

【专项研究】2025 年应收账款 ABS 存续期研究——市场 活跃叠加产品创新，资产表现呈现差异化

结构评级二部

本期作者：马晓闻 董博 何悦

一、应收账款资产证券化相关政策

中央及多部门陆续出台了应收账款及应收账款资产证券化的相关政策，旨在化解中小企业应收账款对其经营发展的制约，提供良好的技术服务和政策支持，创新资产证券化产品，纾缓中小企业融资困难问题，优化资产准入要求，强化金融生态，共同助力企业融资发展。

2025 年 3 月，国务院发布了修订后的《保障中小企业款项支付条例》。该条例的修订，针对性解决中小企业款项支付存在的“应收账款回收难、周期长、变相拖欠”等难点问题，并将实践中行之有效的经验做法上升为法规制度，为中小企业权益保障提供更强有力的法律武器，同时对机关、事业单位及大型企业提出了更为严格的要求。

2025 年 3 月，中国证券投资基金业协会公布了《关于发布债权类资产证券化业务尽职调查工作细则等三项自律规则的公告》，进一步为资产证券化业务尽职调查工作提供了明确的指导和规范，便于资产支持证券管理人按照细则开展尽职调查工作，提高对于资产证券化业务的审核工作效率，提升信息披露规范性和有效性，保护投资者的合法权益。

2025 年 4 月，中国人民银行会同国家金融监督管理总局等部门发布了《关于规范供应链金融业务 引导供应链信息服务机构更好服务中小企业融资有关事宜的通知》，聚焦应收账款电子凭证等供应链金融业务，规范相关供应链金融业务发展，对商业银行、供应链信息服务机构、供应链核心企业等提出系列规范管理措施。

2025 年 5 月，上海票据交易所发布了《上海票据交易所关于应收账款电子凭证业务信息报送工作的通知》，明确了十条具体要求，涵盖报送的主体、内容、时间、权限等关键点，保障后续信息报送工作的有序推进。

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
2025 年 3 月	国务院	《保障中小企业款项支付条例》	促进机关、事业单位和大型企业及时支付中小企业款项，维护中小企业合法权益，优化营商环境。
2025 年 3 月	中国证券投资基金业协会	《债权类资产证券化业务尽职调查工作细则》	要求管理人对专项计划的业务参与人、基础资产、现金流及交易结构等进行尽职调查，形成独立判断并撰写报告；管理人需确保资产现金流独立、稳定，并对交易结构的增信措施进行核查。

2025年4月	人民银行、金融监管总局、最高人民法院、发改委、商务部及市场监管总局	《关于规范供应链金融业务引导供应链信息服务机构更好服务中小企业融资有关事宜的通知》	引导金融机构在依法合规、风险可控的前提下，有序开展供应链票据资产证券化试点，拓宽票据融资渠道。
2025年5月	上海票据交易所	《上海票据交易所关于应收账款电子凭证业务信息报送工作的通知》	明确了供应链信息服务机构需向上海票据交易所报送应收账款电子凭证业务信息的具体要求和保送的具体内容。

资料来源：联合资信整理

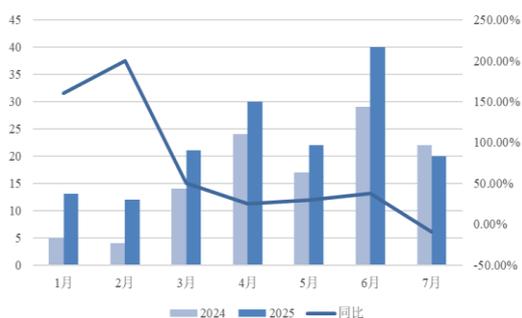
二、应收账款 ABS 市场发行情况

2025年1—7月，应收账款ABS市场总体稳步上升，创新品种加速落地；央企集团公司仍为主流发行人，且头部效应明显；市场偏好短期限产品；关联方增信仍占主导。

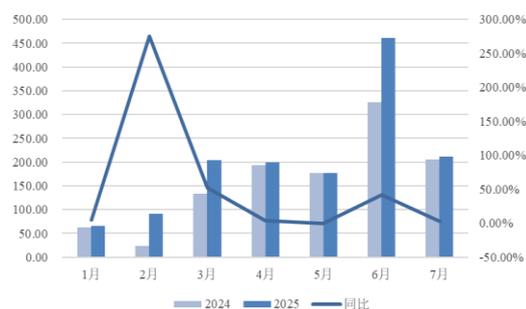
（一）市场发行情况

本文中提及的应收账款ABS涵盖应收账款债权、保理债权及应收票据三种。2025年1—7月，应收账款ABS共发行158单，较2024年同期增加43单，同比增长37.39%，市场活跃度显著提升；应收账款ABS发行总规模达1410.60亿元，同比上升25.71%，融资总需求显著增长；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11.38%提升至11.98%，应收账款ABS市场容量略有上升。从2025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，但发行数量和规模较去年同期均呈现增长趋势，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。2025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 2025年应收账款ABS各月份发行单数及同比情况（单位：单）



