

标普信评

S&P Global

China Ratings

任重道远，弘毅前行

中国 RMBS 行业研究（第一期）

2020 年 4 月 30 日



分析师

周侃

北京

+86-10-6516 6081

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

张恩杰

北京

+86-10-6516 6082

Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

施蓓蓓

北京

+86-10-6516 6084

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

卷首语

中国个人住房抵押贷款资产证券化（以下简称“RMBS”）市场以 2005 年中国建设银行首单建元系列产品——建元 2005-1 拉开序幕，期间几经起伏，在十五年后的今天驻足回首，累计发行金额近 1.5 万亿，存量贷款余额过万亿，以规模计，已成为世界第二大市场。截至 2019 年末，共有 29 家金融机构累计发起 173 单产品，其中 140 单发行于 2017 年后。我们认为市场的蓬勃发展主要得益于两方面，一是国家经济的持续发展，城镇化建设的加速推进，居民家庭收入的稳步上升，整体较低的利率环境及对房屋所有权的刚性需求等一系列原因导致的上游个人住房抵押贷款市场在过去十年突飞猛进；二是 RMBS 产品能为发起机构在信贷规模受限的前提下盘活存量资产，改善资产负债表，为信贷额度带来更多的弹性和选择。展望未来，中国个人住房抵押贷款市场余额已突破 30 万亿元，虽然增速进一步放缓，但在审慎的监管环境下发展稳健。RMBS 呈现发行常态化、发起机构多样化的趋势。另一方面，RMBS 的规模占中国债券市场余额的比例不足 2%，产品结构较为单一，一级和二级市场之间的传导机制尚未形成，估值体系尚未完善，二级市场缺乏流动性。整体而言，我们认为市场建设任重道远，未来发展空间广阔。

标普全球评级自 1992 年进入中国市场以来，一直以不同的方式与国内债券发行人合作，迄今为止已为超过 400 家国内发行人提供国际评级服务，作为标普全球评级的全资子公司——标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）于 2019 年 11 月发布了首单 RMBS 资产证券化产品的国内评级。标普信评借鉴标普全球评级的经验与方法论，结合我们对中国 RMBS 市场及主要参与方的了解进行了本次行业研究。在这份报告中我们根据现有的公开数据及相关指标呈现了整个市场以及市场中不同类型机构的数据和表现。由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在相关信息缺失或保密的情况下，本次分析并未涵盖所有与我们方法论直接相关的指标。

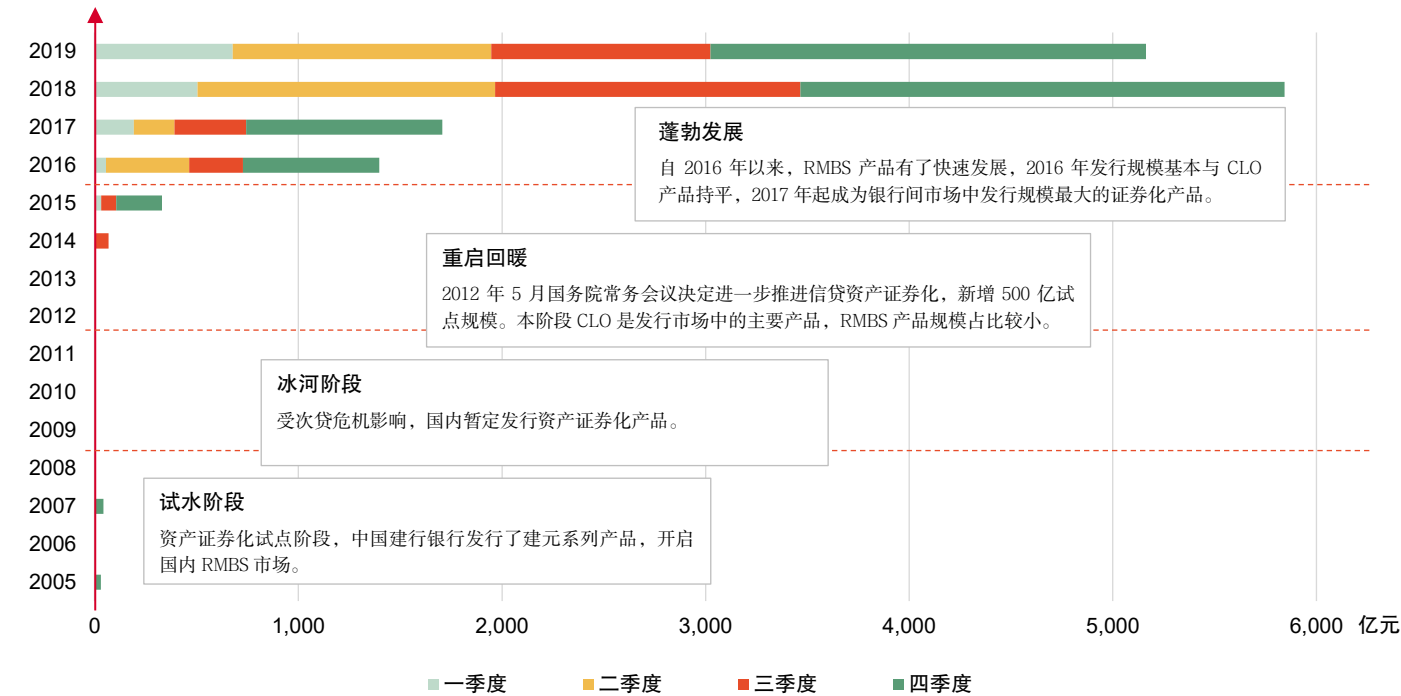
目录

卷首语	2
一、市场概览	3
二、多维度排列组合及观察	6
三、综合分析	16
附录	17

一、市场概览

1、发行规模

图表 1



数据来源：wind，标普信评整理

我们认为目前国内的 RMBS 市场发展大致可分为四个阶段：试水阶段（2005-2008 年），冰河阶段（2008-2012 年），重启回暖（2012-2015 年）以及蓬勃发展（2016 年至今）。我们也梳理了各个阶段所涉及的相关重要政策（详见附录）。整体而言，RMBS 市场已经成为中国资本市场重要的组成部分，截至 2019 年底，累计发行 173 单，累计发行金额近 1.5 万亿，累计共有 29 家发起机构参与发行。从发行窗口看，第四季度通常是一年中发行 RMBS 最重要的时期；从发起机构看，前三大发起机构在总发行规模中占比达到了 72%，呈现出明显的两级分化。我们认为，在当前“房住不炒”的指导方针下，个人住房抵押贷款市场的规模将受制于整体房地产市场的扩张增速和监管政策对信贷额度管控的影响，新增住房和二手房的交易可能都会延续 2017 年以来的较低增速，随着我国城镇化水平的日趋提高，上述增速有可能进一步下降，从而使得个人住房抵押贷款市场在未来几年内的增速进一步放缓，继而影响 RMBS 市场的发行规模。

