

定期报告

编号：2025-AT08
2025 年 8 月 29 日

目录

要点	1
正文	2
声明	19

联络人

作者
结构融资部
陈 熠 021-60330988
ychen02@ccxi.com.cn

负责人
结构融资部 董事总经理
王 立 010-66428877-523
lwang03@ccxi.com.cn

结构融资部 评级总监
付春香 021-60330927
cxfu@ccxi.com.cn

中诚信国际 资产证券化

发行节奏有所加快，央企需求持续释放，融资成本明显下行，二级成交活跃度显著提升

——应收账款类资产支持证券产品报告（2025 年半年度）

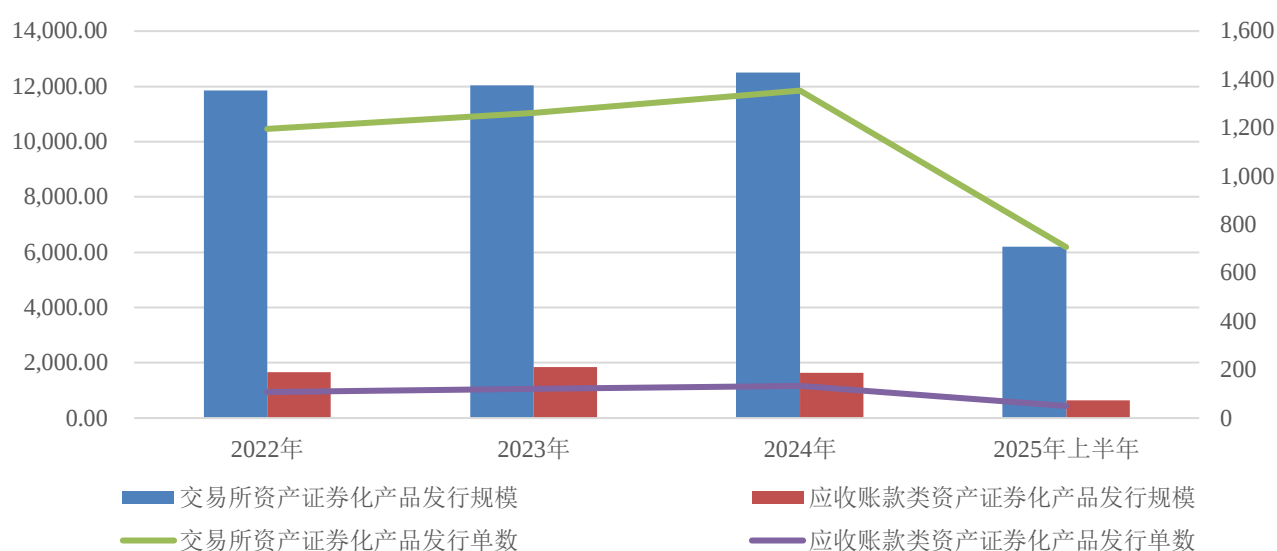
要点

- **发行情况：**2025 年上半年交易所市场共发行应收账款类资产证券化产品 50 单，合计发行规模 637.30 亿元；与上年同期相比，发行数量增加 16 单，发行规模上升 40.49%。2025 年上半年，实际融资人为中央企业及其下属公司的应收账款类产品发行规模合计 585.66 亿元，占比为 91.90%；实际融资人所处行业为建筑行业的应收账款类产品发行规模合计 595.49 亿元，占比为 93.44%。融资成本方面，应收账款类产品 1 年期左右 AAA_{sf} 级证券利率中位数为 2.18%，同比下降约 30BP。
- **备案方面：**2025 年上半年，共有 41 单应收账款类资产支持专项计划在基金业协会完成备案，总规模为 507.56 亿元；与上年同期相比，备案数量减少 8 单，备案规模下降 25.00%。
- **二级市场交易：**2025 年上半年，应收账款类资产支持证券在二级市场共成交 2,241 笔，同比上升 82.20%；成交规模共计 655.46 亿元，同比上升 38.13%，占当期企业资产支持证券成交总规模的 13.15%，同比下降 2.85 个百分点。
- **到期方面：**2025 年下半年，交易所市场存量应收账款类资产支持证券预计到期 165 支，到期规模 1,040.80 亿元，占 2025 年下半年全部到期企业资产支持证券总规模的 33.66%。