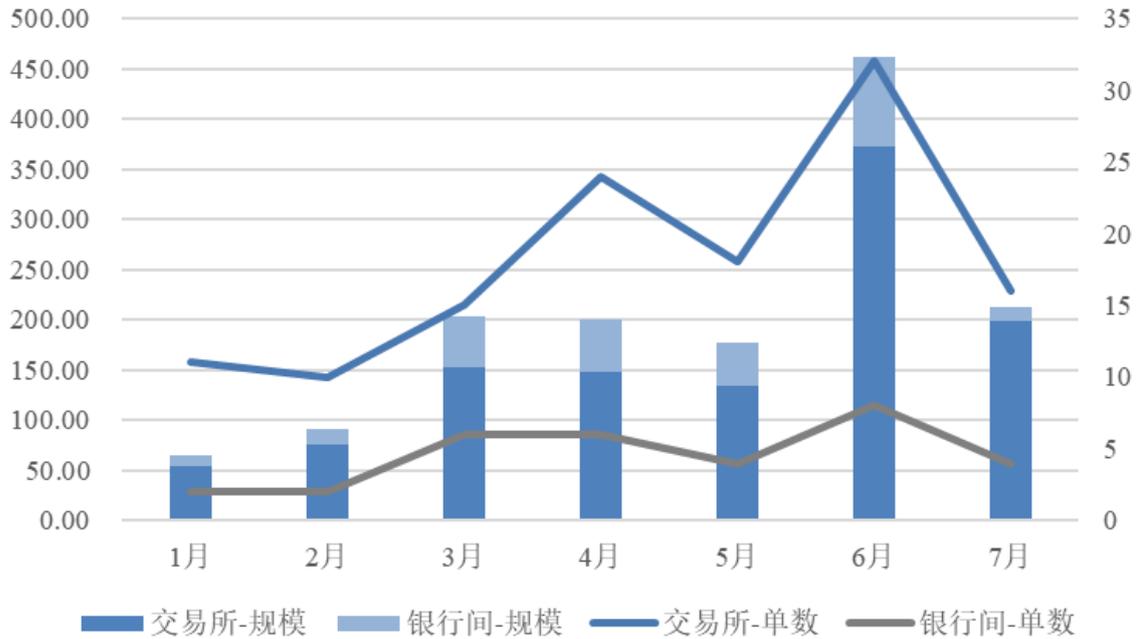
图表3 2025年应收账款ABS各月份发行规模及同比情况（单位：亿元）



数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

发行场所方面，2025年1—7月，应收账款ABS的主要发行场所为交易所市场。2025年1—7月，已发行的应收账款ABS中，交易所市场发行规模占比80.53%；银行间市场发行规模占比19.47%。

图表4 2025年1-7月应收账款ABS分市场发行规模及单数情况（单位：亿元、单）



数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

资产细分类型方面，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80.16%）。

图表5 2025年1-7月应收账款ABS分类型情况

资产细分类型	单数(单)	发行规模(亿元)	占比
建工类	86	989.29	80.16%
贸易类	30	129.57	10.50%
工程机械类	10	110.62	8.96%
医药类	1	4.64	0.38%
合计	127	1234.12	100.00%

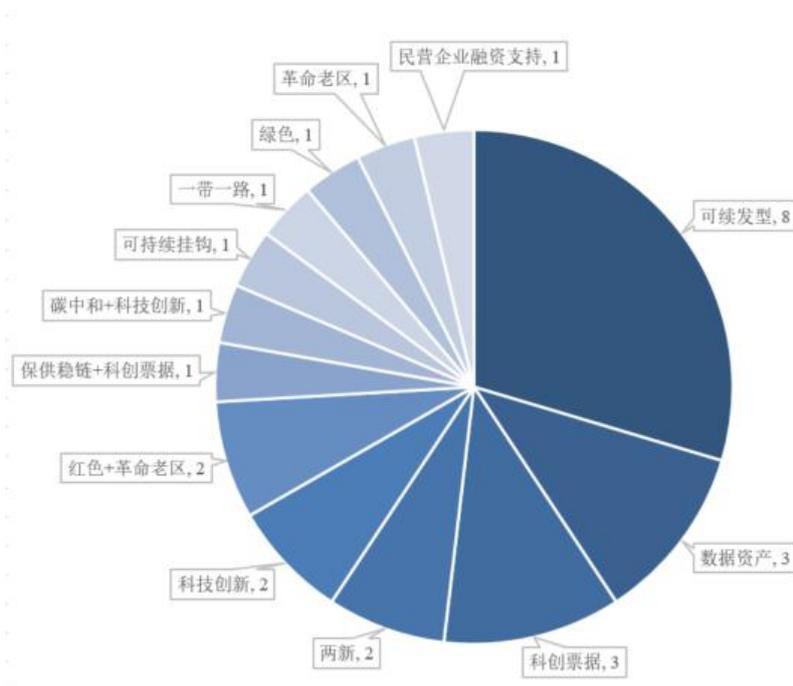
注：部分项目无法通过公开信息判断资产细分类型，故未纳入统计

数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

特定品种发行方面，2025年1-7月，设有特定标识的应收账款ABS共发行30单，其中有8单设有可续发型标识，19单设有特定领域¹标识。2025年1-7月，特定领域标识涉及数据资产（3单）、科创票据（3单）、两新（2单）、红色+革命老区（2单）、科技创新（2单）、保供稳链+科创票据（1单）、碳中和+科技创新（1单）、可持续挂钩（1单）、民营企业融资支持（1单）、一带一路（1单）、革命老区（1单）、绿色（1单）。特定领域ABS因助力特定行业发展、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。

