

2019年我国应收账款和供应链资产支持证券

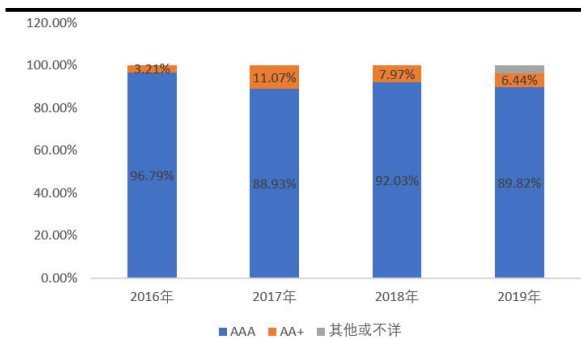
信用风险回顾与2020年展望

2014年以来发行应收账款资产支持证券统计特征

	购房尾款	工程施工	普通贸易	贸易融资
债务人户数	2385	56	181	6
前三大行业占比 (%)	-	83.29	93.64	91.23
前三大地区占比 (%)	79.50	51.31	68.03	93.22
循环购买安排	均循环购买	部分产品循环购买	部分产品循环购买	不循环购买
优先A档比例 (%)	84.70	91.37	76.99	100.00
次级档比例 (%)	7.35	7.20	10.61	0.00

注：以上指标数值均为平均数。

2016年以来供应链金融ABS级别分布



结构融资部

李燕

邮箱: dfjc-jg@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心

C座12层 100600

主要观点

- 受外部政策和企业盘活资产需求推动, 预计2020年应收账款和供应链资产支持证券发行规模将有所提升;
- 普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和外部增信方资质分化较大, 预计2020年发行产品信用风险水平差异仍较大;
- 工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人所属行业周期性波动较大, 基础资产回款不确定性强, 但预计2020年发行产品原始权益人及增信方仍多为大型央企, 信用风险较低;
- 购房尾款类应收账款资产支持证券受房地产行业调控政策、银行审批政策等因素影响, 基础资产回款时间和金额不确定性较强, 2020年以区域性小型房企为原始权益人或增信方的产品信用风险将有所上升;
- 贸易融资类均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例, 2020年发行产品信用风险仍较低;
- 2020年房企融资政策仍将保持收紧态势, 将影响存续期供应链资产支持证券核心债务人的履约能力。

一、 应收账款资产支持证券信用风险回顾

(一) 2019 年应收账款资产支持证券发行情况

2019 年应收账款 ABS 发行单数和规模较去年同期有所降低

2019 年，我国市场共发行了 99 单应收账款资产支持证券，发行规模合计 1222.76 亿元。其中，工程施工类、购房尾款类、普通贸易类、贸易融资类应收账款资产支持证券发行规模分别为 599.23 亿元、333.92 亿元、200.55 亿元和 43.15 亿元，较 2018 年分别降低 21.49%、25.37%、19.17%和 74.30%。受外部政策鼓励、企业自身盘活存量资产需求等因素推动，2018 年应收账款 ABS 发行规模大幅增长。2019 年，由于房企融资政策收紧、前期发行应收账款 ABS 循环期占用基础资产等因素影响，应收账款 ABS 发行规模同比大幅减少。

图表 1：2014 年以来应收账款资产支持证券发行情况



(二) 应收账款资产支持证券信用风险特征

从应收账款资产支持证券细分类型来看，普通贸易类、工程施工类、购房尾款类、贸易融资类应收账款资产支持证券在基础资产和交易结构等方面的信用风险特

征有所不同。

1、普通贸易类应收账款资产支持证券

普通贸易类应收账款资产支持证券的基础资产为生产贸易类企业因销售货物或服务对其下游客户的应收账款。

图表 2：2014 年以来发行普通贸易类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
债务人户数	1	993	181
前五大债务人占比 (%)	14.34	100.00	44.54
债务人前三大行业占比 (%)	60.06	100.00	93.64
前三大地区占比 (%)	31.10	100.00	68.03
循环购买安排	部分产品循环购买		
增信方式	内外部增信		
优先 A 档级别	AA	AAA	AAA
优先 A 档占比 (%)	20.00	98.98	76.99
优先 B 档级别	AA	AA+	AA ~ AA+
优先 B 档占比 (%)	5.00	75.00	20.26
优先 C 档级别	A+	AA	A+ ~ AA
优先 C 档占比 (%)	6.97	15.06	10.63
次级档占比 (%)	1.02	48.97	10.61

