

2019 年熊猫债券市场回顾与 2020 年展望



2020 年 1 月 18 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

2019 年熊猫债券市场回顾与 2020 年展望

联合资信评估有限公司 主权部

摘要

2019 年，熊猫债券相关监管规定趋于完善，但人民币融资需求较大的境外低资质主体仍面临监管审批门槛；房地产行业金融监管保持收紧态势，房企宏观融资环境受限加强的趋势进一步显性化。同时，人民币汇率波动加剧，削弱了部分发行人的发行意愿，中美国债利差走扩，境外债券相对于境内融资成本的比较优势形成了融资替代效应，在一定程度上挤压了熊猫债券发行市场空间，拖累熊猫债券市场发行量显著收缩。

2019 年，中国债券市场共有 22 家主体发行 40 期¹熊猫债券，发行规模共计 598.40 亿元，较上年发行量显著收缩；熊猫债券发行主体类型保持多样，但红筹房地产企业全年缺席发行，拖累非金融企业发行量大幅下滑；中资背景企业发行人不再主导发行，来自“一带一路”沿线地区、欧洲地区的纯境外发行人熊猫债券发行量明显增加。熊猫债券平均发行规模有所下降，发行期限以 3 年期为主，新增了 1 年期以下及 10 年期期限债券，期限结构更为多元；熊猫债券信用等级进一步向 AAA 级集中，发行利率随在岸利率债及高等级信用债发行利率的下行而继续显著回落。

展望 2020 年，中国债市双向开放不断升级、“一带一路”倡议持续推进将推动发行人结构的进一步多元化，房地产行业在未来一段时期内预计仍将面临较为严格的调控政策，难再主导熊猫债券发行；2020 年中国国债收益率将呈现整体下行趋势，熊猫债发行利率有望继续小幅下降，到期高峰带来的再融资需求也可能在一定程度上推升发行量；同时，2020 年人民币汇率企稳因素增多，也将为熊猫债券市场发展创造良好环境。总体而言，预计 2020 年熊猫债券市场发行量将有所反弹。

¹ 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

熊猫债券相关监管规定趋于完善，但人民币融资需求较大的境外低资质主体目前仍面临监管审批门槛

继 2018 年 9 月熊猫债券新规落地后，2019 年 2 月，熊猫债券发行指引细则落地，作为《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》的配套细则，交易商协会发布的《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》在熊猫债券发行的信息披露、募集资金使用、中介机构等方面明确了核心制度安排，熊猫债券相关的监管规定继续趋于完善。

但另一方面，在 2019 年中国在岸债市信用风险持续暴露、违约集中爆发的现象并未得到实质性改善的背景下，监管层在熊猫债券审批过程中秉持审慎态度，更为倾向于鼓励主权政府、多边机构及官方背景的外国大型金融机构等战略型高资质发行主体的进入。从 2019 年的发行状况来看，纯境外发行主体，包括菲律宾政府、葡萄牙政府、新开发银行、意大利存贷款公司、法国农业信贷银行等发行人共发行熊猫债券规模达近 400 亿元，占全年发行规模的比重逾 58%，同比（34%）大幅上升。对于人民币融资需求较大的境外低资质主体而言，目前仍面临监管审批门槛，令 2019 年以来中国熊猫债券市场发行总量退潮明显。

房地产行业金融监管保持收紧态势，地产企业宏观融资环境受限加强的趋势进一步显性化

2019 年，红筹房地产企业全年完全缺席发行，也是导致熊猫债券市场整体发行规模大幅收缩的原因之一。2018 年 7 月，监管层已经限制在香港上市的内地房企在境内发行熊猫债，此后港股内房企申请发熊猫债均未获批，部分房企已放弃在境内发行熊猫债。同时，监管层通过窗口指导进一步收紧房企融资，禁止公司债与票据互还。