发行情况¹

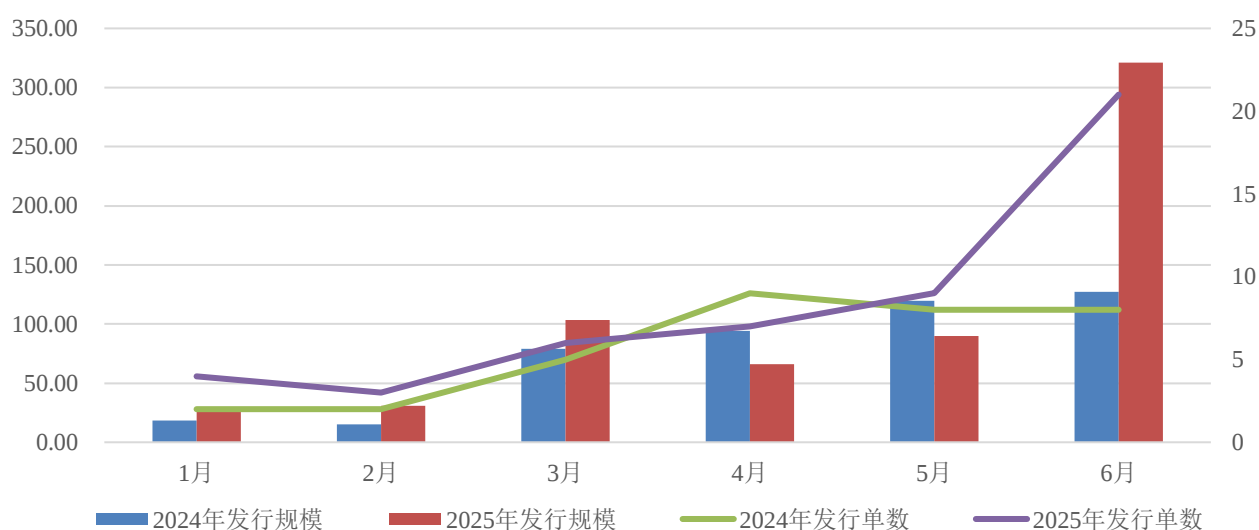
根据中国资产证券化分析网（CNABS）、万得（WIND）及上海证券交易所（简称“上交所”）、深圳证券交易所（简称“深交所”）网站的数据综合来看，2025年上半年应收账款类资产证券化产品²共发行50单，同比增加16单；发行规模637.30亿元，同比上升40.49%；占当期企业资产证券化产品发行总规模的比重为10.61%，同比上升0.84个百分点。

图1：2022-2025年上半年应收账款类资产支持证券及交易所资产支持证券发行情况（单位：亿元、单）



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

图2：2025年上半年及2024年同期应收账款类资产支持证券月度发行情况（单位：亿元、单）



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

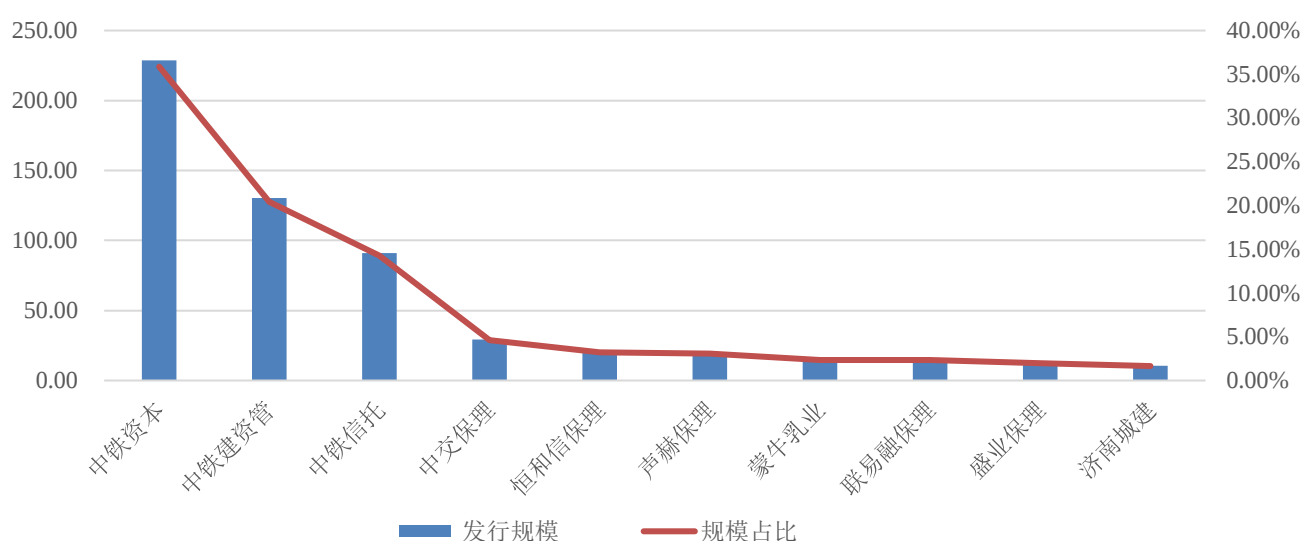
¹ 所有数据均经过四舍五入处理，单项求和数与合计数之间可能存在尾差，全文同。

² 本文分析的范围仅包括在交易所市场发行的应收账款类资产证券化产品。

从发行场所来看，2025年上半年，上交所发行应收账款类资产证券化产品共计45单，发行金额为606.33亿元，金额占比为95.14%；深交所发行应收账款类资产证券化产品共计5单，发行金额为30.97亿元，金额占比为4.86%。

