

熊猫债市场发行与评级研究

研发部 周美玲 黄田

摘要：自 2005 年 9 月国际多边金融机构首次获准在我国发行以人民币计价的债券以来，随着我国金融市场化改革和人民币国际化进程的不断推进，中国债市开放促进熊猫债在我国取得突飞猛进的发展。受国内债券市场发行利率上涨，中国加强对资本流出的管制以及政府对房地产企业融资限制等因素影响，2017 年熊猫债发行量有所回落，但以公司债为主的熊猫债发行券种日益丰富，期限主要集中在 3 年期和 5 年期，发行利率较高造成发行人成本上升。

熊猫债发行主体集中在注册地为开曼群岛和百慕大的海外红筹企业或者子公司设置在香港的中资企业，行业集中在资金需求较大的房地产管理和开发，发行场所因受政策限制等原因使得交易所市场与银行间市场发行量有所波动。

熊猫债发行以来以无担保债券为主，发行时主体和债项信用等级集中分布在级别较高的 AAA 和 AA+ 等级，参评的评级机构中，中诚信、新世纪评级和联合占比较高。

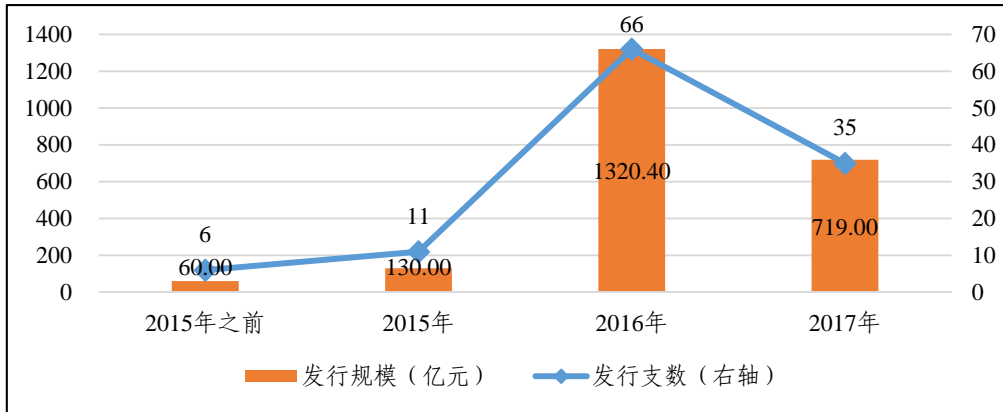
近年来人民币国际化程度的提高、相关监管政策的完善、“一带一路”战略的深入推进、“债券通”的开通以及我国债券市场对外开放程度的加深，均为熊猫债在我国的发展创造了有利的条件，未来熊猫债市场仍将具有较大的增长潜力。

一、熊猫债发行分析

1. 熊猫债发行总体情况

截至 2017 年末，境外发行人在中国境内累计发行熊猫债 118 支，发行规模 2229.40 亿元。其中 2016 年，境外发行人在中国境内发行熊猫债 66 支，发行规模达 1320.40 亿元，同比增加 1190.40 亿元，是 2015 年发行规模的 10.15 倍。进入 2017 年，由于国内债券市场发行利率上涨，中国加强对资本流出的管制以及政府加大对房地产企业在境内融资的限制等原因，境外发行人在国内发行熊猫债的融资成本上升，熊猫债市场发行有所回落，2017 年熊猫债发行支数为 35 支，发行规模为 719 亿元，分别较 2016 年减少 31 支和 601.40 亿元。

图表 1 熊猫债发行概况



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2. 熊猫债分券种发行情况

除了发行支数和发行规模的不断上升, 熊猫债的债券品种亦逐渐丰富, 熊猫债从最初发展到 2010 年之前仅有国际机构债, 2015 年逐步增加定向工具、商业银行债、一般短期融资券和私募债, 2016 年新增加一般公司债、一般中期票据和超短期融资券。从已发行的熊猫债债券类型来看, 公司债券 (包括一般公司债和私募债) 发行支数和规模占比最高, 分别为 47.46% 和 43.48%, 一般中期票据、定向工具和国际机构债次之, 发行支数占比分别为 18.64%、12.71% 和 11.86%, 发行规模占比分别为 19.87%、16.60% 和 11.66%; 商业银行债和短期融资券 (包含一般短期融资券和超短期融资券) 占比最低, 合计发行支数和发行规模分别占比 9.33% 和 8.39%。

值得注意的是, 2017 年 7 月, 由国家开发银行主承销的马来西亚马来亚银行有限公司 10 亿元人民币熊猫债在银行间市场成功发行, 所募集资金全部用于支持 “一带一路” 建设, 作为第一批 “债券通” 中唯一的熊猫债, 其成功发行有利于促进境内外机构的金融合作和债券市场的互联互通。

图表 2 2005 年以来熊猫债各券种发行情况

债券类型	发行支数	支数比重 (%)	发行规模 (亿元)	规模比重 (%)
公司债券	56	47.46	969.40	43.48
一般公司债	19	16.10	240	10.76
私募债	37	31.36	729.40	32.72
一般中期票据	22	18.64	443	19.87
定向工具	15	12.71	370	16.60

