

熊猫债还是点心债？ 外资主体境内外人民币融资对比分析

摘要

在人民币国际化进程不断深化、中美货币政策周期分化的宏观背景下，以人民币计价的跨境债券市场迎来了历史性的发展机遇。作为人民币债券市场的“一体两翼”，熊猫债（境外机构在中国境内发行的人民币债券）与点心债（在中国香港等离岸市场发行的人民币债券）近年来均呈现出爆发式增长态势，其中熊猫债累计发行规模已突破万亿元大关，点心债年度发行规模则连续突破万亿元。

熊猫债与点心债虽同为人民币计价债券，但分属在岸与离岸两个市场，在监管框架、投资者结构、流动性特征等方面存在系统性差异，尽管两者的融资成本差异正在持续收窄。对于外资主体而言，“熊猫债还是点心债”是一个涉及融资成本、监管合规、资金使用便利性等多重约束的战略选择。对于多数外资主体而言，最优策略并非“二选一”，而是根据自身业务布局、投资者关系、合规能力及期限需求，构建“以一方为主、双市场协同”的人民币融资体系，在人民币国际化的历史进程中实现融资效率最大化。

A) 熊猫债市场和点心债市场发展概况

近年来人民币相对较低的融资成本吸引更多外资主体发行熊猫债和点心债

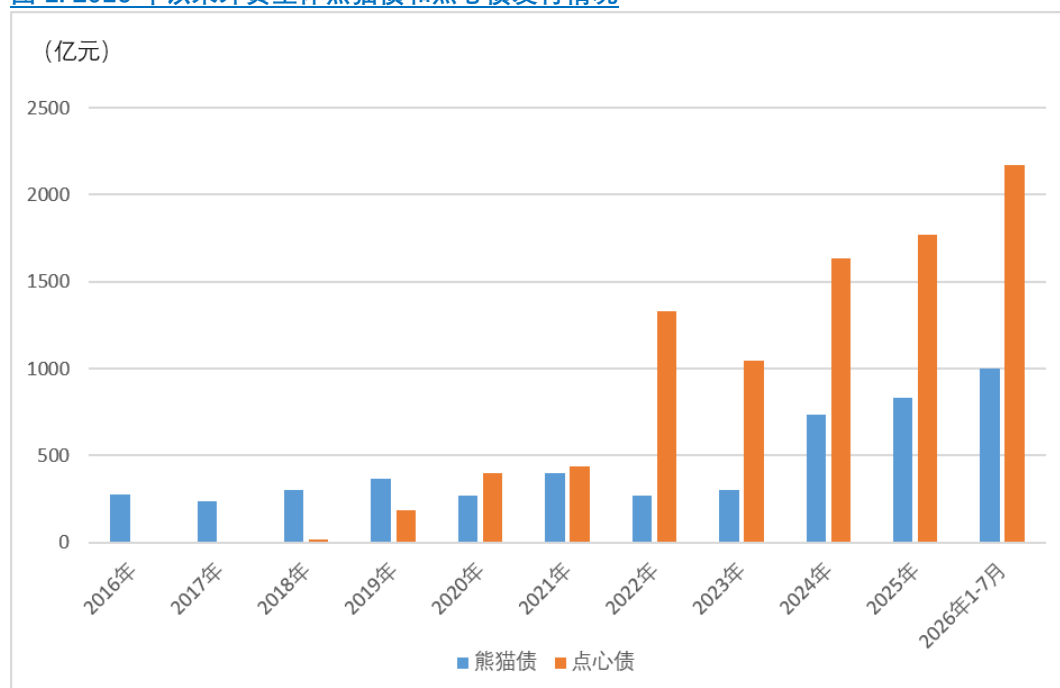
2005 年国际金融公司和亚洲开发银行在中国境内债券市场发行人民币债标志着熊猫债市场的开端，但由于早期对发行主体资质要求、信用评级、募集资金使用等方面有较大的限制，熊猫债市场规模极为有限。2010 年后中国监管部门将熊猫债发行人资质范围和募集资金用途逐步放宽，再加上 2016 年人民币加入 SDR、2017 年债券通“北向通”上线等因素增强了熊猫债对境外投资者的吸引力，熊猫债市场进入扩容期。2022 年以来，由于境内人民币利率相对较低且中美利差倒挂，再加上人民币国际化持续推进及熊猫债相关制度优化政策不断出台，境外机构发行熊猫债的动力明显增强，2025 年熊猫债整体发行量达到逾 1,600 亿元，至 2026 年 6 月末累计发行规模已超过 1.3 万亿元。在熊猫债市场发展早期，中资发行人尤其是红筹企业占据重要地位，而外资主体的熊猫债发行量常年维持在 300 亿元左右，直到 2024 年才出现明显放量，且不断涌现来自不同国家和地区的新发行人。

