

# 2024 年应收账款 ABS 存续期跟踪表现

本期作者：李明 游诗棋 陈晓璇

## 一、应收账款资产证券化相关政策

近期，多部门陆续出台了中小企业应收账款相关政策，旨在化解民营企业应收账款对其经营发展的制约，便利中小企业融资。应收账款 ABS 作为一种标准化、成熟地资产盘活、债权转让的金融工具，将助力中小企业解决其融资困境。

2023 年 11 月，八部委联合发布了《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》。该通知明确提出，应积极推动产业链供应链金融服务，银行业金融机构需主动探索供应链去核心化模式，以支持供应链中的民营中小微企业开展订单贷款、仓单质押贷款等业务。通知还强调，需要进一步优化中征应收账款融资服务平台的功能，并加强该平台的应用。此外，通知要求推动供应链票据的规范化发展，并深入推进“一链一策一批”中小微企业融资促进行动，以支持重点产业链、先进制造业集群以及中小企业特色产业集群内的民营中小微企业融资。

2024 年 4 月，工业和信息化部发布了《保障中小企业款项支付条例（修订草案征求意见稿）》。该草案的主要修订内容涵盖了加强对大企业拖欠中小企业款项的监管力度、提升对大型企业的信息公开要求、完善投诉处理流程等方面。这些修改旨在明确保护中小企业的合法权益，并进一步优化其经营环境。

图表 1 应收账款 ABS 相关政策汇总

日期	发布主体	文件名称	政策要点
2023 年 11 月	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、全国工商联	《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》	<b>积极开展产业链供应链金融服务。</b> 银行业金融机构要积极探索供应链脱核模式，支持供应链上民营中小微企业开展订单贷款、仓单质押贷款等业务。 <b>进一步完善中征应收账款融资服务平台功能</b> ，加强服务平台应用。 <b>促进供应链票据规范发展。</b> 深入实施“一链一策一批”中小微企业融资促进行动，支持重点产业链和先进制造业集群、中小企业特色产业集群内民营中小微企业融资。
2024 年 4 月	工信部	《保障中小企业款项支付条例（修订草案征求意见稿）》	及时支付中小企业款项工作，应当坚持市场主体负责、行业规范自律、政府依法监管、社会协同监督的原则，按照源头治理、防治结合、标本兼治的要求， <b>依法防范和化解拖欠中小企业款项问题。</b> 中小企业以 <b>应收账款担保融资的</b> ，机关、事业单位和大型企业应当自中小企业提出确权请求之日起 30 日内确认债权债务关系， <b>支持中小企业融资。</b>

资料来源：联合资信整理

## 二、应收账款 ABS 市场发行情况

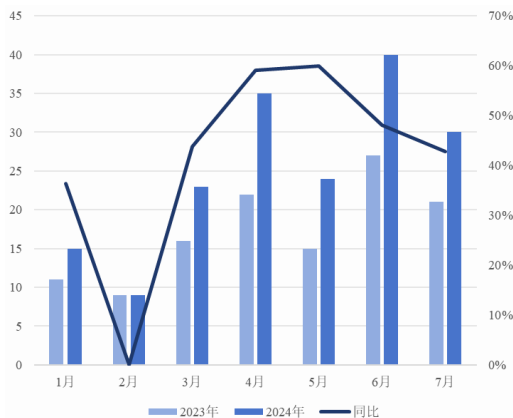
2024 年 1—7 月，应收账款 ABS 市场总体呈现稳步上升的发行态势，发行主体仍以央企集团公司为主，头部效应明显，发行利率持续走低，市场偏好短期限产品，关联方增信仍占主导。

### （一）市场发行情况

2024 年 1—7 月，应收账款 ABS 市场展现出良好的发展态势。在优化财务结构、盘活存量资产和压降“两金”的需求下，市场整体规模稳步上升，发行单数持续增加，其中交易所市场仍然为主要发行场所；建工类应收账款仍然为主要资产类型，特色品种不断涌现。

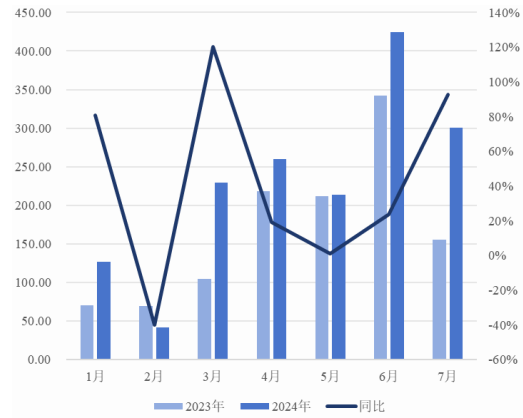
本文提及的应收账款 ABS 涵盖应收账款债权、保理债权及应收票据<sup>1</sup>三种。2024 年 1—7 月，应收账款 ABS 共发行 176 单，较 2023 年同期增加 55 单，市场活跃度有所提升；应收账款 ABS 发行总规模达 1596.34 亿元，同比上升 36.17%，融资总需求保持增长；应收账款 ABS 的发行规模占资产证券化市场总规模的比例从 12.00% 提升至 16.58%，应收账款 ABS 市场容量进一步扩张。2024 年 1—7 月各月发行情况来看，一季度通常属于应收账款发行的低潮期，但发行数量和规模均呈现增长趋势，增长延续到二季度；考虑到季节性融资需求，季度末发行单数会有所增加。2024 年各月份应收账款 ABS 的发行单数和规模情况如下所示。