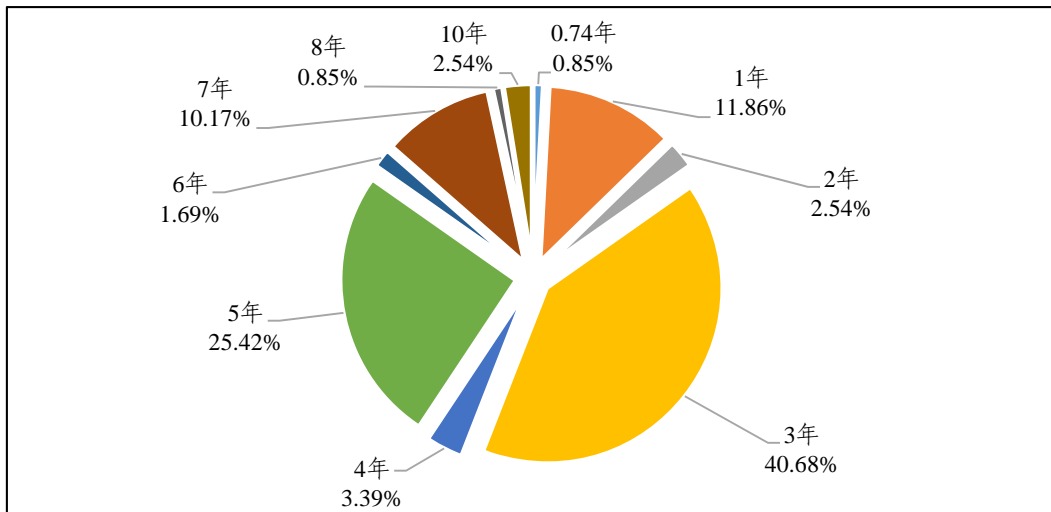
国际机构债	14	11.86	260	11.66
商业银行债	6	5.08	136	6.10
短期融资券	5	4.25	51	2.29
一般短期融资券	4	3.40	36	1.62
超短期融资券	1	0.85	15	0.67
合计	118	100.00	2229.40	100.00

资料来源：Wind，新世纪评级整理

3.发行期限结构

从熊猫债发行期限结构来看，截至 2017 年末，已发行的熊猫债期限涵盖 0.74 年期、1-8 年期和 10 年期，以 3 年期和 5 年期为主，其中 3 年期以 48 支和 934 亿元的发行量居首，5 年期以 30 支 475.4 亿元紧随其后，两种期限合计占总发行支数的 66.10%，且发行人行业以房地产和金融行业为主，发行券种多为一般中期票据和企业债。其次，1 年期和 7 年期熊猫债发行支数也较多，以 14 支和 12 支分别占比 11.86%和 10.17%，发行券种和行业类型较为分散。此外，2 年期、4 年期、6 年期、8 年期和 10 年期发行支数占比均较小；唯一的一支 0.74 年期的熊猫债是招商局港口控股有限公司发行的超短期融资券。总体来看，熊猫债发行期限集中于 3 年期和 5 年期。

