

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

中国制造业债券融资现状、问题及对策研究

——为“制造强国”建设添砖加瓦

摘要

制造业是我国国民经济发展的重要基石，长期以来行业规模居于世界首位，但大而不强矛盾显著，我国推进“制造强国”战略有助于转变这一现状。其中，中央多部委陆续制定实施包括债券在内的金融支持制造业发展相关政策，涉及企业债、公司债等传统信用债，以及资产证券化、绿色债券、双创债、高收益债等券种。

中国制造业债券融资实践呈现出多重结构性矛盾：（1）市场规模呈现波动性增长，2016年以来历年发行规模虽突破万亿级，但在各行业中的地位不够突出，截至今年7月底累计存量仅占信用债的近2%。（2）债券融资规模与制造业在国民经济中的地位和贡献不匹配，2020年制造业增加值占GDP达26.26%，而行业融资规模在各行业中比重偏低（现有存量不足信用债2%），低于金融、采矿、公用、建筑、交通、房地产等诸多行业。（3）对制造业民营企业支持严重不足，我国规模以上制造业企业中的民营企业数量占比估计超过60%，但债券融资规模远低于国企。（4）对制造业中小微企业支持力度微弱，中小微企业数量占全国制造业企业数量比重接近99%，但2016年以来累计获取债券融资约为制造业债券融资的1%。（5）一批券种有待加大支持力度，一般企业债、结构融资产品相对缺乏支持，制造业绿色债券、双创债券还需大幅扩容，制造业高收益债券市场有待培育、发展。

鉴于以上情况，建议精心推进制造业债券市场体系发展：一是做好包括债券在内的“金融支持制造业发展”顶层设计，通过制度精细化、多元化以完善制度体系，建立跨部门协调平台推进制度落实。二是摆脱信用债“市场惯性”或者“思维定势”约束，推进精准扶持制造业融资，优化制造业债券市场内部结构，提高债券资金使用效率和质量。三是精心推进细分券种支持。四是加强债券市场运行监管。

相关研究报告：

- 1.《综合行业债券市场面面观——从融资、交易到信用》，2021.08.16
- 2.《市场规模维持近万亿级高位，聚焦城投债等局部市场显著扩容——当前形势下高收益债券市场运行关注与思考》，2021.08.05
- 3.《国内碳中和债券市场运行初探》，2021.04.14
- 4.《国内外绿色债券相关比较分析》，2020.08.17
- 5.《2021年中国化学制药行业信用展望》，2020.06.24

我国制造业在国民经济发展中具有十分重要地位，但在债券市场的融资状况与其地位明显不相称，与推进“制造强国”建设有关支持政策有一定的背离。本文重点分析了我国制造业债券市场融资发展现状及其主要问题，并且提出了相应对策建议。

一、“制造强国”建设有待加强制造业金融支持

制造业是利用原材料等资源，通过制造活动将其变成新的产品，以供生产和生活所用的行业。国家统计局关于制造的权威定义为“指经物理变化或化学变化后成为新的产品，不论是动力机械制造或手工制作，也不论产品是批发销售或零售，均视为制造”。制造业与采矿业、电力、热力、燃气及水生产和供应业共同构成工业。

根据国家统计局2017年版《国民经济行业分类》以及我国制造业运作现状，我国制造业囊括食品制造业、纺织业、医药制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、金属制品业等31个大类。从2019年度中国制造业经济构成来看，31个大类里面，经营规模（以总资产统计）较大的细分行业包括——计算机、通信和其他电子设备制造业（11.30万亿元）、汽车制造业（8.08万亿元）、化学原料和化学制品制造业（7.32万亿元）、电气机械和器材制造业（6.98万亿元）、黑色金属冶炼和压延加工业（6.57万亿元）、非金属矿物制品业（5.47万亿元）、有色金属冶炼和压延加工业（4.93万亿元）等。

制造业是我国经济发展的重要基石，对于推动经济发展繁荣、社会和谐稳定具有极其重要意义。长期以来，我国制造业增加值规模持续增长，占GDP比重稳定在30%左右，但受国民经济转型升级发展等影响，该比重呈现稳中趋缓态势（见图1）。截至2020年，我国实现制造业增加值26.59万亿元，稳居世界首位。但与世界制造业先进水平相比，我国制造业“大而不强”问题明显，我国制造业长期处于全球制造业价值链中低端，“在自主创新能力、资源利用效率、产业结构水平、信息化程度、质量效益等方面差距明显”（引自《中国制造2025》）。

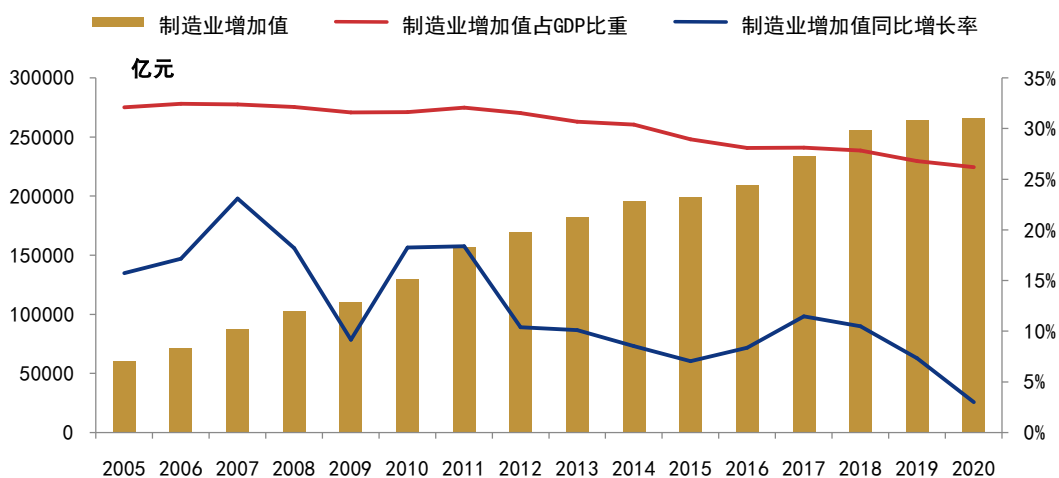


图1：近年中国制造业规模变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2015年5月，国务院印发《中国制造2025》，部署全面推进实施制造强国的战略，提出力争用三个十年的努力，把我国建设成为引领世界制造业发展的制造强国。《中国制造2025》开篇指出“制造业是国民经济的主体，是立国之本、兴国之器、强国之基”，足见中国制造业在国民经济发展中的重要地位。《中国制造2025》作为建设制造强国第一个十年的行动纲领，明确了提高国家制造业创新能力、推进信息化与工业化深度融合、全面推行绿色制造等战略任务和重点。

