

文章编号:1674-5205(2022)02-0123-(015)

论碳达峰碳中和背景下的绿色债券发展模式

洪艳蓉

(北京大学法学院,北京 100871)

〔摘 要〕 作为以募集资金投向绿色项目的新金融工具,绿色债券有助于实现碳达峰碳中和,但存在着建立市场信任及环境效益正外部性未有效内部化的制度难题。我国以政府主导推动绿色债券发展,为经济转型国家通过行政力量的强制性制度变迁作用建设绿色债券新兴市场提供了范例。政府主导促进了绿色发展战略目标和制度系统化设计方面的统一和高效。绿色债券在我国面临巨大挑战:一是经济转型期绿色标准本土化、募集资金使用绿化度不高、环境效益信息披露非强制化;二是政府主导模式下金融机构和国有企业仍是绿色债券主要发行人,民营企业参与绿色发展主动性不足,环境效益正外部性内部化效果不明显;三是新兴市场上绿色债券投融资主体的激励约束机制有所失衡,环境风险防控意识与管理方法欠缺,绿色债券后续监管难度大。未来有必要围绕碳达峰碳中和目标,在保留政府驱动优势的同时更多地发挥市场的主导作用,完善法制促进我国绿色标准与国际接轨并提高募集资金使用绿化度,强制环境效益信息披露并突出量化指标,增强投资绿色债券的正向激励并完备对“洗绿”等违法行为的法律责任约束,促进有效应对气候风险的管理与方法运用,充分利用金融科技实施有效监管,开启绿色债券发展新征程。

〔关键词〕 碳达峰碳中和;绿色债券;政府主导;法律保障;制度改革

Abstract: As a new financial tool that uses raised funds to invest in eligible green projects, green bonds can help peak carbon dioxide emissions and carbon neutrality, but there are institutional problems in establishing market trust and effectively internalizing the positive externalities of environmental benefits. Chinese experience provides a meaningful example of how a transitional economy can develop a burgeoning green bonds market through the mandatory institutional changes of administrative forces. China is facing huge challenges: first, localization of green standards during economic transition, low green utilization rate of raised funds, and non-compulsory disclosure of environmental benefits; second, financial institutions and state-owned enterprises are still the main green bonds issuers and private enterprises have insufficient initiative to participate in green development, and the effect of internalization of positive externalities of environmental benefits is not obvious; third, the incentive and restraint mechanism of green bond investing and financing entities in the emerging market is out of balance, and environmental risk prevention and control awareness and management methods are lacking, the subsequent supervision of green bonds market is difficult. In the future, it is necessary to focus on emission peak and carbon neutrality to give more play to the leading role of market forces while retaining the advantage of the government as a driving forces, and take effective measures, including but not limited to improving the legal system to promote China's green standards in line with international standards, increasing the proportion of raised funds used for green projects, enforcing environmental benefit information disclosure and highlighting quantitative indicators, strengthening positive incentives for investing in green bonds, completing legal liability constraints on violations such as green-washing, promoting effective management and method to address climate risks, and making full use of financial technology to implement effective supervision.

Key Words: emission peak and carbon neutrality; green bonds; government-dominant model; legal guarantee; system reform

中图分类号:D912.6 文献标识码:A

收稿日期:2021-07-17

作者简介:洪艳蓉,法学博士,北京大学法学院副教授,博士生导师。

改革开放四十多年来,我国经济建设取得举世瞩目的成就,继 2010 年成为世界第二大经济体之后,2020 年国内生产总值(GDP)首次突破 100 万亿元,^[1]取得了脱贫攻坚战的决定性胜利,全面建成小康社会成为新时期的经济发展目标。但在经济高速发展的同时,我国也面临着重工业化过程对生存环境及经济社会可持续发展基础的严重破坏,解决经济增长与环境承压能力之间的深层次矛盾成为重中之重。因此,推进生态文明国家战略建设,全面深入探索经济绿色低碳发展的转型之路,力行“碳达峰碳中和”的新国家自主贡献(Intended Nationally Determined Contributions)目标与最新措施,^[2]被写入“十四五”规划^[3]并成为我国经济社会发展的长期指导方针。我国在 2015 年《生态文明体制改革总体方案》中提出了“建立绿色金融体系”的战略举措,2016 年中国人民银行等七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》对如何实施“总体方案”进行了部署。绿色债券以从资本市场募集的资金投向符合标准的绿色产业、项目或资产(以下统称绿色项目^[4])为目标,具有直接而显著的环境效益,是我国在绿色信贷之外最早开发的重要绿色金融产品。这一市场自 2016 年启动以来蓬勃发展,截至 2020 年末,我国累计发行绿色债券约 1.2 万亿元,存量 8132 亿元,规模稳居世界第二,仅次于美国,^[5]是世界上重要的绿色债券来源国。与海外侧重依靠市场力量或国际组织推动绿色债券发展不同,我国主要采用政府主导模式,其成功实践提供了经济转型国家通过行政力量的强制性制度变迁作用建设绿色债券这一新兴市场的范例。但在绿色债券国际标准日趋严格和我国不断提高碳达峰碳中和国家自主贡献目标的双重压力下,国内绿色债券市场及其制度正面临着巨大挑战,需要及时回应并进行有效的法律制度改革,以便在与国际接轨中贡献中国智慧并分享绿色金融话语权,建立更均衡的激励约束机制以激发市场内生力量,确保市场可持续发展并发挥绿色债券应对和适应气候变化的积极作用。本文旨在总结我国政府主导型的绿色债券发展模式的有益经验,反思其制度实践的不足,并结合国际国内发展趋势,提出未来可行的改革建议。

一、绿色债券的环境效益及其发展的制度难题

(一)生态文明国家战略下的绿色债券

“绿水青山就是金山银山”,为解决经济高速发展带来的严重环境污染问题,确保经济的可持续健康发展,我国确立了节约资源和保护环境的基本国策,并于 2015 年明确提出建设“生态文明”的国家战略,^[6]之后将“绿色”纳入五大发展理念,^[7]开始全面深入探索经济绿色低碳发展的转型之路,成为落实《联合国气候变化框架公约》《巴黎协定》等国际公约提出的气候控温目标^[8]的积极践行者。

绿色低碳经济建设离不开雄厚的金融资源支持,发展绿色金融既能引导社会资本投入到绿色项目,促进并激

[1] 《突破 100 万亿! 11 个数看懂 2020 年中国经济》,中国政府网, http://www.gov.cn/xinwen/2021-01/18/content_5580880.htm, 2021 年 11 月 10 日访问。

[2] “碳达峰碳中和”指二氧化碳排放“力争于 2030 年前达到峰值,努力争取 2060 年前实现碳中和”。

[3] 2020 年 11 月 4 日发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出“生态文明建设实现新进步”“加快推动绿色低碳发展”等目标与举措。

[4] 从广义上而言,凡可促进节能减排、防治污染、保护环境、改善气候,有助于可持续发展的,都可列入绿色范畴。绿色分类标准(Green Taxonomy)用于区分项目的绿与非绿(棕色)、绿化程度(从浅绿到深绿)并据此施行有针对性的政策、产品和措施,构成绿色金融的通用语言,建立一套适合本国并与国际接轨的绿色分类标准,是全球各国发展绿色金融应当优先开展的基础性工作。参见殷红:《全球绿色分类标准及发展》,《中国金融》2020 年第 9 期,第 65 页。

[5] 《国新办绿色金融有关情况吹风会文字实录》(2021 年 2 月 9 日),中国人民银行网, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191657/index.html>, 2021 年 11 月 10 日访问。

[6] 2015 年 4 月 25 日发布的《中共中央 国务院关于加快推进生态文明建设的意见》与 2015 年 9 月 21 日中共中央、国务院联合发布的《生态文明体制改革总体方案》,成为指导我国经济发展的顶层设计方案。

[7] 2016 年 3 月 17 日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》,提出“创新、协调、绿色、开放、共享”五大新发展理念。

