

2020 年上半年熊猫债券市场回顾与下半年展望

——发行量增长明显，下半年预期乐观



2020 年 7 月 30 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

2020 年上半年熊猫债券市场回顾与下半年展望

——发行量增长明显，下半年预期乐观

联合资信评估有限公司 主权部

摘要

2020 年上半年，在新冠疫情严重冲击实体经济的背景下，中国央行采取多种方式向市场投放合理充裕流动性，降低实际融资成本，推动了熊猫债券发行量的增长，但国际市场低廉的融资成本使得部分外资主体发行熊猫债的意愿有所减弱；中国在此次抗疫中表现出色且监管机构在上半年出台多项措施推进中国债券市场制度完善化改革，并承诺将加大债券市场对外开放程度，鼓励熊猫债券扩大发行规模；值此特殊时期，疫情防控成为熊猫债券发行新主题，熊猫债券发行市场上半年活跃度显著上升。

2020 年上半年，中国债券市场共发行 28 期¹熊猫债券，发行规模共计人民币 406 亿元，一级市场发行量同比大幅增长，银行间债券市场发行集中度有所上升；熊猫债券发行主体类型更加丰富，小米集团发行了首笔科技互联网行业熊猫债券，金融行业发债规模最大，房地产行业已连续一年半缺席发行；熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，但外国发行人亦有所增加，其中国际机构所募资金俱用于新冠疫情防控及相关公共卫生领域支出；熊猫债券平均发行规模有所增长，尤其是国际机构债；同时超短期融资债券发行规模亦有明显增长；上半年已发行熊猫债券的信用等级依旧集中在 AAA 级，发行利率较 2019 年小幅回落。

展望 2020 年下半年，境内融资成本仍有进一步下行空间，境外融资成本优势相对减弱将有利于增强熊猫债券的吸引力，更加开放的债券交易市场及政策环境亦有助于推动熊猫债券市场进一步发展；但中美关系走向不确定性可能会加剧汇率波动，给熊猫债券市场带来一定负面影响。

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

在新冠疫情严重冲击实体经济的背景下，中国央行采取多种方式向市场投放合理充裕流动性，降低实际融资成本，推动了熊猫债券发行量的增长，但国际市场低廉的融资成本使得部分外资主体发行熊猫债的意愿有所减弱

新年伊始，一场突发的新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）自亚洲暴发以后迅速蔓延至全球，给世界各地经济带来了远超预期的沉重打击，且至今仍未得到有效控制。由于此次疫情具有高度的易感性且至今尚未研发出有效疫苗及药剂，为阻断其大面积传播，以中国为首的世界各国先后实施至少一月以上的“停工停产”、“社交隔离”等禁令，此举虽然显著降低了各国新冠疫情的新增确诊人数，但同时亦拖累了各国经济增长，全球大部分国家相继陷入衰退。为应对此次疫情冲击，各国央行相继降息并向市场注入大量流动性，以期维稳经济运行。

在实体经济受损严重、企业经营面临困难的情况下，中国央行采取了更加稳健和灵活适度的货币政策，2020 年上半年累计 3 次降低存款准备金率，共计释放 1.75 万亿元资金，同时推出普惠小微企业贷款、抗疫专项贷款等政策，支持实体经济发展。得益于这些措施，上半年国内融资成本出现明显下降，1 年期、5 年期和 10 年期中国国债收益率下降幅度分别达到 24 个、36 个和 36 个 BP。在此背景下，熊猫债券发行成本也显著降低，推动了熊猫债券发行量的增长。

另一方面，在美联储两次紧急降息的带动下，全球各大央行掀起了“降息潮”，境外融资成本下降幅度明显大于中国境内，使得部分外资主体发行熊猫债的意愿有所减弱。

国内监管机构将持续加大债券市场对外开放程度，鼓励熊猫债券市场发展

2020 年上半年，国内监管部门采取了诸多措施鼓励熊猫债券市场发展。

3 月 11 日，中国人民银行、中国证监会在就债券市场支持实体经济发展相关问题的记者会上提到，人民银行及证监会将继续优化和完善债券市场对外开放制度、简化境外机构入市流程、整合入市渠道，为国际投资者提供更加友好、便利的投资环境，扩大熊猫债券发行规模。

