

资产支持证券市场季报

ABS Market Quarterly Report

2020 年一季度

疫情防控 ABS 产品迅速落地 首单类 UP-REITs 产品成功发行

- ◆ 市场要闻概览 ◆ 一级市场概况
- ◆ 信用等级分布 ◆ 信用事件关注 ◆ 发行利差分析



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 17 层 100022
电话 010-85679696
www.lhratings.com
lianhe@lhratings.com



联合评级官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 100022
电话 010-85172818
www.unitedratings.com.cn
lh@unitedratings.com.cn

一、市场要闻概览

1. 疫情防控 ABS 产品迅速落地

在新冠肺炎疫情发生以后，中国人民银行、财政部、银保监会、证监会、沪深交易所、交易商协会等迅速采取多项措施，支持企业通过发行公司信用类债券、债务融资工具、资产支持证券等筹集资金，用于疫情防控，具体包括建立发行“绿色通道”、采取在线办公方式、减免中介费用等。在各项政策的鼓励支持下，疫情防控 ABS 产品迅速落地：首单疫情防控资产支持票据——华电国际电力股份有限公司 2020 年度第一期绿色定向资产支持票据于 2020 年 2 月 13 日成功设立，发行规模 15.51 亿元，发行利率 3.50%；首单疫情防控企业资产支持证券——中信证券-联易融-中交二航局供应链金融 2 期资产支持专项计划于 2020 年 2 月 14 日成功发行，发行规模 2.3 亿元，优先级票面利率 2.80%；首单疫情防控信贷资产支持证券——兴银 2020 年第二期疫情防控信贷资产支持证券于 2020 年 3 月 20 日成功发行，发行规模 36.56 亿元，优先 A 档发行利率 2.50%，优先 B 档发行利率 2.95%，由联合资信评估有限公司提供评级服务。

联合认为，在新冠疫情全球蔓延之际，世界各国都面临经济衰退风险，企业的正常生产经营受到重大冲击，运营现金流明显收紧，通过鼓励和支持企业借助债券市场筹集资金，有利于缓解企业的资金周转困难，减少企业破产或违约事件，进而维护金融稳定，防范系统性风险发生。资产证券化作为重要的融资工具之一，在产品结构设计和资金运用上具有较大的灵活性，能够为疫情防控提供有效的融资支持，因此在已发布的金融支持防控疫情的各项政策文件中，均被重点提及。从已发行的疫情防控 ABS 产品看，主要用途有四个：一是为受疫情影响较大的企业提供流动性资金支持，解决短期资金周转问题；二是为疫情防控建设项目提供资金，直接支持当前的疫情防控工作；三是为从事疫情防控相关业务，如检测技术、医药开发、疫苗研发等提供资金帮助，有助于更快提高疫情防控的技术水平；四是为企业复工复产提供资金支持，有利于经济动能尽快恢复。总的来看，资产证券化在此次疫情防控中，充分体现了其灵活性的优势，达到为疫情防控精准服务的目的，随着疫情防控由遭遇战逐渐演变为持久战，预计疫情防控 ABS 产品将陆续发行。

2. 国内首单类 UP-REITs 产品成功发行

2020 年 2 月 18 日，金茂华福-重庆金茂珑悦资产支持专项计划成立，为国内首单类 UP-REITs 产品。该单产品原始权益人为天津金茂信和投资管理有限公司，标的物业为金茂重庆珑悦社区商业，在交易结构设计上借鉴了美国 UP-REITs 结构，以优化税务结构，通过合伙企业持有标的物业，避免所得税的双重缴纳，省去传统类 REITs 必须构建一个新的债权以实

现 SPV 公司层面节税的步骤，在结构设计上是一项独特创新。该单产品发行规模 4 亿元，由联合信用评级有限公司提供评级服务，优先级获得 AAA 评级，发行规模 2.5 亿元，发行利率 4.40%，优先级融资成本较低，赢得了市场的良好反响。

