

## 研究報告

蓬勃發展中的內地綠色資產支持證券市場 與香港市場的潛在助推力



# 目錄

						Ę	Į	£13	數
								•	1
									2
									5
									5
									8

摘要	Ę		1
1.	綠色	資產支持證券作為內地綠色債券市場新的增長動力	2
2.	內地	綠色資產支持證券市場的運作	5
	2.1	內地市場的資產支持證券分類與綠色資產支持證券的定義	5
	2.2	綠色資產支持證券在內地市場的發行、上市和交易	8
3.	增長	前景12	2
4.	香港	市場可提供的助推力19	5
5.	總結	11	8
附給	· 規·	管綠色資產支持證券的主要法規	9

## 摘要

綠色資產支持證券是一種特殊的綠色債券‧這種證券以綠色資產作抵押‧並從中得到派付收益所需的款項‧又或將籌集所得或騰出的資金用於支持綠色項目。在中國內地‧綠色資產支持證券是綠色債券市場的增長動力‧而其發行金額及發行數目以在交易所買賣的綠色資產支持證券佔絕大多數。

在內地,綠色資產支持證券可分為三大類,分別是信貸資產支持證券、非金融企業資產支持票據及企業資產支持證券各自的綠色版本。這三大類資產支持證券各自的「綠色」元素(包括基礎資產及所得款項或籌得資金的用途),會於相關法規中明確地列出或隱含其中,又或於專為綠色資產支持證券而設的特定法規中所註明。最初,內地不同監管機構的法規對綠色的定義(包括何謂綠色貸款及綠色債券的定義)不盡相同,但現時已漸趨一致。內地綠色資產支持證券的發行、上市及交易安排是按照適用於相關類別的資產支持證券的法規進行。

儘管新冠肺炎疫情及其他挑戰使 2020 年的市場增長有所放緩,長遠而言,內地綠色資產支持證券市場預期將續見增長。市場政策的支持,加上中央政府在全球的環境、社會與管治(ESG)的實踐趨勢下推出種種促進「綠色產業」發展的政策,使發行人及投資者兩邊的市場需求上升,這些因素將會推動綠色資產支持證券的長期增長。

內地的綠色金融預期會持續增長,市場需要更多的綠色融資渠道。香港向來是內地企業的離岸融資中心,當可以發揮助力支持內地綠色金融發展的作用。香港已成立了「綠色和可持續金融跨機構督導小組」,促進香港綠色金融發展。在支持綠色金融與證券化市場的蓬勃發展方面,香港高效穩健的市場(尤其是交易所平台),可在以下各方面推動內地綠色金融及投資工具(包括綠色資產支持證券)的發展:提供離岸發行及上市渠道;為離岸投資者提供更大的透明度;支持在岸市場的流動性與參與離岸市場;以及相關產品的發展。一個配套完善的綠色資產支持證券市場最終亦有助帶動私人資本流向,支持內地及香港的可持續經濟活動。

#### 1. 綠色資產支持證券作為內地綠色債券市場新的增長動力

資產支持證券是一種特殊的債券,它是將基礎資產證券化而發行的證券 —— 即以相關資產或資產組合作抵押的證券,其收益派付亦來自該等基礎資產。在全球市場,資產支持證券若符合以下條件,則通常會被定義為「綠色」:(1) 現金流(或給予投資者的收益派付)產生自綠色基礎資產;及/或(2)籌集所得資金或資產原始權益人騰出的資金是用於投資綠色項目<sup>1</sup>。這些綠色基礎資產或綠色項目須按認可的綠色標準分類。

全球市場綠色債券的發行自 2014 年起呈上升趨勢<sup>2</sup>。在投資者的龐大需求支持下,綠色債券成為綠色項目的主要資金來源。儘管 2020 年的融資需求在疫情肆虐下紛紛轉向為非綠色目的(例如社會及醫療)發行債券而稍見放緩,但不斷增加的投資者需求長遠而言預期將繼續推動增長<sup>3</sup>。發行綠色債券或會有助提升商譽及減低資金成本<sup>4</sup>。綠色資產支持證券作為特殊類型的綠色債券,可能為發行人帶來更多的好處,包括:(1) 綠色貸款可由銀行的資產負債表轉入特殊目的載體,(special purpose vehicle,簡稱 SPV),令銀行須符合監管規定的資金額度可騰出空間作更多貸款用途;(2) 可降低企業資產負債表的槓桿比率;及(3) 可減低綠色項目的資金成本(項目的風險狀況會較發行人的業務組合為佳)<sup>5</sup>。

美國是全球最大的綠色債券市場 —— 綠色債券發行金額於 2019 年約佔全球綠色債券總發行金額的 20%,當中約 45% (229 億美元)都是由房利美(當時全球最大的綠色債券發行人)發行的6。綠色按揭支持證券是一種以綠色住房按揭為基礎資產的綠色資產支持證券。全球市場中其他種類的綠色資產支持證券包括以綠色貸款、房產評估清潔能源 (PACE)、太陽能、汽車以及應收賬款及租賃應收款為基礎資產的各種合成資產支持證券的綠色版本7。

在中國內地,綠色資產支持證券是綠色債券市場的增長動力。有報導指內地的首隻綠色資產支持證券於 2006 年 7 月發行,是以水務管理項目為基礎資產,但當時並未被標籤為「綠色」<sup>8</sup>(可能是因為該等資產並不符合內地有關綠色的定義,見第 2 節)。根據同一資料來源,首隻標籤為綠色的資產支持證券於 2016 年由一家銀行發行,其基礎資產是綠色貸款組合。其後內地綠色資產支持證券市場加速增長,綠色資產支持證券的新發行金額及新發行數目於 2019 年均創新高,分別達人民幣 501 億元及 175 隻,佔內地綠色債券總發行金額的 13.4%及新發行綠色債券總數的 45.7%(見圖 1)。2020 年的發行金額雖受新冠肺炎疫情影響而稍為回落,但仍超越了 2018年的數字。2020 年增長趨勢放緩主要是受新冠肺炎疫情的負面影響,而面對疫情內地當局於2020 年初實施了一系列政策措施支持經濟活動,包括推出支持小微企業的銀行貸款及債券發行



<sup>1</sup> 見《綠色債券原則》(Green Bond Principles)‧國際資本市場協會 (International Capital Market Association‧簡稱 ICMA) 發布‧2018 年 6 月;Rado, G.〈綠色證券化:為小型低碳項目提供融資〉("Green securitisation: unlocking finance for small-scale low carbon projects")‧載於氣候債券倡議組織 (Climate Bonds Initiative‧簡稱 CBI) 的網站‧2018 年 8 月 17 日; Fiscale, C.、F.D. Monte、A. Feliciani、G. Arenaccio 與 M. Scuriatti〈意大利:綠色資產支持證券:新機遇〉(Italy: Green ABS: a new opportunity)‧載於 Hogan Lovells 的網站‧2020 年 2 月 21 日。

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 見香港交易所研究報告〈綠色債券發展趨勢:環球、中國內地與香港〉·載於香港交易所的網站·2018 年 12 月 13 日。

<sup>3</sup> 見〈可持續債務: 2020 年上半年全球市況〉("Sustainable debt: Global state of the market H1 2020") · 載於於 CBI 的網站 · 2020 年 10 月 22 日 ∘

<sup>4</sup> 見〈為何選擇綠色債券〉("Why green bonds") · gogreenbonds.org 網站頁面 · 於 2020 年 7 月 2 日閱覽。

<sup>5</sup> 見中央財經大學綠色金融國際研究院〈綠色 ABS 發展的現狀、優勢與展望〉‧載於 xinhua08.com · 2018 年 7 月 12 日。

<sup>6</sup> 資料來源: 〈2019 年綠色債券市場摘要〉("2019 Green Bond Market Summary")‧載於 CBI 的網站‧2020 年 2 月。

<sup>7</sup> 見 CBI 簡介文件〈綠色證券化:為小型低碳項目提供融資〉("Green securitisation — Unlocking finance for small-scale low carbon projects")·載於 CBI 的網站·2018年3月。所有有關的基礎資產類型均被分類為「綠色」·當中包括來自綠色資產的未來現金流(例如就 PACE 資產支持證券提升能源效益後節省的成本、來自太陽能資產的現金流、應收收益流等)或就收購或建設綠色資產提供資金(例如就租賃電動汽車的應收款項)。

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> 資料來源:CBI 與國際永續發展協會 (International Institute for Sustainable Development · 簡稱 IISD)〈中國發展藍圖:利用綠色證券 化、稅收激勵及增信措施拓展綠色債券〉("Roadmap for China: using green securitisation, tax incentives and credit enhancements to scale green bonds")·載於 CBI 的網站·2016年5月11日。資料來源中並不包含內地 2006年以來的綠色資產支持證券的完整列表。

的臨時措施<sup>9</sup>。因此,內地中小企對融資渠道的需求可能由資產支持證券(包括綠色資產支持證券)轉向其他渠道。這可能是 2020 年綠色資產支持證券發行短暫回落的原因。

