

# 2017 年资产支持证券利差分析报告

——各等级利率整体上行、信用评级利差区分度较好

2018 年 2 月 28 日



---

**联合资信评估有限公司**

电话：010-85679696

网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

---

**联合信用评级有限公司**

电话：010-85172818

网址：[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

邮箱：[lh@unitedratings.com.cn](mailto:lh@unitedratings.com.cn)

---

## 2017 年资产支持证券利差分析报告

——各等级利率整体上行、信用评级利差区分度较好

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 邓博文

2017 年，在监管趋严背景下，我国信用债发行量大幅萎缩，但资产支持证券发行较快增长，全年发行支数 2259 支，同比增长 4.15%，发行规模 14108.56 亿元，同比增长 73.63%。从发行规模的评级分布看，受质押新规、债市环境等诸多因素影响，资产支持证券的信用等级有进一步向 AAA 级和无评级层集中的趋势。在强监管、去杠杆、去通道的大背景下，资产支持证券的发行利率全年呈趋势性上行，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的全年平均发行利率分别为 5.42%、5.90% 和 6.09%。AAA、AA+、AA、AA-、A+ 级资产支持证券 2017 年 12 月月均到期收益率同比分别上升 118、119、121、122、116 个基点。利差分析方面，各主要券种利差较 2016 年均有所上升，利差波动水平有所下降，信用评级对资产支持证券的发行利差整体上体现出较好的区分性。

### 一、信用等级分布情况<sup>1</sup>

2017 年度，我国资产支持证券共发行 2259 支，同比增长 4.15%；发行规模 14108.56 亿元，同比增长 73.63%。发行规模增幅远高于发行支数，平均发行规模为 6.25 亿元，同比增长 66.71%。

从发行支数来看，2017 年度资产支持证券的支数分布主要集中在 AAA 级~AA 级以及无级别层，占比 97.69%，较上年略有上升。其中 AAA 级资产支持证券的发行支数占比（44.93%）较上年略有下降，但占比仍然居首；无评级资产支持证券的发行支数占比（26.65%）有明显提升，超越 AA+ 级资产支持证券的发行支数占比（16.11%），位居第二。其他级别的资产支持证券支数占比仍然较少。

从发行规模来看，2017 年度资产支持证券的规模分布仍然主要集中在 AAA 级和无级别层，在发行总规模中的占比为 89.51%，较上年上升 4.11 个百分点。其中 AAA 级资产支持证券的发行规模占比（77.88%）进一步提升，发行规模优势明显；无评级资产支持证券的发行规模占比（11.63%）略有增加，占比维持第

<sup>1</sup> 本报告统计范围为在银行间市场发行的资产支持证券和资产支持票据，以及交易所市场发行的资产支持证券，按发行人付费评级机构的信用评级进行统计，如有两家以上发行人付费评级机构的信用评级，以较低信用评级为准。

二。其他级别的资产支持证券规模占比仍然较少。

整体来看，资产支持证券信用等级相对于公司债、中期票据、企业债券等传统信用债信用等级的分布更广，但仍然主要集中于 AAA 级和无评级层。

表 1 2017 年发行资产支持证券信用等级分布表(按支数)

单位：支、%

信用等级	2017 年支数	2016 年支数	同比增长	2017 年支数占比	2016 年支数占比	支数占比变化
AAA	1015	996	1.91	44.93	45.92	-0.99
AA+	364	468	-22.22	16.11	21.58	-5.47
AA	226	179	26.26	10.00	8.25	1.75
AA-	31	50	-38.00	1.37	2.31	-0.94
A+	4	12	-66.67	0.18	0.55	-0.37
A	10	2	400.00	0.44	0.09	0.35
A-	2	1	100.00	0.09	0.05	0.04
BBB-	5	1	400.00	0.22	0.05	0.17
无评级	602	460	30.87	26.65	21.21	5.44
<b>合计</b>	<b>2259</b>	<b>2169</b>	<b>4.15</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>/</b>

