

作者：冯祖涵 王祎凡  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 熊猫债发行规模环比升高，纯境外主体参与度下降

——2021年第二季度熊猫债券市场运行报告

### 摘要

2021年第二季度银行间与交易所债券市场共有12家主体累计发行熊猫债21只，发行总额达到325亿元，环比上涨27.95%，较去年同期上涨17.75%。该季度熊猫债发行呈现出以下特征：首先，纯境外主体整体市场参与度下降，纯境外主体发行规模环比下降35.29%；其次，短期债券发行规模占比上升，熊猫债平均发行期限有所缩短；最后，第二季度新发行的3年期AAA级熊猫债发行利率有所下降。

第二季度熊猫债发行呈现两大亮点：一是德国宝马集团首次在银行间市场公开发行业务，成为首家在中国债券市场公开发行的欧洲企业；二是中药控股成功发行全国首笔贴标“乡村振兴”的熊猫债。这两项事件对推动中国债券市场对外开放以及熊猫债券品种多元化具有重要意义。

第二季度熊猫债发行环境复杂。一方面，第二季度人民币币值波动影响境外主体发债意愿，导致纯境外主体的市场参与度下降。另一方面，政策面上要求加速交易所债市对外开放步伐，研究制定交易所债市境外机构债券发行管理办法。未来管理办法的落地将规范交易所债市熊猫债的发行规则，推动熊猫债制度建设并利好交易所债市熊猫债的发行。

#### 相关报告研究：

- 1.《加息背景下新兴经济体面临的经济金融风险》，2021.7.1
- 2.《美联储维持宽松货币政策，预期加息时点提前——美联储6月议息会议详解》，2021.6.22
- 3.《土美关系降温叠加汇率动荡，土耳其政经风险加剧》，2021.04.28
- 4.《印度疫情急剧恶化，复苏进程将受到冲击》，2021.04.23

## 一、2021年第二季度熊猫债发行市场概况

2021年第二季度，银行间与交易所债券市场共有12家主体累计发行熊猫债21只，发行总额达到325亿元，环比上涨27.95%，较去年同期上涨17.75%。截至2021年6月30日，熊猫债券市场累计发行规模达到4925.86亿元，存量规模为2464.76亿元。

