



谁在发行跨境人民币债券？——万亿扩容下跨市场联动特征显现

国际合作部 | 邢磊

2026 年 10 月 10 日

摘要：

2026 年我国跨境人民币债券市场迎来跨越式发展，截至 9 月底，熊猫债与点心债合计发行规模达 11,992.0 亿元，已超 2025 年全年水平，全年将再创历史新高。市场呈现三大结构性变化：一是发行主体从“中资主导”向“外资主导”转变，熊猫债外资发行占比升至 54.4%，点心债非内地主体占比首破 20%；二是发行人与投资人群体在在岸与离岸市场间形成显著交集，定价基准趋同、制度基建互联互通推进，两市场联动性明显增强；三是发行动机的差异化正在使发行群体的画像更加明朗，主要形成以主权政府、跨国企业、科技龙头为代表的“战略驱动型发行人”、以国际金融机构为代表的“成本驱动型发行人”以及以外资非银金融机构为主要代表的“混合目的发行人”，这一分化既是市场深度提升的表征，也蕴含深层结构性张力。同时值得关注，本轮放量恰逢人民币升值周期，两市场同步扩张打破了此消彼长的传统格局，驱动力已由单一利差转为结构分化、债汇联动与政策支持的共同作用。不过，规模增长和结构升级背后仍有深层潜在挑战，需持续关注：发行人动机分化带来发行期限结构与流动性需求错配且易在利差窗口关闭期带来市场波动风险、投资者结构集中、离岸流动性政策依赖及债汇联动机制不完善等问题，制度层面仍需完善与引导，以巩固结构性变革成果、防范潜在市场风险。

关键词：跨境人民币债券；熊猫债；点心债；债汇市场联动

正文：

一、市场概况

2026 年以来跨境人民币债券发行规模突破万亿元，全年将再创历史新高；熊猫债与点心债同步扩容，发行主体从“中资主导”向“外资主导”转变。

2026 年，跨境人民币债券市场¹发展步上新台阶。截至 9 月末，总发行规模达 12,106.4 亿元，已超 2025 年全年水平。其中，作为市场两大主力品种的熊猫债与点心债发行规模同比分别上涨 76.8%和 38.7%，合计发行规模已接近 2025 年全年水平（11,056.2 亿元），全年总发行额将在万亿元以上再创历史新高。

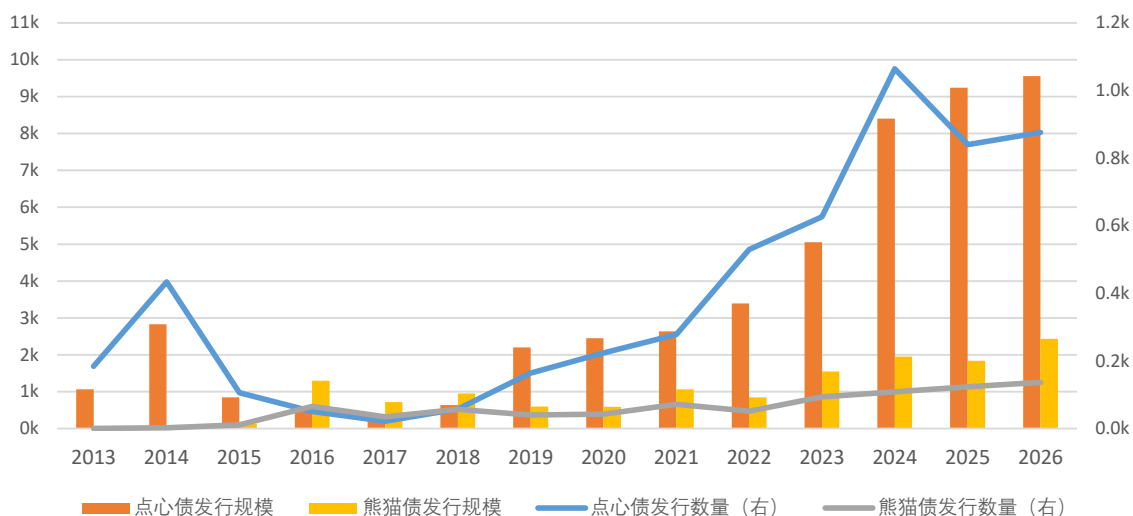
从细分数据看，熊猫债市场量质齐升。前三季度共发行 137 笔、规模 2,435.5 亿元，发行只数与发行规模同比双双增长超 60%，年内累计发行量已提前超越 2025 年全年。按照当前发行节奏估计，全年熊猫债发行规模有望突破 3,000 亿元关口。截至 9 月末，熊猫债市场存量规模升至 5,644.1 亿元，继 7 月末首破 5,000 亿元后再上台阶。从市场结构看，发行主体地域和类型持续扩容。外资主体²比重延续扩大趋势，发行规模占比提升至 54.4%，来源国家和地区由 2025 年的 15 个继续扩大至 19 个。发行期限结构略有延长，以 3 年和 5 年期为主，按发行数量计，3 年期占比 40.1%，与 2025 年基本持平，而 5 年期占比则同比提高 10 个百分点，显示熊猫债发行主体总体拉长久期的融资需求。

