

多只疫情防控熊猫债成功发行，境外投资者追捧人民币债券

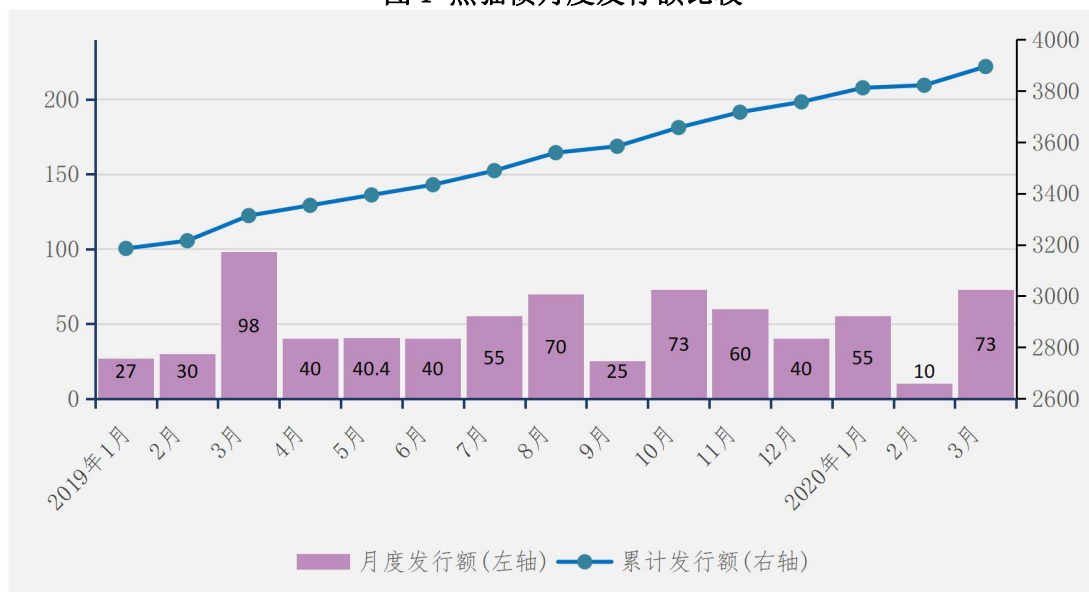
—2020年3月熊猫债专题研究

市场动态追踪

1. 发行市场显著升温

2020年3月熊猫债发行总额为73亿元，市场累计发行规模已接近3900亿元。

图1 熊猫债月度发行额比较



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

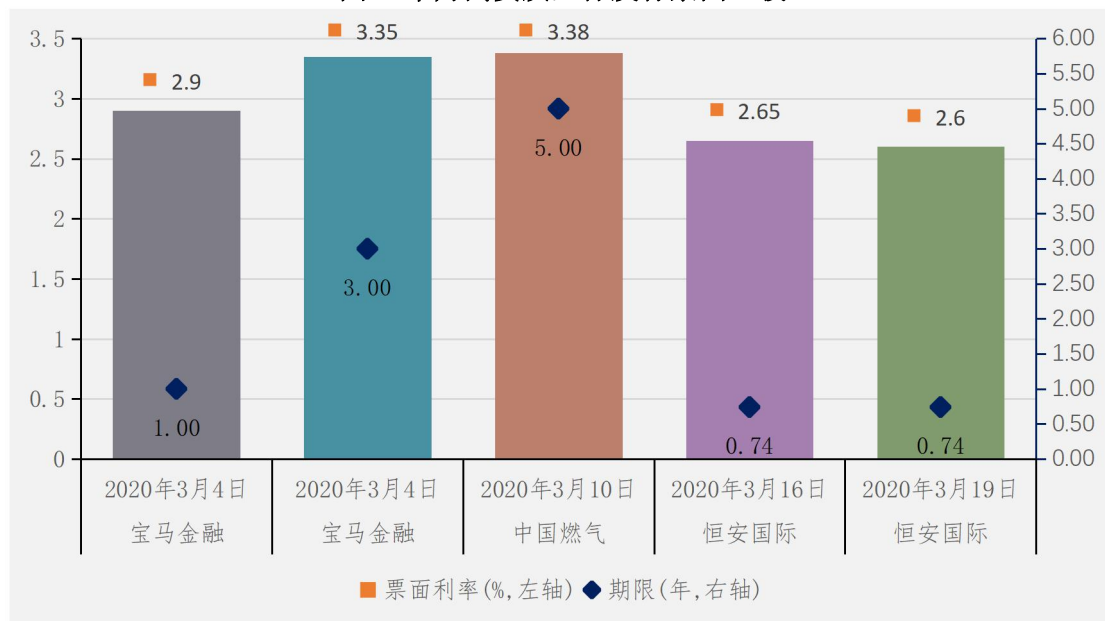
截至2020年3月末，熊猫债累计发行规模已达3894.7亿元，其中存量规模为2739.7亿元。在新冠疫情全球蔓延期间，3月份多支疫情防控熊猫债的成功发行，不仅显示了熊猫债一级发行市场的升温势头，也再次体现了熊猫债作为国内债市有机组成部分，提升债券市场融资功能以及服务实体经济的作用。

