



International
Institute for
Sustainable
Development

Institut
international du
développement
durable



人大重阳
RDCY

发展中国绿色债券市场：

中国金融格局变化背景下给决策者的建议

2015年3月24日

目录

作者简介	2
执行摘要	4
1. 简介：中国为什么需要绿色债券	7
2. 现状及变化趋势：中国债券市场	10
中国债券市场正在迅速增长，增加了绿色债券的发展机遇	10
发行人：不断变化的局面，从政策性银行参与扩大到地方政府和企业	14
信贷质量：高投资级评级为主，但还需要更多透明度	17
投资者：中国的投资者群体主要是商业银行，但正在不断扩大	19
监管：债券市场由多个部门监管；需要加强部门间的协调	22
3. 现状：绿色债券市场结构的组成：定义、标准、核查流程	26
绿色的定义和标准	26
核查与执行	28
4. 对于绿色债券的建议	32
制定绿色债券定义、标准和核查的主要建议	32
绿色债券政策和监管方面的主要建议	36
绿色市政债券	36
绿色公司债券	37
绿色债券的信息披露	37
监管者对绿色债券的作用	38
绿色债券投资者	38
5. 总结	38
参考文献	40
附件 1：中国债券市场监管机构主要职责表	46

《发展中国绿色债券市场： 中国金融格局变化背景下给决策者的建议》

作者：

肖恩·肯德尼（Sean Kidney），气候债券倡议组织执行总裁、联合创始人

贝亚特·索诺特（Beate Sonerud），气候债券倡议组织政策分析员

帕里克·奥利弗（Padraig Oliver），气候政策倡议组织分析员

向苏亭与大卫·乌若基（David Uzsocki）、中国人民大学生态金融研究中心对本文作出的贡献致以诚挚的谢意。

本报告中文版是国际可持续发展研究院与国务院发展研究中心金融研究所关于“绿化中国的金融体系”课题延伸的一部分。由气候债券倡议组织、国际可持续发展研究员和中国人民大学重阳金融研究院在北京联合发布。该课题在国际可持续发展研究院由谢孟哲（Simon Zadek）和马汉理（Mark Halle）领导，中文翻译、编辑和发布得到来自中方多家智库的支持。

如有错误和遗漏，均由作者承担责任。

2015年3月24日

气候债券倡议组织

气候债券倡议组织是一家以投资者为导向的非营利机构，致力于通过调动债券资本市场解决气候变化问题。它与机构投资者、商业机构和政府合作，推动项目和资产投资，加速向低碳和有气候恢复力的经济的转变。气候债券倡议组织也为气候债券提供国际标准和认证机制，参与的投资者代表资产有34万亿美元，并有50家左右的机构参与了其中的开发和结构管理。

www.climatebonds.net

国际可持续发展研究院

国际可持续发展研究院（IISD）在国际贸易与投资、经济政策、气候变化与能源、自然与社会资源管理以及在这些领域中通信技术的作用等方面提供政策咨询，以求为可持续发展做出贡献。我们通过报道国际谈判和传播从合作项目中获得的知识，以开展更为缜密的研究，促进发展中国家能力建设，提高南北半球的网络覆盖面，加强全球范围内研究者、从业者、公民和决策者之间的联系。

国际可持续发展研究院的愿景是让所有人以可持续的方式生活得越来越好。其使命是引领创新，促进社会各领域的可持续发展。国际可持续发展研究院是一家在加拿大注册的慈善机构，并在美国享有税法 501(c)(3) 款规定的非营利组织待遇。研究院的核心业务由加拿大政府通过国际发展研究中心（IDRC）提供支持，同时也得到丹麦外交部和马尼托巴省的支持。国际可持续发展研究院的研究项目得到加拿大境内和境外许多政府部门、联合国机构、基金会和私营部门的资助。

www.iisd.org

中国人民大学重阳金融研究院

中国人民大学重阳金融研究院（人大重阳）是上海重阳投资管理股份有限公司董事长裘国根先生向母校捐款 2 亿元建成的一所中国特色新型智库，旨在把脉金融，钻研学术，关注现实，建言国家，服务大众。2013 年 1 月 19 日创院以来，人大重阳开创了多项中国智库之最，是首个承办 20 国智库峰会、丝绸之路经济带 12 国智库论坛的中国智库，创建了中国首个生态金融智库项目——中国人民大学生态金融研究中心。该中心由北京巧女公益基金会支持中国人民大学智库建设，隶属于中国人民大学重阳金融研究院运营管理。2014 年人大重阳入围由美国宾夕法尼亚大学推出的、国际公认度最高的《全球智库报告 2014》的“全球顶级智库 150 强”，列 106 位，是入围的七家中国智库之一。

www.rdcy-sf.ruc.edu.cn

执行摘要

中国致力于推动债券市场改革。这不仅是出于金融和经济政策的考虑，也是出于环境方面的考虑。增加利用债券市场融资的机会能够促进中国向绿色低碳经济转型。

本文旨在就如何在中国发展绿色债券市场为中国的决策者提供一系列具体的、具行动导向的建议。这些建议建立在之前一篇报告的基础上，该报告概括了绿色债券市场的国际实践以及在中国实施的方法（见 Kidney & Oliver，2014）。

本文建立在中国国情的基础上，评估债券市场的现状、分析在中短期内金融改革会带来的变化，以及这种变化将为绿色债券带来什么样的机遇。同时，本文也讨论了在设计一个强健的绿色债券市场时会用到的具有中国特色的绿色定义、标准和核查流程。

对于开发绿色债券定义、标准和核查的主要建议

- 鉴于中国特有的环境挑战和金融体系，建议制定专门针对中国的绿色债券定义。当前是一个对中国现有的绿色低碳投资制定定义和标准的时机。

本文指出，《中国银行业监督管理委员会（中国银监会）关于报送绿色信贷统计表的通知（2013）》（下文简称“《绿色信贷报表要求》”）可作为定义中国市场中现有绿色投资的主要相关文件，为开发绿色债券标准奠定基础。虽然这份统计报告提供了符合绿色债券发行标准的资产类型，但没有提供具体的用以衡量一项资产是否为绿色的排放绩效标准（或是其他环境影响的绩效标准）。为某些类型的资产设定最低资本回报率尤为重要；例如，节能建筑中的少量减排随着时间推移会有不利于减缓气候变化的效果，因建筑物每隔几十年才会升级一次，这种最小的减排效率增益将会被锁定几十年。

本文将中国银监会的《绿色信贷报表要求》作为制定定义的重点文件，而不是文中也提及的地方排放交易系统或国家节能方案。因为《绿色信贷报表要求》的适用范围更为广泛，而且对绿色的标准是在资产和项目层面划分的。排放交易计划下的相关标准只关注于碳减排量的计算，不能作为绿色债券的标准：绿色债券应围绕排放表现，并对绿色投资进行更广义的分类。

行动要点：建立一个新的机构，“绿色债券市场发展委员会”，以审查现有的和即将到来的绿色标准和法规。委员会将以中国银监会的《绿色信贷报表要求》为基础，发展适用于中国债券市场的绿色标准。

中国银监会统计部门的参与对于该发展委员会将有双重好处：

银监会统计部门有标准制定方面的相关专家，他们制定了《绿色信贷报表要求》，为中国发展绿色债券标准提供了基础。

他们的职能近期有所转变，把宏观审慎监管纳入进来，这将使委员会能够把绿色债券市场的发展和中國其他金融政策重点更加紧密地连接起来。

市场发展委员会可以下设在中国人民银行的绿色金融工作小组秘书处专家委员会，后者的工作也包括绿色债券。绿色金融工作小组秘书处正在中国金融学会内部筹备建立。

- 绿色债券核查系统可以使用在地方排放交易计划和国家节能方案下通用的，独立、政府认可的第三方核查机构。除了提供一个有用的绿色债券核查系统模型，排放交易计划和节能方案还可以借助它们在实施中已经展露的缺点，提供绿色债券核查系统在保证效率和稳健性方面的经验。

行动要点：建立一个独立、政府认可的绿色债券核查监管单位。这个单位将监督独立第三方核查者根据市场发展委员会所制定的绿色债券标准，对绿色债券的发行进行核查。

行动要点：扩大对信用评级机构和审计机构的监督以涵盖绿色定义。第三方核查者还可能包括中国现有的实体，如信用评级和审计机构，他们的作用是检查是否符合绿色债券标准，但不是随机地决定什么是绿色。

绿色债券政策和监管方面的主要建议

由国务院、人民银行、证监会和财政部出台的各种政策文件会在中短期内对中国的债券市场产生巨大影响。这些政策文件重点强调了扩大市政债、公司债和项目债市场，也提出了改进信息披露、市场交易方式和外国投资额度等方面。

以下建议提出了决策者借助未来的债券市场改革、推进绿色债券市场发展所应采取的行动：

建立一个中央政府基金，为绿色市政收益债券和绿色 PPP 项目债券提供部分信用担保
地方政府的主要改革应该符合绿色绩效标准。设定中央政府次级债头寸或部分担保池可以激励地方政府改进债券结构、实现绿色发展。

为绿色的企业债、公司债和中期票据的利息提供企业税收抵免政策

国内机构投资者从非政府债券所获的利息需缴 25% 的企业所得税和 5% 的资本利得税。政府债券包括市政债券已免税。国际投资者还要缴付非政府债券息票 10% 的预扣税。

为绿色债券在发行机构信息披露制度的改进下制定具体规则

为了减少对外部信用评级的依赖、加强投资者识别风险的能力，国务院要求加强债券发行人的信息披露。公司债券发行人须特别确保与资源利用有关的风险（能源、水等）和环境合规（污染控制、废物管理等）得到充分披露。如此一旦建立了绿色债券的标准，发行人的信息披露即能证明其遵循绿色债券的发行标准。

通过对债券市场信息制度的彻底审查促进绿色债券的探索和交易

在加强交易所和其他证券交易平台透明度和信息准确性的同时，监管机构应考虑在所有标准化平台上为绿色债券加以容易辨认的标识。

加强银行间和交易所市场间联系的同时应对绿色债券加以区分

重点是确保各类债券不是为同一项绿色投资发行。如果绿色债券没有统一的分类标准就可能发生发行人在银行间市场发行的绿色债券所募集的资金和在交易所市场发行的绿色债券所募集的资金都用于同一个绿色项目。这种情况将减少通过绿色债券发行为实体经济带来的额外投资。

通过扩大合格境外机构投资者配额计划（QFII）和人民币境外合格机构投资者（R-QFII）项目建立绿色投资配额

在新指引中政府表示有意提高配额，并取消对境外投资进入中国以及国内机构在境外投资的限制。决策者可以参照地方政府债券配额，对绿色债券投资予以特殊考虑，增加或引导投资者配额。

1. 简介：中国为什么需要绿色债券

中国债券市场的作用在增加

中国致力于改革其债券市场：随着中国金融市场日渐成熟，债券将成为越来越重要的融资工具。这对于金融和经济政策问题以及环境问题都具有深远的意义，因为它增加了利用债券市场使中国向低碳 / 绿色经济转型的融资机会。

中国向低碳 / 绿色经济转型需要大量资本

中华人民共和国国务院发展研究中心金融研究所（DRC）最近预计，中国的“绿色发展”每年将需要投资 2 万亿元人民币。而在 2012 年，绿色投资为 1.1 万亿元人民币（DRC，2014）。相当一部分的投资是为了满足绿色城市化的需要。中国金融市场可以并且应该发挥关键作用，使中国过渡到一个绿色、低碳和具有气候变化恢复力的城市经济。

人们在一定程度上已经认识到这个问题，中国也在致力于绿化其金融体系：例如，中国银监会 2012 年发布的《绿色信贷指引》要求银行在放贷过程进行环境评估，绿色信贷统计系统将环境评级纳入到企业的国家信用评级中，虽然要成功实施这些绿色信贷倡议仍存在挑战。

制定一个透明的、通用的、关于什么是绿色的定义，并由此制定绿色债券的定义颇具挑战。相比迄今为止的欧洲和美国的定义，中国的定义将有所不同：在上述地区，适应和减缓气候变化是绿色债券融资的主要投资种类，然而，中国的环境挑战已超越气候变化，所以应该包括其他类型的污染和严重缺水问题。

金融市场变革也需要满足非环境政策目标

除了日益增加的环境投资，在其他方面也需要大量投资：维持令人满意的经济增长；引入更多的私人投资以提高公共投资的效率；为金融市场带来更高的透明度；为非国有企业提供更多的融资选择并且加强经济稳定；还有开发中国巨额的国内储蓄。

