
2018 年资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差同比上升,信用评级对利差区分显著

2019 年 1 月 25 日



2018 年资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差同比上升,信用评级对利差区分显著

联合信用评级有限公司 邓博文 罗润方

2018 年,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 2660 只¹,同比增长 17.75%;发行单数 926 单,同比增长 45.37%;发行规模 19952.40 亿元,同比增长 41.42%。2018 年,AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.49%、6.30%和 6.72%,同比分别上升 7BP、40BP 和 63BP;发行利差均值分别为 240BP、317BP 和 360BP,同比分别上升 35BP、70BP 和 91BP。各信用等级发行利差均值之间的级差明显扩大,AAA 级和 AA+级、AA+级和 AA 级之间的级差分别扩大 35BP 和 21BP,反映债市违约数量上升情况下,投资者风险偏好显著下降。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²

2018 年,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 2660 只,同比增长 17.75%,发行单数 926 单,同比增长 45.37%,发行规模为 19952.40 亿元,同比增长 41.42%,单只平均发行规模为 7.50 亿元,同比增长 20.10%。

从发行只数看,2018 年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,与 2017 年相比,向 AAA 级和无评级层进一步集中,AAA 级占比提高 3.08 个百分点,无评级层占比提高 7.11 个百分点。AA+、AA 和 AA- 级占比显著下降,分别降低 2.76、6.39 和 1.14 个百分点。

从发行金额看,2018 年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,与 2017 年相比,向 AAA 级进一步集中,其占比提高 4.56 个百分点。AA+、AA 级占比明显下降,分别降低 1.95 和 2.77 个百分点,无评级层占比小幅提高 0.56 个百分点。

总体看,在违约大幅攀升的市场环境下,投资者风险偏好显著下降,更青睐高等级债券,其发行占比明显上升,而中低等级债券发行受阻,其所占份额

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 1 月 8 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。

相应下降。

表 1 2018 年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 年只数	2017 年只数	同比增长	2018 年只数占比	2017 年只数占比	只数占比变化
AAA	1277	1015	25.81	48.01	44.93	3.08
AA+	355	364	-2.47	13.35	16.11	-2.76
AA	96	226	-57.52	3.61	10.00	-6.39
AA-	6	31	-80.65	0.23	1.37	-1.14
A+	3	4	-25.00	0.11	0.18	-0.07
A	3	10	-70.00	0.11	0.44	-0.33
A-	1	2	-50.00	0.04	0.09	-0.05
BBB+	1	0	—	0.04	0.00	0.04
BBB	4	0	—	0.15	0.00	0.15
BBB-	16	5	220.00	0.60	0.22	0.38
无评级	898	602	49.17	33.76	26.65	7.11
合计	2660	2259	17.75	100.00	100.00	0.00

资料来源：联合评级整理

表 2 2018 年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 年金额	2017 年金额	同比增长	2018 年金额占比	2017 年金额占比	金额占比变化
AAA	16448.15	10988.44	49.69	82.44	77.88	4.56
AA+	893.52	906.57	-1.44	4.48	6.43	-1.95
AA	148.02	494.64	-70.08	0.74	3.51	-2.77
AA-	9.28	45.01	-79.38	0.05	0.32	-0.27
A+	2.45	7.68	-68.10	0.01	0.05	-0.04
A	5.87	9.64	-39.11	0.03	0.07	-0.04
A-	1.56	10.54	-85.20	0.01	0.07	-0.06
BBB+	2.01	0	—	0.01	0.00	0.01
BBB	1.80	0	—	0.01	0.00	0.01
BBB-	8.47	4.97	70.42	0.04	0.04	0.00
无评级	2431.27	1641.07	48.15	12.19	11.63	0.56
合计	19952.40	14108.57	41.42	100.00	100.00	0.00

