

LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION  
IMPACT  
PLAN

# 熊猫债发行量维持高位，外资发行占比创六年新高

## ——熊猫债市场 2025 年回顾与 2026 年展望

联合资信 主权部 | 程泽宇

2025 年熊猫债发行规模突破 1,600 亿元，高居历史第二位，这主要得益于中国境内市场的融资成本仍具有较大优势、熊猫债相关制度优化政策持续出台、人民币国际化程度持续提升以及人民币汇率走强等因素。本年度，境内市场继续保持低利率环境，熊猫债的平均发行成本继续创历史新低，熊猫债发行人结构更加优化，外资背景的熊猫债发行主体占比创 2019 年以来新高。

展望 2026 年，在境内融资成本保持低位、人民币国际化持续推进、再融资需求维持高位以及熊猫债主体多元扩容的背景下，预计熊猫债仍将保持较高热度，发行量或继续保持在历史高位。

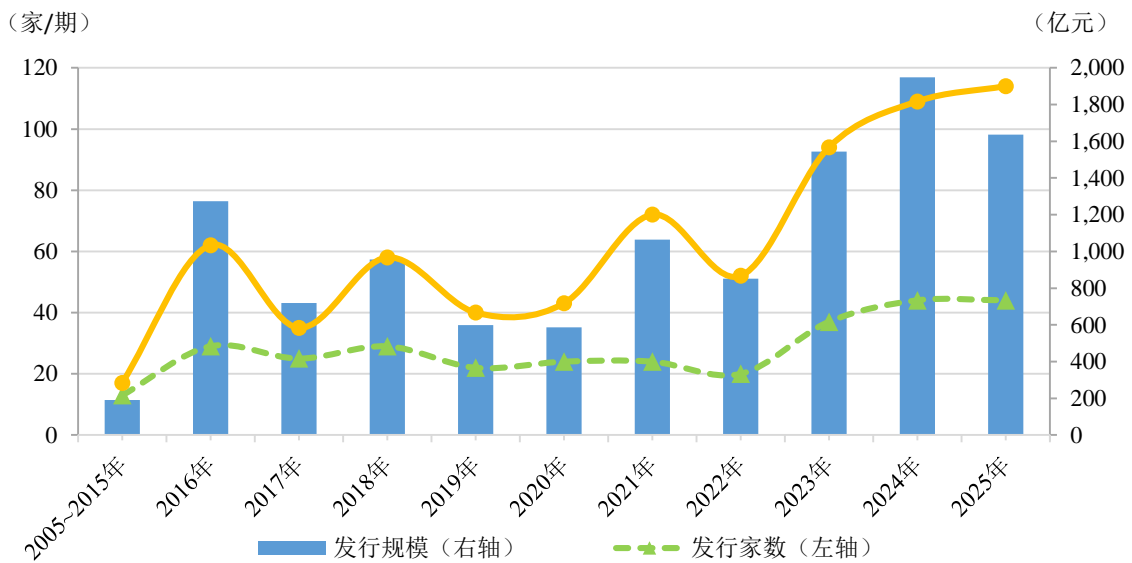


联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



## 一、2025 年熊猫债发行概况

近年来熊猫债发行规模呈现上涨趋势，2025 年熊猫债发行规模突破 1,600 亿元，高居历史第二位。具体来看，2025 年共有 44 家主体累计发行熊猫债 114 期，发行规模总计 1,636.6 亿元，发行主体家数与去年保持一致，发行期数较去年同比增长 4.5%，创历史新高，发行规模虽在去年高基数效应下同比下降 16.0%，但依旧处于历史高位区间。