金融监管改革是否能平稳达到这些政策目标也受到其他因素影响，例如城市化、减少金融部门对银行贷款的依赖、大量潜在不稳定短期债务向更长期的融资的转变。

绿色债券可能使得绿色投资缺口得以填补，并达到非环境政策目标

绿色债券所获得的募集资金将被用于绿色投资，因此绿色债券将连接中国的所有发展趋势，并在将债券市场推入绿色基础设施和其他绿色项目中扮演重要角色。绿色债券非常适合中国的投资领域的一个例子就是绿色城市化项目，如绿色建筑、公共交通、水和能源。因为这类项目需要很高的资本投入，但具有稳定的收入来源，这些金融属性与债券投资者的偏好相符。在欧洲和美国这些类型的基础设施项目已成功发行绿色债券。

创新的专项拨款过程加强了绿色投资的投资者需求、公民对环境问题的关注和中國政策重点之间的联系，如下图所示¹。

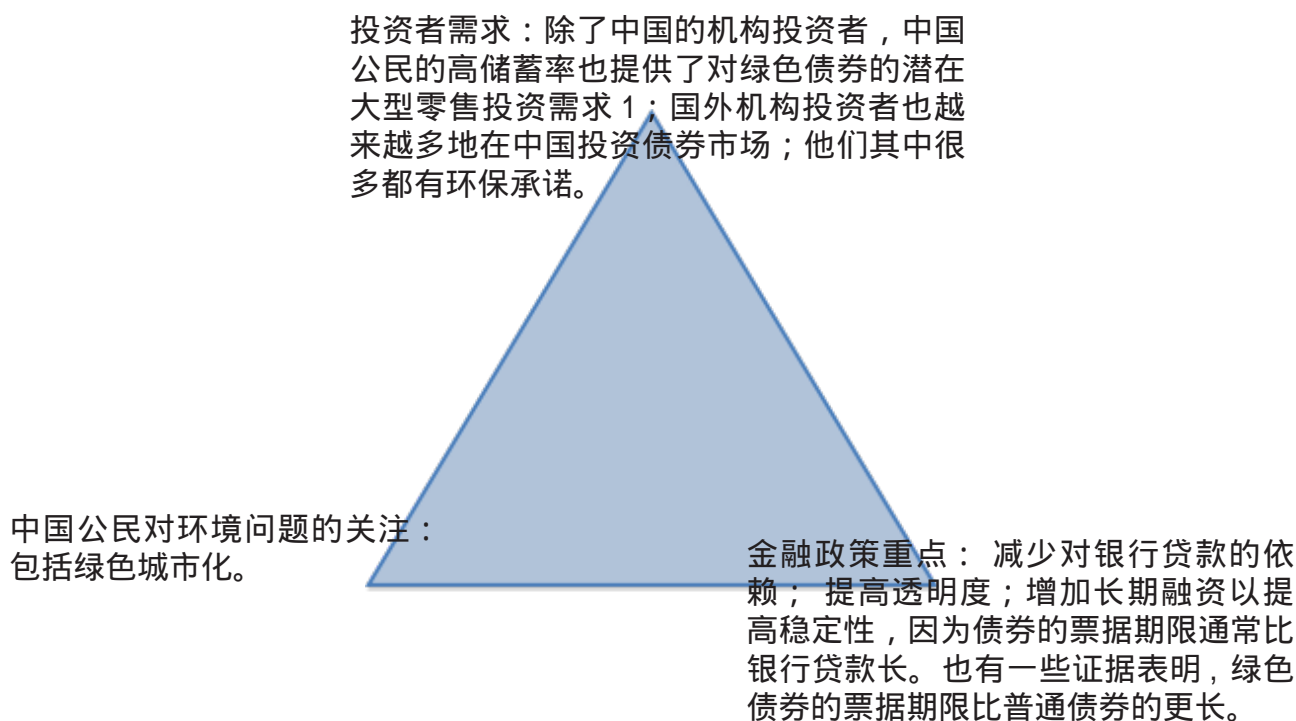


图 1：中国绿色债券市场三重原理

1. 限制投资者对绿色债券的购买需求的一个方面是监管者正在对零售投资者可以购买的投资种类加以限制。 <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-12/china-considers-limiting-individuals-bond-buying-to-stem-risk>.

另外一个好处是，绿色债券与其他绿色金融举措具有互补性，如绿色贷款的优惠贷款利率。绿色债券也因其简单明了的特点，在与其他绿色金融概念相比时引人注目：绿色债券是一个能在实践中快速容易地理解和实施的概念。

到目前为止，公司企业、中央或地方政府和开发银行已经发行了绿色债券，并由机构投资者和散户投资者购买。目前为止大多数的绿色债券是在欧洲和美国发行的，还有一些在拉丁美洲、亚洲、澳洲和非洲（约翰内斯堡市）发行。因为能够较易识别和销售绿色投资，绿色债券为绿色项目融到了相当规模的资金。气候债券倡议组织（2014）在2014年确认有关气候变化解决方案的未清偿债券有5030亿美元；中国以1640亿美元占其最大份额，主要用于铁路投资。然而，这些债券大多数还没有贴上绿色标签：只有其中的500亿美元作为绿色债券销售（也就是被贴上绿色标签），一半债券均来自开发银行，这意味着这个市场增长潜力巨大（气候债券倡议组织，2014）。

国际绿色债券市场的趋势证明了中国绿色债券的潜力，但值得注意的是，中国的绿色债券市场将不同于目前为止的其他市场，因为中国金融体系与欧洲和美国相比结构非常不同，且债券市场欠发达，如前所述，对绿色投资的需求超过对低碳和气候恢复力的要求（见第二章）。

中国绿色债券的现状

中国有关领导人已经清楚认识到了绿色债券的发展机遇。2014年7月，中国人民银行研究局的首席经济学家重申了中国绿色债券的重要性，并补充：“要区分绿色债券和其他债券[...]它应该有更低的融资成本和更强的政府支持力度，比如免税政策”。这样的政策支持将为中国绿色债券的发行带来一个额外的好处：更低的资本成本将增加营销收益和投资者多样性，欧洲和美国的发行者已见证了这一点。中国的决策者对绿色债券的支持是强有力的，借助明智的政府支持，绿色债券可以帮助解决一些金融体系的问题：增加银行贷款、提供长期资本、更有效地使用公共资本，如图1中所示。

重要的一点是，发展绿色债券不应该依赖现有的结构，而应该与债券市场的快速发展所带来的改革深化和透明度提高相结合。在2014年宣布的一个关键进展是监管的转变，通过试点计划允许地方政府发行债券。这是推动中国绿色城市化进程、增加债券融资潜力的重要

动力。

制定和实施《绿色信贷指引》的经验，可以为中国发展绿色债券市场提供有益启示：它提供关于制定绿色标准的经验，并提出了核查、监测和执行的必要性。在实施中，因为缺乏核查、监测和执行而阻碍了绿色信贷的落实。因此，需要对专项债券所募集的资金的创新性使用方法进行监管，以确保它有健壮的环境效益。

了解广泛的金融经济目标以及中国正在进行的金融监管改革，才能确保绿色债券市场的发展与这些目标和监管规定之间的一致性。至关重要的一点是，要理解中国的债券市场不同于发达国家的债券市场，后者大部分绿色债券的参与者都已经定位。本文旨在填补这个知识缺口，并且站在以中国为中心的角度探索绿色债券。

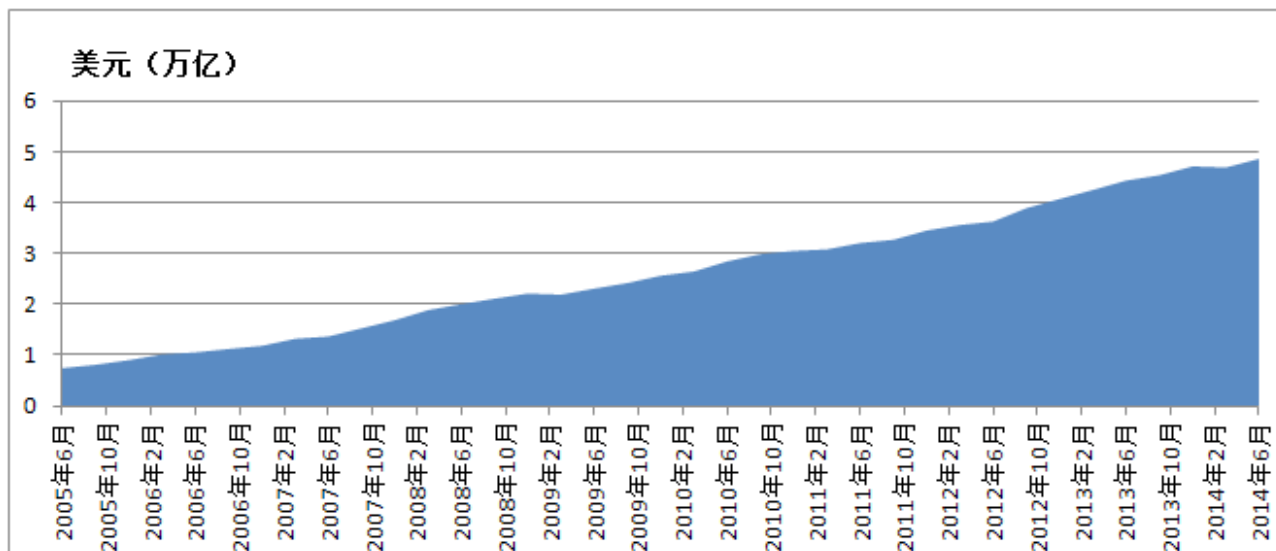
本文结构如下：第一章概述了中国绿色债券的情况。第二章涵盖了中国债券市场的现状和在中短期金融改革中的变化趋势。第三章涵盖了现行的绿色定义、标准和核查流程。基于第二章和第三章的发现，第四章概述为开发一个健壮的中国绿色债券市场的建议。

2. 现状及变化趋势：中国债券市场

中国债券市场正在迅速增长，增加了绿色债券的发展机遇

从规模上来说，2013年9月，中国国内的债券市场以25万亿人民币（4万亿美元）的未清偿债券总量（高盛，2014）位列全球第三，仅次于美国和日本。市场规模从2005年6月的0.7万亿美元增至2014年6月的4.9万亿美元，增幅超过500%，增长速度迅猛（亚洲开发银行，2014）。

图 2：中国债券市场规模



来源：亚洲开发银行（2014）

然而，从占经济体的比重而言，中国的债券市场仍然比发达国家要小得多。在 2012 年，债券市场占国民经济生产总值（GDP）的 47%，而美国、欧洲和日本的债券市场分别占 GDP 的 222%、190% 和 259%。全球债券市场占全球 GDP 的 138%（麦肯锡，2013）。

中国债券市场可以分为银行间交易市场（市场交易的 93%）和交易所市场（市场交易的 7%）。此外，还有一个零售债券的场外（OTC）交易市场，不过，它占据的份额非常小。不同的发行人在不同的市场发行债券（见表 1）。

然而，银行间市场和外汇市场越来越多地融合在一起（Liu，2014）：国务院提出了加强不同债券市场之间的联系，并建立一个机制，允许债券在不同市场挂牌。中国证券监督管理委员会（中国证监会）最近的一项政策草案²支持了这一点。目前，投资者必须经过复杂

2. 证监会：《公司债券发行和交易管理办法（草案）》，2014。

的程序³才能在银行间与交易所市场之间进行交易，因为市场间有不同的登记和结算机构（如表 1 所示）。国务院还提议加强登记、结算和托管部门之间的信息共享，开发一个统一的信息系统来实现更高的效率，同时避免系统性风险。

除了国内市场，香港还有一个离岸金融市场，被称为“点心市场”，在这里，国内外的发行者可以向国际市场发行人民币债券。这个市场从 2010 年的 690 亿人民币发展到 2013 年 1 月底的 4050 亿元人民币（汇丰银行，2013），增长也十分迅速，并且该市场由国际法律法规监控，而不是中国的监管机构。在岸市场拥有更大的市场规模，意味着绿色债券具有更大的潜在机会，所以本文主要关注在岸市场。下一章将只讨论国内市场。

中国国内债券市场的主要参与者，与其他任何债券市场一样，包括：发行人、投资者、监管机构和中介机构。表 1 提供了一个概述。

3. 目前的跨市场交易的过程很复杂，需要在两个不同的结算部门，即中央国债登记结算有限责任公司 (CCDC) 和中国证券登记结算有限责任公司 (CSDCC)，之间转移托管，才能在行间和交易所市场进行交易。这显著地降低了市场效率。国务院的建议鼓励允许投资者自主托管，以促进在不同的市场的交易。