2021年3月发布的国民经济“十四五规划和2035年远景目标纲要”重申“深入实施制造强国战略”，提出了“坚持自主可控、安全高效，推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展”的“制造强国”战略发展定位，明确了加强产业基础能力建设、提升产业链供应链现代化水平、推动制造业优化升级、实施制造业降本减负行动等战略举措。其中，从融资支持方面，相比国民经济“十三五规划”侧重从减税降费等角度提出降低实体经济企业成本等而言，“十四五规划”关于“实施制造业降本减负行动”在提出“巩固拓展减税降费成果”等同时，明确强调了“扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，增加技改贷款，推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜”。

为深入推进“制造强国”战略，促进制造业转型发展与高质量发展，近年我国持续促进高新技术制造业发展，2020年高技术制造业增加值同比增长7.1%，约占制造业增加值的17.8%；中央有关部门陆续出台《关于金融支持制造强国建设的指导意见》等系列政策推动金融支持制造业发展。

从金融支持角度而言，目前我国制造业形成了信贷市场、债券市场、股票市场、创投资金等多渠道融资服务体系。但从不足来看，我国制造业包括债券等融资规模与制造业在国民经济中的实力和地位明显不匹配，而且存在大型、中型以及小型微型企业获取融资与经济贡献不匹配的结构矛盾，同时制造业债券市场违约形势相对严峻，表明资金配置效率有待改善、风险防范有待加强。从促进“制造强国”建设角度而言，未来我国制造业还需加大金融支持力度，在扩大金融规模的同时优化融资结构，提升资金使用效率和质量。

结合近年以来国内外重大形势变化，本文认为复杂国内外局势叠加新冠肺炎疫情影响下，在我国构建以国内大循环为主体、国际国内双循环新格局大背景下，在我国“进入新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局”的新发展定位的指引下，立足制造业发展的现实基础与发展环境，我国“十四五”时期将比以往任何时期更加需要深入推动“制造强国”建设，以保持战略定力，维护国民经济和社会稳定大局，推进国民经济高质量发展；更加需要坚持自主可控、安全高效地推进制造业产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展，而强化包括债券市场在内的金融支持成为“制造强国”建设的重要组成部分。

二、中央有关政策大力支持制造业通过债券融资

制造业的发展离不开金融市场的支持，而债券市场是金融市场的重要组成部分。近年以来，中央有关部门陆续出台了为制造业提供债券融资等金融支持政策，支持的债券融资渠道多元化，涵盖了银行间和交易所信用债领域大部分券种，亮明了中央对于制造业债券市场发展的明确支持态度。其中包括：

2016年2月，人民银行、发改委等八部门印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》（银发〔2016〕42号，下称42号文），加大工业企业直接融资的支持力度。42号文明确提出：鼓励工业企业扩大发行标准化债权产品，替代其他高成本融资方式。对运作规范的工业企业，在完善偿债保障措施的基础上，支持其发行公司信用类债券用于调整债务结构。扩大公司信用类债券发行规模，拓展可交换债券、可转换债券市场。积极发展绿色债券、高收益债券、绿色资产证券化等创新金融工具。

2017年3月，人民银行、工信部等五部门发布《关于金融支持制造强国建设的指导意见》（银发〔2017〕58号，下称58号文），第四条明确表示“大力发展多层次资本市场，加强对制造强国建设的资金支持”。该条内容首先提出了支持制造业企业发行债券融资，包括支持符合条件的制造业企业发行公司债、企业债、短期融资券、中期票据、永续票据、定向工具，支持高新园区运营机构发行双创专项债务融资工具，支持符合条件的优质制造业企业在注册发行分层分类管理体系下统一注册、自主发行多品种债务融资工具等。该条内容其次提出了支持制造业领域资产证券化，包括鼓励金融机构发行制造业领域信贷资产证券化产品，鼓励制造业企业发行资产支持票据，推进制造业融资租赁债权资产证券化等。

2021年7月，工信部、科技部、证监会等六部门联合发布《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》（工信部联政法〔2021〕70号，下称70号文），根据70号文，六部门将加强以专精特新“小巨人”企业、制造业单项冠军企业、产业链领航企业为代表的制造业优质企业融资能力建设和上市培育，支持符合条件的优质企业在资本市场上市融资和发行债券。由此可见，70号文重申了58号文关于支持符合条件的优质制造业企业自主发行多品种债务融资工具的政策精神。根据有关政策，“十四五”期间，我国要培育百万家创新型中小企业、10万家省级“专精特新”企业、1万家专精特新“小巨人”企业和1000家“单项冠军”企业。在70号文等有关政策指引下，一批批优质制造企业有望在债券市场融资等支持下茁壮成长。

三、中国制造业债券融资实践及其主要问题

（一）市场规模呈现波动性增长，在各行业债券市场融资规模地位不够突出

本文的制造业债券统计数据均来自Wind资讯，制造业债券隶属行业均按证监会行业分类。

我国制造业债券发行市场规模变化从总体来看，2016年以来呈现V型变化，2016至2020年融资规模均突破1万亿元。2017年受金融去杠杆影响，随同各行业债券一级市场收缩而收缩。2018至2020年持续增长，从1.11万亿元递增至1.48万亿元。2021年前7月，制造业债券发行7529.11亿元（年化为1.29万亿元，低于2020年水平），同比下降22.83%，与按证监会行业分类的各行业（不含未分类行业）债券整体发行额增长16.28%的态势相逆。2021年前7月，制造业债券发行额占按证监会行业分类的各行业（不含未分类行业）发行额比重为2.77%，低于金融业（占比72.67%）、电力、热力、燃气及水生产和供应业（3.29%，下称公用事业）、交通运输、仓储和邮政业（3.28%）的比重水平。

