

“标普信评带你看世界” 系列——

结构融资：RMBS 首当其冲，风险向投资级蔓延

2025 年 4 月 10 日

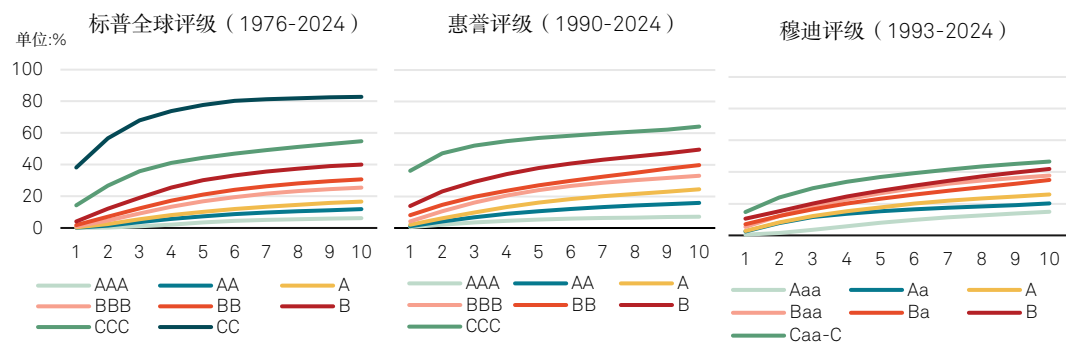
要点

- 全球结构融资产品信用质量近两年有所波动但韧性稳固，长期风险仍处低位可控范围。
- 2024 年，次贷危机时期遗留的美国 RMBS 违约率的大幅上升导致全球结构融资产品整体违约率的上升，且违约主要集中在 CC 级债券。
- 受 CC 级债券的影响，投机级债券违约率大幅抬升，同时信用风险持续渗透至投资级评级类别。

分析师
李开颜
北京
Kaye.li@spgchinaratings.cn

2024 年，全球大部分级别的结构融资产品的加权平均累积违约率相较上一年有所降低，但部分较低评级类别的结构融资产品违约率仍呈现上升趋势。我们观察了由标普全球、穆迪和惠誉三大评级机构提供公开评级服务的全球结构融资产品的长期加权平均累积违约率。其中，长期加权平均累积违约率是将较长历史观测期（大于 30 年）的违约数据从存续期的维度进行权重分配后聚合整理所得，能够反映结构融资产品在经济周期中的违约趋势。虽然三家评级公司的违约率水平各异，但整体规律趋同：2024 年，大部分结构融资产品评级类别的加权平均累积违约率相较上一年均有所降低，但部分较低评级类别的违约率仍呈现上升趋势，比如标普全球评级中的 CC 评级的 6 年期加权平均累积违约率从 77.2% 上升至 80.2%。总体而言，高级别证券的信用表现有所改善，而低评级证券虽有所波动，但较往年差异不大。

图1
全球结构融资产品的长期加权平均累积违约率

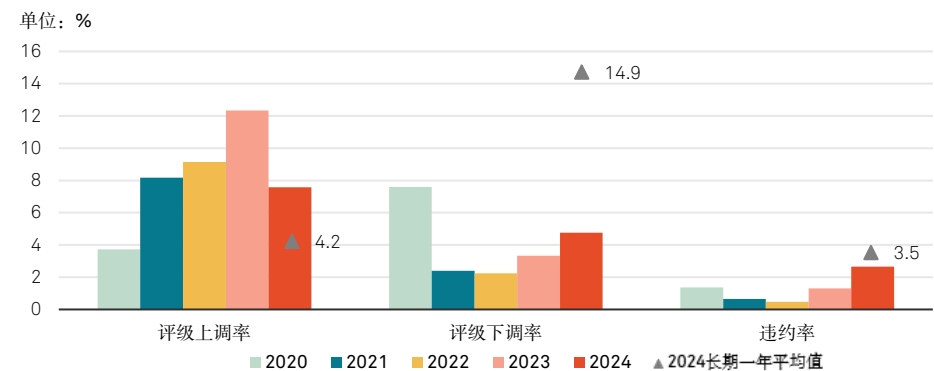


注：横轴表示年份。
资料来源：S&P Global Ratings Credit Research & Insights, Fitch Ratings, Moody's Ratings, 标普信评整理。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