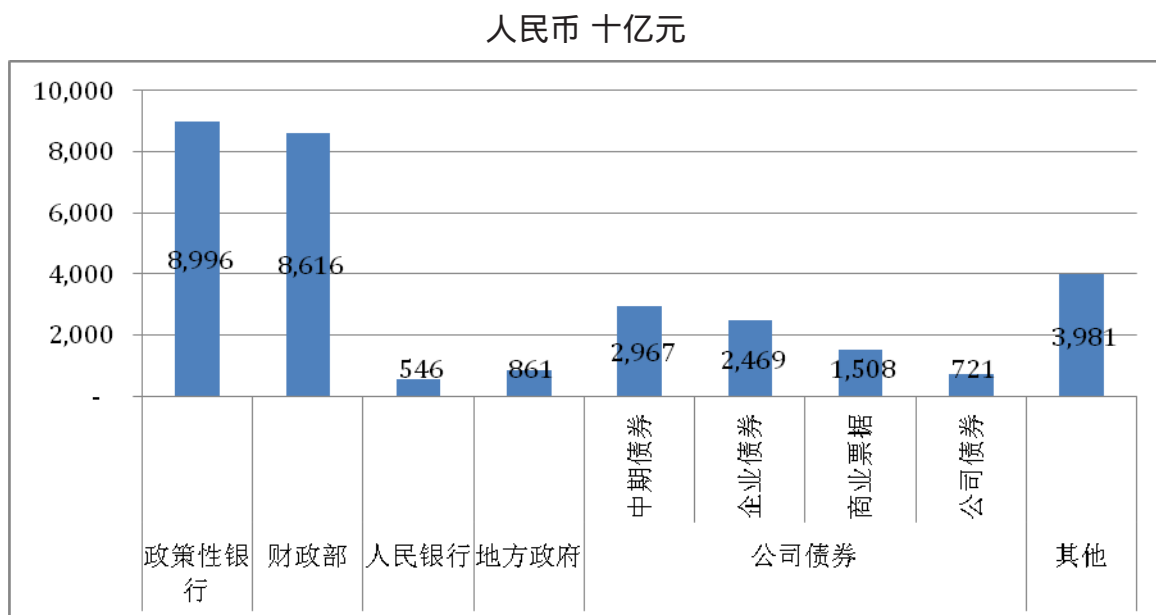
表 1：中国债券市场概述——参与者和市场结构

发行机构	债券类型	特征	发行份额	市场	监管机构	获批方式	发行方式	信息披露要求	登记结算	投资者类型
政策性银行		用于基础设施融资。票据期限通常为 1-10 年	29%	银行间市场（例外：国家开发银行自 2013 年可在交易所发行）	中国人民银行	N/A	招标（通过央行发行系统）	N/A	中央国债登记结算有限责任公司	商业银行(82%)，基金(8%)，保险(7%)，其他(3%)
财政部	国债	用于财政经费。票据期限通常为 1-10 年	28%	银行间市场和交易所市场	财政部	N/A	招标（通过央行发行系统）	N/A	中央国债登记结算有限责任公司，中国证券登记结算有限责任公司	商业银行(70%)，特殊成员(20%)，保险(4%)，其他(6%)
人民银行		严格控制。十个试点市政可发行	3%	银行间市场	中国人民银行	N/A	招标（通过央行发行系统）	N/A	中央国债登记结算有限责任公司	N/A
地方政府	市政债券（试点）	中长期，债券期限为 5、7 或 10 年	2%	银行间市场，交易所市场	国务院，财政部	国务院批准	招标或承销	N/A	中央国债登记结算有限责任公司，中国证券登记结算有限责任公司	N/A
非上市公司，多数国有企业	企业债券	中长期债券	8%	银行间市场，交易所市场	国家发改委	审批和许可制度	由企业根据市场行情决定。由发行公告，审计报告等获批准。根据获批准发行	募集说明书，发行票据，财务报告，审计报告等	中央国债登记结算有限责任公司，中国证券登记结算有限责任公司	交易所(28%)，商业银行(25%)，基金(24%)，保险(15%)，其他(8%)
股份制非金融企业	中期票据	短期债券(3-5年)	9.70%	银行间市场	中国银行业协会(中国工商银行)	登记制度	招标（如符合央行规定[1]）或承销。可分期发行，以登记为准	募集说明书，发行票据，财务报告，审计报告等。发行文件中资金使用需	中央国债登记结算有限责任公司，银行间市场清算所股份有限公司	商业银行(49%)，基金(36%)，保险(6%)，其他(9%)
股份制非金融企业	商业票据	短期债券（最长为 1 年）	4.90%	银行间市场	中国银行业协会(中国工商银行)	登记制度	招标或承销。可分期发行，以登记为准	募集说明书，发行票据，财务报告，审计报告等。发行文件中资金使用需说明	中央国债登记结算有限责任公司，银行间市场清算所股份有限公司	N/A
上市公司	公司债券	长期债券	2.40%	交易所市场	中国证监会	审批和许可制度	由发行人和承销商根据市场行情决定。分期发行，以获批为准	募集说明书，发行票据，财务报告，审计报告等	中国证券登记结算有限责任公司	N/A
中小企业	私募债券	票据期限根据交易所决定：深交所 1 年或更长，上交所最长为 3 年	N/A	交易所市场	中国证监会	交易所申请	由发行人和投资人私下协商	募集说明书，本计划和债务的偿还主要股东债券转移	中国证券登记结算有限责任公司	N/A

[1] 《中国人民银行(金融市场司)关于通过中国人民银行发行系统招标发行债券有关事宜的通知》(银市场[2010]11号)

来源：源自亚洲开发银行 2012，Jingu 2012，Bradsher 2014，Liu 2014

发行人：不断变化的局面，从政策性银行参与扩大到地方政府和企业



来源：高盛（2014）援引财政部 2013 年 9 月的数据（2014）

图 3：根据发行人分类的中国发行的未偿清债券

上图显示，中国发行的债券中最大的份额来自于政府类。由政策性银行即中国国家开发银行、中国进出口银行和农业发展银行发行的债券，还有财政部发行的债券占绝大多数（共 57%）。地方政府直接发行的相对非常少，占总发行债券的 3%，这是因为市政债券发行受到严格的监管，而他们发行的债券大部分是间接的。自 2009 年以来，财政部代表地方政府发行债券。地方政府所有的资产管理公司、基础设施公司和投资公司也间接发行地方政府债券。2012 年，据估计，与地方政府直接或间接相关的债券发行额为 6367.9 亿人民币。中央银行发行的债券仅占 2%，并且是出于流动性目的而不是投资，因此与绿色债券环境不那么相关。

公司类债券占市场 25%，就绝对规模而言，在未来几年中国公司债券市场预计将超过美国公司债券市场。然而，值得注意的是，在债券投融资方面，大多数公司类主体是与非金融企业合作发行短期债务（图中的中期票据和商业票据）。企业债券发行的第二大类别是国有企业。虽然这些被列为公司债券，但这些公司背后的间接政府担保值得注意。由上市公司，

非国有企业，民营公司发行的长期债券，图中所示为公司债券，仅占债券市场总发行量的2.4%。最后，还有中小企业的私募公司债。

某些国外发行人也允许通过所谓的熊猫债券在国内债券市场筹集资金；然而，这种发行受到严格的监管（路透社，2014a）。这类发行人包括各类开发银行，如亚洲开发银行、国际金融公司、日本国际协力银行。在2014年，德国汽车制造商戴姆勒发行了第一个企业熊猫债券（路透社，2014a）。

总而言之，绝大多数在中国发行的债券来自政策性银行和中央政府。大多数的公司债券是短期的，并且由有坚实的间接政府担保的主体发行。然而，在未来，由于之前一直由中央政府代为发行的市政债券发行被放开，中央政府债券的份额预计将下降。

市政债券市场改革

中国地方债券市场改革有两个关键目标。一是现有的地方政府债务的再融资。另一种是在市政债券中引入更多的结构性融资产品，例如收益债券（又称为项目收益债券）和资产证券化。

2014年5月，中国政府通过财政部宣布允许地方政府直接发行地方债券。在初始阶段，十个试点地方政府可以发行市政债券：上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏和青岛。地方政府将自行组织债券发行，支付利息和偿还本金。但债券的结构规模和票据期限仍然被监管：试点的发行规模需要受限于国务院的批准；该债券将是固定利率风险承担债券。票据期限可以有5年、7年、10年，按照4:3:3的比例。利率以新发行国债利率和市场利率为基准，发行方法可以是承销或投标。投资者多样化也是需要的，单个投资者的最大份额被限制为债券的30%。

除了允许市政债券试点，国务院也发布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》。中国地方政府债务不断膨胀、债券规模也不透明，这引起了越来越多的决策者的关注。该文强调了两个部分：

1. 地方政府需要区分政府债务和私营部门债务。地方政府不再允许通过商业企业发行债券。地方政府不可以发行新市政债券对他们现有债务进行再融资。
2. 在政府与社会资本合作模式（PPP）中，作为一种特殊目的工具（SPVs），由承接公

共部门工作、如基础设施建设的私营企业提出，可以发行公司债券、项目收益债券或资产支持证券给基础设施项目提供资金。公共部门将通过运用特许经营权，设置适当的基础设施运营定价以及提供财政补贴。这个模式和当前的地方债务发行模式的区别是提高了透明度，并且具有直接而非间接的地方政府担保。这种 PPP 模式下的偿债责任属于私营部门。

促进公司债券市场的发行者和结构的多样性

公司债券（来自上市公司和非国有企业）改革由国务院提出，由中国证券监督管理委员会（中国证监会）和中国银行业监督管理委员会（中国银监会）监管，扩张和多样化公司债券市场。国务院的建议包括：完善公司债券公开发行机制；鼓励公司为不同的投资群体发行不同类型的债券；加强小型公司进入债券市场的渠道，包括为中小微型企业开发新型债券类型。中国证监会 2014 年的一份草案⁴ 强调，非公开发行公司债券将是下一步发展的重点。本文还提出了把公司债券发行人主体扩大到所有公司法人主体，而不是只限于国内上市有限公司。证监会也正考虑对“新三板”⁵ 中的上市公司加强指导。证监会已发布的建议还加强对房地产企业，租赁公司和钢铁公司⁶ 的债券市场准入。

证监会，银监会和上海证券交易⁷ 所的文件也允许银行发行一种新型的债券；这种新型公司债券具有减记条款。这种结构的目的是使银行更容易实现其在《巴塞尔协议 III》中的二级资本要求。当银行如果不减记债务就不能再持续经营，这种债券将被减记，以确保储户和其他高级债权人可以继续得到偿还。带有这种减记条款的债券持有人将承担更高的本金和利息损失的风险，因为他们只能在储户和其他高级债权人之后得到偿还。

4. 公司债券发行和交易管理方案（草案）2014

5. “新三板”，正式称为“国家中小企业股权转让系统”，是中小企业的股权交易所。它成立于 2012 年，最初设计用于高科技公司，后来扩展到更广泛的中小企业。

6. 房地产企业和租赁公司可以在银行间市场发行中期票据。房地产债券有以下限制：发行人评级必须高于 AA，房地产债券所得款项用途必须是支持普通商业住宅项目建设，补充营运资金或偿还用于普通商业住房建设项目或保障住房的银行贷款。此外，本规定鼓励符合资格的钢铁企业发行合并和收购债券以发展行业中有竞争力的企业。

7. 2013 年 10 月证监会和银监会发布了《商业银行发行公司债券作为资本补充指导》。2014 年 1 月，上海证券交易所发布了相应的文件，给出更详细的关于具有减低条款的公司债券发行规定。

总的来说，中国公司债券市场日益多样化。房地产行业 and 中小企业债券改革以及信息披露规则改革都为增加绿色企业债券的创新性提供了机会。

根据现今全球市场上的发行人种类，中国的绿色债券发行人如表中所列：

表 2：中国的潜在绿色债券发行人和国际先例⁸

中国债券发行人种类	国际市场绿色债券相关案例
政策性银行——中国国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行	德国国家发展银行（KfW）已经发行两类绿色债券，2014 年时的价值分别为 15 亿欧元（合人民币 113 亿元）和 15 亿美元（合人民币 93 亿元）。债券所募集资金用于 KfW 的可再生能源投资计划。
财政部	无
中央银行——中国人民银行	无
地方政府——28 个省和 4 个直辖市	2014 年 6 月，南非约翰内斯堡发行了 15 亿南非兰特（合 8 亿元人民币）的绿色债券为太阳能、废物转化能源项目和混合动力公交车融资。这是新兴市场第一次发行绿色市政债券。2014 年 9 月美国加利福尼亚州发行了 3 亿美元（合人民币 19 亿元）的绿色债券，其所募资金用于水利和公共交通项目。
公司债券——国有公用事业和基础设施公司以及私营公司	2013 年 11 月，法国电力公司发行了 14 亿欧元（合 106 亿元人民币）的绿色债券为可再生能源项目融资。2014 年 3 月，丰田公司以非绿色汽车贷款作抵押，发行了 17.5 亿美元（约合人民币 109 亿元）的绿色资产支持证券以资助混合动力和电动汽车项目。
熊猫债券——迄今为止主要发行者包括亚洲开发银行、国际金融公司和日本国际协力银行	2014 年 8 月，国际金融公司在秘鲁发行了 4200 万新索尔（合人民币 8710 万元）的绿色债券，以帮助启动一个当地市场。所募资金用于可再生能源和节能项目。

