

## 2018 年熊猫债券市场研究报告



2019 年 1 月 22 日

### 联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

## 2018 年熊猫债券市场研究报告

联合资信评估有限公司 主权部

### 摘要

2018 年，银行间市场熊猫债券<sup>1</sup>监管新规落地，熊猫债券发行配套制度进一步完善成熟，发行便利度及国际吸引力持续提升，“一带一路”债券及绿色熊猫债券指南的推出也为熊猫债券市场发展带来契机。尤其是下半年以来，货币政策转向边际宽松，利率中枢下移，加上 2018 年人民币贬值、汇率成本下行，熊猫债券发行成本有所降低，提振一级市场发行。另一方面，国内债券市场违约常态化导致市场风险偏好下降等因素在一定程度上制约了熊猫债券市场的进一步放量。

2018 年，中国债券市场共发行 58 期<sup>2</sup>熊猫债券，发行规模共计 955.90 亿元，同比取得大幅增长，一级市场发行提速明显；熊猫债券发行主体类型保持多样，但仍集中在房地产和金融行业；熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，但外国发行人持续增多，新增来自日本、新加坡、菲律宾和阿联酋的发行人，主要集中在“一带一路”沿线国家；熊猫债券平均发行规模有所下降，发行期限以 3 年期为主，短期债券发行量大幅萎缩；熊猫债券信用等级进一步向 AAA 级集中，下半年以来发行利率显著回落。

展望 2019 年，货币政策明确边际宽松方向、市场利率中枢持续下移等预期将继续利好熊猫债券一级市场发行；中国债市双向开放不断升级，人民币计价债券逐步纳入国际主流债券指数，将吸引更多境外投资者了解关注中国熊猫债券市场；银行间熊猫债券发行新规落地和逐步运行令境外发行人参与熊猫债市场变得更为便利和规范，有效提振熊猫债券市场的发展。此外，2019 年将迎来第二届“一带一路”国际合作高峰论坛，“一带一路”朋友圈有望持续扩大，将为熊猫债券市场引入更多来自不同国家和地区的发行人，进一步优化发行人结构。

<sup>1</sup> 熊猫债券是指境外机构在中国境内发行的以人民币计价的债券。

<sup>2</sup> 熊猫债券的统计以发行起始日为准，以下同。

## 一、 熊猫债券发行市场环境

### （一）货币政策边际宽松、利率中枢下移、汇率成本下降等因素均提振熊猫债券一级市场发行

从 2017 年到 2018 年上半年，中国经济总体稳中向好，稳健货币政策保持中性；而 2018 年下半年以来，国内外形势转向复杂，在此背景下，货币政策保持稳健的同时转向“边际宽松”。6 月以来，央行年内两次实行定向降准，持续向市场注入流动性。同时，2018 年中国各主要期限国债收益率均呈现明显下行，下半年以来市场利率中枢下移，熊猫债发行成本有所下降。以德国戴姆勒公司为例，对比 2018 年 1 月发行的 3 年期熊猫债，该发行人 2018 年 8 月发行的同期限熊猫债券成本下行 110BP，显示下半年以来熊猫债券融资成本明显回落。

另一方面，2018 年，熊猫债券汇率成本也有所下降。2018 年全年，美元兑人民币汇率从 6.4967 升至 6.8674，跳升逾 5%。由于熊猫债券债务期限通常在 3 至 5 年，发行人可在发行时用外汇掉期锁定当前汇率，在未来仍以较低的货币价格偿还本息，对于境外发行人而言汇率成本吸引力大幅增加。利率成本及汇率成本的下降均对熊猫债券一级市场发行形成提振效应。

### （二）熊猫债券监管新规落地，发行制度进一步完善成熟，发行便利度及国际吸引力持续提升

2018 年 9 月 25 日，中国人民银行和财政部正式发布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》（中国人民银行、财政部公告[2018]第 16 号，下称“16 号文”）。作为银行间市场熊猫债券发行首部系统性管理新规，16 号文的落地标志着熊猫债券发行制度及监管政策进一步完善成熟。在 16 号文生效同时，2010 年央行、财政部等发布的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》正式废止。