[8] 即到本世纪末,把全球平均气温较工业化前水平上升的幅度控制在“低于 2℃,最好不超过 1.5℃”的水平内。

励节能、环保、新能源等领域的技术开发与进步,也能有效抑制高能耗、重污染行业的增量投资,全面发挥优化资源配置、风险管理和市场定价的作用,一举多得。绿色债券在法律属性上与一般债券无异,是企业依法发行的,在一定期限内按约定向投资者还本付息的有价证券,其募集资金主要投资于绿色项目,服务于绿色目标,以环境保护及其对资源的有效利用程度作为经济活动成效标准,是区别于传统金融的一类新型金融工具,^[9]具有显著的环境效益。虽然绿色金融产品种类丰富,但绿色债券作为直接融资工具,可以直观地引流社会资本助力企业发展绿色项目,信用链条最短;同时,“由于绿色债券作为中长期金融产品更容易被机构投资者纳入投资组合,绿色债券已经成为绿色金融的重要载体”,^[10]是绿色信贷之外,包括中国在内的许多国家最早启动和最重要的绿色金融分支市场。

(二)发展绿色债券的制度难题

绿色债券起源于公众对自然环境和气候问题的关注,承载着运用金融资源改善地球环境,共建文明生态的公益目标及社会责任。自2007年欧洲投资银行(EIB)发行第一只气候意识债券(Climate Awareness Bond)以来,国际资本市场协会(International Capital Market Association,下称ICMA)^[11]于2014年发布《绿色债券原则》(Green Bond Principles,下称GBP),气候债券倡议组织(Climate Bond Initiative,下称CBI)^[12]推出了《气候债券标准》(Climate Bonds Standard,下称CBS),致力于达成绿色债券投融资共识并构建自律性指引标准,^[13]引领绿色投融资潮流。绿色债券在世界范围内开始普获关注并开启了一个全新的市场。但这个以绿色债券为对象的新兴市场的构建,始终面临着如下制度难题:

其一,信任问题。“在市场经济中,信任是所有交易的前提”“在资本市场上,信任就变得更为重要……”,^[14]绿色债券尽管在资金融通上与一般债券无异,却要求其募集资金投向绿色项目,遵守严格的募集资金用途要求并承担一般债券可能没有的环境风险,由此影响投融资双方的风险与收益分配。如何吸引社会资本(投资者)信任发行人,选择不熟悉且风险更不确定的新领域进行投资,降低风险厌恶,并在后续信赖发行人未挪用募集资金,理性看待绿色项目成败并自愿承担投资风险,避免投资行为短期化及集体挤兑,为绿色项目营造长期稳定的融资环境,是最核心也是最难的问题。

其二,信息问题。信息不对称是阻碍市场发展的鸿沟,绿色债券的推进同样需要解决信息获取的可能性、便捷度及充足率问题并将重点对焦绿色项目。发行人选择的项目是否属于绿色范畴,所募资金是否投向绿色项目,

[9] 单国俊:《我国绿色金融的发展:执行标准、市场状况与政策演进》,《商业经济》2018年第10期,第156页。

[10] 国务院发展研究中心“绿化中国金融体系”课题组:《发展中国绿色金融的逻辑与框架》,《金融论坛》2016年第2期,第21页。

[11] ICMA成立于1968年,是由活跃于国际资本和证券市场的发行人、证券承销商、交易商和经纪商、商业银行、资产管理人、交易场所等成员和在中发挥重要作用且与ICMA保持密切关系的政府机构、信用评级机构和律师事务所等准成员组成的非政府组织,目前拥有610多名来自65个国家和地区的代表,在证券市场享有崇高的声誉。上述资料来源于ICMA官网,https://www.icmagroup.org/About-ICMA/,2021年11月10日访问。

[12] CBI成立于2010年,是以投资者为导向,致力于动员100亿美元的债券市场以寻求气候变化解决方案的非营利组织,其主要成员多为国际资本市场的重要机构投资者,所管理的资产规模高达34万亿美元,CBI是当今最为活跃的气候债券倡导者。上述资料来源于CBI官网,https://www.climatebonds.net/about,2021年11月10日访问。

[13] GBP采用开放的态度界定绿色债券,只要求募集资金被用于适格的绿色项目,并遵循GBP提出的四大原则,即原则一:募集资金用途。要求确保募集资金所投资的绿色项目能够产生积极的环境效益,并可进行评估和量化。原则二:项目评估和筛选流程。要求发行人披露项目符合绿色标准的依据及其具体决策过程。原则三:募集资金的管理。要求设置专门账户等追踪募集资金的使用并建立内部流程予以监控。原则四:报告和披露。要求发行人至少一年一次对外披露募集资金使用情况报告。CBS在认同GBP内容的基础上构建了一套强有力的绿色债券分类标准和认证机制,用来核查所募资金是否真实地用于低碳和气候适应经济。CBI将符合CBS要求且获得认证(贴标)的债券称为“气候债券”。参见洪艳蓉:《中国绿色债券的制度挑战与改进》,《证券市场导报》2016年第9期,第6页。GBP的最新版本于2021年6月发布,available at https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf;CBS的最新版本(V3.0)于2019年12月发布,available at https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3.

[14] 张维迎:《信息、信任与法律》,生活·读书·新知三联书店2003年版,第2、3页。

绿色项目的环境效益如何,相关环境风险是否可以预警、评估并跟踪,发行人的“漂绿”“洗绿”等违法违规行为能否被及时揭露并有效制约等,是主要的信息问题。市场中介在帮助处理信息问题方面发挥着重要作用,可以助力绿色项目信息的收集、甄别及评价,协助发行人为投资者提供真实、准确、完整的绿色债券信息,资本市场上是否存在专业而成熟的这类中介,会严重影响信息问题的解决。

其三,优势问题。有限的社会资本面临着激烈的争夺,绿色债券需要具有比较优势才能吸引投融资双方。对发行人而言,在《证券法》逐步放松公司发债条件限制,全面实行债券公开发行注册制的背景下,绿色债券需要解决所产生的有利于全社会的环境效益(正外部性)如何内部化为发行人的个体收益(债券利率优势),从而减少发行人的融资成本,而不是相反——因承载环境风险而需要向投资者多支付风险对价的问题。对投资者而言,在环境风险管理意识不强和负责任投资(principles for responsible investment,简称PRI^[15])还不普及的情况下,绿色债券需要解决被纳入投资组合后相比一般债券所没有的估值与风险损失计提等未决问题。总之,绿色债券应能弥补发行人的价格缺口和覆盖投资者的新风险敞口,具有足够的实质利益,从而可以激励投融资双方交集于绿色项目,创造更多环境效益。

二、发展绿色债券的中国模式:途径与差异

(一)政府主导的绿色债券发展模式

与英国、美国等海外国家主要借助市场力量,自发推动金融资源用于绿色金融发展的自治模式^[16]不同,我国采用由政府(包括中央和地方各级政府)主导,自上而下进行绿色金融(包括绿色债券)体系顶层设计及配套规则构建的强制性制度变迁模式。^[17]这种发展模式并非完全以“政府之手”取代“市场之手”发挥资源配置作用,而是一方面设立绿色金融分类标准,构建相应的基本制度框架和运作机制,高效建立绿色共识并适度缓解信息不对称状况,以便尽早启动绿色债券这一新兴市场;另一方面,综合运用税收优惠、财政补贴、金融政策等进行绿色产业发展的诱导和投资支持,形成一定的绿色债券投融资比较优势。在这一过程中,同时辅以政府行政执法制约“洗绿”行为,并进行必要的宏观政策调控,纠偏短平快的“绿色项目”,倡导经济的可持续发展,最终达到缔造绿色债券发展的良好制度环境并建成行之有效的运作机制。

之所以采用政府主导的绿色债券发展路径,主要原因在于:

(1)经过近三十年改革开放,我国尽管已初步建立了社会主义市场经济体制,但各种市场化机制还未充分成熟,特别是在绿色领域,远未具备足够经验与力量撬动绿色债券这一新兴市场,“目前有助于纠正绿色金融市场失灵的外部手段中,政策引导是首要选择”。^[18]“政府之手”的及时介入更契合中国国情,可以有效弥补市场这一纯粹“诱致性变迁”力量的不足,帮助我国尽快建立绿色金融体系,服务于绿色低碳经济转型和生态文明建设战略。

(2)我国正处于经济结构调整和增长方式转型时期,即从高能耗、高污染的经济向资源节约型和环境友好型的经济转型,经济增长方式从粗放型向集约型转化,致力于提高经济增长质量和经济效益。“只有建立在生态平

[15] PRI 最早在 2005 年由时任联合国秘书长科菲·安南先生倡导,并于 2006 年在纽约证券交易所发布,是由世界各地的投资者通过签名联合发出的,致力于发展可持续的全球金融体系的原则,该原则得到了联合国环境规划署(UNEP)的大力倡导,共包括六大原则:(1)将 ESG(环境、社会 and 治理)纳入投资分析和决策过程;(2)成为积极的所有者,将 ESG 议题整合至所有权政策与实践;(3)要求投资机构适当披露 ESG 资讯;(4)促进投资行业接受并实施 PRI 原则;(5)建立合作机制,提升 PRI 原则实施的效能;(6)汇报 PRI 原则实施的活动与进程。See "about the PRI", available at <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>.