#### 圖 1:內地新發行綠色資產支持證券的發行金額與發行數目(2016年至 2020年)

#### (a) 發行金額

#### (b) 發行數目





註:綠色資產支持證券包括根據 Wind 的定義分類為「綠色資產支持證券」·以及明確冠稱為「綠色資產支持證券」者。 資料來源:Wind。

在內地·於 2016 年至 2020 年·內地綠色資產支持證券的評級當中有 61.9%為 AAA 級(11.4% 為 AA+級、2.2%為 AA 級、0.7%為 A+級・23.8%未獲評級)(見表 1)。於同一時期,與同一評級的非綠色資產支持證券相比,評級為 AA 級、A+級以及未獲評級的綠色資產支持證券於發行時的平均票面利率較低,而評級為 AAA 級及 AA+級 的綠色資產支持證券於發行時的平均票面利率則較高。該期間並無評級為 AA-級或 A+級以下的綠色資產支持證券。

表 1: 資產支	表 1:資產支持證券的平均票面利率(按發行時的信用評級劃分)(2016 年至 2020 年)						
資產支持	約	色資產支持證	<del></del> 券	非統	平均票面		
證券的信用 評級	數目	佔總數 百分比	平均票面 利率 (%)	數目	佔總數 百分比	平均票面 利率 (%)	利率差異 (百分點)
AAA	276	61.9%	4.81	7,355	44.9%	4.66	0.16
AA+	51	11.4%	6.42	2,234	13.6%	5.55	0.87
AA	10	2.2%	5.73	628	3.8%	6.14	-0.42
AA-	0	0.0%		94	0.6%	5.60	
A+	3	0.7%	5.36	98	0.6%	6.07	-0.71
A+以下	0	0.0%	_	128	0.8%	5.60	_
未獲評級	106	23.8%	4.64	5,849	35.7%	5.04	-0.40
整體	446	100.0%	5.06	16,386	100.0%	4.99	0.07

註: 綠色資產支持證券及非綠色資產支持證券的整體平均票面利率僅為不同信用評級的個別資產支持證券票面利率的平均數·並未就其發行時信用評級的差異作任何調整。因此·有關數據不可直接比較。

資料來源:Wind。

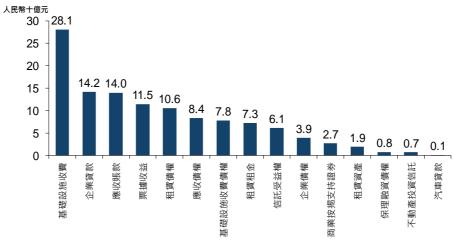
在內地·綠色資產支持證券的其中一項主要用途是為綠色基礎建設項目融資·再以項目產生的現金流向資產支持證券的投資者支付利息。這可見於 2016 年至 2020 年間發行的綠色資產支持證券當中·大部分為基礎設施相關基礎資產(包括來自基礎設施的收費以及有關收費的債權)—— 其發行金額達人民幣 359 億元·約佔期內綠色資產支持證券總發行金額的 30%(見圖 2)。

資料來源:《關於進一步強化金融支援防控新型冠狀病毒感染肺炎疫情的通知》‧中國人民銀行、中國財政部、中國銀行保險監督管理委員會(簡稱「中國銀保監會」)、中國證券監督管理委員會(簡稱「中國證監會」)與國家外匯管理局發布‧2020年1月31日; 《中國人民銀行關於發放專項再貸款 支持防控新型冠狀病毒感染肺炎疫情有關事項的通知》‧中國人民銀行發布‧2020年1月31日;《關於充分發揮政府性融資擔保作用為小微企業和"三農"主體融資增信的通知》‧中國財政部發布‧2020年3月27日。



內地市場綠色資產支持證券的其他基礎資產包括應收賬款、公司貸款、信託受益人權益、租賃資產及債權、商業按揭支持證券及汽車貸款。

圖 2:綠色資產支持證券發行金額(按基礎資產類別劃分)(2016年至 2020年)



註:綠色資產支持證券包括根據 Wind 的定義分類為「綠色資產支持證券」,以及明確冠稱為「綠色資產支持證券」者。 資料來源:Wind。

内地的大部分綠色資產支持證券均於交易所發行及買賣。於 2016 年至 2020 年間,綠色資產支持證券的總發行金額達人民幣 1,180 億元,總數達 446 隻。若按發行金額計,當中約 54%於內地交易所發行及買賣 —— 上海證券交易所(簡稱「上交所」)為 39.6%;深圳證券交易所(簡稱「深交所」)為 14.0%,另外約 46%則於中國銀行間債券市場發行及買賣,還有極小部份(0.3%)於機構間私募產品報價與服務系統發行及買賣<sup>10</sup>。(見圖 3)

#### 圖 3:內地綠色資產支持證券總發行金額與發行數目(按交易場所劃分)(2016年至 2020年)

#### (a) 綠色資產支持證券總發行金額

## 

#### (b) 綠色資產支持證券總發行數目



註:綠色資產支持證券包括根據 Wind 的定義分類為「綠色資產支持證券」·以及明確冠稱為「綠色資產支持證券」者。 資料來源:Wind。

<sup>10</sup> 機構間私募產品報價與服務系統由中國證監會授權並由中國證券業協會營運·作為僅為合格機構投資者提供私募產品(包括若干私募資產支持證券)報價、發行與轉讓服務的平台(見〈公司介紹〉)·interotc.com.cn 網站的頁面·於 2020 年 7 月 2 日閱覽)。中國證監會於 2021 年 2 月 23 日發布實施《公司債券發行與交易管理辦法》的修訂版。根據修訂後的規則·公司債券(包括公司資產支持證券)不得再於機構間私募產品報價與服務系統買賣。



#### 2. 內地綠色資產支持證券市場的運作

#### 2.1 內地市場的資產支持證券分類與綠色資產支持證券的定義

在內地,綠色投融資工具基本上包括綠色貸款、綠色債券與綠色資產支持證券(被視為一種特別的綠色債券)(見圖 4)。其中綠色資產支持證券可分為三大類:信貸資產支持證券(信貸資產證券化)、非金融企業資產支持票據(非金融企業債務融資工具),以及企業資產支持證券(資產支持專項計劃)各自的綠色版本。這些綠色工具按本身所屬的證券類型運作,各自有其監管框架。這三類資產支持證券的性質概述如下11。

## 

## (1) 信貸資產支持證券

信貸資產支持證券是以銀行金融機構的信貸資產作為抵押的受益證券,其派付的收益是以信貸資產所產生的現金流支付。金融機構是資產支持證券的「發起機構」,先是設立 SPV,將基礎資產轉入其中。此 SPV 是中國銀行保險監督管理委員會(簡稱「中國銀保監會」)授權的「受託機構」(通常是信託投資公司),擔任信貸資產支持證券的發行人。信貸資產支持證券的服務提供者包括貸款服務機構、資金保管機構、信用評級機構及承銷團。發起機構須持有信貸資產支持證券至少 5%的權益,作為「保留信貸風險」<sup>12</sup>。這類資產支持證券受中國人民銀行(簡稱「人民銀行」)與中國銀保監會規管,並於中國銀行間債券市場買賣。

## (2) 非金融企業資產支持票據

非金融企業資產支持票據是由非金融企業(「發起機構」)本身或通過 SPV 為集資而發行的證券化融資工具。證券派付的收益(包括利息付款及本金還款)由基礎資產產生的現金流支付,資產可以是應收賬款、商業房產、基礎設施、租賃或債權,或其他產權。非金融企業資產支持票據的服務供應商包括 SPV 的管理機構、管理基礎資產的資產服務機構、主承銷商、資金監管機構、資金保管機構、信用評級機構、信用增進機構、律師事務所、會計師事務所及資產評估機構。這類資產支持證券受人民銀行規管,並須遵守中國銀行間市場交易商協會(簡稱「交易商協會」)的自律監管。這類資產支持證券在中國銀行間債券市場買賣。

<sup>12</sup> 於 2013 年 12 月推出的規定。資料來源:《關於進一步規範信貸資產支持證券的公告》·人民銀行與前中國銀行業監督管理委員會 (簡稱「中國銀監會」)發布·2013 年 12 月 31 日。



<sup>11</sup> 相關資料的來源見附錄裏規管各類資產支持證券的主要法規的清單。

#### (3) 企業資產支持證券

企業資產支持證券是資產支持專項計劃(即證券公司又或基金管理公司附屬公司為此而設立的 SPV)下發行的證券產品。這家證券公司或基金管理公司附屬公司必須持有客戶資產管理牌照,並會擔任資產支持證券的管理人。企業資產支持證券的基礎資產是合法產權或可產生獨立、可預測現金流的財產,可以是企業應收款、租賃或信貸產權、信託受益權、基建或商用物業等房產。基礎資產的原始權益人通常是有意通過資產支持證券集資的商務企業。基礎資產的託管服務可由商業銀行、證券公司或持有相關商業牌照的其他託管服務機構,又或中國證券登記結算有限責任公司(簡稱「中國結算」)提供。企業資產支持證券受中國證券監督管理委員會(簡稱「中國證監會」)規管,並於證券交易所、全國中小企業股份轉讓系統(場外市場或稱「新三板」)及其他經中國證監會批准的證券交易場所買賣。

