

---

# 2018 年三季度资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差环比有所回落, 信用评级对利差区分显著

2018 年 10 月 25 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)

---

## 2018 年三季度资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差环比有所回落,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

2018 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 599 只<sup>1</sup>, 同比下降 8.69%, 环比增长 13.02%; 发行规模 5036.44 亿元, 同比增长 31.56%, 环比增长 9.51%。2018 年前三季度,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 1543 只, 同比下降 1.28%, 发行规模 12093.87 亿元, 同比显著增长 42.88%。2018 年三季度,AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.39%、6.15%和 6.95%, 环比上季度分别下降 34、27 和 9 个 BP; AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 230BP、300BP 和 376BP, 环比二季度分别下降 18、19 和 4 个 BP, 反映了市场流动性紧张局面有所缓解。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>2</sup>

2018 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 599 只, 同比下降 8.69%, 发行单数 218 单, 同比增长 1.09%, 发行规模为 5036.44 亿元, 同比增长 31.56%, 单只平均发行规模为 8.41 亿元, 同比增长 44.08%。相比 2018 年二季度,2018 年三季度资产支持证券发行只数和规模均环比增长 10%左右, 但单只平均发行规模环比小幅下降 3.11%。2018 年前三季度,我国银行间和交易所市场共发行资产支持证券 1543 只, 同比小幅下降 1.28%, 发行单数 550 单, 同比增长 17.27%, 发行规模为 12093.87 亿元, 同比大幅增长 42.88%, 单只平均发行规模为 7.84 亿元, 同比增长 44.73%。

从发行只数看,2018 年三季度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,其中 AAA 级资产支持证券的发行只数占比最高, 为 48.58%, 同比提高 3.92 个百分点, 环比减少 1.8 个百分点; 无评级资产支持证券的发行只数占比明显上升, 为 34.56%, 同比大幅提高 10.17 个百分点, 环比提高 3.61 个百分点; AA+级资产支持证券的发行只数占比为 13.02%, 同比大

<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> 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 2018 年 10 月 18 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。

幅下降 5.42 个百分点，环比下降 0.56 个百分点；AA 级资产支持证券的发行只数占比为 3.17%，同比大幅下降 7.80 个百分点，环比下降 0.41 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。2018 年前三季度所发资产支持证券等级分布也主要在 AAA 级~AA 级和无评级层。总体看，发行只数评级分布呈向 AAA 级和无评级层集中的趋势。

从发行金额看，2018 年三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 81.63%，同比提高 2.79 个百分点，环比下降 3.63 个百分点；无评级资产支持证券的发行规模占比为 12.36%，同比、环比各提高 1.36 个百分点和 2.28 个百分点；AA+级资产支持证券的发行规模占比为 5.30%，同比下降 1.37 个百分点，环比提高 1.23 个百分点；此外 AA 级资产支持证券的发行规模占比为 0.68%，同比下降 2.63 个百分点，环比提高 0.32 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。2018 年前三季度资产支持证券的规模分布也主要集中于 AAA 级、AA+级和无评级层。