¹ 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。

图表6 2025年1-7月应收账款ABS特定标识情况(单位:单)



数据来源: wind、企业预警通及联合资信内部数据库

产品创新方面, 2025年1-7月, 受政策鼓励, 应收账款ABS发行涉及多方面创新。数据资产方面, 6月17日, “平安-如皋第1期资产支持专项计划(数据资产)”在深圳证券交易所挂牌上市, 为全国首单在交易所挂牌上市的“应收账款+数据资产”ABS。

供应链票据方面, 7月22日, “浙江省浙商商业保理有限公司2025年度第一期善融供应链票据科技创新定向资产支持证券资产支持证券”在银行间市场成功发行, 为全国首单科创供应链票据ABN。7月31日, “橙信一号2025年度第一期供应链票据定向资产支持商业票据”在银行间市场成功发行, 为全国首单“银行代理+增信”供应链票据ABN。

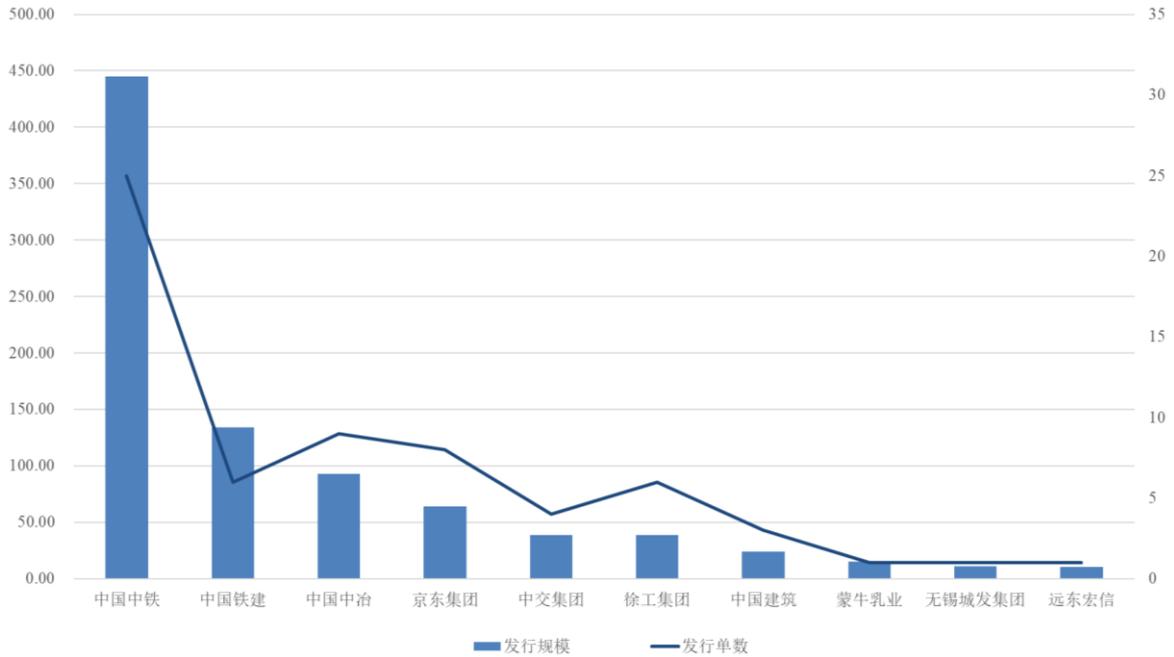
海外资产方面, 6月25日, “徐工机械应收账款第1期资产支持专项计划(一带一路)”在深圳证券交易所挂牌上市, 为全国首单全跨境应收账款出表型ABS。

(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。2025年1-7月, 应收账款ABS发行主体共82家。发行主体覆盖集团公司旗下的资本公司、保理公司和信托公司以及第三方外部机构等, 发行主体类型较为多元。从集中度来看, 前五大发行产品发行规模占应收账款ABS总发行规模的41.82%。建工类央企中国中铁和中国铁建仍保持活跃的发行态势, 且体系内子公司多以可持续发债结构发行, 因此发行规模很大, 发行单数较多。

从资产提供方²的角度来统计，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 76.94%；银行间市场的前十大资产提供方的发行规模占比为 93.79%，均呈现出很强的头部效应。2025 年 1—7 月，各发行场所的前十大资产提供方发行情况见下图。

