

## 中国机构投资者绿色债券资产配置



黄德龙

中信证券资产管理业务

2017年9月21日



# 目录

## 章节

## 内容

### 第一章

绿色债券及机构投资者配置需求

### 第二章

绿色债券的信用研究思路

### 第三章

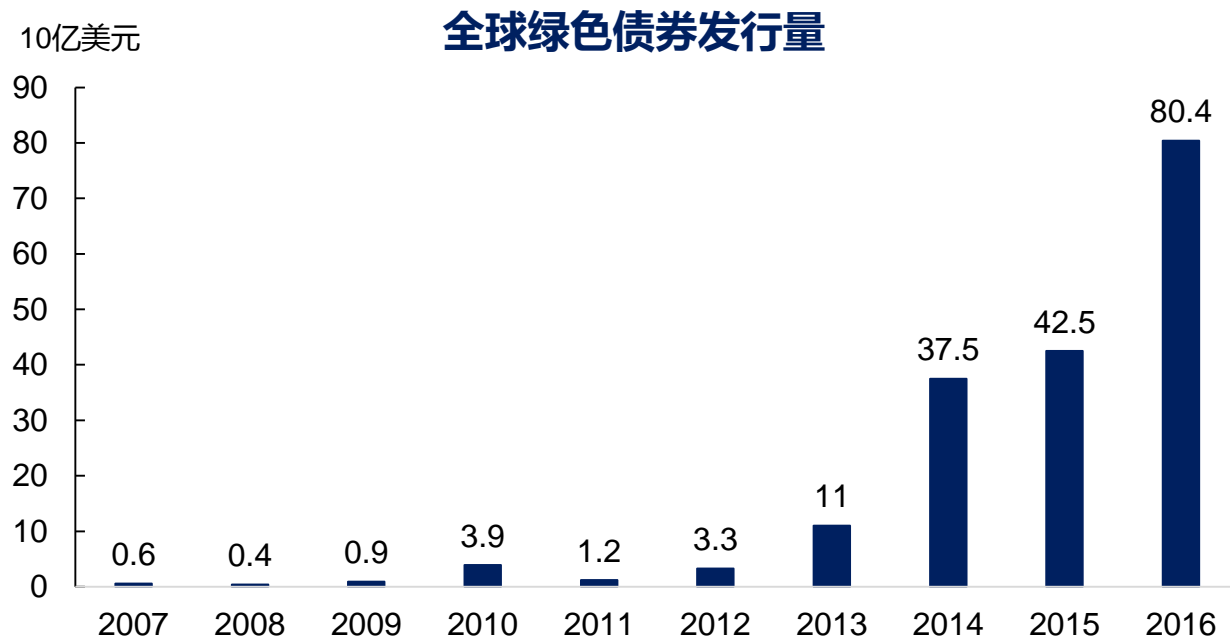
绿色债券配置策略及市场展望



## 一、绿色债券及机构投资者配置需求

# 1.1 绿色债券简介

- **定义**：绿色债券是将所得资金专门用于环境保护、可持续发展、减缓或适应气候变化等绿色项目融资或再融资的债券工具——国际资本市场协会（ICMA），《绿色债券原则》（Green Bond Principles, GBP）。
- **全球规模**：绿色债券近年来在全球范围内蓬勃发展，规模从2012年的3.3亿美元迅速增长到2016年的804亿美元。



## 1.2 政策指引在我国绿色债券发展过程中起到重要作用

2015.09.21

● **中共中央、国务院，《生态文明体制改革总体方案》**

- “研究银行和企业发行绿色债券，鼓励对绿色信贷资产实行证券化”

2015.12.22

● **中国人民银行，《绿色债券支持项目目录》**

- 在银行间债券市场推出绿色金融债券
- 针对金融债、公司债等规定了符合绿色债券的要求，包括6个一级分类、31个二级分类和38个三级分类

2015.12.31

● **发改委，《绿色债券发行指引》**

- 针对企业债规定了符合绿色债券的要求、支持重点和相关政策

2016.03.16

● **上交所，《关于开展绿色公司债券试点的通知》**

- 对绿色债券的界定主要参考央行《绿色债券支持项目目录》，确定了绿色债券交易所上市的相关规定

.....

.....

2017.03.03

● **证监会，《关于支持绿色债券发展的指导意见》**

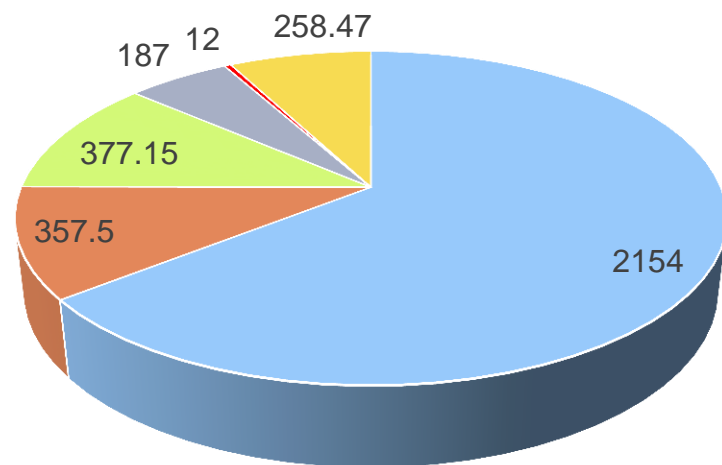
- 对绿色公司债的发行主体、资金投向、信息披露，以及相关管理规定和配套措施做出了原则性的规定



## 1.3 中国绿色债券市场概况

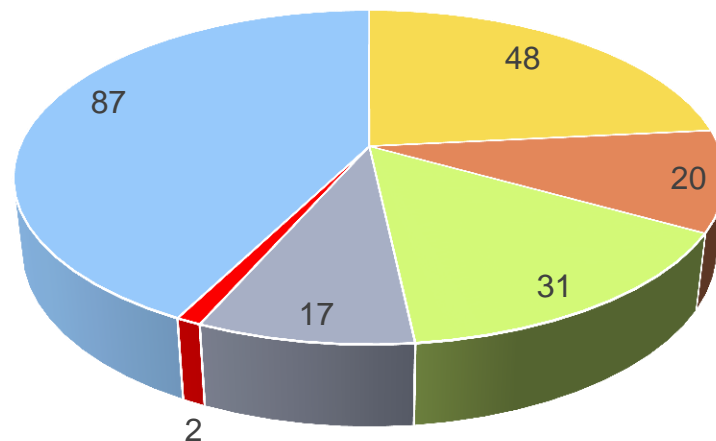
- 截至2017年8月底，我国债券市场累计发行198只绿色债券，发行金额总计3314.72亿元，占全球绿色债券市场规规模的四成左右。
- 从规模上看，绿色金融债的总金额为2154亿元，占比超过50%，银行是中国绿色债券市场的主要发行人；从债券数量上看，资产支持证券（ABS）和金融债较多。

