联合资信 Lianhe Ratings　联合评级 United Ratings

资产支持证券市场季报

ABS Market Quarterly Report

2020 年二季度

首单无信托单层 SPV 结构 CMBS 成功发行

银行间 ABN 发行规模首次超过信贷 ABS

◆ 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. 国内首单无信托单层 SPV 结构 CMBS 成功发行

2020 年 5 月 22 日，华泰证券（上海）资产管理有限公司作为计划管理人和牵头承销商的“华泰佳越-仁恒三亚皇冠假日酒店资产支持专项计划”在上海证券交易所成功发行。该单产品原始权益人为上海仁杰河滨园房地产有限公司，标的物业为三亚海棠仁恒皇冠假日度假酒店，由外资企业仁恒置地集团管理，底层资产是贷款收益权，在交易结构设计上，本期项目采用无信托的单层 SPV，是国内首单无信托单层 SPV 结构的商业房地产抵押贷款资产证券化产品。该单产品发行规模 17.50 亿元，优先级获得 AAA 评级，发行规模 16 亿元，发行利率 3.80%，优先级融资成本较低，赢得了市场的良好反响。

联合认为，通常 CMBS 产品在设计结构上采用信托贷款形式的双 SPV 结构，以商业房地产抵押、商业房地产未来收入进行质押作为信托贷款还款来源，信托计划作为其中一个 SPV，原始权益人借助信托公司成立信托计划向借款人发放信托贷款，资产支持专项计划作为另一个 SPV，以信托收益权作为基础资产，向合格投资者支付本息。本次“华泰佳越-仁恒三亚皇冠假日酒店资产支持专项计划”在设计结构上采用无信托的单层 SPV 设计结构，直接由专项计划受让贷款的债权，并将标的物业抵押给专项计划管理人。值得注意的是，2020 年 4 月已有单层 SPV 结构 CMBS 发行的案例—“中信信托-南京世茂希尔顿酒店资产支持专项计划”，发行规模 7.10 亿元人民币，优先级获得 AAA 评级，该产品在结构设计采用单层 SPV 架构，即只保留了信托计划一个 SPV。在国内金融监管整体宽松的环境下，单层 SPV 设计结构一方面优化了产品的交易结构，具有创新示范效应，另一方面，减少交易环节可以减少相关环节的税费及产品的融资成本，符合国家大力支持实体经济发展并努力降低实体经济融资成本的战略。

2. 全国首单集合型 ABCP 成功发行

响应中央“六保”“六稳”精神，加大对中小微企业的直接融资支持，6 月 5 日，由浙商银行主承销的“链鑫 2020 年度联捷第一期资产支持商业票据”（以下简称“链鑫联捷”）成功发行。项目为中国银行间市场交易商协会推出 ABCP 产品的首批 5 个试点项目之一，也是全国首单集合型 ABCP，发行规模 1.2 亿元，首期发行半年，后续可选择滚动发行。本期“链鑫联捷”入池供应链上下游企业 9 家，其中民营企业超过一半，该资产支持商业票据的基础资产为浙商银行应收款链平台已记载的大量客户在不同场景下形成的应收款信息，并且绝大部分是单独发债困难、与公开市场无缘的中小企业。

联合认为，从产品定义来看，ABCP 是传统资产支持票据（ABN）的短期限、滚动发行版本，为企业提供兼具流动性和资产负债管理的新型工具。2019 年 10 月，习总书记在中央政治局第十八次集体学习时强调，“把区块链作为核心技术自主创新重要突破口，加快推动区块链技术和实体经济深度融合”。2020 年 5 月 22 日，国务院总理李克强在政府工作报告中指出，“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。本次“链鑫联捷”项目的落地是响应中央政策的有益示范尝试。“链鑫联捷”是国内首个同时结合区块链技术+证券化设计并实现创新直达实体经济的货币政策工具，是浙商银行借助区块链技术，结合资产证券化创新设计，为更多的产业链上下游中小企业搭建的对接公开市场的融资渠道。

