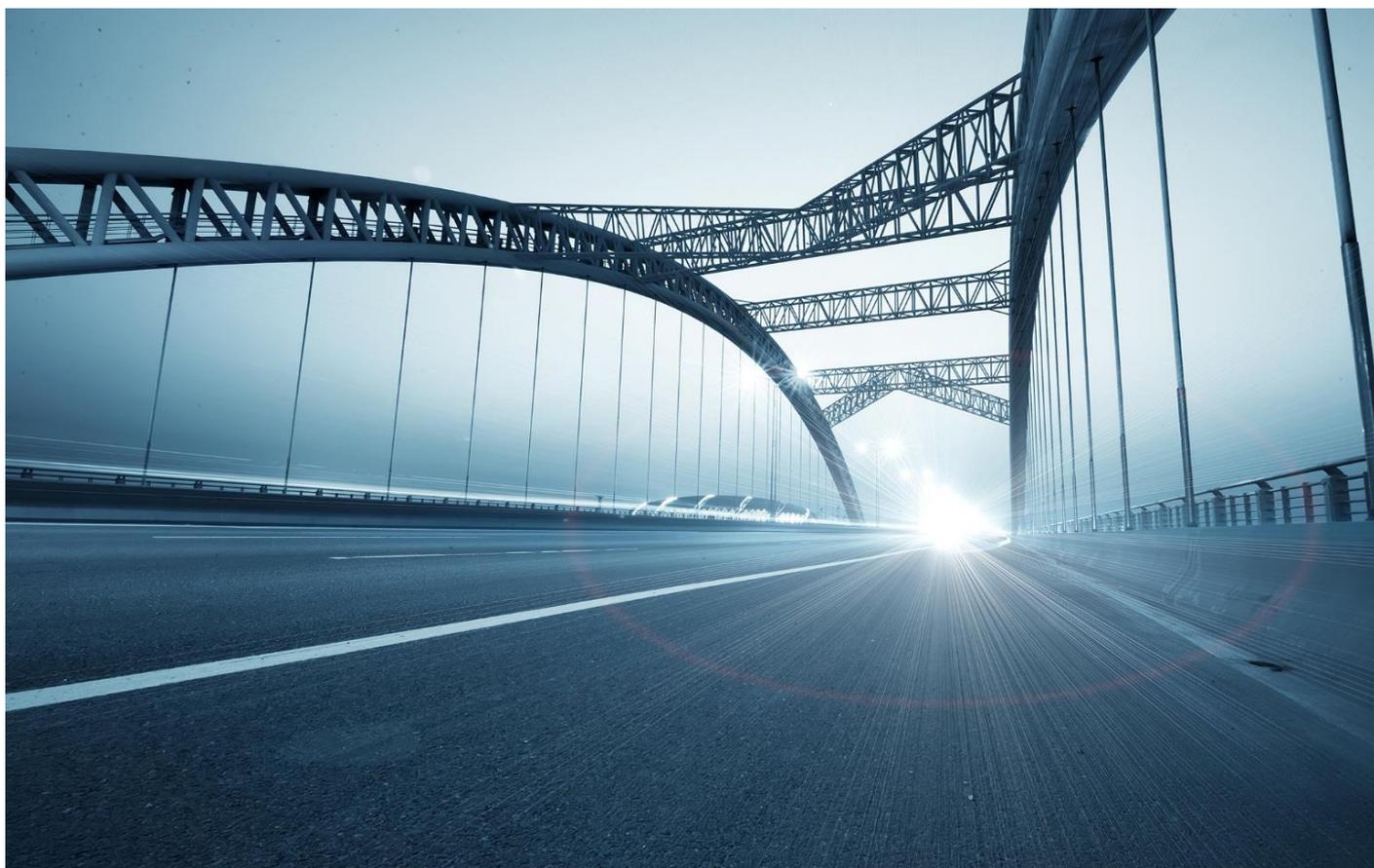


2019 年上半年熊猫债券市场回顾与下半年展望

——发行量显著回落，下半年谨慎乐观



2019 年 7 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

2019 年上半年熊猫债券市场回顾与下半年展望

——发行量显著回落，下半年谨慎乐观

联合资信评估有限公司 主权部

摘要

2019 年上半年，美联储货币政策持续转向“鸽派”，中美国债利差扭转收窄之势大幅走扩，境内融资相对于境外融资的成本劣势凸显，熊猫债券的吸引力有所回落。房地产行业金融监管继续保持收紧态势，市场整体风险偏好仍然较低，熊猫债券传统发行主力中资地产企业以及部分资质较低的海外发行人融资受限现象依旧明显。但同时，“一带一路”倡议实施的不断深化和“债券通”的稳步运行对熊猫债市场的提振效应仍然有所显现，熊猫债券相关的监管制度也日趋完善。

2019 年上半年，中国债券市场共发行 19 期¹熊猫债券，发行规模共计 275.40 亿元，一级市场发行下滑显著；熊猫债券发行主体类型保持多样，主要集中在金融行业，由于监管保持收紧态势，房地产行业发行人未发行熊猫债券；熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，但外国发行人占比进一步增加，募集资金用于“一带一路”项目建设的熊猫债券明显增多；熊猫债券平均发行规模明显下降，但短期债券发行量有所上升，并新增发行超短期融资券；受国内信用风险偏好下降及熊猫债相关监管日渐完善影响，熊猫债券信用等级依旧集中在 AAA 级，发行利率较 2018 年回落明显。