联合认为，由于税制等方面原因，我国目前尚难推出真正意义上的公募 REITs 产品，此次金茂华福-重庆金茂珑悦资产支持专项计划的成功发行，是 REITs 产品领域的一次重要探索。首先，通过合伙企业持有标的物业，实现节税目的，在操作上比类 REITs 产品通过构建一个债权达到节税目的更为简便，节省了流程和手续。其次，在产品层面上预留了扩募机制，为未来收购新的物业资产提供了可能，更方便资产的收购和处置。其三，该产品标的物业为社区商业不动产，欧美国家的社区商业销售额占社会商业总销售额支出 60% 以上，而我国目前这一数字仅为 30%，因此该领域具有较为广阔的空间，未来可能出现更多的证券化产品。此外，尽管该单产品在基金和专项计划层面预留了扩募机制，但受限于目前我国的各类规定，未来仍可能很难再通过 REITs 基金去收购其他资产，从而不能发挥 UP-REITs 的伞形结构在收购新资产上的优势。因此，在 REITs 产品的发展方面，我国仍有待在相关制度上进行必要的突破，以有效发挥 REITs 盘活存量商业地产，提高资产流动性的作用。

3. 保险资管产品投资资产证券化产品获得政策支持

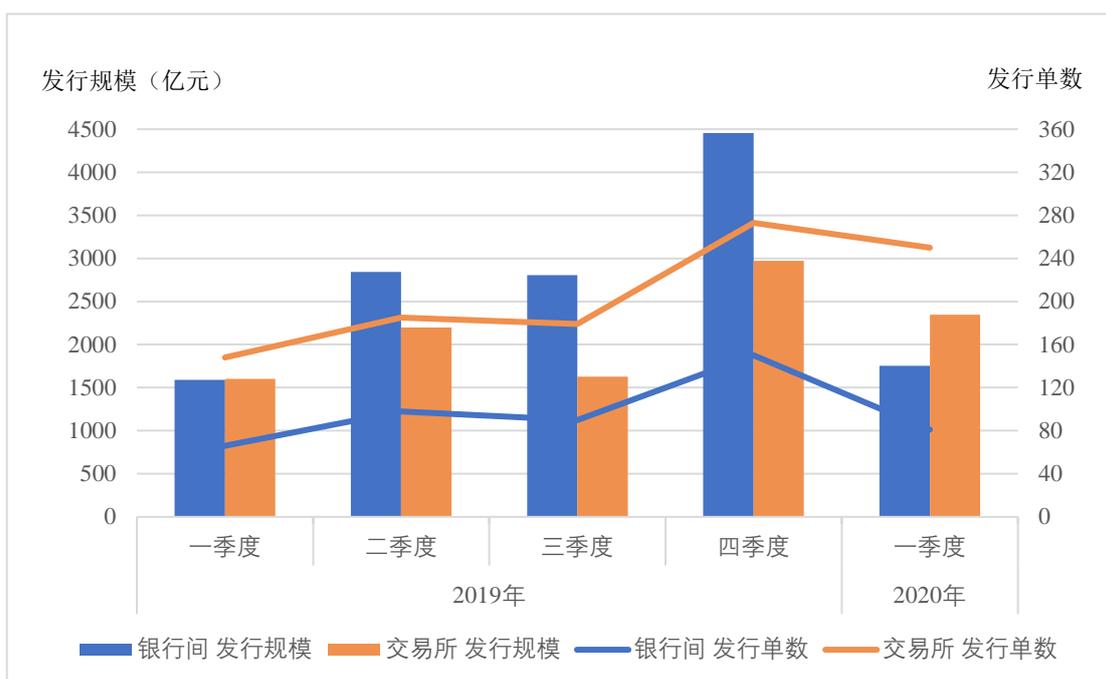
2020 年 3 月 25 日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布《保险资产管理产品管理暂行办法》（以下简称《办法》），对保险资管产品业务进行全面规范，确定保险资管产品的三类产品形式：债权投资计划、股权投资计划和组合类保险资产管理产品。资产支持计划和保险私募基金则延续原有监管模式，暂不适用《办法》的规定。《办法》对保险资管产品按投资性质不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品，并明确保险资管产品可投资在银行间债券市场或者证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场发行的证券化产品，从而为保险资管产品投资资产证券化产品提供了法律依据。《办法》承接资管新规，是保险资管产品的“上位法”，后续银保监会将分别制定债权投资计划、股权投资计划和组合类保险资产管理产品的配套细则，从而形成“1+3”的规则体系。

联合认为，保险资管产品是金融市场上重要的中长期投资资金来源，据银保监会的统计数据，截至 2019 年底，保险资管产品余额合计为 2.76 万亿元，其中债权投资计划 1.27 万亿元、股权投资计划 0.12 万亿元、组合类保险资管产品 1.37 万亿元。从具体投向来看，债权投资计划和股权投资计划主要投向交通、能源、水利等基础设施项目，组合类保险资管产品主要投向股票、债券等公开市场品种。该《办法》的发布，为保险资管产品投资资产证券化产品提供了法律保障，有利于拓宽资产证券化市场的资金来源，为资产证券化市场引入更多中长期稳定资金。从资产证券化产品的基础资产类型来看，以个人住房抵押贷款、商业房地

