

## 人民币国际化

2019年2月28日

熊猫债市场发展及展望  
(2016-2018年)

## 目录

概述	1
熊猫债市场发展特征回顾与总结	2
2019年市场展望	11

## 概述

自2005年国际开发机构试水发行国际机构债以来,熊猫债市场经历了近十年的缓慢发展。2015年以来,随着监管政策的逐步放开,熊猫债市场发展开始步入快车道。2016-2018年,熊猫债市场发行规模历经迅速扩容、大幅收紧并逐步回升至相对稳定的阶段。截至2018年末,熊猫债市场存量达2723.3亿元,占中国债券市场的比例达到0.32%。随着中国债券市场的双向开放及中国债券市场基础设施的逐步完善,熊猫债市场的发展趋于更加成熟规范,发行人行业和资质的多元化程度不断提升,“一带一路”项目的推进和境外企业境内业务的开展也驱动更多有长期真实人民币融资需求的主体积极参与,同时熊猫债市场的多元化发展也进一步加速中国债券市场与国际接轨的进程。2018年9月,银行间债券市场迎来了首部系统性的管理办法,统一监管框架的建立为各类发行人提供了可操作的规范,使得境外机构落实发债需求有了具备普及性、纲领性的文件,为熊猫债市场的健康规范发展奠定了坚实的基础。“债券通”经过一年半的运行,境外投资者对中国债券市场的参与程度大幅提高,熊猫债的投资群体和投资活跃度也进一步丰富。与此同时,作为中国债券市场对外开放的试点,熊猫债市场整体规模仍然较小、纯境外主体参与程度有待提高、发行审批指引待细化等问题依然存在。

作为熊猫债市场发展的重要见证者和先行者,中诚信国际不仅在熊猫债评级领域占据主导优势,也积攒了多年丰富的研究和实践经验。2016年,中诚信与ASIFMA、金杜律师事务所、渣打银行共同发布了首篇熊猫债专题报告《人民币系列:熊猫债市场——蓄势待发》,此后连续多年发布《熊猫债市场发展及展望》。2018年是中国债券市场对外开放日趋成熟的一年,也是自试点发行熊猫债以来首部系统性规范文件出台的关键之年。本报告系统回顾了熊猫债市场的发展历程,重点对2016-2018年发展情况进行了全面梳理,总结市场发展趋势,剖析关键变化因素,以期各类参与者提供有益参考。

## 联络人

## 作者

## 国际业务部

张婷婷 010-66428877-203  
[ttzhang@ccxi.com.cn](mailto:ttzhang@ccxi.com.cn)

刘寒冰 010-66428877-246  
[hbliu@ccxi.com.cn](mailto:hbliu@ccxi.com.cn)

于嘉 010-66428877-242  
[jyu@ccxi.com.cn](mailto:jyu@ccxi.com.cn)

王家璐 010-66428877-251  
[jlwang@ccxi.com.cn](mailto:jlwang@ccxi.com.cn)

## 一、熊猫债市场发展特征回顾与总结

熊猫债市场先后经历了几个主要的发展阶段，2005-2014年，由于熊猫债发债主体仅限于开发性金融机构，十年间发行总规模仅为60.0亿元。其后，随着募集资金及偿债资金的管制逐渐放开，以及对于发行主体类别不再设限，熊猫债市场在2015年开始放量，全年发行规模达到130.0亿元，超过过去十年的总和。2015-2018年，伴随国内外利率及汇率的波动以及行业监管政策的调整，熊猫债市场发展步入快速通道，呈现出主体层次更加多元化、长期纯境外发行人占比增加等更符合市场发展初衷的稳定特征，但总体来看仍未脱离试点阶段。2018年9月的统一监管办法出台预示着一个全新阶段的开始，全面监管框架及指引的确立标志着熊猫债市场或将步入真正的规范发展。以近三年为观察区间，具体总结回顾如下：