点心债市场同样快速扩容。2026 年香港点心债发行明显提速，截至 9 月末已发行 876 笔，超过 2025 年全年发行数量，累计发行规模亦已超越 2025 年前 11 个月水平。发行人来源地区拓展至 28 个，非内地主体发行占比首次突破 20%，境外金融机构加速入场，发行数量与发行规模较 2025 年全年分别上涨 44.5%和 123.4%，稳居发行主力位置。期限结构方面，以发行数量计，点心债同样以 3 年和 5 年期债券为主且存在久期拉长现象，不过点心债整体发行期限偏向中长期拓展，5 年期及 10 年以上（含）期限债券发行数量占比提升，3 年期债券发行数量占比回落。

¹ 本文中跨境人民币债券市场包括熊猫债、点心债、玉兰债、自贸区债。

² 根据 Wind 熊猫债主体性质分类，外资主体包括外国政府、国际多边机构、外资金融机构、外商独资企业、外资企业和中外合资企业。

图 1 熊猫债、点心债发行历史（单位：笔，亿元）



数据来源：Wind，DMI，大公国际整理

二、市场运行特点

市场表现特点突出，熊猫债市场发行节奏较往年有所加快，外资加速入场；点心债市场“含科量”显著提升，需求端持续改善。

除总量大幅扩容外，2026 年以来熊猫债与点心债市场在运行特征上同样出现深刻变化。熊猫债作为境外主体在我国银行间市场发行的在岸人民币债券，2026 年受多重因素驱动呈现四方面特征。一是供给节奏加快，发行笔数与单笔发行规模同步抬升。年内发行高峰集中于上半年，形成“1 月抢发、4 月冲高、7 月再放量”节奏。一季度实现 44 笔，总计发行 842.4 亿元，创下单季历史新高。同时，平均单笔发行规模 17.8 亿元，大额发行明显增多。二是融资成本维持低位，定价中枢下移。2026 年中国 10 年期国债收益率保持在 1.75% 左右低位运行，叠加美债收益率持续攀升，中美利差保持 300BP 以上的宽幅倒挂，对境外发行人形成直接拉动。熊猫债平均发行票面利率同比下降 10BP，多数行业发行利差同步收窄，信用溢价压缩。三是发行人结构多元，外资参与度显著提升。除传统离岸红筹企业外，外资银行、新兴市场主权政府、多边机构加速入场。发行主体数量从 2025 年 18 个扩大至 2026 年 26 个，其中主权政府、国际知名金融机构和外商独资企业发行主体数量均达到历史高点。四是市场信用等级集中，AAA 级主体仍占据绝大多数，信用风险的定价梯度不足，二级市场整体以持有到期为主，交易活跃度相对有限。