图表 2 2024 年应收账款 ABS 各月份发行单数及同比情况（单位：单）



数据来源：wind，联合资信整理

图表 3 2024 年应收账款 ABS 各月份发行规模及同比情况（单位：亿元）



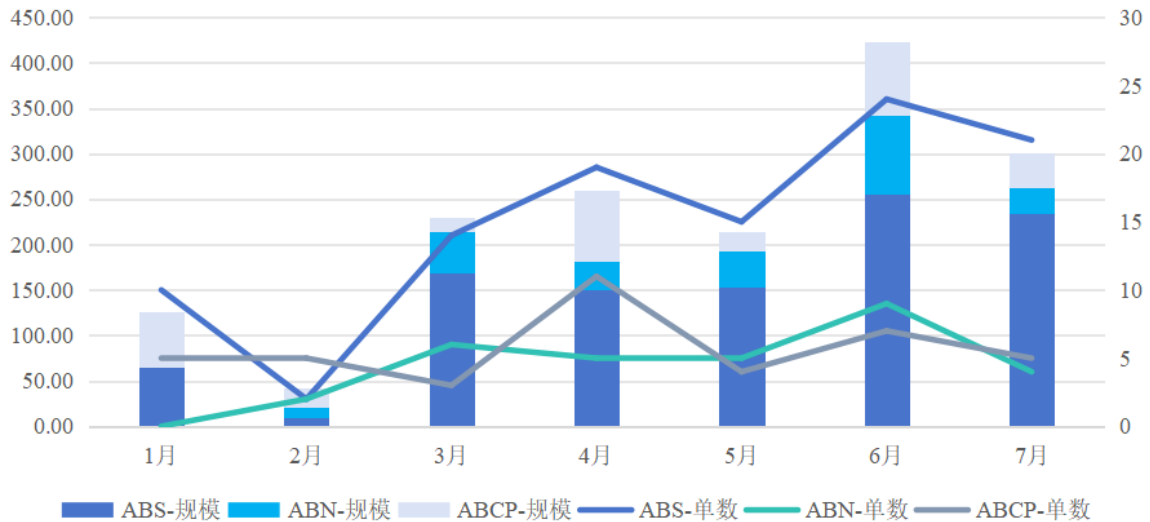
数据来源：wind，联合资信整理

发行场所方面，交易所市场仍然是应收账款 ABS 发行的主要场所。2024 年 1—

<sup>1</sup> 特此说明，本文在统计应收账款 ABS 时，未将供应链 ABS 纳入考量范围。

7月，交易所市场（ABS）发行105单应收账款ABS，发行规模1035.47亿元，占应收账款ABS发行总规模的64.87%，发行规模同比增长17.58%。银行间市场（ABN和ABCP）发行71单应收账款ABS，发行规模560.87亿元，占应收账款ABS发行总规模的35.13%，发行规模同比大幅增长92.29%。银行间市场发行的应收账款ABS产品中，ABCP规模占比达56.53%，这一数据不仅显示了投资人对ABCP产品模式的认可度有所提升，也反映出在利率市场持续下行的环境中，发行人更偏好选择短期限的融资工具。

图表4 2024年1—7月应收账款ABS分市场发行规模及单数情况



数据来源：wind，联合资信整理

资产细分类型上，应收账款ABS涉及的基础资产以建筑企业的建工类应收账款为主（占比73.88%）。

图表5 2024年1—7月应收账款ABS分类型情况

资产细分类型	单数	发行规模 (亿元)	占比
建工类应收账款	100	984.34	73.88%
贸易类应收账款	35	242.07	18.17%
工程机械类应收账款	9	63.01	4.73%
医药类应收账款	6	42.85	3.22%
<b>合计</b>	<b>150</b>	<b>1332.26</b>	<b>100.00%</b>

注：部分项目无法通过公开信息判断应收账款类型，故未纳入统计

数据来源：wind，联合资信整理

特色品种发行方面，2024年1—7月，设有特定标识的应收账款ABS共发行24单，其中有4单设有可续发标识，20单设有特定领域标识。特定领域一般指契合国家发展战略、受政策鼓励支持的领域，且领域的标识需经专业机构根据资产的属性和