5 月 7 日，中国人民银行、国家外管局联合发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，将进一步简化境外机构投资者境内证券期货投资资金的管理要求，进一步为境外投资者参与我国金融市场提供了便利，在一定程度上对熊猫债券市场形成了助力。

疫情防控成为熊猫债券发行新主题，发行市场活跃度显著上升

受新冠疫情影响，2020 年上半年中国实体经济受损严重。企业经营承压，运营资本需求加大，为保障疫情期间必要设备生产、维稳实体经济发展、满足因抗击疫情而增加的资金需求，中国人民银行 2 月发布了《中国人民银行金融市场司关于疫情防控期间金融机构发行债券有关事宜的通知》指导有融资需求的企业在新冠疫情期间简化流程、高效发债。

自 2 月份开始，以恒安国际为首，中国燃气、小米集团、亚投行等多家机构相继发行多期以疫情防控、民生保障为主题的低利率熊猫债券，并将募集资金部分或全部应用于中国境内新冠疫情防控及相关公共卫生领域，推动了熊猫债券发行量的上升。

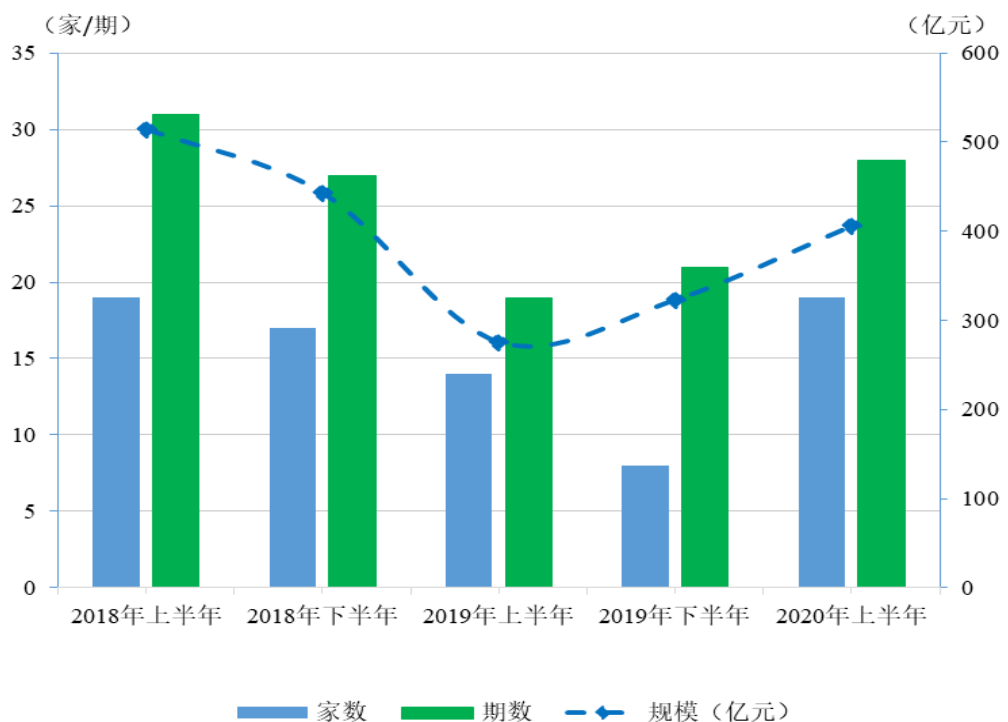
二、 熊猫债券发行市场分析

2020 年上半年熊猫债券发行显著增加，且进一步集中在银行间债券市场发行

受新冠疫情影响，大量中资企业及国际机构选择增发熊猫债券以补充流动资金、偿还债务利息及抗击疫情，2020 年上半年熊猫债券发行量较上年同期显著增加。2020 年上半年，中国债券市场共有 19 家主体累计发行熊猫债券 28 期，发行总额达人民币 406 亿元，发行家数、发行期数和发行总额同比分别增加 35.71%、47.37%和 47.42%。

