

## 境外主权国家首尝“熊猫债”

# “熊猫债”发展步入快车道

□本报记者 王姣

不足三个月发行200多亿元,被视为人民币债券市场稀有品种的“熊猫债”正逐渐驶入发展快车道。

8日,韩国政府在我国银行间债券市场发行30亿元人民币主权债券获准注册,这是人民币“入篮”之后的首次“熊猫债”发行。至此,“熊猫债”券的发行主体已扩展至国际开发机构、境外非金融企业、境外商业银行、外国地方政府、外国中央政府。市场人士指出,今年9月以来,已盘整近10年之久的“熊猫债”市场被重新激活,主要受益于资金用途拓宽至境外、发行便利性提升以及市场条件向降低融资成本的方向演进等。短期来看,“熊猫债”发行支数可能继续增加,但考虑到目前市场融资成本仍相对较高、二级市场流动性较弱、汇率风险等障碍,预计“熊猫债”难以出现持续爆发式增长。

### 十年沉寂

所谓“熊猫债”,是指境外机构在中国发行的以人民币计价的债券。2005年10月,国际金融公司和亚洲开发银行在我国银行间债券市场同日分别发行11.3亿元和10亿元人民币债券,当时依国际惯例将首发债券命名为“熊猫债”,它与日本的“武士债”、美国的“扬基债”统属于外国债券的一种。然自2005年首发“熊猫债”以来,仅2006年国际金融公司发行8.7亿元,2009年亚洲开发银行发行10亿元,2010年日本三菱东京日联银行发行10亿元,此后“熊猫债”一直相对沉寂,成为人民币债券市场上的“稀有品种”。直至2014年3月,德国戴姆勒公司在银行间市场发行5亿元人民币债券,“熊猫债”发行主体首次拓展至境外非金融企业。回顾过去10年,“熊猫债”发行的支数和规模都不算多,相比于其他债券品种发展相对滞后,与人民币的国际地位并不匹配。央行数据显示,按照国际清算银行狭义口径,截至2014年年末,以人民币标价的国际债券余额为5351.18亿元,其中境外机构在离岸市场上发行的人民币债券余额为5304.8亿元,在中国境内发行的人民币债券余额仅为46.3亿元。业内人士认为,此前“熊猫债”发展滞

后主要受制于发行主体的局限、人民币国际化有限下需求相对有限、募集的人民币资金使用受限、脱媒化影响下国内融资成本相对偏高、流动性较差等。

中国银行分析师李晶分析认为,阻碍“熊猫债”发展的现实困难主要有三个方面:一是对筹集资金的用途管制较多;二是市场环境相对不利,2012年开始,国内利率中枢水平明显抬升,融资成本较高,且这一时期人民币的升值预期较强,国内又缺乏较为完备的利率和汇率衍生工具来让境外发行人进行部分发行成本的对冲;第三则是会计准则上的差异。

### 一朝爆发

今年下半年以来,伴随着利率市场化、汇率形成机制改革以及资本账户开放等方面推出重大改革措施,人民币国际化取得重要进展,沉寂10年的“熊猫债”被重新激活。9月22日,香港上海汇丰银行有限公司和中国银行(香港)有限公司在我国银行间债券市场获准分别发行10亿元和100亿元人民币金融债券,国际性商业银行发行“熊猫债”破冰;11月2日,招商局香港发行5亿元短期融资券,为境外非金融企业首只公开发行“熊猫债”;11月27日,加拿大不列颠哥伦比亚省获准发行60亿元人民币债券,为首单外国政府获批在华发行“熊猫债”;12月7日,渣打中国成功为渣打银行(香港)发行规模为10亿元的“熊猫债”,成为首批在华提供“熊猫债”主承销服务的外资银行;12月8日,韩国政府获准在我国银行间债券市场发行30亿元人民币主权债券,这是外国主权政府首次在中国内地获准发行国债。

至此,“熊猫债”的发行主体已扩展至国际开发机构、境外非金融企业、境外商业银行、外国地方政府、外国中央政府,成为内地资本市场进一步开放的重要里程碑。从今年9月22日到12月8日不足三个月的时间里,“熊猫债”发行或计划发行规模累计超过215亿元。

在业内人士看来,“熊猫债”逐渐驶入发展“快车道”,主要受益于资金用途拓宽至境外、发行便利性提升以及市场条件向降低融资成本的方向演进等。据李晶介绍,首先,资金用途拓宽至境外。2010年9月16日公布的《国际开发机构人民币债券发行