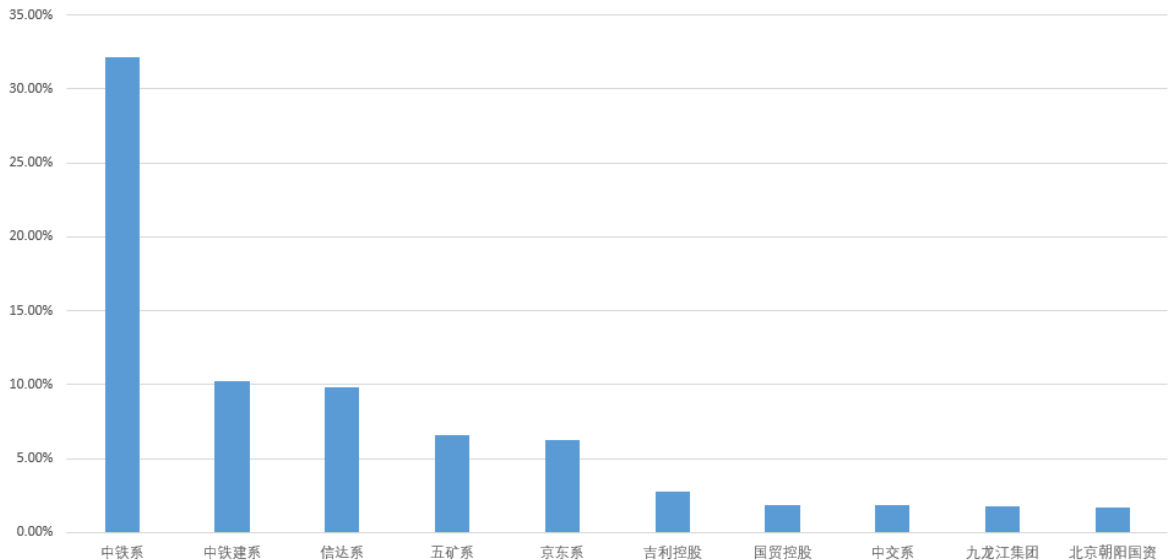
特点进行评估和认证。以“绿色”标识为例，政策方面，中国证监会与国务院国资委联合发布的（2023）80号文件，明确提出支持中央企业发行绿色债券的政策；认证方面，ABS已经专业绿色评级机构进行认证。2024年1—7月，特定领域标识涉及绿色（4单）、科技创新（9单）、债券通（4单）、碳中和（4单）、乡村振兴（2单）、红色+革命老区（2单）。特定领域ABS支持与助力特定行业发展、产业结构调整，在挂牌审批、承揽销售、降低融资成本、增加发行主体资本市场知名度等方面具备先天优势。

## （二）原始权益人/资产提供方

从原始权益人的角度来看，发行主体越加丰富和多元化。2024年1—7月，应收账款ABS发行主体共95家，较2023年1—7月增加31家。前五大发行主体产品发行规模占应收账款ABS总发行规模的27.44%，发行主体覆盖资本公司、集团公司旗下的保理公司、信托公司，第三方外部机构等，发行主体类型较为多元。

从资产提供方的角度来统计，是将资产来源不同的不同原始权益人，即同一集团的母公司及其下属子公司、集团内部设立的保理公司，以及委托的外部第三方保理服务商等，均视为同一资产提供方。从这一角度看，央企集团公司集中度较高，头部效应明显。区分发行场所来看，交易所市场的前十大资产提供方的发行规模占比为75.12%，且前十大出现民营主体；银行间市场的前十大资产提供方的发行规模占比为82.04%，均呈现出很强的头部效应。

