

境外发行人态度积极 熊猫债累计发行量突破1.3万亿元

记者 范子萌

近日，法国农业信贷银行在中国银行间债券市场完成 2026 年“首单”熊猫债发行，并实现多项突破：外资金融机构单笔最大发行规模、首次采用“3 年 +5 年 +7 年”三期限组合，以及首发 7 年期品种，填补了长期限金融熊猫债的发行空白。

熊猫债是指境外机构在中国境内发行的以人民币计价的债券产品。近年来，熊猫债发行热度持续提升，人民币作为国际融资货币的接受度也从亚洲进一步向全球延伸。中国人民银行数据显示：2026 年上半年，熊猫债发行超过 1600 亿元，同比增长 69%；截至 6 月末，熊猫债累计发行量超过 1.3 万亿元。

业内人士认为，熊猫债市场正经历结构性增长，其吸引力不再局限于融资成本优势，功能也从简单的融资工具，升级为境外机构战略性配置人民币资产的重要手段。

外资发行人纷至沓来

法国农业信贷银行此次发行的 60 亿元熊猫债，包含 3 年期品种 40 亿元（票面利率 1.70%）、5 年期品种 15 亿元（票面利率 1.86%）和 7 年期品种 5 亿元（票面利率 2.08%），各期限品种认购倍数均超过 2 倍，获得境内外投资机构广泛认可。

作为首个进入熊猫债市场的全球系统重要性银行，法国农业信贷银行累计发行 12 只熊猫债，合计募集人民币 190 亿元，是累计发行规模最大的外资金融机构。

除金融机构外，全球航运巨头也在入局熊猫债发行市场。日前，全球最大的独立集装箱船东塞斯潘公司完成首单 15 亿元 3 年期熊猫债发行。这标志着其打通了境内人民币融资渠道，实现了人民币“借—用—还”完整闭环，为全球航运企业开展人民币直接融资提供了可复制、可借鉴的样本。

今年以来，外资发行人对熊猫债的兴趣持续升温。中国人民银行数据显示，截至 6 月末，熊猫债券累计发行超过 1.3 万亿元，发行主体有 110 多家，覆盖五大洲的 24 个国家和地区。亚投行、亚开行等国际开发机构，德意志银行、法国农业信贷银行、拜耳等大型跨国机构，已成为熊猫债市场的经常性外国发行人。

交易活跃度也在同步攀升：上半年，熊猫债券累计成交 3426 亿元，同比增长 49%；参与熊猫债券交易的机构 2493 家，同比增加 599 家。

人民币融资吸引力全面升级

熊猫债何以受青睐？

融资成本优势是直接的驱动力。业内专家表示，从利率来看，熊猫债票面利率较同期美元债券更具竞争力，人民币融资的成本优势十分突出。

更深远的意义则在于，熊猫债已从简单的融资工具，演变为境外机构深耕中国资本市场、提升全球影响力的战略性布局。德意志银行研究最新报告表示，熊猫债市场正经历结构性增长，其吸引力不再局限于融资成本优势。统一监管、储架发行等制度创新极大地提升了发行效率。其功能已从在岸融资工具，转变为境外机构获取可在全球使用的人民币资金的战略性渠道。

中国人民银行副行长邹澜近日在国新办新闻发布会上表示，国际机构发行以人民币计价的熊猫债，募集资金投向跨境贸易结算、实体经济投资、产业链资金周转等实体经济领域，表明对我国制度环境、发展预期以及人民币的充分认可，也进一步丰富了全球投资者的人民币资产配置渠道，形成可持续的人民币使用生态。

“熊猫债市场有望延续较快增长态势。”中国民生银行首席经济学家温彬表示，随着我国持续推动金融市场高水平开放，熊猫债发行制度和市场环境不断优化，加之人民币融资成本相对较低、人民币资产吸引力持续提升，境外机构发行人民币债券的积极性将不断增强。未来，熊猫债将在拓宽境外主体融资渠道、促进跨境投融资便利化及推动人民币国际化进程中发挥更加重要的作用。

乐瑞资产：在债市培育耐心资本，风控前置是核心竞争力

记者 梁妍妍

“耐心资本”被写入“十五五”规划纲要。什么样的市场能承载“长期、不轻易退出的资金”？股权被反复提及，债券的角色却鲜少被讨论。

乐瑞资产有关人士近日在接受上海证券报记者专访时表示，不同于股权资本的风险共担属性，债券融资的“耐心”体现在期限安排、契约约束和稳定现金流预期上，二者在企业不同发展阶段互补共生，共同构成覆盖企业全生命周期的长期资本供给。

