
2019 年三季度资产支持证券利差分析报告

——发行利率同比和环比下降、发行利差走势有所分化

2019 年 10 月 30 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 年三季度资产支持证券利差分析报告

——发行利率同比和环比下降、发行利差走势有所分化

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 邓博文 孙健

2019 年三季度，我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 312 单 913 只，发行金额 5029.30 亿元，发行单数、期数环比均有 10%左右的降幅，但同比增幅明显，发行金额环比和同比均有所下降。2019 年三季度，AAA、AA⁺、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 4.57%、5.81%和 5.73%，环比和同比均进一步下降；AAA、AA⁺、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 181BP、304BP 和 297BP，其中 AAA 级和 AA 级资产支持证券的发行利差均值环比和同比均有所下降，AA⁺级资产支持证券的发行利差均值环比和同比略有上升。由于受样本数量和发行结构影响，2019 年三季度信用评级对资产支持证券的发行利差的区分性有所下降，但从 2019 年前三季度看，各信用等级之间的发行利差均通过显著性检验，说明信用评级对资产支持证券的发行利差具有区分性。

一、信用等级分布情况¹

2019 年三季度，受诺亚财富基于应收账款融资的供应链金融暴雷事件影响，以应收账款、保理融资债权为基础资产的资产支持证券发行规模显著下降，资产证券化市场未能延续上半年高速增长态势，银行间和交易所债券市场共发行 312 单 913 只资产支持证券，发行单数和发行期数均同比增长 30%左右，环比分别下降 6.02%和 12.46%；发行金额 5029.30 亿元，同比和环比均下降 10%左右；单只平均发行规模 5.51 亿元，同比下降 30.52%，环比基本不变。2019 年前三季度，银行间和交易所债券市场共发行 901 单 2655 只资产支持证券，发行

¹ 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 10 月 9 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”，为简化标识，本文所有评级符号均不加下标“sf”符号。

单数和发行期数均同比增长 60%以上；发行金额 14505.53 亿元，同比增长 16.19%，受三季度拖累，增速较上半年有所放缓。

从发行只数看，2019 年三季度资产支持证券的信用等级主要集中于 AAA 级、AA⁺级和无评级层，与 2018 年同期相比，AAA 级占比略升，AA 级占比降幅较大，无评级层占比显著提高；环比 2019 年二季度，AAA 级和 AA 级占比变化不大，AA⁺级占比下降 1.68 个百分点，无评级层占比提高 1.2 个百分点。2019 年前三季度资产支持证券的信用等级分布与三季度相似，AAA 级~AA 级占比均明显下降，无评级层占比大幅提高。

从发行金额看，2019 年三季度资产支持证券的信用等级主要集中于 AAA 级、AA⁺级和无评级层，同比 2018 年三季度，AAA 级~AA 级占比均明显下降，无评级层占比大幅提高；环比 2019 年二季度，AAA 级和 AA⁺级占比均下降约 2 个百分点，无评级层占比提高 4.32 个百分点。2019 年前三季度资产支持证券的信用等级分布与三季度类似，AAA 级占比显著下降，AA⁺级和 AA 级占比小幅下降，无评级层占比显著提高。

总体看，资产支持证券的分布仍集中在 AAA 级，AAA 级只数占比近 50%，金额占比约 80%，无评级层占比提升明显，AA⁺级和 AA 级占比持续下降，在债市违约常态化下，市场风险偏好仍在下降。