除上述三類資產支持證券外,內地還有另一類資產支持證券 —— 保險資產支持計劃受益憑證,受中國保險監督管理委員會(簡稱「中國保監會」)(現與前中國銀行監督管理委員會(簡稱「中國銀監會」)合併為中國銀保監會)。保險資產支持計劃受益憑證由保險資管公司經 SPV 向保險公司發行。基礎資產是這些符合法律法規規定的財產、財產權利或者財產與財產權利構成的資產組合,可直接產生獨立及可持續現金流。然而,現時未見有何政策或監管文件有指定綠色資產為保險資產支持計劃受益憑證的基礎資產。

內地各類的資產支持證券雖各受不同規例所規管,但彼此有若干共通之處。他們都利用 SPV 的融資架構,基礎資產都從原始權益人轉移到 SPV,也同樣是僅向機構投資者發行;資產支持證券的基礎資產所產生的現金流用以履行其支付收益的責任;這些證券由各個不同服務供應商提供服務,包括基礎資產管理機構、負責保管基礎資產產生的現金流的資金保管機構,也可選擇信用評級機構對資產支持證券作評級,或承銷商包銷資產支持證券的發行。

三大類資產支持證券(信貸資產支持證券、非金融企業資產支持票據及企業資產支持證券)均有其綠色版本(即綠色資產支持證券)。不同類別的綠色資產支持證券要遵守的規定包括適用於相應證券類別的法規,以及所屬綠色資產支持證券類別的特定法規,這些法規都由各自對應的監管機構制定和執行(見附錄)。最初,內地監管部門各自的法規中對綠色的定義(包括綠色貸款和綠色債券的定義)都不一樣。2019 年 2 月,內地七個部委13聯合發出《綠色產業指導目錄(2019 年版)》,作為一套通用的綠色定義應用於所有類型綠色活動(包括綠色金融)。指導目錄中綠色產業的六大類別為:節能環保產業、清潔生產產業、清潔能源產業、生態環境產業、基礎設施綠色升級和綠色服務。

這三大類資產支持證券各自的「綠色」元素會於相關法規中明確地列出或隱含其中,又或於專 為綠色資產支持證券而設的特定法規中所註明。下文作分別表述:

#### (1) 綠色信貸資產支持證券

綠色信貸資產支持證券的基礎資產為綠色貸款。現時內地對綠色貸款有相應的政策及規例,但並沒有特別為綠色信貸資產支持證券而設的法規。為了推動銀行業的綠色信貸業務,支持國家對環保及綠色經濟的政策,2012 年 1 月,當時的中國銀監會刊發《綠色信貸指引》。根據該指引,銀行須制定適當的信貸政策系統及程序,以識別、估量、監察和控制信貸業務的環境及社會風險,這些風險范疇包括耗能、污染、土地、健康、安全、移民安置、生態保護、氣候變化等。此外,綠色貸款還有兩套作統計匯報的標準,一套由前中國銀監會於 2013 年 7 月發布,另一套由人民銀行於 2018 年 1 月發布並於 2019 年 12 月修訂。銀行

<sup>13</sup> 分別為國家發展和改革委員會、工業和信息化部、自然資源部、生態環境部、住房城鄉建設部、人民銀行與國家能源局。



業存款類金融機構將須接受人民銀行的綠色信貸業績評價·評價結果將納入人民銀行對金融機構的評級(即宏觀審慎評估)當中<sup>14</sup>。

至於綠色信貸資產支持證券,前中國銀監會於 2012 年 5 月發布的通知<sup>15</sup>中對有關基礎資產 (銀行貸款)的規格清楚界定了這些產品可含的「綠色」元素,列明含「綠色」元素的基礎資產包括節能及減排貸款。

## (2) 綠色非金融企業資產支持票據

綠色非金融企業資產支持票據的綠色元素隱含於交易商協會於 2017 年 3 月發布的相關業務指引 16對綠色債務融資工具的定義之中。根據該指引,綠色債務融資工具是本身為法人的非金融企業在中國銀行間債券市場發行的債務工具,其所得款項應用於綠色項目,包括節能環保、污染防治以及資源節約與循環利用。目前,綠色項目作為非金融企業資產支持票據的基礎資產的分類,是按照人民銀行於 2015 年發布的目錄(《綠色債券支持項目目錄(2015 年版)》)對綠色債券的定義來進行。人民銀行、國家發展和改革委員會(簡稱「國家發改委」)與中國證監會於 2020 年 7 月就《綠色債券支持項目目錄(2015 年版)》提出修訂建議(《綠色債券支持項目目錄(2020 年版)》)並諮詢公眾,其後於 2021 年 4 月發布修訂版(《綠色債券支持項目目錄(2021 年版)》,定於 2021 年 7 月實行),統一內地的綠色債券標準。修訂採用了與《綠色產業指導目錄(2019 年版)》相同的六大分類,並剔除清潔煤炭的使用,與國際標準一致。

#### (3) 綠色企業資產支持證券

綠色公司債券有其特定的國家政策指引,這些指引亦適用於綠色企業資產支持證券。其基本規定是所得款項須用於綠色項目,包括節能、污染防治、資源節約與循環利用、清潔交通、清潔能源、生態保護以及適應氣候變化。與非金融企業資產支持票據類似,目前綠色項目作為企業資產支持證券的基礎資產的分類是按照《綠色債券支持項目目錄(2015年版)》(將被2021年版取代)來進行。原始權益人不得屬於高污染或高耗能又或偏離國家行業指引政策的行業,而以下的機構類別將得到大力支持:(1)長期專注於綠色產業的成熟企業;(2)在綠色產業領域具有領先技術或獨特優勢的潛力企業;(3)致力於中長期綠色產業發展的政府和社會資本合作項目的企業;及(4)具有投資內地綠色產業項目計劃或致力於推動內地綠色產業發展的國際金融組織或跨國公司。

此外,交易所亦有特別規定規管企業資產支持證券。上交所和深交所都對綠色公司債的試行計劃設有特別規定,涵蓋綠色企業資產支持證券。根據 2020 年 11 月 27 日發布的最新綠色債券指引,上交所和深交所釐清了綠色公司債的分類準則:(1)「綠色」資產(現金流主要來源於綠色項目所產生的收入或基礎資產主要是為綠色項目融資所形成的債權)佔全部入池基礎資產的比例應不低於 70%;(2) 所得款項作「綠色」用途 —— 不低於 70%用於綠色項目;及 (3)「綠色」的原始權益人—— (i) 最近一年合併財務報表中綠色產業領域營業收入比重為 50%或以上,或綠色產業領域營業收入比重雖小於 50%,但綠色產業領域營業收入和利潤均為所有業務中最高,且均佔到總營業收入和總利潤 30%以上;及 (ii) 募集資金可不對應具體綠色項目,但不低於募集資金總額的 70%應主要用於公司綠色產業領域的業務發展。這些規定亦適用於綠色企業資產支持證券。上交所與深交所亦分別就企業資產支持證券的發行和上市制訂指引。

<sup>16 《</sup>非金融企業綠色債務融資工具業務指引》,交易商協會發布,2017年3月22日。



<sup>14</sup> 見《銀行業存款類金融機構綠色信貸業績評價方案(試行)》·人民銀行發布·2018年7月27日·以及《關於印發〈銀行業存款類金融機構綠色金融業績評價方案〉的通知(徵求意見稿)》·人民銀行發布·2020年7月21日。

<sup>15 《</sup>關於進一步擴大信貸資產證券化試點有關事項的通知》·前中國銀監會發布·2012年5月22日。

#### 2.2 綠色資產支持證券在內地市場的發行、上市和交易

綠色資產支持證券在內地發行、上市和交易的安排是按照各類資產支持證券本身的相關規定和規例來進行。綠色非金融企業資產支持票據和綠色公司債(包括資產支持證券)的發行有特別的綠色通道或更便捷的審批程序,但須遵守額外資料披露規定。當局鼓勵綠色債券(包括綠色資產支持證券)的外部評審/認證,但並無強制規定。

#### (1) 綠色信貸資產支持證券

綠色信貸資產支持證券的發行、上市及和交易安排一般跟隨非綠色版本信貸資產支持證券的做法。信貸資產支持證券在中國銀行間債券市場發行與交易,須持續獲合資格信用評級機構的評級(首評須由至少兩家合資格信用評級機構進行)。金融機構從事信貸資產支持證券發行業務之前須先向中國銀保監會申請相關商業牌照。正式發行前,有關的資產支持證券須向中國銀保監會備案及登記,之後須於三個月內發行。這些資產支持證券在中國銀行間債券市場向機構投資者發行,方式包括通過人民銀行債券發行系統招標發行或通過定向發行。信貸資產支持證券的發行須作承銷。若資產支持證券於中國銀行間債券市場交易,其發行金額每期不得少於人民幣 5 億元,當中每個等級的金額不得少於人民幣 2 億元。

符合法規所定資格投資政府債券和金融債券的金融機構可在法規以及中國銀保監會規定授權的範圍內投資資產支持證券。非銀行金融機構投資者(包括保險公司、證券投資基金、企業年金及全國社會保障基金、簡稱「社保基金」)也可投資信貸資產支持證券。單一銀行金融機構買入單一資產支持證券的數量不得超過其發行金額的40%。

