

碳交易金融化过程中监管路径的选择

朱子君

广东财经大学, 广东 广州

收稿日期: 2022年11月30日; 录用日期: 2022年12月13日; 发布日期: 2023年1月10日

摘要

我国碳排放权交易在进入全国市场时期后存在碳排放权交易活动低迷的问题。随着加快绿色发展转型与环境资源要素市场化配置要求的提出, 发展碳金融成为了一条可能的解决路径。碳金融与传统金融创新所追求的目标不同, 碳金融的根本目的在于实现控制气候变化的环境目标, 需要通过监管防止可能出现的环境风险与金融风险, 实现金融效率价值与环境价值的统一。据此对不同的监管路径进行分析, 选择合适监管路径, 并针对碳金融风险的特征进行完善。

关键词

碳金融, 碳排放权交易, 监管路径

The Choice of Regulatory Path in the Process of Carbon Trading Financialization

Zijun Zhu

Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou Guangdong

Received: Nov. 30th, 2022; accepted: Dec. 13th, 2022; published: Jan. 10th, 2023

Abstract

Activity in China's national carbon trading market has been sluggish since it went into operation. With the requirement of accelerating green development transformation and market allocation of environmental resource elements, developing carbon finance has become a possible solution. Carbon finance and traditional financial innovation pursue different goals. The fundamental purpose of carbon finance is to achieve the environmental goal of controlling climate change. It needs to prevent possible environmental risks and financial risks through regulation, and realize the unity of financial efficiency value and environmental value. Based on this, different regulatory paths are analyzed to select appropriate regulatory paths that can prevent the risk.

Keywords

Carbon Finance, Carbon Emissions Trading, Regulatory Paths

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着 2022 年迎来尾声, 2030 年碳达峰的压力愈发紧迫。在党的二十大报告“绿色发展”一章中提到: “要加快发展方式的绿色转型……完善支持绿色发展的财税、金融、投资、价格政策和标准体系, 健全环境资源要素市场化配置体系”。¹ 在“双碳”目标的背景下, 我国已经建立全国碳排放权交易市场, 要进一步实现碳排放权的市场化配置, 金融化是不可避免的趋势。

2021 年 7 月, 全国统一碳排放权交易市场正式开市, 标志着我国碳排放资源市场化配置体系从地方试点迈向全国。碳排放权所代表的环境容量作为一项环境资源要素开始在全国范围内进行市场化配置。在试点时期, 深圳、湖北等一些地方交易所就有推出基金、期货、债券等金融化产品的尝试。然而在进入全国交易时期后, 相关碳金融的创新实践和发展进度却较为缓慢。国内碳金融仍处在发展的早期阶段, 尽管作为尝试近年有地方银行推出排污权授信抵押服务², 但更多的金融产品如各指数类产品、期货及其他金融衍生品仍在讨论当中。原因在于监管层对碳排放权金融化存在着一种担忧: 碳排放权的金融化后存在导致碳价格背离生产基础, 对企业的正常生产经营活动造成负面影响的风险。

对于活动低迷的碳排放权交易市场, 引入更多市场主体参与交易活动加强流动性是激发市场活力的唯一路径。因此有必要拓展碳排放权交易的次级市场并设立相应的监管制度。市场和规则存在磨合的过程, 在磨合的过程中如何面对创新性金融所带来的不确定性风险是能否推动碳金融发展的关键问题。

2. “碳金融”的特殊性

金融创新不仅创新了金融服务的商业模式, 还对现行金融监管的原则、模式和法制带来重大挑战。^[1] 面对金融创新, 监管路径、手段、规则需要根据其特性进行针对性设计才能在控制风险的情况下充分发挥市场的作用。“碳金融”的出现对于金融监管和生态环境管理都是一种新的尝试, 相较于以往金融创新主要集中在产品内容和服务模式上, “碳金融”以实现环境目标为根本目的, 并且在客体、金融功能价值等方面都表现出不一样的特点。