图表 3 熊猫债发行期限结构（各期限期数占比）

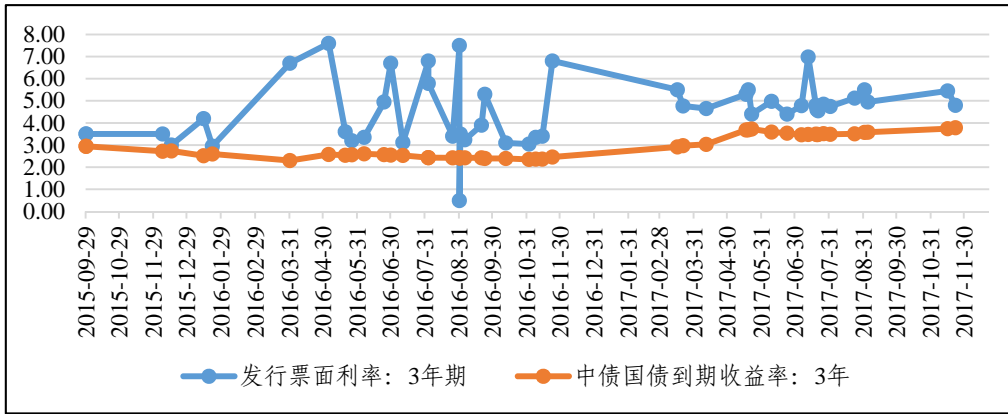


数据来源：Wind，新世纪评级整理

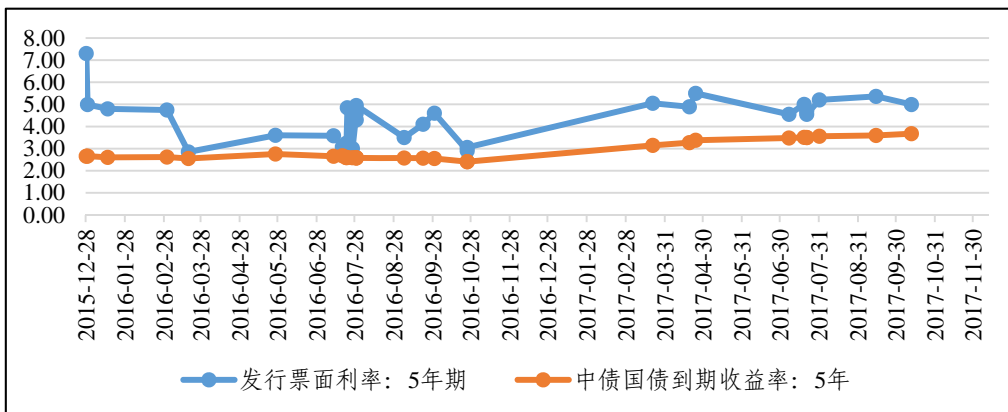
4.发行利率

2017 年熊猫债市场发展势头的放缓在发行利率方面也有所体现。2016 年随着中国债券市场对外开放以及人民币国际化的推进，中国债券市场为进一步吸引

境外机构投资的加入，熊猫债发行利率相对较低，其中 3 年期平均发行利率为 4.42%，5 年期平均发行利率为 3.81%；进入 2017 年，受中国债券市场发行利率上升影响，熊猫债发行成本随之上升，3 年期和 5 年期平均发行利率分别为 5.03% 和 4.98%，分别较 2016 年上升 0.61 和 1.17 个百分点。

图表 4 三年期熊猫债发行利率走势（单位：%）


数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 5 五年期熊猫债发行利率走势（单位：%）


数据来源：Wind，新世纪评级整理

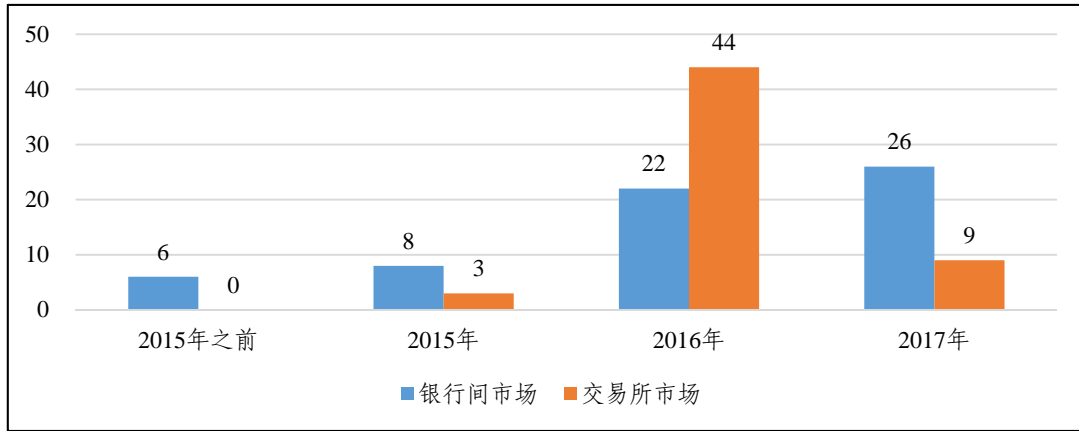
5. 发行市场分布

从发行市场来看，由于银行间市场债券发行以公募为主，有着较为严格的审批要求；而交易所市场以私募居多，发行人和投资者可按双方达成的便利条件发行债券，程序上较为灵活。2015 年之前，熊猫债仅在银行间市场发行定向工具和国际机构债，2015 年开始逐步涉及交易所市场，进入 2016 年，由于国内房地产市场表现较好，房企资金需求加大，以房地产行业发行私募债为主的交易所市场较银行间市场发展更为迅速，以 44 支 838.40 亿元领跑银行间市场的 22 支 482 亿元，无论从发行支数还是发行规模来看，交易所市场均为银行间市场的 2 倍。

