

2016 年熊猫债券市场研究报告

2017 年 2 月 14 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

2016 年熊猫债券市场研究报告

作者：程泽宇 李为峰 余雷

摘要

随着监管部门对熊猫债券¹的支持力度进一步加大、国内融资成本下行以及人民币国际化程度的不断提高，2016 年我国债券市场上熊猫债券的发行量较上年增长明显。2016 年，我国共有 62 期²熊猫债券发行，发行规模共计 1274.40 亿元，发行期数、发行规模均较上年增幅较大。其中，交易所债券市场的熊猫债券发行优势较明显，交易所发熊猫债券占 2016 年熊猫债券发行总期数和发行总规模的比例均超过 60%。2016 年熊猫债券的发行主体仍以非金融企业为主，募集资金主要用于偿还借款和补充营运资金，另涉及多边机构、外国政府和金融机构；发行人所在地区覆盖亚洲、欧洲、美洲等地；熊猫债券信用等级分布集中在 AAA 级别，发行利率较上年有所下降。在熊猫债券发行政策不断完善、人民币国际化程度不断推进以及我国债券市场对外开放程度不断提高的情形下，预计 2017 年熊猫债券的发行仍将保持增长。但目前熊猫债券的发行人仍以中资背景企业为主，信用级别分布偏高，整体熊猫债券市场尚不成熟，未来仍有较大发展空间。

一、熊猫债券发行市场环境

（一）熊猫债券相关政策逐步放松，但仍待进一步完善

2005 年，央行等监管部门联合发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，宣告了熊猫债券的诞生。但对于熊猫债券发行主体资质要求、信用评级、募集资金使用等方面有较多的限制。为了促进熊猫债券市场的发展，2010 年央行等监管机构对该办法进行修订，扩大熊猫债券发行主体资质范围，引入双评级制度，放宽募集资金的使用范围。2015 年以来，监管部门对熊猫债

¹ 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。

² 熊猫债券的统计以债券起息日为准，以下同。

券市场愈发重视，进一步扩大了熊猫债券发行主体范围，简化发行流程，为熊猫债券提供了良好的发展空间。2016 年，央行明确如果熊猫债券发行人将熊猫债券募集资金用于其在中国境内的子公司，则不再受外债额度限制；并就熊猫债券会计准则与审计准则事宜与财政部进行了协调，在一定程度上降低了国际发行人在我国发行熊猫债券的障碍（详见表 1）。

整体看，我国的熊猫债券市场还处于起步阶段，对熊猫债券的监管政策正在逐步放开，但仍待进一步完善。

表 1 熊猫债券相关政策汇总

时间	法律法规	主要内容
2005 年 2 月	《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》	国际开发机构申请在中国境内发行人民币债券应具备三个条件：一是财务稳健、资信良好，经在中国境内注册，且具备人民币债券评级能力的评级公司评级，人民币债券信用级别要在 AA 级以上；二是已为中国境内项目或企业提供的贷款和股本资金在 10 亿美元以上；三是所募集的资金用于中国境内的建设项目提供中长期的资本贷款或者提供股本资金。
2010 年 9 月	《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（2010 年修订版）	国际开发机构申请在中国境内发行人民币债券应具备：一是经两家以上（含两家）评级公司评级，其中至少应有一家评级公司在中国境内注册且具备人民币债券评级能力，且人民币债券信用级别为 AA 级以上；二是已为中国境内项目或企业提供的贷款和股本资金在 10 亿美元以上，经国务院批准予以豁免的除外；三是所募集资金应优先用于向中国境内的建设项目提供中长期固定资产贷款或提供股本资金。
2013 年	《中国人民银行年报 2013》	将逐步放宽境外机构境内发行人民币债券的限制。
2013 年 5 月	《国务院批转发展改革委关于 2013 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》	推动符合条件的境外机构在境内发行人民币债券。
2014 年 9 月	《中国人民银行办公厅关于境外机构在境内发行人民币债务融资工具跨境人民币结算有关事宜的通知》	境内银行业金融机构可凭人民币债务融资工具《接受注册通知书》及发行公告，为境外非金融机构办理其通过人民币债务融资工具募集的资金汇出境外，或使用境外人民币还本付息等有关跨境人民币结算业务。
2015 年 1 月	《公司债券发行与交易管理办法》	境外注册公司在证监会监管的债券交易场所的债券发行、交易或转让，参照适用本办法。
2015 年 3 月	《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》	支持沿线国家政府和信用等级较高的企业和金融机构在中国境内发行人民币债券。
2015 年 6 月	《人民币国际化报告》	支持境外机构在境内发行人民币债券。
2015 年 10 月	《2015 年第三季度货币政策执行报告》	进一步推动境外机构在境内发行人民币债券。
2016 年 4 月	《人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》	全国实施全口径跨境融资宏观审慎管理的试点，企业的境外母公司在境内发行熊猫债并以放款形式用于境内子公司将不计入境外融资规模。

