



从依靠“主体增信”到突出“资产信用”：基于中央企业无主体增信发行应收账款 ABS 的分析

结构融资部 | 赵鑫

2026 年 5 月 20 日

摘要：近年来，在相关政策影响下，央企逐步缩减对 ABS 的融资担保规模，探索发行无主体增信应收账款 ABS。其中，建筑施工类央企底层资产质量较为优良且具有较强的资产盘活需求，成为无主体增信应收账款 ABS 产品的主要发行主体。从市场发行情况看，央企无主体增信应收账款 ABS 发行规模和占比逐年提升，入池资产笔数集中在 10（含）~70 笔之间，产品普遍采用结构化分层，次级规模占比以 5%~10% 为主。本文基于 2023 年以来央企无主体增信应收账款 ABS 发行实践，提炼总结相关发行特征并研判未来发展趋势。

一、政策背景

有关政策的出台进一步规范了央企融资担保业务范围管理，在此影响下，央企陆续探索发行无主体增信应收账款 ABS；建筑施工类央企底层资产整体较为优良，且账面沉淀大量应收账款，资金盘活需求强烈，成为此类产品的主要发行主体。

2021 年 10 月，国务院国有资产监督管理委员会发布《关于加强中央企业融资担保管理工作的通知》（国资发财评规【2021】75 号文，以下简称“75 号文”），旨在通过进一步规范和加强央企融资担保管理，有效防范企业相互融资担保引发债务风险交叉传导，推动央企实现高质量发展。75 号文对央企对外担保对象、规模等进行了严格限制，在其刚性约束下，央企开始探索无主体增信应收账款 ABS 发行，倒逼资产支持证券回归“资产信用”本质。

应收账款是资产支持证券市场核心基础资产类型之一，央企尤其是建筑施工类央企是应收账款 ABS 产品发行主力。该类央企项目业主方多为政府、城投公司等，信用资质较好且区域分散，债权债务关系清晰，基础资产质量整体较为优良，此外，该类央企承担了大量国家重点工程建设，但受行业业务模式影响，普遍存在垫资情形，账面沉淀较大规模的应收账款和合同资产。通过发行 ABS 能够将账面沉淀的应收账款转化为现金流，有效盘活存量资产、缓解资金压力，因此该类央企具备较强的 ABS 发行动力。

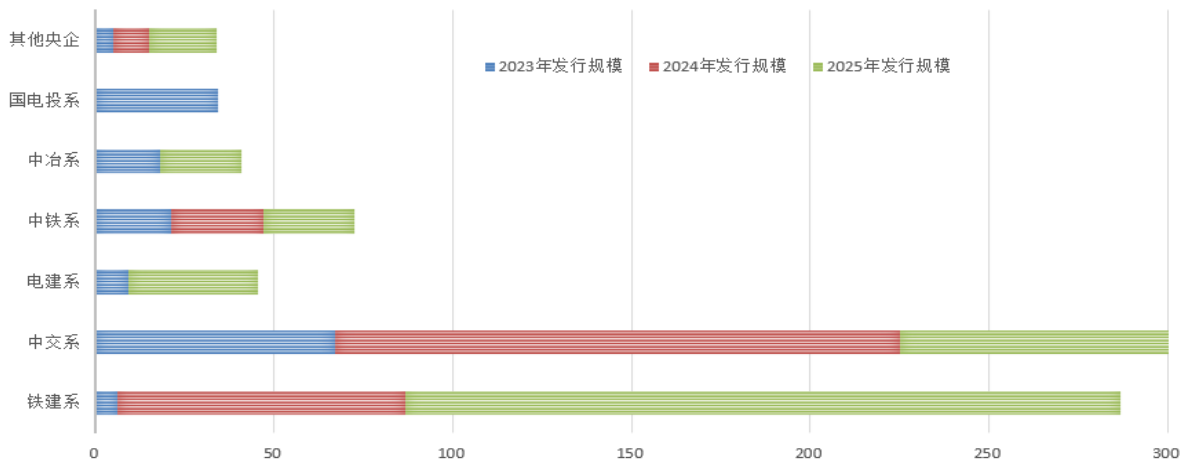
ABS 产品增信方式主要包括内部增信和外部增信。常见的内部增信方式包括优先级/次级结构、超额现金流覆盖、储备账户设置等。本文所指无主体增信 ABS 即不依赖外部增信方式（如差额补足、流动性支持、第三方担保等），产品信用依托于底层资产自身信用水平与结构化设计等内部增信的资产证券化产品。

二、发行概况及特征分析

近年来，央企无主体增信应收账款 ABS 发行规模和占比逐年增长，入池资产笔数集中于 10（含）~70 笔之间，证券多采用分层结构设计，次级占比以 5%~10% 为主。

