



供应链票据资产证券化的成本、时效与增信约束

——以 25 橙信一号 ABN001 为例

葛惠娟 张 强 刘美辰 崔小秋

摘 要 供应链票据资产证券化已实现单期产品落地，但由单期发行转向持续发行仍面临约束。

25 橙信一号 ABN001 的发行过程显示，主要约束集中在综合融资成本、资金到账时效与增信授信机制三方面：票面利率之外的承销、信托、评级、法律与增信费用在小规模发行下较难摊薄，资产筛选与内部审核延长了资金到账时间，付款保函在缓释承兑人信用风险的同时也形成授信准入门槛。银行平台内部协同、主承销商投入与收益的匹配同样影响产品复制。据此，本文提出优化发行流程、摊薄固定费用、提前储备资产和完善增信机制等建议。

关键词 供应链票据 资产证券化 融资成本 发行效率 信用增级

一、引言

2023 年 6 月，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）以上海票据交易所（以下简称“票交所”）供应链票据为基础资产开始试点供应链票据资产证券化。2024 年 11 月，交易商协会和票交所推出供应链票据资产证券化试点机制，进一步打通票据市场与债券市场之间的跨市场流通渠道。2024 年 12 月，24 山高通汇 ABN001 发行落地，为首单直接模式的供应链票据资产证券化产品。

与此同时，市场基础进一步夯实。接入票交所的供应链票据平台持续扩容，票据综合服务平台、供应链票据有限追索等

配套机制相继落地，买方付息等结构创新也开始出现。但注册扩张与实际发行之间仍存在落差，单期产品落地后未能形成一定规模的连续发行。本文结合 25 橙信一号 ABN001 的发行过程，重点考察产品由单期落地转向持续发行时面临的实际约束。

二、供应链票据资产证券化的业务模式

（一）供应链票据的特点与平台扩容

为推动供应链金融规范发展、缓解中小微企业融资难题，在人民银行指导下，票交所在 2020 年 4 月创新推出供应链票据。供应链票据是基于供应链场景在监管准入

葛惠娟，南京银行投资银行与战略客户部副总经理；张强、刘美辰，南京银行投资银行与战略客户部副总经理；崔小秋，南京银行投资银行与战略客户部。2025 年度 NAFMII 研究计划“推动供应链票据资产证券化优化策略研究——以 25 橙信一号 ABN001 为例”（KFKT2025-40）。



的供应链票据平台(以下简称“供票平台”)签发的电子商业汇票,具有法定化、场景化、拆分流转等特点。

截至2026年6月末,已有57家供票平台获准接入票交所,涵盖核心企业、银行金融机构、第三方服务机构等各类主体,包括33家企业、18家银行、5家财务公司、1家信托公司。

(二) 从票据融资到供应链票据 ABN

自2014年国内资产证券化转备案制以来,票据类直接融资产品经历多个阶段的探索:初期以票据收益权转让或票据质押模式为主;2017—2018年前后,供应链电子债权凭证(“1+N”模式)证券化兴起,成为供应链票据的雏形;2019年标准化票据推出,旨在盘活存量票据,但因利率倒挂、标准化债权认定等原因于2021年后基本停发。

2023年6月,交易商协会发布《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能 增强服务实体经济发展质效的通知》,其中提到“鼓励以上海票据交易所供应链票据作为基础资产发行资产证券化产品”。2024年11月票交所发布《上海票据交易所供应链票据资产证券化基础资产操作指引》,交易商协会发布《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》(以下简称“《试点通知》”),在产品机制设计、机构责任分工、信息披露机制等方面进行细化,供应链票据资产证券化业务实现规范化发展。

(三) 注册铺开而发行有限的市场

2023年8月,山东通汇资本作为发起

机构代理人报送首单供应链票据资产证券化(以下简称“供应链票据 ABN”)的储架注册,于2023年9月完成注册,同年11月发行首单供应链票据 ABN。

截至2026年6月末,共注册11单供应链票据 ABN,储架注册金额500亿元,涉及12家发起机构代理人、8家供应链票据平台(表1)^①,但仅发行10只供应链票据 ABN,发行金额12.739亿元,涉及6家发起机构代理人、5家供票平台(表2)。

