

标普信评结构融资年度行业研究系列

中国个人住房抵押贷款资产支持证券市场多维度观察2024版



观点摘要

个人住房抵押贷款资产支持证券(“RMBS”)市场多维度观察

2023年房地产行业回顾



受到经济下行及居民收入压力增大的影响，2023年房地产市场需求持续低迷。由于销售疲软叠加再融资不畅等外部因素，全年商品房销售额同比下滑约6.5%，销售面积下滑约8.5%。多数房企仍面临收入和经营性现金流压力，保交楼仍为行业主要支撑力。

2023年个人住房贷款市场回顾



个人住房贷款余额约38.42万亿元，在本年度出现负增长，主要系受到提前还款增加的影响，但整体不良率仍保持在较低水平。

2023年RMBS回顾



2023年未有RMBS项目发行，延续了2022年以来的低迷态势。该年发生的“提前还款潮”以及存量房贷利率下调对存续RMBS项目的资产池早偿率和证券期限造成了较大影响。部分RMBS项目迎来了较大幅度的早偿，但我们认为，此次早偿更多体现为即期性。标普信评所评RMBS项目优先级证券积累了大量的增信缓冲，因此信用质量并未受到影响。

2024年房地产行业展望



我们预计2024年商品房销售额将小幅回落5%左右，大幅下滑的可能性不大。“幸存”房企的杠杆比率仍有小幅上升的压力，这主要由于行业销售疲软导致房企的利润率仍处于下行通道，同时保持拿地规模将令房企债务规模维持平稳。

2024年个人住房贷款市场展望



居民对住房按揭抵押贷款的需求并未快速回暖，预计个人住房抵押贷款整体规模保持稳定甚至下降，不良率则仍将保持在较低水平。

2024年RMBS展望

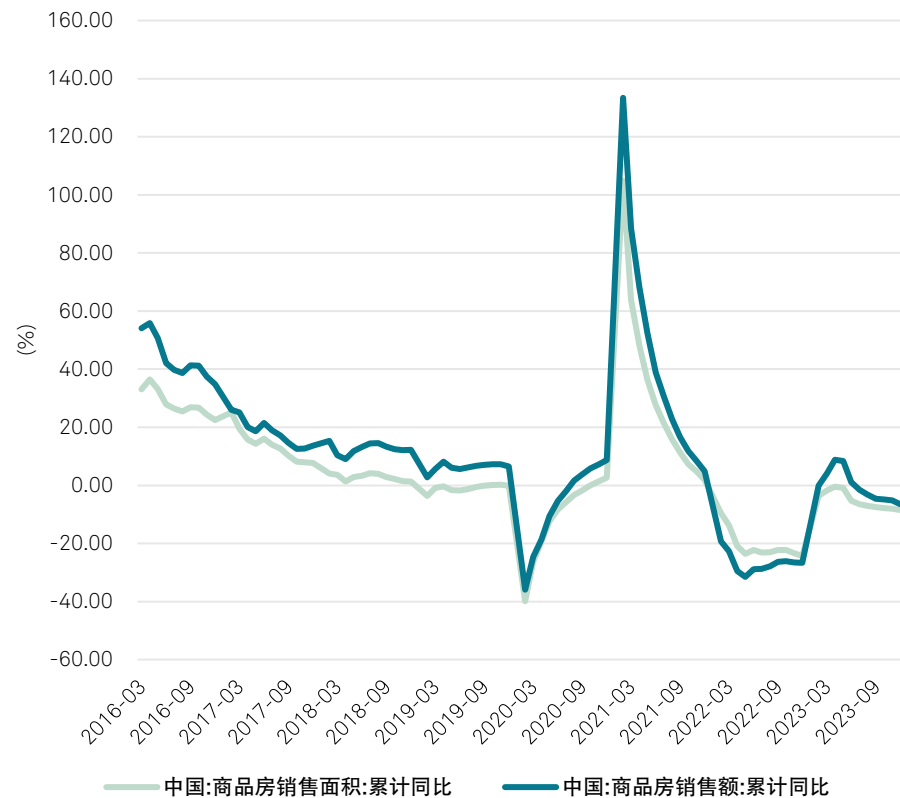


受房地产行业市场环境和个人住房抵押贷款增速疲软等因素影响，2024年RMBS市场发行规模及节奏仍有较大不确定性。在上游房地产行业弱复苏的背景下，银行持续发行RMBS项目的动力存疑，市场的未来发行也将很大程度上取决于监管政策的导向与市场的创新。我们预计，未来早偿率将逐步回归历史中枢区间，存续RMBS项目的整体资产池信用质量和产品信用表现将会继续保持稳定。