2016年中国绿色债券发行规模（亿元）



■ 金融债      ■ 企业债      ■ 公司债  
■ 中期票据   ■ 短期融资券   ■ 资产支持证券

2016年中国绿色债券发行数量（只）

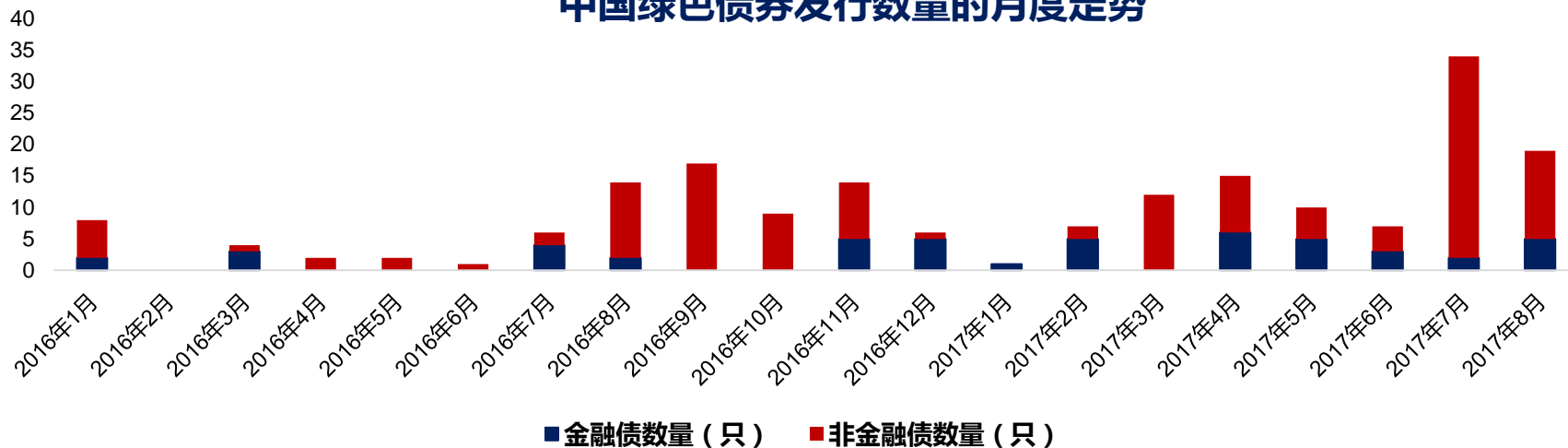


■ 金融债      ■ 企业债      ■ 公司债  
■ 中期票据   ■ 短期融资券   ■ 资产支持证券

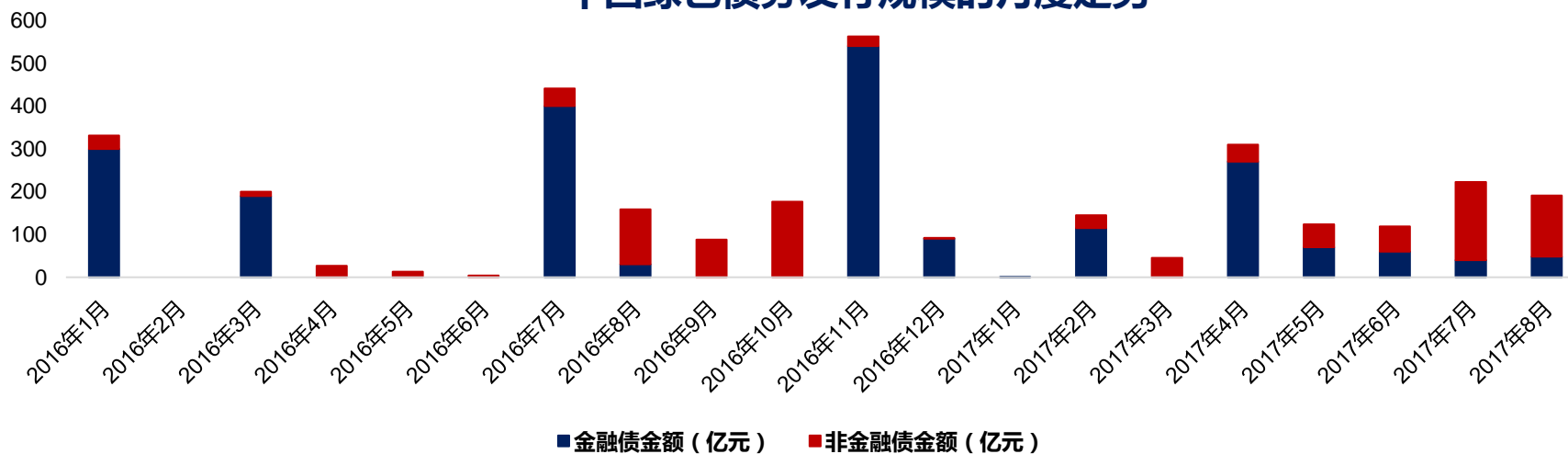


# 1.4 非金融类绿色债券发行规模逐步提升

## 中国绿色债券发行数量的月度走势

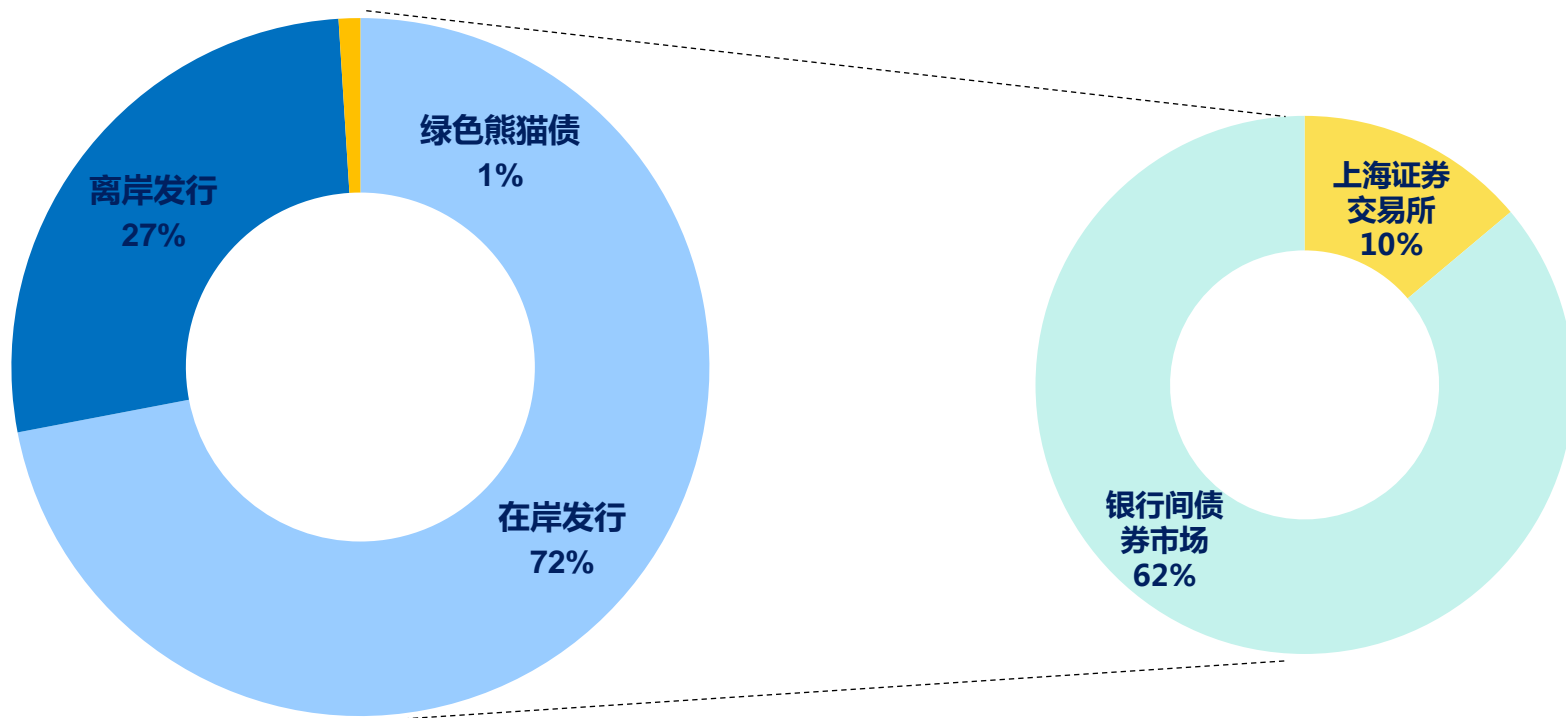


