



发行规模加速放量，主权熊猫债不断涌现

——熊猫债市场 2026 年上半年回顾与下半年展望

联合资信 主权部 | 张敏 张振 程泽宇

2026 年，熊猫债市场迎来“爆发式”增长，前七个月发行规模突破 1,900 亿元，已超历年全年发行量，全年发行规模将创历史新高。值得注意的是，越来越多的纯外资主体进入熊猫债市场，尤其是主权政府类发行人，上半年包括斯洛文尼亚、哈萨克斯坦和印度尼西亚等多家外国政府首次亮相熊猫债市场，创熊猫债市场开创以来主权熊猫债发行规模之最。

展望 2026 年下半年，在境内融资成本继续保持相对优势、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，预计熊猫债市场仍将保持较高热度，发行量将继续保持增长。



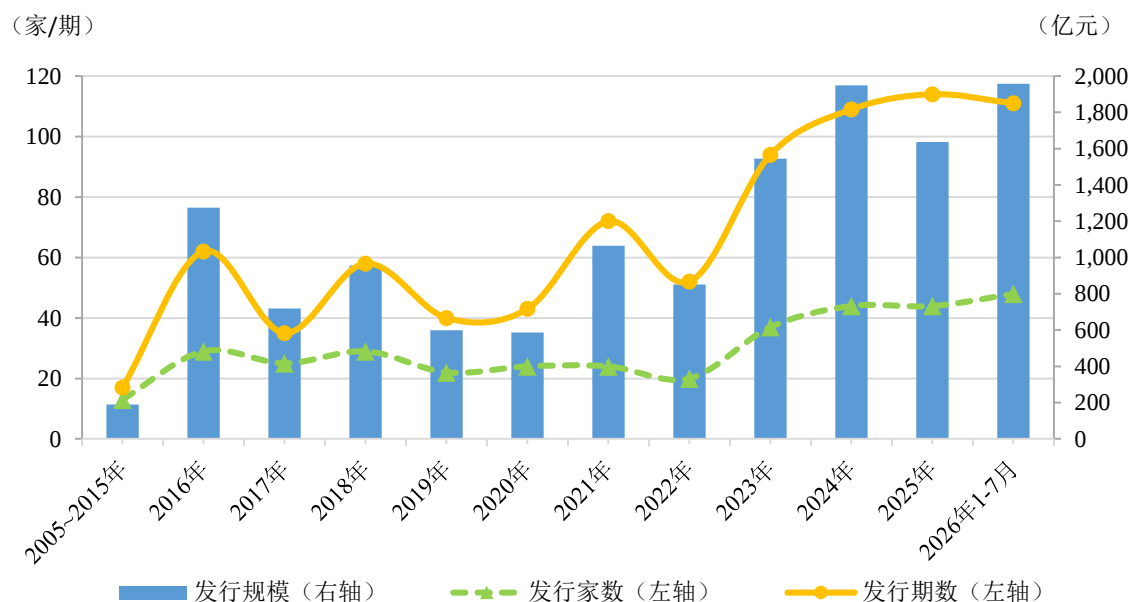
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、2026 年熊猫债发行概况

2026 年以来，熊猫债市场延续扩容态势，发行规模与节奏均显著加快。2026 年 1—7 月，熊猫债累计发行规模达 1,957.3 亿元，较上年同期增长 67.8%，已超上年全年发行总额，创历史同期新高。

从发行主体与期数来看，1—7 月共有 48 家主体累计发行 111 期熊猫债，发行主体数量及期数较上年同期分别增长 41.2%和 79.0%，市场参与度与活跃度明显提升。从月度分布来看，3 月（378.0 亿元）、7 月（357.0 亿元）和 1 月（300.0 亿元）为本阶段发行规模前三位，合计占前 7 个月发行规模总量的 52.9%。