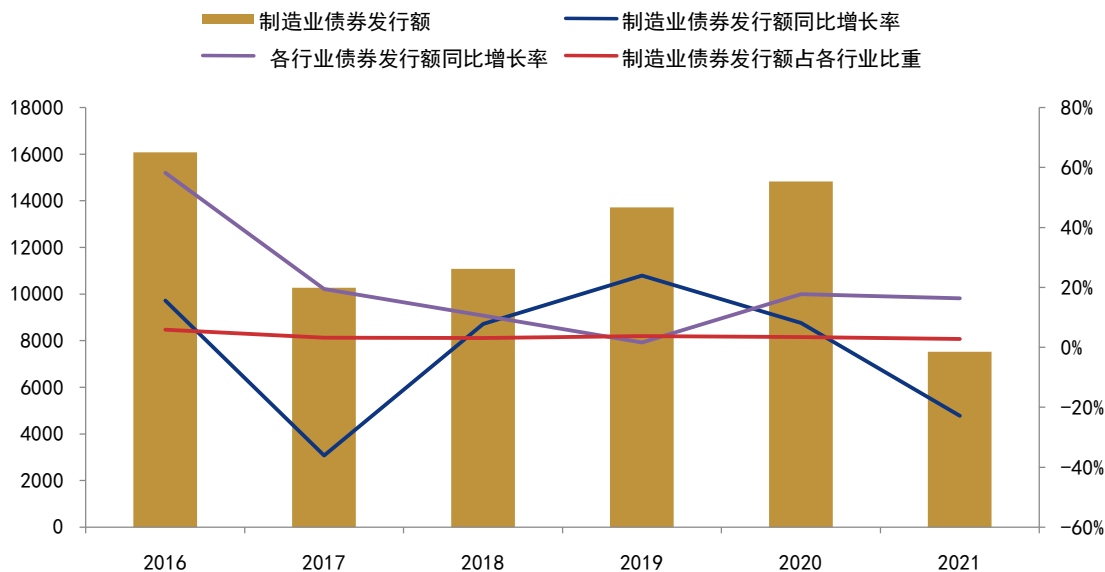


图2：历年制造业债券融资规模变化及与各行业整体变化比较

注：2021年统计时间口径为1-7月；Wind资讯提供的历年证监会各行业债券发行额不含未分类行业发行额。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

截至2021年7月底（下称**考察日**），存量制造业债券为2223只、余额为2.26万亿元，占各行业债券总余额约1.86%的比重。考察日制造业债券余额不仅远低于金融业（45.86万亿元），而且排名在建筑（6.86万亿元）、综合（5.33万亿元）、交通运输、仓储和邮政（3.79万亿元）、公用事业（2.55万亿元）之后。考察日存量制造业债券平均发行利率4.05%，平均发行期限4.03年，券种类型包括公司债、中票、短融、可转债、可交换债、定向工具、企业债、交易商协会主管ABN、证监会主管ABS等，以一般中票、一般公司债、超短融余额较大；债券发行人合计737家，主要包括民营企业（372家）、地方国企（195家）、中央国企及附属企业（102家），同时包括外资企业、集体企业等类型。从企业个体、个券融资状况来看，债券余额排名前10%（取整即73家）的企业拥有债券余额比重达61.33%；平均每只债券余额10.18亿元，有23只债券余额均达50亿元或以上，有124只债券余额均低于1亿元（剔除余额为0的债券）。图5显示，2223只债券截至考察日主体评级以AAA居多，超过7成债券主体评级AA+（含）以上；截至今年8月25日已违约债券57只，违约券只数占比2.56%，违约债券数量、占比均居于各行业前列。

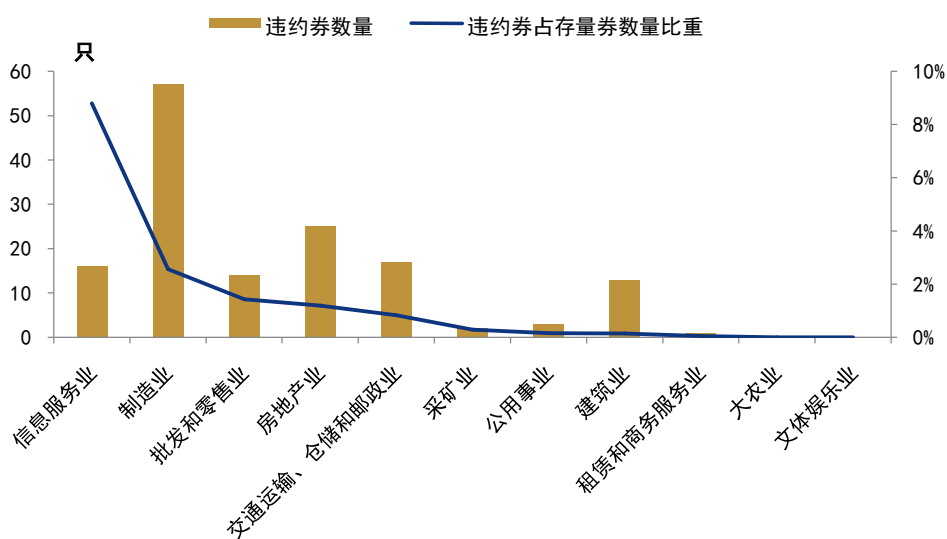


图3：考察日各行业存量债券中的违约券数量及占比

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

结合有关情况来看，当前制造业债券融资规模不大，可能与该行业债券违约比例高，以及小微企业数量比重偏高有关。结合中国统计年鉴（2019年）、第四次经济普查数据来看，2018年我国大型、中型、微型工业企业数量分别为9103家、49778家、339.2万家，占比分别为0.26%、1.44%、98.29%；2018年我国工业企业数量合计345.1万家，其中制造业企业327.0万家，占比为94.76%，因此工业企业规模结构基本上也反映了制造业对应情况。

