

# 喚醒綠色巨人

氣候變遷是 21 世紀最大的挑戰之一。然而，固定收益市場的反應相對落後，「綠色」債券市場仍顯低迷，主要是因為該市場未訂立具體標準，加上投報率沒有競爭力，致使部份關注環保議題的投資人怯步。

然而，我們認為可借鏡股市的數據，透過訂定減碳量來消除投資人相關疑慮，而非只有單靠綠色債券，有助將焦點從僅以原則為基礎的導向，轉移到強調環保成效，進而為投資人拓展這個先前缺乏吸引力的資產類別，讓環保成為均衡債券投資組合的核心策略。

## 投入綠色市場

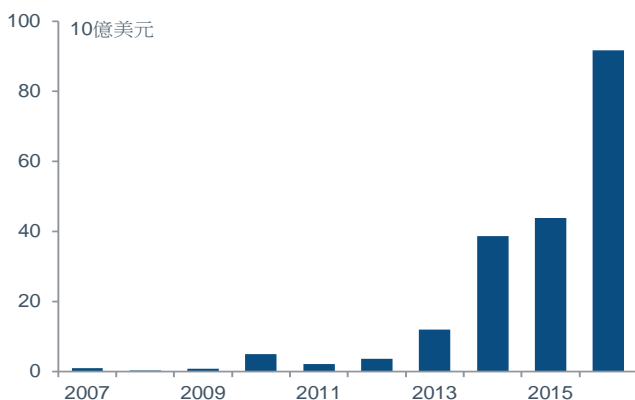
投資人應對氣候變化的傳統策略，是專注於管理「擱淺資產 (stranded assets)」的風險。擁有潛在擱淺資產的企業，會被投資人剔除甚至撤資。

該策略透過負面強化 (negative reinforcement) 的方法，去遏止對破壞環境的專案，但卻沒有獎勵考慮從事對環境更友善的發債商，而綠色債券正可解決這個問題。

綠色債券為對環保有利的相關專案提供融資，帶來環保效益，以促進經濟永續發展。其主要優點是提供正面強化動力 (positive reinforcement)，但也存在兩大缺點：

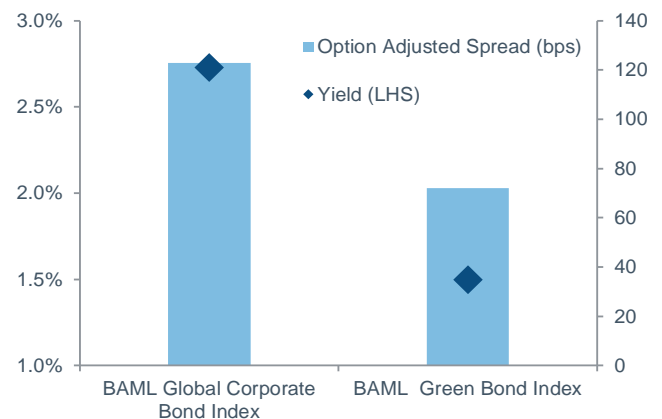
- 綠色債券的定義尚無一致的標準。
- 相較於投資範圍廣的全球信用組合而言，綠色債券的殖利率低，且利差水平也低 (圖 2)。

圖 1: 綠色債券發行量日增



資料來源：BAML, Bloomberg, CBI, company filings, 28 February 2017

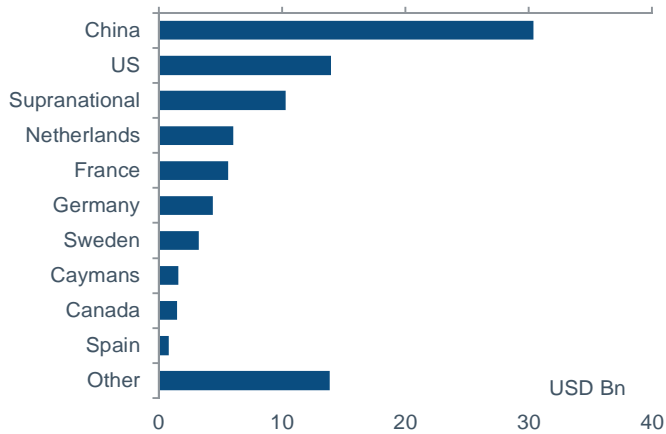
圖 2：相對低的殖利率和利差



資料來源：Fidelity International, BAML, 31 March 2016.