从原始权益人³分布来看，2025年上半年，前五大原始权益人分别为中铁资本有限公司、中铁建资产管理有限公司、中铁信托有限责任公司、中交商业保理有限公司和深圳恒和信商业保理有限公司，发行规模占比分别为35.87%、20.45%、14.30%、4.63%和3.25%。前五大原始权益人发行规模合计500.26亿元，占比78.50%；前十大原始权益人发行规模合计572.67亿元，占比89.86%。具体情况如下图所示：

图3：2025年上半年应收账款类资产支持证券发行情况-前十大原始权益人分布（单位：亿元）



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

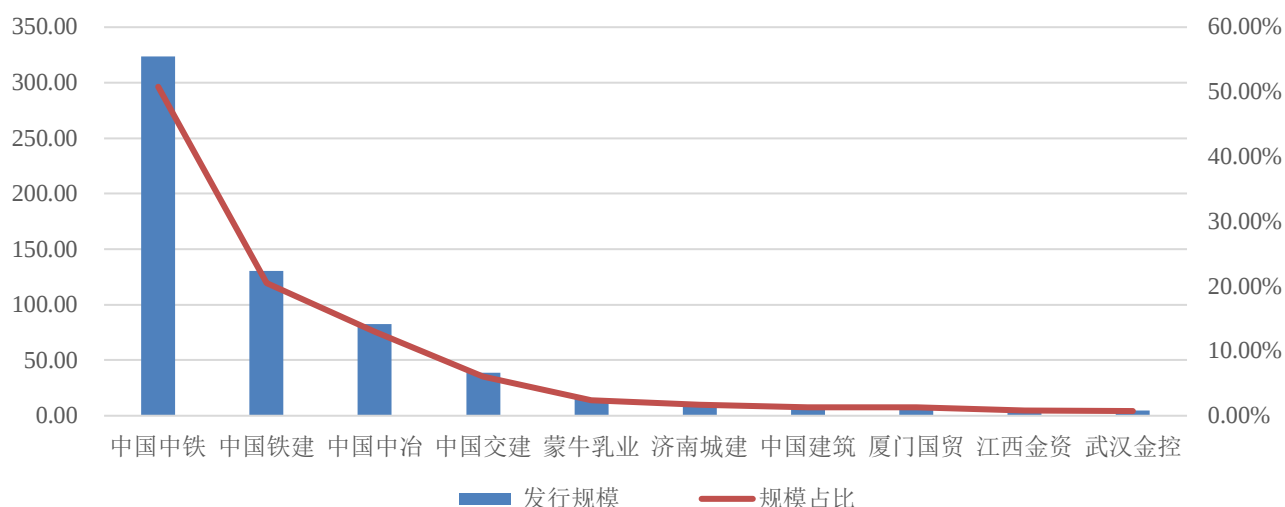
基于统筹管理、信息保密等因素考虑，应收账款类资产证券化产品通常采用体系内保理公司、资本公司、资管公司、信托公司或其他类金融平台为原始权益人或代理原始权益人；同时，亦有部分产品基于资产包分散度等因素考虑而采用体系外商业保理公司作为原始权益人或代理原始权益人。2025年上半年，上述类型项目发行规模合计576.47亿元，占比为90.45%。

从实际融资人⁴分布来看，2025年上半年，前十大实际融资人发行规模合计627.61亿元，占比为98.48%，其中实际融资人仍主要集中在中央企业及其下属公司，发行规模合计585.66亿元，占比为91.90%，同比增加8.21个百分点，集中度进一步上升，具体以中国中铁、中国铁建、中国中冶和中国交建等为主（包含其下属公司）。从实际融资人所处行业分布来看，2025年上半年，实际融资人所处行业涉及建筑行业、制造行业、贸易行业、金融行业和投控行业，其中属于建筑行业的实际融资人发行规模合计595.49亿元，占比达93.44%，实际融资人所处行业较为集中。

