

熊猫债业务规则不断透明细化，国际发行人参与有望持续提升 ——2021 年熊猫债市场展望

内容提要

■ 2020 年，在中美利差高位走阔，境内货币政策及资金面环境波动影响下，熊猫债年内发行呈现巨大分化——上半年融资同比升势明显，下半年发行节奏持续放缓。2020 年全年熊猫债市场发行金额总计 586.5 亿元，同比小幅减少近 2%。以往作为熊猫债市场活跃参与者的境外优质主权类主体，在 2020 年未有熊猫债发行。

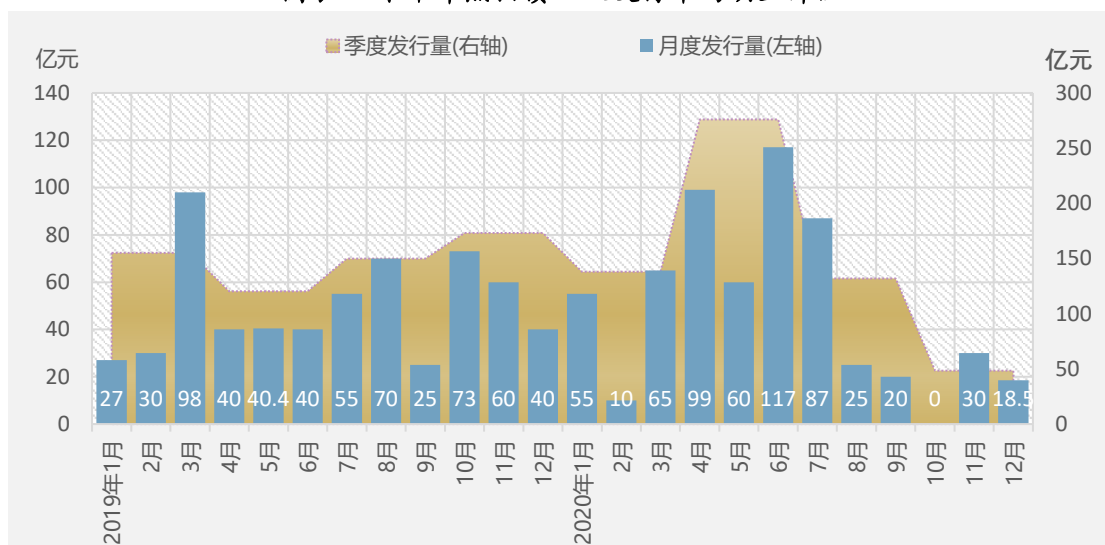
■ 展望 2021 年，中美利差预期收窄，将削弱境外融资的成本优势；人民币汇率重新进入双向波动格局，有望降低汇兑风险。这些因素均有利于提振人民币债券融资意愿，利好熊猫债市场扩容。与此同时，随着熊猫债发行规则细化，监管协调性和透明度持续提升，熊猫债市场对国际参与者的吸引力不断增强，2021 年国际发行人在熊猫债一级市场的占比有望增加。

熊猫债发行市场回顾

1. 发行量：熊猫债 2020 年发行规模与上年基本持平

2020 年，中国债券市场累计发行 43 只共计 586.5 亿元熊猫债，发行规模与 2019 年（598.4 亿元）基本持平，年度发行总量同比小幅减少 1.99%。截至 2020 年 12 月末，熊猫债累计发行量为 4351.2 亿元，现有未到期存量规模 2482 亿元，较 2019 年末减少 229.7 亿元，存量收缩幅度约为 8.47%。数据显示，2020 年下半年熊猫债净融资规模显著为负，是存量缩水的主要原因。

图表 1 下半年熊猫债一级发行市场明显降温



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

分阶段看，年内发行量走势的分化明显：上半年，国内货币政策明显宽松，境内利率中枢大幅下行，叠加疫情冲击下企业补充营运资金需求提升，熊猫债融资量同比升势明显，1-6月发行额占比全年规模近七成（69.2%）。进入三季度后，境内“紧货币”效应持续发酵，市场利率V型反转，境内外利差高位走阔，熊猫债融资成本快速升高。在此背景下，下半年熊猫债发行节奏显著放缓。