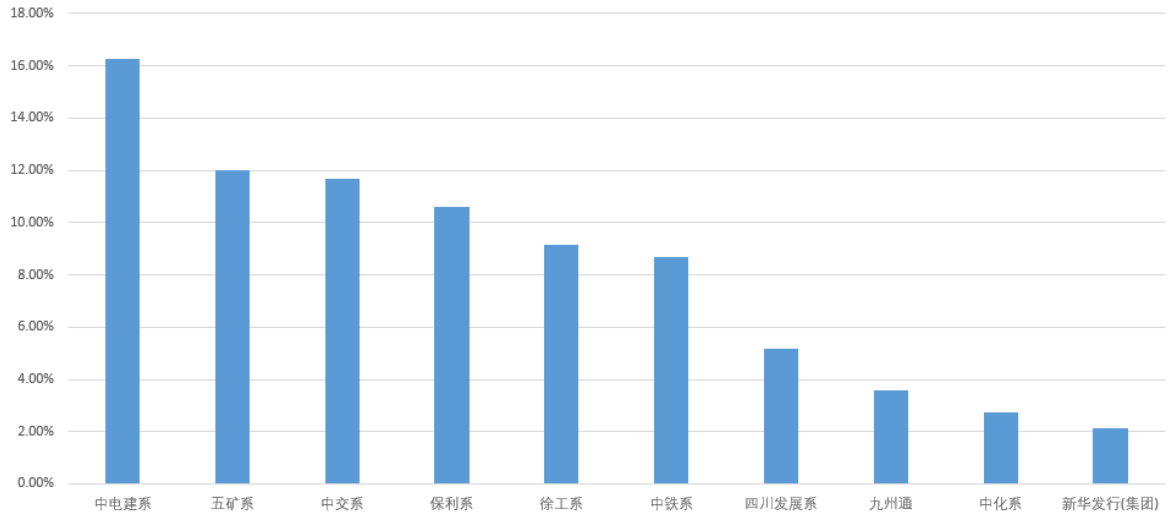
图表6 交易所市场前十大资产提供方发行规模占比



注：同一集团及其下属子公司归为一个资产提供方，下同

数据来源：wind，联合资信整理

图表 7 银行间市场前十大资产提供方发行规模占比



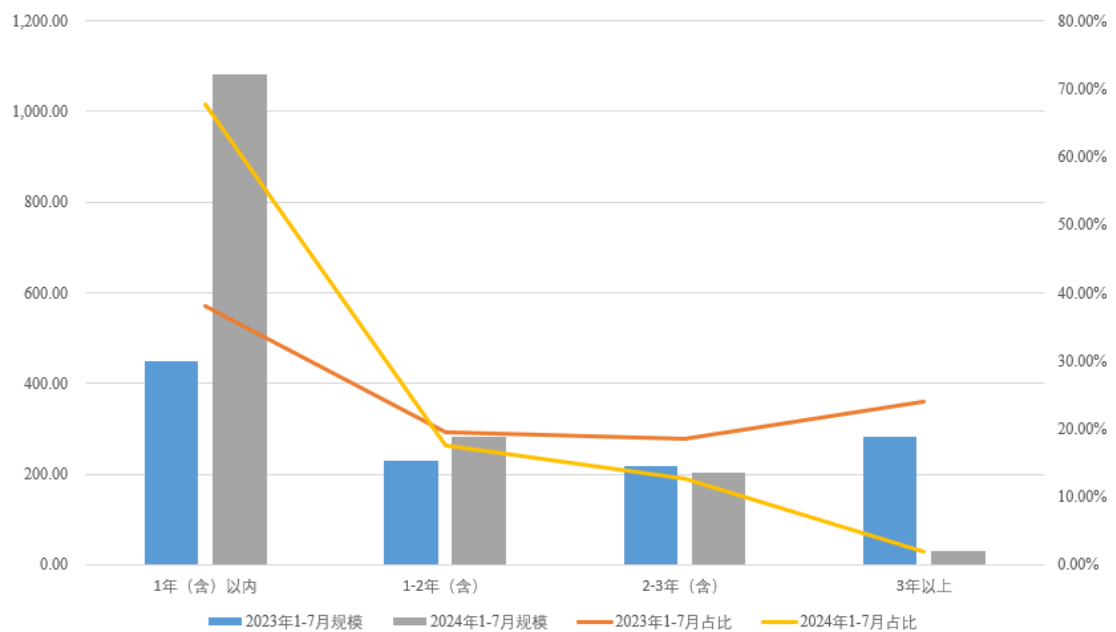
数据来源：wind，联合资信整理

### （三）循环购买及发行期限

循环购买结构有助于盘活短期限应收账款，解决资产端与证券端期限错配的问题。2024年1-7月，应收账款ABS交易结构涉及循环购买设置的共有54单，发行规模合计665.76亿元，发行规模占比为41.71%。

发行期限方面，2024年1-7月应收账款ABS发行期限以1年（含）以内期限为主，发行规模占比67.76%，较上年同期增长29.71个百分点。短期限产品受到投资者青睐。

图表 8 2023年1-7月及2024年1-7月应收账款ABS发行期限比较（单位：亿元）

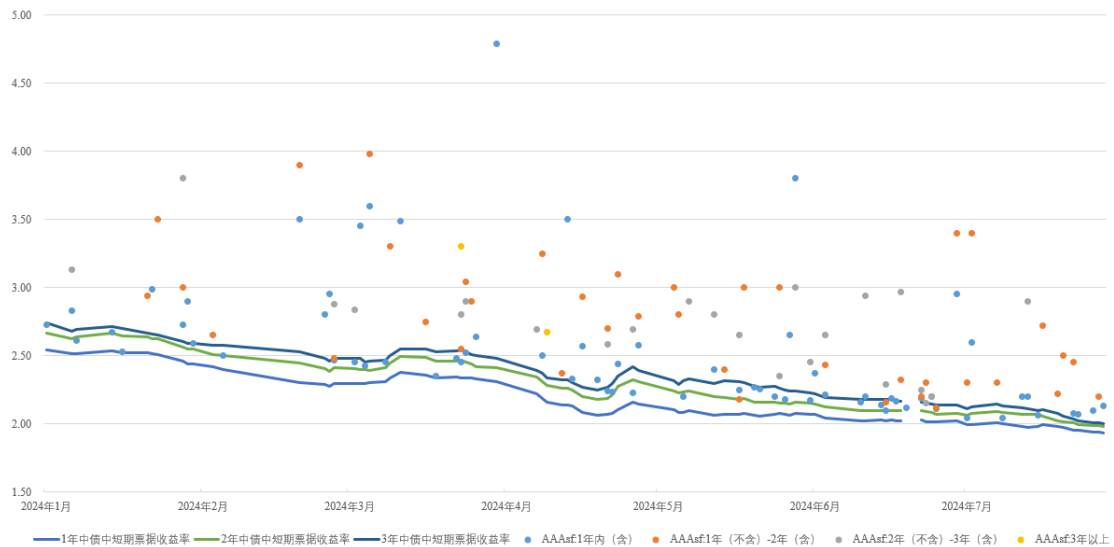


数据来源：wind，联合资信整理

#### （四） 发行利率

从发行期限来看，2024年1—7月，对于AAA<sub>sf</sub>级应收账款ABS，1年（含）以内产品发行利率处于1.79%~4.79%之间；1~2年（含）期产品发行利率处于2.12%~3.98%之间；2年以上产品发行利率处于2.15%~3.80%之间，以AAA中债中短期票据收益率为基准，2024年1—7月，AAA<sub>sf</sub>级优先级证券平均利差为51bp。整体看，发行利率走势与基准利率走势趋同，且存在期限利率倒挂的情况，反映出在利率下行周期中，发行人更倾向于短期限产品来降低融资成本。因AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级应收账款ABS样本数量较少，故未对利差进行分析。

