

喚醒綠色巨人

氣候變化是 21 世紀最大的挑戰之一。然而，固定收益市場的反應滯後。由於市場未訂立具體標準，加上回報欠競爭力，令部份關注環保的投資者對相關投資卻步，因此「綠色」債券市場仍然未蓬勃發展。

然而，我們認為可借鑑股市的數據，透過減碳目標消除投資者的相關疑慮，而非單靠綠色債券。這有助將焦點從單純遵從原則的取向，轉為強調環保的成效，從而為投資者開拓這個以往欠缺吸引力的資產類別，讓環保成為均衡債券組合的核心策略。

投入綠色市場

投資者應對氣候變化的傳統策略是專注於管理「擱置資產 (stranded assets)」的風險。擁有潛在擱置資產 (定義見側欄) 的企業可能被投資者剔除或減持。

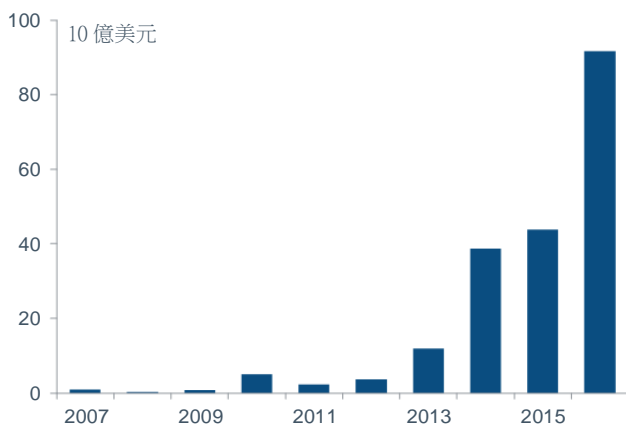
這策略透過負面強化 (negative reinforcement) 的方法，遏止破壞環境的項目，卻未有獎勵考慮推行更環保項目的債券發行商，而綠色債券正可解決這個問題。

綠色債券為對環保有助益的項目提供融資，並推動經濟的可持續發展。其主要優點是提供正面強化動力 (positive reinforcement)，但也存在兩大缺點：

- 綠色債券並無廣泛接受的定義標準。
- 綠色債券範疇只提供低孳息及息差 (圖 2)，特別是對比整體環球信貸組合。

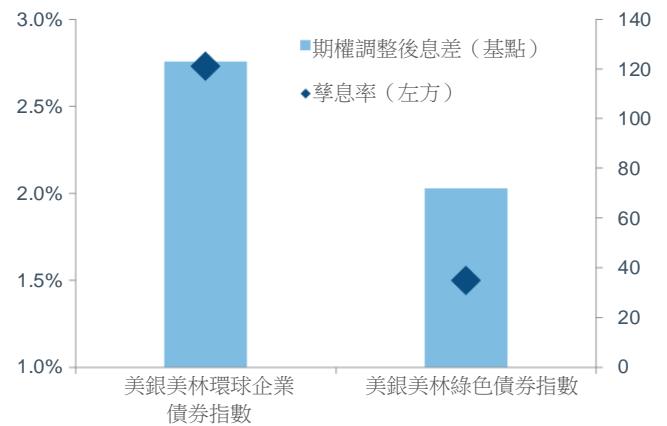
擱置資產： 主要由於監管規例改變或創新科技，導致資產出現預期以外的撇賬或提前撇賬，例如採用化石燃料電力的工廠因當局推行碳排放限制而廢置過時。