[16] 杨娉、马骏:《中英绿色金融发展模式对比》,《中国金融》2017 年第 22 期,第 64 页。

[17] 巴曙松、丛钰佳、朱伟豪:《绿色债券理论与中国市场发展分析》,《杭州师范大学学报(社会科学版)》2019 年第 1 期,第 98 页。

[18] 麦均洪、徐枫:《基于联合分析的我国绿色金融影响因素研究》,《宏观经济研究》2015 年第 5 期,第 25 页;巴曙松、杨春波、姚舜达:《中国绿色金融研究进展述评》,《金融发展研究》2018 年第 6 期,第 7 页。

衡基础上的经济发展才具有可持续性”〔19〕。系统的顶层设计并运用强有力的行政力量予以适当干预和必要引导,才可能打破旧有利益格局,逐步走出依赖煤炭等化石能源为主的能源结构和产业模式。因为发展的重要性和时间窗口的紧迫性,特别是碳达峰碳中和这一新国家自主贡献目标的提出,已不容等待市场漫长的自然演化过程。〔20〕

(3)我国幅员辽阔,能源结构、产业结构及地区发展程度不一且情况复杂,由政府高屋建瓴地进行绿色金融战略部署并规划不同行业和地域的路线图,有利于高效地形成各方对绿色发展的共识、协调各主管部门的利益并促进制度标准的统一,有效调动政府资源和力量破除绿色债券发展的障碍,引导金融资源向绿色领域倾斜,形成勃兴的新兴市场格局。

与绿色低碳的经济转型需求并致力于生态文明建设的时代潮流相适应,我国境内绿色债券市场于2016年正式启动,最早由中国人民银行推出绿色金融债券。〔21〕此后,充分利用我国的公司债券制度,证监会推出了绿色公司债券,中国人民银行推出了由银行间交易商协会注册的绿色非金融企业债务融资工具(俗称“中期票据”),发改委推出了绿色企业债券;在资产证券化领域,金融机构在银行间债券市场发行了绿色信贷资产支持债券,企业在交易所市场和银行间债券市场分别发行了绿色支持证券、绿色资产支持票据,形成了我国丰富的绿色债券品种。此外,一些地方政府融资平台(公司)发行了政府支持机构绿色债券;〔22〕一些企业走向国门,充分吸收国际资金助力绿色事业发展,在海外发行了规模不小的绿色债券。〔23〕

总之,在政府主导下,“目前中国绿色发展政策体系已基本覆盖所有绿色发展领域,并形成相对完整的政策层级体系”,例如中国人民银行等七部委2016年联合发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》明确了构建绿色金融体系的意义与共识,规划了绿色金融投融资工具路线图与政策,成为指导我国绿色金融工作的总制度框架;各监管部门及其自律组织发布的绿色债券规范性文件〔24〕等,结合国情确立了具有中国特色的绿色项目分类标准并落地了绿色债券发行与交易的法律制度框架及其操作流程。在这些制度规则的保驾护航下,我国绿色债券市场迅速启动并取得斐然成绩,目前发行规模位居世界第二。

(二)推动绿色债券发展的三种有效途径

“发展低碳经济要求改造金融服务体系”“低碳金融市场要在政策指引、市场标准、区域分工三方面做好基础

〔19〕 赵朝霞、黎莹:《中国绿色经济转型的金融支持研究》,西南财经大学出版社2018年版,第19页。

〔20〕 据国际组织、科研机构测算,我国碳排放峰值将超过100亿吨,而美国碳排放峰值为57亿吨,欧盟约为44亿吨。我国从碳达峰到碳中和仅有30年时间,远低于欧美国家50-70年的时间,实现碳中和目标时间紧、任务重,需以系统观念引领顶层设计。参见《关于金融支持碳达峰、碳中和的几点认识——刘桂平副行长在第十三届陆家嘴论坛上的演讲》,中国人民银行官网, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4265944/index.html>, 2021年11月10日访问。

〔21〕 2016年1月,兴业银行获准在银行间债券市场发行100亿元的绿色金融债券,所募资金用于环保、节能、清洁能源和清洁能源等绿色项目投放。参见郑颖昊:《经济转型背景下我国绿色债券发展的现状与展望》,《当代经济管理》2016年第6期,第77-78页。

〔22〕 江苏省国信集团有限公司是江苏省国资委下的一家地方政府融资平台类投资控股公司,自其在2016年首次发行绿色债券以来,全国各个地方政府融资平台的绿色债券发行总量已经增加了四倍,其中省及省会融资平台是主要增长力量。See CBI & CCDC Research, China Green Bond Market:2019 Research Report, June 2020, available at https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/2019_cbi_china_report_en.pdf?file=1&type=node&id=47441&force=0, p. 5.

〔23〕 2019年,中国企业在境外累计发行66只绿色债券,发行规模约2129.95亿元,在募集资金用途上,除符合绿色要求之外,更呈现出通过“一带一路”、粤港澳大湾区专题债券等方式实现对中国国家战略精准支持的特色。参见廖子怡、云祉婷:《2019年中资主体境外发行绿色债券情况分析》,中央财经大学绿色金融国际研究院(International Institute of Green Finance, CUFE)网, <http://iigf.cufe.edu.cn/info/1012/1065.htm>, 2021年11月10日访问。

〔24〕 主要包括中国人民银行发布的《绿色债券支持项目目录(2015版)》《绿色产业指导目标(2019年版)》,发改委2015年发布的《绿色债券发行指引》,证监会2017年发布的《关于支持绿色债券发展的指导意见》,银行间债券市场交易商协会2017年发布的《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》,中国人民银行、证监会2017年联合发布的《绿色债券评估认证行为指引(暂行)》,中国人民银行、发改委和证监会2021年联合发布的《绿色债券支持项目目录(2021年版)》等。

与统筹工作。”^[25]政府主导的绿色债券建设,主要通过以下三种途径推进政策制定与实践,破解绿色债券发展的制度难题,既契合基本国情,又能充分调动政府主管部门及市场参与主体的积极性,是能较好适应目前金融监管结构的绿色债券发展方法。

1. 部际协同

绿色债券以募集资金用于绿色项目为特征,具有明确的绿化要求及环境效益目标,其投融资及后续项目运营与监管,涉及自然资源、环境保护、能源调配、民生经济、金融管理、信息共享等多方面工作;同时,绿色债券的环境效益正外部性一时难以借助市场有效内部化,需要及时给予财政、税收、金融政策以及宏观调控方面的支持与引导。^[26]因此,建立各项事务政府主管部门之间的信息沟通、监管合作及工作协调也即“部际协同”尤为必要,特别是在我国目前实行金融分业监管且并存三套独立公司信用类债券制度^[27]的情况下,更是如此。

其一,通过“部际协同”达成规则共识并细化绿色金融体系建设分工,高效推动市场发展。例如,2017年中国人民银行出台《落实〈关于构建绿色金融体系的指导意见〉的分工方案》,逐条落实牵头单位和成果进度,为绿色金融体系建设确定时间表和路线图,并举办座谈会,推进落实。^[28]再如,三套信用类债券的主管部门在监管竞争推动下,各自在所辖监管范围内及时推出绿色债券产品,形成了竞争有序、同中存异、富有创新的绿色债券品种。^[29]

其二,通过“部际协同”,高效推动绿色债券配套制度的建设,促进建立相互为用的绿色债券市场化激励约束机制。例如证监会要求被列入环保部门公布的重点排污单位的上市公司或其主要子公司应当依法披露排污信息、防治污染设施的建设和运行情况、建设项目环境影响评价等环境信息;^[30]中国人民银行将主体信用评级不低于AA级的绿色债券纳入货币政策工具的合格抵质押品范围,提升绿色债券对发行人及投资者的吸引力,一定程度上促进了环境效益外部性的内部化。