3. 上海票据交易所供应链票据平台上线试运行

为更好地服务中小企业，支持供应链金融规范发展，经中国人民银行同意，上海票据交易所（以下简称“票交所”）积极推动应收账款票据化，建设开发了供应链票据平台。2020 年 4 月 24 日，供应链票据平台成功上线试运行。首批参与试运行的 4 家供应链金融平台中的企业覆盖制造业、软件和信息技术服务业、电力、热力生产和供应业、批发和零售业等行业。当日，共有 17 家企业签发票据 17 笔、104.42 万元，2 家企业背书流转票据 3 笔、5.10 万元。

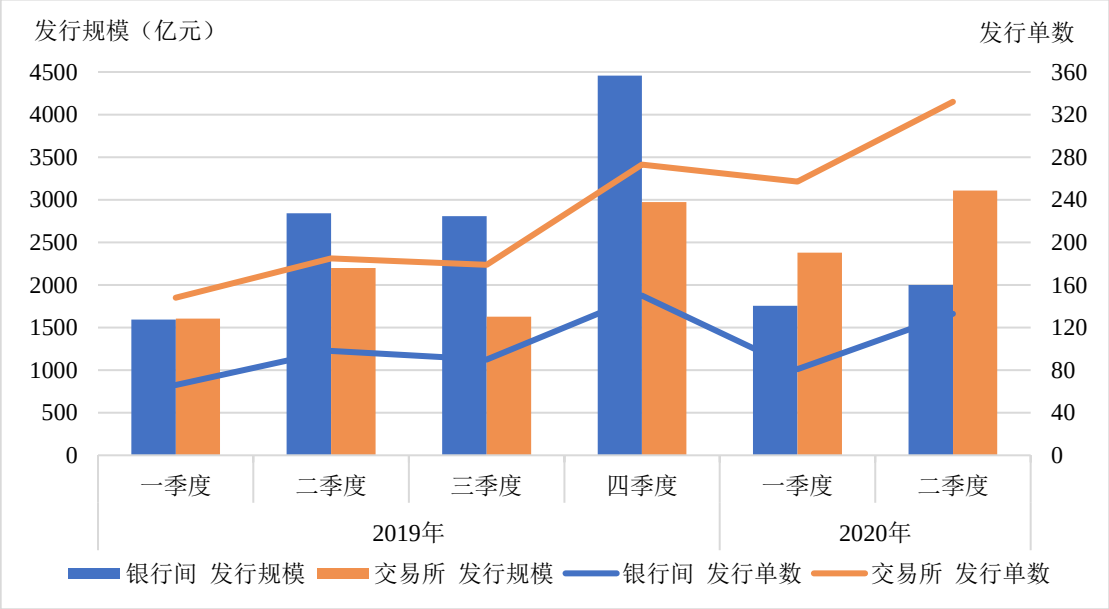
联合认为，供应链票据平台依托于电子商业汇票系统，是推动应收账款票据化的重要举措，对企业间应收账款的规范化和标准化，提高中小企业应收账款的流通流转起到了推波助澜的作用。2019 年 8 月 15 日，上海票交所发布了 2019 年第 1 期标准化票据的公告，意味着基于票据为基础资产的票据类 ABS 进入市场。从目前市场上已发行的票据类 ABS 来看，均是以票据收益权和应收账款债权作为资产证券化产品的基础资产。本次上海票交所供应链票据平台试运行，有望推动更多标准化的企业应收账款达到作为票据类 ABS 产品基础资产的要求。

二、发行概况

2020 年二季度，资产支持证券发行环比、同比均显著上升[1]。具体来看，2020 年二季度，我国债券市场共发行 465 单 1240 只资产支持证券，发行单数和只数环比分别大幅上升 37.57%和 43.35%，同比分别上升 64.31%和 39.64%；发行规模为 5109.58 亿元，环比上升 23.68%，

[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，不包括全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场发行的资产支持证券。

