



大公国际：供应链 ABS 底层资产瑕疵甄别与信用风险穿透性研究

结构融资部 | 李欣蕊

2026 年 6 月 13 日

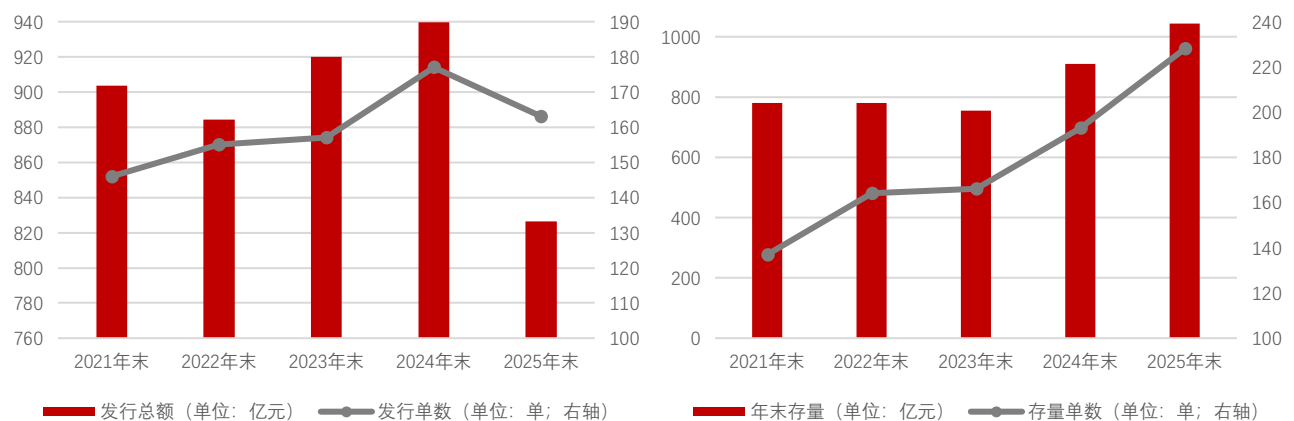
摘要：供应链 ABS 已成为中小微企业融资与核心企业供应链管理的重要工具之一，但伴随市场下沉与模式创新，风险隐患逐步暴露，传统依赖核心企业主体信用的逻辑面临结构性挑战。本文从评级视角出发，梳理了底层资产的入池标准与常见风险点，分析风险传导机制，并提出交叉核验、重要债务人尽调、集中度压力测试及不合格资产赎回审查等评级关注要点。

供应链 ABS 市场现状

供应链 ABS 立足于真实贸易应收账款，近年来已逐步成为中小微企业融资与核心企业供应链管理的重要工具之一。然而，市场风险逐步显现，传统依赖核心企业信用的逻辑已难以为继，风险审查重心正实质性转向底层资产的真实性与合规性。

供应链 ABS 是以真实贸易背景下的应收账款为基础资产的标准化融资工具。近年来，在供应链金融政策持续赋能、中小微企业融资需求加速释放、核心企业供应链管理体系不断完善的多重驱动下，供应链 ABS 凭借交易结构标准化、融资成本可控等优势，在拓宽了中小微企业的应收账款融资渠道的同时，也为核心企业优化供应链管理提供了有效的金融工具支撑。随着储架发行机制落地，发行效率提升，核心企业、保理机构、供应链金融平台加大布局力度。近年来，我国供应链 ABS 发行规模有所波动，但存量规模整体增长，截至 2025 年末达 1,042.81 亿元¹，原始权益人以保理机构为主。

图 1 2021 ~ 2025 年末供应链 ABS 发行规模及存量情况



注：本表数据不含地产供应链 ABS

数据来源：CNABS，大公国际整理

然而，伴随市场主体信用中枢下移、业务边界不断拓宽、业务模式不断创新，市场风险隐

¹ 数据来源：CNABS，不含地产供应链 ABS。



患逐步暴露。传统依赖核心企业主体信用的逻辑已难以适配当前风险环境，供应链ABS风险重心正从传统的核心企业主体信用风险，逐步转向底层资产真实性风险、确权合规风险、资产池结构风险。基于此，本文立足评级视角，聚焦风险穿透分析，从入池标准梳理、底层资产瑕疵识别、风险传导机制剖析到评级核查优化等维度展开分析，以期为评级实践提供可操作的方法论支撑。