注：上表信息来源于 2014 年至 2019 年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 34 单产品。

普通贸易类应收账款资产支持证券债务人信用资质分化较大，部分债务人属于

强周期或资金周转时间较长行业，基础资产现金流回收时间具有一定不确定性

在已披露影子评级信息的产品（18 单）中，普通贸易类应收账款资产支持证券的入池资产加权平均信用等级分布于 B+/BB- ~ AAA 之间，债务人信用资质分化较大。

由于基础资产债务人所处行业为原始权益人下游行业，受制于原始权益人自身主营业务特性，普通贸易类应收账款资产支持证券的行业集中度普遍偏高。根据已

披露产品相关信息，普通贸易类应收账款资产证券化产品的前三大行业 OPB 占比分布于 60.06% ~ 100.00% 之间，远高于 CLO、租赁债权等债权类产品的平均值。

在已披露相关信息的产品中，普通贸易类应收账款资产支持证券的基础资产债务人广泛分布于医院、制造业（电子产品、电器设备、建筑材料制造等）、批发和零售业等各行业。部分产品的债务人属于强周期行业，其经营财务状况易受宏观经济和行业供需情况波动影响，在产能过剩、行业内竞争激烈的情况下，其盈利能力、现金流情况、偿债能力将可能有所恶化，从而影响基础资产逾期和违约情况。另一方面，部分原始权益人的下游客户（例如医院等）资金占用时间较长，且原始权益人相对下游客户较为弱势，从而导致原始权益人应收账款的回款周期较长。

除行业风险外，由于产品质量问题导致退货、下游客户要求返点等因素，普通贸易类应收账款的实际回款金额可能低于初始入池金额，导致基础资产存在灭失或贬损风险。

普通贸易类应收账款资产支持证券采用内外部增信安排缓释基础资产无利息流入、回款时间和金额不确定性强等风险

普通贸易类应收账款资产支持证券初始入池资产规模对发行规模的覆盖倍数分布于 1 ~ 1.42 倍之间，以 1 ~ 1.1 倍之间的产品居多，大部分产品循环期采用固定折价率或动态折价率进行循环购买，部分产品未设置循环购买安排或循环期平价购买。初始与循环折价率高低与基础资产信用质量、对应债务人历史回款情况、发行利率等因素有关。

除折价购买机制外，普通贸易类应收账款资产支持证券普遍设置其他内外部增信机制缓释基础资产现金流不稳定风险。内部增信措施包括权利完善事件、加速清偿事件和违约事件、与资产服务机构主体级别关联的回收款转付机制、不合格/灭

失资产赎回等；外部增信措施包括原始权益人或关联方差额支付、关联方担保、关联方流动性差额支付承诺等，外部增信方主体级别分布于 AA ~ AAA 之间，对资产支持证券的信用增进作用差异较大。部分产品因原始权益人的出表需求未设置差额支付或担保，此类产品凭借入池资产较高的分散度或债务人较好的信用资质仍获得较高 AAA 档比例。

2、工程施工类应收账款资产支持证券

工程施工类应收账款资产支持证券的基础资产为建筑施工企业因提供工程施工服务而对发包方享有的应收账款。

图表 3：2014 年以来发行工程施工类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
债务人户数	9	164	56
前五大债务人占比 (%)	15.71	75.82	39.43
债务人前三大行业占比 (%)	61.03	100.00	83.29
前三大地区占比 (%)	27.72	90.05	51.31
循环购买安排	部分产品循环购买		
增信方式	内外部增信		
优先 A 档级别	AAA	AAA	AAA
优先 A 档占比 (%)	60.00	95.03	91.37
优先 B 档级别	AA-	AA+	AA- ~ AA+
优先 B 档占比 (%)	5.00	26.44	17.15
次级档占比 (%)	4.97	20.00	7.20

