

熊猫债经常发行人保持活跃表现，融资成本低位料提振发行热情

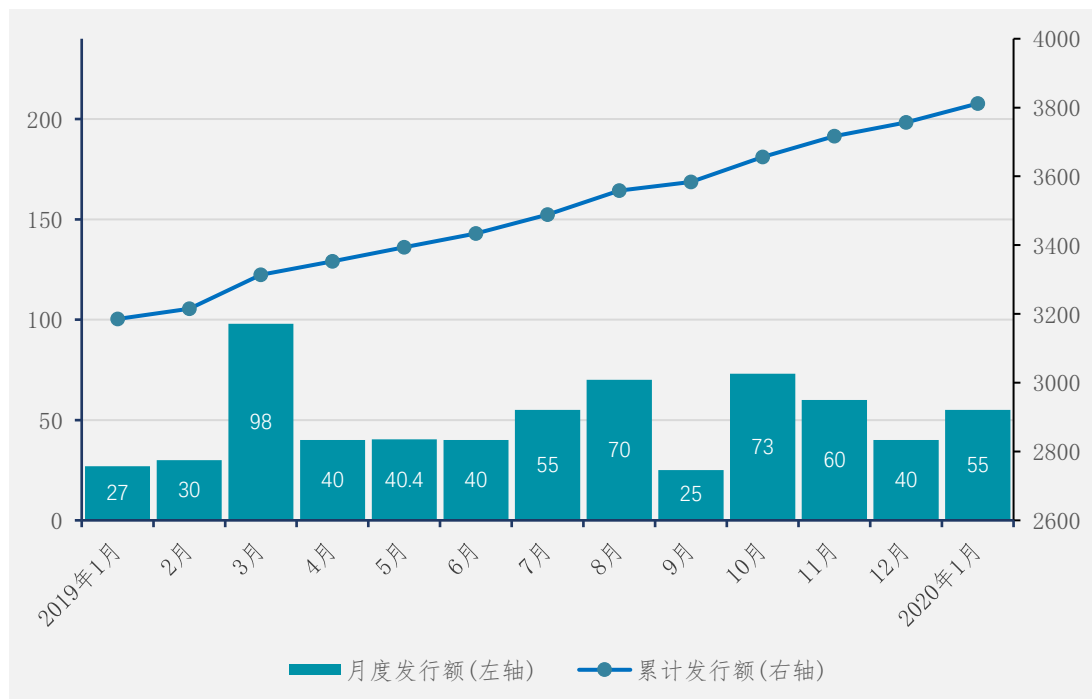
—2020年1月熊猫债专题研究

市场动态追踪

1. 发行市场保持积极势头

2020年1月熊猫债发行总额为55亿元，市场累计发行规模已突破3811亿元。

图1 熊猫债发行额比较



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

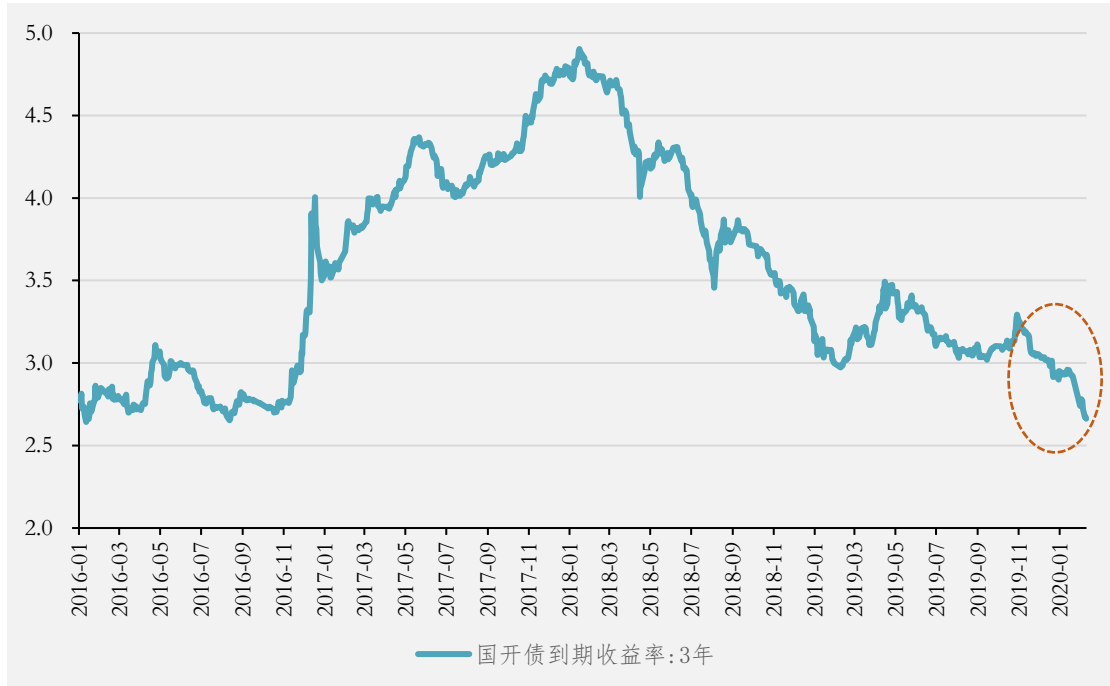
截至2020年1月末，熊猫债累计发行规模已达3811.7亿元，其中存量规模为2766.7亿元。2020年1月，熊猫债市场发行量同比增长103.7%，也就是说，今年1月发行额已达2019年同期的两倍有余，一级市场发行保持积极势头。