(四) 业务模式的分类

根据《试点通知》及注册发行案例,供应链票据 ABN 业务模式可以按不同维度分类。

1. 基础资产法律关系

按基础资产法律关系可分为两类。①直接模式以未贴现的供应链票据作为基础资产直接向特定目的载体转移发行资产支持证券,《试点通知》之后逐渐成为市场主流操作方式。②间接模式以供应链票据结算的应收账款或供应链票据收益权等财产权利作为基础资产,并将供应链票据作为底层资产质押给特定目的载体。

2. 发起机构类型

按发起机构型可分为三类。①持票人直接作为发起机构,截至2026年6月末未有注册发行案例。②持票人委托供应链票据平台作为发起机构代理人,是现阶段最常用的模式,截至2026年6月末,已注册的11笔项目中有7笔采用该模式^②。③由其他相关主体作为发起机构或发起机构代理人,截至2026年6月末,已注册的11笔

① 表1、表2、表4,见增强出版,中国知网—《金融市场研究》。

② 票交所公告名单中的供票平台是通汇资本,通汇数科是具体落地团队,承接平台搭建与运营。因此在注册发行文件中供票平台显示为通汇数科,在本文涉及供票平台的统计时,将通汇资本和通汇数科算作一个供票平台。



表 3 25 橙信一号 ABN001

发起机构代理人 / 保函开立行 / 票据服务机构	日照银行
发行载体管理机构 / 受托人 / 存续期管理机构	中铁信托
发起机构	基础资产清单中的“持票人”
债项全称	橙信一号 2025 年度第一期供应链票据定向资产支持商业票据
债项简称	25 橙信一号 ABN001
注册金额	50 亿元
发行金额	1.58 亿元
期限	180 天
票面利率	1.9%
起息日 / 到期日	2025-07-31/2026-01-27
基础资产	供应链票据
增信措施	日照银行对基础资产出具付款保函
信用评级机构	联合资信评估
债项评级	AA+

资料来源：Wind。

项目中有 4 笔采用该模式。

3. 承兑人数量

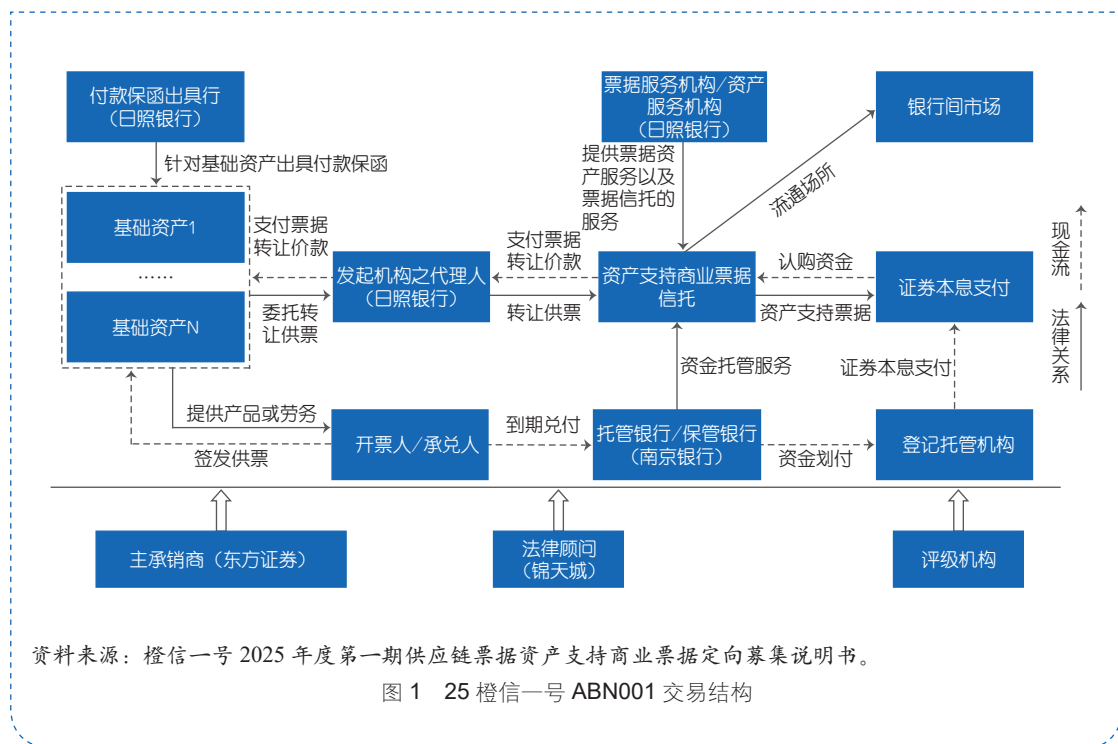
按承兑人数量可分为两种模式。
①“1+N”模式，指核心企业（承兑人）只有一家，持票人为多家。如 24 山高通汇 ABN001 采用该模式，承兑人为 1 家，持票人为 49 家。
②“N+N”模式，指核心企业（承兑人）为多家，持票人为多家。如 25 浙商保理善融 ABN001（科创）采用该模式，承兑人为 11 家，持票人为 15 家。

