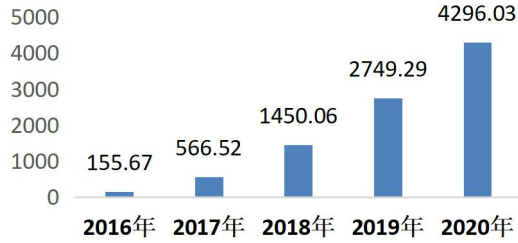
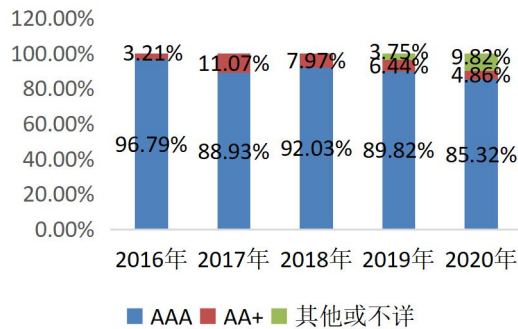


## 2020年我国供应链金融资产支持证券 信用风险回顾与2021年展望

2016年以来供应链金融 ABS 发行情况 (单位: 亿元)



2016年以来供应链金融 ABS 级别分布



### 主要观点

- 2020年供应链金融资产支持证券发行量较大,发行规模同比增长69%,随着国家相关政策的不断推出,供应链金融资产支持证券仍有较大发展空间,预计2021年发行规模将突破5000亿元;
- 2020年供应链金融资产支持证券核心债务人以AAA主体级别的房地产公司为主,发行主体不断扩容;且供应链金融资产支持证券均取得核心债务人付款确认或差额支付,信用风险较低;
- 基础资产期限小于产品期限的供应链金融资产支持证券存在循环购买不足等风险;而基础资产期限大于产品期限的ABCP则可能面临续发失败等风险,2020年ABCP实际发行规模较小且有产品未续发成功,预计2021年发行规模不大;
- 供应链金融资产支持证券围绕特定单一核心企业是主流,不特定主体的“N+N”型供应链金融产品各期核心债务人和基础资产形式均可能有所不同,通过交易结构安排缓释核心债务人信用风险和基础资产相关风险,预计该类型供应链金融产品发行逐步上升;
- 区块链技术凭借数据不可篡改和去中心化的特性可解决基础资产真实性风险、核心企业信用难以在多级供应链之间传递等问题,预期更多供应链金融产品将应用区块链技术;
- 预计2021年,房地产企业受“三道红线”杠杆限制、房地产贷款集中度管理以及“两集中”供地政策影响,房地产供应链金融资产支持证券发展将迎来新风口。

### 时间

2021年【】月【】日

### 结构融资部

聂秋霞

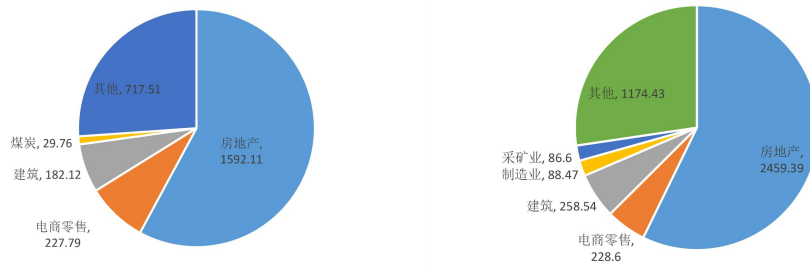
邮箱: nieqixia@coamc.com.cn

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





2020 年房企供应链金融资产支持证券前十大核心债务人发行占比 65.72%，房企供应链金融产品债务人集中度较高；核心债务人主体级别均为 AAA，信用风险较低。2020 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。由于供应链金融资产支持证券仍体现为房企的“应付账款”二级科目，而不计入财报中的有息债务，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。

图表 3：2020 年房企供应链金融资产支持证券前十大核心债务人发行情况（单位：单、亿元）

核心债务人	发行单数	发行规模	主体级别
万科	82	677.60	AAA
碧桂园	31	217.57	AAA
保利	18	135.67	AAA
世茂	21	123.54	AAA
绿城	16	102.05	AAA
珠海华发	16	80.72	AAA
金茂	15	78.63	AAA
龙光	12	73.20	AAA
金地	12	64.79	AAA
奥园	12	62.55	AAA
合计	235	1616.32	-