在中國銀行間債券市場,資產支持證券是作為現貨證券交易。通過定向發行向指定投資者發行的信貸資產支持證券只會在認購人之間轉讓。資產支持證券在中國銀行間債券市場所遵從的交易及結算規則與程序,與在該市場交易的債券相同。這些資產支持證券通過詢價交易與點擊成交機制進行交易。中國銀行間債券市場資產支持證券的最低交易金額為人民幣 10 萬元,交易單位為人民幣 1 萬元。相關的登記、託管及結算服務由中央國債登記結算有限責任公司(簡稱「中債登」)提供。關於中國銀行間債券市場各類資產支持證券發行前及發行後持續披露的資料,可於中國外匯交易中心的網站查閱。

## (2) 綠色非金融企業資產支持票據

綠色非金融企業資產支持票據是於中國銀行間債券市場發行和交易,與一般的非綠色版本一樣。發行非金融企業資產支持證券須在交易商協會註冊。初始發行須於登記後六個月內完成,後續發行亦須向交易商協會備案。交易商協會專為發行綠色非金融企業資產支持票據提供綠色通道,簡化相關審批程序。證券的發行可通過公開發售或向中國銀行間債券市場的機構投資者作定向發行,過程可採用集中簿記建檔或招標。公開發售的非金融企業資產支持票據須具備信用評級。當局鼓勵有第三方認證機構進行「綠色」評估,但並非強制規定。

非金融企業資產支持票據所須的發行前及發行後持續的信息披露,以及對綠色定義的披露 均呈報交易商協會的綜合業務和信息服務平台,然後在中國外匯交易中心網站及其他指定 資訊披露平台<sup>17</sup>公開。非金融企業資產支持票據在中國銀行間債券市場的交易和結算安排, 與信貸資產支持證券一樣,亦受該市場同一套規則規管。

<sup>17</sup> 包括各登記及託管機構以及北京金融資產交易所提供的平台。資料來源:《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具信息披露規則》· 交易商協會發布·2017年12月8日。



#### (3) 綠色企業資產支持證券

綠色企業資產支持證券是通過定向發行,向不多於 200 名合資格機構投資者發行。每筆認購涉及的發行面值須不少於人民幣 100 萬元。根據中國證監會的相關指引,綠色公司債券(包括資產支持證券)的發行及上市的審批有設置綠色通道,簡化程序。發行企業資產支持證券須向中國證券投資基金業協會(簡稱「中國基金業協會」)備案,在交易所上市亦須經交易所批准。上交所將向申請人發出無異議函,有效期為 12 個月(如屬單一發行),若屬分多批發行的計劃,有效期則為 24 個月(但首批發行需於 12 個月內完成)。同樣地,深交所亦會向有關申請人發出無異議函。

資產支持證券的交易場所包括交易所(上交所及深交所)、新三板及證券公司的櫃枱(場外)市場作交易18。證券公司於場外市場為資產支持證券的交易提供雙向報價服務。在場內市場方面.上交所容許將資產支持證券作抵押回購融資之用.規定其交易的買賣盤的最低發行面值為人民幣 100 萬元.並就綠色公司債訂下標準指標。同樣地.深交所規定資產支持證券的買賣盤最低發行面值亦是人民幣 100 萬元。上市的資產支持證券的結算由中國結算處理。

上市的企業資產支持證券的發行前及發行後持續披露的資料在上交所與深交所網站登載。上交所更特設專頁展示於其上市的綠色證券名單,其中包括綠色企業資產支持證券。

下表 2 總結了各類綠色資產支持證券的主要特色。

表 2:中國內	表 2:中國內地三大類綠色資產支持證券的主要特色							
特色	信貸資產支持證券	非金融企業資產支持票據	企業資產支持證券					
監管機構	人民銀行 / 中國銀保監會	人民銀行 / 交易商協會 (自律監管機構)	中國證監會 / 中國基金業協會 (自律監管機構) / 上市的資產支持證券:上交所或深交所					
融資架構	SPV (規定中稱為「特定 目的受託機構 」)	SPV (規定中稱為 「特定目的載體 」)	SPV (規定中稱為「特殊目的載體」)					
基礎資產	符合條件的信貸資之 () () () () () () () () () () () () ()	應收賬款、商業房地產、 基礎設施、租賃或債權或 其他產權	<ul><li>企業應收賬款、租賃或信貸資產、 信託受益權、基礎設施或房地產</li><li>不在中國基金業協會的負面清單</li></ul>					
「綠色」的定義	人民銀行「綠色貸款專 項統計制度」分類為 綠色貸款的基礎資產	綠色債券支持項目目錄分類為 綠色項目的基礎資產	(1) 綠色債券支持項目目錄分類為綠色項目的基礎資產 (2) 高污染或高耗能板塊以外的發行人 (3) (a) 至少七成基礎資產是綠色資產; (b) 原始權益人籌措的資金至少七成用於綠色項目; (c) 原始權益人的綠色收入佔總收入至少一半,或在其業務分部中佔最高份額(三成至五成)					

<sup>18</sup> 根據中國證監會於 2021 年 2 月發布的規則修訂·公司債券(會包括信貸資產支持證券)不可再於機構間私募產品報價與服務系統交易。(見上文第 1 節)。



9

表 2:中國內地三大類綠色資產支持證券的主要特色						
特色	信貸資產支持證券	非金融企業資產支持票據	企業資產支持證券			
原始權益人	金融機構・包括商業銀行、政策性銀行、信託 投資公司、財務公司、 城市信用社及農村信用 社(「發起機構」)	具法人資格的非金融 企業(「發起機構」)	任何企業			
發行人	受託機構 (信託投資公司)	發起機構或 SPV	證券公司;基金管理公司子公司			
服務供應商	<ul><li>委託貸款服務機構</li><li>資金保管機構</li><li>信用評級機構</li><li>承銷團</li></ul>	SPV 管理機構     資產服務機構     資金監管機構     資金保管機構     信用增進機構     律師及會計師     信用評級機構     主承銷商     資產評估機構	SPV 管理機構     資產託管機構(例如銀行)     信用評級機構     承銷團     綠色評審或認證機構			
審批模式	<ul><li>發行人申請商業牌照</li><li>就資產支持證券作備 案及登記</li></ul>	就資產支持證券作備案及 登記     綠色審批通道	<ul><li>就資產支持證券作備案</li><li>交易所批准資產支持證券上市</li><li>綠色審批通道</li></ul>			
信用評級	必須信用評級·但私人 配售發行的資產支持證 券則不須	公開發售的資產支持證券必須 信用評級·惟分層發行中 的最低級除外	非必須			
發行方式	通過人民銀行的債券 發行系統招標     定向發行     需要承銷	<ul><li>公開發售</li><li>定向發行</li></ul>	定向發行予不多於 200 家機構			
合資格投資者		機構投資者‧包括商業銀行、 金、企業年金、社保基金	合資格機構投資者,包括商業銀行、證券公司、基金管理公司、信託公司、保險公司、理財產品、合格境外機構投資者(QFII)/人民幣合格境外機構投資者(RQFII)、養老基金、社會保障基金及私募基金			
「綠色」認證	毋須	鼓勵有第三方認	證機構評審・但並非必須			
上市/交易 場所	中國銀行間債券	市場(僅現貨交易)	上交所或深交所 / 新三板 / 證券公司的場外市場			
清算所	中債登:登記、託管	<b>管及結算・以及現金支付</b>	上市的資產支持證券:中國結算			



表 2:中國內	表 2:中國內地三大類綠色資產支持證券的主要特色							
特色	信貸資產支持證券	非金融企業資產支持票據	企業資產支持證券					
信息披露要求	(1) 發行前五個工作天:	(1) 發行前:     公開發售之發行文件,沒律意見及信用,法律意見及信用。     公開發售之發行信用,     公開發售之發行信用。     基礎資產營運報告,公開發售,公開發售,公開發則,不可以對於實力。     每半年,其下,其下,其下,其下,其下,其下,其下,其下,其下,其下,其下,其下,其下,	(1) 發行前:      發行文件·披露產品及基礎資產詳情、產品發行詳情、信用評級報告(如有)、登記/託管/交易場所、風險披露等  (2) 發行後:     年度基礎資產管理報告     年度基礎資產託管報告     按露所得款項用途、綠色項目的進展及環保效率     每年及不定期刊發信用評級報告(如有)     匯報款項分派資料(各付款期)     對投資價值有重要影響的重大事項					
信息披露平台	<ul><li>中國債券信息網及中國貨幣網(中國外匯交易中心)</li><li>未設綠色證券專頁</li></ul>	<ul><li>中國貨幣網(中國外匯交易中心)及上海清算所網站</li><li>未設綠色證券專頁</li></ul>	<ul> <li>上交所上市者:上交所網站「綠色證券」頁面;</li> <li>深交所上市者:深交所網站(未設專頁)</li> <li>不在交易所上市者:中國基金業協會指定網站</li> </ul>					

註:若找不到特定的綠色資產支持證券類別的監管條文·表內提供的是相應證券類別所適用法規中的資料。表內僅列出部份主要資料·並非全部。

資料來源:監管機構發出的相關法規(見附錄)。

自 2016 年 1 月首隻標籤為「綠色」的資產支持證券發行以來·截至 2020 年內地已合共發行 446 隻綠色資產支持證券·總發行金額為人民幣 1,180 億元 (見圖 5):