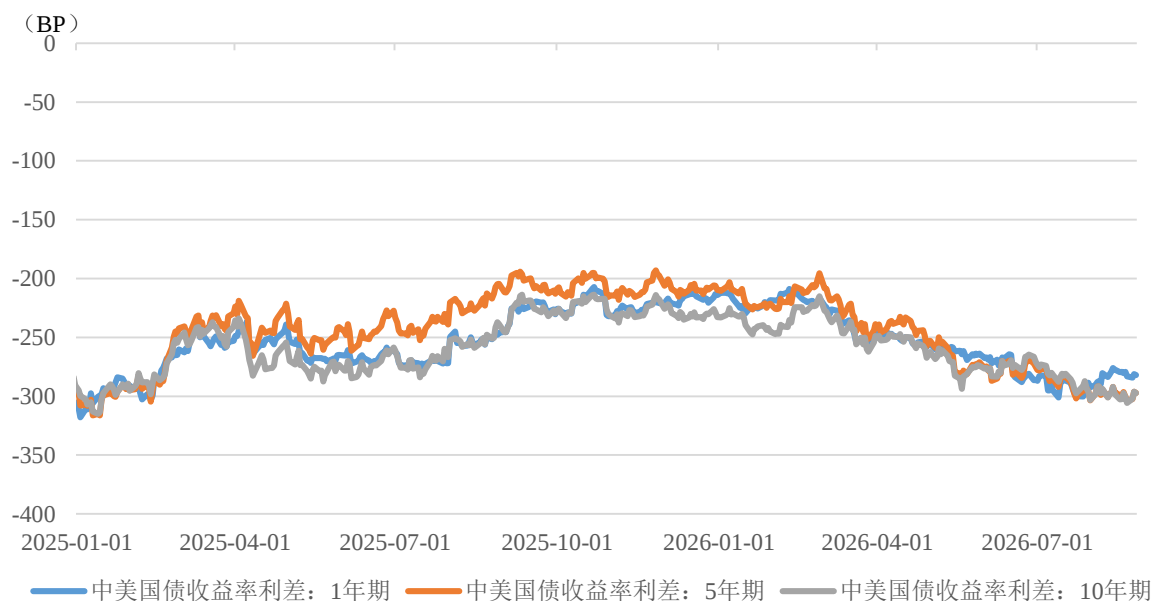


数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 2005—2026 年熊猫债发行情况

2026 年以来，熊猫债发行量呈现“爆发式”增长，创下历年同期发行规模之最，主要得益于以下三方面原因：

一是中美利差持续倒挂带来显著的融资成本优势，人民币融资吸引力依旧较大。2026 年以来，中国经济运行总体平稳，但仍面临国内需求不足、外部环境复杂严峻等挑战。在此背景下，中国人民银行继续实施适度宽松的货币政策，综合运用逆回购、中期借贷便利、买卖国债等多种政策工具，保持流动性充裕，直接带动熊猫债发行利率中枢整体下行。另一方面，受美国通胀疑虑升温，以及市场对美国财政赤字和长期债券供给的担忧，美债收益率持续攀升，中美 10 年期国债收益率的利差倒挂幅度由年初 200 个基点走扩至 300 个基点。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 2025—2026 年中美各期限国债收益率利差走势

二是熊猫债优化政策持续释放红利，为熊猫债发行提供制度便利。2026 年初召开的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”。6 月陆家嘴论坛上，中国人民银行行长潘功胜重申“稳步发展熊猫债市场”。近年来，人民银行遵循市场化、法治化、国际化的原则，持续优化注册发行、信息披露、资金使用等机制安排。包括，持续简化发行流程、优化备案审核机制，并允许募集资金灵活跨境使用；境外非金融企业在银行间市场发行熊猫债实行注册制安排，由银行间市场交易商协会负责注册制管理；发行渠道和路径更加丰富，已形成公开发行、定向发行和储架发行的标准化模式；“债券通”“互换通”等互联互通机制安排持续优化；我国同其他国家之间的会计准则等效、审计监管合作等制度安排不断完善。以上制度优化举措从多角度提升了境外机构的发行与投资便利性，制度政策持续释放利好条件为熊猫债市场的扩容提供了坚实的制度基础。

三是人民币国际化程度持续提升及人民币汇率保持平稳运行，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。根据 SWIFT 数据，2026 年 6 月人民币全球支付占比升至 3.1%，全球支付排名重回第五位。汇率方面，人民币汇率在复杂的国际环境下展现出较强韧性，保持平稳运行。人民银行坚持市场供求在汇率形成中的决定性作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。人民币

汇率保持平稳运行，有效降低发行人汇率对冲成本。截至 2026 年 6 月末，境外投资者持有熊猫债占比达 15.1%，在我国各类型债券产品中保持领先，1—6 月境外机构累计增持 136 亿元。人民币国际地位的稳步提升与汇率的稳定运行，为熊猫债市场持续扩容创造了良好的外部条件。