中国 RMBS 市场的发展经历了四个主要阶段，我们认为发行规模将持续受到上游市场发展放缓的影响。

图表 2

发行规模（亿元）			累计			2019		2018		2017		2016		2015		2014		2007		2005	
			规模	规模%	单数	规模	单数	规模	单数	规模	单数	规模	单数	规模	单数	规模	单数	规模	单数	规模	单数
1	中国建设银行股份有限公司		5,191	36%	51	1,400	12	2,421	22	839	9	363	4	97	2			42	1	30	1
2	中国工商银行股份有限公司		3,854	26%	30	1,312	10	2,042	16	397	3	103	1								
3	中国银行股份有限公司		1,490	10%	16	500	5	379	4	257	3	309	3	45	1						
6	中国农业银行股份有限公司		448	3%	4	345	3	103	1												
8	交通银行股份有限公司		382	3%	5	151	2	231	3												
10	中国邮政储蓄银行股份有限公司		300	2%	4	50	1	143	1			38	1			68	1				
国有银行小计			11,665	80%	110	3,758	33	5,320	47	1,492	15	813	9	142	3	68	1	42	1	30	1
4	兴业银行股份有限公司		691	5%	7	197	2	358	4	137	1										
5	中信银行股份有限公司		552	4%	13	480	12	72	1												
7	招商银行股份有限公司		404	3%	8	191	4	40	1			100	1	72	2						
12	上海浦东发展银行股份有限公司		111	1%	2	111	2														
13	中国民生银行股份有限公司		99	1%	2							91	1	8	1						
16	平安银行股份有限公司		60	0%	2	60	2														
17	广发银行股份有限公司		53	0%	1			53	1												
22	华夏银行股份有限公司		22	0%	1					22	1										
25	浙商银行股份有限公司		10	0%	1	10	1														
股份制银行小计			2,001	14%	37	1,049	23	523	7	159	2	191	2	80	3						
11	杭州银行股份有限公司		166	1%	4	125	3			41	1										
14	徽商银行股份有限公司		81	1%	3	74	2					6	1								
18	江苏银行股份有限公司		50	0%	3	50	3														
20	汉口银行股份有限公司		35	0%	1	35	1														
21	北京银行股份有限公司		30	0%	1									30	1						
26	南京银行股份有限公司		10	0%	1	10	1														
29	苏州银行股份有限公司		5	0%	1							5	1								
城商行小计			376	3%	14	295	10			41	1	11	2	30	1						
9	上海市公积金管理中心		381	3%	4							312	2	70	2						
23	武汉住房公积金管理中心		20	0%	1							20	1								
27	杭州市住房公积金管理中心		10	0%	1							10	1								
28	湖州市住房公积金管理中心		5	0%	1							5	1								
公积金中心小计			417	3%	7							347	5	70	2						
19	江苏江南农村商业银行股份有限公司		39	0%	3					16	1	15	1	8	1						
24	广东顺德农村商业银行股份有限公司		19	0%	1							19	1								
农商行小计			59	0%	4					16	1	34	2	8	1						
15	中德住房储蓄银行有限责任公司		61	0%	1	61	1														
总计			14,579	100%	173	5,163	67	5,843	54	1,708	19	1,397	20	329	10	68	1	42	1	30	1

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

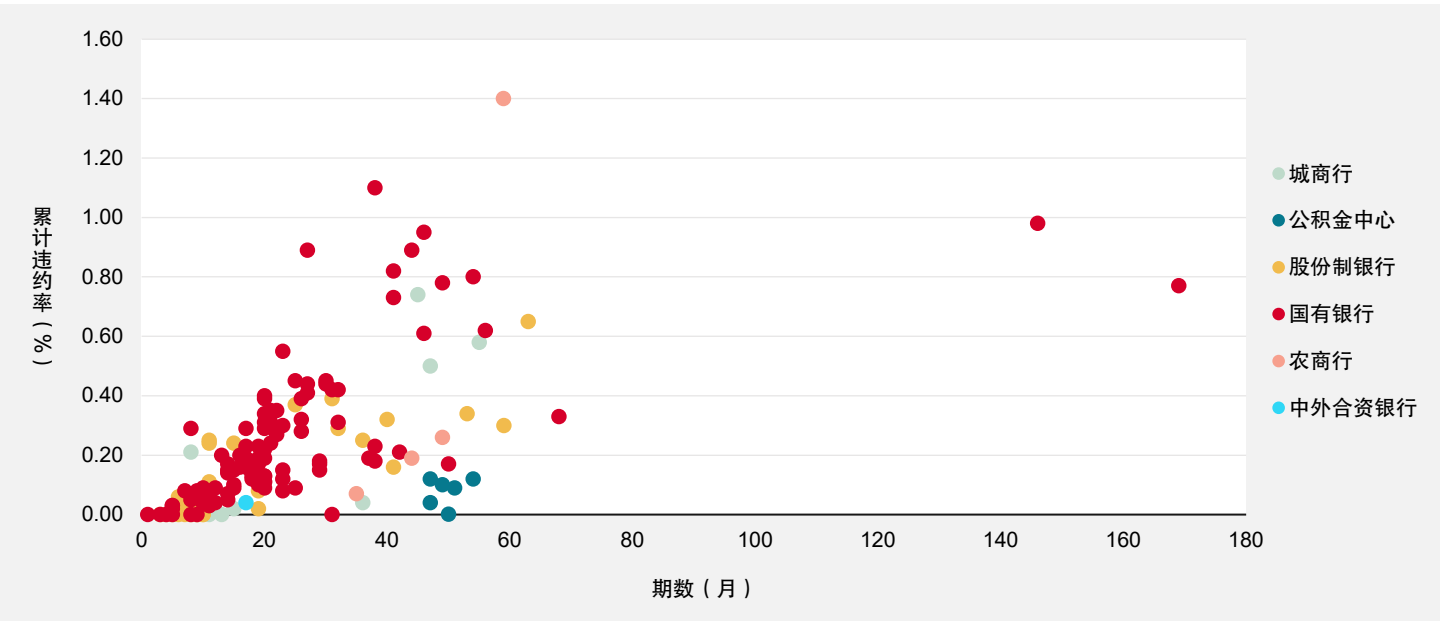
注：图表中的色块代表了各个发起机构的该项指标的高低排序（下文同）

当前 RMBS 的发起机构较为集中，按累计发行规模计算，29 家发起机构中前五大发起机构的发行占比为 81%，前十大占比为 94%。其中，中国建设银行和中国工商银行的住房按揭贷款存量最多，且其 RMBS 的发行规模也最大，累计规模已与其它银行拉开了一定的距离。2018 年以来，RMBS 的发行量有了飞跃性地上升，越来越多的股份制银行积极参与到 RMBS 的发行中，其中部分银行的 RMBS 发行已经呈现常态化趋势，RMBS 已逐渐成为一种常规的融资手段。我们预计，根据市场规模和住房按揭贷款存量，未来国有银行仍将会是 RMBS 产品的主要发起机构，但新冠疫情对实体经济和上游相关行业的冲击将直接影响住房贷款市场的发展，发起机构腾挪额度的诉求可能也将受到抑制，短期内这都将影响 RMBS 的发行。从中长期来看，我们认为发起机构会更加多样化，更多的股份制银行、城商行和农商行将会参与发行 RMBS 产品。

国有大行仍是当前及未来 RMBS 发行的主力，但市场已呈现发起机构多样化的趋势。

2、市场表现

图表 3



数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

从已发行的 RMBS 基础资产质量来看，截至 2019 年底，有违约数据的 160 单 RMBS 交易平均累计违约率约为 0.2%，不同类型发起机构所发行项目的累计违约率水平存在明显差异。

