

扬帆再起航，熊猫债券市场未来可期

——熊猫债券市场 2020 年回顾与 2021 年展望



2021 年 1 月 25 日

联合资信评估股份有限公司

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

扬帆再起航，熊猫债券市场未来可期

——熊猫债券市场 2020 年回顾与 2021 年展望

联合资信评估股份有限公司 主权部

摘要

2020 年，在新冠疫情冲击之下，中国央行积极出台各类政策给予市场流动性支持，融资利率的大幅下跌带动熊猫债券市场在上半年交易火热，但下半年熊猫债券融资成本的相对走高削弱部分发行人发债意愿，发行规模明显下滑；国内监管机构继续出台并新修多项文件以便利疫情期间高效发债，并进一步优化发债制度、降低准入门槛，鼓励熊猫债券市场扩大对外开放，有利于推动熊猫债券市场的稳步发展；弱势美元及中国经济面的加速向好支撑人民币汇率波动升值，境外投资者加码配置人民币资产，从需求端推动熊猫债券市场发展。

2020 年，中国债券市场共发行 43 期¹熊猫债券，发行规模合计人民币 586.50 亿元，银行间债券市场发行集中度进一步上升，发行主体类型亦更加丰富；其中金融行业发债规模最大，房地产行业已连续两年缺席发行；熊猫债券发行主体重返以中资背景企业为主的局面，同时新增一家国际机构类发行人，其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较上年出现明显增长，尤其是国际机构债；债券信用等级依然集中在 AAA 级，未予评级债券比例大幅增加，债券平均发行利率较 2019 年继续下滑。

展望 2021 年，央行货币政策以维稳为主，中美利差预计有所收窄，熊猫债券融资成本有望维持稳定，人民币国际化的持续推进也有助于熊猫债券市场的发展；此外，银行间市场交易商协会继续发文推进熊猫债券市场完备化、成熟化发展，无评级熊猫债券未来可能将成为主流；2020 年末系列信用债违约事件引发的恐慌对市场积极性造成一定打击，监管环境趋严可能打压企业类主体的发债意愿，同时还应重点关注集中兑付高峰时期的企业违约动态意向。

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

新冠疫情冲击之下，中国央行积极出台各类政策给予市场流动性支持，融资成本的大幅下跌带动熊猫债券市场在上半年交易火热，但下半年融资成本的相对走高削弱部分发行人发债意愿，发行规模明显下滑

2020 年初，一场新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）在几个月内席卷全球，中国作为首个暴发疫情的国家在 2020 年开年严重受创。为实现严格控制疫情范围、尽快出现疫情拐点，中国进行了长达月余的停工停产、全面封锁。在实体经济严重受创、企业经营面临困难的情况下，中国央行采取多种方式向市场释放合理充裕流动性，2020 年累计 3 次下调存款准备金率，释放资金 1.75 万亿元，并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，带动国内融资成本明显下降，成为推动上半年熊猫债券发行量增长的主要助力。

但下半年以来，随着中国经济逐步企稳，央行货币政策开始边际收紧，境内债券市场融资成本也持续回升。另一方面，美联储为缓解美元短期流动性紧缺压力自 3 月起大规模放水，累计降息 150BP 将基准利率下调至 0~0.25% 的历史低位，全年维持超宽松货币环境，并带动全球主要央行开启“降息潮”。美债收益率持续下跌导致中美各期限国债收益率利差全面走扩，截至年末，中美 1 年期、5 年期和 10 年期国债收益率利差较年初分别大幅走扩 162.04 个、135.99 个和 95.66 个 BP 至 2.45%，2.61% 和 2.22%。境内融资成本的回升使得熊猫债券的发行成本优势有所减弱，中美利差走扩也在一定程度上弱化了熊猫债券的吸引力，导致下半年市场主体发行熊猫债券意愿有所减弱，新发债券规模大幅减少。