³ 同时存在原始权益人及原始权益人之代理人的，发行数据以代理人作为原始权益人进行统计。

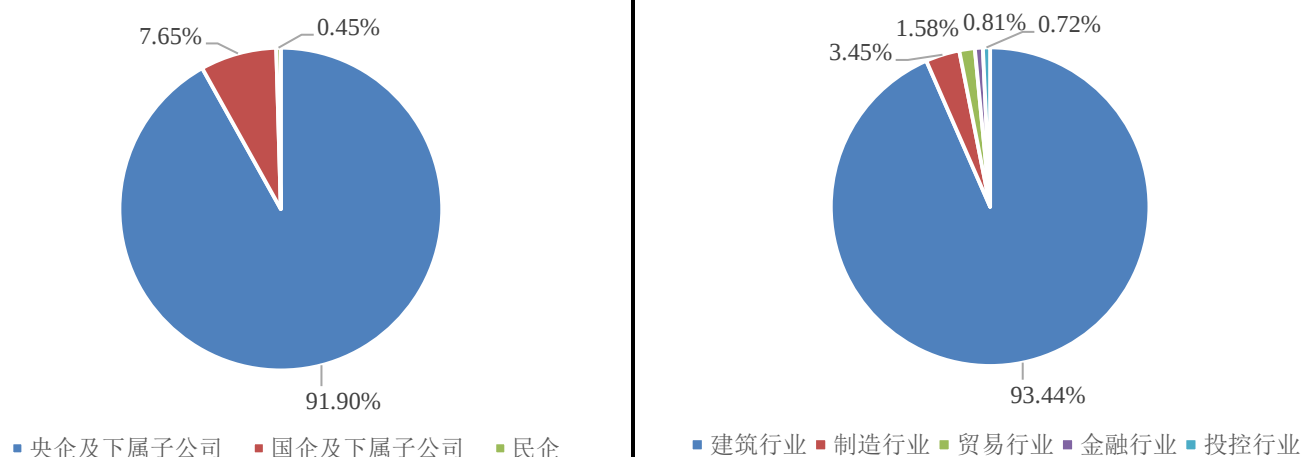
⁴ 实际融资人为中央企业及其下属公司的，发行数据合并至母公司（如股份有限公司层面）进行统计。

图4：2025年上半年应收账款类资产支持证券发行情况-前十大实际融资人分布（单位：亿元）



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

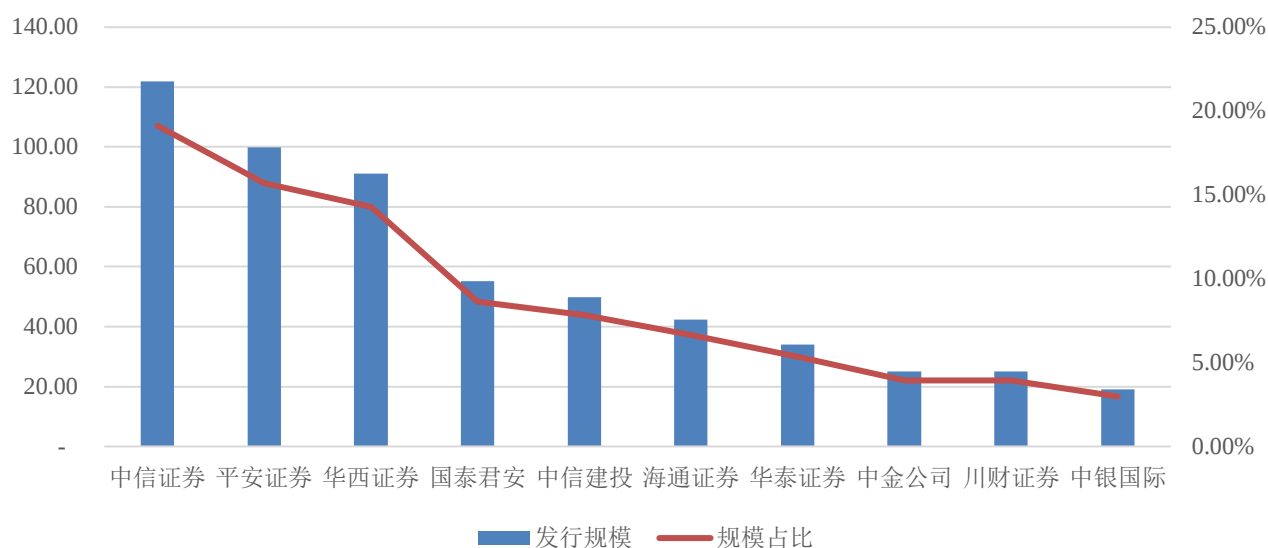
图5：2025年上半年应收账款类资产支持证券发行情况-实际融资人企业性质及行业分布



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

从管理人分布来看，2025年上半年，新增管理规模占比前五大的管理人分别为中信证券股份有限公司、平安证券股份有限公司、华西证券股份有限公司、上海国泰君安证券资产管理有限公司和中信建投证券股份有限公司，规模占比分别为19.12%、15.68%、14.30%、8.65%和7.82%。前五大管理人新增管理规模合计417.88亿元，占比65.57%；前十大管理人新增管理规模合计563.49亿元，占比88.42%。具体情况如下图所示：

图6：2025年上半年应收账款类资产支持证券发行情况-前十大管理人分布（单位：亿元）



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

从产品规模分布来看，2025年上半年发行的应收账款类资产证券化产品中，单笔产品最高发行规模为40.32亿元，系“中铁资本工鑫37期资产支持专项计划”；单笔产品最低发行规模为1.00亿元，系“首创证券-江西财投-中煤建设应收账款资产支持专项计划”。单笔规模在(5, 10]亿元区间内的产品发行单数最多，共18单，规模合计占比为22.34%。应收账款类产品单笔平均发行规模为12.75亿元，较上年同期下降0.60亿元。具体发行规模分布如下表所示：