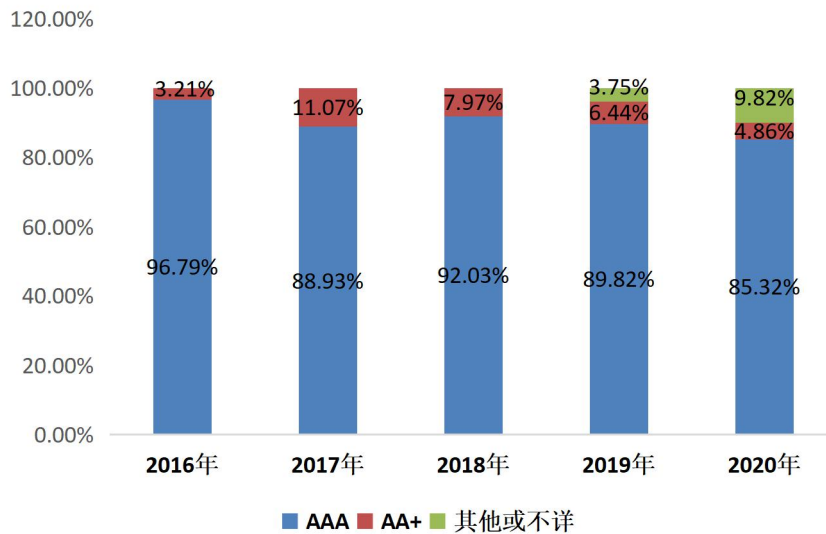
2020 年发行供应链金融资产支持证券债项均取得核心债务人付款确认或差额支付，信用风险较低

2018 年~2020 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 92.03%、89.82%和 85.32%。

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 4：2016 年以来供应链优先级资产支持证券级别分布



基础资产期限小于产品期限的供应链资产支持证券存在循环购买等风险，而基础资产期限大于产品期限的供应链资产支持证券（ABCP）面临续发失败等风险，2020 年 ABCP 实际发行规模较小且有产品未续发，预计 2021 年发行规模不大

目前市场发行的供应链金融资产支持证券从基础资产期限和产品期限的匹配度方面可分为三类：一是基础资产期限等同于产品期限，一般为 1 年，此类产品仍占供应链金融资产支持证券的大多数；二是基础资产期限小于产品期限，需设置循环购买结构；三是部分或全部基础资产期限大于产品期限，即 ABCP 模式；个别产品同时为第二和第三类，如河钢 ABCP。

对于第二类产品，若在循环期内委托人无法提供足够的符合合格标准的资产，则会导致循环购买不足，基础资产现金流入对现金流出的覆盖倍数将产生不利影响；若循环购买资产质量不佳，亦将影响基础资产回款情况。对于第三类产品，若第二期产品发行失败，则将对第一期产品的本息兑付产生不利影响；但相关产品均设置了基础资产提前到期或核心债务人补足等增信机制，实质上将继续发失败风险转化为核心债务人的主体信用风险，考虑供应链资产支持证券核心债务人经营财务实力较强，因续发失败导致第一期产品本息无法兑付的风险较小。

根据 CNABS，2020 年 6 月以来，9 单供应链金融资产支持商业票据（ABCP）获批发行。与普通供应链金融 ABS 相比，ABCP 为滚动发行的短期货币市场工具，即基础资产期限可长于产品期限，单期到期时可以以续发 ABCP 的募集款、基础资产回款或外部流动性支持作为偿付来源，实现滚动发行、循环融资。从包钢 ABCP、同煤 ABCP、河钢 ABCP 的交易结构安排来看，均设置以第二期产品的募集资金为第一偿付来源；若第二期产品发行不成功，则包钢 ABCP、同煤 ABCP 基础资产提前到期，基础资产现金流入可覆盖证券本息，河钢 ABCP 由共同债务人将相当于证券本金余额的款项转入信托账户，为第二还款来源。9 单 ABCP 中大同 ABCP 和晋阳 ABCP 发行了第二期产品，包钢 ABCP、河钢 ABCP 和联捷 ABCP 到期后未发行第二期。2020 年实际发行规模较小且有产品未续发，预计 2021 年发行规模不大。