监管机构继续出台并新修多项文件以便利疫情期间高效发债，并进一步优化发债制度、降低准入门槛，鼓励熊猫债券市场扩大对外开放，有利于推动熊猫债券市场的稳步发展

为帮助企业消除特殊时期的融资困难，中国人民银行和监管部门共同发力支持企业通过债券市场直融渠道缓解流动性压力，带动熊猫债券市场活跃度有所上升。

2 月，中国人民银行发布了《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》指导有融资需求的机构在新冠疫情期间简化流程、高效发债。在此背景下，恒安国际、亚洲基础设施投资银行（以下简称“亚投行”）、小米集团等发行了多期特殊时期催生的“疫情防控”主题熊猫债券，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，这也是上半年熊猫债券市场迎来大幅增长的一个重要原因。

5 月，中国人民银行、国家外汇管理局联合发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，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，为境外投资者参与我国金融市场提供便利，为熊猫债券市场发展提供助力。同月，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》，用以进一步完善

熊猫债券市场信息披露要求，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，中国银行间市场交易商协会接连推出《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，共同构成新版债券发行体系，进一步提升发行便利、优化管理制度、规范发行秩序。

9 月，银行间市场交易商协会推出《境外非金融企业债务融资工具分层分类管理细则》，通过引入分层管理机制、统一注册机制等细则优化非金融企业熊猫债券注册发行管理工作。

不断完善的制度设计、逐步加强的投资人信息保护机制、便利的发行条件等因素有利于进一步提升熊猫债券市场投资吸引力，实现熊猫债券市场高质量对外开放。

弱势美元及中国经济面的加速向好支撑人民币汇率波动升值，境外投资者加码配置人民币资产，从需求端推动熊猫债券市场发展

2020 年，美联储多次公开会议决议明确表示短期内不会立即加息，在市场对美元将持续走弱的预期得到加强后人民币汇率随着美元流动性由紧转松经历了“先贬后升”，自 5 月份中国经济开始稳步复苏起进入一轮升值周期，全年累计升值 7% 左右。

较大的升值空间、良好的投资收益以及相对稳定的市场预期使得人民币资产在此次疫情中大放异彩，国际投资者开始加码人民币资产配置比例，尤其是对于债券市场的配置，其中熊猫债券作为风险相对较低的债券品种也受到了格外青睐，从而自需求端推动了熊猫债券市场的发展。