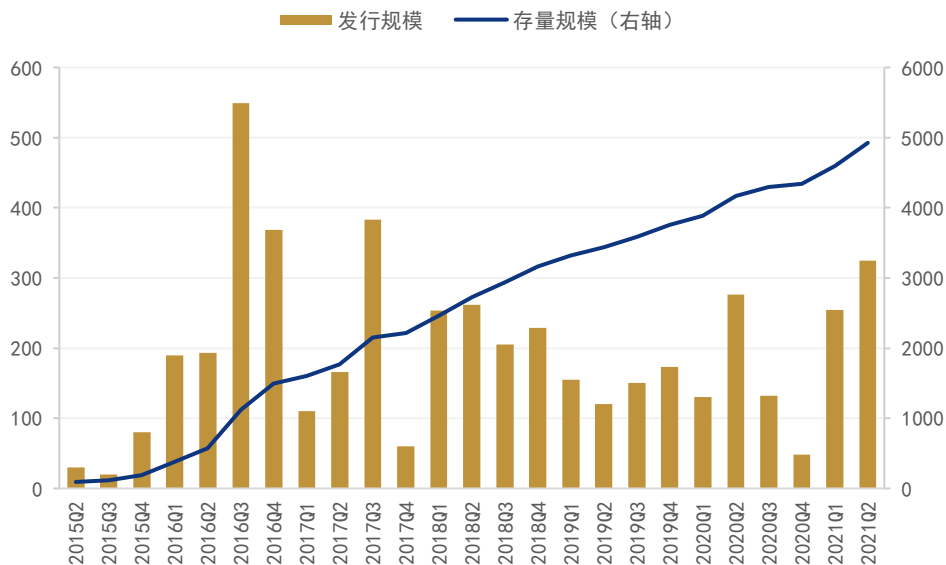


图1：2015-2021年季度熊猫债发行情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行主体来看，纯境外主体整体市场参与度下降，但宝马集团首次公开发行人熊猫债，意义突出。2021年第二季度，共3家纯境外主体发行6只熊猫债，占新发债券只数的28.57%；纯境外主体的发行规模共计110亿元，（占总发行规模的比重为33.85%），环比下降35.29%，较去年同期下降18.52%。具体来看，外国政府类机构与国际多边机构均缺席第二季度熊猫债发行；境外非金融企业中，该季度普洛斯发行2期一般公司债，戴姆勒发行2期定向债务融资工具，而宝马集团发行了1期中期票据与1期短期融资券，成为首家公开发行人熊猫债的欧洲企业。宝马集团的成功公开发行凸显了熊猫债券市场对跨国企业的吸引力，有望形成良好的示范效应，推动熊猫债券市场发展与完善。

从发行期限来看，短期债券发行规模占比上升，熊猫债平均发行期限有所缩短。2021年第二季度新发行的熊猫债券期限处于0-8年之间，平均发行期限约为2.59年，较上一季度缩短0.36年。其中，不足1年期的短融与超短融债券发行规模达到80亿元，占总发行规模的比重约为24.62%，与上一季度相比增长10.84个百分点；3年期债券发行规模为145亿元，约占总发行规模的44.62%，与上一季度相比下降12.07个百分点；3年期限以上债券发行规模为65亿元，占比为20%，与上一季度相比下降1.65个百分点。

**表 1：2021 年第一、二季度不同债券期限熊猫债发行情况**

期限	2021 年第一季度			2021 年第二季度		
	只数	发行规模	规模占比(%)	只数	发行规模	规模占比(%)
1 年以下	3	35	13.78	8	80	24.62
1 年期	-	-	-	1	15	4.62
2 年期	1	20	7.87	1	20	6.15
3 年期	8	144	56.69	6	145	44.62
5 年期	4	55	21.65	3	45	13.85
5 年以上	-	-	-	2	20	6.15

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，第二季度新发行的 3 年期 AAA 级熊猫债发行利率有所下降。剔除包含赎回和回售特殊条款的债券后，第二季度新发行的熊猫债券票面利率区间为 2.5%-3.77%。选取 2021 年第一季度与第二季度在银行间债券市场发行的 3 年期 AAA 级熊猫债券样本进行比较，可以发现第二季度在银行间债券市场发行的 3 年期 AAA 级熊猫债的简单平均票面利率约为 3.58%，较上一季度下降 0.30 个百分点。第二季度 3 年期国债到期收益率均值为 2.79%，较上一季度下降 0.08 个百分点。第二季度 3 年期 AAA 级熊猫债与国债利差为 0.79%，较上一季度收窄 0.22 个百分点，此类熊猫债券融资成本有所改善。

**表 2：2021 年第一、二季度银行间债券市场发行的 3 年期 AAA 级熊猫债券票面利率情况**

2021 年第一季度			2021 年第二季度		
票面利率区间 (%)	发行期数	简单平均票面利率 (%)	票面利率区间 (%)	发行期数	简单平均票面利率 (%)
3.50-4.40	3	3.88	3.44-3.70	5	3.58

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从债券信用评级分布来看，AAA 级熊猫债券规模占比较上一季度显著上升。2021 年第二季度发行的 21 只熊猫债券中共有 11 只进行了债券信用评级，除一只短期融资券信用等级为 A-1 外，信用等级均为 AAA 级。具体来看，第二季度 AAA 级熊猫债券发行期数为 10 只，发行规模共计 190 亿元，占发行总额的 58.46%，较上一季度增长 15.55 个百分点；A-1 级债券为宝马集团发行的一只短期融资券，发行规模为 15 亿元，约占发行总额的 4.62%；未评级债券共 10 只，发行规模总计 120 亿元，占发行总额的 36.92%，较上一季度下降 20.17 个百分点。

