



主题债投资的保险资金实践

Practice of Insurance Funds for Theme Bond Investment

崔欣扬 吴泽昊 张莉

摘要：回顾过去，主题债市场通过直接融资支持、持续品类创新和降低融资成本，支持实体经济发展效果显著。展望未来，主题债市场呈现发行规模快速放量、融资主体更加多元、融资需求逐渐多样趋势，开启高质量发展新征程。作为主题债的重要投资者，保险资金在做出专业化实践的同时也面临潜在的障碍，本文从加强三方认证力度、丰富产品期限等方面对国内主题债市场发展提出建议。

关键词：主题债 保险资金 ESG投资

Abstract: In the past, the theme bond market has achieved remarkable results in supporting the development of the real economy through direct financing support, category innovation and the reduction of financing costs. This article holds that the theme bond market will show a trend of rapid growth in issuances, more diversified financing entities and gradually diversified financing needs, thus starting a new journey of high-quality development. As an important investor in theme bonds, insurance funds are facing potential obstacles. This paper puts forward some suggestions on the development of the domestic theme bond market from the aspects of strengthening tripartite certification and enriching product maturities.

Keywords: Theme Bond, Insurance Funds, ESG Investment

近年来，我国主题债市场快速发展，其紧扣时代脉搏、结合国情实际等特点为债券市场服务国家重大战略、助力实体经济提供了重要支持。保险资金作为主题债的重要投资者，在做出重要实践探索的同时也面临潜在的障碍。本文对国内

崔欣扬、吴泽昊、张莉，国寿资产固定收益投资部。本文系个人观点，与所在机构无关。



主题债市场发展特点、趋势及保险资金主题债投资实践情况进行梳理，并提出相关的策略和建议，以期助力保险资金继续在ESG投资领域进一步发挥积极作用。

银行间市场引领主题债创新发展

主题债发展步入成熟创新期

主题债源起ESG投资理念。主题债起源于20世纪70年代。随着全球社会和环境资源可持续性问题日益严重，ESG和可持续发展投资理念进入人们的视野，主题债券应运而生，绿色债券、社会责任债券等在发展中逐渐成为主题债市场的主要组成部分。目前国际市场上主题债基本等同于ESG主题债，按照国际资本市场协会（ICMA）指引标准，主题债券根据资金用途不同主要分为绿色债券、社会责任债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券四类。其中绿色债券资金用于绿色项目，社会责任债券资金用于社会性积极效益项目，可持续发展债券资金用于绿色和社会责任项目的组合，可持续发展挂钩债券资金用于绿色和社会责任项目的同时将债券条款或结构与发行人可持续发展目标相挂钩。

目前国内没有明确的主题债定义，但相关债券要素与国际ESG主题债基本一致，其募集资金符合环境、社会和公司治理原则，用于响应国家重大发展战略，纾解公共卫生、金融经济等领域风险，也

即本文所指的主题债。具体品类方面，国内主题债也可以参考国际资本市场协会的标准进行分类，包括绿色债券（含碳中和债、蓝色债券、转型债券等）、社会责任债券（含乡村振兴债券、地产并购债券、革命老区债券、疫情防控债券、“一带一路”债券等）、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券，其中前两者是目前国内主题债的主要构成，后两者仍处于起步阶段。截至2022年5月底，绿色债券和社会责任债券累计发行规模分别达2.14万亿元和2.48万亿元，而可持续发展债券和可持续发展挂钩债券累计发行规模仅27.51亿元和501.50亿元，规模相对较小。

主题债稳步创新发展。国内主题债市场发展历程根据品类丰富程度和发行规模可以分为萌芽期、快速发展期和成熟创新期三个阶段（图1）。

2015—2017年，主题债市场处于萌芽阶段，主要体现在品类相对单一、规模相对较小。从债券品类看，其间先后推出绿色债券、扶贫专项债券、创新创业公司债券和“一带一路”债券，但其中绿色债券发行规模占比接近100%；发行规模方面，2015—2017年，主题债市场共发行债券4243亿元，占同期债券市场发行量0.42%，市场影响有限。

