

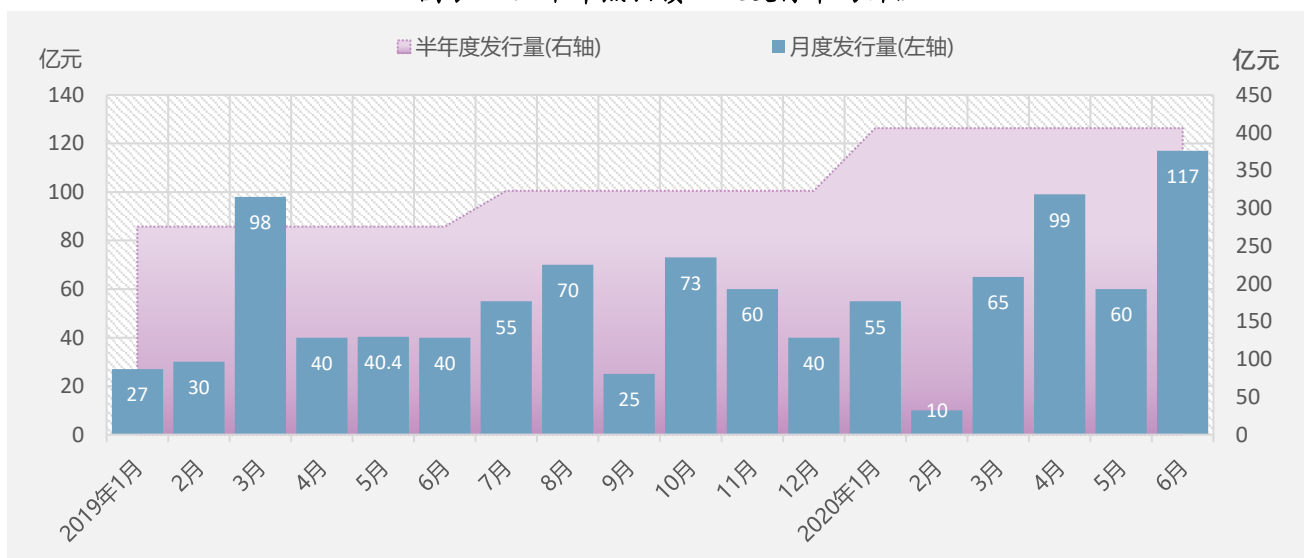
## 上半年熊猫债融资同比升势明显，全年发行规模有望突破千亿元

### 上半年市场回顾

#### 1. 发行规模：熊猫债上半年发行 406 亿元，净融资和存量规模涨幅明显

2020 年上半年，熊猫债发行总额为 406 亿元，同比增长逾 47.4%。截至 2020 年 6 月末，熊猫债累计发行量已达 4162.7 亿元，其中存量规模为 2849.7 亿元，较 2019 年末增加 138 亿元，存量增幅为 5.09%，而 2019 年同期增幅为 3.81%。由于上半年净融资规模的扩大，熊猫债存量增速小幅提升。

图表 1 上半年熊猫债一级发行市场升温



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

从各月发行节奏来看，年初熊猫债一级市场发行保持积极势头。2-3 月份，在新冠疫情对市场构成一定扰动期间，企业复工复产及应对疫情防控领域需求提升，多只疫情防控主题熊猫债成功发行。进入 4 月份以来，由于新冠疫情对诸多行业资金链冲击较为明显，熊猫债存量发行主体融资需求显著提升，多数发行人将募集资金用于偿还有息债务及为境内业务补充营运资金。伴随境内债券市场的持续开放，6 月份熊猫债市场迎来日本三井住友银行和亚洲基础设施投资银行<sup>1</sup>等优质国际发行主体，当月熊猫债发行量达 117 亿元，创阶段性新高，一级市场升温局面进一步打开。

