以供应链票据证券化为契机，扎实做好五篇大文章

胡 晓 闫 东 张 乐

摘 要 为支持中小微企业盘活票据资产，增强供应链票据融资便利性，推动资产证券化市场创新发展，中国银行间市场交易商协会与上海票据交易所联合开展供应链票据资产证券化试点。票据资产证券化已有多年的市场实践，但受限于基础资产标的、交易结构等原因，不利于充分发挥证券化优势。此次供应链票据资产证券化试点紧跟市场需求，从产品模式、基础资产、交易结构、机构职责、信息披露、配套举措六方面做出针对性安排，在创设效率等方面具有显著优点，结合供应链票据“有限追索”创新功能，有助于打通“应收账款票据化、票据证券化”的最后一公里，扎实做好普惠金融大文章。具有“创新基因”的供应链票据将会成为推动票据市场发展的新引擎，在绿色金融、数字金融方面贡献积极力量，助力构建票据市场新发展格局。

关键词 供应链票据 资产证券化 五篇大文章

一、引言

2024 年 11 月 29 日，在人民银行指导下，中国银行间市场交易商协会（简称交易商协会）发布《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》，上海票据交易所（简称票交所）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》，引发市场关注。一方面，这是 2020 年 4 月在支付端创新“找零支付”功能、从源头上实现“应收账款票据化”的供应链票据问世以来，在融资端传统贴现、质押渠道外的又一次质的飞跃。另一方面，供应链票据资产证券化是指根据交易商协会《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》，以未贴现供应链票据作为基础资产发行资产支持票据（ABN）、资产支持商业票据（ABCP）等企业资产支持证券的业务活动，这意味着票据“标准化”进程再次启动。票据市场与债券市场的联通将有助于发挥债券市场的专业投资和定价能力，有助于为供应链票据拓宽直接融资渠道，为中小微企业融资提供新选择。在切实服务普惠金融大文章的同时，功能不断完善、应用场景不断丰富的供应链票据也将迎来新的发展，例如，基于供应链票据的企业级数字产融生态搭建，基于供应链票据的绿色票据、绿色供应链金融等，进一步增强票据服务实体经济质效。

二、供应链票据资产证券化创新背景

票据资产证券化已有多年的市场实践，但受限于基础资产只能界定为“票据

胡晓，兴业银行成都分行金融市场部总经理助理；闫东，中国民生银行交易银行部票据业务中心总经理；张乐，北京金杜（广州）律师事务所银行融资部合伙人。

结算的应收账款”或“票据收益权”，产品结构只能采取票据结算的应收账款或票据收益权等财产权利作为基础资产向特定目的载体转移，风控手段主要采用将票据作为底层资产质押给特定目的载体或其指定的资产服务机构。这种传统做法，交易结构和法律关系复杂，流程冗长，不利于中小微企业盘活票据资产。

作为票据市场与债券市场联动的重要尝试，票交所于 2019 年 8 月开始创设标准化票据。其间，首单“供应链票据 + 标准化票据”组合“中信银行广州 TCL 简单汇 2020 年第一期标准化票据”亮相。这一组合前端交易直接内嵌生成供应链票据，后端嫁接标准化票据，一方面借助票据关系的连带性为中小微企业实现票据融资信用增级；另一方面通过供应链票据可视化交易背景以及商业汇票信息披露机制，以市场化的方式进行商业信用的识别、监控和定价。

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》，明确“鼓励以票交所供应链票据作为基础资产发行资产证券化产品，盘活票据资产，引导债券市场资金加大对民营、中小微企业支持力度，服务核心企业等提高融资能力和流动性管理水平，畅通和稳定上下游产业链条，扎实推进保供稳链工作”。经过交易商协会和票交所的周密准备，供应链票据证券化（ABN、ABCP）正式推出。

新政策推出后，通汇资本、海尔集团、山东省投融资担保集团、金网络数科等多个试点项目都在积极推进中。2024 年 12 月 31 日，山东通汇资本投资集团有限公司成功发行 2024 年度第一期鲁高速 - 路桥集团供应链票据定向资产支持商业票据。该产品是全国首单直接以供应链票据作为基础资产的资产证券化产品，通过公开披露信息，该产品采取代理发行模式，基础资产为山东省路桥集团有限公司承兑的未贴现供应链票据，票面金额 30 万元以下资产笔数占 61%，票面金额 100 万元以下资产笔数占 92%，49 家持票中小微企业由此获得批量、快速、低成本的资金支持。