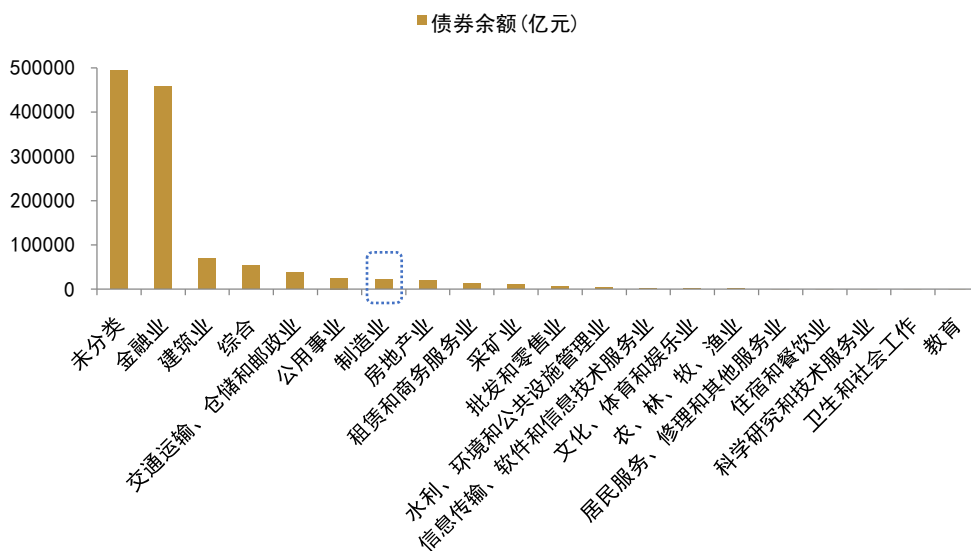


图4：截至2021年7月底证监会各行业债券余额

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

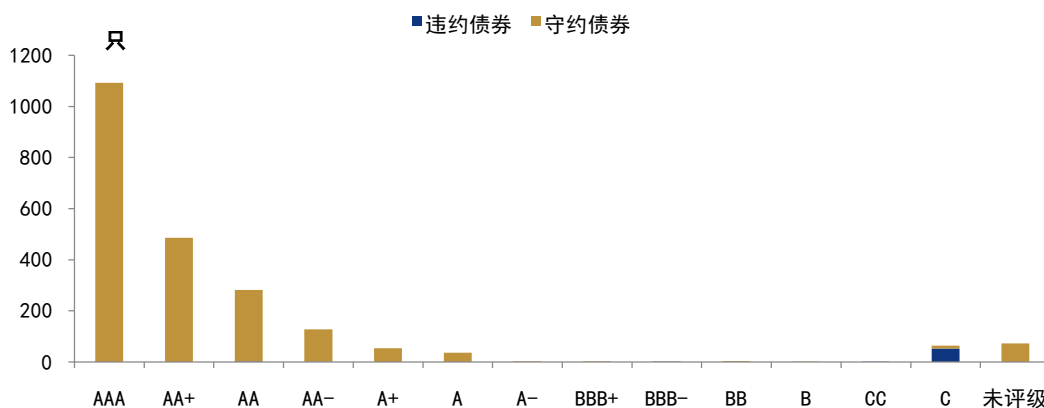


图5：考察日制造业存量债券的主体评级分布

注：有债项评级的样本率为76.92%，且有短融、非短融不同评级序列；有主体评级的样本率为96.76%，本图采取主体评级统计。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从细分行业来看，考察日制造业债券余额以黑色金属冶炼和压延加工，计算机、通信和其他电子设备，有色金属，化学原料和化学制品，汽车制造，非金属矿物制品等行业居多，这大致与我国制造业内部以这些细分行业规模较大的结构相称。

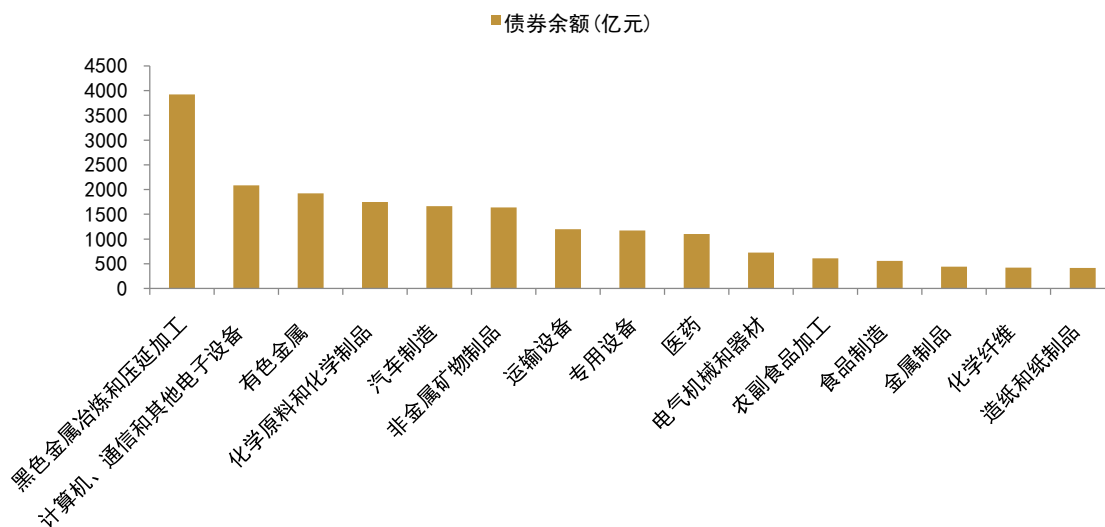


图6：考察日债券余额较高的制造业细分行业一览

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）债券融资规模与制造业在国民经济中的地位和贡献不匹配

图7表明，剔除未分类行业，我国债券发行市场行业结构明显倾斜于金融业，对实体经济支持力度相对较小。进一步以产业增加值（反映行业对国民经济贡献）和产业债券融资规模进步对比分析，图1显示，2020年度我国制造业增加值为26.59万亿元，占GDP比重达26.26%，但其获得的债券融资支持与这一产业贡献地位明显不匹配。

2020年制造业债券发行额仅占按证监会行业分类的各行业债券发行额的3.45%。如果从行业债券融资规模（以2020年度债券发行额统计）与该行业对国民经济贡献（以2020年度产业增加值统计）相互匹配的角度判断各行业获取债券市场支持程度高低，则制造业获取债券市场支持程度不仅远低于金融业，而且低于采矿业与公用事业、建筑业、交通运输、仓储及邮政业、租赁和商务服务业以及房地产业。

综上所述，我国制造业作为“立国之本、兴国之器、强国之基”，所获债券市场融资支持与其在国民经济和社会发展中的地位与作用显著失调，未来债券市场还需切实加大对制造业发展的支持力度，以缓和我国制造业获取债券融资支持力度与行业实力地位与贡献明显不匹配的矛盾。

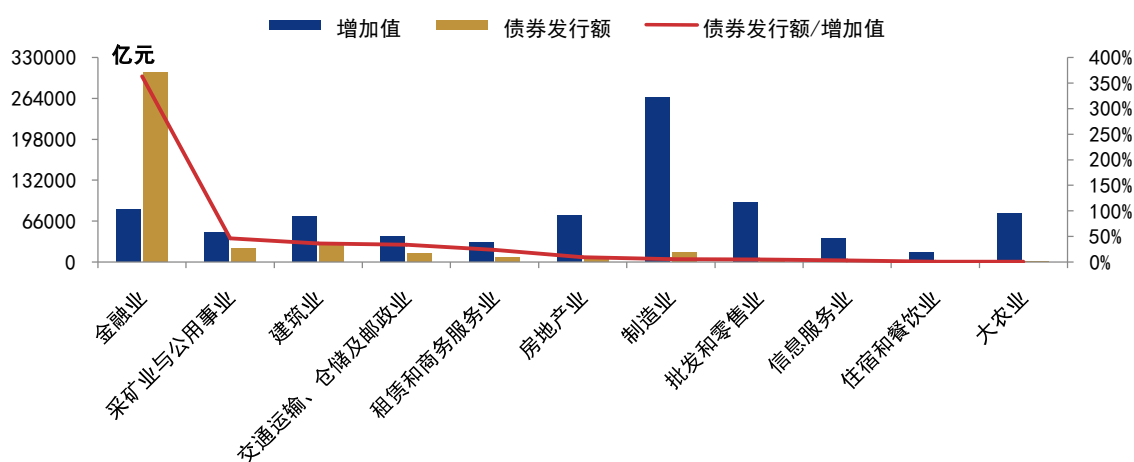


图7：2020年各行业增加值与债券发行额比较

注：大农业包括农、林、牧、渔业，信息服务业是信息传输、软件和信息技术服务业简称。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）对制造业民营企业支持严重不足