表1：2025年上半年应收账款类资产支持证券发行情况-产品规模分布

单位：亿元、单

产品规模	发行单数	发行规模	发行规模占比
(0,3]	3	5.60	0.88%
(3,5]	8	36.31	5.70%
(5,10]	18	142.37	22.34%
(10,20]	11	151.90	23.84%
(20,50]	10	301.12	47.25%
合计	50	637.30	100.00%

数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

从期限分布情况来看，2025年上半年发行的应收账款类资产证券化产品中，期限最短为0.73年，系“徐工机械应收账款第1期资产支持专项计划（一带一路）”；期限最长为3.00年，系“中铁资本工鑫37期资产支持专项计划”等产品。期限在(1, 3]年的产品发行单数最多，合计34单，规模占比为74.32%。2025年上半年，应收账款类资产证券化产品加权平均期限为2.03年，与上年同期基本持平。具体期限分布如下表所示：

表2：2025年上半年应收账款类资产支持证券发行情况-期限分布

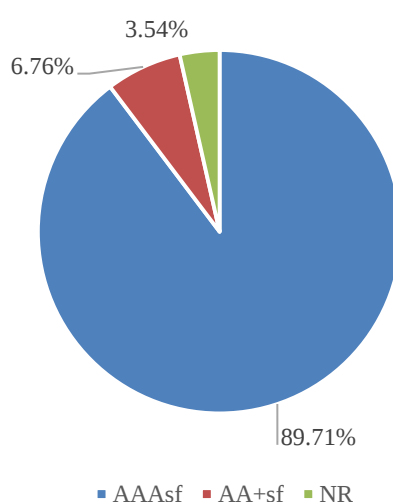
单位：年、单、亿元

期限	发行单数	发行规模	发行规模占比
(0,1]	16	163.66	25.68%
(1,3] ⁵	34	473.64	74.32%
合计	50	637.30	100.00%

数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

从级别分布情况来看，按照应收账款类资产证券化产品各级别证券的发行规模统计，2025年上半年AAA_{sf}级证券占比为89.71%，AA⁺_{sf}级证券占比为6.76%，次级证券占比为3.54%。

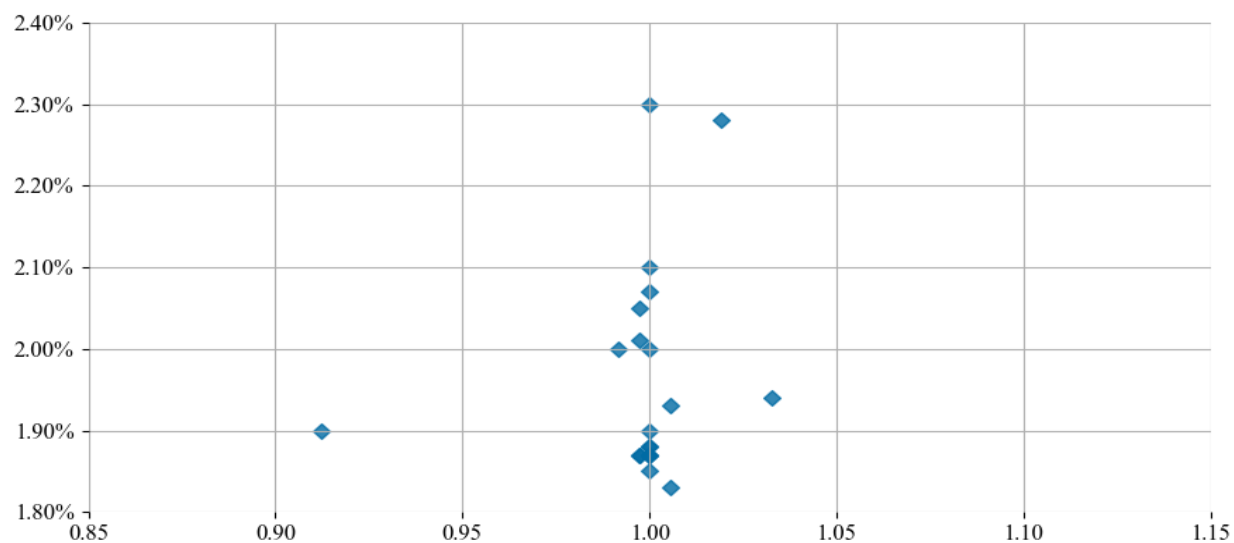
图7：2025年上半年应收账款类资产支持证券发行情况-证券级别分布



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

从发行利率来看，我们选取1年期左右⁶AAA_{sf}级应收账款类资产支持证券的发行利率为样本进行观察，2025年上半年最低发行利率为1.83%，最高发行利率为2.30%。1年期左右AAA_{sf}级证券利率中位数为2.18%，同比下降约30BP。