2. 发行利率：伴随资金面环境波动，熊猫债平均发行票面利率“先下后上”

2020 年，境内利率中枢接连经历了年初货币宽松力度加码后的阶段下冲，以及年中后伴随货币政策向常态化回归带来的市场利率V型反转。与此同时，国内政策性银行债利率及高等级信用债发行利率经历了类似的过程。

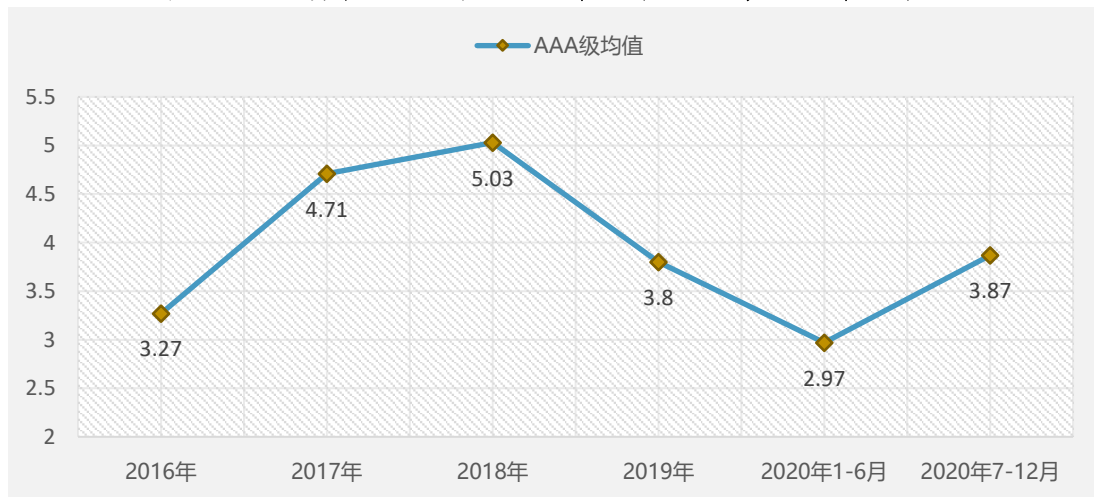
图表2 国开债3年期收益率经历深V形态



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

2020年上半年，在境内流动性保持合理充裕期间，熊猫债发行人融资票面屡创新低。多只超短融熊猫债不断突破发行人自身最低票息率记录，其中最终票面突破2%以下的现象频频出现。即使5月起境内资金面收紧，债市回调，多数熊猫债发行人的融资票面利率也并未受到显著影响，总体仍保持低位。以最具代表性的主体评级AAA级别的3年期熊猫债为例，上半年平均发行票面利率仅为2.97%，较2019年均值大幅下行83个基点。