### （一）红筹房地产企业发行潮退去后，2017-18年熊猫债市场进入较为稳定的发展区间

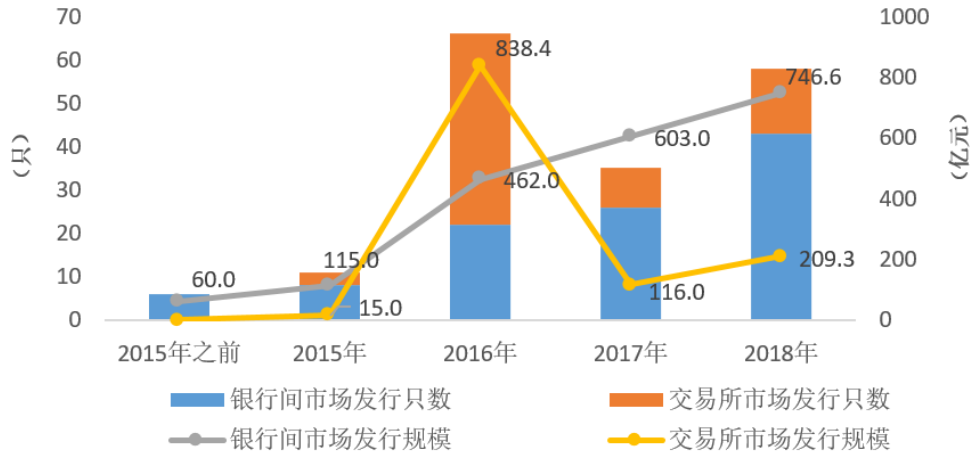
从全市场发行规模来看，2016年至2018年熊猫债市场发行规模历经迅速扩容、大幅收紧并逐步回升至相对稳定的区间。2016年，伴随政策利好以及发行成本的降低，熊猫债市场快速扩容，发行数量达66只，发行规模达1300.4亿元，是2015年发行规模的10.0倍。熊猫债市场的快速扩容，部分由于在岸及离岸市场环境及资金政策的变化，驱动原本以发行点心债为主要融资渠道的部分香港及中资红筹企业回流境内债券市场。与此同时，国内房地产行业的乐观行情及交易所市场非公开发行备案制的确立也是重要原因。进入2017年，由于国内债券市场利率中枢抬升，募集资金的使用管理趋严以及房地产企业境内融资受限等原因，熊猫债市场发行显著回落，2017年熊猫债发行数量为35只，发行规模为719.0亿元，较2016年减少44.7%。2018年，发行成本的下降以及监管制度的逐步完善促使熊猫债市场再度回温，发行量较2017年整体回升，发行数量为58只，发行规模为955.9亿人民币，较2017年增长32.9%。

分市场来看，银行间市场仍是熊猫债发行的主要场所，发行量呈现稳定增长态势，2017年与2018年银行间市场发行规模分别同比增长30.5%和23.8%；交易所市场发行规模受到房地产企业发行量影响，波动较大。追溯原因，2016年，在岸及离岸人民币融资环境变化加之国内地产行业发展势头良好，叠加交易所市场非公开发行备案制确立<sup>1</sup>带来的利好持续释放，中资背景房地产企业倾向于境内融资，促使交易所市场熊猫债发行量异军突起。该年度房企熊猫债融资规模达666.4亿元，为上年度的44.4倍。但自2016年10月起，房地产企业融资政策大幅收紧，包

<sup>1</sup> 2015年1月，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，扩大发行主体范围，全面建立非公开发行制度并增加债券交易场所。该项文件出台后，公司债券发行主体从上市公司拓展至除地方融资平台以外的所有公司制法人。审批机制改革方面，公开发行实行核准制，非公开发行实行备案制。

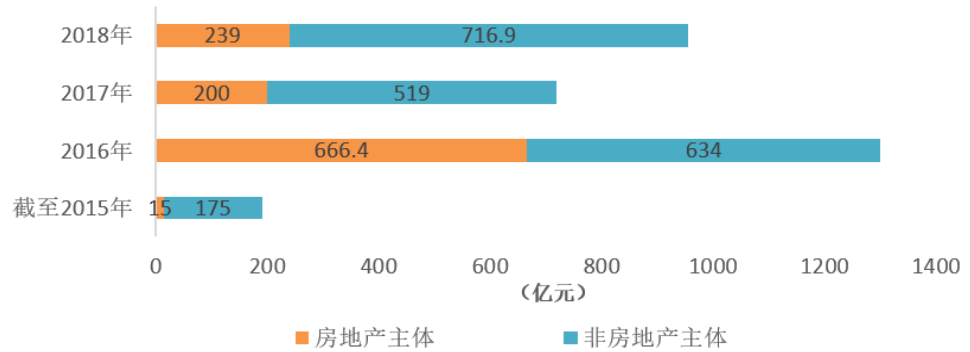
括碧桂园、雅居乐等多家香港上市的房地产企业熊猫债发行计划被终止，叠加发行成本抬升等因素影响，红筹房地产企业开始转向美元债、资产证券化等融资渠道，导致2017-18年交易所熊猫债发行量显著下滑。在2016年红筹房地产企业发行潮退去后，熊猫债市场呈现出更为稳定的发展趋势。

