

摘要

2026 年上半年，熊猫债市场呈现“爆发式”增长，共有 42 家主体累计发行 89 期熊猫债，发行规模共计 1600.25 亿元，同比大幅增长 68.98%，创下历年半年发行规模之最。2026 年上半年熊猫债市场发展主要得益于以下因素：第一，中美利差走阔，中国境内债券市场融资优势凸显；第二，制度性政策利好继续落地，为市场提供了稳定预期；第三，人民币国际化持续推进，人民币的国际货币职能加速从支付结算向投融资拓展，成为境外主体优化融资结构的重要选择；第四，地缘政治与全球市场波动性上升，避险资金阶段性流入为熊猫债市场增量供给提供了支撑；第五，配套风险管理工具与承销服务体系日益完善，有助于支撑市场深度。

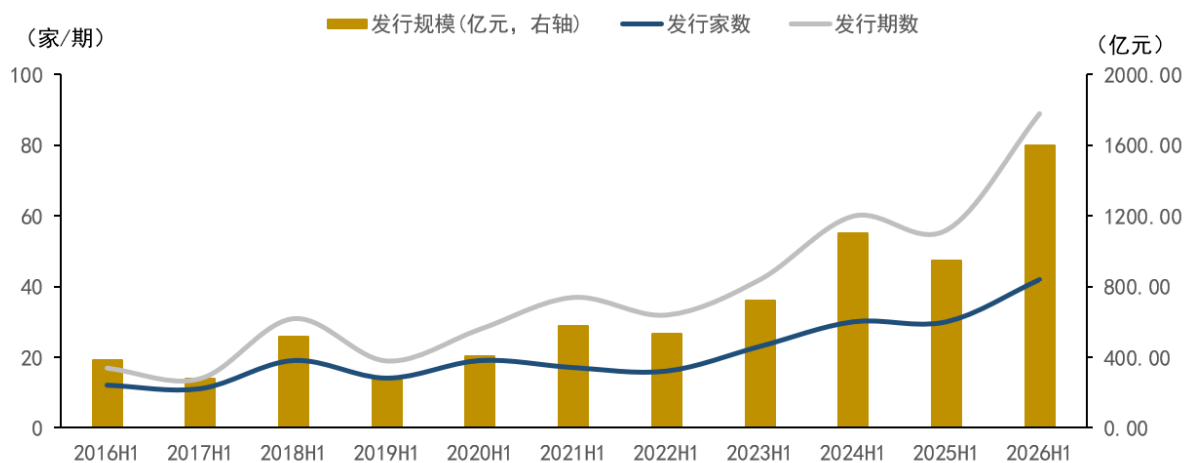
2026 年上半年，随着熊猫债市场开放水平提升，纯境外主体的熊猫债发行规模首次超越中资背景主体；地缘冲突扰动背景下，国际机构类熊猫债成为发行规模占比最高的品种；可持续发展与科技创新熊猫债等发行规模与占比均有所上升；熊猫债发行期限结构仍以 3 年期居多，锁定中长期低成本融资需求以及偏好标准化期限品种等因素影响下，含权熊猫债和 5 年期熊猫债发行规模占比此消彼长；高评级债项占比上升明显，且信用等级进一步向 AAA 级集中，无评级发行熊猫债规模占比明显下降；国内流动性整体偏宽松格局下，熊猫债发行利率持续下行；存款类金融机构对熊猫债持仓超越非法人类产品占比居首，境外机构持仓比例有所下降。

展望后市，人民币融资下半年仍将保持成本优势，熊猫债全年发行规模将创历史新高；多边合作深化与金融开放政策推进将继续协同发力，促进熊猫债投融资发展；发行环节配套降费政策落地，将进一步降低境外主体的显性发行成本，共同推动下半年熊猫债市场保持扩容态势。

一、2026 年上半年熊猫债一级市场发行表现

2026 年上半年，熊猫债一级市场呈现“爆发式”增长态势，共有 42 家主体累计发行熊猫债 89 期，发行总额共计 1600.25 亿元，同比大幅增长 68.98%，创下历年半年发行规模之最，发行规模已达到 2025 年全年的 87.18%。从发行市场看，2026 年上半年交易所市场仅发行 1 期熊猫债共 3.00 亿元，银行间债券市场共发行熊猫债 88 期共 1597.25 亿元，占发行总规模的比重高达 99.81%，市场集中度依然极高。