同比增加 1.39%。整体看，受疫情发生后监管部门发布各项支持融资政策的影响，二季度资产支持证券的发行单数、只数以及发行规模环比、同比均有所上升。



数据来源： Wind，联合资信、联合评级整理

图 1 2019 年一2020 年二季度资产支持证券发行规模及单数走势图

分市场看，2020 年二季度，银行间市场共发行 133 单 336 只资产支持证券，发行规模为 2000.85 亿元，发行单数、只数和规模环比均有所上升，发行单数、只数同比有所增长，发行规模同比有所下降；交易所市场共发行 332 单 904 只资产支持证券，发行规模为 3108.74 亿元，发行单数、只数和规模环比、同比均有所上升，但同比增幅更大（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票据、应收租赁款等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
二季度	133	332	465	336	904	1240	2000.85	3108.74	5109.58
二季度环比增幅（%）	64.20	29.18	37.57	53.42	39.94	43.35	14.09	30.75	23.68
二季度同比增幅（%）	35.71	79.46	64.31	8.04	56.67	39.64	-29.58	41.41	1.39

数据来源： Wind，联合资信、联合评级

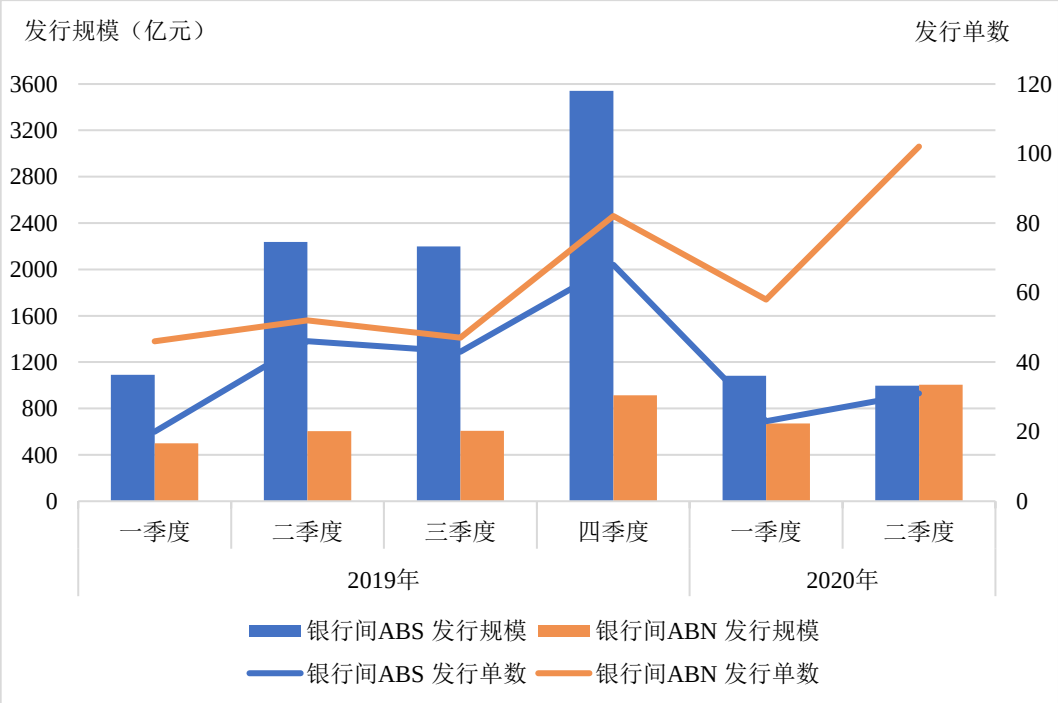
从银行间市场来看，2020 年二季度，信贷资产支持证券（以下简称“银行间 ABS”）共发行 31 单 84 只，发行规模为 995.55 亿元，发行单数、只数环比均有所上升，发行规模环比有所下降，与上年同期相比，发行单数、只数、发行规模均大幅下降；银行间资产支持