其三,通过“部际协同”,共享绿色低碳发展信息,协商、决策绿色领域重要事项并联合发文,促进绿色债券规则的统一,整合发行与交易市场规则。例如,国务院成立的国家应对气候变化及节能减排领导小组是该领域重要的议事协调机构,主要研究制定国家应对气候变化的重大战略、方针和政策,统一部署应对气候变化工作,其成员除了自然资源部、生态环境部、交通运输部等部门外,还包括中国人民银行,彰显了金融主管部门在应对气候变化中不可或缺的作用。再如,中国人民银行与证监会等部委联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》《绿色债券评估认证行为指引(暂行)》《绿色债券支持项目目录(2021年版)》,致力于推动绿色分类标准及其项目范围的统一,等等。

2. 央地联合

我国幅员辽阔,东中西部各省市在资源禀赋、能源结构及经济发展水平等方面都存在差异,有效解决中央集中统一部署与地方落地实施绿色发展的问題,是发挥绿色债券市场功效的关键。2016年以来,我国沿着“自上而下”的顶层推动和“自下而上”的基层探索这种“央地联合”方式推进绿色债券事业,既出台了中央层面体系化制度框架及激励政策,为绿色金融发展提供了良好的政策环境,又充分调动各级地方政府和市场主体的主观能动性

[25] 阎庆民:《构建以“碳金融”为标志的绿色金融服务体系》,《中国金融》2010年第4期,第41页、第43页。

[26] Weihui Dai (Lily), Sean Kidney, Beate Sonerud, Roadmap for China: Green Securitisation, Tax Incentives and Credit Enhancements to Scale Green Bonds, available at <https://cn.climatebonds.net/files/files/CBI-IISD-Paper3-EN.pdf>, April 2016, p. 10.

[27] 洪艳蓉:《公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架》,《证券市场导报》2010年第4期,第9-16页。

[28] 参见进一步推进《落实〈关于构建绿色金融体系的指导意见〉的分工方案》座谈会,中国金融学会绿色金融专业委员会网, <http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?id=2334>, 2021年11月10日访问。

[29] 包括证监会主管的绿色公司债券,发改委主管的绿色企业债券以及中国人民银行主管下由银行间市场交易商协会自律监管的绿色中期票据。绿色资产证券化产品也有类似的产品及市场结构。

[30] 参见证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2021年修订)》第41条。

和创新精神,形成了推动绿色金融发展的重要源动力。^[31]例如,2017年6月以来,我国选取东部、中部和西部六省(区)的九个市(州、区)建立绿色金融改革创新试验区,探索具有区域特色的绿色金融发展模式并先试先行部分绿色金融标准,以绿色金融服务地方经济绿色转型,在取得斐然成绩的同时也形成了一批可复制、可推广的有益经验。^[32]据统计,我国是全球唯一设立绿色金融改革创新试验区的国家,截至2020年末,上述试验区的绿色债券余额为1350.5亿元,效果显著。^[33]

3. 国际合作

绿色金融的概念及理念肇始于目前绿色债券市场规模世界第一的美国,后在联合国、国际资本市场协会(ICMA)、气候债券倡议组织(CBI)等国际组织的推动及倡议下,日益在国际社会“主流化”,^[34]许多国家纷纷践行绿色发展理念并推动绿色金融市场建设,以应对日益严峻的气候和环境风险,促进经济社会的可持续发展。我国作为实行改革开放国策的世界第二大经济体及正在建设绿色低碳经济的发展中国家,积极地通过国际合作,学习国际先进经验,促进绿色债券运作机制的市场化,传播推广我国绿色金融政策、标准和实践经验,在提升国际社会和境外投资者对我国绿色金融市场和产品认可度的同时,可以充分贡献中国智慧,努力在国际绿色金融领域争取话语权。

自2016年以来,我国通过参与或搭建双边、多边国际交流平台,积极参与绿色金融领域的国际合作并发挥作用。例如,我国利用2016年担任G20主席国契机,首次将绿色金融引入G20议题,牵头组建G20绿色金融研究小组,推动形成绿色金融全球共识,这一机制运作至今,还发挥着重要影响。再如,我国于2017年12月共同发起中央银行与监管机构^[35]绿色金融网络(Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System,下称NGFS),重点关注气候变化对宏观金融稳定、微观审慎监管的影响,旨在强化金融体系风险管理,动员资本进行绿色低碳投资。^[36]2018年底,中国金融学会绿色金融专业委员会与伦敦金融城共同推出《“一带一路”绿色投资原则》(GIP),将绿色可持续发展引入“一带一路”的投融资活动中,目前已有39家中外金融机构签署GIP。^[37]2019年10月,我国与欧盟共同发起设立可持续金融国际平台(IPSF),致力于推动绿色金融标准的趋同。此外,我国还通过中英经济财经对话、中法高级别经济财经对话等双边平台开展形式多样的绿色金融国际对话与合作活动。这既促进了我国国内实践与绿色债券国际标准的接轨,也深化了海外资本对我国绿色债券市场的了解,有助于吸引外资。

(三)中国绿色债券制度与国际规则的主要差异

囿于我国经济发展阶段、具体国情及现实挑战等因素,截至2021年上半年的我国绿色债券市场及其制度设计,仍在几个方面与上述主要国际规则存在明显差异,这昭示了我国绿色债券制度未来的改革方向(见表1)。

[31] 中国人民银行研究局:《中国绿色金融发展报告2018》,中国金融出版社2019年版,第3页。

[32] 中国人民银行研究局:《中国绿色金融发展报告2018》,中国金融出版社2019年版,第3页。

[33] 《国新办绿色金融有关情况吹风会文字实录》,中国人民银行网,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191657/index.html>,2021年11月10日访问。

[34] 钱立华、方琦、鲁政委:《中国绿色金融:从银行到资管——中国绿色金融发展趋势展望(上篇)》,《金融发展评论》2019年第11期,第35页。

[35] 初始机构包括中国人民银行、荷兰中央银行、法国中央银行和宏观审慎与处置委员会、英格兰银行、德国央行、瑞典金融管理局、新加坡金融管理局和墨西哥央行8家机构,目前成员已拓展至83家,是中央银行和金融监管机构开展绿色金融研究合作的重要平台。

[36] 《国新办绿色金融有关情况吹风会文字实录》(2021年2月9日),中国人民银行网,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191657/index.html>,2021年11月10日访问。

[37] 《国新办绿色金融有关情况吹风会文字实录》(2021年2月9日),中国人民银行网,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191657/index.html>,2021年11月10日访问。

表 1: 中外绿色债券标准及制度差异比较^[38]

差异点	中国绿色债券标准	国际绿色债券标准
指导理念	支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动, ^[39] 缺少对适应气候变化及可持续发展的应有关注	聚焦于气候变化减缓和气候适应主题,《欧盟绿色债券标准》(EU Green Bond Standard, 下称 EU GBS) 更强调可持续发展目标
绿色项目范围	包含化石能源清洁利用的相关项目;强调对新能源汽车行业的支持; ^[40] 未设置碳排放指标 ^[41]	排除一切与煤炭等化石能源有关的项目;慎重对待新能源汽车全产业链类别; ^[42] 排除无碳捕集的化石燃料活动 ^[43]
募集资金使用	绿色企业债券要求至少 50% 的募集资金、绿色公司债要求至少 70% 的募集资金投向绿色项目 ^[44]	只有将 95% 以上的募集资金用于绿色项目,才符合绿色债券定义 ^[45]
环境信息披露	只有绿色金融债券、列入重点排污单位的上市公司才被强制要求披露环境信息,其他为自愿性披露,且披露内容缺乏明确的量化指标 ^[46]	要求发行人披露募集资金使用情况报告、环境效益信息,建议发行人使用定性绩效指标和/或定量绩效指标衡量项目的环境影响 ^[47]
第三方认证	第三方认证不是强制性要求,认证方法各家机构处理方式不同,缺乏统一公认的认证规范 ^[48]	强调第三方认证的重要意义,要求将量化环境效益作为认证的基本内容 ^[49]

三、中国绿色债券发展模式的挑战及其存在的问题

尽管我国在经济转型过程中由政府主导建立了绿色债券这一新兴市场,并取得了存量规模世界第二的斐然成绩,但与此同时,这一市场及其保障制度日益受到如下三方面的挑战,进而制约了未来我国绿色债券的发展空间,有必要高度重视并寻求有效改革。

