

欧盟可持续金融促进可持续转型的作用研究

——机制、实践与前景*

孙雅雯 孙彦红

内容提要: 可持续金融是欧盟推进可持续转型的重要支撑。本文构建了一个包含可持续金融的多层次视角分析框架,考察了欧盟可持续金融促进可持续转型的作用机制,并基于现实挑战及政策调整分析了欧盟可持续金融的未来前景。研究发现,欧盟通过设计可持续金融发展的宏观战略,自上而下地强化转型外部压力;通过动员公共财政预算并撬动社会投资,自下而上地培育转型动能;通过有效监管转型金融风险并完善可持续金融的标准体系,破除转型的阻力约束。但目前较为激进的转型步伐遭遇现实困境,导致欧盟可持续金融发展面临重重挑战,例如部分标准设定缺乏科学性、投资不足且配置低效、货币政策碳密集特征明显等。为应对这些挑战,欧盟已将循序渐进地推动更适应现状的政策落地作为下一阶段的工作原则。未来,随着相关金融标准设定更科学合理、资本配置更充足高效、货币政策更显“绿化”特征、绿色资本市场联盟的加速推进,欧盟可持续金融支持可持续转型的前景仍然值得期待。

关键词: 欧盟 可持续金融 可持续转型 社会—技术系统 多层次视角

引言

积极应对气候变化、努力实现可持续转型已成为国际社会共识,金融部门更是推动可持续转型的重要支撑。欧盟作为可持续转型的倡导者和先行者,致力于 2050 年

* 本文为国家社会科学基金重大项目“欧洲对外战略调整与中欧关系研究”(项目编号:21&ZD171)子课题“欧盟对外经贸政策转型研究”,以及中欧关系研究指南针计划项目“欧盟绿色转型举措重要进展及对我影响研究”(项目编号:KT202201)的阶段性成果之一。

成为全球首个“气候中和”的大陆。在这一愿景下,欧盟分别于2019年发布的《欧洲绿色协议》通讯、2021年发布的“适应55”一揽子提案,不仅向世界传达了雄心勃勃的气候承诺,也成为新一阶段促进可持续转型的关键政策工具。特别是在金融领域,可持续金融日趋主流化,欧盟已逐步建立起一套支持可持续转型的金融体系,即欧盟可持续金融。中国提出2030年前实现碳达峰、2060年前实现碳中和的“双碳”目标,体现了作为负责任大国应对全球气候变化的积极作为,更是顺应全球可持续转型潮流的必然。在此背景下,党中央、国务院出台多项纲领性文件,明确提出“积极发展绿色金融”“深化绿色金融国际合作”,^①发展绿色金融成为有序推进“双碳”工作的重要任务之一。^②

相比较而言,欧盟的可持续金融发展较早、内涵更为丰富、政策体系更为完善。在欧盟的政策背景下,可持续金融指的是在支持经济增长的同时减少环境压力、并考虑社会因素和治理因素的金融体系。减少环境压力是欧盟可持续金融关注的最主要领域,包括减缓和适应气候变化、保护生物多样性以及防治环境污染等方面。社会因素是指消除不平等、提高包容性、改善人权等社会公平及福祉。治理因素是指公共机构及企业的组织结构调整、员工关系管理、高管薪酬设计等治理的优化。研究欧盟可持续金融对于中国稳步推进“双碳”工作具有一定的借鉴意义和参考价值。一方面,环境维度的欧盟可持续金融与中国的绿色金融发展目标相一致,可为完善中国绿色金融体系提供战略目标、体制机制、政策工具等方面的借鉴经验;另一方面,欧盟可持续金融的内涵更加丰富,除环境因素之外还囊括了社会及治理因素,这与“双碳”工作所具有的“广泛而深刻的经济社会系统性变革”属性高度契合。此外,绿色金融作为中欧绿色合作的重要领域,可为密切中欧经贸往来、促进中欧关系高质量发展提供广阔前景。

基于此,本文将构建一个包含可持续金融的多层次视角分析框架,基于欧盟可持续金融发展实践,研究欧盟可持续金融促进可持续转型的作用机制,并从现实挑战及政策调整方面分析欧盟可持续金融的未来前景,为中国在实现“双碳”目标愿景下完善绿色金融体系、夯实中欧绿色合作基础提供经验借鉴。

^① 参见《2030年前碳达峰行动方案》,中国政府网,2021年10月26日,http://www.gov.cn/zhengce/content/2021-10/26/content_5644984.htm;《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》,中国政府网,2021年10月24日,http://www.gov.cn/zhengce/2021-10/24/content_5644613.htm。

^② 参见《政府工作报告——2022年3月5日在第十三届全国人民代表大会第五次会议上》,中国政府网,2022年3月12日,http://www.gov.cn/premier/2022-03/12/content_5678750.htm。

一 文献综述

可持续转型在不同学科领域呈现不同的理论范式,包括社会—生态系统转型、行为导向转型、社会—技术系统转型等。其中,社会—技术系统的可持续转型理论强调系统不同要素之间的相互依存和共同演化,更加关注宏观与微观层面的跨界互动,便于理解可持续转型的影响因素及其动态演进过程,因此较为主流。特别是弗兰克·吉尔斯(Frank Geels)和勒内·肯普(René Kemp)等人在演化经济学理论基础上,开创了以多层次视角研究社会—技术系统可持续转型的分析框架。该框架强调创新对可持续转型的核心驱动作用,侧重考察创新如何培育发展为新兴产业并加以制度化巩固,从而破解现有非可持续的技术及制度锁定和路径依赖,最终推动现有系统的整体运作模式向可持续发展模式转变。^①自20世纪末以来,该框架被广泛用于研究新兴技术在产业化过程中如何成功培育、破除障碍、实现跃迁,并为构建创新的有效保护空间提供政策建议。^②

然而,将可持续转型与金融发展相联系的理论研究相对较少,特别是在传统主流金融学理论框架下,学者们大多专注于金融发展促进创新的研究。在有效市场假说和资本资产定价模型的理论前提之下,金融部门是技术中立的,理性投资者进行投资的驱动因素是新技术的利润机会,而非其能否促进可持续转型。^③金融部门可发挥金融中介效应,通过收集信息降低由信息不对称、委托—代理问题等市场失灵带来的交易成本和监测成本,从而缓解企业创新的融资约束;^④可发挥风险分摊效应,通过资产组合等手段来分散、化解、有效监督和管理创新项目的收益风险,使创新投资更具吸引力;^⑤可发挥资金集聚作用,通过股票、债券等金融工具有效动员储蓄、汇聚闲散资本,

^① Frank Geels and René Kemp, "Dynamics in Socio-technical Systems: Typology of Change Processes and Contrasting Case Studies," *Technology in Society*, Vol.29, No.4, 2007, pp.441-455; Frank Geels and Johan Schot, "Typology of Sociotechnical Transition Pathways," *Research Policy*, Vol.36, No.3, 2007, pp.399-417.

^② Johan Schot and Frank Geels, "Strategic Niche Management and Sustainable Innovation Journeys: Theory, Findings, Research Agenda, and Policy," *Technology Analysis & Strategic Management*, Vol.20, No.5, 2008, pp.537-554.

^③ Andrew Lo, "The Adaptive Markets Hypothesis," *The Journal of Portfolio Management*, Vol.30, No.5, 2004, pp.15-29.

^④ Jeremy Greenwood and Boyan Jovanovic, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, Vol.98, No.5, 1990, pp.1076-1107.

^⑤ Robert King and Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.108, No.3, 1993, pp.717-737; Robert King and Ross Levine, "Finance, Entrepreneurship and Growth," *Journal of Monetary Economics*, Vol.32, No.3, 1993, pp.513-542; 庄毓敏、储青青、马勇:《金融发展、企业创新与经济增长》,载《金融研究》,2020年第4期,第11-30页。

并将其导向无法分割的大额创新投资;①可发挥资源配置作用,促使资本流入那些生产效率更高的技术领域和产业部门,进而优化资本配置效率、加速新兴产业的形成;②可发挥利益激励效应,通过创新在资本市场中体现出的较高回报率溢价创造利益激励,从而激发企业家的创新积极性等。③

但随着以熊彼特创新理论为基础的演化经济学的兴起,学者们逐渐将金融、创新与转型相联系。由创新引发的技术革命是经济变迁的主要驱动因素,“创造性毁灭”全面扩散得以催生新兴产业,并带动社会和机构制度的调整或变革,实现技术与制度之间更好的匹配,“这便形成了具有更普遍示范意义的技术—经济范式”,当新旧范式成功更迭,转型便得以实现。④这一过程并非单纯的经济现象,也伴随着整个社会系统和制度的变革,因而存在路径依赖。当技术和制度沿着某一特定路径发展,长此以往摆脱原有路径的成本就会越来越高昂,新范式取代旧范式也越来越困难,这种“不可逆的自我强化趋势”就会导致技术锁定,阻止并抵制更加优越的技术革命。⑤由此可见,创新是促进转型的核心动力,但创新能否推动成功转型还受制于能否突破原有的技术及制度锁定。⑥在这一分析框架下,学者们将金融发展与创新、转型相联系,认为金融部门为创新提供信贷融资、发挥选择作用影响创新发展的方向、强化与之相关的路径依赖,进而影响转型进程。⑦也就是说,金融部门成为创新促进转型的杠杆与手段。⑧

具体而言,有利于可持续转型的技术往往开发风险较高、回报周期较长、预期收益及回报情况不理想,因而不被投资者主动选择。相比之下,投资者倾向于选择那些短期内边际报酬较高的生产技术,而这些技术往往耗竭资源且污染密集,不利于可持续

① 黄国平、孔欣欣:《金融促进科技创新政策和制度分析》,载《中国软科学》,2009年第2期,第28-37页。

② Ross Levine, “Stock Markets, Growth, and Tax Policy,” *The Journal of Finance*, Vol.46, No.4, 1991, pp.1445-1465.

③ 康志勇、张杰:《中国金融结构对自主创新能力影响研究》,载《统计与决策》,2008年第19期,第130-133页。

④ [美]卡萝塔·佩蕾斯:《技术革命与金融资本:泡沫与黄金时代的动力学》,田方萌等译,中国人民大学出版社2007年版,第21页。

⑤ Brian Arthur, “Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-in by Historical Events,” *The Economic Journal*, Vol.99, No.394, 1989, pp.116-131.

⑥ Timothy Foxon, “A Coevolutionary Framework for Analysing a Transition to a Sustainable Low Carbon Economy,” *Ecological Economics*, Vol.70, No.12, 2011, pp.2258-2267; Gregory Unruh, “Understanding Carbon Lock-in,” *Energy Policy*, Vol.28, No.12, 2000, pp.817-830.