图1：银行间、交易所熊猫债发行量统计



资料来源：公开资料，中诚信整理

图2：房地产主体熊猫债发行规模统计



资料来源：公开资料，中诚信整理

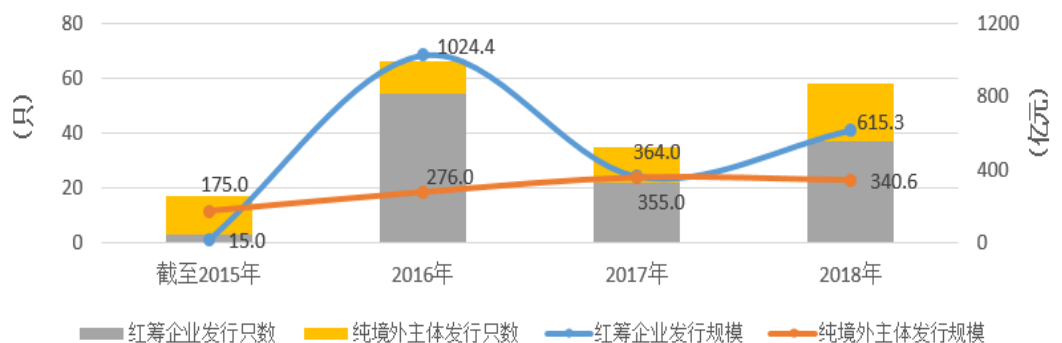
### （二）纯境外主体有所增多，但市场参与程度仍然不足50%

熊猫债市场旨在吸引纯境外发行主体，自2015年下半年以来，参与熊猫债融资的纯境外主体呈增多趋势，但总体占比仍然偏低，参与程度有待进一步拓展。按发行人结构统计，2016-2018年发行熊猫债的纯境外主体分别为10家、8家及12家，发行只数分别为12只、13只和21只，呈增加趋势；其中2018年，在新发债的主体中纯境外主体数量占比达到46.7%，为2016-18年阶段性新高。从政策及市场环境来看，2015年下半年以来，央行多次放宽境外机构参与银行间债券市场的要

求，募集资金使用也更为灵活，使得境外主体的发债准入门槛大幅降低；叠加人民币汇率持续贬值，融资成本处于相对低位，驱动纯境外主体积极涌入熊猫债市场，2016年新加入发债大军的纯境外主体达8家，创历史峰值<sup>2</sup>。2017-2018年，虽然受到境内业务开展及“一带一路”沿线项目的融资需求驱动<sup>3</sup>，发行规模有所放量，但由于国内利率中枢抬升、募集资金使用的监管趋严等因素，纯境外主体发行意愿有所降低，整体增长较为缓慢。

值得注意的是，与红筹企业相比，优质纯境外主体作为国际债券市场的长期融资者，发债动机更加市场化，全球范围内综合发行成本的比较是重要的参考因素，而此前由于熊猫债的审批发行仍处于“一事一议”的试点阶段，发行的便利性、发行周期、监管成本成为制约纯境外机构融资规模放量的主要因素。此外，即使通过审核，市场利率和汇率的波动也会导致发行人择机布局发行窗口。2016-2018年纯境外机构发行规模占比分别为21.2%、49.4%及32.5%，均未到50.0%。中长期来看，中国债券市场基础设施的不断完善将加快中国与国际市场的接轨，伴随政策规范文件的陆续出台，将显著降低纯境外主体的发行成本，提高纯境外潜在发行人的市场参与程度。