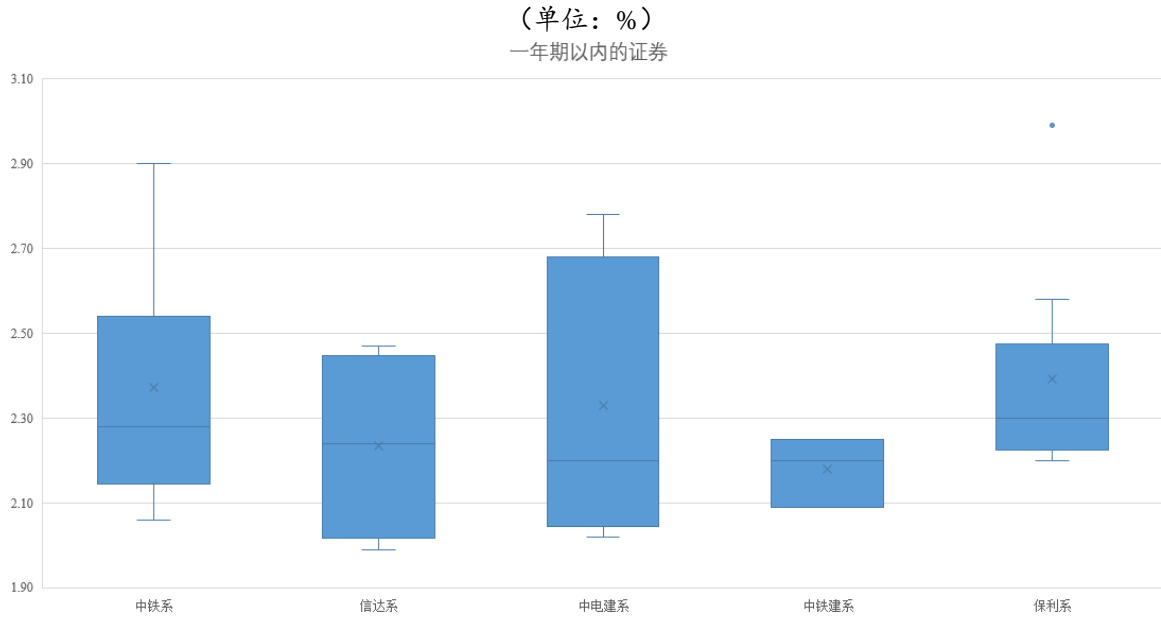
图表9 2024年1—7月应收账款ABS各期限AAA<sub>sf</sub>级别优先级证券发行利率与AAA中债中短期票据收益率对比情况（单位：%）



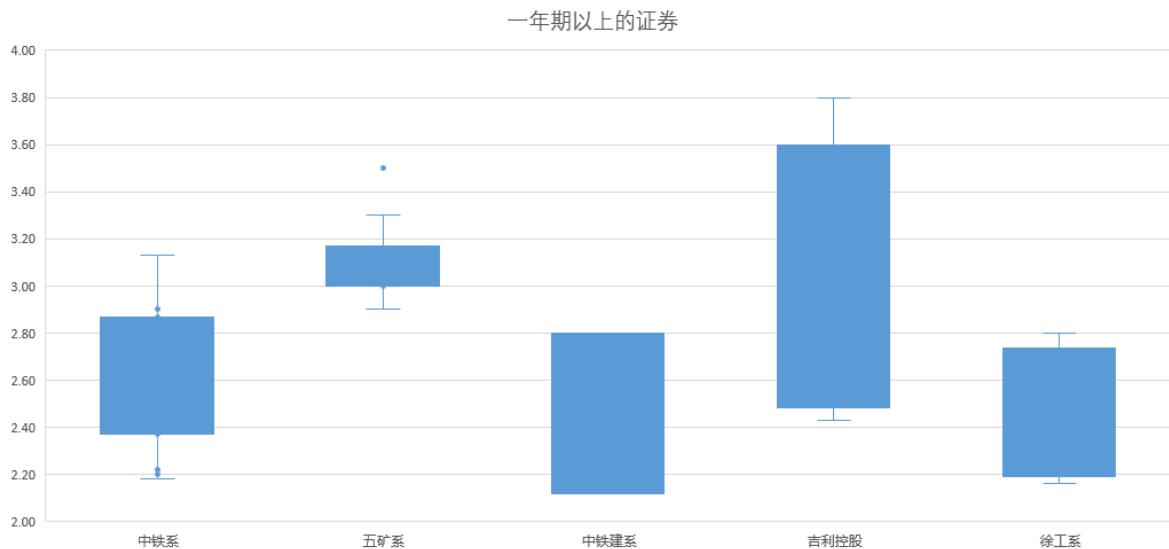
数据来源：wind，联合资信整理

从资产提供方来看，不同集团的发行利率之间也存在明显差异。以AAA<sub>sf</sub>证券为例，2024年1—7月，1年期以内的前五大应收账款ABS资产提供方均为央企集团及其子公司，发行利率分布在1.99%~2.90%之间，鉴于上述发行主体的市场领先地位，其发行利率也低于行业整体水平。1年期以上的应收账款ABS资产提供方前五大包括央国企集团及其子公司和民营企业，发行利率分布在2.12%~3.50%之间。其中，民营企业发行利率偏高。相较于民营企业，央企自有或集团内资产更容易监控、管理及催收，具有先天成本控制优势，同时，央企集团及其子公司的市场认可度和股东支持均强于民营企业。