熊猫债发行场所因受政策限制等原因使得交易所市场与银行间市场的发行量有所波动。经历 2016 年发行量的大涨之后，随着 2017 年国内融资成本的上

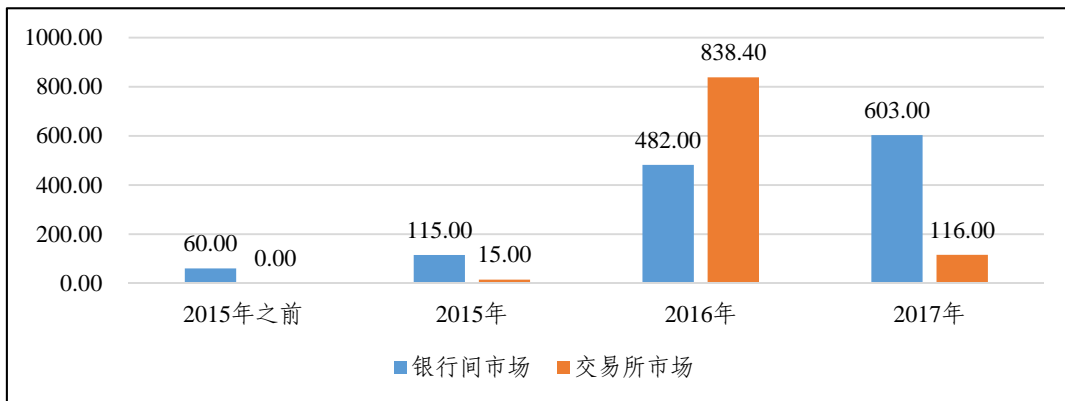
升、资本流出管制的加强、房地产企业的严格调控导致发债受限，交易所市场较银行间市场大幅降温，发行支数和发行规模同比跌幅分别达 79.55% 和 80.76%。

图表 6 熊猫债发行市场数量分布情况（单位：支）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 7 熊猫债发行市场规模分布情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

二、熊猫债发行主体分析

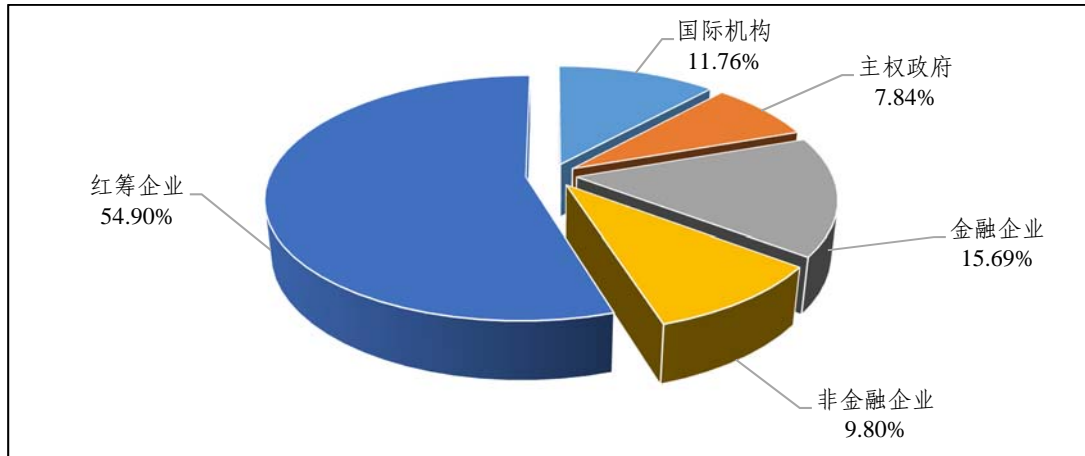
1. 发行主体类别分布

2005 年至今共有 51 家主体发行了熊猫债，发债主体主要包含来自境外的主权政府、国际机构、金融企业和非金融企业，除此之外占比更大的是红筹企业¹（如图表 8），红筹企业占发债主体总数的 54.90%，来自境外的金融企业、国际机构、非金融企业和主权政府占比分别为 15.69%、11.76%、9.80% 和 7.84%。随着 2016 年熊猫债发行量大涨，发债主体数量也大幅增加，其中红筹企业表现尤为亮眼（如图表 9），2016 年发行主体数量占当年的 60%；2017 年，熊猫债发行主体 25 个，较上年减少 5 个，发债主体结构延续 2016 年的趋势，红筹企业以 17

¹ 为便于分类统计发行主体，本文将注册地和主营业务设置在香港的企业归为境外企业，再进一步按行业分类归为金融企业或非金融企业；将注册地设置在境外（含香港），资产和主营业务来源于境内的企业（中资企业的海外子公司）归类为红筹企业。

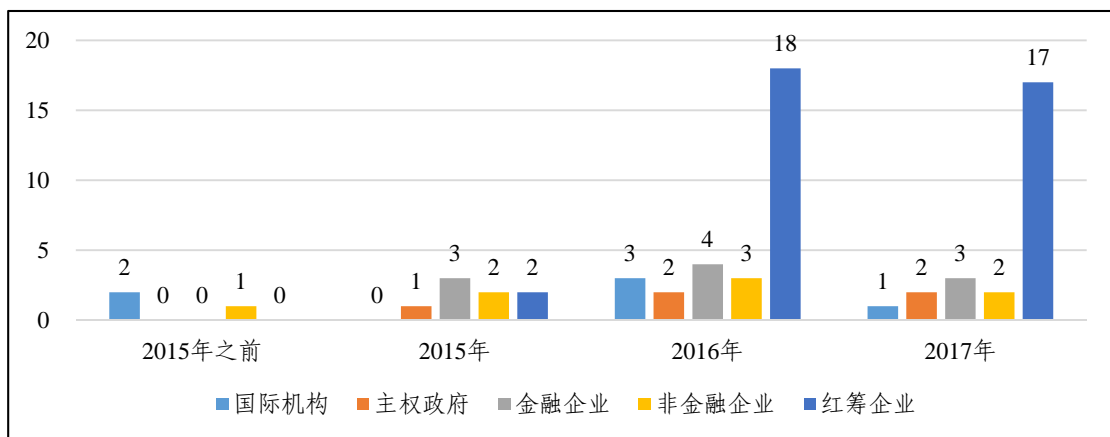
家 369 亿元的发行量处于绝对主导地位，占比高达 68%；而境外发行人因发行材料、会计准则和资金使用限制等原因，发债主体数量和发行规模仍然不足。