图表 7 交易所市场前十大资产提供方发行情况（单位：亿元、单）

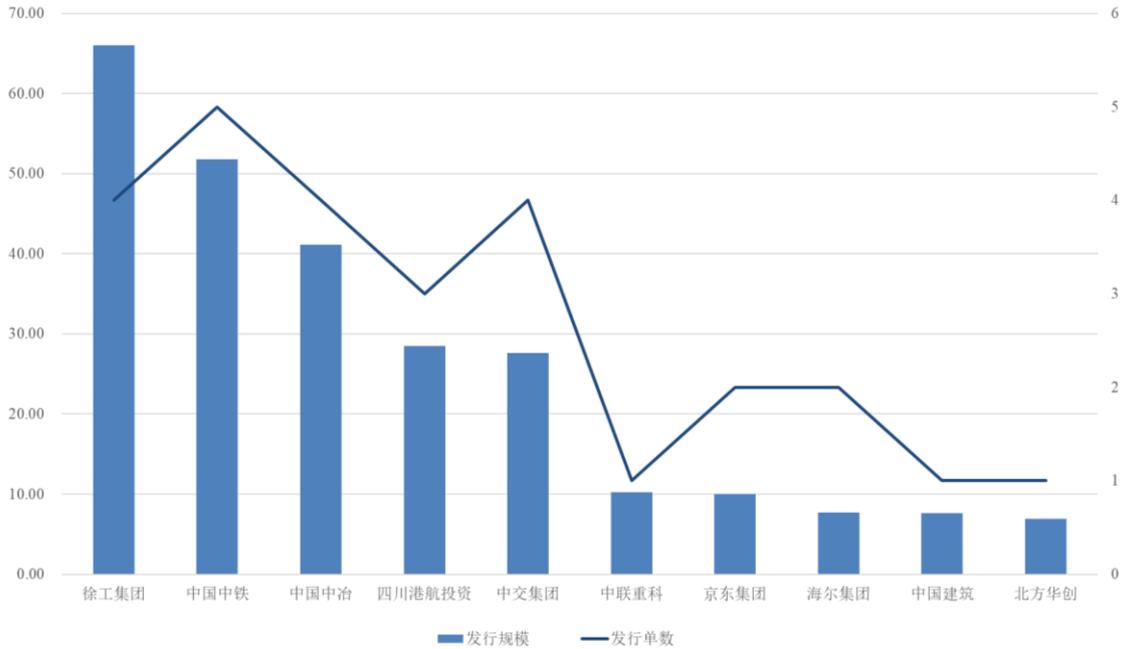


注：同一集团及其下属子公司归为一个资产提供方，下同

数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

² 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。

图表 8 银行间市场前十大资产提供方发行情况（单位：亿元、单）



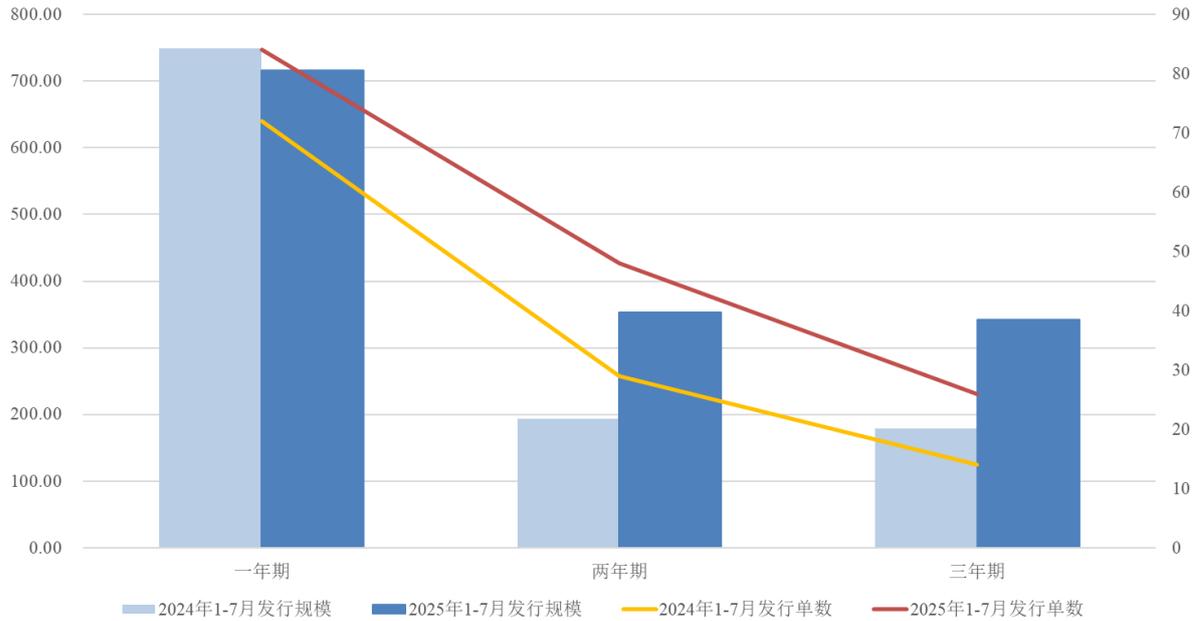
数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

（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。2025 年 1—7 月，应收账款 ABS 交易结构涉及循环购买设置的共有 50 单，发行规模合计 551.69 亿元，发行规模占比为 39.11%。

发行期限方面，2025 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 50.75%，较上年同期小幅下降 4.46 个百分点。受发行人降本增效需求的影响，2025 年 1—7 月应收账款 ABS 产品发行期限趋于短期化，一年期的可续发型产品被越来越多的发行人青睐。

图表 9 2025 年 1-7 月应收账款 ABS 发行期限比较 (单位: 亿元、单)