图表3 熊猫债平均发行票面上半年创阶段低点，下半年显著回升



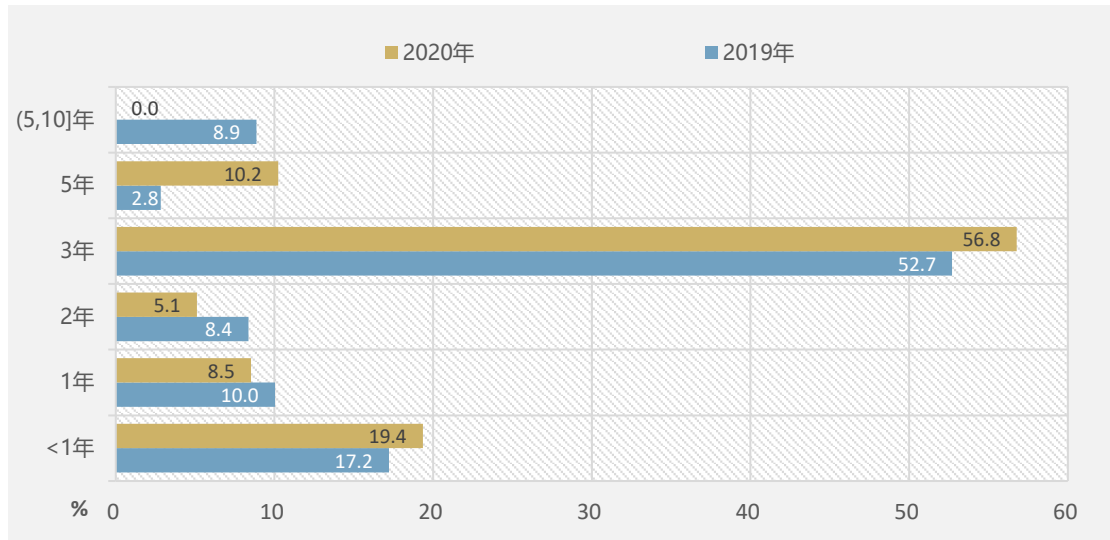
数据来源：万得资讯，东方金诚研究

不过进入下半年，伴随市场利率大幅走高，熊猫债低成本融资态势被打破。尽管人民币资产配置和风险对冲需求稳步提升，但国内债市波动和资金利率中枢的走高仍带动熊猫债下半年平均发行票面利率升至3.87%，回归2019年的平均水平附近。

3. 期限分布：中短期熊猫债仍是主要发行品种，超短融发行需求明显提升

2020年，3年期熊猫债依然是最主要的发行品种。在2019年已占比逾半数的基础上进一步提高4.1个百分点，占总发行规模的56.8%。大部分国际发行主体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，带动3年期品种发行规模保持较高占比。

图表4 熊猫债发行期限分布变化



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

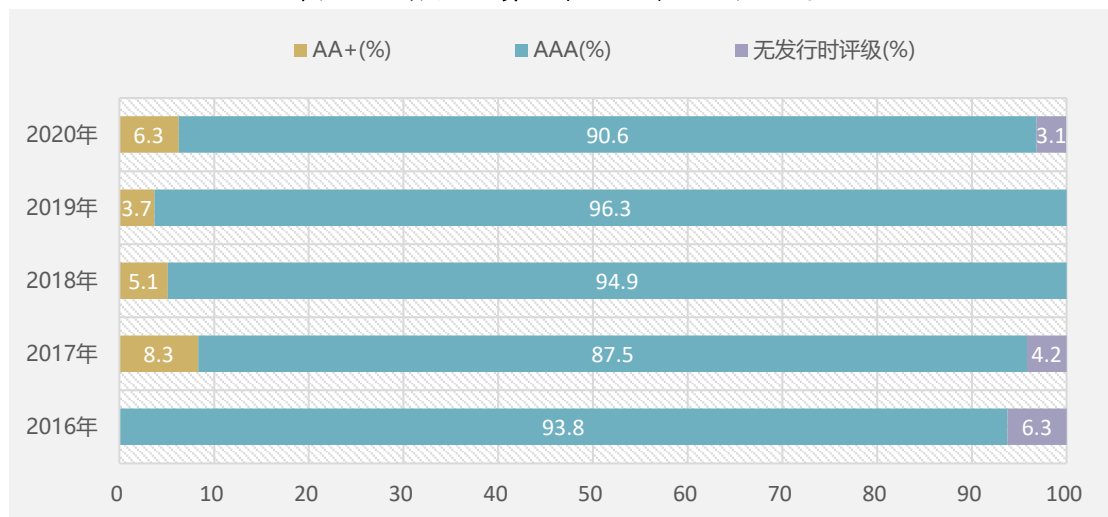
与此同时，由于2020年新冠疫情对企业生产经营的负面冲击，相关熊猫债发行主体自身直接融资需求明显加大，不少中资背景发行人为补充短期流动资金，发行了数只超短融熊猫债。2020年，1年期以内品种的熊猫债发行量有所增加，在所有期限品种中占比提高2.2个百分点至19.4%。

此外，2020年中国燃气、北控水务、首创环境，以及光大绿环等能源环保类企业均选择了5年期熊猫债，带动5年期品种占比大幅提升7.4个百分点。

4. 评级表现：熊猫债高信用资质主体集中态势延续

2020年，熊猫债发行人高信用资质集中的态势延续，无评级熊猫债绝大部分仍以私募方式发行。就公募熊猫债评级表现来看，AAA级占比约90.6%，仅有亚投行发行的一只公募人民币债券无发行时评级。全年只有两只主体评级AA+的熊猫债发行，分别是北控清洁能源和首创环境，主要体现顺应经济向绿色、可持续模式转型趋势下环境与金融产业的密切协同，越来越多社会资本愿意参与绿色企业及绿色相关项目发展。