二、2026 年以来熊猫债市场呈现的特点及新趋势

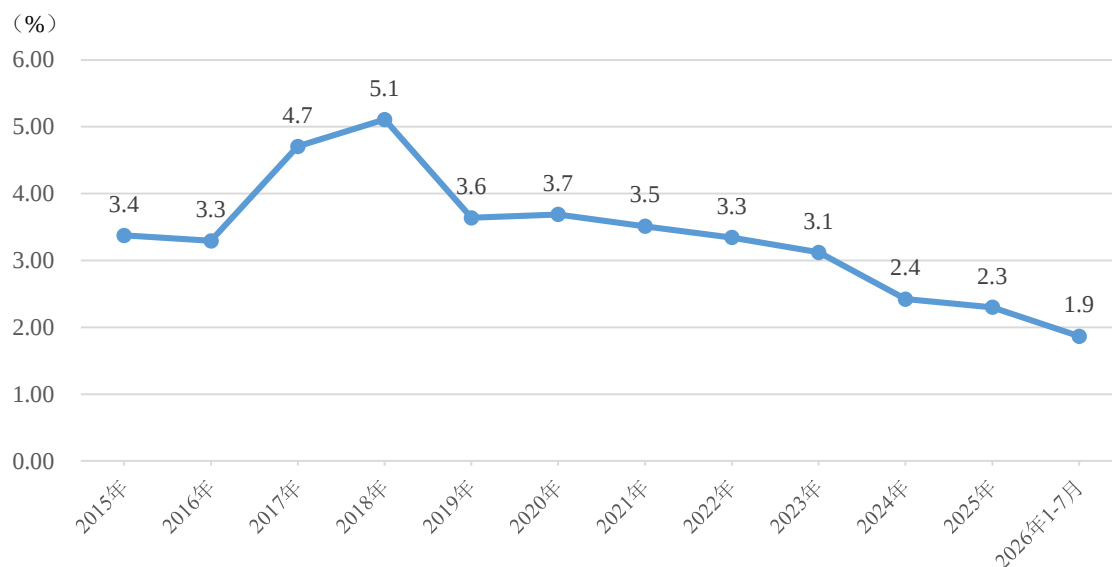
境内市场继续保持低利率环境，熊猫债的发行期限向中长期集中，平均发行成本¹继续创历史新低

2026 年以来，中国人民银行继续实施适度宽松的货币政策，社会融资环境整体宽松，综合融资成本低位运行，为境外发行人创造了有利的融资条件，显著增强了熊猫债市场的吸引力。

从期限结构看，2026 年 1—7 月，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 73%，虽然较上年同期回落约 15 个百分点，但依旧占据主导地位。其中，3 年期仍为最主要的期限类型，发行规模占比超过 48%；10 年期发行规模占比则下降至 0.5%，较上年同期减少 0.7 个百分点；1 年期及以下发行规模占比则走高至 16.9%，较上年同期大幅增长 13.0 个百分点，期限结构呈现“中长期主导、短期补充”的多元化特征。

从融资成本看，2026 年 1—7 月，熊猫债加权平均发行利率降至 1.85%，较 2025 年明显下移，部分优质发行人的发行利率低至 1.70% 左右。以银行间债券市场发行样本较为充足的 3 年期 AAA 级熊猫债为参考，其平均固定利率为 1.9%，较上年同期下降约 50 个基点，创熊猫债诞生以来最低水平。这一利率水平充分彰显了中国境内债券市场在融资成本端的显著优势，也为境外主体持续参与熊猫债市场提供了有力的价格支撑。

¹ 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。



数据来源：Wind，联合资信整理

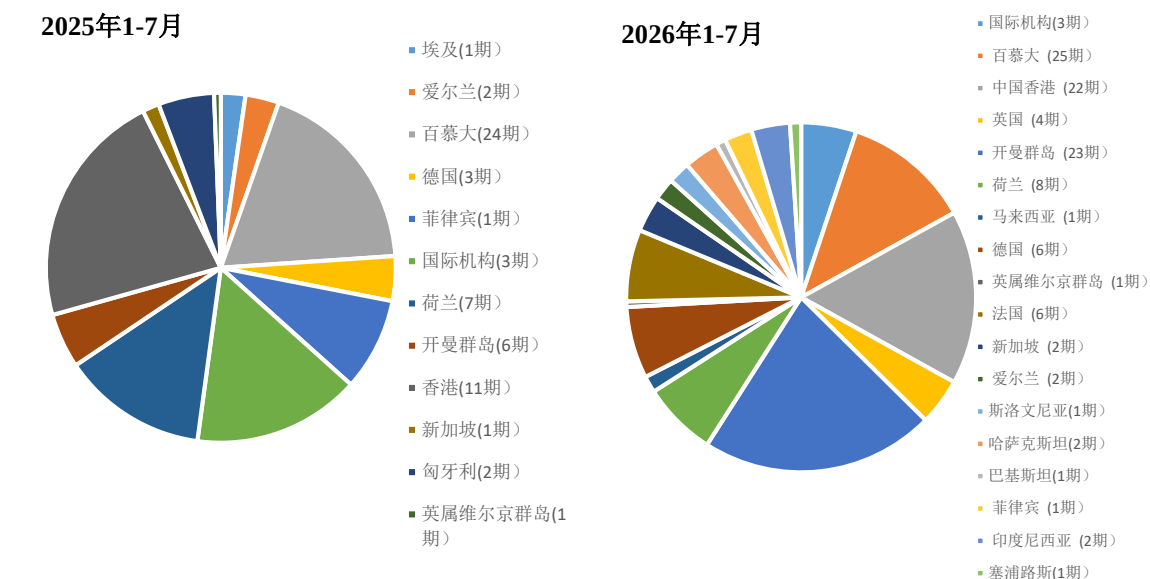
图 2.1 2015—2026 年以来银行间 3 年期 AAA 级熊猫债平均固定利率