表 1 2019 年三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	2018 三季度		2019 二季度		2019 三季度					
	只数	占比	只数	占比	只数	只数同比增长	只数环比增长	占比	占比环比变化	占比同比变化
AAA	322	46.46	482	46.21	427	32.61	-11.41	46.77	0.56	0.31
AA ⁺	92	13.28	150	14.38	116	26.09	-22.67	12.71	-1.68	-0.57
AA	27	3.90	20	1.92	18	-33.33	-10.00	1.97	0.05	-1.93
AA ⁻	0	0	1	0.10	0	——	-100.00	0	-0.10	——
A ⁺	0	0.00	3	0.29	5	——	66.67	0.55	0.26	0.55
A	1	0.14	1	0.10	0	-100.00	-100.00	0.00	-0.10	-0.14
A ⁻	1	0.14	2	0.19	1	0.00	-50.00	0.11	-0.08	-0.03
BBB ⁺	0	0.00	4	0.38	3	——	-25.00	0.33	-0.05	0.33
BBB	1	0.14	0	0.00	0	-100.00	——	0.00	0.00	-0.14
BBB ⁻	3	0.43	3	0.29	2	-33.33	-33.33	0.22	-0.07	-0.21
无评级	246	35.50	377	36.15	341	38.62	-9.55	37.35	1.20	1.85
合计	693	100.00	1043	100.00	913	31.75	-12.46	100.00	0.00	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 年三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	2018 三季度		2019 二季度		2019 三季度					
	金额	占比	金额	占比	金额	金额同比增长	金额环比增长	占比	占比环比变化	占比同比变化
AAA	4459.93	81.11	4524.48	79.09	3878.18	-13.04	-14.28	77.11	-1.97	-4.00
AA ⁺	331.20	6.02	325.67	5.69	185.95	-43.86	-42.90	3.70	-2.00	-2.32
AA	66.38	1.21	22.75	0.40	7.27	-89.05	-68.04	0.14	-0.25	-1.07
AA ⁻	0	0.00	2.00	0.03	0	——	-100.00	0.00	-0.03	0.00
A ⁺	0.00	0.00	7.42	0.13	12.22	——	64.69	0.24	0.11	0.24
A	1.25	0.02	6.00	0.10	0.00	-100.00	-100.00	0.00	-0.10	-0.02
A ⁻	1.56	0.03	1.60	0.03	0.20	-87.18	-87.50	0.00	-0.02	-0.03
BBB ⁺	0.00	0.00	3.75	0.07	1.60	——	-57.33	0.03	-0.03	0.03
BBB	0.40	0.01	0.00	0.00	0.00	-100.00	——	0.00	0.00	-0.01
BBB ⁻	1.11	0.02	0.98	0.02	0.32	-71.17	-67.18	0.01	-0.01	-0.01
无评级	637.01	11.58	826.35	14.44	943.55	48.12	14.18	18.76	4.32	7.18
合计	5498.83	100.00	5720.99	100.00	5029.30	-8.54	-12.09	100.00	0.00	0.00

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 3 2019 年前三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	2018 前三季度		2019 前三季度			
	只数	占比	只数	只数同比增长	占比	占比同比变化
AAA	791	48.68	1250	58.03	47.08	-1.60
AA ⁺	230	14.15	340	47.83	12.81	-1.34
AA	63	3.88	57	-9.52	2.15	-1.73
AA ⁻	4	0.25	2	-50.00	0.08	-0.17
A ⁺	1	0.06	10	900.00	0.38	0.32
A	2	0.12	1	-50.00	0.04	-0.08
A ⁻	1	0.06	4	300.00	0.15	0.09
BBB ⁺	1	0.06	7	600.00	0.26	0.20
BBB	1	0.06	0	-100.00	0.00	-0.06
BBB ⁻	8	0.49	7	-12.50	0.26	-0.23
无评级	523	32.18	977	86.81	36.80	4.62
合计	1625	100.00	2655	63.38	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 4 2019 年前三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	2018 前三季度		2019 前三季度			
	金额	占比	金额	金额同比增长	占比	占比同比变化
AAA	10371.84	83.08	11466.72	10.56	79.05	-4.03
AA ⁺	648.76	5.20	686.01	5.74	4.73	-0.47
AA	108.96	0.87	57.57	-47.16	0.40	-0.47
AA ⁻	8.12	0.07	2.36	-70.94	0.02	-0.05
A ⁺	0.15	0.00	20.11	13303.33	0.14	0.14
A	1.57	0.01	6.00	282.17	0.04	0.03
A ⁻	1.56	0.01	2.57	64.74	0.02	0.01
BBB ⁺	2.01	0.02	5.35	165.81	0.04	0.02
BBB	0.40	0.00	0.00	-100.00	0.00	0.00
BBB ⁻	2.28	0.02	2.30	0.79	0.02	0.00
无评级	1338.72	10.72	2256.54	68.56	15.56	4.84
合计	12484.37	100.00	14505.53	16.19	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²

