



转型金融工具五问



自“3060”双碳目标提出以来，绿色金融蓬勃发展，无论政策指引或行业实践，都在积极促进各方资金支持绿色项目。然而，双碳目标是一个中长期目标，并非一蹴而就，仅以现有绿色金融支持的项目体量并不能实现目标。

此处原因在于，低碳转型需要新增绿色投资，还要针对存量经济活动或资产的转型提供必要的资金支持。从行业碳排放看，中国电力和工业的碳排放占比高达80%，其下存量经济活动或资产难以立刻退出。即使它们规划了低碳转型路径，未来融资需求依然庞大。因此，如何针对高碳排放、高环境影响的实体、经济活动或资产提供转型金融支持，是当下须面对议题。

这几年来，转型金融的概念在国际上崛起，国家地区、标准设定组织或行业协会纷纷对其做出界定，包括转型框架的建立、实体活动的分类、相关标准的界定、金融产品的开发，乃至信息披露、绩效考核等。有些组织更已推出转型金融相架，其中比较完整的有欧盟、气候债券倡议组织等。中国方面，这两年政府陆续发布的几份文件，如《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》、《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》、《金融标准化“十四五”发展规划》等，也都强调要建设与气候投融资相关的标准，其中包括转型金融。

狭义而言，转型金融与绿色金融相比，其支持的是高碳排放领域的实体或经济活动，而绿色金融则以支持低碳经济活动为主。换言之，转型金

融的出现或将丰富绿色金融的内涵，或与之形成互补，为双碳目标的达成打下奠定基础。

特别是，如果要对原本高碳排放的经济活动提供金融支持，传统金融工具欠缺明确的框架和标准去约束转型行为，因而可能引发“转型漂洗”问题。在此背景下，金融市场上出现了一些能应对上述问题的创新金融工具，其中有些由政府法规对其编制方法提出要求，另一些则由民间组织提供发行指引原则。在此，前者有由欧盟《气候基准条例》提出方法学要求的巴黎目标基准（Paris-aligned benchmark, PAB）和气候转型基准（climate transition benchmark, CTB），对两种基准指数的脱碳轨迹、年脱碳率及高碳排行业的纳入等都做出规定。后者有由市场自律组织推出发行指引的可持续发展挂钩贷款（Sustainability Linked Loan, SLL）和可持续发展挂钩债券（Sustainability Linked Bond, SLB）。

据彭博统计，2021年可持续债权融资规模为1.6万亿美元，其中最为亮眼的增长动力来自于SLL和SLB。2021年两种债务融资工具的融资规模高达5300亿美元，同比增加4倍，成为转型金融中不可或缺的工具。

SLL和SLB在国际上推出分别已有两、三年时间，国际知名案例不少，其中有些甚至编写成哈佛教学案例，譬如意大利国家电力公司（Enel）。国内方面，先前虽有介绍文章，但并未提供相关统计并跨国比较，故特此以五问五答方式为文说明之。

两者都是债务融资工具，并在此基础上设置了关键绩效指标（key

performance indicator, KPI) 和可持续发展绩效目标 (sustainability performance target, SPT), 用于激励发行人实现相关的可持续发展目标, 譬如降低温室气体排放、提高能源效率等方面。两个工具更通过条款设置, 调和投资者与融资者双方之间目标的一致化, 从而使彼此的联系更紧密。

转型金融工具的有序运作需要指引, 故两种转型债务工具都由自律性行业组织推出相关的市场化指引, 更通过发行者、投资者、银行、承销商、验证者、评级者等多方利益相关者团体, 形成了一套民间治理系统。

更具体地, 在国际方面, 亚太贷款市场协会、贷款市场协会及银团贷款与交易协会于 2019 年 3 月共同推出可持续发展挂钩贷款原则 (Sustainability Linked Loan Principles, SLLP), 而国际资本市场协会 (ICMA) 于 2020 年 6 月推出可持续发展挂钩债券原则 (Sustainability Linked Bond Principles, SLBP)。在国内方面, 中国银行间交易商协会在 ICMA 推出的原则上, 于 2021 年 4 月推出了可持续发展挂钩债券, 并汇总整理了常见的业务问答, 形成《可持续发展挂钩债券 (SLB) 十问十答》, 旨在为企业可持续发展拓展新融资渠道。

以上说明不难看出, SLL 和 SLB 的市场化运作情况类似于绿色债券, 其中一部份仰赖民间第三方鉴定组织, 而其中立性、客观性和严谨性等问题会影响这些债券所支持的可持续发展质量。因此, 绿色债券的治理系统问题也适用于 SLL 和 SLB。

作为转型金融工具，SLL 与 SLB 的特点反映于其指引原则中所包含的五大核心要素，分别是：KPI 的选择、SPT 的校验、贷款/债券结构特性、报告，以及验证。针对核心要素，以下简要说明之。

首先，KPI 必须与融资企业整体业务具有高度相关性，并且对于企业当前和未来运营具有重要战略意义。同时，KPI 还应具备可量化、可验证、可比较等特性。

其次，SPT 必须依据高标准、高要求来设定。SPT 的设定应该与“一切照常”的运营情景相比，具有实质性改进。因此，SPT 必须有对应的基准数据、实现时间及测算方法。SPT 的设定更应参考多个基准标杆，如历史数据、同业比较、科学依据等。

第三，贷款或债券结构方面的特性，同时也形成其特色。在此，在完成 KPI 的选择、SPT 的设定后，对于 SPT 最终的达成须有对应的结构设计，即相应的惩罚或激励条款。迄今为止，惩罚性条款比较常见，具体机制包括上调票面利率、提前到期或一次性额外支付。未来有待激励条款的出现，包括下调票面利率的具体机制，从而推动对于投资人偏好的研究，以了解其愿意牺牲财务回报来换取环境绩效改善的程度。

第四，报告和验证是不可或缺的部分。企业至少每年发布一次报告，内容至少应该包括 SPT 的绩效结果、实现可持续发展效益及其绩效结果对债券或贷款结构特性的影响。

由于 SLL 属于贷款类, 公开披露信息比较不足, 故本文以债券类的 SLB 分享案例。

国际方面, SLBP 发布后, 全球 SLB 发行量不断增长, 几乎覆盖了所有一级行业, 其中以电力、公用事业、交通、化工、制造业等的发行规模相对更高。在 KPI 设置方面, 国际企业将重点放在碳排放、碳浓度的降低上, 指标与零碳转型直接相关。在 SPT 设置方面, 2025 年及 2030 年是常见的关键时点, 从而与大部分国家碳达峰的时限紧密相关。

在债券特性方面, 相关条款重点为利率调升, 幅度集中在 25BP 附近, 也有个别条款涉及债券赎回、碳额度购买等。在债券期限方面, 国际 SLB 发行期限普遍较长, 集中在 7 年到 10 年之间, 这与 SPT 达成期限之间也存在一定的对应。

以意大利的公用事业公司 A2A 集团为例, 该集团于 2021 年 5 月发布《可持续金融框架》, 2022 年做了更新。依据新框架, A2A 集团为自身转型设立了三个 KPI 及其对应的 SPT。更具体地, 第一个 SPT 针对应的范围 1 的碳排放浓度, 目标是 2030 年前将浓度降至 216g/kWh。第二个 SPT

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39481