图 10 2024 年 1—7 月应收账款 ABS 前五大资产提供方 AAA<sub>sf</sub> 级证券发行利率分布



数据来源：wind，联合资信整理



数据来源：wind，联合资信整理

### (五) 增信方式

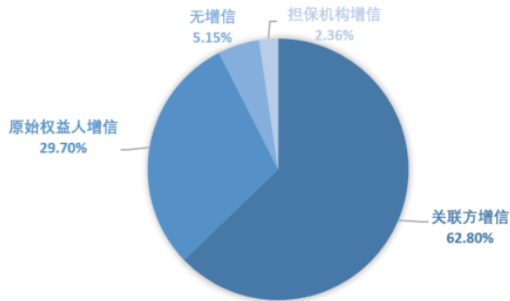
从增信方式看，母公司/股东/关联方增信（统称为关联方增信）仍占主导，大部分产品的外部增信仍依赖母公司或股东方等关联方提供的信用支持。原始权益人自身增信占比次之。

2024 年 1—7 月，引入外部增信方式的应收账款 ABS 发行规模占比为 94.85%。其中，关联方增信占比 62.80%，原始权益人自身增信占比 29.70%，第三方专业机构担保占比 2.36%。从增信主体的信用等级来看，综合企业融资需求的成本考量以及准入门槛，增信主体信用等级仍以高级别为主，增信方信用等级为 AAA、AA<sup>+</sup>和 AA 的



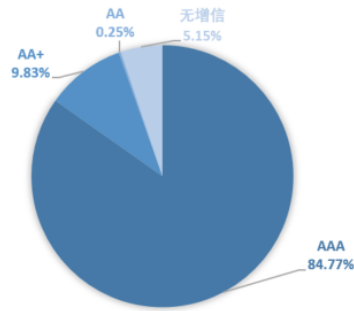
产品占比分别为 84.77%、9.83%和 0.25%。

图表 11 2024 年 1—7 月应收账款 ABS 增信方式分布



注：针对多种增信方式的同一产品，以增信主体级别最高的增信方式作为统计口径  
数据来源：wind，联合资信整理

图表 12 2024 年 1—7 月应收账款 ABS 增信方级别分布

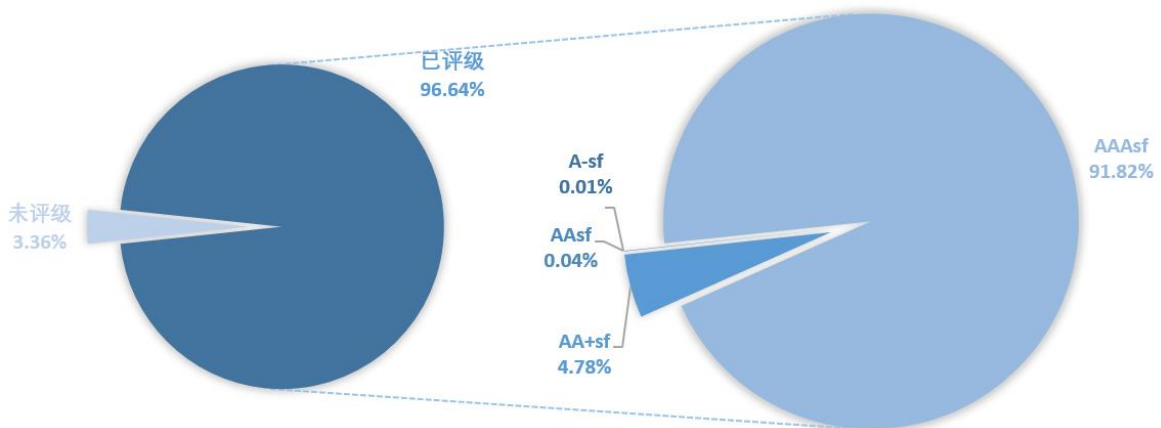


注：针对多家增信方的同一产品，以增信主体级别最高的增信主体级别作为统计口径  
数据来源：wind，联合资信整理

### （六）首次评级结果

从优先级证券首次评级级别来看，一方面各类增信措施显著提升了证券评级，另一方面大多数投资人严格的准入门槛要求使得低级别优先级证券难以发行，应收账款 ABS 证券仍以高信用等级为主。2024 年 1—7 月，已评级的应收账款 ABS 证券占比为 96.64%。其中，AAA<sub>sf</sub>级和 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级优先级证券合计规模占比为 96.60%。AAA<sub>sf</sub>级证券占比同比有所上升，或与发行主体信用质量提升、增信措施加强等因素有关。

