

人民币系列： 熊猫债市场 - 蓄势待发

2016年6月1日

中国自上世纪70年代实施一系列经济改革以来一直高速发展，如今已跻身于世界经济强国之列。因此，当中国在实施经济改革的同时进入资本市场自由化的新阶段时，中国金融市场自然在相对较短的时间内成为国际投资者持续关注的目标。

特别是几年前中国债券市场在全球范围内得到的关注度很低，而如今已成为全球第三大债券市场，且位列中国政府市场开放措施的前列。同时，随着人民币国际化的加深，国际投资者亦将购买以人民币计价的资产，同时投资于其早已熟知的企业和实体发行的债券及其他金融工具，以获得保障以减小信用及其他风险。

在这一背景下，熊猫债登上了中国及国际舞台。它的出现可谓时机完美：在中国不断开放资本项目的进程中，希望参与中国银行间债券市场的国际投资者获得了其期盼拥有的投资渠道，而国内投资者则可将其投资多元化，对其长期以来一直感兴趣、却无投资渠道的境外发行人的债券进行投资。随着熊猫债市场的开放，境外潜在的债券发行人可从中国这个全球最大人民币资金池进行人民币融资，满足其资本性支出及其他需求。与此同时，中国监管机构可以通过熊猫债市场与国际接轨，使得熊猫债成为流动性很好的热销产品，吸引大批市场参与者，以开放中国资本市场的主要组成部分。

熊猫债不仅是在中国境内发行的以人民币计价的债务工具，还将在中国建立境内债券市场及人民币自由化过程中发挥关键作用，这两项改革都需要境外机构的积极参与。稳健的熊猫债市场可同时吸引外国发行人及投资者。发行人可以低成本进行人民币融资，同时为投资者提供可观的收益。目前，熊猫债市场的进一步发展受到某些技术性问题的制约，包括会计和审计要求的差异、中国及国际信用评级机构的评级，以及募集资金的使用。这些问题的解决将加速熊猫债市场的发展。值得欣慰的是，有迹象表明中国监管机构正致力于解决这些问题，以期为发行人创造更有利的环境。

本报告由活跃于中国债券市场的从业机构及亚洲证券业与金融市场协会合作编写。在本报告中，我们将探讨开放中国债券市场将给发行人和投资者带来的实质性利益，以及成熟的债券市场将对产生的深远影响。同时，我们还将讨论国际发行人在进入蓄势待发的熊猫债市场时面临的挑战，并提出应对这些挑战的建议。

1. 熊猫债的实益

1.1 从发行人的角度看熊猫债的实益

优化融资成本，实现投资人多样化

对发行人而言，顺利进入熊猫债市场可使其获得更广阔的融资渠道，带来一系列好处，如优化融资成本及结构、实现投资人多样化、增加国内投资者等。目前，中国存款准备金率及利率下调后，市场流动性充裕，因此中国境内市场的融资成本远低于很多境外市场类

人民币系列 – 熊猫债市场报告

似债券发行的成本。

对于需要获得长期人民币融资且在中国境内拥有子公司的发行人而言，发行熊猫债比从中国境内银行贷款更为有利，因为银行贷款的期限通常较短。同时，对于在中国运营且具有人民币负债的发行人而言，在中国境内进行人民币融资自然起到一种对冲作用，可减小外汇兑风险。尽管人民币与一篮子货币的汇率有望保持稳定，但市场不稳定仍有可能带来波动。

熊猫债发行人还可以获得中国国内投资者——在中国开放资本项目以前，中国国内投资者群体难以投资于国际市场。另外，有资格进入中国银行间债券市场的国内外投资者也均可购买熊猫债。中国银行间债券市场是中国境内最大的人民币债券市场，规模达全国债券市场的91%¹（44.5万亿元）。截至2015年11月，外国投资者持有的境内债券规模为7630亿元，仅占中国境内债券市场的1.6%，其余均为境内投资者持有。正如大家所料，许多境内投资者迫切希望投资于国际信用工具，以丰富其固定收益投资组合。

技术性障碍仍然存在

尽管熊猫债可带来以上裨益，但熊猫债市场的发展仍受到技术性制约。自2015年起，仅有9个发行人在中国银行间债券市场发行11支熊猫债。有迹象表明，中国监管机构也许会考虑放宽某些规定，促进市场发展，如熊猫债发行人可依据2016年4月29日中国人民银行发布的通知，将熊猫债募集的资金贷给其在中国境内的子公司，且不再受外债额度限制。然而，在技术性问题解决之前，熊猫债市场的发展仍将受到制约。

