



熊猫债发行量创历史新高，未来增长潜力可期

——熊猫债市场 2023 年回顾与 2024 年展望

联合资信 主权部 | 李为峰 程泽宇

2023 年，熊猫债发行量创历史新高，全年发行量首次突破 1500 亿元大关，这主要得益于中国境内相对较低的融资成本优势持续凸显、熊猫债相关制度优化政策持续出台、人民币国际化进程不断加快等因素。展望 2024 年，在境内融资成本保持低位、人民币国际化持续推进、熊猫债相关制度法规不断完善以及再融资需求维持高位的背景下，预计熊猫债市场仍将保持较高热度，未来增长潜力可期。

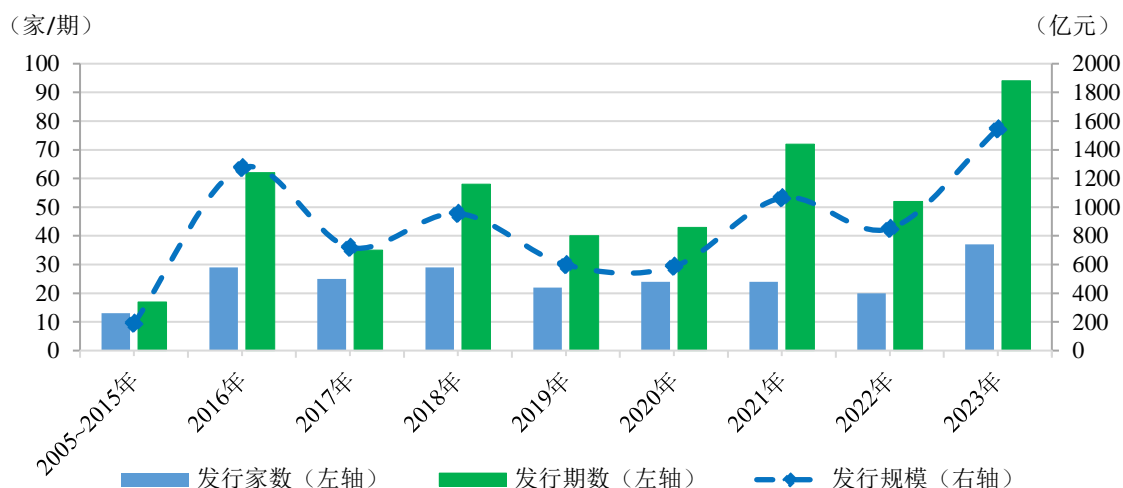


联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、2023 年熊猫债发行概况及增长原因

2023 年，熊猫债发行量创历史新高，全年发行量首次突破 1500 亿元大关。具体来看，2023 年共有 37 家主体累计发行熊猫债 97 期，发行规模总计 1544.7 亿元，发行主体家数、发行期数和发行规模同比增幅均超过 80%，且均创下历年最高水平。

