



LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

IMPACT PLAN

简析集合式供应链产品交易设置及评级关注要点

联合资信 结构三部 | 张雪茹

集合式供应链 ABS 作为供应链金融演进的重要产物，通过汇集多家核心企业的应收账款，实现了信用来源从“单一核心企业信用”向“资产组合信用+担保方信用”的转变。本文从交易结构设计、风控要点、量化测算要点等维度，系统梳理集合式供应链 ABS 的核心交易设置，分析该类产品的信用构建逻辑与评级关注要点，以期市场参与者在产品设计、投资决策和风险管理中提供参考。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



一、引言

传统供应链 ABS（“1+N”模式）以一家核心企业为信用基石，有效解决了一级供应商融资问题。随着核心企业对子公司的融资担保余额管控日益趋严，集合式供应链 ABS（“N+N”模式）应运而生。集合式供应链 ABS 不再依赖单一核心企业信用，而是将多家核心企业及其供应商的应收账款汇集打包，形成更具规模及分散度的资产池，在降低发行成本的同时，发展趋势从依靠单一核心企业信用向依靠底层资产质量进一步倾斜。在底层资产质量偏弱的情况下，通常引入外部担保，依赖外部担保信用背书。

表 1 集合式供应链 ABS 与传统供应链 ABS 的核心区别

维度	传统供应链 ABS（“1+N”）	集合式供应链 ABS（“N+N”）
资产池构成	单一债务人及其关联方。 基础资产通常是围绕一家核心企业（及其下属公司）的应付账款。	多家核心企业的应收账款。 基础资产池由多家不同核心企业的供应链应付账款汇集而成，行业分布更广泛。
底层资产信用质量	单一核心企业信用。 底层资产及整个产品的信用等级完全依赖于核心企业的付款能力和意愿。	资产组合信用。 基于多家核心企业的多个供应商的应收账款，底层信用风险被分散，对单一核心企业的依赖度降低。
底层风险分散度	高度集中。 一旦核心企业信用恶化或出现经营问题，整个 ABS 产品将面临巨大风险。	相对分散。 单一核心企业的经营波动对底层资产的影响相对较小，底层信用风险在多个主体间被分散。
参与主体	“1”家核心企业 + “N”家供应商。 交易结构相对简单，保理公司通常作为原始权益人起通道作用。	“N”家核心企业 + “N”家供应商。 参与方更多元，法律关系更复杂，通常涉及多种确权方式和增信措施。
增信主体（如有）	核心企业作为共同债务人。 通常采用《付款确认书》模式。	担保公司作为担保人。 引入担保公司作为外部增信机构。通常采用债务人《付款确认函》+担保人《担保函》模式。
分配安排	到期一次性还本为主。	以期间分配或循环购买为主。

二、交易结构设置要点及风控要点

集合式供应链 ABS 通常以保理公司作为原始权益人，从多家供应商处受让对多家核心企业的应收账款债权，再将应收账款债权转让给专项计划，通过优先/次级分层、外部担保等增信措施发行证券。

（一）合格标准设置

合法性有效性方面，基础资产对应的全部保理合同、基础交易合同、《买方确认函》适用法律为中国法律，且在中国法律下均合法有效。**真实性方面**，基础资产对应的基础交易合同具备真实、合法、有效且公允的交易关系；供应商在向保理商转让其享有的应收账款债权前已真实、合法、有效并完整的拥有该笔应收账款债权，保理商受让该笔应收账款债权后亦可真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权。

以上设置作为基石条款，与传统供应链设置基本相同，对实现资产证券化“真实出售”和“破产隔离”具有重要意义。如果保理合同或基础交易合同因适用法律不明或存在效力瑕疵而被认定为无效，那么专项计划将无法主张对底层应收账款的权利。以上设置确保了所有权利转让、通知、对抗第三方的效力均受国内《民法典》及破产法体系的保护，为破产隔离提供了确定性。

转让限制方面，基础资产对应的保理合同、基础交易合同均不存在基础资产转让的禁止性或限制性约定；或者，在保理合同、基础交易合同对基础资产转让作出限制性约定的情况下，转让条件已经达成，基础资产可以进行合法有效的转让；**转让价款方面**，专项计划设立日前，同一保理合同项下原始权益人应支付的应收账款转让价款均已全部支付予原始债权人，且转让对价公允。**转让登记方面**，专项计划设立日前，原始权益人自原始债权人受让的应收账款债权已在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统办理应收账款转让登记。**重复融资核查方面**，基础资产不存在重复融资，基准日入池基础资产不包括已回款部分等。