⑦ Giovanni Dosi, “Finance, Innovation and Industrial Change,” *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.13, No.3, 1990, pp.299-319.

⑧ 郭平:《技术范式转换、新兴产业演化与金融资本角色转变:国际经验与我国政策选择》,载《产经评论》,2014年第6期,第17-26页。

发展。非可持续的技术及其配套设备、基础设施、标准规则等要素构成一个动态稳定的结构,并不断为此类技术寻找正当性、为其大规模扩散和产业化推广铺设道路。特别是金融部门在对这种技术进行投资并获得收益之后经历了一个完整的学习过程、产生了路径依赖,进一步强化了该结构的内部稳定性并导致技术及制度锁定,阻碍经济社会转型。^①由此可见,要实现可持续转型就需要从根本上改变资本要素投入的方向,使资本要素由非可持续的技术领域转向可持续的技术及产业发展领域,进而推动与之相关的体制要素调整重构,即发挥金融在创新促进可持续转型中的关键选择作用和重要促进作用。在可持续转型的早期阶段,政府公共财政对研发创新发挥了关键的保护和培育作用。随着创新进入主流市场,风险投资等私人 and 公共资本为其提供更大规模融资、助其跨越“死亡之谷”。^②当新兴市场形成,创新成功进入产业化阶段、形成稳定成熟的盈利模式和发展前景,吸引银行和机构投资者投资,从而成功跨越“达尔文海”并向更广泛的社会经济层面扩散。^③最后,现有经济社会中的组织、机构、规则、标准等都得到调整或重构,创新得到制度化巩固,可持续转型得以实现。不过,金融部门并非总是扮演创新服务者的角色。在历次技术浪潮中,金融泡沫的出现让学者们开始反思金融市场的有效性。在新旧范式转换过程中,新技术的成功导入使金融资本获得了丰厚利润回报,并激发大众追逐投机利润的非理性热情,大量金融资本流入新兴产业,金融资本向生产资本夺权。^④一旦新兴产业盈利衰减,过度投机使金融资产市场价值远超过其真实财富价值,最后这种价值分裂达到极限、金融崩溃在所难免。^⑤因此,如何构建安全稳健的金融体系并发挥其在转型中的积极作用,对于解决日益紧迫的可持续发展问题、防范全球性金融危机具有重要意义。

然而,目前将金融部门尤其是日渐主流化的可持续金融纳入可持续转型的理论与实践研究仍存在以下完善空间。在理论层面,鲜有学者将可持续金融纳入可持续转型

^① Jochen Markard, “Transformation of Infrastructures: Sector Characteristics and Implications for Fundamental Change,” *Journal of Infrastructure Systems*, Vol.17, No.3, 2011, pp.107-117; Florian Egli, Bjarne Steffen and Tobias Schmidt, “A Dynamic Analysis of Financing Conditions for Renewable Energy Technologies,” *Nature Energy*, Vol.3, No. 12, 2018, pp.1084-1092.

^② Linda Kamp and Lynn Vanheule, “Review of the Small Wind Turbine Sector in Kenya: Status and Bottlenecks for Growth,” *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, Vol.49, 2015, pp.470-480.

^③ Philip Auerswald and Lewis Branscomb, “Valleys of Death and Darwinian Seas: Financing the Invention to Innovation Transition in the United States,” *The Journal of Technology Transfer*, Vol.28, No.3, 2003, pp.227-239; Kersti Karltorp, “Challenges in Mobilising Financial Resources for Renewable Energy—The Cases of Biomass Gasification and Offshore Wind Power,” *Environmental Innovation and Societal Transitions*, Vol.19, 2016, pp.96-110.

^④ 杨虎涛:《社会—政治范式与技术—经济范式的耦合分析——兼论数字经济时代的社会—政治范式》,载《经济纵横》,2020年第11期,第1-11页。

^⑤ 杨慧玲:《金融不稳定性及其对我国金融监管的启示》,载《当代经济研究》,2016年第2期,第5-11页。

理论进行系统研究,大部分学者在可持续转型的多层次视角分析框架下研究能源、农业、交通等行业的可持续转型。^① 此类研究认为,不断激增的可持续转型诉求是各行业可持续转型的外部压力,^②可再生能源技术、集约农业、智能交通网络等一系列突破性、前瞻性的技术创新不断崛起,成为推动可持续转型的源动力。^③ 但上述创新能否顺利发展、并推动成功转型存在较大不确定性,这不仅取决于创新能否在利基中顺利孵化培育、进入市场,还取决于市场监管法规、财政及税收政策、行业规则标准等一系列制度要素能否与创新发展的相互适应协调。^④ 可见,尽管上述研究以多层次视角分析框架为基础,较为详尽地分析了不同行业可持续转型的影响因素和动态演化过程,但并未细致考察金融部门对创新培育、扩散、发展的影响机制,也未将近年来日趋主流化的可持续金融纳入可持续转型的动态过程、分析可持续金融可能发挥的关键作用。在实践层面,欧盟在可持续金融促进可持续转型方面形成了一套经验丰富的运行机制和行为方式。然而目前的研究大多选取某一领域进行分析,鲜有文献对其进行综合全面的系统梳理。例如,汉娜·阿尔斯特罗姆(Hanna Ahlström)和大卫·蒙恰尔迪尼(David Monciardini)考察了欧盟可持续金融监管的演进及其局限性,^⑤丹尼·布希(Danny Busch)探讨了欧盟可持续财务披露监管的特点及其促进可持续转型的作用机制,^⑥雷健等、苏菲分析了欧盟可持续金融的发展历程和发展特点,^⑦施懿宸等、钱立华等讨论了欧盟可持续金融《分类法案》的背景、标准、活动范畴和重要意义等。^⑧ 由此可见,鲜

① Hamid El Bilali, "The Multi-level Perspective in Research on Sustainability Transitions in Agriculture and Food Systems: A Systematic Review," *Agriculture*, Vol.9, No.4, 2019, pp.1-24; Frank Geels, "A Socio-technical Analysis of Low-carbon Transitions: Introducing the Multi-level Perspective into Transport Studies," *Journal of Transport Geography*, Vol.24, 2012, pp.471-482; 陈卓淳、徐长生:《技术利基与社会—技术系统型模式——以德国海上风电为例》,载《中国科技论坛》,2018年第5期,第180-188页。

② 黄天航、赵小渝、陈劲锋:《多层次视角方法分析创新发展的可持续转型研究——以德国鲁尔区转型发展为例》,载《行政管理改革》,2021年第12期,第76-84页。

③ Staffan Jacobsson and Anna Bergek, "Transforming the Energy Sector: The Evolution of Technological Systems in Renewable Energy Technology," *Industrial and Corporate Change*, Vol.13, No.5, 2004, pp.815-849; Sara Kaweesa, Hamid El Bilali and Willibald Loiskandl, "Analysing the Socio-technical Transition to Conservation Agriculture in Uganda Through the Lens of the Multi-level Perspective," *Environment, Development and Sustainability*, Vol.23, No.5, 2021, pp.7606-7626.

④ Jason Konefal, "Governing Sustainability Transitions: Multi-stakeholder Initiatives and Regime Change in United States Agriculture," *Sustainability*, Vol.7, No.1, 2015, pp.612-633; Jaume Freire-González and Ignasi Puig-Ventosa, "Reformulating Taxes for an Energy Transition," *Energy Economics*, Vol.78, 2019, pp.312-323.

⑤ Hanna Ahlström and David Monciardini, "The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms," *Journal of Business Ethics*, Vol.177, 2021, pp.1-20.

⑥ Danny Busch, "Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector," in Danny Busch, Guido Ferrarini and Seraina Grünewald, eds., *Sustainable Finance in Europe*, Palgrave Macmillan, 2021, pp.397-443.

⑦ 雷健等:《欧盟可持续金融发展研究及借鉴》,载《时代金融》,2020年第31期,第28-30页;苏菲:《欧盟可持续金融政策借鉴》,载《现代金融导刊》,2021年第8期,第24-27页。

⑧ 施懿宸等:《欧盟可持续金融分类法解析与借鉴》,载《金融纵横》,2020年第4期,第26-31页。

有文献结合可持续转型理论考察可持续金融促进可持续转型的作用机制,并基于欧盟实践展开讨论。

本文尝试在三个方面做出补充:其一,将可持续金融纳入可持续转型理论研究,在多层次视角分析框架下重点考察可持续金融对可持续转型的作用机制,对可持续转型理论结合金融理论研究进行补充与完善;其二,以欧盟可持续金融实践为切入点,对其进行系统梳理,与以往注重细分领域的研究相比突出了研究视角的创新;其三,基于欧盟可持续金融发展的现实挑战及政策调整分析其未来发展前景,为中国在“双碳”目标愿景下完善绿色金融体系提供经验借鉴。

二 可持续金融促进可持续转型的作用机制

本部分首先回顾社会—技术系统可持续转型理论,在此基础上构建包含可持续金融的多层次视角分析框架,然后概述可持续金融对可持续转型的具体作用机制。

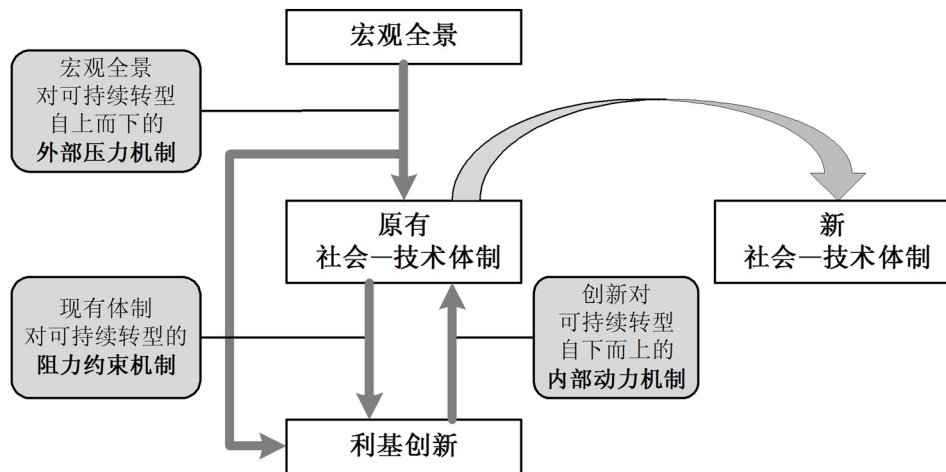
第一,社会—技术系统指的是为实现社会功能、满足社会需求而存在的整体体系。^① 资源耗竭、生态恶化、气候变化等一系列严峻问题的根源在于社会—技术系统遵循传统的线性发展模式。该模式简单地以满足当前人类发展需要为出发点,忽视了资源环境承载力,因而导致资源环境过度开发、粗放利用和奢侈消费,未给子孙后代留下生存根基。要解决这些问题,就需要从根本上将这一模式转变为注重经济、社会和生态系统协调共生的可持续发展模式,即实现社会—技术系统的可持续转型。第二,社会—技术系统由纵向维度的三个层面构成,分别是微观层的利基创新(Niche Innovations)、中观层的社会—技术体制和宏观层的全景发展。微观利基创新指的是为突破性技术创新研发提供的暂时性保护空间,如创新孵化器、R&D实验室等,避免其在适应市场环境之前就与现有的主流技术进行正面竞争。中观层的社会—技术体制指的是由已经建立和形成的产业网络、市场环境、基础设施、规则标准等因素构成的动态稳定结构。由于沉淀资本、规模报酬递增、习惯及预期等因素影响,社会—技术体制具有内在稳定性,其转型具有较强的路径依赖效应和锁定效应。宏观全景为社会、政治、文化等宏观外部环境,其发展变化一般十分缓慢(如气候变化影响等),但同时也受到金融危机、战争、公共卫生事件等影响,具有突变性。^② 第三,转型是纵向维度三个层

^① 陈卓淳、徐长生:《技术利基与社会—技术系统型模式——以德国海上风电为例》,第180-188页。

^② Frank Geels, “Technological Transitions as Evolutionary Reconfiguration Processes: A Multi-level Perspective and a Case-study,” *Research Policy*, Vol.31, No.8-9, 2002, pp.1257-1274.