2. 高信用资质主体发行票面维持低位

2020年3月，随着新冠疫情全球扩散，各国经济下行压力加大。在美联储紧急大幅降息并推出“无上限”量宽政策背景下，全球降息潮开启，国内货币政策空间加大，资金面整体延续宽松，境内流动性处于合理充裕状态。继2月份恒安国际以其最低票息率记录2.85%成功发行期限270天的超短期融资券后，本月其发行的三只超短融票面再创新低，分别为3月16日的2.65%和3月19日的两只2.6%。与此同时，宝马金融发行的

1年期和3年期品种熊猫债最终票面也均落在了定价区间中间位以下，其中20亿元3年期人民币债券较其2019年3月发行的同期限熊猫债票面显著下行65个基点。

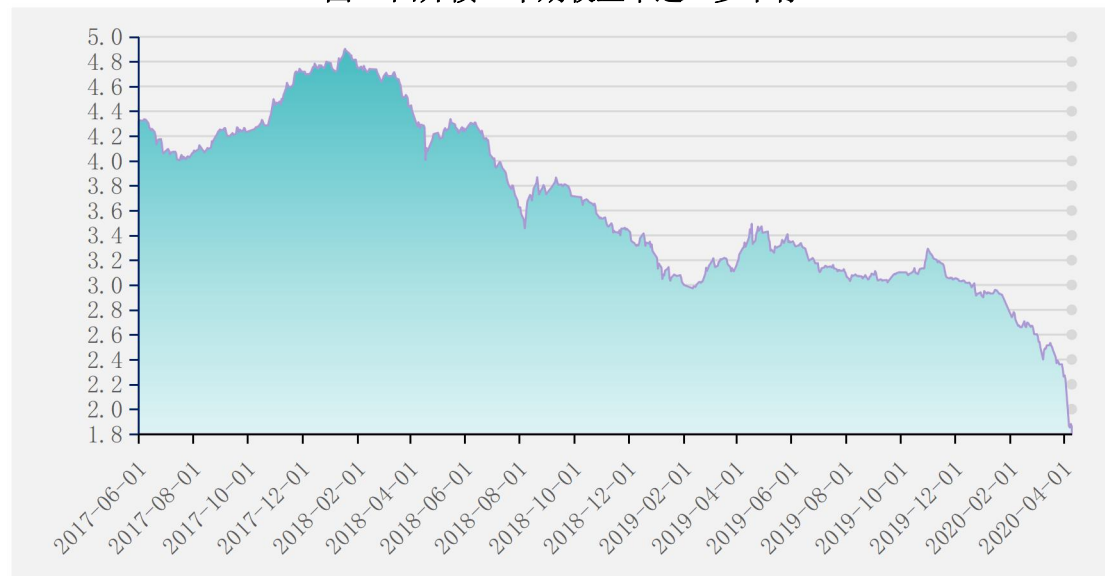
图2 本月高资质主体发行票面比较



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

熊猫债发行成本的进一步走低，与近期境内资金利率保持低位的运行趋势吻合，也同政策性银行债收益率继续走低的态势保持一致。

图3 国开债3年期收益率进一步下行



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

本月案例分析

3月熊猫债市场共有7只新发行债券，其中宝马金融和恒安国际分别发行了两只定向工具和三只超短期融资券。值得注意的是，中国燃气、恒安国际，以及创维集团本月发行的均为交易商协会熊猫债项下的疫情防控主题债。