熊猫债发行人结构更加优化，外资发行主体占比继续超过 50%；发行人来源更加多元，注册地呈现分散趋势

2026 年 1—7 月，熊猫债发行人结构更加优化，越来越多的纯外资主体开始进入熊猫债市场，新增发行人包括外国政府、外资银行和非金融企业等，实现了诸多国家/地区的熊猫债首发；另一方面，新能源、科创及绿色主题债券发行明显增多，金融类熊猫债热度不减。

具体来看，外资背景的熊猫债发行主体占比继续占据主导地位，所发熊猫债规模占发行总额的 53.6%，虽然较上年同期小幅回落 2.2 个百分点，但依旧超过 50%。本阶段熊猫债发行人来源更加多元化，与上年同期相比新增法国（6 期）、英国（4 期）、哈萨克斯坦（2 期）、印度尼西亚（2 期）、斯洛文尼亚（1 期）、巴基斯坦（1 期）等地的发行人，表明熊猫债已得到越来越多国家的认可。

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 46.4%，较上年同期的 44.2% 小幅上涨。此外，随着注册地在开曼群岛的企业逐步增长，2026 年 1—7 月熊猫债发行主体注册地主要以开曼群岛为主（21.7%）；注册地在中国香港所发熊猫债的规模为 315.0 亿元，占发行总额的 16.1%，较上年同期回落 5.9 个百分点，占比继续维持在第二位。整体看，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 2025 年 1—7 月和 2026 年 1—7 月熊猫债发行主体注册地分布

熊猫债发行主体的行业结构更趋多元，外国政府加速入场不断亮相熊猫债市场

熊猫债发行主体的行业分布十分多元，涵盖金融、工业、公用事业、可选消费、日常消费、医疗保健、外国政府及超主权机构等。

2026 年 1—7 月，熊猫债的发行主体仍集中在金融行业，尽管发行规模同比大幅上涨逾 80%至 845.0 亿元，但发行占比较上年同期下滑 4.2 个百分点至 43.2%，行业集中度有所下滑。工业和公用事业类行业熊猫债发行规模分别较上年同比上涨 19.1%和 6.2%至 188.8 亿元和 224.0 亿元，但新发规模占发行总额的比重分别下滑 6.7 个和 10.4 个百分点至 9.6%和 11.4%。金融、工业和公用事业合计发行规模占比由上年同期的 85.5%大幅下降逾 20 个百分点。但日常消费类主体熊猫债发行规模较上年大幅增长逾百倍至 311.0 亿元，发行规模占发行总额的比重同比大幅上涨 15.6 个百分点至 15.9%。

2026 年以来，多家外国政府不断亮相熊猫债市场，主要包括斯洛文尼亚、哈萨克斯坦、印度尼西亚等，1—7 月主权熊猫债发行规模达 161.5 亿元，创熊猫债市场开创以来新高，发行规模占发行总额的比重较上年同期上涨 3.1 个百分点至 8.3%，且还有多家外国政府表态对发行主权熊猫债兴趣浓厚，预计年内主权熊猫债发行规模有望进一步增长。整体来看，熊猫债发行主体行业结构已出现明显变化。