面之间交互作用、共同演进引起的动态非线性过程,^①具体包括三个作用机制:其一,宏观全景对转型自上而下施加的外部压力机制,即宏观全景发生转变,为整个社会—技术系统发展设置新战略目标,自上而下地提供向新目标转型的外部压力;其二,创新对转型自下而上提供的内部动力机制,即创新自微观利基中产生,依次经过实验试错阶段、稳定阶段、扩散阶段及制度化阶段,自下而上地激发转型的强大动能;其三,现有社会—技术体制对转型的阻力约束机制,即原有社会—技术体制的技术锁定和路径依赖对创新发展形成阻力约束,阻碍创新对原有体制的变革。当创新成功突破原有体制锁定、带动与其配套的体制要素调整重构,最终转向新的社会—技术体制时,转型得以实现。^②“可持续转型”则在宏观全景层面设定了可持续发展的战略目标,在微观创新层面更加突出技术创新的绿色、低碳、包容、普惠等可持续性,在中观社会—技术体制层面更加注重新体制与“资源节约、环境友好、经济可持续增长并关注社会福祉和治理优化的可持续发展模式”相适应。可见,可持续转型是一个涉及多行业协调、多主体参与、多要素协同和多阶段衔接的动态复杂系统工程(见图1)。

图1 可持续转型的多层次视角分析框架



资料来源:图由作者根据以下文献整理:Frank Geels, “Technological Transitions as Evolutionary Reconfiguration Processes: A Multi-level Perspective and a Case-study,” pp.1257-1274。

^① Frank Geels, “From Sectoral Systems of Innovation to Socio-technical Systems: Insights about Dynamics and Change from Sociology and Institutional Theory,” *Research Policy*, Vol.33, No.6-7, 2004, pp.897-920.

^② 陈卓淳、姚遂:《中国电力系统低碳转型的路径探析——基于社会技术转型思路》,载《中国人口·资源与环境》,2012年第2期,第62-68页。

下文将可持续金融纳入该框架,考察在三个机制中,可持续金融发展促进可持续转型的作用路径。

(一)宏观全景的外部压力机制

20世纪以来,摒弃粗放式发展道路、转向可持续发展模式的诉求与日俱增,这一理念逐渐被社会—技术系统的宏观全景所容纳,并对可持续转型施加了自上而下的外部压力。宏观全景对可持续转型的外部压力机制主要由两条路径构成:一方面,可持续转型的宏观全景引导了绿色低碳、清洁环保等“可持续性”特征明显的技术创新兴起,并为促进此类创新营造良好生态、激发创新主体活力;另一方面,可持续转型作为宏观战略方向,对现有体制中与其不相匹配、不相适应的各类要素施加压力、促进其调整及重构,从而打破现有体制的动态稳定结构,为创新发展并得以制度化巩固提供了机会窗口。^①

但在这一过程中,传统金融部门的资本逐利性与可持续发展本质要求之间存在根本性的理念悖论,导致宏观全景对可持续转型的外部压力机制受阻。传统金融部门旨在实现资本配置的效率最优、在管理好风险的前提下实现收益最大化,因此在环境责任与社会意识缺乏及逐利动机驱使下,金融部门很少主动为可持续转型相关的技术创新、产业发展提供金融服务,也缺乏与之相适应的规则标准、监管条例等体制要素。而可持续发展则要求以资源节约、环境友好的方式获得经济增长,同时关注社会福祉和代际公平,可见经济收益并非可持续发展所关注的唯一要素。这就导致,一方面,金融部门无法为促进可持续转型的技术创新提供高效的资本配置,致使宏观全景难以引导此类创新的研发、培育和发展;另一方面,金融部门投资于非可持续的创新并获取高额收益及学习经验,进而形成自我强化趋势,同时通过溢出效应加强其他行业的技术及制度锁定,进而越发强化现有体制的动态稳定结构,难以为可持续转型提供机会窗口。

可持续金融通过理顺资本逐利性与可持续发展本质要求之间的矛盾冲突,为宏观全景的外部压力机制顺畅运行提供保障。可持续金融本质是支持环境改善、应对气候变化、促进资源节约及高效利用、同时兼顾社会公平与福祉的金融活动,其通过引导资金要素流向可持续转型领域,有利于促进经济、社会、环境系统向协调统一的可持续发展模式转变。发展可持续金融从根本上扭转了原先过度依赖资源环境的粗放式发展路径和思想理念:在经济层面更加关注以可持续性为核心的经济增长和以绿色技术创新为动力的增长引擎,在资源环境层面更加注重资源节约与高效利用、生态环境友好

^① 姚遂、陈卓淳:《社会—技术系统可持续转型研究:思路、批评、进展及反思》,载《中国科技论坛》,2020年第9期,第145-155页。

发展,在社会及治理层面更加强调基于绿色低碳、清洁环保产业的就业机会,以及社会公平正义、民生福祉提升、治理结构优化等。^① 这一转变不仅创造出大规模的可持续转型资金需求,从而引导资金流入可持续转型领域,还对现有体制中的稳定结构形成外部冲击,为创新突破现有体制锁定提供机会窗口。一方面,可持续金融引导资金流入有利于可持续转型的创新领域,通过充足高效的资本保障激发此类创新促进可持续转型的核心动能。有利于可持续转型的创新培育往往存在巨大的资金缺口,可持续金融在其投融资决策中引入环境、社会及治理(以下简称 ESG)因素,资金在市场机制作用下流入可持续转型领域并实现高效配置。另一方面,发展可持续金融带动了规则标准、监管条例、基础设施等体制要素的调整重构,为可持续转型打破了现有体制的制度锁定和路径依赖。可持续金融在金融风险监管中纳入气候及环境相关因素,建设并完善与可持续转型相配套的基础设施,设立规则标准对经济活动的可持续性程度进行科学合理分类等。这在一定程度上冲击了现有体制的动态稳定结构,为创新突破原有体制的“高碳”“污染”等非可持续锁定提供了机会窗口,为创新促进可持续转型提供了与之相适应的制度环境。

(二) 创新发展的内部动力机制

促进可持续转型的创新依次经过实验试错、稳定、扩散及制度化阶段,最终推动社会—技术系统转向可持续发展模式,使可持续转型得以实现。在实验试错阶段,创新自研发实验室、孵化器等利基内产生,利基对创新进行培育、提升其市场竞争力,使其得以成功进入主流市场。在稳定发展阶段,新技术与主流市场逐渐融合,并实现产业化应用和规模化扩张,逐渐形成新兴市场。在扩散阶段,新兴市场逐渐扩散并影响其他行业,在此过程中与现有体制的各类要素存在多维度斗争,推动市场、规则、标准等体制要素调整重构。当新的社会—技术体制成功取代原有体制、创新进入制度化巩固阶段,可持续转型便得以实现。^②

但创新发展过程往往存在巨大的不确定性。其原因可能在于:技术不成熟,导致实验试错阶段研发失败;资本配置效率不高,导致资金难以流入促进可持续转型的创新领域;生产周期过长、机器设备落后,导致创新成果难以转化落地并实现大规模生产;企业等创新主体通过巨额债务融资进行研发,导致资金流断裂、新项目无法进入市场;新技术

^① 白澄宇等:《可持续金融的发展现状、国际经验及对我国的启示》,载《可持续发展经济导刊》,2021年第11期,第14-21页。

^② Frank Geels, "The Dynamics of Transitions in Socio-technical Systems: A Multi-level Analysis of the Transition Pathway from Horse-drawn Carriages to Automobiles (1860-1930)," *Technology Analysis & Strategic Management*, Vol.17, No.4, 2005, pp.445-476.

进入市场后竞争力不足、难以获得预期盈利,导致创新难以实现扩散、无法实现制度化巩固。^① 上述不确定性为创新融资提高门槛,投资者难以进入创新的研发培育、成果转化、产业化扩张、制度化巩固等发展阶段,导致创新发展的资金匮乏且配置低效。

可持续金融通过提供大规模公共财政支持、动员并撬动社会投资,为创新发展提供充足高效的资本配置,增强创新驱动可持续转型的内生动力。一方面,可持续金融通过财政支持、税费优惠等为促进可持续转型的创新研发提供充足资金。创新研发培育的资金投入巨大、研发周期较长、成果转化缓慢。公共财政预算能为创新研发提供稳定充足资金,降税减费优惠政策能降低创新成本并激发创新主体积极性,从而预防因负债研发导致的债务违约风险,促进创新成果转化落地并加速释放溢出效应,促进整个经济社会系统的可持续转型。另一方面,可持续金融通过激发社会资本活力,形成对公共财政的有力补充,实现资本对促进可持续转型创新的高效配置。可持续转型需要大规模资金支持,仅靠公共财政无法完全覆盖,发展可持续金融可充分激发社会资本活力,发挥公共财政资金的杠杆效应和乘数效应,利用市场机制实现资本对创新发展的高效配置。例如通过降低社会资本的市场准入、加大公共事业领域的开放力度,为社会投资创造公平竞争的市场环境;通过财税激励、财政贴息、风险补偿、担保机制等政策手段,激励各类金融机构加大投资力度;设立绿色产业基金、推广有示范效应的绿色创新项目、创新政府和社会资本合作(PPP)融资模式等,调动社会资本积极性。

(三) 现有体制的阻力约束机制

工业革命以来,现有的社会—技术体制锁定于粗放式发展模式,各类体制要素相互作用、不断演化,形成了非可持续的路径依赖并加强其锁定效应,对可持续转型造成阻力约束。具体而言,创新可能难以在现有体制的市场环境中建立与之相配套的产业网络和商业模式,难以实现成果转化落地;新技术及产品可能价格较高、与消费者习惯不符,主流厂商可能利用垄断地位提高市场进入壁垒、利用低价战略迫使新技术退出,导致创新难以发展形成新兴市场;现有基础设施已产生规模经济并存在巨大沉没成本,相关技术标准、法律法规等原有制度环境与创新发展并不适应,但新的制度环境尚未成形。^② 上述因素进一步强化组织惰性、阻碍创新的制度化巩固,为创新推动可持续转型施加阻力约束。最后,当现有体制无法重构调整时,转型便失败了。

^① Frank Geels, "Socio-technical Transitions to Sustainability: A Review of Criticisms and Elaborations of the Multi-Level Perspective," *Current Opinion in Environmental Sustainability*, Vol.39, 2019, pp.187-201; Bjarne Steffen, "The Importance of Project Finance for Renewable Energy Projects," *Energy Economics*, Vol.69, 2018, pp.280-294.