1.2 从投资者的角度看熊猫债的实益

对于希望丰富其人民币资产且投资于国际发行人债券的国内投资者而言，熊猫债是极具吸引力的选择，因为熊猫债发行人往往在国际市场经常发行债券，且其信用为国际投资者所熟知。国内投资者购买以人民币计价的债券也可对其人民币负债自然起到对冲作用，减小外汇兑风险。

对于国内投资者而言，投资国际发行人发行的、经信用评级机构评级的熊猫债，有助于平衡风险与回报。目前，发行人在中国境内及境外市场发行的债券很可能条款相近，但信用评级却有所不同。这主要是因为中国评级机构和国际信用评级机构采用不同的评级标准。

熊猫债市场自 2005 年建立以来，流动性一直相对较弱，只有少量发行人的熊猫债可供投资，如国际金融公司、加拿大不列颠哥伦比亚省、渣打银行（香港）有限公司等。每一单熊猫债的发行均得到了投资者的强烈反响，反映出投资者需求强劲，但供给不足。

1.3 高度发达的熊猫债市场将为中国创造的实益

高度发达的熊猫债市场对人民币国际化至关重要，可帮助企业进行长期融资，并提供有效的融资平台，推动中国实体经济增长。

尽管熊猫债市场蓄势待发，但目前仍只是初露头角，仅有少量发行人的债券可供投资。发行更多不同期限和结构的熊猫债有助于收益率曲线的良性发展。熊猫债发行人所在地区和行业的多样化有助于促进熊猫债市场的发展，拉近国际发行人及国内投资者之间的距离。

人民币进入国际货币基金组织的特别提款权货币篮子将进一步支持熊猫债市场的发展。随着中国资本项目的开放，流向中国的外资将增加。目前，外国投资者持有的境内债券的比例仍很低，截至 2015 年 11 月约为 1.6%。这一水平远低于他们持有的特别提款权货币篮子内的其他货币资产。举例来说，外国投资者持有日本国债的比例为 10%，持有德国债券的比例为 60%。我们相信，外资对中国境内债券的投资有很大的增长空间。

2. 发行熊猫债的主要挑战

2.1 会计

目前，熊猫债发行人应满足以下要求（这些要求除对国际开发机构发行人已明文规定外，尚未对其他类别发行人正式成文）：

a) 根据中国会计准则（或中华人民共和国财政部（财政部）认可的与中国会计准则等效的会计准则）编制财务报告；并

¹ 来源：渣打银行研究成果

人民币系列 – 熊猫债市场报告

- b) 其财务报告须由具有资质的中国境内会计师事务所审计，除非发行人所在的国家或地区与财政部签署了注册会计师审计公共监管等效协议。

目前，只有香港财务报告准则及欧洲联盟（欧盟）采用的国际财务报告准则与中国会计准则等效。只有香港与内地就其审计规则的等效签订了联合声明。对于希望发行熊猫债但其财务报告并非根据欧盟及香港采用的财务报告准则编制的发行人而言，其发行将面临很大障碍。

亚洲证券业和金融市场协会已向中国有关部门（财政部、人民银行及中国银行间市场交易商协会）提交了报告，以解释外国发行人在美国、欧盟、澳大利亚等国家发行证券时，这些国家并未做出同样严格的要求。

举例来说，由于编制差异调节表成本太高，美国证券交易委员会于2007年修订了其有关要求，允许外国私有发行人依据国际财务报告准则编制财务报表而无需进行差异调节。2008年，欧洲委员会允许外国实体依据其本国的一般公认会计原则编制财务报表，而无需依据由欧盟通过的国际财务报告准则重新制作财务报表。

2006年，财政部公布实施新的中国会计准则，该准则使中国会计准则与国际财务报告准则实质性趋同，因而新的中国会计准则已与国际财务报告准则实质上很相似。与国际财务报告准则实质性趋同的会计准则包括英国一些公司采用的“财务报告准则第101号：简化披露框架”。有鉴于此，有建议请求中国考虑接受发行人所在国的会计准则，至少对于根据国际财务报告准则或与国际财务报告准则实质性趋同会计准则编制的财务报告予以接受。从实践操作角度而言，中国的审计/会计师事务所可以确认/证明具体的熊猫债发行人依据的会计准则已达到了“与国际财务报告准则实质性趋同”的要求，而无需进行重新审计。这种做法符合中国目前的有关指引对国内审计监管的要求。