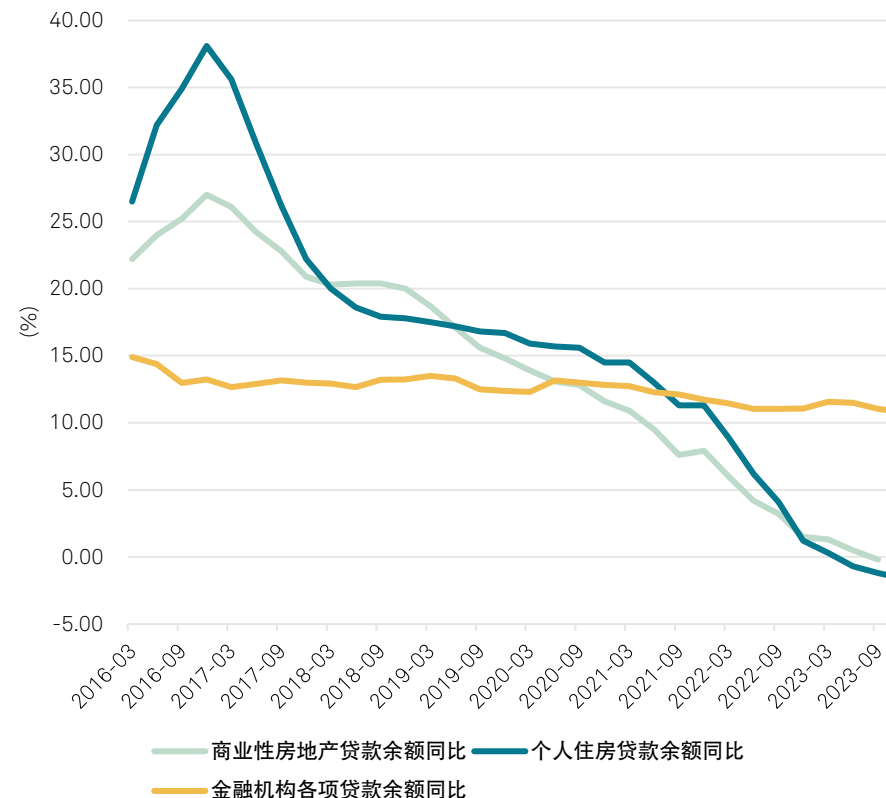
中国房地产行业信用表现展望

中国房地产行业

图表1：商品房销售面积及销售额同比增速情况



图表2：房地产行业贷款季度同比增速



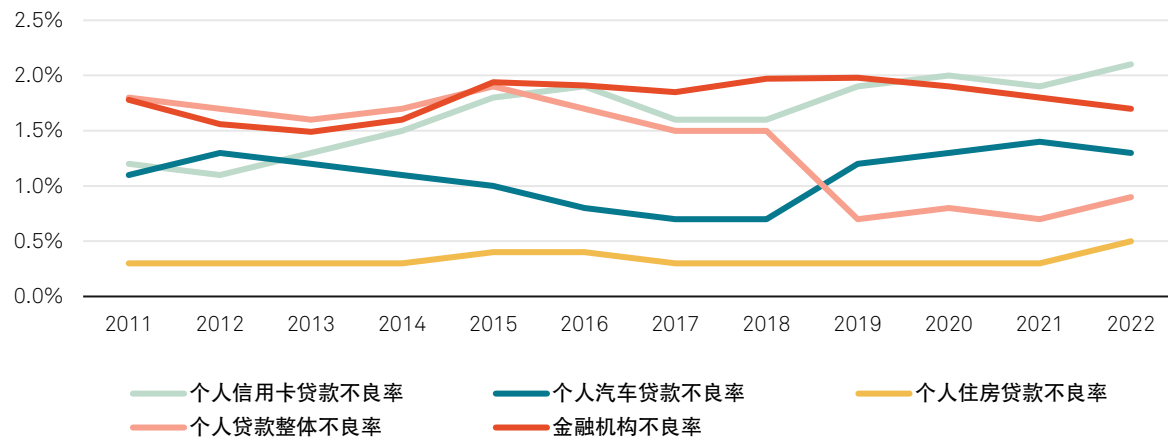
- 中国房地产行业的供需格局已发生根本性变化，这意味着行业将彻底告别过往的高速增长阶段，继而迈向高质量健康发展的新纪元。
- 短期内商品房销售的自发性修复取决于居民购买力和购房信心的实质性改善，长期而言商品房的需求将取决于地区人口增长、经济发展水平和人均收入水平。我们认为长期而言，城市之间商品房需求的结构性分化将加剧。
- 我们预计，2024年商品房销售额将小幅回落5%左右，主要由于一二线城市的购房需求难以弥补低能级城市的销售滑落，但我们认为销售额大幅下滑的可能性不大。
- 国有企业将继续作为行业的主导者，民营房企仍将面临如何“活下去”的考验。

中国个人住房贷款市场信用表现展望

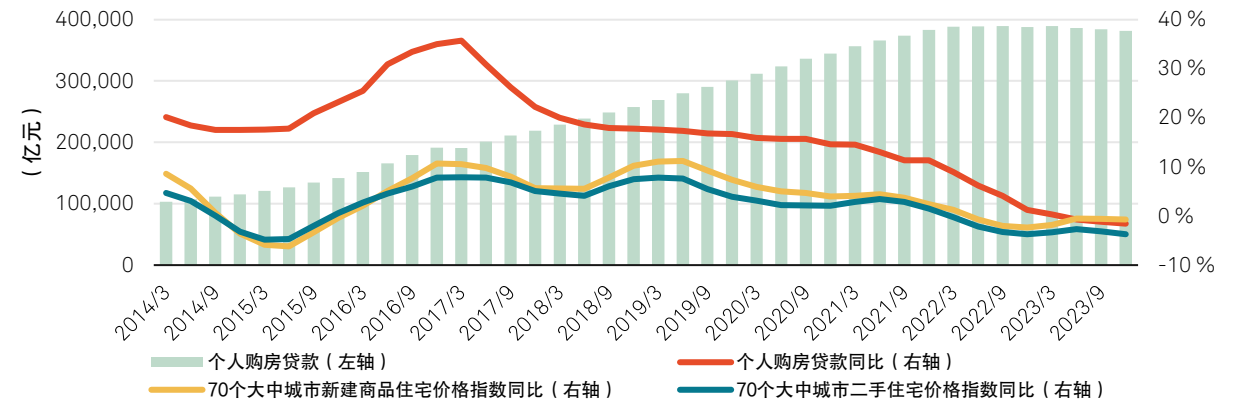
中国个人住房贷款市场

- 截至2023年末，个人住房贷款余额约38.17万亿元，在本年度出现负增长，主要系受到提前还款增加的影响。随着首套房贷款利率调整已基本完成，2024年初房贷余额下滑态势有望企稳。
- 近年来，与其他类型的零售类贷款相比，个人住房贷款不良率保持在低水平，预计2024年个人住房贷款不良率仍将保持低位平稳。
- 我们认为，LPR的推行能够有效、及时地反映市场的流动性水平，更好地反映商业按揭贷款市场的供需情况。

