

境外机构不惧债市调整，中国债券获得持续加仓

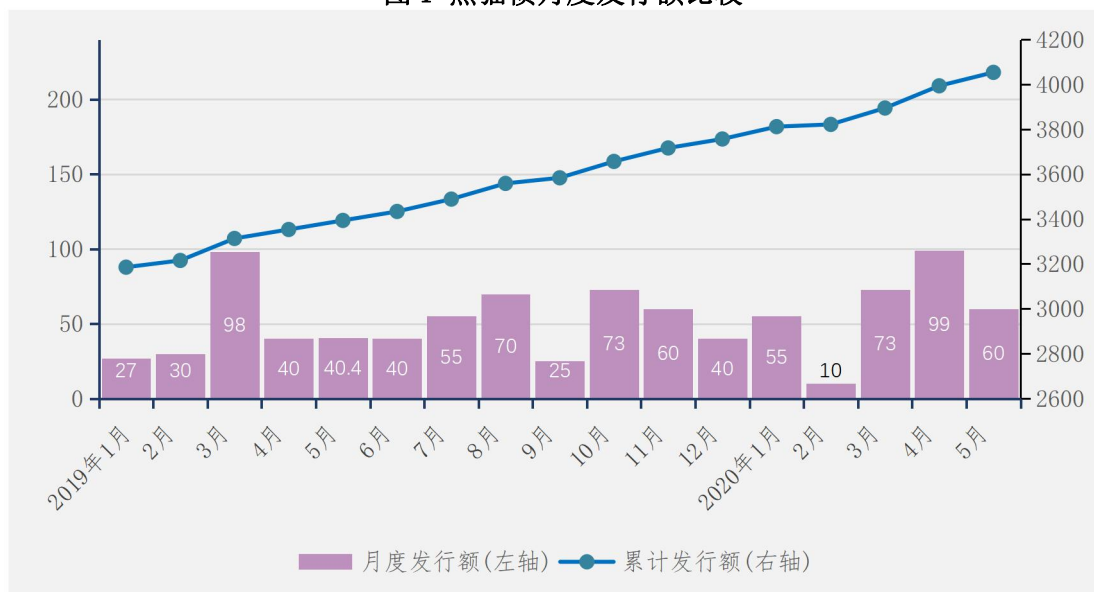
—2020年5月熊猫债专题研究

市场动态追踪

1. 发行市场呈现平稳走势

2020年5月熊猫债发行总额为60亿元，市场累计发行规模已突破4000亿元。

图1 熊猫债月度发行额比较



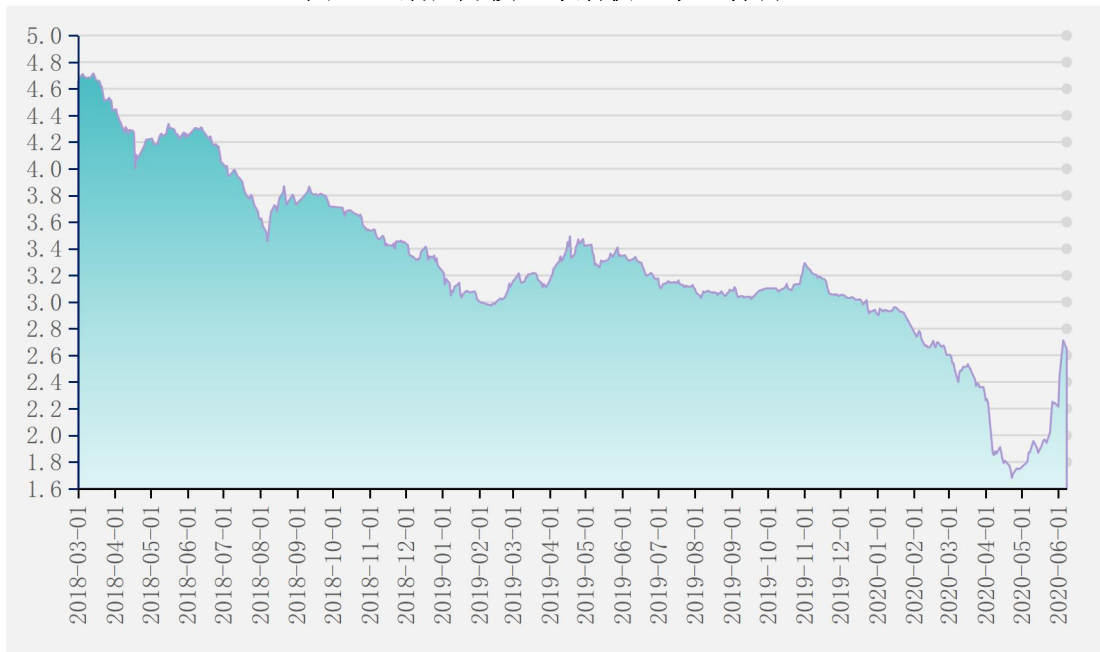
数据来源：万得资讯，东方金诚研究

截至2020年5月末，熊猫债累计发行规模已达4053.7亿元，其中存量规模为2777.7亿元。5月份多只熊猫债募集资金主要用于偿还到期债务及补充流动性需求。本月5家发行主体中，有4家是熊猫债市场的常规性发行人。伴随熊猫债市场持续发展，其满足人民币融资需求的功能日益显现。