产抵押贷款、基础设施收费、房地产投资信托基金、PPP 项目等几类基础资产发行的资产证券化产品通常期限较长，可以较好地匹配保险资管产品的中长期投资需求，从而拓宽保险资金等中长期资金的配置空间和投资渠道。随着我国资产证券化市场深度的提高和流动性的改善，预计未来将有更多保险资金通过保险资管产品形式进入该市场，进一步促进该市场的健康有序发展。

二、发行概况

2020 年一季度，资产支持证券发行环比有所下降，同比显著上升¹。具体来看，2020 年一季度，我国债券市场共发行 331 单 844 只资产支持证券，发行单数和只数环比分别下降 21.75% 和 28.72%，同比分别大幅上升 54.67% 和 40.20%；发行规模为 4098.57 亿元，环比大幅下降 44.83%，同比增加 28.30%。整体看，受季节性因素影响，一季度资产支持证券发行单数、只数和规模环比有所下降，但疫情发生后监管部门发布各项支持融资政策，有力推动了资产支持证券的发行，因此今年一季度资产支持证券发行单数、只数和规模同比大幅增加。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图 1 2019 年—2020 年一季度资产支持证券发行规模及单数走势图

分市场看，2020 年一季度，银行间市场共发行 81 单 219 只资产支持证券，发行规模为 1753.80 亿元，发行单数、只数和规模环比均有所下降，同比均有所增长；交易所市场共发

¹ 统计期以债券发行日为准，统计范围包括银行间市场、上交所和深交所市场公募和私募发行的资产支持证券。

行 250 单 625 只资产支持证券，发行规模为 2344.78 亿元，发行单数、只数和规模环比均有所下降但同比均大幅增长（见表 1）。总体看，交易所市场的发行同比增幅明显高于银行间市场，主要源于交易所市场应收账款类资产支持证券发行量上升所致。

表 1 资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数 (单)			发行只数 (只)			发行规模 (亿元)		
	银行间市场	交易所市场	全市场	银行间市场	交易所市场	全市场	银行间市场	交易所市场	全市场
一季度	81	250	331	219	625	844	1753.80	2344.78	4098.57
一季度环比增幅 (%)	-46.00	-8.42	-21.75	-46.19	-19.56	-28.72	-60.65	-21.11	-44.83
一季度同比增幅 (%)	22.73	68.92	54.67	16.49	50.97	40.20	10.19	46.28	28.30