注：上表信息来源于 2014 年至 2019 年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 36 单产品。

工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人多为基建类及房地产公司，

行业集中度很高，应收账款回款压力较大

建筑业下游行业包括铁路、城投、房地产等，以上行业易受政策调控影响，景气程度波动性较大。前期受益于专项债加速稳步发行，基建投资融资环境边际向好，但地方政府或仍受制于去杠杆压力，落实有效投资的积极性相对不高，2019 年前

三季度全口径基建投资增速 3.4%，低于 GDP 增速。受融资政策收紧影响，地产投资或仍面临下行压力。整体来看，我国固定资产投资下行压力仍较大。受下游行业景气度波动和上下游产业链地位因素影响，建筑企业应收账款回款压力较大。

已披露产品信息的工程施工类资产支持专项计划均采用了循环购买结构，若循环购买的基础资产质量下降或拟循环购买资产不足，可能会对本专项计划的顺利实施产生不利影响，已发行产品一般设置了较为严格的循环购买标准，但原始权益人的储备项目充足性情况对后续拟循环购买资产的产生具有较大影响。

工程施工类应收账款资产支持证券原始权益人多为大型国有建筑企业，且大多由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，有效提升了产品信用质量

由于基础资产无利息流入而证券端需支付利息，与其他债权类资产支持证券不同，应收账款资产支持证券一般采用折价购买方式。工程施工类应收账款资产支持证券的初始覆盖倍数分布于 1.01 ~ 1.13 倍之间，以 1.03 ~ 1.05 倍之间的产品居多，循环期采用固定折价率或动态折价率进行循环购买。

由于基础资产现金流具有较大不确定性，工程施工类应收账款资产支持证券普遍设置了内外部增信机制，内部增信机制主要包括不合格资产置换/赎回、信用触发机制等，外部增信机制主要为原始权益人自身或母公司的差额补足或流动性支持等。

在已披露相关信息的工程施工类应收账款资产支持证券中，绝大多数产品的原始权益人为大型国有建筑企业，且其中大多数由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，大多数增信方为主体级别 AAA。以上外部增信较为有效地提升了产品的信用质量，设置外部增信的产品 AAA 档占比大多在 90%以上。

3、购房尾款类应收账款资产支持证券

购房尾款类应收账款资产支持证券的基础资产为房地产公司的银行按揭贷款
购房尾款或公积金贷款购房尾款,本质为房地产公司因销售商品房对购房人的应收
账款。

图表 4: 2014 年以来发行购房尾款类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
入池资产笔数	244	12158	2385
单笔合同最大应收购房尾款金额占比 (%)	0.13	2.15	0.74
前三大地区占比 (%)	24.00	100.00	79.50
初始覆盖倍数 (倍)	1.02	1.82	1.32
摊还期优先 A 档本息最低覆盖倍数 (倍)	1.01	2.10	1.31
摊还期优先档本息最低覆盖倍数 (倍)	1.01	2.10	1.26
优先 A 档级别	AA+	AAA	AAA
优先 A 档占比 (%)	54.42	96.49	84.70
优先 B 档级别	AA	AA+	AA~AA+
优先 B 档占比 (%)	16.41	35.05	25.22
次级档占比 (%)	3.51	25.06	7.35

