

熊猫债市场发展 与国际发行人发行动因

The Panda Bond Market and Perspectives
of Foreign Issuers

中国银行间市场交易商协会 (NAFMII)
- 国际资本市场协会 (ICMA) 联合工作组
第八次中英经济财金对话成果

ICMA-NAFMII Working Group
8th UK-China Economic and Financial Dialogue

2017年10月出版
Published in October 2017



熊猫债市场发展 与国际发行人发行动因

The Panda Bond Market and Perspectives
of Foreign Issuers

中国银行间市场交易商协会（NAFMII）
—国际资本市场协会（ICMA）联合工作组
第八次中英经济财金对话成果

编写委员会

主编：

谢多 马丁·谢克

副主编：

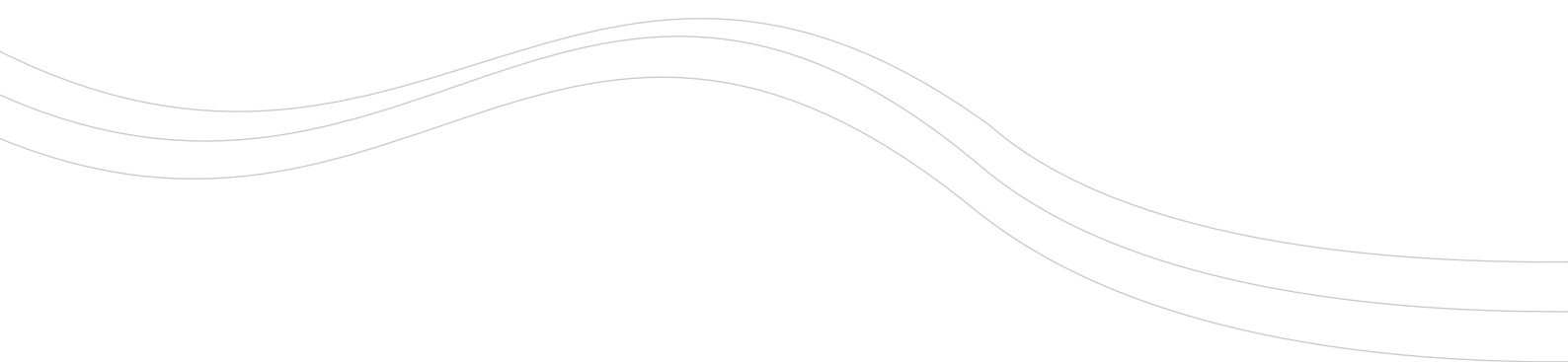
曹子娟 冯光华 杨农 艾伦·弥瓦

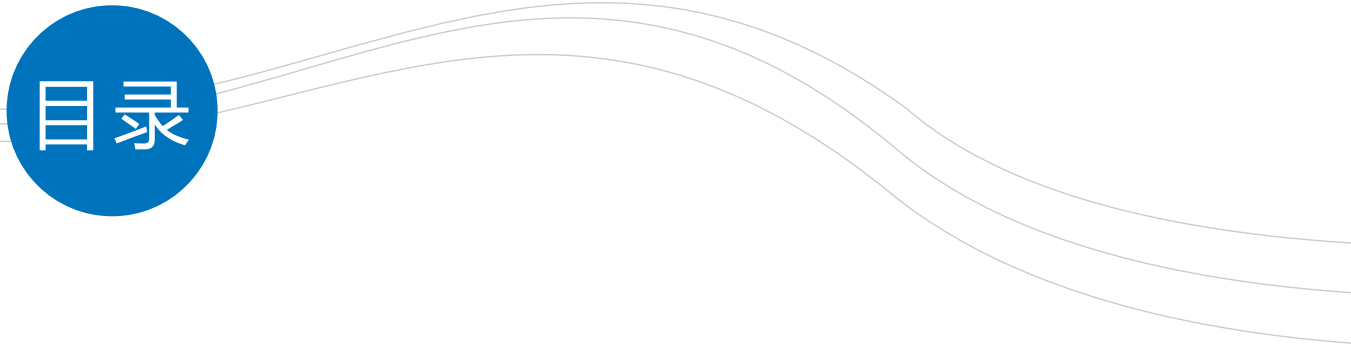
编写组成员（按姓氏拼音排序）：

墨斯塔克·卡帕西 李松梁 李霞 任晴 万泰雷 于乐 张顺荣

ICMA 特别鸣谢：

安理国际律师事务所、亚斯特律师事务所、中国银行伦敦分行、
德意志银行、高盛集团、汇丰银行、国际金融公司、渣打银行





目录

前言

一、摘要	/ 01
二、熊猫债和人民币市场	/ 04
三、银行间市场熊猫债发展特点	/ 07
四、熊猫债注册发行流程及案例分享	/ 09
五、熊猫债的发行动因	/ 22
六、结语	/ 27

前言

中国银行间市场交易商协会（NAFMII）和国际资本市场协会（ICMA）联合撰写的报告《熊猫债市场发展与国际发行人发行动因》面向熊猫债市场的潜在发行人、政府部门、法律和财务顾问、投资者及中国资本市场其他参与者，旨在提供中国熊猫债市场融资方面的实务指引，并简要介绍了外国发行人目前积极在中国在岸债券资本市场发行债券的各种动因。

感谢由银行、投资者、律师事务所、评级机构及其他市场参与者等组成的 NAFMII-ICMA 联合工作组成员为编制本报告所付出的时间和努力。同时，感谢为报告纷纷献言献策、活跃于债券资本市场的诸多国际发行人。

