

信贷资产支持证券利差分析

联合资信评估有限公司 刘静

自 2005 年国内银行间债券市场首次发行资产支持证券以来，截止到 2008 年 11 月底，资产支持证券总共发行了 16 单，涉及 54 只分档债券，发行总规模达到 619.83 亿元，发行主体涉及国开行、建设银行、东方资产、信达资产、浦发银行、工商银行、兴业银行、通用汽车金融、中信银行、招商银行、浙商银行等十一家金融机构。资产支持证券涉及的基础资产主要包括信贷资产、住房抵押贷款、汽车消费贷款、不良资产四种类型。

由于以住房抵押贷款、汽车消费贷款、不良资产为基础资产的资产支持证券发行数量很少，并且特点不同于信贷资产支持证券，因此本文只采用信贷资产支持证券进行利差分析。

截止到 2008 年 11 月底，信贷资产支持证券共发行 37 只（详见附表），其中 AAA 级证券 16 只，A 级证券 9 只，A+级和 BBB 级证券各 1 只，次级证券 10 只。

计算利差时采用两个基准，一是以一年期定期存款为基准计算的利差记为利差 I，样本量是 27；二是以一年期 Shibor 为基准计算的利差记为利差 II，国开行于 2005 年和 2006 年发行信贷资产支持证券时，当时尚未建立 Shibor 利率，因此需剔除 4 个样本，计算利差 II 的样本量是 23。利差的统计结果如下：

表 1

信贷资产支持证券		单位：Bp		
		样本量	均值	方差
AAA (固息)	利差 I	8	58	46
	利差 II	7	14	37
AAA (浮息)	利差 I	8	92	24
	利差 II	7	47	14
A+	利差 I	1	150	0
	利差 II	1	130	0
A	利差 I	9	176	61
	利差 II	7	147	19
BBB	利差 I	1	540	0
	利差 II	1	520	0

从表 1 可以看出：

1. 利差与随信用等级呈反向关系，信用等级越高，利差越小。
2. AAA 级浮动利率的证券发行利差波动最小，相对其他等级证券来说，定价比较成熟。
3. 利差 II 的波动明显小于利差 I，这说明以 Shibor 利率作为定价基准更符合市场情况。

AAA 级信贷资产支持证券

AAA 级信贷资产支持证券的平均发行利率 461BP，标准差 69Bp，平均利差 I 是 75Bp，标准差是 40Bp，平均利差 II 是 31Bp，标准差是 32Bp。

1. 固定利率的 AAA 级证券

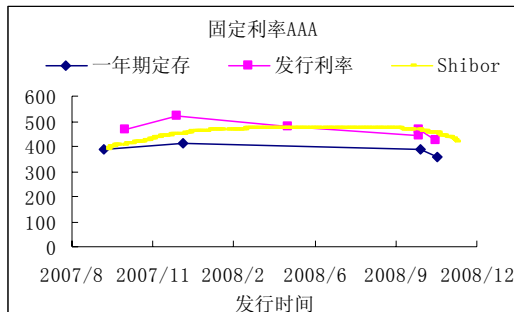
执行固定利率的 AAA 级证券大部分都有明确的摊还计划，加权期限介于 0.70~2.38 年，

发行利率介于 229Bp~520Bp，平均发行利率 435Bp，标准差 88Bp。

利差 I 介于-23Bp~133Bp，均值是 58Bp，标准差是 46Bp。

利差 II 介于-27Bp~71Bp，均值是 14Bp，标准差是 37Bp。

图 1 发行利率与基准利率的关系



从图 1 可以看出，固定利率的 AAA 级证券发行利率的变化基本与 Shibor 利率、一年期定期存款利率的变化保持一致，但是变化幅度比较大。

图 2 表示利差与期限的关系，可以看出，固定利率的 AAA 级证券的利差 II 和期限有比较明显的关系，期限越长，利差 II 越大。无论是利差 I 还是利差 II 在 0.5 至 0.8 年之间明显不符合这一规律，在 1 年至 2 年间，利差和期限有正向关系。