展望 2019 年下半年，美联储开启降息的概率有所提升，中美国债利差或将继续走扩，利好美元债券发行，对熊猫债券市场形成一定的融资替代和挤出效应，预计下半年熊猫债券一级市场预计仍将呈现谨慎乐观的发行态势。另一方面，下半年我国金融监管预计将延续趋严的态势，加强对房地产等行业金融风险的防范力度，对于传统的熊猫债发行主力境外红筹房地产企业而言，预计下半年的融资环境依然偏紧，发行市场整体风险偏好较低；但同时，中国债券市场投资渠道持续拓宽以及“一带一路”建设加快推进有利于熊猫债券市场投融资端的相互促进，继续利好熊猫债券市场长期良性发展。

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

美联储货币政策持续转向“鸽派”，中美国债利差走扩，对熊猫债券发行人而言融资成本吸引力有所减弱

今年以来，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，2019 年上半年，美联储的货币政策发生重大转向。继 1 月和 3 月美联储两次公开市场委员会会议息会议上均表示暂不加息后，在 6 月的议息会议上更是释放出强烈的“鸽派”信号，下半年进入降息周期已成为大概率事件。在此背景下，美国各期限国债收益率在 2019 年上半年均呈现不同程度的回落。

从国内看，4 月 22 日中央财经委员会第四次全体会议和 4 月 29 日中共中央政治局会议等重要会议上对“稳健、松紧适度”的货币政策总基调未发生改变，货币政策继续保持宽松方向。相较 2018 年，2019 年上半年中国各主要期限国债平均到期收益率继续出现明显的回落态势。但另一方面，从今年以来决策层传达出的“坚决不搞大水漫灌的强刺激”等政策表态来看，为防止流动性过度的单边预期，2019 年以来中国的货币政策加强了对市场预期的管理，国债收益率短期波动有所加大。具体从上半年看，中国各期限国债收益率呈现波动上升的趋势，这也使得中国与美国各期限国债利差扭转了 2018 年的收窄之势，5 年期和 10 年期中美国债利差分别扩大 84.04 和 71.20 个 BP，1 年期中美国债利差则结束了倒挂局面。美元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。