<sup>1</sup> 自 2018 年 9 月熊猫债新规发布以来，亚投行是首个国际评级（穆迪、标普、惠誉）AAA 级的熊猫债发行主体。

## 2. 发行人：上半年新增 4 家发行人，群体进一步多元化

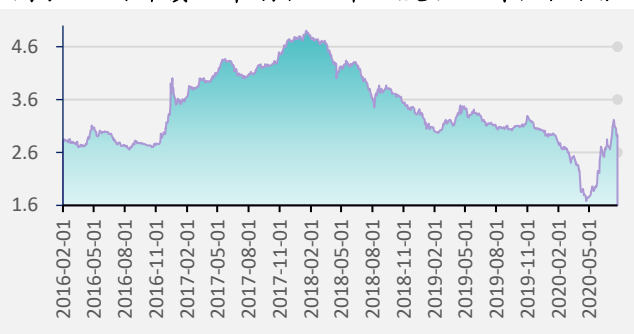
上半年 19 家发行主体中，有 15 家是熊猫债市场的存量发行人，多只中资背景熊猫债募集资金主要用于偿还到期债务及补充流动性需求。与此同时，上半年熊猫债市场新增了 4 家发行主体，分别是小米集团、首创环境、亚投行，以及三井住友银行。其中，4 月份小米集团不仅成功发行了科技互联网行业首笔熊猫债，且其私募发行获得 2.2 倍超额认购，在投资者情绪受疫情影响期间，小米集团的高信用资质获得市场充分认可；首创环境发行了近 1 年内上海证券交易所的首只熊猫债，本次首创集团担保发行，显示了环境与金融产业的密切协同；亚投行 6 月首次在境内发行人民币债券，不仅是国际多边机构为成员国提供本土支持的体现，也为国际投资人提供了优质的人民币资产标的；日本三井住友银行在境外低利率环境下选择中国境内市场融资，不仅是三井住友在融资渠道拓展方面的又一突破，提升了自身负债币种多元化程度，同时也有助于扩大其在华实际业务，完善其中国市场形象。

## 3. 票面利率：境内流动性合理充裕，熊猫债平均发行票面继续下行

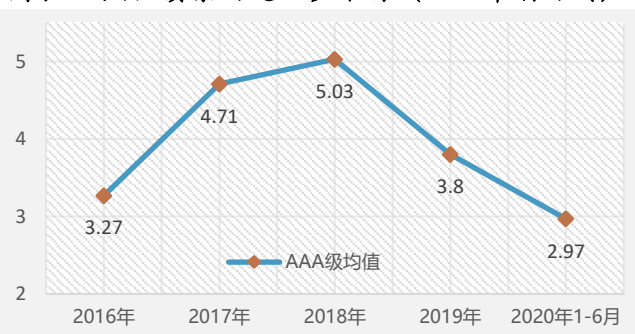
年初以来，境内利率中枢下行，国内货币政策宽松基调下政策性银行债利率及高等级信用债发行利率整体走低。尤其 3 月份之后，随着新冠疫情在全球扩散，各国经济下行压力加大，美联储紧急大幅降息并推出“无上限”量宽政策背景下，全球降息潮开启，国内货币政策空间进一步加大，境内流动性处于合理充裕状态。

2020 年上半年，熊猫债发行人融资票面屡创新低。恒安国际发行的多只超短融熊猫债不断突破自身最低票息率记录，3 月宝马金融发行的 3 年期人民币债券较其 2019 年同月发行的同期限熊猫债票面显著下行 65 个基点。4 月份中芯国际和蒙牛乳业发行的超短融最终均突破 2% 以下的票面，不仅较自身以往融资成本大幅下降，同时也创造了所有已发行超短融熊猫债的新低。另外，小米集团 4 月份 1 年期熊猫债 2.78% 的票面利率也是目前私募熊猫债的票面低点。

图表2 国开债3年期收益率一度触及阶段性低点



图表3 熊猫债票面进一步下行（以3年期为例）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

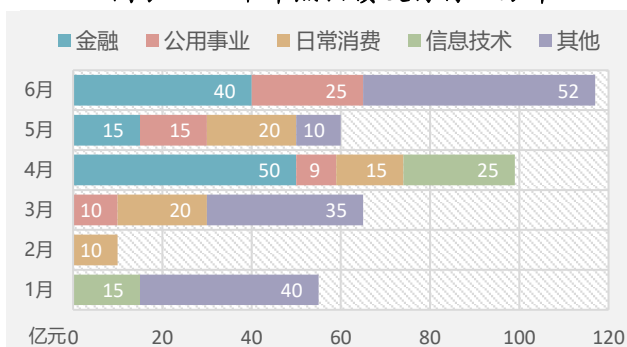
5月以来，境内资金面收紧，债市持续回调。不过，在境内市场调整过程中，熊猫债发行人的融资票面利率并未受到显著影响，总体继续保持低位，多个主体最终票面利率达到相同或类似期限自身发行新低。以最具代表性的主体评级AAA级别的3年期熊猫债为例，2020年1-6月，其发行时平均票面利率仅为2.97%，较2019年均值大幅下行83个基点。

从近期债市调整和熊猫债融资票面保持低位的态势来看，由于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。

#### 4. 行业分布：国际多边机构、中资公用事业类及日常消费类主体发行踊跃

2020年1-6月，金融类、公用事业类和日常消费类熊猫债发行规模分别为105亿元、59亿元和65亿元，占比全部发行金额的25.9%、14.5%和16%，合计占比超过56.4%。