注: 上表信息来源于 2014 年至 2019 年已发行产品 (包括存续期和已清算产品) 中披露基础资产信息的 38 单产品。

**由于监管政策、银行审批政策、开发贷截留等原因, 购房尾款类应收账款资产
支持证券基础资产回款时间和金额的不确定性较大**

购房尾款类应收账款资产支持证券的基础资产现金流来源为公积金中心或银
行的审批贷款, 购房人的基本情况如收入水平、征信情况对银行审批通过率及通过
金额比例造成一定的影响, 若未通过或未全额通过审批, 则尾款需要由购房者自己
承担, 在购房者缺乏经济实力的情况下可能导致违约。若银行对项目公司进行资金
监管, 则可能导致开发贷截留, 降低归集到资产支持证券账户的现金流金额。

此外, 由于区域房地产行业政策、银行放款政策和额度充足性等因素, 购房尾
款资产支持证券入池资产回款时间存在不确定性。根据各产品评级报告披露的历史
数据, 部分一二线城市历史回款周期较长。

所有购房尾款类资产支持专项计划均采用了循环购买结构,若循环购买的基础资产质量下降或拟循环购买资产不足,可能会对本专项计划的顺利实施产生不利影响,已发行产品一般设置了较为严格的循环购买标准,但原始权益人的在建待售项目充足性情况和所在区域房地产政策变动对后续拟循环购买资产的产生具有较大影响。

内外部增信交易结构安排可缓释基础资产现金流不确定性较大风险,但融资收紧环境下房企作为增信方的履约能力应予以关注

在已披露相关信息产品中,购房尾款类资产支持证券的初始覆盖倍数对发行规模的覆盖倍数差异较大,分布于 1.02 ~ 1.82 之间,大部分产品循环期平价购买,部分产品循环期采用固定折价率进行循环购买,初始与循环折价率高低反映了现金流回款情况和发行利率等特征。

除折价购买外,由于基础资产现金流回收时间和金额的不确定性较大,购房尾款应收账款资产支持证券一般均采用了不合格资产置换/赎回安排等内部增信机制。根据披露存续期信息的产品资料,部分购房尾款类应收账款资产支持证券存续期存在开发贷截留等情况,已按交易结构安排进行赎回,交易结构安排有效地缓释了基础资产风险。在已披露相关信息产品中,摊还期基础资产预期现金流对优先档当期本息的最低覆盖倍数分布于 1.01 ~ 2.10 倍之间,大部分产品现金流覆盖倍数较高,可一定程度缓释现金流不确定性风险。

在外部增信机制方面,购房尾款类资产支持证券均由房地产公司提供外部增信,增信房企大多为主体级别 AA+ 及以上房企,但在融资全面收紧的环境下,房地产公司自身的负债水平、现金流充足性等应予以关注。

4、贸易融资类应收账款资产支持证券

贸易融资类应收账款资产支持证券基础资产集中度较高, 但均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例

贸易融资类应收账款资产支持证券为以信用证、保理、保函方式增信的应收账款或票据收益权为基础资产的资产证券化产品, 基础资产的本质为原始权益人的贸易合同项下的应收账款。2019 年发行的贸易融资类应收账款资产支持证券主要为保兑和信用证类产品。

贸易融资类应收账款资产证券化产品基础资产均有银行信用支持, 例如浙商链融系列产品以浙商银行作为最后一手保兑人, “飞驰-结构优化” 系列产品以建设银行作为信用证开证行。由于基础资产嵌入银行信用, 已发行的贸易融资类产品中, 大部分产品的入池资产加权平均信用级别为 AAA (与银行主体信用级别等同); 全部产品的优先档比例均为 100%。

根据 2015 年至 2019 年已发行产品 (包括存续期和已清算产品) 中已披露产品信息, 贸易融资类应收账款资产支持证券基础资产债务人户数分布于 1~14 户之间, 行业个数和地区个数分别分布于 1~12 个和 1~8 个之间, 债务人户数较少导致行业集中度和地区集中度较高。

