

全球资产价格再度震荡 外资看多做多中国资产

中经记者 罗辑 北京报道

继10月中旬美元资产巨震、比特币急跌、黄金高位极限上冲后，近日，作为传统避险资产的黄金资产出现罕见大跌。10月22日，伦敦现货黄金、COMEX黄金价格双双下跌超5%，每盎司单日下跌均超过200美元，这一单日跌幅在历史上较为少见。

大类资产波动加剧

在美股暴跌的同时，国际油价全线收跌；加密货币集体下行。

进入第四季度，全球范围内，大类资产价格数度出现剧烈震荡。

其中，10月中旬，受包括美国政府再度陷入停摆在内的多方影响，美股三大指数一度集体大跌，其中纳指、标普500指数创4月以来最大单日跌幅；美债收益下跌；美元汇率下行。

同时，美元资产的巨震形成全球范围的跨资产联动。在美股暴跌的同时，国际油价全线收跌；加密货币集体下行，其中比特币日内急跌，导致大量投资者爆仓。只有传统避险资产，已在高位的黄金再度快速攀升。

但近日，此前下跌的资产缓慢回暖，黄金却出现单日巨震。10月22日，伦敦现货黄金、COMEX黄金价格双双下跌超5%，创下数年来最大单日跌幅。

泉果基金方面认为，由于美国就业市场疲软及通胀压力缓解，加

而就在全球多个重要大类资产价格巨震中，外资正在增加对中国资产的配置。Wind数据显示，截至三季度末，北向资金持有A股市值2.58万亿元，年内北向资金持仓市值累计增加逾3800亿元，持仓市值连续三个季度实现增长。

业内人士认为，考虑到特朗普政府推动的“大而美”税收与支出法案使得美元赤字难以缓解，

亦加大了市场对美元信用、美债可持续性的担忧，全球大类资产配置有望更加多元化。而中国经济实力、科技实力、综合国力跃上新台阶，A股上市公司盈利预期较好，多个科技创新产业的全球竞争优势逐步显现，中资科技股基本面仍然强劲，这让多家外资机构在全球资产重配中对中国资产“看多、做多”。

因此常常被用来多元化配置以分散投资风险，“股债汇”同涨或者同跌在历史上是颇为少见的。今年4月份美国金融市场出现“股、债、汇三杀”背后是美国掀起针对全球的对等关税政策。这种剧烈的联动波动，从历史上来看，无论是20世纪80年代的美日“半导体大战”，还是2001年前后的美欧“钢铁大战”，都给全球经济的增长都带来了负向冲击。

更重要的是，张林强调，在全球经济环境波动下，美债规模突破历史新高，以及美元信用的走弱又削弱了美元作为全球避险资产的功能，“特里芬悖论”（又称“特里芬难题”，揭示布雷顿森林体系中美元作为国际储备货币的内在矛盾）加剧，使得美元资产整体受到了市场的怀疑。黄金作为美元的“对立面”，因此迎来了一轮近40年来最剧烈的上调甚至是超调，波动率显著上升。

北向资金持仓市值累计增加逾3800亿元

截至三季度末，北向资金持有A股市值2.58万亿元，年内北向资金持仓市值累计增加逾3800亿元，持仓市值连续三个季度实现增长。

在全球多个重要大类资产价格的剧烈波动中，A股三季报数据披露接近尾声。

Wind数据显示，已披露三季报的上市公司中超八成实现盈利，近七成实现营收同比增长，超六成实现净利润同比增长。同时，资金面上，截至三季度末，北向资金持有A股市值2.58万亿元，年内北向资金持仓市值累计增加逾3800亿元，持仓市值连续三个季度实现增长。

就MSCI中国指数来看，摩根士丹利首席中国股票策略师王滢表示：“中国股市（MSCI中国指数）在过去12个月中表现全球领先，累计回报达48%；年初至今回报率为38%，仅次于韩国的50%。”

王滢指出，本轮上涨背后是中国经济结构性改善提供的支撑，其中包括股本回报率触底回升、市场结构向高质量大盘股转移，以及对民营企业和创新环境的支持增强。“这些变化为中国股市估值重塑提供了合理基础，使市场逐步摆脱宏观周期驱动，并带动投资者情绪改善。”