图表4 上半年熊猫债发行行业分布



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

图表5 上半年各行业发行主体梳理

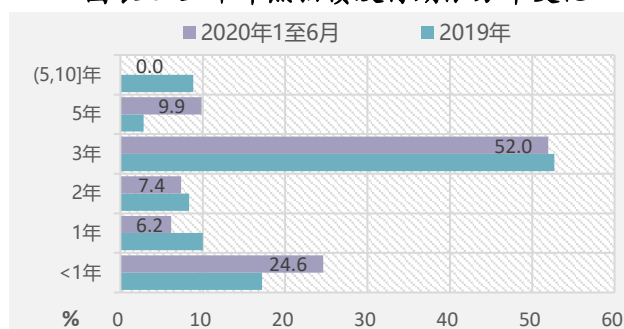
金融	公用事业	日常消费	信息技术	其他
金砖银行	中国燃气	恒安国际	中芯国际	戴姆勒
中银投资	北控	蒙牛乳业	小米	越秀交通
三井住友	中电国际			宝马金融
亚投行	光大绿环			首创环境
	威立雅			中国中药
	北控水集			

金砖国家新开发银行和亚投行作为国际多边机构，上半年分别完成了50亿元和30亿元的大额人民币债券发行，带动金融类占比增加；而疫情持续期间，防疫抗疫工作相关资金需求加大，提振了中资背景基础设施运营服务和民生保障等防控领域主体的熊猫债融资。

## 5. 期限分布：中短期熊猫债仍是主要发行品种，上半年超短融发行需求明显提升

2020年上半年，3年期熊猫债依然是最主要的发行品种，尽管较2019年微幅减少0.7个百分点，但仍占总发行规模的52%。宝马金融、新开发银行、戴姆勒国际财务、三井住友银行、亚投行等国际发行主体，均选择在银行间市场发行3年期人民币债券，且发行金额普遍较大，因此带动3年期品种发行规模保持较高占比。

图表6 上半年熊猫债发行期限分布变化



图表7 各期限发行规模对比

期限	2019年 (亿元)	2020年1-6月 (亿元)
<1年	103	100
1年	60	25
2年	50	30
3年	315.4	211
5年	17	40
(5,10]年	53	0

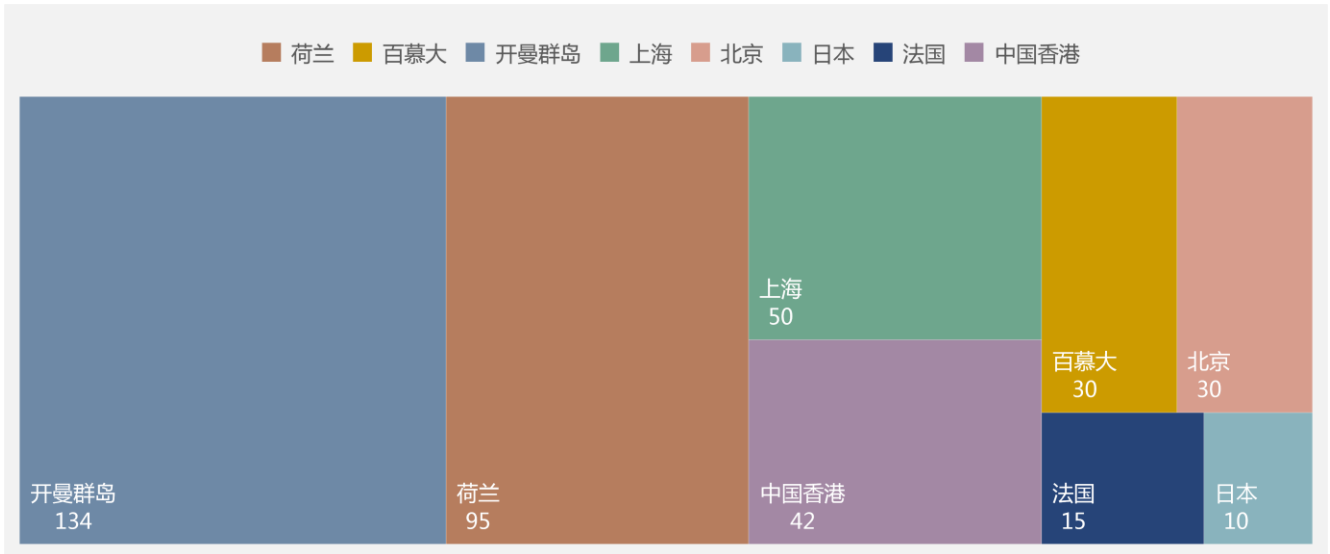
数据来源：万得资讯，东方金诚研究

此外，由于新冠疫情对企业生产经营的负面冲击，相关主体自身直接融资需求明显加大。中芯国际、恒安国际、蒙牛乳业、中电国际等中资背景发行人上半年均发行了数只超短融熊猫债，以补充短期流动资金。2020年1-6月，1年期以内的熊猫债发行量已接近2019年全年水平，在所有期限品种中占比大幅提高7.4个百分点。

