

# 一次具有里程碑意义的交易

## ——“熊猫债券”诞生记

○ 本刊记者 石化龙

2005年10月18日，国际开发机构首次在华成功发行人民币债券庆祝仪式在北京举行。财政部副部长李勇、世界银行行长沃尔福威茨和亚洲开发银行行长黑田东彦出席庆祝仪式并先后致辞。李勇副部长充分肯定了国际金融公司和亚洲开发银行在华成功发行人民币债券的重大意义。作为2005年中国深化改革开放的一项重要举措，“熊猫债券”的发行在推动中国资本市场发展的同时，为拓展和深化两机构与中国的合作开辟了新的渠道。世行行长和亚行行长在致辞中均表示愿借此机会，为推动中国债券市场的开放和发展、支持民营企业发展壮大做出积极贡献。

### 意愿由来已久

“熊猫债券”的首倡者正是此次债券的发行人之一国际金融公司（IFC）。2000年12月，IFC前执行副总裁彼得·沃奇致函财政部部长项怀诚，表达了发行人民币债券的兴趣，随后开始了长达5年的准备工作。据财政部国际司介绍，最初的主要争议在于，是否应该让国际机构利用中国国内资金。持否定观点的人认为，我们希望引进外资，但为什么要让外资利用中国的资金发

展？

两年之后，中国政府透露出允许境外机构在华发行人民币债券的意向。很快，IFC便在北京召开债券研讨会，与财政部、人民银行、发改委、国家外汇管理局、证监会及承销商分享交流IFC在其他新兴国家打开债券市场的经验。与此同时，亚洲开发银行（ADB）也与财政部在北京就此进行首次接触。此后，两机构分别在华举行各种各样的研讨会，时任亚行行长千野忠男还专门致函项怀诚部长，感谢财政部作为窗口单位在发行人民币债券一事上给予的支持和鼓励。

2003年11月，亚行与财政部在京联合举办“债券市场发展研讨会”，并就人民币发债事宜与财政部进行第一轮技术磋商。2004年7月，国务院明确由央行牵头制定允许外国金融机构发行人民币债券的具体管理办法。紧接着，亚行与财政部又在上海联合举办“跨国公司发行本币债券研讨会”，并进行第二轮技术磋商。在2005年2月的第三轮技术磋商中，双方重点讨论了发债收入自由兑换、免除税收代扣代缴义务、适用会计标准、信用评级机构等问题。

### 过程颇为曲折

随着时间的推移和经济的发展，在巨额贸易顺差和充足的流动性面前，资金显然已不是问题。目前，中国已成为全球第7大经济体，第4大贸易国，经济的强势增长已成为推动整个亚太地区发展和亚洲经济一体化的强大动力。同时，中国的债券余额达到6000亿美元，是1997年的5倍多。于是，中国政府将更多的注意力放在了债券市场的改革和开放上。2005年2月18日，财政部、人民银行、发改委和证监会联合发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（下称《管理办法》），规定符合人民币债券信用级别为AA级以上、已为中国境内项目或企业提供的贷款和股本资金在10亿美元以上等条件的国际开发机构，有资格发行人民币债券，所募资金应用于向中国境内的建设项目提供中长期固定资产贷款或提供股本资金，投资项目符合中国国家产业政策、利用外资政策和固定资产投资管理规定，不得换成外汇转移至境外。很快，IFC、亚洲开发银行获得发债资格并于2005年4月向财政部正式提交了发债申请。“熊猫债券”的诞生进入实质性阶段。

但是，国际金融机构在华发行人民币债券还面临着会计准则、评

级标准、税务等一系列“本土和国际的技术分歧”及一些细节问题需要解决。为尽快推动两机构发债工作取得实质性进展，财政部国际司采取务实、灵活的做法，做了大量的磋商和沟通工作后，将上述问题报告国务院并提出了中方的初步意见。鉴于目前国内评级市场尚未正式对外开放，国际上著名的评级公司在华只是设立了代表处，尚无资格开展实际业务，四部委建议，同意两机构的豁免申请，但仅限于本期债券和指定的国际评级公司，属于特殊处理。两机构下次发债以及其他机构发债时是否给予豁免，仍需视实际情况确定并报国务院批准。关于适用会计标准的问题，四部委认为，我国的会计准则将在2005年底之前完成与国际财务报告准则的趋同，建议暂不要求两机构按照中国会计标准重新编制报表，但要求在发行材料中披露其使用的会计准则与中国会计标准的主要差异和财务影响，以保障我国投资者的投资便利和权益。