2018—2020年，主题债市场进入快速发展阶段，主要体现在品类不断丰富、



规模快速扩张。从债券品类看，监管部门积极响应党中央决策部署，先后推出乡村振兴债券、蓝色债券、疫情防控债券、纾困债券等多种主题类债券，大大提升了主题债市场品类丰富程度。从发行规模看，乡村振兴债券和疫情防控债券发行放量明显，带动主题债市场规模快速攀升。2018—2020年，主题债市场发行债券2.53万亿元，较2015—2017年发行规模增长近5倍。截至2020年底，主题债市场存续规模2.31万亿元，占债市总存量2.02%，市场重要性显著提升。

2021年以来，主题债市场进入成熟创新阶段，主要体现在发行规模基本稳定、债券品类不断创新。2021年和2022年1—5月，主题债市场发行规模分别为1.15万亿元和5 079亿元，发行节奏稍有放缓，但

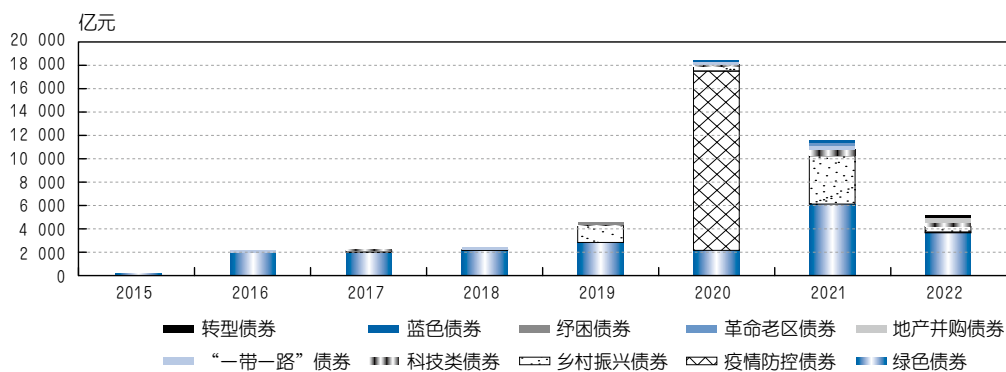
债券品类进一步探索创新，先后推出革命老区债券、地产并购债券、转型债券等品类，市场进入成熟创新期。

银行间市场是主题债发行主阵地

银行间市场是主题债发行的主阵地。一方面，目前市场上各主题债品类基本在银行间市场发行，部分品类仅在银行间市场发行；另一方面，银行间市场主题债发行规模呈主导态势，截至2022年5月底，市场全部已发行主题债中，银行间产品占比78.84%，其中乡村振兴债券、绿色债券、疫情防控债券等主要主题债品类中，银行间产品占比分别为89.31%、84.28%和75.11%（图2）。

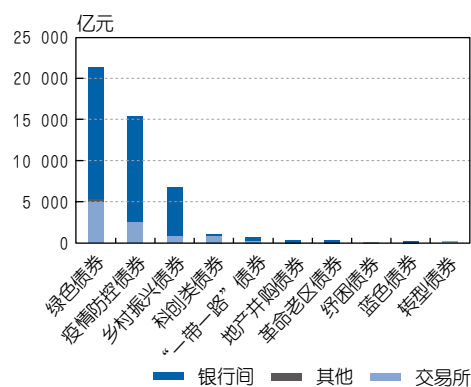
债务融资工具是主题债品类创新主力军

在各债券类别中，债务融资工具几乎



数据来源：Wind。

图1 国内主题债发行时间分布



数据来源: Wind。

图2 国内主题债发行地点分布

涵盖了全部已有的主题债品类,同时往往在推出时间方面具有一定的引领性,是主题债品类创新的主力军(表1)。以乡村振兴债为例,党的十八大以来,党中央、国务院把扶贫开发工作纳入“四个全面”战略布局,精准扶贫成为实现第一个百年奋斗目标的重点任务。银行间市场交易商协会(简称“交易商协会”)通过债券市场对接扶贫精准化需求,探索开展债务融资工具支持精准扶贫暨扶贫票据工作,2017年3月首只扶贫票据发行落地。2021年为与时俱进地提升产品的针对性和可操作性,承接扶贫票据政策,交易商协会又率先推出乡村振兴票据,成为主题债市场又一重要品类。

主题债市场支持实体经济效果显著

紧扣时代脉搏,服务国家重大战略

债券融资是直接融资的重要方式,债券市场是多层次资本市场体系的重要组成部分。主题债市场在此基础上,更有针对性地为国家重大战略部署领域提供直接融资支持,有效服务相关战略的落地实施。