一 摘要

2015 年中英经济财金对话结束后，由 NAFMII 与 ICMA 共同担任主席的联合工作组继续开展紧密合作，致力于共同推动中国在岸债券市场的发展。NAFMII-ICMA 工作组于 2015 年发布了首份报告，对中国在岸债券一级市场和国际债券一级市场的实践和程序进行了梳理和对比。本报告是继 NAFMII-ICMA 联合工作组 2017 年联合发布《绿色债券市场发展：国内外实践及前景展望》之后的又一合作成果。

2016 年研究报告的重点是熊猫债市场，尤其是潜在境外发行人提出的对于在中国在岸市场发行人民币债券的主要考量因素、优势和障碍。本报告的编写是基于对 27 家活跃于国际债券资本市场、来自不同司法辖区的发行人所进行的定性访谈。参与访谈的机构包括全球各个地区（英国与欧洲、非洲与中东、美洲及亚太）的主权基金、发展机构、国际银行、资产管理机构和非金融企业。本报告体现了 NAFMII、ICMA 和工作组其他成员机构的研究成果。

根据受访者的反馈意见显示，熊猫债市场基于多方面的原因，对境外发行人具有潜在吸引力。下文按重要性程度降序列出了这些原因：

（一）基于为在岸业务经营提供融资的考量因素：许多境外企业与中国这一消费市场、运营枢纽和 / 或生产中心保持密切经济联系。直接从在岸市场募集人民币资金，可以简化现金流操作，降低潜在汇率风险，满足其对人民币资金的需求。

（二）基于投资者多元化的考量因素：许多发行人的公司财务政策将投资者多元化列为一项核心融资原则。中国债券市场庞大的投资者群体提供了扩大投资者基础的巨大机遇。

（三）基于提升债券流动性的考量因素：在一般情况下，整个在岸债券市场被认为要比离岸点心债市场具有更强的流动性。对希望获得人民币而又在离岸和在岸市场之间权衡的发行人而言，这是一个潜在优势。

（四）基于市场推广的考量因素：随着中国整体对外开放水平的提升，境内外的经济和金融联系日益增强。境外机构通过在境内市场发行熊猫债，有利于增进中国市场参与者对于境外机构的了解，建立境外机构与中国各类市场参与者的信任关系，最终促进境外机构在境内的持续、高效运营。此外，境外政府类机构发行熊猫债，也有利于加强两国金融合作、深化两国经贸关系。

（五）基于灵活开展全球融资的考量因素：同其他国际市场一样，中国在岸债券市场使境外发行人有机会通过发行人民币债券获取人民币后，通过货币互换的方式将人民币互换为发行人的常用货币（通常为美元、欧元或英镑），进而以较具吸引力的成本获取资金。

（六）基于市场创新的考量因素：在市场开放初期，一些熊猫债发行人的部分发行动机是希望通过创新交易抢占市场先机。大多数受访发行人表示对熊猫债市场非常感兴趣，并愿意对此承担一定额外费用或风险。同时，他们希望熊猫债注册发行的相关政策要求能够进一步明晰化，以便其既能更准确地制定发行时间表，同时也满足监管机构的要求，最终成功发行债券。

推动熊猫债市场发展的规范化和制度化，有利于稳定市场机构预期、提高市场运行效率。当然，就现阶段而言，熊猫债仍处于市场发展的初期，熊猫债业务积累的案例比较有限，且国内长期形成的操作惯例存在如何与

熊猫债市场对境外发行人具有潜在吸引力的考量因素



国际规则接轨的问题，所以仍然需要在熊猫债业务试点中进一步积累、探索和研究，为熊猫债正式规则出台做好准备。

境外机构在境内发行熊猫债，既在很多方面与境内普通债券存在共性，又有与跨境融资相关的特殊性。因此，在前期工作中，熊猫债业务开展遵循循序渐进、积极稳妥的原则，优先选取优质主体进行试点。试点工作主要以境内债券的相关监管规则为基础，同时也会因综合考虑境外机构在募集资金使用、注册文件编制、信息披露要求等方面的特殊性而进行适当灵活调整。

二 熊猫债和人民币市场

熊猫债是指在中华人民共和国境外（包括香港、澳门和台湾）合法注册的境外机构在中国债券市场发行的以人民币等货币计价的债券。熊猫债与点心债的不同之处在于，点心债是任一发行人在离岸市场发行的以人民币计价的债券。

熊猫债不仅包括在中国境内银行间债券市场发行的债券（其发行量和交易量占中国债券市场的绝大部分），也包括在中国境内交易所债券市场发行的债券。此外，从严格意义上讲，熊猫债还包括中国企业的离岸关联方（例如中国公司的香港子公司）发行的债券。本研究报告着重探讨总部位于中国境外的机构对于在银行间市场发行熊猫债所持有的观点。

引入境外发行人方面，在中国人民银行的大力支持下，银行间市场熊猫债注册发行规模稳步增长，市场开放水平不断扩大。截至 2017 年 8 月末，共有 42 家境外发行人在境内银行间市场进行债券注册或获得债券发行核准，核准 / 注册额度为等值人民币 3287 亿元，其中包括 3091 亿元的人民币债券和等值人民币 196 亿元的 SDR 计价债券。33 家境外发行人在境内银行间市场发行 57 单债券，发行量共计等值人民币 1130 亿元，余额等值人民币 969 亿元。发行人类型包括国际开发机构、外国政府类机构、境外金融机构和境外非金融企业。其中，共有 27 家境外发行人在中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）完成注册熊猫债 2051 亿元，共成功发行 43 单合计 884 亿元，余额为 753 亿元。特别是 2016 年下半年以来，波兰、匈牙利、世界银行、德国戴姆勒、法国威立雅环境等一批优质发行人相继在银行间市场成功发行熊猫债或木兰债，带来了良好的示范效应，产生了积极的市场影响，增强了市场机构的信心。

