

熊猫债：中国债市开放排头兵

随着我国银行间债市开放程度的不断加深，熊猫债发行开始提速。未来，熊猫债市场将在机遇与挑战中砥砺前行。

许余洁 李天娇 / 文

（原文刊载于新华社主管杂志《金融世界》2017年第5期，总第84期）

熊猫债券，指的是境外机构在中国发行的以人民币计价的债券。2005年9月28日，国际多边金融机构首次获准在华发行人民币债券，时任财政部部长金人庆将首发债券命名为“熊猫债券”，标志着我国熊猫债市场发展肇始。

随着中国债券市场开放进程的加快，熊猫债市场发展面临多方面的机遇和挑战。笔者认为，如果当前的应对措施得当，有望进一步为债券市场开放夯实基础。

历史初期发展缓慢

自诞生至2013年底这近十年的时间里，熊猫债市场几乎处于完全停滞状态。这一阶段的熊猫债券市场发行量小，发行主体单一，且发行审批及资金使用等限制都十分严格，熊猫债券还属于为了促进债券市场对外开放、试点性质的一种尝试手段。早期熊猫债市场发展缓慢的主要原因，大致有如下三点：

第一，2005年，正值央行宣布启动人民币汇率形成机制改革，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。接下来直到2013年的8年间，人民币对美元总体呈现升值态势。在人民币升值的背景下，发行熊猫债券意味着在债券到期后，发行人需要支付更多美元来偿还债券本息，这直接降低了熊猫债发行主体的融资意愿。

第二，自从2008年全球金融危机之后，美联储采取量化宽松的货币政策，联邦基金目标利率一降再降，直至降到近些年来被广受诟病的零利率甚至实际负利率。这段时间人民币利率水平总体上比美元要高。熊猫债券的利率水平是以人民币利率水平为基础，这段时间人民币利率水平总体上比美元高，直接导致发行熊猫债券的融资成本升高，对发行人来说不具有吸引力。

第三，长期以来，我国外汇管制较为严格，导致以债券为媒介的资金无法自由流动。2003年1月开始实行的《外债管理暂行办法》规定了境外企业发行的中长期债与短期债余额之和不得超过其投资总额与注册资本之差，这使得熊猫债券的融资规模不会太大。

根据 2005 年 2 月公布实施的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（以下简称《管理办法》），人民币债券的发行主体应为进行开发性贷款和投资的国际开发性金融机构，发行债券所筹集的资金应用于中国境内项目，不得换成外汇转移至境外。

监管部门对于熊猫债券的发行主体、债券募集资金用途和规模的严格限制，很大程度上打击了境外企业发行熊猫债券的积极性。

为了提升熊猫债券的活跃度，2010 年 9 月，相关部门修订了《管理办法》，规定熊猫债券募集资金“优先用于向中国境内的建设项目提供中长期固定资产贷款或提供股本资金”，发行债券所筹集的资金可以汇出境外使用，并可从境外调入人民币资金还本付息。

经过监管层的一系列努力，熊猫债券发行僵局终于在 2014 年 3 月被打破。2014 年 3 月 4 日，德国汽车制造商戴姆勒公司宣布以私募方式发行 5 亿元的 1 年期人民币债券，这是中国市场上首只非金融机构发行的熊猫债。

逐渐驶入发展“快车道”

在人民币国际化进程加快、熊猫债相关政策逐步放松以及国内融资成本保持低位下行的背景下，市场初期面临的掣肘有所缓解，近两年来熊猫债券发行量增长明显。

据 Wind 数据显示，2016 年，我国债券市场共有 28 家主体发行熊猫债 61 期，发行总额为 1180.4 亿元，与 2015 年相比，发行主体、发行期数和发行总额分别增长 366.67%、771.43%、1473.87%。当前我国熊猫债市场的主要特征，可以简单概括为如下几点：

一是交易所市场发行占比较高。从熊猫债券发行市场来看，截至 2017 年一季度，我国银行间债券市场共发行熊猫债券 24 期，发行总额为 452.00 亿元；交易所债券市场共发行熊猫债券 48 期，发行总额 863.40 亿元，占发行总期数和发行总规模的比例分别为 66.67%和 65.64%（见表 1）。