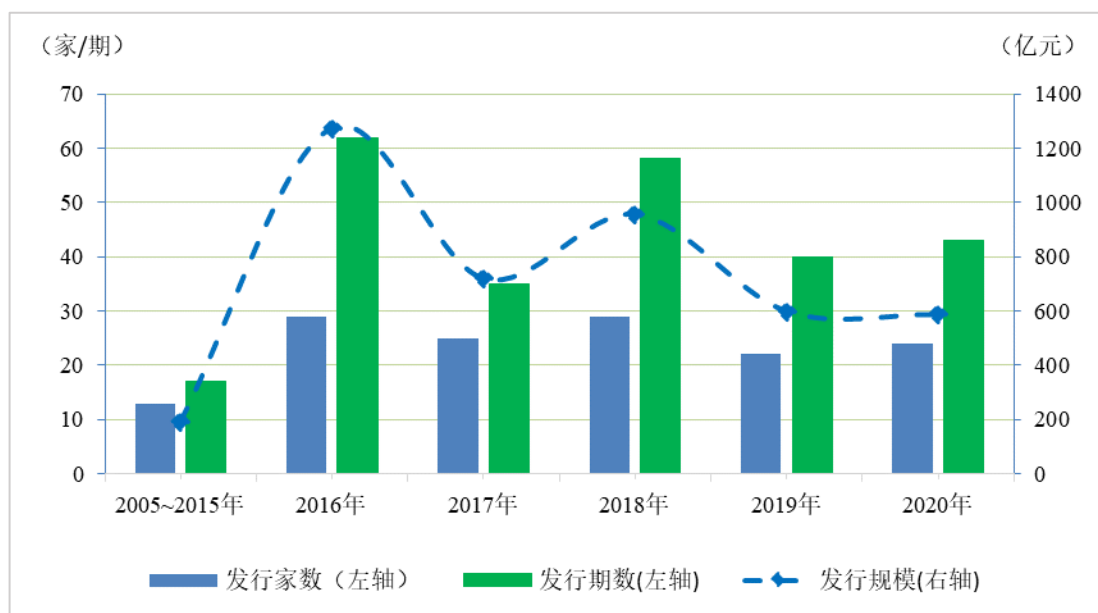
二、 熊猫债券发行市场分析

受发行成本变动影响，熊猫债券全年发行热度主要集中在上半年，下半年市场交易冷淡，全年发行量较上年小幅回落

2020 年，新冠疫情的突然暴发导致大量企业面临短期内资金链趋紧的问题，央行释放大量流动性之后市场融资成本大幅下滑，出于抵抗疫情、补充运营资金及偿还债务利息等目的，企业纷纷选择发债融资，带动上半年熊猫债券市场迎来短暂热潮，上半年累计发债金额约占全年发债总额的 70%；随着下半年中国经济逐步企稳，央行货币政策开始边际收紧，再加上中美利差走扩，熊猫债券市场活跃度有所转差。2020 年，熊猫债券市场共有 24 家主体累计发行熊猫债券 43 期，发行主体数和发行期数分别同比增加 9.09% 和 7.50%；发行总额达 586.50 亿元，同比小幅回落 1.99%。

从发行场所来看，本年度熊猫债券在银行间交易市场的发行集中度较 2019 年进一步上升，2020 年银行间债券市场共发行熊猫债券 39 期，累计发行金额 545.50 亿元，分别占发行总期数和发行总金额的 90.70% 和 93.01%；交易所市场全年发行熊猫债券 4 期，发行金额 41 亿元，仅占总发行规模的 6.99%。