2. 发行票面延续低位

2020年5月以来，境内地方专项债集中发行导致资金面收紧，市场对央行未来货币宽松节奏存在一定分歧，同时，前期债券收益下行较快，市场自身存在一定修正动能，多重因素叠加带动债市持续回调。以3年期国开债收益率为例，其从4月下旬低点显著调整逾50基点。不过，在政策性降息仍将持续的前景下，债市延续目前大幅调整的概率不大。

图2 近期国开债3年期收益率显著调整



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

在5月份市场调整过程中，熊猫债发行人的融资票面并未受到显著影响，总体继续保持低位，多个主体最终票面利率达到相同或类似期限自身发行新低。境内外投资者对熊猫债券日益认可，且出于人民币资产配置和风险对冲需求，国内债市短期波动并未成为熊猫债市场参与者的关注重点。

图3 发行票面呈现下行走势



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

本月案例分析

5月熊猫债市场共有6只新发行债券，其中蒙牛乳业发行了两期分别为15亿元和5亿元的超短期融资券，用于补充流动资金。本月其他主体也基本为中资背景发行人，多数将熊猫债募集资金用于偿还有息债务及为境内业务补充营运资金。

表1 本月熊猫债发行案例一览

发行主体	中银投资	北控水务	蒙牛乳业	中电国际	首创环境
起息日期	2020-5-8	2020-5-13	2020-5-29	2020-5-29	2020-5-29
到期日期	2023-5-8	2025-5-13	2020-11-25	2021-2-3	2025-5-29
债券期限	3年	5年	0.49年	0.74年	5年
发行金额	15亿元	10亿元	5亿元	5亿元	10亿元
票面利率	2.7%	4.0%	1.61%	2.0%	3.1%
发行方式	公募	公募	公募	公募	公募
上市地点	银行间	银行间	银行间	银行间	交易所
主体评级	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+
认购倍数	1.78	2.16	1.2	1	2.19
注册地址	香港	百慕大	开曼群岛	香港	开曼群岛

数据来源：万得资讯，公开资料，东方金诚研究

值得一提的是，北控水务、中电国际不仅是熊猫债市场的常规性发行人，已分别发行了累计150亿元和70亿元熊猫债券；同时，这两个主体也是绿色熊猫债¹的重要发行方。2016年，北控水务集团即在上交所上市了绿色公司债券。作为依据百慕大法律注册的公司，北控水务主要从事兴建污水及自来水处理厂、供水、提供技术服务及授权使用有关污水处理之技术知识等。考虑到北控在环保和水务行业的持续发展，及作为清洁能源服务商顺应国家政策形势的有利条件，预计未来其在绿色熊猫债领域有望吸引更多绿色投资人加入市场。与北控集团类似，中电国际旗下的中电新能源在2017年已成功发行了绿色熊猫债，且当时发行票面达到同期限同级别最低。

从多家能源、环保、废物处理等领域主体低票面熊猫债的成功发行来看，绿色熊猫债体系已成为债市国际化的重要组成。鉴于经济发展向绿色、可持续模式转型的趋势，以及越来越多社会资本参与绿色企业及绿色项目的现状，绿色熊猫债的发展大有可期。

¹ 绿色熊猫债指境外实体在中国大陆发行的人民币债券，募集资金专门用于绿色资产或绿色项目，其发行兼顾熊猫债和绿色债券的相关指引。

熊猫债市场展望

今年以来，中国债券获得境外机构持续加仓；短期来看，除非全球疫情出现重大反复，带动资金再度撤离新兴市场，否则外资机构增持中国债券的势头还会延续

今年以来，新冠疫情的爆发和全球蔓延过程中，人民币债券成为全球投资者分散风险的重要选项，受到境外市场参与者追捧。

从近期走势来看，尽管5月人民币汇率出现一定震荡走弱趋势，但市场情绪波动及流动性因素为主要原因，中国经济基本面实际上稳定向好，市场认为人民币不存在持续贬值基础，5月人民币汇率波动并未对外资流入境内债市形成较大影响。与此同时，5月外资加快流入债市的背后，还有欧美疫情转向稳定，全球资本市场风险情绪回暖，资金开始重新流向新兴市场的背景。