图 2 利差和期限的关系

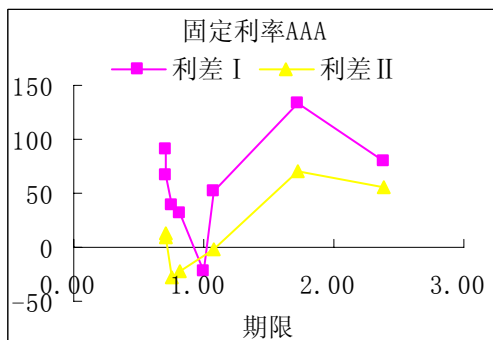


图 3 表示固定利率的 AAA 级证券利差和信用支持水平的关系，信用支持水平越高，发行利差越大，这可能反映了投资者对基础资产质量的判断，信用支持水平越高，投资者越对基础资产的质量越持谨慎态度，从而对信用风险的补偿要求越高，导致利差变大。

图 3

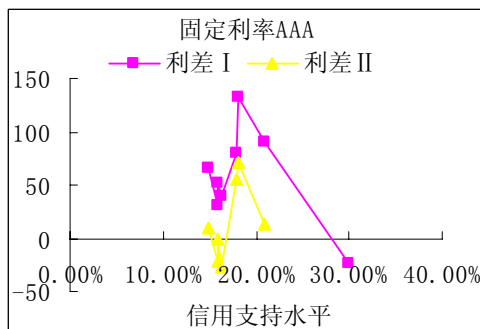
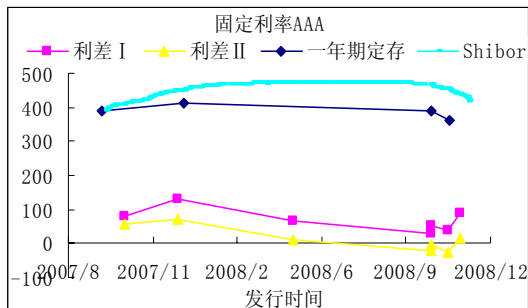


图 4 表示固定利率的 AAA 级证券的利差随发行时间变化的情况，从 2007 年至 2008 年 9 月之前，利差随时间变化有逐步缩小的趋势，然而 10 月份以后，利差有增加的趋势，这与一年期定期存款利率和 Shibor 利率的变化相反，后二者在 2008 年 9 月之前呈上升趋势，之后呈现下降趋势。

图 4



2. 浮动利率的 AAA 级证券

执行浮动利率的 AAA 级证券全部是过手证券，期限介于 0.97~3.17 年，发行利率介于 460Bp~527Bp，平均发行利率 486Bp，标准差 33Bp，与执行固定利率的 AAA 级证券相比，发行利率高，波动幅度小。

利差 I 介于 65Bp~140Bp，平均利差 92Bp，标准差 24Bp。

利差 II 介于 31Bp~74Bp，平均利差 47Bp，标准差 14Bp。

图 5 表示浮动利率的 AAA 级证券的利差与期限的关系，可以看出，相关关系并不明显。

图 5

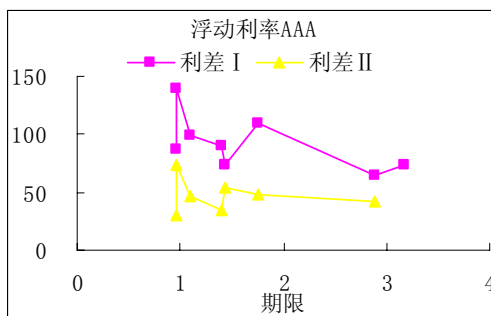


图 6 表示浮动利率的 AAA 级证券的利差随信用支持水平变化的情况，无明显相关关系。

图 6

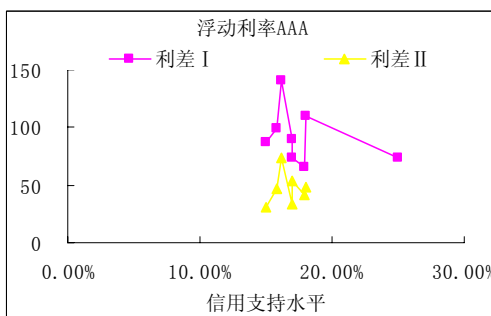
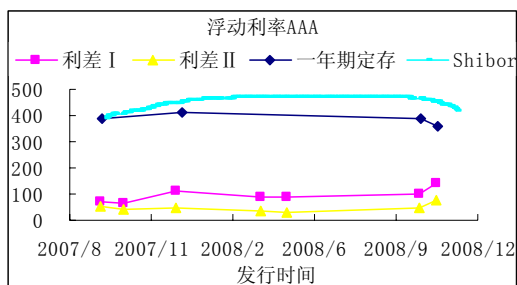