入池标准与潜在风险点

供应链ABS入池资产通常需满足贸易真实、权属清晰、账期匹配、确权完整、转让有效等要求，但实践中可能存在虚构贸易、重复确权、隐性关联交易、账期包装入池等风险。从评级视角看，应需重点关注隐性关联交易、多级流转链条上的确权断裂及隐蔽的债务人集中度等结构性风险。

近年来，监管层面持续强化对供应链金融的合规要求。2025年中国人民银行、金融监管总局、最高人民法院、国家发展改革委、商务部、市场监管总局六部门联合印发的《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》（银发〔2025〕77号），明确要求严格核查应收账款贸易背景真实性、规范电子债权凭证多级流转管理、严控重复融资、强化中登网统一登记公示效力，严禁为债权债务关系模糊、无真实交易支撑的应收账款提供融资及资产证券化服务。同时，证监会及交易所持续细化ABS底层资产管控要求，压实原始权益人、保理服务商、管理人的风控主体责任，集中整治通道化运作、虚假资产入池、信息披露不充分等违规行为。

结合《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》、银发〔2025〕77号文最新监管要求，以及交易所ABS挂牌指引等要求，入池的应收账款通常需满足六大核心维度标准，构建资产池信用基础（具体如表1所示）。此外，在行业自律与市场惯例层面，部分原始权益人及管理人会进一步细化准入标准，如要求应收账款账龄上限（贸易类通常不超过1年，工程类不超过2年），要求债务人明确放弃基础合同项下的抗辩权与抵销权，并对“两高一剩”、房地产等政策限制行业的基础资产采取审慎准入态度。

表1 入池标准梳理

维度	入池标准的核心要求
贸易背景	依托真实实体交易，贸易合同、增值税发票要素完整、一一对应，具备真实货物流或服务流转支撑，严禁虚构贸易、空转贸易、循环贸易资产入池
债权权属	应收账款债权归属清晰、无争议，未设置抵押、质押等权利负担，无重复转让、无权处分情形，满足真实出售、破产隔离核心要求
账期结构	资产剩余账期合理，与专项计划存续期限、兑付节奏匹配，严禁逾期、超长期限、多次展期的瑕疵资产入池
确权完整性	取得债务人正式书面确权文件，债务人认可债权金额、到期日及债权转让效力
主体资质	交易对手无失信被执行人、重大行政处罚、经营异常等高风险记录
转让有效性	转让合同、应收账款转让通知送达债务人并取得回执；禁止禁转条款已排除或获豁免

资料来源：公开信息，大公国际整理



然而，实践中入池资产的形式合规不等于实质安全，部分市场机构在底层资产审核中可能存在流程简化、实质核查缺位、风险管控形同虚设等问题，导致实际执行标准与合规标准存在落差，无法有效识别虚构贸易应收款、重复确权或多重转让、隐性关联交易等风险。