整体而言，公积金中心发起的交易在同等期限下累计违约率最低，我们认为这与公积金中心所发放的公积金贷款性质与一般商业银行发放的商业住房按揭贷款的差异有关，公积金贷款整体上的 LTV 更低，贷款利率更低，且由于其背后的政策性支持，相对违约率较低。国有银行方面，整体上 2 年内的累计违约率分布较为集中，大致均在 0.4% 以内，但是 2 年以上的波动较大，信用质量出现分化。我们认为目前市场的整体信用表现优良，也从侧面印证了个人住房抵押贷款是银行零售类贷款中最优质的资产。

市场整体信用表现
优良，不同类型发
起机构所发行项目
的累计违约率水平
存在明显差异。

二、多维度排列组合及观察

本次行业研究中的多维度排列组合旨在从不同角度展示目前中国 RMBS 市场的概貌及标普信评的一些初步信用观察，并非为每个指标进行重要性排序。我们认为得出每一个 RMBS 交易的评级结果都需要通过综合的定性和定量分析。

1、入池贷款初始与现时抵押率

图表 4

初始抵押率	2019	2018	2017	2016	2015
中国农业银行股份有限公司	59.33%	61.71%			
中国邮政储蓄银行股份有限公司	59.67%	58.48%		63.26%	
交通银行股份有限公司	60.82%	60.27%			
中国银行股份有限公司	61.93%	61.87%	62.37%	64.63%	64.10%
中国工商银行股份有限公司	63.56%	62.34%	60.31%	60.80%	
中国建设银行股份有限公司	64.83%	62.98%	62.54%	65.68%	64.09%
国有银行小计	63.26%	62.39%	61.92%	64.55%	64.09%
平安银行股份有限公司	58.86%				
招商银行股份有限公司	61.55%	59.36%		63.89%	57.96%
中信银行股份有限公司	62.84%	58.56%			
上海浦东发展银行股份有限公司	64.99%				
兴业银行股份有限公司	66.00%	62.00%	62.64%		
浙商银行股份有限公司	69.27%				
中国民生银行股份有限公司				61.97%	57.34%
广发银行股份有限公司		61.49%			
华夏银行股份有限公司			59.81%		
股份制银行小计	63.26%	61.27%	62.25%	62.98%	57.90%
江苏银行股份有限公司	56.72%				
南京银行股份有限公司	57.71%				
杭州银行股份有限公司	59.30%		60.31%		
徽商银行股份有限公司	61.13%			55.21%	
汉口银行股份有限公司	61.31%				
北京银行股份有限公司					59.42%
苏州银行股份有限公司				61.12%	
城商行小计	59.51%		60.31%	57.85%	59.42%
上海市公积金管理中心				55.18%	41.65%
武汉住房公积金管理中心				58.07%	
杭州市住房公积金管理中心				44.23%	
湖州市住房公积金管理中心				46.99%	
公积金中心小计				54.91%	41.65%
江苏江南农村商业银行股份有限公司			64.71%	64.01%	61.92%
广东顺德农村商业银行股份有限公司				67.17%	
农商行小计			64.71%	65.79%	61.92%
中德住房储蓄银行有限责任公司	67.17%				
总计	63.10%	62.29%	61.93%	61.87%	57.26%

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

$$\text{某发起机构某年资产池加权平均 OLTV} = \frac{\sum \text{该发起机构当年发行项目 i 的入池规模} \times \text{项目 i 的 OLTV}}{\sum \text{该发起机构当年发行项目 i 的入池规模}}$$

根据标普信评的 RMBS 评级方法，我们认为 LTV 对于衡量单笔贷款以及整体资产池违约风险有着重要的参考意义。首先，初始抵押率（OLTV：初始贷款金额与贷款发放时点房产估值的比率）这一指标的高低直观地反映了借款人的杠杆情况，也反映了银行在发放贷款时结合当时当地的监管政策、行内信审风控的标准、借款人及抵押物的具体情况所做出的综合判断。其次，现时抵押率（CLTV：贷

截至 2019 年末，173 单 RMBS 项目的加权平均 OLTV 和 CLTV（仅统计披露的交易）分别为 62.40% 和 49.00%。

款当期未偿本金余额与经房价指数调整后或最新房产估值的比率）则更为直观地反映了资产入池时借款人的杠杆情况及抵押物的价值变化。值得注意的是，目前国内 RMBS 交易中入池时点的抵押物价值很多情况下仍沿用贷款发放时点时的评估价值，鉴于过去 10 年房价的上涨，CLTV 这一指标比实际值更高，因此我们需要考虑房地产市场不同阶段下抵押物价值变化对 CLTV 这一指标所产生的最终影响。

图表 5

现时抵押率	2019	2018	2017	2016	2015
中国农业银行股份有限公司	43.06%	47.60%			
交通银行股份有限公司	45.46%	44.66%			
中国银行股份有限公司	48.72%	50.65%	48.53%	49.12%	44.03%
中国工商银行股份有限公司	49.41%	51.55%	43.33%	40.85%	
中国建设银行股份有限公司	50.54%	49.46%	50.39%	44.77%	
中国邮政储蓄银行股份有限公司	47.18%	48.55%		57.75%	
国有银行小计	48.97%	50.08%	48.69%	46.54%	44.03%
上海浦东发展银行股份有限公司	41.12%				
招商银行股份有限公司	43.69%	33.52%		52.30%	47.34%
中信银行股份有限公司	43.83%	43.42%			
平安银行股份有限公司	46.40%				
兴业银行股份有限公司	52.54%	50.63%	54.47%		
浙商银行股份有限公司	60.04%				
中国民生银行股份有限公司				58.82%	41.87%
广发银行股份有限公司		44.99%			
华夏银行股份有限公司			43.15%		
股份制银行小计	45.46%	47.15%	52.90%	55.40%	46.46%
江苏银行股份有限公司	41.73%				
徽商银行股份有限公司	47.57%			42.44%	
南京银行股份有限公司	48.51%				
杭州银行股份有限公司	51.31%				
汉口银行股份有限公司	52.65%				
北京银行股份有限公司					45.42%
苏州银行股份有限公司				55.44%	
城商行小计	48.81%			48.25%	45.42%
上海市公积金管理中心					
武汉住房公积金管理中心					
杭州市住房公积金管理中心				25.51%	
湖州市住房公积金管理中心				32.57%	
公积金中心小计				28.02%	
江苏江南农村商业银行股份有限公司			30.51%	30.50%	18.88%
广东顺德农村商业银行股份有限公司				46.32%	
农商行小计			30.51%	39.39%	18.88%
中德住房储蓄银行有限责任公司	58.87%				
总计	48.36%	49.85%	48.94%	47.65%	43.62%

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

某发起机构某年资产池加权平均 CLTV = $\frac{\sum \text{该发起机构当年发行项目 } i \text{ 的入池规模} \times \text{项目 } i \text{ 的 CLTV}}{\sum \text{该发起机构当年发行项目 } i \text{ 的入池规模}}$ ，如未披露则剔除该项目样本