随着全球经济在 2020 年后逐渐恢复，结构融资产品的评级表现也呈现逐步改善的动态调整特征。近两年，全球结构融资产品评级表现有所波动，但整体信用表现相对良好。基于标普全球评级近五年全球结构融资产品的评级变动情况，从评级上调率来看，2020 年至 2023 年呈现逐年上升趋势，2024 年从 2023 年的峰值（12.4%）回落至 7.6%，为近年来最低水平。评级下调率则与评级上调率基本呈现反向变化的关系，2020 年开始，评级下调率逐步下降，并在 2022 年达到十六年以来的新低（2.3%）。2023 年，由于 RMBS 和 CMBS 产品承压，评级下调率开始上升，2024 年延续了这一趋势，在年初尚未到期的 34,243 个全球结构融资评级中，标普全球评级下调评级比例为 4.8%，高于上年的 3.3%。与评级下调率趋同，整体违约率也从 2022 年的 0.5%（十五年低点）上升至 2024 年的 2.7%，为六年以来首次超过 2%。目前看，虽然 2024 年全球结构融资产品评级表现有所下降，但无论是评级上调率、下调率或是违约率水平均优于其相应的长期一年平均水平，且违约率整体仍维持在低位波动，说明结构融资领域整体风险可控，结构融资产品在挑战中始终保持一定的韧性与适应性。

图2

标普全球评级近五年全球结构融资产品的评级变动情况



注：评级上调率、下调率和违约率分别指本年度级别上调的证券数量、级别下调（包括违约）的证券数量和评级降低至 D 的证券数量在年初存续评级中的比例；在此期间评级迁移至 NR（无评级）的证券，将根据其迁移至 NR 之前的评级进行分类，下同。长期一年平均即 1976 至 2024 年期间，每年违约率的加权平均值，权重为每年年初存续的评级数量

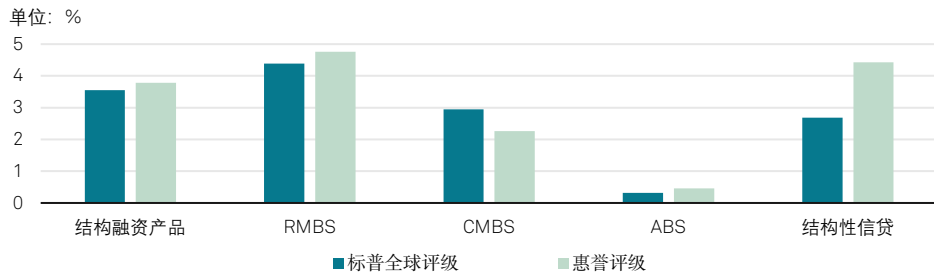
资料来源：S&P Global Ratings Credit Research & Insights，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

一、产品类型方面，从历史长期平均水平来看，RMBS 呈现出最高违约风险，ABS 则体现出较强的抗风险性。以标普全球和惠誉评级一年期加权平均累积违约率为例，RMBS 居首位，ABS 则处于最低水平。主要是因为次贷危机时期 RMBS 的极端数据拉升了其加权平均后的违约率水平，而 ABS 在危机期间受影响较小；结构性信贷产品方面，可能因不同评级机构此类型产品同质性的限制，其长期一年加权平均累积违约率也有所差异。

图3

长期加权平均累积违约率：一年期



资料来源：S&P Global Ratings Credit Research & Insights，Fitch Ratings，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

近两年美国 RMBS 和欧洲 CMBS 违约率上升较为明显，而其他类型产品整体信用表现保持稳定。美国 RMBS 作为在标普全球评级所评结构融资产品中存续评级数量最多（2024 年占比 36%）的产品类型，其违约率的走势很大程度上影响着其整体违约率。自次贷危机以来，美国 RMBS 的违约率逐年降低，并于 2021 年开始维持在 1% 以下。2023 年，受次贷危机之前发行并仍存续的 RMBS 的影响，违约率有所抬升。2023-2024 年，美国 RMBS 分别以 2.9% 和 6.9% 的违约率持续位居全球各类产品榜首，违约特别集中在次优级（subprime）和 Alt-A 这两个 RMBS 的子类别，2024 年违约率分别为 19.4% 和 11.1%，这两类产品在全年违约数量中合计占比高达 85%。这主要是因为底层抵押物整体表现疲软，出现了利息支付拖欠或利息短缺，标普全球评级将多个“CC”评级产品下调至“D”评级所致。

CMBS 方面，2020 年以来，尽管整体金融环境有所改善，但受公共卫生事件对商业地产的长期负面影响，欧美 CMBS 违约率处于动态波动中。2023 年开始，由于利率的上升及办公和零售物业的市场价值在过去几年中显著下降，叠加未来办公空间需求的不确定性，美国和欧洲的商业房地产市场承受较大的压力，CMBS 评级下降趋势显著。2024 年，欧洲 CMBS 违约率突破其长期一年平均值，增至 3.4%。但其在欧洲债券中存续规模较小（约 5%），因此对欧洲整体违约率影响不大。美国 CMBS 以 1.4% 的违约率位列其后。美国 CMBS 也是 2024 年唯一一个评级下调率超过其长期一年平均值（12.0%）的产品。