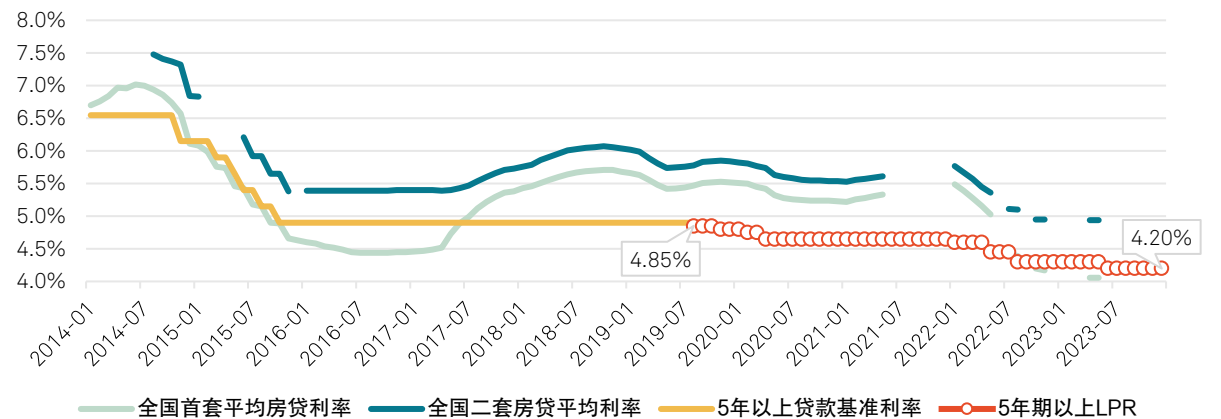
图表4：中国零售类贷款不良率



图表3：中国个人住房贷款市场余额及同比增速



图表5：全国首套及二套个人住房贷款利率与基准利率



标普信评

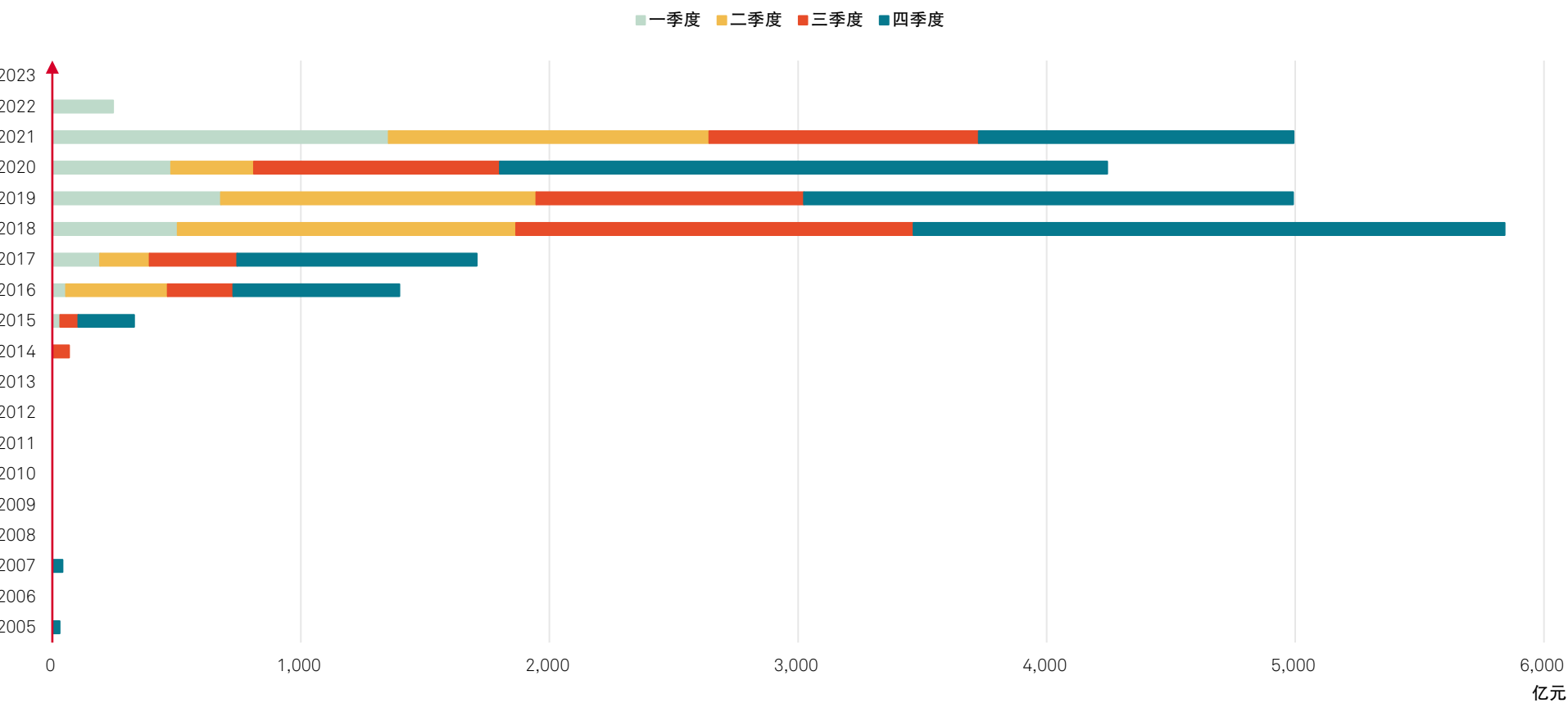
S&P Global
China Ratings

注：个人贷款整体不良率自2019年开始未包含个人经营性贷款。
资料来源：中国人民银行，国家统计局，国家金融监督管理总局，WIND，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