## 6. 区域分布：中资背景发行人仍是融资主力，上半年国际多边机构表现亮眼

从发行主体区域分布来看，2020年1-6月，注册在开曼群岛、中国香港及百慕大的中资背景企业仍是最大发行来源，合计发行规模206亿元，占比上半年全部发行量一半以上。疫情冲击之下，中资发行人拓宽人民币融资渠道的现实需求，提升了各类商业实体发行熊猫债的动力。

图表 8 上半年熊猫债发行主体相关区域及发行量（亿元）分布



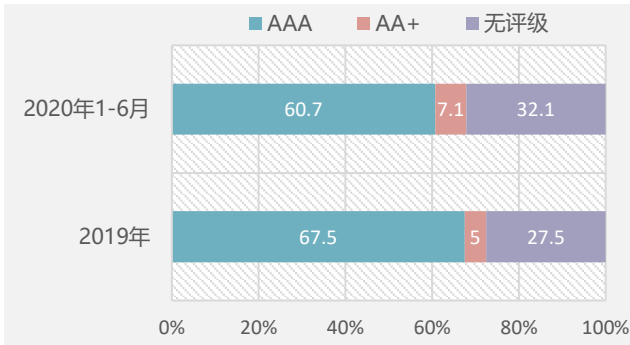
数据来源：万得资讯，东方金诚研究

其他相关区域中，戴姆勒和宝马作为深耕中国市场的国际制造商，近年来在熊猫债市场一直有活跃表现，中国本土化形象不断加深，两家企业上半年合计发行 95 亿元熊猫债。与此同时，总部位于上海的新开发银行和总部位于北京的亚投行在上半年发行了大额人民币债券，且为疫情防控主题债。其中，新开发银行在 4 月份发行了总额 50 亿元的迄今国际开发机构最大单笔熊猫债，而亚投行发行了其首笔 30 亿元人民币债券。日本三井住友银行 6 月份首次在银行间市场以较低票面成功发行人民币债券融资。至此，日本三大银行（Mega Bank，即瑞穗银行、三菱东京日联银行、三井住友银行）已经全部在中国境内市场实现了人民币债券融资。

### 7. 评级表现：高信用资质主体集中态势延续，偏低评级发行人主要为能源环保类企业

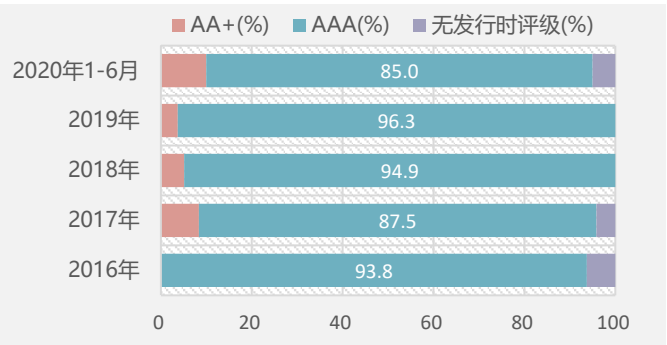
2020 年 1-6 月，熊猫债发行人高信用资质集中的态势延续。发行时主体评级 AAA 的只数占比约 60.7%，无评级占比 32.1%，其中无评级熊猫债绝大部分以私募方式发行。就公募熊猫债评级表现来看，上半年 AAA 级占比约 85%，仅有亚投行发行的一只人民币债券无发行时评级。亚投行人民币债券的成功发行，既是中国债市加速双向开放过程中优质国际发行人进入市场的体现，又为其他国际多边机构进入中国债市起到了示范作用。