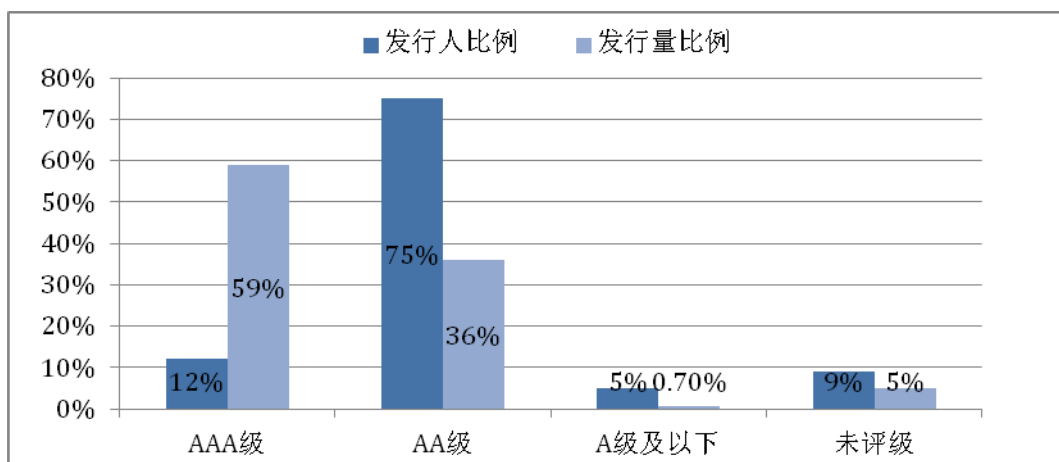
信贷质量：高投资级评级为主，但还需要更多透明度

中国的主权信用评级等级是投资级，标准普尔 AA -、惠誉 A+ 和穆迪 Aa3（Trading Economics 2014）。由于政策性银行直接由中央政府担保，其评级与中国的主权评级相同（Goldman Sachs 2014）。各公司债券得到的间接政府担保程度不同，但间接担保程度一直较高。中国债券市场从未出现过债券违约，这意味着信贷风险、市场风险和政策风险在过去

8. 美元兑人民币、欧元兑人民币按 2014 年 12 月 30 日汇率。

对债券定价并没有很大影响。对这些风险缺乏经验限制了对市场参与者的了解。中国的债券市场已逐步以市场为主导，尽管这个过程缓慢，但是有迹象表明政府对公司债券的担保正在减少。2014年3月，中国出现了第一例因无法按时支付到期利息而产生的公司债券违约(The Economist 2014a)，后来该公司由一家国有银行担保纾困 (Wildau 2014)。目前尚无公司因拖欠本金而违约。中央政府也明确表示，日后他们不会为地方政府发行债券提供全面担保。

下图为地方评级机构的关于非政府债券发行人和债券评级明细。如看发行人评级或债券评级的量，评级分布明显不同。中国评级机构显示尽管只有 12% 的发行人属于 AAA 级，然而却有 59% 的债券评级为 AAA⁹。值得注意的是，绿色“收益”债券评级和发行人评级一样，而绿色资产支持证券的评级则基于相关的绿色资产绩效。



来源：Liu (2014)

图 4：中国非政府发行人和发行评级分布

9. 一些债券的评级高于国际评级的主权评级可以解释为中国国内债券市场的评级正逐渐由地方评级机构负责

信用评级机构：中国债券市场有 10 个主要的信用评级机构，然而，三个主要机构控制着 80% 的市场：中诚信国际信用评级有限责任公司、联合资信评估有限公司和大公国际资信评估有限公司。值得注意的是，主要的国际评级机构控制着多数的中国主要评级机构：穆迪拥有中诚信评级 49% 的股份，惠誉拥有联合资信评估 49% 的股份，而标普与上海新世纪资信评估投资服务有限公司（另一家中国的大型评级机构）有合作协议（Liu 2014）。

中国债券市场的信用评级机构由中国人民银行（央行）监管。央行的作用是起草相关规章制度、发展战略和方针政策（ADB 2012）。2006 年，央行下令整合银行间债券市场上不同评级机构的不同评级要求。中国证监会负责监管证券交易所中的债券信用评级。发改委负责监管企业债券市场中的债券信用评级（亚洲开发银行 2012）。

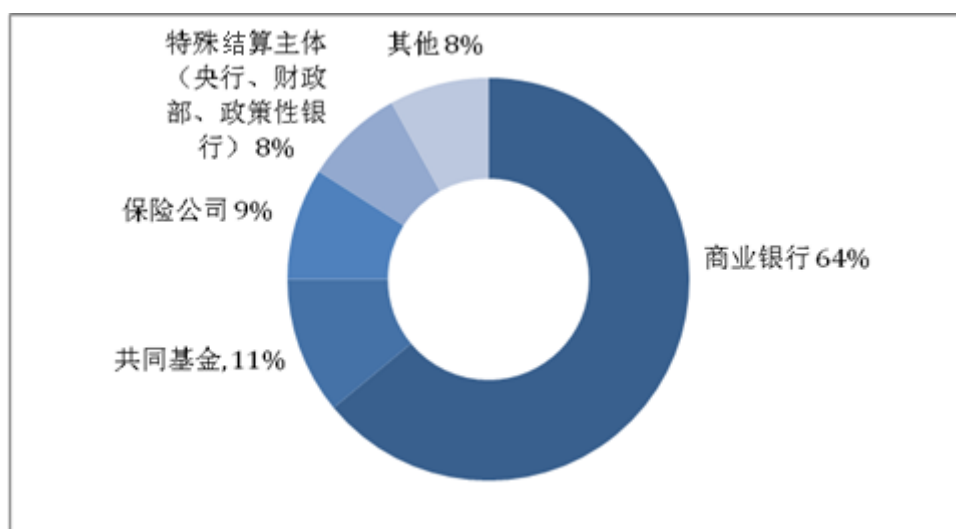
监管规定提出加强信用评级、信息披露和对投资者的保护

国务院提出要加强债券市场信用评级系统。这包括加强发行人的信息披露制度，加强信用评级机构信息披露。中国证监会在 2014 年的《公司债券发行与交易管理办法(征求意见稿)》也提到了这点。加强发行人信息披露可减少对外部信用评级的依赖并提高投资者的风险识别能力。中国证监会在草案中明确提出加强对担保和募集资金使用的监管。加强信息披露与绿色债券议程的目标一致。绿色债券可在使用债券募集资金使用方面增强信息披露和透明度。

国务院也提出需研究债券信用保险和完善保护债权人的债券持有人会议，进一步保护投资者。由于中国债券市场历史上从未发生过违约，这方面鲜有既定监管规定，因此存在不少无合同债券的发行（Liu 2014）。监管和法律的发展促进绿色债券从一开始就要考虑监管问题，如在合同中鼓励披露募集资金的使用情况。

投资者：中国的投资者群体主要是商业银行，但正在不断扩大

中国国内不同债券市场的投资者群体不同。由于法规所限，市场上绝大多数的投资均来自国内投资者。国际投资者则只能投资离岸点心债券市场或通过某些特殊项目投资国内市场。占据主导地位的银行间市场中，国内机构投资者的投资占大多数。该市场不向散户投资者开放。外汇市场中，个人和小型机构投资者占有大多数资本。



来源：Liu 2014. “其他类”指信用合作社，散户投资者、企业、证券交易所和银行以外的金融机构。

图 5：中国国内债券市场的投资者

如上图所示，银行是中国债券市场的最主要投资者，共同基金位列第二，保险公司紧随其后。然而由于存在高回报的另类投资，保险公司所持有的债券量在过去几年中有所减少（Liu 2014）。银行作为主导中国债券市场的投资者，加上中国银监会印发的《绿色信贷指引》，可与绿色债券产生潜在的协同作用。银行会逐渐熟悉《绿色信贷指引》和《绿色信贷报表要求》中的绿色定义，并了解监督和核查绿色贷款的挑战，详情见第二章。银行内的投资团队可以利用这些知识，更好地评估绿色债券投资机会和风险，并遵循标准和核查计划评估绿色债券。

然而值得注意的是，对于不同类型的债券发行，投资者结构明显不同（见表 1）。主导市场的商业银行所持最多的债券为风险最低的国债和政策银行债券。公司债券交易中，商业银行仅占 25%（Liu 2014）。了解市场上这种多样性有助于识别不同类型的绿色债券发行需要。商业银行偏好低风险债券意味着政府可能会尽力通过风险共担工具来降低绿色债券的风险，尤其是政策风险和市场风险。在项目或投资者层面上来说，政府的这种行为很重要，会引发对非政府绿色债券的强烈需求。

2002 年开始的合格境外机构投资者配额计划（QFII）和 2011 年启用的人民币境外合格机构投资者项目（R-QFII）限制了境外投资者参与国内债券市场的能力。人民币境外合格机构投资者项目允许离岸持有人民币的境外投资者使用这些资金直接投资中国国内市场，包

括债券市场。此项政策是合格境外机构投资者配额计划的延伸。至 2013 年，境外投资者大多已可进入股票市场，但进不了债券市场。原因是绝大多数的债券在银行间市场上挂牌，而合格境外机构投资者配额计划在 2013 年前只允许境外投资者进入交易所市场（Rabinovich 2013）。而今央行已向境外投资者批准了银行间市场的配额。中国证监会政策变化之一（见表 3）是逐渐允许合格境外机构投资者配额计划和人民币境外合格机构投资者项目的投资者根据市场条件来确定他们的资产配置。但具体的投资分配计划仍需提前申请。而人民币境外合格机构投资者项目最初的 200 亿元人民币配额要求固定收益产品至少占 80%。第二轮 500 亿元人民币只可用于交易所买卖基金股票。另一个变化是机构投资者也符合该项目要求。以往只有证券公司和资产管理公司符合该项目要求。最近的政策变化还允许银行和保险公司在香港的子公司申请该项目。

这两个项目的配额近年来都有所增加以“吸引更多长期境外投资机构进入中国市场，促进资本市场发展”（Xi & Lim 2013）。至 2014 年 11 月，人民币境外合格机构投资者项目下的投资达到 2980 亿元人民币，而累计批准投资总额度为 5100 亿元人民币。2014 年实际投资额度和批准配额又有增加：实际投资 1400 亿元人民币，配额为 2400 亿元人民币的。合格境外机构投资者配额计划中已投资 2400 亿元人民币，总批准限额 4100 亿元人民币，2014 年又另增了 1000 亿元人民币（国家外汇管理局 2014）。配额的使用情况按不同国家和地区而有分别：香港用掉了所有配额，而其他国家和地区则没有。

至 2014 年 11 月，已有的 93 家境外机构投资者获批人民币境外合格机构投资者项目，260 家境外机构投资者获批合格境外机构投资者配额计划。获批的境外机构投资者分布也在 2014 年扩大到了法国、韩国和德国¹⁰（国家外汇管理局 2014）。

政府在新规定中有意提高合格境外机构投资者配额计划和人民币境外合格机构投资者项目的配额，并取消境外投资进入中国的限制以及国内机构投资境外市场的限制。预计未来批准额度和获批投资者数量将进一步扩大（Liu 2014）。

10. 2014 年 3 月，法国机构投资者获批 800 亿人民币。同年 7 月，韩国和德国各获批 800 亿人民币。

中国债券市场的投资者总体呈增长和多样化趋势（中央国债登记结算有限责任公司 2012）。尽管投资额度仍受严密监管，但中国的债券市场正不断向境外投资者开放。由于许多大型机构投资者逐渐履行可持续性的承诺，例如，联合国负责任投资原则签署了总共 45 万亿美元的在管资产，中国对绿色债券的投资需求会有所增加。

监管：债券市场由多个部门监管；需要加强部门间的协调

对金融机构和市场的监管一直由政府部门依照严格清晰的指令执行。理清中国债券市场的主要监管者（见表 2）可以了解应与哪些机构合作，发展中国绿色债券市场以及他们建立绿色债券市场的潜在作用。