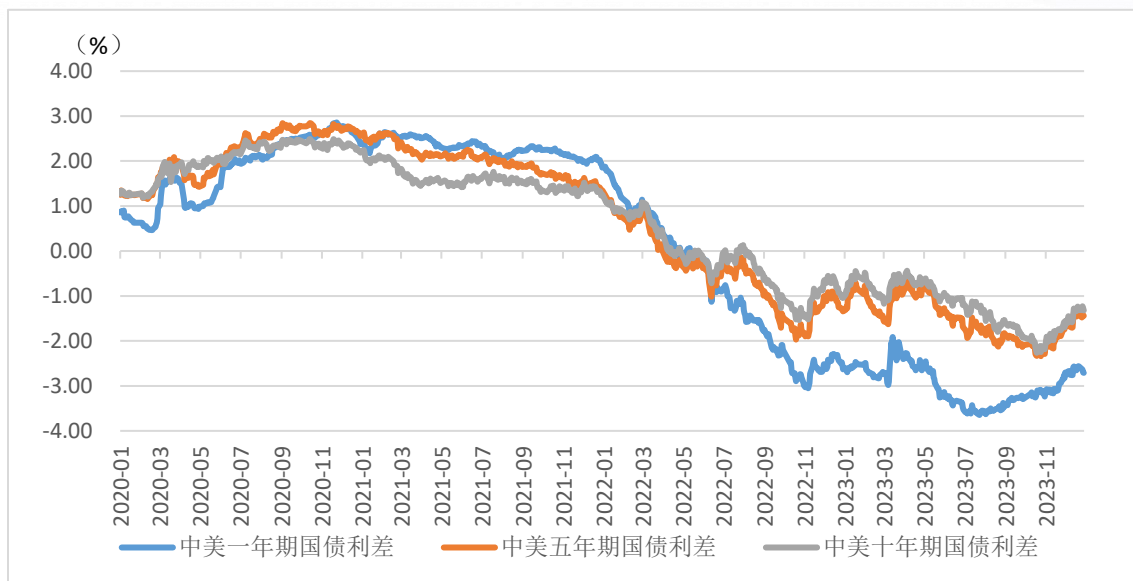


数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 2005 年—2022 年熊猫债发行情况

熊猫债发行量在 2023 年创下历史新高主要得益于以下三方面原因：

一是欧美央行持续收紧货币政策使得中国境内相对较低的融资成本优势持续凸显，提升了熊猫债市场对境外发行人的吸引力。2023 年，中国经济企稳回升但仍不稳固，经济增长出现阶段性波动，在此背景下中国央行稳健的货币政策精准有力，全年两次降准、两次降息，保持流动性合理充裕，推动境内市场融资成本稳中有降。另一方面，欧美央行的重点仍在于抗通胀，3 月份爆发的银行业危机并没有动摇各大央行坚定加息的步伐，但随着经济下行压力的持续加大，欧美央行从下半年开始在抗通胀与稳增长之间寻求平衡，加息节奏有所放缓。总体来看，2023 年在欧美央行加息背景下境外市场融资成本有所走高，使得中国境内市场融资成本优势持续显现。以中美利差为例，中美各期限国债收益率利差自 2022 年年中倒挂以来持续走扩，并在 2023 年总体维持在历史相对低位，提升了熊猫债市场对境外发行人的吸引力，推动其转向利率更低的境内市场融资。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 2020 年—2023 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。2022 年 12 月，人民银行和外汇管理局联合发布《关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》，其中明确提出熊猫债募集资金可留存境内，也可汇往境外使用，同时对熊猫债外汇风险管理进行完善，境外机构可与境内金融机构开展外汇衍生品交易管理汇率风险。这些措施在很大程度上提升了熊猫债发行的便利度及灵活性，有利于提升境外发行人在熊猫债市场的融资意愿。2023 年以来，交易商协会围绕熊猫债推出一系列优化举措，包括放开注册发行环节主承销商家数限制、深化境外交易所挂牌试点、优化境外机构债券定价配售机制等，为熊猫债市场发展提供良好的制度基础。此外，2023 年 5 月“互换通”正式上线，使境外投资者能够更加便捷地完成人民币利率互换的交易和集中清算，提升了境外投资者参与熊猫债市场的便利性。

三是人民币国际化进程不断加快，为熊猫债市场发展奠定了良好基础。近年来，人民币国际化在跨境收支、外汇储备、金融交易、货币互换等多个领域持续取得新进展，尤其是 2023 年以来，俄罗斯、印度、法国、沙特、巴西、阿根廷等多国开始在外贸结算或投融资中转向使用人民币，其中阿根廷更是首次使用人民币偿付到期外债。根据环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）的数据，2023 年 11 月人民币在全球支付中的占比超过日元，成为国际支付第四大货币。从人民币汇率的表现来看，尽管上半年在欧美央行持续加息的背景下人民币汇率有所走弱，但随着下半年欧美央行加息节奏的放缓及中国经济持续复苏向好，人民币汇率持续趋稳，全年兑美元仅贬值 1.7%