- 綠色信貸資產支持證券佔發行金額的 14%、佔數目的 5%。內地首隻有標籤(符合內地綠色定義)的綠色信貸資產支持證券於 2016 年 1 月在中國銀行間債券市場發行<sup>19</sup>,其基礎資產是原由一家銀行擁有的綠色公司債<sup>20</sup>。此資產支持證券分三批發行,有不同的還款優次級別。
- 綠色非金融企業資產支持票據佔發行金額的32%,佔數目的17%。首隻有標籤的綠色非金融企業資產支持票據於2017年4月在中國銀行間債券市場發行,其基礎資產是綠色水利項目的應收債務<sup>21</sup>。此債務融資工具分七批發行,有不同的還款優次級別。
- 綠色企業資產支持證券在發行金額和發行數目中均佔主導,分別佔總額的 54%和總數的 78%。 正如第 1 節所述,首隻無標籤的綠色企業資產支持證券於 2006 年 7 月發行,而首隻有標籤的 綠色企業資產支持證券則於 2017 年 7 月在上交所發行,其基礎資產為綠色風力項目的收費受 益權。原始權益人是中國最大的風力發電機製造商之一(金風),屬綠色企業。此資產支持 證券分兩批發行,有不同的還款優次級別。

<sup>21</sup> 原始權益人為北控水務。



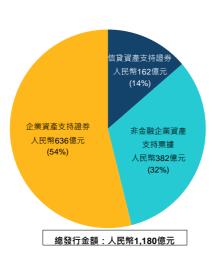
<sup>19</sup> 在此之前,興業銀行於 2014 年 9 月發行過一隻綠色信貸資產支持證券,基礎資產是按該行的綠色定義(或不符監管機構的綠色定義) 分類的綠色貸款池。見〈國內首單綠色金融信貸資產支持證券成功發行〉,載於 financialnews.com.cn · 2014 年 9 月 18 日。

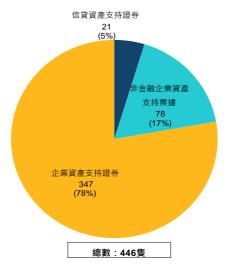
<sup>20</sup> 原始權益人為興業銀行·基礎資產是人民銀行《綠色債券支持項目目錄(2015年版)及前中國銀監會的綠色貸款定義分類的綠色貸款池。見〈興業銀行發行2016年國內首單綠色信貸資產支持證券〉·載於 financialnews.com.cn·2016年1月7日。

## 圖 5:內地綠色資產支持證券的總發行金額與數目(按類別劃分)(2016 年至 2020 年)

#### (a) 綠色資產支持證券的總發行金額

#### (b) 綠色資產支持證券的總發行數目





註:綠色資產支持證券包括根據 Wind 的定義分類為「綠色資產支持證券」·以及明確冠稱為「綠色資產支持證券」者。 資料來源:Wind。

#### 3. 增長前景

由於市場政策支持配合,加上在全球環境、社會與管治(ESG)的實踐趨勢下,中央政府推出種種促進「綠色產業」發展的政策,使發行人及投資者兩邊的市場需求均不斷上升,這些因素將會推動內地綠色資產支持證券市場進一步增長。

中國是全球首個發布系統性綠色金融政策框架的國家·於 2016 年發布《關於構建綠色金融體系的指導意見》<sup>22</sup>,。其後中國亦為支持綠色金融發展而發布了一系列財政、貨幣及監管方面的政策,包括推出激勵措施鼓勵綠色銀行貸款和發行綠色債券,以及在信息披露、信用評級及第三方評核或認證等方面引入政策及監管措施,建立支持綠色金融的環境。就資產支持證券作為新的融資工具而言,中國自 2005 年試推資產支持證券以來陸續引入了若干具體的配套政策及監管措施<sup>23</sup>,特別是 2018 年 4 月實施金融機構資產管理業務改革的政策文件<sup>24</sup>中所規定的監管限制,並不涵蓋於中國銀行間債券市場與交易所買賣的資產支持證券產品,因為這些產品被視為「標準化」資產。這有助於內地資產支持證券市場的持續增長。

就推動「綠色產業」而言,中國一直積極兌現其作為《巴黎協定》簽署國的承諾(《巴黎協定》是在《聯合國氣候變化框架公約》之下的協定,於 2016 年簽訂,以減少溫室氣體排放,並就此進行調適及融資)。國務院於 2017 年 12 月發布《生態環境損害賠償制度改革方案》,自 2018 年 1 月 1 日起全國實施。此外,《中國共產黨章程》及《中華人民共和國憲法》亦加入生態文明的要素<sup>25</sup>。

<sup>25</sup> 資料來源:《中國綠色金融發展報告(2018)》‧載於人民銀行的網站‧2019年11月20日。



12

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> 資料來源:《關於構建綠色金融體系的指導意見》·由人民銀行、中國財政部、國家發改委、中國環境保護部、中國銀監會、中國證 監會及和中國保監會(中國銀監會和中國保監會已重組成中國銀保監會)發布·2016年8月31日。

<sup>23</sup> 資料來源:《資產證券化業務知識問答》,中國證監會發布,2017年12月1日。

<sup>24 《</sup>關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》,人民銀行、中國銀保監會、中國證監會與中國國家外匯管理局發布,2018 年 4 月 27 日。

中國國家主席習近平在 2020 年 9 月的聯合國大會中宣布·中國力爭於 2030 年前達到二氧化碳排放的峰值·並爭取 2060 年前實現碳中和<sup>26</sup>。對於這兩大目標·於 2020 年 11 月發布的第十四個「五年計劃」,以及李克強總理於 2021 年 3 月第十三屆全國人民代表大會第四次會議中提交的政府工作報告中所列的政策措施都有所配合<sup>27</sup>。有關實現碳中和的 2021 年主要發展目標包括進一步改善環境·務求每單位國內生產總值的能源消耗調減約 3%·並持續減少主要污染物的排放。

在實現 2030 年及 2060 年目標的行動期間的綠色項目預期會增多,對綠色金融方面的需求亦會有所增加。雖然不同行業的大型企業可能不難取得直接或間接資金作投資用途(不論是否綠色),但中小企(尤其是私人企業)的融資問題卻一直是內地經濟發展的一個痛點。中小企的業務規模不大,亦可能沒什麼受認可的信譽度,因此通常難以通過銀行貸款或股本證券集資取得資金。資產支持證券的融資結構可將小型資產集合起來形成資產池,中小企及小型投資就可以此取得資金,而小型綠色投資亦可以此模式通過發行綠色資產支持證券取得資金<sup>28</sup>。這做法多少從綠色資產支持證券的平均發行金額低於其他綠色債券可見一斑,這尤見於綠色企業資產支持證券(多代表私人企業市場)—— 2019 年,綠色企業資產支持證券、綠色企業資產支持票據和綠色信貸資產支持證券的平均發行金額分別為人民幣 1.65 億元、人民幣 5.80 億元和人民幣 9.31 億元,而其他綠色債券的平均發行金額則為人民幣 15.5 億元<sup>29</sup>。資產支持證券市場可吸納許多需要為其綠色項目尋求資金的小型發行人。若無此市場,這類發行人或只會被金融市場拒諸門外,因此預期這有助綠色資產支持證券進一步增長。

有着政策上的積極支持·內地綠色資產支持證券的發行於過去數年升勢強勁。儘管有關增長於 2020 年受到新冠肺炎疫情影響而有所放緩(見第 1 節),但預期未來將會再度回升。

現時,中國內地綠色資產支持證券的發展面臨一系列挑戰,包括統一投融資產品中有關「綠色」的定義、內地市場以綠色貸款佔主導、資產支持證券交易佔比相對較低,以及投資者基礎範圍與產品開發有限等。不過,內地正不斷致力應對挑戰,並積極打造有利環境,推動內地綠色資產支持證券市場進一步發展,論述如下。

- (1) 內地不同類別綠色資產支持證券有關「綠色」的定義趨向統一。現時中國在綠色信貸資產支持證券方面並無特定法規,而前中國銀監會和人民銀行分別發布其各自的綠色貸款匯報準則,儘管兩套準則有着同樣的 12 個主要類別。有關準則未必完全與人民銀行的綠色債券分類目錄(綠色企業資產支持票據與綠色企業資產支持證券對基礎資產的分類均按這目錄進行)一致。不過,據報中國銀保監會與人民銀行已致力修訂其匯報準則,以期與《綠色產業指導目錄(2019 年版)》一致30。如 2.1 節所述,《綠色債券支持項目目錄(2021 年版)》的發布統一了對綠色項目的定義。這應有助降低發行綠色債券的成本和提高定價效率。此外,《綠色債券支持項目目錄(2021 年版)》的主要分類及其剔除清潔煤和其他化石燃料的做法,與綠色債券的常用國際標準一致。這將促進內地綠色債券市場融入國際市場。
- (2) 綠色貸款可提供強大潛力,使內地綠色資產支持證券更趨普及。2020 年第二季末,綠色貸款的餘額達人民幣 12 萬億元<sup>31</sup>。相較之下,綠色資產支持證券的餘額則僅為人民幣 935 億

<sup>31</sup> 資料來源:〈2020年二季度金融機構貸款投向統計報告〉·載於人民銀行的網站·2020年8月3日。



<sup>26</sup> 資料來源:〈中國國家主席促團結一致對抗新冠肺炎·並承諾於 2060 年前達到碳中和〉("Enhance solidarity' to fight COVID-19, Chinese President urges, also pledges carbon neutrality by 2060")·聯合國網站新聞稿·2020 年 9 月 22 日。