图 7 表示浮动利率的 AAA 级证券在不同的发行时间利差的变化，利差有增大的趋势。利差 II 比利差 I 波动幅度更小。

图 7



A 级信贷资产支持证券

A 级信贷资产支持证券的期限介于 0.7~3.67 年，发行利率介于 297Bp~642Bp，平均发行利率 554BP，标准差 105Bp。

利差 I 介于 458Bp~235Bp，平均利差 I 是 176Bp，标准差是 61Bp。

利差 II 介于 129Bp~175Bp，平均利差 II 是 147Bp，标准差是 19Bp。

图 8 表示 A 级证券的发行利率与基准利率之间的关系，三者的变化基本一致，基准利率上升，发行利率上升，反之，下降。

图 8

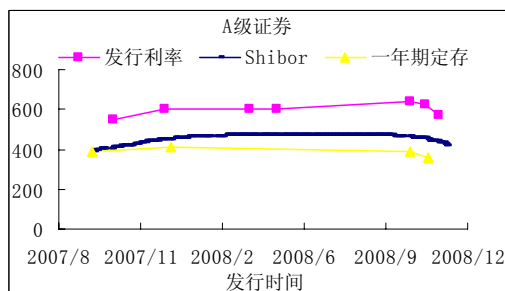


图 9 表示 A 级证券的利差与证券期限的关系，从中可以看出，对于 2 年以上的证券，发行利差有缩小的趋势。

图 9

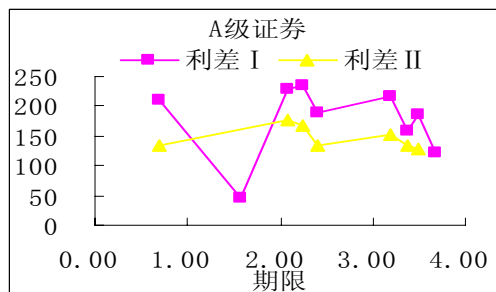


图 10 表示 A 级证券的利差和信用支持水平的关系，相关关系不明显。

图 10

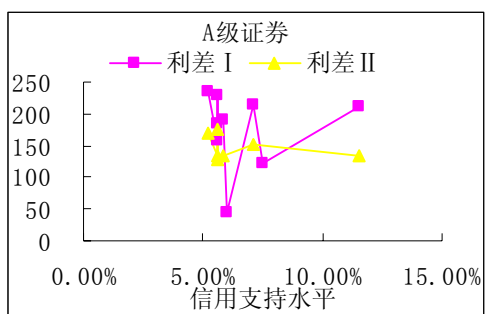
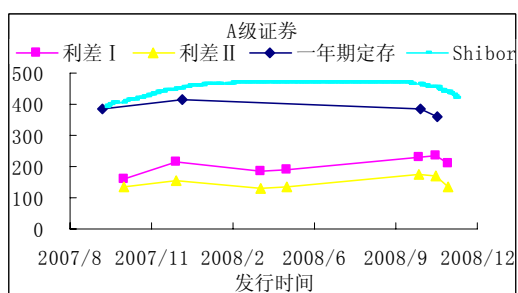


图 11 表示 A 级证券的利差随发行时间变化的情况，在 2008 年 10 月之前，利差有逐渐增加的趋势，2008 年 10 月后又有所回落。与基准利率的变化一致。