2007 年国家开发银行在香港首发点心债标志着离岸人民币债券市场的开端。早期点心债的发行主体仅限于中国政府、境内政策性银行和商业银行，但随着 2012 年监管部门

将点心债发行主体扩大至全部境内非金融机构，点心债发行量在 2014 年达到约 4,000 亿元的高峰。美联储退出量化宽松成为点心债市场的一个转折点，再加上 2015 年“8.11 汇改”引发的汇率波动，点心债市场一度陷入低迷。2021 年以来，得益于债券通“南向通”开通、人民币融资成本优势持续凸显等因素，点心债市场出现明显升温，2024 年和 2025 年年度发行量接连突破万亿元。从外资主体的发行情况来看，2020 年之前外资主体发行点心债极少，主要是一些国际多边机构和跨国金融机构，但随着 2022 年以后美联储加息使得美元融资成本上升，有来自更多国家的不同类型外资主体开始尝试通过点心债进行人民币融资，2025 年外资主体点心债发行量达到近 1,800 亿元。

总体来看，外资主体发行熊猫债和点心债的核心动力在于人民币相对较低的融资成本，这是两个市场在 2022 年以后双双爆发的根本原因。

图 1: 2016 年以来外资主体熊猫债和点心债发行情况



数据来源：DMI，联合国际整理

B) 熊猫债和点心债对比分析

熊猫债和点心债之间存在较大的系统性差异

熊猫债与点心债虽同为人民币计价债券，但分属在岸与离岸两个市场，在监管框架、投资者结构、流动性特征等方面存在系统性差异。

具体来看，熊猫债本质上是中国境内债券市场对外开放的重要工具，境外发行人进入中国境内市场则需要接受境内发行规则、登记托管体系、信息披露要求和投资者保护

框架约束；点心债则是离岸人民币市场的自然延伸，依托离岸市场尤其是香港的人民币存款、清算、资产管理和银行体系，遵循香港市场及国际债券发行惯常规则。

从投资者结构及流动性来看，熊猫债的投资者主要是境内银行、保险、基金等，境外机构也可以通过合规渠道进入境内市场投资熊猫债，其优势是资金池深、利率曲线完整、基础资产容量大，但二级市场活跃度也受境内信用债整体生态影响；点心债的投资者更国际化，离岸中资机构、香港本地银行及资管机构、国际债券基金、各国央行及主权类投资者都可以参与，境内资金也可通过债券通“南向通”等渠道参与，但由于离岸人民币资金池深度有限，市场容易受离岸人民币流动性和汇率预期冲击。

总体而言，外资主体发行熊猫债的最大优势在于可触达中国境内市场的深度资金池，但要接受本土规则适配；发行点心债则更容易与美元债、欧元债发行流程衔接，但也更依赖离岸人民币的一级认购与二级市场流动性。