站在全球配置的角度，瑞银财富管理投资总监办公室亚洲资产配置主管胡俊礼也认为，中国资产的吸引力正在上升。

“在新兴市场中，中国资产一

直是最重要的部分。以股票为例，中国股票的市值可以占新兴市场股票三分之一以上。年初至今，新兴市场股市之所以大幅跑赢美国股市，其中，中国股市的贡献功不可没。以MSCI中国指数为例，其今年的涨幅是美国股票的两倍多。”胡俊礼说道。

而MSCI中国指数“跑赢”的原因，在胡俊礼看来，主要是中国在人工智能的突破、人民币对美元的升值、政府在政策面的支持等因素共同推动。

胡俊礼直言：“在这一背景下，今年，全球投资者对中国资产的看法是有所改变的。从今年4月开始，环球基金的资金流，逐步流到中国相关的主动和被动基金，并且每个月都有增加。以最近的一个月为例，中国股票基金的净流入，达到50亿美元以上，可以说是过去一年的高位。”

在中国资本市场上，胡俊礼也观察到相同的情况。即，交易量的增加、融资融券规模的上升等，投资者对股票参与度正在提高。

“所以不论在境内或是境外，在配置角度来说，我们可以看到机构投资者和散户对中国股票的兴趣都在回升。”胡俊礼强调。

就人民币资产来看，张林分析

认为，相比全球金融市场以及大宗商品市场的波动，人民币资产在近期呈现出稳中有进的态势，这一方面得益于中国经济基本面的韧性稳健，另一方面也得益于人民币汇率的稳中有升。

“在美元信用下行的过程中，人民币国际化的进程以及人民币作为全球避险资产的空间和可能性在上升。”张林如此说道。

就不同资产类别来看，张林表示：“从债券市场来看，得益于人民币的稳健和宏观经济的稳定，今年以来外资总体净增持我国债券，目前持有存量超过6000亿美元，处于历史较高水平。从权益市场来看，目前道琼斯工业指数的市盈率处在31倍的历史高位，相比之下我国沪深两市的市盈率低于20倍，在我国科技创新势头提升的背景下，我国权益资产具有显著的‘性价比’效应”。这也将推动国际投资者在全球配置再调整中，越来越多地关注中国资产。”

作为外资机构，胡俊礼从配置角度提到，权益类资产方面，看好境外中国股票和境内高股息股票。债券方面，关注境内高评级人民币信用债。并且随着最近中国国债收益率有所回升，或为投资者提供一个买进的好时机。

年内发行破1500亿 熊猫债“万亿时代”热度持续攀升

中经记者 郭娟娟 北京报道

10月17日，全球大型商品浆生产厂商书赞诺成功在中国银

行间债券市场发行第二期熊猫债，规模为14亿元人民币。

今年以来，熊猫债发行热度进一步抬升。Wind数据显示，截至

10月22日，年内已发行熊猫债94只，发行规模1531.5亿元。值得一提的是，截至今年7月末，熊猫债累计发行规模突破1万亿元，成为我

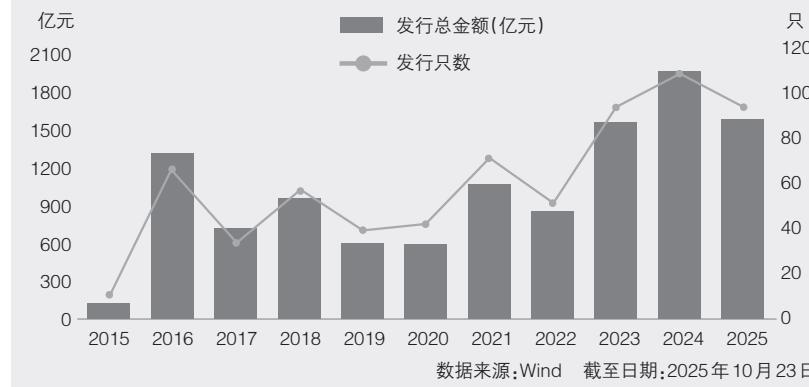
国债券市场对外开放进程中具有标志性意义的里程碑。而2025年熊猫债市场最显著的变化是，纯外资发行主体的崛起，发行人的地域

范围已实现五大洲全覆盖。

受访业内人士普遍认为，作为对外开放的“晴雨表”，熊猫债正展现出重要影响力。在金融

市场开放加速的背景下，其增长态势有望延续，并将在吸引外资配置中国资产方面扮演更为关键的角色。

熊猫债发行规模



熊猫债累计发行量超万亿元

熊猫债券是指境外机构在我国境内发行的以人民币计价的债券。自2005年亚洲开发银行和国际金融公司首开先河以来，熊猫债市场已稳步走过20年。

Wind数据显示，截至10月22日，熊猫债年内发行规模已达1531.5亿元，涉及债券94只。市场存量规模达3997.75亿元，净融资同比增长17.89%。而在今年7月末，熊猫债累计发行规模已突破1万亿元。