图 1：2016~2026 年上半年熊猫债发行趋势



数据来源：Wind，远东资信整理

熊猫债市场发展的主要推动因素包括：

第一，中美利差明显走阔，中国境内债券市场融资优势凸显。

2026 年上半年，美联储在多次议息会议上将联邦基金利率维持在 3.50% 至 3.75% 的区间不变，但在地缘冲突推高油价、关税传导等因素影响下，核心通胀压力有所反弹，美联储对降息保持审慎，市场对年内降息次数及时点的预期多次调整。美国各期限国债收益率整体维持相对高位，上半年 10 年期平均国债收益率为 4.31%。另一方面，2025 年末中共中央政治局会议、中央经济工作会议延续了此前确立的“适度宽松”货币政策基调，明确 2026 年将继续加大逆周期和跨周期调节力度；2026 年 3 月 26 日召开的央行货币政策委员会第一季度例会重申货币政策保持适度宽松，社会融资成本处于历史较低水平。上半年中国 10 年期国债平均收益率保持在 1.80%，10 年期美中国债到期收益率利差从年初的 230BP 左右走阔至 6 月末的 262BP，中国境内债券市场融资成本比较优势明显，有利于熊猫债发行。

第二，制度性政策利好在 2026 年上半年继续落地，为市场提供了稳定预期。

2026年1月，财政部、税务总局联合发布《关于延续实施境外机构投资境内债券市场企业所得税、增值税政策的公告》，明确自2026年1月1日起至2027年12月31日止，对境外机构投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税。制度性税收安排的延续消除了市场此前对税收优惠到期后能否续期的不确定性，提升了熊猫债投资收益的吸引力。与此同时，人民银行在2026年上半年金融统计数据发布会上也明确表态，将持续优化注册发行、信息披露、资金使用等机制安排，为境外发行人提供稳定的制度环境，与市场化因素共同构成了上半年熊猫债发行放量的重要支撑。

第三，人民币国际化持续推进，人民币的国际货币职能加速从支付结算向投融资拓展，成为境外主体优化融资结构的重要选择。

人民币国际化进程持续深化，境外主体对人民币的功能定位已从单一的贸易结算工具逐步拓展为兼具投融资属性的国际货币。一方面，人民币凭借币值相对稳定、政策环境可预期等优势，契合境外主体优化债务结构、降低单一币种融资集中度的考量；另一方面，对于与中国经贸往来密切的新兴市场发行人而言，人民币融资还具备天然的币种匹配优势——通过借入人民币资金、以人民币计价支付对华贸易项下支出，并以未来对华贸易所得的人民币收入偿还债务，可实现“融资-使用-偿还”环节的币种对冲，有效规避汇率错配及反复结汇带来的成本损耗。

第四，地缘政治与全球市场波动性上升，避险资金阶段性流入为熊猫债市场增量供给提供了支撑。

2026年上半年，中东地缘局势持续演化、主要经济体产业政策与关税政策不确定性交织，全球市场风险偏好整体转弱，跨境资本呈现阶段性的避险再配置特征。在此背景下，人民币资产凭借相对独立的货币政策周期和与全球主要经济体较低的相关性，成为境外资金短期内寻求安全资产的重要落脚点之一，客观上提升了市场资金面的宽裕程度。此外，随着熊猫债市场运行多年来信用表现总体稳健、制度持续完善，境内商业银行、公募基金、银行理财子公司等主流机构投资者对熊猫债的认知度和配置意愿明显提升，充足的资金体量为发行规模放量提供了支撑作用。

第五，配套的风险管理工具与承销服务体系日益完善，有助于支撑市场深度，推动引入更多新兴区域发行人。

一方面，配套的风险管理工具日趋完善，进一步提升了境外机构参与的意愿和深度。2026年4月21日，中国证监会发布公告，允许合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者参与国债期货交易，契合了境外投资者的风险对冲诉求，与既有的债券通、互换通等机制形成协同。其中，债券通进一步便利境外机构参与境内债券市场，互换通则为其提供人民币利率风险对冲工具，共同提升境外投资者参与境内债券市场的便利性，客观上提升了市场对新增供给的承接能力。另一方面，承销服务体系的持续完善也在同步打开新的资金和发行人来源。2026年3月，星展银行（中国）通过交易