2. 票面利率进一步下行

2020年1月，熊猫债市场共发行2年期定向工具1只、3年期中票1只、超短期

融资券 1 只，最终票面利率分别为 3.5%、3.47%、2.4%。在境内资金面处于合理充裕状态，国内政策性银行债利率及高等级信用债发行利率整体下行过程中，熊猫债发行成本亦保持低位。

图 2 国开行 3 年期债券利率进一步下行



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

以最具代表性的 3 年期熊猫债为例，1 月主体评级 AAA 的越秀交通发行时票面利率 3.47%，较 2019 年均值 3.66%进一步下行 19 个基点。

表 1 熊猫债平均票面利率统计（以 3 年期为例）

信用等级类别	平均票面利率 (%)			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
豁免	/	4.8	/	/
AAA	3.27	4.71	5.03	3.66
AA+	5.71	5.99	6.40	4.50
AA	7.06	/	/	/

无评级	3.27	5.34	5.37	4.27
-----	------	------	------	------

数据来源：万得资讯，东方金诚研究

熊猫债票面水平表现与同期限国开债利率走势基本一致，表明优质发行人日益得到客观和全面的评估，也反映出熊猫债券持续受到境内外投资者的高度认可。

本月案例分析

1月熊猫债市场有3只新发行债券，戴姆勒国际财务有限公司、越秀交通基建有限公司，以及中芯国际集成电路制造有限公司分别发行了30亿元、10亿元、15亿元人民币债券。

表2 本月发行案例一览

发行主体	戴姆勒国际财务	越秀交通	中芯国际
起息日期	2020-1-9	2020-1-10	2020-1-13
到期日期	2022-1-9	2023-1-10	2020-5-28
债券期限	2年	3年	0.37年
发行金额	30亿元	10亿元	15亿元
票面利率	3.5%	3.47%	2.40%
发行方式	私募	公募	公募
上市地点	银行间	银行间	银行间
主体评级	/	AAA	AAA
注册地址	/	百慕大	开曼群岛

数据来源：万得资讯，东方金诚研究

数据显示，1月熊猫债发行保持积极态势，不仅债券得到投资者踊跃认购，且发行主体主要为熊猫债市场的经常发行人。

戴姆勒股份公司一直是熊猫债市场重要的经常发行人之一，2014年3月成为首个进入中国银行间债券市场发行人民币债券的境外非金融企业。截至2019年末，戴姆勒股份公司已累计在华发行了24只共计570亿元非公开定向债务融资工具。此次戴姆勒财务公司首次在银行间债券市场发行人民币债券，进一步强化了戴姆勒作为一家国际制造商的中国本土化形象，并再度传递了其深耕中国市场的决心。

事实上，除戴姆勒外，越秀交通和中芯国际也是熊猫债市场的重要经常发行人。

表3 案例分析

越秀交通	
	越秀交通基建是一家从事投资、经营及管理高速公路和桥梁的地方国有企业。由于准确把握国家推动和开放熊猫债



发行试点的政策契机，越秀交通在 2016 年即以公募方式成功发行熊猫债，极大提升了其资本市场形象，在融资渠道多元化方面不断突破。

2016 年 3 月发行首只熊猫债以来，越秀交通已累计发行了 6 只共计 40 亿元人民币债券。

此次 10 亿元 3 年期人民币债券，获得 3.23 倍超额认购，体现了国际投资人对中资实体的高度认可，更反映了国际金融市场对人民币的信心。

中芯国际



中芯国际作为熊猫债市场重要的经常发行人之一，自 2016 年 6 月进入中国银行间债券市场以来，已累计发行了 8 只共计 101 亿元人民币债券。

作为重资产、投资回收期长的生产企业，中芯国际募集的人民币资金可直接用于其设备投资，同时建立的良好资本市场形象，有助于为公司引入长期战略投资者。

中芯国际多年来持续通过熊猫债市场融资，不仅有效拓宽了自身融资渠道，并且在芯片制造行业美元本位的背景下，合理运用工具实现了负债币种多元化，有助于降低综合财务成本。

数据来源：东方金诚研究

值得一提的是，考虑到交通基础设施建设在支撑经济增长中的重要作用，以及国际贸易摩擦背景下芯片制造业日益凸显的特殊地位，发行熊猫债有助于满足相关主体业务扩张和国内运营资金需求，越秀交通和中芯国际等商业实体发行熊猫债的动力预计将继续保持旺盛。