票据（以下简称“银行间 ABN”）共发行 102 单 252 只，发行规模为 1005.29 亿元，发行单数、只数和规模环比、同比均大幅增长（见表 2 和图 2）。总体看，二季度银行间 ABN 发行规模首次突破 1000 亿元，并首次超过银行间 ABS，且银行间 ABN 发行单数、只数及发行规模同比增幅更高，主要是由于受疫情影响，个人房贷、信用卡贷款、消费贷款等银行信贷资产生成速度下降，商业银行大多面临投放不足的情况，出表调结构的需求降低，而受疫情叠加经济下行的双重影响，非银机构有较大的融资需求，在低利率环境下非银机构发行热情高涨。二季度发行银行间 ABN 的基础资产种类集中在应收账款，此类基础资产可以帮助实体企业盘活资产，增强流动性，同时银行间应收账款 ABN 相比交易所应收账款 ABS 的发行成本相对更低[2]，银行间 ABN 成为越来越多发行人的融资手段，其发行规模在二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
二季度	31	102	84	252	995.55	1005.29
二季度环比增幅（%）	34.78	75.86	27.27	64.71	-7.96	49.57
二季度同比增幅（%）	-32.61	96.15	-41.67	50.90	-55.48	66.08

数据来源： Wind，联合资信、联合评级整理



[2] 二季度，新发行的银行间应收账款 ABN 平均发行利率为 3.53%，而交易所应收账款 ABS 平均发行利率为 4.27%。

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

图 2 2019 年一2020 年二季度银行间 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 年二季度，中信证券股份有限公司、平安证券股份有限公司和中国国际金融股份有限公司的承销金额、承销单数均位居前三位。

表 3 2020 年二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	640.41	77	174.96	15	465.44	62
平安证券股份有限公司	413.87	70	0.00	0	413.87	70
中国国际金融股份有限公司	319.70	43	121.11	18	198.59	25
中信建投证券股份有限公司	281.44	34	107.78	17	173.66	17
光大证券股份有限公司	207.53	40	116.19	17	91.34	23
招商证券股份有限公司	205.19	27	161.78	15	43.41	12
信达证券股份有限公司	199.98	2	0.00	0	199.98	2
国泰君安证券股份有限公司	188.18	19	74.09	7	114.09	12
华泰证券股份有限公司	179.12	26	20.13	6	158.99	20
中国银行股份有限公司	166.60	16	166.60	16	0.00	0

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 年二季度，应收账款（1495.27 亿元）、信托受益权（633.13 亿元）、应收票据（615.63 亿元）、汽车抵押贷款（584.40 亿元）、应收租赁款（526.22 亿元）均超过 500 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（184 单）、应收票据（55 单）、信托受益权（49 单）、应收租赁款（47 单）和保理合同债权（43 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，以应收账款、应收票据、汽车抵押贷款、信托受益权和应收租赁款作为基础资产的资产证券化产品在二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	184	382	1495.27
信托受益权	49	154	633.13
应收票据	55	136	615.63
汽车抵押贷款	10	32	584.40
应收租赁款	47	168	526.22
保理合同债权	43	88	283.76
个人住房抵押贷款	4	14	237.20

消费性贷款	21	74	229.47
商业房地产抵押贷款	6	15	104.16
企业信贷资产	2	6	83.23
小额贷款	9	29	66.94
不良贷款	13	26	61.25
保单贷款	5	38	54.35
基础设施收费	11	64	49.66
房地产投资信托基金	3	8	39.90
融资融券债权	1	2	20.00
其他债权	2	4	25.00
总计	465	1240	5109.58

注：1.基础资产为其他债权的 ABS 项目包括 2 单基础资产为委托贷款类的债权类 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权排在最后

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

截至 2020 年二季度末，债券市场上共有 3228 单 7777 只资产支持证券存续，本金存量规模为 37058.48 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（27.00%）、应收账款（21.77%）、信托受益权（7.19%）、应收租赁款（6.88%）和小额贷款（6.25%）。