图表 8 2005 年以来熊猫债发行主体类别分布



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 9 2005 年以来熊猫债发行主体分布

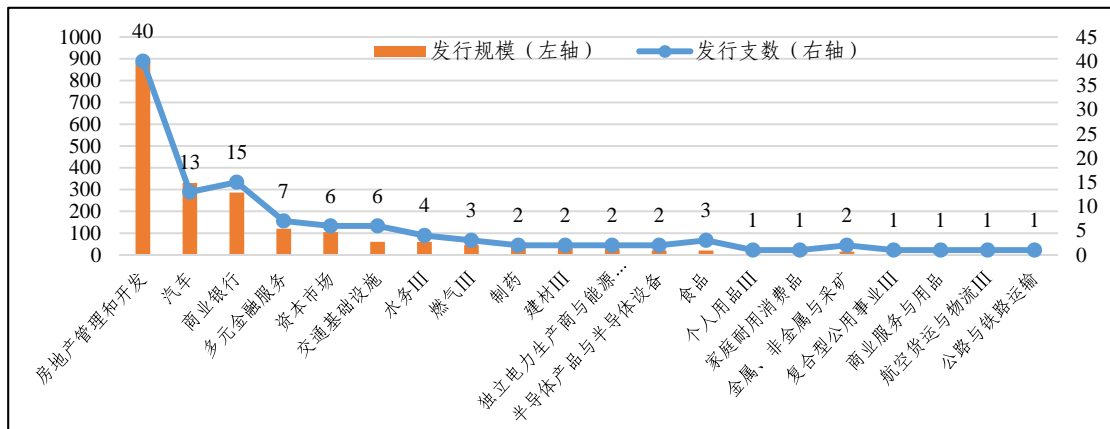


数据来源：Wind，新世纪评级整理

2.发行主体行业分布

截至 2017 年末，除主权政府外，熊猫债发行主体涉及 20 个行业，主要分布于房地产、汽车、商业银行、非银金融、公用事业和综合等。其中，房地产行业表现尤为突出，以发行支数 40 支、规模 881.40 亿元领跑其他各行业，占比分别达到 35.40%和 41.59%。汽车和商业银行次之，发行支数分别为 13 支和 15 支，占比分别为 11.50%和 13.27%，发行规模分别为 330 亿元和 286 亿元，占比分别为 15.57%和 13.49%。整体来看，上述三大行业发行支数和发行规模在熊猫债中合计占比较大，分别为 60.18%和 70.65%，除此之外，其他行业发行量较为分散。

图表 10 2005 年以来熊猫债发行主体行业分布（单位：亿元、支）



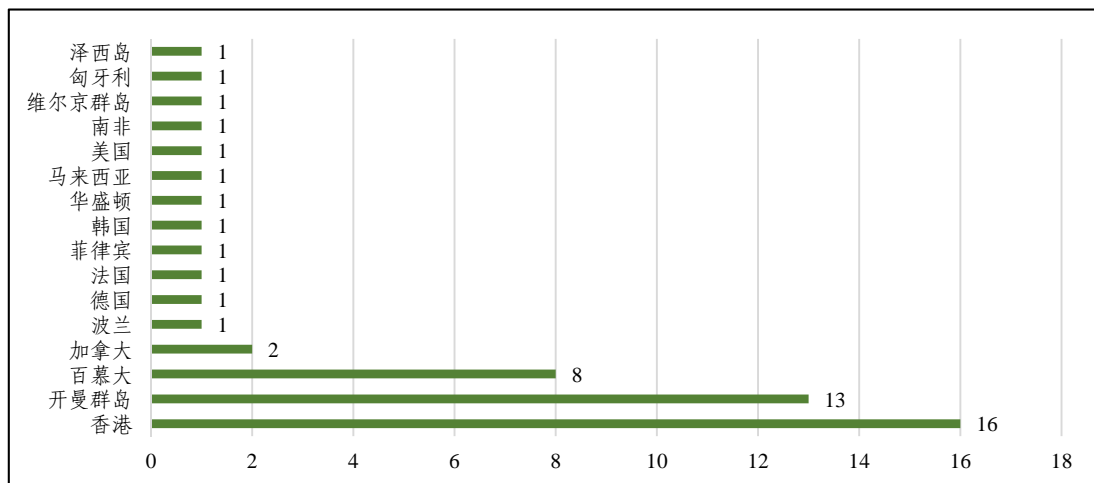
数据来源：Wind，新世纪评级整理

3.发行主体注册地分布

从熊猫债发行主体注册地来看，在 51 个主体中共有 37 家注册地为香港、开曼群岛和百慕大，以上三个注册地发行主体合计占比达 72.55%，其中注册地在香港的企业多为中资企业的香港子公司或者总部设置在香港的商业银行，以 16 家主体数量位居第一；占比 31.37%。