## 中国绿色债券发行规模的月度走势



## 1.5 绿色债券发行场所

- 中国所发行的绿色债券中，有72%是在岸发行，其中有62%是在银行间债券市场发行，交易所市场在快速发展。





## 二、绿色债券的信用研究思路

## 2.1 信用评估是做好绿色债券配置的基础

### 事前

**事前严格准入：在内部评级的基础上管理债券库**

开发内部评级模型；

债券库分级管理制度：核心库、基础库、高收益库和禁投库

### 事中

**事中存续期跟踪：多维度扫描持仓**

每日跟踪持仓公告和负面信息

每月投委会对资质较弱品种出具意见

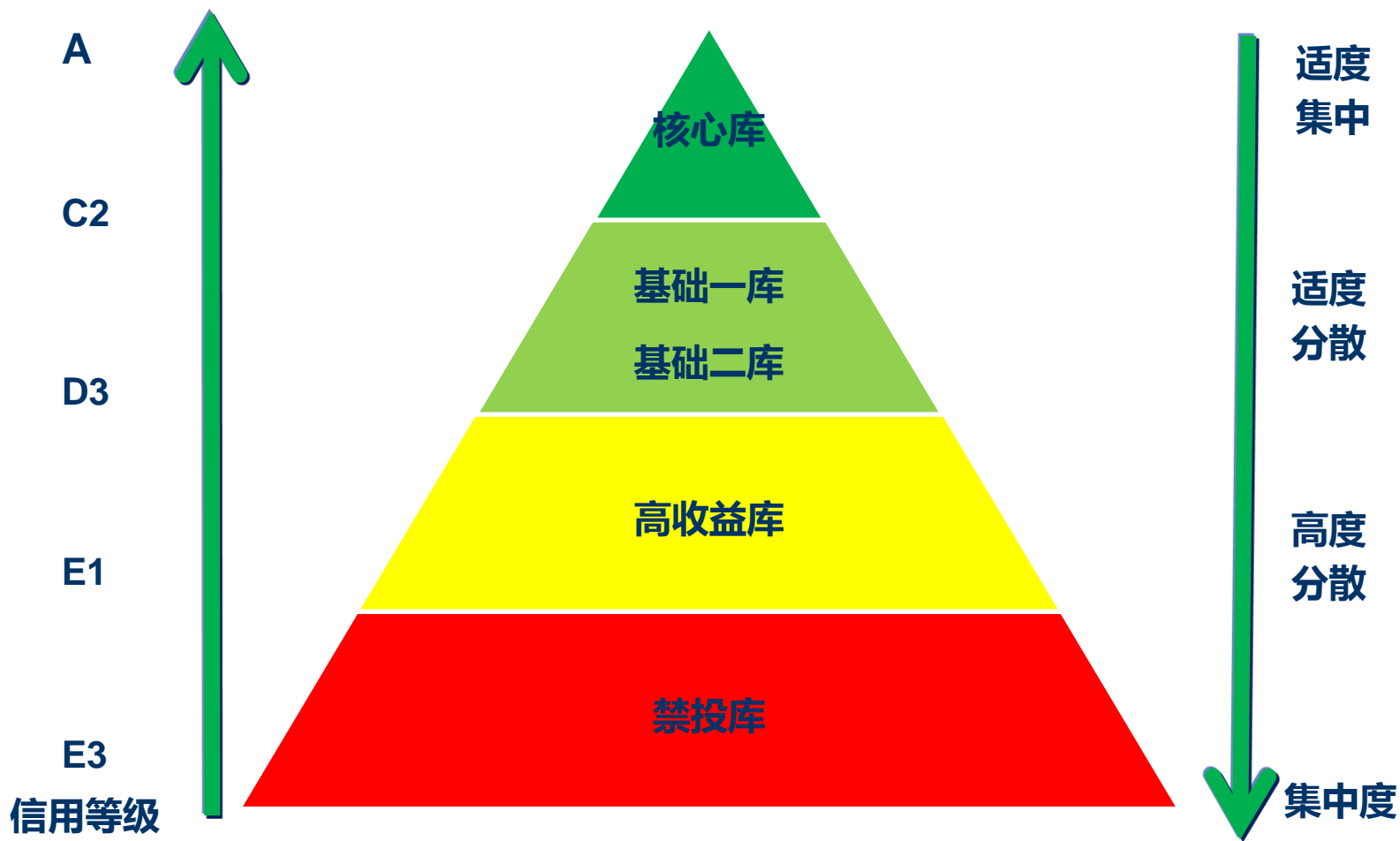
每季跟踪持仓财报变化和流动性预警监测