三、供应链票据资产证券化的特点

交易商协会和票交所结合银行间市场和标准化票据市场的经验优势创新供应链票据资产证券化模式，具有以下五方面特点，其中创设效率尤为突出。

第一，供应链票据直转模式，重点支持发起机构以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，无须再采用前期的“票据结算应收账款 / 票据收益权转让 + 票据质押”模式。为此，票交所对特定目的载体管理机构（SPV 管理机构）和特殊目的载体信托（SPV）予以准入、开户，为供应链票据的信托流转、提前赎回、到期兑付清收等提供基础设施的便利。

第二，充分借鉴资产证券化市场投行业务经验，在传统的持票人直接作为发起机构之外，既可设置代理人代理分散的持票人发行资产支持证券（图 1），也可由相关主体通过设置合理交易结构先行归集供应链票据、形成储备资产池后再发行资产支持证券，为市场丰富交易结构预留空间。通过多样化产品创设机制，不仅满足操作效率与融资时效要求，也将进一步激发参与主体的市场活力。

第三，多措并举提高资产支持票据创

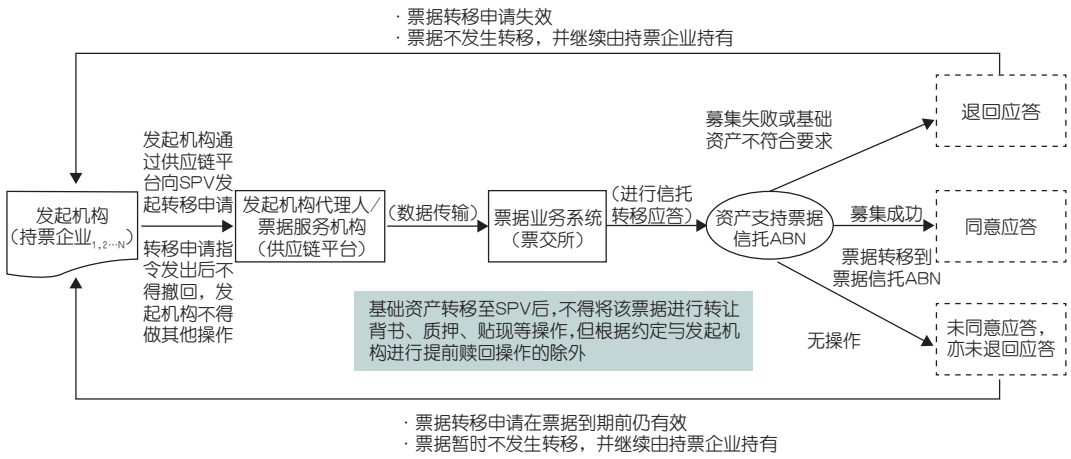


图 1　供应链票据资产证券化代理人模式示意图

设效能。**首先，**细化职责，发挥供应链平台信息优势；基于供应链票据平台的服务定位以及票交所对供应链平台相关业务要求，接入票交所的供应链平台可担任基础资产服务机构；交易商协会要求由试点的供应链平台承担业务审查工作，并允许“特定目的载体管理机构及主承销商、律师事务所等中介机构可依据供应链平台提供的核查结论或供应链票据信息、交易背景信息及供应链企业信息开展尽职调查”。**其次，**优化信息披露机制，简化持票人披露；分层设置发起机构、承兑人披露安排，鼓励开展基础资产逐笔披露，提升底层资产透明度。**最后，**简化流程，分期发行豁免备案；交易商协会对于供应链票据资产支持证券注册发行全流程开通绿色通道，实行“申报即受理”，并设置预沟通前置办理机制；企业在注册有效期内可分期发行供应链票据资产支持证券，无须备案；对于承兑人优质、基础资产同质性强、分散性高的项目，将进一步简化发行流程。