表 5　截至 2020 年二季度末资产支持证券存量统计表

基础资产类型	存量单数（单）	存量只数（只）	存量规模（亿元）	存量规模占比（%）
个人住房抵押贷款	188	544	10004.17	27.00
应收账款	961	1960	8066.38	21.77
信托受益权	287	813	2664.95	7.19
应收租赁款	603	1240	2548.92	6.88
应收票据	186	495	2316.46	6.25
小额贷款	136	359	1892.87	5.11
汽车抵押贷款	82	206	1765.48	4.76
商业房地产抵押贷款	96	192	1706.27	4.60
房地产投资信托基金	76	186	1109.54	2.99
信用卡贷款	11	40	984.81	2.66
基础设施收费	185	739	946.12	2.55
保理合同债权	168	299	933.41	2.52
消费性贷款	70	209	817.50	2.21
企业信贷资产	37	71	379.04	1.02
其他债权	29	83	225.14	0.61
不良贷款	61	95	175.21	0.47
融资融券债权	12	27	175.00	0.47

PPP 项目	21	119	163.22	0.44
保单贷款	7	39	108.31	0.29
其他收益权	12	61	75.65	0.20
总计	3228	7777	37058.48	100.00

注：1.基础资产为其他债权的 ABS 项目包括 21 单基础资产为委托贷款的债权类 ABS 项目，8 单为企业债权类 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（2 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 年二季度，新发行的资产支持证券中，有 693 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 71.43%，发行规模占比 93.57%；AA^{+}_{sf} 级资产支持证券的发行只数占比约 23.81%，发行规模占比约 5.89%。

表 6　2020 年二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}	495	71.43	3807.40	93.57
AA^{+}_{sf}	165	23.81	239.63	5.89
AA_{sf}	5	0.72	5.60	0.14
AA^{-}_{sf}	2	0.29	2.42	0.06
A^{+}_{sf}	12	1.73	4.41	0.11
A_{sf}	1	0.14	0.25	0.01
A^{-}_{sf}	1	0.14	0.16	0.00
BBB^{+}_{sf}	7	1.01	5.60	0.14
BBB^{-}_{sf}	4	0.58	3.55	0.09
BB^{+}_{sf}	1	0.14	0.10	0.00
总计	693	100.00	4069.12	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 年二季度末，在存量资产支持证券中，有 4294 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 73.87%、20.42%和 3.45%，存量规模占比分别为 91.52%、6.64%和 1.36%。

表 7　截至 2020 年二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}	3172	73.87	25102.69	91.52

AA^{+}_{sf}	877	20.42	1822.52	6.64
AA_{sf}	148	3.45	371.68	1.36
AA^{-}_{sf}	10	0.23	9.63	0.04
A^{+}_{sf}	36	0.84	53.31	0.19
A_{sf}	8	0.19	12.36	0.05
A^{-}_{sf}	11	0.26	7.43	0.03
BBB^{+}_{sf}	5	0.12	3.35	0.01
BBB_{sf}	2	0.05	2.00	0.01
BBB^{-}_{sf}	8	0.19	2.58	0.01
BB^{+}_{sf}	4	0.09	0.83	0.00
BB_{sf}	2	0.05	18.19	0.07
B^{+}_{sf}	7	0.16	7.70	0.03
B_{sf}	1	0.02	6.38	0.02
CCC_{sf}	1	0.02	0.50	0.00
C_{sf}	2	0.05	6.82	0.02
总计	4294	100.00	27427.99	100.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

四、信用事件

2020 年二季度，债券市场上未出现资产支持证券违约，同比减少 1 只；11 只资产支持证券信用评级下调[3]（见表 8），同比增加 2 只；6 只资产支持证券被列入评级观察名单[4]，同比下降 2 只。具体来看级别下调方面，“山东东宇工贸集团股份有限公司商业物业租金合同债权资产支持专项计划优先级资产支持证券 05”（以下简称“东宇 05”）级别被下调至 AA_{sf}。“国融证券-遵运集团客运收费收益权资产支持专项计划 01～10”级别被下调至 AA^{+}_{sf}。