从熊猫债券发行市场来看，2020 年上半年银行间债券市场共发行熊猫债券 26 期，发行总额为 387 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例分别为 92.86%和 95.32%，发行场所较上年同期进一步集中在银行间债券市场。交易所债券市场共发行熊猫债券 2 期，发行总额为 19 亿元，占总发行规模的 4.68%。

图 1 2018 年-2020 年上半年熊猫债券发行情况



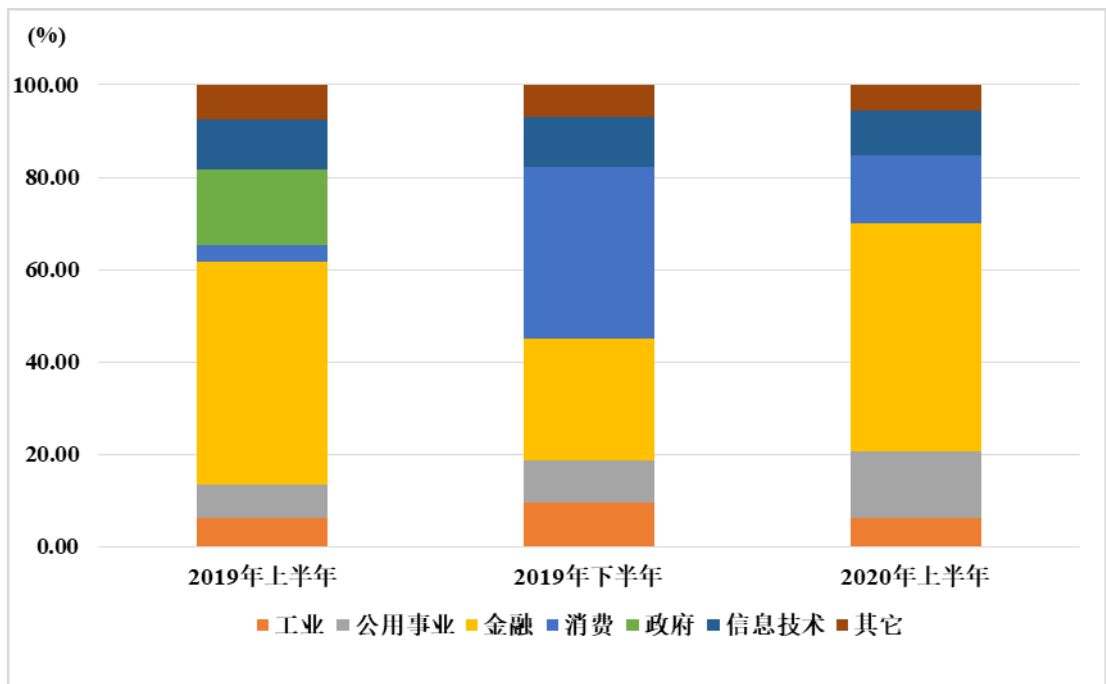
资料来源：wind，联合资信 gos 系统

熊猫债券发行主体类型更加丰富，首现互联网企业发行主体，房地产行业继续缺席发行

从熊猫债券发行主体类型来看，2020 年上半年熊猫债券的发行主体类型包括金融机构和非金融企业，其中金融机构发行规模占比为 49.26%，同比、环比分别大幅上升 0.97 个和 22.95 个百分点，非金融企业的发行规模占比 50.75%，同比增长 15.27 个百分点、环比下降 22.95 个百分点。

从发行人主体行业来看，2020 年上半年，发行人行业主要集中在金融行业，金融行业发行规模占比 49.26%，同比、环比分别上升 0.97 和 22.95 个百分点；小米集团作为科技互联网行业实力企业发行了该行业首笔熊猫债券，增加了发行主体行业类型的丰富性；公用事业行业发行规模占比 14.53%，同比、环比分别小幅上升 7.27 个、5.24 个百分点；消费行业发行规模占比 14.78%，同比上升 11.15%，但环比大幅下降 22.37 个百分点；除此之外，工业、信息技术行业发行规模较上年同期变化不大，规模占比分别为 6.16% 和 9.85%，房地产业已有一年半未发行熊猫债券，上半年亦没有国外政府发行主权熊猫债券。