16 号文对熊猫债券的监管主体、发行主体、申请资质和信息披露等方面均作出了明确规定。16 号文之前，仅有国际开发机构可参考《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》发行熊猫债券，其他类型主体则无明确的管理办法可参考，缺乏统一标准，申请效率相对较低。16 号文首次将外国政府类机构、国际开发机构、境外金融机构、境外非金融企业法人四类熊猫债券发行人纳入统一管理，并针对这四类发行人分别设定了发行条件、发行程序和信息披露等全流程规则，为各类发行人提供了可操作的规范。16 号文确立了央行、国家外汇管理局和财政部各司其职的银行间债券市场熊猫债券发行的监管框架，以及银行间交易商协会的自律管理框架，有助于提升熊猫债券监管的协调性或统一性。同时，16 号文强化了熊猫债券信息披露的相关要求，有助于提高信息披露效率和信息披露质量。在会

计准则和审计方面，明确境外发行人既可采取中国会计准则，也可汇报所使用会计准则与中国会计准则的差异调节信息，兼顾了国内投资者与境外发行人两方会计准则的习惯。此外，在信用评级方面，16 号文规定境外机构发行债券若公开披露信用评级报告，其评级报告应由经认可的全国银行间债券市场评级机构出具，但不再强制要求熊猫债券发行人开展信用评级，信用评级报告和信用评级结果不再是熊猫债券发行的必要条件，说明熊猫债券发行进一步向国际债券市场靠拢。

熊猫债券发行新规的出台是银行间债券市场国际化的重要里程碑，同时也对市场环境预期形成显著利好。

### **（三）中国债市双向开放持续升级，国际合作程度不断加深，为熊猫债券市场发展提供助力**

2018 年，境外发行人与投资人参与中国债券市场的热情持续高涨，中国债市双向开放程度逐步加深。“债券通”开通一年半以来，取得了良好的示范效应，有力推动了中国债券市场的进一步开放。截至 2018 年末，共有 505 家境外主体通过“债券通”渠道进入我国债券市场，持债规模达 1,800 亿元，有效地扩大了熊猫债券的投资群体，提高了熊猫债券市场的活跃程度。

另一方面，外资机构参与熊猫债券市场的大门也进一步打开。2018 年 2 月，经中国银行间市场交易商协会批准，渣打银行获得“境外非金融企业熊猫债券”主承销资格；2018 年 12 月，法国巴黎银行（中国）获得熊猫债券承销牌照，继汇丰银行之后获得此项资质的外资银行数量进一步增加。外资银行参与熊猫债券市场可以充分利用其全球网络，把更多高质量的境外发行人及国际通行的承销和定价惯例引入国内债券市场，有助于进一步推动熊猫债券发行人和投资者的多元化，促进熊猫债券市场的健康发展。

### **（四）“一带一路”债券、绿色熊猫债券的推出均为熊猫债券市场发展带来契机**

2018 年 3 月，上交所、深交所分别发布了《开展“一带一路”债券试点的通知》，鼓励“一带一路”沿线国家（地区）政府类机构、企业及金融机构等发行“一带一路”债券，安排专人负责“一带一路”债券的申报受理及审核，并鼓励国内外机构投资“一带一路”债券。由于大部分“一带一路”债券具有熊猫债券属性，因此“一带一路”债券的推出也为熊猫债券市场发展带来机遇。例如，2018 年度，中信泰富有限公司发行的“18 泰富 01”、招商局港口控股有限公司发行的“18 招商 R1”、普洛斯中国控股有限公司发行的“18GLPR2”等多期熊猫债券募集的资金均用于“一带一路”沿线国家相关项目建设。

2018 年以来，绿色债券市场持续健康发展，监管机构致力于完善相关发行制度，也为绿色熊猫债券发行创造了良好环境。2018 年 12 月，美洲开发银行、气候债券倡议组织与



中国人民银行联合发布绿色熊猫债券指南（“指南”），指南概述了以人民币计价的绿色债券（绿色熊猫债券）的发行流程，为潜在发行人提供了分步指南，进一步促进了境外发行人参与中国境内绿色债券市场。2018 年度，恒隆地产、光大水务等发行人成功发行多单绿色熊猫债券，用于支持绿色项目建设。绿色熊猫债券作为绿色债券与熊猫债券的结合，也为熊猫债券市场发展带来了契机。

