 7.03      | 6.98      | 7.50       | 7.17      | 6.95      | 7.10      | 7.30       |                                                                                       |
| 46   | 偏股混合型基金 | 53.67     | 6.27      | 6.14       | 7.01      | 7.02      | 7.18      | 7.10       | 7.39      | 6.86      | 6.92      | 7.05       |  |
| 47   | 偏股混合型基金 | 52.22     | 7.40      | 7.23       | 7.15      | 7.39      | 7.24      | 7.37       | 7.20      | 6.50      | 7.09      | 7.30       |                                                                                       |
| 48   | 偏股混合型基金 | 52.12     | 6.13      | 6.28       | 6.36      | 6.07      | 6.00      | 6.01       | 6.18      | 6.05      | 6.06      | 6.19       |                                                                                       |
| 49   | 普通股票型基金 | 51.73     | 7.46      | 7.61       | 7.59      | 7.56      | 7.55      | 7.61       | 7.24      | 6.87      | 7.08      | 7.06       |  |
| 50   | 普通股票型基金 | 51.29     | 6.90      | 7.01       | 7.25      | 7.12      | 7.53      | 7.49       | 6.69      | 6.46      | 6.81      | 6.89       |                                                                                       |
| 51   | 偏股混合型基金 | 51.11     | 6.92      | 7.13       | 7.05      | 6.68      | 6.98      | 7.02       | 7.08      | 6.61      | 6.94      | 7.11       |                                                                                       |
| 52   | 偏股混合型基金 | 50.47     | 6.25      | 6.17       | 6.23      | 6.22      | 6.37      | 6.78       | 6.94      | 6.96      | 7.08      | 6.83       |  |
|      |         |           |           |            |           |           |           |            |           |           |           |            |                                                                                       |
|      |         |           |           |            |           |           |           |            |           |           |           |            |                                                                                       |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 基金产品已进行脱敏

图11: 基金管理规模排名前30基金经理 ESG 投资意识逐步提高 (2022Q3-2024Q4)