^② 姚遂、陈卓淳:《社会—技术系统可持续转型阻力及治理研究——基于利基保护空间思路》,载《科技进步与对策》,2020年第23期,第18-26页。

导致上述阻力约束的主要原因在于两个方面:市场主体的避险考虑和标准缺失导致的市场失灵。一方面,促进可持续转型的新项目、新产品在一定程度上会挤占传统高耗能、高碳排产业发展的市场份额和盈利空间,不仅使其市场需求下降、竞争优势丧失,还可能导致机器设备、基础设施等大量碳密集资产贬值。市场情绪变化也可能使相关行业部门陷入债务违约与资产减值双重风险,从而影响整个金融系统的稳定性甚至引发系统性风险,因此,各类主体出于规避风险考虑形成了抵抗创新的市场选择环境。^①另一方面,现有体制与原先粗放式发展路径共同演化、相互适应,缺乏可持续转型投融资的相关规则标准。这不仅使投资者难以准确识别经济活动的可持续性程度,也使企业无法向外界主动传递其对可持续转型的积极贡献。规则标准缺失引发的信息不完全、不对称等市场失灵问题提高了投资者的信息搜寻成本和代理成本,导致逆向选择、道德风险、“漂绿”^②、寻租等问题,阻碍创新驱动可持续转型。

发展可持续金融能通过有效监管可持续转型的金融风险,并建立科学合理、统一兼容的标准体系,从而加速现有体制要素调整重构,有效减缓现有体制的阻力约束,进而提振投资者信心、破除资本配置效率低下的困局,为创新促进可持续转型提供完善顺畅的体制保障。一方面,通过严格监管可持续转型的金融风险,最大限度地避免因转型导致的金融损失及其可能引发的系统性经济风险,缓解市场主体对可持续投资风险的恐慌和担忧情绪。可持续金融将可持续性因素纳入金融风险监管框架,提升各类市场主体对可持续转型金融风险的防范意识;开发并完善风险分析方法与模型工具,指导市场主体对可持续转型的流动性风险、声誉风险、承保风险等金融风险进行及时有效的量化评估和监控预警;督促市场主体积极开展转型的风险压力测试,针对测试结果采取相应的管理措施和调整方案,预防因系统性风险引起的经济衰退与社会动荡。另一方面,覆盖范围广泛、口径协调统一、部门之间紧密衔接的可持续金融标准体系,有利于缓解信息不完全及不对称问题、提升市场信息公开透明度,降低因“漂绿”风险、委托代理问题等导致的交易成本。通过建立可持续金融的分类标准体系对经济活动及金融工具的“可持续性”进行明确界定,为可持续转型投融资设定科学合理的分类基础;通过强制有效的披露标准对市场主体经济行为的“可持续性”加以透明规范的披露,督促非金融企业展示其真实的“可持续性”业绩水平,也有利于投资者做出

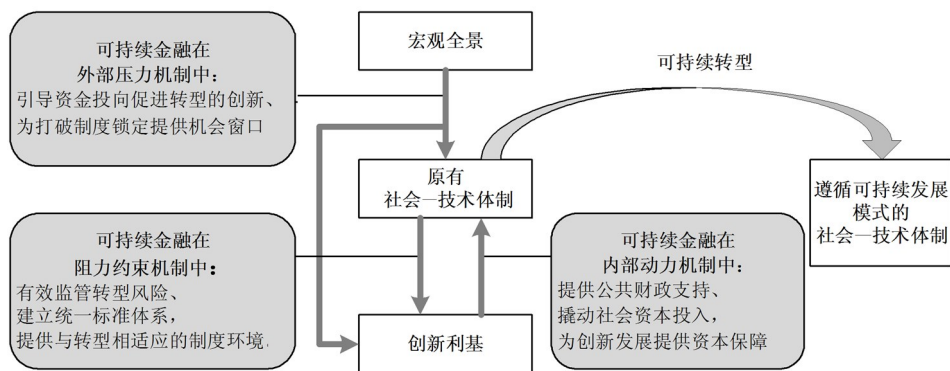
^① 孙天印、祝韵、刘雅琦:《碳中和目标下的气候转型风险与银行业应对》,载《金融纵横》,2021年第3期,第38-45页。

^② “漂绿”(Greenwashing)由美国环保主义者韦斯特伍德(Jay Westerveld)于1986年首次提出,意指企业为牟取私利而进行自我掩饰性的虚假环保行为。“漂绿”现多被用于绿色金融领域,指的是融资方将通过绿色金融获取的资金用于无法满足环境效益预期的非绿色项目。

真正促进可持续转型的投资决策。

综合来看,可持续金融作为三大作用机制的关键一环,对可持续转型的动态过程起到了不可或缺的促进作用。在宏观全景的外部压力机制中,可持续金融通过设定顶层战略目标,引导资金流向促进可持续转型的创新发展,并为打破现有体制的制度锁定提供机会窗口,从而强化宏观全景对可持续转型的外部推动作用。在创新发展的内部动力机制中,可持续金融通过公共财政资金支持并撬动社会投资,为创新促进可持续转型提供充足高效的资本保障,增强创新驱动可持续转型的内生动力。在现有体制的阻力约束机制中,可持续金融通过有效监管可持续转型的金融风险并建立科学合理、统一兼容的标准体系,为可持续转型提供与之匹配且相互适应的外部制度环境,破除现有体制对可持续转型的阻碍约束。可持续金融促进可持续转型的作用机制如图 2 所示。

图 2 可持续金融促进可持续转型的作用机制



注:图由作者自制。

三 对欧盟可持续金融发展实践的分析

欧盟在可持续转型领域的实践特征,与前述框架中可持续转型的多行业协调、多主体参与、多要素协同和多阶段衔接的属性存在较高程度的契合。工业化导致的气候及环境问题首先引起欧盟内部公共和私人利益集团的关注,自下而上推动成员国立法。^① 气候及环境问题的跨区域流动性又引起欧盟的重视,自上而下加以政策驱动。

^① 早在 20 世纪 70 年代,欧洲的国际性民间学术团体罗马俱乐部就出版了《增长的极限》,提出以“可持续发展”解决“经济增长受外部资源环境限制、不可能无限持续下去”的问题。

欧盟、成员国、地方政府、社会团体等各层级主体参与意识不断增强、协同推进可持续转型。并且,随着可持续转型的内涵不断丰富、外延不断拓展,其所涉及的政策议题不再局限于气候、环境及相关的能源、工业、交通等行业领域,而是进一步拓展到金融、贸易、公共事业部门,及公平公正、社会福祉等更广泛的社会发展层面。此外,欧盟在可持续转型政策制定及执行方面形成了成熟的政策周期,且灵活运用多种工具手段。基于此,本文借鉴多层次视角分析框架,重点考察欧盟可持续金融实践如何促进欧盟可持续转型。

(一) 外部压力机制中的欧盟可持续金融

欧盟可持续转型进程受到整个宏观外部环境自上而下的推动作用。在国际层面,联合国可持续发展目标、《联合国气候变化框架公约》《巴黎协定》等国际协定确立了可持续发展目标以及向可持续转型的大方向。在欧盟内部,自20世纪70年代起就积极践行可持续转型理念,在低碳创新、绿色治理等方面贡献了经典范例。上述宏观全景不断发展,推动欧盟出台目标明确的战略规划、政策文件,将可持续转型理念加以具形化、具体化,为欧盟的可持续转型设定了清晰全面的长期远景、提供了自上而下的外部压力。

其中,欧盟可持续金融通过出台战略规划、设定顶层目标、协同各个实践主体加强合作,引导资金流向有利于可持续转型的创新领域,并完善可持续金融的体制机制以打破制度锁定和路径依赖,进而在宏观全景的外部压力机制中强化对可持续转型的促进作用。

具体而言,欧盟委员会(以下简称欧委会)负责统筹设定可持续金融发展的宏观战略规划,在一系列政策文件的要求下,欧委会与欧洲中央银行(以下简称欧央行)及欧洲金融监管体系加强合作,为欧盟及成员国的金融监管机构、金融市场参与者(FMP)及其他非金融市场主体释放了明确政策信号。2018年,欧委会发布首份可持续金融发展的宏观战略规划文件,即《可持续增长融资行动计划》(以下简称《2018年行动计划》),该计划提出引导资金流向可持续投资、管理可持续转型的相关风险、促进金融和经济活动的透明度和长期性三大目标,并在该目标框架下提出十项关键行动及2020年之前的实施时间表。这标志着欧盟开始着手制定战略、统筹可持续金融的全面发展。^①2020年,欧委会发布《欧洲绿色协议》的投资支柱——《欧洲绿色协议投资计划》(以下简称《2020年投资计划》),该计划旨在为2021-2030年的可持续转

^① European Commission, "Action Plan: Financing Sustainable Growth", COM(2018) 97 final, March 2018.

