

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

**R**unwaysys

2022年12月12日 星期一

**政策观察**

*Policy to observe*

主办：兰瑞智库经济战略研究中心

网址：<http://www.runwaysys.com>

全国客服热线：4001182162

E-mail：[runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)

欢迎关注

兰瑞智库

官方微信平台

(RUNWAYSYS888)



## 目 录

【2022 年底政治局会议解读】 .....	2
一、政治局会议定调明年经济工作	
二、大力提振市场信心是当务之急	
三、稳增长为重，明年经济增速目标预计在 5%或以上	
四、财政政策加力提效	
五、货币政策精准有力	
六、突出“扩大国内需求，发挥消费基础作用”	
七、加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平	
八、守住不发生系统性风险	
九、科技政策自立自强	
【熊猫债新规助力人民币国际化】 .....	12
一、熊猫债资金管理新规来了	
二、政策背景	
三、熊猫债的发展历程及现状	
四、政策要点	
五、新规助力人民币国际化	

## 【2022 年底政治局会议解读】

### 目录

- 一、政治局会议定调明年经济工作
- 二、大力提振市场信心是当务之急
- 三、稳增长为重，明年经济增速目标预计在 5%或以上
- 四、财政政策加力提效
- 五、货币政策精准有力
- 六、突出“扩大国内需求，发挥消费基础作用”
- 七、加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平
- 八、守住不发生系统性风险
- 九、科技政策自立自强

### 正文

#### 一、政治局会议定调明年经济工作

2023 年是全面贯彻落实党的二十大精神开局之年，做好经济工作十分关键。12 月 6 日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，分析研究 2023 年经济工作，会议强调，要更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安

全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作。

会议指出，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。

值得注意的是，从过往看，12月政治局会议在12月6日-13日之间召开，今年12月6日召开，和去年一样相对较早。如果政治局会议召开得早，那么中央经济工作会议召开的时间也相对靠前，有利于更好地部署2023年的经济工作。

## 二、大力提振市场信心是当务之急

会议提出，全面深化改革开放，大力提振市场信心。今年疫情对经济的影响不止是冲击居民和企业收入，更重要的是对预期和信心的挫伤。当前居民、企业等微观主体预期有待进一步提振，出现避险化的趋势。在经济增长压力大的困难时期，信心比什么都重要。我国经济潜力大、韧性强，科学防疫，让社会经济生活回归正轨，将极大地提振各方信心。

未来政策逻辑或重点将重新转向以经济建设为中心、将发展放在更为重要的位置上、更加注重对外开放和疫情政策逐步放开以及全力推动“保交楼”等等。也意味着，后续将会通过不断扩大对外开放步伐（如更大力度吸引和利用外资）

和推出系列扩内需政策来提振市场信心,即后续国家层面可能会出台大规模的消费投资举措,以刺激国内需求,推动消费与投资(如降低消费信贷成本、大规模基建投资计划等)。

经济的常态化运行,会极大增强大家的信心,进一步强化对经济增长的预期,餐饮、旅游、住宿等服务业将会迎来复苏。

### 三、稳增长为重,明年经济增速目标预计在 5%或以上

今年以来,受到疫情反复、出口回落、房地产低迷以及地缘冲击加剧等因素影响,我国经济复苏一波三折,年度 5.5%左右的增长目标已经难以实现,IMF 预测今年我国经济增速可能落在 3.2%左右。在二十大定调之后,特别是随着疫情冲击减弱,实现经济的高质量发展就成为当务之急。

会议强调“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来,突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作,有效防范化解重大风险,推动经济运行整体好转,实现质的有效提升和量的合理增长,为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”。三稳中,“稳增长”排在第一位。

要实现 2035 年人均国内生产总值迈上新的大台阶、达到中等发达国家水平的目标,从 2020 年起第一个五年,中国年均经济增速应争取达到 5.5%,第二个五年 5%,第三个五年 4.5%。在此情况下,未来五年特别是 2023 年,推动经济增长重回合理区间是非常重要的任务。