境外机构在境内银行间市场注册发行债券（截至 2017 年 8 月末）

发行人类型		核准 / 注册额度 (亿)	发行量 (亿)	余额 (亿)	发行单数
国际 开发 机构	ADB	20	20	10	2
	IFC	20	20	0	2
	新开发银行	30	30	30	1
政府类 机构	大韩民国	30	30	30	1
	加拿大 BC 省	60	30	30	1
	波兰共和国	60	30	30	1
	匈牙利	30	10	10	1
金融 机构	汇丰香港	10	10	10	1
	中银香港	100	10	10	1
	渣打香港	20	10	10	1
	创兴银行	30	15	15	1
	加拿大国民银行	50	35	35	1
	农银国际	30	0	0	0
	建银亚洲	60	0	0	0
	永隆银行	100	0	0	0
	工银亚洲	30	0	0	0
	中信银行国际	30	30	30	1
	马来亚银行	60	10	10	1
非金融 企业	戴姆勒	250	270	165	12
	招商局香港	30	5	0	1
	华润置地	200	100	100	4
	中芯国际	60	21	15	2
	威立雅集团	150	10	10	1

发行人类型		核准 / 注册额度 (亿)	发行量 (亿)	余额 (亿)	发行单数
非金融 企业	华润水泥	135	35	35	2
	恒安集团	50	20	20	1
	中电国际	50	20	20	1
	九龙仓	200	40	40	1
	中国中药	45	45	45	2
	招商局港口	100	40	25	2
	普洛斯洛华	100	0	0	0
	大悦城	100	0	0	0
	中电新能源	25	8	8	1
	中国金茂	160	50	50	2
	中国燃气	96	15	15	1
	华融国际	30	30	30	1
	远洋集团	100	40	40	2
	中国银行集团投资	80	15	15	1
	昆仑能源	100	0	0	0
	世贸集团	80	0	0	0
	龙湖地产	80	20	20	2
	新鸿基地产	100	0	0	0
合计 (人民币债券)		3091	1074	913	55
国际复兴开发银行		186.3 (20 亿 SDR)	46.5 (5 亿 SDR)	46.5 (5 亿 SDR)	1
渣打香港		9.3 (1 亿 SDR)	9.3 (1 亿 SDR)	9.3 (1 亿 SDR)	1
合计等值人民币		3287	1130	969	57

三 银行间市场熊猫债发展特点

（一）循序渐进引入优质境外发行人

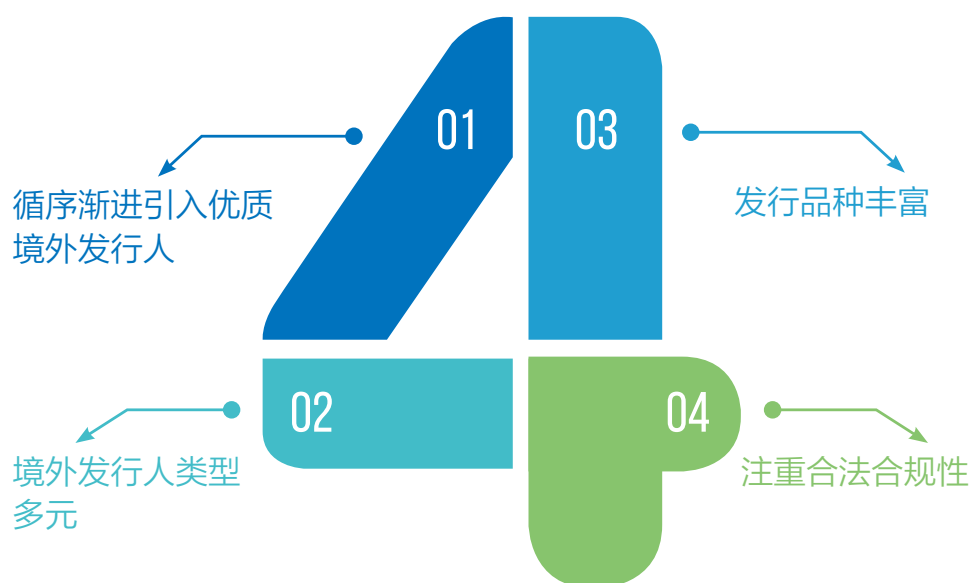
市场发展初期，在银行间市场发行债券的境外机构主要是信用资质较高、财务质量较好、业务运营规范、信息披露合规的优质主体。在银行间市场注册发行债券的 42 家境外发行人中，共有 32 家境外发行人拥有国际三大评级公司（穆迪、标普和惠誉）的信用评级，信用级别均为投资级，评级均衡分布在 BBB- ~ AAA 中。银行间市场的境外发行人普遍在国际成熟的公开市场上受到良好的监管，有较为规范的信息披露，信息透明度较高。

（二）境外发行人类型多元

目前，银行间市场的境外发行人类型包括国际开发机构、外国政府类机构、境外金融机构和境外非金融企业，来自包括加拿大、德国、法国、波兰、匈牙利、马来西亚、香港等多个国家或地区。其中，在银行间市场注册熊猫债的境外非金融企业分布的行业较为广泛，包括芯片制造、绿色环保、汽车、港口、医药、电力、仓储物流、新能源、房地产等多个行业。

（三）发行品种丰富

境外机构可以在银行间市场发行多种类型的债券产品。目前，境外企业在银行间市场既有公开发行，又有定向发行。公开发行的产品中，包括中期票据、短期融资券和超短期融资券等。定向发行的产品中，境外企业可在定向发行中引入专项机构投资人（即 N+X 制度）。熊猫债发行期限主