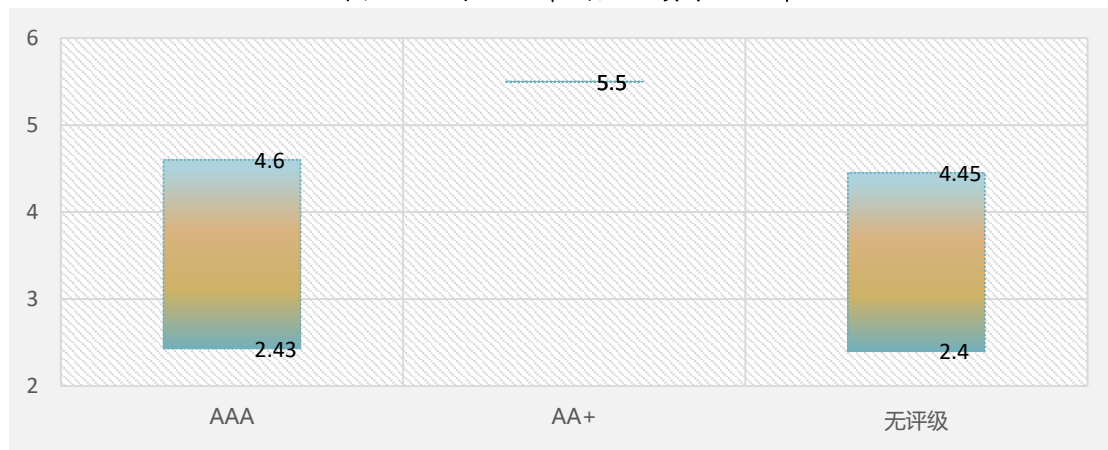
图表5 公募熊猫债各等级发行只数占比变化



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

从2020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级熊猫债发行票面利率基本以2.43%-4.6%为主，大部分私募发行的无评级熊猫债票面也同时保持在2.4%-4.45%附近的区间，八成以上公募熊猫债获得超额认购，显示了市场资金利率波动过程中，境内外投资者对高信用资质熊猫债发行人的认可。

图表6 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

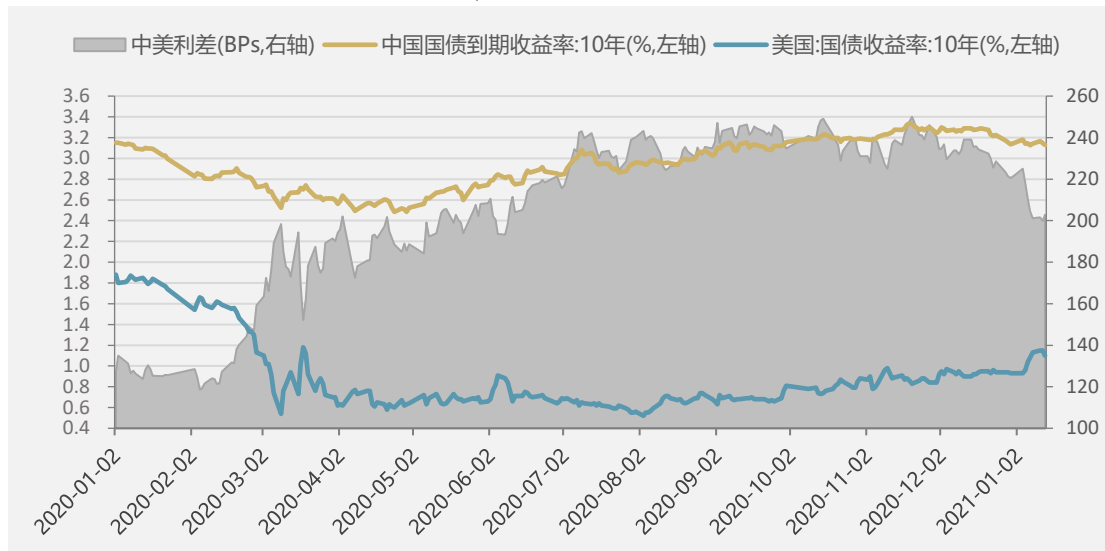
此外，不仅国际发行人的人民币债券获得大规模境外投资者参与，中资背景熊猫债也得到境内外投资者踊跃认购，一定程度上反映了全球低利率环境下，国际金融市场投资者对人民币资产的青睐。