管理暂行办法》明确表示,发行人发债所筹集的人民币资金可以直接汇出境外使用,并可从境外调入人民币资金用于人民币债券还本付息。其次,发行便利性有所提升,如允许私募发行“熊猫债”,可采取一次足额发行或限额内分期发行的方式。最后,市场条件向降低融资成本的方向演进。得益于2014年国内债券市场大牛市以来整体利率的持续下行,境内外息差明显收窄乃至反转。尤其是8月份以来人民币贬值预期升温,有利于发债企业降低实际融资成本。

### 发展潜力大

随着资本账户进一步开放,包括“熊猫债”市场在内的中国债券市场将迎来巨大的发展契机。业内人士指出,在监管层积极推动人民币国际化的大背景下,预料“熊猫债”的政策支持环境将更趋友好,短期内“熊猫债”发行支数可能继续增加,但考虑到目前市场仍然存在的一些顾虑和障

### ■ 观点链接

#### 中国银行: 熊猫债渐现井喷

短期内熊猫债发行支数可能增加,但不会出现爆发式增长。第一,在7月国内资本市场剧烈波动和人民币贬值预期转强的大背景下,我国的资本账户仍会保持有序开放的节奏,不会贸然提速。第二,尚未打破刚性兑付环境下,需谨慎对待外国债券的信用风险。如果对熊猫债发行人贸然扩围,但某区域出现系统性风险时,将通过来自该区域的发行主体波及至我国金融市场。第三,目前对于中低等级的发行人,受益于国内的低信用利差,发行熊猫债节约融资成本的优势可能会更明显。而对于高评级、国际市场融资渠道畅通的境外金融机构和企业而言,即使考虑汇率因素,在中国境内发行人民币债券的成本仍较境外其他货币偏高。

#### 中金公司: 仍存在发展障碍

对于境外金融机构和企业而言,发行熊猫债的吸引力有所提升,但可能仍会存在一些顾虑和障碍,我们认为主要集中在:对于高评级的主体,目前境内融资成本相

碍,“熊猫债”难以出现持续爆发式增长。

据国际金融公司(IFC)预期,受到人民币纳入SDR的刺激,“熊猫债”市场规模未来五年有望超过500亿美元(按现行汇率约合人民币3200亿元)。野村东亚地区利率策略师梁守论认为,这一市场发展空间巨大,而且在当前在岸债券收益率低于离岸的情况下,“熊猫债”的发展更有助于降低公司融资成本。穆迪也预计“熊猫债”的发行将会增加,ODII以及QFII等跨境投资渠道的额度将逐步扩大。

不过目前来看,市场融资成本相对较高、二级市场流动性较弱、汇率风险、会计准则转换等障碍,将阻碍“熊猫债”出现持续爆发式的增长。

“我们不当对‘熊猫债’券市场发展寄予不切实际的过高期望。如果未来国内刚性兑付突破,实际无风险利率进一步下降,可能对于这些高等级的发行人而言才是更好的融资时机。”李晶表示。

对外偏高;会计准则转换问题;熊猫债初期在二级市场流动性较弱或降低投资者持有兴趣,如何提高其流动性;授信以及发行流程、便利程度;汇率风险的对冲等方面。总体来看,熊猫债的发展潜力在逐步提高,但仍需要监管机构和市场的共同努力来推动该市场的发展,我们对此抱有信心,并将持续关注 and 跟踪该市场的发展。

#### 广证恒生: 金融改革步伐将加快

今年金融改革的步伐加快,人民币汇率中间价的完善、“沪港通”的推行、三个月贴现国债的发行、允许境外央行参与境内外汇市场、人民币跨境支付系统上线等均成为人民币在全球自由流通打开通道,而成功闯入SDR篮子,就是对人民币的国际地位最好的肯定与认同。对人民币来讲,进入SDR只是国际化的一个起点,要在国际上拥有更高的地位,人民币要在接受度、流通度等方面更进一步,这也对国内的金融改革提出更高的要求,尤其在人民币汇率机制、资本项目流通、人民币跨境支付方面。由于人民币进入SDR,未来人民币的流通程度将提高,倒逼金融改革提高速度、促进资本项目进一步开放。(王姣 整理)

## 10年国债发行利率再破3%

# 债券牛市未完 调整即是机会

□本报记者 张勤峰

周三,财政部续发的10年期国债150023中标收益率落在2.98%,再次跌破3%。经过11月的一番反复,利率长债收益率重新来到2009年以来低位,有力地表明,虽然年底市场情绪多变、短期又面临多种不确定因素影响,但债市乐观情绪依旧占据上风。归根到底,经济在继续寻底,股市涨势不稳,债市仍是缺资产格局的最大受益者。不过,此番10年国债会否再像10月底一样在3%以下浅尝辄止,市场仍有争论。