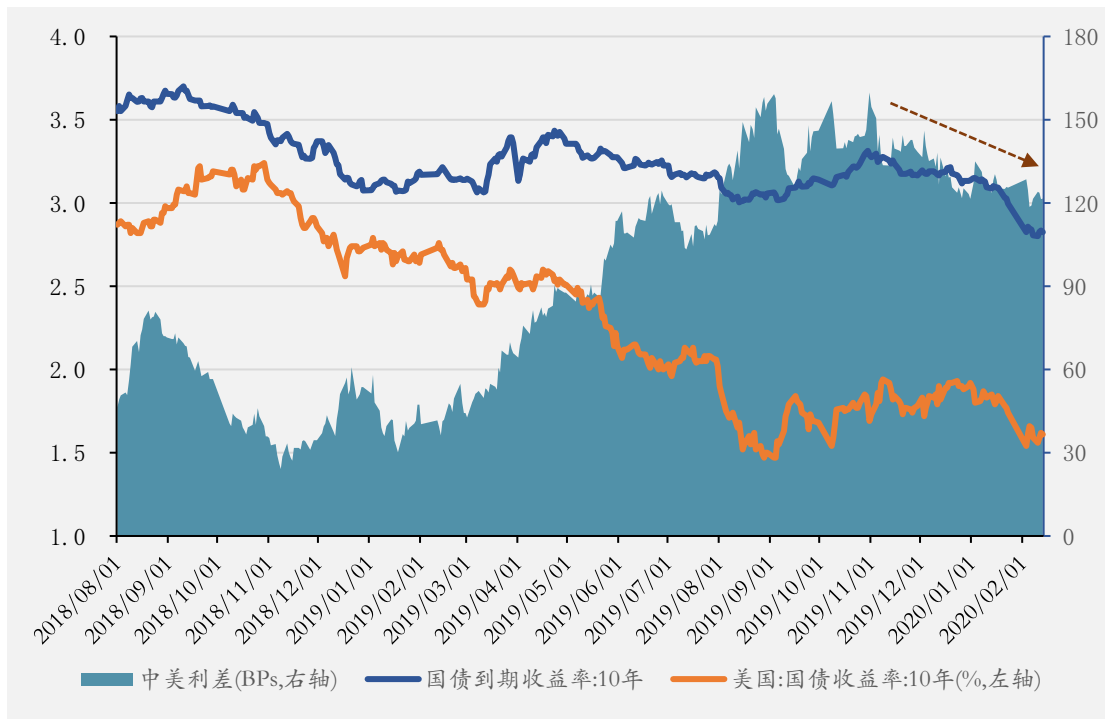
熊猫债市场展望

新冠疫情影响下，国内货币政策保持边际宽松，境内资金利率中枢进一步走低，中美利差预期收窄，熊猫债融资成本利好有望提升

熊猫债作为人民币债券市场对外开放的重要组成部分，持续得到境内外投资者的踊跃认购。尤其在监管机构鼓励优质发行人及高信用资质主体进入熊猫债市场的政策意图下，我们看到熊猫债的发行票面利率基本与国内政策性银行债利率走势基本吻合。

2020 年以来，受新冠疫情影响，国内企业经营压力明显加大，在关键之年稳增长刚性较强的背景下，逆周期调节政策重要性提升。与此同时，考虑到当前中美经贸摩擦出现缓和势头，国内货币政策将继续保持稳健灵活，短期内市场流动性将延续充足表现。伴随近期利率中枢下行，国内货币政策宽松基调下政策性银行债收益率料继续走低，因此熊猫债票面利率有望在目前的低位水平进一步小幅下行。

图 3 近期中美利差已震荡收窄



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

此外, 数据显示, 自 2019 年美联储采取降息举动之后, 中美利差开启了回落态势, 目前中美利差已摆脱 160 左右的高点, 基本处于 120 基点左右的阶段性低位。国内政策逆周期调节力度可能加大背景下, 10 年期中国国债收益率存在进一步下行空间。伴随中美利差的预期收窄, 对境外商业主体来说, 通过熊猫债融资的成本利好将会提升。

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中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 2020.01.31)

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

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	<p>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。</p>

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。