⁵ 包含8单期限为3.0027年的应收账款类资产证券化产品。⁶ 包含期限在0.85~1.15年的AAA_{sf}级产品。

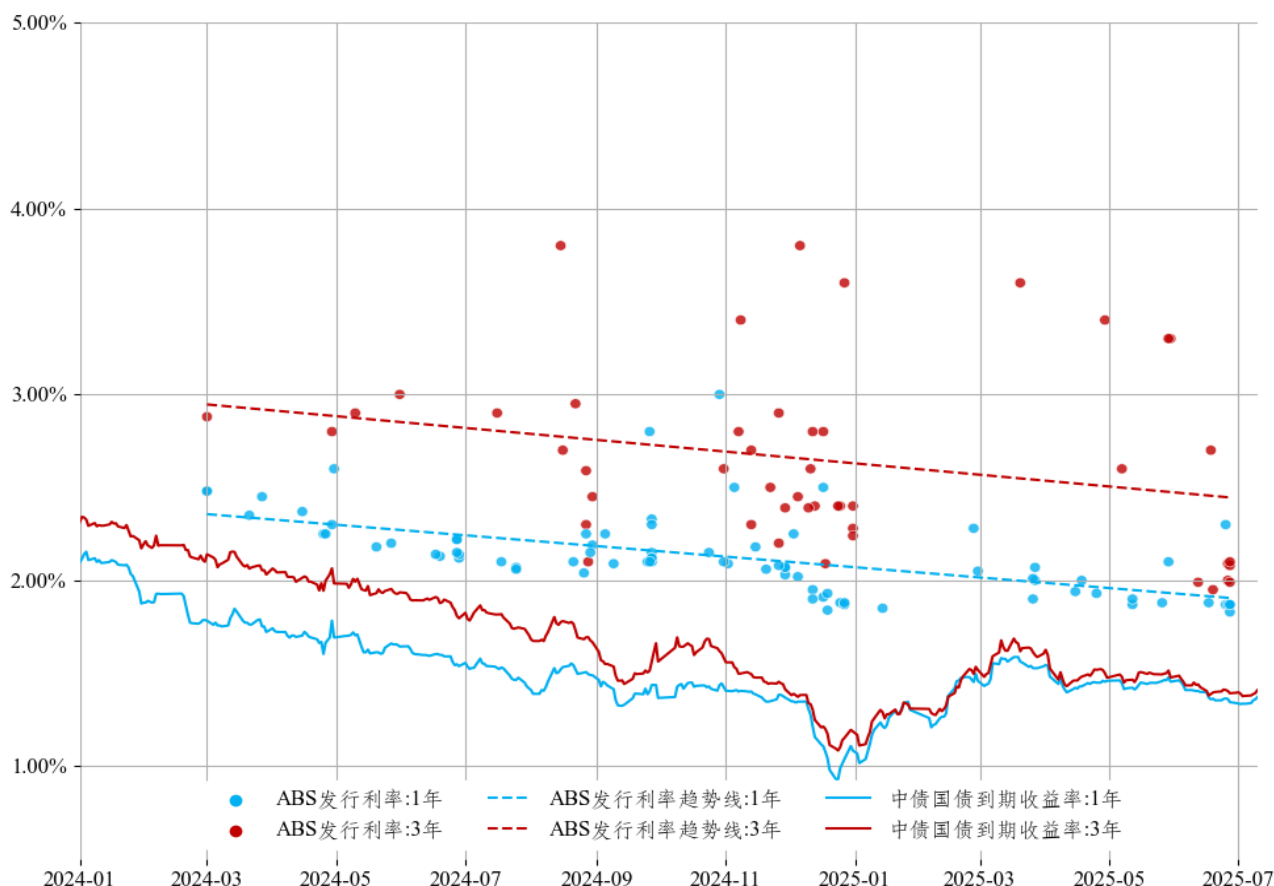
图8：2025年上半年应收账款类资产支持证券发行情况-1年期左右AAA_{sf}证券发行利率分布（单位：年）

数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

发行利差统计分析⁷

考虑到企业资产支持证券信用评级分布的特点，我们将选取应收账款类资产证券化产品中AAA_{sf}级证券⁸作为样本进行观察。

图9：应收账款类资产支持证券（AAA_{sf}级）利率与同期限国债到期收益率走势图



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

首先，我们以不同期限国债到期收益率为标准进行观察。与同期限国债相比，2025年上半年1年期应收账款类资产支持证券的发行利差平均值较上年同期小幅收窄，3年期产品发行利差平均值较上年同期有所走阔。

表3：2025年上半年及2024年同期应收账款类资产支持证券（AAA_{sf}级）与同期限国债到期收益率利差比较表

单位：百分点、支

指标	利差（1年期）		利差（3年期）	
	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1
平均值	0.63	0.54	0.86	1.10