[38] 表格系作者根据规则内容自制。

[39] 陆文钦:《中欧绿色金融标准一致性的比较与分析》,《债券》2020 年第 4 期,第 78 页。

[40] 殷红:《全球绿色分类标准及发展》,《中国金融》2020 年第 9 期,第 66 页。

[41] 郭新双:《大力发展绿色金融 助力实现碳中和目标》,《清华金融评论》2021 年第 1 期,第 45、46 页。

[42] 殷红:《全球绿色分类标准及发展》,《中国金融》2020 年第 9 期,第 66 页。

[43] 郭新双:《大力发展绿色金融 助力实现碳中和目标》,《清华金融评论》2021 年第 1 期,第 45、46 页。

[44] 发改委发布的《绿色债券发行指引》第二(三)项规定,在偿债保障措施完善的情况下,允许企业使用不超过 50% 的债券募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金。《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 2 号——特定品种公司债券(2021 年修订)》第 4.2 条,绿色公司债券募集资金确定用于绿色项目的金额应不低于募集资金总额的 70%。

[45] See CBI & CCDC Research, China Green Bond Market 2017, February 2018, available at <https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-bond-market-2017>, p. 4.

[46] 参见中央国债登记结算有限责任公司、中节能咨询有限公司:《绿色债券环境效益信息披露制度及指标体系研究报告》,中国债券信息网, <https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zybg/20190610/151734197.shtml>, 第 32 页, 2021 年 11 月 10 日访问;陈志峰:《我国绿色债券环境信息披露的完善路径分析》,《环境保护》2019 年第 1 期,第 52 页。

[47] 洪艳蓉:《绿色债券运作机制的国际规则与启示》,《法学》2017 年第 2 期,第 128 页。

[48] 史英哲:《中国绿色债券市场发展报告(2019)》,中国金融出版社 2019 年版,第 93 页。

[49] See Climate Bonds Standard Version 3.0, Part B & Part D, available at <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3>.

(一)来自经济发展转型期的挑战

不同于发达国家基本解决了工业化早期常见的环境污染问题,因而更关注气候变化带来的风险因素,^[50]我国过去30多年经济高速发展走的几乎是一条高能耗、高污染的重工业道路。目前虽然已提出加快生态文明建设,构建资源节约型和环境友好型的循环经济体系,但过往的经济发展模式仍存在一定的路径依赖并需要较长转型期才能改变既有的能源结构、工业结构及生活消费习惯等,真正建立起绿色低碳经济。也因此,我国这种带有区域性、时代性的经济转型特色,对未来绿色债券的发展形成诸多挑战:

其一,中国绿色债券标准(指2021年7月1日前,下同)包含国际绿色债券标准排斥的化石清洁能源项目,突出了对降低单位能耗、解决环境污染、减少生态破坏等问题的重视,将有限的政策和资金支持集中到对推动绿色发展最重要、最关键和最紧迫的产业上,^[51]实践中募集资金主要投向清洁交通、清洁能源和污染防治领域。这种安排尽管契合了还处于工业化进程中的国情需求,但也限制了绿色债券的发展和运用空间,影响我国与国际绿色债券标准的接轨及外资利用等。

其二,中国绿色债券标准只规定至少50%以上的募集资金用于绿色项目即可满足要求,不像国际绿色债券那样高标准地要求至少95%以上的比例。实践中部分债券募集资金被用于偿还贷款、补充一般营运资金或其他非绿色用途。2019年CBI的绿色债券数据库排除了价值66亿美元(约460亿元人民币)的债券,^[54]原因即为此。允许募集资金高比例用于非绿色项目,虽然迎合了部分发行人利用绿色债券融资的需求,有利于快速扩大绿色债券发行规模,但是削弱了专项资金促进绿色项目的效果,可能损害投资者对这一金融产品的信心,影响绿色债券的定价及其吸引力。

其三,中国绿色债券标准主要以项目对环境贡献大小为分类标准,“充分体现中国的需求、符合中国的实际情况”“重点扶持环境效益显著且正外溢效应明显的项目”,^[55]加上存在三套相互独立的债券监管体制,因此在绿色项目分类及标准上未必遵循统一的逻辑,也没有设置碳排放指标,导致绿色项目运营中的环境信息披露未法定义务化并量化为相应的考评指标,由此造成投资者难以有效评估、比较绿色项目,也给发行人通过包装“染绿”“洗绿”等提供了可乘之机,埋下发展的道德风险。

(二)自上而下改革带来的问题

政府主导绿色债券市场的建立,尽管在统一绿色发展战略目标和构建系统化制度方面得以高效推进,但这种自上而下的改革不同于市场力量按照经济规律配置金融资源,“在选择哪些绿色企业、绿色金融机构作为政策激励对象上政府调控思维表现得更加突出,市场调节机制的作用并未得到足够的重视”,^[56]加上为尽快启动绿色债券市场,不少举措多从政府能够掌控或者占据优势的领域开始,由此也带来发展不平衡等问题。

其一,在我国绿色债券市场中,金融机构和国有企业一直是最主要的发行人,其他商事主体,特别是民营企业参与绿色债券融资的主动性不足,市场份额占比少,未能充分发挥调动全市场参与绿色低碳经济发展的功用。据统计,2016年至2018年,一直都是金融企业发行的绿色金融债券占据市场主导地位,直到2019年非金融企业才首次超越金融机构成为第一位的发行人类别。^[57]2019年,虽然民营企业发行的绿色债券期数(11期)较2018年增长了83.33%,但50亿元的发行规模(占比2%)仍远低于国有企业的1949.37亿元(占比79.90%),^[58]这

[50] 郭净、李静:《挪威气候金融的研究与实践:来自国际气候与环境研究中心——奥斯陆的经验启示》,《金融理论探索》2020年第2期,第50页。

[51] 陆文钦:《中欧绿色金融标准一致性的比较与分析》,《债券》2020年第4期,第77页。

[54] CBI、商道融绿:《中国的绿色债券发行与机遇报告》第18页,气候债券倡议网,https://www.climatebonds.net/resources/reports/China_GBIO_CN,2021年11月10日访问。

[55] 陆文钦、王遥:《明确界定绿色债券项目》,《中国金融》2016年第6期,第54、55页。

[56] 胥爱欢、杨蓁蓁:《基于需求视角构建和完善绿色金融商业可持续激励机制研究》,《西南金融》2019年第6期,第22页。

[57] CBI & CCDC Research, China Green Bond Market:2019 Research Report, June 2020, available at https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/2019_cbi_china_report_en.pdf?file=1&type=node&id=47441&force=0, p. 4.

[58] 联合赤道债券研究部:《2019年绿色债券运行报告》,参见“联合赤道”微信公众号,2020年3月17日。

一状况至今如此。

其二,政府主导模式可能在某种程度上造成资源不均衡配置,并因此增加地方政府债务风险。“许多地方政策主要用于支持信用评级较高、规模较大、技术相对成熟的绿色产业项目”^[59]一些可能助益绿色低碳发展,前景广大的项目因不具备这些特质而无法获得融资;获得政策支持绿色债券可以便捷高效地得到监管部门的发行批准,并允许发行人将较高比例的资金用于非绿色用途,由此一些难以通过发行一般公司债券融资的地方政府平台公司可能转向绿色债券,获得额外资金从而增加地方政府负担,^[60]而一些受宏观政策调控行业的公司也可能利用绿色债券发行途径融资或利用尚不统一的绿色债券标准及监管机制进行套利,^[61]埋下风险隐患。

其三,我国绿色债券环境效益正外部性还未能借助市场化机制得到有效内部化,政策优惠成为降低发行成本的主要来源。如上所述,金融机构、国有企业是绿色债券主要的发行人,他们充分利用有利的主体背景或高评级的主体信用而获得较好的利差优势,但一些主体评级较低或缺乏政府、国企背景的民营企业,尽管可能投向优质绿色项目或开展的绿色项目有着显著的环境效益,但往往难以获得债券价格优势,“AAA 主体发行绿色债券仍具有较为明显的利差优势,AA +、AA 级别企业发行的绿色债券无明显利差优势”^[62]“绿色债券较低的收益利差并不仅因为其含有绿色因子,更多是因为具有政府隐性信用支持。”^[63]“地方发展绿色金融很大程度上需要地方政府的支持”,^[64]自实行“央地联合”以来,地方政府配合绿色债券发行出台了诸多优惠政策与举措,例如财政补贴、税收减免等,^[65]地方绿色债券发行人很大程度上依靠这些政策优惠或政府让利降低债券发行成本,并不主要是因为有效进行了绿色债券环境效益正外部性的内部化而获得价格优势,这一点令人警醒。