表1 本月疫情防控熊猫债发行案例一览

发行主体	中国燃气	创维集团	恒安国际集团有限公司		
起息日期	2020-3-10	2020-3-16	2020-3-16	2020-3-19	2020-3-19
到期日期	2025-3-10	2023-3-16	2020-12-11	2020-12-14	2020-12-14
债券期限	5年	3年	270天	270天	270天
发行金额	10亿元	8亿元	10亿元	5亿元	5亿元
票面利率	3.38%	5.5%	2.65%	2.6%	2.6%
发行方式	公募	公募	公募		
上市地点	银行间	银行间	银行间		
主体评级	AAA	AA+	AAA		
认购倍数	1.5	1	1.45	1.3	1
注册地址	百慕大	百慕大	开曼群岛		

数据来源：万得资讯，东方金诚研究

新冠疫情持续期间，诸多企业生产经营受到影响，疫情防控债券发行大幅增加—不仅熊猫债市场疫情防控主题债发行积极，境内公司信用类债券一季度发行规模也同比明显增加。民营企业债券融资情况一定程度上改善，助力企业复工复产。

中国燃气作为主要从事城市燃气和管道基础设施营运服务的公众企业，不仅需要确保疫情期间各地用户的稳定安全供气，且需助力完成雷神山医院等防疫抗疫设施建设，因此其本次发行的全国首单疫情防控主题熊猫中期票据，不仅得到了投资者高度关注和踊跃认购，实现5年期3.38%的低利率发行，也成为支持防疫抗疫工作的及时资金保障。

创维集团和恒安集团作为与居民消费密切相关的民营企业，在新冠疫情持续过程中，原材料供应波动及人员返岗时间推迟等因素给企业带来一定负面影响。3月份疫情防控熊猫债的成功发行，不仅满足了相关企业自身直接融资需求，补充与抗击新型冠状病毒肺炎疫情相关的流动资金，也有助于切实支持企业生产经营和恢复发展。

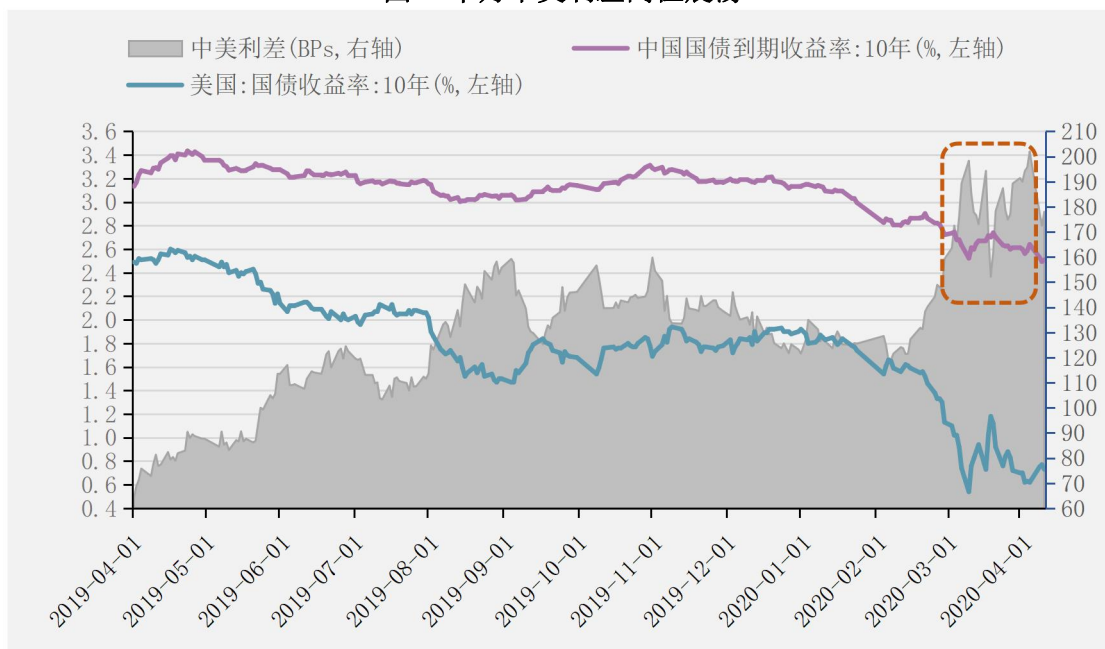
此外，值得一提的是，宝马金融本月在银行间市场以低票面成功发行两只定向工具，不仅表明在全球低利率环境下，国内债券市场的稳定和活跃发展得到发行人的认可及青睐，同时显示出，投资者对疫情影响下的中国经济增长韧性充满信心。

