綠色轉型的價值

尋求更環保的替代之道

Bruno Bertocci
全球永續股票團隊主管、全球永續股票投資組合及全球永續影響股票投資組合首席投資組合經理人

Adam Gustafsson
量化證據與資料科學（QED）團隊質化研究員

我們認為，在綠色轉型中融入專有評價架構，乃是發展環境保護、社會責任與公司治理(ESG)中的環境項目時，理所當然的下一步。企業的綠色轉型已刻不容緩，這也成為投資人表達支持與理念的方法之一。

如果某個「綠色投資」策略僅是在投資組合中採用傾向與剔除某些高碳排的公司標的，已經開始受到投資人的質疑。

我們認為，氣候變遷投資的新前緣，乃是更積極的協助各家排碳大戶大舉，透過調整營運的方式，從而大幅改善其碳足跡。

行動時刻

在環境保護、社會責任與公司治理(ESG)中的環境保護發展已久，氣候危機的迫切性已不再是主戰場。

各國政府、企業與投資人無不推動各種環保計畫；然而我們認為，最重要的全球排放指標顯然走錯方向。

期待成果是否操之過急？亦或眾人的共同努力只是徒然？投資人的投資組合布局若採用傾向及排除策略能否確實收效，也開始受到質疑，而且理由充分，因此氣候投資的前緣，已經由表象層面的盡量持有「綠色」投資組合，轉為督促所持有資產進一步擁抱綠色理念。投資人有能力而且也應該支持製造污染的公司落實環保轉型，從而在化解氣候危機中扮演更積極的推手角色。

更重要的是，我們認為，這也潛藏了可觀的商業機會，同時也合乎資產管理公司為投資人實現報酬、管理風險的良善受託責任。

這份報告書針對納入綠色轉型影響的專有評價架構，提供概略說明，這也是瑞銀推動支持「企業綠色轉型刻不容緩」的重要技術性基礎，我們深刻堅信，這是持續發展環境保護、社會責任與公司治理中的環境保護項目之際，理所當然的下一步。

限額與交易制度促成更環保的未來

歐盟排放交易體系(EU ETS) 乃是歐盟對抗氣候變遷的重要政策里程碑，不但是全球第一個主要碳交易市場，至今仍是規模最大者，勝過其他國家開始推出的各種碳交易市場。4 月份時 EU ETS 突破 60 美元，創下新高[1]，未來預期還會進一步爬升。當然，預測 EU ETS 未來價格，並非此評價架構的一部分。

相反地，這個架構係透過多種 EU ETS 未來的價格情境，預測碳排成本。在歐洲，許多污染嚴重的產業受到保護，而且還獲得免費補貼，儘管這些產業無須全額支付排放費用，但對評價仍具有一定意義的影響。

連結永續精神與業務成效

在某些情況下，排放的減量效應可與日益攀升的成本相互抵銷，同時搭配邊際減排成本曲線 (MACCs) 建立系統化模型。MACC 是一種換算企業的減排投資與實際減排量的精密計算方法。

針對各個產業，涵蓋所有與資本支出、營業費用及技術壽命相關的投資，意即納入現金流折現(DCF)評價架構必須的一切項目。這一架構，係與 Material Economics 合作開發，這是一家在連結永續與業務成效領域具領導地位的管理顧問公司。

整體而言，此架構雖然簡單，但足以充分掌握評價動態。證明綠色轉型足以推升財務價值，對於我們來說至關重要，這足以針對這類投資提供合理基礎，從而持續支持致力於氣候挑戰的各個楷模公司。這種架構旨在為企業的氣候參與奠定基礎，可供辨識那些宣示目標不夠積極的企業，同時鼓勵這些企業更進一步共襄盛舉。

[1] ＜污染規定趨嚴，碳價創 50 美元新高＞ 彭博，2021 年 5 月 4 日。
www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-04/carbon-permits-hit-record-50-euros-on-tighter-pollution-rules

綠色轉型帶動財務價值

企業帶來的環境外部效應，必然會造成社會成本，EU ETS 允許排放量以貨幣價值的形式呈現，這點也應反映在企業的評價上。財務分析師投入大量心力預測其他價值變因，但碳排放卻鮮少獲得充分重視。

我們認為這種狀況勢必造成風險與報酬的價格嚴重誤判。更糟糕的是，投資人若是無法辨別企業綠色轉型的價值，可能間接促使企業退縮，更不願積極落實解決氣候危機亟需的行動。建立綠色轉型價值的模型極富挑戰性，而且涉及大量的假設，但我們從不曾因此放棄努力。