2.1. 碳金融的定义

我国在气候变化问题上没有专门立法, 对碳排放权交易的主要规制文件也仅有《碳排放权交易管理办法(试行)》及配套的《碳排放权登记管理规则(试行)》、《碳排放权结算管理规则(试行)》等文件。“碳金融”目前没有一个明确的法律概念。在一般语境下“碳金融”可以指代以实现控制气候变化“碳达峰”与“碳中和”的“双碳”目标而实施的所有金融活动, 包括控制气候变化为目的所推出的绿色证券、保险及其他金融衍生品等, 银行提供的绿色贷款业务等, 这些金融活动根据是否与碳排放权进行关联可以

¹ 参见《高举中国特色社会主义伟大旗帜为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》http://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm。

² 参见《杭州银行成功落地首笔排污权抵押贷款》http://gzw.hangzhou.gov.cn/art/2022/11/24/art_1689495_58900420.html。

分为以直接建设开发项目融资为目的的金融活动和以碳排放权为标的资金融通活动。

2022年4月证监会发布了金融行业推荐性标准《碳金融产品》(JR/T 0244-2022),标准中列出的碳金融活动及产品均以碳资产为核心³。根据我国当前的碳排放权交易的实践,可能作为碳资产根基的是碳配额(Carbon Emission Allowance, CEA)与国家核证减排量(Chinese Certified Emission Reduction, CCER),前者是当前全国碳排放权交易市场的主要交易对象。《碳金融产品》为碳金融概念的细化提供了思路,即根据金融活动与碳排放权的关联紧密程度进行分类,划分为广义上的碳金融与狭义上的碳金融。将后者作为法律意义上的“碳金融”更加具有指代性,能合理切明确的区分碳金融与银行、证券机构推出的传统金融产品。本文所讨论的是以碳排放权为标的的狭义上的碳金融。

2.2. 碳金融客体的特殊性

一般金融产品的媒介和标的物通常是在一定市场领域当中的某项产品,其价值的基础与实现受行政机关的影响较小。而碳金融客体的基础是碳资产,由此碳金融天然带有强烈的行政色彩。从碳金融的价值实现路径来看,碳金融活动起于碳排放权益的产生,终于碳排放权益的交易当中。碳资产由CEA与CCER组成,是碳排放权物权属性的表现。从实践来看,碳资产的稀缺性和价值主要由本国政策和国际环境决定。当前我国碳排放配额实施政府免费分配的分配方法,配额总量以碳排放强度下降规律及预期政策目标分年度设定。⁴总量与各市场主体所获得的原始量由行政机关分配。尽管在分配规则制定的过程中会向社会征集意见,但最终决定权在于行政机关。在碳汇领域也是如此,尽管当前CCER采取注册制,但是否同意注册以及最终是否放发放许可仍有行政机关决定。自2017年以来,发改委暂缓受理CCER项目备案已近五年,根据中国资源减排交易信息平台累计公示的数据判断,长期以来CCER供过于求,核证减排量库存量处于高位。在碳资产产生的过程中还可能多个不同层级的行政机关参与其中,如全国碳排放权配额分配规则由生态环境部负责制定,具体分配则由省级生态环境主管部门负责。⁵国内一直存在对碳排放权法律属性的争议,在此无意对碳资产的法律属性进行界定。仅关注碳资产的产生和初次分配的过程,在其中行政作为决定性力量是不争的事实。

2.3. 碳金融功能价值的特殊性

金融的基本功能是服务功能和中介功能,目的是为了便利与促进价值的运动,实现资金在不同主体间的调配。其核心功能是资源配置,提高资金利用率以及使得资金流向优质项目。经济调节、风险规避是金融的拓展功能,对拓展功能的需求建立在经济金融发展到一定程度的前提下。^[2]一般金融的以资金流向实体经济领域为直接目标,为企业提供资金促进产业发展。价值实现的方式是通过提高生产工艺提高超额利润或是扩大规模实现利润增加,实现经济增长是传统金融的根本目标。在资金投向某一企业或项目的时刻便已经完成了基本的使命,价值发现、风险回避等功能是金融发展到一定程度后,在市场失灵及不确定性增大时价值才能凸显。^[2]

对于碳金融而言,生产规模或是资金流入企业并非其根本目标,碳金融的目的在于发现一级市场中碳资产的价值,激励企业采取减排措施。在碳排放权交易当中,企业利润的实现方式主要是出售碳资产与获得碳资产剩余所付出的成本之间的差额利润或是换取其他资产。当碳资产价格长期处于低位,在临