圖 1：綠色債券發行量日增



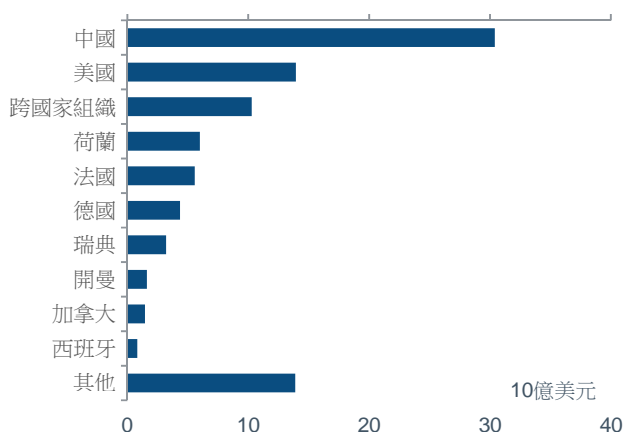
資料來源：美銀美林、彭博資訊、CBI、公司檔案，2017年2月28日。

圖 2：孳息及息差相對偏低



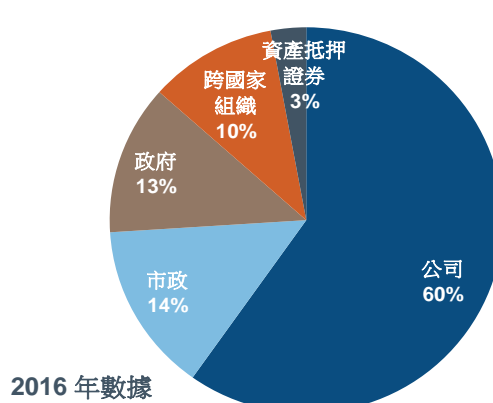
料來源：富達國際、美銀美林，2016年3月31日。

圖 3: 哪些國家在 2016 年發行綠色債券？



資料來源：美銀美林、彭博資訊、CBI、公司檔案，2017年2月28日。

圖 4: 政府／跨國家組織發行量龐大



資料來源：美銀美林、彭博資訊、CBI、公司檔案，2017年2月28日。

「漂綠行為」

如何定義綠色債券？多個獨立組織向綠色債券發行商發佈指引，以提升透明度。然而，理論上任何人也可發行債券，並稱之為綠色債券。這風險削弱市場對這資產類別的信心。

在 2014 年發佈的綠色債券原則正式訂明世界銀行的標準，但只屬自願性質，而原則的詮釋空間亦很大。

在 2016 年，發行額達 2 億美元以上的新債當中，69%附有第三者意見（獨立審查）¹，意味著接近三分之一未經獨立審核。

市場需要的是為共同工具建立共通語言，以及協定「綠色」界限、指標和量度成效的方法。然而，認可第三方審核的應用日趨普遍，令有關理想難以實現。另外，標準化不應扼殺推動市場繼續向前的創新發展，亦是另一項考慮的因素。

綠色溢價

隨著更多發債商加入市場，預計綠色債券發行量繼 2016 年創下 920 億美元的新高後，將在 2017 年增至逾 1,000 億美元。綠色債券範疇仍深受政府和跨國家實體所影響（佔 2016 年發行量逾 37%）。由於發債成本便宜，綠色債券範疇的孳息及息差低於整體信貸市場。

在低孳息的環境下，即使「綠色溢價」（綠色債券溢價，降低投資者所得的孳息率，但為發債商提供較便宜的融資）偏低，不少投資者也不會忽略。但這使綠色債券難以成為核心組合持倉。

此外，這令市場陷入自相矛盾的局面。融資成本便宜，鼓勵發債商推動綠色項目，本可造福社會，但低孳息率卻令部份投資者卻步。

提供保證、後償債券及保險等一些提升信貸吸引力的方法，或可解決相關問題。這有助提升債券的信貸評級，可望改善投資者的風險回報水平。

綠色債券原則包括：

- 款項運用
- 項目評估及篩選過程
- 款項管理
- 匯報

流動性有限

市場的流動性有限同樣帶來挑戰。雖然主權、跨國家組織和機構債券類別並無流動性有限的問題，但在企業債券市場，投資者往往買入並持有較長年期的債券，以致流動性有限，而以下因素更令情況加劇：

- 美國參與率低—美國企業及政府機構的參與率低。雖然沒有美國的參與，市場仍可運作，但美國不參與發債，將顯著降低綠色債券的長線增長潛力。
- 綠色債券定義狹窄；綠色債券除定義含糊外，亦忽略一系列廣泛「關注環保」的計劃。氣候債券倡議組織（Climate Bonds Initiative, CBI）估計，若計入「氣候相關債券」，綠色債券規模將由 1,180 億美元增至 6,940 億美元。² 然而，與綠色債券一樣，氣候債券倡議組織對氣候相關債券的定義標準亦欠清晰。