#### **（五）国内债券市场违约常态化导致市场风险偏好下降，作为发行主力的境外中资房地产企业发行维持低位**

2018 年下半年以来，国内整体流动性压力有所减轻，融资环境得以好转。但从全年情况看，由于公司债集中到期量增加，债券市场信用风险仍呈现集中释放的状态，以民企为代表的违约事件激增，叠加经济下行压力加大，投资者对民企、低资质主体的避险情绪较强，风险偏好下降，也对熊猫债券发行造成一定影响。

此外，2018 年，监管层延续房地产行业调控原则，多家房地产企业申请发熊猫债券未获批，部分已经放弃在境内发行熊猫债券。作为近年来熊猫债券市场的主要主体，注册地为境外的中资房地产企业发行的熊猫债券 2018 年仍延续低位，全年仅发行 10 期熊猫债券，与 2017 年持平，而 2016 年此类发行人发行总期数曾达到 27 期。

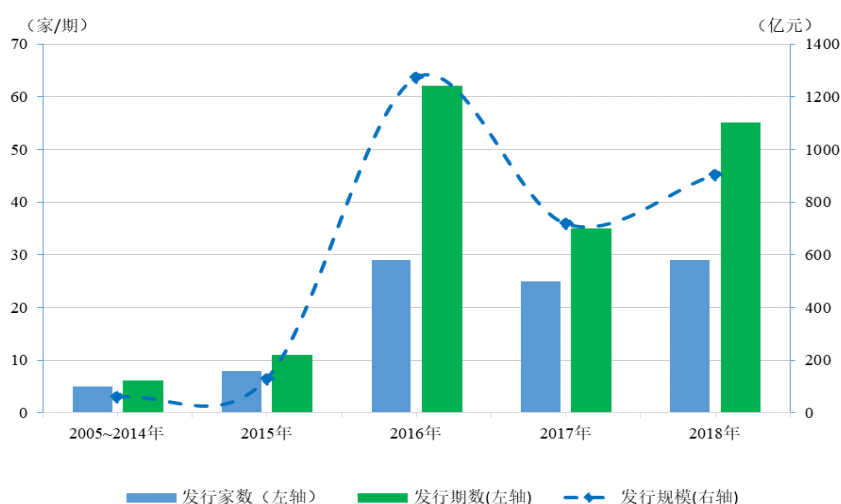
## **二、 熊猫债券发行市场分析**

### **（一）2018 年熊猫债券发行明显回暖，主要发行场所仍为银行间债券市场，交易所市场发行量受“一带一路”债券提振有所提速**

经历了 2017 年的发行降温，熊猫债券发行量 2018 年出现明显回暖。2018 年度，中国债券市场共有 29 家主体累计发行熊猫债券 58 期，发行总额共计 955.90 亿元，发行家数、发行期数和发行总额同比分别增长 16.00%、65.71%和 32.95%，一级市场发行呈现明显提速趋势。

从熊猫债券发行市场来看，2018 年银行间债券市场共发行熊猫债券 43 期，发行总额为 746.60 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例分别为 74.14%和 78.10%，仍是熊猫债券发行的主要场所。交易所债券市场共发行熊猫债券 15 期，发行总额为 209.30 亿元，占总发行规模的 21.90%，虽然交易所熊猫债券发行量仍未回升至 2016 年高点，但由于“一带一路”债券的提振以及整体发行环境趋好，发行规模仍同比大幅上升超过 80%，占总发行规模比重同比上升 5.76 个百分点。