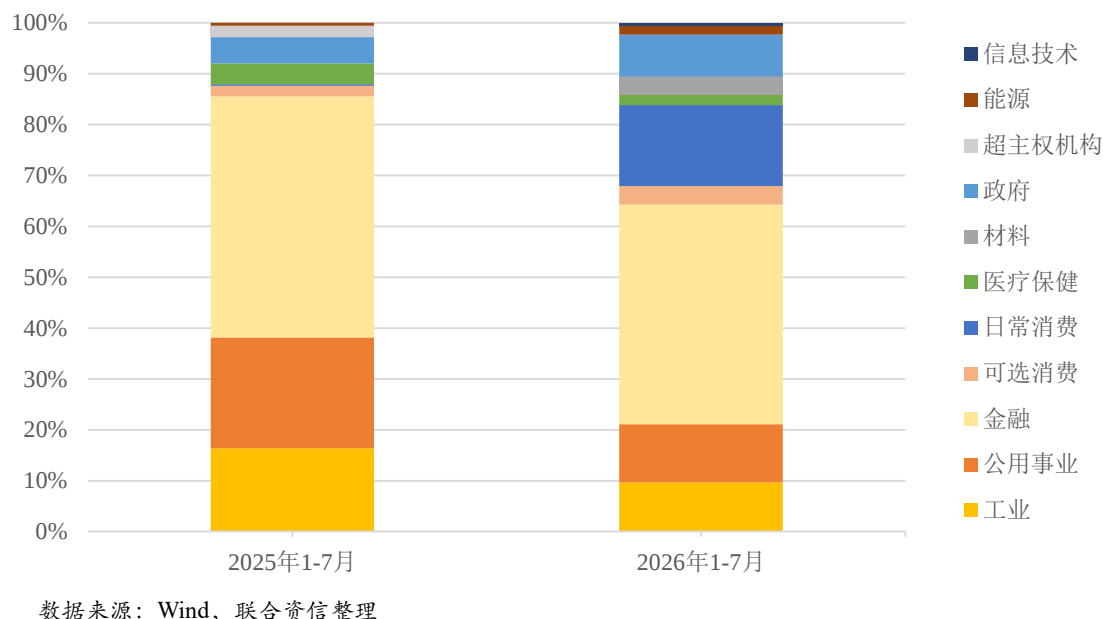


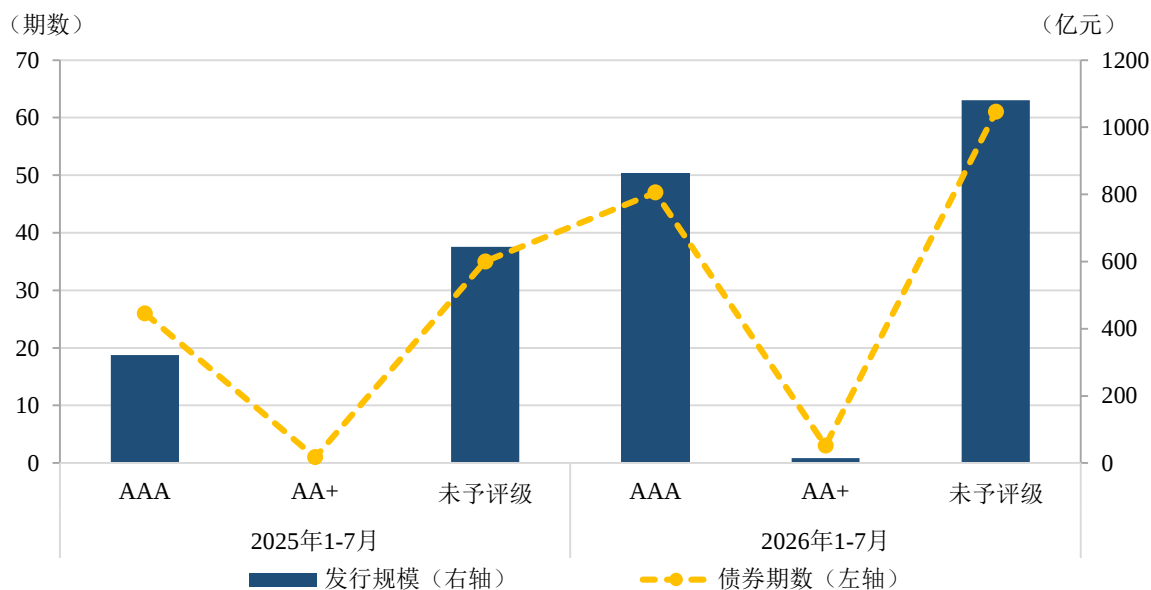
图 2.3 2025 年和 2026 年 1—7 月熊猫债主体类型及行业分布（按规模）

附评级发行的熊猫债数量和规模明显提升，债券信用等级仍主要集中在 AAA 级

2026 年 1—7 月，附评级发行的熊猫债数量和规模均大幅上涨。其中，附评级发行熊猫债期数较上年同期增长至 50 期，占发行期数总量的 45.0%，较上年同期上涨 1.5 个百分点。附评级发行熊猫债规模达 876.5 亿元，占发行总额的比重达 44.8%，较上年同期增长 11.4 个百分点。