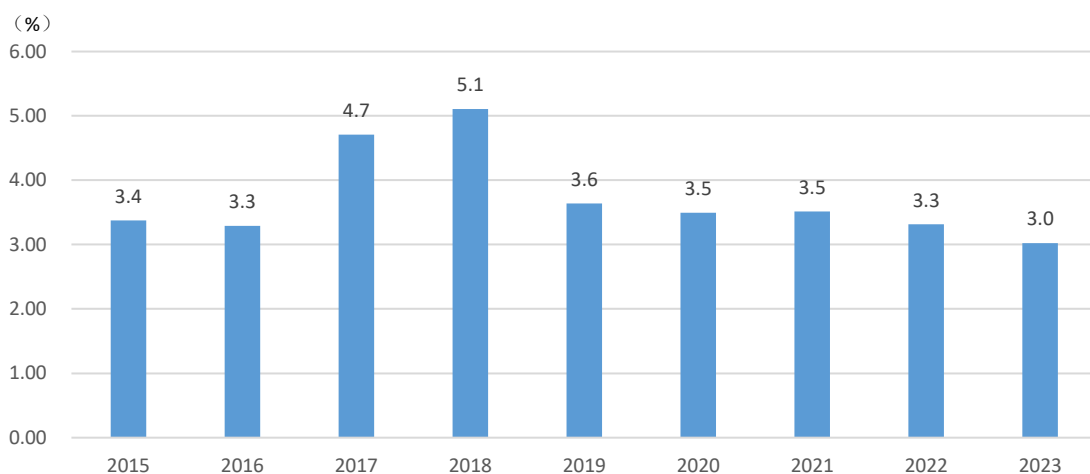
左右。人民币国际化程度持续提升及人民币汇率趋稳增强了人民币资产的吸引力，为熊猫债的发展奠定了良好的基础。

二、2023 年熊猫债市场呈现的特点及新趋势

得益于境内市场的低利率环境，熊猫债平均发行成本¹创下历史新低

得益于货币政策精准施策、持续发力，我国各期限债券利率自今年 3 月以来明显下移，在低利率环境下诸多在华有实际业务的境外发行人释放出更多的融资需求，在此期间熊猫债发行量在 4—5 月和 7—8 月分别达到发行高峰，熊猫债的月度发行规模与我国债券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。

我们选取 2023 年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 3.0%，同比下降 0.3 个百分点，创下有数据统计以来新低，进一步彰显出中国境内债券市场融资成本较低的优势，使得熊猫债成为境外发行人青睐的融资方式之一。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 2015—2023 年银行间 3 年期 AAA 级熊猫债平均固定利率

熊猫债发行主体的行业分布较为多元，工业和公用事业主体所发熊猫债规模迅速增长，但政府和超主权机构所发熊猫债规模有所降低

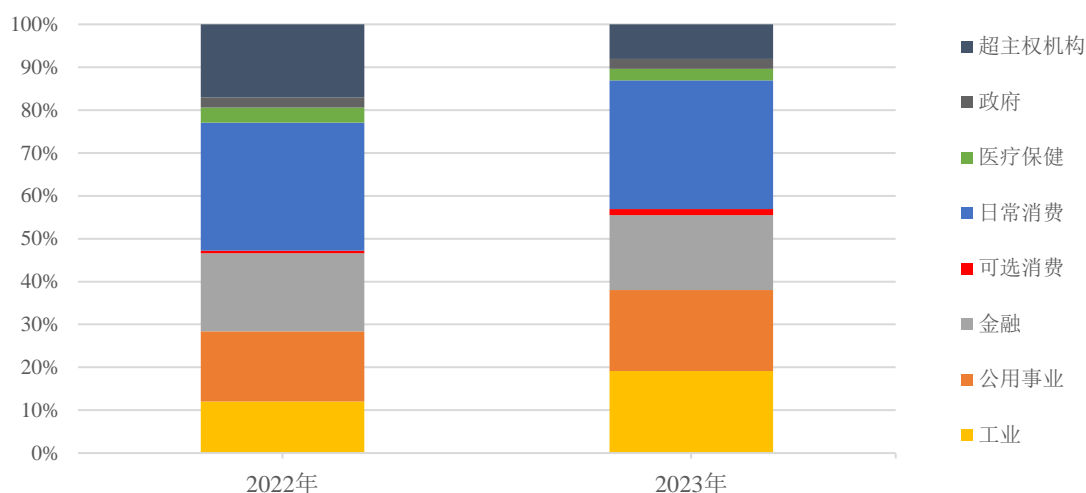
¹ 数据样本为银行间债券市场发行的 3 年期 AAA 级熊猫债样本，对其平均固定利率进行算数平均。

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。

2023 年，熊猫债的发债主体类型依旧集中在日常消费行业，共计发行熊猫债 463 亿元，占发行总额的比重较上年微涨 0.1 个百分点至 30.0%，成为发行市场份额最高的行业。其中，蒙牛乳业共发行 16 期熊猫债，发行规模总计 413 亿元，是本年度发行规模最大的主体。

工业和公用事业主体所发熊猫债规模迅速增长，发行规模分别达到 295 亿元和 293 亿元，占发行总额的比重分别上涨 7.0 个和 2.6 个百分点至 19.1% 和 18.9%，其中工业是本年度熊猫债发行规模增长最快的行业。