第四，供应链票据资产支持证券可根据实际需求设置发行期限，也可根据发行期限与基础资产期限情况，采用循环购买结构、滚动发行结构，即可采用资产支持商业票据（ABCP）架构。ABCP 是交易商协会为支持中小微企业融资于 2020 年 6 月在 ABN 体系下推出的资产支持类融资直达创新产品。对 ABN 而言，各期产品项下的基础资产是相互独立的，且在每期产品发行前都需要新的资产注入；而相较于 ABN，ABCP 具有“可滚动续发”的特点，ABCP 单期到期时可灵活选择以新发行 ABCP 的融资款、基础资产回款或外部流动性支持作为偿付来源，从而实现滚动发行、循环融资。这不仅可提高发行的便利性，且后续滚动续作可大为缩短产品端期限，通过压缩“期限利差”降低发行利率水平，有效降低融资成本。因此，ABCP 被视为是“结构优化”的 ABN。

ABCP 推出以来，主要适用于“强资产、弱主体”的中小企业及部分供应链核心企业，高效盘活企业存量资产，满足企业流动性需求。供应链票据资产证券化若能落地“先行归集、循环购买、滚动发行”，则将系统性解决零、散、小票据难以规模化

发行的问题，有助于打通“应收账款票据化、票据证券化”的最后一公里。

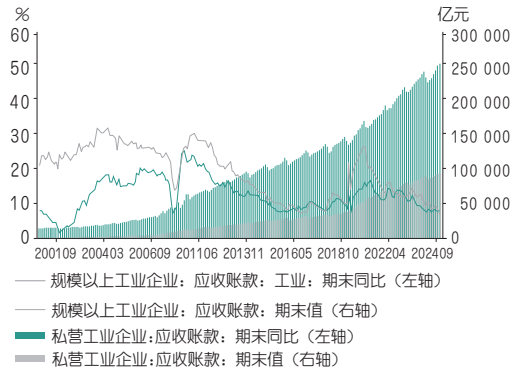
第五，供应链票据创新上线“有限追索”功能，高度适配资产证券化业务需求。票据背书的连带责任是一把双刃剑，该项制度在最大程度保障持票人合法权益的同时，也导致中间持票人在背书转让票据后可能不能在其资产负债表上终止确认该金融资产，从而影响其资产负债表的表现。在过往标准化票据的实践中，就存在这个“两难”：存托时，持票人以背书方式将基础资产权利完整转让，但是否可以出表，取决于持票人是否“已将金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬转移给转入方”。风险的转移要么基于持票人前手有更强信用主体，要么需要后手协定放弃对持票人的追索权，由于免追索需要基于个案情形逐个主体协商，这将直接影响发行效率。此次供应链票据资产证券化创新试点基础资产限定为“未贴现供应链票据”，同时针对性适配“有限追索”功能。票交所针对供应链票据新增“有限追索”功能，即出票人通过供票平台办理出票登记时，就可在票据上登记追索权范围；若基础资产标注“约定仅向承兑人及其保证人（如有）追索”，则在后续流转过程中，票交所系统直接通过数据报文将票据追索权范围发送业务对手方，中间背书人即可实现票据转让的“清洁”出表，不再承担票据流转中或有的被追索风险，进而提升其参与供应链票据资产证券化的动力。

从法理角度看，票据追索制度虽为票据法特有制度，但从其权利属性上应归为票据法的一项任意性规范，通过前后手多方协议进行权利处分的方式实现免追索效果具有其合理性。“有限追索”功能是对供应链票据的一次创新探索，实现对票据背书连续性下连带担保责任的切断，在企业会计核算与商业银行资本管理日趋严格的环境下，将为票据流通应用提供另一种可能性。

四、供应链票据资产证券化的意义

供应链票据资产证券化通过运用证券化的集合打包、结构化分层技术，联通票据市场与债券市场，发挥债券市场的专业投资和定价能力，有助于为供应链票据拓宽直接融资渠道，为中小微企业融资提供新的选择，促进供应链金融规范创新发展。

第一，供应链票据资产证券化对推进普惠金融高质量发展具有积极作用。近年来，针对国内应收账款总量持续攀升现象（以工业企业为例，图 2），特别是三角债、账款权属不明、核心企业利用自身强势地位拖欠账款导致中小微企业应收账款过快增长、现金流紧张等问题，党中央、国务院将保障中小企业支付、清理拖欠民营企业款项工作提到前所未有的高度。在此背景下，推进“应收账款票据化”，通过兼具支付和融资属性、权属明晰且更加标准化