资料来源：联合资信整理

（二）国内融资成本下行，增强了熊猫债券对境外发行主体的吸引力

在我国经济进入“新常态”的背景下，政府持续实施积极的财政政策和稳健适度的货币政策，货币市场流动性相对宽松。央行自 2014 年起多次降息、降准，使债券市场融资成本持续下行并维持在较低水平，对境外发行主体也越来越有吸引力。同时，境内人民币资金融资成本逐步转变为在岸低于离岸，境内外息差明显收窄甚至反转，推动更多境外机构选择在中国市场发行熊猫债券。

（三）人民币国际化程度和债券市场对外开放程度不断提高均促进了熊猫债券市场的发展

随着人民币国际化的不断深入，人民币已成为国际上重要的储备货币，外国政府、多边机构和主权财富基金越来越倾向于持有人民币计价的资产，从长期看会吸引更多的境外发行人及投资者。另一方面，中国债券市场对外开放程度的不断提高也有利于更多境外主体进入中国债券市场。2015 年以来，央行分批次引入了更多符合条件的境外机构投资者³，截至 2016 年底，已有 407 家境外机构获准进入银行间债券市场，较上年增加 99 家，债券市场国际化发展的步伐进一步加快；同时，央行等监管机构也逐步放开了合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）在银行间债券市场投资额度、投资品种、资产配置比例等方面的限制，并对 RQFII 的额度管理由过去的审批制放宽为备案制、审批制相结合，这对于我国资本市场引入长期投资者、构建人民币回流机制具有重要意义。债券市场的开放极大地提高了境外主体在我国债券市场的参与度，有利于促进熊猫债券市场的发展。

³ 包括境外央行、国际金融组织、主权财富基金、商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等。

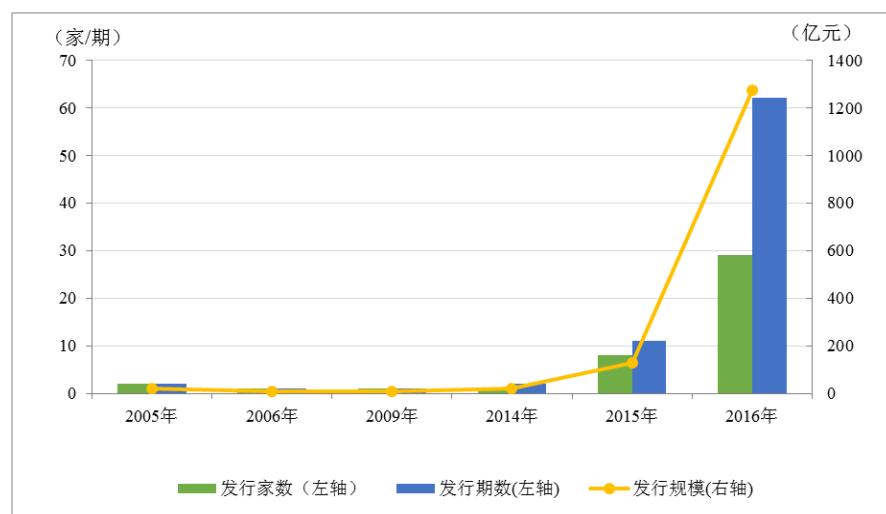
（四）点心债走势低迷，为熊猫债券发展提供良机

香港点心债⁴市场与熊猫债券市场存在一定的竞争关系。2015 年以来香港地区资金成本持续上升，离岸人民币利率差缩窄甚至出现倒挂。在此背景下，一些在港上市的红筹企业⁵，尤其在境内有较大业务比重的房地产企业，更倾向于在境内融资。另一方面，离岸市场的人民币储蓄较为有限，中国境内市场却有大量的人民币储蓄，这使得那些有较大规模融资需求的境外发行人更倾向于发行熊猫债券。