银行间市场熊猫债发展的4大特点

要 为 1-3 年，但根据发行人需求，也有短至 270 天、长至 10 年的熊猫债发行。

（四）注重合法合规性

目前，在银行间市场发行熊猫债的境外机构，普遍在海外市场有较为完善的披露。境外机构在银行间市场的信息披露文件和披露内容主要以银行间市场既有规则为基础，在信息披露频率和披露语言上也会适当考虑境外发行人的特殊性。整体来看，境外机构发行熊猫债的信息披露较为完善，有利于更好地保护投资人权益。此外，在募集资金使用和划付、账户开立、信息报送等方面，银行间市场熊猫债均切实遵守了相关法律法规规定，形成了熊猫债市场发展初期的良好示范效应。

四 熊猫债注册发行流程及案例分享

（一）公开发行熊猫债（非金融企业）注册发行流程

第1步 > 注册文件准备

注册文件准备大致可以分为三个环节，一是境外企业应选择具体产品类别，分产品进行注册；二是完成该次熊猫债注册发行事项的内部审批工作，并选聘合格主承销商及其他中介机构；三是企业和相关中介机构编制注册文件，并通过符合条件的主承销商将注册文件送达交易商协会。

第2步 > 注册文件受理与预评

交易商协会收到企业注册文件后，在 1 个工作日内对注册文件要件是否齐备进行核对。要件齐备的，交易商协会予以受理；要件不齐备的，交易商协会将建议企业或相关中介机构补充、修改注册文件。

交易商协会对拟披露注册文件的形式完备性进行预评，在 10 个工作日内进行预评反馈。企业或中介机构应于收到反馈 10 个工作日内提交补充文件。收到发行人或相关中介机构补充文件后，如预评人认为补充文件拟披露信息仍不完备，可再次出具预评建议函；如预评人认为补充文件拟披露信息符合相关规则指引要求，提交注册会议评议。

第3步 > 注册会议评议

预评工作完成后，预评人员将注册文件提交注册会议评议，由注册会议决定是否接受债务融资工具发行注册。注册会议充分发挥市场成员的集体智慧，包括来自商业银行、会计师事务所、律师事务所、资产管理公司

或其它机构的专家。确保评议结果的独立、客观、公正。注册会议由交易商协会依照相应回避制度从注册专家名单中随机抽取 5 名注册专家参加，根据注册专家意见，决定是否接受债务融资工具的注册。

注册专家意见分为“接受注册”、“有条件接受注册”、“推迟接受注册”三种。5 名专家均发表“接受注册”意见的，交易商协会接受发行注册；2 名（含）以上注册专家发表“推迟接受注册”意见的，交易商协会推迟接受发行注册；除上述两种情形外，交易商协会有条件接受发行注册，该情形下，企业需按照注册会议意见对注册文件进行补充修改，并由原发表“有条件接受注册”或“推迟接受注册”意见的注册专家再次进行评议。

第 4 步 > 接受注册

交易商协会接受注册的，将向企业发送《接受注册通知书》。对于首次注册企业，交易商协会将组织境外发行人高级管理人员或境内子公司相关负责人、主承销商召开发文谈话会议并现场向其发送《接受注册通知书》，目的在于更好地了解发行人有关情况及落实债务融资工具的后续管理工作；对于多次注册企业，协会将通过《中国银行间市场交易商协会综合业务与信息服务平台》向发行人及主承销商线上发送《接受注册通知书》，不召开发文谈话会议。发文之后，交易商协会在官方网站（www.nafmii.org.cn）上公告《接受注册通知书》，以便相关使用者查询。

第 5 步 > 发行

企业在取得《接受注册通知书》后，可开展首期熊猫债发行工作。企业在发行环节也按照自律管理原则开展相关工作：第一，对于超短期融资

券，2 年有效期内自主发行；第二，对于短期融资券和中期票据，可在接受注册后 12 个月（含）内自主发行，12 个月后发行的应事先向交易商协会备案；第三，对于资产支持票据、项目收益票据、永续票据等品种，其自主发行和备案的时间要求应参照交易商协会对这些品种的相关规定。

从发行方式看，债务融资工具包括公开发行和定向发行。从发行定价机制看，基本均采用“簿记建档”发行定价机制。目前，北京金融资产交易所有限公司为债务融资工具的簿记建档系统提供技术支持和服务。发行前，发行人及主承销商应制定并披露《发行方案》，将其提交交易商协会备案。

（二）公开发行熊猫债（非金融企业）要件

根据前期熊猫债试点经验，公开发行熊猫债注册文件通常包括：

- 注册报告（附合法注册证明文件、章程性文件、有权机构决议或其他证明文件）；
- 主承销商推荐函；
- 募集说明书；
- 近三个会计年度经审计的财务报告和最近一期会计报表（如有）；
- 信用评级报告及跟踪评级安排；
- 境内律师事务所和发行人所在国家（地区）的律师事务所分别出具的法律意见书；
- 承销协议；
- 境外会计师同意函（如适用）。

案例 1 招商局集团（香港）

债券情况

招商局集团（香港）有限公司 2015 年度第一期短期融资券

发行人简介

1987 年 12 月，招商局集团有限公司和招商局轮船股份有限公司共同出资在香港注册了招商局投资（香港）有限公司，后更名为招商局集团（香港）有限公司，业务主要集中于港口、金融、航运及物流等核心产业。