全国政协经济委员会副主任、央行货币政策委员会委员刘世锦 11 月 26 日在

中国宏观经济论坛（CMF）年度论坛上表示，这三年，中国经济实际增速低于潜在增长率，这种情况不能再持续下去了，建议 2023 年政府应提出不低于 5% 的增长目标。

他还说，如果 2023 年上半年能够大步或者全面摆脱疫情冲击的影响，各项稳增长措施落实到位，实际增速可能更高一些，应力争 2022-2023 年两年平均增速达到 5% 左右。

除了量的指标，也需关注质的指标。

据梳理，“量的合理增长”提出于 2019 年，和“质的稳步提高”对应出现的——2019 年年底的中央经济工作会提出，要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。

而到了 2021 年底的中央经济工作会议，“质的稳步提升”排在前面（推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长），这次“质的稳步提升”变成了“质的有效提升”，继续排在前面，对经济增长质的要求更迫切。

#### 四、财政政策加力提效

具体到财政政策方面，会议指出，继续实施积极的财政政策，积极的财政政策要加力提效。

数据显示，今年前 11 个月，新增专项债发行规模超过 4 万亿元，创历史新高。而专项债为拉动基建投资、稳住经济大盘提供了重要支撑。

“提效”反映财政政策在发力的同时要更加注重实施效果，明年应该将支出政策优先于大规模减税降费的收入政策。

一方面，当前居民、企业等微观主体预期有待进一步提振，出现避险化的趋势，在此背景下支出政策比收入政策更为有效，也更为急迫。应通过政府支出直接拉动基建、增加对中低收入人群最低工资补贴和支持补贴、免除房租等，扩大内需，带动产业链条和相关就业，盘活经济，改善预期。

另一方面，大规模退税减税缓税政策有力缓解企业负担，但也对财政产生较大压力，必须尽快稳定目前的宏观税负水平，避免再大幅下行，保证财政可持续性。

值得注意的是，加大财政政策力度，可能意味着财政赤字率的适当提高。

预计明年赤字率较今年的 2.8% 会有所提升，有可能会超过 3%。专项债部分明年也还会加力，按照惯例，会将今年的专项债余额留一部分到明年继续发挥作用。明年财政政策有望发挥更积极的作用，来刺激经济的增长。

## 五、货币政策精准有力

货币政策延续“稳健”基调，强调“要精准有力”，相比去年 12 月的表述“要灵活适度，保持流动性合理充裕”有所变化。货币政策要做到“精准”，预计结构化货币政策工具或成为宽信用的重点，而进一步的总量宽松措施会相对克制。

所以，逆回购、MLF 政策利率调整的可能性比较低。但存款政策利率有下

调的空间，但作为“压舱石”，存款政策利率是否调整还需要看央行表态。另一方面，考虑到稳定房地产市场的需求，房贷利率有下调的需求。预计5年LPR和房贷利率或进一步调整。

需要提醒的是，随着疫情防控逐步优化，如果后续人口流动“正常化”，服务业通胀或回升。预计明年下半年，通胀可能会逐步成为货币政策需要考虑的因素。

## 六、突出“扩大国内需求，发挥消费基础作用”

会议再次强调把实施扩大内需战略和供给侧结构性改革有机结合起来，着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。

近年来我国消费对经济增长贡献率都在65%左右，如何稳住消费关系到能否稳定经济大盘。

高层应对的思路就是在应对外部冲击的时候，扩大内需仍然是有效手段，特别是我们看到最近出口数据，已经连续两个月走弱。

最近多省已经开始组团出海找订单，因为传统的在国内办展会的这种方式，已经拿不到新订单了，所以明年还是得靠这个内循环来发力，需要强有力的内需政策。

必须是有合理回报的投资，有收入依托的消费，有本金和债务约束的需求，且消费对经济发展是基础作用，投资对优化供给结构是关键作用，所以要让整个经济大盘子稳住，得提高居民收入，降低利息负担，才有可能下一步的刺激消费。