注册地在开曼群岛和百慕大的共计 21 家发行主体全部为红筹企业，合计占所有熊猫债发行主体数量的 41.18%，且房地产管理和开发行业占其中将近一半，发行债券类型以一般中期票据和企业债为主。由于开曼群岛和百慕大均为英国海外领地，没有外汇管制，是著名的离岸金融中心和“避税天堂”，因此很多中资企业在将其海外子公司设置在此。

图表 11 熊猫债发行主体注册地分布情况（单位：个）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

此外，注册地也涉及加拿大、波兰、韩国和匈牙利四个主权国家，以及法国、菲律宾、华盛顿和马来西亚等地。综上，受外汇管制、税收等因素影响，熊猫债

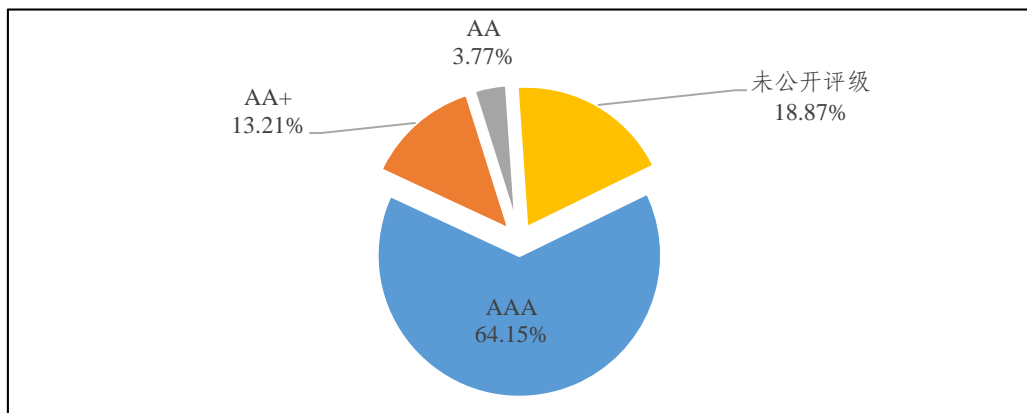
发行主体注册地除以上三个主要注册地外，其他企业注册地较为分散。

三、熊猫债发行评级研究

1. 主体信用等级和评级机构分布

截至 2017 年末，除了未公开评级的熊猫债以外，已发行熊猫债的主体信用等级仅包括 AAA、AA+和 AA 三个等级。从整体来看，AAA 级是熊猫债市场的主要发行群体，占比达 64.15%；AA+级和 AA 级占比较小，分别为 13.21%和 3.77%；在未公开主体评级的熊猫债中，发行主体主要是戴姆勒股份公司、亚洲开发银行、国际金融公司、各主权国家政府等。

图表 12 熊猫债发行主体信用等级分布情况



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 13 存续期内熊猫债发行主体信用等级和评级机构分布（截至 2017 年末）

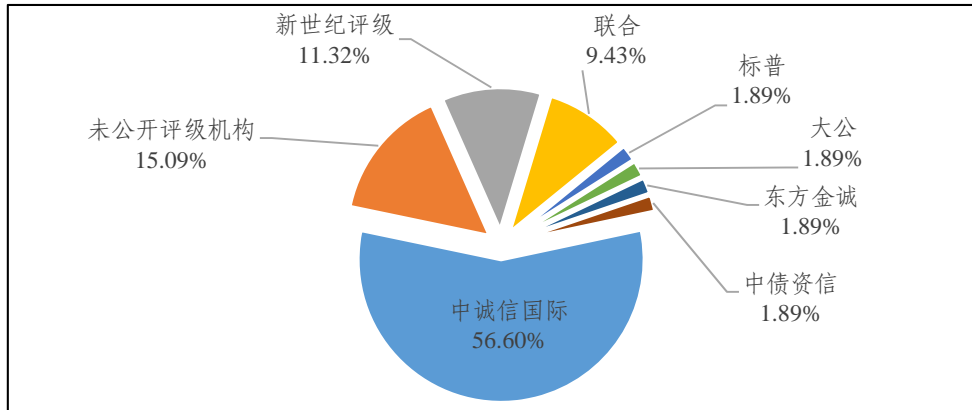
评级机构	AAA	AA+	AA	无评级	合计
标准普尔评估有限公司	-	-	-	1	1
中诚信国际信用评级有限责任公司	20	-	-	1	21
中诚信证券评估有限公司	5	3	1	-	9
上海新世纪资信评估投资服务有限公司	5	1	-	-	6
联合资信评估有限公司	3	-	-	-	3
联合信用评级有限公司	-	2	-	-	2
大公国际资信评估有限公司	-	-	1	-	1
东方金诚国际信用评估有限公司	-	1	-	-	1
中债资信评估有限责任公司	-	-	-	1	1
未公开评级机构	1	-	-	7	8
合计	34	7	2	10	53