注册地：香港

使用会计准则：中国会计准则

注册总额度：30 亿元人民币

首期发行规模：5 亿元人民币

首期发行期限：1 年

首期发行时间：2015-11-02

首期发行利率：3.03%

案例创新点

本期短期融资券是首单境外非金融企业公开发行的熊猫债。招商局集团（香港）有限公司是第一家在中国银行间债券市场发行熊猫债的红筹公司。

案例 2 九龙仓集团

债券 情况

九龙仓集团有限公司 2016 年度第一期中期票据

发行人 简介

九龙仓集团是香港最具规模的地产投资公司之一，以发展大陆及香港两地地产及基建业务为策略重点，集团的旗舰投资物业包括香港海港城及时代广场。

注册地：中国香港

使用会计准则：香港会计准则

注册总额度：200 亿元人民币

首期发行规模：40 亿元人民币

首期发行期限：3 年

首期发行时间：2016-09-22

首期发行利率：3.10%

案例 3 招商局港口

债券情况

招商局港口控股有限公司 2016 年度第一期超短期融资券

发行人简介

招商局港口控股有限公司为招商局集团下核心子公司，现为中国最大及世界领先的公共港口营运商，香港恒生指数成份股。

注册地：香港

使用会计准则：香港会计准则

注册总额度：40 亿元人民币

首期发行规模：15 亿元人民币

首期发行期限：270 天

首期发行时间：2016-11-18

首期发行利率：3.19%

案例创新点

本单债券为首单非金融企业超短期融资券熊猫债。

（三）定向发行熊猫债（非金融企业）注册流程

定向发行需要履行的注册程序相较于公开发行更加简化，发行人仅需提交相应注册材料，交易商协会对符合要求的定向发行注册文件办理接收程序，并对注册文件进行形式完备性核对，企业定向发行注册文件形式完备的，交易商协会接受注册，并向企业出具《接受注册通知书》，注册有效期 2 年。

第 1 步 > 注册文件准备

企业应首先完成该次定向工具注册发行事项的内部审批工作，选聘合格主承销商及其他中介机构，并通过符合条件的承销机构向协会提交书面材料，书面材料的编制应当符合交易商协会关于定向发行债务融资工具信息披露内容与格式的规定。

第 2 步 > 注册文件受理与预评

交易商协会收到企业注册文件后，在 1 个工作日内对注册文件要件是否齐备进行核对。要件齐备的，交易商协会予以受理；要件不齐备的，交易商协会将建议企业或相关中介机构补充、修改注册文件。

受理后，交易商协会安排两名核对人对注册文件内容进行核对，核对人认为注册文件拟披露信息不完备的，可向企业或相关中介机构出具关于建议补充信息的函（简称建议函）。其中，首次注册债务融资工具的企业，应在受理注册文件后 10 个工作日内向其发送建议函；非首次注册债务融资工具的企业，应在受理注册文件后 5 个工作日内向其发送建议函。企业或中介机构应于收到反馈 10 个工作日内提交补充文件。

第3步 > 接受注册

完成注册文件内容核对后,交易商协会向企业发送《接受注册通知书》。发送方式和发文谈话适用范围与公开发行相同。

第4步 > 发行

企业在取得《接受注册通知书》后,可开展首期熊猫债发行工作。要求与公开发行相同。

(四) 定向发行熊猫债(非金融企业)要件

根据前期熊猫债试点经验,定向发行熊猫债注册文件通常包括:

- 注册报告(附合法注册证明文件、章程性文件、有权机构决议或其他证明文件);
- 主承销商推荐函;
- 定向发行协议;
- 近一个会计年度经审计的财务报告;
- 信用评级报告及跟踪评级安排;
- 境内律师事务所和发行人所在国家(地区)的律师事务所分别出具的法律意见书;
- 承销协议;
- 境外会计师同意函(如有)。

案例 4 戴姆勒集团

债券 情况

戴姆勒股份公司定向债务融资工具（2013 年 12 月注册 50 亿元人民币定向债务融资工具，2016 年 2 月注册 200 亿元人民币定向债务融资工具）

发行人 简介

戴姆勒股份公司是全球最大的商用车制造商，也是全球第二大豪华车生产商、第二大卡车生产商。公司旗下包括梅赛德斯－奔驰汽车、梅赛德斯－奔驰轻型商用车、戴姆勒载重车和戴姆勒金融服务等四大业务单元。2016 年戴姆勒股份公司名列世界 500 强第十六名。

注册地：德国斯图加特

使用会计准则：欧盟 IFRS

注册总额度：50 亿元人民币（2013）；200 亿（2016）

最新一期发行规模：10 亿元人民币

最新一期发行期限：3 年

最新一期发行时间：2016-11-7

案例 创新点

戴姆勒股份公司 2013 年注册的定向债务融资工具是中国债券市场首单非金融企业熊猫债。

案例 5 威立雅环境集团

债券 情况

威立雅环境集团定向债务融资工具

发行人 简介

威立雅环境集团是当今世界唯一提供全方位环境服务的的企业集团，世界 500 强之一。威立雅环境旨在为各国政府、当地社区、产业界和市民所关心的问题提供解决之道。

注册地：法国

使用会计准则：欧盟 IFRS

注册总额度：150 亿元人民币

首期发行规模：10 亿元人民币

首期发行期限：3 年

首期发行时间：2016-09-01

案例 创新点

本单定向债务融资工具是首单由法国企业发行的熊猫债，同时采用了专项机构投资人制度（N+X）的熊猫债。

(五) 政府类机构发行人发行熊猫债注册流程

发行人首先需要与中国人民银行沟通发行意向，并提交申请。

交易商协会在收到中国人民银行同意受理材料的函后，进行项目受理和注册。

项目注册过程中，评阅工作流程等参照非金融企业。

(六) 政府类机构发行人公开发行熊猫债要件

根据前期熊猫债试点经验，发行政府类机构熊猫债注册文件通常包括：

- 注册报告；
- 主承销商推荐函；
- 发行债券的授权：立法机关或政府关于发行本期债券的相关法案、批准书、同意书；或发行国财政或经济主管部门对债券发行的官方确认函等；
- 募集说明书；
- 境内法律意见书；
- 境外法律意见书；
- 近三年（及一期，若有）财务报告或经济数据报告；
- 信用评级报告及跟踪评级安排（如有）；
- 承销协议。