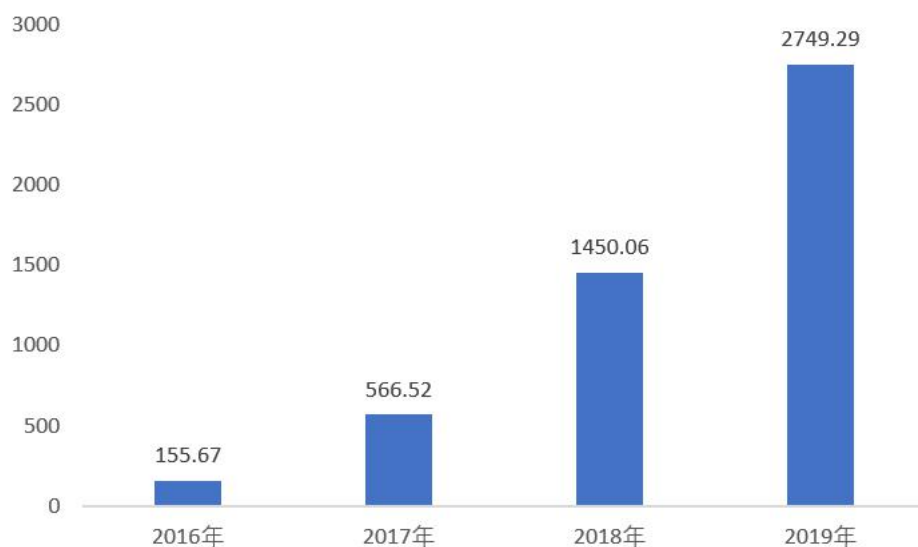
由于基础资产无利息流入, 贸易融资类应收账款资产支持证券亦均采用折价购买安排, 已披露信息的产品覆盖倍数分布于 1.01~1.11 之间。交易真实性风险为贸易融资类应收账款资产支持证券的特有风险, 贸易融资类资产支持证券均设置了若出现单据伪造或债权人欺诈等情况, 代理人应赎回相应基础资产的安排; 部分产品还设置了票据质押、保证金提前划转事件等交易结构安排以缓释基础资产风险。

二、 供应链资产支持证券信用风险回顾

(一) 2019 年供应链资产支持证券发行情况

2019年,我国市场共发行供应链资产支持证券436单,发行规模合计2749.29亿元,较2018年全年增长89.60%。由于房企其他融资渠道受限,以房企为核心债务人的供应链ABS发行规模近年来呈大幅增长态势。

图表 5: 近年来供应链资产支持证券发行情况



(二) 供应链资产支持证券信用风险特征

2019年供应链金融资产支持证券核心债务人逐渐拓展至电商行业、建筑业等行业,但仍以房地产业为主,融资政策收紧背景下房企信用资质仍需关注

2016年~2019年,以房地产企业为核心债务人的供应链ABS发行规模占比分别为67.23%、82.44%、83.43%和57.91%;和2018年相比,以房企为核心债务人的产品占比有所下降,但仍为此类产品发行主力。2019年,电商行业、建筑业等行业企业发行规模占比分别位居二、三位。

图表 6：2016 年以来供应链金融 ABS 核心债务人行业分布（单位：亿元）



2019 年以来，在融资方面，房地产企业融资规模持续收紧，银行信贷风险控制加强，房地产信托融资监管日趋严格。房地产企业普遍具有高杠杆、资金密集型的特点，核心债务人的经营和财务情况对于供应链金融资产支持证券信用风险影响较大。

图表 7：2019 年发行供应链金融资产支持证券主要行业

核心债务人行业	发行单数	发行规模	核心债务人
房地产业	256	1592.11	万科、远洋、金茂、绿城等
电商行业	20	227.79	京东、苏宁等
建筑业	28	182.12	中建 X 局等
煤炭开采和洗选业	7	29.76	大同煤矿、阳泉煤业

供应链金融资产支持证券核心债务人以 AAA 主体为主，且均取得核心债务人付款确认或差额支付，信用风险较低

2016 年~2019 年发行的供应链金融资产支持证券中，以 AAA 主体为核心债务人的产品发行规模占比分别为 96.79%、88.93%、92.03%和 89.82%，供应链金融资产支持证券核心债务人以 AAA 强主体为主。