以绿色债券为例,其在助力能源结构绿色低碳转型中发挥重要作用。2020年我国明确“双碳”战略目标以来,作为能源转型关键之一的电力企业新增风光装机规模维持较高水平,资本支出压力较大。粗略统计,主流上市电力企业^①2022年平均资本开支预期规模在350亿元以上。在此背景下,绿色债券成为电力企业直接融资重要渠道,2021年电力行业企业绿色债券发行规模达1 795.69亿元,在绿色债券发行市场的占比由2016年5%提升至近30%^②,有效支持了相关企业调整能源结构。

结合国情实际,发行品类持续创新

近几年,国内主题债在借鉴国际主题债经验的基础上,立足我国国情持续创新,先后推出乡村振兴债券、革命老区债券等特色品种,充分体现了其人民性和时代性。以革命老区债券为例,作为最具有中国特色的主题债品类之一,自2021年8月推出至今发行规模达到334亿元,涉及

① 统计包含中国核电、华能国际、国电电力、三峡能源、中国电力、华润电力、华电国际、大唐新能源。

② 统计未包含资产支持证券。



表 1 银行间市场主题债概况

主题债类别	推出时间	品种	相关管理机构	相关政策制度
绿色债券	2015年	金融债、中期票据、企业债、地方政府债等	银保监会、交易商协会、发展改革委、财政部	2015年12月人民银行《关于在银行间债券市场发行绿色金融债券有关事宜的公告》 2017年3月交易商协会《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》 2021年4月人民银行《绿色债券支持项目目录（2021年版）》 2021年7月人民银行《关于构建绿色金融体系的指导意见》 2021年3月交易商协会《关于明确碳中和债相关机制的通知》
乡村振兴债券	2016年（扶贫专项债券） 2019年（“三农”专项金融债券） 2021年（乡村振兴债券）	金融债、短期融资券、中期票据、企业债、地方政府债等	银保监会、交易商协会、发展改革委、财政部	2013年9月原银监会《中国银监会关于商业银行发行“三农”专项金融债有关事项的通知》 2019年6月交易商协会《非金融企业扶贫票据业务指引》 2021年3月交易商协会乡村振兴票据相关问答
“一带一路”债券	2016年	金融债	银保监会	2020年5月银保监会《推动银行保险机构为区域协调发展提供金融支持》
蓝色债券	2020年	中期票据	交易商协会	2018年1月人民银行等八部委《关于改进和加强海洋经济发展金融服务的指导意见》
疫情防控债券	2020年	国债、地方政府债、短期融资券、中期票据、金融债、同业存单等	财政部、交易商协会、银保监会	2020年1月人民银行等五部门《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》 2020年2月交易商协会《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》
革命老区债券	2021年	中期票据、短期融资券、定向工具	交易商协会	2021年8月交易商协会市场创新自律问答（第五期）革命老区振兴发展债务融资工具
科创类债券	2021年（高成长债） 2022年（科创票据）	短期融资券、中期票据	交易商协会	2022年5月交易商协会《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》
地产并购债券	2022年	金融债、中期票据	银保监会、交易商协会	2021年12月交易商协会举行房地产企业代表座谈会，提出将重点支持符合房地产调控政策的企业注册债务融资工具用于并购项目或已售在建项目建设
转型债券	2022年	中期票据	交易商协会	2022年6月交易商协会《关于开展转型债券相关创新试点的通知》

注：扶贫专项债券为乡村振兴债券前身；2019年起部分“三农”专项金融债券标明募集资金用于乡村振兴方向。
资料来源：根据公开资料整理。

14个省的25家主体，有效拓宽了革命老区振兴发展的融资渠道，有力支持了革命老区深化发展，为落实“十四五”规划中区域协调发展战略提供了重要支撑。

支持实体经济，融资成本显著降低

债券市场是实体经济直接融资的重要渠道，是金融支持实体经济发展的的重要途径，主题债市场表现尤为明显：通过明确主题和准入标准吸引大量投资者，进而在实现融资的同时降低融资成本。以银行间市场的主力品类乡村振兴债券、疫情防控债券和绿色债券为例，截至2022年5月底，三类主题债发行人合计超1 200家，融资规模超4.30万亿元，其中多数发行利率