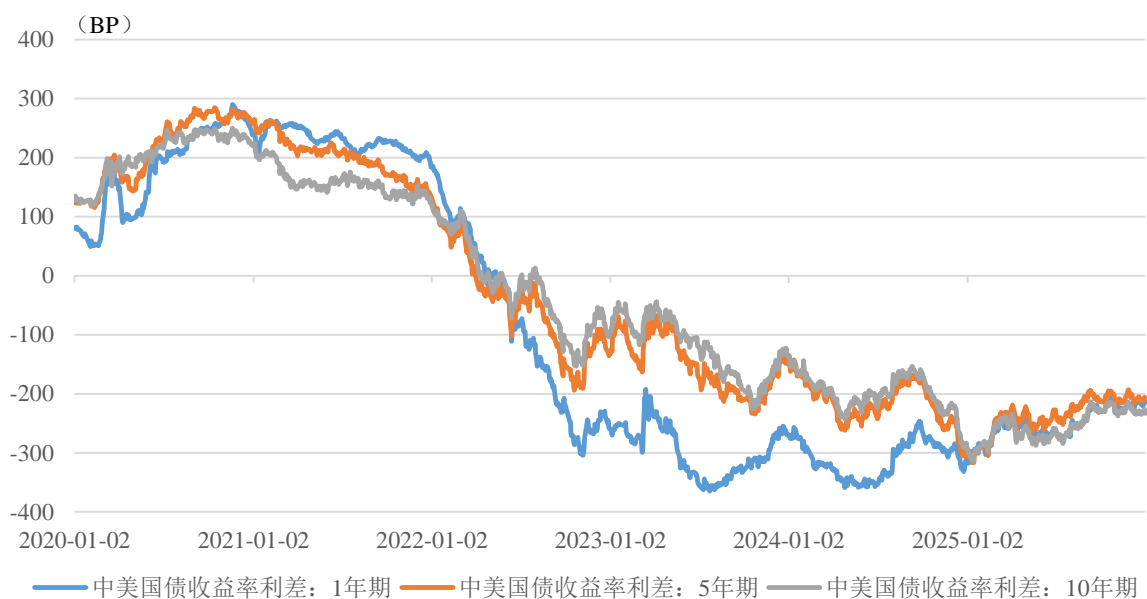
数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 2005—2025 年熊猫债发行情况

2025 年熊猫债发行量继续处于历史高位区间，主要得益于以下三方面原因：

一是虽然欧美央行持续推进降息导致利差空间有所收窄，但中国境内市场的融资成本仍具有较大优势，熊猫债市场对境外发行人的吸引力依旧较大。2025 年以来，中国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，新质生产力动能强劲，但仍面临国内需求不足、国际环境复杂严峻等困难和挑战，在此背景下中国人民银行适度宽松的货币政策持续发力，下调存款准备金率，保持流动性合理充裕；下调政策利率，带动贷款市场报价利率（LPR）下行，引导社会综合融资成本持续下降，新发放企业贷款利率保持历史低位，为实体经济提供了更有力的金融支持。另一方面，受劳动力市场趋向疲软以及经济下行压力增大等因素影响，2025 年欧美国家央行继续采取宽松的货币政策，欧洲央行年内累计降息 4 次合计 100 个 BP，美联储 9 月起继续启动降息，年内累计降息 3 次合计 75 个 BP。以中美利差为例，中美各期限国债收益率利差自 2022 年中倒挂以来持续走扩，2024 年因美联储逐步转向货币宽松，中美利

差倒挂小幅收窄，但随着美国大选后特朗普获胜，其关税政策导致美国再通胀预期回升，对美联储降息节奏产生一定影响，中美利差倒挂幅度再度加深。2025年以来，美国劳动力市场疲态逐步显现且再通胀压力较小，支撑美联储多次下调基准利率，导致各期限中美利率收窄，截至2025年末，1年期、5年期和10年期中美利差分别录得-214.1BP、-209.8BP、-232.9BP，较上年末走扩91.1个、86.8个和57.8个BP。虽然欧美央行持续推进降息导致利差空间有所收窄，但中国境内市场的融资成本优势仍具有较大优势，熊猫债市场对境外发行人的吸引力依旧较大。



数据来源：Wind，联合资信整理

**图 1.2 2020—2025 年中美各期限国债收益率利差走势**

二是熊猫债相关制度优化政策持续出台，为熊猫债发行提供制度便利。2025年2月，交易商协会在《中国绿色债券原则》的总体要求下，研究制定并发布《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》（以下简称《通知》）。《通知》明确了绿色熊猫债以下三方面机制：一是引入框架发行这一国际绿债市场惯例，外国政府、国际开发机构（以下简称“两类机构”）和优质境外主体可使用其绿色债券框架发行绿色熊猫债。二是对于两类机构，在绿色项目认定依据、募集资金管理方式、存续期信息披露等方面，允许其采取与国际市场惯例相一致的安排。三是对于境外非金企业，根据《中国绿色债券原则》，增加使用中欧《可持续金融共同分类目录报告-减缓气候变化》和欧盟《可持续金融分类方案-气候授权法案》作为绿色项目认定依据。2025年7月，国家发展改革委等七部门联合发布《关于实

施鼓励外商投资企业境内再投资若干措施的通知》，对符合条件的外商投资企业境内再投资所需的外方关联股东贷款、“熊猫债”，优化管理流程，纳入“绿色通道”管理，即对外资发行人资金划转流程实施快速通道管理，并可同步享受税收抵免、弹性土地出让等配套优惠，有助于降低企业融资成本，增强外商投资信心。