2019 年以来，国家层面对房地产行业金融风险防范继续给予高度关注，监管层不断强化对地产企业的融资限制，房地产行业的融资大环境并未发生转变。年初以来，银保监会和央行等监管机构先后提出要加强房地产金融审慎管理、严查房地产违规融资等行为，密集发声强调防范房地产金融风险的重要性。5 月之后，融资收紧政策密集出台。5 月银保监会出台 23 号文，全面整治银行及非银房地产融资；6 月，银保监会主席郭树清陆家嘴论坛上批评房地产过度融资。随后，信托、海外债、银行贷款、保险等渠道也全面收紧。在此背景下，作为过去几年熊猫债主要发行人的红筹房地产企业融资受限现象更为显性化。

人民币汇率面临的不确定性增强，削弱了部分发行人的发行意愿

2019 年，受中美贸易摩擦走势等事件驱动，人民币对美元汇率继续呈现贬值趋势，全年贬值 1.65%，但相比前一年的贬值幅度大大减少。另一方面，人民币汇率双向波动特征

有所增强。从拐点来看，全年多次出现升贬明显转折，最高值和最低值间的差距超 5,200 个基点。尤其是在 8 月份，在岸、离岸人民币对美元即期汇率双双“破 7”并创下 2008 年以来最低值，离岸人民币在“破 7”后的几天内发生了单日涨超 1,200 个基点的情况，重返 6.9 区间。

在人民币汇率阶段性波动明显加大及中美经贸磋商出现多轮反复的背景下，部分熊猫债券发行人认为 2019 年并非较好的发行窗口，推迟或取消了熊猫债券的发行，在一定程度上导致了一级市场的发行缩量。

中美国债利差走扩，境外债券相对于境内融资成本的比较优势在一定程度上挤压了熊猫债券发行市场空间

2019 年以来，中美利差呈现走扩趋势，对熊猫债券发行带来了一定的负面影响。具体来看，2019 年，世界经济下行压力加大，各国货币宽松预期进一步增强，在 2018 年连续四次加息后，美联储自 2019 年初即开始频频释放“鸽派”信号，之后分别于 7 月、9 月和 10 月进行了三次降息，并于 10 月重启扩表，推动美国各期限国债收益率年内震荡下行。从国内来看，在宏观经济下行压力加大、中美贸易磋商存在不确定性的背景下，央行货币政策呈现边际宽松趋势，综合运用多种货币政工具调节流动性，推动中国国债收益率有所下行，但下行幅度明显不及美国国债，使得中美各期限国债到期收益利差全年呈走扩之势。境外债券相对于境内融资成本的优势形成了融资替代效应，在一定程度上挤压了熊猫债券的市场空间。