图 2 2019 年-2020 年上半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”和“日常消费”。

资料来源：wind，联合资信 gos 系统

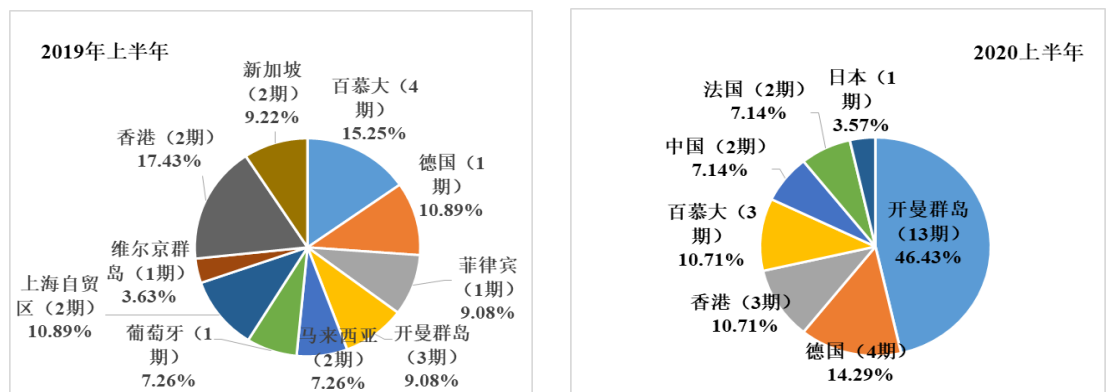
熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，补充抗疫相关资金成为募集资金的主要用途

2020 年上半年，我国熊猫债券发行主体仍然以中资背景企业为主（注册地多集中于开曼群岛、欧洲、百慕大等地区），其所发行的熊猫债券规模约占总发行规模的 50.74%，较 2019 年上半年（52.65%）小幅下降 1.91 个百分点，较 2019 年下半年（38.08%）大幅上升 12.66 个百分点，占比依然过半。2020 年国际机构发行人新增 1 家，亚洲基础设施投资银

行（以下简称“亚投行”）于 6 月发行了为期 3 年、规模达 30 亿人民币的熊猫债券“20 亚投行债（疫情防控债）01BC”，此笔债项为亚投行在中国境内熊猫债券市场的首次发债，所募资金主要用于援助中国新冠疫情防控及对中国公共卫生领域提供资金支持。

2020 年上半年由于疫情突袭，熊猫债券发行所募资金用途较上年同期发生较大变化，新增用于补充抗击新冠疫情运营资金、资助防疫相关公共卫生领域的特殊需求，抗疫主题债券发行规模占比达 32.02%，其中新开发银行 4 月发行了为期 3 年，金额为人民币 50 亿元的疫情防控熊猫债券“20 新开发银行债（疫情防控债）01BC”，这也是截至目前国际机构发行的金额最大的单笔熊猫债券。除疫情防控主题外，绿色熊猫债券发行规模亦有所增加。作为绿色熊猫债券的重要发行主体，北控水务在 5 月份发行了金额为人民币 10 亿元的绿色熊猫债券用于项目建设。当前各经济体都在积极进行经济转型，绿色、可持续成为经济发展新趋势，绿色经济项目规模的不断扩大及绿色企业的持续增长都表明绿色熊猫债券市场大有可为，绿色熊猫债券有潜力成为未来中国债券市场主流主题债券。除此之外，部分企业选择将资金用于偿还债务利息、补充营运资金、增资注册资本；例如，越秀交通基建有限公司发行的“20 越秀交通 MTN001”和中芯国际集成电路制造有限公司发行的“20 中芯国际 SCP002”用于偿还负债；中国蒙牛乳业有限公司发行的“20 蒙牛 SCP003”和中国中药控股有限公司发行的“20 中国中药 MTN001”用于补充营运流动资金，改善企业财务状况，优化资本结构；北控清洁能源集团有限公司发行的“20 北控 PG”则用于其下属子公司注册资本的增资及还款。

