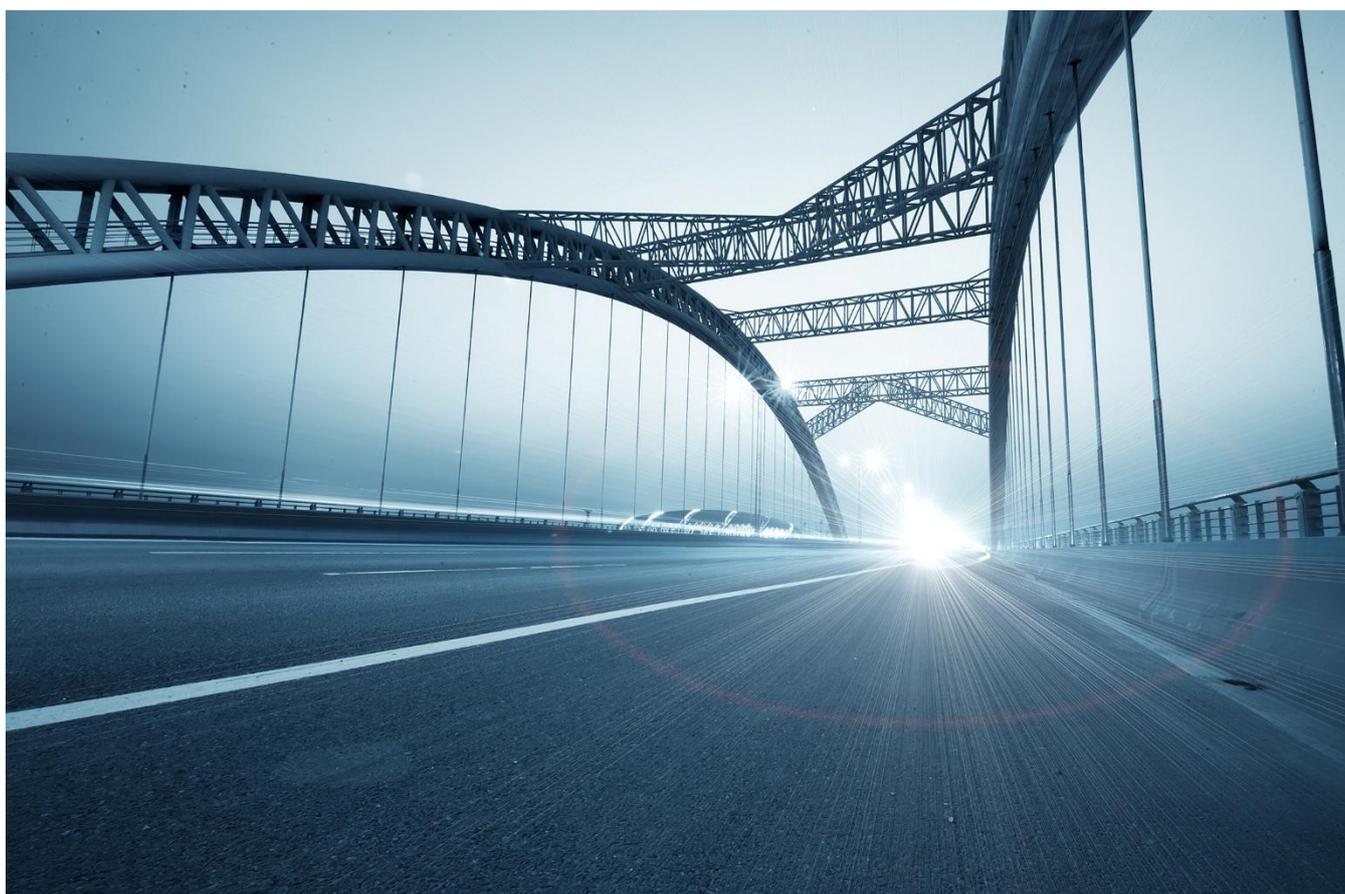

2018 年上半年资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差和级差均同比上升、各信用等级利差区分显著

2018 年 7 月 31 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 年上半年资产支持证券利差分析报告

——发行利率、利差和级差均同比上升、各信用等级利差区分显著

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 年上半年,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 902 只,同比微降 0.55%,环比下降 33.28%;发行金额 6797.90 亿元,同比增长 46.63%,环比下降 28.24%。2018 年上半年所发资产支持证券主要分布在 AAA 级~AA+ 级,且呈现向 AAA 级进一步集中的趋势。2018 年上半年,AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.86%、6.53%和 6.97%,较 2017 年上半年同比分别上升 69、83 和 99 个 BP,较 2017 年下半年环比分别上升 25、51 和 80 个 BP;AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 250BP、317BP 和 357BP,较 2017 年上半年同比分别上升 44、62 和 82 个 BP,较 2017 年下半年环比分别上升 36、71 和 91 个 BP,这表明投资者风险偏好下降,主要是由于去杠杆大背景下,市场资金面偏紧,违约事件增多所致。各信用等级之间的发行利差级差扩大,与 2017 年上半年同比,AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 18 个 BP,AA+级和 AA 级之间的级差扩大 20 个 BP;与 2017 年下半年环比,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 20 个 BP,投资者偏向谨慎,更倾向于配置高等级债券。总体看,各信用等级的发行利差具有显著差异,信用评级对资产支持证券的发行利差具有良好的区分性。