最后，专业投资者（如银行、保险公司、公营部门及资产管理公司等）应具备了解其投资决定涉及的风险的充分能力，因此对信息披露的要求可能比其他类别投资者少。大部分国家的证券法允许在私募和向专业投资人发行证券的情形下，可豁免某些全面披露信息的要求。

中国银行间债券市场的投资者是专业投资者，因此有能力决定是否依赖：

- a) 根据他国一般公认会计原则编制的会计信息；及
b) 由不具备中国注册会计师资格的审计师进行的审计。

这也是请求中国有关部门考虑对熊猫债发行人免于前述严格要求的又一原因。

2.2 债券募集资金的使用

发行人必须就债券募集资金用于境内或境外获得批准，这是目前很多信用良好的发行人难以登陆熊猫债市场的又一因素。

目前，将熊猫债募集资金汇出境外使用较为棘手，因为中国目前通过各种宏观审慎措施控制资金的过度外流。同时，根据5月3日最新生效的宏观审慎的外债管理规定（银发132号文），若熊猫债募集资金在中国境内使用，则不受外债额度的限制。这意味着熊猫债的外国发行人可将募集资金转贷给其在中国境内的子公司，而不纳入对子公司外债额度的管理。该规定适用于大部分境内企业和受人民银行、中国银行业监督管理委员会（银监会）、中国证券监督管理委员会（证监会）及中国保险监督管理委员会（保监会）监管的所有金融机构，房地产企业及政府融资平台除外。该新规定化解了原先存在的熊猫债募集资金境内使用的监管障碍。过去，发行人将熊猫债募集资金转贷给其在中国境内的子公司受到外债额度的限制，尽管有根据具体情况申请调整额度的可能性。

对于熊猫债发行人而言较为理想的情形是其可自主决定将募集资金使用于中国境内还是境外。债券发行人及其潜在投资者均为相对成熟的市场参与者。发行人应遵守募集说明书对发行目的及募集资金使用的披露。

2.3 评级

对熊猫债券进行信用风险评估会更加复杂，因为熊猫债券在发行时不以发行人所在国的功能性货币计价，而且并非在该国流通。此外，另一个需要注意的实际因素，是如何对接国内信用评级体系与国际标准。虽然熊猫债券为中国评级行业的国际化发展提供了动力，但中国的评级行业在评级框架、方法和操作方面仍面临着挑战。

人民币系列 – 熊猫债市场报告

2.3.1 协调评级体系

中国评级机构习惯于主要结合国内情况开展分析，但考虑到熊猫债券发行机构的多样性，如何衡量及比较不同运行环境下不同币种的主体偿还人民币债务的能力和意愿，成为主要的问题。

中国的评级行业目前对熊猫债券还没有形成统一的评级方法。国内普遍认为，对境外债务发行主体进行风险评估时，应该以发行人所在的国家主权风险作为评估的基础。主要分歧在于对发行人的风险评估应基于国内评级序列还是全球评级序列。有人建议采用国内现有的评级体系，也就是说，在现有行业评级方法基础之上补充国家风险等因素，将境外机构纳入境内序列进行排序。也有人建议，境外主体由于运营环境的不同，不应与国内主体一样直接排序。针对境外发行人的风险评估应首先基于全球序列，且以全球评级方法进行排序，同时给出其对应的国内序列级别。

还有一些因素需予以考虑：如何协调同一家发行主体在不同评级序列下级别的差异，以及境内债券市场对熊猫债券发行人的全球序列级别的接受程度。除此之外，由于新行业领域和新发行人类型的出现，评级方法可能需要作出相应的修改。同时，需要考虑如何处理企业信用评级高于国家主权信用评级的情況。

出于定价和风险控制的目的，国内债券市场的主要参与者更乐于认可和接受国内信用评级机构给出的评级结果。然而，国际信用评级机构在推动熊猫债市场发展方面也可以有所建树。目前，大多数考虑发行熊猫债券的企业已经有一家或多家国际信用评级机构的主体评级，国际信用评级机构对跨境发行的经验和对发行人的了解有助于人民币计价债券的发行。同时，由于国际信用评级机构覆盖的行业和种类更广，评级序列的分布更完整，因此投资者可以参考国际信用评级机构的评级结果进行进一步对比。

