

唤醒绿色巨人

气候变迁是 21 世纪最大的挑战之一。然而，固定收益市场的反应相对落后，「绿色」债券市场仍显低迷，主要是因为该市场未订立具体标准，加上投报率没有竞争力，致使部份关注环保议题的投资人怯步。

然而，我们认为可借镜股市的数据，透过订定减碳量来消除投资人相关疑虑，而非只有单靠绿色债券，有助将焦点从仅以原则为基础的导向，转移到强调环保成效，进而为投资人拓展这个先前缺乏吸引力的资产类别，让环保成为均衡债券投资组合的核心策略。

投入绿色市场

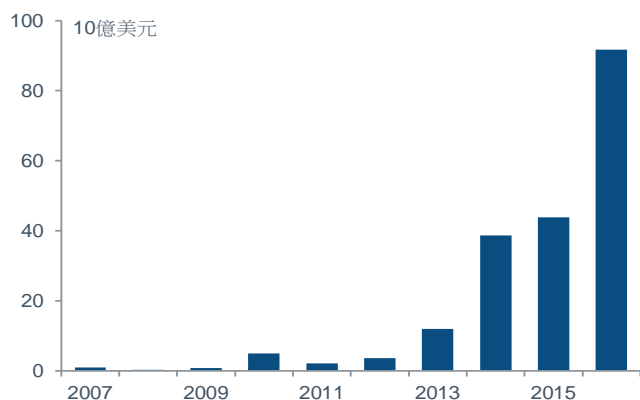
投资人应对气候变化的传统策略，是专注于管理「搁浅资产 (stranded assets)」的风险。拥有潜在搁浅资产的企业，会被投资人剔除甚至撤资。

该策略透过负面强化 (negative reinforcement) 的方法，去遏止对破坏环境的项目，但却没有奖励考虑从事对环境更友善的发债商，而绿色债券正可解决这个问题。

绿色债券为对环保有利的相关项目提供融资，带来环保效益，以促进经济永续发展。其主要优点是提供正面强化动力 (positive reinforcement)，但也存在两大缺点：

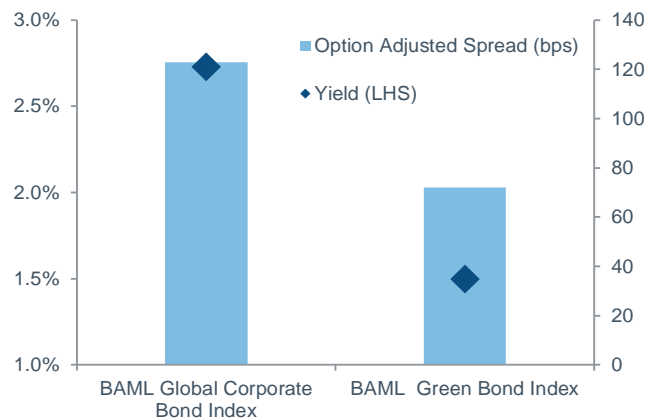
- 绿色债券的定义尚无一致的标准。
- 相较于投资范围广的全球信用组合而言，绿色债券的殖利率低，且利差水平也低 (图 2)。

图 1: 绿色债券发行量日增



数据源: BAML, Bloomberg, CBI, company filings, 28 February 2017

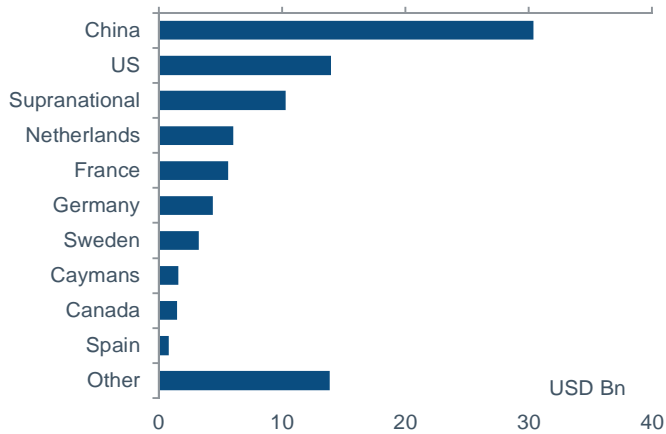
图 2: 相对低的殖利率和利差



数据源: Fidelity International, BAML, 31 March 2016.