在这个过程中要同步去完成结构调整和经济转型，政府投资必然在这个阶段还要继续扮演重要的角色。

一是政府可以通过承担部分人力成本助推“稳就业”和“保收入”。比如对受疫情冲击较为严重的企业，可考虑出台临时性的员工工资补贴政策，还可以临时性提高最低工资和失业保险金标准。

二是从制度层面推动个人贷款宽限合理化。要求银行对于符合条件的个人贷款宽限申请给予支持并严格执行，其中必须包括即使拥有偿还能力但依然想宽限的群体，政策还可以延伸到房租、贷款。

三是加大居民消费需求提振的支持力度。消费券的发放范围可进一步扩大，且发放方式可以更为多样化。可按照不同群体的个性化需求和收入弹性，多批次发放。

目前投资领域也显现回暖信号。作为反映国内基建开工情况、观察固定资产投资等重要经济数据变化的风向标，挖掘机内销数量自9月份开始环比转正以来，截至11月末已连续3个月实现环比增长。2022年8月份至11月份，挖掘机内销数量分别为9096台、10520台、11350台和14398台，9月份至11月份分别实现环比增长15.66%、7.89%、26.85%。

基建投资这个空间很大，尤其是都市圈的建设，这就需要有很多公共服务类的政策改革，包括教育医疗、城市绿化等，只要能够服务到人，服务到企业，就能带来社会收益，这能带来城市扩张，也有间接的收益，都市圈的潜力还是挺大的。

## 七、加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平

经济发展的核心是现代化产业体系，提升产业链供应链水平。这一条，对企业特别重要，畅通经济循环的前提是保障产业链供应链安全稳定。要提升产业链供应链韧性和竞争力，国有企业要争当现代产业链“链长”，带动产业链上下游企业融通创新、协同发展，推进产业基础高级化、产业链现代化，以现代化产业集群为载体，有效整合利用海外创新资源，加快布局区域产业链体系，实现产业链与创新链的融合发展，构建长效科技创新机制。核心竞争力的提升，尤其是重大技术攻关，具有指向性、长期性，中小企业往往难以负担，国有企业依靠制度优势，依靠资金、人才实力，聚焦主业发展，推动产业链、价值链关键业务的重组整合，主动承担重点专项、重大项目等，填补国际产业链高端空白，提高全球产业链供应链地位。要通过补链强链，加速推进产业协同，形成一批主导全球产业链、供应链和价值链的“链主”企业。提升对产业链核心环节和关键领域的掌控力，全方位塑造企业竞争优势，提升企业全球竞争力。

## 八、守住不发生系统性风险

此次会议还强调，要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线。

当前，房地产行业和企业风险仍未完全出清，保交楼、债务违约、销售下行，仍是需要密切关注的潜在风险来源。

2023 年对于房地产而言最重大的工作就是要防住风险，包括防住不发生重大金融违约的风险，防住不发生大面积无法交楼导致的维稳风险，防住不发生房价明显下跌导致的踩踏风险（踩踏式挂牌、踩踏式挤兑）等。

防住这三大风险，房地产工作就算完成了大头。至于如何实现房地产对于经济的稳定可等待时间解决，先要防住风险。

虽然此次中央政治局会议未提及楼市调控内容，但从历次高层重要会议精神来看，“房住不炒”仍是主基调，这点不会改变。

“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。”这是今年党的二十大报告中关于房地产方面的具体表述。

7 月 28 日召开的中共中央政治局会议也曾这样定调房地产：要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

明年，稳住经济是核心，防住风险是底线。通过财政政策的适度加力与货币政策的更加精准，再配合疫情防控措施的优化调整，有利于为明年经济更加平稳和修复创造良好的政策环境。