4. 发行方式

按发行方式可分为两类。
①信用发行。供应链票据 ABN 可以直接以信用方式发行，多适用于核心企业为主体评级较高、资产规模较大、有债券发行经历的大型企业。如 24 山高通汇 ABN001，承兑人为山

东省路桥集团。
②增信方式发行。一是对债项进行担保增信，主要是由担保公司、企业等机构对债项进行担保增信。如 25 鲁担供票 ABN001，由山东省投融资担保集团有限公司对优先级证券提供担保。二是对基础资产进行担保增信，主要由企业、银行、担保公司等机构作为票据保证人或银行对基础资产出具付款保函的方式进行增信。如 25 浙商善融 ABN002（科创）中浙商银行作为供应链票据保证人。

现有制度已为不同资产结构、发起方式和增信安排提供多种操作路径。25 橙信一号 ABN001 同时涉及银行平台、平台代理、付款保函和“N+N”资产池，其发行过程较为集中地呈现基础资产组织、成本控制 and 增信审核之间的相互影响，本文即



以该项目为对象展开考察。

三、25 橙信一号 ABN001 的发行安排与案例观察

(一) 项目概况与交易结构

橙信 2025 年度第一期供应链票据定向资产支持商业票据于 2025 年 7 月完成注册，储架注册金额 50 亿元，25 橙信一号 ABN001 为储架注册项下发行的第一只资产支持商业票据，是全国首单“银行代理+增信”模式的供应链票据 ABN，全国首批、山东省首单银行系供票平台 ABN，全国首单城商行供票平台 ABN，具体情况如表 3 所示。

交易结构（图 1）安排如下：基础资产清单中的持票人作为发起机构，委托日照银行担任发起机构代理人，由日照银行协助办理基础资产转让及募集资金转

付。中铁信托作为受托人设立“橙信一号 2025 年度供应链票据资产支持商业票据信托”作为发行载体，向投资人发行以信托财产现金流为偿付支持的资产支持商业票据，并以基础资产产生的现金流作为主要偿付来源。募集资金经发起机构代理人转付至各发起机构。保函开立人日照银行就票据款项的支付通过向受托人出具付款保函进行担保。受托人中铁信托委托票据服务机构日照银行对委托或转让给受托人作为信托财产的基础资产的日常管理提供服务。

(二) 基础资产的构成

本期资产支持商业票据资产池共涉及 17 笔票据债权，10 户债务人、10 户债权人，票面金额共计 15 980 万元。基础资产所涉及的供应链票据基本情况如表 4 所示。

从单笔票面金额分布来看，有 11 笔票



面金额小于 1 000 万元，占比 33.39%；有 4 笔票面金额为 2 000 万元，占比 50.06%。入池基础资产对应票据承兑人票面金额占比最高为 12.52%，最低为 1.88%。入池资产的剩余期限均为 168 天，所在地全部为山东省。

（三）支撑单期落地的关键条件

一是直接转移模式降低交易结构复杂度。交易结构方面，本期产品采用直接转移模式，以未贴现的供应链票据直接作为基础资产，减少基础资产的转让环节，使权利关系相对清晰。

二是付款保函提高产品的市场可接受度。增信措施方面，本期产品由日照银行对基础资产出具付款保函。产品的偿付来源主要依赖承兑人的到期付款，而本期承兑人多为中小微企业，在公开市场没有主体评级、资产规模相对较小，单纯依靠自身信用较难获得投资人认可。日照银行出具的付款保函缓释了基础资产承兑人的信用风险，改善产品信用资质，提高投资人的接受度，为本期产品发行提供重要支撑。

三是银行平台为资产组织提供业务基础。相较于非银行类供票平台，银行类平台的客户群体多为银行的授信客户或授信客户的关联企业，能够为客户提供针对性的授信支持，且银行分支机构分布广泛，有较好的客户基础。