离岸点心债市场运行特点则与之形成互补：首先，供给结构上，科技龙头长限债券供给增加。除金融机构外，腾讯、京东等中资科技企业相继完成大额、长限发

行，募集资金投向 AI 基础设施等长期资本开支，显示离岸市场已具备承接 10~30 年期超长期债券的能力。其次，资金用途分化。部分发行人资金用于本土资本开支，部分外资金融机构将发行募集资金完成兑换后服务于全球资产负债管理；再次，需求端持续改善。依托南向通等制度工具，境内保险、银行资金持续南下配置，长端品种需求得到支撑。但离岸市场短板同样突出，大额融资承接能力虽有改善，但相较于未来新兴科技产业持续增长的融资需求而言，其承载能力仍显有限，二级市场流动性相较成熟市场仍旧整体偏弱。

三、在岸-离岸市场联动

2026 年熊猫债与点心债联动性显现，在定价基准、制度基建、市场参与主体等层面形成协同效应，推动跨市场价格信号传导与需求共振。

除前述两市场各自突出的市场运行特征外，2026 年熊猫债与点心债作为在岸与离岸人民币债券市场的两大载体，已表现出一定的联动性。

从定价基准看，离岸市场收益率曲线向在岸曲线靠拢。历史经验看，离岸人民币债券常常较在岸市场存在较为明显的收益率溢价，但 2026 年这一现象显著弱化。2026 年 2 月，中国财政部在香港发行的离岸人民币国债，其 2 年期、3 年期和 5 年期利率分别降至 1.38%、1.40% 和 1.57%，为 2013 年以来低点，且离岸国债收益率曲线走势紧跟在岸国债收益率曲线波动。2026 年前三季度，点心债平均发行利率同步降至 2.5% 的历史低位。境内低利率环境同时决定两个市场定价基准，在岸利率曲线变动成为跨市场人民币定价的共同驱动。

从制度和基础设施看，政策协同与金融基础设施互联互通持续深化。2026 年以来，在中国人民银行统一指导和香港金管局的制度配合下，多项政策在内地与香港同步推进。一方面，境内监管陆续落地南向通额度扩容、扩大香港人民币业务资金安排规模、新增回购业务支持以及支持境内银行开展人民币跨境同业融资等政策，打通境内资金配置离岸人民币债券通道，制度上保障了离岸人民币流动性供给。另一方面，香港金管局在金融基础设施建设方面积极配合，推动一级发行、二级交易及离岸人民币业务与内地进一步联动。7 月，港交所与中国外汇交易中心宣布共建香港电子固定收益及货币交易平台，并积极完善流动性安排和央票发行调节等工具。这些协同举措共同构成了离岸人民币流动性政策供给体系。

从发行人与投资人群体看，两市场参与主体出现显著交集。发行人层面，同一类境外发行人正在同时活跃于熊猫债和点心债两个市场。德意志银行、巴克莱、法国农

业信贷等外资金金融机构同时活跃于两个市场，使发行端的跨市场比价与融资切换更加频繁。与此同时，腾讯、京东等互联网中概股企业也选择在离岸市场发行点心债，用于匹配其以人民币结算的资本开支。投资人层面，境内银行、保险、理财、券商不仅是在岸熊猫债的主要投资群体，还通过“南向通”南下配置点心债，而境外主权基金、外资银行和资管机构则在增持熊猫债的同时，2026年也在持续参与点心债投资，形成“同一机构、两市配置”的协同格局。由此可见，两个市场的投资者结构正在相互渗透，进一步强化了价格信号的跨市场传导，使得两个市场的需求端形成共振，也为债汇联动提供了微观基础。

四、债汇市场联动

不同于传统的此消彼长态势，2026年人民币升值周期下两市场同步放量，不仅源自中外利差的推动，更源于发行人因动机分化而带来的多维度市场推动效应以及债汇市场联动与政策加持形成的深层结构性支撑。

熊猫债与点心债市场同步放量，两市场联动增强，折射出人民币债券国际化的积极进展。然而，更值得关注的是，本轮放量恰逢人民币大幅升值周期，按历史经验，人民币升值通常利好点心债而抬升熊猫债融资成本，二者常呈现此消彼长之势。此次之所以罕见地同步创下纪录，在于驱动逻辑已不止于表层的中外利差牵引，更在于深层的结构性支撑正在逐步成型。