熊猫债市场展望

近期中美利差高位震荡，国内货币政策空间充足，短期来看，保持流动性充裕、助力复工复产加速的政策重点料将延续，熊猫债市场疫情防控主题债有望保持积极发行态势

近期，随着全球新冠肺炎疫情持续发酵，国际市场风险偏好继续回落，投资者对新冠疫情给全球经济造成负面影响的担忧情绪浓重。在美联储不断出手缓解市场流动性背景下，十年期美债收益率低位震荡，中美利差持续在 180 点左右的高位徘徊。

图 4 本月中美利差高位震荡



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

与此同时，国内物价指数涨幅回落以及充足的流动性管理工具，意味着国内货币政策调控拥有更大空间。鉴于当前受疫情影响，国内经济仍面临下行压力，因此短期来看，保持流动性充裕、助力复工复产加速的政策重点料将延续。考虑到新冠疫情防控相关的流动资金需求仍然较大，预计海外注册的中资非金融实体以及国际机构熊猫债发行将保持积极态势。

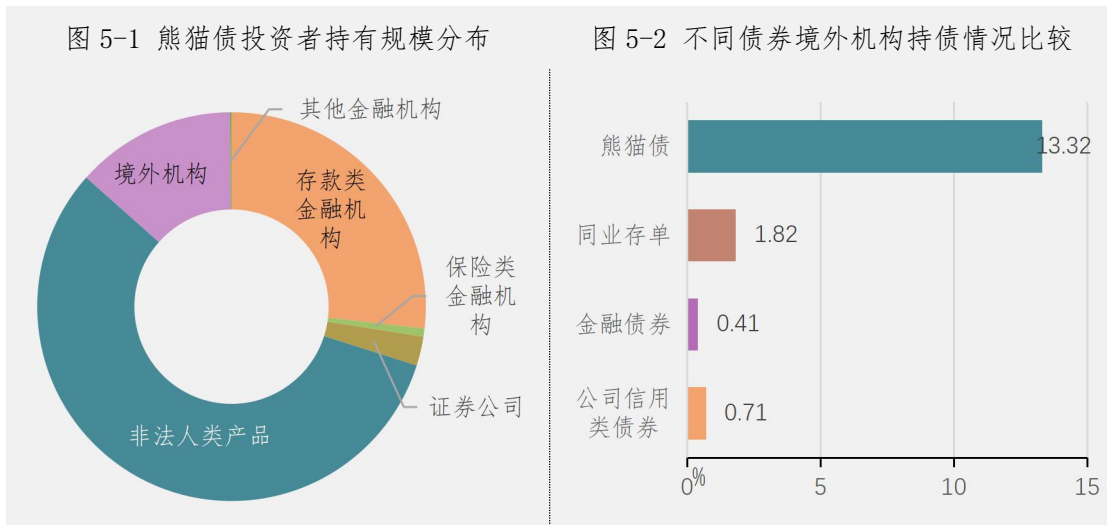
国内经济稳步恢复过程中，全球金融市场避险情绪浓厚，人民币债券受到境外投资者追捧

今年以来，新冠疫情爆发并已在全球蔓延，国际金融市场动荡加剧，投资者避险情绪浓重。由于海内外疫情周期错位的事实，叠加中国经济金融的内生韧性得到进一步认

可，人民币债券成为全球投资者分散投资风险的重要选项，受到境外市场参与者追捧。

数据显示，截至2020年一季度末，共有822家境外法人机构投资者进入中国银行间债券市场，持债规模约为2.26万亿元。同一时点，涉及银行间市场交易的债券余额逾87.67万亿元，即境外持债规模占比近2.6%。总体来看，一季度银行间债市新增境外法人机构26家，境外机构净增持量597亿元。也就是说，在主要发达金融市场剧烈震荡期间，中国债市成为国际投资者配置资产的重要路径。

