

2019 年一季度资产支持证券利差分析报告

——流动性风险有所缓解，投资者对中低等级证券更趋谨慎

2019 年 4 月 26 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2019 年一季度资产支持证券利差分析报告

——流动性风险有所缓解,投资者对中低等级证券更趋谨慎

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 罗润方 徐鹤龙

2019 年一季度,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 658 只¹,同比增长 75.94%,环比减少 36.30%;发行规模为 3642.36 亿元,同比增长 64.98%,环比减少 51.17%。AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.00%、5.83%和 6.49%,同比分别下降 105BP、84BP 和 39BP,反映市场流动性较上年同期有所缓解,AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 级资产支持证券平均发行利率环比上季度分别下降 17BP 和 26BP,但 AA_{sf} 级平均发行利率环比上季度增加 31BP,反映受债券市场信用风险进一步暴露的影响,投资者对 AA_{sf} 级资产支持证券的风险溢价要求有所增加。AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值分别为 244BP、326BP 和 388BP,AAA_{sf} 级资产支持证券发行利差均值同比有所下降、环比有所上升,AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券发行利差均值同比、环比均有所上升,投资者对 AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级证券更趋谨慎,对 AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的风险溢价要求较上年同期、上季度有所提高。信用评级对资产支持证券的发行利率和利差具有一定的区分性。

一、信用等级分布情况²

2019 年一季度,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 658 只,同比增长 75.94%,发行单数 245 单,同比增长 97.58%,发行规模为 3642.36 亿元,同比增长 64.98%,发行只数、单数和规模同比均大幅增长;单只平均发行

¹ 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。

² 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 4 月 4 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;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”符号,本文统一加“sf”符号。

规模为 5.54 亿元，同比下降 6.10%。

从发行只数看，2019 年一季度所发资产支持证券的信用等级分布主要集中在 AAA_{sf}~AA_{sf} 级和无评级层，其中 AAA_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比最高，为 49.24%，同比小幅上升 0.84 个百分点，环比上升 2.29 个百分点；其次为无评级资产支持证券，发行只数占比为 37.08%，同比大幅提高 7.40 个百分点，环比提高 0.78 个百分点；AA⁺_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比为 9.88%，同比大幅下降 6.43 个百分点，环比下降 2.22 个百分点；AA_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比为 2.89%，同比下降 1.66 个百分点，环比下降 0.21 个百分点；其他级别的资产支持证券只数占比仍然较低，总体呈下降趋势。总体看，发行只数评级分布呈向 AAA_{sf} 级和无评级层集中的趋势。

从发行金额看，2019 年一季度资产支持证券的规模分布主要集中于 AAA_{sf} 级、AA⁺_{sf} 级和无评级层，其中 AAA_{sf} 级资产支持证券的发行规模占比为 81.05%，同比下降 1.99 个百分点，环比下降 0.35 个百分点；无评级资产支持证券的发行规模占比为 13.86%，同比上升 3.84 个百分点，环比下降 0.79 个百分点；AA⁺_{sf} 级资产支持证券的发行规模占比为 4.26%，同比下降 1.45 个百分点，环比上升 0.98 个百分点；AA_{sf} 级资产支持证券的发行规模占比为 0.76%，同比下降 0.40 个百分点，环比上升 0.29 个百分点；其他级别的资产支持证券规模占比仍然较低，总体呈下降趋势。

表 1 2019 年一季度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 年一季度只数	2018 年一季度只数	同比增长	2019 年一季度只数占比	2018 年一季度只数占比	只数占比变化
AAA _{sf}	324	181	79.01	49.24	48.40	0.84
AA ⁺ _{sf}	65	61	6.56	9.88	16.31	-6.43
AA _{sf}	19	17	11.76	2.89	4.55	-1.66
AA ⁻ _{sf}	1	1	0.00	0.15	0.27	-0.12
A ⁺ _{sf}	2	1	100.00	0.30	0.27	0.04
A _{sf}	0	0	-	0.00	0.00	0.00
A ⁻ _{sf}	1	0	-	0.15	0.00	0.15
BBB ⁻ _{sf}	2	2	0.00	0.30	0.53	-0.23
无评级	244	111	119.82	37.08	29.68	7.40

合计	658	374	75.94	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 年一季度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 年一季度 金额	2018 年一季度 金额	同比 增长	2019 年 一季度 金额占比	2018 年一季 度金额占比	金额占比 变化
AAA _{sf}	2952.30	1833.54	61.02	81.05	83.05	-1.99
AA ⁺ _{sf}	155.08	125.95	23.13	4.26	5.70	-1.45
AA _{sf}	27.56	25.64	7.49	0.76	1.16	-0.40
AA _{sf}	0.36	0.70	-48.57	0.01	0.03	-0.02
A ⁺ _{sf}	0.47	0.15	210.00	0.01	0.01	0.01
A _{sf}	0.00	0.00	-	0.00	0.00	0.00
A _{sf}	0.77	0.00	-	0.02	0.00	0.02
BBB _{sf}	1.00	0.59	70.65	0.03	0.03	0.00
无评级	504.83	221.24	128.18	13.86	10.02	3.84
合计	3642.36	2207.80	64.98	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