二、熊猫债券发行市场分析

（一）2016 年熊猫债券发行量增长明显，交易所市场表现突出

图 1 2005 年~2016 年我国熊猫债券发行情况



资料来源：联合资信 gos 系统

我国熊猫债券市场发展已超过 10 年时间，但发展比较缓慢，直到近两年才实现快速发展。2016 年度（本年度），我国债券市场共有 29 家主体累计发行熊猫债券 62 期，发行总额为 1274.40 亿元，发行家数、发行期数和发行总额

⁴ 指在香港发行的人民币计价债券。

⁵ 指主要运营资产和业务在中国境内、但以注册在境外法域的离岸公司名义在境外交易所挂牌交易的上市公司。

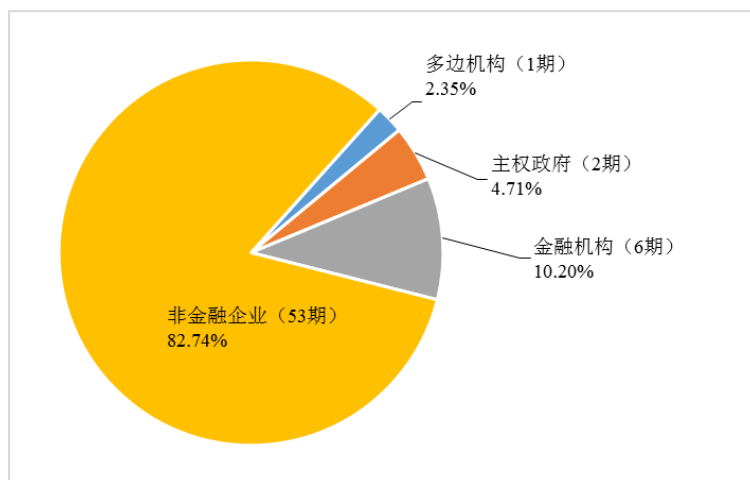
同比增幅均在 260%以上。2016 年熊猫债券发行量增幅较大主要受监管政策进一步放松、国内融资成本保持低位及人民币国际化进程加快等因素的影响。

从熊猫债券发行市场来看，本年度我国银行间债券市场共发行熊猫债券 20 期，发行总额为 476.00 亿元；交易所债券市场共发行熊猫债券 42 期，发行总额为 798.40 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例均超 60%。交易所市场发行熊猫债券占比较高主要有三个原因：一是《公司债券发行和交易管理办法》的出台，拓宽了境外非金融机构发行熊猫债券的制度基础；二是在交易所市场发行的熊猫债券以私募居多，发行人和投资者可按双方达成的便利条件发行债券，发行程序上较为简便；三是按照《中国人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》，大量境外注册的房地产企业可以在中国境内发行熊猫债券并用于境内子公司，且不计入境外融资规模，同时 2016 年国内房地产市场表现较好，这类房企资金需求加大，导致其在交易所市场发行的熊猫债券大幅增长。

（二）熊猫债券发行主体类型日渐多元，仍以非金融企业为主

从熊猫债券发行主体类型来看，本年度熊猫债券的发行主体类型扩展至多边机构、主权政府、金融企业和非金融企业，其中非金融企业的发行期数和规模占比均超过 80%。

图 2 2016 年我国熊猫债券主体类型分布（按规模）



资料来源：联合资信 gos 系统

熊猫债券发行人按募集资金用途大致可分为两大类：一是以资金纳入发行人预算、基础设施项目建设为目的的多边机构和主权政府；二是以拓展中国境内业务、偿还债务和补充营运资金为目的的金融机构和非金融企业。

（三）熊猫债券发行主体以中资背景企业为主

从熊猫债券发行主体行业分布来看，本年度熊猫债券发行人多集中于房地产行业，主要为在中国境内从事房地产开发业务的境外企业或境内企业的海外子公司，其发行期数占总发行期数的比例超过了 40%；另涉及金融、交通基础设施、建材等行业。