### 事后

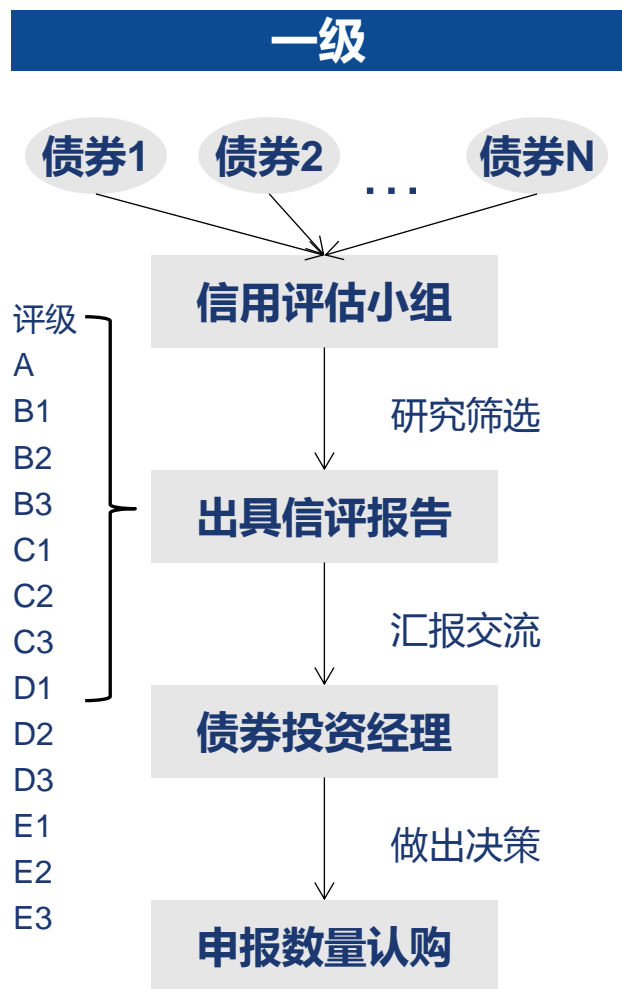
**事后风险处置：积极参与处置、坚决执行清仓制度**

紧急清仓、择机清仓、优先减持、降级提示

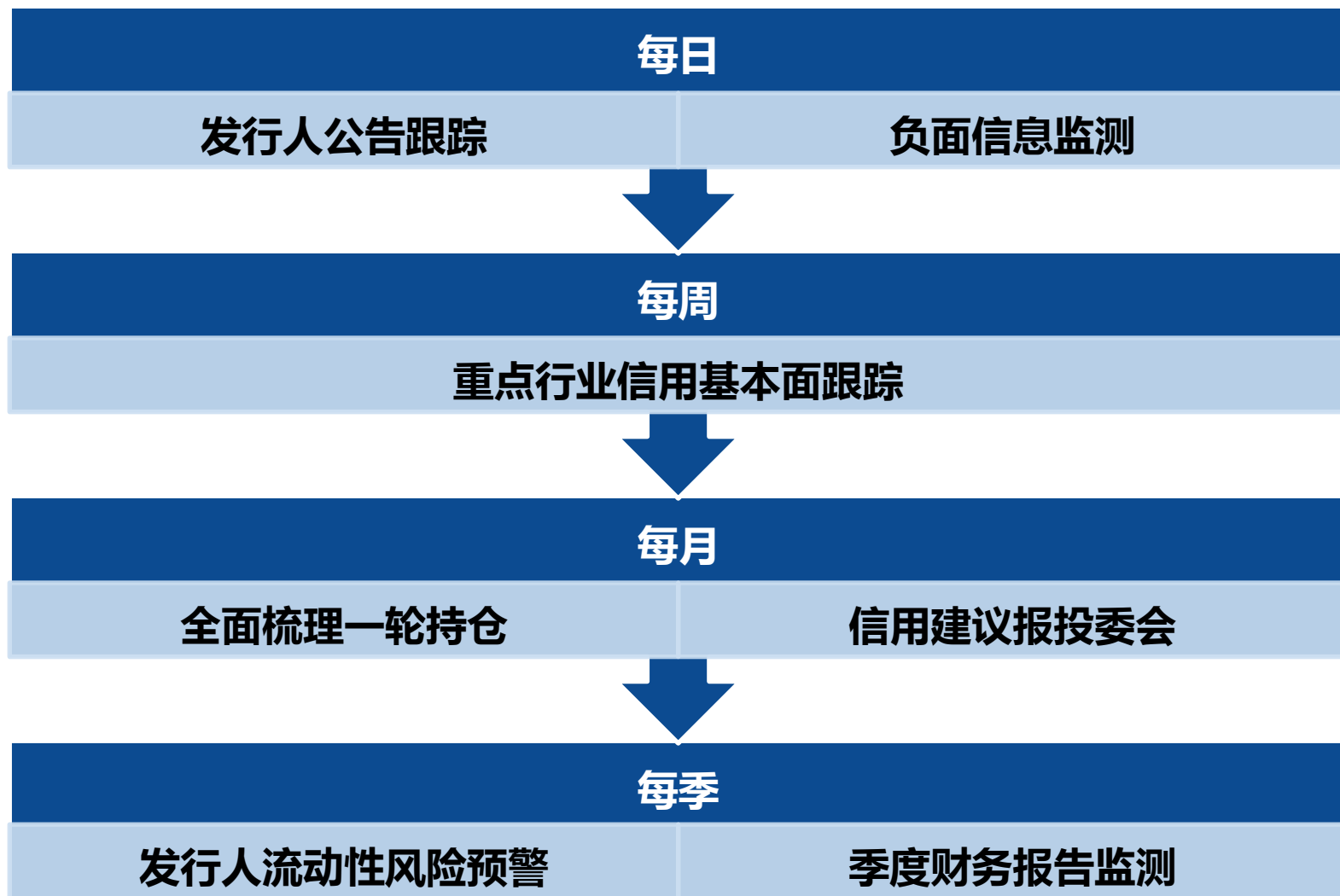
## 2.2 在内评基础上建立债券库的分级管理机制



## 2.3 绿色债券的入库和交易流程



## 2.4 开展存续期跟踪，及时掌握发行人状况



## 2.5 加强流动性风险预警，及时排查流动性风险

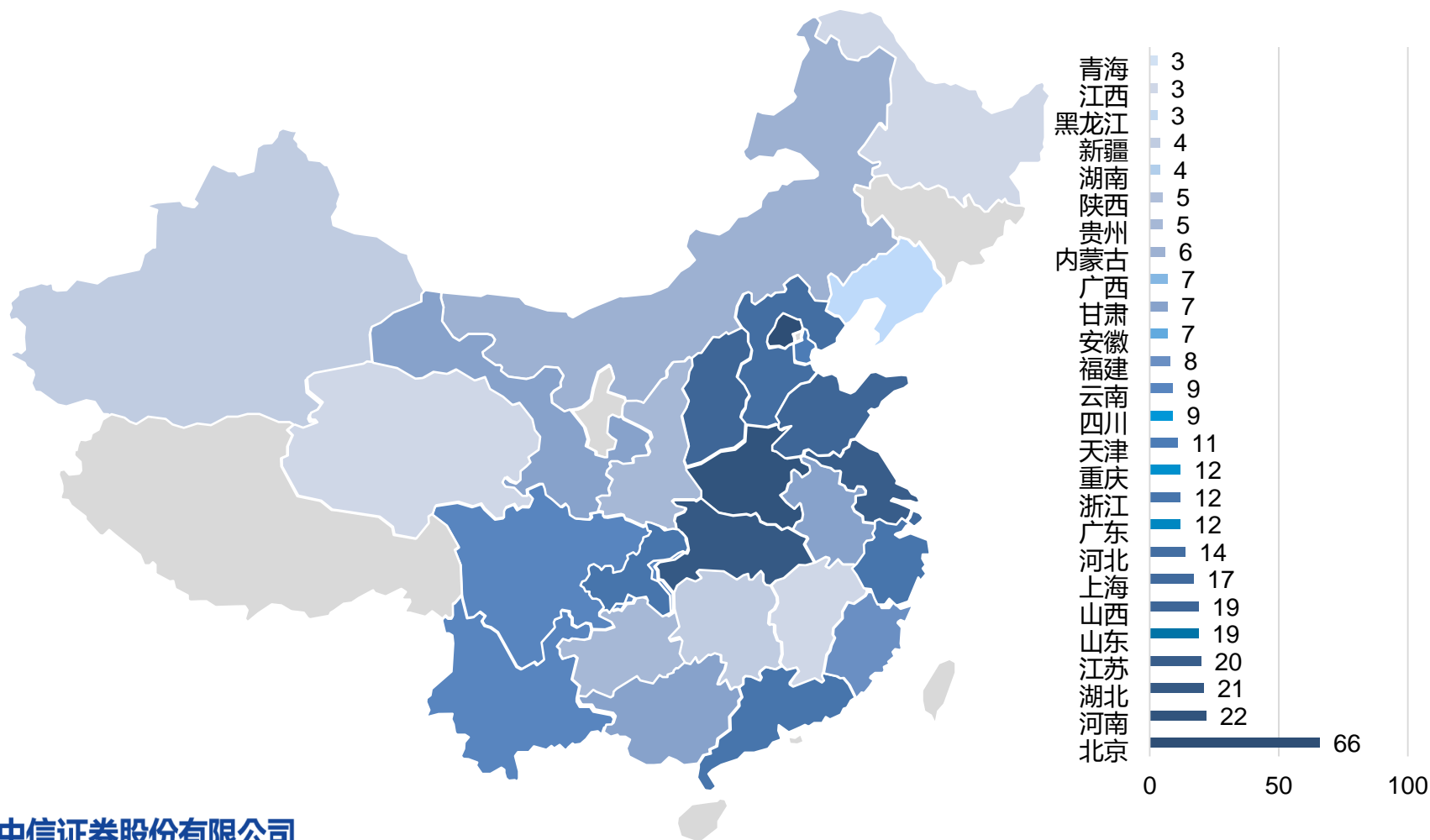
- 从企业短期债务压力、经营性资金缺口等维度出发，将发行人的流动性风险分为9级，1级最好，9级最差，每个季度排查一轮。