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

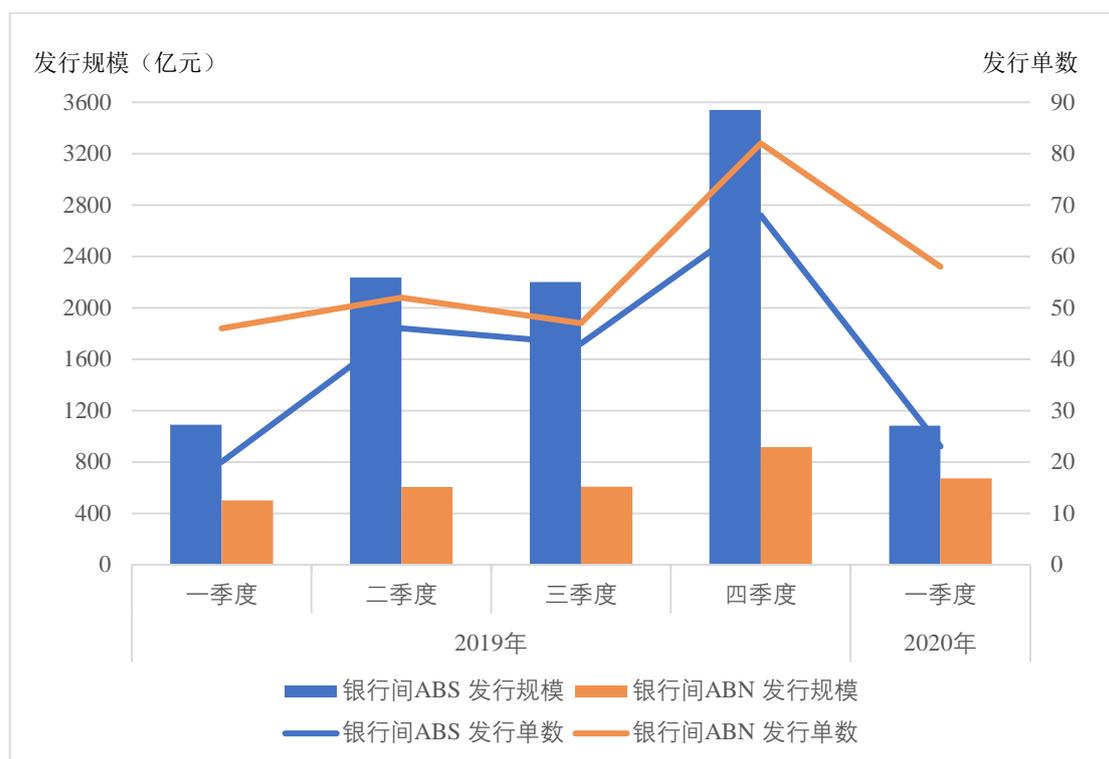
从银行间市场来看，2020 年一季度，信贷资产支持证券（以下简称“银行间 ABS”）共发行 23 单 66 只，发行规模为 1081.68 亿元，发行单数、只数和规模环比大幅下降，与上年同期相比，发行单数、只数有所上升，发行规模略降；银行间资产支持票据（以下简称“银行间 ABN”）共发行 58 单 153 只，发行规模为 672.11 亿元，发行单数、只数和规模环比均有所下降，同比均有所增长（见表 2 和图 2）。总体看，虽然一季度银行间 ABS 发行规模高于银行间 ABN，但银行间 ABN 发行规模同比增幅更高。受疫情叠加经济下行的双重影响，实体企业有较大的融资需求，一季度发行银行间 ABN 的基础资产种类集中在应收票据，此类基础资产可以帮助实体企业盘活资产，增强流动性，同时银行间 ABN 相比交易所 ABS 的发行成本相对更低²，因此银行间 ABN 成为越来越多发行人的融资手段，其发行规模在一季度同比保持较高增幅。

表 2 银行间市场资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数 (单)		发行只数 (只)		发行规模 (亿元)	
	银行间 ABS	银行间 ABN	银行间 ABS	银行间 ABN	银行间 ABS	银行间 ABN
一季度	23	58	66	153	1081.68	672.11
一季度环比增幅 (%)	-66.18	-29.27	-68.57	-22.34	-69.46	-26.54
一季度同比增幅 (%)	15.00	26.09	13.79	17.69	-0.86	34.26

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

² 一季度，新发行的银行间 ABN 平均发行利率为 4.19%，而交易所 ABS 平均发行利率为 4.54%。



数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图 2 2019 年—2020 年一季度银行间 ABS 及 ABN 发行规模及单数走势图

从资产支持证券的承销情况来看，2020 年一季度，中信证券股份有限公司、平安证券股份有限公司和招商证券股份有限公司的承销金额位居前三；平安证券股份有限公司的承销单数位居第一，中信证券股份有限公司和中国国际金融股份有限公司的承销单数分别排名第二和第三位。

表 3 2020 年一季度资产支持证券承销金额前十位的承销商统计表

机构名称	全市场		银行间市场		交易所市场	
	承销规模 (亿元)	承销单数	承销规模 (亿元)	承销单数	承销规模 (亿元)	承销单数
中信证券股份有限公司	426.13	49	179.84	10	246.29	39
平安证券股份有限公司	355.99	58	0.00	0	355.99	58
招商证券股份有限公司	251.41	22	174.57	10	76.84	12
中国国际金融股份有限公司	206.38	29	101.44	12	104.94	17
中信建投证券股份有限公司	194.00	27	99.85	14	94.15	13
华泰证券股份有限公司	193.47	26	54.10	5	139.36	21
光大证券股份有限公司	162.42	26	84.55	9	77.87	17
海通证券股份有限公司	154.34	24	29.46	5	124.88	19
中国银行股份有限公司	126.69	10	126.69	10	0.00	0

国泰君安证券股份有限公司	122.12	20	64.45	8	57.67	12
--------------	--------	----	-------	---	-------	----