图 1 2005 年~2018 年熊猫债券发行情况

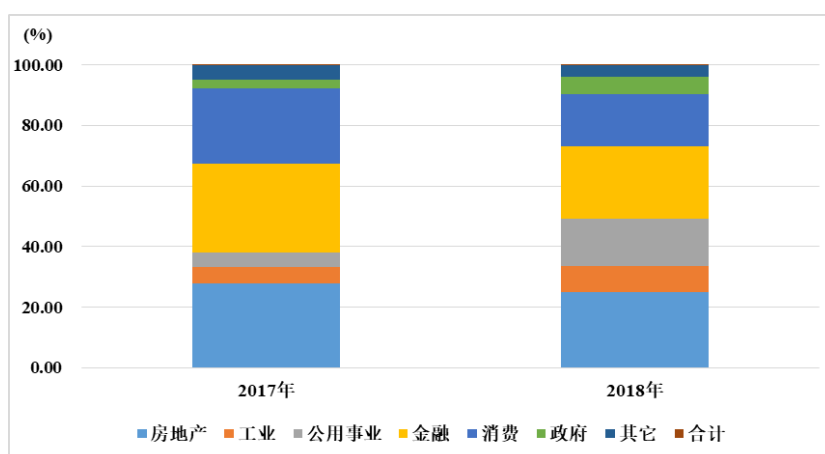


资料来源：联合资信 gos 系统

## （二）熊猫债券发行主体类型保持多样，但仍主要集中在房地产及金融行业

从熊猫债券发行主体类型来看，2018 年熊猫债券的发行主体类型包括政府机构、金融机构和非金融企业，其中政府机构发行规模占比为 5.71%，较 2017 年明显上升。金融机构发行规模占比为 23.85%，同比下降 5.36 个百分点。非金融企业的发行规模占比仍然最高（70.44%），较 2017 年（68.01%）有所上升，其中房地产行业发行人发行规模占总发行规模的比重达 25.00%，同比小幅下降，但依然维持最高；公共事业行业发行规模占比为 15.69%，同比大幅上升 10.69 个百分点。消费行业发行规模占比（17.62%）则出现了较大幅度的下降，同比降幅近 8 个百分点。

图 2 2017 年~2018 年熊猫债券主体类型及行业分布（按规模）



注：按 wind 熊猫债券发行人一级行业统计，消费行业指合并“可选消费”与“日常消费”。

资料来源：联合资信 gos 系统

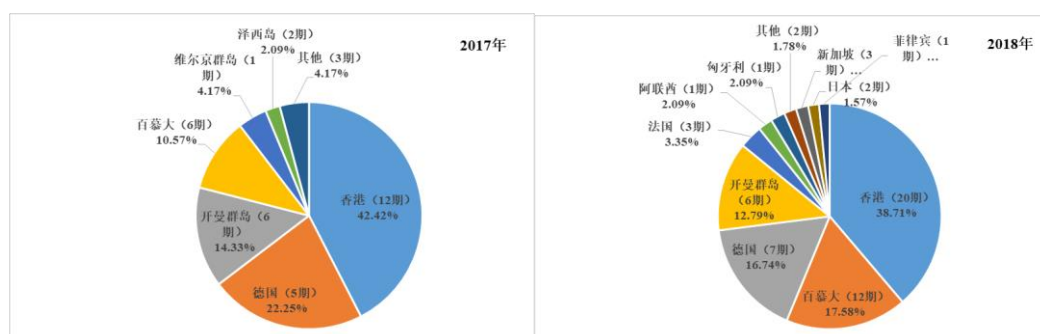
### （三）熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，但外国发行人数量进一步增加

2018 年，我国熊猫债券发行主体仍然以中资背景企业为主（注册地多集中于香港、百慕大及开曼群岛等地区），其所发行的熊猫债券规模约占总发行规模的 69.81%，较 2017 年同期（67.32%）上升 2.49 个百分点。同时，2018 年外国发行人数量明显增加，新增了来自日本、新加坡、菲律宾和阿联酋的发行人，且主要集中在“一带一路”沿线国家。

2018 年，熊猫债券发行人募集资金用途与上年情况类似，主要包括偿还债务以及补充营运资金，拓展中国境内业务，发展境外业务以及满足人民币融资需求，支持“一带一路”项目建设等。值得注意的是，“一带一路”倡议提出后，特别是 2018 年 3 月以来沪深交易所发布关于实施“一带一路”债券试点通知以来，募集资金用于“一带一路”项目建设的熊猫债券明显增多。