表 1 2018 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 年三季度只数	2018 年三季度只数占比	2018 年前三季度只数	2017 年前三季度只数	同比增长	2018 年前三季度只数占比	2017 年前三季度只数占比	只数占比变化
AAA	291	48.58	764	719	6.26	49.51	46.00	3.51
AA+	78	13.02	219	251	-12.75	14.19	16.06	-1.87
AA	19	3.17	55	160	-65.63	3.56	10.24	-6.67
AA-	0	0.00	4	28	-85.71	0.26	1.79	-1.53
A+	0	0.00	1	4	-75.00	0.06	0.26	-0.19
A	0	0.00	1	7	-85.71	0.06	0.45	-0.38
A-	0	0.00	0	1	-100.00	0.00	0.06	-0.06
BBB+	0	0.00	1	0	-	0.06	0.00	0.06
BBB	1	0.17	1	0	-	0.06	0.00	0.06
BBB-	3	0.50	8	1	700.00	0.52	0.06	0.45
无评级	207	34.56	489	392	24.74	31.69	25.08	6.61
合计	599	100.00	1543	1563	-1.28	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 2018 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 年三季度金额	2018 年三季度金额占比	2018 年前三季度金额	2017 年前三季度金额	同比增长	2018 年前三季度金额占比	2017 年前三季度金额占比	金额占比变化
AAA	4111.15	81.63	10067.28	6548.54	53.73	83.24	77.37	5.88
AA+	266.81	5.30	619.88	601.89	2.99	5.13	7.11	-1.99
AA	34.47	0.68	89.30	339.4	-73.69	0.74	4.01	-3.27
AA-	0.00	0.00	8.12	41.06	-80.22	0.07	0.49	-0.42
A+	0.00	0.00	0.15	7.68	-98.05	0.00	0.09	-0.09
A	0.00	0.00	0.32	5.63	-94.32	0.00	0.07	-0.06
A-	0.00	0.00	0.00	7.17	-100.00	0.00	0.08	-0.08
BBB+	0.00	0.00	2.01	0.00	-	0.02	0.00	0.02
BBB	0.40	0.01	0.40	0.00	-	0.00	0.00	0.00
BBB-	1.11	0.02	2.28	0.65	250.77	0.02	0.01	0.01
无评级	622.50	12.36	1304.13	912.28	42.95	10.78	10.77	0.01
合计	5036.44	100.00	12093.87	8464.3	42.88	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

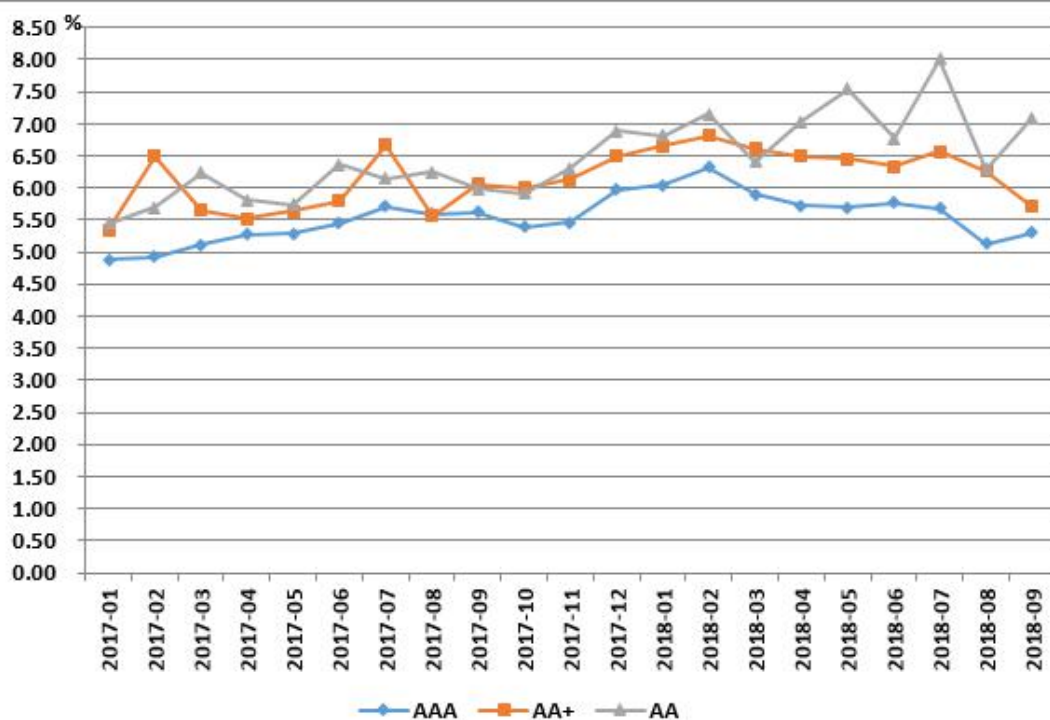
## 二、利率分析<sup>3</sup>

2018 年三季度，资产支持证券的发行利率总体有所下行，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.39%、6.15%和 6.95%，环比上季度分别下降 34、27 和 9 个 BP，反映了市场流动性紧张局面有所缓解；与 2017 年同期相比，AAA 级下降 22 个 BP，AA+级和 AA 级分别上升 21 和 83 个 BP，各等级之间的利率走势出现分化，级差明显扩大，AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 43 个 BP，AA+级和 AA 级之间的级差扩大 62 个 BP，反映了今年违约事件增多，投资者对低信用等级的资产支持证券，所要求的风险溢价补偿明显提高。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显著的区别性。