三是人民币国际化程度持续提升及人民币汇率走强，增加了人民币资产的吸引力，为熊猫债的发展奠定了良好基础。近年来，人民币国际化在跨境收支、金融交易、外汇储备、货币互换等多个领域持续取得新进展，熊猫债券作为推动人民币国际化的重要工具，已获得中国金融政策的持续支持。根据环球银行金融电信协会（SWIFT）数据，2025年3月人民币在全球支付中占比为4.13%，继续位居全球第四大支付货币。但4月以来受美国“对等关税”政策及人民币跨境支付系统（CIPS）启用的影响，11月人民币在全球支付中占比为2.47%，位居全球第六大支付货币。中国作为全球第一大货物出口国为人民币融资提供了天然场景，2025年11月人民币在全球贸易融资中的占比为8.48%，创历史新高并且位居全球第二大贸易融资货币。人民币国际储备占比总体稳定，根据国际货币基金组织（IMF）数据，截至2025年二季度末，全球央行持有的人民币储备规模为2,553.7亿美元，占比升至2.12%，已连续3个季度保持全球第六大储备货币地位。

中国人民银行不断深化与境外央行间的货币合作，截至2025年9月末，中国人民银行共与32个国家和地区的中央银行或货币当局签署了双边本币互换协议，互换规模接近4.5万亿元，这些协议有助于支持双边贸易投资活动，节约汇兑成本并降低汇率风险。2025年以来，人民币汇率在复杂的国际环境下基本保持稳定，呈现先贬后升、双向波动的特征。虽然特朗普政府重返白宫后采取“对等关税”政策，但中国依靠高附加值商品出口、增强与东盟等区域的贸易合作，2025年1—11月中国首次突破万亿美元贸易顺差，积累了大量外汇储备，对稳定人民币汇率起到积极作用。截至2025年末，美元兑人民币汇率收于7.0288，较年初小幅下跌2.2%，人民币汇率走强。

## 二、2025年熊猫债市场呈现的特点及新趋势

### 境内市场继续保持低利率环境，熊猫债的发行期限向中长期集中，平均发行成本<sup>1</sup>继续创历史新低

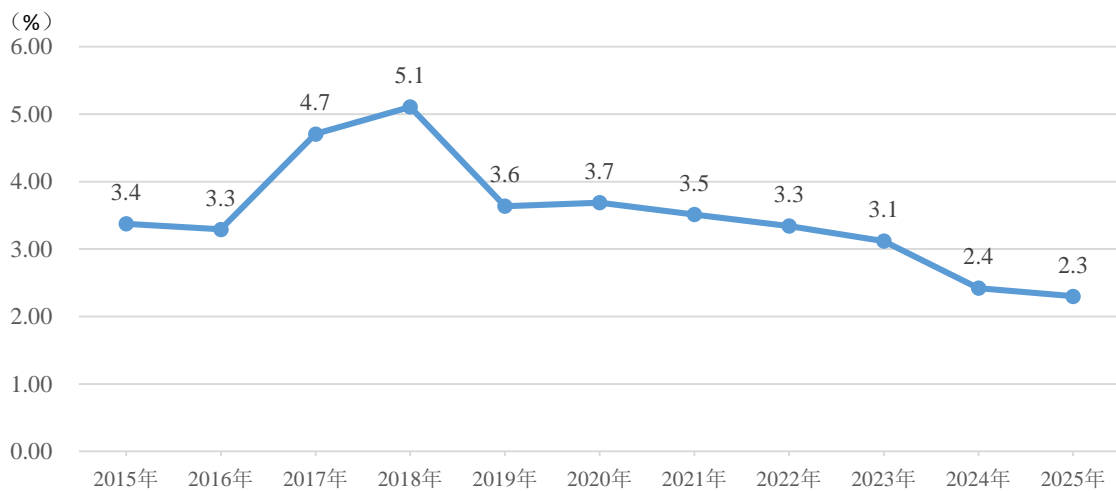
得益于中国人民银行适度宽松货币政策的持续发力，我国各期限债券收益率年内平稳下降。低利率融资环境有助于吸引在华有实际业务的境外发行人赴华融资，在此

<sup>1</sup> 数据样本为银行间债券市场发行的3年期AAA级熊猫债样本，对其平均固定利率进行算数平均。

期间熊猫债发行量在 6—7 月达到发行高峰，熊猫债的月度发行规模与我国利率走势存在显著的相关性，说明低利率优势有助于推高相关发行主体的人民币融资意愿。

2025 年，熊猫债的期限结构更加合理，发行期限向中长期集中，3 年期和 5 年期发行规模占比合计超过 80%，较上年大幅增长近 20 个百分点，其中 3 年期仍为最主要的期限类型，发行规模占比超过 60%；此外，10 年期发行规模占比则下降至 1.9%，较上年减少 3.5 个百分点。