首先，利差红利是本轮市场放量最直接的催化剂。今年以来，中美利差保持在300BP以上的倒挂幅度，显著提升了人民币融资工具的竞争力。不过，传统单纯利差视角无法完整解释在汇率大幅升值背景下两市场同步扩容的现象，也无法充分反映市场内部的结构变化。具体体现在，一是发行人正按发行动机分化并逐步形成不同类型的典型群体，二是债汇市场之间联动效应的形成。

发行动机分化来看，跨境人民币债券发行主体，根据募集资金用途的不同，逐步形成较为明显的群体性画像，分别为：以锚定业务发展或人民币战略布局为核心的战略驱动型发行人，以基于利差和汇率形成的成本窗口进行择机发行的成本驱动型发行人，以及二者兼而有之的混合目的发行人。战略驱动型发行人，其核心特征在于，发行人民币债券的动机超越单纯融资成本考量，而在于服务于更广泛的政策目标或业务发展战略。主权发行人、跨国企业、新兴科技企业是主要的跨境人民币债券战略驱动型发行人。其中，主权发行人是典型的战略驱动型发行人，其发行动机十分清晰，即在美国主权信用风险攀升以及全球去美元化趋势背景下，优化本国外债货币结构、降低对美元融资依赖、寻求更加安全且更具潜力的主权信用货币融资。同时，为其本国

企业后续进入中国债券市场构建基准定价曲线也是其发行人民币债券的重要战略功能之一。跨国企业发行人属于另一类熊猫债战略驱动型发行人，从数据特征观察，该类发行人更偏好中长期品种，发行具备连续性，不受单一年份利差波动干扰，募集资金主要用于人民币计价的贸易、投资活动，即便未来利差优势收窄，基于实体业务需求，仍具备较强的发行意愿。例如，大众、奔驰、宝马等汽车制造商以及巴斯夫、拜耳、汉高等化工企业，近年来多次登陆熊猫债市场。这些企业在中国拥有庞大的在岸业务和营收，使用人民币融资能够天然地对冲其人民币收入敞口带来的外汇风险。而随着人民币国际化进程的推进，部分战略驱动型发行人已逐步形成了人民币“借、用、还”的完整闭环，为其国际展业提供便利。中资科技企业则是典型的点心债市场战略发行群体。新兴科技型企业深度参与全球产业链、供应链布局，AI 资本开支的扩张意味着对长期人民币资金的持续需求，这些企业的融资需求具有长期性和战略确定性，在离岸市场融资能够匹配其全球性业务发展战略。

成本驱动型发行人，其核心特征在于发行决策高度依赖于利差窗口的存续，以及结合汇率变化形成的综合融资成本。这类发行人融资所得资金通常被兑换为主要国际货币用于全球业务，而非用于人民币计价的经营活动。部分国际金融机构是典型的成本驱动型发行人，这一群体因其对利差的高敏感性也成为今年两市场扩容增量的重要贡献群体之一。例如，高盛今年已累计发行 754.0 亿元人民币点心债并兑换为主要国际货币用于全球业务。这类机构操作模式的实质是，利用人民币低利率环境筹集资金，通过交叉货币互换转换为美元或其他货币，赚取利差收益。因此，这类发行人虽存在投机性风险，但在中外利差空间充足时期，此类发行人能够带来市场的爆发式增长。

混合目的发行人，则以在华具有长期展业布局的外资金融机构（非银金融机构为主，少量外资银行）为代表。此类发行人既有针对境内运营、客户业务、补充在华机构资本金以及投资等需要，也会根据中外利差及汇率形成的综合成本窗口期加大跨境人民币发行规模。简言之，此类发行人具备长期人民币资金刚需，但发行时点和发行规模的选择则具有较高的成本窗口特征。

除发行人结构性分化从多维度推动市场放量外，今年以来债汇市场的联动性以及政策面支持，也为两市场同步扩容提供一定助力。这些主要体现在三个方面，第一，综合融资成本的比较。对于熊猫债而言，人民币汇率升值看似“不利”，但今年熊猫债监管政策放宽募集资金出境使用的限制，从制度层面对冲了汇率升值的不利影响，对于需要汇兑为外币使用的发行人来说，若同时配合外汇对冲工具，其实际综合融资成本仍优于直接发行美元债。第二，汇率升值带来投资端的汇兑增益。人民币升值意