表 1：熊猫债和点心债主要差异对比

对比维度	熊猫债	点心债
发行地点	中国境内市场（银行间市场为主、交易所市场为辅）	中国香港等离岸市场
发行人类型	国际多边机构、外国政府、境外金融与非金融企业等境外机构（包含部分中资机构）	以中资机构为主（境内企业、金融机构、财政部及地方政府），亦含境外发行人
监管框架	中国人民银行、中国银行间市场交易商协会注册管理	当地市场化监管，但境内发行人还需国家发展和改革委员会备案
投资者结构	以境内商业银行、保险、基金为主，境外机构可通过债券通“北向通”等渠道参与	主要是境外机构投资者，境内资金可通过债券通“南向通”等渠道参与
资金用途	可用于境内或自由汇出境外（2022 年新规后）	离岸市场可自由兑换使用
流动性	依托境内债券市场的深度，流动性相对较好	流动性近年显著提升，但整体仍弱于在岸市场

资料来源：联合国际整理

外资主体发行熊猫债和点心债的融资成本差异持续收窄

从外资主体发行熊猫债和点心债的融资成本来看，近十年熊猫债和点心债的平均票息均呈下降之势，两者分别从 5%和 4%左右逐步下降至 2%左右。2016-2021 年外资主体发行熊猫债较发行点心债平均成本高约 100BP 左右，这可能是因为在熊猫债市场发展早期境内投资者对于外资主体尚不熟悉，从而要求相对较高的溢价，而这一差异正在持续收窄，2022 年之后熊猫债和点心债的融资成本逐步趋于一致。

我们选取了 10 家在近几年同时有过熊猫债和点心债发行历史的外资主体，涵盖国际多边机构、主权政府/基金、金融机构等不同类型的主体，发现在发行期限相同、发行日期相近的情况下，熊猫债相对而言具有一定的融资成本优势，这可能得益于境内市场更加充裕的人民币流动性。部分外资主体发行点心债的成本相较于熊猫债更低，例如

哈萨克斯坦的“萨穆鲁克—卡泽纳”主权财富基金股份公司，其发行的 5 年期点心债票息甚至低于 3 年期熊猫债。这主要得益于其点心债在本国交易所上市发行，当地投资者要求的溢价相对更低。总体而言，外资主体发行熊猫债和点心债的融资成本差异并不大。