型活动筹集至少约 1 万亿欧元的私人 and 公共可持续投资,并提出 25 项具体任务。^① 2021 年 7 月,欧委会发布新的可持续金融战略——《向可持续经济转型的融资战略》(以下简称《2021 年融资战略》),着重规划了四个领域的重点任务,分别是促进经济整体转型并实现气候环境目标的“转型金融”领域、增加个人和中小企业获得可持续融资机会的“包容性”领域,使金融部门更具韧性、打击“漂绿”的“韧性和贡献”领域,以及促进可持续金融国际共识的“全球雄心”领域。^② 此外,在资本市场联盟建设方面,2020 年 9 月,欧盟发布建设资本市场联盟的新行动计划(以下简称《资本市场联盟新行动计划》),该计划包括 16 项专项措施及实施时间表,其重要目标之一就是为绿色转型拓宽直接融资渠道。^③ 为响应该计划,欧盟于 2021 年 11 月发布新的资本市场联盟一揽子方案,并提出其中的四项立法提案,旨在促进区域内各国金融数据联通、加速整合分散资本,为可持续融资提供一体化的内部资本市场。^④

在上述目标明确、任务具体的政策文件引导下,欧委会对欧央行、欧洲金融监管体系等其他相关机构提出任务要求,欧央行及欧洲金融监管体系在此基础上分解细化具体任务并确定实施时间表、路线图,协同推进欧盟可持续金融发展宏观战略的实施。其中,欧央行主要致力于在货币政策框架中纳入气候变化因素。2020 年,欧央行成立气候变化中心,负责制定其气候议程并推进相关工作。2021 年,欧央行在其新货币政策战略框架下宣布了“雄心勃勃的气候变化行动计划”及其 2024 年前的实施路线图(以下简称气候路线图)。该气候路线图系统地将欧元区货币政策与气候变化因素结合起来,提出七大具体工作任务。^⑤ 就欧洲金融监管体系而言,其中欧洲系统性风险委员会(ESRB)主要负责可持续转型金融风险的宏观审慎监管,就此提供建议报告并将其提交至欧盟、成员国及各微观审慎监管机构,但目前尚未出台针对可持续金融发展的战略规划。欧洲金融监管体系中的三大微观审慎监管机构(ESA),即欧洲银行管理局(EBA)、欧洲证券和市场监管局(ESMA)及欧洲保险和职业养老金管理局(EIO-

^① European Commission, “Sustainable Europe Investment Plan—European Green Deal Investment Plan,” COM (2020) 21 final, January 2020.

^② European Commission, “Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy,” COM (2021) 390 final, July 2021.

^③ European Commission, “A Capital Markets Union for People and Businesses—new Action Plan,” COM (2020) 590 final, September 2020.

^④ See “Capital Markets Union: Commission Proposes New Measures to Boost Europe’s Capital Markets,” 25 November 2021, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_6251.

^⑤ See “ECB Presents Action Plan to Include Climate Change Considerations in Its Monetary Policy Strategy,” 8 July 2021, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.en.html.

PA),则各自针对其监管主体出台相应的可持续金融发展行动计划。欧洲银行管理局为响应《2018年行动计划》于2019年针对银行业制定可持续金融行动计划,旨在将ESG因素及风险纳入其现行监管框架,并进一步提出了关键领域的工作方法和时间表。^①欧洲证券和市场管理局为响应《2018年行动计划》于2020年发布其可持续金融战略,提出其可持续转型的四大目标及其行动计划的指示性时间表,这成为欧盟市场监管机构将可持续理念作为市场发展核心的首次有益探索。^②2022年,欧洲证券和市场管理局为响应《2021年融资战略》发布《2022-2024年可持续金融路线图》,确定了三大优先事项并设置具体工作计划和指示性时间表,成为其2025年之前开展可持续金融工作的关键工具箱。^③欧洲保险和职业养老金管理局则把可持续金融作为2022-2024年工作计划中的战略优先领域,提出七项关键行动以加强ESG风险监管、维护消费者权益并确保金融稳定。^④

综合来看,尽管欧委会及各机构出台的文件细节重点各异,但整体上均一致体现了欧盟发展可持续金融的核心动机,即促进经济社会系统全面地实现可持续转型。这主要通过两条路径加以实现,分别是引导资金流向可持续转型领域及完善可持续金融的体制机制。

一方面,上述政策文件均包含了调整资本流向可持续经济活动、加强可持续金融活动的长期性等重要任务。尤其是《2020年投资计划》,作为《欧洲绿色协议》框架下的投资支柱计划,其主要目的是为实现2030气候目标动员资金以弥补每年2600亿欧元的投资需求空缺。该计划注重如何发挥财政预算的杠杆作用并调动社会资本积极性,是2030年前欧盟在可持续转型领域的公共财政预算分配指南、社会及私人资本动员的行动计划。另一方面,上述政策文件也体现了欧盟破除可持续转型的传统金融制度障碍、完善可持续金融体制机制的主要目标。《2018年行动计划》为欧盟可持续金融发展奠定了可持续经济活动分类法案、披露框架及可持续金融工具的“三大基石”,并在上述领域提出立法及非立法政策措施,重点关注标准体系建设。《2021年融资战略》尤其注重金融部门自身的稳健转型,还首次将增强欧盟在国际可持续金融倡议及

^① See “EBA Action Plan on Sustainable Finance,” 6 December 2019, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA%20Action%20plan%20on%20sustainable%20finance.pdf.

^② See “Strategy on Sustainable Finance,” 6 February 2020, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1052_sustainable_finance_strategy.pdf.

^③ See “Sustainable Finance Roadmap 2022-2024,” 10 February 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051_sustainable_finance_roadmap.pdf.

^④ See “Eiopa’s Priorities to Address Sustainability Risk,” 7 December 2021, https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/other_documents/eiopa-sustainable-finance-activities-2022-2024.pdf.

标准方面的全球雄心作为关键任务加以推进,体现出欧盟谋求可持续金融发展领域的全球领导力诉求。不仅如此,欧央行、欧洲系统性风险委员会及三大微观审慎监管机构作为欧盟金融监管主体,也纷纷响应欧委会要求,推动完善可持续金融的体制机制。通过将可持续因素纳入金融风险管理,鼓励资产管理者和机构投资者在投资决策中考虑可持续因素,促进市场主体加强可持续性治理并监管其可持续性信息披露等,为可持续转型活动投资畅通投融资渠道、提供有效制度保障。

(二) 内部动力机制中的欧盟可持续金融

在创新发展的内部动力机制中,欧盟可持续金融不断加大公共财政投入力度、积极撬动并引导社会资本流向可持续转型领域,进而为促进可持续转型的创新研发缓解外部融资约束、提升资本配置效率,为发展壮大创新动能、加快新旧动能转换提供金融保障。具体而言,欧盟计划 2021-2030 年间动员至少 10000 亿欧元投入可持续转型领域,其中超过半数资金直接来自欧盟公共财政预算支出,其余将主要通过杠杆效应动员社会公共和私人资本。

一方面,欧盟公共财政预算支出将为可持续转型提供约 5030 亿欧元资金,主要资金来源为 2021-2027 年欧盟财政预算及下一代欧盟复苏计划。2021-2027 年欧盟财政预算约为 10743 亿欧元,下一代欧盟复苏计划预算约为 7500 亿欧元,上述预算计划旨在应对疫情冲击、提升经济增长韧性和可持续性、向更可持续的欧洲转型,因此,其涵盖领域囊括了经济、社会、环境各维度的多个方面,并将数字转型和绿色转型作为优先事项。在应对气候变化方面,上述预算计划将约 30% 的预算用于气候与环境相关的可持续转型领域。^① 提供融资的公共财政工具主要包括:共同农业政策框架下约 40% 的欧洲农业保障基金和欧洲农村发展农业基金,共约 1546 亿欧元;超过 30% 的欧洲区域发展基金和凝聚基金,共约 1080 亿欧元;至少 35% 的地平线欧洲计划预算,共约 350 亿欧元;超过 60% 的 LIFE 项目预算,共约 54 亿欧元;及至少约 60% 的连接欧洲设施计划预算,共约 170 亿欧元用于支持运输、能源和数字基础设施转型。在上述公共财政预算之外,欧盟还计划将碳排放交易市场 20% 的拍卖收入分配给创新基金和现代化基金,前者专注于低碳技术示范项目,后者则关注中东欧低收入成员国能源公平转型,共约 250 亿欧元。^②

^① See “The 2021-2027 EU Budget—What’s New?” https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027/whats-new_en.

^② European Commission, “Sustainable Europe Investment Plan—European Green Deal Investment Plan,” COM (2020) 21 final, January 2020.

另一方面,欧盟利用公共财政预算及其框架下的公正转型机制(JTM)、InvestEU基金等,与欧洲投资银行集团等金融机构合作,开发针对环境、气候和社会可持续性的金融产品和服务,撬动成员国及社会公共和私人部门投资。其一,欧盟计划利用公共财政预算直接撬动来自成员国欧洲结构和投资基金的共同融资,共约1140亿欧元;其二,公正转型机制重点关注化石能源依赖度较高、碳排放密集地区向低碳、清洁、绿色的可持续经济公平转型,公正转型机制将通过公正转型基金(JTF)、InvestEU基金下的“公正转型”项目以及新公共部门贷款机制这三大支柱,撬动约1430亿欧元的社会投资;^①其三,InvestEU基金通过欧盟公共预算提供担保,与欧洲投资银行集团等金融机构合作,通过开发专项投资、成立专项基金等措施,在气候和环境相关领域动员至少2790亿欧元的社会公共和私人投资。^②

在上述融资计划中,欧洲投资银行作为欧盟气候银行发挥了关键作用。它不仅通过发放绿色债券吸引社会资本,还基于其自身的贷款、股权、担保等金融工具动员社会投资,进而利用市场机制为创新培育及其产业化发展优化资本配置,强化了创新驱动可持续转型的内生动力。整体来看,欧洲投资银行集团针对气候和环境等可持续转型领域的融资规模和比例不断提升。2012-2020年间针对气候和环境项目实现了约6700亿欧元融资,2021年达到创纪录的408.5亿欧元,且其占比由2019年的34%进一步提升至2021年的43%。^③在绿色债券方面,欧洲投资银行的绿债发行规模不断增长,并主要投向交通、能源、建筑等领域的低碳绿色转型。2021年欧洲投资银行共发行86.8亿欧元的气候意识债券(CAB)和28.5亿欧元的可持续意识债券(SAB),绿色债券发行总额达到新高。^④气候意识债券收益用于对缓解气候变化有实质性贡献的经济活动发放贷款,例如为西班牙、匈牙利等国提供公共部门优惠贷款,加速绿色电网建设、智能交通网络更新、区域供热网络能效改善等绿色、清洁、低碳等创新的产业

^① See “Just Transition Funding Sources”, https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/finance-and-green-deal/just-transition-mechanism/just-transition-funding-sources_en.

^② See “Questions and Answers: InvestEU Programme”, 7 March 2022, https://ec.europa.eu/commission/press-corner/detail/en/qanda_22_1549.