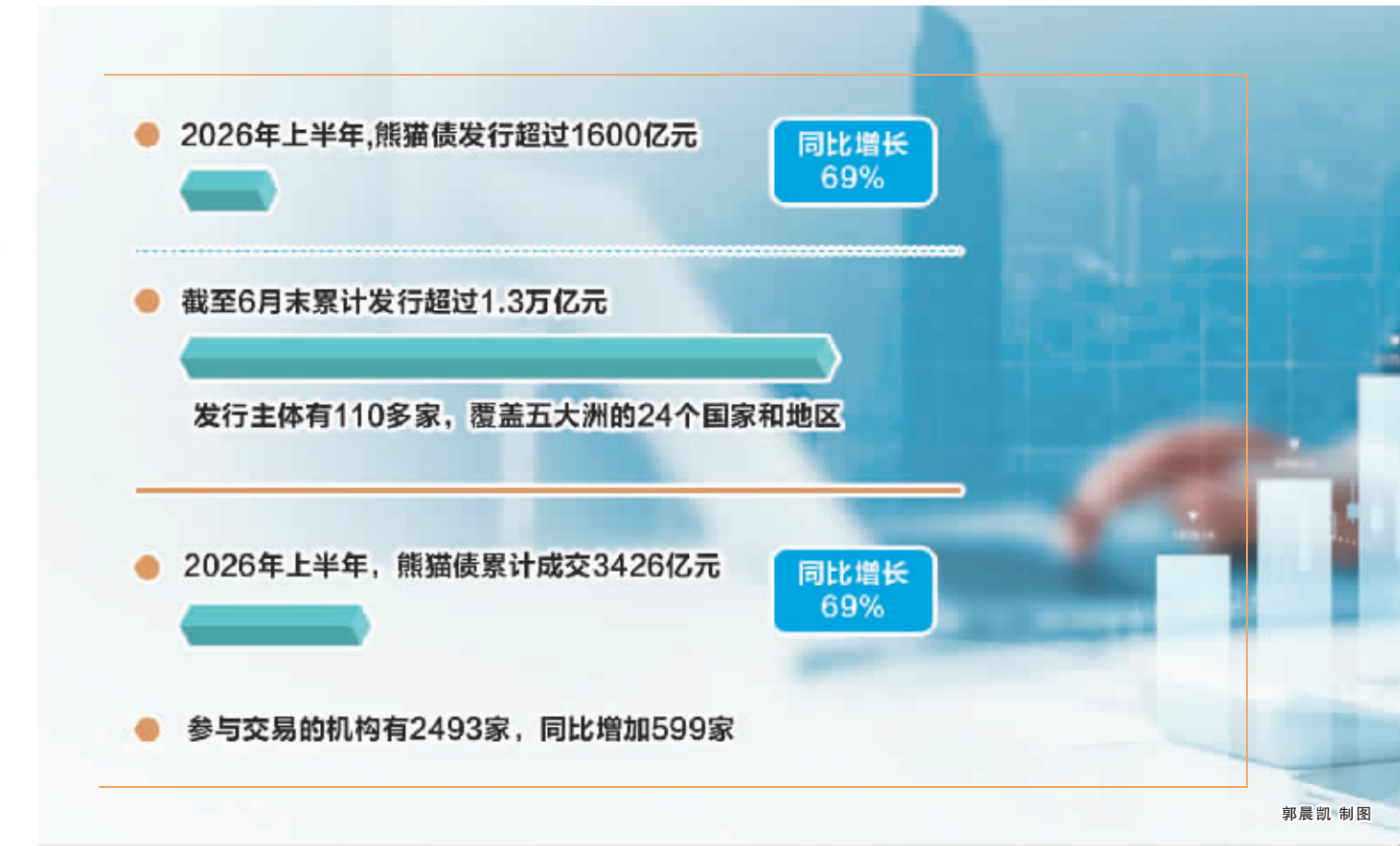
债权融资与股权融资形成互补

中国证监会主要负责人此前强调，金融行业要以自身高质量发展更好地服务国家战略、民生福祉和资本市场持续稳定健康发展。

“一个健全的、有弹性的、能够抵御风险的金融体系，才能更好地为实体经济提供服务。”乐瑞资产有关人士在谈及债券市场的功能定位时如此表示。

截至今年5月末，我国企业债券和政府债券余额合计已超过130万亿元，承载了近三成的社会融资规模存量。在上述人士看来，这意味着债券市场已不再只是银行信贷之外的补充渠道，而是连接资本市场和实体经济的重要枢纽，已经成为服务实体经济高质量发展的支柱性融资市场。

