

熊猫债融资票面延续低位，规则细化料将提振发行热情

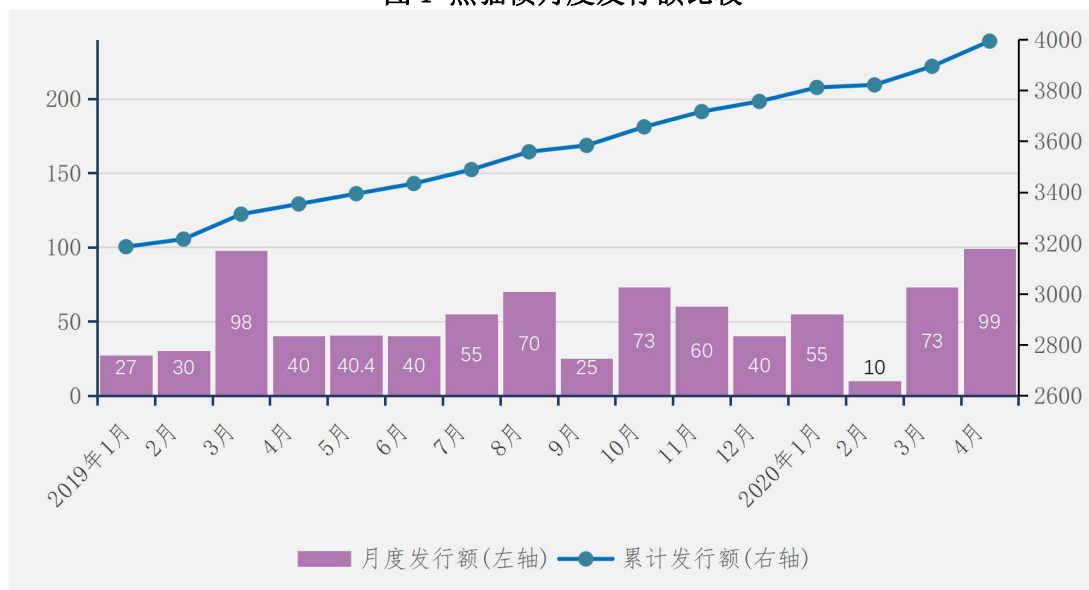
—2020年4月熊猫债专题研究

市场动态追踪

1. 发行市场显著升温

2020年4月熊猫债发行总额为99亿元，市场累计发行规模已接近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4月末，熊猫债累计发行规模已达3993.7亿元，其中存量规模为2785.7亿元。经济下行压力加大过程中，新冠疫情对诸多行业资金链的冲击相当明显，企业融资需求广泛，4月份熊猫债发行量达99亿元，创阶段性新高。

2. 高信用资质主体发行票面延续低位

2020年4月，在市场资金面整体延续宽松，境内流动性处于合理充裕状态背景下，优质熊猫债发行人的融资票面继续保持低位。其中，中芯国际和蒙牛乳业发行的超短融最终定价分别为1.85%和1.8%，不仅较自身以往融资成本大幅降低，2%以下的票面也创造了所有已发行超短融熊猫债的新低。4月金砖国家新开发银行的3年期熊猫债最终票面也落在了定价范围的下限，票面利率仅为2.43%，较其2019年2月发行的同期限人民币债券显著下行57个基点。

另外，本月小米集团首次发行的1年期熊猫债，以2.78%的票面利率创造了目前私募熊猫债的票面新低。

图2 国开债3年期收益率在4月末触阶段性低点



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

2020年4月23日，三年期国开债收益率跌破1.7%，触及阶段性低点。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4月政策性银行债收益率走低的态势保持一致。

本月案例分析

4月熊猫债市场共有5只新发行债券，其中小米集团和新开发银行均发行了银行间市场疫情防控主题债。小米集团募集资金20%将用于支持抗击疫情，而金砖国家新开发银行则将本期债券发行募集资金全部用于中国境内，应对新冠疫情防控及资助防疫相关的公共卫生领域支出。

表1 本月熊猫债发行案例一览

发行主体	小米集团	新开发银行	中芯国际	蒙牛乳业	北控清洁能源
起息日期	2020-4-3	2020-4-3	2020-4-16	2020-4-24	2020-4-29
到期日期	2021-4-3	2023-4-3	2020-8-5	2020-11-20	2023-4-29
债券期限	1年	3年	0.3年	0.58年	3年
发行金额	10亿元	50亿元	15亿元	15亿元	9亿元
票面利率	2.78%	2.43%	1.85%	1.8%	5.5%
发行方式	私募	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	AA+
认购倍数	2.2	2.99	1	1.57	/
注册地址	开曼群岛	上海	开曼群岛	开曼群岛	开曼群岛