案例 6 波兰共和国

债券情况

波兰共和国库（由财政部长代表）2016 年度第一期人民币债券

发行人简介

波兰是位于中欧的民主共和制国家，“一带一路”沿线国家之一。

注册总额度：60 亿元人民币

首期发行规模：30 亿元人民币

首期发行期限：3 年

首期发行时间：2016-08-15

首期发行利率：3.40%

案例创新点

本只债券是首个在银行间市场注册的欧洲政府类机构熊猫债。

案例 7 加拿大不列颠哥伦比亚省

债券情况

加拿大不列颠哥伦比亚省 2016 年度第一期人民币债券

发行人简介

加拿大不列颠哥伦比亚省是加拿大人口第三大省，面积为 9,500 万公顷，约占加拿大陆地总面积的 9.5%。经济在结构、就业、生产力及贸易方面都呈现多样化发展的态势。

注册总额度：60 亿元人民币

首期发行规模：30 亿元人民币

首期发行期限：3 年

首期发行时间：2016-01-21

首期发行利率：2.95%

案例创新点

本只债券是首只在银行间市场注册由政府类机构熊猫债。

五 熊猫债的发行动因

发行人对于是否发行熊猫债是有成熟全面的考虑的。任何希望进行人民币融资的境外发行人都会仔细考虑其他替代选择，首要替代选择是点心债市场。即使在熊猫债领域，也存在定向发行、交易所债券市场及新生的上海自贸试验区等替代市场和发行方式。资本市场之外也可能存在潜在选择方案，例如，直接从当地银行获得贷款或将既有的外币掉期为人民币。

不同企业的融资实体结构存在很大差别。有些企业仅设立一家全球融资实体，对资金运作完全进行集中化管理；有些企业按地区（美洲、欧洲、中东、非洲及亚太）设立融资实体；还有一些企业在一个或多个司法辖区设立融资实体，以实现融资避税的最大化。归根结底，这意味着即使对于同一司法辖区或行业内的企业发行人而言，其对熊猫债市场的监管限制、发行成本和吸引力有不一样的评估和考虑。

希望采用本国货币而非人民币进行融资的发行人，会考虑将熊猫债的发行定价与可互换为本国货币的其他国际市场上的融资渠道进行比较。若干接受访谈的发行人曾考虑或已发行以日元、澳元、新加坡元、马来西亚令吉特和泰铢等其他亚太货币计价的债券，许多跨国企业、金融机构和多边机构已将亚洲货币嵌入其债券发行计划。

在此种背景下，熊猫债市场由于多种不同原因而对境外发行人具有潜在吸引力。本研究报告中访谈的整个发行人群体列举了以下促使其发行熊猫债的主要原因：

（一）基于为在岸业务经营提供融资的考量因素

许多境外发行人与中国保持密切经济联系。对企业而言，中国可能是一个主要消费市场、运营枢纽或制造中心。他们可能与中国开展贸易融资

或与中国合作伙伴设立合营企业。多边金融机构也参与为中国市场业务发展提供融资。然而，经济联系本身并不足以构成上述机构实际需要通过熊猫债开展在岸人民币融资的充分理由。例如，有些境外企业在中国境内的业务运营或投资有限，但其来自中国消费者和企业的收入可观，因此其可能更需要有与之相匹配的人民币资产而非负债。在中国境内拥有大量生产设施，且真正需要开展在岸人民币融资的企业，对发行熊猫债最感兴趣。除此之外，境外发行人也可能会基于其他原因而募集在岸或离岸人民币资金，例如偿付因贸易、贷款或离岸人民币债券而产生的人民币债务。有一家发行人透露基于其内部政策，希望持有人民币资产。有些发行人，尤其是金融机构，只是希望实现其长期债务货币组合的多元化。直接在在岸募集人民币资金可以简化现金流操作，降低潜在汇率风险。

许多境外企业和金融机构在中国拥有可观收入，有些在中国境内拥有相关联的法律实体。从理论上讲，这些实体可能希望通过中国境内实体直接从中国境内募集资金。但是，这些法律实体通常属于经营性实体，没有长期资产且不会被用于进行融资，至少对于接受访谈的企业而言，情况如此。对于大多数在中国境内设有子公司的企业而言，其之所以不希望直接通过中国境内实体在中国市场进行融资，一方面是因为中国境内子公司是作为经营性实体而设立，一方面是因为资产负债表和境内子公司自身发债融资能力的限制。因此，即使上述发行人需要进行在岸人民币融资，他们仍希望先将熊猫债募集资金汇回总部或所在区域资金中心，然后与其对其他国际业务经营采取的做法一样，通过跨境交易为中国业务经营提供资金。跨国企业可通过其国际融资实体在中国市场发行债券，然后再将募集资金用于中国境内。

（二）基于投资者多元化的考量因素

许多发行人的公司财务政策将投资者多样化列为一项核心融资原则。

中国债券市场庞大的固定收益投资者群体，对于任何具有全球视角的发行人而言，都是无法忽视的，中国市场为发行人带来了扩大投资者基础的巨大机遇。不过，投资者多样化通常是发行人考虑发行熊猫债的次要原因，而非首要原因。尽管少部分发行人愿意为将投资者基础扩展至中国境内而支付额外费用，但是受访发行人都不会仅基于此项理由而决定发行熊猫债。

对中国境外的新兴市场和欧洲发行人而言，熊猫债市场可能具有吸引力。中国投资者可能有时候对特定国家的政治风险持不同观点并可能会采取更有利于新兴市场的资产配置政策。从境外发行人的角度看，中国境内机构投资者对于大规模发行的长期债券颇有兴趣，同时中国私人财富投资者群体也意味着重大机遇，因为相对于其他资产类别，这个群体的债券资产配置不足，且其对境外发行人并不完全陌生。