低于同期相近要素的债券，部分债券节约成本甚至在30bps以上，降低融资成本效果显著。

主题债市场开启高质量发展新征程

发行规模快速放量

近年来全球主题债市场发行量快速攀升，市场规模迅速扩容（图3）。国际主题债市场方面，发行规模从2016年约671亿美元提高至2021年1.25万亿美元。国内主题债市场方面，2016年主题债发行规模仅为2 081亿元，2021年发行规模攀升至1.15万亿元，主题债市场发行快速放量。其中，债务融资工具规模从110亿元升至

表 2 国内部分主题债发行利差

发行人	品类	债券简称	发行期限/剩余期限（年）	票面利率/中债估值（%）	利差（bps）
中国华电集团	绿色债	22华电GN001	3.00	2.69	-41
	可比债	22华电MTN001B	2.83	3.10	
潮州市城市投资发展集团	乡村振兴债	22湖州城投MTN002（乡村振兴）	5.00	3.35	-44
	可比债	22湖州02	4.95	3.79	
湖南省高速公路集团	乡村振兴债	21湘高速MTN002（乡村振兴）	5.00	3.60	-45
	可比债	21湘高速MTN001	4.93	4.05	
四川省投资集团	疫情防控债	20四川投资（疫情防控债）MTN001	5.00	3.18	-34
	可比债	19四川投资MTN002	4.76	3.52	
无锡市交通产业集团	疫情防控债	20锡交通（疫情防控债）SCP002	0.49	2.20	-47
	可比债	19锡交通SCP004	0.40	2.67	

注：可比债剩余期限和中债估值的日期均为对应主题债发行起始日期。

数据来源：Wind。



4 763亿元，是发行增速最快的债券品种。

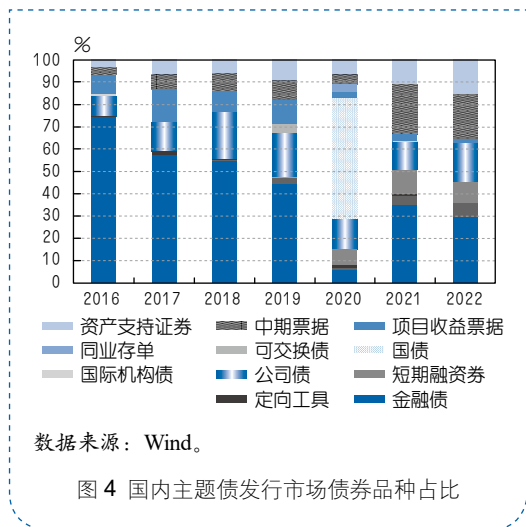
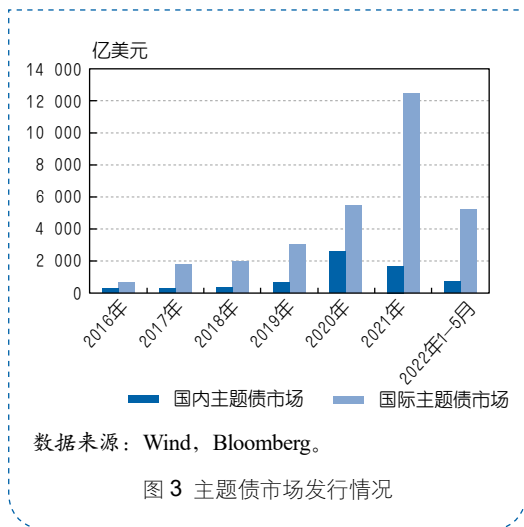
融资主体更加多元

在监管、发行人和投资者的合力推动下，主题债市场品种不断丰富，融资主体更加多元。债券品种方面，主题债市场发展初期，债券发行品种以商业银行发行的金融债为主，2016—2017年累计发行规模占比65.67%，融资支持以商业银行间接融资为主导；2018年以来，金融债发行规模占比下降明显，2018—2021年，金融债发行规模占比分别为54.63%、44.33%、5.78%和34.79%，中期票据、公司债、企业债、资产支持证券、短期融资券的发行量快速增长，融资主体逐渐多元（图4）。主题方面，市场初期仅有绿色债券、扶贫专项债券、创新创业公司债券和“一带一路”债券，目前已扩充至乡村振