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> 資料來源:《中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和二○三五年遠景目標的建議》‧載於中國中央政府網站‧ 2020年11月3日;《政府工作報告全文》及《政府工作報告摘要》‧載於中國國務院的網站‧2021年3月13日。

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> 見《中國綠色債券市場 2019 研究報告》·由 CBI 與中債登旗下的中債研發中心編制並由滙豐銀行出資·載於 CBI 的網站·2020 年 6 月 25 日。

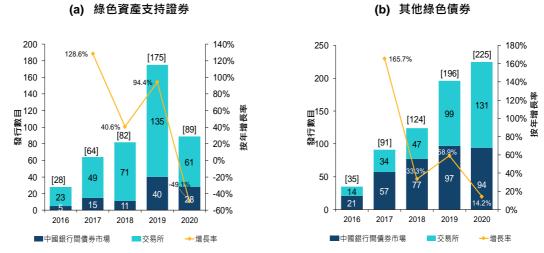
<sup>29</sup> 按 Wind 提供的數據計算。

<sup>30</sup> 資料來源: 〈淺析中國綠色信貸政策與統計制度〉,載於 sohu.com, 2019 年 11 月 10 日。

元·少於綠色貸款的 1%、為綠色債券 (人民幣 1.08 萬億元)的 8.7%<sup>32</sup>。若內地將有更多 綠色貸款證券化成為綠色信貸資產支持證券·將會為綠色資產支持證券的增長提供強大潛力。主要推手會包括進一步統一綠色貸款的定義、提升信息披露質素及推出激勵政策<sup>33</sup>。

(3) 2020 年綠色資產支持證券上市與交易活動的放緩預期只是暫時性。2016 年至 2020 年間‧相較於其他綠色債券‧於中國銀行間債券市場與交易所新發行的綠色資產支持證券總數相對較少‧且在 2020 年受疫情影響而受挫‧而同年其他綠色債券則仍有所增長(不過增長率不及上一個年度)(見圖 6)。有報告指由內地企業於 2020 年 1 月 1 日至 9 月 8 日發行的疫情防控債達 620 隻‧總金額達人民幣 4,509 億元³⁴‧而銀行向小微企業發放的新貸款於2020 年 3 月至 9 月達人民幣 2.3 萬億元‧較上一個年度同期增逾 50%³⁵。因此‧在疫情下‧市場需求已轉向發行非綠色債券以應對社會及醫療問題‧中小企的融資模式(預期應較傾向使用資產支持證券作融資用途)亦可能因此改變(見第 1 節)。儘管如此‧《綠色債券支持項目目錄(2021 年版)》預料能為綠色債券(包括綠色資產支持證券)的發行提供強力支持。此外‧中國銀行間債券市場於 2020 年 6 月引入新的特殊類別資產支持票據 —— 資產支持商業票據‧支持小微企業供應鏈的應收賬款融資³6。

圖 6:中國銀行間債券市場與交易所上市的新發行綠色資產支持證券與其他綠色債券的數目 (2016 年至 2020 年)



註:綠色資產支持證券包括根據 Wind 的定義分類為「綠色資產支持證券」·以及明確冠稱為「綠色資產支持證券」者。 資料來源:Wind。

在交投方面,綠色資產支持證券的平均每日成交金額(簡稱「日均成交額」)近年有所上升,於 2020 年達人民幣 311 億元,其成交周轉率(按日均成交額除以期末未償還金額計算)少於 0.1%(見圖 7a)<sup>37</sup>。相比之下,其他綠色債券的交投相對較為活躍(見圖 7b)。這個差異在某程度上可能是由於資產支持證券的合資格投資者基礎有限(見下文)。儘管如此,只要疫情後經濟復甦,綠色資產支持證券的長遠增長前景預期向好。

第7 資料來源:Wind。期內不同類型綠色資產支持證券的成交周轉率各有不同 —— 綠色信貸資產支持證券為 0.13%,綠色企業資產支持票據為 0.09%,綠色企業資產支持證券為 0.005%。



<sup>32</sup> 資料來源:Wind。

<sup>33</sup> 見〈魯政委:促進綠色信貸資產證券化發展的制度研究〉‧載於 chinacef.cn · 2020 年 5 月 16 日。

<sup>34</sup> 資料來源:〈疫情防控債年內已發行 620 隻 規模逾 4509 億〉‧載於 sina.com · 2020 年 9 月 9 日。

<sup>。</sup> 35 資料來源:〈定了!給數百萬戶小微企業的金融「及時雨」不會停!〉·載於中國中央政府的網站·2020年 12 月 23 日。

<sup>36</sup> 見〈交易商協會創新推出 ABCP 服務債券市場多元化投融資需求〉‧載於交易商協會的網站‧2020 年 6 月 2 日;〈2020 年上半年資產證券化發展報告〉‧載於中國基金業協會的網站‧2020 年 7 月。

#### 圖 7:內地市場綠色資產支持證券與其他綠色債券的日均成交額與成交周轉率 (2017 年至 2020 年)

#### (1) 綠色資產支持證券

#### (2) 其他綠色債券





註:綠色資產支持證券包括根據 Wind 的定義分類為「綠色資產支持證券」,以及明確冠稱為「綠色資產支持證券」者。成交數字包括有關證券在中國銀行間債券市場及交易所的交易。

資料來源:Wind。

(4) 更多產品開發將有助於流動性及投資者基礎的增長。不同於其他較開放予公眾投資者的綠色債券38、綠色資產支持證券僅向有限部份的合資格投資者(僅限合格機構投資者)定向發行,涉及的投資者數目每次亦有限制(不多於 200 名)。當局已致力拓展綠色資產支持證券的投資者基礎,包括自 2020 年 3 月起將保險資產管理產品的投資範圍,由信貸資產支持證券擴大至資產支持票據和企業資產支持證券39。然而,散戶投資者現時還不能直接買賣資產支持證券。內地市場尚未推出讓散戶投資者參與買賣的綠色投資工具,如以綠色債券指數為綠色相關資產的交易所買賣基金(ETF),反而台灣市場於 2019 年 2 月 27 日推出了一隻追蹤內地綠色債券指數的 ETF40。儘管如此,有報告指中國的 ESG 互惠基金於 2020 年穩步增長 —— 截至 2020 年 11 月底,正面篩選(挑選同類最佳證券)的 ESG 互惠基金共有 27 隻,當中 31%於 2020 年推出(包括兩隻僅投資於綠色債券的互惠基金);以散戶投資者為目標的 ESG 銀行理財產品(主要投資於綠色債券和綠色資產支持證券)共有 47 隻,當中逾 60%於 2020 年發行41。有關綠色債券和綠色資產支持證券的創新產品開發將有助市場進一步增長。

#### 4. 香港市場可提供的助推力

在政策與市場需求的支持帶動下,內地的綠色金融預期將進一步增長,因此需要更多錄色的融資渠道。綠色貸款與綠色債券一直是大型企業的主要融資渠道,而綠色資產支持證券作為一種特殊的綠色債券,亦可供中小企及小型綠色項目使用。香港是內地企業的離岸融資中心,大可助推內地綠色金融的發展。

在香港市場·當局大力支持綠色及可持續金融的發展。2020年11月·香港特別行政區行政長官發表其 2020年施政報告·當中指香港將致力於 2050年前實現碳中和42。施政報告亦提到實現

 $<sup>^{42}</sup>$  資料來源:《行政長官 2020 年施政報告》,香港特別行政區政府發布,2020 年 11 月 25 日。



<sup>38</sup> 在內地,資產支持證券僅向合格投資者發行,但其他綠色債券(例如綠色公司債)既可僅向合格投資者發行,亦可同時向公眾與合格 投資者發行。

<sup>39</sup> 資料來源:《保險資產管理產品管理暫行辦法》·中國銀保監會發布·2020年3月25日。

<sup>40</sup> 見〈首隻含綠債中債指數 ETF 基金在臺灣證交所上市〉,載於 xinhua08.com, 2019 年 3 月 1 日。

<sup>41</sup> 資料來源:《中國責任投資年度報告 2020》·載於商道融緣的網站,2020 年 12 月。

政府 2017 年刊發的《香港氣候行動藍圖 2030+》中所列各項減碳目標的進展,而行動藍圖亦將 於 2021 年中更新,以加入更多積極減少碳排放的政策及措施。根據於 2021 年 2 月發布的 《2021-22 年度財政預算案》43,香港政府將繼續支持綠色及可持續金融的發展。具體支持包括 在已擴大至2.000 億港元的政府綠色債券計劃下定期發行綠色債券,並將現有的兩項資助計劃整 合為「綠色和可持續金融資助計劃」,資助合資格的債券發行人和借款人的發債支出及外部評 審服務。2020 年 5 月,由七家機構組成的「綠色和可持續金融跨機構督導小組」正式成立⁴。 督導小組會提供策略方向,並以監管政策及市場發展為重點,以鞏固香港作為領先亞洲及全球 的綠色及可持續金融中心的地位,同時促進地區之間(包括粵港澳大灣區,簡稱「大灣區」) 的合作45。這督導小組於 2020 年 12 月發布策略計劃,公布有關更長遠發展的六大重點範疇,並 同意實施五個短期行動綱領46。此外,香港品質保證局就綠色標籤用途統一了相關綠色定義後, 也便利綠色投資產品(包括綠色債券)的發行。香港的綠色債券發行人(包括綠色資產支持證 券發行人)亦受惠於政府就發行人取得香港品質保證局的綠色認證以及發行人首次於香港發行 債券提供的補助47。截至 2020 年年底,於香港聯合交易所(簡稱「聯交所」)上市的綠色或 ESG 相關的債券共 56 隻,累計發行金額達 2.139 億港元48。此等證券的上市數目和發行金額於 過去五年呈上升趨勢,由 2016 年的三隻(103 億港元)增至 2020 年的 18 隻(666 億港元)<sup>49</sup>; 但是,目前仍未有綠色資產支持證券於聯交所上市。