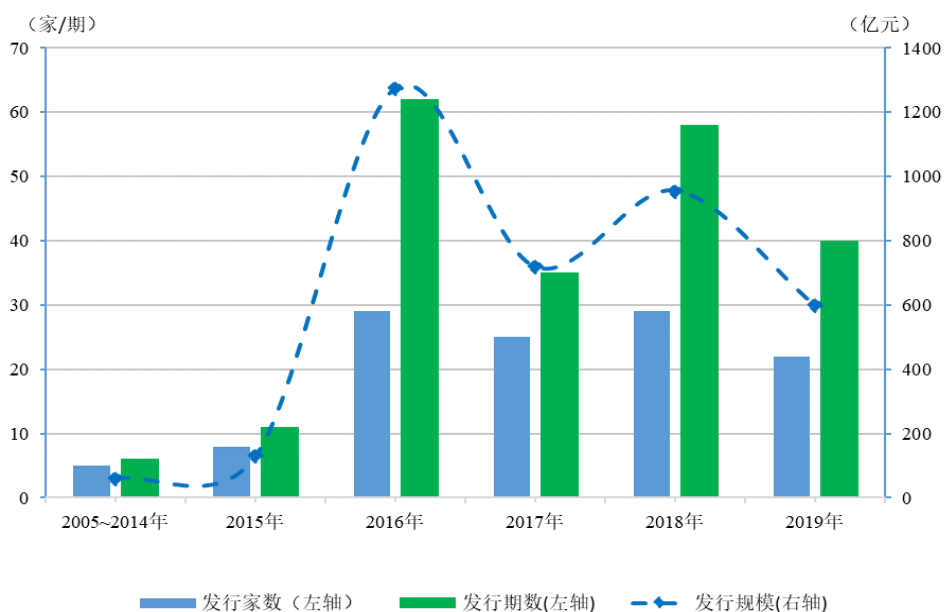
二、 熊猫债券发行市场分析

经历了 2018 年的小阳春，2019 年熊猫债券发行降温明显，银行间市场的发行集中度继续上行

经历了 2018 年短暂的发行“小阳春”，熊猫债券市场在 2019 年降温明显。2019 年度，中国境内债券市场共有 22 家主体累计发行熊猫债券 40 期，较 2018 年分别减少 7 家和 18 期，发行总额共计 598.40 亿元，较上年下降 37.40%，一级市场发行量显著收缩，已降至 2015 年以来的新低点。

从熊猫债券发行市场来看，2019 年银行间债券市场共发行熊猫债券 35 期，发行总额为 528.40 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例分别达到 87.50% 和 88.30%，较上年均继续上升，银行间市场发行集中度进一步提升；而交易所债券市场年内共发行熊猫债券 5 期，发行总额为 70.00 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例分别仅为 12.50% 和 11.70%。

图 1 2005 年~2019 年熊猫债券发行趋势

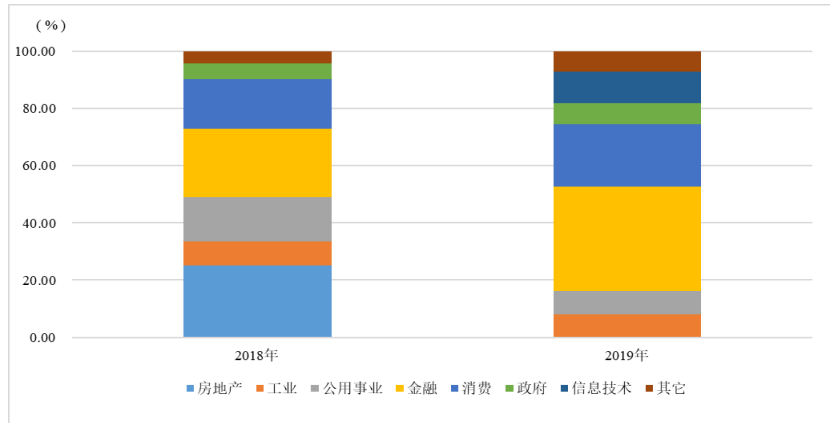


资料来源：Wind, 联合资信整理

红筹房地产企业全年缺席发行，拖累非金融企业发行量大幅下滑

从熊猫债券发行主体类型来看，2019 年熊猫债券的发行主体类型涵盖了政府机构、金融机构和非金融企业三类。具体来看，政府机构发行规模占比为 7.52%，较 2018 年继续上升。金融机构发行规模占比为 36.43%，同比上升 12.58 个百分点。虽然非金融企业发行规模占比仍然过半（56.05%），是熊猫债券的主要发行主体，但已较 2018 年（70.44%）大幅下降，主要是受红筹房地产企业发行退潮，全年缺席发行所拖累；公共事业行业发行规模占比为 8.36%，同比下降 7.34 个百分点；消费行业发行规模占比（21.72%）同比上升 4.46 个百分点。此外，2019 年主要发行人行业中新增加了信息技术行业，发行规模占比达到 10.86%。

图 2 2018 年~2019 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，金融行业包括银行及非银金融机构；消费行业指合并“可选消费”与“日常消费”。