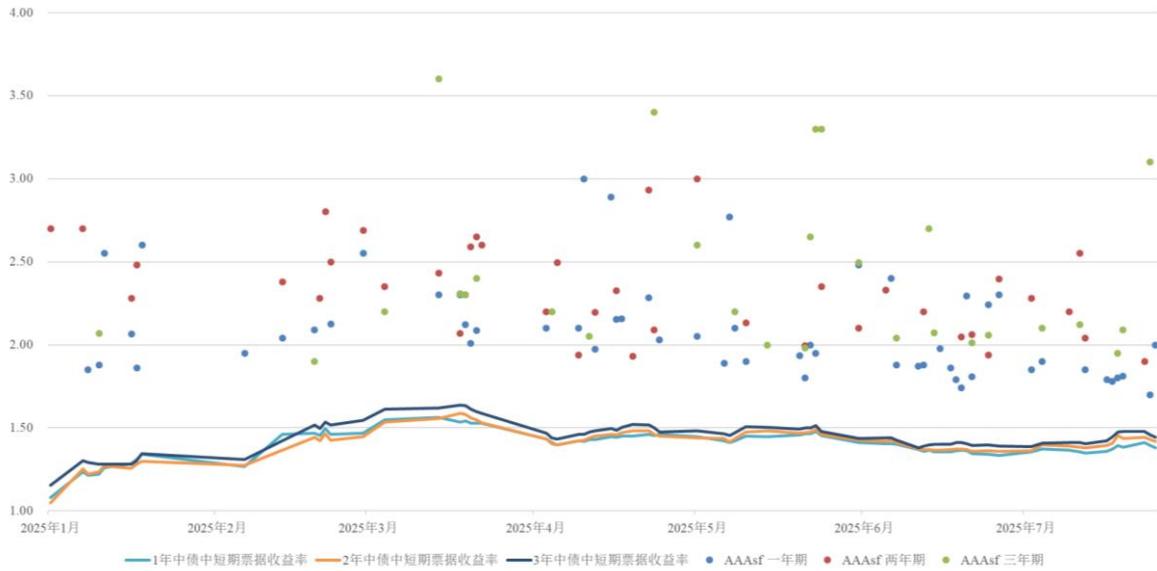


数据来源: wind、企业预警通及联合资信内部数据库

(四) 发行利率

从发行期限来看, 2025 年 1-7 月, 对于 AAA_{sf} 级应收账款 ABS, 1 年 (含) 期以内产品发行利率处于 1.70%~3.00% 之间; 1~2 年 (含) 期产品发行利率处于 1.83%~3.60% 之间; 2 年期以上产品发行利率处于 1.90%~3.60% 之间。以 AAA 中债中短期票据收益率为基准, 2025 年 1-7 月, AAA_{sf} 级别优先级证券平均利差为 85bp。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。因 AA⁺_{sf} 级别应收账款 ABS 样本数量较少, 故未对利差进行分析。2025 年 1-7 月应收账款 ABS 各期限 AAA_{sf} 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见下图。

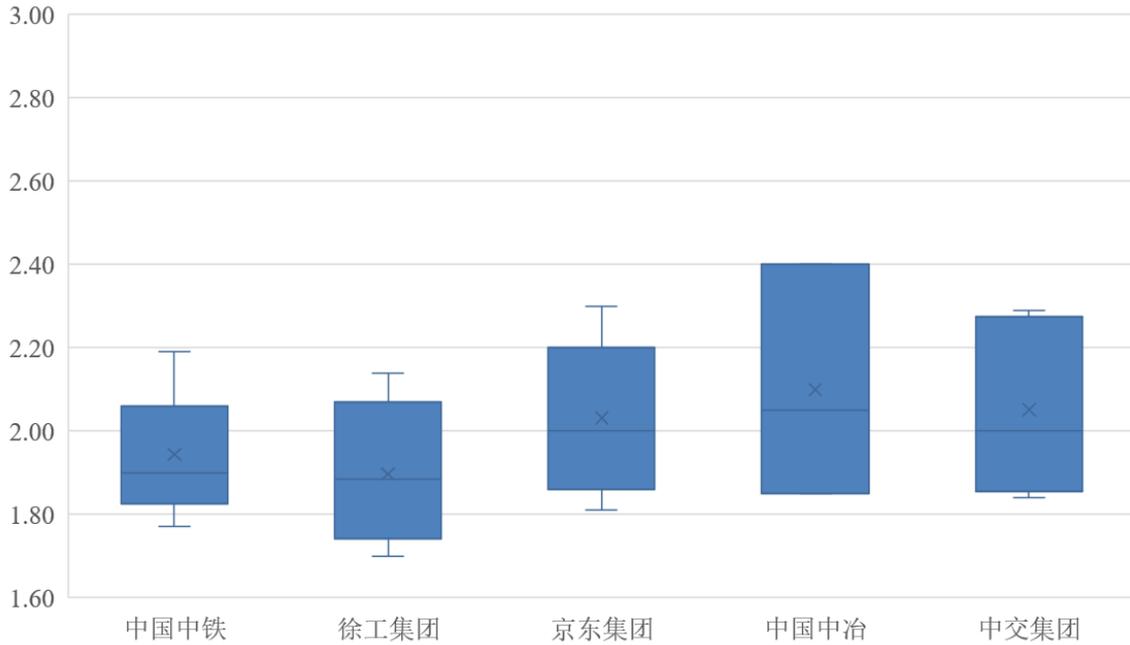
图表 2 各期限 AAA_{sf} 级别优先级证券发行利率与 AAA 中债中短期票据收益率对比情况 (单位: %)