例如在交易所市场，中信泰富有限公司发行的“18 泰富 01”所筹集的资金便拟用于与“一带一路”沿线国家的相关业务，包括电力业务、煤炭开采业务以及电力租赁相关业务等；招商局港口控股有限公司发行的“18 招商 R1”所募集的资金拟用于支付收购“一带一路”斯里兰卡汉班托塔港的收购款；普洛斯中国控股有限公司发行的“18GLPR2”募集资金主要用于其最近收购的欧洲“一带一路”沿线物流基础设施资产。在银行间市场，菲律宾共和国发行的“18 菲律宾人民币债 01BC”、以及匈牙利发行的“18 匈牙利债 01”所募集的资金也拟将用于支持“一带一路”有关倡议。

图 3 2017 年和 2018 年熊猫债券发行主体地区分布（按规模）



资料来源：联合资信 gos 系统

### （四）熊猫债券类型多元，平均发行规模明显下降，绿色熊猫债券或进入快速发展通道

从已发行熊猫债券的债券类型看，2018 年发行的熊猫债券覆盖了中期票据、金融债、国际机构债、定向工具和公司债等多个券种。与 2017 年熊猫债券类型相比，从发行规模看，2018 年公司债及中期票据增长显著，同比分别增长 80.43% 和 63.88%；定向工具发行规模

也有较大上升；但金融债和国际机构债发行规模缩量明显，且未发行短期融资券。

另外，随着中国持续鼓励绿色投资，2018 年成功发行多期绿色熊猫债券，其中公司债中的“G18 光水 1”、中期票据中的“18 恒隆地产 MTN001BC”债券均为绿色熊猫债券，主要用于中电新能源下属节能与清洁类项目的建设运营，均属绿色债券与熊猫债券的结合。另外，2018 年法国液化空气集团财务公司发行的“18 法国液化 PPN001”、“18 法国液化 PPN002”为中国银行间交易商协会首次接受境外发行人以担保结构在银行间市场发债，创新了熊猫债券的发行方式。

从熊猫债券发行规模来看，2018 年，熊猫债券的发行规模多分布在 10~30 亿元的区间内，占到总发行规模的 70% 以上。2018 年熊猫债券的平均发行规模为 16.48 亿元，较 2017 年同期（20.54 亿元）明显下降，主要原因是 2018 年融资成本依然处于相对高位，部分熊猫债发行人对计划发行规模进行了削减。

表 1 2017 年~2018 年不同债券类型熊猫债券发行情况

债券类型	2017 年			2018 年		
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	平均发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	平均发行规模 (亿元)
中期票据*	15	263.00	17.53	22	431.00	19.59
金融债	1	90.00	90.00	3	45.00	15.00
国际机构债	4	60.00	15.00	3	54.60	18.20
定向工具	6	190.00	31.67	15	216.00	14.40
公司债*	9	116.00	12.89	15	209.30	13.95
总计	35	719.00	20.54	58	955.90	16.48

注：\*表示中期票据和公司债中各包含 1 单绿色熊猫债券

资料来源：联合资信 gos 系统

#### （五）熊猫债券发行期限仍以中短期为主，但短期债券发行量大幅萎缩

从熊猫债券的发行期限来看，2018 年发行的熊猫债券仍以中短期为主，1~5 年期债券发行规模占比逾 70%，其中 3 年期债券发行规模占比较高，约占总体样本的 51.64%，同比上升 2.54 个百分点。而 2018 年 1 年期熊猫债券发行规模占比 9.94%，相比 2017 年（20.86%）显著回落。与此同时，选择特殊期限发行规模占比达 29.53%，较去年同期也有明显上行。

表 2 2017 年~2018 年不同债券期限熊猫债券发行情况

	发行期数 (期)	2017 年		发行期数 (期)	2018 年	
		发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)		发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)
1 年期	3	150.00	20.86	5	95.00	9.94
2 年期	1	30.00	4.17	3	42.00	4.39
3 年期	17	353.00	49.10	28	493.60	51.64