该人士表示，耐心资本不仅是股权资本，债券市场在培育耐心资本方面也有四大优势：一



预定利率研究值二度上调 年内或难见保险产品集中调价

记者 何奎

上海证券报记者近日获悉，中国保险行业协会组织召开人身保险业利率研究专家咨询委员会 2026 年二季度例会，保险业专家研究了人身保险产品预定利率研究值，提出当前普通型人身保险产品预定利率研究值（下称“预定利率研究值”）为 1.94%，较上季度微升，为连续 2 个季度上调。

在业内人士看来，预定利率研究值再度上调，意味着在市场利率平稳的环境下，年内预定利率动态调整机制或不会被触发，保险产品预定利率和定价不太可能集中调整。对于消费者而言，无需过度担忧保险产品集中涨价。

预定利率研究值微升1个基点

中国保险行业协会最新公布的普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.94%，相较之前的 1.93%，微升 1 个基点，预定利率研究值再度上调未能触发预定利率动态调整机制。

所谓预定利率动态调整机制，是指当在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续 2 个季度比预定利率研究值高 25 个基点及以上时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在 2 个月内平稳做好新老产品切换工作。其中，预定利率研究值的确定要结合 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5 年期定期存款利率、10 年期

国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，并每季度发布。

据了解，当前普通型人身保险产品预定利率最高值为 2.0%。由此可见，最近 2 个季度的预定利率研究值均未触发预定利率动态调整机制。预定利率研究值每季度披露一次，在市场利率平稳的环境下，年内较难出现保险产品预定利率的集中调整。

展望未来，预定利率研究值或不会出现大幅变动。对外经济贸易大学创新与风险管理研究中心副主任龙格在接受记者采访时表示，未来预定利率研究值不会单边持续上升，而是会根据宏观经济、长端利率及资本市场表现呈小幅双向波动，预计短期内在 1.9% 左右震荡，年内大概率维持稳态。

中泰证券非银金融首席分析师葛玉翔对记者表示：“若市场利率维持不变，我们测算的 2026 年末预定利率研究值模拟测算值约为 1.86%。”

无须担忧保险产品集中涨价

预定利率研究值变动是影响保险产品预定利率调整的直接因素，而预定利率的调整关乎产品定价。通常而言，预定利率下调会引发保险产品涨价，新产品预期收益下降。

业内人士认为，年内预定利率趋稳，消费者无须过度担忧保险产品价格变化。北京排排网保险代理有限公司总经

理杨帆对记者表示，预定利率研究值阶段性上升，意味着短期内消费者购买普通型人身保险产品的定价环境相对稳定，消费者对于产品收益预期和保费水平无需过度担忧。值得注意的是，保险产品的价值并不只取决于预定利率，保障责任、产品期限、公司经营能力及自身保障需求，是消费者在选择产品时更重要的考量因素。

龙格表示，对消费者而言，普通型产品 2.0%、分红型产品 1.75% 的上限较为稳定，无须担忧“炒停售”或抢购防涨价，可基于稳定收益预期规划长期保障与储蓄。

不过，从过往经验来看，即使预定利率未集中调整，部分险企也会根据自身资产负债匹配情况主动调整产品预定利率。葛玉翔预计，险企在分红险定价阶段，可能会通过不同水平的预定利率匹配差异化演示利率水平，以更好实现“低保底 + 高浮动”的收益组合。

在业内人士看来，预定利率未来趋于稳定，以往通过集中炒作利率下降的“炒停售”现象难以出现，险企销售端应积极适应。杨帆表示，对销售端而言，稳定的预定利率有助于提振市场信心，减少消费者对于产品调整的观望情绪。同时，随着消费者保险需求逐渐从关注收益转向关注保障与长期规划，保险销售也将更加考验专业服务能力，推动行业从规模增长向高质量发展转型。

上證国际 International

日元汇率跌至近40年谷底 干预预期升温

记者 陈佳怡

当铸造一枚硬币的金属价值超过币面价值时，意味着什么？

这并非荒谬的假设，而是当下日本面临的现实情况。7月21日的纽约外汇市场上，日元汇率跌至1美元对163日元，为1986年以来首次。据新华社此前报道，由于铸造硬币的有色金属价格不断上涨，日元持续贬值，10日元硬币作为金属的价值正不断提高，已超过其币面价值。