图 1 2005 年-2020 年熊猫债券发行情况



资料来源：wind，联合资信 gos 系统

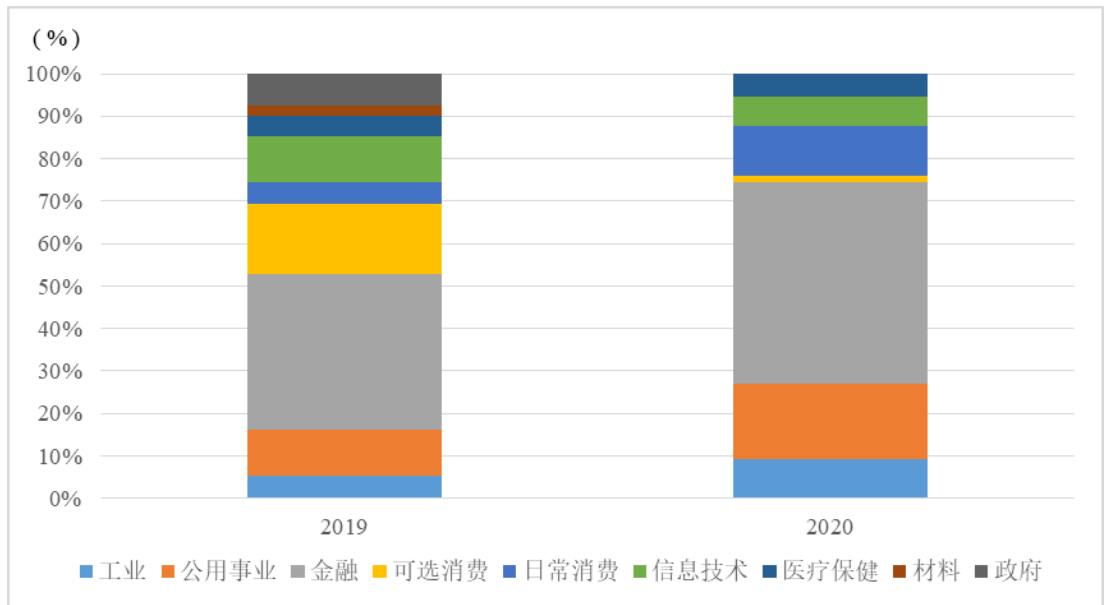
发行主体主要集中在金融行业，外国政府机构和房地产行业缺席发行

从发行主体类型来看，2020 年熊猫债券发行主体集中于金融机构和非金融企业，其中金融机构发债规模占发债总额的比例较去年上涨 7.05 个百分点至 43.48%，非金融企业发债规模占比为 56.52%，与去年基本持平；本年度没有外国政府机构新增发债。

从发行主体行业分布来看，2020 年金融行业融资需求扩张最为明显，本年度金融行业企业熊猫债券发行规模占比发行总额较上年度大涨 10.80 个百分点至 47.23%；公用事业企业和日常消费类企业债券融资意愿也有所加强，发行规模占比分别较上年度上涨 6.78 个和 6.67 个百分点至 17.73% 和 11.68%，医疗保健类企业发债规模较上年度基本持平。

新冠疫情冲击下消费者因收入水平下降且经济前景不确定消费习惯发生改变，非必要消费需求被大幅压缩，该行业企业受影响融资规模大幅缩水，本年度可选消费类企业发债金额占比发债总额较上年度重挫 15.01 个百分点至 1.71%。小米集团作为首家进入熊猫债券市场的科技互联网企业虽增加了发行主体的类别丰富性，但整体来看信息技术行业发债规模占比（6.82%）较上年同期（10.86%）有所回落。此外，房地产企业在更加严格的监管环境下已连续两年缺席发行。

图 2 2019 年-2020 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。

资料来源：wind，联合资信 gos 系统

发行主体重回以中资背景企业为主，筹资目的主要包括抗击疫情、补充运营资金以及偿还债务利息

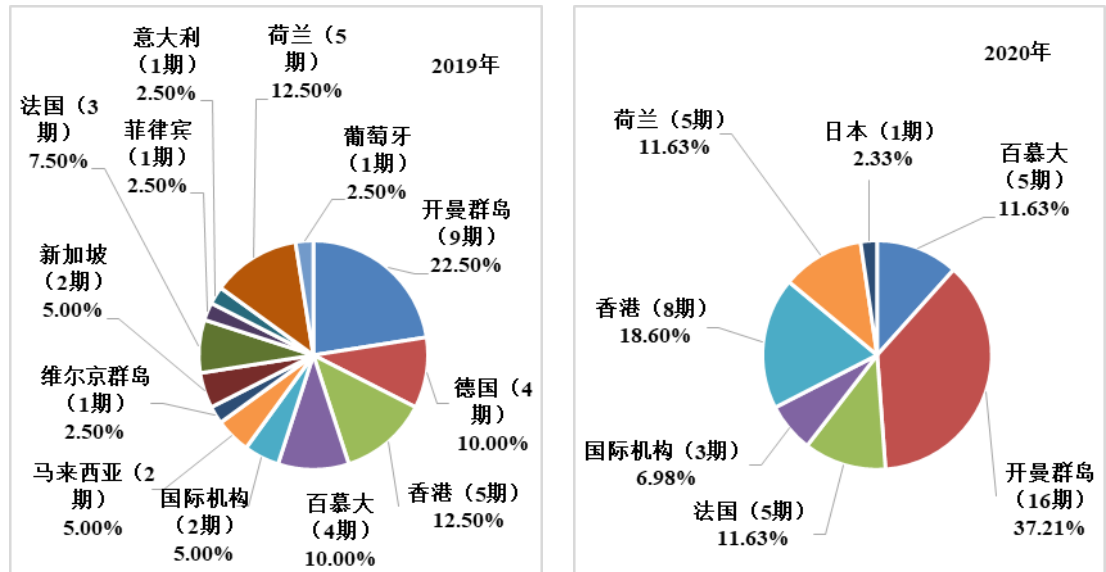
2020 年，我国熊猫债券发行主体再度回归以中资背景企业为主的局面，中资企业所发熊猫债券规模占总发行规模的 50.21%，较 2019 年（33.42%）大幅上涨 16.79 个百分点，且发债主体境外注册地的分散度明显下降，多集中于开曼群岛、百慕大、法国等国家和地区。