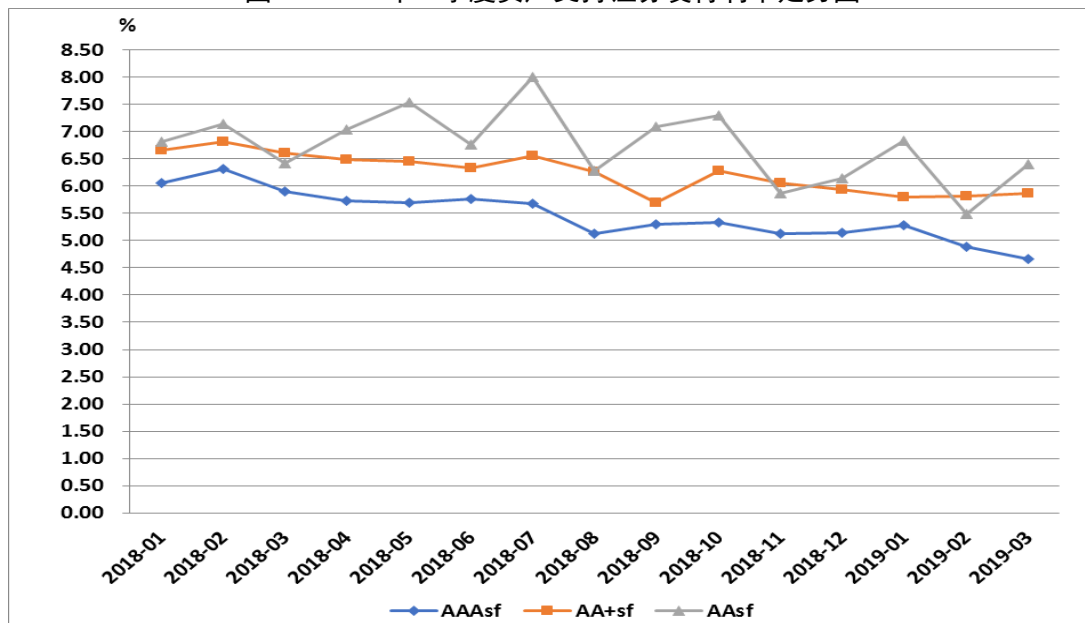
二、利率分析³

2019 年一季度，资产支持证券的发行利率总体有所下行，AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.00%、5.83%和 6.49%。AAA_{sf} 级和 AA⁺_{sf} 级环比上季度分别下降 17BP 和 26BP，但 AA_{sf} 级环比上季度增加 31BP，反映受债券市场信用风险进一步暴露的影响，投资者对 AA_{sf} 级资产支持证券的风险溢价要求有所增加。与 2018 年同期相比，AAA_{sf} 级、AA⁺_{sf} 级和 AA_{sf} 级平均发行利率分别下降 105BP、84BP 和 39BP，降幅明显，但级差明显扩大，AAA_{sf} 级和 AA⁺_{sf} 级之间的级差扩大 15BP，AA⁺_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间的级差扩大 60BP，主要是因为市场流动性同比有所缓解的背景下，各级别资产支持证券的平均发行利率同比均明显下降，但受 2018 年以来信用事件频发，信用风险持续暴露

³ 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；3 月 19 日，海通证券为其承销的“海通恒信小微 3 号资产支持专项计划优先 A3 级资产支持证券”创设了 CDS 合约，该资产支持证券优先 A3 档信用级别为 AAA_{sf} 级，票面利率为 4.70%，为排除具有 CDS 合约的资产支持证券降低同等级总体发行利率和利差水平的可能性，本文的利率和利差分析中将该只资产支持证券从样本中加以剔除。

的影响，投资者明显偏好较高等级的资产支持证券。总体看，发行级别越低，发行利率越高，说明信用评级对发行利率具有较好的区分性。

图 1 2019 年一季度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 年一季度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 _{sf}	305	2.97~8.00	5.00	—	125	0.25
AA ⁺ _{sf}	62	3.20~12.00	5.83	83	172	0.30
AA _{sf}	18	4.00~9.00	6.49	66	133	0.21

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⁴，得到每只资产支持证券的发行利差。2019 年一季度，AAA_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值分别为 244BP、326BP 和 388BP。具体来看，AAA_{sf} 级资产支持证券平均发行利差同比下降 11BP，环

⁴ 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。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。

比上升 12BP，反映市场流动性紧张局面较上年同期有所缓解，但较上季度又更趋紧张；AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券平均发行利差同比分别上升 8BP 和 56BP，环比分别上升 2BP 和 48BP，反映在债券市场信用风险进一步暴露的背景下，投资者对 AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级证券更趋谨慎，对 AA⁺_{sf}、AA_{sf} 级资产支持证券的风险溢价要求较上年同期、上季度有所提高。

2019 年一季度，新发资产支持证券的信用等级对其发行利差具有一定的区分度，总体表现为资产支持证券的信用等级越低，平均发行利差越高。AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf} 级资产支持证券的利差变异系数环比、同比均明显上升，AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 级利差变异系数分别由 2018 年四季度的 0.41 和 0.36 倍，以及 2018 年一季度的 0.25 和 0.25 倍扩大到 0.51 和 0.53 倍。AAA_{sf} 级和 AA⁺_{sf} 级的利差变异系数升高，反映投资者对上述级别资产支持证券的信用风险判断具有较大分歧。

表 4 2019 年一季度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 _{sf}	305	58~562	244	——	0.51
AA ⁺ _{sf}	62	82~955	326	82	0.53
AA _{sf}	18	148~639	388	62	0.32

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

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_{sf}、AA⁺_{sf}、AA_{sf} 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_{sf} 和 AA⁺_{sf} 以及 AAA_{sf} 和 AA_{sf} 之间均通过检验，具有显著性差异；AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 间未通过检验，可能与 AA_{sf} 级样本数量较少有关。总体看，信用等级对发行利差具有一定的区分性。

表 5 2019 年一季度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 _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}
AAA _{sf}	——	0.0000	0.0000
AA ⁺ _{sf}	0.0000	——	0.1280
AA _{sf}	0.0000	0.1280	——

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理