这一条款与传统供应链设置基本相同，确保了专项计划取得的是完全、无瑕疵的债权，核心企业不能在事后以“合同约定禁止转让”为由拒绝向专项计划付款，保障了现金流的确定性。如果保理公司（原始权益人）未足额支付转让对价给供应商（原始债权人），则供应商在法律上仍保留对债权的所有权。一旦保理公司破产，供应商可能主张“未付清价款，债权未真正转移”，要求取回债权，导致专项计划的资产被卷入保理公司的破产清算。应收账款转让登记并非债权转让的生效要件（债权转让自转让合同生效时在转让人与受让人之间生效，通知债务人后对债务人生效），但登记则是确立对抗善意第三人效力的关键手段。未办理登记的转让，存在重复融资风险、质押优先权冲突风险和无法确立对抗第三人的优先效力风险。

基础资产特定化方面，基础资产的任何部分或全部均不存在任何债务负担、质权、抵押权、留置权、抵销权或者第三方的其他有效的权利主张，基础资产涉及的应收账

款债权可特定化，且应收账款金额、付款时间明确。

这一条款与传统供应链设置基本相同，如果资产上存在第三方权利，则“真实出售”的效果被破坏——第三方权利人会穿透专项计划，直接主张权利。此外，对于底层资产具有足够分散度的集合式产品依赖分散化效应缓释风险，如果部分资产存在权利负担、部分资产无法特定化，整个资产池的信用模型就会失效。

抗辩权方面，专项计划设立日前，债务人已出具《买方确认函》，确认：①其对基础交易合同项下的应收账款承担的到期付款义务不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，且不享有任何主张扣减、减免或抵销的权利（法定抵销权除外）；②原始债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的义务。

这一条款与传统供应链设置基本相同，《买方确认函》是中国法律下供应链 ABS 的核心增信文件。规定其适用中国法律，是为了确保该函件中“放弃抗辩权”“承诺到期付款”等条款在我国《民法典》的框架下具有强制执行力。《买方确认函》通过核心企业事先放弃该等抗辩权，切断了直接对抗专项计划的关联。即使供应商确实存在违约行为，各核心企业也不能以此对抗专项计划，必须按约付款。

基础资产分散度方面，需设置相互之间不存在关联关系的债务人的数量下限，并设置单一债务人入池资产金额的占比上限，以及债务人与原始债权人之间关联交易的入池应收账款债权金额的比例上限。

基础资产为传统核心企业供应链应收款的，可以免于上述债务人分散度要求，前提是资产池应当包括至少 10 个相互之间不存在关联关系的债权人，且核心债务人信用状况良好。集合式供应链则须满足上述分散度要求，这一条款本质是为了防范资产池出现系统性风险，实现资产组合信用。控制相互之间不存在关联关系的数量，是为了防止多家债务人实际上受同一实际控制人控制，形成隐性集中。此外，对于可以达到足够分散度标准的底层资产池，个别债务人的违约可以被其他债务人的正常付款所吸收，整体违约率趋于稳定、可预测。

主体资格方面，原始债权人、债务人如为法人或其他组织，均依据中国法律在中国成立，且合法有效存续，且债务人未被最高人民法院列入失信被执行人名单；原始债权人在保理合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利，且未曾向他人转让或赠与应收账款或其项下任何权益或利益（法定抵销权除外）等。

这一条款与传统供应链设置基本相同，构建了资产入池的主体门槛。它们确保进入资产池的每一笔应收账款，都来自于合法存续的交易主体，且该主体在转让前没有

对该债权进行过任何处分、也没有保留任何可能影响债权金额的权利。对于集合式产品而言，这是将分散的、来自不同主体的应收账款，拼装成一个法律上稳定、金额上确定、权利上排他的标准化资产池的基础前提。