从统计结果看，173 单项目的加权平均 OLTV 为 62.40%，加权平均 CLTV 为 49.00%（部分交易未披露 CLTV，我们仅针对已披露的交易进行统计）。其中，公积金中心由于其不同于商业银行的首付比例要求，整体上 OLTV、CLTV 均会低于商业银行。股份制银行和城商行的 OLTV 相比于国有银行往往更低，我们认为原因之一可能是由于股份制银行或是城商行会选择较低 OLTV 的资产入池以平衡地域集中度较高所带来的负面影响。

2、入池贷款账龄与剩余期限

图表 6

账龄（年）	2019	2018	2017	2016	2015
中国建设银行股份有限公司	4.28	3.59	3.10	6.27	5.93
中国工商银行股份有限公司	4.23	3.23	3.21	4.76	
中国农业银行股份有限公司	4.11	3.21			
中国银行股份有限公司	3.80	3.23	3.14	3.69	3.24
交通银行股份有限公司	3.76	3.51			
中国邮政储蓄银行股份有限公司	3.38	2.46		2.43	
国有银行小计	4.15	3.39	3.13	4.92	5.08
上海浦东发展银行股份有限公司	6.86				
中信银行股份有限公司	5.67	3.11			
招商银行股份有限公司	4.44	3.60		3.19	1.82
兴业银行股份有限公司	3.54	2.27	1.93		
平安银行股份有限公司	3.03				
浙商银行股份有限公司	1.16				
中国民生银行股份有限公司				0.81	5.40
广发银行股份有限公司		4.70			
华夏银行股份有限公司			5.20		
股份制银行小计	4.98	2.74	2.38	2.06	2.17
江苏银行股份有限公司	4.07				
徽商银行股份有限公司	3.67			2.88	
杭州银行股份有限公司	2.86		3.26		
汉口银行股份有限公司	2.40				
南京银行股份有限公司	2.37				
北京银行股份有限公司					3.02
苏州银行股份有限公司				1.32	
城商行小计	3.19		3.26	2.18	3.02
上海市公积金管理中心				3.38	2.03
武汉住房公积金管理中心				1.98	
杭州市住房公积金管理中心				4.27	
湖州市住房公积金管理中心				3.49	
公积金中心小计				3.32	2.03
江苏江南农村商业银行股份有限公司			2.93	2.77	2.72
广东顺德农村商业银行股份有限公司				5.05	
农商行小计			2.93	4.05	2.72
中德住房储蓄银行有限责任公司	3.29				
总计	4.25	3.33	3.06	4.08	3.47

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

$$\text{某发起机构某年资产池加权平均账龄} = \frac{\sum \text{该发起机构当年发行项目 } i \text{ 的入池规模} \times \text{项目 } i \text{ 的加权平均账龄}}{\sum \text{该发起机构当年发行项目 } i \text{ 的入池规模}}$$

账龄和剩余期限是我们考虑入池资产信用风险暴露大小的一个重要维度，一般来说，入池资产的账龄越长，剩余期限越短，其发生违约的风险也相应越低。在此基础上，我们考察了上述 RMBS 发起机构在各年发行项目的加权平均账龄和剩余期限，173 单项目的加权平均账龄、剩余期限和合同期限分别为 3.69 年、11.19 年和 14.89 年。我们观察到账龄、剩余期限所呈现的趋势相似：2018 年之前，各类发起机构的变动趋势有所差异，但是 2018 年之后，整体的账龄和剩余期限均逐步增加，发展趋同，账龄、剩余期限和合同期限基本处在 4 年、11 年及 15 年左右。我们认为这或许一方面是因为近三年来发行的单数增加，使得极端结果的影响下降，另一方面，随着近年来 RMBS 发行日趋成熟，发起机构在选择基础资产时也更为标准化。

截至 2019 年末，173 单 RMBS 项目的加权平均账龄和剩余期限分别为 3.69 年和 11.19 年。

图表 7

剩余期限（年）	2019	2018	2017	2016	2015
中国农业银行股份有限公司	9.01	8.99			
交通银行股份有限公司	9.99	8.63			
中国邮政储蓄银行股份有限公司	10.91	10.16		19.64	
中国工商银行股份有限公司	11.63	11.00	7.18	9.07	
中国银行股份有限公司	11.81	11.14	9.59	9.59	5.86
中国建设银行股份有限公司	12.13	11.46	11.27	11.35	10.75
国有银行小计	11.53	11.06	9.89	10.78	9.20
中信银行股份有限公司	10.13	7.49			
平安银行股份有限公司	10.14				
招商银行股份有限公司	10.26	4.34		14.17	6.84
上海浦东发展银行股份有限公司	10.59				
兴业银行股份有限公司	12.88	11.53	11.27		
浙商银行股份有限公司	17.24				
中国民生银行股份有限公司				15.88	11.50
广发银行股份有限公司		10.12			
华夏银行股份有限公司			10.88		
股份制银行小计	10.79	10.27	11.22	14.98	7.29
徽商银行股份有限公司	10.03			7.68	
江苏银行股份有限公司	10.49				
南京银行股份有限公司	11.94				
汉口银行股份有限公司	13.88				
杭州银行股份有限公司	17.14		11.04		
北京银行股份有限公司					8.46
苏州银行股份有限公司				12.05	
城商行小计	13.65		11.04	9.63	8.46
上海市公积金管理中心				13.96	9.07
武汉住房公积金管理中心				14.84	
杭州市住房公积金管理中心				5.18	
湖州市住房公积金管理中心				7.40	
公积金中心小计				13.66	9.07
江苏江南农村商业银行股份有限公司			18.69	13.57	11.34
广东顺德农村商业银行股份有限公司				10.38	
农商行小计			18.69	11.78	11.34
中德住房储蓄银行有限责任公司	17.98				
总计	11.57	10.98	10.12	12.10	8.70

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

$$\text{某发起机构某年资产池加权平均剩余期限} = \frac{\sum \text{该发起机构当年发行项目 } i \text{ 的人池规模} \times \text{项目 } i \text{ 的加权平均剩余期限}}{\sum \text{该发起机构当年发行项目 } i \text{ 的人池规模}}$$

国有银行整体账龄相对较长，且内部差异较小，我们认为这或许是因为国有银行发行 RMBS 更为频繁，在挑选基础资产时更偏向于保持各交易之间的稳定性与连续性。股份制银行的账龄分布差异较大，我们认为一方面这可能源于发起机构的诉求有所差异，另一方面可能也与其个人住房抵押贷款存量大小有关。除上述两类银行外，剩余类型的发起机构入池账龄整体会更短一些。剩余期限方面，整体而言与账龄的表现相似：国有银行剩余期限表现较为稳定，且内部差异较小；股份制银行整体平均与国有银行类似，但是内部差异较大，这可能是因为股份制银行定制化的贷款类型较多，比如招商银行在 2015 和 2018 年的加权平均合同期限均小于十年。此外值得注意的是，各单产品在剩余期限及合同期限的统计口径上或许有较大差异，部分银行会根据早偿而调整合同到期日，这使得上述统计的剩余期限及合同期限与贷款发放时点的或有不同。