(三)作为新兴市场的待决问题

绿色债券是一类创新于 21 世纪并承载保护环境、促进可持续发展公益目标的金融工具,如何将绿色债券的环境效益正外部性进行内部化,构建行之有效的激励约束机制,是决定这一新兴市场兴衰的关键性问题,我国绿色债券的发展也面临这一挑战。

其一,中国版绿色债券市场存在着较明显的投融资主体激励约束机制失衡问题。一方面绿色债券开辟了企业融资的新途径,在绿色标准尚未一致、募集资金绿化使用比例不高且后续环境信息披露未做强制要求的制度规则下,绿色债券对发行人有着高度激励,更潜藏着部分企业“染绿”的道德风险;另一方面,现有法律制度还未及时回应市场发展需求,没有针对发行人不遵守“绿色”标准或“漂绿”等行为,作出专门责任规定,导致发行人违法成本过低而加大市场风险。

其二,投资者的环境风险意识不强且欠缺有效的管理方法,绿色债券市场发展有待培育成熟的机构投资者。绿色债券不仅具有一般债券的信用风险,而且因其绿色投资目标而随附环境风险,^[66]需要投资者具有相应的环境风险意识并采取有效方法进行识别、衡量与管理。据统计,2020 年我国绿色债务融资工具(中期票据)的主要

[59] CBI、商道融绿:《中国的绿色债券发行与机遇报告》,气候债券倡议网, https://www.climatebonds.net/resources/reports/China_GBIO_CN,第 18 页,2021 年 11 月 10 日访问。

[60] 巴曙松、丛钰佳、朱伟豪:《绿色债券理论与中国市场发展分析》,《杭州师范大学学报(社会科学版)》2019 年第 1 期,第 102 页。

[61] 肖江、严星:《绿色金融标准体系现状、国际比较及建议》,《金融纵横》2018 年第 5 期,第 85 页。

[62] 绿色债券研究团队:《盘点绿色债券的 2020(下篇)》,参见“中债资信”微信公众号,2021 年 1 月 27 日。

[63] 窦瑞、张文中:《绿色因子对债券收益利差的影响研究——基于 PSM 法的分析》,《上海立信会计金融学院学报》2019 年第 6 期,第 47 页。

[64] 王遥:《中国绿色金融体系的建构》,《建筑科技》2017 年第 1 期,第 20 页。

[65] 商道融绿、CBI:《中国地方政府绿色债券激励机制研究》(Study of China's Local Government Policy Instruments for Green Bonds),2017 年 4 月 15 日,available at <https://www.climatebonds.net/resources/reports/study-chinas-local-government-policy-instruments-green-bonds>, p. 22.

[66] 洪艳蓉:《绿色债券运作机制的国际规则与启示》,《法学》2017 年第 2 期,第 134 页。

投资者为政策性银行、商业银行等存款类金融机构、保险公司和证券公司等非银行金融机构等,[67]传统的机构投资者、其他企业和个人参与比例很小,“投资者主要关心投资的经济收益,而对社会收益、募集资金最终用途、项目绿化程度等重要信息的披露关注度不足”,[68]更遑论有系统化的环境风险分析与管理工具,“许多投资者由于分析能力不足,无法识别和量化环境因素可能产生的信用和市场风险,因而低估‘棕色’资产的风险,同时高估绿色投资的风险”。[69]因此,投资者队伍缺乏负责任投资(PRI)理念及其管理环境风险方法的空白,可能进一步限制绿色债券市场的可持续发展。

其三,绿色项目运营监管难度大,监管者难以配置充分资源进行有效监管,存在对违法违规行为制约不力的隐患。相比一般债券,绿色债券因其绿色投向并具有相应的环境效益而备受肯定,但如何判断项目绿化度并对可能产生的环境效益予以适当评估,需要投入比一般债券监管更多的人力、物力和财力,也需要有契合各行各业的绿色标准监测工具和监管手段。这些都远超传统金融监管机构掌控的资源 and 能力范围,带来空前的监管挑战并留下难以及时查处“漂绿”“洗绿”等行为的问题,由此可能影响监管对绿色债券市场健康发展的保驾护航作用。

四、未来中国绿色债券发展的制度改进

(一)来自国际和国内的双重压力

1. 国际绿色标准的新趋势及其话语权

随着环境风险对人类经济社会生活影响的深入,如何应对并适应气候变化,成为主要经济议题,发展包括绿色债券在内的绿色金融市场,充分运用金融资源助力经济可持续发展,成为国际共识和主流趋势。近年来,越来越多的国家/地区加入绿色发展道路并致力于推出更具理性和可操作性的绿化标准,这无疑给绿色债券市场规模占据世界第二,正在积极融入国际社会的我国带来发展的新压力。

就绿色标准新趋势而言,最早提出绿色债券四大原则[70]的ICMA近年来加快了更新作为国际绿色债券重要标准之一的GBP内容的步伐,继2018年6月的更新之后,其于2021年6月发布最新版本的GBP,建议提高发行人方面可持续发展战略及其承诺的透明度水平,并鼓励披露项目与绿色分类标准一致性程度的相关信息。[71]在具体操作指引上,ICMA于2020年12月更新了《绿色债券影响报告》(Green Bond Impact Reporting),其中的《统一框架手册》(Handbook Harmonized Framework)对主要类别绿色项目的披露方法与指标予以细化和解释,并提供影响报告编制指南与模板供发行人参考,以进一步提升绿色债券的透明度及信息可比性。[72]而气候债券标准的主流制定者CBI在2019年12月发布了CBS的3.0版本,强化绿色债券公开披露要求和时效性,倡导进行更多发行前的信息披露,并进一步明确第三方认证的要求与作用。[73]

2018年以来,欧盟加快了可持续金融发展步伐,不仅在2019年3月发布的《欧盟绿色债券标准》紧随上述两大绿色债券标准的核心要义,而且在2020年3月发布的可持续金融《技术报告》(Technical Report)中明确绿色经

[67] 《2020年债务融资工具业务量统计》,中国银行间市场交易商协会网, <http://www.nafmii.org.cn/scyjfx/ywltj/202101/P020210121612536685896.pdf>, 2021年11月10日访问。

[68] 刘涛:《培育绿色债券投资者,中国还差在哪里?》,《中国银行业》2018年第6期,第110页。

[69] 马骏:《〈绿色金融丛书〉序言》,载金海年主编:《绿色金融评价体系研究——企业、资产与供应链的绿色评价》,中国金融出版社2019年版,第8页。

[70] 即原则一:募集资金用途。要求确保募集资金所投资的绿色项目能够产生积极的环境效益,并可进行评估和量化;原则二:项目评估和筛选流程。要求发行人披露项目符合绿色标准的依据及其具体决策过程;原则三:募集资金的管理。要求设置专门账户等追踪募集资金的使用并建立内部流程予以监控;原则四:报告和披露。要求发行人至少一年一次对外披露募集资金使用情况报告。

[71] ICMA: Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, June 2021, available at <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>, p. 2.

[72] Green Bond Impact Reporting, available at <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/impact-reporting/>.

[73] Climate Bonds Standard V3.0, available at <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3>.