一、信用等级分布情况¹

2018 年上半年,我国银行间和交易所债券市场共发行资产支持证券 902 只,同比微降 0.55%;发行金额 6797.90 亿元,同比增长 46.63%。单只平均发行金额 7.54 亿元,同比增长 47.44%。相比 2017 年下半年,2018 年上半年发行只数环比下降 33.28%,发行金额环比下降 28.24%,单只平均发行金额环比上升 7.56%。其中,2018 年二季度共发行资产支持证券 530 只,同比增长 16.23%,发行金额 4599.10 亿元,同比增长 69.73%,单只平均发行金额 8.68 亿元,同比增长 46.03%;与 2018 年一季度相比,发行只数环比上升 42.47%,发行金额环比上升 109.26%,单只平均发行金额环比上升 46.87%,二季度增速明显上升。

从发行只数看,2018 年上半年所发资产支持证券的信用等级分布主要集中在

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。

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 49.56%,比上年同期提高 2.59 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 30.49%,比上年同期提高 4.91 个百分点;AA+级资产支持证券的发行只数占比为 14.75%,比上年同期微升 0.41 个百分点;AA 级资产支持证券的发行只数占比为 3.88%,比上年同期大幅下降 5.82 个百分点;其他级别的资产支持证券只数占比仍然较低,总体上进一步下降。其中,2018 年二季度 AAA 级只数占比 50.38%,无评级层只数占比 30.94%,均高于一季度;AA 级只数占比 3.58%,低于一季度。总体看,在发行只数分布上,向 AAA 级和无评级层进一步集中,AA 级及以下占比明显下降。

从发行金额看,2018 年上半年资产支持证券的金额分布主要集中于 AAA 级、AA+级和无评级层,其中 AAA 级资产支持证券的发行金额占比为 84.59%,比上年同期大幅提升 8.44 个百分点;AA+级资产支持证券的发行金额占比为 4.61%,比上年同期下降 2.87 个百分点;无评级资产支持证券的发行金额占比为 10.08%,比上年同期略降 0.52 个百分点;此外 AA 级资产支持证券的发行金额占比为 0.56%,比上年同期大幅下降 4.03 个百分点;其他级别的资产支持证券金额占比仍然较低,总体占比进一步下降。其中,2018 年二季度 AAA 级金额占比 85.26%,高于一季度;AA+级金额占比 4.07%,AA 级金额占比 0.36%,均低于一季度。总体看,在发行金额上,向 AAA 级集中的趋势较为明显。

表 1 2018 年上半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 二 季度 只数	2018 二 季度只 数占比	2018 上 半年 只数	2017 上 半年 只数	同比 增长	2018 上 半年只 数占比	2017 上 半年只 数占比	只数 占比 变化
AAA	267	50.38	447	426	4.93	49.56	46.97	2.59
AA+	72	13.58	133	130	2.31	14.75	14.33	0.41
AA	19	3.58	35	88	-60.23	3.88	9.70	-5.82
AA-	3	0.57	4	24	-83.33	0.44	2.65	-2.20
A+	0	0.00	1	2	-50.00	0.11	0.22	-0.11
A	1	0.19	1	4	-75.00	0.11	0.44	-0.33
A-	0	0.00	0	1	-100.00	0.00	0.11	-0.11
BBB+	1	0.19	1	0	—	0.11	0.00	0.11
BBB-	3	0.57	5	0	—	0.55	0.00	0.55
无评级	164	30.94	275	232	18.53	30.49	25.58	4.91
合计	530	100.00	902	907	-0.55	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 年上半年发行资产支持证券信用等级分布表（按金额）

单位：亿元、%

信用评级	2018 二 季度 金额	2018 二 季度金 额占比	2018 上 半年 金额	2017 上 半年 金额	同比 增长	2018 上 半年金 额占比	2017 上 半年金 额占比	金额 占比 变化
AAA	3921.30	85.26	5750.34	3530.25	62.89	84.59	76.15	8.44
AA+	187.10	4.07	313.05	346.78	-9.73	4.61	7.48	-2.87
AA	16.70	0.36	37.83	212.62	-82.21	0.56	4.59	-4.03
AA-	7.42	0.16	8.12	38.55	-78.94	0.12	0.83	-0.71
A+	0.00	0.00	0.15	5.60	-97.32	0.00	0.12	-0.12
A	0.32	0.01	0.32	3.93	-91.86	0.00	0.08	-0.08
A-	0.00	0.00	0.00	7.17	-100.00	0.00	0.15	-0.15
BBB+	2.01	0.04	2.01	0.00	—	0.03	0.00	0.03
BBB-	0.58	0.01	1.17	0.00	—	0.02	0.00	0.02
无评级	463.67	10.08	684.92	491.13	39.46	10.08	10.59	-0.52
合计	4599.10	100.00	6797.90	4636.02	46.63	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²