綠色及可持續金融這一議題的覆蓋面遠超本土市場,故此香港亦爭取在這方面擔當跨境角色、掌握機遇。「粵港澳大灣區綠色金融聯盟」於 2020 年 9 月成立,旨在推動大灣區的有關研究與綠色投資。聯盟由香港綠色金融協會、廣東金融學會綠色金融專業委員會、深圳經濟特區金融學會綠色金融專業委員會及澳門銀行公會共同創立,現正支持五個由不同地域發起的綠色金融相關項目:由香港主導的三個項目 —— 「綠色建築」、「區塊鏈光伏」和「碳市場」;由深圳主導的大灣區固體廢物處置的研究與實踐;以及由廣東省領導的大灣區綠色供應鏈金融服務指南50。

全球市場方面,近年資產證券化隨風險管理制度改善而呈強勢復甦。2008 年全球金融危機的導因被認為是美國次級按揭的風險被低估,市場對證券化的需求因而曾一度回落,但金融危機過後市場監管及風險意識方面的改變帶來了管治及透明度的提升,使市場對質素較佳的證券化產品的需求回升<sup>51</sup>。證券化已成為中小企及基礎設施項目的重要資金來源。證券化資產(或結構性金融)的發行金額於 2015 年至 2019 年間穩步增長,並於 2019 年達到約 1.15 萬億美元的五年新高<sup>52</sup>。2020 年雖受疫情影響,由於中國內地的發行金額上升,全球的發行金額僅稍微回落至1.07 萬億美元,預期 2021 年即會回升<sup>53</sup>。由於香港是全球金融中心,市場參與者一直探索將香

<sup>53</sup> 見〈2021 年全球結構性融資展望:市場穩定可帶來逾萬億美元的新發行金額〉) ("Global structured finance 2021 outlook: market resilience could bring over \$1 trillion in new issuance") · 載於標普全球的網站 · 2021 年 1 月 8 日 。



<sup>43 《2021-22</sup> 年度財政預算案演辭》·香港特別行政區政府發布·2021 年 2 月 24 日。

<sup>44</sup> 這督導小組由香港金融管理局(簡稱「金管局」)和證券及期貨事務監察委員會(簡稱「香港證監會」)發起,其他成員分別為環境局、財經事務及庫務局、香港交易所、保險業監管局及強制性公積金計劃管理局。

<sup>45</sup> 資料來源:〈有關成立綠色和可持續金融跨機構督導小組的聯合聲明〉·載於金管局網站的新聞稿·2020年5月5日。

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> 資料來源:〈綠色和可持續金融跨機構督導小組推出策略計劃鞏固香港金融生態系統 共建更綠和更可持續未來〉‧載於金管局網站的新聞稿‧2020 年 12 月 17 日。

<sup>47</sup> 有關補助包括債券資助先導計劃及綠色債券資助計劃。

<sup>&</sup>lt;sup>48</sup> 資料來源:香港交易所可持續金融——可持續及綠色交易所 (STAGE)的網站上的〈可持續、綠色及社會責任產品資料庫〉·於 2020 年 12 月 31 日閱覽。

<sup>50</sup> 資料來源: 〈粵港澳大灣區綠色金融聯盟今天正式成立〉·載於香港綠色金融協會的網站上的新聞稿·2020年9月5日。

<sup>51</sup> 見〈金融危機十年後·全球證券化借貸在監管及經濟增長下面貌一新〉("Ten years after the financial crisis, global securitisation lending transformed by regulation and economic growth")·載於標普全球的網站·2017年7月21日。

<sup>52</sup> 這些產品包括資產支持證券、商業按揭支持證券、抵押貸款責任及住房按揭支持證券。資料來源:〈2020 年全球結構性融資展望:又一年逾萬億可用資金〉("Global structured finance outlook 2020: another \$1 trillion-plus year on tap"),載於標普全球的網站,2020 年 1 目 6 日。

港市場發展為本地、區內以至全球經濟基礎設施及中小企的證券化融資樞紐的機遇54。事實上,香港按揭證券有限公司於 2005 年成立了 Bauhinia MBS Limited,發行按揭支持證券,並於 2019 年開展基礎設施融資及證券化業務55。有關項目可能包括「一帶一路」倡議的綠色項目,以及內地及/或離岸企業承包的大灣區綠色項目。香港市場發展綠色資產支持證券,可加強支援全球與內地發行人的綠色項目融資。

在支持綠色金融與證券化市場的蓬勃發展方面,香港市場有着高效穩健的市場,尤其是不斷優化的交易所平台,可支持不同的內地在岸綠色投融資工具(包括綠色資產支持證券)的上市、交易與產品開發。可以提供優化支持的方面包括:

## (1) 離岸發行、上市與交易

香港一直是內地發行人最大的離岸債券融資中心56。內地發行人可將其離岸綠色資產證券化,於香港發行綠色資產支持證券上市。這些離岸綠色資產可以人民幣或美元計值,並可涵蓋離岸綠色貸款和基礎設施投資,支持「一帶一路」及大灣區的發展。離岸綠色資產支持證券可根據《主板上市規則》第三十七章於香港上市,向全球專業投資者發行,亦可循《主板上市規則》第二十二至三十六章於香港上市,向公眾及專業投資者發行。

## (2) 給予離岸投資者更大透明度

為綠色債券專設平台將有助於綠色債券的信息披露,與傳統債券區分開來,從而促進市場投資綠色債券。現時,在相關方合作協議下,若干在中國銀行間債券市場、上交所與深交所上市的合資格內地綠色債券若符合盧森堡綠色交易所 (Luxembourg Green Exchange) 的上市規定,其資料可於盧森堡綠色交易所展示57。香港市場方面,香港交易所與中國外匯交易中心的合營機構債券通有限公司(簡稱「債券通公司」)設有一級市場信息平台,平台上展示的資料設英文版,提高中國銀行間債券市場的在岸債券(包括綠色資產支持證券)對離岸投資者的透明度。該平台可進一步優化,支持對於中國銀行間債券市場的在岸綠色債券和資產支持證券的信息作分開或區分式披露。此外,香港交易所於 2020 年 12 月推出專設的多元資產類別可持續金融產品類別平台 ——「可持續及綠色交易所」(STAGE),可為內地綠色產品提供支援。

## (3) 在岸流動性及參與離岸市場

現時通過「債券通」的北向交易,海外投資者已可參與中國銀行間債券市場中債券的一級及二級市場。這有助提升綠色資產支持證券於中國銀行間債券市場的流動性。若然市場互聯互通可進一步拓展至包括上市債券,讓離岸投資者可於內地交易所市場買賣上市債券(包括綠色資產支持證券),則連帶綠色資產支持證券於交易所的在岸流動性亦可提升。中國證監會 2017 年刊發的一份政策文件中58表明,探討在岸與離岸交易所市場互聯互通的工作會優先處理納入綠色公司債券。另外,正如證券及期貨事務監察委員會(簡稱「香港證監會」)的 2019-2020 年報中所述,中國證監會與香港證監會正合力研究推出其他互聯

<sup>58 《</sup>關於支持綠色債券發展的指導意見》,中國證監會發布,2017年7月4日。



<sup>54</sup> 見亞洲國際法律研究院 (Asian Academy of International Law)、亞太結構融資公會 (Asia-Pacific Structured Finance Association)與香港銀行學會〈香港——為基礎設施及中小企而設的證券化融資樞紐〉("Hong Kong — a securitisation financing hub for infrastructure and small and medium enterprises"),載於香港銀行學會的網站,2020 年 1 月 13 日。

<sup>55 2008</sup> 年全球金融危機後,全球市場資產支持證券發行量銳減,但有關危機過後監管方面的改變使基礎資產池的質素有所提升,從而於近年推動市場對資產支持證券的需求回升。見〈金融危機十年後,全球證券化借貸在監管及經濟增長下面貌一新〉("Ten years after the financial crisis, global securitisation lending transformed by regulation and economic growth"),載於標普全球的網站,2017 年 7 月 21 日;亦見〈按揭證券化〉及〈基建融資及證券化〉,香港按揭證券有限公司網站的頁面,於 2021 年 1 月 5 日閱覽。