我们选取在银行间债券市场发行且样本数量较多的 3 年期 AAA 级熊猫债样本，该样本的平均固定利率为 2.3%，同比下降 0.1 个百分点，创下自熊猫债诞生以来新低，进一步彰显出中国境内债券市场融资成本较低的优势。



数据来源：Wind，联合资信整理

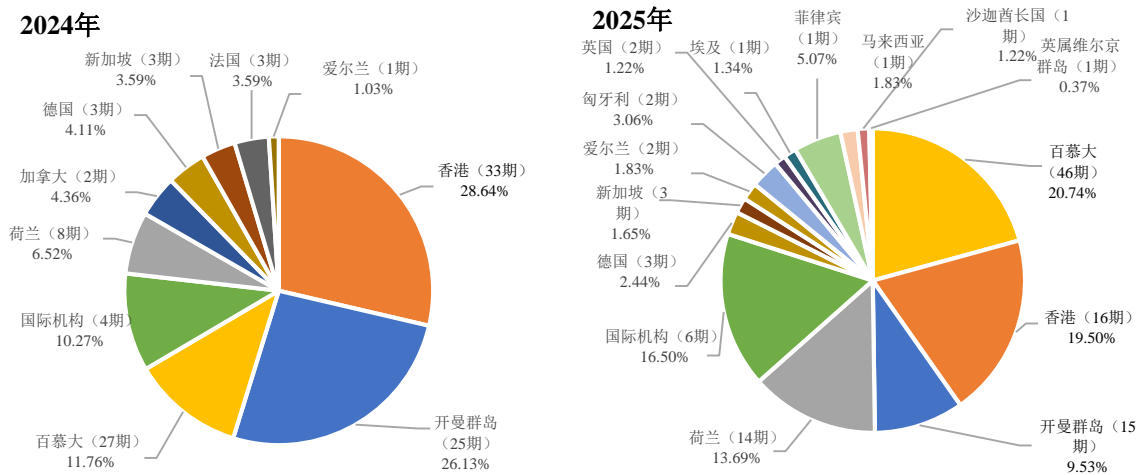
图 2.1 2015—2025 年银行间 3 年期 AAA 级熊猫债平均固定利率

### 熊猫债发行人结构更加优化，外资背景的熊猫债发行主体占比创 2019 年以来新高

2025 年，熊猫债发行人结构更加优化，巴斯夫、拜耳公司、香格里拉（亚洲）、书赞按诺等跨国企业在银行间市场继续发债融资，外资背景的熊猫债发行主体占比继续回升，所发熊猫债规模占发行总额的 52.8%，较上年末显著提升 15.2 个百分点，继 2019 年以来占比再次突破 50%。本阶段熊猫债发行人来源更加多元化，与上年相比新增匈牙利（2 期）、英国（2 期）、菲律宾（1 期）、马来西亚（1 期）、沙迦酋长国（1 期）等地的发行人，表明熊猫债已得到越来越多国家和地区的认可。

另一方面，中资背景的熊猫债发行主体所发熊猫债规模占发行总额的 47.2%，较上年末的 62.4%显著回落。此外，随着注册地在百慕大群岛的企业逐步增长，本年度熊猫债发行主体注册地主要以百慕大群岛为主（20.7%）；注册地在香港所发熊猫债的

规模为 319.1 亿元，占发行总额的 19.5%，较上年回落 9.2 个百分点，占比降至第二位。不难看出，熊猫债发行主体更加多元，注册地呈现分散趋势。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 2024 年和 2025 年熊猫债发行主体注册地分布