今年以来，越来越多的境外主体发行熊猫债，市场活跃度显著提升。

10月17日，产品出口到100多个国家和地区的全球大型商品浆生产商书赞诺，成功在中国银行间债券市场发行第二期熊猫债，规模为14亿元人民币。

据披露，2024年8月书赞诺董事会批准在中国市场融资最高达200亿元的融资。去年11月，该公司已作为美洲地区首家非金融企业成功发行12亿元首期熊猫债。

“这是公司融资计划中的重要里程碑。开拓并利用中国资本市场是我们长期金融战略的核心之一。”书赞诺中国业务与战略全球执行副总裁兼亚洲区业务管理总裁马欣荣表示，这不仅为书赞诺提供了多元化且具有竞争力的融资来源，也进一步巩固了巴西与中国之间的经济纽带。

此外，10月22日，摩根士丹利私人有限公司发行了5年期20亿元

规模熊猫债。10月15日，阿联酋沙迦酋长国（由沙迦财政部代表）发行了20亿元外国政府类机构熊猫债。

Wind数据显示，年内已发行的1531.5亿元熊猫债中，中期票据发行规模666亿元，占比最高，1~3年中期品种已成为熊猫债市场的主流。从持有人结构来看，境内机构主导，但国际化程度高，非法人产品（境内由专业金融机构管理的各类集合投资计划）为第一大持仓主体，占比38.03%，国有大型商业银行紧随其后，占19.55%，境外机构持有17.43%的份额。

记者注意到，存续规模前十的发债主体以国际顶级多边开发银行和信用资质优良的中资企业的境外实体为主。

具体来看，存续规模前十的发债主体为新开发银行、北京控股有限公司、中国电力国际发展有限公司、中国光大控股有限公司、北控水务集团有限公司、宝马中国资本有限公司、北京能源国际控股有限公司、亚洲基础设施投资银行、亚洲开发银行，其存续规模分别为475亿元、240亿元、205亿元、175亿元、150亿元、145亿元、130亿元、121亿元、120亿元、113亿元。

中金公司固收研报指出，中资企业的境外实体发行熊猫债中，食品饮料、公用事业和房地产为发行量最大的三个行业。

纯外资发行主体崛起

中国银行间市场交易商协会7月份发布的熊猫债市场半年度数据显示，2025年上半年，协会共完成1535.5亿元熊猫债注册，同比增长165%，发行规模为844亿元，其中外国政府类机构和国际开发机构发行235亿元，同比增长161%。此外，中长期限熊猫债发行占比为74%，较上年同期上升20个百分点，发行人结构明显优化。

市场的蓬勃发展，离不开制度环境的优化与人民币自身吸引力的双重驱动。记者梳理了解，境外机构在境内发行的熊猫债起步于2005年《国际开发机构人民币债券发行管理办法》，其后熊猫债市场发行量一直较低，2015—2016年交易所债券市场扩容以及房地产行业融资需求上升带动熊猫债发行量增加。

2022年末《中国人民银行国家外汇管理局关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》的出台为熊猫债发行提供了更大的制度便利，叠加国内低利

率的融资背景，2022年末以来熊猫债发行量持续增长，2023年和2024年发行量连创历史新高。

政策松绑效应立竿见影，叠加国内低利率的融资环境，市场热情被迅速点燃。

渣打银行相关负责人接受《中国经营报》记者采访时表示，此举向国际市场发出了明确的鼓励信号，极大地增强了外资发行人的信心，为外资发行人提供了更灵活的人民币融资选择，使其能够将人民币作为真正的融资型货币，支持集团全球化发展。

国盛证券固收研究团队进一步阐释了其深层意义：熊猫债驱动人民币实现了“境内募资—境外使用—跨境回流”的跨境循环闭环。

谈及今年熊猫债发行量攀升原因，国盛证券固收研究团队认为，其背后是人民币稳定度的提升和境内利率水平的下降。从汇率角度看，今年以来美元指数呈趋势性下行，同期CFETS人民币汇率指数呈现“先下后稳”特征，整体波动幅度亦小于美元