图 2：2016 年以来外资主体发行熊猫债和点心债平均票息变化情况

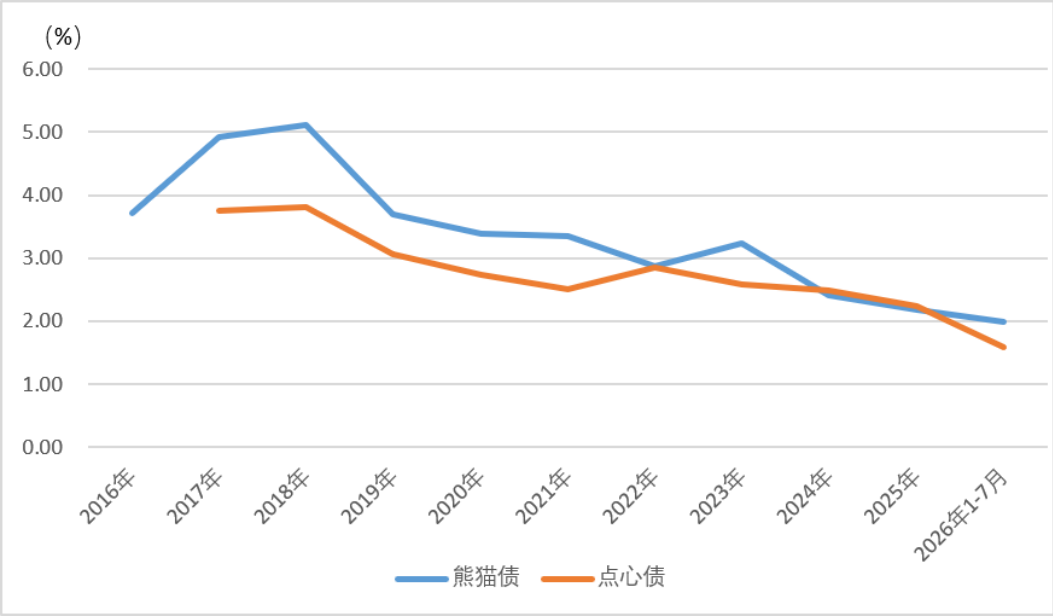


表 2：部分外资主体发行熊猫债和点心债成本对比

发行人	熊猫债			点心债		
	发行日期	期限 (年)	票息 (%)	发行日期	期限 (年)	票息 (%)
亚洲基础设施投资银行	2024/10/22	5	2.05	2024/8/6	10	2.90
亚洲开发银行	2025/3/18	3	1.81	2025/4/14	3	1.55
印度尼西亚共和国	2026/7/31	3	1.90	2026/3/4	3	2.45
印度尼西亚共和国	2026/7/31	5	2.19	2026/3/4	5	2.65
“萨穆鲁克—卡泽纳”主权财富基金股份公司	2026/4/14	3	2.18	2026/7/10	5	2.09
巴克莱银行有限公司	2026/6/23	5	1.98	2026/7/28	5	2.40
大华银行有限公司	2026/3/23	3	1.83	2025/7/23	2	1.85
德意志银行股份有限公司	2026/6/2	5	1.94	2026/7/23	5	2.07
法国巴黎银行	2026/3/19	3	1.85	2026/4/29	3	1.78
法国巴黎银行	2026/3/19	5	2.05	2026/3/25	5	2.33
法国外贸银行	2026/6/18	3	1.74	2026/4/23	10	2.40
梅赛德斯-奔驰国际财务有限公司	2025/1/15	3	1.90	2025/1/14	3	1.90

注：期限不同的样本仅供参考

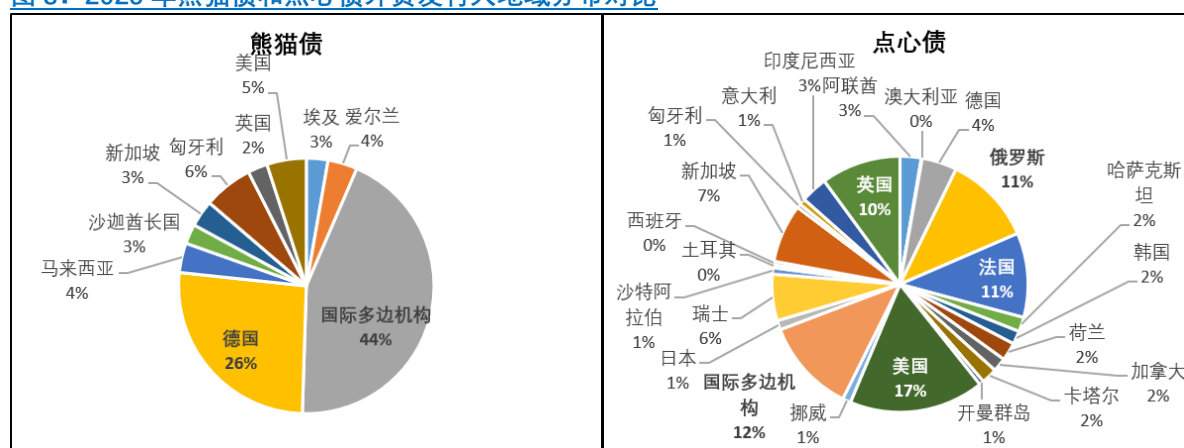
数据来源：DMI，联合国际整理

点心债外资发行人的地域分布较熊猫债更加广泛

从外资发行人的地域分布来看，2025 年熊猫债外资发行人则来自约十个国家和地区，且以欧洲地区发行人为主，其中德国发行规模占比高达 26%左右，但熊猫债也新增了来自非洲和南美洲的发行人，发行人多元化程度正在不断提升。