数据来源: wind、企业预警通、中国债券信息网及联合资信内部数据库

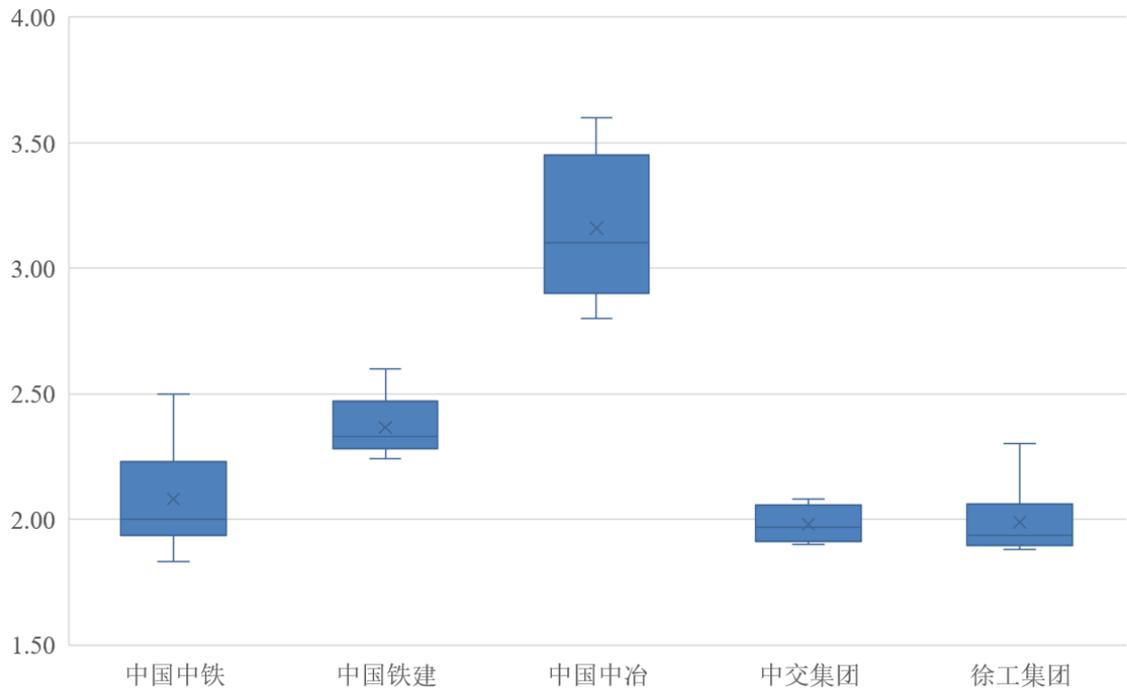
从资产提供方来看,不同集团的发行利率之间也存在明显差异。以 AAA_{sf} 证券为例,2025 年 1—7 月,1 年期以内的应收账款 ABS 前五大资产提供方包括央国企集团及其子公司和民营企业(京东集团),发行利率分布在 1.70%~2.40%之间。1 年期以上的应收账款 ABS 前五大资产提供方为央企集团与地方国企及其子公司,发行利率分布在 1.83%~3.60%之间。特别地,除证券期限对发行利率的影响外,还会受优先级增信模式(全额增信、部分增信或无增信),以及增信主体实力(同一集团的母公司或其下属子公司)共同来影响。

图表 11 前五大资产提供方 1 年期以内 AAA_{sf} 级证券发行利率分布 (单位: %)



数据来源: wind、企业预警通及联合资信内部数据库

图表 12 前五大资产提供方 1 年期以上 AAA_{sf} 级证券发行利率分布 (单位: %)



数据来源: wind、企业预警通及联合资信内部数据库

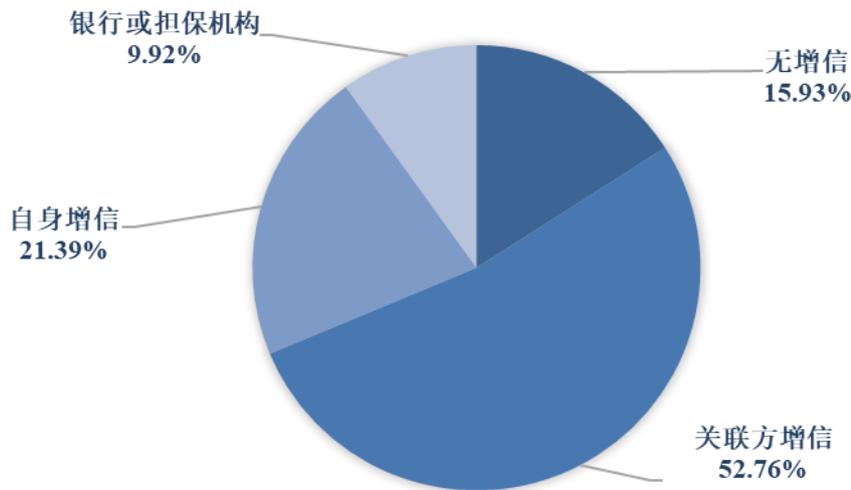
(五) 增信方式

应收账款 ABS 大多情况由强信用主体提供增信。2025 年 1—7 月, 含主体增信结构的应收账款 ABS 发行规模占比为 84.07%。其中, 增信主体信用等级以高级别为主。此外, 值得关注的是, 鉴于国资委对央国企对外担保的管控, 无增信应收账款 ABS

模式也成为发行人的重要选择之一。2025 年 1—7 月，无增信应收账款 ABS 发行规模占比为 15.93%，主要的资产提供方为中国铁建和京东集团等。

从增信主体来看，原始权益人或发起机构的母公司/股东/关联方增信（以下统称为“关联方增信”）占比最高，原始权益人或发起机构自身增信次之，银行或担保机构增信占比较少。2025 年 1—7 月，关联方增信的应收账款 ABS 发行规模占比 52.76%，原始权益人或发起机构自身增信占比为 21.39%，银行或担保机构担保增信的应收账款 ABS 发行规模占比为 9.92%。