### 再度破3 债牛未完

财政部9日上午对10年期的国债150023进行了第二次续发行招标。是次国债招投标结果较关键。首先,国债150023首发票面利率定在2.99%,是10年期国债时隔六年之后首次跌破3%,极具标志性意义;其次,10年期国债期限特殊,对债市收益率曲线走向有风向标作用;再者,债市收益率重新逼近前期低位,如此关口上,一级市场招标结果牵动市场情绪。

据中债登披露,9日,150023续发行参考收益率为2.9764%,低于首发票面利率,并创年内10年期国债发行利率新低。该发行利率也略低于前日二级市场水平。中债到期收益率曲线显示,8日银行间待偿期接近10年的固息国债收益率约3.00%。

市场人士指出,从10月底10年国债短暂“破3”,债券收益率重回“2时代”,到11月初利率迅猛反弹,债市遭遇获利回吐、IPO重启、政策预期分化的“三面埋伏”,再到11月中旬以来,利率回归下行,债市在质疑声中顽强上涨,直至如今10年国债再度“破3”,一番反复与波折,更有力地表明,虽然年底市场情绪多变、短期又面临多种不确定因素影响,但乐观情绪依旧占据上风,债券牛市未完。

### 风险可控 收益可期

分析人士指出,当前经济基本面支撑债券牛市的逻辑依然清晰,债市调整风险尚不足惧。12月初以来披露的经济数据显示,经济增长势头犹弱,下行压力不减,经济筑底回升迹象仍不明显,而需求低迷与商品跌价致通胀张

成气候,基本面仍给予债券行情有力支持。尽管三季度央行货币政策报告的用词变化,令市场政策预期有所分化,但主要集中在于后续货币政策宽松力度、节奏及工具运用方面,并不担心政策会转而收紧。

结合经济形势与政策走向看,债市调整风险可控,利率向上有顶。与此同时,实际利率水平不低,流动性总体宽松,缺资产格局不改,意味着债市收益率仍有向下的想象空间,疲软数据出炉或货币政策宽松预期,不时发挥着催化利率下行的作用。回顾11月下旬以来,债市收益率重新回落的过程中,超预期的资金面、疲软的数据以及央行维稳的举动就不同程度地扮演了背后的推手。

在风险有限、正收益可期,整体市场又缺资产的格局下,债券自然仍受到青睐,特别是年底年初利率债供给有限,短期流动性尚且充裕,可能促使机构跨年配置需求提前释放。这一点,从近期利率债一级市场招标结构普遍向好上即得到印证。

### 现券滞涨 回调介入

随着利率重回低位,市场分歧也在加

大,10年国债会否像上次一样在3%以下浅尝辄止?有机构如国信证券、国泰君安等坚定认为利率新低可期,而有机构如华创证券,依然预测10年国债在3%以下难以持久。值得注意的是,9日在一级招标结果出炉后,二级市场上,多头没有乘胜追击,10年国债现券成交利率大多持稳,部分还略微走高,显示投资者面对关键点位有所犹豫。

有分析指出,当前债市收益率并不高,对很多成本刚性的机构不具太大吸引力。同时,IPO重启、金融债供给回升逐渐缓解资产荒,机构大类资产的选择范围重新拓宽。再者,年底流动性有一定不确定性。而年底时节,机构倾向保收益,特别是短期利率回落幅度较大,容易产生获利了结的情绪。

有交易员也表示,利率再度接近前期低点,继续下行可能需要政策面的配合,比如市场期待的降准等。此外,近期人民币持续贬值,对流动性的担忧重新加重。目前看,更稳妥的做法不是押注收益率继续大幅下行,而是在利率出现回调的时候伺机介入。

## 资金宽松依旧 回购利率走低

周三,银行间市场资金面宽松依旧,各期限回购利率多见下行,虽临近新一轮新股发行,但货币市场未见紧张情绪。而临近年底,跨年融入需求开始增多。市场人士指出,在大行供给支撑及央行维稳的保障下,年底流动性总体无虞。

昨日银行间质押式回购市场上,融资利率大多走低,核心品种隔夜回购利率加权重值稳定在1.77%,但从交易员反馈来看,隔夜资金供给充足,甚至有机机构减点融出。7天到两个月期限的回购利率全线走低,其中指标7天利率下行3bp左右至2.29%,中等期限的14天、21天回购利率分别下行1bp、17bp,