RMBS市场多维度观察

发行概况

图表6：历年RMBS发行规模



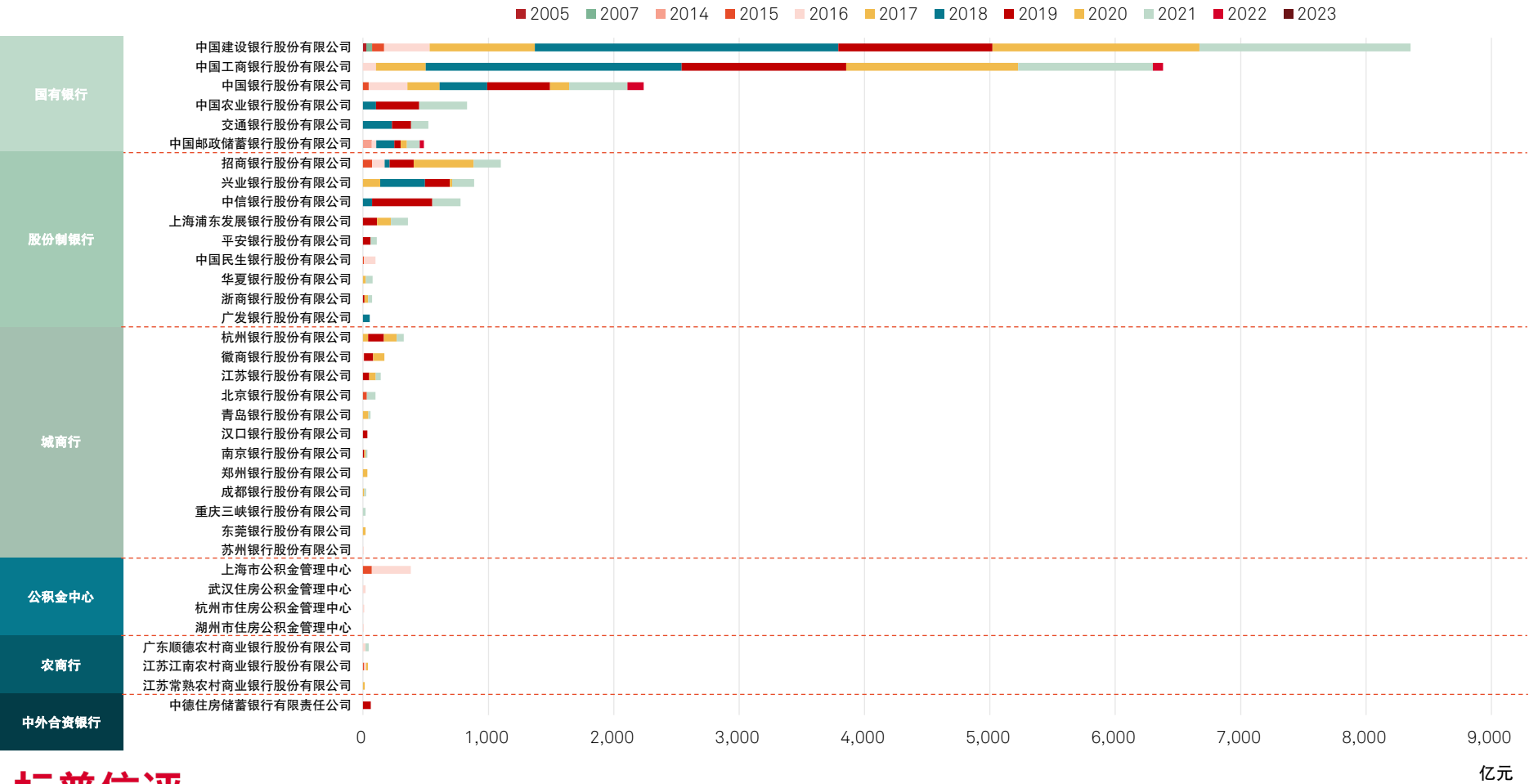
- 2023年RMBS市场仍未有新项目发行，未来发行规模及节奏仍有较大不确定性。
- 2023年9月以来，根据《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》（“《通知》”）的要求，RMBS项目的发起机构与借款人可采用贷款置换或合同利率调整的方式降低存量首套房贷利率。其中，对于基础资产采用合同利率调整的RMBS项目，其证券化资产池的加权平均贷款利率有所降低；而对于基础资产主要采用贷款置换方式的部分RMBS项目，10月迎来了较大幅度的早偿。
- 随着《通知》的出台，作为RMBS项目的基础资产，住房按揭抵押贷款存量的下降趋势得到了一定的缓解，但在上游房地产行业弱复苏的背景下，银行持续发行RMBS项目的动力存疑，市场的未来发行量也将在很大程度上取决于监管政策导向与市场创新。

注：数据截至2023年末，按照项目起息日进行统计，下同。
资料来源：WIND，标普信评整理
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

RMBS市场多维度观察

发行概况

图表7：RMBS发行规模（按发起机构）

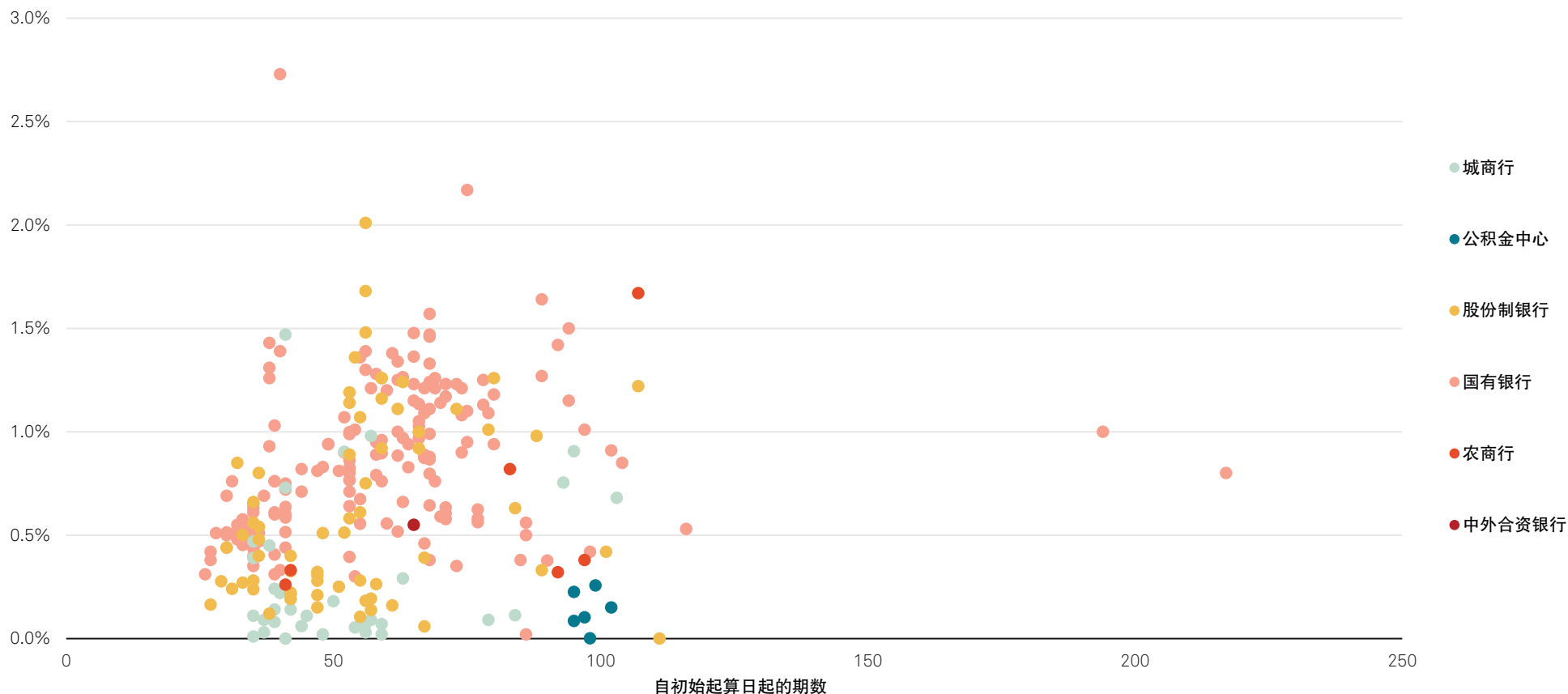


- RMBS产品能在信贷规模受限的情况下为发起机构盘活存量资产，改善资产负债表，为信贷额度带来更多的弹性和选择。但发起机构的发行诉求将会受到市场对个人住房贷款需求的影响，如果形成资产承压，则对其出表需求亦将会下降。
- 虽然2023年没有RMBS发行，但从市场存量看，其仍占信贷资产支持证券的一半以上，这主要是因为RMBS证券的期限较长，且之前年份的发行规模一直位于信贷市场前列。
- 2023年因大规模提前还贷，部分RMBS产品的优先级证券久期大幅缩短，提前兑付完毕。我们预计2024年将会有一批RMBS产品在预计到期日前完成兑付，行业存量规模未来也会陆续受到产品兑付或清仓的影响。