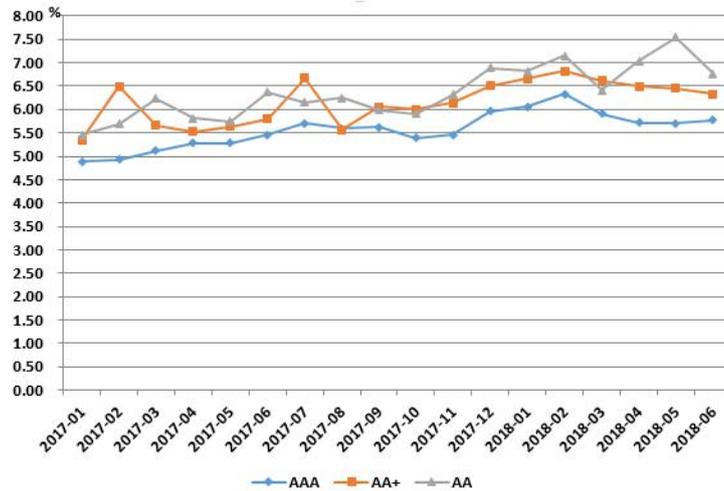
2018 年上半年，资产支持证券的发行利率总体高位运行，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.86%、6.53%和 6.97%，与 2017 年上半年相比，分别上升 69、83 和 99 个 BP；与 2017 年下半年相比，分别上升 25、51 和 80 个 BP。各等级之间的级差有所扩大，与 2017 年上半年相比，AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 14 个 BP，AA+级和 AA 级之间的级差扩大 16 个 BP；与 2017 年下半年相比，AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 26 个 BP，AA+级和 AA 级之间的级差扩大 29 个 BP，反映了债市流动性偏紧、违约增多的环境下，市场风险偏好明显下降，低等级债券发行遇冷。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良好的区分性。

从 2018 年二季度看，AAA、AA+级平均发行利率分别为 5.73%和 6.42%，环比一季度分别下降 30、29 个 BP，AA 级平均发行利率为 7.04%，环比一季度上升 27 个 BP，AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 1 个 BP，AA+级和 AA 级之

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。

间的级差扩大 56 个 BP。在违约增多的情况下，市场追逐高等级债券，AA 级债券发行成本显著上升。

图 1 2018 年上半年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 3 2018 年上半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)	发行利率标准差 (BP)	发行利率变异系数 (倍)
AAA	439	4.40 ~ 8.50	5.86	—	69	0.12
AA+	131	4.20 ~ 8.70	6.53	67	83	0.13
AA	31	5.76 ~ 8.50	6.97	44	68	0.10

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 4 2018 年二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	259	4.40 ~ 8.50	5.73	—	73	0.13
AA+	71	4.70 ~ 8.70	6.42	69	92	0.14
AA	16	5.76 ~ 8.50	7.04	62	78	0.11

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，得到每只资产支持证券的发行利差。

2018 年上半年，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，平均发行利差相应提高。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 年上半年各等级资产支持证券发行利差分布见表 5。

表 5 2018 年上半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	433	113 ~ 537	250	—	0.28
AA+	131	63 ~ 543	317	67	0.26
AA	31	240 ~ 540	357	40	0.20

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

表 6 2018 年二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	254	113 ~ 537	248	—	0.30
AA+	71	179 ~ 543	319	71	0.28
AA	16	240 ~ 540	380	61	0.21

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分性。

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。

表 7 2018 年上半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	——	0.0124
AA	0.0000	0.0124	——

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信、联合评级整理

2018 年上半年，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 250BP、317BP 和 357BP。与 2017 年上半年相比，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别上升 44、62 和 82 个 BP；与 2017 年下半年相比，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别上升 36、71 和 91 个 BP，在去杠杆大背景下，投资者对风险溢价补偿的要求显著提高。各信用等级之间的利差级差有所扩大，与 2017 年上半年相比，AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 18 个 BP，AA+级和 AA 级之间的级差扩大 20 个 BP；与 2017 年下半年相比，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 20 个 BP。在违约事件增多的情况下，投资者偏向谨慎，更青睐高等级债券，低等级债券需要付出更高的融资成本。

从 2018 年二季度看，AAA 级发行利差均值为 248BP，环比一季度下降 2 个 BP；AA+级发行利差均值为 319BP，环比一季度上升 5 个 BP；AA 级发行利差均值为 380BP，环比一季度上升 61 个 BP。AAA 级和 AA+级之间的级差扩大 7 个 BP，AA+级和 AA 级之间的级差扩大 56 个 BP。AAA 级与其他级别之间的级差明显扩大，反映了二季度市场避险情绪显著上升。