

# 2019 年上半年资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差明显下降, 信用评级对利差区分显著

2019 年 7 月 23 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)

---

## 2019 年上半年资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差明显下降,信用评级对利差区分显著

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 邓博文 罗润方

2019 年上半年,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 1712 只,同比增长 83.69%,发行单数 589 单,同比增长 90.61%,发行金额 9394.71 亿元,同比增长 34.49%<sup>1</sup>;与 2018 年下半年相比,发行只数环比略降 3.06%,发行单数环比略降 4.54%,发行金额环比下降 28.00%。2019 年上半年,AAA、AA<sup>+</sup>、AA<sup>2</sup>级资产支持证券的平均发行利率分别为 4.85%、5.83%和 6.28%,同比 2018 年上半年分别下降 100BP、76BP 和 78BP,环比 2018 年下半年分别下降 46BP、37BP 和 29BP;发行利差均值分别为 210BP、304BP 和 354BP,与 2018 年上半年相比,分别下降 41BP、20BP 和 13BP,环比 2018 年下半年,分别下降 25BP、15BP 和 7BP。各信用等级发行利差均值之间的级差环比和同比均有所扩大,反映债市违约常态化背景下,投资者风险偏好持续下降。各信用等级的利率和利差均具有显著差异,信用评级对资产支持证券的发行利率和利差具有良好的区分性。

### 一、信用等级分布情况<sup>3</sup>

2019 年上半年,由于资产支持证券的市场认可度提高,加之债券市场流动性整体宽松,我国资产支持证券的发行继续保持了较高的增速,银行间和交易

<sup>1</sup> 只数按分层结果统计,每单资产支持证券包含多只分层证券,例如,某单资产支持证券包含优先级 A、优先级 B 和次级,则单数为一单,只数统计为三只。

<sup>2</sup> 银行间市场结构化产品的信用评级带有“sf”符号,部分交易所市场结构化产品的信用评级目前没有“sf”,为简化标识,本文所有评级符号均不加下标“sf”符号。

<sup>3</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,数据下载日期为 2019 年 7 月 8 日,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。

所债券市场共发行资产支持证券 1712 只，同比增长 83.69%，发行单数 589 单，同比增长 90.61%，发行金额 9394.71 亿元，同比增长 34.49%，单只平均发行规模为 5.49 亿元，同比下降 26.79%。与 2018 年下半年相比，发行只数环比略降 3.06%，发行单数环比略降 4.54%，发行金额环比下降 28.00%，单只平均发行规模环比下降 25.71%。

从发行只数看，2019 年上半年所发资产支持证券的信用等级分布主要集中在 AAA 级~AA 级和无评级层，与 2018 年同期相比，AAA 级~AA 级的占比均有所下降，无评级层占比大幅提升。AAA、AA<sup>+</sup>和 AA 级占比分别下降 3.24、2.19 和 1.64 个百分点，无评级层占比提高 7.25 个百分点。

从发行金额看，2019 年上半年资产支持证券的规模分布主要集中于 AAA 级、AA<sup>+</sup>级和无评级层，与 2018 年同期相比，AAA 级占比下降 4.93 个百分点，AA<sup>+</sup>级占比提高 0.65 个百分点，无评级层占比显著提高，为 4.26 个百分点。

总体看，投资者仍然偏好高等级的资产支持证券，AA 级（含）以上的只数占比超过 60%，金额占比超过 85%，同时无评级的资产支持证券的发行增长较快，只数占比超过三分之一，金额占比接近 15%。

表 1 2019 年上半年发行资产支持证券信用等级分布表(按只数) 单位：只、%

| 信用等级             | 2019 上半年<br>只数 | 2018 上半<br>年只数 | 同比<br>增长 | 2019 上半年<br>只数占比 | 2018 上半年<br>只数占比 | 只数占比<br>变化 |
|------------------|----------------|----------------|----------|------------------|------------------|------------|
| AAA              | 806            | 469            | 71.86    | 47.08            | 50.32            | -3.24      |
| AA <sup>+</sup>  | 216            | 138            | 56.52    | 12.62            | 14.81            | -2.19      |
| AA               | 38             | 36             | 5.56     | 2.22             | 3.86             | -1.64      |
| AA <sup>-</sup>  | 2              | 4              | -50.00   | 0.12             | 0.43             | -0.31      |
| A <sup>+</sup>   | 4              | 1              | 300.00   | 0.23             | 0.11             | 0.12       |
| A                | 1              | 1              | 0.00     | 0.06             | 0.11             | -0.05      |
| A <sup>-</sup>   | 3              | 0              | /        | 0.18             | 0.00             | 0.18       |
| BBB <sup>+</sup> | 4              | 1              | 300.00   | 0.23             | 0.11             | 0.12       |
| BBB <sup>-</sup> | 5              | 5              | 0.00     | 0.29             | 0.54             | -0.25      |
| 无评级              | 633            | 277            | 128.52   | 36.97            | 29.72            | 7.25       |
| 合计               | 1712           | 932            | 83.69    | 100.00           | 100.00           | 0.00       |