现阶段在防范化解重大经济金融风险上，我国已形成比较好的处理模式和处理范式，针对隐性债务、房企流动性都形成了一系列良好的工作举措。现阶段，进一步强调底线思维，也有望推动具体政策措施落地，从防范风险蔓延逐步向控制风险演化、化解风险苗头的前端转移。

## 九、科技政策自立自强

科技政策自立自强重在加强原创性、引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战，既需要科技体制改革，如实行“揭榜挂帅”、“赛马”等制度发挥科技人员潜力，也需要强化国家战略科技力量，习近平总书记在《求是》的重要文章中指出，“国家实验室、国家科研机构、高水平研究型大学、科技领军企业都是国家战略科技力量的重要组成部分，要自觉履行高水平科技自立自强的使命担当。”

此外，会议还提出，社会政策要兜牢民生底线。要统筹做好重要民生商品保供稳价和煤电油气运保障供应，关心困难群众生产生活，保障农民工工资发放。

## 【熊猫债新规助力人民币国际化】

### 目录

- 一、熊猫债资金管理新规来了
- 二、政策背景
- 三、熊猫债的发展历程及现状
- 四、政策要点
- 五、新规助力人民币国际化

### 正文

#### 一、熊猫债资金管理新规来了

为进一步扩大金融市场双向开放，近日，中国人民银行、国家外汇管理局联合发布《中国人民银行 国家外汇管理局关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》（以下简称《通知》），完善境外机构境内发行债券（以下简称“熊猫债”）资金管理要求，《通知》进一步便利境外机构在境内债券市场融资。

《通知》主要包括：

一是统一银行间和交易所市场熊猫债资金登记、账户开立、资金汇兑及使用、统计监测等管理规则。

二是规范登记及账户开立流程，熊猫债发行前在银行办理登记，允许分期发行中首期登记开户、后续发行后逐次报送发行信息，并可共用一个发债专户。

三是完善熊猫债外汇风险管理，境外机构可与境内金融机构开展外汇衍生品交易管理汇率风险。

四是明确发债募集资金可留存境内，也可汇往境外使用。

《通知》自 2023 年 1 月 1 日起施行。

## 二、政策背景

“熊猫债”是指国际多边金融机构在华发行的人民币债券。根据国际惯例，国外金融机构在一国发行债券时，一般以该国最具特征的吉祥物命名。据此，财政部部长金人庆将国际多边金融机构首次在华发行的人民币债券命名为“熊猫债券”。

熊猫债，顾名思义，是一种债券。2005 年 9 月，国际多边开发机构首次获准在中国境内发行人民币债券。根据国际惯例，在一个国家的国内市场发行本币债券时，一般以这个国家最具特征的吉祥物命名。比如在日本叫武士债，在美国叫扬基债券，在英国叫猛犬债券。在我国，就使用了国宝熊猫来命名。

熊猫债起步于 2005 年中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会和中国证券监督管理委员会共同制定发布的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（中国人民银行公告〔2005〕5 号，以下简称《暂行办法》）。在《暂行办法》的指引下，国际金融公司和亚洲开发银行获准在我国银行间债券市场分别发行了

11.3 亿元和 10 亿元的人民币债券，正式宣告了熊猫债的诞生。

近年来，随着金融市场双向开放的不断深化，人民币国际化进程稳步推进，熊猫债作为境内资本市场双向开放的重要一环，在引入国际发行人及投资人、丰富债券市场结构、扩大对外开放方面发挥了重要作用。截至 2021 年末，已有近 70 家境外发行人在中国银行间债券市场发行熊猫债，累计发行量超过 4000 亿元，参与机构覆盖外国政府类机构、国际开发机构、金融机构及境外大型非金融企业等，市场参与机构日益丰富，发行规模逐渐扩大。

