

2018 年 1 季度资产支持证券利差分析报告

——各信用等级利差同比上升、投资者风险偏好下降

2018 年 5 月 11 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

2018 年 1 季度资产支持证券利差分析报告

——各信用等级利差同比上升、投资者风险偏好下降

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 邓博文 贾婧

2018 年 1 季度,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 366 支,同比下降 18.85%;发行规模 2157.34 亿元,同比增长 11.99%。从发行支数的评级分布看,主要集中在 AAA 级~AA 级和无评级层,无评级层占比明显上升;从发行规模的评级分布看,主要集中于 AAA 级、AA+级和无评级层,有进一步向 AAA 级集中的趋势。AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 6.03%、6.71%和 6.77%,较上年同期分别上升 101、100 和 92 个基点,平均发行利率明显抬升。AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 250BP、314BP 和 319BP,比上年同期分别上升 39、33 和 19 个基点,反映了投资者的风险偏好明显下降。总体看,信用评级对资产支持证券的发行利差具有一定的区分度,市场对各信用等级资产支持证券的信用风险判断较为一致。

一、信用等级分布情况¹

2018 年 1 季度,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 366 支,同比下降 18.85%;发行规模 2157.34 亿元,同比增长 11.99%。单支平均发行规模 5.89 亿元,同比增长 38.00%。

从发行支数看,2018 年 1 季度资产支持证券的支数分布主要集中在 AAA 级~AA 级和无评级层,其中 AAA 级资产支持证券的发行支数占比最高,为 48.36%,比上年同期下降 1.53 个百分点;无评级资产支持证券的发行支数占比明显上升,为 30.06%,比上年同期提高 6.11 个百分点;AA+级资产支持证券的发行支数占比为 16.12%,比上年同期小幅提高 1.26 个百分点;AA 级资产支持证券的发行支数占比为 4.37%,比上年同期下降 3.61 个百分点,下降幅度较大;其他级别的资产支持证券支数占比仍然较低,且总体上进一步下降。在发行支数分布上,有进一步向无评级层转移的趋势。

从发行规模看,2018 年 1 季度资产支持证券的规模分布主要集中于 AAA 级、AA+级和无评级层,其中 AAA 级资产支持证券的发行规模占比为 83.40%,比上年同期大幅提升 9.97 个百分点;AA+级资产支持证券的发行规模占比为

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,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。

5.39%，比上年同期下降 2.78 个百分点；无评级资产支持证券的发行规模占比为 10.16%，比上年同期下降 1.45 个百分点；此外 AA 级资产支持证券的发行规模占比为 0.98%，比上年同期大幅下降 4.37 个百分点；其他级别的资产支持证券规模占比仍然较低，总体占比进一步下降。在发行规模上，有进一步向 AAA 级集中的趋势。

表 1 2018 年 1 季度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	2018Q1 支数	2017Q1 支数	同比增长	2018Q1 支数占比	2017Q1 支数占比	支数占比变化
AAA	177	225	-21.33	48.36	49.89	-1.53
AA+	59	67	-11.94	16.12	14.86	1.26
AA	16	36	-55.56	4.37	7.98	-3.61
AA-	1	13	-92.31	0.27	2.88	-2.61
A+	1	0	—	0.27	0.00	0.27
A	0	1	-100.00	0.00	0.22	-0.22
A-	0	1	-100.00	0.00	0.22	-0.22
BBB-	2	0	—	0.55	0.00	0.55
无评级	110	108	1.85	30.06	23.95	6.11
合计	366	451	-18.85	100.00	100.00	0.00