提升環保效益

雖然綠色債券市場的發展過程殊不容易，我們認為有方法讓投資者提升環保影響及潛在回報。解決方案是轉移重點至減碳、強調環保成效，而非單純專注於綠色債券原則的取向。

若綠色債券加入低碳債券，可投資範疇將大幅擴張，優點包括：

- 負面和正面強化。綠色債券為發債商推行綠色項目提供誘因，是正面強化動力。低碳債券排斥較不環保的發債商，發揮負面強化的作用。
- 綠色憑證的量化指標。減碳任務可建立清晰客觀的目標。我們可運用股市開發的碳強度指數，建構一個可量化減碳量的組合。
- 模擬環球企業債券特色。利用基本組合管理技術，可建構一個保留減碳目標，同時模擬環球企業債券指數風險水平的組合。

低碳債券：投資程序三步曲

步驟 1：定義投資範疇 — 綠色債券及低碳發債商

利用擱置碳資產的負面篩選，加上綠色債券為基礎的正面篩選和既有的低碳指數，是建構組合的第一步。然而，由於私營發債商的比例較高，市場並無就低碳足印建立固定收益基準，以致收集數據困難，但 MSCI 環球低碳領導指數等股票指數可替補不足。

上述基準剔除最高碳排放強度和擁有最大碳儲備的公司，目的是降低相對整體大市的碳足印至少 50%。指數內的股票名單可與債務工具進行配對，以為傳統環球投資級別企業債券指數構建一個低碳分類指數。低碳分類指數的債券佔投資範疇接近 70%，並降低碳排放強度逾 40%。

氣候相關債券：氣候債券倡議組織定義為「至少 95% 的收益來自氣候相關業務的發行商」—但並無訂明包括哪些活動。

步驟 2：採用多重主動策略

主動證券選擇可把降級和違約導致的損失減至最低，以增強回報潛力。基本信貸分析可撇除表現較疲弱的發行商，令投資組合更穩健。

步驟 3：優化投資組合

然後，投資組合需管理收益率、存續期和信貸評級，以複製環球企業債券指數的主要風險特性，並訂立行業、國家和發債商的限制。優化程序確保分散發行商風險需達的最低水平，同時根據信貸風險訂立投資規模比例，亦可加入流動性的考慮因素。

圖 5：模擬投資組合與傳統基準的比較

主要特點	低碳方案	美銀美林環球企業債券指數	美銀美林環球企業債券	美銀美林綠色債券
收益率	2.70%	2.73%	2.66%	1.50%
存續期	6.2	6.6	6.5	5.8
期權調整後息差（基點）	123	123	120	72
平均評級	BBB+	A-	A-	AA-
債券數目	113	12,780	11,529	161

** 就減持投資策略所作的估計

資料來源：富達國際、美銀美林，2017年3月31日。

總結

市場對綠色債券的投資意欲日增，但面對非標準化、孳息偏低和流動性有限的挑戰。綠色債券成本偏低可能吸引發債商，但同時令投資者卻步，因而難以實現環保效益。

摒棄以原則為基礎的方法，轉為聚焦於減碳的環保成效，是促進綠色債券市場的途徑之一。我們可運用股市完善的披露資料與債券市場進行配對，建立一個較廣泛和更量化的「綠色」固定收益投資範疇。

這個方法可保留環球信貸範疇的風險和回報特性。低碳模擬投資組合的收益率及息差較綠色債券指數高，存續期亦較長，並維持投資級別信貸評級（圖 5），這個方案的特點與環球企業債券指數相近。

因此，若採用這方案，關注環保的投資者不需犧牲債券組合的表現，環境、社會和管治委託投資可受到重視，而環保投資亦可成為均衡債券組合的核心策略。

參考資料

¹Natixis，2017年1月

²CBI，估計，2016年7月

重要訊息

富達或 Fidelity 或 Fidelity International 指 FIL Limited 及其附屬公司。「富達」、Fidelity、Fidelity International、Fidelity International 標誌及 F 標誌均為 FIL Limited 的商標。有意投資者應尋求獨立的意見。

投資涉及風險。本資料僅包含一般資料，並非認購基金股份的邀約，亦不應被視為建議購買或沽售任何金融工具。本資料所載資料只在資料刊發時方為準確。觀點及預測或會更改而不需另作通知。本資料所載的證券(如有)僅供資料用途，在任何情況下均不應被視建議買入或賣出有關證券。

本資料由富達基金(香港)有限公司發行，並未經證券及期貨事務監察委員會審核。