流动性好的企业	
货币资金	短期借款
交易性金融资产	交易性金融负债
应收票据	应付票据
	一年内到期的流动负债
	经营性流动负债
经营性流动资产	非流动负债
非流动资产	所有者权益

流动性差的企业	
货币资金	短期借款
交易性金融资产	交易性金融负债
应收票据	应付票据
经营性流动资产	一年内到期的流动负债
	经营性流动负债
非流动资产	非流动负债
	所有者权益

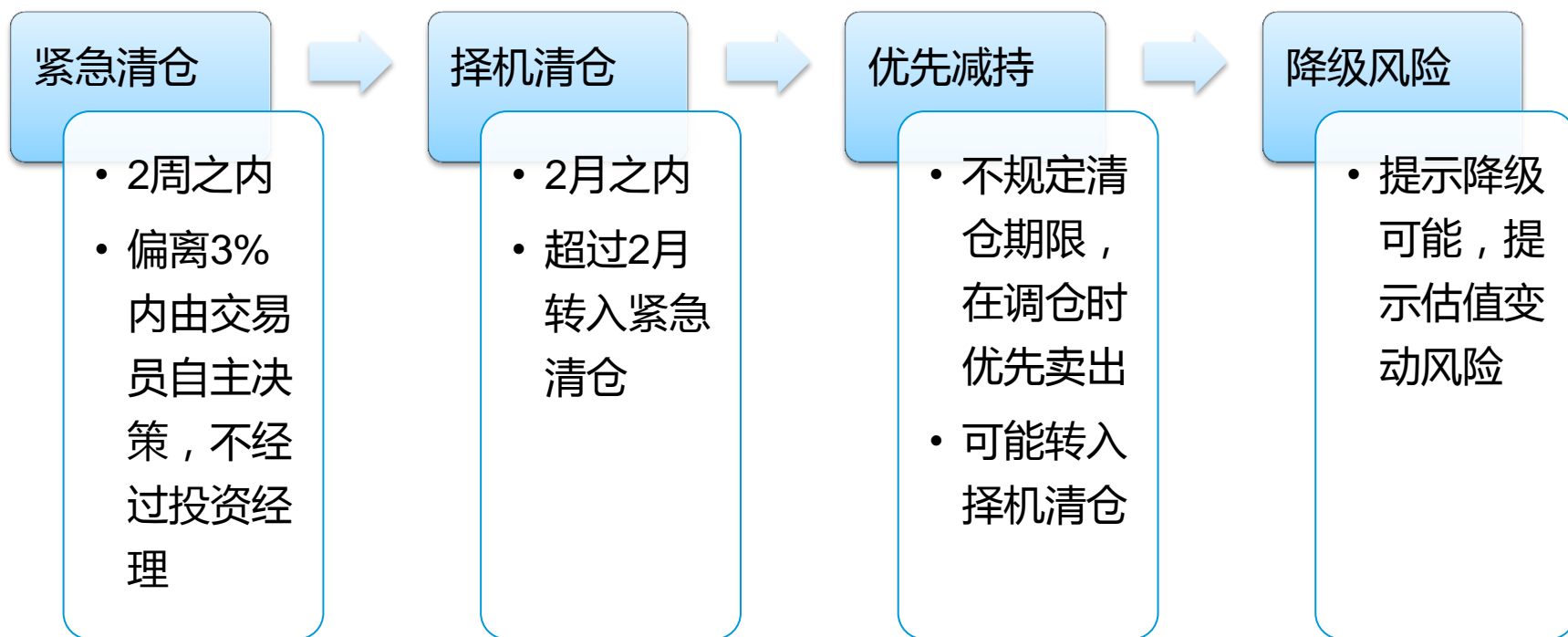
## 2.6 存续期跟踪之现场调研

- 对重仓品种和信用资质靠后的现场调研，每年不少于1次；遇重大事项及时电话或现场调研。2016年中信资管调研发行人265家，每月平均21次。



## 2.7 强制清仓制度是规避风险的最终保障

### 紧急程度由急到缓





## 2.8 绿色债券的风险特征与普通债券存在一定差异

考察维度	非绿色债券考察细项	绿色债券新增或侧重的考察细项
公司背景	股东/实际控制人实力：出资实力、社会资源	从事绿色产业的专业背景、绿色项目建设运营经验
政策环境	产业政策的态度偏向：鼓励发展、一般态度、限制发展、要求淘汰	环境政策偏好与执法力度，除了国家层面外，尤其要关注地方政府层面
公司治理和管理	治理结构及运营规范性、独立性及同业竞争、管理制度设计及执行效果、人员素质、公司战略	投资项目筛选标准的规范性、环境风险管理策略及能力、环境影响效益追溯机制的有效性
经营竞争力	经营多元化（业务、产品、区域、客户、供应商等）；竞争地位（市场占有率、生产工艺水平、营销控制能力、研发实力、产业链等）	经营：区域布局的合理性；竞争地位：研发实力（技术储备）、生产工艺水平、产业链的优势
行业特性	行业生命周期、行业竞争状况、行业地位、行业发展状况及发展前景	行业的环境敏感度：所从事的业务对环境有无明显的正面或负面影响

资料来源：鹏元评级、中信资管



## 2.8 绿色债券的风险特征与普通债券存在一定差异

考察维度	非绿色债券考察细项	绿色债券新增或侧重的考察细项
外部支持	股东支持：资本扩充、业务扩展	政府支持：财政补贴、融资便利、税收优惠
财务风险	公司规模、营运能力、盈利能力、偿债能力、成长能力	环境效益/成本内部化现金流的性质（流入/流出）、金额、持续性
增信措施	传统型增信方式：第三方企业担保、担保公司担保、抵质押担保、关联方担保、自然人担保	创新型增信方式：绿色产业发展基金提供资金支持、碳排放权等特殊绿色资产质押、绿色保险等
信息披露	募集说明书、经审计的财务报告、评级报告、法律意见书、重大事项说明等	第三方绿色评估意见书/认证报告、募集资金使用情况报告等

