

碳中和债券：中国是否把门槛设的过低？

需要进一步改革来鼓励市场参与

零碳排放融资

关注中国市场的投资者最近几个月一直忙于调整投资战略，因为中国政府承诺将采取痛苦但必要的措施来推动中国金融市场的绿色发展。

习近平主席在2020年9月突然宣布到2060年实现碳中和，使金融市场绿色化发展的进程步入了更高阶段。这本可能成为一项意义重大的声明，但令人失望的第十四个五年规划公布后，市场专家不禁对改革的步伐提出了质疑。十四五规划显示，化石燃料在中国能源结构中的角色几乎没有变化。¹

推动高碳产业加速转型的市场激励措施细节迟迟未能出台。不过，金融领域最近却取得了进展。4月底，发改委和证监会联合发布《绿色债券支持项目目录（2021年版）》，正式将包括“清洁煤”在内的所有化石燃料相关项目从“合格绿色项目”的定义中删除。

这是非常重要的一大步，不仅对那些渴望投资中国绿色债券市场的ESG投资者来说，对中国央行——中国人民银行来说也是如此。中国央行行长易刚强调，仅靠政府资金并不足以让中国实现其零碳目标——预计2021年至2060年间需要140万亿人民币投资（约22万亿美元）——因此，必须鼓励市场力量参与以填补资金缺口。²

**单靠政府资金并不足以让
中国实现其零碳目标。**

中国要在达成《巴黎协定》方面取得进展，在一定程度上取决于中国在温室气体排放方面零碎的政策措施取得了多大的成功。中国人民银行在绿色金融方面展现了领导力，易纲行长也公开表达了对中国金融机构健康状况的现实担忧，因为中国金融机

¹ Financial Times. [China's economic plan short on climate goals as ministries tussle](#). March 10, 2021.

² Bank for International Settlement. [Yi Gang opening remarks: Green finance and climate policy](#). April 15, 2021.

构存在大量未管理的碳密集型资产。他指出，中国主要银行“面临着严重的风险，应该立即开始他们的绿色转型”。

中国央行无可避免需要在调整金融市场方面发挥巨大作用。易纲表示，除其他常规事项外，将加强与气候相关的信息披露要求，上市公司、金融机构和其他市场参与者都必须遵循。这无疑是正确的举措。然而，如果将中国债券市场打造为推动中国能源和金融行业绿色发展的催化剂，就需要进一步改革绿色债券的市场实践，尤其是针对高碳排的中国国有电力能源企业所发行的债券。

“募资用途”的可信度

中国金融市场监管机构尤其应该认真审视高调的国有企业绿色债券募资的用途。在此前中国华融等陷入困境的债券发行者引发争议之后，执行正确的政策设置对于中国央行建立市场信心的努力至关重要。³

一项当务之急是制定更可信的规则来监管国有绿色债券发行者的募资用途。尽管最近强化了绿色债券募投项目目录的标准，但高达50%的国有企业绿色债券资金仍可用于日常流动性资金（不一定用于绿色业务），或用于替代既有贷款。

2021年2月，中国最大的几家电力能源国企，包括国家能源投资集团、中国华能集团和国家电力投资集团，发行了以人民币计价的碳中和债券——一种符合中国人民银行发布的绿色债券支持项目目录的绿债形式。根据此次碳中和债券募集说明书，30%的募资将用于补充流动资金。

根据IEEFA对中国能源投资集团和中国华能集团两家公司共计70亿元人民币（10亿美元）债券的分析，预计用于流动资金的金额达到21亿元人民币（3.26亿美元）。这部分资金原本可用于开发105兆瓦的风能和太阳能等可再生能源项目。⁴

国有企业对碳中和债募资用途的可信度可能会损害碳中性标签属性

债券募集说明书还指出，每家国有企业目前的煤电资产约占其总电力资产的75%，煤电业务仍将是其核心业务。而关于未来的能源结构调整或逐化石燃料淘汰计划，提供的资料却非常有限。根据IEEFA对债券文件的分析，不难想象补充给流动资金

³ Bloomberg. [Huarong Debacle Highlights Problems at Hundreds of Chinese Banks](#). April 16, 2021.

⁴ IEEFA estimates based on Bloomberg New Energy Finance December 2020 data.

的这部分募资会用于维持其现有煤电业务，如果考虑到其储备的煤电项目，甚至有可能用于新增煤电开发。

绿色债券等可持续发展债券或贷款的目的是鼓励加速能源转型。不幸的是，国有企业对绿债募资用途的可信度可能会损害中国新兴绿色债券碳中性标签，以及主要能源国企的信誉。

图1：发行碳中和债券的中国电力企业有规划增加燃煤发电能力



数据来源: Global Energy Monitor, Urgewald Global Coal Exit List.