图 11



序号	项目名称	信用等级	占比	发行额度 (亿元)	发行时间	利息	本金	加权 期限	预定到期 日	固息\浮 息	利差	发行 利率	评级机 构
1	2005 开元一期	AAA	69.99%	29.24	2005-12-15	按季	过手	1	2006-12-31	固定		2.29%	中诚信
2	2005 开元一期	A	24.01%	10.03	2005-12-15	按季	过手	1.58	2007-6-30	浮动	0.45%	2.97%	中诚信
3	2005 开元一期	NR	6.01%	2.51	2005-12-15			1.52	2007-6-30				中诚信
4	06 开元一期	AAA	75.00%	42.97	2006-4-25	按季	过手	3.17	2009-6-30	浮动	0.73%	4.60%	中诚信
5	06 开元一期	A	17.50%	10.03	2006-4-25	按季	过手	3.67	2009-12-31	浮动	1.21%	5.08%	中诚信
6	06 开元一期	NR	7.50%	4.3	2006-4-27								中诚信
7	浦发 2007CLO	AAA	83.00%	36.38	2007-9-12	按季	过手	1.43		浮动	0.73%	4.33%	联合
8	浦发 2007CLO	A+	7.80%	3.42	2007-9-12	按季	过手	2.65		浮动	1.50%	5.10%	联合
9	浦发 2007CLO	BBB	5.70%	2.5	2007-9-12	按季	过手	2.98		浮动	5.40%	9.00%	联合
10	浦发 2007CLO	NR	3.50%	1.53	2007-9-12			3.31					联合
11	2007 工行 CLO	AAA	52.23%	21	2007-10-11	按季	计划	2.38	2010-2-26	固定		4.66%	联合
12	2007 工行 CLO	AAA	29.84%	12	2007-10-11	按季	过手	2.88	2010-8-26	浮动	0.65%	4.52%	联合
13	2007 工行 CLO	A	12.31%	4.95	2007-10-11	按季	过手	3.38	2011-2-26	浮动	1.58%	5.45%	联合
14	2007 工行 CLO	NR	5.62%	2.26	2007-10-11				2012-2-26				联合
15	2007 兴业 CLO	AAA	47.68%	25	2007-12-14	按季	计划	1.72		固定		5.20%	联合
16	2007 兴业 CLO	AAA	34.33%	18	2007-12-14	按季	过手	1.76		浮动	1.10%	4.97%	联合
17	2007 兴业 CLO	A	10.87%	5.7	2007-12-14	按季	过手	3.19		浮动	2.15%	6.02%	联合
18	2007 兴业 CLO	NR	7.12%	3.73	2007-12-14								联合
19	工元 2008CLO	AAA	83.01%	66.5	2008-3-27	按季	过手	1.4	2011-1-26	浮动	0.90%	5.04%	联合
20	工元 2008CLO	A	11.36%	9.1	2008-3-27	按季	过手	3.5	2012-1-26	浮动	1.85%	5.99%	联合
21	工元 2008CLO	NR	5.63%	4.51	2008-3-27				2013-1-26				联合
22	2008 开元 CLO	AAA	13.28%	5	2008-4-28	计划	计划		2009-1-12	固定		4.80%	联合
23	2008 开元 CLO	AAA	71.77%	27.03	2008-4-28	按季	过手	0.97	2010-1-12	浮动	0.87%	5.01%	联合
24	2008 开元 CLO	A	9.11%	3.43	2008-4-28	按季	过手	2.41	2011-1-12	浮动	1.90%	6.04%	联合
25	2008 开元 CLO	NR	5.84%	2.2	2008-4-28								联合
26	信银 2008CLO	AAA	12.26%	5	2008-10-8	计划	计划	0.82	2009-7-26	固定		4.45%	联合
27	信银 2008CLO	AAA	19.62%	8	2008-10-8	计划	计划	1.07	2009-10-26	固定		4.65%	联合
28	信银 2008CLO	AAA	52.34%	21.34	2008-10-8	按季	过手	1.09		浮动	0.99%	5.13%	联合
29	信银 2008CLO	A	10.15%	4.14	2008-10-8	按季	过手	2.08		浮动	2.28%	6.42%	联合
30	信银 2008CLO	NR	5.62%	2.29	2008-10-8								联合
31	招元 2008CLO	AAA	36.65%	15	2008-10-28	按季	计划	0.75	2010-1-26	固定		4.26%	联合
32	招元 2008CLO	AAA	47.15%	19.29	2008-10-28	按季	过手	0.97	2010-10-26	浮动	1.40%	5.27%	联合
33	招元 2008CLO	A	11.00%	4.5	2008-10-28	按季	过手	2.25	2011-4-26	浮动	2.35%	6.22%	联合
34	招元 2008CLO	NR	5.20%	2.13	2008-10-28								联合
35	浙元 2008-1 中小企业 CLO	AAA	79.00%	5.5	2008-11-12	按季	过手		2009-7-26	固定		4.50%	中诚信
36	浙元 2008-1 中小企业 CLO	A	9.50%	0.66	2008-11-12	按季	过手		2009-7-26	固定		5.70%	中诚信
37	浙元 2008-1 中小企业 CLO	NR	11.50%	0.8	2008-11-12				2009-10-26				中诚信

附表：信贷资产支持证券发行情况