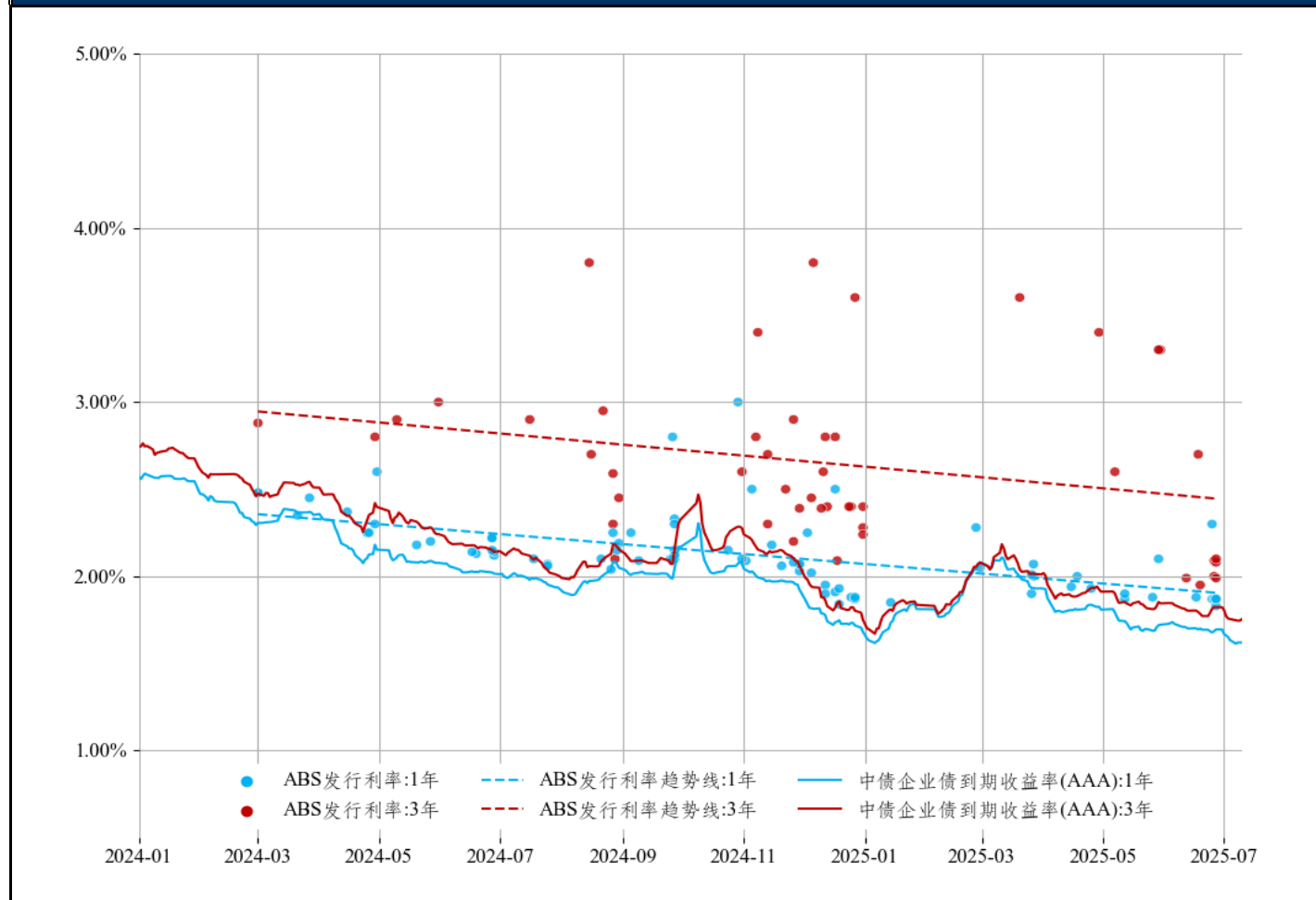
⁷ 部分内容数据样本量有限，仅作参考，后同。

⁸ AAA_{sf}级证券：根据期限的不同，1年期和3年期证券分别指证券发行期限在(0.85,1.15]年和(2.85,3.15]年区间内，且初始评级结果为AAA_{sf}的证券。

中位数	0.60	0.51	0.82	0.71
最小值	0.52	0.37	0.74	0.55
最大值	0.91	0.93	1.06	1.98
样本数量	18	21	4	13

数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

图10：应收账款类资产支持证券（AAA_{sf}级）利率与同期限企业债（AAA级）到期收益率走势图



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

我们再选择以不同期限AAA级企业债到期收益率为标准进行观察，与同期限AAA级企业债相比，2025年上半年1年期AAA_{sf}级应收账款类资产支持证券的发行利差平均值较上年同期小幅上升，3年期AAA_{sf}级应收账款类资产支持证券的发行利差平均值较上年同期有所走阔。

表4：2025年上半年及2024年同期应收账款类资产支持证券（AAA_{sf}级）与各期限企业债（AAA级）到期收益率利差比较表

单位：百分点、支

指标	利差（1年期）		利差（3年期）	
	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1
平均值	0.15	0.17	0.53	0.69

中位数	0.12	0.16	0.48	0.28
最小值	-0.01	-0.03	0.38	0.17
最大值	0.45	0.62	0.76	1.56
样本数量	18	21	4	13