图表9 不同等级熊猫债发行只数占比变化情况



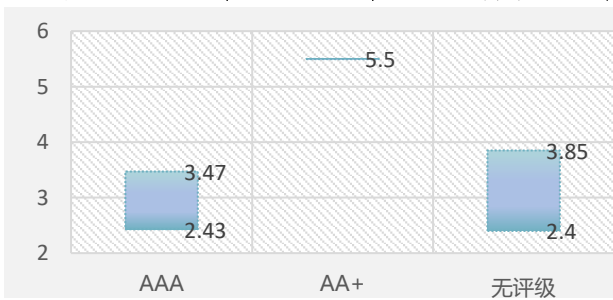
数据来源：万得资讯，东方金诚研究

图表10 公募熊猫债各等级发行只数占比变化



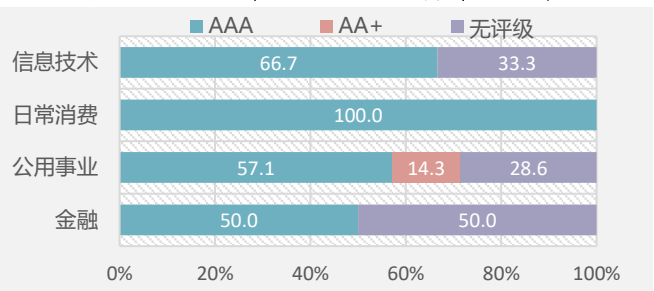
另外，上半年 AAA 级占比较 2019 年小幅减少，主因两只 AA+级债券的发行。在 AAA 等级主体高度集中的熊猫债市场中，北控清洁能源和首创环境的非 AAA 熊猫债成功发行，表明越来越多社会资本愿意参与公用事业类、绿色企业及绿色相关项目发展。同时，考虑到清洁能源和环境行业服务商顺应经济向绿色、可持续模式转型的趋势，预计未来将有更多境内外投资人加入绿色债券体系及绿色熊猫债市场。

图表11 上半年各等级3年期熊猫债票面分布



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

图表12 上半年各行业熊猫债评级分布

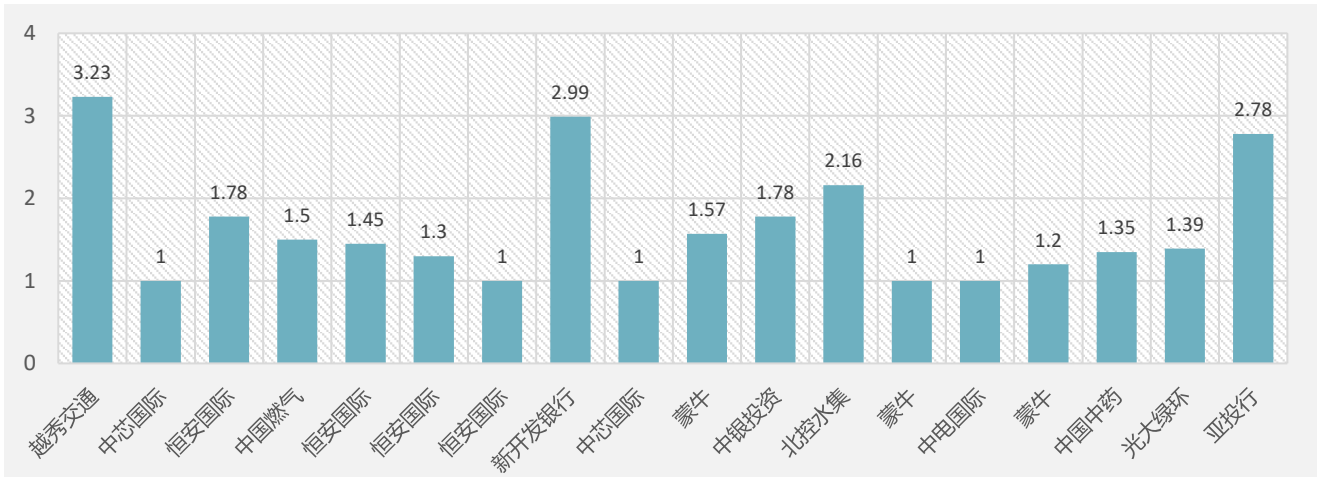


从上半年发行量最大的 3 年期熊猫债票面利率与发行时主体评级分布来看，AAA 级熊猫债发行票面基本以 2.43%-3.47% 为主，大部分私募发行的无评级熊猫债票面也同样保持在 2.4%-3.85% 附近的低位区间，这显示了市场资金利率整体下行过程中，境内外投资者对高信用资质熊猫债发行人的认可。

### 8. 认购情况：七成以上公募熊猫债获超额认购，境内外投资者对熊猫债市场保持较高热情

2020 年 1-6 月，以公募方式发行的 18 只熊猫债中，有 13 只获得超额认购。熊猫债发行主体较高的信用资质、低风险特征及其相对境外产品的较高回报，吸引了国际投资人对熊猫债市场的积极参与。从银行间市场投资者持有结构来看，熊猫债的境外投资平均占比长期高于 10%，相较国内其他信用类债券产品境外持债 0.5%-2% 左右的比例而言，国际投资者在熊猫债市场的表现更加活跃。