造成这一现象的主要原因在于境外注册国内房地产企业使用熊猫债进行私募融资的案例较多，且交易所市场发行此类私募债券程序较为简便。

表 1 截至 2017 年第一季度熊猫债券发行市场统计

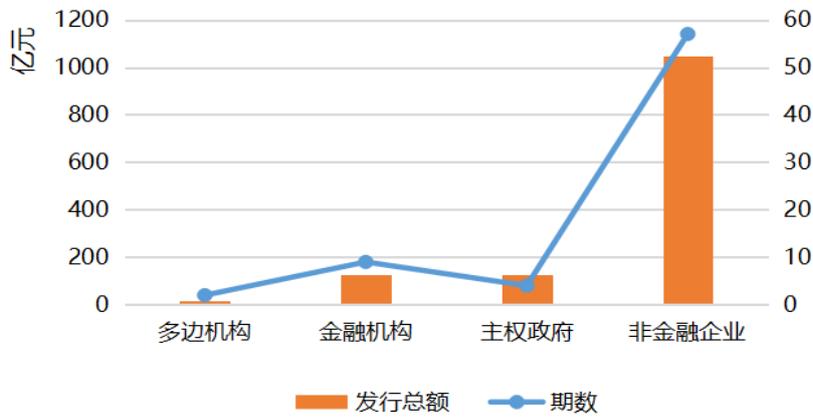
发行市场	期数	占比	发行总额(亿元)	占比
交易所市场	48	66.67%	863.4	65.64%
银行间债券市场	24	33.33%	452	34.36%
总计	72	100.00%	1315.4	100.00%

数据来源：Wind，联合评级整理

二是熊猫债券发行主体类型日渐多元，以非金融企业为主。熊猫债券发行人

按募集资金用途大致可分为两大类：一类是以资金纳入发行人预算、基础设施项目建设为目的的多边机构和主权政府；另一类是以拓展中国境内业务、偿还债务和补充营运资金为目的的金融机构和非金融企业。其中，非金融企业的发行期数明显增多，发行期数和发行金额占比均超过 80%（见图 1）。

图 1 截至 2017 年一季度熊猫债发行主体类型分布



数据来源：Wind，联合评级整理

三是熊猫债券发行期限和规模较为集中。从熊猫债的发行期限来看，近年发行的熊猫债券涵盖了 1-10 年的各种期限，其中以 3 年、5 年和 7 年居多。

截至 2017 年一季度，熊猫债券发行 3 年期、5 年期和 7 年期的期数分别为 28 期、20 期和 10 期，占总发行期数的比例为 38.89%、27.78%和 13.89%；发行金额分别为 526 亿元、339.4 亿元和 237.3 亿元，占发行总金额的比例分别为 40.02%、25.82%和 18.05%；从发行规模来看，单期发行金额以 10 亿元、20 亿元和 30 亿元为主。

四是 AAA 级熊猫债券占比较高。从熊猫债券的债项信用等级分布情况看，截至 2017 年一季度，熊猫债券级别主要分布在 AA 级~AAA 级之间。其中，AAA 级熊猫债券发行 46 期，共计 926 亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行总额的 63.89%和 70.40%（见表 2）。

表 2 熊猫债券债项信用等级分布情况（期/亿元）

	未评级		A-1		AA		AA+		AAA		总计	
	期数	发行总额	期数	发行总额	期数	发行总额	期数	发行总额	期数	发行总额	期数	发行总额
2009年	1	10									1	10
2015年							2	5	5	70	7	75
2016年	12	195.6	3	31	1	6.8	7	141	38	806	61	1180.4
2017年Q1									3	50	3	50
总计	13	205.6	3	31	1	6.8	9	146	46	926	72	1315.4

数据来源：Wind，联合评级整理

五是熊猫债券发行多采用累进利率方式，发行利率区间以 3.0%~4.0%的熊猫债占比居多。熊猫债主要采用固定利率和累进利率方式，其中有 44 期采用累进

利率，占熊猫债券总发行期数的 61.11%。从发行利率区间来看，发行利率在 3.0%~4.0%之间的熊猫债券期数为 26 期，发行总额为 494 亿元，占总期数和总金额的比重分别为 36.11%和 37.56%（见表 3）。