^③ See “EIB Press Conference on Annual Results—EIB Group Increases Financing to €77 Billion in 2020, Combating the COVID-19 Pandemic and the Climate Crisis”, 20 January 2021, <https://www.eib.org/en/press/all/2021-024-eib-press-conference-on-annual-results>; See “Adapting to Climate Change,” 12 November 2021, <https://www.eib.org/fr/stories/climate-adaptation-evaluation>; See “EIB Group Increases Financing to a Record €95 Billion in 2021, Helping the European Union Fight the Pandemic and Speed up the Green and Digital Transformation,” 27 January 2022, <https://www.eib.org/en/press/all/2022-022-eib-group-increases-financing-to-a-record-eur95-billion-in-2021-helping-the-european-union-fight-the-pandemic-and-speed-up-the-green-and-digital-transformation>.

^④ See “EIB CAB/SAB Newsletter December 2021,” 3 January 2022, <https://www.eib.org/en/investor-relations/publications/all/eib-cab-sab-newsletter-12-2021>.

化推广;为波兰等煤炭密集地区的能源企业开发可再生能源、加速能源绿色清洁转型提供私营部门的债务融资或混合债务融资。可持续意识债券收益则被分配给对环境目标(不包括缓解气候变化)和社会目标有实质性贡献的经济活动领域,例如公平包容教育、医疗服务、生物多样性等。在融资服务方面,欧洲投资银行对社会公共及私人部门的可持续转型提供多元化融资服务。欧洲投资银行针对主权国家、地方政府等公共部门提供贷款或结构性贷款,支持大型投资或项目建设,针对大型企业、高科技初创企业及中小企业等私营部门,提供风险投资、股权融资、担保及小额信贷计划等金融产品和服务,支持其研发创新、创业经营等。例如,2021年欧洲投资银行通过其欧洲投资基金为支持中小企业发展提供了305亿欧元的融资,同比增长约136%。^①目前,欧洲投资银行所有融资活动已与《巴黎协定》的原则与目标相一致,并提出到2025年对气候和环境可持续活动提供贷款占比至少达到50%、在2021-2030年间提供约1万亿欧元气候和环境可持续融资的目标,同时发布《2021-2025年气候银行路线图》阐述具体工作计划。^②

(三)阻力约束机制中的欧盟可持续金融

在现有体制的阻力约束机制中,欧盟通过审慎政策工具来加强可持续转型金融风险的监管,并针对可持续金融的活动分类、金融工具和信息披露设计科学合理、统一兼容的标准体系,进而破除因转型金融风险及市场失灵问题强化的现有体制锁定及路径依赖,加速现有体制的调整重构、抵抗现有体制对转型的阻力约束作用。

一方面,欧央行和微观审慎监管机构作为实践主体,致力于建立可持续转型的金融风险监管框架,为各类市场主体展开风险自我评估、及时监管和定期披露等提出建议。此外还积极引导市场主体进行气候风险压力测试及情景分析,提升其对可持续转型金融风险的应对能力。

在可持续转型金融风险监管框架的建立及应用方面,欧央行建立了气候及环境风险监管框架,为金融机构对气候及环境风险的自我评估、管理、披露提出非强制性建

^① See “EIB Group Increases Financing to a Record €95 Billion in 2021, Helping the European Union Fight the Pandemic and Speed up the Green and Digital Transformation,” 27 January 2022, <https://www.eib.org/en/press/all/2022-022-eib-group-increases-financing-to-a-record-eur95-billion-in-2021-helping-the-european-union-fight-the-pandemic-and-speed-up-the-green-and-digital-transformation>.

^② See “The EIB Group Climate Bank Roadmap 2021-2025,” 14 December 2020, https://www.eib.org/attachments/thematic/eib_group_climate_bank_roadmap_en.pdf.

议。^① 该框架于2020年首次公布,并于2021年基于112家欧洲银行业单一监督机制机构展开首次气候及环境风险管理状况评估。^② 欧洲银行管理局为银行业内部监管及成员国主管机构的监管审查和评估流程(SREP)纳入ESG因素及风险提供建议。欧洲银行管理局于2021年发布报告,为信贷机构和投资公司详细解释了ESG风险的定义、影响、评估及量化方法,并为其如何在战略目标、治理结构、风险管理中纳入ESG风险考量提供建议。^③ 该报告成为未来欧洲银行业ESG风险监管政策制定的基石。欧洲证券和市场管理局则在金融市场整体的风险监测及分析框架中整合可持续因素,并将其公布于《趋势、风险和脆弱性报告》的风险仪表盘。2022年,欧洲证券和市场管理局首次将环境风险作为一个专门类别加入其中,并在指标体系中增加了气候相关披露、公司声誉风险等新指标,并针对气候风险的量化分析与评估开发了独立框架及指标体系。^④ 欧洲保险和职业养老金管理局则主要为成员国主管机构提出保险业可持续转型金融风险的监管期望,并自上而下针对保险业展开风险评估。欧洲保险和职业养老金管理局于2019年为欧洲保险公司和养老基金机构将可持续性因素纳入Solvency II框架提供建议,^⑤2020年首次自上而下地针对欧洲保险业展开可持续性金融风险评估,^⑥2021年发布报告,为保险业在其自身风险和偿付能力评估(ORSA)中整合气候变化风险提供建议。^⑦

在气候风险压力测试及情景分析方面,欧央行和欧洲银行管理局主要针对欧洲银行业开发气候风险压力测试方法框架,要求银行业进行自我评估并对其评估状况进行审查。2021年10月,欧央行针对欧洲银行业发布气候压力测试方法框架,要求银行

① See “Guide on Climate-related and Environmental Risks. Supervisory Expectations Relating to Risk Management and Disclosure,” 27 November 2020, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.en.pdf>.

② See “The State of Climate and Environmental Risk Management in the Banking Sector. Report on the Supervisory Review of Banks’ Approaches to Manage Climate and Environmental Risks,” 22 November 2021, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202111guideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~4-b25454055.en.pdf>.

③ See “Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms,” 23 June 2021, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf.

④ See “TRV Risk Analysis; Monitoring Environmental Risks in EU Financial Markets,” 15 February 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2063_monitoring_environmental_risks.pdf.

⑤ See “Opinion on Sustainability within Solvency II,” 30 September 2019, https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/opinions/2019-09-30_opinionsustainabilitywithinsolvencyii.pdf.

⑥ See “Sensitivity Analysis of Climate-change Related Transition Risks,” 15 December 2020, <https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/reports/sensitivity-analysis-climate-change-transition-risks.pdf>.

⑦ See “Opinion on the Supervision of the Use of Climate Change Risk Scenarios in ORSA,” 19 April 2021, <https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/opinions/opinion-on-climate-change-risk-scenarios-in-orsa.pdf>.

业于2022年1月启动气候风险压力测试,并提交报告以供欧央行审查。^①2020年欧洲银行管理局首次进行欧盟范围内的银行业气候风险试点活动,针对10个成员国的29家银行,基于欧洲银行管理局/欧央行联合开发的情景分析框架,考察气候风险影响的传递机制,并于2021年5月发布评估报告。^②欧洲证券和市场管理局、欧洲保险和职业养老金管理局也针对其监管的金融市场参与者展开气候风险压力测试和情景分析的相关工作。前者于2021年3月发布了欧盟投资基金业首份气候情景分析报告,^③并于2022年2月就其开发的针对中央交易对手气候风险压力测试的方法框架发布咨询文件征求各方意见。^④后者则通过发布工作论文不断完善保险业气候风险压力测试的理论及方法,还要求保险业在其自身风险和偿付能力评估中运用长期气候情景分析气候风险影响。^⑤

另一方面,欧盟致力于建立协调统一的可持续金融的经济活动分类标准、金融工具标准和信息披露规则标准,不仅为市场主体参与可持续经济活动提供标准依据,还要求企业必须公开透明地披露其可持续性信息,有利于投资者准确识别促进可持续转型的金融工具,从而解决“漂绿”问题、引导资金真正流入促进可持续转型的相关领域。

欧盟可持续金融的《分类法案》旨在帮助市场主体明确经济活动的“环境可持续”与否,是欧盟可持续金融标准体系的重要工作基础。^⑥该法案确定了六个“环境可持续”目标,并列出了实现该目标的一系列经济活动及其技术筛选标准,规定只有当经济活动对至少一个目标做出“实质性贡献”,且对其他目标“无重大损害”,同时满足最低社会保障措施并符合技术筛选标准,才能被视为“环境可持续”的。该法案还定义了三种类型的可持续经济活动:一是上述列表中直接有助于实现目标的“绿色活动”;

① See “Climate Risk Stress Test SSM Stress Test 2022,” 18 October 2022, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climateriskstresstest2021~a4de107198.en.pdf>.

② See “Mapping Climate Risk: Main Findings from the EU-wide Pilot Exercise,” 21 May 2021, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1001589/Mapping%20Climate%20Risk%20-%20Main%20findings%20from%20the%20EU-wide%20pilot%20exercise%20on%20clim-ate%20risk.pdf.

③ See “Fund Portfolio Networks: A Climate Risk Perspective,” 15 April 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv_2021_1-fund_portfolio_networks_a_climate_risk_perspective.pdf.

④ See “ESMA Launches Call for Evidence on Climate Risk Stress Testing for CCPs,” 23 February 2022, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-call-evidence-climate-risk-stress-testing-ccps>.

⑤ See “Climate-related Risk and Financial Stability,” 1 July 2021, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climateriskfinancialstability202107~87822fae81.en.pdf>.

⑥ Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment, and Amending Regulation (EU) 2019/2088, L 198/13, Official Journal of the European Union, 22 June 2020.

二是通过提供使能技术或服务促进实现目标的“使能活动”；三是“转型活动”，即此类活动目前没有在技术上和经济上可行的低碳替代方案，但如果此类活动支持向气候中和转型并有利于实现 1.5℃ 的温控目标，则应被视为对气候变化缓解做出重大贡献。

就金融工具标准而言，以《欧洲绿色债券标准》提案及《新基准条例》最具代表性。《欧洲绿色债券标准》提案作为一项自愿标准，旨在为绿色债券创建一个新的“黄金标准”、提高欧洲绿色债券市场的环保雄心。提案的关键要求在于债券发行人须将其资金 100% 分配给符合《分类法案》要求的经济活动，并且建立外部审查监督机制，外部审查员需核查绿债资助项目以确保该债券符合标准要求。^①《新基准条例》建立了两类气候相关的投资基准：欧盟气候转型基准和欧盟—巴黎一致性基准，并确定了适用于该基准的 ESG 信息披露标准要求。这不仅弥补了原有条例中衡量标的资产价值的指数篮子对气候环境因素考虑不足的缺陷，还建立了统一的基准监管框架，有利于公开透明地披露资产碳足迹，并帮助投资者寻找有利于可持续转型的投资机会。^②

在可持续金融的信息披露方面，欧盟针对非金融企业和金融机构分别设计并完善了各自的信息披露规则标准。针对非金融企业，2021 年 4 月欧委会发布了《企业可持续性报告指令》（以下简称 CSRD）提案，^③拟取代原有的企业可持续相关信息的披露标准——《非财务报告指令》及其披露环境和社会信息的指南。相较而言，CSRD 提案扩大了披露对象范围，为企业可持续性信息披露报告制定了更为详细的强制性规则标准，还首次将可持续性信息引入一般审计（担保）要求以保障其披露信息的可靠性。特别是其强调的“双重重要性”原则将 ESG 报告主体边界拓宽到企业所关联的价值链上下游甚至整个产业网络，这意味着信息披露的关注重点由评估业务风险向可持续性影响的根本转变。CSRD 提案将使欧盟成为全球首个运用统一标准对 ESG 报告进行规范的经济体。针对金融机构，2019 年 12 月欧委会发布《金融服务业可持续性相关披露条例》（以下简称 SFDR），^④旨在提高金融产品可持续性的透明度，并打击“漂绿”

^① European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” COM(2021) 391 final, July 2021.