熊猫债发行市场环境

- 中美利差在 2020 年达到历史高位，提高了熊猫债的融资成本，一定程度上削弱了国际发行人的融资动力

自 2019 年下半年开始，国际贸易环境持续紧张，全球发达市场、新兴市场经济体央行频繁降息，10 年期美债收益率一直处于较低水平。2020 年新冠疫情在全球开始蔓延后，3 月份美联储紧急将政策利率大幅下调 150 个基点，联邦基金利率重新接近零水平，全球负收益率国债比重再度抬头。同时以美联储为代表的海外央行开启激进 QE 政策，支持经济复苏。3 月后，中美十年期国债利差持续在 200 个基点上方运行。

图表 7 中美利差持续高位运行

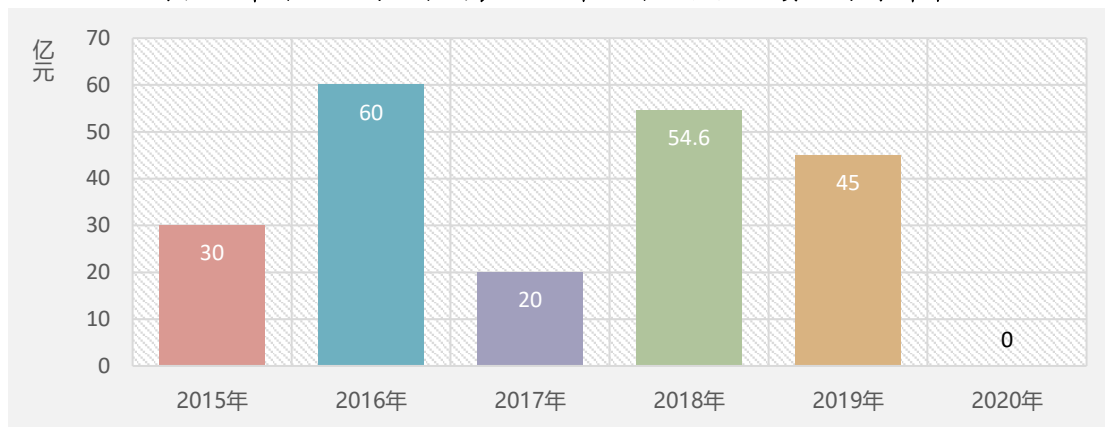


数据来源：万得资讯，东方金诚研究

另一方面，由于中国率先走出疫情，经济开始复苏，因此针对疫情释放的宽松货币政策开始收紧，市场流动性逐渐回归正轨，中国长债利率出现了回升态势。2020 年四季度，国内债券市场信用债违约事件引发市场避险情绪提升，进一步推高了债券发行利率。

从数据看，2020 年 10 年期国债收益率从 2.48%附近的低点一度升至 3.35%左右，升幅约 35%；同时，10 年美债收益率从 1.88%的年初高点一度降到 0.52%的低点，降幅达 72.3%。2020 年下半年，中美利差高位走阔，且在 11 月达到超过 250 基点的阶段高点，美元债券的融资成本相对优势在一定程度上抑制了熊猫债发行热情。