出于补充抗疫相关资金的目的，2020 年熊猫债券市场新增多期疫情防控债。亚投行作为本年度新增国际机构发行人于 6 月发行了为期 3 年、价值 30.00 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。恒安国际在年末一个月内集中发行了 4 期金额达 30.00 亿元的疫情防控熊猫债券，小米集团首次进入熊猫债市场后发行的“20 小米（疫情防控债 PPN001）”，中燃气发行的“20 中燃气（疫情防控债）MTN001”和新开发银行发行的“20 新开发银行债（疫情防控债）01BC”均为疫情防控主题债，2020 年“疫情防控主题债”共募得资金 130.00 亿元，占总发行额的 22.17%，所筹资金主要用于支付与抗击疫情相关的各类支出。

除疫情防控债以外，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，北控清洁能源和北控水务分别发行了 9.00 亿“20 北控 PG”和 10.00 亿元“20 北控水集 MTN001”的熊猫债券用于增资绿色项目公司资本缴纳以及绿色债券支持项目建设。近年来“碳中和”话题在国际上愈发火热，各国先后出台政策规划力图实现能源转型，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表明绿色熊猫债券市场大有可为，绿色债券有潜力成为未来熊猫债券市场主流。除此之外，

大部分企业选择将资金用于偿还债务利息、补充营运资金和增资注册资本；法国农业信贷银行发行的 10.00 亿“20 法农银行债 01”和普洛斯中国控股有限公司发行的 2.00 亿“20GPL01”均用于偿还债务本息；中国蒙牛乳业有限公司发行的“20 蒙牛 SCP003”和安踏体育用品有限公司发行的 10.00 亿“20 安踏体育 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。

图 3 2019 年和 2020 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

中期债券仍是发行主流，短期债券发行量有所下滑

从债券的发行期限来看，3 年或 5 年的中期债券仍是大部分发行人的首选。其中，3 年期债券发行规模达 333.00 亿元，占总发行额的 56.78%，较上年上涨 4.91 个百分点；5 年期熊猫债券发行规模达 60.00 亿元，占总发行额的 10.23%，较上年大涨 8.56 个百分点；不足 1 年期的超短期融资券发行规模也小幅上涨，占发行总额的比例同比上涨 2.14 个百分点至 19.35%，发行规模占比位居第二。1 年期和 2 年期熊猫债券发行规模占比分别为 8.53% 和 5.12%，同比分别下降 1.50 和 3.24 个百分点；本年度未有新发 5 年以上的长期熊猫债券。

表 1 2019 年-2020 年不同债券期限熊猫债券发行情况

期限	2019 年			2020 年		
	期数	发行规模	规模占比 (%)	期数	发行规模	规模占比 (%)
1 年以下	8	103.00	17.21	12	113.50	19.35
1 年期	5	60.00	10.03	3	50.00	8.53
2 年期	3	50.00	8.36	1	30.00	5.12
3 年期	18	310.40	51.87	22	333.00	56.78
5 年期	1	10.00	1.67	5	60.00	10.23
10 年期	1	10.00	1.67	-	-	-
特殊期限	4	55.00	9.19	-	-	-

合计	40	598.40	100.00	43	586.50	100.00
----	----	--------	--------	----	--------	--------