表 2：中国债券市场的主要监管者

监管者	作用	与绿色债券的相关性
中国银行业监督管理委员会（中国银监会）	银监会不参与监管债券发行人的债券发行。该机构主要监管银行。目前仅有两项针对金融市场的法令由银监会颁布：《金融机构信贷资产证券化》和《控股集团旗下金融公司债券发行》。	- 前者与中国的绿色资产抵押证券化发行息息相关。2012 年实施的《绿色信贷指引》由银监会负责。该指引与绿色债券中的绿色标准尤为相关（见第四章）。
中国人民银行（央行）	央行监管市场准入、债券发行和流动性，负责债券市场运作和设定“双边交易” ¹¹ 系统，同时也监管银行间债券市场的发行、清算和结算（政策性银行债券和央行债券）。并且央行负责监督中国债券评级机构。	- 作为绿色金融体系的一部分，央行有专职负责绿色债券的工作小组。
财政部	财政部负责审查债券担保人的资质、信贷资产证券化和市场间债券的托管安排。此外，财政部和国家税务总局制定了关于政府债券利息所得免征所得税的相关法规。财政部制定了政府债券发行等级，该等级仅受由全国人民代表大会每年设定的债务上限限制（Liu 2014）截至 2014 年，财政部还代表地方政府发债，然而这一情况正在变化，如正在进行的地方政府直接发债的试点项目。	- 绿色资产抵押债券化绿色债券税务优惠政策。
国家发展和改革委员会（发改委）	发改委监督企业债券的发行。发改委近期收紧了企业债券发行条件（非上市公司，多数为国有企业）（路透社 2014b）。	- 发改委有权促进可持续发展议程和债券市场的生态改善。公开绿色债券的绿色资质评估。

11. 双边贸易是指两个国家或地区之间的每笔交易。

中国银行间市场交易商协会	中国银行间市场交易商协会监督中期票据和商业票据。该机构由中国人民银行主管，并由后者授权，是一家银行间市场参与者为成员的组织，负责监督法律法规的执行，但不参与法规的制定(ICMA n.d.)。	- 鉴于商业票据发行的期限较短（少于一年），可能与绿色债券关联较小。
中国证券监督管理委员会(中国证监会)	证监会监管证券交易所。主要上市公司发行债券都在证交所进行（见表1内的公司债券）。证监会还负责监管股市和所有上市公司的股票发行。除此以外，证监会监管交易、证券登记和结算机构，评级机构以及从事证券发行的律师事务所法律业务。 证监会协同国家外汇管理局监管境外投资配额。证监会负责制定合格的境外机构投资者和人民币境外合格机构投资者项目的总体配额，监管哪些投资机构可获批这些配额。对于许可机构，国家外汇管理局定夺项目下的单笔投资配额（证监会2012，Wildau 2012）。	- 证监会负责发展绿色新股发行。证监会负责促进绿色债券与中境外投资者投资公司债券的配额、规范和流程的结合。

应按照各部门职能加强协调合作：国务院已经提议加强各部门和机构间的监管和联系。此提议包括监管债券市场入市、加强信息披露、加强评级制度和保护投资者。协调工作也包括调查虚假信息、内部交易和价格操控。

附件1概览了中国债券市场中上述各监管部门参与的专项监管议题和相关立法。

表3罗列了不同监管部门对绿色债券监管提出的监管变化。

表 3：已发布政策中有关中国债券市场的中短期改革

监管部门	债券种类	发行人/目标群体	主要变化	与绿色债券政策框架的潜在联系
1 2014年1月证监会和银监会发布了《关于商业银行发行公司债券补充资本的意见》	公司债券	商业银行	允许商业银行在证券交易所发行经中国银监会认定可计入商业银行资本的公司债券。减记债应符合商业银行资本工具合格标准，经中国银监会认定可计入《巴塞尔协议三》中的商业银行二级资本。减记债在规定的触发事件（即银行业务因未减记贷款而无法继续）发生时，能立即减记，投资者相应承担本金及利息损失的风险。	- 提供了可由商业银行发行的新型绿色债券种类。尽管目前政策性银行仍主导中国债券市场的发行，银行业却是中国金融市场的最大参与者。这些债券的作用如同欧洲的有条件可转换债券(“CoCos”)。
2 国务院2014年5月印发了《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	公司债券 地方政府债券 所有品种	企业 地方政府 债券市场	发展多样化债券品种 丰富适合中小微企业的债券品种 建立健全地方政府债券制度 深化债券市场互联互通，完善债券品种在不同市场的交叉挂牌及自主转托管机制，促进债券跨市场顺畅流转 ¹² 。	- 允许更多小型公司发行绿色债券。 - 增加了地方政府发行绿色债券的可能性。地方政府与中国日益增长的城市经济尤为相关，如绿色基础设施建设投资。 - 为绿色债券市场提供了更多流动性，开放性和不同市场环境。为投资者增加了平台。更大的市场使绿色债券更有吸引力，其发行商相比他人更具激励。更大、更具流动性的市场可为绿色债券改善定价。统一市场有利于绿色债券建立统一标准。
3 财政部印发《2014年地方政府债券自发自还试点办法》	地方政府债券	地方政府	10个地方政府试点地方政府债券自发自还。试点地区按照有关规定开展债券信用评级，择优选择信用评级机构。	- 地方政府对债券和绿色城市化需求与投资以及十二五规划的政策息息相关。 - 通过信贷激励机制奖励具有高标准环保项目且表现出色的地方政府。
4 中国证监会	公司债券	个别行业	有条件支持房地产企业和租赁公司在银行间市场发行中期票据(MTN)(3-5年期)。支持钢铁企业发行并购债券。	- 通过投资者报告规则，绿色债券可以提高地方政府的开支透明度。 - 拥有绿色建筑的房地产企业，例如达到中国建筑规范最高标准，可以发行绿色中期票据。尽管3到5年的期限比多数绿色投资期限短，证监会对房地产企业的支持可能取决于他们是否发行绿色中期票据。 如果钢铁行业遵循最佳节能标准，发行绿色公司债券可用于该行业并购融资。
5 2014年10月国务院印发《关于加强地方政府债务管理的意见》	地方政府债券	地方政府	地方政府将不再通过公司发债，但可以采用政府与社会资本合作模式为公共基础设施建设项目筹资。对没有收益的公益性项目，地方政府可发行一般债券融资。有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行专项债券融资。分清当前债务的所有权(属于政府或企业的债务，如地方政府债务)应有多少由政府担保，对划分为政府债务的部分可通过发行市政债券再融资。	- 为地方政府提供激励机制；将再融资债券与绿色标准挂钩并提供担保。 - 将地方政府绿色债券作为现有地方政府债券再融资的方法之一。项目实体可以在政府与社会资本合作模式下发行绿色项目债券为基础设施项目融资。

12. 被允许在市场间(外汇市场和银行间市场)交易的债券或投资者，需将托管从中国证券登记结算有限责任公司转移到中央国债登记结算有限责任公司，反之亦然。托管转移需要一系列的流程，所以自动转移简化了流程，使得跨市场交易更方便。

6	2014年10月财政部印发了《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》的通知	地方政府债券	非上市企业	- 允许非上市企业在试点办法内发行并购重组私募债券为并购重组募集资金。	- 适用于上述钢铁企业。但如政府不将它与绿色标准结合以获得公众支持，则相关性不大。 由于并购重组涉及的是机构层面的投资，该法规与绿色债券关联不大。绿色债券多与项目或资产层面的投资相关。但绿色债券可为纯粹的并购重组项目发行，合并后的公司可发行专项企业绿色债券。 运作良好的私募债市场可以帮助中小企业扩大绿色债券融资
7	2014年11月《中国人民银行金融市场司关于非金融机构合格投资人进入银行间债券市场的通知》	银行间市场债券	非金融机构和农村金融机构	- 允许合格的非金融机构，农村金融机构和四类非法人投资者 ¹³ 进入银行间债券市场	- 扩大绿色债券的发行机构和投资者。可促进专营绿色固定收益投资或兼有绿色固定收益和股票的理财产品开发。
8	2014年11月中国证券业协会发布《并购重组私募债券试点办法》	公司并购重组债券	非上市企业	- 允许非上市企业在试点办法内发行并购重组私募债券为并购重组募集资金。	- 适用于上述钢铁企业。但如政府不将它与绿色标准结合以获得公众支持，则相关性不大。 由于并购重组涉及的是机构层面的投资，该法规与绿色债券关联不大。绿色债券多与项目或资产层面的投资相关。但绿色债券可为纯粹的并购重组项目发行，合并后的公司可发行专项企业绿色债券。 运作良好的私募债市场可以帮助中小企业扩大绿色债券融资
对未来债券市场改革相关政策的展望：					
1	中国证监会	公司债券	公司	- 《公司债券发行与交易管理办法（征求意见稿）》 主要修订内容包括：扩大发行主体范围；丰富债券发行方式；增加债券交易场所；简化公募债券发行审核流程；并对私募债的行政监管作出安排；强化监管2。 - 证监会下一步将修订《证券法》，统一公司债券入市标准、信息披露和评级要求	加强绿色债券的监管，帮助投资者监控资金的使用。
			人民币境外合格机构投资者	预计证监会和国家外汇管理局将进一步提高投资者配额，吸引更多投资者进入人民币境外合格机构投资者机制。	向投资绿色债券的境外投资者提供额外配额，高于一般配额限制。

13. 非法人投资者指信托产品、证券公司资产管理计划、基金管理公司及其子公司特定客户资产管理计划、保险资产管理公司资产管理产品。

3. 现状：绿色债券市场结构的组成：定义、标准、核查流程

一个运作良好的绿色债券市场包括对市场参与者的清晰的定义、流程和¹⁴标准。这需要了解哪些投资类别符合绿色要求并设立核查流程。因此，要为中国日益增长的绿色债券市场提供有用的建议，不仅需要深入理解中国债券市场（如第二章所述），也需要理解现有的绿色定义、标准和核查系统。在这方面值得强调的是目前的绿色和低碳金融议程仍处于分裂的并不十分协调的状态。

绿色的定义和标准

在中国开发绿色债券标准主要需考虑两个方面：什么样的投资领域可用来应对环境挑战；以及债券市场需要怎样的标准。

如之前所述，尽管在欧洲和美国，气候变化是绿色债券的主要关注点，但绿色债券在中国投资领域所覆盖的范围必须超越减缓和适应气候变化。中国面临的其他问题，比如空气污染和水资源缺乏都需要大规模的投资。当然更宽泛的绿色债券投资范围并不意味着气候变化在中国不是重点。中国的绿色债券标准必须有相应的门槛要求以确保充分减排，避免影子投资因长期表现不佳而可能产生负面影响。总的来说，必须确保绿色定义与十二五规划以及即将推出的十三五规划所提出的关键政策行业保持一致。这点至关重要。

对于债券市场，以下的附加组成部分已确认为制定绿色标准的要求：

- 该标准应能测量连续业绩，鉴于债券投资者持有投资的连续性，不能只在一个时间点测量业绩
- 该标准应能促进形成大规模投资机会
- 该标准应能在不同市场和不同地区实行，确保更广泛绿色投资的标准

14. 详情请见《发展中国绿色债券市场》，Kidney & Oliver，2014。

在中国尚无符合这些要求的绿色债券标准，但可利用其他领域制定绿色定义的相关经验来制定绿色债券标准：比如关于绿色基础设施、资源使用效率、某些领域内的商品和服务的绩效标准和法规，这些标准在某些方面甚至超过发达市场的相应标准。

中国银监会《绿色信贷报表要求》中明确了中国市场内现有的绿色定义，为绿色债券奠定了基础。¹⁵

中国银监会在 2013 年制定的《绿色信贷报表要求》中确定了绿色信贷的具体定义。此举回应了 2012 年《绿色信贷指引》中缺乏银行所需的细分的明确、具操作性的绿色定义。《指引》仅为绿色投资领域提供了高度概括的建议：“银行业金融机构应当从战略高度推进绿色信贷，加大对绿色经济、低碳经济、循环经济的支持”(...)“包括与耗能、污染、土地、健康、安全、移民安置、生态保护、气候变化等有关的环境与社会问题。”(银监会 2012)

2013 年制定的《绿色信贷报表要求》在这基础上进一步阐明：并将绿色农业、绿色林业、工业节能节水环保、太阳能、水能、风能、绿色建筑改造等项目划分为绿色资产类别。尽管该文件为哪些资产可作为绿色债券发行提供了非常实用的基础，但并没对具体排放表现（或其他环境影响相关表现）制定标准。这种标准在区分绿色资产类别时会被用到。设定排放门槛对某些资产类型非常重要。例如，节能建筑中的少量减排随着时间推移会有不利于减缓气候变化的后果，因建筑物每隔几十年才会升级一次，这种最小的减排效率增益将会被锁定几十年。