资料来源：鹏元评级、中信资管

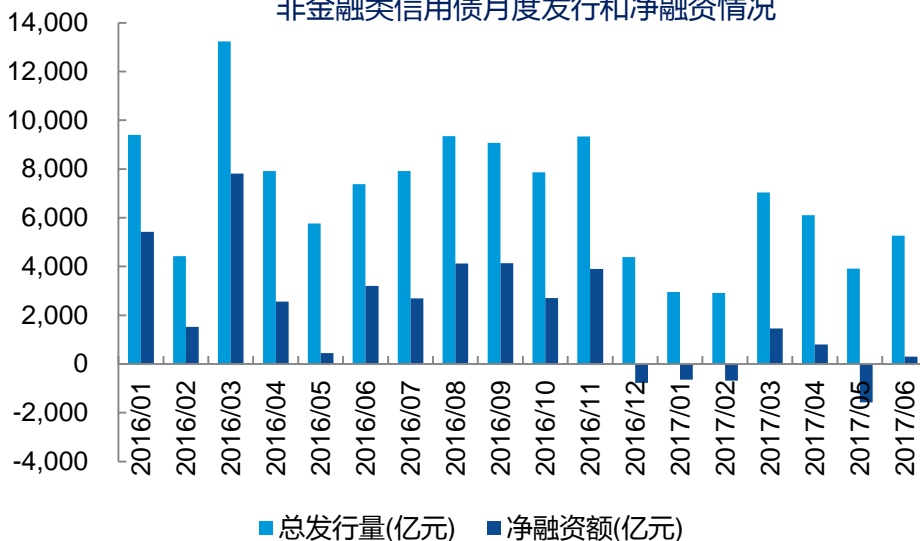


### 三、绿色债券配置策略及市场展望

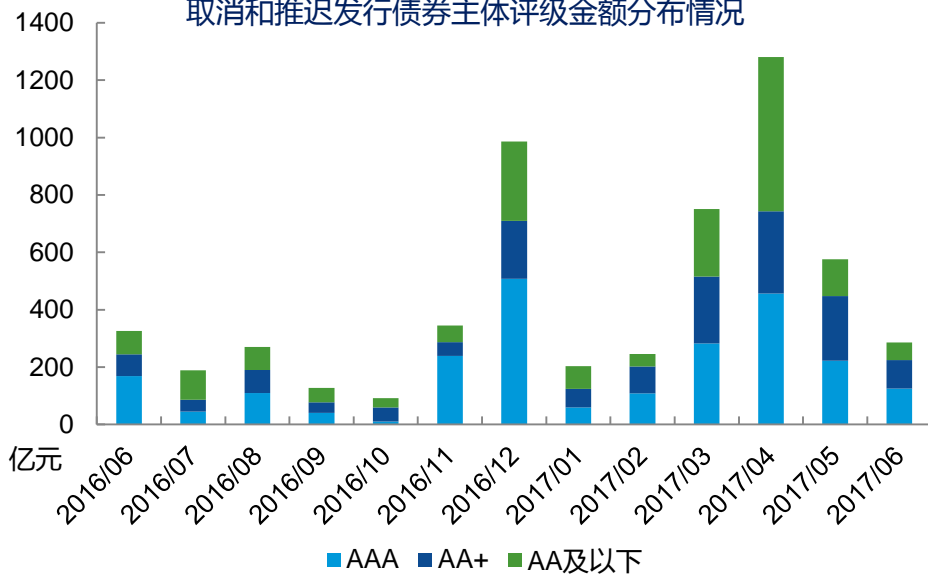
# 3.1 信用债发行较为低迷，低评级企业存在再融资压力

- 今年上半年，非金融类信用债发行持续低迷，半年度净融资额-360.67亿元，其中5月净融资额-1582.51亿元，创历史新低。
- 从取消和推迟发行债券的主体评级分布看，虽然中高评级债券的金额占比较大，但低评级债券的支数占比更多，低评级发行主体仍然面临一定的融资压力。