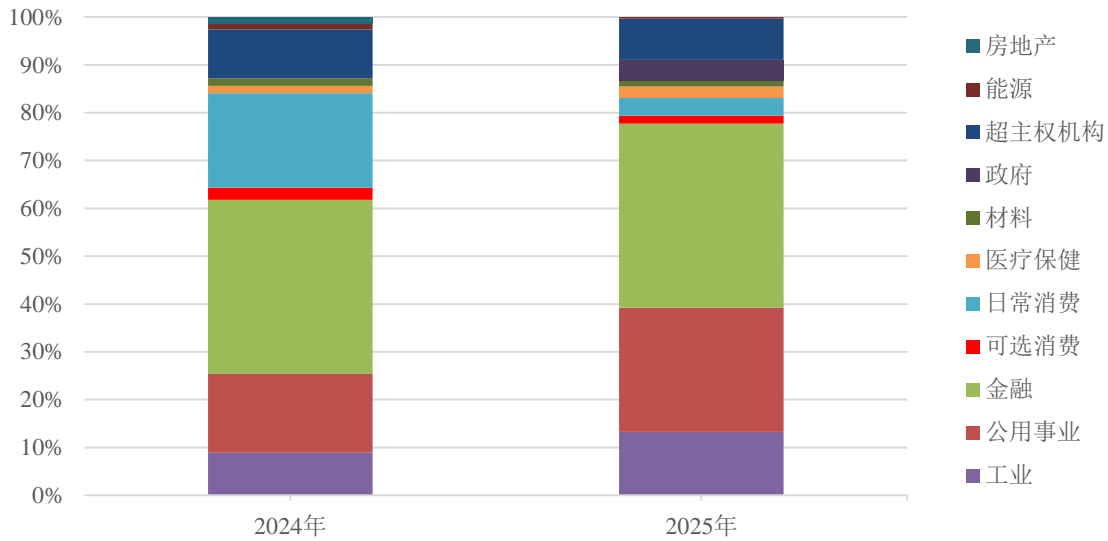
### 熊猫债发行主体的行业分布较为多元，金融主体所发熊猫债规模稳居市场第一，日常消费行业的主体所发熊猫债规模显著回落，新增主权熊猫债发行

熊猫债发行主体的行业分布较为多元，涵盖工业、公用事业、金融、可选消费、日常消费、医疗保健、政府及超主权机构等。

2025 年，熊猫债的发债主体类型主要集中在金融行业，共计发行熊猫债 629.0 亿元，占发行总额的比重较上年大幅增长 2.0 个百分点至 38.4%，成为发行市场份额最高的行业。其中，新开发银行发行 2 期熊猫债，发行规模合计 130.0 亿元，成为本年度发行规模最大的金融主体。本年度公用事业行业发行熊猫债 425.0 亿元，占发行总额的比重大幅增长 9.5%至 26.0%，是本年度熊猫债发行占比增速最快的行业。其中，中国电力国际发展有限公司发行 5 期熊猫债，发行规模合计 100.0 亿元，成为本年度发行规模最大的公共事业主体。

日常消费行业主体所发熊猫债规模显著回落，发行规模降至 60.0 亿元，占发行总额的比重同比大幅下跌 16.0 个百分点至 3.7%，由去年的发行规模占比第二位下降至第六位。超主权机构所发熊猫债规模有所下降，其发行规模减少至 142.0 亿元，占发行总额的比重较上年下降 1.6 个百分点至 8.7%。