本期产品的入池票据资产由山东省内 7 个地市的多家承兑人签发，涵盖清洁能源、船舶制造、科学教育、商贸流通等领域，发起机构中，中小微客户占比超过 95%。依托供票平台的客户基础和授信管理，日照银行能够在客户触达、资产筛选、授信审核和项目协调等环节为资产组织提供业

务基础。

四、从单期落地到持续发行的约束

25 橙信一号 ABN001 验证了银行代理、直接转移和付款保函组合的可操作性，但推进过程中，承兑人筛选、持票人融资选择、内部审批和增信授信相互交织，显露出影响连续发行的若干约束。

（一）资产组织中的多方协调约束

1. 承兑人配合程度影响资产池形成

现阶段承兑人对供应链票据 ABN 的配合意愿总体相对不高，主要与其参与动力和需承担的义务有关。

一是从参与动力看，配合发行有助于稳定上游供应商的资金周转、改善供应链合作关系，但承兑人通常不是募集资金的直接使用方，部分承兑人缺乏直接收益，仅在供应商议价能力较强或合作关系较紧密时，才有较强的配合意愿。

二是承兑人需承担额外义务。根据《试点通知》规定，基础资产池对应的某一承兑人承兑金额占比超过特定比例的，应披露该承兑人的经营、财务等信用情况，中介机构也需对其开展尽职调查，承兑人由此需额外承担信息披露及配合尽职调查的义务。参与供应链票据 ABN 的承兑人多为中小企业，部分存在公司治理不够完善、审计报告质量参差不齐等情况，多数难以满足信息披露要求，这也制约了承兑人参与。

以 25 橙信一号 ABN001 为例，日照银行供票平台的客户较多，但自 2025 年 6 月启动资产筛选至资产包最终确定，根据项目推进过程中的内部统计，初步筛选出符合要求且有意愿参与的承兑人约占 10%，在本项目样本范围内初步反映出基础资产



组包存在一定难度。

2. 持票人的融资选择受成本和时效影响

持票人作为供应链中的供应商及融资主体，具备参与供应链票据 ABN 的意愿，但融资成本与发行效率两方面因素，明显影响其参与积极性。

①融资成本。持票人的参与意愿主要取决于供应链票据 ABN 的综合融资成本与传统票据贴现成本的对比。在供应链票据 ABN 的融资成本中，一般是持票人承担所有成本支出，融资成本包括发行的票面利率、发行载体费用、律师费用、主承销商承销费、评级机构费用及增信机构费用等。若持票人将持有的供应链票据直接贴现，仅需承担基于承兑人信用状况确定的商业票据贴现成本。

以 25 橙信一号 ABN001 为例，票面利率为 1.9%，低于大部分持票人的供应链票据贴现利率。但票面利率仅反映产品发行利率，持票人实际承担的综合融资成本还包括承销、信托、评级、法律及增信等费用；对于发行规模较小的项目，固定费用分摊后，综合成本优势可能收窄。根据项目推进过程中的内部统计，本期筛选出的持票人中约有 8% 因综合融资成本高于贴现利率，最终未纳入基础资产池。

②发行效率。供应链票据 ABN 资金落地之前的耗时阶段包括基础资产包确定、主承销商和律师事务所内部流程、信用评级、交易商协会备案、票交所开户、挂网发行等。若供应链票据 ABN 融资周期过长，持票人更倾向于选择流程简便、到账迅速的直接贴现模式。

以 25 橙信一号 ABN001 为例，在基础资产包确定过程中，因故多次调整入池

资产，导致披露文件反复修改，延长该环节耗时。从本期基础资产出票至产品起息共经历 17 天，时效弱于直接贴现。根据项目推进过程中的内部统计，本期筛选出的持票人中约有 16% 因急于获取资金而选择直接贴现，未参与本次发行。

3. 供票平台参与意愿的差异化困境

①供票平台总部参与意愿较强。供应链票据 ABN 能够丰富平台产品体系、吸引更多企业接入平台；平台在业务架构中既是合规性审核的第一道关口，也可以作为发起机构代理人。以 25 橙信一号 ABN001 为例，日照银行作为供票平台，配合意愿较强。