从熊猫债券发行主体地区分布来看，发行人注册地多集中在开曼群岛、香港以及百慕大地区，多为中资背景的企业；其他地区受会计准则和审计准则不能互认的影响，企业发行熊猫债券程序较繁琐，发行人以政府为主。

表 2 2016 年熊猫债券发行主体地区分布情况

国家和地区	发行期数（期）	占比（%）	发行规模（亿元）	占比（%）
开曼群岛	33	53.23	691.40	54.25
香港	13	20.97	260.00	20.40
百慕大	8	12.90	88.00	6.91
德国	3	4.84	100.00	7.85
加拿大	2	3.23	65.00	5.10
法国	1	1.61	10.00	0.78
波兰	1	1.61	30.00	2.35
国际多边组织	1	1.61	30.00	2.35

资料来源：联合资信 gos 系统

（四）熊猫债券类型多元，发行期限和规模较集中

从已发行熊猫债券的债券类型看，本年度发行的熊猫债券覆盖了短期融资券、中期票据、定向工具、金融债、国际机构债、公司债等各种类型。其中，除金融债发行量有所下降外，其他各类型熊猫债券的发行量均有所增长，其中公司债券增长最为明显。

从熊猫债券的发行期限⁶来看，本年度发行的熊猫债券涵盖了 1 年至 5 年的各种期限，其中 3 年期的占比较高，约占总体样本的 43.55%。

从熊猫债券发行规模来看，本年度熊猫债券的发行规模以 1~10 亿元范围为主（20 期），约占总发行期数的三分之一。

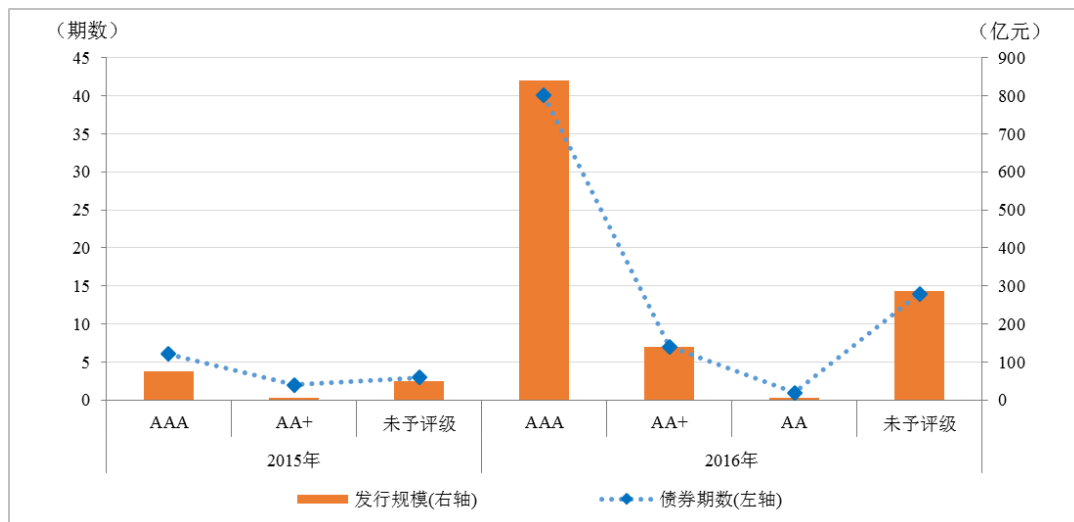
表 3 2015 年~2016 年不同债券类型熊猫债券发行情况

债券类型	2015 年		2016 年	
	发行期数（期）	发行规模（亿元）	发行期数（期）	发行规模（亿元）
短期融资券	1	5.00	4	46.00
中期票据	-	-	7	180.00
金融债	3	30.00	1	15.00
国际机构债	1	30.00	4	125.00
定向工具	3	50.00	4	110.00
公司债	3	15.00	42	798.40
总计	11	130.00	62	1274.40

资料来源：联合资信 gos 系统

（五）AAA 级熊猫债券占比较高

图 3 2015~2016 年熊猫债券债项信用等级分布情况



注：短期融资券、超短期融资券均采用发行人主体级别进行统计，以下同。

资料来源：联合资信 gos 系统

⁶ 对含有选择权的债券的期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“3+2”、“3+3”，则期限为 3 年。其中，样本中剔除可续期债券。以下同。