政府和超主权机构所发熊猫债规模有所降低。其中，超主权机构发行规模下降至 125 亿元，占发行总额的比重较上年大幅下滑 9.0 个百分点至下降至 8.1%；主权熊猫债发行占比较上年变化较小，仅微跌 0.1 个百分点。具体来看，埃及政府所发熊猫债实现了非洲地区熊猫债的零突破，同时也是首单可持续发展主权熊猫债、首单采用担保结构的主权熊猫债。



数据来源：Wind，联合资信整理

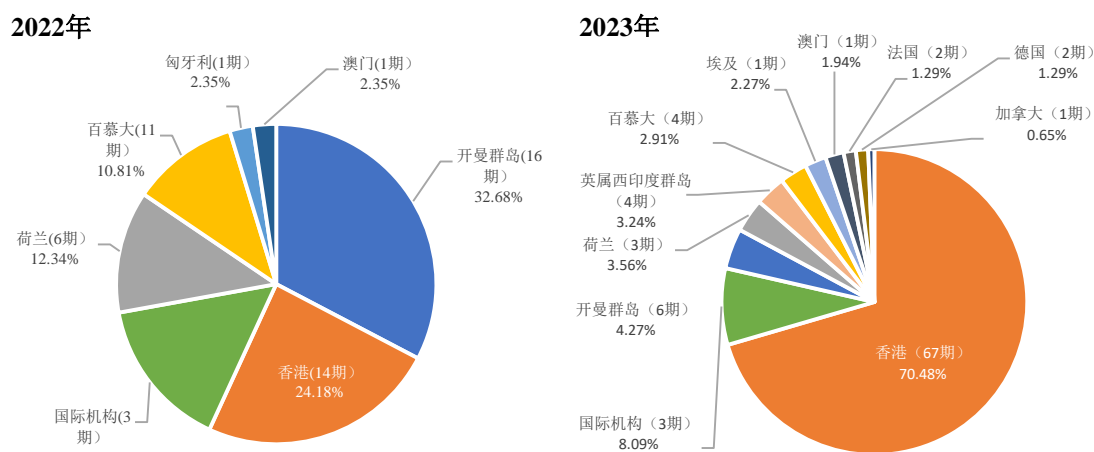
图 2.2 2022 年和 2023 年熊猫债主体类型及行业分布（按规模）

中资背景企业的熊猫债发行主体占比连续第四年上涨，且发行主体注册地向香港地区集中，外资发行人来源则更加多元化

2023 年，中资背景企业的熊猫债发行主体占比连续第四年上涨，所发熊猫债规模占发行总额的 79.6%，较上年显著提升 13.2 个百分点。具体而言，2023 年熊猫债发行主体注册地向香港地区集中，该地区所发熊猫债规模达到 1088.5 亿元，占发行

总额的比重同比大幅飙升 46.3 个百分点至 70.5%。

另一方面，熊猫债发行人来源更加多元化，与上年相比本年度新增法国（2 期）、德国（2 期）、加拿大（1 期）、埃及（1 期）、英属西印度群岛（4 期）等地的发行人，表明熊猫债得到越来越多国家和地区的认可。



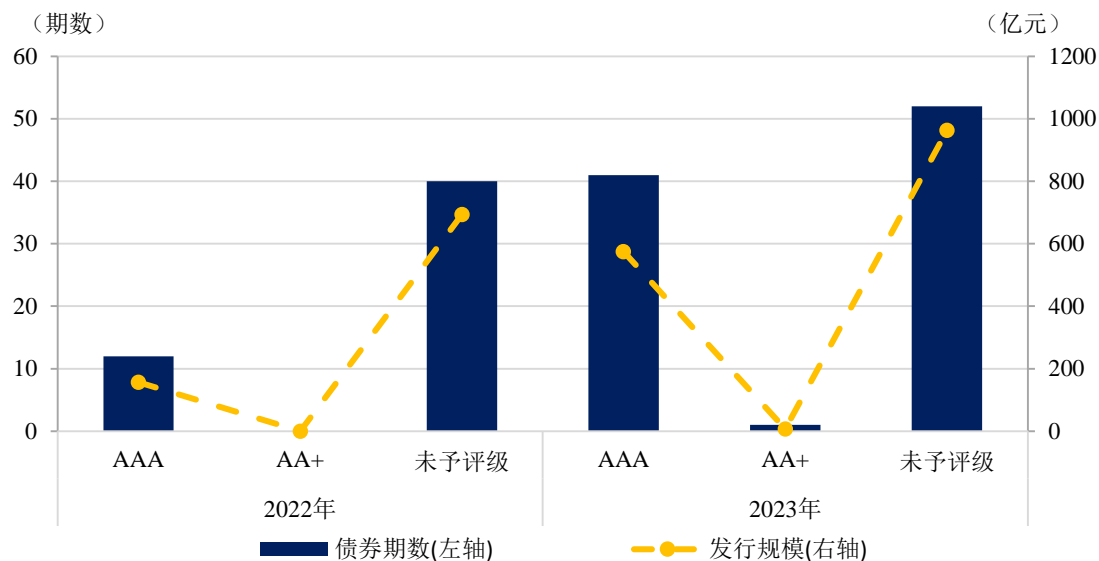
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 2022 年和 2023 年熊猫债发行主体注册地分布