味着人民币资产投资回报预期的改善，投资端兴趣的提升也能够反向协助发行人压低发行利率。国家电网今年 149 亿元点心债发行获得超过 13 倍认购，正是离岸投资人对“低成本融资+汇率升值预期”组合高度认可的例证。第三，债汇市场联动加强了在岸和离岸人民币债券市场共同定价基准的传导。人民币升值预期下，离岸人民币流动性通常保持宽松，CNH HIBOR 维持低位，直接压低了点心债的票面利率。对熊猫债而言，在岸利率与离岸利率的联动通过跨境资金流动传导，离岸人民币利率的下行会以一种类似“影子基准”的方式间接影响熊猫债的定价。

五、发展中的结构性挑战及应对措施

尽管跨境人民币债券市场实现跨越式发展，但同样面临诸多挑战，主要体现在发行动机差异化隐藏的潜在市场波动加剧、期限与流动性错配、投资者结构较为单一、离岸流动性政策依赖及债汇联动机制需进一步完善等。

2026 年跨境人民币债券万亿级的发行规模，并同时展现出了在岸-离岸市场之间以及债汇市场之间联动性等新特征，这是市场发展的重要里程碑，但市场繁荣背后，更需要重点关注不同群体发行动机差异化，以及当前跨境人民币债汇市场联动机制的不完善等潜藏的结构性矛盾。

首先，期限结构与流动性需求错配。战略驱动型发行人的长期限融资需求与成本驱动型发行人的短期限融资偏好在同一市场中并存，对二级市场的流动性提出了更高要求。其次，投资者结构与信用定价的单一化。当前熊猫债和点心债的投资者结构以亚洲地区资金为主，欧美长线资金的参与深度仍有待提升，同时信用风险定价梯度仍显不足。这一特征与发行人动机的异质性叠加易产生额外风险。再次，离岸人民币流动性依赖政策驱动，内生循环机制薄弱。当前离岸人民币流动性的充裕，很大程度上依赖于央行提供的单向输送，离岸人民币流动性供给的内生循环机制有待提升。最后，债汇市场联动虽已实现从无到有、从碎片化到初步体系化的阶段性突破，但相较于成熟市场，债汇联动体系尚不健全，基础设施与工具短板制约成熟市场生态的形成。

不过，近几年针对跨境人民币债券市场扩容过程中遇到的阶段性挑战，相关部门也在持续推出一系列制度性安排，包括：债券通扩容、优化互换通机制、增设境外央行回购工具、熊猫债发行规则简化、放松熊猫债资金使用、规范熊猫债评级市场等。同时，央行行长在 2026 年陆家嘴论坛中也提出“丰富离岸人民币债券、衍生品供给”等未来政策方向。预计伴随监管层与市场机构持续推进基础设施与工具创新，完整的联动生态与抵御市场波动的风险防范体系将趋于成熟、完善，跨境人民币债券市场风险整体可控。



综合来看，2026 年跨境人民币债券市场在总量扩张的同时，呈现出供给主体多元化、期限结构丰富化与跨市场联动增强等结构性转变，市场发育正由规模驱动转向结构驱动。全年发行规模有望创历史新高，外资银行、主权政府、多边机构及科创企业发行人继续扩容，科创债等创新品种占比提升。熊猫债与点心债的联动性，也将从定价趋同进一步拓展至资金双向流动和投资者结构交叉渗透。中长期看，人民币国际化持续推进，主权政府、跨国实体企业的真实人民币融资需求具备增长潜力，跨境人民币债券市场长期向上趋势不变。但短期人民币融资占优的中美利差环境，具有窗口期特征，需要做好规模数字增长背后的风险识别与防范。未来，制度建设层面需针对当前市场的结构性变化协调配合，继续优化投资人结构，增强市场韧性，并深入推进与债券投融资行为相匹配的离岸汇率、利率、外汇衍生品等产品的创新与创设，以更好匹配债券投融资期限，并对冲汇率、利率风险。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。