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

按照基础资产类型统计，2020 年一季度，应收账款（1207.17 亿元）、汽车抵押贷款（461.74 亿元）、应收租赁款（425.92 亿元）、个人住房抵押贷款（402.38 亿元）和应收票据（347.66 亿元）均超过 300 亿元，是发行规模最大的五类基础资产；从发行单数看，应收账款（148 单）、应收租赁款（38 单）、应收票据（30 单）、保理合同债权（29 单）和信托受益权（25 单）排名前五位。整体来看，在疫情叠加经济下行的双重影响下，企业资产证券化产品例如以应收账款、应收租赁款和应收票据作为基础资产的产品在一季度发行规模占比较高，为实体企业盘活资产，增加流动性，加快资产周转提供了融资渠道（见表 4）。

表 4 资产支持证券基础资产类型发行统计表

基础资产	发行单数 (单)	发行只数 (只)	发行规模 (亿元)
应收账款	148	284	1207.17
汽车抵押贷款	11	28	461.74
应收租赁款	38	131	425.92
个人住房抵押贷款	5	18	402.38
应收票据	30	81	347.66
信托受益权	26	86	306.03
保理合同债权	29	52	217.85
企业信贷资产	4	12	166.76
小额贷款	12	43	165.00
商业房地产抵押贷款	4	8	143.14
消费性贷款	7	26	100.00
基础设施收费	5	28	46.76
PPP 项目	2	15	19.66
不良贷款	1	2	0.80
房地产投资信托基金	2	4	12.85
保单贷款	3	10	42.80
融资融券债权	1	3	7.00
其他收益权	2	10	15.05
其他债权	1	3	10.00
总计	331	844	4098.57

注：1.基础资产为其他债权的 ABS 项目包括基础资产为 1 单委托贷款的债权类 ABS 项目；基础资产为其他收益权的 ABS 项目为 1 单门票收入和 1 单棚改/保障房的收益权类 ABS 项目；2.表格按照发行规模由高到低排序，其他收益权和其他债券排在最后

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

截至 2020 年一季度末，债券市场上共有 2634 单 7293 只资产支持证券存续，本金存量规模为 35891.78 亿元。从存量规模占比来看，前五大基础资产类型分别为个人住房抵押贷款（28.55%）、应收账款（22.23%）、应收租赁款（6.99%）、信托受益权（6.06%）和小额贷款（5.21%）。

表 5 截至 2020 年一季度末资产支持证券存量统计表

基础资产类型	发行只数（只）	发行单数（单）	存量规模（亿元）	存量规模占比（%）
个人住房抵押贷款	183	532	10247.53	28.55
应收账款	832	1889	7977.24	22.23
应收租赁款	413	1197	2509.99	6.99
信托受益权	204	719	2175.30	6.06
小额贷款	129	370	1869.76	5.21
应收票据	142	392	1854.10	5.17
汽车抵押贷款	78	201	1647.06	4.59
商业房地产抵押贷款	60	174	1571.69	4.38
信用卡贷款	11	41	1096.36	3.05
房地产投资信托基金	64	180	1087.93	3.03
基础设施收费	157	729	947.72	2.64
保理合同债权	144	265	832.42	2.32
消费性贷款	51	145	650.76	1.81
企业信贷资产	46	93	513.98	1.43
融资融券债权	18	40	315.00	0.88
PPP 项目	18	122	168.75	0.47
不良贷款	50	77	134.93	0.38
保单贷款	3	8	67.00	0.19
其他收益权	13	64	82.15	0.23
其他债权	18	55	142.13	0.40
总计	2634	7293	35891.78	100.00

注：1.基础资产为其他债权的 ABS 项目包括 18 单基础资产为委托贷款的债权类 ABS 项目；2.基础资产为其他收益权的 ABS 项目包括基础资产为门票收入（9 单）、航空票款（3 单）和棚改/保障房（1 单）的收益权类 ABS 项目

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

三、信用等级分布

2020 年一季度,新发行的资产支持证券中,有 466 只具有信用评级,总体上集中于 AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf}, AAA_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比 80.69%, 发行规模占比 95.04%; AA⁺_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比约 13.95%, 发行规模占比约 4.41%。

表 6 2020 年一季度资产支持证券信用等级统计表

级别	发行只数	发行只数占比 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)
AAA _{sf}	376	80.69	3116.44	95.04
AA ⁺ _{sf}	65	13.95	144.76	4.41
AA _{sf}	8	1.72	6.91	0.21
AA ⁻ _{sf}	1	0.21	1.58	0.05
A ⁺ _{sf}	7	1.50	2.58	0.08
A _{sf}	1	0.21	2.00	0.06
A ⁻ _{sf}	3	0.64	2.77	0.08
BBB ⁺ _{sf}	1	0.21	0.60	0.02
BBB ⁻ _{sf}	2	0.43	1.10	0.03
BB ⁺ _{sf}	2	0.43	0.39	0.01
总计	466	100.00	3279.12	100.00