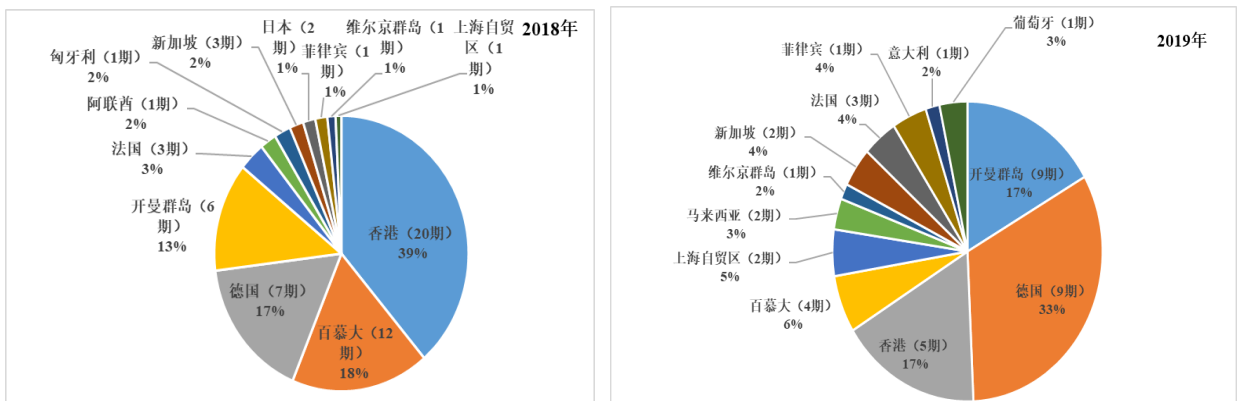
资料来源：Wind，联合资信整理

纯境外发行人熊猫债券发行占比持续上升，中资背景企业发行人发行占比降幅明显

2019 年，熊猫债券发行主体结构发生了明显改变。与 2018 年及此前熊猫债券发行主体以海外注册的中资背景企业为主的情况相比，2019 年，中资背景企业发行主体（注册地多集中于香港、百慕大、开曼群岛及英属维尔京群岛等地区）所发行的熊猫债券规模仅占总发行规模的 41.44%，较 2018 年（69.81%）降幅明显。纯境外发行主体占比持续上升，从地区看，不仅新增了马来西亚等“一带一路”沿线国家的发行人，且来自葡萄牙、意大利、法国等欧元区的发行人也在持续涌入。

2019 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。其中，募集资金用于“一带一路”项目建设的熊猫债券包括马来西亚银行有限公司发行的“19 马来西亚银行债 01B”、“19 马来西亚银行债 01A”、菲律宾共和国发行的“19 菲律宾人民币债 01BC”、中信泰富有限公司发行的“19 泰富 01”等。

图 3 2018 年~2019 年熊猫债券发行主体地区分布（按规模）



资料来源：Wind，联合资信整理

熊猫债券类型再现创新，平均发行规模继续下行

从债券类型看，2019 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、公司债等多个券种，并出现了首单“熊猫可交换债券”。与 2018 年熊猫债券类型相比，2019 年公司债及中期票据缩量明显，发行规模同比分别显著下滑 73.72% 和 82.60%，国际机构债发行规模则同比大幅上升 147.25%，定向工具发行规模同比基本持平。此外，2019 年短期融资券扭转了上年无发行的局面，发行规模达到 103.00 亿元；新增可交换债券为香港蓝思在交易所市场发行的“19 蓝思 EB”，发行总额为 15 亿元；而金融债则全年未发行。

从熊猫债券发行规模来看，2019 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 85% 以上，这一比例较上年进一步提高。2019 年熊猫债券的平均发行规模为 14.96 亿元，较 2018 年同期（16.48 亿元）有所下降，且近年来呈现持续下滑的趋势。