兴债券、革命老区债券、疫情防控债券、科创类债券、地产并购债券、转型债券等，预计未来还将持续扩充。

融资需求逐渐多样

随着主题债募集资金需求逐渐多样化，社会责任债券地位有所提升。从国际主题债市场看，2019年之前，绿色债券引领了国际主题债市场的发展，其各年发行量占比均超过70%。2020年受疫情影响，全球共发行1 690亿美元社会责任债券，同比增长近十倍，发行占比首次超过30%。相似地，国内主题债市场中，2016—2018年绿色债券占据主导地位，其各年发行占比均近100%水平。2019年以来，尤其新冠疫情暴发后，以疫情防控债券为代表的社会责任债券发行量累计占比由此前不足5%水平升至60%以上。





保险资金主题债投资实践与思考

保险资金是主题债的重要投资者

国际保险资金对主题债配置积极性较高，是主题债市场的重要投资者。根据美国可持续发展论坛的数据，ESG投资者中，保险机构占比36%，是除养老金外第二大的机构投资者，考虑到保险资金以固定收益品种投资为主，预计在ESG主题债方面保险机构占比将更高。以METLIFE为例，截至2022年6月底，其资产管理公司ESG固定收益类投资总额超过3 170亿美元^①，接近其总投资规模的55%。

国际保险资金青睐主题债投资主要原因有两点。一是保险资金投资的长期性特征与国际主题债期限较为匹配。保险资金负债端的长期性决定了其在配置上长周期的要求，同时国际主题债市场在规模、久期等方面能够较好地满足保险资金的资产负债匹配。截至2022年5月底，国际主题债市场中期限在5年及以上的债券发行规模2.05万亿美元，占比近65%。二是主题债投资有助于国际保险机构履行其社会责任，提升其机构声誉。主题债投资关注环境、社会责任、公司治理，体现绿色、人文、公平正义等理念，有助于保险公司履

行其社会责任，实现经济效益和社会效益协同增长。

国内保险资金是主题债投资的重要支持者，以中国人寿为例，截至2021年9月底，其资产管理公司投资绿色债券规模超1 900亿元，在债券总资产中占比近10%^②。

国内保险资金青睐主题债的主要原因是主题债与保险资金投资需求较为契合，体现在以下两方面。一是主题债投资为保险资金贯彻落实党中央决策部署提供了重要抓手。保险资金是国内经济的“减震器”和社会的“稳定器”，负有服务经济发展和保障国计民生的重要社会责任，但其直接对接实体经济的途径相对有限，主题债为其提供了重要抓手。二是保险资金投资的安全性要求与主题债发行人的良好资质相契合。从资金特点来看，保险的负债端面临偿付责任，因此在实现利差收益的同时对收益的安全性要求较高。主题类债券发行主体对社会责任较为重视，通常财务资质更优、违约风险更低，能够为债券投资者提供更加安全的回报。截至2022年5月底，境内主题类债券仅有两单民企债出现实质性违约，合计违约规模25亿

① METLIFE.Public Fixed Income Sustainable Investing[EB/OL].<https://investments.metlife.com/content/dam/metlifecom/us/investments/about/esg/pdf/PFI-Metlife-Investment-Management-Sustainability.pdf>.

② 中国保险网.保险资金属性契合绿色投资 国寿资产投资绿色债券超过1900亿元[EB/OL].(2021-09-24)[2022-10-09].<http://www.china-insurance.com/insurdata/20210924/60936.html>.



元，期间累计违约率仅为0.05%，远低于全体信用债0.73%左右的违约率水平。

国内保险资金探索主题债投资实践

保险行业作为金融体系三大支柱之一，在自身积极布局绿色金融、负责任投资的同时，不断探索可持续发展主题投资的体系搭建和专业化实践，积极推动ESG投资标准与体系建设。

以中国人寿为例，2021年公司优化责任投资管理体系，加大责任投资方面的研究力度，制定了行业首个《ESG/绿色投资基本指导规则》，助力ESG投资体系搭建；同时，中国人寿编制了保险业首只ESG债券指数，解决了保险业ESG投资的评价筛选和业绩基准难题，为保险资金践行ESG投资理念提供参照基准，创造性地迈出了保险资金ESG主题投资专业化实践的关键一步，并在此基础上发行“稳利ESG”和“绿色中短债”等相关资管产品，获得良好的社会效益和经济效益。其他保险公司方面，2021年中国太保旗下长江养老亦成功落地相关绿色专项投资资管产品，中国平安发起设立保险资金双碳基金，并于次年完成国内首单经绿色认证的绿色保险债权投资计划注册，使ESG主题投资产品衍生链不断丰富。