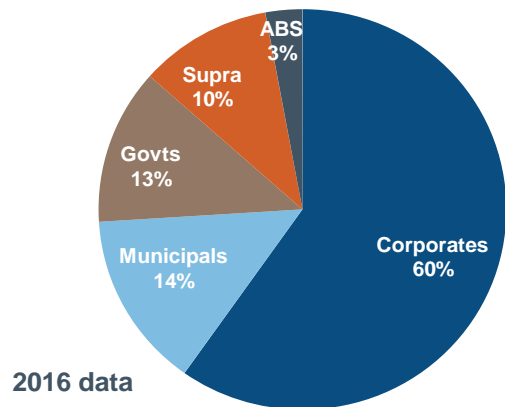
搁浅资产: 主要由于法规改变或科技创新，导致资产出现预期以外，导致资产价值降低或是提前减记，例如依赖化石燃料运作的工厂，因当局实施碳排放限制而面临荒废。

图 3: 哪些国家在 2016 年发行绿色债券?



数据源: BAML, Bloomberg, CBI, company filings, 28 February 2017

图 4: 政府 / 跨国家组织发行量庞大



数据源: BAML, Bloomberg, CBI, company filings, 28 February 2017

漂绿

如何定义绿色债券? 多个独立组织向绿色债券发行商公布准则, 以提高透明度。然而, 理论上任何人都可以发行债券, 并宣称它是绿色债券, 这个风险损害市场对该资产类别的信心。

2014 年发布的绿色债券原则则明订采用世界银行的标准, 但仅属自愿性质, 而各项原则的诠释空间也很大。

在 2016 年, 发行额达 2 亿美元以上的新债当中, 69%有第三方意见(独立查核)¹, 意味着近 1/3 未经独立查核。

市场需要的是为共同工具建立共通语言, 以及一致的「绿色」门坎、基准指标和衡量成效的方法。可惜的是, 认可第三方审核的应用日趋普遍, 使得该理想难以实现。另外的考虑是, 标准化不应扼杀推动市场继续向前的创新发展。

绿色溢价

绿色债券发行量继 2016 年创下 920 亿美元的纪录后, 随着更多发债商进入市场, 预期 2017 年将扩增至 1,000 亿美元以上。绿色债券仍深受政府和跨国家组织所影响(其占 2016 年发行量逾 37%)。由于发债成本便宜, 绿色债券的殖利率及利差较整体信贷市场低。

在低殖利率的环境下, 即使「绿色溢价」低(绿色债券溢价, 降低投资人的收益率, 但为发债商提供较便宜的融资), 许多投资人虽不会忽略, 但却难以成为核心投资组合。

这是个自相矛盾的说法。便宜的融资成本鼓励发债商推动绿色项目, 本可造福社会, 但低殖利率却令部份投资人望之怯步。

一些提高吸引力的方法, 例如提供保证、次顺位债及保险等, 或许可解决相关问题。这有助提升债券的信用评级, 可望改善投资人的风险报酬。

绿色债券原则(GBP)

包括:

- 收益的运用
- 项目评估及筛选流程
- 收益管理
- 汇报

有限的流通性

市场流通性有限，同样带来挑战。虽然主权、跨国家组织和机构债(SSA)并无流通性有限的问题，但在企业债市，投资人往往买入并持有较长年期的债券，以致流通性有限，而以下因素更令情况加剧：

- 美国参与度低—美国企业及政府机构的参与度低。虽然市场在美国不参与发债的情况下仍可运作，但其将显著降低绿色债券的长期成长潜力。
- 绿色债券定义狭窄：绿色债券除定义含糊外，也忽略一系列广泛「关注环保」的计划。根据气候债券倡议组织（Climate Bonds Initiative, CBI）估计，若计入「气候相关债券」，绿色债券规模将由 1,180 亿美元增至 6,940 亿美元。² 无论如何，与绿色债券一样，气候债券倡议组织对气候相关债券的定义标准亦显模糊。

气候相关债券：气候债券倡议组织(CBI)将其定义为「至少 95% 的营收来自气候相关业务的发行商」，但并未明确指出包括哪些活动。

草可以再绿一点

虽然绿色债券市场的发展过程并不容易，我们认为有方法让投资人同时能提升对环境的影响及潜在报酬。**解决方案是转移焦点到减碳、强调环保成效，而非单单关注在以原则为基础的方法上。**