图表8 中外利差高位震荡，2020年境外主权熊猫债发行有所降温



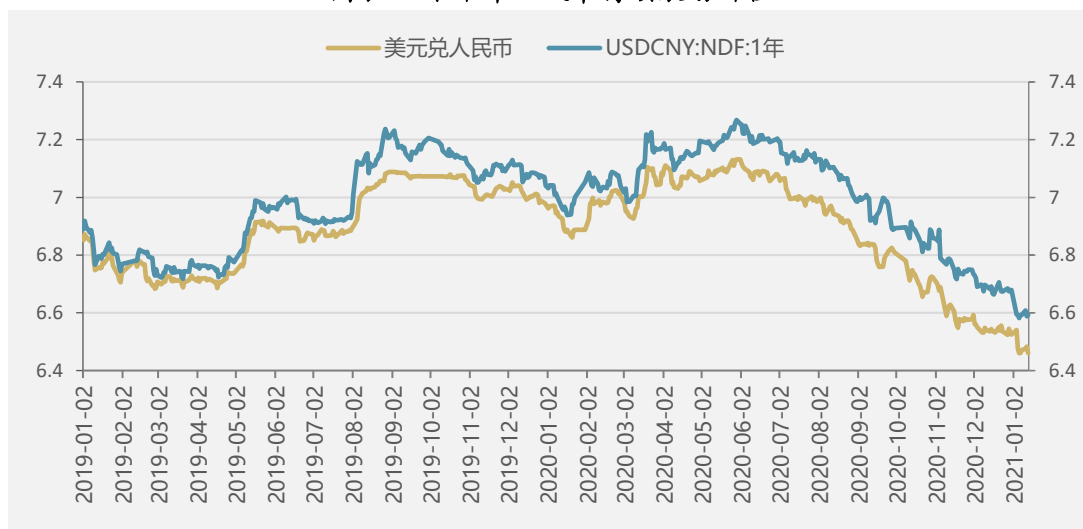
数据来源：万得资讯，东方金诚研究

中美利差的高位震荡，意味着境内外融资基准利率显著分化，这显著削弱了境外主权类主体的人民币债券融资动力。

■ 中美利差拉大背景下，海外资本净流入增加，叠加国内金融市场扩大开放，以及美元指数表现疲弱等因素，2020年下半年人民币持续大幅升值

2020年人民币汇率呈现先贬后升走势。年初阶段，疫情的全球蔓延对国际金融市场产生了严重冲击，各大投资机构无差别抛售资产以回笼美元头寸，引发了美元流动性危机。同时，中美关系不确定和不稳定因素增多，人民币汇率一度贬至7.10上下；5月底，离岸人民币兑美元更是跌至7.19的年内低点。

图表9 下半年人民币持续震荡升值



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

从6月起，由于国内率先控制住疫情，全面复工复产，对外贸易顺差开始加大，人民币贬值压力逐渐开始缓解，在诸多基本面的利好因素加持下，人民币兑

美元及一篮子货币转入升值行情。7月人民币兑美元升破6.6，12月初升破6.5关口，半年时间升值幅度高达7.55%。国内经济率先强劲复苏、出口走势意外强劲，叠加中美利差的高位走阔、美元指数大幅贬值，成为推动人民币兑美元升值的主要原因。

熊猫债市场展望

■ 中美利差 2021 年料将逐渐收窄，有望对熊猫债市场发行形成一定提振效应

近一年以来，中美利差高位走阔的主要原因在于疫情冲击下中美经济表现和货币政策的差异。回顾 2020 年，中国率先走出疫情困境，经济持续改善，为回归常态化的货币政策留出空间，下半年利率整体上行明显；而美国疫情不断恶化背景下，中美经济差异扩大，美联储持续实施了非常规的宽松政策，十年期美债收益率大幅走低。这些因素共同导致了 2020 年中美利差的显著拉大。

展望 2021 年，伴随美国经济加速修复、整体通胀温和回升，以及中国国内货币政策进一步向常态回归，中美利差有望逐步收敛并向中枢回归。2021 年，十年期美债收益率料将出现一定上行，而中国十年期国债收益率大概率将围绕当前水平双向波动。由此，中美利差或将从 2020 年末 250 基点左右的高位回落至 150 基点附近。