图表 13 2024 年 1—7 月应收账款 ABS 证券发行级别分布



数据来源：wind，联合资信整理



### （七） 二级市场交易情况

2024年1—7月，应收账款ABS二级市场成交金额为1240.59亿元，占比为17.71%，成交金额同比下降10.98%，应收账款ABS的二级市场活跃度略有下降。从全量ABS二级市场成交情况来看，应收账款ABS仍属于第一大交易品种，成交金额占全市场17.71%，相较于其他品类较为活跃。

图表 14 二级市场前五大交易品种成交情况

品种	2023年1—7月			品种	2024年1—7月		
	交易次数 (次)	成交金额 (亿元)	占比		交易次数 (次)	成交金额 (亿元)	占比
应收账款ABS	2799	1393.63	13.37%	应收账款ABS	2528	1240.59	17.71%
住房抵押贷款ABS	771	1217.16	11.67%	类REITs	2030	832.69	11.89%
CMBS/CMBN	2290	886.10	8.50%	融资租赁债权ABS	3139	674.83	9.63%
融资租赁债权ABS	3643	788.42	7.56%	CMBS/CMBN	1434	552.08	7.88%
供应链应付账款ABS	1754	601.45	5.77%	银行/互联网消费贷款ABS	1339	496.23	7.08%
<b>合计</b>	<b>11257</b>	<b>4886.76</b>	<b>46.87%</b>	<b>合计</b>	<b>10470</b>	<b>3796.42</b>	<b>54.19%</b>

注：1. 交易所成交额为净价成交金额，占比为产品成交金额占全市场资产支持证券总成交金额的比例；2. 根据wind数据显示，综合交易所及银行间市场二级市场成交情况，成交金额仍包括“其他未分类（ABS）”，由于涉及产品类型繁多，此处按剔除未分类产品后二级市场成交金额排序

数据来源：wind，联合资信整理

发行市场方面，因交易门槛及存续规模限制，银行间市场成交金额及交易次数明显低于交易所市场。2024年1—7月，共有393支应收账款ABS证券参与交易所二级市场交易，成交金额为724.99亿元，共交易2056次。2024年1—7月，共有140支应收账款ABS证券参与银行间二级市场交易，成交金额为515.59亿元，共交易472次。

图表 15 2024年1—7月应收账款ABS二级市场成交情况

类型	交易所			类型	银行间		
	债券支数 (支)	交易次数 (次)	成交金额 (亿元)		债券支数 (支)	交易次数 (次)	成交金额 (亿元)
企业应收账款ABS	311	1754	665.16	企业应收账款ABS	130	432	486.25
保理融资ABS	78	290	58.60	保理融资ABS	8	31	25.78
应收票据ABS	4	12	1.23	应收票据ABS	2	9	3.57
<b>合计</b>	<b>393</b>	<b>2056</b>	<b>724.99</b>	<b>合计</b>	<b>140</b>	<b>472</b>	<b>515.59</b>

注：1. 交易所成交额为净价成交金额，占比为产品成交金额占全市场资产支持证券总成交金额的比例

数据来源：wind，联合资信整理

### 三、存续期资产表现情况

#### (一) 资产质量表现

不同应收账款类型、不同交易结构设计的应收账款 ABS 在存续期内会呈现差异化的资产质量表现。对于跟踪期内资产运行情况，将结合各自特点来分析。

#### 建工类应收账款

建工类应收账款 ABS 易出现跟踪时实际回款表现晚于预期，资产池集中度提升等风险。大部分建工类应收账款的基础交易合同，一般未明确约定还款计划，实际现金流回款易与预测发生偏离。根据存续期内实际表现来看，部分项目的现金流回款与预测出现了一定偏差。建工类应收账款通常单笔金额较高且还款较为集中，随着部分资产到期，剩余资产的金额占比将增加，进而增大资产池集中度风险。若资产池包含质保金，鉴于质保金的偿还时间通常晚于其他应收账款，因此在跟踪时点，质保金在资产池中所占比例将可能进一步提升，由此引发的非信用折损风险也将进一步扩大。

#### 贸易类应收账款

对于贸易类应收账款，其通常形成于供应链上下游间的贸易往来关系。在供应链上游，应收账款一般源于上游供应商与以大型央国企为代表的核心企业之间的债权债务关系，这些债务人的整体信用状况普遍较好，较少出现逾期的情形。在供应链的下游，相较而言，应收账款的债务人资质通常较弱，但此类应收账款 ABS 通常会通过纳入足够多的资产笔数来分散风险，或者采用外部增信措施以确保证券能够按期足额偿付。根据对跟踪期项目的观察，前者风险分散保证了资产质量整体稳定，后者为避免资产质量下滑触发外部增信事件，进而导致负面舆情，入池时发行人也倾向于精选存量中较为优质的资产。由此，此类应收账款的现金流回款与预测也基本一致。

#### 医药类应收账款

医药类应收账款的债务人多为公立医院，公立医院资金主要来源于医保结算款，医保结算资金充足与否与当地财政紧密相关。因此，此类 ABS 的合格标准中会明确且严格约定地方政府和公立医院的准入标准。通过对跟踪期间的回款信息的整理和观察，医疗类应收账款的回款符合预期，且资产质量保持稳定。