理论上，加息有助于提振汇率走势。然而，在日本央行持续加息背景下，日元汇率不涨反跌。分析人士认为，日元长期疲软是经济结构、货币政策、地缘因素等共同催生的必然走向。当前，日元贬值的弊端不断凸显，而日本央行加息、日本政府进行外汇干预等抑制日元贬值的手段均收效甚微，也让市场担忧——日元可能维持长期弱势。

多重因素导致日元持续低迷

日元汇率的低迷已持续较长时间。对于此次日元贬值，分析人士认为，或与中东地缘局势反复有关。

东方金诚研究发展部分析师徐嘉琦表示，随着中东地缘局势反复，全球资金更倾向于买入美元避险，推动美元指数上行。油价上行会加重日本进口成本和贸易条件压力，进一步削弱日元基本本面，压制日元表现。

受日元疲软及油价上涨影响，日本 6 月贸易逆差意外扩大。日本财务省数据显示，6 月未经季节调整的贸易逆差从 5 月修正后的 3918 亿日元扩大至 4069 亿日元（约合 25 亿美元），远高于此前预期的 1200 亿日元。

持续高企的美日利差，是日元贬值的直接推手。日本央行于 2024 年 3 月开启加息周期，逐步将政策利率上调至目前的 1%。美国联邦基金利率目标区间维持在 3.50% 至 3.75%，两者之间的利差约 275 个基点。巨大的利差吸引下，全球资本纷纷借入低息日元，兑换成美元等收益更高的货币进行套利交易，也令日元汇率持续承压。

徐嘉琦表示，受多重因素影响，美国利率维持高位预期持续，日本央行即便逐步推进政策正常化，节奏也相对谨慎，难以快速扭转日元作为低收益融资货币的弱势，使日元继续面临套息交易卖压。

往更深层次追因，日本经济的结构性短板也在持续拖累日元基本本面。中国社会科学院日本研究所经济室副主任、研究员李清如曾撰文称，人口老龄化是日本经济增长的长期痛点。传统优势行业衰退，新兴产业发展相对滞后，导致日本难以形成新的经济增长引擎，出口竞争力的提升也缺乏可持续支撑。日本政府债务高企的问题将长期存在，该国央行难以彻底退出宽松货币政策，投放流动性的压力持续，将进一步削弱日元的国际购买力。此外，避险属性的褪色进一步削弱日元在全球外汇市场的地位，减少全球资本对日元的配置需求，对日元汇率形成长期压制。

日本政府干预预期升温

当前，日元汇率贬值的弊端正持续显现。东京商工调查所 7 月 1 日发布的报告显示，今年上半年，因日元贬值而宣告破产的日本企业共有 45 家，同比增长超过 30%，为该机构自 2022 年统计这项数据以来的最高值。

随着日元汇率一路走低，日本政府频繁站出来“救火”。日本财务省此前公布的数据显示，4 月 28 日至 5 月 27 日，实施的外汇干预规模累计达 11.73 万亿日元，一度将日元汇率推回至 155 至 156 附近，但效果并未维持多久，外汇干预更多只是“以时间换空间”。

市场关注日本政府是否再度出手干预。日本财务大臣片山皋月 7 月 22 日表示，如有必要，日本政府将“随时采取应对措施”。徐嘉琦认为，短期内日元走势大概率仍维持弱势震荡，不排除继续测试更弱位置。考虑到日元对美元汇率已突破 163，日本官方口头干预乃至实际干预的概率明显上升，市场波动或将放大。

货币政策方面，市场预期日本央行将在 7 月底的会议上维持利率不变。彭博社 7 月 22 日援引知情人士透露，由于日元持续疲软加剧了通胀上行风险，日本央行官员对以更快的速度加息持开放态度。

此外，市场关注政府养老老金投资基金（GPIF）加码投资日元资产的可能性。片山皋月近期表示，将推动鼓励包括 GPIF 在内的养老金进一步投资日本金融资产。

GPIF 是全球最大的养老金之一，管理着约 1.8 万亿美元资产，每 5 年对投资组合进行一次调整。该基金最近一次调整确定，按 25% 的比例均衡配置日本股票、日本债券、外国股票、外国债券四类资产。中金公司研报认为，长期来看 GPIF 的投资组合存在调整的可能性，但短期内（3 个月内）或难以大幅调整。

不过，由于此前种种抑制日元贬值的手段均收效甚微，市场担忧日元汇率可能维持长期弱势。日本经济新闻引用美国商品期货交易委员会的数据称，截至 7 月 14 日，非商业部门（投机资金）的净空头头寸为 12 万 2663 手，反映出市场预计日元会继续贬值。高盛称，日元已处于“极端低估”状态，将未来 12 个月日元汇率预测从 155 上调至 165。