若把低碳债券加入绿色债券，可投资的范围将扩大，优点包括：

- **负面和正面强化。**绿色债券为发债商推展绿色项目的诱因，提供正面强化。低碳债券则排斥对环境较不友善的发债商，产生负面强化作用。
- **绿色凭证的量化指标。**减碳任务建立了明确而客观的目标。我们可运用为股市发展的碳强度指数，建构一个可量化减碳量的投资组合。
- **模拟全球企业债券特色。**运用基本组织者技术，可建构一个保留减碳目标，同时仿真全球企业债券指数风险模式的投资组合。

低碳债券：投资程序三步曲

第一步：定义投资范畴 — 绿色及低碳债券发债商

利用搁浅碳资产的负面筛选，结合绿色债券和既有的低碳指数为基础的正面筛选，是建构投资组合的第一步。然而，由于民间发债商的比例较高，市场并无就低碳足迹所建立的固定收益基准指数，以致数据收集困难，但像是 MSCI 全球低碳领导者指数(MSCI Global Low Carbon Leaders Index)指数则是一个不错的参考指标。

上述基准指标剔除最高碳排放强度和拥有最大碳储备的公司，目的是降低相对整体市场的碳足迹至少 50%。指数内的股票名单可与债务工具进行比对，以建构一个传统全球投资级企业债指数的低碳子集合。低碳分类指数债券的集合占原始投资范围近 70%，并降低碳排放强度逾 40%。

第二步：采用多重主动策略

主动精选证券可把信评降等和违约所造成的损失降至最低，以增强投资报酬。基本面的信用分析可摒除表现较弱的发债商，令投资组合更稳健。

第三步：打造最优化投资组合

再来，投资组合必须管理殖利率、存续期间和信用评级，以复制全球企业债指数的主要风险特性，并加入产业、国家和发债商的限制。最优化以确保发行商多元分散的最低水平，同时根据信用风险订定投资规模比例，也可加入流动性的考虑。

表 1、投资组合模型与传统基准指数的比较

	低碳解决方案	美林美银 全球公司债指数	美银美林全球公司债 (不含能源)指数*	美林美银 绿色债券指数
殖利率	2.70%	2.73%	2.66%	1.50%
存续期间	6.2	6.6	6.5	5.8
期权调整利差 (基本点)	123	123	120	72
平均信评	BBB+	A-	A-	AA-
债券总数	113	12,780	11,529	161

* 依减持投资策略所估计

数据来源：Fidelity International, BAML, 31 March 2017.

结论

市场对绿色债券的投资意愿日增，但仍面对标准化不足、收益偏低和流通性有限的挑战。绿色债券成本偏低可能吸引发债商，但同时令投资人却步，因而难以实现环保效益。

摒弃以原则为基础的方法，转为聚焦于减碳环保成效，是促进绿色债券市场的途径之一。我们可运用股市完善的信息与债市进行比对，建立一个较广泛，却又更量化的「绿色」固定收益投资范畴。

该方法可保留全球信贷范畴风险和回报的特性。低碳模块的殖利率及利差较绿色债券指数为高，存续期间也较长，且能保有投资级信用评等（表 1），该方案能比得上全球企业债券指数。

因此，若采用此法，关注环保的投资人无须牺牲债券组合的表现，环境、社会和治理(ESG)的要求能受到重视，而友善环境的投资也可成为均衡债券组合的核心策略。

参考数据

¹Natixis, January 2017

²CBI estimate July 2016.

富达仅通过在中国设立的外商独资企业-富达利泰投资管理（上海）有限公司被授权在中国大陆管理或以私募方式销售私募投资基金产品，或为中国大陆相关证券期货经营机构提供投资建议服务。本资料仅供数据参考用途，不应被视为邀请或推介认购富达任何投资基金或产品，或邀请或推介采用富达的资产管理服务。未经富达的书面同意，请勿传阅或复制本资料。富达或 Fidelity 或 Fidelity International 指 FIL Limited 及其附属公司。「富达」、Fidelity、Fidelity International、Fidelity International 标志及 F 标志均为 FIL Limited 的商标。富达只就产品及服务提供数据。有意投资者人士就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资涉及风险。本数据仅包含一般数据，并非认购基金股份的邀约，亦不应被视为建议购买或沽售任何金融工具。本数据所载数据只在数据刊发时方为准确。观点及预测或会更改而不需另作通知。本资料所载的证券(如有)仅供资料用途，在任何情况下均不应被视为建议买入或卖出有关证券。本资料由富达基金(香港)有限公司发行，并未经证券及期货事务监察委员会审核。HM17045