数据来源：万得资讯，公开资料，东方金城研究

作为首次进入银行间债券市场发行熊猫债的主体，小米集团发行的疫情防控主题债获得2.2倍超额认购，不仅成功发行科技互联网行业首笔熊猫债，也以最终2.78%的利率创造了私募熊猫债票面新低。以往熊猫债发行案例中，以私募方式发行的票面利率普遍偏高，不过，从本次发行结果来看，小米集团良好的市场地位、高效的商业模式，以及不断增长的互联网服务等带来的高信用资质获得广泛认可。

尽管在新冠疫情持续蔓延期间，小米集团在零售和可支配消费品等方面的需求一定程度上受到市场情绪变化影响，但小米的庞大规模、忠实消费者基础、多元化地域、强大的在线分销渠道、审慎的财务模式，以及稳健的信用状况，一定程度上缓解了这种影响。

此外，金砖国家新开发银行4月份发行的50亿元3年期人民币债券，是迄今国际开发机构发行的最大单笔熊猫债，也是新开发银行发行的第4只熊猫债。此次债券发行获得20余家境内外投资者参与认购，近60%的投资者来自境外，获得3倍超额认购，最终定价在宣布范围的下限。为帮助疫情防控，本次新开发银行将为湖北、广东、河南等

受疫情严重影响的三地地方政府提供资金、缩小资金缺口，帮助其减轻财政压力，降低疫情对地方经济的不利影响。新开发银行为本土提供的融资支持，不仅是积极支持成员国的体现，也强化了其在成员国本地发行本币债券的能力，降低了面对美元波动的风险，并有助于多元化其长期债务货币组合。

值得一提的是，本月银行间市场低票面成功发行多只熊猫债，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境内外市场参与者的认可及青睐，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

随着《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》出台，包括“一带一路”沿线国家在内的外国中央政府发行熊猫债的进程有可能显著加快

5月27日，金融委办公室发布11条金融改革措施中提及，将发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》，进一步完善熊猫债信息披露要求，细化熊猫债发行规则，鼓励有真实人民币资金需求的发行人发债，稳步推动熊猫债市场发展。

优质境外主权和地方政府、国际开发机构，作为最早进入在岸人民币债券市场进行融资的境外主体，在熊猫债发展过程中扮演着不可替代的关键角色。在2005-06年熊猫债起步阶段，亚洲开发银行和作为世界银行附属机构之一的国际金融公司，从鼓励本币债券市场发展及推动基础设施项目建设等角度出发，开启了国际机构在中国境内发行人民币债券，也就是熊猫债的先河。

在2018年9月中国人民银行和财政部公布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》之前，熊猫债市场上唯一具有成型条文的管理办法即为2005年和2010年四部委联合发布的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》。在当年熊猫债发展初期，国际开发机构作为境内债券市场最早引入的境外发行主体，在推动熊猫债市场发展中有无可争议的作用。

此次金融委强调“进一步完善熊猫债信息披露要求，细化熊猫债发行规则”，不仅有助于改变此前发行过程中大多“一事一议”的操作习惯，建立明确标准，提升监管协调性和透明度，也将提高熊猫债发行效率，降低沟通成本，增强市场对国际发行人和投资人的吸引力；而“鼓励有真实人民币资金需求的发行人发债”，则有助于多元化熊猫债的发行人结构，提高利用熊猫债融资的示范效应，进一步推动熊猫债市场的健康发展。

作为跨境投融资工具之一，熊猫债已成为优化人民币跨境循环、稳妥推进人民币国际化进程的重要渠道。熊猫债市场的积极发展，既为境外发行人拓宽融资渠道、优化债务结构提供了增量基础，也给境内外投资者多元化人民币资产组合配置提供了一个重要选择。随着《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》出台，包括“一带一路”沿线国家在内的外国中央政府发行熊猫债的进程有可能显著加快。在中国经济金融深度融入全球化背景下，完善熊猫债发行规则，对于丰富中国债券市场的境外发行人和投资人团体，形成更加开放、更加市场化的金融体系具有重要意义。

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 2020.04.30）

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+

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。