尽管无论从存量债券还是增量债券发行人结构角度来看，我国制造业债券支持实体均以民营企业居多，以地方国企、中央国企居次（合并同类后以国企为主、民企等为辅），但与全国制造业企业数量及其构成相比较，我国民营制造业企业获取债券支持的难度极高，与国有企业获取的支持大相径庭。样本的选取、统计加工及相应思考详述如下。

截至2018年底，制造业领域拥有存量债券的国有企业320家、集体企业7家、外商投资企业35家、民营和其他企业393家，分别相当于同时点第四次经济普查结果中的国有企业、集体企业、外商投资企业、民营和其他企业法人数量的约3.07%、0.03%、0.08%、0.01%。换言之，从存量债券发行人角度，民营企业仅有万分之一企业获得债券融资，远低于国有企业的3.07%，也低于外商投资企业、集体企业等获取融资的比例。

表 1：不同产权属性制造业企业获得债券融资支持力度不均（2018）

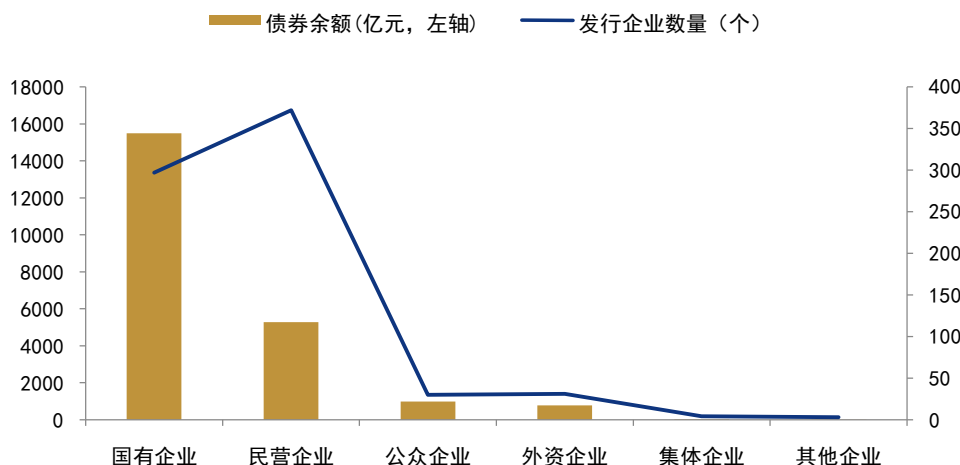
产权类型	2018 年末全国制造业法人单位大致数量（万个）	2018 年末存量制造业债券发行人数量（个）	存量制造业债券余额（亿元）	每多少家企业有 1 家为存量债券发行人（家）	全国该类企业平均每家拥有（假定可均匀分配）债券余额（万元）
国有企业	1.04	320	15295.69	33	14670.60
集体企业	2.46	7	359.57	3520	145.91
民营与其他企业	319.32	393	7068.13	8125	22.13
外商投资企业	4.17	35	1326.76	1192	318.14

注：四经普统计截至 2018 年末，全国制造业法人单位有 327.0 万个，占工业法人单位的 94.8%，四经普提供了不同产权属性工业法人单位数量，该表统计的不同产权属性制造业法人单位数量，均按不同产权属性工业法人单位的 94.8% 比例折算。

资料来源：第四次经济普查统计公报、Wind 资讯，远东资信整理

Wind 资讯统计显示，截至考察日，全国制造业存量债券余额 22637.69 亿元，以国有企业（15493.76 亿元）、民营企业（5289.76 亿元）居多，其次包括公众企业（996.08 亿元）、外资企业（796.54 亿元）等；737 家发行人以民营企业（372 家）、国有企业（297 家）居多，其次包括外资企业（31 家）、公众企业（30 家）等。

与目前全国制造业企业数量或为 300 多万家（取自最近一次经济普查——第四次经济普查数据，2018 年统计为 327 万家，假定目前没有显著变化），其中规模以上企业或为 30 多万家（取自 2020 年国家统计年鉴数据，2019 年为 35.39 万家，假定目前没有显著变化）的总比较，当前我国能获得债券市场支持的制造业企业数量（700 余家）稀少。尤其制造业企业中的民营企业数量占比估计超过 80%，其中规模以上制造业企业中的民营企业数量占比估计超过 60%（2019 年度规模以上制造业企业中，私营企业数量占比 64.48%，而私营企业是民营企业重要组成部分，假定目前没有显著变化）的情况下，民营制造业企业在制造业债券市场获得的资金支持程度反而显著弱于国有企业（考察日制造业债券发行人数量比例虽为民企 1.25：国企 1，但债券余额比例为民企 0.34：国企 1）。


图 8：考察日存量制造业债券分布情况——从各类产权属性的发行人角度

资料来源：第四次经济普查统计公报、Wind 资讯，远东资信整理

无论从企业数量还是经济贡献来看，民营制造业企业都是我国制造业企业的重要支柱，是我国推进“制造强国”建设的重要载体。在数以百万级的民营制造业企业之中，不乏代表制造业转型升级方向，具备“重合同、守信用、高成长”等特质的优质民营制造业企业可以挖掘。中国制造业债券市场“重国企、轻民企”的偏倚事实，给民营制造业企业获取债券支持带来了阻力，未来债券市场摒弃“民企违约”成见，立足于“民企质量分化”现实（系指制造业民企质量存在差异性，其中有大量优质民企可以挖掘），精准支持优质民营制造业企业发展值得期待。

（四）对制造业中小微企业支持“力度微弱”

借助表1所示国家统计局关于工业企业（含制造业企业）规模划分标准，表2梳理了2016年1月至2021年7月（下称考察期），制造业债券发行企业中的有效样本企业（1019家）规模和债券融资能力分类情况，并结合现行我国制造业企业大致规模分类（假定统计瑕疵不影响结论），得出如下结论。