RMBS市场多维度观察

存续期表现

图表8：RMBS资产池累计违约率

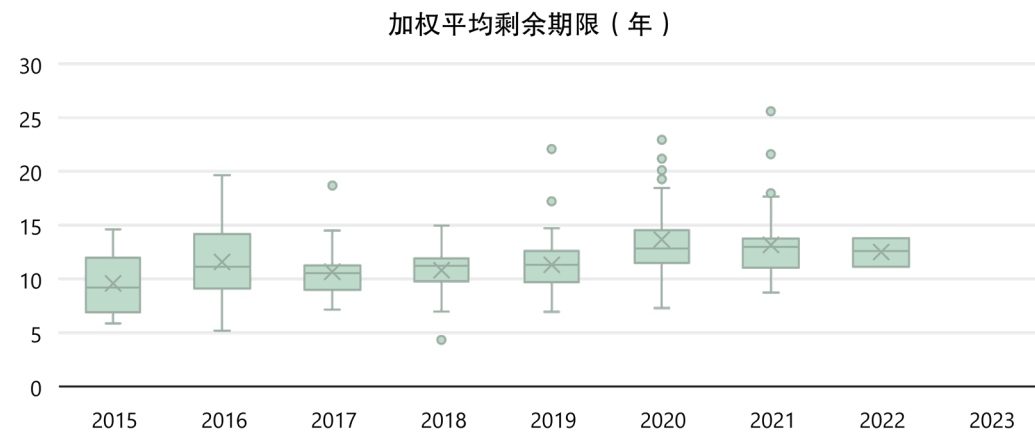
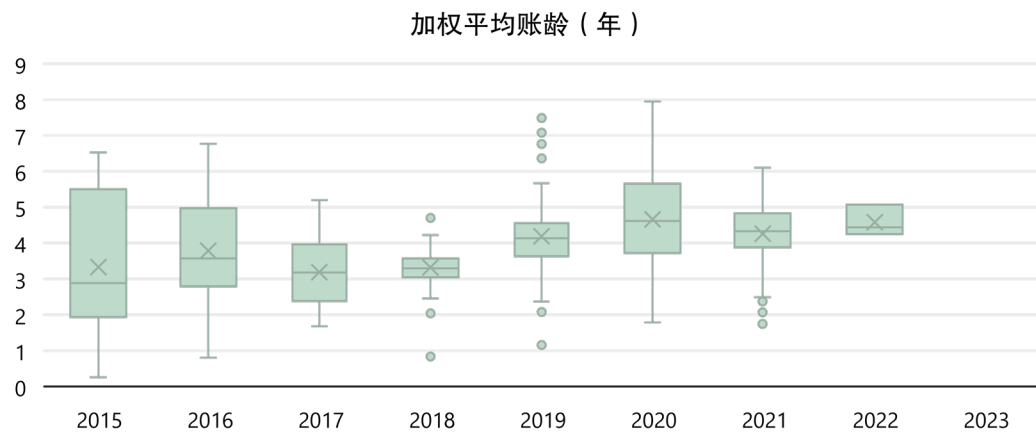
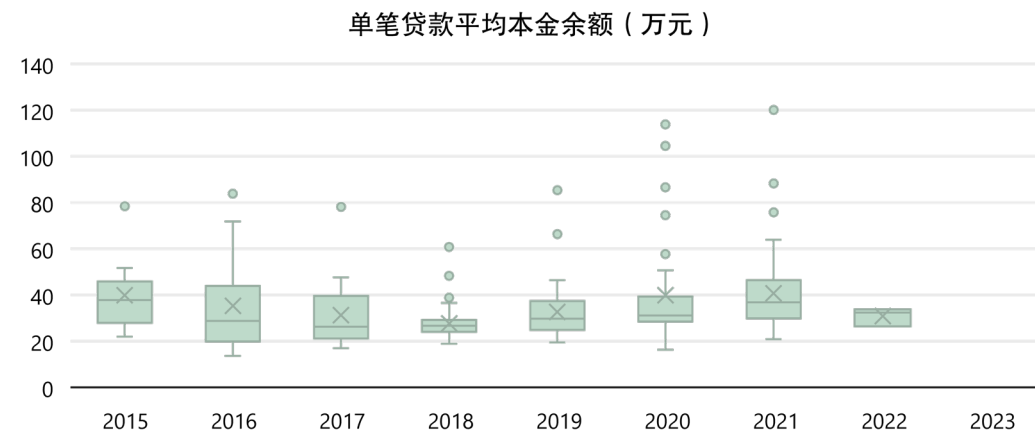
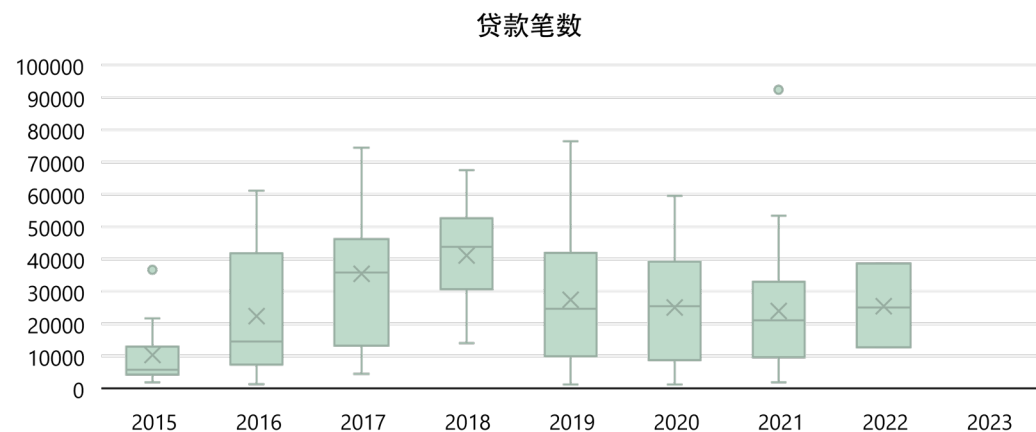