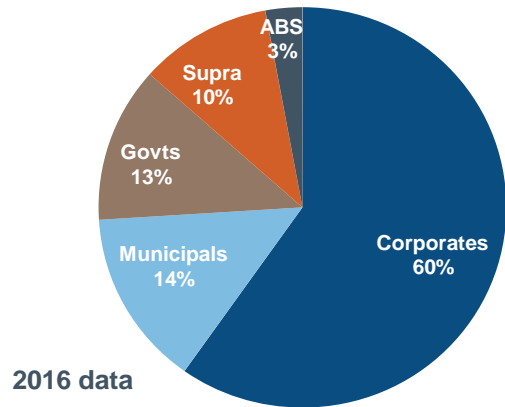
*擱淺資產：主要由於法規改變或科技創新，導致資產出現預期以外，導致資產價值降低或是提前減記，例如依賴化石燃料運作的工廠，因當局實施碳排放限制而面臨荒廢。*

圖 3：哪些國家在 2016 年發行綠色債券？



資料來源：BAML, Bloomberg, CBI, company filings, 28 February 2017

圖 4: 政府／跨國家組織發行量龐大



資料來源：BAML, Bloomberg, CBI, company filings, 28 February 2017

### 漂綠

如何定義綠色債券？多個獨立組織向綠色債券發行商公佈準則，以提高透明度。然而，理論上任何人都可以發行債券，並宣稱它是綠色債券，這個風險損害市場對該資產類別的信心。2014 年發佈的綠色債券原則明訂採用世界銀行的標準，但僅屬自願性質，而各項原則的詮釋空間也很大。

在 2016 年，發行額達 2 億美元以上的新債當中，69%有第三方意見（獨立查核）<sup>1</sup>，意味著近 1/3 未經獨立查核。

市場需要的是為共同工具建立共通語言，以及一致的「綠色」門檻、基準指標和衡量成效的方法。可惜的是，認可第三方審核的應用日趨普遍，使得該理想難以實現。另外的考量是，標準化不應扼殺推動市場繼續向前的創新發展。

### 綠色溢價

綠色債券發行量繼 2016 年創下 920 億美元的紀錄後，隨著更多發債商進入市場，預期 2017 年將擴增至 1,000 億美元以上。綠色債券仍深受政府和跨國家組織所影響(其佔 2016 年發行量逾 37%)。由於發債成本便宜，綠色債券的殖利率及利差較整體信貸市場低。

在低殖利率的環境下，即使「綠色溢價」低(綠色債券溢價，降低投資人的收益率，但為發債商提供較便宜的融資)，許多投資人雖不會忽略，但卻難以成為核心投資組合。

這是個自相矛盾的說法。便宜的融資成本鼓勵發債商推動綠色專案，本可造福社會，但低殖利率卻令部份投資人望之怯步。

一些提高吸引力的方法，例如提供保證、次順位債及保險等，或許可解決相關問題。這有助提升債券的信用評級，可望改善投資人的風險報酬。

### 綠色債券原則(GBP)

包括：

- 收益的運用
- 專案評估及篩選流程
- 收益管理
- 匯報

## 有限的流通性

市場流通性有限，同樣帶來挑戰。雖然主權、跨國家組織和機構債(SSA)並無流通性有限的問題，但在企業債市，投資人往往買入並持有較長年期的債券，以致流通性有限，而以下因素更令情況加劇：

- 美國參與度低－美國企業及政府機構的參與度低。雖然市場在美國不參與發債的情況下仍可運作，但其將顯著降低綠色債券的長期成長潛力。
- 綠色債券定義狹窄；綠色債券除定義含糊外，也忽略一系列廣泛「關注環保」的計劃。根據氣候債券倡議組織（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。<sup>2</sup> 無論如何，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顯模糊。

**氣候相關債券：**氣候債券倡議組織(CBI)將其定義為「至少 95% 的營收來自氣候相關業務的發行商」，但並未明確指出包括哪些活動。

## 草可以再綠一點

雖然綠色債券市場的發展過程並不容易，我們認為有方法讓投資人同時能提升對環境的影響及潛在報酬。**解決方案是轉移焦點到減碳、強調環保成效，而非單單關注在以原則為基礎的方法上。**

若把低碳債券加入綠色債券，可投資的範圍將擴大，優點包括：

- **負面和正面強化。**綠色債券為發債商推展綠色專案的誘因，提供正面強化。低碳債券則排斥對環境較不友善的發債商，產生負面強化作用。
- **綠色憑證的量化指標。**減碳任務建立了明確而客觀的目標。我們可運用為股市發展的碳強度指數，建構一個可量化減碳量的投資組合。
- **模擬全球企業債券特色。**運用基本組合管理技術，可建構一個保留減碳目標，同時模擬全球企業債券指數風險模式的投資組合。