3、入池贷款笔数

图表 8

贷款笔数	2019	2018	2017	2016	2015
中国农业银行股份有限公司	56,972	38,712			
中国工商银行股份有限公司	50,928	49,548	70,649	32,983	
中国建设银行股份有限公司	44,402	43,725	38,142	44,033	20,784
中国银行股份有限公司	33,132	32,539	21,787	14,267	5,734
交通银行股份有限公司	34,547	28,840			
中国邮政储蓄银行股份有限公司	24,704	67,440		9,441	
国有银行小计	44,621	44,203	41,372	29,040	15,767
兴业银行股份有限公司	24,750	19,483	34,535		
招商银行股份有限公司	13,364	19,399		14,975	9,470
上海浦东发展银行股份有限公司	20,333				
中信银行股份有限公司	11,396	24,764			
平安银行股份有限公司	6,514				
浙商银行股份有限公司	1,228				
中国民生银行股份有限公司				20,163	1,908
广发银行股份有限公司		18,097			
华夏银行股份有限公司			5,000		
股份制银行小计	12,810	20,028	19,768	17,569	6,949
徽商银行股份有限公司	16,777			4,335	
汉口银行股份有限公司	9,292				
江苏银行股份有限公司	5,637				
杭州银行股份有限公司	6,264		8,521		
南京银行股份有限公司	1,687				
北京银行股份有限公司					5,779
苏州银行股份有限公司				1,284	
城商行小计	8,023		8,521	2,810	5,779
上海市公积金管理中心				55,939	13,177
武汉住房公积金管理中心				8,225	
杭州市住房公积金管理中心				7,290	
湖州市住房公积金管理中心				4,040	
公积金中心小计				26,287	13,177
江苏江南农村商业银行股份有限公司			4,523	4,722	2,889
广东顺德农村商业银行股份有限公司				7,728	
农商行小计			4,523	6,225	2,889
中德住房储蓄银行有限责任公司	17,948				
总计	27,840	41,069	35,430	22,300	10,317

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

某发起机构某年资产池平均贷款笔数=该年该发起机构所发行的总贷款笔数 / 发行单数

注：考虑到目前项目中个人住房抵押贷款单笔的平均金额差异较小，在以项目发行金额为权重加权平均时，会放大笔数较多的项目的重要性，在本部分的分析中我们采用了算术平均结果来弱化这一共线性

一般来说，RMBS 交易具有高度颗粒化的特征，基础资产的笔数越多，单笔贷款对整体资产池所产生的影响也相应越小。入池贷款笔数的多少在一定程度上也能反映发起机构发行 RMBS 的意愿和能力。173 单项目的算术平均入池贷款笔数为 30,962 笔。其中，国有银行的平均入池贷款笔数最多，在历年发行交易中基本均在 2 万笔以上，而城商行和农商行整体入池笔数基本均在 1 万笔以下。整体而言，我们由于城商行和农商行的展业地域限制，此两类银行在贷款区域集中度上普遍高于在全国展业的国有银行和股份制银行，这在一定程度上增加了资产池内部贷款之间的相似性。同时，我们认为贷款颗粒度对优先级增信的影响有明显的不对称性，即当贷款笔数极端少的情况下，集中度对最终结果的负面影响较大，而当贷款笔数增加到一定程度后，其进一步增加对优先级增信的边际效用明显下降。

截至 2019 年末，173 单项目的平均入池贷款笔数为 30,962 笔。

4、入池贷款利率

图表 9

入池利率（%）	2019	2018	2017	2016	2015
交通银行股份有限公司	4.88	4.96			
中国银行股份有限公司	4.86	4.90	4.75	4.52	5.62
中国农业银行股份有限公司	4.84	4.82			
中国建设银行股份有限公司	4.74	4.80	4.69	4.07	5.03
中国工商银行股份有限公司	4.74	4.85	4.95	4.21	
中国邮政储蓄银行股份有限公司	4.69	4.67		5.70	
国有银行小计	4.77	4.83	4.77	4.33	5.22
平安银行股份有限公司	4.87				
兴业银行股份有限公司	4.87	4.91	4.91		
招商银行股份有限公司	4.80	4.50		4.23	6.31
中信银行股份有限公司	4.65	4.98			
浙商银行股份有限公司	4.56				
上海浦东发展银行股份有限公司	4.27				
中国民生银行股份有限公司				4.78	6.88
广发银行股份有限公司		4.75			
华夏银行股份有限公司			4.55		
股份制银行小计	4.69	4.87	4.86	4.49	6.37
徽商银行股份有限公司	5.21			5.24	
汉口银行股份有限公司	4.95				
杭州银行股份有限公司	4.86		4.48		
江苏银行股份有限公司	4.75				
南京银行股份有限公司	4.73				
北京银行股份有限公司					5.92
苏州银行股份有限公司				4.78	
城商行小计	4.93		4.48	5.03	5.92
杭州市住房公积金管理中心				4.22	
武汉住房公积金管理中心				4.17	
湖州市住房公积金管理中心				4.10	
上海市公积金管理中心				3.27	4.14
公积金中心小计				3.36	4.14
江苏江南农村商业银行股份有限公司			4.22	4.19	5.78
广东顺德农村商业银行股份有限公司				5.22	
农商行小计			4.22	4.77	5.78
中德住房储蓄银行有限责任公司	4.63				
总计	4.76	4.83	4.77	4.12	5.34

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

$$\text{某发起机构某年资产池加权平均入池利率} = \frac{\sum \text{该发起机构当年发行项目} i \text{ 的入池规模} \times \text{项目} i \text{ 的入池利率}}{\sum \text{该发起机构当年发行项目} i \text{ 的入池规模}}$$

入池贷款利率的大小和分布会直接影响到项目的现金流，当资产池中贷款收益率离散程度很高时，我们通常会在现金流模型中进行利差压缩测试。整体而言，近年来 RMBS 项目的入池贷款利率逐步趋同，截至 2019 年末，173 单项目的加权平均入池贷款利率为 4.75%。从发起机构的类型看，公积金中心由于其特殊的背景，所发放的公积金贷款通常相较商业银行所发放的个人住房抵押贷款有着更低的利率。此外，监管政策对个人住房抵押贷款的利率影响较大，在近年来对首套和非首套房贷款利率的明确规定导致在同一时期不同类型的商业银行之间的贷款发放利率差异较小。从时间维度看，2016 年整体上是近年来 RMBS 入池贷款利率最低的年份，近年来入池贷款利率总体保持稳定。我们认为，随着 2020 年 LPR 机制的实施，未来个人住房抵押贷款的入池贷款利率将会更加市场化，各不同发起机构之间的入池贷款利率也可能产生明显的分化。