³ 参见《碳金融产品》(JR/T 0244-2022): 3.5 碳资产是指由碳排放权交易机制产生的新型资产。主要包括碳配额和碳信用,准中将“碳金融产品”定义为:建立在碳排放权交易的基础上,服务于减少温室气体排放或增加碳汇能力的商业活动,以碳配额和碳信用等碳排放权益为媒介或标的的资金融通活动载体。

⁴ 参见《2021/2022年度全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案》, <https://www.mee.gov.cn/xxgk/xxgk06/202211/W020221103336161991455.pdf>。

⁵ 参见关于公开征求《2021、2022年度全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案(发电行业)》(征求意见稿)意见的函(环办便函〔2022〕375号)。

近履约周期时购入存量碳资产用于履约可能是更加经济的做法,使得在履约周期内的很长一段时间企业缺少减排动机。

碳金融的特殊性还体现在二级市场对于企业选择的影响上。在一般金融市场当中,尽管企业经营与发展状况会影响二级市场的价格表现,但由于在一级市场中企业已经完成融资的基本目标,因此金融产品对企业的主要影响在一级市场就已经基本完成,企业在进行期货交易、投保以及在二级市场投资等金融活动目的主要以实现风险规避和价值增加为主。以一次融资活动目的的实现为周期,周期内金融产品在二级市场价格变化对于企业自身主要经营活动的抉择所带来的影响则较为有限。在碳市场当中,碳配额价值实现的时间点即履约节点在每个周期的末期,在整个周期当中碳资产的价格的波动都对企业选择有着重要影响。由于碳金融二级市场的活动会影响碳资产的价格,因此二级市场的活动情况对企业有着较大的影响。

碳金融产品在二级市场的价格变化对碳排放权交易实现控制气候变化的目标产生直接影响。在碳金融中,碳资产的价值发现和风险回避功能在碳金融目的的实现中居于核心地位。

2.4. 碳金融风险的特殊性

金融风险的发生通常表现为是某种损失,根据主体规模不同可能表现为个人金融资产的损失、企业金融资产的损失、金融市场稳定性受损导致的大规模经济损失和国家金融体系稳定性和独立性受到损害,后两者通常被称作是系统性金融风险,系统性风险的危险包括是损害具有传播性,会广播到金融市场内的其他主题和临近市场[3];引起市场信息的中断,导致金融功能丧失的可能性等[4]。金融风险的发生还可能对金融市场以外的领域产生影响,如2022年上半年青山控股与嘉能可在镍期货上的交锋一度导致镍现货价格飞涨,金融市场的交锋导致标的物价格上涨影响到了生产消费活动,最终以伦敦镍交易所取消了期间的镍交易为终局结果。

只要存在金融活动,就必然存在金融风险。同样的风险也可能会发生在“碳金融”当中。碳排放权交易体系是国家在对碳排放权进行初次分配的基础上,引入市场机制优化大气环境资源配置,进而实现对温室气体排放进行控制的一种工具。[5]碳金融建立在碳排放权交易的基础上,可以将全国碳排放权交易市场定义为一级市场,碳金融发生的是次级市场。当碳金融发生系统性风险时,影响会向上传递至作为基础的碳排放权交易市场,导致碳排放权价格剧烈波动,无法实现环境资源的合理配置。由于无法以合适的方式实现排放配额的清缴,可能诱发企业采取其他行为或是配额过度集中而导致区域碳泄漏。因而碳金融风险还可以表现为一种环境风险。相较于一般金融风险所造成的财产损害,环境风险所造成的结果影响更加广泛且隐蔽,可能表现为局部地区空气质量的下降或是对整体气候变化的影响且难以量化。

无论是客体、功能价值还是风险,“碳金融”特殊性根源在于其最终目的是为了服务于碳排放权交易这一引入了市场机制的生态环境治理工具。碳排放权交易市场作为上级市场将生态环境治理工具的价值属性向次级市场传递,使得碳金融监管的过程中同样要兼顾甚至以生态价值的实现为优先,生态环境价值是碳金融区别于一般金融的根本。

3. 沙盒式监管在碳金融领域的引入

3.1. 监管路径的选择

由于规制的滞后性,金融创新常出现未被当前金融法律规范所规制的内容而产生监管漏洞。面对这一现象邢会强教授总结将我国金融监管的选择总结成以下三种路径:选择性监管、扩张性监管和实验式监管。[6]三者对于金融创新所带来的风险的有着不同的风险偏好。选择性监管在金融创新开始的初期采