（二）现金流划转及触发机制设置

集合式供应链 ABS 现金流划转路径通常为由债务人直接划转应付款项对应金额至专项计划账户；部分产品设置先划转至原始权益人设置的监管账户，后由监管账户划转至专项计划账户。对于不直接向专项计划账户进行划转的产品，交易文件中应限制回款在监管账户停留的时间，并设置权利完善事件等触发机制，在原始权益人出现转付逾期或信用恶化时，及时通知债务人将款项直接付至专项计划账户。若设置循环购买结构，管理人需要实时监控单一债务人占比，并设置加速清偿事件，出现风险时进行加速归集或强制进入摊还期进行清偿。通常专项计划会设置不合格基础资产的替换或赎回条款，如果发现不合格基础资产，及时替换为符合合格标准的资产或直接划转相应损失的现金流以避免影响整体基础资产现金流的实现。管理人需对现金流自产生直至全额归集至专项计划账户进行资金闭环管理，以降低资金混同或者专项计划资金被挪用的风险。

（三）还款安排及分配方式

集合式供应链 ABS 入池基础资产的行业、区域、应收账款类型等分布结构通常会较传统供应链 ABS 更加分散，应收账款到期日不同或单笔应收账款期间还款安排也通常会导致出现现金流分阶段流入的特征，基于此，根据组合资产池还款安排通常搭配期间分配或循环购买设置。

表 2 应收账款到期日相同或不同的对比

类别	到期日相同，统一到期	到期日不同，分批次到期
单笔应收账款期间无还款	通常搭配到期一次性还本付息的分配安排。	由于现金流分阶段流入，可不设置循环购买，设置期间付息+到期还本或期间付息并部分还本+到期还本；
单笔应收账款期间分期还款	通常搭配期间付息+到期还本或期间付息并部分还本+到期还本。	亦可设置循环购买安排，解决多家核心企业账期参差带来的期限错配，循环期持续进行循环购买，摊还期停止循环购买并进行摊还。
存续期	通常为 1 年。	通常为 2 年。

（四）增信方式

传统模式只需要协调 1 家核心企业的审批流程；集合模式需要协调多家核心企业的财务部门各自履行内部审批流程，并签署格式统一的《付款确认函》和其他协议。由管理人、保理公司或担保人牵头进行。协调成本和法律文本的标准化难度显著增加。

表 3 不同增信端口的对比

增信端口	增信文件	决议流程	技术手段
无增信	债务人付款确认函	根据公司章程履行相应流程。	以债务人主体信用评价为基础进行资产组合综合质量评价，通过依靠超额利差/折价购买、优先/次级分层，引入违约回收率、违约分布等假设因子进行蒙特卡洛测算确认资产信用。
资产端增信	共同债务人付款确认书	根据公司章程约定的有权机构进行董事会决议或股东会决议。	对底层资产进行债务加入，需要保障基础资产现金流可以覆盖专项计划预期支出的前提下，可依靠共同债务人主体信用。
专项计划端增信	担保人或差额支付承诺人出具担保函或差额支付承诺函	担保公司的风控审批决议/根据公司章程约定的有权机构进行董事会决议或股东会决议。	强信用主体或专业担保公司对专项计划进行连带责任保证担保。可能嵌套多层级的差额支付承诺/担保，第二顺序差额支付人/担保人对第一顺序差额支付人进行差额补足。就集合式供应链 ABS 而言，通常采用专业担保公司出具担保函的形式进行增信，并由债务人集团公司进行反担保。

（五）确权核查

集合式产品涉及多家核心企业、大量供应商，且可能包含多级供应商，穿透核查的复杂度和工作量成倍增加。调查方法方面，可采用逐笔尽职调查和抽样尽职调查，通常以五十笔为界限。

表 4 确权核查维度

核查维度	具体内容	技术手段
真实合法有效性	合同、发票、结算单、货运单据、验收证明等	发票查验 API、ERP 数据直连等
重复融资风险	同一笔应收账款是否重复融资	中登网查重
资产特定化	发票、针对同一合同项下回收款在不同权利人间的偿付顺序的相关约定文件	法律意见书、资产买卖协议、历史交易验证

三、评级关注要点

评级机构在给集合式产品评级时，首要判断条件之一是测算资产池的分散度是否足以支撑目标评级。因此，除了上述各市场参与机构均关注的合格标准、现金流闭环、增信安排有效性、确权核查等要点外，评级机构对于具有足够分散度的资产池，通过蒙特卡洛模拟等方法，计算在不同违约率假设下，分散度能否保证优先级证券的安全性。