2005年9月28日，随着国务院一纸批文，国际金融公司和亚洲开发银行获准成为首批在华发行人民币债券的国际多边金融机构，发行额度均为20亿元人民币，在全国银行间债券市场面向合格机构发行并交易。同时规定，对信用等级的豁免仅限于本次发债，下次发债是否给予豁免仍需报国务院批准。在适用会计标准上暂不要求采用中国会计标准编制报表，但需披露与中国会计标准的差异和影响。

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。因此，财政部长金人庆欣然挥笔，为境外金融机构在华首发本币债券题名“熊猫债券”。至此，酝酿了近5年的“熊猫债券”终于呱呱坠地，由“武士、



2005年10月18日，国际开发机构首次在华成功发行熊猫债券庆祝仪式在京举行。图为庆祝仪式结束后，财政部副部长李勇、世界银行行长沃尔福威茨等中外佳宾合影留念。

石化龙摄

扬基、龙、大狗……”这串奇异名称组成的显赫家族又添新丁。

财政部国际司有关人员告诉记者，“熊猫债券”的发行面临着中外发行惯例、语言、适用法律等大量问题，发行细节也没有先例可供参考，因此，这次发债应当说进行了许多大胆有益的尝试和探索，作为窗口单位的财政部做了大量卓有成效的工作。正如亚行行长黑田东彦在庆祝仪式上所说，如果没有包括财政部在内的有关部门的“大力协助和忘我工作，这次具有里程碑意义的交易就不可能成为现实”。

### 助力民企融资

记者了解到，通常情况下，当国际金融公司发行非美元债券时，它会通过掉期方式将发债收入换成美元，然后将其融入其用于借贷的总体资金中去。而熊猫债券与IFC在其他市场发行的债券最大的区别

在于，中国要求所筹集的资金应用于中国境内项目，不得换成外汇转移至境外。如此限制主要是为了降低贷款企业因汇率波动而面临的汇率风险。因此，两机构此次发债募集资金将主要投向国内民营部门，支持中小企业发展。这非常符合《管理办法》中有关资金主要投向“国内建设项目中长期固定资产贷款或股本金”的规定。因此，IFC将募集资金投向了3个项目：4.06亿元贷给广州发展实业控股集团股份有限公司，6500万元贷给美国美中互利工业公司旗下的和睦家医院，另外6.5亿元贷给上市公司安徽海螺水泥股份有限公司。

IFC工作人员介绍，借助此次发债，在市场接受了IFC的信用之后，后者可以运用信用增级等工具，在促进民营企业的发展方面扮演更积极的角色。比如IFC可采用伙伴信用担保的方式帮助民企发债。当政府准备让民营企业进入债

券市场时，如果市场对于某个公司的信用不那么认可，IFC 可以提供一部分担保，给市场更大的信心。“也就是说，我们可以通过部分担保的方式帮助新的发行人进入市场，给予民营企业在国内市场更好的融资渠道。能够获得中长期的融资，那是我们的长远战略。”IFC 的工作人员介绍道。

亚行行长黑田东彦称，“熊猫债券的发行是亚行在华业务的一个重要里程碑”。发行人民币债券的收入，将全部用于亚行在中国的项目，特别是为民营企业提供贷款，以“减少那些没有外汇收益的借款人的汇率错配损失”。

