**用金融工具缓解绿色企业融资难**

作者：马　骏

2015年05月15日 摘自：《中国金融》 2015年第10期

　　编者按：构建绿色金融体系是中国转变经济发展方式，推进绿色发展与可持续发展战略的必由之路。中国绿色金融体系的基本框架包括健全绿色金融制度、发展绿色金融市场、创新绿色金融工具、培育绿色金融机构等内容。本刊特邀相关专家从各个角度就如何更好地构建绿色金融体系进行了分析。

　　在国内外讨论关于绿色金融能否引导民间资金投资于绿色产业，推动经济绿色转型的话题时，经常出现的一个观点是：环境保护是公共产品，是没有盈利的，逐利的民间资本和金融机构是不会介入的，因此绿色投资必须由财政来承担。这是一个似是而非的观点。事实上，绝大部分绿色项目是带有一定外部性的私人产品（而非纯粹的公共产品），是有盈利的，只是利润率稍稍低于投资者预期的合理水平，或风险稍大于其预期的合理水平。因此，只要作出一些创新性的金融安排，辅之以一定的（不一定要很大的）财政支持，就可能通过降低融资成本和投资风险（从而提高项目经风险调整后的回报率），提高资金的可获得性，使得大量民间资本愿意投资于绿色项目。

**多数绿色产品是回报率稍低的私人产品**

　　所谓纯粹的公共产品和服务，是指只有正外部性，而无法识别个体受益者（因此无法向其收费）的产品和服务。对一个国家来说，典型的纯公共产品包括国防、法律体系、外交等。这些服务的受益者是全国老百姓，但无法确定到底是哪个具体的人受益于这些服务，无法采用“受益者付费”的方法来解决其融资的问题，所以只能用公共财政的方式来提供这种服务。

　　绿色项目一般指环保、节能、清洁能源和清洁交通类的项目。这些项目中的大部分，虽然能够带来节能减排、控制污染的“正外部性”，使项目参与者之外的许多人受益（如清洁的空气和水使当地的居民受益），但不属于纯粹的公共产品或服务，而更多地体现了私人产品的特征。下面根据绿色项目的四大类别举四个例子。

　　关于污染治理项目的例子。以治理空气污染的脱硫脱硝设备为例，其生产者可以通过向电厂销售设备而获得盈利。其使用者（如电厂），可以通过政府补贴的电价向电的消费者转嫁其成本，也是可以盈利的。治理污水的项目，通过政府提高水价，也是可以盈利的。政府之所以可以这样做，是因为清洁水源的受益者基本是可以识别的（即当地的用水者），所以高水价就是基于谁受益谁付费的原则来制定的。只是如果政府提供的电价和水价的补贴没有完全到位，就会使这些环保项目的投资回报稍稍低于市场要求的回报率。

　　关于节能项目的例子。节能建筑绝对不是纯公共产品，因为租户获得的节能住宅或办公室的使用权完全是私人产品的性质。只是由于节能的设施使得租金稍贵，因此可能使出租率稍低，这使得节能建筑的投资利润率可能稍低于其他性能完全相同的普通建筑。再以节能冰箱为例，由于其可以提供所有冰箱的功能，也是一个典型的私人产品，只不过由于节能技术的使用而使其售价稍高，因此销售量较低，或售价与普通冰箱一样时利润率稍低而已。

　　关于清洁能源的例子。包括太阳能、风能、天然气等在内的清洁能源的成本比常规煤炭要高一些，因此采用这些能源的电厂、汽车等用户的运行成本比火电较高。但清洁发电肯定不是纯粹意义上的公共产品，因为用电者获得了所有电作为私人产品的好处（可以用来照明、享受电视电脑等），只是成本稍高而已。清洁汽车的私人受益特征也一目了然，因为驾车者获得了所有使用汽车的便利性。

　　清洁交通项目的例子。最典型的清洁交通项目是铁路和地铁。给定同样的运输量，铁路和地铁产生的空气污染只有公路交通的十分之一，因此有正的外部性。但是，铁路和地铁的服务对象（受益者）也是可以通过上车买票来识别的，所以不是纯粹的公共产品。只是政府由于必须考虑到民众的诉求和收入分配等因素，铁路和地铁的定价不能太高，因而这些项目的收益率往往略低于私人投资的预期水平。