截至 2019 年末，173 单项目的加权平均入池贷款利率为 4.75%。我们认为随着 LPR 机制的推进，入池贷款利率可能会产生明显分化。

5、入池贷款未办理正式抵押登记占比

图表 10

未办理正式抵押登记占比	2019	2018	2017	2016	2015
中国邮政储蓄银行股份有限公司	12.62%	0.00%			
中国农业银行股份有限公司	18.15%	19.97%			
交通银行股份有限公司	23.67%	10.63%			
中国建设银行股份有限公司	24.22%	32.91%	43.81%	17.19%	
中国银行股份有限公司	31.49%	32.78%	28.82%		
中国工商银行股份有限公司	33.16%	46.02%	50.55%		
国有银行小计	27.57%	36.00%	44.08%	17.19%	
上海浦东发展银行股份有限公司	9.51%				
招商银行股份有限公司	16.61%	41.48%			
中信银行股份有限公司	24.23%	30.10%			
平安银行股份有限公司	33.90%				
兴业银行股份有限公司	73.53%	60.27%			
浙商银行股份有限公司	82.69%				
中国民生银行股份有限公司				0.24%	
广发银行股份有限公司		23.39%			
华夏银行股份有限公司					
股份制银行小计	27.40%	46.29%		0.24%	
江苏银行股份有限公司	15.76%				
杭州银行股份有限公司	22.13%				
徽商银行股份有限公司	27.29%			15.94%	
南京银行股份有限公司	62.38%				
汉口银行股份有限公司	79.80%				
北京银行股份有限公司					
苏州银行股份有限公司				20.50%	
城商行小计	30.64%			17.98%	
上海市公积金管理中心					
武汉住房公积金管理中心					
杭州市住房公积金管理中心					
湖州市住房公积金管理中心					
公积金中心小计					
江苏江南农村商业银行股份有限公司					
广东顺德农村商业银行股份有限公司					
农商行小计					
中德住房储蓄银行有限责任公司	73.50%				
总计	28.27%	36.67%	44.08%	13.90%	

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

某发起机构某年资产池加权平均未办理正式抵押登记占比 = $\frac{\sum \text{该发起机构发放贷款当年发行项目} i \text{ 的入池规模} \times \text{项目} i \text{ 的未办理正式抵押登记占比}}{\sum \text{该发起机构发放贷款当年发行项目} i \text{ 的入池规模}}$ ，如未披露则剔除该项目样本

未办理正式抵押登记将会对抵押权人行使抵押权带来一定不确定性，且由于各地办理登记的实践情况不同，存在因未能及时转为正式抵押登记而使受托机构无法行使抵押权的风险。我们认为，未办理正式抵押登记通常会在违约率和回收率上对贷款产生影响。173 单项目中有 36 单未披露未办理抵押登记贷款占比，我们在统计时将这些样本剔除，以此算出的加权平均未办理抵押登记贷款占比为 33.20%。从时间维度上看，2017 年之后，预售房的各地政策限制增加，且各发起机构对于由预告登记变更为正式登记的流程把握更加严格。从机构维度上看，不同机构之间对于未办理正式抵押登记资产入池的选择偏好差异较大，即便是在同一类银行之中，差异也较大。我们认为这或许与各发起机构整体资产情况及其 RMBS 发行目的相关。

我们认为中国 RMBS 交易整体未正式办理抵押登记占比在 30%-40% 的区间，不同机构有不同的偏好。

6、优先级证券发行利率

图表 11

优先级利率（%）	2019				2018				2017				2016				2015			
	四季度	三季度	二季度	一季度	四季度	三季度	二季度	一季度	四季度	三季度	二季度	一季度	四季度	三季度	二季度	一季度	四季度	三季度	二季度	一季度
中国邮政储蓄银行股份有限公司	3.46						5.17							3.59						
中国农业银行股份有限公司	3.47		3.96	3.72		4.32														
中国银行股份有限公司	3.58	3.60	3.84	3.86	4.10	4.94		5.22	5.01			4.30	3.49	3.08			3.75			
中国工商银行股份有限公司	3.67	3.67		3.63	4.10	4.59	5.04		5.17				3.86							
中国建设银行股份有限公司	3.67	3.64	3.91	3.79	4.20	4.47	4.97	5.35	5.26	4.86	5.31		4.02		3.56		4.18	4.80		
交通银行股份有限公司			3.84		4.14	4.31														
国有银行小计	3.64	3.65	3.90	3.71	4.15	4.54	5.02	5.32	5.19	4.86	5.31	4.30	3.80	3.21	3.56		4.03	4.80		
招商银行股份有限公司	3.51	4.42	4.07		4.06									3.04				4.16	4.03	
平安银行股份有限公司	3.57	3.44																		
上海浦东发展银行股份有限公司	3.69	3.71																		
中信银行股份有限公司	3.74	3.75	3.76		4.21															
浙商银行股份有限公司	3.76																			
兴业银行股份有限公司		3.80	4.09		4.50	4.74	4.97		4.89											
中国民生银行股份有限公司													4.16				4.40			
广发银行股份有限公司					4.28															
华夏银行股份有限公司									4.98											
股份制银行小计	3.65	3.76	3.93		4.31	4.74	4.97		4.98	4.89			4.16	3.04			4.20		4.03	
江苏银行股份有限公司	3.74	3.93	3.97																	
杭州银行股份有限公司	3.92		4.22									4.80								
徽商银行股份有限公司	3.97	4.08												3.44						
汉口银行股份有限公司																				
北京银行股份有限公司																	3.81			
南京银行股份有限公司		3.63																		
苏州银行股份有限公司													3.29							
城商行小计	3.90	3.94	4.29								4.80		3.29	3.44			3.81			
上海市公积金管理中心															3.72		3.77			
武汉住房公积金管理中心																3.95				
杭州市住房公积金管理中心																3.29				
湖州市住房公积金管理中心																3.80				
公积金中心小计															3.72	3.73	3.77			
江苏江南农村商业银行股份有限公司									5.30				3.40					4.34		
广东顺德农村商业银行股份有限公司															3.55					
农商行小计									5.30				3.40		3.55		4.34			
中德住房储蓄银行有限责任公司				4.12																
总计	3.66	3.69	3.95	3.75	4.16	4.55	5.01	5.32	5.19	4.89	5.31	4.40	3.85	3.16	3.68	3.67	3.92	4.35	4.03	

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

某发起机构某季加权平均优先级利率=
$$\frac{\sum \text{该发起机构当季发行项目} i \text{的优先级发行规模} \times \text{项目} i \text{的优先级发行利率}}{\sum \text{该发起机构当季发行项目} i \text{的优先级发行规模}}$$

证券的发行利率会受到很多因素的影响，比如通常年底市场资金面较为紧张的情况下发行利率会相应上升。考虑到目前 RMBS 发行样本数有限，按照月度统计可能会导致单月样本量过少而产生极端值波动的差异，所以我们选择按照季度统计发行利率。我们观察到 2017 年之前，RMBS 的发行率相对较低，整体处在 4% 以下的水平。2017 年第四季度和 2018 年第一季度之间达到近年来发行利率的顶峰，整体利率接近或超过 5%，自 2018 年起到 2019 年末，利率处在下行通道，这与整体的市场利率走向一致。173 单项目的加权平均优先级发行利率为 4.23%。

不同类型发起机构的发行利率并无显著差异，但相对来说国有银行的发行利率最低，其次是股份制银行，我们认为这大致体现了发起机构的市场地位、资产质量和对投资人的议价能力。从发起利率的角度也可以间接反映投资人对国有银行基础资产质量和风控能力的认可。值得注意的是，上述统计的均为优先级证券，虽然利率的高低与证券的期限相关，但考虑到目前大多数项目在底层资产期限、证券端的结构和分层设计上的相似性，且整体而言短期期限的优先档占比较小，计算加权平均利率时更多体现的是发行规模较大的优先档的利率（一般亦为发行利率高、期限长）。