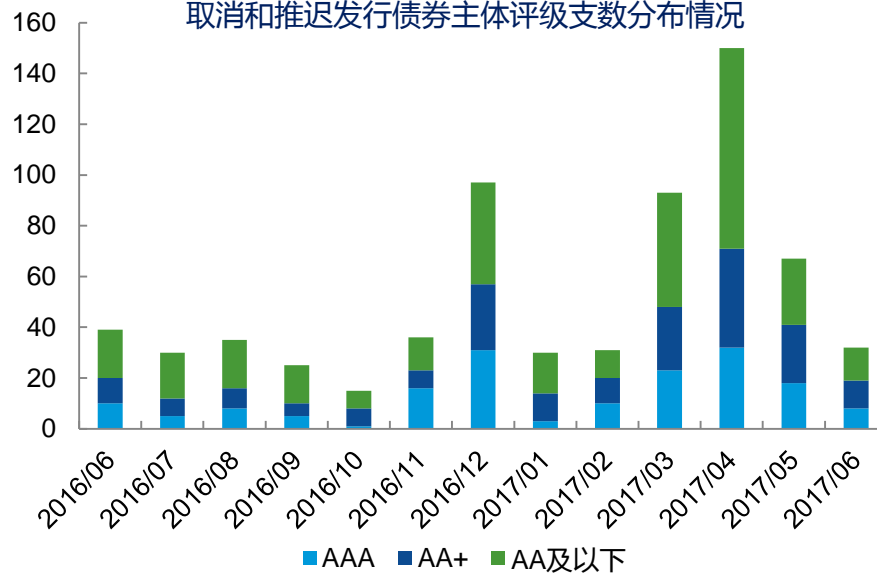
非金融类信用债月度发行和净融资情况



取消和推迟发行债券主体评级金额分布情况



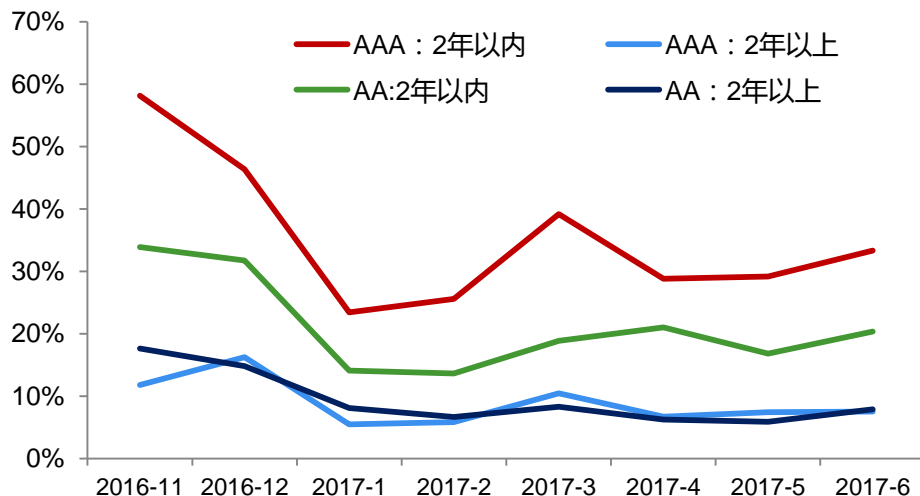
取消和推迟发行债券主体评级支数分布情况



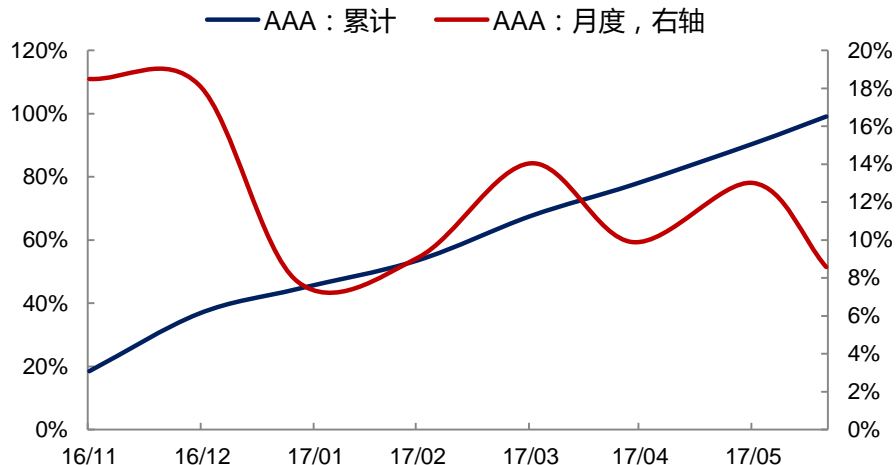
## 3.2 高等级换手比较充分，中低等级换手率一般

- 从16年11月以来信用债成交数据来看，高等级换手比较充分，中低等级换手率一般，抛售压力和估值风险未被充分释放。
- 2年以内的品种的换手率较高，2年以上的换手率较低，短久期品种成交活跃。