图 13 上半年公募熊猫债认购倍数表现



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

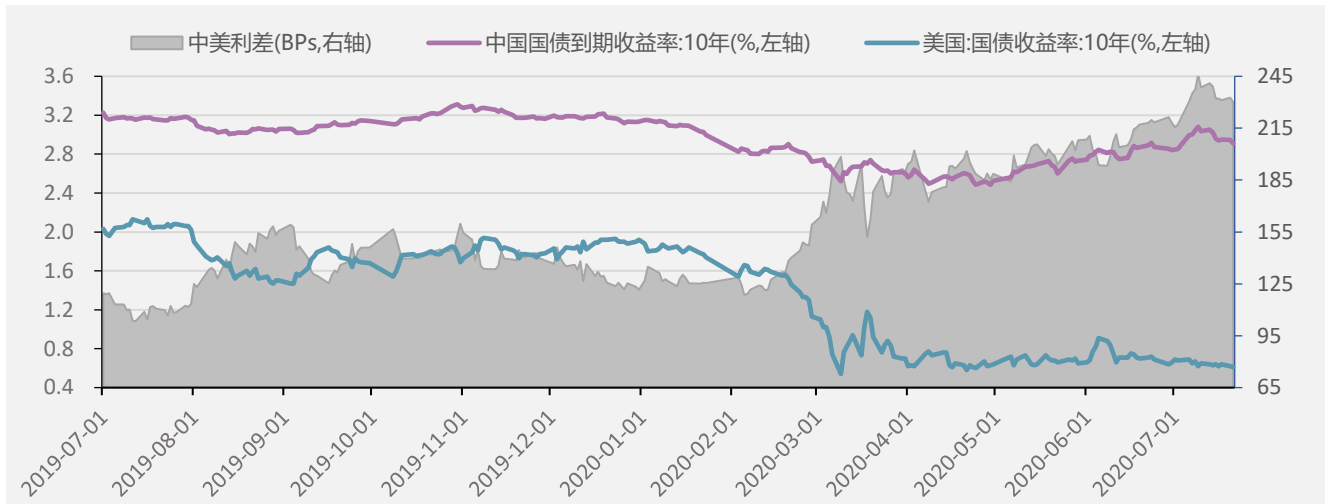
上半年新开发银行和亚投行发行的大额人民币债券，分别获得 20 余家境内外投资者参与，且 60%以上投资者来自境外，最终两只熊猫债均得到近 3 倍认购。此外，以越秀交通、恒安国际、蒙牛乳业、中银投资、北控水务等为代表的中资背景熊猫债获得境内外投资者踊跃认购，一定程度上反映了全球低利率环境下，国际金融市场投资者对人民币资产的青睐。

## 下半年熊猫债市场展望

### ■ 下半年熊猫债发行增长幅度料超过上半年，全年发行规模有望突破千亿

今年以来，新冠疫情爆发并在全球持续蔓延，国际金融市场动荡加剧。3月份美联储紧急将政策利率大幅下调 150 个基点，联邦基金利率重返接近零的水平，全球负收益率国债比重再度抬头。近几月内，中美十年期国债利差稳定在 200 个基点上方。

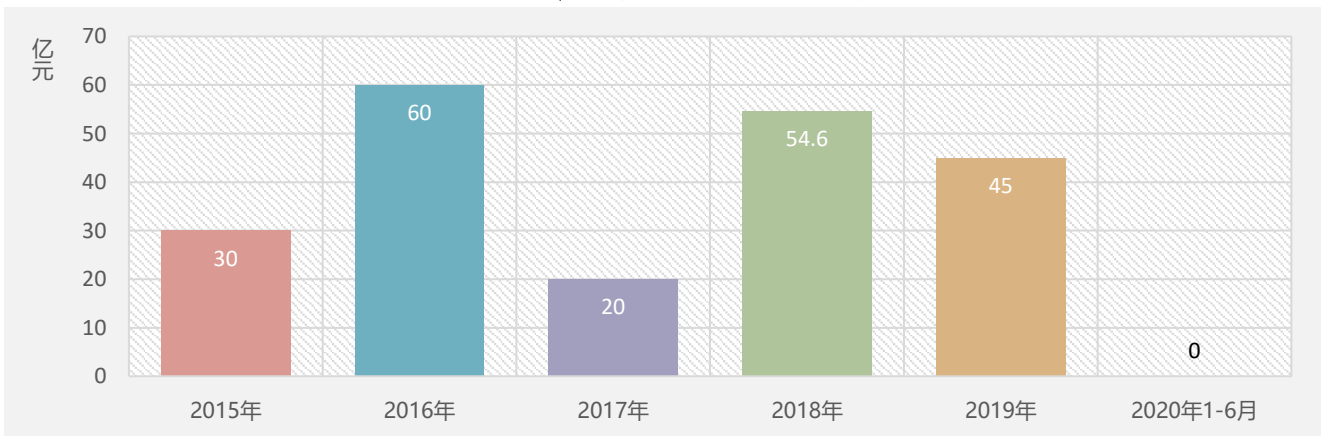
图表 14 上半年中美利差持续高位



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主要发达经济体和部分新兴市场仍处相对高位，对比近年表现，上半年境内外融资成本的显著分化导致境外主权类主体人民币债券融资热情有所减退。