表 1 2018 年~2019 年不同债券类型熊猫债券发行情况

债券类型	2018 年			2019 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)
短期融资券	0	0	0	8	103.00	12.88
中期票据	22	431.00	19.59	6	75.00	12.50
金融债	3	45.00	15.00	0	0.00	0.00
国际机构债	3	54.60	18.20	9	135.00	15.00
定向工具	15	216.00	14.40	12	215.40	17.95
公司债	15	209.30	13.95	4	55.00	13.75
可交换债	0	0.00	0.00	1	15.00	15.00
总计	58	955.90	16.48	40	598.40	14.96

资料来源：Wind，联合资信整理

中短期熊猫债券发行规模占比显著上升，新增超短期及超长期熊猫债券，期限分布更为多元

从熊猫债券的发行期限来看，2019 年发行的熊猫债券仍以中短期限为主，0~3 年期债券发行规模占比逾 85%，较上年（66%）明显上升，其中 3 年期债券发行规模占比较高，约占总体样本的 51.87%，1 年期发行规模占比 10.03%，同比均略有上升，同时，2019 年新增 8 期期限不足 1 年的短期融资券，发行规模占比为 17.21%，新增 1 期 10 年期长期债券，发行规模占比为 1.67%。与此同时，选择特殊期限发行规模占比为 9.19%，同比明

显回落。

表 2 2018 年~2019 年不同债券期限熊猫债券发行情况

	2018 年			2019 年		
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)
1 年期以下	-	-	-	8	103	17.21
1 年期	5	95.00	9.94	5	60	10.03
2 年期	3	42.00	4.39	3	50	8.36
3 年期	28	493.60	51.64	18	310.4	51.87
5 年期	2	43.00	4.50	1	10	1.67
10 年期	-	-	-	1	10	1.67
特殊期限	20	282.30	29.53	4	55	9.19

注：特殊期限主要为含选择回售权的债券。

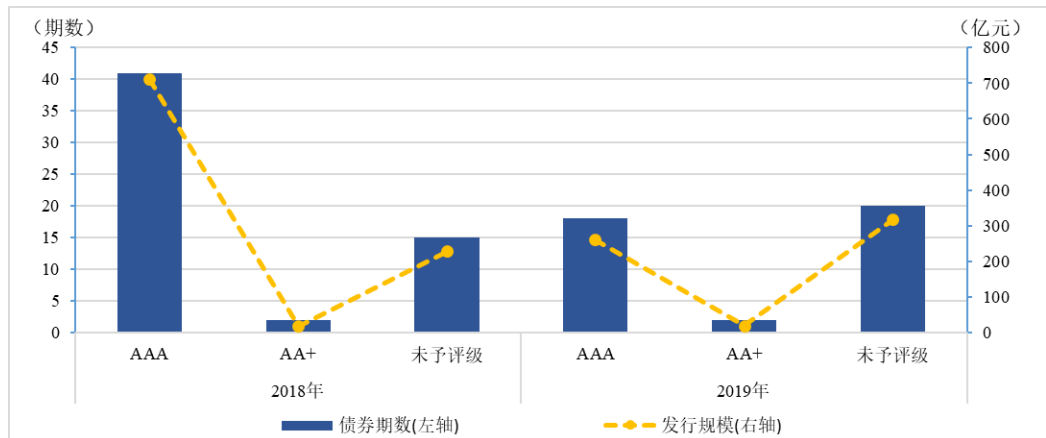
资料来源：Wind，联合资信整理

熊猫债券信用资质进一步向 AAA 级集中

从熊猫债券的债项信用等级分布情况看，2019 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%）显著上升，熊猫债券信用等级进一步向 AAA 级集中，一方面是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，另一方面也体现出监管部门倾向于鼓励优质及高资质发行主体进入市场，以在熊猫债券市场发展起到示范作用。

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 2018 年~2019 年熊猫债券债项信用等级分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理

熊猫债券发行利率随境内利率中枢下移继续回落

2019 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 36 期采用固定利率，占熊猫债券发行总规模的 90% 以上，同比明显上升；采用累进利率方式发行的熊猫债券规模占比较 2018 年同期下降了逾 18 个百分点至 9.19%。