济活动评估、识别要遵循气候变化减缓、气候适应等六大环境目标,^[74]并坚持“无重大损害”原则,不得为实现一个环境目标而损害另一个环境目标等。^[75]2021年4月21日,欧盟发布《欧盟可持续金融分类授权法案》(EU Taxonomy Climate Delegated Act),要求欧洲所有投资者和大型企业应每年报告其投资组合和活动中的可持续部分,相关绿色和可持续金融产品应符合分类方案的定义,既明确了欧盟实现可持续发展的路径,也代表了欧盟金融监管部门对可持续金融市场发展指引的进一步加强。

上述国际绿色标准的新变化和新趋势,有望成为下一个绿色债券标准的国际标杆,值得我国在构建绿色债券制度和发展相应市场时予以借鉴,并进一步加强参与国际绿色标准交流与对话。

2. 我国国家自主贡献新目标——碳达峰碳中和

一方面,我国一直是落实《巴黎协定》的积极践行者,早已把建设生态文明作为基本国策并开展了诸多活动,随着经济向绿色低碳转型的深入和步伐加快,推动包括绿色债券在内的绿色金融制度的完善并健全相应的市场运作机制已迫在眉睫。另一方面,习近平总书记在继2020年9月22日提出“碳达峰碳中和”的国家自主贡献新目标后,于同年12月12日在参加《巴黎协定》五周年气候雄心峰会上,宣布“到2030年,中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上,非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右,森林蓄积量将比2005年增加60亿立方米,风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上”。^[76]为落实这一“碳达峰碳中和”国家自主贡献的最新举措,以2021年为开局之年的“十四五”规划将“加快推动绿色低碳发展”作为主要目标;2021年2月2日发布的《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》重申建立健全绿色低碳循环发展经济体系的重要意义,全面部署包括大力发展绿色金融、强化法律法规支撑、完善绿色标准、绿色认证体系和统计监测制度等各项绿色发展工作;2021年9月22日发布的《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》更深度地对碳达峰碳中和进行了系统谋划与总体部署。这些新目标和新举措,无疑对进一步改革、发展我国绿色债券市场提出了新要求,需要在总结过去绿色债券市场及其制度实践成效并反思其不足的基础上,提出切实可行的改进建议,推动绿色债券的可持续健康发展。

(二) 促进绿色债券发展的制度改革举措

处于经济转型期的我国在政府主导下开拓建立了服务于绿色效益目标的绿色债券市场,初步克服了这一金融工具发展的制度难题,成绩令人刮目相看,但面对这种自上而下的发展模式潜藏的巨大挑战和国内外绿色发展的新压力,有必要在保留政府主导绿色发展战略目标、制定绿色金融制度并提供绿色项目分类技术标准、操作规范、统计数据、有效监管等绿色金融发展基础设施的基础上,适当转变政府职能,由“限定市场、余外政府”模式向“限定政府、余外市场”模式的结构翻转,^[77]在我国经济逐步走向绿色低碳循环发展的过程中,让市场力量在绿色领域的金融资源配置中发挥主导作用,挖掘市场发展的内生动力,通过构建完善的市场机制推动我国绿色债券市场逐步走向成熟。为更好地实现这个转变,至少有必要采取如下改革举措:

其一,以“国内统一、国际接轨”为导向,加快推动我国绿色债券标准的统一及与国际标准的趋同,不断提高

[74] 还包括海洋与水资源的可持续利用和保护、向循环经济转型和污染防治、生物多样性和生态系统保护、恢复这四大目标。See EU taxonomy for sustainable activities, available at https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en.

[75] 陆文钦:《中欧绿色金融标准一致性的比较与分析》,《债券》2020年第4期,第77-78页;马骏:《以碳中和为目标完善绿色金融体系》,金融时报网, https://h5.newaircloud.com/detailArticle/15048522_28236_jrsb.html?app=1&source=1, 2021年11月10日访问。

[76] 2020年9月22日,习近平总书记在第七十五届联合国大会一般性辩论上提出中国的这一新国家自主贡献目标。参见《习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话》,中国政府网, http://www.gov.cn/xinwen/2020-09/22/content_5546169.htm, 2021年11月10日访问。2020年12月12日,习近平总书记在纪念《巴黎协定》签署五周年的气候雄心峰会上发表了题为《继往开来,开启全球应对气候变化新征程》的重要讲话,宣布中国国家自主贡献一系列新举措。参见《习近平在气候雄心峰会上发表重要讲话》,中国政府网, http://www.gov.cn/xinwen/2020-12/13/content_5569136.htm, 2021年11月10日访问。

[77] 陈甦:《商法机制中政府与市场的功能定位》,《中国法学》2014年第5期,第45页。

募集资金使用绿化率,探索形式绿与实质绿的有机结合,真正实现从棕色向浅绿、中绿、深绿的转变。申言之,整合之前分别由中国人民银行和发改委主导的两套绿色项目标准,借鉴欧盟可持续金融提出的“无重大损害”原则并积极回应 ICMA、CBI 新近提出的绿色标准内容,同时兼顾我国经济转型周期的特点与国情,逐步推动与国际绿色债券标准的趋同。

在这一方面,近年来我国已多有举措,但未来仍需进一步加大力度,更好地在国际绿色债券标准及市场上贡献中国智慧,分享话语权。2020年7月,中国人民银行、发改委和证监会三部委首次联合发布《绿色债券支持项目目录(2020年版)》(征求意见稿)向公众公开征求意见,2021年4月21日,《绿色债券支持项目目录(2021年版)》最终发布并自7月1日开始施行,可谓一大进步。新版目录既注意部门间政策的协同,承继了中国人民银行等七部委联合发布的《绿色产业指导目录(2019年版)》对绿色产业的一级分类,又延续了中国人民银行、证监会管辖领域适用的《绿色债券支持项目目录(2015年版)》二、三级目录的思路,并拓展为四级分类,^[78]实现了国内绿色债券市场在支持项目和领域上的统一,是绿色金融标准工作的一项重大突破。同时,根据我国新时期重点发展的绿色领域类别,新版目录增加了绿色农业、绿色建筑、可持续建筑等支持项目范围,有利于绿色债券市场扩容及更好地促进生态文明建设。新版目录还剔除了旧目录下的化石能源清洁利用项目并增加了气候友好型项目,并在项目具体说明/条件中纳入“无重大损害”原则的表述,在与国际发展新趋势接轨方面迈出了重要一步。^[79]与此同时,我国也通过参加双边、多边国际交流平台,推动促进国际国内绿色标准的统一,例如我国与欧盟委员会2019年共同发起设立的可持续金融国际平台(IPSF),成立了绿色分类术语工作组,中国人民银行正在与欧盟相关机构牵头研究中欧绿色金融分类标准的异同,拟在2021年推出中欧绿色金融共同标准,^[80]等等。

其二,在统一国内绿色债券标准的基础上,强制绿色债券环境信息披露义务并提供披露规范格式,逐步量化环境效益评估指标,为海内外投资者提供更透明和更充分的投资决策信息,提升对我国绿色债券市场的信心与投资热度。目前证监会只要求被纳入环保部门公布的重点排污单位的上市公司及其重要子公司履行环境信息披露义务,其他上市公司适用“不遵守即解释”规则。^[81]这种非强制性要求的自愿披露无疑有损我国绿色债券市场的透明度。也因此,近年来我国正在加快绿色债券信息披露强制性与规范化进程,例如除已被要求强制披露募集资金使用及实际环境效益的绿色金融债券、中期票据外,银行间债券市场2021年创新推出的碳中和债,明确要求披露碳减排等环境效益信息;^[82]同时,证监会在科创板将环境保护列入上市公司自愿披露的范围,中国人民银行为此专门组织研发了绿色金融信息管理系统,以促进信息连接与共享,提升监管有效性。更值得一提的是,生态环境部于2021年5月24日印发《环境信息依法披露制度改革方案》,启动了到2025年基本形成环境信息强制性披露制度的工作,为我国建立这一信息披露刚性约束列明了时间表。此外,在国际层面,中英金融机构气候与环境信息披露试点工作不断推进,共有13家中英金融机构根据气候相关财务信息披露工作组(TCFD)建议框架及

[78] 我国绿色项目的一级分类为节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级、绿色服务六大类。

[79] 当然,考虑到中国经济社会发展阶段、产业状况和生态环境特点等因素,新版目录保留了不少发展中国家的特色,从而可以为仍处于发展过程中的“一带一路”沿线国家发展绿色金融提供参考路径。参见马骏、徐稼轩、张芳:《新版〈绿债目录〉发布的意义及绿色债券市场改革展望》,《债券》2020年第8期,第16页。

[80] 参见《国新办绿色金融有关情况吹风会文字实录》,中国人民银行网,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191657/index.html>,2021年10月8日访问。这一共同标准——《可持续金融共同分类目录报告——气候变化减缓》已于2021年11月4日在IPSF年会上发布。

[81] 证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2021年修订)》第41条第2款规定,重点排污单位之外的公司应当披露报告期内因环境问题受到行政处罚的情况,并可以参照上述要求披露其他环境信息,若不披露其他环境信息,应当充分说明原因。