### 一项多赢举措

一个运行良好的债券市场有助于减轻中国对银行信贷的过分依赖，有助于更好地将巨额国内储蓄资金用于生产性投资，有助于改善货币政策和宏观调控的效果，并促进本地区实现区域经济和金融一体化的长远目标。据了解，此次熊猫债券的发行对中国债券市场的发展有多重意义，是自晚清时期的湖广铁路债券以来，第一次允许境外机构在境内发行本币债券，它将促进债券发行人的多样化，这是产品创新的一个重要因素。也标志着中国在债券发行的文件资料、信息披露和交易管理等方面向国际化迈出了一大步。此外，两机构成功发行人民币债券也证明，中国债券市场已经做好了迎接外国发行人和投资者的准备。

在此之前，我国实行资本项目管制，尚未允许国外机构在境内发行外币或人民币债券。国内债券市场主要还是财政部发行的凭证式和记账式国债、以国家开发银行为主的政策性银行发行的政策性金融债

以及少数中资企业发行的企业债。从2002年我国国债、金融债和企业债的发行情况看，国债占64%，金融债占32.5%，企业债只占3.5%。可以说，国内债券市场无论是债券种类还是发行规模都需要进一步发展。因此，适时引入国外的发行体参与国内的债券市场，无论从发展我国债券市场的角度，还是从资本市场开放的角度，都具有一定的积极意义。它将有利于我国学习、借鉴国际经验，推动国内债券市场更快更好地发展。这些在国际上享有盛誉的金融机构的进入，会使我们有机会加强对国际债券市场的制度规范、运作方式、信用评级和担保、支付清算、监管体系等金融基础设施以及在具体的债券品种结构、期限结构等方面的金融技术的了解和掌握，带动国内金融产品的创新或者相关制度的完善，促进我国债券市场的进一步发展。比如，迄今为止，国际金融公司已经发行过29种以所在国货币为计价币种的外国债券。熊猫债券的发行也是亚行自2004年2月以来，第4次在本地区进行的市场开拓性交易，此前，亚行在印度、马来西亚和泰国分别进行了3次开创性的债券发行。因此，在如何处理所在国金融安全和发行本币债券的关系方面，国际金融机构有着丰富的经验可资借鉴。

同时，吸收有影响力的国际金融机构在国内发行人民币债券，不仅可以提高其他国外发行人未来在国内发行债券的兴趣，而且有助于中国在未来亚洲市场建设和金融合作的进程中发挥更大作用，提升人民币的国际地位，扩大人民币的使用范围，减少对美元资产的依赖度，推动资本双向均衡流动，争取在世界金融体系中的“话语权”。

一些经济学家认为，允许多边

金融机构在我国市场举债，将有利于降低亚洲发生金融危机的可能性。目前亚洲许多国家和地区的产业结构趋同，基本都是出口导向型经济，大量的外贸顺差使该地区拥有了巨额美元储备，形成了货币上的错配。1997—1998年金融危机的根源就在于东南亚国家大量借入短期美元贷款用于当地的长期投资项目，由此带来期限和币种的双错配现象。而富有活力的国内债券市场使企业能够在不承担上述风险的前提下进行长期融资。在提高资源配置效益方面，债券市场优于只有银行作为中介机构的金融体系，而且面临的系统风险的可能性也要低得多。从长远来看，培育当地货币债券全球市场有助于解决全球不平衡问题，发展中的亚洲应该输入资金，而不是输出资金，如果能够借入本币债券，这种可能性就更大。

毋庸讳言，自1981年我国恢复发行国债以来，特别是以1997年6月银行间债券市场的启动为标志，中国债券市场的发展尤其迅速，为支持财政政策的实施、推动货币市场的发展和追求全局性宏观调控目标做出了重大贡献，也为中国经济彻底融入世界经济提供了金融平台。但同样不可否认的是，随着经济全球化进程的加快以及全球金融市场的日益融合，任何一个国家都不可能在全球化进程中独善其身，尤其是作为金融资本市场重要子市场的新兴的中国债券市场，无论从债券发行体、债券投资者还是发行币种来看，都还只能算是一个相对封闭的市场，因此，坚持与时俱进，“引进”和“走出”相结合，稳步推进开放水平，逐步与国际接轨，就成为中国债券市场发展、完善过程中的一个必然选择。