#### 工程机械类应收账款

工程机械类应收账款产生于工程机械厂商的日常经营销售，客户小而分散，且资产附有高价值的抵质押物。跟踪期内，资产池分散度变化不大，入池资产的实际逾期表现通常与首评预期相符；资产剩余期限大幅缩短，一方面缩短资产池的风险暴露时

间，另一方面，LTV（Loan-to-Value，贷款相对抵质押物价值比率）也相应显著下降，客户违约意愿也随之下降，从而提升了资产的信用质量。因此，资产池整体质量较首次评级时往往有所提升。

### 交易结构层面

从交易结构来看，若应收账款 ABS 设置了循环购买结构，其资产质量在跟踪期内存在不确定性。通常情况下，循环购买类 ABS 需在合格标准中对单户集中度、同一实控人下的关联关系占比、资产期限等指标进行限制。对于合格标准中未明确约定循环购买资产信用质量的应收账款 ABS，特别是初始资产集中度较高的，循环购买后的影子级别分布可能存在较大差异，进而面临资产池整体质量下降的风险。应收账款具有无息特质，若循环购买折价率低于首次折价率，或初始一次性折价不足，超额利差降低将可能导致券端尚未兑付的项目跟踪评级时的超额抵押低于首次评级，以致优先级证券信用支持有所下降。

### （二） 级别迁徙情况

根据 2024 年 1—7 月交易所和银行间应收账款 ABS 样本中获取的跟踪评级数据，全部 337 只优先级和中间级证券兑付情况良好，跟踪级别无下调情况，反映出市场的稳健性。考虑到 AAA<sub>sf</sub> 档证券已无上调空间，在首次评级 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>（含）及以下的 67 只证券中，共 38 只证券（占比为 56.72%）的跟踪级别涉及“调高”，级别调高的原因主要包括：剩余资产整体资信水平有所提升；超额利差累积形成了较高的超额抵押，使剩余优先级证券获得的信用支持提升；资产池剩余期限缩短，使得资产池现金流不确定性降低；增信机构资信水平提升等。具体级别变化情况如下表所示。

图表 16 交易所和银行间应收账款 ABS 产品证券跟踪级别变化情况（单位：只）

跟踪评级 首评/上次评级	AAA <sub>sf</sub>	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	AA <sub>sf</sub>	AA <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	A <sub>sf</sub>	A <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	总计
AAA <sub>sf</sub>	270	-	-	-	-	-	-	-	270
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	21	26	-	-	-	-	-	-	47
AA <sub>sf</sub>	-	-	2	-	-	-	-	-	2
AA <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	-	-	-	1	-	-	-	-	1
A <sub>sf</sub>	9	4	-	1	-	-	-	-	14
A <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	1	-	-	-	-	-	1	-	2
BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	-	1	-	-	-	-	-	-	1
总计	301	31	2	2	-	-	1	-	337

数据来源：wind，联合资信整理

## 四、总结与展望

### （一）市场主要特点总结

整体看，2024年1—7月，应收账款ABS在发行规模、产品结构及信用水平等方面均呈现了积极的市场表现。2024年1—7月，应收账款ABS发行单数、发行规模以及发行规模占比均有提升，市场保持活跃。从资产细分类型来看，建工类应收账款与贸易类应收账款仍为主流发行产品。2024年1—7月，伴随着特色品种的应收账款ABS发行，应收账款ABS市场呈现了多元化与创新的发展趋势。2024年1—7月，鉴于经济增速放缓和流动性宽松等刺激政策，应收账款ABS发行利率整体呈下行趋势。就发行机构而言，应收账款ABS市场的头部效应仍显著。应收账款ABS产品的增信主体信用等级仍以高级别为主，受评证券中AAA<sub>sf</sub>级证券占比有所上升，整体信用水平有所提高。从全量ABS二级市场交易情况来看，应收账款ABS的二级市场活跃度略有下降，但应收账款ABS仍属于第一大交易品种。

### （二）市场发展趋势与展望

近年来，民营企业作为原始权益人开始在应收账款ABS市场中崭露头角；随着央企融资担保红线的明确，全额增信类应收账款ABS将逐步向无增信/部分增信形式转变；应收账款整体发展将继续维持资产证券化市场中的主导地位。

从资产质量上来看，未来，建工类应收账款将继续占据应收账款ABS市场的主导地位，但考虑到基建投资增速放缓以及地方政府债务管控趋严，需保持关注此类应收账款ABS还款的及时性，以及基础资产是否下沉等问题。

从发行人组成上来看，民营企业背景的发行人已跻身交易所市场前十大资产提供方的行列。未来，在推动开展产业链项下供应链金融服务以及保障中小企业款项支付的多重政策鼓励下，民营中小微企业在供应链金融中的比重将进一步提升，民营企业已成为应收账款ABS发行市场中一股重要的新生力量。

从增信方式上看，在央国企对外担保政策逐渐收紧的背景下，非全额增信结构的应收账款证券化产品将成为未来的发展趋势，应收账款ABS产品也将更加聚焦于资产本身质量和产品交易结构的设计。

应收账款ABS在优化发行人财务结构和盘活存量资产上发挥着重要的作用。未来，在各类政策的支持以及业务准则的细化影响下，应收账款ABS产品预计将继续维持其在资产证券化市场中的主导地位。