- 由于入池资产的信用质量优良，RMBS资产池的整体累计违约表现较好，大部分已发行RMBS项目基础资产的累计违约率均保持在1.5%以内。
- 2023年发生的高早偿事件并未对RMBS交易的资产池违约率产生显著负面影响。考虑到高早偿一方面对正利差项目具有缩减利差的负面作用，另一方面具有减少证券本金违约的正向作用，我们认为当年化早偿率非常高时（如在90%以上），后者的正向作用会抵消前者因正利差而损失的利息，而在早偿率升高假设下，标普信评的增信缓冲指标先下降后上升，即体现了这一综合结果。同时，标普信评所评RMBS项目优先级证券积累了大量的增信缓冲，因此信用质量并未受到影响。

RMBS市场多维度观察

RMBS多维度观察：资产特征

图表9：历年RMBS产品证券特征分布情况①



标普信评

S&P Global

China Ratings

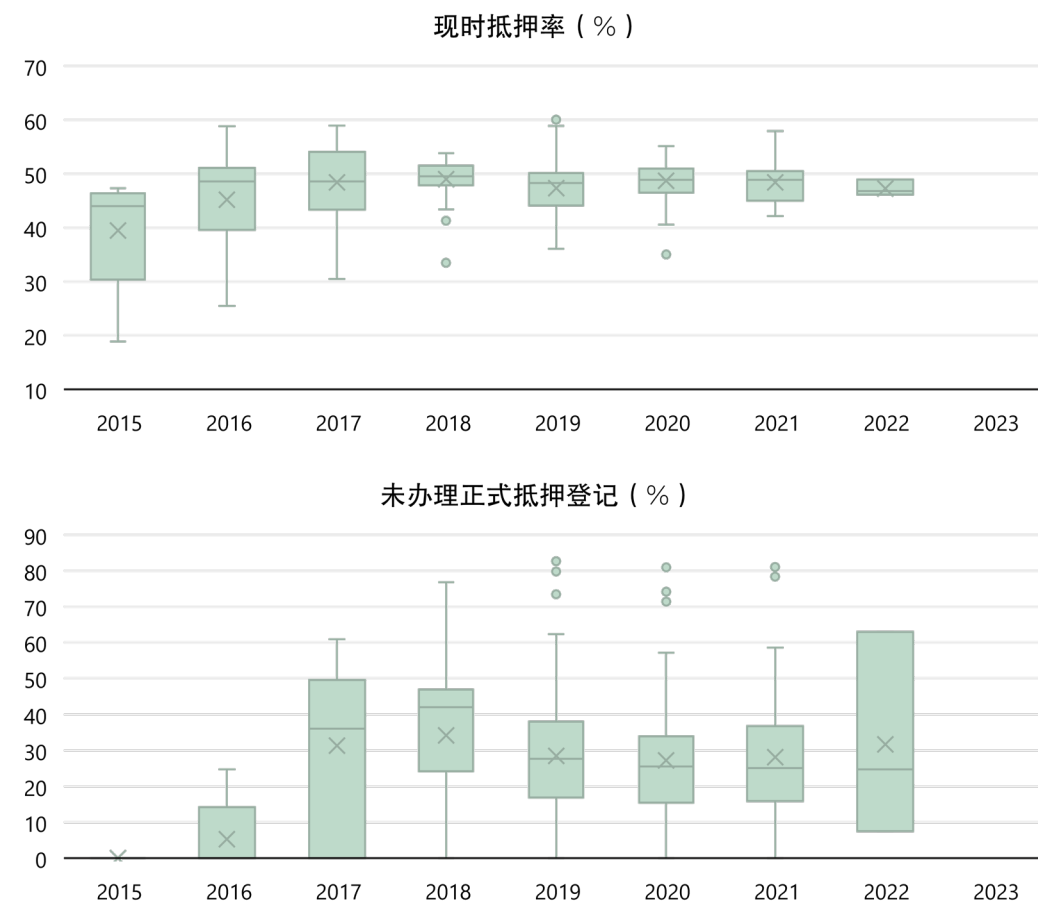
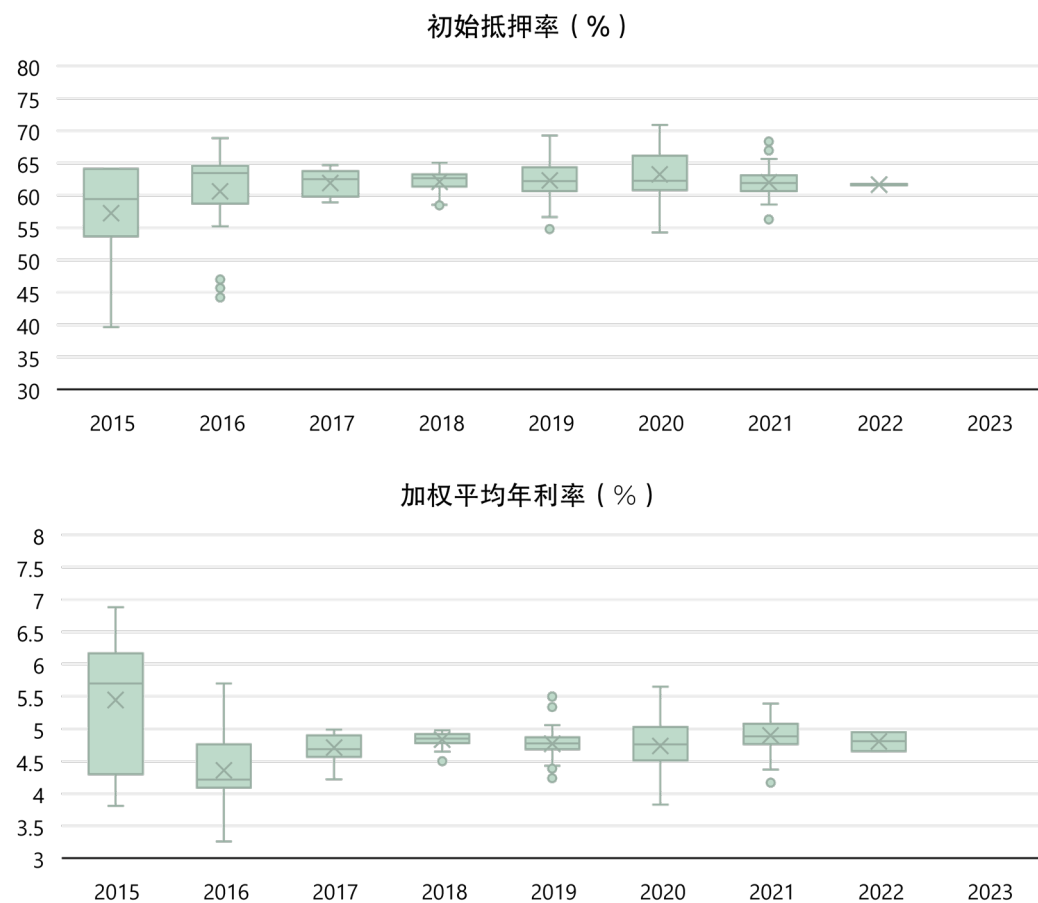
资料来源：WIND，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