房地产行业金融监管保持收紧态势，熊猫债券市场主要发行人中资地产企业融资受限现象较明显

2019 年上半年，国家层面高度关注房地产行业金融风险防范，房地产金融监管持续保持收紧态势。银保监会、央行等部门密集强调加强房地产金融风险防范力度。

2 月 25-26 日召开的人民银行金融市场工作会议强调加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制。5 月 17 日，银保监会公布 2019 年银行机构“巩固治乱成果，促进合规建设”工作要点，严查房地产违规融资。5 月 25 日，银保监会主席郭树清的“2019 清华五道口全球金融论坛”演讲中指出，要特别警惕境外资金的大进大出和“热钱”炒作，坚决避免出现房地产和金融资产泡沫。6 月 13 日，银保监会主席郭树清在第十一届陆家嘴论坛上作开幕致辞时指出，必须正视一些地方房地产金融化问题，房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为，使其泡沫化问题更趋严重。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较为明显，2019 年上半年，红筹房地产企业在银行间和交易所市场均未发行熊猫债券。

熊猫债券相关监管规定日趋完善，但上半年风险偏好较低导致部分低资质主体发行熊猫债融资难度较大

从制度的角度来看，继 2018 年 9 月熊猫债券新规落地后，2019 年上半年，熊猫债券相关的监管规定继续趋于完善。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，《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，有助于推动熊猫债券市场发展成为规则透明、机制高效、流程规范的市场。

监管制度的日趋完善对熊猫债券市场的长期健康发展具有良性促进作用，但在目前发行市场整体风险偏好较低背景下，部分海外发行人仍面临主体级别等资质方面的制约。

“一带一路”倡议实施不断深化和“债券通”的稳步运行对熊猫债市场的提振效应依然有所显现

2019 年上半年，“一带一路”倡议实施不断深化对熊猫债券市场的提振效应依然有所显现。4 月 25 日~27 日，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，共建“一带一路”迈入新的阶段。截至 2019 年 4 月 30 日，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。“一带一路”朋友圈的持续扩大及相关建设项目的融资需求为熊猫债券市场引入了更多外国发行人，令发行人结构进一步优化。2019 年 5 月 30 日，葡萄牙共和国在银行间市场的首只主权熊猫债（19 葡萄牙人民币债 01BC）完成发行，成为首个发行熊猫债券的欧元区国家，募集资金用途将包括支持“一带一路”相关倡议。此外，2019 年上半年，菲律宾、马来西亚银行以及中信泰富等多个主权、金融机构和企业主体发行的多期熊猫债券所募集资金也将全部或部分用于“一带一路”相关项目的建设。2019 年上半年，募集资金用于“一带一路”倡议的债券期数占比（26%），相较 2018 年下半年（4%）与 2018 年上半年（10%）占比显著增加。

同时，“债券通”开通近两周年来，共汇集了 1,038 家境外投资者（截至 2019 年 6 月末），较 2018 年底的 503 家已翻倍。“债券通”的稳步运行吸引了更多的优质发行人来到中国债券市场发行熊猫债券。2019 年上半年，通过“债券通”在银行间市场成功发行熊猫债券的发行人涵盖了新开发银行、菲律宾共和国、葡萄牙共和国和宝马金融等 4 家，共发行 5 期熊猫债券，占上半年发行总期数的比重逾 26%，较 2018 年上半年（16%）和下半年（19%）占比显著提升。