根据 iFinD 统计数据（数据口径为交易所 ABS 和银行间 ABN），2023~2025 年，央企无主体增信应收账款 ABS 发行规模分别为 160.40 亿元、274.56 亿元和 381.66 亿元，占同期央企应收账款 ABS 总发行规模的比重分别为 7.39%、16.51%和 23.83%。从发行主体来看，发行人以铁建系、中交系、中铁系、电建系等大型建筑施工类央企为主，其中，铁建系发行规模逐年增长，2023~2025 年累计发行近 300 亿元（包含已到期兑付产品）。发行期限方面，发行期限在 3 年以内的项目占比达 91%，显示出该产品偏向中短期资产特征的配置趋势。

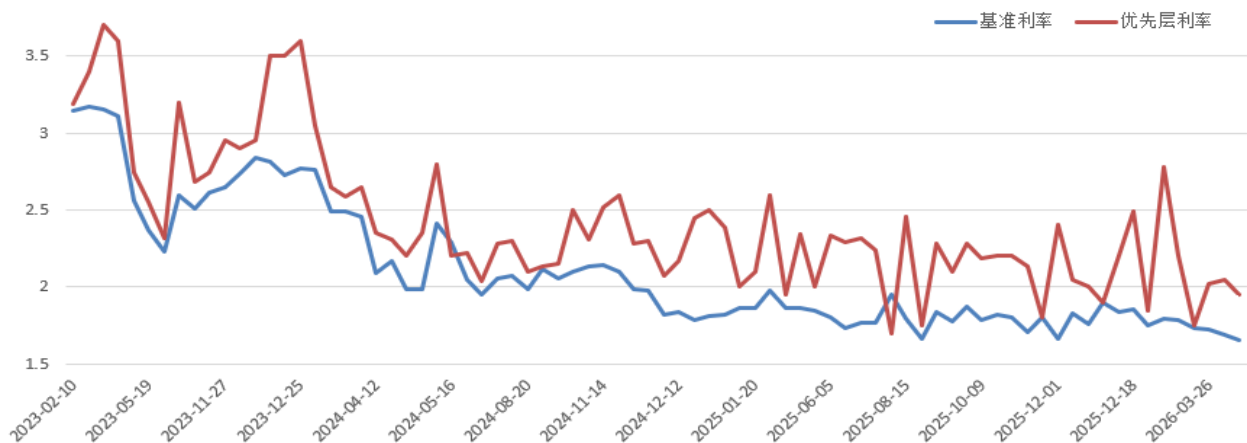
图 1 2023~2025 年央企无主体增信应收账款 ABS 发行情况（单位：亿元）



数据来源：iFinD，大公国际整理

发行利率方面，近年来随着市场利率整体下行，央企无主体增信应收账款 ABS 发行利率呈波动下行态势，2025 年以来优先级发行利率持续低于 2%。

图 2 2023 年以来央企无主体增信应收账款 ABS 优先级利差情况（单位：%）



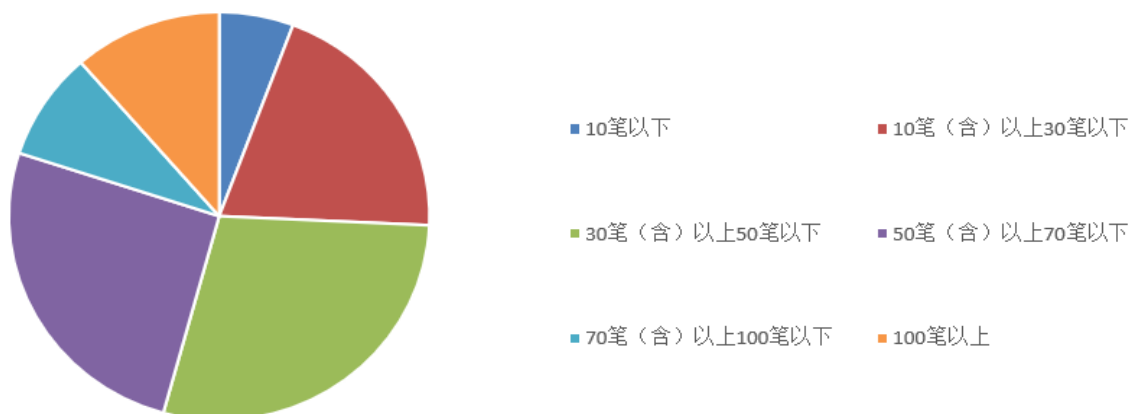
数据来源：iFinD，大公国际整理；注：时间截至 2026/04/20



信用利差方面，样本项目平均信用利差为 31.88BPs，个别产品发行利率低于基准利差，信用利差最高达 98.51BPs；从时间序列看，2024 年 1~9 月，信用利差呈明显收窄趋势，2025 年 8 月以来，不同项目信用利差分化明显。