资料来源：WIND 资讯，联合资信、联合评级整理

表 2 2018 年 1 季度发行资产支持证券信用等级分布表（按金额）

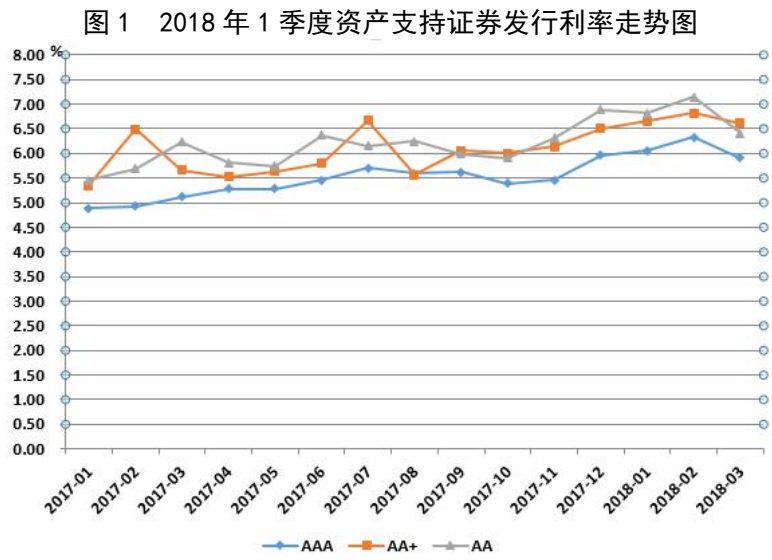
单位：亿元、%

信用评级	2018Q1 金额	2017Q1 金额	同比增长	2018Q1 金额占比	2017Q1 金额占比	金额占比变化
AAA	1799.17	1414.49	27.20	83.40	73.43	9.97
AA+	116.29	157.30	-26.07	5.39	8.17	-2.78
AA	21.14	103.02	-79.48	0.98	5.35	-4.37
AA-	0.70	20.28	-96.55	0.03	1.05	-1.02
A+	0.15	0.00	—	0.01	0.00	0.01
A	0.00	0.40	-100.00	0.00	0.02	-0.02
A-	0.00	7.17	-100.00	0.00	0.37	-0.37
BBB-	0.59	0.00	—	0.03	0.00	0.03
无评级	219.30	223.68	-1.95	10.16	11.61	-1.45
合计	2157.34	1926.34	11.99	100.00	100.00	0.00

资料来源：WIND 资讯，联合资信、联合评级整理

二、利率分析²

2018 年 1 季度，资产支持证券的发行利率先升后降，2 月份由于债券市场流动性趋紧，发行利率较 1 月份显著上升，3 月份流动性紧张局面缓解，各级别发行利率明显回落。2018 年 1 季度，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 6.03%、6.71%和 6.77%，较上年同期分别上升 101、100 和 92 个基点，平均发行利率明显抬升。各信用等级基本呈发行级别越低，发行利率越高，体现信用评级对信用风险具有一定的区分性，由于受样本数量和特征影响，AA+级和 AA 级的区分不够明显。



资料来源：WIND 资讯，联合资信、联合评级整理

表 3 2018 年 1 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	158	4.77 ~ 7.60	6.03	—	60	0.10
AA+	52	5.53 ~ 8.20	6.71	68	65	0.10
AA	13	6.10 ~ 7.50	6.77	6	50	0.07

资料来源：WIND 资讯，联合资信、联合评级整理

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。

三、利差分析³

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，2018 年 1 季度，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 250BP、314BP 和 319BP，AAA 和 AA+之间的级差为 64 个基点，AA+和 AA 之间的级差为 5 个基点。与上年同期相比，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别上升 39、33 和 19 个基点，反映了投资者的风险偏好明显下降。

2018 年 1 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。各信用等级发行利差的变异系数较低，说明市场对各信用等级资产支持证券的信用风险判断较为一致。2018 年 1 季度各等级资产支持证券发行利差分布见表 4。

表 4 2018 年 1 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	154	116~408	250	——	0.26
AA+	50	202~473	314	64	0.20
AA	13	258~405	319	5	0.14
AA-	31	44~550	289	22	0.40

资料来源：WIND 资讯，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、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 之间均通过检验，具有显著性差异；受样本数量不足和样本特征影响，AA+和 AA 之间未通过检验，不具有显著性差异。

表 5 2018 年 1 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	AA+	AA	AA-
AAA	——	0.0000	0.0002	0.0000
AA+	0.0000	——	0.6649	0.1393

³ 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。

AA	0.0002	0.6649	—	0.2911
AA-	0.0000	0.1393	0.2911	—

资料来源：WIND 资讯，联合资信、联合评级整理