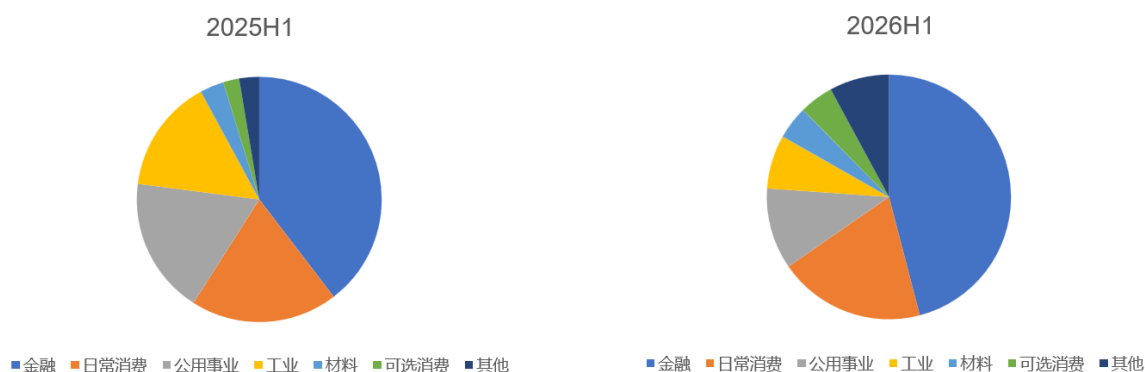
商协会市场评价，获得非金融企业债务融资工具一般主承销商资格，成为可在中国银行间债券市场主承销全类别在岸公司债券的首家新加坡总部银行。这类机构凭借其在境外市场的客户网络和区域覆盖优势，有望为熊猫债市场引入更多新兴区域的优质发行人，推动发行人地域结构进一步多元化。

二、2026 年上半年熊猫债市场特征分析

发行主体方面，随着熊猫债市场开放水平的不断提升，纯境外主体¹的熊猫债发行规模首次超越中资背景主体。2026 年上半年，纯境外熊猫债规模首次超越中资背景主体发行的规模。具体来看，上半年熊猫债 42 家发行人中，纯境外发行人占了 22 家，共计发行 40 笔债券，规模合计 863.50 亿元，规模占比已达到约 54%；中资背景发行人 20 家，共计发行 49 笔债券，规模合计 736.75 亿元。市场新增 10 家首发主体，包括斯洛文尼亚共和国、哈萨克斯坦、巴基斯坦、法国巴黎银行、法国外贸银行、萨穆鲁克-卡泽纳、中华电力、汉高香港、摩科瑞能源集团和格科微，除格科微为红筹架构的民营企业外，其他均为纯境外主体，且涵盖了主权、类主权、外资金融机构、外资企业等多种类型，发行主体进一步多元化。

主体行业分布方面，2026 年上半年，金融行业的熊猫债发行规模占比达到 45.93%，较 2025 年同期上升 6.33 个百分点，规模占比仍然最高；其次是日常消费类熊猫债，发行规模占比为 19.43%，与去年同期持平，主要是蒙牛集团发行的超短期融资券。工业类熊猫债发行规模占比为 7.11%，同比有所下降，发行主体主要集中于中资背景的红筹企业；上半年其他类型的熊猫债主要是由主权政府发行人所贡献。