<sup>56</sup> 見香港交易所研究報告《香港支持內地民營企業集資的角色》·載於香港交易所的網站·2019年6月13日 ·

<sup>57</sup> 截至 2021 年 4 月 22 日 · 於盧森堡綠色交易所展示的內地綠色債券有 19 隻在上交所上市 · 1 隻在深交所上市 · 以及 56 隻在中國銀行間債券市場交易(全都不是綠色資產支持證券)。見〈中國境內綠色債券渠道〉("Chinese domestic green bond channel")及〈中國銀行間債券市場買賣的中國境內綠色債券〉("Chinese domestic green bonds traded on CIBM") · 盧森堡綠色交易所網站的頁面 · 於 2021 年 4 月 22 日閱覽。

互通計劃,首先會推出有關跨境買賣上市債券的新措施。其中就參與離岸市場而言,根據香港《2021-22 年度財政預算案》59,金管局與人民銀行亦成立了工作小組推動債券通的南向交易措施,可望於 2021 年正式實施。這樣的在岸與離岸互聯互通機制會對提升內地與香港兩邊市場的綠色資產支持證券流動性都有幫助。

#### (4) ETF 及其他產品的開發

香港的 ETF 投資者就來自內地公司債券的利息收益不須繳稅,這與其他主要市場相比,無疑是一項競爭優勢,有助相關產品開發60。因此,香港應該鼓勵並支持市場開發內地綠色債券指數,以及追蹤這些指數的 ETF。由於 ETF 已成為對機構和公眾投資者均具有吸引力的投資工具,這類產品的開發將有助吸引更多投資者參與綠色債券及資產支持證券的投資。

## 5. 總結

綠色資產支持證券已成為內地綠色債券市場新的增長動力,有助為中國不同類別的綠色項目(尤其是綠色基礎設施項目)提供資金。內地綠色資產支持證券預期會續見長遠增長。在支持中國綠色金融與證券化市場的蓬勃發展方面,香港高效穩健的市場(尤其是交易所平台)可協助有關市場的進一步發展。香港市場可提供的支持包括:內地發行人發行的綠色資產支持證券可通過香港市場進行離岸發行與交易;有專設平台提升資訊透明度;支持在岸流動性與參岸市場;以及便利相關產品的發展。不論是全球、地區或本地的發行人預期都可以從中受惠,有助其「一帶一路」及大灣區綠色項目的融資。一個配套完善的綠色資產支持證券市場最終亦有助帶動私人資本流向,支持內地及香港的可持續經濟活動。

<sup>&</sup>lt;sup>60</sup> 資料來源:《ETF 投資者稅務報告 2019:香港》("ETF taxation report for investors 2019: Hong Kong")·由安永會計師事務所為香港交易所編制·載於香港交易所網站·2019 年 10 月 22 日。



 $<sup>^{59}</sup>$  《2021-22 年度財政預算案演辭》 · 香港特別行政區政府刊發布 · 2021 年 2 月 24 日 。

## 附錄:規管綠色資產支持證券的主要法規

法規	發布機關	發布日期 <b>/</b> 最新版本日期
(1) 宏觀層面		
公司法	中央政府	26/10/2018
證券法	中央政府	31/12/2019
證券投資基金法	中央政府	24/04/2015
標準化債權類資產認定規則	人民銀行、中國銀保監會、 中國證監會、 國家外匯管理局	03/07/2020
(2) 投資者資格		
中國人民銀行公告[2016]第8號—— 合格機構投資者進入銀行間債券市場有關事項	人民銀行	27/04/2016
上海證券交易所債券市場投資者適當性管理辦法(2017年修訂)	上交所	28/06/2017
深圳證券交易所債券市場投資者適當性管理辦法	深交所	生效日期: 01/07/2017
(3) 綠色債券		
綠色債券發行指引	國家發改委	31/12/2015
上海證券交易所關於開展綠色公司債券試點的通知	上交所	16/03/2016
深圳證券交易所關於開展綠色公司債券試點的通知	深交所	22/04/2016
中國證監會公告[2017]6號——關於支持綠色債券發展的指導意見	中國證監會	02/03/2017
中國人民銀行中國證監會公告[2017] 20 號 —— 綠色債券評估認證行為指引(暫行)	人民銀行、中國證監會	13/12/2017
上海證券交易所公司債券融資監管問答(一)——綠色公司債券	上交所	23/03/2018
上海證券交易所公司債券發行上市審核規則適用指引第 2 號 —— 特定 品種公司債券	上交所	27/11/2020
深圳證券交易所公司債券創新品種業務指引第 1 號 —— 綠色公司債券	深交所	27/11/2020
(4) 資產支持證券		
關於證券投資基金投資資產支持證券有關事項的通知 (只適用於信貸資產支持證券及企業資產支持證券)	中國證監會	14/05/2006
(a) 信貸資產支持證券		
信貸資產證券化試點管理辦法	人民銀行、中國銀監會	20/04/2005
資產支持證券信息披露規則	人民銀行	13/06/2005
資產支持證券在銀行間債券市場的登記、託管、交易和結算等有關事項 公告	人民銀行	15/06/2005
資產支持證券交易操作規則	中國外匯交易中心	01/08/2005
資產支持證券發行登記與託管結算業務操作規則	中債登	16/08/2005
金融機構信貸資產證券化試點監督管理辦法	中國銀監會	07/11/2005
關於進一步擴大信貸資產證券化試點有關事項的通知	中國銀監會	22/05/2012
中國人民銀行中國銀行業監督管理委員會公告[2013]第 21 號 —— 進一步規範信貸資產證券化	人民銀行、中國銀監會	31/12/2013
關於信貸資產證券化備案登記工作流程的通知	中國銀監會	20/11/2014



法規	發布機關	發布日期 <b>/</b> 最新版本日期
(b) 非金融企業資產支持票據		
銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法	中國人民銀行	09/04/2008
關於公佈《非金融企業資產支持票據指引》及《非金融企業資產支持票據公開發行註冊檔表格體系》的公告	交易商協會	09/10/2017
銀行間債券市場非金融企業債務融資工具信息披露規則	交易商協會	08/12/2017
(c) 企業資產支持證券		
資產證券化業務知識問答	中國證監會	01/12/2017
證券公司及基金管理公司子公司資產證券化業務管理規定	中國證監會	19/11/2014
證券公司及基金管理公司子公司資產證券化業務信息披露指引	中國證監會	19/11/2014
關於發佈《資產支持專項計劃備案管理辦法》及配套規則的通知	中國基金業協會	24/12/2014
(d) 上交所的企業資產支持證券		•
上海證券交易所資產證券化業務指引	上交所	26/11/2014
上海證券交易所資產支持證券掛牌條件確認業務指引	上交所	20/06/2017
上海證券交易所資產證券化業務問答(一)	上交所	23/03/2018
上海證券交易所資產證券化業務問答(三)	上交所	13/02/2019
(e) 深交所的企業資產支持證券		
深圳證券交易所資產證券化業務指引(2014年修訂)	深交所	25/11/2014
深圳證券交易所資產支持證券掛牌條件確認業務指引	深交所	19/06/2017
深圳證券交易所資產證券化業務問答(2020 年 5 月修訂)	深交所	08/05/2020
(f) 機構間私募產品報價與服務系統的企業資產支持證券		
機構間私募產品報價與服務系統管理辦法(試行)	中國證券業協會	15/08/2014
關於發佈《機構間私募產品報價與服務系統資產證券化業務指引(試行)》的通知	中國證券業協會	16/02/2015
(g) 保險資產支持計劃受益憑證		
資產支持計劃業務管理暫行辦法	中國保監會	25/08/2015
(5) 綠色產品定義		
關於印發《綠色產業指導目錄(2019 年版)》的通知	國家發改委、人民銀行、 其他機關*	14/02/2019
* 該通知由國家發改委、工業和信息化部、自然資源部、生態環境部、住房城鄉建	建設部、人民銀行與國家能源局聯合	6發布。
(a) 綠色債券		
綠色債券支持項目目錄(2015 年版)(將被 2021 年版取代)	人民銀行 中國綠色金融委員會	22/12/2015
關於印發《綠色債券支持項目目錄(2020年版)》的通知(徵求意見稿)	人民銀行、國家發改委、 中國證監會	08/07/2020
綠色債券支持項目目錄(2021 年版)	人民銀行、國家發改委、 中國證監會	21/04/2021
(b) 綠色貸款		
綠色信貸指引 (銀監發 [2013] 4 號)	中國銀監會	29/01/2012
關於報送綠色信貸統計表的通知 (銀監發 [2013] 185 號)	中國銀監會	04/07/2013
關於建立綠色貸款專項統計制度的通知 (銀發 [2018] 10 號)	人民銀行	05/01/2018
關於修訂綠色貸款專項統計制度的通知	人民銀行	27/12/2019



法規	│ │	發布日期/ 最新版本日期
(6) 綠色資產支持證券		
(a) 綠色信貸資產支持證券		
中國人民銀行公告[2015]第 39 號 —— 綠色金融債券發行	人民銀行	22/12/2015
(b) 綠色非金融企業資產支持票據		
非金融企業綠色債務融資工具業務指引	交易商協會	22/03/2017
關於支持綠色金融改革創新試驗區發行綠色債務融資工具的通知	人民銀行	13/05/2019
(c) 企業資產支持證券		
上海證券交易所資產證券化業務問答(二) —— 綠色資產支持證券	上交所	15/08/2018

資料來源:各有關監管機構的網站。

## 免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質,不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確,但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害,香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。



# 香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號 交易廣場2期8樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk 電話 +852 2522 1122 傳真 +852 2295 3106