图3：红筹企业与纯境外主体发行量统计

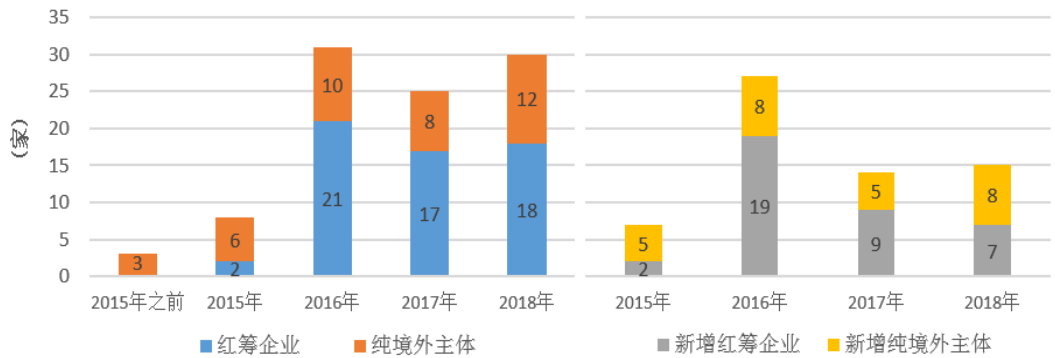


资料来源：公开资料，中诚信整理

<sup>2</sup> 与2018年新加入的纯境外主体数量持平

<sup>3</sup> 其中2017年3月，俄罗斯铝业联合公司在上海证券交易所完成公司债发行，为首单“一带一路”沿线企业发行的熊猫债券；2018年，菲律宾共和国、沙迦酋长国政府、新加坡托克集团等境外主体均完成熊猫债首发，“一带一路”沿线人民币资本流动持续扩展。

图4：红筹企业与纯境外主体分布统计

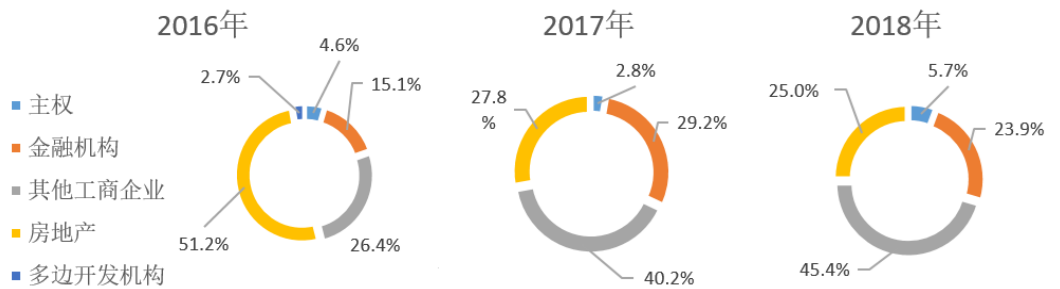


资料来源：公开资料，中诚信整理

### （三）熊猫债发行主体以房地产企业及金融机构为主，细分行业持续扩展

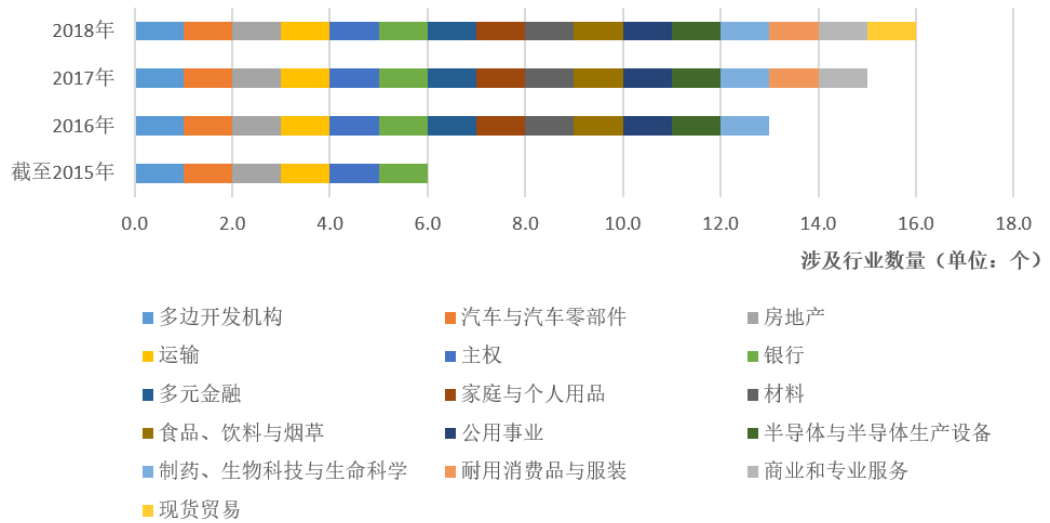
2016-2018年，熊猫债发行主体以房地产企业及金融机构为主，三年间房地产主体发行规模合计1105.4亿元，占比达37.2%，金融机构发行规模合计634.0亿元，占比达21.3%。行业细分来看，自2016年起，受政策放开带动，熊猫债市场不再局限于以多边开发机构、主权、金融机构等传统熊猫债发行人为主的局面，随着消费品、服务业、制药业、公用事业等行业的企业纷纷进入熊猫债市场，融资主体背景不断丰富，标志着熊猫债市场逐步成熟多元化。