图表 13 2024 年应收账款 ABS 增信方式分布

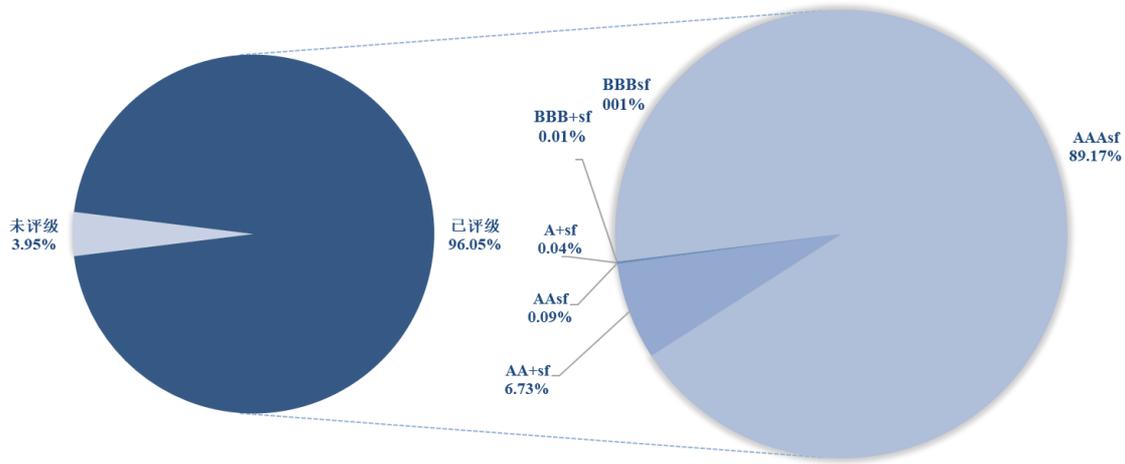


数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

（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限制了低级别证券的发行，应收账款 ABS 证券仍以高信用等级为主。2025 年 1—7 月，已评级的应收账款 ABS 证券占比为 96.05%。其中，AAA_{sf}级和 AA⁺_{sf}级优先级证券合计规模占比为 95.90%。

图表 14 2024 年应收账款 ABS 证券发行级别分布



数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

(七) 二级市场交易情况

从成交金额总量来看，2025 年 1—7 月，应收账款 ABS 二级市场成交金额为 2700.50 亿元，同比上升 118.57%，为全市场资产支持证券的第一大交易品种。

图表 15 二级市场前五大交易品种成交情况

品种	2024 年 1—7 月		品种	2025 年 1—7 月	
	交易次数 (次)	成交金额 (亿元)		交易次数 (次)	成交金额 (亿元)
应收账款 ABS	2553	1235.53	应收账款 ABS	9699	2700.50
类 REITs(ABS)	2315	832.65	类 REITs(ABS)	2839	1728.87
融资租赁债权(ABS)	3251	682.89	银行/互联网消费贷款(ABS)	1806	846.89
CMBS/CMBN(ABS)	1843	559.81	一般小额贷款债权(ABS)	2787	723.71
一般小额贷款债权(ABS)	2325	528.20	融资租赁债权(ABS)	3262	629.93
合计	12287	3839.08	合计	20393	6629.90

注：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，成交金额按剔除未分类产品后二级市场成交金额后排序

数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

联合资信根据二级市场成交量与期初期末存量余额平均值相比来计算换手率。从换手率来看，发行市场方面，银行间二级市场应收账款 ABS 成交相对更活跃。2025 年 1—7 月，银行间市场应收账款 ABS 的换手率为 35.62%，相较 2024 年 1—7 月上漲 6.41 个百分点。比较而言，交易所二级市场应收账款 ABS 的换手率相对较低，2025 年 1—7 月换手率为 17.96%。

图表 3 应收账款 ABS 二级市场成交情况

类型	2024 年 1—7 月			2025 年 1—7 月		
	交易次数 (次)	成交金额 (亿元)	换手率	交易次数 (次)	成交金额 (亿元)	换手率
交易所	16282	3605.45	18.26%	24566	3700.03	17.96%
银行间	3869	3425.60	29.21%	4882	3812.77	35.62%

注：换手率=2*二级市场成交量/(期初存量+期末存量)

数据来源：wind、企业预警通及联合资信内部数据库

三、存续期资产表现情况

(一) 资产质量表现

应收账款 ABS 会随着底层应收账款类型的不同而在存续期内呈现差异化的资产质量表现。

建工类应收账款

建工类应收账款 ABS 易受工程进度影响及循环购买安排的影响。一方面，建工类应收账款的回款更依赖于实际工程进度及款项性质而非基础交易合同的约定，可能出现实际回款晚于预期的风险；另一方面，存续期间部分债务人结清款项、循环购买时新增大额债务人均可能导致资产池集中度风险上升。存续期间，部分项目的现金流回款与预测出现了一定偏差，主要包括两类原因：（1）项目回款周期及结算周期略有延长；（2）初始现金流预测中循环购买的基础资产分布情况与实际购买资产情况存在差异。