取观望的态度,根据后续市场的反应动向确定是否收紧监管。扩张性监管对风险采取积极的管理态度,以对当前的监管规则进行扩张解释为手段。根据监管介入的节点可以分为事前扩张与事后扩张。其在风险偏好的独特性主要体现在事前扩张上,在金融创新产生之时便对其施以严厉的监管。实验式监管又称沙盒式监管,发源于英国,在金融创新的初期为监管对象设计监管方案,允许其在一定范围内开展创新金融业务,对其发展进行跟踪评价后决定是否开放。沙盒式监管产生于金融稳定、消费者保护、金融效率三种价值博弈的过程中[7],相较于前两种监管路径在风险偏好上较为中立,在一定程度上实现了三种价值的平衡与统一。

回顾金融监管发展的历史,金融监管决策一直在重视效率与重视安全两个端点之间反复摇摆,在需要扩大金融市场的时候采取重视金融效率的方式,往往在这一时期金融产品和模式的创新数量显著增加,在重视安全的监管模式期间金融市场的发展速度明显下降,金融监管的风险取向对碳金融活动的开展具有重要影响。在金融领域风险与利益都是可能性事件,风险与收益往往正相关,两者相互依存,没有风险也就没有收益。[8]尽管碳金融一旦发生系统性风险可能导致碳排放权交易体系的崩溃带来环境风险,采取过于严格的监管会影响市场主体参与碳金融的积极性,欧盟2005年前后碳金融的实践证明失去市场活力的碳金融同样没有价值。当前碳排放权交易迫切的需要碳金融激发市场活力,与此同时又不能使其脱离监管自由发展,有实践数据证明,通过经过沙盒监管测试的金融产品上市时间可减少三分之一⁶。综合之下沙盒式监管与碳金融创新的需求更为匹配。

3.2. 在碳金融领域沙盒式监管的改造

尽管沙盒式监管在国际上已有不少的实践,近年我国学界在金融监管问题上引入监管沙箱的呼声亦很高,但直接在碳金融领域套用一般金融领域的沙盒监管模式可能会出现水土不服的问题,必须进行适应性改造,以应对碳金融风险的特殊性。监管沙盒的实验设计和运营均由监管主体负责,监管主体的选择对于监管沙盒功能的发挥具有重要影响。在我国未有正式建立监管沙盒体制的情况下,明确监管的责任主体是首要任务。

现有实验监管体系中,以金融监管机构作为单一监管主体,英国为金融行为监管局(FCA),澳大利亚是证券投资委员会(ASIC)新加坡则是以新加坡金融监管局作为监管主体。金融机构作为金融活动的主要监管主体,在对金融活动的熟悉度、风险的识别能力以及监管力量上占有优势,以此作为监管沙盒的监管主体具有合理性。然而碳金融以实现环境目的为根本目标,需要面对的不仅有金融风险还有环境风险。金融监管机构在机构设置目的并非以此为目标,对于金融监管机构环境风险控制亦是陌生的领域,在碳金融试运行的过程中可能产生风险错判的结果。

传统金融监管依据金融活动的机构确定监管主体,在依据机构管理范围进行监管主体选择已经无法适应金融市场需求的的情况下,向“功能监管”转型是一条可行的出路。[9]“功能监管”是指依据金融体系的功能来设计监管体系,使金融业实现跨产品、跨机构、跨市场的协调,重视金融监管方式与金融功能两者之间的制度适应性。依据碳金融的功能,除了传统的金融监管机构,还可以引入与生态环境有关的其他机构。在碳排放权交易管理当中,基于其环境特性以生态环境部为主管部门,在结算、会计规则等辅助碳排放权交易正常运行的顶层规则的设计中还有财政部、发改委等非生态环境负责部门。在交易、清算、结算等交易环节中还赋予了交易机构实施风险管理的权利和义务。相较于一级碳排放权交易市场,碳金融作为次级市场更加强调金融的作用,在规则制定上可以采用以金融监管部门为主、生态环境主管部门为辅设置。为了防范监管失灵与权利寻租的风险,在监管沙箱运行的过程中加入第三方评估机构作

⁶See Financial Conduct Authority, Regulatory Sandbox, <https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>, last visit on May 31, 2017.