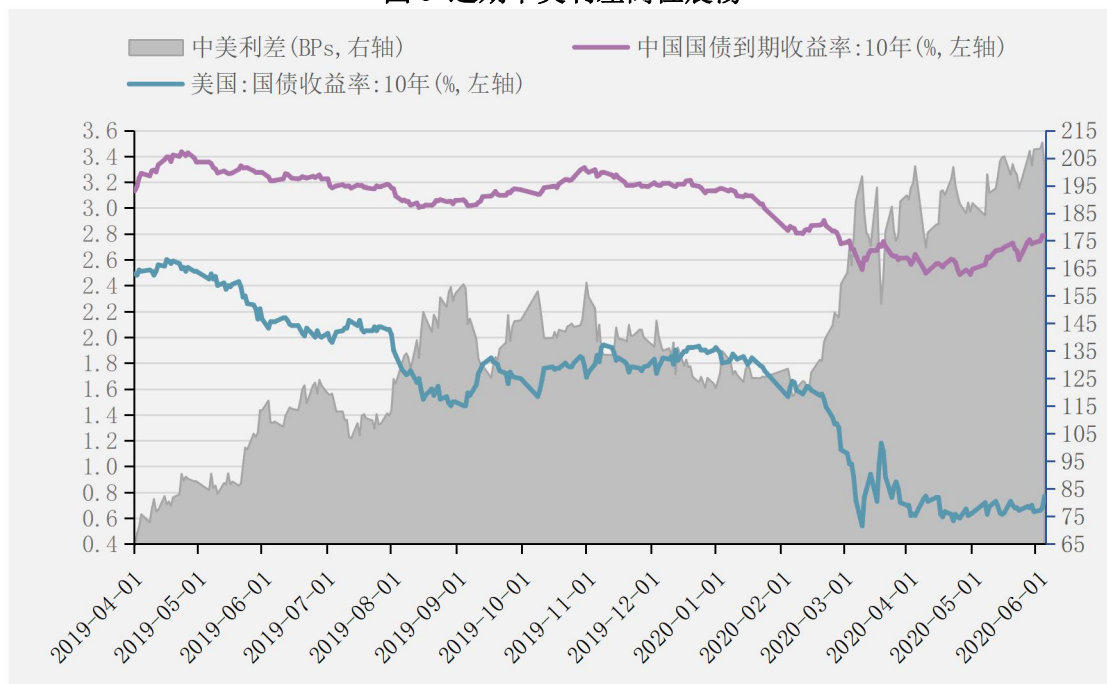
图4 近期人民币汇率震荡走弱



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

目前，中国国债收益率相较美、日、欧等世界主要发达经济体具有明显相对优势，也比世界其他新兴经济体更为稳定，因此，中国债市仍然是价值洼地。今年3月份以来，中美十年期国债利差持续在200基点左右的历史高位徘徊。即使近期人民币汇率出现一定幅度波动，与发达市场固定收益产品定价相比，人民币债券对全球投资者的吸引力仍然很高。

图5 近期中美利差高位震荡



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

此外，中国债市对外开放的政策措施不断推出，为国际投资者提供了友好便利的投资环境、优化了入市流程，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。去年以来，国际主流指数纷纷纳入中国债券，也为人民币债市带来了明显的增量资金。近期合格境外投资者额度限制取消，也有利于引入更多境外长期资金。国内债市开放获得国际机构日益广泛的认可与肯定，显著加快了外资进入中国债市的步伐。

短期内除非全球疫情出现重大反复，带动资金再度撤离新兴市场，否则外资机构增持中国债券的势头还会延续。中长期来看，随着国内债市持续简化管理及便利操作流程，外资入市的便利性不断增强，境外机构投资者对国内债市的配置意愿料将持续走高。毕竟，中国作为全球第二大债券市场，外资配置比重仍然明显偏低。东方金诚预计，在中国债市迎来海外资金规模扩大的同时，境外机构投资者不仅数量将稳步增长，投资来源将更加广泛地遍布全球各地区，投资者类型也将更加多元化，从而加速债市开放步伐，持续提升国际化水平。

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 2020.05.31）

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
12	小米	2020-4-3	2.78	10	1	私募	2.2	/
13	新开发银行	2020-4-3	2.43	50	3	公募	2.99	AAA
14	中芯国际	2020-4-16	1.85	15	0.3	公募	1	AAA
15	蒙牛	2020-4-24	1.8	15	0.58	公募	1.57	AAA
16	北控	2020-4-29	5.5	9	3	公募	/	AA+
17	中银投资	2020-5-8	2.7	15	3	公募	1.78	AAA
18	北控	2020-5-13	4	10	5	公募	2.16	AAA
19	蒙牛	2020-5-29	1.61	15	0.49	公募	1	AAA
20	中电国际	2020-5-29	2	5	0.74	公募	1	AAA

21	蒙牛	2020-5-2 9	1.61	5	0.49	公募	1.2	AAA
22	首创环境	2020-5-2 9	3.1	10	5	公募	2.19	AA+

数据来源：万得资讯，公开资料，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。