2019 年以来，国内宏观经济下行压力加大、中美贸易磋商存在不确定性的背景下货币政策的边际宽松趋势，国内资金面整体处于充裕状态，中国在岸市场利率债及高等级信用债的发行利率中枢均有所下移，在此背景下，熊猫债券发行成本也同比呈现出显著下行。我们选取 2018 年~2019 年在银行间市场发行的样本数量较多的 3 年期 AAA 级共计 11 期熊猫债券样本进行比较，发现 2018 年银行间市场 3 年期 AAA 级熊猫债券的平均发行利率为 3.64%，较 2018 年同期（5.10%）下降 146 个 BP。

表 3 2018 年~2019 年银行间市场 3 年期 AAA 级熊猫债券发行利率情况

2018 年			2019 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 (%)
4.13~5.95	18	5.1	3.00~4.50	11	3.64

资料来源：Wind, 联合资信整理

三、2020 年熊猫债券市场展望

中国债市双向开放不断升级、“一带一路”倡议持续推进将推动发行人结构的进一步多元化，传统发行大户难再主导熊猫债券发行

2019 年以来，中国债市双向开放继续升级、“一带一路”倡议持续推进对熊猫债市场的促进作用继续显现，纯境外发行主体的占比大幅提升。2019 年第二届“一带一路”国际期间，中国已与 131 个国家和 30 个国际组织签署了 187 份共建“一带一路”合作文件。奥地利国库署与中资银行签署了熊猫债发行备忘录，此外，巴基斯坦、土耳其、格鲁吉亚等国也在积极筹备熊猫债券的发行，2020 年发行熊猫债券的可能性较大。熊猫债券已日益成为“一带一路”倡议之下资金融通的重要体现，预计 2020 年熊猫债券市场将吸引来自更多国家和地区的发行人，丰富发行主体结构，令纯外资“真熊猫债”发行比例进一步增加。

另一方面，2019 年底召开的中央经济工作会议重申了“房住不炒”的基调，预计房地产行业在未来一段时期内预计仍将面临较为严格的调控政策，境内、外融资渠道均较为受限，房地产销售及投资预计也将继续降温。2020 年，在房企融资大环境难以发生转变的基调下，预计地产企业难再主导熊猫债券发行。

熊猫债券发行利率有望继续小幅下行，再融资需求也将在一定程度上推升发行量

从国内来看，2020 年中国经济下行压力依然较大，央行货币政策逆周期调节力度有望

持续加大，继 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点后，未来一段时期内央行仍有可能再次实施全面降准或定向降准，MLF 利率也有望进一步下调，再加上近期由猪肉价格大幅上升引发的通胀压力有望逐步减弱，预计 2020 年中国国债收益率将呈现整体下行趋势，熊猫债发行利率有望继续小幅下行，将在一定程度上对熊猫债券的发行形成利好。

同时，未来两年将是熊猫债券到期小高峰，2020、2021 年到期规模将分别达到 714.7 亿元和 886.30 亿元，部分企业存在较大的潜在续发需求，也可能在一定程度上推升发行量。

人民币汇率面临的不确定性有所降低，将为熊猫债券市场发展创造良好环境

2020 年，人民币汇率企稳因素增多，不确定性有望下降。2018 年以来人民币汇率贬值及大幅波动主要是由中美贸易摩擦等消息面事件所驱动，中美第一阶段经贸协议达成后，中美贸易摩擦升级势头暂时得到缓解，人民币汇率面临的不确定性有所降低。其汇率条款强调了汇率定价的透明度问题，也有利于增强人民币资产对国际投资者的吸引力，为熊猫债券市场发展创造良好环境。

综上所述，在经历了 2019 年的发行退潮之后，预计 2020 年熊猫债券市场发行量有望有所反弹。