表 3 熊猫债券发行利率区间分布情况（%/期/亿元）

发行利率	<=3.0		(3.0, 4.0]		(4.0, 5.0]		>5.0		总计	
	期数	发行总额	期数	发行总额	期数	发行总额	期数	发行总额	期数	发行总额
2009年					1	10	0	0	1	10
2015年	1	30	3	30	1	10	2	5	7	75
2016年	10	100	23	464	14	316.1	14	300.3	61	1180.4
2017年Q1					1	20	2	30	3	50
合计	11	130	26	494	17	356.1	18	335.3	72	1315.4

数据来源：Wind，联合评级整理

熊猫债发展将与债市开放同进

熊猫债市场将会迎接多方面的发展机遇。同时，在熊猫债市场的发展过程中，会“引进来”境外发行人、投资者和配套的国际规则，这样就可以反过来为债券市场开放夯实基础，有利于我国债券市场的有序开放。具体而言，当前面临的机遇有：

一是政策推动力度加大。熊猫债券主体的发行限制有可能会进一步放宽，资金用途范围进一步扩大，并获得政策上的鼓励。2016年2月，央行发布的《2015年第四季度中国货币政策执行报告》中提到，下一阶段的货币政策思路包括“提升市场对外开放水平，推动更多符合条件的境外发行人在银行间市场发行人民币债券，进一步扩大境外机构投资者范围，完善对外开放中债券市场基础设施的整体布局，做好境内外市场体系和制度的衔接”。

这意味着熊猫债主体的发行限制可能会进一步放宽，并受到政策上的鼓励。

二是“一带一路”倡议的实施。近年来，在“一带一路”和人民币国际化的推动下，中资企业“走出去”步伐明显加快。目前，很多“一带一路”项目都具有跨境的特性，且沿线发展中国家融资渠道有限，这为熊猫债发展带来了新的机遇。

一方面，熊猫债可以为“走出去”的中资企业和“引进来”的境外非金融企业提供直接融资，将募集资金用于境外项目，解决资金瓶颈；另一方面，金融机构和国际机构将在“一带一路”项目中发挥重要的作用。随着亚投行、金砖银行等机构相继成立，熊猫债将成为这些机构融资的重要工具。这些实力雄厚、信用资质良好的熊猫债发行主体，会带来国际投资者及相应的市场规则。

三是“债券通”业务即将开展，会为熊猫债带来新的机构投资者。“债券通”将极大便利境外资本投资在岸人民币债市，更重要的意义在于，通过“债券通”项目，国际债市上知名的清算机构有望对在岸人民币市场上所有的国内固定收益产品直接实施标准化清算及结算，同时方便投资者的投资及撤资行为。

“债券通”的公布，加之近期放开的在岸外汇衍生品市场、即将放开的境内利率衍生品市场，以及今年晚些时候有望明确的税收及汇付相关规定，提高了人

民币债券在下半年来被纳入全球主要债券指数的期待。这些配套措施，未来有望促进债市的开放进程。

四是资本账户开放与人民币国际化。利率市场化及资本账户管制的放开将进一步推进债券市场的开放和完善。目前我国债券市场对外资开放的程度仍较低，外资机构在我国债券市场上投资占比始终不到 2%。随着我国资本账户进一步开放，人民币加入 SDR，今后会有更多的政府、企业和国际机构把人民币作为重要的交易、投资和储备货币，人民币的国际需求量将继续增加。

人民币使用份额的提升并放大为可观的体量，将对中国债券资本市场以及国际金融格局产生深远影响。与国际的接轨也会带来国内债券市场的深化发展，提高债券市场的效率和规范性，从制度层面保障熊猫债的常态化发行。

虽然存在诸多机遇，但我国熊猫债市场和债券市场开放还在起步阶段，同样面临多方面的问题和挑战，具体表现在：

一是市场业务标准建设和发行审批方面，熊猫债和国际方面存在明显差异。在会计、审计准则方面，我国监管部门仅认可香港和欧盟的会计准则、以及香港的审计准则与境内等效，而对于采用其他会计和审计准则的境外机构，在熊猫债发行审核过程中存在重大的制约；在信息披露方面，熊猫债发行主体需使用中文材料并长期符合中国的披露准则，在披露的语言、频率和时间上很难与国际惯例保持同步；在审批时效方面，目前国内债券的审核周期普遍较长，一般长达 2 至 3 个月，企业可能会错过较好的发行时机。