数据来源：Wind，新世纪评级整理

截至 2017 年末，熊猫债发行主体信用评级涉及的评级机构有中诚信（含中诚信证券和中诚信国际）、新世纪评级、联合（含联合信用和联合资信）、中债资

信、大公、东方金城和标普²共七家。从熊猫债发行主体分评级机构分布来看，中诚信所评熊猫债主体占比超过一半，高达 56.60%，新世纪评级和联合次之，分别以 6 家和 5 家位居第二和第三，占比分别为 11.32%和 9.43%，除此之外，标普、大公、东方金城和中债资信参评主体均为一家，占比最小为 1.89%，此外，未公开评级机构占 15.09%。可见，市场占有率位居前三的三家机构总计占比为 83.02%，熊猫债发行主体评级机构分布较为集中。

图表 14 熊猫债发行主体分评级机构分布情况



数据来源：Wind，新世纪评级整理

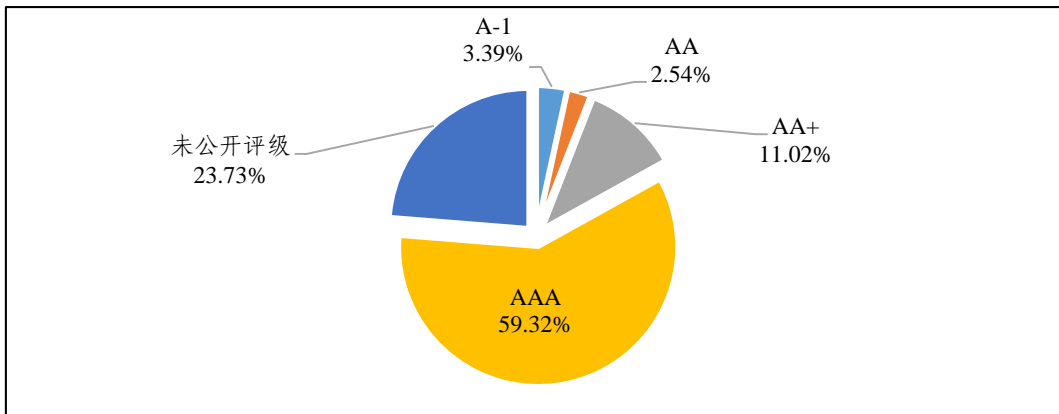
2. 债项信用等级分布

从债项信用等级分布来看，除未公开评级的熊猫债以外，一年期债券级别包括 A-1 级和 AAA 级³，两年期及以上中长期债券等级涵盖了 AAA、AA+和 AA 三个等级。其中，AAA 级占比仍然较高，为 59.32%；AA+和 AA 级次之，分别占总发行支数的 11.02%和 2.54%；债项等级为 A-1 的仅有 4 支，占比 3.39%，全部为中诚信国际评级的无担保短期融资券。在未公开评级的熊猫债中，发行主体主要是戴姆勒股份公司、亚洲开发银行、各主权国家政府和世茂房地产控股有限公司，发行券种以定向工具、国际机构债和私募债为主。

² 本文中涉及到的评级机构，上海新世纪资信评估投资服务有限公司简称“新世纪评级”，中诚信国际信用评级有限公司简称“中诚信国际”，中诚信证券评估有限公司简称“中诚信证券”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，联合信用评级有限公司简称“联合信用”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”，东方金城国际信用评级有限公司简称“东方金城”，中债资信评估有限责任公司简称“中债资信”，标准普尔评估有限公司简称“标普”。

³ 债项等级为 AAA 级的一年期债券有两支，分别为：中债资信评级的“中国银行（香港）有限公司 2017 年第一期人民币金融债券”和新世纪评级参评的“2016 年渣打银行（香港）有限公司特别提款权计价债券”。

图表 15 熊猫债发行债项信用等级分布情况



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 16 存续期内熊猫债发行债项信用等级和评级机构分布（截至 2017 年末）