首先，2016年以来，占据我国制造业企业数量不到0.3%的大型制造业企业，有超过10%的企业发行债券获得融资，累计占有我国制造业债券融资额近99%。而中小制造业企业数量约占全国制造业企业的10%，累计获得制造业债券融资额的约1%；微型制造业企业数量占据全国制造业数量绝大部分，但获得债券市场的支持极度微弱。这明显折射出中国信用债市场“以现有规模和市场地位论英雄”的潜在或者显性准入规则，大量优质中小微企业被排除在中国信用债支持门槛之外。

其次，样本分析展示，大、中、小型制造业企业债券中的违约券数量占比梯级提升，显示中小型制造业企业债券违约风险明显高于大型企业，尤其小企业的债券超过1/5为违约券（微型企业样本仅1家，没有违约，但样本量太少）。这一定程度上反映了债券市场青睐大型制造业企业、给予的融资支持力度明显较大的原因，中小企业相对而言抗风险能力较弱，违约风险较高。但现实中的中小微企业制造企业仍然不乏优质“专精特新”企业、“科技小巨人”优质企业，针对这批企业融资有助于推动制造业高质量发展，债券市场从庞大中小微企业制造企业之中，遴选优质制造业企业的能力有待增强。

表2：不同规模制造业企业分类标准

行业名称	指标名称	计量单位	大型	中型	小型	微型
工业	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 40000$	$2000 \leq Y < 40000$	$300 \leq Y < 2000$	$Y < 300$

注：大型、中型和小型企业须同时满足所列指标的下限，否则下划一档；微型企业只须满足所列指标中的一项即可。

资料来源：《统计上大中小微型企业划分标准（2017）》，远东资信整理

表 3：不同规模制造业企业通过债市融资能力对比

项目	大型	中型	小型	微型
考察期发债企业有效样本数（家）	898	90	30	1
考察期累计发债（亿元）及占比	67640.61（98.20%）	578.82（0.84%）	662.19（0.96%）	0.30（0.0004%）
考察期平均每家企业发债（亿元）	75.32	6.43	22.07	0.3
考察期累计发行债券中的违约债券占比	1.57%	6.25%	21.31%	0.00%
全国制造业企业数量（家）及占比	7689（0.24%）	37440（1.14%）	308732（9.44%）	约 300 万（89.18%）
有效样本占全国制造业企业数量比重	11.68%	0.24%	0.01%	近乎为 0

注：考察期自 2016 年 1 月至 2021 年 7 月；囿于数据可得性，全国大/中/小型制造业企业数用 2019 年规模以上大/中/小工业企业按 0.9366 倍取整（制造业企业占比为 93.66%）代替；微型制造企业数量参考第四次经济普查公报；违约债券统计截至 2021 年 8 月 25 日。

资料来源：国家统计局、Wind 资讯，远东资信整理

（五）一批券种有待加大支持和培育力度

1. 一般企业债、结构融资产品相对缺乏支持

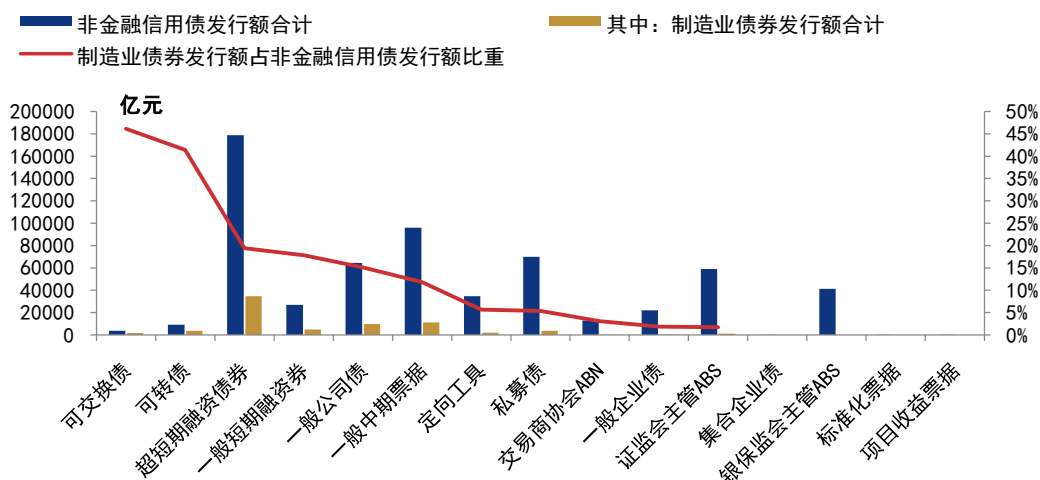


图 9：考察期制造业债券、非金融信用债券累计发行额构成——从券种角度分类

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

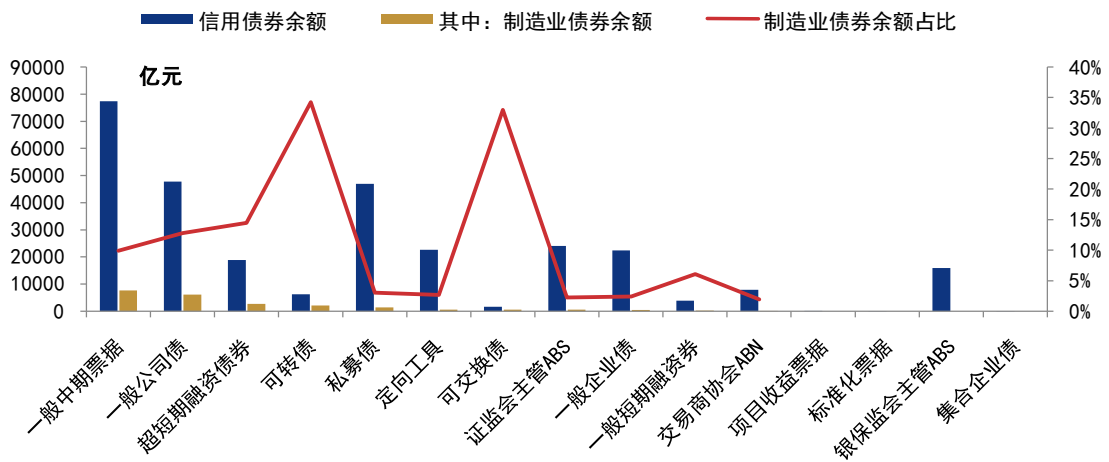


图 10: 考察日存量制造业债券、非金融信用债券余额构成——从券种角度分类

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

图 9、图 10 分别从考察期增量（即发行额）、考察日存量（即余额）角度反映了我国制造业债券融资的券种分布，及其与同期/日整个非金融类信用债融资券种分布的差异。此两图可以综合得出以下结论。