从美国市场表现来看，在疫苗逐步接种、刺激政策效果开始显现后，美国经济增长动能或加速释放，经济复苏有望带动需求增加，短期内通胀料将持续回升。2021 年 1 月 14 日，美国当选总统拜登公布了一份总规模 1.9 万亿美元的财政刺激计划，规模超过 2020 年 12 月通过的 9000 亿刺激法案 1 倍多。在援助计划公布后，市场普遍上调了对美国 2021 年及之后经济增长的预期。也就是说，拜登新政府对美国政策的调整，有望提振美国经济修复动能。与此同时，2021 年疫苗在美国接种将取得明显进展，这也将推动美国经济更快释放增长动能。此外，从最新核心 CPI 数据来看，美国通胀整体表现强于预期且稳定在 1.4% 上方。考虑到疫苗的普遍接种、大规模经济政策刺激，以及低基数的影响，美国物价水平料将逐步向美联储设定的 2% 的平均目标水平回归。目前十年期美债收益率仍位于历史低点附近，2021 年该指标预计将至少上行 50 至 100 基点，即接近 1.5%-2.0% 的区间。

从国内市场走势来看，货币政策整体基调是稳中偏紧，财政政策力度将明显收敛，全年通胀预计将处于温和水平。与之相较，当前十年期国债收益率水平已经不低，预计年内十年期国债收益率走势将以震荡为主，围绕 3.0% 左右的水平上下波动。

综合考虑中美十年期国债收益率走势，2021 年中美利差有望从当前的高位回落。也就是说，境外债券融资的相对成本优势料将削弱。这对熊猫债国际发行人来说将成为利好因素之一，预计对熊猫债市场扩容有一定提振效应。

■ 人民币快速单边升值走势预计不会持续，2021 年人民币兑美元汇率有望重新进入双向盘整阶段

回顾 2020 年下半年以来人民币的强劲表现，美元指数大幅贬值、中美利差显著走阔，以及境外机构对人民币资产的大规模增持，均推动了人民币兑美元的快速升值。

展望 2021 年，伴随美国经济加速修复和通胀回升的预期，美元指数有望得到支撑，大概率将结束疲弱表现进入盘整阶段。与此同时，中美利差逐步收窄过程中，海外短期资本流入动能或将减弱，外汇市场供求关系可能发生改变，人民币快速单边升值难以延续。此外，若全球范围内疫情蔓延得到控制，东南亚地区制造业有望逐渐恢复产能，国内出口增速和经常项目顺差料将回落，人民币持续升值压力将得到缓解。由此，2021 年人民币兑美元汇率有望进入双向盘整格局。

在人民币汇率重新进入双向波动态势的预期下，境外人民币债券发行人的汇兑风险有望降低。同时，随着我国资本市场对外开放程度持续加大，非人民币经营主体有望利用更多市场工具更好地管理偿还本息的汇兑成本。这将有利于国际发行人把控汇兑风险，提升人民币融资意愿，利好熊猫债发行量增长。

■ 伴随熊猫债发行规则持续细化，标准更加清晰透明，熊猫债市场对国际优质发行人的吸引力料将进一步提升，“一带一路”沿线战略合作有望推动熊猫债市场扩容

2018 年 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》（简称“16 号文”）正式推出后，境外机构在境内发债的业务细则和信息披露要求等制度标准不断完善。2020 年，中国银行间市场交易商协会先后发布了《境外非金融企业债务融资工具分层分类管理细则》、《境外非金融企业债务融资工具注册文件表格》、《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引（试行）》，以及《境外非金融企业债务融资工具业务指引（2020 版）》等熊猫债相关业务指引和管理

细则。这些新政策不仅细化了熊猫债管理框架，同时也建立了明确的监管标准体系，提升了监管透明度。

图表 10 熊猫债 2020 年政策细则进展梳理

时间	熊猫债相关政策规则	政策意图
2020 年 5 月	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
2020 年 9 月	中国银行间市场交易商协会发布《境外非金融企业债务融资工具分层分类管理细则》和《境外非金融企业债务融资工具注册文件表格》	优化非金融企业熊猫债注册发行管理，完善熊猫债注册发行机制流程，优化信息披露规范，提升业务便利性和透明度，着力建立熊猫债发行的正向激励机制，提升银行间市场开放质量和国际影响力
2020 年 12 月	中国银行间市场交易商协会发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引（试行）》和《境外非金融企业债务融资工具业务指引（2020 版）》	明确外国政府类机构、国际开发机构熊猫债的注册发行流程、信息披露要求、中介机构管理等；进一步促进熊猫债业务规范化发展，提升银行间市场开放水平