5 年期	5	70.00	9.74	2	43.00	4.50
特殊期限	9	116.00	16.13	22	282.30	29.53

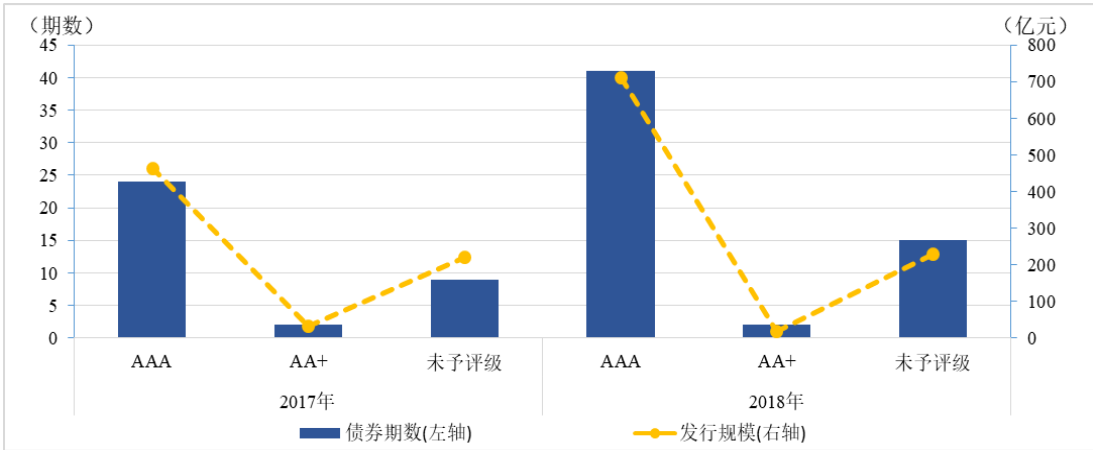
注：特殊期限主要为含选择回售权的债券。

资料来源：联合资信 gos 系统

（六）受国内信用风险偏好下降影响，熊猫债券信用等级进一步向 AAA 级集中

从熊猫债券的债项信用等级分布情况看，2018 年熊猫债券信用等级主要分布在 AAA 级~AA+级。其中，AAA 级熊猫债券发行 41 期共计 709.60 亿元，发行规模占发行总额的 74.23%，同比（64.67%）继续上升，熊猫债券信用等级进一步向 AAA 级集中，主要受国内债券违约事件多发、投资者信用风险偏好下降等因素的影响。此外，AA+级熊猫债券发行 2 期，发行规模占比（1.81%）较小且有所下行；未予评级的熊猫债券共计发行 15 期，发行规模占比 23.96%，主要为私募公司债和定向工具。

图 4 2017 年~2018 年熊猫债券债项信用等级分布情况



资料来源：联合资信 gos 系统

（七）熊猫债券发行利率下半年以来有所回落

2018 年度发行的熊猫债券仍主要采用固定利率和累进利率方式，其中有 40 期采用固定利率，占熊猫债券发行总规模的 72.04%，同比明显下滑；采用累进利率方式发行的熊猫债券占比较 2017 年同期上升了 11.83 个百分点，规模占比为 27.96%。

我们选取 2017 年~2018 年在银行间市场发行的样本数量较多的 3 年期 AAA 级共计 30 期熊猫债券样本进行比较，发现 2018 年虽然银行间市场 3 年期 AAA 级熊猫债券的平均发行利率为 5.10%，比 2017 年同期（4.71%）上升了 39 个 BP；但自下半年以来，随着流动性改善，货币政策转向边际宽松，熊猫债券融资成本出现了显著下行。2018 年下半年，银行间市场 3 年期 AAA 级熊猫债券的平均发行利率为 4.70%，同比和环比分别下降 74 个和 5 个 BP。

表 3 2017 年~2018 年 3 年期 AAA 级熊猫债券发行利率情况

2017 年上半年			2017 年下半年			2018 年上半年			2018 年下半年		
利率区间 (%)	发行期数	平均利率 (%)	利率区间 (%)	发行期数	平均利率 (%)	利率区间 (%)	发行期数	平均利率 (%)	利率区间 (%)	发行期数	平均利率 (%)
4.40~4.98	5	4.64	4.55~4.95	7	4.75	4.98~5.95	10	5.44	4.13~5.28	8	4.70