国内保险资金投资主题债面临障碍

主题债市场收益率偏低。保险资金利润对利差依赖较大，投资收益率受负债端成本限制较强，而主题类债券发

行作为市场行为兼顾社会责任的结果，发行利率普遍低于可比债估值，经粗略测算，国内隐含评级在AAA档的绿色债券、疫情防控债券和乡村振兴债券的发行利率平均低于同隐含评级同期限中债估值5bps、25bps和35bps。类似地，根据MSCI的研究，国际主题债市场绿色债券发行利率中值较可比普通债券低0~2bps，而这种溢价在ESG评分较高的主体发行中体现更加明显。

主题债市场流动性偏弱。保险资金运用与其偿付能力紧密相连，充裕的流动性是资金安全的重要保障，而主题类债券投资者目前多为银行等机构，以持有至到期为目的，整体债券流动性偏弱。2021年国内绿色债券月度换手率均值在6%左右，较信用债低约3%，较国债低约10%。类似地，粗略估算国际绿色债券日均换手率在1%以下，与美国国债相比水平较低。

国内主题债市场长期限品种不足。保险资金体量较大，且偏好长期投资，对于险资来讲国内主题债市场长期限品种仍显不足。目前国内期限在10年及以上的主题债发行量占比在22%左右，其中剔除国债、地方政府债、政策性金融债等利率类产品后，信用类主题债占比仅在2%左右。相较于国际信用类主题债10年及以上债券占比20%而言，国内主题债市场长期限品种占比仍相对较低。



国内主题债市场发展建议

加强三方认证力度，提高相关认证机构服务质量。国内债券市场中还存在大量实际投向主题债募集资金范围但没有被贴上“主题债”标签的债券，导致投资者在此类债券的投资未被认定为ESG投资。截至2022年5月底，“中债-中国绿色债券指数”囊括的剩余期限在1个月以上、公开发行的“实质绿”债券存量约为6.78万亿元，而同样条件的“贴标绿”债券存量仅为1.28万亿元，相差超过80%。建议鼓励第三方认证机构对企业发行的主题债进行评估、出具意见并披露相关信息，同时持续加强评估认证机构执业检查工作，强化交叉检查等制度建设，规范评估认证机构行为，提高认证机构服务质量。

进一步丰富产品期限，匹配不同类型的资金需求。目前国内主题债市场产品期限仍有进一步丰富的空间。国内主题债市场中5年期以下的主题债发行占比合计近75%，仍占据主导地位。已发行的债务融资工具中期限在10年及以上的产品占比仅在1%左右，长期限产品占比仍相对较低。建议监管机构在债券期限结构方面给予政策导向，匹配不同类型投资资金需求，持续优化主题债产品谱系，打造更加活跃、多层次的交投市场，提升主题债关注度和流动性。

增加实质性优惠政策和激励机制，

加强投资者培育。目前国内机构投资主题债多出于社会责任的考量，但尚无实质性政策优惠，可以获得的直接激励较为有限，这也导致主题类债券投资氛围尚不浓厚。建议监管机构在税收、资本占用、监管考核等方面给予一定优惠，包括但不限于给予主题债增值税和所得税减免的优惠、给予主题债更低的风险权重、将主题债投资数据纳入风险评级的相关考核和国内系统重要性机构评选等，从而加强投资者培育，鼓励金融机构优先投资主题债。

利用后发优势，争取国际标准制定引领地位。国际主题债发行以自愿性流程指引为主，其国际资本市场协会与气候债券倡议组织（CBI）制定的相关指引原则占据主流地位，欧盟制定的“可持续金融分类方案”亦对全球标准制定影响重大，但尚未形成一致性国际标准。我国主题债市场起步较晚，但凭借制度优势发展迅速，2021年我国符合国际资本市场协会指引的绿色债券发行量在主权国中排名第二，国际地位显著上升。建议相关部门充分利用我国在发行标准等基础制度建设上的后发优势，对主题债监管、发行标准等方面进行整体性、系统性设计，争取国际标准制定引领地位。[\[N\]](#)

学术编辑：卢超群