图 2：熊猫债发行规模行业占比情况



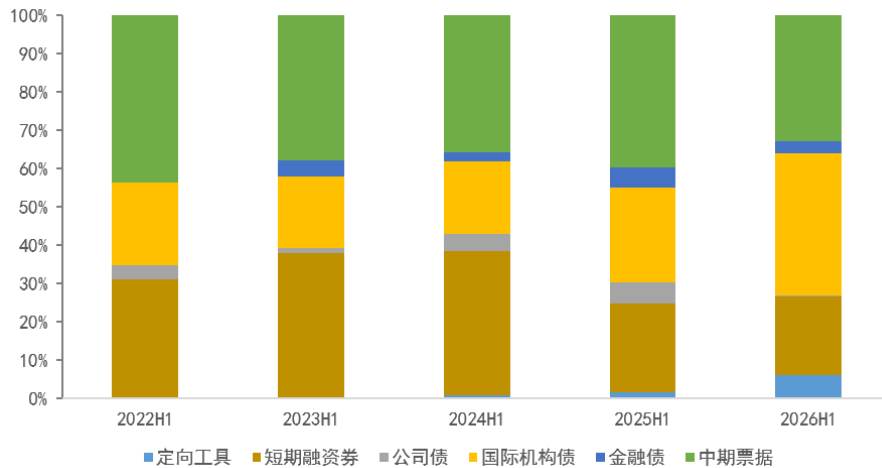
数据来源：Wind，远东资信整理

发行产品类型方面，国际机构类熊猫债发行规模占比最大，定向工具类熊猫债占比上升明显。2026 年上半年，纯境外发行人呈现“扎堆布局”的态势，逐步形成示范效应，国际机构类熊猫债规模占比同比大幅提升 12.46 个百分点至 37.28%，占比首次超过中期票据的 32.79%，成为上半年占比

¹ “纯境外主体”主要包括国际多边机构、外国政府类机构、外商独资企业及外资金融机构。

最大的债券类型。由于具备灵活的条款协商空间及相对简化的信息披露要求等优势，定向工具类熊猫债规模占比提升 4.35 个百分点至 5.94%。中期票据、公司债和短期融资券占比则较去年同期有不同程度的下降，降幅分别为 6.75%、5.46%和 2.44%。

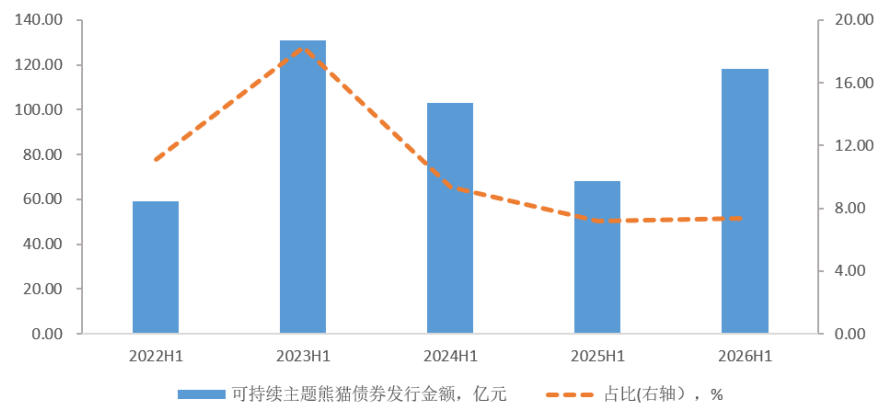
图 3：近年同期熊猫债各类型产品发行规模占比情况



数据来源：Wind，远东资信整理

可持续发展主题与科技创新熊猫债等发行规模与占比均有所上升。创新品种熊猫债方面，2026 年上半年共发行可持续发展主题熊猫债 118.25 亿元，同比大幅上升 73.90%，发行规模占比为 7.39%，同比小幅上升 0.21 个百分点。自 2025 年上半年以来，科技创新债券持续现身熊猫债市场。2026 年上半年，共有 4 家主体发行 6 期科创熊猫债，发行规模共计 65.00 亿元，在总发行规模中的占比为 4.06%，同比上升 2.16 个百分点。除此前科创债主要发行主体恒安国际以外，新增中国水务、格科微和理想汽车 3 个科创债发行主体，覆盖子行业包括半导体、汽车零部件、公共事业等，募集资金主要用于偿还下属子公司有息债务或补充子公司流动资金。

图 4：可持续熊猫债发行规模及占比情况



数据来源：Wind，远东资信整理

发行期限结构仍以 3 年期居多，锁定中长期低成本融资需求以及偏好标准化期限品种等因素影响下，含权熊猫债和 5 年期熊猫债发行规模占比此消彼长。

2026 年上半年，3 年期和 5 年期熊猫债发行规模合计占比达到 65.76%，依然是期限主流。其中，3 年期规模占比 44.71%，虽较去年同期小幅下降 1.75 个百分点，占比依然居首；得益于境内利率下行周期下发行人锁定中长期低成本的意愿增强、主权及大型跨国机构等优质发行人占比提升、以及长期资金对中长久期品种的配置需求，5 年期熊猫债发行规模占比达到 21.04%，较去年同期上升 7.63 个百分点，升幅最为显著。短期限方面，2 年期债券发行规模占比同比上升 3.65 个百分点至 6.87%，而 1 年以内的短期融资需求趋于收敛，1 年期以下债券发行规模占比 20.86%，较去年同期下降 2.45 个百分点。含权特殊期限熊猫债方面，2026 年上半年，由于发行人采用含权结构降低融资成本的边际效应下降、主权及国际机构等新增发行人偏好国际市场通行的标准化期限品种等原因，含权熊猫债发行规模占比为 6.69%，较 2025 年同期下降 5.35 个百分点。