RMBS市场多维度观察

RMBS多维度观察：资产特征

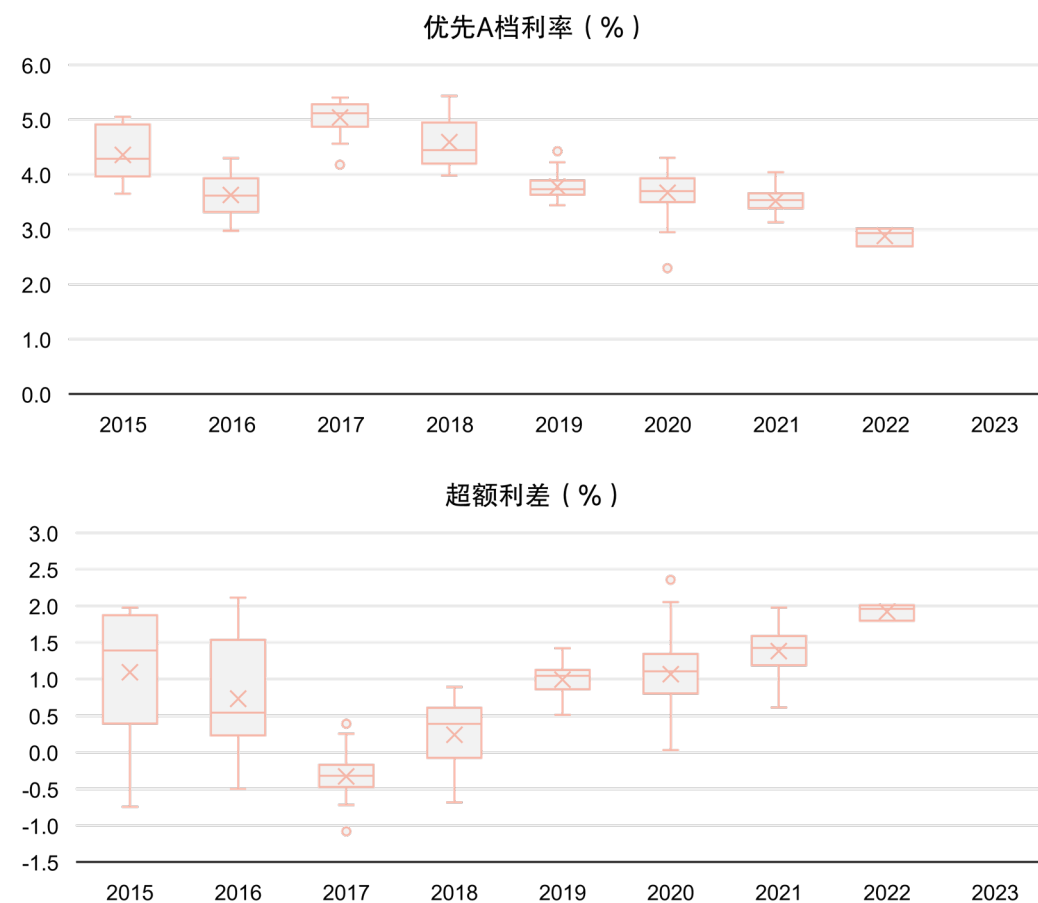
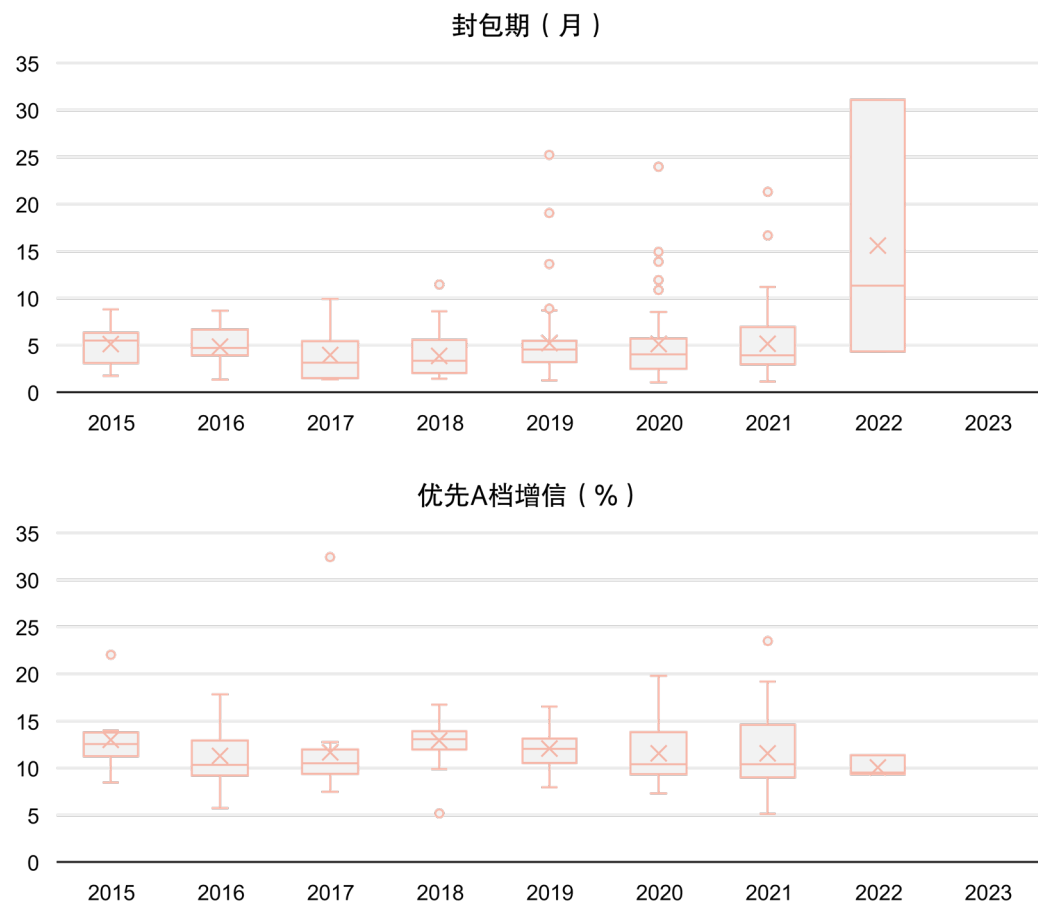
图表10：历年RMBS产品证券特征分布情况②