## 低碳債券：投資程序三步曲

### 第一步：定義投資範疇－綠色及低碳債券發債商

利用擱淺碳資產的負面篩選，結合綠色債券和既有的低碳指數為基礎的正面篩選，是建構投資組合的第一步。然而，由於民間發債商的比例較高，市場並無就低碳足跡所建立的固定收益基準指數，以致數據收集困難，但像是 MSCI 全球低碳領導者指數(MSCI Global Low Carbon Leaders Index)指數則是一個不錯的參考指標。

上述基準指標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市場的碳足跡至少 50%。指數內的股票名單可與債務工具進行比對，以建構一個傳統全球投資級企業債指數的低碳子集合。低碳分類指數債券的集合佔原始投資範圍近 70%，並降低碳排放強度逾 40%。

## 第二步：採用多重主動策略

主動精選證券可把信評降等和違約所造成的損失降至最低，以增強投資報酬。基本面的信用分析可摒除表現較弱的發債商，令投資組合更穩健。

## 第三步：打造最適化投資組合

再來，投資組合必須管理殖利率、存續期間和信用評級，以複製全球企業債指數的主要風險特性，並加入產業、國家和發債商的限制。最適化以確保發行商多元分散的最低水平，同時根據信用風險訂定投資規模比例，也可加入流動性的考量。

表 1、投資組合模型與傳統基準指數的比較

	低碳解決方案	美林美銀 全球公司債指數	美銀美林全球公司債 (不含能源)指數*	美林美銀 綠色債券指數
殖利率	2.70%	2.73%	2.66%	1.50%
存續期間	6.2	6.6	6.5	5.8
期權調整利差 (基本點)	123	123	120	72
平均信評	BBB+	A-	A-	AA-
債券總數	113	12,780	11,529	161

\* 依減持投資策略所估計

資料來源：Fidelity International, BAML, 31 March 2017.

## 結論

市場對綠色債券的投資意願日增，但仍面對標準化不足、收益偏低和流通性有限的挑戰。綠色債券成本偏低可能吸引發債商，但同時令投資人卻步，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資訊與債市進行比對，建立一個較廣泛，卻又更量化的「綠色」固定收益投資範疇。

該方法可保留全球信貸範疇風險和回報的特性。低碳模組的殖利率及利差較綠色債券指數為高，存續期間也較長，且能保有投資級信用評等（表 1），該方案能比得上全球企業債券指數。

因此，若採用此法，關注環保的投資人無須犧牲債券組合的表現，環境、社會和治理(ESG)的要求能受到重視，而友善環境的投資也可成為均衡債券組合的核心策略。

## 參考資料

<sup>1</sup>Natixis, January 2017

<sup>2</sup>CBI estimate July 2016.

富達證券投資信託獨立經營管理，各基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知，投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網 <http://www.fidelity.com.tw/>、公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw/> 或境外基金資訊觀測站 <http://www.fundclear.com.tw/> 查詢，或請洽富達投信或銷售機構索取。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險，投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。富達投信並不針對個人狀況提供投資建議，投資人應審慎考量本身之投資風險，自行作投資判斷，並應就投資結果自負其責。本資料內容受智慧財產權保護，未經授權不得複製、修改、散發或引用。以上資料包含第三人準備或發行，富達投信提供此等資料僅供台端參考，投資人應自行判斷資料內容之正確性。內容所提及之公司或基金之投資並不應該被視為做買賣相同的建議，僅作為說明之用途。當基金投資於外幣計算之證券，以台幣為基礎之投資人便承受匯率風險。投信基金若受益人於申購日(含)起 14 日內申請買回受益憑證，且申請買回時本基金業已成立，每受益權單位之買回費用為其買回申請日之次一營業日每受益權單位淨資產價值之 0.2%。上述買回費用將於受益人之買回價金中扣除。基金經理費、保管費、買回費用以及其他費用將直接反映於基金淨值中。富達證券投資信託股份有限公司，電話 0800-00-9911。台北市 110 忠孝東路五段 68 號 11 樓。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達證券投資信託股份有限公司為 FIL Limited 在台投資 100%之子公司。Fidelity 富達, Fidelity International, 與 Fidelity International 加上其 F 標章為 FIL Limited 之商標。SITE1707-329