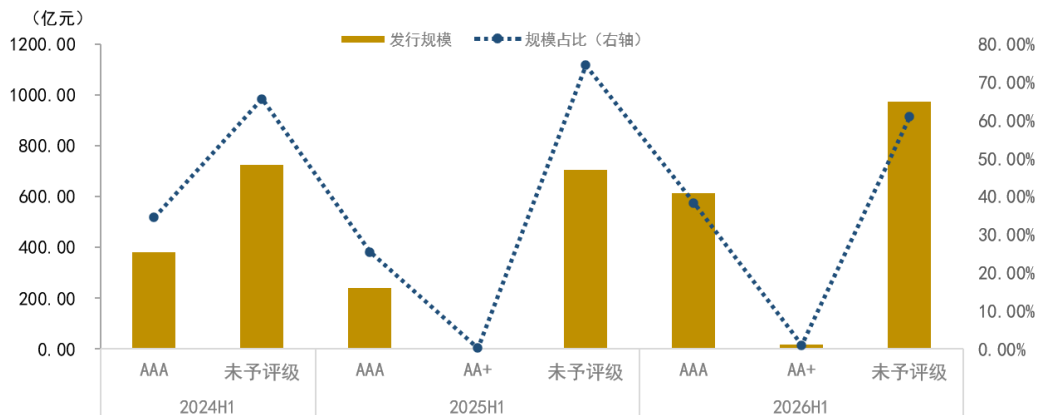
表 1：不同期限熊猫债发行情况

	2025H1			2026H1		
期限	期数	规模（亿元）	规模占比（%）	期数	规模（亿元）	规模占比（%）
1年以下	12	219	23.13	15	331.00	20.68
1年期	/	/	/	/	/	/
2年期	2	30.50	3.22	4	110.00	6.87
3年期	17	440.00	46.46	34	715.50	44.71
5年期	9	127.00	13.41	28	336.75	21.04
7年期	1	5.00	0.53	/	/	/
10年期	2	11.50	1.21	/	/	/
含权特殊期限	13	114.00	12.04	8	107.00	6.69
合计	56	947.00	100.00	89	1600.25	100.00

数据来源：Wind，远东资信整理

从熊猫债的债项信用等级分布情况看，高评级债项占比上升明显，且信用等级进一步向 AAA 级集中，无评级发行熊猫债规模占比明显下降。2026 年上半年，AAA 级债券共发行 32 期累计 611.50 亿元，发行规模占比为 38.21%，较 2025 年（25.40%）和 2024 年同期（34.45%）均有不同程度的上升；未予评级的熊猫债发行 54 期共计 973.75 亿元，发行规模占比 60.85%，较 2025 年同期（74.39%）和 2024 年同期（65.55%）呈现出明显的下降趋势。此外，AA+级债券共发行 3 期共 15.00 亿元，规模占比 0.94%，占比仅略有上升。

图 5：熊猫债评级情况对比



数据来源：Wind，远东资信整理

国内流动性整体偏宽松格局下，熊猫债发行利率持续下行。2026 年上半年，熊猫债的利率类型仍以固定利率为绝对主导，以规模计，固定利率类型熊猫债占比达到 97.88%，较去年同期上升 2.84 个百分点，累进利率熊猫债发行占比仅 2.12%。2026 年以来，国内流动性整体偏宽松，资金利率平稳运行，中国在岸市场利率债及信用债的发行利率中枢均继续有下移。在此背景下，熊猫债发行成本也继续同比显著下行。以加权利率计，2026 年上半年熊猫债加权平均利率为 1.85%，同比下降 8.75 个 BP。从具体样本看，选取 2026 年上半年和 2025 年上半年发行样本数量较多的 3 年期 AAA 级熊猫债样本进行比较，2026 年上半年 3 年期 AAA 级熊猫债的平均发行利率为 1.94%，较 2025 年同期下降了 30.42 个 BP。