RMBS市场多维度观察

RMBS多维度观察：证券特征

图表11：历年RMBS产品证券特征分布情况



标普信评

S&P Global

China Ratings

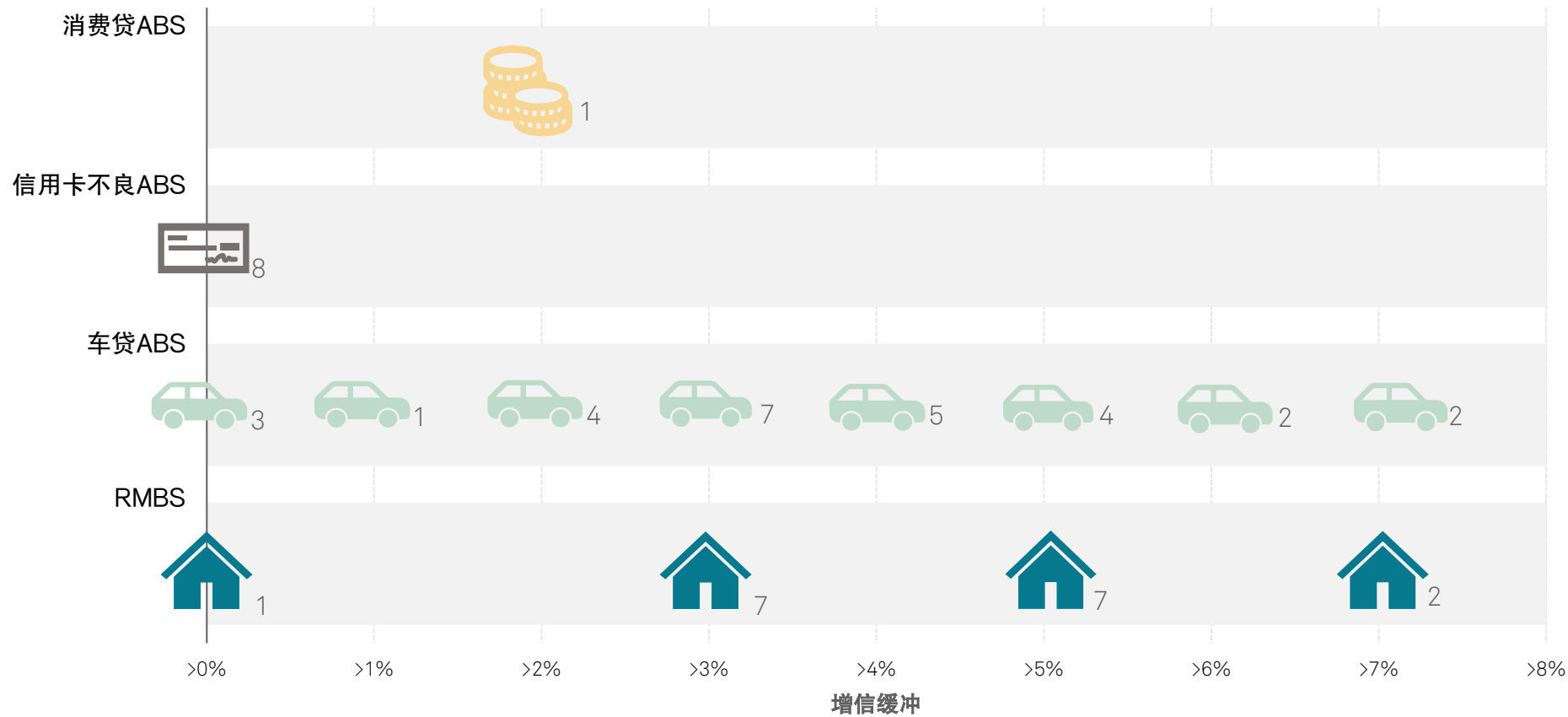
资料来源：WIND，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信评结构融资

受评项目增信缓冲

图表12：标普信评授予评级的结构融资项目增信缓冲汇总（按项目单数）



- 标普信评在评定受评证券的信用等级为 $AAA_{spc(sf)}$ 的基础之上，进一步推出了“增信缓冲”指标，旨在向市场提供更细化的辅助综合评价标准。
- 在标普信评最严格的压力情景假设下，我们预计优先档证券本息仍能被足额偿付，并且资产池中仍有剩余资产能够继续产生现金流。标普信评认为这部分资产会对受评证券起到“增信缓冲”的作用，即在优先档证券发生损失前为其提供额外保护，但增信缓冲不代表交易的临界信用增级。

附表

行业相关政策例举

时间	发布机构	文件/决议	主要内容
房地产行业			
2023年10月	中央金融工作会议		促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式
2023年7月	人民银行 金融监督管理总局	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日
住房按揭贷款相关			
2023年8月	人民银行 金融监督管理总局	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款；借款人亦可向承贷金融机构提出申请，协商变更合同约定的利率水平
2023年8月	人民银行 金融监督管理总局	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%；首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点
资产证券化相关			
2020年10月	银登中心	《信贷资产证券化信息登记业务规则（试行）》银登字〔2020〕第19号	从登记主体、初始登记、存续期变更登记、信息管理和违规处理等方面对信贷资产证券化信息登记进行详细规定
2020年9月	原银保监会	《中国银保监会办公厅关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》银保监办发〔2020〕99号	信贷资产证券化产品不再备案登记，自2020年11月13日起开始实施信贷资产证券化信息登记，简化流程，提高发行效率
2020年1月	原银保监会	《中国银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》银保监发〔2019〕52号	鼓励银行业金融机构积极发展绿色信贷资产证券化

©版权所有2024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（包括且不限于收入损失、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，除非其注册为该类机构。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。