## 年内最后一期农发债招标偏暖

经济数据表现不佳,宽松预期再起,年内最后一期农发债招标结果向好。12月9日,中国农业发展银行招标发行的三期国债中标收益率全部低于二级市场水平,机构配置需求尚可。

当日招标的三期债券为该行2015年第18期、第12期、第5期的增发债,均为固定利率债券,期限分别为3年、7年、10年。据交易员透露,此次3年、7年、10年期农发债中标收益率

## 期债高位休整

在逼近前期高点后,周三国债期货市场转入高位震荡。分析人士指出,现阶段经济、通胀等基本面环境仍有利于债市,但债市在前期高点附近,暂缺乏足够做多动力。短期看,期债或需震荡休整,中期仍有向上空间。

### 期债冲高未果

周三国债期货市场早盘惯性走高,但随后涨幅收窄,出现回调休整。主力合约方面,周三五年期国债期货主力合约TF1603收报100.220元,上涨0.01%;10年期主力合约T1603收报99.170元,微涨0.02%。

现货方面,周三10年固息国债收益率继续交投在3%附近,10年固息国债报价也维持在3.40%一线。相较于前一交易日,周三利率债现券收益率整体波动有限。资金面方面,尽管新一批新股申购在即,部分机构也逐步开始囤积跨年资金,但周三银行间各主要期限资金利率稳中有所,大行资金供给充裕,资金面仍保持整体宽松态势。

交易员指出,11月经济数据显示宏观经济疲弱态势不改,债市基本面环境依旧向好。但与此同时,周三农发债的招标结果亦显示,机构在利率低位参与情绪已有所降温,且短期债市缺乏边际刺激因素,获利回吐压力有所显现,国债期、现货市场转向盘整也在情理之中。

### 中期趋势向好

目前债市主流观点仍偏

### ■ 观点链接

#### 国泰君安证券: 收益率新低可期

出口探底、进口回升导致11月贸易顺差高位回落,部分解释了11月外汇储备的下降。未来央行通过降准等政策工具对冲基础货币供应收缩和经济下行压力的可能性进一步提升。整体上看,经济仍在释放下行信号,央行被动宽松压力加大,股市调整风险偏好回落,汇率风险短期无碍,债市收益率创新低在即。

#### 申万宏源: 看好明年上半年债市

展望明年,在基本面继续维持偏弱格局、失业和金融风险加大的背景下,货币政策存在继续宽松的空间,同时资金利率水平

跨年的1个月品种及跨春节的2个月品种双双下行7bp。交易员表示,虽临近新股申购,但因大行充分供给,且市场对央行及时维稳有较强预期,市场资金面仍保持整体宽松,流动性预期偏乐观。值得一提的是,随着年底临近,跨年资金需求有所增多,特别是一些非银机构考虑到年底质押信用债不易已开始囤积跨年资金,致使相应期限品种成交升温。

交易员并指出,汇率市场波动及IPO、机构考核等因素,仍然构成短期流动性的现实风险,年底前夕市场利率波动可能会加大,但预计在货币政策积极干预下,流动性总体无虞。(张勤峰)

分别为2.9652%、3.4128%、3.4708%;投标倍数分别为3.27、1.48、2.55。12月8日,银行间债市固息政策性金融债(农发/口行)3年、7年、10年期的最新收益率分别为3.0303%、3.4655%、3.5163%。

市场人士指出,10年国债收益率再破3%,外汇储备下降和CPI连续三月处“1时代”激起市场宽松预期,近期债市氛围较好,机构对利率债仍有较强的配置需求。(王姣)

## 期债高位休整

乐观。上海证券最新报告指出,从近期陆续公布的11月主要经济数据来看,当月外贸数据再不及预期,衰退迹象难觅,经济企稳迹象显现,中长期将持续对债市形成支撑。近几个交易日利率债市场再度大幅冲高,10年国债收益率逼近3关口,显示现券走势依然向好。

国泰君安证券进一步指出,出口探底、进口回升导致11月贸易顺差高位回落,部分解释了11月外汇储备的下降。在此背景下,未来央行通过降准等政策工具对冲基础货币供应收缩和经济下行压力的可能性也在提升。整体来看,宏观经济仍在释放下行信号,央行被动宽松压力加大,股市调整风险偏好回落,人民币汇率风险短期则仍无碍。综合各方面因素,债市收益率未来仍有望刷新年内新低。

在期债策略方面,银河期货分析认为,当前期债市场仍可短期看多,短钱以少量多单为宜。做空策略上,空方建议继续空仓等待高位空单建仓机会。申万期货周二则表示,随着信用债违约持续出现,利率债或将受到追捧。整体来看,短期国债期货预计仍以上行为主,操作上建议多单继续持有,同时继续关注本周陆续公布的11月宏观经济数据。来自瑞达期货的分析观点则认为,近期国债期货持仓量持续缓慢缩小,显示出各方当前对于期债的上行仍保持一定谨慎。在此背景下,期债年内仍有震荡走平的可能。(王辉)