图 3 2019 年上半年和 2020 年上半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 gos 系统

熊猫债券类型多元化，平均发行规模及国际机构债发行量均有显著增长

从已发行熊猫债券的债券类型看，2020 年上半年发行的熊猫债券覆盖了短期票据、中期票据、国际机构债、定向工具和公司债等多个券种。与 2019 年上半年熊猫债券类型相比，2020 年上半年新发金融债 1 期，短期融资券增发 7 期，没有发行可交换债；从发行规模看，国际机构债发行量显著增长，同比、环比分别大幅增长 143.48% 和 300.00%；中期票据、定向工具发行规模与上年同期基本持平，公司债发行规模则同比缩减明显。具体来看，新增金融债券在银行间债券市场发行，为三井住友银行株式会社发行的“20 三井住友债 01”，

多期短期融资券的发行主体则集中在中芯国际、恒安国际、中国蒙牛和中国电力。

从熊猫债券发行规模来看，2020 年上半年，熊猫债券的发行规模多分布在 0~10 亿元的区间内，占到总发行规模的 33%，与 2019 年上半年发行规模分布相同。2020 年上半年熊猫债券的平均发行规模为 14.50 亿元，较 2019 年上半年（14.49 亿元）和 2019 年下半年（15.38 亿元）均小幅上涨，主要原因是融资成本相对降低且政策环境利好。

2020 年上半年共有 2 家国际机构在熊猫债券市场发债，亚投行的人民币债券首发表明其已正式打通人民币融资渠道，未来可能进一步加大人民币相关产品投资力度，助力熊猫债券国际化发展。

表 1 2019 年-2020 年上半年不同债券类型熊猫债券发行情况

债券类型	2019 年上半年			2019 年下半年			2020 年上半年		
	发行期数（期）	发行规模（亿元）	平均发行规模	发行期数（期）	发行规模（亿元）	平均发行规模	发行期数（期）	发行规模（亿元）	平均发行规模
短期融资券	3	25.00	8.33	5	78.00	15.60	10	100.00	10.00
中期票据	3	35.00	11.67	3	40.00	13.33	6	77.00	12.83
金融债	0	-	-	0	-	-	1	10.00	10.00
国际机构债	7	115.00	16.43	2	20.00	10.00	2	80.00	40.00
定向工具	2	35.40	17.70	10	180.00	18.00	7	120.00	17.14
公司债	3	50.00	16.67	1	5.00	5.00	2	19.00	9.50
可交换债	1	15.00	15.00	0	-	-	0	-	-
总计	19	275.40	14.49	21	323.00	15.38	28	406.00	14.50

资料来源：wind，联合资信 gos 系统

熊猫债券发行期限仍以中短期为主，超短期融资券发行规模同比显著增加

从熊猫债券的发行期限来看，2020 年上半年发行的熊猫债券均为 0~5 年的中短期债券。其中，3 年期债券发行规模占比最高，占总发行规模的 51.97%，同比下降 9.9 个百分点；不足 1 年期的超短期融资券占总发行规模的 24.63%，同比大幅增长 15.55 个百分点，发行规模占比居于第二。同时，2020 年上半年 1 年期和 5 年期熊猫债券发行规模占比分别为 6.16% 和 9.85%，同比分别增加 2.53 和 3.68 个百分点。2020 年上半年及 2019 年下半年均未发行长期及特殊期限熊猫债券。

表 2 2019 年-2020 年上半年不同债券期限熊猫债券发行情况

	2019 年上半年			2019 年下半年			2020 年上半年		
	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（%）	发行期数（期）	发行规模（亿元）	发行规模占比（%）
1 年期以下	3	25.00	9.08	5	78.00	24.15	10	100.00	24.63
1 年期	1	10.00	3.63	4	50.00	15.48	2	25.00	6.16
2 年期	0	-	-	3	50.00	15.48	1	30.00	7.39
3 年期	10	170.4	61.87	9	145.00	44.89	11	211.00	51.97