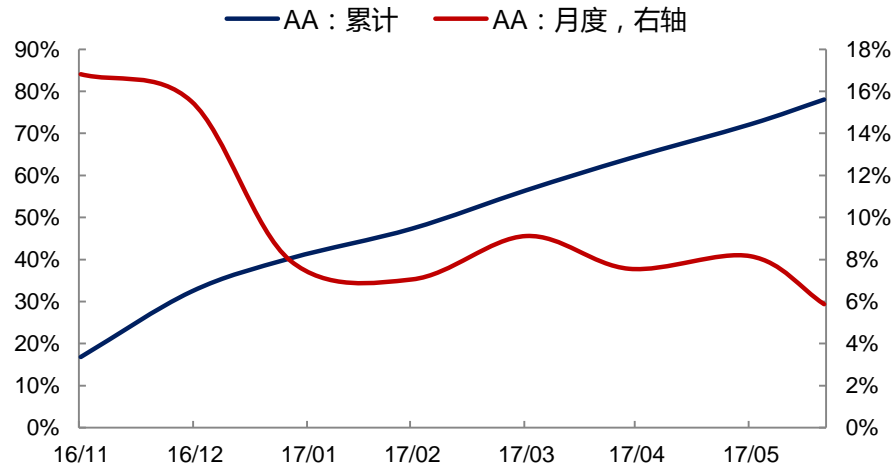
高等级2年以内的品种换手率充分



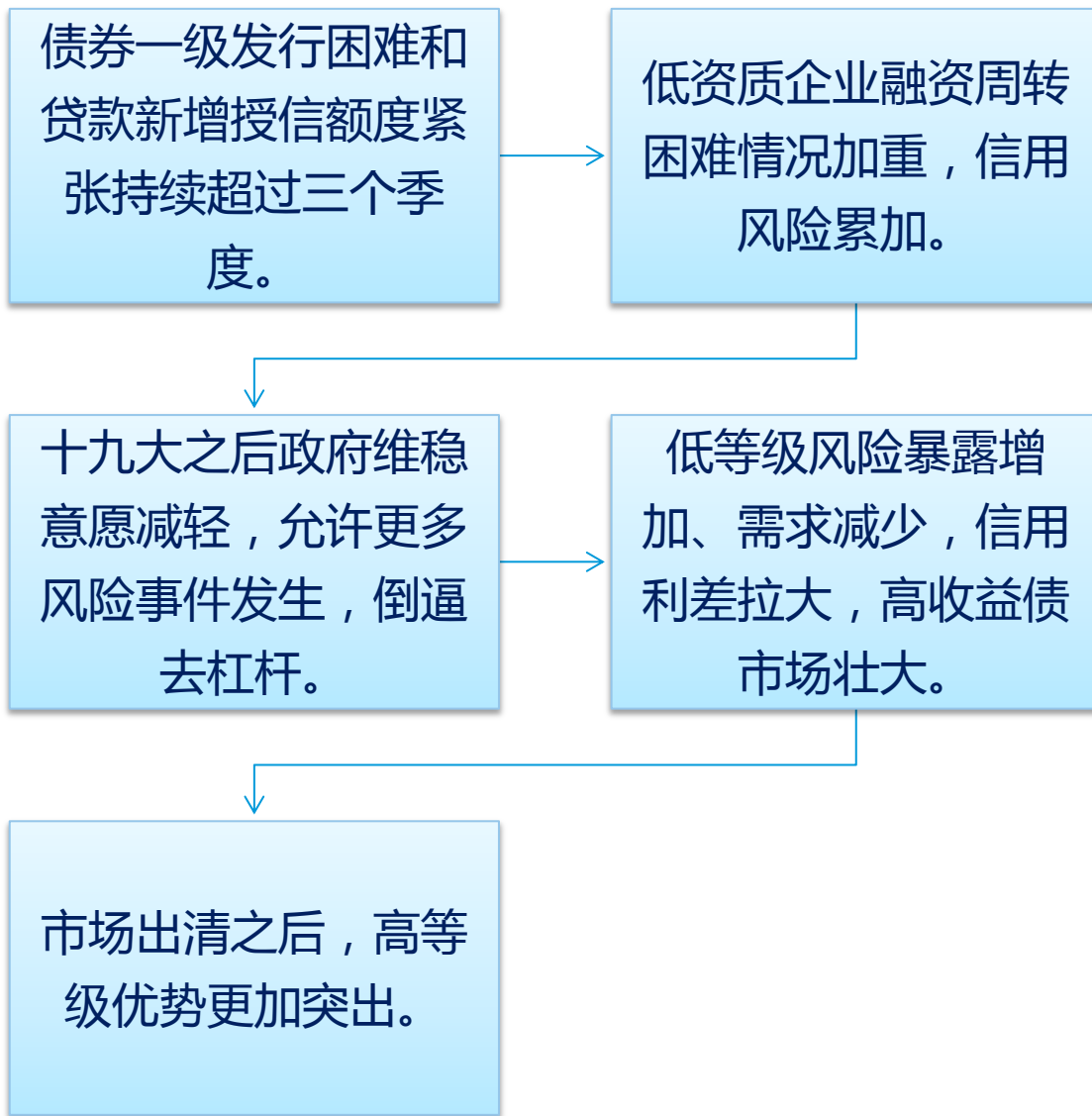
11月份以来高等级换手率比较充分



11月份以来中低等级换手率一般



### 3.3 预计政策维稳期后低等级风险暴露将会增加

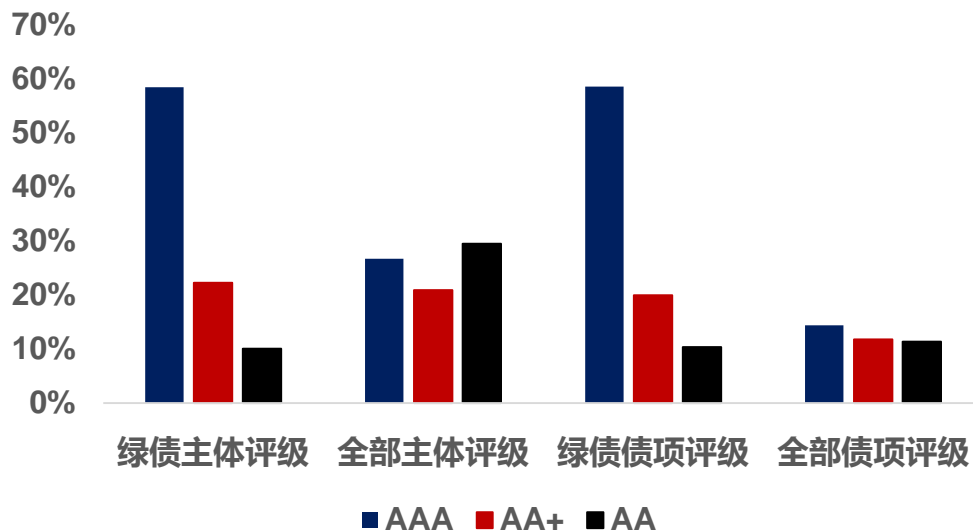


## 3.4 绿色债券的信用评级高于市场整体水平，投资价值凸显

- 我国绿色债券的主体和债项评级均高于债券市场整体水平，2016年发行的绿色债券中，主体级别AAA占比57.1%。在市场信用风险加剧的环境下，绿色债券整体较高的资质将促进投资者的配置需求。
- 从长期来看，伴随各类型主体的加入，绿色债券市场的评级水平会逐步回归市场平均水平，但仍将略优于其他类型的债券。

2016年中国绿色债券评级分布

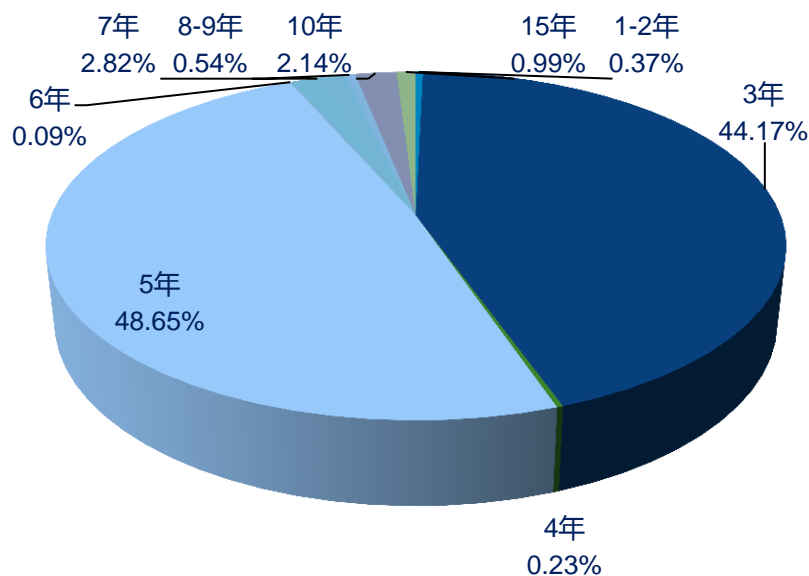
(单位：个)	主体评级	债项评级
AAA	28	28
AA+	11	10
AA	6	7
AA-	1	0
未评级	2	4



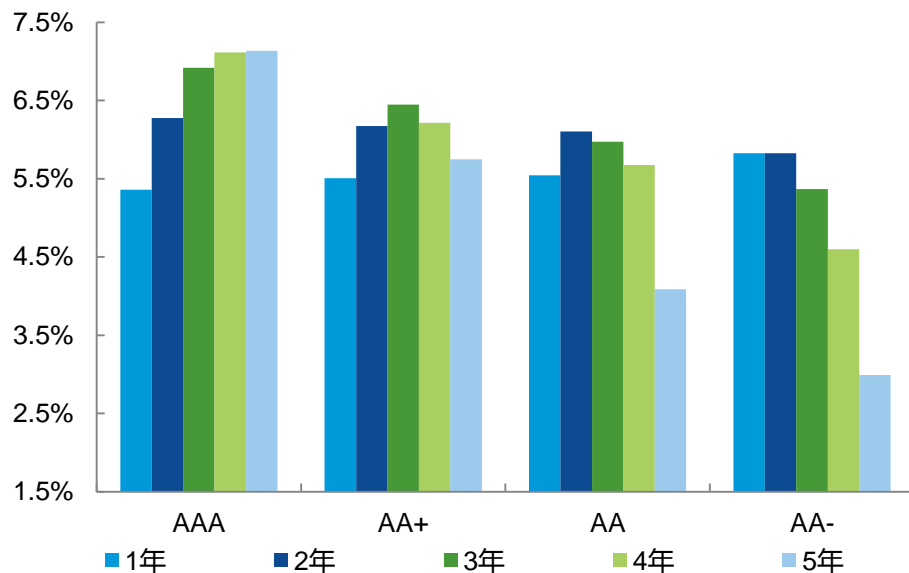
## 3.5 三年期绿色债券投资性价比高，可加大配置

- 整体上看，我国绿色债券整体的发行期限以3年期和5年期为主，合计占比超过90%。另一方面，绿色债券发行利率绝对水平较低，且略低于同评级、同类型非绿色债券的发行利率。综合来看，3年期债券防守性较好，投资性价比最优，但一些对收益率要求较高的机构，在选择绿色债券时，也可适当拉长久期来提高收益率。

### 2016年中国绿色债券期限分布



### 信用债持有至年底收益测算（回到历史均值）





## 3.6 机构投资者绿色债券配置案例

发行人	债项	剩余期限(年)	主体评级	债项评级	中债估值
青岛银行股份有限公司	16青岛银行绿色金融01	1.4959	AA+	AA+	4.9851
云南省能源投资集团有限公司	16云能投GN001	4.1288	AAA	-	5.9574
北控水务集团有限公司	G16北控1	6.8849	AAA	AAA	4.9116
中国节能环保集团公司	G16节能1	3.9260	AAA	AAA	4.7188
江苏省国信资产管理集团有限公司	16苏国信GN003	4.2329	AAA	AAA	4.7775
贵阳市公共交通(集团)有限公司	G贵公交5	4.5370	-	AAA	5.8459
中国华电集团公司	G17华电2	4.8466	AAA	AAA	4.7457
华融金融租赁股份有限公司	17华融租赁绿色金融02	4.4219	AAA	AAA	4.9779
靖江市滨江新城投资开发有限公司	17靖江绿色债	6.8603	AA	AAA	5.4222
武汉地铁集团有限公司	17武汉地铁GN001	14.8603	AAA	AAA	5.1243
乐山市商业银行股份有限公司	17乐山商行绿色金融05	2.9918	AA	AA	5.1094
重庆龙湖企业拓展有限公司	G17龙湖1	4.4274	AAA	AAA	5.0782
徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司	17徐州经开GN001	4.9781	AA	AA	5.7679



**持中守正、行稳致远！**

**中国·北京 100026  
北京市朝阳区亮马桥路48号  
中信证券股份有限公司**

**致謝**