也存在下行的必要,10年国债收益率破3是大概率事件,看好明年上半年的债券市场表现。

#### 中金公司: 基本面支持利率下行

美联储加息可能对新兴经济体形成冲击,近期大宗商品价格继续创近几年新低,新兴市场继续遭遇冲击,全球经济弱势继续拖累出口;国内房地产投资仍难以显著反弹,进口需求总体仍将处于低位,不过大宗商品价格仍难言见底,国内货物贸易顺差规模或保持高位,但实际净出口对经济带动作用仍将处于低位,经济基本面仍支撑债券收益率进一步下行。(张勤峰 整理)

□本报记者 张勤峰

随着“入篮”靴子落地,内有疲软数据冲击,外有强势美元施压的人民币贬值步伐开始加快。12月9日,境内外人民币对美元汇率均延续跌势,在岸即期汇率在四连跌后,逼近前期低点,而离岸汇率跌势急促,近四个交易日已跌去近1000基点,两岸汇差也一度扩大至900基点以上。市场人士指出,内外不利因素影响下,人民币汇率仍有下行压力,但过快的贬值速率仍面临被纠偏的可能。

### 离岸人民币快步急跌

12月9日,境内外市场人民币对美元汇率均延续跌势。当日境内银行间外汇市场上,人民币兑美元汇率中间价设在6.4140元,下调62基点,为连续第三个交易日走低,但下调幅度略有所收敛。经此次调整,人

民币兑美元中间价与此前一日的即期市场收盘价基本靠拢。

但人民币中间价与市场价之间似乎已形成下跌循环,中间价跟随市场价轮番调整,进一步刺激市场价走低。9日,人民币兑美元即期询价交易低开低走,早盘和午后临近收市各出现一波跳水,最后跌破6.42元至6.4280元,较前收盘价跌108基点,在连续四个交易日走低的同时,贬值幅度呈逐日扩大的局面。

香港市场上离岸人民币波动更剧烈。9日,离岸人民币兑美元一度围绕前收盘价展开盘整,但进入亚市尾段,汇价再次快速走低,截至北京时间19时,人民币CNH汇价最低跌至6.5222元,创8月25日以来新低,跌幅一度超过300基点,其与在岸汇率的价差最多时达到942基点。Wind数据显示,本月4日以来,离岸人民币对美元连续四日走跌,期间最大跌幅接近1000基点。

### 内有数据冲击 外有美元施压

对于短期人民币汇率加速贬值,之前市场多少有些预期。借助美联储加息预期支撑,美元指数自10月中旬以来连续拔高,非美货币普遍对美元表现疲软。11月初以来,人民币对美元已走出贬值形态,只是幅度较为温和,而随着美联储议息窗口临近,资本流出压力有所加重,对人民币贬值的担忧情绪也重新上升。

央行7日公布数据显示,截至2015年11月底,中国外汇储备余额为34382.84亿美元,较10月底减少87.23亿美元,创下2013年2月末以来的最低值。外汇储备在10月短暂回升后再次出现大幅下滑,令担忧资本流出的情绪骤然升温,当即引发人民币汇率特别是离岸汇率加速下挫。

一波未平一波又起。海关总署8日公布,以美元计价,11月出口同比下降6.8%,进口同比下降8.7%,当月外贸实现顺差541亿美

元,低于预期的643亿美元。在美元施压、资本流出加重的同时,贸易盈余收窄再次给人民币前景蒙上阴影。而离岸人民币汇率波动明显,在外债、外贸数据连番冲击下快速走低,致使两地人民币汇价价差迅速走扩,无形中牵引在岸人民币汇率继续下行。

有外汇交易员表示,美联储议息在即,又逢经济数据披露,国内经济增长形势依然欠佳,内外因素营造的人民币看空氛围较浓。近期人民币中间价连续下调,以及中资大行护盘点位连日后撤,亦让人猜测货币当局对汇率贬值的容忍度在上升。事件冲击加上情绪影响,容易造成汇率的大幅波动。

市场人士指出,强势美元或继续令人民币承压,而从国内经济基本面考虑,人民币继续维持软钉住美元策略的代价也不断加大。短期看,人民币或继续走软,但预料超出预期的波动仍会被及时平抑,政策面不会容许汇率过度波动影响国内经济金融稳定。