为适应日益壮大的熊猫债市场的发展需求，近年来，金融管理部门相继出台了多项政策举措进一步完善熊猫债市场各项制度。如健全境外机构境内发行熊猫债统一的管理办法，细化各类境外机构熊猫债分层分类标准，提高高资质发行人注册发行便利性；取消 QFII（合格境外机构投资者）和 RQFII（人民币合格境外机构投资者）投资额度限制，统一规范境外投资人债券市场账户与资金管理要求等，大幅提高市场投融资便利性，相关制度规定、信息披露、执行细项、定价流程更符合境外发行人习惯，熊猫债市场国际化接轨程度稳步提高。

在此背景下，《通知》对境外机构发行熊猫债在资金管理方面的规则进行了跨市场的统一规范。

### 三、熊猫债的发展历程及现状

根据 2005 年至今的市场变化，可以将熊猫债市场的发展分为两个时期，即萌芽初创期（2005—2013 年）和蓬勃发展期（2014 年至今）。

### 1、萌芽初创期（2005—2013 年）

2005 年，以国际金融公司（IFC）和亚洲开发银行（ADB）为代表的国际开发机构开启了熊猫债发行的先河。在之后的近十年间，熊猫债市场陷入停滞。其主要原因在于会计准则不等效问题和对募集资金使用的限制。相关债券一级市场发行缺乏市场普遍接受的定价基准，二级市场流动性较弱，投资人群体匮乏。

### 2、高速发展期（2014 年至今）

在 2013 年年末“一带一路”倡议正式提出后，在我国金融开放及人民币国际化进程加快的推动下，熊猫债市场开始不断探索并逐渐步入发展快车道。戴姆勒股份公司在 2014 年发行 5 亿元私募熊猫债，成为首家发行熊猫债的境外非金融企业。2015 年，人民币加入国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）货币篮子，成为继美元、欧元、日元和英镑之后的第五种入篮货币。加入 SDR，大幅提高了境外发行人的人民币融资意愿。此后，中银香港、汇丰香港发行首批金融机构熊猫债，韩国、加拿大不列颠哥伦比亚省发行首批政府机构熊猫债，新开发银行发行首单国际开发机构绿色熊猫债。

### 3、现有熊猫债规模

据 WIND 数据显示，截至目前，熊猫债存续有 143 只，规模 2270.16 亿元。今年以来共发行 51 只熊猫债，规模 849.7 亿元。但对比往年发行量可发现，2022 年熊猫债发行有所下降，约为 2021 年的 80%。值得一提的是，由于银行间和交易所市场熊猫债券资金使用规则趋向统一，2021 年的熊猫债券发行只数创历史新高，全年发行规模达 1064.5 亿元。

从期限分布来看，目前存续熊猫债整体期限较短，未来 1 年内到期规模为 1003.8 亿元，另有约 1070 亿元将于 1-3 年内到期。同时，在主体评级与行业分布方面，存量熊猫债券多为 AAA 主体发行，且主要集中在多元金融、公用事业、运输及房地产等行业。其中，多元金融行业的剩余期限多分布在 1-3 年，公用事业、运输等行业剩余期限相对较长、分布较为均衡。

值得一提的是，地产行业存续的 7 只熊猫债剩余期限均在 1 年内，总额 215.3 亿元。其中，明年 10 月将有 4 只熊猫债到期，其中 3 只均来自合景泰富集团控股有限公司，到期量 80 亿元。另外，碧桂园控股有限公司的 58.3 亿元“16 碧园 05”也将于明年 9 月到期。

此外，据上清所数据显示，熊猫债托管量今年以来呈现逐步上升态势，截至 10 月 31 日公布数据显示规模 1777.8 亿元，较年初增加近 20%。

随着中国债券市场稳步开放，熊猫债已成为优化人民币跨境循环、稳妥推进人民币国际化进程的重要渠道。

熊猫债的募集资金使用，与发行主体的类型存在较大关联。不同类型的熊猫债发行主体，资金投向分化明显。募集资金用途包括将投入项目建设、偿还发行人本部境外存量金融机构人民币借款、置换到期债务、补充流动资金等。如工银