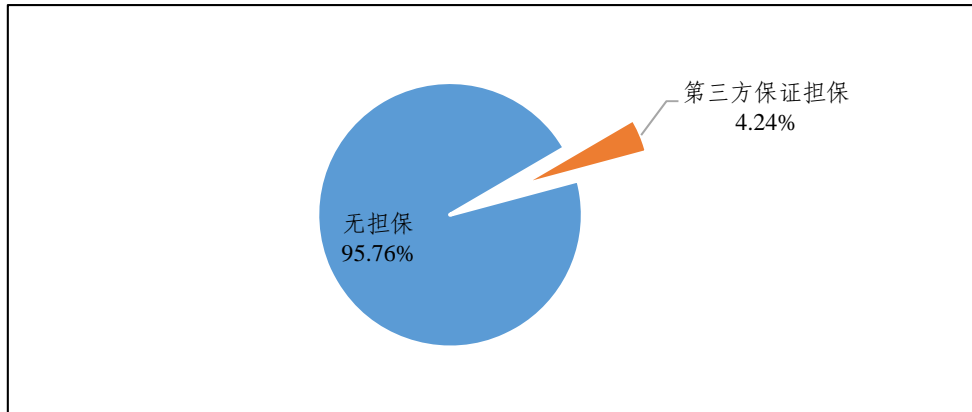
评级机构	AAA	AA+	AA	A-1	无评级	合计
标准普尔评估有限公司	2	-	-	-	-	2
中诚信证券评估有限公司	26	4	3	-	-	33
中诚信国际信用评级有限责任公司	25	-	-	4	-	29
上海新世纪资信评估投资服务有限公司	10	1	-	-	-	11
联合信用评级有限公司	-	7	-	-	-	7
联合资信评估有限公司	3	-	-	-	-	3
大公国际资信评估有限公司	2	-	-	-	-	2
中债资信评估有限责任公司	2	-	-	-	-	2
东方金诚国际信用评级有限公司	-	1	-	-	-	1
未公开评级机构	-	-	-	-	28	28
合计	70	13	3	4	28	118

数据来源：Wind，新世纪评级整理

3.增信方式

从增信方式来看，熊猫债自发行以来以无担保债券为主，共 113 支，占比达 95.76%；只有 5 支公司债券采用了第三方保证担保的增信方式，占比仅 4.24%，且 5 支担保债券的债项评级均为 AAA 级。

图表 17 熊猫债发行增信方式分布（按发行期数）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

四、熊猫债市场发展展望

熊猫债在我国已经有了 12 年的发展历史，随着相关监管政策的不断完善以及人民币国际化的推动，2015 年开始熊猫债逐渐被市场所关注，同时“一带一路”战略为熊猫债发展带来了契机，2016 年熊猫债市场取得了迅猛发展，2017 年，首单“一带一路”熊猫债成功发行。在熊猫债市场取得较大突破的同时，未来的熊猫债市场面临的机遇和挑战并存。

人民币国际化程度的提高和资产多元化配置需求的增长为熊猫债的发行创造了有利条件。

人民币国际化程度的提高和资产多元化配置需求的增长，将有助于我国熊猫债市场的进一步发展。随着人民币正式加入 SDR 货币篮子，境外投资者对人民币债券的配置需求进一步提高，预计未来会有更多来自境外的主权政府、企业和国际机构把人民币作为重要的投资和储备货币。熊猫债对境内投资者来说有助于资产配置多元化，一定程度上也为熊猫债发行量的增长创造了有利条件。

熊猫债相关监管政策的完善以及我国债券市场的对外开放为熊猫债市场发展带来增长潜力。

随着我国债券市场的发展，熊猫债相关监管政策相继出台，熊猫债市场发行逐步有了政策规定和指引，资金使用更为灵活，市场扩容速度有所加快。此外，近年来随着人民币国际化向纵深发展、自贸区金融对外开放等国家战略的实施，我国债券市场对外开放程度逐步加深，离岸资本市场愈加活跃，离岸人民币收益率持续“倒挂”等利好因素逐步显现，未来熊猫债市场仍将具有较大的增长潜力。

“一带一路”战略的不断深入以及“债券通”的开通为熊猫债市场发展带来了契机。

随着我国与“一带一路”沿线国家的政治经济金融合作不断加深，以及监管层对沿线国家发行人发行熊猫债的鼓励和支持，将有效提升沿线国家发行熊猫债的需求，从而吸引更多的外国政府或企业在我国发行熊猫债；同时，熊猫债融资期限较长的特点也满足了“一带一路”沿线国家基础设施建设的需求。此外，“债券通”的开通进一步提速了中国债市的对外开放，也有效提升了境外投资者投资中国债市的便利度。多重利好因素都将促使熊猫债对境外投资人的吸引力不断提高。

熊猫债监管制度和政策有待继续完善。

熊猫债市场发展尚处于初步发展阶段，在制度建设方面尚不成熟。目前熊猫债在发行过程中仍然存在信息披露不完善、发债时间过长导致汇率和利率不确定性较高、国内外会计准则的差异造成使用其他国际准则的境外企业发行熊猫债时较高的审计成本等问题。同时，熊猫债市场准入和级别要求尚未能放开、募集资金使用的监管不够严格、二级市场流动性偏弱、投资者结构相对单一、针对熊猫债的特有问题尚没有统一规范，且没有详细的针对银行间市场和交易所市场的监管政策等问题也有待继续完善。随着我国债券市场对外开放程度的逐步加深，为指导熊猫债的有序发行，熊猫债后续发展仍需完善相关发行的制度框架，包括信息披露、信用评级作业规范、会计、审计、税收、主体准入资格等各方面的制度安排，未来需要更加明确、清晰的业务规则和工作机制，以增强政策的透明度，提高熊猫债市场的活跃度，防范熊猫债的潜在信用风险。