从交易市场看，银行间债券市场发行的熊猫债规模占比显著增加。2021 年第二季度共 17 只熊猫债券在银行间债券市场发行，发行规模总计为 275 亿元，占发行总额的比重约为 84.62%，较上一季度增加 9.82 个百分点。其余 4 只熊猫债于上海证券交易所上市交易，发行规模为 50 亿元，约占发行总额的 15.38%。

## 二、2021年第二季度熊猫债发行亮点解读

### 1. 宝马集团首次公开发行熊猫债

6月10日，德国宝马集团在银行间市场首次以公开发行债券方式，募集35亿元人民币，成为首家在中国市场公开发债的欧洲企业。本次宝马集团所发行的熊猫债包括一只规模20亿元的中期票据，期限3年，票面利率3.44%，信用等级为AAA；以及一只规模15亿元的短期融资券，期限1年，票面利率为3.03%，信用等级为A-1。两只债券获得了境内外投资者的积极认购，认购倍数分别达到2.99倍和3.35倍。宝马集团曾于2019年以定向方式发行（非公开发行）首单熊猫债，截至目前已在银行间市场共计发行熊猫债190亿元。相比于定向发行，公开发行对发行主体信息披露要求更高，潜在投资者群体也更为庞大。

宝马集团熊猫债的首次公开发行反映出交易商协会优化境外非金融企业注册发行管理的成效。2020年12月，交易商协会发布了《境外非金融企业债务融资工具业务指引（2020版）》，在备案要求、注册文件提交、信息披露要求等方面进行了优化，为境外非金融企业熊猫债券发行提供了便利。宝马集团熊猫债的公开发行有望形成良好的示范效应，鼓励更多境外企业在中国债券市场畅通融资渠道、拓展投资者群体、降低融资成本，从而推动中国债券市场提高对外开放水平、实现高质量发展。

表3：宝马集团熊猫债发行情况

债券简称	发行日期	债券类型	发行规模(亿元)	发行期限(年)	票面利率(%)
19 宝马金融 PPN001BC	2019/3/6	定向工具	30	3	4.00
19 宝马金融 PPN002BC(品种一)	2019/7/10	定向工具	15	1	3.30
19 宝马金融 PPN002BC(品种二)	2019/7/10	定向工具	20	3	3.98
19 宝马金融 PPN003BC(品种一)	2019/10/17	定向工具	20	1	3.37
19 宝马金融 PPN003BC(品种二)	2019/10/17	定向工具	10	2	3.57
20 宝马金融 PPN001BC(品种一)	2020/3/2	定向工具	15	1	2.90
20 宝马金融 PPN001BC(品种二)	2020/3/2	定向工具	20	3	3.35

债券简称	发行日期	债券类型	发行规模(亿元)	发行期限(年)	票面利率(%)
20 宝马金融 PPN002BC	2020/7/14	定向工具	25	1	3.19
21 宝马金融 CP001BC	2021/6/10	一般短期融资券	15	1	3.03
21 宝马金融 MTN001BC	2021/6/10	一般中期票据	20	3	3.44

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## 2. 中药控股发行全国首单“乡村振兴”熊猫债

5月31日, 中药控股成功发行中药控股2021年度第一期超短期融资券(乡村振兴), 成为全国首笔贴标“乡村振兴”的熊猫债。该债券发行规模10亿元, 发行期限为270天, 票面利率为2.65%, 发行人信用评级为AAA。该债券所募集资金中7亿用于归还中药控股2020年度第一期超短期融资券, 3亿元用于补充江阴天江、广东一方及其下属企业与乡村振兴相关的流动资金。根据中药控股官方所披露的信息, 部分募集资金将专项用于甘肃、云南、四川等地的乡村振兴项目, 扶持当地乡村中药材产业的发展。