[82] 《创新推出碳中和债,助力实现30·60目标》,银行间市场交易商协会网,http://www.nafmii.org.cn/xhdt/202102/t20210209_84483.html,2021年11月10日访问。

结合我国情况制定的《环境信息披露框架》进行环境信息披露,已取得明显成效并产生一定的示范效应。^[83] 总之,在绿色债券信息披露制度设计上应将绿色债券发行人作为第一责任人,鼓励其多维度、全方位地披露绿色资金运用的碳足迹,强化外部评估机构对这一披露内容的审慎核查责任,^[84]并辅以监管部门对履行环境信息披露义务的严格执法与问责,更好地建立市场信任并缓解绿色债券投融资双方的信息不对称问题。

其三,增强绿色债券投融资的正向激励和责任约束,促进绿色债券环境效益正外部性通过市场化机制真正内部化,形成市场与政府功能互补、良性互动的绿色债券发展环境。该项工作可从以下两方面展开:

融资端。据统计,截至2020年末,存量规模位居世界第二的我国绿色债券只有8132亿元,远低于存量规模高达12万亿元,位居世界第一的我国绿色贷款。^[85]“与绿色信贷相比,绿色证券的融资模式更加直接,绿色产业能以更低的成本、更简单的流程获取资金”,^[86]未来有必要加大绿色债券的政策支持比重及优惠力度,形成吸引发行人的优势。绿色低碳需要全民投入,动员一切可动员的力量。我国在未来有必要激发广大民营企业投身绿色事业的积极性,将政府财政补贴、税收优惠等更多地向民营企业、有较大潜在环境效益的绿色项目倾斜;同时引导绿色发行人将更多募集资金投向绿色项目,增加“绿色”纯度,并根据我国经济转型进程,创新并丰富绿色债券种类,支持除深绿项目之外的中绿、浅绿项目的发展并开发转型债券,助力棕色产业绿色转型。考虑到2020年3月1日新《证券法》实施后,中国公司债券全面实行“注册制”,绿色债券在发行审批上已不具有优势,未来应调整法律约束条件,在环境保护法律中强化商事主体的环境保护义务,在经济法律制度中倡导商事主体承担更多的社会责任,在行政刑事法律中完善对“染绿”“漂绿”等违法违规行为的制裁。它们可与市场中介勤勉尽责地协助绿色债券发行人做好绿色认证和环境信息披露工作,共同形成理性评估绿色债券价格的市场机制及法律责任框架,从而真正提高破坏环境行为人的违法成本,反向激励绿色债券发行人改善环境效益的外部性溢价,增强绿色债券的吸引力。

投资端。进一步加大绿色低碳经济的宣传教育力度,促成PRI,特别是ESG成为投资考虑因素,引导金融资源更多地流向绿色低碳循环经济领域,提升投资者对绿色属性的敏感度和青睐度,“以绿色发展、可持续发展或者社会公益为主要投资目标的投资群体,目前仍是国内市场需要重点培养和发展的”。^[87]与此同时,提升投资决策对环境风险的关注与分析,改变单纯关注财务风险与收益的传统,更好地应对和适应气候变化,获得经济收益与社会效益的双赢。2020年9月,NGFS发布《金融机构环境风险分析综述》(Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions)和《环境风险分析方法案例集》(Case Studies of Environmental Risk Analysis Methodologies)两份重量级文件,呼吁各界应共同努力推广环境风险分析(Environmental Risks Analysis,简称ERA)在金融业的运用。我国作为NGFS的发起人之一,有必要借此契机,充分调动市场机构积极性并充分利用其专长,加快环境效益统计数据库建设、环境风险分析方法与评估模型的开发和共享,促进绿色金融投资分析工具的完备与成熟,便利投资者参与绿色领域投资。在绿色债券发行市场日益壮大的趋势下,政府应适时地将对个别发行人的地方政府补贴或让利,汇集成引导绿色产业发展的形式多样的绿色基金(例如绿色产业基金、绿色担保基金、绿色并购基金、绿色引导基金、绿色发展基金等),^[88]发挥示范带头作用。

其四,加大对绿色债券的监管资源投入与执法力度,充分利用数字技术和金融科技等先进方法、手段,缓解绿色债券后续环境效益测算与监管的信息不对称,在降低监管成本的同时提高监管效率。如何有效评估项目的绿

[83] 参见《中英金融机构气候与环境信息披露试点:2019年度进展报告》第3页,能源基金会网,<https://www.efchina.org/Reports-zh/report-lceg-20201103-zh>,2021年11月10日访问。

[84] 中央国债登记结算有限责任公司、中节能咨询有限公司:《绿色债券环境效益信息披露制度及指标体系研究报告》第113页,中国债券信息网,<https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/yjfx/zybg/20190610/151734197.shtml>,2021年11月10日访问。

[85] 《国新办绿色金融有关情况吹风会文字实录》,中国人民银行官网,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191657/index.html>,2021年11月10日访问。

[86] 王遥、马庆华:《地方绿色金融发展指数与评估报告(2019)》,中国金融出版社2019年版,第75页。

[87] 王遥、马庆华:《地方绿色金融发展指数与评估报告(2019)》,中国金融出版社2019年版,第75页。

[88] 安国俊等编著:《国内外绿色基金发展研究》,中国金融出版社2018年版,第76-78页。

色性,一直是关系绿色金融成败的难题与重点。绿色债券发行之前的绿色属性认定还需要后续运营期间募集资金使用监测及所产生的环境效益测评,才能真正验证绿色程度,进而促进资源优化配置。金融科技在绿色债券领域的深入运用,将有助于大大提高对企业和项目环境表现及环境效益测算的精准化、自动化和系统化。^[89]我国已在部分绿色金融试验区对金融科技和绿色金融的场景融合进行了探索。例如在湖州,当地政府运用互联网、大数据等技术搭建了绿色金融综合服务平台,减少环境气候相关信息不对称,帮助绿色企业、项目与金融机构快速对接。^[90]未来,我国有必要充分利用大数据、物联网、人工智能、区块链等金融科技手段,完善绿色债券活动监管工具箱,提高数据真实性并促进以信息共享为基础的绿色债券评级、认证等外部评价的准确性与敏感度,大幅度提高绿色债券市场运行的透明度,改善制度和机制运作的生态环境,从而开拓绿色发展新局面。

五、简要的结论

绿色债券具有显著的环境效益,是构建绿色金融体系的重要工具,但其发展面临的信任、信息等制度难题构成了作用发挥的巨大障碍。我国正在从高能耗、高污染的经济发展模式向绿色低碳经济转型,建设生态文明的历史进程中,通过政府自上而下主导改革,在短期内建立起规模位居世界第二的绿色债券市场。这一成功实践为经济转型国家提供了如何通过行政力量的强制性制度变迁作用,因地制宜地构建一个生机勃勃的绿色债券新兴市场的典范。我国的绿色债券分类标准、法律制度及运作机制的顶层设计、统一部署及行之有效的落地施行,较好地解决了绿色债券发展面临的信任、信息等制度难题,克服了引流社会资本投资绿色债券的部分市场失灵并极大缩短了市场自然演化的周期,凸显出政府这种强制性制度变迁力量的积极作用。但在绿色债券市场取得初步成功的同时,我国也面临着这种政府主导的具有区域性、时代性的发展模式带来的诸多挑战,并已意识到政府与市场合理分工的必要性以及充分发挥市场配置资源的主导作用,建立市场自我实现的激励约束机制的重要意义。面对回应国际绿色标准新趋势和履行“碳达峰碳中和”更高国家自主贡献的要求,我国有必要以“国内统一、国际接轨”为导向,全面采取改革、完善绿色债券市场机制及制度框架的举措,才能进一步繁荣市场并发展这一金融工具,更有效地推动绿色低碳循环经济建设,实现共建地球美好家园的愿景。

(本文责任编辑 焦和平 肖新喜)

[89] 殷红:《全球绿色分类标准及发展》,《中国金融》2020年第9期,第67页。

[90] 《发展绿色金融促就低碳发展——中国人民银行行长易纲在新加坡金融科技节上的视频演讲》,国家外汇管理局上海市分局网,<http://www.safe.gov.cn/shanghai/2020/1210/1420.html>,2021年7月10日访问。