资料来源：WIND 资讯，联合评级、联合资信整理

表 2 2017 年发行资产支持证券信用等级分布表（按金额）

单位：亿元、%

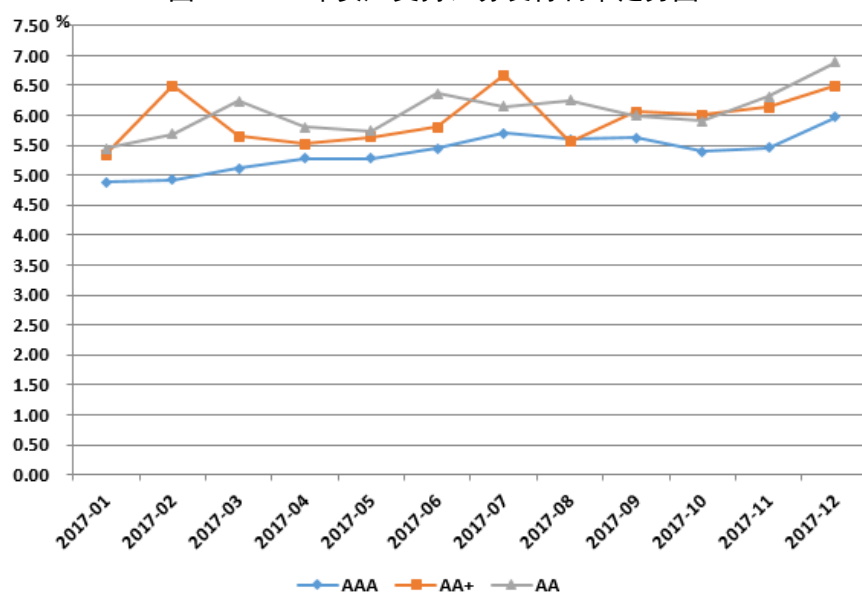
信用评级	2017 年金额	2016 年金额	同比增长	2017 年金额占比	2016 年金额占比	金额占比变化
AAA	10988.44	6056.98	81.42	77.88	74.54	3.34
AA+	906.57	687.40	31.88	6.43	8.46	-2.03
AA	494.64	367.21	34.70	3.51	4.52	-1.01
AA-	45.01	95.06	-52.65	0.32	1.17	-0.85
A+	7.68	24.73	-68.94	0.05	0.30	-0.25
A	9.64	9.64	0.00	0.07	0.12	-0.05
A-	10.54	2.21	376.92	0.07	0.03	0.04
BBB-	4.97	0.13	3876.00	0.04	0.00	0.04
无评级	1641.07	882.23	86.01	11.63	10.86	0.77
<b>合计</b>	<b>14108.56</b>	<b>8125.59</b>	<b>73.63</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>/</b>

资料来源：WIND 资讯，联合评级、联合资信整理

## 二、利率分析<sup>2</sup>

2017 年，在强监管、去杠杆、去通道的大背景下，债市利率整体呈震荡上行走势。从资产支持证券发行利率看（具体见图 1），全年呈趋势性上行，最后两个月加速上行，反映了年末两个月债市流动性较为紧张的情况。从全年看，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.42%、5.90% 和 6.09%，较上年分别上升 115、52、16 个基点。由于各月样本特征具有较大差异，例如基础资产类型、发行人主体信用或增信措施等不同，导致各月发行利率出现一定的波动，特别是 AA+ 级发行利率波动较大，使得 AA+ 级和 AA 级的发行利率部分月份出现交叉，信用等级的区分度下降。从二级市场交易的情况看，自 2016 年 11 月以来，各等级资产支持证券的到期收益率呈趋势性上升，AAA、AA+、AA、AA-、A+ 级资产支持证券 2017 年 12 月月均到期收益率同比分别上升 118、119、121、122、116 个基点，调整幅度较大。

图 1 2017 年资产支持证券发行利率走势图



资料来源：WIND 资讯，联合评级、联合资信整理

表 3 2017 年资产支持证券发行利率统计表

信用等级	样本数量 (个)	发行利率区间 (%)	发行利率均值 (%)	级差 (BP)	发行利率标准差 (BP)	发行利率变异系数 (倍)
AAA	996	2.90 ~ 8.50	5.42	—	70	0.13