图 15 上半年未有境外主权类熊猫债发行

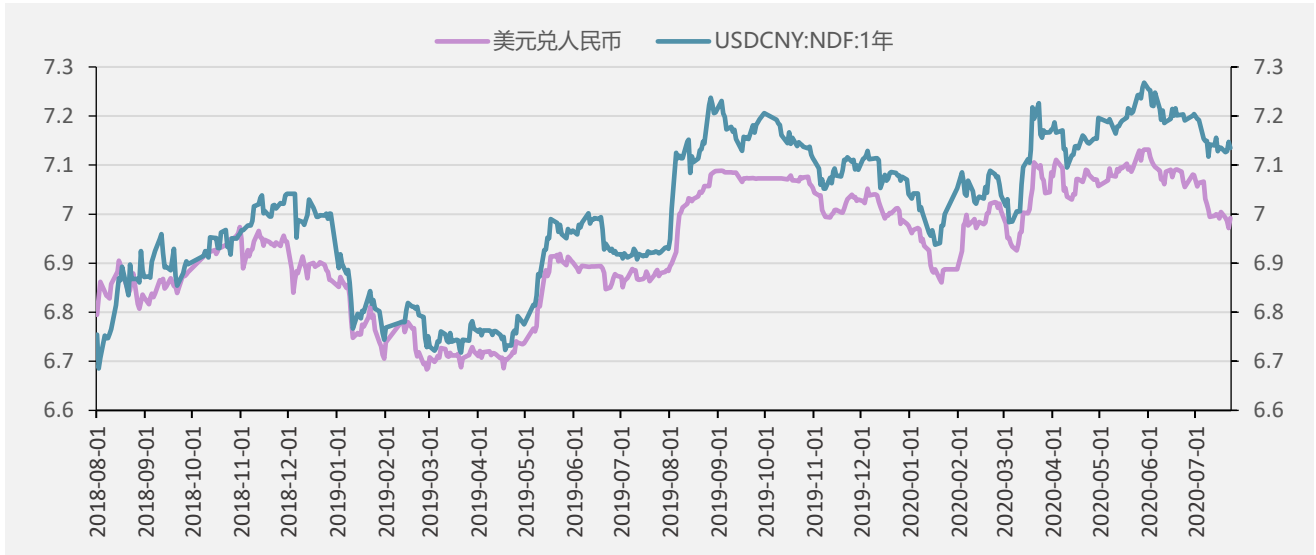


数据来源：万得资讯，东方金诚研究

不过，在中美利差高位震荡期间，上半年中资背景的海外注册企业、有境内分支机构和实际人民币需求的外资商业实体及国际多边机构在境内利率中枢走低过程中踊跃发行了熊猫债。

在下半年国内货币政策不会整体转向的前景下，境内市场流动性料将延续合理充裕状态，上述拥有实际人民币融资需求的主体预计仍是下半年熊猫债的发行主力。

图表 16 近期人民币汇率震荡调整

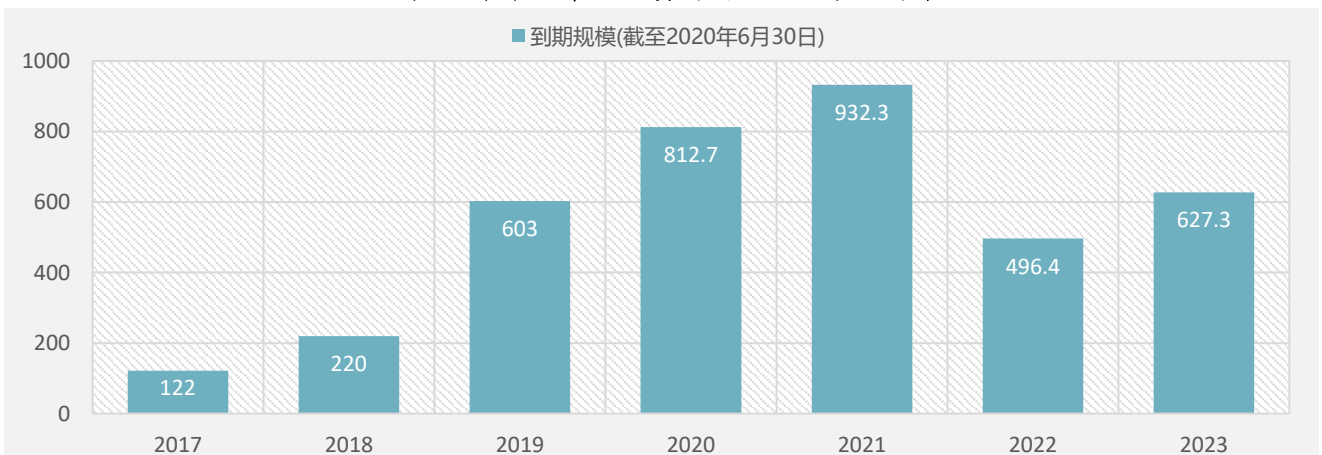


数据来源：万得资讯，东方金诚研究

从近期汇率走势来看，在人民币汇率震荡调整过程中，市场情绪波动及流动性因素为主要原因，且人民币汇率波动并未对外资流入境内债市形成明显影响。即使人民币汇率出现一定幅度调整，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。与此同时，中国经济基本面实际上在稳定向好，6月份以来，美元指数的回落已带动人民币汇率阶段性走强，并且从美元兑人民币 NDF 表现来看，市场认为人民币不存在持续大幅贬值基础。

由此，除拥有境内人民币现实需求的发行人外，在下半年人民币汇率风险下行的预期下，伴随我国资本市场对外开放程度加大，非人民币经营主体有望更好地管理偿还本息的汇兑成本。这些因素有利于国际发行人把控汇兑风险，提升人民币融资意愿，利好熊猫债发行量的增长。

图 17 未来 1 年熊猫债到期规模迎来小高峰



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

此外，万得数据显示，2020 年有共计 812.7 亿元熊猫债到期，2021 年到期规模约 932.3 亿元。短期来看，在熊猫债市场经历到期高峰过程中，企业拓宽融资渠道的动力将进一步提升，包括中资背景发行人以及外资机构在内的发行主体发债意愿料将持续增强。为缓解存量债券再融资压力、保证债务正常滚动，相关实体人民币债券发行料将步入上行趋势。综合考虑以上因素，2020 年熊猫债市场融资较上年预计可能实现 50%左右的同比增幅，全年发行量有望突破千亿元规模，创造 2017 年以来的阶段高点。

## ■ 熊猫债细化规则有望发布，包括“一带一路”沿线国家在内的外国中央政府熊猫债发行进程或加快

今年 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。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者的吸引力；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。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群众体，形成更加开放、更加市场化的金融体系具有重要意义。