澳门发行的“22 工银澳门债 01”债券，拟将募集资金主要用于满足发行人在内地和澳门业务发展需要，部分资金将用于支持澳门 CIPS 间接参与行人民币流动性需求；“22 保利置业 MTN002”债券拟将发行的 10 亿元债券资金投入项目建设。

根据发行主体背景来看，中资发行人的募集资金基本用于偿还境内的存量债务和补充流动资金等，优化融资结构；外资背景发行人中，大部分外商独资企业和外资金融机构将熊猫债募集资金用于偿还中国境内子公司有息负债或用于支持发行人及其子公司在中国境内的业务发展；国际开发机构的募集资金主要用于中国境内的项目或为成员国境内的项目提供融资；境外主权政府类发行人的募集资金则往往汇出境外，基本用于支持“一带一路”相关项目融资，或用于发行人的其他预算支出。

去年 12 月份，中国人民银行与国家外汇管理局联合起草了《境外机构境内发行债券资金管理规定（征求意见稿）》，进一步统一规范熊猫债资金管理，促进熊猫债市场健康发展；今年 7 月 26 日，中国银行间市场交易商协会发布《关于开展熊猫债注册发行机制优化试点的通知》，从允许更多境外发行人获得“多品种统一注册（DFI）”便利、统一境外企业信息披露要求、对特定国际发行人试点“增发机制”、为熊猫债引入常发行计划等四个方面提高注册发行效率。熊猫债注册发行机制优化可以提高注册发行效率，便利境外合格机构在境内发债融资，有利于提升熊猫债市场发展质量，扩大债券市场开放水平。

#### 四、政策要点

## 1、统一银行间和交易所市场熊猫债，提升融资便利性和吸引力

开放发展理念下，我国债券市场不断加强对外开放的系统性、整体性、协同性。目前，熊猫债在银行间市场和交易所市场分别适用《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》和《公司债券发行与交易管理办法》，缺乏对资金管理方面的统一规定。《通知》弥补了这一短板，对两市场熊猫债的资金登记、账户开立、资金汇兑及使用、统计监测等管理规则进行了统一明确，符合债券市场统一发展要求。这对于境外发行人来说，更具透明性和可操作性。

在资金登记和账户开立方面，《通知》明确境外机构应委托境内主承销商代为到开户行办理资金登记相关手续，办理登记后即可开立境内发债专用账户，用于发债募集资金的归集和使用。同时，《通知》允许熊猫债分期发行中首期登记开户、后续发行后逐次报送发行信息，并可共用一个发债专户，便利了境外发行人统筹管理发债募集资金。

## 2、募集资金可留境内或汇往境外

《通知》不对境外机构发债募集资金是汇往境外还是留存境内使用进行限制，这有利于吸引不同资金用途的境外发行人进入熊猫债市场。同时，《通知》允许境外机构在境内按照按需交易原则开展外汇套期保值交易，管理境内发行债券相关汇率风险，且未对境外机构外汇衍生品交易对手数量作出限制。这实际上也为

熊猫债发行人将募集资金汇出境外提供了保障。

这是一个重要利好，在此前的实践中，因为离岸、在岸存在价差，存在发行人民币熊猫债以后，在境外购汇使用赚取汇差的情况，这显然不利于人民币国际化，所以本次直接在规则层面明确“不对熊猫债募集资金留存境内或汇出境外进行限制”。

不过，对比一年前人民银行、外汇局关于《境外机构境内发行债券资金管理规定（征求意见稿）》，可以看到本次《通知》中增加了“资金用途应与募集资金说明文件等所列内容一致”，因此业内专家推测未来银行可能还需要做一定程度的展业。

