

一、供应链金融资产证券化概念

处于供应链中上游的供应商，对核心企业依赖性强，议价地位较弱，为获取长期业务合作而采取赊销交易方式，从而形成了大量应收账款，存在强烈的资产变现需求。

围绕核心企业信用反向延伸的供应链金融资产证券化，以核心企业应付账款（相应供应商的应收账款）为基础资产发行证券化产品，是在以供应商为核心的应收账款资产证券化基础上开展的供应链融资创新模式。通过这种创新模式，可以实现优质应收账款资产的“非标转标”。

二、发行供应链金融资产证券化产品的优势

1. 供应商受其自身偿债能力的信用影响，直接融资授信额度有限，融资难融资贵。通过转让核心企业应付账款的融资方式，供应商可盘活资金，提高资金使用效率。
2. 通过供应链金融资产证券化安排，核心企业可延迟付款时间，缓解资金压力。
3. 储架发行可“一次申报，多期发行”，通过灵活选择每期发行时间和发行规模，核心企业合理安排融资节奏，可最大程度降低资金成本，从而优化财务报表。
4. 供应链金融资产证券化产品作为标类产品，依托核心企业信用发行，融资成本较低，可以降低核心企业和供应商资金成本，平衡供应链上下游企业之间的利益，促进闭环产业链的良性发展。

三、交易场所及发行方式

在银行间债券市场发行资产证券化产品的为ABN（资产支持票据），在沪深证券交易所发行的资产证券化产品为ABS（资产支持专项计划）。

CNABS数据显示，供应链金融资产证券化产品2016年7月首单发行至2020年3月29日共发行760单，发行量4,976.38亿。其中27单是在银行间债券市场公募发行，733单私募发行（688单在沪深证券交易所挂牌转让，14单在机构间私募产品报价与服务系统挂牌转让）。

由此可见，目前发行供应链金融资产证券化产品，首先考虑私募发行，在沪深交易所挂牌转让。

四、交易流程及交易结构

(一) 一个典型供应链金融资产支持专项计划的交易流程：

1. 债权人因向核心企业下属公司提供货物买卖或境内工程服务等基础交易而对核心企业下属公司享有未到期应收账款债权，核心企业通过出具《付款确认书》的方式作出到期付款承诺并债务加入与核心企业下属公司成为共同债务人。
2. 原始权益人（保理公司）与债权人签订《保理协议》，就债权人对核心企业下属公司享有的应收账款债权提供保理服务，并受让该等未到期的应收账款债权，该等债权可由原始权益人转让予专项计划。
3. 为避免出现资产入池、现金流划转或资产服务监督混乱等问题，专项计划通常约定，每一期专项计划由单一原始权益人（保理公司）转让基础资产，该原始权益人即为当期专项计划的资产服务机构。
4. 计划管理人通过设立专项计划向资产支持证券投资者募集资金，与原始权益人签订《基础资产买卖协议》并运用专项计划募集资金购买原始权益人从供应商受让的前述未到期应收账款债权，同时代表专项计划按照专项计划文件的约定对专项计划资产进行管理、运用和处分。
5. 计划管理人与原始权益人签订《服务协议》，委托原始权益人作为资产服务机构，为专项计划提供基础资产管理服务，包括但不限于基础资产筛选、基础资产文件保管、敦促原始权益人自行或代表原始权益人向债务人履行债权转让通知义务、基础资产池监控、基础资产债权清收、基础资产回收资金归集等。
6. 计划管理人与托管银行签订《托管协议》，在托管银行开立专项计划账户，对专项计划资金进行保管。
7. 专项计划设立后，资产支持证券将在中证登登记和托管。专项计划存续期内，资产支持证券将在交易所综合协议交易平台进行转让和交易。
8. 债务人到期按时偿还到期应付款项后，计划管理人根据《计划说明书》《标准条款》《托管协议》及相关文件的约定，向托管银行发出分配指令：托管银行根据管理人发出的分配指令，将相应的专项计划资产扣除专项计划费用和专项计划税费等可扣除费用后的剩余资金划拨至登记托管机构的指定账户用于支付资产支持证券投资人的本金和投资收益。