既然多数绿色项目从本质上来说都是私人产品，那么“绿色项目只能由政府买单”的结论就不成立。民间资本在绿色产业中是大有可为的。关键在于如何通过金融和各种体制安排将绿色项目的投资回报率提高到合理水平。一些从事绿色行业投资和分析的专家提供了如下典型绿色项目的净资产回报率的大致估算：某天然气汽车加气站项目为6%；某地铁项目为4%；某污水处理项目为5%；某分布式太阳能发电项目为8%；某风能发电项目为10%；某电动汽车充电站项目为略微亏损；某垃圾发电项目为8%；某天然气发电项目为5%；某生物质发电项目为7%；某工业锅炉煤改气项目为6%；某餐厨废弃物无害化处理项目为8%；某集中供热项目为0.1%；等等。

　　这些数据表明，这些绿色项目的回报率肯定不是负的100%（纯公共产品），而平均来看回报率为5%～6%，只是比私人部门所要求的6%～10%的资本金回报率低几个百分点而已（如果项目的回报率长期稳定，许多保险和养老基金就会满足于6%的回报率；对风险稍大的项目，投资者会要求近10%的回报率）。要解决这个回报率的差距，并没有许多人想象得那么难，也不需要太多的财政资金。

**用金融手段提高绿色项目的回报率**

　　上述例子说明，许多绿色项目的回报率离吸引民间资本的距离并不太远，只是差了“最后几个百分点”。要将绿色项目的回报率提高几个百分点或降低项目风险，改善资金的可获得性——即解决绿色企业融资贵融资难的问题，有许多金融手段可用，关键在于开阔思路，充分借鉴国内外好的做法，推动绿色金融领域不断创新。下面我们举几个用金融和相关手段解决绿色企业融资难和融资贵问题的例子或思路。

　　第一，政府对绿色贷款提供贴息。贴息可以直接降低融资成本，提高绿色投资项目的回报率。目前，我国已经有对绿色贷款贴息的做法，但不普遍，数量较小。事实上，与财政直接投资或直接补贴绿色项目相比，贴息能用很小的财政资源撬动几十倍的民间资本，因此有必要大力发展。在管理方面，要放松对贴息利率和期限的限制，要试点委托银行管理绿色贷款贴息的做法。

　　第二，对绿色债券提供税收和监管优惠。发行绿色债券，可以为绿色项目提供一个新的融资渠道。渠道畅通，资金可获得性提高，本身就会降低融资成本。另外，如果能够对投资者免利息所得税、对用绿色债券融得资金进行绿色信贷的银行提供优惠的风险权重等，就可以进一步降低绿色债券的融资成本。通过减免税收来激励绿色债券融资，可以使一元钱的财政资金撬动几十乃至上百元的民间资本，其杠杆效果远远大于对政府对环保项目的直接投资。

　　第三，发行中小企业绿色集合债。许多中小企业由于规模较小难以独立发债，即使独立发债，其成本也太高。如果几家、十几家中小企业采取集合债的方式发行，可以明显降低融资成本，提高绿色企业资金的可获得性。目前，中小企业集合债已经有不少了，未来应该发行以绿色为主题的中小企业集合债。当然，在这个过程中，监管部门要设法控制过高的中介费用、披露费用和其他成本。

　　第四，发行项目收益支持票据。项目收益支持票据是绿色债券的一种。假设一个地方融资平台启动一个绿色项目（如地铁或水处理项目），但由于该平台的财务状况达不到发行债券的要求而无法以平台公司为发行主体在债券市场上融资。在这种情况下，就可以考虑发行项目收益支持票据，把有稳定现金流的绿色项目做成一个SPV，以未来项目的收益来支持票据的还本付息。这样，就解决了融资可获得性的问题。

　　第五，为绿色债券提供部分担保。国际上，世界银行旗下的国际金融公司（IFC）已经创立了一个为绿色债券担保的项目，可以为世界各国发行的绿色债券提供部分担保。由于取得了IFC的担保，这些名不见经传的企业发行债券的成本明显降低。我国国内金融机构也应该开发类似的对绿色债券和绿色贷款的担保服务。