DCF 模型已有數百年歷史，至今仍主導主動式投資的領域，在另外新增 3 個項目後，更能充分捕捉綠色轉型或轉型不足的企業之評價影響。

這 3 個項目分別是排放成本、綠色營業費用及綠色資本支出。碳排成本可以表示如下：

排放成本 =
(溫室氣體排放 – 免費排放配額) ·
EU ETS 轉嫁價格

若某家公司的免費排放配額尚留有餘額，意味著排放量小於免費排放配額，則排放成本將轉為負值，該公司還可出售多出的排放配額而取得獲利。但萬一有某公司的排放量超過免費排放配額，就必須依據市價採購更多排放許可。

在此過程中，部分成本恐會轉嫁到客戶身上，這視特定產業競爭狀況而定，但實際情形可能隨時間而改變，同時也取決於達成的減排量。

綠色營運成本與建置成本被視為既有業務的增量成本，僅被列在基礎數字之上。

重工業的綠色轉型

就重工業（鋁業、水泥、化學及鋼鐵）而言，有意義的碳排放是需要反映實際生產的狀況，例如冶煉與窯爐均需消耗大量能源，且煤炭仍是主要燃料，所生產的成品不僅是大宗商品，且對社會也極具重要性。

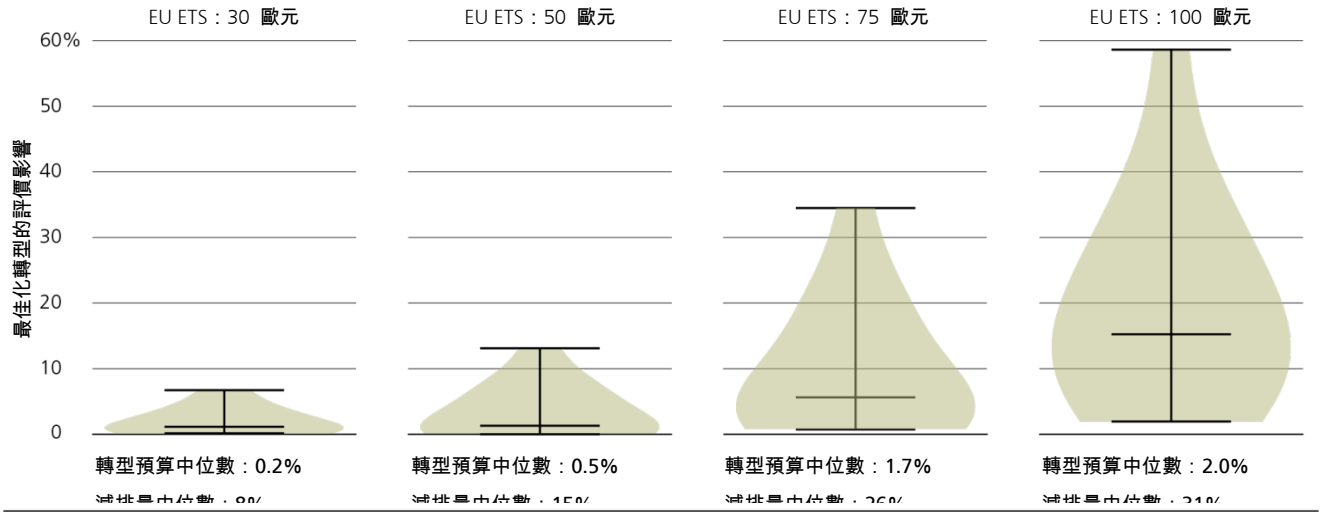
由於缺少其他替代材料，現今的我們仍無法終結人類對於水泥或鋼鐵的長年依賴。鋼鐵基本上可無限回收，廢金屬也是已開發國家的重要回收材料，然而開發中國家仍然需要新的鋼鐵供應才能滿足需求。

碳排放是重工業的必要產物，且又「減排困難」，故形成雙重難題。在歐洲，全額的 EU ETS 價格將迫使這類企業退出市場，或遷往其他地區。但在其他地區生產，並不會比較環保，故這類產業多被列入歐盟碳洩漏名單，意即可獲得免費排放配額。