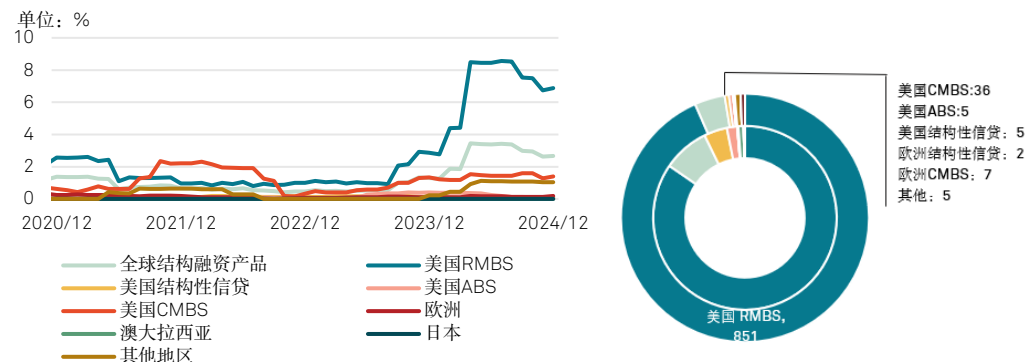
结构性信贷方面，目前存续产品大部分为 CLO（在结构性信贷中占比 90% 以上），同时，存在少量的 CDO。虽然 CDO 产品违约率在某些年份存在突增的情况，但得益于 CLO 的稳健表现，结构性信贷整体违约率持续维持在低水平。

ABS 方面，美国 ABS 违约率近五年来一致维持在低位波动。2023 年，受学生贷款和预制房屋贷款两个子行业的影响，违约率虽有所上升，但仍处于较低水平（0.4%）。欧洲 ABS 近五年维持零违约。

除了美国和欧洲，剩余 5 笔违约均发生于拉丁美洲。其余类型的结构融资产品违约率维持低位，信用表现保持良好。

图4

标普全球评级年度违约率及违约数量分布（按地区和产品类型）



注：左图中其他地区包括加拿大、拉丁美洲、亚洲（不包括日本）和其他新兴市场；美国 RMBS 仅包含基础资产为次优级贷款（subprime mortgage）和房屋净值贷款（home equity loan）的交易，以及 Re-REMICs 产品。右图中内圈为 2023 年数据，外圈为 2024 年数据。

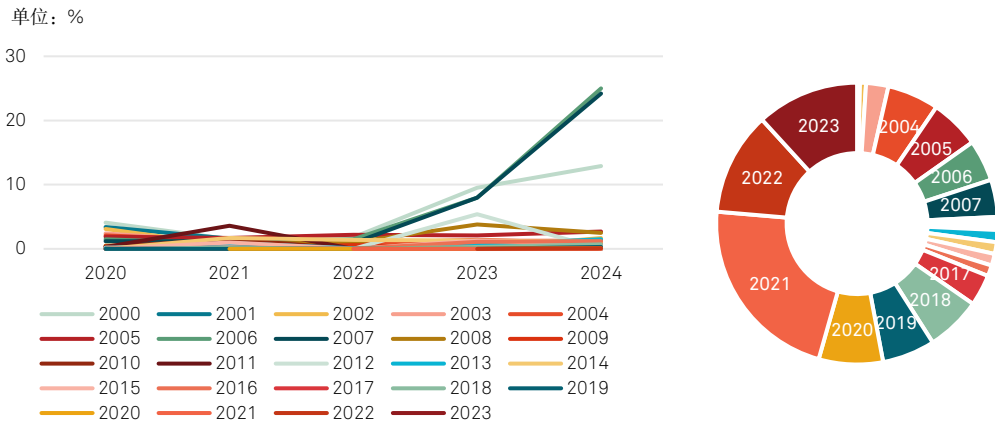
资料来源：S&P Global Ratings Credit Research & Insights，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

二、发行时间方面，2024 年结构融资产品违约主要集中在 2006-2007 年发行的债券，主要是受次贷危机遗留的 RMBS 底层风险延迟爆发的影响。我们观察了标普全球评级自 2000 年以来每年所发行的结构融资产品的近五年违约表现。可以看到，大多数年份所发行产品的年度违约率基本控制在 5% 以内，因存续期限的差异，较远年份的违约率高于较近年份。近两年来，在次贷危机时期发行的交易

违约率大幅上升。2024 年，发行于 2006 年的交易违约率居首位，达到 25.0%，2007 年违约率紧随其后，为 24.2%。这两个年份发行的债券违约数量占 2024 年全年违约数量的 83.3%。主要是因为 2005 年至 2007 年间发行的 RMBS 底层资产中存在较多的次优级贷款（subprime）及 Alt-A 贷款，这些次贷危机时期遗留下的 RMBS 及由这些 RMBS 作为底层资产的 CDO 的信用风险在经济周期与政策环境变化下的延迟爆发，从而拉高违约率。2000 年所发行的交易违约率也有所抬升，但因其存续规模较小（小于 1%），对整体违约率影响不大。