2016 年以来，我国制造业债券融资以超短融、一般中票、一般公司债、一般短融、可转债、私募债居多，发行额较少的券种包括证监会主管 ABS、一般企业债、交易商协会 ABN 等。尤其银保监会主管 ABS、集合企业债、标准化票据、项目收益票据等品种缺乏对制造业的支持（Wind 资讯提供的数据未见查到）。

考察期内，制造业企业募集一般企业债 416.3 亿元，仅占企业债发行额的 1.88%；制造业资产证券化融资产品——证监会主管 ABS、ABN 分别募资 1004.79 亿元、397.61 亿元，分别占同期全国这两类产品发行额的 1.70%、3.06%；全国银保监会 ABS 募集 4.14 万亿元，但 Wind 资讯显示制造业企业未获融资。综合来看，考察期内制造业资产证券化产品募集资金 1402.4 亿元，仅占全国资产证券化发行额的 1.24%。企业债是国家发改委主导的以支持项目建设为主的一类债券，发展先进制造业或高技术制造业是我国推进“制造强国”建设，促进国民经济高质量发展的重要路径，未来企业债市场还需加大对于制造业企业支持力度，如加大针对部分高技术制造业企业的支持。

发展制造业领域的资产证券化产品是中央多部委共同推出的政策之一，作为我国实体经济最重要组成部分，我国制造业企业有着类型丰富的基础资产，不乏企业的基础资产能产生稳定的现金流，针对制造业企业的资产证券化产品市场有待加大开掘力度。

2.制造业绿色债券、双创债券还需大幅扩容

Wind 资讯显示，截至考察日，制造业绿色债券余额约为 280 亿元，占绿色债券余额 1.55 万亿元的 1.8%。图 11 显示，截至考察日，制造业绿色债券余额不仅远低于金融业、公用事业绿债余额，也低于交通运输、建筑、综

合行业绿债余额。在国家“碳达峰、碳中和”计划和制造业绿色债券支持政策引导下，未来制造业绿色债券市场有望加快发展。

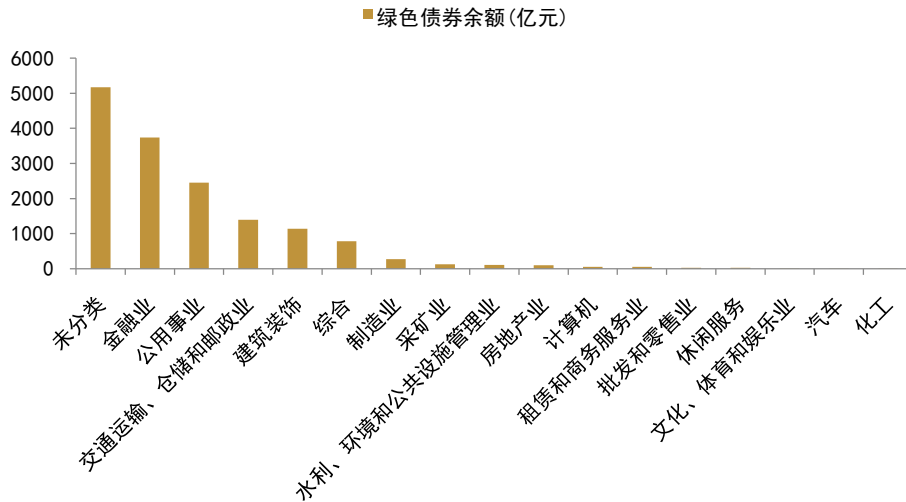


图 11: 2021 年 7 月底绿色债券余额在各行业的分布情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

42 号文明确提到积极发展绿色债券、绿色资产证券化工具等。本文认为, 包括炼钢等在内的制造业是发展绿色低碳经济的重点领域, 当前我国制造业节能减排压力依然明显, 加大绿色债券融资支持对于推进制造业节能减排, 落实国家“双碳计划”具有重大意义。

双创债券方面, 证监会自 2016 年推出创新创业公司债券 (“双创公司债券”), 直接 (支持制造、建筑、综合等行业企业开展双创活动) 或间接 (支持金融机构发行双创公司债券以支持实体企业开展双创活动) 支持各类企业开展技术创新、产品研发、开拓新业务市场等业务。该市场自 2016 年起步 (0.75 亿元), 2017 年市场爆发性增长 (41.73 亿元), 2020 年市场 (135.2 亿元) 呈现梯级提升, 2021 年前 7 月发行额 (91.6 亿元) 同比增长 99.56%, 2020 年以来规模化发展较为明显。但考察期内, 我国发行双创公司债券累计 340.03 亿元, 仅占公司债发行额的 0.25%。未来市场发展空间显著。其中, 考察期内制造业企业发行双创公司债券规模仅为 28.96 亿元, 支持企业仅 20 家。

推动制造业“大众创业、万众创新”, 是深化制造业和互联网、大数据、人工智能等现代信息技术融合, 贯彻“制造强国”战略、促进制造业高质量发展的重要路径。未来双创债市场的扩容, 还需考虑如何精准、高效支持制造业“双创”发展。

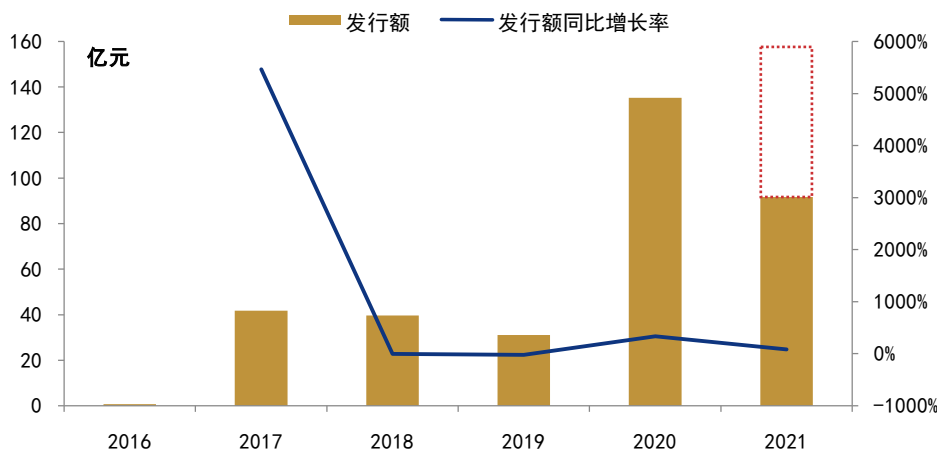


图 12: 历年双创公司债券发行规模

注: 2021 年统计截至 7 月, 实心+空心柱状图反映 2021 年前 7 月发行额年化值。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