表 2 底层资产潜在风险点梳理

维度	风险表现	对 ABS 的影响
虚构贸易应收款	无真实货物或服务交易支撑，通过伪造合同、虚开发票、闭环资金流水虚构债权	底层资产实质灭失，无真实贸易回款作为兑付来源，极端情况下直接引发产品违约
重复确权/多重转让	同一笔应收账款多次办理保理融资、拆分转让、跨期重复入池，债权转让未注销、未公示	产生权属纠纷与法律优先权争议，回款被多方主张，资产池现金流大幅缩水
隐性关联交易	上下游主体为同一实控人，交易非市场化定价，实质为关联方资金拆借	风险无法通过资产分散化解，关联体系流动性承压时，资产池批量逾期
账期包装入池	已逾期、多次展期、超长账期的存量不良资产包装为正常资产入池	推高资产池违约率与早偿率，底层回款稳定性大幅下降，现金流波动加剧
集中度超标	单一债务人、单一行业资产占比过高，资产池高度依赖少数核心主体	单一主体或行业出现负面冲击时，个体风险放大为资产池系统性风险
多级流转确权断裂	供应链多层债权流转中，部分环节缺失转让协议与债务人确权，链条不完整	债权转让对债务人不生效，专项计划追偿权存疑，资产可处置性大幅弱化
名为保理实为借贷	无任何贸易背景，实质为企业流动资金非标融资，包装为保理债权入池	脱离供应链风控逻辑，还款依赖主体偿债能力，合规风险与信用风险双重爆发

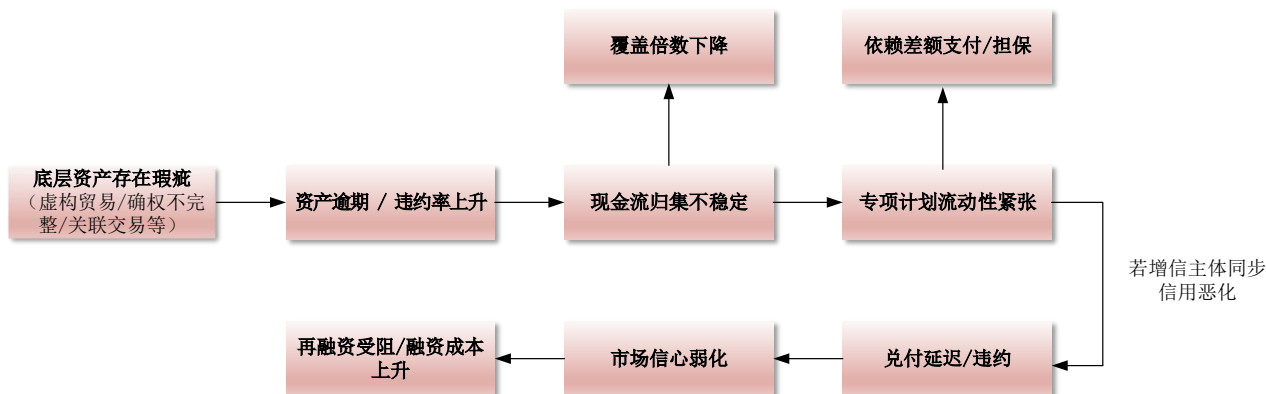
资料来源：公开信息，大公国际整理

从信用评级视角而言，相较于单一资产瑕疵，结构性隐性风险对产品信用的潜在冲击更大，应特别关注三类结构性风险点：其一，隐性关联交易，即核心企业、供应商、原始权益人等主体之间存在隐蔽关联关系，资产在封闭体系内流转，缺乏真实第三方交易；其二，多级流转中的确权链条断裂风险，确权信息的连续性和可回溯性至关重要，任何一个环节的缺失都可能形成权利瑕疵或追偿障碍；其三，隐蔽集中度风险，资产池表面分散但实质由少数核心主体或关联主体主导，风险未能有效分散。

风险传导机制剖析

供应链 ABS 的信用风险具备较强的递进传导特征，底层资产瑕疵作为初始风险源，会沿“资产瑕疵—现金流恶化—结构失效—兑付危机—市场扩散”的路径逐层传导甚至逐级放大，最终引发产品兑付压力，并对原始权益人或核心企业的后续融资造成负面影响。