资料来源：NAFMII 官网，公开资料，东方金诚研究

2020 年，熊猫债相关业务指引和管理细则进一步明确，有真实人民币资金需求的主体以及境外优质企业的熊猫债融资得到鼓励，这将有助于熊猫债发行人结构多元化，提高利用熊猫债融资的示范效应，吸引更多境外成熟层企业参与中国债券市场。同时，发债注册管理等流程上的简化和便利，以及实践机制的规范化进展，将提升监管协调性，改善人民币债券融资效率，降低沟通成本。

此外，规则透明度提升和明确标准的建立，改变了以往发行过程中大多“一事一议”的操作流程，意味着熊猫债监管将更加符合国际惯例，更加具有法治化和国际化特征。这将增强人民币债券市场对境外发行人和投资者的吸引力，有助于市场开放和高质量发展。

2020 年各项监管指引和措施的发布，进一步促进了熊猫债业务的规范进程，

夯实了中国债券市场对外开放的制度基础，助力了人民币债券市场的稳定、多元、健康发展。这将推动熊猫债成为境外发行人拓宽融资渠道、优化债务结构的优质选择，同时成为人民币跨境循环以及人民币国际化进程的重要渠道。

考虑到“一带一路”项目以大型基础设施建设为主，其巨大的融资需求需要多样化的融资手段进行资金融通。债券作为直接融资的重要方式，可提供较长的融资期限，既可满足机构投资者的配置需求，又能满足基础建设项目的融资需求。熊猫债作为我国面向境外发行主体开放的人民币计价债券，是支持“一带一路”融资需求的重要金融创新工具。符合条件的“一带一路”沿线国家发行熊猫债，也已得到监管机构的明确鼓励。预计随着《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引（试行）》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。

在中国金融市场加速双向开放，国内政策环境和监管制度不断完善的过程中，人民币计价债券的国际吸引力将会持续增加。东方金诚预计，“一带一路”经贸合作及项目的资金融通，将为在岸人民币债券市场持续引入更多境外优质发行人和投资人，这对丰富中国债券市场的参与群体，形成更加开放、更加市场化的金融体系具有重要意义。

综合考虑以上因素，中美利差预期收窄，将削弱境外融资的成本优势；人民币汇率重新进入双向波动格局，有望降低汇兑风险。这些因素均有利于提振人民币债券融资意愿，利好熊猫债市场扩容。与此同时，随着熊猫债发行规则细化，监管协调性和透明度持续提升，熊猫债市场对国际参与者的吸引力不断增强，2021年国际发行人在熊猫债一级市场的占比有望增加，预计熊猫债市场融资可能实现大幅提升，全年发行量有望再次接近千亿规模，创造近年的阶段高点。

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
■ 2020	9月：《境外非金融企业债务融资工具分层分类管理细则》和《境外非金融企业债务融资工具注册文件表格》发布
	12月：《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引（试行）》和《境外非金融企业债务融资工具业务指引（2020版）》发布

附录 2: 2020 年熊猫债发行一览

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	/	/
29	新开发银行	2020-7-7	3	20	5	公募	2.01	AAA
30	宝马金融	2020-7-16	3.19	25	1	私募	/	/
31	普洛斯	2020-7-23	3.9	20	3	公募	1.93	AAA
32	中建国际	2020-7-29	3.48	20	3	公募	/	AAA
33	普洛斯	2020-7-30	3.88	2	3	公募	/	AAA

34	光大水务	2020-8-5	3.6	10	3	公募	2.01	AAA
35	越秀交通	2020-8-14	3.54	5	3	公募	3.36	AAA
36	安踏体育	2020-8-24	3.95	10	3	公募	1.02	AAA
37	法农银行	2020-9-11	3.5	10	3	公募	1.64	AAA
38	中国中药	2020-9-14	2.6	10	0.74	公募	1.44	AAA
39	中电国际	2020-11-5	4.35	15	3	公募	1.62	AAA
40	中电国际	2020-11-18	4.6	15	3	公募	1.09	AAA
41	恒安国际	2020-12-7	2.1	3.5	0.06	公募	1.09	AAA
42	威立雅	2020-12-16	4.45	7.5	3	私募	/	/
43	威立雅	2020-12-16	4.45	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

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>