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理



表 2 2019 年上半年发行资产支持证券信用等级分布表（按金额） 单位：亿元、%

| 信用等级             | 2019 上半年<br>金额 | 2018 上半<br>年金额 | 同比<br>增长    | 2019 上半年<br>金额占比 | 2018 上半年<br>金额占比 | 金额占比<br>变化 |
|------------------|----------------|----------------|-------------|------------------|------------------|------------|
| AAA              | 7487.70        | 5911.92        | 26.65       | 79.70            | 84.63            | -4.93      |
| AA <sup>+</sup>  | 488.35         | 317.56         | 53.78       | 5.20             | 4.55             | 0.65       |
| AA               | 49.91          | 42.58          | 17.21       | 0.53             | 0.61             | -0.08      |
| AA <sup>-</sup>  | 2.36           | 8.12           | -70.94      | 0.03             | 0.12             | -0.09      |
| A <sup>+</sup>   | 7.62           | 0.15           | 4980.0<br>0 | 0.08             | 0.00             | 0.08       |
| A                | 6.00           | 0.32           | 1775.0<br>0 | 0.06             | 0.00             | 0.06       |
| A <sup>-</sup>   | 2.37           | 0.00           | /           | 0.03             | 0.00             | 0.03       |
| BBB <sup>+</sup> | 3.75           | 2.01           | 86.57       | 0.04             | 0.03             | 0.01       |
| BBB <sup>-</sup> | 1.98           | 1.17           | 69.23       | 0.02             | 0.02             | 0.00       |
| 无评级              | 1344.68        | 701.71         | 91.63       | 14.31            | 10.05            | 4.26       |
| 合计               | 9394.71        | 6985.54        | 34.49       | 100.00           | 100.00           | 0.00       |

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

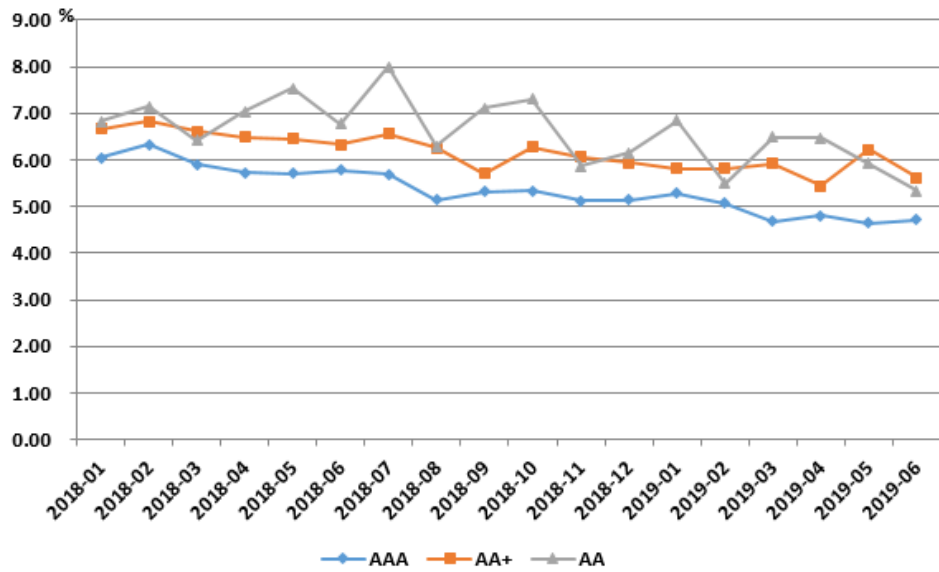
## 二、利率分析<sup>4</sup>

2019 年上半年，随着债市流动性的逐步宽松，资产支持证券的发行利率总体呈下行趋势：AAA 级资产支持证券的发行利率整体下行；AA<sup>+</sup>级资产支持证券的发行利率在 5 月出现反弹，但整体下行；AA 级资产支持证券的发行利率在 3 月和 4 月反弹，但快速下行。AAA、AA<sup>+</sup>、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 4.85%、5.83%和 6.28%，同比 2018 年上半年分别下降 100BP、76BP 和 78BP，环比 2018 年下半年分别下降 46BP、37BP 和 29BP。与上年同期相比，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级之间的级差扩大 24BP，AA<sup>+</sup>级和 AA 级之间的级差缩小 2BP；与 2018 年下半年相比，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级之间的级差扩大 9BP，AA<sup>+</sup>级和 AA 级之间的级差扩大 8BP，说明投资者仍然更偏好高等级的资产支持证券。总体看，资产支持证券信用等级越低，其发行利率越高，说明信用评级对发行利率具有较为显著的区别性。