2020 年二季度被列入评级观察名单的资产支持证券为“巩燃 05”“巩燃 06”“15 鹤热 04”“15 鹤热 05”“铜供水 05”和“PRG 桑德”。

表 8　2020 年二季度资产支持证券级别调降统计表

债券简称	项目全称		评级机构	本次评级结果	上次评级结果

[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。

		发起机构/原始权益人		级别	评级时间	级别	评级时间
遵运 01	国融证券-遵运集团客运收费收益权资产支持专项计划	贵州省遵义汽车运输(集团)有限责任公司	东方金诚	AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 02				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 03				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 04				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 05				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 06				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 07				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 08				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 09				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
遵运 10				AA^{+}_{sf}	2020/6/29	AAA	2019/9/12
东宇 05	山东东宇工贸集团股份有限公司商业物业租金合同债权资产支持专项计划优先级资产支持证券 05	山东东宇工贸集团股份有限公司	联合评级	AA_{sf}	2020/6/29	AA^{+}_{sf}	2019/6/26

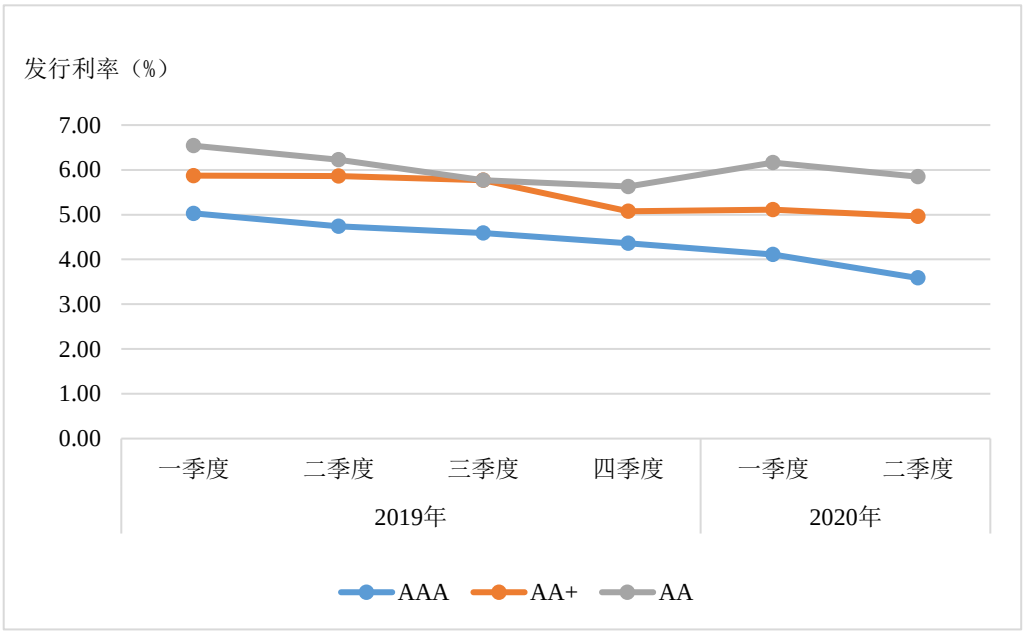
数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