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。熊猫债作为跨境投融资方式之一，其规则细化还将有助于优化人民币跨境循环、推进人民币国际化进程。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。

## 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
■ 2015	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
	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 2020.06.30)

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	恒安国际	2020-3-19	2.6	5	0.74	公募	1.3	AAA
10	恒安国际	2020-3-19	2.6	5	0.74	公募	1	AAA
11	小米	2020-4-3	2.78	10	1	私募	2.2	/
12	新开发银行	2020-4-3	2.43	50	3	公募	2.99	AAA
13	中芯国际	2020-4-16	1.85	15	0.3	公募	1	AAA
14	蒙牛	2020-4-24	1.8	15	0.58	公募	1.57	AAA
15	北控	2020-4-29	5.5	9	3	公募	/	AA+
16	中银投资	2020-5-8	2.7	15	3	公募	1.78	AAA
17	北控	2020-5-13	4	10	5	公募	2.16	AAA
18	蒙牛	2020-5-29	1.61	15	0.49	公募	1	AAA
19	中电国际	2020-5-29	2	5	0.74	公募	1	AAA
20	蒙牛	2020-5-29	1.61	5	0.49	公募	1.2	AAA
21	首创环境	2020-5-29	3.1	10	5	公募	2.19	AA+
22	戴姆勒财务	2020-6-5	3.25	30	3	私募	/	/
23	中国中药	2020-6-5	3.28	22	3	公募	1.35	AAA
24	三井住友银行	2020-6-8	3.2	10	3	私募	/	/
25	光大绿环	2020-6-12	3.68	10	5	公募	1.39	AAA
26	亚投行	2020-6-15	2.4	30	3	公募	2.78	/
27	威立雅	2020-6-24	3.85	7.5	3	私募	/	/
28	威立雅	2020-6-24	3.85	7.5	3	私募	/	/

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

<b>熊猫债评级方法</b>	<a href="http://www.dfratings.com/news/pnews/1010">http://www.dfratings.com/news/pnews/1010</a>
<b>熊猫债研究报告</b>	《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》
<b>国际团队</b>	<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>