基础资产方面，受公开披露数据有限影响，本文选取 2023 年以来 35 单建筑施工央企应收账款 ABS 样本进行分析。一般而言，入池资产笔数越多，单笔资产违约对资产池的影响越小；借款人户数越多且户均资产笔数越小，则单一借款人违约对资产池的影响越小。样本项目中，入池资产笔数集中在 10（含）~70 笔之间，其中 30~70 笔区间占比达 54.29%；除 1 个项目借款人户数超 50 户外，其他项目均在 50 户以下。从户均基础资产笔数来看，80%项目户均资产笔数不超过 2 笔。从行业分布来看（样本量 28 个），借款人行业分布数在 8 个及以上占比达 53.57%，最高行业分布达 17 个。此外，值得注意的是，个别项目入池资产数虽多达百笔，但借款人集中度高，单一借款人信用风险对 ABS 产品整体偿付水平影响仍很大。

图 3 2023 以来央企无主体增信应收账款 ABS 基础资产笔数情况（单位：笔）



数据来源：iFinD，大公国际整理

注：时间截至 2026/04/20

证券分层方面，2023 年以来（截至 2026 年 4 月 20 日），建筑施工类央企无主体增信应收账款 ABS 的资产分层主要分为四类：一是证券不进行分层，均为优先级；二是证券分为优先级、中间级和次级；三是证券分为优先级和次级；四是证券分为优先级和中间级（无次级）；上述四种分层方式占比分别为 23.56%、45.18%、28.36%和 2.89%。

表 1 2023 以来央企无主体增信应收账款 ABS 发行分层情况（单位：单、亿元、%）

分层类型	发行单数	发行规模	占总发行规模比重	代表企业
均为优先级	24	214.57	23.56	中交系
优先级、中间级、次级	20	411.43	45.18	铁建系
优先级、次级	31	258.28	28.36	中交系、中铁系
优先级、中间级（无次级）	3	26.35	2.89	中交系
合计	78	910.63	100.00	-

资料来源：iFinD、大公国际整理



次级被视为 ABS “安全垫”，即偿付顺序劣后，因此，次级占比直接决定了“安全垫”的厚度，在存在次级的样本项目中，次级规模占比区间以 5%~10% 为主。

表 2 2023 以来央企无主体增信应收账款 ABS 发行次级占比分析 (单位: 单、亿元、%)

次级占比	发行单数	发行规模	占总发行规模比重	代表企业
5%以下	4	31.56	4.71	中交系、电建系
5% (含) 以上 10%以下	41	609.33	90.98	铁建系、中交系
10% (含) 以上 20%以下	4	23.92	3.57	中铁系
20%以上	1	4.90	0.73	中交系
合计	51	669.71	100.00	-

资料来源: iFinD、大公国际整理

三、未来发行展望

央企无主体增信 ABS 或将持续常态化发行，发行资产逐步向能源、交通、绿色产业等领域拓展，市场接纳程度逐步成长，无主体增信产品信用利差逐步收窄；产品信用水平的评价回归资产本身，具备优质资产储备、精细化管理能力的企业，才能在依靠“主体增信”到突出“资产信用”的转变中占据优势。

经过多年发行实践，央企无主体增信 ABS 已常态化发行。展望未来，在供给端层面，建筑施工类中央企业仍保有较大规模的优质项目储备，在 75 号文政策影响下，无主体增信应收账款 ABS 市场将保持稳定的资产供给。

发行主体方面，将从建筑施工类中央企业向能源、交通、绿色产业等行业延伸。2026 年 4 月 16 日，“国网雄安保理 1 期资产支持专项计划”成功发行，为全国首单能源行业无增信 ABS 产品，底层资产为电网产业链电费及可再生能源补贴应收账款，是能源行业盘活资产的重要尝试。

信用利差方面，随着无主体增信 ABS 市场规模的扩大和市场认可度的提升，无主体增信产品信用利差将逐步收窄。脱离外部增信后，产品信用水平的评价回归资产本身，需要更加关注入池资产质量、资产管理及回收情况、交易结构安排、真实出售与破产隔离效果等，这对于产品资产筛选标准、运营管理能力、产品机制设计等均提出了更高的要求，具备优质资产储备、精细化管理能力的企业，才能在依靠“主体增信”到突出“资产信用”的转变中占据优势。

注：图 1 中样本数量为 72 单项目，图 2 及表 1 中样本数量为 78 单项目，受公开披露数据有限，图 3 样本量为 35 单项目。

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，需注明出处为大公资信，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。