### 3、熊猫债外汇风险管理进一步完善

《通知》的另一大亮点是完善熊猫债外汇风险管理，境外机构可与境内金融机构开展外汇衍生品交易管理汇率风险。根据《通知》，境外机构可通过具备代客人民币对外汇衍生品业务资格的境内金融机构，按照实需交易原则办理外汇衍生品业务，管理境内发行债券相关汇率风险。

实际上，就在今年11月，人民银行、外汇局联合发布的《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》也优化了外汇风险管理政策，提出“进一步扩大境外机构投资者外汇套保渠道，并取消柜台交易对手方数量限制”。

对于境外机构而言，上述新规有利于境外机构发行熊猫债后，在境内做衍生套保的时候能够向国内多个金融机构询价和比价，并且能够降低境外机构在境内

的交易对手违约风险。

对于银行而言，如果未来有更多的熊猫债发行，也带来了新的发展机遇。一是可以去营销更多的熊猫债资金募集户；二是如果熊猫债调回境内使用，能够极大提升跨境人民币结算量；三是对于没有争取到募集户的银行，也可以争取熊猫债的外汇衍生套保业务。

从更长周期来看，随着我国债市市场开放进程的不断推进，可以吸引海外投资者参与国内资本市场，也可以吸引海外机构到国内市场进行融资，通过投、融资两端的开放提升国内资本市场的地位。

## 五、新规助力人民币国际化

本次《通知》发布标志着熊猫债新规正式落地，债券市场加速实现更高水平开放，能够进一步促进中国金融市场开放，深化债券市场改革。一是通过对熊猫债发行资金管理进行跨市场统一规范，完善了熊猫债市场的制度框架，进一步提升债券市场监管协调性和透明度，促进熊猫债市场健康发展。二是提升境外机构境内债券融资便利度，有利于境外机构融资渠道拓展与融资结构的优化。熊猫债市场有序扩容也有助于丰富债券市场投资标的，为投资者提供更加多元的投资产品，提高债券市场交易活力。三是熊猫债发行优化也将进一步增加人民币债券的流动性，提升人民币跨境结算需求，畅通人民币跨境循环，助力人民币国际化进程。

展望未来，预计熊猫债政策约束还将继续放松。实际上，近年来，熊猫债政

策约束明显趋于放开，鼓励支持类政策频频推出。具体看来：

2020年5月金融委发布的金融11条便提出“进一步完善熊猫债信息披露要求，细化熊猫债发行规则，鼓励有真实人民币资金需求的发行人发债，稳步推动熊猫债市场发展”。

2021年2月，国家外管局资本项目管理司司长叶海生发表的署名文章《深化改革稳步推进高水平资本项目开放》提到“完善境外机构境内发行债券(熊猫债)资金及汇兑管理政策”。同年7月，上海市政府发布的《上海国际金融中心建设“十四五”规划》亦明确提出“扩大‘熊猫债’发行规模……熊猫债累计发行规模由2020年的3937.20亿元增至2025年的7000亿元左右”。

2022年8月，央行召开2022年下半年工作会议时指出支持境外主体发行“熊猫债”。同年9月，央行发布的《2022年人民币国际化报告》在趋势展望部分的“稳步推进金融市场双向开放”中也明确指出支持境外主体发行“熊猫债”。

可见，此次《通知》只是熊猫债政策放松过程的一个代表性注脚。因此，大的方向看，预计未来熊猫债的政策约束将进一步放开，资金用途上还将进一步松绑。

与此同时，随着跨国企业和机构对中国境内资本市场和全球人民币业务的重视不断提高，境外发行人也期待熊猫债市场成为主流融资渠道之一。预计未来几年熊猫债会继续迅速发展，将吸引更多优质的境外企业、金融机构、开发机构和主权类发行人。

## 重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——  
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com/>  
e-mail: [runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)  
全国客服热线：4001182162