投资者结构方面，存款类金融机构对熊猫债持仓已超越非法人类产品占比居首，境外机构持仓比例有所下降。上海清算所数据显示，截至 2026 年 6 月末，存款类金融机构对熊猫债持仓占比已超越非法人类产品²，达到 38.95%，较去年同期上升 4.90 个百分点，持仓占比最高；其次是非法人人类广义基金，持仓占比为 37.45%，较去年同期下降 1.79 个百分点；境外机构持仓占比同比下降 3.83 个百分点至 15.09%。其余机构持仓占比较小，除证券公司持仓占比 3.70%外，其余机构持仓占比不足 2%。

表 2：熊猫债投资者结构

机构类型	投资者持仓占比		
	2024年6月末	2025年6月末	2026年6月末
政策性银行	0.58%	0.42%	1.23%
存款类金融机构	31.30%	34.05%	38.95%
保险类金融机构	0.17%	0.26%	0.24%

² “非法人类产品”包括银行理财产品、证券投资基金、企业年金、社保基金、保险产品、信托产品、养老基金、私募基金、基金公司特定客户资产管理组合、证券公司资产管理计划、期货公司资产管理计划、职业年金和养老金产品等。

证券公司	5.75%	4.63%	3.70%
基金公司	0.00%	0.01%	0.00%
其他金融机构	0.21%	0.31%	0.33%
非金融机构法人	1.18%	1.39%	1.34%
非法人类产品	42.13%	39.24%	37.45%
名义持有人账户（境内）	0.72%	0.79%	1.67%
境外机构	17.95%	18.92%	15.09%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：上海清算所，远东资信整理

三、熊猫债市场下半年展望

人民币融资下半年仍将保持成本优势，熊猫债全年发行规模有望创历史新高。下半年，中国货币政策预计将延续适度宽松基调，流动性保持合理充裕，国债收益率大概率延续低位运行态势，为熊猫债发行创造较为有利的利率环境。与此同时，若美国通胀压力超预期反复，美联储降息进程进一步延后，中美利差可能继续维持高位，人民币相较美元融资的成本优势明显。截至 2026 年 7 月末，年内熊猫债发行规模已超过 2025 年全年水平，达到 1957.25 亿元。在到期滚续需求与新增发行需求的共同支撑下，预计下半年发行节奏仍将保持较高景气度，全年发行规模将再创新高。

多边合作深化与金融开放政策将继续协同发力，促进熊猫债投融资发展。2026 年下半年，中国政府在外交和金融开放层面的积极布局，将通过深化经贸合作、推动人民币跨境使用等渠道，持续促进熊猫债市场发展。下半年，随着中国与共建“一带一路”国家、东盟、金砖等合作机制下新兴市场经济体经贸合作的持续深化，以及多边、双边金融合作机制的不断完善，预计将有更多主权机构、国际开发机构及跨国企业进入熊猫债发行市场，熊猫债发行主体的国别覆盖面和机构类型有望进一步拓宽。

发行环节配套降费政策落地，将进一步降低境外主体的显性发行成本。2026 年 7 月，中央国债登记结算有限责任公司发布公开征求意见的公告，宣布拟自 2026 年 9 月 1 日起至 2028 年 12 月 31 日止，全额免除国际债券（熊猫债）的发行登记服务费与付息兑付服务费，这一举措延续了国家减税降费的政策导向，直接降低了熊猫债发行人的显性发行成本，有助于进一步提升境内债券市场对境外发行人的吸引力。预计下半年这一降费措施的落地，将与此前延续实施的税收优惠政策形成叠加效应，共同构成熊猫债发行环节“降成本”的制度性合力，为下半年及未来市场的持续扩容提供支撑。

【作者简介】

远东资信国际业务部资深分析师 王 倩

【关于远东】

远东资信成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构，是中国大陆首家加入亚洲资信评估协会（ACRAA）的评级机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信多次参与中国人民银行、国家发展改革委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

步入新时代，远东资信深入贯彻落实国家战略部署，坚守“服务金融市场，助力信用中国”使命，秉承“独立、客观、公正”的评级原则，助力信用中国高质量建设与信用评级国际话语权提升，铸就国际权威的民族品牌信用服务机构。



远东资信评估有限公司

网址: www.sfecr.com

北京总部

地址: 北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话: 010-57277666

上海总部

地址: 上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话: 021-65100651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。