图5：2016-2018年熊猫债发行主体类别分布（依规模统计）



资料来源：公开资料，中诚信整理



图6：熊猫债融资主体涉及行业统计<sup>4</sup>

资料来源：公开资料，中诚信整理

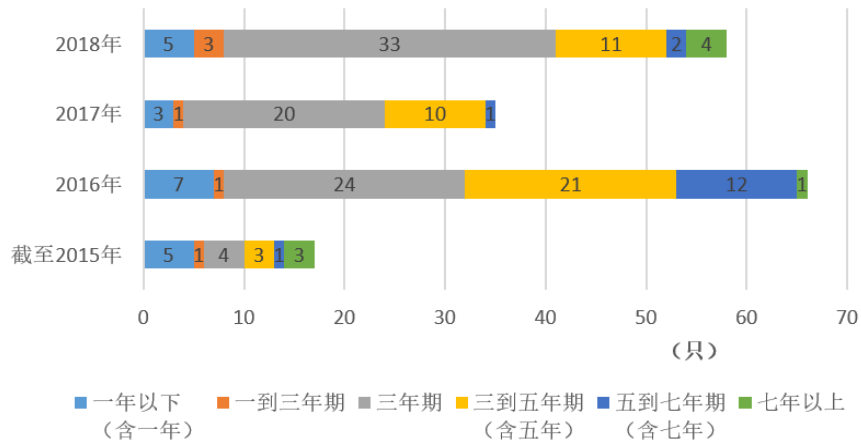
#### （四）熊猫债发行期限以中短期为主，部分企业成为长期发行人

从已发行债券的期限结构来看，目前熊猫债券的发行期限主要集中在中短期，2016-2018年三年以下债券（含三年）共计发行97只，规模1820.9亿元，占比61.2%，其中三年期债券占比达46.3%，居于各期限熊猫债券的首位。具体来看，多数纯境外主体出于汇兑风险的考虑，融资期限偏向于三年以内；相比之下，红筹企业由于大量业务位于境内，发行长期熊猫债意愿更显著。从数据统计来看，纯境外主体和红筹企业的三年以内债券发行占比分别为90.0%和45.7%，除法国液化空气集团财务公司外，其余境外中长期债券发行人均为多边开发机构。近年来随着境内业务的拓展及“一带一路”沿线大型基础设施项目的启动，市场上陆续出现较长期限熊猫债。例如，2018年，法国液化空气集团财务公司在银行间发行1笔5年期非公开定向债务融资工具；招商局港口控股有限公司在深交所发行1笔5年期“一带一路”公司债券，募集资金将用于收购斯里兰卡南部的汉班托塔港港口；普洛斯中国控股有限公司在深交所发行4笔9年期“一带一路”公司债券，募集资金主要用于收购英国、德国、法国和荷兰的物流基础设施资产。

相对来说，熊猫债对需要获得长期人民币融资的发行人具有比较优势，发行熊猫债相比银行贷款等其他人民币融资方式具有期限更长、不限定特殊用途、利率市场化等优势。观察近三年熊猫债市场发行情况亦可得出，无论是红筹还是纯境外主体，已进入市场的存量客户在发债频率和发债规模方面均有逐年提升的趋势，从另外一个角度说明熊猫债市场作为长期人民币融资渠道的作用正逐步显现。