注:该统计以发行人付费评级机构的评级结果为准,对于具有多个发行人付费评级机构出具的评级结果,以较低的信用等级为准,均不考虑未在国内注册的评级机构的评级结果,下同

数据来源:Wind,联合资信、联合评级整理

截至 2020 年一季度末,在存量资产支持证券中,有 4184 只具有信用评级,集中于 AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 三个等级。AAA_{sf} 级、AA⁺_{sf} 级和 AA_{sf} 级资产支持证券的存量只数占比分别为 72.26%、21.08% 和 4.37%, 存量规模占比分别为 91.43%、6.59% 和 1.49%。

表 7 截至 2020 年一季度末存续资产支持证券信用等级统计表

级别	存量只数	存量只数占比 (%)	存量规模 (亿元)	存量规模占比 (%)
AAA _{sf}	3024	72.26	25048.62	91.43
AA ⁺ _{sf}	882	21.08	1805.54	6.59
AA _{sf}	183	4.37	409.59	1.49
AA ⁻ _{sf}	9	0.22	14.49	0.05
A ⁺ _{sf}	33	0.79	52.49	0.19
A _{sf}	7	0.17	11.81	0.04
A ⁻ _{sf}	13	0.31	9.50	0.03
BBB ⁺ _{sf}	5	0.12	4.22	0.02
BBB _{sf}	2	0.05	0.80	0.00

BBB ^{-sf}	12	0.29	7.20	0.03
BB ^{+sf}	4	0.10	0.83	0.00
BB ^{sf}	2	0.05	18.19	0.07
B ^{+sf}	7	0.17	7.70	0.03
B ^{sf}	1	0.02	6.53	0.02
总计	4184	100.00	27397.50	100.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

四、信用事件

2020 年第一季度，债券市场上有 1 只资产支持证券发生违约，同比增加 1 只；2 只资产支持证券信用评级下调³（见表 8），同比增加 1 只；4 只资产支持证券被列入评级观察名单⁴，同比下降 5 只。具体来看，本季度，“北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据优先级”（债券简称“18 北大科技 ABN001 优先级”）发生违约。该资产支持证券的发起机构为北京北大科技园建设开发有限公司，差额补足义务人/保证人为北大方正集团有限公司（以下简称“北大方正”）⁵和北大资源集团有限公司⁶（以下简称“北大资源”），还款来源为标的物业的经营收入。2020 年 2 月 27 日，该交易发行载体管理机构华能贵诚信托有限公司发布了《关于北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据回售情况的提示性公告》，称北大科技园未能按期支付回售资金，且差额补足义务人北大方正及北大资源也未履行差额补足义务。级别下调方面，除“18 北大科技 ABN001 优先级”外，“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”（“PRG 桑德”）级别被下调，主要是受到相关企业北京桑德环境工程有限公司（以下简称“桑德工程”）违约的影响。“PRG 桑德”的发起机构为北京京禹顺环保有限公司，其母公司为桑德集团有限公司（以下简称“桑德集团”）。桑德集团下属公司桑德工程近年来公司财务杠杆居高不下，短期债务规模不断攀升，资金占用情况较为严重，运营资金回笼较慢，导致短期偿债压力较大。本季度被列入评级观察名单的资产支持证券为“高供水 03”、“高供水 04”、“高供水 05”和“高供水 06”。

³ 违约事件和信用评级下调事件仅根据 Wind 公布的数据。

⁴ 评级观察名单不包括信用等级发生调整且同时被列入评级观察名单的发行人信息。

⁵ 2020 年 2 月 19 日，北大方正发布公告称北京市第一中级人民法院裁定受理北京银行提出的对北大方正进行重整的申请，此外根据上清所发布的《关于未收到“19 方正 SCP002”付息兑付资金的通知（清算所发（2020）36 号）》，截至 2020 年 2 月 21 日付息兑付日终，上清所未收到北大方正的付息兑付资金，北大方正的主体长期信用等级由 B 下调至 C。

⁶ 根据北大资源 2019 年前三季度财务数据，北大资源短期偿债压力大；合并口径营业收入与利润总额同比大幅下降，财务费用大幅增长，盈利能力显著下滑。北大资源整体债务负担重，短期债务规模大，后续融资能力受北大方正违约事件影响很大，未来仍将面临一定资本支出压力，融资压力显著提升，部分债务出现逾期，其主体长期信用级别于 2020 年 2 月 28 日由 A 下调至 B。