图5
标普全球评级全球结构融资产品违约率（按发行年份）及 2024 年各发行年份存续评级数量占比



资料来源：S&P Global Ratings Credit Research & Insights，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

三、评级类别方面，受 CC 级债券的影响，投机级债券违约率大幅抬升，同时信用风险持续渗透至投资级评级类别。我们分别整理了标普全球评级的结构融资产品 2020-2024 年的各年度违约率和穆迪评级 2020-2024 年加权平均一年期违约率的情况，见图 6 和图 7。可以看到，违约情况近两年持续渗透至 AA 级和 A 级这样的较高投资级类别。具体而言，2023 年与 2024 年投资级债券各有 5 笔和 4 笔违约发生，主要集中于美国 CMBS 产品。投机级债券方面，违约主要集中于 CCC 和 CC 级债券，而 BB 和 B 级债券的违约率五年来均维持在 1%以下。2024 年，投机级债券的整体违约率为 9.8%，创下自 2013 年以来的最高水平。其中，违约率最高的仍为“CC”和“CCC”评级类别，分别为 57.9%和 6.8%，而“CC”评级的债券在全年违约债券数量中的比例高达 79.3%，违约率远超其长期一年平均值（38.2%），主要是与次贷危机遗留的美国 RMBS 产品风险暴露，违约率大幅抬升有关。这一趋势说明，即使在经济复苏周期中，低评级债券的尾部风险仍需高度警惕，而投资级债券的信用风险亦需结合行业与底层资产动态重新评估。

图6

标普全球评级全球结构融资产品年度违约率及违约数量分布（按评级类别）

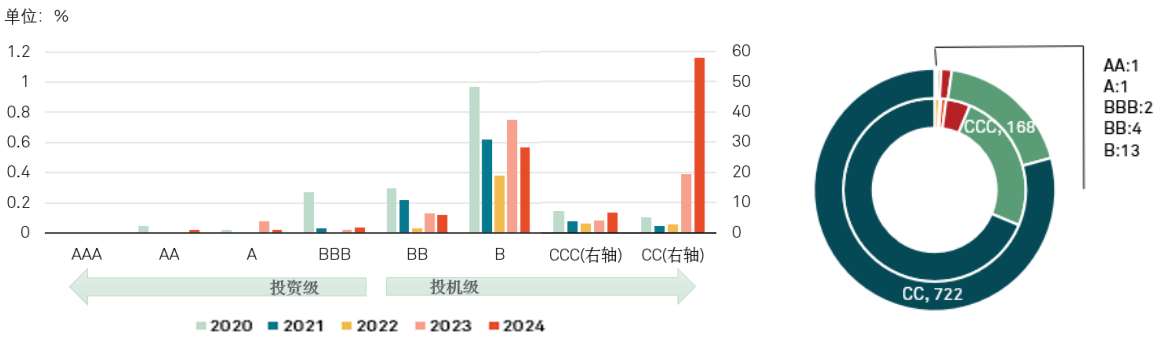
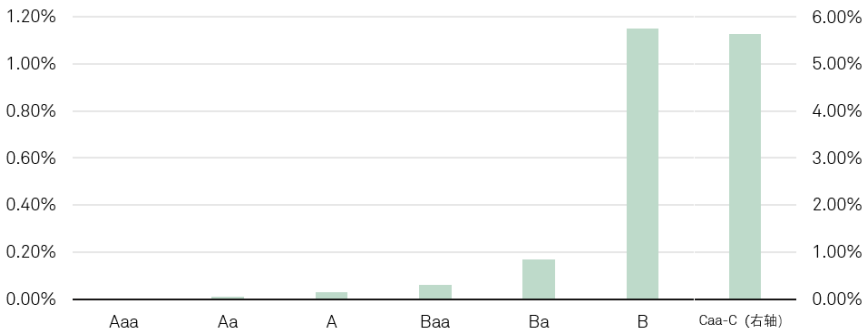


图7

穆迪评级全球结构融资产品近五年加权平均累积违约率：一年期



相关评论与研究：

- 中国个人消费贷款资产支持证券市场多维度观察 2025 版
- 中国不良资产支持证券市场多维度观察 2025 版
- 中国个人汽车抵押贷款资产支持证券市场多维度观察 2025 版
- 中国个人住房抵押贷款资产支持证券市场多维度观察 2025 版

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务，包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息，请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://PrivateCreditAnalysis(spgchinaratings.cn))，并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2025 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失、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）的附属企业。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。