附评级发行的熊猫债数量有所增长，且债券信用等级仍集中在 AAA 级别

2023 年熊猫债附评级发行的数量有所增长。本年度发行的 94 期熊猫债中共有 42 期进行了债项评级，占比达到 44.7%，较 2022 年的 23.1% 大幅增长近 22 个百分点，其中绝大部分为中期票据。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 41 期，发行规模达到 574.5 亿元，发行规模占比达到 37.2%；另有 1 期规模为 7 亿元的 AA+ 级债券发行。

本年度未予评级的熊猫债有 52 期，累计金额达 963 亿元，发行规模占比较上年大幅回落近 20 个百分点至 62.4%。本年度未予评级的熊猫债仍以短期融资券（含超短期融资券）为主，发行规模占比约为 57.7%。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，7 期国际机构债均豁免评级。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 2022 年和 2023 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创历史新高，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

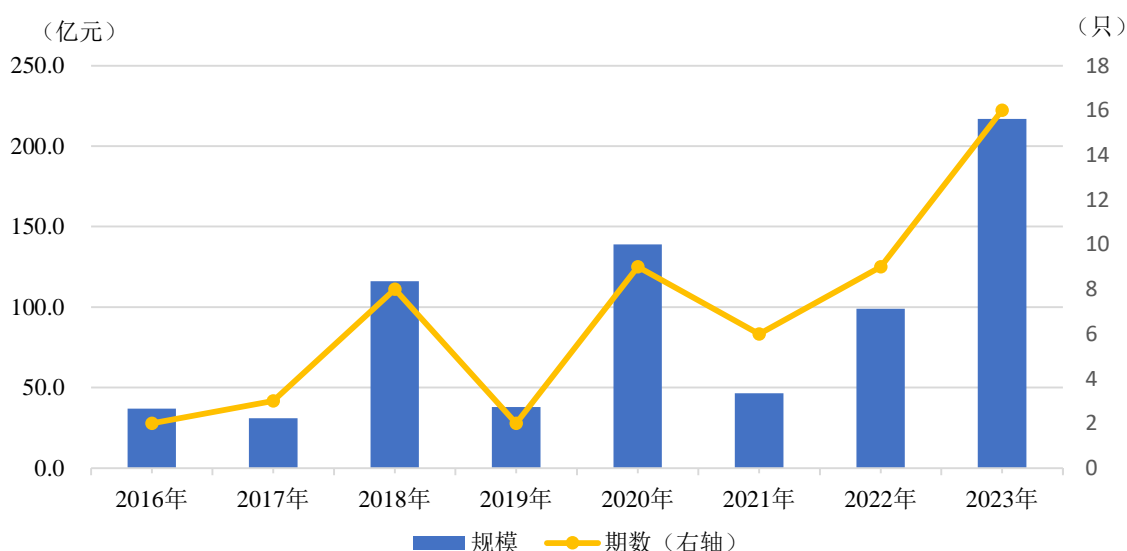
在联合国可持续发展目标和我国“双碳”目标的引领下，近年来国际机构在我国债券市场发行可持续发展主题债券²的意愿明显增强。2023 年以来，熊猫债产品类型在可持续发展领域创新不断，其中绿色熊猫债、碳中和债、可持续发展熊猫债等品种持续发行，乡村振兴债、可持续挂钩债、科创债等创新品种不断涌现。2023 年 GSSS 债券熊猫债发行规模攀升至 217 亿元，同比增长近 120%，规模创历史新高。其中，绿色熊猫债发行规模占比最高（40.1%），其次为可持续发展熊猫债（34.6%）、乡村振兴熊猫债（11.5%）和碳中和熊猫债（9.2%），最后为可持续挂钩熊猫债（4.6%）。