<sup>2</sup> 由于样本量太小，在统计发行利率时没有考虑期限的影响，同时剔除了缺少发行利率的样本。

AA+	354	4.30~10.00	5.90	48	79	0.13
AA	217	4.50~8.50	6.09	19	76	0.12

资料来源：WIND 资讯，联合评级、联合资信整理

### 三、利差分析<sup>3</sup>

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后，我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率，得到每支资产支持证券的发行利差。具体来看，2017 年，AAA、AA+、AA、AA-级资产支持证券的发行利差均值分别为 204BP、246BP、267BP 和 289BP，AAA 和 AA+之间的级差为 42 个基点，AA+和 AA 之间的级差为 21 个基点、AA 和 AA-之间的级差为 22 个基点。

2017 年度，新发资产支持证券的信用等级对其发行利差呈现出明显的区分度，资产支持证券信用等级越低，平均发行利差越高；AAA 级与 AA+级的级差较大，表明投资者对 AA+级及以下级别资产支持证券的风险溢价要求较高；各信用等级发行利差的变异系数差别不大，说明市场对于资产支持证券各信用等级的认可度较为一致。2017 年各等级资产支持证券发行利差分布见表 4。

表 4 2017 年资产支持证券发行利差统计表

信用等级	样本数量 (个)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 (BP)	利差变异系数 (倍)
AAA	993	-90~458	204	—	0.33
AA+	353	48~718	246	42	0.31
AA	215	136~503	267	21	0.27
AA-	31	44~550	289	22	0.40

资料来源：WIND 资讯，联合评级、联合资信整理

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对 AAA、AA+、AA、AA-两两之间的利差分布进行显著性检验。检验结果见表 5，在 95%的置信水平下，AAA 和 AA+、AA、AA-之间均通过检验，具有显著性差异，AA+和 AA 之间通过了检验，具有显著性差异，但 AA+和 AA-、AA 和 AA-之间未通过检验，不具有显著性差异，有可能受到 AA-样本量不足和第四季度利率大幅攀升的影响。

<sup>3</sup> 银行间市场发行的资产支持证券用票面利率减去同日同期限的中债国债到期收益率，交易所市场发行的资产支持证券用票面利率减去同日同期限的中证国债到期收益率，已剔除浮动利率。发行利差采用发行票面利率和同日同期限国债到期收益率相减获得，已经去除了期限因素的影响，但不排除由于样本差异会造成不同期限利差不同的情况。

表 5 2017 年资产支持证券债项等级对利差影响的显著性检验

信用等级	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	——	0.0000	0.0000	0.0000
AA+	0.0000	——	0.0198	0.1393
AA	0.0000	0.0198	——	0.2911
AA-	0.0000	0.1393	0.2911	——

资料来源：WIND 资讯，联合评级、联合资信整理

#### 四、展望

十九大、全国金融工作会议、中央经济工作会议，均将金融服务实体经济、防控金融风险、守住不发生系统性金融风险的底线划为重点，我国债券市场将贯彻中央防控金融风险的政策基调，对资产支持证券市场将带来重大影响，我们对 2018 年的展望如下：

**1、发行规模稳中有升。**在《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》推出后，非标资产存被动收缩压力，资产支持证券可能成为非标转标途径，带来发行量的增长。同时，《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》下发，现金贷被清理整顿，将使消费金融资产证券化大幅萎缩，导致发行量的下降。此外，一些新的基础资产，如住房租赁资产、社区物业、PPP 项目等不断出现，将为市场带来新的增长点。因此，综合来看，预计 2018 年发行规模稳中有升，增速有所放缓。

**2、发行利率高位运行。**一方面，国内货币政策保持中性偏紧，防风险、去杠杆、去通道为大势所趋，货币增速放缓，金融信用将有所收缩，市场资金面难以宽松；另一方面，美国处于加息周期，欧盟货币政策开始转向，英国和加拿大相继加息，国际无风险利率中枢进一步抬升，为保持人民币汇率稳定和国际收支平衡，国内货币政策难以宽松。因此，预计 2018 年资产支持证券的发行利率仍将高位运行，在监管当局相机调控的情况下，有可能出现阶段性的波动。

**3、流动性有望改善。**随着资产支持证券存量规模的扩大，投资者认可程度进一步提高，更多类型投资者参与资产支持证券的投资和交易，资产支持证券的流动性预计将有所改善，流动性风险溢价也将有所降低。