5 年期	2	10.00	3.63	0	-	-	4	40.00	9.85
10 年期	1	10.00	3.63	0	-	-	0	-	-
特殊期限	2	50.00	18.16	0	-	-	0	-	-

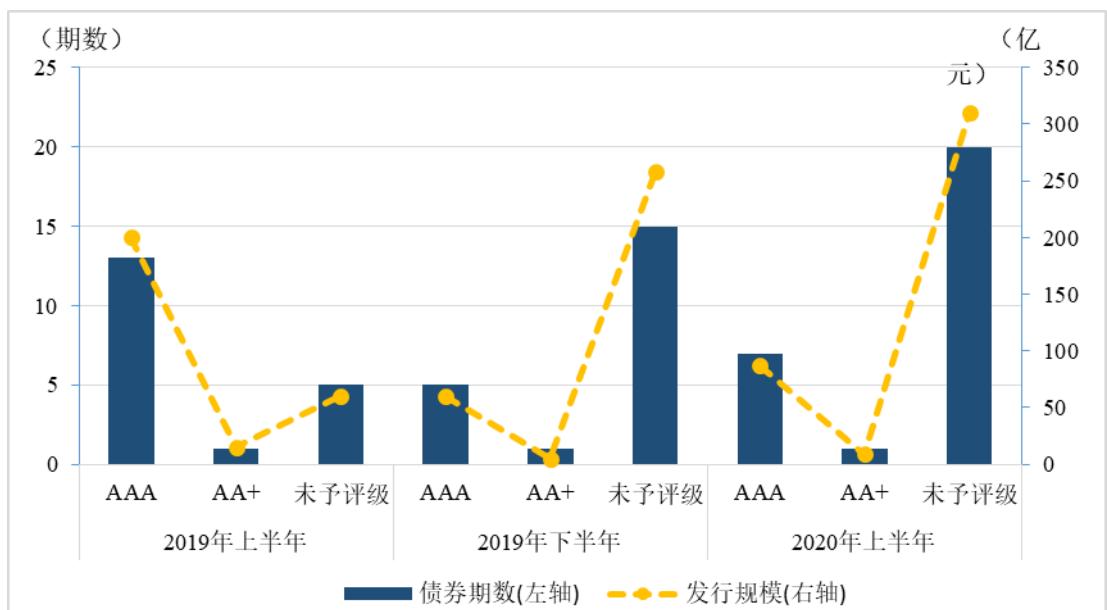
注：特殊期限主要为含选择回售权的债券。

资料来源：联合资信 gos 系统

AAA 级熊猫债券规模占比同比显著下降，未予评级债券显著增加

从熊猫债券的债项信用等级分布情况看，2020 年上半年所发行的 28 期熊猫债券中仅有 8 期进行了信用评级，信用等级主要分布在 AAA 级~AA+级，其中，AAA 级熊猫债券发行 7 期，共计人民币 87 亿元，发行规模占发行总额的 21.43%，同比大幅下降 51.19%，环比小幅增加 2.85 个百分点；其中亚投行是自 2018 年熊猫债券新规发布后首个进入银行间债券市场的国际评级为 AAA 级的发行主体，其所发行的熊猫债券为近年来熊猫债券市场首笔零风险权重的超主权项目。此外，AA+级熊猫债券发行 1 期，发行规模占比 2.22%，同比下降 3.23 个百分点。此外，未予评级的熊猫债券共计发行 20 期，发行规模占比达 76.35%，同比大幅增加 54.42 个百分点，环比则下降 3.52 个百分点，主要为超短期融资债券和定向工具。