数据来源：国家统计局。

图 2　我国工业企业应收账款

的票据工具在供应链中的传递，有效缓解中小微企业融资难、融资贵问题。人民银行《2023 年金融市场运行情况》数据显示，2023 年，签发票据的中小微企业 21.3 万家，占全部签票企业的 93.1%，签票发生额 20.7 万亿元，占全部签票发生额的 65.9%；贴现的中小微企业 32.0 万家，占全部贴现企业的 96.5%，贴现发生额 17.5 万亿元，占全部贴现发生额 73.6%。2023 年全市场中小微企业用票家数占比超 98%。

依托《票据法》，供应链票据具有账期固定、直接确权、到期无条件付款等制度优势和法律保障，并可通过票交所商业汇票信息披露机制快速确定票据核心信用主体及信用要素，天然具备可证券化特点；基于票据普惠性，证券化通过集合打包、结构化增信等特有技术，可有效解决中小微企业融资规模小、频度高、资信弱等难点，精准支持传统融资难以触达的供应链末端小微企业，是支持中小微企业融资的有益补充。前期标准化票据的尝试就是有力的证明。标准化票据的发行定价兼顾票据市场与债券市场定价逻辑。一方面，主体信用与产品期限是定价的核心因素，与票据市场的定价相符；另一方面，面对多个小微企业持票人的标准化票据，例如海通证券齐鲁交通 2020 年第一期标准化票据，即便最小单个持票人持票金额低至 20 万元，也因为票据前手的增信效果，使小微持票人享受到票据前手高资质信用主体的低成本融资利率，通过资产证券化方式打通债券和票据市场的普惠金融的意义可见一斑。

第二，证券化为供应链票据市场拓宽直融新渠道，有利于供应链票据生态“提质上规”。作为创新票据类型，供应链票据从面市之初即定位服务于供应链管理上下游采购支付结算场景，票交所对开展供应链票据签发、流转服务的供应链平台进行严格准入，并要求其承担客户识别、客户准入、签发背景真实性审查等一系列职责和义务。可以说，供应链票据是一项立足于服务产业链、供应链实体经济细分市场、具有较高标准化程度的支付结算工具。

2020 年以来，供应链票据市场逐步壮大，多项交易数据快速增长，截至 2024 年年末，供应链票据业务总量已超过 8 000 亿元。票据“支付”功能是创造可供“融资”的资产、进而做大市场的基础。随着支付结算功能的不断贴近市场，企业可以将持有的供应链票据分拆或组合成任意金额进行支付，操作的边际成本将趋近于零，未来的供应链票据将不再只是原有的“有价单证”，而更趋近“数字货币”，成为具有明确的线性流转记录的电子支付工具，这意味着供应链票据将完全具备支付场景碎片化的条件，企业间小额票据支付应用将更为广泛。在实现产业链应收账款票据化的同时，通过拓宽后端多元化融资渠道，特别是走向证券化，让更多的资金进入实体经济，又是提高链上企业票据支付结算体验的重要一步。做大结算、做强融资，相互促进，供应链票据市场将进入内生的良性循环（图 3）。

五、相关建议与展望

为了充分发挥供应链票据资产证券化在普惠金融方面的积极作用，还需在实践落地中不断优化理顺相关运行机制。此外，围绕“五篇大文章”，不断升级创新的供应链票据在绿色金融、数字金融领域也将有“新角色”“新应用”，助力经济高质量发展。