2.3.2 挑战

从现状来看，熊猫债券的信用评级仍面临着挑战。一方面，针对熊猫债券的评级体系和监管制度还在不断完善；另一方面，对于熊猫债券，评级机构使用的评级方法、文字或符号尚不一致，评级级别披露也有所差别。

自2005年起，已有9家发行机构在银行间债券市场发行了11支熊猫债券，均获得了评级机构AAA级主体和债项的评级。随着对熊猫债券发行限制的不断放宽和发行主体的多样化，熊猫债券的等级序列将逐步完善。中国的信用风险市场正处于巨大的转型期，国内债券市场信用级别较为集中的现状可能进一步传导至熊猫债市场。如果熊猫债的风险不能得到有效识别，当对应区域出现系统性风险时，将对中国金融市场的稳定带来一定冲击。

熊猫债券市场的健康发展有赖于健全的评级监管体系。国内评级机构期望加快完善发行和评级框架，尽快统一熊猫债券的评级管理，包括评级费用、评级豁免原则、海外评级的作业流程等。同时，评级行业自身的体系和管理将得到加强。熊猫债券评级正处于走向成熟的转型阶段。

2.4 法律事项

2.4.1 审批流程

目前，中国尚未出台专门的法规、条例和指引对境外金融机构、主权和非金融企业在银行间债券市场发行人民币债券的审批流程进行规定。但针对国际开发机构的管理办法已公布实施。具体适用法律的缺失意味着审批流程还处于“试点”阶段，即任何发行都必须取得中国人民银行的批准或中国银行间市场交易商协会的注册，并与其商谈发行流程。

发行人的类别不同，申请发行熊猫债的审批流程也有所区别。境外金融机构发行熊猫债须经人民银行审批。境外非金融企业发行熊猫债在人民银行批准后经中国银行间交易商协会注册，国家发展和改革委员会（国家发改委）也可能做出有关要求。有意在中国银行间债券市场发行债券的境外政府须首先向人民银行提出申请，然后由中国银行间市场交易商协会根据人民银行的指示评估所提交的发行文件是否符合相关注册规定和流程。

发行境内人民币债券的步骤大致包括：

- 提交发行境内人民币债券的申请
- 向人民银行或中国银行间交易商协会提交有关文件（包括募集说明书、经审计的财务报表、承销协议、评级报告和法律意见书）
- 发行获批或接受注册
- 公布债券发行计划和募集说明书
- 路演

人民币系列 – 熊猫债市场报告

- 成为境内债券托管机构和簿记建档机构的会员
- 发行定价，之后结算、交易。

2.4.2 发行人资格

国际开发机构必须已为中国境内项目或企业提供至少10亿美元的贷款或股本资金方有资格在银行间债券市场发行人民币债券。对于其它类型的发行人无此要求。

2.4.3 披露

一般而言，中国可接受根据境外主要市场披露标准准备的披露文件，但部分发行人并不为中国投资人熟知，是否需要做出比在境外市场更多的披露，有待具体评估。

显然，发行人必须向中国投资者和境外投资者披露等同的信息。发行人可通过在境内债券市场指定网站以援引纳入的方式引述其相关信息或在境内指定网站或地址公布或存放披露信息，以履行持续披露义务。

由于将大量财务资料译为中文昂贵且耗时，发行人一般希望在持续披露中只提供关键财务信息摘要的中文译本。申请发行时，必须提交三年财务报表、管理层讨论和分析或与发行人境外发债项目中披露内容一致的其他数据（包括主权发行人披露的经济数据）的中文译本。

总之，不同发行人的信息披露有所不同，应具体问题具体分析。

2.4.4 准据法

中国法律制度的基础是大陆法体系，主要由成文法构成。中国没有正式的判例法体系。

尽管发行人非中国境内实体，但熊猫债的适用法律应为中国法。以中国法或英国等西方国家的法律作为准据法不会给债券各方的基本权利和义务带来本质差异。对于以中国法为准据法的债券发行人而言，其义务应与以英国法为准据法的债券发行人一样有效、具有约束力，并可在中国法律下强制执行（具体取决于该债券的条款）。

至于中国法和西方司法辖区的法律管辖下的债券发行人的具体权利与义务是否有实质差别，发行人应寻求法律意见。

2.4.5 仲裁

根据中国法律，“涉外”合同的当事方一般情况下可选择争议解决机制来解决合同的有关争议，但其选择必须符合中国法有关规定。这表明发行人在决定其仲裁的具体条款（例如仲裁程序适用的语言和仲裁员的国籍）时具有一定的灵活度。仲裁地点大多为北京，仲裁规则很可能选用《中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁规则》。