2019 年三季度，中国人民银行继续实施稳健货币政策，通过公开市场操作、存款准备金率、中期借贷便利、再贷款再贴现等多种政策工具，保持了金融市场流动性的合理充裕。2019 年内第二次全面降准在 9 月落地，债券市场流动性较为充裕，市场利率较二季度整体下行。2019 年三季度，AAA、AA⁺、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 4.57%、5.81%和 5.73%，环比分别下降 15BP、5BP 和 50BP，同比分别下降 85BP、34BP 和 117BP³；AA⁺级和 AA 级资产支持证券的平均发行利率出现倒挂⁴。2019 年前三季度，AAA、AA⁺、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 4.75%、5.84%和 6.17%，同比分别下降 93BP、57BP 和 82BP。

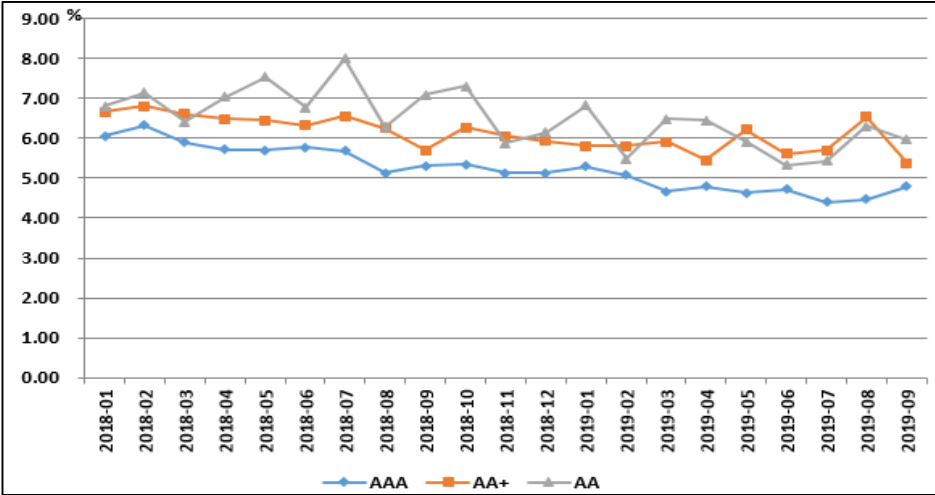
² 由于样本量太小，在统计发行利率时没有考虑期限的影响，同时剔除了缺少发行利率的样本。

³ 在统计利率和利差时，我们剔除了债项评级、发行期限和票面利率缺失的样本，2019 年三季度，发行 913 只资产支持证券，共剔除掉 366 只资产支持证券，剩余 547 个有效样本；2019 年前三季度，发行 2655 只资产支持证券，共剔除掉 1011 只资产支持证券，剩余 1644 个有效样本。

⁴ 主要源于三季度 AA 级资产支持证券样本 18 只，数量较少，且其中 6 只为绿色扶贫资产支持证券、1 只为普惠金融资产支持证券，发行利率显著低于其他同等级资产支持证券，从而拉低了三季度 AA 级资产支持证券的平均发行利率。

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，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、投资人结构等方面存在显著差异。

图 1 2019 年前三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 5 2019 年三季度资产支持证券发行利率统计表

信用等级	样本数量 (个)	平均期限 (年)	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	409	3.06	2.82~7.50	4.57	——	0.25
AA ⁺	109	3.03	3.45~8.50	5.81	124	0.25
AA	18	2.78	4.20~8.45	5.73	-8	0.22