点心债外资发行人则来自全球二十多个国家和地区，涵盖亚洲、欧洲、北美洲、大洋洲等全球大部分区域，且发行规模最大的美国占比也仅有 17%左右。总体来看，点心债外资发行人的地域分布较熊猫债更加广泛，且集中度更低。

图 3：2025 年熊猫债和点心债外资发行人地域分布对比



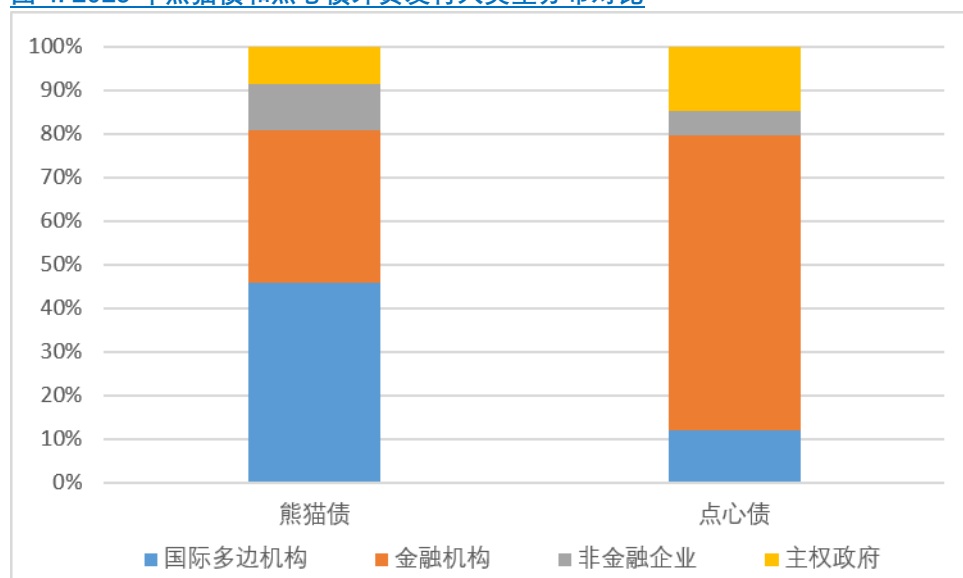
数据来源：DMI，联合国际整理

熊猫债外资发行人以国际多边机构为主，点心债外资发行人则以跨国金融机构为主

从外资发行人的类型来看，国际多边机构在熊猫债市场占据重要地位，2025 年其熊猫债发行量占比高达 45%左右，其次是金融机构，占比达到 35%左右，非金融企业和主权政府发行占比分别为 10%和 9%左右。

点心债市场则以金融机构为主导，尤其是大型跨国金融机构（例如高盛、摩根士丹利、美林、巴克莱银行、德意志银行、法国巴黎银行等），2025 年金融机构发行占比高达 68%左右，其次是主权政府（15%左右）和国际多边机构（12%左右），非金融企业占比很小（5%左右）。