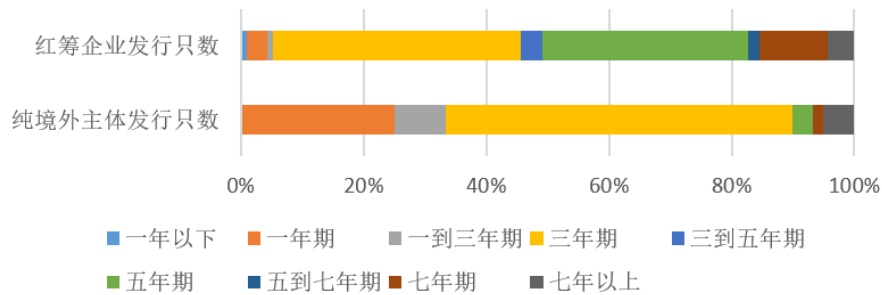
<sup>4</sup> 在对应年度中有新发行与存续熊猫债的客户均统计在内

图7：熊猫债发行期限结构统计



资料来源：公开资料，中诚信整理

图8：红筹企业与纯境外主体熊猫债发行期限统计



资料来源：公开资料，中诚信整理

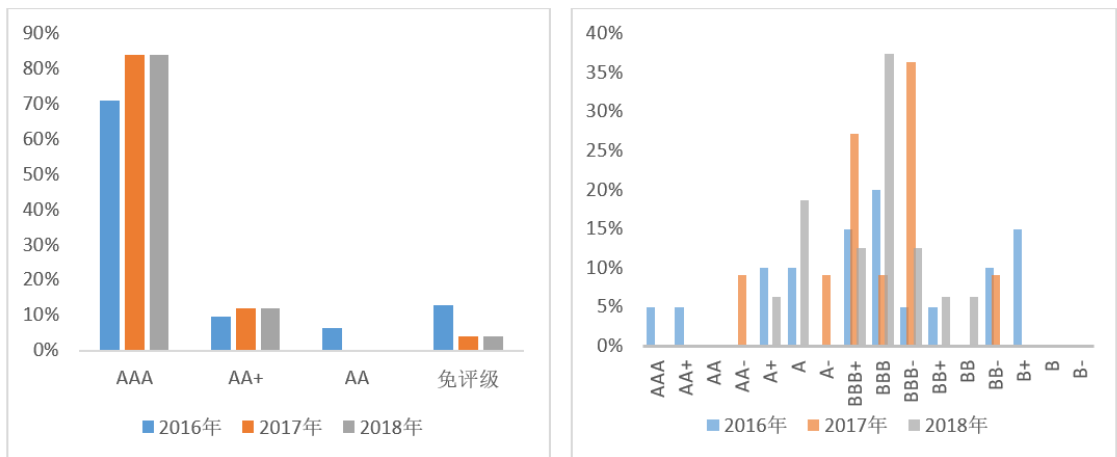
### （五）熊猫债发行人主体级别多元化趋势增强，中资评级有助于弥合信息不对称

熊猫债市场定位于为境外优质客户提供人民币债券融资渠道，因此，发行主体境外级别以投资级以上为主，境内基本集中于AAA。从发行主体境内级别来看，银行间公募市场对于熊猫债发行人资质要求较高，发行主体级别仍未突破AAA，而交易所公募市场发行人资质有所放开。2017年，神州租车有限公司和创维数码有限公司先后在交易所公开市场发行熊猫债，两家发行人主体信用级别均为AA+，是2016年以来的重大突破。2018年交易所公募市场再次新增AA+发行主体，系北控清洁能源集团有限公司于公开市场发行绿色永续期公司债券。与此同时，近年来，伴随市场的扩容，熊猫债发行人境外主体级别集中度已较初期有所下降，呈现出更加多元化的趋势。2017年至2018年，在公募市场中海外主体信用级别在A-以下的发行人数量明显增多。2017年，81.8%的熊猫债发行人海外主体信用级别在A-以下，较2016年上升11.8%。2018年，该占比进一步上升至90.9%，主体级别多元

化趋势进一步增强。随着相关国家和机构对人民币大类资产的融资需求逐步增大，对熊猫债发行主体的准入限制的放宽，允许不同行业、不同资质的优质发行人参与进来，有助于推动熊猫债市场的扩容及多元化发展。

值得关注的是，由于熊猫债市场发行人和投资人往往存在地域差异，相对于普通债券，信息不对称的问题或更为突出。伴随境外主体资质的日益多元化，中资评级机构在境外客户信用风险分析及揭示方面的作用不可替代。一方面，由于企业发行熊猫债的评级结果均受到主权天花板的限制，中外评级机构对主权级别的差异性判断可能导致部分企业的实际实力被低估，抑制境外企业的发债意愿，从而不利于熊猫债市场的扩容及多元化发展。另一方面，熊猫债信用水平的衡量，离不开对中国境内同行业发行主体的比较，而中资评级机构序列及样本更为完善丰富，能够提供更准确有效的参考基准。因此，中国评级行业应更好地平衡全球与本土评级理念，加强对境外发行人的风险揭示，弥合境内外信息不对称所造成的差异。