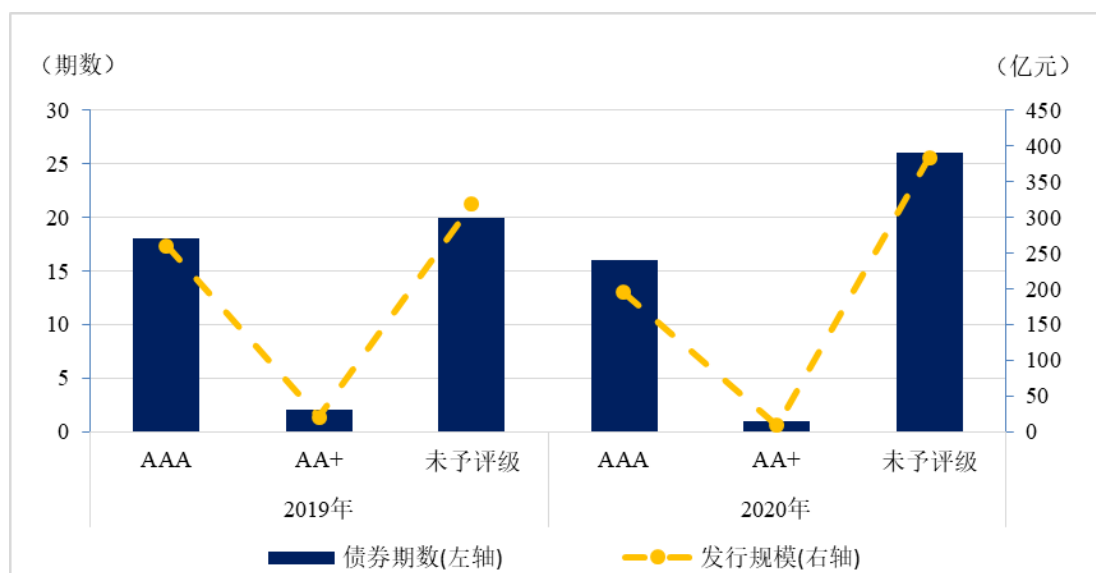
注：特殊期限主要为含选择回售权的债券。

资料来源：联合资信 gos 系统

AAA 级债券规模占比有所下滑，未予评级债券规模占比明显增加

从债券信用等级分布情况来看，2020 年发行的 43 期熊猫债券中共有 17 期进行了信用评级，信用等级主要分布在 AA+级~AAA 级。其中，AA+级熊猫债券发行 1 期，发行金额为 9.00 亿元；AAA 级熊猫债券发行 16 期，发行金额合计 194.00 亿元，占发行总额比例较 2019 年下滑 10.37 个百分点至 33.08%。在强制评级将被逐渐取消的趋势之下，越来越多的发行人选择无评级发行，本年度未予评级熊猫债券共发行 26 期，累计金额达 383.50 亿元，占发行总额的比例较上年度大幅上涨 12.18 个百分点至 65.39%。

图 4 2019 年-2020 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

受央行宽松货币政策影响，熊猫债券发行利率继续下行

2020 年发行的熊猫债券仍主要采用固定利率和累进利率的计息方式，其中有 40 期采用固定利率，发行规模达 557.50 亿元，占熊猫债券发行总额的 95.06%；采用累进利率方式发行的熊猫债券共有 3 期，发行规模达 29.00 亿元，占比发行总额的 4.94%。

选取 2019 年~2020 年在银行间债券市场发行且样本数量较多的 3 年期 AAA 级共计 41 期熊猫债券样本进行比较，2020 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 3.68%，同比（3.91%）下滑 0.23 个百分点，宽松的货币环境以及央行的流动性支持对熊猫债券融资利率的下调起关键支持作用。

表 2 2019 年-2020 年 3 年期 AAA 级熊猫债券发行利率情况

2019 年			2020 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 (%)

3.00-5.99	19	3.91	2.40-5.50	22	3.68
-----------	----	------	-----------	----	------