为补充,适当引入社会主体实现社会监督的效果,以尽可能的揭示碳金融对碳排放权交易所产生的影响及背后的环境风险。

4. 总结与启示

一个新兴市场的产生和发展必然伴随风险,这种风险源自于新兴市场在市场结构、交易模式与交易标的上对于现有制度的突破。碳市场当中的风险表现为金融风险以及环境风险。由于环境风险的特殊性,使得碳市场的监管主体及创设者对于碳市场施加了严格的创新限制,直接导致了碳金融存在创新不足的问题。这种过于严格的限制已经成为制约碳市场发挥其作为环境治理工具价值的主要因素。通过选择合适的监管路径有助于促进碳金融的发展,缓解监管者以及创设者对于不确定环境风险的担忧。本文从碳金融与一般金融的差异性出发,引入实验式监管作为碳金融发挥其价值功能的监管路径。碳金融既有金融属性也有环境治理方法的工具属性,监管需要兼顾金融风险与环境风险。相较于传统依照金融产品类型决定监管主体的方式,从“机构监管”向“功能监管”转变对监管路径进行改造更加适应碳金融的属性。由于各行政部门在监管上的分工不同且行政机关的监管力量有限,据此提出在碳金融监管的过程中应拓展第三方作为监管主体以拓宽视野,尽可能地实现金融沙箱揭露创新风险的效用,以此减轻对生态风险的担忧实现生态价值与金融效率的平衡。

本文仅论碳金融创新的监管路径,仅尝试从碳市场入手揭开金融法绿色化新篇章的一角。至于如何构建绿色金融规则,实现金融法的绿色转型还有更多基本问题需要探讨。传统金融法以实现金融安全、金融效率和消费者保护的平衡为价值取向,金融立法、监管目标的设定和金融体制的改革都在这三种价值之间平衡,学者将其总结为“三足定理”[10]。随着绿色金融创新逐步增加,绿色信贷、碳排放权抵押等金融活动的出现反映出金融工具作为环境治理工具的价值。在全面转向绿色可持续发展模式的社会变革浪潮之中,金融法学也必须顺势而行。随着环境保护写入宪法,绿色原则必将对超越环境法的范围,对其他法律制度产生影响,成为其内生的价值之一。在绿色原则成为民法典的基本原则之一后,金融法的“三足定理”或许还需要加上环境价值取向。实现金融法的绿色化,在未来需要确定促进绿色发展作为金融法研究的基本目标之一,逐步将环境价值嵌入金融法律制度当中,并完善其理论内涵,使之成为金融法的有机组成部分。

参考文献

- [1] 张永亮. 金融科技监管的原则立场、模式选择与法制革新[J]. 法学评论, 2020, 38(5): 112-124.
- [2] 白钦先, 谭庆华. 论金融功能演进与金融发展[J]. 金融研究, 2006(7): 41-52.
- [3] Kaufman, G.G. and Scott, K.E. (2003) What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It? *The Independent Review*, 7, 371-391.
- [4] Minsky, H.P. (1995) Financial Factors in the Economics of Capitalism. *Journal of Financial Services Research*, 9, 197-208. <https://doi.org/10.1007/BF01051746>
- [5] 冷罗生. 构建中国碳排放权交易机制的法律政策思考[J]. 中国地质大学学报(社会科学版), 2010, 10(2): 20-25. <https://doi.org/10.16493/j.cnki.42-1627/c.2010.02.002>
- [6] 邢会强. 市场型金融创新法律监管路径的反思与超越[J]. 现代法学, 2022, 44(2): 98-114.
- [7] Zetzsche, D.A., Buckley, R.P., Arner, D.W. and Barberis, J.N. (2017) Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 23, 31-103. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3018534>
- [8] 张忠军. 论金融法的安全观[J]. 中国法学, 2003(4): 109-117.
- [9] 黄韬. 我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心[J]. 法学, 2011(7): 105-119.
- [10] 邢会强. 金融危机治乱循环与金融法的改进路径——金融法中“三足定理”的提出[J]. 法学评论, 2010, 28(5): 46-53.