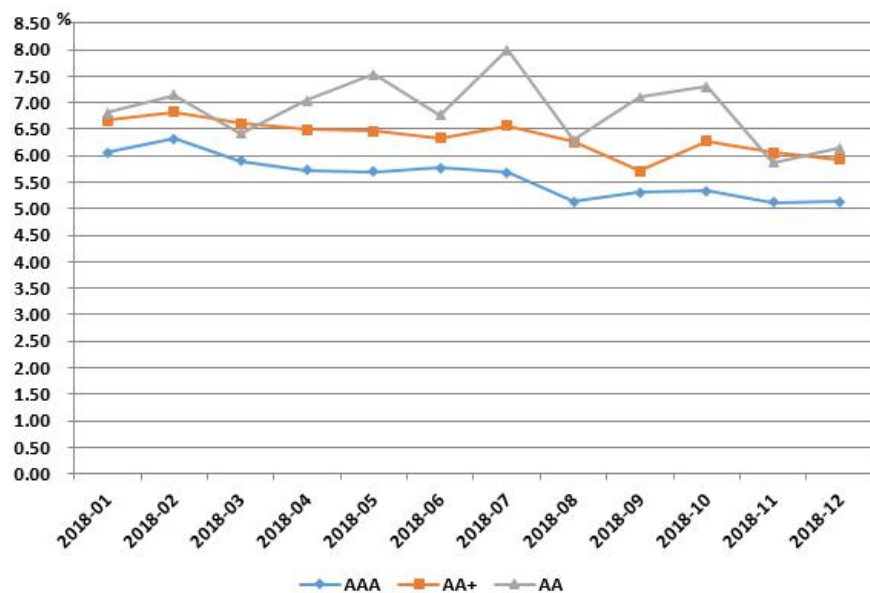
资料来源：联合评级整理

二、利率分析³

2018 年，资产支持证券的发行利率总体呈前高后低走势，年初受去杠杆政策影响，市场流动性偏紧，发行利率处于高位，随着下半年政策放宽，央行通过降准、逆回购持续补充流动性，市场利率逐步走低。AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.49%、6.30%和 6.72%，同比分别上升 7BP、40BP 和 63BP。各信用等级之间的级差明显扩大，AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 41BP，AA+级和 AA 级之间的级差扩大 23BP，说明市场风险偏好显著下降，投资者对中低等级资产支持证券要求更高的风险溢价补偿。总体看，资产支持证券信用等级越低，其发行利率越高，说明信用评级对发行利率具有显著的区分性。

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，AAA、AA+和 AA 级发行利率均值两者分别相差 84BP、120BP 和 40BP，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、投资人结构等方面的差异。

图 1 2018 年资产支持证券发行利率走势图



资料来源：联合评级整理

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。

表 3 2018 年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)	发行利率变异系数 (倍)
AAA	1251	3.20~8.50	5.49	—	0.17
AA+	342	3.80~8.70	6.30	81	0.18
AA	85	4.55~8.50	6.72	42	0.16

资料来源：联合评级整理

表 4 2018 年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	4.87	5.71	84
AA+	5.37	6.57	120
AA	6.38	6.78	40

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。

2018 年，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。AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 240BP、317BP 和 360BP，与 2017 年相比，分别上升 35BP、70BP 和 91BP。由于 2018 年违约事件增多，投资者对中低等级债券的风险溢价补偿要求提高，各信用等级之间的级差明显扩大，AAA 级和 AA+ 级之间的级差扩大 35BP，AA+ 级和 AA 级之间的级差扩大 21BP，各等级资产支持证券发行利差分布见表 5。

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，AAA、AA+ 和 AA 级两者分别相差 80BP、109BP 和 24BP，说明市场对银行间和交易所基础资产类型、发起人类型和原始权益人类型等方面的差异进行了风险定价。

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，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。

表 5 2018 年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	1251	45 ~ 590	240	——	0.38
AA+	342	63 ~ 600	317	77	0.32
AA	85	181 ~ 576	360	43	0.26

资料来源：联合评级整理

表 6 2018 年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 (%)	交易所市场发行 利差均值 (%)	交易所市场—银 行间市场 (BP)
AAA	181	261	80
AA+	232	341	109
AA	340	364	24

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 7，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	——	0.0013
AA	0.0000	0.0013	——

资料来源：联合评级整理

四、展望

2018 年，在去杠杆大背景下，我国债券市场承压，发行利率同比上升，总体上高位运行，下半年政策放宽后有所回落，我们对 2019 年资产证券化市场的展望如下：

（一）截至 2018 年末，我国资产支持证券发行量已突破 5 万亿元，存量突破 3 万亿元，已达到一定的体量规模，同时风险也开始暴露，未来政策有可能适当收紧。2019 年资产支持证券发行规模预计将稳步增长，但增速将明显放缓。

（二）在我国债券市场违约逐步常态化后，投资人对于是否能够真正实现破产和风险隔离会更加关注，对于资产证券化的风险认识更加清晰，对于主要由基础资产来合理提升信用的资产证券化产品会更加青睐，对过于依赖主体信用的资产证券化产品会保持警惕。

（三）随着市场对资产支持证券的认可度的提高，二级市场流动性有望进一步改善，从而降低资产支持证券和企业债之间的利差水平，为市场发展提供新的动力。