值得注意的是，本年度新增匈牙利和沙迦酋长国主权熊猫债发行，但无新增房地产行业的熊猫债发行主体。



数据来源：Wind，联合资信整理

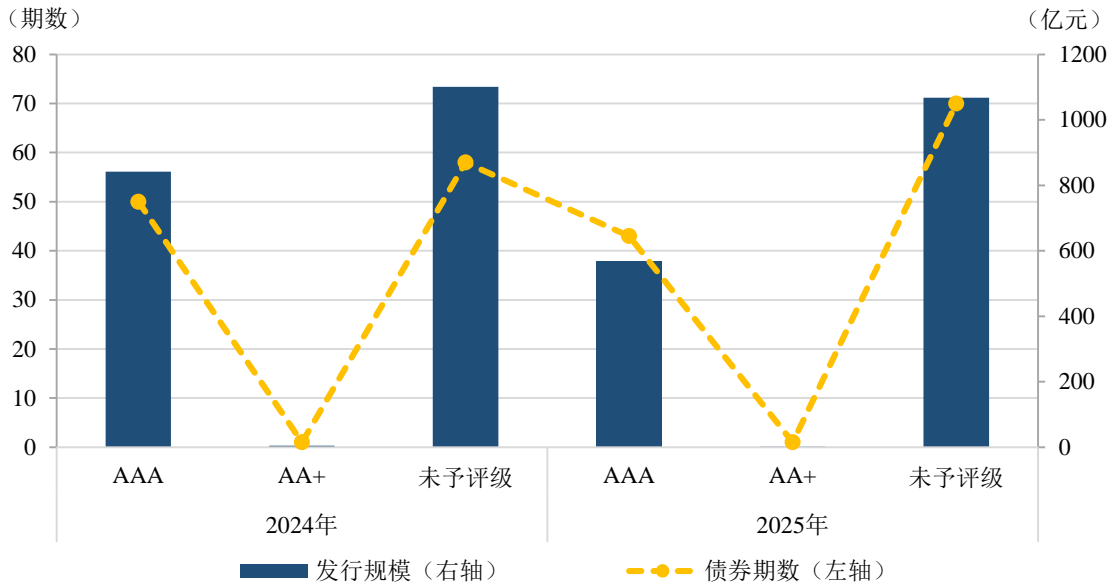
图 2.3 2024 年和 2025 年熊猫债主体类型及行业分布（按规模）

### 附评级发行的熊猫债数量有所减少，债券信用等级仍主要集中在 AAA 级别

2025 年熊猫债附评级发行的数量有所减少。本年度发行的 114 期熊猫债中共有 44 期进行了债项评级，占比为 38.6%，较上年的 46.8% 减少 8.2 个百分点。本年度附评级发行熊猫债多数为中期票据，在附评级熊猫债发行规模中占比超过 58%。

在附评级发行的债券中，等级分布主要集中在 AAA 级，说明发行主体信用质量保持良好。具体来看，本年度 AAA 级债券共计发行 43 期，发行规模达到 566.6 亿元，发行规模占比达到 34.6%；另有 1 期规模为 2.0 亿元的 AA+ 级债券发行。

本年度未予评级的熊猫债有 70 期，累计金额达 1,068.0 亿元，发行规模占比较上年增长 8.7 个百分点至 65.3%。本年度未予评级的熊猫债以中期票据为主，在未予评级熊猫债发行规模中占比超过 42%。此外，国际机构债因发行主体信誉良好或得到其他超主权机构的信用担保，8 期国际机构债豁免评级。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 2024 年和 2025 年熊猫债债项信用等级分布情况

### 可持续发展主题熊猫债发行规模继续回落，绿色熊猫债发行规模占比最高，产品创新更加活跃，本年度新增科创熊猫债

在联合国可持续发展目标和我国“双碳”目标的引领下，近年来国际机构在我国债券市场发行可持续发展主题债券<sup>2</sup>的意愿明显增强。2023 年，熊猫债产品类型在可持续发展领域创新不断，其中绿色熊猫债、碳中和债、可持续发展熊猫债等品种持续发行，乡村振兴债、可持续挂钩债、科创债等创新品种不断涌现。但 2024 年以来，受国际能源价格逐步回归理性，各国通胀压力得到显著缓解，境外发行主体短期绿色融资需求回落，可持续发展主题熊猫债发行规模逐步降温，2025 年发行规模进一步降低至 122.0 亿元，较上年同比下滑 28.2%。从债券品种来看，2025 年可持续发展主题熊猫债以绿色熊猫债为主，发行规模占比最高（30.3%），碳中和债占比（24.6%）位居第二；本年度新增乡村振兴、两新<sup>3</sup>和蓝债<sup>4</sup>等品种熊猫债，说明可持续发展主题熊猫债品种更加多元。

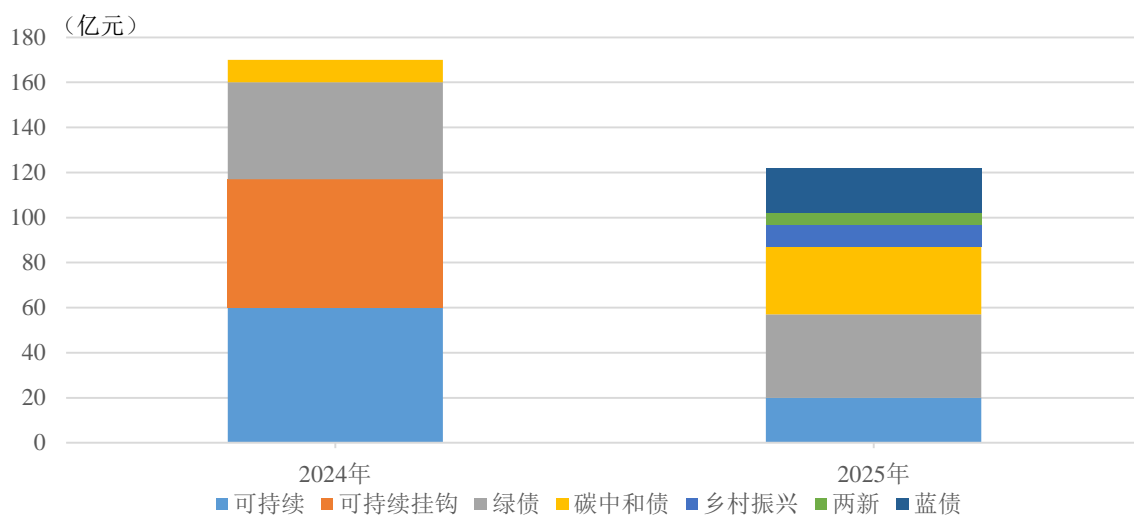
另一方面，产品创新更加活跃，本年度新增科创熊猫债。2025 年 5 月，中国人民银行与中国证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，从丰富科技创新债券产品体系和完善科技创新债券配套支持机制等方面提出支持科创债发