图5 境外机构持有熊猫债情况（2020.3.31）



数据来源：CEIC，东方金诚研究

从银行间市场熊猫债¹的投资者持有结构来看，截至2020年3月末，境外机构持有的熊猫债规模为230.52亿元，占比13.32%，即熊猫债境外机构投资比例远高于国内其他公司信用类债券产品。熊猫债作为中国债券市场双向开放的重要代表，相较其他债券类型，境外机构的参与更为活跃。

此外，考虑到熊猫债市场的非法人类产品主要是非公开定向发行的私募性质债券，因此在公募熊猫债中，境外机构的持债比例仅次于以国有大型商业银行、股份制商业银行和外资银行为代表的存款类金融机构，充分表明外资对熊猫债市场的积极热情。

东方金诚认为，国内债券市场投资渠道的多元化发展，以及国际市场对中国债市的日益认可，均带动境外机构增持人民币债券。鉴于新冠疫情在海外持续蔓延，国际投资者的“避险模式”料将延续，而随着国内经济稳步恢复，人民币债券的吸引力将进一步显现，流入国内债市的资金有望继续增加，市场流动性也将受到持续提振。

¹ 此处“银行间市场熊猫债”指的是在上海清算所登记托管的由境外企业、政府部门、国际组织等发行的人民币债券，其几乎覆盖了所有银行间市场上市发行的熊猫债。

附录 1：熊猫债发展关键节点

■ 2005	2月：《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》发布
	10月：国际金融公司（IFC）和亚洲开发银行（ADB）发行了首批熊猫债
■ 2010	9月：《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（2010）发布
■ 2014	3月：首只银行间债券市场非金融企业熊猫债成功发行
	3月：《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》发布
■ 2015	7月：《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》发布
	12月：首只主权熊猫债成功发行；首只交易所非金融企业熊猫债成功发行
■ 2016	4月：《人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》发布，“自用熊猫债，即企业的境外母公司在我国境内发行人民币债券并以放款形式用于境内子公司的，不纳入跨境融资风险加权余额计算”
	9月：首只特别提款权（SDR）计价债券由世界银行（World Bank）在银行间债券市场成功发行
■ 2017	3月：首只“一带一路”熊猫债成功发行
	7月：首只“债券通”熊猫债成功发行
■ 2018	9月：《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》发布
■ 2019	1月：《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》发布

附录 2：2020 年熊猫债发行一览（截至 2020.03.31）

序号	发行主体	起息日期	票面利率 (%)	金额 (亿元)	期限 (年)	发行方式	认购倍数	主体评级
1	戴姆勒财务	2020-1-9	3.5	30	2	私募	/	/
2	越秀交通	2020-1-10	3.47	10	3	公募	3.23	AAA
3	中芯国际	2020-1-13	2.4	15	0.37	公募	1.0	AAA
4	恒安国际	2020-2-28	2.85	10	0.74	公募	1.78	AAA
5	宝马金融	2020-3-4	2.9	15	1	私募	/	/
6	宝马金融	2020-3-4	3.35	20	3	私募	/	/
7	中国燃气	2020-3-10	3.38	10	5	公募	1.5	AAA
8	恒安国际	2020-3-16	2.65	10	0.74	公募	1.45	AAA
9	创维集团	2020-3-16	5.5	8	3	公募	1	AA+
10	恒安国际	2020-3-19	2.6	5	0.74	公募	1.3	AAA
11	恒安国际	2020-3-19	2.6	5	0.74	公募	1	AAA

数据来源：万得资讯，东方金诚研究

附录 3：关于东方金诚

熊猫债评级方法	http://www.dfratings.com/news/pnews/1010
熊猫债研究报告	《熊猫债券发展历程与未来展望》
	《熊猫债发行案例分析与实务指引》
	《熊猫债市场 2020 年展望》
国际团队	东方金诚拥有一支专业化的国际团队，持续进行针对跨境债券市场的信用风险研究，为国际发行人和投资人提供全方位全链条的信用信息服务；同时，国际团队搭乘人民币和债券市场国际化、“一带一路”国际合作的东风，开发适用于全球发行人的评级技术体系，开展面向全球投资者的交流服务，推动“一带一路”、金砖国家和亚洲信用评级合作。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。