图9：熊猫债发行人主体信用级别统计



2016~2018年熊猫债发行人境内主体信用级别分布

2016~2018年熊猫债发行人境外主体信用级别分布

资料来源：公开资料，中诚信整理

## （六）熊猫债监管制度逐步完善，《办法》出台提供明确指引，会计准则突破及境外投资者多元化利好市场长期发展

2005年，《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》对国际开发机构在中国境内发行人民币债券的门槛做出了初步规范，随后在2010年对该文件进行了修订指示；2014-2016年，先后出台若干文件，分别就资金汇出、债券发行、交易或转让及跨境融资宏观审慎管理做出指示。虽然主体及资金使用限制不断放宽，熊猫债市场基础逐步完备，但始终缺乏统一的监管框架。2018年9月，人民银行、



财政部联合发布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》（以下简称“《办法》”），就发债主体的会计审计准则和募集资金使用等方面做出了进一步明确，就境外金融企业发行债务融资的程序及注册发行文件的内容、信息披露、募集资金使用等事项做出规定，并在今年2月公布的框架性指引中将适用范围拓展至非金融企业。本次办法最主要的突破在于会计审计准则已经得到了明显的放宽。根据《办法》，若申请公开发债的境外机构未采用中国企业会计准则或等效会计准则编制财务报告，披露所使用会计准则的同时提供该准则与中国企业会计准则重要差异的说明，并聘请满足一定条件的境外会计师事务所进行审计即可，财务履行成本大大降低。作为自试点发行熊猫债以来的首部统一监管框架，《办法》及年初框架的发布使得境外机构在我国银行间债券市场发行人民币债券的相关制度进一步完善和透明。

“债券通”安排下境外投资者群体显著扩充，是熊猫债市场近年发展取得的又一重要成就。其中“债券通（北向通）”开闸至今已满一年半。截至2018年12月末，共有503个境外主体通过“债券通”渠道进入银行间债券市场，境外投资人参与银行间债券市场的深度和广度日益增加，其中熊猫债也成为吸引中长期优质境外投资人参与银行间债券市场的重要力量。以2018年3月菲律宾共和国发行的“债券通”主权熊猫债为例，通过“债券通”渠道安排的境外投资者认购比例高达88%。2018年，“债券通”的配合引流效应较为明显，增加熊猫债融资来源渠道的同时，也提升了二级市场流动性。2018年以来，会计审计准则的突破以及境外投资中国债券市场渠道的打通将在降低发行成本、丰富投资群体、提升投资活跃度等方面极大推动熊猫债市场的扩容。但与此同时，若干老问题依然存在，首先，目前出台的文件仍停留于框架性指引层面，相关细则及配套系列措施仍有待明确；其次，债券市场基础设施建设有待进一步完善，境内规则惯例与国际接轨的步伐有待加快。

图10：熊猫债相关政策概览



资料来源：公开资料，中诚信整理

综上所述，熊猫债市场的发展规模虽很小，发展历程也几经波澜，但作为中国债券市场对外开放的试点，熊猫债见证了中国与国际市场对接中从摩擦到不断融合的过程，为中国债券市场国际化发展积累了宝贵经验。一方面，在各类境外主体差异化的发债动机之下，熊猫债市场的发展不断趋向于监管的设计初衷。熊猫债市场定位于优质境外主体获取长期稳定人民币资金来源的通道。而实践中由于不同类型的境外主体在发债动机、资金用途等方面存在很大的差异，市场规模及结构均经历了较大的波动，但至2018年，主体层次更加多元化、长期纯境外发行人占比增加等更符合市场发展初衷的稳定特征逐步显现。另一方面，熊猫债市场的发展也是中外债券市场基础制度在技术和理念层面逐步对接的过程。此前处于“一事一议”状态的发行审批在发行准则、信息披露、募集资金使用等方面得到了规范的框架指引，制约熊猫债市场发展的会计审计准则也正式得到突破，中外评级之间的差异也在不断的对接中逐步弥合，仅从新办法对评级的相关安排来