整体加权平均优先级发行利率为 4.23%，2017 年底和 2018 年初为历史高点，目前呈现下行趋势。

7、证券发行封包期

图表 12

封包期（月）	2019	2018	2017	2016	2015
中国邮政储蓄银行股份有限公司	18.90	4.43		8.47	
中国银行股份有限公司	5.31	6.58	4.94	6.53	5.63
中国农业银行股份有限公司	5.20	5.67			
中国工商银行股份有限公司	5.13	4.58	5.14	6.73	
交通银行股份有限公司	4.19	1.79			
中国建设银行股份有限公司	2.34	2.15	1.82	2.10	2.35
国有银行小计	4.27	3.51	3.24	4.67	3.39
浙商银行股份有限公司	13.53				
招商银行股份有限公司	5.18	6.50		2.27	3.78
兴业银行股份有限公司	4.60	5.61	4.67		
平安银行股份有限公司	4.52				
上海浦东发展银行股份有限公司	3.88				
中信银行股份有限公司	3.68	4.57			
中国民生银行股份有限公司				4.27	6.30
广发银行股份有限公司		6.93			
华夏银行股份有限公司			9.87		
股份制银行小计	4.29	5.67	5.39	3.22	4.02
南京银行股份有限公司	25.13				
汉口银行股份有限公司	8.20				
杭州银行股份有限公司	5.53		3.07		
江苏银行股份有限公司	4.16				
徽商银行股份有限公司	3.61			5.93	
北京银行股份有限公司					4.87
苏州银行股份有限公司				7.43	
城商行小计	5.82		3.07	6.60	4.87
上海市公积金管理中心				4.73	5.23
武汉住房公积金管理中心				4.33	
杭州市住房公积金管理中心				4.77	
湖州市住房公积金管理中心				3.77	
公积金中心小计				4.70	5.23
江苏江南农村商业银行股份有限公司			7.80	5.17	8.70
广东顺德农村商业银行股份有限公司				4.47	
农商行小计			7.80	4.77	8.70
中德住房储蓄银行有限责任公司	8.13				
总计	4.41	3.71	3.48	4.50	4.21

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

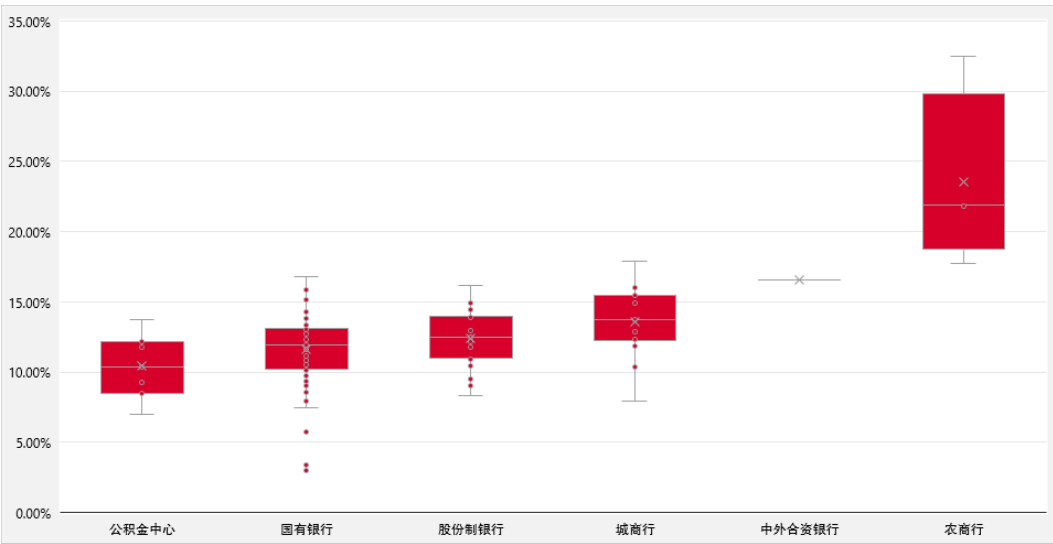
某发起机构某年加权平均封包期=
$$\frac{\sum \text{该发起机构当年发行项目} i \text{ 入池规模} \times \text{项目} i \text{ 的封包期}}{\sum \text{该发起机构当年发行项目} i \text{ 的入池规模}}$$

封包期（定义为初始起算日到信托设立日之间的月份数）代表了某一项目中资金沉淀的时间长短。一般来说，封包期越长的项目，其累计的资金越多，证券的还款速度越快，其对应的风险暴露时间也会越短。另一方面，封包期越短，对于发起机构而言，资金的利用效率则越高，同时对其资源整合能力及系统、流程的要求也越高。根据统计，173 单项目的加权平均封包期为 4 个月。国有银行的封包期相对其他类型银行较短，整体而言，中国建设银行是全市场封包期最短的发起机构，同时有着较强的稳定性。我们认为，发行的高效率一般和标准化常规化的发行流程及基础资产存量相关。但另一方面，较短的封包期所带来更少的资金沉淀也给分层带来一定影响。我们也看到相同类型银行内部不同发起机构也存在着显著差异。考虑到样本量的限制，部分发起机构仅发行过一单或是几单，我们认为发起机构主动和/或被动选择所导致的个体差异性较大，随着市场的发展和数据量的增加，各类型、各家发起机构在封包期的主动及被动选择上会逐渐呈现一定的规律。

整体加权平均封包期为 4 个月，不同类型发起机构存在显著差异。

8、优先级增信

图表 13



整体加权平均优先级增信为 11.97%，各类发起机构之间有一定的差异。

数据来源：wind，标普信评根据公开资料整理

考虑到国内目前仅少数 RMBS 设有夹层（173 单 RMBS 中仅 18 单有夹层），我们主要统计了各项目的优先级增信情况（本文所指的优先级增信是指对最高等级证券的增信），173 单项目的加权平均优先级增信为 11.97%，其中包含了 6 单设有超额抵押的项目。

我们观察到不同类型发起机构之间优先级增信存在一定差异。整体而言，即便包含了超额抵押，公积金中心发行的优先级增信相对最少，同时，部分公积金项目还有一定的外部增信担保。除公积金中心外，其他类型的发起机构也呈现一定的差异化，其中：国有银行的增信相对较小，其次分别是股份制银行、城商行和农商行。此外，国有银行、股份制银行及城商行这三类最主要的发起机构内部也存在波动。以国有银行为例，虽然其发行的单数最多（共 110 单，单数占比 64%），但相对而言，国有银行内部对信用增级的分化最小，上下四分位点之间的差异为 2.88%（110 单中有 56 单在此区间内），另外国有银行中出现了三单信用增级较低的样本，即建元 2005-1、建元 2007-1 以及工元 2016-4。我们认为前两单可能是因为是在资产证券化初期试水阶段，当时的各方面情况（政策、评级方法、市场环境等）均与目前有较大的差异，而工元 2016-4 是中国工商银行资产证券化重启后的第一单 RMBS 产品，从公开的各项指标看，并未发现特别的参数。