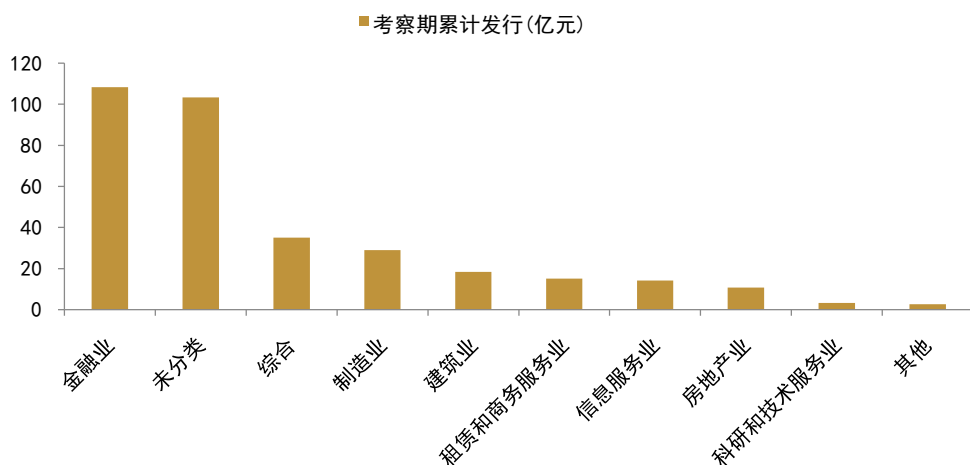


图 13: 考察期各行业企业发行双创公司债券情况

注: 其他包括水利、环境和公共设施管理业, 批发和零售业, 文化、体育和娱乐业。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3.制造业高收益债市场有待精心培育、规范发展

42 号文针对工业领域提出积极发展高收益债券, 而人民银行等六部门近期出台的《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》, 也提出探索规范发展高收益债券产品, 明确了“研究探索符合条件的金融机构开展高收益债券柜台业务试点”等指导性举措。在中央有关政策支持下, 未来制造业领域高收益债券市场有望积极培育、规范发展, 这有助于提升我国债券市场精准服务符合条件的中小型乃至微型制造企业融资需求的能力,

不断发掘制造业“明日之星”企业，助力占据我国制造业经济主体地位的中小微企业中的“精英、标杆企业”高质量成长。

从目前现实来看，我国高收益债券严格意义上缺乏统一界定标准，更没有专门政策对该市场发展予以规范，市场发展具有一定的自发性和无序性。截至2021年6月底，我国公司债、一般企业债、定向工具、短融、中票存量券的高收益债券（按上清所估价收益率不低于8%统计）中的制造业高收益债券合计131只、发行人38家。违约债券31只，占比23.66%，违约企业17家，占比44.74%。29家制造业有效样本企业中，大型企业26家、中型企业2家、小型企业1家。由此可见，现行制造业高收益债券缺乏对于高成长型中小制造业企业“明日之星”支持，甚至沦为违约债券的代名词。

四、中国制造业债券市场体系改善路径探讨

当前，我国“制造强国”建设扎实推进，债券市场进入高质量发展新时期。建议我国制造业牢牢抓住“制造强国”战略推动下的制造业转型发展机遇、中央有关金融支持制造业发展的政策机遇，以及国内债券市场高质量建设和发展机遇，紧紧扎根于我国制造业及其债券市场融资实践土壤，精心推进制造业债券市场体系发展：

一是做好包括债券在内的“金融支持制造业发展”顶层设计，通过制度精细化、多元化以完善制度体系，建立跨部门协调平台推进制度落实。制定金融支持“制造强国”建设专项战略，构建与制造业地位和作用匹配的金融支持体系，将债券市场支持纳入为制造业金融支持体系重点，弥补制造业债券融资短板、疏通融资堵点。建立跨部门协调工作机制，推进制造业债券市场从企业（项目）遴选、上市融资、市场监管全流程无缝衔接工作体系。

二是摆脱信用债“市场惯性”或者“思维定势”约束，推进精准扶持制造业融资，优化制造业债券市场内部结构，提高债券资金使用效率和质量。我国信用债已经启动注册制改革，注册制在市场准入方面存在淡化定量要求的迹象，客观上有利于放宽债券市场准入在“经营规模”等方面的门槛，加大我国债券市场支持中小微企业的力度。鉴于我国制造业企业无论自身经营规模还是对国民经济的贡献，都以中小微企业、民营企业为主体，我国债券市场应该加大对于制造业中小微企业、民营企业支持力度。尽管按照常理而言，制造业大型企业以及国有企业（尤其央企）实力雄厚，违约风险相对偏低，但制造业中小微企业、民营企业不乏诚实守信、拥有高水平成长潜力、代表行业发展前景的企业。建议债券监管部门积极引导债券市场摆脱“以规模、以出身”评价企业的思维定势约束，加大债券市场精准支持制造业优质中小微企业以及民营企业的力度，缓和制造业债券市场“重国企、轻民企”“重大企业、轻中小企业、忽略微型企业”的结构性矛盾。

三是精心推进细分券种支持。鉴于一般企业债、银保监会ABS等对支持制造业力度相对薄弱，建议研究加大一般企业债、银保监会ABS支持制造业发展，探索这些券种精准高效支持制造业发展的方式。此外，建议大力发展制造业双创债，做好优质制造业企业和项目遴选、储备，推进优质制造业企业和项目与双创债资金资源有序对接。建议着力培养制造业高收益债券市场，引导高收益债券资金流入“专精特新”之类优质中小微型制造业企业，为加

快此类企业高成长进程提供专门支持，将制造业高收益债券打造为扶持中小微制造业企业“明日之星”加速成长、创新阵地。

四是加强债券市场运行监管。深化信用债注册制改革，完善信息披露机制建设，促进信用评级行业健康、规范发展，提高信用评级质量，增强信用风险甄别预警能力。优化制造业债券市场从事（上市融资、交易）前、事中和事后的监管体系，提高制造业（尤其中小微型、民营制造业企业）信用风险管控能力。提高制造业企业信息披露效率和质量，增强制造业违约债券处置效率，制造业债券市场化运作效率和质量。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，远东资信研究与发展部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-65100651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。