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[5]。

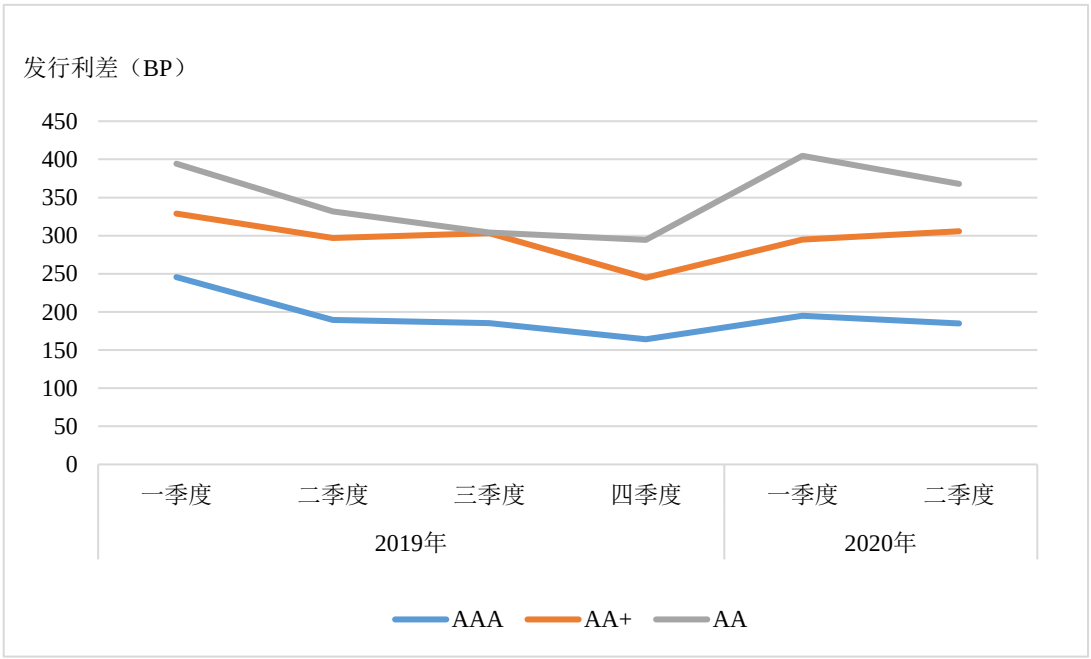
2020 年二季度，资产支持证券的发行利率和利差均值均随信用等级的下降而上升，说明信用评级对资产支持证券的信用风险具有较好的区分度。AAA_{sf}、AA^{+}_{sf} 和 AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值分别为 185BP、306BP 和 368BP，AAA_{sf} 级资产支持证券的发行利差同比下降 5BP，AA^{+}_{sf} 和 AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差同比分别上升 9BP 和 36BP；AAA_{sf}、和 AA_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值环比分别下降 10BP、37BP，AA^{+}_{sf} 级资产支持证券的发行利差均值环比上升 11BP。AAA_{sf} 级和 AA^{+}_{sf} 级、AA^{+}_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间的级差分别为 121BP 和 62BP，级差随级别的下降而降低，可能受到二季度份所发 AA_{sf} 级资产支持证券的样本数量较少的影响。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。

[5]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 年一2020 年二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 年一2020 年二季度资产支持证券发行利差走势图

表 9 2020 年二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）[6]	发行利差变异系数（倍）
AAA_{sf}	495	2.38	3.59	-58 ~ 619	185	--	0.67
AA^{+}_{sf}	165	2.82	4.96	27 ~ 1086	306	121	0.52
AA_{sf}	5	5.36	5.85	174 ~ 497	368	62	0.33

注： 二季度发行的 AAAsf 级资产支持证券中共 9 只债券发行利差为负，其中 3 只债券基础资产类型为商业房地产抵押贷款、3 只为信托受益权，2 只为汽车抵押贷款，1 只为个人抵押住房贷款

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 年二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}	97	1.93	2.98	-33 ~ 414	122	--	0.72
AA^{+}_{sf}	26	1.77	4.17	82 ~ 524	232	110	0.66

数据来源： Wind，联合资信、联合评级整理

表 11 2020 年二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}	398	2.50	3.74	-58 ~ 619	201	--	0.63
AA^{+}_{sf}	139	3.02	5.12	27 ~ 1086	320	119	0.49
AA_{sf}	5	5.36	5.85	174 ~ 497	368	48	0.33

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 年二季度，在 95%的置信水平下，AAA_{sf} 级和 AA^{+}_{sf} 级、AAA_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间均通过检验，具有显著性差异，AA^{+}_{sf} 级和 AA_{sf} 级之间未通过检验，不具有显著性差异，可能受到部分级别样本较少的影响。整体来看，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）。

[6] 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。

表 12 2020 年二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	0.0172
AA^{+}_{sf}	0.0000	--	0.3561
AA_{sf}	0.0172	0.3561	--

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理