^② Regulation (EU) 2019/2089 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 Amending Regulation (EU) 2016/1011 as Regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and Sustainability-related Disclosures for Benchmarks, L 317/17, Official Journal of the European Union, 27 November 2019.

^③ European Commission, “Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as Regards Corporate Sustainability Reporting,” COM(2021) 189 final, April 2021. CSRD 全称为“Corporate Sustainability Reporting Directive”。

^④ Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on Sustainability-related Disclosures in the Financial Services Sector, L 317/1, Official Journal of the European Union, 27 November 2019. SFDR 全称为“Regulation on Sustainability-related Disclosures in the Financial Services Sector”。

问题。SFDR 对所有金融市场参与者与财务顾问提出了可持续相关信息披露的基本规则标准,并对专注于 ESG 投资的金融产品信息披露提出更高的规则标准;要求微观审慎监管机构负责制定并统一信息披露的内容、方法、表述及主要不利影响的指标体系、监管技术标准等,以保障信息披露的严格可比、统一可靠。

四 欧盟可持续金融发展前景:挑战及调整

前文的分析表明,欧盟可持续金融在可持续转型的外部压力机制、内部动力机制和阻力约束机制中发挥了关键作用,促进了可持续转型的实现。这体现出欧盟可持续金融的发展符合理论预期,也为其可持续转型实践奠定了全球领先的优势基础。然而,就其现实状况而言,欧盟的可持续转型实践及可持续金融发展并非一帆风顺,依旧面临着诸多困难挑战。与此同时,欧盟也意识到这些问题,并积极采取灵活有效的对策措施加以解决。未来,欧盟能否实现可持续金融发展的光明前景、完全发挥可持续金融对可持续转型的积极作用,取决于欧盟能否及时调整并优化完善各项政策措施、防范化解并有效应对各类风险挑战。

(一) 欧盟可持续金融发展的现实挑战

首先,欧盟较为激进的转型战略遭遇现实困境,导致欧盟可持续金融为“漂绿”打开大门、违背可持续金融发展初衷,更与可持续转型之路背道而驰。

《分类法案》作为欧盟可持续金融标准体系的重要基础,不仅引导着欧盟可持续转型的资金配置,更是欧盟在可持续转型领域构建全球标准话语权的重要工具。但受限于现实困境,相关技术标准的制定难保科学严谨性,反而为各国政治博弈所累。2022年2月,欧盟发布补充授权法案提案,将核能和天然气投资列入《分类法案》的“转型活动”中。^①然而,核能并非清洁能源,其放射性废弃物和核事故灾难性影响可能给子孙后代带来沉重负担;天然气则被证明在其整个生命周期中的温室气体排放强度非常接近煤炭。可见,将核能和天然气纳入可持续投资范畴与可持续发展的本质要义相冲突,也违背了标准制定所需遵守的科学性与严谨性原则。不仅如此,该举措也引发了成员国的激烈内斗。西班牙、奥地利、卢森堡等国一直旗帜鲜明地反对核能;法国则一直致力于推动核能对能源转型的促进作用,并于2021年宣布重启核电建设,预

^① See “EU Taxonomy: Commission Presents Complementary Climate Delegated Act to Accelerate Decarbonisation,” 2 February 2022, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_711.

计投资 500 亿欧元新建六座核反应堆;^①德国能源结构也体现出对天然气的严重依赖,其天然气消费占一次能源总量的 27%,且其中约 95%来自进口。^②法德两国“以核换气的妥协”使《分类法案》技术标准的制定混合了国家立场和政党路线,凸显出可持续转型背后更深层次的政治博弈。

上述问题的根源在于欧盟较为激进的转型步伐与现实困境之间的矛盾。特别是就能源转型而言,由于可再生能源发电的储能技术发展尚不完备、化石能源对外依赖度较高,欧盟整体能源结构较为脆弱。过去 5 年来,欧盟能源对外依赖度由 57%增长到 60%,90%的天然气、97%的石油和 70%的煤炭消费量源自进口。俄罗斯是欧盟原油、煤炭和天然气的主要供应国,欧盟约 45%的天然气、46%的煤炭及 27%的原油进口自俄罗斯。^③近年来,欧盟针对能源部门脱碳减排进一步设定了严格的强制性目标,但激进仓促的能源脱碳目标、盲目无序的化石燃料投资限制、俄乌冲突及不断加码的美欧与俄双向制裁,多重因素叠加导致欧洲能源供应紧张,直接助推能源价格飞涨,加剧市场通胀焦虑,引发能源转型的系统性风险。2022 年 3 月,布伦特原油价格、欧洲 CIF ARA 煤炭价格以及荷兰 TTF 基准天然气期货价格最高分别触及 123.48 美元/桶、458.65 美元/吨和 227.2 欧元/兆瓦时,较俄乌冲突前的增长幅度分别达到 80%、345%以及 250%,成为近十年来新高。2022 年 3 月欧元区通胀率达 7.4%,也同样升至历史新高。^④因此,欧盟不得不牺牲标准体系的科学理性,将核能和天然气“有条件”地设定为“可持续的”能源。然而,《分类法案》的作用在于划定严格界限、为市场提供判定什么是真正可持续项目的标准,而非禁止资金流入非可持续领域或是强制要求资金必须投入可持续领域。换言之,标准旨在引导并规范市场、缓解市场失灵问题,而非发挥强制性规制力量。因此,掺杂了政治因素和丧失了科学严谨性的标准,反而使得“漂绿”正当化,破坏了市场主体的信任环境,也无法保护投资者免受虚假信息误导。此

^① 参见《法国将投入 3600 多亿重启核电建设》,2022 年 2 月 11 日, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1724444342602932046&wfr=spider&for=pc>。

^② See “Germany Energy Information,” 26 May 2022, <https://www.enerdata.net/estore/energy-market/germany/>, also see “Germany and the EU Remain Heavily Dependent on Imported Fossil Fuels,” 14 March 2022, <https://www.cleanenergywire.org/factsheets/germanys-dependence-imported-fossil-fuels>.

^③ See “Questions and Answers on REPowerEU: Joint European Action for More Affordable, Secure and Sustainable Energy,” 8 March 2022, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_22_1512.

^④ See “Brent Crude Oil-2022 Data,” 26 May 2022, <https://tradingeconomics.com/commodity/brent-crude-oil>; See “Coal (API2) CIF ARA (ARGUS-McCloskey) Continuous Contract,” 26 May 2022, https://www.marketwatch.com/investing/future/mtfc00/charts?mod=mw_quote_tab; See “EU Natural Gas-2022 Data,” 26 May 2022, <https://tradingeconomics.com/commodity/eu-natural-gas>; See “Annual Inflation Stable at 7.4% in the Euro Area,” 21 April 2022, <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/14497739/2-21042022-AP-EN.pdf/24299719-6c7c-606b-cd57-c1d69218e20c>.

举不仅难以引导资金流入可持续转型领域,进而抑制了创新推动可持续转型的核心功能,也削弱了欧盟对“漂绿”现象的抑制力度,强化了本就高碳的制度锁定和路径依赖,甚至可能将延缓其气候目标的如期实现。

其次,促进欧盟可持续转型的投资不足且配置不当,成效微弱的“绿色复苏”难以作为可持续转型注入强大动能。

一方面,公共和私人投资不足,且投资的“可持续性”绩效不佳。以绿色债券市场为例,作为欧盟撬动公共和私人部门投资的最主要工具之一,欧洲的绿色债券市场总体规模仍然较小,并且现有政策无法从根本上解决“漂绿”问题,导致真正投向绿色领域的投资不足。目前,欧洲的绿色债券发行量只占4%左右,其中只有不到50%的未偿企业债和主权债、35%的政府债券符合“欧洲绿色债券标准”认证。^①并且,欧盟对第三方机构在认证评估、信用评级和市场研究中考考虑可持续性因素的要求仍停留在技术指导阶段,缺乏强制约束力,可持续转型的金融风险监管及信息披露规则仍需收紧,各领域仍有较大的政策完善空间。不仅如此,目前尚未有可靠一致的证据表明发行绿色债券的企业拥有更低的碳排放量。例如欧洲能源行业最大的绿色债券发行商,其碳排放量反而高于行业平均水平。^②此外,即使绿色债券收益用于绿色项目发展,其发行商也可能大量参与其他碳密集经济活动,削弱了绿债投资对可持续转型的积极作用。^③可见,不仅欧盟公共和私人部门投资于可持续转型领域的投资规模尚待扩张,并且部分流入可持续转型领域的投资也尚未发挥其应有的“可持续性”绩效。

另一方面,欧盟公共财政预算配置不当,部分预算未真正用于“绿色复苏”。下一代欧盟复苏基金敦促成员国将至少37%的份额用于气候行动、支持绿色转型,体现了欧盟以经济复苏为契机促进绿色转型的决心。然而,部分成员国仅在其各自的能源和气候计划框架下设定了小规模的相关投资,并未按照欧盟要求将足额的公共财政预算真正投向“绿色复苏”。例如,捷克、斯洛伐克等东欧国家仍然支持气体化石燃料的相关投资,将气体化石燃料锅炉建设用于建筑翻新和供热。意大利、葡萄牙等部分国家将发展氢能作为能源领域绿色转型的投资核心,但由于目前用于制取可再生氢能(绿

^① See “EU Can’t Go It Alone in Green Transition,” 4 March 2021, <https://www.omfif.org/2021/03/eus-green-transition-needs-private-finance/>; See “The European Central Bank’s Vision for Green Bond Standards Forgoes Inclusivity,” 17 January 2022, <https://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2022/01/17/the-european-central-banks-vision-for-green-bond-standards-forgoes-inclusivity>.