<sup>4</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。

从银行间市场和交易所市场所发行资产支持证券对比来看，银行间市场资产支持证券各等级发行利率均值均低于交易所市场，AAA、AA<sup>+</sup>和 AA 级发行利率均值两者分别相差 90BP、142BP 和 39BP，反映了两者在发起机构类型、基础资产类型、原始权益人信用、投资人结构等方面的差异。

图 1 2019 年上半年资产支持证券发行利率走势图



资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 3 2019 年上半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) | 发行利率变异系数 (倍) |
|-----------------|----------|------------|------------|---------|--------------|
| AAA             | 795      | 2.97~9.20  | 4.85       | —       | 0.25         |
| AA <sup>+</sup> | 210      | 3.20~12.00 | 5.83       | 98      | 0.26         |
| AA              | 36       | 4.00~9.00  | 6.28       | 45      | 0.21         |

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 4 2019 年上半年银行间市场和交易所市场资产支持证券发行利率对比表

| 信用等级            | 银行间市场发行利率均值 (%) | 交易所市场发行利率均值 (%) | 交易所市场—银行间市场 (BP) |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| AAA             | 4.19            | 5.09            | 90               |
| AA <sup>+</sup> | 4.79            | 6.21            | 142              |
| AA              | 5.98            | 6.37            | 39               |

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理



### 三、利差分析

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<sup>5</sup>，得到每只资产支持证券的发行利差。

2019 年上半年，新发资产支持证券的信用等级对其发行利差具有良好的区分度，信用等级越低，平均发行利差越高。AAA、AA<sup>+</sup>、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 210BP、304BP 和 354BP，与 2018 年上半年相比，分别下降 41BP、20BP 和 13BP，环比 2018 年下半年，分别下降 25BP、15BP 和 7BP。由于违约趋于常态化，投资者风险偏好下降，AAA 级（不含）以下债券需要更高的风险溢价才能吸引投资者，各信用等级之间的级差进一步扩大。与 2018 年上半年相比，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级之间的级差扩大 21BP，AA<sup>+</sup>级和 AA 级之间的级差扩大 7BP；与 2018 年下半年相比，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级之间的级差扩大 10BP，AA<sup>+</sup>级和 AA 级之间的级差扩大 8BP，各等级资产支持证券发行利差分布见表 5。

从银行间市场和交易所市场对比来看，前者各信用等级发行利差均值均低于后者，AAA 级、AA<sup>+</sup>级和 AA 级两者分别相差 95BP、128BP 和 31BP，与在发行利率方面所反映的差别相似。

表 5 2019 年上半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             | 795      | 30 ~ 595    | 210         | —       | 0.57       |
| AA <sup>+</sup> | 210      | 68 ~ 955    | 304         | 94      | 0.48       |
| AA              | 36       | 148 ~ 639   | 354         | 50      | 0.35       |

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 6 2019 年上半年银行间市场和交易所市场资产支持证券发行利差对比表

| 信用等级 | 银行间市场发行利差均值 (BP) | 交易所市场发行利差均值 (BP) | 交易所市场—银行间市场 (BP) |
|------|------------------|------------------|------------------|
| AAA  | 141              | 236              | 95               |

<sup>5</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，剔除浮动利率样本。



|                 |     |     |     |
|-----------------|-----|-----|-----|
| AA <sup>+</sup> | 210 | 338 | 128 |
| AA              | 330 | 361 | 31  |

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 级、AA<sup>+</sup>级和 AA 级两两之间的利差分布进行显著性检验。检验结果见表 7，在 95% 的置信水平下，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级、AAA 级和 AA 级、AA<sup>+</sup>级和 AA 级之间均通过检验，具有显著性差异，说明信用等级对发行利差具有显著区分性。

表 7 2019 年上半年资产支持证券信用等级对利差影响的显著性检验

| 信用等级            | AAA    | AA <sup>+</sup> | AA     |
|-----------------|--------|-----------------|--------|
| AAA             | —      | 0.0000          | 0.0000 |
| AA <sup>+</sup> | 0.0000 | —               | 0.0174 |
| AA              | 0.0000 | 0.0174          | —      |

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理