图 4 2019 年-2020 年上半年熊猫债券债项信用等级分布情况



资料来源：wind，联合资信 gos 系统

受宽松信贷政策影响，熊猫债券发行利率小幅下行

2020 年上半年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 25 期采用固定利率，发行规模达人民币 372 亿元，占熊猫债券发行总规模的 91.63%，同比有所上升；采用累进利率方式发行的熊猫债券共有 3 期，发行规模达 34 亿元，发行规模同比小幅下降，规模占比为 8.37%。

我们选取 2019 年~2020 年上半年在银行间债券市场发行的样本数量较多的 3 年期 AAA 级共计 25 期熊猫债券样本进行比较，发现 2020 年上半年在银行间债券市场发行的 3 年期 AAA 级债券的平均发行利率为 3.42%，同比（3.60%）、环比（3.74%）分别下降 0.18 和 0.32 个百分点，信贷利率的普遍下调使得熊猫债券融资成本有所改善。

表 3 2019 年-2020 年上半年 3 年期 AAA 级熊猫债券发行利率情况

2019 年上半年			2019 年下半年			2020 年上半年		
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 (%)
3.00~4.09	7	3.60	3.40~4.50	5	3.74	2.70~4.00	6	3.42

资料来源：wind，联合资信 gos 系统

三、2020 年下半年熊猫债券市场展望

境内融资成本仍有进一步下行空间，境外融资成本优势相对减弱将有利于增强熊猫债券的吸引力

尽管中国经济增速已在 2020 年二季度转为正增长，但在全球疫情仍有二次爆发可能、中美关系不确定性加剧的背景下，中国经济在 2020 年下半年仍将面临较大的下行压力。在此背景下，预计下半年央行货币政策仍将维持宽松，不排除再度降准甚至降息的可能，境内融资成本仍有进一步下行空间。

另一方面，以美国为首的发达国家利率水平目前已经降至接近于零甚至负利率水平，货币政策空间十分有限，因此预计下半年境外融资成本优势将相对减弱，有利于增强熊猫债券的吸引力。

更加开放的债券交易市场及政策环境有助于推动熊猫债券市场进一步发展

2020 年 5 月，在国务院金融委的统一部署下，发展改革委、财政部、人民银行、证监会等成员单位宣布将推出 11 条金融改革措施，其中包括《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》，以进一步完善熊猫债券信息披露要求，细化熊猫债券发行规则，鼓励有真实人民币资金需求的发行人发债，稳步推动熊猫债券市场的发展。6 月，中国人民银行召开 2020 年征信工作电视电话会议指出要继续推动信用评级市场对内对外双开放，在完善备案制的基础上建立健全信用评级机构质量考评体系，引导信用评级行业内的良性竞争；交易商协会再推《非金融企业短期融资券业务指引》、《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程（2020 版）》、《非金融企业债务融资工具定向发行注册文件表格体系（2020 版）》及《债务融资工具定向发行协议（2020 版）》等文件构成新版债券发行体系，进一步完善债券市场发行及管理制度。在诸多便利政策条件的推动下，预计下半年熊猫债券市场将迎来更加可观的发行前景。

中美关系走向不确定性可能会加剧汇率波动，给熊猫债券市场带来一定负

面影响

自新冠疫情暴发以来，中美两个大国之间摩擦不断。美国指责中国应为新冠肺炎病毒负责的言论成为中美关系紧张的开端，之后美国宣布禁用华为 5G 设备并劝说其他国家拒绝购买华为设备的行为则令本就敏感的中美关系再次降温；6 月美国试图插手中国内政，干扰香港国安立法的行为严重挑衅中国主权，中美外交关系日益紧张；近期美国政府要求限期关闭中国驻美休斯顿领事馆的行为更是使中美关系降至冰点。中美作为有着密切经贸往来的世界大国，两国关系一直备受瞩目，若美国政府在下半年继续挑战中国外交尊严，试图干预中国内政，那么中美关系会愈发僵化，这将加剧美元与人民币之间的汇率波动。熊猫债券市场受此影响或面临发行遇冷，尤其是非中资企业发行主体的发债意愿将大概率减弱。

总体看，尽管存在一些不确定性因素，但 2020 年下半年熊猫债市场前景仍然较为乐观，全年发行量有望超过 2019 年。