在附评级发行的债券中，等级分布主要集中在 AAA 级，发行主体信用质量仍保持良好。具体来看，1—7 月 AAA 级债券共计发行 47 期，发行规模达到 861.5 亿元，发行规模占比达到 44.0%；另有 3 期规模合计规模为 15.0 亿元的 AA+级债券发行。

同期，无评级发行的熊猫债有 61 期，合计发行金额达 1,080.75 亿元，发行规模占比较上年同期大幅下滑逾 10 个百分点至 55%左右。



数据来源：Wind，联合资信整理

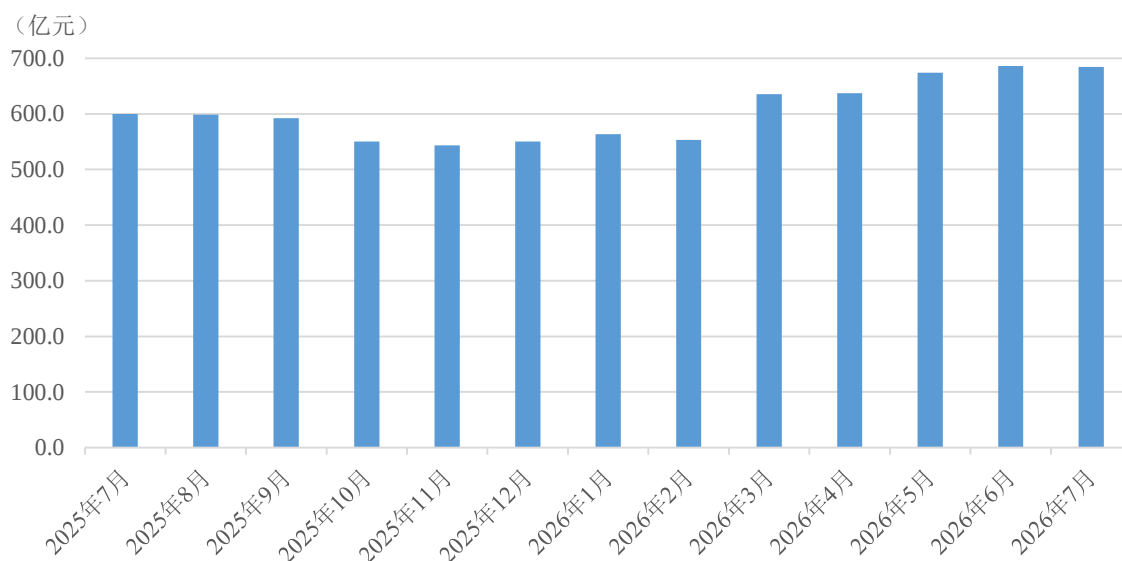
图 2.4 2025 年和 2026 年 1—7 月熊猫债债项信用等级分布情况

境外机构对熊猫债市场的投资热度持续加码，持有规模创有数据统计以来新高

2026 年以来，除了发行规模大幅上涨，投资机构对熊猫债的投资热度也明显提升。熊猫债作为推动人民币国际化进程的关键产品，是境外机构在中国境内市场实现投融资活动的重要债券市场工具，同时境外机构在发行端和投资端对熊猫债的双向深度参与也是推动熊猫债逐步成长为成熟的国际债券的重要动力。

自有数据统计²以来，境外机构对熊猫债的持有规模长期保持相对稳定，在 250 亿元至 350 亿元区间内小幅波动。2024 年下半年以来，随着熊猫债发行规模持续上涨，境外机构对熊猫债的投资需求也明显提升，持有规模不断增长。截至 2026 年 6 月末，境外机构的熊猫债持有规模达 686.2 亿元，创有数据统计以来历史新高。随着越来越多的高质量发行人进入熊猫债市场，投资端对熊猫债的投资需求也将持续增加，预计境外机构对熊猫债的持有规模将进一步增长，助力人民币国际化进程加速。