| 基金经理 | 2022/9/30 | 2022/12/31 | 2023/3/31 | 2023/6/30 | 2023/9/30 | 2023/12/31 | 2024/3/31 | 2024/6/30 | 2024/9/30 | 2024/12/31 | 趋势 |
|------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|----|
| 1    | 6.74      | 6.83       | 6.99      | 7.01      | 7.06      | 7.08       | 6.79      | 6.81      | 6.83      | 6.53       |    |
| 2    | 6.91      | 6.92       | 7.02      | 7.19      | 7.34      | 7.20       | 7.13      | 6.86      | 7.16      | 7.25       |    |
| 3    | 6.64      | 6.76       | 7.02      | 6.92      | 6.93      | 6.99       | 6.77      | 6.49      | 6.54      | 6.84       |    |
| 4    | 7.26      | 7.22       | 7.15      | 7.61      | 6.86      | 7.93       | 7.78      | 7.48      | 7.62      | 7.02       |    |
| 5    | 6.41      | 6.66       | 7.01      | 6.74      | 6.97      | 6.64       | 6.56      | 6.62      | 6.58      | 6.88       |    |
| 6    | 6.69      | 6.82       | 6.93      | 7.04      | 6.96      | 6.89       | 6.88      | 6.77      | 7.01      | 7.22       |    |
| 7    | 6.95      | 7.11       | 7.04      | 7.10      | 7.22      | 7.23       | 7.07      | 6.83      | 7.30      | 7.23       |    |
| 8    | 6.61      | 6.63       | 6.64      | 6.75      | 7.11      | 6.82       | 6.70      | 6.51      | 6.49      | 6.50       |    |
| 9    | 6.98      | 7.02       | 7.05      | 7.08      | 7.02      | 7.18       | 7.08      | 6.89      | 7.01      | 6.73       |    |
| 10   | 6.76      | 6.87       | 6.99      | 7.01      | 6.99      | 6.94       | 7.01      | 6.73      | 6.87      | 7.14       |    |
| 11   | 6.19      | 6.33       | 6.37      | 6.66      | 6.98      | 6.94       | 7.05      | 6.63      | 6.62      | 6.55       |    |
| 12   | 6.99      | 7.00       | 6.93      | 6.94      | 6.90      | 6.94       | 6.85      | 6.63      | 6.81      | 6.86       |    |
| 13   | 7.22      | 7.11       | 7.22      | 7.52      | 7.05      | 7.94       | 7.44      | 7.13      | 7.55      | 7.54       |    |
| 14   | 6.75      | 6.88       | 6.92      | 6.81      | 7.07      | 6.77       | 6.68      | 6.44      | 6.61      | 6.74       |    |
| 15   | 6.79      | 6.86       | 7.07      | 7.05      | 6.88      | 6.99       | 6.86      | 6.48      | 6.65      | 6.98       |    |
| 16   | 6.60      | 6.65       | 7.28      | 7.10      | 6.91      | 6.90       | 6.67      | 6.74      | 6.68      | 6.42       |    |
| 17   | 6.60      | 6.65       | 7.28      | 7.10      | 6.91      | 6.90       | 6.67      | 6.74      | 6.68      | 6.42       |    |
| 18   | 6.77      | 6.83       | 6.79      | 7.01      | 6.94      | 6.99       | 6.81      | 6.77      | 6.73      | 7.24       |    |
| 19   | 7.03      | 7.21       | 7.26      | 7.27      | 6.84      | 7.35       | 7.07      | 6.78      | 6.94      | 6.93       |    |
| 20   | 6.90      | 6.94       | 6.99      | 7.08      | 6.87      | 7.12       | 7.01      | 6.73      | 6.91      | 6.89       |    |
| 21   | 7.40      | 7.23       | 7.15      | 7.39      | 7.26      | 7.31       | 7.07      | 6.64      | 7.12      | 6.93       |    |
| 22   | 6.90      | 6.88       | 7.02      | 6.97      | 7.11      | 7.29       | 7.06      | 6.77      | 6.94      | 7.05       |    |
| 23   | 6.75      | 6.68       | 6.85      | 6.88      | 6.80      | 6.92       | 7.05      | 6.72      | 6.91      | 6.65       |    |
| 24   | 6.90      | 6.98       | 6.87      | 7.01      | 6.91      | 7.05       | 7.01      | 6.77      | 6.88      | 6.94       |    |
| 25   | 6.32      | 6.66       | 6.77      | 6.66      | 7.13      | 7.04       | 6.96      | 6.95      | 6.97      | 7.00       |    |
| 26   | 6.88      | 6.98       | 6.84      | 6.77      | 6.79      | 6.90       | 6.89      | 6.87      | 6.86      | 7.27       |    |
| 27   | 6.38      | 6.63       | 6.76      | 6.88      | 7.19      | 6.83       | 6.74      | 6.44      | 6.36      | 6.81       |    |
| 28   | 6.88      | 6.99       | 6.95      | 7.10      | 7.22      | 7.53       | 7.33      | 6.97      | 7.19      | 6.63       |    |
| 29   | 6.95      | 7.08       | 7.12      | 6.92      | 7.17      | 7.15       | 6.92      | 6.84      | 7.00      | 6.94       |    |
| 30   | 6.77      | 7.06       | 7.08      | 6.94      | 6.76      | 6.93       | 6.79      | 6.65      | 6.82      | 6.88       |    |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 基金经理已进行脱敏

从国内市场的个股投资看, 高 ESG 表现的公司往往具有更好的投资收益。Shu Chen 等 (2023) 基于 SASB ESG 评级体系框架评级指标, 针对中国市场特点增加或删除部分指标, 构建包含 110 多个指标的 ESG 评价体系, 并检验该体系下个股 ESG 分数与其超额收益的关系。构建做多高 ESG 表现股票、做空低 ESG 表现股票的对冲投资组合, 在控制了 Fama-French 因子后, 高 ESG 评分的股票投资组合相较于低 ESG 评分的股票投资组合拥有更高的月超额收益 (约为 0.8%), 且存在时间上的持续效应。此外, 针对 E、S、G 三个子维度下评分构建对冲组合并进行回归发现, S、G 评分更高的投资组合拥有更高的超额收益。超额收益来源于投资者对 ESG 信息分析相对迟钝的反应, 而不是来自于承担更多风险: 中国投资者在 ESG 领域存在信息不对称, 但 ESG 分数可以较好地作为投资信号。

但相较传统基金, 引入 ESG 标准之于基金的收益表现是“双刃剑”。已有众多学者针对 ESG 标准如何影响基金业绩进行讨论, 其中, 正向影响包括: (1) 较好的 ESG 水平与更低的公司风险敞口相关, 高 ESG 表现的股票也往往在危机时拥有更稳健的表现; (2) ESG 信息可以从另一维度反应公司的基本面信息, 附注基金经理进行更好的选股决策。负面影响则主要集中在: ESG 基金不倾向投资传统行业标的, 基金 ESG 评级越高, 意味着资金越会集中在高 ESG 评级的股票中, 进而影响投资组合分散减少风险的效果。此外, ESG 标准更注重“长钱长投”, 着眼于长时间维度下的企业发展, 与财务投资关注短期业绩利润与投资回报的逻辑相互冲突, 在投资者更关注基金收益的情况下, ESG 基金存在着可持续性与收益表现之间的权衡。