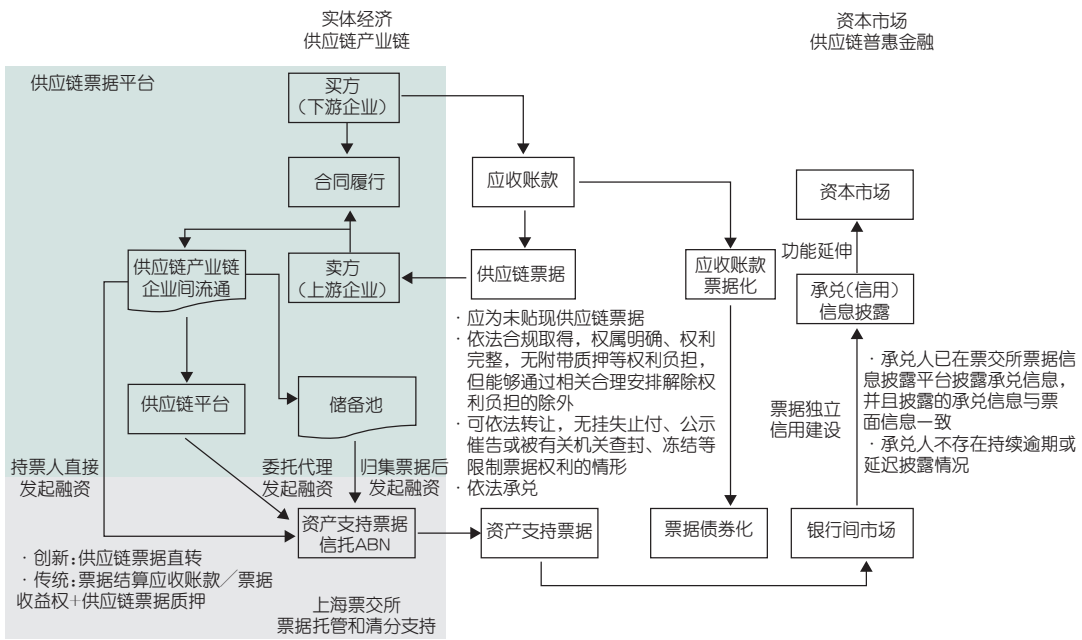


图 3 ″应收账款票据化，票据证券化″ 示意

第一，进一步促进供应链票据资产证券化的落地应用。在政策创新的加持下，供应链票据资产证券化在实践中仍需要解决融资人融资效率需求与资本市场金融产品创设发行效率之间的矛盾。为充分匹配票据持有人融资需求，可考虑研究采取合理交易结构的蓄池模式以提高资产组织效率，进一步增强供应链票据融资便利性和普惠性。此外，尽管银行间证券化产品投资人对金融产品的逻辑有充分认识，但由于票据资产在票据行为、资产流转交割等方面存在一定的“特性”，投资人对基础资产的运作仍需要一个熟悉的过程。简言之，资产端票据的规模化和高效归集，资金端产品的常态化和可持续发行对发起机构、供应链平台的要求很高；票据资产的流转与交割、到期兑付票据账户与资金账户的配置等特殊性，也需要投资人在其内部疏通从业务侧到内控审批侧的流程。

第二，基于供应链票据的绿色票据体系建设、绿色供应链金融发展空间较大。我国于 2016 年出台绿色金融顶层设计文件，目前已经初步形成多元化的绿色金融产品体系，其中绿色信贷和绿色债券发展较为领先。但也要注意到其中存在的一些结构性问题，例如绿色信贷以项目融资为主，银行在信贷资源投放上更多选择聚焦于单一的绿色项目或者绿色产业的融资需求，在个体的选择上也更倾向于产业链中更优质、具有一定规模的核心企业，而产业链中的中小微企业无法通过传统的授信模式获得资金支持，绿色信贷更多呈现为点状投放，忽视了广大中小微企业绿色转型的潜在需求，以及对经济社会产生的绿色效益。相较而言，绿色票据可提高绿色金融工具服务实体企业的“直达性”，对于支持经济绿色低碳转型具有重要意义。但我国绿色票据发展实践还存在一定的瓶

颈，包括绿色票据信息披露不足导致缺乏有效的“漂绿”风险防控机制、绿色票据激励政策与产品体系不完善等。

未来，对接证券化渠道的供应链票据是绿色票据“提质扩面”发展的重要抓手。供应链票据直接嵌入前端交易场景，自带交易信息，且票据流转全生命周期均依托票交所供应链票据系统，票据流、信息流清晰可查，且还可鼓励符合相关条件的供应链平台与外部综合性绿色金融数据服务平台、交易商协会企业资产证券化业务基础资产逐笔披露系统直连互通，共同解决信息不对称问题。交易商协会对于已认定的绿色供应链票据 ABN、ABCP，可将其作为单列品种开展交易，在政策要求和社会 ESG 理念的共同引导下活跃绿色 ABN、ABCP 的二级市场交易，通过进一步吸引低成本资金来反哺一级市场，降低绿色票据成本，提升绿色票据发展的内在动力。