所幸大量的減排不但可行，而且還能增值。我們認為，這是當前市場上受到最多誤解的投資機會，不論是從投資人或氣候觀點的角度而言。

在我們看來，據 MACCs 所顯示的，這些產業到了 2030 年大多得以減排約 30%。屆時若能實現減排，就不再需要免費排放配額，還能轉售獲利，這正是 EU ETS 鼓勵減排的辦法。若有企業未能意識到努力減排乃是次優的經濟選項，則將承受不必要的風險。我們認為，推動積極的綠色轉型計畫，對於企業、投資人及氣候來說皆是合乎利益之舉。

評價與減排量隨著 EU ETS 價格上漲而升高



資料來源：**瑞銀** QED，2021 **年** 6 **月** 21 **日資料。**

本圖係依 14 家歐洲水泥與鋼鐵公司狀況彙編。宛如小提琴曲線的圖表顯示了 2030 年不同 EU ETS 價格預期下的評價影響分布狀況。我們合併計算鋼鐵與水泥公司，原因是兩者有諸多相似之處，不過水泥的影響更為強烈。假設 EU ETS 在 2030 年達到 75 歐元，中位數公司可將 1.7% 的年收入投資綠色轉型工具，從而減排 26%。

瑞銀投信獨立經營管理。

本文件並非取代投資組合與基金特定材料。評論屬總經或策略等級，並不提及任何註冊或其他共同基金。

本報告僅基於提供資訊為目的，且無意作為買賣任何證券或金融工具的請求或要約。本報告中的所有資訊及觀點係來自於可靠的資料來源，但不代表或保證其正確或完整。所有的資訊、觀點及任何所提及的價格，均可能在未通知的情況下改變。因此，收件人不能以本報告取代其本身的判斷，且收件人應完全為其投資及交易決定負責。本報告部份取材自瑞士銀行集團海外各部門之研究資料。未經同意，請勿修改、引用本報告。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資效益；經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金公開說明書或投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站(http://announce.fundclear.com.tw)、公開資訊觀測站（http://mops.twse.com.tw）或本公司網站中查詢。

高收益債券基金適合願意承擔較高風險之投資人。投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。依金管會規定，本基金目前投資於符合美國 Rule 144A 規定之債券之投資總金額不得超過基金淨資產價值之一定比例。Rule 144A 債券，並無向美國證管會註冊登記及資訊揭露之特別要求，同時僅有合格機構投資者可以參與該市場，交易流動性無法擴及一般投資人，投資人投資前須留意相關風險。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。基金投資涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。另投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。

依中華民國相關法令及金管會規定，境外基金直接投資大陸地區有價證券以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且不得超過該基金淨資產淨值之一定比例，故本基金非完全投資在大陸地區有價證券。本基金包含外幣計價級別，如投資人以非本基金計價幣別之貨幣換匯後投資本基金者，須自行承擔匯率變動之風險。此外，因投資人與銀行進行外匯交易有賣價與買價之差異，投資人進行換匯時須承擔買賣價差，此價差依各銀行報價而定。

基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。本基金配息前未先扣除應負擔之相關費用，投資人於獲配息時，應一併注意基金淨值之變動。股票型基金月配息類股是由基金管理機構參照投資標的之公司營運及財務狀況、總體經濟環境及產業發展狀況以評估未來基金之收益，並依據基金投資組合之平均股利率做為計算基礎，預估未來一年於投資標的個股可取得之總股利收入，並考量當下已經實際取得的股利和可能發生之資本損益，適度調節並決定基金當月配息類股之配息率，以達成每月配息之頻率。基金管理機構(配息委員會) 將視投資組合標的股利率水準變化來調整配息率，故配息率可能會有變動，若股利率未來有上升或下降之情形時，配息率將隨之調整。此外，年化配息率之訂定應以平均年化股利率做為參考基準，惟基金管理機構保留一定程度的彈性調整空間，並以避免配息過度侵蝕本金為原則；就總收益股票型基金，上述配息率或配息水準之考量除股利外尚包含投資標的之股分回購收益。本公司網站備有基金配息組成項目供投資人查詢。

本基金投資無受存款保障、保險安定基金或其他相關機制之保障，投資人需自負盈虧。因基金交易所生紛爭，投資人可向中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會或財團法人金融消費評議中心提出申訴。基金買賣係以投資人之判斷為之，投資人應瞭解並承擔交易可能產生之損益，且最大可能損失達原始金額。

瑞銀證券投資信託股份有限公司
地址：台北市 110 松仁路 7 號 5 樓
電話：+886-2-8758-6938
網址：www.ubs.com/taiwanfunds。
©UBS 2021. 鑰匙符號，UBS 和瑞銀屬於 UBS 的註冊或未註冊商標，版權所有。

UBS