数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

发行成本方面，2025年上半年发行的1年期AAA_{sf}级应收账款类资产支持证券的平均发行利率同比下降31BP。

表5：2025年上半年及2024年同期应收账款类资产支持证券（AAA_{sf}级）发行利率比较表（1年期）

单位：%、支、百分点

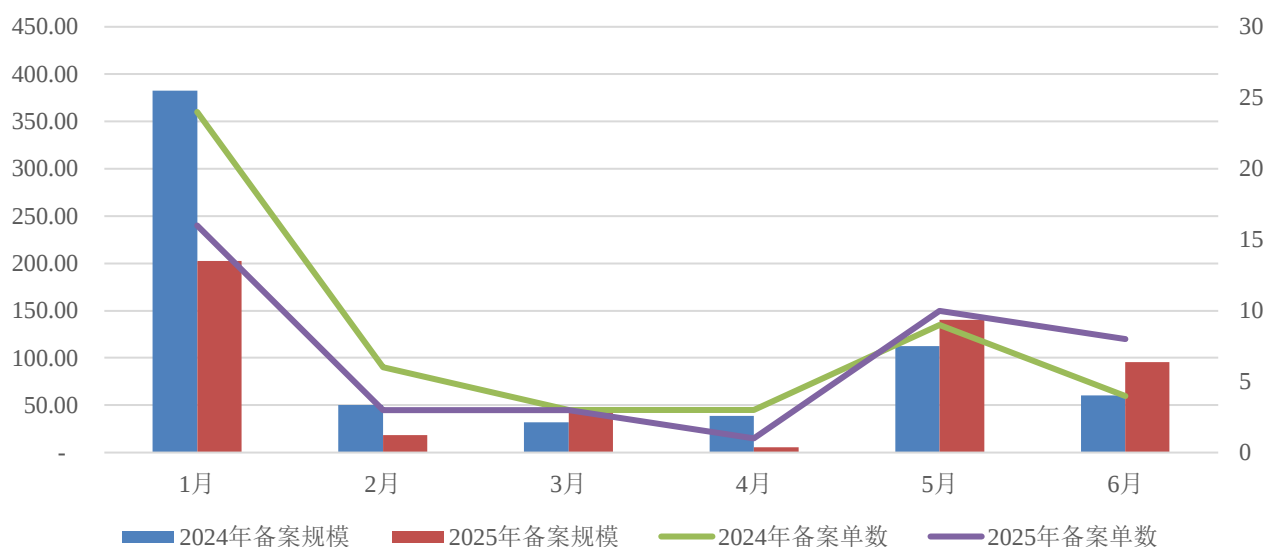
指标	2024H1	2025H1	发行利率变动值
平均值	2.28	1.97	-0.31
中位数	2.24	1.90	-0.34
最小值	2.12	1.83	-0.29
最大值	2.60	2.30	-0.30
样本数量	18	21	--

数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

备案情况

2025年上半年，共有41单应收账款类资产支持专项计划在基金业协会完成备案，总规模为507.56亿元。与上年同期相比，备案数量减少8单，备案规模下降25.00%。

图11：2025年上半年及2024年同期应收账款类资产支持证券月度备案情况（单位：亿元、单）



数据来源：万得（WIND）、中国资产证券化分析网（CNABS），中诚信国际整理

二级市场交易情况

根据万得（WIND）和中国资产证券化分析网（CNABS）数据，2025年上半年，应收账款类资产支持证券在二级市场共成交2,241笔，同比上升82.20%；成交规模共计655.46亿元，同比上升38.13%；其成交规模占当期企业资产支持证券成交总规模的13.15%，同比下降2.85个百分点，成交规模位列第二。

2025年下半年到期情况分析

中国资产证券化分析网（CNABS）数据显示，存量应收账款类资产支持证券预计在2025年下半年到期165支，规模为1,040.80亿元，占2025年下半年全部到期证券规模的比例为33.66%。

从原始权益人来看，中铁资本有限公司到期应收账款类资产支持证券31支，应偿付规模356.78亿元，占比为34.28%；中铁信托有限责任公司到期应收账款类资产支持证券15支，应偿付规模218.22亿元，占比为20.97%；中铁建商业保理有限公司到期应收账款类资产支持证券10支，应偿付规模116.62亿元，占比为11.21%。

总结

2025年上半年，应收账款类资产支持证券发行单数和发行规模同比均有所增加。应收账款类资产支持证券实际融资人仍集中在建筑央企及其下属公司，头部效应仍较为显著；同时，此类主体更趋于引入体系内保理公司、资本公司、资管公司、信托公司或其他类金融平台以及体系外商业保理公司作为原始权益人或原始权益人之代理人来发行证券化产品。此外，2025年上半年，应收账款类资产支持专项计划单笔产品平均发行规模较上年同期有所下降，产品期限基本持平，发行利率明显下行，证券信用等级仍以AAA_{sf}级为主，产品信用风险整体维持在较低水平，二级市场交易活跃度显著提升。

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。