②供票平台分支机构参与意愿存在差异。银行类供票平台的基础资产均由分支机构提供，但总部与分支机构之间可能存在激励错配。相较于票据贴现，供应链票据 ABN 流程相对复杂，分支机构需承担更多客户协调、材料准备和内部流程工作；若内部考核中票据贴现的力度大于供应链票据 ABN，分支机构更倾向于推动贴现业务，缺乏引导企业参与的动力。

（二）发行准备中的成本与时效约束

1. 主承销商的投入与收益匹配度有限

在参与注册发行的各类中介机构中，主承销商的投入与收益匹配度相对有限。一方面，机构内核部门对供应链票据 ABN 的底层资产和交易结构认可度可能偏低，即便设置增信措施，内部审核仍存在不确定性，增加部门间的沟通成本；另一方面，相较于传统债券业务，主承销商在供应链票据 ABN 中需承担更多的材料整理、尽职调查和多方协调工作，而产品具有单票金额小、发行总额低、期限短等特点，承销收入相对有限。以 25 橙信一号 ABN001



为例，项目在推进过程中曾调整主承销机构，反映出创新产品在机构内部审核、业务投入和职责承担方面仍需进一步磨合。

2. 资产替换和内部审核延长资金到账时间

在供应链票据 ABN 的推动过程中，中介机构通过尽职调查与内部审核流程对基础资产进行合规筛选。根据《试点通知》，主承销商、律师事务所等中介机构应对承兑人、增信机构等重要偿债主体及交易背景信息等开展尽职调查。如果承兑人信用资质较差、偿债能力较弱，增信措施不符合中介机构的内部审核条件，或交易背景信息等不真实，相关基础资产便无法通过中介机构审核，需要重新更换筛选基础资产，或导致存量入池资产因占比增加而提高披露内容等级，延长发行准备时间。

（三）增信安排中的授信与风险承担

1. 付款保函依赖承兑人授信条件

付款保函能够提高产品的市场接受度，但保函开立以承兑人通过银行授信审批为前提，受授信准入、授信额度和风险管理要求的约束；承兑人授信不达标，相关资产便无法获得保函增信，资产池扩容因此受限。

以 25 橙信一号 ABN001 为例，日照银行作为保函开立行，需对潜在承兑人进行授信审核，对于信用资质较弱或授信额度已用满的承兑人，其授信申请可能被驳回。根据项目推进过程中的内部统计，在筛选出的承兑人中约有 20% 未通过授信审批或授信额度已用满，无法取得付款保函，相关资产未能纳入基础资产池。

2. 产品定价较多依赖增信机构信用

现阶段供应链票据 ABN 尚未形成有针对性的市场化定价体系，较少结合底层

资产的个体信用、分散程度和回款稳定性开展差异化定价，产品定价较多依赖增信方的主体信用。尤其是在“N+N”模式下，承兑人、持票人多为中小企业，单纯以信用发行较为困难。当前可用增信方式仍较为单一，多依赖银行保函、主体担保等，尚未形成适配小额分散票据资产的多元化分层增信安排。

五、推动持续发行的建议

上述约束并非分别存在。资产筛选范围决定发行规模，发行规模影响固定费用分摊，发行周期影响持票人的融资选择，增信授信又会反向限制资产池范围。因此，推动持续发行需要同步改善资产储备、流程安排、内部激励和风险分担机制。

（一）机制优化

①提前建立资产储备和备选资产池。
一是统一承兑人、持票人和基础资产的筛选标准，在正式发行前完成初步授信判断，形成相对稳定的资产储备；二是准备备选承兑人和备选票据，建立备用资产补充机制，减少单一资产退出引起的披露材料反复调整；三是鼓励项目分散入池，适度提高资产同质性、降低单笔资产占比，以简化承兑人信息披露内容、降低企业参与成本。

②降低单位发行成本。针对持票人综合融资成本偏高的问题，重点在于摊薄固定费用、优化费用结构。一是适度扩大单期发行规模，使评级、法律、信托等固定费用在更大规模上摊薄；二是推动中介费用采用阶梯化、组合化的定价安排，对连续发行或规模较大的项目给予相对优惠；三是加强投资者培育，引导银行、基金、证券公司等机构投资供应链票据 ABN，扩