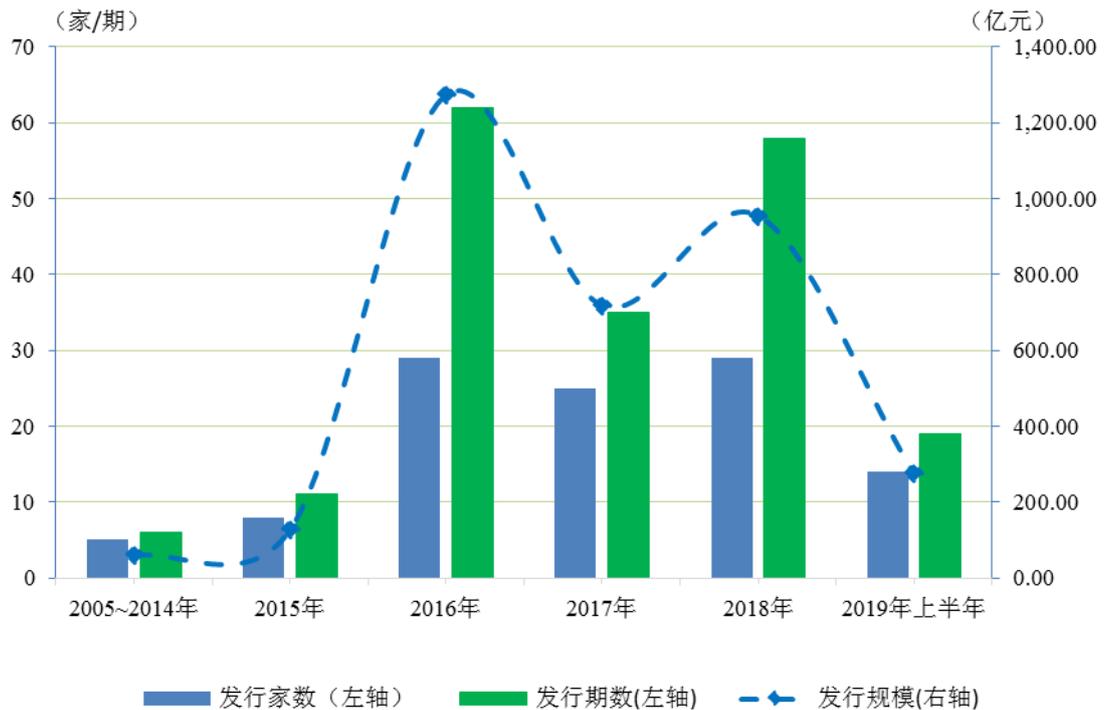
二、 熊猫债券发行市场分析

2019 年上半年熊猫债券发行明显回落，主要发行场所仍为银行间债券市场

受境外发债成本回落以及监管风险偏好降低等因素影响，熊猫债券 2019 年上半年发行量明显回落。2019 年上半年，中国债券市场共有 14 家主体累计发行熊猫债券 19 期，发行总额共计 275.40 亿元，发行家数、发行期数和发行总额同比分别下滑 26.32%、38.71% 和 46.52%，一级市场发行下滑显著。

从熊猫债券发行市场来看，2019 年上半年银行间债券市场共发行熊猫债券 15 期，发行总额为 210.40 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例分别为 78.95% 和 76.40%，银行间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 4 期，发行总额为 65.00 亿元，占总发行规模的 23.60%。