资料来源：联合资信 gos 系统

### 三、2019 年熊猫债券市场展望

#### （一）货币政策明确边际宽松方向，未来熊猫债发行成本有望下降，对熊猫债一级市场形成提振

2018 年底以来，货币政策“边际宽松”的方向更为明确。2018 年 12 月召开的中央经济工作会议以及 2018 年四季度央行货币政策会议对于货币政策的表述均由“保持中性”变为“松紧适度”，央行货币政策会同时删除了“管好货币供给总闸门”的表述。2019 年 1 月，为满足市场流动性及季节性需求，央行再次全面降准，此次降准及相关操作净释放约 8,000 亿元长期增量资金。可以预期，2019 年货币宽松程度会高于 2018 年，且政策信号将比 2018 年更为明确，预计 2019 年还将有多轮降准，且降息的可能性也在提高，市场利率中枢下移的可能性较大。

另一方面，美联储加息步伐持续，中美货币政策呈现分化，预计美元债券融资成本将进一步提升。对境外注册的中资企业而言，熊猫债券发行成本的比较优势及融资替代作用有望进一步凸显，对熊猫债一级市场形成提振效应。

#### （二）中国债市双向开放不断升级，熊猫债券发行新规逐步运行，将助力熊猫债券市场进一步发展

近年来，作为全球第三大债券市场，我国债市双向开放程度逐步升级。2019 年 4 月起，中国债券将被正式纳入首个国际主流债券指数：彭博将用 20 个月分步将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数。富时罗素也正就中国债券纳入世界国债指数的可能性向全球客户进行咨询，并将在 2019 年 9 月宣布是否正式将中国债券市场纳入世界国债指数。人民币债券被纳入更多的国际主流债券指数，有利于吸引境外投资者配置人民币资产，了解并参与中国熊猫债市场。

同时，随着银行间熊猫债券发行新规落地和逐步运行，以及银行间市场交易商协会和其他相关部门有望出台细则，熊猫债券发行的便利度和发行效率将明显提升，有利于境外发行人深度参与熊猫债券市场，对熊猫债券市场的发展注入信心。目前熊猫债券在我国银行间市场发行规模最大，16 号文的出台未来也将对熊猫债券发行产生示范效应，预计交易

所市场也将加快出台相关管理办法，有利于熊猫债券市场监管制度规范化和长期健康发展。

### **（三）“一带一路”朋友圈持续扩大，将为熊猫债券市场引入更多外国发行人，从而进一步优化发行人结构**

2018 年，中国“一带一路”朋友圈持续扩大，又有 60 多个国家和国际组织与中国签署“一带一路”合作文件，签署文件总数达到近 170 个。同时，中国主场外交贯穿全年，从年初的博鳌亚洲论坛年会到 6 月的上海合作组织峰会，再到 7 月中非合作论坛北京峰会和 11 月的中国国际进口博览会，对中国扩大对外交流合作提供了良好契机。2019 年中国将迎来第二届“一带一路”国际合作高峰论坛，共建“一带一路”即将迈入新阶段。2019 年，预计将有来自全球更多地区和国家的发行人有望来到中国债券市场发行“一带一路”债券，从而推动熊猫债券发行量的增长。这些潜在发行人的引入也有助于提高外国发行人占比，进一步优化熊猫债券的发行人结构。

### **（四）房企融资政策环境微妙回暖，地产行业熊猫债发行步伐或加快；绿色熊猫债券有望得到较快发展**

2018 年 12 月，国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》（“通知”），支持优质企业发行企业债融资，虽然房地产整体调控原则未变，通知强调企业债券仅支持棚改、保障性住房等，仍不支持商业地产项目，但本次通知再次明确了企业债券不会对发行主体有“标签化”歧视，对支持房地产企业融资环境仍有积极影响。2019 年以来，房地产企业密集发布融资计划，或将间接带动熊猫债券市场房企发债融资步伐；但由于整体行业销售承压，估计房企发债仍将向头部大型企业集中。

同时，2018 年 12 月美洲开发银行、气候债券倡议组织年内与中国人民银行联合发布绿色熊猫债指南，以及中国持续鼓励绿色投资，预计绿色熊猫债券有望得到较快发展。

综上所述，在经历了 2018 年的回暖之后，预计 2019 年随着政策利好释放、发行成本下降熊猫债券市场有望继续反弹。