一般来说，我们认为 RMBS 项目的优先级增信厚度在一定程度上是反映一个交易各项特征的综合指标。目前大部分银行发行的交易优先级增信均在 10%以上，且主要由次级提供增信。相较国际 RMBS 交易分层较多的情况，目前国内的 RMBS 产品结构相对单一，但我们已经观察到一些银行的交易开始包含夹层的设计。通常来说由于需要支付夹层的利息，同等证券端条件（级别、期限、现金流设计、发行利率、分层比例等）下，含有夹层设计的交易往往整体基础资产质量或是现金流情况会好于仅分为优先次级的交易。

三、综合分析

囿于数据的限制和保密条款，本次行业研究中所涵盖的维度并未包括所有与标普信评 RMBS 评级方法直接相关的维度，例如地域集中度、借款人信用状况、借款人自雇情况、抵押物面积及抵押物是否为新房等，我们会在后续的研究报告中进一步展开分析。

基于目前的观察结果，我们以上述 173 单 RMBS 的优先级增信为被解释变量并以其它因素为解释变量进行了多元回归分析，旨在从统计意义上回顾和总结影响中国 RMBS 项目信用增信的各类参数表现及其显著性。我们尝试了选取多种不同的解释变量组合来对优先级的信用增信进行多元回归，以平抑挑选解释变量所产生的误差。

从回归结果看，对优先级增信有显著解释作用的变量为加权平均剩余期限和优先级发行利率，且呈正相关性。这也符合我们对风险暴露时间越长（加权平均剩余期限长）、优先级利率越高通常需要有越多的优先级增信的理解。其它因素对于优先级增信的解釋能力相对较弱。我们认为可能的原因包括部分指标的区分度不大（如 OLTV、加权平均入池利率的变异系数分别为 7.26%、8.9%，而被解释变量的变异系数为 24.15%），部分指标在超过某一阈值后的变化对增信的影响不大（例如贷款笔数的分散度随着从几千到几万，整体资产池都显示较明显的颗粒性，笔数的进一步增加并不能对增信带来更好的结果），部分指标（OLTV）可能与被解释变量的相关度较差，亦或者上述变量之间存在更强的非线性关系。需要强调的是，多元回归分析的结果仅是通过对历史交易数据进行简单的统计，以发现截至 2019 年底的所有 RMBS 交易中，对优先级增信有显著影响的维度。该分析不应作为预测优先级增信水平的方法。

我们也认为不同类型发起机构根据其发行目的、自身特点、资产情况、市场环境所做出的选择在不同时期对各个项目的结构设置和分层比例产生了显著影响。不同于国际上 RMBS 产品更市场化的发行流程，中国审慎的监管环境也对各个项目的整体流程与最终结果产生了直接影响。不论是定性还是定量的分析，我们始终遵循标普信评分析框架的五大方面（具体分析框架参见标普信评《解读标普信用评级（中国）个人住房抵押贷款资产支持证券分析方法》）来得出相应的评级结果。我们在授予证券对应评级的同时，也会提供“增信缓冲”这一维度，这个指标代表了在对应级别最严格压力情景下，预期资产池若在优先级证券偿付完毕后仍有剩余资产能够继续产生现金流的比例，这部分资产会对受评证券提供额外的保护。我们希望这个维度能够横跨资产类别为不同交易提供差异化的度量基准，为市场带来更为细致和透明的视角。

本次行业研究并未涵盖所有与标普信评 RMBS 评级方法直接相关的维度，但目前回归分析所呈现对历史交易分层比例影响最大的两个维度分别为加权平均剩余期限和优先级利率。

标普信评增信缓冲能够为不同交易类型提供更为差异化的度量基准。

附录

时间	发布机构	文件/决议	主要内容
住房按揭贷款相关			
2019 年 8 月	人民银行	中国人民银行公告〔2019〕第 16 号	LPR 定价机制调整，进一步细化了房贷相关定价规则，要求自 2019 年 10 月 8 日起对新发放商业性个人住房贷款利率进行全面改革，全面调整房贷浮动规则；此次改革将对信贷 ABS 项目的创设、发行、投资等各环节产生影响
2019 年 12 月	人民银行	中国人民银行公告〔2019〕第 30 号	自 2020 年 3 月 1 日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成
资产证券化相关			
2005 年 3 月	人民银行 银监会	《信贷资产证券化试点管理办法》（公告〔2005〕第 7 号）	标志着我国资产证券化正式启动
2005 年 6 月	人民银行	《资产支持证券信息披露规则》（公告〔2005〕第 14 号）	规范资产支持证券信息披露行为
2005 年 11 月	银监会	《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》	规定准入条件、业务规则、风险管理和资本要求等方面
2007 年 8 月	人民银行	《关于加强信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项的公告》（公告〔2007〕第 16 号）	规范信贷资产证券化基础资产池信息披露行为
2007 年 10 月	人民银行	中国人民银行公告〔2007〕第 21 号	信贷资产支持证券可正式用于质押回购
2012 年 5 月	国务院常务会议	进一步推进信贷资产证券化	新增 500 亿信贷资产证券化试点规模，重启国内资产证券化市场
2012 年 5 月	人民银行 银监会 财政部	《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》（银发〔2012〕127 号）	根据国务院常务会议的要求，推出试点实施细则和具体要求；并提出“水平自留 5%”风险自留要求
2013 年 12 月	人民银行 银监会	《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》（公告〔2013〕第 21 号）	调整风险自留规则，允许发起机构选择“水平自留 5%”或“垂直自留 5%”
2014 年 11 月	银监会	《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》（银监办便函〔2014〕1092 号）	信贷资产证券化在银监会的审批制变为备案制，简化流程，提高发行效率
2015 年 4 月	人民银行	《关于信贷资产支持证券发行管理有关事宜的公告》（公告〔2015〕第 7 号）	推进资产证券化发行的注册制，符合条件的相关机构可以一次注册分批发行
2015 年 5 月	国务院常务会议	继续完善制度、简化程序	新增 5000 亿信贷资产证券化试点规模，鼓励一次注册、自助分期发行，规范信息披露，支持证券化产品在交易所上市交易
2016 年 2 月	人民银行 发改委 工信部 财政部 商务部 银监会 证监会 保监会	《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》	支持银行通过盘活存量加大对工业的信贷支持力度，加快推进住房和汽车贷款资产证券化。 展开不良资产证券化试点。 加快推进应收账款证券化的企业资产证券化，盘活工业企业存量资产
2016 年 11 月	中国银行间市场交易商协会	《信贷资产支持证券信息披露工作评价规程（试行）》	完善信息披露“事中事后”监督机制，维护投资者合法权益
2018 年 4 月	人民银行 银保监会 证监会	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号,“资管新规”）	对资产证券化产品在期限错配、净值化、多层嵌套等方面作出豁免，利好资产证券化投资
2018 年 4 月	银保监会	《商业银行金融资产风险分类暂行办法》	对银行投资 ABS 产品的风险分类方法进行了规定，为银行投资 ABS 产品的风险计量提供了依据
2018 年 9 月	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	理财投资 ABS 的品种修改为“在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券”
RMBS 相关			
2005 年 5 月	建设部	《关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知》（建住房〔2005〕77 号）	规定满足条件的，发行 RMBS 可以批量办理个人住房抵押权变更登记
2015 年 5 月	中国银行间市场交易商协会	《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》（公告〔2015〕第 10 号）	根据人民银行〔2005〕14 号文、〔2015〕7 号文的要求，制定了房贷的披露指引，增加了业务透明度

©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。