贸易类应收账款

贸易类应收账款主要来自于商品或服务贸易过程中形成的应收债权，场景较为多样，回款特征有所分化。钢铁、煤炭、化工等供应链业务场景产生的应收账款一般以大型央企作为核心债务人，债务人整体信用状况普遍较好，基础资产回款稳定。与消费品贸易、电商贸易等有关的消费及采购业务，应收账款债务人一般为下游分销商或终端消费者，债务人资质相对较弱，但资产池通常分散度较高，单个债务人逾期不会对整体表现产生较大影响。存续期的实际回款情况基本符合预期。

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分期销售，债务人分散度很高。此外，随着剩余分期期限的缩短和 LTV（Loan-to-Value，贷款相对抵质押物价值比率）的下降，债务人违约意愿也随之下降，资产池现金流不确定性也随之降低。实际回款方面，单个债务人逾期对资产池整体影响很小，且作为抵质押物的工程机械设备易在二级市场处置回收，该类资产的实际回款及逾期后回收表现基本符合预期。

医药类应收账款

医药类应收账款主要为公立医院对医药及医疗设备的采购款，回款资金主要来源于医保结算资金，账期和还款来源相对稳定，回款基本符合预期。

(二) 存续期证券级别迁徙情况

根据 2025 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 599 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，反映出市场相对稳健。考虑到 AAA_{sf} 档证券已无上调空间，在首次/上次跟踪评级结果为 AA⁺_{sf} (含) 及以下的 90 只证券中，共 10 只证券 (占比为 11.11%) 的跟踪级别涉及“调高”，级别调高的原因包括：资产池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；增信方主体信用等级提升等。具体级别变化情况如下表所示。

图表 17 2025 年 1—7 月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 _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	A _{sf}	A ⁻ _{sf}	BBB ⁺ _{sf}	BBB _{sf}	总计
AAA _{sf}	509	-	-	-	-	-	-	-	-	509
AA ⁺ _{sf}	8	70	-	-	-	-	-	-	-	78
AA _{sf}	-	-	8	-	-	-	-	-	-	8
AA ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A ⁺ _{sf}	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1
A _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB ⁺ _{sf}	-	2	-	-	-	-	-	-	-	2
BBB _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
总计	517	72	8	-	1	-	-	-	1	599

数据来源: wind、企业预警通及联合资信内部数据库

四、总结与展望

(一) 市场主要特点总结

2025 年 1—7 月，应收账款 ABS 的发行规模较去年同期稳步提升，发行规模占 ABS 全市场的比例略有提升，同时产品结构进一步优化，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。2025 年 1—7 月，特色应收账款 ABS 产品新增数据资产及民营企业融资支持等特定标识，助推民营企业和互联网企业通过资产证券化市场逐步解决其金融需求和融资难题。随着供应链票据资产证券化相应政策的逐步落地和施行，2025 年 7 月新增 2 单

供应链票据资产证券化项目，在推动供应链金融创新的同时，也助力了普惠金融的发展。首单“应收账款+数据资产”ABS的成功发行表明数据资产作为标准化资产进行融资具备可行性和可复制性。

就发行人而言，应收账款ABS市场的头部效应仍显著。就增信方式而言，绝大部分应收账款ABS产品仍附有外部增信，且增信主体信用等级仍以高级别为主，整体信用风险维持在较低水平。无增信应收账款ABS发行规模占全部应收账款ABS的比例较2024年有所上升。

（二）市场发展趋势与展望

应收账款ABS将在政策支持与需求驱动的背景下，展现出品种多样、发行人多元、产品模式创新、逐渐去增信化、资产质量重要性不断提升等趋势。

发行人方面，央企及地方国有建工类企业的应收账款资产储备仍较为充足，同时受需求驱动，未来仍将作为应收账款ABS的主流发行人，预计发行规模将保持稳定。但从增信结构方面出发，央企相关融资担保政策的出台使得央企对融资担保额度的管控趋严，央企ABS将逐步减少外部担保依赖，转向资产信用主导，去增信化将作为未来央企应收账款ABS项目的主流趋势。同时，以京东为代表的大型民营企业、新能源、高端装备等新兴领域制造业企业发行的应收账款ABS快速增长；专业保理公司仍将在传统应收账款ABS领域发挥重要作用；普惠金融政策的引导也推动了商业银行积极参与其中，供应链票据应收账款ABS的落地为商业银行及供应链票据平台提供了标准化、可复制的发行路径。应收账款ABS发行人市场逐渐形成了以央企为主导、民企仍作为重要发行人、金融机构参与度进一步深化的特征。

产品种类方面，数据资产+应收账款、供应链票据、两新等创新产品进一步赋能应收账款ABS，在有效盘活央国企的应收资产、助力中小企业融资、助推产业升级方面仍将发挥重要作用。一带一路政策及倡导也将帮助大型企业加速出海，盘活海外资产。

资产质量方面，在去增信化的趋势下，资产质量的重要性更为突出，应收账款ABS项目将更加聚焦底层债务人的信用水平、资产期限、资产池分散度等多个维度。此外，因建工类应收账款的现金流回款在存续期间存在不确定性，还需根据项目特点额外关注该类应收账款还款的及时性、现金流预测的准确性、行业发展动态及政策支持等。

应收账款ABS市场在规模增长的同时，结构优化与创新并行。未来，市场可能进一步向去增信化、数据驱动方向发展，政策与市场创新将共同推动ABS市场的深化发展。