第三，引导供应链票据在中央国企司库建设中发挥积极作用，赋能企业级数字产融生态搭建。供应链票据已开创性地引入企业自建平台类系统接入供应链票据平台，标志着票据市场基础设施对实体经济的“直达式”服务又向前迈进一大步。2022 年，国务院国资委先后发布《关于推动央企加快司库体系建设 进一步加强资金管理的意见》《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》，提出“加强票据使用高效管理”“将票据管理等重点业务纳入司库体系”。大型集团企业通过票据集中和统筹管理后，大量票据业务数据会随之整合集中、沉淀，票据业务信息多维度智能查询、报表展示只是初级阶段，如何深入挖掘数据价值，变“业务数据”为“数字资产”，支撑企业战略决策是新的提升方向。

对内而言，通过中台服务整合实现信息集中，将票据流、资金流、实物流相结合，对资金头寸、票据头寸、融资成本等进行多维度、全方位的分析研判，优化票据资源管理和企业融资方案，为企业重大经营、投资活动提供金融支持。供应链票据有望成为企业票据司库跨行统筹管理的技术标准。目前，由于企业票据司库尚缺乏统一的技术规范或接口标准，在建设过程中，企业需求不同，合作银行及系统供应商产品各异，导致各方现有的系统端口不一、兼容性欠佳，直接影响集团司库向下的票据“穿透”管理能力。若集团所有成员全部通过指定的供应链票据平台签票、收票，由于供应链平台直接接入票交所，兼容各商业银行、财务公司，因此供应链票据就变成统一的入口，供应链票据平台就变成“跨行池”，从而可有效提升票据司库管理效能。

对外而言，针对集团企业庞大的业务和复杂的供应链体系，票据及司库要着力提升整个供应链的资源配置效率。大型集团企业通过自建供票平台，在提升票据司库管理效能的同时，又为下一步供应链生态建设提前夯实基础。例如，有别于一般电子票据信息查询只能“向前看”，供应链票据平台可以查询票据的整个流转过程，票据背书转出后也仍能看到供应链票据后续流转路径及当前持票人，这样的全量信息对于集团企业票据资金头寸安排、后续证券化票据资产归集甚至商业纠纷诉讼管理都会产生明显的支撑作用。因此，供应链票据功能优势与企业司库建设目标相辅相成，有望为数字产融生态释放新的动能。

中央金融工作会议指出，要坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。此次供应链票据资产证券化创新，是交易商协会与票交所协同联动，完善专项产品、制度与服务体系，多措并举盘活存量资产，提升供应链票据服务实体经济能力，扎实做好“五篇大文章”的又一重要举措。随着供应链票据、供应链票据资产证券化的不断创新与完善，票据在构建新发展格局、促进国民经济流转畅通过程中将大有可为。N

学术编辑：张毓

参考文献

[1] 中国银行间市场交易商协会.关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知[EB/OL].(2024-11-29).https://www.nafmii.org.cn/ggtz/tz/202411/P020241129646809232667.pdf.

[2] 上海票据交易所.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[EB/OL].(2024-11-29).http://www.shcpe.com.cn/content/shcpe/news/announce.html?articleType=news-announce&articleId=WZ20241129186241728862849843 2.

Opportunities in the Securitization of Supply Chain Bills

Hu Xiao[1] Yan Dong[2] Zhang Le[3]

(1.Industrial Bank; 2.China Minsheng Bank; 3.King & Wood Mallesons)

Abstract The National Association of Financial Market Institutional Investors and the Shanghai Commercial Paper Exchange have jointly launched a pilot program for the securitization of supply chain bills to support micro, small, and medium-sized enterprises (MSMEs) in activating their bill assets. This program seeks to enhance the convenience of using supply chain bills in financing and promote the innovative development of the asset-backed securities market. Although bill asset securitization has been employed in the domestic market for many years, traditional bill securitization suffers from lengthy procedures and legal complexities. This pilot program for the securitization of supply chain bills closely aligns with market demand and targets the following critical areas: product models, underlying assets, transaction structures, institutional responsibilities, information disclosure, and supporting measures. It offers significant advantages in terms of efficiency and helps bridge gaps in converting receivables into bills and bills into securitized assets. This effort is a solid contribution to inclusive finance and efforts to promote the development of the real economy. As the functions of supply chain bills in payment and financing continue to expand, innovation will become a new driver of development of the bill market, contributing positively to green and digital finance.

Keywords Supply Chain Bills, Asset-backed Securitization, Five In-Depth Subjects on Finance

JEL Classification D20 E44 G18