图 4: 2025 年熊猫债和点心债外资发行人类型分布对比



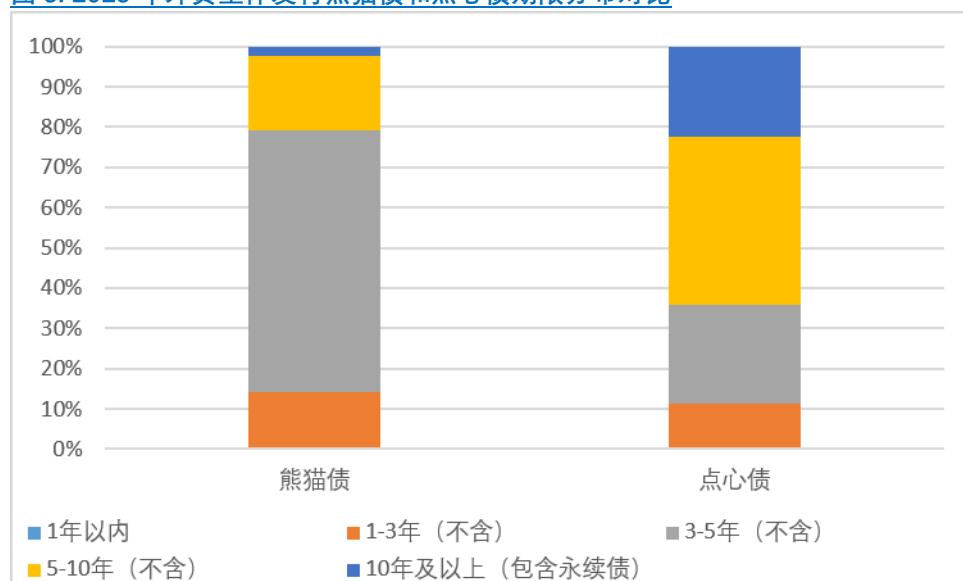
数据来源: DMI, 联合国际整理

外资主体发行熊猫债大多数集中在 3-5 年期，点心债的期限分布则更广泛且更偏向中长期

长期以来，外资主体发行熊猫债以 3 年期和 5 年期为主，2025 年 3-5 年期熊猫债占比高达 65% 左右，这主要是因为熊猫债的境内投资者主要是商业银行，这类资金负债端期限短，天然偏好中短期的信用债，而大多数外资发行人也倾向于发行中短期债券以降低汇率波动风险。但随着近年来中国境内市场利率大幅下行，部分外资发行人开始利用低利率窗口锁定成本，尝试发行 7 年或 10 年期熊猫债。

外资主体发行点心债的期限分布则更加广泛且更加偏向中长期，2025 年 5-10 年期点心债占比高达 42% 左右，10 年及以上（包含永续债）点心债占比也高达 22% 左右。这主要是因为点心债投资者遍布全球，包括各国央行、主权基金、国际资管、保险和私人银行，其中不乏负债久期很长的配置型资金，能承接 10 年乃至更长期限的品种，而从发行端来看也有很多具有真实长期资金需求的点心债发行人（例如国际多边机构）。

图 5: 2025 年外资主体发行熊猫债和点心债期限分布对比



数据来源: DMI, 联合国际整理

C) 外资主体境内外人民币融资策略

熊猫债与点心债的融资成本差异已大幅收窄，单纯基于成本优势的选择逻辑已不再适用。对于外资主体而言，两个市场并非互斥，而是互补。

优先考量资金使用场景与汇兑便利性，根据目标投资者结构选择发行市场

2022 年新规后熊猫债募集资金可自由汇出境外，但境内使用可直接以人民币结算，避免汇兑风险。因此，对于有真实中国境内业务需求的外资主体，如果募集资金主要用于中国境内实体运营、项目投资或供应链支付，发行熊猫债具有天然优势。如果募集资金主要用于汇回本国使用或作为多币种流动性补充，具备离岸自由兑换特性的点心债则更是更佳选择。

另一方面，当前熊猫债投资者对于中长期债券品种的接受度要低于点心债投资者，对 10 年以上超长期限债券的需求也较为有限。因此，对于寻求中短期融资、希望触达境内深度资金池的外资主体，应优先考虑熊猫债；具有长期限融资需求（7-10 年及以上）、希望引入全球配置型投资者的主体，应优先考虑点心债。

首次发行人可将点心债作为进入人民币融资市场的试水工具

由于发行熊猫债需适配中国境内注册规则、信息披露要求及投资者保护框架，首次进入在岸市场的外资主体将面临较高的规则学习成本和系统对接成本，而点心债则遵循香港市场及国际债券发行惯例，与美元债、欧元债的发行流程衔接更为顺畅。因此，对于首次涉足人民币债券市场的外资主体，若已有美元债或欧元债发行经验，可先以点心债作为进入人民币融资市场的试水工具，积累离岸人民币投资者关系。若发行人在本国或区域离岸中心拥有稳定的投资者关系，可考虑首次发行点心债在本国交易所