图 1 2005 年-2019 年上半年熊猫债券发行情况



资料来源：wind，联合资信 gos 系统

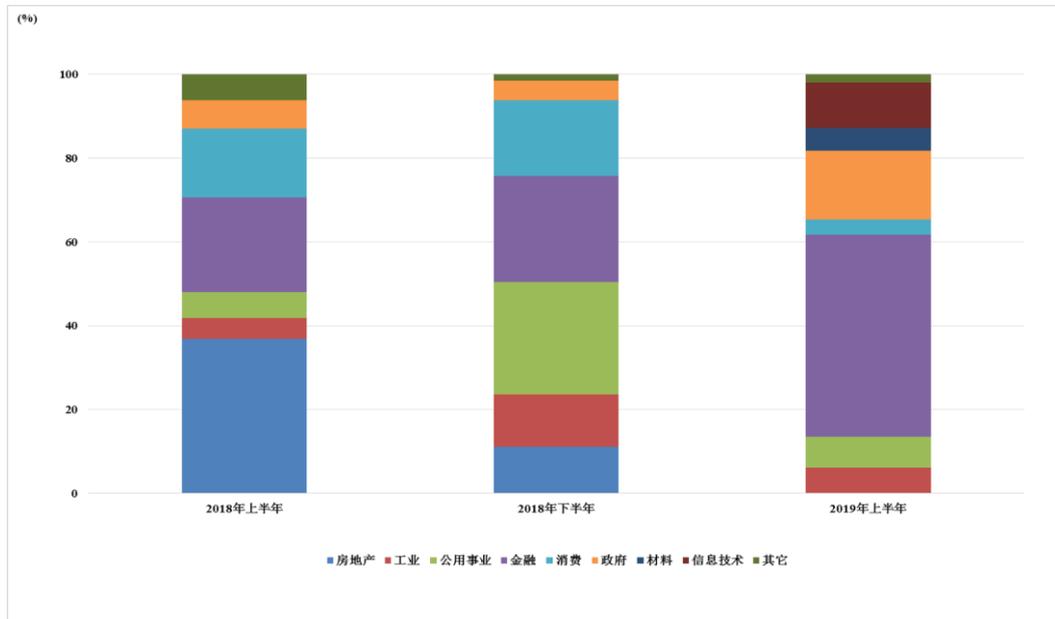
熊猫债券发行主体类型保持多样，主要集中在金融行业，房地产行业并未新发熊猫债券

从熊猫债券发行主体类型来看，2019 年上半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 16.34%，同比和环比分别上升 9.62 和 11.80 个百分点。金融机构发行规模占比为 48.29%，同比、环比分别大幅上升 25.76 和 22.90 个百分点，成为发行规模占比最高的发行主体类型。非金融企业的发行规模占比（35.37%）明显减少，同比和环比分别大幅下降 35.38 和 34.70 个百分点。

从发行人主体行业来看，2019 年上半年，发行人行业主要集中在金融行业，由于房地产行业监管持续收紧，之前一直长期占据主导地位的中资房地产行业发行人在 2019 年上半年并未发行熊猫债券。金融行业发行规模占比 48.29%，同比、环比分别大幅上升 25.76 和 22.90 个百分点；公用事业行业发行规模占比 7.26%，同比小幅上升 1.05 个百分点，但环比大幅下降 19.50 个百分点；消费行业发行规模占比（3.63%）则出现了较大幅度的下降，同比环比降均超 10 个百分点。除此之外，2019 年上半年新增材料和信息技术两个行业发行

人，占比分别为 5.45% 和 10.89%。

图 2 2018 年-2019 年上半年熊猫债券主体类型及行业分布（按规模）



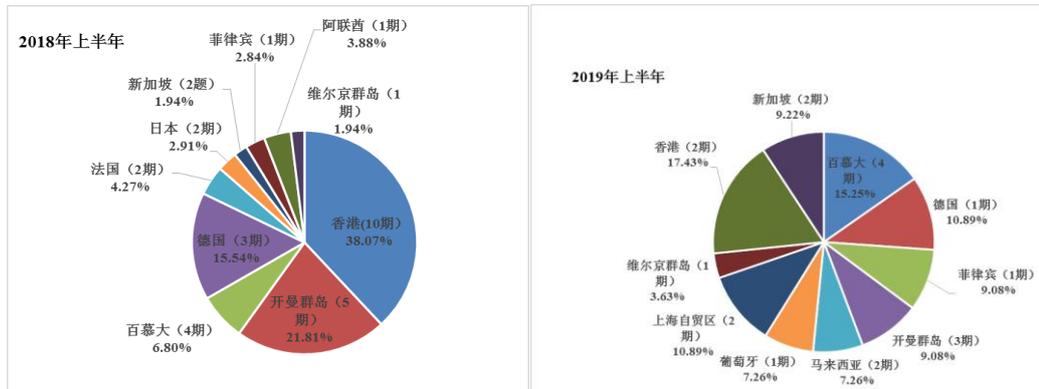
注：按 wind 熊猫债券发行人一级行业统计，消费行业指合并“可选消费”和“日常消费”。
资料来源：wind，联合资信 gos 系统

熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，但外国发行人数量进一步增加

2019 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 52.65%，虽然较 2018 年上半年（66.67%）和 2018 年下半年（73.47%）分别下降 14.02 和 20.82 个百分点，但占比依然过半。同时，2019 年上半年外国发行人数量有所增加，共有 5 家发行人，其中新增了来自马来西亚和葡萄牙的发行人，且主要集中在“一带一路”沿线合作国家，共发行 7 期国际机构债券，发行规模占总发行规模的 41.76%，同比大幅增加 35.04 个百分点。

2019 年上半年，熊猫债券发行人募集资金用途与上年基本类似，主要集中在补充运营资金、支持“一带一路”项目建设以及偿还债务、发展境外业务以及满足人民币融资需求等。值得注意的是，募集资金用于“一带一路”项目建设的熊猫债券期数与规模明显增多。例如在交易所市场，中信泰富有限公司发行的“19 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、健康营养业务以及电力租赁相关业务等。在银行间市场，菲律宾共和国发行的“19 菲律宾人民币债 01BC”、马来西亚银行发行的“19 马来亚银行债 01A”、“19 马来亚银行债 01B”以及葡萄牙共和国发行的“19 葡萄牙人民币债 01BC”所募集的资金也拟将全部或部分用于支持“一带一路”有关倡议。

图 3 2018 年上半年和 2019 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，平均发行规模明显下降，国际机构债发行量显著增加

从已发行熊猫债券的债券类型看，2019 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、公司债和可交换债等多个券种。与 2018 年熊猫债券类型相比，从发行规模看，2019 年上半年没有金融债发行，短期融资券增发 3 期，可交换债增发 1 期；国际机构债发行量显著增长，同比、环比分别大幅增长 232.37%和 475.00%；中期票据、定向工具和公司债发行规模缩量明显。具体来看，新增短期融资券均在银行间市场发行，为蒙牛乳业发行的“19 蒙牛 SCP001”和中芯国际发行的“19 中芯国际 SCP001”和“19 中芯国际 SCP002”，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”。

从熊猫债券发行规模来看，2019 年上半年，熊猫债券的发行规模多分布在 0~20 亿元的区间内，占到总发行规模的 68.04%以上，与 2018 年发行规模多分布在 10~30 亿元区间相比有所下移。2019 年上半年熊猫债券的平均发行规模为 14.49 亿元，较 2018 年上半年（16.61 亿元）和 2018 年下半年（16.33 亿元）均有所下降，主要原因是融资成本优势进一步减少以及监管趋严，部分熊猫债发行人对计划发行规模进行了削减。

表 1 2018 年-2019 年上半年不同债券类型熊猫债券发行情况

债券类型	2018 年上半年			2018 年下半年			2019 年上半年		
	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)	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	0.00	0	0	0	3	25	8.33
中期票据*	10	244	24.40	12	187.00	15.58	3	35.00	11.67
金融债	2	15	7.50	1	30.00	30.00	0	0.00	0.00
国际机构债	2	34.6	17.30	1	20.00	20.00	7	115.00	16.43
定向工具	9	119	13.22	6	97.00	16.17	2	35.40	17.70
公司债*	8	102.3	12.79	7	107.00	15.29	3	50.00	16.67
可交换债	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00	1	15.00	15.00

总计	31	514.90	16.61	27	441.00	16.33	19	275.40	14.49
----	----	--------	-------	----	--------	-------	----	--------	-------

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：wind，联合资信 gos 系统

熊猫债券发行期限仍以中短期为主，短期债券发行量有所增加，并新增发行超短期融资券

从熊猫债券的发行期限来看，2019 年上半年发行的熊猫债券仍以中短期限为主，0~5 年期债券发行规模占比逾 75%，其中，3 年期债券发行规模占比较高，约占总体样本的 61.87%，同比下降 1.75 个百分点，并新增发 3 期不足 1 年期的超短期融资券，发行规模约占 2019 年上半年熊猫债发行规模总额的 9.08%。同时，2019 年上半年 1 年期和 5 年期熊猫债券发行规模占比均为 3.63%，同比分别回落 1.23 和 4.72 个百分点。与此同时，选择特殊期限发行规模占比达 18.16%，同比、环比均有明显回落。