从熊猫债券的债项信用等级分布情况看，本年度熊猫债券级别主要分布在 AAA 级~AA 级之间。其中，AAA 级熊猫债券发行 40 期共计 841 亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行总额的 64.52% 和 65.99%，占比均较上年（分别为 54.55% 和 57.69%）有所上升；14 期未予评级的债券以私募公司债和定向工具为主，以及 1 期豁免评级的外国政府债券。

（六）熊猫债券发行利率较上年小幅下降

本年度发行的熊猫债券主要采用固定利率和累进利率方式，其中有 38 期采用累进利率，占熊猫债券总发行期数的 61.29%。

选取近两年在银行间或交易所市场发行的样本数量较多的 3 年期 AAA 级和 AA+ 级共计 26 期熊猫债券样本，发现本年度发行的熊猫债券发行成本均较上年有所下降。以 3 年期 AAA 级熊猫债券为例，银行间 3 年期 AAA 级熊猫债券的平均发行利率下降了 9 个 BP，交易所市场 3 年期 AAA 级熊猫债券的平均发行利率下降了 123 个 BP。

表 4 2015 年~2016 年 3 年期 AAA 级和 AA+ 级熊猫债券发行利率情况

债项级别	发行市场	2015 年			2016 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 (%)
AAA	银行间	3.00~3.50	4	3.38	3.05~3.60	8	3.29
	交易所	4.99	1	4.99	2.85~4.95	11	3.76
AA+	银行间	-	-	-	-	-	-
	交易所	7.30	1	7.30	4.60	1	4.60

资料来源：联合资信 gos 系统

三、2017 年熊猫债券市场展望

（一）“一带一路”战略为熊猫债券市场发展带来契机

随着我国与“一带一路”沿线国家（以下简称“沿线国家”）的政治经济金融合作不断加深，以及监管层对沿线国家发行人发行熊猫债券的鼓励和支持，这将有利于吸引更多的外国政府或企业发行熊猫债券。2016 年中国以工程承包为

先导结合金融服务做支持，加强与沿线国家货币互换、金融贸易合作，有利于中国企业“走出去”和境外企业“引进来”。虽然沿线国家在中国发行熊猫债券数量仍较少，但“一带一路”战略的不断深入为熊猫债券市场发展带来契机。

（二）人民币国际化程度的提高和资产多元化配置需求的增长，也将有助于我国熊猫债券市场的进一步发展

随着人民币正式加入 SDR 货币篮子，境外投资者对人民币债券的配置需求有望进一步提高，较为宽松的资金面也为熊猫债券的发行创造了有利条件，预计未来会有更多外国政府、企业和国际机构把人民币作为重要的投资和储备货币。对境内投资者而言，投资熊猫债券有助于投资者资产配置的多元化，可以在无需承担汇率风险的情况下投资海外发行人，这在一定程度上也有助于熊猫债券发行量的增长。

（三）熊猫债券市场的发展需伴随着债券市场的对外开放

近年来，我国债券市场在发行端、投资端以及政策方面的对外开放均取得一定进展，但仍存在境外人民币资产规模有限、发行成本相对较高、汇率稳定性有待提升、相关配套基础设施及政策有待完善等一系列问题，这在一定程度上阻碍了债券市场的开放进程以及熊猫债券市场的发展。随着这些问题的逐步解决以及人民币国际化、自贸区金融对外开放等国家战略的实施，我国债券市场未来开放空间仍然很大，熊猫债券市场也具有较大的增长潜力。

（四）熊猫债券市场发展尚不够成熟，未来发展任重道远

目前我国的熊猫债券发行人中，中资企业占比较高，海外发行人数量较少，且以高级别发行人为主，整个熊猫债券市场尚处初步发展阶段，在基础设施及制度建设方面仍需完善。我们建议监管层进一步拓宽主体准入资格，尽快完善相关发行制度框架，同时降低交易方式的限制、完善人民币回流机制以及加速放开境外投资者投资境内人民币债券市场的约束，从而有效激活我国熊猫债券的市场供给和需求，提高熊猫债券市场的活跃度。

综上所述，联合资信预计，在“一带一路”战略不断深入，熊猫债券相关监管政策的不断完善，以及人民币国际化的推动下，2017 年熊猫债券发行量将保持增长。