上市或本国交易所与香港联交所双重上市，以降低认购溢价。在熟悉中国境内监管环境并积累一定的人民币投资者关系后，再择机发行熊猫债，以触达更广阔的境内投资者群体。

具备跨境协调发行能力的优质外资发行人可利用双市场发行实现融资成本优化，建立人民币融资的常态化机制

上文数据表明，对于信用资质优良、具有国际认可度的发行人，熊猫债和点心债双市场发行不仅可行，且可通过比较定价获取最优融资成本。尤其是对于那些具备跨境协调发行能力的国际多边机构、主权政府、大型金融机构及跨国企业，可在发行前同时接触在岸主承销商与离岸全球协调人，根据实时市场供需、投资者反馈及汇率对冲成本，动态选择首发市场或进行双市场同步发行。

另一方面，鉴于中美货币政策及中美利差在短期内很难逆转以及人民币国际化程度的不断提升，优质外资发行人可将人民币债券纳入其全球多币种融资框架的组成部分，建立常态化人民币债券发行机制，保持对熊猫债和点心债两个市场的持续关注和定期接触。同时，应建立完善的汇率风险对冲机制，将人民币融资成本与美元、欧元等成本进行套保后综合比较，避免裸汇率风险敞口。

总体而言，熊猫债与点心债作为人民币国际化“一体两翼”的重要组成部分，为外资主体提供了互补的融资选择。熊猫债的核心价值在于触达境内深度资金池与潜在的融资成本优势，点心债的核心价值在于国际规则适配性、长久期投资者基础及离岸资金使用便利性。对于多数外资主体而言，最优策略并非“二选一”，而是根据自身业务布局、投资者关系、合规能力及期限需求，构建“以一方为主、双市场协同”的人民币融资体系，在人民币国际化的历史进程中实现融资效率最大化。

分析师

何志忠，CFA，FRM

董事总经理

(852) 3462 9578

toni.ho@lhratingsglobal.com

黄佳琪，CFA

董事总经理

(852) 3462 9586

joyce.huang@lhratingsglobal.com

媒体关系联络人，香港

张瀚之

经理

(852) 4404 1738; (86) 158 0529 8310

alfred.zhang@lhratingsglobal.com

免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的评级（包括信用评级和其他评级产品）和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：www.lhratingsglobal.com

评级是一种意见，涉及对实体或证券信用状况或对金融工具的评估，而非购买，出售或持有任何证券或金融工具的建议。评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，亦不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有评级均由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有评级均不是由个人负责。评级结果均经由评审委员会决策机制产生。报告中所列人员仅作为联系人用途。

联合国际基于合理信赖的第三方信息开展评级服务。联合国际通常根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析，并采取合理的措施，以确保其在授予评级时使用的信息，具有足够的质量来支持具可靠性的评级。但是联合国际不进行任何审计，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。评级可能包含联合国际对未来事件的预测等前瞻性观点，此类观点可能随时变动且不应视为事实。请参阅联合国际的网站，了解最新的评级行动、评级历史、决定评级所采用的方法、有关每个评级类别含义以及违约的定义等更多信息。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

对于委托评级，联合国际从发行人、承销商、债务人、投资者或委托人处获得提供评级服务的报酬。非委托评级是由本公司主动发起的评级，并非由发行人、承销商、债务人、投资者或委托人请求。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的评级都会向受评级个体（及/或其代理人）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的评级报告和研究报告。任何用户若依赖评级报告及研究报告所提供的信息，须咨询相关机构或专业人士，以确保符合当地适用的法律法规。

所有已发布的评级报告以及研究报告均属于联合国际的知识产权。未经联合国际的书面许可，不得以任何形式复制、公开传播或修改全部或部分内容。

联合国际是联合资信评估股份有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2026。