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 6 2019 年三季度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	3.85	4.84	99
AA ⁺	4.00	6.19	219
AA	——	5.73	——

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 7 2019 年前三季度资产支持证券发行利率统计表

信用等级	样本数量 (个)	平均期限 (年)	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	1223	2.92	2.82~9.20	4.75	——	0.25

AA ⁺	333	3.21	3.20~12.00	5.84	109	0.25
AA	57	2.78	4.00~9.00	6.17	33	0.21

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 8 2019 年前三季度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	4.07	4.99	92
AA ⁺	4.59	6.21	162
AA	5.98	6.20	22

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

我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率⁵，得到每只资产支持证券的发行利差。2019 年三季度，债券市场流动性较为宽裕，AAA、AA⁺、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 181BP、304BP 和 297BP，其中 AAA 级和 AA 级资产支持证券的发行利差均值同比分别下降 54BP 和 78BP，环比分别下降 5BP 和 35BP；AA⁺级资产支持证券的发行利差均值同比和环比略有上升。AA⁺级和 AA 级资产支持证券之间发行利差均值出现倒挂，可能是受到该季度 AA 级资产支持证券的样本数量和发行结构影响，AA 级资产支持证券的发行成本较低。2019 年前三季度，AAA、AA⁺、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 200BP、305BP 和 341BP，同比分别下降 45BP、8BP 和 29BP。

从各信用等级的发行利差均值的级差看，2019 年三季度，AAA 级和 AA⁺级资产支持证券之间的级差为 123BP，同比和环比均有所上升，表明投资者对 AAA 级以下级别资产支持证券的风险溢价要求进一步提高。2019 年前三季度，AAA 级和 AA⁺级资产支持证券之间的级差为 105BP，同比上升 36BP；AA⁺级和 AA 级资产支持证券之间的级差为 36BP，同比下降 20BP。综合 2019 年前三季度看，发行利差随信用等级下降而上升，反映信用评级对资产支持证券的信用风险具有一定的区分度。

⁵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。

从各信用等级的利差变异系数看，2019 年三季度的各信用等级的利差变异系数同比和环比均有所上升，2019 年前三季度的各信用等级的利差变异系数同比均上升，反映在违约常态化背景下，市场对各信用等级资产支持证券的信用风险的判断分歧有所加大。

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，2019 年三季度，AAA 级和 AA⁺级两者分别相差 103BP 和 206BP；2019 年前三季度，AAA、AA⁺、AA 级两者分别相差 97BP、147BP 和 13BP，与在发行利率方面所反映的差别相似。

表 9 2019 年三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	409	26~490	181	——	0.62
AA ⁺	109	76~585	304	123	0.46
AA	18	157~575	297	-7	0.42

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 10 2019 年三季度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	107	210	103
AA ⁺	134	340	206
AA	——	297	——

表 11 2019 年前三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	1223	26~595	200	——	0.59
AA ⁺	333	68~955	305	105	0.47
AA	57	148~639	341	36	0.37

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 12 2019 年前三季度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	129	226	97

AA ⁺	191	338	147
AA	330	343	13

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⁺级和 AA 级两两之间的利差分布进行显著性检验。2019 年三季度，在 95%的置信水平下，AAA 级和 AA⁺级、AAA 级和 AA 级之间均通过检验，具有显著性差异，AA⁺级和 AA 级之间未通过检验，不具有显著性差异，可能受到部分级别样本较少的影响。2019 年前三季度，在 95%的置信水平下，AAA 级和 AA⁺级、AAA 级和 AA 级、AA⁺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区分性，评级结果得到了投资者认可。

表 13 2019 年三季度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 ⁺	AA
AAA	——	0.0000	0.0000
AA ⁺	0.0000	——	0.6657
AA	0.0000	0.6657	——

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 14 2019 年前三季度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 ⁺	AA
AAA	——	0.0000	0.0000
AA ⁺	0.0000	——	0.0428
AA	0.0000	0.0428	——

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理