3. 总结

显然，熊猫债市场还处于初期发展阶段，其潜力的拓展无疑需要时日。然而，不难想象，熊猫债市场未来将高度发展，迎来与武士债、欧洲美元债及其他欧洲债券市场同样的全盛时期。

鉴于中国监管机构持续开放人民币资本市场，推进人民币国际化，我们完全有理由相信，影响熊猫债发行提速的有关技术问题将很快得到解决。逐步放松对市场发展的管控和限制对中国监管机构而言不无裨益。熊猫债市场已初露锋芒，其高速发展只是时间问题。

免责声明

1. 亚洲证券产业与金融市场协会

责任范围

本报告的内容并非法律或财务建议，若任何人基于这些内容采取或不采取任何行动，本报告作者概不负责。本报告中所表达意见仅为作者个人意见，都以本报告编制期间可获得的信息为依据，仅用作参考和教育目的。报告中引用的行业统计数据来源在作者看来可靠，但作者未对这些信息的准确性或完整性做出任何声明。

© 2016 亚洲证券产业和金融市场协会版权所有。所有存在于这些材料和由这些材料产生的版权均属于亚洲证券产业和金融市场协会，未经本协会书面同意，不得以任何形式复制、分发、修改、调整、转化、或以任何手段进行翻译。

2. 中诚信国际信用评级有限责任公司

本研究报告由中诚信撰写部分中的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法、公开渠道获得这些信息。本报告不能作为投资研究决策的依据，中诚信不对任何人使用本报告承担任何明示或默示的保证。中诚信有权随时补充、更正和修订有关信息，对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告由中诚信撰写部分版权仅为中诚信所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中诚信对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

3. 金杜律师事务所

本材料仅供参考，并非法律建议或其他专业意见。在依据本报告相关信息采取或避免任何行动之前，应咨询适当的专业顾问。

因获得、使用或依赖此类信息而造成任何损失，金杜律师事务所概不负责。

金杜律师事务所包括金杜旗下各成员所，各成员所独立提供法律服务。任何一家成员所、其合伙人或其成员不代表其他成员所、其合伙人或其成员。任何成员所的合伙人或成员均无权约束其他成员所。

详情请见金杜律师事务所官方网站 www.kwm.com。©2016 金杜律师事务所版权所有。

4. 渣打银行

渣打银行不对本文件或本文件所载或提及的任何信息做出任何类型的陈述或保证，无论是明示、暗示或法定的保证。本文件中的信息仅供参考，并非为了邀请、建议或请求任何人参加任何交易或采取任何对冲、交易或投资策略，未对任何价格未来可能走势进行预测，也未声明任何未来走势会不会突破任何图示中列出的数据。本文件的使用者应就本文件所提及的证券、金融工具或投资策略的恰当性寻求咨询意见，并了解有关未来前景的陈述可能无法实现。本文中提出的意见、假设、预测和估计仅为本文撰稿时的情况，如有变化，恕不另行通知。本文出现的数据、意见和其他信息可能从公共来源获得，渣打银行对从公共来源信息的准确性或完整性不作任何陈述或保证。关于此处包含的任何事项，建议您作出自己的独立判断（必要时可听取专业顾问的咨询意见），切勿以本文件为基础做出任何交易、对冲或投资决策。读者因使用本文件而遭受任何直接或间接损失或损害（包括特殊的、附带的、间接的、惩罚性或惩戒性的损害）的，无论此类损失和损害因何原因产生——包括但不限于本文件内容或相关服务中任何缺陷、错误、故障或不准确，或无法获得本文件任何部分、任何内容或相关服务——渣打银行一概不接受、不承担任何责任。中华人民共和国（在本免责声明中，“中国”不包括香港、澳门和台湾）境外以人民币计价和结算的人民币产品有别于中国境内的同类产品，因为人民币目前尚未实现完全可兑换。涉及跨境结算的人民币汇兑和汇款受现行规定条例约束，可能会不时发生变化。

版权：渣打银行 2016。本报告期内所有材料、文本、文章和信息的版权为渣打银行财产，未经渣打银行授权，不得被转载。渣打银行特此确认：第三方创作材料的著作权及该当事人的版权归该第三方所有。其他非第三方材料的版权以及对所有汇编材料的版权始终归渣打银行所有；除代表渣打银行用于商业目的外，未经渣打银行事先明确书面同意，不得转载或使用。版权所有。©渣打银行 2016。