有些境外发行人表示已经有中国投资者（尤其是政府和银行）在国际市场上购买其发行的非人民币债券。然而，中国境内投资者在一般情况下并不熟悉境外发行人，要使中国境内投资者将投资目标扩展至国际机构存在诸多挑战。考虑到中国境内投资者仅拥有少量的与国际机构接触的经验，因此在投资熊猫债时其需要开展额外的信用分析工作。

按照现行做法，熊猫债的定向发行可允许适用不太严格的报告要求和更简易的发行程序。发行人对定向发行和公开发行持有不同的观点。有些发行人，尤其是存在人民币融资动机的企业，热衷于采取定向发行的方式，因为定向发行有可能降低发行成本和法律风险。然而，其他潜在发行人，尤其是多边机构，基于内部政策或声誉原因的考虑，更愿意选择公开发行的方式。

熊猫债投资者范围已扩展至非中国投资者。人民银行于2010年8月正式对部分境外机构开放银行间债券市场，并于此后不断扩大了银行间债券市场对外开放的机构类型及丰富了可交易的工具。2016年2月，人民银

行发布《中国人民银行公告〔2016〕第3号》，进一步放宽了有关境外机构投资者进入中国银行间债券市场的规定，不仅扩大了可投资银行间市场的主体范围，取消了额度限制和事前审批，同时增加了可交易的产品种类。目前，包括境外央行、国际金融组织、主权财富基金、境外人民币清算行和参加行、QFII、RQFII及3号公告适用的机构和产品¹在内，皆可通过委托指定结算代理人投资于银行间债券市场。“债券通”进一步便利了境外投资者进入银行间债券市场。

但是，与境外实体发行的熊猫债相比，境外投资者更愿意投资中国实体发行的普通人民币债券。例如，如果一家欧洲企业决定发行熊猫债，但境外投资者已投资于其在欧洲市场上发行的债券。那么在这种情况下，除非该企业的熊猫债定价对境外投资者有利，否则购买该企业的熊猫债对境外投资者而言并无明显优势。另一方面，如果发行人发行熊猫债并将募集到的人民币转换为本国货币后发现成本太过昂贵，那么发行熊猫债就不太可能成为发行人的选择。

（三）基于提升债券流动性的考量因素

与点心债市场相比，在岸债券市场的规模更大，流动性更强。熊猫债市场是在岸债券市场的一部分，故在上述方面也存在一定程度上的优势。但是，与整个中国国内债券市场相比，熊猫债市场自身的规模仍然不大，且大多数受访的熊猫债投资者表示其计划将熊猫债持有至到期。

对于境外发行人而言，二级市场流动性越高越好。二级市场流动性通常有助于一级市场基准价格的确定。但是几乎全部受访发行人均表示，熊猫债二级市场流动性并非其主要关注的问题。然而，二级市场流动性对发行人至

¹ 中国境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等各类金融机构，上述金融机构依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者。

关重要，因为发行人担心投资者会因为二级市场流动性的优劣而决定是否购买债券。但如果熊猫债市场发行人预计大多数投资者都将会把买入的熊猫债券持有到期，那发行人就不会因熊猫债二级市场缺乏流动性而不发行熊猫债。

（四）基于市场推广的考量因素

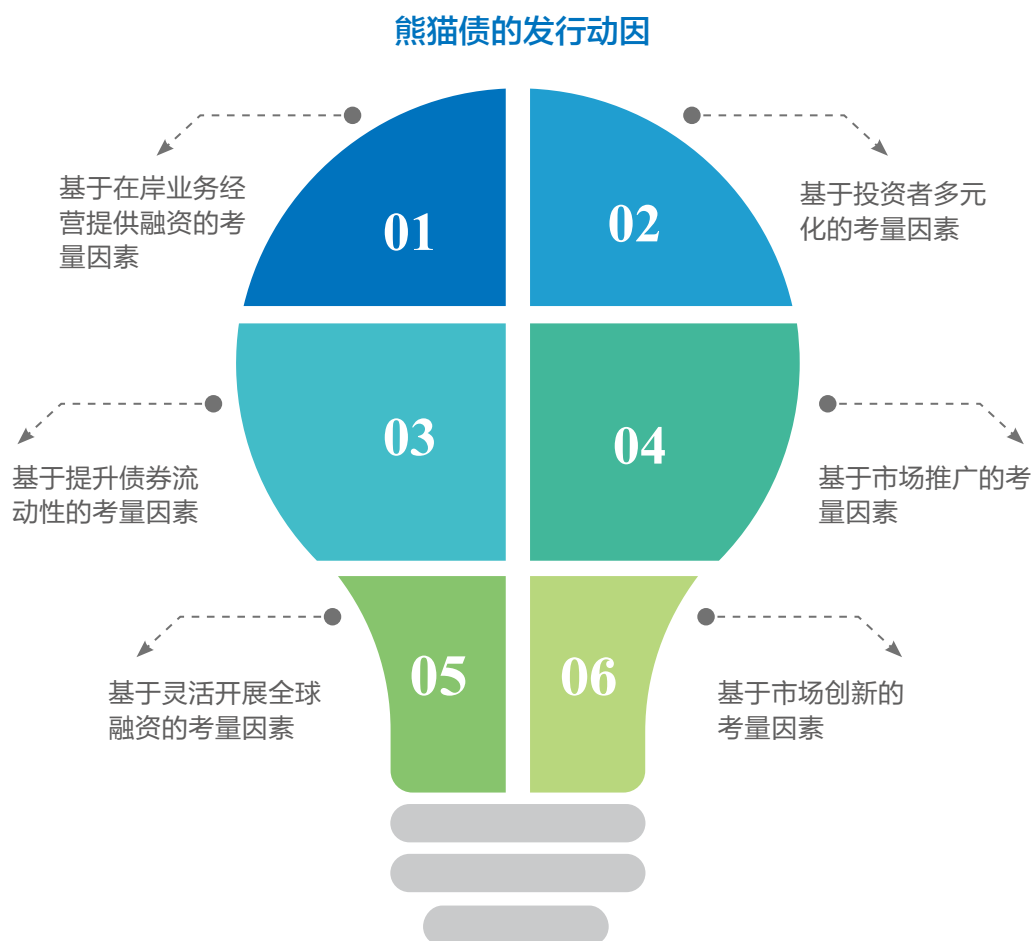
随着中国整体对外开放水平的提升，境内外的经济和金融联系日益增强。境外机构通过在境内市场发行熊猫债，有利于增进我国市场参与者对于境外机构的了解，建立境外机构与我国各类市场参与者的信任关系，最终促进境外机构在境内的持续、高效运营。此外，外国政府类机构发行熊猫债，也有利于加强两国金融合作、深化两国经贸关系。