看，熊猫债市场的整体监管方向趋向于更加贴近国际惯例的市场化，从而体现了中国债券市场对外开放的决心和姿态。

## 二、2019 年市场展望

熊猫债市场常态化发展的支持动力来源于中国经济的稳健增长、人民币国际化进程的加快以及中国债券市场的开放和完善。总体来看，2019年全球经济放缓及中美贸易争端叠加政策不确定性的影响仍将持续。与此同时，人民币国际化进程加快及金融市场开放力度加大，有望推动熊猫债市场发展。中诚信国际认为，2019年随着发行成本下降、政策进一步落地以及债券市场基础设施建设的完善，熊猫债券市场有望持续回暖。

### （一）受全球经济放缓及中美贸易争端持续发酵的影响，经济稳增长压力下货币政策有望维持宽松基调，带动国内利率中枢小幅下行，发行成本降低为真正有人民币融资需求的境外发行人带来利好

基本面方面，2019年经济运行面临下行压力，在经济稳增长的基调下，中国货币政策有望维持边际宽松，预计政策利率和市场利率有望小幅下行。此外，美联储货币政策虽趋向保守，但仍有加息的可能性，中美货币政策的背离导致发行成本分化，熊猫债发行成本的比较优势将进一步显现。随着全球经济走弱，中美贸易摩擦持续发酵，对出口贸易形成抑制，与此同时，伴随中国主动扩大进口等因素影响，外贸顺差预计进一步收窄，叠加中美利差的持续波动，人民币汇率存在一定下行压力，熊猫债发行的汇率成本也有望下降，降低境外企业汇率错配风险。发行成本的降低，将为有真正人民币融资需求的境外企业提供更好的时间窗口，利好熊猫债市场的稳步扩容。

### （二）《办法》的出台标志着熊猫债市场将得到明确规范，2019年更多指引文件的落地将进一步推动政策框架的完善

政策规范方面，2018年9月，银行间债券市场迎来了自试点发行熊猫债以来首部系统性的管理办法，统一监管框架的建立为各类发行人提供了可操作的规范，使得境外机构落实发债需求有了具备普及性、纲领性的文件。2019年2月1日，银行间市场交易商协会公告发布《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》（下称《指引》），针对境外非金融企业进行熊猫债融资的信息披露、募集资金使用和中介机构方面明确了核心制度安排。《办法》及《指引》推出了更为靠近国际债券市场惯例的操作管理框架，可助力跨境债券市场的规则惯例接轨，提高业务流程透明度，优化市场运行机制，推进银行间市场体系建设向高层次开放型经济发展，从而吸引更多合规、优质的境外主体参与人民币跨境投融资，进一步

释放熊猫债市场活力。据悉，2019年银行间市场交易商协会还有望陆续推出面向国际开发机构、外国政府类机构两类主体的配套产品指引，使得熊猫债全品类制度体系进一步完善，为市场的中长期发展奠定良好基础。

### （三）2019年，债券市场基础设施建设的完善将加快中国与国际市场的并轨，同时，“一带一路”高峰论坛也将吸引更多境外主体的广泛参与

今年年初，标普成为全球首家获准进入银行间债券市场外资信用评级机构，叠加中国债券确认纳入彭博巴克莱全球综合指数，人民币债券受到境外机构更多关注。“债券通”相关规则的补充完善将进一步提升债券市场参与者的资金配置和使用效率，有利于吸引国际债券市场参与主体进军熊猫债市场。2019年，我国债券市场将有更多对外开放的新举措落地：外汇局正研究优化境外投资者参与外汇对冲交易相关安排，将有效支持境外投资者的特殊结算周期需求。债券市场互联互通方面，将研究推动债券ETF等指数型产品发展、债券中央存管机构（CSD）互联互通，并将适时全面放开回购交易，大力推进人民币衍生品使用。此外，2019年将迎来第二届“一带一路”高峰论坛，中国与“一带一路”沿线国家、机构间的联系将进一步紧密，熊猫债市场作为中国资本市场对外开放的前沿，有望吸引更多沿线主体参与其中。

中长期来看，熊猫债市场发展前景广阔。截至2018年底，已发行熊猫债占债券市场总量的比例仅为0.32%，与其他国家同类市场存在明显差距。未来伴随人民币国际化以及中国资本市场对外开放进一步扩大，中国债券市场的开放及多元化势在必行，熊猫债市场仍有巨大发展空间。