指数；从利率角度看，2024年以来熊猫债发行利率与美国国债收益率走势呈现分化特征，美债收益率在2024年初明显冲高回落，且波动相对剧烈。同期熊猫债利率更加平稳且呈下行趋势，低利率对国际发行人具有更强的吸引力。

2025年熊猫债市场最显著的变化，是纯外资发行主体的崛起。

“历史上发行熊猫债的主体仍然以中资企业的境外实体为主，2014年至2025年6月12日的熊猫债发行中，真正的外资信用债发行占比仅1/4左右。”中金公司研究部、固定收益研究团队信用组负责人许艳向记者表示。

“今年以来，全球各地客户通过电话，以及直接来中国方式进行市场调研，不断探索熊猫债是否是他们可持续的融资渠道。”受访外资银行人士介绍。

发行主体结构的深刻变化，是本年熊猫债市场的一大亮点。市场相继迎来摩根士丹利（美国首家金融机构）、非洲进出口银行（非洲首单发行的多变金

融机构）等突破性发行人，匈牙利政府发行50亿规模的主权债也创下纪录。随着拉美、中东及非洲地区发行人的踊跃参与，熊猫债发行人的地域范围已实现五大洲全覆盖。

中国银行间市场交易商协会7月份发布的熊猫债市场半年度数据显示，2025年上半年，协会共完成1535.5亿元熊猫债注册，同比增长165%，发行规模为844亿元，其中外国政府类机构和国际开发机构发行235亿元，同比增长161%。此外，中长期限熊猫债发行占比为74%，较上年同期上升20个百分点，发行人结构明显优化。

从投资端看，熊猫债的吸引力也在同步提升。渣打银行相关负责人指出，从投资端看，熊猫债的吸引力也在同步提升。随着国内收益率曲线下行，许多投资人缺乏高等级信用债配置。因此，越来越多的股份制银行、券商及基金公司开始入库熊猫债，熊猫债的二级市场交易量相较前几年活跃度有明显提升。

潜力巨大配套机制仍需完善

展望未来，市场对熊猫债的扩容势头普遍持乐观预期。德意志银行研报预计，受人民币国际化以及外资发行人和投资者多元化融资渠道需求的驱动，2025年熊猫债净发行量或达1610亿元，总发行量有望攀升至2230亿元。

市场的乐观预期，更多源于坚实的政策支持。10月17日，中国人民银行宏观审慎管理局负责人接受《金融时报》记者采访时明确表示，鼓励和支持更多符合条件的境外机构在境内发行熊猫债。

2025年7月，国家发展改革委等七部门联合发文，为符合条件的外商投资企业在境内再投资所

需熊猫债开辟“绿色通道”，优化管理流程。此举被业内解读，显著提高了资金使用的灵活性，解决了发行人最关切的资金跨境流动问题。

“当前，熊猫债市场凭借高信用资质底色、人民币资产国际化红利及跨境融资场景需求，已发展成为连接境内外资本市场、助力人民币国际化进程的核心债券品种之一。”国盛证券首席分析师杨业伟进一步指出，尽管目前市场规模仍相对有限，但随着我国金融市场开放程度的持续提升，叠加“一带一路”国际合作的不断深化，其潜力与增长动能不容小觑。

中金公司固收研报指出，中资企业的境外实体发行熊猫债中，食品饮料、公用事业和房地产为发行量最大的三个行业。

“随着外资企业与中国公司合作深化及中国企业出海贸易需求增长，人民币融资需求持续上升。融资成本成为核心考量，熊猫债为境内外企业提供了重要的人民币融资渠道。”渣打银行相关负责人观察到。

不过，联合资信副总裁陈茵坦言，我国熊猫债市场仍处于发展初期。与成熟国际市场相比，其在产品期限结构、信用评级覆盖、衍生工具配套、指数化产品开发等方面还存在一定差距。

针对这些挑战，联合资信研究团队建议，尝试扩大绿色熊猫债券发行优化机制的适用主体范

围；大力发展绿色熊猫债券；鼓励发行人探索并尝试发行10年期以上更长期限的熊猫债券，进一步充实熊猫债券市场期限结构；尝试创建“熊猫债券指数”“熊猫债券ETF”等主题产品以提升熊猫债券的市场交易活力等等。

中银证券全球首席经济学家管涛则从制度层面提出以下建议。首先，继续推动与其他主要经济体达成会计准则等效互认安排，提升境外主体发行便利度。其次，进一步简化人民币资金出境审批流程，增强政策透明度、连续性和稳定性。最后，可尝试推出更多主题熊猫债，丰富债券品种。