除了定义绿色信贷的资产类别，该文件还包括了多种绿色信贷所需的排放计算方法用以评估影响。这些定义和方法均由银监会和国家标准化管理委员会（中国产品和流程标准主要设定机构）合作完成，可谓十分实用。

2014 年 12 月，中国银监会还推出了定性和定量的关键性能指标作为银行自我评估的引导工具。指标报告须在每年 5 月提交给监管机构 (Bank Track 2015)。

《绿色信贷指引》涵盖中国排名前 21 的银行，它们管理 80% 的借贷。这样广泛的银

15. 银监会（2013）《关于报送绿色信贷统计报表的通知》。

行覆盖率说明贯彻《绿色信贷指引》的银行和潜在的绿色债券发行人是重叠的。到 2013 年底，这些银行的绿色信贷余额达到 5.6 万亿人民币，相当于总贷款余额的 9%(Amin, Ng and Holmes 2014)。但目前尚不清楚这些数据在多大程度上是使用银监会《绿色信贷报表要求》中的定义计算而得的。

若单看温室气体排放，中国已在其他相关方案中建立了一些标准，主要是发改委制定的《碳排放权交易管理暂行办法》和温室气体排放核算方法。《碳排放权交易管理暂行办法》在中国 7 个城市和地区进行试点¹⁶，设立适用于公司的排放计算方法。2013 年，国家发改委印发首批 10 个行业企业温室气体排放核算方法：钢铁生产企业、化工生产企业、平板玻璃生产企业、水泥生产企业、陶瓷生产企业、电解铝生产企业、镁冶炼企业、发电企业、电网企业和民航企业 (EY 2014)。这些排放核算方法的覆盖面十分广泛。2014 年国家发改委要求总计 20000 家公司使用该方法上报温室气体排放量 (世界资源研究所，年份不详)。

由于这些倡议只关注排放问题，它们与绿色债券标准相关性不大，不适合中国多方面的环境挑战。然而该核算方法可作为评估绿色债券影响的计算方法，同时这些倡议也为识别和接触潜在的绿色债券发行人提供了途径。

核查与执行

在市场上有力地落实任何定义和标准都离不开核查与执行体系。通过设立绿色债券的核查系统，中国可从已开发完成的绿色保证和核查系统中吸取其他国家的经验。《绿色信贷指引》中的核查系统、《碳排放权交易管理暂行办法》中的试点和国家节能方案均可作为借鉴。虽然尚没有针对中小企业和农村优惠性金融法规 and 政策的核查系统，但这对绿色债券来说非常重要，可以确保其有重大的影响力。

16. 国务院 2011 年制定地方性碳排放权交易试点范围意向。2013 年确定首批 5 个试点，2014 年确定剩余 2 个试点。

1. 《绿色信贷指引》

绿色信贷没有清晰的核查系统。银行向地方银监局报告绿色信贷的统计数据，然后地方银监会再上报中国银监会，中间缺乏核查。当然这并不意味着《绿色信贷指引》中的核查和执行业务不具参考价值：《绿色信贷指引》似乎已经向政策制定者明确了核查的规则和主体的重要性。因为缺乏核查，《绿色信贷指引》在实际实施中受到限制。核查系统和合规措施的改进工作目前正在进行。

环境保护部已参与评估银行绿色信贷的合规工作。例如 2012 年，环境保护部环境与经济政策研究中心发表了一份关于中国银行绿色信贷的报告（Nan 2013）。然而这似乎只是一份专门评估，而非一个系统性的核查过程。

已有提议提出改进《绿色信贷指引》中的核查（DRC 2014）。例如有提议指出银行必须在年度报告中披露绿色信贷总量。

由于遵循《绿色信贷指引》属于自愿性质，银监会的执行范围和惩罚措施有限。但将来银监会和央行可能会通过限制信贷和银行业务来惩罚银行的不执行。

2. 地方性碳排放权交易机制

各地试点中用的核查流程会有些许不同，但主要特点是一致的（PMR 2014）。所有试点都需要第三方核查，没有选择（PMR 2014）。“主管机关”是国家发改委（气候司）、地方发改委专职碳排放权交易试点部门和相关地区任命的第三方独立审核（PMR 2014）。核查费用在几个试点地区都由发改委支付（PMR 2014）。

多方核查主体系统类似于欧洲和美国绿色债券市场采用过的核查方式。而至今一直使用的核查模式是一系列独立的第三方私人组织。与中国的碳排放交易机制不同，核查实体不是由主要监管机构“指定”，因为核查是按发行人的决定自愿参与。

试点不同，报告内容的要求也不同，但《碳排放权交易管理暂行办法》的报告中必须提到碳排放总量、活动数据以及排放因素和来源（PMR 2014）。所有试点地区都采用在线报告系统（PMR 2014）¹⁷。一些排放数据可为关注减缓气候变化的绿色债券提供有用影响评估。

17. 暂无天津和湖北的试点报告格式信息。

然而总体的绿色债券报告将比地方的碳排放权交易机制开发得更全面。

碳排放权交易机制主要靠国家发改委授权地方政府来执行（IETA 2013）。不同试点地区对不落实处罚有所不同，但通常对未能提交核查报告的都处以罚款（PMR 2014）。天津和重庆设有额外处罚，取消公司 3 年环境优惠政策，比如补贴和基金（PRM 2014）。绿色债券也可采用类似的处罚，用于不履行环境承诺的绿色债券发行人。

预计十三五规划（2016-2020）将提及全国范围的碳排放交易机制。整体而言，《碳排放交易管理暂行办法》的试点地区约占中国 GDP 的 25%。暂行办法没有涵盖所有排放源，只圈定了最大的排放源（EDF 和 IETA 2013），其中公司总数为 2247 家（Zhong 2014）。根据绿色信贷的统计数据显示，《碳排放交易管理暂行办法》覆盖的公司与绿色债券的潜在发行人有很大的重叠部分¹⁸。鉴于公司会不断提升能力，遵守《碳排放交易管理暂行办法》的核查流程，为绿色债券打下基础，这种重叠则意味着核查系统可能被用于绿色债券。当然绿色债券需要一个比碳排放范围更广的核查系统。

3. 国家节能减排方案

国家节能减排方案始于 2011 年，现已覆盖 17000 家企业。方案由国家发改委（2011）监管¹⁹，实行强制性核查（IEPD n.d.）。目标制定、监控、核查和执行的过程如下：首先地方发改委的节能减排小组制定节能目标，企业收集和上报能源消耗统计数据。地方一级核查数据，由节能减排小组直接核查或由小组委托的第三方核查机构核查。第三方核查机构须获财政部和发改委批准。2011 年有 26 家第三方核查机构获批。然后节能减排小组对比企业的既定目标与核查绩效，作出评估，再将评估结果上报国家发改委。集中设置目标与绿色债券发行关联不大，但是第三方独立核查系统可以用于绿色债券的核查。

未能达标的企业将受到地方发改委的处罚。如果公司未能达到年度节能目标，则将被责令整改，在规定时间内达标（IEPD n.d.）。

18. 由于绿色债券基于项目层面而非实体层面的绿色绩效，假若项目债券的收益用途可被认定为绿色，高排放公司仍可能发行绿色债券。

19. 十二五规划中的《关于印发万家企业节能低碳行动方案的通知》。

此核查和执行系统的弱点已被指出。世界银行的一份报告 (2014) 指出了改进当前节能减排核查系统的一系列措施：

- 建立项目层面的节能减排监测和核查的标准化操作指南。
- 建立主体层面的节能减排监测和核查的标准化操作指南。
- 加强节能减排监测和核查的严密性。
- 提高第三方核查认证过程的透明度和公信力。
- 加强第三方核查的能力建设。

节能减排方案中监测和核查的标准化方式与绿色债券不同。中国现有的核查和监控系统仍有改进空间，目前尚不足以用于绿色债券市场。

总的来说，《绿色信贷指引》和《绿色信贷报表要求》已经为金融部门提供了成熟的绿色定义和标准，然而核查和执行系统目前尚欠成熟。尽管现有的核查模式在实际操作中存在严重的局限性，有待改进，但《碳排放交易管理暂行办法》和国家节能减排方案中的核查系统更为成熟，提供了可为绿色债券市场所用的结构。

绿色债券可能因此对中国尚处于分离状态不够协调的绿色和低碳金融议程进行整合。

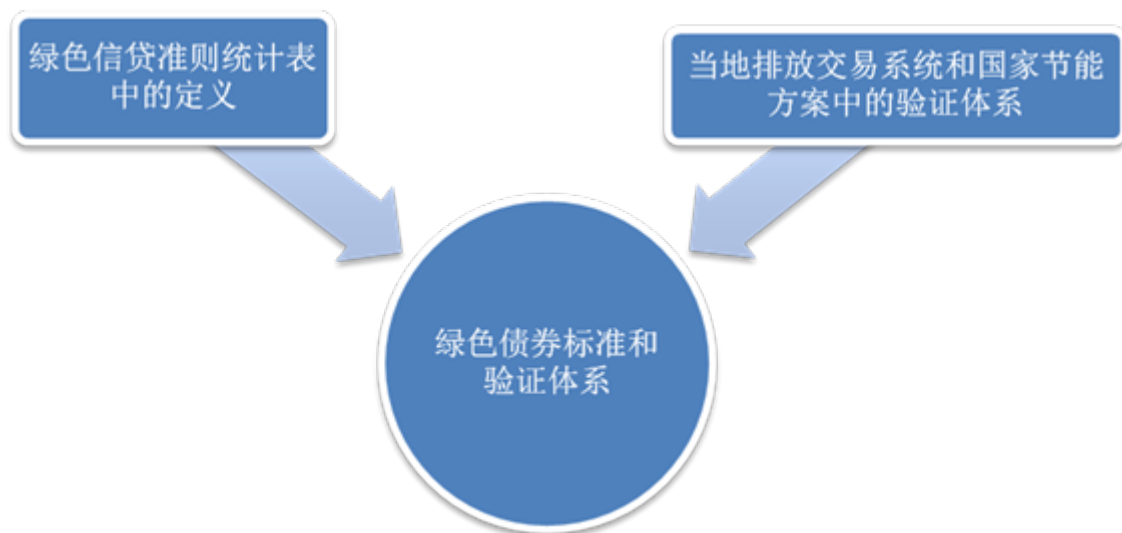


图 6：绿色债券的标准和核查系统可借用且整合中国现有分裂的定义和核查系统

4. 对于绿色债券的建议

制定绿色债券定义、标准和核查的主要建议

在中国背景下，概括出具体的绿色标准和核查系统，以用于中国开发绿色债券，确保一个运作的市场生态系统，可以通过以下步骤：

- 鉴于中国特定的环境挑战和金融体系，建议制定专门针对中国的绿色债券的定义。

虽然减缓和适应气候变化是欧洲和美国的绿色债券的主要投资类别，中国面临的环境问题挑战不仅是气候变化，还包括污染和严重缺水等其他类型的问题。此外，中国的金融体系较之欧洲和美国有一个非常不同的结构；更多地被银行控制并且债券市场欠发达。这所有加在一起，意味着中国绿色债券市场将不同于目前所见的其他绿色债券市场。

此外，中国具有为资源效率和绿色基础设施、商品和跨经济行业的服务，包括交通、建筑、电力等制定绩效标准的经验。在一些领域，这些标准超越了发达市场的相应标准。这为创建绿色债券的中国标准提供了基础。

- 建立一个新的实体，“绿色债券市场发展委员会”，以审查现有的和即将到来的绿色标准和法规：

该委员会将由以下部门组成：

- 监管部门，特别是债券市场监管部门（中国人民银行，财政部，国家发改委、证监会和银监会）
- 行业协调机构
- 中国标准管理机构，为产品和流程的环境绩效 开发行业标准，并可以提供参与制定中国银监会《绿色信贷报表要求》所获得的专家意见。
- 政府机构。国家环保部是一个相关机构，目前他们的职责为监测企业的排放绩效。
- 开发银行：开发银行占据债券发行市场的很大份额，是重要的利益相关者。
- 商业银行

中国银监会统计部门的参与对于该发展委员会将有双重好处：

- 银监会统计部门有标准制定方面的相关专家，他们制定了《绿色信贷报表要求》，为中国发展绿色债券标准提供了基础。

- 他们的职能近期有所转变，把宏观审慎监管纳入进来，这将使委员会能够把绿色债券市场的发展和中國其他金融政策重点更加紧密地连接起来。

市场发展委员会可以下设在中国人民银行的绿色金融工作小组，后者的工作包括绿色债券。²⁰

行动：

1. 拓展《绿色信贷报表要求》：评估会特别考虑需要如何改变当前的指导方针，以适合中国的债券市场，以及如何确保与不同类型的债券和债券市场的一致性。工作还应该确保债券符合十二五和十三五规划中的中国绿色发展政策。