<sup>2</sup> 可持续发展主题债券包括绿色债、社会责任债、可持续发展债、可持续发展挂钩债。

<sup>3</sup> 两新债券是指募集资金专项用于支持设备更新、消费品以旧换新以及回收循环利用。

<sup>4</sup> 蓝债是指募集资金专门用于支持可持续海洋经济、海洋生态保护和水资源管理。

行的若干举措。尤为关键的是，该政策实质性地为科创熊猫债的推出创造了政策条件。2025年7月，国家发改委等七部门印发《关于实施鼓励外商投资企业境内再投资若干措施的通知》，通过明确熊猫债的再投资工具地位、简化跨境资金使用流程、引导资金投向高科技领域，实质性地为科创熊猫债的发行和落地奠定了基础。在政策的协同效应下，信义光能控股有限公司成功发行全国首单中长期科创熊猫债，该公司专业从事光伏玻璃的研发生产及光伏电站的开发建设，债券募集资金将用于补充集团内子公司的营运资金。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 2024 年和 2025 年可持续发展主题熊猫债发行情况

### 三、2026 年熊猫债市场展望

**熊猫债融资成本有望继续维持低位，美联储货币政策或继续宽松但降息节奏存在显著分歧，人民币的相对融资成本优势仍存，但中美利差倒挂幅度或将继续收窄**

2026 年初中国人民银行召开年度工作会议，明确提出将继续实施适度宽松的货币政策，并将“促进经济稳定增长”与“推动物价合理回升”作为当前阶段货币政策的核心考量。会议强调，要灵活高效运用降准、降息、公开市场操作等多种政策工具，保持银行体系流动性合理充裕，维持社会融资条件相对宽松，引导金融总量实现合理增长、结构优化和节奏均衡。在此背景下，市场普遍预期 2026 年央行将至少实施一次全面降准，并可能下调政策利率 10~20 个 BP，推动 LPR 进一步下行，使境内融资成本继续维持在历史低位区间，不仅有助于缓解地方政府和企业债务压力，也将为熊猫债市场营造流动性充裕、发行成本较低、投资者信心稳定的良好环境。

美联储在 2025 年 12 月议息会议的最新声明中，全面评估了当前美国的经济形势与政策前景，指出当下美国经济不确定性依然偏高，就业面临的下行风险在近几个月显著增加，预计 2026 年将继续采取降息举措。但美联储的降息节奏存在显著分歧，12 月议息会议的点阵图显示，部分美联储官员认为当前利率区间已接近中性水平，政策立场从限制性向中性过渡，应暂缓降息节奏；部分官员认为美联储应大幅降息，以支持劳动力市场修复。美联储内部的政治分歧愈发显著，尤其是在美联储主席换届的关键节点，美联储货币政策和政治干预之间的博弈成为影响美联储货币政策的重要变量。整体看，2026 年美联储货币政策或继续宽松，但降息节奏存在显著分歧，中美利差仍将维持倒挂态势，人民币的相对融资成本优势仍存，但利差倒挂幅度或将继续收窄。

### **人民币国际化有望持续推进，熊猫债相关制度法规有望持续完善，为熊猫债市场发展提供良好的外部条件**

当前，全球政治经济秩序发生深刻调整，经济增长放缓、全球产业链重塑、地缘政治冲突不断等各类风险因素交织。在此背景下，促进国际货币体系继续朝着多元化方向迈进，反映了广大新兴经济体和发展中国家的迫切需求和共同期待。中国作为全球第二大经济体及第一贸易大国，其货币的国际化程度及国际地位仍有待进一步提升。预计未来一段时期内人民币国际化有望持续推进，尤其是在跨境投融资领域，将为熊猫债市场的发展奠定坚实的基础。从人民币汇率来看，2026 年人民币汇率有望在“温和升值、双向波动”中展现韧性，核心支撑来自中美货币政策分化收窄、中国经济温和复苏及出口结构优化。美联储大概率进入降息观察期，美元指数趋势性走弱，而国内经济的“内生动力”较强，进一步夯实汇率基本面。中国人民银行将继续通过中间价引导和逆周期调节工具，有效管理市场预期、防止单边投机，叠加高企的贸易顺差和稳定的结汇需求，为人民币汇率稳定提供有力支撑。以上举措不仅提升了人民币资产的全球竞争力与吸引力，也为熊猫债发行提供良好的市场环境。