大资金供给。

③缩短发行准备时间。一是前置资产审核和授信沟通,依托前述资产储备和备用资产机制,降低单一资产退出对发行进度的影响;二是推动中介机构明确供应链票据 ABN 的内部审核节点,采取审批前置模式,明确审核时限与责任分工,压缩重复报送;三是完善供票平台开户与系统衔接,推动票交所进一步优化产品开户流程,缩短开户办理周期;四是设置资产更换截止时间,并鼓励采用直接转移模式,降低交易结构的复杂程度。

④激活银行类平台的动能。截至 2026 年 6 月末,接入供票平台的 18 家银行中有 17 家具有交易商协会的主承销商资质,可以在供应链票据 ABN 中担任主承销商、资产服务机构、发起机构代理人、增信机构、资金保管行、投资人等角色,业务适配性相对较好。一是建议银行类供票平台优化内部考核机制,在对分支机构的考核体系下增加供应链票据 ABN 的考核比重,配套完善激励机制,调动分支机构的业务推广积极性;二是加强行内对供应链票据 ABN 的宣传培训,聚焦业务流程、产品优势、合规要求等内容,提升分支机构从业人员的专业认知与业务操作能力。

(二) 激励完善

①改善主承销商参与机制。针对主承销商投入与收益匹配度有限的问题,可从合作机制入手加以改善。一是鼓励供票平台与具备主承销资质的机构建立稳定合作关系,对连续发行项目保持相对稳定的项目团队;二是建议在主承销商评价中适度提高供票 ABN 业务的考核权重,鼓励机构开展相关承销业务。

②完善增信方式。针对底层资产以中

小企业为主体、信用资质偏弱的特征,需构建多层次、多元化的增信保障体系。一是鼓励各省市政策性中小企业担保公司对基础资产或债项提供担保增信;二是鼓励银行类供票平台发挥信用优势,为基础资产提供增信支持;三是发挥信用风险缓释工具的作用,鼓励创设机构以其进行增信;四是发挥中债增信等专业担保机构的作用,参考科创债风险分担工具,创立适配供应链票据 ABN 的风险分担工具。

③加强重点领域的政策配套。对投向绿色低碳、科技创新等重点领域的供应链票据 ABN,地方政府可结合财政贴息等方式给予适度支持,降低发行主体融资成本。

(三) 制度建设

结合供应链票据 ABN 的发展实践,建议进一步完善供应链票据 ABN 相关制度,细化尽职调查、信息披露、存续期管理等环节的操作规范。一是在尽职调查层面,明确主承销商、律师事务所等中介机构与供应链票据平台、持票人、承兑人等参与方的责任边界,确保基础资产的真实性、准确性与有效性。二是在信息披露层面,对于增信措施完备的项目,在合规前提下适度简化承兑人的披露要求。

25 橙信一号 ABN001 说明银行平台、代理发起和付款保函的组合在单期发行中具有可操作性。产品能否持续发行,取决于资产组织、交易成本、业务流程和风险分担能否形成稳定、可重复的业务机制。对银行类平台而言,将客户基础、授信管理和票据服务能力与稳定的中介合作、内部协同结合起来,是推动产品由单期落地走向常态化发行的现实路径。[\[N\]](#)

学术编辑: 卢超群



Credit Enhancement Constraints in the Securitization of Supply Chain Bills

GE Huijuan ZHANG Qiang LIU Meichen CUI Xiaoqi

(Investment Banking and Strategic Clients Department, Bank of Nanjing)

Abstract The securitization of supply chain bills has achieved initial success on a transaction-by-transaction basis, yet the shift from one-off issuance to regular and continuous operations suffers from several practical constraints. Using 25 Chengxin No. 1 ABN001 as a case study, this paper examines the conditions required for moving supply chain bill securitization toward a sustainable issuance model. The study shows that the principal constraints arise from three areas: the all-in financing cost, the timeliness of fund availability, and credit enhancement and credit approval mechanisms. In addition to coupon payments, underwriting, trust administration, credit rating, legal, and credit enhancement fees are difficult to dilute when the issuance size is relatively small. Asset screening and internal approval procedures may also lengthen the time required for funds to reach financing enterprises. Meanwhile, payment guarantees can mitigate the credit risk of bill acceptors but may also impose additional credit eligibility requirements. This paper proposes streamlining issuance procedures, reducing fixed costs through larger-scale or repeated issuance, establishing a reserve pool of eligible assets in advance, and improving credit enhancement.

Keywords Supply Chain Bills, Asset Securitization, Financing Costs, Issuance Efficiency, Credit Enhancement

JEL Classification G21 G23 G32