核心债务人通常以出具《付款确认书》、通过债务加入的方式成为各笔入池资产的共同债务人，或者通过出具《差额支付承诺》对直接债务人不足以支付全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务。

综合考虑核心债务人信用资质和其提供的付款确认/差额支付，核心债务人的履约能力和履约意愿均较强，供应链金融资产支持证券信用风险较低。

图表 8：2016 年以来供应链金融 ABS 级别分布



基于供应链金融系统的线上型供应链金融资产支持证券日益增多

2018 年及 2019 年，部分供应链金融产品的基础资产基于核心企业搭建的供应链金融系统而产生，如铁建保理 ABS/ABN、京东供应链 ABS 的基础资产分别产生于中铁建系统和京东搭建的供应链金融系统。

与线下模式相比，供应链金融系统有助于核验贸易背景真实性和主体合规性，保证资金流与商流的高度勾稽匹配，部分系统还可对资产池进行监控并对触发阈值的情况发出通知，便于计划管理人/受托人和其他中介机构核查基础资产真实性和进行存续期管理，从而降低供应链金融资产支持证券信用风险。

三、 2020 年信用风险展望

受外部政策和企业盘活资产需求推动, 预计 2020 年建筑施工类应收账款资产支持证券发行规模较大; 供应链资产支持证券发行规模仍将大幅增长, 核心债务人行业将进一步多元化

受国资委要求压降两金政策影响, 预计 2020 年央企仍有较大的应收账款出表需求, 应收账款占比较大的建筑类央企出表需求尤为强烈, 预计 2020 年建筑施工类应收账款资产支持证券发行规模仍较大。普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和原始权益人、外部增信方资质分化较大, 预计 2020 年弱资产或弱主体的普通贸易类资产支持证券难以获得发行, 此类产品发行规模将持平或有所缩减。受房地产融资收紧影响, 预计 2020 年购房尾款类资产支持证券发行规模可能将有所缩减, 且以大型房企为主。

预期 2020 年房企融资政策仍将保持收紧态势, 或将影响房企供应链金融产品的发行规模。除房企外, 电商、煤炭、建筑业、城投等行业的龙头企业发行规模将进一步提高, 供应链资产支持证券核心债务人行业将进一步多元化。

2020 年普通贸易类和购房尾款类产品信用风险水平差异较大, 工程施工类和贸易融资类产品信用风险相对较低

普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和外部增信方资质分化较大, 且在 2020 年宏观经济仍将小幅下行背景下, 债务人的信用品质仍受到行业供需、区域环境和行业政策的影响, 预计 2020 年发行产品信用风险水平差异仍较大。

工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人所属行业周期性波动较大, 基础资产回款不确定性强, 但预计 2020 年发行产品原始权益人及增信方仍多为大型央企, 信用风险较低。

购房尾款的回款情况与房地产行业监管政策、银行审批政策和流程密切相关。近期房地产行业调控政策呈现“因城施策”调控格局，位于重点调控地区的基础资产回款和循环购买风险进一步加大。随着行业监管政策趋严，大型房企的龙头地位将愈加显著，小型房企资金较为紧张且经营区域较为集中，未来经营将愈加艰难，以区域性小型房企为原始权益人或增信方的产品信用风险将有所上升。

贸易融资类均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例，2020年发行产品信用风险仍较低。

2020年房企融资政策仍将保持收紧态势，将影响存续期产品核心债务人的履约能力，供应链资产支持证券隐形债务应予以关注

2019年房企融资环境继续收紧，政府出台了多项政策对境外债、信托以及开发贷等融资方式加强了监管力度。融资政策收紧背景下房企销售回款和债务压力较大，将影响存续期产品核心债务人的履约能力。由于供应链资产支持证券不计入房企财报中的有息债务，部分房企发行多期供应链资产支持证券，其真实债务水平被大幅低估，建议综合考虑供应链产品发行规模以综合评估其债务水平。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。