一方面，绿色熊猫债、碳中和债、可持续发展熊猫债等品种持续发行。3 月，中国海螺创业控股有限公司成功发行 2023 年第一期绿色中期票据，该业务创设了“绿色债+熊猫债+债券通”的组合模式。6 月，亚洲基础设施投资银行成功发行人民币可持续发展熊猫债，募集资金将用于支持可持续发展基础设施建设。12 月，光大环保（中国）有限公司成功发行 2023 年度第一期绿色定向资产支持票据（碳中和债），按

² 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，缩写为 GSSS 债券。

募集资金金额占项目总投资的比例测算，每年可助力减排二氧化碳 8.67 万吨，节约标煤 4.16 万吨。

另一方面，乡村振兴债、可持续挂钩债、科创债等创新品种不断涌现。2 月，中国电力国际有限公司在上交所发行熊猫债，募集资金将全部用于哈萨克斯坦清洁能源项目，开创了全国绿色科技创新熊猫债发行先例。3 月，中国船舶租赁成功发行全市场首单可持续挂钩债熊猫债，本期债券票面利率创新性地设置了可持续发展绩效目标，即：截至 2024 年末，发行人绿色船舶资产在总船舶中占比不低于 24%，预计可替代约 3.92 万吨传统柴油，减少二氧化碳排放约 3.18 万吨，减少二氧化硫排放约 465.94 吨，具有显著的节能减排效益。9 月，中国燃气控股有限公司发行 2023 年度第一期中期票据（乡村振兴），其中不低于发行规模的 30% 拟用于与乡村振兴有关的河北省唐山市乐亭县农村气代煤工程项目建设。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 2016 年以来可持续发展主题熊猫债的发行情况

三、2024 年熊猫债市场展望

2024 年熊猫债融资成本有望维持低位，但在欧美主要经济货币政策逐步转向的背景下，利差优势或有所收窄

2024 年初，中国央行召开工作会议，指出 2024 年稳健的货币政策要灵活适度、精准有效；综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。在国内经济下行压力仍存的背景下，预计 2024 年中国央行货币政策有望保持适度宽松，仍有再度降准和

降息的可能性，境内市场的融资成本也有望持续维持低位，为熊猫债市场发展提供良好的环境。

另一方面，随着通胀压力的缓解及经济下行压力的加大，欧美央行预计将在 2024 年进入降息周期，其中美联储有望在年中附近开启首次降息。在此背景下，预计中美利差仍将在较长一段时期内维持倒挂态势，人民币的相对融资成本优势仍存，但与 2023 年相比或将有所减弱，部分熊猫债发行人可能会再度回归国际债券市场开展融资活动。

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，在欧美央行货币政策有望趋向宽松的背景下，预计 2024 年人民币汇率或将呈现稳步回升、温和走强的态势，有助于提升人民币资产的竞争力和吸引力，同时也为熊猫债发行提供良好的市场环境。

中国央行在《2023 年人民币国际化报告》中提到未来要“提升人民币融资货币功能”，具体措施包括“支持更多境外央行、国际开发机构、跨国企业集团等优质发行主体在境内发行熊猫债”。2024 年 1 月，交易商协会正式发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》，对外国政府类机构和国际开发机构发行熊猫债进行规范。预计年内将熊猫债相关制度法规有望持续完善，为熊猫债市场健康发展提供制度保障。

2024 年熊猫债市场仍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 2023 年底的数据显示，2024 年将有 41 期熊猫债到期，待偿金额共计 636.7 亿元，接近于 2023 年创下的到期偿付峰值（644.4 亿元）。具体来看，3 月和 6 月将是熊猫债到期偿付高峰，待偿金额分别约为 147 亿元和 125 亿元，合计占到全年待偿总额的 40% 以上。从待偿主体来看，梅赛德斯-奔驰国际财务有限公司（95 亿元待偿）、宝马金融股份有限公司（70 亿元待偿）、新开发银行（60 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。

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、熊猫债相关制度法规不断完善以及再融资需求维持高位的背景下，预计 2024 年熊猫债仍将保持较高热度，未来增长潜力可期。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[创新产品不断涌现，熊猫债市场热度不减——熊猫债券市场 2022 年回顾与 2023 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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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评级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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级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。