^② See “EU Can’t Go It Alone in Green Transition”.

^③ See “Green Bonds and Carbon Emissions: Exploring the Case for a Rating System at the Firm Level,” 14 September 2020, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2009c.htm.

氢)的电解槽规模较小,致使可再生氢的成本高昂、应用受限。部分投资用于支持发展低碳氢能(蓝氢)甚至化石氢能(灰氢),无疑将加重温室气体排放。另外,成员国的大部分计划重点关注气候变化适应和影响缓解方面,并未涉及生物多样性和自然保护等更广泛的环境领域,部分项目可能对环境可持续性构成重大风险,例如斯洛文尼亚的水电站项目、拉脱维亚的灌溉项目等。^① 上述欧盟公共预算并未与现有的《分类法案》完全符合,甚至与“气候中和”目标背道而驰,可能难以真正促进经济实现“绿色”的复苏。

再次,欧盟可持续金融发展的政策工具箱体现出明显的碳密集特征甚至释放高碳信号,导致可持续转型金融风险的应对能力不足,难以化解可持续转型的现有体制约束。

货币政策是中央银行应对可持续转型金融风险的有力政策工具,但欧央行的货币政策反而体现出明显的碳密集特征,抑制其发挥有效应对可持续转型金融风险的能力。欧央行一直把维持价格稳定作为其首要政策目标,其法律授权也规定欧央行在支持欧盟的总体政策时不应影响价格稳定。因此,市场中立原则一直是指导欧央行货币政策实施的核心原则,即确保“不会导致对不同资产类别、发行人或部门的优惠待遇,并应避免市场扭曲”,这导致长久以来欧央行货币政策体现出明显的碳密集特征。

以量化宽松和抵押品框架这两个主要措施为例:在量化宽松方面,企业部门购买计划(CSPP)体现了对碳密集行业的显著倾向。这主要是由于碳密集型企业在欧洲的企业债券市场中本身就占有很大比重,且企业部门购买计划需遵守“按比例反映合格债券市场价值”的基准。这意味着绿色债券是可以购买的,但购买量只能与其市场份额成比例。因此,欧央行购买的企业债券往往来自规模较大、经营稳定的大型能源、建筑、工业领域的碳密集型企业。截至2020年7月,欧洲央行持有的2416亿欧元企业债券中,有62.7%来自碳密集型部门,但其对欧元区就业和总增加值贡献率仅分别为17.8%和29.1%。^② 这进一步体现出,量化宽松不仅可能成为对“棕色”行业的隐性补贴,也无法增强经济增长韧性和可持续发展。在抵押品框架方面,欧元体系的资产抵押品框架也显著存在碳偏好。欧洲中央银行体系法规授权欧央行决定“合格抵押品”的品种范围、资格标准,并通过对不同种类的抵押品设置折减率来对冲商业银行违约

^① See “Reaching for a Green Recovery: What Holds Back Progress in Ten EU Recovery and Resilience Plans,” 3 February 2022, https://caneurope.org/content/uploads/2022/02/2022_02_Reaching-for-a-green-recovery-CAN-Europe-Bankwatch.pdf.

^② See “Decarbonising Is Easy Beyond Market Neutrality in the ECB’s Corporate QE,” 20 October 2020, <https://neweconomics.org/uploads/files/Decarbonising-is-easy.pdf>.

时的资产减值风险。为获取更多流动性,商业银行更愿意持有可被视为合格抵押品的资产。截至 2021 年底,“中性”的政府债券在欧元体系合格抵押品中的平均占比约为 52%,企业债券占比仅为 11%左右,而企业债券中 59%来源于碳密集型企业,四家大型化石燃料公司通过欧洲央行抵押品框架补贴的债券获得了超过一半的总融资。^① 不仅如此,由于尚未考虑气候变化风险,碳密集的企业债券享有非常低的折减率,这相当于向金融市场发出了高碳资产风险极低的政策信号,为碳密集企业降低融资成本创造了有利条件。可以说,欧元体系的抵押品框架正在为碳密集型企业创造有利的融资条件并提供隐形补贴,进而导致其货币政策工具无法发挥对可持续转型金融风险的应对作用、难以化解现有高碳体制对可持续转型的阻力约束。

(二) 欧盟可持续金融发展的政策调整

积极的一面在于,目前欧盟已逐渐认识到发展现状与目标预期之间的差距,通过调整可持续金融的政策设计使可持续转型步伐更加适应发展现状已成为当前及未来的工作重点。这具体体现在三个方面:其一,可持续金融分类标准设定将更趋科学合理,以严控“漂绿”行为、有效引导市场。《分类法案》将每三年对技术标准进行一次评估,并将逐步趋于严格。目前全球各国的绿色金融标准也正朝着严格、灵活、公平、趋同的方向发展,因此,预计未来欧盟的可持续金融标准体系将更具科学性和严谨性。这将有力打击“漂绿”行为,引导社会资本对可持续转型的充分投入和高效配置,为可持续转型提供资金保障。其二,设置过渡期并创造“绿色阶梯”,提升政策实施的灵活性和包容性,避免因激进政策落地造成市场动荡、更加有效地监管可持续转型金融风险。例如,《欧洲绿色债券标准》提案引入过渡的概念,提供了 30 个月的外部审核合规过渡期,从而为发行商留出适应时间,极大提升了政策操作的灵活性。并且,尽管欧央行等建议该标准可作为强制性原则,以便于集中监管并促进绿色企业部门购买计划发展,但鉴于现行的国际资本市场协会(以下简称 ICMA)绿债原则为许多边缘的“浅绿”发行商提供了更大程度的包容性,因此允许 ICMA 绿债原则与《欧洲绿色债券标准》自愿原则并行,可创造出一个“绿色阶梯”,从而有利于不同“绿色程度”的绿债发行商发出信号以吸引异质性投资者,避免因政策实施过于激进导致的市场剧烈反应、规避系统性金融风险。其三,欧央行正循序渐进地推动货币政策绿化行动,货币政策工具逐渐加大“绿化”倾向。欧央行在其气候路线图中系统地将其货币政策与气候变

^① See “Greening the Eurosystem Collateral Framework How to Decarbonise the ECB’s Monetary Policy,” 10 March 2021, <https://neweconomics.org/2021/03/greening-the-eurosystem-collateral-framework>.

化相关风险结合起来,例如将气候风险纳入企业部门购买计划、接受可持续相关债券作为抵押品等。此外,气候路线图还规定了2024年之前欧央行在七个主要领域开展工作的具体时间表。因此,预计未来欧央行的货币政策“绿化”特征将更趋明显。最后,欧盟的绿色资本市场联盟建设也逐渐提上日程。2021年5月,欧央行行长拉加德呼吁建立绿色资本市场联盟,加速整合内部碎片化的绿色资本市场。为此,应进一步采取相关变革措施,例如巩固绿色债券市场的发展优势,为可持续转型经济活动拓展股权融资等直接融资渠道并开发项目融资等新兴融资方式,统一可持续金融产品的投资税收,统一国家破产规则并为绿色投资制定特别程序,促进跨境金融基础设施建设、加强金融数据联通等。通过上述举措完善与可持续转型目标相契合的资本市场监管框架,为可持续转型经济活动提供多元融资渠道、便利融资机制、稳健风险管理、透明信息披露等制度支持。

但由于政策调整及见效存在一定滞后期,因此,尽管欧盟已开始逐步调整转型的政策原则并放缓转型步伐,短期内上述问题可能难以得到彻底解决,致使欧盟可持续金融的未来发展前景仍存在一定的不确定性。例如,绿色低碳的技术创新在短期内难以取得巨大突破,将核能和化石天然气作为过渡能源仍然是可行的替代方案,这也意味着可持续金融分类标准难以更趋科学性和合理性。再如,绿色货币政策的有效性尚未得到一致认可,解决能源危机导致的高通胀问题才是欧央行的当务之急。此外,疫情反弹叠加俄乌冲突背景下,本已承压的欧洲经济复苏更加艰难,更遑论“绿色复苏”。

就全球范围来看,欧盟率先致力于构建支撑可持续转型的金融体系,为包括中国在内的绿色金融蓬勃发展的国家提供了宝贵借鉴经验。未来,推动可持续金融标准体系更趋科学严谨、有效监管可持续转型金融风险、增强金融政策工具的“绿化”属性以及加快绿色资本市场建设是可持续金融发展的必要举措。这无疑是包括欧盟在内的各经济体当前关注的焦点,亦是未来努力的方向。庆幸的是,欧盟已逐渐意识到其可持续金融发展的不足之处,并及时采取相关举措加以调整。因此,尽管欧盟可持续金融发展仍面临诸多挑战,但随着政策调整力度更适度灵活、政策实施力度更精准有效,在可持续转型之路上,通过发展可持续金融成功跨越现实与预期差距依然可期。

五 结语与展望

欧盟的多层级治理模式决定了其可持续转型是一项多行业协调、多主体参与、多

要素协同和多阶段衔接的动态系统工程。其中,欧盟可持续金融对整个经济社会的可持续转型发挥着不可或缺的关键作用。在宏观全景的外部压力机制中,欧盟接连出台目标明确、细致具体的战略文件,促进各部门协同推进战略落地和政策实施。在创新的内部动力机制中,欧盟设定了2030年前通过公共财政预算并撬动社会投资动员10000亿欧元的投资目标,保障可持续转型的资本配置充足高效。在现有体制的阻力约束机制中,欧盟建立转型金融风险监管框架,展开气候风险压力测试和情景分析,完善可持续金融的活动分类、金融工具和信息披露规则标准,有效监管转型金融风险并缓解市场失灵问题。

尽管欧盟可持续金融发展仍面临重重挑战,例如标准设定缺乏科学严谨性、公共预算配置不当且投资的“可持续性”绩效不佳、碳密集的金融政策工具亟待改进完善等。但目前欧盟已逐渐意识到发展现状与政策预期之间的差距,适度调整政策措施的实施进展、采取更适应现状的转型步伐已成为欧盟下一阶段可持续转型的政策原则。体现在可持续金融方面,则表现为科学合理地调整标准体系、为市场主体留出政策适应余地、循序渐进地将可持续性因素纳入货币政策工具考量、加速推进绿色资本市场联盟建设等。

放眼全球,欧盟支撑可持续转型的可持续金融发展较为领先,为其他经济体贡献了参考经验及借鉴价值。未来,随着欧盟适度调整可持续转型的前进步伐、完善可持续金融发展的政策举措,欧盟可持续金融促进可持续转型的光明前景依旧值得期待。

(作者简介:孙雅雯,中国社会科学院欧洲研究所助理研究员;孙彦红,中国社会科学院欧洲研究所研究员。责任编辑:张海洋)