2026 年初中国人民银行工作会议明确提出，欢迎更多符合条件的境外主体发行熊猫债，进一步深化金融市场高水平开放，并持续优化“债券通”“互换通”等互联互通机制安排。随着政策端不断释放积极信号，叠加中国债券市场被纳入更多国际主流指数，全球主权财富基金、养老金及资产管理公司等长期投资者对熊猫债的配置需求稳步上升，有望吸引更多外国政府、国际多边机构以及跨国企业参与中国债券市场。预计 2026 年熊猫债的相关制度法规有望持续完善，为熊猫债市场发展提供良好的外部条件。

## 2026 年熊猫债市场将面临到期偿付高峰，再融资需求或将对熊猫债市场形成良好支撑

截至 2025 年末数据显示，2026 年将有 80 期熊猫债到期，待偿金额共计 1,132.3 亿元，较上年大幅增长近 100%，创历史到期偿付高峰。具体来看，5 月和 11 月将是熊猫债到期偿付高峰，待偿金额分别为 180.0 亿元和 152.0 亿元，合计占到全年待偿总额的 30%。从待偿主体来看，新开发银行（105.0 亿元待偿）、宝马中国资本有限公司（85.0 亿元待偿）、北京控股有限公司（80.0 亿元待偿）等面临较大偿付压力，预计在境内市场保持良好的融资环境的背景下，这些主体将通过再融资的方式对到期熊猫债进行偿付，这也将对熊猫债发行形成良好支撑。

### “一带一路”倡议与多边机制协同推进，熊猫债市场迎来多元主体扩容机遇

在中国持续深化对外经济合作与金融开放的宏观背景下，“一带一路”倡议已推动百余个国家的基础设施互联互通与经贸投资合作，这一战略框架显著提升了中国与沿线国家在贸易、投资和工程项目中的人民币使用需求，催生了大规模跨境人民币结算的实际应用场景。与此同时，上海合作组织（SCO）和金砖国家（BRICS）等多边合作机制不断强化成员国之间的金融协作。近年来，中国已与俄罗斯、巴西、南非、阿联酋等多个上合及金砖伙伴国签署或续签双边本币互换协议，有效降低了对美元等第三方货币的依赖，增强了区域金融稳定性。上述制度性安排与市场基础共同为熊猫债发行创造了有利条件，吸引包括匈牙利、沙迦酋长国等主权国家，德国戴姆勒集团、托克集团等跨国企业以及新开发银行、亚洲开发银行等多边金融机构来华发行熊猫债。随着人民币跨境使用基础设施不断完善、市场开放程度持续提升，预计 2026 年熊猫债会继续扩容，吸引更加多元的熊猫债发行主体。

总体来看，在境内融资成本保持低位、人民币国际化持续推进、再融资需求维持高位以及熊猫债主体多元扩容的背景下，预计 2026 年熊猫债仍将保持较高热度，发行量或继续保持在历史高位。

*联合资信自 2015 年起开展熊猫债评级业务。截至 2025 年末，联合资信已累计为 135 期熊猫债提供评级服务，发行规模合计逾 1,785 亿元。在主权熊猫债方面，联合资信累计为 4 个主权政府（包括次主权政府）在中国境内发行的 11 期熊猫债提供评级服务，在所有评级机构中排名第一。其中包括首单中东地区（18 沙迦人民币债 01）、首单东盟地区（18 菲律宾人民币债 01BC）、首单欧元区（19 葡萄牙人民币债 01BC）及首单绿色主权熊猫债（21 匈牙利债 01BC）等评级项目。*

2025 年，在有债项评级的 44 期熊猫债中，联合资信为其中 19 期提供了债项评级服务，市场占有率高达 43.2%，在所有评级机构中排名第一。其中包括北京能源国际控股有限公司、香格里拉（亚洲）有限公司、托克集团有限公司等。此外，联合资信还为匈牙利和沙迦酋长国提供了债项评级服务，主权熊猫债市场占有率高达 100%。

## 联系人

投资人服务 010-85172818-8088 [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 相关研究

[熊猫债发行量再创历史新高，外资发行占比显著提升——熊猫债市场 2024 年回顾与 2025 年展望](#)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。