(二) 一个典型供应链金融资产支持专项计划交易结构图：

五、供应链金融资产证券化产品的特点

(一) 以反向保理为主，通常由核心企业主导，保理商为通道。

反向保理通常由债务人（核心企业）主导，依托核心企业的信用，沿着交易链条反方向，向与核心企业（含下属公司，下同）有长期稳定业务往来的供应商提供保理融资服务。通常采取“1+N”模式，“1”即信用等级较高、偿付能力较强的核心企业，“N”即与核心企业存在供应关系的供应商，其本质是供应商基于真实的商业交易，将核心企业的信用转化为自身的信用从而实现较低成本融资。

理论上，反向保理的保理商可基于对核心企业的了解，选择核心企业确认付款的应付账款债权作为基础资产，发行供应链金融资产证券化产品进行融资。

事实上，发行供应链金融资产证券化产品通常由核心企业主导，保理商虽然是原始权益人，但角色性质相当于通道，并承担归集应收账款等工作，保理商常常通过各种担保形式，不出资金购买应收账款，不承担过桥资金利息和债务风险。

(二) 依托核心企业的主体信用发行，投资逻辑类似信用债。

房地产企业在项目开发建设阶段，通常设立项目公司负责特定房地产项目的综合开发管理，因此，应收账款多数为项目公司与供应商的往来款，即直接债务人为项目公司，但是鉴于项目公司本身信用等级较低，核心企业往往通过债务加入作为共同债务人或者提供差额支付承诺等方式将其自身信用嵌入产品之中，从而使供应链金融资产证券化产品能够体现核心企业的信用等级。供应链金融资产证券化产品的项目组织方或者最终付款方均为核心企业，可以说，产品的发行是基于核心企业信用。投资人主要关注的也是核心企业资质及还款能力，在投资人看来，供应链金融资产证券化产品是典型的类信用债品种。

(三) 以平层结构为主，通常不进行信用增级。

供应链金融资产证券化核心企业的准入门槛较高，证券偿付严重依赖核心企业的还款能力和意愿。AAA主体发行产品，一般无需再通过优先/次级分层结构进行信用增级。除少数优质AA+主体项目通过设置较小比例的次级证券等方式增信外，绝大多数采用了平层结构。

(四) 通常采用储架发行。

储架发行，即“一次申报、分期发行”。

根据《上海证券交易所资产证券化业务问答（三）》，资产证券化项目“一次申报、分期发行”需满足以下条件：

①基础资产具备较高同质性，法律界定及业务形态属于相同类型，且风险特征不存在较大差异；

②分期发行的各期资产支持证券使用相同的交易结构和增信安排，设置相同的基础资产合格标准，且合格标准包括相对清晰明确的基础资产质量控制条款，比如资产池分散度、债务人影子评级分布等；

③原始权益人能够持续产生与分期发行规模相适应的基础资产规模；

④原始权益人或专项计划增信主体资质良好，原则上主体信用评级为AA级或以上；

⑤资产证券化项目的计划管理人和相关参与方具备良好的履约能力和较为丰富的资产证券化业务经验。

交易商协会《资产支持票据业务答疑》规定，对于采用一次注册、分期发行的产品，原则上各期交易结构应相同，基础资产具有较高同质性。注册文件中应当依据企业合理发展规划、交易规模、平均账期、资产周转率等因素合理匡算注册额度。

储架发行模式可以提高发行效率，满足核心企业灵活性融资需求，各承销商、保理商也能通过储架发行抢占额度，是目前市场热衷的供应链资产证券化产品发行方式。

。

（五）通常在证券发行过程中两次确定资产池。

发行机构向监管机构进行前期审批申请备案时提交模拟资产池；在产品发行时，再次确定实际发行的基础资产池。

在基础资产回款快、发行时点不确定的情况下，采用这种机制，一方面，在发行准备期间原始权益人可以将申报阶段的资产用于其他融资（比如作为另一个资产证券化产品的循环购买基础资产），提高资产使用效率；另一方面，在市场流动性偏紧，资金成本较高时，专项计划可以推迟至利率合适的时机再成立，既能满足监管要求、保证融资规模，又能灵活控制融资成本。

（六）证券评级难以超越核心企业主体评级。

如前所述，供应链金融ABS证券偿付严重依赖核心企业的还款能力和意愿，信用债特征明显，这也决定了优先级资产支持证券的评级难以超越核心企业的主体评级。

本文源自用益信托网