² 熊猫债投资者结构数据起始期为 2020 年 1 月。



数据来源：Wind，联合资信整理

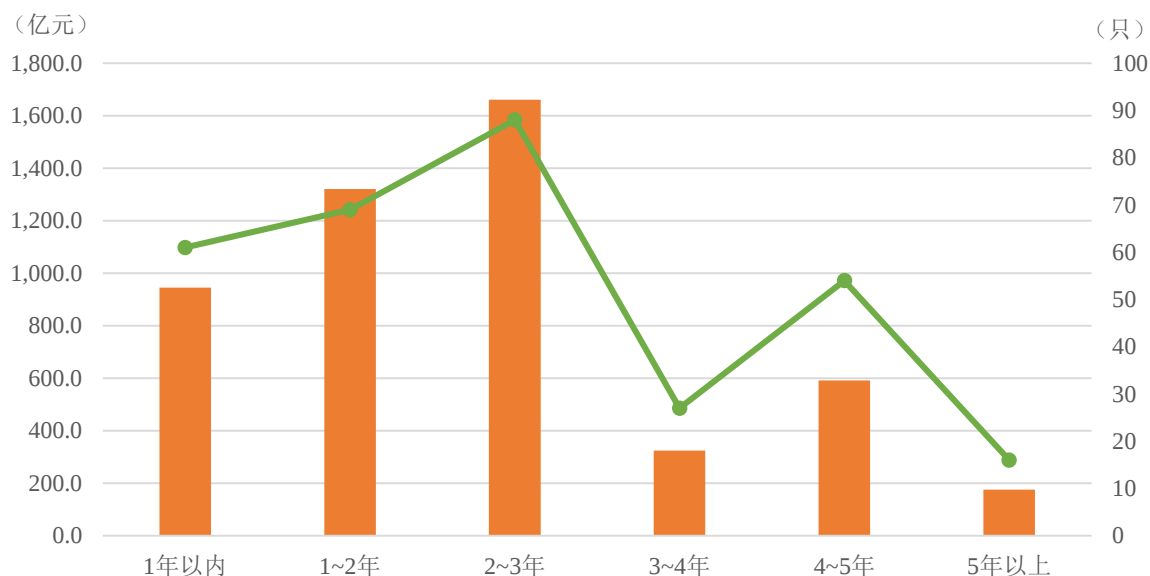
图 2.5 2025 年 7 月—2026 年 7 月境外机构熊猫债持有规模情况

兑付高峰主要集中在未来三年，需对未偿债券的信用状况变化和兑付情况保持及时跟踪和关注

截至 2026 年 7 月末，存续熊猫债数量为 315 只³，债券余额达 5,018.6 亿元。具体来看，剩余期限在 1 年以内的熊猫债 61 只，存续金额达 945.0 亿元，占熊猫债存续总额的 18.8%；剩余期限在 3 年以内的熊猫债有 218 只，存续规模达 3,927.3 亿元，占存续总额的 78.3%，中短期债务偿付压力较大。

随着熊猫债市场进入加速发展阶段、存续规模持续增加，债券偿付情况将是市场参与者衡量熊猫债发展情况的重要指标之一，并可能在一定程度上影响熊猫债市场的未来发展速度。尽管截至目前到期未偿付的熊猫债规模不足存续总额的 2%，但存量规模的快速积累也带来了存量风险的监控预警问题，除了需要对债券兑付情况保持关注，还应加强对于待偿债券的信用状况的跟踪和监控，以便及时捕捉信用变化、提高风险应对能力。

³ 不包括到期未偿付债券。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 截至 2026 年 7 月末存续熊猫债剩余期限情况

三、2026 年下半年熊猫债市场展望

展望下半年，在融资成本、政策制度及主体扩容等多重因素的共振下，预计熊猫债市场将继续保持较高热度，全年发行规模有望再创历史新高。2027 年，熊猫债市场有望在 2026 年高基数的基础上延续扩容态势，但增速可能趋于平稳，市场将从规模扩张迈向结构优化的高质量发展新阶段，多元化与创新品种或成为增长引擎。

融资成本优势有望持续巩固，人民币的相对融资成本优势仍存

8 月以来，10 年期中国国债收益率持续走低，已突破 1.70% 关键关口，下行至 1.68% 附近。预计人民银行将综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，境内融资成本将继续维持在历史低位区间。

另一方面，美联储加息预期有所升温但节奏存在不确定性。从地缘政治层面来看，美国和伊朗围绕霍尔木兹海峡控制权的博弈持续紧张，能源价格的持续走高已实质性推升通胀压力。与此同时，美国国债收益率持续走高，10 年期美债收益率稳定在 4.6% 至 4.8% 区间，30 年期美债收益率则在 5.2% 附近形成了新的定价中枢。在此背景下，中美利差倒挂幅度或继续扩大，人民币的相对融资成本优势预计仍将维持。

汇率方面，人民币兑美元汇率有望在合理均衡水平上保持基本稳定。2026 年 8 月，人民币兑美元汇率持续走高，一度升破 6.74，创近三年半来新高。央行下半年工作会议明确表示，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性，强化预期引