制定绿色债券定义的重点在于《绿色信贷报表要求》，建议委员会结合国际和全球既有的开发绿色债券定义的流程。目前，只有气候债券倡议组织通过他们的标准和认证方案制定绿色标准。

强调中国银监会的《绿色信贷报表要求》中的定义而不是排放交易制度的，是因为前者覆盖范围更广，并着重在资产和项目层面上。而排放交易系统下的相关标准只着重于碳排放的计算，而未达到绿色债券所需的标准：绿色债券应围绕排放表现，并对绿色投资进行更广义的分类。此外，使用《绿色信贷报表要求》的定义将避免重复，为监管机构、发行人、投资者和其他市场参与者简化绿色标准化的过程。考虑到债券市场上银行的高参与度，这是一个特别有用的起点。委员会将与中国银监会紧密合作，确保对于评估的评论能够反馈到中国银监会。绿色债券市场发展委员会将为已在央行和发改委成立的高级绿色金融和绿色债券正式工作小组提供一个非正式的补充工作小组。

2. 鼓励公共和商业主体示范发行：开发银行作为中国绿色债券的开拓发行人占据格外优越的地位。跨国开发银行的发行推动全球绿色债券市场，国家开发银行已经在其他国家首次

20. 来自与人民银行研究局首席经济学家马骏的邮件沟通。

发行绿色债券：德国的复兴信贷银行就是一个例子。在绿色金融领域领先开展业务的商业银行（如浦发银行、兴业银行）也可以作为示范发行的主体。

3. 提供绿色债券市场意见反馈：持续的、在线市场评价和分析将有助于通过增加发行人、投资者、决策者、承销商和其他市场参与者的信息来增长市场潜力。这可以采用博客和社交媒体推广的方式。这将是市场发展委员会贡献的通信通道。

4. 教育行动：对于市场评价的补充，更正式的绿色债券市场标准的沟通交流，一旦标准被开发出来，中国银监会需要向金融市场参与者说明标准，以确保广泛的理解。这包括现场研讨会和网络研讨会。

5. 为市场开发作出持续的建议：委员会将发挥在中国发展绿色债券议程的智库作用，作出对央行和发改委正在进行的绿色金融进程中的一个非正式补充。

- 建立一个多方参与的绿色债券第三方核查体系，并由政府认可的实体进行监督

与中国监管机构讨论后，建议由一个政府认可的机构监督各类绿色核查机构。国家发改委应批准这个监管机构。多核查主体模型在欧洲和美国的绿色债券市场一直在使用，但是缺少监督核查人的机构并且核查过程并非标准化。中国的监督机构将是一个独立的、非政府非营利的机构，明确为这些目的所建。这个结构是仿照中国社会信用体系建立的。

债券市场监管机构可以在发展这个受监督的核查系统中发挥作用；然而，他们的主要作用是强制核查和受监督的核查平台的使用，以确保其在市场上广泛使用。强制核查与目前在欧洲和美国的实践形成反差，但在中国仍然认为是适当的，因为之前对自愿性的《绿色信贷指引》就缺乏落实。而且如前文所述，强制核查已经在国家节能方案中使用。

行动：

1. 审视绿色债券市场与地方碳排放交易系统核查、监测和报告的协调性：试点碳排放权交易机制和国家节能方案下的方法、监测、报告和核查系统可以使绿色债券市场参与者了解相应流程的开发。企业绿色债券发行人也可能在碳排放权交易平台中扮演关键角色，核查机构和报告平台可能是绿色债券市场执行相同任务最具成本效益的借鉴，尽管这将需要能力升级，因为债券市场核查“绿色”比核查排放更为复杂。

2. 设置较低的核查成本，这样募集资金即使没有政策支持，也将受益于消费主导型标签：核查的交易成本应该足够低，发行人应可通过营销绿色债券获得额外的营销效益以收回成本。贴上绿色标签的债券将是消费主导型，为债券提供一个类似公平交易的标签，表明其绿色凭证。这有利于中国走向市场经济，因为按照目前的标准通常很复杂，而且贴上的标签也不是很容易理解。

发行者的成本也可以进一步通过绿色债券的优惠政策支持得到补偿，例如上文建议的免税优惠，基于是否满足核查条件。然而，依靠优惠政策为绿色核查的债券发行人回收成本将限制初始的市场增长——保持低成本应该是优先考虑的事情。

3. 核查过程应借鉴国际绿色债券的最佳实践：监管机构应该注意全球绿色债券市场核查过程中的关键组成部分：

- 绿色资产的审查与绿色债券的募集资金挂钩，而不是审查债券发行人在主体层面的绿色凭证。

这确保了债券募集资金的专款专用，是债券发行的一个创新式的非典型特征——投资者因此知道他们的资金去向哪个项目。目前要求地方政府公开所发行债券募集资金用途也是基于类似的提高透明度的想法。专款专用是促进绿色债券发行的迅速增长的关键因素：因为这将排除潜在的非专营公司发行人。

- 核查是否作出承诺，定期（至少每年）确认绿色债券募集资金的使用、表现和资产绩效。因为债券是长期持有的，确保绿色凭证在一段时间内得到保证非常重要。

国际公认的绿色债券原则和气候债券标准必须使绿色债券符合开放透明的绿色标准。

- 扩大对信用评级机构和审查员的监督以覆盖绿色定义。

随着改革的进展，信用评级机构的作用也在加强，可能需要扮演绿色核查员的角色核查与绿色债券标准是否一致。技术审查人员也可以承担这个角色，因为需要核查和审定关于绿色的标准，但不是随机地去决定什么是绿色，而后者是目前欧洲和美国的债券市场中核查员的角色。

绿色债券政策和监管方面的主要建议

按照前文中中国金融监管改革的详细纲要和他们如何发展绿色债券市场的相关设定，政策制定者可能会使用下列重要杠杆，使绿色债券市场的发展与这些既定的债券市场改革相协调：

绿色市政债券

- 额外或一定比例的绿色市政债券配额

地方政府融资的主要改革可以根据绿色绩效标准量身定做：随着国家发改委寻求建立市政债券发行配额并且限制由地方政府融资平台发行的债务，如果绿色市政债券有以下两种津贴中的一种，它将促进透明度和地方经济发展：

允许增配与可持续发展计划或基础设施明确挂钩的绿色市政债券限额；或者强制要求绿色债券的配额比例，确保地方政府债务与最前沿的绿色发展的资本支出一致。

“生态文明”理念在中国的落实证明，强大的核查和执行系统以保证绿色市政债券融资的项目有牢靠的绿色凭证。

- 设立一个中央政府基金、为绿色市政收益债券和绿色 PPP 项目债券提供部分信用担保。

最近在新疆批准的城市改造债券发行是首次涉足中国市场的项目收益债券。中国央行下的中国银行间市场交易商协会（NAFMII）发表了一篇关于发展市政收益债券的论文，以便提高债务而不会进一步增加表内负债。这样一个计划可以加速推动地方政府在城市绿色基础设施和服务方面的发展。地方政府次级债头寸或部分担保池可以激励地方政府实现改进债券结构和绿色发展的目标。

次级债或部分担保也可以应用于 PPP 实体发行的项目债券：由于受到近期地方债务管理的监管改革的推动，随着中国城市越来越倾向于通过 PPP 模式为基础设施发展融资，这变得越来越重要。

- 绿色气候基金也可与政府一起为绿色债券提供部分担保

绿色气候基金已宣布将把重点放在利用私人融资，而不是直接提供资金。部分信用担保是实现这个模式的机制之一。中国的债券市场可为绿色气候基金这一工具提供机会。中国的债务市场比其他新兴市场和发展中国家相对成熟。绿色气候基金的支持将建立在对绿色市政

债券绿色证书的有效核查和监督条件之上，并获得中国有关地方政府的联合承诺。可能除了亚洲开发银行，其它多边开发银行不会对这个模式太感兴趣。

- 绿色市政债券、市政收入债券和 PPP 项目债券的信用增级也可使用单一险种保险公司

部分担保的另一种做法是为地方政府和 PPP 模式主体的绿色债券发行，建立一个政府支持的单一险种保险实体。这是比上述担保选择更加以市场为基础的做法。

绿色公司债券

绿色企业债券（国有企业）、公司债券和中期票据所获利息予以税收抵免

国内机构投资者从非政府债券所获的利息需缴 25% 的企业所得税和 5% 的资本利得税。

政府债券包括市政债券已免税。国际投资者还要缴付非政府债券息票 10% 的预扣税。

绿色企业债券的信用增级也可形成单一险种保险

部分担保的另一种做法是为国有企业绿色债券发行建立一个由政府支持的单一险种保险实体。正如之前面提出的绿色地方政府债券。

绿色债券的信息披露

- 建立特定的规则，加强绿色债券发行人信息披露系统

为了减少对外部信用评级的依赖和加强投资者识别风险的能力，国务院宣布加强债券发行人信息披露的指引。公司债券发行人须特别确保与资源利用有关的风险（能源、水等）和环境合规（污染控制、废物管理等）得到充分披露。如此一旦建立了绿色债券的标准，发行人的信息披露即能证明其遵循绿色债券的发行标准。此外，绿色债券的信息披露指引应特别指明债券募集的资金将用于哪些绿色或低碳资产和活动。根据国际经验，债券的本金应低于或等于低碳或绿色资产的价值。

- 通过对债券市场信息制度的彻底审查促进绿色债券的探索和交易

在加强交易所和其他证券交易平台透明度和信息准确性的同时，监管机构应考虑在所有

有标准化特点的平台上，为绿色债券加以容易辨认的标识。

监管者对绿色债券的作用

- 在部委间协调机制中加入绿色债券发展议程：

协同有关债券市场的监管部门，构建一份发展绿色债券市场的共同议程，由部委间协调机制执行、监督。

- 加强银行间和交易所市场间联系的同时应区分绿色债券

确保各类债券不是为同一项绿色投资发行非常重要。如果绿色债券没有统一分类，就可能发生发行人在银行间市场发行的绿色债券募集资金和在交易所市场发行的绿色债券募集资金都用于同一个绿色项目。这种情况将减少绿色债券发行为实际经济带来的额外投资。

绿色债券投资者

- 通过扩大合格境外机构投资者配额计划(QFII)和人民币境外合格机构投资者(R-QFII)项目建立绿色投资配额。

在新指引中，政府表示有意提高配额，并取消对境外投资进入中国以及国内机构在境外投资的限制。可以参照地方政府债券配额，对绿色债券投资予以特殊考虑，增加或引导投资者配额。

5. 总结

中国债券市场的发展为绿色债券提供了越来越多的机会。绿色债券可以使企业、政府和开发银行填补中国环境投资中的投资缺口，并且解决非环境问题，如金融体系的透明度。考虑以改变金融体系来促进绿色债券市场的发展，比追溯政策和监管变化更方便而且性价比更高。

2014年地方政府市政债券的试点发行是改革的关键性领域，为绿色债券创造了可能性：

地方政府也能发行绿色债券，为低碳和应对气候变化的基础设施融资。支持发展非国有企业的公司债券市场是另一项为绿色债券发行创造可能性的相关政策变化。加强信息披露则是另一个与发展绿色债券市场相关的领域。透明度是了解绿色债券募集资金是否用于绿色项目的决定性因素。

为了确保中国绿色债券市场的发展能在实际经济中真正且有效地改善环境，制定绿色标准、核查、报告和执行系统相当必要。在此，建议开发符合中国需要的系统。中国现有的绿色定义和核查流程可作为一个起点，加以调整以适用债券市场。关于绿色定义，建议在中国银监会《绿色信贷报表要求》的基础上加以扩大，而中国的碳排放权交易体系为开发核查系统提供了宝贵的经验。

参考文献

ADB (2012): People's Republic of China Bond Market Guide. Available from: [https://wpqr4.adb.org/LotusQuickr/asean3abmf/Main.nsf/h_Index/4CC53EFBD63D7BA3482579D4001B5CED/\\$file/abmf%20vol%201%20sec1%20prc.pdf](https://wpqr4.adb.org/LotusQuickr/asean3abmf/Main.nsf/h_Index/4CC53EFBD63D7BA3482579D4001B5CED/$file/abmf%20vol%201%20sec1%20prc.pdf)

ADB (2014): Asian Bonds Online – People's Republic of China – Size of LCY bond market. Accessed 02.10.14. Available from: http://asianbondsonline.adb.org/china/data/bondmarket.php?code=LCY_Bond_Market_USD

Amin , Ng and Holmes (2014): China's Low Carbon Finance and Investment Pathway. E3G , July 2014. Available from: http://www.e3g.org/docs/English_Report_WEB.pdf

BankTrack (2015): China sustainable finance newsletter , issue 23 , January 2015.