表 8 截至 2020 年一季度末资产支持证券级别调降统计表

债券简称	项目全称	发起机构/原始权益人	评级机构	本次评级结果		上次评级结果	
				级别	评级时间	级别	评级时间
PRG 桑德	桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券	北京京禹顺环保有限公司	中诚信证评	B _{sf}	2020/3/10	AA ⁺ _{sf}	2020/1/22
18 北大科技 ABN001 优先级	北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据优先级	北京北大科技园建设开发有限公司	联合资信	B ⁺ _{sf}	2020/2/28	A _{sf}	2019/12/4

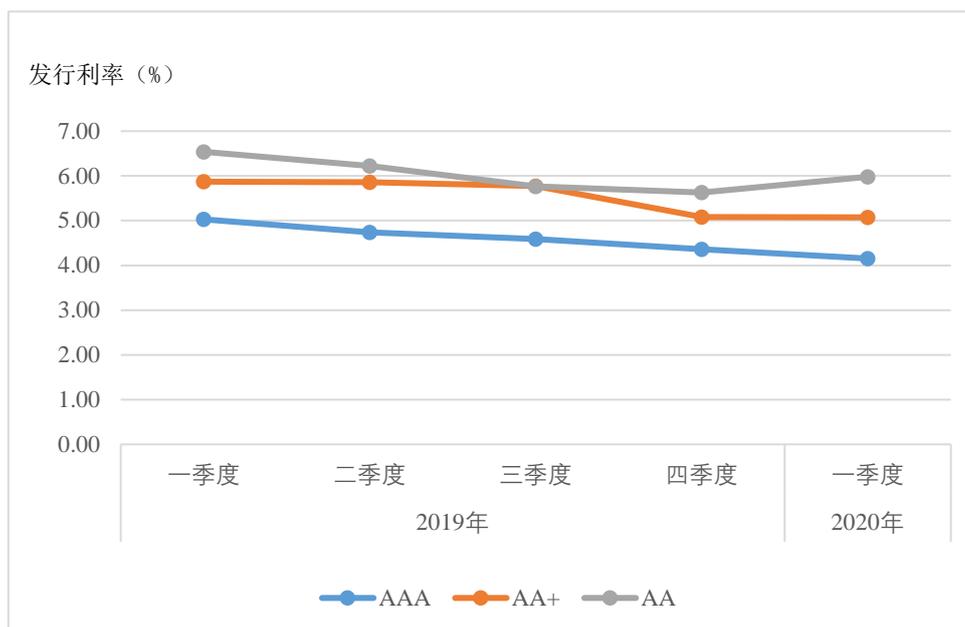
数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