联合资信在评定集合式供应链应收账款资产支持证券违约风险时，以“真实出售、破产隔离”为基本前提。首先，联合资信使用基础资产合同约定的现金流作为资产池未来的现金流；其次，联合资信依据交易文件条款的约定，包括证券要素、分配顺序、触发事件、增信措施等，形成现金流支付量化模型；再次，联合资信依据压力情景下受评证券本息能否获得及时、足额偿付来确定受评证券是否能获得目标信用等级；最后，联合资信将结合交易结构风险、参与机构尽职能力、外部增信措施等因素对受评证券违约风险进行定性调整后，得到受评证券的最终信用等级。

集合式供应链 ABS 的核心企业为两家及以上，但实际执行时，部分产品无法达到足够的分散度标准（如只有 3-5 家），在未引入外部担保的情况下需依赖其本身的信用级别，但通常更常见的是引入外部担保，进而直接依靠外部担保的信用背书，对于无法达到足够分散度标准的资产池，联合资信构建现金流流入对支出的覆盖模型，通过压力测试，来确定基础资产对证券的保障程度。而对于具有足够分散度的资产池，联合资信采用蒙特卡洛模拟方法可对资产池组合的信用风险建模，以确定优先级证券达到预设评级目标所需要的目标等级违约比率或目标等级损失比率（即必要的信用提升水平）。该方法以信用级别与违约率的对应关系为基础，充分考虑债务人影子级别、集中度、关联关系、所处行业和地区、资产金额和剩余期限、资产担保方式等因素以及基础资产与证券端的利差水平对整个资产池的违约可能性及损失可能性所能产生的各种影响，同时综合考虑了资产服务机构的服务能力等因素。此外，通过关键债务人违约压力测试、现金流压力测试和敏感性测试（如有）确认优先级证券的量化模型指示信用等级，最终综合内外部增信设置最终确定优先级证券的信用等级。

表 5 蒙特卡洛模拟方法、压力测试及敏感性测试关注要点及作用机制

模块	要点	作用机制
组合资产信用风险分析	资产池分散度	通过统计债务人集中度、行业/地区集中度、关联关系、债务人加权平均影子评级、资产池剩余期限，判断资产池分布特征。
	超额利差/折价购买	以低于面值购买资产形成安全垫缓冲，提供信用支持。

	优先/次级分层	劣后级别证券为较高级别证券提供信用损失保护，提供信用支持。
关键债务人违约 压力测试	关键债务人违约	如果资产池的入池资产数量较少或者入池资产金额分布极不均匀，那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。
现金流压力测试	违约分布前置、利差、违约回收率等	通过分配安排、循环购买率、循环购买期等设置来定制模型因子。将通过蒙特卡洛测算出的违约分布、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件，并进一步设置违约分布前置、缩小基础资产和优先级证券之间的利差、违约回收率下降等压力条件。
敏感性测试 (如有)	集中度/资产质量	当交易结构设有循环购买，考虑存在循环购买后的资产池集中度提升以及资产质量下降的可能性。
增信安排	额外支持作用/ 关键支撑作用	无增信、资产端增信、专项计划端增信，不同增信设置会在基础资产质量评价的基础上最终决定 ABS 产品的信用级别。

四、展望

未来集合式供应链 ABS 或将深度融合区块链、大数据实现贸易真实性自动核查；资产类型从应付账款向订单融资、库存融资拓展；与中国出口信用保险公司等政策性机构结合服务跨境场景；绿色供应链 ABS 也将逐步兴起。

五、总结

集合式供应链 ABS 通过“N+N”模式实现了信用来源的多元化，其核心在于：分散度是生命线，通过严格的集中度上限实现风险分散；资产质量是信用基石，构建“超额利差+次级分层+外部担保”多层安全网；循环购买是核心机制，解决期限错配；穿透核查是风控保障，通过技术手段防范重复融资。对于评级机构，需关注资产池分散度及质量、交易结构设置、内外部增信充足性及各参与机构的履职能力。随着金融科技深入应用，集合式产品将在服务中小微企业、盘活存量资产方面发挥更重要作用。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。