表 2 2018 年-2019 年上半年不同债券期限熊猫债券发行情况

	2018 年上半年			2018 年下半年			2019 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
1 年期	2	25.00	4.86	3	70.00	15.87	1	10.00	3.63
2 年期	-	-	-	3	42.00	9.52	0	-	-
3 年期	17	327.60	63.62	11	133.00	37.64	10	170.4	61.87
5 年期	2	43.00	8.35	-	-	-	1	10.00	3.63
10 年期	0	-	-	-	-	-	1	10.00	3.63
特殊期限	10	119.30	23.17	10	163.00	36.96	3	50.00	18.16

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

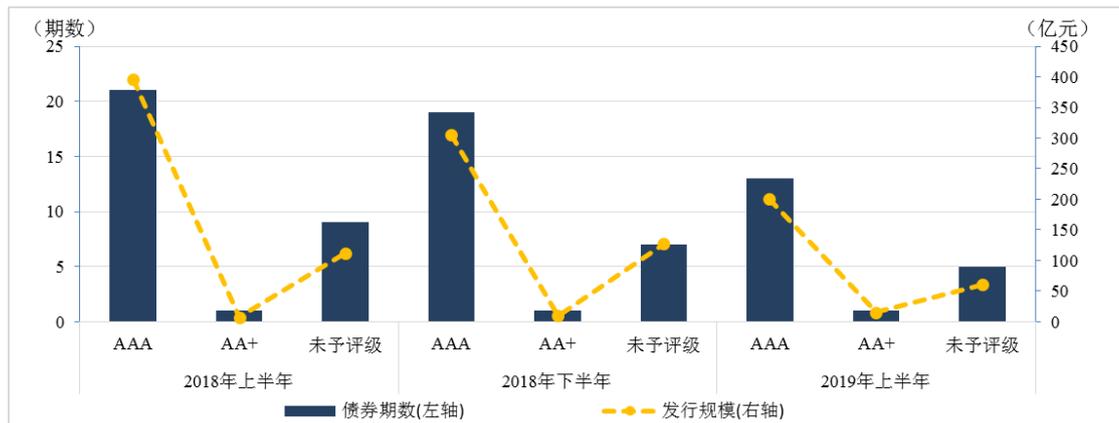
受国内信用风险偏好下降及熊猫债相关监管日渐完善影响，熊猫债券信用等级依旧集中在 AAA 级

从熊猫债券的债项信用等级分布情况看，2019 年上半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 13 期共计 200 亿元，发行规模占发行总额的 72.62%，同比（76.83%）小幅下降，环比（68.93%）有所上升，由于熊猫债券相关监管日渐完善以及 2018 年下半年国内债券违约频发、投资者信用偏好下降等因素影响，熊猫债券信用等级依旧高度集中在 AAA 级。此外，AA+级熊猫债券发行 1 期，发行规模占比（5.45%）不高但有所上行；未予评级的熊猫债券共计发行 5 期，发行规模占比 21.93%，同比基本持平，环比下降 6.87 个百分点，主要为超短期融资券和定向工具。

2019 年上半年，公开发布债项等级的熊猫债券共 14 只，其中有 4 只熊猫债券委托两家评级机构进行了“双评级”。从债项评级的委托评级机构看，委托中诚信国际信用评级有限责任公司和中诚信证券评估有限公司进行评级的熊猫债券分别为 6 只和 1 只，占比分