二是我国债券市场结构有待优化。债券发行期限结构还不够丰富，受境内发行习惯的影响，目前发行期限主要以 3 年期和 5 年期为主，其他期限相对较少；发行主体范围还较集中，主要包括境内投资者比较熟悉的国际知名企业和机构、红筹企业以及发达国家主权政府，欧美企业以及发展中国家的机构较少。投资者范围较为有限，目前仍以大部分债券持有到期的银行为主，导致整个债券市场的流动性都远不如国际市场。

三是债券资金使用依然存在诸多限制。熊猫债募集资金在中国境内使用的限制较少，但对于资金的跨境使用，2016 年以前境外非金融企业将熊猫债募集的资金转贷给境内子公司使用受到严格的外债额度的限制，这从一定程度上制约了一些缺乏外债额度的外资企业发行熊猫债的需求。随着跨境人民币资本流动的增多，以往用来管理外汇外债的模式，难以满足人民币国际化背景下人民币外债管理的需求。

四是国内、国际债券评级标准不统一。当前国内评级相对集中、区分度较国际市场偏低，限制了发行规模，不利于资产配置和产品定价的多样化发展。国际、国内评级标准不同，使得企业在国内评级和子公司在国外评级有明显差距。熊猫债券主要的发债主体评级限制为 AAA、AA 两种，区分度很小，而国际通行的评级层级在 BBB 级以上，属于投资等级。

为了应对上述挑战，抓住当前发展势头良好的机遇，笔者认为，在政策上至少需要从以下几大方面逐步推进，推动熊猫债市场健康发展和中国债券市场的有序开放。

首先，保持人民币币值相对稳定，积极推进利率、汇率市场化改革，逐步放松资本项目管制，形成离岸人民币交易、结算、投资的债券市场，使得募集的人民币资金可以更为自由地在境内外使用，为人民币国际化、离岸人民币市场发展和在岸人民币市场建设创造良好的外部环境和金融市场条件。

同时，加大与“一带一路”沿线国家的经济金融合作力度，考虑本土离岸市

场的补充作用，充分发挥香港优势，通过债券通等方式实现境内外债券市场的互联互通。

其次，推出熊猫债的发行管理办法，明确熊猫债发行标准和信息披露义务和要求，明确包括承销商、律师、审计师等中介机构的市场参与方的责任。针对发行主体在境外、融资市场在境内的特殊性，相关中介机构需要通过完善尽职调查，充分披露风险因素。

对于跨境会计制度、审计事务所和跨境纠纷解决等问题，在借鉴国际债券市场交易结构搭建、法律条款设计等经验的基础上，可探索既符合国际惯例又能方便发行人、保护国内外投资者利益的解决机制。

第三，丰富人民币投资品种，继续发展人民币存贷款、基金、外汇交易等业务，重点发展债券市场现券、回购、互换、远期等利率衍生品，以及有利于风险规避和分散的信用衍生品业务，以吸引多元化的海外投资者。在加强监管协作的前提下，扩大投资者范围，比如可以鼓励海外基金、券商、资管、理财和保险等机构投资者以债券通、QFII、RQFII 等多渠道、多种方式投资熊猫债，促进熊猫债市场的活跃度。

第四，构建和完善国际化的评级体系。熊猫债券的评级或为国内债券市场风险定价机制的形成打下基础。随着境外发行人通过熊猫债等方式进入境内融资体系越来越普遍，我国评级体系也面临着未来发展的挑战和新机遇。我国资信评级行业的国际化，需要在人民币国际化和中国债券资本市场的国际化进程中实现。

未来伴随着熊猫债券的发行，亚洲基础设施投资银行项目的开展，以及“一带一路”倡议的实施，我国评级机构可以通过作为独立、客观的第三方，在为国内外的发行与投资者主体服务的过程中提升自身业务水平和国际影响力，进而构建具有国际话语权的评级体系。

>>作者许余洁系联合评级有限公司研究总监；李天娇系联合评级有限公司研发部研究助理。
本文不代表任何机构观点，仅代表个人观点。