资料来源：wind，联合资信 gos 系统

三、2021 年熊猫债券市场展望

央行货币政策以维稳为主，中美利差预计有所收窄，熊猫债券融资成本有望维持稳定，人民币国际化的持续推进也有助于熊猫债券市场的发展

2020 年 12 月召开的中央经济会议为 2021 年的货币政策走向定下基调，会议提出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效，保证货币政策空间的灵活精准、合理适度。在此背景下，预计 2021 年境内市场融资成本有望保持稳定，有利于熊猫债券的发行。另一方面，在美国经济有望复苏、通胀水平逐步回升的预期下，美债收益率有望在 2021 年保持上行态势，中美国债利差或将边际收窄，从而增强熊猫债券的吸引力。

此外，央行等六部门在 2021 年初联合发布了《关于进一步优化跨境人民币政策 支持稳外资外贸的通知》，涵盖围绕实体经济需求推动更高水平贸易投资人民币结算便利化、进一步简化跨境人民币结算流程、优化跨境人民币投融资管理、便利个人经常项下人民币跨境收付、便利境外机构人民币银行结算账户使用等五个方面内容，落实后将有利于切实发挥跨境人民币业务服务实体经济、促进贸易投资便利化的作用，同时推动人民币国际化的持续发展。在此背景下，预计人民币的国际需求将得到提升，并有望带动人民币融资需求的增长，有助于熊猫债券市场的发展。

银行间市场交易商协会继续发文推进熊猫债券市场完备化、成熟化发展，无评级熊猫债券未来可能将成为主流

2020 年 12 月 25 日，中国银行间市场交易商协会推出《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引（试行）》和《境外非金融企业债务融资工具业务指引（2020 版）》进一步优化注册发行流程、细化信息披露规则、加强中介尽责要求、完善熊猫债券市场制度设计，同时取消了外国政府类主权熊猫债券的强制评级要求，以鼓励外国政府类机构及国际开发机构此类具备一定特殊性的发行人投资中国债券市场。此外，2020 年 8 月证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》已经宣布取消公司债券强制评级要求，预计未来除外国政府类以外的熊猫债券强制评级要求也有望逐步放松。

总体看，发行政程序的简化和制度规划的逐渐完善将利好熊猫债券市场成熟化、高质量发展，而在取消强制评级的趋势下未来不予评级的熊猫债券规模也有望进一步增长。

信用债违约事件引发的恐慌对市场积极性造成一定打击，监管环境趋严或将打压企业类主体的发债意愿，同时还应重点关注集中兑付高峰时期的企业违约动态意向

2020 年 11 月，大型国企“永煤”出现系列信用债违约事件，迅速引爆中国金融市场，

受其影响短期内同行业或同级别大量信用债券遭到抛售，各类预备新发企业债券纷纷推迟发行，债券市场陷入短暂恐慌。在“永煤违约”事件影响的持续发酵下，包括交易商协会在内的多部门监管机构开始加强债券市场监管要求，证监会表态将严格把握企业债券融资入口，防范企业过度融资。对于发行人主要为中资背景企业的熊猫债券市场而言，更加严格的监管条件可能推迟或打消部分企业类主体的发债意愿。

同样值得关注的是，2021 年熊猫债券到期兑付金额高达 937 亿元，为自熊猫债券市场开放以来的首个兑付最高峰，对部分受疫情影响短期内偿付压力较大的发债主体而言，新的一年应重点关注此类企业的债务偿付能力及违约动态意向。此外，疫苗扩大接种后国内新冠疫情预计将得到明显控制，特殊时期产物“疫情防控债”很难再有发行，这也将一定程度上拖累熊猫债券市场发行量。

总体来看，在融资成本有望保持稳定、熊猫债券相关政策不断完善、人民币国际化持续推进的背景下，预计熊猫债券市场未来仍存在较大发展空间。