绿色债券等可持续发展债券或贷款的目的是鼓励加速能源转型。不幸的是，国有企业对绿债募资用途的可信度可能会损害中国新兴绿色债券碳中性标签，以及主要能源国企的信誉。

气候政策倡议组织进行的单独研究发现，2016年至2019年期间，各家国有企业发行的绿色债券都有一些资金分配给了日常流动资金——平均每次发行约为9500万美元(约为平均资金的47%)。⁵此外，由于中国绿色债券市场缺乏标准的报告框架和透明度有限，该研究无法最终确定资金的用途。

提高募资用途透明度

为确保绿债市场建立在健康稳固的基础之上，就引出了需要尽快解决的第二个关键问题：公司治理。

国有企业十分清楚自身对中央政府的战略重要性，以投资者为中心的治理和问责机制并不完全适用中国国企，国企也不习惯上市公司通常面临的审查水平。因此，治

⁵ Climate Policy Initiative. [Green Bonds in China—the State and effectiveness of the Market](#). Escalante, Choi, Chin, Cui, Larsen, June 2020.

理的基本要素，如内部控制、监测和评价、外部报告和独立核查，通常被认为是国企的薄弱环节。

基于IEEFA对2021年2月碳中和债券募集说明书的审查，无法确认以下问题：

- 国有企业对所募资金的使用与它们的短期和长期转型计划(包括逐步淘汰化石燃料项目的计划)有何关联?设定和披露这类目标不仅能向外部投资者提供透明度，还能将任何资金使用决策置于清晰的财务和报告背景下，以便在未来披露。
- 国有企业中谁来决定合格的绿色项目?他们的资质如何?是否有党委和(或)董事会对与资金使用有关的决策进行监督?是否成立了由独立环境专家组成的委员会?
- 国有企业在选择和决定合格绿色项目时的流程是什么??
- 债券所募资金如何管理?例如，国有企业如何通过内部控制，确保绿色资金不与一般资金混在一起，并且用于合格的绿色项目?

发行前报的信息披露应该更全面和详细，以便发行后报告进行比对和监控。值得注意的是，债券募集说明书承诺，由第三方核实的发行后报告将每六个月发布一次。这种承诺对这些国企发行人来说并不寻常，但非常值得赞扬，因为国企在对外报告方面经验并不丰富。如果这些国有企业未来还要发行更多的公共债券，他们最好确保能在对外报告中详细说明以下事项来建立信誉：

- 全面的、逐年可比较的项目级信息，特别是在募投资金的使用和募投资项目影响方面，包括所减少的绝对碳排放量细节；
- 用于评估项目影响的透明、清晰和前后一致的方法；
- 作为发行后报告一部分的专家工作大纲。专家的工作应包括：
 - 核实已分配和未分配的募投资金
 - 评估流程设计和执行的有效性（项目选择和资金使用的流程）
 - 检查确认合格的绿色项目存在，并核实减排效果的准确性。

首份发行后报告预计将于2021年8月发布，报告质量是高标准绿色债券投资者的一个关键参考因素。审慎的ESG投资者不愿为缺乏透明度、继续以化石燃料为主要业务的发行方提供资金，而且他们会仔细审查每家公司的过往记录、总体的转型计划行动以及管理层报告。

ESG投资者不会为缺乏透明度、继续关注化石燃料的发行人提供资金。

问题的解决

中国在岸债券市场准备在2021年发行约5000 - 8000亿元人民币(780 - 1240亿美元)的绿色债券⁶，再加上最近的一系列政策声明，可能会推动中国朝着实现绿色雄心的方向前进。

然而，在国际主要ESG投资者有证据相信中国国企绿色债券发行商的市场纪律得到改善之前，国内的银行、保险公司和资产管理公司——迄今为止国内债券的主要持有者——可能暂时需要独自填补易行长担心的国有企业融资缺口。

⁶ Bloomberg. [China Urges 'Market Forces' to Fill Gap in Green Bond Program](#). March 22, 2021.

关于IEEFA

能源经济和金融分析研究所(IEEFA)主要研究能源市场、趋势和政策相关的问题。该研究所的使命是加速向多样化、可持续和可盈利的能源经济转型。

官方网站 www.ieefa.org

关于作者

吴玉环

研究和干系方协调负责人吴玉环主要负责IEEFA在亚太地区的固定收益工作。她在财务报道方面有20年的经验，在澳大利亚和香港担任标准制定者，指导财务会计和报告标准的研究、开发和采用，并领导与投资者、监管机构和企业的合作和接触。她同时也是一名独立顾问。工作邮箱：cng@ieefa.org

This report is for information and educational purposes only. The Institute for Energy Economics and Financial Analysis ("IEEFA") does not provide tax, legal, investment, financial product or accounting advice. This report is not intended to provide, and should not be relied on for, tax, legal, investment, financial product or accounting advice. Nothing in this report is intended as investment or financial product advice, as an offer or solicitation of an offer to buy or sell, or as a recommendation, opinion, endorsement, or sponsorship of any financial product, class of financial products, security, company, or fund. IEEFA is not responsible for any investment or other decision made by you. You are responsible for your own investment research and investment decisions. This report is not meant as a general guide to investing, nor as a source of any specific or general recommendation or opinion in relation to any financial products. Unless attributed to others, any opinions expressed are our current opinions only. Certain information presented may have been provided by third-parties. IEEFA believes that such third-party information is reliable, and has checked public records to verify it where possible, but does not guarantee its accuracy, timeliness or completeness; and it is subject to change without notice.