Bloomberg (2014): China Mulls Using Muni Bonds for Local Projects From 2016. 27 October 2014. Available from: <http://www.bloomberg.com/news/2014-10-22/china-mulls-using-muni-bonds-for-local-projects-from-2016.html>

Bradsher , K. (2014): China Authorizes Local Governments to Issue Bonds. New York Times , September 2014. Available from: http://www.nytimes.com/2014/09/02/business/international/china-authorizes-local-governments-to-issue-bonds.html?_r=0

China Business News Net (2014): Iron & steel enterprises and real estate construction companies gained conditional support on bond issuance. 29 October 2014. Available from: <http://www.yicai.com/news/2014/10/4034349.html>

CBRC (2012): Notice of the CBRC on Issuing the Green Credit Guidelines. Available from: <http://www.cbrc.gov.cn/EngdocView.do?docID=3CE646AB629B46B9B533B1D8D9FF8C4A>

CBRC (2013)China Banking Regulatory Commission's Notice on Filing and Reporting in Green Credit Statisticsal FormsReport. Available from:
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/files/2014/501344F75C984C158551B648F971B241.pdf>

China Central Depository Clearing Company (2012): Annual bond market report

China Security News: SAFE is considering of expanding quota for R-QFII. 26

September 2014.

Available from: <http://zixun.wlstock.com/zhulidongxiang/2014-11-0-59-09260804494213.html>

CSRC: Administrative Measures of Corporate Bonds Issuance and Trade (draft for comment) December 2014. Available from: http://www.gov.cn/wenzheng/2014-12/07/content_2787818.htm

CSRC&CBRC: Guideline on Commercial Banks' Issuance of Corporate Bonds to Supplement Capital Requirement. January 2014. Available from:

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/fx/gszj/201401/t20140122_242975.html

CSRC (2012): Measures for Pilot Domestic Securities Investment Made by RMB Qualified Foreign Institutional Investors of Fund Management Companies and Securities Companies.

Available from: http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/OpeningUp/RelatedPolicies/R-QFII/201211/t20121129_217391.html

DRC (2014): Draft: Problems in the development of China's green finance and policy recommendations. November 2014.

The Economist (2014a): Chinese bonds – Not so sunny. March 2014. Available from: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21598686-chinas-first-domestic-bond-default-marks-maturing-market-not-so-sunny>

EDF; IETA (2013): China: The world's carbon markets: A case study to emissions trading. June 2013. Available from: http://www.ieta.org/assets/Reports/EmissionsTradingAroundTheWorld/edf_ieta_china_case_study_september_2013.pdf

EY (2014): Understanding China's Emissions Trading Schemes and Emissions Reporting. Available from: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Understanding_Chinas_Emissions_Trading_Schemes_and_Emissions_Reporting/\\$FILE/EY-Understanding-Chinas-ETS-and-Emissions-Reporting.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Understanding_Chinas_Emissions_Trading_Schemes_and_Emissions_Reporting/$FILE/EY-Understanding-Chinas-ETS-and-Emissions-Reporting.pdf)

Goldman Sachs (2014): FAQ China's bond market. Available from: <http://www.goldmansachs.com/gsam/glm/insights/market-insights/china-bond-market/china-bond-market.pdf>

HSBC (2013): The rise of the Redback II: An updated guide to the internationalization of the renminbi. Hong Kong: HSBC.

IEPD (n.d.): Top-1000 Energy-Consuming Enterprises Program. Industrial Efficiency Policy Database. Available from: <http://iepd.iipnetwork.org/policy/top-10000-energy-consuming-enterprises-program>

IETA (2013): A user guide to emissions trading in China. Available from: https://ieta.memberclicks.net/assets/Reports/ieta_emissionstrading_china_usersguide_sept2013_draft_a4_sf.pdf

ICMA (n.d.): NAFMII newsletters. Available from: <http://www.icmagroup.org/About-ICMA/International-Affiliations/NAFMII-Newsletter/>

Jingu , T. (2012): China's growing corporate bond issuance. Nomura Research Institute. Available from: <http://www.nri.com/global/opinion/lakyara/2012/pdf/lkr2012154.pdf>

Kidney , S.; Oliver , P. (2014): Growing a green bonds market in China: reducing costs and increasing capacity for green investment while promoting greater transparency and stability in financial markets. Available from: http://www.iisd.org/pdf/2014/growing_green_bonds_en.pdf

Liu , B. (2013): QFII/R-QFII expansion – Positioning on/offshore China. 26 March 2013. Available from: https://research.standardchartered.com/configuration/ROW%20Documents/QFII_R-QFII_expansion_%E2%80%93_Positioning_on_offshore_China_26_03_13_05_49.pdf

Liu , B. (2013): China onshore and offshore rates – Outlook for 2013. Available from: https://research.standardchartered.com/configuration/ROW%20Documents/QFII_R-QFII_expansion_%E2%80%93_Positioning_on_offshore_China_26_03_13_05_49.pdf

Liu , B. (2014) China onshore bond compendium 2014. Standard Chartered Global Research , April 2014

McKinsey (2013): China's rising stature in global finance. Available from http://www.mckinsey.com/insights/winning_in_emerging_markets/chinas_rising_stature_in_global_finance

Ministry of Finance: Guideline on Municipal Bonds Pilot Issued and Repaid by Municipalities 2014 Available from: http://gks.mof.gov.cn/redianzhuanti/guozhaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201405/t20140521_1082114.html

Ministry of Finance: Guidance on Credit Rating of Pilot Municipal Bond. Available from:

http://gks.mof.gov.cn/redianzhuanti/guozaiguanli/gzgzlzcfcg/201406/t20140611_1097736.html

Nan , X. (2013): Chinese banks under “almost negligible” pressure to protect the environment. China Dialogue , March 2013. Available from: <https://www.chinadialogue.net/article/show/single/en/5812-Chinese-banks-under-almost-negligible-pressure-to-protect-the-environment>

NDRC (2011): Notice on the Implementation Plan of the Top-10 , 000 Energy-Consuming Enterprises Program. Available from: <http://www.sdpc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201112/W020111229589358952455.pdf>

People’s Bank of China: Guideline on Non-financial Enterprises Debt Financing Tool Management. April 2008. Available from: http://www.gov.cn/gongbao/content/2008/content_1149254.htm

PMR (2014): A survey of the MRV systems for China’s pilots. Technical Note 8 , July 2014. Available from: https://www.thepmr.org/system/files/documents/Technical%20Note%208_proper%20covers.pdf

Rabinovich , B. (2013): China reforms: And the beat goes on. Financial Times , March 2013. Available from: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2013/03/20/china-reforms-and-the-beat-goes-on/>

Reuters (2014a): Daimler issues landmark corporate "panda" bond in China. March 2014. Available from:

<http://www.reuters.com/article/2014/03/14/daimler-china-bonds-idUSL6N0MB0UX20140314>

Reuters (2014b): China warns of corporate bond market risks , may raise threshold. August 2014. Available from: <http://www.reuters.com/article/2014/08/06/us-china-bonds-idUSKBN0G60Q420140806>

Reuters (2014c): CSRC will create innovative bond types such as M&A bonds and municipal corporate bonds. August 2014. Available from: <http://cn.reuters.com/article/cnBizNews/idCNL4S0Q73CR20140801>

Shanghai Clearing House: Notice on Allowing Non-financial Qualified Investors’ Entrance into Inter-bank Bond Market. November 2014. Available from: http://www.shclearing.com/xxpl/sqfb/201411/t20141103_52528.html

Shanghai Securities Exchange: Notice about Commercial Banks' Corporate Bond Issuance , Trade and Transfer. 9 January 2014. Available from: http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/bond/c/c_20140109_3762582.shtml

Shanghai Securities Exchange & Shenzhen Securities Exchange: Notice on Pilot M&A Private Placement Corporate Bonds. November 2014. Available from: http://stock.cnstock.com/stock/smk_gszbs/201411/3232236.htm

Shanghai Securities News: Shift on Pricing Mechanism of Credit Bonds: More Quoting from Buyer Institutions. May 2014. Available from: <http://zixun.wlstock.com/gushiyaowen/2014-11-0-12-05210737274705.html>

Trading Economics (2014): China credit rating. Accessed 02.10.2014. Available from: <http://www.tradingeconomics.com/china/rating>

The State Administration of Foreign Exchange (SAFE): R-QSII quote approval disclosure. 31 October 2014. Available from: http://www.safe.gov.cn/resources/wcmpages//wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/glxx/hgjwjgtzzmd/node_glxx_jwjg_store/10830c8049dc6f179d02bfed8ff4845d/

The State Council: Suggestions on Further Deepening Capital Market Development. 8 May 2014. Available from: http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-05/09/content_8798.htm

The State Council: Suggestion on Strengthening Municipal Debt Management. October 2014. Available from: http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm

Wildau , G. (2012): China to raise R-QFII quota by 200 billion yuan: CSRC Reuters , November 2012. Available from: <http://www.reuters.com/article/2012/11/11/us-china-investment-R-QFII-idUSBRE8AA02920121111>

Wildau , G (2014): China landmark bond default heads towards bailout. Financial times , October 2014. Available from: <http://www.ft.com/cms/s/0/10adc7be-4ebe-11e4-b205-00144feab7de.html#axzz3M4n96jav>

World Bank (2014): Establishing M&V system for Energy Efficiency in China. Project Information Document for Concept Stage. Available from:

http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/EAP/2013/06/19/090224b081c85776/1_0/Rendered/PDF/Project0Inform0y0in0China000P132748.pdf

World Resources Institute (n.d.): China Moves Toward Mandatory Corporate Greenhouse Gas Reporting. Available from: <http://www.wri.org/our-work/top-outcome/china-moves-toward-mandatory-corporate-greenhouse-gas-reporting>

Zhong , Q. (2014) China carbon market report 2014. IETA-IEA-EPRI Workshop , Paris , 8th October 2014 Available from: <http://www.iea.org/media/workshops/2014/21ZHONGQINGChinaCarbonMarketReport2014.pdf>

附件 1：中国债券市场监管机构主要职责表
表格附有相关立法文件的可用链接

监管机构	监管议题	资料链接
国家发改委	《关于企业债券发行规模及发行核准有关问题的通知》	无
	《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》	无
中国人民银行	《关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》	无
	《商业银行次级债券发行管理办法》	Link
	《证券公司短期融资券管理办法》	Link
	《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》	Link
	《信贷资产证券化试点管理办法》	Link
	《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》	Link
	《关于商业银行发行混合资本债券》	Link
	《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》	Link
	《全国银行间债券市场债券交易管理办法》	Link
	《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》	Link
	《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》	Link
	《银行间债券市场资产支持证券登记托管结算管理办法》	Link
	《中国人民银行关于加强银行间债券市场信用评级作业管理的通知》	Link
	财政部	《储蓄国债（电子式）代销试点管理办法（试行）》
《中华人民共和国国债托管管理暂行办法》		无
《国债跨市场转托管业务管理办法》		无
《财政部和证监会关于会计师事务所从事证券、期货相关业务有关问题的通知》		Link
国家证监会	《上市公司证券发行管理办法》	Link
	《证券公司融资融券业务试点管理办法》	Link
	《公司债券发行试点办法》	Link
	《证券交易所管理办法》	Link
	《证券登记结算管理办法》	Link
	《证券市场资信评级业务管理暂行办法》	Link
	《律师事务所从事证券法律业务管理办法》	Link
	中国证券监督管理委员会公告 [2008]41 号——《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》	Link
国家银监会	《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》	Link



气候债券倡议组织

地址：2 Bath Place, Rivington Street, London EC2A 3DR, UK
电话：+44 20 7749 2264 | 网址：<http://www.climatebonds.net>



国际持续发展研究院

总部地址：161 Portage Avenue East, 6th Floor, Winnipeg, Manitoba,
Canada R3B 0Y4
电话：+1(204)958-7700 | 传真：+1(204) 958-7710 | 网址：www.iisd.org



中国人民大学重阳金融研究院

官方网址：<http://rdcy-sf.ruc.edu.cn/> 公众微信号：rdcy2013
新浪微博：@人大重阳 <http://e.weibo.com/cifs>
电话：+86 (10) 6251 6305 传真：+86 (10) 6251 6305
邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn
地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 六层 邮编：100872