从 2018 年前三季度看，AAA、AA+、AA 级平均发行利率分别为 5.69%、6.45%和 7.02%，与去年同期相比，分别上升 34、63 和 98 个 BP，各等级发行利率中枢明显抬升。AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 29 个 BP，AA+级和 AA 级之间的级差扩大 35 个 BP，信用等级越低，投资者要求的风险溢价上升越显著。

图 1 2018 年前三季度资产支持证券发行利率走势图

<sup>3</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。



资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 3 2018 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)	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	258	3.39 ~ 8.00	5.39	—	96	0.18
AA+	62	3.85 ~ 7.80	6.15	76	116	0.19
AA	20	4.90 ~ 8.50	6.95	80	105	0.15

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 4 2018 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)	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	727	3.39 ~ 8.50	5.69	—	82	0.14
AA+	199	3.85 ~ 8.70	6.45	76	98	0.15
AA	54	4.90 ~ 8.50	7.02	57	85	0.12

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>4</sup>，得到每只资产支持证券的发行利差。

2018 年三季度，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。由于今年违约事件增多，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扩大，各信用等级的利差变异系数环比二季度均有所上升，AAA、AA+、AA 级利差变异系数分别由 0.30、0.28、0.21 倍扩大到 0.43、0.37、0.24 倍；与 2017 年三季度相比，AAA 级利差变异系数亦显著上升，由 0.31 倍扩大到 0.43 倍，AA+级利差变异系数持平，AA 级利差变异系数略微下降。2018 年三季度各等级资产支持证券发行利差分布见表 5。2018 年前三季度，各信用等级资产支持证券的发行利差具有显著的区分度，随着信用等级的降低，平均发行利差相应提高，各信用等级的利差变异系数处于相对合理区间。

表 5 2018 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	250	45 ~ 590	230	—	0.43
AA+	60	103 ~ 497	300	70	0.37
AA	19	203 ~ 549	376	76	0.24

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 6 2018 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	718	45 ~ 590	244	—	0.33
AA+	197	63 ~ 600	317	73	0.30
AA	53	203 ~ 549	370	53	0.22

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、AA+、AA 两两之间的

<sup>4</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，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。

利差分布进行显著性检验。检验结果见表 7 和表 8，在 95%的置信水平下，AAA 和 AA+、AAA 和 AA、AA+和 AA 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的区别性。

表 7 2018 年三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
AAA	——	0.0000	0.0000
AA+	0.0000	——	0.0208
AA	0.0000	0.0208	——

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 8 2018 年前三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
AAA	——	0.0000	0.0000
AA+	0.0000	——	0.0004
AA	0.0000	0.0004	——

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

2018 年三季度，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 230BP、300BP 和 376BP。与 2017 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 13、59 和 107 个 BP，信用等级越低，利差上升越显著；与 2018 年二季度相比，AAA、AA+和 AA 级资产支持证券的发行利差均值分别下降 18、19 和 4 个 BP，流动性紧张局面较上季度有所缓解。

从 2018 年前三季度看，AAA 级发行利差均值为 244BP，同比上升 34 个 BP；AA+级发行利差均值为 317BP，同比上升 69 个 BP；AA 级发行利差均值为 370BP，同比上升 96 个 BP，各信用等级利差中枢显著上升。AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 35 个 BP，AA+级和 AA 级之间的级差扩大 27 个 BP。高等级和低等级之间的利差明显扩大，反映投资者偏向谨慎，更青睐高等级资产支持证券。