底层资产瑕疵是供应链 ABS 信用风险的根源，当瑕疵资产发生逾期或违约，或虚构的应收账款未产生任何回款时，导致资产池实际现金流低于初始预测或回收滞后，导致现金流归集不稳定性加剧，流动性压力将逐步转化为兑付压力。为维持优先级证券本息的正常兑付，专项计划需消耗流动性储备账户或保证金，或触发差额支付、担保等外部增信。若此时，增信方也因自身经营问题出现信用资质下行，其代偿能力和意愿将显著削弱，进而导致专项计划无法足额、按时兑付优先级证券本息，构成实质违约或延期。正常市场环境下，优质资产池可通过分散化经营、稳定回款抵御小幅市场波动；但虚构资产、确权瑕疵、隐性关联交易等实质性瑕疵，会直接击穿资产信用根基，导致超额抵押、利差缓冲、动态置换等常规增信措施效力大幅降低。

图 2 从资产到证券的风险传导


数据来源：公开资料，大公国际整理

评级关注要点

针对前文提及的虚构贸易应收款、重复确权、隐性关联交易、多级流转确权断裂等底层资产瑕疵，提出四项穿透式核查手段，以期实现从风险识别到风险阻断的闭环管理。

1、四流交叉核验：合同、发票、履约凭证与资金流水

首先，将合同载明的标的、数量、单价、规格等信息与发票进行逐项比对，再与送货单/验收单/服务确认单等履约凭证核对，识别逻辑错配。其次，重点核验第三方物流单据（如运单号、物流公司系统 GPS 轨迹）、仓储出入库记录等，确认交付时间、地点、交易主体与合同约定的匹配性和逻辑自洽性。最后，追溯历史资金流水——针对大额入池资产及抽样资产，追溯债务人向原始供应商的往期付款记录，尽可能验证交易和现金流的真实性、账期设置的合理性。

综上，交叉核验通过比对合同、发票、物流单据及历史资金流水，一定程度上可防范无真实交易支撑的瑕疵资产入池，从源头把关基础资产质量。

2、重要债务人尽职调查

对单户入池应收账款余额占比超过 15%或与其关联方入池应收账款余额占比超过 20%的重要债务人，实地尽调其财务、采购、供应链负责人，就大额交易的背景、合同履行现状、是否存在争议、审批流程进行当面核实，识别“模板化确权”等风险。实地尽调的重要价值体现在：一方面，有助于识别出表面合规、实质存在关联闭环或确权断裂的瑕疵资产；另一方面，通过核实大额交易的审批流程与履约现状，有机会提前发现债务人抗辩或抵销的潜在风险，防止确权文件在后续兑付阶段因法律争议而失效。

3、集中度压力测试

在债务人维度，可模拟核心企业或重要债务人信用评级下调乃至违约的情景，评估不同情景下优先级证券本息覆盖倍数的变化。在行业维度，模拟核心企业所在行业景气度显著下行、供应商群体大面积经营困难，入池资产账龄普遍拉长的情景。在地域维度，关注供应商高度集中于某一特定区域的潜在风险。



集中度风险本身未必立即引发违约，但在负面冲击下，其风险放大效应较为显著。通过模拟债务人违约、行业下行、区域风险等情景，可评估资产池在压力条件下的现金流覆盖倍数变化，识别隐蔽集中度风险，阻断个体风险向兑付危机的传导。

4、资产置换与不合格资产赎回审查

对于设置循环购买机制的专项计划，首先应审查《资产服务协议》中关于不合格资产赎回和资产置换的触发条件、执行流程与时限，并核查存续期内该等条款的实际执行记录，评估其历史有效性。对于已发生的资产置换，需确认新入池资产的信用质量（包括但不限于债务人信用等级、账龄、金额、行业等）不低于甚至优于被置换资产，防止“以次充好”。同时，还需评估原始权益人或资产服务机构执行赎回的资金来源、自身财务健康状况与持续经营能力，确保其赎回承诺具备可执行性。

综上，评级作业中应坚持穿透式核验，突破形式合规桎梏。对于供应链 ABS 产品，判断其信用质量的核心往往不在于是否有足量应收账款入池，而在于应收账款是否基于真实履约行为产生、债权债务是否清晰无瑕疵、债务人付款义务是否不存在抗辩或抵销的障碍、资产是否真正实现法律与现金流层面的破产隔离等。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。