中药控股自2016年起多次发行熊猫债, 截至目前其熊猫债发行规模已达115亿元。此次“乡村振兴”熊猫债的发行一方面是中药控股综合运用非金融企业债务融资工具助力公司发展、贯彻国家乡村振兴战略的实践, 另一方面也拓宽了熊猫债的类型, 促进熊猫债市场发行品种多元化, 推动熊猫债市场进一步发展与完善。

表4: 中药控股熊猫债发行情况

债券简称	发行日期	债券类型	发行规模(亿元)	发行期限(年)	票面利率(%)
16 中药控股 MTN001	2016/11/16	一般中期票据	25	3	3.40
17 中药控股 MTN001	2017/6/13	一般中期票据	20	3	4.98
19 中药控股 SCP001	2019/10/14	超短期融资债券	28	0.7377	3.19
20 中国中药 MTN001	2020/6/5	一般中期票据	22	3	3.28
20 中国中药 SCP001	2020/9/14	超短期融资债券	10	0.7397	2.60
21 中国中药 SCP001(乡村振兴)	2021/5/31	超短期融资债券	10	0.7397	2.65

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### 三、2021年第二季度熊猫债发行环境分析

#### 1. 人民币币值波动影响境外主体发债意愿，纯境外主体市场参与度下降

2021年第二季度，熊猫债整体发行规模环比升高，但纯境外主体的市场参与度下降，或与人民币币值大幅波动有关。具体来看，第二季度人民币币值震荡波动。4月以来，美国的超宽松货币政策与大规模财政刺激措施削弱了美元的吸引力，令持有美元寻求避险的投资者转向其他货币。美元指数走弱，而新兴经济体货币出现不同程度的升值。人民币升值势头明显，5月底人民币兑美元汇率突破6.4的关口频创三年新高。为此，中国央行采取了包括上调金融机构外汇存款准备金率、发放新一轮QDII额度以及重启境内美元债在内的一系列干预措施，使人民币避免了持续过快升值。在6月美国联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议后，因美联储预期加息时点提前，美元指数迅速走高，人民币贬值压力加大。短期内人民币汇率的波动使熊猫债发行人所面临的汇兑风险增加，降低其发行意愿。



图2：美元兑人民币中间价

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

#### 2. 交易所债市熊猫债发行管理办法未来将落地，推进熊猫债制度建设

1月31日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《建设高标准市场体系行动方案》，提出要有序扩大金融服务业市场开放，统筹规划银行间与交易所债券市场对外开放，优化准入标准、发行管理，明确中国债券市场对外开放的整体性制度框架，研究制定交易所债券市场境外机构债券发行管理办法。

自2020年以来，交易所债市的对外开放以来不断提速，相关制度逐步健全。2020年1月15日，沪深交易所发布公告，进一步扩大在证券交易所参与债券交易的银行范围，允许在华外资银行等参与债券和资产支持证券现券的竞价交易。2020年7月19日，中国人民银行、中国证监会联合发布公告，同意银行间债券市场与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。2020年9月2日，中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局令公布



《关于境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告（征求意见稿）》拟规定，通过直接入市渠道及债券通渠道进入银行间债券市场的境外机构无需重复申请，可直接或通过互联互通投资交易所债券市场，从而优化完善交易所债券市场基础制度，推进债券市场互联互通。

《建设高标准市场体系行动方案》或将在银行间债市对外开放程度提升的背景下，进一步加速交易所债市对外开放进程。未来交易所债市熊猫债发行管理办法的落地将规范交易所债市熊猫债的发行规则，推动熊猫债制度建设，从而利好交易所债市熊猫债的发行。

### 【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

王祎凡，新加坡国立大学统计学硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座  
11层  
电话：010-57277666

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层  
电话：021-61428000

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。