（五）基于灵活开展全球融资的考量因素

许多受访发行人认为，发行熊猫债后将募集到的人民币资金掉期为主要货币（一般为美元、欧元、英镑或瑞士法郎）比直接发行以这些货币计价的债券的成本更为低廉。许多发行人，尤其是新兴市场金融机构，往往是从国际资本市场仅获得美元融资。未来他们会考虑在资本市场以多种货币借入资金，然后将其按浮动汇率或固定汇率换成美元。因此，许多发行人在决定是否发行熊猫债时，会考虑市场行情、互换市场和发行成本等因素。许多发行人已经将人民币作为一种发行货币，与多种其他全球性和新兴市场货币一并纳入债券发行文件并对市场进行监测，以确定以其本国货币计算进行有效融资的成本。

（六）基于市场创新的考量因素

一些曾发行过熊猫债的发行人其部分发行动机是希望通过创新、开创性的融资方式抢占市场先机。早期进入熊猫债市场的多边金融机构和企业可能因此在自身声誉方面获益。但 2017 年，由于熊猫债已发行多只，且还有若干只在通道内，加之点心债市场也在不断成熟。故对于熊猫债潜在发行人而言，市场创新可能不再是一个主要驱动因素。



六 结语

截至 2017 年 8 月末，中国债券市场规模已经超过 70.4 万亿元，已发展成为全球第三大债券市场。但中国债券市场对外开放仍处于初级阶段，未来扩大对外开放存在较大空间。随着人民币正式加入 SDR 以及人民币汇率形成机制市场化改革的推进，中国债券市场对境外机构的吸引力不断增强。随着熊猫债试点工作的不断推进、业务经验的不断积累、境外机构对中国市场的不断熟悉、制度规则的不断完善，中国熊猫债市场有望实现更加有质量地发展。

中国银行间市场交易商协会

中国银行间市场交易商协会经国务院同意、民政部批准于2007年9月3日成立，为全国性的非营利性社会团体法人，其业务主管部门为中国人民银行，会址设在北京。中国银行间市场交易商协会是由市场参与者自愿组成的，包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场的自律组织。协会单位会员涵盖政策性银行、商业银行、信用社、保险公司、证券公司、信托公司、投资基金、财务公司、信用评级公司、大中型工商企业等各类金融机构和非金融机构等。

About NAFMII

National Association of Financial Market Institutional Investors was founded on September 3, 2007, under the approval of the State Council of China. NAFMII aims to propel the development of China OTC financial market, which is composed of interbank bond market, inter-bank lending market, foreign exchange market, commercial paper market and gold market. As a self-regulation organization (SRO) in China, the membership of NAFMII includes policy banks, commercial banks, credit cooperative banks, insurance companies, securities houses, fund management companies, trust and investment companies, finance companies affiliated with corporations, credit rating agencies, accounting firms and companies in non-financial sectors.

国际资本市场协会（ICMA）

国际资本市场协会是一家代表国际资本市场的国际性组织，现有超过500家机构会员，分布于全球60个国家，其会员包括银行，发行人、资产管理公司，金融基础设施，律师事务所等等。ICMA通过提供行业准则及指引，包括涵盖了国际固定收益及相关产品的发行、交易及交割等，发挥了市场中重要且中心的作用。ICMA还与国家或多边的监管机构及政府部门紧密合作，确保相应的金融法规可以促进资本市场的效率同时又兼顾成本效益。

About ICMA

ICMA is the trade association for the international capital market, with over 500 member firms from 60 countries, including banks, issuers, asset managers, infrastructure providers and law firms. It performs a crucial central role in the market by providing industry-driven standards and recommendations for issuance, trading and settlement in international fixed income and related instruments. ICMA liaises closely with regulatory and governmental authorities, both at the national and supranational level, to ensure that financial regulation promotes the efficiency and cost effectiveness of the capital market.

DISCLAIMER

This paper is provided for information purposes only and should not be relied upon as legal, financial, or other professional advice. While the information contained herein is taken from sources believed to be reliable, ICMA and NAFMII do not represent or warrant that it is accurate or complete and neither ICMA and NAFMII nor its employees shall have any liability arising from or relating to the use of this publication or its contents.

© International Capital Market Association (ICMA), Zurich, 2017 and National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII), Beijing, 2017. All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means without permission from ICMA.



中国银行间市场交易商协会

地 址：北京市西城区金融大街甲9号 金融街中心南楼16层

联系电话：010-66539000 传 真：010-66539100

网 址：<http://www.nafmii.org.cn/>



International Capital Market Association (ICMA)

Address: Dreikönigstrasse 8, CH-8002 Zurich, Switzerland

Tel: +41 44 363 4222

Fax: +41 44 363 7772

URL: <http://www.icmagroup.org>