导。人民币汇率保持平稳运行，有效降低发行人汇率对冲成本，性价比优势持续吸引境外主体来华筹措人民币资金。

熊猫债相关制度法规持续完善，为市场发展提供良好的外部条件

下半年，熊猫债市场有望迎来更加密集的政策支持，熊猫债市场的制度型开放预计将持续深化。7月，中国人民银行副行长邹澜在国新办发布会上表示“优化注册发行、信息披露、资金使用等机制安排”，政策层面对熊猫债市场扩容的支持信号持续强化。8月，中国人民银行2026年下半年工作会议明确，将支持和便利更多境外机构参与熊猫债的发行。预计随着前期政策宣示的逐步落地，相关配套细则有望陆续出台，进一步激发境外机构的发行积极性。

发行降费政策方面，中央国债登记结算有限责任公司于8月下旬发布了《关于调降部分主营业务服务费用的通知》，决定调降部分主营业务收费，优惠措施自2026年9月1日起至2028年12月31日止有效。主要包括全额免除熊猫债发行登记服务费，全额免除科创债、熊猫债付息兑付服务等。随着降费政策红利的全面释放，境外发行人的显性发行成本将切实降低，预计将有更多境外主体抓住政策窗口期入场发行，进一步提升熊猫债的市场吸引力。

发行主体持续多元扩容，全球“朋友圈”版图不断延展

下半年，发行主体的国际化与多元化预计将继续成为熊猫债市场的核心特征。上半年外资发行人占比依旧超过50%，表明熊猫债市场的结构性改变仍在持续。预计下半年这一趋势将得以延续，外资发行人的参与深度和广度有望进一步提升。

主权发行人方面，上半年斯洛文尼亚、哈萨克斯坦、印度尼西亚等主权国家已陆续登陆熊猫债市场，下半年随着更多主权国家对人民币融资功能的认可度提升，主权熊猫债发行有望继续扩容。另一方面，主权熊猫债热度不断走高预计将进一步带动其他新兴市场主权国家的发行兴趣。主权国家发行熊猫债，核心诉求仍将是优化本国外债货币结构、降低对美元融资的依赖，同时为本国企业进入中国债市建立基准利率曲线，这一需求预计在下半年乃至更长期内将持续释放。

外资银行与跨国企业方面，上半年德意志银行、法国巴黎银行、法国农业信贷银行等欧美头部金融机构持续加码布局，其中法国农业信贷银行以60亿元创下外资银行熊猫债单笔发行规模新高；非金融企业中，奔驰、宝马资本、拜耳、巴斯夫等欧美跨国巨头纷纷入场，德国汉高、拜耳等化工巨头已实现分批续发，外资主体常态化发行趋势已然确立。展望下半年，考虑到跨国企业募集人民币资金用于中国本土扩产、供应链结算的“借人民币、用人民币”闭环模式已得到市场验证，预计将有更多跨国

企业复制这一路径，外资银行在人民币跨境业务拓展驱动下也有望进一步加大发行力度。

在维持高热度的同时，市场也需密切防范若干潜在风险。一是汇率波动风险。尽管人民币汇率展现出较强韧性，但全球地缘政治冲突和主要经济体货币政策分化仍可能带来扰动。二是信用资质分化风险。随着发行主体多元化程度不断加深、纯外资主体持续亮相，发行主体的信用资质状况预计将更为复杂。为进一步强化信用风险提示作用，市场应加强对于信用评级的应用，推动熊猫债市场形成以 AAA 级为主、信用评级区分度更高的全市场信用评级分布，以更好地甄别信用风险。此外，市场机制仍有优化空间，如长期限品种供给等方面仍需持续推进。

联合资信自 2015 年起开展熊猫债评级业务。在主权熊猫债方面，联合资信累计为 7 个主权政府（包括次主权政府）在中国境内发行的主权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）、首单绿色主权熊猫债（21 匈牙利债 01BC）以及首单中亚地区主权政府熊猫债（26 哈萨克斯坦债 01BC）等评级项目。

2026 年 1—7 月，在附评级发行的 50 期熊猫债中，联合资信为其中 12 期提供了信用评级服务。其中，在主权熊猫债评级市场，联合资信为 3 期新增主权熊猫债提供了信用评级服务，存续主权熊猫债信用评级市场占有率超 80%，在所有评级机构中位列第一。

联系人

投资人服务 010-85679696-8704 investorservice@lhratings.com

相关研究

[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](#)

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。