别为 33.33% 和 5.56%，债项级别均为 AAA；委托联合资信评估有限公司及联合信用评级有限公司进行评级的熊猫债券分别为 4 只和 1 只，占比分别为 22.22% 和 5.56%，除联合信用评级有限公司“19 蓝思 EB”评级为 AA+ 外，所评债项级别均为 AAA 级；委托上海新世纪资信评估投资服务有限公司进行评级的熊猫债券共有 4 只，占比为 22.22%，债项级别均为 AAA 级；委托大公国际资信评估有限公司进行评级的熊猫债券共有 2 只，占比为 11.11%，债项级别均为 AAA 级。

图 4 2018 年-2019 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

熊猫债券发行利率明显回落

2019 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 16 期采用固定利率，发行规模达 225.4 亿元，占熊猫债券发行总规模的 81.84%，同比、环比均有所上升；采用累进利率方式发行的熊猫债券共有 3 期，发行规模达 50 亿元，发行规模占比同比和环比分别下降 4.04 和 16.54 个百分点，规模占比为 18.16%。

我们选取 2018 年~2019 年上半年在银行间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 2019 年上半年在银行间市场发行的 3 年期 AAA 级熊猫债券的平均发行利率为 3.60%，同比（5.44%）、环比（4.70%）分别下降 1.84 和 1.10 个百分点，熊猫债券融资成本出现了显著下行，主要是国内利率中枢同比、环比均出现下降所致。

表 3 2018 年-2019 年上半年 3 年期 AAA 级熊猫债券发行利率情况

2018 年上半年			2018 年下半年			2019 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 (%)
4.98~5.95	10	5.44	4.13~5.28	8	4.70	3.00~4.09	7	3.60

资料来源：wind，联合资信 gos 系统

三、2019 年下半年熊猫债券市场展望

中美国债利差或将继续走扩，对熊猫债券市场继续形成一定的融资替代及挤出效应，下半年熊猫债券一级市场预计仍将呈现谨慎乐观的发行态势

2019 年下半年，美联储开启降息的概率有所提升，美国国债收益率仍有进一步下行的空间。另一方面，随着财税刺激措施密集出台，中国经济在 2019 年下半年将大概率触底回升，中国国债收益率在下半年继续小幅走高的可能性较大。在此背景下，中美国债利差在下半年或将继续走扩，利好美元债券发行，对熊猫债券市场继续形成一定的融资替代和挤出效应。综合看，下半年熊猫债券一级市场预计将呈现谨慎乐观的发行态势。

金融监管趋紧将在一定程度上继续制约低资质主体的融资步伐

2019 年以来，国家层面高度关注金融风险的防控。下半年，预计我国金融监管将继续延续趋严的态势，对于房地产等行业加强金融风险防范力度，严控其信用风险。对于境外红筹房地产企业而言，预计下半年的融资环境依然偏紧。此外，在“一带一路”建设加快推进的背景下，虽然境外机构在境内发债、将募集资金用于“一带一路”相关用途的动力有所增强，但在整体风险偏好较低背景下，部分海外发行人仍将持续面临主体级别等资质方面的制约。

中国债券市场投资渠道的持续拓宽以及“一带一路”建设加快推进有利于熊猫债券投融资端的相互促进，中长期内利好熊猫债券市场发展

从熊猫债券市场的投、融资端看，上半年以来，“债券通”持续顺利运行，4 月以人民币计价的国债和政策性银行债被正式纳入彭博巴克莱全球综合指数；下半年，花旗富时全球政府债券指数也将于 9 月宣布是否将中国债券纳入其中。中国债市双向开放继续升级、投资渠道的拓宽令外资入市的意愿愈加强烈。截至今年 6 月末，境外机构持仓中国债券的规模再创历史新高，达到约 1.65 万亿元。中国债券市场投资渠道的持续拓宽和优化有利于吸引境外投资者配置人民币资产，提高熊猫债券的海外投资人认购比例，同时也有利于投、融资端的相互促进，带动更多海外发行人了解并参与中国熊猫债市场，中长期内对熊猫债券市场的发展形成良性促进效应。