**ESG 基金如何提高产品表现?** 依据 Qiong Xia 等 (2023) 选取 2018-2021 年的 26 只 ESG 基金作为样本, 采用数据包络模型 (DEA) 针对中国 ESG 基金业绩进行分析的研究结果, 有三条路径可以有效提高 ESG 基金的绩效水平。第一条路径是在基金规模不断扩大的基础上, 保持较低持股集中度, 并降低基金仓位调整频率。第二条路径是在扩大基金规模的基础上, 分散投资 ESG 分数较高的股票。第三条路径是根据基金规模的增加, 长期持有 ESG 分数高的股票。

**回到市场环境下检验——哪些风格可以兼顾收益与 ESG?** 横向对比近年国证大中小盘与成长/价值成分股 ESG 表现, 可以明显发现大盘股的 ESG 总体评分 (各成分股评分取平均值) 明显高于中小盘股, 即整体规模更大、综合实力更强的龙头公

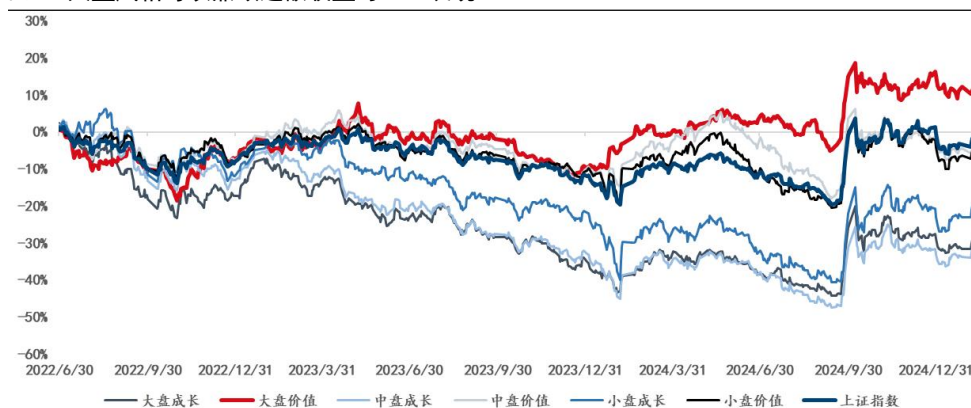
司会拥有更好的基本面来支撑、同时也更加注重公司的多元化发展。此外，2024年全年市场风格偏向收缩，价值类风格股票因高股息、优基本面等优势维持稳健表现，配置大盘价值类股票可以同时确保投资组合超额收益与良好的 ESG 表现。当市场开始上行趋势，也可关注大盘成长风格股票。

图12: 大盘股票 ESG 总体评分表现明显优于中小盘

| 风格   | 2022/9/30 | 2022/12/31 | 2023/3/31 | 2023/6/30 | 2023/9/30 | 2023/12/31 | 2024/3/31 | 2024/6/30 | 2024/9/30 | 2024/12/31 |
|------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 大盘成长 | 7.12      | 7.24       | 7.29      | 7.24      | 7.27      | 7.32       | 7.13      | 7.01      | 7.11      | 7.12       |
| 大盘价值 | 6.91      | 7.05       | 7.15      | 7.08      | 7.15      | 7.28       | 7.05      | 6.99      | 7.22      | 7.27       |
| 中盘成长 | 6.47      | 6.43       | 6.46      | 6.66      | 6.69      | 6.79       | 6.73      | 6.54      | 6.65      | 6.71       |
| 中盘价值 | 6.47      | 6.56       | 6.58      | 6.72      | 6.79      | 6.85       | 6.65      | 6.62      | 6.75      | 6.85       |
| 小盘成长 | 6.16      | 6.21       | 6.23      | 6.27      | 6.27      | 6.40       | 6.37      | 6.20      | 6.25      | 6.25       |
| 小盘价值 | 6.20      | 6.30       | 6.31      | 6.39      | 6.41      | 6.49       | 6.37      | 6.29      | 6.36      | 6.36       |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 大盘风格可以兼顾超额收益与 ESG 表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

ESG 评分体系设计的不完备性

历史复盘对未来指引效应有限

## 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<br>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<br>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