　　第六，允许和支持以绿色项目收费权抵押（质押）贷款。污水处理等环保项目、地铁和铁路等清洁交通项目虽然收益稳定，但前期投资很大。如果能以经过政府收费主管部门确认的项目收费权作为质押从银行取得贷款，将可以解决这些绿色基础设施项目融资的难题。

　第七，推进绿色贷款的证券化。许多银行的资产方已经有不少绿色贷款，但继续扩大绿色信贷则受到资本金、贷款比、合意贷款规模等的约束。绿色贷款的证券化可以帮助将这些绿色贷款“剥离”出银行的资产负债表，避免占用资本金和受到其他约束，从而可以增加银行发放绿色信贷的资源。

　　第八，政府参与投资，以降低私人资本面临的风险。英国绿色银行的资本金只有40亿英镑，但却参与了全国50%的绿色项目，关键在于其参与大大降低了私营部门对这些项目的“风险厌恶”。由于政府资金的参与，私人部门的投资者会认为未来的政策会有利于这些项目，或预期的风险会明显降低，所以会更愿意跟投。从经济学意义上来说，风险下降就意味着广义的投资回报率提高，因为投资者看重“风险调整后的回报率”。

　　第九，用碳市场为绿色企业提供额外收入并支持融资。如果碳市场有了长足的进展，许多节能减排的企业可以通过出售额度来获得额外的收入，从而增强其融资能力。比如，项目已经投产、有稳定的碳减排收益的风电企业可以发行碳债券，将债券利率与风电项目的碳交易收益挂钩。此类碳减排收益也应该可以用作向银行融资的质押。

　　第十，将有稳定收益的项目打包，用yieldco（可译为“收益公司”）的方式上市。Yieldco是欧美新能源行业创造的一种新的融资模式，主要是指新能源公司分拆出来的一系列可创造稳定现金流的项目，将这些项目的购电协议及其他长期现金流绑定在一个在股票市场上交易的投资产品上，确保可以向投资者在相当长（如20年）的时间内支付稳定的收益（如6%）。这种安排类似于房地产企业常用的房地产信托基金（REITs）。这种方式可以使原先难以获得融资的一些项目以较低的成本获得融资。

　　第十一，在绿色指数基础上开发绿色投资产品，引导资本市场更多地投资于绿色项目。我国的股票指数多以大型上市企业的市值为基础编制，而这些上市公司中有许多污染性的重工业企业，导致指数“棕色化”，使许多被动投资者（根据指数构成来配置资产的投资者）将过多的资金配置到污染型产业。未来需要开发更多的绿色指数，并在这些指数的基础上开发各种绿色基金和绿色理财产品，让机构和个人投资者有更多的渠道投资于绿色产业。当资本市场将更多的资金投入绿色产业时，会推高其市盈率，降低其融资成本。

　　除了上述可以直接降低绿色企业融资成本的方法之外，还有许多基础性的工作和制度安排可以间接地帮助绿色企业缓解融资难和融资贵问题。比如，强制性要求企业披露环境信息、提高投资者评估项目环境影响的能力（通过为其提供评估方法和软件系统）、第三方评级机构提供对企业的绿色评级等，都可以强化市场向绿色企业配置资源的能力。某种意义上来说，这些基础性工作是解决信息不对称导致的市场失灵的问题。所谓信息不对称，是指企业知道自己是否污染，但由于信息不透明，资本市场并不知道，使得资本市场无法用脚投票来激励环境表现的优胜者。

　　另外一类可以间接提高绿色企业资金可获得性的举措是实行强制性的绿色保险和明确银行的环境法律责任。在环境高风险行业实现强制性的生态保险，会增加其运行的前置成本（因为其需要买保险），将未来的环境风险显性化，迫使这些企业重新评估投资于这些高风险行业的可行性，从而达到抑制污染性投资的目的。在银行必须对所投资企业发生的污染事故负连带责任的法律环境下，银行将不得不建立更加严格的环境风险评估制度，减少对污染性项目的贷款。虽然这些法律安排的直接效果是减少污染性投资，但会间接地增加绿色投资的可用资金，会起到降低绿色融资成本、提高其资金可获得性的效果。套用一个经济术语来说，这会起到“挤入”绿色投资的效果。■

作者系中国人民银行研究局首席经济学家