**供应链金融资产支持证券围绕特定单一核心企业是主流；不特定主体的“N+N”型供应链金融产品各期核心债务人和基础资产形式均可能有所不同，通过交易结构安排缓释核心债务人信用风险和基础资产相关风险，预计该类型供应链金融产品发行逐步上升**

供应链金融资产支持证券围绕特定单一核心企业是主流，不特定主体发行逐步上升。2020年，多单“N+N”型供应链金融产品发行，包括中信证券-平安证券-鑫创供应链金融第1期资产支持专项计划、平安证券-高新投-深圳大型民企暨中小微企业供应链金融1期资产支持专项计划、中信证券-普链保区块链应收账款1期资产支持专项计划等。此类产品在储架阶段尚未确定核心债务人，且基础资产可采取票据、非票据等多种形式。其中，中信证券-普链保区块链应收账款1期资产支持专项计划为国内首单基于区块链技术发行的多手商票入池资产支持证券项目，产品利用区块链上数据不可篡改的特性，让底层票据资产变得真实、透明，从而使得核心企业的信用可以通过电子票据进行多级流转，提高中小供应商资金融通的效率，开辟中小企业在资本市场的创新融资途径。

对于核心债务人，交易文件中通常约定核心债务人主体级别不低于某一特定等级（如AA+）且限定核心债务人所属行业，从而保障产品信用质量。

对于票据类基础资产，由于ABS产品以质押控票而非直接背书受让该票据，不能排除供应商的债权人以供应商仍为票据记载的收款人或质押背书人而对已入池资产所涉商业汇票主张受偿的可能性，即在供应商作为被执行人进入法院强制执行程序或作为破产企业进入破产程序时，入池资产所涉票据存在被司法冻结或纳入破产财产的风险。在本专项计划存续期间，此类产品通常将出现被提出执行申请，或被有权机关采取扣押、冻结等强制措施或执行措施情况的票据类资产纳入不合格基础资产，资产服务机构或原始权益人应对不合格资产予以赎回，从而保障基础资产质量。

**区块链技术凭借数据不可篡改和去中心化的特性可解决基础资产真实性风险、核心企业信用难以在多级供应链之间传递等问题，预期更多供应链金融产品将应用区块链技术**

2020年，多单供应链金融产品应用了区块链技术，如中信证券-平安证券-鑫创供应链金融第1期资产支持专项计划、链鑫2020年度联捷第一期资产支持商业票据等。企业将其经营活动形成的各类应收款在区块链平台上进行签发登记，平台依托区块链技术数据不可篡改和去中心化的特性，确保资金流信息、票据凭证类信息以及物流信息真实可控，也为应收账款在一二三级供应商之间转让提供了技术基础。因为不特定的模式能够让企业享受灵活化、便利化的融资优势，而且随着保理公司、供应链资产服务机构IT化的进一步提升，其在资产运作的优势会进一步加强，资源也会进一步集中，随着区块链技术的进步，预计核心企业将从围绕房企向多元化客户转化，预期2021年将有更多的供应链金融产品应用区块链技术。

## 二、 2021年信用风险展望

**预计2021年，房地产企业受“三道红线”杠杆限制、房地产贷款集中度管理以及“两集中”供地政策影响，房企供应链金融资产支持证券发行规模将进一步扩容**

2020年下半年“三道红线”后，监管对试点房企的全口径负债进行穿透式管控，而供应链资产支持证券正处于监测之列，要求披露“供应链资产证券化产品”余额。2020年年末，继房企融资的

“三道红线”之后，央行、银保监会发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，新添了房地产贷款的两道硬约束，但这并不意味着监管对房地产各融资渠道进行全方位打压。2021年2月18日，22个重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动。

“三道红线”杠杆限制、房地产贷款集中度管理以及“两集中”供地政策，对房企短期资金或将形成巨大挑战。但相较于表内负债、负债出表、明股实债、关联方交易等诸多或明或暗风险，供应链金融资产支持证券目前并未强制计入有息负债统计，可以缓解房地产企业的杠杆压力。

在国家规范房地产企业融资，适当控制房地产企业负债率，为房地产行业降温的大前提下，房地产融资渠道限制，将倒逼供应链资产证券化的房企数量和规模进一步扩容。截至目前房地产供应链资产支持证券并未发生实质性违约，考虑政府调控的出发点在于房地产供给侧改革和提升中小微企业融资的可得性，只要确保底层资产（应收账款债权）的真实性和合规性，短期来看，预计政策可能仍会鼓励涉房类供应链资产支持证券的发展，监管将不断规范和完善房地产企业供应链资产支持证券，2021年或将迎来新的风口。

## 声明

本报告采用的主要信息来源于东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方评级”）研究人员认为可信的公开资料和实地调研获取的资料，但研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。

本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，不就报告中的内容对最终操作建议做出任何保证，不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告未经东方评级书面同意，任何人士不得将本报告全部或部分内容以转载、转述或以其它任何方式披露予他人或作为其它目的使用。