五、发行利差分析

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，得到每只资产支持证券的发行利差⁷。

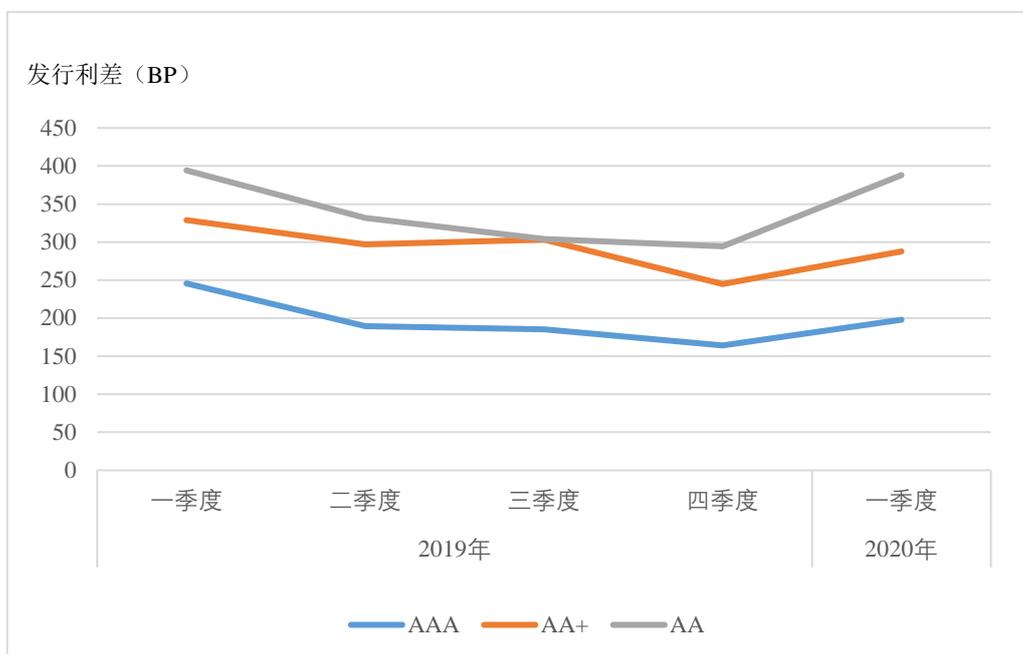
2020 年一季度，资产支持证券的发行利率和利差均值均随信用等级的下降而上升，说明信用评级对资产支持证券的信用风险具有较好的区分度。AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值分别为 198BP、288BP 和 388BP，同比分别下降 48BP、41BP 和 6BP，主要原因是去年同期级别的新发行资产支持证券期限较长，发行利率较高，从而导致发行利差较今年同期更高；环比分别上升 34BP、43BP 和 94BP，主要原因是一季度国债收益率环比下降，因此虽然资产支持证券发行利率环比变化不大，但是发行利差环比有所上升。一季度利率。受到一季度所发 AA_{sf} 级资产支持证券的样本数量较少且期限较短的影响，AA_{sf} 级资产支持证券环比和同比数据不具统计意义。AAA_{sf} 级和 AA⁺_{sf} 级、AA⁺_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间的级差分别为 90BP 和 100BP，级差随级别的下降而上升，反映了在疫情及经济下行的双重压力的影响下，市场不确定性上升，投资者风险偏好有所降低。AAA_{sf} 级资产支持证券的发行利差的变异系数相对较高，说明投资者对 AAA_{sf} 级资产支持证券的信用风险判断存在分化。

⁷ 银行间市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中债国债到期收益率，交易所市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中证国债到期收益率。



数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理

图 3 2019 年—2020 年一季度资产支持证券发行利率走势图



数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理

图 4 2019 年—2020 年一季度资产支持证券发行利差走势图

表 9 2020 年一季度资产支持证券发行利差统计表（全市场）

信用等级	样本数量 (个)	发行期限均值 (年)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 (BP) ⁸	发行利差变异 系数 (倍)
AAA _{sf}	376	2.15	4.15	38 ~ 570	198	--	0.51
AA ⁺ _{sf}	65	2.35	5.07	86 ~ 972	288	90	0.49
AA _{sf}	8	1.24	5.98	225 ~ 500	388	100	0.26

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

分市场来看，剔除样本量较少的级别影响，银行间市场与交易所市场所呈现的利差区分度、级差和变异系数的特点与全市场特点基本相同（见表 10 和表 11）。

表 10 2020 年一季度资产支持证券发行利差统计表（银行间市场）

信用等级	样本数量 (个)	发行期限均值 (年)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 (BP)	发行利差变异 系数 (倍)
AAA _{sf}	72	2.62	3.62	45 ~ 396	141	--	0.57
AA ⁺ _{sf}	13	1.78	4.16	106 ~ 310	203	62	0.31
AA _{sf}	2	1.64	6.20	343 ~ 493	418	215	0.18

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

表 11 2020 年一季度资产支持证券发行利差统计表（交易所市场）

信用等级	样本数量 (个)	发行期限均值 (年)	发行利率均值 (%)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 (BP)	发行利差变异 系数 (倍)
AAA _{sf}	304	2.03	4.29	38 ~ 570	212	--	0.47
AA ⁺ _{sf}	52	2.50	5.31	86 ~ 972	310	98	0.47
AA _{sf}	6	1.10	5.91	225 ~ 500	378	68	0.29

数据来源：Wind，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} 和 AA_{sf} 级两两之间的利差分布进行显著性检验。2020 年一季度，在 95% 的置信水平下，AAA_{sf}、AA⁺_{sf} 和 AA_{sf} 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 12）。

表 12 2020 年一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 _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}
AAA _{sf}	--	0.0000	0.0000

⁸ 级差为下一等级发行利差均值减去上一等级发行利差均值，例如，AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf} 之间的级差为 AA⁺_{sf} 的发行利差均值减去 AAA_{sf} 的发行利差均值，以此类推。

AA ⁺ _{sf}	0.0000	--	0.0152
AA _{sf}	0.0000	0.0152	--

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理